

感谢巴菲特无私奉献

被誉为最佳 MBA 教材

1950-2024

致股东的信



2025 年版

目 录

目 录.....	2
伯克希尔与标普 500 指数.....	14
伯克希尔业务版图.....	19
巴菲特青春时代.....	32
恩师格雷厄姆生平回顾.....	36
关于市场先生和人性的理解.....	63
我最看好的股票：GEICO 保险 1951	93
我最看好的股票：西部保险 1953.....	96
我最看好的股票：油气资产管理公司 1957.....	99
我最看好的股票：人寿保险 1957.....	102
巴菲特合伙公司时代.....	104
巴菲特合伙契约 1956	105
巴菲特致合伙人的信 1957	106
巴菲特致合伙人的信 1958	109
巴菲特致合伙人的信 1959	112
巴菲特致合伙人的信 1960	114
巴菲特致合伙人的信 1961 中报	119
巴菲特致合伙人的信 1961 年报	122
巴菲特致合伙人的信 1962 中报	131
巴菲特致合伙人的信 1962 年报	138
巴菲特致合伙人的信 1963 中报	150
巴菲特致合伙人的信 1963 年报	158
巴菲特致合伙人的信 1964 中报	172

巴菲特致合伙人的信 1964 年报	176
巴菲特致合伙人的信 1965 中报	190
巴菲特致合伙人的信 1965 年报	195
巴菲特致合伙人的信 1966 中报	206
巴菲特致合伙人的信 1966 年报	214
巴菲特致合伙人的信 1967 中报	222
巴菲特致合伙人的信 1967 年报	231
巴菲特致合伙人的信 1968 中报	236
巴菲特致合伙人的信 1968 年报	241
巴菲特致合伙人的信 1969 清盘	248
巴菲特致合伙人的信 1969 年报	265
巴菲特致合伙人的信 1970 债券投资	276
伯克希尔哈撒韦时代	285
巴菲特致股东的信 1965.....	286
巴菲特致股东的信 1966.....	290
巴菲特致股东的信 1967.....	294
巴菲特致股东的信 1968.....	297
巴菲特致股东的信 1969.....	299
巴菲特致股东的信 1970.....	301
巴菲特致股东的信 1971.....	303
巴菲特致股东的信 1972.....	306
巴菲特谈喜诗糖果 1972.....	310
巴菲特致股东的信 1973.....	331
巴菲特谈股市 1974.....	335

巴菲特致股东的信 1974.....	339
巴菲特谈养老金问题 1975	345
巴菲特致股东的信 1975.....	358
巴菲特谈 GEICO1976	363
格雷厄姆谈股市 1976	366
施洛斯：怀念恩师格雷厄姆 1976.....	372
巴菲特：怀念恩师格雷厄姆 1976.....	375
巴菲特致股东的信 1976.....	376
企业收藏家 1977	381
巴菲特谈通货膨胀 1977.....	386
巴菲特致股东的信 1977.....	401
巴菲特致股东的信 1978.....	408
巴菲特谈股市 1979.....	416
巴菲特致股东的信 1979.....	419
巴菲特致股东的信 1980.....	431
巴菲特致股东的信 1981.....	447
巴菲特致股东的信 1982.....	460
巴菲特谈指数期货 1982.....	475
巴菲特致股东的信 1983.....	478
巴菲特：哥大商学院演讲 1984	507
巴菲特致股东的信 1984.....	523
巴菲特谈投资 1985.....	556
巴菲特致股东的信 1985.....	560
伯克希尔股东大会问答 1986.....	589

芒格：哈佛中学演讲 1986	595
最资深的经理人桑迪威尔	600
巴菲特致股东的信 1986.....	606
「所有者收益」vs「自由现金流」	625
伯克希尔股东大会问答 1987.....	649
巴菲特致股东的信 1987.....	658
伯克希尔股东大会问答 1988.....	682
巴菲特谈投资 1988.....	697
巴菲特致股东的信 1988.....	703
伯克希尔股东大会问答 1989.....	727
巴菲特致股东的信 1989.....	743
巴菲特：你应该了解珠宝生意	770
伯克希尔股东大会问答 1990.....	772
巴菲特：斯坦福法学院演讲 1990.....	787
巴菲特致股东的信 1990.....	797
伯克希尔股东大会问答 1991.....	833
巴菲特：圣母大学演讲 1991.....	864
巴菲特致所罗门股东信 1991.....	906
巴菲特致股东的信 1991.....	911
伯克希尔股东大会问答 1992.....	937
巴菲特奥马哈新闻俱乐部 1992	971
巴菲特致股东的信 1992.....	984
伯克希尔股东大会问答 1993.....	1031
施洛斯：哥大商学院演讲 1993	1072

财富杂志：恐龙	1079
巴菲特致股东的信 1993.....	1088
伯克希尔股东大会实录 1994.....	1109
巴菲特谈施洛斯的信 1994	1157
芒格：南加大商学院演讲 1994	1159
巴菲特：内布拉斯加大学演讲 1994	1184
巴菲特致股东的信 1994.....	1212
伯克希尔股东大会实录 1995.....	1233
巴菲特致股东的信 1995.....	1302
伯克希尔股东大会实录 1996.....	1328
Wesco 股东大会 1996.....	1401
芒格：斯坦福法学院演讲 1996	1411
芒格：关于实践思维的现实思考 1996.....	1440
伯克希尔股东手册 1996.....	1449
巴菲特致股东的信 1996.....	1459
伯克希尔股东大会实录 1997.....	1482
巴菲特谈微软的信 1997.....	1560
巴菲特致股东的信 1997.....	1567
伯克希尔股东大会实录 1998.....	1592
芒格：哈佛法学院演讲 1998.....	1675
巴菲特：华盛顿大学谈话 1998	1682
芒格：财务总监联合会演讲 1998.....	1688
巴菲特收购 LTMIC 要约 1998.....	1694
巴菲特：佛罗里达大学演讲 1998.....	1696

巴菲特：内布拉斯加教育论坛演讲 1999	1720
伯克希尔：集团企业的终极折让.....	1730
巴菲特致股东的信 1998.....	1796
伯克希尔股东大会实录 1999.....	1821
巴菲特太阳谷演讲 1999.....	1898
巴菲特谈股市 1999.....	1903
巴菲特致股东的信 1999.....	1908
伯克希尔股东大会实录 2000.....	1934
芒格：2003 年的金融大丑闻.....	2006
芒格：慈善圆桌会议讲话 2000	2014
巴菲特致股东的信 2000.....	2020
伯克希尔股东大会实录 2001.....	2051
Wesco 股东大会 2001.....	2130
巴菲特：佐治亚大学演讲 2001	2140
巴菲特：保险业的 FDIC 2001	2162
巴菲特：给全体经理人备忘录 2001	2164
巴菲特：对话内大商学院 2001	2165
巴菲特谈股市 2001.....	2169
巴菲特致股东的信 2001.....	2179
伯克希尔股东大会实录 2002.....	2207
Wesco 股东大会 2002.....	2288
巴菲特：股票期权与常识 2002	2310
巴菲特：哥大商学院演讲 2002	2316
巴菲特：谁是真正的账房先生	2324

巴菲特致股东的信 2002.....	2326
伯克希尔股东大会实录 2003.....	2356
沃伦在担心什么 2003	2436
巴菲特：股息巫术 2003.....	2441
芒格：论学院派经济学 2003.....	2443
巴菲特：对话田纳西大学学生 2003	2469
巴菲特：对话沃顿商学院学生 2003	2476
巴菲特：我为什么不看好美元 2003	2484
巴菲特：对话奥奎尔俱乐部 2004.....	2492
巴菲特致股东的信 2003.....	2510
伯克希尔股东大会实录 2004.....	2539
Wesco 股东大会 2004.....	2613
专访苏珊·巴菲特 2004	2633
巴菲特：模糊数学与股票期权 2004	2643
巴菲特：对话沃顿商学院学生 2004	2645
巴菲特：对话范德比尔特大学学生 2005	2655
巴菲特致股东的信 2004.....	2663
伯克希尔股东大会实录 2005.....	2690
Wesco 股东大会 2005.....	2761
卢米斯：我在财富杂志的 51 年.....	2777
卢米斯：回顾职业生涯 2005.....	2797
巴菲特：回忆进入证券行业 2005.....	2809
巴菲特：对话堪萨斯大学学生 2005	2811
巴菲特：对话内布拉斯加大学学生 2005	2820

巴菲特：对话堪萨斯大学学生 2005	2832
巴菲特致股东的信 2005.....	2838
伯克希尔股东大会实录 2006.....	2880
Wesco 股东大会 2006.....	2947
巴菲特：给全体经理人备忘录 2006	2964
巴菲特慈善捐赠专访 2006	2965
巴菲特：我为什么慷慨解囊 2006.....	3038
巴菲特接见 Dardashti 2007	3054
巴菲特：对话佐治亚大学学生 2007	3057
巴菲特致股东的信 2006.....	3070
伯克希尔股东大会实录 2007.....	3112
巴菲特：查理罗斯专访 2007.....	3189
芒格：南加大法学院演讲 2007	3214
巴菲特致股东的信 2007.....	3225
伯克希尔股东大会实录 2008.....	3259
Wesco 股东大会 2008.....	3329
巴菲特：对话商学院学生 2008	3345
巴菲特：对话 IVEY 商学院学生 2008	3352
巴菲特：对话瑞士洛桑国际管理学院.....	3356
财富杂志：沃伦之思 2008	3369
巴菲特：解析经济危机 2008.....	3374
巴菲特：给保尔森的信 2008.....	3391
巴菲特：买入美国正当时 2008	3394
巴菲特：21 世纪经济领导者采访 2008	3396

巴菲特：怀念恩师格雷厄姆 2008.....	3409
巴菲特致股东的信 2008.....	3415
伯克希尔股东大会实录 2009.....	3441
伯克希尔股东大会发布会 2009	3515
Wesco 股东大会 2009.....	3523
杰米·戴蒙 2008 年致股东信.....	3537
巴菲特：对话六所商学院学生 2009	3570
巴菲特：恐慌是会传染的，我们必须做点什么.....	3578
巴菲特：CNBC 专访 2009	3619
巴菲特：美元效应 2009.....	3626
巴菲特：收购 BNSF 铁路.....	3628
巴菲特：对话哥大商学院学生	3647
巴菲特：对话 IVEY 商学院学生 2010	3665
巴菲特致股东的信 2009.....	3672
伯克希尔股东大会实录 2010.....	3695
巴菲特：给全体经理人备忘录 2010	3768
巴菲特：金融危机调查委员会专访	3770
巴菲特："捐赠誓言"计划 2010.....	3803
巴菲特：慈善中国行 2010	3819
巴菲特：CNBC 专访 2010	3824
巴菲特：对话八所商学院学生 2011	3828
巴菲特致股东的信 2010.....	3850
伯克希尔股东大会实录 2011.....	3879
Wesco 股东大会 2011.....	3955

巴菲特：CNBC 专访 2011	3971
巴菲特：查理·罗斯专访 2011	3978
巴菲特：500 亿美元的决定	4002
巴菲特：对话 IVEY 商学院学生 2012	4004
巴菲特致股东的信 2011	4013
伯克希尔股东大会实录 2012	4044
巴菲特：跳着踢踏舞去上班 2012	4120
巴菲特致股东的信 2012	4144
伯克希尔股东大会实录 2013	4172
芒格：DJ 年会 2013	4248
巴菲特：家族三代谈慈善 2013	4274
巴菲特：如何教孩子理财 2013	4291
巴菲特：对话八所商学院学生 2013	4292
巴菲特：对话 IVEY 商学院学生 2014	4300
巴菲特：谈可口可乐薪酬方案	4309
巴菲特致股东的信 2013	4313
伯克希尔股东大会实录 2014	4340
巴菲特：CNBC 专访 2014	4424
巴菲特：CNBC 专访 2014	4453
巴菲特：关于游牧者基金 2014	4482
巴菲特：给全体经理人备忘录 2014	4483
巴菲特：对话 IVEY 商学院学生 2015	4485
巴菲特：追忆唐基奥 2015	4492
巴菲特致股东的信 2014	4501

伯克希尔 50 周年：过去、现在和未来	4526
伯克希尔股东大会实录 2015.....	4548
巴菲特：扩大所得税抵免比提高最低工资更好.....	4625
巴菲特：慈善承诺倡议 2015.....	4627
巴菲特致股东的信 2015.....	4659
考夫曼：Glenair 企业文化.....	4692
伯克希尔股东大会实录 2016.....	4725
巴菲特：对话八所商学院学生 2016	4803
巴菲特致股东的信 2016.....	4808
伯克希尔股东大会实录 2017.....	4840
巴菲特：美国的未来 2017	4925
巴菲特致股东的信 2017.....	4927
伯克希尔股东大会实录 2018.....	4946
巴菲特致股东的信 2018.....	5021
伯克希尔股东大会实录 2019.....	5036
巴菲特致股东的信 2019.....	5112
伯克希尔股东大会实录 2020.....	5128
巴菲特致股东的信 2020.....	5184
伯克希尔股东大会实录 2021.....	5199
巴菲特致股东的信 2021.....	5257
伯克希尔股东大会实录 2022.....	5269
康布斯：在普通股中寻找价值	5350
巴菲特致股东的信 2022.....	5381
伯克希尔股东大会实录 2023.....	5390

副董事长查理芒格逝世..... 5463

查理芒格：伯克希尔的总设计师..... 5464

巴菲特致股东的信 2023..... 5465

伯克希尔股东大会实录 2024..... 5480

巴菲特致股东的信 2024..... 5549

伯克希尔股东大会实录 2025..... 5562

如何建立能力圈 5563

巴菲特估值逻辑 5611

伯克希尔投资历史..... 5620

巴菲特推荐过的书籍 5694

伯克希尔与标普 500 指数

年度	每股账面价值	每股市场价格	S&P500(含股息)
1965	23.8	49.5	10.0
1966	20.3	-3.4	-11.7
1967	11.0	13.3	30.9
1968	19.0	77.8	11.0
1969	16.2	19.4	-8.4
1970	12	-4.6	3.9
1971	16.4	80.5	14.6
1972	21.7	8.1	18.9
1973	4.7	-2.5	-14.8
1974	5.5	-48.7	-26.4
1975	21.9	2.5	37.2
1976	59.3	129.3	23.6
1977	31.9	46.8	-7.4
1978	24.0	14.5	6.4
1979	35.7	102.5	18.2
1980	19.3	32.8	32.3
1981	31.4	31.8	-5.0
1982	40.0	38.4	21.4
1983	32.3	69.0	22.4
1984	13.6	-2.7	6.1
1985	48.2	93.7	31.6
1986	26.1	14.2	18.6
1987	19.5	4.6	5.1
1988	20.1	59.3	16.6
1989	44.4	84.6	31.7
1990	7.4	-23.1	-3.1
1991	39.6	35.6	30.5
1992	20.3	29.8	7.6
1993	14.3	38.9	10.1
1994	13.9	25.0	1.3
1995	43.1	57.4	37.6
1996	31.8	6.2	23.0
1997	34.1	34.9	33.4
1998	48.3	52.2	28.6
1999	0.5	-19.9	21.0
2000	6.5	26.6	-9.1
2001	-6.2	6.5	-11.9

2002	10.0	-3.8	-22.1
2003	21.0	15.8	28.7
2004	10.5	4.3	10.9
2005	6.4	0.8	4.9
2006	18.4	24.1	15.8
2007	11.0	28.7	5.5
2008	-9.6	-31.8	-37.0
2009	19.8	2.7	26.5
2010	13.0	21.4	15.1
2011	4.6	-4.7	2.1
2012	14.4	16.8	16.0
2013	18.2	32.7	32.4
2014	8.3	27.0	13.7
2015	6.4	-12.5	1.4
2016	10.7	23.4	12.0
2017	23.0	21.9	21.8
2018	0.4	2.8	-4.4
2019	23.0	11.0	31.5
2020	9.8	2.4	18.4
2021	19.5	29.6	28.7
2022	-6.2	4.0	-18.1
2023	20.5	15.8	26.3
2024	16.6	25.5	25.0
2025			
复合年化收益 1965-2024	17.5%	19.9%	10.4%
总体收益率 1964-2024	1,875,084%	5,502,284%	39,054%

五年为期的百分比变化

五年期	每股账面价值	S&P500(含股息)	相对收益%
1965-1969	17.2	5.0	12.2
1966-1970	14.7	3.9	10.8
1967-1971	13.9	9.2	4.7
1968-1972	16.8	7.5	9.3
1969-1973	17.7	2.0	15.7
1970-1974	15.0	-2.4	17.4
1971-1975	13.9	3.2	10.7
1972-1976	20.8	4.9	15.9
1973-1977	23.4	-0.2	23.6
1974-1978	24.4	4.3	20.1
1975-1979	30.1	14.7	15.4

1976-1980	33.4	13.9	19.5
1977-1981	29.0	8.1	20.9
1978-1982	29.9	14.1	15.8
1979-1983	31.6	17.3	14.3
1980-1984	27.0	14.8	12.2
1981-1985	32.6	14.6	18.0
1982-1986	31.5	19.8	11.7
1983-1987	27.4	16.4	11.0
1984-1988	25.0	15.2	9.8
1985-1989	31.1	20.3	10.8
1986-1990	22.9	13.1	9.8
1987-1991	25.4	15.3	10.1
1988-1992	25.6	15.8	9.8
1989-1993	24.4	14.5	9.9
1990-1994	18.6	8.7	9.9
1991-1995	25.6	16.5	9.1
1992-1996	24.2	15.2	9.0
1993-1997	26.9	20.2	6.7
1994-1998	33.7	24.0	9.7
1995-1999	30.4	28.5	1.9
1996-2000	22.9	18.3	4.6
1997-2001	14.8	10.7	4.1
1998-2002	10.4	-0.6	11.0
1999-2003	6.0	-0.6	6.6
2000-2004	8.0	-2.3	10.3
2001-2005	8.0	0.6	7.4
2002-2006	13.1	6.2	6.9
2003-2007	13.3	12.8	0.5
2004-2008	6.9	-2.2	9.1
2005-2009	8.6	0.4	8.2
2006-2010	10.0	2.3	7.7
2007-2011	7.3	-0.2	7.5
2008-2012	7.9	1.7	6.2
2009-2013	13.9	18.0	-4.1
2010-2014	11.6	15.5	-3.9
2011-2015	10.2	12.6	-2.4
2012-2016	11.4	14.7	-3.3
2013-2017	13.1	15.8	-2.7
2014-2018	9.5	8.5	1.0

2015-2019	12.3	11.7	0.6
2016-2020	13.1	15.2	-2.1
2017-2021	14.9	18.5	-3.6
2018-2022	8.9	9.4	-0.5
2019-2023	12.8	12.2	0.6
2020-2024	11.6	14.9	-3.4
2021-2025			

注：表中数据为正常日历年数据，但以下的年份例外：1965 年和 1966 年截至于当年 9 月 30 日，而 1967 年总计为 15 个月，结束于当年 12 月 31 日。

在投资世界里

巴菲特一直被模仿，从未被超越

股东信和年会讲话，被誉为最佳 MBA 课程

并由[伯克希尔大学]的两位顶级投资专家亲自答疑解惑

本版本以网络中译本和机译为基础

以每周一篇的速度核对校正，历时 3 年结集 5700+页 540+万字
修订了大量错漏译，并适当补充了背景资料，能力所限仍错漏遍布
加之巴芒资料浩如烟海，敬请巴芒信徒继续修订补充

各类投资书籍看来去，都是巴菲特布道过的哲学
踢开牧师，直接读圣经吧，希望你也能从中摘取一二

本文档仅供巴芒信徒免费学习分享

禁止用于任何商业用途

致 谢

股东信/年会问答/访谈/演讲/视频中译本
RanRan, 一朵喵, 陈蔚文, 钟志勇以及许多其他匿名译者资料
OID 团队: Outstanding Investor Digest, Inc.
张志雄团队: 《投资大家》《投资者文摘》系列
股东信: buffettism.com(台湾译者不详, 孙涤教授?)
背景资料: 《巴菲特传》《芒格传》《滚雪球》《巴菲特的估值逻辑》
《巴菲特的第一桶金》《巴菲特的伯克希尔崛起》《巴菲特投资案例集》
《伯克希尔财务全史》《投资圣经 Of Permanent Value》
BRK 官网: <https://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html>
CNBC 视频链接: <https://buffett.cnbc.com/annual-meetings/>
伯克希尔财务史: <https://theoraclesclassroom.com/archives/>
公司历史资料: International Directory of Company Histories
www.americanbusinesshistory.org
www.theoraclesclassroom.com
AI 翻译工具: 豆包, Deepseek, DeepL.com, Rev.com
[AI 的翻译水平已经超越绝大多数版本, 建议直接使用英文+AI]

特别鸣谢

芒格书院「欧阳敏」组织的每周六股东信共读活动, 两年来受益良多

芒格书院参与修订的同学 (排名不分先后)

Ponge, RW, Terrellchen, Vito 蔡卫东, Yoan, 安静, 伴读小兽, 陈晶, 方芳, 广大, 纪璐, 解科, 景思杰, 廖斌, 李盛雄, 李晓鹏, 刘俊, 欧阳敏, 潘俊良, 邱乐兴, 日常 30, 四元, 孙仕鹏, 孙萧萧, 王飞, 杨耀华, 张骥

双语版

Ponge 乐然同学在 GitHub 发布了双语在线版, 欢迎喜欢中英对照阅读的朋友参与修订, 开源项目地址:
GitHub 地址: <https://github.com/pzponge/Yestoday>
国内镜像 Gitee: <https://gitee.com/ponge/Yestoday>

伯克希尔业务版图

运营子公司	网址	总部	雇员
Berkshire Hathaway Corp. Office 总部	www.berkshirehathaway.com	Omaha	26
保险业务:			
BH Reinsurance Group			658
General Re Corporation	www.genre.com		2101
GEICO	www.geico.com		38285
BH Homestate Companies	www.bhhc.com		1157
BH Specialty	www.bhspecialty.com	Boston	1427
BH GUARD Insurance Companies	www.guard.com		1082
MedPro Group Inc.	www.medprodental.com	FortWayne	1201
MLMIC Insurance Company	www.mlmic.com		247
National Indemnity Primary Group	www.nationalindemnity.com		1263
U.S. Liability Insurance Companies	www.usli.com		1089
Alleghany Corporation	www.alleghany.com		1399
Central States Indemnity(CSI)	www.csi-omaha.com	Omaha	21
BH Life Insurance Co.	www.bhlife.com		
公用事业:			
BNSF Railway	www.bnsf.com		36250
BNSF Logistics	www.bnsflogistics.com		575
BHE PacifiCorp	www.pacificorp.com		4815
BHE MidAmerican Energy	www.bherenewable.com		3411
BHE NV Energy	www.nvenergy.com		2427
BHE Northern Powergrid	northernpowergrid.com		2604
BHE Pipeline Group	www.brkenenergy.com		2723
BHE Transmission	www.bhetransmission.com		748
BHE Renewables	www.bherenewable.com		379
BHE MidAmerican Energy Services	www.brkenenergy.com		61
HomeServices of America	www.homeservices.com	Edina	6757
建筑产品			
Acme Brick Company	www.brick.com	Fort Worth	1890
Benjamin Moore	www.benjaminmoore.com	Montvale	2026
MiTek Inc.	www.mii.com	Chesterfield	5974
Johns Manville	www.jm.com	Denver	8044
Forest River, Inc.	www.forestriverinc.com	Washington	12994
Clayton Homes	www.claytonhomes.com	Maryville	20229
Shaw Industries Group, Inc.	www.shawinc.com	Dalton	20784
服装鞋类			
Fechheimer Brothers Company	www.fechheimer.com	Cincinnati	395

Brooks Sports,Inc.	www.brooksrunning.com	Seattle	1253
H. H. Brown Shoe Group	www.hhbrown.com	Greenwich	1189
Detlev Louis	www.louis-moto.com		1438
Garan Services Corp.	www.garanimals.com	NewYork	2654
Fruit of the Loom Inc.	www.fotlinc.com	BowlingGreen	27095
Justin Brands	www.justinbrands.com		
工业品			
LiquidPower Specialty Products, Inc.(LSPI)	www.liquidpower.com		447
Larson-Juhl	www.larson-juhl.cn		837
CTB Inc	www.ctbinc.com	Milford	2637
Duracell	www.duracell.com		3082
Lubrizol	www.lubrizol.com	Wickliffe	8292
IMC International Metalworking Co.	www.iscar.com		13286
Precision Castparts Corp.(PCC)	www.precast.com	LakeOswego	23164
Marmon Holding,Inc.	www.marmon.com	Chicago	24175
The Scott Fetzer	www.scottfetzer.com	Westlake	1765
Adalet	www.adalet.com		
Halex	www.halexco.com	Harrison	
World Book,Inc.	www.worldbook.com	Chicago	
Campbell Hausfeld	www.campbellhausfeld.com	Long Grove	
Kirby 已出售给 Right Lane	www.kirby.com	Cleveland	
零售业务			
Affordable Housing Partners,Inc.			28
The Pampered Chef, Ltd.	www.pamperedchef.com	Addison	320
Dairy Queen	www.dairyqueen.com		507
Oriental Trading	www.orientaltrading.com		1296
See's Candies	www.sees.com		2660
BH Automotive(Van Tuyl Group)	berkshirehathawayautomotive.com	Irving	9802
珠宝业务			
Borsheim's	www.borsheims.com	Omaha	142
Ben Bridge Jeweler Inc.	www.benbridge.com	Seattle	425
Helzberg Diamonds	www.helzberg.com	Kansas	1575
Richline Group, Inc.	www.welry.com		2247
家居业务			
Nebraska Furniture Mart	www.nfm.com	Omaha	4446
R.C. Willey Home Furnishings	www.rcwilley.com	SaltLake	2308
CORT Business Services	www.cort.com	Chantilly	2198
Jordan's Furniture	www.jordans.com	Taunton	1047
Star Furniture	www.starfurniture.com	Houston	337

航空业务			
FlightSafety International	www.flightsafety.com	Columbus	4442
NetJets	www.netjets.com	Cincinnati	7402
新闻业务			
Business Wire, Inc.	www.businesswire.com		417
WPLG, Inc.	www.local10.com	Pembroke	212
供应链业务			
Charter Brokerage	www.charterbrokerage.net		165
McLane Co.	www.mclaneco.com	Cameron	27554
TTI, Inc.	www.ttii.com	Fort Worth	8896
XTRA	www.xtralease.com		368

伯克希尔总部成员 2015



前排: Becki Amick(内审总监)、Sharon Heck(秘书)、Melissa Hawk、Jalyna Busse、**Warren Buffett(董事长兼 CEO)**、Angie Wells、Alisa Krueger、Deb Ray、Carrie Sova(公关)、Ellen Schmidt

后排: Tracy Britt Cool、Jennifer Tselentis、**Ted Weschler**、Joanne Manhart、Bob Reeson、**Todd Combs**、Dan Jaksich(主审计长)、Debbie Bosanek(助理)、Mark Sisley、**Marc Hamburg(CFO)**、Kerby Ham(司库)、Mark Millard、Allyson Ballard、Stacy Gottschalk、Tiffany Vokt

董事会大事记

1965 年巴菲特合伙公司取得 BRK 控制权，巴菲特和好友 Daniel Cowin 进入董事会成为董事。Kenneth V.

Chace 被任命为 BRK 总裁。

(科文比巴菲特大 9 岁，二人通过哥大同学相识，当时他在华尔街 Hettleman 经纪公司工作，专注挖掘粉单市场那些资产规模只有几百万美元的冷门折价小公司，并长期与巴菲特互相交换信息。1959 年一起合作过桑伯恩地图。1962 年 Cowin 通过 BRK 的销售也是董事 Stanley Rubin 获得 BRK 公司的信息，并推荐给了巴菲特)。

1966 年，巴菲特助理 John William Scott 加入董事会，财务主管更换为 J. Verne McKenzie(1962 年起为巴菲特合伙公司签证会计师)。

1970 年，Malcolm G.Chace, Jr.退休，巴菲特接任董事会主席兼 CEO。

1971 年，Daniel Cowin 退出 BRK。董事会只剩 4 人：Buffett, Kenneth Chace, Malcolm Chace, Scott。

1972 年，John William Scott 退出 BRK，财务主管兼秘书 J. Verne McKenzie 加入董事会。

1978 年，BRK 合并 DRC，Charles T. Munger 查理芒格加入董事会，任副董事长 Vice Chairman。

1981 年，负责保险业务的 Michael A. Goldberg 加入董事会，任副总裁 Vice President。

1984 年，Kenneth V. Chace 从总裁和 COO 退休，BRK 合并蓝筹印花，Daniel J. Jaksich 加入董事会，任内审总监 Controller，John William Scott 和 Robert H. Bird 加入董事会，任副总裁。

1987 年，Marc D. Hamburg 加入董事会，任财务主管 Treasurer。

1988 年，纽交所上市规则要求 2 名独立董事，除董事 Malcolm G. Chace, Jr.外，Peter Kiewit Sons'公司 CEO-Walter Scott, Jr.加入董事会。除巴菲特，芒格，Kenneth V. Chace，Verne McKenzie，其余人退出董事会。

1991 年，自 1965 年任 BRK 董事的 Kenneth V. Chace 退出董事会，Susan T. Buffett 接任。自 1943 年任 BRK 董事 88 岁的 Malcolm G.Chace, Jr.退出董事会，(他侄子 Nike Brady 于 1991 年成为财政部长，在所罗门危机中发挥了重要作用)，他儿子 Malcolm G.Chace III 接任。

1992 年，合作长达 30 年的 J. Verne McKenzie 退休，巴菲特大儿子 Howard G. Buffett 次年加入董事会。

1997 年，律所合伙人 Ronald L. Olson 加入董事会，董事会成员 7 人。

2003 年，First Manhattan 投资公司 David S. Gottesman，UW Medicine 医学中心 Charlotte Guyman，可口可乐前总裁，Allen 投资公司 Donald R. Keough，Capital Cities/ABC 首府广播公司 Thomas S. Murphy 加入董事会，成员升至 11 人。

2004 年，微软公司 William H. Gates III 接替 Susan T. Buffett(2004/7/29 去世)加入董事会。

2007 年，雅虎公司 Susan L. Decker 接替 Malcolm G.Chace III 加入董事会。

2009 年，Comcast 公司 COO- Stephen B. Burke 加入董事会，成员升至 12 人。

2013 年，Eagle Capital 合伙人 Meryl B. Witmer 加入董事会，成员升至 13 人。

2015 年，可口可乐前总裁 Allen 投资公司 Donald R. Keough(2015/2/24 去世)退出董事会，成员降为 12 人。

2017 年，副董事长 Gregory E. Abel 和 Ajit Jain 加入董事会，成员升至 14 人。

2020 年，微软公司 William H. Gates III 退出董事会，美国运通前董事长，General Catalyst 风投公司董事长 Kenneth I. Chenault 接任。

2021 年，Walter Scott, Jr.(2021/9/27 去世)和 Thomas S. Murphy(2022/5/25 去世)退出董事会，巴菲特大女儿 Susan A. Buffett 和 Davis Advisors 投资咨询公司 Christopher C. Davis 加入。

2022 年，David S. Gottesman(2022/9/30 去世)，Crestview 投资公司 Thomas S. Murphy, Jr.和 Weitz 投资公司 Wallace R. Weitz 加入。

2023 年，副董事长 Charles T. Munger(2023/11/28 去世)。

BRK 董事会成员

董事会主席兼 CEO-Warren E. Buffett，副董事长-非保险业务-Gregory E. Abel，副董事长-保险业务-Ajit Jain，Howard G. Buffett，Susan A. Buffett，NBC 环球前董事长-Stephen B. Burke，美国运通前董事长-Kenneth I. Chenault，Davis Advisors 投资咨询公司 Christopher C. Davis，Rafti 创始人 Susan L. Decker，Landings Holdings 和 Evercase 创投公司 Charlotte Guyman，Crestview 投资 Thomas S. Murphy,Jr.，芒格律所合伙人 Ronald L. Olson，Weitz 投资公司 Wallace R. Weitz，Eagle Capital 合伙人 Meryl B. Witmer

BRK 高级职员

高级副总裁兼首席财务官 Marc D. Hamburg(自 1987 年任 BRK 董事，McKenzie 助手，1992 年接任 CFO)，副总裁兼首席审计师 Daniel J. Jaksich，副总裁 Mark D. Millard，副总裁 Jo Ellen Rieck，司库 Kerby S. Ham，内审总监 Rebecca K. Amick

资本配置大事记

1889 年 Berkshire Cotton Manufacturing 在马萨诸塞州成立。

1889 年 Hathaway Manufacturing 在马萨诸塞州 New Bedford 成立。

1864 年 Coventry Co.在 Rhode Island 成立。1871 年 King Philip Mills 在马萨诸塞州成立。1888 年 Hargraves Mills 在马萨诸塞州成立，1921 年合并到 Parker Mills。1929 年 Berkshire Cotton Manufacturing 与 Greylock Mills(1880-1929)，Valley Falls(1839-1929)，Coventry Co.(1864-1929)，Fort Dummer Mills(1910-1929)合并为 Berkshire Fine Spinning Associates。1930 年 King Philip Mills(1871-1930)和 Parker Mills(1885-1930)合并到 Berkshire Fine Spinning Associates 公司。

1955 年 Berkshire Fine Spinning 与 Hathaway Manufacturing 合并为 Berkshire Hathaway, Inc. (BRK)。

1962 年巴菲特合伙公司参与 BRK 回购套利。因回购价格问题于 1965 年取得 BRK 控制权，巴菲特成为董事。

1966 年 BRK 宣布派息 0.1 美元，于 1967 年支付。这是 BRK 公司最后一次支付股息。

1966 年成立 Diversified Retailing，以 1200 万收购 Hochschild,Kohn 公司，1969 年微亏卖给超级市场公司。

1967 年 360 万美元收购 Associated Retail Stores 公司，1985 年出售给一家储贷公司。

1967 年 BRK 以 857.7 万美元收购 National Indemnity 和 National Fire and Marine Insurance Company。

1969 年 BRK 以 1770 万美元收购 Rockford 地区 Illinois National Bank & Trust Co.。

1969 年 BRK 以 100 万美元收购奥马哈 Sun Newspapers 及 Blacker 印刷厂，1980 年卖给 HydeParkHerald。

1970 年巴菲特成为 BRK 董事会主席兼 CEO。

1971 年 BRK 以 1500 万美元购买 Blue Chip Stamps 公司 26%股份。

1971 年 BRK 收购芝加哥 Home &Automobile Insurance Company 进入车险。在 Minnesota 州成立 Lakeland Fire &Casualty Company 和 Texas United Insurance 进入家财险。

1972 年巴菲特和芒格取得 Blue Chip Stamps 控制权，以 2500 万美元收购 See's Candy Shops, Inc.。

1972 年 BRK 购买 Washington Post 公司 1063 万美元。

1973 年 Blue Chip 收购 Wesco Financial 公司 54%股份。1977 年购买至 80%。2011 年 100%收购。

1975 年 BRK 以 166 万美元(115 万 8%票据)收购 New Hampshire 州 Manchester 的 Waumbec Mills 纺织厂。

1976 年 BRK 收购 Central Fire and Casualty 保险和 Cypress Insurance 保险公司。

1977 年 Blue Chip 以 3550 万美元收购 Buffalo News 公司。2020 年 BRK 传媒业务出售给 LEE 公司。

1978 年 BRK 新增 56470 股合并多元零售公司 Diversified Retailing，芒格进入 BRK 成为董事。

1979 年 BRK 在纳斯达克 OTC 市场挂牌交易，并按季度公开财务数据。

1979 年 Blue Chip 收购精密钢铁公司 Precision Steel Warehouse, Inc.。

1980 年 BRK 自 1976 年开始投资 GEICO 保险，累计投入 4700 万美元持股三分之一。

1980 年因 1970 年银行控股公司法变更，illinois National Bank 分拆出售给 BRK 股东。

1983 年 BRK 以 6 千万美元收购 Nebraska Furniture Mart90%股份，Blumkin 家族 500 万美元购回 10%股份。

1983 年 Blue Chip Stamps 合并到 BRK。

1985 年 BRK 以 5.175 亿美元投资 Capital Cities/ABC。

1985 年 BRK 关闭纺织业务。

1986 年 BRK 以 4.1 亿美元收购 Scott Fetzer Co.。

1986 年 BRK 以 4600 万收购制服制造商 Fechheimer Brothers 公司 84%股份，Heldman 家族持有 16%股份。

1987 年 BRK 投资所罗门兄弟公司可转换优先股 Salomon Brothers(7 亿@9%利率)。

1987 年 BRK 以 10%利率发行 2.5 亿美元 30 年长期债券，1999 年开始由偿债基金分期赎回。

1988 年 11 月 29 日，BKR 从纳斯达克 OTC 市场转到纽交所挂牌公开交易。

1988 年 BRK 以 13 亿美元投资可口可乐公司。

1989 年 BRK 收购波仙珠宝 Borsheims 公司 80%股份。

1989 年 BRK 投资可转换优先股：吉列(6 亿)，全美航空(3.58 亿)，冠军国际(3 亿)。

1990 年 BRK 进入巨灾保险业务。

1990 年 Kenneth V. Chace 从董事会退休，Susan Buffett 接任。Malcolm G. Chace 从董事会退休，儿子接任。

1991 年投资美国运通 3 亿美元优先股。1964 年美国运通色拉油事件给巴菲特合伙公司创造 2 千万美元收益。

1991 年 BRK 收购 H.H. Brown Shoe 鞋业。次年布朗鞋业收购护士鞋制造商 Lowell Shoe.

1992 年 BRK 以 8200 万美元收购 Central States Indemnity(CSI)信用卡保险公司 82%股份。

1993 年 BRK 发行 25203 股份/4.33 亿美元对价收购 Dexter Shoe 鞋业。

1993 年 WescoFinancial 子公司互助储贷完全退出储贷业务。

1995 年 BRK 发行股份收购 Helzberg Diamonds 钻石连锁店和 R.C. Willey Home Furnishings 家居店(1.5 亿)。

1996 年 BRK 发行 51.75 万股 B 类股份募资 5.65 亿美元, A 类和 B 类转换比例为 1:30。

1996 年 BRK 发行 5 年期 5 亿美元面额并以所罗门股份为转换标的的折价债券, 募集了 4.47 亿美元。每 1000 面额可转换 17.65 股所罗门股票, 并有权在三年后以面额赎回, 票面折价+1%利息可折合 3%投资回报。

1996 年 BRK 以 15 亿美元(51%现金和 49%股份)对价收购 FlightSafety 公司。

1996 年 BRK 以 23 亿美元现金收购 GEICO 其余 50%股份。

1996 年 BRK 旗下 Wesco 公司 7500 万收购堪萨斯银行家保险公司 Kansas Bankers Surety Co。

1997 年 BRK 投资 1.112 亿盎司白银。

1997 年 BRK 收购 Star Furniture 家具店。

1998 年 BRK 以 5.878 亿美元(45%现金+55%股份)对价收购 Dairy Queen 公司。

1998 年 BRK 以 7.25 亿美元(现金/股份各半)收购 Executive Jet Aviation。2002 年更名为 NetJets 利捷航空。

1998 年 BRK 发行 27.2 万股份/约 220 亿美元对价收购通用再保险公司 General Reinsurance Corporation。

1999 年 BRK 以约 2.5 亿美元收购 Jordan's Furniture 家具店。

2000 年 BRK 以 10 亿美元现金收购 Benjamin Moore Paint。

2000 年 BRK 以 23 亿美元收购 Shaw Industries 公司 87.3%股份。2002 年以 3.55 亿美元股票收购其余股份。

2000 年 BRK 以 12.4 亿美元投资 MidAmerican Energy Holdings 公司 76%股份。

2000 年 BRK 以 5.7 亿美元收购 justin industries, 旗下拥有 Justin Boots 和 Acme Brick 公司。

2000 年 BRK 收购 Ben Bridge Jewelers 珠宝店。

2000 年 BRK 以现金和股票收购美国责任保险公司 U.S. Liability Insurance Group。

2001 年 BRK 以 18 亿美元收购建筑材料制造商 Johns Manville Corp.。

2001 年 BRK 以 4 亿美元(2 亿现金+2 亿借款)收购 MiTek 紧固件公司 90%股份。

2001 年 BRK 以 5.78 亿美元现金收购 XTRA。

2001 年 BRK 旗下 Wesco 公司 4.67 亿收购科特办公家具租赁公司 CORT Business Services。

2002 年 BRK 以 8.35 亿美元收购了即将破产的 Fruit of the Loom。以 2.7 亿现金收购童装公司 Garanimals。

2002 年 BRK 以 2.23 亿美元收购 Albecca, Inc., 旗下拥有定制框架公司 Larson-juhl。

2002 年 BRK 投资 16.7 亿优先股协助中美能源收购了 Northern Natural 和 Kern River 管道资产。

2002 年 BRK 以 1.8 亿美元现金收购 CTB 设备公司。

2002 年 BRK 收购厨具直销公司 Pampered Chef。

2003 年邀请 David Gottesman, Charlotte Guyman ,Thomas Murphy, Donald Keough 加入 BRK 董事会。

2003 年 BRK 以 17 亿美元收购了预制房生产商 Clayton Homes, 并贷款 20 亿帮助渡过危机。

2003 年 BRK 以 15 亿美元收购 Walmart 旗下供应链公司 McLane。

2005 年 BRK 收购了休闲房车制造商 Forest River。

2005 年 BRK 收购工伤保险公司 Applied Underwriters 的 81%股份。2019 年出售给联合保险公司。

2005 年 BRK 以 8.25 亿美元从 GE 子公司收购了 Medical Protective Company。

2006 年 BRK 收购了商业资讯公司 Business Wire。Fruit of the Loom 以 12 亿美元收购了 Russell Corp。

2006 年 BRK 以 40 亿美元收购了以色列 ISCAR 金属刀具 80%股份。2013 年 20.5 亿收购其余 20%。

2007 年 BRK 收购了电子器件分销商 TTI 公司。Fruit of the Loom 收购了知名内衣公司 VF Corp.。

2007 年 BRK 收购了 BoatU.S.船东协会保险公司, 2015 年改由 GEICO 保险运营。

2007 年 BRK 收购了上游珠宝加工制造商 Richline Group。

2008 年 BRK 以 45 亿收购了 Marmon Holdings, Inc.60%股份。2011-13 年 45 亿并购剩余 40%。

2008 年 BRK 旗下中美能源 47 亿收购星座能源, 并紧急购买 10 亿美元优先股(8%股息率)维持其债信评级。年末收购失败, 获得 1.75 亿赔偿和 2000 万股股票。

2008 年 BRK 金融危机期间耗资 145 亿投资可转换优先股: 高盛 50 亿(10%利率), 箭牌 65 亿(21 亿优先股 8 年期利率 5%+44 亿优先债 10 年期利率 11.5%), GE 通用电气 30 亿美元(10%利率)。

2009 年 BRK 购买瑞士再保险 30 亿瑞郎优先股(12%利率), 并获得认股权证。

2009 年 BRK 购买哈雷戴维森公司 3 亿美元 5 年期优先债(15%利率), 蒂芙尼 2.5 亿美元(10%利率)优先债。

2009 年 BRK 购买陶氏化学 30 亿美元优先股(8.5%股息率)以协助公司收购 Rohm&Haas, 并获得认股权证。

2009 年 Gen Re 收购 Cologne Re。

2009 年 NBC 环球 CEO: Stephen B. Burke 加入董事会。

2010 年 B 类股进行 1:50 拆分, A 类和 B 类转换比例为 1:1500。

2010 年 BRK 以 220 亿美元现金+6%股份(94915 股)收购 BNSF 铁路公司其余 77.4%。

2011 年 BRK 以 5.5 亿美元现金收购 Wesco 金融公司其余 19.9%股份。

2011 年 BRK 以 97 亿美元现金收购 Lubrizol 路博润公司。

2011 年高盛 56.5 亿赎回优先股, 作为 50 亿认股权证取消补偿, BRK 无偿获得 20 亿(1306 万股)高盛股票。

2011 年 BRK 以 2 亿美元收购了奥马哈都会区的主要报纸 Omaha World Herald。

2012 年 BRK 收购批发直销商东方贸易公司 Oriental Trading Company。

2013 年 BRK 联合 3G Capital 以 122.5 亿收购 H.J.Heinz, BRK 投资 42.5 亿股份, 80 亿美元优先股。

2013 年中美能源以 56 亿美元收购内华达州能源控股公司 NV Energy。

2013 年 BRK 收购工伤保险公司 GUARD Insurance Companies。

2013 年亚马逊创始人贝索斯个人以 2.5 亿美元收购《华盛顿邮报》。BRK 以其 12 亿美元持股, 交换 WPLG 电台以及 4.7 亿美元 BRK 股票和 2.7 亿美元现金。

2013 年 Eagle Capital 合伙人 Meryl B. Witmer 加入董事会。

2014 年中美能源以 27 亿现金并购加拿大电网 AltaLink。

2014 年 BRK 收购报关税务公司 Charter Brokerage。

2014 年巴菲特接任 BRK 公司 50 周年庆。

2015 年 BRK 收购德国摩托车配饰公司 LouisMotor。

2015 年 BRK 投资亨氏 50 亿以协助其收购卡夫食品。合并后, BRK 持有卡夫亨氏 27%股份。

2015 年 BRK 收购全美最大汽车经销商 Van Tuyl Group, 后更名为 Berkshire Hathaway Automotive。

2016 年 BRK 以 18 亿现金和宝洁股份, 换购宝洁子公司金霸王电池公司 Duracell。

2016 年 BRK 以 326 亿美元收购航空铸件制造商 Precision Castparts Corp.。

2016 年 BRK 投资 Apple 公司 67 亿, 2017 年加仓 140 亿, 2018 年加仓 150 亿, 累计投资 360 亿美元。

2017 年 BRK 以 28 亿收购了 Pilot Flying J 公司 38.6%股份, 并同意 2023 年收购其 80%股份。

2017 年指数基金十年赌局巴菲特完胜结束。

2018 年 BRK 以 25 亿收购医疗保险公司 Medical Liability Mutual Insurance。

2019 年 BRK 出资 100 亿美元(8%优先股+0.839 亿股/59.62 美元认股权)协助西方石油收购 Anadarko 石油。

2020-21 年 BRK 大举投资雪佛龙 Chevron 公司, 持仓从 0.5 亿股大幅增持到 1.6 亿股, 市值近 300 亿美元。

2022 年 BRK 以 116 亿美元收购 Alleghany 保险集团。

2018-2022 年 BRK 累计回购 659 亿美元股份, 其中 2020-2021 年合计回购超过 500 亿美元。

2022-23 年 BRK 以 50-60 美元大举建仓西方石油, 两年累计投入 130 亿美元买入 2.44 亿股, 持股比例 27.8%。

2023 年 11 月 28 日, 99.9 岁的伯克希尔副董事长查理芒格逝世。

2024 年大幅度减持苹果和美国银行, 现金等价物储备超过 3400 亿美元。

GEICO 
Gen Re Berkshire Hathaway
Specialty Insurance

bhl
BERKSHIRE HATHAWAY LIFE

 **Berkshire Hathaway
GUARD** Insurance
Companies

 **MedPro Group**
a Berkshire Hathaway company

**BH
HC**
Berkshire Hathaway
HEALTHCARE COMPANY


UNITED STATES LIABILITY INSURANCE GROUP

 **MLMIC**
MLMIC Insurance Company

CSI 
CENTRAL SERVICE INDemnITY
**NATIONAL INDEMNITY
COMPANY**

BROOKS


MANUFACTURING


**Benjamin
Moore**

Clayton
homes

**ACME
BRICK**
Since 1891

DURACELL

Fechheimer

CTB


**FOREST
RIVER**

LARSON · JUHL

GARZIMAI


FRUIT OF THE LOOM

H·H·BROWN
Since 1891

 **LSPI**

JM
Johns Manville

IMC
INTERNATIONAL MINERAL
CORP.

MARMON

MiTek

Lubrizol

PCC
Precision Castparts Corp.

Shaw

RG
RICHLINE GROUP

Scott Fetzer

Berkshire Hathaway has 91.1% ownership of BHE

 **BERKSHIRE HATHAWAY
ENERGY:**

 **BHE
U.S. TRANSMISSION**

 **HOMESERVICES
OF AMERICA**

 **NVEnergy**

 **PACIFICORP**

 **BHE
PIPELINE GROUP**

 **NORTHERN
POWERGRID**

 **BHE
RENEWABLES**

 **MIDAMERICAN
ENERGY COMPANY**

UTILITIES AND ENERGY

**EVERYTHING
OWNED
BY
BERKSHIRE
HATHAWAY INC.**

RAILROAD

BNSF
RAILWAY

SERVICE AND RETAILING


Affordable Housing Partners Inc.

 **DQ Dairy Queen**

**BERKSHIRE HATHAWAY
—AUTOMOTIVE—**

 **BORSHEIMS**


CORT

 **businesswire**

Ben Bridge

 **CHARTER
BROKERAGE**


Louis

FlightSafety
INTERNATIONAL

**HELZBERG
DIAMONDS**

Jordan's
FURNITURE

 **McLANE**

 **NFM Nebraska
Furniture Mart**

NETJETS

pampered chef

Oriental Trading

See's CANDIES


RC Willey


**Star
FURNITURE | MATTRESSES**


tti

**Local
10
WPLG**

**XTRA
LEASE**

COMPANIES BERKSHIRE HATHAWAY PARTIALLY OWNS

Percentage of Company Owned
by Berkshire Hathaway

(noncontrolling
interest)
50.00%

(will increase to
80% in 2023)
38.60%



SOURCE:

Berkshire Hathaway Inc. 2021 Annual Report
<https://www.berkshirehathaway.com/2021ar/2021ar.pdf>

indyfin

伯克希尔历史持仓变动以及公司简史请参阅

<https://mp.weixin.qq.com/s/9SHLpzm8VKpetHlB2pr5Yg>

巴菲特青春时代

1930 年 8 月 30 日，Warren Edward Buffett 在大萧条中出生在奥马哈。姐姐 Doris，妹妹 Roberta。

1936 年，Rose Hill 学校。沉溺于图书馆，《赚 1000 美元的 1000 招》让他着迷，《桥牌全攻略》比象棋好玩。

1942 年，父亲竞选议员成功，搬到华盛顿。打零工做小买卖 5 年累积了 120 美元。11 岁跟姐姐合伙买入人生第一只股票 3 股城市服务公司优先股。该股票从 38.25 跌至 27 又涨到 40 元，仅获利 5 元卖出，随后该股涨到 202 元，错失近 500 元。学到人生第一课：耐心的价值；无视蝇头小利；不要为他人资金负责。13 岁开始送报生涯，4 点起床送早报《华盛顿邮报》《时代先驱报》，晚上送《明星晚报》，每天送出 500 多份，积累人生第一桶金。

1944 年，填报人生第一份纳税申报单，纳税 7 美元。在华盛顿送报的工作赚到了人生第一个 1000 美元。

1945 年，Alice Deal 中学毕业，进入华盛顿 Woodrow Wilson 高中。每个月送报能赚 175 美元，超过白领的工资，已累积了 2000 美元。他花了 1200 元买下一个 40 英亩农场租给一位农民，“嗯，体力活让别人来做”。和朋友经营弹子球生意，每周能分 50 美元，成为一系列小企业的经营者。

1947 年，高中毕业，进入宾州大学沃顿商学院。大学期间送出 60 万份报纸，挣到 5000 美元。1200 美元转手弹子机生意。后转入内布拉斯加大学林肯分校 UNL，获得内布拉斯加大学工商管理学士学位。期间监督 50 个报童，时薪 75 美分，成为一名管理者。1949 年遇到改变投资生涯的《聪明投资者》，从技术分析转向价值投资。

1950 年，进入哥伦比亚商学院 CBS 攻读研究生，师从格雷厄姆和多德教授。这位 19 岁的年轻人，已经有了 13 年的商业经验，各项经营已攒下 9800 美元。相比只会花钱的同学甚至成年人，巴菲特是个小富翁。

1951 年 7 月，研究生毕业，获得哥伦比亚大学经济学硕士学位，资产规模 19738 美元。毕业申请加入格雷厄姆纽曼公司被拒，回家乡加入父亲经纪公司，三年间苦练公司研究内功。期间投资加油站亏损 2000 美元。

1952 年 4 月 19 日，巴菲特和苏珊结婚。陪伴蜜月旅行的是《穆迪手册》和 1934 版《证券分析》。

1954 年，加入格雷厄姆纽曼公司。投资过西部保险，洛克伍德公司盈利 1.3 万，联合电车公司盈利 2 万等。

1956 年，格雷厄姆纽曼公司解散。带着 17.5 万美元回到奥马哈，开始经营合伙公司。

1970 年，合伙公司清算，个人资产超过 2600 万。1956-1969 年，合伙公司 13 年间，年化回报率 29.5%，且无一亏损记录，不但大幅跑赢道指年化回报率 7.4%，也远远超过当初订立的超过道指 10% 的考核标准。

1965 年至今，控股伯克希尔哈撒韦公司，开启控股时代的传奇之旅.....

亲密家庭



霍华德·巴菲特 (父亲)



沃伦·巴菲特 (20 岁)



巴菲特姐妹们 (7 岁)



巴菲特孩子们 (22 岁)

良师益友



Benjamin Graham 1894-1976



Philip A. Fisher 1907-2004



Walter Schloss 父子 1916-2012



Charlie T. Munger 1924-2023

格雷厄姆集团



1968 年 1 月，格雷厄姆集团首聚

Warren Buffett (38 岁), Robert Boorstin (Ben 朋友), Prof. Benjamin Graham, David "Sandy" Gottesman (First Manhattan), Tom Knapp (TweedyBrowne, 学生), Charlie Munger, Jack Alexander (学生), Henry Brandt (Broker), Walter Schloss (WJS, 拍照), Marshall Weinberg (学生), Ed Anderson (Tom Knapp 合伙人), Buddy Fox (Alexander 合伙人), William Ruane (红杉基金学生)



1995 年 9 月，格雷厄姆集团再相聚

Warren Buffett (65 岁)、Tom Knapp、Charlie Munger、Roy Tolles、Sandy Gottesman、Bill Scott、Marshall Weinberg、Walter Schloss、Ed Anderson、William Ruane。

恩师格雷厄姆生平回顾

1894 年 5 月 9 日，本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)出生于伦敦一个犹太人家庭，刚满周岁时，举家迁到了纽约，父亲是一个倒卖古董和瓷器的小商人。1900 年 9 月，格雷厄姆进入圣尼古拉大道第 157 小学。1903 年搬到克利夫公寓，开始在纽约第十公立学校就读。此时，35 岁的父亲因胰腺癌去世，家庭失去经济支柱。随后家里的瓷器生意不到两年便经营不下去倒闭，经营家庭旅店因靠近马厩再次倒闭，期间靠变卖财物维持生计。不懂股票的母亲决定去股市试试运气，买下大牛股美国钢铁，但是在 1907 年的股市崩盘中，整个保证金账户都打了水漂。父亲留下的钱全部花完或亏掉了。即使失去了一切，她依然拒绝嫁给不爱的追求者，即使这会从物质上改善拮据的生活。母亲的勇气和人生观是她最大的长处。在经济最困难的一次，母亲坦诚地和孩子们开家庭会议上讨论，自己是否要改嫁来改善生活？在孩子们全票通过找新爸爸的时候，母亲还是决定独自扛下去。母亲对待爱情重于财富的人生观，让她选择没有爱情绝不结婚。母亲几乎一夜之间变得吃苦耐劳能屈能伸和善于应变。格雷厄姆回忆说，他母亲始终有个非常乐观的信心，就是相信孩子们一定会有出息。金钱很重要，但她绝不会为了金钱而贱卖自己的婚姻。

在父亲去世三年中，格雷厄姆迅速地成熟了，他说自己的性格就是在这三年形成的。家庭的变故让一个入学时儿童，成长为一个用各种方法赚钱的坚强男孩。他开始每周售卖《星期六晚报》约赚 60 美分，做家教每周赚 50 美分，每天销售棒球通讯牌等。生活的主要兴趣是做家庭作业和读一些不要求读的书。每两周从图书馆借 5 本书阅读，阅读量逐渐惊人。这些精神食粮包括 NickCarter 的侦探小说，Horatio Alger 和 Oliver Optic 的儿童文学，Charles Dickens, Robert Stevenson, Charles Reade, Washington Irving, Marcel Proust, Italo Svevo, John Milton, Edward Gibbon, Alfredlord Tennyson, Dante Alighieri, Virgil, Homer, Goethe, Gotthold Lessing 等作家的小说和诗歌。《奥德赛》中主角的意志和勇气，苦难和胜利让他入迷，他把自己想象成古希腊神话中的英雄 Odysseus，富兰克林和雨果的综合体。他不断背诵着其中的诗句：去努力去争取去发现不要屈服。他超强的文学记忆能力相当惊人，在他的一生中，无数文史故事的情节始终记忆犹新。一个人独特的记忆往往反映了他性格的独特性，所以，在他的生活中，真正的朋友和知己，是无数个历史人物。

1906 年以最高平均分和四次跳级为小学经历画上句号，进入纽约大学霍尔中学分部就读。向 Constance Flash 学习法语。向 Eduardo 学习拉丁语。自学希腊语。并对犹太和基督教义中很多矛盾之处产生怀疑，比迅速

抛弃了宗教思想的束缚。期间送牛奶烧锅炉打字员做家教等兼职赚钱。1907 年再次搬家到布鲁克林区，转入布鲁克林男子高中。期间花费大量精力苦练拉丁和希腊文，并从这些语言所表达的文学和文化中，得到大量的智力训练。他用法院读雨果，用德语读歌德，用希腊语读荷马，用拉丁读维吉尔。他呼吁天才学生应该从小鼓励学习外语作为标准课程的补充。

1910 年从男子高中毕业。夏天在农场打工两个月补贴家用。父亲去世后的贫困家境，让他养成了勤俭节约的性格，愿意为赚一点小钱努力工作。8 月末回到纽约参加普利策奖学金面试，每年可以获得 150 美元学费和 250 美元生活费。因注册处失误而失去哥伦比亚大学普利策奖学金。不得以在免费的纽约市立大学完成注册。随后因各种不愉快做出一个极端决定，放弃求学开始了打工生涯。做装配工期间，一边工作一边默背了大量诗作，一方面打发时间，另一方面能与伟大诗人谈心。

幸亏哥伦比亚大学发现错误，一年后 1911 年 9 月格雷厄姆重新以校友奖学金进入哥伦比亚大学。由于生存的压力，他找了份全职工作，白天打工晚上学习依然 2 年半修完 120 分学分顺利毕业。在哥伦比亚大学期间，学习法语德语文学，由于拉丁文是最喜欢的课程，决定不在大学修拉丁文，导致无法获得文学学士。而中学读的物理化学已经达到理学学士要求，所以主修数学。此外还对哲学英语希腊语和音乐。他的英文文字功底深厚，还因为描述人物简洁精确有力，引起教授一度怀疑非本人所作。1912 年跟随 March 博士学习经济学，但仅仅上了 1 个月就停课去捷运公司上日班，待到 1913 年 2 月返回学校时，完全放弃了经济学课程。

1911-1914 年读大学期间，做各种各样的兼职工作以赚到足够的日常开销。一年级每天下午 5 点-10 点半做电影院出纳员，每周 6 美元。1912 年捷运快递使用制表机计算运费，每天下午 4 点-12 点每月 50 美元。1913 年兼职提单核查员，每月 25 美元。以及辅导军官儿子，夜校教英语，推销照片赠券，推销广告位等 12 种兼职。

1914 年春天以荣誉毕业生和全班第二名毕业时，格雷厄姆获得了法学院继续攻读的奖学金但他选择拒绝。另外有三个系给他提供了工作职位：英语系、数学系和哲学系(这三科一直是第一名)。最终他接受校长推荐，来到华尔街 Newburger, Henderson & Loeb(NH&L)经纪公司打拼。格雷厄姆从跑单员开始，周薪为 12 美元。

一个月后开始学习销售债券，主要工作是记录各种债券的规模，利率，到期日，以及留置条款。他一边工作一边学习，几个月几乎成了铁路债券说明书。他认为接手的最傻的工作是每天写市场简评，以供老客户了解市场状况，因为他的个人市场经验仅仅有 6 个周。由于从事债券工作的缘故，格雷厄姆开始研究铁路公司的债券，期

间研读了 E.H.Chamberlin 的《债券投资原理》，并对太平洋铁路公司进行了分析：公司财务风险很大，投资者不应该持有。J.S.Bache 公司愿意出 18 美元周薪聘请他做分析员。但老板 Samuel Newburger 不同意放他走，并成立了自己的统计部门让他管理，周薪也涨到 18 美元。1916 年 9 月周薪升至 50 美元。

有一次 Newburger 为了节省 2 美分，用预先贴着邮票写好地址的信封邮寄支票，让格雷厄姆大为震惊。在经历几次严重挫折后，他越来越能理解这些富人对待金钱的态度。事实是，他们对钱的态度是在人生早期的生活中形成的，天生的性格，生存的条件，以及某些关键性的经历是其决定性的因素。除非各种经济因素的限制大把的花钱，否则一个出生于奢侈浪费之家的人很可能将奢侈之风继承延续下来。如果这样的人由贫变富，他很快就会甩掉先前约束他的枷锁，成为一个真正花钱无度的家伙。而大多数孩子并非天生有着节俭或奢侈的本性，他们的态度及将来的行为，很大程度上是由早期的环境决定的。一个典型的经历过贫困同年的富翁，他的消费行为会显得反复无常，荒唐可笑，对于大额支出大手大脚甚至铺张浪费，而对于小额支出，却不得不与自己根深蒂固的吝啬作斗争。格雷厄姆就是这类人。相比狂热的讨价还价者和真正的吝啬鬼，他们因条件所迫形成的小气，充满了令人困惑不解的矛盾。

1915 年，21 岁的格雷厄姆正式开启了长达 40 多年的金融生涯。此时的华尔街是一片真正的处女地，因为投资还完全限于债券，除了少数铁路公司，股票基本上被认为的投机工具。为了吸引投资者，部分公司(仅 1/4)开始提供简单的财务信息，金融公司开始编制财务报表，一些管理机构如商业委员会 ICC 和公用事业委员会开始公开铁路，煤气和电力公司的数据供投资者研究。但在 1934 年证券交易委员会成立之前，投资者获得详细财务数据还是比较困难。大部分投资者依旧选择相信各种内幕信息而对财务信息视而不见。

此时市场上更多的是以 Jesse Livermore 为代表的频繁交易者。Livermore 生于 1877 年，从小家贫如洗，14 岁初中毕业就外出打工。最开始在波士顿 Paine Webber 经纪公司做小弟，负责抄写股价，周薪 5 美元。每天从上午 10 点到下午 3 点，频繁变化的股价让他隐隐感到隐藏着某种规律。超强的记忆和善于心算，他在脑海里编制出一副可以预测价格运动的曲线。16 岁辞去工作开始在对赌行当起职业投机客。21 岁他就赚到了人生第一个 1 万美元。但是越来越多的对赌行禁止他进入，他只好来到纽约华尔街打拼。1901 年铁路大王哈里曼和金融巨子摩根争夺北太平洋铁路控制权，Livermore 做多迅速赚了 5 万美元，2 天后股价崩盘，他迅速做空，但由于人工操作的报价机纸带价格远远滞后后实际价格，做空的成交价格比下单的价格低了 20%，于是他立刻空翻多，又因为延迟，做多的成交价格又高出 15%。几次买卖之后，账户被清零了，对赌行的无延迟报价在纸带机面前失灵了。1906 年在交易所无意发现联合太平洋铁路股价高的太过离谱，直觉让他做空了 5000 股，第二天旧金山发生大地震，但股市只下跌了一点，他加码又做空 5000 股，第三天市场开始下跌，他又加倍做空 1 万股。第四天平仓的时候获利 25 万美元。1907 年 Livermore 从各大铁路公司抢着增发股票的新闻中看到了市场资金短缺的信号，他立刻开始建立空单，他吸取了之前做空的教训，没有等到暴跌自己已经破产，因此，他每次只做空几千股，缓慢累计空单。到了 9 月货币市场已经发出警讯。10 月经纪公司的资金状况已经非常紧张。10 月 24 日，这一天借钱的人远比平常要多，资金调度中心挤满了经纪公司，他们都想借到公司急需的资金。借不到资金的话，就不得不不计成本卖出用保证金买入的股票。市场恐慌发生了。交易所主席发现华尔街每一家经纪公司都没钱了，不得不去求助国民城

市银行 James Stillman，请求以 6% 的利率放款。两人商量以后决定请摩根出马救市。随后 2000 万美元紧急投放到市场，挽救了股市。这一天 Livermore 获利超过 100 万美元。1908 年他转战商品市场，在长达 7 个月的棉花做多交易中赚一笔，身价达到 300 万美元。大量的报道吸引到了传奇的棉花大王 Percy Thomas 的注意。Thomas 博览群书能言善辩，几次交往下来，正在做空棉花的 Livermore 动摇了，他不再相信自己从产业报告和日报上收集到的信息。他背弃了自己的判断和推论，开始买进棉花，而且棉花越跌越买，等他恍然大悟的时候已经累积了 44 万包棉花。他不得不面对现实认赔出局。这一次 Livermore 几乎亏掉了所有的钱，只剩下 20 万美元。此时染病的他急需一笔钱，因此他冲入股市打算用 20 万翻本，结果事与愿违，越做越亏越亏越做。不但亏光还负债十万。此时他还被 Williamson 利用，利用他的做空名声为重病的姐夫 Alvin Marquis 撤退打掩护。此后 5 年市场交易平淡，他靠信用交易欠下了百万债务，状况更加糟糕不得不申请破产，这可以让债务规模缩减到 10 万美元。此时的华尔街已经没人相信他还能东山再起。1915 年大发战争财的美国迎来牛市，伯利恒钢铁股价大涨之际，Livermore 靠着 Williamson 借他的 500 股额度，大赚几万美元，到了年底已经获利 14 万美元。1916 年他敏锐发现龙头股几个月来涨势停滞，在 12 只股票上建立了 12 万股做空仓位。一则停战的消息让股市大跌，他趁机平仓获利了结。凭次一役仅仅 1 年多，他就净赚 300 万美元东山再起。1917 年做空美国钢铁再次获利 150 万美元。他回纽约清偿了所欠的 100 万债务，并为妻子孩子成立信托，以防家人再次陷入窘境。此时有钱的他又发现一个机会，战后商品价格大涨 1-4 倍，唯独咖啡价格低于战前，主要是巨量咖啡因为战争运到北美导致过量。但潜艇的攻击导致进口大规模减少，咖啡价格一定会上涨。Livermore 1917 年末大举建仓做多，但 9 个月合约到期却大幅亏损。他再次加码三倍继续做多，这次咖啡价格开始上涨。而作为对手方的烘焙业者没有看到到来的咖啡船顿时慌了，他们迅速跑到价格管制委员会，以爱国为诉求要求保护美国人吃早餐的权力，他们宣称有位叫 Livermore 的人正囤积居奇。随即委员会订立了咖啡价格上限和合约期限，咖啡交易所停业，Livermore 不得不平仓。几百万的利润从眼前划过。等到交易所再次开业，咖啡价格从每磅 9 美分暴涨到 23 美分，而只需几美分的上涨，他就能获利数百万美元。随后几年他在小麦和玉米上轻松赚到上千万美元。1929 年 6 月，Livermore 再次敏锐发现股市滞涨，悄悄清仓所有仓位，通过上百名经纪人做空了 5 千万美元，在之后的股灾中获利 1 亿美元。并在当年设立了一个千万美元的家族信托基金，以保证生活不受事业的影响。1930 年开始 Livermore 财富急剧减少，原因不详。1932 年 Livermore 再次离婚。大萧条，监管严格，不幸的婚姻，加上严重的抑郁症，1934 年第三次申请破产，负债超过 250 万美元。1937 年他付清了 80 万美元税单。1939 年在儿子建议下写下来名著《How To Trade In Stocks》于 1940 年出版。1940 年底，63 岁罹患严重抑郁症的 Livermore 开枪自杀。

格雷厄姆作为一个新生代，完全没有受到扭曲的传统旧体制的影响。他带着随实际情况的变化而调整的正统学术观念进入华尔街，另辟蹊径从财务数据分析入手，对证券的内在价值进行真正透彻的研究。他还具备理论家不具备的两个优点，第一，拥有比前辈更清晰的头脑和更良好的判断力，从而辨别什么是重要的什么是不重要的，避免在非本质问题上浪费时间；第二，寻求实用新方法新技巧完成任务解决问题的干劲。

随后在铁路公司重组，Guggenheim 铜矿公司清算，美国电灯公司投资中，顺利完成套利，并且基于这些成功案例，发明了一套既赚钱又安全的投资方法：基于财务分析，买进那些低估的，卖出那些高估的股票，这在投机氛围浓厚的时代非常另类。这一年格雷厄姆将自己对上市债券的透彻分析《Bargains in Bonds》投稿到《华尔街》杂志，提醒人们注意风险，获得了杂志编辑的肯定，并获得 25 美元稿费，随后经常撰稿，一度被邀请加入杂志社工作。格雷厄姆将哥哥 Victor 推荐到杂志社做销售工作并成为广告部经理。格雷厄姆凭借个人天赋，有利的时代环境以及 NH&L 经纪公司提供的舞台，一代华尔街教父正快速成长。

1917 年 6 月 3 日，格雷厄姆与教师海兹尔 Hazel Mazo 结婚，1918 年第一个孩子牛顿 Isaac Newton 出

生，1920 年女儿 Marjorie Evelyn 出生，1925 年二女儿 Elaine Dorothy 出生，1927 年儿子牛顿感染耳病一个月后去世。1928 年二儿子出生，取了去世大儿子相同的名字。1934 年三女儿 Winifred 出生。1937 年与海兹尔离婚随后娶了舞女卡洛尔韦德。1940 年再次离婚娶了前秘书埃斯特尔梅辛 Estel Messin。1945 年跟梅辛的三儿子小本杰明出生。1954 年二儿子从朝鲜战场退伍后自杀。1955 年二女儿 Elaine 获得耶鲁大学心理学博士学位。1976 年小本杰明取得加州医学院硕士学位。1977 年第一任妻子 Hazel 去世。1981 年第三任妻子梅辛去世。

1917 年投资 7 千美元与哥哥里昂合资经营百老汇留声机商店，随后几年经营每况愈下，亏损出售。当资金套牢在唱片店时，又遭遇股市连续下跌，账户需要追加保证金，不得不卖掉优质股票，因此欠下一笔不少的债，每月需还款 60 美元一直持续了两年。

1917 年的超额利得税法案《Excess Profits Tax》允许对有形资本进行一定比例的税务抵免，但对商誉、专利等无形资本只有少数抵免。格雷厄姆设计了一个计算方式倒推资产账户中有多少是商誉(水分)。其中他计算认为，美国钢铁 5.08 亿普通股和 3.6 亿优先股中很大部分都是水分，因此被征收了过多的税。随后美国钢铁计提了 7.69 亿商誉和无形资产的减值，并获得了一大块退税。

1919 年，格雷厄姆对 Chicago,Milwaukee & St.Paul Railroad 和 St.Louis & Southwestern Railroad 两家铁路公司做了详细研究。由于不看好前者，他觉得最好在报告出版前先给公司看一下。公司财务副总裁 Robert J. Marony 翻阅材料后说：我不想关于这些事实或观点跟你争论，虽然我希望你可以把我们公司写的更好一些，但你并没有。Marony 后来成了格雷厄姆纽曼公司的重要投资者和 GEICO 保险的董事。

1920 年初，格雷厄姆升为经纪公司的初级合伙人，除了工资外，还享有 2.5% 年利润提成，每年大约 5 千美元。这段时间，格雷厄姆不仅做证券分析，还要负责公司的套利和保值交易，公司为此设立独立账户。他还出版了 3 本小册子《Lessons for Investors》，主题是坚持让人们以合适的价格买进低估的公司。他还跟许多人建立了良好的关系，为公司拉来客户带来丰厚佣金。他对税法进行了深入研究，发现了一个商誉水分含量的推算方法以及一些合理的避税方案。他还发明一种对冲交易：在面值附近买进可转换债券，同时卖出普通股看涨期权；或者卖空普通股，同时卖出看跌期权。通过卖出期权收取可观的期权费，不管股票价格涨跌，都能获得不错的利润，堪称套期保值领域的专家。25 岁的格雷厄姆开始在华尔街平步青云。

值得一提的是，格雷厄姆也会被内幕信息引诱。1919 年 4 月，有一家拥有轮胎翻新技术专利的 Savold Tire

公司发行原始股，预计上市后会有几倍涨幅。发行价 10 美元，几天就涨到 35 美元。格雷厄姆投入 5 千美元变戏法式的赚到了 1.5 万美元。哥伦比亚广场霓虹灯出现 SAVEOLD 字样，随后又听到一个激动人心的消息：该公司将专利授予各州分公司，这些公司也将一一上市。第二家纽约公司他和朋友们累计投入 2 万美元，迅速赚到 3 万美元。随后第三家公司因规模较小没有份额。在第四家公司筹备时，格雷厄姆加大筹码投入 6 万美元，但到了规定的上市日期，交易却没有开始。随后公司宣布暂停交易，9 月母公司股票从 8 月的高点 77 美元暴跌到 12 美元。几天后致命消息传出，没人愿意购买该公司股票。随后 3 家公司从交易所彻底消失，就像没发生过一样。因承销商已将资金挪作他用，最后的结果只追回 33% 本金。整个故事的过程的所有信息，仅仅是一份来历不明的说明性公告。这家公司可能压根就没有存在过，唯一存在过的可能仅仅是广场上的霓虹灯牌，但数以百万级的股票在 5 个月里实实在在发生了易手，并且没有任何人对那位承销商的欺诈行为提出控诉。这种皮包公司之所以存在，很大原因是证券公司受高额佣金引诱，与这些皮包公司进行虚假交易。

1923 年 7 月 1 日，29 岁的格雷厄姆从工作了 9 年的经纪公司辞职，成立了自己的合伙公司格雷厄姆公司 (Gra-har Corp.)。主要客户是 Harris 雨衣公司的哈里斯兄弟。他们投入了 25 万美元。格雷厄姆固定年薪为 1 万美元，扣除 6% 资本年息后，有资格获得 20% 的业绩提成。为了减免所得税，除了发行部分普通股，所有资金来自于参与红利分配的公司债。公司业务限于标准的套利和保值对冲交易，有时也会买一些低估证券。原来的经纪公司提供了一间免费办公室及其它服务，但所有交易要通过他们公司进行。期间以 30 万美元操作杜邦和通用汽车套利交易 2 个月获利 7 万取得巨大成功(杜邦持有 38% 通用汽车，GM 股票已经超过杜邦市值，买入杜邦，卖空 7 倍数量的通用汽车)。该合伙公司取得了巨大成功，于 1925 年底解散。解散的理由很有趣，Louis Harris 有很多小道消息，特别喜欢乱指挥，对于成功的建议如数家珍，而失败的建议忘得一干二净。长期面对一个有权发号施令却无需承担任何责任的客户，真是件难以忍受的事。此外 1925 年迎来一个大牛市，市场主流利润分配模式是五五分，经纪人还无需承担任何净损失。31 岁的少有所成的格雷厄姆感觉自己被利用了。而 Louis Harris 经过两年的密切观察并听取了格雷厄姆详细解释买卖理由，自认为已具备了单独操作的能力，甚至可以做的更好，为什么还要分 20% 利润给他呢？所以双方一拍即合，对于解散都非常满意。

1926 年 1 月 1 日，格雷厄姆联合账户 (Benjamin Graham Joint Account) 成立。该账户格雷厄姆没有基本年薪，但在扣除 5% 的资本年息后，享有累进分红权。20% 利润部分分享 20%，30% 利润部分分享 30%，50% 以上

利润部分分享 50%。客户可以在每个季度按 5% 年息提取本金或利润。格雷厄姆自己的资金也注入到该账户，初始规模为 40 万美元。1927 年底账户规模达到 150 万美元。1928 年账户大涨 60%，达到了 250 万美元，当年格雷厄姆分成高达 60 万美元。因利润滚存，格雷厄姆占据了该账户很大份额。

1926 年的一天，格雷厄姆正在查阅州际商务委员会 ICC 披露的一些财务报告，想找些有关铁路的数据。在这报告结尾，他发现了一些关于管道公司的统计数据，他好奇这些提交的报告会不会有更多细节，于是他写信给 ICC 要一份空白报告看看要求提供哪些信息。收到 ICC 给他发的 50 页空白表格第二天，乘火车去了华盛顿。市场上有 8 家管道公司从事向炼油厂运送原油的业务，他们最初是 Standard Oil Trust 的子公司。1911 年，美国最高法院反垄断决定把它们剥离出来。每家公司的规模都相对较小，只披露一行利润和一张非常简略的资产负债表。格雷厄姆在 ICC 查阅发现，所有的管道公司都拥有大量的投资级铁路债券，其价值远高于管道公司的市值。而且持有这些铁路债券并不符合其业务逻辑。这些管道公司的收入相对较小，但利润率很高，最突出的是北方管道公司 Northern PipeLine，公司收入仅 30 万美元，总股本 4 万股，股价 65 美元，每股含 90 美元优质铁路债券，每股发放股息 6 美元。格雷厄姆买入了 2 千股成为第二大股东。格雷厄姆去公司见了总裁，要求将冗余资金分配给股东遭到了拒绝。理由是：这些资金用来更新管道或延长管道。你根本不懂管道业务，如果你不看好就卖出股票。格雷厄姆希望改变管理层政策的努力遭到了无情的拒绝。如果你仅仅客气的请求管理层有所作为，就会遭到彬彬有礼的拒绝，如果你采取法律行动谋求代理权，就会立即受到指责公司遭受侵害。而大多数股东既没有足够的知识也没有足够的精力去采取必要的行动。因此他决定在股东大会上陈述自己的观点。1927 年 1 月在小镇石油城举行的股东大会，会议只有 5 名公司职员和格雷厄姆。由于没有充分准备，被管理层几句话敷衍了事。格雷厄姆像一个傻瓜一样受到了羞辱，他感到非常愤怒。回来后花了 1 年时间准备，并用日益增加的资本加仓了股票。他聘请一位声名显赫的律师，并拜访持股超过 100 股的股东，获得了 1.5 万股赞同减少资本的决议的代理权。他甚至安排了一次与最大股东洛克菲勒基金会财务顾问面谈。对方礼貌的表示，基金会从不干预其投资的任何一家公司的运营。按照当地法律，1/6 代理权可以提名 1 名董事，1/3 可以提名 2 名，但他不想获得多数席位，因为将要求承担运营的责任，而他并不具备这个能力。1928 年 1 月股东大会，他们提前一天到达石油城，与管理层举行了预备性谈判。管理层看格雷厄姆取得了这么多代理权既吃惊又困窘，表示同意格雷厄姆和一名律师成为董事。几个星期后，他们同意将股票账面价值从 100 美元减少到 10 美元。每股返还 70 美元，并 1 拆 3。每股最终价值超过

110 美元，接近翻倍。跟洛克菲勒基金会的另一次接触是国民运输公司(National Transit Co.)，该公司经营管道运输业务以及一个水泵生产业务。管理层计划将资本投入一个无利可图的领域，遭到股东反对。最后管理层撤回计划将现金返还给股东。这次投资，巴鲁克的哥哥 Herman Baruch 也参与其中。许多年后，格雷厄姆跟另外一家公司 Wertheim 一起取得了该公司的控制权。

1926 年底，格雷厄姆的客户也是中学和大学同学 Douglas Newman，介绍他的弟弟 Jerome Newman 加入。此时 Jerome 正要离开岳父的纺织工厂，他带着一笔不少数目的资金加入格雷厄姆并成为合伙人。他决定不拿工资直到学会公司的业务，但格雷厄姆坚持给他发 5 千美元年薪。纽曼思维敏捷，精明能干，商务谈判极富成效，能胜任生意场上的任何经营实务，远强于格雷厄姆，为合伙公司带来了广博的商业管理技巧。特别是在清算公司的价值实现方面，不近人情的纽曼特别在行。2 年后，纽曼成为格雷厄姆的平等合伙人，两人对工资，服务费收入，交易提成以及所有额外收入，均互相平分。大萧条期间，由于纽曼收入远高于格雷厄姆，额外收入分成降低到 25%。纽曼很难与人相处，最主要的缺点是缺乏与人为善的能力，对小过失斤斤计较，他与合作伙伴有过无数争吵，但唯独跟格雷厄姆没有发生任何争吵。

在这里有必要提一下一个重量级人物伯纳德·巴鲁克(Bernard Baruch)，是美国总统威尔逊和罗斯福的经济顾问。既是灵活的投机专家，又是通晓经济的政治家。1927 年，57 岁的巴鲁克跟 33 岁的格雷厄姆产生了交集。当时格雷厄姆业务不断扩大，NH&L 经纪公司提供的免费小办公室不能容纳更多员工，格雷厄姆将办公室搬到了纽约棉花交易所大楼(New York Cotton Exchange)，另一家大型经纪公司 H.Hentz&Co.也在这里。其中一个合伙人是 Herman Baruch，他是一位医学博士，也是伯纳德·巴鲁克三个哥哥之一，实际上巴鲁克三兄弟都在华尔街当了经纪人。当时格雷厄姆为了增加在套利业务中的合作成员，又在 Hentz 经纪公司开立了账户。此外他还在另外一家 Goodbody 经纪公司也有一个账户。格雷厄姆通过这里跟伯纳德·巴鲁克熟悉起来，并向他提了一些投资的建议，有几家冷门公司(生产床上用品的 Pepperell 制造公司，婴儿车行业的 Heywood & Wakefield 公司，生产缆绳 Plymouth Cordage 公司)的利润和分红丰厚，但股价远低于运营资本，这些建议引起了巴鲁克的浓厚兴趣。他听从了格雷厄姆的建议，大量买入了并获利。后来巴鲁克还帮助格雷厄姆进入两家他们共同持有股份的公司的董事会，其中一次还成功了。在巴鲁克的办公室，他们进行了多次交流，都认为当时股市被炒的太高了。巴鲁克批评道：投资股票的银行贷款利率为 8%，而股票的收益率只有 2%，太荒唐了。1929 年，巴鲁克约见格雷厄姆，

打算成立一家合伙公司，由格雷厄姆负责经营。但是需要立刻结束现有的业务。但格雷厄姆拒绝了，一方面是不愿突然结束现有投资人朋友的融洽关系，另一方面 Hentz 公司计划建立一个 2500 万美元的基金由他管理。如果格雷厄姆抓住了这次机会，不光能够成为大人物合伙人，后面 7 年的遭遇也会完全不同。

1927 年秋，格雷厄姆与哥伦比亚大学校长联系，准备开设了一门投资课程叫证券分析。一方面现有的教科书陈旧过时，很少关注普通股的实质意义以及公司会计阴谋和陷阱，而将自己的投资之道写成一本证券分析方面的教科书的想法由来已久，另一方面也是为了摆脱儿子刚刚去世的悲伤。当时愿意站上讲台的华尔街人士都选择方便的纽约大学，但格雷厄姆选择了更远的母校哥伦比亚大学。格雷厄姆的课程名称定为高级证券分析，1928 年 2 月-5 月为期三个月，每周四晚 5-7 点。当时一名叫戴维多德(David L. Dodd)的助教也报名了课程，后被选为助手，负责在格雷厄姆讲课的时候，详细记录课堂的内容。后来的《证券分析》以这些笔记为蓝本写成，格雷厄姆坚持多德作为《证券分析》合著者，他也是一位成功的投资者，后来成为格雷厄姆纽曼公司的董事和忠贞的朋友。出人意料的是，第一年这门课注册听讲的学生超过 150 人，教室完全爆满，半数不是哥伦比亚大学的学生。一方面正值大牛市，人人渴望获得指导尤其是良好的收益，另一方面任何学校都没有一门由华尔街工作的人士主讲的类似分析课程。1928 年秋季课程注册人数比上一年还要多，许多人坚持复听，期望在课堂上听到新一批有利可图的股票名称。这门课程持续了 28 年，一直到 1956 年他从华尔街退休。这门课吸引了许多金融界的成功人士，哥伦比亚大学商学院的地位也水涨船高，教授们也开始在业界享誉一时。

戴维多德(David LeFevre Dodd)生于 1895 年，比格雷厄姆小 1 岁。1916 年毕业于华盛顿州马丁斯堡高中。1920 年毕业于宾夕法尼亚大学。1921 年获得哥伦比亚理学硕士学位。1922 年开始在哥伦比亚大学担任经济学讲师，1925-1930 年担任金融讲师，1930 年获得哥伦比亚大学博士学位。1930-1938 年担任金融学助理教授，1938-1947 年担任副教授，1947-1961 年担任教授，1948-1952 年担任哥伦比亚商学院副院长。1950-1958 年为 Newman & Graham Ltd. 有限合伙人，1958-1959 年任 Graham Newman & Co. 普通合伙人。1961 年退休。1988 年 9 月 18 日因呼吸衰竭去世，享年 93 岁。1984 年 5 月 17 日，在《证券分析》出版 50 周年之际，哥伦比亚大学校长 Michael Sovern 授予 Dodd 文学博士荣誉学位，因为他在竞争激烈的投资世界中成功应用了金融理论。

1931 年格雷厄姆在纽交所学校(New York Stock Exchange's School)开设了证券分析讲座，后来叫纽约金融学院(New York Institute of Finance)。该讲座持续十年，被 Walter Morris、Steve Jaquith 和 Irving Kahn 改编成函授课程。当年的素材现在仍是纽约金融学院课程的核心，没有任何课程能像这门课一样吸引如此多的学生。

格雷厄姆深知苏格拉底教学法的妙处，所以课堂讨论是教学的核心。他一般在课堂上通过几个案例的比较和分析来教授他的投资方法。他从来不给学生提供现成的答案，他相信通过彻底的讨论和合理的推导，会得出可靠的结论。他不仅对学生的观点，对自己的观点也反复推敲与严格审视。他认为，老师应该用问题来刺激和引导学

生，这样学生不仅能摘到桃子，还能记住桃子是如何摘到的。即使是枯燥的定义，他也从不提供现成的答案。当学生提出具有挑战性问题时，格雷厄姆会让学生分组讨论，共同探讨可行方案。

苏格拉底教学法 *socratic method*：古希腊哲学家苏格拉底创立并使用的教学方法。其核心是教师并不直接地把学生所应知道的知识告诉他，而是根据学生已有的知识和经验，通过讨论、问答甚至辩论的方式来揭露对方认识中的矛盾，逐步引导学生最后自己得出结论的方法。

有一次助教欧文卡恩拿着一则债券广告问：这则广告说有 10 million tranche 的法国债券正在出售，tranche 是什么意思？格雷厄姆指了指字典：tranche 意思是 a slice，比如一片蛋糕。格雷厄姆说：如果我告诉你答案，你可能很快就会忘记。45 年后，卡恩在回忆老师的文章中记忆犹新。许多学生年复一年地参加格雷厄姆的课程，因为他们从他那里得到了很多现成的投资机会，并赚到钱，甚至有的人直接夹带私货，询问格雷厄姆某些股票值不值得买。格雷厄姆也非常喜欢教学，经常会在课后停留半个小时或更长时间来回答那些热情学生的各种问题。他不在乎学生是否从他的想法中赚钱，因为他更喜欢将分析作为一种智力练习，而不单单是经济奖励。

1928 年夏，格雷厄姆首次到欧洲旅行，去德国拜罗伊特参加瓦格纳音乐节以及莫扎特的故乡奥地利萨尔茨堡参加音乐节，埋下日后写剧本的种子。《尼伯龙根的指环》《特里斯坦与伊索尔德》《纽伦堡的名歌手》《耶德曼》这些歌剧让他感到难以形容的激动，那种充满传统和深厚音乐底蕴的气氛，使一切都具有了超自然的标志。

1928 年底，纽约中央公园旁边一所豪华公寓即将建成，格雷厄姆签署了十年的租赁合约，年租金高达 1.1 万美元，1929 年秋建成起生效。之所以能够负担得起这么豪华的住房，是因为当年他税前收入超过 60 万美元，其中约 60% 收入来自他管理的 150 万美元资本。1929 年夏，账户维持在年初的 250 万美元水平，资本收益微薄。账户持有大约 500 万美元对冲头寸(250 万美元的多头头寸以及 250 万美元的空头头寸)，还有 450 万美元的多头头寸，其中 250 万自有资本，200 万美元的负债，保证金比率约 125%。比最低比率高 5 倍，比保守比率高 2 倍。格雷厄姆对于账户的资产结构信心满满。

一个典型的对冲操作是，买入可转换优先股，同时以相同的价格卖空相应的普通股。市场不景气，普通股下跌大于优先股，从而获得对冲利润。市场景气时则采用反向对冲策略。随着市场继续上涨，人们会再次买入可转换优先股构建对冲组合，但往往要支付更高的价格，直到两者直接差价很小为止。因此，套利者往往采取部分对冲策略，市场上涨时，只对卖空对冲规模一半的普通股，没有对冲的部分可以卖出更高价格。当市场下跌时，平仓做空的普通股，保留优先股。一个例子是当时的热门股 Consolidated Textile 公司，这是一家棉纺联合体，7% 的可转债看起来足够安全。通过购买可转债，做空普通股套利。随后，该公司股价从 70 大跌到 20 美元，而可转

债按溢价赎回。

1929 年夏，股市热到极点，新股大量发行，每月超过 10 亿美元。10 月股市大跌，格雷厄姆账户平仓了大部分空头头寸，获得了丰厚的利润。但多头仓位持有的可转换优先股似乎太低估了，格雷厄姆选择了继续持有，导致年末账户出现了 20% 亏损。相比那些已经爆仓的保证金账户，这个结果好的太多。在股市顶峰的 10 月份，35 岁的格雷厄姆搬入了万元租金的豪华公寓，配备了全职男仆。冬天，格雷厄姆去 St. Petersburg 度假，他去拜访了 JohnDix 制服公司，创始人 JohnDix 已经 93 岁了，但思维敏捷。当他听完格雷厄姆的自我介绍之后，非常急切的劝说道：明天马上回纽约，将账户清仓，资本返还，清偿负债。如果我是你，我肯定会睡不着觉的。我的岁数比你大得多，经验丰富得多，你最好听从我的建议。但格雷厄姆并没有把这当回事，认为他是老糊涂了。

1930 年 4 月，股市从半年前的最低点 198 点强劲反弹到 279 点。随后 CreditAnstalt 倒闭，股市开始了一波长达 2 年的漫长下跌，到 1932 年 6 月，跌到了 42 点。格雷厄姆因为巨额的借款陷入了困境。1930 年亏损 50.5%，1931 年亏损 16%，1932 年亏损 3%。1929 年初的 250 万本金已经亏损了 70%。由于固定支付 1.25% 的月息给格雷厄姆和纽曼，加上部分客户的赎回，1932 年底只剩下约 37.5 万美元。在这艰难的几年，只有纽曼的岳父莱斯投入了 5 万美元，在无法偿还债务时，还拿出不少美国债券供他们支配。在事业最低谷，他们奋力自救挽回损失，起诉欺诈性经纪公司，与糟糕的管理层交涉，从豪华公寓退租。而他的一位客户没有承受住打击，在有能力偿还债务的情况下，选择了自杀。他的这些投资后来达到数百万美元，给后代留下一笔丰厚的遗产。

虽然格雷厄姆个人资产缩水了 80% 濒临破产，但依然比十年前初入职场时富有。他认为财富和贫穷是个相对概念，纽约的穷光蛋也比加尔各答的富翁有钱。但是灾难对于委托给他投资的亲朋好友来说，是一个巨大的打击，这让格雷厄姆近乎绝望。年轻时养成的勤俭的习惯，让短暂的成功冲到九霄云外。他自责不应该享受那种不属于自己的奢侈生活，并下决心不在炫耀财富，不再过不必要的奢侈生活。他得出一个结论：追求物质满足的关键是为自己订立一个较低的生活标准，在绝大多数经济环境中都能轻而易举实现。

1930-1932 年这段艰难岁月，格雷厄姆依然到哥伦比亚大学教书，虽然学生少了很多。1932 年 6-7 月，他在《福布斯》杂志上撰写了上中下三篇系列文章，题目是《难道美国企业生存还不如倒闭》Is American Business Worth More Dead Than Alive? 他批评管理层只知道抱着现金不思进取，而投资者却无视这些股价低迷公司的投资价值。在纽交所上市的股票中，超过 40% 的股票的市值低于其净营运资本，许多股票的市值甚至低

于其现金资产。格雷厄姆得出的结论是，股票市场对美国企业给的估值太低了。

是时候着手编写他 6 年前构思的教科书《证券分析》了。1932 年，格雷厄姆邀请多德一起合作。4 年来多德将格雷厄姆的讲座和讨论一丝不苟的记录下来，根据这份蓝本，格雷厄姆先按照自己风格完成一个初稿，多德对大量的事实和参考资料进行核实检查，并编制表格。1932 年夏，多德利用暑期时间，根据自己的财务知识，对内容进行了组织和丰富，并构思了书的结构，校对了书的排版。多德谦虚的定义了自己的角色：格雷厄姆是一名了不起的文学天才，而我最大的用处是在很多问题上充当天才代言人的角色。很快两人就出了一个目录和样章。通过一位学生交到 McGrawHill 出版社，出版社聘请了一位哈佛大学的金融学教授审阅，教授大为赞叹。1932 年年底签订合同后，出版社慷慨的预付了高额的 15%固定版税(一般是 10%递减版税)，格雷厄姆和多德六四分账。格雷厄姆和多德开始写作，在卡恩的协助下，许多课堂案例都被纳入了书中。一年半以后的 1934 年，第一版正式面市。随着《证券分析》的畅销和影响巨大，许多人都在问：这部长达 850 页巨著多少是格雷厄姆写的？后来多德给巴菲特写了一封信解答这个悬念：由于格雷厄姆的谦虚，我才有幸被邀请共同出版这本书，对我而言是极大的恩惠，这也反映出他的慷慨大方。这本书是完全属于他的，籍由他的伟大天才，我才得以显露出来。

《证券分析》的面世，为那些有能力接触和学习的人提供了一个可靠投资方法，彻底颠覆了过去技术分析利用历史价格去预测未来的错误方法。书中通过了一个个逻辑严密、充分的案例，指导投资者如何去挖掘投资机会，让证券分析过程就如同医学院学生临床实习一样，变成一套可重复可验证的科学。格雷厄姆的博学与对哲学的理解，在其开篇引用的贺拉斯诗句上表现的淋漓尽致：现在已然衰朽者，将来可能重放异彩。现在备受青睐者，将来却有可能黯然失色。这本书也奠定了其在投资领域的教父地位。

格雷厄姆指出，公司的内在价值跟资产，收益和业务前景息息相关，很难精确计算。证券分析的过程在于细节，要像侦探一样挖掘蛛丝马迹，拆解细则条款，找出水面之下隐藏的资产和负债。证券分析的目的，是分析在最保守的情况下，公司的内在价值能否为投资者提供足够的担保，即使在最糟糕的情况下公司被清算，其清算价值也能够为投资资本提供足够的保护。他创造了安全边际概念，来描述这种保护。他还创造了一个市场先生概念，来描述股价对投资者情绪的影响：市场短期是投票机，长期是称重机。书中大量篇幅解释市场分析和价值评估，针对投资者如何在股票和债券之间的比例分配，格雷厄姆给出了一个折中的办法，两者比例都不能低于 25%，其余 50%根据投资者自己对市场的感受自行判断。债券只能选择高等级债券，小额投资可以选择国债，税

负较轻的投资者在作大额投资时，可以选择公司债，税负较重的投资者可以选择免税债券。格雷厄姆还给出了一个

普通人也能理解的估值公式(聪投 P225)：**公司价值=净利润 \times (2R+2G)**。[2R 当时取 8.5，代表 2 倍于 3A 债券回报率 4.4%]；[十年预期收益年化增长率 G 应该绝对保守，不能超过 8%]；[估值应留取 20%的安全边际]。

欧文卡恩(Irving Kahn)1905 年 12 月 19 日出生于纽约，父亲 Saul Kahn 和母亲 Mamie Friedman 是波兰犹太移民，母亲创立了一家女装公司。卡恩童年时期住在曼哈顿上东区。就读于 DeWitt Clinton 高中，1926 年进入了纽约城市学院(City College of New York)，由于学校缺乏任何投资实践课程，他两年后退学了。1928 年他开始了在华尔街的职业生涯，在 Hammerschlag Borg 经纪公司干跑单员的工作。刚一周，他就要求调到更适合他的个性的证券分析部门。他还在晚上和周末跑到位于纽约棉花交易所的一家大型经纪公司 H. Hentz & Co. 做兼职。该公司合伙人之一是 Herman Baruch，他是鼎鼎大名的伯纳德巴鲁克的哥哥。格雷厄姆 1927 年也将自己蒸蒸日上的合伙公司搬到这栋大楼，也因此跟巴鲁克结识。卡恩工作之余就在大楼闲逛，敲开那些依然灯火通明的办公室了解情况。有次一位簿记员接待了他，哪里正好有公司的损益表分类账，其中有一组几无亏损的投资交易引起了他的注意，这就是格雷厄姆联合账户。随后卡恩就拜访了格雷厄姆的办公室，格雷厄姆热情邀请他 1928 年 2 月去哥伦比亚大学旁听他的课程。每天交易结束，卡恩和格雷厄姆一起坐地铁去哥伦比亚大学上课。从此，卡恩开始了与格雷厄姆的终身友谊和师生关系。1929 年 6 月，卡恩开始了自己的投资生涯，他 300 美元做空了当时炙手可热的 Magma Copper 公司 50 股。当市场在 10 月 29 日崩盘时，他的 300 美元投资飙升至 1000 美元。卡恩在 2006 年接受采访时回忆道：我不聪明，但即使是一个愚蠢的小孩也能看到这些人在赌博。他们都在借钱，赌得很开心，虽然几个月都没事，但最后你知道发生了什么。1931 年卡恩成了格雷厄姆的兼职助教，每周去图书馆帮助他准备证券分析课程的案例资料并指导学生。如果学生对某个主题感兴趣，就会组成研究小组，卡恩负责指导并协助写一篇研究报告。格雷厄姆会阅读金融刊物，并提出一些想法供卡恩研究。卡恩回忆道：格雷厄姆一直相信苏格拉底式的方法。他从来没有给学生提供现成的答案，他相信通过彻底的讨论和合理的推导，会得出可靠的结论。他不仅对学生的观点，对自己的观点也反复推敲与严格审视。在格雷厄姆写作《证券分析》和《储备与稳定》的过程中，卡恩参与了书中大量资料的研究过程。1997 年《储备与稳定》第二版中，卡恩写下序言，他认为这是格雷厄姆写的最好的书。那些经历过 1930 年代大萧条年代的人可以回忆起国家在财政和人力方面所遭受的沉重代价。这本书是年轻的格雷厄姆留下的不可磨灭的印象的结果。他经历了一战期间价格和货币的剧烈波动及其对世界的剧烈影响。格雷厄姆试图通过建立(基于一篮子商品)储备而不是赤字来使政府行为更加一致。他展示了如何通过储备来增加超过当前需求的需求，从而实现减少失业和商品积压。1977 年 Kahn 与 Robert Milne 共同撰写了一篇题为“Benjamin Graham: The Father of Financial Analysis”的研究文章。卡恩回忆道：格雷厄姆的思维速度如此之快，以至于大多数人在听到一个复杂的问题后都会感到困惑。研究需要在接受或拒绝一个前提或结论之前，进行仔细而准确的推理。格雷厄姆真正的乐趣是在远远超出金融专业范围的广泛学科上进行智力训练。格雷厄姆是一个罕见的品质组合，只有那些多年来熟悉他的人才能完全公正地展示整个人。1931 年，卡恩与 Ruth Eastwood Perl 结婚，当时她正在哥伦比亚大学攻读心理学博士学位。获得博士学位后，Ruth 在多个慈善机构工作。他们生了 3 个孩子 Donald、Alan、Thomas，中间名都是 Graham，以向格雷厄姆致敬。1930-1945 年，卡恩为 Wertheim & Co. 和 Loeb Rhoades & Co. 的经纪人。二战期间，当犹太难民来 Loeb Rhoades 工作，他负责培训他们。1945 年他成为 J.R. Williston & Beane 的合伙人，后来成为 Abraham & Co. 的合伙人，他在那里管理投资团队很多年。Abraham 公司是著名的风险套利专家，尤其是纽约和欧洲之间的时间套利交易，以及随后的并购套利。1960 年代卡恩的儿子 Alan 和 Thomas 在毕业后投奔了卡恩。1975 年，雷曼兄弟收购了 Abraham 公司，在接下来的几年里，关于客户账户的冲突愈演愈烈。1978 年，Alan 和 Thomas 辞职成立 Kahn Brothers 经纪公司，在纽交所购买了一个席位，并通过与雷曼兄弟签署协议来处理其客户，从而维持了与雷曼兄弟的主要关系。卡恩担任 Kahn Brothers 公司的董事长直到 2015 年去世。儿子 Thomas 担任总裁，2006 年孙子 Andrew 从纽约大学毕业加入公司担任副总裁，他们按照卡恩和格雷厄姆的传统管理公司和客户的投资组合，规模约 10 亿美元。1978-2015 年投资业绩约 40 倍，年化约 10%。和格雷厄姆一样，卡恩专注于通过严格的研究来确定公司的内在价值。他是一个逆向且非常有耐心的长期投资者，专注寻找那些不受欢迎、被低估具有很大安全边际的股票。师生两人也有着共同的纽带：他们都是知识分子，对正确的分析比对金钱奖励更感兴趣。卡恩是英国《金融时报》的忠实读者。1950 年代获得一份既困难又昂贵。1953 年与露丝一起参观英国《金融时报》时建议他们在美国发行这份报纸，现在美国是其最大发行地区。卡恩夫妇都是狂热的读书爱好者，家里堆满了书。他们是每周读书俱乐部 Book Worms 成员，也是 New York Society Library 的活跃成员。卡恩在 2005 年 12 月 19 日满 100 岁。纽约证券分析师协会(NYSSA)将他作为其创始成员之一，邀请他的家人朋友和许多杰出的价值投资者，包括 Jean-Marie Eveillard、Mario Gabelli、

Chuck Royce、Walter Schloss, Marty Whitman 来庆祝他的生日并分享他的故事。严于律己是卡恩获得成功的一个关键因素。107 岁高龄的他依然每个星期上五天班，偶尔周五给自己放一天假。他每天要阅读很多东西，包括至少两份报纸、许多杂志和书籍，尤其是科学类的。卡恩告诉我，他有一个长期不变的目标：对一只股票的了解，要比卖给你股票的那个人多得多。卡恩兄妹是世界上最长寿的四兄妹，Irving 1905-2015 享年 109 岁，大姐 Helen Reichert 1901-2011 年在她 110 岁生日前去世，二姐 Leonore 1903-2005 活到 101 岁，弟弟 Peter Keane 1910-2014 活到 103 岁。是什么让他如此长寿？卡恩说：没有秘诀，这是老天爷给的。他对不健康生活方式的看法是：每年都有数百万人死于一种本可以避免的毛病，这个毛病就是不够理智，缺乏控制自己冲动的能力。对于投资者来说，这一点同样适用。

在 1930 年代大萧条中，各种思想活跃学说纷呈，成立无数研讨组织。格雷厄姆加入了纽约南部一个叫经济论坛的团体 New School for Social Research。1931-1933 年间，格雷厄姆在此开展了一系列讲座。他成为校长 Alvin Johnson 的朋友，每周参加一次非正式的小组会议，讨论走出经济危机的解决方案。这个小组的成员包括 William McChesney Martin、A.A.Berle 和许多其他杰出的思想领袖。其中两位年轻人 Joseph Mead 和 Martin 创办了季刊《经济论坛》the Economic Forum。1932 年在一次研讨会上，格雷厄姆油印发表了《商品本位货币计划》的小册子，提出了 4 种不同的拯救危机的设想。其中的理论来自于 1921-22 年经济危机期间一些思考，当时经济陷入商品过剩，失业增加，经济衰退的恶性循环，格雷厄姆对商业周期进行的深入思考后得出结论：经济危机是因为缺乏足够的购买力，来消化经济繁荣时期所增加的产能。后来格雷厄姆读了 J.A.Hobson 的《The Economics of Unemployment》，这本书也是凯恩斯思想的前身。

1933 年格雷厄姆在《经济论坛》第二期上发表《Stabilized Reflation》，文中详述了他的常平仓理论。为了推广他的理论，1937 年 10 月，格雷厄姆花费了 2 年写出的《储备与稳定》Storage and Stability 出版。书中详细阐述其理论，书中一长串的注脚引用了大量其他作者的观点。尽管巴鲁克支持他的计划，但他们并没有说服国会接受该建议。他梦想这本书能够在经济文丛中占有一席之地，但结果并未如他所愿。格雷厄姆仍在继续他的经济研究，1944 年出版了《世界商品和世界货币》World Commodities and World Currency，介绍了世界货币的诸多问题，将讨论范围扩展到全世界。

1933 年罗斯福当选总统，施行了一系列新政，尤其是金融系统。整顿银行，四成美国银行被挤兑破产，3 月国会通过《紧急银行法》允许有偿付能力的银行尽快复业。随后颁布《1933 年证券法》，《1934 年证券交易法》，《1935 年控股公司法》，1934 年成立美国证券交易委员会，美国联邦存款保险公司等机构。1934 年格雷厄姆受邀商议《证券交易法》条款修订。也正是这部法律，规定了上市公司必须向公众提供真实财务数据。因此，投资者才可以接触到前所未有的信息资料，也大幅减少了几十年来堂而皇之的市场操纵行为。《证券分析》有了真正

的用武之地。1935 年格雷厄姆帮助创建了纽约证券分析师协会。1962 年格雷厄姆将证券分析师职业化的努力，终于促成金融分析师联合会成立，之后改名投资管理研究学会，负责金融分析师的认证考核。1963 年成立了注册金融分析师学院。于 1963 年举办了 9 次 CFA 考试，284 位考生参加了该次 CFA 考试。

1933 年末，道指大幅上涨收于 99 点，格雷厄姆账户大幅回升 50%。但要恢复到 1929 年，账户需要上涨 3 倍。根据协议，在账户扭亏之前，他们无法参与利润分成只能免费工作。经过与合伙人磋商之后，协议调整为：客户放弃弥补过去的亏损，而格雷厄姆放弃递进式利润分成，固定为 20%。协议自 1934 年 1 月开始执行，除了格雷厄姆小舅子，其他人均重签协议。1935 年底，账户终于恢复到 1929 年初的水平，所有亏损均已弥补。

这一年国税局对联合账户的法律地位提出质疑，它既不是公司，也不是合伙企业。1935 年末，基于税务原因，格雷厄姆联合账户关闭了。1936 年 1 月，所有合伙人重组为新的格雷厄姆纽曼公司(Graham-Newman & Corp.)，并发行公开交易的股票。1944 年为迎接不断增加的投资人，又成立一家对冲基金：纽曼格雷厄姆公司(Newman & Graham Ltd.)，5 万美元起投，按业绩提取 20%收益。

另一件事值得一提，大萧条的困难时期，格雷厄姆重操旧业，再次开启了兼职赚钱的生涯。1933 年格雷厄姆在哥伦比亚大学的推荐下，开始作为资产评估案专家见证人频繁出入法庭。第一个案子是继承人继承的股票价值应该如何征税的问题，格雷厄姆作为资产定价专家，建议按照公司清算的价值作为公司最低价值。理由是只要公司运营比清算价值高，公司就应该存续下去，所以净营运资本价值应该作为公司的清算价值。另一个案子是对铁路公司财产估价，准备工作日薪 100 美元，法庭见证日薪 250 美元，这份薪水也成为日后见证工作的收费标准。此后大约处理了 40 多宗类似的评估案子。在 1929-1933 年，投资已经 5 年没有带来一分钱收入，这份兼职，加上哥伦比亚教学工作和新书版税，对于改善格雷厄姆拮据的生活带来了很多帮助。

1930 年偶然发现妻子的与情人的往来书信，激发了他剧作家的创作灵感，写出了第一个剧本《瓷婚纪念》。1933 年与轻歌舞剧表演家合作，创作新剧本《似是而非》，以 Hearst 报社社论作家布里斯班为原型。该剧与新书《证券分析》几乎同步上市，给了 40 岁的格雷厄姆巨大的虚荣满足感。双方投资 1.5 万美元打算在百老汇上演，并改名为《小蓬巴社》，但上演一周观众稀少，惨遭失败。随后格雷厄姆又以自己闯荡华尔街为原型，创作了剧本《愤怒的洪水》。此后，虽然他依然热衷创作，但不再作为参与者。

1937 年格雷厄姆与 Charles McGolrick 合著了一本《财报解读》的书，旨在帮助商人，经纪人和个人理解财

务报表，算是《证券分析》辅助用书。事实证明，它对证券分析师和其他在投资界工作的人也很有用。1938 年开始对《证券分析》进行第一次修订，需要花不少时间更新书中案例以跟上时代的发展。此外《证券交易法》和 SEC 的诞生，使投资环境发生了巨大变化，这需要在书中加以具体反映。1940 年修订版上市。这一版也是巴菲特在哥伦比亚大学求学时使用的版本，巴菲特在 2009 版的序言里写到：在我丰富的藏书中，有四本我特别珍视。它们都写于 50 年前，假使我第一次读到，仍会受益匪浅.....保存在我书橱的是在哥伦比亚大学求学时用的 1940 版，我至少反复研读了四遍。(1776 版《国富论》+1949 版《聪明投资者》+1934 多德笔记版《证券分析》)

越来越多的分析师开始注重对公司和行业的基本面研究，这让格雷厄姆深受鼓舞。1946 年开始，他以思考者 Cogitator 的笔名为《金融分析师杂志》Financial Analysts Journal 撰写了大量文章。Helen Slade 是这本杂志背后的灵魂人物。证券分析业是金融领域中一项需要高智商的工作，Slade 认识这个行业的所有重要人物。格雷厄姆每月参加在 Slade 公寓举行的证券分析师聚会。她对背叛她去《Financial Chronicle》工作的 Will Friedle 一直心存芥蒂。她设立了 Alexander Award 表彰杂志年度最佳文章。后改名为 Graham&Dodd Award。

1947 年金融分析师联盟(Financial Analysts Federation)举行了第一次年会。格雷厄姆在会议上就提高专业水平的必要性发表了讲话。他认为要形成组织化的学习体系，可以通过考试，让候选人有资格获得专业称号，就像其他职业一样。多年来他多次在该会议上发表演讲，并讲演讲发表在《金融分析师杂志》上。

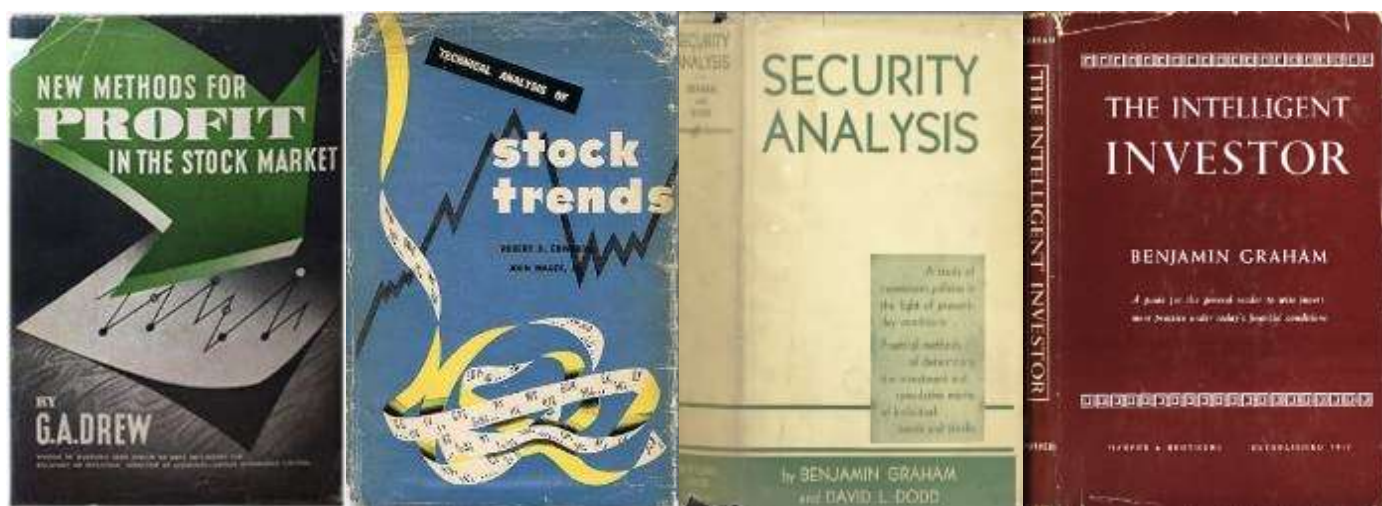
1948 年格雷厄姆通过巴尔的摩一名债券销售员 Lorimer Davidson 买下了政府雇员保险公司(GEICO 保险)的 55%股份，成本为 72 万美元，占公司近四分之一的资产。卖家是沃斯堡的银行家 Clive Leah。格雷厄姆和纽曼加入董事会，Davidson 从经纪公司辞职加入了 GEICO 公司，主管财务。由于《投资公司法》Investment Company Act 的规定，一家投资公司不准拥有超过 10%保险公司的股份。7 月 2 日，格雷厄姆不得不将 GEICO 的股份分配给股东，每一股格雷厄姆纽曼公司的股份可以获得 1.08 股 GEICO 股份，价值 27 美元。1972 年这些股票价值 1.6 万美元，即使 1976 年濒临破产仍值 2400 美元。

1936 年 Leo Goodwin 仿照 USAA 保险的模式在德州创立了 GEICO 公司，Goodwin 占股 25%，银行家 Leah 家族占股 75%。一开始 GEICO 客户仅限政府雇员和军人，1958 年 Goodwin 退休，Davidson 接任董事长，直到 1970 年退休。1958 年 GEICO 扩大客户范围为公司高管和工程师等，公司以惊人的速度成长为全美第五大汽车保险公司。1951 年巴菲特发现格雷厄姆是 GEICO 董事长，动身前去拜访，接待他的正是财务主管

Davidson。这次拜访，巴菲特发现了保险浮存金的价值，从此开启了一段低风险杠杆的投资佳话。1974 年，保险的成本随着通货膨胀的加速而上升，再加上无过失保险和低保费问题，损失急剧增加，1975 年 GEICO 巨亏净资产从 1.44 亿下降到 3700 万美元濒临破产。1976 年巴菲特大举杀入，买入 GEICO 约三分之一股份。其中很大一部分来自 Goodwin 儿子，他为了投资其他生意将持有的 25%GEICO 股票抵押给银行融资，1976 年 GEICO 大跌，由于无力偿还贷款，被银行清盘，他因此自杀。有人发了大财，有人倾家荡产，真是令人唏嘘。

1949 年格雷厄姆和多德在 Bache&Co.公用事业经理 Charles Tatham 协助下，第二次修订的《证券分析》于 1951 年出版，Tatham 重写了公用事业部分(上海财大 2009 版)。整个 1940 年代，市场整体处于上涨状态。第二版《证券分析》中列出的两列股票，在过去的八年里平均上涨了 252%，而标普工业指数只上涨了 33%。

1949 年格雷厄姆写作出版了《聪明投资者》，这是一本给普通人看的大众版《证券分析》。这本书的理论彻底摧毁了华尔街的投资陈规，颠覆了长期以来股票投资的技术分析方法。用普通人都能明白的方式，展示了如何运用理性和数学进行投资。这本书刚上市就迷倒了一个 19 岁的小伙子，他就是巴菲特。在读这本书之前，巴菲特正沉迷于技术分析，他已经把 Garfield Drew 的《New Methods for Profit in the Stock Market》(1941 版，书中讨论道氏理论、波浪理论和移动平均法市场预测)读了 3 遍，还有 Robert Edwards 和 John Magee 合著的技术分析圣经《Technical Analysis of Stock Trends》(1948 版)。当巴菲特拿到《聪明投资者》之后，就像找到了上帝一般，反复咀嚼，并立刻决定要去哥伦比亚大学进修，并顺利被当时的商学院副院长多德教授录取。



1950 年，多德已经在哥伦比亚大学当了 27 年老师，而且已经成为格雷厄姆的合伙人。秋天巴菲特坐在了多德的金融课堂上，这本八百多页的 1940 版《证券分析》早已熟稔于心，他可以引述书中任何一段内容，解释任何一个例子，甚至比多德更了解。多德一提问，巴菲特就举手。有如此优秀的学生，多德教授也是倍加欢喜。

有一天巴菲特请假去参加 Marshall Wells 公司的股东大会，他从证券分析中看到这家北美最大的五金批发公司。这家 1930 年成立的公司非常赚钱，每股收益 61 美元，股价只有 200 美元，他买了 25 股。这家公司位于中部明尼苏达州 Duluth 市，却跨了上千公里跑到东海岸的新泽西州 Jersey 市开股东会，管理层明显不想让股东参加，他到达时只有 6 个人在等待开会。在这里他遇见了未来的大师兄**沃尔特施洛斯**。此时的施洛斯正代表格雷厄姆纽曼公司向管理层发难，公司的管理层从未预见这种状况，非常不悦。巴菲特立刻被施洛斯吸引，当施洛斯表明身份，巴菲特的感觉就像家人重聚。施洛斯 1936 年开始参加格雷厄姆证券分析课程。1946 年退役后加入格雷厄姆纽曼公司。主要工作就是填写股票卡片，格雷厄姆需要用这些股票卡片验证是否满足自己的投资标准。他在这里工作了近 10 年，实际上是经过了十年严格的分析训练。巴菲特也非常羡慕这份工作。

沃尔特施洛斯(Walter Schloss)1916 年出生于纽约，小时候家道中落，1929 年大萧条，母亲失去财产继承权，一家人靠汗水辛勤度日。1935 年父亲失业。高中刚毕业的施洛斯在华尔街 Carl Loeb 经纪公司做跑单员(在一个笼子里清算股票)，周薪 15 美元。一年后施洛斯想多赚点钱，他问公司合伙人 Armand Erpf 如何才能进入统计部成为分析员。这位合伙人给了他一个很棒的建议，去读刚出版的《证券分析》，只要这本书读懂了，其它书都不用读了。施洛斯发现书的作者格雷厄姆是自己公司的客户，他查看了其股票持仓。1936 年 Loeb 公司挑选了一部分员工，送到纽交所研究院，也就是后来的纽约金融学院，让他们学习基础的证券知识。格雷厄姆在哪里开设了一门统计分析的课程。施洛斯每周两个晚上 5-7 点，去听格雷厄姆讲的高级证券分析。格雷厄姆讲的非常好，他以低估的证券为案例，逻辑严谨充满热情。他慷慨的分享自己的思想和时间，提携年轻人。当时这些课堂上的人，很多人抄作业都赚了不少。高盛交易员 Gus Levy 也在其中，他后来成为华尔街数一数二的套利者，1969 年 Levy 升任高盛 CEO。1942 年初施洛斯被征召派往越南参加二战。1943 年，进入军官培训学校接受培训成为一名军官。1945 年格雷厄姆给施洛斯写信说：给我做证券分析的人辞职回去为自己父亲工作了，你能回来为我工作吗？所以，1946 年 1 月 2 日服役四年归来的施洛斯，加入了只有 4 个人的格雷厄姆纽曼公司，周薪 50 美元。此时公司的净资产为 330 万美元。施洛斯在这里工作了近十年，1955 年格雷厄姆在 Fulbright Committee 会议上表示股市过热了(股市突破 1929 年最高点达到新高 400 点)。格雷厄姆表示要退休去加州，于是施洛斯决定辞职单干。他将持有的格雷厄姆纽曼的股票以 1300 美元一股变现，并找了 19 个合伙人募集了 10 万美元成立合伙公司，自立门户。他在 Tweedy Browne 经纪公司租下一个小隔间，以交易佣金代替租金，没有一个员工。施洛斯不收管理费，只收取 25% 的利润提成。1973 年他的儿子 Edwin 加入公司协助父亲，两个人使用《证券分析》中的方法管理着 400 万美元的投资组合。1997 年公司停止接受资金只卖不买，此时的资产规模约 1.3 亿美元，2002 年完成清盘。1955-2002 年，合伙公司 47 年年化回报 20%，费后回报 15%，标普 10%。施洛斯长期满仓持股，换手率低于 25%。他分散持有 100 只股票左右，单只仓位不超过 5%，有时会占 10-15%，前 20 只股票仓位超过 60%。他建仓股票从不超过 2PB，上涨就分批卖出，翻倍就清仓，经常错失大牛股，他觉得有 100% 的利润就非常不错了。他在 10 美元买了浪琴手表公司，在 20 美元这个不错的价位上清仓了，后来浪琴股票涨到 200 美元。他曾 9 美元买过 Clark 石油，在 27 美元卖出，后来该股票涨到 260 美元。要知道什么便宜比较简单，要知道什么东西太贵就难了。他自嘲道：格雷厄姆的方法就是这样。他说，盈利很难预测，我不想改变我们的原则，去买未来的盈利而不是资产。我不是不喜欢好公司，只是不愿意花那么多钱。我们愿意买烂行业的好公司，而且还找到了一些。我们购买有资产保护的公司，这不必对生意很精通，沃伦懂生意，但我们不懂。专心做自己熟悉的事，别管其它的。干这一行能学会什么是谦卑，因为自己犯了什么错第二天就会知道。他说，只有买入之后，才能对一只股票有全面的了解，它的历史，背景，股东，过去的行为，生意，分红，盈利状况等等。必须要对公司有一个整体的感觉。要远离名声不佳的管理层，他们只管自己不管股东。很多成功人士父亲与子女关系不好，但施洛斯父子关系非常融洽，二人一起经营合伙公司长达 30 年。施洛斯说，新一代踩着老一代铺就的道路可以走的更远，这里面复利会起很大的作用。我喜欢跟 Edwin 一起工作，另外投资这个工作还可以开动脑筋，让我从中获得很多乐趣，而且帮助五六十个不富裕的合伙人过上更好的日子，我感到非常高兴，况且我还能赚到钱。菲利普凯瑞特 Philip Carret 都 90 岁了还是那么喜欢他的工作，我觉得我能干到 105 岁。2012 年 2 月 19 日施洛斯去世享年 96 岁。

随着第二学期格雷厄姆讲座的到来，巴菲特熟记了他能找到了关于格雷厄姆的一切，他个人的经历，他写的书，他的讲座，他投资的股票。搜寻资料的过程他发现格雷厄姆是 GEICO 董事长，好奇心促使他进行了人生最重要的一次 GEICO 拜访调研。归来后立刻动用 75% 的个人资产买了 350 股。1951 年 1 月，巴菲特走进了格雷厄姆的投资课堂，并完全被他的投资理念所折服。他第一次了解到股票是企业的一部分，而不是价格波动的纸片。只要格雷厄姆一发问，巴菲特总是第一个举手回答。他就像第一次走出洞穴的人见到阳光一样。

格雷厄姆鼓励学生去用当下股市中那些低迷无人问津的公司作为分析案例。他的课堂充满了设计巧妙且很有教学效果的各种问题，他会埋伏多个问题，一次问一个，当学生回答一个无法回答第二个时，就会发现自己并不知道问题的答案。格雷厄姆 A-B 教学法会将一家公司的两个不同时期拆分为两家公司让同学对比分析。有一次格雷厄姆带大家比较 A-B 两家公司差别甚大的资产负债表，A 公司深受大众追捧，股价 45 美元，净资产 20 美元。而 B 公司净资产有 40 美元，股价只有 20 美元。最后谜底揭晓，原来两家公司都是波音公司，二战前，人们看好波音公司，其股价远超净资产。但二战结束，人们又觉得波音没前途了，纷纷卖出。而格雷厄姆愿意在股价 20 美元的时候逆人性买入。格雷厄姆还会讨论两类事实真相的问题，事实 A 是绝对和肯定存在的。事实 B 是经过证实和确认的。事实 B 代指股价，事实 A 代指内在价值，事实 B 如何变化都不会影响事实 A。这些都是关于独立思考的训练，令人记忆深刻。格雷厄姆早期的经历让他养成了假设最坏可能的习惯。他看待企业更多考虑的是倒闭清算价值而不是存续价值，在购买价格远低于内在价值时，他也不忘债务风险。这些都是大萧条带给他的烙印。

班上同学 Jack Alexander 说：沃伦专注的像一只聚光灯，几乎 7×24 小时都在研究投资，我都不知道他什么睡觉。此时的巴菲特像海绵一样疯狂的吸收信息，他花了很多时间阅读穆迪和标普手册。虽然有些看的不仔细，但 1 万页的穆迪手册他翻了 2 遍，所有公司都不放过。他寻找各种公司的历史资料。他沉浸在图书馆中，翻看以前的旧报纸。巴菲特说：历史很有趣，报纸上就有历史上的东西，只要读一些段落，新闻，甚至广告，报纸就能把你带进一个不同的世界，曾亲历历史的人会通过报纸告诉你一切，你就如同生活在那个年代一样。在这一年的课堂上，巴菲特和格雷厄姆的频频互动，引起了另外一个同学的注意，他就是巴菲特的好友**比尔鲁安**。

比尔鲁安(William John Ruane)1925 年 10 月 24 日出生芝加哥一个中产家庭，童年就读于 Oak Park 的一个天主教学校。1945 年从明尼苏达大学电气工程系毕业，随即参加海军，在派往日本的途中二战结束。1947 年退役后进入通用电气，但他很快发现不喜欢工程师。随后进入哈佛商学院学习商业，在哪里读到了经典教科书《证券分析》(1940 版)，他马上发现了兴趣所在。1949 年哈佛商学院毕业，Ruane 加入了 Kidder Peabody 经纪公司。1951 年 1 月，Ruane 读完《客户的游艇在哪里》《怎样选择成长股》和《证券分析》后，来到哥伦比亚大学选修了格雷厄姆的证券分析课程。在课堂上他结识了巴菲特和施洛斯，此后一直保持着良好的联系，每年在不同的地点进行聚会。Ruane 将《怎样选择成长股》介绍给巴菲特，1962 年巴菲特亲自去拜访了作者 Philip A. Fisher。

Ruane 的女儿回忆说：他每天都和巴菲特欢声笑语的通电话。在 Kidder Peabody 工作的 19 年里，Ruane 管理的客户资金成功击败了指数的。1969 年 Bill Ruane 和同事 Richard T. Cunniff, Sidney Stires 辞职，在纽交所历史最高价买下一个席位，合伙成立 Ruane, Cunniff & Stires 投资公司。当时巴菲特合伙公司刚刚解散，他将一些小规模客户推荐过来，巴菲特对客户说：我们相识多年，对他的品格、性情和才智非常了解，如果我不幸身故，他是我的三位投资管理人之一。巴菲特的员工 John Harding 也加入 Ruane 公司，在奥马哈处理客户事宜。巴菲特的经纪人 Henry Brandt 和御用编辑 Carol Lomis 的丈夫 John Lomis 也一起加入了。Ruane 成立红杉基金 Sequoia Fund，筹集了约 2000 万美元。但恰逢 1970 年代漂亮 50 崩盘，红杉基金前 4 年大幅跑输指数，给 Ruane 精神和生活带来巨大压力，一度不敢接听电话，他被迫卖掉部分农场以供养家庭和公司运营。1975 年起，基金开始大放异彩，大幅跑赢指数。接下来 25 年红杉基金以年化 17% 成为美国所有共同基金中业绩最好的基金之一。虽然 Ruane 起步于格雷厄姆的烟蒂投资，但后来转向巴菲特长期集中投资优质公司的方法。70 年代标志性投资华盛顿邮报，Interpublic 传媒集团，奥美传媒 Ogilvy & Mather，80 年代投资卡夫食品 Kraft，Sara Lee 食品，首府广播公司 Capital Cities，五三银行 Fifth Third Bank，强生 Johnson & Johnson，哈雷 Harley-Davidson。Ruane 一直保持跟巴菲特的合作，曾在华盛顿邮报公司、GEICO 公司、Data Documents Inc. 和 Munsingwear 公司的董事会任职，这些都是巴菲特持股的公司。随着伯克希尔股价的快速上涨，逐渐成为红杉基金占 30% 的第一重仓。Ruane 的管理风格有趣奇妙，就像一个大家庭。巴菲特回忆道：比尔是一位杰出的投资者，也是一个杰出的朋友。他把我介绍给了汤姆墨菲 Tom Murphy。我非常了解他们俩，我从未见过他们对任何人做过不友善的事。红杉基金的运作模式也越来越像伯克希尔。1982 年该基金封闭运行，不再接纳新客户，直到 2008 年才重新开放。红杉基金 1999 年的年报中，也曾详细介绍了他们长期投资策略的核心原则。2004 年，Robert Goldfarb 担任总裁，公司更名为 Ruane Cunniff & Goldfarb。2005 年 10 月 4 日，Bill Ruane 因肺癌去世。1970-2005 年，红杉基金费后年化 15.5%，同期标普 11.7%，跑赢 4%。在去世前几年，他的全部精力都放在慈善事业上。在哥伦比亚大学任教期间，Ruane 给出了 4 条投资原则：1，购买具备竞争优势和良好管理层的好生意，好生意能够长期维持较高的资本回报率。2，购买具备定价权的生意，定价权可以避免竞争，是具备竞争优势的重要特征，此外，定价权可以在通货膨胀时期为资本侵蚀提供良好保护。3，购买现金奶牛。区分报告收益和自由现金非常重要。很多公司需要将利润强制再投资以维持盈利能力。折旧有两类：日常磨损；忽然淘汰。自由现金是指那些真正可以用于再投资额外盈利能力或分配股东的收益。4，以合理的价格购买。那些以 6% 资本成本再投资于 12% 回报的公司应该获得适度溢价。

临近毕业，同学们都奔向有声望的大公司，唯独巴菲特想免费给格雷厄姆打工。但格雷厄姆委婉地拒绝了。他：我们只雇佣犹太人。即使他是班上唯一一个 A+ 优秀学生，他还是达不到老师的要求。心灰意冷的巴菲特回到奥马哈，加入了父亲的 Buffett-Falk 经纪公司，做起证券销售经纪人。他边推销股票边研究公司，他的老师多德教授推荐他去待遇很高的价值线做研究工作，但巴菲特拒绝了，他喜欢离钱更近一些。巴菲特仍然跟格雷厄姆保持联系，不断向他推荐股票。他定期走访格雷厄姆纽曼公司，设法去见格雷厄姆。巴菲特解释了他推荐股票的动机：如果我想在华盛顿土人队当四分卫，我就必须让人们看到我很少失手。

1954 年 7 月底，巴菲特收到来自格雷厄姆的聘用信。8 月 1 日巴菲特抵达纽约。他和施洛斯挤在一间小房间，里面只有一台股价机和一部电话，及一些书籍文件。第一个月，巴菲特扎进文件室，不放过任何一张卡片，他了解这家公司过去的一切。巴菲特和施洛斯从穆迪手册收集书籍，填写了成百上千张股票卡片。这个数据整理工作让巴菲特对每一家公司都有所了解，之后他就可以缩小范围，更认真的研究少数公司。巴菲特像一只猎犬，从广袤信息中嗅探猎物。相比分散投资烟蒂，他更愿意把鸡蛋放到一个篮子，把资金集中在几家最优质的股票上。巴菲特每天眼观六路耳听八方，密切注意格雷厄姆和纽曼都在干些什么，搭便车也是资产配置一条捷径。

他使用穆迪工业，银行，金融和公用设施手册进行侦探工作，有时亲自去穆迪或标普公司，查找那些四五十年前的文件，没有复印机就只能手抄笔记。他整理每周粉单卡片上披露的那些小的不能再小的公司数据，仔细筛选这些迷你企业，他努力找到更多的企业，期望从中发现 1 家公司能投上 1 万美元。巴菲特认识到，通过这些训练和思考，他可以自己开启这个拥有无限可能的投资世界。拜访管理层也是巴菲特研究的一种方式，他利用这些会面尽可能的了解公司。他甚至希望通过这些接触，去影响管理层做正确的事情。

随着巴菲特的耀眼表现，格雷厄姆和纽曼已经把他当成一个潜在的合伙人看待，他们开始邀请巴菲特参加家庭聚会。这样的场合，从来没有施洛斯，这意味着他只是一个熟练工。一向不太友好的纽曼更加怠慢施洛斯，正面临家庭生活压力的施洛斯，过了好长一段时间才鼓起勇气辞职。1955 年底他自立门户了。接替施洛斯坐到巴菲特对面的是汤姆纳普(Tom Knapp)，他比巴菲特大 10 岁，二战归来后，在哥伦比亚大学上了多德的夜校投资课程，并被这门课程迷住了。因此他正式注册进入哥伦比亚大学学习，并获得了 MBA 学位。Knapp 加入格雷厄姆公司没几个月，格雷厄姆纽曼公司就宣布了解散。Knapp 经施洛斯介绍他加入了 TweedyBrowne 经纪公司。

汤姆纳普(Thomas P. Knapp II)1920 年 8 月 31 日出生于纽约，本科毕业于普林斯顿大学化学专业，二战期间曾在美国海军担任中尉。二战归来后，在哥伦比亚大学上过戴维多德的夜校投资课程，并被这门课程迷住了。因此他正式注册进入哥伦比亚大学学习，并获得了 MBA 学位。1955 年底加入格雷厄姆纽曼公司。1956 年格雷厄姆解散了公司，在协助公司处理完后事后，Tom Knapp 进入了 TweedyBrowne 经纪公司。Tweedy & Co. 公司由 Forest B. Tweedy 创立于 1920 年，最初业务为那些没有上市的小公司的股东提供交易服务。1945 年 Howard Browne 和 Joe Reilly 加入公司。1930-1950 年代，格雷厄姆纽曼公司是 Tweedy 公司主要经纪客户之一。1950 年代 Tweedy 公司通过格雷厄姆与施洛斯和巴菲特建立了业务联系。1955 年施洛斯租用了 Tweedy 公司一个衣帽间作为其合伙公司的办公室。1956 年格雷厄姆纽曼公司解散，施洛斯将巴菲特和 Tom Knapp 介绍给 Howard Browne 认识。Howard Browne 邀请 Tom Knapp 加入了公司。1957 年 Tweedy 退休。Tom Knapp 加入这家经纪公司以后，马上发现公司在交易量极不活跃的小公司经纪业务中建立了某种特许经营权，因为各地经纪人如果要出售没有流动性的公司股份，会给 Tweedy Browne 打电话报价，TweedyBrowne 实际上是最后购买人。Tom Knapp 意识到可以通过压低出价买到便宜货，然后不再试图出售给其他人赚取佣金，改为直接持有。Tom Knapp 领导公司转型为投资公司。1959 年几个合伙人将资本集中在一起组成 Tweedy Browne & Knapp 合伙公司。整个 1960 年代，HowardBrowne 是巴菲特的主要经纪人之一，巴菲特通过 HowardBrowne 收购冷僻公司的股票。有一次巴菲特给施洛斯打电话说：这个 HowardBrowne 是我见过的最蠢的家伙，他卖给我的股票便宜得离谱。施洛斯回答道：他不可能持有所有的股票，必须卖掉一些。1968 年公司接受了其第一批外部资金客户作为该投资公司的有限合伙人，Tom Knapp 开始管理该投资基金，给芒格做助手的 Ed Anderson 也加入进来成为合伙人。1969 年 HowardBrown 大儿子 Christopher Brown 本科毕业加入公司。1973-74 年公司经纪业务亏损，编写了第一版投资手册，介绍了三种选股方法：2/3 净流动资产，1/2 净资产和套利。1975 年 TweedyBrowne 公司注册为投资顾问公司，开始为个人和机构管理独立账户。1976 年惠特尼通讯公司工作的 Jim Clark 加入公司，他向 Chris 介绍电视台许可证的价值：特许权带来的现金流比净资产更有价值。此时，他们也发现巴菲特正在改变烟蒂投资模式，公司开始专注私有股权，跟踪收购好生意。1978 年二儿子 William H. Browne 加入公司。1989 年 Tom Knapp 退休。1992 年 Tweedy Browne 公司编写了一本小册子《What Has Worked In Investing》，它包含了 50 多项产生了高回报率的投资标准的研究，如：低市净率、低市盈率、高净流动资产、高现金流、高股息、小市值、一个或多个内部人士(高管和董事)重大购买，公司回购股票等等。1993 年 Chris 管理公司旗下两只基金，截至 2009 年一只年化回报率 8.5%，一只年化回报率 10.3%，跑赢同期标普的 7.6%。Chris 曾经写过一本投资小书《The Little Book of Value Investing》。2009 年底，Chris Brown 死于心脏病。2006 年 TweedyBrowne 公司推出全球高股息率价值基金，通过投资全球股息率高于

平均水平的公司来寻求资本的长期增长。Ed Anderson 于 2012 年 2 月 9 日去世，享年 83 岁。Tom Knapp 于 2011 年 7 月 24 日在生活了 38 年的 Vero Beach 去世，享年 90 岁。

1956 年春，格雷厄姆给合伙人发了通知，职业生涯走到了终点。1925-1935 年格雷厄姆联合账户近似年化回报约 6%。1936-1956 年格雷厄姆纽曼公司的年化收益率 17.4%，费后约 15.5%，高于同期股票市场 13% 的收益率 2.5%，这一成绩可以跻身于华尔街有史以来最佳的长期收益率之列。

巴菲特获得成为普通合伙人的机会，但他拒绝了邀请。既然格雷厄姆已经离开，做合伙人已经没有意义。巴菲特协助公司料理完后事后回到奥马哈。5 月格雷厄姆与妻子梅辛和儿子迁往加州比弗利山庄。格雷厄姆在加州大学洛杉矶分校 UCLA 金融学院，以兼职教授的身份教学了 15 年。格雷厄姆的五个孩子中没有一个投资感兴趣，而杰里纽曼的儿子 Howard Newman 选择了干实业，成为 Philadelphia and Reading Co. 的 CEO。

1956 年 5 月 1 日，26 岁的巴菲特带着 17.4 万美元回到奥马哈，效仿格雷厄姆纽曼公司，以亲朋好友的 10 万美元为基础，成立了巴菲特联合公司 Buffett Associates, Ltd。并在奥马哈大学开设了夜间投资分析课程，一方面锻炼自己沟通能力，另一方面为自己的投资事业物色投资人，教授，公务员，医生，小企业主，投资人等等纷纷加入。这期间最愚蠢的一次投资就是跟 Tom Knapp 囤积蓝鹰邮票。2.5 万美元买下 60 多万张烂在地下室。

整个 1950 年代经历了一轮大牛市，《证券分析》的评价标准在市场上受到很大挑战。1959 年斯坦福研究所金融学家 Sidney Cottle 和 Charles Tatham 参与第三次修订，新版加入了市场趋势和成长性以及时下一些新观点，Cottle 跟格雷厄姆在修订过程中，因很多观点不同陷入僵局，其中加入的很多有争议的案例格雷厄姆也不满意，因此他在 UCLA 大学讲课使用的是《聪明投资者》。巴菲特在 IBM 的一次庭审中，指出律师引用的该版第 14 章并不是格雷厄姆所写。很多人认为这一版完全丧失了格雷厄姆风格。在格雷厄姆去世后，1988 年曾接替他在哥大教学的 Sidney Murray，CFA 前委员 Roger F. Block，斯坦福大学 Frank E. Cottle 三人第四次修订了第 5 版，他们简化了部分案例且更偏学术理论化(约减少了 200 页至 658 页，海南出版社 1999 年中文版)。2009 年 Seth Klarman 以 1940 原版为基础，加上 10 位投资家导读出版了第 6 版(湛庐出版社 2009 年中文版)。2023 年 Seth Klarman 再次更新了导读出版了最新的第 7 版。

1963 年巴菲特和其它学生花了 1500 美元请来荷兰画家霍威格为老师画像，并捐赠给金融分析师联合会。

1968 年 1 月，巴菲特在加州拉荷亚组织了一次格雷厄姆的朝圣活动，他召集了格雷厄姆的学生：比尔鲁安，沃尔特施洛斯，马歇尔温伯格，杰克亚历山大，汤姆纳普。他还邀请了查理芒格和他的合伙人罗伊托尔斯，以及

亚历山大的合伙人福克斯，汤姆纳普合伙人安德森，第一曼哈顿的大卫戈特斯曼，经纪人亨利勃兰特。巴菲特要求：除了 1934 版《证券分析》什么都不要带。此时的股市火热的一塌糊涂，50 只基金刚刚发行完毕，还有 65 只正在准备。巴菲特在聚会上提出了十年荒岛挑战，这个挑战是寻找那些十年不用操心的，具备强大特许经营权的企业。他给出自己的选择：道琼斯公司，华尔街日报公司。但此时的格雷厄姆，对股市的话题已经毫无兴趣。

马歇尔温伯格(Marshall M. Weinberg)1947 年进入密歇根大学。1950 年进入哈佛大学攻读了一年哲学研究生课程，后来转到哥伦比亚商学院，师从格雷厄姆学习证券分析。随后他加入纽约 Herzfeld & Stern 投资公司，在那里度过了他的职业生涯。他的父亲拥有一家服装企业，他为孩子们写了一本书，作为如何通过帮助他人过上美好生活的样本。马歇尔温伯格的慈善事业包括高等教育、生育权力和国际正义。在密歇根大学，除了在 LSA 院长咨询委员会和荣誉项目咨询委员会任职外，他还为人类学系、哲学系、Marshall Weinberg 认知科学研讨会，以及 Jean & Samuel Frankel 犹太研究中心的研究生提供支持。他在 SNRE 和 ISR 的人口研究中心设立了捐赠基金。他还支持美国自然历史博物馆生物多样性和保护中心。2002 年在环境与可持续发展学院(SEAS)设立了 Marshall Weinberg 捐赠研究金，以帮助未来的可持续发展领导者。2008 年，马歇尔温伯格获得了 David B. Hermelin 基金会筹款志愿者领导力奖，这是该校最负盛名的志愿者奖项。2014 年 5 月 3 日，他在春季密歇根体育场毕业典礼上获得了荣誉法学博士学位。多年来，在与学生和教师的交谈中，我意识到跨学科学习具有最有意义的影响。

大卫戈特斯曼(David sandy Gottesman)生于 1926 年 4 月 26 日，父亲 Benjamin Gottesman 是 Hudson Trading 公司的财务主管和副总裁。母亲 Esther 是世界犹太复国主义组织的领导人。Gottesman 在 1948 年毕业于康涅狄格州 Trinity College，1950 年获得哈佛大学 MBA 学位。之后进入华尔街在一家投行工作。1962 年经比尔鲁安介绍 Gottesman 与巴菲特相识，每次有了好主意就会给巴菲特打电话，之后两人经常一起打高尔夫球和固定每周日 10 点打一个小时电话来讨论低估股票的投资机会。1964 年 Gottesman 创立 First Manhattan Co. 开始了投资生涯。1966 年 Gottesman 发现科恩百货正在出售，随后与巴菲特和芒格合资成立 DRC 多元零售公司收购了它，Gottesman 占股 10%。1978 年 DRC 并入伯克希尔，获得了伯克希尔股票，此举助力他晚年进入了福布斯排行榜。2003 年 11 月，Gottesman 被当选为伯克希尔董事。Gottesman 继承了犹太人慈善事业的家族传统，1965 年与妻子 Ruth nee Levy 共同创立 Gottesman 基金会，专注于犹太社区的慈善事业。2022 年 9 月 28 日去世，享年 96 岁。

艾德安德森(Ed Anderson)，化学专业毕业后在加州原子能下属实验室工作，在读了《聪明投资者》后投资了格雷厄姆纽曼公司的股票。1956 年 Anderson 在格雷厄姆公司跟在这工作的巴菲特结识。1962 年，查理芒格跟牌友 Jack Wheeler 成立合伙公司，Wheeler 是太平洋海岸交易所交易员，巴菲特推荐 Ed Anderson 给芒格并成为助手。1968 年 Anderson 离开芒格合伙公司，加入了 Tom Knapp 刚刚组建的 TweedyBrownePartners 成为合伙人。

亨利勃兰特(Henry Brandt)，以最好的成绩从哈佛商学院毕业，加入 Wood, Struthers & Winthrop 公司做经纪人(Wilbur Ross 也在这家公司工作)，比尔鲁安把巴菲特介绍给了经纪人 Brandt，之后巴菲特通过他在纽约吸纳合伙人，买卖股票并支付交易佣金。Brandt 是一个天生的侦探，做研究一丝不苟深入细节，他一直为巴菲特做兼职研究工作，以获得搭巴菲特投资便车的机会，他参与了 1960 邓普斯特清算投资，1963 年美国运通色拉油事件投资，期间帮巴菲特做了大量调研收集资料，1965 年伯克希尔投资等等。1970 年跟 John Loomis 一起加入了比尔鲁安的红杉基金。1974 年股市低点，跌怕了的 Brandt 以 40 美元卖出了一半伯克希尔持股给巴菲特。之后加入 Shearson Lehman Hutton 公司担任副总裁。他的儿子 Jonathan Brandt 毕业于哈佛和斯坦福，之后加入红杉基金为比尔鲁安工作。2000 年 9 月 30 日 Henry Brandt 去世。

1973 年格雷厄姆邀请巴菲特参与《聪明投资者》第四次修订，但二人在很多理念上产生了冲突，格雷厄姆决定亲自修订，但也会不断打电话寻求巴菲特的意见。后来在格雷厄姆去世后，巴菲特为重印本写了序言。此时的巴菲特开始摆脱老师对无形资产的偏见，已经意识到哪些没有记录在资产负债表上的经济商誉的价值。他在 1983 年股东信中引用凯恩斯的话感慨道：困难不在于接受新思想，而在于摆脱旧观念。当时我被老师教导要偏爱有形资产，并避开那些价值在很大程度上取决于经济商誉的企业。当初的偏见虽然使我在投资上没赔多少钱，但也错

过了许多巨大的商业机会。

1950 年年初，我阅读了本书的第一版，那年我 19 岁。当时，我认为它是有史以来投资论著中最杰出的一本。时至今日，我仍然认为如此。要想在一生中获得投资的成功，并不需要顶级的智商、超凡的商业头脑或秘密的信息，而是需要一个稳妥的知识体系作为决策的基础，并且有能力控制自己的情绪，使其不会对这种体系造成侵蚀。本书能够准确和清晰地提供这种知识体系，但对情绪的约束是你自己必须做到的。

如果你遵从格雷厄姆所倡导的行为和商业准则(而且，如果你重点关注第 8 章和第 12 章所给出的极为宝贵的建议)，那么，你将会获得不错的投资结果。(这种结果所反映出的更多成就，要超出你的想象。)能否获得优异的投资成果，这既取决于你在投资方面付出的努力和拥有的知识，也取决于在你的投资生涯中，股市的愚蠢程度有多大。股市的行为越愚蠢，有条不紊的投资者面对的机会就越大。遵从格雷厄姆的建议，你就能从股市的愚蠢行为中获利，而不会成为愚蠢行为的参与者。我认为，格雷厄姆并非仅仅是一位作者或老师。他对我一生的影响，仅次于我的父亲。格雷厄姆 1976 年去世后不久，我写下了下面这篇纪念短文，发表在《金融分析师杂志》上。我相信，当你阅读本书时，一定能感受到这篇文章中所提到的关于格雷厄姆的一些优秀品质。

1974 年 9 月，道指跌至 600 点的低点。格雷厄姆刚刚度过 80 大寿。在 CFA 价值复兴主题的研讨会上，格雷厄姆提出：应该从众多可供选择的股票中，挑选出一些从各个角度看都显然低估的股票买入。试问一下，这样的股票清仓大甩卖还会持续多久？会议的最后一个问题是：格雷厄姆先生，只有在真正的熊市中，分析师才会重拾你的这套价值投资方法，你对此怎么看？他立即回答：Walpole 说过，在理性人眼中，世界是一场喜剧。在感性人眼中，世界是一场悲剧。显然，在熊市中，格雷厄姆对华尔街的兴趣又回来了。

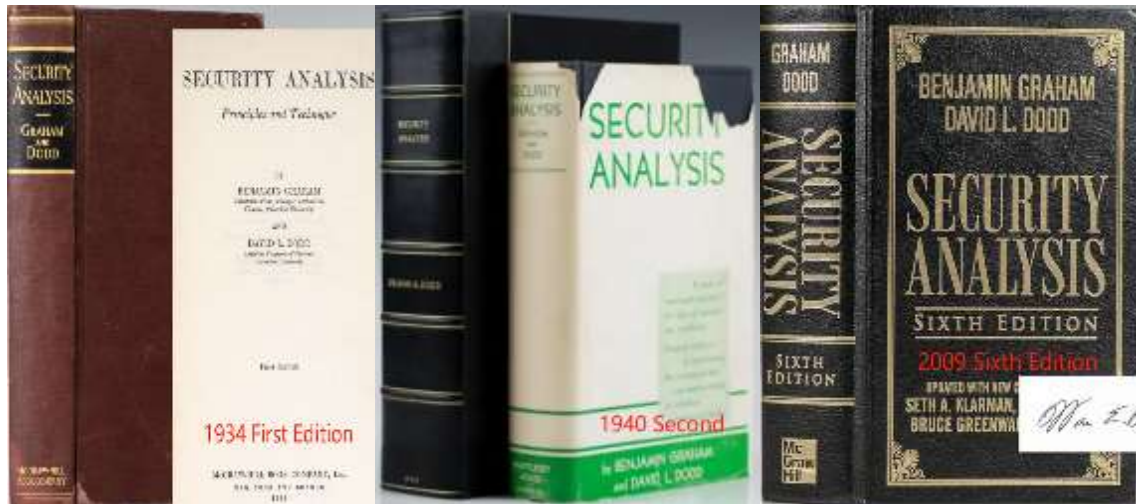
1976 年 9 月 21 日格雷厄姆在法国去世，享年 82 岁。1966 年与玛洛搬迁至加州 La Jolla 住了一段时间后，他就搬到法国艾克斯普罗旺斯在这里度过了余生。女儿玛乔丽将他骨灰带回纽约，在维切斯特公墓安葬。卡恩在哥伦比亚大学教堂为格雷厄姆安排了一场追悼会。格雷厄姆的 100 位老友们出席了会议，他的搭档 Jerome Newman、哥伦比亚大学校长 William McGill、David Dodd 教授、James Bonbright 教授、半个世纪以来的同事，以及许多来自投资界和学术界的人。格雷厄姆的一生影响了千千万万的人。所有的金融分析师都对格雷厄姆心怀感激，感谢这位金融分析之父，他是证券业的领路人。在金融界，格雷厄姆的墓志铭和 Christopher Wren 在圣保罗大教堂的如出一辙：如果你想找寻他的纪念碑，那就环顾四周吧。

更大的宏观时代背景，请延伸阅读

归江：不只价值宗师，悯人者格雷厄姆

https://mp.weixin.qq.com/s/JrdXd_xD6E0qqR3HRceB-Q

《证券分析》经典版本



1934 第一版(巴菲特最喜欢)，1940 第二版(巴菲特求学版)，2009 第六版(1940 大师导读版)

格雷厄姆选股指标

- 1, 股票回报率(市盈率倒数)高于 3A 级债券收益率的 2 倍。
- 2, 市盈率低于最近 5 年最高市盈率倍数的 40%。
- 3, 股息率高于 3A 级债券收益率的 2/3。不分配股息或亏损股票不予考虑。
- 4, 股价低于每股净有形资产 2/3, 净有形资产高于总负债。(净有形资产=净资产-商誉等无形资产)
- 5, 股价低于每股净流动资产 2/3, 净流动资产高于总负债。(净流动资产=流动资产-总负债)
- 6, 流动比率(流动资产/流动负债)高于 2。
- 7, 最近十年利润至少翻了一番(年化增长率 7.2%)。利润下滑年份不高于 2 年。
- 8, NetNet 投资法(市值<2/3 快速变现资产), 按资产变现速度划分不同保守程度的估值方式: 净资产 < 净有形资产[净资产-无形资产] < 营运资本[流动资产-流动负债] < 净速动资产[速动资产(类现金+应收)-流动负债] < 净营运资本[流动资产-总负债] < 净营运资本[(类现金+0.75 应收+0.5 存货)-总负债] < 净现金[类现金-总负债]
- 9, 增长估值法: 净利润 \times (2R+2G)。R=3A 级债券收益率。G=预期十年利润增长率, 不高于 8%。

巴菲特投资哲学的蜕变

1951 年巴菲特参加格雷厄姆证券分析课程前后的持仓对比

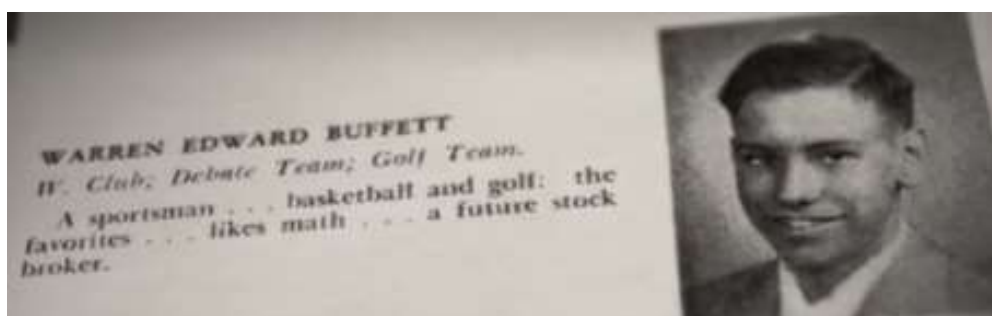
1950/12/31	价格@股数	市值
Buffett & Co.		591.2
Selected Industries	3.125@1200 股	3750
U.S. & International Securities	4.125@700 股	2887.5
Parkersburg Rig & Reel	13@200 股	2600
Marshall Wells 股息损失		-25
净资产合计		9803.7

1950 年的持仓相当集中在三只股票上，在课程开始后几个月内迅速清仓。

1951/12/31	价格@股数	市值
Buffett-Falk & Co.		292.63
应收股息		140
GEICO 保险	37.5@350 股	13125
Timely Clothes	13@200 股	2600
Baldwin Co.	22@100 股	2200
Greif Brothers Cooperage A	18.25@200 股	3650
Des Moines Railway	33@10 股	330
Thor Corp.	12.75@200 股	2550
Cleveland Worsted Mills 股息损失		-150
减负债：银行贷款		-5000
合计		19737.63
资产净增加		9933.93
减：资本追加		-2500
投资净收益		7433.93
投资回报率		75.8%
道指		21.3%

1951 年投资哲学发生重大变化，巴菲特开始将每年业绩跟道指进行对比。

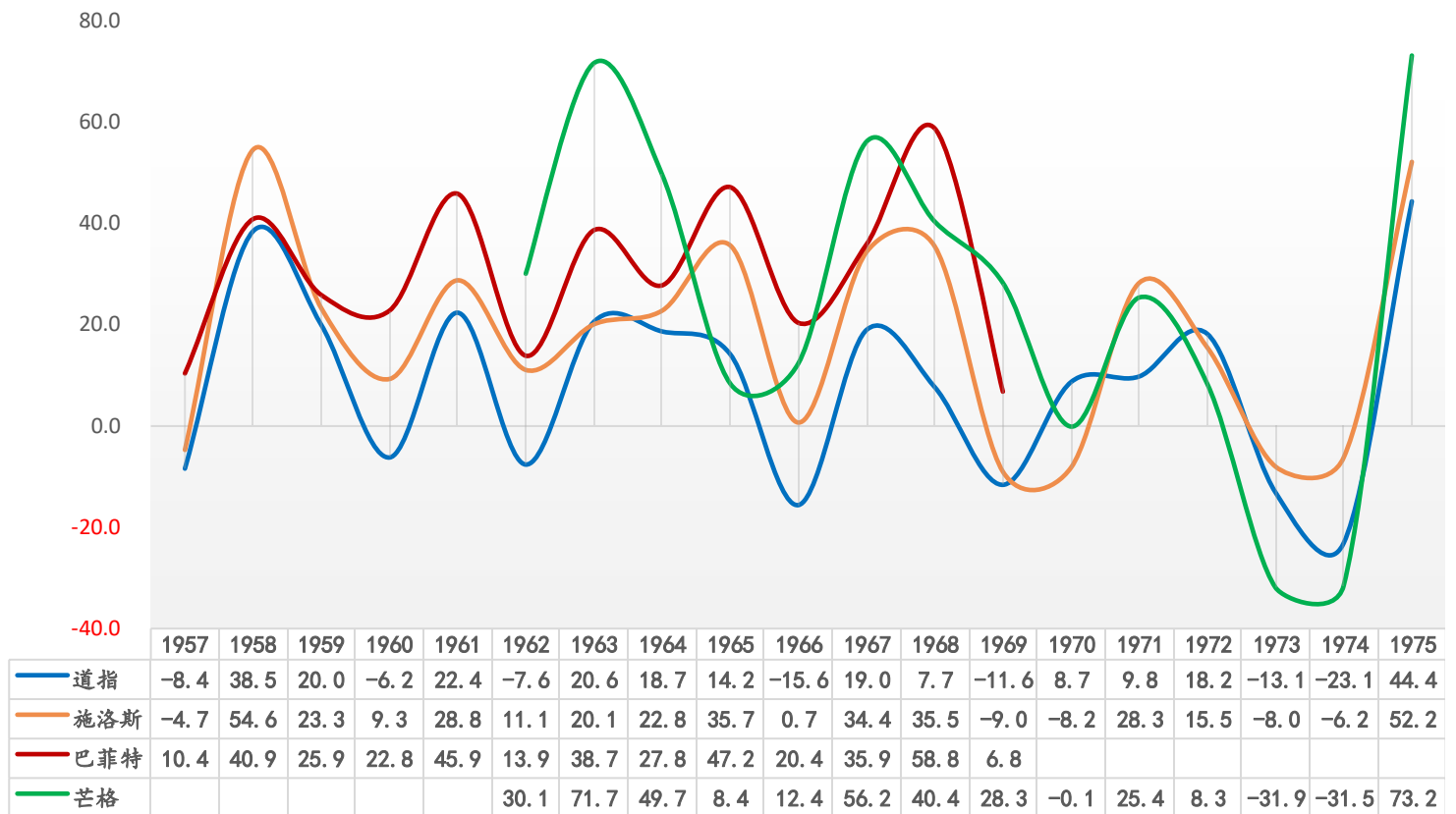
在 1950 年代资本规模没有膨胀之前，巴菲特平均每年跑赢道指 50%，Thanks Ben！



中学时期巴菲特

施洛斯-巴菲特-芒格

合伙公司收益率



关于市场先生和人性的理解

巴菲特在股东信和股东大会上，多次表达出对凯恩斯和格雷厄姆的喜爱，并推荐凯恩斯《通论》第 12 章和格雷厄姆《聪明投资者》第 8 章和第 20 章对于投资的帮助无出其右，《通论》对于理解资本市场运作方式理解人性短视投机的原因非常有帮助。《聪明的投资者》将告诉你如何理解市场先生如何使用安全边际。引用如下。

1973 年第 5 版《聪明的投资者》

第 8 章：市场先生

投资者与市场波动

如果投资者的资金都投在期限较短(比如在 7 年以内)的高等级债券之中，那么市场价格的变化就不会给他带来重大影响，因此他就不需要考虑价格的变化。(这种观点也适合于他所持有的美国储蓄债券，他总能按成本价或更高的价格将其兑现)。期限较长的债券，在其有效期内会有较大的价格波动；在任何一个几年期的时限内，普通股组合几乎必然会发生价值的波动。

投资者应该了解这些可能发生的情况，而且应该对此做好财务上和心理上的准备。投资者想从市场水平的变化中获利，当然是通过所持证券的价值随着时间的推移而上涨，但也有可能是通过按有利的价格进行买卖交易。他的这种兴趣是必然的，也是合情合理的。但是这涉及到一个非常真实的风险：有可能导致他采取投机的态度和行为。我们劝你不要投机。这么说很简单，但困难在于如何使你听从这一忠告。让我们重复开头讲过的话：如果你想投机的话，请睁大自己的双眼，知道最终有可能亏本；确保将风险额度控制在一定范围内，并将投机与你的投资计划完全分开。

我们将首先探讨普通股价格变化这个更重要的话题，并在此之后再转向债券领域。在第 3 章，我们已对过去 100 年以来股票市场的历史进行了考察。在此，我们将经常回顾前面的内容，以便投资者从以往的记录中看到自己的投资希望所在——通过持有相对稳定的证券组合获取长期升值；或者是按接近于熊市的低价购买证券，并按接近于牛市的高价出售证券。

市场波动对投资决策的指导作用

由于普通股(即使是投资级的普通股)都会不断地出现大幅度的价格波动，因此，聪明的投资者会对从这种价格大幅度变动中获利的可能性感兴趣。他面临着两种可能获利的方法：择时法和估值法。我们所说的择时，是指努力去预知股市的行为——认为未来走势是上升时，购买或持有股票；认为未来走势是下降时，出售或停止购买股

票。我们所说的估值是指尽力做到：股票报价低于其公允价值时买入，高于其公允价值时卖出。另外一种要求不太高的估值方式是，确保自己购买股票的价格不会太高。这种做法适合于防御型投资者，因为他们所强调的是长期持有；但是，这代表了对市场水平应有的最基本的关注。

我们确信，无论采用哪一种估值方法，聪明的投资者都能得到满意的结果。我们同样确信，如果投资者以预测为基础强调择时交易，那么他最终将成为一个投机者，并面对投机所带来的财务结果。在外行看来，这种区别非常不明显，而且也没有得到华尔街的普遍认同。作为商业行为，或者是出于一种完全的信任，股票经纪商和投资服务机构似乎固守着这样一个原则：普通股市场的投资者和投机者都应该细心地关注市场的预测。

我们相信，人们离华尔街越远，就会发现股市预测或择时的吹嘘越值得怀疑。投资者根本不会认真对待那些没完没了的预测结果(几乎每天都有这种预测，而且不费吹灰之力就可以获得)。然而在许多情况下，投资者都会关注它们，甚至依照它们而采取行动。这是为什么呢？因为有人使他相信，对股市未来的走势做出某些判断是很重要的，而且还因为，他感到经纪公司或服务机构的预测至少比自己的预测更加可靠。

在此，我们没有篇幅详细探讨赞成和反对市场预测的观点。许多聪明人涉足过这一领域，而且毫无疑问，有些人可以通过成为很好的股票分析师来赚钱。但是，**我们不认为普通公众可以通过市场预测来赚钱**。因为，当普通公众根据某个信号赶紧出售股票以获取利润时，谁会去购买？如果作为读者的你，想要通过追随一些市场预测系统或领导者而在几年内发财，那么你就必须像无数其他人那样去做，而且能够比市场上的众多竞争者做得更好。我们既无法根据逻辑，也无法根据实际经历来认为，任何一个普通的或一般的投资者，能够比公众(他本身就是其中的一员)更成功地预测出市场的变化趋势。

似乎每个人都没有注意到“择时”理念所具有的一个特点。对投机者来说，择时具有一个很重要的心理作用，因为他想迅速获取利润。等到一年之后股票会上涨的这一想法，是不会被他接受的。然而，这样一种等待期对投资者来说算不了什么。让自己的资金处于闲置状态，等到获得某些(自认为)可靠的信号后再去购买股票，这种做法对投资者有什么好处？他所得到的好处仅仅在于，等到后来按足够低的价格成功购买到股票，以补偿自己的股息损失。这就意味着，择时交易对投资者没有实际的价值，除非它恰好与估值法相吻合，也就是说，除非它能使投资者按大大低于自己以前的售价重新购买到自己的股票。

在这一方面，著名的道氏择时交易理论有着一种不寻常的历史。简单地讲，这种方法就是把股票指数上涨时

的某一个特殊"突破点"看做购买的信号，而把下跌时的类似"突破点"看做卖出的信号。利用这种方法计算出的(不一定是实际的)结果表明，从 1897 年到 1960 年代初，这种操作几乎能够连续获得一系列的利润。根据所显示的结果，道氏理论的实际价值似乎能稳固地确定下来。值得怀疑的地方(如果有的话)在于，所公布的这种"记录"，能否可靠地反映出道氏理论家在市场上的实际行为。

对数据更仔细的研究表明，道氏理论所得出的结果的好坏，在 1938 年之后(就在华尔街开始认真对待该理论后的几年内)发生了急剧的变化。其最显著的成就是，在 1929 年崩盘前的大约一个月，给出了 306 点的一个卖出信号；以及防止其追随者陷入长期的熊市(直到市场本身得到很好的调整后，在 1933 年的 84 点给出了一个买入信号)。可是，从 1938 年开始，道氏理论的操作主要是使从业者在较低的价格卖出，然后又在更高的价格上买入。此后近 30 年的时间里，仅仅购买并持有道琼斯工业平均指数的人，能够得到明显更好的结果。

我们认为，根据对这个问题所做的许多研究，道氏理论结果的变化并非是偶然的。它反映了商业和金融领域的预测和交易方法所固有的特征。有些方法之所以获得支持和变得重要，是因为它们在某个时期表现得很好，或者有时仅仅是因为，它们似乎能够同以往的统计记录相适应。但是，随着它们被越来越多的人接受，其可靠性一般会下降。导致这种情况的原因有两个：首先，随着时间的推移，会带来一些以前的方法无法适应的新情况。其次，在股市交易方面，某一理论广受欢迎这种现象本身会对市场行为产生影响，从而削弱这种理论的长期盈利能力。(像道氏理论这样一些受欢迎的东西似乎可能在创造着自我验证，因为其追随着根据信号做出的买卖行为本身就会使得市场上涨或下跌。当然，对交易大众而言，这种“一窝蜂的行为”是一种危险，而不是一种优势)。

"贱买贵卖"法

我们确信，普通投资者不可能通过努力来成功预测股价的变动。然而，他可以利用价格变化之后的时机吗？也就是在每一次大跌之后买入和在每一次大涨之后卖出。1950 年之前的几年里，市场波动极大地鼓励了这一想法。实际上，"聪明的投资者"的传统定义是：那些在熊市买入(其他的人都在卖出时)，在牛市卖出的人(其他的人都在买入时)。如果仔细查看 1900-1970 年标普指数波动情况以及 1871-1971 年标普指数和道指的最高最低之间的跌幅中相应的数据，我们将很容易看到，为什么这种观点直到最近几年才似乎有说服力。

1897-1949 年，道指出现了 10 个完整的市场循环：从熊市最低价，到牛市最高价，再到熊市最低价。其中有 6 个循环的持续时间在 4 年以内，4 个循环的持续时间为 6-7 年；而且有一个循环持续了 11 年(发生在 1921-

1932 年间的"新时期"循环)。最低价与最高价之间的变化幅度为 44-500%，其中大多数为 50-100%。随后的下降幅度为 24-89%，其中大多数在 40-50%。(请记住，50%的下降会完全抵消先前 100%的上涨)。

几乎所有的牛市都明显具备一些共同点，比如：**(1)价格水平达到历史最高；(2)市盈率很高；(3)与债券收益相比，股息收益较低；(4)大量的保证金投机交易；(5)有许多质量较差的新普通股的发行。**因此，在不太熟悉股市历史的人看来，聪明的投资者应该能够发现反复出现的熊市和牛市，从而在熊市买入，在牛市卖出；而且可以在较短的时间内重复这种做法。为了确定总体的市场买入水平和卖出水平，人们以价值因素或(和)价格变化幅度(%)为基础，设计出了许多方法。

但是，我们必须指出的是，即便是在始于 1949 年的空前牛市出现之前，连续的市场循环中所发生的变化，足以使贱买贵卖这种理想的做法变得更加复杂(有时还会挫败这一想法)。显然，这种背离现象中最明显的，就是在 1920 年代末期的大牛市，它使所有的计算方法都严重失误了。因此，即使是在 1949 年，人们也不能肯定地认为，投资者应该把自己的金融策略和方法主要建立在下列努力之上：在熊市最低价位买入，并且在牛市最高价位卖出。

最后的事实证明，情况正好相反。过去 20 年的市场行为并没有遵循以前的格局，没有服从曾经非常灵验的危险信号，也没有允许人们成功地利用贱买贵卖这一古老的法则。以前相当有规律的牛市/熊市交替格局最终是否会再次出现，我们并不知道。但是，我们认为，**投资者的下列做法是不现实的：努力将自己的策略建立在传统方法的基础上，即等到出现明显的牛市价格水平时才去购买任何普通股。**然而，我们所建议的策略考虑到了证券组合中普通股与债券比例的调整——投资者可以根据股价的高低(以价值标准来衡量)选择这样的做法。

程式投资方案

始于 1949-1950 年股市上升的头几年，旨在利用股市周期循环的各种方法使人们产生了极大的兴趣。这些方法被人们称为"程式投资方案"。此类方案的核心就是(除了较简单的美元平均法之外)，当市场大幅度上涨时，投资者自动卖出一些普通股。在许多这样的方案中，市场水平的大幅上升，都会导致所持有的普通股被全部平仓。另一些方案规定，各种情况下都只持有少量的股权。

如果事后将其用于过去多年的股市当中，那么这种方法具有双重吸引力：一是听起来既有道理又稳妥；二是能显示出很好的结果。遗憾的是，它最受欢迎的时刻，也正是其作用发挥得最不好的时刻。许多"程式方案"使用者

发现，他们自己在 1950 年代中期的某一股价水平下，几乎完全(或完全)退出了股市。的确，他们获取了丰厚的利润，但从广义上讲，此后的市场也"抛弃"了他们，因此他们的程式方案几乎使自己失去了重新买回普通股的机会。

1950 年代初使用程式投资方法的人所经历的情况，与大约 20 年以前使用完全机械的道氏理论的人所经历的情况是类似的。两种情况下，所使用方法的广受欢迎，几乎也同时意味着这些方法作用的丧失。我们自己的"中心价值法"(用来决定道指买卖价格水平)，也存在着类似不愉快的经历。这里的教训似乎是，股市上的任何赚钱方法，只要它容易理解并且被许多人采纳，那么，这种方法本身就会因太简单、太容易而无法持久。哲学家斯宾诺莎得出的下列结论既适合于哲学，也适合于华尔街：所有美好的东西，都是既罕见又复杂的。

投资者证券组合的市场波动

拥有普通股的每一位投资者，都会看到其股票价值在不同的年份发生波动。自 1964 年本书第三版的写作以来，道指所表现出的行为，或许很好地反映了稳健的股票组合投资者(他所持股票仅限于财务稳健的著名的大公司)所面临的情况。指数总体价值从大约 890 点的平均水平上升到了 1966 年的 995 点这一最高水平(1968 年为 985 点)，1970 年降到 631 点，1971 年初又几乎全面反弹到 940 点。(由于单种股票的最高价和最低价发生在不同的时间，因此，道指的整体波动幅度要小于其中的各种股票)。我们对其他分散化的稳健普通股组合的价格波动进行跟踪之后发现，其总体结果与上述情况没有明显区别。总之，与大企业相比，二线小企业的股价波动更大；但是，这并不意味着，从长远看，一组精心挑选出的小企业的业绩会更差。无论如何，投资者最好是事先接受所持大多数股票价格上涨的概率——比如，今后 5 年内不同时期价格的上升幅度，比最低点高出 50%或更多；价格的下降幅度，比最高点低等值的三分之一或更多——而不能仅仅只看到可能的情况。

一位真正的投资者不太可能相信，股市每日或每月的波动会使自己更富有或更贫穷。但是，长期的和大幅度的波动会怎样呢？在此会产生一些现实问题，也有可能产生一些更复杂的心理问题。市场的大幅上升，会立即给人们带来适当的满足感以及谨慎的担忧，同时也会使人产生强烈的不谨慎冲动。你的股票上涨了，很好！你比以前更富有了，很好！但是，价格上涨是否过高，你应该考虑出售吗？或者，你是否会因为低价时购买的股票太少而责备自己呢？或者(这是最坏的想法)，你现在应该认可牛市气氛，像绝大多数公众那样满怀热情，陷入过分的自信和贪婪(毕竟你也是公众中的一员)，并且进行更多的危险投资？到目前为止，最后一个问题的答案显然是否定的，但是，即使是聪明的投资者，也可能需要很强的意志力来防止自己的从众行为。

正是出于对人性的考虑(而不是出于对财务损益的考虑), 我们才主张在投资者的证券组合中采用某种机械的方法, 调整债券与股票之间的比重(股债平衡法)。或许, 这种方法的主要好处就在于, 它使得投资者有事可做。随着市场的上升, 他将不断地出售所持有的股票, 并将所获收入投入到债券中; 当市场下降时, 他会采取相反的做法。这些交易活动将提供某种通道, 以释放投资者有可能不断累积的能量。作为一名恰当的投资人, 他还能从下列想法中获得满足感: 自己的业务操作与普通大众的正好相反。

企业价值与股市价值

市场波动对投资者的实际影响, 还可以从股东作为各企业所有者的角度加以考虑。持有上市股份的人实际上具有双重身份, 并且他可以在两者之中有选择地加以利用。一方面, 他的地位类似于少数股东, 或非上市企业的隐名合伙人。这样, 他所得到的结果完全取决于企业的利润, 或企业基础资产价值的变化。通常情况下, 他会通过最新的资产负债表来计算自己享有的净值, 以决定自己在这种非上市企业的权益价值。另一方面, 普通股投资者持有一纸证书, 一份印刷好的股票凭证。他可以在不同的时间按不同的价格随时在市场中将其卖掉, 因此, 他经常可以将其从资产负债表中完全消除掉。

最近几十年股市的发展, 使得一般的投资者更依赖于股票行情的变化, 而不像以前那样, 大多数人把自己仅仅看做企业的一个所有者。原因在于, 当他有可能集中购买某成功企业的股票时, 该企业的股价几乎总是会高于其净资产价值(或账面价值/表内价值)。在支付这些市场溢价的同时, 投资者要承担很大的风险, 因为他必须依靠股市本身来证明自己投资的合理性。

在如今的投资领域, 这是一个最重要的因素, 而且它没有得到应有的关注。整个股市报价系统中包含了一个内在矛盾。公司过去的记录和未来前景越好, 其股价与账面值之间联系越小。但是, 超出账面值的溢价越大, 决定公司内在价值的基础就越不稳定——这种“价值”就更加取决于股市的情绪和容量的变化。这样, 我们最终面临一个悖论: 公司做得越成功, 其股价的波动可能会越大。这实际上意味着, 从根本上讲, 普通股的质量越好, 其投机的可能性越大, 至少与不太引人注目的中等级证券相比是这样。(我们在此是把增长最快的企业与大多数地位稳固的企业相比较。这里的分析并没有包含严重投机的股票, 因为这些企业本身具有投机性。)

上面所说的理由可以解释大多数成功的优秀企业经常出现的价格偏差行为。最好的一个例子就是 IBM 这家最大的企业。1962~1963 年, 仅在 7 个月内, 该公司的股价就从 607 美元降到了 300 美元; 经过两次股票分割

后，1970 年的股价又从 387 美元下降到 219 美元。同样地，施乐(近几十年，该公司的利润增长更加引人注目的)的股价，在 1962~1963 年，从 171 美元降到了 87 美元；1970 年，又从 116 美元降到了 65 美元。这种股价暴跌，并不是表明人们对两家公司未来的长期增长产生了怀疑；相反，它反映了人们对溢价(来自于股市本身对这些企业极为看好的前景所做出的高估)缺乏足够的信心。

从上面的讨论中，我们可以得出一个对稳健的普通股投资者具有实用价值的结论。如果投资者特别关注自己的股票组合的选择，那么他最好集中购买售价能较好地接近于公司有形资产价值的股票，比如高于有形资产价值的部分不超过三分之一。从逻辑上讲，这样的(或更低的)购买价，应该看成是与公司资产负债相关联的，而且也可以看成是具有独立于市场价格波动的理由或基础的。超出账面值的相关溢价，可以看成是为获得上市交易及相应的流动性的好处而额外支付的一笔费用。

这里有一点需要注意。股票的稳健投资并不仅仅在于购买价接近于其资产价值。除此之外，投资者还必须要求：合理的市盈率，足够强有力的财务地位，以及今后几年内的利润至少不会下降。对于价格较为合理的股票而言，这种要求似乎有些过高。但是，除了价格极高的市场环境之外，要做到这一点并不困难。一旦投资者愿意放弃极为看好的股票(预期增长率高于平均水平的股票)，他将很容易看到，有众多能满足这些标准的可供选择的股票。

在介绍普通股选择的第 14-15 章，我们能从数据中看到，1970 年底，道指成分股有一半以上能够满足我们的资产价值标准。在本书写作之时(1972 年)，投资最广泛的股票(美国电话电报公司)的实际售价，要低于其有形资产的价值。除了具有其他优点之外，许多能源股现在(1972 年年初)的售价都较为合理地接近于其资产价值。

与高价(相对于利润和有形资产价值而言)购买股票的人相比，以这种账价面值为基础而建立股票组合的投资者，可以以更加独立和超然的态度来看待股市的波动。只要所持股票的盈利能力令人满意，他就可以尽可能不去关注股市的变幻莫测。此外，他有时还可以利用这种变幻莫测，来展现自己贱买贵卖的高超技巧。

以 A.&P.公司为例

此时，我们将介绍最初想到的一个例子。这个例子发生在多年以前，但是如今对我们仍然有一定的吸引力，因为它涉及到与公司和投资相关的诸多方面。该例子与 Great Atlantic & Pacific Tea 公司(A.&P.)相关。下面是事情的经过。A.&P.公司的股票最初于 1929 年在"场外"市场(现在的美国股票交易所)进行交易，其最高价曾达到 494

美元。到了 1932 年，其股价下降为 104 美元，尽管在这个整体情况十分糟糕的年份，该公司的利润状况与前一年几乎一样。1936 年，股价在 111-131 美元之间波动。随后的经济衰退和 1938 年的熊市，使得该股价格跌到了 36 美元这个新的最低点。

这个价格有些异常。它意味着，优先股和普通股加起来的市值只有 1.26 亿美元，但是公司刚刚报告的情况是：它手中持有的现金就有 8500 万美元，而且还有 1.34 亿美元的营运资本。A.&P.公司是美国最大的零售企业(即便不是全世界最大的零售企业)，多年以来一直保持着很高的利润增长记录。然而，在 1938 年，这家杰出企业的价值被华尔街看做是低于其流动资产本身。这意味着，一家正常经营的企业的价值，比其资产清理的价值还要低。为什么会这样？首先，是因为连锁经营店面对着特殊税收的威胁；其次，是由于前一年的净利润下降了；第三，是由于整个市场处于萧条期。其中第一个原因被夸大了，它最终没有成为现实；其他的两个原因代表了临时性的影响。

我们假设，投资者在 1937 年以大约 80 美元的价格购买了 A.&P.公司的普通股(股价为 5 年平均利润的 12 倍)。我们并不能说，随后的股价降到 36 美元对他的影响不大。我们最好建议他仔细分析当时的情况，看是否曾经做出过任何错误的计算。可是，如果他的研究结果证明没有问题(与正常情况一样)，那么就可以把随后的市场下跌看成是金融领域的暂时性变化，除非他有财力和勇气来利用这一机会，即按廉价条件购买更多的股票。

结局和思考随后的 1939 年，A.&P.公司的股价上升到 117.5 美元，为 1938 年最低价的 3 倍，而且大大高于 1937 年的平均水平。普通股行为的这种转折并不罕见，然而，A.&P.公司的这个例子显得更为突出。1949 年之后，这家杂货连锁店的股票随着整个市场一路上升，到 1961 年股票 1 比 10 分拆时，达到 70.5 美元的最高价，这相当于 1938 年的 705 美元的股价。

这个 70.5 美元的价格之所以显得突出，是因为它达到了 1961 年利润的 30 倍。这样的市盈率(当年道指的市盈率为 23 倍)，必然意味着对利润快速增长的预期。这种乐观情绪得不到公司前几年利润记录的支持，而且事实证明是完全错误的。不仅没有迅速上涨，相反，随后一个时期的利润趋势出现了总体下降。后来一年的股价从 70.5 美元的最高价位，下降到了 34 美元(跌幅一半以上)。然而，此时的股票并没有像 1938 年的最低行情那样，达到廉价交易的条件。经过数次不同的波动后，股价又在 1970 年降到了 21.5 美元的最低水平，1972 年进一步降到了 18 美元——公司的季度报告有史以来首次出现了赤字。

从这一段历史中我们可以看到，仅仅在 30 多年的时间内，一家美国大企业的命运会发生多大的变化；同时也可以看到，公众对股票的估价会出现严重的失误，过度的悲观和过度的乐观。1938 年，企业实际上是在白白送给别人，而且还没有人要；1961 年，公众在股价达到令人可笑的最高水平时却还在拼命追捧。此后的市值迅速下降了一半，并且几年之后下降得更为严重。与此同时，公司十分不错的利润也降到了一般水平；繁荣时期的 1968 年，公司的利润还赶不上 1958 年；公司还支付了一系列让人困惑的小额股息(没有根据当期新增的盈余来发放)；如此等等。与 1938 年相比，A.&P.公司在 1961 年和 1972 年的营收规模更大一些，但是，其管理更差，利润更低，吸引力更小。

这个案例带给我们两个主要的教训。首先，股市经常会出现严重的错误，而且敏锐和大胆的投资者的时候可以利用其明显存在的错误。其次，大多数企业的特点和经营质量都会随着时间的变化而变化，有时会变得更好，但更多的情况下是变得更差。投资者不必一直紧盯着公司的业绩，只需要时不时地对其进行细致的观察。

现在，我们回过头来，对流通股持有者和非上市企业的权益所有者进行比较。我们曾经讲过，前者具有一种选择权：他可以把自己仅仅看成是所投资的各个企业的部分所有者，或者是把自己看成股票持有者(他可以按市场报价随时将其出售)。

但是，请注意这样一个重要的事实：几乎很少有人看到，一位真正的投资者会被迫出售自己的股份；而且在绝大多数时间里，他都可以不去理会当期的股价。他之所以关注自己的股票和采取一些行动，仅仅是为了使其适合自己的账册，并没有其他目的。因此，如果投资者自己因为所持证券市场价格不合理的下跌而盲目跟风或过度担忧的话，那么他就是不可思议地把自己的基本优势转变成了基本劣势。对这种人而言，他的股票干脆就没有市场报价可能会更好一些，因为这样的话，他就不会因为其他人的错误判断而遭受精神折磨了。

事实上，1931~1933 年大萧条时期，这种情况正好广泛存在。当时，持有企业的非流通权益的人具有一种心理上的优势。比如，拥有首次房地产抵押贷款资产的人，只要能继续获得利息，那么他们就可以认为，自己的投资价值没有缩水，因为并不存在市场报价表明他们的投资缩水了。另一方面，许多上市公司的债券，即使质量更好，基础实力更强，也会在市场报价中出现严重缩水，因而使得其所有者认为自己显然越来越穷了。实际上，上市证券所有者的情况更有利一些，尽管这些证券的价格较低。这是因为，无论是自愿还是被迫，他们至少可以将这些证券出售，还有可能以它们换取更廉价的证券。或者，他们可以理所当然地忽略市场行为，将其看做是暂时

的和基本上没有意义的。然而，下列做法是自欺欺人的：仅仅因为自己的证券没有市场报价，就认为自己证券的价值没有缩水。

回到 A.&P. 股东 1938 年所面临的情况，我们认为，只要他继续持有股票，就不会遭受价格下降的损失，除非他自己的判断正好与股票基础价值或内在价值的缩水相吻合。如果没有出现这样的缩水，他就有理由认为，市场报价会在将来某个时间回到或者超出 1937 年的水平(事实上第二年正是如此)。从这方面看，他的地位并不亚于拥有非上市企业无市场报价的股权。因为，在这种情况下，他可根据 1938 年的经济衰退，考虑自己所持股票价值的下降情况；也可以不去这么考虑，这取决于他所持股票的公司发生的情况。

对股票投资价值法提出批评的人认为，上市普通股不能像非上市企业的权益那样进行分析或评估，因为有组织的证券市场的存在，赋予了股权一种极为重要的新特征——流动性。但是，这种流动性的含义首先指的是，投资者可以每天享有股市对自己所持股份做出的不同的评估，无论评估结果是多少。其次，这种流动性指的是，投资者能够按照每天的市场价格来增加或减少自己的投资，假如他愿意做出选择的话。因此，报价市场的存在使投资者拥有某些选择权，而这是在证券没有报价的情况下不存在的。但是，如果投资者想根据其他信息来进行自己的估值的话，他不必被迫接受当期的报价。

让我们打个比方来结束这部分内容。假设你在某家非上市企业拥有少量(1000 美元)的股份。你的一位叫做“市场先生”合伙人的确是一位非常热心的人。每天他都根据自己的判断告诉你，你的股权价值多少，而且他还让你以这个价值为基础，把股份全部出售给他，或者从他那里购买更多的股份。有时，他的估价似乎与你所了解企业的发展状况和前景相吻合；另一方面，在许多情况下，市场先生的热情或担心有些过度，这样他所估出的价值在你看来似乎有些愚蠢。

如果你是一个谨慎的投资者或一个理智的商人，你会根据市场先生每天提供的信息决定你在企业拥有的 1000 美元权益的价值吗？只有当你同意他的看法，或者想和他进行交易时，你才会这么去做。当他给出的价格高得离谱时，你才会乐意卖给他；同样，当他给出的价格很低时，你才乐意从他手中购买。但是，在其余的时间里，你最好根据企业整个业务经营和财务报告来思考所持股权的价值。

当真正的投资者拥有上市股份时，他就正好处于这种地位。他可以利用每日的市价变化，或者干脆不去管它，这取决于自己的判断和倾向性。他必须能够识别重要的价格变化，否则，他的判断就没有用武之地。不难想

象，这些价格变化会给他一个警示(他最好对其加以注意)，简单地讲，这就意味着，他准备出售自己股票的原因在于价格已经下降，从而预示着情况会更坏。我们认为，这种警示的误导几率至少与其提供的帮助是一样的。从根本上讲，价格波动对真正的投资者只有一个重要含义，即它们使得投资者有机会在价格大幅下降时做出理智的购买决策，同时有机会在价格大幅上升时做出理智的抛售决策。在除此之外的其他时间里，投资者最好忘记股市的存在，更多地关注自己的股息回报和企业的经营结果。

总结

投资者和投机者之间最现实的区别，在于他们对待股市变化的态度。投机者的主要兴趣在于预测市场波动并从中获利；投资者的主要兴趣在于按合适的价格购买并持有合适的证券。实际上，市场波动对投资者之所以重要，是因为市场出现低价时，投资者会理智地做出购买决策；市场出现高价时，投资者必然会停止购买，而且还有可能做出抛售的决策。

我们并不能肯定地认为，投资者一般应该等到市场价格最低时去购买，因为这可能要等很长时间，很有可能造成收入损失，并且也有可能错失投资机会。总体上讲，投资者较好的办法是，只要有钱投资于股票，就不要推迟购买，除非整体市场水平太高，而不符合长期以来所使用的价值标准。精明的投资者可以在各种证券当中，寻找到产生廉价交易的机会。

除了预测市场总体趋势之外，华尔街的许多人力和物力都直接用在了挑选股票和产业种类方面，也就是说，就股价而言，这些产业在不远的将来会比其他产业"表现得更好"。这种努力看上去似乎有道理，但是我们认为，它并不能与真正的投资者的需要或性格相吻合，尤其是因为，在这种情况下，投资者将与大量从事同样行为的股市交易商和优秀的金融分析师展开竞争。与看重价格波动和轻视价值基础的所有其他行为一样，经常在这一领域施展本领的一些聪明人所做的工作，会随着时间的推移而自动失效和自动失败。

拥有稳健股票组合的投资者将会面对股价的波动；但是，他既不应该因为价格的大幅下降而担忧，也不应该因为价格的大幅上涨而兴奋。他始终要记住，市场行情给他提供了便利——要么利用市场行情，要么不去管它。他千万不要因为股价上涨而购买，或者是因为股价下跌而抛售。如果按下面的说法来简单地理解这句座右铭，那么他就不会犯下太大的错误：不要在股价出现大幅上涨后立即购买股票，也不要再在股价出现大幅下跌后立即出售股票。

另外一点思考

关于以市场平均价格来衡量企业管理层的能力，还需要进行一些分析。股东会根据所获股息以及市场平均价格的长期趋势，判断自己的投资是否成功。这一标准应该同样可以用来检验企业管理层的效果，以及企业管理层对企业所有者的态度是否恰当。

这种观点似乎不言而喻，但需进一步强调。因为到目前为止，市场对管理层效果的评判并没有一个公认的手段或方法。另一方面，管理层却始终坚持认为，他们对自己股票的市场价值所发生的变化没有任何责任。当然，他们的确不应该对与基础条件和价值无关的价格波动负有责任(我们也坚持这一点)，但是，正是由于普通股股东警觉性和信息的缺乏，才使得管理层的这种免责权扩展到了整个市场行情领域，其中包括价格水平长期被低估和不能令人满意。**好的管理层会带来好的市场平均价格，不好的管理层会带来不好的市场平均价格。**

债券价格的波动

投资者应该意识到，即使本息的安全性不容置疑，但长期债券的市场价格会随着利率的变化而发生巨大波动。参考 1902-1970 年高等级公司债券和免税债券在不同年份的收益情况。作为个例，我们增加了两种具有代表性的铁路债券在同一时期的价格波动情况。(Atchison, Topeka & Santa Fe 公司于 1995 年到期的普通抵押债券[息票率为 4%]，30 多年来出现的一种主要的不可赎回债券；Northern Pacific Ry 公司于 2047 年到期的债券[息票率为 3%，初始期限长达 150 年]，长期以来一直是 Baa 级债券的一个代表)。

由于存在着负相关，则收益率越低时，债券的价格越高；反之，收益率越高时，债券的价格越低。Northern Pacific 公司息票率为 3% 的债券的价格在 1940 年的下降，主要是由于其安全性受到了怀疑。尤其突出的是，该债券的价格在随后的几年内就恢复到了历史最高点，此后又因为整体利率上升这一主要原因而下降了三分之二。因此，**我们从中可以看到，在过去的 40 年内，即使是级别最高的债券，其价格的波动也是惊人的。**

请注意，债券价格(相反)的变化幅度，并不等同于计算出的收益率的变化，因为债券到期时的固定面值会产生一定的作用。然而，就期限很长的债券而言(比如我们所列举的 Northern Pacific 公司的债券)，价格与收益率的变化几乎是同步的。

1964 年以后的记录表明，高等级债券的市场价格发生了两种方向的变化。以(免税的)"主要市政债券"为例，其收益率增加了一倍以上，即从 1965 年 1 月的 3.2%，上升到了 1970 年 6 月的 7%。与此同时，它们的价格指

数从 110.8 下降到了 67.5。1970 年中期，高等级长期债券的收益率，比美国经济近 200 年以来任何时期的都要高。25 年以前，就在我们的长期牛市刚开始出现时，债券的收益率处在历史最低水平：长期市政债券的回报率只有 1%，工业企业债券的回报率为 2.4%。而以前人们认为，“正常的”回报率在 4.5-5% 之间。我们这些在华尔街有着长期经历的人，曾经多次看到牛顿的“作用与反作用的力量相等且方向相反”这一定律在股市上得到验证。最显著的例子，就是道指从 1921 年的 64 点上升到 1929 年的 381 点，然后又在 1932 年下跌到 41 点的最低记录。但是，这一次最大幅度的波动，发生在通常较为稳定和变化缓慢的一系列高等级债券的价格和收益方面。这带给我们的教训是：**在华尔街，人们不能指望任何重要的东西会完全像以前那样再次发生。**这正好反映了我们最喜爱的格言“物极必反”中的前两个字。

如果说，在股票价格的波动方面做出一些有价值的预测几乎是不可能的，那么，在债券方面这样做则是完全不可能的。^{*}在过去的日子里，人们至少经常可以通过研究债券以前的行为，来发现关于牛市或熊市即将结束的一些有用的线索。但是，就今后将要发生的利率和债券价格变化而言，却没有类似的线索。因此，投资者必须主要依赖个人的偏好来选择长期和短期债券的投资。如果他要确保市场价值不会下降，那么最好选择 E 系列或 H 系列的美国储蓄债券(前文介绍过这两种债券)。每一种债券都能给他带来 5% 的收益(在第一年之后)，E 系列的最长期限近 6 年，H 系列的最长期限为 10 年，两者都能保证按成本价或更好的价格转售出去。

如果投资者现在想获得优质的长期公司债券 7.5% 的收益，或者是免税市政债券 5.3% 的收益，那么，他必须做好面对价格波动的准备。银行和保险公司可以采用“分期摊还”的数学公式，估算这种优质债券的价值(这种做法不受市场价格的影响)；个人投资者采用类似做法也是一个不错的想法。

可转换的债券和优先股的价格波动，是下列三种不同因素共同导致的结果：**(1)相关普通股价格的变化；(2)企业信用地位的变化；(3)整体利率水平的变化。**这些可转换证券中的许多都是由信用级别较差的企业发行的。其中一些在 1970 年的金融紧缩中受到了不利影响。结果使得近几年整个可转换证券市场令人感到严重不安，并且价格的波动也非常巨大。因此，一般情况下，如果投资者想从可转换证券中**同时获得优质债券的安全性、价格稳定性以及普通股价格上涨所带来的好处，那么这只不过是自己的一种幻想而已。**

在此，我们最好对“未来的长期债券”提出一点建议。为什么不以某种现实和平等的方式，将利率变化的影响分摊到债权人和债务人的头上呢？其中一种可能的做法就是出售浮动利率长期债券(所支付的利率随着某一市场利率

的变化而变化)。这种做法带来的主要结果是：(1)如果企业的信用级别不变，投资者债券的本金价值将始终在面值的 100%左右，但是，所获利息将会随着(比如)新发行的传统债券的利率变化而变化；(2)企业的好处在于获得了长期债务，因此避免了不断进行融资所带来的问题和成本，但是，它每年支付的利息成本都有可能是不同的。

过去 10 年内，债券投资者一直被一个越来越严重的矛盾所困扰：他是应该选择本金完全稳定但利率(通常是水平较低的短期利率)不断变化的债券，还是应该选择利息收入固定但本金价值大幅波动(似乎通常都是向下变动)的债券？大多数投资者都希望在这两种极端之间找到一个折中，以确保其利息收益和本金价值在一定期限(比如 20 年)内不会低于某一规定的最低水平。通过适当采用一种新形式的债券合约就能很容易做到这一点。重要提示：实际上，美国政府已经采用了类似的做法，即将最初的储蓄债券合约与不断上涨的利率相结合。**我们建议从储蓄债券扩展到期限更长的固定投资，而且还可以采用更为灵活的利率条款。**

我们没有必要讨论不可转换优先股，因为它们特殊的税收地位使得那些安全的不可转换优先股更多地被公司(比如保险公司)持有，而较少被个人持有。质量较差的不可转换优先股，几乎总是面临着大幅度的价格波动，价格波动的百分比与普通股没有太大差别。我们无法针对它们提供其他一些有用的建议。后面给出了质量较差的不可转换优先股在 1968 年 12 月至 1970 年 12 月期间的一些价格信息。

第 20 章：安全边际

投资的中心思想：安全边际(margin of safety)

在古老的传说中，一些智者最终将人世间的历史归纳成一句话：现在也将成为过去。当我们需要总结出稳健投资的秘密时，可以用“安全边际”这一座右铭来代表。这是一条主线，它贯穿于前面所有关于投资策略的论述之中，有时被明确表达出来，而有时则表达得不太直接。现在，让我们以连贯的论述来简要追踪这一思想。

所有有经验的投资者都能意识到，在挑选恰当的债券和优先股时，安全边际这一概念是至关重要的。比如，要想达到债券投资级别的话，那么铁路公司的(税前)利润至少应该在该公司总固定费用的 5 倍以上，并且连续几年保持这样的业绩。这种过去能够使利润超出利息要求的能力构成了一种安全边际，一旦公司未来的净收益下降，它可以防止投资者遭受损失或失败。(超出费用的幅度也可以用其他方式来表达，比如把扣除利息之后的余额计算

在内，公司的收益或利润还可以下降多大的百分比，然而，其根本思想是一样的)。

债券投资者并没有期望未来的平均利润结果与过去的情况一样。如果他能确保这一点，所需要的安全边际就可以比较小。他也不可能有把握地知道，未来的利润与过去的相比，是会极大地改善，还是会极大地恶化。如果能做到这一点，他就会通过仔细预测出的收益账户来反映其安全边际，而不会去强调过去的记录所反映出的安全边际。本质上，这里的安全边际的作用是使投资者不必对未来做出准确的预测。如果安全边际较大，那么就足以保证未来的利润不会大大低于过去的情况，从而使得投资者不会因为时间的变化而遭遇风险。

从另一方面看，债券的安全性可以通过比较企业的总价值与债务的规模而计算出来。(优先股也可以采用这种计算方法)。如果企业拥有 1000 万美元的债务，而其公允价值为 3000 万美元，那么在债券持有人遭受亏损之前，企业的价值还有三分之二的下降空间(至少从理论上讲是如此)。这部分高于债务的额外价值，或"缓冲价值"，可以利用一定年份内次级股份的平均市场价大致计算出来。由于平均股价一般与平均盈利能力相关联，因此，"企业价值"超出债务的差额，利润超出费用的差额，在大多数情况下都会带来同样的结果。

关于安全边际这一概念在"债券类投资"方面的应用，我们就讲到这里了。这一概念可以用于普通股领域吗？是的，但要做一些必要的修改。

如果普通股能够像优质债券那样达到足够的安全性，那么它们也可以被看做是稳妥的。比如，下列情况下就是如此：公司只拥有普通股，而在危机情况下，这些普通股的售价要低于公司可能以财产和盈利能力为稳固基础而发行的债券的价值。1932~1933 年股价低迷时期，一些财务实力很强的工业企业就处于这种地位。在此类情况下，投资者既能获得与债券一样的安全性，又能够获得普通股固有的本金升值和更大的盈利机会。(唯一缺少的是，不能依法要求获得股息或"其他的偿付"。但是，与所获得的好处相比，这只是一个小小的缺憾)。在这种情况下购买的普通股，一般能较好地兼顾到安全性和盈利性这两个方面，尽管这种情况并不常见。作为这方面较新的一个例子，让我们再来看 National Presto 工业公司的股票。1972 年，该公司股票的总市值为 4300 万美元。由于公司近期的税前利润为 1600 万美元，因此能够轻易地支持这部分股票的价值。

就一般的(通常情况下用于投资的)普通股而言，其安全边际表现在预期的盈利能力大大高于债券现有的利率。在本书的前几版中，我们以下列数据为例阐述过这一点。

假设一般情况下股票的盈利能力为 9%，债券的利率为 4%。那么，股票购买者平均每年有 5% 的利润是属于自己的。多出的这部分利润中，有一些向他支付了股息，即使他将这部分花掉，这也成为他的总投资结果的一部分。未分配的余额从他的账户支出用于企业的再投资。在许多情况下，这种再投资所获取的利润率，比不上原有盈利

能力以及股票价值的增加。(这就是为什么市场总是更看重将利润用于股息分配,而不太看重企业的利润留存)。可是,如果从总体上来看的话,利润再投资给公司带来的利润增长与公司价值的增长之间必然有着密切的联系。

十年内,超过债券利率所累积的盈利(5%),一般会达到股票购买价的50%(1.05^{10})。这一数字足以提供一种非常可靠的安全边际,在有利条件下,这一安全边际可以防止或降低亏损。如果在20种或更多种股票构成的分散化组合中,每一种股票都能达到这一安全边际,那么,在"比较正常的情况下",获得有利结果的概率将会很大。这就是投资于有代表性的普通股的策略并不要求有很强的分析和预见能力就可以取得成功的原因。如果按几年的市场平均估值水平购买股票,那么,所支付的价格应该能够确保获得足够的安全边际。投资者面临的危险在于,集中购买估值很高的股票,或者是购买不具有代表性的普通股(它们的盈利能力下降的风险要大于平均水平)。

正如我们所看到的,1972年的普通股投资面临的整个问题在于这样一个事实:"在通常情况下",现在的盈利能力要大大低于股价的9%。(格雷厄姆精辟地总结了1972年演说中探讨过的内容:安全边际是指利润占股票购买价的百分比与债券利率之差,而且安全边际这一差额能够对不利结果起到缓冲作用。《聪明的投资者》1965年版本写作完成时,股票的售价一般为其利润的11倍[PE11],因此股票的回报率大约为9%,而债券的利率为4%。在这种情况下,股票的安全边际超过了100%。1972年股票的回报率[PE20]和利率6%之间没有什么差别,因此,我认为已经没有了安全边际,股票的安全边际为负数.....)。让我们假设,通过在某种程度上集中购买大公司的低市盈率股份,一位防御型投资者现在可以获得股价为近期利润12倍的股票(PE12),利润率为股票购买价的8.33%(1/PE)。他还可以得到大约4%的股息,而且他还以自己的账户把占股价4.33%的利润用于企业的再投资。按照这种做法,10年内股票盈利能力超出债券利息的这一部分仍然太小,而且还不到应有的安全边际。由于这个原因,我们认为现在面临着实际的风险,即使是由稳妥的普通股构成的分散化组合,这种风险仍然有可能被股票组合将来的利润完全抵消;而且,事实上投资者可能不得不去承担这种风险,否则,他有可能要面对更大的风险,在美元持续贬值的情况下,却只持有固定的应付债权。然而,投资者最好能够认识到,以前的低风险和高收益组合已不复存在(并尽量把这作为一种理念)。

可是,支付太高的价格购买优质股的风险(尽管是实际存在的),并不是普通的证券购买者面对的主要风险。多年的观察结果告诉我们,投资者的主要亏损来自于经济状况有利时期所购买的劣质证券。证券购买者把当期较高的利润当成了"盈利能力",并且认为业务兴旺就等同于安全边际。正是在这样的年代,质量较差的债券和优先股才能大约按平价出售给公众。这是因为它们的收益率稍高一些,或者是因为它们所具有的转股权的误导。同时,也正是在这种情况下,不知名的公司的普通股才能凭借两三年快速增长的实力,按大大高于其有形投资的价格发行出去。这些证券不可能在真正意义上提供合理的安全边际。

利息费用和优先股股息的保障必须经过多年的检验,最好是包含了像1970~1971年那样经济较差的时期。就

普通股的利润而言，如果它们要想较好地反映公司的盈利能力的话，一般也需要这样处理。因此，在经济较好时期的大多数投资，即使是按有利价格购买的，也必然会在经济较差时期经历令人不安的价格下跌，而且下跌经常是在经济转差出现之前就已经发生了。投资者也不能满怀信心地指望最终的反弹，尽管有时会发生这种情况，因为并没有真正意义上的安全边际来保证他度过这一困境。

成长股投资的理念在一定程度上类似于安全边际原则，又在一定程度上与该原则相抵触。成长股的购买者所依赖的预期盈利能力，要大于过去的平均盈利能力。因此，可以说，他在计算安全边际时，用预期利润代替了历史利润记录。从投资理论上讲，人们没有理由认为，细心估算出的未来利润，比过去单纯的利润记录更缺乏指导作用。事实上，证券分析已经越来越看重那些有能力的分析师对未来情况所做出的评价。因此，与普通投资一样，成长股的分析方法得出的安全边际也是可靠的。只要对未来的盈利计算是稳妥的，而且只要相对于其购买价而言，存在着令人满意的安全边际。成长股投资计划的风险也正是表现在这一点上。

在广受欢迎的情况下，市场一般会使成长股的价格不能得到稳妥预测的未来利润的恰当保护。(谨慎投资的基本法则是，所有估算出来的结果，如果与过去的情况不同的话，都必须至少稍稍偏保守一些)。安全边际总是依赖于所支付的价格。如果某种价格下的安全边际较大，较高价格下的安全边际就较小，价格更高时就没有了安全边际。如果按照我们所说的，大多数成长股的市场平均估值水平太高而无法向买方提供适当的安全边际，那么在这一领域简单地使用分散化购买的方法是不会获得令人满意的结果的。聪明的个人投资者需要有相当程度的预见性和判断力，才能通过选择来克服这种股票的一般市场价格总体上所具有的风险。

在证券被低估的领域或廉价证券领域，安全边际的思想看得更清楚。在此，我们给出的定义是，证券的市场价格高于证券的评估价格的差额，这一差额反映了证券的安全边际。它可以吸纳计算失误或情况较差所造成的影响。廉价证券的购买者尤其重视其投资能够抵御不利影响的能力。因为，在大多数情况下，他都不会对公司的前景抱有实际的热情。是的，如果前景肯定不好，那么无论证券价格多么低，投资者最好还是不要去购买。可是，被低估的证券都来自于许多这样的企业(这种企业或许是大多数)：该企业的未来既没有明显的吸引力，也不是明显没有希望。如果廉价购买到这些证券后，即使盈利能力有一定程度的下降，仍然希望可以获得满意的投资结果的话，此时，安全边际就能发挥应有的作用。

分散化原则

安全边际这一概念与分散化原则之间有着密切的逻辑联系，两者之间是相互关联的。投资者即使有一定的安全边际，个别证券还是有可能出现不好的结果。因为安全边际只能保证盈利的概率大于亏损的概率，并不能保证不会出现亏损。但是，**当所购买的具有安全边际的证券种类越来越多时，总体利润超过总体亏损的可能性就越来越大。这就是保险业务的基本思想。**

分散化是稳健投资者长期坚守的信条。由于人们普遍接受这一观点，投资者实际上认可了安全边际原则与分散化原则并行不悖。我们可以通过轮盘赌的算法来更形象地说明这一点(美式轮盘赌包括 0, 00, 1-36 共 38 个数字)。如果某人针对某一个数字用 1 美元去打赌。当他获胜时，可以得到 35 美元的利润。但是，输与赢的机会之比为 37 比 1。他的安全边际是负数($37/38 - 35/38$)。在这种情况下，分散化是愚蠢的行为。他打赌的次数越多，最终获利的机会就越小。如果他每次对所有的数都花 1 美元去打赌，那么每转一次轮盘，他必定会输掉 2 美元。但是，假设获胜者能得到 39 美元而不是 35 美元的利润，那么，他就有了一种虽然不大但却很重要的安全边际($39/38 - 37/38$)。这样，他打赌的次数越多，取胜的机会就越大。通过每次对所有的数以 1 美元去打赌，他必然每转动一次轮盘就能赚得 2 美元。(顺便要指出的是，给出的这两个例子实际上描述了轮盘赌的玩家与庄家之间的相对地位，由于庄家赢面多了 0 和 00 两个数字，玩家获胜概率下降)。

区别投资与投机的标准

由于在投资的定义方面没有一个公认的标准，因此权威人士都可以对其随意地下一个定义。他们中的许多人都否认投资和投机之间的区别是有用的或可靠的。我们认为这种怀疑态度是不必要的，而且是有害的。坏处在于，它将导致许多人在股市投机的热情和风险方面固有的倾向得以放大。我们建议用安全边际这一概念为标准来区分投资业务和投机业务。

或许，大多数投机者都认为自己冒险时的胜算概率较大，因此他们的业务具有一定的安全边际。每个人都感觉自己购买的时机十分有利，或者是自己的技能优于普通大众，或者是自己的顾问或系统是可靠的。然而这些说法并没有说服力。**它们是建立在主观判断的基础上的，不能得到任何一组有利证据或任何一种推论的支持。**我们十分怀疑，根据自己对市场走势的判断来投入资金的人，是否能得到真正意义上的安全边际的保护。

反过来，投资者的安全边际概念(本章的前面对此进行过分析)来自于根据统计数据进行的简单和确定的数学推理。同时，我们认为它能得到实际投资经验很好的支持。我们并不能保证，这种基本的定量方法在未来不确定的

条件下能继续显示出好的结果。然而，在这一点上，我们同样也没有理由表现出悲观。

因此，总体上我们认为，真正的投资必须有真正的安全边际作为保障；而真正的安全边际可以通过数据、有说服力的推论以及一些实际的经历而得到证明。

投资概念的扩展

在结束对安全边际原则的探讨之前，我们现在必须进一步区分传统的和非传统的投资。传统投资适合于普通的证券组合。这种类别中始终包含有美国政府债券，以及高等级且支付股息的普通股。能够从税收减免中获得一定好处的人，可以增加一些州和市政债券。还可以包括最高等级的公司债券，如果它们能够像现在这样，购买后所获收益率高于美国储蓄债券的话。

非传统的投资只适合于那些积极投资者。这类证券范围很广。其中包含最多的是二类公司被低估的普通股。我们建议，其股价等于或低于其评估价值的三分之二时，可以购买它们。此外，经常还有众多中等级别的公司债券和优先股可供选择，如果它们的售价非常低廉，可以按大大低于其内在价值的折扣价购买到。此时，一般的投资者会倾向于把这些证券称为投机性的，因为在他们心目中，达不到最高级就等同于缺乏投资优势。

我们认为，足够低的价格能够使得质量等级一般的证券变成稳健的投资机会。假如购买者了解信息，有一定的经验，并且能够做到适当的分散化。因为，如果价格低到足以提供很大的安全边际，那么这种证券就能达到我们的投资标准。支持这一想法的最好的例子，来自于房地产债券领域。1920年代数十亿美元的房地产债券是按面值出售的，并且被广泛认为是稳健投资。其中大部分债券的安全边际都很小(超出债务价值的部分很小)，因此事实上它们本身具有很高的投机性。1930年代大萧条时期，许多这种债券都无法支付利息了，因此其价格崩盘了，有时价格跌到了不到面值的10%。这一时期，同样的一些投资顾问(他们以前向投资者建议按平价购买是一种安全的投资)又把这些债券看做是最具投机性和最没有吸引力的而加以拒绝。然而，事实上，大约90%的价格下跌使得这类债券中的许多都非常有吸引力并具有合理的安全边际，因为支持这些债券的实际价值是其市价的4~5倍。

人们一般所说的购买这些债券实际获得的"大笔投机利润"，并不能否认它们在很低的价格下具有实际的投资性。这部分"投机"利润，是购买者不寻常的精明投资所带来的回报。它们可以被恰当地称为投资机会，因为经过细心的分析可以看到，高于价格的这部分价值提供了很大的安全边际。因此，曾经"经济较好时期的投资"(在前面说过，在经济较好时期的投资，是导致证券投资新手出现严重亏损的主要原因)，有可能给有经验的证券操作者(他们

在日后以自己所认为的合理价格购买这些证券)提供许多良好的盈利机会。

我们对投资业务的定义中包含了所有的"特殊情况", 因为证券的购买总是取决于透彻的分析所做出的预测: 将来所得到的结果要大于现在支付的价格。同样, 每一种情况下都存在风险因素, 然而这些因素已考虑在内, 而且可以被分散化投资的总体结果所吸纳。

把这种逻辑关系的讨论进行到极端的话, 我们还可以建议, 防御型投资业务可以这样建立起来: 当价格处于历史最低水平时, 购买"普通股期权"这样的一类证券所代表的无形资产价值。(这个例子多少有些显得令人震惊)。这些权证的全部价值, 取决于相关股票将来某一天上涨到超出期权执行价的可能性。现在它们不具备可行使的价值。然而, 由于所有的投资都取决于对未来的合理预期, 因此, 这些权证的价值, 可以通过将来牛市推动公司价值和股价上涨的数学概率来衡量。此类研究很有可能得出如下结论: 在这种业务中的盈利要大大高于亏损, 而且最终盈利的机会要大大高于最终亏损的机会。如果是这样的话, 那么, 即使这种没有吸引力的证券也具有了安全性。这样, 一位非常积极的投资者就可以将股票期权业务包含在他的各种非传统投资之中。

(格雷厄姆所说的"普通股期权"就是"权证", 是公司直接发行的一种证券, 它使得持有者有权按事先规定的价格来购买本公司的股票。现在权证几乎完全被股票期权取代了。格雷厄姆以嘲讽的口气说, 他想以这个例子来作为"令人震惊的例子", 这是因为, 即使现在权证也被看做是市场上一个藏污纳垢的地方)。

总结

最稳健的投资就是最明智的投资。许多有能力的企业家通过稳健的原则在自己的业务领域取得了成功, 但我们惊讶地发现, 他们在华尔街的业务却完全违背了所有的稳健原则。但是, **每一种公司证券都应该首先被看成是针对特定企业的一部分所有权或债权。**如果某人一心想要通过证券的买卖来获利, 那么他是在从事自己的风险业务。如果他想有成功的机会, 就必须按照公认的商业准则去行事。

首要的和最明显的一条准则就是: 知道自己在干什么, 即通晓自己的业务。

对投资者而言, 这就意味着: 不要试图通过证券来获得"商业利润"(超过正常利息和股息收益的回报), 除非你足够了解证券的价值, 正如你在准备生产和经营时, 了解相关商品的价值一样。

第二条商业准则是: 不要让其他任何人来管理你的业务, 除非你能够足够细致地监控并理解他的行为; 或者是, 你在内心中有很强的理由相信他的品格和能力。

对投资者而言, 这条准则决定了什么情况下可以让别人来为自己做出投资决策。

第三条准则是: 如果没有可靠的计算表明, 某项业务(产品的制造或交易)获得合理利润的机会较大, 就不要涉

足这项业务。尤其是要远离那些收益不大，亏损却很严重的业务。

对积极投资者而言，这意味着他的业务利润不应该建立在乐观情绪的基础上，而应该建立在计算结果的基础上。对每一位投资者而言，这意味着当他局限于不高的回报时(至少以前的传统债券或优先股投资就是这样的)，必须有使人信服的证据表明，他的本金没有面临巨大的风险。

第四条商业准则更加明确：要有勇气相信自己的知识和经验。如果你根据事实得出了结论，而且你知道自己的判断是可靠的，那么就照此行事，即使其他人会迟疑或反对。

众人不同意你的看法，并不能说明你是对还是错。如果你的数据和推理是正确的，你的行为就是正确的。

同样，在证券领域，一旦获得了足够的知识并得出了经过验证的判断之后，勇气就成为最重要的品德。

幸运的是，对一般的投资者而言，他的成功并非必然要求其投资计划具备这些品质，如果他根据自己的能力行事，并将其业务活动局限于标准的防御型投资所具有的严格的安全边际范围之内，他依然能够成功。

获得令人满意的投资结果，比大多数人想象的要简单；获得非常好的结果，比人们所想象的要难。

《就业、利息和货币市场通论》

凯恩斯 1936 年 2 月

资本边际效率：一种贴现率描述，指的是预期增加一个单位投资可以赚到的按复利计算的利润率。这种贴现率正好使一项资本物品的使用期内各预期收益的现值之和等于这项资本品的供给价格或者重置资本。资本边际效率随着投资量的增加而递减，它是一条自左向右下方倾斜的曲线。随着投资的增加，短期内机器购置的成本增加，随着资本存量的增加，供给产出增加，预期收益会减少。

投资引诱理论：只有资本资产的预期收益超过资本资产的供给价格或重置成本，继续投资才是有利可图的，才能对资本家产生投资引诱。投资取决于资本边际效率与利率之间的相互对比关系。当投资者在购入某项资本设备时，必须预期在该设备报废之前，能在逐年的收益中偿还他的投资并获得利润。将这些未来收益用一个贴现率把它折成现值，该现值至少要等于该项设备的供给价格，才有利可图。把资本边际效率与现行金融市场的利率相对比、若边际效率高于利率，投资者自然乐于投资，甚至借钱投资；反之投资就会减少，甚至停止。这就是资本边际效率对投资的调节作用。发生商业周期的原因，恰恰在于资本边际效率，以及人们对资本边际效率递减的预期引发了经济周期。投资人对资本未来收益作出乐观预期，故使资本逐渐增多，生产成本逐渐增大，投资的预期利润率开始下降；所生产出来的产品数量增加，而产品数量增加会使其市场价格下降，从而投资的预期利润率也会下降。资本家对未来开始缺乏信心，引起投资需求不足，周期往复。

在上一章中，我们探讨了投资规模取决于利率与资本边际效率之间的关系，资本边际效率是与当前不同的投资规模相对应的，而资本的边际效率又取决于资本资产(设备)的供给价格与其预期收益之间的关系。在本章中，我们将更详细地探讨影响资产预期收益的一些因素。

I, 影响预期的因素

预期收益所依据的考虑因素，部分基于我们可以假定或多或少是已知的既存事实，部分基于只能或多或少有信心进行预测的未知事件。前者包括各种特定类型资本资产现有存量(已投资的)，一般资本资产的现有存量(可投资的)，以及现有消费者对商品的需求强度，这些商品的高效生产需要相对较多的资本支持。后者则包括，存量资本资产的类型和数量的未来变化，以及消费者偏好的未来变化，在所考虑的投资生命周期内有效需求的强度变化，以及在此期间可能发生的以货币计量的工资单位的变化。我们可以将后者涉及的心理预期状态概况为长期预期状态，用以区分短期预期。根据短期预期，生产商可以估计，在现有工厂情况下，如果他决定今天开始使用现有设备生产产品，当产品销售完成后他将获得多少收益。我们已经在第五章对此进行了讨论。

II, 信心对预期的影响

在形成我们的预期时，赋予高度不确定性的事物以很大的权重是不明智的。因此，有理由认为，预期在很大程度上取决于我们感到相当确信的事实，即使这些事实与问题的相关性较低，而其他一些相关性较高的事实，我们却感到模糊且缺乏了解。因此，由于这个原因，既存事实就对形成我们的长期预期，产生了不成比例的影响；我们通常的做法是，用现在推演未来，除非在有相当明确的理由预期未来会改变的情况下，我们才会对预期进行修改。

我们决策所依据的长期预期状态，不仅取决于我们所能做出的可能性最大的预测，还取决于我们做出这一预测的信心，也就是我们对所做的最佳预测，完全误判的可能性有多大。如果我们预期会发生很大的变化，但对这些变化的确切形式非常不确定，那么我们的信心就会很弱。

这种被人们称之为“信心状态”的因素，是实务操作者总是密切关注和担心的事项。然而，经济学家从未仔细分析过它，只是一般性讨论一下就略过了。特别是没有明确过，“信心状态”对经济的重要性来自于它对资本边际效率曲线的重大影响。资本边际效率曲线和信心状态并不是两个影响投资率的独立因素。信心状态之所以重要，是因

为它是决定资本边际效率曲线的主要因素之一，而资本效率曲线实际上与投资需求曲线是一致的。

然而，将信心状态作为一个先验的推测是行不通的。我们的结论主要建立在对市场和商业心理的实际观察的基础上。这就是为什么接下来的讨论内容不像本书大部分内容那样抽象的原因。

为了论述方便，我们将在以下信心状态的讨论中，假设利率不会发生变化；因此在以下各节中，我们将假定投资价值的变化完全看作是由于人们对预期收益的变化，而不是因为对预期收益进行贴现的利率发生了变化。然而，把利率变化的影响与信心状态变化的影响结合在一起是很容易的。

III，股票市场对投资的影响

最显著的事实是，我们用来估计未来几年预期收益的知识基础极为脆弱。将决定几年后一项投资收益要素的知识，我们通常也是知之甚少，甚至是可以忽略不计的。坦率的说，我们不得不承认，如果想要去估计一条铁路、一座铜矿、一家纺织厂、一种专利药品、一艘大西洋渡轮、一栋伦敦市区建筑十年后的收益，那几乎是不可可能的，因为我们所掌握的基础知识很少甚至是一无所知，即使把预测期限缩短到五年，也不会有多少改变。事实上，很少有人认真尝试做出任何此类评估，以至于他们的行为根本不会对市场产生什么影响。

在过去，当企业主要由创业者或他们的朋友和合伙人拥有时，投资决策主要取决于是否存在足够的乐观性格和事业动力的个人，他们把创业作为一种生活方式，而不是真正依赖于对预期利润的精确计算。尽管创业的最终结果在很大程度上取决于经营者的能力和性格是否高于或低于平均水平，但是创业成功多少有点像是中了彩票。有些人会失败，有些人会成功。但就投资金额而言，即使在创业成功之后也没有人知道，平均回报的结果是超过、等于还是低于当期利率；然而，如果我们将对自然资源的开采和垄断的情况排除掉，即使在经济发展和繁荣时期，实际的投资平均结果也很可能让那些创业者们感到失望。创业者玩的是一场能力和运气相混合的游戏，参与者无法事前得知其平均结果会如何。如果人性没有受到冒险的诱惑，在建造工厂、铁路、矿山或农场时又没有获得除利润之外的满足感，那么仅凭冰冷的计算结果，恐怕就不可能有太多的投资。

过去的私人企业，投资决策一经作出很大程度上是不可撤销的(投资出去就难以变现收回)，这不仅适用于整个社会的投资，对个人也是如此。但现在随着现代所有权和管理权的分离，以及有组织的投资市场的发展，证券市场这个非常重要的新因素出现了，它有时会促进投资，但有时也会大大增加系统的不稳定性。

在没有证券市场的情况下，如果我们对投资频繁做出重新评估，通常是没有意义的。但是股票交易所每天都

会对许多投资重新进行评估，这些重新估值给个人(尽管不是整个社会)提供了频繁修正其投资承诺的机会。这就像是一个农民，在早饭后根据气象记录，决定在上午 10-11 点从农业业务中撤出资本，并重新考虑是否要在本周末重返农业经营。

尽管股票交易所每天的重新估值，主要是为了方便旧的投资在个人之间相互换手，但它不可避免地会对当前投资规模产生决定性影响。因为，如果新建一个企业的成本高于购买一个现有类似企业，则新建一个企业就毫无意义；而如果一个新项目可以立即在股票交易所上市交易并获得利润，则可能会促使人们为这个新项目花费一笔看似奢侈的金额。因此，某些类型的投资是由股票交易所交易者的平均预期所决定的，而不是由专业企业家的真实预期所决定的。那么，这些对现有投资每日甚至每小时影响巨大的重新估值，在实践中是如何进行的呢？

IV，市场的短期化

现实中，人们实际上达成一种默契，按惯例行事(虽然实际上惯例的形成并非如此简单)。这种惯例约定的本质在于假设现状将无限期地持续下去，除非我们有明确的理由预期事态会有变化。但这并不意味着我们真的相信现有状况真的会无限期地持续下去。我们从大量的经验中知道，这是极不可能的(线性外推极不可靠)。一项长期投资的实际结果，几乎很少与最初的预期相符。对于一个一无所知的人来说，他的预期在偏高或偏低两个方向上的错误概率是相等的，从而存在一个相等概率的平均精算预期。但我们不能以此来证明我们行为的合理性，因为可以很容易地证明，对一无所知的事物赋予相同的概率，这样的假设会导致荒谬的结果(长期预期极不可靠)。

实际上，我们假设，无论现有的市场估值是如何得出的，该估值是唯一正确的。这一数值是根据我们现在所知的能影响投资收益的各种事实得出的，也只能随着我们所知事实的变动而改变。尽管从哲学上讲，这一市值不可能是唯一正确的，因为我们现有的知识，不能为计算数学期望值提供足够的理论依据。事实上，所有与投资预期收益无关的各种考虑因素，也都被包含进了市场估值之中。尽管如此，只要我们相信惯例的持续性，上述传统的计算方法就能在我们的投资中保持相当程度的连续性和稳定性。

因为如果存在有组织的投资市场，并且我们可以信赖惯例的持续性，投资者就可以有理由的自我安慰，相信他所承担的唯一风险仅限于未来短期内真实信息变化，对这种变化的可能性，他可以尝试形成自己的判断，而这种变化通常不会很大。因为，假设惯例持续有效，只有这些变化才能影响他的投资价值，因此他不必担心自己无法预知十年后投资的价值而失眠。因此，对个人投资者而言，投资在短期内变得相对“安全”，并且无论经历多少个

连续的此类短期，只要他可以合理地信赖惯例不会被轻易打破，并因此有机会在发生重大变化之前，有时间改变判断并调整投资。如此一来，一项投资对于整个社会来说是"固定不变"的，但对于个人来说是可以"流动换手"的。

我相信，正是基于这样一种逻辑，我们主要的投资市场才得以发展起来。但从绝对角度来看，如此任意的一个惯例难免会有其弱点。正是因为它存在不稳定性，给我们当前确保足够规模的投资造成了一个不小的麻烦。

(长期预期的不确定性导致有效投资不足，而股市的流动性降低了人们对未来的恐惧)。

V, 投机因素带来的不稳定性

以下是加剧这种不稳定性的几个因素，简述如下：

(1)，随着社会总投资资本中股权比例逐渐增加，这部分股权由那些不参与管理且对相关业务的实际或预期情况没有特别理解的人持有(专业性下降)，导致了那些已经投资或计划投资这些资产的人在投资评估中，所能依据的真实知识成分严重下降。(门外汉的交易又误导了专业投资人)

(2)，现有投资企业的利润经常性地出现暂时性和非实质性的波动，往往对市场产生了过度甚至荒谬的影响。例如，据说美国冰块制造公司的股票，在夏季利润季节性较高时，往往股价较高，而在冬季没人需要冰块时则股价较低。全国性假日的出现可能会使英国铁路系统的市值上升数百万英镑。

(3)，传统估值是建立在大量对事态一无所知个体的心理集体决策的结果，容易因群体意见突然波动而剧烈变动，即使这些变动实际上对预期收益并没有多大影响；因为没有坚实的证据基础能够让群众相信经济能保持稳定从而使估值保持稳定。尤其是在非常时期，尽管没有明确的理由预测具体的变化，人们就不会相信现有的状况将无限期持续下去。市场也会受到乐观和悲观情绪波动的影响，这些情绪波动是不理性的，但在缺乏理性计算的坚实基础的情况下，在某种意义上也是合乎情理的。

(4)，特别值得注意的一点是，人们可能认为，判断能力和知识储备超越普通私人投资者的专业人士，他们之间的竞争将矫正无知个人独自交易时的偏差。然而，实际情况是，专业投资者和投机者的精力和技能主要被用于其他方面。事实上，他们中的大多数并不是专注于一项投资在整个投资周期内做出优于平均水平的长期回报预测，而是试图提前预见公众普遍心理将在短期内如何改变传统估值的基础。他们关心的不是一项投资，对于一个打算"长期持有"的人来说，真正值多少钱，而是关心在大众心理学影响下，市场在未来 3-12 个月会对它如何估值。此外，这种行为并非出于错误倾向的结果，而是按照上述方式组织的投资市场的必然结果。因为，一项投资

你认为预期收益足以证明其价值为 30，如果你同时相信市场会在三个月后将其估值为 20，那么你花 25 去购买就是不明智的。

因此，专业投资者被迫关注新闻或市场氛围中预期即将发生的短期变化，经验表明这类变化最能影响市场的大众心理。这是以"流动性"为导向所组织的投资市场的必然结果。正统金融的所有原则中，流动性崇拜的原则最为反社会，投资机构集中资源持有具有"流动性"的证券被认为是一种积极的美德。它忽略了对于整个社会而言，不存在所谓整体投资的流动性。专业投资的社会目标应该是克服笼罩我们未来的时间和无知的黑暗力量。然而，今天最专业投资的私人目标实际上是"抢跑"，正如美国人很好地表达的那样，就是要比大众聪明，把磨损的或贬值的半克朗硬币传给下一个人。

为了预测几个月后由传统估值基础决定的估值变化，而不是预测一个长期投资的预期回报，这种斗智斗勇，甚至不需要公众中有足够的笨蛋来养活这些专业人士，专业人士之间就可以进行这种博弈。任何人都不必简单地相信传统估值基础具有真正的长期有效性。因为可以这么说，这是一种类似"叫停"、"击鼓传花"、"抢椅子"的斗智游戏(Snap/Old Maid/Musical Chairs 一些游戏玩法)，胜利者是那些既不太早也不太晚"叫停"的人，或者是在游戏结束前把"Old Maid"纸牌传给下家的人，又或者是音乐停止时为自己找到椅子的人。这些游戏可以充满热情和乐趣地玩，尽管所有玩家都知道正在交换的是"Old Maid"纸牌，或者当音乐停止时，有些玩家会发现自己没有座位而被淘汰。

或者稍微改变一下比喻，专业投资可以类比为报纸上的选美比赛，参赛者需要从 100 张照片中挑选出六张最漂亮的脸庞，奖品授予与所有参赛者平均偏好最接近的人；因此，每个参赛者必须选择的不是他自己认为最漂亮的脸庞，而是他认为最有可能吸引其他参赛者注意的脸庞，所有参赛者都从同一个角度看待这个问题。这不是选择那些根据你的判断确实是最漂亮的人，也不是那些大家普遍认为最漂亮的人。我们的推测已经达到第三层级，我们将智力投入到去预测，大众所预期的平均意见是什么。我相信有些人实践到了第四、第五甚至更高的层级。

如果有人插话说，假如一个人运用自己熟练的投资技巧，不受这种游戏因素的干扰，而是根据自己的才能对长期预期的预测进行投资活动，那么长期来看，他一定可以从其他对手那里获取巨额的利润。首先我们必须承认，的确有这样认真的人，不管他们对其他游戏玩家施加多大的影响力，这都对投资市场产生巨大影响。

但是还必须指出一点，在现代投资市场中，存在几个因素会影响这些人的主导地位。基于长期预期的投资在

今天是非常困难的，以致于这种预测几乎不可实现。相比那些试图比大众更精确预测大众群体行为的人，进行此类长期投资的人，必须经历更艰难的日子，承受更大的风险。在相同智力的条件下，他们可能要犯更多灾难性的错误。此外还没有经验能够清楚地证明：对社会有利的投资策略就是最有利可图的投资策略。

相比短期"抢跑"策略，长期投资需要投入更多的智慧才能战胜时间的力量和消除未来的无知。而且人类的生命是有限的，人性渴望快速得到结果，对快速致富有着特殊的热情，普通人会为遥远的收益支付过高的折现价格。对那些完全不受赌性本能(人性嗜赌底层心理：贪婪/快速致富/不劳而获/超级奖赏)影响的人而言，专业投资这种游戏是非常无聊的，甚至是无法忍受的；但是对那些乐于此道的人而言，必须为这种投资游戏付出适当的代价。此外，那些建议忽略短期市场波动的投资者，需要拥有大量的资源来保障投资的安全，而且，绝不能使用借来的资金进行大规模的投资。这就是拥有相同智力、相同资源的两个人中，那个没有压力逍遥自由的人反而可能得到更高报酬的原因。

最后，无论投资基金是由人数众多的委员会、董事会或银行管理，长期投资者，也就是最能促进公众利益的人，在实际中招致了最多的批评。因为这种专业投资者的行为在一般人看来是古怪的、异类的、鲁莽的。如果他获得了成功，那也只是证实了人们普遍认为的鲁莽；如果在短期内他失败了，而这是最有可能发生的事情，那么他也不会得到太多的怜悯。处世哲学告诉人们：就声誉而言，循规蹈矩的失败好过离经叛道的成功。

(5)，目前为止，我们主要关注的还是投机者或投机性投资者的信心状态。可以如此假设：如果投机者对预期收益比较满意，那么就可以以市场利率借到任何数目的资金。然而，事实却并非如此，因为我们还必须考虑到其他人的信心状态对市场的影响，也就是放贷机构对这些想要从他们这里借款的人的信心状态，或者可以称为信用状态。资产价格的崩溃会对资本边际效率产生灾难性的反应，这也许是由于投机信心或信用状况变差。虽然投机信心与信用状况两者之中的任何一个出问题都可能会导致市场崩溃，但是市场复苏却必须需要两者同时上升。虽然信用降低能够造成市场崩溃，但是它的加强却仅仅是市场复苏的必要条件，而不是充分条件。

VI，解决市场投机的方法

上述论述，经济学家都应该引起足够的重视，并分门别类进行研究。如果允许我用"投机"一词代表预期市场的心理活动，用"实业"(enterprise)一词代表在资产的整个生命周期内预期其未来收益的活动，那么实际情况并不是总是投机成分大于实业成分。然而，随着投资市场组织的逐渐改善，投机占主导地位的风险也就越来越大。

世界上最大的投资市场之一的纽约，上述意义的投机影响是巨大的。在金融领域之外的其他领域，美国人也倾向于猜测大众所认为的集体意见。这种民族性的弱点也体现在证券市场中。有人说，美国人很少像英国人那样为了“追求利润”而投资；而是为了能够获得资产的升值，否则美国人是不会购买一项投资的。换句话说：当美国人购买一项投资时，着眼的不是资产未来的收益，而是寄希望于市场资产估值的上升。根据上述意义，他就是一个投机者。在企业稳定成长的过程中，投机者只是企业发展漩涡中一个泡沫，这不会对企业的发展造成什么伤害；但是当投机的漩涡变大，企业成为投机者漩涡中的泡沫时，情况就很严重了。当一个国家资本市场的发展变成赌场中的副产品时，那么投机就变得非常有害。如果华尔街作为一个机构，把它的社会功能看作是新的投资引导进入在未来收益方面最有利可图的渠道，假如我的看法是正确的，华尔街最优秀的头脑并没有把其智慧用在此方面，而是用在了投机性方面，这并不奇怪，那么华尔街的成功就不算是自由放任资本主义的杰出胜利之一。

只要我们成功地组织了“流动性”的投资市场，那么这些趋势就是不可避免的。人们通常认为，为了公众利益，赌博场所应该不容易进入，并且应该收取昂贵的费用。证券交易所恐怕也该如此。伦敦证券交易所的罪孽之所以会少于华尔街，并不在于国民性格的差异，而在于对普通的英国人而言，进入伦敦金融街要比美国人进入华尔街更为困难，也更为昂贵。要在伦敦证券交易所进行交易，除了要支付高额的经纪佣金，还必须向财政部缴纳高额的资产交易税，这些税额减少了伦敦证券交易的流动性(虽然每两周结账一次的方法，又增加了流动性)，这在很大程度上排除了华尔街的交易特征。对各种交易换手征收高额的资产交易税可能被证明是最切实可行的改进办法，以减少美国市场的投机对实业的压倒式影响。

现代投资市场的奇观有时会让我得出这样的结论：让购买一项投资如同婚姻一样，除非因为死亡或者其他特殊的原因，否则这种关系就是永久性且无法解除的，这可能是对我们现在种种罪恶的有益补救。因为这将迫使投资者将他们的注意力放在预期长期前景上来，而且只能放在这些方面。

但是，对这一权宜之计的一点考虑也会使我们面临两难境地，它向我们表明：尽管投资市场的流动性有时会阻碍新的投资，但也经常促进新投资的产生。因为每一个投资者都认为自己的投资具有“流动性”(虽然这对所有的投资者来说是不可能的)，这能让他减少其顾虑，并使其可以承受更大的风险。如果投资者购买的投资不具有流动性，只要个人还有其他方式进行储蓄，这就可能会严重阻碍新的投资。这的确是一个困境。只要个人可以把财富用于储蓄或以贷款的形式出借，那么购买实际资本资产的选择对人们就没有足够的吸引力，除非把市场组织起来

以使得这些资产能够很容易变现退出(尤其是对于那些不直接管理资本设备或对此知之甚少的人来说更是如此)。

解决困扰现代世界经济生活的信心危机的唯一根本方法，是让个人把收入用于消费或投资某种特定美好前景资本资产之间别无选择，即使存在不稳定证据也会让他觉得这是他最有前途的投资。当然，当他比平时更多地对未来的前景感到悲观，疑虑可能使他转向多消费少投资。即使这样，也比当他处于疑虑时，既不把收入用于消费也不用于投资为好，这将避免对经济造成灾难性的、累积的和深远的影响。当然，那些强调囤积资金的社会危害的人，也有上述类似的想法。但是其忽略了如下可能性，即储藏货币的数量不变，或者说变化很小，也会对社会产生危害。(人的赌性不在股市释放也会在其他市场出现，不如引入证券市场推动经济的发展。但证券市场存在两难困境：既不能过于火热，投机收益远大于实业收益；又不能过于低迷，创办企业还不如直接收购。这二者都会影响企业家创业的信心，阻碍资本流向实业。只有维持一定温度的股市才能有助于激发实业投资。)

VII, 动物精神带来的不稳定性

除了投机因素造成的不稳定性之外，还有一种不稳定性是由人类本性的弱点造成的，即我们之所以积极行动很大程度上取决于自发的乐观情绪，而不是以数字衡量的期望回报。不论这种乐观是道德方面，享乐主义方面，还是经济方面的。我们在乐观情绪影响下所做的投资决定，其全部后果将需要未来很长时间才能显现出来，可能其中绝大多数投资决定只是由于动物精神(人类冒险精神)，一种自发地急切地行动冲动，而不是不行动的冲动，更不是根据预期收益的数学加权平均值乘以定量概率的结果。企业只是假装自己经营动机是受到公司创业计划书的驱使，不论其中的陈述多么真诚和坦率，其预期收益的精确计算并不比南极探险所依据的经验好上多少。因此，一旦动物精神有所减弱，而自发的乐观情绪开始动摇，以致于让我们只依靠数学期望，此时投资实业的信心就会开始衰退甚至破产，尽管对损失的担忧并不比对盈利的期望拥有更合理的依据。

可以肯定的说，寄希望于未来预期收益的企业，有益于整个社会。但是，只有当合理的计算得到了动物精神的补充和支持时，个人的主观能动性才能充分发挥。正如经验告诉人们的那样，创业九死一生，但是有了这些支持，那些创业先锋们会抛掉对失败的恐惧，如同一个健康的人会把死亡的预期置之不理一样。

不幸的是，这意味着不仅经济衰退和萧条情况在一定程度上被加强，而且经济的繁荣过分依赖于适合普通生意人的政治和社会氛围。如果对英国工党政府或者美国新政的恐惧抑制了企业的经营活动，这不一定是由于合理的计算或者政治阴谋造成的，它仅仅是因为这种恐惧破坏了自发的乐观情绪的微妙平衡造成的。因此，在评估投

资的前景时，我们必须考虑到那些在很大程度上依赖其自发情绪的那些人的紧张、狂躁，甚至是其对经济大环境的消化和反应。因为这些都是影响他的瞬时乐观情绪的因素，而投资活动就是受这些瞬时情绪的影响。

我们不能据此得出结论，认为一切都是取决于非理性心理的波动。相反，长期的预期状态通常是稳定的，即使在它不稳定时，其他要素也会发挥抵消作用。我们只是提醒自己，动物精神影响着未来的人类决策，不论这种决策是个人的还是群体的、政治的还是经济的，这种决策不依赖于严格的数学期望，因为进行此类计算的依据是不存在的。正是我们与生俱来的动物精神驱使社会不停转动，我们理性的自我，则驱使我们尽可能地在备选方案中做出最佳选择，在我们能够估算的时候估算，但是我们的原动力往往来自于心血来潮、情绪和偶然机会。

VIII，其他因素的影响

此外，还有一些重要的因素在实践中缓和了我们对未来无知的影响。由于计算复利的关系，以及一些资本资产随着时间逐渐被淘汰的可能性，很多的个人投资者在预估未来收益时，只考虑比较近的未来收益，这也是合理的。对于非常长期的投资，房地产是最重要的一类，投资者经常通过长期合同把风险转移到使用人身上，或者至少和他们一起分担风险，在使用人看来，连续性和使用权保障的优势超过了风险；对于另一类重要的长期投资，公用事业的很大一部分预期收益实际上是由垄断特权保障的，这种投资可以获得一定规定利润率的权力。最后，越来越多的投资是由政府部门进行的，或是由政府承担风险的，坦率地说，政府在进行此类投资是，受到一种普通的假设的影响，即这类投资关注的是潜在的社会效益，而不是商业收益，也不会受到收益的数学期望值至少等于当前利率的限制，尽管政府部门不得不支付的利率，仍然在决定其投资规模方面发挥着决定性的作用。

因此，在充分考虑了短期变化(不是利率的变化)对长期预期状态的影响的重要性之后，我们仍然需要回到利率的变化上来。因为在任何情况下，**利率的变化对投资规模都有很大的影响**，尽管不是决定性的影响。然而只有实践才能证明，利率调控在多大程度上能够持续的刺激投资，使它处于合适的规模。

就我个人而言，我现在对政府利用货币政策去直接影响利率的成功可能性持怀疑态度。我希望政府能够从长远的角度打算，既考虑资本资产的边际效率又兼顾社会效益，在直接组织投资方面承担越来越大的责任(**货币政策失效时，通过财政政策去增加投资解决投资不足**)；因为我们用上述叙述过的原则计算的不同种类的资本边际效率的市场估计值，其上下波动似乎看起来都太大，以致利率的任何可行的变动都不足以抵消这种波动。

我最看好的股票：GEICO 保险 1951

1951 年 12 月 6 日

这是巴菲特刚毕业写的四篇股票分析报告，他只用一页纸就把一家公司的价值给描述清楚，这是一个所有证券研究员都应该学习的能力，而不是洋洋洒洒几十页最后被扔进垃圾桶。

The COMMERCIAL and FINANCIAL CHRONICLE

Thursday, December 6, 1951

The Security I Like Best

WARREN E. BUFFETT

Buffett-Falk & Co., Omaha, Nebr.

Government Employees Insurance Co.

Full employment, boomtime profits and record dividend payments do not set the stage for depressed security prices. Most industries have been riding this wave of prosperity during the past five years with few ripples to disturb the tide.

The auto insurance business has not shared in the boom. After the staggering losses of the immediate postwar period, the situation began to right itself in 1949. In 1950, stock casualty companies again took it on the chin with underwriting experience the second worst in 15 years. The recent earnings reports of casualty companies, particularly those with the bulk of writings in auto lines, have diverted bull market enthusiasm from their stocks. On the basis of normal earning power and asset factors, many of these stocks appear undervalued.

The nature of the industry is such as to ease cyclical bumps. Auto insurance is regarded as a necessity by the majority of purchasers. Contracts must be renewed yearly at rates based upon experience. The lag of rates behind costs, although detrimental in a period of rising prices as has characterized the 1945-1951 period, should prove beneficial if deflationary forces should be set in action.

Other industry advantages include lack of inventory, collection, labor and raw material problems. The hazard of product obsolescence and related equipment obsolescence is also absent.

Government Employees Insurance Corporation was organized in the mid-30's to provide complete auto insurance on a nationwide basis to an eligible class including: (1) Federal, State and municipal government employees; (2) active and reserve commissioned officers and the first three pay grades of non-commissioned officers of the Armed Forces; (3) veterans who were eligible when on active duty; (4) former policyholders; (5) faculty members of universities, colleges and schools; (6) government contractor employees engaged in defense work exclusively, and (7) stockholders.



Warren E. Buffett

The company has no agents or branch offices. As a result, policyholders receive standard auto insurance policies at premium discounts running as high as 30% off manual rates. Claims are handled promptly through approximately 500 representatives throughout the country.

The term "growth company" has been applied with abandon during the past few years to companies whose sales increases represented little more than inflation of prices and general easing of business competition. GEICO qualifies as a legitimate growth company based upon the following record:

Year—	Premiums Written	Policyholders
1936---	\$103,896.31	3,754
1940---	768,097.86	25,514
1945---	1,638,562.09	51,697
1950---	8,016,975.79	143,944

Of course the investor of today does not profit from yesterday's growth. In GEICO's case, there is reason to believe the major portion of growth lies ahead. Prior to 1950, the company was only licensed in 15 of 50 jurisdictions including D. C. and Hawaii. At the beginning of the year there were less than 3,000 policyholders in New York State. Yet 25% saved on an insurance bill of \$125 in New York should look bigger to the prospect than the 25% saved on the \$50 rate in more sparsely settled regions.

As cost competition increases in importance during times of recession, GEICO's rate attraction should become even more effective in diverting business from the brother-in-law. With insurance rates moving higher due to inflation, the 25% spread in rates becomes wider in terms of dollars and cents.

There is no pressure from agents to accept questionable applicants or renew poor risks. In States where the rate structure is inadequate, new promotion may be halted.

Probably the biggest attraction of GEICO is the profit margin advantage it enjoys. The ratio of underwriting profit to premiums earned in 1949 was 27.5% for GEICO as compared to 6.7% for the 135 stock casualty and surety companies summarized by Best's. As experience turned for the worse in 1950, Best's aggregate's profit margin dropped to

3.0% and GEICO's dropped to 18.0%. GEICO does not write all casualty lines; however, bodily injury and property damage, both important lines for GEICO, were among the least profitable lines. GEICO also does a large amount of collision writing, which was a profitable line in 1950.

During the first half of 1951, practically all insurers operated in the red on casualty lines with bodily injury and property damage among the most unprofitable. Whereas GEICO's profit margin was cut to slightly above 9%, Massachusetts Bonding & Insurance showed a 16% loss, New Amsterdam Casualty an 8% loss, Standard Accident Insurance a 9% loss, etc.

Because of the rapid growth of GEICO, cash dividends have had to remain low. Stock dividends and a 25-for-1 split increased the outstanding shares from 3,000 on June 1, 1943, to 250,000 on Nov. 10, 1951. Valuable rights to subscribe to stock of affiliated companies have also been issued.

Benjamin Graham has been Chairman of the Board since his investment trust acquired and distributed a large block of the stock in 1943. Leo Goodwin, who has guided GEICO's growth since inception, is the able President. At the end of 1950, the 10 members of the Board of Directors owned approximately one-third of the outstanding stock.

Earnings in 1950 amounted to \$3.92 as contrasted to \$4.71 on the smaller amount of business in 1949. These figures include no allowance for the increase in the unearned premium reserve which was substantial in both years. Earnings in 1951 will be lower than 1950, but the wave of rate increases during the past summer should evidence themselves in 1952 earnings. Investment income quadrupled between 1947 and 1950, reflecting the growth of the company's assets.

At the present price of about eight times the earnings of 1950, a poor year for the industry, it appears that no price is being paid for the tremendous growth potential of the company.

《商业与金融纪事报》"我最看好的股票"专栏每周刊发系列文章，邀请全国各地的投资专家推荐并分析他们看好的一只股票，这是巴菲特 1951 年关于 GEICO 保险公司的投稿。

在经济繁荣、就业充分、公司盈利和股息都创下新高的背景下，股票的价格不可能低迷。过去五年里，这波经济繁荣势头强劲，几乎没遇到丝毫阻碍，大多数行业都借着这波经济繁荣而兴旺发达。

汽车保险行业却没分享到经济繁荣的好处。二战结束后的一段时间里，汽车保险行业陷入巨亏。1949 年，情

况开始好转。1950 年，财产保险公司再次遭遇重挫，承保收益接近过去 15 年的最低水平。最近财产保险公司发布的业绩乏善可陈，特别是有大量汽车保险业务的，在牛市中热情高涨的人们对保险公司的股票了无兴趣。按正常盈利能力和资产因素衡量，许多财产保险公司的股票被低估了。

汽车保险是一个受周期波动影响很小的行业。对于绝大多数投保人来说，汽车保险是必须买的。投保人每年都要续保，保险公司根据去年的出险情况调整保费。从 1945 年到 1951 年，保费的增长速度低于物价上涨速度，导致汽车保险公司陷入困境。将来物价降下来，情况会有所好转。

这个行业有很多优势，例如，没有存货、不需要收账、不需要雇佣大量劳动力，不需要原材料，也不存在产品过时和设备过时的问题。

GEICO 保险(Government Employees Insurance Co.,政府雇员保险公司)成立于 30 年代中期，在全国范围内经营汽车保险业务，符合标准的目标客户包括：(1)联邦政府、州政府和市政府的公务员；(2)现役和后备军官以及工资标准为前三等级的士兵；(3)服役期间符合标准的退伍军人；(4)公司的老客户；(5)大中专院校的教师员工；(6)专门从事国防工作的政府雇员；(7)公司的股东。

GEICO 保险不聘请保险代理人，也不设分公司。因此，它的标准汽车保险合同的保费最多比一般保险公司的保费便宜 30%。收到理赔后，该公司遍布全国的 500 多位业务员能快速处理。

"成长型公司"这个词这几年已经被用烂了。在比较宽松的竞争环境中，许多公司销售额增速还赶不上通货膨胀，竟然也被称为成长型公司。如下列数据所示，GEICO 保险是名副其实的成长型公司。

年份	保费	投保人数
1936	103696	3754
1940	768057	22514
1945	1638562	51697
1950	8016975	143944

没错，昨天的成长无法为今天的投资者带来利润。但是，有充分的理由可以相信，GEICO 保险的成长潜力还远远没有释放出来。1950 年以前，在美国包括华盛顿特区和夏威夷在内的 50 个行政辖区内，该公司仅在其中的 15 个行政辖区获得了牌照。1950 年年初，它在纽约州只有不到 3000 个投保人。纽约州人口密集，保费价格比人口稀少的州更高，GEICO 保险应该更有竞争力。

当经济不景气、价格竞争加剧时，GEICO 保险凭借更低的保费肯定能比竞争对手获得更多生意。随着通货膨

胀加剧，保费越来越高，GEICO 保险实际为投保人节省的保费金额也越来越高。

GEICO 保险不设代理，所以没有压力，完全可以拒绝不合格的申请人、不续签风险较高的保单。有些州的保费太低，它可以暂时先不在这些州做生意。

GEICO 保险最诱人的地方或许是它超高的利润率。1949 年，GEICO 保险的承保利润与满期保费之比是 27.5%。按照贝氏评级报告统计，135 家财产保险和担保公司的这一数据平均值为-3.7%。1950 年，整个行业都不景气，贝氏评级报告统计的行业利润率下降到 3.0%，GEICO 保险的利润率也下降了，但仍然高达 18.0%。GEICO 保险不是所有意外保险都做，但是人身伤害保险和财产损失保险在它的业务中所占比重较大，这两项业务的盈利能力都比较差。它还承销了大量车辆碰撞保险，这部分业务 1950 年的盈利能力较强。

1951 年上半年，几乎所有保险公司的财产保险业务都出现了亏损，其中人身伤害保险和财产损失保险是最不赚钱的。GEICO 保险的利润率降到了 9%多一点，但马萨诸塞州的保证保险公司亏损 16%，新阿姆斯特丹财险公司亏损 8%，标准意外保险公司亏损 9%。

GEICO 保险处于快速发展阶段，现金分红很低是正常现象。由于派股和 1 拆 25 拆股，流通股从 1948 年 6 月 1 日的 3000 股增长到 1951 年 11 月 10 日的 25 万股。它还发放了配股权，可用于认购附属公司的股份。

1948 年，本杰明·格雷厄姆管理的投资信托购买了这家公司大量的股份，并将它的大量股票分配给信托的投资者，格雷厄姆是该公司的董事会主席。利奥·古德温(Leo Goodwin)是 GEICO 保险的创办者，他带领公司高速发展，目前担任公司总裁。1950 年年末，董事会中有 10 名董事，**他们合计持有该公司流通股的三分之一左右。**

1949 年，该公司每股盈利是 4.71 美元。1950 年，业务规模缩减，该公司的每股盈利是 3.92 美元。除了上述盈利之外，这两年该公司都**积累了大量未到期保费储备**。1951 年的盈利应该比 1950 年低，但是今年夏天经历了一轮保费上调，这应该会在 1952 年的盈利中体现出来。从 1947 年到 1950 年，随着公司资产增长，它的投资收益翻了两番。

目前，该公司的股价是 1950 年盈利的 8 倍，1950 年还是行业不景气的一年。**这个价格没体现出该公司蕴含的巨大成长潜力。**

我最看好的股票：西部保险 1953

1953 年 3 月

《商业与金融纪事报》"我最看好的股票"专栏每周刊发系列文章，邀请全国各地的投资专家推荐并分析他们看好的一只股票，这是巴菲特 1953 年关于西部保险公司的投稿。

The Security I Like Best

A continuous forum in which, each week, a different group of experts in the investment and advisory field from all sections of the country participate and give their reasons for favoring a particular security


(The articles contained in this forum are not intended to be, nor are they to be regarded, as an offer to sell the securities discussed.)

WARREN E. BUFFETT
Buffett-Falk & Co., Omaha, Nebr.

**Western Insurance Securities
Common Stock**

Again my favorite security is the equity stock of a young, rapidly growing and ably managed insurance company. Although Government Employees Insurance Co., my selection of 15 months ago, has had a price rise of more than 100%, it still appears very attractive as a vehicle for long-term capital growth.

Rarely is an investor offered the opportunity to participate in the growth of two excellently managed and expanding insurance companies on the grossly undervalued basis which appears possible in the case of the Western Insurance Securities Company. The two operating subsidiaries, Western Casualty & Surety and Western Fire, wrote a premium volume of \$26,009,929 in 1952 on consolidated



Warren E. Buffett

licensed in 38 states, their impressive growth record, both absolutely and relative to the industry, is summarized in Table I below.

Western Insurance Securities owns 92% of Western Casualty and Surety, which in turn owns 99.95% of Western Fire Insurance. Other assets of Western Insurance Securities are minor, consisting of approximately \$180,000 in net quick assets. The capitalization consists of 7,000 shares of \$100 par 6% preferred, callable at \$125; 35,000 shares of Class A preferred, callable at \$60, which is entitled to a \$2.50 regular dividend and participates further up to a maximum total of \$4 per share; and 50,000 shares of common stock. The arrears on the Class A presently amount to \$36.75.

The management headed by Ray DuBoc is of the highest grade. Mr. DuBoc has ably steered the company since its inception in 1924 and has a reputation in the insurance industry of being a man of outstanding integrity and ability. The second tier of executives is also of top caliber. During the formative years of the company, senior charges were out of line with the earning power of the enterprise. The reader can clearly perceive why the same senior charges that caused such great difficulty when premium volume

我这次推荐的股票也是一家保险公司，它也是一家年轻的公司，而且发展速度快、管理有方。15 个月前，我推荐了 GEICO 保险，现在股价已经涨了一倍多，从长期资本增值角度考虑，它还是不太贵。

投资西部保险证券公司，投资者相当于同时投资了两家整体低估而且管理优秀、发展迅速的保险公司。这种投资机会是很少见的。西部保险证券有两个子公司，一个是西部财险和担保公司，另一个是西部火灾保险公司。1952 年，它们的合并认可资产是 29,590,142 美元，保费规模是 26,009,929 美元。目前，这两家子公司在 38 个州获得了牌照。下表中显示了它们出色的增长速度以及与行业平均水平的比较情况。

西部保险证券公司持有西部财险和担保公司 92% 的股份，西部财险和担保公司持有西部火灾保险公司 99.95% 的股份。西部保险证券公司的其他资产很少，按净流动资产计算大概只有 18 万美元。该公司的资本结构是 7000 股面值为 100 美元，利率为 6% 的优先股，可以以 125 美元赎回；35000 股 A 类优先股，可以以 60 美元赎回，

每股可定期获得 2.5 美元的股息，最多可获得 4 美元股息；还有 50000 股普通股。A 类优先股目前合计拖欠股息 36.75 美元。

在雷·杜波克(Ray DuBoc)的领导下，公司拥有一流的管理层。从公司 1924 年创立以来，杜波克先生一直是公司的掌舵人，他在保险行业声誉卓著，为人正直而且能力出众。公司的中层管理人员同样是一流的。在公司成立初期，债券和优先股的成本远高于公司的盈利能力。保费规模在 300 万美元时，债券和优先股的成本对公司是沉重的负担，但当公司的保费规模超过 2600 万美元时，这部分成本显然就不是问题了。

1952 年是汽车保险业务非常低迷的一年，该公司的盈利是 1,367,063 美元，可以覆盖 129,500 美元的债券和优先股成本的 10 倍多，扣除这部分费用后，普通股每股盈利仍然有 24.74 美元。显然，普通股的好日子总算来了，但投资者们还没发现，它的股价只有每股盈利的一倍多，还不到 1952 年 86.26 美元的每股净资产的五折。表二列出了战后的盈利数字，从中可以看出随着盈利基数的增长，普通股显著受益。在计算净资产时，按未到期保费储备中净资产占 25% 计算，并且考虑到了优先股的赎回价格以及拖欠的股息。

西部保险证券的保费规模增长处于行业领先地位，读者可能会担心它是否放松了标准。绝对没有。在过去十年里，西部保险证券的各项经营数据明显优于综合保险公司的平均水平。表三中列出了贝氏评级通过逐一对比得出的统计数据，其中选取赔付率和费用率将西部保险证券的两个子公司与所有火灾和财险公司进行了对比。

细心的读者可能还担心西部保险证券是否集中于利润特别高的保险业务。事实恰恰相反。虽说西部保险证券是一家综合保险公司，但是它主要做的是汽车保险业务，保费的 60% 来自汽车保险。战后汽车保险业务整体来说并不景气，过去三年里更是低迷，所以说表格中的对比还没充分显示出西部保险证券公司的比较优势，它实际上更加优秀。该公司总是保持充足的未决赔款准备金。从战后的记录来看，该公司每年年末的赔款准备金都比实际需要的金额高。保险监管机构对该公司进行的三年期检查得出了同样的结论。

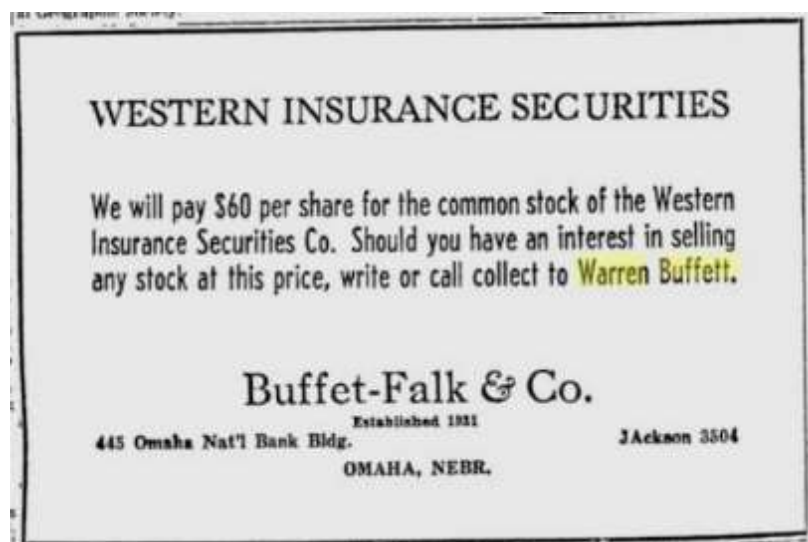
再看投资情况，投资资产和投资收益与保费规模同步增长。综合净资产从 1940 年的 5,154,367 美元增加到现在的 29,590,142 美元。西部保险证券公司采取极为保守的投资策略，它依靠保费规模的增长来增加投资收益。1952 年年末，在 21,889,243 美元的投资组合中，国债以及分散投资的高评级市政债合计 20,141,246 美元，占 92%，股票投资仅有 1,747,997 美元，占 8%。1952 年的净投资收益是 474,472 美元，在扣除少数股东权益以及债券和优先股成本后，折合每股 6.14 美元。

在过去几年里，财产保险行业在汽车保险业务上遭受了巨大损失。1952 年末，这个趋势出现了强力反转。1951 年和 1952 年，保费大幅上调，今后续保时保费将大幅度提高，这对保险公司的业绩有极大的提升作用。预计 1953 年和 1954 年财产保险行业应当能取得良好盈利。

过去几年保险业不景气，西部保险证券公司都很赚钱，随着保费规模增加、投资资产增加以及保费上调，它的盈利能力将更上一层楼。保守估计，1954 年，公司满期保费规模将达到 3000 万美元。这个保费规模的正常盈利能力应该是平均每股 30 美元，其中包括投资收益在扣除所有债券和优先股成本后贡献的大约每股 8.40 美元。

坚守西部保险证券普通股的投资者有理由相信，随着公司的所有者权益显著增厚，普通股股东会得到实质的回报。我们要知道，在过去 12 年里，两家子公司将保费规模提升了 5.5 倍左右。相应地，公司需要将留存收益提升 3.5 倍，所以没能力派发股息。最近西部财险和担保公司提升了股息，今后应该能更及时地发放优先股的股息。如果公司能继续保持过去的高速增长，盈利能力将大幅增加，我认为很难保持过去那么快的增长速度。如果公司的保费规模增长放缓，公司有可能大幅提升派息。

西部保险证券公司所在的行业很稳定，它过去的成长能力和盈利能力都很突出，它现在的股价是 40 美元，投资这只股票有巨大的资本升值潜力。该股票在场外市场交易。



巴菲特收购股票的报纸广告

我最看好的股票：油气资产管理公司 1957

1957 年 1 月

《商业与金融纪事报》"我最看好的股票"专栏每周刊发系列文章，邀请全国各地的投资专家推荐并分析他们看好的一只股票，这是巴菲特 1957 年关于油气资产管理公司的投稿。

The Security I Like Best

A continuous forum in which, each week, a different group of experts in the investment and advisory field from all sections of the country participate and give their reasons for favoring a particular security.

(The articles contained in this forum are not intended to be, nor are they to be regarded, as an offer to sell the securities discussed.)

WARREN E. BUFFETT
Manager, Several Private Investment Groups, Omaha, Neb.
Oil and Gas Property Management, Inc.

A more fitting title for my selection would be "The Inflation Hedge I Like Best." Should inflation continue O & G may well be the vehicle to give the investor the same super-charged performance that highly leveraged investment trusts and warrants did in the early 40's.

O & G was organized in 1953 by interests affiliated with the Empire Trust to buy and manage producing oil and gas properties. The management is of the highest caliber and the Empire's reputation and experience in oil matters has undoubtedly been of considerable value. Purchases have been made subject to substantial oil movements with a large portion of income in early years used to extinguish these payments. This method might be compared to real estate purchased subject to large mortgages with rental income, exclusive of that portion needed for operating expenses, utilized for mortgage reduction. This is considerably when applied to oil by allowing all payments as a direct exclusion from income. Accounting-wise, the result is to show a very small gross income while the equity is being built up substantially. Accordingly, the financial services do not show accurately the operating picture of O & G and the interested reader should study the annual reports of the company.

The equity money for O & G was originally raised by the sale of \$10 million income debentures with 200,000 shares of stock attached. This issue was exceptionally well placed in large blocks with Wall Street houses, investment trusts, etc. The underwriting fee on the sale amounted to about 1/4 of 1%. An additional 80,000 shares of common were sold to the promoting group with the Empire Trust reputedly owning over 50,000 shares in a subsidiary. Large issues of warrants and options are conspicuous by their absence.

The equity money of O & G was invested by the end of 1954. Thus the company has acquired its properties on a somewhat more reasonable basis than might be expected at current higher prices for oil in the ground.

The table below shows the substantial reserves of the company and illustrates the dynamic possibilities of the small issue of common stock even should no increase in oil and gas prices occur. Figures are based on the 1955 annual report and we understand



Warren E. Buffett

油气资产管理公司(O&G, Oil and Gas Property Management,Inc.)

我选择的一个更合适的标题是"我最喜欢的通货膨胀对冲"。如果通货膨胀持续高涨，O&G 很可能成为一种投资工具，为投资者带来与 1940 年代初高杠杆化的信托投资和权证一样的超强表现。

O&G 由 EmpireTrust 公司的附属集团于 1953 年成立，旨在购买和管理油气相关资产。O&G 的管理水平是最高的，Empire 在石油业务方面的声誉和经验无疑具有相当大的价值。收购石油资产需要用大笔石油销售款支付，早年收入的很大一部分用于支付这些款项。这种收购方法类似于使用抵押贷款来支持购买大额房产，租金收入除去运营开支所需的部分，都用于偿付抵押贷款。税法允许将所有付款作为成本直接从收入中扣除，从而极大地促进了这种方法在石油领域的应用。从会计角度看，其结果是，在资产净值大幅增长的同时，总收益却非常少。因此，财务报表并不能准确显示 O&G 公司的经营状况，有兴趣的读者应该研究公司的年度报告。

O&G 公司的资本金最初是通过出售附带 30 万股股票的 1000 万收益债券筹集的。这次发行在华尔街的房地产投资信托基金等机构的大宗交易中表现出色。发行的承销费约为 0.25%。另外还有 8 万股普通股出售给了承销集团，据说 EmpireTrust 在一家子公司拥有 5 万多股。认股权证和期权的大额发行明显缺失管理。

O&G 公司的资本金已于 1954 年底投入。因此，与目前较高的地下石油价格相比，该公司以更合理的方式收购了其石油财产。下表显示了公司的可观储量，并说明了即使石油和天然气价格不上涨，少量普通股发行的动态可能性。这些数字是基于 1955 年的年度报告，据我们了解，自那时以来几乎没有变化。

项目	总收入	支付债券股票的收入	归属股东价值估计值
石油及设备	38,017,000 bbl	26,600,000 bbl	23,150,000 \$2.75/bbl
天然气	500,957,000 MCF	109,800,000 MCF	17,982,000 \$0.09/MCF

英制计量单位：石油 bbl 桶，天然气 MCF 立方英尺

支付股票和债券的净收入，反映了总收入中用来清偿石油收购款和贷款的金额。债券是收益债券(income bonds)，预计在大部分石油收购款清偿之前不会支付利息，但利息将累计。因此，可能需要大约 1500 万美元来偿还债券及其利息。当然，经营费用必须从表中最后一栏的总价值中扣除，在石油设备占石油储量一半的情况下，运营费用将超过平均水平。在扣除 3500 万美元的运营费用和可能的税费后，仍有可能产生 4000 万美元的普通股价值。未来的收购可能会使这一数字进一步增加。

而 38 万股普通股的总市值仅为约 500 万美元，这使得计算结果令人着迷。石油价格每桶上涨 15 美分或天然气价格每 MCF 上涨 1 美分，就相当于普通股的全部市值。如果石油价格在未来几年内每桶上涨 50 美分，其价值收益几乎相当于当前普通股总市值的 400%。

1955 年底，公司在 38 万股普通股分红之前，需要支付约 4900 万美元的石油付款和约 1700 万美元的贷款和债券。然而，3300 多万美元的付款投资于一项资产，必须指出的是，该付款只是特定资产的支付义务，而不是公司的义务。其余付款不到 1600 万美元，仅 1955 年就减少了 400 万美元。目前，这些付款的平均支付期可能不到三年。

将 O&G 与其更知名的同类公司 ProducingProperties,Inc.进行比较是非常有趣的。尽管该公司直到 1955 年初才开始运营，但也是以大约 1000 万资本金起家的。最近，PP 公司的日产量约为 2200 桶，而 O&G 公司的日产量超过 7000 桶，其净储量也不到 O&G 公司的 1/3。另一方面，他们只投资了大约 50%的资本金，这并不意味着他们的投资工作做得较差，只是他们起步较晚而已。然而，PP 公司普通股的市值约为 1400 万美元，我们认为

其价值和潜力低于以 500 万美元市值的 O&G 公司。如果 O&G 的估值与之相同，则意味着每股价格将超过 35 美元。

O&G 公司还拥有也门开发公司 50% 股份，该公司在也门 4 万平方英里特许经营权的土地上拥有 2/3 权益，其中包括一大片含油盆地。尽管苏伊士动乱无疑会推迟对该地区的勘探，但地质报告是有利的。O&G 公司最大的资产卷入了天然气价格诉讼案，从而抵消了这一潜在的利好因素。O&G 的立场一直未得到 FPC 的支持：然而此事现已提交法院审理。

O&G 普通股在场外交易市场上的价格约为 14 美元。如果通胀持续并且目前的石油价格得以维持，该股的表现应该会很好。在扣除 6500 万美元的债务后，这些石油和天然气总估计价值为 1.5 亿美元的情况下(5 亿方天然气价值 0.5 亿+0.38 亿桶石油价值 1 亿)，500 万美元的普通股市值似乎提供了比损失更高的盈利机会。对 O&G 的小额投资，应该能够达到对无杠杆化的石油控股企业数倍投资所能达到的回报效果，而投资者所面临的最大损失概率则要小得多。



1952 年巴菲特完成卡内基课程认证

该课程包括高效演讲，领导力训练，赢得朋友和影响他人的艺术，它锻炼了巴菲特的沟通能力。

巴菲特：我们会做出种种疯狂的事情来跳出舒适区，所以我们会站在桌子上做各种事情。如果我没有完成该课程，我的人生会完全不同。所以在我的办公室看不到本科和硕士学位证书，但会看到我在卡内基课程中获得的小小证书。

我最看好的股票：人寿保险 1957

1957 年 12 月

《商业与金融纪事报》"我最看好的股票"专栏每周刊发系列文章，邀请全国各地的投资专家推荐并分析他们看好的一只股票，这是巴菲特 1957 年关于 Home Protective 公司的投稿。

The Security I Like Best

A continuous forum in which, each week, a different group of experts in the investment and advisory field from all sections of the country participate and give their reasons for favoring a particular security.

(The articles contained in this forum are not intended to be, nor are they to be regarded, as an offer to sell the securities discussed.)

WARREN E. BUFFETT
Manager—Several Private Investment Groups
Omaha, Nebr.

HOME PROTECTIVE CO.
(A Life Insurance Stock)

Home Protective Co. probably represents the last "undiscovered" equity security of a major life insurance company. This lack of investor awareness causes the security to sell at less than half of the lowest price-earnings ratio placed on comparable companies. Home Protective is currently selling at less than four times earnings. Any education of investors to the facts concerning the company should result in a substantially higher appraisal.

Home Protective has only 61,463 shares of stock outstanding. The company owns 98½% of the outstanding stock of the Home Life Insurance Co. of America, a leading Pennsylvania insurer with

a \$5.50 per share change in earning power. While it takes considerable time to be fully effective, we have witnessed such a change within the past year and it has not yet been reflected in Home's earnings.

The company possesses an additional "kicker" in large holdings of contiguous undeveloped land on the Main Line in Philadelphia. Given proper zoning such holdings can have substantially greater value, particularly when related to only 61,463 shares outstanding.

Adjusting for changes in insurance in force at conservative rates, the following earnings are indicated for the past six years:

Year	Adjusted Earnings per Share
1951	\$9.92
1952	12.12
1953	12.65
1954	15.08
1955	18.42
1956	22.42

A continuation of such increases which appears likely added to greater investor recognition should provide substantial capital gains to today's buyer at the 85 level in the Over-the-Counter market.



Warren E. Buffett

HOME PROTECTIVE CO.(一家人寿保险股票)

Home Protective 公司很可能是大型人寿保险公司最后一只"未被发现"的股票代表。这种投资人意识的缺乏导致该股票的售价低于同类公司最低市盈率的一半。Home Protective 公司目前的市盈率还不到 4 倍。投资者对公司事实的任何教育都应该得到更高的评价。

HomeProtective 只有 61463 股流通股。该公司拥有 Home Life Insurance Co. of America 公司 98.5%的流通股，该公司是宾夕法尼亚州领先的保险公司，拥有超过 40 万名投保人。在考虑到公司间项目后，Home Protective 几乎没有其他资产和负债。从实际情况来看，其他人只持有 Home Life 保险公司 1.5%的股份。从股东的角度来看，Home Protective 公司就是 Home Life 保险公司。

尽管几年前该公司的财务状况非常不稳定，但在配置新基金的投资中严格遵守最高标准，再加上对高估值资产提取巨额准备，使 HomeProtective 的财务状况非常强劲。1946 年，政府担保抵押贷款仅占资产的 13%左右，但它们现在占资产的 50%以上，大大高于行业平均水平。在同一时期，资产的平均收益率从 2.04%提高到 3.60%。基于每股 1100 美元的现有资产，这一收益每年超过 16 美元。

HomeProtective 的业务完全是非参与性的。股东无需猜测什么属于他，什么真正属于投保人。目前，Home 有近 3 亿美元的有效保单，几乎没有低利润的保险业务。业务几乎完全是普通和工业业务，后者的利润与前者一样高。该公司的期满结束率一直很低，这表明他们的业务经验和死亡经验非常出色。

该公司一直在按照实际价值减记资产，派息一直偏低。在资本基础随着业务规模增加而扩大的情况下，50%的派息率可能会持续几年。然而，盈利能力一直在稳步上升，伴随着持续的高回报、低保单流失率和有利的死亡率，更大的业务基础应该会带来盈利的进一步增长。

HomeProtective 每股资产为 1100 美元。费率变化 0.5%或 1%意味着每股盈利能力的变化为 5.50 美元。虽然这需要相当长的时间才能发挥作用，但在过去一年中我们目睹了这种变化，但它尚未反映在公司的收益中。

该公司在费城主干线上还拥有大量未开发的土地。如果土地划分得当，这些权益可能会带来更大的价值，尤其是仅有 61463 股流通股。

按保守费率对现行保单的价格变化进行调整。以下是过去六年的调整收益：

年份	每股调整收益
1951	9.92
1952	12.12
1953	12.25
1954	15.08
1955	18.42
1956	22.62

这种持续的增长似乎增加了投资者的认可度，这应该会为今天在场外市场以 85%价格水平购买的的买家提供可观的资本收益。

BUFFETT PARTNERSHIP Ltd.

810 Kiewit Plaza Omaha, NE 68131

1956-1970

巴菲特合伙公司时代

巴菲特合伙契约 1956

1956 年 5 月 1 日

签署人兹保证，即日起建立有限合伙关系，具体如下：

- 1: 合伙公司名称为: BUFFETT ASSOCIATES,LTD。
- 2: 本合伙公司的业务是为合伙人账户买卖股票、债券、其他证券、商品以及从事其他投资活动。
- 3: 主要营业地点是内布拉斯加州道格拉斯县奥马哈。
- 4: 普通合伙人 GP 是: Warren E.Buffett
有限合伙人 LP 是: Charles E.Peterson,Jr. Elisabeth B.Peterson. Doris B.Wood. TrumanS.Wood. DanielJ.Monen,Jr.
William H.Thompson. Alice R.Buffett. 以下统称为有限合伙人。
- 5: 本合伙公司存续时间为 1956 年 5 月 1 日至 1976 年 4 月 30 日，除非按照合伙人协议或内布拉斯加州法律规定提前终止。
- 6: 每位有限合伙人投入的资金数额如下：

有限合伙人	投入资金金额	净利润分成比例	家庭关系
Charles E.Peterson,Jr.	5000	1/42	沃顿商学院室友: 查克·彼得森
Elisabeth B.Peterson	25,000	5/42	彼得森母亲: 伊丽莎白·彼得森
William H.Thompson	25,000	5/42	岳父: 威廉·汤普森
Alice R.Buffett	35,000	7/42	姑姑: 爱丽丝·巴菲特
Doris B.Wood	5,000	1/42	姐姐: 朵莉丝·伍德
Truman S.Wood	5,000	1/42	姐夫: 杜鲁门·伍德
Daniel J.Monen,Jr.	5,000	1/42	发小: 丹尼尔·莫奈/律师

- 7: 有限合伙人并未就追加投资达成协议。
- 8: 除合伙公司终止时间已到或有限合伙人退出以外，关于返还有限合伙人投入资金的时间并未达成协议。
- 9: 每位有限合伙人按其投入的资金数量分享利润或其他收益，具体分配方法如下：
合伙公司按照每年 12 月 31 日有限合伙人资金账户余额，**支付 4% 的利息**，有限合伙人资金账户余额以合伙公司根据当年业务提交的美国联邦所得税税单上显示的金额为准，**上述利息记为合伙公司的费用**。
截止到 1956 年 12 月 31 日的利息支付方式为向每位有限合伙人按照其初始投资资金支付 2% 的利息，不再另行支付利息。此利息支出记为当期合伙公司费用。
此外，每位有限合伙人均应分享合伙公司的综合净利润，即合伙公司从成立之日起到任意时间为止所获得的净利润，分成比例如下：
Charles E.Peterson,Jr.: 1/42; Elisabeth B.Peterson: 5/42; William H.Thompson: 5/42; Alice R.Buffett: 7/42; Doris B.Wood: 1/42; Truman S.Wood: 1/42; Daniel J.Monen,Jr.: 1/42;
- 10: 有限合伙人无权将投资资格受让给他人。
- 11: 有限合伙人无权准许增加其他有限合伙人。
- 12: 有限合伙人之间不存在优先级。
- 13: 若普通合伙人身故、退休或精神失常，其余合伙人无权继续经营合伙公司。
- 14: 除获得投资回报外，有限合伙人无权要求并获得其他资产。

签署日期: 1956 年 5 月 1 日

签署人: (签名)

备注:

巴菲特以纽曼-格雷厄姆模式为基础成立合伙公司，但他无法忍受合伙人因股票下跌带来的批评，所以邀请家人和信任他的朋友加入可以获得长久期的资金。沃伦出卖的是主意而不是资本，象征性只投入 100 美元。收费公式: 4% 以上收益，沃伦占 50%。同时他同意承担任何损失的 25%。由于是家庭成员和至信朋友，一旦投资出错，他们不会撤资，但他实际上是提供了无限连带责任。

巴菲特致合伙人的信 1957

年初规模 303,726 美元

1957 年证券市场的综合分析

在去年写给合伙人的信中，我写道：

我认为股市整体价格高于内在价值，主要是**蓝筹股估值过高**。如果确实如此，所有股票都存在大幅下跌的风险，无论是否低估。无论如何，我认为，五年之后回过头来看，人们不太可能觉得现在的价格很便宜。就算大规模熊市出现，我们的套利类(Workouts)部分投资的市场价值也不会受到影响。如果整个市场回归低估状态，我们可能会把所有资金都投入到低估类(General issues)中，**甚至不排除使用财务杠杆**。反之，假如市场继续大幅走高，我们的策略是将低估类不断获利了结，并增加套利类投资组合的比重。

上面几句话是关于市场分析的，但是我首要考虑的不是市场分析。无论什么时候，我都把主要精力放在寻找严重低估的股票上。

去年，股市出现了温和下跌，我要强调的是“温和”二字。我们听新闻或与刚进入股市的人聊天时，会产生股市跌了很多的感觉。实际上，在我看来，与当前经济情况下公司盈利能力下跌的幅度相比，股价的下跌幅度太小了。公众仍然对蓝筹股和宏观经济强烈看多。我无意预测经济或股市。我只是想告诉你们，不要产生这样的错觉，以为股市已经出现了大幅下跌，不要以为整体市场目前处于较低水平。从长期投资价值出发，我仍然认为当前股市整体高估。(1957 年 10 月 4 日，苏联发射了人类历史上的第一颗人造地球卫星。三周股市下跌了 10%。)

1957 年投资回顾

随着股市下跌，投资低估股票的机会越来越多。与去年相比，总体上我们的投资组合中低估类所占比重高于套利类。下面我解释一下什么是“套利类”。套利类投资与低估类投资不同，它的获利途径不是来自一般意义上的股价上涨，而是取决于公司的某些活动。**套利投资机会出现在出售、并购、清算、要约收购等公司活动中**。在每一笔套利投资中，风险不是经济形势会恶化，也不是股市下跌，而是可能出现意外事件，打乱原有计划，公司不按原计划行事。1956 年末，我们持有的低估类和套利类仓位比重为 70：30，现在是 85：15。

去年，我们买了两只股票，我们在这两只股票上的持股数量已经达到可以影响公司决策的规模。其中一只股票在一些合伙人账户中占比为 10-20%之间，另一只占比约 5%。这两只股票都**大概需要 3-5 年时间实现利润**，但

是现在看来，它们都风险极低，而且可以实现很高的年化收益率。虽然它们不属于套利类，但这两只股票受大盘影响非常小(交易冷清)。当然了，如果大盘大幅上涨，预计这部分投资会落后于市场涨幅。

1957 年业绩

1957 年，我们在 1956 年成立的三个合伙人账户大幅跑赢大市。1957 年年初，道指为 499 点，年末为 435 点，下降 64 点。买入指数可以获得 22 点的分红，亏损可以降低到 42 点，也就是全年亏损 8.47%。投资大多数基金获得的差不多就是这个收益，据我所知，今年投资股票的基金没有一个取得正收益的。

1956 年成立的三个合伙人账户均取得正收益，按照 1956 年净值计算，收益率分别为 6.2%、7.8%和 25%。你肯定会注意到，前两个合伙人账户的投资者一定也存在这样的疑问，最后一个合伙人账户的收益率为什么高出这么多。**这个业绩差异表明，短期内运气很重要，特别是何时投入资金。**第三个合伙人账户是 1956 年最晚成立的，当时市场更低，有几只股票特别便宜。我用当时收到的这批资金大笔买入了这几只股票。由于先前成立的两个合伙人账户中的资金已经大量用于投资，所以这两个账户只能以较小的仓位买入这几只便宜的股票。

所有合伙人账户基本上都投资同样的股票，持股比例都相差不多。在成立初期，资金投入时间不同，股市所处点位不同，所以我们刚开始时业绩会有较大差别，将来差别会缩小。**我的目标是能够长期取得每年领先指数 10%的收益率**，按照这个标准，这三个合伙人账户 1957 年的业绩都很好，甚至可以说是相当好了。1957 年年中，我新建立了两个合伙人账户，在 1957 年下半年里，这两个账户的业绩与指数差不多，在此期间下跌了大约 12%。现在这两个账户的投资组合将逐渐与 1956 年合伙人账户投资组合同步，将来所有合伙人账户的收益率差距会缩小。

业绩解读

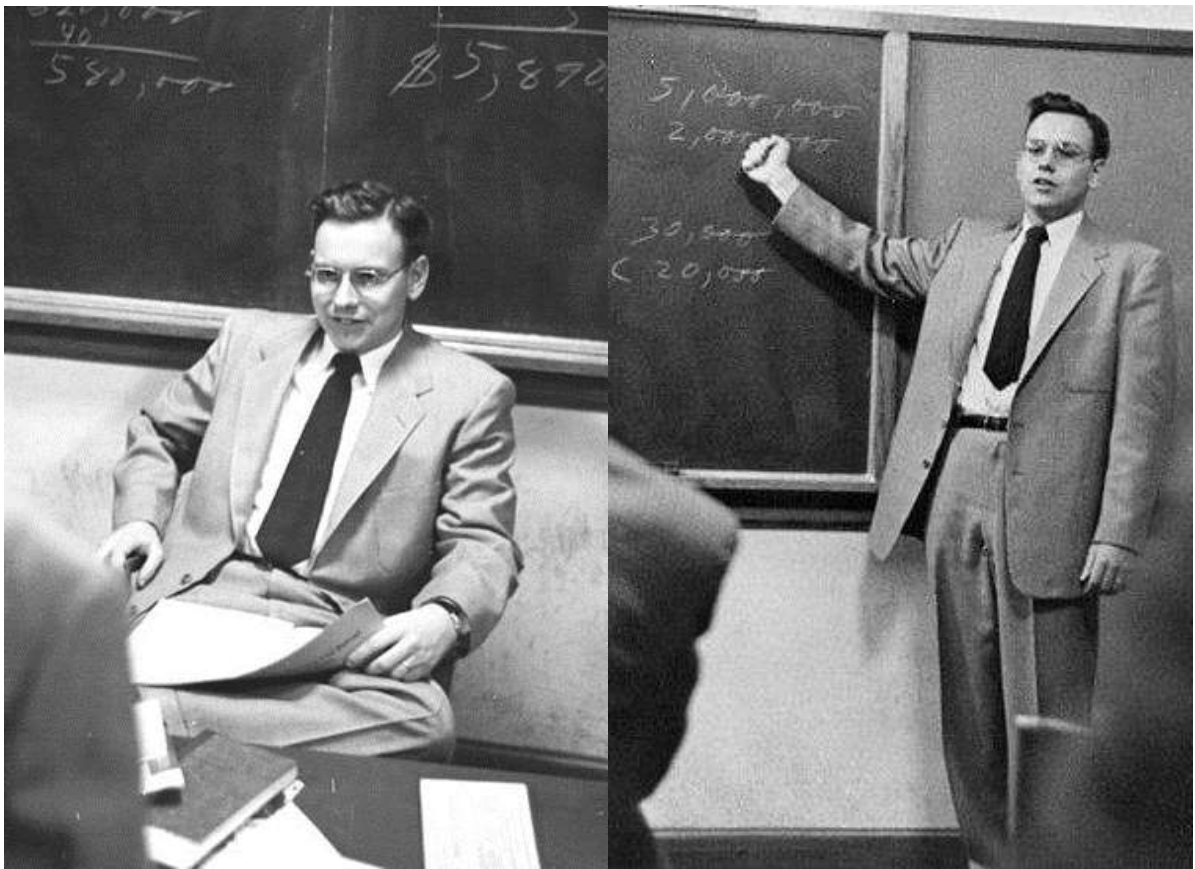
1957 年，我们的业绩高于一般水平，一部分原因是今年大多数股票表现普遍较差。与一般水平相比，我们在熊市里会比牛市里做得更好。我们今年的业绩不错，但在这样的年份中，我们的表现本来就应该比指数更好。**当股市整体大幅上涨时，只要能跟上指数涨幅，我就非常满意了。**

我可以肯定地说，与 1956 年末相比，1957 年末我们的投资组合价值更高了。原因有两方面，一是股价整体更低了，二是我们有更多时间来收集严重低估的股票，收集这种股票就需要耐心。我前面提到了，我们最大的这一只股票占一些合伙人账户仓位的 10%-20%(联邦信托 Commonwealth Trust)。我计划将这只股票配置为所有合

伙人账户仓位的 20%，但是这不可能一步到位。毫无疑问，无论是买哪只股票，我们最希望看到的都是这只股票原地不动或下跌，而不是上涨。正因为如此，无论什么时候，我们的投资组合中都有相当大的一部分是处于沉寂阶段。这个投资策略需要耐心，但会给我们带来最高的长期收益。

在这封信中，我尽量讲到所有你可能关心的话题，尽量在不深入讨论具体投资细节的情况，讲解我们的理念。如果有关于我们投资活动的任何问题，请告诉我。

沃伦·巴菲特



1951 年巴菲特在奥马哈大学教授投资课程

每学期前 4 周的周二和周四晚上 7:00-9:00，共 8 堂课(材料费 10 美元)

讲授证券市场和交易，证券类型、投资理念和方法、信息来源和共同基金等证券知识

巴菲特致合伙人的信 1958

1959 年 2 月 11 日

1958 年股市的整体情况

我有位朋友(施洛斯)，他管理一只中等规模的投资信托基金，最近他写了这样一句话：阴晴不定，这是美国人典型的性格特征。1958 年，他们的情绪变化很大，要用一个词来形容 1958 年他们在股市上的情绪，这个词就是"兴高采烈"。

这句话很好地总结出了 1958 年股市的主要情绪变化，无论业余投资者，还是专业投资者，都这样。在过去一年里，人们找各种理由来证明"投资"股市的正确。和前些年相比，现在股市里性格阴晴不定的人更多了，只要他们觉得能轻松赚大钱，就一直不会离开。还有更多这样的人在不断涌入股市，把股价炒得越来越高，这个现象什么时候才能休止，不得而知。有一点我是确定的，股市里这样的人越多，持续时间越长，将来的后果越严重。

我不想预测股市，我的精力都放在了寻找低估的股票上。但是，所有人都以为买股票肯定能赚钱，最后一定不会有好结果。到时候，就连低估的股票也难免受到牵连，虽然它们的内在价值不会减少，但股价会大跌。

1958 年的业绩

我在去年的信中写道：

"与一般水平相比，我们在熊市里会比牛市里做得更好。我们今年的业绩不错，但在这样的年份中，我们的表现本来就应该比指数更好。当股市整体大幅上涨时，只要能跟上指数涨幅，我就非常满意了。"

1958 年就属于最后一句话说的情况，我说中了。道指从 435 点上升到 583 点，算上 20 点的股息，道指整体上涨 38.5%。过去一年，我管理的五个合伙人账户获得的平均收益率是略高于 38.5%。按照年末净值计算，各个合伙人账户的收益率在 36.7%到 46.2%之间。在我们的投资组合里，有很大一部分股票并没从快速上涨的行情中受益，考虑到这个情况，我认为我们的业绩很不错了。我始终相信，在下跌或平盘的行情中，我们的业绩会跑赢指数，在上涨的行情中，我们能跟上指数涨幅就很好了。

典型案例

我觉得以我们在 1958 年所做的一项投资为例进行分析，可以让大家更好地了解我们的投资方法。去年，我提到了我们的第一重仓股，它占各个合伙人账户 10-20%的仓位。我说我希望这只股票最好下跌或者平盘，这样我们

才能买到更多的货，继续增加仓位。因此，在牛市里，这个股票可能会拖累我们的相对收益。

这只股票是新泽西州联合城的联邦信托公司(Commonwealth Trust Co.)。在我们开始买入这只股票时，保守估算，它的内在价值是每股 125 美元。虽然这家公司每年有 10 美元左右的盈利，但它出于正当理由，并不发放现金股息，可能主要就是因为不分红，它才会有 50 美元左右这么低的股价。于是，我们就有了这个投资机会：一家管理优良的银行，盈利能力强，按内在价值计算折价高。管理层对我们的到来表示欢迎，这笔投资最终亏损的风险非常小。

联邦信托的第一大股东是另一家规模更大的银行，持股比例是 25.5%(联邦信托总资产为 5000 万美元，规模大约是奥马哈第一国民银行[First National]的一半)。多年来，第一大股东一直希望能并购联邦信托。某些个人原因阻碍了并购，但是有迹象表明这种状况不会无限期持续下去。综合起来看，摆在我们面前的这家公司情况是这样的：

- 1， 防守属性极高；
- 2， 价值明确可靠，而且能持续以令人满意的速度创造价值；
- 3， 有迹象表明，公司的价值最终会释放出来，这个时间可能是一年，也可能是十年。假如是十年，公司在此期间会积累非常高的价值，到时它可能值每股 250 美元。

我们用了一年左右时间，买到了这家银行 12%的股份，买入平均成本大约是每股 51 美元。不难看出，这只股票股价沉闷对我们绝对是好事。这家公司的股票，我们持有的越多，价值越高，特别是我们成为第二大股东后，我们就有了充足的投票权，在任何并购提议上，我们的意见都有举足轻重的作用。

联邦信托只有 300 多个股东，平均每月只有两笔交易。这样你就明白了，为什么我说我们持有的一些股票受大盘行情的影响很小。

很可惜，我们在买入过程中确实遭遇了竞争对手，股价涨到了 65 美元，在这个价格，我们既没买，也没卖。对于不活跃的股票，很小的买单就能导致价格发生这么大的变化，所以说一定不能“泄漏”我们的投资组合持股。

去年年末，我找到了一个特殊情形的投资机会：可以以很便宜的价格成为最大股东(最大股东桑伯恩地图已故总裁遗孀想要出售其持有的 1.5 万股股份)。于是，我卖出了我们持有的联邦信托股票，卖出价是每股 80 美元，当时市场报价比这个价格低 20%。

我们完全可以继续持有 50 美元买入的联邦信托，继续耐心地零星买入。我很愿意这么做，不过要是这样做的话，我们去年的业绩就跟不上市场了。买联邦信托这样的股票，我们在哪一年能获利，有很大的偶然因素，很难说。我们在一个年度里的盈亏完全不足以衡量我们的长期业绩。虽然如此，我相信投资低估的、能得到良好保护的股票，是取得长期收益最可靠的途径。

顺便说一句，80 美元买入联邦信托的，长期来看，收益会相当不错。可是，135 美元的内在价值，80 美元价格的低估，与 125 美元的内在价值，50 美元价格的低估，比起来差距还是很大的。我认为，我把资金换到另一只股票上，在这只股票上，我们的资金可以创造更多收益。这只新股票体量比联邦信托大一些，占各个合伙人账户资产的 25% 左右。虽说与我们现在持有的许多(或一些)其他股票相比，这只新股票的折价没它们高，但是我们是这只新股票的最大股东，**这个大股东的地位给了我们巨大优势，我们可以施加更多影响，控制估值修复所需的时间**。就这只股票而言，在我们持有期间，我们几乎可以保证它的表现会优于道指。

当前的情况

股市越高，低估的股票越少。我现在发现找到足够多的便宜的股票，有些不容易了。我想提升套利类的占比，但很难找到条件合适的套利品种。如果可能的话，**我想大量买入几只低估的股票，自己创造套利机会(控股)**。按照这样的策略，我们应该能做到我之前所预测的——在熊市中跑赢指数。我希望合伙人按照这个标准评价我的表现。如果有问题，请随时问我。

沃伦·巴菲特



1958 年，巴菲特花 31500 美元买下了一栋居住了一生的房子。

尽管他成为了世界最富有的人，但他并没有更换更大更好的房子

巴菲特：如果我有六套八套房子，或一大堆不同的东西，我的生活不会更幸福，只会更糟糕。

巴菲特致合伙人的信 1959

1960 年 2 月 20 日

1959 年股市的整体情况：

道指是人们衡量股市表现最常用的指数，但是 1959 年道指有些失真。去年，道指从 583 上涨到 679，涨幅 16.4%，加上股息，持有道指的投资者收益率是 19.9%。

从道指来看，市场表现很强劲，然而在纽约股票交易所中，710 只股票下跌，628 只上涨，下跌股票数量多于上涨股票数量。道琼斯铁路指数和公用事业指数均录得下跌。

大多数投资信托没能跑赢指数。Tri-Continental Corp. 是美国最大的封闭式投资公司(总资产 4 亿美元)，它的年度收益率是 5.7%。Tri-Continental 的总裁 Fred Brown 最近在分析师协会做了一次演讲，他是这么评论 1959 年的股市的：

"虽然我们非常看好我们的投资组合，但是我们对 Tri-Continental 持股在 1959 年的市场表现感到失望。在 1959 年这样的市场中，占据主导的是投资者的感性和热情，我们注重价值和长期投资的基金管理人很难在这样的环境中投资。我们没胆量像别人那样飞上高空，直穿云霄。我们 Tri-Continental 管理的是投资者的资金，承担着信托责任。作为一家投资机构，我们要控制风险。我们对自己的投资组合有信心，对明年有信心。"

Massachusetts Investors Trust 是美国最大的基金，管理 15 亿美元的资产，去年的总体收益率是 9%。

大家知道，这几年我一直很担心股市处于高位。到目前为止，我的这个担心并没影响到我们的投资。按照传统的标准来衡量，当前蓝筹股的股价中有很很大一部分是投机性质的，暗藏着亏损风险。也许新的价值标准正在形成，旧标准将被彻底取代。其实，我认为这样的事不会发生。我说的很可能是错的，但是，**我宁愿承担因为过度保守而受到的损失，也不想因为犯错而吞下恶果。相信所谓树能长到天上去的"新时代"鼓吹，就可能遭受无法挽回的本金亏损。**

1959 年的业绩：

在之前的信中，我多次讲过合伙人用什么标准来衡量我的表现，也就是与指数和大型基金比较，在指数下跌或平盘时跑赢指数，在指数大涨时跟上指数。

很幸运，在 1959 年的比较中，我们取得了相当不错的业绩。过去一年，我管理的六个合伙人账户实现的收益率在 22.3%到 30.0%之间，平均收益率约 25.9%。目前，所有合伙人账户的投资组合相似度达到了 80%。之所以还不完全相同，是因为现金投入时间、股票买入时间、支付合伙人利息等方面存在差异。过去几年里，没有哪个

合伙人账户的业绩始终是最高的或最低的。随着投资组合日趋接近，各个账户的业绩差异也将逐步缩小。

合伙人账户的整体净收益率按照年初和年末的**市场价值计算**，并根据向合伙人支付的利息或合伙人投入的资金进行调整。我们不是根据当年实际**实现的利润**计算收益率。**这么计算是为了衡量每一年清算价值的变化**。计算收益率时扣除了经营费用，但没有扣除向合伙人支付的利息(详见合伙合同)，也没有扣除向普通合伙人支付的利润分成。

我们最主要的经营费用是缴纳内布拉斯加州无形资产税，税率是所有股票市值的 0.4%。去年是这个税项第一次生效实施，所以令我们的收益减少了 0.4%。

当前的投资组合：

去年，我说我们买了一只新股票，占各个合伙人账户资产的 25%左右。目前，这只股票占有所有资产的 35%左右。这个仓位是非常重的，但是我这样安排有充分的理由。我们投资的这家公司拥有一个投资信托，里面包含三四十只质地良好的股票。根据投资信托中股票的市值以及对这家公司主营业务的保守估值，与资产价值相比，我们买入的价格特别便宜。我们是对这家公司拥有绝对控股权的第一大股东，另外还有两个大股东和我们意见一致。在价值最终实现之前，这只股票的表现很可能会优于大盘，我希望在今年实现这家公司的价值。

我们投资组合的其他 65%是低估的股票和套利类品种。只要有合适的机会，我还是尽可能选择独立于大盘的投资。按照这个策略，我们应该能在熊市中跑赢，在牛市中跟上。在写这封信的时候，道指已从 1959 年的高点下跌一半，今年就看我们能否在熊市中跑赢了。

如果我哪里没说明白，或者你有任何疑问，请随时告诉我。

沃伦·巴菲特

结识一生的搭档查理芒格

1959 年，巴菲特和查理芒格通过奥马哈共同的朋友戴维斯医生相识，当他们谈到初次见面时，他们意识到他们“有点像天生的一对”。他们开始了非正式地合作，直到 1978 年，伯克希尔合并他们之间的合伙公司多元零售 DRC，芒格才正式加入伯克希尔担任副董事长。

巴菲特致合伙人的信 1960

1961 年 1 月 30 日

1960 年股市的整体情况

1959 年，道指从 583 点升至 679 点，上涨 16.4%，我说指数有些失真。当年，几乎所有投资公司都赚钱，但其中只有不到 10%赶上或超过了道指涨幅。此外，道琼斯公用事业指数略微下跌，道琼斯铁路指数大幅下跌。

1960 年，情况反了过来。道指从 679 点跌至 616 点，下跌了 9.3%。加上股息，持有指数整体亏损 6.3%。道琼斯公用事业指数却录得较大涨幅。现在还有投资公司没公布业绩，我估计 90%左右的投资公司都跑赢了道指。大部分投资公司去年的收益率似乎都在 5%上下。在纽交所上市的股票中，653 只下跌，404 只上涨。

1960 年业绩

我管理合伙人资金的目标始终是长期跑赢道指。从长期来看，道指的表现基本上就是大型投资公司的业绩表现。除非我们跑赢道指，否则我们的合伙公司没有存在的意义。同时，不要以为我们追求长期跑赢道指的目标，就代表我们要每年都领先指数。我们长期跑赢指数的方法是，在平盘或下跌的行情中领先指数，在上涨行情中跟上甚至落后于指数表现。

与我们和指数都上涨 20%的年份相比，我认为，在指数下跌 30%而我们下跌 15%的年份，我们的表现更出色。长期来看，一定会有表现好的年份，也会有表现差的年份。在这个长期过程中，因为某一年的表现好坏而兴高采烈或垂头丧气完全是做无用功。**重要的是总成绩低于标准杆。高尔夫球有三杆洞，也有五杆洞。五杆洞打出五杆，比三杆洞打出四杆好。要是以为无论几杆的洞，我们都能低于标准杆，那就不现实了。**

因为我们今年新增了不少合伙人，所以我又用了些篇幅讲理念。我希望让新合伙人了解我的目标、我衡量是否实现目标的方法，以及什么是我能做到的，什么是我做不到的。

说完了这些，大家应该知道了，1960 年是我们战胜指数的一年。去年，道指整体亏损 6.3%，我管理的七个合伙人账户取得了 22.8%的收益。在扣除经营费用之后，不算支付给有限合伙人的利息和普通合伙人的分成，在过去四年中，合伙公司的业绩如下：

年份	全年管理合伙人账户数量	合伙公司收益率	道指收益率
1957 年	3	10.40%	-8.40%
1958 年	5	40.90%	38.50%
1959 年	7	25.90%	19.90%

1960 年	9	22.80%	-6.30%
--------	---	--------	--------

需要再强调一下，这是合伙公司的净收益，有限合伙人的净收益取决于他们各自选择的合伙协议。整体收益或亏损按照市值计算。把资金进出也计算在内，这个方法在计以年初和年末清算价值为计算依据。它的计算结果和用于税收申报的数据不同，因为报税时证券按成本价计算，并且证券的收益或亏损只有在售出时才计算。按复利计算，四年累计业绩如下：

年份	合伙公司收益率	道指收益率
1957	10.40%	-8.40%
1957-58	55.60%	26.90%
1957-59	95.90%	52.20%
1957-60	140.60%	42.60%

四年时间实在太短，不足以用于判断我们的长期业绩，但是从我们这四年的表现可以看出，我们确实能做到在温和下跌或平盘的市场中跑赢指数。我们能做到这一点，是因为我们投资的股票绝对和大多数人不一样，与持有蓝筹股的人相比，我们的投资组合更保守。在蓝筹股强劲上涨时，我们可能很难追上它们的涨幅。

管理多个合伙人账户

从前面的表格可以看出，合伙人账户在增加。与合伙公司平均收益相比，没有任何一个合伙人账户始终领先或落后。虽然我尽量保证所有合伙人账户“都按照相似比例投资同样的股票”，但每年各个账户还是会有些差异。把现在的所有合伙人账户合并成一个，这个问题自然就解决了。这么做也能免去大量琐碎工作，并减少一定的经营费用。我确实希望过几年能合并成一个账户。问题是各个合伙人选择的合伙协议不尽相同。除非合伙人一致同意，否则不会合并。

预先存入资金

有几位合伙人询问能否在年中追加投资。虽然破过一次例，但有的合伙人账户中有多个合伙人，在年中修改合伙协议很麻烦。因此，对于包含多个合伙人的账户，只能在年末追加投资。

但是合伙人可以预先存入资金，并获得 6% 的利息，相应资金可以在年末转为追加投资。视合伙人修改协议情况而定，预先存入资金及利息到年末将转为合伙人资金并在此之后分享盈亏。

桑伯恩地图(Sanborn Map)

去年的信中提到，我们投资了一只股票，在我们的净资产中，它所占的仓位极重(35%)。我还说希望能在 1960 年将这笔投资兑现。我的希望实现了。这是一笔大投资，大家可能想知道详细情况。

桑伯恩地图公司的业务是出版并持续修订美国所有城市的超精细地图。例如，它绘制的奥马哈地图卷重量有 40 多斤，包含每个建筑的细节。桑伯恩采用粘贴覆盖的方法修订地图，展现新建筑物的情况、房屋的变化、新的消防设施、结构材料的变化等等。地图一般一年修订一次。过了二三十年，地图无法继续通过粘贴覆盖更新，就重新出版。每位奥马哈客户向桑伯恩缴纳的地图修订费用是每年 100 美元左右。

地图中的详细信息包括街道地下自来水管道的直径、消防栓的位置、屋顶材料等，这些信息对火灾保险公司非常有用。保险公司总部的承保部门可以用这些信息评估全国各地代理商提供的业务。保险公司认为一图胜千言，他们由此厘定一项风险评估是否合理，一个区域是否可能发生大规模火灾，什么样的再保险流程合适。桑伯恩虽然也有保险行业以外的客户，例如，公用事业公司、抵押贷款公司、税务机关等，但它的主要客户是 30 多家保险公司。

在 75 年里，这家公司几乎是垄断经营，每年都能实现盈利，几乎完全不受经济衰退影响，也不需要推销。在公司早期，保险公司客户不想让桑伯恩赚得太多，安排了许多有名的保险行业人士进入桑伯恩的董事会，让他们看着桑伯恩。

50 年代初期，一种更好的承保方法出现了，人们称之为“记分卡”(carding)方法，桑伯恩的业务受到了影响，地图业务的税后利润从 30 年代的平均每年 50 万美元下降到 1958 年和 1959 年的不足 10 万美元。从 30 年代起，人们的整体感觉是美国经济欣欣向荣、越来越好，在人们眼里，桑伯恩这样的表现几乎就是完全丧失了过去丰厚稳定的盈利能力。

然而，从 30 年代初，桑伯恩就开始逐步积累自己的投资组合。**公司的业务不需要资本投入，所有留存收益都可以用于投资。**日积月累，桑伯恩一共投入了大约 250 万美元，一半投资债券，一半投资股票。在过去十年里，桑伯恩的投资组合不断增长，主营的地图业务却日益萎缩。

我详细讲一下，你就知道两者之间的天壤之别了。1938 年，道指在 100-120 点之间，桑伯恩的股价是 110 美元。1958 年，道指在 550 附近，桑伯恩的股价是 45 美元。在此期间，桑伯恩的投资组合价值则从每股 20 美元左右增长到每股 65 美元。1938 年，在经济和股市都不景气的情况下，买入桑伯恩股票的人给地图业务的估值是 90 美元(110 美元减去与地图业务无关但价值 20 美元的投资)。1958 年，经济和股市远比当年繁荣，同样的地图业务，买入桑伯恩股票的人给地图业务的估值是负 20 美元，地图业务白给都不要，真金白银还得打七折。

为什么会这样？1958 年的桑伯恩和 1938 年一样，仍然拥有对保险行业来说非常宝贵的大量信息。桑伯恩花了这么多年积累这么详尽的信息，如果要重头做起，要耗费上千万美元。虽说“记分卡”这种新承保方法出现了，还是有 5 亿多美元的火险保费是保险公司使用“地图”承保方法获得的。可是这么多年来，桑伯恩销售和包装产品和信息的方法一成不变，最后这种因循守旧的作风反应到了盈利上。

公司的投资组合表现这么好，在很多董事看来，没什么振兴地图业务的必要。桑伯恩每年销售额大约是 200 万美元，有价证券市值 700 万美元。投资组合能带来巨大收益，公司没财务负担，保险公司对地图价格很满意，股东也能收到股息。但是，在过去 8 年里，公司削减了 5 次股息，至于降低工资或削减董事和委员们的薪酬，我发现公司从没提过一句。

我进入董事会之前，在 14 位董事中，有 9 位是保险业的知名人士，公司一共有 10.5 万股流通股，这 9 位董事合计持有 46 股。他们在大公司身居要职，完全有财力多买点桑伯恩的股票，可是他们这些人持股最多的就 10 股。过去，这些董事经营的保险公司买过一点桑伯恩公司的股票，但是在它们的投资组合里不过是沧海一粟。在过去十年里，涉及桑伯恩股票的交易，这些保险公司都是卖方。

第 10 位董事是公司的律师，持有 10 股。第 11 位董事是一个银行家，也持有 10 股，他认识到了公司的问题，积极主动地把问题指出来，后来买了更多的股票。还有两位董事是桑伯恩的高管，他们合计持有 300 股左右。这两位高管有能力，他们很清楚公司有问题，但是只能屈从于董事会。

最后一位登场的董事是桑伯恩已故总裁的儿子。已故总裁的遗孀持有 1.5 万股。1958 年底，儿子眼见公司生意萎靡，看不过去，要求出任公司总裁，但遭到了拒绝，他提交辞呈，得到了董事会的同意。此后不久，我们提议收购他母亲持有的股票，他们同意了。当时，还有另外两个大股东，一个持有 1 万股左右(由一家券商代客户持有)，另一个持有 8000 股左右。他们都对现状很不满，和我们一样，要求把投资组合从地图业务剥离出来。

后来，我们在公开市场继续买入，持股增加到 2.4 万股，另两个大股东也在增持，我们三方的股东持股总量增加到 4.6 万股(巴菲特联合的财团包括：科文，斯坦贝克，施洛斯，汤姆纳普及特雷迪布朗是老板，基金管理人菲利普卡雷特等)。我们希望将两部分业务拆分，实现投资组合的公允价值，并恢复地图业务的盈利能力。桑伯恩拥有丰富的原始信息，把数据转换为方便客户使用的电子形式，地图业务似乎完全可以创造更多利润。虽然管理层完全赞同我们的计划，博思艾伦咨询公司(Booz Allen Hamilton)也提出了类似的方案。

董事会竭力阻碍任何变革，特别不欢迎外部人的介入。一方面是为了避免控制权争夺战浪费时间(我们不会打争夺战，虽然我们肯定能赢)；另一方面，桑伯恩投资组合中有大量蓝筹股，我觉得当时已经很贵了，不能再拖延了，我们达成了一个方案，以公允价值回购希望退出的所有股东的股权。SEC 裁定该方案公平合理。大约 72%的桑伯恩股票，涉及 1600 位股东中的一半，以公允价值交换为投资组合中证券的方式退出(约 7.56 万股换取股票市值 700-125=575 万，每股约 76 元)。这些股东退出后，公司保留了地图业务，125 万美元的政府和市政债券作为资金储备，100 多万美元的公司资本利得税得以免除。对于留下的股东而言，对应约 3 万股，公司的资产质量略有改善，每股盈利显著增加，股息率也提高了。

篇幅有限，这笔投资背后的故事我只能简单讲讲。但是，我们从中可以看出两点：第一，我们必须对我们的投资操作保密；第二，我们的投资业绩是无法短期衡量的，一年时间都太短。这种控股投资可能很少出现。我们的主要利润来源还是买入低估的证券，在低估得到修复时卖出，再就是投资利润取决于公司行动，而不是市场行为的特殊情况。随着合伙公司资金规模的增长，我们可能有更多机会做**控股投资**。

审计师会在一周内将财务报表和税收信息寄给你。如果你有关于报表或这封信的任何疑问，请随时告诉我。

沃伦·巴菲特

Teaching

For a decade, between 1952 and 1962, Warren Buffett taught investing at the Municipal University of Omaha, now UNO.

The UNO Thompson Learning Center and the Thompson Alumni Center are named in honor of Buffett's late father-in-law, William 'Doc' Thompson, father of Buffett's late wife Susan, Dean of the College of Arts and Sciences

Intelligent Investing (523)

Mr. Buffett

Tues. and Thurs., 7:00-9:00 p.m., Rm. 208

\$10.00

(8 sessions beginning February 7 and ending March 5)

Security Markets and Transactions, Security Forms, Sources of Advice, Investment Philosophy, Mutual Funds, and Methods of Investing. Mr. Warren Buffett has successfully taught and practiced investment techniques.

If somebody thought that
I did a decent job at teaching, I'd feel very good about that.

巴菲特致合伙人的信 1961 中报

1961 年 7 月 22 日

致各位合伙人：

有的合伙人对我说，一年才写一封信，"总要盼很长时间"，能不能半年写一次。一年写两封信应该也不至于没话说，至少今年是有话说的。所以，我又写了一封信，以后就每年写两封。

1961 年上半年，包括股息在内，道指的整体收益率是 13%。在这样的行情中，我们应该是最难超过指数的，但在过去六个月里，我管理的所有六个账户的业绩都略高于道指。1961 年新成立了几个合伙人账户，它们成立的时间有先有后，从成立之初算起，有和指数持平的，也有跑赢的。

这里，我要强调两点。

第一，一年的时间太短，绝对不足以用于评价投资表现，六个月时间更短，更不能用于评价投资表现了。我之所以不愿意半年写一次信，一个原因就是担心合伙人太看重短期业绩，短期业绩说明不了什么。我自己更愿意把五年的表现作为评判标准，最好是在五年里经过牛市和熊市相对收益的考验。

第二，我希望大家都能理解，如果股市继续保持 1961 年上半年这样的上涨节奏，我怀疑我们不但跑不赢，甚至还会落后指数。

我始终相信，与一般的投资组合相比，我们的持仓更保守，而且大盘越涨，我们越保守。无论什么时候，我都尽量在投资组合中专门安排一部分资金，投资至少在一定程度上独立于大市的证券。股市越涨，这部分投资占比越高。独立于市场有利有弊，市场这口大锅越是热气腾腾，业余的厨子做的饭菜就越好吃，这时候业余的厨子尤其厉害，可我们的投资组合呢，更大的仓位都不在锅里。

我们已经开始进行一笔可能规模很大的投资，现在正在公开市场收集筹码，我当然希望这只股票至少在一年里不要上涨。这样的投资可能拖累短期业绩，但是把时间拉长到几年，不但非常有可能实现超额收益，而且还可以获得极高的防守属性。

我们有望在年底将所有合伙人合并到一个账户。我已经和新加入的所有合伙人谈过了，也与先前成立的合伙人账户中的代表合伙人讨论了方案。

下面是部分条款

(A)，根据年末市场价值合并所有合伙人账户，并明文规定各个合伙人将来如何承担因年底未实现收益需缴纳的税款。账户合并本身无需缴税，我们也不会因此加快兑现利润。

(B)，有限合伙人与普通合伙人分享利润，根据年初资金市值，先从利润中分给有限合伙人 6%，其余利润按照各自出资占比，普通合伙人获得四分之一，所有有限合伙人获得四分之三。若利润未达到 6%，需用将来的利润弥补，而不以既往的利润重述。目前，新加入的合伙人有三种利润分成方案可供选择：

利润分成方案	LP 固定年息	GP 超额分成	LP 超额分成
一	6%	1/3	2/3
二	4%	1/4	3/4
三	无	1/6	5/6

如果实现盈利，与分成方案一二相比，从新方案(6%+1/4)中，有限合伙人显然可以分得更多利润。第三个分成方案，对有限合伙人来说，收益率在 18%以下，新方案(6%+1/4)更合适；若收益率高于 18%，方案三更合适。80%的合伙人资产选择了前两个方案，我希望如果我们的年度收益率高于 18%，相比选择第三个方案，原合伙人不要觉得因为新协议而吃亏了；

(C)，如果发生亏损，不会将我作为普通合伙人先前分得的利润重述，但需要用将来的超额利润弥补。我妻子和我是合并后合伙账户中投资最多的，大概占合伙人总资产的六分之一，所以如果亏损，我们会比其他家族合伙人亏得更多。我会在合伙人协议中增加一个条款，禁止我或我的家人购买任何**任何**有价证券。换言之，我自己所有的有价证券投资都放在了新的合伙人账户里，如果收益率超过 6%，我可以获得分成，但我肯定是和大家共进退。

(巴菲特私人账户买入政府债券避嫌)

(D)，以年初市值计算资金，按照每年 6%的利率每月提供利息。不愿提取资金的合伙人目前可以选择将其自动记为预先存入资金，获得 6%的利息，在年末将其用于购买合伙公司股份。很多合伙人希望定期提现，但有的合伙人想把所有收益都用于再投资，这是账户整合过程中的一大难题，现在就解决了。

(E)，有限合伙人有权向合伙公司借款，最大借款金额不超过所占合伙权益的 20%，利率为 6%，需要在年末或提前偿还。此项条款可增加有限合伙人投资的流动性，如果需要资金，不必等到年末。此项条款是为了保证合伙账户中的资金相对稳定，不是想把合伙帐户变成银行。我希望合伙人最好不用这个条款，只是如果出现需要救急、等不到年末兑现的情况，这项条款可以提供方便。

(F)，今后，就合伙人收益出现任何小额税款调整，金额低于 1000 美元将由我直接支付。这样不必麻烦八十

多个人都要对之前的收益做小额调整。目前，即使很小的一个变动，例如，规定合伙公司收到的股息资本利得税从 68%改为 63%，也需要大量文书工作。为了避免这种情况，如果调整涉及税款金额低于 1000 美元，则将由我直接支付。

我们已经向监管当局提交了上述合伙协议，正在等待账户合并不必缴税的裁定，以及新税法下同时管理的各个合伙帐户等同于一个合伙帐户的裁定。整合账户的工作量很大，但是将来我们就轻松多了。请保存此信，以备在今年晚些时候收到协议后参考。

新合伙人的最低投资金额是 25000 美元，现存合伙人不受限制。按照我们的经营方式，合伙人可以在年末追加或提取任意额度的资金(100 美元的整数倍)。合并后，**合伙公司总资产是 400 万美元左右**，有了这个规模，我们才能考虑进行上文中提到的那笔投资，这是我们几年之前做不到的。

之前每年的信都是作总结，这封信主要讲我们正在做的工作。如果你对新合伙协议有任何疑问或有其他问题，请随时找我解答。如果问的人很多，我会就问题和解答给所有合伙人再写一封信。

沃伦·巴菲特



巴菲特的投资课堂，学生是一些有小钱的医生小生意人

巴菲特致合伙人的信 1961 年报

1962 年 1 月 24 日

1961 年的业绩

我一直告诉合伙人，我们会在下跌或平盘的市场中跑赢，但在上涨的市场中可能落后，我预期如此，也希望如此。在强劲上涨的行情中，我们应该很难跟上大盘。

虽说 1961 年股市大涨，而且我们的绝对收益和相对收益都很高，我在上一段中所写的预期仍然不变。1961 年，以道指为标准，包括股息在内，市场总体收益率是 22.2%。我在全年管理的合伙人账户，扣除经营费用之后，向有限合伙人支付利息以及向普通合伙人分成之前，平均收益率是 45.9%。请查看附录，了解各个合伙人账户的收益以及 1961 年新成立的合伙人账户的收益。

我们的合伙公司已经运行了整整五年，以下是这五年的逐年业绩以及按复利计算的业绩。业绩按照上一段中所述计算：扣除经营费用之后，向合伙人支付利息以及分成之前。

年份	全年管理合伙人账户数量	合伙公司收益率	道指收益率
1957 年	3	10.40%	-8.40%
1958 年	5	40.90%	38.50%
1959 年	6	25.90%	19.90%
1960 年	7	22.80%	-6.30%
1961 年	7	45.90%	22.20%

按复利计算，累计业绩如下

年份	合伙公司收益率	道指收益率
1957	10.40%	-8.40%
1957-58	55.60%	26.90%
1957-59	95.90%	52.20%
1957-60	140.60%	42.60%
1957-61	251.0%	74.3%

上述收益不等同于大家最关心的有限合伙人收益。由于过去几年存在不同的分成方案，我在这里使用合伙人整体净收益(根据年初和年末市值计算)来衡量整体表现。

年份	LP 合伙人收益率	道指收益率
1957 年	9.3%	-8.40%
1958 年	32.2%	38.50%
1959 年	20.90%	19.90%
1960 年	18.60%	-6.30%

1961 年	35.90%	22.20%
--------	--------	--------

根据我们目前与巴菲特合伙公司达成的协议中包含的收益分成进行调整后的形式，结果将是：

年份	LP 合伙人收益率	道指收益率
1957 年	9.3%	-8.40%
1957-58	44.5%	26.9%
1957-59	74.7%	52.2%
1957-60	107.2%	42.6%
1957-61	181.6%	74.3%

关于衡量标准

我在最初选择合伙人，以及随后处理与合伙人的关系时，最看重的就是我们要达成一致，使用同样的衡量标准。如果我的业绩差，合伙人就该撤资，我自己也不会继续在股市投资了。如果业绩好，我明确知道自己表现出色，我可以很坦然。

问题在于，什么是好，什么是差，我们一定要达成一致。衡量标准应该事先定好，如果事后再找参照标准，无论业绩如何，总能找到粉饰的办法。

我一直把道指作为我们的衡量标准。我的个人观点是要检验投资表现，至少要看三年时间，最能检验出真实水平的是期末道指点位与期初很接近，看在此期间投资表现如何。

什么衡量标准都不十全十美，道指也如此，但是参照道指的好处是，它众所周知、历史悠久，可以相当准确地反映一般投资者的表现。我不反对使用其他标准来衡量股市表现，例如，可以用其他的指数、大型基金、银行共同信托基金等。

你可能认为，道指不就是无人管理的 30 只蓝筹股吗，跑赢道指应该很容易，我选的参照标准是不是太低了。道指其实是很难战胜的。亚瑟·威森伯格(Arthur Wiesenberger)写过一本很有名的书，是关于基金公司的，其中列出了所有大型基金从 1946 到 1960 这 15 年里的业绩。目前，美国基金掌管的资产规模是 200 亿美元，基金的整体表现可以反映几千万投资者的收益率。我没有相关数据，但我认为大多数投资咨询机构和银行信托的收益率和这些基金不相上下。

在图表和统计部分中，威森伯格统计了 1946 年以来有持续业绩记录的 70 只基金。我把其中 32 只基金剔除了，它们有些是平衡型基金(因此没充分参与股市上涨)，有些是专门投资某个行业的基金。我觉得用这 32 只基金进行比较不合适。这 32 只基金里，有 31 只跑输道指，排除它们不会影响我们得出的结论。

剩下的 38 只基金与道指更有可比性，其中 32 只跑输道指，6 只跑赢。1960 年末，跑赢道指的 6 只基金资产规模约为 10 亿美元，跑输的 32 只基金资产规模约为 65 亿美元。跑赢的这 6 只基金，每年领先幅度也不到几个百分点。

以下是我们这几年的业绩与最大的两只开放式股票基金与最大的两只封闭基金的对比情况(没有 1961 年的准确数据，粗略估算应该和 1957-60 差不多)：

年份	Mass.Inv.Trust	InvestorsStock	Lehman	TriCont.	道指	LP 合伙人
1957	-12.00%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.3%
1958	44.10%	47.5%	40.8%	33.2%	38.5%	32.2%
1959	8.20%	10.3%	8.1%	8.4%	19.90%	20.9%
1960	-0.9%	-0.1%	2.6%	2.8%	-6.3%	18.6%

(From Moody's Banks & Finance Manual 1961)

累计收益率

年份	Mass.Inv.Trust	InvestorsStock	Lehman	TriCont.	道指	LP 合伙人
1957	-12.00%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.3%
1957-58	26.80%	29.30%	24.70%	30.00%	26.90%	44.50%
1957-59	37.20%	42.60%	34.80%	40.90%	52.20%	74.70%
1957-60	36.00%	42.50%	38.30%	44.80%	42.60%	107.20%

(Massachusetts Investors Trust 的净资产有 18 亿美元左右；Investors Stock Fund 约有 10 亿美元；Tri-Continental Corp 约 5 亿美元；Lehman Corp 约 3.5 亿美元。它们的净资产总和是 35 亿美元以上。)

我整理上述表格和信息，目的不是批评基金公司。让我管这么多钱，受到种种限制，不能像管理我们的合伙公司这样投资，我的业绩也不会比它们强多少。我是想用上述数据说明**战胜道指没那么容易，别说跑赢，美国大多数基金连跟上道指都很难。**

我们的投资组合和道指的成分股完全不同。我们的投资方法和基金的投资方法差别很大。我们的大多数合伙人，如果不把资金投到我们的合伙账户中，可供选择的投资方式可能就是买基金，获得与道指类似的收益率，因此，我认为把道指作为我们的业绩衡量标准很合理。

我们的投资方法

我们的投资可以分为三个类型：这三个类型的投资各有各的特性，我们的资金在这几类投资中的分配情况，会对我们每年相对道指的业绩产生重要影响。每类投资的占比是按计划来的，但实际分配要见机行事，主要视投资机会情况而定。

第一类是**低估的股票**。在此类投资中，我们对公司决策没话语权，也掌控不了估值修复所需时间。这些年

来，在我们的投资中，低估的股票是占比最大的一类，这类投资赚的钱比其他两类都多。我们一般以较大仓位持有 5、6 只低估的股票(每只 5-10%总资产)，以较小的仓位持有其他 10 或 15 只低估的股票。

此类投资有时候很快就能获利，很多时候要用几年时间。在买入时，基本不知道这些低估的股票怎么能涨，但是正因为黯淡无光，正因为短期内看不到任何利好因素带来上涨，才能有这么便宜的价格。付出的价格低，得到的价值高。在低估类中，我们买入的每只股票价值都远远高于价格，都存在相当大的安全边际。每只都有安全边际，分散买入多只，就形成了一个既有足够安全保障，又有上涨潜力的投资组合。这些年来，在时机掌控方面，我们总是在买的时候比卖的时候做的好很多。对于低估类，我们本来就没打算赚到最后一分钱，能在买入价与产业资本评估的合理价值中间的位置附近卖出，我们就很满意了。

低估类的涨跌受大盘影响很大，就算便宜，也一样会下跌。当市场暴跌时，低估类的跌幅可能不亚于道指。长期来看，我相信低估类会跑赢道指，在像 1961 年这样大涨的行情中，我们的投资组合里的低估类表现最佳。在市场下跌时，这类投资也最脆弱。

我们的第二类投资是"套利"(work-outs)。在套利类投资中，投资结果取决于公司行为，而不是股票买卖双方之间的供给和需求关系。换言之，此类股票有具体的时间表，我们可以在很小的误差范围内，事先知道在多长时间可以获得多少回报，可能出现什么意外，打乱原有计划。套利机会出现在并购、清算、重组、分拆等公司活动中。近些年，套利机会主要来自大型综合石油公司收购石油生产商。

在很大程度上，无论道指涨跌如何，套利投资每年都能带来相当稳定的收益。在某一年，如果我们把投资组合中大部分资金用于套利，这年大市下跌，我们的相对业绩会很好；这年大市上涨，我们的相对业绩会很差。多年以来，套利是我们第二大投资类别。我们总是同时进行 10-15 个套利操作，有的处于初期阶段，有的处于末期阶段。无论是从最终结果，还是过程中的市场表现来讲，套利类投资具有高度安全性，我相信完全可以借钱作为套利类投资组合的部分资金来源。不考虑借钱对收益的放大作用，套利类的收益率一般在 10%到 20%之间。我自己规定了一个限制条件，借来的钱不能超过合伙公司净值的 25%。我们一般不借钱，借钱的话，都是用于套利。

最后一类投资是"控制类"。在此类投资中，我们或是拥有控股权或者是大股东，对公司决策有话语权。衡量此类投资肯定要看几年时间。当我们看好一只股票，在收集筹码时，它的股价最好长期呆滞不动，所以在一年中，控制类投资可能不会贡献任何收益。此类投资同样受大盘影响相对较小。有时候，一只股票，我们是当做低估类

买入的，但是考虑可能把它发展成控制类。如果股价长期低迷，很可能出现这种情况。如果我们还没买到足够的货，这只股票就涨起来了，我们就在涨起来的价格卖掉，成功完成一笔低估类投资。我们现在正在买入的一些股票，再过几年可能发展成控制类。

邓普斯特机械制造公司(Dempster Mill Manufacturing Company)

我们目前拥有邓普斯特机械制造公司的控股权，它位于内布拉斯加州比阿特丽斯 Beatrice。我们最开始是五年前把这家公司作为低估类买入，后来买到一大笔股份，四年前，我进入了董事会。1961 年 8 月，我们取得了绝对控股权。从这笔投资就可以看出来，我们的很多投资确实都不是一蹴而就的。

目前，我们拥有邓普斯特 70%的股份，另有 10%由少数合伙人持有。由于其他股东只有约 150 人，该股票几乎没有什么成交，这对控股股东来说也没任何意义。在这种情况下，我们的举动就可以令股价发生巨大变化。

因此，我很有必要估算我们的控股权益在年末的价值。无论是新合伙人买入，还是老合伙人卖出，他们的权益变动都以这个价格为依据，所以我的估算很重要。估算的价值不应是我们认为它将来会值多少钱，也不应是很想收购它的人愿意出多少钱，而应该是在较短时间内按照当前情况出售大概能卖多少钱。我们将致力于提升这个价值，我们看好它价值提升的前景。

邓普斯特生产农业机械和供水系统，1961 年的销售额是 900 万美元左右。近年来，与投入的资本相比，经营利润微不足道。这一方面是因为管理不力，另一方面是因为行业困难。目前，该公司的合并账面价值是 450 万美元左右，相当于每股 75 美元，合并营运资金是每股 50 美元左右，我们估算我们的权益在年末价值每股 35 美元。我不敢说我的估值准确无误，但是我认为对新老合伙人而言，这是一个公允估值。只要盈利能力恢复到中等水平，这家公司的价值就能有所提升；就算盈利能力恢复不了，我们将来也能从邓普斯特实现更高的价值。我们买入控股权的平均成本价是 28 美元左右，按 35 美元的价值计算，这只股票目前占合伙公司净值的 21%。

我们的这部分投资，不可能只是因为通用汽车(General Motors)、美国钢铁(U.S. Steel)涨了，也跟着涨。在火热的大牛市中，与买入大盘股相比，控制类投资似乎很难赚钱。但是，在当前的市场点位上，我看到的更多是风险，而不是机会。控制类和套利类可以保证我们的投资组合中有一部分是与这些风险绝缘的。

关于保守

从上述三类投资中，你可以对我们投资组合的保守程度有个大概了解。很多年以前，许多人买了中期或长期

市政债券或国债，以为自己很保守。这些债券的市值多次大跌，这些人很多肯定也没做到资产保值或提升实际购买力。

现在，很多人意识到通货膨胀的问题了，但可能又担心过头了，他们几乎不看市盈率或股息率就买入蓝筹股，以为自己很保守。那些以为买债券就是保守的人，我们看到他们后来的结果了，现在以为买蓝筹股就是保守的人，结果如何还不得而知，但我认为这么投资风险很大。**猜测贪婪善变的大众会给出多高的市盈率，毫无保守可言。**

不是因为很多人暂时和你意见一致，你就是对的。不是因为重要人物和你意见一致，你就是对的。**当所有人都意见一致时，正是考验你的行为是否保守的时候。**

在很多笔投资的过程中，只要你的前提正确、事实正确、逻辑正确，你最后就是对的。只有凭借知识和理智，才能实现真正的保守。

我们的投资组合和一般人的不一样，完全不能证明我们是否比一般人更保守。是否保守，必须看投资方法如何，投资业绩如何。

我认为，要客观评判我们投资的保守程度，就应该看我们在市场下跌时业绩如何，最好是看我们在市场大跌时的表现。1957年和1960年，市场温和下跌，从我们的业绩可以看出来，我说的没错，我们的投资方法确实极为保守。我欢迎任何合伙人提出客观评判保守程度的方法，看一下我们做的如何。**我们实现的亏损从来没超过净资产总额的0.5%或1%，我们实现的收益总额与亏损总额之比约为100:1。**这表明我们一直处在上行的市场中，但是，在这样的市场里，一样可能出现很多亏钱的交易(你自己就能找到一些例子)，所以我觉得这个比例还是能说明一些问题的。

关于规模

合伙人问我最多的有两个问题，一个是我死了怎么办(我觉得这东西很玄，我也经常想)，另一个就是“合伙人资金迅速增长，会对业绩产生什么影响？”

资金规模增长有利有弊。就“被动型”投资而言，我们不打算通过大量持股来影响公司决策，资金规模增长会降低我们的收益率。基金或信托公司投资大盘股，庞大的资金规模对收益率的影响很小。买入10000股通用汽车(General Motors)的成本(按数学预期值计算)只比买入1000股或100股略高。

在我们买的股票里，有些股票(不是所有股票)买入 10000 股比买入 100 股难多了，甚至根本买不到。因此，对我们的一部分投资来说，资金规模增长肯定是不利的。我认为，对我们更大的一部分投资来说，资金增长产生的不利影响很小，包括大部分套利类和一些低估类。

但是，就控制类投资而言，资金规模增加绝对是有利的。没足够的资金实力，我们不可能做成"桑伯恩地图"这笔投资。我深信，随着资金规模增长，控制类投资机会也更多。原因有两点：第一，需要的资金量越大，就会有更多竞争对手被拒之门外；第二，公司规模越大，股权越分散。

被动型投资获利减少，控制类投资获利增加，哪个更重要呢？这个问题，我无法明确回答，因为这主要取决于我们处于什么样的市场中。我现在的想法是，这两方面肯定会此消彼长。如果以后我有新想法，会再和大家说。有一点我是非常肯定的，1960 年和 1961 年，如果不是因为我们的规模比 1956 和 1957 年大了，业绩不会有这么高。

一个预测

老读者(我王婆卖瓜，自卖自夸了)可能很奇怪，我怎么一反常态开始预测了呢？我一直都不预测，现在我一般也不预测。我肯定不会预测明后年宏观经济或股市行情会怎么样，我根本不知道。

我认为今后十年，有几年，大盘最多涨 20%或 25%，有几年，大盘最多跌 20%或 25%，其余年份则在二者之间。我完全不知道哪年涨、哪年跌，长期投资者也不关心某一年的涨跌。

长期看，算上股息和市值增长，道指的年复合收益率可能在 5-7%之间。虽然这几年道指涨得很多，但如果你期望道指的年复合收益率高于 5-7%，道指很可能让你失望。

我们的工作是一年复一年的超越道指，集小胜为大胜，不是特别在意某一个年的绝对收益率是正是负。与我们和指数都上涨 20%的年份相比，我认为，在指数下跌 30%而我们下跌 15%的年份，我们的表现更出色。我和合伙人强调这一点的时候，能看得出来，他们有的深信不疑，有的将信将疑。你一定要完全理解我为什么这么想，不但要在脑子里认同，而且要在心底里认同。

在讲我们的投资方法时，我已经说过了，与道指相比，我们表现最好的年份可能出现在下跌或平盘的市场中。因此，我们取得的相对收益可能时高时低，相差很大。有些年份，我们肯定会落后道指，但是如果长期来看，我们能平均每年战胜道指 10 个百分点，我觉得我们的业绩就很好了。

具体来说，假如某一年市场下跌 35%或 40%(我觉得今后十年里某一年出现这种情况的概率是很大的，谁都不知道是哪年)，我们应该只下跌 15%或 20%。假如某一年道指平盘，我们应该上涨 10%。假如道指上涨超过 20%，我们很难跟上。长期来看，只要我们能有所表现，如果道指的年化复合收益率在 5%到 7%之间，我们的业绩应该是每年 15%到 17%。

你可能觉得我的预测不对，等到 1965 年或 1970 年时回过头来看，我的预测可能就是不对，甚至是完全错的。我觉得合伙人有权知道我的真实想法，但是投资这行就是这样，预期总是很有可能出错。单独某一年，波动幅度可能相当大。过去的 1961 年就是如此，幸运的是向上波动。但不可能每年都这样！

其他事项

我们现在搬到了基威特大厦 810 室办公，还聘请了一个专业的秘书 Beth Henley，还有一个帮我调研股票多年的同事 Bill Scott。我父亲和我们共用一个办公室做券商业务(他也分摊费用)。我们没有一笔券商业务是通过我父亲做的，所以没有利益输送的问题。

除了借款利息和内布拉斯加州无形资产税，我估计我们的开支不到净资产的 0.5%或 1%。我们的这笔开支应该是值得的，欢迎你随时到访视察。

现在我们有 90 多位合伙人，40 多只股票，相信你能理解，我很高兴能从一些琐碎的日常工作中解脱出来。从加州到佛蒙特，现在我们的合伙人遍布各地，1962 年初的净资产达到了 7,178,500 美元。Susie 和我在合伙公司中的权益是 1,025,000 美元，我的其他亲属权益合计 782,600 美元。去年新合伙人的投资门槛是 2.5 万美元，今年我考虑要提升这个限额。

Peat,Marwick,Mitchell&Company 出色地完成了审计工作，与往年相比，更早地给出了报税数字。他们说今后一定会继续如此。

关于这封信的内容、审计、你的合伙权益，如有任何疑问，请随时找我。

沃伦·巴菲特

附录

1961 年管理的合伙人账户

合伙人账户	初始资金@时间	1/1/61 资产市值	1961 年收益*	收益率
1-Buffett Associates-家人	10 万@5/1/56	486,874.27	225,387.80	46.3%
2-Buffett Fund-格老客户	12 万@9/1/56	351,839.29	159,696.93	45.4%
3/4 合并-Underwood 父亲秘书+彼得森家族	5.5 万@10/1/56 8.5 万@6/1/57	582,256.82	251,951.26	43.3%
5-Dacee-戴维斯夫妇	10 万@8/5/57	235,480.31	116,504.47	49.5%
6-Mo-Buff-律师莫奈家族	7 万@5/5/58	325,844.71	149,163.71	45.8%
7-Glenoff-地产商格伦家族	5 万@2/1/59	78,482.70	39,693.80	50.5%
8-Emdee-纽约 11 位医生	11 万@8/15/60	140,005.24	67,387.28	48.1%
合计		2,200,783.34	1,009,785.25	45.9%

1961 年新成立的合伙人账户

合伙人账户	初始资金@时间	1961 年总收益	收益率
9-Ann Investments-富豪史托斯家族	100,100@1/30/61	35,367.93	35.30%
10-Buffett-TD-服装商托普家族	250,100 (200,100@3/8/61 50,000@5/31/61)	70,294.08	28.10%
11-Buffett-Holland-霍兰德家族	125,100@5/17/61	16,703.76	13.30%

*收益等于净资产市值加当年合伙人收到的利息。

1960 年开始加入的门槛提高到 8000 美元



1962 年第一次登上电视屏幕

巴菲特致合伙人的信 1962 中报

1962 年 7 月 6 日

年初规模 717.85 万 / 巴菲特 102.5 万美元

回顾和提醒：

在写于 1962 年 1 月 24 日的 1961 年信中，有一段讲了我的“一个预测”。我不想残忍地折磨读者，但一字不差地把这部分搬过来，非常有必要：

一个预测

老读者(我王婆卖瓜，自卖自夸了)可能很奇怪，我怎么一反常态开始预测了呢？我一直都不预测，现在我也一般也不预测。我肯定不会预测明后年宏观经济或股市行情会怎么样，我根本不知道。

我认为今后十年，有几年大盘肯定会涨 20-25%，有几年大盘肯定会跌 20-25%，其余年份则在二者之间。至于哪年涨、哪年跌，我完全不知道，长期投资者也不关心某一年的涨跌。

长期来看，算上股息和市值增长，道指的年复合收益率可能在 5-7% 之间。虽然这几年道指涨得很多，但如果你期望道指的年复合收益率高于 5-7%，道指很可能让你失望。

我们的工作是一年复一年的超越道指，集小胜为大胜，不特别在意某一年的绝对收益率是正是负。与我们和指数都上涨 20% 的年份相比，我认为，在指数下跌 30% 而我们下跌 15% 的年份，我们的表现更出色。我和合伙人强调这一点的时候，能看得出来，他们有的深信不疑，有的将信将疑。你一定要完全理解我为什么这么想，不但要在脑子里认同，而且要在心底里认同。

在讲我们的投资方法时，我已经说过了，与道指相比，我们表现最好的年份可能出现在下跌或平盘的市场中。因此，我们取得的相对收益可能时高时低，相差很大。有些年份，我们肯定会落后道指。**如果长期来看，我们能平均每年战胜道指 10 个百分点，我对我们的业绩就很满意了。**

某一年市场下跌 35% 或 40% (今后十年里某一年出现这种情况的概率很大，但谁都不知道是哪年)，我们应该只下跌 15% 或 20%；某一年道指平盘，我们应该上涨 10%；某一年道指上涨超过 20%，我们很难跟上。长期来看，只要我们能有所表现，如果道指的年化复合收益率在 5-7% 之间，我们的业绩应该是每年 15-17%。

你可能觉得我的预测不对，等到 1965 年或 1970 年时回头来看，我的预测可能就是不对，甚至是完全错的。我还是要说出我的真实想法，我觉得应该让合伙人知道，但是投资这行就是这样，预期总是很可能出错。单独某一年，波动幅度可能很大。1961 年波动就很大，幸运的是波动是向上的。但不可能年年如此！

1962 年上半年

从 1961 年末到 1962 年 6 月 30 日，道指从 731.14 下跌到 561.28 点，期间股息约为 11 个点，投资道指的整体收益率为亏损 21.7%。附录 A 列出了合伙公司成立以来道指每年的收益率，喜欢研究数字的可以看一下。

如上所述，**道指下跌的时候，正是我们显身手的时候，我们可以在此时与道指拉开差距，多赢几个百分点。**

等到市场上涨的时候，只要能跟上，最后我们就能取得非常令人满意的长期收益率。我们的目标是道指每跌 1%，我们只跌 0.5%。这样的表现能说明，与任何其他投资股票的途径相比，我们做的都是非常保守的。

附录 B 列出了合伙公司前几年的业绩。自成立以来，1962 年上半年是合伙公司业绩最好的一段时期，道指整体下跌 21.7%，而我们费前的收益率是 -7.5%。1962 年下半年，如果市场继续下跌，我们这 14.2% 的领先优势可能扩大；如果市场好转，则可能缩小。我嘱咐大家很多遍了，六个月或一年的业绩，别看得太重。用短期表现衡

量表现，只能放大偶然的业绩波动。虽说机缘巧合，上半年我们的表现异常出色，但相对表现较差的时候，我们一定会有。我们持有邓普斯特机械制造公司(Dempster Mill Manufacturing Company)的控股权益。这部分控股权益的估值，在计算业绩时我们没调整，但最近几个月已经有了进展，我们可能会实现更高的价值。

基金公司上半年的表现

我们在往年的信里多次强调，我们相信，作为衡量投资业绩标准的道指不是那么容易战胜的。只要资金是投资股票，无论是什么形式，基金公司、投资顾问、银行信托还是自己打理，**我们认为，绝大部分人的业绩也就是和道指不相上下。那些业绩偏离道指的，大幅跑输的多，大幅跑赢的少。**

为此，我们一直都拿最大的两只开放式股票型基金和最大的两只封闭式股票型基金的业绩，与道指和合伙公司的收益率做对比。从附录 C 中这四家基金公司五年的业绩可以看出来，它们的收益率和道指非常接近。它们管理的资产规模合计约 35 亿美元。

为了让大家尽快看到这封信，我们邮寄出去的时候两家封闭式基金的业绩还没出来。两只开放式基金的业绩都不如道指，Massachusetts Investors Trust 亏损 23%(美国第一支共同基金麻省投资者信托在 1924 年成立)，Investors Stock Fund 亏损 25.4%。这个现象很正常。1962 年 6 月 13 日，《华尔街日报》在头版刊发了一篇文章《基金 vs.市场》(Funds vs. Market)。文章研究了 17 只股票基金，从道指 734 点起到撰文时止，它们全军覆没，都输给了道指，差别就是输多输少而已。

上半年，最受伤的是所谓的"成长"基金，它们比道指跌得惨多了，几乎无一幸免。前几年业绩最好的三只"成长"基金(这里真该用引号)，富达资本(Fidelity Capital Fund)、普特南成长(Putnam Growth Fund)和威灵顿股权(Wellington Equity Fund)，上半年平均下跌 32.3%。说句公道话，这些成长基金在 1959-61 年业绩亮丽，到现在为止，它们的总业绩还是比指数高，将来也可能领先指数。

令人匪夷所思的是，**许多人被这几只基金前几年傲人的业绩吸引，争先恐后地买入，正好赶上了今年的业绩大跌，那些能享受到前几年优异业绩的人肯定是少数。这恰好证明了我的观点：评判投资业绩必须看经过一个牛熊周期的长期表现。**股市总有牛熊，和六个月前相比，可能大家现在更能明白这个道理。

之所以列出基金公司的业绩，不是因为我们的投资方法和它们的一样，也不是因为我们投资的股票和它们一样，而是因为它们代表了管理 200 亿美元证券的高薪职业基金经理人的平均打击率(batting average)。我认为，

它们的表现也能代表管理更大资产规模的投资机构。如果合伙人没选择我们的合伙公司，很多合伙人选择的的就是类似的投资管理方式。

资产价值

上述业绩计算未扣除普通合伙人的分成和向合伙人每月的付款。若按市值计算的合伙公司整体收益率未达到 6%以上(不足部分将结转到下一年度)，普通合伙人则没有分成。因此，在本年度前六个月，没有提现的合伙人市值权益减少 7.5%，按照年利率 6%提现的合伙人市值权益减少 10.5%。如果本年业绩低于 6%(除非道指大涨，否则很可能)，1962 年 12 月 31 日，获得每月利息的合伙人的市值权益会减少。按照新市值权益，明年以 6%的利率每月支付的利息同样会相应减少。假如我们今年整体亏损 7%，那么一位每月支取利息的合伙人，在 1962 年 1 月 1 日拥有市值权益 10 万美元，1962 年 12 月 31 日他的权益则是 8.7 万美元。权益下降是因为亏损 7%减少 7000 美元，再扣除每月支取 500 美元全年 6000 美元的取款。1963 年 1 月 1 日，新的市值权益为 8.7 万美元，明年每月的利息就是 435 美元。

以上任何一条都不适用于 1962 年期间收到的预存资金，因为这些预付款仅获得 6%的利息，不参与盈亏。

沃伦·巴菲特



沉浸在阅读中的巴菲特

附录 A：道琼斯工业指数

年份	收盘	年度涨跌	股息	道指整体收益	道指整体收益率
1956	499.47				
1957	435.69	-63.78	21.61	-42.17	-8.40%
1958	583.65	147.96	20.00	167.96	38.50%
1959	679.36	95.71	20.74	116.45	20%
1960	615.89	-63.47	21.36	-42.11	-6.20%
1961	731.14	115.25	22.61	137.86	22.40%
1962 中	561.28	-169.86	11.00 Est.	-158.86	-21.70%

附录 B：合伙公司业绩

年份	合伙公司(1)	LP 合伙人(2)
1957	10.40%	9.30%
1958	40.90%	32.20%
1959	25.90%	20.90%
1960	22.80%	18.60%
1961	45.90%	35.90%
1962 中	-7.50%	-7.50%

(1) 1957-61 年的数据包含全年管理的所有有限合伙人综合业绩，已扣除营业费用，未扣除有限合伙人 LP 和普通合伙人 GP 之分成。

(2) 1957-61 年的数据在前一列合伙公司业绩基础上计算，按照当前合伙协议扣除普通合伙人 GP 分成。

附录 C：两个最大的开放基金和两个最大的封闭基金的业绩表现

年份	Mass.Inv.Trust(1)	Investors Stock(1)	Lehman(2)	Tri-Cont.(2)
1957	-11.40%	-12.40%	-11.40%	-2.40%
1958	42.7	47.5	40.8	33.2
1959	9.0	10.3	8.1	8.4
1960	-1.0	-0.6	2.5	2.8
1961	25.6	24.9	23.6	22.5
1962 中	-23.0	-25.4	N.A	N.A

(1) 按照当年资产价值变化以及持有人分红计算。

(2) 数据来源于 Moody's Bank & Finance Manual - 1962。

累积收益率

年份	Mass.Inv. Trust	Investors Stock	Lehman	TriCont	道指	LP 合伙人
1957	-12.00%	-12.40%	11.40%	-2.40%	-8.40%	9.30%
1957-58	26.4	29.2	24.7	30.0	26.9	44.5
1957-59	37.8	42.5	34.8	40.9	52.2	74.7
1957-60	36.4	41.6	38.2	44.8	42.9	107.2
1957-61	71.3	76.9	70.8	77.4	74.9	181.6
1957-1962 中	31.9	32.0	N.A	N.A	37.0	160.5

1962 年 11 月 1 日信

各位合伙人：

我们一年一度的文书工作又开始了。

随函附上两份修订后的 1963 年合伙协议副本。附有《基本原则》的一份由您保管，另一份单页协议签字公证后寄还给我们。与去年的协议相比，没有任何实质性的变化。该修正只是为了允许一些新的合作伙伴加入，以及在本协议一些部分条款以更清晰的语言重新表述。几乎所有的重新修改都在总则 5 中(去年协议中的第 7 段)。我们没有单独的修订文件，而是将更改整合到整个协议中。

我们还随函附上两封承诺函(一封由您保留，一封需寄回)，您可以在承诺函里决定是否增资或者撤资。我们希望在 12 月 1 日之前收到协议和承诺函。但 12 月 31 日前承诺函可以继续修改。因此，如果你计划有变，要及时写信或电话与我联系，我会帮你修改。

任何提现将在 1 月 1 日之后立即支付，金额没有限制。同时增资也没有金额限制，但必须在 1 月 10 日之前存入。如果是在 11 月提前取款，将采取预付款的状态，并按 6%利率扣减利息至年底。

请确保您的合伙协议上的签名经过公证。如果愿意，奥马哈的合作伙伴可以在我们的办公室直接办理公证。另外，请务必在承诺函上告诉我们您是否希望在 1963 年每月收到付款。为确保每个人都明白这一点，让我再次声明，这些月供绝不是保证收入或任何类似的东西。它们代表了一种方便的定期提款形式，在我们的收入高于 6% 的情况下，月供是由利润支付的，否则是从资本金中支付的。

您的 1962 年报税表的完整税务信息将于 1 月 20 日提供给您。如果您需要在此之前估计您的税务状况，请告诉我，我会给您一个估算的数据。我们还将 12 月下旬寄出一封关于税项的简短信函。

读到这里，我该向各位报告一下我们从年初到现在的投资情况了。从年初到 10 月 31 日，将股息计算在内，道指整体下跌 16.8%。我们持有邓普斯特机械制造公司(Dempster Mill Manufacturing Company)的控股权益。本年末，我们打算仍使用去年末的方法对这部分控股权益估值。在计算时，我使用不同的折价率对资产负债表中的各个项目估值，得出短期内清算可实现的价值。在去年的计算中，**我将存货打 6 折，应收账款打 8.5 折，再加上固定资产拍卖估算价**，得到的估值是每股 35 美元左右。

1962 年，我们已成功将邓普斯特的大量资产按原价变现，这是今年工作中的亮点。例如，去年底的存货账面价值是 420 万美元，而现在账面价值 190 万美元(已变现 230 万美元)，这使得存货折扣减少 92 万美元($(420-190) \times 40\% = 92$ 万)。我将在 1962 年信中详细介绍这笔投资的进展。现在看来，按照去年同样的折价率，邓普斯特年末的估值应该至少有每股 50 美元。我们的资产变现工作做得如何？或许只要看现金和负债的变化就很明了了。1961 年 11 月 30 日(邓普斯特财年年末)，我们拥有 16.6 万美元的现金，231.5 万美元的负债。预计今年末，我们会有相当于 100 万美元的现金和投资(投资风格与合伙公司一致)和 25 万美元的负债。我们看好 1963 年邓普斯特的前景，明年将加快扩大邓普斯特的投资组合。

按邓普斯特每股 50 美元的估值，截止到 10 月 31 日(不计算支付给合伙人的利息)，合伙公司的收益率是 5.5%。如果能将跑赢道指 22.3 个百分点的这个成绩保持到年末，这将是 we 成立以来取得的最大领先优势。在这 22.3 个百分点的中，邓普斯特的估值增加贡献了 40%，投资组合中的其他部分贡献了 60%。

无论是老合伙人，还是新加入的，我希望大家都清楚地认识到，上述业绩纯属异常的极少数情况。我们能取得这个业绩，主要是因为在道指下跌时，我们将大部分资金投入到了控制类和套利类中。如果道指 1962 年是大幅上涨，我们的相对业绩会很差。到现在为止，我们 1962 年的业绩优异，这不是因为我能猜出市场的涨跌(我从来不猜)，**只是因为当时低估类价格太高，我没的选择，只能加大其他类型的仓位配置**。要是后来道指继续飙升，我们现在就只能仰视道指了。我们肯定会有跟不上指数的时候，我们已经做好了充分的心理准备。我相信从长期来看，我们不可能落后道指，否则我早就低头认输买指数了。我就不多说了，只是希望大家别以为我们能一直保持过去几年的业绩记录，我们将来不会领先道指这么多。

每封信的最后，我都会说，各位合伙人如果有疑问，请随时找我。这封信也一样，有不清楚的就问我。我们有了秘书，买了新打字机，希望大家都能对信中的内容一清二楚。

沃伦·巴菲特

P/S: 最后寄回协议书和承诺书没有奖品，请尽快寄回。请记住，承诺函可以通过写信或电话进行修改——我们只是想在年底前完成大部分工作，以便我们可以专注于提前完成审计、税务信息等。

1962 年 12 月 24 日信

尊敬的各位有限合伙人：

下列税收信息非常重要。如果你亲自报税，请务必读懂下列内容。如果你请别人代为报税，请转达以下用于报税的信息。

(1)，在报税时，合伙人不必申报本年度从合伙公司收到的股息。

(2)，1 月 20 日之前，我们会将所有需要缴纳联邦所得税的项目寄给各位。我们会告知各位如何申报。在此之前，请勿报税。

(3)，内布拉斯加州居民无需将合伙公司权益申报为个人财产税。合伙公司直接支付个人财产税，各位合伙人无需支付。

(4)，如果来自合伙公司的潜在收益(按市值计算持有权益的 15%或 20%)占你总收入的比重很大，比较稳妥的做法是，按照你 1962 年实际纳税金额填写 1963 年的各季度估算金额。这样可以避免因估算额过低而受罚。你要为自己能从合伙公司所得收益的季度估算负责。如果你对今年的估算和去年实际支付税款相同，就不会因为估算额过低而受罚。

如有任何疑问，请告诉我。1 月份，你会收到我们寄出的下列文件：

(1)，毕马威会计师事务所出具的审计报告。

(2)，上文所说的税务数据。

(3)，将增资和提现计算在内，你的合伙公司权益于 1 月初的市值对账单。

(4)，我特立德行的年度信。

上一封信写于 11 月 1 日，此后股市大涨，我们相对道指的领先优势有所减少。截止目前，道指的整体收益率约为-8.5%。我们的整体收益率大概是 11.5%。扣除普通合伙人分成和有限合伙人的利息，有限合伙人的收益率约为 10%。如果年末仍然保持这一水平，与年初相比，以每月 0.5%获得利息的合伙人的资本将增值 4%左右。

上述数据仅为估算，一切都要到 12 月 31 日才能最终确定。如对本信内容有任何疑问，请在 12 月 31 日前写信或当面联系我。

沃伦·巴菲特

巴菲特致合伙人的信 1962 年报

1963 年 1 月 18 日

基本原则

有几个合伙人向我坦白，说我的年度信太长了，他们都读不完。我好像确实一年比一年啰嗦，于是我决定在第一页就把最重要的基本原则列出来。所有人都应该把这些原则完全看明白。大多数合伙人可能觉得没必要一再重复，但我还是要这么做。我宁愿 10 位合伙人里有 9 位略感厌倦，也不愿剩下的 1 位对基本原则存在误解。

1，合伙公司绝对不向合伙人做任何收益率保证。按照每月 0.5% 利率提现的合伙人就是在提取自己的现金。如果我们的长期收益率高于每年 6%，合伙人的盈利金额会大于提现金额，合伙人的本金会增加。如果我们收益率达不到 6%，则每月的利息部分是或全部是本金的返还。

2，对于获得利息的合伙人而言，某一年我们的业绩没达到 6% 以上，下一年他们得到的利息会减少。

3，我们在讲每年的收益或亏损时，说的都是市值变化，也就是年末与年初相比，按市值计算的资产变化。报税时使用的是已实现的损益，在任何一年中，我们所说的合伙公司的年度收益与应税所得额基本无关。

4，我们做的好坏与否，不能用我们某一年的盈亏衡量。衡量我们表现的标准是投资股票的普遍业绩，即与道指和大型基金对比。只要我们的业绩比标准高，无论我们盈亏，我们都认为这一年做得很好。如果我们低于标准，我应该受到责备。

5，我认为评价表现应该看五年，至少也要看三年，低于三年的业绩没有意义。我们的合伙公司肯定有落后道指的年份，甚至是远远落后。除非处于投机炽热的疯牛市，如果三年或三年以上，我们表现不如道指，我们都应该把钱拿出来，另寻门路。有个例外是，牛市出现三年以上的爆炸性投机氛围。

6，我不做预测股市涨跌或经济波动的事。如果你觉得我能预测出来，或者认为不预测就做不了投资，那么你不应该成为合伙人。

7，我无法向合伙人承诺业绩。我能做出承诺并保证做到的是：

a，我们选择投资的依据是价值高低，不是流行与否。

b，我们在每一笔投资或多样化的投资组合中都追求极大的安全边际，力图将永久性资本损失的风险降到绝对最低(而不是短期账面的报价亏损)。

c，我的妻子、子女和我把我们的所有净资产都投在合伙公司里。

1962 年业绩

我一直告诉合伙人我的这个期望：道指下跌的年份，我们要大显身手；道指上涨的年份，无论涨多少，我们都可能羞得脸红。1962 年符合我的预期。

由于市场在最后几个月大涨，按照道指涨跌幅来看，大盘的下跌幅度没有很多人想的那么恐怖。道指年初 731 点，六月份下探到 535 点，但年终收于 652 点。道指 1960 年的收盘价是 616 点，虽然过去几年上蹿下跳，从整体来看，股市投资者又回到了 1959 或 1960 年附近。1961 年持有道指的投资者市值下跌 79.04 点或 10.8%。去年，**还有人在炒那些股价在天上的股票，我猜他们里面现在应该有人后悔还不如买指数**。持有道指的投资者还得到了大约 23.30 点的股息，加上股息，去年道指的整体收益率是下跌 7.6%。我们的整体业绩是上涨 13.9%。下面是道指收益率、Buffett Partnership,Ltd 普通合伙人分成前合伙公司收益率、我全年管理的有限合伙人的收益率、以及合伙公司早年收益率的逐年对比情况。

年份	道琼斯指数	合伙公司(1)	LP 合伙人(2)
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1958	38.50%	40.90%	32.20%
1959	20.00%	25.90%	20.90%
1960	-6.20%	22.80%	18.60%
1961	22.40%	45.90%	35.90%
1962	-7.60%	13.90%	11.90%

(1) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算 LP 合伙人利息和 GP 合伙人分成。

(2) 1957-61 年的数据按前一列合伙公司收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了 GP 合伙人分成。

下表显示的是三者的累计收益率或复合收益率以及平均年化复合收益率：

年份	道琼斯指数	合伙公司	LP 合伙人
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1957-58	26.90%	55.60%	44.50%
1957-59	52.30%	95.90%	74.70%
1957-60	42.90%	140.60%	107.20%
1957-61	74.90%	251.00%	181.60%
1957-62	61.60%	299.80%	215.10%
平均年化收益率	8.30%	26.00%	21.10%

我有个不科学的观点，我认为，**投资的长期收益率能超越道指 10 个百分点就顶天了**，所以请各位读者自行在心里调整上述某些数字。

有的合伙人担心我们的规模会影响业绩。我在去年的年度信中讲过这个问题。当时我的结论是：**有的投资类**

型，规模大有帮助，有的投资类型，规模大是拖累，此消彼长，规模不会影响我们的业绩。

我说过，如果我的看法变了，我会告诉大家。从 1957 年初到 1962 年初，合伙公司总资产从 303726 美元增长到 7178500 美元。我们的资产一直在增加，尽管如此，到目前为止，我们相对道指的优势并没有减少的迹象。

基金公司的业绩

除了与道指对比，我们通常还会列出两家最大的开放式股票型基金和两家最大的分散型封闭式投资公司的业绩。Massachusetts Investors Trust、Investors Stock Fund、Tri-Continental Corp.和 Lehman Corp.这四家公司管理着 30 多亿美元的资金，基金行业管理的总资产是 200 亿美元，这四家公司应该能代表大多数的基金公司。银行信托部门和投资咨询机构管理的资产总规模更大，我认为它们的业绩也和这四家基金公司不相上下。

我想用下面的表格说明，作为衡量投资业绩的指数，道指不是那么容易战胜的。上述四家基金由能力出众的经理人管理，它们每年收取的管理费是 700 万美元左右，整个基金行业收取的管理费数额就更庞大了。我们可以看看这些高薪人才的平均打击率(batting average)，他们的业绩和道指相比略逊一筹。我在这里绝不是要批评别人。基金经理在机构的条条框框内要管理几十亿上百亿的资金，根本不可能取得更高的平均业绩。基金经理的贡献不在于更高的收益率。我们的投资组合和投资方法都与上述基金差别很大。对于我们的大多数合伙人来说，如果不把资金投到我们的合伙账户中，其他的选择可能就是基金等投资公司，获得与基金类似的收益率，因此，我认为与基金对比来检验我们的业绩很有意义。

年份	Mass.Inv. Trust(1)	Investors Stock(1)	Lehman(2)	Tri-Cont.(2)	道指	LP 合伙人
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1958	42.7%	47.5%	40.8%	33.2%	38.5%	32.2%
1959	9.0%	10.3%	8.1%	8.4%	20.0%	20.9%
1960	-1.0%	-0.6%	2.5%	2.8%	-6.2%	18.6%
1961	25.6%	24.9%	23.6%	22.5%	22.4%	35.9%
1962	-9.8%	-13.4%	-13.0%	-10.0%	-7.6%	11.9%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1962 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-61。1962 年数据为估算值。

复合收益率

年份	Mass.Inv. Trust	Investors Stock	Lehman	Tri-Cont	道指	LP 合伙人
1957	-12.0%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1957-58	26.4%	29.2%	24.7%	30%	26.9%	44.5%
1957-59	37.8%	42.5%	34.8%	40.9%	52.2%	74.7%
1957-60	36.4%	41.6%	38.2%	44.8%	42.9%	107.2%

1957-61	71.3%	76.9%	70.8%	77.4%	74.9%	181.6%
1957-62	54.5%	53.2%	48.6%	59.7%	61.6%	215.1%
平均年化收益	7.5%	7.4%	6.8%	8.1%	8.3%	21.1%

复利的喜悦

据说西班牙的伊莎贝拉女王(Isabella)最初投资了 3 万美元给哥伦布。人们认为女王的这笔风险投资做得相当成功。不考虑发现新大陆的成就感，必须指出的是，即使殖民权最后成立了(squatters rights)，这笔投资也没那么了不起。粗略计算，3 万美元，按照每年 4%的收益率投资，年复一年复利积累，到 1962 年就会增加到 2,000,000,000,000 美元左右(不是政府的统计员，不认识这么大的数，这是 2 万亿美元)。按照同样的计算方法，可以说明曼哈顿的印第安人没吃亏。这种神奇的几何级递增效应说明要想非常有钱有两个办法：要么活得很长，要么以相当高的收益率让资金复利增长。对于前者，我没什么有用的建议。

下面列出了 10 万美元以 5%、10%和 15%的复合收益率增长 10 年、20 年和 30 年的情况。差别很小的收益率，日积月累，最后得出的数字相差如此悬殊，我总是觉得这太神奇了。就是因为这个道理，尽管我们追求更高的收益率，我觉得能领先道指几个百分点，我们的努力就很值了。经过十年、二十年，这就是巨大的财富了。

10 万美元	5%	10%	15%
10 年	162,889	259,374	404,553
20 年	265,328	672,748	1,636,640
30 年	432,191	1,744,930	6,621,140

我们的投资方法

我们做的投资可以分为三个类型：这几种类型的投资各有各的特性，我们如何在这几类投资中分配资金会对我们每年相对道指的业绩产生重要影响。每类投资的占比事先有一定的计划，但实际分配时会见机行事，主要视投资机会情况而定。

第一类是"低估类"(Generals)

在此类投资中，我们对公司决策没有话语权，也掌控不了估值修复所需时间。这些年来，在我们的投资中，低估的股票是占比最大的一类，这类投资赚的钱比其他两类都多。我们一般以较大仓位持有 5、6 只低估的非控股股票(每只占我们总资产的 5-10%)，以较小的仓位持有 10-15 只其他低估的股票。

此类投资获利的时间有时候很短，很多时候则需要几年。在买入时，很难找到任何令人信服的理由来解释这些低估的股票怎么就能涨。但是，正因为黯淡无光，正因为看不到任何短期上涨的希望，才有这么便宜的价格。

付出的价格低，得到的价值高。在低估类中，我们买入的每只股票价值都远远高于价格，都存在相当大的安全边际。每只都有安全边际，分散买入多只，就形成了一个既有足够安全保障，又有上涨潜力的投资组合。对于低估类，我们本来就没打算赚到最后一分钱，能在买入价与产业资本评估的合理价值中间的位置附近卖出，我们就很满意了。

很多时候，我们买低估的股票是跟着大股东吃肉喝汤，我们觉得大股东有计划优化资源，转化没盈利能力或利用率低的资产，我们就跟着买。在桑伯恩和邓普斯特这两笔投资中，我们亲自动手优化资源，但是在其他条件一样的情况下，我们更愿意让别人做这个工作。做这样的投资，不但价值要足够高，而且跟谁也要选好。

低估类的涨跌受大盘影响很大，就算便宜，也一样会下跌。当市场暴跌时，低估类的跌幅可能不亚于道指。我相信低估类能长期跑赢道指，也能在 1961 年那样的牛市中跑赢道指。在我们的投资组合中，低估类对收益率的贡献最大。在市场下跌时，低估类也是最脆弱的。1962 年低估类不但没给我们赚到钱，可能连道指都没跟上。

我们的第二类投资是“套利类”(Work-outs)

并购、清算、重组、分拆、私有化等公司活动中可以找到套利机会。此类投资中，投资结果取决于公司行为，而不是股票买卖双方之间的供给和需求关系。换言之，此类股票有具体的时间表，我们可以事先在很小的误差范围内知道，在多长时间可以获得多少回报，可能出现什么意外打乱原有计划。最近的套利机会来自大型综合石油公司收购小石油生产商。

无论道指涨跌如何，套利投资每年基本上都能带来相当稳定的收益。在某一年，如果我们把投资组合中大部分资金用于套利，这年大市下跌，我们的相对业绩会很好；这年大市上涨，我们的相对业绩会很差。

1962 年，我们运气很好，我们的投资组合中套利类占比很高。我以前说过，这绝对不是因为我预见到了市场会怎么走，而是因为我发现套利类的投资机会比低估类更好。下半年市场上涨，集中于套利类投资反而又拖累了我们的业绩。

多年以来，套利是我们第二大投资类别。我们总是同时进行 10-15 个套利操作，有的处于初期阶段，有的处于末期阶段。无论是从最终结果，还是过程中的市场表现来讲，套利类投资具有高度安全性，我相信完全可以借钱作为套利类投资组合的部分资金来源。

在收到审计报告后，大家可以看到我们今年向银行和券商支付了 7.5 万美元的利息。我的借款利率是 5%左

右，借款总额 150 万美元。1962 年是跌市，你可能觉得在这样的行情里借钱会降低收益率。实际上，我们的所有借款都用于补充套利资金，套利类今年的收益很高。不考虑借钱对收益的放大作用，**套利类的收益率一般在 10%-20%之间**。我自己规定了一个限制条件，**借来的钱不能超过合伙公司净值的 25%**，但是如果出现特殊情况，我可能在短期内破例。

在大家即将收到的审计文件中包含我们年末的资产负债表，从中可以看出，**做空**的证券总额是 34 万美元左右。今年年底我们做了一笔套利，并对其做空套保。在这笔投资中，在一段时间里，我们几乎没有任何竞争对手，投入资金几个月就能获得 10%以上的收益率(毛利率，不是年化收益率)。**在这笔套利中同时做空可以消除大盘下跌的风险**。

最后一类是**"控制类"(Control)**

在此类投资中，我们或是拥有控股权或者是大股东，对公司决策有话语权。衡量**此类投资肯定要看几年时间**。当我们看好一只股票，在收集筹码时，它的股价最好长期呆滞不动，所以在一年中，控制类投资可能不会贡献任何收益。此类投资同样受大盘影响相对较小。有时候，一只股票，我们是当做低估类买入的，但是考虑可能把它发展成控制类。如果股价长期低迷，很可能出现这种情况。我们经常还没买到足够的货，就涨起来了，我们就在涨起来的价格卖掉，成功完成一笔低估类投资。

邓普斯特机械制造公司(Dempster Mill Manufacturing Co.)

1962 年，我们持有邓普斯特 73%的控股权益，这笔投资的表现是 1962 年的亮点。邓普斯特主要经营风车(大部分产品零售价格在一千美元以下)、灌溉系统、水井设备以及管道铺设。

过去十年，这家公司销售额增长停滞、存货周转率低、投入的资本根本没创造任何收益。1961 年 8 月，我们取得了邓普斯特的控股权，买入均价是每股 28 美元，一部分是早些年以每股 16 美元买的，大部分是 8 月份通过一笔大宗交易以 30.25 美元买的。**在取得一家公司的控股权后，公司的资产价值就上升到了首要地位，股票这张纸的市场报价就没那么重要了**。

去年，我们按照以不同折价率评估各项资产的方法来给邓普斯特估值。在估值中，我没看各项资产的盈利潜力，**只把它们当成没盈利能力的资产，计算在短期内清算可以获得多少价值**。我们要做的是以较高的复利，让这些资产增值。以下为邓普斯特去年的合并资产负债表和公允价值计算。

资产/千美金	账面价值	折价率	调整后估值	负债/千美金	
现金	166	100%	166	应付票据	1230
应收账款净值	1040	85%	884	其他负债	1088
存货	4203	60%	2522	负债合计	2318
预付费	82	25%	21	净资产合计	4601
流动资产合计	5491		3593		
保单现金价值等	45	100%	45	净资产快速变现价值	2120
厂房设备净值	1383	拍卖估算	800	流通股数	60146 股
总资产合计	6919		4438	调整后每股价值	35.25 元

邓普斯特的财年结束于 11 月 30 日，由于当时完整的审计报告还没出来，我估算了一些数字，最后得出邓普斯特去年的价值是每股 35 美元。

起初，我们希望能和原有管理层共同努力提升资本效率、提高利润率、降低开支。我们的努力毫无成效。在徒劳无功的努力了六个月后，我们发现管理层要么是能力不行、要么是不愿改变，对我们的目标只是嘴上应付，但什么都没做成。这个状况必须改变。

我有个好朋友芒格，他从来都不夸大其词，他向我强烈推荐哈里·博特尔(Harry Bottle)，说他能解决我们的问题。1962 年 4 月 17 日，我在洛杉矶见到了哈里，我和他谈好了目标和报酬，4 月 23 日他就来到阿特丽斯出任邓普斯特总裁。

哈里绝对是我们的年度之星。我们给他设定的每个目标，哈里都达到了，而且总是给我们带来意外的惊喜。他完成了一个又一个看似不可能的任务，而且总是先挑最硬的骨头啃。我们的盈亏平衡点降低了一半，销售缓慢或毫无价值的存货被清仓或核销，营销流程整肃一新，没盈利能力的设备统统卖掉。

哈里的贡献从下面的资产负债表中可见一斑。表中呈现的仍是不能盈利的资产，依旧按照去年的方法估值。

资产/千美金	账面价值	折价率	调整后估值	负债/千美金	
现金	60	100%	60	应付票据	0
有价证券	758	1962 市值	834	其他负债	346
应收账款净值	796	85%	676	负债合计	346
存货	1634	60%	981	净资产合计	4077
保单现金价值等	41	100%	41	净资产快速变现价值	3125
预付款项	14	25%	4	加：CEO 潜在行权收益	60
递延税项	170	100%	170		3185
流动资产合计	3473		2766	流通股数	60146 股
其他投资	5	100%	5	加：CEO 潜在期权股份	2000 股
厂房设备净值	945	拍卖估算	700	总股份数	62146 股
总资产合计	4423		3471	调整后每股价值	51.26 元

值得注意的有三点：

(1)，虽然由于资产清理和核销(存货核销了 55 万美元，固定资产出售价格高于账面价值)，净资产略有减少，但是我们将**资产变现的速度是相当快的**，比我们年初估值时的预期要快多了。

(2)，**我们把不赚钱的制造业务中的资产变现，投入到了能赚钱的股票投资生意里。**

(3)，我们廉价买入资产，用不着变戏法，就能获得极高的收益率。**这是我们的投资理念之本："永远不指望卖出好价钱。就是要买的很便宜，卖出价格不高也能很赚钱，多赚的就算锦上添花了。"**

1963 年 1 月 2 日，邓普斯特获得了 125 万美元的无抵押定期贷款。再加上从邓普斯特"释放"出来的资金，我们可以给邓普斯特构建一个折合每股 35 美元的投资组合，远高于我们买入整个公司时支付的价格。因此，我们当前给邓普斯特的估值包括两部分：一部分是制造业务，每股 16 美元；另一部分是证券组合，与合伙公司投资方式类似，每股 35 美元。

我们会争取让 16 美元的制造业务以较高的复利增长。我们相信我们有能力实现这个目标。如果按照现在的状况，制造业务将来能赚钱是最好的，即使不赚钱，我们还有办法。

有一点需要大家注意，去年，我们主要是解决邓普斯特的资产转化问题，影响邓普斯特的不是股市波动，而是我们**处置资产**的成果如何。1963 年，制造业务中的资产仍然重要，但是从估值角度来说，因为我们像在合伙公司所做的投资一样，将邓普斯特的大量资金用于买入低估的股票，它的表现会明显更接近低估类。考虑到纳税问题，我们可能不会将邓普斯特的资金用于投资套利类。今年道指的涨跌会严重影响邓普斯特的估值，这和去年不一样。最后，还有一个很重要的问题要告诉大家。**我们的合伙公司现在找到了一个善于经营公司的人才，有了他的帮助，我们将来的控股类投资会做得更好。**我去邀请哈里之前，他从没想过要管理一家农具公司。他善于适应新环境、工作努力、执行能力强。**他希望自己工作做得好，报酬也要高，我喜欢他这种人，他们不像有的经理人，就知道要在总裁办公室配备镀金洗手间。**哈里和我惺惺相惜，他与我们合伙公司的合伙是共赢。

关于保守

我觉得，经过 1962 年大家可能会对保守更有体会，因此我要在这里重复一遍去年信中关于保守的内容：从上述三类投资中，大家可以对我们投资组合的保守程度有个大概了解。很多年前，许多人买了中期或长期市政债券或国债，以为自己很保守。这些债券的市值多次大跌，这些人很多肯定也没做到资产保值或提升实际购买力。

现在，很多人意识到通货膨胀的问题了，但可能又担心过头了，他们几乎不看市盈率或股息率就买入蓝筹股，以为自己很保守。那些以为买债券就是保守的人，我们看到他们后来的结果了，现在以为买蓝筹股就是保守的人，结果如何还不得而知，但我认为这么投资风险很大。**猜测贪婪善变的大众会给出多高的市盈率，毫无保守可言。**

不是因为很多人暂时和你意见一致，你就是对的。不是因为重要人物和你意见一致，你就是对的。**当所有人都意见一致时，正是考验你的行为是否保守的时候。**在很多笔投资的过程中，只要你的前提正确、事实正确、逻辑正确，你最后就是对的。只有凭借知识和理智，才能实现真正的保守。

我们的投资组合和一般人的不一样，完全不能证明我们是否比一般人更保守。是否保守，必须看投资方法如何，投资业绩如何。

我认为，要客观评判我们投资的保守程度，就应该看我们在市场下跌时业绩如何，最好是看我们在市场大跌时的表现。1957 年和 1960 年，市场温和下跌，从我们的业绩可以看出来，我说的没错，我们的投资方法确实极为保守。我欢迎任何合伙人提出客观评判保守程度的方法，看一下我们做的如何。我们实现的亏损从来没超过净资产总额的 0.5%或 1%，我们实现的收益总额与亏损总额之比约为 100: 1。这表明我们一直处在上行的市场中，但是，在这样的市场里，一样可能出现很多亏钱的交易(你自己就能找到一些例子)，所以我觉得这个比例还是能说明一些问题的。

1962 年，我们确实在一笔投资中出现了 1.0%的亏损，我们实现的收益与亏损之比仅略高于 3:1。但是，对比一下常见(常见不等于保守)的股票投资方法，你会发现我们的投资方法风险要低得多。去年，我们相对道指的优势都是在市场下跌时取得的，市场上涨后，我们的领先优势则略微缩小。

例行预测

我肯定不会预测明后年宏观经济或股市行情会怎么样，我根本不知道。我认为今后十年，有几年大盘会涨 20%或 25%，有几年大盘会跌 20%或 25%，其余年份则在二者之间。我完全不知道哪年涨、哪年跌，长期投资者也不关心某一年的涨跌。请看一下前面的第一张表格，把每年的顺序打乱，复合收益率仍然不变。如果今后四年道指的收益率是 40%、-30%、10%，-6%，具体顺序如何对我们来说根本不重要，只要四年后我们还在。长期来看，算上股息和市值增长，道指的年复合收益率可能在 5-7%之间。虽然过去十年道指涨得很多，但如果你期望

道指的年复合收益率高于 5%到 7%，道指很可能让你失望。

我们的工作是一年复一年的超越道指，集小胜为大胜，不是特别在意某一个年的绝对收益率是正是负。与我们的指数都上涨 20%的年份相比，我认为，在指数下跌 30%而我们下跌 15%的年份，我们的表现更出色。

在讲我们的投资方法时，我已经说过了，与道指相比，我们表现最好的年份可能出现在下跌或平盘的市场中。因此，我们取得的相对收益可能时高时低，相差很大。有些年份，我们肯定会落后道指，但是如果长期来看，我们能平均每年战胜道指 10 个百分点，我觉得我们的业绩就很好了。

具体来说，某一年市场下跌 35%或 40%(我觉得今后十年里某一年出现这种情况的概率是很大的，谁都不知道是哪年)，我们应该只下跌 15%或 20%；某一年道指平盘，我们应该上涨 10%；某一年道指上涨超过 20%，我们很难跟上。要是道指从 1962 年 12 月 31 日的点位上涨 20%或 25%，我们很可能落后。长期来看，只要我们能有所表现，如果道指的年化复合收益率在 5-7%之间，我们的业绩应该是每年 15-17%。

你可能觉得我的预测不对，等到 1965 或 1970 年再回过头看，我的预测可能就是不对，就算我的长期预测是准确的，任何一年的表现都可能存在巨大波动。另外，我的预测可能存在严重的个人偏见，这个大家也要清楚。

其他事项

我以前在家办公，今年有了像样的办公室。没想到的是，重新回到朝九晚五的生活，我并不觉得不适应。现在不用什么事都将就了，我很高兴。

今年年初，合伙公司的净资产是 9,405,400 美元。1962 年初，苏珊 Susie 和我有三笔较大的“非有价证券”投资(债券和一家本地企业)，现在已经把其中两笔卖出去了，剩下的那笔投资永远不卖。我们将卖出这两笔投资获得的收益全部投入到合伙公司中，现在我们的权益是 1,377,400 美元。我的三个子女、我的父母、两个姐妹、两个姐夫、岳父、三个姑姑、四个表亲、五个侄子侄女的直接或间接权益总和是 893,600 美元。

比尔·斯科特(Bill Scott)在我们的投资工作中表现出色，他和他妻子一共持有 167,400 美元的权益，占他们净资产的很大一部分。我们都是和大家在一个锅里吃饭。

审计报告中写了，他们今年进行了一次突击检查，今后这将成为惯例。毕马威会计师事务所再次出色完成审计工作，赶在我们要求的时间之前完成了任务。

苏珊 Susie 负责装修办公室，所以说办公室没按照我要求的装成“木头箱子”的风格。我们有的是百事可乐，欢

迎合伙人随时光临。

贝丝·菲恩(Beth Feehan)的出色工作让我们见识了"特许秘书"的专业水准。

合伙人都非常配合，及时回函确认协议和承诺书，谢谢大家。你们让我的工作轻松了很多。请查阅附件中的合伙人协议日程"A"。各位很快就会收到审计报告和税务数据。如果有任何疑问，请随时告诉我。

沃伦·巴菲特



1950 年版穆迪手册是巴菲特的最爱
巴菲特早期一页页翻穆迪手册，寻找那些估值偏低的股票

1962 年持仓明细

1 1/2 operation first purchase BRK		Buffett Partnership Ltd 12/31/62		
4800	Wells @ 19 3/8	95400	(5000) Krutts A @ 15 1/2	77500
20282	Anaspy @ 36 1/4	735222	52000 Leh Co's New @ 7 1/4	370500
1490	Art g Bent Int -	500	64725 LNC @ 8 1/6	521895
63000	Argo Oil .05	3150	8842 Lofa @ .50	4421
14	Avoca 280	3920	53800 Maracath @ 5 5/8	302615
30952	Berkshire 7 1/6	234074	676 Minchett Int/Corp 14	9464
13353	B.S.B 13 1/6	177761	500 Mulwood Int .25	125
6035	BCP 18 3/8	1103143	1924 Moloney Sher A 27	51448
104	Broadway 687.50	71500	7100 Murray @ 30 1/4	214775
500	Burgess @ 14 7/8	7437	400 Muehler @ 44 1/4	17700
83800	Coastal Ship (XW) @ 87	72906	5000 N.Y. N.H. & Harbors @ cost	3562
256000	Coastal Ship (WW) @ 105	268800	6000 " 3 3/4 @ cost	5086
375	Coastal Ship 20 1/2	7687.50	21240 No European Oil .81 1/2	18805
4850	Crane @ 42 1/4	204912	79200 No West Int'l 54	42795
41177	Dempster @ 51 2/3	2264513	7932 Plymouth Del 7 1/2	6940
102	Dorton 1.00	102	(200) St Paul Fire 57 1/2	116525
57600	East Sullivan 1.849	106387	24628 Std Oil @ .50	12314
2900	Elm Antchuk @ 49 1/4	142825	3676 M Stenach 13 1/2	49626
6250	Ellyl Corp @ 57 1/4	361718	3827 Strong Coal @ 6 1/2	24983
873	Enst Amara @ .10	87.30	66335 Tex Beauty @ 3 3/4	248456
9500	Getty Oil @ 18	171000	197235 TNP @ 3 1/6	561333
3727	Grinnell @ 74 1/2	277697	435 Tomlinson @ 15	652
(2300)	Harford Fire @ 68 1/2	(156681)	3600 Unit Artists 5 3/4	1955
100	Houston Oil @ .01	1.00	100 US Int'l Preferred @ 41 1/2	4150
(1000)	Ind. No. 1 @ 94 1/2	(94500)	500 Vermont Marble 50	25000
7100	Insurance @ 51 3/8	364762	176 Wetherby Shaver 70	12360
245	Jelds Highland @ 80	19600	19165 Young S & W @ 25 1/2	488707
			at Parham & Co New Hampshire	158
			Wm Scott	9856297

请延伸阅读陈蔚文《Buffett@1962》

https://mp.weixin.qq.com/s/_itLRPYsMpmn_vrazjonKg

巴菲特致合伙人的信 1963 中报

1963 年 7 月 10 日

年初规模 940.54 万/巴菲特 137.74 万美元

上半年业绩

1963 年上半年，道指从 652.10 上涨到 706.88，加上 10.66 点的股息，道指的整体收益率是 10.0%。

我们又要老生常谈了：(1)三年以下的短期业绩毫无意义，我们有一部分投资是控股类，短期业绩对我们更没意义。(2)与道指和公募基金相比，在市场下跌时，我们能跑在前面，在市场泡沫中，我们可能望尘莫及。

尽管如此，不算邓普斯特的估值变化，我们上半年的业绩是上涨 14%，其实邓普斯特的估值有变化，这个好消息我留到后面再说。14%是按照总净资产计算出来的(包括邓普斯特的资产)，其中扣除了经营费用，未扣除 LP 合伙人利息和 GP 合伙人业绩分成。短期的分成计算只是纸面上的，如果我们年末确实上涨了 14%，则先把 6%按照各自的本金占比分配给合伙人，再把剩下的 8%中的四分之三，即 6%，分配给合伙人，LP 合伙人合计获得 12%的收益率。

虽说我们上半年的相对业绩喜人，第二段中的提醒仍然完全有效。我们今年上半年的业绩不如 1962 年上半年。今年上半年，我们上涨 14%，道指上涨 10%；1962 年上半年，我们下跌 7.5%，道指下跌 21.7%。这个思维方式，我们在上一封信中重点讲过了，大家必须彻底明白。

上半年，我们“低估类”的净投资金额(低估类中**做多仓位减去做空仓位**)约为 527.5 万美元。低估类净投资带来的整体收益是 110 万美元，低估类收益率约为 21%(关于我们的三种投资类别，请参考去年的年度信)。这再次证明我们在各个类别中的配置会影响短期业绩。1962 年，低估类是亏损的，因为套利类和控制类表现出色，我们才能取得不俗的收益率。

今年，套利类的收益不如道指，拖累了我们的业绩，这种情况在市场上涨时很正常。在市场上涨时，100%持有低估类，在市场下跌时，100%持有套利类，那当然好了，但是我不猜测市场走势来安排仓位。我们觉得，从长期来看，我们的三类投资都很赚钱，虽然在不一样的市场行情中，它们的短期价格表现迥然不同。我们认为，**从长期来看，揣测市场波动赚不着钱**，我们不猜涨跌，不直接猜也不间接猜。猜测哪一类投资短期内表现最好，就属于间接猜。

基金公司

与往常一样，下表是道指、我们的合伙公司(包括先前的合伙人账户)、两家最大的开放式基金以及两家最大的分散投资股票的封闭式投资公司的复合收益率对比情况。

年份	道指	Mass.Inv. Trust(1)	Investors Stock(1)	Tri-Cont (2)	Lehman (2)	合伙公司 (3)	LP 合伙人 (4)
1957	-8.40%	-11.40%	-12.40%	-2.40%	-11.40%	10.40%	9.30%
1957-58	26.90%	26.40%	29.20%	30.00%	24.70%	55.60%	44.50%
1957-59	52.30%	37.80%	42.50%	40.90%	34.80%	95.90%	74.70%
1957-60	42.90%	36.40%	41.60%	44.80%	38.20%	140.60%	107.20%
1957-61	74.90%	71.30%	76.90%	77.40%	70.80%	251.00%	181.60%
1957-62	61.60%	54.50%	53.20%	59.70%	46.20%	299.80%	215.10%
1957-63 中	77.80%	72.40%	69.30%	75.70%	60.80%	355.80%	252.90%
年化收益率	9.30%	8.70%	8.40%	9.10%	7.60%	26.30%	21.40%

注：(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1963 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-62。1963 年上半年数据为估算值。

(3) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算有限合伙人利息和普通合伙人分成。

(4) 1957-61 年的数据以前一列合伙公司收益率为基础，按照当前合伙协议计算，扣除了普通合伙人分成。

大基金费用高昂、地位尊崇，道指是无人管理的一揽子蓝筹股，但是我们从业绩对比中可以看出，大基金始终跟不上指数。投资顾问、信托部门和大基金的方法、逻辑类似，业绩也差不多。我不是要批评这些机构。这些投资途径为数千万投资者提供了大量服务，包括高度分散、方便省心、避开劣质股等，但是它们的服务不包括(绝大部分基金也没承诺)以高于大盘的收益率让资金复利增长。

归根到底，我们合伙投资是为了什么？就是为了与一般投资途径相比，我们能以更低的长期本金损失风险，实现更高的复利。我们保证不了一定能实现这个目标。我们能肯定的、能保证的是，在相当长的一段时间内，只要不是投机热潮无休无止，如果我们还实现不了这个目标，我们就清盘。

邓普斯特机械制造公司(Dempster Mill Manufacturing Co.)

在上一封年度信中，我称赞哈里·博特尔(Harry Bottle)是"年度之星"。哈里岂止是年度之星？去年，哈里出色地将效益低下的资产变现，我们随后就把这些现金投资，买了低估的股票。今年，哈里继续变卖效率低下的资产，留下来的资产效益也更好了。经过他 19 个月的努力，邓普斯特的资产负债表发生了质变：

1961 年 11 月 30 日(单位: 千美金)

资产	账面价值	折价率	调整后估值	负债	
现金	166	100%	166	应付票据	1230
应收账款净值	1040	85%	884	其他负债	1088
存货	4203	60%	2522	负债合计	2318
预付费	82	25%	21	净资产合计	4601
流动资产合计	5491		3593		
保单现金价值等	45	100%	45	净资产快速变现价值	2120
厂房设备净值	1383	拍卖估算	800	流通股数	60146 股
总资产合计	6919		4438	调整后每股价值	35.25 元

1962 年 11 月 30 日(单位: 千美金)

资产	账面价值	折价率	调整后估值	负债	
现金	60	100%	60	应付票据	0
有价证券	758	1962 市值	834	其他负债	346
应收账款净值	796	85%	676	负债合计	346
存货	1634	60%	981	净资产合计	4077
保单现金价值等	41	100%	41	净资产快速变现价值	3125
预付款项	14	25%	4	加: CEO 潜在行权收益	60
递延税项	170	100%	170		3185
流动资产合计	3473		2766	流通股数	60146 股
其他投资	5	100%	5	加: CEO 潜在期权股份	2000 股
厂房设备净值	945	拍卖估算	700	总股份数	62146 股
总资产合计	4423		3471	调整后每股价值	51.26 元

1963 年 11 月 30 日(单位: 千美金)

资产	账面价值	折价率	调整后估值	负债	
现金	144	100%	144	应付票据	125
有价证券	1772	1963/6/30 市值	2029	其他负债	394
应收账款净值	1262	85%	1073	负债合计	519
存货	977	60%	586	净资产合计	4582
预付款项	12	25%	3		
流动资产合计	4167		3835		
其他投资	62	100%	62	净资产快速变现价值	4028
厂房设备净值	872	拍卖估算	650	总股份数	62146 股
总资产合计	5101		4547	调整后每股价值	64.81 元

我们以前给邓普斯特估值时, 针对各个资产负债表项目使用了不同的折价率, 不考虑资产的盈利能力, 估算它的短期清算价值。报表中列出了我们使用的折价率。如报表所示, 哈里变现资产得到的价值比我的估值高得

多。这说明我的估值比较保守，但主要得益于哈里的能力。从报表中还可以看出来，上半年邓普斯特创造了非常令人满意营业利润(还有大量证券未实现收益)。毫无疑问，经过大刀阔斧的资产精简之后，现在公司的主营业务至少有一般水平的盈利能力了。由于公司经营受季节性因素影响很大，而且有税款抵减，单纯比较 62 年 11 月 30 日和 63 年 6 月 30 日的资产负债表，无法准确推断公司的盈利能力。一方面是经营的季节性因素，更主要的是，年底邓普斯特可能还有新进展。今年上半年，我们仍然将它的估值定为 1962 年末的 51.26 美元。今年年底，邓普斯特的价值不高于 51.26 美元就怪了。

我再给喜欢基本面分析的合伙人讲个好玩的：合伙公司拥有邓普斯特 71.7% 的股份，成本是 1,262,577.27 美元。1963 年 6 月 30 日，邓普斯特在奥马哈国民银行有个小保险箱，里面存着价值 2,028,415.25 美元的证券。我们拥有这 2,028,415.25 美元的 71.7%，即 1,454,373.70 美元。所以公司土地上面(还有部分在地下)的所有东西都是我们赚的。我的证券分析师朋友们可能觉得我这个会计方法太原始了，说真的，我还是愿意用我这样数手指头和脚趾头的方法，不愿意痴痴地指望别人明年会给我开出个 35 倍市盈率的报价，还是我的原始方法更靠谱些。

预先存入和提取资金

我们接受合伙人以及潜在合伙人预先存入资金，并从资金存入之日起到年末支付 6% 的利息。合伙人没有责任在年末将存入的资金转为合伙公司权益，但是在预先存入基金时应当有意向在年末转为基金权益。

我们同样允许合伙人在年末之前预先提取资金，最高取款金额为其合伙公司账户资金的 20%，并从资金提取之日起到年末收取 6% 的利息，利息扣除时间为年末。这不是要把合伙公司变成合伙人的银行，而是通过允许预先提取资金，满足合伙人的紧急资金需求。

存贷款利率都是 6%，看起来不是我巴菲特的风格。实际上，我们允许预先取出资金，是为了方便急需用钱的合伙人周转，而且我们也相信，预先存入资金金额会远远超过预先提取金额。

我们能从商业银行获得利率更低的贷款，为什么还要为预先存入资金支付 6% 的利率？上半年我们从银行获得了一笔六个月期限的大额贷款，利率才 4%。原因有两点：第一，我们相信我们的长期收益率会高于 6% (短期内能否超过 6% 有很大偶然性，长期来看，达不到这个目标，GP 合伙人一分钱分成都没有)。第二，提前存入的资金，在可以预见的短期内能成为我们的权益资本，我将这些资金用于投资，和使用短期银行贷款相比，可以有不一样的心态。提前存入资金对我们还有个好处，我们不必在 1 月份集中收到大量资金，而是可以在一年中分批收到追

加投资。对合伙人来说，6%的利率比任何短期低风险投资收益率都高，我们这是互惠互利。1963年6月30日，我们的预先提取资金金额是21,832.00美元，预先存入资金金额是562,437.11美元。

税项

今年我们有可能有大笔已实现收益。这笔收益也可能根本不会实现，也和我们今年的投资业绩毫无关系。所得稅交的越多越好，我绝对愿意多交所得稅，只是要享受低稅率。但是市場上很多模稜兩可糊裡糊塗的投資決策，是通过所谓的“稅收考虑”得以合理化的。

我們的資產淨值是持倉市值減去出售時的應付稅款。資產是实实在在的，(稅款)負債也是一分錢都少不了。(想少交稅)除非資產價值下降(虧掉)、或把資產捐贈出去，或者把錢帶進墳墓。這幾種方法都太極端了，怎麼看都有點得不償失。

做投資決策應該考慮怎麼才能以最低的風險，讓稅後淨值實現最高的複利。如果把低成本股票隔離出來，另眼相待，相當於把淨值中的一部分資產凍結了，它們的複利收益率也被隔離了。被隔離的個股最終可能表現很好，也可能表現糟糕，這麼做讓投資管理完全失效。各個低成本股票的組合收益肯定會接近大盤，也就是以道指的收益率複合增長。我們認為這算不上最佳稅後複合收益率。(忘記成本，不能因為原始成本低，忽略年化回報)

我以前和大家說過，如果來自合夥公司的盈利可能占你應稅總收入的很大一部分，在做今年的納稅估算時，可以使用去年的實際納稅金額，這樣比較穩妥，不會受罰。

不管怎樣，1963年1月1日新加入的合夥人需要交的稅很少，因為我們的合夥協議規定先將資本利得分配給擁有未實現增值的合夥人。

和往年一樣，我們將在11月1日左右(向合夥人以及有意在11月1日前後加入的准合夥人)寄出修訂版合夥協議、1964年承諾書以及1963年納稅估算數據等文件。

在每封信最後，我都請各位合夥人提問，總是收不到回音，可能根本沒人讀到這。無論如何，我還是隨時樂意回答大家的任何疑問。

沃倫·巴菲特

1963 年 11 月 6 日信

致 1964 年各位合伙人：

随函附上丰富的感恩节读物：

(1)，两份修订的 1964 年合伙协议。一份包含一般条款(内容和去年的完全一样)，由你保留；另一份是只有一页纸的协议，请你签字、公证并寄还给我们。奥马哈的合伙人可以直接来我们的办公室公证。

(2)，一份价值连城的论文，"基本原则"(The Ground Rules)，我希望每位合伙人每年至少读一遍，我会始终把这篇文章放在 11 月份的阅读材料中。"基本原则"中阐述的理念，请做到彻底理解、完全认同，不但要心里明白，还要融入血液里，否则请勿签署合伙协议。

(3)，两份 1964 年的承诺书，一份由你保留，一份寄回。你可以在 12 月 31 日零点之前修改承诺书，所以请尽早返还，如果需要更改，提前写信或打电话给我们即可。

所有提现将在 1 月 1 日之后立即支付。提现金额没有限制，最低 100 美元，最高所有权益。同样，追加投资金额也没限制，但应在 1 月 10 日之前存入。你可以选择在 1964 年完成这笔交易，或许能节省一些税款。如果追加资金在 11 月份存入，则视为预先存入资金，在年底前享受 6% 的利息。12 月份存入的追加投资无利息。

1 月 25 日之前，各位会收到完整的税收数据。如果你需要提前知道自己的估算税收数据，请联系我，我会大概估算一下。我们还会在 12 月末向合伙人寄出一封关于税项情况的简短信函。

截止 1963 年 10 月末，道指上涨 18.8%。我们的低估类、套利类、控股类三类投资今年表现都很好。大概一个月前，按照持续经营性公司的标准，我们出售了邓普斯特农具机械制造公司的经营性资产，我们对这笔交易很满意。我会在年度信中详细介绍邓普斯特的情况，或许还会情不自禁的高唱"哈里·博特尔赞歌"。虽说我们因为买的便宜，买到邓普斯特时就把钱赚了，但是哈里做了很多优秀的工作，为我们这笔投资的收益增色不少。顺便提一句，哈里已经预先存入资金，将在 1964 年成为我们的有限合伙人，我们的合作没结束，这才开始。

1963 年，除了邓普斯特，其他投资表现也很出色。到年底还有两个月，什么事都可能发生，别把阶段性业绩太当回事。10 月末，合伙公司整体收益率是 32%。按照协议中的分成规定，不计算部分合伙人选择的每月利息，有限合伙人的收益率是 25.5%。在我们 300 万美元的收益中，200 万美元是有价证券贡献的，100 多万美元来自

出售邓普斯特经营资产。我们最赚钱的一笔低估类投资和最赚钱的一笔套利类投资收益之和接近出售邓普斯特经营资产的收益。

大家要清楚，如果我们能将 10 月 31 日与道指的相对优势保持到全年，我会认为这是反常的一年。我认为不可能长期取得相对道指 13.2 个百分点的优势。只要能每年比较温和地大幅领先道指，我就很满意了。

沃伦·巴菲特

ps：去年，我们通知大家，最晚寄回资料的合伙人没奖。从今往后，始终如此。请火速寄回合伙协议和承诺书，以免我们最后关头抓狂。如需任何帮助，请联系我或比尔。谢谢！

1963 年 12 月 26 日信

.....

致各位合伙人：

以下税务信息非常重要，如果您自己准备报税表，则应清楚了解这些信息；如果您的税务顾问为您准备报税表，则应将这些信息告知税务顾问。

- (1)如果你在本年度从合伙企业获得了任何分红，请忽略这些款项的联邦所得税。
- (2)所有应列入联邦所得税申报表的项目将于 1 月 25 日前由我或我们的审计员直接寄给您。您将被告知如何在报税表中正确处理这些项目。在获得这些信息之前，请勿报税。
- (3)内布拉斯加州居民无需在内布拉斯加州个人财产申报单上申报其在合伙企业中的权益。将通过合伙企业直接支付个人财产税，合伙人自己无需支付个人财产税。
- (4)如果从合伙企业获得的收入可能在您的总收入中占很大比重(比如，按市值计占个人净资产的 15%或 20%)，那么在编制 1964 年季度估算时，稳妥的做法是根据 1963 年的实际税额进行纳税。在我的个人报税表中，我始终遵循这一程序。这样可以避免因低估税额而可能受到的处罚。您有责任在季度估算中按比例缴纳合伙企业收入。如果本年度的估算额与上一年度的实际纳税额相同，则不会因估算过低而受到处罚。

如果您对这些信息有任何疑问，请务必告诉我。

一月份，您将收到我们寄来的以下资料：

- (1)由 Peat,Marwick,Mitchell&Company 编制的审计报告副本。

(2)上述完整的纳税数字。

(3)一份关于您在 1964 年 1 月 1 日的权益市值的报表，其中包括 1 月初的增资和撤资(如有)。

(4)我对 1963 年的年度回顾信件，并阐述了大量保守的投资理念。

我们今年的业绩与上一封信中报告的相近。按月付款的合伙人本年度的资本账户将增加约 20%，未按月付款的合伙人将增加 26%多一点。

所有承诺书将在 12 月 31 日最终生效。如果您希望以任何方式修改您的承诺书，请务必在 31 日下班前以书面或口头形式与我联系。目前我们记录的您的承诺书如下。

诚挚的

沃伦巴菲特

截至 1963 年 12 月 26 日的承诺书状况

资本账户总额：_____美元。

- ☐ 从现在到 1964 年 1 月 10 日之间，不存在任何应收您和您应付的款项。
- ☐ 1964 年 1 月 10 日前，应收您_____美元。
- ☐ 1964 年 1 月 5 日前，应付您_____美元。



巴菲特经营合伙公司时期

巴菲特致合伙人的信 1963 年报

1964 年 1 月 18 日

1963 年业绩

1963 年业绩很好。虽然有合伙人讲求实际，对今年的收益率很满意，但 1963 年业绩好，不是因为我们的净资产比年初增加了 3,637,167 美元，取得了 38.7% 的收益率。1963 年业绩好，是因为我们把我们的衡量基准道指远远甩在了后面。就算我们下跌 20%，道指下跌 30%，我一样会说“1963 年业绩很好”。某一年的涨跌不必在意，只要从长期看，我们相对道指能保持适度领先优势，我们就能取得理想的长期业绩，能赚钱，心也不会乱。

下面是道指收益率、GP 合伙人分成前合伙公司收益率、全年管理的 LP 合伙人的收益率、以及合伙公司早年收益率的最新逐年对比情况。

年份	道琼斯指数(1)	合伙公司(2)	LP 合伙人(3)
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1958	38.50%	40.90%	32.20%
1959	20.00%	25.90%	20.90%
1960	-6.20%	22.80%	18.60%
1961	22.40%	45.90%	35.90%
1962	-7.60%	13.90%	11.90%
1963	20.70%	38.70%	30.50%

注：(1) 根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。

(2) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算 LP 合伙人利息和 GP 合伙人分成。

(3) 1957-61 年的数据按前一列合伙公司收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了 GP 合伙人分成。

有位合伙人和我开玩笑，说怎么不再加一列，GP 合伙人的收益率是多少。这么说吧，GP 合伙人也跑赢道指了。下表是累计收益率或复合收益率：

年份	道琼斯指数	合伙公司	LP 合伙人
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1957-58	26.90%	55.60%	44.50%
1957-59	52.30%	95.90%	74.70%
1957-60	42.90%	140.60%	107.20%
1957-61	74.90%	251.00%	181.60%
1957-62	61.60%	299.80%	215.10%
1957-63	95.10%	454.50%	311.20%
平均年化收益	10.00%	27.70%	22.30%

我们已经连续七年大丰收。抱歉了，约瑟(Joseph)，我们不打算相信圣经中的金科玉律。我好像诺亚方舟一

样分散投资的做法也一直不感冒。(注：在圣经故事中，上帝向埃及法老托梦，埃及将迎来七个丰年，随后是七个荒年，约瑟受命在丰年存粮，为荒年做准备)

不开玩笑。去年，我们跑赢了道指 17.7 个百分点。大家一定要注意：根据我的判断，我们不可能长期取得这样的领先优势。只要能长期跑赢道指 10 个百分点就很了不起了，就算领先优势不到 10 个百分点，也能创造惊人的收益，这个我们稍后会讲到。我的判断是主观的，不管我有什么依据，都是主观的。但是我们要清楚，按照我的判断，在很长时间内，我们相对道指的领先优势很可能大幅缩小，甚至有些年可能大幅落后道指，我们必须做好准备。

我们每年 11 月份都会给大家发一份"基本原则"(The Ground Rules)，刚才讲的这些道理在基本原则里都有，但是这些道理说多少遍都不过分。

基金公司

我们一直拿最大的两只开放式股票型基金(股票占 95-100%)和最大的两只分散投资的封闭式股票型基金的业绩，与合伙公司的收益率做对比。它们是 Massachusetts Investors Trust、Investors Stock Fund、Tri-Continental Corp.、Lehman Corp.。它们管理着 40 多亿美元的资产，基金行业管理的总资产是 250 亿美元，这四家公司应该能代表大多数基金公司。我认为，这四家基金公司的业绩也能代表资产规模更大的银行信托部门和投资咨询机构。

我想用下面的表格说明，作为衡量投资业绩的指数，道指不是那么容易战胜的。上述四家基金由能力出众的经理人管理，它们每年收取的管理费是 700 多万美元，整个基金行业收取的管理费数额就更庞大了。从这些高薪经理人的平均打击率(batting average)来看，他们的业绩和道指相比略逊一筹。

我们的投资组合和公募基金迥然不同，我们的投资方法也和它们迥然不同。对于我们的大多数合伙人来说，如果不把资金投到我们的合伙公司中，其他的选择可能就是基金等投资公司，获得与基金类似的收益率，从这个角度来看，我认为与基金对比来检验我们的业绩很有意义。

年度业绩						
年份	Mass.Inv. Trust(1)	Investors Stock(1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)	道指	LP 合伙人
1957	-11.40%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.3%
1958	42.7%	47.5%	40.8%	33.2%	38.5%	32.2%

1959	9.0%	10.3%	8.1%	8.4%	20.0%	20.9%
1960	-1.0%	-0.6%	2.5%	2.8%	-6.2%	18.6%
1961	25.6%	24.9%	23.6%	22.5%	22.4%	35.9%
1962	-9.8%	-13.4%	-13.0%	-10.0%	-7.6%	11.9%
1963	20.0%	16.5%	23.8%	19.5%	20.7%	30.5%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1963 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-62。1963 年为估算值。

复合收益率

年份	Mass.Inv. Trust	Investors Stock	Lehman	Tri-Cont	道指	LP 合伙人
1957	-12.00%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.30%
1957-58	26.4%	29.2%	24.7%	30%	26.9%	44.5%
1957-59	37.8%	42.5%	34.8%	40.9%	52.2%	74.7%
1957-60	36.4%	41.6%	38.2%	44.8%	42.9%	107.2%
1957-61	71.3%	76.9%	70.8%	77.4%	74.9%	181.6%
1957-62	54.50%	53.20%	48.60%	59.70%	61.60%	215.10%
1957-63	85.4%	78.5%	81.0%	90.8%	95.1%	311.2%
年化收益率	9.2%	8.6%	8.8%	9.7%	10.0%	22.3%

道指是无人管理的指数，读者可能觉得奇怪，这些华尔街大牛拼尽全力，怎么还跑不过道指，连打平都做不到。无可争议，现实就是如此。别以为公募基金跑不赢道指，是因为它们的投资比道指更保守。从业绩对比中可以看出，也有大量研究结果证实，整体而言，公募基金投资组合中的股票和道指的下跌是同步的。按照市场下跌时的表现来检验，我们的投资方法比公募基金更保守。过去我们做到了，不保证将来也能做到。

我对公募基金的评价可能说得有些重了，但是我只是在讲事实，不是要抨击它们。基金经理在机构的条条框框内要管理几十亿上百亿的资金，只能取得这样的业绩。想要突破条条框框特立独行，太难了。公募基金的业绩自然只能和整体股市亦步亦趋。一般来说，公募基金的好处不是帮助投资者取得更高的业绩，也不是提供更出色的抗跌能力。在我看来，公募基金的意义在于简单方便、省心省力、自动分散。另外，基金可以帮助投资者抵制诱惑，避免落入吞没了大量散户的陷阱。

复利的喜悦

又到了最激动人心的内容了。去年，为了把复利的概念讲透，我指出了伊莎贝拉女王(Isabella)的错误。大家可能还记得，伊莎贝拉女王以为发现新大陆很赚钱，却不知道这笔投资的复合收益率太低了。

很多人在复利这个问题上太蠢了，我打算给大家上一课，这次以艺术界为例。1540 年，法兰西的弗朗西斯一

世花了 4000 埃居买入达芬奇的名画《蒙娜丽莎》。有的合伙人可能不太关注汇率变动，当时的 4000 埃居相当于 2 万美元。如果弗朗西斯一世头脑清醒，能找到税后收益率 6% 的投资，这笔钱现在就值 1,000,000,000,000,000.00 美元了，这可是 1000 万亿，是美国当前国债的 3000 倍，一切都来自每年 6% 的收益率。相信各位听我讲完，再也不会在家里讨论哪幅画是否值得投资了。

不过，我去年说了，我们可以得到两点启发。**第一，活得越长越好。第二，复合收益率很小的差别，最终数字就会产生很大的差距。**以下是十万美元按照不同收益率复利累积的利润：(以下数据不包含 10 万本金)

时间段	4%	8%	12%	16%
10 年	48,024	115,892	210,584	341,143
20 年	119,111	366,094	864,627	1,846,060
30 年	224,337	906,260	2,895,970	8,484,940

显而易见，收益率几个百分点的差距就能左右长期复利投资的最终收益，投资时间越长，这个效应越明显。
在相当长的时间内，只要巴菲特合伙公司能适度跑赢大众投资工具几个百分点，我们就尽到了自己的职责。

有些合伙人可能会想，为什么没把有限合伙人 22.3% 的复合收益率放在上面的表格里计算一下？22.3% 的复合收益率没扣除所得税，所得税不是合伙公司支付，而是要各位合伙人缴纳。即使扣除所得税，这个复利仍然高得离谱，不能这么算，哪怕初始资金很小。过去七年，道指的复合收益率很高，长期保持下去的可能性很小，我之前也说了，这几年我们跑赢了道指很多，不可能长期跑赢这么多。**一言以蔽之，巴菲特合伙公司将来的复合收益率会远远低于现在。**如果在业绩对比表格中加上我们下跌 30%、道指下跌 40% 的一年(这种下跌并不少见)，我们和道指的业绩就更贴近长期趋势了。如上述复利表格所示，即使复合收益率降低，我们的长期收益仍能非常令人满意。

我们的投资方法

每次写到这部分，我总是左右为难。一方面，我知道有些合伙人对我们投资的细节很感兴趣。另一方面，对很多合伙人来说，这些东西就像天书，他们肯定觉得我最好别写了，还不如赶快工作去。

为了把所有合伙人都照顾到，我决定只在这部分简单讲讲我们的三类投资，希望研读博士学位的合伙人可以在附录中阅读详细案例。

我们这三类投资的分类标准不是它们的长期投资收益有所不同。在 10-15 年时间里，我们觉得每一类都能实现我们的目标，跑赢道指 10 个百分点。但是，具体到某一年，股市行情变动很剧烈，这三类投资的表现也有巨大

差别。下面简单介绍一下这三类投资：

低估类(Generals)

这类投资是低估的股票，我们主要通过定量分析判断是否低估，但是也非常重视定性分析。一般来说，低估类的投资，几乎看不出来或根本不知道短期内怎么能上涨。低估的股票不光鲜，市场不喜欢。它们唯一的好处就是价格低廉，经过审慎分析可以看出，**公司的市值远远低于产业资本所能给予的估值。**

我再强调一下，虽说定量是第一位的、是根本，但定性也很重要。我们喜欢优秀的管理层，我们喜欢好行业，我们希望有一定的"催化剂"刺激不作为的管理层或股东，但是我们要买得值。低估类的表现和道指有很强的同步性，道指大幅下跌时，低估类也会跟着大跌。反之亦然，在市场强劲上涨时，低估类的表现最抢眼。我们认为，长期来看，低估类能实现我们跑赢道指的目标。

套利类(Workouts)

套利类投资有时间表可循。套利投资机会出现在出售、并购、重组、分拆等公司活动中。我们做套利投资不听传闻或"内幕消息"，只看公司的公告。在白纸黑字上读到了，我们才会出手。套利类投资有时也受大盘影响，但主要风险不是大盘涨跌，而是中途出现意外，预期的进展没实现。常见的意外包括反垄断等政府干预、股东否决、税收政策限制等。许多套利类投资的毛利润看起来很低。一位朋友说，套利类投资是在别人已经赚了9角5分后，再去赚最后的几分钱。但是，**套利投资的确定性高、持有时间短，年化收益率是相当不错的。**套利类投资每年贡献的绝对利润比低估类稳定。在市场下跌时，套利类投资积少成多，能给我们带来很大的领先优势；在牛市中，此类投资会拖累我们的业绩。从长期来看，我认为套利类能和低估类一样跑赢道指。

控制类(Controls)

我们的控制类投资比较少见，但**这类投资只要做了，就是大规模的。**控制类有的是一开始就通过大宗交易买入，有的是从低估类发展而来的。有的低估类股票，价格在低位徘徊的时间很长，我们能买到很多，实现了部分或完全控股，有能力对公司施加影响，**投资就从低估类转到了控制类。**这时候，我们**根据对公司前景以及管理层能力的评估，决定是采取主动，还是保持相对被动。**最近几个月，我们在大量买入一只低估的股票，这家公司的管理层很优秀，公司的策略也很合理。我们会继续买入，如果将来实现了控股，可能会保持非常被动的状态，不会干预公司的经营。(美国运通)

我们不愿为了主动而主动。在其他条件一样的情况下，我更愿意放手让别人做。不过，大家可以放心，如果必须采取主动，才能让资本得到合理运用，我们不会袖手旁观。

不管主动还是被动，投资控制类必须做到，投资时就把钱赚到。控制类投资的必要条件是物美价廉。取得控股权后，我们的投资价值几何，就不再取决于经常失去理智的市场报价，而是企业本身的价值。

我们有意愿、有财力实现控股，这样我们低估类中的许多股票可以进退有余。如果市场转而看好，股价会随之上涨。如果市场仍然看淡，我们可以继续买入，最后公司是我们的了，不必再听市场对我们的评判。

衡量控制类的投资收益，至少要看几年时间。按部就班地买入需要时间。另外，可能还要改善管理层、重新配置资本、寻求出售或并购等，控制类中的这些工作都需要时间，所以此类投资不能看几个月，要看几年。因为投入时间长，在控制类投资中，我们要求获利空间一定要大。如果赚不了多少，我们就不做。

在买入阶段，控制类的表现和道指基本趋同。在末期阶段，控制类的表现和套利类更相似。在我们的投资组合中，这三类投资的分配主要是见机行事，视投资机会而定。某一年道指下跌时，我们配置的主要是低估类还是套利类有很大的偶然性，但是会对我们与道指的相对业绩产生很大影响。所以说，单独一年的业绩不重要，无论好坏，都别看得太重。

未来我们资产增长的趋势，我觉得是控制类投资会有所增加。目前，控制类是三类投资中占比最低的。我说的未必对，到底怎么样，当然还得看将来市场表现如何。至于将来市场如何，你不知道，我也不知道，我也不预测。在写这封信的时候，我们的资金分配情况是，低估类占比最大，套利类第二，控制类第三。

其他事项

我们今年的初始净资产是 17,454,900 美元。随着资产的迅速增长，总有合伙人担心我们将来的业绩是否会受到影响。到目前为止，合伙公司的规模增长没拖累我们的业绩，而是帮助我们取得了与道指更大的相对优势。不过，请各位不要对我们的长期相对优势寄予厚望。规模大，有时候是优势，有时候是劣势。在我看来，如果我们现在的资产是 100 万美元或 500 万美元，我们当前的投资组合不会得到改善。我们看到的投资机会似乎总是超过我们的银行账户 10%。如果情况有变，我一定会告诉大家。

苏珊 Susie 和我在合伙公司里有 2,392,900 美元的投资。除了每月收到的利息，我第一次提取了资金，如果我还不提取，国税局就要一直失望了。苏珊 Susie 和我有几只很小的“非流通证券”(股东不到 300 人)，这些投资是

早年遗留下来的，总价值不到我们在合伙公司权益的 1%。另外，我们还在 1960 年投资了本地的一家公司，这笔投资规模比较大，我们打算永远不卖。我们其余的所有资产都放在巴菲特合伙公司这一个篮子里，将来仍会如此。我保证不了业绩，但可以保证和大家共进退。我们一大家子，包括三个子女、我的父母、两个姐妹、两个姐夫、岳父、三个姑姑、四个表亲、五个侄子侄女等等，直接或间接持有总计 1,247,190 美元的合伙公司权益。

比尔·斯科特(Bill Scott)夫妇也把他们家庭的大部分资产投到了合伙公司里，他们的权益是 237,400 美元。比尔是我的得力助手，我们 1964 年正在做的几笔投资，主要都由他负责联系。我也把大量日常事务交给了比尔处理，各位合伙人如果有事需要办理或者有问题询问，如果我不在，请和比尔联系。贝丝(Beth)和多娜(Donna)总能高效完成日益增加的工作。12 月份和 1 月份，她们忙得不可开交，肯定会想怎么没找个更轻松的工作，但是无论多忙，她们都能把一切处理的井井有条。

虽然时间紧迫，毕马威会计师事务所一如既往地出色完成了审计工作。以前毕马威会对我们的证券、现金等每年进行一次突击检查，现在我们要求他们每年突击检查两次。这个费用不算高，从事金融业务的公司都该接受这样的检查。

各位合伙人下周会收到如下文件：

(1)，一份包含税收数据的信函，其中列有申报 1963 年联邦所得税所需的所有巴菲特合伙公司信息。请仅使用本信函作为税收申报参考。

(2)，毕马威会计师事务所出具的 1963 年审计报告，其中包含巴菲特合伙公司的运营数据和财务状况以及合伙人资本账户的信息。

(3)，一份由我签署的、证明你于 1964 年 1 月 1 日持有巴菲特合伙公司权益的文件，其中的权益数据与审计报告中列出的数据一致。

(4)，包含所有合伙人名单的合伙公司协议日程"A"。

如有疑问，请随时与我联系。随着我们规模的增加，更容易出现信函漏寄、姓名遗漏、数字错位等问题。如果发现我们出错了，请告诉我们。下一封信是上半年总结，各位将在 7 月 15 日左右收到。

沃伦·巴菲特

附录

德州国家石油公司套利交易(TEXAS NATIONAL PETROLEUM)

这是一笔普通的套利投资，近年来的套利机会主要来自石油和天然气公司卖盘，这就是其中之一。

德州国家石油是一家比较小的石油生产商，很多年前，我就对这家公司有印象。1962年初，市场传言说它要卖身给加州联合石油 (Union Oil of California)。我从来不根据传言操作，但是这次传言是真的。要是我听到传言时就买，不是等到公告出来才介入，我们能赚到远远更多的钱。这个钱让别人赚吧，我不赚。

1962年4月初，交易的一般条款公布。当时，德州国家石油流通的证券有三类：

(1)，利息 6.5% 的债券，赎回价 104.25。交易完成前继续支付利息，完成后即赎回。流通的债券有 650 万美元，在交易完成前，我们买入了其中的 26.4 万美元。

(2)，370 万股普通股，其中高管和董事持有 40%。委托书估算每股清算价值是 7.42 美元。从交易宣布到最后完成的六个月时间里，我们买入了 64,035 股。

(3)，65 万份以每股 3.50 美元买入股票的认股权证。按照委托书估算的 7.42 美元的清算价值，每份认股权可实现 3.92 美元的利润。在六个月时间里，我们买到了 83,200 份认股权，占有所有认股权的 13% 左右。

股东否决的风险是零。这笔交易是控股股东谈的，价格很理想。

此类交易都要走产权调查、法律意见等流程，这些风险几乎也是零。不存在反垄断的问题。虽然这笔套利不存在法律问题或反垄断问题，但绝对不是所有套利都如此。

联合石油使用的是标准格式的销售额还款融资方案。(译注：一种以资产融资的方式，按销售额固定百分比还款。)融资方案的甲方是南加州大学(University of Southern California)，它具有慈善性质，所以有些耽搁。

这也是个需要在国税局解决的问题，但是我们知道南加州大学愿意放弃慈善性质，它的钱都是从银行借来的，即使放弃慈善性质，它仍能获得不菲的收益。虽说解决这个问题需要时间，会耽误交易的进度，但是不会影响交易的完成。

4月23-24日，我们与公司进行了交流，他们估计8-9月份能完成交易。5月9日，公司寄出了委托书，其中说这笔交易"将于1962年夏季完成，在交易完成后的几个月内，会将大部分收益分配给参与清算的股东。"前面说了，估计是每股7.42美元。5月29日，比尔·斯科特参加了在休斯顿举行的股东大会，公司在会上说预计9月

1 日达成交易。

下面的内容选自我们在接下来几个月里与公司高管通过电话进行的交流：

6月18日，董秘说“联合石油收到了通知，国税局初步裁定通过，但是还要经过审批。公司仍在等待七月份的裁定结果。”

7月24日，公司总裁说预计“下周早些时候”会收到国税局的裁定。

8月13日，公司财务主管告诉我们，德州国家石油、联合石油和南加州大学的人齐聚华盛顿，商讨推动裁定。

8月18日，公司财务主管告诉我们“国税局的人说了，下周裁定就会出来，现在还没消息”。估计清算收益仍是7.42美元。

9月末，裁定收到，10月31日，交易完成。

11月13日，我们的债券被赎回。此后不久，我们将认股权转换成股票，我们从普通股获得的偿付金额是1962年12月14日：3.5美元、1963年2月4日：3.9美元、1963年4月24日：15美分。大概一两年后，我们还会收到4美分。对于147,235股来说（认股权行权后），每股4美分也是不少钱。

套利一般都是这样：(1)交易完成时间比最初预期的要长；(2)最后偿付的总金额比估算的略高一些。德州国家石油比预计多花了两个月左右的时间，我们的收益率也比预计大概高了两个百分点。

以下是德州国家石油这笔套利的收益情况：

(1)，我们总共买了260,773美元的债券，平均持有时间是将近五个月。我们获得了6.5%的利息，还实现了14,446美元的资本收益。整体年化收益率是20%左右。

(2)，我们通过股票和认股权实现了89,304美元的资本收益，目前还有一小笔大概价值2,946美元的收益没实现。从4月份投资14.6万美元起，我们中间陆续投入，到10月份，投资总额是73.1万美元。根据资金投入的时间计算，年化收益率是22%左右。

在这笔套利中，我们买债券和股票用的都是自有资金。我认为，在一个套利投资组合中，完全可以借一部分钱，但是我觉得，在低估类投资中，借钱非常危险。（套利有时间表，成本回报清晰，低估类不行）

这里以德州国家石油为例，不是想说明我们取得了多么了不起的胜利。我们有比这笔套利更成功的，也有不如它的。德州国家石油是我们基本的套利投资中的一个典型案例。在套利类投资中，我们尽可能了解所有情况，持续跟踪最新进展，根据我们的经验评估方方面面。我们肯定不是有交易就去做套利，不是每笔交易都有钱赚。参与套利，如果交易泡汤，市值会严重缩水。所以说，虽然我们很清楚会有做错的时候，但做套利投资是犯不起错的。

邓普斯特农具机械制造公司(DEMPSTER MILL MFG.)

这笔投资是 1956 年作为低估类开始的。当时，它的股价是 18 美元，净资产 72 美元，流动资产(现金、应收账款和存货)减去所有负债是 50 美元。邓普斯特曾经是一家很赚钱的公司，但是在我们买入时，它只能维持盈亏平衡。(由于电力普及，风力失去市场)

定性分析是负面的(行业竞争激烈，管理层平庸)，但是从数字上看太有吸引力了。经验表明，买入 100 只这样的股票，在一到三年之内，其中七八十只能实现不错的收益。买入的时候，很难说哪只就能涨，只知道整个组合的前景良好。促使组合中个股上涨的因素很多，可能是行业状况好转、收到收购要约、投资者心理变化等等。

此后五年里，我们每次只能买到很少，但一直在买这只股票。这五年里，我担任了公司的董事，越来越不看好现有管理层领导下的盈利前景。在此期间，我也对公司的资产和经营状况有了更深的了解，通过定量分析，我仍然认为这家公司很便宜。

1961 年中期，我们持有邓普斯特 30% 的股份(我们几次提出收购要约，都无功而返)。1961 年 8 月-9 月，我们以每股 30.25 美元的价格完成了几笔大宗交易，随后以相同的价格提出了收购要约，我们的持股达到了 70% 以上。在之前五年里，我们的买入价格在 16 美元到 25 美元之间。

取得控股权后，我们将副总裁提升为总裁，为他解除公司先前策略的束缚，看他能否带来转变。结果还是没起色。1962 年 4 月 23 日，我们聘请哈里·博特尔(HarryBottle)出任总裁。Harry 是这份工作的最佳人选。我之前盛赞过 Harry 取得的成绩，不必多说，请看下面资产负债表的前后对比，资本重新配置的成果一目了然。

	11/30/61	7/31/63
现金	166,000	89,000
美国证券(成本计价)		289,000
其他证券(市值计价高于成本)		2,049,000
现金和证券合计	166,000	2,436,000
应收账款(净值)	1,040,000	864,000
存货	4,203,000	890,000
预付帐款等	82,000	12,000
流动资产	5,491,000	4,202,000
其他资产	45,000	62,000
厂房设备净值	1,383,000	862,000
资产总计	6,919,000	5,126,000
应付票据	1,230,000	
其他负债	1,088,000	274,000

负债总计	2,318,000	274,000
净资产	4,601,000	4,852,000
负债和净资产合计	6,919,000	5,126,000
股本	60,146 股	62,146 股
每股净资产	76.5	78.1

哈里的成就：

(1)，把存货(大多数是周转率极低的)从 400 多万美元降低到 100 万美元以下，极大地降低了存货持有成本和淘汰过时的风险。

(2)，释放出的资本，我们将其用于投资有价证券，获得了 40 多万美元的收益。

(3)，将销售和管理费用从每月 15 万美元降低到 7.5 万美元；

(4)，将工厂营运成本从每直接工时 6 美元降低到 4.5 美元；

(5)，关闭五家不赚钱的分公司(三家赚钱的保留)，用效率更高的分销商取而代之；

(6)，整顿了内布拉斯加州哥伦布市经营混乱的一家配件工厂；

(7)，砍掉了消耗大量资金，却不能贡献利润的承包工程业务(释放出的资金可以投资证券获利)；

(8)，调整了维修配件的价格，在不影响销量的情况下，增加了超过 20 万美元的利润；

(9)，最重要的是，通过包括上述措施在内的努力，让邓普斯特恢复到与投入资本相称的盈利能力。

1963 年，一方面，Harry 恢复邓普斯特盈利能力的速度比我预想的快得多，我们很快就用完了税损结转，需要缴纳巨额税款，另一方面，邓普斯特公司有大量流动资金用不完，我们别无选择，只能想办法把公司注销或卖出去。我们着手在 1963 年末之前解决这个问题。注销公司很麻烦，但是我们的合伙人可以多获得一倍的收益，而且不用为邓普斯特持有的证券缴纳资本利得税。

我们最初谈了几笔交易，都是快谈到最后时没谈妥。几乎到了最后一刻，我们达成了一笔出售资产的交易。虽说我们对这笔交易里的很多细节并不满意，但是整体来说，我们制造业大概获得了净资产的价值，约每股 40 美元。加上我们通过有价证券投资组合获得的收益，我们实现的价值是每股 80 美元。

邓普斯特(已更名为 First Beatrice Corp.)，邓普斯特商标卖给了新公司)现在几乎只剩下现金和有价证券了。在巴菲特合伙公司的年末审计中，我们持有的 First Beatrice 的估值方法是用资产价值(以市价计算证券价值)减去 20 万美元储备金。

顺便说一句，我认为买方会把邓普斯特经营得很好。他们是很有能力的人，对于将来如何拓展业务和提升盈利能力，制定了完善的计划。无论是以非法人的形式经营邓普斯特，还是以合理的价格卖出去，我们都很乐意。

我们在投资中追求的是买得好，不是卖得好。

Harry 和我一样，我们都喜欢丰厚的奖赏。他目前已经是巴菲特合伙公司的有限合伙人，下次我们再有需要瘦身的公司，就会派 Harry 上阵。

从邓普斯特的故事里，我可以得到以下两点启示：

(1)，**我们所做的投资需要耐心**。有的投资组合里都是股价高飞、人见人爱的股票，我们根本不买这些股票。在热门股风头正劲时，我们的投资可能看起来乏善可陈。对于我们看好的股票，在我们买入时，它们的股价几个月甚至几年呆滞不动，对我们来说是好事。所以说，要给我们足够的时间，才能看出来我们的业绩如何。我们认为这个时间至少是三年。

(2)，**我们不能透露我们正在做的投资**。把我们的投资说出去，提高不了我们的收益，还可能给我们带来严重损失。包括合伙人在内，无论是谁问我们是否看好某只股票，我们都会援引"宪法第五修正案"保持沉默。

附录

致邓普斯特公司全体股东：

随函附上股东特别会议的通知，该会议将于 7 月 31 日星期三晚上 7 点在 Beatrice 举行。写这封信是为了让您能够提前考虑本次会议将表决的事项。

附件中包含显示本财年首七个月未经审计收益的财务报表以及截至 6 月 30 日公司财务状况的资产负债表。显然，Harry Bottle 去年担任总裁时开始的出色工作在今年得以延续。我们的业务存在非常显著的季节性因素，因此预计本年度剩余时间的运营将接近收支平衡。不过，全年的运营似乎将成为近年来业绩最好的年份之一。

经营业绩的显著改善得益于淘汰无利可图的产品线、关闭亏损的分支机构、削减不必要的管理费用以及在必要时调整价格等措施。除了使公司恢复盈利运营外，这些行动还大幅降低了业务的资金需求。因此，在 6 月 30 日，我们拥有 177.2 万美元的有价证券，其当日市值为 202.8 万美元。看起来公司很快就会处于仅需将约 60% 的资产投入制造业业务的状况。这种资本过剩给管理层带来了重大问题，使其难以让投入公司的总资本产生令人满意的回报。

管理层已经考虑了将这些资金用于业务中的许多替代方法，并探索了在不征收高额普通所得税的情况下，将这些多余资金直接返还给股东的可能性。似乎任何按比例分配的行为都不可避免地会被当作普通股息征税。我们的法律顾问建议，**将这些资金交回股东手中最有效的方法是，出售公司的经营性资产(作为持续经营企业)，随后对公司进行清算。这并不意味着经营业务的清算，因为它之前已作为持续经营性业务出售了。**然后，所有资金可以

按比例分配给股东，仅对超过每个股东股票计税基础的超额部分征收资本利得税。特别建议尽快采取这一行动，因为据我们的审计师计算，公司的税收抵免额度已几乎用尽，此后我们的经营利润将需缴纳 52% 的联邦所得税。

就目前的经营状况而言，董事会一致认为邓普斯特公司的持续经营业务价值超过其资产的单纯清算价值。因此，我们认为将其作为持续经营企业出售，符合股东、员工和客户的最佳利益。Harry Bottle 将可为任何购买方担任经理。他已接到指示，在出售前的过渡期间，按照与过去一年运营计划一致的方式继续开展业务。原材料采购、生产计划等将基于去年产品和分销的相同模式进行。

最近，执行委员会与几个潜在购买方的代表就出售持续经营企业进行了谈判。虽然在两个方案中分歧似乎相对较小，但尚未达成合同。目前，有一个感兴趣的购买方正在研究业务，其已向我们表明有意大幅扩大位于 Beatrice 地区的业务。

由于我们业务的季节性，任何购买方都需要在初秋接管业务，以便为春季销售旺季做好充分的准备。因此，董事会认为应在相对近期内采取具体行动。

随附的特别会议通知描述了应遵循的程序：

在 9 月 13 日之前，我们将继续努力通过谈判将业务作为持续经营的企业出售。

在股东会议后，公司的出售意向将立即广泛宣传。我们打算与水泵、农具和化肥领域的主要公司联系。我们将保留在 9 月 13 日之前通过谈判出售的权利。在此期间，可以根据购买方的需求定制合同。

如果在 9 月 13 日之前未能通过谈判出售，将于 9 月 30 日举行公开出售，我们将提供标准出售合同，所有投标人都必须遵守。此类出售将以现金进行。巴菲特合伙公司 BPL 拥有 44557 股邓普斯特股票，目前打算在此次出售时投标，如果其他股东或股东团体愿意，BPL 将安排与他们合作或成立合资企业进行投标。当然，邓普斯特的任何股东都可以单独投标。

我们希望强调，邓普斯特将作为经营业务出售，购买方将获得在运营中使用邓普斯特名称的权利。出售后，董事会目前打算有序分配出售所得款项，并处置其他资产，但那些可能方便以实物分配的资产除外。

虽然显然无法估计股东最终可能实现的收益，但可以肯定的是，它将大大高于邓普斯特股票目前或过去的报价。因此，在得知出售进展的进一步消息之前，股东保留其股份似乎是明智的。

我们希望所有股东都能出席特别会议，以便所有问题都能得到解答。如果您无法出席，任何书面问题都将得

到及时答复。

非常感谢

巴菲特，董事会主席

<来自总裁 H.T.Bottle 的信>

致我们的邓普斯特客户：

我们在 1962 年面临诸多挑战——库存积压、银行债务高企、费用过高、现金状况不佳且员工过多。我们立即制定了一套基本的公司目标，以指导我们运营的各个方面。

我们必须承认，我们所做的一些事情对所有人来说都是不愉快的，但我们对目标坚定不移。我们通过出售多余、过时和报废的原材料清理了存货，削减或消除了运营中各个部门的费用，推动产品提价和逐步淘汰滞销商品，重振了我们的营销部门并采用了分销模式，以帮助您在农具、化肥和水泵系统中获得更大的市场份额。

我们设定的目标得到了回报。销售额提高了，生产计划得以实现，现金状况开始好转。我们现在可以报告，我们的财务状况已得到充分加强，能够在 1963 年正常运营。我们的朋友和商业伙伴现在意识到，邓普斯特正在改善并将持续经营下去。

我们满怀热情和乐观地期待 1963 年，我们致力于努力工作，提高质量和服务。我们向您保证，邓普斯特将巩固并加强其竞争地位，打造一个令您自豪的成功、强大的公司。这样的公司确保了我们的未来。

我们很感激有机会通过这封信与您进行面对面的交流。

您真诚的

H.T.Bottle，总裁

1962 年 12 月 17 日

博特尔：查理在 1962 年 4 月初把我介绍给了沃伦。沃伦介入并拯救了一家陷入困境的病态企业，使其恢复健康，然后将其出售给当地负责人以继续经营并支持该地区就业。

巴菲特：雇佣哈里可能是我做过的最重要的管理决策。在之前的两位经理管理下，邓普斯特陷入了大麻烦，银行把我们当作潜在的破产者。如果邓普斯特倒闭了，从那时起我的生活和财富将会大不相同。

巴菲特致合伙人的信 1964 中报

1964 年 7 月 8 日

年初规模 1745.49 万 / 巴菲特 239.29 万美元

上半年业绩

6 月 23 日，我们一家人要去加州，所以这封信我 6 月 18 日就写了，有些仓促。有的合伙人习惯了收到我们整半年的报告，为了和往年保持一致，有些数字我先不写，比尔会把 6 月 30 日出来的最终数据填上。

1964 年上半年，道指从 762.95 上涨到 831.50，其间股息为 14.40 个点，整体收益率是 10.0%。6 月 18 日，在我写这封信时，我看我们的半年业绩可能和道指不相上下。我多想向各位报告：道指持平，而我们上涨了 5%。如果是道指下跌 10%，而我们持平，那就更好了。我一直和大家说，与市场持平或下跌时相比，在市场上涨时，我们更难领先道指。下面是道指收益率、GP 合伙人分成前合伙公司收益率以及 LP 合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道琼斯指数(1)	合伙公司(2)	LP 合伙人(3)
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1958	38.50%	40.90%	32.20%
1959	20.00%	25.90%	20.90%
1960	-6.20%	22.80%	18.60%
1961	22.40%	45.90%	35.90%
1962	-7.60%	13.90%	11.90%
1963	20.70%	38.70%	30.50%
1964 上半年	10.9%	12.0%	10.5%
总收益率	116.1%	521.0%	354.4%
年化收益率	10.8%	27.6%	22.2%

注：(1)，根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙公司整年运作的年份。(2)，1957-61 年的数据是之前全年管理的所有合伙账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算 LP 合伙人利息和 GP 合伙人分成。

(3)，1957-61 年的数据按前一列合伙公司收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了 GP 合伙人分成，未计算 LP 合伙人的每月提现。

上半年，我对我们的买入情况非常满意。在我看来，投资的 90%是买入，所以买入顺利，我特别满意。在低估类中，我们的合伙公司现在是三家公司的最大单一股东。这些股票，我们买入的价格远远低于产业资本所能给予的估值，我们还会按这样的价格继续买入。其中一只(伯克希尔)，从一年半前(1962 年)，我们就一直在买；另外两只(美国运通 430 万美元，德克萨斯海湾制造公司 460 万美元，纯石油公司 350 万美元)，都是从大约一年以前，我们一直在买。在今后一年，两年，甚至更长时间，我们不干别的，就继续一周接一周地耐心买入这些股

票，这也很正常。

像前面说的这三只股票，**在我们持续买入时，最好是公司一直在取得实质的进步**，例如，盈利改善、资产价值提升，但股票的市场价格毫无反应，这种情况是我们最愿意看到的。我们的短期业绩不会从中受益，特别是在市场上涨时，但是我们觉得很踏实，我们必然会从中获得更好的长期业绩。**我们就这么一直买，最后不是外部因素激发股价上涨，就是我们以低廉的价格获得公司的控股权，这两种情况我都喜欢。**

但是，有一点大家应该知道，对于我们的低估类中的大部分股票，虽然我们认为仍然严重低估，但我们根本不可能取得控股权。对于这些股票，经过较长的一段时间，市场应该能证明我们的分析是正确的，但是和我们能控股的股票不一样，在这些股票上，我们没有两手准备。

基金公司

我们一直拿最大的两只开放式股票型基金(股票占 95-100%)和最大的两只分散投资的封闭式股票型基金的业绩，与合伙公司的收益率做对比。Massachusetts Investors Trust、Investors Stock Fund、Lehman、Tri-Continental Corp.这四家公司管理着 40 多亿美元的资金，基金行业管理的总资产是 200 亿美元，它们应该能代表大多数 的基金公司，以下是这四只基金的业绩。有些投资顾问机构管理的资产规模更大，它们绝大多数的业绩应该和这四家基金公司不相上下。

年份	Mass.Inv. Trust(1)	Investors Stock(1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)	道指	LP 合伙人
1957	-11.40%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.30%
1958	42.70%	47.50%	40.80%	33.20%	38.50%	32.20%
1959	9.00%	10.30%	8.10%	8.40%	20.00%	20.90%
1960	-1.00%	-0.60%	2.50%	2.80%	-6.20%	18.60%
1961	25.60%	24.90%	23.60%	22.50%	22.40%	35.90%
1962	-9.80%	-13.40%	-13.00%	-10.00%	-7.60%	11.90%
1963	20.00%	16.50%	23.70%	18.30%	20.60%	30.50%
1964 上	11.00%	9.50%	9.60%	8.60%	10.90%	10.50%
累计收益率	105.80%	95.50%	98.20%	105.10%	116.10%	354.40%
年化收益率	10.10%	9.40%	9.60%	10.10%	10.80%	22.20%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1964 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-63。1964 年上半年数据为估算值。

大基金费用高昂、地位尊崇，道指是无人管理的一揽子蓝筹股，但是我们从这些数据中可以看出，大基金始终跟不上指数。**基金就像漂在池塘上的鸭子。水(市场)涨起来时，鸭子跟着往上涨；水(市场)落下去时，鸭子跟**

着往下落。不管有没有动物保护协会，鸭子的功劳大小，都要看他自己的表现，不能对池塘水位的涨跌呱呱乱叫。如上表所示，水位对巴菲特合伙公司的业绩有很大影响，不过我们一直努力在扑腾翅膀。

道指不是衡量股票投资业绩的唯一标准，但所有投资管理活动(包括管理自己的资金在内)都要经受客观的检验，检验标准应该事先确定，不能事后自己随便选。

资管行业规模庞大。基金经理非常重视评估汽车、钢铁、化工等各行各业的公司的管理层。为了分析公司管理层优劣，他们会严肃认真地投入大量时间和精力。基金经理不辞辛苦地评估投资组合中公司的管理层，他们自己却不会受到同样的评估，这实属不该。我们认为，投资者和基金经理必须确立业绩评估标准，并且像研究自己的投资标的一样，经常客观地审视自己的业绩。

我们就这么做，不管评估结果如何。不用我说，大家也知道，我们有确定的业绩衡量标准，只能保证我们能做到客观评估，绝对不等于我们就能取得良好的业绩。提到衡量业绩，我们再回顾一下"基本原则"(Ground Rules)是怎么说的。基本原则中说，鉴于我们的投资方式，衡量我们的表现，至少要看三年，而且投机气氛浓厚时，我们很可能落后。有一点，我可以向各位保证。既然我们已经把标准定在了 90 厘米，标准就始终是 90 厘米。我们不会因为达不到标准而修改标准。依我之见，在规模高达几千亿的资管行业中，如果人人都确立合理的标准来衡量能力，并有意识地付诸实践，这个行业会更健康地发展。在日常商业活动中，无论是评估市场、人员、机器，还是流程，人们普遍遵循既定标准，资管可是世界上规模最大的商业行业。

税项

1964 年初，我们有 2,991,090 美元的未实现收益，这些都属于 1963 年的合伙人。从年初到 6 月 30 日，我们实现了 2,826,248.76 美元的资本收益(其中 96%是低税率的长期资本利得)，这样看来，1964 年 1 月 25 日所报告的归属各位合伙人的所有未实现增值今年应该都会实现。我要再提醒一下各位，收益的实现与我们的业绩表现无关。其实，在我们实现大量资本收益的同时，各位在合伙公司的权益市值可能是大幅缩水的，所以说，别因为实现的资本收益多就欢欣鼓舞，也别因为实现的资本收益少就愁眉苦脸。我们从不搞提前交税或延迟交税的手段。我们做投资决策是综合考虑，选取能实现利润最大化的概率组合。如果最佳选择是交税，那就交，好在长期资本利得税还比较低。(资本利得税短期适用普通所得税率 40%，长期减半 18-28%，个人所得税一战 70%，二战 75-90%，64 年减税法案 70%，81 年里根减税 50%/企业 46%，86 年个人 28%企业 33%，2000 年 40%，

2010 年 35%)

在 1964 年 4 月 1 日寄给大家的税收函件中，我已经和大家说了，在申报 1964 年纳税金额估算时，填写 1963 年的实际纳税金额比较稳妥，这样不会受罚。

1 月 1 日新加入的合伙人只需缴纳少量税款，所有合伙人加入第一年都是如此，因为我们会把实现的资本利得先分配给有未实现增值的老合伙人，这也与实际收益无关。所有有限合伙人，无论新老，最终收益都完全相同(按照《合伙协议》第五段，Bill Scott、Ruth Scott 和 Susan Buffett 除外)。和往常一样，我们现在向各位报告的只是纸面上的收益。

按照惯例，我们将在 11 月 1 日左右(向合伙人以及有意在 11 月 1 日前后加入的准合伙人)寄出修订版合伙协议、1965 年承诺书以及 1964 年纳税估算数据等文件。今年夏天，别让比尔闲着，这封信里有什么不清楚的地方，尽管问他。

沃伦·巴菲特



巴菲特合伙公司的两位员工 Bill Scott 和 John Harding

巴菲特致合伙人的信 1964 年报

1965 年 1 月 18 日

1964 年业绩

1964 年，我们的整体收益是 4,846,312.37 美元，然而按照我们的衡量基准道指来看，和往年相比，我们这一年的业绩一般。道指的整体收益率是 18.7%，巴菲特合伙公司的整体收益率是 27.8%，有限合伙人的整体收益率是 22.3%。去年，合伙公司领先道指 9.1 个百分点，有限合伙人领先道指 3.6 个百分点。这是 1959 年以来，我们相对道指的领先优势最微弱的一年。（1959 年的业绩和道指差不多。）

不过，我并不因此而沮丧。去年，市场很强劲。在市场走强的年份，我们总是很难胜过道指。早晚会有道指把我们远远甩在后面的时候。1964 年，我们没被道指彻底打败，我还有些庆幸。急剧上涨的市场给我们带来重重困难，1965 年，如果道指继续去年的行情，我们一定很难跟上，更别说取得一定的领先了。下面是道指收益率、GP 合伙人分成前合伙公司收益率以及 LP 合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指(1)	合伙公司(2)	LP 合伙人(3)
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1958	38.50%	40.90%	32.20%
1959	20.00%	25.90%	20.90%
1960	-6.20%	22.80%	18.60%
1961	22.40%	45.90%	35.90%
1962	-7.60%	13.90%	11.90%
1963	20.60%	38.70%	30.50%
1964	18.70%	27.80%	22.30%

注：(1) 根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙公司整年运作的年份。

(2) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算 LP 合伙人利息和 GP 合伙人分成。

(3) 1957-61 年的数据按前一列合伙公司收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了 GP 合伙人分成。

年份	道指	合伙公司	LP 合伙人
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1957-58	26.90%	55.60%	44.50%
1957-59	52.30%	95.90%	74.70%
1957-60	42.90%	140.60%	107.20%
1957-61	74.90%	251.00%	181.60%
1957-62	61.60%	299.80%	215.10%
1957-63	94.90%	454.50%	311.20%
1957-64	131.30%	608.70%	402.90%
年化收益率	11.10%	27.70%	22.30%

基金公司

我们一直拿最大的两只开放式股票型基金(股票占 95-100%)和最大的两只分散投资的封闭式股票型基金的业绩, 与合伙公司的收益率做对比。Massachusetts Investors Trust、Investors Stock Fund,Tri-Continental Corp.这四家公司管理着约 45 亿美元的资金, 基金行业管理的总资产是 300 亿美元, 它们应该能代表大多数的基金公司。有些投资顾问机构管理的资产规模更大, 它们绝大多数的业绩应该和这四家基金公司不相上下。

我想用下面的表格说明, 作为衡量投资业绩的指数, 道指不是那么容易战胜的。上述四家基金由能力出众的经理人管理, 它们每年收取的管理费是 800 多万美元, 整个基金行业收取的管理费数额就更庞大了。从这些高薪经理人的平均打击率(batting average)来看, 他们的业绩和道指相比稍逊一筹。

年度业绩

年份	Mass.Inv. Trust(1)	Investors Stock(1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)	道指	LP 合伙人
1957	-11.40%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.30%
1958	42.70%	47.50%	40.80%	33.20%	38.50%	32.20%
1959	9.00%	10.30%	8.10%	8.40%	20.00%	20.90%
1960	-1.00%	-0.60%	2.50%	2.80%	-6.20%	18.60%
1961	25.60%	24.90%	23.60%	22.50%	22.40%	35.90%
1962	-9.80%	-13.40%	-13.00%	-10.00%	-7.60%	11.90%
1963	20.00%	16.50%	23.70%	18.30%	20.60%	30.50%
1964	15.90%	14.30%	13.6%	12.60%	18.70%	22.30%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源: 1964 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-63。1964 年数据为估算值。

复合收益率

年份	Mass.Inv. Trust	Investors Stock	Lehman	Tri-Cont	DOW 道指	LP 合伙人
1957	-12.00%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.30%
1957-58	26.40%	29.20%	24.70%	30%	26.90%	44.50%
1957-59	37.80%	42.50%	34.80%	40.90%	52.20%	74.70%
1957-60	36.40%	41.60%	38.20%	44.80%	42.90%	107.20%
1957-61	71.30%	76.90%	70.80%	77.40%	74.90%	181.60%
1957-62	54.50%	53.20%	46.20%	59.70%	61.60%	215.10%
1957-63	85.40%	78.50%	80.80%	88.90%	94.90%	311.20%
1957-64	114.90%	104.00%	105.40%	112.70%	131.30%	402.90%
年化收益率	10.00%	9.30%	9.40%	9.90%	11.10%	22.30%

合伙人在每年的信中都会看到上述表格，他们问我：大型基金的经理人才智超群，他们有聪明勤奋的下属、用之不竭的资源、深厚广博的人脉，他们的投资经验加到一起都有几百年了，最后业绩怎么能做成这样？说到“投资经验加到一起都有几百年了”，我想起了一个家伙。他去面试时声称自己有 20 年的从业经验，他的前老板更正说，不是“20 年的从业经验”，而是“一年的经验，重复了 20 年”。

这个问题很有意义，按理说，基金经理和广大投资人都应该深入研究一下。300 亿美元的 1%可就是 3 亿美元。令人匪夷所思的是，在华尔街连篇累牍的长篇大论中，关于这个问题的研究几乎没有；在分析师团体行行色色的会议上，关于这个问题的探讨寥寥无几。在我看来，无论哪家投资管理机构，在对美国各大公司的管理能力和经营业绩品头论足之前，都应该好好分析一下自己的方法和业绩。

大基金的业绩超不过甚至跟不上无人管理的指数，在大多数情况下，绝对不是因为基金经理能力或品行的问题。我把这个现象的主要原因归结为如下几点：

- (1)，**群体决策**——这或许是我的偏见：我认为，只要是一个群体，所有成员共同参与决策，投资管理工作就几乎不可能达到一流水平；
- (2)，与其他声誉卓著的大型机构**保持一致的倾向**，无论是策略，还是部分投资组合；
- (3)，机构框架的束缚——**平均水平很“安全”**，对于个人而言，特立独行的回报与风险毫不相称；
- (4)，僵化固守某些**不理智的分散投资策略**；
- (5) 最后一点，也是最重要的一点：**惯性**。

也许我对基金经理的这些评论不公平。也许就连上面的统计数据对比都不公平。我们的投资组合和公募基金迥然不同，我们的投资方法也和它们迥然不同。但是，我相信无论是我们的合伙人，还是大基金的投资者，他们有一点是相同的，他们都认为自己的资产管理人追求同一个目标：**通过持续投资股票，在将资金永久损失的风险控制在最低限度的同时，实现长期资本回报率的最大化**。对于我们的大多数合伙人来说，如果不把资金投到巴菲特合伙公司中，其他的选择可能就是基金等投资公司，获得与基金类似的收益率，因此，我认为与基金对比来检验我们的业绩很有意义。

毫无疑问，基金公司、投资顾问、信托部门等为投资者提供了不可或缺的服务，其中包括实现足够的分散、坚持长期投资、简化投资决策和方法、最重要的是，它们可以帮助投资者**避免散户常犯的低级错误**。在机构的宣

传资料中，它们着力凸显专业管理人士，公众自然会以为他们有能力取得高收益，但绝大多数机构并未对实现超额收益做出具体承诺。

各位合伙人，我在这里向大家保证，我现在说上述业绩对比有意义，将来也会如此，无论将来如何。同时，我向各位合伙人提议，如果你认为这个标准不合适，请现在就告诉我，并提出其他标准。标准要定在前面，不能事后再说。

我还有个想法。很多人自己管理资产，他们是自己的投资顾问。上面的表格里没有"自我管理"一列。人们很关心自己的体重、高尔夫球分数、油费，但是对自己的投资管理水平却刻意回避，不进行量化评估。他们管理的可是自己的钱，客户是全世界最重要的人，是他们自己。研究 Massachusetts Investors Trust 或 Lehman Corporation 等基金的业绩，这种评估的意义是理论上的。客观研究你的资金管理人的表现，即使这个管理人是你自己，这种评估的意义是真金白银的。

关于保守

看到上述大基金的业绩，有人可能会问："这些大基金的业绩是差一些，但是它们的投资是不是比我们更保守？"要是你这么问基金经理，他们会绝对坦诚地告诉你，他们更保守。要是你这么问 100 位分析师，我相信他们大部分人也会说基金公司更保守。我不同意。我 90% 的净资产都在巴菲特合伙公司里，我的很多亲戚都在合伙公司里有投资，当然了，这只能说明我的诚意，证明不了我的投资更保守。

没错，与我们相比，大基金的投资方式更符合常规。很多人以为符合常规就是保守。我觉得这种想法错了。一种投资方法是否保守，不在于是否符合常规。真正的保守投资源于正确的前提、正确的事实、正确的逻辑。按照这三点做出的投资，有与常规相符的时候，但更多时候是与常规背道而驰。在世界的某个角落，平坦地球协会 (Flat Earth Society) 或许还在定期开会呢。

我们不因为重要的人、善辩的人或大多数人赞同我们，而感到踏实。我们也不因为他们不赞同我们，而感到踏实。民意调查替代不了独立思考。有时候我们会释然一笑，这是因为我们找到了一个投资机会，我们能看懂事实清楚明了、一眼就能看出来该怎么做。遇到这种情况，不管是常规，还是非常规，不管其他人同意，还是不同意，我们都觉得自己是在保守地投资。

上面的论述有很强的主观色彩。没错。大家应该要求我进行客观分析。我也愿意进行客观分析。如何合理地

评估既往投资策略是否保守？我的建议是研究市场下跌时的业绩表现。表格中市场下跌的年份只有三年，而且都是温和下跌，不足以用于此项检验。在这三年里，我们的投资业绩都明显优于更常规的投资组合。

如果我们把这下跌的三年连在一起，则累计业绩如下所示：

Tri-Continental Corp	-9.70%
Mass.InvestorsTrust	-20.90%
Lehman Corp.	-22.30%
Investors Stock Fund	-24.60%
道琼斯指数	-20.60%
有限合伙人	45%

这个比较算不上多重要，但是可以说明一些问题。不谈价格，只说"我们拥有美国电话电报公司(AT&T)、通用电气(General Electric)、IBM 和通用汽车(General Motors)，所以很保守"，这样的观点，我们不敢苟同。总之，评估投资方式或资产管理人(包括自己管理)是否保守，要以合理的客观标准为依据，衡量下跌行情中的业绩表现是一种行之有效的检验方法。

复利的喜悦

有的合伙人读了前几年的信，反馈说怎么讲的都是现当代的投资案例，能不能提高点难度，深入讲讲跨越几个世纪的投资策略。于是，我就写了这部分。

在之前的两则投资错误剖析中，我们讲了伊莎贝拉女王(赞助哥伦布远洋航行)和弗朗西斯一世(购买名画《蒙娜丽莎》)所谓精明的投资，实际上是蠢到家了。有些人在这两位的错误辩解，说来说去都是感情用事。在我们的复利表面前，一切辩解都苍白无力。

有一个质疑还有些合理。有人说，在我写的这部分内容里，用的案例都是负面的，只是在批评历史上投资能力低下的人。有没有投资能力高超的案例，有没有人的光辉业绩世代流传，值得后来者学习？

当然有。传说中的曼哈顿印第安人就因为他们精明的商业头脑而名垂青史。1626 年，他们把曼哈顿岛卖给了有名的败家子彼得·米努伊特(Peter Minuit)。据我所知，印第安人最后拿到手是 24 美元。米努伊特获得了 57.8 平方公里的土地，相当于 57,756,735 平方米。目前，曼哈顿岛的价值是 12,433,766,400 美元(124 亿)，约合每平米 215 美元。外行乍一看，觉得米努伊特赚了。其实，印第安人只要实现每年 6.5%的收益率(部落基金的销售代表应该敢承诺这个收益率)，他们就能笑到最后。按照每年 6.5%的收益率，经过 338 年，24 美元会变成 42,105,772,800 美元(420 亿)。如果他们的收益率能再高 0.5 个百分点，达到 7%，他们的钱现在就是 2050 亿美

元。讲完了。

有的合伙人考虑投资策略时可能不会想这么长远。还是像往常一样，下面是 10 万美元按照不同收益率复利累积的结果，方便各位参考。

以下数据不包含 10 万本金

时间段	4%	8%	12%	16%
10 年	48,024	115,892	210,584	341,143
20 年	119,111	366,094	864,627	1,846,060
30 年	224,337	906,260	2,895,970	8,484,940

从这个表格中可以看出，下列三个因素对资金增长有好处：

- (1)寿命长(在金融大牛的行话里，这个叫"玛士撒拉效"(Methuselah Technique))
- (2)复合增长率高
- (3)上述两者兼而有之(笔者特别推荐)

如上表所示，复合增长率稍微高一点，最后的收益就会高很多。正因为如此，尽管我们希望自己的业绩能远远高于平均水平，但是对我们来说，**高于平均水平的每一个百分点都有实际意义。**

我们的目标

上面的表格中没有过去八年里合伙公司平均 27.7%的收益率，也没有有限合伙人平均 22.3%的收益率。这么高的收益率根本不适用于较长时期，原因是：(别担心，我不会为了证实这个预言，而在投资中"裹足不前")

- (1)，按照这么高的收益率复合增长，较大的资金会以惊人的速度增加，规模很快就会超过国债。
- (2)，合伙公司成立这八年以来，由于股票价值的整体重估，股票投资实现了很高的整体收益率，这个收益率在今后十年不可持续。在我们的基金成立以来的这短短几年里，道指的收益率是 11.1%。我认为，把时间拉长到二三十年，道指比较合理的整体收益率应该在 6%-7%之间。这一个因素就会把我们的年化复合收益率拉低 4 个百分点左右。只要 1965 年道指下跌 20.5%，它这九年的平均收益率就会降到 7%。对于这样的下跌幅度，甚至更大幅度的下跌，长期投资股票的人应该早就做好心理准备。要是你持有的股票(例如，你投资的巴菲特合伙公司)市值下跌 20%或 30%，你就会遭受心理创伤或陷入财务困境，你就不适合投资股票。**借用诗人哈里·杜鲁门(Harry Truman)的话说："If you can't stand the heat, stay out of the kitchen."** (意指受不了批评就别任总统)，**俗语：食得咸鱼抵得渴。你最好还是先考虑清楚，要不要吃"咸鱼"。**

(3), 我们认为, 从长期来看, 不可能始终保持合伙公司领先道指 16.6 个百分点的优势或 LP 合伙人领先道指 11.2 个百分点的优势。从我们一道投资以来, 我们已经连续八年跑赢道指, 其中有一年, 扣除利润提成后, 有限合伙人没有跑赢。我们的合伙公司肯定有落后道指的时候, 而且落后的年份肯定不只是一两年。我们跑输了, 我作为 GP 合伙人一定会气得咬牙切齿(希望各位 LP 合伙人不要太懊恼)。出现这样的情况时, 我们的平均相对优势就会显著下降。我也相信, 有的年份, 我们仍然会取得明显的领先优势。到目前为止, 我们还没有一年的业绩是平庸或糟糕的, 虽然我们现在的平均收益率较高, 但期望永远如此显然是不现实的。

那么我们预期的目标是什么呢? 我下面说的基本都是猜测。在我的投资理念里有一个核心理论: **预测常常无法准确判断未来, 倒是经常暴露预测者的过错。**各位是我的合伙人, 哪怕我的预期未必可靠, 我也有义务如实相告。以下是我对长期前景的预期:

(1), 道指整体收益率为平均每年 7%左右(包括股息), 整体而言, 各年波动剧烈, 极端时能跌 40%, 也能涨 50%, 大多数年份在下跌 10%到上涨 20%之间(-10%~20%)。

(2), 扣除普通合伙人分成之前, 巴菲特合伙公司平均每年领先指数 10 个百分点。合伙公司的领先优势同样存在剧烈波动: 在逆境中可能落后 10 个百分点; 在顺风顺水时, 可能领先 25 个百分点。

(3), 综合以上两点, **巴菲特合伙公司的长期平均收益率是 17%, 有限合伙人的长期平均收益率是 14%。**各年的收益率会相差悬殊, 具体波动是多少取决于(1)和(2)两个变量的相互作用。

我再重申一遍, 上面的预期只是猜测, 其中个人得失或自我等因素有很大影响。熟悉金融历史的人都知道, 这种预测经常大错特错。我还不如不写这些, 但是这是合伙人很关心的一个问题。我们巴菲特合伙公司的各位合伙人都很关心我们能取得的长期收益率, **我应该把我们的目标在白纸黑字上写下来, 哪怕有一天这会证明我愚不可及。**我的要求是很严格的, 我看所有投资管理人, 无论是券商、投资顾问, 还是信托部门、基金公司, 都应该开诚布公, 坦诚地说明自己定的目标是什么、衡量标准又是什么。

我们的投资方法

在以前的信中, 我一直把我们的投资分为三类, 现在我觉得分成四类更合适。新增加的类别是"低估类(相对低估)"(Generals Relatively Undervalued)。我们的"低估类"投资中一直存在这个细微差别, 现在我觉得有必要把这个差别体现出来。此类投资以前只是"低估类"中的一个小类, 现在已经发展到在我们的整体投资组合中占据更加重

要的地位，因此有必要单独划为一类。这类投资的重要性与日俱增，迄今为止的收益率也非常出色，值得投入大量时间和精力在其中寻找更多投资机会。这个新类别反映了我们已经形成一种独具特色的全新投资方法并将其付诸实践，这个新方法的应用有助于我们改善此类投资的预期收益和稳定性。目前，我们的四类投资如下：

"低估类(基于产业资本视角)"(Generals-PrivateOwner Basis)

这类投资包含整体低估的股票，我们主要通过**定量分析**判断是否低估，但是也特别重视**定性分析**。一般来说，低估类的投资，几乎看不出来或根本不知道短期内怎么能上涨。低估的股票不光鲜，市场不喜欢。它们唯一的好处就是价格低廉，经过审慎分析可以看出，公司的市值远远低于产业资本所能给予的估值。**我重申一下，虽说定量是第一位的，是根本，定性也很重要。我们喜欢优秀的管理层，我们喜欢好行业，我们希望有一定的"催化剂"刺激不作为的管理层或股东，但是我们更要买得值。**

在此类投资中，我们很多时候都可以做到"进退有余"，最后要么外部因素刺激股价上涨，要么我们以低廉的价格获得一家公司的控股权。虽说外部因素刺激股价上涨属于绝大多数情况，**但廉价取得控股权相当于一个保险**，这是其他类型的投资中所没有的。在 1964 年的中期报告中，我们提到了我们是三家公司的最大股东，我们一直在加大这三家公司的仓位。我对这三家公司创造基本面价值的速度都非常满意。对于其中两家公司，我们完全是被动投资者。在第三家公司中，我们只是略微采取了一些主动措施。对于这三家公司，我们对任何一家可能都不会采取完全主动的策略，但是如果有必要，我们肯定会出手。

"低估类(相对低估)"(Generals-Relatively Undervalued)

此类投资中的股票是**价格相对便宜的，参照对象是质地相差无几的其他股票**。我们对此类股票的要求是按照当前市场估值标准严重低估，但是此类股票一般是**大盘股，没有并购清算的可能，参照产业资本给予的估值没意义**。在这类股票的投资中，**一定要进行同类比较**，否则就牛头不对马嘴了，这一点我们非常注意。在绝大多数情况中，我们**对行业和公司不够了解**，无法做出合理的判断，会直接跳过。

我刚才说了，这个新类别的投资比重在增加，收益率也非常令人满意。股市整体估值标准的变化会给我们带来风险。例如，在我们以 12 倍市盈率买入一只股票时，同等质地或较差质地的股票市盈率是 20 倍，但随后出现了一波估值调整，原来 20 倍市盈率的那些股票，市盈率跌到了 10 倍。我们最近开始应用一个**方法**(做多低+做空高?)，有望显著削弱这种由于估值标准变化而导致的风险。这个风险一直给我们带来极大的困扰，这类投资与"低

估类(基于产业资本视角)"或"套利类"不同,一旦**出现估值标准变化的风险,我们无路可退**。现在我们能把这个风险削弱了,此类投资大有前途。

"套利类"(Workouts)

套利类投资有时间表可循。套利投资机会出现在出售、并购、重组、分拆等公司活动中。我们做套利投资不听传闻或"内幕消息",只看公司的公告。**在白纸黑字公告上读到了,我们才会出手**。套利类投资有时也受大盘影响,但主要风险不是大盘涨跌,而是**中途出现意外**,预期的进展没有实现。常见的意外包括**反垄断等政府干预、股东否决、税收政策限制**等。许多套利类投资的毛利润看起来很低,就像我们平时在生活里找哪个停车计时器还有剩余时间。但是,套利投资的**确定性高、持有时间短**,去除偶尔出现的重大亏损,年化收益率是相当不错的。套利类投资每年贡献的绝对利润要比低估类稳定。在**市场下跌时**,套利类投资积少成多,能给我们带来很大的领先优势;在牛市中,此类投资会拖累我们的业绩。从长期来看,我认为套利类能和低估类一样跑赢道指。

4."控制类"(Controls)——我们的控制类投资**比较少见**,但这类投资只要做了,就是大规模的。控制类有的是从一开始就**通过大宗交易买入**,有的是从**低估类发展而来**的。有的低估类股票,价格在低位徘徊的时间很长,我们能买到很多,实现了部分或完全控股,有能力对公司施加影响,这笔投资从低估类转到了控制类。这时候,我们根据对公司前景以及管理层能力的评估,决定是采取主动,还是保持相对被动。

我们不愿为了主动而主动。在其他条件一样的情况下,我更愿意放手让别人做。不过,大家可以放心,如果必须要采取主动,才能让资本得到合理运用,我们不会袖手旁观。

不管主动还是被动,投资控制类有一点是必须的:**投资时就得把钱赚到。控制类投资的必要条件是物美价廉**。取得控股权后,我们的投资价值几何,就不再取决于经常失去理智的市场报价,而是企业本身的价值。

在"低估类(基于产业资本视角)"中,我们提到有三只股票我们是最大股东。由于进可攻退可守,这三只股票都可能变成控制类,这样很好。如果这三只股票股价上涨,达到比较符合内在价值的价位,这样也很好。我们可以卖出去,成功完成"低估类(基于产业资本视角)"的投资。

衡量控制类的投资收益,至少要看几年时间。按部就班地买入需要时间。另外,可能还要改善管理层、重新配置资本、寻求出售或并购等,控制类中的这些工作都需要时间,所以此类投资不能看几个月,要看几年。**因为投入时间长,在控制类投资中,我们要求获利空间一定要大**。如果赚不了多少,我们不做。

在买入阶段，控制类的表现和道指基本趋同。在末期阶段，控制类的表现和套利类更相似。我们以前做过一笔控制类投资，邓普斯特农具机械制造公司，后来卖了出去。这里告诉大家一下，邓普斯特的买方现在把这家公司经营得有声有色。我们实现了自己的初衷，感到很欣慰。做投资，别想着坑人，指望最后让傻子接盘，这么做长远不了。(华尔街有个"博傻理论"，说的就是这种做法)在极其低贱的价格买入，平价卖出也能获得喜人的收益，这多有成就感。

我说过，在我们的投资组合中，各类投资的分配主要是见机行事，视投资机会而定。单独拿出某一年来，低估类、套利类或控制类的投资占比有很大的随机性。各类投资所占比重有偶然性，但对我们当年相对道指的业绩有很大影响。所以说，单独一年的业绩不重要，无论好坏，都别看得太重。

我就以过去三年为例，说明各类投资占比的随机性对我们的业绩有多大影响。在这里，我们使用另一种完全不同的计算方法。在衡量巴菲特合伙公司业绩时，我们计算的是整体收益率。现在，我们以各类投资的每月平均市值为准，分别计算每类投资的收益率，计算时将借钱和经营开支因素扣除(这样可以最准确地比较各类投资，但不能反映合伙公司的整体业绩)。低估类(包括当前的两种低估类)、套利类和道指的收益率如下所示：

年份	低估类	套利	道指
1962	-1.0%	14.6%	-8.6%
1963	20.5%	30.6%	18.4%
1964	27.8%	10.3%	16.7%

显然，1962 年，套利类(和控制类)扭转了局面。这一年如果我们的套利类投资占比较低，与大盘相比，我们的收益率仍然会相当出色，但最终收益肯定没那么高了。这一年，我们的套利类占比完全有可能很低，这类投资就看有没有合适的机会，不是我在预知了市场走势后刻意分配的。所以大家要明白，1962 年我们各类投资有这样的配比，纯属运气好。

1963 年，我们做了一笔漂亮的套利投资，对整体收益贡献很大。再加上低估类也表现出色，全年收益率非常抢眼。假如这一年套利类的收益比较正常(例如，像 1962 年一样)，我们相对道指的优势会大幅缩水。在这一年，我们不是因为各类投资的配比占了便宜，而是受益于良好的形势。

再看 1964 年。这一年，套利类严重拖累了我们的业绩。在像 1964 年道指大涨这样的年份中，这种情况实属正常。但是这一年套利类的表现实在乏善可陈，对业绩的拖累超出了我的预期。回过头来看，我们当时要全投资低估类就好了，但是投资不能重头再来。

希望通过我对上述表格的阐述，各位能确实明白某一年的业绩受许多变量的影响，有些因素我们既无法控制，也无法预知。我们认为我们的各类投资都是好投资。我们不是只靠一类投资，而是有几类可供选择，这对我们是好事。正因为如此，我们可以在各个类别中精挑细选，而且一个类别的投资机会没了，我们还可以投别的，不会彻底失去投资机会。

税项

今年，有不少合伙人齐声抱怨交的税太多。要是税单一片空白，可能也会有不少人抱怨。很多人本来脑子很清楚，一到要交税的时候就糊涂了。我有个朋友是西海岸有名的哲人查理芒格，他说，**人生中的绝大多数错误是因为忘了初心**。当人们面对税收，被情绪冲昏了头脑而犯错，就属于这个情况。我还有个朋友是东海岸有名的哲人马歇尔·温伯格，他说，他不在乎有没有人代表他的权益，只在乎要交多少税。(注：这句话源于“无代表，不纳税”(No Taxation, Without Representation)，是 18 世纪 60 年代英属北美殖民地反抗英国统治的一句口号。)

还是回到西海岸哲人说的那句话。我们投资到底追求的是什么？在投资过程中，虽然我们要考虑税收因素，**但投资肯定不是为了交最少的税。我们追求的是最高的税后复合收益率，不能舍本逐末**。要是有两种情况，税前复合收益率相同，一种情况要交税，另一种情况不需要交税，无疑后者更合适。现实中很少有这种情况。

现在，从 3000 只股票中选出 20 只来构建一个最佳投资组合。一年后，所有股票的价格都截然不同(无论是组合里的，还是组合外的)，此时这 20 只股票能仍然是最佳组合吗？不可能。既然我们的目标是实现税后复合收益率最大化，我们就必须持有按当前价格计算最有价值的股票。3000 多只股票，**每一只都无时无刻不在变化，所以我们必然要对投资组合进行调整**。我们当然希望调整投资组合时，卖出去的是赚钱的，这时候就要交税。

现在是否要持有一只股票，它去年或上个月表现如何，不重要。一只股票下跌了，没办法回本，不重要。去年一只股票赚了大钱，你很欣喜，可是在考虑它是否能纳入今年的最佳投资组合里时，你因为它赚了大钱而对它的喜爱，也不重要。

只要是取得了收益，调整投资组合时就要交税。除了极其特殊的情况(确实有这样的情况，置换避税)，只要预期收益很高，交的那点税根本不算什么。我总是搞不懂，为什么那么多投资股票的人对交税如此深恶痛绝。其实，**长期资本利得税比大多数行业的税率都低**(从税收政策的规定来看，做苦力的对社会的贡献不如炒股票的)。

我知道合伙人里有不少是特别务实的，所以我还是说点有用的吧。要彻底避免交税，只有三个办法：(1)把资

产留到死。我觉得这个办法太终极了，就算狂热的避税分子对这个办法也一定很纠结；(2)将资产赠予他人。这样你就不必交税了，可我们买东西、交房租，也不交税啊；(3)把赚来的钱亏回去。要是你听到这个避税办法眼前一亮，那我很佩服你，你真有坚持信念的勇气。

综上所述，**我们的合伙公司将一如既往地追求实现投资收益最大化，而不是把税款降到最低限度。**我们愿意尽全力为国库创收，但也会尽全力按税法规定的最低税率纳税。

提到投资管理中的税收问题，前几年有这么个趣事。有些基金公司推出了“互换基金”(swapfunds)，投资者可以用自己手里的股票交换基金的份额。销售员在推销这种基金时力推的卖点是，用一只股票交换一个分散的投资组合可以延期缴纳资本利得税(销售员在说延期缴税时，说的好像不用交一样)。只有赎回互换基金份额时才需要交税。要是有人走运，实现了上面提到的三种可以避免交税的情况，那就真不用交税了。这些互换基金投资者的逻辑真是有意思。他们显然不喜欢自己手里的股票，要不也不会拿出去换(更别说要交数额不小的手续费，通常是4%，最高可达10万美元)。他换到手里的同样是一袋子烫手的山芋，是其他不愿意交税的投资者丢掉的。说实在的，这些互换基金的投资者要是看看换来的是些什么股票，他们很可能不会买，我知道真能去看的人没几个。

自从第一只互换基金1960年成立以来，一共出现了12只互换基金，现在有几只新成立的正处于募集期。它们的总销售额超过了6亿美元，还是很有市场的。这些基金都聘请基金经理，收取资产的0.5%作为管理费。互换基金的基金经理面对的问题很有意思：投资者付给他们薪水，要他们管理好基金(五只规模最大的基金，每年的费用在25万美元到70万美元之间)，但是因为投资者提供了股票，基金的课税基础很低，基金经理无论怎么操作，都会产生资本利得税。基金经理也清楚，他们的操作会产生税项，尽管基金的投资者都是非常不愿意交税的，要不他们根本就不会买互换基金。

上面的话，我说得有些重了，在有些情况下，有的投资者在处理纳税和投资问题时，或许互换基金是最佳解决方案。不过，我觉得这对那些受人尊敬的投资顾问是个挑战，他们怎么才能既少交税，又管好钱呢？

三只规模最大的互换基金都是1961年成立的，现在管理的总资产规模是3亿美元左右。其中有一只是Diversification Fund，它的财年和日历年不一致，很难进行对比。另两只是Federal Street Fund和Westminster Fund(分别是规模第一大和第三大的)，它们由专业投资顾问管理，这些投资顾问还为机构投资者管理20多亿美元的资金。

下面是它们的历年业绩：

年份	Federal Street	Westminster	道指
1962	-19.00%	-22.50%	-7.60%
1963	17.00%	18.70%	20.60%
1964	14%	12.30%	18.70%
年化收益率	2.60%	1.10%	9.80%

这单纯是管理业绩，其中没扣除手续费，包含基金替投资者缴纳的税金。找谁能少交税呢？

其他事项

12月21日的《汽车新闻》(AUTOMOTIVE NEWS)报道说，福特汽车计划1965年拿出7亿美元在全球增加626,352平米的办公场地。巴菲特合伙公司也不能落后，我们计划在1965年春季增加21平米的办公场地。

从我们合伙公司成立之初的1956年5月5日到1965年1月1日，我们的净资产从105,100美元(别猜那100美元是谁出的)增加到26,074,000美元，我们的内部组织的发展也要跟上。因此，在我们将办公场所从63平米大举扩张到84平米的同时，一位精干高效的人才也将加入我们，负责行政管理等工作。有了他的加入，比尔斯科特的担子就轻了，可以投入更多精力做他擅长的证券分析工作。我会在年中的信里继续报告相关情况。

比尔的工作一如既往地出色。比尔和他妻子把他们的大部分家庭资产都投入到了合伙公司中，他们的权益是298,749美元。我们的新成员(他当前的雇主还没找到合适的替代人选，我们暂不透露他的姓名，应该是马歇尔·温伯格 Marshall Weinberg，东海岸的哲人朋友，沃尔特施洛斯的经纪人朋友)同样携妻子和儿女投资了我们的合伙公司。苏珊 Susie 和我目前在合伙公司中权益是3,406,700美元，这几乎是我们的全部净资产。在合伙公司之外，我们只持有 Mid-Continent Tab Card Co.的股权，这是一家本地公司，是我1960年投资的，当时股东还不到10人(6万美元占16%)。另外，我们一大家子，包括三个子女、我的母亲、两个姐妹、两个姐夫、岳父、四个姑姑、四个表亲、六个侄子侄女，直接或间接持有总计1,942,592美元的合伙公司权益。所以我们也是一如既往，和大家同吃一锅饭。

没有哪家公司有我们这么强的季节性，我们一年只营业一天。营业时间这么短，要把大量文书处理得井井有条，真是艰巨的任务。贝丝(Beth)和多娜(Donna)仍然表现出色，应对自如。

毕马威会计师事务所对我们的帮助不可或缺，他们把账目理得清清楚楚。我们总是给他们提出紧迫的截止日期，他们总是漂亮地完成工作。从今年的审计报告中，各位可以看到，毕马威已经开始实施新程序，除了常规的

年末审计，每年还对我们进行两次突击检查。

最后，各位合伙人，请接受我由衷的谢意，谢谢你们密切配合，及时妥善地把文件寄送给我们。这样我们才得以把精力花在该用的地方，努力给大家赚钱。我很感激各位，你们让我能把绝大部分时间都投入到思考投资上。很多公司没这么好的运气，它们总是被纷繁的琐事羁绊，什么都做不成。我们的组织结构就是有这么高的效率，当然，这离不开各位合伙人的鼎力相助。我很珍惜。我们也因此都更加富有。

过去，我们规定允许现有合伙人的亲戚投资，不设最低资金限制。今年，我们不得不接纳大量合伙人的儿孙，这个规定看来要改一改了。我决定对现有合伙人的亲属设置 2.5 万美元的最低投资限额。

在今后两周，各位合伙人会收到如下文件：

(1)，一份包含税收数据的信函，其中列有申报 1964 年联邦所得税所需的所有巴菲特合伙公司信息。

(2)，毕马威会计师事务所出具的 1964 年审计报告，其中包含巴菲特合伙公司的运营数据和财务状况以及合伙人资本账户的信息。

(3)，一份由我签署的、证明您于 1965 年 1 月 1 日持有巴菲特合伙公司权益的文件，其中的权益数据与审计报告中列出的数据一致。

(4)，包含所有合伙人名单的合伙公司协议日程"A"。

如有任何疑问，请与比尔或我联系。虽然我们的员工各个出色，但是随着规模的增加，还会可能出现信函漏寄、姓名遗漏、数字错位等问题。如果发现任何差错，请联系我们。下一封信是上半年总结，各位将在 7 月 15 日左右收到。

沃伦·巴菲特

巴菲特致合伙人的信 1965 中报

1965 年 7 月 9 日

年初规模 2607.4 万 / 巴菲特 340.67 万美元

上半年业绩：

1965 年上半年，道指从 874.13 下跌到 868.03。它的下跌幅度很小，但走的不是直线线路，而是观光曲线，在 5 月 14 日曾达到 939.62 的高点。加上 13.49 点的股息，道指上涨 7.39 点，整体收益率是 0.8%。

我们上半年的业绩不错，未扣除 GP 合伙人分成的收益率是 10.4%，领先道指 9.6 个百分点。下面是道指收益率、GP 合伙人分成前合伙公司收益率以及 LP 合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指(1)	合伙公司(2)	LP 合伙人(3)
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1958	38.50%	40.90%	32.20%
1959	20.00%	25.90%	20.90%
1960	-6.20%	22.80%	18.60%
1961	22.40%	45.90%	35.90%
1962	-7.60%	13.90%	11.90%
1963	20.70%	38.70%	30.50%
1964	18.70%	27.80%	22.30%
1965 上	0.80%	10.40%	9.30%
总收益率	133.20%	682.40%	449.70%
年化收益率	10.50%	27.40%	22.20%

注：(1)根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙公司整年运作的年份。

(2)1957-61 年的数据是之前全年管理的所有合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算 LP 合伙人利息和 GP 合伙人分成。

(3)1957-61 年的数据按前一系列合伙公司收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了 GP 合伙人分成。

我们一直提醒各位：(1)三年以下的短期业绩毫无意义，我们有一部分投资是控股类，短期业绩对我们更没意义。(2)与道指和公募基金相比，在市场下跌时，我们能跑在前面，在市场泡沫中，我们可能望尘莫及。

按照上面的第二点，我们的表现应该是：上半年前四个月道指大涨时，难以跟上指数；五月份、六月份，道指下跌时，我们逐渐取得领先优势。实际情况则完全相反：在今年上半年，市场大涨时，我们遥遥领先；后来市场下跌时，我们跟随着道指下跌。

对于上述表现，我并不引以为傲。我更愿意看到的情况是，我们能按照我们的设想取得领先优势。之所以如实报告，有两个原因：(1)无论我做对了，还是做错了，各位合伙人都有权知道；(2)从这个现象可以说明，虽然我们既有既定的概率和预期，实际情况可能远远偏离预期，短期情况尤其如此。在上一封年度信中，我告诉大家，我

们的长期目标是每年领先道指 10 个百分点。今年前六个月，我们就领先了 9.6 个百分点，远远高于平均水平。当与平均水平相比，我们的业绩偏好时，合伙人总是能处变不惊，这值得赞许。与平均水平的偏离，不总是偏好，偏向差的一面时肯定会有，各位要做好准备。

在上一年度的年度信中，我们讲了有几个"低估类(基于产业资本视角)"投资。上半年，通过一系列买入活动，我们取得了其中一只股票的控股权(约 1000 万美元控制 70%伯克希尔)。在取得控股权后，评判价值的首要决定因素就变成了企业的资产和盈利能力。在持有一家公司的少数权益时，盈利能力和资产当然也非常重要，但是从短期看，价格的决定因素是供求关系，盈利能力和资产只能间接影响价值，未必能主导股价。

取得控股权益后，我们拥有的不再是股票，而是公司，这时要按公司本身估算价值。在今年中期的报告中，我们以保守的方法计算控股公司的价值。在年末的报告中，我们将按照资产和盈利能力的变化重新估值。在 1966 年 1 月的年度信中，我将详细介绍这笔控股投资的情况。现在我只告诉大家，我们对收购成本和企业运营都非常满意，也非常看好公司的管理层。

基金公司

我们一直拿最大的两只开放式股票型基金(股票占 95-100%)和最大的两只分散投资的封闭式股票型基金的业绩，与合伙公司的收益率做对比。Massachusetts Investors Trust、Investors Stock Fund,Tri-Continental Corp.这四家公司管理着 40 多亿美元的资金，基金行业管理的总资产是 300 亿美元，它们应该能代表大多数的基金公司。以下是这四只基金的业绩。有些投资顾问机构管理的资产规模更大，它们绝大多数的业绩应该和这四家公司不相上下。

年份	Mass.Inv. Trust(1)	Investors Stock(1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)	道指	LP 合伙人
1957	-11.40%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.30%
1958	42.70%	47.50%	40.80%	33.20%	38.50%	32.20%
1959	9.00%	10.30%	8.10%	8.40%	20.00%	20.90%
1960	-1.00%	-0.60%	2.50%	2.80%	-6.20%	18.60%
1961	25.60%	24.90%	23.60%	22.50%	22.40%	35.90%
1962	-9.80%	-13.40%	-13.00%	-10.00%	-7.60%	11.90%
1963	20.00%	16.50%	23.70%	18.70%	20.60%	30.50%
1964	15.90%	14.30%	14.00%	13.60%	18.70%	22.30%
1965 上	0.00%	-0.60%	2.70%	0.00%	0.80%	9.30%
累计收益率	114.90%	102.80%	111.70%	115.40%	133.20%	449.70%

年化收益率	9.40%	8.70%	9.20%	9.50%	10.50%	22.20%
-------	-------	-------	-------	-------	--------	--------

注：计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

来源：1965 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-64。1965 年上半年数据为估算值。

去年，我说基金就像漂在池塘上的鸭子。水(市场)涨起来时，鸭子跟着往上涨；水(市场)落下去时，鸭子跟着往下落。1965 年上半年，池塘的水位几乎没变。如表格所示，**鸭子也趴在池塘上。**

我在报告业绩时说了，五月份和六月份落潮的时候，我们未能幸免。但是我们在前四个月里拍打了翅膀，所以最后我们比其他鸭子飞得高一些。芝加哥大学证券价格研究中心主任詹姆斯 H.洛瑞(James H. Lorie)说得更直白。他在 1965 年 5 月 25 日的《华尔街日报》上说："我们找不到证据，无法证明基金公司的选股能力优于随机选股。"

美国经济大环境好，过去这些年，随机选股都能获得很好的业绩。水位一直在上涨。我认为，**从概率的角度讲，长期来看，美国经济会越来越好，水位会越来越高，但中间少不了大的波折。无论潮起潮落，我们都将矢志不渝地搏浪击水。**要是我们业绩下降，还不如各位自己在水面上漂浮，我们只能引咎辞职。

预先存入资金和提取资金

我们接受合伙人以及潜在合伙人预先存入资金，并从资金存入之日起到年末支付 6%的利息。合伙人没有责任在年末将存入的资金转为合伙公司权益，但是在预先存入基金时应当以在年末转为基金权益为意向。

我们同样允许合伙人在年末之前预先提取资金，最高取款金额为其合伙公司账户资金的 20%，并从资金提取之日起到年末收取 6%的利息，利息扣除时间为年末。这么安排不是打算把合伙公司变成合伙人的银行，而是通过允许预先提取资金，满足合伙人的紧急资金需求。像每季度需要向联邦政府支付税款，这样的资金需求可以预知。合伙人应当在年初从资本账户中提取，不要在年中预先提取资金。**预先提取资金的安排是为了应急。**

存款(预先存入资金)和贷款(预先提取资金)利率都是 6%，看起来不是我巴菲特的风格。(我肯定对这样的生意提不起来兴趣。)从旁观者的角度来看，我们合伙公司的大部分活动都是商业性质的，但是关于预先存取资金的安排**没有利差**。尽管如此，我认为这个安排合理，符合所有合伙人的利益。

我们的合伙人间接持有大量流动资产，有的合伙人投入了自己的大部分资金。我们应该**为合伙人的权益提供一定的流动性**，不能只等到年末才允许存取。实际上，我们有理由相信，预先存入资金的数量会远远超过预先提取资金的数量。例如，截止 1965 年 6 月 30 日，预先提取资金的金额是 98,851 美元，预先存入资金的金额是 652,931 美元。

预先存入资金远远高于预先提取资金，但是我们能从商业银行获得利率更低的贷款，为什么还要为预先存入资金支付 6% 的利率？原因有两点：第一，我们相信我们的长期收益率会高于 6% (达不到这个目标，普通合伙人一分钱分成都没有)，短期内能否超过 6% 有很大偶然性。第二，提前存入的资金，在可以预见的短期内能成为我们的权益资本，和短期银行贷款相比，我用这些资金投资，心态不一样。提前存入资金对我们还有个好处：我们平时总是在 1 月份集中收到大量资金，允许提前存入资金后，可以在一年中分批收到追加投资。对合伙人来说，6% 的利率比任何短期低风险投资收益率都高，这对我们来说是互利互惠。

其他事项

在去年的信中，我说计划将办公室大举扩张到 84 平米。一切很顺利(计划完成时，百事可乐还凉着呢)。四月份，约翰·哈丁(John Harding)加入了我们。我们选员工从来没看走眼过，约翰也是那么出色。

按照惯例，我们将在 11 月 1 日左右(向合伙人以及有意在 11 月 1 日前后加入的准合伙人)寄出 1966 年承诺书以及 1965 年纳税估算数据等文件。

沃伦·巴菲特

.....
1965 年 11 月 1 日信
.....

致 1966 年各位合伙人：

随函附上：

(1) 两份 1966 年承诺书，一份由你保留，一份寄还给我们。承诺书可于 12 月 31 日零点之前修改，所以请尽早返还给我们。如果需要更改，提前写信或打电话给我们即可。12 月 31 日，承诺书最终生效后不可更改。投入资金起始时间为 1 月 1 日。每年 1 月份的第一周，都会有许多合伙人打来电话，询问能否追加 1 月 1 日投入的资金。逾期无法追加。

(2) 一份每年必备的"基本原则"(The Ground Rules)。所有合伙人务必认同其中的每一条原则。如果你有不同意见，没问题，你说的可能更对，但是合伙公司不适合你。请特别注意第七条基本原则。经过深思熟虑，我的想

法略有改变，所以今年增加了这一条。这一条所说的做法在我们的投资活动中符合逻辑，但是与常规做法大相径庭，所以我请各位特别注意。

所有提现将在 1 月 5 日支付。提现金额没有限制，最低 100 美元，最高所有权益。同样，追加投资金额也没有限制，但应在 1 月 10 日之前存入。你可以选择在 1966 年完成上述交易，或许能节省一些税款。如果追加资金在 11 月份存入，则将视为预先存入资金，在年底前可获得 6% 的利息。12 月份存入的追加资金无利息。

合伙公司现已拥有伯克希尔哈撒韦公司的控股权益，伯克希尔是一家公开上市的公司。如 7 月份信中所所述，在我们取得控股权益的公司中，资产价值和盈利能力是影响估值的主导因素。市场价格支配的是少数股东权益价值，对控股权益估值没多大意义。

今年年末，在给我们持有的伯克希尔控股权益估值时，我们将选取介于净流动资产价值和账面价值二者之间的一个数值。鉴于应收账款和存货的性质，在上述估值方法中，流动资产以账面价值计算，固定资产以 50% 的折价率计算。这个估值对追加投资和提取现金的合伙人都公平，它可能高于也可能低于市值。

在我写这封信时，我们正沿着正常轨道运转，一切都很顺利。我们超越道指的领先优势远高于平均水平。哪怕是再保守老派的合伙人，即使使用净利润这样原始的衡量标准，也会对我们的业绩非常满意。不过，没到年末，一切都不算数。

如有任何疑问，请联系约翰·哈丁(John Harding)，他负责解答合伙人的疑问。纳税情况与 8 月份信中所所述相同，如果需要约翰帮你估算需要缴纳的税金，请与他联系。

沃伦·巴菲特

PS：一如既往，我们还是不会给最晚寄回资料的合伙人颁奖。请火速寄回承诺书，谢谢合作。如果你需要进行更改(1 月 1 日之前)，随时联系我们，我们会帮你修改。

巴菲特心中的英雄

我的父亲根本不在乎钱，他非常相信内部记分卡(inner scorecard)的存在，他从来不担心别人如何看你。如果你知道，你为什么在做你正在做的事情，那就足够了。他从来不会因为我们做错事而训斥我们，他会说你们可以比这做得更好。他对我有无限的信心，甚至在我搞砸的时候。他一直通过实例让我受到教诲而不是用直接告知的方式。我仰慕他的全部，我一直从他那里学到东西。我收到的最好的礼物就是，出生时就拥有的那位父亲。

巴菲特致合伙人的信 1965 年报

1966 年 1 月 20 日

1965 年业绩

1965 年，我们打赢了脱贫战(译注：1964 年美国总统林登·约翰逊在国情咨文中提出向贫穷开战(War on Poverty)，当时美国的贫困率是 19%)，我们年末的资产比年初多了 12,304,060 美元。

去年的信中有一段是"我们的目标"(注意，我写的不是"我们的承诺")，我说我们追求的是"...扣除 GP 合伙人分成之前，巴菲特合伙公司平均每年领先指数 10 个百分点。合伙公司的领先优势会剧烈波动：在不利环境中可能落后 10 个百分点；在顺风顺水时可能领先 25 个百分点。"

去年刚定完目标，今年我们的业绩就偏离了目标，我的预测真是不靠谱。包含股息在内，道指的整体收益率是 14.2%，我们的整体收益率是 47.2%，这是巴菲特合伙公司成立以来取得的最大相对优势。我犯了错，大家都看到了，换了是谁，都会感到惭愧。以后应该不会有这样的事了。

下面是道指收益率、GP 合伙人分成前合伙公司收益率(收益超过 6%的部分，GP 合伙人提取 25%)以及 LP 合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指(1)	合伙公司(2)	LP 合伙人(3)
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1958	38.50%	40.90%	32.20%
1959	20.00%	25.90%	20.90%
1960	-6.20%	22.80%	18.60%
1961	22.40%	45.90%	35.90%
1962	-7.60%	13.90%	11.90%
1963	20.70%	38.70%	30.50%
1964	18.70%	27.80%	22.30%
1965 上	14.20%	47.20%	36.90%

注：(1)根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙公司整年运作的年份。

(2)1957-61 年的数据是之前全年管理的所有合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算 LP 合伙人利息和 GP 合伙人分成。

(3)1957-61 年的数据按前一列合伙公司收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了 GP 合伙人分成。

下表是累计收益率或复合收益率：

年份	道指	合伙公司	LP 合伙人
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1957-58	26.90%	55.60%	44.50%
1957-59	52.30%	95.90%	74.70%

1957-60	42.90%	140.60%	107.20%
1957-61	74.90%	251.00%	181.60%
1957-62	61.60%	299.80%	215.10%
1957-63	95.10%	454.50%	311.20%
1957-64	131.30%	608.70%	402.90%
1957-65	164.10%	943.20%	588.50%
年化收益率	11.40%	29.80%	23.90%

去年收益率这么高，合伙人自然会问："我们后面还有什么高招？"**投资这行有一点不好，前一年强劲的势头对下一年基本没什么用。**如果 1965 年通用汽车在国内上牌新车中占 54%，由于用户忠诚度、经销商能力、产量、品牌形象等因素，可以相当肯定地说，1966 年，通用汽车的销量应该和去年不相上下。我们的合伙公司不一样。每一年，发令枪一响，我们都一切按市值计算，从零开始。1964 年和 1965 年，我们也努力了，但来到 1966 年，对于新老合伙人来说，我们过去的努力带不来多少收益。**过去的赚钱方法和机会就是过去的，将来总要找新的方法和机会。**

长期而言，我仍然希望我们能实现去年信中所说的"我们的目标"。(如需去年的年度信，请联系我们。)要是有人相信 1965 年的收益率能频繁出现，他们可能是在出席哈雷彗星观测者俱乐部的每周会议。亏损的年份，落后道指的年份，我们肯定会有。但是，我仍然相信我们将来的平均业绩能战胜道指。假如有一天，我认为我们达不到这个目标，我会立即告诉各位。

基金公司

我们一直拿最大的两只开放式股票型基金(股票占 95-100%)和最大的两只分散投资的封闭式股票型基金的业绩，与合伙公司的收益率做对比。它们是 Massachusetts Investors Trust、Investors Stock Fund、Tri-Continental Corp.、Lehman Corp。这四家公司为大约 60 万投资人管理着 50 多亿的资金。基金行业管理的总资产是 350 亿美元，它们应该能代表大多数的基金公司。有些投资顾问机构管理的资产规模更大，它们绝大多数业绩应该和这四家基金公司不相上下。

我想用下面的表格说明，作为衡量投资业绩的指标，道指不是那么容易战胜的。上述四家基金由能力出众的经理人管理，它们每年收取的管理费是 1000 多万美元，整个基金行业收取的管理费数额就更庞大了。从这些高薪经理人的平均打击率(batting average)来看，他们的业绩和道指相比稍逊一筹。

年度业绩

年份	Mass.Inv. Trust(1)	Investors Stock(1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)	道指	LP 合伙人
1957	-11.40%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.30%
1958	42.70%	47.50%	40.80%	33.20%	38.50%	32.20%
1959	9.00%	10.30%	8.10%	8.40%	20.00%	20.90%
1960	-1.00%	-0.60%	2.50%	2.80%	-6.20%	18.60%
1961	25.60%	24.90%	23.60%	22.50%	22.40%	35.90%
1962	-9.80%	-13.40%	-13.00%	-10.00%	-7.60%	11.90%
1963	20.00%	16.50%	23.70%	18.70%	20.60%	30.50%
1964	15.90%	14.30%	13.60%	12.60%	18.70%	22.30%
1965	10.20%	9.80%	19.00%	10.70%	14.20%	36.90%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1965 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-64。1965 年数据为估算值。

有不少规模很大的投资顾问公司，管理着数十亿美元的资产，它们也管理小型基金，有时候是为了照顾规模较小的客户，有时候是为了向公众展示业绩。它们管理的基金，业绩和上述四只基金不相上下。

衡量比较绝对是投资中的关键一环。在上述基金经理的日常活动中，他们总是在衡量比较。他们总是在研究市场份额、利润率、资本回报率等因素的变化。他们在整个决策过程中都在比较，比较管理层、行业、相对收益率等等。我相信他们也会比较新增业务量以及投资顾问业务的利润率。说到底，在各种各样的比较中，哪一项能比投资机会和投资决策的比较更重要？我在衡量自己的业绩时有自己的一套标准(也希望我的合伙人使用同样的标准)，我的这套标准肯定不适用于所有基金经理。但是，**无论是谁，只要做资产管理工作，就应该有一套衡量标准，资产管理人和投资者都要清楚为什么这套标准合适，要选取多长时间衡量。**

弗兰克·布洛克(Frank Block)在 1965 年《财务分析师期刊》(Financial Analysts Journal)11 月-12 月刊中说得很好。在讲到投资业绩的衡量时，他说：".....关于投资业绩衡量的内容是一片巨大的空白。如果投资管理机构都把目标定为追求最佳业绩，那么所有关于投资业绩的分析，再怎么仔细，也都是千篇一律。虽说客户没给要求我们严肃认真地分析业绩，但**出于职业投资者的尊严，我们每位职业资产管理人也应该客观地评估自己的表现。**对业绩没有明确的理解，又怎么能客观评估？对业绩有了明确的了解，才能着手进行分析，才看得出强弱优劣。公司的管理层缺乏合适的工具和方法，掌握不了复杂的企业组织的动态变化，我们会批评这样的管理层。我们同样缺乏合适的工具和方法，为别人管理资产，却不知道自己的表现如何，我们的过失同样不可原谅。.....我们很遗憾，在大多数投资管理机构处理的众多数据中，缺失了衡量业绩的体系。很悲哀，**有些人宁愿糊涂，也不想知道自己的表现如何。**"

坦白说，我坚持我们一定要有个标准，而且我们都使用同样的标准，也是有些私心。我就喜欢把指数甩在后面。凯西·斯坦戈(译注：Casey Stengel，美国职业棒球大联盟著名球员和教练)说得好："甘心服输的都是卢瑟"(Show me a good loser, and I'll show you a loser.)。更重要的是，有了标准，合伙人批评我的话，一定也是因为我真的表现不好(不如道指)，而不会因为某年出现亏损而错怪我。知道了合伙人能合理地给我打分，我能更专注地工作。最后，事先就把衡量标准定好，将来如果业绩不行了，我们可以解散。无论过去收益率多高，都不会影响对当前业绩的判断。表现拙劣就是拙劣，找各种借口也没用。(我最近桥牌打得不好，因为光线太暗了。)表面看，这样衡量业绩是自讨苦吃，哪有什么好处。我观察过许多企业，可以肯定地告诉大家，若是能制定正确的评估方法，许多投资机构和实业公司会取得了不起的成绩。

如果你要评估别人(或你自己!)在投资活动中的表现，最好确定具体的标准，按照标准评估和解读。要是你觉得我们的标准(检验三年以上与道指的相对业绩)不合适，请不要投资合伙公司。如果你认为我们的标准很合适，当出现亏损的年份时，只要我们的整体业绩领先道指，你就应当保持平静，不但头脑要平静，内心也要平静。

复利的哀伤

在每年的信里，写到这部分的时候，我都要停下来，纠正一下过去四五百年里关于复利投资的错误。每年只有几段的篇幅，这是个艰巨的任务。不过，我觉得我已经尽力了，世人对哥伦布、伊莎贝拉、弗朗西斯一世、彼得·米努伊特和曼哈顿的印第安人应该有了新认识。在分析错误的同时，我们也见证了复利的巨大威力。为了吸引读者的注意，我给这部分选的标题是"复利的喜悦"，眼尖的读者可能发现今年的标题变了。

这些年来我们的复合收益率相当好，另外合伙人还追加了大量投资，今年年初，我们的资金量已经达到43,645,000 美元。资金的增加是否会影响我们的业绩？这个问题我之前说过几次。以前每次我都说，不会有影响，而且保证什么时候我不这么想了，一定会立即告诉大家。

到目前为止，资金的增加并没有降低我们的收益。其实，过去几年里，要是我们的资金量小得多的话，合伙公司的业绩可能会更差一些。因为有几笔投资正好适合我们的体量，它们的规模不算小，能对业绩做出较大贡献，它们的规模又不算大，正好我们能掌控得了。我们运气很好，这几笔投资收益都不错。

现在我觉得我们的资金量已经很大了，可能就快产生不利影响了。这里面涉及很多变量，我也没办法说准。随着市场和商业环境的变化，最合适的规模也会相应变化。一个环境里的最佳规模，换到另一个环境里，可能就

完全不一样了。过去几年里，有时候，从非常短的时间看，我觉得要是我们规模更小会更好。但更多时候，**我还是觉得我们规模大比较好。**

现在我们的规模更大了，从当前的环境来看，这样的规模将来拖累业绩的可能性比提升业绩的可能性更大。真正受影响的或许不是我的个人收益，而是各位合伙人的收益。

综上所述，除非环境变化了(在有些情况下，新增资金有助于提升业绩)或新合伙人能为合伙公司带来资金以外的贡献，我打算停止接受新合伙人加入巴菲特合伙公司。这项措施要执行到底就必须一视同仁，我已经告诉苏珊 Susie，要是我们再有子女想加入，由她为他们寻找其他投资途径。一方面，现有合伙人的资金提取(用于支付税款等)和资金追加规模应当不相上下；另一方面，我预计随着资金增加，预期收益率只会轻微降低。目前，我没任何理由限制现有合伙人追加投资。

经常和医学打交道的人，看完这部分会得出结论：一种有效治疗甲亢的新药研发出来了。

投资情况进展

去年，我详细介绍了我的几种投资。法律规定禁止施加残酷和逾常刑罚(Cruel and unusual punishment，美国宪法第八修正案规定禁止施加残酷和逾常刑罚)，我就不赘述每个类别的特点了，各位可以从去年的信中找到相关内容。但是，我应该向大家报告一下各类投资的进展情况，让大家更了解每类投资的优缺点。

近来只有零星的“套利类”投资机会。去年，我们只做了几笔套利，平均只投入了 600 万美元。套利类的收益是 141 万美元，平均资本回报率是 23.5%(计算中使用的是自有资本。在大多数套利类投资中可以借钱，我们在套利投资中使用一部分借来的资金，可以提升回报率)。在这 141 万美元的收益里，一半以上来自一笔套利。在当前的情况下，大量资金参与套利不可能持续获得较高的收益率。尽管如此，我们仍将继续关注偶尔出现的大机会，从概率看赢面较大的情况下，我们或许也会继续参与较小的机会。

1965 年，“低估类(基于产业资本视角)”(Generals-Private Owner Basis)给我们带来了丰厚的收益。随着道指上涨，此类投资机会越来越少。但是这样的机会一出现，往往就是大机会。在去年的信中，我一开头就提到，我们在三笔低估类投资中是最大股东。1965 年，我们通过**要约收购**将其中 1964 年末规模最大的一笔卖出(德克萨斯海湾制造公司)，为合伙公司实现了 318.8 万美元的收益。1964 年末，此类投资的未实现增值是 45.1 万美元。所以说，这笔交易对 1965 年贡献的收益只有 273.7 万美元，但是全部税款都要在 1965 年缴纳。我给出这些数

字，是想告诉大家：在任何一年卖出实现收益集中缴税与我们的实际经济收益没有必然的关系。(卖出时缴税的递延效应)

从刚才讲的这笔投资中，我们就能很好地理解"低估类(基于产业资本视角)"的含义。一个价格，产业资本非常愿意按这个价格买入一家公司的控股权(我们认为产业资本很聪明)，但是散户就不愿按这个价格买入公司很小的一部分股权。多少年来，股市里一直都这样。单纯因为股市里人们的行为，这个类别的投资就能取得良好的收益。偶尔会出现要约收购等公司行为，这个类别能赚得更多。

"控制类"投资中新增了一个成员，是从"低估类(基于产业资本视角)"转过来的。我们从 1962 年 11 月就开始买入伯克希尔哈撒韦的股份，买入的理由基本和上面讲到的那只一样。伯克希尔这笔投资的不同之处在于，我们最后买到了很多股票，我们自己取得了控股权。大多数低估类投资，要么是上涨后在市场卖出，要么是卖给其他大买家。

1962 年，我们刚开始买伯克希尔时，买入的价格是每股 7.6 美元。纺织行业的格局发生了较大变化，之前的管理层后知后觉，被迫关闭了几家濒临淘汰的工厂，导致了巨大亏损，所以股价如此之低。二战结束以来，伯克希尔深陷泥潭，一直在走下坡路。1948 年，这家公司最辉煌的时候税前利润有 2950 万美元，拥有 11 家工厂、1.1 万名工人。

1965 年春，我们取得控股权时，伯克希尔只剩下两家工厂，2,300 名工人。没想到伯克希尔虽然只剩下残存的业务，但留下来的管理人员很优秀，我们不用从公司外面找人来经营，这真是太好了。我们最开始的买入成本才每股 7.6 美元(平均买入成本是每股 14.86 美元，1965 年初我们加大了买入力度，总成本超过 1000 万美元)，1965 年 12 月 31 日，这家公司的净营运资本就有每股 19 美元(厂房和设备的价值不算)。

能拥有伯克希尔，我们感到很高兴。毫无疑问，伯克希尔的盈利能力如何，主要决定因素是纺织行业的行业状况。幸好我们有一流的经理人肯·蔡斯(Ken Chace)负责公司运营，另外，负责伯克希尔销售团队的几位经理人也都是行业精英。

伯克希尔处于生存压力巨大的行业，不可能像施乐(Xerox)、仙童摄影器材(Fairchild Camera)或国家影视(National Video)那么赚钱，但是我们拥有伯克希尔非常放心。正如我的西海岸哲学家朋友所说："燕麦、奶油泡芙都要吃，这样的膳食才合理。"

既然已经取得了控股权，在审计中，我们对伯克希尔这笔投资会按照企业价值评估，而不是有价证券。伯克希尔的股价涨 5 美元，和我们没多大关系，我们不会卖。同样，跌 5 美元，也和我们没关系。控股公司的价值取决于公司本身的价值。在评估我们的控股权益时，我不是按照神的启示来估值。(前面提到了三只牛股，或许买这三只股票的人真得到了神的启示。没有神的启示，现在的价格这么高，晚上怎么能睡得着?)对于伯克希尔，我会根据我对资产、盈利能力、行业状况、竞争情况等因素的了解，进行保守的估值。我们在年末会给出一个估值，但是我们不会按这个估值卖出，其他投资也一样，否则我们早就卖了。

最后一类投资是"低估类(相对低估)"(Generals-Relatively Undervalued)。

随着其他类别的投资机会减少，此类投资的重要性日益增加。

说实话，与其他三类相比，我觉得这类投资多少有些虚浮，我不喜欢虚浮的东西。我觉得这类投资没其他几类那么稳妥，也不像其他几类那样可以比较准确地预知未来会如何。虽说如此，1965 年，"相对低估类"投资表现优异，这得益于我在去年信中提到的操作方法，这种方法可以既能降低风险，又能提高收益。无论是哪一年，这种方法都应该能降低风险，但是在 1965 年，这个方法确实帮助我们提高了收益。需要告诉大家的是，为此类投资出色表现做出最大贡献的，只是两笔投资。

因为要如实报告，我也要告诉大家，1965 年，在相对低估类中，我们有一笔投资失败了，这是合伙公司成立以来最糟糕的一次单笔投资。

整体来说，在相对低估类中，我们 1965 年的运气还是不错的。我们在这类投资中找到的机会不多，但是找到的都是相当好的(除了上面提到失败的那个)。由于情况变化，我们加快了对其中几个机会投资的步伐。1966 年，我看到的机会有多，但刚才也说了，有几个大机会可能是相当好的。主要看市场情况是否有利，我们能不能买到比较多的货。

总之，1965 年用上了的投资机会多，新找到的投资机会少。

关于分散

去年，在讲到大多数基金经理的业绩还不如随机选股时，我给出的分析是，说这种现象有如下几个原因："(1) 群体决策——这或许是我的偏见：我认为，只要是一个群体，所有成员共同参与决策，投资管理工作想要达到一流水平几乎不可能；(2)与其他声誉卓著的大型机构保持一致的倾向，无论是策略，还是部分投资组合；(3)机构框

架的束缚——平均水平很“安全”，对个人而言，特立独行的回报与风险毫不相称；(4)僵化固守某些不理智的分散投资策略；最后一点，也是最重要的一点：(5)惯性。”

在今年 11 月份给各位寄送的材料中，我特别提醒各位注意，我新增加了一条基本原则：“7，与大多数同行相比，我们的分散程度远远更低。一笔投资，我们掌握了事实和逻辑，正确的概率极大，与此同时，这笔投资的内在价值不可能出现根本变化，出错的概率很小，在这种情况下，我们可能最多拿出 40%的净资产用于这笔投资。”

在分散投资方面，我们遵循的策略显然与几乎所有公募投资机构截然不同。说实话，要是 50 个不同的投资机会摆在我面前，每个机会都有每年领先道指 15 个百分点的数学期望值(mathematical expectation 是一个统计学术语，它描述的是所有可能出现的相对收益(包括负收益)，按照各种相对收益的概率调整后，计算出的范围)，这再好不过了。要是这 50 个投资机会的期望值是不相关的(在其中一个投资机会中发生的事件不会影响其他投资机会)，我可以把我们的资金分成 50 份，每个机会投资 2%的资金，然后就可以高枕无忧了，因为我们的整体业绩会非常接近于领先道指 15 个百分点，这个确定性极高。

实际上不是这么回事。

经过一番艰苦的努力，我们也就能找到寥寥几个特别可能赚钱的投资机会。按照我们的目标，对于这样的投资机会，我的要求是拥有领先道指至少 10 个百分点的数学期望值。这样的机会能找到的就不多，找到的机会里，每个的数学期望值又存在巨大差异。我们总要回答这个问题：“按照相对收益的数学期望值，排名第一的要分配多少仓位？排名第八的要分配多少仓位？”这主要取决于第一和第八的数学期望值相差多少，还要考虑第一有多大的概率会出现极其糟糕的相对收益。两只股票的数学期望值可能相同，但是其中一只只有 5%的概率落后道指 15 个百分点以上，另一只出现这个情况的概率只有 1%。前者的数学期望值范围较大，这就会降低我集中投资这只股票的意愿。

上面的论述把投资说得好像是非常精确的操作。其实不然。我们做投资就是确定事实，然后用经验和理智分析事实，得出数学期望值。这个过程不精确，受情绪影响，但这就是投资。一位投资者，无论是否有意识地进行这样的估算，他在股市摸爬滚打很多年，对许多股票做过决策，从他的长期业绩里，就能看出他估算水平的高低。有的投资者有着非常清晰的思维过程，我相信他们在投资中有明显优势。

有一点我非常肯定。就算不以追求良好业绩为首要目标，无论资金量是 1000 美元，还是 10 亿美元，一个投

投资组合，要是其中包含了一百只股票，就肯定不符合逻辑。在投资组合中加入第一百只股票，它拉低整个投资组合数学期望值的弊，远远大于平滑组合业绩波动的利。

谁要是持有这么多只股票，而且还像模像样地研究过每一只，无论他们的名头有多响，我都把他们称为诺亚方舟派，什么东西都来两个。他们还是别投资了，去开诺亚方舟得了。诺亚可能遵循了某些久经考验的生物学规律，诺亚方舟派的投资者却偏离了数学原理。(我平面几何差点就挂科了。除了一个例外，在挑选合伙人时，数学好的，我一律不收。)

别人持有一百只股票的做法不符合逻辑，这证明不了我们就是对的。别人的投资过度分散可能是错的，我们必须从正面证明，按照我们的目标，我们如何分散才是正确的。

一个最佳投资组合，有两个决定因素：一是各种股票的不同数学期望值，二是对业绩波动的容忍程度。选的股票越多，每年的实际收益率与预期收益率越接近，波动越小。既然各只股票具有不同的业绩数学期望值，选的股票越多，预期收益率也越低。

为了追求更高的长期整体收益率，我会毫不犹豫地放弃平滑每年的业绩波动(请注意，我这里所说的"业绩"是指相对道指的表现)。简单点说，一旦看准了最佳投资机会，我愿意下重注集中投资。我很清楚，我这么操作可能偶尔一年业绩特别差，要是分散了，就没这个情况。我们的业绩波动幅度更大，但是从长期来看，我们的领先优势也更大。

各位从过去几年的业绩里就看得出来。我们相对道指的领先优势，最低的是 1958 年的 2.4 个百分点，最高的是 1965 年的 33 个百分点。再看一下基金公司和道指的比较情况，你会发现我们的波动幅度大得多。要我降低我们的波动幅度，我完全做得到，而且还能远远领先基金公司，但我们的整体收益肯定会降低。结合过去几年的投资经历思考这个问题，我有这么个感觉：我以前应该再集中一些。于是，我新增加了一条基本原则，又在这里解释了这么多。

重复一遍，我的逻辑有些不合常规(是对是错，不能通过是否符合常规来判断，你必须独立思考)，我尊重你的不同见解，但如果你和我看法相左，合伙公司不适合你。我们能投入 40% 的仓位，肯定是遇到了特别罕见的情况。正因为罕见，抓准了机会，才要下重注。合伙公司成立九年来，我们仓位超过 25% 的投资也只有五六笔。能成为集中投资的机会，首先是与其他机会相比，它们相对道指的预期收益率必须远远更高。除此之外，它们还必

须是通过定性和/或定量分析挑选出来的一等一的好机会，出现严重永久性损失的风险极低(短期的市场报价多高多低都有可能，所以说集中投资，每年业绩的波动风险更大)。在安排仓位时，任何一笔投资，我都要对它的仓位进行限制，尽可能降低一笔投资(或相关的一组投资)导致整体组合落后道指 10%的概率。

目前，我们有两笔投资仓位在 25%以上，一个是我们控股的公司(伯克希尔)，另一个是我们将始终保持被动投资的大型公司(美国运通)。值得指出的是，我们 1965 年的收益绝大部分来自五笔投资。1965 年，这五笔投资对收益的贡献在 80 万美元到 350 万美元之间(其中有几笔投资的收益是前几年就有了)。要是只算 1965 年我们规模最小的五笔低估类投资，我们的业绩就黯然失色了(我选择了比较文明的字眼形容)。

有个奇怪的现象，关于最佳分散选择的推理计算这个问题，在投资管理文献中竟然鲜有论述。所有材料都建议"充分"分散，但是提出"充分"分散的人从来不讲他们是怎么得出结论的。我们关于过度分散的论述这就讲完了，最后就用著名学者比利·罗斯(Billy Rose)的话结尾："你要有 70 个女人的后宫，没一个女人你能懂。"

其他事项

去年，我们大举扩张，将办公室面积增加了 21 平米。老合伙人直摇头。从 1965 年 12,304,060 美元的收益来看，我们没扩张过度。幸好签的不是百分比租约(译注：percentage lease，按营业额百分比支付租金。)我对合伙公司的日常运营非常满意，在我们的运营体系中，与资金管理行业的任何人相比，我都可以把更多时间用于思考投资。这离不开我们工作人员的努力和合伙人的配合。

约翰·哈丁现在全权负责所有行政工作，他的工作做得有声有色。比尔·斯科特一如既往地搜集关于投资的详细信息，他为我们收益做出了巨大贡献。贝丝·菲恩 Beth Feehan、多娜·沃尔特 Donna Walter 和伊丽莎白·哈农 Elizabeth Hanon(伊丽莎白是 11 月份加入的)准确高效地完成了大量工作。

我们的上述工作人员及其配偶(一人一个)和子女在合伙公司中共计投资 60 万美元。苏珊 Susie 和我在合伙公司里有 6,849,936 美元的投资，我保证不会下午溜出去看电影。我们的全部净资产几乎都在合伙公司里。在合伙公司之外，我们只持有 Mid-Continent Tab Card Co.的股权，这是一家本地公司，是我 1960 年投资的，当时股东还不到 10 人。

另外，我们一大家子，包括三个子女、我的母亲、两个姐妹、两个姐夫、岳父、三个姑姑、两个叔叔、四个表亲、六个侄子侄女，直接或间接持有总计 2,708,233 美元的合伙公司权益。谁要想投票更改合伙人基金名称，

没门。

毕马威会计师事务所像往常一样，审计工作和税收信息整理工作做得又快又好，这是因为他们既能力出众，又勤劳肯干。今年他们带来一台电脑来做审计工作，我还担心可别把别人当成 GP 合伙人，还好，一切很顺利。

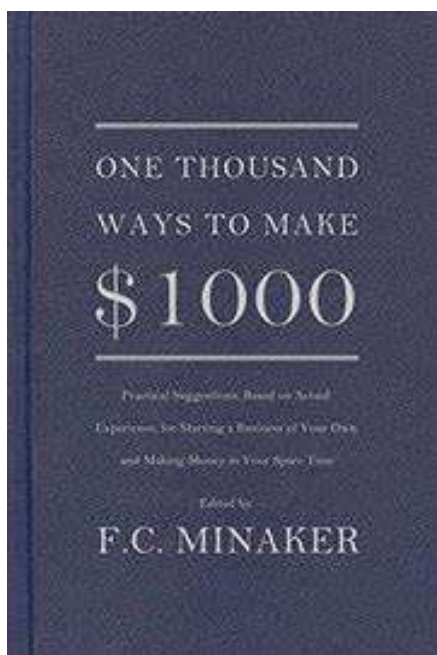
在今后两周，各位合伙人会收到如下文件：

- 1，一份包含税收数据的信函，其中列有申报 1965 年联邦所得税所需的所有巴菲特合伙公司信息。
- 2，毕马威会计师事务所出具的 1965 年审计报告，其中包含巴菲特合伙公司的运营数据和财务状况以及合伙人资本账户的信息。
- 3，一份由我签署的、证明您于 1966 年 1 月 1 日持有巴菲特合伙公司权益的文件，其中的权益数据与审计报告中列出的数据一致。

如果对信中内容有任何疑问，或者年中遇到任何问题，请随时与我联系。我在信中很难面面俱到，要是有任何不明白的地方，请告诉我。去年，一位合伙人给我们提了一条极好的建议，他建议我们改进个人资金账户调节的列式方法。

下一封信是上半年总结，各位将在 7 月 15 日左右收到。

沃伦·巴菲特



巴菲特：

我一直很好强，我比大多数孩子读书都多，我真的很喜欢读很多书。其中有一本《赚一千美元的一千种方法》。我会坐下计算购买一台投币体重计需要多久才能赚出下一台。我会坐下计算复利表，需要多久让世界每个人都用上体重计，想象着自己成为体重计行业的洛克菲勒... 他向儿时伙伴宣布：我将在 35 岁成为一名百万富翁(实际是 300 万美元)。

巴菲特致合伙人的信 1966 中报

1966 年 7 月 12 日

年初规模 4364.5 万 / 巴菲特 685 万美元

上半年业绩

1966 年上半年，道指从 969.26 点下跌到 870.10 点。在此期间，股息约为 14.70 个点，投资道指的整体收益率为亏损 8.7%左右。

长期平均每年跑赢道指 10 个百分点，这是我的目标，也是我的希望(但我保证不了一定能做到!)。今年上半年，我们的表现远高于预期，整体收益率大约是 8.2%。各位都应该明白，这样的业绩绝对是特殊的例外情况。业绩偏离预期，好的超出预料，这样的情况我们之前也遇到过，各位合伙人总能不为所动，我曾经在信里赞许各位表现出的温和与宽容。许多合伙人一定也想经历一下业绩偏离预期、差的超出预料的情况，考验一下自己的承受能力。既然是做投资，长期来看，各位一定会有这样的机会。

下面是道指收益率、普通合伙人分成前合伙公司收益率以及有限合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指(1)	合伙公司(2)	LP 合伙人(3)
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1958	38.50%	40.90%	32.20%
1959	20.00%	25.90%	20.90%
1960	-6.20%	22.80%	18.60%
1961	22.40%	45.90%	35.90%
1962	-7.60%	13.90%	11.90%
1963	20.70%	38.70%	30.50%
1964	18.70%	27.80%	22.30%
1965	14.20%	47.20%	36.90%
1966 上	-8.70%	8.20%	7.70%
总收益率	141.10%	1028.70%	641.50%
年化收益率	9.70%	29.00%	23.50%

注：1)、根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙公司整年运作的年份。

2)、1957-61 年的数据是之前全年管理的所有合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算 LP 合伙人利息和 GP 合伙人分成。

3)、1957-61 年的数据按前一列合伙公司收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了 GP 合伙人分成。

就连大力士参孙(Samson)也有被痛扁的时候。假如你今年 1 月 1 日拿出 10 万美元，把资金平均分成 8 份，买入下列公司：a.世界上最大的汽车公司(通用汽车)；b.世界上最大的石油公司(新泽西标准石油)；c.世界上最大的零售公司(西尔斯罗巴克)；d.世界上最大的化学公司(杜邦)；e.世界上最大的钢铁公司(美国钢铁)；f.世界上最大的

上市保险公司(安泰保险); g.世界上最大的公用事业公司(美国电话电报); h.世界上最大的银行(美国银行)。

到 6 月 30 日, 你的投资组合的总资产(包括股息)是 83,370 美元, 亏损 16.6%。1 月 1 日, 这八家巨无霸的总市值是 1000 多亿美元。到了 6 月 30 日, 这八家公司都跌了, 无一例外。

基金公司

我们一直拿股票投资占 95-100%的最大的两只开放式股票型基金(共同基金)和分散投资的最大的两只封闭式股票型基金的业绩, 与合伙公司的收益率做对比。以下是最新对比情况。

年度业绩

年份	Mass.Inv. Trust(1)	Investors Stock(1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)	道指	LP 合伙人
1957	-11.40%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.30%
1958	42.70%	47.50%	40.80%	33.20%	38.50%	32.20%
1959	9.00%	10.30%	8.10%	8.40%	20.00%	20.90%
1960	-1.00%	-0.60%	2.50%	2.80%	-6.20%	18.60%
1961	25.60%	24.90%	23.60%	22.50%	22.40%	35.90%
1962	-9.80%	-13.40%	-13.00%	-10.00%	-7.60%	11.90%
1963	20.00%	16.50%	23.70%	18.70%	20.60%	30.50%
1964	15.90%	14.30%	13.60%	12.60%	18.70%	22.30%
1965	10.20%	9.80%	19.00%	10.70%	14.20%	36.90%
1966 上	-7.90%	-7.90%	-1.00%	-5.20%	-8.70%	7.70%
累计收益率	118.10%	106.30%	142.80%	126.90%	141.10%	641.50%
年化收益率	8.60%	7.90%	9.80%	9.00%	9.70%	23.50%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源: 1966 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-65。1966 年上半年数据为估算值。

机构投资者经常以保守标榜自己。如果他们所谓的"保守"意思是"业绩和平均水平亦步亦趋", 那我没意见。广泛分散投资优质证券, 最后取得的业绩差不多就这样。长期来看, "平均水平"也相当不错, 普通投资者选择基金没什么不对。

依我之见, 保守要这么定义才更合理: "与平均水平相比, 承受远远更低的价值损失, 无论是暂时的, 还是永久的。"按这个定义衡量, 从这四只大型基金(目前管理资产超过 50 亿美元)的历史业绩来看, 它们都没做到保守。1957 年、1960 年、1962 年和 1966 年上半年, 道指都下跌了。将 57 年、60 年和 62 年的下跌累计计算, 道指下跌 20.6%。按同样的计算方法, 四大基金分别下跌 9.7%、20.9%、22.3%和 24.6%。再把 1966 年上半年的下跌也算上, 道指累计下跌 27.5%, 四大基金分别累计下跌 14.4%、23.1%、27.1%和 30.6%。按照上述保守的第

一种定义，这几只基金是保守的。按照第二种定义，它们算不上保守。(这几只基金的业绩可以代表机构投资者。)

大多数投资者，要是他们能分清上述两种不同的保守定义，他们的投资理念就上了一个台阶。第一种保守可能叫"随大流"(conventionalism)更合适，它的意思其实是说"股市普遍上涨，别人都赚钱时，我们一样赚；别人亏钱时，我们一样亏。"我所说的保守是这样的："别人赚钱时，我们一样赚；别人亏钱时，我们少亏。"这两个保守不一样。在投资中，能做到第二种保守的，很少。我们保证不了就能做到，但会以追求这种保守为目标。(耶鲁橄榄球队当年输得很惨，曾经在一个赛季里输掉八场比赛，教练 Herman Hickman 解释说："我争取把我的工作做好，不把校友们惹火就行，他们不满意就不满意吧。"我始终觉得我们应该有更高的追求。)(译注：引用这句话的原文是 I see my job as one of keeping the alumni sullen but not mutinous.这句话是教练 Herman Hickman 说的。耶鲁橄榄球队很弱，高校之间橄榄球比赛很激烈，教练很难常胜。他这句话是在解释球队成绩为什么那么差的时候说的，意思是，成绩肯定好不了，校友不满意也没办法。只是成绩别太差，别把校友们惹火了就行。)

霍克希尔德·科恩公司(Hochschild,Kohn&Co.)

霍克希尔德·科恩公司是位于巴尔地摩(华盛顿北 60km 重要港口城市)的一家私营百货商店。上半年，我们出资 80%，还有两个合伙方各出资 10%(芒格+戈特斯曼)，我们共同买下了这家公司的全部股权。虽然我们之前也曾经通过谈判完成有价值证券大宗交易，但这笔投资是合伙公司成立以来，我们第一次通过谈判收购整个公司。投资的原则没变，还是从定量和定性两个方面评估，然后看价格高低，既进行绝对分析，也和其他投资机会做对比，进行相对分析。从各个方面来看，霍克希尔德·科恩公司都不错。(三流价格购买二流企业)

科恩公司的管理层，无论是人品，还是业务能力，都是一流的。虽说我当年在奥马哈的彭尼百货商店 Penney's 打过工，一小时赚 75 美分，积累了丰富的零售业经验(也成了关于《最低工资法案》的专家)，科恩公司将仍由原来的管理层经营。要是管理层庸庸碌碌，就算科恩公司出售的价格更低，我们也不会买。

一家拥有几千名员工的公司被收购，这样的事肯定会上新闻。但是，各位注意，别因为这笔投资上新闻了，就以为它在我们的整体投资中举足轻重。我们合伙公司主要投资的是有价值证券，总投资金额是 5000 多万美元，其中投资科恩公司所占的比例只有 10%左右(收购价 1200 万，其中发行无抵押债券 600 万)。有一只有价证券(美国运通)，它在我们的投资组合中所占比例是科恩公司的三倍多，但是这笔投资肯定不会上新闻。我不是说科恩公司这笔投资不重要，占总投资 10%怎么能不重要，只是这笔投资给各位的感觉可能是在我们的整体投资中占的比重

很大，其实不然。关于披露投资活动，我还是喜欢只露出冰山一角。

今年年末，在评估科恩公司的价值时，**我打算用买入成本加上我们买入后分得的留存收益**。除非与其他百货公司相比，科恩公司发生了重大变化，或除非按照其他客观价值标准衡量，科恩公司发生了重大变化，今后我们将一直按照这个方法给科恩公司估值。要是我们觉得科恩公司的价格不便宜，我们不会买。按买入成本价给科恩公司估值，多少是低估了的。但在各种估值方法中，这个方法最客观。在我看来，我们投资的基本都是低估的，否则我们也不会买的。



霍克希尔德·科恩公司 Hochschild, Kohn & Co

Hochschild Kohn 是由 Max Hochschild 和 Benno Kohn 和 Louis Kohn 兄弟于 1897 年创立，是马里兰州巴尔的摩第一家在市中心 Howard 和 Lexington 购物区之外扩张的大型百货公司。公司蒸蒸日上，1922 年成为巴尔的摩最大的百货公司。1929 年，Benno Kohn 去世。管理层由 Louis 的儿子 Irving Kohn 担任总裁；副总裁 Walter Sondheim 和 Walter Kohn。尽管由公司股票提供资金，Hochschild Kohn 仍然是一家合伙企业。大萧条期间，Hochschild Kohn 的销售额比 1930 年下降了近 50%，损失超过了巴尔的摩其他百货公司的总损失，是大萧条最严重的一年。管理层也受到 Irving 和 Walter Kohn 之间不和的影响，1935 年 Walter Kohn 退休，Martin B. Kohn 接替。

1942 年，美国进入二战，联邦政府严格配给建筑材料。Walter Sondheim 向美国战争部恳求，Park Avenue 将作为配送中心，因此有理由分配建筑材料。Park Avenue 开业并作为仓库和家具展厅运营直到 1983 年。1943 年，疾病导致 Walter Sondheim 淡出，1945 年 Irving Kohn 去世，Martin Kohn 成为总裁，Louis Kohn II 和 Walter Sondheim 副总裁。1947 年 Martin Kohn 在 Edmondson 建立了第一家郊区商店，开创了市中心百货公司在郊区扩张的先河，随后于 1948 年在 York Road 和 E. Belvedere Avenue 建立了另一家店 Hochschild, Kohn Belvedere 购物中心，以及市南城郊的 Harundale 购物中心。在 Woodlawn 开业的 Security Square 购物中心。

1966 年 1 月，戈特斯曼告诉巴菲特一个投资机会，Hochschild Kohn 百货公司正在寻求出售。所有者 Kohn 家族过着过度简朴的生活，并且愿意接受一个折扣价。巴菲特果然感兴趣，跟芒格一起飞到巴尔的摩去拜访并立刻喜欢上了 Kohn 家族。有了邓普斯特和刚刚收购的伯克希尔纺织厂的经验，巴菲特知道必须有一个能指望的经理人负责经营，而 Louis Kohn 正是这个合适的人选。这一年股市高企，巴菲特越来越难找到满足他投资要求的公司，于是降低了标准，当即决定以 1200 万美元收购这家百货公司。Hochschild Kohn 公司卖服装、家居装饰品以及家用电器，总部在巴尔的摩市中心十字路口一栋大楼里，虽然它的位置是在三个竞争对手：赫兹勒、赫克特以及斯图尔特百货公司的斜对角上，但自从郊区女士们开始戴上帽子和手套，乘电车前往市中心花一整天购物消遣时，这 4 家商店就蓬勃兴起了。

1966 年 1 月 30 日，巴菲特、芒格和戈特斯曼成立了一个多元零售控股公司 DRC 用于完成收购，巴菲特占股 80%，芒格和戈特斯曼各占 10%。DRC 以较低利率发债融资 600 万美元，他们认为虽然百货公司利润微薄，不过若借贷利率很低，利润缓慢增长，也是笔不错的买卖。而且是折价收购，后进先出的库存是按以前的价格入账，还有一些隐匿的房产价值。巴菲特这样描述这次收购：我们以三流的价格购买了二流的百货公司。收购后，巴菲特三人组马上跟 Louis Kohn 商讨运营计划，当 Louis 给他看公司规划已久的开两家新商店的计划时，巴菲特开始担心起来。他们筹划这两家新店已久，一家在约克市，一家在哥伦比亚市。巴菲特不喜欢跟管理层冲突，害怕让人失

望，虽然跟芒格都认为这两个新店毫无意义，依然让步了。随后麻烦接踵而至，先是安装电梯，接着是更新橱窗，升级收银系统。只要有个人干了什么事，每个人都不得不做同样的事。剧场效应在零售业的竞争中体现的淋漓尽致。1968年9月宾州约克市新店开业。而Hochschild Kohn百货公司此时突然遭遇了困境，销售额大幅下滑。经过这两年的经营，此时的巴菲特已经搞清楚，零售业的管理层必须具备的技能是销售规划，而不是财务技能。他和他的合伙人们也充分学习了有关零售业的知识，知道这个行业很像酒店业：一场让人疲倦的马拉松，每一英里都有可能新的、咄咄逼人的竞争者，往前一跃跑到你前面去。

芒格说：零售业是非常棘手的生意，我们意识到自己错了。实际上每一个经营很长时间的大的连锁店最终都会陷入麻烦并且很难调整。一个20年里占优势地位的零售商不一定在下一个20年里同样有优势。买Kohn百货就像一个人买游艇的故事一样，有两天高兴的日子，一个是买的那天，还有一个是卖的那一天。

巴菲特后来总结：在收购伯克希尔之后不久，我收购了位于巴尔的摩的百货公司，我的买价远远低于该公司的账面价值，公司人员也是一流的，整个交易还包括一些额外的福利。面对这样的好机会，我怎么可能拒绝呢？三年之后，我很幸运能以原价将其脱手……时间是好生意的朋友，是普通生意的敌人。你也许认为这个道理很明显，不过我却艰难地领会了这一点……结束了和科恩百货公司的联姻之后，我的记忆就和乡村歌曲中的丈夫一样：我的妻子和我最好的朋友跑了，而我依然很想念她……以合理的价格买一个好公司要远远胜过以一个好价钱买一个合理的公司。查理早就理解了这点，而我是一个迟钝的学习者。不过现在，我们买公司或者普通股票的时候，寻找的是有一流管理层的一流生意。那也导向了另一个经验：好骑手要骑好马，才能发挥出色。

1969年12月，Supermarket General Corp. (SGC)以1168万美元(504.5万现金+654万1年期无息票据)收购了HochschildKohn公司。在SGC的领导下，Hochschild Kohn采取了"要么竞争，要么被践踏"的策略。1971年8月哥伦比亚的大型购物中心开业。Louis B. Kohn II 总裁称哥伦比亚店的开业是Hochschild Kohn百货新时代的开端。后来的其他地点包括马里兰州Bowie的Freestate购物中心。Bowie是最后一家开业的店。不幸的是，到1984年，SGC公司关闭了HochschildKohn的连锁店，年底Hochschild Kohn许多门店被Hutzler公司收购。这些商店包括Harundale购物中心和Security Square购物中心，这在当时是Hochschild销量最高的门店。

市场预测"基本原则"第六条："我做的是投资，不是预测股市涨跌或经济波动。如果你觉得我能预测出来，或者认为不预测就做不了投资，合伙公司不适合你。"有人可能会说这条原则模糊、含混、不明确。我个人认为，绝大多数合伙人明白我说的是什么意思。我们买卖股票，不管别人对股市的预测(我从来不知道怎么预测)，**只分析公司的未来**。我们什么时候对，主要取决于股市的走势。我们到底对不对，主要取决于我们对公司的分析是否准确。换言之，**我们集中精力研究的是将来会发生什么，不是什么时候发生**。

对于我们的百货公司，我基本上可以肯定地说，12月份的经营状况会比7月份好。(怎么样，我对零售业已经很在行了吧?)最重要的是，今年12月份的情况与去年12月份相比如何，**利润率是否领先竞争对手**，怎样才能给明年后年的12月份打好基础。至于我们合伙公司的投资活动，我根本不知道今年12月份是否能比7月份更好，甚至都不敢保证12月份不会严重亏损，年底亏损的情况也不是没有。我们投资的股票可不知道地球围绕太阳公转一周是365.25天。股票哪里知道，地球每公转完一周，我就要写总结报告，递交给你们和国税局。所以说，我们不能用日历年来说衡量我们的业绩，必须要选个别标准。最合适的衡量标准当然就是道指，因为它可以代表投资股票的普遍业绩。对于道指这个竞争对手，我们认为它的长期表现会相当好。为了打败它，我们必须比"相当好"更上一层楼。这就像在零售业里，大家都和西尔斯百货比销售额和利润率，只要每年都胜过西尔斯百货，早晚会脱

颖而出。

我为什么老调重弹，又讲“猜测市场”这个问题？因为道指二月份达到 995 点的高位，此后到五月份跌到 865 点，有几个合伙人给我打电话，他们告诉我股市会继续跌。每次遇到这种情况，我总会想到这两点：(1)要是他们在二月份的时候早知道五月份能跌到 865 点，为什么当时不告诉我？(2)既然他们二月份时不知道接下来三个月会怎样，现在五月份就能知道了？每次市场跌个 100 点左右，总会有一两个人告诉我，先抛了，等跌势缓和了再买回来。我还是想说两点：(1)未来会怎样，我从来都看不透(要是什么时候，你真知道今后几个月或接下来几个小时会怎样，请打电话告诉我们)；(2)每次市场涨个 100 多点的时候，从来没人找我，没人说未来不明朗。现在回头看，二月份的时候，未来的方向真就不明朗。

一个公司，长期投资的话，我们会有优势，但是如果我们根据猜测或情绪决定是否投资，那就完了。无论是我们投资的公司，还是买的股票，价格低廉的时候，就算某些算命的说价格会继续跌，我们也不会卖，虽然它们肯定有蒙对的时候。同样的道理，有的股票，价格已经很高，就算某些“专家”宣称还会涨，我们也不会买。如果公司是自家的，怎么可能听信股市上别人的猜测来决定买卖？别人给你的股权(股票)报价，这是好事，要善于利用。什么时候看到报价高或低得离谱，你就从中获利。别让频繁失常的报价左右了自己的判断，别把本来的优势变成**羁绊自己的劣势**。在《聪明投资者》这本书的第二章中(1973 版第 8 章)，本杰明·格雷厄姆强有力地阐述了这个理念。我个人认为，在所有关于投资的著述中，这个章节的重要性无出其右。

我们将在 11 月 1 日左右寄出 1967 年承诺书以及 1966 年纳税估算数据等文件。

沃伦·巴菲特

.....
1966 年 11 月 1 日信
.....

致 1967 年各位合伙人：

随函附上秋季学期的阅读材料：

1，两份 1967 年的承诺书，一份由你保留，一份寄还给我们。你可以在 12 月 31 日零点之前修改承诺书，所

以请尽早返还给我们。如果需要更改，提前写信或打电话给我们即可。12月31日，承诺书最终生效，不可更改。因为我会将承诺书转交给毕马威会计师事务所，所以此项规定没有例外。

2，一份包含税收数据的信函。我会根据当前情况，对1966年年末可能实现的投资交易进行估算。

3，还有一份《基本原则》，这是我每年布道必不可少的材料。读这份材料的时候，要慢慢细读！读完了再签承诺书。这里面的基本原则应当能在我们之间产生共鸣，否则我们就不能做合伙人。

所有提现将在1月5日支付。提现金额没有限制，最低100美元，最高所有权益。同样，追加投资金额也没有限制，但应在1月10日之前存入。这样你可以选择在1967年完成上述交易，或许能节省一些税款。如果追加资金在11月份存入，则将视为预先存入资金，在年底前可获得6%的利息。12月份存入的追加资金无利息。

因为我们**已停止接纳新合伙人**(除非他们对合伙公司的贡献不只是资金)，有几位合伙人询问能否让亲戚朋友通过自己的账户间接投资。《合伙协议》第9条不允许此类情况。按照1961年财政部向我们授予的裁决书，我们属于合伙性质，纳税地位有别于公司法人，但是裁决书规定我们必须遵守我们递交的《合伙协议》。我们一直都按裁决书的规定行事。另外，如果合伙人私下做出上述间接投资安排，一旦节外生枝，出现身故、失踪、离婚、税务检查等情况，可能陷入尴尬、繁琐甚至出现争执的局面。由于上述原因以及其他原因，请各位合伙人务必不要代替他人向合伙公司投资。

我们今年的业绩还是高于平均水平，但是下半年比上半年困难得多。六月份之前，我们的相对低估类大幅领先道指，此后则略微落后。我们在套利类中投资规模较小，但是收益不错，基本弥补了相对低估类下半年较差的表现。我们在年中报告领先道指17个百分点。目前，综合所有类别的收益，我们的领先优势比17个百分点略高。如果能将这个优势保持到年末，那我们的表现就远远高于预期，这也是因为市场表现较差。到目前为止，按照道指最近的810点计算，它下跌了14%，我们则上涨4%(不计算合伙人的利息)。最近的市场波动相当大，如果道指继续大幅下跌，我们也必然会受到影响。

今年我们的业绩可能出现净亏损。如果我们的收益率低于6%，则提取利息的合伙人会发现1月1日他们的账户里资金减少了。如果我们的收益率低于6%，收益不足的部分将在今后抵减，将不足的部分弥补后，我作为GP合伙人才能从各位合伙人资本收益超过6%的部分分成。

我们在先前的信函中讨论过控股公司的估值。在我们的投资中，**对于我们是非控股股东的情况，完全使用市**

场价格进行估值。当我们是控股股东时，就不能用市场价格对我们的投资估值了。当我们持股超过 50%或者不到 50%但处于控股地位时，我们就拥有一家公司的所有权，而不是股票，这时必须使用不同的估值方法。就在同一时间，控股权益的价格可能是少数权益的 60%到 600%，这足以证明对控股权益要采用不同的估值方法。

在对控股权益估值时，主要决定因素是**盈利能力**(过去的和未来的)和**资产价值**。从我们的控股公司的性质和资产质量出发，再考虑到就我们的控股公司而言，**适用于其联邦所得税基数的账面价值远远高于我们的估值**，在给我们的控股公司估值时，与一般估值相比，我们对资产因素的考虑要多得多。之前，在给伯克希尔估值时，我们选取**介于净流动资产价值和账面价值二者之间的一个数值**。今年年末，由此得出的估值很可能远远高于少数权益的市场价值，很可能 1967 年全年都是这个情况。1966 年初，情况则恰好相反。在今年年中的信中，我们说了，在给霍克希尔德-科恩公司估值时，我们用**买入成本加上我们买入后分得的留存收益**计算。

在当前的证券市场和货币市场状况中，有人可能会问，上述估值方法是否无论什么时候都适用。按照《合伙协议》，我有责任对控股权益进行公允估值，这个公允是要对特定时间追加投资和提取投资的合伙人都公允。股票的市场价值存在巨大波动，有时候显然会对企业的估值造成影响。有的企业，在对其估值的过程中，**资产因素所占的分量比盈利因素重得多(特别是流动资产极高时)**，市场价值的波动对这些企业的估值影响就小得多。此外，如果市场上用于收购企业的资金多寡(与资金成本无关)发生了重大变化，也会影响企业的估值。上述情况可能都是短期因素，但是我的责任是评估我们的控股权益在特定时间(年末)的价值，这个时间点的所有因素(包括上述因素)都必须考虑到。

按照当前的情况，我不认为我们的估值方法需要更改。12 月末，我会仔细考虑所有方面的因素，如果有现实必要(主要考虑证券市场和货币市场情况)，**可能对伯克希尔和科恩公司减值**。如果有减少估值的必要，我们会在年末之前，在 12 月 23 日确认各位的承诺书的信函中通知各位。如果进行了上述减值，不会严重影响上一页中报告的业绩。

如有任何疑问请致电或写信给约翰·哈丁。请在圣诞节之前，最好是在感恩节之前，将承诺书尽快寄给我们。

沃伦·巴菲特

巴菲特致合伙人的信 1966 年报

1967 年 1 月 25 日

第一个十年

1966 年是合伙公司成立十周年。这一年，我们创造了我们领先道指的最高纪录(这是过去的最高纪录，也是将来的最高纪录)，这是献给成立十周年最好的礼物。合伙公司上涨 20.4%，道指下跌 15.6%，我们领先 36 个百分点。

我们之所以能取得如此喜人且无法重现的成绩，一部分原因是道指表现欠佳。1966 年，几乎所有基金经理都跑赢了道指。道指是按照 30 只成分股的市值加权计算出来的。市值最高的几只成分股可以左右指数(例如，杜邦和通用汽车)，但它们去年跌得很惨。另外，人们普遍回避传统的蓝筹股，导致道指表现比一般投资水平逊色，这个现象在最后一个季度尤其明显。

下面是道指收益率、普通合伙人分成前合伙公司收益率(收益超过 6%的部分，普通合伙人提取 25%)以及有限合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指(1)	合伙公司(2)	LP 合伙人 (3)
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1958	38.50%	40.90%	32.20%
1959	20.00%	25.90%	20.90%
1960	-6.20%	22.80%	18.60%
1961	22.40%	45.90%	35.90%
1962	-7.60%	13.90%	11.90%
1963	20.70%	38.70%	30.50%
1964	18.70%	27.80%	22.30%
1965	14.20%	47.20%	36.90%
1966	-15.60%	20.40%	16.80%

注：(1)根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙公司整年运作的年份。

(2)1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算 LP 合伙人利息和 GP 合伙人分成。

(3)1957-61 年的数据按前一列合伙公司收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了 GP 合伙人分成，未计算 LP 合伙人的每月提现。

下表是累计收益率或复合收益率：

年份	道指	合伙公司	LP 合伙人
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1957-58	26.90%	55.60%	44.50%
1957-59	52.30%	95.90%	74.70%

1957-60	42.90%	140.60%	107.20%
1957-61	74.90%	251.00%	181.60%
1957-62	61.60%	299.80%	215.10%
1957-63	95.10%	454.50%	311.20%
1957-64	131.30%	608.70%	402.90%
1957-65	164.10%	943.20%	588.50%
1957-66	122.90%	1156.00%	704.20%
年化收益率	8.30%	28.80%	23.20%

我们一直拿股票投资占 95-100%的最大的两只开放式股票型基金(共同基金)和分散投资的最大的两只封闭式

股票型基金的业绩，与合伙公司的收益率做对比。与往常一样，下面是最新对比情况。

年份	Mass.Inv. Trust(1)	Investors Stock(1)	Lehman(2)	Tri-Cont.(2)	道指	LP 合伙人
1957	-11.40%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.30%
1958	42.70%	47.50%	40.80%	33.20%	38.50%	32.20%
1959	9.00%	10.30%	8.10%	8.40%	20.00%	20.90%
1960	-1.00%	-0.60%	2.50%	2.80%	-6.20%	18.60%
1961	25.60%	24.90%	23.60%	22.50%	22.40%	35.90%
1962	-9.80%	-13.40%	-13.00%	-10.00%	-7.60%	11.90%
1963	20.00%	16.50%	23.70%	18.70%	20.60%	30.50%
1964	15.90%	14.30%	13.60%	12.60%	18.70%	22.30%
1965	10.20%	9.80%	19.00%	10.70%	14.20%	36.90%
1966	-7.70%	-10.00%	-2.60%	-6.90%	-15.60%	16.80%
累计收益率	118.10%	106.30%	142.80%	126.90%	141.10%	641.50%
年化收益率	8.60%	7.90%	9.80%	9.00%	9.70%	23.50%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1966 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-65。1966 年数据为估算值。

之所以在每年的信里都列出基金公司的业绩，是为了说明道指作为衡量投资业绩的指数，不是那么容易战胜的。我有必要重复一下。虽然我们选这些基金公司进行对比，但是它们和巴菲特合伙公司有很多差异。例如：(1) 基金公司的投资活动，受许多内部和外部因素的限制，我们则没这些限制；(2) 基金公司投资的分散程度远远高于我们。任何一年，与道指相比，它们相对收益极差的可能性比我们小。(3) 按照这些基金公司的激励机制，它们的经理人更愿意随大流，没我们这么大的动力去追求出类拔萃的业绩。

职业基金经理受人尊敬、薪水丰厚。从上面的业绩记录中，我们可以看到他们投资股票的表现如何。投资管理领域有不少选择，这些基金经理承载了 60 多万美国投资者的寄托。或许绝大多数职业基金经理的业绩都是如此。

然而，这些大型基金经理的业绩不代表投资领域的最高水平。有一些基金和私募机构，它们创造的业绩记录远远领先道指，有些还远远高于巴菲特合伙公司。它们的投资方法一般和我们不一样，不在我的能力圈之内。但是，它们的管理人一般都很聪明很努力。既然是在讨论职业基金经理的业绩，我就得如实告诉各位，确实有能取得超一流业绩的基金经理。

投资情况进展

要是有人很好奇，非常认真地解读第一页中的数字，他可能得出很多错误的结论。

第一个十年的业绩，在下一个十年里，我们绝对没有任何机会复制甚至接近。我们起步时，我才 25 岁，充满饥饿感，最初管理的资金只有 10.51 万美元，在这十年的商业和市场环境里，我的投资理念如鱼得水。

十年之后，我现在已 36 岁，小有成就，合伙公司的规模达到 54,065,345 美元，虽然我的投资理念没变，但现在能找到的好机会只有以前的 10%到 20%。

巴菲特合伙公司于 1956 年 5 月 5 日成立于密西西比河西岸。最初的几个合伙人都是我最坚定的支持者，四位家人，三个好朋友，我们一共投资了 10.51 万美元。(我找到了 1957 年 1 月的信，想从里面发现一两句闪光的话，能在这里引用一下。一定有人把我这封信给篡改了，要不里面的金句怎么没了?)

合伙公司成立之初以及随后的几年里，按照我们低估类的标准，遍地都是远远低于产业资本所能给予的估值的股票。套利机会也接连涌现，都是胜算非常大的机会。机会太多，我都挑不过来了。于是，我们买入 15-25 个品种，构建胜券在握的组合。

过去几年里，环境彻底变了。现在我们基本找不到我能看懂、规模合适、而且符合每年收益率能领先道指 10 个百分点这个条件的投资机会。在过去三年里，我们每年只能找到两三个符合这个条件的新投资机会。好在我们充分利用了其中的一些机会。成立之初那几年，这样的机会，不怎么费劲就能找到一大把。自己发掘投资机会的能力降低了，很难做到客观地分析其中的原因。有三个原因是比较明显的：(1)市场环境变化了；(2)我们的规模增加了；(3)竞争更加激烈了。

过去的好机会像奔腾不止的大河，现在的好机会像潺潺流淌的小溪，现在的前景与过去相比，当然不能同日而语。这几年，没了奔腾的大河，从潺潺溪流中，我们也同样汲取了养分，没少赚钱。为什么？原因有两点：首先，一个人的饭量是有限的(几百万的资金才能利用的投资机会，对只有几千块钱的人来说没多大用，我年轻时对

这一点感触很深)。其次，好机会越少，投资的时候就越珍惜，越要把少量的机会用好。显然，这几年我们靠的就是第二个原因。虽说如此，与大河相比，小溪太容易干涸。

我不会因为现在的情况变了，就去做我不懂的投资。(有人说"斗不过，就入伙"，这不是我的作风，我是"不入伙，斗到底"。)有些投资机会，一定要懂高科技，我对高科技一无所知，就不做这样的投资。我对半导体和集成电路一无所知，就像我对 chrzaszcz 的交配习性一无所知。(注：第一次科技股泡沫，市场热炒 tronic; chrzaszcz 是波兰的一种甲虫；苏格拉底：我唯一知道的是我一无所知。)

在证券投资中，预测市场走势，忽略商业估值的行为经常盛行。我们不会效仿。近年来，这种投资风气经常能迅速赚大钱，就在我写这封信时就是如此。这个投资方法是否合理？我无法证实，也无法否认。我的理智(或许是我的偏见)不认可这种投资方法，我的秉性也不适合这种投资方法。我不会拿自己的钱这么投资，也绝对不会拿各位的钱这么投资。

最后，有的投资，很可能产生严重的人际冲突，就算利润前景很可观，我们也不会做。有一点，我可以向各位合伙人保证，我将努力保住眼前的潺潺溪流，尽最大可能利用有限的机会。然而，如果溪流可能完全干涸，我会在第一时间如实相告，以便我们另寻出路。

1966 年业绩分析

1966 年我们的四大类投资都表现不错。我们实现的总收益是 8,906,701 美元，具体如下：

类目	平均投资额	收益额	收益率	仓位占比
控制类	17,259,342	1,566,302	9.1%	34.9%
低估类(基于产业资本视角)	1,359,340	1,004,362	73.9%	2.7%
低估类(相对低估)	21,847,045	5,124,254	23.5%	44.2%
套利类	7,666,314	1,714,181	22.4%	15.5%
其他，包括国债	1,332,609	-18,422	-1.4%	2.7%
总收益		9,390,677		
减：一般营业费用		483,976		
净收益		8,906,701		

开始讨论之前，有几个地方需要说明一下：

- 1，1965 年 1 月 18 日的信中介绍了上述各个投资类别。如果你需要回顾一下，在附近的报刊亭又买不到便携版，欢迎向我们索取。
- 2，分类不是严丝合缝的。一笔投资归在哪个类别，事后不会更改，但最初归类时多少有些主观因素。

3, 计算合伙公司收益率时, 我们以年初投资金额为基准。上述表格记录的是各类投资的平均投资金额, 这样计算出来的收益率比实际低。例如, 一只股票, 我们 1 月 1 日以 100 美元买入, 到 12 月 31 日, 它上涨到 150 美元, 则平均投资金额是 125 美元, 收益率是 40%, 而按照常用的计算方法, 收益率则是 50%。换言之, 上表中的平均投资金额是以每月的平均市值计算的。

4, 所有数字均按照 100%自有资金、无杠杆的基础计算。利息和日常费用从总收益中扣除, 不分摊到各个类别。与具体某笔投资直接相关的费用, 例如, 因做空股票而支付的股息, 直接从相应类别中扣除。在涉及融券做空的情况下, 计算平均投资金额时, 用多头仓位减去空头仓位得出净投资金额。

5, 上述表格用处有限。各个投资类别的收益都主要是一两笔投资贡献的。如果你收集了大量稳定的数据(例如, 美国男性的死亡率), 就可以从中得出一些结论和预测, 但我们的投资不是这么回事。我们在投资中面临的是系列不知何时出现、各有不同特点的事件, 我们要前思后想, 琢磨各种可能性, 然后做出决定。

6, 最后, 我们在进行上述计算时不像数钱时那么上心, 再说这也算不上纯粹的自检, 所以里面可能有笔误或计算错误。

控制类

就我们控股的公司而言, 1966 年的收益主要有三个来源: (1)1966 年归属于我们的留存收益; (2)以低于我们控股权益的价值在公开市场买入更多股票; (3)控股公司持有的有价证券的未实现增值。1966 年, 控制类的总收益是 2,600,838 美元。如 1966 年 11 月 1 日信所述, 受行业状况和其他一些与估值相关的因素影响, 在计算 1966 年 12 月 31 日控股权益的公允价值时, 我们进行了 1,034,780 美元的减值, 因此 1966 年控制类的整体收益下降到 1,566,058 美元。

1966 年, 在我们的净资产中, 我们对实体公司的投资高于对股票的投资, 毫无疑问, 在这一点上, 我们占了便宜。如果将所有资金投入股票中, 我们今年可能会出现亏损, 甚至是严重亏损。这不是事先有意为之。如果去年市场大涨, 控制类可能严重拖累整体业绩。1967 年仍然如此。

低估类(基于产业资本视角)

我们这类投资的表现就像"一天工资 21 美元, 一个月就发一天的"。1965 年年中, 我们开始买入一只公众大量持股的股票, 它价格非常便宜, 远远低于产业资本所能给予的估值。当时, 我们希望可以一直有这个价格, 在

两三年的时间里，能买到 1000 万美元以上的货。这家公司的各项业务，我们能看懂。它的竞争优势和弱点，我们可以从竞争对手、经销商、客户、供应商和前员工那里了解到。按照当时这只股票的行情，我们觉得，耐心一些，在不抬高价格的情况下买到大量的货，还是很有希望的。

1965 年末，我们在这只股票上投入了 1,956,980 美元，持仓市值是 2,358,412 美元，它为 1965 年贡献了 401,432 美元的收益。因为我们还想接着买，不想卖，如果市场价格低于我们的成本价，那才好呢。果真如我所愿，它会拉低我们 1965 年的业绩，也会让有限合伙人的情绪比较低落(所有合伙人的整体情绪保持不变，因为普通合伙人会兴高采烈)，但最后能给我们带来更高的长期业绩。这只股票涨了一些，现在高于我们的成本价了，我们已经放缓了买入的节奏，最后能赚到的利润减少了。

1966 年，从这笔投资的进展中，我们更能看出短期收益与长期收益之间的矛盾。有人对这只股票提出了要约收购，以后再也沒机会低价买入了。我以前根本没听说过这个要约收购方。根据当时的情况，我们认为我们最好的选择(将来未必如此)是卖出。于是，二月份，我们兑现了 1,269,181 美元的总利润，其中 867,749 美元归属于 1966 年。

1966 年的股市如何，我们都知道，在这样的市场环境里还能赚钱，那是相当抢眼了，但说真的，我不喜欢杀鸡取卵。1966 年的业绩可以说是杀鸡取卵的结果。如果我们 1966 年的业绩低五个百分点，如果在去年的市场环境中，这只股票还是价格低廉，我们能一直大量买入，从长远的角度考虑，我们最终获得的收益会远远更高。

要是好机会遍地都是，这样一笔投资提前收网也没什么。如果生意多的是，一两笔没做好，利润一般般，没多大关系。但是，看看我们的"低估类(基于产业资本视角)"中的平均投资额是多少，你就知道了。这笔投资结束后，新投资太难找了。去年卖出这只股票后，股市整体还是较低的，本来应该能比较容易找到投资机会，可我们一个新机会都没找到。

低估类(相对低估)

去年，相对低估类取得了此类别设立以来的最高收益，主要得益于一笔投资，它是我们 1965 年末的规模最大的投资，也是我们 1966 年末规模最大的投资(美国运通)。我们持有这笔投资以来，它每年(1964、1965、1966)都遥遥领先大市。任何一年的表现都很难说，但是我们认为，把时间拉长到三四年，这笔投资将来取得优异表现的概率非常大。正是因为看好这只股票，而且比较有把握，1965 年 11 月，我在《基本原则》中加入了第七条，

允许单笔投资最多占我们净资产的 40%。我们投入了大量精力，对这家公司各个方面的评估从未停止，与其他投资的比较从未停止，我们一直在检验我们的结论是否正确，即这只股票是所有投资里的最佳选择。在我们的投资中，这种持续不断的评估和比较是必须的。

我当然希望能这样向各位报告(并告诉大家我对未来很看好)：我们的相对低估类投资包含 10 个行业中的 15 只股票，它们都跑赢了市场。我们根本没找到这么多好机会。刚才也说了，我们总是把新机会和已有机会做比较，如果新机会只能降低预期收益，我们不会将就。这几年，我们很看好我们持有的这笔规模最大的投资，没找到更好的，所以我们也没什么新的动作。早些年，好机会层出不穷，那时候实现的收益在总收益中占比较高，现在就少多了。

在相对低估类中，我们集中投资，所以必然给短期业绩带来巨大的波动，有些波动肯定是令人不快的。我向合伙人报告的周期是一年时间，其实在一年之内，我们有过较大的波动。报告的太频繁不是好事，我们的投资着眼于长远，总盯着短期业绩容易走偏。

就我个人而言，我坚持去年的信中谈分散时所说的理念，在此基础上，我愿意承受短期波动的痛苦(欢乐我都不谈)，换取长期收益的最大化。但是，我不愿为了追求更高的长期收益，去承受严重的本金永久损失风险。我想把话说清楚：既然我们选择了集中持股的投资策略，合伙人就应当做好充分准备，我们的表现会有遥遥领先的时候(例如 1965 年和 1966 年)，也会有远远落后的时候(特别是在市场大涨时)，这是我们为了追求出色的长期表现而要付出的代价。

我总是谈长远，一位合伙人对我说"要是脑袋浸在水里，五分钟都太长"。没错，所以我们在投资中对于借钱谨小慎微。1966 年，我们从银行借贷的资金远低于合伙公司平均净值的 10%。

关于相对低估类，还有一件事。在这个类别中，我们也经历了对去年业绩有利，但对长期业绩不利的情况。1966 年，我们在这个类别中只找到了一个新的大机会。我们是从去年三月份开始买的，但是刚投入了 160 万美元(当时这只股票一直能买到，但是买到的不多)，外界情况就发生了变化，股价被抬高了，这只股票算不上相对低估了。这只股票，我们在 1966 年平均持有了六个半月，取得了 728,141 美元的总收益，上涨 50%。要是它的价格能一直保持低迷，让我们持续大量买入，那该多好。

套利类

在去年的信中，我预测套利的重要性将降低。虽说套利没前几年贡献那么大了，1966 年我们平均能将 7,666,314 美元用于套利，这给了我一个惊喜。另外，因为我们在套利中使用一部分借来的资金，所以我们实际使用的净自有资本低于这个数字，我们的收益也比 22.4% 高一些。去年，在套利投资中，我们也经历了巨大的起伏。6 月 30 日，套利类平均投资 7,870,151 美元，整体利润 16,112 美元。由此可见，我们下半年的表现特别抢眼，弥补了上半年的黯淡。前几年，**套利类投资有时候占我们净资产的 30-40%**，今后出现这种情况的可能性非常小了，约 15%。虽然套利类能够吸纳的资金规模变小了，但应该仍能给我们带来良好的收益率。

其他事项

运营方面，比尔、约翰、伊丽莎白和多娜，他们都工作出色，保证了我们高效运转。在巴菲特合伙公司，我们一直可以把精力集中到投资上，从来没因为基金组织结构的问题而分心，我们这些年取得的业绩与这一点密不可分。

去年是毕马威使用电脑审计的第二年，他们的工作一如既往地高效、细致。

我们各位员工对合伙公司利益的关心不是口头上的。1967 年 1 月 1 日，合伙公司员工和我、还有我们的配偶、子女在合伙公司共投资 1000 多万美元。我自己家庭在合伙公司的权益占我们家庭净资产的 90% 以上。

在今后两周，各位合伙人会收到如下文件：

1. 一份包含税收数据的信函，其中列有申报 1966 年联邦所得税所需的所有巴菲特合伙公司信息。
2. 毕马威会计师事务所出具的 1966 年审计报告，其中包含巴菲特合伙公司的运营数据和财务状况以及合伙人资本账户的信息。
3. 一份由我签署的、证明您于 1967 年 1 月 1 日持有巴菲特合伙公司权益的文件，其中的权益数据与审计报告中列出的数据一致。

如果对信中内容有任何疑问，或者年中遇到任何问题，请随时与我联系。下一封信是上半年总结，各位将在 7 月 15 日左右收到。

沃伦·巴菲特

巴菲特致合伙人的信 1967 中报

1967 年 7 月 12 日

年初规模 54,065,345 美元

上半年业绩

和往年一样，因为我们一家要去加州度假，这封信也是六月末写的。为了与往年相称(对于损益表，我总是克服我对美感的追求，不讲对称)，有些地方我先保留了空白，等数字补上后，相信我的结论也不会有问题。

1967 年，我们一开局就很受伤，一月份表现惨淡，道指上涨 8.5%，合伙公司上涨 3.3%。尽管开局不利，上半年结束之时，我们还是取得了 21% 的收益率，领先道指 9.6 个百分点。今年上半年和去年一样，打败道指比较容易(很多人觉得战胜道指很容易，不可能每年都如此)，很多基金经理都跑赢了道指。按照惯例，下表汇总了我们上半年的业绩：

年份	道指(1)	合伙公司(2)	LP 合伙人(3)
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1958	38.50%	40.90%	32.20%
1959	20.00%	25.90%	20.90%
1960	-6.20%	22.80%	18.60%
1961	22.40%	45.90%	35.90%
1962	-7.60%	13.90%	11.90%
1963	20.70%	38.70%	30.50%
1964	18.70%	27.80%	22.30%
1965	14.20%	47.20%	36.90%
1966	-15.60%	20.40%	16.80%
1967 上	11.40%	21.00%	17.30%
总收益率	148.30%	1419.80%	843.30%
年化收益率	9.70%	29.60%	23.80%

注：(1) 根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙公司整年运作的年份。

(2) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算 LP 合伙人利息和 GP 合伙人分成。

(3) 1957-61 年的数据按前一系列合伙公司收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了 GP 合伙人分成。

在合伙公司上半年业绩统计中，控股公司的估值保持不变，我们的收益完全来自有价值证券投资。今年年初，我们投资有价值证券的部分占净资产的 63.3%。

在 12 月份承诺书最终生效之前，我们会考虑所有相关情况(包括经营、市场和信用情况)，决定是否对多元零售公司(Diversified Retailing Company, DRC)和伯克希尔公司重新估值。

上半年，多元零售和伯克希尔公司都进行了大型收购。多元零售(我们持有 80% 股份)及其两个子公司(霍克希

尔德科恩公司(Hochschild Kohn)和联合棉纺商店(Associated Cotton Shops))都非常令人满意。纺织行业的伯克希尔却步履维艰。虽然现在我没看到它的内在价值有任何减损，但是它的纺织业务是不可能取得像样的资产回报率了。如果道指继续上涨，投资组合中的伯克希尔纺织业务会严重拖累我们的相对表现(今年上半年就是如此)。在市场强劲上涨时，控股公司的相对表现较弱是意料之中的，但是如果控股公司本身的业务也没起色，那就麻烦了。我一个朋友有句话说得好："想要的东西没得到，就得到了经验。" (Experience is what you find when you're looking for something else.)

基金公司

与往常一样，下面是合伙公司与股票投资占 95-100%的最大的两只开放式股票型基金(共同基金)和最大的两只封闭式基金的对比情况。主要还是靠潮涨潮落，不是游泳的真本事。

年份	Mass.Inv. Trust(1)	Investors Stock(1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)	道指	LP 合伙人
1957	-11.40%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.30%
1958	42.70%	47.50%	40.80%	33.20%	38.50%	32.20%
1959	9.00%	10.30%	8.10%	8.40%	20.00%	20.90%
1960	-1.00%	-0.60%	2.50%	2.80%	-6.20%	18.60%
1961	25.60%	24.90%	23.60%	22.50%	22.40%	35.90%
1962	-9.80%	-13.40%	-13.00%	-10.00%	-7.60%	11.90%
1963	20.00%	16.50%	23.70%	18.70%	20.60%	30.50%
1964	15.90%	14.30%	13.60%	12.60%	18.70%	22.30%
1965	10.20%	9.80%	19.00%	10.70%	14.20%	36.90%
1966	-7.70%	-10.00%	-2.60%	-6.90%	-15.60%	16.80%
1967 上	11.30%	12.30%	19.30%	14.40%	11.40%	17.30%
累计收益率	143.30%	126.40%	185.40%	156.80%	148.30%	843.30%
年化收益率	8.90%	8.10%	10.50%	9.40%	9.10%	23.80%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1967 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-1966。1967 年上半年数据为估算值。

税项

进入 1967 年，我们未实现的收益是 16,361,974 美元。截止 6 月 30 日，我们实现了 7,084,104 美元的净资本收益，由此看来，今年年初归属于合伙人权益的未实现收益中的很大一部分，都会在今年实现。在 1967 年 2 月 2 日寄给各位的信中，我们在第三条报告了这一金额。11 月份，我们会将 2 月 2 日信的副本以及税收信函寄给各位，让各位了解大概的纳税情况。我一直这样建议大家，在估算中期纳税数字时，使用上一年实际支付的税收金额，这样比较稳妥，不会受罚。

最终数字是多少还不得而知，但现在知道的是，缴纳的税款中大部分是长期资本利得，短期资本利得和普通所得很少。(有些人计算收益和本金时总是很糊涂，我经常想善意地批评一下。我和苏珊 Susie 刚结婚的时候，我对她说："别担心 income(收入)，重要的是 outcome(结果)。")

其他事项

上半年，由于要全身心投入到自己的投资管理工作中，斯坦·波尔米塔(Stan Perlmeter)辞去了合伙公司解散委员会的职务(1965-1984 年化 23%)。经其余委员选举，小弗雷德·斯坦贝克(Fred Stanback, Jr.)填补了空缺。小弗雷德是我们的一位老合伙人，也是一位经验丰富的投资者。

和往年一样，我们将在 11 月 1 日左右寄出承诺书以及 1967 年纳税估算数据等文件。

今年有个特殊情况，为了引起各位的注意，我会在 10 月份专门给大家写一封信。我要说的不是修改《合伙协议》，而是由于环境变化，"基本原则"需要进行一些修改。我希望提前通知大家，让大家在安排 1968 年的计划之前有足够的时间消化。《合伙协议》代表我们在法律上达成的一致，"基本原则"代表我们在个人理念上达成的一致。从某些方面来说，我认为"基本原则"这份文件更重要。在我看来，如果有可能影响合伙公司的活动或业绩的变化，一定要事先告诉大家，把一切都讲明白，这就是我为什么 10 月份会专门写一封信给各位。

沃伦·巴菲特

.....
1967 年 10 月 9 日信
.....

致各位合伙人：

过去 11 年里，我给巴菲特合伙公司设定的目标始终不变，即我们的业绩平均每年领先道指 10 个百分点。在过去的环境中，我认为这个目标有难度，但可以实现。

现在情况发生了如下变化，我们的目标应该随之改变：

- 1，过去十年里，市场环境日渐改变，用定量分析方法判断，一眼看上去就很便宜的股票骤然减少。
- 2，人们一窝蜂地追逐投资业绩(几年前，倡导衡量投资业绩的人没几个，我是其中之一，没想到现在变成了这

样)，市场变得极度亢奋，我的分析方法没了用武之地。

3，我们的资产规模已经达到 6500 万美元，好的投资机会却如同一条日渐干涸的小溪，越来越少。这个问题我在 1967 年 1 月的信中讲过的，它一直困扰着我们。

4，当年的我，比现在年轻、比现在穷，为了追求高超的投资业绩不顾一切，现在我对高超业绩的追求已不复当年那么强烈。

下面我们逐一分析上述变化。

在投资中，对证券和公司进行评估时，总是既有定性因素，又有定量因素。一个极端是纯粹的定性派，他们的主张是：“挑好公司买(前景好、行业状况好、管理层好)，不用管价格”。另一个极端是纯粹的定量派，他们会说：“挑好价格买，不用管公司(和股票)”。证券投资领域是个好行当，两种方法都能赚钱。其实，所有分析师都会或多或少同时用到这两种方法，没有只使用一种，不用另一种的。至于一个人到底算是定性派，还是定量派，就看他在分析过程中更强调哪种方法。

有意思的是，虽说我认为我自己基本上算是定量派的(我写这句话的时候正是课间休息，大家都出去了，教室里可能就我一个人)，这些年来我真正抓住的大的投资机会都是特别偏向定性的，都是我“看准了的大概率机会”。这些机会是给我们赚大钱的。这样的机会不常有，能真正看准的机会本来就少。至于通过定量分析发现的投资机会，用不着看得多准，数字应该一目了然，就像当头棒喝一样。所以说，真正能赚大钱的，是那些定性决策看得准的。不过，在我看来，通过定量分析，找到那些明显的投资机会，赚钱赚得更稳。

这些年来，通过统计数据就能找到的便宜货几乎绝迹了。或许是因为过去二十年里，没再出现 30 年代时的经济危机，没有人们对股票的厌恶，就没有遍地都是的便宜货，人们把股票筛选了一遍又一遍。或许是因为杠杆收购被日益接受并随之广泛应用(日益接受和广泛应用，哪个在先，哪个在后，让行为学家研究吧)。能吸引杠杆收购的本来就是便宜的品种。或许是因为证券分析从业人员暴增，现在研究股票的分析师比前几年多多了。无论原因如何，摆在我们面前的现实是用定量方法能找到的便宜货已经基本绝迹了，我们赖以为主食没了。用定量方法可能偶尔还能找到几个便宜货。偶尔也可能发现我在定性方面非常确定的股票，这里有我们赚大钱的机会，但是，这种机会很稀少。在过去三年里，我们的业绩那么好，主要就是得益于发现了一个这样的好机会。

给我们造成困难的第二点是人们越来越看重投资业绩。多年来，我一直说衡量投资业绩很重要。我一直告诉

合伙人，**如果我们的业绩超不过平均水平，就不应该把钱交给我投资。**这几年，投资界(特别是投资者)日益认识到衡量投资业绩的重要性。过去一两年，这简直成了潮流。衡量投资业绩是理所应当的，但人们走偏了，我们拭目以待吧。

我总是提醒合伙人，**在衡量我们投资业绩的时候，至少要看三年，才能看出来我们行不行。不出所料，大众不关注投资业绩则已，一关注就走极端。他们的预期时间越缩越短，**衡量大资金的表现时，看一年、一个季度、一个月，甚至更短的时间(产生了所谓的**"即时分析"**)。短期业绩亮丽能获得巨大回报，不但业绩报酬高，而且下一轮募集资金时会备受追捧。由此形成了一种**自我循环**，参与短线的资金越来越多。这种现象产生的后果令人不安：在越来越快的投资节奏中，投资什么(具体的公司或股票)越来越不重要，有时候甚至完全不算回事。

我个人认为，由此产生的是**大规模的投机**。这不算什么新鲜事，但是这一次，**越来越多的职业投资者**(很多甚至是从前很温和的投资者)**都认为自己必须要"上车"**。借助各种仪式、名人和词汇，**这场游戏被美化的冠冕堂皇。**到目前为止，这么投资的人非常赚钱。或许这会成为将来市场的新常态，但是，我了解自己，我知道这么投资，我做不来。正如在上一封年度信中所说：

"在证券投资中，预测市场走势，忽略商业估值的行为经常盛行。我们不会效仿。近年来，这种投资风气经常能迅速赚大钱，就在我写这封信的这个月就是如此。这个投资方法是否合理？我无法证实，也无法否认。我的理智(或许是我的偏见)不完全认同这种投资方法，我的秉性也绝对不适合这种投资方法。我不会拿自己的钱这么投资，也绝对不会拿各位的钱这么投资。"

在证券市场中，大量资金任何形式的亢奋，都可能给所有市场参与者带来伤害。我无意预测股市走向，一年后道指到底会是 600、900，还是 1200 点，我一无所知。就算当前以及未来的投机活动会导致严重后果，经验告诉我们，猜测具体会是什么时间毫无意义。我明确知道的是：按照当前的市场状况，从中期来看，市场活动会给我们造成更多困难。

上面说的这些话可能只是一个"老顽固"的想法(怎么说我现在都 37 了)。**游戏不按自己的规则玩了，人们总是会说新方法一无是处，早晚会出问题。**我自己以前就对这种老顽固非常不以为然。我也看到过，有些人用老眼光看问题，不正视现实，结果遭到了惩罚。说到底，我与当前的市场环境不合拍。**我很清楚的是：我不会放弃我原来的投资方法，而接受新的投资方法，哪怕会因此错过唾手可得的大量财富。原来的投资方法，虽然在现在的环**

境中很难发挥作用，但它的逻辑我懂。新的投资方法，我不完全明白，也没成功用过，还可能导致严重的本金永久损失。

我们面临的第三个困难是我们现在的资金规模大多了。前些年，我找到的投资机会总是我们资金量的 110% 到 1000%。我很难想象会有现在的情况。我当初向合伙人保证，如果情况变了，会告诉大家。在 1967 年 1 月的信中，我履行了承诺。主要由于上述两个情况的变化，现在我们更大的资金规模已经开始或多或少地拖累我们的业绩。我总结了四点原因，其中这一点是最不重要的。就算我们的资金只有当前的十分之一，我们的业绩也不会提高多少。但是，在当前的情况下，增加的资金规模在一定程度上是一个负面因素。

最后一个，也是最重要的一个的一个变化，是我没年轻时的冲劲了。合伙公司成立时，我把跑步机的马达设置在“跑赢道指十个点”。那时，我比现在年轻、比现在穷，可能也比现在更争强好胜。就算没有前三个影响我们业绩的因素，我还是觉得，考虑到我个人的情况变化，应该降低跑步机的速度。根据我的观察，在行行色色的商业活动和日常生活中，很多旧习惯、老路子早就行不通了，但仍然一成不变甚至愈积愈深。伯特兰·罗素(Bertrand Russell)讲过一个故事：有两个立陶宛女孩，二战后住在他的庄园里。虽然罗素家不缺吃的，但每天晚上天黑后，她们都跑出去偷邻居的蔬菜，藏到自己的屋里。罗素勋爵对这两个女孩说，在陷入战乱的立陶宛，她们有必要这么做，但是这里是英国乡村，用不着这么做。这两个女孩点头表示明白了，但还是继续偷菜。后来罗素想明白了，虽然在邻居看来这两个女孩的行为很怪，但其实老洛克菲勒不也这样吗。(注：罗素认为，老洛克菲勒年轻时经历过贫穷的痛苦，所以成年后不停地敛财。)

我对我自己很清楚，别人把资金交给我打理，我说好了要实现一个目标，就不可能不全力以赴。我越来越不想全力以赴了。我希望重新设定一个经济目标，多吃一些与经济利益无关的事。可能是投资之外的事，也可能是仍然做投资，但不追求最高收益。例如，我可能一直经营一家我很满意(但远远算不上多优秀)的控股公司，因为我喜欢这里的人和这个生意，就算其他投资可能更赚钱。以低廉的价格买入公司，然后转售出去，这样更赚钱。但是，一直做公司的所有者，通过一些财务决策，让公司一点一滴的进步，这样更快乐(特别是不用投入太多的个人精力)。

因此，我可能只做比较简单、安全、赚钱而且快乐的事。这样一来，我们的投资活动不会比过去更保守。我的想法有我自己的偏见，但我一直认为我们的投资始终非常保守。将来，从长期看，我们向下的风险不会变小，

但向上的潜力会变小。

具体说，**我们的长期目标是每年取得 9%的收益率或领先道指 5 个百分点，二者取其较低者**。也就是说，如果今后五年道指的平均收益率是-2%，我希望取得+3%的平均收益率。如果道指的收益率是+12%，我们能取得+9%的收益率，我就满意了。这些目标定得不高，但是在今天的情况下，我认为我们无法再做到领先道指十个百分点，也很难实现这个不算太高的新目标。另外，我希望目标定得低一些，我也可以少努力一些。(我很明白，我只会更努力。)

我会把新目标写在《基本原则》里，大概在 11 月 1 日左右，连同 1968 年的承诺书一起寄给你。我希望尽早把这封信寄给各位，给大家留足时间斟酌思考，有不明白的地方，可以提前问我。请各位一切都清楚了，再做 1968 年的投资决定。我还是一样，把我所有的资金(除了 Data Documents 公司股权的投资)，以及我家人的所有资金都留在合伙公司。这个目标，我感到满意，认为能做到，你可能未必认同。要是合伙人有更好的投资选择，当然可以把资金投到别的地方，这再正常不过了，我完全支持和理解。

关于目标和追求，当面说一套，背后做一套，我对这样的行为极其反感。正因为如此，我总是尽量 100%毫无保留地告诉大家我的目标和我的想法，大家根据我所说的做投资决策，**我不会讲虚伪的话(我在投资过程中遇到过几次虚伪的行为)**。我在这封信里讲的这些情况变化都不是一夜之间就出现的。有些东西，我深思熟虑，琢磨了很长时间。相信各位都理解我，我是想在过去承诺的目标达到后，再谈降低未来的目标。目标都定好了，如果没达到，我不会降低跑步机的速度。

信中有任何难解之处，请随时联系我，我帮你解读。

沃伦·巴菲特

1967 年 11 月 1 日信

致各位合伙人：

随函附上：

1，两份 1968 年的承诺书，一份由你保留，一份寄还给我们。你可以在 12 月 31 日零点之前修改承诺书，所以请尽早返还给我们，如果需要更改，提前写信或打电话给我们即可。12 月 31 日，承诺书最终生效，不可更改。因为我会将承诺书转交给毕马威会计师事务所，所以此项规定没有例外。

2，一份包含税收数据的信函。我根据当前情况，对 1967 年年末可能实现的投资交易进行了估算。**今年我们卖出了大量仓位，实现了 2400 万美元的收益。**在将承诺书寄给我们之前，请务必仔细了解自己的纳税情况，免得明年 4 月份纳税时出问题。如需任何帮助，请随时联系约翰·哈丁，他会帮你粗略估算报税所需的数据。

3，一份 2 月 2 日邮寄给各位的信函的副本，其中包含计算纳税情况所需的数据。以前，因为我们的原因，各位合伙人总是要到处找这个文件。一位合伙人给我们提了一条很好的建议，我们就按他说的把副本也寄给大家。

4，一份“基本原则”，其中第四条和第五条完全修改了，这是因为现在的环境变了，具体已经在 10 月 9 日的信中讲过了。第四条规定了我们的目标(只是目标，不是承诺)。如果这个目标，就算实现了，你也不满意，你最好在年末把自己的资金提出去。在当前情况下，有些合伙人很可能有更好的选择，能把资金投入收益更高的地方。如果确实如此，这么做合情合理。

所有提现将在 1 月 5 日支付。提现金额没有限制，最低 100 美元，最高所有权益。同样，追加投资金额也没有限制，但应在 1 月 10 日之前存入。如果追加资金在 11 月份存入，则将视为预先存入资金，在年底前可获得 6% 的利息。12 月份存入的追加资金无利息。

在写这封信时，道指大概是 880 点。今年到现在为止，道指的收益率是大约上涨 15%。我们的业绩是上涨 27% 左右，也就是说，有限合伙人的收益率是 22% 左右(不算每月提现)。其中，控股权益的估值不变，仍然采用 1966 年年末的估值。在 12 月 22 日寄给各位，向各位确认承诺书的信中，我会告诉大家我们对多元零售和伯克希尔的估值，并且随信附上估值相关的财务资料。控股权益估值的调整可能令我们今年的收益略有增加。

大家在解读我们今年剩下两个月甚至是明年的业绩时，有一点请各位知悉：我们现在不但在控股公司中投资

了约 2000 万美元，而且还有 1600 多万美元买了短期国债。也就是说，如果股市继续上涨，现在我们总共有 3600 万美元，都不会参与其中。这不是因为我对市场走向有什么判断，只是我找不到任何很明显能赚钱、又安全的机会(从长期价值的角度考虑，不是短期的市场报价)，没地方投资这些钱。往年，新的一年开始时，我们总是有一些就要孵出小鸡的蛋，今年，到现在鸡窝里还空空如也。这个状况可能很快就改变，也可能持续一段时间。我之所以讲这些，是想提醒一下大家，如果市场短期内大涨，请各位别对我们的业绩有太多的期望。

沃伦·巴菲特



给经纪人下达指令，跟查理芒格头脑风暴，打电话是巴菲特日常工作的重要组成部分

巴菲特致合伙人的信 1967 年报

1968 年 1 月 24 日

1967 年业绩

按照大多数标准衡量，我们 1967 年的业绩都相当好。我们整体上涨 35.9%，道指上涨 19.0%，超过了我们原来定下的领先道指十个百分点的业绩目标。我们的整体收益是 19,384,250 美元，即使在今天通胀日益加剧的情况下，也能买很多百事可乐。我们卖出了一些重仓长期持有的有价证券，实现了 27,376,667 美元的应税收入，这与 1967 年业绩无关，但是 4 月 15 日那天，各位都应该会有一种积极参与了“伟大社会”建设的感受。(译注：“伟大社会”(The Great Society)是 1964-1965 年民主党总统林登·约翰逊提出的旨在消灭贫穷和种族歧视的一系列政策。4 月 15 日是美国申报个税的截止日。)

我们为我们的业绩感到欣喜，但近距离观察一下 1967 年的股市，就会冷静下来。或许历史上没有哪一年像去年这样，市场中有那么多人远远跑赢道指。1967 年，对于许多人来说，天上掉金子了，盆越大的，接的越多。现在我手里还没有最终的统计数据，但是估计 95% 以上的股票型基金都取得了领先道指的业绩，很多甚至把道指远远甩在了后面。去年，赚钱多少和年龄大小成反比，**理念像我这样的，得被送到老年病房了。**

下面是道指收益率、普通合伙人分成前合伙公司收益率(收益超过 6% 的部分，普通合伙人提取 25%)以及有限合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指(1)	合伙公司(2)	LP 合伙人(3)
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1958	38.50%	40.90%	32.20%
1959	20.00%	25.90%	20.90%
1960	-6.20%	22.80%	18.60%
1961	22.40%	45.90%	35.90%
1962	-7.60%	13.90%	11.90%
1963	20.70%	38.70%	30.50%
1964	18.70%	27.80%	22.30%
1965	14.20%	47.20%	36.90%
1966	-15.60%	20.40%	16.80%
1967	19.00%	35.90%	28.40%

注：(1) 根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙公司整年运作的年份。

(2) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算 LP 合伙人利息和 GP 合伙人分成。

(3) 1957-61 年的数据按前一列合伙公司收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了 GP 合伙人分成，未计算 LP 合伙人的每月提现。

下表是累计收益率或复合收益率：

年份	道指	合伙公司	LP 合伙人
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1957-58	26.90%	55.60%	44.50%
1957-59	52.30%	95.90%	74.70%
1957-60	42.90%	140.60%	107.20%
1957-61	74.90%	251.00%	181.60%
1957-62	61.60%	299.80%	215.10%
1957-63	95.10%	454.50%	311.20%
1957-64	131.30%	608.70%	402.90%
1957-65	164.10%	943.20%	588.50%
1957-66	122.90%	1156.00%	704.20%
1957-67	165.30%	1606.90%	932.60%
年化收益率	9.30%	29.40%	23.60%

和往常一样，下面是股票投资占 95-100%的最大的两只开放式股票型基金(巴菲特合伙公司成立之初，这两只基金是规模最大的，今年德莱弗斯基金(Dreyfus Fund)超过了它们)和分散投资的最大的两只封闭式股票型基金的业绩，与合伙公司的收益率的对比情况。

年份	Mass.Inv. Trust(1)	Investors Stock(1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)	道指	LP 合伙人
1957	-11.40%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.30%
1958	42.70%	47.50%	40.80%	33.20%	38.50%	32.20%
1959	9.00%	10.30%	8.10%	8.40%	20.00%	20.90%
1960	-1.00%	-0.60%	2.50%	2.80%	-6.20%	18.60%
1961	25.60%	24.90%	23.60%	22.50%	22.40%	35.90%
1962	-9.80%	-13.40%	-13.00%	-10.00%	-7.60%	11.90%
1963	20.00%	16.50%	23.70%	18.70%	20.60%	30.50%
1964	15.90%	14.30%	13.60%	12.60%	18.70%	22.30%
1965	10.20%	9.80%	19.00%	10.70%	14.20%	36.90%
1966	-7.70%	-10.00%	-2.60%	-6.90%	-15.60%	16.80%
1967	20.00%	22.80%	28.00%	25.40%	19.00%	28.40%
累计收益率	162.30%	147.60%	206.20%	181.50%	165.30%	932.60%
年化收益率	9.20%	8.60%	10.70%	9.90%	9.30%	23.60%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1967 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-1966。1967 年数据为估算值。

我在去年的信中说：“有一些基金和一些私募机构，它们创造的业绩记录远远高于道指，其中有些也远远高于巴菲特合伙公司。它们的投资方法一般和我们不一样，不在我的能力圈之内。”

1967 年，这个情况更加明显。许多机构的业绩远远领先巴菲特合伙公司，收益率高达 100%以上的不在少

数。在如此靓丽的收益面前，大量资金、人才和精力汇集到一起，不遗余力地追求在股市迅速捞一笔。在我眼里，这是投机风气盛行，其中隐藏着风险，但是许多当局者肯定会矢口否认。

本·格雷厄姆是我的良师益友，他说过一句话："投机不缺德、不犯法，也发不了家。"去年，有人天天吃投机的糖，吃成了大胖子，赚了很多钱。虽然我们还是吃燕麦，但是什么时候整体股市都患上消化不良，别以为我们能不疼不痒。

1967 年业绩分析

在 1967 年良好的整体业绩背后，是各个投资类别表现的巨大差异。

我们的"套利类"出现了合伙公司成立以来最差的业绩。在 1965 年信中，我是这样定义套利类的：".....套利类投资有时间表可循。套利投资机会出现在出售、并购、重组、分拆等公司活动中。我们做套利投资不听传闻或"内幕消息"，只看公司的公告。在白纸黑字上读到了，我们才会出手。套利类投资有时也受大盘影响，但主要风险不是大盘涨跌，而是中途出现意外，预期的进展没有实现。"

1967 年的意外特别多，恰恰都被我们撞上了。我们平均投资了 17,246,879 美元，总收益是 153,273 美元。有的合伙人对数字不敏感，看不出来这个收益有多可怜。套利类去年的收益率是 0.89%。我没详细计算，但是我估计，无论过去哪一年，套利类的收益率都没有低于 10%的时候。和其他几个类别一样，在套利类中，我们每年也是只集中做几笔投资。与广泛分散相比，我们这么投资，每年的业绩波动幅度会更大。我相信，按照我们的方法，从长期看，我们的收益差不了，1967 年一年的情况说明不了什么。

1967 年，我们的控制类投资同样拖累了相对业绩，这种情况在市场强劲上涨时很正常。我们控制类的平均投资是 20,192,776 美元，总收益是 2,894,571 美元。我对这样的业绩很满意，只要能继续保持下去，就算 1968 年市场继续走强，控制类继续落后，也没关系。1967 年，我们通过两家控股公司(多元零售和伯克希尔)收购了两家新公司，一个是联合棉纺商店(Associated Cotton Shops)，另一个是国民保险公司(National Indemnity 从事汽车保险)及其附属公司国民火灾与海事保险公司(National Fire & Marine)。我们对这两笔收购再满意不过了。实际情况与我们得知的情況完全相符，甚至更好。本·罗斯纳(Ben Rosner)和杰克·林沃特(Jack Ringwalt)分别是两家公司的总裁，他们把公司卖给了我们，但是仍留在公司做着一流的工作(他们只会这么工作)。无论是从哪个方面看，他们都是说到做到，甚至做得更好。

在 10 月 9 日信中，我讲了为什么要降低我们的投资目标，其中有一个原因是我对控股公司的经营感到非常满意。我打交道的人是我特别喜欢的，我经营的生意是我特别感兴趣的(没我不感兴趣的生意)，通过付出也能获得合理的整体投资回报率(比如 10-12%)。要是为了多赚几个百分点，就东一榔头西一棒槌的，太傻了。再说了，本来已经认识了一流的人，和他们合作很愉快，回报率也相当好，就为了回报率再高一些，去惹一肚子气、一身的烦恼，甚至陷入更糟的境地，也不值。出于上述考虑，我们仍然会将一部分资金(按照我们的合伙协议，我们要考虑流动性，所以这部分投资不会超过 40%)投资于控股公司，尽管与更激进地在股市中买卖股票相比，这部分投资的预期收益率较低。

套利类和控制类共投资 37,439,655 美元，合计收益仅 3,047,844 美元。速算能力强的同学早就看出来了，去年我们在"低估类(相对低估)"中取得了巨大的收益。在相对低估类中，我们净平均投资 19,487,996 美元，总体收益 14,096,593 美元，收益率是 72%。在去年的信中，我说过有一笔投资在 1964、1965 和 1966 年遥遥领先大市，因为这笔投资仓位很重(是我们成立以来仓位最大的一笔投资，达到了 40%的上限)，所以对整体收益影响很大，对相对低估类的影响就更大了。1967 年，这笔投资仍然表现优异，这一只股票又为我们贡献了大部分收益。我们已经大幅减持了这只股票的仓位。在相对低估类中，无论是看规模，还是看潜力，我们现在没有一只股票能与这只相提并论。(清仓美国运通)

去年，"低估类(基于产业资本视角)"表现不错(平均投资 5,141,710 美元，收益 1,297,215 美元，25%)。目前，在这个类别中，我们有些还算可以的机会。

其他事项

今年，我们的初始净资产是 68,108,088 美元。去年年末，合伙人提现金额为 160 万美元，主要是因为我在 10 月 9 日的信中宣布降低目标。他们这么做合情合理，因为他们大多数都有能力、有意愿超过我们的目标。现在我不必勉强追求在当前环境中可能无法实现的业绩了，我感到如释重负。

收到 10 月 9 日的信后，有些提现的合伙人和我打了招呼(许多什么也没和我说)，他们问我："你说的到底是什么意思啊？"不管写东西的是谁，听到这样的问题，都会感到有些受伤。我告诉他们，我真的没别的意思，就是写的那些。还有人问我，我是不是打算逐步解散合伙公司。我的回答是"绝对没这个打算"。只要合伙人愿意把自己的资金和我的放在一块，而且我做得很开心(还有什么比这更好的)，你们从我还穿球鞋时就支持我，我愿意一直和

你们做合伙人。

格拉迪斯·凯瑟(Gladys Kaiser)加入了我们，她和多娜、比尔、约翰一样，做的工作都是一流的。1968 年 1 月 1 日，合伙公司的所有员工及其配偶和子女在基金中有 1500 万美元以上的投资。上班时间，我们用不着吃“瞌睡无”(译注：NoDoz，一种含咖啡因的药品)。

几天后，各位将收到如下文件：

- 1.一份包含税收数据的信函，其中列有申报 1967 年联邦所得税所需的所有巴菲特合伙公司信息。
- 2.毕马威会计师事务所(今年他们的工作仍然很出色)出具的 1967 年审计报告，其中包含巴菲特合伙公司的运营数据和财务状况以及合伙人资本账户的信息。
- 3.一份由我签署的、证明您于 1968 年 1 月 1 日持有巴菲特合伙公司权益的文件，其中的权益数据与审计报告中列出的数据一致。

如果对信中内容有任何疑问，或者年中遇到任何问题，请随时与我联系。下一封信是上半年总结，各位将在 7 月 15 日左右收到。

沃伦·巴菲特



TWO RULES OF INVESTING

Rule number one, never lose money.

Rule number two, never forget rule number one.

巴菲特致合伙人的信 1968 中报

1968 年 7 月 11 日

年初规模 68,108,088 美元

上半年业绩

1968 年上半年，道指从 905 点略微下跌到 898 点。上半年持有道指可获得 15 点的股息，在此期间投资道指的整体收益率为 0.9%。对于大多数基金经理而言，虽然他们没像 1967 年领先道指那么多，但今年上半年，道指仍然是一个比较弱的对手。

上半年，我们的业绩好得出乎意料。在控股公司估值保持不变的情况下(今年年初，在净资产中，控制类的占比是三分之一多一点)，我们的总收益是 16%。这个业绩没什么值得激动的。我们投资的有价证券是重仓集中投资的，只投资了几只，与广泛分散的投资方法相比，我们的相对业绩更容易出现较大的波动。我们的长期业绩目标在修改的"基本原则"中写的很清楚，目标定得不高，但是从长期看，如果真能做到，我就很知足了。按照惯例，下表汇总了我们上半年的业绩：

年份	道指(1)	合伙公司(2)	LP 合伙人(3)
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1958	38.50%	40.90%	32.20%
1959	20.00%	25.90%	20.90%
1960	-6.20%	22.80%	18.60%
1961	22.40%	45.90%	35.90%
1962	-7.60%	13.90%	11.90%
1963	20.70%	38.70%	30.50%
1964	18.70%	27.80%	22.30%
1965	14.20%	47.20%	36.90%
1966	-15.60%	20.40%	16.80%
1967	19.00%	35.90%	28.40%
1968 上	0.90%	16.00%	13.50%
总收益率	167.70%	1880.00%	1072.00%
年化收益率	8.90%	29.60%	23.80%

注：(1) 根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙公司整年运作的年份。

(2) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算 LP 合伙人利息和 GP 合伙人分成。

(3) 1957-61 年的数据按前一列合伙公司收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了 GP 合伙人分成。

我们只在年末对控股公司进行重新估值，根据现在的情况来看，1968 年归属于我们的盈利应该是 300 多万美元。负责经营控股公司的各位经理人分别是：伯克希尔的肯·蔡斯(Ken Chace)、霍克希尔德科恩公司的路易斯科恩

(Louis Kohn)、国民保险公司(National Indemnity)的杰克·林沃尔特(Jack Ringwalt)以及联合棉纺商店(Associated Cotton Shops)的本·罗斯纳(Ben Rosner)，他们既有能力又努力，一如既往地为我们带来出色业绩。

今年，多元零售公司(Diversified Retailing Company)(Hochschild Kohn 和 Associated Cotton Shops 的母公司)第一次公开发布了年报。这是因为去年 12 月份，多元零售公司向大约 1000 位投资人公开发售了公司债券。现在多元零售公司的情况有些特殊：从债权人的角度来看，它是一个公众公司；从控股股东角度来看，它是一个私营公司(公司有三个股东，巴菲特合伙公司持股 80%)。随信附上多元零售公司的年报，在今后每年的中期信件中，都会同时把多元零售的年报寄给大家。

我在之前的信中说了，长期持有控股公司股份赚的钱，不如来回买卖股权或娴熟地投资有价证券赚的钱多。尽管如此，如果拥有能力出众的一流经营者，并且回报率令人满意，经营控股公司是一种令人愉悦的长期投资。

基金公司

由于过去几年道指表现疲弱，到目前为止，四只最大的基金的平均年化收益率领先道指 0.5 个百分点左右。

以下是与基金公司业绩的对比：

年份	Mass.Inv. Trust(1)	Investors Stock(1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)	道指	LP 合伙人
1957	-11.40%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.30%
1958	42.70%	47.50%	40.80%	33.20%	38.50%	32.20%
1959	9.00%	10.30%	8.10%	8.40%	20.00%	20.90%
1960	-1.00%	-0.60%	2.50%	2.80%	-6.20%	18.60%
1961	25.60%	24.90%	23.60%	22.50%	22.40%	35.90%
1962	-9.80%	-13.40%	-13.00%	-10.00%	-7.60%	11.90%
1963	20.00%	16.50%	23.70%	18.70%	20.60%	30.50%
1964	15.90%	14.30%	13.60%	12.60%	18.70%	22.30%
1965	10.20%	9.80%	19.00%	10.70%	14.20%	36.90%
1966	-7.70%	-10.00%	-2.60%	-6.90%	-15.60%	16.80%
1967	20.00%	22.80%	28.00%	25.40%	19.00%	28.40%
1968 上	5.10%	2.80%	4.40%	2.00%	0.90%	13.50%
累计收益率	175.70%	154.50%	218.60%	186.70%	167.70%	1072.00%
年化收益率	9.20%	8.50%	10.60%	9.60%	8.90%	23.80%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1968 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-1967。1968 年上半年数据为估算值。

当前的环境

我不做预测股市涨跌或经济波动的事。然而，目前在证券市场和商界，有一些行为正在愈演愈烈。虽然这些做法短期内不知道会怎样，但它们可能带来的长期后果却让我感到担心。

有的合伙人对金融领域的事件不太感兴趣(也不必感兴趣)。有的合伙人则比较关注金融领域。我随本信附上了一篇文章，这篇文章有真知灼见，写的简单明了，对当前正在肆意蔓延的现象进行了深刻揭露。如今股票炒作风气盛行，如同**连锁信恶作剧**一般(译注：通过不断收购，虚增每股利润)。无论是发起者、高层员工、专业顾问、投资银行还是股票投机者，只要参与其中的，都赚的盆满钵满。去玩这个游戏的都是容易上当、掩耳盗铃、见钱眼开的人。**为了制造假象，账目经常被动手脚**(有一位想法很潮的企业家，他对我说，他觉得做账就得大胆、有想象力)，资本欺诈手段层出不穷，企业的本来面目被重重伪装所掩盖。最终制造出来的产物很流行、很光鲜、很赚钱(流行、光鲜、赚钱，这几个词的先后顺序该怎么排列，留给哲学家思考吧。)

坦白的说，此类行为对我们产生了间接影响，我们的业绩被极大地抬高了。为了维持持续的业绩增长，并购的规模要不断增加，需要更多的公司做原料，因此很多本来很便宜和不太便宜的股票就活跃起来了。如果我们正好持有此类股票，我们得以提前收获市场的奖赏，否则还要等更长时间。然而，市场对此类公司的胃口越来越大，最后剩下的，从基本面上看便宜的公司，越来越少。

当后人记录这一时期的股市和商业历史时，马文·梅(Marvin May)先生描述的现象一定会留下浓重的一笔，甚至被认为是一场狂潮。各位应该知道，我在这里说的是"皇帝没穿衣服"，大多数投行机构和飞黄腾达的基金经理肯定不这么想(或者他们会不以为然地说：那又怎么样？今朝有酒今朝醉)。在当前的投资环境中，参与的并不是只有严密的逻辑才能说服他们的人，而是一群盲目乐观、没有主见、贪得无厌，找各种借口骗自己的人。

最后，我要说的是，赶快，现在就去买一本亚当·史密斯 1967 年写的《金钱游戏》(The Money Game)。这本书以精彩的文笔描绘了当前金融领域的众生相，书中充满了深刻的见解和高超的智慧。(备注：虽然我很想参与"支持本地邮局"的活动，但我没随本信附赠此书。这本书售价 6.95 美元。)

(Adam Smith 财经作家，真名乔治·古德曼 George J. W. Goodman，金钱游戏中描述格雷厄姆为所有证券业者的教父，1970 年格雷厄姆面见古德曼，邀请其和巴菲特修订第 4 版聪明的投资者，古德曼自此结识巴菲特，并于 1972 年出版了《超级金钱》super money 大篇幅描写巴菲特)

税项

今年有一些特殊情况，纳税数字比往年更难估算。我们的普通所得肯定会高于平均水平。至于短期资本利得和长期资本利得是多少，受很多变化因素的影响。在今年年初，我建议各位在计算季度纳税估算数字时，对于各

位的巴菲特合伙公司账户，暂时采用 **8%计算普通所得**(这个数字与往常不同，其中考虑了长期资本利得)。如果对于 9 月 15 日的季度纳税数字估算，8%这个数字不太合适，我会在 9 月 5 日通知各位。如果无需更改，那么我的下一封信是 11 月 1 日，连同 1969 年的承诺书一起寄给各位。

沃伦·巴菲特

.....
1968 年 11 月 1 日信
.....

致各位合伙人：

随信附上两份 1969 年的承诺书，一份由你保留，一份寄还给我们。你可以在 12 月 31 日零点之前修改承诺书，所以请尽早返还给我们，如果需要更改，提前写信或打电话给我们即可。12 月 31 日，承诺书最终生效，不可更改。因为我会将承诺书转交给毕马威会计师事务所，所以此项规定没有例外。

随信同时附上一份每年必备的"基本原则"，帮助各位每年把理念强化一次。

目前，税收情况与 8 月 27 日信中所述一致。在年底之前，我们很可能会进行一笔或多笔对纳税情况有重大影响交易。12 月 24 日，我们会寄给大家一封信，确认各位的承诺书，如果预期纳税情况有变，会在这封信中向各位报告。

我们持有多元零售公司 80%的股份。年末，我们打算将这部分权益的估值定为 880 万美元。这部分权益去年的估值是 720 万美元，我们买入的初始成本是 **480 万**美元。我们仍然使用去年的估值方法，即**成本加归属于我们的留存收益**。

我们持有伯克希尔公司 70%的股份。年末，我们对这部分权益的估值是每股 31 美元。我在先前的信件中已经说过：市场价格支配的是少数股东权益的价值，对控股权益估值没多大意义。在对控股权益估值时(这是**从商业角度进行的估值，不是股市里的估值**)，主要决定因素是资产价值和盈利能力。今年，伯克希尔取得了长足的进步，我们将它的估值从去年的每股 25 美元提升到今年的 31 美元完全合理。去年我们的估值是 25 美元，当时的市场价值比 25 美元低；今年我们的估值是 31 美元，现在的市场报价比 31 美元高，这么一对比，大家就知道市

场价值是次要的了。

每年这个时候，总会有合伙人问我，合伙公司是否还不接受新合伙人。我总是毫不含糊地回答："对。"这个规定没有例外，我没办法，只能把现有合伙人的配偶、儿子、女儿、孙子、孙女等等都拒绝了("等等"二字省略的内容，请各位自行补充)。有些合伙人已经是我的老朋友了，我很难拒绝他们，但是允许新成员加入，会损害所有现有合伙人的利益，而且我也不愿意区别对待各位合伙人，答应这个，不答应那个。

还有合伙人询问能否将合伙人基金权益转移到信托。因为合伙公司权益是不可转让的，而且信托属于新合伙人，所以这个做不到。1961 年财政部寄发给我们的税收信函规定我们是合伙性质，纳税地位有别于公司法人，另外，根据我们的合伙公司合同，以及联邦所得税对合伙性质纳税实体的一般规定，都不允许将合伙公司权益转移到信托。

今年的业绩仍然高于我的预期。我们今年和往年不一样，大部分时间都持有大量可以作为现金等价物的证券，而且有价值的机会星星点点，但是无论按照新标准还是旧标准衡量，我们的业绩都相当好。道指目前上涨了 8%左右，年中时我们领先道指 15 个百分点，现在我们领先的要更多一点。我们能在 1969 年能用得上的投资机会现在还一个都没有。

再提醒各位一下，请尽快将承诺书寄给我们，看谁能赢得"年度合伙人"大奖(这是个荣誉奖，没奖金)。

沃伦·巴菲特

巴菲特致合伙人的信 1968 年报

1969 年 1 月 22 日

1968 年的业绩

谁都有犯错的时候。

1968 年年初，我对巴菲特合伙公司的前景感到前所未有的悲观，但是，去年我们实现了 40,032,691 美元的总收益。主要是因为我们抓住了一个很简单、很合理的机会，这个机会正好成熟了(投资机会像女人一样，招人喜欢，却难以捉摸)。

我相信各位都保持着知识分子的纯洁性，不会把上面的收益数字当回事，而是希望我报告一下相对道指的表现。去年，将股息计算在内，道指的收益率是上涨 7.7%，我们的收益率是上涨 58.8%，创造了新纪录。大家应该把这个业绩看成是极端异常情况，就像在桥牌中一连抓了 13 张黑桃，你叫到大满贯，却不动声色，把钱装在兜里，继续打下一局。我们也会有运气爆表的时候。

下面是道指收益率、GP 合伙人分成前合伙公司收益率(收益超过 6%的部分，GP 合伙人提取 25%)以及 LP 合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指(1)	合伙公司(2)	LP 合伙人(3)
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1958	38.50%	40.90%	32.20%
1959	20.00%	25.90%	20.90%
1960	-6.20%	22.80%	18.60%
1961	22.40%	45.90%	35.90%
1962	-7.60%	13.90%	11.90%
1963	20.70%	38.70%	30.50%
1964	18.70%	27.80%	22.30%
1965	14.20%	47.20%	36.90%
1966	-15.60%	20.40%	16.80%
1967	19.00%	35.90%	28.40%
1968	7.70%	58.80%	45.60%

注：(1)根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙公司整年运作的年份。

(2)1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算 LP 合伙人利息和 GP 合伙人分成。

(3)1957-61 年的数据按前一系列合伙公司收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了 GP 合伙人分成。

下表是累计收益率或复合收益率：

年份	道指收益率	合伙公司	LP 合伙人
1957	-8.40%	10.40%	9.30%
1957-58	26.90%	55.60%	44.50%
1957-59	52.30%	95.90%	74.70%
1957-60	42.90%	140.60%	107.20%
1957-61	74.90%	251.00%	181.60%
1957-62	61.60%	299.80%	215.10%
1957-63	95.10%	454.50%	311.20%
1957-64	131.30%	608.70%	402.90%
1957-65	164.10%	943.20%	588.50%
1957-66	122.90%	1156.00%	704.20%
1957-67	165.30%	1606.90%	932.60%
1957-68	185.70%	2610.60%	1403.50%
年化收益率	9.10%	31.60%	25.30%

和往常一样，下面是股票投资占 95-100%的最大的两只开放式股票型基金(从 1957 年到 1966 年，这两只基金是规模最大的，现在是第二大和第三大)以及分散投资的最大的两只封闭式股票型基金的业绩，与合伙公司的收益率的对比情况。

年份	Mass.Inv. Trust(1)	Investors Stock(1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)	道指	LP 合伙人
1957	-11.40%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.30%
1958	42.70%	47.50%	40.80%	33.20%	38.50%	32.20%
1959	9.00%	10.30%	8.10%	8.40%	20.00%	20.90%
1960	-1.00%	-0.60%	2.50%	2.80%	-6.20%	18.60%
1961	25.60%	24.90%	23.60%	22.50%	22.40%	35.90%
1962	-9.80%	-13.40%	-13.00%	-10.00%	-7.60%	11.90%
1963	20.00%	16.50%	23.70%	18.70%	20.60%	30.50%
1964	15.90%	14.30%	13.60%	12.60%	18.70%	22.30%
1965	10.20%	9.80%	19.00%	10.70%	14.20%	36.90%
1966	-7.70%	-10.00%	-2.60%	-6.90%	-15.60%	16.80%
1967	20.00%	22.80%	28.00%	25.40%	19.00%	28.40%
1968	10.30%	8.10%	6.70%	6.80%	7.70%	45.60%
累计收益率	189.30%	167.70%	225.60%	200.20%	185.70%	1403.50%
年化收益率	9.30%	8.60%	10.30%	9.60%	9.10%	25.30%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1968 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-1967。1968 年数据为估算值。

12 年过去了，这四只基金目前管理 50 多亿美元的总资产，占基金行业总规模的 10% 以上，但是按年化复合收益率计算，他们的平均收益率竟然才比道指高零点几个百分点。

前几年高歌猛进的一些基金最近偃旗息鼓了。在投资风格激进的基金公司中，蔡至勇(Gerald Tsai)的曼哈顿基金(Manhattan Fund)最负盛名，但它 1968 年只取得了亏损 6.9%的业绩。1968 年，很多规模较小的基金继续大幅跑赢大市，但是与前两年跑赢大市的基金数量相比，就少多了。

在往年的信中，每次写到基金公司这部分，我经常斥责基金公司庸懒散慢，现在很多基金公司来了个一百八十度大转弯，变得高度紧张了。有一家基金公司(这家基金公司历史悠久，一说名字各位肯定知道)的基金经理掌管着 10 亿美元以上的资金，1968 年，在发行一只新产品时，他说："国内国际经济环境日益复杂，资产管理已成为全天候工作。一位称职的基金经理研究证券不能只看每周或每天的情况。研究证券，必须关注每一分钟的动向。"哇喔！听他这么一说，我每次起身去拿百事喝都感到惭愧。掌管着大笔资金的人像打了鸡血一样，而且这样的越来越多，股票就那些，谁都不知道最后的结果会怎样。这个场面，看起来很热闹，也很吓人。

1968 年业绩分析

1968 年我们的四大类投资都表现不错。我们实现的总收益是 40,032,691 美元，具体如下：

类目	平均投资额	总收益	收益率	仓位占比
控制类	24,996,998	5,886,109	23.55%	30.5%
低估类(基于产业资本视角)	16,363,100	21,994,736	134.42%	20.0%
低估类(相对低估)	8,766,878	4,271,825	48.73%	10.7%
套利类	18,980,602	7,317,128	38.55%	23.2%
其他，包括国债	12,744,973	839,496	6.59%	15.6%
总收益		40,309,294		
减：日常费用，包括利息		276,603		
总收益		40,032,691		

和两年前的信中所写的一样，有几个地方需要说明一下(不想读博士学位的可以跳过这部分)：

- 1, 1965 年 1 月 18 日的信中介绍了上述各个投资类别。如果你需要回顾一下，在附近的报刊亭又买不到便携版，请向我们索取。
- 2, 分类不是严丝合缝的。一笔投资归在哪个类别，事后不会更改的，但最初归类时多少有些主观因素。有些投资不太好归类，例如，有的套利投资失败后，我仍然持有，但持有的理由已经和最初买入的理由不完全相同了(可能是因为固执)。
- 3, 计算合伙公司收益率时，我们以年初投资金额为基准。上述表格记录的是各类投资的平均投资金额，这样计算出来的收益率比实际要低。例如，一只股票，我们 1 月 1 日以 100 美元买入，到 12 月 31 日，它上涨到 200

美元，则平均投资金额是 150 美元，收益率是 66.66%，而按照常用的计算方法，收益率则是 100%。换言之，上表中的平均投资金额是以每月的平均市值计算的。

4，所有数字均按照 100%自有资金、无杠杆的基础计算。利息和日常费用从总收益中扣除，不分摊到各个类别。与具体某笔投资直接相关的费用，例如，因做空股票而支付的股息，直接从相应类别中扣除。在涉及融券做空的情况下，计算平均投资金额时，用多头仓位减去空头仓位得出净投资金额。

5，上述表格用处有限。各个投资类别的收益都主要来自一两笔投资。如果收集了大量稳定的数据(例如，美国男性的死亡率)，那么可以从中得出一些结论和预测，但我们的投资不是这么回事。我们在投资中面临的是一系列不知何时出现、各有不同特点的事件，我们要前思后想，琢磨各种可能性，然后做出决定。

6，最后，我们在进行上述计算时不像数钱时那么上心，再说这也算不上纯粹的自检，所以里面可能有笔误或计算错误。

控制类

总体来说，1968 年控股公司交出了一份令人满意的业绩。多元零售公司(持股 80%)和伯克希尔公司(持股 70%)的税后利润合计为 500 多万美元。

联合棉纺商店(Associated Cotton Shops)和国民保险公司(National Indemnity)表现尤其突出，这两家公司分别是多元零售和伯克希尔的子公司，分别由本·罗斯纳(Ben Rosner)和杰克·林沃尔特(Jack Ringwalt)领导。这两家公司都取得了 20%左右的资本收益率。在财富 500 强公司中(美国规模最大的制造业公司排名，通用汽车居于榜首)，1967 年，只有 37 家公司的资本收益率达到了 20%。IBM、通用电气(General Electric)、通用汽车(General Motors)、宝洁(Procter & Gamble)、杜邦(DuPont)、控制数据(Control Data)和惠普(Hewlett-Packard)，这些公司虽然名气更大，但我们的经理人取得了比他们更优秀的资本收益率。

现在还是有合伙人对我说这样的话："伯克希尔涨了四块钱，太好了！""伯克希尔上周怎么跌了三块钱，出什么情况了？"在评估控股权益时，我们不看市场价格。1967 年年末，我们给伯克希尔的估值是 25，当时市场价格是 20 左右。1968 年年末，我们给它的估值是 31，当时市场价格是 37 左右。要是这两年的市场价格分别是 15 和 50，我们的估值还是会和原来一样。买入要花多少钱，这个是价格；买到的是什么，这个价值。就控股投资而言，我们的盈亏全看生意经营情况，我们不想通过各种手段在股市获利。

低估类(基于产业资本视角)

这些年来，这个类别的平均收益率最高，盈利投资所占百分比也最高。我正是从低估类中领悟了投资的道理。在合伙公司早年，在我们的所有投资机会中，低估类占了很大一部分。在巴菲特合伙公司这 12 年的历程中，把低估类的每一笔投资都算在一起，我们实现的总利润大概是总亏损的 50 倍。1968 年，我们发现一个行业中存在明显的投资机会(并从多方面加以利用)，结果赚了大钱。在利用这个投资机会的过程中，我们因为做了一些咨询服务，还获得了一大笔费用(记录在审计文件中的"其他收入"中)。

到目前为止，在持续取得良好业绩方面，我对低估类(基于产业资本视角)的确定性最大。但是，现在我们在这个类别的总投资还不到 200 万美元，而且我一个备选机会都没有。1968 年，机会像约翰斯顿水灾奔涌而来。1969 年，机会像干旱的阿尔图纳市一个水龙头漏出来的水滴。

低估类(相对低估)

此类投资创造的收益占 1966 年和 1967 年总收益的三分之二左右。我在去年的信里说了，这个类别连续两年取得佳绩，主要是因为我们抓住了一个机会(美国运通)。我还说了："在相对低估类中，无论是看规模，还是看潜力，我们现在没有一只股票能与这只相提并论。"我感到很高兴的是，我去年说的这句话完全正确。我不太高兴的是，今年还是这个情况。

套利类

1967 年，我们的套利类投资彻底做砸了。1968 年，我们做得很好。我们的投资方法是每年相对集中地只做几笔投资。一些专做套利的大型机构每年同时做 50 多笔套利。与大量分散的方法相比，我们每年的业绩波动幅度更大。我觉得按照我们的投资方法，平均下来，我们的业绩不会差。1968 年表现比 1967 年好，我对自己的结论也更有信心了。

这里还是要提醒一下，一般计算业绩的方法是以年初的数字为基准，而且在套利投资中的资金有一部分可以是借来的，按我们的方法计算，我们在套利类投资(其他几类也一样)中的业绩会略微低一些。

当前的机会，无论从质量上看，还是数量上看，都是历史新低。我已经说过很多遍了，但还是要说。具体原因我在 1967 年 10 月 9 日的信中讲过了。这个现象是越来越严重。

德州仪器公司的达拉斯总部挂着一块牌子，上面写着："我们不相信奇迹，我们创造奇迹。"有时候，我甚至觉

得我们的办公室上也应该挂一个这样的牌子。一个棒球选手，岁数大了、身体发福了、脚步慢了、眼神也不好，作为替补出场，他也可能精确地打出一记本垒打，但是谁都不会因为这个把他当成首发。

展望未来，我们面临的是诸多重大不利因素。我们不至于一事无成，但也很难取得良好的收益率。

大事记

我有个上了年纪的朋友，他说："怀旧已经没了过去的味道。"虽然如此，我们还是来一次怀旧吧。

1956年5月5日，七位有限合伙人(四个家人，三个好友)出资10.5万美元，普通合伙人也不是光说不练，拿出了100美元合伙投资，这就是我们合伙公司的前身。1956年，新成立了两个合伙人账户。1957年1月1日，净资产合计为303,726美元。1957年，我们取得了31,615.97美元的收益，这就是第一页上显示的10.4%的收益率。1968年，纽约股票交易所全年的交易时间大约是1200小时，我们平均每小时的收益是3.3万美元左右，这和1957年全年的收益差不多。(要是纽约股票交易所还是像以前一样，每天交易5.5小时，每周交易5天，那就好了，你肯定这么想的，是不是?)

1962年1月1日，我们将之前的所有有限合伙人账户整合到一起。我不用在家办公了，而且我们还聘请了第一个全职员工。当时的净资产是7,178,500美元。从那时起，我们的净资产增长到现在的104,429,431美元，员工只增加了一人。从1963年起(资产为9,405,400美元)，房租从3947美元涨到5823美元(要是我签订了百分比租约，本·罗斯纳(Ben Rosner)肯定饶不了我)，差旅费从3206美元增加到3603美元，会员费和订阅费从900美元增长到994美元。帕金森定律(Parkinson's Laws)中的某一条或许在我们这也有效，好在我们还没出现失控的局面。

55岁的盖普西·罗丝·李(Gypsy Rose Lee)在讲到自己的身体这项固定资产时，她说过这么一句话："20年前我什么样，现在还什么样，就是都低了点。"显然，在回顾我们的金融资产时，我们的结论和她说的不一样。

其他事项

虽说投资环境困难重重，但我们的办公环境无可挑剔。因为有多娜(Donna)、格拉迪斯(Gladys)、比尔(Bill)和约翰(John)，我们的组织效率高、速度快，而且大家关系都很融洽。他们是最棒的。

1969年1月1日，我们的员工及其配偶、子女在合伙公司共计投资2700多万美元。姨、舅、叔、婶、爸、妈、兄弟姐妹、各种表亲，巴菲特合伙公司真像一个大家庭一样，里面都是"自己人"。

几天后，各位将收到如下文件：

1，一份包含税收数据的信函，其中列有申报 1968 年联邦所得税所需的所有巴菲特合伙公司信息。

2，毕马威会计师事务所(今年他们的工作仍然很出色)出具的 1968 年审计报告，其中包含巴菲特合伙公司的运营数据和财务状况以及合伙人资本账户的信息。

3，一份由我签署的、证明您于 1969 年 1 月 1 日持有巴菲特合伙公司权益的文件，其中的权益数据与审计报告中列出的数据一致。

如果对信中内容有任何疑问，或者年中遇到任何问题，请随时与我联系。下一封信是上半年总结，各位将在 7 月 10 日左右收到。

沃伦·巴菲特



巴菲特和戈特斯曼合资经营多元零售公司

巴菲特致合伙人的信 1969 清盘

1969 年 5 月 29 日

年初规模 104,429,431 美元

致各位合伙人：

大约 18 个月前，我写信告诉大家，因为环境的改变，因为我个人情况的改变，我有必要调整一下我们未来的业绩目标。

我在那封信里讨论了当时的投资环境。在后来的信中，我也多次分析投资环境。总的来说，从那时起到现在，投资环境越来越恶劣，越来越艰难。或许是我脑筋死板不灵活。**(有人这么评价四十岁以上的证券分析师：他们知道的很多东西都过时了。)**

我现在看到的情况是：(1)通过**定量分析**能找到的投资机会，在过去二十年里稳步减少，现在几乎找不到了；(2)我们现在有 1 亿美元的资产，本来投资机会就少，还有很多我们买不了，因为 300 万美元以下的投资对我们的总体业绩没什么意义，市值 1 亿美元以下的股票，我们都不能买；(3)追逐投资业绩的人越来越多，股市的眼光越来越短，投机氛围越来越重。

我在 1967 年 10 月 9 日的信中说了，我之所以要调整目标有几个原因，其中最重要的原因是**个人因素**。我一直把 100%的精力投入到巴菲特合伙公司中，这是我自己强加给自己的。在那封信中，我说了，我想摆脱这种压力。在过去这 18 个月里，我发现我根本做不到。我在信中说：“我希望目标定得低一些，我也可以少努力一些”。目标低了，但我的努力没少。只要我“在场上”，定期公开业绩，承担为众多合伙人管理资产的责任(很多合伙人把自己全部的资产都交给我打理)，我就永远不可能无拘无束地去做合伙公司以外的事(信托责任永远排第一位)。

只要我是公开参与，就忍不住要争强好胜。我心里明白，我不想自己一辈子都在比拼投资，都在和一只兔子赛跑。要慢下来只有一个办法：结束。

年底之前，我会向所有有限合伙人发出正式通知，就我退休的打算发出声明。清算合伙公司涉及大量纳税和法律问题，但是我最关心的是做好下面几件事：

1，最重要的一件事是，有许多合伙人不想自己打理资产，我要为他们推荐一个资产管理的途径。有些合伙人自己就有很多选择，他们对自己的选择很自信、也很放心。但是，有些合伙人则不然，我不能就把钱还给他们，说声“好运”，就完了。我打算向他们**推荐另外一位资产管理人**。无论是我的亲戚，还是我一生要为其提供投资建议

的其他人，我都会放心的把他们的资金交给这个人管理。他**人品和能力**都很好，他将来的业绩可能和我继续做下去差不多(但肯定不如他或者我过去取得的业绩)。我们的任何合伙人都可以投资给他，没有账户最低金额的限制。将来，我会和他保持一定的联系，对他的投资情况有个大概了解，但只是偶尔关注，而且我提建议的话，基本上也只限于否定意见。

2，我希望所有合伙人都**可以自由选择**，愿意获得现金的可以获得现金，愿意获得有价证券的可以获得有价证券。有价证券中应该只有一只是可以随时卖出变现的。这些股票的前景和价格，是我都非常看好的，但是合伙人可以自由选择是否将有价证券变成现金。

3，我也希望所有合伙人能有这个选择，即按权益比例相应获得我们的两家控股公司(多元零售+伯克希尔)和一家规模较小的"受限制的"公司的股份。因为这些股票的公允价值完全是我估算的，所以我认为一定要给各位这个选择权，如果愿意的话，各位可以根据我的估值，按权益比例获得控股公司的相应股份。

但是，这些股票并不能在市场上自由买卖(SEC 对控股股东的股票和未注册上市的股票有各种限制规定)，而且在很长时间里可能也不能转让、不能带来收入。在清算过程中，我希望给各位提供自由选择权：**留下受限制的股票或获得等价的现金。**

我特别欣赏我们的控股公司的经营者(我们又多了两个新成员：伊利诺伊国民银行(Illinois National Bank)和罗克福德信托公司(Trust Company of Rockford)。伊利诺伊国民银行是一家资产规模在 1 亿美元以上、经营特别出色的银行，是伯克希尔今年年初收购的)，希望和他们的关系可以地久天长。控股公司有我欣赏和敬佩的经营者，**就算别人出价再高，我都无意出售。**但是，在特定情况下，可能会出售控股公司下面的某个业务部门。

我们在清算过程中应该能把上面这几件事做好。我们的清算活动不会对各位 1969 年的纳税安排产生影响。

我还有一件非常想做的事，我特别想画一个圆满的句号，可惜事与愿违。**我不想结束的这年业绩惨淡**，但是 1969 年就是这样的一年。我估计到今年年末，算上控股公司价值的大幅上升(除了我之外，所有合伙人都可以选择变现)，不算向合伙人支付的每月利息，我们的业绩也就是持平而已。即使从现在起到年末，股市大涨，我们也不会受益。我们不会投入任何重大仓位，所以无法从上涨中受益。

今年我们的套利投资做得特别不顺，**我感觉我像误入羽毛球场的一只小鸟。**有这样经历的，不只是我们，但是我们今年在**套利类中的投资占比达到了历史最高水平**，结果却出了这样的事。

谁都不愿意在白纸黑字上把自己的错误写出来，但是我看不起报喜不报忧的行为。我们今年的投资失利完全是我的错，不是运气不好，是我的评估失误了，误判了一个发展变化很快的政府趋势(1969年2月，国会通过税制改革法案限制集团型企业的并购行为，并购的市盈率效应被限制)。这里其实有个矛盾。我一直认为，政府最后做的这件事，早就该做了(我的意思是，政府解决的这个问题是早就该解决的，但并不认同政府使用的手段)。换句话说，政府做了这件事，我们亏了很多钱，但我认为政府做这件事对社会有好处，也一直倡议政府做这件事。但是，在此之前，我认为政府不会做这件事。我一贯的主张是：做决策的时候，根本不应该把自己认为应该怎样(对社会有益)和实际会怎样混为一谈。要是我不这么想的话，我们就能少亏几百万了。

说实话，虽然前面说了这么多，要是真有特别好的投资机会，我愿意1970年甚至1971年继续管理合伙公司。不是因为我还想接着做，只是因为我太想完美收官了，不想以业绩惨淡的一年谢幕。可惜，我看不到任何机会，看不到任何希望，没办法把最后一年的业绩做好。我也不想拿别人的钱误打误撞碰运气。我和现在的市场环境不合拍，不想为了辉煌谢幕而做自己不懂的投资，不想毁了这么多年的好业绩。(绝对理性)

话已至此，在今年剩下的时间里，我们将对持股进行清算，最后只留控股公司、一只未上市的证券(蓝筹印花)以及一只长期前景良好的有价证券？，还有一些套利类中零碎的投资，它们总价值很小，但需要几年才能清理完。

这封信就算今年的年中信了，写的比平时早，因为我决定好了，就想告诉各位。我也希望各位在收到这封信后，我还能在奥马哈停留一段时间，回答各位提出的问题。7月份，我会去加州。

有的合伙人可能会问：你打算做什么？这个问题，我没答案。

我只知道，有些东西是20岁的我非常想要的，但当我60岁的时候，自己应该有不同的追求。我现在做的事，是我长大成人以后就一直在做的，18年了，它消耗了我的所有时间和精力。今后的我要过一种新生活，除非我与现在做的事一刀两断，否则我适应不了今后的生活。

秋天，或许在十月份左右，我们会给大家写一封信，详细介绍清算情况、投资建议等。

沃伦·巴菲特

1969 年 10 月 9 日信

致各位合伙人：

以下是巴菲特合伙公司今后几个月的时间安排：

(1)，在这封信里，我会给大家介绍比尔·鲁安(Bill Ruane)。综合考虑人品、能力以及是否能长期接纳我们的所有合伙人，在我认识的所有资产管理人中，比尔·鲁安是最佳人选。我还会分析一下在当前情况下如何决定债券和股票的配比，以及各种决策的预期。

(2)，11 月末：我会按照合同规定，提前 30 天正式通知各位，就我在年底从合伙公司退休的打算发出声明。

(3)，12 月初：我会将我们的控股公司的公开资料寄给各位并进行一些简单的介绍。我们的两家控股公司是伯克希尔(BRK 拥有纺织业务、伊利诺伊国民银行、罗克福德信托公司、国民保险公司、国民火灾与海事保险公司以及太阳报业)和多元零售公司(DRC 拥有霍克希尔德·科恩公司和联合棉纺商店)。控股公司的股票会在 1 月份分配给大家。在各位决定持有、卖出或买入之前，我希望各位能有足够的时间研究这些公司的相关材料。到时候，我会向各位合伙人征集问题，请各位合伙人以书面的形式将问题发送给我(为保证所有合伙人都获得一样的信息，我不会与各位单独讨论这些公司)。12 月末，我会再写一封信给各位，集中解答收到的所有问题。我预计我们会作出安排，如果合伙人愿意的话，可以将控股公司股份立即变现。

(4)，1 月 5 日左右：(a)将现金分配给合伙人，分配比例为各位合伙人 1969 年 1 月 1 日资本的 56%以上(如果年末之前能将更多的股份卖出，现金分配比例会更高)，其中会扣除 1969 年向合伙人每月发放的利息或贷款；(b)将多元零售和伯克希尔公司的股份按权益比例分配给合伙人。如果合伙人将自己分配到的控股公司股份卖出，可获得其 1969 年 1 月 1 日资本的 30%-35%(我会在年末给出控股公司的估值)。

在年末之前，我们卖出的股票数量可能远远高于预期，1 月初的现金分配比例可能高于上述的 56%。如果卖出股票的数量未达到预期，我们将先分配一部分现金，并在 1970 年上半年继续卖出。我们将选择合适的时机卖出剩余资产，预计 1970 年 6 月 30 日之后，我们剩余的资产价值将不到当前资产价值的 10%。在所有资产和负债都清理完毕后，我们将进行一次最终分配。

1969 年，除非市场出现大跌，我仍然认为，不计算每月的利息，我们的收益会持平。我们运气很好，如果不

是今年清算了，我们的业绩会差很多。之前，我发现了一些“长期”看好的机会。到目前为止，这些机会整体表现欠佳。在我们持有的仓位中，现在规模较大的股票只剩两只了。其中一只，在我写这封信时我们正在卖出(AT&T?)。另外一只只是蓝筹印花(Blue Chip Stamps)，我们持有它流通股的 7.5%，它现在流动性有限，但是今年年末可能会发行上市，到时看市场情况如何，我们可能会把这部分股票卖出。

(5)，1970 年 3 月 1 日：约翰·哈丁将离开巴菲特合伙公司，为 Ruane,Cunniff & Stires 公司在奥马哈开设办事处。比尔·斯科特和我会留在办公室，帮助有需要的合伙人购买免税或应税债券。我们会把三月份的时间留出来，免费帮助希望购买债券的合伙人。我们有分析和购买债券的经验，而且我们买债券的手续费低，所以我们应该能帮合伙人选出比较好的债券，而且还能省不少费用。4 月 1 日之后，我们将不再提供任何私人咨询服务。

(6)，1970 年 3 月以后：比尔和我仍然会留在基威特大厦的办公室，只拿出很少的时间来完成巴菲特合伙公司清算收尾工作，包括申报 1970 年的税项，可能还要在 1971 年继续处理剩余的一小部分资产和负债。

现在该介绍比尔·鲁安(Bill Ruane)了。我和比尔·鲁安是 1951 年认识的，当时我们都在哥伦比亚大学向本·格雷厄姆学习证券投资。我们相识多年，我对他的品格、性情和才智非常了解。如果苏珊 Susie 和我身故，我们的孩子成了孤儿，我们委托了三个人全权负责投资事宜，比尔·鲁安是其中之一。我们还有另外两个委托人，但他们无法一直为所有合伙人打理资产。

看人不可能一点不出错，要判断一个人将来会怎样就更难了。这样的判断我们还必须得做，无论是主动的，还是被动的。我认为，选比尔，从他的品格上看，有特别高的概率是对的；从他的投资业绩上看，也有很高的概率是对的。我也认为比尔应该会长期做资产管理工作。

最近，比尔成立了一家纽约股票交易所会员公司，公司名是 Ruane,Cunniff & Stires,Inc.，地址是纽约市百老汇 85 号，电话是(212)344-6700。约翰·哈丁将在 1970 年 3 月 1 日为该公司在奥马哈设立办事处。比尔为付费私人客户管理资产，也经营券商业务，目前他的经营模式是客户的佣金可以抵免一部分管理费。他也像巴菲特合伙公司一样，允许每月按资金比例提现(与实现的收益或亏损无关)。他可能会把所有账户合并到一起管理，如果你打算把资金交给他管理，具体怎么做，要由你们商量。我完全不会参与他的管理工作。我会把我们的合伙人名单寄给他，他很快就会给各位写一封信。他打算年末之前到奥马哈、洛杉矶和芝加哥这几个地方，和你们见一下面。如果你这几个月打算去纽约，可以顺路直接拜访他。

比尔的整体业绩相当好，平均业绩和巴菲特合伙公司不相上下，但是波动幅度大得多。从 1956-1961 加上从 1964-1968，他管理的个人帐户平均整体收益率是每年 40%以上。但是，1962 年，或许是前几年业绩太劲爆了，他下跌了 50%左右。经过总结和反思，1963 年，他取得了持平的业绩。

在一张业绩表里，两年时间看起来好像很短，但是自己的资产下跌 50%，这样的两年很难熬。在我看来，不管是选哪个资产管理人，只要是投资股票，都会遇到这样的短期风险。在决定自己将多少资金用于投资股票时，这个因素要考虑到。到目前为止，比尔 1969 年的收益率是下跌 15%左右，大多数基金经理差不多都是这个业绩。比尔没做控制类和套利类投资，我们有控制类和套利类，它们有平滑合伙公司年度波动的作用。就算不考虑控制类和套利类，我也觉得比尔的业绩波动比我们更大(这当然不等于他的业绩不如我们)，他的风格不一样。在大多数情况下，他的投资组合和我的只有一小部分重合，整体是非常不一样的。

在比尔实现上述业绩期间，他管理的资产规模平均下来在 500-1000 万美元之间。我认为，在他将来的资产管理工作中，最大的不利因素有三点：

(1) 他管理的资金可能比现在多得多。一个基金经理，只要做得好，很快就会面临这样的问题。管理资产规模的增加会拖累业绩。比尔的公司现在管理的资产在 2000-3000 万美元之间，而且他管理的资产还会增加。

(2) 比尔可能要拿出更多精力做公司的日常管理工作，这样就无法把所有时间都投入到思考资金管理。他是一家纽交所会员公司的负责人，也管理着众多私人账户，他也可能像大多数投资顾问一样，身不由己，不得不做许多对提升投资业绩没用的事。我已经请比尔接受所有巴菲特合伙公司的合伙人了，无论他们资产规模是大是小，比尔也答应了。但是，我也和比尔说了，他要是觉得哪个客户影响了他的工作，他完全可以自己看着办；

(3) 在今后十年，有很高的概率会出现这样一个情况：主动投资做得再出色，或许都不会比被动投资强多少。这一点，我要详细说一下。我一共说了三个不利因素，这最后一个不利因素，不是说业绩会多糟糕，而是说业绩可能只有一般水平。这是把投资交给比尔打理的最大风险。不过，业绩一般这个风险算不上特别严重。

有的决策是这样的：做对了，得不到什么；做错了，会失去很多。在管理巴菲特合伙公司的投资组合时，我总是尽量避免做出这样的决策。但是我向各位推荐比尔，我做的这件事可能就是一个对我个人没什么好处的决策。我有一些朋友在我们的合伙公司里没有投资，他们劝我别推荐，将来业绩好，我得不到什么好处，将来业绩差，我倒会被牵连。如果你我之间只是简单的商业关系，这样的逻辑很合理。但是，想到合伙人这些年来对我的

信任，从方方面面对我的支持，我不能撒手不管。你们里有许多人自己有相当高的投资水平，有的还是职业投资者，你们不需要我推荐资产管理人，你们自己可能会有更好的选择。但是，有些合伙人不懂投资，我要是什么都不做，眼看着你们在 1970 年被最能说会道的推销员拉走，我就太对不起你们了。

最后，我再说说预期。十多年前，我预计道指平均每年的收益率是 7% 左右，我可以毫不犹豫地为目标设为每年领先道指 10 个百分点。也就是说，我们当时的预期收益率是 17% 左右，当然了每年可能有巨大的波动，而且不承诺一定能做到，但不管怎么说，我们还是有这么个预期。当时，免税债券的收益率是 3% 左右，股票虽然比债券波动更大，但整体来看，买股票还是比买债券合适得多。当时，我在学校里讲课以及和别人讨论的时候，都表示更看好股票。

现在，我认为，对于普通投资者来说，是把钱交给职业基金经理，还是被动买入债券，这两者之间没什么好选的。我投资这么多年了，还是第一次遇到这个情况。如果我判断对了，那么这个情况会产生深远的影响。下面，我特别简单地分析一下我看到的情况：

(1)，在我讲的情况中，我是以联邦所得税税档为 40% 并且需要缴纳所在州所得税的个人为例。税法改革正在进行，将来税法改革后，按照现在的税法计算的免税收入、资本利得以及其他投资收益可能会减少。税法改革会越来越深入。整体而言，将来税法改革后，也不会影响我对当前免税债券与股票税后收益的对比预期，甚至会对我的预期有微小的推动作用。

(2)，我这里说的预期是今后十年，不是今后几个星期或几个月。在一个较长的时间里会发生什么，这个比较容易想明白。要知道短期内会发生什么，就比较难了。正如本·格雷厄姆所说："长期看，股市是称重机。短期看，股市是投票器。"重量是基本面决定的，这个比较容易评估。而投票是由心理状态决定的，这个比较难以捉摸。

(3)，目前，被动投资免税债券可以获得 6.5% 的收益率。相应标的的质地特别好，而且想买多长时间的都可以。等到三月份，比尔和我帮大家挑选债券的时候不一定还存在这个情况，但现在是这样。

(4)，今后十年，股票投资的整体收益率可能不会超过 9%，其中包括 3% 的分红，以及 6% 的价值提升。国民生产总值每年的增长速度不会超过 6%，公司利润的增长速度不可能比国民生产总值增速高多少，在市盈率不变的情况下(按上述假设以及当前利率，市盈率应该不会变)，美国公司的整体价值的长期复合增长率应该不会超过每年 6%。按照这个股市整体水平，对于上述纳税人而言，股息税后收益率是 1.75%，资本利得税后收益率是 4.75%，

整体税后收益率是 6.5%。股息和资本利得的税前收益率也有可能分别是 4%和 5%，这样的话，整体税后收益率就要更低一些。历史水平大致如此，而且我认为将来税法可能会规定征收更高的资本利得税。

(5)，今后十年，在所有投资股票的资金中，或许有一半将由职业基金经理掌管。投资者把资产交给基金经理掌管，他们获得的整体业绩不可能和平均水平有多大差别(即税后 6.5%，如果我的假设正确的话)。

我的判断是：在未来整个十年里，在职业基金经理掌管资金中，不到 10%(领先的这部分资金规模约 400 亿美元)能超过整体预期水平，每年平均领先两个百分点。那些风格激进的基金的收益率不太可能比一般基金的收益率高多少。目前，各种风格基金掌管着 500 亿美元，规模是十年前类似风格基金的 100 倍。500 亿的规模根本不可能取得超额收益。

如果你运气特别好，选到的基金经理能把业绩做到全国最高的 1%到 2%(因为他们业绩太优秀了，必然会管理大量资金)，我觉得你每年的收益率最多也就比整体预期水平高 4 个点。比尔·鲁安有很大的概率，能成为这些最优秀基金经理中的一员。按我的估算，在今后十年中，真正特别优秀的基金经理能为“一般纳税人”带来 1.75%的股息税后收益率和 7.75%的资本利得税后收益率，即整体收益率为 9.5%。

(6)，于是我们可以得出这样一个令人吃惊的结论：与历史相比，当今的情况不同寻常，被动投资于免税债券取得的收益率，与职业基金经理投资股票的预期收益率完全不相上下，只比最优秀的股票投资收益率略为逊色。

(7)，关于通货膨胀：通货膨胀与上述计算无关，但是与上面假设的国民生产总值 6%的增长率有关，而且也是当前免税债券收益率达到 6.5%的原因之一。如果股票的税后收益率是 8%，而债券的收益率是 4%，无论股价上涨下跌，还是横盘不动，持有股票都比持有债券好。但是，当债券的税后收益率是 6.5%，而股票的收益率是 6%时，那就反过来了。有一个最简单、最实际的道理：无论美元上涨下跌，还是横盘不动，我们最应当关注的都是哪个投资的预期税后收益率最高。

对待关于未来的评估，一定要持有合理的怀疑态度。对于我的上述预测，也不例外。未来总是不确定的，我上面所说的，是我认为对未来最贴切的评估。我把这些写下来了，但是并不以为我的预测有多准确，只是要把我当前的想法如实告诉各位。

如何在债券和股票中分配，投资股票的话，要交给谁打理，这些问题，必须由各位自己决定。我觉得，在很多情况下，做决定的时候，你首先要考虑自己有形和无形(性情方面的)的需求，是否需要定期获得收入，是否不想

本金出现大幅度波动，然后还要考虑自己的心理需求，是否想享受可能获得超高收益率的兴奋和乐趣。如果你想和我谈谈这个问题，我非常乐意帮忙。

沃伦·巴菲特

.....
1969 年 12 月 5 日信
.....

致各位合伙人：

随信附上了我们两家控股公司(及其四家子公司)的一些公开信息。在本信中，我将向各位简单介绍一下这几家公司的经营情况。我的简单介绍不会像招股书那样提供面面俱到的信息，只是大概谈一下我个人对这些公司的"偏见"。

年末，在多元零售公司 100 万股流通股中，巴菲特合伙公司将持有 80 万股，第一曼哈顿公司(First Manhattan Company)和惠勒芒格合伙公司(Wheeler, Munger & Company)将分别持有 10 万股。多元零售公司曾拥有巴尔地摩的霍克希尔德·科恩公司(Hochschild, Kohn&Co.)100%的股份，目前拥有联合零售商店(Associated Retail Stores，原名联合棉纺商店)100%的股份。12 月 1 日，多元零售公司将其在霍克希尔德·科恩公司的全部权益出售给了超级市场控股公司(Supermarkets General Corp.)，获得了 5,045,205 美元的现金以及超级市场控股公司 70 年 2 月 1 日到期的 200 万美元无息票据、71 年 2 月 1 日到期的 454 万美元无息票据。上述票据的现值约为 600 万美元，多元零售公司出售科恩公司获得的现金相当于 1100 万美元左右。在这笔交易的合同中，多元零售公司需要遵守若干保证条款。我们估计不会因此而承担责任，但既然是有约束力的保证条款，或多或少总是有承担相关责任的可能性。

联合零售商店的净资产价值是 750 万美元左右。这家公司的生意很好，财务状况稳健，利润率高，近年来销售额和盈利节节攀升。去年，销售额大约是 3750 万美元，净利润大约是 100 万美元。今年，它的销售额和盈利应该再创新高，扣除所有税收后，净利润可能在 110 万美元左右。

多元零售公司发行了 660 万美元的公司债(如有需要，请向我们索取债券募集说明书，其中包含截止 1967 年 12 月 18 日的公司业务介绍以及债券条款)。该债券存在一个特别条款，规定如果我或我控制的实体不再是多元零

售公司的最大股东，债券持有人有权要求公司按面值偿付债券。

目前，多元零售公司的有形资产净值是每股 11.50-12.00 美元，它的生意非常好，而且有大量资金可以用于投资其他业务。该公司的闲置资金将暂时用于投资有价证券。

伯克希尔哈撒韦公司(Berkshire Hathaway Inc.)拥有 983,582 股的流通股，其中巴菲特合伙公司持有 691441 股。伯克希尔主要有三项业务：纺织业务、保险业务(国民保险公司和国民火灾与海事保险公司，统称为保险公司)、伊利诺伊国民银行以及罗克福德信托公司。伯克希尔还拥有太阳报业(Sun Newspapers Inc)、布莱克印刷公司(Blacker Printing Company)以及捷威保险代理公司(Gateway Underwriters)70%的股份，但是这几个业务所占比重相对较小。

目前，在每股投入的资金中，纺织业务占了 16 美元。虽说与整个纺织行业相比，伯克希尔的纺织业务稍微领先，但这项业务算不上好生意。我们在纺织业务中投入了不少资产，但是它的资本回报率却很低，将来更不可能实现足够高的回报率。四年半以前，我们买入了伯克希尔，当时在这家公司的各项业务里，纺织业务是最好的。我们将伯克希尔其他业务的资金都成功地进行了重新分配，开始是暂时投资到有价证券上，现在是长期投资到保险公司和银行。我敬佩纺织业务的员工，尽管环境艰难，但他们一直在努力，希望能做得更好。虽然纺织业务的投资回报率如此之差，只要它能维持当前的水平，我们打算继续经营下去。

保险业务(伯克希尔拥有旗下保险公司 100%的股份)和银行(伯克希尔拥有 97.7%的股份)就好多了。这两个都是一流的好生意，资本回报率高，营业数据无论怎么分析，不管是绝对的，还是相对的，都非常好。在伯克希尔的每股有形净资产中，银行占大约 17 美元，保险公司占大约 15 美元。在有形净资产中，银行和保险合计占 32 美元，我估计它们当前的正常盈利能力是每股 4 美元(可以对比一下，1968 年，我估算它们的盈利是 3.40 美元)，而且它们将来的成长前景非常好。加上纺织业务和其他业务的资产，减去母公司 700 万美元的银行贷款，伯克希尔的每股有形净资产是 43 美元，再加上收购银行时支付的高于有形资产的溢价，伯克希尔的账面价值是每股 45 美元。

有一点需要注意，保险公司和银行持有 7500 万美元的债券，对这些债券估值时，我是用已摊销成本计算的，然后得出的有形净资产。这符合行业内常规会计准则，也符合银行和保险行业的实际情况，债券不可能在没到期之前卖出。但是，现在的债券价格处于历史低位，我们持有的债券的市场价值远远低于账面价值，其账面价

值大约是每股 10 美元。

在多元零售和伯克希尔公司旗下，我们有四大主要业务，按照一般的标准，不管怎么评估，其中三项业务都绝对是一流的。这三项业务的经理人都超过了 60 岁，这些业务基本上是他们白手起家营造的。他们工作努力、生活富足，而且人品很好，无可挑剔。他们的年龄是大了些，但他们只有这么一个小缺点。我之所以愿意把我的大部分资金投入伯克希尔和多元零售公司，其中很重要的一个原因就是，有这么优秀的人经营这两家公司。

我们有关于控股公司的各种年报、审计报告、中期报告、委托书材料、招股书等等。如果需要任何文件，请随时联系我们。同时，我在此向各位征集关于控股公司的问题，请把问题写信寄给我，我会在年末之前给所有合伙人写一封信进行解答。想到了什么问题，就尽管问。要是你不清楚，别人可能也不清楚。只要是我能解答的，各位就没必要自己琢磨。

多元零售和伯克希尔公司目前都不发放股息，将来几年，可能仍然不发放股息，或者只发放很低的股息。原因有很多：这两家公司都有负债，我们希望能银行的储户和保险公司的投保人提供良好的保护，我们的一些公司通过追加投资可以获得非常令人满意的回报，而且我们希望通过寻找新生意来扩展和提升盈利能力。

我的个人看法是，多年以后，多元零售和伯克希尔公司的内在价值会实现巨大增长。谁都不知道未来会怎样，但如果它们的增长率达不到每年 10%，我会很失望。股票的市场价格围绕内在价值剧烈波动，但是，长期来看，市场价格总有反映内在价值的时候。综上所述，我认为这两家公司都值得长期持有，我把自己的大部分净资产投入到这两家公司中，很放心。在通过巴菲特合伙公司间接持有这两家公司的股票时，你不在意它们的短期价格波动。当各位直接持有这两家公司的股票时，也不应该在意。在我眼里，它们是公司，不是“股票”。只要公司长期经营得好，股价也没问题。

我想强调一下，将来各位持有这两家公司的股票后，我和各位不存在管理或合伙关系。将来各位可以自由处理自己手里的股票，我也一样。

我觉得，在很长的时间里，我会持有我对多元零售和伯克希尔公司的投资，我这么做的概率很大。但是我不想就此做出任何道义上的承诺，也不想将来无限期的时间内，始终向别人提供关于这些股票的建议。这两家公司肯定会向所有股东报告经营情况，各位可以收到它们的报告，可能是每半年收到一次。如果我一直持有这些股票的话，我现在就这么打算的，我还有其他事要做，不一定会在多大程度上参与这家公司的活动。我很可能会参

与重大决策的制定，但是我不做任何承诺。如果我有别的兴趣了，我可能就想当一个被动的股东。

我们现在的计划是 1 月 5 日进行巴菲特合伙公司的现金分配，从现在的情况看，扣除 1969 年 1 月 1 日各位收到的所有分配金额(包括每月的利息)，现金分配比例占 1969 年 1 月 1 日资本的 64%以上。我们持有的蓝筹印花正在筹划上市，承销人是美林证券。如果蓝筹印花本月如期上市，则我们的现金分配比例将达到 70%以上。

有需要在 3 月份向比尔和我咨询购买债券事宜的合伙人，请从 1 月 5 日收到的现金中拿出一部分购买 3 月末到期的美国国债，然后在 2 月份的最后一周告诉我们，你希望投入多少资金购买债券，我们会相应地给出建议。

在股票注册到各位名下，我们从过户代理人处了解到具体金额和股份数后，1 月中旬，我们会根据各位在合伙公司的权益将多元零售和伯克希尔的股票分配给各位，并随后告知各位的纳税基数以及股票购买日。随信附上一封 Monen,Seidler & Ryan 律师事务所的函件。如函件所述，**这些股票存在交易限制**。这些股票凭证很值钱，请妥善保管。

我在之前的信中说了，希望巴菲特合伙公司能找到一种方式，允许有需要的合伙人自动将多元零售和伯克希尔的股份变成现金。我找了两家律师事务所，请它们研究合伙公司清算后各位所持有股份的性质，随附的函件中有它们给出的结论(函件应当和股票一样妥善保管)。从函件中可以看出，这个问题没那么简单。虽然我想让合伙人能自动将控股公司的股份变现，但我找不到谨慎的方法把这个想法变成现实。所以说，如果各位要出售自己分配到的股票，请务必遵循律师给出的指导意见。各位应当知道，关于这些股票的后续出售，各位受到一定的限制，但我和苏珊 Susie 受到的限制更严格(因为我始终是"内部人士")。如律师意见的第三段所述，大量股票的出售往往是通过转让完成的。要是将来有了更清晰或更简单的规则，我肯定会告诉各位。

在分配多元零售和伯克希尔的股份时，我会给出 1969 年年末两家公司股票的估值。1 月末，各位会收到审计报告和税务数据。从目前的情况来看，通过出售蓝筹印花股份，再加上多元零售和伯克希尔公司价值的大幅提升，我们**今年的整体收益率应该是略高于 6%**。

各位将在 12 月末收到下一封信。在下一封信中，我将回答关于多元零售和伯克希尔的问题，并给出 1 月 5 日现金分配的最终估算。

沃伦·巴菲特

随信附上：

法律意见书，Monen,Seidler&Ryan 律师事务所。

协同意见书, Munger,Tolles.Hills&Rickershauser 律师事务所。

伯克希尔哈撒韦公司 1968 年年报。

伯克希尔哈撒韦公司 1969 年半年报。

伯克希尔哈撒韦公司 1969 年 4 月 3 日致股东信。

多元零售公司 1968 年年报。

关于联合零售商店的财务信息。

关于伊利诺伊国民银行和信托公司的财务信息。

国民保险公司和国民火灾与海事保险公司贝氏(Best)评级报告。

.....

1969 年 12 月 26 日信

.....

致各位合伙人：

现金分配方案已最终确定。1 月 3 日，我们会向各位邮寄一份日期为 1970 年 1 月 5 日的支票。扣除 1969 年 1 月 1 日起已经分配的金额(包括每月利息)，**现金分配比例占各位 1969 年 1 月 1 日资本的大约 64%**。对于 1969 年没选择每月获得利息的合伙人，向其分配的资金会稍微多一些，因为其中包含利息调整；对于从巴菲特合伙公司借款的合伙人，则会从向其分配的资金中扣除利息。从我们清算的时机来看，债券市场和股票市场的表现对我们十分有利，我非常高兴。今年清算比去年年末清算强多了。几乎所有合伙人，无论打算投资债券，还是股票，现在收到现金都比去年收到现金有远远更好的机会。有的人追求稳定的收入，即使按去年比较高的收益率计算，现在投资同样的本金，获得的税后收益率也要比去年高 40%。

我们的税收数据已经出来了，从现在的情况看，各位合伙人需要缴纳联邦所得税的普通所得(股息加利息减去普通亏损)占 1969 年 1 月 1 日资本的 **3.75%**(详见随附信函第 1 项)，没有金额较大的长期资本利得或亏损，有一笔短期资本亏损，占各位 1969 年 1 月 1 日未实现增值的 8.5%(第 3 项)。上述仅为粗略估算值。二月初，我们会将准确纳税数据寄给各位。

1969 年，我们没把我们的 371400 股蓝筹印花(Blue Chip Stamps)都卖出去。这只股票注册上市后，股价是每股 24 美元。承销商给我们报了一个发行价范围。他们在确定这个发行价范围时，主要是参照同行-斯佩里和哈钦森印花公司的股价(Sperry & Hutchinson Stamps)。就在我们的股票很快就要上市的时候，道指大跌，斯佩里和哈钦森印花的股价几乎没变，但承销商把发行价范围调低了。我们不太情愿地答应了，以为这就定下来了，但是第二天，他们又说定好的价格不行。于是，我们就撤了，把发行注册规模大大缩小了。

对于在巴菲特合伙公司持有的蓝筹印花股份，我打算继续持有，等到以后价格合适时再出售，或者分配给合伙人。从概率上看，与其在行情低迷的时候把我们的大部分股票卖出去，不如像我们现在这么做，多等一两年也行。只要这几天蓝筹印花股价不出现大幅变动，今年年末，在对它估值时，我打算采用发行价减去承销费用。

我收到了一些关于上一封信的问题：

1，伯克希尔的纺织业务资本回报率低，为什么还要继续经营？

原因我已经在信里说了。纺织业务为 1100 名员工提供就业岗位，管理层非常努力地争取比同行做得更好，只要它业绩还过得去，而且不必继续投入大量资本，我就不想清算。我不想为了收益率能高几个百分点，让很多人丢掉饭碗。如果我们不得不继续投入巨额资本，或者纺织业务一直亏损，我当然也没办法，只能做出不一样的决定，但是我认为不会出现这种情况。

2，我们在太阳报业(Sun Newspapers)等公司的投资有多大，是否计划在报纸、广播和电视行业加大投入？

我们在太阳报业、布莱克印刷公司(Blacker Printing Company)以及捷威保险代理公司(Gateway Underwriters)的投资，加起来在每股伯克希尔股份中占 1 美元多一点，合计盈利是每股不到 10 美分。我们没有在传媒领域加大投资的具体计划。

3，捷威保险公司是做什么的？

捷威保险公司是国民保险公司(National Indemnity)在密苏里州的总代理。

4，我们三个出色的主营业务，有没有合适的后备人选来接替这三项业务的经营者？

在任何一家公司，只要创始人和企业的核心仍然活跃在舞台上，都很难评估接班人。要了解一个人能否经营好一家公司，只有一个办法，就是看他在实际经营中的表现。和一般公司相比，我们有的公司确实更依赖经营者的一己之力。虽说接班人很难评估，但我们确实有一些优秀的接班人。

5，你打算如何投资多元零售公司的现金，是否会继续把零售作为主业？

我们比较喜欢零售业，但也不排斥其他合适的投资机会。我们找了两年，没找到一个适合多元零售收购的对象。只要是好生意，我们不排除任何行业。在我们找到合适的收购对象之前，我们会将资金用于投资有价证券。

6，多元零售公司出售霍克希尔德科恩(Hochschild,Kohn&Co.)后收到了现金，为什么不把这笔现金派发？

首先，派发现金的话，属于分红，征税比例非常高。其次，债券条款中有限制，除非把控股权交给债券持有

者，否则不得进行此类派息。

7，将多元零售公司的股份派发给合伙人，是否会导致多元零售的债券被赎回？

在多元零售的股票分配完成后，我是多元零售的最大股东，赎回条款不适用。

8，要是多元零售的债券被赎回了，我们怎么知道？

公司会发布定期公告或特别公告，所有股东和债券持有人都可以通过公司公告了解最新情况。目前，**债券持有人完全没有赎回债券的意向。**

9，为什么不将伯克希尔和多元零售公司的股票注册上市？这样的话，合伙人收到股票后，就可以自由在市场上买卖了。

我们考虑过这个方案，但是考虑到可行性和法律因素，我们否决了这个做法。我只说可行性，单从可行性来看，就不能这么做。

目前，多元零售没有公开上市，而我们持有的伯克希尔的股份数量大概是当前流通股份数的四五倍。要是有人在市场上立即买卖几千股伯克希尔的股票，一下子就能把这只股票拉升几个点。我们持有 691,441 股。如果通过注册而不是承销发行的方式将这些股票分配给合伙人，到时候可能出现许多单独的持有人同时大量卖出的情况，这两只股票可能因此陷入一片混乱，特别是在当前的股市环境中。到时候股价会处在什么水平？各位合伙人卖出股票变现的价格难道不会有很大的差距吗？我当时考虑到这些因素，觉得不能这么做，我不想合伙人到时候面对这样的情况。**有些合伙人比较精明，有的没那么精明，比较精明的会获得更多利益。**

如果将这两只股票注册，很多合伙人只能在很低的价格卖出股票，远远低于我在年末给出的估值。**如果各位合伙人只能贱卖自己的股票，那对你们来说太不公平了**，因为我在年末给出的估值会影响 1969 年巴菲特合伙公司的利润，而我从合伙公司的利润中获得分成。如果这两只股票行情低迷，我可能遭到批评，有人可能责问我，股价这么低，你自己怎么在买或者怎么不买之类的。

就算我们找承销商公开发行上市，让想变现的合伙人立即变现，我觉得，之后出现的情况还是好不到哪去。从蓝筹印花的发行上市过程就看得出来，在承销上市程序启动后，我们眼看着它的股价从 24 降到 16.5。我不希望合伙人手里的伯克希尔和多元零售股票也有同样的遭遇。

我们将股票出售限制在**非公开配售**，与现在通过承销发行上市相比，合伙人要是想卖出的话，可以卖得更

值，而且精明的合伙人也不会市场上比其他合伙人占更多便宜。另外，按现在的做法，股票更容易被有长期投资理念的投资者持有，将来它的价格波动不会那么剧烈。我们接到了几个电话，有几个人打算通过**转让的方式**卖出自己的股票。我们估计，按照年末的估值，他们可以顺利转让自己的股票。

对于希望通过承销发行获得股票分配的合伙人，他们可以自己组织注册发行。希望通过注册承销出售自己股票的合伙人，你们可以告诉我，我很乐意帮你们建立联系，随后你们可以自己组织承销并承担相关费用。**承销上市的费用可能很高**，按这样的方式，所有承销费用由希望承销上市的合伙人承担，而不是由所有合伙人承担。

也有合伙人问我，如果将来我打算通过承销上市的方式卖出自己的股票，他们是否可以参与。我想我几乎永远不可能通过公开发行的方式卖出自己的股票，要是我真这么做了的话，只要大家愿意，无论是谁，都可以和我一起参与。如果真有我通过公开发行卖出股票的这一天，很可能各位的股票早已经能自由买卖了，**虽然我的股票还是受限制**。至于任何私下转让交易，我就不能对各位做出同样的承诺了。你以任何方式出售自己的股票时，也不是非得带上我。

10，如果你卖出自己的伯克希尔或多元零售公司的股票时，能告诉我们吗？

如果我卖出自己的股份，各位肯定可以从公司通知、公告和向监管机构提交的报告中看到。在可以预见的未来，我根本没计划卖出自己的股票，只是我不会做这样的承诺。但是，**在获得关于公司活动的信息方面，与伯克希尔或多元零售的其他股东相比，巴菲特合伙公司的前合伙人没有特权**。

11，我应不应该持有自己的伯克希尔或多元零售的股票？

这个问题，我回答不了。我只能告诉你，**我会持有，而且打算买入更多**。我非常乐意把自己的大部分净资产长期投资到这两家公司里。显而易见，五年或十年之后，这两家公司会远远比现在更值钱。与大多数股票相比，它们亏钱的风险比较低。**我希望它们的价格能紧跟经营业绩，而不是因为投机情绪高涨或低迷而大起大落**。市场的投机情绪我管不了，我也不会效仿近年来金融市场中令人不齿的行为去炒作股票。

12，我可以把伯克希尔或多元零售的股票送给我的妻子或子女吗？

按照律师给出的建议，这是法律允许的，但是赠予完成后，适用于你的转让限制同样适用于你的赠予对象。

13，为什么要等到三月份才能为我们提供关于债券的投资建议？

1-2 月份，我们应该会很忙。可能会有很多合伙人希望找我谈他们关于债券的问题和目标。我希望先把合伙公

司的大事处理好，然后再单独向合伙人提供建议。我不预测债券市场或股市，三月份可能比现在高，也可能比现在低。收到了我十月份的信之后，有几个合伙人很着急，想立刻就买债券。现在看来，他们等了一等，比当时就买好多了。当时我说有一些质地极好的免税债券，收益率可以达到 6.5%，现在它们的收益率有 7%左右了。

沃伦·巴菲特



股市过热，巴菲特计划清算合伙公司



真正恐慌的年代放在墙上

巴菲特将 1907 和 1929 年大恐慌时期的报纸挂在墙上
时刻提醒自己，世界上任何事情都可能会发生

巴菲特致合伙人的信 1969 年报

1970 年 2 月 18 日

致各位合伙人：

我们的合伙关系以对称的音符结束。我认为，1957 年和 1969 年，即我们的起始年份和终结年份，是我们经营历史上，所面临的最困难的两年。幸运的是，我们合伙公司的对称性并没有更进一步，尽管存在经典的对称美学，但如果我们的期末资本与期初资本保持相等，大家可能不会产生完全的满足感。

往常的业绩表格的最终版如下(伴随着我的巨大宽慰)：

年份	道指(1)	合伙公司(2)	LP 合伙人(3)
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.7%	38.7%	30.5%
1964	18.7%	27.8%	22.3%
1965	14.2%	47.2%	36.9%
1966	-15.6%	20.4%	16.8%
1967	19.0%	35.9%	28.4%
1968	7.7%	58.8%	45.6%
1969	-11.6%	6.8%	6.6%

(1) 基于道指年度涨跌变化，加上当年通过持有道指本应获得的股息。该表包括合伙公司运营的所有完整年份。(2) 1957-61 年，包括所有前身有限合伙公司，在扣除所有经营费用后，但在分配给一般合伙人 LP 或分配给普通合伙人 GP 之前，全年运营的合并结果。(3) 1957-61 年的计算依据是前一栏合伙公司的经营成果，允许根据现行合伙公司协议分配给普通合伙人，但在有限合伙人的每月提款之前。

按累积收益率或年化收益率业绩如下：

年份	道指收益率	合伙公司	LP 合伙人
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1957-58	26.9%	55.6%	44.5%
1957-59	52.3%	95.9%	74.7%
1957-60	42.9%	140.6%	107.2%
1957-61	74.9%	251.0%	181.6%
1957-62	61.6%	299.8%	215.1%
1957-63	95.1%	454.5%	311.2%
1957-64	131.3%	608.7%	402.9%
1957-65	164.1%	943.2%	588.5%

1957-66	122.9%	1156.0%	704.2%
1957-67	165.3%	1606.9%	932.6%
1957-68	185.7%	2610.6%	1403.5%
1957-69	152.6%	2794.9%	1502.7%
年化收益率	7.4%	29.5%	23.8%

最后是四家投资公司的业绩：

年份	Mass.Inv. Trust(1)	Investors Stock(1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)	道指	LP 合伙人
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1958	42.7%	47.5%	40.8%	33.2%	38.5%	32.2%
1959	9.0%	10.3%	8.1%	8.4%	20.0%	20.9%
1960	-1.0%	-0.6%	2.5%	2.8%	-6.2%	18.6%
1961	25.6%	24.9%	23.6%	22.5%	22.4%	35.9%
1962	-9.8%	-13.4%	-13.0%	-10.0%	-7.6%	11.9%
1963	20.0%	16.5%	23.7%	18.7%	20.6%	30.5%
1964	15.9%	14.3%	13.6%	12.6%	18.7%	22.3%
1965	10.2%	9.8%	19.0%	10.7%	14.2%	36.9%
1966	-7.7%	-10.0%	-2.6%	-6.9%	-15.6%	16.8%
1967	20.0%	22.8%	28.0%	25.4%	19.0%	28.4%
1968	10.3%	8.1%	6.7%	6.8%	7.7%	45.6%
1969	-4.8%	-7.9%	-1.9%	0.1%	-11.6%	6.6%
累计收益率	175.2%	146.3%	219.1%	208.4%	152.6%	1502.7%
年化收益率	8.1%	7.2%	9.3%	9.0%	7.4%	23.8%

(1) 根据资产价值变化，加上当年向记录持有人分配的任何款项计算得出。

(2) 摘自 1969 年《穆迪银行与金融手册》(1957-1968 年)。1969 年为估计数。

1969 年的股市

直到最近，大多数投资者和投资经理还在嘲笑道琼斯指数和上述四家投资公司的业绩表现，他们在 1969 年陷入困境。自所谓"激进"资金管理行为流行以来(aggressive growth fund)，今年可能是表现最差的一年。可以预见的是，糟糕的业绩表现一直与巨额规模的资金相伴，而早期的辉煌业绩只是得益于管理规模小得多的资金。

一家基金在某一年用 100 万美元的资产获得了 100%的收益，而在随后的一年中，又用 10 亿美元(被先前的业绩所吸引)的资产亏损了 25%。有分析倾向的人应该思考一下，标准的共同基金文件是如何准确地描述该基金的投资记录的。"连锁信"现象，不管是金融界的 Machiavelli 思想家有意为之，还是公众受其低级情绪影响无意为之，往往都会产生相同的效果：少数人，也就是有意无意地寄出第一封信的人，赚了大钱，而更多跟风而至的人，则亏了大钱。这显然是由于早期参与者获得了丰厚的回报，所以他们认为自己的行为方式肯定会成功。

18 个月前，我给你们寄去了 Marvin M.May 的一篇文章的复印件，其中描述了“假钞”(funny money)收购的连锁效应(见文末附录)。在 1969 年的股市中，这类活动的金字塔坍塌了，May 文章的内容得到了验证。在 1964-1968 年期间，许多较好的投资管理记录，至少是公司连锁信活动的部分受益者。1969 年依旧没有停手的他们，在某种程度上经历一场巨大的洗礼。

(尼可罗-马基亚维利 Niccolò Machiavelli，意大利政治思想家和历史学家，1469 年诞生于意大利佛罗伦萨。在中世纪后期政治思想家中，他第一个明显地摆脱了神学和伦理学的束缚，为政治学和法学开辟了走向独立学科的道路。他主张国家至上，将国家权力作为法的基础。代表作《君主论》主要论述为君之道、君主应具备哪些条件和本领、应该如何夺取和巩固政权等。他是名副其实的近代政治思想的主要奠基人之一。)

(1955 年电影《Funny Money》：主人公 Ralph 捡到一个装满钱的行李箱，开始疯狂消费。但这些钱其实是假钞，因此 Ralph 不得不担心自己的生命安全，最终他向警方讲述了事情的丑陋真相。)

(《索罗斯模式-世纪危机启示录》第 4 章：1960 年代，美国企业掀起了多元化并购浪潮。最开始是受益于越战的一些高科技军工企业，他们意识到在越战期间享受到的高速发展在战争结束后将不再持续。像 Textron、LTV、Teledyne 等公司开始用它们估价相对较高的股票去收购民用企业，随着它们的每股收益增长加快，它们的市盈率成倍的提高。这种收购浪潮不断扩张。它们成为这种发展模式的开拓者。这些公司的成功引来了大量的仿效者。从那以后，即使是业务最单一的公司仅仅通过并购运作，也能获得更高的市盈率。到最后，一家公司只要许诺对外收购并善加利用，就能获得更高的市盈率倍数。管理层发明了一些特殊的账务处理技巧，使并购的好处看上去更加夺目。他们还把收购来的公司改头换面：运营流程重组、卖掉原有资产、整体收购目标集中于税后利润指标等，但是与收购本身对每股收益的影响相比，这些改变都没有实质性帮助。投资者对此趋之若鹜。最初，投资者判断各家公司的价值时多看其经营业绩，但是渐渐地，联合大企业集团被当做是一个投资类型。新的投资族兴起了，他们就是对冲基金经理，或者叫枪手 gunslinger。对冲基金经理与联合大企业的管理层直接建立热线联系，联合大企业也直接向基金经理配售所谓的限售存信股票 letter stock。这些股票在配售时价格要在市场价格基础上打个折扣，但是在一段时间内不能出售。渐渐地，联合大企业对其股票价格的管理一点儿也不逊于其对利润的管理了。说起联合大企业并购浪潮产生的原因，错误的观念认为，在对公司股票估值时，应该以它们公布的每股收益的增长情况为依据，而不管其增长是如何获得的。这种错误观点被一些企业经理人加以利用，他们用其过高估值的股票，以有利条款去收购别的低估值公司(发行股票以换股的方式吸收并购)，使它们的股票价值进一步虚涨。从分析师的眼光看，如果投资者懂得相关反身性概念，并能意识到运用股票的杠杆功能，即以夸大的估值来销售股票会造成收益增长的假象，这一错误观念就不会大行其道了。市盈率在不断抬升，但最终经营现实无法支撑住其盈利增长的预期。尽管越来越多的人还在玩着这场游戏，但他们已开始认识到这场繁荣是建立在错误观念的基础上了。为了保持盈利增长势头，公司并购必须越做越大，到最后，联合大企业达到了规模的极限。当信实集团 Reliance Group 的 Saul Steinberg 寻求并购汉华银行 Chemical Bank 时，转折点到来了。这次收购遭到当时居于行业翘楚的一些专业服务机构和精英人士的抵制，并以失败告终。当股票价格开始下跌时，下跌趋势就已经止不住了。失去了过高的市盈率估值，再去收购别的公司就不那么容易了。外部盈利的快速增长所掩盖的内部问题开始浮出水面。不佳的盈利报告披露出令人不快的意外消息。投资者幻想破灭了，联合大企业的管理层也自陷危机不能自拔：在令人陶醉的成功之后，很少有人愿意再回头去干那些日常管理的苦差事。正如一位公司总裁对我说的：我的演讲再没有观众看了。这种局面在衰退中变得更为严重，许多高速成长的联合大企业最终瓦解得一千二净。投资者做好了最坏的准备，对于一些公司来说，最坏的情况真的发生了。对另外一些公司，现实结果比预期的要好一些，最后，局势稳定下来。幸存下来的公司，通常由新人执掌大权，谋求从废墟中重整旗鼓。)

(2014-2015 年中国创业板牛市催生了大规模的并购重组，其背后的原因极其相似。比如，影视行业出现一种新的业务模式，明星和导演成立工作室，将个人收入一大部分转换为公司收入，然后影视公司用股票收购这些工作室注入公司，影视公司的艺人成本就不在是公司成本，而变成了公司收入，公司盈利大幅度提高。而艺人将个人收入转化为影视公司股票，通过资本市场的市盈率放大效应提前变现。资本运作各方皆大欢喜。)

1970 年和 1971 年的巴菲特合伙公司 BPL

在清算合伙公司时，我希望给你们现金或现金等价物，因为这是你进入巴菲特合伙公司的方式。如你们所

知，我们已将巴菲特合伙公司 1969 年 12 月 31 日约 9900 万美元的资产，以现金和你们在控股公司中所占比例的形式进行了分配。那些想按年终估值价格出售其在控股公司中的股份以换取现金的合伙人，已经可以这样做了。那些想像我一样继续持有这些公司股份的合伙人，则继续保持其按比例享有的权益，并不会因巴菲特合伙公司在成本基础上的未实现增值而产生资本利得税。

我们的净资产已经减少到约 600 万美元，主要是我们持有的蓝筹印花公司的股票。不过，我们还有其他一些杂项资产，包括德克萨斯州 Bee 县的一口天然气井(年产量不到 4000 美元)约 90%的特许使用权，以及芝加哥南部一家小商店 80%的股权等小额资产。**进入一个生意容易而退出难啊。**

我的预期是，我们最终将在 1971 年清算这一切，但这只是非常初步的想法：无论如何，我认为我们不太可能在 1970 年进行进一步的分配。办公室将继续保留在 Kiewit 广场(尽管可能在不同的楼层)，直到 1971 年我们的租约到期。

税项

合伙公司持有大量于 1970 年 1 月初到期的商业票据，到期时收到了大量利息。整笔款项将由现金纳税人(你我都是)在收到利息的当年而不是应计利息的当年，申报其全部金额。因此，你在 1970 年的应税利息收入约等于你 1969 年 1 月 1 日资本的 1.25%，尽管你几乎完全是在 1969 年获得的经济利益。1971 年初，你将收到适用于你 1970 年合伙基金投资的全部税务信息，就像往年一样。

我们只能在 1971 年初向你提供与伯克希尔和多元零售公司(Diversified Retailing Company, Inc.)股票计税基础相关的完整数字。这是由于税法的一些复杂性，1970 年的合伙公司数字可能会对这些项目的计税基础产生微小的影响。由于直到 1970 年才有人出售其持有的股票，而且直到 1971 年 4 月 15 日才需要向国税局提供详细的证明材料，因此我们的最终数字将在充裕的时间内提供给您。任何人如果需要这些证券的计税基础进行近似估算，请在 1970 年 3 月 31 日之前与 John Harding 联系。

感谢

这不是你们最后一次收到我的来信，因为肯定还会有一些清算函件。我还将于 2 月 25 日左右，向提出要求的合伙人寄出一封信，就债券问题进行基本的普及性教育，重点是免税领域。

通常情况下，企业的清算意味着组织上或人员方面存在缺陷。而我们的情况却恰恰相反。我认为 BPL 合伙公

司的工作人员比我见过的任何组织的工作人员都要出色。Gladys, Donna, John 和 Bill 以最准确、最迅速和最愉快的方式完成了要求他们完成的所有工作，有时甚至是大量的工作。他们都是非常优秀的人才，不要打聘用他们的主意：John 将投奔 Bill Ruane；预计 Gladys 和 Bill 将受雇于伯克希尔，主要负责银行和保险公司的债券业务；Donna 将在未来几年内负责合伙公司的清算。

自 Ben Rosner 和 Jack Ringwalt 的公司分别被多元零售和伯克希尔收购以来，他们为合伙公司做了大量出色的工作。他们在过去三年中的努力，在很大程度上提高了控股公司每年年终的估值。如果他们转向其它普通的管理工作，我们的业绩数字就会大打折扣。

没有合适的合伙人，就不会有 BPL 合伙公司的今天。只有在合适的工作环境中，努力才能取得成效，而这正是你们所提供给我的。我可能比任何资金管理都更有效地利用了自己的时间和精力。我的投资工作没有被事后猜忌、不合理的推论以及各种乱指挥所影响。您让我自己玩自己的游戏，却没有指挥我该用什么球杆、该如何握杆，或者其他玩家的表现有多好。我很感激这一点，而我们所取得的成绩，也在很大程度上反映了您的态度和行为。如果你没有这种感觉，那你就是低估了个人鼓励和同理心的重要性，它能够在最大限度地激励人们努力工作取得成就。衷心感谢。

沃伦巴菲特

巴菲特：1969 年底，我们对合伙公司进行了清算，并开始按比例分配资产。合伙人收到了其资本账户约 70% 的现金，以及伯克希尔、多元零售和蓝筹印花公司的股份。最终，多元零售和蓝筹印花公司合并到伯克希尔。许多合伙人或他们的后代，仍然是伯克希尔的大股东。我推荐了 Sandy Gottesman 和 Bill Ruane 两位顾问来处理我的合伙人退出的资金。两人都为加入他们的人做了出色的工作。Bill Ruane 于 1970 年成立了红杉基金 Sequoia Fund，以管理众多合伙人的资金。该基金的 10 万美元投资现在价值约 4000 万美元。Bill 是一位很好的朋友，也是一位出色的投资经理。Sandy Gottesman 也是如此，89 岁的他仍然是伯克希尔公司的董事和大股东。



《The Earnings per Share Trap——The Chain Letter Revisited》

Marvin M. May 1968 年 5 月《金融分析师杂志》

马文梅是美国 Tubular Structures Corp 总裁。他本科就读于麻省理工学院和美国海军学院，并在那里获得了理学学士学位。他还在加州大学洛杉矶分校获得了国际经济学硕士学位，目前正在该校商学院撰写博士论文。

在每一代人，连锁信的魔力总会在某个时刻被重新发现。这一次，它以一种极不寻常且看似不太可能的形式出现在投资领域，并吸引了众多投资者。尽管人们普遍认为连锁信无法创造财富，但它确实是一种转移和重新分配财富的有效手段。一个人是成为财富的净受让者还是转让者，取决于其加入这个过程的时间点。最佳的加入时间点是接近起始阶段。连锁信的运作依赖于每一个后续阶段所涉及信件数量持续的指数增长。在投资领域，每股收益的指数增长取代了信件数量的增长。其运作原理如下：

无盈利增长下的每股收益增长

投资者已经熟知增长在确定股票价格合理价值方面的重要性。最常用的增长衡量标准是每股收益的增长率。每股收益的增长可以通过以下几种方式实现，其中前两种方式广为人知，而第三种方式虽然也有人了解，但并非所有参与者都清楚。

- 1，通过债务或股权融资驱动的内部增长。
- 2，通过收购或兼并实现的增长，在这种增长中，参与合并的公司的联合资源能够提高生产效率，或者实现原本无法实现的内部增长。
- 3，在不改变相关公司任何经营成果的情况下，通过收购或合并实现增长，这就是连锁信效应。

当发生收购或合并时，每股收益的增长通常包含上述所有效应。每股收益的提高，部分源于无论企业是否合并都会发生的持续内部增长，部分源于因企业财务或管理资源的合并而使得新的内部增长成为可能，否则将无法实现这种增长，还有一部分仅仅是因为收购或合并这一行为本身。然而，企业合并也有可能对内部增长没有影响，甚至导致其恶化。尽管相关公司的总收益降低，但收购效应带来的每股收益增长，仍可能导致每股收益的净增加。在收益停滞或衰退的公司中，每股收益如何增长呢？以下示例可以说明这一点。

连锁信式增长示例

A 公司股票的市盈率为 30 倍，原因是其每股收益预计每年增长 33%。B 公司预计没有增长，其股票市盈率为 10 倍。两家公司每股收益均为 1 美元，且均有 100 万股流通股。A 公司股票价格为每股 30 美元，B 公司股票价格为每股 10 美元。A 公司提议以其 0.5 股股票(价值 15 美元)换取 B 公司 1 股股票的方式，来收购 B 公司的全部

股票。这比 B 公司股票的市场价格高出 50%，该收购要约被接受。

交易完成后，下一阶段的经营收益没有变化，合并后的总收益仍为 200 万美元。此时，A 公司有 150 万股流通股，即收购前的 100 万股加上为收购 B 公司而发行的 50 万股新股。因此，A 公司股票的每股收益上升至 1.33 美元，如预期增长了 33%。市盈率保持在 30，股票价格升至每股 40 美元。A 公司的股东当然非常高兴。全部 1.33 美元的收益可用于分红，而且他们的股票价格还额外上涨了 33%。原 B 公司的股东同样高兴。他们不仅以比市场价格高出 50% 的价格出售了股票，而且他们收到的 A 公司 0.5 股股票的价值，已经从 15 美元升至 20 美元。在不到一年的时间里，按市场价格计算，他们的净资产翻了一番。

第二年，A 公司收购了 C 和 D 公司。这两家公司的收益和流通股数量与 B 公司相同。A 公司再次以每股 15 美元的新 A 公司股票进行支付，为这两次新收购各发行 37.5 万股，使流通股总数增至 225 万股。C 公司和 D 公司的收益使总收益达到 400 万美元，每股收益再次增长 33%，达到 1.77 美元，股票市场价格升至 53.33 美元。

为了维持这个模式的运转，A 公司需要每年将收购的公司数量翻倍。这并非难事。到目前为止，A 公司有着出色的业绩记录。A 公司收购的任何一家公司的前股东都没有受到损失。所有被收购公司的股东仅仅因为被收购就变得更加富有了 50%，而且他们的状况每年还会再改善 33%。可用于分红的收益现金每年也增长 33%。此外，A 公司没有干扰或打乱任何一家被收购公司的管理。除了心理上的变化，被收购公司没有任何改变。旧的管理层现在成为了一个“充满活力”的成长型公司的一部分(dynamic growing company)，而不再像以前那样管理一家停滞不前的公司。实现这种转变不需要进行任何令人不安的变革。此外，他们可能拥有的或现在拥有的任何股票期权都突然变得非常有价值。对他们来说，这一切就像一个奇迹，但这是一个他们肯定会向 A 公司的潜在收购对象推荐的奇迹。

这是数字上的把戏吗？还是一个悖论？或者是发现了一台印钞机？情况总结如下：

- 1, A 公司的每股收益预计每年以 33% 的速度增长。在当前市场上，33% 的增长率很容易获得 30 倍的市盈率。A 公司的表现符合预期。
- 2, 被收购的公司没有预期增长，因此在市场上以 10 倍的市盈率出售。
- 3, A 公司以比被收购公司股票市场价格高出 50% 的诱人股票报价收购了所有其他公司。
- 4, 所有相关股东的持股价值都有所上升，所以一组股东并没有以牺牲其他股东为代价获利。
- 5, 无论是单个公司(现在的部门或子公司)还是合并后的公司，其业务都没有改善或变化。在收购后，似乎没有理由对合并后的收益进行比收购前更高的估值。然而，仅仅经过三次收购和两年的时间，合并后公司的股权市场价值就从 6000 万美元增加到了 1.2 亿美元。

解释说明

这并非数字上的把戏。具有上述示例中特征的公司已经创造并正在继续创造“印钞机”。它们股票的市场价值增长是真实的，并且这些股票的交易与其他证券无异。

原因在于，当涉及收购或合并时，每股收益的增长率并非用于估值的合适增长基准。一旦收购或合并停止，股票的总市值不仅会停止增长，还会回落到收购前的总市值。收购速度可能会在较长时间内放缓，也可能突然停止，但结果是一样的。这台“印钞机”对输出端的人来说是个神奇的装置，但就像目前所有已发明的“印钞机”一样，它需要在输入端投入资金才能维持输出端的运转。它只能转移或重新分配资金，而不能创造资金。最终，整个增长不仅会停止，还会归零，并且必须有人承担随之而来的成本。

相比之下，如果内部增长停止或放缓，整个财务过程并不需要逆转。股票价格会下跌，但只会跌到过去的预期可能高估了未来增长的程度。收益是真实的，总体上仍会被保留。

在每股收益的内部增长情况下，投资者购买的是永久价值。在通过收购产生的每股收益增长情况下，投资者参与的是一场转移游戏。他通过转移比自己获得的更多的价值来加入这个游戏或俱乐部。如果在他之后有足够多的人以同样的方式加入这个游戏或俱乐部，他就会获胜。在他之后加入的每个人首先会减少自己的损失，直到最终可能实现盈利。当没有更多的投资者愿意按照这些条件加入俱乐部，或者当所有人都加入了俱乐部时，游戏就会像连锁信一样结束。到那时，如果你在俱乐部里待的时间足够长，你就是一个净受让者。但大多数情况下，都是净转让者。

从这个过程开始到结束，各个参与者所遭受的利润或损失最终会完全平衡。对于单个参与者来说，可能会有非常可观的收益或损失，这取决于他何时加入游戏、游戏何时结束，以及他是否在游戏结束前退出。游戏会在以下情况下结束：

- 1，一家或少数几家公司最终拥有了所有其他现有公司。
- 2，外部机构或力量出于某些其他原因(如反垄断)阻止了收购。
- 3，投资者改变了他们对股票每股收益增长的估值方法。

建议

既然在近期内似乎不太可能出现导致游戏结束的情况，所以现在似乎是加入这个俱乐部的绝佳时机。似乎有大量潜在的公司可供收购。有很多投资者愿意为增长(无论是真实的还是虚幻的)买单。政府才刚刚开始表示要打破这种局面，而且只是在非常特殊的情况下。收购方每天都在为收购对象做广告。游戏的节奏仍在加快。股票需求的增长速度快于供应的增长速度，所以如果你不等待太久，兑现收益的机会应该会持续提高。与过去以“连锁信”为

名进行的游戏中使用的邮票或一角硬币相比，现在的赌注要有趣得多。投资界一些备受尊敬的公司也在参与其中，所以加入连锁信过程不再带有污名。参与者被视为有远见卓识的人。与你合作的赞助商是被称为投资银行家的专业人士。当然，对这些赞助商来说，这是一次特别美妙和有趣的经历，因为他们可以按照成本加成的方式参与，其费用由其他参与者支付。他们也最有可能知道何时出售自己的持股并退出游戏，因为他们最清楚游戏何时会结束。对于我们这些没有这种关于游戏何时结束的洞察力就加入的人来说，重要的是永远不要忘记，如果我们上了这匹马，就必然要下马。我们的时机选择至关重要。我准备了一些表格，这些表格将有助于指导你在参与期间可能获得的回报，并让你知道如果在规定时间内没有及时退出会面临什么情况。

这些表格是在两种不同的情况下进行预测的。第一张表格假设收购公司没有内部增长。第二张表格假设收购公司的年增长率为 33.3%。每张表格都比较了如果 A 公司按照假设进行收购，所有股东的相对地位与公司不进行收购时股东的地位。

对于增长率在 0-33.3%之间的中间情况，玩家需要在两张表格之间进行插值计算。这些表格显示了只要游戏继续，你在每个连续阶段的收益情况。表格还表明，在游戏结束时，除了未在表格中考虑的游戏成本外，净收益实际上等于净损失。祝你好运，愿每个人都能赢，即使实际上不可能。

-情形 1-

A 公司或被收购公司没有内部增长

年份	0	1	2	3	4...
被收购公司		B	C&D	E,F,G,H	
支付对价(A 股票)		1500 万	3000 万	6000 万	
可交换 A 股票比例		0.5	0.375	0.281	
新发行股数		50 万股	75 万股	112.5 万股	
已发行总股数	100 万股	150 万股	225 万股	337.5 万股	337.5 万股
总收益	100 万美元	200 万美元	400 万美元	800 万美元	800 万美元
每股收益 EPS	1 美元	1.33 美元	1.77 美元	2.37 美元	2.37 美元
EPS 增长率		33.3%	33.3%	33.3%	0
市盈率 PE	30 倍	30 倍	30 倍	30 倍	10 倍
每股股价	30 美元	40 美元	53.33 美元	71.1 美元	23.7 美元
总市值	3000 万美元	6000 万美元	1.2 亿美元	2.4 亿美元	8000 万美元

所有股东的损失和收益

被收购公司原股东	A	B	C&D	E,F,G,H	合计
第 0 年股价	30 美元	10 美元	10 美元	10 美元	
交换比例	1	0.5	0.375	0.281	
第 4 年股价	23.7 美元	11.85 美元	8.8875 美元	6.6687 美元	
每股损益	-6.3 美元	+1.85 美元	-1.1125 美元	-3.3313 美元	

已发行总股数	100 万	100 万	200 万	400 万	
合计损益	-630 万	+118.5 万	-225 万	-1332.5 万	-2000 万

公司 A 股票在第 4 年在没有内部增长和没有收购的情况下的价格

已发行总股数	总收益	每股收益	EPS 增长率	市盈率 PE	股价	现总市值	市值损失
100 万股	100 万美元	1 美元	0	10 倍	10 美元	1000 万	-2000 万

说明：情形 1 中，无论是否进行收购，A 公司股东都需要承担的损失总额为 2000 万美元。进行收购后，A 公司的股东实际上将大部分潜在损失"转移"给了被收购公司的股东。如果收购过程能够持续更长时间或更快，可以转移的潜在损失更多。损失的最大部分已经转移到了最近收购所有的股东身上，而且这些股东数量更多。

-情形 2-

A 公司按 33%持续内部增长，被收购公司没有内部增长

年份	0	1	2	3	4...
被收购公司		B	C&D	E,F,G,H	
支付对价(A 股票)		1500 万	3000 万	6000 万	
可交换 A 股票比例		0.5	0.3111	0.2221	
新发行股数		50 万股	62.2 万股	88.8 万股	
已发行总股数	100 万股	150 万股	212.2 万股	301 万股	301 万股
A 公司总收益	100 万	133.3333 万	177.7777 万	237 万	316 万
被收购公司总收益	0 万	100 万	300 万	700 万	700 万
总收益合计	100 万	233.3333 万	477.7777 万	937 万	1016 万
每股收益 EPS	1 美元	1.5555 美元	2.2515 美元	3.113 美元	3.3754 美元
EPS 增长率	33.33%	55.55%	45%	38%	10.8%
市盈率 PE	30 倍	30 倍	30 倍	30 倍	16.22 倍
每股股价	30 美元	46.67 美元	67.54 美元	90.30 美元	54.75 美元
总市值	3000 万	7000 万	1.433 亿	2.811 亿	1.648 亿

所有股东的损失和收益

被收购公司原股东	A	B	C&D	E,F,G,H	合计
第 0 年股价	30 美元	10 美元	10 美元	10 美元	
交换比例	1	0.5	0.3111	0.2221	
第 4 年股价	54.75 美元	27.375 美元	17.03 美元	12.16 美元	
每股损益	+24.75 美元	+17.37 美元	+7.03 美元	+2.16 美元	
已发行总股数	100 万	100 万	200 万	400 万	
合计损益	+2475 万	+1737.5 万	+1406 万	+864 万	6482.5 万

公司 A 股票在第 4 年在 33%内部增长和没有收购的情况下的价格

已发行总股数	总收益	每股收益	EPS 增长率	市盈率 PE	股价	现总市值	市值增加
100 万股	316 万美元	3.16 美元	33%	30 倍	94.8 美元	9480 万	6480 万

说明：在情形 2 中假设的市盈率必然更加武断，但有效地证明了总体关系。通过收购，公司 A 的股价在第 4 年增加了 24.75 美元。如果没有收购，并且保持相同的内部增长，其价值将增加 64.80 美元。公司 A 仅成功地将自己股东的大部分潜在收益"转移"给了被收购公司的股东。内部成长的公司如果启动收购计划，将会稀释其股票的市场价值，因为他们在支付高于市场的价格收购被收购公司时，并没有相应地提高被收购公司的内部增长。

脚注：

1，市盈率可能是由于过去的增长预计会持续，也可能是由于赞助商在决定启动收购计划时的"吹捧"或"信息泄露"的结果。重要的是每股收益预计会增长。

2，做出这个假设是为了简化问题并分离出连锁信效应。在后面的示例中会去掉这个假设。

3, 应该指出的是, 在收购后的第一年, 被收购公司可用于分红的现金从其原始持股的每股 1 美元降至按 A 公司股票比例计算的每股 0.67 美元, 下降了 33%。

4, 收购前, A 公司股票的市场价值为 3000 万美元, 三家被收购 B-C-D 公司的股票价值各为 1000 万美元, 总计 6000 万美元。收购后, A 公司股票的市场价格为每股 53.33 美元, 流通股为 225 万股, 总市值为 1.2 亿美元。

5, 当然, 实际上并没有增长。只是每股收益从一家公司以折扣价转移到另一家公司, 造成了增长的假象。

6, 表中并未考虑安排合并的大量交易成本、承销成本和经纪人佣金。玩这个游戏实际上并不是免费的, 因为"庄家"会在每笔"交易"中抽取"分成"!

7, 如果一些玩家加入的公司每年以超过 100% 的速度扩张, 他们可能需要进行外推计算, 因为此时每股收益每年将增长超过 33.3%。

8, 示例中的市盈率假设不会高于 30 倍, 并且当每股收益增长率降至 10.8% 时, 市盈率将降至 16.2 倍。选择 16.2 这个比率是为了使不进行收购的利润与进行收购的利润相等。它与 30 倍的市盈率(对应 33% 的增长率)在合理比例范围内, 即 $10.8\%/33.3\% \times (30 \text{ 倍} - 10 \text{ 倍}) + 10 \text{ 倍} \approx 16.5 \text{ 倍}$ 。

< Marvin Manuel May >

1921 年 7 月 1 日, Marvin Manuel May 出生于俄亥俄州 Toledo 市, 父母是 Harry 和 Helen May。他在密歇根州 Monroe 市长大, 在二战前夕从麻省理工学院转学到安纳波利斯的美国海军学院 USNA, 并在那里学习了一年获得了理学学士学位。从安纳波利斯毕业后, 他与 Lorraine 结婚, 随后在南太平洋和加州担任海军军官, 直至 1946 年。战后, 他进入父亲的汽车经销店工作, 后来在密歇根州特科纳沙市创立了自己的经销店。

1951 年, Marvin 夫妇和四个孩子搬到洛杉矶, 在那里他创办了几家成功的企业, 担任 Tubular Structures Corp 总裁, 该公司专门从事建筑设备的制造和分销。Marvin 的发明和创新在建筑行业产生了持久而深远的影响。其中包括引入钢支撑、物料和载人升降机、自动收绳脚手架升降机以及皮卡车牵引混凝土泵。他拥有多项专利, 还是首位从欧洲向美国进口塔式起重机的人。

在全职经营企业的同时, Marvin 获得了加州大学洛杉矶分校 UCLA 的国际经济学硕士学位和博士学位, 并在加州注册会计师考试中取得最高分。即便仍在全职工作, 他后来还在加州州立北岭分校任教, 之后在加州大学洛杉矶分校担任教授长达数十年。他的课程深受学生欢迎, 因为他既能传授理论知识, 又能分享实践经验。

Marvin 还是一位探险家。1970 年代, 夫妇二人驾驶一辆标准雪佛兰汽车从洛杉矶前往委内瑞拉。他们还驾驶一架小型飞机环绕澳大利亚飞行, 常常降落在沙漠或农田, 与素未谋面的农民同住。

Marvin 的能力、指导和鼓励在无数人的生活的方方面面都产生了积极影响。直到生命的最后一刻, 他仍在致力于新的发明创造, 并在 98 岁时获得一项专利。对许多人来说, 他的一生是个传奇。

2021 年 4 月 23 日他在家中安然睡梦中离世, 享年 99 岁。他是一位忠诚且成功的企业家、工程师、发明家/创新者、海军军官、飞行员、博士、教授、探险家、丈夫以及家族长辈。

巴菲特致合伙人的信 1970 债券投资

1970 年 2 月 25 日

致各位合伙人：

在这封信中，我要讲一些关于免税债券的基础知识。我们下个月要帮合伙人购买债券，这里主要讲一下我们要购买的债券的类型和期限。如果你希望找我们帮忙买债券，请务必仔细读这封信，有不懂的地方，请多读几遍。因为有了这封信里的基础知识，你才能听明白我给出的具体购买建议。我在信中会讲到债券的类别和期限，**如果你认为我说的不对，很可能你是对的**。我们只能向你推荐我们觉得合适的，你和我们的看法不一样，我们就帮不上忙了。我们没办法帮各位购买可转债、公司债或短期债券，只是推荐我们选好的债券，对我们来说就已经是很大的工作量了。

在这封信里，我尽量只挑重要的写。有的地方可能讲得多了一些，有些地方可能讲得太简单了。有写的不合适的地方，我先在这里请各位谅解。写这封信的时候，我感觉我要把一本 100 页的书中的精华浓缩到 10 页里，而且还要写的通俗易懂。

我相信各位都很清楚，我们这次帮大家购买债券，但是我们将来不会再给大家提供关于这些债券或其他投资决策的帮助。这次我希望能帮到大家，是因为在进行了现金分配后，各位收到了一大笔资金。我不想再从事投资咨询工作了，无论是直接的，还是间接的。3 月 31 日以后，本人概不接受任何理财问题。

如何购买和保管免税债券

对于希望我们提供帮助的合伙人，我们会安排通过业务范围遍布全国的市政债券交易商直接购买债券，并让它们确认将债券直接销售给合伙人。各位应当妥善保存确认书，作为税收申报材料。各位无需向债券交易商寄送支票，债券交易商会把债券直接交付到各位的银行名下，银行直接从你们的账户中扣除相应款项。对于在二级市场买入的债券(已流通品种)，交收日一般是确认日的一周以后。对于新发行的品种，交收日最长可能是一个月以后。交收日期显示在确认单上(对于新发行的品种，确认单是第二张，也是最后一张凭单，不是最开始的那张“发行时”凭单)。你应当在银行中留足资金，为交收日支付债券款项做好准备。如果你目前持有国债，只要通知银行，一两天就能卖出去，所以你有足够的时间准备购买债券的资金。利息从交收日开始累计，即使债券交易商将债券交付给银行的日期晚于交收日也是如此。

债券如同货币一样，采用无记名形式，可以转让。债券上附有息票。债券的面额一般为 5000 美元一张，一般可以转换为记名债券(有的债券转换为记名债券需要支付一笔费用，有的可以免费转换，具体要看债券的条款)。就记名债券而言，你是注册代理人名册中的注册持有人，没你的签名，记名债券不可转让。债券基本上都是采用不记名的方式交易的。如果持有记名债券，不转换为不记名债券的话，很难卖出去。除非是你的实体债券太多，都管不过来，我建议你还是采用不记名的形式。这样的话，债券一定要存放在非常安全的地方，而且每六个月剪一次息票。息票剪下后可以像支票一样存在银行。如果你买了 25 万美元的债券，大概就是 50 张(每张面值 5000 美元)，每年可能要打开保险柜六次或八次，将息票剪下并存到银行。

你也可以在银行开一个委托保管账户，花不了多少钱，银行可以替你保管债券、收息并保留记录。以 25 万美元的投资组合为例，在银行开设委托保管服务的费用是每年 200 美元左右。如果想开设委托保管账户，请联系附近商业银行的信托业务员，了解相关服务和费用。要是自己管理的话，应该放在保险箱里。

税项

将免税债券的息票存在银行可获得利息收入，这部分利息当然不必缴纳联邦所得税。如果你的联邦所得税税档为 30%，你从收益率为 6%的免税债券所获得的收益，与收益率为 8.5%的应税债券相当。除了未成年人和一些退休人员，对于我们的大部分合伙人来说，购买免税债券比购买应税债券合适多了。有的人有一大笔资金，但是没有工作收入或股息收入，他们可以做一个应税债券和免税债券的组合，可以获得最高的税后收益。如果你属于这种情况，我们会帮你构建一个这样的组合。

至于各州的所得税，情况就比较复杂了。在内布拉斯加州，州所得税是联邦所得税的一定百分比，免税债券无需支付州所得税。据我所知，在纽约州和加利福尼亚州，如果发行免税债券的实体位于本州，则无需交纳州所得税，但是购买其他州的免税债券需要交纳州所得税。另外，纽约市的所得税法规定免除纽约州实体发行的免税债券的所得税，但是购买其他州的免税债券需要交税。我不是各州所得税方面的专家，也不想持续关注各州或各市税法的变化。请各位自行咨询当地的税收顾问。我上面简单说了一下我了解的情况，是为了提醒各位注意这个问题。在内布拉斯加州，在计算税后收益时，无需考虑免税债券的发行实体位于哪个州。当发行实体位于其他州并且需要在本地交纳税款时，你需要在本州交纳所得税，但是这笔税款可以在申报联邦所得税时扣除。具体税款是多少，每个人各不相同。另外，有些州还征收各种无形资产税，有的适用于所有免税债券，有的只适用于其他

州发行的免税债券。内布拉斯加州没有这些税项，其他州的情况我不了解。

买入债券时，买入价格低于面值，此后将债券卖出或债券到期时，税法规定将收益和成本之差按资本利得或损失处理。(这个情况有一些小例外。大部分关于投资和税项的一般陈述都总有例外。如果例外情况会影响到我们推荐的证券，我们会告诉你。)这样，税后净收益率会降低，具体降低多少，取决于将来的资本利得税税率以及个人的具体税率。在下文中，在计算贴现债券和“足额息票”债券哪个更合适时，我们会讨论资本利得税的影响。

最后要说的是非常重要的一点。虽然税法的规定不是特别明确，但是如果你现在正在承担或将来打算承担一般的银行负债或其他债务，最好还是别考虑购买免税债券。

税法规定，对于已经产生或持续产生的贷款，其利息不可用于抵税，不得购买或持有免税债券。将来这项规定的适用范围应该会加大。例如，根据我的理解，如果贷款买房，可以在申报联邦所得税时用房贷的利息抵税，就算同时持有免税债券也没问题。但是，如果承担着一般的银行贷款，就算将其用于直接购买股票或球场，免税债券不是贷款的抵押物，在报税时用贷款利息抵税会惹麻烦，因为你同时持有免税债券。如果是我的话，我会先把银行贷款还了，然后再买免税债券。具体到底该怎么做，请自行研究并咨询税收顾问。我只是提一下，告诉各位可能有这个问题。

债券的市场活跃程度

免税债券与股票或公司债券存在很大差别，免税债券真的可能有几十万种，大部分品种都只有很少的持有者，因此很难形成交投活跃的市场。当纽约市或费城需要筹集资金时，它们可能会发行 20、30、40 只不同的证券，因为虽然是同一个品种，但它们要提供不同的到期期限。纽约发行的收益率为 6%、1980 年到期的债券，与纽约发行的收益率为 6%、1981 年到期的债券，不是一个东西。这两个债券不能互换，必须要有买家，卖家才能把自己手里的债券卖出去。想想看，纽约一年要发行好几次债券，这一个城市就可能有将近 1000 只流通的债券。内布拉斯加州的格兰德岛都可能有 75 只流通的债券。每个品种的平均规模可能是 10 万美元，每个品种的平均持有人数可能是 6 到 8 个人。债券品种这么多，根本不可能随时都有市场报价，而且买入价和卖出价之间的价差可能特别大。不是说你想买格兰德岛发行的某只债券，就能买得到。可能根本没有市场报价，就算你找到了一个卖家，他开的价格可能很离谱，比类似质地的其他债券贵很多。不是所有债券都这样。例如，俄亥俄州高速公路债、伊利诺伊州高速公路债等品种，它们的规模都在 2 亿美元以上，同一个可交易的债券品种，有成千上万的持

有人。显然，这类债券的市场非常活跃。

按我的理解，债券的市场活跃程度主要受三个因素影响，按重要程度依次是：(1)，**债券的规模**；(2)，**发行人的实力**(同样是 10 万美元规模的债券，一个是俄亥俄州发行的，一个是俄亥俄州一个无名小镇发行的，前者的市场比后者更活跃)；(3)，**发行人的口碑**。

目前，在债券市场中，推销最多的是新发行的债券。每周新发行的债券规模在 2 亿美元以上。债券发行市场的重点是把这些债券卖出去，无论它们的规模是大是小。所有的债券，在刚开始发行的时候，都被大力推销。推销结束后，各个债券的市场活跃程度各不相同，但是它们发行时的收益率却没有足够的差别，没充分反映推销结束后不同的市场活跃程度。我们在市场中**经常会看到买入价和卖出价之间的价差达到 15% 的现象**。何必买可能出现这种怪异行情的债券？此类债券没有活跃的市场，但交易商推销这些债券可以获得更高的利润。我们不会给大家买这样的债券。我们打算购买的债券的价差(即同一时间买入和卖出之间的差价)在 2-5% 之间。你要是频繁交易的话，这个价差就实在太高了，但是对于长期投资者来说，算不了什么。关键是要远离市场活跃度低迷的债券，这些一般来说正是债券交易商最愿意推销的品种，它们推销这些债券更有利可图。

具体购买什么债券

我们可能会选择购买以下类型的债券：

(1)，**收费公路、电力、水务等拥有巨额收入的大型公共事业公司发行的债券**。许多此类债券的市场活跃程度非常高，很容易对发行主体进行定量分析，有的设有**偿债基金**，有的还具有其他有利因素，但被市场忽略了，没有得到公允估值。

(2)，**政府工业发展债券**。有的政府部门将资产租赁给私营公司，这些政府部门可以发行此类债券。例如，俄亥俄州洛兰市拥有一个 8 千万美元的项目，租赁给美国钢铁公司。政府发展部门发行债券筹集项目所需资金，并与美国钢铁公司签订绝对净租赁合约，用于偿还债券款项。为此类债券做信用背书的不是相关城市或州，这些债券的信用如何，主要取决于**承租公司**。此类债券规模有几十亿，背后是许多**大公司在支持**，但是由于税法变化，新发行的此类债券规模很小(每个项目平均不到 500 万美元)。在很长一段时间里，由于**人们对此类债券存在很大的偏见**，与信用状况类似的债券相比，它们的收益率高得多。人们的这种偏见在逐渐减弱，此类债券的溢价收益率也在降低，但是我觉得它们的收益率还是相当高的。我们的保险公司持有的大部分债券都是这个类型的。

(3), 如果你希望购买评级最高的免税债券, 可以选择**公共住房管理局发行的品种**。这些债券由美国政府担保, 它们的评级都是 AAA。在有些州, 受当地税法影响, 本州发行的品种具有溢价, 而且前两类债券都不符合你的需求, 我会向你推荐公共住房管理局发行的品种, 我不会从其他债券中选择, 因为我不了解它们的信用状况。要是各位要求我购买你们所在州的债券, 提前知会各位一下, 我可能购买大量公共住房管理局发行的品种。此类品种用不着分散, 它们的信用评级是最高的。

(4), 州政府直接或间接承担的债务。讲到这, 我也没提大城市发行的品种。该如何分析纽约市、芝加哥市、费城, 我一无所知。(有一次, 一个朋友对我说, 纽瓦克市发行了收益率很高的债券, 当地的黑手党很不高兴, 觉得纽瓦克给他们丢脸了。)就拿纽约市来说, 我承认, 纽约市不太可能长期拖欠债务, 但是要对纽约市进行具体分析, 我做的分析不会你做的分析强多少。我研究债券的方法和研究股票差不多。有看不懂的, 就跳过去。**一个机会, 我看不懂, 就跳过去, 就算别人很高明, 能分析明白, 而且能赚大钱, 我也不在意。我最关心的是: 我能从我能看懂的机会里赚钱, 能把我能做对的判断做对。**

我们打算给你们大多数人购买 5 到 10 个品种。如果你只让我买你所在州的债券, 我买的品种会少一些, 可能仅限于公共住房管理局发行的债券。我们购买的单笔金额最好不低于 2.5 万美元, 规模能大一些的话, 还是大一些比较好。小规模债券在转卖的时候一般会非常吃亏。这个情况, 你在买 1 万美元的债券的时候, 债券推销员一般不告诉你, 在你往外卖的时候, 他们才和你说。在二级市场, 当卖家因为规模较小而给出较低的报价时, 我们可能会破例, 买入较小规模的债券。

可赎回债券

有的债券发行人有权将债券赎回, 赎回条款对债券发行人非常有利, 我们不买这样的债券。有的债券是 40 年后到期的, 但是发行人有权在 5 或 10 年后以微小的溢价赎回, 怎么能有人买这样的债券呢? 这样的条款其实是这个意思: 签订最初的合同之后, 根据将来的情况变化, 如果对发行人有利(对你不利), 那就是 40 年的期限; 如果对你有利(对发行人不利), 那就是 5 年期限。这样的合同条款太不合理了。怎么能有这样的合同条款呢? 因为债券投资者不明白这里面的状况, 债券交易商也不会主动为客户争取权益。市场上有这样一种现象: 两只完全相同的债券, 一只具有非常不公平的赎回条款, 另一只是不可赎回的, 但收益率竟然一样, 实在是让人难以理解。

其实, 内布拉斯加州的大多数债券都具有非常不公平的赎回条款。可赎回条款对持有人不公平, 而且收益率

还和不可赎回债券差不多。

要避免这种不公平的条款，有两个办法：一个办法是买入完全不可赎回的债券；另一个办法是在买入价远远低于发行人的赎回价时，买入折价的债券，这就不怕赎回了。举个例子，一只债券的赎回价是 103，你在 60 的时候买，虽然发行人有提前终止合约的权利(你却没这个权利)，你也可以毫不在乎。洛杉矶水电局有一只债券，可以 1999 年到期，按 100 美元赎回，也可以 1974 年到期，按 104 美元赎回，发行人可以按对自己有利、但对持有人不利的情况选择何时赎回。本来有别的信用差不多的债券，而且不存在这种不公平的条款，收益率也差不多，有人还买洛杉矶水电局的这只债券，真是傻到家了。

尽管如此，1969 年 10 月，市场上就发行了这样一只债券，类似的债券每天都在发行。这个事是明摆着的，但我还是花了这么多篇幅写，因为这种债券还是一直在发售。显然许多投资者根本就不明白这种债券对自己多不公平，许多债券推销员也不想告诉他们。

债券的期限和计算

许多买债券的人在选择期限时的依据是，他们觉得要持有债券多长时间，或者他们觉得自己能活多长时间。这种做法没什么大错，但不是最符合逻辑的。选择债券期限的主要决定因素有三点：(1)收益率曲线的形状；(2)你对将来利率的预期；(3)报价波动有多大，你是否承受得了，是否想从中获利。这里面的第二点最重要，也是最不好说的。

我们先讲收益率曲线。在各方面的质地都相同的情况下，债券的期限不同，利率也不一样。以当前评级最高的债券为例，期限为 6 到 9 个月的，收益率是 4.75%；2 年的，5.00%；5 年的，5.25%；10 年的，5.50%；20 年的，6.25%。当长期利率远高于短期利率时，我们说收益率曲线向上倾斜。在美国政府债券市场，最近的收益率曲线是向下倾斜的，在过去一年里，长期政府债券的收益率始终低于短期债券。有时候收益率曲线是非常平坦的，有时候是向上倾斜，然后趋于平坦(例如，向上倾斜十年，之后趋于平坦)。各位需要知道的是，收益率曲线会经常出现显著变化。从历史情况来看，当前的收益率曲线可能会出现向上倾斜的情况。在这种情况下，长期债券不会更值钱，只是和其他时期相比，购买期限更长的债券，获得的利息更高。如果收益率在几年内保持不变，则无论你打算持有多长时间，期限较长的债券都会比期限较短的债券给你带来更多的收益。

在选择债券期限时，第二个要考虑的因素是将来的利率水平。经常预测利率的人总是被打脸。一年前，我觉

得利率不低，没过多长时间，事实就表明我完全错了。现在我也觉得利率不低，事实可能还会证明我不对。不管怎么样，判断是必须做的。你要是决定现在买短期品种，结果过几年再投资时利率大跌，你也一样是犯了大错。

最后要考虑的是，你能否承受得起市场报价的波动。这里面涉及债券投资的数学计算，理解起来可能有难度，但是你必须要知道是怎么算的。现在假设收益率曲线完全是平的，债券是不可赎回的。再假设当前的利率是 5%，你买了两只债券，一只是 2 年后到期，一只是 20 年后到期。假设一年后，新发行债券的收益率变成了 3%，你想把自己的债券卖了。完全忽略市场差价、手续费等因素，原来买的 2 年期债券(现在剩一年了)能卖 1019.6 美元，原来的 20 年期债券(现在剩 19 年了)能卖 1288.1 美元。按这些价格，对于买家来说，将支付的溢价摊销并将每只债券 5% 的现金流兑现后，获得的恰好是 3% 的收益率。对于买家来说，是支付 1,288.1 美元买你的票面利率为 5% 的 19 年期债券，还是支付 1000 美元买新发行的票面利率为 3% 的债券(我们假设一年后的现行利率是 3%)，没有任何区别。再假设利率变成了 7%，还是不考虑手续费、资本利得税等因素。现在那只还有一年到期的债券，买家只会出 981.0 美元，那只还有 19 年到期的，只会出 791.6 美元。因为他能买到利率为 7% 的新发行的债券，所以只有你的债券有折价，折价购买你票面利率为 5% 的债券和以 1000 美元购买票面利率为 7% 的债券收益相同时，他才会买你的。

道理很简单。**利率波动越大、债券的期限越长，在到期之前，债券价值越容易出现暂时性的大起大落。**有一点要指出的是，在第一个例子中，我们假设利率变成 3%，如果我们购买的长期债券可以在五年后以面值赎回，那么它只能升到 1070 美元，但是如果利率上涨到 7%，这只债券跌的一样多。这说明了赎回条款是不合理的。

在过去二十年里，免税债券的利率一直在上涨，购买长期债券的投资者一直很吃亏。虽然如此，不是说买长期债券就不好。我们在上面的例子中讲了利率的上下波动，但在过去很长一段时间里，利率一直只朝一个方向波动。和以前相比，现在人们越来越觉得利率比较高，可能要下调了，而不是觉得利率太低，还有上升空间。

将来的普遍利率水平可能高，也可能低，概率是对半开，而且当前的收益率曲线是显著向上倾斜的，与买入短期债券相比，还是买长期不可赎回的债券赢面比较大。这是我现在得出的结论，所以我打算买入期限为 10 到 20 年的债券。如果你也看好这个期限范围内的债券，我们可以帮你挑选。如果你想买期限较短的，我们就帮不上忙了，因为我们没研究期限较短的。

请先回头阅读债券价格如何因利率变化而变动的部分，然后再决定是否购买 20 年期的债券。如果你一直持有

到期，你会获得合约规定的利率，如果你提前卖出，会受到我们已经计算过的情形的影响，可能赚，也可能赔。

在很长时间内，**债券质地会逐渐发生变化**，债券价格也因此产生变动。但是对于免税债券来说，无论在现在还是将来，引起价格变动的主要因素还是利率的变化。

折价债券与足额息票债券

在前面的内容里，你可能注意到了，现在要买一只收益率为 7%、期限为 19 年的债券的话，你有两个选择：一个是买入票面利率为 7%、期限为 19 年的债券；另一个是买入票面利率为 5%、价格为 791.6 美元、19 年后支付给你 1000 美元的债券。每半年计算一次复利，买这两只债券都恰好可以实现 7% 的收益率。从数学计算上来看，这两只债券没差别。如果买的是免税债券，就有些复杂了。70 美元的利息是完全免税的。折价买入的那只债券，每年 50 美元的利息是免税的，但是在 19 年后有 208.4 美元的资本利得。按照现行税法，如果你只有这一部分实现的折价收益需要交纳资本利得税，只要交很少的税就行了；如果你除了这笔收益，还有其他金额很大的资本利得，则最多可能交纳 70 多美元的税(新税法规定资本利得税税率是 35%，1972 年，金额较大的资本利得，税率略高于 35%)。除此之外，可能还要因这部分资本利得而交纳州政府征收的税款。

显然，考虑到上述因素，你不会支付 791.60 美元买票面利率为 5% 的债券，而是会选择支付 1000 美元买票面利率为 7% 的债券。别人和你想的一样。正因为如此，质地相同、期限相同的债券，如果票面利率较低而且存在折价，那么与当前票面利率较高的债券相比，折价债券的毛收益率会更高一些。

有意思的是，对于大多数人来说，由此产生的较高的毛收益率带来的补偿高于可能要支付的税款。原因有几点。首先，谁都不知道债券到期后税法会怎么规定，先假设将来的税率比现在高，也有道理。其次，一只债券票面利率为 5%、面值为 1000 美元、期限为 19 年、价格为 791.60 美元，另一只债券票面利率 7%、面值为 1000 美元、期限相同、价格为面值，人们还是愿意选能现在就把较高的收益装在口袋里的。持有票面利率为 5% 的债券，支付 791.60 美元，获得的当前收益率只有 6.3% 左右，到期后得到 208.40 美元才能实现 7% 的收益率。最后要说的一点是当前乃至将来影响折价债券价格的最重要因素，由于 1969 年《税法改革法案》中的银行税制改革规定，银行不会再参与购买折价免税债券了。**银行一直以来都是免税债券的最大买家和持有者。现在它们不能参与折价免税债券的买卖了，对这个细分市场的供求关系造成了重大影响。**这样一来，有些个人投资者在折价免税债券市场中可能更有优势，特别是那些在将来债券到期或卖出时税档比较低的个人投资者。

在充分合理的估算你将来的税率的前提下，如果实际税后收益率特别高，我会帮你购买折价债券。我知道有些合伙人更愿意买足额息票债券，尽管它们的实际收益率较低，但他们想获得较高的当前现金收益率。如果你是这样的情况，请告诉我，我们会帮你选择足额息票债券。

流程安排

我计划整个三月份都留在办公室(包括星期六，3月7日除外)，任何合伙人都可以和我面谈或通过电话交谈。为了方便安排时间，请联系格拉迪斯或我预约。我对各位就一个请求，我们交谈之前，请务必尽量读懂这封信的内容。大家读完这封信也能明白，要是所有内容都要向每个合伙人重复讲一遍，实在不可能。

如果需要我们帮助购买债券，你需要告诉我们下列信息：

- (1) 是否出于本地征税原因考虑，只希望购买本州发行的债券；
- (2) 是否只想购买足额息票债券，还是允许我们自由选择最佳品种；
- (3) 在10年到20年的范围内，你打算购买多少年期限的，还是允许我们替你选择；
- (4) 你要投资的金额是多少，我们买入的金额可能略低于你指定的数字，但不会超过你所说的金额；
- (5) 债券应该交付到哪个银行。

在买入债券时，我们会通过电话或信件为你提供建议。具体的操作，主要由比尔和约翰负责。在任何一笔交易中，我们中的任何人都不会从中获取任何利润，这个不必说了。如有具体操作相关问题，请咨询约翰或比尔，因为我可能忙不过来，而且在具体交易方面，他们更熟悉。3月31日后的几个月时间里，我应该不会经常去办公室。如果有事的话，请在3月31日之前找我。所有交易可能要4月份才能完成，具体操作由比尔负责。

信里说了，债券的品种太多了，现在我们说不好会买哪些。免税债券市场不太像股市，更像房地产市场。几十万品种，各有各的特点，有些是没卖家的，有些是卖家不愿卖的，有些是卖家急着卖的。买哪个最好呢？我们要选质地最好的、最符合你的需求的，而且卖家愿意往外卖的。每周都有几亿美元的新债券发行，这些新发行的品种是我们参照比较的标准。有些在二级市场上已经流通的债券可能比新发行的更合适。具体如何，只有在准备买的时候，才能知道。市场是变化的，但是从现在的情况看，期限为20年、税收收益率为6.5%左右(公共住房管理局发行的品种除外)的债券，应该很容易就能买到。

沃伦·巴菲特

BERKSHIRE HATHAWAY INC.

3555 Farnam Street Omaha, NE 68131

1965-2025

伯克希尔哈撒韦时代

巴菲特致股东的信 1965

1965 年 11 月 9 日, BRK: \$12-22

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东：

截至 1965 年 10 月 2 日，本财年净利润为 2,279,206 美元，而上一财年净利润为 125,586 美元。因永久关闭马萨诸塞州 Fall River 市的菲利普国王工厂(King Philip) A 分厂和 E 分厂而产生非经常性资产处置损失，这一损失完全不影响本财年的净利润，因为此类损失已被此前为此目的提存的准备金所冲销。

由于亏损结转，公司在过去几年每年都无需支付联邦所得税；但是，为避免在未来没有发生亏损结转而对当期收益产生任何误导性解释，公司已计算出 1965 年和 1964 年的净利润，其应税额度与过去几年每年应该支付的联邦所得税额度基本相等。

公司在罗德岛州沃伦市(Warren,Rhode Island)菲利普国王的 D 分厂以及马塞诸塞州新贝德福德市(New Bedford)的哈撒韦合成纱部门、梭箱织机部门和家居纺织品部门将继续运营。

在 1965 年，原材料、半成品和布料库存减少了 1,411,967 美元，且 250 万美元银行贷款已经还清。此外，本年度公司**回购了 120,231 股股份**，截至本财年结束发行在外的股份总数为 1,017,547 股。

在刚刚结束的本财年，公司大幅削减管理费用。年内，公司投资约 811,812 美元用于**采购新机器**以持续降低成本并提高产品质量，该事宜将在新财年继续推进。

菲利普国王工厂 E 分厂的大部分机器已被售出。我们预计在新财年将处置该工厂的剩余机器。这将加快我们对无利润工厂清算的进度。拟出售的 E 分厂将迫使我们必须把为菲利普国王工厂 D 分厂所准备的原棉和坯布储存在哈撒韦 C 分厂(前身是兰肖工厂 Langshaw Mill)。计划在新财年内实现这一目标。

西伯里·斯坦顿(Seabury Stanton)在经历了 50 多年的职业生涯后辞去了董事和总裁职务，这些空缺将由肯尼思·V·蔡斯(Kenneth V. Chace)接任。与此同时，约翰·K·斯坦顿(John K. Stanton)辞去董事职务，不再担任财务主管和董事会秘书。哈罗德·V·班克斯(Harold V. Banks)当选并接替他担任财务主管和董事会秘书。

目前公司所有部门都有大量未交付的订单积压，我们预计来年的运营能继续实现盈利。

我们向公司全体员工表示感谢，有赖于他们的众志成城才能取得今年的成功。

(Malcolm G. Chace, Jr.)小马尔科姆·G·蔡斯 董事长



伯克希尔的诞生和崛起

滚雪球：由于比约定的回购价格少了 1/8 美元，1965 年 5 月巴菲特赌气买下了 BRK 纺织厂，这份回购要约出现在巴菲特父亲去世 5 天后，如果没有这欺骗性的 1/8 差价，就不会有现在的伯克希尔。

巴菲特：如果你在投资时情绪化，你就没办法做好。你对股票可能产生种种情感，但股票不会对你产生情感。

真实情况真的是这样吗？巴菲特自 1962 年开始购买伯克希尔，当时是想参与回购套利，1965 年因回购价格问题放弃套利，转而加码买下 70% 股份获得控制权，前后总耗资 1000 万左右，在随后的 1965-1969 年，5 年间巴菲特从伯克希尔纺织业务中榨出了 1500 万现金（纺织经营产出 620 万，累计亏损税收抵扣 460 万，折旧释出 410 万），巴菲特还用产出的现金投资获得 540 万税后投资收益。投资 1000 万，产出 2000 多万现金，用这些现金 860 万收购了保险业务和 1700 万收购银行业务，纺织业务相当于白送，这怎么看都是相当成功的一笔投资。巴菲特在榨出了纺织业务的油水后，还一度打算效仿邓普斯特剥离出售制造业务的方式，将纺织业从伯克希尔剥离出去，可能是没有找到合适的买家，可能是忌惮清算者不良声誉，纺织业务一直保留在伯克希尔中，一直到 1985 年关闭。巴菲特可能是在重整伯克希尔的过程中，尝到了其中巨大的甜头，加之市场火热投机迭起，所以才萌生转向企业经营。但无论怎么看，当时投资伯克希尔都是一笔非常棒的投资。

BRK 利润表 1954-1964

万美元	1964	1963	1962	1961	1960	1959	1958	1957	1956	1955	1954
收入	4998.3	5059.1	5325.9	4772.2	6260.9	6951.2	6195.6	6609.8	6804.3	6549.8	6692.9
成本费用	4945.5	5113.6	5527.8	4827.3	5798.7	6800.6	6635.0	7021.2	6641.3	6516.9	6537.0
经营收益	52.8	-54.5	-201.9	-55.1	462.2	150.6	-439.4	-411.4	163.0	32.9	155.9
利润率	1.06%	-1.08%	-3.79%	-1.15%	7.38%	2.17%	-7.09%	-6.22%	2.40%	0.50%	2.33%
其它收益	-35.2	-14.0	-13.2	8.6	0.2	-18.4	-58.2	-1.4	16.0	-38.4	-17.2
税前收益	17.6	-68.5	-215.1	-46.5	462.4	132.2	-497.5	-412.8	179.0	71.3	138.6
所得税				-7.2				-87.0	86.7	41.2	72.6
净收益	17.6	-68.5	-215.1	-39.3	462.4	132.2	-497.5	-325.8	92.3	30.1	66.0
折旧	110.1	171.7	190.5	212.9	171.3	163.7	194.1	197.1	189.6	179.9	
净利率	0.35%	-1.35%	-4.04%	-0.82%	7.39%	1.90%	-8.03%	-4.93%	1.36%	0.46%	0.99%
ROE	0.79%	-2.26%	-6.63%	-1.09%	12.17%	3.40%	-12.5%	-7.26%	1.83%	0.59%	1.24%

BRK 利润表 1964-1972

万美元	1972	1971	1970	1969	1968	1967	1966	1965	1964	55-64 累计
纺织收入	2774.2	2601.1	2456.9	4042.7	4600.2	3905.6	4937.2	4930.1	4998.3	59527.1
成本+费用	2626.1	2591.3	2452.5	3898.8	4443.6	3900.0	4452.4	4461.4	4945.5	
纺织经营收益	148.1	9.8	4.4	143.9	156.6	5.6	484.9	468.7	52.8	-300.8
利息等损益	-55.4	-51.4	-23.9	-76.6	-67.8	16.3	15.6	-36.8	-35.2	
所得税	-54.6	-3.3	3.7	-25.3	-35.6	-0.3	-224.2	-204.0	-5.0	
纺织净收益	38.0	-44.9	-15.8	42.0	53.2	21.6	276.3	227.9	12.6	-377.9
亏损结转额					16.6	21.0	221.2	204.0	5.0	
保险业务收益	805.6	522.2	205.2	211.6	249.6	79.2				
银行业务收益	268.0	216.7	261.4	160.8						
已实现投资收益	101.0	74.5	5.8	380.8	146.8	10.0				
净利润	1212.6	768.6	456.5	795.3	466.2	110.7	497.5	431.9	17.6	-411.6
折旧	42.7	46.0	52.0	64.3	66.2	97.9	96.3	86.2	110.1	1780.9
ROE	17.76%	13.68%	9.42%	18.11%	12.88%	3.51%	16.87%	17.61%	0.79%	

BRK 资产负债表 1954-1964

万美元	1964	1963	1962	1961	1960	1959	1958	1957	1956	1955	1954
现金	92.0	66.0	144.5	93.9	153.5	198.7	247.3	200.3	255.4	416.9	497.7
有价证券					324.8	446.4		16.3	48.2	433.3	296.3
应收账款	745.1	767.0	705.2	685.2	764.5	707.0	718.4	805.1	713.6	434.3	320.0
存货	1168.9	1801.1	1928.1	2088.0	1492.0	1565.5	2241.1	2406.6	3084.2	2297.7	2766.9
其他流动资产	19.1	23.7	32.1	27.5	49.5	43.3		87.5		100.0	39.4
流动资产总计	2025.0	2657.9	2809.9	2894.7	2784.3	2960.8	3206.8	3515.7	4101.5	3682.2	3920.2
地产厂房设备	757.1	1282.5	1591.3	1623.2	1438.9	1284.2	1502.1	1680.6	1713.1	1665.5	1724.9
其他资产	6.5	4.3	7.7	10.0	16.2	21.1	93.9	169.6	181.2	172.2	177.8
资产总计	2788.7	3944.8	4408.9	4527.9	4239.4	4266.1	4802.8	5365.9	5995.8	5520.0	5823.0
应付票据	250.0	540.0	690.0	415.0			450.0	335.0	430.0		87.8
应付账款	209.7	241.5	331.6	337.1	258.3	242.4	226.7	383.6	218.5	233.4	229.6
其他应付	115.2	135.3	140.9	158.2	183.0	132.5	133.3	156.9	310.4	146.6	170.2
流动负债总计	574.8	916.9	1162.5	910.3	441.2	374.9	840.0	875.6	958.9	680.0	487.5
股东权益	2213.9	3027.9	3246.4	3617.6	3798.2	3891.2	3992.8	4490.3	5037.0	5140.0	5335.4
负债权益合计	2788.7	3944.8	4408.9	4527.9	4239.4	4266.1	4802.8	5365.9	5995.8	5520.0	5823.0
流通股数	113.8	160.7	160.7	160.7	162.6	193.6	210.6	210.6	224.6	229.5	229.5
每股账面价值	19.46	18.84	20.20	22.51	23.37	20.10	18.96	21.32	22.43	22.40	23.25
股息总额			16.1	120.6	171.5	46.4		110.8	227.6	224.5	
回购金额	531.6			20.8	383.8	187.4		126.7	57.9		

BRK 资产负债表 1964-1972

万美元	1972	1971	1970	1969	1968	1967	1966	1965	1964
现金	195.4	96.2	135.2	179.3	160.6	83.5	62.9	77.6	92.0
有价证券				29.4	542.1	382.5	544.6	290.0	
应收账款	405.5	510.0	391.6	639.7	756.3	757.2	811.4	742.3	745.1
存货	682.7	603.1	847.2	927.0	1233.3	1158.6	1223.9	1027.7	1168.9
其他流动资产	9.2	11.0	20.0	34.5	20.0	22.4	13.1	19.6	19.1
流动资产总计	1292.8	1220.0	1394.0	1809.8	2712.3	2404.1	2655.9	2157.2	2025.0
厂房设备	196.6	220.9	249.4	301.4	386.3	564.0	630.7	661.7	757.1
投资保险业务	4498.2	3350.2	1906.5	1531.5	1275.5	1025.9			
投资银行业务	2047.3	2011.7	1987.8	1886.8					
投资其它业务	125.9	125.9	126.1	126.1					6.5
资产总计	8160.7	6929.0	5663.7	5655.7	4374.0	3994.1	3289.6	2822.2	2788.7
应付票据	323.6	330.5	301.5	380.4	425.7	543.4	297.9	326.0	288.3
应付税金	43.5	17.4	24.8	144.3	63.7	32.3	42.3	44.2	36.5
其他应付									115.2
流动负债总计	367.1	347.9	376.3	674.7	689.4	775.6	340.1	370.2	574.8
长期借款	964.1	964.1	589.1	739.1	264.1	264.1			250.0
股东权益	6829.5	5616.9	4848.3	4391.8	3620.5	3154.3	2949.5	2452.0	2213.9
负债权益合计	8160.7	6929.0	5663.7	5655.7	4374.0	3994.1	3289.6	2822.2	2788.7
流通股数	98.0	98.0	98.0	98.0	98.5	98.5	101.8	101.8	113.8
每股账面价值	69.72	57.34	49.49	44.83	36.74	32.01	28.99	24.10	19.46
股息总额						10.2			
回购金额				24.0		57.7		163.8	531.6



巴菲特 1970 年代开始专注经营性业务

巴菲特致股东的信 1966

1966 年 12 月 2 日, BRK: \$17-27

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

为便于股东参考, 我们在这封信的首页突出列示 1966 财年与前五个财年的财务对比情况。

在这封信中, 我们将详细讨论以下几方面:

1966 年的运营状况; 1961~1966 年的运营情况分析; 保持健康的财务状况; 股息分配政策。

1966 年的运营状况

销售状况

尽管 4940 万美元的营业总额和去年基本持平, 但是生产情况还是有较大变化。合成部门的营业额下降, 但是这已被家居纺织品部门的业绩增长所弥补。梭箱织机部门的销售略有增长, 但又被菲利普国王工厂 D 分厂的经营亏损而冲销。

1966 年下半年的销售情况反映市场总体呈现低迷的态势。大量染纱的进口以及流行趋势的变化导致我们的梭箱织机业务销售亏损而且价格下跌。醋酸面料(内衬布)的过度生产加上尼龙面料的进口使得合成部门直面更多织机的竞争。进口以及国内产能的增长共同压低了普通涤棉混纺产品的价格。我们预计这种趋势会导致织布机转到棉织品上来, 从而对我们菲利普国王工厂的 D 分厂生产的精梳棉面料的销售造成不利影响。

考虑到 1966 年第 4 季度的这些严重不利因素, 我们被迫决定关闭梭箱织机业务, 并在 1966 年 10 月 9 日也关闭了位于新贝德福德市的合成部门, 从而避免了库存大量积压。截至撰写本股东信之时, 纺织市场还没有复苏迹象, 削减产能以避免库存积压就显得非常必要。

新产品开发

过去几年, 家居纺织品部门的业绩增长在很大程度上得益于新产品开发和对老产品的创新应用。去年, 我们为发展这个部门增加了更多的资本支出, 以期纺织品价格和销售更加稳健。

劳工关系

1966 年初, 我们与美国劳工联合会—产业工会联合会下的美国纺织工人工会签订了一份为期 3 年的新合同, 截止日期为 1969 年 4 月 15 日。该合同条款涵盖了工资和福利政策, 未增加二次谈判的条款。

厂房和设备

我们花费了大约 97 万美元**购置新机器**，以期降低成本、提高产品质量并提高我们的制造灵活性。

在 1966 财年，我们已处置剩余的闲置机器。

所得税支付

截至 1966 财年末，除了一小部分税收额度结转外，其余部分已全部使用。因此，我们在未来盈利时将需要缴纳公司所得税。

公司运营回顾(1960 年 10 月 1 日~1966 年 10 月 1 日)

正如人们所预料的那样，伯克希尔哈撒韦公司身处具有**强周期性的纺织行业**中，其过去十年经常出现盈利的年份，其后几年出现相对巨大的亏损。过去一年在这段历史中是一个重要年份，因为 1966 年不仅是业务盈利的一年，而且它见证了我们的财务实力已恢复到 1960 年底的水平。你或许记得 1959 年和 1958 年的盈利尚未完全挽回 1957 年和 1958 年产生的巨大亏损，当时我们的业务再次遭受了三年亏损的打击。

这些年来，我们的财务状况不仅受到这些亏损的影响，而且还必须承受我们 1960 年代初重大资本支出计划的影响。

下表概括了过去 6 年伯克希尔哈撒韦账面价值的变化：

1960-10-01 账面价值	37,981,820 美元
1960-10-01 股本	1,625,519 股
1961-1966 年累计净利润 (不包括固定资产处置造成的 620 万亏损)	40,476 美元
1960-1966 年累计已支付股息	1,366,273 美元
1960-1966 年累计回购股份 607972 股	7,161,103 美元
1966-10-01 账面价值	29,494,920 美元
1966-10-01 股本	1,017,547 股

你会注意到过去 6 年中支付的股息额度超过了净利润，**账面价值下降 22%的主要原因是公司回购自己的股票**。因这一计划，公司的流通股缩减至 1,017,547 股，比 1960 年 10 月 1 日的流通股数量减少了 37%。考虑到公司因关闭不赚钱的工厂而导致业务规模缩小，因而流通股份的这种缩减是合理的。

股票回购计划对当前股东是有好处的，这在每股账面价值数据方面有所体现，1966 年 10 月 1 日公司流通在外的普通股每股账面价值为 28.99 美元，而 6 年前为每股 23.37 美元。

截至 1960 年 10 月 1 日的那一财年，我们的销售总额为 6260 万美元，而在 1966 年只有 4940 万美元，大

约下降了 21%。这也与总账面价值 22% 的降幅基本一致。公司目前基本实现了与 6 年前持平的账面价值周转率，这一事实再次表明公司在恢复其实力。

财务状况

保持健康的财务状况一直是伯克希尔哈撒韦的目标之一。确实如此，公司依靠这一切实原则在其所处的强周期性产业中存活了下来。截至 1966 年 10 月 1 日，公司持有营运资本多达 23,158,187 美元，这是公司财务状况健康的直接证据。这一数据，若按每股为基础计算，相当于公司在 1960 年 10 月 1 日的营运资本 2343 万。因为期间进行了股票回购导致股票缩减，目前每股营运资本为 22.76 美元，而 6 年前每股营运资本为 14.41 美元。

促使公司保持健康财务状况的原因不仅在于公司的业务具备周期性特点，而且还有几个其他考虑。如前所述，公司正在考虑纺织业内或者其他行业的**潜在合适收购机会**。尽管目前还无法给出具体日期，但是我们肯定对这种收购有强烈意向。目前很难在货币市场融资到收购所需要的资金，公司**为准备收购而保持流动资本**就势在必行，万一突然出现心仪的收购机会呢。目前还有诸如越南战争、税率升高，和商业活动萎缩等外部风险，所有这些风险都特别要求公司持续保持健康的财务状况。

另外，我们快速成长的家用纺织品部门可能有较大的投资需求。在过去三年，我们的家用纺织品部门营业额几近翻倍。万一未来几年实现相应的成长，那么我们**可能需要投资多达 700 万美元在增量库存和应收账款上**。

最后，纺织业一直存在技术升级的威胁。我们在工厂和设备方面的投资为 2440 万美元(扣除应计折旧后为 630 万美元)。这是纺织机械行业持续努力应对技术落后而做的投资。**我们的制造工艺在任何程度上的重要更新都需要按照未来的重置价格来进行大额资本支出。我们会持续仔细权衡所有资本支出计划的潜在回报和风险**。然而，一旦我们认为资本支出符合我们的最大利益，那么必须保持健康的财务状况才能实施。如果重要的降低成本设备的出现恰逢纺织行业盈利的低迷期，那时难以甚至无法获得外部资本，所以保持充足的营运资本相当必要。

正是出于这些考虑，公司在年底的营运资本中包含了 540 万美元的有价证券(包括短期市政债券、商业票据和普通股)。由于不知道什么时候公司才会需要大量现金，并且可能在相当长一段时间内不会发生这种情况，你们的董事们认为，我们应该像投资于工厂、库存和其他资本金一样，**积极实现这部分资本的实际回报**。因此，董事们目前的意向是继续把这些资金中很大一部分暂时投资于普通股。这不仅可以带来比非权益类有价证券领域的其他替代投资机会更高的收益，而且还有机会让我们参与纺织业务以外的收益机会，即便只是短期且间接的。

股息分配

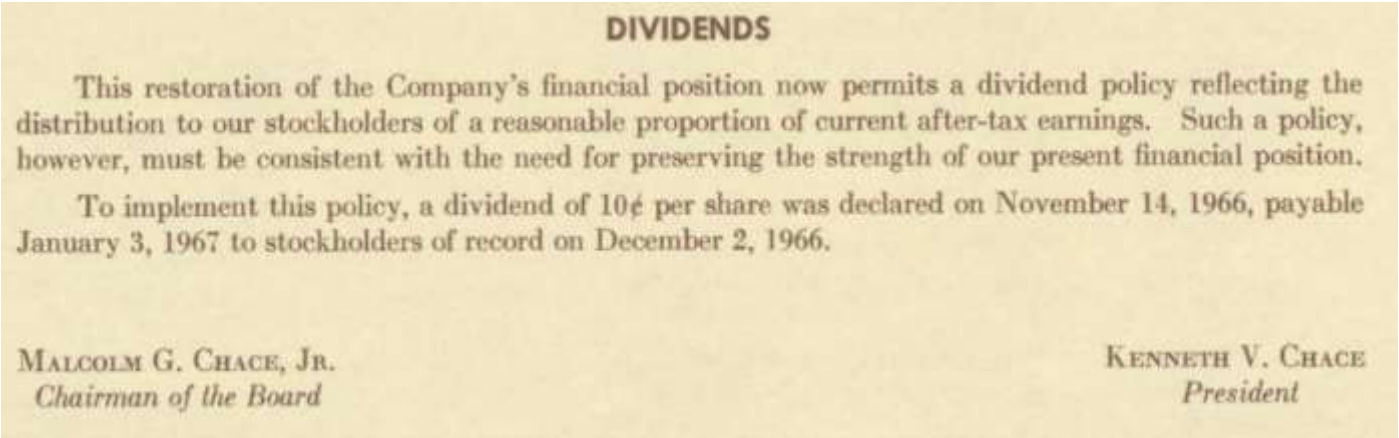
目前公司财务状况有所恢复，这使得向我们的股东分配一定比例的当期税后利润这一股息政策具备实施条件。然而这一股息政策绝对不能以损害当前的财务健康程度为代价。

股息政策已于 1966 年 11 月 14 日公布，其分配方案为每股股息 10 美分，股权登记日为 1966 年 12 月 2 日，股息支付日为 1967 年 1 月 3 日。

(Malcolm G. Chace, Jr.)小马尔科姆·G·蔡斯 董事长

(Kenneth V. Chace)肯尼斯·V·蔡斯 总裁

沃伦·巴菲特 执笔



1966 年 11 月 14 日，巴菲特控制伯克希尔后唯一的一次分红，每股 0.1 美元。

1966 年末 BRK 证券持仓

股份数量	公司名称	成本	市值
3,300	John Blair & Co.	48,825	54,450
2,200	Massachusetts Indemnity&Life Insurance Co.	55,462	53,900
3,900	Disney Productions	168,651	175,500
13,371	Investors Diversified Services A	374,528	374,388
	合计	647,466	658,238
债券票据：福特汽车/通用汽车/市政债券，利率 3.27-5.75%，共 480 万美元			

1966 年巴菲特开始将伯克希尔的资本从 BRK 纺织业务退出，配置到证券市场

巴菲特致股东的信 1967

1968 年 3 月 8 日, BRK: \$17-21

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

出于会计考虑, 公司决定采用日历年度作为财年。以往采用每年 9 月 30 日作为财年的年底, 今年用日历年底取而代之。此变更已从 1967 年 12 月 30 日开始生效。本报告含盖的时间跨度为截至 1967 年 12 月 30 日之前的 15 个月。

纺织业务

截止于 1967 年 9 月 30 日的财年经营情况

销售情况

总体销售呈下滑趋势, 从 1966 财年的 4940 万美元降低到 1967 财年的 3900 万美元。销售额下降的原因是所有业务部门都面临市场码数需求的萎缩, 而且除家用纺织品部门以外, 所有产品线价格锐减, 尽管我们的家用纺织品部门的营业额和利润也下降了, 但相比我们经营的纺织品行业低迷状况, 该业务板块表现出最强抵抗力。伯克希尔哈撒韦公司并不生产厚帆布这样的粗制品, 它是 1967 年表现最强劲的细分纺织业务。

本财年中, 为避免库存积压我们削减了约 15% 的产能。我们保持了令人满意的库存水平, 但是我们的减产导致失去几类熟练技工, 如果我们要充分利用工厂产能, 这些技工将会用到。因此, 在我们再次满负荷运行之前, 将会产生异常高的培训费用。

到本财年结束时, 除了我们在罗德岛州沃伦市的菲利普国王工厂 D 分厂(Warren, Rhode Island)生产的精梳面料外, 有一些迹象表明整体纺织市场正在改善。这种纺织品仍然需求不佳, 全年价格低迷。有一项市场调查显示, 市场对涤棉混纺面料的需求将逐步取代对精梳棉面料的需求。

从积极的方面来说, 我们将家用纺织品产品线扩展为更多种类的面料, 并扩大了我们在该领域的销售队伍。除此之外, 我们还开设了服装面料部门, 将梭织机色织成品销售到女装市场。这两项举措都是我们总体策略的一部分, 我们试图在与主要面料生产商直接竞争领域之外建立产品线。我们打算进一步落实这项政策。

生产制造

由于产能下降, 订单减少, 织机更换频繁, 导致制造成本大大高于往年。恢复全面运营应该能在很大程度上

纠正这种情况。虽然产品开发和面料的多样化将导致更高的制造成本，但是这些更高的成本应该能被面料的更高售价抵消，并带来更高的利润。

劳工关系

劳资关系仍旧令人满意。我们的劳动合同将持续到 1969 年 4 月。在 1968 年 4 月，将按合同要求提高总体工资水平。目前的劳动力市场就像大多数行业一样，多数求职者都缺乏必要的培训和技能。

1967 年第 4 季度情况

本季度除菲利普国王工厂 D 分厂之外所有业务部门都呈现需求走强态势。公司目前的运营接近正常水平，其中因未能及时招聘和培训足够的人力而导致部分设备处于停机状态。我们预计新成立的服装面料部门有一个良好的开局，而家用纺织品部门则继续保持其历史最强增长局面。根据对当前市场状况的评估，我们预计 1968 年的纺织品市场利润水平将明显改善。我们的运营亏损结转已得到充分利用，无论未来能赚到多少净利润，都必须按照正常情况缴纳联邦所得税。

目前确实令人不满的业务是精梳棉面料业务。经过第二次市场调查后，**年末决定关闭位于罗德岛州沃伦市的菲利普国王工厂 D 分厂**，这些产品是在那里生产的。该工厂是生产精梳面料的高效工厂，不幸的是市场对它的需求荡然无存。该工厂的设备对其他面料的适用性很低，因此对其转换改造并不划算。新的天然棉花的成本大幅增加，而这个成本也不能转嫁到上涨的成品价格中，因此我们迅速决定终止这一业务。菲利普国王工厂 D 分厂的关闭所造成的任何损失将体现在 1968 年财报数据中。此时，我们只能推测这一损失金额，不过我们预计税前损失不会超过 100 万美元。

保险子公司

我们对保险子公司自 **1967 年 3 月收购(857.7 万美元)**以来的业绩非常满意。这两家公司国民保险公司(National Indemnity Company)和国民火灾与海事保险公司(National Fire & Marine Insurance Company)继续由杰克·林沃尔特先生(Jack Ringwalt)精心管理，他自公司成立以来一直负责管理此项业务。

在 1967 年，保费总额略有增加(**80%来自汽车保险**)，但是因终止部分再保险业务的安排导致净保费收入大幅增加。保险承保业务的利润率良好，而且投资收益也大幅增加，这既反映出更高的资产基础，又反映出固定收益部门全年普遍较高的收益率。保险子公司的所有收益将被保留以提高其资本实力。

我们对保险公司的投资是我们努力实现盈利来源多元化的第一个重要步骤。1967 年，这一努力的成功表现在，保险子公司实现的收益，大大超过了资本支出较大的纺织业务所带来的收益。我们预计未来几年相对盈利能力的顺序将会逆转，这反映了保险业和纺织业周期处于不同阶段。然而，我们认为拥有这两个不相关的收益来源是一个额外的有利因素，而不是像以前那样仅靠一个行业获利的状态。

未来计划

管理层将继续留意机会以扩大我们的业务，无论是纺织业，保险业还是不相关的领域。**我们认为，重要的是我们不要重复 1956~1966 年间的历史，当时平均投入资本超过 3000 万美元，而总收益却是亏损的。**

我们目前持有的高流动性资本为可随时出售的普通股，可用于收购新业务或用于在我们目前的业务中获得更大利润的机会。**此外，我们会毫不犹豫地举债来抓住有吸引力的机会。我们的目标是获得与公司营运资本相称的，一个相当稳定且可观的盈利能力。**

(举债回购[股转债]：1967 年 8 月 1 日 BRK 发行了 64.13 万美元 7.5% 固定利率 20 年期不可转换次级债券，按每股 20 美元置换回购了 32065 股普通股。每年 2 月 1 日和 8 月 1 日付息。1973 年 7 月 31 日之前可按 105% 面值赎回，之后按 100% 面值赎回。1973 年至 1987 年，每年 8 月 1 日偿还 1/15 本金。)

(Malcolm G. Chace, Jr.) 小马尔科姆·G·蔡斯 董事长

(Kenneth V. Chace) 肯尼斯·V·蔡斯 总裁

沃伦·巴菲特 执笔

1967 年末 BRK 证券持仓

股份数量	公司名称	成本	市值
1,5000	American Express Co. -新进	1,065,000	2,047,000
57,500	Sperry & Hutchinson Co. -新进	1,036,209	1,948,000
40,676	Investors Diversified Services A -增持	1,162,456	1,627,000
2,100	Investors Diversified Services B -增持	14,962	21,000
7,931	Walt Disney Productions -增持	332,297	793,000
9,400	John Blair & Co. -增持	145,650	254,000
11,175	Rank Organization Ltd. -新进	37,977	80,000
2,200	Massachusetts Indemnity & Life Insurance Co.	55,462	67,000
500	Florida Gas Co. -新进	6,504	8,000
	合计	3,856,517	6,845,000

巴菲特致股东的信 1968

1969 年 3 月 12 日, BRK: \$20-39

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东：

在 1968 年，纺织业务和保险业务的盈利状况有所改善。目前的与股东相关的资本收益率仍然不尽如人意，但我们正在尽最大努力使其达到适当水平。

纺织业务

家居纺织品业务和男装衬里业务良好，营业额增长了 14%。多年来，这些业务一直是我们盈利最稳定的领域，它们在 1968 年的改善得益于理查德·博文(Richard Bowen)在家居纺织品业务和拉尔夫·里格比(Ralph Rigby)在男装衬里业务的不懈努力。1969 年，家居纺织品业务将采用新的 150 英寸苏拉织机，这将进一步丰富我们的产品样式。如果利润可观的项目达成预期目标，我们将考虑增购织机助力业务扩张。

我们的梭箱织机部门多年来一直存在严峻的经营问题。我们在这一领域的历史表明，偶尔会出现价格强劲的时期，随之而来的是大量进口产品，恶性的降价和缩减运营规模。经过对梭箱织机坯布产品的未来市场进行仔细评估，以及继续支撑此业务所需要的投资规模，因此决定在 1969 年逐步淘汰这些不挣钱坯布的经营。在运营过渡期结束后，出售固定资产会导致一定额度的亏损，我们预计纺织业务的运营状况整体上会有所改善。

保险业务

国民保险公司和国民火灾与海事保险公司在杰克·林沃尔特的管理下继续保持突出的经营业绩。1968 年保费收入略有增加，但更重要的是，在财产保险行业整体承保亏损的情况下，仍然实现了良好的承保利润。得益于更大的资产规模和固定收益证券回报率提高，投资收益在 1968 年大幅增加。我们对普通股的投资再次兑现了部分资本利得。

无论是在直接保险领域还是在再保险领域，保险公司将继续寻求新的扩张机会。然而，需要继续强调的是，保险承保要保持一定的利润水平，不能单纯为了规模而牺牲利润率。得益于我们保险子公司留存所有收益的政策，我们大幅增加了公司资本金，从而增加了我们获取更多保费的能力。

证券投资和收购

在 1968 年，我们出售了投资组合中部分有价证券，实现了约 150 万美元税后利润。在 1968 年底，我们的

投资组合市值中未兑现资本利得高达 640 万美元。这种作为短期投资的普通股有价证券可以随时满足我们在收购或扩大经营业务时的资金需求，这符合我们发展更强大且更多元化盈利能力的计划。

年底之后，我们收购了太阳报业公司和布莱克印务公司(Sun Newspapers, Inc. & Blacker Printing Co., Inc.)的全部股票，这表示我们开始进军出版业。本次收购仅花费我们可用收购资金中的一小部分。太阳报业在内布拉斯加州奥马哈地区发行五份周报，订阅规模约为 5 万份。配套的印刷业务则由布莱克印务公司承揽。此次收购规模虽小，但是未来成长潜力巨大。此项业务将继续由斯坦福·利普西(Stanford Lipsey)负责管理。

(Kenneth V. Chace)肯尼斯·V·蔡斯 总裁
沃伦·巴菲特 执笔

1968 年末 BRK 证券持仓

股份数量	公司名称	成本	市值
45,000	American Express Co.	1,065,000	3,454,000
57,500	Sperry & Hutchinson Co.	1,036,209	2,429,000
40,676	Investors Diversified Services A	1,162,456	2,191,000
2,100	Investors Diversified Services B	14,962	29,000
13,400	John Blair & Co. -增持	227,080	683,000
1,600	Wm.Wrigley,Jr. -新进	165,902	184,000
14,498	Walt Disney Productions -增持	168,651	175,500
11,175	Rank Organization Ltd.	37,977	137,000
2,200	Massachusetts Indemnity&Life Insurance Co.	55,462	99,000
800	Crompton Company -新进	23,203	26,000
500	Florida Gas Company	6,504	10,000
	合计	4,086,224	10,489,000
债券票据：1969 年 2 月 21 日到期的通用汽车票据，利率 6-6.25%，共 133.5 万美元			



Sperry & Hutchinson Green Trading Stamps 绿色印花票

巴菲特致股东的信 1969

1970 年 4 月 3 日, BRK: \$31-45

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

四年前, 你们的管理层致力于发展更强大、更稳定的盈利能力, 而如果资本继续完全投资于纺织行业, 这种能力似乎是不可能实现的。此计划的资金暂时用于有价证券, 以待收购符合我们投资和管理标准的营运业务。

事实证明, 这一政策相当成功。有些公司在回报完全不足的情况下继续投入大量资金用于纺织业扩张, 他们所取得的成绩, 更是与我们形成鲜明对比。我们成功完成了对运营业务的两项重大收购, 它们的成功运营使伯克希尔去年的平均股本回报率超过 10%, 而我们用于纺织业务的那部分资本回报率不到 5%。在过去两年中, 我们已经清算了持有的全部有价证券, 税后收益超过 500 万美元。这些收益为我们在 1969 年的重大收购项目提供了重要的资金支持, 当时借钱进行收购通常非常困难。

我们预计不会进一步购买有价证券, 但我们仍在继续寻找理想的收购对象。当然, 任何收购都将取决于获得适当的融资。

纺织业务

1969 年的销售额比 1968 年下降约 12%。尽管梭箱织机部门关停产生了重大运营亏损, 但净利润还稍微有所提高。投入资本所产生的收益略有改善, 但尽管作出巨大努力以求改善, 但仍未令人满意。

目前, 我们正处于纺织行业的衰退时期, 其严重程度超过了我们多年来所看到的情况。在大量终端用途上, 对纺织品的需求总体不足。需求不足迫使我们削减生产以避免库存积累。1970 年第一季度, 我们的男装里料部门和家居面料部门都被迫停产两周, 但库存仍然偏高。需求下降的幅度似乎比周期性纺织品市场的正常情况还要大。从这个周期中复苏, 可能将取决于联邦政府对他们能够控制的经济因素采取的行动。

根据历史表现及市场预测, 我们将纺织业务集中于表现可能令人满意的领域。我们的工厂运营已有所改善, 在更好的行业条件下, 应可大幅降低成本。然而, 目前的情况是, 1970 年这一业务的利润会更低。

保险业务

1969 年, 杰克·林沃尔特(Jack Ringwalt)和他杰出的管理团队几乎在每个部门都创造了新的记录。火灾及意外保险行业本年度再次出现重大承保亏损, 但我们的保险子公司却实现了可观的调整后承保收益。自 1941 年公司成

立以来，林沃尔特就一直坚持“承保需盈利”的原则——这项政策在业内经常被提起，但得到贯彻却少得多。

我们新成立的担保部门虽然规模不大，但年内进展顺利。我们正在洛杉矶设立分公司，以期进入加州的工伤赔偿保险市场。我们新成立的再保险部门似乎开端强劲，但这项业务的性质决定，至少需要几年的时间才能对经营业绩做出明智的判断。我们有正孕育值得关注的新计划，开展新的 Home-State 住宅保险业务。

20 多年来菲尔·列谢(Phil liesshe)一直是保险产品和承保部门出色业绩的主要贡献者，他于今年年初当选为执行副总裁。

我们的保险业务有望持续增长。

银行业务

对伯克希尔来说，1969 年最重大的事件是 1550 万美元现金收购了伊利诺伊州罗克福德地区的伊利诺伊国民银行和信托公司 97.7% 的股份(The Illinois National Bank and Trust Co.)。这家银行是尤金·阿贝格(Eugene Abegg)创立的，在没有外部增资的情况下，从 1931 年的 25 万美元账面价值和 40 万美元存款，发展到 1969 年的 1700 万美元账面价值和 1 亿美元存款。

阿贝格先生将继续担任董事长，并在 1969 年取得创纪录的约 200 万美元经营收益(扣除证券损失前)。在不以信托为主业的国内大型商业银行中，此类利润占存款或总资产的百分比接近榜首。要在 1970 年实现更高的收益并不容易，因为：(1) 我们的银行已经是一家高效的企业，(2) 伊利诺伊州的单一银行制度(不设分支，一行一店)使得大型城市银行难以实现适度的存款增长。

拥有近一年后，我们对自己在伊利诺伊国民银行的投資以及與阿貝格先生的合作感到滿意。

(1969 年 BRK 疑似为現金收購伊利諾伊國民銀行向銀行借款，1970 年初餘額為 675 萬美元，其中 150 萬需一年內償還，利息按波士頓第一國民銀行 90 天商業貸款基準利率加 0.5% 計算，本金按季度償還 37.5 萬美元，最後一筆 337.5 萬美元 1972 年 6 月 30 日到期。)

(Kenneth V. Chace)肯尼斯·蔡斯 總裁

沃伦·E·巴菲特 执笔

巴菲特致股东的信 1970

1971 年 3 月 15 日, BRK: \$32-47

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

过去一年, 我们各营运单位的经营业绩差异显著。伊利诺伊国民银行信托公司公布了创纪录的收益, 按经营收益占平均资本的百分比计算, 该公司在全美银行中继续名列前茅。我们的保险业务在承保业绩方面有所恶化, 但投资收益增加带来持续的良好回报。纺织业务于年内逐渐变得更为困难, 而考虑到行业环境, 最终盈亏平衡结果是可以理解的。

综合上述因素, 平均股东资本回报率约为 10%。虽然这一数字仅约为美国工业企业的平均水平, 但这一数字大大超过了像五年前那样继续将资本投向纺织行业所能实现的回报水平。

纺织业务

年内, 男装衬里及家居布料的销售均大幅下跌。因此, 我们不断被迫调整生产计划, 以防止库存增加。减产措施令本公司付出沉重代价, 而且给我们员工的生活带来负担。

价格继续处于低水平, 需求没有走强。存货水平虽然经过一番努力已较一年前有所下降, 但相对于当前销售水平而言仍属偏高。我们继续努力在制造和营销领域进行必要的变革, 以实现盈利经营和更稳定的就业。

在肯·蔡斯(Ken Chace)的带领下, 管理层和工人在这项业务中表现出的努力、态度和进取精神与我们利润更高的业务中的同行完全相同。但在过去的一年里, 他们一直在逆势而行, 在撰写本文时, 这种情况仍无改善。

保险业务

我们的保险业务在这一年增长出色, 但承保表现较差。随着传统汽车保险市场受到更多限制, 我们的传统业务量激增。这与我们非常规的承保历史相一致, 当标准市场出现产能或承保亏损问题时, 我们会以"波动"形式获得保费量增长。尽管我们传统业务的综合赔付及费用比率于年内上升至约 100%, 但我们的管理层在杰克·林沃尔特(Jack Ringwalt)及菲尔·列舍(Phil Liesche)的领导下, 有能力及决心令其恢复承保盈利。

年内, 由乔治·扬(George Young)管理的新设再保险部门取得重大进展。虽然对该部门承销业务的评估需要几年的时间, 但初步迹象令人鼓舞。我们正在再保险的不同领域创造大量业务, 并培养更完美的员工, 以便将来处理更大的业务。

去年的报告中提到的担保业务在 1970 年的承保亏损很大。合同工保证金业务令人失望，我们将我们的承保限制在兜底保证金领域。这将意味着成交量大幅下降，但有望带来承销利润。

我们的 Home-State 住宅保险业务——内布拉斯加意外险公司(Cornhusker account affairs)有着良好的开端。该公司成立于 1970 年初，是国民保险公司旗下一家 100%控股的子公司，只通过内布拉斯加州的代理商承接标准业务。大公司的财务能力和小公司便利的渠道网络相结合，将为一流的代理商提供强大的营销工具。杰克·林沃尔特将这一概念转化为现实值得赞扬。我们目前的计划为住宅保险业务(Home-State)的扩张打下了基础，我们预计在今年下半年增设另一家公司。

银行业务

1969 年的银行业务业绩就相当不错，而 1970 年尤金·阿贝格在存款规模不变的情况下仍然实现了上佳业绩。在维持高于平均水平的流动性的同时，不考虑有价证券的增值，其净经营收益与平均存款额之比高于 2%。这一业绩记录表明银行业务得到了特别妥善的管理。

鲍勃·克莱恩(Bob Kline)于 1971 年 1 月成为伊利诺伊国民银行行长，阿贝格先生继续担任董事长兼首席执行官。伊利诺伊州是一个单一银行制的州(注：unit banking 不允许银行有多家分行或其它分支机构)，存款增长很难。在为该行工作的这一年里，克莱恩在筹集新存款方面非常努力和主动。这种符合国家趋势的存款增长将主要在消费储蓄领域，伴随而来的是高成本。由于全国各地的贷款利率普遍较低，管理层在利用较高成本存款组合的同时保持盈利将面临挑战。

1970 年底，美国通过了一项有关银行控股公司的新法案，该法案对伯克希尔哈撒韦公司将产生影响，因为伯克希尔拥有伊利诺伊国民银行的控股权。实际上，我们有大约 10 年的时间来处置该银行的股份(这可能涉及到将银行股票分拆给股东)，我们可能需要一段时间才能决定采取什么行动。与此同时，伯克希尔哈撒韦集团所有实体的某些活动——包括收购——均须遵守该法案的规定和联邦储备委员会的规定。

沃伦·巴菲特 董事长

(1970 年 1 月 31 日，巴菲特个人持有 245129 股伯克希尔股票，占总股本 979582 的 25%。)

巴菲特致股东的信 1971

1972 年 3 月 13 日, BRK: \$40-74

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东：

今天很高兴报告我们 1971 年的经营收益，扣除资本利得，我们的股东权益比年初增加了 14%。这个结果大大高于美国工业平均值，而且是在我们纺织业务对利润贡献不大的情况下，这些都归功于我们五年前开始的业务重组。我们管理层的主要目标仍然是提高投入资本回报率(股东权益+长期债务)和股本回报率。但是我们应该意识到仅仅保持这样高的投资回报率，都要比提高 1960 年代大部分时间极低的投资回报都困难。

纺织业务

和大多数纺织企业一样，我们整个 1971 年一直在毛利率不足的状况中挣扎。管理层努力降低成本，生产一些价格不敏感产品，却只能产生微薄的利润。然而，如果没有这些努力我们可能会陷入亏损的状态。年内就业情况较为稳定，原因是我们改善存货控制的计划取得合理成效。

正如去年说的，肯·蔡斯(Ken Chace)和他的管理层在这样一个不景气的行业中苦苦抗争。大环境不好他们付出了更多的努力。最近行业温和回暖，我们努力加强的销售力量产生了一些正面作用。随着我们纺织业务的改善，我们期望在明年纺织业务会有更好的利润率(尽管不会太高)。

保险业务

交通事故频发率下降，大额保单的有效费率大幅提高以及今年没有发生特大灾难，这些不寻常的因素加在一起，使我们的财产意外险业务今年表现异常的好，虽然还存在一些不足，我们还是因此受惠。

我们的传统业务(仍然是最大的业务)是专业保单和非标准保险业务，当标准保险市场由于无利可图的承保竞争而变得供应趋紧时，生产商主动找我们投保，因此我们的业务增长了很多，最近几年的行业情况都是如此。现在保险业在整个行业里已经变得非常有利可图，更多的公司在这一领域寻找曾被拒绝的投保人，一些地区投保费用也正在下降。但是我们继续保持承保盈利为我们的主要目标，这意味着在 1972 年国民保险公司的业务量将发生重大下降。杰克·林沃尔特和菲尔·列谢继续以业内无与匹敌的方式推进这些业务。

再保险业务也是相同的状况，在两年中实现了很快的发展，这都要归功于 George Young 的杰出努力。我们在 1969 年末进入再保险领域，那时保费费率上升很快，市场承保能力也变得紧张。再保险业务 1971 年利润非常

可观。如今保费费率下降，又出现了很多资本充足的强大竞争对手。较低的保费费率往往伴随着较大的风险敞口。在这种背景下，我们预计 1972 年我们的业务会有所缩减。我们不会为我们的保险业务设置目标(再保险业务也是如此)，因为如果忽略盈利，任何虚幻的目标都可以实现。当大灾难出现和承保业务恶化索赔上升时，我们希望我们有能力调集足够的资金来处理这些问题。

我们的住宅保险业务(Home-State)开始于 1970 年成立的内布拉斯加州居民意外险公司(Cornhusker Casualty)。迄今为止，公司在市场销售或是保费水平上都发展的很好。因此我们 1971 年在明尼苏达州成立莱克兰火灾事故保险公司(Lakeland Fire&Casualty)公司，1972 年在德克萨斯州成立得州联合保险公司(Texas United Insurance)公司。每一家公司都将把全部精力投入到各自单独的州，为本地区的代理商和投保人提供大公司的水准，和小公司一样的方便、灵活的服务。John Ringwalt 一直全面负责这项业务，他工作勤奋又很有天分，把自己的想法付诸实践。这些 Home-State 业务现在仍然比较小，1971 年只有 150 万的保费收入。我们估计 1972 年保费收入会翻倍。我们将建立更好的考核标准，对绩效进行评估。

1971 年的亮点是收购了位于芝加哥的家庭和汽车保险公司(Home&Auto mobile Insurance)。这家公司是由维克多·拉布(Victor Raab)通过对库克县一家大型汽车保险公司的少量初始投资起家的，1971 年保费收入为 750 万。Victor Raab 和 Jack Ringwalt, Gene Abegg 一样很有商业天赋，而且对工作充满激情。这三个人白手起家把公司不断发展壮大，在把公司卖给了伯克希尔得到了现金之后，现在仍然痴迷于自己的工作，并因此感到自豪。Vic 创立公司后公司实现了快速发展，但是他的才能受制于缺乏资本。我们为公司注入了大量的资本金，这将使公司能够建立分支机构拓展业务，并将高度集中的现场营销和理赔方法拓展到其他人口稠密地区。

总之，增加的 Home&Auto 汽车保险业务，加上 Home-State 住宅保险业务，能否抵消国民保险公司再保险业务的下降，是值得商榷的。然而，我们在 1970 年和 1971 年获得的大量保费收入，在高利率时期将为投资业务带来了额外的资金，这将在未来几年持续受益。因此，尽管保费收入的前景不尽人意，我们保险业务的投资收益和整体前景还是相当好的。

银行业务

我们的银行子公司伊利诺伊国民银行和信托公司，以收益占存款的百分比衡量，继续引领行业，1971 年我们的平均存款的税后利润超过了 2%，这些都是在(1)没有借款(除了偶然性的准备金平衡交易外)，(2)保持远高于

平均水平的流动性头寸，(3)贷款损失率远低于平均水平，(4)超过 50%的定期存款，所有消费者储蓄账户支付了法定允许的最高利率。这些成就都要归功于吉恩·阿贝格(Gene Abegg)和鲍勃·克莱恩(Bob Kline)卓越的管理。

在 1971 年，整个银行业的贷款和投资利率大幅下降。最近几年，伊利诺斯国民银行从**活期资金转向更昂贵的定期资金**，存款结构已经大大高于行业平均水平。例如，存款所付利息已经从 1969 年的 170 万增加到了 1971 年的 270 万。尽管如此，银行仍然保持着不同寻常的盈利能力。年内市场推广力度加大，成效显著。

现在的利率比 1971 年还低，银行业将难以在 1972 年实现收益增长。伊利诺斯国民银行的存款收入主要来自于定期存款，但现在仅产生非常微不足道的增量收入。要想使我们 1972 年的利润达到 1971 年的水平，**需要非常严格的成本控制**。

融资

因为 1971 年我们保险附属子公司的增长，我们重新申请了伯克希尔的银行贷款，来为这些保险子公司提供额外的资本金。这项融资效果显得特别正确，尤其是当我们今年有机会收购家庭和汽车保险公司时。我们的保险和银行子公司受托于公众，我们的基本理念是，要以雄厚的资本金为基础来运营，以便能够不折不扣地履行我们的责任。因此，我们将会继续规划好我们的融资计划，以在我们的子公司和母公司层面实现最强大的财务实力。

沃伦·巴菲特 董事长

(1971 年 5 月 BRK 与多家银行签订了 900 万美元贷款协议，用于提前偿还 1972 年 6 月 30 日到期的 750 万美元定期贷款，剩余款项用于保险子公司增加资本金。协议约定自 1973 年 6 月 30 日起 12 个季度，本金每季度偿还 50 万美元，1976 年 6 月 30 日偿还最后的 300 万美元。利率为代理机构波士顿第一国民银行 90 天商业贷款基准利率加 0.5%。由于利率快速上涨，BRK 于 1973 年 3 月发行 20 年期 8%固定利率票据，用于替换这些浮动利率贷款。)



巴菲特：他聪明的不可思议，他拥有比我更广阔的理解能力，而且他擅长将重要的概念浓缩为非常简洁的几句话。他对我从无虚言，所以我会倾听他说的话。

巴菲特致股东的信 1972

1973 年 3 月 16 日, BRK: \$73-84

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东：

1972 年伯克希尔的经营收益令人兴奋的达到了年初股东权益的 19.8%。我们所有的主要业务都取得了显着改善。但最大的利润贡献是我们的保险承保业务。由于有利因素的异常趋同——汽车事故频率降低、事故严重程度缓和以及没有重大灾难——承保利润率远高于过去对未来预期的平均水平。

虽然我们预测 1973 年经营收益会略有降低，但是近年来我们的多元化的举措已经建立了一个明显更高的盈利基础。我们在 1965 年接管伯克希尔，假定我们继续将资金投入到了纺织业务中，我们的利润将是非常低的。八年后 1972 年的经营收益为 11,116,256 美元，这比我们继续将资本完全投入纺织业务所产生的回报高出许多倍。1964 年底，伯克希尔的股东权益总额为 22,138,753 美元。从那时起，**我们没有把额外的资本投入纺织业务，无论是现金购买或者通过合并。**相反，我们对股票进行了回购，减少了 14% 流通股。每股账面价值从 1964 年的 19.46 美元增加到 1972 年底的 69.72 美元，年复合增长率为 16.5%。

近年来，不论从财务方面还是人力方面，我们的三项主要收购表现的都非常的好。在这三个收购中，**创始人是主要卖方**，在将公司卖给我们时收到了现金，同时 Jack Ringwalt, Gene Abegg 和 Vic Raab 三个人继续不遗余力地经营着企业，热情和想象力丝毫没有减少，使公司的业务继续保持好的发展势头。我们将继续稳健拓展现有的主要业务，同时也开拓新业务，使我们的资本更有效率的运用。

纺织业务

正如去年年报所说的，我们的纺织业务 1972 年有了些起色。这几年，Ken Chace 和 Ralph Rigby 建立了一支出色的销售队伍，在服务 and 信任度上享有越来越高的声誉。我们对产品线进行了调整，使其可以与我们的销售相适应。**受惠于行业复苏**，我们的努力在 1972 年获得了一些成绩。除了**最大限度的减少资本需求，库存也得到了控制**，还最大限度地减少了生产线的关停损失，产品结构也大大提高了。虽然行业的总体盈利水平将始终是决定我们纺织业务收入水平的主要因素，但是我们相信在行业的相对竞争力亦得到了很大的提升。1973 年的前景应该会比较好。

保险承保业务

1972 年，国民保险公司在传统保险领域获得卓越的承保利润，这与现实经营环境貌似相冲突。1972 年公司利润大增，但这样的利润导致产生大量的新竞争对手，我们认为这是一种非补偿性的利润水平。总之，如果今年利润没有这样大幅的增加，我们反而会预测未来 5 年发展前景良好。

我们在去年年度报告里已经预测了将会有大量新的竞争对手出现，依据是去年的保费量的下降。我们认为行业承保利润率在 1973-1974 年将会大幅收窄，但这反而可能迟早会产生新的竞争格局，使我们历史上的那种增长得以继续。不幸的是，承保业绩的恶化与竞争的缓和之间存在滞后，在这段时间，我们希望继续减少我们的传统业务保单数量。我们经验丰富的管理层(由 Jack Ringwalt 和 Phil Liesche 领导)将继续坚持承保盈利，虽然利润水平不会像 1972 年那样高，但我们的费率水平是基于长期而非短期的。虽然现在情况可能意味着保单量继续下滑，但长期来看我们的业绩会很好。

正如去年报告预测的那样，我们的再保险部门也同样在 1972 年经历了许多相似的竞争。大量新公司进入到这个原本就不大的市场，而且费率水平也出现了大幅下降，尤其是在可能发生巨大灾难的区域。由于 1972 年没有出现重大灾难，我们承保业务运转良好。

George Young 在几年时间里就已经建立起一个规模可观且有利可图的再保险业务。从长远来看，**我们计划成为该领域的领头羊。**但是在价格战费率不断恶化的背景下，贸然增加规模不是一个明智的做法。在我们看来，**承保的风险比以往任何时候都大。如果潜在的损失变为现实，市场将进行重新定价，这将给我们一个大幅扩张的机会。**

在住宅保险业务(Home-State)上，我们历史最悠久、规模最大的内布拉斯加州居民意外险公司(Cornhusker Casualty)取得了非常理想的业绩，该公司只在内布拉斯加州有业务。在第二年，该业务的市场竞争力就得到证明，承保量达到了在该州经营数十年的"老牌"巨头的三分之一左右。

我们在明尼苏达州和得克萨斯州的两家较小的公司发生了少量的承保亏损。该业务的管理层明白对我们业绩衡量的唯一标尺为承保的盈利能力，我们只有在我们的业务被证明是明智的情况下，才开始拓展我们的业务。新公司的营运费用较高，这符合发展初期的预期。John Ringwalt 在新业务启动运营方面做的非常出色，并计划在 1973 年将业务至少扩展到另外一个州。现在还有很多的工作需要做。Home-State 保险业务的前景会相当的好。

去年我们说了我们收购了位于芝加哥的家庭和汽车保险公司(Home&Auto)。那时我们感觉良好，现在感觉更

好。公司由 Vic Raab 领导，1972 年业务仍然相当不错。我们计划明年进入佛罗里达州的戴德县(Dade County)和加州的洛杉矶(Los Angeles)市场，提供在库克县(Cook County)已经成功实践的相同类型的专业城市汽车保险。Vic Raab 拥有管理大公司的才能。我们预期该业务将在未来几年大幅度扩张。

保险投资业务

我们非常幸运地经历了 1969 年到 1971 年保费收入的大幅增长，费率几乎创历史新高，我们因此而受惠。在投资市场非常有利的时候，收到大量可投资资金。**大部分资金投资在了免税债券。**我们的投资收益从 1969 年的 2,025,201 增加到 1972 年的 6,755,242 美元，但实际税率很低。

我们的债券投资组合具有非常好的**看涨期权保护**，我们将从当前投资组合的高平均收益率中受益多年。然而，当前保费增长的乏力，将在未来几年内大幅减缓投资收益的增长。

银行业务

我们的银行子公司(伊利诺斯州银行及信托公司)，继续在盈利水平上保持行业领先地位，1972 年**平均存款的税后收益为 2.2%**，这在对比以下不利因素时更为显著：(1)定期存款组合占消费者储蓄工具的比重 50%，并按法律允许的最高利率支付利息，(2)保持了强劲的流动性头寸并避免了从货币市场借款，(3)这两年贷款产生的坏账率水平只有一般商业银行平均值的 5%。这些好成绩都归功于 Gene Abegg 和 Bob Kline 的领导。在他们的领导下，股东和储户都可以吃的好睡的好。

1972 年我们向储户支付的利息是 1969 年的两倍。**我们积极寻求客户定期存款**，却没有追求大型货币市场存单，尽管过去几年这是一种成本较低的定期资金来源。1972 年客户贷款增加了大约 38%，实际比资产负债表里所示的要多得多，因为该表在 1971 年的贷款总额中包括 1090 万美元的短期商业票据，但去年没有此类票据。

1972 年，我们作为"罗克福德领先银行"的地位得到了加强。目前的利率结构、由于新的美联储税收程序而导致的可投资基金的减少，以及相当可观的非联邦税的可能增加，使得伊利诺伊国民银行在 1973 年利润增长变得困难。

融资

1973 年 3 月 15 日，伯克希尔从 20 家机构借款 2000 万美元，利率为 8%。这批借款在 1993 年 3 月 1 日到期，本金从 1979 年 3 月 1 日开始偿还。其中 900 万被用来偿还我们的银行贷款，其余的将投资于我们的保险子

公司。周期性地，**我们预计将有机会实现我们的保险业务的重大扩张，我们加强公司资本金，最大限度的为这些机会的到来准备。**

我们的银行和保险子公司对其客户负有重要的信托责任。 在这些业务中，我们保持了远高于行业标准的资本实力，而且保持了良好的盈利水平。 我们将继续坚持前者的目标，并尽一切努力继续保持后者。

沃伦·巴菲特 董事长



1972 年巴菲特 2500 万收购加州喜诗糖果
它产出大量现金的同时几乎不需要资本投入
这是一个拥有强大品牌忠诚度的梦幻企业
对于习惯 50 美分购买 1 美元，这是一次艰难的飞跃
巴菲特用特许经营权(Franchise)描述其竞争优势
1 产品被需要；2 没有替代品；3 可提价

巴菲特谈喜诗糖果 1972

1972 年 12 月 13 日

这是巴菲特，查理芒格，瑞克格林 1972 年初收购喜诗糖果后，巴菲特走访调研后给喜诗糖果经理人查克哈金斯的一封信，信中巴菲特提出了一些问题以及整改意见。这封信反映出，巴菲特非常善于经营企业，并不是完全放权不管。巴菲特：我是一个好的投资家，因为我是一个企业家，我是一个好的企业家，因为我是一个投资家。

致：Charles N. Huggins, President

抄送：J. P. Guerin, C. T. Munger

地址：See's Candy Shops, Inc.、3423 La Cienega Boulevard、Los Angeles, California 90016

Dear Chuck:

我几天前去了 Brandeis 百货，有一些深刻的印象要传达给大家：

1，人们不仅会受到我们糖果口味的影响，显然还会受到他们从其他人那里听到的关于糖果的信息，以及糖果所处的"销售环境"的影响。**销售环境包括商店的档次、包装方式、出现的情景、以及周围陈列的商品。**就像《New Yorker》杂志为奢侈连锁百货公司 Lord&Taylor 的广告，创造了一个不同于《Village Voice》杂志的"内容环境"一样，我们销售糖果的环境，也会影响潜在客户，对我们品质方面甚至美食方面的心理印象。当然，您比我更清楚这一点。

2，迄今为止，我们始终保持着极端纯粹的分销方式，这无疑大大提升了我们产品的公众形象。

3，在 Brandeis 百货，我们的产品在各方面都无法跟 Russell Stover 品牌相比。他们的糖果包装得非常好、陈列得非常好、位置也非常好，相比之下，我们除了糖果什么都没有。在 Brandeis 他们把我们的一些糖果盒，与其他 25 种廉价散装糖果和其他普通产品一起摆放在柜台上。他们从自己的陈列部拿出一个标准的卡片标志，在上面写上几行描述性的文字，这与旁边的卡片上写的"果冻 99/磅"没有太大区别。一个打开的展示包装盒里，我们的产品摆放混乱，还有空的包装纸，总体上看起来杂乱无章。

4，对 Brandeis 百货的普通顾客而言，我们的目的不仅仅是在维持一种品牌形象，而是要发展一种品牌形象。在我看来，如果我们要进一步推动在百货店的分销业务，我们就必须对我们产品销售环境进行非常严格的控制。这可能意味着，**要有足够的展示区域，与劣质产品隔绝，要有适当的标识来表明 See's 品牌理念，以及有吸引人的开放式展示盒，包装要确保一流的展示效果。**

当然，所有这些都需要首次小规模测试反馈。如果我们决定继续进行下去，我们将有充足的时间为明年做

准备，这样我们就可以确保我们的产品以绝对优质的方式，在优质的商店分销。当我们跨区域分销时，我们可能需要一些品牌描述性的材料。也许我们可以编写一本名为"世界上最著名的厨房"之类的小册子。

Coor's 公司的所有啤酒都来自一家酿酒厂，这一点让人眼前一亮，我认为具有地理独特性标志的产品确实具有某种神秘感。也许来自法国一个 80 英亩小葡萄园的葡萄真的是全世界最好的，但我一直怀疑其中 99% 在于讲故事，只有 1% 在于饮用效果。

(Coors 啤酒始于 1873 年，就得名于它的创办人，来自德国的移民 Adolph Coors。于是德国的风味、落基山脉的雪水，加上 130 多年的历史，便成了它的金字招牌，它是全美仅次于百威和米勒的第三大啤酒品牌，也是美国西部最受欢迎的啤酒。它和美国百威啤酒不同之处：百威是在全球设厂，以保证在当地的市场占有份额，而 Coors 则是全美仅此一家，从这里生产后再分销到美国各地，惟有此才能保证它"全部用落基山脉雪水酿制"的诺言，并自豪地宣称，Coors 是"世界上最轻爽的啤酒"。正如 Coors 的商标，落基山脉雪水下刻着"SINCE 1873"。)

我们也许可以讲述一个关于加州的小厨房，成为世界闻名的厨房的故事。如果我们按照这个思路准备一些东西，它应该可以做得非常好，并且它应该成为我们最终希望在全美范围内流传的传奇故事的基础。这样一本小册子，再加上 Marshall Field's、Rich's、Jordan Marsh 等百货公司的精美陈列和适当的广告，可以很好地提升而不是降低我们的形象，如果我们以 Brandeis 百货的方式进行销售，情况就会是如此糟糕。

顺便提一下，我还认为我们应该对特许经营权进行地域限制。不允许 Younker's 到奥马哈来销售，也不允许 Brandeis 到得梅因去分销糖果。

它应该很难买到，且只能定期买到，而且对消费者而言，它的数量显然应该有限。

致以最诚挚的问候

沃伦巴菲特

1991 年喜诗糖果 70 周年纪念

沃伦·巴菲特对喜诗糖果未来 70 年的展望

自我的合伙人查理·芒格和我代表蓝筹印花公司决定收购喜诗糖果，已经过去 19 年了。当时，我们还决定让查克·哈金斯担任公司 CEO。这两项决策是查理和我做过的最明智的决定之一。事实上，它们的价值逐年递增。

1972 年，我们就已经知道喜诗糖果是一家非常特别的公司。然而在收购之后，我们对它的赞赏与日俱增。我们注意到，在采购、生产、包装和销售等各个环节，公司始终秉持着一种理念：**永远致力于为快乐的顾客提供无与伦比的产品。**

而一个快乐的客户是我们业务的全部。好的租约，最新的生产设备、最吸引人的广告等等，这些都无足轻重，除非顾客离开店铺时，对之前几分钟的购物体验感到满意。只有两样东西能确保这一点：**真正卓越的糖果和最友好的服务。**

我经常悄悄走进我们的店铺，由于销售人员不认识我，我得以观察到普通顾客是如何被接待的。(现在 See Breeze 刊出了我的照片，这个秘密行动变得有点困难了，也许我可以留个胡子！)我所看到可以用一句话概括：**员工们有一种让顾客满意的强烈渴望。**只要这种精神在公司里延续下去，我就知道，喜诗糖果的未来将和过去 70 年一样稳固。**当一家企业的员工都如此一心一意地致力于让顾客满意，这家企业没有理由不蓬勃发展。**

喜诗糖果将永远是伯克希尔的一部分。我向你们保证，我们母公司在处理事务时，会全力支持任何有助于喜诗糖果取得更大成功的计划。在美国，只有 14 家工业公司获得了标普授予的 AAA 最高信用评级，伯克希尔便是其中之一。正因如此，喜诗糖果将始终在强大后盾的支持下运营，能够采取任何必要举措，确保业务的长期活力与繁荣。

如今在喜诗工作的我们，要感谢过去的同事们为我们带来当下的良好局面。实际上，正是这些前辈们栽下了树，我们如今才能享受着它的荫蔽。

我预计 70 年后，你们的继任者也会对你们今天的努力表达类似的感激之情。

长久而愉快的经历

查理芒格

1971 年底，蓝筹印花公司(Blue Chip Stamps)与 Charles B. See 谈判后收购了喜诗糖果公司。作为过渡安排的一部分，双方商定 Chuck Huggins 此后将担任首席执行官。

Charles B. See 和整个 See's 家族在谈判中表现堪称典范，展现出了高尚的道德和专业精神。

他们显然很在意收购 See's 家族两代人心血结晶的会是谁。他们也很关心与员工、供应商和客户继续保持合作关系的会是谁。

他们从我们这里拿到了公司能卖出的最高价格，因为我们此前从未为收购一家公司付出如此高的溢价。

现在看来，当时的我们有些愚蠢，竟会为必须支付高于喜诗糖果账面价值和市盈率的溢价而感到震惊。最终，是喜诗糖果产品的品质、受顾客欢迎的程度，以及员工的高素质，让我们下定决心给出前所未有的高价。这次收购对伯克希尔的未来成功意义重大，伯克希尔后来通过与蓝筹印花公司合并，成为了喜诗糖果的新东家。

不仅此次收购本身进展顺利，而且随着岁月的推移，我们从这次愉快经历中汲取经验，愈发懂得"为品质买单"(pay up for quality)的重要性。到目前为止，后续的收购也都进展良好。

总的来说，收购喜诗意义非凡，而且一直以来都是一段令人愉悦的经历。

我们很自豪能与喜诗建立联系。



喜诗糖果 70 周年纪念：1921-1991 七十年的故事

《SEE BREEZE》杂志

这个故事本可以成为 James A. Michener 历史小说的一部分。它跨越了美国历史上最具戏剧性的七十年，而且故事仍在续写。最重要的是，这是一个关于喜诗糖果员工的故事，它展示了喜诗的员工如何在竞争日益激烈的市场中，让 Mary See 的名字和形象成为优质糖果和友好服务的象征。文末董事会主席沃伦·巴菲特展望了喜诗员工在"70 年后"继续传承这一传统的景象。

这个故事从哪里开始呢？

有很多可能的起点。喜诗 70 周年广告由 Hal Riney&Partners 合伙公司创作，用这些富有感染力的话语营造出氛围："让我们一起回到那个电影无声、威士忌被禁、巧克力每磅售价约 50 美分的时代。"

"那是令人激动的 1921 年。结束所有战争的一战已经结束，一个喧嚣的时代即将开始....."

这个故事也可以追溯到大约一年前，即 1920 年春天。那时，See's 家族怀揣着远见和冒险精神，从加拿大移民到美国，来到充满机遇的洛杉矶开启新时代。当时洛杉矶人口约 50 万，在过去十年里翻了一番。就像 James Michener 笔下的故事一样，这段历史比那些围绕着喜诗糖果不可避免产生的民间传说更引人入胜。即使到了 1991 年，这些早期岁月的故事仍不断从南加州流传出来。在那些早期岁月里，喜诗糖果忙着在新世界立足，面临着 1920 年代的所有机遇和挑战，有些故事并没有完整地记录在公司档案中。

Mary See 的形象

1921 年 11 月，Charles A. See 和家人移民到美国还不到一年，就创立了这家糖果公司，从一开始，喜诗糖果的形象就总是与他的母亲 Mary See 紧密相连。作为一位极具天赋的企业家，他从加拿大带来了基于个人和家族商业背景的深刻见解与有力支持，这些在南加州发挥了不可估量的作用。他意识到，65 岁的 Mary See 已经是一位深受爱戴的祖母，她一直乐意为家人制作糖果，在竞争日益激烈的市场中，Mary See 的名字和形象对于喜诗"传统风味"及"手工制作"糖果的成功至关重要。第一家喜诗糖果店位于洛杉矶西大街 135 号，同时也是一个糖果制作厨房。Mary See 的家庭配方成为了手工制作的糖果和糕点的一部分。Charles A. See 则把主要精力放在制作高品质糖果上，同时搭配优质的客户服务。

他与洛杉矶商人 James W. Reed 合伙开设了第一家门店和糖果厨房。公司记录显示，他的 Florence 和母亲

Mary See 也参与了这项事业。Charles A. See 和 Florence 的女儿 Margaret 以及儿子 Laurance A. 也随他们从加拿大来到这里。第一家门店开业时，Laurance 年仅 9 岁，28 年后他成为了公司总裁。他的弟弟 Charles B. "Harry" 那时还未出生，后来弟弟 Harry 接替哥哥成为公司总裁。

在公司创立初期，Mary See 与 Charles A. 的家人共享欢乐时光。当她的照片开始作为温馨的个人标志出现在每盒喜诗糖果上时，她无比骄傲，这个标志象征着喜诗糖果的传统品质与服务。

她也始终与安大略省 Gananoque 的故乡保持着紧密联系。她和丈夫 Alexander 在附近的千岛度假胜地拥有颇受欢迎的 Tremont Park 避暑山庄。在她漫长的人生中，当地一家报纸曾报道，她“因热心慈善事业而广为人知且深受爱戴”。1854 年 9 月 15 日 Mary See 出生于 Gananoque 的 Howe 岛，有荷兰和英国血统。她和丈夫 Alexander 育有两个女儿，其中一个女儿为他们带来了六个孙辈中的三个。

Charles A. See 凭借自身商业背景，从加拿大带来了糖果销售和营销知识。他最初学习药学，之后在安大略省的矿业小镇 Timmins 开了两家药店。药店被森林大火烧毁后，他成为了一名巧克力推销员，熟知加拿大 Laura Secord 糖果店的成功故事，并梦想在加州复制这一成功。

喧嚣的 1920 年代

1920 年代，洛杉矶成为了一个大熔炉。加拿大人只是涌入加州的欧洲人、塞尔维亚人、亚美尼亚人、中国人、日本人，尤其是西班牙裔等众多移民潮中的一小部分。这些不同背景的人，还有更多其他背景的人，都成为了喜诗糖果受欢迎的员工和顾客。1920 年代，在电影制片厂、石油生产、旅游业和许多新兴制造业的推动下，经济蓬勃发展。在这十年间，洛杉矶的人口激增至 120 多万。

Charles A. See 来得恰逢其时，但竞争也十分激烈。当时，成百上千家与糖果产品相关的家族企业纷纷开设面包店、汽水店、冰淇淋店以及糖果店。不过，由于 Charles 注重品质和服务，并将其作为 Mary See 形象的一部分，他位于西大街的糖果店和厨房很快扩张，在洛杉矶市中心 Hill&6th 街的 Grauman's Theatre 开设了第二家店，接着又在帕萨迪纳市科罗拉多大道东 396 号开设了第三家店，这家店就在玫瑰花车巡游的路线上。

维多利亚式住宅

1921 年的帕萨迪纳城市名录显示，Charles 和他的家人已经舒适地定居在一栋后维多利亚式平房里。这栋房子由南加州著名建筑师 C.W. Buchanan 于 1904 年设计，位于 South Marengo 街 462 号，在科罗拉多大道以南

三个街区处。Charles B. "Harry" See 就出生在这所房子里。See's 家族后来搬到了比弗利山庄 Beverly Hills，但这所房子仍保留在那个街区，被称为 Mrs. See's House。房子的壁炉和彩色玻璃窗已经修复，房间布置成了低调的专业办公室。

1922 年 6 月 2 日，喜诗糖果店成为一家公司，这在经济上是明智之举，公司股本为 10 万美元。Charles A. 担任总裁，他的妻子 Florence MacLean See 担任秘书。Charles 和合伙人 James W. Reed 将个人持有的所有店铺投资转入喜诗糖果公司(See's Candy Shops, Inc.)，各自换取了 250 股公司股本。其中一张原始股票证书开具给了 Mary See。

随着 1920 年代喜诗糖果的不断扩张，那些认同喜诗品质标准、忠诚且敬业的员工，无论他们最初在公司处于什么层级，都开始发现自己的职业道路得到了拓展。

Hugh Fry

Hugh Fry 的故事展现了在喜诗过去发生过，现在也仍有可能发生的事情。Hugh 于 1910 年 9 月 14 日出生在得克萨斯州的达拉斯 Dallas。他 3 岁时随家人搬到洛杉矶，那时欧洲一战即将爆发，而 See's 家族移民到这座城市还要再等近 8 年。随着 1920 年代的大发展，他的母亲成为了西大街喜诗糖果店的经理，之后 Hugh 被雇为喜诗糖果运输部门的职员。1920 年代末期，Charles A 前往欧洲考察供货来源。一辆带边斗的摩托车引起了他的注意，他觉得这可以作为喜诗糖果的移动广告牌和送货工具。在那个时代，摩托车和自行车与 T 型车一样，都是洛杉矶街头常见的交通工具。他回国后，Hugh Fry 得到了这份送货工作，成为喜诗的首位"逍遥骑士"。Hugh Fry 一路晋升，进入喜诗的高层管理，后来成为总裁。1972 年，因健康问题他不得不退休，在喜诗工作的 41 年，他给喜诗糖果留下了不可磨灭的印记，也在公司结交了许多朋友，留下了温暖的回忆。退休后，直到 1981 年在得州奎特曼 Quitman 去世前不久，他仍以多种方式为喜诗效力。

已故的 Forrest Jordan 是 1920 年代喜诗公司职业发展机遇的又一范例。他见证了喜诗从 1920 年代末到他退休的 1960 年代的这段历史，他从运输部的第一份工作，一路成长为喜诗关键发展时期的生产主管。他和运输员 Hugh Fry 都在喜诗遇到了迷人的年轻女子并与之结婚，在公司发展历程中谱写了 1920 年代的"两段美好恋情"。

不太景气的 1930 年代

1929 年股市崩盘后，1930 年代迎来了大萧条，这是美国乃至全球所面临过的最严重的经济危机。全国 25%

的劳动力失业，数千家银行因缺乏流动性而倒闭，农产品价格跌至生产成本以下，美国各地的农民纷纷失去土地。许多人开始移民到加州，希望能找到新生活的机会，但加州也深受其害。

胡佛总统下台后，罗斯福于 1932 年入主白宫，开始了史无前例的四届任期。罗斯福的"新政"时期推出了公共事业振兴署 WPA、民间资源保护队 CCC(1933 年为了解决大萧条时期大量青年失业和当时突出的环境问题，美国政府组织了民间资源保护队，推出以工代赈计划，专门吸纳年龄在 18-25 岁之间的救济家庭中的未婚失业男性，从事植树护林、防治水患、水土保持、开辟道路至偏远地带、购买边疆土地以扩大国有林、开辟森林防火线和设置森林望塔等工程建设。第一批招募了 25 万人，在遍及各州的 1500 个营地劳动。每名队员每月可得 30-45 美元工资，高峰期拥有队员达 50 万人，到 1942 年先后有 300 多万青年参加，开辟了 740 多万英亩国有林区和大量国有公园)等农业、银行和工业援助项目，还有众多政府举措来应对经济萧条，然而直到二战爆发，经济才真正好转。当时糖果售价为每磅 50 美分。Charles A See 将糖果价格从每磅 80 美分降至 50 美分，并对房东说：降低租金总比没有租金好；降点租金，我们就能一起挺过去。1931 年经济低迷时期，Alta T. Underwood 夫人开始在喜诗担任簿记员。她后来就像喜诗家族的一员，1964 年退休时，她已是公司董事和首席财务官。

1931 年，喜诗糖果还迎来了 Edward G. Peck，在许多认识并尊敬他的人看来，他开启了 Eddie Peck 时代。他加入喜诗担任销售经理直到 1972 年退休，在随后的 41 年里他为喜诗糖果的发展和品质形象的塑造做出了巨大贡献。

但大萧条开始时，成长似乎并非首要挑战。仅仅是维持公司运营就已经是一项了不起的成就，这意味着还要应对随着经济下滑而日益激烈的竞争。Charles A See 继续仔细研究市场。1932 年 4 月 9 日，他从芝加哥的 Stevens 酒店写信给洛杉矶的销售经理 Eddie Peck："Fannie Mae 糖果现在每磅卖 35 美分！能一笑了之吗？Martha W 在过去 18 个月关了 12 家店，所以从某种程度上说，我们还算幸运....."一周后，他在纽约继续不断探索提高品质的方法，从 Taft 酒店写信给销售经理："我给你寄了两个包裹，一个是巧克力棒，一个是 Fannies 系列的糖果。你可以对比一下它们巧克力涂层的质量....."

即使在大萧条最严重的时期，Charles A 仍时刻想着尽可能维护喜诗在社区服务方面的良好形象。

1932 年，洛杉矶举办第十届奥运会，《洛杉矶时报》Examiner 发表了一个特别版面，介绍了为奥运会筹款的当地企业。关于喜诗的报道是这样写的："洛杉矶有许多制造企业，其产品畅销全球。这些企业大多白手起家，初

期投资和设备有限。其中佼佼者当属喜诗糖果公司，如今它已入驻位于华盛顿大道西 519 号、新的造价 10 万美元的阳光糖果制作工坊(透明工厂)。Charles A See 随时支持许多有意义的市政事业，在为举办第十届奥运会做筹备工作时，他的合作对奥组委很有价值....."

大萧条席卷美国时，Charles A See 就已开始建造新的阳光糖果制作工坊，他深知完成这个项目的重要性。

批量订单与邮购业务起步

为应对大萧条，Charles A See 开创了批量订单业务，如今这已成为与喜诗零售业务并重的主要营销方式。

1932 年 11 月 15 日，他推出一项优惠，顾客购买 50 磅及以上的喜诗糖果，每磅只需 42.5 美分。这一举措成功鼓励了企业将喜诗糖果作为经济实惠的礼品，也吸引了俱乐部及其他团体将喜诗糖果用于筹款活动。

与此同时，他继续拓展 1920 年代就已开展的邮购业务。所有门店都提供"优质糖果邮购"服务。糖果在制作车间用棉花精心包装，再装入坚固的瓦楞纸箱用于运输。在向潜在顾客介绍当时的邮政费率时，他们被告知所有报价都包含"5 美分的邮政保险费"。如果包裹损坏或丢失，"邮政部门将受理退款索赔"。

Charles A See 对"邮购业务的巨大增长"表示赞赏，同时也对来自全球各地众多满意顾客所带来的国际认可感到欣慰，这些顾客来自遥远的开罗、伦敦、欧洲大陆各地、南美洲以及东方。

喜诗也开始越来越多地从全球各地采购最优质的原料——加拿大的枫糖、非洲和南美洲的巧克力、夏威夷的菠萝、佐治亚州、俄克拉何马州、密苏里州、得克萨斯州以及加利福尼亚州的坚果.....

Dorothy Forbes 加入喜诗

大萧条初期，喜诗还有另一件具有历史意义的大事。Charles A 的妻子 Florence 积极参与社区和社交活动。

1931 年，在一位朋友举办的派对上，女主人侄女的艺术作品引起了她的注意。她邀请这位年轻的艺术师为喜诗创作一些作品。这位艺术家就是 Dorothy Gray，她刚从纽约学习两年归来。在接下来的半个多世纪里，Dorothy Gray Forbes 持续为喜诗创作广告和店铺展示海报，她的作品始终精准捕捉到喜诗著名传统糖果的形象。喜诗成立 70 周年之际，也是向多 Dorothy Forbes 致敬以及纪念她为喜诗贡献 60 周年的时刻。

地震

1933 年加州的长滩地震，给喜诗糖果的重要营销区域内的大洛杉矶地区的销售带来了冲击，当地店铺依赖的客户群受到影响，这一影响又因经济萧条而加剧。在依赖顾客流量的城市区域，喜诗的一家店铺受损严重。但在

加州，这类似乎注定会发生的灾害，总会激发人们寻找新的方式来重建生活和商业，喜诗也在努力适应并寻找新的发展机会。长滩地震促使加州建筑标准提高，让未来的建筑和喜诗店铺成为更安全的服务顾客场所。

斯坦福毕业生

1934 年，正值富兰克林·罗斯福在大萧条时期首次入主白宫期间，喜诗作为家族企业的形象进一步扩展，Laurance A. See 从斯坦福大学毕业，进入洛杉矶总部办公室工作，不久后便晋升为总经理，协助父亲管理公司。为了让儿子进入洛杉矶办公室的这个高层职位，Charles A 做出了一个他长期认为对喜诗糖果持续发展至关重要的举动。

自 1848 年加州淘金热开始，港口城市旧金山就一直作为国际贸易和金融中心不断发展。它从 1906 年的毁灭性地震中迅速恢复，并在第一次世界大战和喧嚣的 1920 年代，持续作为西海岸的贸易和航运枢纽扩张。1936 年，尽管经济萧条的影响仍在持续，Charles A 认为这座海湾城市最辉煌的时代尚未到来，此时正是利用低租金和低房价的好时机。

1920 年代过后，喜诗糖果在洛杉矶、好莱坞和帕萨迪纳的主要购物街上拥有二十多家店铺。大萧条使发展速度放缓，但到 1930 年代中期，喜诗糖果公司仍拥有 30 多家店铺。此时，Charles A 派 Edward G. Peck 北上旧金山，创立并组建了一家子公司，即喜诗糖果公司 See's Candies, Inc.。他称 Eddie Peck 为 "See's 家族的一员"，并建立公司架构，使其在财务上得以落实。Eddie Peck 成为子公司的总裁，后来又担任董事会主席。

Charles A 对旧金山充满热情，1935 年 12 月 1 日，他和 Laurance 前往旧金山洽谈最初的两份租约，留下 Eddie Peck 在洛杉矶监督圣诞销售的筹备工作。他们在第 10 街 160 号租下了一处空间，用作糖果制作厨房、一家店铺和办公室，还在 Polk 街 1519 号租下了第二家店铺。圣诞节刚过，Eddie Peck 和妻子 Marguerite 前往旧金山，找到了新店铺。到 1936 年 11 月底，他们已在湾区开设了 9 家店铺。Polk 街和 Chestnut 街的店铺至今仍在原址。1939 年，Eddie Peck 带领喜诗糖果参加旧金山世界博览会，就像公司曾支持 1932 年洛杉矶奥运会一样。喜诗糖果诱人的展示很快成为博览会上最受欢迎的亮点之一，这一"播种"之举为喜诗糖果未来在湾区、加州中部和北部开设更多店铺奠定了基础。

Mary See 笑容依旧

Mary See 长寿，一直活到旧金山世界博览会举办的这一年。但 1939 年 8 月 24 日，她的孙子 Laurance A

发出讣告："多年来，Mary See 夫人的笑脸一直装点着我们的糖果盒，她于上周在加拿大安大略省的 Gananoque 去世，上周三被安葬在柳岸 Willowbank 公墓....."Mary See 享年 85 岁。她的丈夫 Alexander 几年前已离世，女儿 Mae 一直与她生活在一起。但 Mary See 一直是、也将永远是喜诗糖果店中备受珍视的形象，她的照片也将永远是喜诗糖果盒上代表传统卓越品质的标志。

第二次世界大战及战后岁月

随着进入 1940 年代，第二次世界大战在欧洲爆发，随后珍珠港事件发生，美国卷入战争。仅仅不到一年，1942 年 11 月 14 日，阿 Alta T. Underwood 给 Eddie Peck 写了一张饱含辛酸的便条："Laurance 已经入伍。他早上 7 点离开，看着他走，我心里很难过....."

Laurance 的弟弟 Charles B. "Harry" 同样应征参加二战，喜诗的许多员工及其家人也纷纷投身军旅。大萧条迅速演变成了在制作和销售高品质糖果方面面临诸多其他挑战的艰难岁月。

购买战争债券

食糖实行配给制，全球优质原料的供应常常难以保障。喜诗糖果不愿使用劣质原料而降低品质，因此削减了产量，店铺每天仅营业几个小时，店外满怀期待的顾客常常绕着街区排起了令人难忘的长队。每位顾客限购一磅糖果。一旦店铺当天的糖果售罄，就会满怀歉意地关门。店窗上的告示提醒顾客，他们总能通过购买战争债券来支持战争。

战后岁月

1945 年二战结束，加州迎来了全国乃至全球范围的经济繁荣。旧金山成为主要的造船中心和世界港口，并且是起草《联合国宪章》的国际会议举办地。洛杉矶人口迅速增长至近 200 万。航空业蓬勃发展，这座城市成为重要的制造业、石油加工、航运、海陆空运输、电影、金融和商业中心。来自美国国内及其他国家的人们纷纷西行，投身加州的繁荣浪潮。

1949 年 11 月 6 日，Laurance 和 Harry See 回到公司，Laurance 重新担任总经理一职。他乐于接受喜诗糖果成为最早利用电视这一新媒体的本地公司之一，通过电视传递喜诗糖果广告牌上人们熟知的信息。他认为，由英国女歌手 Beryl Davis 主演的《烛光下的贝丽尔》能够传达喜诗糖果的某些特质，于是喜诗成为了电视上最早且最优雅的歌唱节目之一的赞助商，该节目在洛杉矶第一家商业电视台 KTLA 播出。

喜诗糖果以 Mary See 传统糖果店的风格开设了新店铺，然而此时 Charles A 的健康状况开始恶化。1949 年 11 月 6 日，周日，他在比弗利山庄麦卡锡大道 262 号的家中去世，此前数月他的心脏病日益严重。《洛杉矶时报》称他将一家糖果店“发展成拥有 78 家门店、员工超 2000 人的连锁企业……”Laurance 接任父亲成为总裁，在随后的 20 年里，他成为了喜诗糖果发展历程中深受爱戴的人物。

希望之地

1949 年，喜诗糖果在加州开启了另一个重要篇章，这将是公司发展最为辉煌的时代，也再次展现了喜诗员工广阔的职业前景。一位年轻的二战伞兵刚刚从俄亥俄州的 Kenyon 学院毕业，他与新娘驾驶着一辆 1947 年款福特 V-8 双门轿车，沿着加州海岸从洛杉矶驶向旧金山，这辆车是来自新娘祖母的礼物。他们的美好旅程在金门大桥眺望旧金山景色时达到高潮，这座城市看起来“真的是一片充满希望的土地”。这对年轻夫妇就是 Charles 和 Mime Huggins，不久后，一个工作机会降临，这让 Eddie Peck 一直将“聘请并培养了 Chuck Huggins”视为最美好的回忆之一。

1950-60 年代

与此同时，在 Laurance See 的领导下，1950 年代是喜诗糖果稳步发展的时期。他在广告和促销支出上采取谨慎的策略，同时又富有想象力地进行推广，以树立公司形象。他可能认为一家新店铺在开业当天获得媒体支持后，“必须自力更生”。但同时，在 1950-60 年代的每个新年，喜诗糖果都会精心设计并装饰一辆花车，参与帕萨迪纳玫瑰花车巡游。花车在科罗拉多大道上吸引了成千上万的观众，还通过电视向全国播放。喜诗糖果的许多花车都获得了奖项。

Laurance 为人谦逊，他耐心倾听，然后做出艰难的决策。他最重要的决策之一，是将喜诗糖果与加州购物中心的发展紧密相连。更多新店铺开设在位置优越的购物中心，而非市中心的商业区。1960 年 3 月 29 日的喜诗公司报告显示，在 1950 年代，公司如何紧跟加州持续增长的人口步伐。

糖果制作业务已迁至两家大型且始终保持现代化的工厂，分别位于南洛杉矶 La Cienega 大道 3431 号和南旧金山 El Camino Real 街 210 号，公司至今仍在用这两处设施。此时，喜诗糖果共有 124 家糖果店，其中 75 家位于南加州，洛杉矶市内就有 33 家。Eddie Peck 负责的北加州市场且已发展到 49 家零售店，其中 25 家位于旧金山湾区。约 500 名销售人员在喜诗糖果店铺工作，塑造着公司优质服务的形象。此外，还有约 500 名员工按照

洛杉矶西大街第一家糖果店开创的品质传统，制作约 60 种糖果。

为提升糖果制作工艺，公司购买了美国和欧洲最新的设备，每一件都根据喜诗糖果的规格专门设计和制造。但技术娴熟的糖果制作师的手工制作，依然是生产高品质糖果的核心。

批量订单和邮购业务与零售业务一样，重要性日益增加。"逍遥骑士"驾驶摩托车送货的时代，已让位于喜诗糖果自己的送货车。

喜诗的家族企业形象依旧，员工在公司内部晋升的良好范例也不断涌现。Laurance See 担任总裁兼董事；Harry 任副总裁兼董事；最初的"逍遥骑士"Hugh Fry 担任秘书、司库兼董事；Alta Underwood 担任助理秘书、助理司库兼董事。Edward Peck 和 Forrest Jordan 是五名董事中的两位。

1960 年代，喜诗糖果在多个方面拓展了业务范围。1962 年，喜诗在加州以外的第一家店铺在亚利桑那州凤凰城开业，其迅速成功彰显了喜诗品牌的影响力。

此时，年轻的 Chuck Huggins 得到 Eddie Peck 越来越重要的工作任务。1964 年，他被派往洛杉矶，与 Laurance See 商讨在华盛顿州西雅图开设店铺的可能性。这一年是西雅图建城百年庆典。Laurance 听取了提议，随后同意派 Eddie Peck、Hugh Fry、Chuck Huggins 和租赁经理 George Hoffman 前往西雅图，在市中心寻找一处租金固定且设有退租条款(以防店铺经营不善)的黄金地段。他们找到了合适的地点，谈妥了租约。与建城百年庆典相关的广告宣传，为喜诗糖果带来了当时历史上开业日最大的客流量和销售额。

继西雅图之后，喜诗糖果借助 Portland 玫瑰节取得了类似的成功。随后，喜诗糖果拓展到盐湖城，并于 1965 年在丹佛开设店铺，这是落基山脉以东的第一家喜诗糖果店。1969 年，在 Laurance 接任父亲成为公司总裁仅仅 20 年后，疾病不幸过早地夺走了他的生命，年仅 57 岁。各地的员工和朋友们都为他的离世而悲痛。

Charles B. "Harry" See 接任领导职位，恢复了在他哥哥最后患病期间放缓的发展势头。Eddie Peck 已在筹备退休，Chuck Huggins 在他手下升至高层管理。Harry 很快宣布任命 Chuck 为喜诗糖果北加州地区的新总裁。

夏威夷的祖母

1970 年，感恩时节，喜诗糖果在夏威夷的第一家糖果店开业，成为当年的一大亮点。新店位于檀香山外、钻石头山引人注目的轮廓之外的 Kahala 购物中心。夏威夷对喜诗糖果期待已久。

多年来，日本商人一直在旧金山和洛杉矶购买喜诗糖果，然后在檀香山的自家店铺加价零售。Kahala 购物中

心的开业，吸引了一长队兴奋的顾客，他们渴望直接在喜诗糖果店购物。弹奏吉他的夏威夷音乐家将喜诗糖果的传统风味与岛屿风情相融合。

Abraham Akaka 牧师当时在檀香山历史中心的 Kawaiahao 教堂已是传奇人物，他为开业祈福，象征着系在关闭店门上的花环被解开。在橱窗展示中，另一个花环搭在一盒喜诗糖果和 Mary See 那张熟悉的画像上，此时 Mary See 已然成为夏威夷的祖母。依照美国大陆所有店铺开业的传统，每一位走进 Kahala 购物中心店铺的顾客都能得到一块喜诗糖果。这场欢乐的仪式为未来在 Oahu 岛檀香山各地开设的喜诗店铺奠定了开业模式。

Herb Cockett 在檀香山长大，毕业于夏威夷大学，是帮助安排 Kahala 购物中心租约的年轻夏威夷房地产经纪人。店铺开业后不久，Chuck Huggins 总裁带着 12 岁的儿子 Chip 回到檀香山，说服 Herb Cockett 加入喜诗工作。Herb 欣然答应，很快来到洛杉矶开启了对喜诗助益良多的职业生涯。

深刻变革

Harry See 对自己的人生有其他规划。他兴趣广泛，是一位环球旅行者、猎手、渔夫、游艇爱好者和私人飞行员。他还想尝试经营自己的葡萄园。因此，他觉得是时候出售 See's 家族仍持有多数股权的糖果公司了。

此时，喜诗糖果的成功故事已在国内外闻名。几位实力强劲的竞标者立即表现出兴趣。Harry See 让 Chuck Huggins 在几个月的时间里协助与他们会面。最终与巴菲特和芒格完成了收购谈判。正如巴菲特所述，他们与喜诗有着共同的理念，即“为开心的顾客提供无与伦比的产品”。芒格在关于谈判的报告中写道：“作为过渡安排的一部分，双方商定 Chuck Huggins 此后将担任首席执行官”。谈判于 1971 年底结束，并于 1972 年 1 月 3 日正式签约，伯克希尔控股的蓝筹印花公司收购了喜诗糖果公司。

1972 年 6 月，第一期《喜诗微风》出版，Huggins 总裁在他的“船长之角”专栏中写道：“《喜诗微风》的第一期与大家见面了，在我们公司 51 年的历史中，这似乎是经历最深刻变革的时期……然而，更多的东西并未改变。我们与员工和顾客的关系不会改变。我们希望在前进的过程中，不会失去造就喜诗糖果的任何关键要素”。

这些话语在 1970-80 年代一直是指导方针，这也是喜诗发展最为迅猛的几十年。这几十年也是伯克希尔快速发展的时期。如今，在 1991 年公司成立 70 周年之际，伯克希尔已成为美国最成功、最受尊敬的公司之一。其股票投资范围广泛，从喜诗糖果、可口可乐到首府/ABC 广播公司，从《华盛顿邮报》《布法罗晚报》等出版物，到一系列多元化的盈利性保险、银行、储贷、制造和零售企业。

中国的祖母

1976 年，第一家喜诗糖果店在香港开业，Mary See 成为了"中国的祖母"。店铺由 Jim Trevor 开设，他曾是喜诗糖果在旧金山附近 SanMateo 西湖购物中心的房东。在卖掉购物中心后，他因过多的高尔夫活动感到无聊，便开始与 Chuck Huggins 总裁交谈。

他们的交谈促成了香港第一家店铺的开业。Carol Henderson 从南旧金山喜诗销售主管的职位退休后，横跨太平洋，前往香港培训 Mary Jo Scott 和 Vivien Lee，她们将共同管理香港店铺。

从这里起步，Mary Jo Scott 来到旧金山，在营销副总裁 Dick Van Doren 手下担任喜诗糖果的营销与销售总监。在我们 70 年的发展历程中，当你为喜诗糖果工作时，发生这样的事应该不足为奇。

新视野

1977 年，一项宏大的计划展开。首先对包括休斯顿、达拉斯、圣安东尼奥、奥斯汀、圣路易斯、辛辛那提、印第安纳波利斯、明尼阿波利斯/圣保罗在内的主要城市进行全面市场调研。

圣路易斯/密苏里市场看起来最有潜力，大圣路易斯地区是一个重要的配送中心枢纽。圣路易斯与孟菲斯、路易斯维尔、辛辛那提、印第安纳波利斯甚至明尼阿波利斯/圣保罗等多个主要城市距离较近。1978 年，第一家圣路易斯店铺开业，随后又开了五家。

1970 年代后期，得州和科罗拉多州似乎也具备扩张的成熟条件。当时喜诗的营销团队尚未预见到即将到来的经济衰退。短短几年内，得州就有 11 家喜诗店铺开业，大丹佛和科罗拉多斯普林斯地区有 8 家。

与此同时，在更靠近本土的地区也在持续扩张。亚利桑那州、内华达州、俄勒冈州、华盛顿州以及加利福尼亚州都持续展现出稳定增长，消费者对喜诗产品的认可度不断提高。事实证明，亚利桑那州和大西雅图地区的喜诗店铺特别盈利。

然而，得州、科罗拉多州和大圣路易斯地区的情况并非如此。1983 年，得州和科罗拉多州经济大幅下滑，主要原因是石油相关行业的衰退，以及这些地区的过度发展。

圣路易斯 St. Louis 的情况有所不同，由于当地经济停滞，加之总部位于芝加哥的 Fannie May 糖果公司收购了当地的 Mavrakos 糖果公司，带来了竞争。Fannie May 的定价政策远低于喜诗，这种竞争抵消了喜诗糖果店铺在过去十年所取得的所有收益。

随着大量人口涌入加州、华盛顿州和其他西部各州，带来了最强劲的增长可能性，喜诗不得不重新评估在得州、科罗拉多州和密苏里州的扩张决策。关闭店铺并撤回到加州根据地成为下一步明显的举措。这一过程在 1986-1991 年间完成，到 1991 年夏天，密苏里州大部分地区已无喜诗店铺，科罗拉多州仅剩一家，得州最后两家也即将关闭。

但从中学到的经验教训是宝贵的，这有力地表明，对于喜诗来说，专注于经营一家高利润的地区性糖果零售公司，远比过度扩张以拓宽市场范围更有意义。每年有数百万人迁往加州和西部各州，市场开始转向喜诗糖果的根据地，反向扩张的必要性几乎不存在了。

如今，喜诗糖果继续巩固其在西部各州和夏威夷的市场份额，同时通过 Jim Trevor 和 Vivien Lee 的出色管理，维持香港的业务。

美国西部消费者群体的构成继续发生巨大变化。特别是在南加州，西班牙裔和亚裔人口数量大幅增加。旧金山湾区和大西雅图地区也是如此。这些变化要求喜诗糖果重新调整大部分营销重点。如何像吸引原有消费者那样，促使这一新消费群体购买喜诗产品，是喜诗糖果未来面临的巨大挑战。

未来七十年

展望未来七十年，喜诗糖果有许多重要的计划和优先事项。市场营销的重点之一将是西班牙裔群体，他们作为员工和消费者对公司贡献巨大。最新的人口研究显示，西班牙裔在加利福尼亚州 2980 万人口中占近 26%。喜诗将努力吸引这一群体，开发适合他们口味和文化的产品和营销活动。

公司还将继续加强质量控制和销售培训，以提供更优质的客户服务。喜诗的员工安全保护计划也将进一步扩展，引入新的疏散系统，以应对重大火灾或地震等灾害。环保包装材料越来越受到重视。同时，公司正在开发新的社区服务项目，积极响应客户的需求，例如继续生产像薄荷糖这样受欢迎的产品，保持店铺的特色。

在喜诗糖果 70 周年之际，Charles B. "Harry" See 和 Edward G. Peck 饶有兴趣并赞许地关注着所有这些发展。Eddie Peck 刚刚庆祝了他的 87 岁生日，并表示："回顾过去固然美好，但希望在我 90 岁时能有更多值得庆祝的事情！"



Mary See, Charles A. See, Laurance A. See, Charles B. "Harry" See



喜诗糖果摩托送货车广告



喜诗糖果透明工厂



传统工艺



精选原料



手工制作



哈里兄弟新店剪彩



花车巡游

四十年的商业教育与成长

Chuck Huggins 喜诗糖果总裁

我对 1951 年 4 月 23 日记忆犹新，因为那是我第一天到北加州喜诗糖果公司报到的日子。那天阳光明媚，空气中弥漫着春天的气息，我满怀期待地开始了一段伟大的冒险，这也是一段商业学习之旅，而且，如果可以这么说的话，我与这家后来成为我和我家人生活中重要部分的公司，展开了一场“恋爱”。

我是被 Edward G. Peck 录用的，当时他是北加州喜诗糖果公司的总裁兼总经理，我被录取为行政助理并接受培训，学习业务的方方面面。

1950 年春天，我和 Mime 几乎花光了全部 15650 美元的积蓄，在 Menlo Park 买了一栋小房子。那是一栋新建的牧场风格的房子，后院有一棵大橡树。由于钱花光了，院子还没做景观美化，我们决定自己动手。我们的隔壁邻居是 Pat 和 Dick Balch 以及他们年幼的孩子 Tim 和 Pam，他们是土生土长的加州人，Dick 担任斯坦福大学男性院长。见面后不久发生的事情让我们两家人结下了终生的友谊。

我在一家名为 Monarch Marking Systems 的公司做推销员，接受这份工作是为了让我和 Mime 在旧金山湾区扎下根，但我对我的上级的道德标准非常不满。就在那时，Dick Balch 安排我参加斯坦福大学就业中心的面试。这让我获得了三家公司的面试机会，其中一家就是喜诗糖果公司。Dick 告诉我，喜诗糖果是个绝佳的机会，能让我加入一家有着 30 年历史、凭借品质、高尚道德和明智商业实践不断发展壮大的公司。和 Peck 先生交谈后，我也有同感。即便四十年过去了，我现在仍称呼他为 Peck 先生。他是我的导师，他与我分享了他在漫长的职业生涯中积累的知识，教我理解数字、成本，以及本·富兰克林笔下的所有商业基础知识。最重要的是，他践行并倡导诚实正直的原则，让我明白为什么一次握手就能像法律合同一样具有约束力。

在我加入喜诗糖果的第一年，Peck 先生给了我一个被 See 大家庭接受的机会，他派我去管理旧金山的包装部门，这意味着我要和那个部门真正杰出的人物主管 Anna Rizzo 共事。她知道所有关于装配线操作的知识，但以前从未有机会将提高生产率和质量的所有想法付诸实践。我和 Peck 先生谈了谈。我被授权和 Anna Rizzo 一起管理包装部，每天向他汇报工作成果。

在圣诞节生产季的第一周，包装的生产效率和质量就有了显著提升。Pace 先生向 Laurance See 汇报了我们成功，从那以后，Laurance 越来越把我当作家人一样看待。后来，当 Harry See 在 Laurance 去世后准备出售

公司时，他推荐我成为公司新老板沃伦·巴菲特和查理·芒格的总裁。他们给了我一个机会，让我管理整个公司，这对我来说是一个全新的世界。

喜诗一直有一个重要的特质，那就是我有幸能与一群充满干劲的人共事，并受到他们的影响，他们不仅热爱自己的工作，还深知是什么让公司强大，以及如何让公司持续发展。建立在诚实和正直基础上的关系价值，涉及公司所有部门的同事，多年来对我意义重大。多年来，像我的老同事 Hugh Fry, Jack Stirling, Marion Noble, Carol Henderson, Marion Zich, Don Hawley, Alice Buckingham, Marie Hyland，以及许许多多喜诗糖果历史上留下印记的人，他们通过自身的领导示范，让我在这个行业中不断学习成长。多年来在与农业或其他领域的众多供应商和客户打交道时，也是如此。

如今，我身边围绕着众多杰出的人才，无论是行政人员，还是公司各部门从事各类工作的员工。糖果制作师、销售人员、会计、包装部门员工、运输人员、房地产工作人员，公司各个职能岗位的员工都充满干劲、敬业奉献，并且认同我们的基本经营理念。沃伦·巴菲特和查理·芒格对 See's 家族基本经营理念的坚信与宣扬，更是为我们未来的成功增添了机遇。

这里展示了许多公司高层管理人员的照片。在未来的几年里，他们中的一位将被选中，最终接替我成为喜诗糖果公司的总裁兼首席执行官。在过渡期间，我会与我的继任者密切合作，尽可能多地传授公司的经营理念和知识。或许在我看来，喜诗成功的关键，也是我们与众不同之处，就在于我们与客户的关系。在于我们能够让客户满意，并在多年间始终保持这种满意度。正是这种与客户的紧密联系及其独特性，让我们脱颖而出。

随着 1991 年的到来，喜诗糖果迎来 70 周年纪念，我们在关键点位拥有 210 家零售糖果店和 18 家批量订购店，此外在节假日销售高峰期，我们还利用临时售货亭和移动推车，为客户提供额外服务。

让我们携手共进，期待未来十年公司能持续发展，尤其是在品质和服务方面更上一层楼。



1973 年 5 月 11 日的一封信

1973 年末，巴菲特投资了 National Presto 公司 300 万美元，投资之前巴菲特前去拜访其 CEO。

致：Mr. Melvin S. Cohen, President,

地址：National Presto Industries, Inc. Eau Claire, Wisconsin. 54701.

Dear Mr. Cohen:

如果您还没有看过最新一版的《聪明投资者》(第 5 版)，我想您可能会喜欢它，特别是因为其中提到了 National Presto 公司。

周三 Ben Graham 79 岁生日时，我刚刚跟他交谈过，他告诉我他拥有 1000 股 National Presto 股票。实际上 Ben 对股票几乎没有任何积极的兴趣，但他对您表示了最高的敬意。

我希望有一天能有机会见到您本人。我夏天会去西海岸，如果您在洛杉矶地区，请务必给我打电话，我们可以聚一聚。

真诚的

沃伦巴菲特

<National Presto Industries, Inc 公司历史>

NPI 公司总部位于 Eau Claire，是一家领先的小型电动厨房电器和高压锅制造商。作为一个积极的广告商，NPI 公司通过全国性的折扣连锁店销售其产品，包括占销售额近 70% 的 Wal-Mart 和 Kmart。虽然在纽交所交易，但该公司基本上是家族所有；在 1990 年代中期，董事长 Melvin Cohen 家族控制着该公司 45% 以上的股份。1994 年，该公司的收入为 2150 万美元，销售额为 1.28 亿美元，1995 年是该公司连续第 51 年向股东支付股息。

自 1970 年代以来，NPI 公司以其创新的、有时奇特的厨房小工具而闻名，其历史可以追溯到 1905 年在 Wisconsin 州生产水泥搅拌机的西北钢铁厂 (Northwestern Iron and Steel Works)。然而，到了 1908 年，该公司已经开始为罐头行业生产 50 加仑的蒸汽压力锅。该公司还为酒店生产了 30 加仑的压力锅，并于 1915 年安装了一个铝铸造厂，用于生产供家庭使用的 10 加仑高压锅。美国农业部报告说，在罐装低酸食品(包括肉类和大多数蔬菜)时，使用蒸汽压力锅是消除肉毒杆菌最安全的方法。西北钢铁公司的业务蓬勃发展，该公司以 National 品牌销售的高压锅在罐头制造商中早已广为人知。1929 年，该公司还生产了一系列铸铝炊具，为进一步利用其市场利基，改名为 National Pressure Cooking Co.。1930 年，年净收益超过 100 万美元，收入超过 1200 万美元。

但在 1941 年，随着美国准备加入二战，政府对国内产品使用铝的限制大幅削减了生产，NPC 公司为了提高生产能力投入了大量资金，被迫裁掉了大部分员工。当时的公司总裁兼大股东 Everett R. Hamilton 设法获得了一份价值 300 万美元的政府合同，用于制造火炮保险丝，但 Hamilton 于 1942 年 2 月死于心脏病，当时该公司尚未完成向国防工业的转型。尽管有国防合同，1942 年夏 NPC 公司已逼近破产的边缘，无法支付其工资。为了拯救公司，当地商人 Lewis E. Phillips 和他的兄弟 Jay 从 Hamilton 的遗孀手中买下了公司的控股权。兄弟俩还拥有 Ed Phillips and Sons 公司，这是一家酒类、烟草和糖果的批发经销商，在威斯康星州和明尼苏达州都有业务。Lewis 成为了 NPC 公司的总裁，并最终通过谈判获得了更多的政府国防合同。

战后，该公司恢复了炊具的生产，于 1945 年引进了 16 夸脱的罐头和 4 夸脱的 Presto 牌平底锅高压锅。该公司还收购了位于洛杉矶的 Century Metalcraft Association 公司和位于威斯康星州 Lakeside Aluminum 公司，该家公司为其提供了进入西海岸市场的渠道。1949 年，该公司还推出了其第一款名为 Presto 的蒸汽电熨斗，可以使用自来水，而不是蒸馏水。到 1950 年，国家压力锅推出了 Presto 自动油炸锅，一个恒温控制的家用油炸锅，预示着该公司的许多后来的创新。在 1950 年 11 月《纽约客》杂志的“城市谈话”专栏中，公司发言人 Russell

Bloomberg 评论了油炸锅的多功能性："油炸锅满足了家庭主妇急需的需求。它的功能和昂贵的商用水壶一样。它可以把非常普通的剩菜，比如冷土豆泥和鸡翅，炸化成美味的炸丸子。"随着公司开始推出更多以 Presto 品牌命名的消费产品，包括自动咖啡机，股东们在 1953 年的年会上投票决定将公司名称改为 National Presto Industries, Inc.。

1950 年代朝鲜战争期间，该公司宣布与美国政府签署了一份价值数百万美元的生产炮弹的合同。该公司立即开始将其生产设施，包括在二战结束时购买的前军械工厂，转变为国防工厂，并宣布其消费品部门将迁往密西西比州的杰克逊，在那里，子公司 Century Manufacturing Co. 正在建设一个新的工厂。1955 年，NPI 公司扩大了其国防工作，包括美国空军的飞机部件。当时公司雇佣了大约 2000 名国防工人，在密西西比州雇佣了大约 650 名消费品工人。到了 1958 年，政府大幅削减了炮弹订单，公司的就业人数降至 500 人左右。1958 年夏天，NPI 公司剩余的国防工人罢工了 60 天。1959 年，陆军兵工团突然取消了与公司的炮弹合同。NPI 公司于 1960 年关闭了国防业务，但与政府签订了合同，保持制造设备处于半准备状态。1964 年，随着越南爆发，该公司重新开始生产炮弹。1966-1975 年间，NPI 公司生产了 9200 多万枚 105 毫米炮弹和 200 万枚 8 英寸的炮弹。在鼎盛时期，国防工厂的就业人数达到了 3000 人，这一数字在 1973 年美国从越南撤军后急剧下降。1980 年国防工厂再次关闭，但政府继续与公司签订合同，让工厂在整个 1990 年代保持待命状态。最终在 1993 年国防业务完全停止。Lewis E. Phillips 担任公司董事长到 1966 年，1978 年去世。

1950 年代，Presto 消费品部门推出了第一个系列的浸入式电动烹饪电器。这些厨具包括电煎锅，煎锅和咖啡机，具有一个可拆卸的加热单元，使设备可以在水中安全清洗。在接下来的十几年里，NPI 公司还推出了受欢迎的烤面包机，煮蛋器，吹风机和电动牙刷模型。1971 年第二家消费品制造厂在新墨西哥州 Alamogordo 建成。

1970 年代中期，NPI 公司开始引进为改变美国人的生活方式而设计的厨房用具，从 1974 年开始推出 Presto 电动汉堡锅，可以在不到三分钟的时间内烤熟一块肉饼。1975 年推出电动热狗机和 1976 年推出深脂油炸机。正如 Lewis Phillips 的女婿、当时的董事会主席 Melvin S. Cohen 在 1977 年对《福布斯》所说，"我们是业内第一个认识到美国社会发生根本性变化的人。"Cohen 提到了人口结构的变化，他指出，"人口普查局说，现在美国 51% 的家庭是单身和双身，而不是传统的家庭群体。他们有非正式、随意的生活方式和可以消费的金钱。然而，每个人都为传统的 5.8 口之家设计电器。而我们开始为单身和双人家庭设计电器。"该公司一直保持扩大其产品线。Cohen 在 1984 年接受《威斯康辛商业杂志》采访时说："我们的血液就是开发创新产品。我们必须不断地生产和开发新产品。我们也认识到，在某种程度上，这些产品就是悠悠球的本质——它们在本质上是时尚的，只会短暂地受到欢迎，然后很快就从市场上消失了，要么是因为消费者失去了兴趣，要么是因为它被如此广泛地抄袭复制而不再具有吸引力。"

虽然 NPI 公司无法保证其每一款产品都能吸引消费者，例如震动梳子就是一个失败品，但它积极地试图通过专利和诉讼来捍卫自己的成功，以免受模仿竞争的影响。1988 年，NPI 公司推出了一种电动切片机/碎纸机 SaladShooter。同年，Hamilton Beach 公司和 Black & Decker 公司推出了类似的产品，NPI 公司也对这两家竞争对手提起了诉讼。公司为其机械特性申请了专利。两年后，Hamilton Beach 同意销毁其剩余库存，并退出切片机/碎纸机市场。1992 年联邦地区法院陪审团判定 Black & Decker 侵犯了 NPI 公司的专利，并判给该公司 235 万美元的损害赔偿金。在 1991 年，公司引进了土豆削皮机 Tater Twister。同年 West Bend 公司推出了类似的产品。两家公司相互起诉，NPI 公司再次获胜。1993 年联邦陪审团判定 West Bend 侵犯专利有罪，并判给 NPI 公司 23 万美元的损害赔偿。事实上，NPI 公司正在成为行业中一个令人敬畏的名字；同样在 1993 年，Dazey 公司在被 NPI 公司起诉后同意退出油炸锅市场。在公司 1994 年的年度报告中，管理层指出："希望该公司的竞争对手现在相信它不会容忍抄袭，并将在侵权行为发生时积极寻求禁令和/或损害赔偿。"

尽管卷入诉讼代价高昂，来自其他制造商的竞争加剧，以及国防业务永久性关闭，像凯马特和沃尔玛这样的零售商新的库存做法的负面影响，以及来自股东的一些批评，NPI 公司在进入 1990 年代中期后，销售额和收益都有所改善。1994 年净销售额从上年的 1.18 亿美元增加到 1.28 亿美元，净收益从 1993 年的 1800 万美元增加到 2100 万美元。该公司将其成功主要归功于其产品创新。研发导致了新版本的高压锅，煎锅，油炸锅，以及新的电动刀和磨刀器，咖啡壶和电动开罐器。该公司的爆米花生产线也取得了成功，包括空气爆米花和 PowerPop 微波玉米爆米花机。1990 年代，开始在圣诞购物季节前不久积极推出新产品，并通过全国性电视广告活动支持此类推出。在 1994 年，该公司的特色产品是爆米花机，该公司估计其平均 36 次广告到达了 98% 的美国家庭，产生了约 33 亿"消费者印象"。通过这些努力，该公司可能期望在 21 世纪获得更大的美国电子家居用品市场份额，并且可以肯定地为其作为该行业创新者的悠久历史感到自豪。

巴菲特致股东的信 1973

1974 年 3 月 29 日, BRK: \$71-93

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东：

1973 年我们的财务状况是比较令人满意的。经营收益 11,930,592 美元，初始股东权益的回报率达 **17.4%**。虽然每股收益从 11.43 美元上升至 12.18 美元，但和 1972 年的 19.8% 的利润率相比，回报率有所下跌。出现这种下降是因为增加的利润与增加的股东投资不相称。在去年的年度报告中我们预料到了出现这种情况的可能性。很不幸，我们的预测成为了现实。

我们的纺织、银行，和大部分的保险业务表现都不错，但保险业某些特定的部门却有些不尽如人意。总体上来说，**保险仍将继续是投入资金的最理想的行业之一。**

管理层的目标是，在运用合理的会计和债务策略的同时，长期的资本回报率平均水平略高于美国行业整体水平。过去的几年我们一直保持了这样的成绩，也正在努力采取各种措施帮助我们继续维持这一成绩。预计 1974 年在我们扩大资本的基础上仍将面临回报率的进一步下降。

纺织业务

1973 年对纺织品的需求异常强劲。问题是需要复杂操作流程的纤维发生短缺，导致织机产能利用率不足。某些纤维的价格在这一年飙升。价格管制委员会的规定使很多制成品的价格没有提高到某些竞争对手的价位。但是利润回报跟我们的资金投入相比还是合理的，虽然如果我们按照市场水平定价的话回报可能会更高一些。纺织业有很强的周期性，价格管制可能会削峰，但不会填谷(上涨有限，下跌无限)。

由于 1973 年原材料的价格飞涨，这一趋势 1974 年有望继续，我们决定采用'**后进先出法**'的**存货估价方法**。**这种方法能够更好的反映当前的成本**，并使得报告利润中的存货'利润'最小化。关于这一改变更多的信息，可以查看我们财务报表的附注部分。

保险业务

1973 年，杰克·林沃尔特(Jack Ringwalt)从国民保险总裁的职务上退休。自 1940 年创立这家公司以来，Jack 引领它取得了绝佳的经营记录。接替他的是菲尔·列舍(Phil Liesche)，杰克有一套行之有效的承保和管理哲学，幸运的是，Phil 坚持同样的行事方式。

我们主要的保险业务是国民保险经营的专业汽车和一般责任险。1973 年的承保状况都非常好，但业务量再一次下降了。竞争很激烈，我们放弃了一些乐观的承保者降低了利润率的业务。目前隐约的迹象表明，竞争对手中的一些已经意识到了他们利润率(以及损失储备金)的不足。或许这可以缓解市场上的压力。如果真是这样的话，我们就可以再次期望承保量上升了。

再保险业务也差不多面临了同样的局面——整体表现不错，但很难达到之前的交易额水平。这一部门由兢兢业业的 George Young 领导，自其 1969 年成立以来就一直是主要的盈利部门。

我们的住宅保险业务(Home-State)在内布拉斯加州和明尼苏达州的发展很好，业务量有了显著增长，亏损率也在可接受范围内。年底爱荷华州 Iowa 的业务也已开始运营。目前最大的问题在德克萨斯州 Texas，由于原来的管理层无法成功地经营承保业务，我们实际上不得不在 1973 年另起炉灶。得克萨斯州的经历代价高昂，我们的工作会十分艰巨。但是，从总体来看，Home-State 业务有着巨大的潜力。

1973 年，我们的专业城市汽车保险运营商 Home&Auto 在芝加哥的承保情况非常糟糕。看起来在库克县这一主要运营地区的费率是不够充分的，尽管当前的能源局势让事情更加复杂。问题在于，石油价格上升，人们驾车出行次数相对减少而可能降低了事故的发生频率，是否会抵消医疗和修理赔付以及诉讼费用的上升。我们认为，**相对于事故低发给予我们的帮助，通货膨胀导致的价格上升对我们的冲击更大**，但貌似一些竞争对手不这么认为。Home&Auto 保险公司在这一年将业务拓展到了佛罗里达和加利福尼亚两州，但目前还不能确定这样做会不会带来收益。1973 年公司业绩较差，其中一个影响因素是会计系统，它没有及时有效的把信息反馈到管理层。

(1973 年 3 月 15 日，伯克希尔按面值发行 2000 万美元 20 年期利率 8%的高级票据，到期日为 1993 年 3 月 1 日。1979-1992 年每年 3 月 1 日支付年度强制预付款 114.3 万美元。部分所得款项用于偿还 900 万美元浮动利率未偿银行票据，剩余款项用于向保险集团子公司追加资本金加速扩张。)

1973 年在保险部门的投资方面，我们过多地集中于普通股。如我们的财务报表所示，我们在年底持有的普通股投资中，出现超过 1200 万美元的浮亏。尽管如此，我们相信我们的普通股投资组合就企业内在价值而言是物有所值的。尽管年底有大量未实现亏损，但从长期来看，这一投资组合会给我们带来满意的收益。

银行业务

位于罗克福德的伊利诺伊国民银行和信托公司又取得了创纪录的一年。平均存款接近 1.3 亿美元，其中 60% 为定期存款。自年中起政策允许的上限提升了之后，消费者储蓄利率有了大幅上升。尽管这一政策对计息存款影响很大，但我们的税后利润(包括一项新的伊利诺伊州的收益所得税)还是高出了平均存款的 2.1%。

我们现在仍然是罗克福德最大的银行，仍旧保持了超常的流动性，仍然能够满足客户不断增长的贷款需求，并且仍旧维持了非同寻常的盈利能力。这要直接归功于董事会主席吉恩·阿贝格 Gene Abegg 和总裁鲍勃·克莱恩 Bob Kline 的领导才干，前者从 1931 年银行成立起就一直管理着它的业务。

收购多元零售公司(DRC,Diversified Retailing Company, Inc)

董事们已经同意了将多元零售公司并入伯克希尔公司，条款涉及发行 19.5 万股伯克希尔股票，以换取 100 万股已发行的多元零售公司股票。鉴于多元零售公司及其子公司持有 109,551 股伯克希尔的股份，因此在本次交易生效后，这笔交易带来的伯克希尔流通股份净增长不会超过 85,449 股。要完成这笔交易，还必须要获得各种监管部门的批准，委托资料将在今年晚些时候提交给您，以便您对其进行表决。

多元零售公司经营着一系列价格受欢迎的女装连锁店，同时还经营着再保险业务(哥伦比亚保险公司，承接旗下保险子公司的再保险业务)。但在管理层看来，这家公司最重要的资产是持有 16% 蓝筹印花邮票。

蓝筹印花公司(Blue Chip Stamps)

去年年底我们所持有的蓝筹印花的股份约占其总发行股份的 19%。自年底以来，我们增加了持股比例，现在约占 22.5%，而合并多元零售公司将使这一比例增加到 38.5%。我们对蓝筹印花权益在 1973 年第一次显得如此重要，也就带来了一个会计上的问题：那就是哪一段时期的利润收入才应被记录到我们今年的财务报告中去呢。

蓝筹印花的会计年度截止于 2 月 28 号的周六，是伯克希尔会计年度结束之后两个月。或者说，他们的会计年度比我们的提早十个月结束。对于我们来说，一个可以接受的办法就是(如果做出的话，就不需要审计师对范围的免责声明)，鉴于我们之前拥有的蓝筹印花较少的股份，在我们 1973 年的收入中囊括进蓝筹印花 63.2 万美元的权益收入(他们 1973 年的会计年截止于 3 月 3 号)。

但是这种做法似乎与现实情况不符，并且意味着未来每年都要滞后 10 个月。因此，我们的选择是在蓝筹印花公布的截止到 11 月份的未经审计的中期收入的基础上，将 100.8 万美元的蓝筹印花权益包括在我们 1973 年的收入中。由于我们采用了未经审计但却是当前的数据，而不是那种审计过却早已过时的数据，Peat, Marwick, Mitchell & Co. 会计公司(毕马威前身)无法对我们 1973 年盈利中来自蓝筹印花的部分发表意见。

蓝筹印花邮票的年度报告，包括由 Price, Waterhouse & Co. 普华永道审计的截止于 1974 年 3 月 2 号的财务报表，在五月初就会公布。伯克希尔任何有兴趣获得报告的股东，都可以到时写信给加利福尼亚州洛杉矶东南大

街 5801 号蓝筹印花邮票公司秘书 Mr.RobertH.Bird,邮编 90040。

蓝筹印花公司的印花销售业务自去年来有了大幅下滑，但是其子公司喜诗糖果(See's Candy Shops)以及 Wesco 金融公司还有相当强大的盈利能力，后者是一家拥有 54% 股权的从事储蓄和贷款业务的子公司。预计蓝筹印花公司未来几年的会有不错的盈利收入，当然如果印花业务不下滑的话，利润收入肯定会更高。

您的董事长是蓝筹印花，Wesco 金融公司的董事会成员，以及喜诗糖果公司的董事会主席，三家企业的管理人员也都是一流的、能干且经验丰富的。

太阳报业(Sun Newspapers, Inc.)

在 1969 年的年度报告中，我们提到了对太阳报业的收购，这是一家在奥马哈城市地区发行的周报企业。自那时以来，我们一直没有在年度报告中提到它的运营情况，也没有对他们的财务业绩进行合并，因为由于涉及的投资很小，“财务合并意义不大”。

1973 年期间，很明显这种微不足道的状态并没有影响到出版物的质量。5 月 7 日，太阳报业因其 1972 年 3 月 30 日关于 BoysTown 的特别版块获得了普利策本地调查报道奖(这是历史上第一次周刊在这一领域获此荣誉)。这篇文章报道了自从 1948 年 Flanagan 神父去世后，不断积累的财富和不断恶化的服务质量之间的巨大反差。(巴菲特通过费城国税局纳税申报单发现蛛丝马迹，儿童城资产 2 亿，资产每年以 1800 万速度增长，是支出 4 倍，这个赚钱机器每年收入 2500 万，投资收益完全可以囊括所有支出，根本无需募捐。但每年筹款金额是圣母大学 3 倍，每个儿童甚至可以分到 20 万。)

除了普利策奖之外，该报纸还赢得了国家职业记者协会 Sigma Delta Chi 的公共服务奖以及其他七项国家奖项。我们要祝贺编辑 Paul Williams，出版商 Stan Lipsey，还有太阳报业的全体工作人员，他们的成就让我们明白，出版的水平并不一定和报纸的规模划等号。

沃伦·巴菲特 董事长

巴菲特谈股市 1974

1974 年 11 月 1 日 《福布斯》

《击球啊,你这个笨蛋》

虽然时隔 50 余年,但这篇采访报道依然回味无穷,并能提供一些在熊市中的应对启示。

The Money Men

**Look At All Those Beautiful,
Scantily
Clad
Girls
Out There!**

Forbes
11/1/74

Buffett



How do you contemplate the current stock market, we asked Warren Buffett, the sage of Omaha, Neb.

"Like an oversexed guy in a harem," he shot back. "This is the time to start investing."

The Dow was below 600 when he said that. Before we could get Buffett's words in print, it was up almost 15% in one of the fastest rallies ever.

We called him back and asked if he found the market as sexy at 660 as he did at 580. "I don't know what the averages are going to do next," he replied, "but there are still plenty of bargains around." He remarked that the situation reminded him of the early Fifties.

Warren Buffett doesn't talk much, but when he does he's well worth listening to. His sense of timing has been remarkable. Five years ago, late in 1969, when he was 39, he called it quits on the market. He liquidated his money management pool, Buffett Partnership, Ltd., and gave his clients their money back. Before that, in good years and bad, he had been

When all the sharp MBAs were crowding into the investment business, Buffett was quietly walking away.

Buffett settled back to manage the business interests he had acquired, including Diversified Retailing, a chain of women's apparel stores; Blue Chip Stamps, a western states trading stamp operation; and Berkshire Hathaway, a diversified banking and insurance company that owned, among other things, a weekly newspaper, *The Omaha Sun*. The businesses did well. Under Buffett's management, the *Sun* won a Pulitzer prize for its exposé of how Boys Town, despite pleas of poverty, had been turned into a "money-making machine."

Swing, You Bum!

Buffett is like the legendary guy who sold his stocks in 1928 and went fishing until 1933. That guy probably didn't exist. The stock market is habit-forming: You can always persuade yourself that there are bargains around. Even in 1929. Or 1970. But Buffett did kick the habit. He did

some guy is trying to pitch him an intentional walk. They know if they don't take a swing at the next pitch, the guy will say, "Turn in your uniform." Buffett claims he set up his partnership to avoid these pressures.

Stay dispassionate and be patient, is Buffett's message. "You're dealing with a lot of silly people in the marketplace; it's like a great big casino and everyone else is boozing. If you can stick with Pepsi, you should be O.K." First the crowd is boozy on optimism and buying every new issue in sight. The next moment it is boozy on pessimism, buying gold bars and predicting another Great Depression.

Fine, we said, if you're so bullish, what are you buying? His answer: "I don't want to tout my own stocks."

Any general suggestions, we asked? Just commonsense ones. Buy stocks that sell at ridiculously low prices. Low by what standards? By the conventional ones of net worth, book value, the value of the business as a going concern. Above all, stick with what you know; don't get too fancy.

我们问有"奥马哈圣人"之称的沃伦·巴菲特,他如何看待当前的股市。"就像一个性欲旺盛的小伙子进了后宫。"

"(like an oversexed guy in a harem)他如此回答, "现在是时候开始投资了。"

他说这话时当时道琼斯指数在 600 点以下。我们还没来得及把他的访谈付印,市场就迎来最强劲的上漲,差不多蹿升了 15%。我们再次致电巴菲特,问他现在已经 660 点的市场是不是还和 580 点的市场一样"性感"。"我不知道指数下一步将怎么走,"他回复,"但到处仍然是便宜货。"他说现在这个情形让他想起 50 年代初的时候。

沃伦·巴菲特很少在公开场合讲话，但当他讲话的时候，绝对值得好好听一下。他对时机的把握一直都很出色。5年前，也就是1969年年末，当时39岁的他退出了股市，清算了巴菲特合伙公司，并将资金返还给了客户。在此之前，无论市场好坏，他的投资收益均打败了道琼斯平均指数，让巴菲特合伙公司在1957-1969年间取得了税费前30%的年复合增长率。(这意味着最初所投资的1万美元将超过30万美元。)

他撤出市场的一个关键原因是，他发现股市已经失去了投资价值。好股票的市盈率涨上了天，投机客尽情表演，市场充分挖掘了所有的好股票，以至于巴菲特所喜欢的股票怎么也挑不出来。他告诉自己的客户，投资免税债券较投资股市回报会更好。他说："当我开始干这一行时，便宜的股票就像是约翰斯敦 Johnstown 洪水一样泛滥；但到了1969年时，便宜的股票就像是阿尔图纳 Altoona 漏水的便盆一样滴滴答答。"相当精明，这就是巴菲特。当所有聪明的MBA正涌入投资业的时候，巴菲特却安静地离开了。

巴菲特重心回到管理自己所收购的企业上来，这些公司包括：多元零售公司，这是一家女装连锁店；蓝筹印花公司，这是一家在美国西部从事优惠券交易的企业；还有伯克希尔·哈撒韦公司，这是一家多元化经营的银行和保险公司，另外还有家周报社《奥马哈太阳报》，巴菲特办报纸进展也不错，在他的管理下，奥马哈太阳报因曝光孤儿城赢得普利策奖(这家机构声称贫困潦倒，博取慈善组织的捐款，其实它是一台赚钱机器)。

击球啊，你这个笨蛋！

巴菲特是个传奇人物，就像有人能在1928年时卖出所有的股票去钓鱼，直到1933年才回到股市。可能并不存在这种人，要知道，股市是容易上瘾的，你总能说服自己相信股市上到处有便宜货，即便是1929年和1970年时。但巴菲特却能戒除了股瘾，真的在1969到1974年间去"钓鱼"了。他承认，如果他仍然在股市逗留，他只能取得一般般的成绩。

"我能等待机会投资世界上最好的企业，"他说，"因为你永远不必被迫挥棒。你站在本垒，不断有球投过来，47元的通用，39元的美国钢铁.....，如果你不击球，也没有谁会叫喊着要你下台，除了失去些机会，没有任何惩罚。一整天，你就在那等待你最恰当最容易打的那一投，当防守队员都睡着时，你就上前挥棒。"

但赞成这一观点的机构投资者很可怜，他们是那些放弃击球行为的受害者。巴菲特继续以棒球为例："就像轮到贝比·鲁斯(Babe Ruth)击球时，场上5万名球迷盯着他，俱乐部老板气冲冲地喊道，'击球啊，你这个笨蛋！'此时，投手会试着掷一个故意的界外球，因为他们知道，如果再不击球，老板就会说，'脱下你的球衣，滚蛋！'"巴

菲特称，自己成立合伙公司就是为了避免这些压力。

巴菲特给出的忠告是保持冷静和耐心。**"在股市中，你正同许多蠢蛋打交道。这就像是在一个大赌场中，其他人都在豪饮，如果你依然能坚持喝自己的可乐，你就会没事。"**这一刻，人们乐观至癫狂，买入发行的每只新股。

下一秒，又悲观至极，抛弃股票购置金条，并预测将会是一个大萧条。

我们随后问，如果你如此看涨，那么你现在正买些什么股票呢？他回答："我不想吹捧自己所购买的股票。"我们又问他是否能给出一些概括性的建议。

他给出了一些常识性的建议，比如价格低得离谱的时候才能购买股票。那么以何种标准来衡量价格高低呢？通常来说，对于一个持续经营的企业，它的资产净值，账面价值就是这个公司的价值。最重要的是，固守能力圈内，你必须坚持自己知道的东西，不要过于自负。"把你能理解的企业圈出来，然后从中剔除掉不符合这些标准的企业：**价格低于价值，优秀的管理层，且受过困难时期考验的企业。**"不投资高科技企业，也不投资跨行业多元化经营的企业。"我对这类企业一无所知"，巴菲特说，"买入一家公司的股票是因为你希望拥有这家公司，而不是因为你希望这只股票能上涨。"

"自来水公司就相当简单。"他补充道，蓝筹印花公司拥有圣何塞水务工程公司 5%的股份(San Jose Water Works 旧金山南部城市)。"报纸业务也很好理解，大型零售商也是如此。"**只要不为预期还没发生的事情支付高昂的溢价**，他甚至也会购买一直受华尔街宠爱的股票。他提到了宝丽来公司(Polaroid 拍立得相机)。"某些价格上，你不需要为未来支付任何溢价，甚至对当前的状况都打了折扣。如果创始人兰德博士接下来使出了绝招，那么你将免费分享公司的成果。"

巴菲特告诫道，要相信自己的判断，或者自己顾问的判断。不要在你所听到的或看到的每个主意之间摇摆不定。巴菲特引用了现代证券分析之父兼其在哥伦比亚大学的导师格雷厄姆常说的一句话：**"你正确与否与别人是否同意你的观点没有关系。"**换句话说就是，**智慧、真相以及欢颜存在于日常生活中，而不是瞬间的情感中。**

众人皆醉我独醒？

虽然如此，但是如果市场永远也没有意识到这是一只便宜的股票，那该如何？如果股市永远也无法恢复正常价值那该怎么办？巴菲特回答说："20 年前，当我在格雷厄姆-纽曼公司工作的时候，我向老师格雷厄姆问了同样的问题。他耸了耸肩回答说，市场迟早会反映公司真正价值的。他是对的——**短期内市场是台投票机，长期来**

看，市场是一台称重机。如今华尔街的专家会说：'是的，这只股票现在是很便宜，但他不会上涨。'这真是太愚蠢了。有人之所以能成为成功的投资者，那是因为他们牢牢抓住成功的企业不放。市场迟早会反映企业应有的价值。"未来，当市场投机再度疯狂时，这一真知灼见的建议仍将牢不可破。

我们提醒巴菲特，诗人吉卜林 Kipling 曾写过的诗句："如果周围人都失去理智时，而你保持清醒.....也许他们知道一些你所不知道东西。"

巴菲特回答说，是的，他已经充分意识到世界处在一片混乱之中。"戴·比尔斯(De Beers)做的是钻石生意，阿拉伯人做的是石油生意，问题是，相比钻石而言，我们更需要的是石油。"此外，确实还有人口扩张、资源紧缺、核扩散等各种社会问题，然而，**你并不能靠预测会出现什么灾难进行投资**。即使你投资金币和艺术收藏，如果世界末日来临，这些又有什么用呢？如果世界真的燃烧起来，你可能会像古罗马暴君尼禄一样说：'南边只是着火了'。"

"你看，我无法构建一个能够抵御灾难的投资组合。但如果你只关心企业盈利的话，你会发现，以现在的价格而论，恐慌啊，经济萧条啊，那些担忧丝毫都不会让我感到烦恼。"

巴菲特最后说道："现在投资致富正当时。"



蓝筹印花票

巴菲特致股东的信 1974

1975 年 3 月 31 日, BRK: \$76-40

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东：

由于我们的保险业务表现不佳，1974 年公司整体经营业绩并不令人满意。在去年年报中已预测盈利会有所下降，但是下降的程度却是意料之外的。1974 年的经营收益为 8,383,576 美元，即每股 8.56 美元，初始股本回报率为 **10.3%**。这是自 1970 年以来实现的最差股本收益率。我们的纺织业务和银行业务都表现的非常好，与 1973 年早前良好的数字相比，业绩有所改善。然而，在过去几年的年报中提到的，以不可持续的利润率运营的保险承保业务，随着时间的推移，行业状况急剧恶化。

1975 年的前景也并不乐观。毫无疑问，我们纺织业务将出现严重的下降，银行业务的收入也可能会温和的下降。保险承保业务在这时是一个很大的问题，在这个领域今年显然不是令人满意的年份，还可能是十分糟糕的一年。对于保险的投资收入以及我们在蓝筹印花公司股权收益增长的前景是十分看好的。在此期间，我们计划继续增强财务实力和流动性，为保险费率变得合适的时机做好准备，并再次积极寻求这一领域的扩张机会。

纺织业务

在 1974 年前的九个月，纺织业务的需求猛增，导致价格非常坚挺。然而，第四季度纺织业务的疲软开始出现了，这会持续到 1975 年。

我们目前在这项业务里的产能只运行约三分之一。显然闲置三分之二必然会带来经营损失。随着出货量的下降，我们继续向下调整我们运营水平，以避免增加存货。我们的产品大多集中在窗帘领域。在经济不稳定的时期里，非必需品窗帘可能会是可延迟购买商品列表的前几名。极低的房屋开工水平也会抑制需求。同时，零售商大都开始敦促消减库存，我们可能从这些努力中受到一些影响。这些负面的趋势将在适当的时候扭转，我们试图在这个时期到来之前最小化我们的损失。

保险业务

在过去的几年里，我们一直在评论保险承保中的异常盈利能力。这可能最终会引起愚蠢的行业竞争，使得费率不足。很显然，很多保险机构，不论大小，都存在严重的损失准备金计提不足的问题，这不可避免地会导致关于销售产品真实成本的错误信息。在 1974 年，这些因素及高通货膨胀率，使得保险承保的业绩大幅下降。

我们经营的产品的成本(汽车修理, 医疗赔付, 补偿金等)我们估计每月以 1%的增速增长。当然, 这种增长并不是平稳的进行, 但是通货膨胀无情地使我们提供的人身和财产保险的维修服务损失很大。然而, 财险和意外伤害险费率事实上在最近几年几乎没有变化。由于成本快速上升, 而价格保持不变, 不难预测会有怎样的边际利润。

保险行业最权威的机构 Best's 估计, 1974 年美国全部汽车保险的保费只增加了 2%。这些可获得的资金的增长不足以支付保险损失和其他费用。很显然, 今年用于人身伤害的医疗费用、陪审团对肉体和精神上的创伤的裁决费用以及对于汽车维修的费用在今年都大幅上涨。由于保费代表了销售收入, 而后者代表了销售商品的成本, 边际利润迅速变为亏损的了。

在我写这封报告时, 这样的恶化仍在继续。很多大公司提取的赔款准备金仍在很大程度上低估, 这意味着这些公司仍然低估了他们的真实损失。保险费率不仅应该大幅提高, 以匹配每月增加的成本水平, 还应该弥补目前出现的费用同收入的缺口。就目前来看, 保险公司在采取合适的定价行动之前, 他们会遭受更为严重的承保业绩损失。除了 Home-State 保险业务以外, 所有保险业务的主要领域都在今年带来了很糟糕的业绩。

国民保险的传统业务是我们最大的保险业务板块, 在经历了连续几年的高盈利之后, 今年产生了近 4%的承保损失。保单量一定程度上增加了, 但是在费率更加合适之前, 我们并不期待这样的业务增加。历史表明, 在这一周期的一些时间点上, 也就是主要的保险公司发生亏损之后, 我们会在补偿性的费率提高下获得业绩的回暖。这项业务是由最能干的承保人菲尔·列舍(Phil Liesche)主导的, 由高度以盈利为导向的员工组成, 我们相信在未来的几年内它会带来极好地收入, 正如它过去一样。

再保险业务激烈的竞争中, 行业里几乎每一家公司都造成了很大的损失。我们也不例外。我们承保业务的损失大约超过了 12%, 这是一个可怕的数字, 但可能与行业平均水平相差不大。更令人担忧的是, 1974 年发生的保险业务重大事故的数量同往常差不多, 实际上并没有发生可能导致现在这么可怜的盈利数据的超级灾难。相反, 较普遍的情况是保险费率严重不足, 尤其是在我们有重大风险敞口的意外伤害领域。

我们的再保险业务是由 George Young 管理的, 他是一个非常有能力而且很勤奋的管理人。他取消了很多价格明显不足的合同, 并没有采取措施来增加销售额, 除了在那些保费收入与风险相当的领域。依照目前的费率水平, 整个再保险行业很难在 1975 年获得盈利, 特别是我们。

在 John Ringwalt 的领导下，我们的住宅保险业务(Home-State)在 1974 年业绩不错。看来我们正在发展一个健全的代理机构，有能力在可接受的赔付率下开展业务。我们的费用率仍然很高，但随着业务发展到适度的经济规模下，费用率就会降低。去年的报告中提到的德克萨斯州的问题正在改善。我们认为 Home-State 保险业务是我们未来最有前景的领域之一。

我们将 Home&Auto 业务扩展到佛罗里达州的努力证明结果损失惨重。该州的承保损失达到 200 万美元，这是 1974 年实现的损失中的一大部分。我们在 1974 年中期决定退出佛罗里达州的市场，但是从那以后大量的损失仍然持续发生，这是因为保险合同的长期性以及未决赔款的不断发展。我们不能将这个错误归结为外部保险业的状况不佳。

回顾过去，很明显我们的管理层没有掌握这个地区运作所需的承保信息以及定价知识。在 Home& Auto 运营的根据地库克县，也有很明确的证据指出在 1974 年保险费率是不足的。因此，保险费率在今年年中上涨，而竞争对手并没有跟进，因此竞争对手以我们认为不切实际的价格从我们手中抢走了业务，我们在这一领域的销售量大幅下滑。

尽管在 1974-1975 年保险业务的基调是悲观的，但我们认为保险业务本身还是很吸引人的。即使包括 1974 年的糟糕业绩，我们在这个领域的整体已投资资本回报率仍然很高。在计算损失和管理费用时，我们已尽一切努力做到实事求是。由于保险亏损税收抵免效应，1974 年在银行和公司层面都产生了双重影响。

在目前货币市场条件下，我们预期 1975 年银行的盈利会下降，尽管我们相信它们同国内那些银行机构相比更有优势。

蓝筹印花公司

在 1974 年，我们继续增加对蓝筹印花公司的持股，大约占流通股的 25.5%。整体来看，我们很看好蓝筹印花公司的业绩和它未来的前景。印花的销售持续大幅下跌，但是蓝筹印花公司的管理层在调整运营成本方面做得很好。子公司喜诗糖果公司今年的业绩很好，而未来也有极好的前景。

你们的董事长是蓝筹印花公司的董事会成员，同时也是拥有 64%控股子公司 Wesco 金融公司的董事会成员，还是喜诗糖果公司的董事会主席。我们预计蓝筹印花会成为伯克希尔持续强劲盈利能力的来源。

蓝筹印花公司的年报会在 5 月份发布，这里面包含截止到 1975 年 3 月 1 日年度财务状况，是由普华永道公

司审计的。任何伯克希尔·哈撒韦公司的股东想要获得一份蓝筹印花公司的年报，可以随时写信给 Robert H. Bird 先生，地址为加利福尼亚州洛杉矶市东南大街 5801 号，蓝筹印花公司秘书 Robert H.Bird 先生收，邮编 90040

合并 DRC 多元零售公司

正如之前通知你们的，之前提议的对于多元零售公司的收购在 1975 年 1 月 28 日在各个董事会上被中止了。我们仍旧认为这项合并是值得的，并希望在未来的某个时间重新讨论这项收购。

沃伦·巴菲特 董事长



沉浸在阅读中的巴菲特和芒格

第一个十年经营回顾

1965-1974 年同比变化百分比

百分比%	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
BRK 每股账面价值	23.8	20.3	11.0	19.0	16.2	12.0	16.4	21.7	4.7	5.5
BRK 每股股价	49.5	-3.4	13.3	77.8	19.4	-4.6	80.5	8.1	-2.5	-48.7
S&P500	10.0	-11.7	30.9	11.0	-8.4	3.9	14.6	18.9	-14.8	-26.4
美国 GDP	6.5	6.6	2.7	4.9	3.1	0.2	3.3	5.3	5.6	-0.5
十年期国债收益率	4.6	4.8	5.7	6.0	7.7	6.4	5.9	6.4	6.7	7.4
美国通胀率	1.6	3.0	2.8	4.2	5.4	5.9	4.2	3.3	6.3	11.0
美国失业率	4.5	3.8	3.8	3.6	3.5	5.0	6.0	5.6	4.9	5.6

伯克希尔 1974 年度报告中的净收益来源表

万美元	1974 年	1973 年	1972 年	1971 年	1970 年
保险业务	89.2	1024.9	1070.1	637.2	263.9
纺织业务	266.0	283.7	169.7	23.3	10.4
未合并银行子公司	409.3	278.2	270.0	219.2	297.3

蓝筹印花	116.4	112.4	14.2	6.8	
管理费用和财务费用	-232.4	-196.6	-77.0	-64.8	-58.1
税前营业利润	648.5	1502.6	1447.0	821.7	513.5
已实现投资收益(损失)	-190.8	133.1	135.9	102.8	-30.1
非常项目					28.2
税前总收益	457.7	1635.7	1582.9	924.5	511.6
减：所得税总额(抵免)	-246.6	349.7	370.3	155.9	55.1
净收益	704.3	1286.0	1212.6	768.6	456.5

BRK 保险集团 1969-1974

业务线/万美元	1974	1973	1972	1971	1970	1969	1968
专业汽车和一般责任险	3673.8	2861.7	3535.4	4779.4	3782.0	2603.4	2262.0
再保险	1220.4	1018.4	1143.6	1495.3	701.7	274.2	
城市汽车险	661.3	657.1	687.4	204.0			
Home-State	544.2	500.0	428.6	166.8			
保费收入合计	6099.7	5037.2	5795.0	6645.5	4508.6	2877.6	2262.0
已赚保费合计	6057.4	5292.9	5962.7	6086.7	3917.3	2525.8	2261.7
损失赔付	4712.0	3283.6	3698.7	4078.3	2685.8	1636.1	1479.8
承保费用	2034.6	1677.4	1835.6	1867.5	1264.5	905.0	725.1
专业汽车和一般责任险	-193.9	440.9	432.9				
再保险	-206.8	35.3	56.1				
城市汽车险	-218.3	-87.8	6.2				
Home-State	-70.2	-56.5	-66.7				
承保盈利/亏损	-689.2	331.9	428.5	140.9	-33.0	-15.3	56.8
保费收入/平均权益	88%	89%	143%	241%	272%	215%	197%
赔付比率	77.8%	62%	62%	67%	68.6%	64.8%	65.4%
费用比率	33.4%	33.3%	31.7%	28.1%	28%	31.4%	32.1%
综合比率	111.1%	95.3%	93.7%	95.1%	96.6%	96.2%	97.5%
平均权益回报率 ROE	3.7%	17.4%	22.2%	21.6%	10.9%	15.8%	
保费收入增长率	21.1%	-13.1%	-12.8%	47.4%	56.7%	27.2%	
已赚保费增长率	14.4%	-11.2%	-2.0%	55.4%	55.1%	11.7%	

1968-1974 年伯克希尔保险集团关键比率

	1974	1973	1972	1971	1970	1969	1968
保费收入/平均权益	88%	89%	143%	241%	272%	215%	197%
赔付比率	77.8%	62%	62%	67%	68.6%	64.8%	65.4%
费用比率	33.4%	33.3%	31.7%	28.1%	28%	31.4%	32.1%
综合比率	111.1%	95.3%	93.7%	95.1%	96.6%	96.2%	97.5%
平均权益回报率 ROE	3.7%	17.4%	22.2%	21.6%	10.9%	15.8%	
保费收入增长率	21.1%	-13.1%	-12.8%	47.4%	56.7%	27.2%	
已赚保费增长率	14.4%	-11.2%	-2.0%	55.4%	55.1%	11.7%	

1967-1974 年伯克希尔保险集团利润表

万美元	1974	1973	1972	1971	1970	1969	1968
承保收益-税前	-689.2	331.9	428.5	140.9	-33.0	-15.3	56.8
投资收益-税前	788.0	728.3	664.4	497.4	287.0	202.5	161.2
已实现投资收益-税后	-134.0	93.0	92.9	71.9	-30.1	28.2	70.7
蓝筹印花权益	79.2	100.8	11.1	0	0		
净利润-税后	252.9	987.1	898.4	594.4	180.6	211.5	249.7

1967-1974 年伯克希尔保险集团资产负债表

万美元	1974	1973	1972	1971	1970	1969	1968
现金	1065.2	286.6	304.4	456.3	81.2	78.8	59.8
债券(摊余成本)	7153.1	7447.4	8814.8	8407.9	5160.9	3183.5	3020.1
优先股	285.5	229.8	294.2	99.9	104.1	164.7	3.3
普通股	5067.0	4975.7	1741.2	1167.6	1025.4	860.7	915.1
蓝筹印花权益	1437.1	1371.7	1128.7	412.8			
固定资产	158.1	160.5	167.4	131.3	119.1	119.1	
其他	2067.9	1312.1	1497.6	1655.6	933.8	634.4	
总资产	17233.8	15783.9	13948.4	12331.4	7424.6	5041.2	4469.2
损失赔偿准备	7276.1	6167.6	6027.5	5299.1	2975.9		
未到期保费	2170.5	2128.5	2383.9	2551.6	1748.3		
其他	764.1	717.9	978.9	956.4	717.0		
总负债	10210.7	9013.7	9390.3	8807.1	5441.2	3707.4	3123.9
股东权益	7023.1	6770.2	4558.1	3524.3	1983.4	1333.8	1345.3
平均浮存金	7910.0	7330.0	6950.0	5250.0	3240.0	2340.0	1990.0
杠杆倍数	1.13	1.08	1.52	1.49	1.68	1.75	1.48

巴菲特谈养老金问题 1975

1975 年 10 月 14 日

1975 年，巴菲特给华盛顿邮报公司的董事长 Katharine Graham 写了一份备忘录，介绍了养老金承诺的陷阱以及投资策略的重要性。以下为原文翻译。

养老金成本问题有两个方面可以产生显著的影响：

- ① 保持对员工养老金计划承诺的合理控制；② 提高养老金计划资产的投资回报。

养老金承诺的不可逆性

为了合理地控制承诺，有必要了解管理养老金计划的基本算法和实用规则。

首先要认识到的是，对于目前每一个养老金福利决定，你几乎可以肯定是在艰难维持的，如果你的福利决定导致了公司低于正常水平的盈利能力，你也无法在日后推翻你的决定。

实际上，在一家盈利的大公司，甚至是一家边际规模较大的公司，减少养老金福利几乎是不可能的。该计划可能包含明确宣布公司有权随时终止的语言，并规定出资应由公司自由选择。但法律已经削弱了这些被认为所具有重要性的"退出"条款，而且实际运营情况使任何剩余的终止权利都变得毫无意义。

因此，关于养老金成本的第一条规则就是，**在签署之前必须要知道自己将要面对的是什么。要三思而后行。**管理层对养老金成本的无知可能比任何其他规模相似的成本项目都要高。而且，公民对政府养老金成本的无知程度甚至更高。在未来几十年，这将是一件非常昂贵的事情。精算思维对大多数人来说根本不是直观的。词汇晦涩难懂，数字似乎不真实，做出承诺从来不会触发像直接签支票所引发的内心反应。

在任何其他管理领域，都无法如此迅速地产生这样巨大的负债总额，这些负债将直接反映在逐渐增加的年度成本和现金需求中，而几乎不会带来立刻的财务痛苦。就像印刷的小错误也会导致条款的复杂化。谨慎再谨慎是必须的。

"先承诺后付款"的欺骗算法

如果你承诺终身每月支付我 500 美元的生活费，那么从精算角度(从一个完全实际的意义上)，你刚刚花费了大约 65000 美元。如果你的经济状况良好，能够做出这样的终身承诺，递给我一张 5 万美元的支票你会过得更好(如果我对我这个年龄的人的寿命有一个平均预期)。但付款的感觉就不一样了。

而且，如果你承诺终身每月付给我 1000 个汉堡，从表面上看，这听起来可能相当于以前的提议(假设现在的

汉堡价格为 50 美分，每月 500 美元)，那么你就产生了一种义务，在通货膨胀的世界里，这种义务变得最难评估。这造成了一种风险，我们稍后将其称为“地震风险”。有一点是肯定的，你会发现没有一家保险公司愿意以 65000 美元甚至 130000 美元的价格免除你每月 1000 汉堡的债务。虽然现在汉堡等同于 50 美分，但未来支付汉堡的承诺并不等同于未来支付 50 美分的承诺。

因此，在提出或修改计划之前，您应该清楚地了解其财务后果。(特别是在一个我认为这几乎是肯定会出现严重通货膨胀的世界里。我对通货膨胀可能性的观点比大多数受人尊敬的观察家的观点更极端。教条主义的观点很难证实，因为结论更多地取决于社会和政治判断，而不是经济素养和分析。你应该认识到，导致我对长期通货膨胀得出悲观结论的推理具有潜在性，并且要愿意进行相应地纠正)。精算师顾问非常擅长计算。在做出计算所依据的假设时，他们经常表现得很糟糕。事实上，如果世界是一个经济不连续的国家，他们可能特别不具备做出最重要假设的能力。他们被训练成循规蹈矩的人。如果他们的假设变得过于不那么传统，那么在获得和保留业务方面，他们的个人利益将会受到损害。在关键假设上保持传统基本上意味着，通过对当前事件的适度推演来调整历史经验。这在预测死亡率和发病率等因素方面效果很好，在员工流动率等项目上效果相当好，但在估计养老金成本方程中最重要的两个要素(基金收益和工资上涨)时可能是一场灾难。

基本精算原理

为了说明一些值得理解的精算原则(但不需要使用技术术语和星号)，让我们以您的家庭为例。假设你个人做出了不可撤销的承诺，在他们年满 65 岁后，终身每月向四名家庭雇员支付 300 美元的养老金。假设他们现在都 55 岁了，如果你今天做出这一承诺，你今天的净资产就减少了大约 7 万美元。(为了简单起见，我忽略了一些变量，比如配偶的性别、女性寿命更长因此成本更高、65 岁之前死亡等等。在计算这些因素时精算师们会很专业。)

为什么你马上就少了 7 万美元？好吧，如果你现在留出一只 7 万美元的基金，以 7% 的回报率进行投资，并让所有这些回报留在基金中进行复利再投资，那么当你的员工年满 65 岁时，基金的本金价值将在十年内增长到 14 万美元左右。利用基金的全部累积资本为他们购买每年 3600 美元的终身年金，每人将花费约 35000 美元。因此，如果你做出了承诺，并且它是有法律或道德上的约束力，那么你今天已经花了 7 万美元，即使你在十年内不必支付一分钱现金。

现在更进一步，假设你的员工每人每月收入 600 美元，但你没有承诺他们退休后每月 300 美元，而是承诺他

们退休时工资的 50%。如果他们的工资年增长率达到 7.2%，我预计他们很可能会达到，到 65 岁时，他们的月收入将达到 1200 美元。现在，为他们购买年金以履行你的承诺，每人将花费 7 万美元。将你的承诺从目前工资的 50%修改为最终工资的 50%的实际成本是现在需要留出的资金的两倍，从 7 万美元增加到 14 万美元。

许多养老金计划使用最终平均工资(通常是过去五年的平均工资，或过去十年中连续五年的最高工资)，有些计划使用职业平均工资。我在这里不是在争论应该使用哪一种，而是在说明由于措辞上出现的微小变化，可能会导致成本出现巨大差异。

在劳动力密集型企业种，其养老金成本显然可能是巨大的，也是成本图景中的一个重要变量，尤其是在一个以高通胀率为特征的世界里。强调后一个因素到了啰嗦的地步，因为我所知道的大多数管理层，以及政府养老金计划中几乎所有的民选官员，根本没有完全理解他们因当前无痛的承诺而导致的负债规模。在许多情况下，在公共领域，账单大部分将交给下一代，通过增加税收或加快使用印刷机来支付。但在一家公司，账单将不得不从当前和未来的收入中支付，并附带利息，而且通常要跟随自动上涨的生活成本去支付。

"地震风险"(突如其来的通货膨胀风险)

在德国 1920 年代初的高通胀中，整个戴姆勒奔驰汽车公司在市场上以 300 辆汽车的价格出售。所有过去的投资都几乎一文不值，与过去的历史相比，目前的工资水平是天文数字。在这种情况下，或者远没有达到这种极端的情况下，企业所欠的任何基于当前的工资水平的养老金负担，尽管与早期的就业服务有关，但必须几乎完全由企业的当前价值(盈利能力)来承担。预留的储备基金就这样蒸发了。

例如，假设工资和生活成本以每年 25%的速度上涨，而养老基金的年回报为 10%，这一假设与英国目前的情况相差无几。在这种情况下，为退休预留的资金与承诺的福利相比立即开始缩水。即使在计入了基金的股息和利息后，每个月可以从养老金计划的基金中购买的汉堡都在减少。

选择在处理养老金计划时，几乎没有人考虑这种"地震风险"，就像人们不会选择花很多时间考虑核战争一样。这可能是我之前提到的偏见，也可能是我的数学倾向，但我认为，在任何公司承担无限期养老金义务之前，都应该进行甚至考虑一些"难以想象的通胀相关计算"。通过在不受最终工资限制的福利调整，或根据生活成本的变化向已经退休的人增加福利，保证大量人员通货膨胀的绝对保护。

因此私人养老金计划真正具有毁灭性的可能性是持续两位数的通货膨胀。当工资以远高于投资回报的速度增

长，福利与最终工资挂钩(或者更昂贵的是，退休后的生活成本会像最近的橡胶和铝合同一样增加)时，几乎不可能为债务预留资金。不管你喜不喜欢，你变得像没有征税的权力的社保基金。如果发生这种情况，公司产品的未来购买者必须愿意支付的价格，不仅要反映当前工人工资，还要反映对过去工人的承诺。一些具有经济特征的企业将能够通过价格传导这些成本，但其他企业将面临重大麻烦。总的来说，我相信在这种情况下，我们的业务相对有利。我不相信这个问题可以通过投资过程来解决。为了完整起见，我提到这一点是不是因为我有答案，而是为了敦促各方谨慎行事，不要因货币购买力大幅下降而让养老金福利急剧上升。

现在，让我们看看适合于至少与过去相似的经济世界相当的融资和投资行为，认识到这样的世界是远非确定的。

所有养老金计划中固有的投资管理问题

一旦承诺提供养老金，我们该如何支付？根据法律和谨慎的商业惯例，我们必须开始在相当有序和一致的基础上储备资金，以便履行我们的承诺。通过这种方式，我们在员工为公司生产时向他支付工资，同时我们设立了一个储蓄账户(集体而非个人)，将以利息累积，以便在退休时为他购买年金(当然，在大多数计划中并不是实际"购买"的，只是由养老基金保证)，这将履行我们的承诺，在他整个退休期间向他支付。因此，如果我们对储蓄账户收入的估计准确，以及对营业额、工资增长、寿命的其他估计准确，那么我们的当前成本和当前现金需求将反映出他一生给我们的总雇佣成本，并相当均匀地分散到他的总工作期间。

这种预留储备的方案，将当前的全部成本与当前的生产相匹配，与社保计划的方案形成了鲜明对比，该计划基本上向当前的劳动者征税，以支付当前的非劳动者。这只是意味着将当前国家产出的部分商品和服务，从劳动者转移到非劳动者手中，这种制度已经实施了很长一段时间，人口结构保持相当稳定，承诺保持相当稳定并且没有通货膨胀，这种现收现付的方法的净效果，与预付款制度并没有实质性差异。然而，这些可能会导致各种问题的条件并不存在，包括一些加剧通货膨胀从而对私人养老金计划经济学产生负面影响的情况。

由于与联邦政府不同的是，企业必须创建一个"储蓄账户"，即某种投资积累和投资管理业务，以为其养老金计划提供适当的资金，因此它必须就养老金计划资产做出投资管理决策。

企业养老金计划管理的历史

第一幕：觉醒

几十年前，养老金在大多数公司都是一个相对较新的东西，因此"储蓄账户"正处于形成阶段，因此规模要小得多。此外，当时的承诺只是目前承诺的一小部分，因此最终需要在储蓄账户中购买退休年金的金额也相应较小。因此，就管理责任而言，支付给养老基金("储蓄账户")的金额在很大程度上被遗忘了，直到 1960 年代的大觉醒。当时管理层注意到：

1，资金已经增长到有时占公司净值的 25-50%的程度，这往往使储蓄账户中使用的资产比公司最大部门中使用的资产规模更大。以下是我从 1972 年底开始得到的几个数字：

公司	公司净资产	养老金资产
A & P 连锁百货	599	236
DuPont 杜邦	3268	1817
Firestone 轮胎	1251	423
IBM	7565	1023
U.S.Steel 美国钢铁	3577	2239

因此，尽管美国钢铁公司有 36 亿美元的净经营资产，管理层可能花了 99%的运营时间在思考这些资产。但他们在"银行"拥有的 22 亿美元，其经济回报将以美元对美元的方式，影响股东的未来价值以及钢铁资产的经济效益。实际上，有几年储蓄账户的收益超过了钢铁企业所有经营资产的收益。(公平地说，应该指出的是，美国钢铁公司是认识到养老金资产重要性的先驱之一，通过公司的内部管理，他们的表现好过平均水平。)

2，"储蓄账户"实际实现的回报对成本产生了巨大影响。投资收益率持续 1%的变化很容易造成公司年度成本的波动超过 15%。

3，在股票产生惊人回报的时期，许多养老金计划主要投资于债券。债券在早期的固定利率为较低的 3-5%，而且随着利率的稳步上升，其市值也大幅缩水。(如果利率上升，债券价格必须下降以适应利率水平。如果债券是长期的，利率急剧上升，价格就会大幅下跌。)

4，因此，许多管理层看到，他们最大部门的投资回报率令人沮丧，债券部分的市值大幅缩水。而在他们周围的所有人，几乎没有付出任何努力或天赋的情况下，就从股票实现了高回报。如果一家公司在其发动机部门投资了 1 亿美元，通过管理热情和独创性获得 12%的收益，为什么要容忍其养老基金"部门"的 1 亿美元资产因为疏忽而只有 4%的收益率，尤其是当将 400 万美元的投资收益提高到更大的数字时，对所有者的未来收益的影响与提高发动机利润率相同。在生产研发和销售方面的密集投入可能只会使发动机领域的增长率从 12%提高到 13%，因为决策已经非常接近最佳，但很容易想象，如果在股权投资方面只取得平均结果，那么在养老基金领域的收益率

就会从 4%提高到 10%。当然，谁会满足于表现平平呢？

第二幕：大跃进

于是，捕猎行动开始了。华尔街厌恶商业真空。如果顾客内心产生了购买的意愿，那么没有质保的商品将被提供。当投资者想要特许经营公司时，特许经营公司会被找到，并由承销商推荐。如果找不到就会创建它们。同样，如果寻求高于平均水平的投资业绩，它将得到大量回报承诺——至少会产生这样的幻觉。

最初，那些更了解情况的人会拒绝承诺不可能的事情。随着客户开始流失，顾问们会争论新趋势的不稳定和旧方法的优势。但是，当涓涓细流有变成洪水的迹象时，商业达尔文主义将占据上风，大多数组织都会适应。这就是在资金管理领域所发生的事情。

传统上，银行是主要的资金管理公司(抛开保险计划不谈)，总的来说，他们的投资和沟通都乏善可陈。当公司经理寻找标准来决定谁来管理这个新发现的巨大"部门"时，他们觉得有必要寻求改进，或者至少是看起来有所改进。他们自然会寻找那些拥有令人印象深刻的组织架构、大量的年轻人才(大部分来自好学校的 MBA)，渴望且有适当责任意识、决策和行动速度快的能力的团队，简而言之，那些看起来像他们自己的组织。他们寻找最近的表现记录。不幸的是，他们都找到了。

当然，稍微想一想就会让任何人相信，专业资金管理领域的整体表现不可能超过平均水平。它在整个投资领域中所占的比例太大了。据估计，现在大约 70%的股市交易是由专业管理的资金进行的。任何认为 70%的环境将大大超过整个环境的想法就像是，一个家伙和他的朋友坐在牌桌旁宣布："好吧，伙计们，如果我们今晚都认真的玩，我们都应该能赢一点。"(这种一厢情愿的想法有一个有趣的例子发生在 1975 年 4 月 1 日，Marty 给我发了一篇题为《养老基金管理趋势》的文章。在一家制造公司精心撰写的《投资指南》声明中，它宣布："我们认为，期望长期业绩优于通常的市场指数是合理的，特别是标普 500 指数。具体来说，我们希望在所有类型的市场环境中都能有比这个指数更好的表现。"是的，也许今年弗吉尼亚州每个足球队都能有一个获胜的赛季。)

因此，很明显，人们普遍对养老基金管理业绩高于平均水平的预期，几乎注定会令人失望。这些失望肯定会被随之而来的痛苦所放大，这种痛苦往往伴随着对投资业绩的压力(更高的换手率)，很难精确地衡量换手成本，但当应用于来回买卖时，换手成本平均至少为 2%。如果一个投资经理，不仅要努力实现可接受的季度业绩，而且要表现得像其他备受赞誉的经理一样，积极将他的投资组合保持在"正确"的股票中，他很容易实现每年 25%的平均

换手率。当业绩激情达到顶峰时，一些经理的换手率也大幅上升。(在短期内，看起来聪明往往比聪明更好，特别是如果你的工作仅仅由一个相当简短的面试决定。如果球迷要根据几次挥杆来决定你的雇用状况，那么谨慎的做法是发展一种击球风格，这让他们想起 Joe DiMaggio 或 Ted Williams。即使这种风格的远距离的稳定打击率很小，而且你知道你可以交叉握杆以获得更好的击球效果。)

在任何情况下，作为一个群体，专业人员 25%的换手率，加上 2%的换手成本，每年会使整体绩效降低 0.5%(3000 亿美元的资产每年减少 15 亿美元)。这意味着，业绩的随机分散导致一半的投资经理高于未经管理的绩效水平(没有交易成本)，而一半低于未经管理的绩效水平。相反，换手成本的摩擦阻力将导致一半以上的经理表现比假定的"平均水平"更差。

由于上述原因，大公司养老基金最近的投资管理业绩几乎都是极差的。具体而言，Becker 研究报告如下(所有养老金投资衡量服务中最全面的)：

年化总体回报率	S&P500	Becker 中位数
最近 3 个市场周期(1962/6/30-1974/12/31)	5.3%	4.1%
最近 2 个市场周期(1966/6/30-1974/12/31)	2.1%	0.4%
最近 1 个市场周期(1970/6/30-1974/12/31)	2.2%	-0.3%

(不包括投资组合中的债券部分，只根据股票作为标准衡量)

还有希望吗？

明智的公司能否保证其养老金计划的卓越投资业绩？

如果要以高于平均水平的业绩作为衡量标准，那么绝大多数投资经理肯定会失败。少数人会因为运气或技巧而成功吗？当然在中间的几年里，由于偶然的运气，少数人看起来肯定会比平均水平好。就像 1000 名"掷硬币经理"参加掷硬币比赛一样。在 5 或 10 次的测量周期内，会产生一些"赢家"。(五次投掷后，预计会有 31 人拥有"成功"的记录。凭借在市场的严酷考验中得到证实的神奇能力，他们会就养老金等问题写出迂腐的文章。)

除了那些受益于短期运气的人之外，我相信，由于技能的原因，少数人可能会以温和的方式取得成功。我不相信仅仅通过研究他们过去的投掷记录就能确定他们的身份。他们可能用一枚他们知道有利于硬币正面朝上的操作，每次都猜正面，但他们仅有的统计记录无法与更大的一个群体区分开来，这个群体的人一直在不加区别的猜正面朝上，而且到目前为止，他们一直都是幸运的。

如果你对投资和人性都有很深的了解，那么与一位有良好记录的经理交谈，你可能发现他使用的方法确实比

其他投资者有优势，而且在未来似乎有可能继续保持这个优势。这需要一个非常明智且消息灵通的客户，即使这样也不能避免落入陷阱。

对于新手来说，有一个巨大而明显的陷阱。我几乎可以肯定，管理大量的资金是无法保持高于平均水平的业绩。想想看，在一个公司内管理 200 亿美元将产生足够的金融资源，可以雇佣一些世界上最有效的投资人才，这是很棒的。毕竟拉斯维加斯的大笔资金不是吸引了最有影响力的艺人来这里表演吗？当然，每年对 200 亿美元的管理资产收取 5000 万美元的费用将使：1，一系列行业专家能够覆盖其投资范围内公司的每一分钟的发展；2，顶尖经济学家能够研究市场趋势；3，灵活、果断的投资组合经理，将这些丰富的信息转化为适当的市场行动。

但这并没有什么用。

在这条路上，又有一个 200 亿美元得到了同样的投入。每个这样的组织都有自己的专家小组，在相同的模式上进行合作，他们都读过同样的书，也咨询过同样的计算机模型。此外，你不会将 200 亿美元或任何相当大的一部分轻易的或廉价的投资出去，尤其是当所有的目光都集中在当前同样的投资问题和机会的时候。管理基金的增长大大减少了投资机会的数量，因为只有规模很大的公司才能在投资组合中发挥真正的作用。更多的钱意味着更少的选择，也意味着将这些投资转变成与其他有着贪婪的经济欲望的人完全相同的股价上。

简而言之，**确保养老基金管理高于平均水平的理性预期非常接近于零。**

养老基金投资管理的现实例证

最近，我从一家养老基金那里得到了一些有趣的数据，该基金管理着大约 2.5 亿美元的资产。与标普 500 指数和道琼斯工业指数这两种定义的"平均水平"相比，截至 1975 年 6 月 30 日三家主要银行(每家管理 2000-5000 万美元)9 年半的投资记录，如下：

	年化回报率(含股息)
道琼斯工业指数	2.8%
标普 500 指数	3.8%
大陆银行	1.8%
第一国民城市银行	1.0%
摩根担保	3.4%

直到最近，大通银行(Chase)还管理着类似的部分资金，但由于业绩不佳而被终止(可能比上面所示的其他银行差)。在衡量期间，每 1%的浮动对该基金的影响约为 200-400 万美元。

还有一个有趣的计算。截至 6 月 30 日，大陆银行(Continental Illinois)持有的投资组合中，按市值计算，

64%的证券也在摩根担保公司(Morgan Guaranty Trust)的投资组合中，41%在第一国民城市银行(First National City)的投资组合中。类似的重叠在其他方面也得到了证明。

我对这只基金的记录非常熟悉，可以说，基金经理没有受到任何不寻常的限制，也没有任何特殊的因素来解释这些数字。我相信，与其他大型银行相比，摩根担保在这里的记录高于平均水平，这是相对其他养老基金业绩表现的典型代表。我也觉得这种相对地位的预测价值很低。

《养老金与投资》杂志(Pensions & Investments)最近对 35 家最大的拥有混合股票基金 5 年业绩记录的银行进行了排名。有 10 只股票的表现与标普指数相当或更好，这符合概率的预期，即如果所有人都是完全凭运气操作，且交易费用对业绩造成了一定程度的拖累。更重要的是，据我所知，没有一组与管理大量资金的经理人有关的统计数字能够证明相反的结论。

所有的证据似乎都证实，**期望传统管理的企业养老金计划产生高于平均水平的投资结果是不明智的。**

养老基金管理的主要选择

关于养老基金投资有价证券，可以单独或组合使用的几种途径：

①，可保留一个或多个大型传统基金公司，由于所涉及的成本，预期业绩表现将略逊于“平均水平”。如果管理规模非常大而且投资行为传统(任何一家大型银行都可以做到)，根据新的 ERISA 法规(《雇员退休收入保障法案》，1974 年)，公司董事作为受托人应该不会有轻率行为的风险。传统的投资行为是安全的，即使潜在的诉讼当事人有事后诸葛亮的好处。如果我们要走这条路线，我看不出有什么理由去改变摩根担保公司的做法。

②，本质上只需要通过简单地创建一个相当于“平均水平”的投资组合，就可以放弃主动管理证券投资组合。这样可以最大限度地减少换手率和管理成本，并可能实现与①大致相同的结果，因为已经默认没有为“管理”花费任何努力，也许只是多了一点潜在的结果责任。最近成立了几只基金以复制平均业绩，非常明确地体现了这一原则，即在扣除交易成本后，没有任何管理的基金相比支付平均管理费用后的基金成本更低，业绩也略好。这项原则可以通过参加此类基金或自己动手来实施。

③，找到一个经理来管理较小的金额，由于他正确的理念，其业绩记录一直不错。然后祈祷没人能找到他。

任何类型的好记录通常都吸引了大量的资金流，无论该记录是基于不寻常的技能、运气，甚至偶尔是“记录造假”的半欺诈活动。即使是那些我认为至少部分基于技能的记录，在管理大规模资金时也会业绩不佳。另一个问题

是，在任何情况下，我所观察到的卓越记录都不是基于机构的。尽管市场看起来发生了变化，但这些技能仍然可以保持。相反，好的业绩是由一个人或最多几个人完成的，他们在相当专业的领域工作，而大部分投资资金对这些领域根本不感兴趣。在像通用汽车 GM、IBM、西尔斯 Sears 这类投资对象中，要想超越竞争对手是非常困难的。相反，不寻常的记录(此类记录很少能被保持)是由那些在相对被忽视的领域工作的人取得的。(你在网球比赛中的输赢率不会取决于你所拥有的绝对能力水平。相反，它将取决于你选择劣势对手的能力。当他在巡回赛中比赛的时候，如果仔细选择的话，你很容易获得比 Cliff Richey 更高的胜率。运用这一原则是桥牌、扑克或投资的关键要素。然而，这在投资中更难应用，而识别桥牌中的普通牌手相对更容易。)

许多养老基金，包括我刚才提到的基金，都试图找到优秀但相对不知名的仍在管理小额资金的经理人。这往往涉及数十次采访，通常根据他过去的记录，特别是最近的记录，再加上一个“看起来”适合且值得尊敬的口齿伶俐的实践者。在我看来，仅根据印象，这一选拔过程的整体记录一直很差，很可能比主要资金管理经理略低于平均水平的记录更糟。

原因并不难看出(尤其是在后视镜的情况下)。华尔街的大部分地方都是一连串的热点。显然，有些人会赶上最近的潮流，如果他们有鲁莽的倾向，相应的记录可能会看起来不错，并且非常努力地玩一个特定的趋势，也许会更好。但据我所知，从来没有热点能成功的保持住热度。而因为近期表现抢眼的热点而被选中的投资经理，此时知道自己最应该做什么，他必须要业绩而且要快。因此，新上任的小资金经理的决策往往以高换手率、重大错误、甚至更激烈的追击热点等特征。这种情况并不是每次都发生，但我的直觉是，相对不知名的养老基金经理的总体表现，相比大型银行笨拙僵硬的业绩表现更糟糕。

④，可以采用固定收益(债券)的投资策略，目前年回报率约 9%，而且可以锁定一段时间。这一选择目前正变得越来越受欢迎，在 ERISA 法规下应该是相当合理的，将来回报是好是坏，则取决于未来十年或二十年投资股票的回报率。这基本上与几十年前许多公司默认做出的投资决定相同，只是当时的利率是 4%而不是 9%。我不建议我们尝试在债券和股票之间来回转换。这是少数人拥有的技能(如果有的话，当然不是一群人拥有的)。如果能掌握这种特殊形式的投资秘籍，我们就没有什么理由去做其他事情了。除了高通胀时期，在任何时期下这一选择产生的舒适度可能都很高。在本文讨论的所有投资选择中，高通胀都将产生困境。

⑤，我的最后一个选择也是我倾向的一个选择，虽然不是特别倾斜，但也是非传统的，因此会给董事会带来

更多的法律风险。(我将大部分法律讨论排除在这份备忘录之外。部分是出于篇幅考虑,部分是因为这不是我的领域。总的来说,最安全的做法是像大多数其他人一样行事,并信任知名的大型传统组织的专业知识。我也相信,以合理的盈利/资产估值购买一批财务实力充足的老牌企业实现多元化投资是有道理的,尽管这不是自我保护的。)它可能不同于其他普通股票投资程序,更多的是在态度上,而不是在形式甚至结果上。它将投资组合管理决策视为公司经理的业务收购决策。

公司董事及高管认为自己有能力作出商业决策,包括就以特定价格购买的特定业务的长期吸引力作出决策。我们已决定收购几家电视公司、一家报纸公司等。而在其他涵盖了更广泛的商业运作的关系中,我们也做出了类似的判断。

对于管理良好的类似业务,整体收购的协议价格往往远高于在股市中购买的估值。从长远来看,这两种情况下的所有者都将从这些投资中获得与企业的经济效益成正比的回报。通过股市购买企业的部分所有权,而不是通过谈判购买整个企业,会出现几个缺点:(a)失去管理权或选择经理人的权利;(b)没有决定股息政策或指导内部再投资领域的权利;(c)以经营资产(相对于股票仓位)为抵押进行长期借款的能力大大降低;(d)放弃以全部价值的私人所有者的方式出售企业的机会。

这些都是重要的负面因素,但是,如果一个投资组合是以便宜的价格精心挑选的,它可以最大限度地减少单一不良经验的影响,例如在管理领域无法纠错的影响。偶尔会有一个抵消优势,这种优势可能具有非常实质性的价值,即在购买时不应支付任何溢价。这与股票市场的周期性过度倾向有关,这种趋势导致企业,在通过股票交易进行小规模交易时,以远高于私人谈判确定的价值的价格出售。在这种时候,相比拥有整个企业,持有部分股份可能会以更好的价格出售。而且,由于证券市场的非个人性质,与这种不知情的买家打交道也不需要有人道德上的谴责。股票市场价格可能会疯狂地、非理性地上涨。但如果关于企业内部回报率的决定是合理正确的,企业的一小部分股权,是以私人所有者估值的折扣购买的,那么在衡量养老基金业绩的时间跨度内,基金的良好回报应该得到保证。

有人可能会问,这种方法与简单的选择像 Morgan、Scudder、Stevens 等那样的股票有什么区别?在很大程度上,这是一个态度问题,即根据企业的业绩而不是季度的股价作为业绩衡量标准。它体现了判断确认是一个很长的时间跨度,就像一个公司投资一个重要的新部门,工厂或产品。它将股票视为企业所有权,并在心态上进行

相应的调整。它要求价值要超过支付的价格，而不仅仅是有利的短期收益或股市前景。一般股市因素根本不会影响购买的决策。

最后，它建立在一种合乎逻辑的信念之上，这种信念证券市场上得到了历史的证实。即**内在的商业价值是股票价格的最终主要决定因素**。用我前老板的话来说："从短期来看，市场是一个投票机，但从长期来看，它是一个**称重机**"。

具体来说，我们有可能将 1200 万美元的养老基金投资于十几家企业(可能更多；ERISA 强调多元化)，其当前的内在价值(以私人所有者的估值和交易衡量)可归因于我们的投资(比如 2000 万美元)和至少 150 万的当期收益。支付给我们的这部分收益显然是价值 100%的。我们所投资的公司的管理层的平均击球率应导致再投资部分具有类似的价值。如果是这样的话，这种"养老金部门"的投资操作将产生比目前利率下的债券投资更好的回报。

主要的长期风险是，我们的"部门经理"所获得的未来资本回报将变差。在某些个别情况下这无疑是真的。很可能还会有一两个有利的惊喜。任何收购计划都是如此。第一个实质性优势将是，**能够以远低于收购整个企业所能获得有吸引力的价格购买部分业务**。如果不能在这样的"便宜"的基础上购买，我们只会等待，直到他们可以的时候。第二个优势是，**公开股票市场提供的灵活性**。相比收购整个业务，部分业务更容易被买入或卖出。

必须强调的是，**该计划的衡量标准，必须基于我们在组合中公司的收益和资产中所占份额，而不是短期市场波动**。我们预计，比如说，**在十年内收益、股息和资产价值将大幅增加**，就像我们对《华盛顿邮报》运营部门的预期一样。我们的思路是，创建一个新的多元化部门，目前的资本金约为 1200 万美元，预计将获得高于债券的收益率，最终用于支付退休的员工。从某种意义上说，这就是早些年我们利润分享基金积累《华盛顿邮报》股票时所做的，这基本上是一个明智的决定，因为该业务的内部收益非常好，因此价值以相当大的速度增长。而且这是以一个有吸引力的价格收购的，部分所有的，有吸引力的企业。在市场价格被引入之前(这使事情变得复杂)，通过这种自营部门建立起来的基金规模，要比购买债券或普通股票的基金的总体规模要大得多。

如果决定实施这一政策，应该从合格的分析师那里获得建议，他们清楚地了解我们不寻常的选择标准。这可能是一个相当罕见的处理方式。

如前所述，也可以结合一种以上的策略。大多数组合是①和③，或者①和④，但④和⑤很可能更符合逻辑。

养老金资产管理在规模经营中的优先权

当然，即使考虑一些非常规的东西(不等同于更多的风险；ERISA 的独家福利规定要求受托人"只为参与者和受益人的利益"履行其职责)也与养老金结果对整体收益的相对影响有关。我的一个朋友总是提醒我：如果一件事根本不值得做，那就不值得做好。"如果我们的养老金资产是 100 万美元，而且每年可能只增加几十万美元，那么任何可能会招致不必要的批评的投资行为都是荒谬的，更别说诉讼了。另一方面，如果我们有美国钢铁公司的养老金状况，我们可能想把养老金资产管理作为一个真正的重中之重项目(就像他们一样)，即使这样做可能会略微增加董事的个人风险。

我们介于两者之间，如果你看看我们贡献但不管理的养老金计划，我们正在朝着美国钢铁的方向前进。(比如机械公会的养老金。)在十年内，我们可能会有 4000 万元规模的直接养老金"部门"，而目前间接用于其他计划的款项亦会相当可观。通过这"部门"购买的企业，占其年收入份额应至少为 500 万美元。(在前几年，人们认为通过对工会计划限制在每班或每小时缴款多少，管理层就不必承担任何具体水平的福利以及养老基金的管理的责任。这种"放手不管"的立场正在被削弱，我们应该认识到，在未来的某个日期，我们很可能对这些计划下承诺的福利承担责任，我们最初认为只涉及固定供款。有鉴于此，我们可能希望至少部分控制这一领域的基金投资。)

总结：

① 如果经济变成一个持续两位数通胀的世界(虽不太可能但并非不可想象)，私人养老金计划将是一场大灾难。投资过程对改善这一灾难几乎无能为力。改善的希望主要寄托于过去承诺的谨慎态度，以及拥有一家允许转嫁定价的经济特征的企业，其中包括一大部分过去的劳动力成本以及全部当前成本。

② 在一个更加有序的世界里，谨慎措辞的承诺仍然很重要，但其承诺的规模会随着通胀放缓而减少。传统的资金管理方法不能产生高于平均水平的业绩结果。但在低通货膨胀率下，平均水平是完全可以接受的。

③ 一种温和的非传统投资方法，强调以分析商业的方法来挑选股票，有机会获得略高于平均水平的长期回报，而不会相应增加投资风险。

沃伦·巴菲特

巴菲特致股东的信 1975

1976 年 3 月 31 日, BRK: \$38-60

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

去年讨论公司 1975 年的前景时, 我们预测今年的前景不是那么令人满意。不幸的是, 这个预言成真了。

1975 年我们的经营收益为 6,713,592 美元, 也就是每股收益 6.85 美元, 初始股本回报率为 7.6%。这是自 1967 年以来最低的回报率。然而, 正如这封信后面分析的那样, 经营收益中相当大的一部分来自联邦所得税退税, 1976 年将无助于改善业绩。

但是, 总的来说, 目前的局势表明 1976 年状况会有所好转。下面几个具体分行业的章节中会有关于运营和前景更详细的分析讨论。我们的预计是: 纺织业的业绩会有明显改善, 近期的收购会增加收益, 所有权权益的扩大会提高蓝筹印花的权益回报, 以及保险承保利润至少有适度的改善足以抵消其他的不利影响, 1976 年将会产生可观的利润。目前最不确定的, 完全没有把握且难以预测的是保险承保业绩。初步迹象表明, 承保的前景会有所改善。如果这方面的改善是缓慢的, 那我们整体盈利的增加也会很缓慢。保险承保业务如果可以大幅改善, 那么我们的经营收益也会大量增加。

纺织业务

1975 年上半年纺织品的销售低迷, 导致主要产品减产。经营亏损显著, 开工率比去年同期下降了 53%。然而, 与以往的周期性衰退相比, 多数纺织品生产商根据订单迅速减少了产量, 因此防止了全行业大规模的存货积压。当零售恢复正常需求时, 这种低库存在工厂运营层面快速反应, 结果, 年中业务就开始快速回升。这“V”形的纺织业的衰退, 是记录中最明显的一次, 同时也是持续时间最短的一次。第四季度我们的纺织部门获得了极好的利润, 使全年业绩扭亏为盈。

1975 年 4 月 28 日, 我们 166 万美元(发行 115 万美元利率 8%BRK 承兑票据, 本金于 1977-1980 年每年偿还 28.75 万元, 该公司还有 260 万美元结转亏损额度可用于抵扣税收)收购了位于曼彻斯特新罕布什尔的 Waumbec Mills 公司和 Waumbec Dyeing and Finishing Co. 公司。这些公司长期以来一直在窗帘和服装行业销售梭织产品。这种窗帘材料补充和延伸了伯克希尔哈撒韦公司家用织物部门已经销售的产品线。在我们收购之前, 该公司的亏损非常严重, 只有约 55% 的织机在运行, 染制厂只以 50% 的产能在运营。收购之后的几个月内亏

损仍在继续，但是稍有减少。通过我们的制造商、管理人员和销售人员的杰出努力，情况已经有了很大的改进，同时也伴随着整个纺织业的复苏，Waumbec 公司现在已扭亏为盈了。

我们预计 1976 年纺织部门会有不错的利润。持续性的项目已取得进展，曼彻斯特的 Waumbec 公司开始转产伯克希尔公司传统上营销具备优势领域的产品，并提升了织造和染整领域的生产效率，纺织品的持续需求态势，价格将稳定在合理的水平上。

我们对 Ken Chace 及其团队在纺织品领域发挥其最大优势的能力充满信心。因此，我们将继续寻找方法以壮大经营规模，同时也避免对新的固定资产的资本投资，考虑到过去大规模投资新纺织设备所获得的资本回报相对较低，我们认为是不明智的。(收购代替建设)

保险承保业务

1975 年是有史以来财产意外险行业表现最差的一年。我们也未能例外，不幸地是，甚至更糟。真正灾难性的承保亏损都集中在汽车和长尾线上(通常在损失事件发生后很久才进行损失结算的合同)。

经济通货膨胀，由于人身和财产的赔付成本增长远远超过一般通货膨胀率，导致最终损失成本飙升，超过了在不同成本环境下确定的保费水平。"社会通货膨胀"导致负债的观念不断扩大，远远超出了最初确定费率时预期的赔付上限，还增加了超过保险合同赔偿范围的项目。这种观念还大大增加了起诉的倾向，也增加了为以前在拟定费率时不在统计范围内的事件获得陪审团巨额裁决的可能性。此外，由于对这些问题反应迟钝的保险公司迅速出现破产，而其保单持有人的损失则通过担保基金，分配给其他剩余的有偿付能力的保险公司。这些趋势将继续下去，并且应该会缓和任何对赔付乐观的情绪，否则，已经生效的那些大幅增加赔偿金的案例，可能会证明这种乐观的超额赔付情绪是合理的。

伯克希尔的保险子公司的业务过于集中于 1975 年承保业绩最差的业务线上。这些业务线产生异常高的投资收入，因此，在以前的承保标准下，对我们特别有吸引力。然而，在过去两年中，我们的"保单组合"非常不利，在未来的通胀年份，我们很可能仍将处于保险业务中更困难的位置。

1975 年保险业唯一值得一提的部门是住宅保险业务(Home-State)，在 John Ringwalt 的领导下取得了持续的进展。尽管承保损失依然很大，但是综合比率还是比 1974 年有所改善。调整了仍处于启动阶段的运营所产生的超额成本，承保结果令人满意。德州联合保险公司(Texas United Insurance)是几年前的一个棘手的难题，自

George Billing 接手以来，取得了显著的进展。在凭借一支几乎全新的代理队伍，得克萨斯联合保险公司在 Home-State 业务公司中，以损失率最低的成绩赢得了 Chairman's Cup 冠军。内布拉斯加意外险公司 (Cornhusker Casualty) 是 Home-State 业务中历史最久规模最大的，继续以它优良的运营能力获得了大量的承保收益，综合比率略低于 100。1976 年该业务的保费收入预计还是可以大量增加的，然而，衡量成功的标准仍将是实现较低的综合比率。

我们在国民保险公司的传统业务，占我们保险业务量的一半以上，但 1975 年承保结果却异常糟糕。尽管费率频繁地大额提升，但是他们全年仍在持续地亏损。70 年代早期设立的几个特殊的项目造成了重大损失，同时也消耗了我们大量的管理时间和精力。目前迹象表明，1976 年保费会有所增加，我们希望承保业绩也能有所改善。

再保险业务在 1975 年遇到了和直接保险业务相同的问题，我们尝试了相同的补救措施。由于再保险合同的清算滞后于那些直接的业务合同，因此我们直接保险业务的业绩好转，很可能会先于再保险部门。

Home&Auto 家庭汽车保险业务现在只在伊利诺伊州的库克县地区经营汽车保险业务，1975 年的业绩持续恶化，导致了 10 月份管理层的变动。当时 John Seward 被任命为总裁，并积极而富有想象力地实施了一项彻底改革的承保方法。

总体来讲，1976 年我们保险业务的保费收入会增加很多。很大程度上是因为费率提高而不是政策的改变。在正常的情况下，如此的增长很令人欣慰，但是我们现在的情绪却喜忧参半。保险承保的业绩仍需改善，我们希望是这样，但我们的信心不足。尽管我们会致力于使综合成本率达到 100 以下，但这在 1976 年几乎是不可能的。

保险投资业务

1975 年保险投资的收益不是很多，因为保费收入不多并且承保损失导致可投资资金不足。年底以成本计的投资资产，大概与年初的水平一致。

1974 年底，我们投资组合中股票部分的未实现净损失约为 1700 万美元，但是我们坚信，不论如何，这个组合整体的账面价值相对于其投资成本而言，还是有着良好的投资价值的。1975 年税收抵免前的投资净损失是 288.8 万美元，但是目前我们预计 1976 年会实现资本性盈利。1976 年 3 月 31 日，我们普通股未变现的盈利总计约 1500 万美元。

我们股权投资主要集中于少数几家此种类型的公司：有着良好的经济护城河，称职且诚实的管理层，并且以私人所有者的价值尺度来衡量，购买价格很有吸引力。当这些要素都具备了，我们就打算长期持有；实际上，我们最大的股权投资是投资了 467,150 股 Washington Post 华盛顿邮报 B 股，成本约 1063 万美元，我们期望永久持有。

通过这种方法，股市的波动对我们的影响无关紧要，除非出现购买机会，但是公司的经营业绩仍旧是最重要的。在这方面，我们对几乎所有我们现在有重大投资的公司所取得的进展感到高兴。

我们将在保险公司里继续保持强大的流动性头寸。去年年报我们解释过利率仅仅变化 1% 如何导致我们债券的市值出现百万美元波动的。**我们认为这样的市场波动并不重要，因为我们强大的资本流动性和健康的财务优势，使不得不卖出债券的可能性几乎为零。**

银行业

任何言辞都难以赞扬我们的伊利诺伊国民银行首席执行官 Gene Abegg 的卓越表现。在许多银行经营出现困难的这一年，仍旧保持着它优异的业绩水平。

相对于 6500 万美元的平均贷款，净贷款损失仅 2.4 万美元，或 0.04% 的损失。在美国政府和其机构的要求下，它保持着极高的资本流动性，**年底时所有一年内到期的定期存款占了 75%。**所有超过 200 万美元的消费者储蓄账户都支付最高法定利率，因此一直都能产生可观的收益。正如我们现在在所得税方面的定位一样，增加一个可靠的应税收入来源我们是格外欢迎的。

十年回顾

目前的管理层是于 1965 年 5 月接管伯克希尔·哈撒韦公司的。上一财年(1964 年 9 月)结束时，公司的净资产是 2210 万美元，流通在外的普通股有 1,137,778 股，每股账面价值是 19.46 美元。十年之前的 1955 年，伯克希尔·哈撒韦的净资产已是 5340 万美元。股息和股票回购占账面价值减少额的 2100 万美元以上，但是这十年期间，5.95 亿美元的销售却产生了 980 万美元的净损失。

1965 年，新英格兰地区的两个纺织厂是公司的唯一盈利来源，在 Ken Chace 接管这项业务之前，纺织利润是不稳定的，在伯克希尔精纺公司和哈撒韦制造公司合并之后收入累计是亏损的。自 1964 年以来，公司净资产已累积到 9290 万美元，即**每股 94.92 美元**。我们通过谈判从私营业主那用现金(或者是现金和支票)收购六家公司的

全部或几乎全部所有权(联合零售, 国民保险, 伊利诺伊银行, 喜诗糖果, 蓝筹印花, 威斯科金融), 整合成四家(保险, 银行, 零售, 蓝筹印花), 又购买一家关联公司约 31.5%的股份(GEICO), 并将伯克希尔流通股减少至 979,569 股。总体而言, 每股权益的年复合增长率略高于 15%。

尽管 1975 年的业绩令人大失所望, 但是我们会继续致力于壮大公司规模并使得盈利来源多元化。我们的目标是维持保守的融资和资本的高流动性, 保持资产负债表的额外盈利优势, 同时坚守银行及保险行业固有的信托责任, 这样会使得我们长期的股权资本回报率高于美国整体行业的水平。

沃伦·巴菲特 董事长



在凯瑟琳格雷厄姆马撒葡萄园岛别墅, 巴菲特与里根总统夫妇
巴菲特进入凯瑟琳格雷厄姆朋友圈

巴菲特谈 GEICO1976

1976 年 7 月 22 日

致：Mr. George D. Young

地址：National Indemnity Co., 3024 Harney Street, Omaha, Nebraska 68131.

Dear George:

非常感谢您 7 月 19 日关于 GEICO 保险的备忘录，该备忘录很好地总结了我们正在讨论的特定财产险合约的相关问题，以及与 GEICO 任何类型的再保险相关的一般问题。

我仍然愿意进一步探讨 GEICO 的财产险合约，如果他们随后决定该合约符合他们的需求，今天我向 Jack Byrne 承诺，我们将从他们的全部保单中分保 1% 的配额份额。从 0.8% 提高到 1% 的配额是根据他的要求，以帮助他在明天的股东大会上达到 25% 的目标。

我认为整体配额份额保险是一项可以接受但并不令人兴奋的业务。显然，在正常情况下，我们不会接受 1% 这样的再保险份额，因为这将使其成为我们账簿上迄今为止最大的再保险合约，并且涉及巨大的风险以及有限的盈利前景。我也不喜欢将我们所持资金的利息收入向 GEICO 提供贷款。实际上，我们正在使该合同成为再保险部门规模最大的合同，而合同条款却使其吸引力远低于我们的大多数其他保险合同。

然而，我有三个理由接受配额份额保险安排这一不同寻常的巨大份额合约，这些理由同样适用于我在财产险合约中的利益。

1, 我希望这不是一个支配因素，但我确实有一些感情上的原因希望 GEICO 保险能够生存下去，GEICO 已经列举了所有的刚性理由，如国家财政担保基金等等。我刚刚从我桌子最下面的抽屉里拿出了一份 1951 年底我 21 岁时的净资产报表。我的净资产为 19737 美元，其中 13125 美元是 GEICO 的股票，那是我第一年开始销售证券，我告诉每个愿意听我话的人，他们应该把能凑到的每一分钱都投入 GEICO。许多朋友和亲戚都这样做了，他们的财务状况也因此发生了重大变化。这为我自己的少量积蓄带来了第一笔巨款，同时也为我在奥马哈投资界的声誉带来了更为重要的提升。在早年，当我跟踪该公司的时候，公司的相关人员都非常好。Leo Goodwin 当时在管理公司，他非常乐于助人。Lorimor A. Davidson 更是如此。他亲自鼓励我，并主动提供有关业务的信息，这使我产生了一种深厚的信念，从那以后，我很少再对任何证券问题有这种感觉。

2, 当时我觉得 GEICO 在一个将继续增长的庞大的行业中拥有非凡的商业优势。从那时起，他们就再也没有

失去过这种优势，在给公司带来利润的同时，还能比国内任何其他汽车保险公司提供给投保人在承担损失带来更大比例的保费折扣。

我一直对任何行业中的低成本经营者情有独钟，如果你能找到这样一种组合：(1)极其庞大的业务，(2)大致同质化的产品，(3)低成本经营者与行业中所有其他公司在运营成本上的差距巨大时，那么你就找到了真正具有吸引力的投资标的。25 年前，当我第一次对该公司感兴趣时，这种情况就已经存在，现在依然如此。

该公司通过糟糕的损失准备金提列，不充分地确认损失成本，成功地使这一竞争优势化为乌有，甚至超过了这一程度。这导致产品定价不当，使本可盈利的产品亏本销售。但需要注意的一点是，该公司并没有失去低成本运营商的地位。

他们只是对亏损信息管理不善，导致产品定价不当。我相信 13% 的销售成本率的优势一如既往地重要。我还相信，未来几乎没有其他公司能够实现接近这一数字的成本率。因此。如果管理得当，GEICO 能够把自己从财务悬崖上拉回来，那么管理得当的 GEICO 必然会重新繁荣起来。

我非常喜欢 JackByrne 关于减少现行保单的说法。在我看来，这种有纪律的承保方法，而不是一味地去追求规模的增长，很有可能重新构建一种新的局面，即他们可以给投保人返还异常高比例的保险费用，而自己仍能获得丰厚的利润。

3，因此，关键因素就变成了他们能否度过目前的财务困境。许多媒体包括上周的《时代》周刊都认为他们做不到。直到最近，我才清楚的认识到了他们在这方面的可能性。如果他们在提高费率或坚持承保纪律方面有任何闪失，我不认为他们会成功。然而，他们提高费率的幅度，以及他们公布的 4 月和 5 月的承保结果使我相信，他们的综合比率将在相当短的时间内下降到可以承受的限度。

如果 MarxWallach 先生(哥伦比亚地区保险监管官)因为保险同行不愿意接受他提出的 40%再保险计划，而倾向于让公司进入破产管理，即使达到这样好的结果也是不够的。当他在 6 月 23 日的最后期限之后没有采取任何行动时，这让我相信，他不会贸然终止一个基本经济逻辑仍然决定其拥有光明未来的企业。当他没有因为未达到 40%的再保险认购计划而点头进入破产程序时，我相信公司的未来就有了保障。我当时决定购买股票，这是我可以向您提供的我对公司生存机会评估的最具体证据。

(保险公司不但要照顾自己还要照顾同行，如果保险公司破产，同行将承接其保单。而监管官要求 GEICO 将其 40%保单找到同行为其再保险，但同行宁愿 GEICO 破产减少一个竞争对手而承担损失，也不愿出手救助。焦头烂额的 JackByrne 成功说服所罗门公司为其承销 7000 万美元的可转换优先股，同时巴菲特的购买为公司提振信心，27

家再保险公司承担了监管要求的再保险保单，GEICO 股价从 2 美元大幅上涨至 8 美元。JackByrne 砍掉 40%业务，卖掉了人寿业务，大幅提高了保费，仅仅保留 7 个州和华盛顿特区的业务，GEICO 开始起死回生。)

因此，George，我将承担决定 GEICO 作为一个商业实体生存下去的责任。你应该根据自己的意愿做出任何承保判断，如果我对 GEICO 的生存判断错误，那将是我的错，而不是你的错。我不想因为感情用事而失去理智，但我肯定希望我们尽一切努力，提出对我们有商业意义且对他们有用的建议。

我不想要更多的配额份额，因为我认为从各方面考虑，这些条款对再保险人都太不利了。但是，如果可以签订一份财产合约，其收益前景足以平衡损失风险，那我们就继续干吧。

真诚的

沃伦巴菲特



1975 年，巴菲特 4600 万美元投资 GEICO 保险

用经济城堡(Economic Castle)描述公司

用诚实的领主(Honest Lord)描述其管理层

用宽阔且持久的护城河(Wide & Long-lasting Moat)描述其竞争优势

格雷厄姆谈股市 1976

1976 年 3 月 6 日

加州 La Jolla, CFA 分析师 Hartman L. Butler, Jr.

BUTLER: 格雷厄姆先生, 非常感谢今天下午能来拜访您。Bob Milne 得知我和我太太要去拉霍亚时, 他建议我一定要来拜访您, 还要带上我的盒式磁带录音机。我有好多想向您请教的问题。首先, 我们可以从一个热门话题开始吗, 就是经常出现在头条新闻中的 GEICO 保险公司。

格雷厄姆: 没问题。事情是这样的, 当时他们来到我们办公室, 经过谈判, 我们以 72 万美元的价格买下了 GEICO 公司一半的股份。后来 GEICO 市值超过了 10 亿美元。这简直是天方夜谭。但 SEC 要求我们把股票分配给股东, 因为根据法律, 投资公司不准持有保险公司 10% 以上的股份。杰里·纽曼和我开始积极参与 GEICO 的管理。最近 GEICO 损失惨重, 幸好我们几年前就退休了, 没有怪到我头上。

BUTLER: 您认为 GEICO 公司会生存下来吗?

格雷厄姆: 那肯定, 我认为它会存活下来。它没有理由会死掉, 但我会问自己, 公司是否真的扩张得太快, 忽略了巨大损失的可能性。**一想到他们一年内亏掉了多少钱, 我就不寒而栗。**我的老天, 这简直难以置信。在过去的几年里, 许多大公司一年内就亏了 5 千万、1 亿美金, 这在过去闻所未闻。能输这么多钱, 也真是个天才。

BUTLER: 回顾您自己的投资生涯, 您认为有哪些关键节点? 您是 1914 年去华尔街的吗?

格雷厄姆: 嗯, 万事开头难, 一开始我每周的薪水是 12 美元, 而不是 10 美元。两个月后一战爆发, 证券交易所关闭了。我的工资被砍到了 10 美元, 当然这是年轻人或多或少都要面对的。后面 15 年非常顺, 直到 1929 年的股市大崩盘。

BUTLER: 您有没有预见到这一切? 您害怕吗?

格雷厄姆: 没有。我只知道价格太高了。我尽量远离那些投机的热门股票, 守住自己看好的投资。**但我借了钱炒股, 这是一个错误, 1929-1932 年那段时间非常艰难。从此之后, 我就再也没有重蹈覆辙了。**

BUTLER: 有人真的预见到 1929 年的大崩盘吗?

格雷厄姆: Babson 预料到了, 不过他早了五年。

BUTLER: 然后在 1932 年, 您开始扳回来了?

格雷厄姆: 那段时间我们确实举步维艰。到 1937 年, 我们回到了 1929 年的水平。从那以后, 我们的日子才

开始顺风顺水。

BUTLER: 1937-1938 那段市场下跌, 您是不是比以往应对的更好?

格雷厄姆: 我们做了一些调整, 这是我们一位董事提出的建议, 非常合理, 我们也采纳了。我们放弃了部分一直想做的事情, 把精力更多地集中在能够带来持续成功的事情上, 并且坚定不移的走下去。1948 年, 我们对 GEICO 进行了投资, 总算做了回聪明人。

BUTLER: 1940-1941 年那段熊市发生了什么?

格雷厄姆: 哦, 那只是一个小波折, 而且那几年我们赚了钱。

BUTLER: 二战爆发后你们还赚了钱?

格雷厄姆: 是的。我们在经营业务方面没有遇到真正的困难。这也是为什么我开始对此失去兴趣。1950 年后, 我们基本没有遇到什么很大的挑战。1956 年左右, 我决定辞职, 来加州生活。

我觉得我的这门生意已经没有什么挑战了, 按照我们既有的道路, 都是新壶装旧酒, 我没有太大兴趣。大约六年后, 我们决定清算格雷厄姆纽曼公司, 结束它主要是因为没人接班。我们觉得没有什么值得我们期待和感兴趣的事情。如果我们愿意, 我们完全可以打造一个庞大的商业帝国, 但我们把规模控制在 1500 万美元以内, 这在现在看来只是九牛一毛。我们感兴趣的是赚取更高的收益率, 不是更多的钱, 这才有意思。

BUTLER: 您是什么时候下定决心开始写《证券分析》的?

格雷厄姆: 大约在 1925 年, 经过 11 年的积累, 我觉得我对华尔街的认知, 已经足够支撑我写一本书了。幸运的是, 写这本书之前, 我突发奇想, 觉得可以先开始教书, 并以此为抓手, 学习更多知识。就这样, 我成了哥伦比亚大学商学院夜校课程的讲师。1928 年, 我们开设了一门关于证券分析和金融的课程, 我记得名字就叫高级证券分析, 当时有 150 名学生。那正是华尔街欣欣向荣的年代。

直到 1932 年, 我才开始和多德写这本书。他是我第一届的学生。多德当时是哥伦比亚大学的助理教授, 对知识非常渴望。没有他的帮助, 这本书没法问世, 1934 年出版了第一版。实际上, 《证券分析》和我在百老汇上演的一出戏是同一时间出来的, 那出戏只演出了一个星期。

BUTLER: 您在百老汇写过戏?

格雷厄姆: 《Baby Pompadour》和《True to the Marines》, 但两次都失败了。还好《证券分析》还不错。

BUTLER: 可不是吗, 哈哈。

格雷厄姆: 他们把它称之为"格雷厄姆和多德的圣经"。我在证券分析领域耕耘多年, 不过现在我已经失去兴趣了。现在我甚至觉得这些已经相对没那么重要了, 从某种意义上说, 证券分析这个职业再发展下去的意义不大。我认为我们可以通过一些简单的技术和原则, 就可以成功地做到这一点。关键是具备正确的基本原则, 以及能够把这些基本原则坚持到底的品性。

BUTLER: 我自己的经验是, 你必须是一个行业内的人, 才能意识到公司管理之间的巨大差异。我认为, 在这一点上, 分析师还是可以有所作为的。

格雷厄姆: 我不否认这一点。但我对分析师这个群体整体上能否在选股上取得成功有所怀疑。在过去的几年里, 我在自己的工作中一直是强调构建投资组合, 而非买卖个股。我们应该买入一篮子被低估的股票组合, 不考虑行业也不用太关注具体公司。

我最近有篇文章介绍了三种应用于普通股的简单策略, 发表在你们的研讨会论文集上。我刚刚把这些策略用过去 50 年穆迪工业股票组合的数据进行回测, 发现结果非常好。这些策略的表现是道琼斯指数的两倍。因此, 我已经开始从选股转向构建组合。比如, 找出多年以来股票收益率两倍于现行利率的标的。人们也可以应用股息的标准或资产价值的标准来筛选股票, 并获得良好的结果。我的研究表明, 标准越简单, 效果越好, 大道至简。

BUTLER: 我一直认为我们使用市盈率而不是收益率(市盈率的倒数)是很愚蠢的。一只股票是"2.5%收益率", 比"40 倍市盈率"更清晰直接。

格雷厄姆: 是的。用收益率表示会更科学, 也更符合逻辑。

BUTLER: 如果股息支付比率是 50%的话, 股息率就是收益率的一半。

格雷厄姆: 是的。基本上, 我希望股票的收益率至少是利率的两倍。在大多数年份, AAA 级债券的利率低于 5%。因此, 我设定了两个限制。利率在 5%以下, 市盈率也不能超过 10 倍(收益率不低于 10%); 利率在 7%以上, 市盈率也不能超过 7 倍(收益率不低于 14.3%)。所以, 我的买入点通常是股票收益率达到当前 AAA 级债券利率的两倍, 市盈率在 7-10 之间。这就是我的研究成果, 去年我还因此在芝加哥获得了 Molodovsky 奖。

BUTLER: 我知道您已经完成了这项研究。

格雷厄姆: 想象一下, 似乎有一种非常简单的方法, 可以用最少的工作从普通股投资中获得不错的结果。这

似乎好得令人难以置信。但以我 60 年的经验，我想说这经得起任何推敲。我希望更多人能站出来指出它的缺陷。

BUTLER：您不在江湖这些年，有些教授开始研究随机漫步理论 random walk theory，您怎么看？

1900 年，法国数学家 Louis Bachelier 首次提出了金融资产价格服从对数正态分布的假设，并假设股票价格服从布朗运动(物理学中分子微粒所做的一种无休止的无序运动)，这成为随机漫步理论和有效市场假说 Efficient Markets Hypothesis 共同的源头。1965 年，芝加哥大学经济学教授尤金法玛(Eugene Fama)正式提出有效市场假说：“假说的前提是股票价格总是正确的，因此，市场走势是随机的，没有人能预测市场未来的方向。价格正确的前提是，制定价格的人，一定是理性的，并且掌握充分的信息。”

格雷厄姆：嗯，我相信他们都非常努力和认真，但他们的工作和实际的投资结果之间脱节了。他们说市场是有效的，也就是说，获得更多的别人已经拥有的信息没有意义。这可能是对的。但认为，由于信息广泛传播，市场价格就是合理的，这种想法是完全错误的。我无法理解，以任何明智的正确价格的定义来说，你怎么能说，华尔街投票决定的价格就都是合理的价格了呢？

BUTLER：遗憾的是，实业界没人出来发声。

格雷厄姆：嗯，当我们谈论股票时，我们说的都是真金白银。我想说的是，如果一只股票的营运资本是 50 美元，却只卖 32 美元，那就值得一看。如果你能找到 30 家这样的公司并一篮子买进，你一定会赚钱，这样做是不会亏的。关于这种方法，只有两个问题。一是，你认同我以营运资本三分之二的价格买入股票是一个可靠的低估指标吗？这是我们自己的投资经历已经证明了的。第二个问题，还有其他的办法吗？

BUTLER：还有其他方法吗？

格雷厄姆：今天下午我一直在谈论的是一个非常简单的选股标准。但其他人都在试图挑选出"施乐 Xerox"或者"3M"这些前景一片光明的公司，或者判断明年可能半导体会走牛。但这些都不是什么可靠的方法。当然，让你自己看起来很忙的方法还有很多很多。

BUTLER：如果是 30 年前，您也会这么说吗？

格雷厄姆：不会，30 年前我不会采取这种消极的态度。但我认为，应该将更多的精力放在寻找低估公司上。

BUTLER：在某种程度上，有效市场论者(Efficient Market)是不是搅屎棍？

格雷厄姆：他们声称，如果有效市场理论是正确的，那么人们要做的就是努力研究股票价格的行为，并试图从中获利。对我来说，我一点也不信。我在华尔街干了 60 年，如果有什么确定的话，那就是人们根本无法成功预测股市的走势。你只需要看看《Wall Street Week》，你就会发现，对股票市场走势的判断没有人有绝对的权威。这些经济学家都有各自的观点，如果你问他们，他们会侃侃而谈。但我不认为他们会坚持自己的观点是正确的。

BUTLER：确实。您对指数基金有什么看法？

格雷厄姆：我对此有非常明确的看法。**我认为，许多投资机构应该从投资指数开始。**比如锚定标准普尔 500 指数中的 100 或 150 只股票。然后，可以让基金经理做出相应的调整，前提是愿意对此承担个人责任。我认为，薪酬应该以最终的业绩来衡量，要么是近似于指数，比如标普 500，要么是比指数的业绩好。

现在许多基金经理不接受这个想法，他们的说法是不同的投资者有不同的要求。这一点很难说服我。我认为每个人来股市都是奔着收益最大化来的，这一点能有什么不同？所以我认为，**过去 20 年的经验也都可以表明，简单的选择标准普尔指数，可能比你做大量的研究工作和调研访谈，付出大量心力得来的业绩结果还要好。**

BUTLER：格雷厄姆先生，对于那些想成为证券分析师和特许金融分析师 CFA 的年轻人，您有什么建议吗？

格雷厄姆：年轻人应该仔细研究过去股票市场的历史，审视他们自己的能力圈，看看是否能找到一种满意的投资方法。如果找到了，不用管别人怎么想怎么说，坚持自己的方法。我们自己的投资就是这么做的，我们从不随波逐流。我认为这对年轻的分析师很有帮助。我觉得《聪明投资者》比《证券分析》更有用，如果他读过了，就可以从我所说的方法中选择一种他认为能够盈利的方法，并坚持下去。

我有一个侄子，几年前在华尔街工作，他来找我寻求一些建议。我对他说：“Dick，我有一个实用的建议要给你，你可以以平均 15% 的折扣买入封闭式投资公司，让你的朋友每月都买点，包你赚钱。”他确实这么做了，并以此为基础开始创业，一路顺风顺水，然后大牛市来了，他转移到其他领域，做了大量的投机生意。但我认为，至少他的起步是建立在稳健的基础上的，良好的开端是成功的一半。

BUTLER：市场上热点频频，高成长基金(Go-Go funds，追逐市场热点的投机交易)、成长股热潮(growth cult)、大盘股热潮(one-decision stocks，投资那些永远上涨的大盘股)、双层市场套利(two-tier market，早期 NASDAQ 做市商可以通过 Instinet 终端私下交易，然后在公开报价系统中套利，后被 SEC 禁止)，您认为华尔街分析师或基金经理有从中吸取教训吗？

格雷厄姆：并没有。人们常说，**波旁王朝 Bourbons 什么都没忘记，但也什么都没学到。而典型的华尔街，他们什么都没学到，却什么都忘了。(the Bourbons that they forgot nothing and they learned nothing. the typically Wall Street people is that they learn nothing, and they forget everything.)**我对华尔街未来的行为毫无信心。**我认为，只要人类还存在，这种贪婪的行为——过度的期望和恐惧等等，就会一直伴随着我们。**英国

经济学家白芝浩(Bagehot)有一段著名的文字，描述了恐慌是如何产生的。通常情况下，人们兜里如果有钱，就倾向于亏掉。他们只要拿去投机，就会亏掉，这就是恐慌如何发生的。哎，华尔街啊，华尔街。

Butler: 但是在华尔街和国内也有不少独立思考的人，他们不是也做的挺好？

格雷厄姆：是的。在华尔街取得成功需要两个条件。第一，你必须正确思考 Think correctly；第二，你必须独立思考 Think independently。

Butler: 是的，正确思考和独立思考。您认为华尔街的曙光在哪？

格雷厄姆：自从 1974 年中期市场触底以来，曙光一直都在。华尔街没有新事物。现在可能乐观过了头，以后可能悲观过了头，就像摩天轮、跷跷板、旋转木马，周而复始，总有一天会回到正轨。在我看来，现在的股市整体并没有被高估。但似乎没有人关心 1970 年的牛市和 1973-1974 年的熊市是否会在未来 5 年内重演。显然，没有人考虑过这个问题，但在未来 5 年时间里，这样的情景还会重演。你可以拿道琼斯平均指数来下注试试看。

Butler: 这是一次非常愉快和令人振奋的采访。我们期待着在 Charlottesville 收到您的回忆录手稿。非常感谢，格雷厄姆先生！（1964 年格雷厄姆写下了 200 多页的回忆录手稿，要求后人在他辞世 20 年后再予出版）



1963 年巴菲特 1500 美元请荷兰画家给格雷厄姆画的画像

施洛斯：怀念恩师格雷厄姆 1976

1976 年 11 月 《金融分析师杂志》

本·格雷厄姆是一个有独创精神的人，也是一个思路清晰的人。他恪守道德准则，为人谦和、不摆架子。他是一个特立独行的人。我作为一名证券分析师为他工作了将近 10 年。

重新阅读《证券分析》第一版的序言时，我再次被格雷厄姆的见解所折服。书中说："我们关心的主要是概念、方法、标准、原则，最主要的是要用逻辑严密的思维方式。我们不是为了理论而理论，而是追求在实践中体现理论的价值。我们有意识地避免树立过于苛刻而难以遵循的准则，也避免提出过于麻烦而不值得采用的具体方法"。《证券分析》把该说的都说了，就看分析师和投资者能不能把格雷厄姆的理念付诸实践了。

早在 1935 年，我在勒布-罗德斯公司(Loeb Rhoades，当时叫 Carl M. Loeb&Co.)工作时，我问公司的一个合伙人阿曼德·埃普夫(Armand Erpf)，怎么才能进入"统计部门"，他给了我一个很好的建议。在当时，也许今天也一样，晋升的最佳途径是给公司带来生意。如果你的亲朋好友很有钱，你能给公司带来佣金收入。那时证券分析处于初期阶段，更重要的是你认识谁，而不是你知道多少。没有关系，寸步难行。言归正传，Erpf 先生告诉我有一本新书叫做《证券分析》，是一个叫本·格雷厄姆的人刚写的。他说只要把这本书读通了，别的书都不用看了。

我在纽约证券交易所研究院夜校(New York Stock Exchange Institute)，也就是现在的纽约金融学院(New York Institute of Finance)，参加了格雷厄姆讲的高级证券分析课。格雷厄姆讲课讲得很好，他充满热情、逻辑严谨。格雷厄姆的讲课方式很不一般。他经常以低估的证券为例，例如，鲍尔温机车(Baldwin Locomotive)的破产债券。他基于资产和预期盈利能力，论证(为破产重组而发行的)新证券会值多少钱，并将其与破产债券价格进行比较，在新证券和破产债券之间的套利就是从这时候开始的。许多聪明的华尔街从业人员都听过他的课，例如，高盛的格斯·利维(Gus Levy)，他后来成为全国数一数二的套利者。我经常想，那些听格雷厄姆讲课的人，买入他所说的证券一定赚了不少钱。

(1933 年国会通过了《破产法》修正案，破产重组迎来大发展。在股市低迷时期，陷入困境的公司清算极为耗时但非常赚钱，一般这些公司负债并不高，通过出售资产比清算获利更多。一些陷入困境的公司进入破产重组程序，债券会跌入谷底，公司会制定重组计划，在重组计划实施前，就已经开始交易所谓的"发行前"证券。当时格雷厄姆会买入第一抵押债券并卖空发行前证券来获利。巴菲特，施洛斯，林奇在 1970 年宾州中央铁路破产中，大量买入了该公司的破产债券，巴菲特以 50 美元买入了次级债券，保守的施洛斯以 150 美元买入高级债券，最后这些债券都以面值 1000 美元赎回了。)

格雷厄姆慷慨地分享自己的思想和时间，特别提携年轻人。1945 年，在我即将退伍的时候，他给了我证券分析师这份工作(1946 年 1 月 2 日加入公司)，改变了我的一生。我知道他还帮助过我们这行里的许多人。

在格雷厄姆的追悼会上，和格雷厄姆一起撰写《证券分析》的戴维·多德(Dave Dodd)讲述了他如何参与到这本书的写作。事情大概是这样，别人请格雷厄姆在哥伦比亚大学讲投资课，他同意了，但条件是在他讲课时要有人做笔记。年轻的金融讲师戴维·多德自告奋勇，在格雷厄姆每次讲课时，详细记录讲课内容。格雷厄姆以这些笔记为基础撰写了《证券分析》。戴维说这本书是格雷厄姆写的，但是格雷厄姆坚持要将戴维作为合著者署名。

后来多德教授成了非常成功的投资者，还当了格雷厄姆-纽曼(Graham-Newman)公司的董事，格雷厄姆-纽曼是格雷厄姆在 1936 年与杰罗姆·纽曼(Jerome Newman)合伙成立的投资基金。

在投资领域，不受投资产生的情绪影响而头脑清醒地思考问题很不容易。恐惧和贪婪都会影响人的判断力。格雷厄姆其实不是非常热衷赚钱，因此和许多人相比，他受情绪的影响较少。格雷厄姆在大萧条中遭到了重创，所以他希望投资那些有下跌保护的品种。实现这一目标的最佳途径是制定一些原则，只要严格遵循这些原则就能减少亏损的几率。

有一个例子可以很好地说明这一点。有一天，我恰好在格雷厄姆的办公室，他接到一个电话，电话那边说已经买入了 50% 的 GEICO 保险公司(Government Employees Insurance Co.)的股份(花费约 75 万美元)。他转过身来对我说：“沃尔特，要是这笔投资达不到预期，我们可以随时清算公司，把本钱收回来”。格雷厄姆当时并没有考虑这只股票的成长性，他只是以便宜的价格买入一家保险公司。后来，GEICO 保险的表现远远超出了格雷厄姆的想象，但他买的时候不是因为这个(成长性)才买的。

俗话说，“买的时候就把钱赚了”，格雷厄姆在这方面是行家。遵循格雷厄姆定下的原则，格雷厄姆-纽曼公司做得风生水起。与今天的基金公司相比，它规模很小。1946 年 1 月 31 日，它的净资产总额是 330 万美元。**格雷厄姆强调的是保护预期利润，把风险降到最低。**如果你能找到 1947-1956 年间的《穆迪投资手册》，你会发现格雷厄姆-纽曼的持股很有意思。**它们大部分是鲜为人知的小公司，但是从估值上看很便宜。**阅读格雷厄姆-纽曼截止 1946 年 1 月的年报可以学到很多东西。年报中说，公司的整体投资策略有两方面。一是基于细致的分析确定内在价值，买入价格低于内在价值的证券，特别是要买入价格低于清算价值的证券(不断强调追求下跌保护)。二是进行套利和对冲操作。

在格雷厄姆撰写 1951 年第三版《证券分析》时，我给他提供了建议。在附录中，有一篇关于特殊情况的文章，这篇文章最早发表在 1946 年的《金融分析师期刊》(The Analysts Journal)。文章中格雷厄姆讲了一个关于

风险回报率的数学公式，37年后这个公式仍然行之有效。1949年《聪明的投资者》出版了。这本书是给外行写的，但它主要讲的是证券分析，提升了证券分析行业的知名度。这本书的第四版修订版仍在发行。

有一天，我发现了一只当时价格非常便宜的股票，卢肯斯钢铁(Lukens Steel)。我们买入了一些，并准备继续买入。当时，格雷厄姆和一个人出去吃午饭，这个人一只接一只不停地向格雷厄姆推荐蓝筹股。吃完饭，他问格雷厄姆看好什么股票，格雷厄姆说我们买了些 Lukens 钢铁。我估计当天这个人就大量买入把股价抬高了，超出了我们的买入区间。格雷厄姆告诉了我这件事，我觉得他是出于礼貌，而且也没想到他的话那么有分量。他做事总是很简单。他曾写道，不管做什么投资决策，证券分析师只用算数，也许再用一点代数，就足够了。

格雷厄姆是一个有修养、爱好广泛的人，他没像别人那样在投资领域投入大量精力。他喜欢尝试新思想。1930年代末，格雷厄姆开始推广他的常平仓理论(ever-normal granary theory)，还写了一本叫做《储备与稳定》(Storage and Stability)的书，主张使用某些大宗商品和金属来支撑货币。他的想法有道理，当时棉花每磅6分钱，其他原材料价格也很低，他的提议值得关注。尽管他的朋友伯纳德·巴鲁克(Bernard Baruch)支持他，但是格雷厄姆没有足够的影响力说服国会接受他的提议。格雷厄姆的想法或许能帮助农民并降低通胀的威胁。

我认为《证券分析》是格雷厄姆一生之中最杰出的成就。本杰明·格雷厄姆是最早为证券分析正名的人。我能认识他，深感荣幸。

巴菲特：怀念恩师格雷厄姆 1976

1976 年 11 月 《金融分析师杂志》

几年以前，在即将 80 岁之际，格雷厄姆向一位朋友表达了他的想法：希望每天都做一些"傻事、有创造性的事和慷慨的事"。

他的第一个奇怪目标反映了这样一个事实：他善于使自己的想法不会带有任何说教或傲慢成分。尽管他的想法是强有力的，但是，它们的表达方式无疑是温和的。

本杂志的读者无需我们对格雷厄姆的创造性成就进行细致的介绍。在绝大多数情况下，某一学科的创始人都会发现，自己的研究成果很快就会被后继者所超越。

然而，这本书对一种混乱和令人困惑的业务领域，进行了系统化和逻辑化的分析；与此同时，在本书出版后的 40 年时间里，人们很难想出，有哪一个人曾经在证券分析领域达到过格雷厄姆的水平。在这一领域，许多研究成果发表之后，仅在几个星期或几个月内就会看上去非常可笑；然而，格雷厄姆所提出的原则却一直是稳妥的。在金融风暴摧毁不可靠的知识体系之后，这些原则所具有的价值经常会得到提升，并且能得到更好的理解。他的稳妥建议给他的追随者们带来了可靠的回报，甚至使得那些天资赶不上聪慧的从业者(他们因为追求卓越或赶时髦而摔了跟头)的人，也获得了可靠的回报。

关于格雷厄姆在自己的专业领域所拥有的支配地位，最突出的一个方面在于，这并不是从全神贯注地关注某一个目标的狭隘思维活动中所取得的。相反，他的这种地位是几乎无法定义的广泛的智力活动所带来的副产品。毫无疑问，我从未遇到过思维如此广泛的人。惊人的记忆力，对新知识一如既往的着迷，以及能够把这些知识重新应用于表面上不相关联的问题，所有这一切使得他的思维方式在任何领域都会受到人们的喜爱。

但是，他的第三项责任(慷慨)，正是他比所有其他人都做得更成功的地方。我是以一个学生、一个雇员和一个朋友的身份认识格雷厄姆的。无论从哪一种关系来看(在他所有的学生、雇员和朋友看来)，格雷厄姆在自己的想法、时间和精力等方面都表现出了毫无保留的慷慨。如果想寻求一种明晰的思维，那么没有比格雷厄姆更好的人选了。而且，如果需要获得鼓励和忠告，就可以随时去找格雷厄姆。

Walter Lippmann 曾经说起过那些为后人栽树的人。格雷厄姆就是这样的一个人。

巴菲特致股东的信 1976

1977 年 3 月 21 日, BRK: \$38-95

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东：

经历了两年的惨淡业绩后，1976 年经营业绩明显改善。去年我们预计保险承保的进展程度将决定我们收益的大小。最终收益超过了我们的最高预期。这在很大程度上取决于国民保险菲尔·列舍(Phil Liesche)管理团队的杰出努力。

以美元计，我们的经营收益达到 1607.3 万美元，或每股盈利 16.47 美元。尽管这是个创记录的数字，我们仍然认为股本回报率是衡量财务业绩的更重要的指标。本年我们的股本回报率为 17.3%，略高于我们的长期平均水平，甚至远高于美国工业的平均股权回报率，但远低于我们在 1972 年 19.8%的创纪录水平。

考虑到所有可能的不利因素，目前我们预计 1977 年的经营利润可能会有所增加，但股权回报率可能会比 1976 年略有下降。

纺织业务

1976 年我们纺织部门经营非常令人失望。无论以销售利润率还是投入资本回报率来衡量，业绩都很差。部分原因是，行业状况没有达到一年前的预期，另外要归咎于我们自身的不足。我们新运营的 Waumbec 纺织工厂，营销和产能没能很好的匹配。对机器和员工能力判断错误导致了不利的生产成本偏差。Ken Chace 一如既往地坦诚汇报问题并努力的加以纠正。即使在运营艰难的情况下，与他一起工作也是一种乐趣。

虽然一季度预期会亏损。我们初步预计 1977 年纺织业务的盈利将与 1976 年持平或略高。尽管目前的业绩不尽如人意，我们仍在寻找巩固纺织业务的方法，并正在考虑一个中等规模的收购。应当承认纺织业务无法提供一个高的投资回报预期。然而，我们恪守着社会责任，因为它是 New Bedford 和 Manchester 的重要就业来源，我们相信未来获得平均的合理回报是可能的。

保险承保业务

由于 1975 年的保险业的灾难，使得保险的费率上涨超过了残酷的成本上涨，财产意外险公司从 1975 年的困难运营中有所恢复。初步结果显示，我们所拥有的财产意外险公司 1976 年的综合成本率为 103%，1975 年为 108.3%。100%是承保的盈亏平衡点，综合成本率高于 100 代表承保亏损。我们非常关注车险业务，本年其他车

险公司的综合成本率从 113.5%下降到 107.4%，我们自身的整体改善则更为显著，综合成本率从 115.4%下降到 98.7%。

我们在保险业最主要的部分，国民保险公司的传统业务今年业绩非常好，实现利润显著高于行业平均水平。这要归功于菲尔·列舍(Phil Liesche)的领导及承保方面的 Roland Miller 和理赔方面的 Bill Lyons 的出色工作。

1976 年，竞争对手终于意识到以往费率过低而大幅提价，因此国民保险公司的承保保费大增。但正如去年年报中所提到的，我们直接保险主要集中在特别容易受到经济和社会通胀影响的领域。目前的费率充足，明天就不一定了。我们的看法是不久以后，可能在 1978 年，随着市场的短期繁荣造成的不明智的竞争可能使整个行业在费率上落后于通胀水平。那样的话，我们就要准备好迎接一波定价不足的冲击，我们的承保保费会大幅下降。

再保险业务滞后于直接保险业务的改善。当再保险定价出现错误时，其影响持续的时间甚至比直接承保中出现类似错误的时间还要长。George Young 是一个优秀的经理人，他为实现承保盈利的目标而不懈努力，他取消了许多费率不能进行合理调整的保单。像直接保险业务一样，我们过度集中于受通货膨胀影响特别严重的意外险领域。近期前景仍然不利于我们的再保险业务。

(1976 年初以 220 万美元收购了一家小型再保险公司。)

在 John Ringwalt 的管理下，我们的住宅保险业务(Home-State)继续取得了实质性进展。综合成本率从 1975 年的 108.4%下降到 1976 年的 102.7%。由于一些公司规模太小，综合成本率里仍然存在超额成本。内布拉斯加意外险(Cornhusker)是该业务中历史最久、规模最大的公司，也是 1976 年业绩最好的一个，它在这些公司中赔付率最低。同时，综合比率 94.4%也是史上最低的，这是它成立六年来第五次综合比率在 100%以下了。1976 年随着市场地位的显著提升，Home-State 业务保费收入增长达到了 78%。目前我们计划在今年晚些时候成立一家新的 Home-State 保险公司。

我们的附属公司家庭汽车保险(Home&Auto)，主要在伊利诺伊州库克县地区经营汽车保险业务，在 1976 年经历了一个强劲复苏。这要直接归功于 John Seward，在他任职的第一年就对市场营销和承保评定方法进行改革，并取得了不错的效果。车险业务已经修改为 6 个月为期的直接险中，这样我们就能对承保趋势有更快的反应了。我们家庭和汽车保险公司的一般责任险业务也显著扩张并取得了很好的业绩。虽然家庭和汽车保险公司能否取得持续的承保盈利仍有待证明，但我们对 John Seward 所取得的进展感到高兴。

总的来说，我们预计 1977 年将是保险业的好年景。目前承保量很高且费率应该可以获得承保盈利。然而长远

来看，保险行业有很多不利因素。特别是车险业务，它看起来极易受个别公司无法控制的政策和社会因素所引发的定价和管理问题的影响。

保险投资业务

1976 年由于保费收入增加和承保盈利，可投资资产显著增长，保险投资的税前投资收入从 891.8 万美元上升到 1082 万美元。在最近的报告中，我们提到了债券账户上的未实现减值，但我们认为这些市场波动的影响是次要的，因为我们的流动性和财务实力使我们不太可能在不恰当的时机卖出这些债券。在 1976 年，债券市场大幅上扬，这使得我们的银行和保险公司拥有的债券组合的年末未实现收益有微幅上升。这也是次要的，因为我们的目的是将大部分债券持有到期。较高债券价格的必然结果是新投资的资金的收益会下降。总的来说，我们更喜欢我们的债券市值小于其账面价值。这样再投资时就能获得更有吸引力的回报率。

去年我们提到，预计 1976 年将会实现资本收益。事实上，我们在 1976 年获得了 996.2 万美元的税前资本收益，主要来自股票投资。现在看来，1977 年同样是实现净资本收益的一年。与前几年大量未实现亏损相比，我们的股票投资组合现在有大量未实现收益，我们依然认为年复一年的市场波动相对而言并不重要。

我们股票组合中的未实现资本收益，年终高达 4570 万美元，在我们 3 月 21 日写这封信时已经下降了 500 万美元。

然而，我们认为所投资公司业务的进展是非常重要的。1976 年，我们对大多数投资组合公司的优秀业绩表示满意。如果公司未来几年业绩继续如此出色的话，我们肯定能从股票投资中取得丰厚的回报，而每年的股市波动是无关紧要的。

我们在 1976 年 12 月 31 日持有的超过 300 万美元的投资如下：

No. of Shares	Company	Cost
141,987	California Water Service Company	3,608,711
1,986,953	Government Employees Insurance Company Convertible Preferred	19,416,635
1,294,308	Government Employees Insurance Company Common Stock	4,115,670
395,100	Interpublic Group of Companies	4,530,615
562,900	Kaiser Industries, Inc.	8,270,871
188,900	Munsingwear, Inc.	3,398,404
83,400	National Presto Industries, Inc.	1,689,896
170,800	Ogilvy & Mather International	2,762,433
934,300	The Washington Post Company Class B	10,627,604
	Total	58,420,839
	All other Holdings	16,974,375
	Total Equities	75,395,214

股份数量	公司名称	花费成本
1,986,953	GEICO 保险可转换优先股	19,416,635
1,294,308	GEICO 保险普通股	4,115,670
934,300	华盛顿邮报 B 股	10,627,604
562,900	凯撒工业公司— 短线	8,270,871
395,100	IPG 广告传媒	4,530,615
141,987	加州水务公司	3,608,711
188,900	Munsing 针织	3,398,404
170,800	奥美国际广告公司	2,762,433
83,400	Presto 工业	1,689,896
	总计	58,420,839
	所有其他控股公司	16,974,375
	全部权益	75,395,214

你会发现，我们的主要持股相对较少。我们基于公司的长期表现进行投资，并会仔细考虑如果 100%收购整个公司所要考虑的因素：

(1)良好的长期经济护城河；(2)称职且诚实的管理层；

(3)以私有化的标准来衡量，价格具有吸引力；(4)我们所熟悉的行业，我们能判断其长期的经济特征。

寻找到符合我们标准的公司很困难，这也是我们喜欢集中持股的原因之一。我们无法找到一百只满足我们投资标准的股票。然而，我们觉得集中持有少量我们已确认有吸引力的股票是非常舒适的。

我们通常是打算长期持股，但有时我们也做短线投资，如对凯撒工业的投资。该公司预计 1977 年母公司将进行现金红利和股票红利的分配。在该公司管理层宣布了红利分配方案后，我们在 1976 年买入了这家公司的股票。

银行业务

我们附属银行伊利诺伊国民银行和伊利诺伊州的罗克福德信托投资公司的 CEO，Eugene Abegg 继续引领银行界，正如他在 1931 年银行刚成立时所做的一样。

最近，National City Corp.of Cleveland 克利夫兰国民城市公司，一家拥有真正出色管理的银行在一则广告中写道"1976 年我们平均资产收益率 ROA 为 1.34%，我们相信这是在所有主要银行公司中的最好水平。"在真正的大银行中这是最好的盈利业绩，但伊利诺伊国民银行的盈利比国民城市公司的盈利水平要高出接近 50%，**平均资产收益率 ROA 大约为 2%。**

这一优秀的盈利记录在以下措施的作用下再次被实现了：

- (1) 所有客户储蓄工具支付了最高的利率(定期存款超过了总存款的三分之二);
- (2) 保持了良好的流动性(出售的联邦基金加上目前买入的六个月以下美国政府债券规模大约等于活期存款总额);
- (3) 避免高利率的二级贷款(second-class loans 劣级贷款, 1976 年贷款坏账约为 1.2 万美元, 或着说 0.02% 的坏账率。这与 1976 年的银行界的现行坏账率相比非常小)。

成本控制是银行成功的一个重要因素。尽管消费者定期存款从 3000 万上升到 9000 万, 并在信托、旅行支票和数据处理等其他业务上有显著的扩张。该银行的雇员数量仍然保持在 1969 年购买它时的水平,

蓝筹印花公司

1976 年我们增加了在蓝筹印花公司的权益, 年底前我们已持有该公司 33% 的流通股。蓝筹印花的股权对我们日益重要。蓝筹印花的简要财务报告在我们所附的财务报表的脚注里。另外, 伯克希尔公司的股东可以从蓝筹印花公司的秘书 Robert H. Bird 那里得到现在和后续的年报。他的地址是加利福尼亚州洛杉矶东南大道 5801 号蓝筹印花公司, 邮编 90040。

其他杂项

伯克希尔的子公司 K&W 第一年已表现出不错的业绩, 销售额和利润较之 1975 年均有适度增长。

(K&W Products 公司是一家小型汽车后市场化学品生产商, 在 1938 年推出 Permanent Metallic 品牌的 Block Seal 分子添加剂产品, 用来永久修复老旧汽车缸体裂缝导致的冷却液泄漏, 工厂位于加州洛杉矶和印第安纳州布卢明顿。后来老板意外去世, 他生前投资该公司欠下妻子两位年迈姑姑各 8 万美元, 现在唯一遗产是 K&W 公司股票。芒格和盖林在报纸上看到了该公司的出售信息, 于是二人各出资 8 万美元买下了两位债权人的借据, 并将债权转换为 80% 多公司股权二人平分, 其余股份由管理层持有。后来盖林急用钱欲 20 万美元将股份出售给芒格, 可能是 1973 年股灾他遭遇了保证金追缴这件事, 但芒格付了 30 万美元他认为这些股权值这个钱。

1976 年 1 月, 伯克希尔全资收购了净值 210 万美元的 K&W Products 公司, 并发行三份总额 121.85 万美元 9% 利率 20 年期票据, 其中最大的一份属于芒格, 本金约定 1979-1987 年按年支付 10 万美元, 剩余 17.3 万美元本金于 1988 年 1 月 6 日支付。1999 年 BRK 将 K&W 公司出售给 CRC 工业公司, CRC 获得了 K&W 旗下一系列汽车行业的驰名产品如 Block Seal、Trans-X、Aviex、Copper Coat。)

按规定在 1980 年 12 月 31 日之前把我们的银行部门剥离出去, 我们只有不到四年的时间。我们打算以一种对我们银行部门损害最小的方式完成这种剥离并为股东赢得最大利益。最大的可能是我们以分拆上市的办法在 1980 年把我们的银行部门剥离出去。

我们也希望在合适的时候对多元零售公司进行合并。这样的合并既有利于公司的简化, 也有利于增强蓝筹印花的所有权地位。然而, 与合并相关的各项任务都在 1977 年推行暂时是不可能的。

沃伦·巴菲特 董事长

企业收藏家 1977

1977 年 3 月 31 日 华尔街日报 Jonathan R.Laing 采访

1960 年代积累 1 亿美元的投资者，如今正在积累公司，沃伦巴菲特认为他的新生活更为有趣。

1960 年代飙升的股市造就了许多职业投资组合经理人中的明星，但很少有人能像沃伦巴菲特那样闪耀。巴菲特先生在他的家乡奥马哈悄无声息地开展投资业务，仅用 13 年时间就将 10 万美元的投资合伙公司发展到了 1 亿美元。1969 年，就在市场遭遇 1970 年代的第一次周期性暴跌之前，他审时度势，关闭了合伙公司，并将收益在 100 多名合伙人中进行了分配。如今，46 岁的巴菲特先生再次吸引了人们的目光，但原因不同。他利用自己从基金中赚取的 2500 万美元，买下了从银行保险公司到报纸和糖果店等一系列企业的控制权，这些企业的资产总额超过 10 亿美元。最近，巴菲特先生控制的一家公司以 3300 万美元收购了纽约州北部最大的报纸《布法罗晚报》。事实上，最近巴菲特先生知名度的一个主要原因是他在报纸上的地位日益突出。

如释重负

巴菲特先生说："我玩得很开心，因为我只进入我觉得有趣的企业，我喜欢经营这些企业的人和他们的产品。在合伙期间，我的自尊心很强，我每年都想在打击率上领先全联盟。"巴菲特先生面带微笑，中等身高，中等身材，发际线后移。他衣着保守，喝着没有比百事可乐更难喝的饮料。他的谈话中充满了体育明星和街头口语，但他经常引用 Bertrand Russell 的话。巴菲特先生如今在《华盛顿邮报》具有相当大的影响力，该报的一位编辑说，沃伦的魅力不仅仅在于他的商业能力和自谦的态度，他还了解第一修正案和损益表。

巴菲特帝国的基石是伯克希尔哈撒韦公司，这是一家曾一度倒闭的新英格兰纺织企业，巴菲特合伙公司于 1960 年代中期在公司股票跌破清算价值后买下了该公司的控制权。从那时起，作为伯克希尔董事长并控制其 53% 股份的巴菲特先生利用其多余的现金将该公司重新振兴，将其多元化发展到汽车和意外险领域，并收购了伊利诺伊州罗克福德的伊利诺伊国民银行和信托公司，这是一家高利润的地区性银行。1976 年，伯克希尔的收入为 1.39 亿美元，利润为 1610 万美元。

印花票和糖果业务

巴菲特先生还控制着蓝筹印花公司约 61% 的股票，这是一家在西海岸经营印花票的公司，1976 年收入为 8800 万美元，利润 1.17 亿美元。蓝筹印花拥有西海岸巧克力制造和零售公司喜诗糖果 99% 的股份：加州帕萨迪纳的 Wesco 金融公司 80% 的股份，该公司经营互助储贷业务；以及现在的《布法罗晚报》。最后，巴菲特先生拥

有 Diversified Retailing Co.的控股权，该公司是一家拥有约 80 家门店的折扣女装连锁店的运营商。

但他的影响力超出了他所控制的公司：这些公司反过来又在其他一些公司持有大量股票，总价值达 1 亿美元。其中包括华盛顿邮报公司(Washington Post Co.)10%的股份，该公司是《华盛顿邮报》、《新闻周刊》杂志、《TrentonTimes》以及五家电视台和广播电台的所有者)，安保公司平克顿公司(Pinkerton's Inc.)25%的股份，GEICO 保险公司 15%的股份。这些持股还包括对《波士顿环球报》的出版商联合出版公司(Affiliated Publications Inc.)、服装制造商迈星威公司(Munsing Wear Inc.)以及两家广告公司奥美广告(Ogilvy&Mather)和 McCann-Erickson 的控股公司 IPG 传媒集团(Interpublic Group)的大量投资。

巴菲特先生的管理风格低调。他很少更换管理人员，也很少参与日常经营决策，而是专注于收购和公司资产的管理。

我喜欢忘记自己的人

他说："我通常不需要介入其中，因为我会小心谨慎地从创建这些企业并继续经营的所有者手中，收购那些经营良好的公司，并留下他们继续经营。我喜欢那些忘了自己把生意卖给我的人，他们像业主一样继续经营着公司。当我的女儿出嫁，她继续和父母生活在一起。"

巴菲特先生的办公室反映了他不苟言笑的态度。在一座俯瞰奥马哈的一栋新办公楼里，巴菲特先生、伯克希尔的秘书兼财务总监 J. Verne McKenzle、巴菲特合伙公司的前投资者和助理经理 William Scott 以及其两名秘书，挤在三个房间里。Scott 先生每天只工作五小时，管理伯克希尔旗下保险和银行子公司 1.4 亿美元的市政债券投资组合。

巴菲特先生说："大多数公司都会有至少六七个全职人员来管理如此规模的债券基金，但 Bill 的工作说明了这样一个事实，即资金管理并不需要花费大量的精力。他每天大部分时间都在打手球和排练他的波尔卡乐队。我喜欢称他为世界上仅次于 Lawrence Welk 的最富有的波尔卡舞者。"

与巴菲特先生关系密切的华尔街消息人士称，巴菲特先生过去几年的股票投资在很大程度上是受其对通胀的担忧所左右。纽约投资公司第一曼哈顿公司(First Manhattan Corp.)的高级伙人 David Gottesman 表示："很大程度上沃伦一直将自己的投资范围限制在那些他认为可以抵御通胀的公司上，因为这些公司拥有独特的产品、低资本支出需求和产出现金的能力。例如，沃伦将拥有一家垄断或市场主导的报纸，比作拥有一座不受管制的收费

桥梁，你可以相对自由地、随时以任何幅度提高费率。"

这种考虑促使巴菲特先生去年夏天说服爱荷华州格林奈尔学院(Grinnell College)的理事们用学校的捐赠基金，斥资 1300 万美元购买了位于俄亥俄州 Dayton 市的 NBC 电视台及其附属机构。毕竟，广播公司的大部分收入来自广告预算，而广告预算往往反映的是现值美元，并随着国民生产总值的增长而增长。

例如，1973 年伯克希尔投资位于新泽西州的折扣零售公司 Vornado Inc. 的 600 万美元损失了一半。巴菲特先生说，"在我买下这只股票的时候，它看上去被低估了。但事实证明，该行业开店过多，恶性竞争，Vornado 和其他折扣店正在被竞争对手 Kmart 绞杀"。

此外，巴菲特先生进军印花票交易业务方面也没有取得显著的成功。1974 年，他在投资 Sperry & Hutchinson Co. 公司(第一家印花票发行商)的股票遭受了重大损失，而他主要于 1969 年和 1970 年收购的蓝筹印花公司的股票一直表现平平。

第一份报纸

巴菲特先生于 1969 年首次收购报纸，当时伯克希尔收购了奥马哈的《太阳报》社区周刊。两年后，蓝筹印花公司试图收购《Cincinnati Enquirer》报纸，但被对手击败。从那时起，除了《华盛顿邮报》和《布法罗晚报》的交易外，巴菲特公司还对密歇根州的 Booth Newspapers Inc. (该公司现已被 S.I. Newhouse 收购，后者接管了 Booth) 和总部位于得克萨斯州的 HarteHanks Newspapers Inc. 进行投资，都赚到了钱，后者在全国经营着 25 家日报和 46 家其他报纸。巴菲特先生表示，他投资 HarteHanks 股份还不到 1%。他对报纸的兴趣不仅仅是财务上的，他说，"让我们面对现实吧，报纸是比制造火车车厢耦合器有趣得多的行业。虽然我并不参与我所拥有的报纸的编辑工作，但我非常喜欢成为那些帮助塑造社会的机构的一员"。

尽管巴菲特先生提出了相反的抗议。巴菲特先生有时不仅仅是一个缺席的所有者。五年前，他在揭露奥马哈 BoysTown 传说中的巨额财富发挥了关键作用。巴菲特先生回忆说："我知道美国国税局出台了一项规定，要求慈善基金会首次公开披露其资产，因此我告诉我们的编辑去找一份 BoysTown 的文件。在我做合伙公司的日子里，我听到过很多关于 BoysTown 持有大量股票的传言，但当我们发现这个一直以贫困为借口、照顾不到 700 个孩子的福利院竟然积累了超过 2 亿美元的资产时，连我自己都大吃一惊"。

诗人的角色

据知情人透露，巴菲特先生在华盛顿邮报公司的影响力越来越大，该公司由 59 岁的 Katharine Graham 领导和控制。巴菲特先生自 1974 年以来一直是该公司的董事(在他购买了 10% 的无表决权股权一年后)，最近他被任命为财务委员会主席。他已成为一名不领薪酬的高管，每月至少前往华盛顿一次，经常住在格雷厄姆夫人位于 Georgetown 的家中。

一位前高管表示："巴菲特已成为 Kay 的财务老师，同时也是她儿子 Donald 的导师，他正被培养成最终接班人。他一开始帮助改善公司在华尔街的形象，并修改其养老金计划。现在，她在每一个重要决定商都会咨询他。"

格雷厄姆夫人说，"我当然会和他谈论潜在的收购和其他重要事项，考虑到他高超的商业头脑和分析能力，我不和他谈就太傻了。"

一位与巴菲特先生关系密切的华尔街人士称，他投资报纸并非出于成为报业大亨的愿望。这位消息人士说："沃伦喜欢活泼有趣的人，他喜欢在 KayGraham 介绍给他的政治家和其他名人的圈子里活动。他可以坐在政治会议和总统辩论的贵宾席上。他真正陶醉于整个场景。"

巴菲特先生对报纸的痴迷部分源于他对公共事务的浓厚兴趣。虽然他曾在美国众议院任职的父亲是保守的共和党人，但巴菲特先生认为自己是民主党人，并为许多自由民主党的政治家提供了资金支持。

早期的兴趣

巴菲特先生回忆说，他年轻时就对金融世界很感兴趣。他从父亲哪里学到了很多金融市场知识。他父亲在沃伦 12 岁时赢得了众议院席位之前，在奥马哈经营一家小型经纪公司。在华盛顿高中毕业后，巴菲特先生用三年时间顺利读完了大学。在内布拉斯加大学，他偶然发现了《聪明投资者》一书。本杰明格雷厄姆所著的《聪明投资者》(The Intelligent Investor)一书，巴菲特先生称这本书是他后来投资成功的根源。Benjamin Graham 和 Katharine Graham 没有任何亲属关系。

在这本书中，他宣扬了一种基于公司股票的保守性定量的投资方法。内在价值是指，根据其净值基础，或者更好的是在扣除所有负债后，仅以现金和其他流动资产为基础，私人所有者愿意为企业支付的价格。

1950 年大学毕业后。巴菲特先生进入哥伦比亚大学商学院研究生院学习，当时格雷厄姆先生正在讲授一门金融课程。1954 年，巴菲特先生在奥马哈做了三年股票经纪人后，到格雷厄姆先生领导的纽约投资基金格雷厄姆纽曼公司(Graham Newman)工作。

两年后，巴菲特先生和他的妻子苏珊 Susan(1952 年在奥马哈结婚)回到了奥马哈。格雷厄姆先生从格雷厄姆纽曼公司退休。此后不久，巴菲特先生与四位亲戚和三位朋友开始了自己的合伙投资公司。其大部分交易利润来自，根据格雷厄姆先生的标准，投资于价值被低估的股票。

该合伙公司的杰出成就之一是对美国运通公司的投资，其价值在两年内增长了两倍多，为基金带来了 2000 万美元的收益。巴菲特先生于 1963 年底买入该股票，当时该公司卷入沙拉油丑闻，股价暴跌。许多银行信托部门和其他机构纷纷抛售股票，因为他们认为丑闻将动摇公众对该公司旅行支票的信心。

但巴菲特与多家银行、餐馆、旅行社和其他机构的访谈使他确信，情况并非如此。他发现美国运通旅行支票的使用并没有减少，而且更重要的是，该公司正在快速发展，在旅行和娱乐信用卡市场的份额占据主导地位。

1969 年，巴菲特先生感觉到投资环境发生了变化，于是他关闭了该基金。低价股一去不复返，成为长期牛市和企业集团收购热潮的牺牲品。无论如何，巴菲特先生已经厌倦了业绩表现的压力。

如今，巴菲特夫妇在奥马哈的家和拉古纳海滩的别墅之间消磨时光，奥马哈的家附带一个网球场，而拉古纳海滩的别墅则是牧场。随着三个孩子中的两个已经长大成人，第三个在斯坦福大学读书，巴菲特夫人抽出时间在奥马哈的几家夜总会从事歌唱事业。巴菲特夫妇参与了许多民权活动。他们是第一批加入奥马哈一家全犹太人乡村俱乐部的外邦人，试图迫使所有外邦人俱乐部接纳犹太人。巴菲特先生说，"许多在奥马哈生活多年、对城市很重要的犹太家庭被禁止进入我们的一些俱乐部，这很愚蠢，此外，犹太人俱乐部的食物更好吃。"

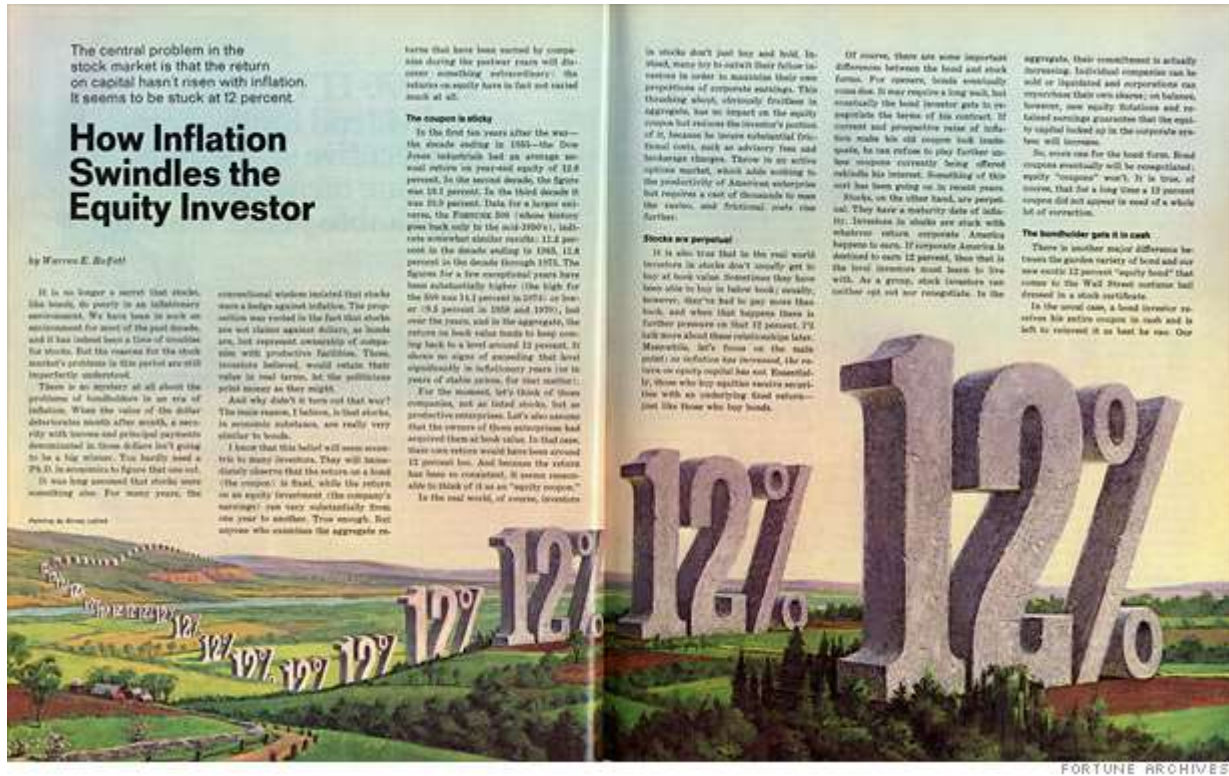


巴菲特谈通货膨胀 1977

1977 年 5 月 《财富》杂志

《通货膨胀是如何欺诈投资者的》

这篇文章，巴菲特详细介绍 PB-ROE 估值模型的运用逻辑，并解释了通货膨胀对投资回报率的侵蚀。



巴菲特：股市的核心问题是资本回报率并没有随着通货膨胀而上升，它似乎停留在 12%。

在高通货膨胀率的环境中，股票和债券一样表现不佳，这已经不是什么秘密了。在过去十年的大部分年份里，我们就处于这样的市场环境中。对于股票投资而言，这的确是一段艰难岁月。然而，股市为什么会在这个阶段遭遇困境，其原因仍然没有被人们完全理解。

在通货膨胀时期，证券持有者所遇到的问题一点也不神秘。在美元逐月贬值的情况下，想依靠那些用美元结算收益和偿付本金的证券来获利，显然是非常困难的。你根本不需要读个经济学博士学位就能明白其中的道理。

然而，长期以来，人们一直假设，股票并不是普通的证券。很多年来，传统的观念坚持认为，股票是对通货膨胀的对冲。这种主张基于的理由是，股票并不像债券那样，与美元直接挂钩，它代表着对制造业企业所有权的享有。因此，股票投资者认为，无论政客们如何操纵印钞机，他们仍然能保持其投资的实际价值。

那么，为何事实却与此背道而驰呢？我认为最主要的原因是，经济实体中的股票和债券非常相似。

我知道这个观点对于很多投资者而言有些离经叛道。他们肯定会立刻反驳道：债券的回报率(息票)是固定的，

而股权投资的回报率(企业盈利)则可能像过山车一般大起大落。看起来的确如此。不过，如果你认真研究过第二次世界大战后企业每年的净利润，就会发现很不寻常的情形：其实，股本回报率 ROE 的起伏并不大。

息票是固定的

二战结束之后的第一个十年，也就是到 1955 年之前，道琼斯工业指数的年均股本回报率为 12.8%。在接下来的第二个十年，这一数字为 10.1%。在之后的第三个十年，这一数字为 10.9%。如果把范围拓宽至《财富》500 强企业(其历史只能追溯到 1955 年代中期)，其数据也会显示相似的结论：1965 年的前十年为 11.2%，1975 年的前十年为 11.8%。在某些特殊年份，这一数字则大幅提高，比如 1974 年，《财富》500 强企业最高达到了 14.1%，而在某些年份则比较低，比如 1958 年和 1970 年，这一项数据只有 9.5%。不过纵观这些年，总体来说，账面价值的回报率往往会回归到 12%左右的水平。在通货膨胀的年份里(或物价稳定的年份)，没有迹象显示出，该数据会大幅超过这一水平。

说到这儿，让我们思考一下这些公司的本质：它们并不是交易所中的那些抽象的代码，而是具有产出能力的企业。我们假设这些企业的所有者是按账面净值的价格获得了企业所有权。因此，他们自己的回报率也应该是在 12%左右。而且由于回报一直如此的稳定，将其视为“股票息票”似乎是合理的。

当然在现实情境中，股票投资者不仅仅是买进和持有。相反，很多人试图研究对策以击败其他投资者，最大限度地提高自己在企业收益中所占有的比例。事实上，这种折腾显然对结果并无助益，不仅没有影响股票息票，还减少了投资者在其中占有的份额。因为在这个过程中难以避免地会产生巨大的摩擦成本，比如咨询费和经纪费等。此外，活跃的期权市场，并不会提升美国企业的实际生产效率，相反，这个赌场需要配置数以千计的人手，这使得摩擦成本进一步增加。

股票没有到期日

在现实世界中，事实上股票投资者通常不会以企业账面价值的价格购买到股票。有时，他们的运气不错，能以低于账面价值的价格买入。但通常的情况是，他们不得按账面价值的溢价购买，而这对于 12%的回报率来说又是一大压力。稍后我会探讨这其中的关系。现在，让我们把注意力放在一个要点上：通货膨胀率上升了，而股本回报率却没有增加。从本质上来说，那些购买股票的人会像购买债券的人一样，获得具有固定收益的“**有价证券**”。

当然，从形式上看，债券和股票的区别还是很大的。首先，债券终将会到期，尽管这可能需要漫长的等待，

但最终债券投资者可以重新谈判合约条款。如果当前和未来预期的通货膨胀率很高，从而使以前的债券票面利息显得过低，那么投资者就会拒绝再次购买。除非提高当前的票面利息，重新燃起他的购买兴趣。近年来，类似的情况一直在发生。

然而，股票是永不还本的，它们没有到期日。无论美国企业获得了什么利润水平，股票投资者都要认命。如果美国企业注定只能赚得 12%，那么这就是投资者就不得不接受的水平。作为一个群体，股票投资者既不能选择退出，也无权重新谈判条款。所以综合来看，他们承担的义务增加了。个别企业可能被出售、清算或者回购自己的股票，但总体而言，**新股发行以及留存利润，可以确保锁定在企业系统里的权益资本不断增加。**

综上所述，债券要略胜一筹。**债券息票最后会被重新协定，而股票"息票"不会。**当然，12%的回报率在很长的一段时期内似乎不需要大的修正，这也是事实。

债券持有人得到的是现金

拥有独特的 12% 的息票率，身着"股票"的华美外衣，"股票债券"(equity bond)翩然而至华尔街的化妆舞会。

股票与普通债券还有另一个显著的差别。在一般情况下，债券投资者在兑现息票获得现金之后，会再次择优进行投资；而股票投资者的股票"息票"，会部分保留在企业手里。企业会根据自身的盈利情况进行再投资。换句话说，**每年 12% 的利润中的一部分将被当作股息支付给投资者，而剩下的部分又滚入下一个 12% 的生产过程中。**

美好的旧时光

股票的这一特性，即部分收益留存用于再投资，既可算优点又可算缺点，这取决于 12% 的回报率到底有多诱人。在 1950-1960 年代早期，这的确是个好消息。当债券的回报率只有 3-4% 时，能够有权自动把股票收益的一部分，以 12% 的回报率进行再投资，这具有极大的价值。不过，需要提醒的是，投资者不可能在投入自有资金后就自动获得 12% 的回报，因为在那个时期，**股票价格已大大地超过了它对应的账面价值**，所以，不论股票的回报率是多少，溢价使得投资者不可能完整地获得这个回报率。这就好比息票率为 12% 的债券，**如果你以远远超过票面价值的价格购买**，那么就无法获得 12% 的回报。

不过，股票投资者仍然可以享有留存收益所带来的 12% 的回报。事实上，留存收益意味着投资者可以按账面价值购买这家企业的一部分，而在当时的经济环境下，购买企业所要支付的价格会远高于企业的账面价值。在这种情况下，人们自然对现金股息敬而远之，而对留存利润趋之若鹜。**实际上，想以 12% 的回报率进行再投资的资**

金越多，这种特性就会愈加珍贵，而投资者愿为此付出的价格也就越高。

1960 年代早期，投资者就曾心甘情愿地为经济高速增长地区的电力公司股票支付高溢价。因为他们知道这些成长型公司有能力将大部分利润再投资以赚取更多回报。与此形成鲜明对照的是，那些受经营环境所迫，只能大量派发现金股息的公用事业企业的股票价格则相对较低。

如果在那一时期，存在一种高等级、不可赎回、息票率为 12% 的长期债券，它肯定会以远远高于其票面价值的价格出售。此外，假设这种债券还有另外一个不同寻常的特性，如该债券的大部分利息可以自动再投资于类似的债券，那这些债券必将享受更高的发行溢价。从本质上来说，成长股正是此类证券的代表，它们通常会保留大部分利润进行再投资。当新增的权益资本再投资的回报率是 12%，而普通债券的票息率只有 4% 左右时，股票投资者必定是非常满意的。当然，他们也为此付出了过高的价格。

准备撤退

仔细回顾一下就会发现，1946-1966 年期间，股票投资者实际上获得了三重好礼。

第一，得益于企业的股本回报率远远高于当时的基准利率；

第二，企业的大部分利润都被保留，并以很高的回报率进行再投资，而其他途径难以获得这么高的回报率；

第三，随着前两个优势得到了广泛认可，人们对公司股权资本的估值不断提高。这意味着，除了股权资本最基本的 12% 回报率以外，投资者还获得了额外的估值溢价奖励。

道琼斯工业股票的平均价格从 1946 年账面价值的 133% 上涨到 1966 年的 220% (市净率 1.33 提高到 2.2)，在这个估值抬升的过程中，投资者确实在短期内获得了超过所投资企业内在盈利能力的回报率。

到了 1960 年代中期，众多大型投资机构终于“发现”了这一法宝。然而，就在这些金融巨头开始争相买入股票时，高通货膨胀率、高利率时代到来了。很自然地，股票价格上涨的趋势开始逆转。利率的上涨无情地降低了所有固定收益类投资品种的价值。随着长期公司债券利率开始上升 (最终升至 10% 左右)，12% 的股本回报率和再投资特性也开始被人们遗弃了。

投资者理所当然的认为，股票的风险比债券大。虽然长期来看“股票息票”大致是固定，但它每年的确有所波动。这种年度波动大大影响了投资者对未来的态度，尽管这种影响经常具有误导性。

投资者认为股票风险大的另一个原因是到期日遥遥无期。即使是你最友好的经纪人，也不敢将一种 100 年期

的债券(如果他有的话), 称之为"安全债券"向你推销。由于这层额外风险, 投资者自然期望股票回报率"稳稳地"高于债券回报率。如果股本回报率为 12%, 而同一类型企业的债券回报率为 10%, 那么这就不能算"稳稳地"。随着回报率之间差距的缩小, 股票投资者就开始另寻出路了。

当然, 无论如何, 股票投资者作为一个整体是不可能彻底退出的。他们所得到的只是更多的换手、大量的交易费用、以及被不断创出新低的估值。这反映出, 在高通货膨胀的环境下, 12%的股票息票的吸引力在降低。

过去的十年里, 在经历了接二连三的打击之后, 债券投资者认识到, 再高的利息都不保险, 无论是 6%、8% 还是 10%, 都无法阻止债券价格的崩溃。由于股票投资者还没有完全意识到自己持有的也是一种"债券", 所以他们还得继续接受市场的教育。

提高盈利的五种方法

12%的股票息票注定是一成不变的吗? 是否存在某条法律, 禁止企业提高其股本回报率, 以应对似乎永远在不断攀升的通货膨胀率呢? 事实上, 并不存在这样的法律。美国企业并不能随心所欲或通过制定法律来提高企业盈利。要提高股本回报率 ROE, 企业至少需要做到以下其中一点:

$ROE = \text{净利润率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益倍数}$

- ① 提高总资产周转率, 即销售收入与总资产的比率
- ② 更便宜的杠杆(降低融资利率)
- ③ 更高的杠杆水平(提高资产负债率)
- ④ 降低企业所得税
- ⑤ 更高的营业利润率

除此之外, 没有其他途径能提高普通股的回报率了。因此我们来谈谈自己对此可以做点儿什么。

先从总资产周转率开始。

关于这个问题, 我们必须考虑三类主要的资产: 应收账款、存货和固定资产, 比如厂房和机器设备等。

不管是由销量增加引起的还是由通货膨胀引起的, 只要以美元计的销售收入增加, 应收账款也会成比例增加。这里没有改善应收账款周转率的空间。

至于存货, 情况就没这么简单了。从长期来看, 一般认为, 单位存货的变动趋势会与单位成品的销售趋势吻合。不过, 在短期内, 存货实物的周转率会因特殊因素而变化无常, 比如, 成本预期趋势或生产瓶颈问题等。在通货膨胀时期, 采用"后进先出法"(LIFO)的会计方法来计算存货的价值, 将有助于提高报表上的存货周转率。当通货膨胀引起销售收入增加时, 对于采用"后进先出法"的企业而言, 如果销售单价没有上涨, 存货的总价值将维持不

变；而如果单位售价提高了，存货的总价值将随着销售收入的增加而增加。无论哪种情况，以美元记名义存货周转率都将增加。1970 年代的早期，“后进先出法”为各企业所青睐，并逐渐成为一种显著的趋势，因为这样做会降低企业报表上的利润和税收。目前这种趋势有减缓的迹象，但仍有不少已经采用这个原则或有意实施这个原则的企业不愿放弃，以期进一步增加报表上的存货周转率。

助益有限

在固定资产方面，假设通货膨胀对所有产品的影响都一样，那么，**通货膨胀率的任何增长，将首先提高固定资产周转率**。这是因为，销售收入会立即反映新的价格水平，而**固定资产只能逐步地反映变化**。比如，只有在现有设备被淘汰之后，才能以新价格购买新设备来取代它。因此，很明显，公司的设备更新过程越缓慢，固定资产周转率上涨得越多。只有当更新周期完成后，这个过程才会停止。假设通货膨胀率不变，**销售收入和固定资产会以通货膨胀率的节奏增长**。

总的来说，通货膨胀将会提升企业的总资产周转率。由于“后进先出法”的会计方法，带来一些提升是肯定的。如果通货膨胀加速，由于销售收入的上升快于固定资产的上升，这也可能会对周转率起到促进作用。**不过，通货膨胀所带来的总资产周转率上升是有限的，其程度不足以使股本回报率大幅上升**。在截止 1975 年的十年期间，尽管总体上通货膨胀在加速，“后进先出法”亦被广泛采用，**但 500 强企业的总资产周转率仅仅从 1.18 上升到 1.29**。

使用便宜的杠杆呢？不太可能。高通货膨胀率通常会导致借贷成本大幅上升，而不是下降。恶性的通货膨胀率会导致资本需求激增，随着贷款人对长期合同的不信任感日渐加深，他们开始索要得更多。即使利率不再进一步上升，杠杆也会变得更贵，因为**公司账面上的平均债务成本低于替换成本**。现有债务到期后，就需要用成本更高的新债务来替代。整体而言，杠杆成本在未来的变化会对股本回报率产生轻微的抑制作用。

使用更高的杠杆水平呢？美国企业早已发行了太多(如果不是大多数的话)所能使用的债务“杠杆”。证明这一论点的证据，可在 500 强企业的另外一组统计数据中找到：在 1956~1975 年的 20 年里，500 强企业的**股东权益占总资产的比例从 63%降到了 50%以下**。换句话说，每一美元股权资本的杠杆水平都比过去高得多。

贷款人学到了什么

通货膨胀引发的融资需求颇具讽刺意味。高盈利企业通常是那些信用等级最好的企业，它们对债务的需求也相对较少，而盈利较差的企业似乎永远欲壑难填。贷款人对这个问题的理解要比十年前深刻多了，所以，他们**不**

愿意贷款给资金匮乏、盈利不佳的企业，让它们将杠杆抬高到天上去。

尽管如此，鉴于通货膨胀日益严重，许多企业似乎已下决心在未来通过提高杠杆率来提高股本回报率。企业管理层之所以做出此决策，是因为他们需要比往日更多的资金量，才能维持企业的业务规模不下滑。在不能减少股息以及无法增发新股的情况下(因为通货膨胀的关系，股票的吸引力大大减小)，要想得到额外的资金，一个自然而然的选择便是，几乎不计成本的增加债务。它们的行为往往会像在 1960 年代中期那些公用事业企业一样，为超出的 0.125%利息争论不休；而到了 1974 年，为了能得到利息为 12%的借款而感激涕零。

然而，与 1960 年代初以 4%利率的增加债务相比，以当前的利率新增债务对股本回报率的贡献要小于得多。还有一个问题就是，负债率上升还会导致信用评级被下调，引发融资成本进一步上升。

这一点再加上前面讨论的几点可以说明，未来的杠杆成本必将上升。总的来看，杠杆成本的上升很可能抵消提高杠杆率所带来的好处。

此外，与传统的资产负债表相比，美国企业如今早已债台高筑。许多企业还承担着庞大的养老金债务，当现任员工退休时，企业必须根据当时的实际物价水平调整退休工资的数额。在通货膨胀率很低的 1955~1965 年，这种养老金计划所产生的债务还能得以合理预测。而今天，已经没有人能够真正搞清楚企业的最终债务是多少。如果未来通货膨胀率平均为 7%，一名年薪为 1.2 万美元的 25 岁的员工，仅仅为了满足生活成本的增长而提高薪资，当他 65 岁退休时，他将从企业获得 18 万美元的年薪。

当然，每年许多企业的年报上都有一项关于未履行的养老金债务的精确数字。如果这个数字是真实可信的，那么企业可以预先支付等同于这个数字的一笔资金，再加上现有的养老金资产，然后将这笔钱移交给某一家保险公司，让这家保险公司承担该公司的所有的养老金债务。不幸的是，在真实的世界里，恐怕根本找不到愿意听一听这笔交易的保险公司。

事实上，任何一家美国企业的财务主管都不愿意发行这种"生活成本"债券，这是一种不可赎回的债券，其息票与物价指数挂钩。然而，通过私人养老金体系，美国企业实际上背负了大量相当于"生活成本"债券的巨额债务。

对于更高的杠杆水平，不管是表内的传统债务，还是表外的与物价指数挂钩的"养老金债务"，股东都应该持怀疑态度。企业在不负债的情况下获得 12%的股本回报率，要远远好于债台高筑的企业获得同样的股本回报率。这也就意味着，如今企业 12%的股本回报率的价值要远低于 20 年前 12%股本回报率的价值。

更有趣的一面在于政府

降低企业所得税似乎也不太可能。投资者所持有的美国企业股票只能算作 D 类。A、B 和 C 三类股票分别由联邦、州和市政府所持有，分别代表着它们征收所得税的权利。没错，这些"投资人"对企业的资产并不拥有所有权，但他们可以在企业利润中分享一大份，对于那些由 D 类股东的留存收益所创造出来的利润也不例外。

美妙的 A、B、C 三类股票的另一个诱人之处是，只要它们中任何一个"股东"进行单边投票，无须付款，就能立刻地、大幅地提高对企业利润的分成。例如，对 A 类"股东"而言，只要美国国会采取行动即可。更有趣的是，任何一个"股东"都可以追溯式提高自己享有的企业利润的份额，比如 1975 年纽约的企业就沮丧的经历了这种"出其不意"的追溯。每当 A、B、C 三类"股东"投票提高它们所占的份额时，剩下留给 D 类股东的部分，也就是普通股票投资者的部分，肯定就会减少。

在展望未来时，如果还认为那些控制着 A、B、C 三类股票的人会投票减少自己的份额，那似乎就太不明智了。D 类股东可能不得不致力于保留住自己的那一部分。

来自联邦贸易委员会 FTC 的坏消息

在我们提高股本回报率率的 5 种方法中，最后一种是提高营业利润率。一些乐观主义者对此寄予了很大希望。没有证据表明他们是错误的。不过，每 1 美元的销售收入只有 100 美分，而在我们得到税前利润之前，这 100 美分中还要扣除多项支出：人力成本、原材料、能源、以及各种各样的税负。这些成本的比重在通货膨胀时都不太可能会降低。非但如此，近期的统计数据表明，在通货膨胀时营业利润率很难被大幅提高。

1956~1965 年，这是一段通货膨胀率相对较低的时期，美国联邦贸易委员会的季度报告显示，这一时期制造业企业的平均营业利润率为 8.6%。1966~1975 年，制造业企业的平均营业利润率为 8%。换句话说，尽管通货膨胀率有了相当大的增加，营业利润率还是下降了。

如果企业能够根据重置成本定价，那么在通货膨胀时期利润就会增加。然而，一个简单的事实是，尽管大多数大型企业的市场影响力很大，却依然无法转嫁成本。重置成本的会计方法显示，企业利润在过去十年中大幅度下降。如果石油、钢铁、铝业等行业的企业寡头确实拥有垄断市场的实力却无法提价，能够得出的结论就只有一个：它们的定价权受到了明显的限制。

这 5 种可以提高股本回报率率的方法，我们已经全部罗列出来了，但根据我的分析，没有哪一种方法能在高通

货膨胀的环境下真正帮到我们。或许你可能会得出比我更乐观的结论。不过，请记住，12%左右的股本回报率已经伴随我们很长时间了。

投资者的 PB-ROE 模型

即便同意 12%的股权息票或多或少是不可改变的，你肯定仍希望在未来能取得比这好的业绩。这是可以想象的。毕竟有很多投资者的长期业绩一直超过了 12%。不过，你的未来业绩会受到三个变量的制约：**它们是账面价值与市值之间的关系、税率和通货膨胀率。**

首先，我们花点时间来做些账面价值和市值的计算。如果股票一直按企业账面价值的价格出售($PB=1$)，事情就变得非常简单。如果一只股票的账面价值是 100 美元，其平均市值也是 100 美元，企业 12%的利润就会转化为投资者 12%的回报，当然要减去交易费用，不过我们暂时不去考虑它。如果派息率是 50%，我们的投资者将会得到 6 美元的现金股息，并从账面价值的增加中获得 6 美元。当然，增加的 6 美元账面价值自然会在股票的市值中得到体现。

如果股票是按账面价值 150%的价格出售($PB=1.5$)，情况就会有所改变。虽然投资者将收到相同的 6 美元现金分红，但是相对于 150 美元的购买成本，回报率只有 4%。企业的账面价值仍将增长 6%，达到 106 美元。如果还是按账面价值的 150%来定价，投资者所持有的股票市值也同样会增长 6%，达到 159 美元。不过，投资者的总回报率，包括市值增长和现金分红，将只有 10%，而企业业务赚取的回报率是 12%。

如果投资者按低于账面价值的价格购买，情况则恰好相反。比如，如果股票价格按账面价值 80%的价格出售($PB=0.8$)，在相同的利润和分配条件下，股息率将达到 7.5%，即 6 美元现金股息除以 80 美元股价。加上市值增长的 6%，总回报率为 13.5%。因此，**要想业绩更漂亮，要以折扣价而非溢价买进，这是常识。**

二战之后的那些年里，道琼斯工业指数的市值，曾低至账面价值的 84%(1974 年 $PB=0.84$)，而最高则达到 232%(1965 年 $PB=2.32$)。在大多数时间里，这个比值都远超 100%。1977 年初约为 110%($PB=1.1$)。如果我们假设未来股票的市值与账面价值的比例接近 100%，就意味着股票投资者可以获得全部 12%的收益。至少，在扣除税收和通货膨胀之前，这个数字是可以保证的。

税后只剩 7%

在这 12%的收益中，税收会拿走多少呢？对于个人投资者而言，可以合理的假设，联邦、州和地方所得税，

平均将会吞噬掉股息的 50%和资本利得的 30%。多数投资者的边际税率可能会低于此税率，但那些大投资者将会承受比这高得多的税率。根据新税法，在重税城市的高收入投资者，其资本利得边际税率高达 56%。

那么，我们就用 50%的股息税和 30%的资本利得税作为代表。根据近期的经验，我们假设，在公司 12%的股本回报中，以现金股息的形式派发 5%(税后降为 2.5%)，留存的 7%使市值得到相应增长(30%的资本利得税后降为 4.9%)。因此，税后回报率将为 7.4%。如果考虑到摩擦成本，回报率可能会下降到 7%。如果将我们的股票作为伪装债券的理论再推一步，那么对个人而言，股票可能被看作相当于 7%票息的免税永久债券。

无人知晓的通胀数字

这就让我们回到关键性的问题：通货膨胀率。没有人知道这个问题的答案，包括那些政治家、经济学家以及权威学者。就在几年前，这些人还觉得，只要这里或那里稍作调节，失业率和通货膨胀率就会像训练有素的海豹一样听话。

然而，许多迹象显示，让物价达到稳定状态将面临着重重困难：目前的通货膨胀是全球性的；社会中大部分群体的倾向是，利用他们的选票转嫁经济方面的问题，而不是想办法解决；在重要问题上，政客们总是充耳不闻，即使是最重要的问题，比如能源、核扩散，他们也不尽心尽力地去解决；我们的政治制度鼓励那些为了赢得竞选胜利而追求短期利益的行为，尽管这最终会招致长期的痛苦。

不难想象，多数政客都强烈反对通货膨胀，但他们都坚定支持制造通货膨胀的政策。这种精神分裂并没有导致他们与现实隔离，因为政客们早已确保他们的养老金会与退休后的生活成本挂钩，而这完全不同于私营部门的养老金。

对于未来通货膨胀率的讨论，人们通常会着眼于货币政策和财政政策的细微之处。这两者都是决定通货膨胀率高低的重要变量。不过，从根本上说，和平时期的通货膨胀是政治问题而不是经济问题。所以，人的行为而非货币行为才是问题的关键。一个政客是选择下一次的连任，还是选择下一代的福利，其结果是不言自明的。

尽管这种泛泛而论并不能得出精确的数字，但我认为，在未来几年里，通货膨胀率非常有可能维持在 7%左右。我希望这个预测是错误的，事实上也很有可能如此。对未来的预测通常更多地反映的是有关预测者的信息，而不是关于未来的。你完全可以将自己认定的通货膨胀数字，纳入到投资者的算术式中。但是，如果你预测的通货膨胀率是 2~3%，那咱们俩的视角肯定不同。我的结论是：在扣除通货膨胀和税收之前，会获得 12%的股本回

报率；扣除税收但不扣除通货膨胀，股票的回报率还有 7%；扣除税收和通货膨胀率之后，股票的回报率可能为零。这个公式可一点也不像电视上宣称的那样让人激情澎湃。

作为一名普通的投资者，你能得到更多的钱，但购买力却没得到提升。这与本杰明·富兰克林的"省一分就是赚一分"的说法大相径庭，但与米尔顿·弗里德曼的"投资还不如消费"的说法非常一致。(Milton Friedmann, 美国著名经济学家，芝加哥大学教授、芝加哥经济学派领军人物、货币学派的代表人物，1976 年诺贝尔经济学奖得主)

寡妇们忽略了什么？(靠吃息度日的人)

这种计算清楚地表明，通货膨胀税是一种更具破坏力的税收，远超于我们立法机构制定的任何税种。

"通货膨胀税"具有奇异的吞噬资本的能力。对于一个拥有利息为 5%的银行存款的寡妇来说，零通货膨胀时缴纳 100%的所得税，5%通货膨胀率时不缴纳所得税，这二者之间没有区别。无论如何，这两种"征税"的方式，都使她没有了任何实际收入。她所花出去的每一分钱都来自本金。然而，她无疑会觉得 120%的所得税太离谱了，却不会注意到，6%的通货膨胀率在经济上等价于 120%的所得税。

如果我对通货膨胀率的假设接近正确，那么令人失望的结果，将不是因为市场下跌，而是尽管事实上市场在上涨。上月初，道琼斯工业平均指数是 920 点，比十年前上涨了 55 点。然而，经过通货膨胀调整之后，道琼斯工业平均指数实际下跌了大约 345 点，即从 865 点跌到 520 点。而且，道琼斯工业平均指数成份股企业，不得不将大约一半利润留存起来用于再投资，才能实现这一目标。

在接下来的十年里，只要保持 12%的股本息票，40%的派息率和 110%的市净率不变，道琼斯工业平均指数将翻一倍(年化 7%)。如果通货膨胀率是 7%，即使投资者是在道琼斯工业平均指数到达 1800 点时卖出股票，在支付了资本利得税之后，其实际购买力还不如今天的水平。

对于我的悲观预测，我几乎已经听见投资者的批评声了。人们会认为，无论新投资时代面临着何种困难，他们都会想方设法为自己谋划一个超级回报。然而，他们成功可能性极低。而从股票投资者这个整体来看，这更加不可能。如果你觉得你可以通过买卖股票来击败通货膨胀税，我很乐意做你的经纪人，而不是合伙人。

即使那些所谓的免税投资者，比如说养老基金和大学捐赠基金，也无法回避通货膨胀税。如果我假设的 7%的通货膨胀率是正确的，那么财务主管把每年 7%的回报率仅仅只能看作是弥补购买力的损失。除非这些基金的回报率超过通货膨胀率，否则他们将一无所获。在通货膨胀率为 7%的水平下，如果总体回报率为 8%，那么，那些自以为免税的机构，实际上是被征收了 87.5%(7/8)的"所得税"。

宏观经济方程式

不幸的是，高通货膨胀率造成的问题不仅困扰着投资者，而且影响了整个社会。投资收入只占国民收入的一小部分。如果人均实际收入能以健康的速度增长，只是实际投资回报为零，那么，整个社会的公平也许会进一步地发展。**市场经济往往会给参与者不成比例的回报(贫富分化)**。凭借嗓音、身体构造、体力或智力等天赋，人们拥有了大量从未来的国民产出中得到巨额的财富的凭证，这些凭证和股票、债券以及其他形式的资本没有什么不同。投对了胎也能在一出生就拥有一生都享用不尽的财富。如果通货膨胀造成的投资零回报能劫富济贫，从这些有着巨额财富的幸运儿手中，把更多的国民产出转移给那些勤奋工作创造价值，只是没那么幸运的公民，这似乎不太可能对一个公平的世界造成如此大的伤害，以致于冒着上帝干预的风险。

然而，**以牺牲富裕股东的利益为代价来改善工人福利，这种做法的效果却并不明显**。员工薪酬已经是股息总额的 28 倍，而且现在很多股息都流向养老金大学等非盈利机构，以及并不富裕的个人投资者。在这种情况下，**我们把富裕股东的全部股息都转化为工资所带来的工资提高，其实远比不上经济增长对提高实际工资所做的贡献；而且这种转移我们只能做一次，因为这无异于杀掉一头奶牛或者一头猪。**

连苏联人都懂的道理

因此，对穷人来说，通过通货膨胀来减少贫富差距，甚至连短期的实际帮助都没有。穷人的经济状况会随通货膨胀对经济的总体影响而上升或下降，而通货膨胀对经济的影响不可能是好的。

要大幅改善普通人的经济状况，就需要投资于现代化的生产设施的实际资本获得巨大的收益。如果整个产业界无法不断创造和投入昂贵的新的资本和设备，即使拥有优质的人力资源、巨大的消费需求和政府的许诺，也将一无所获(凯恩斯通论)。无论是苏联人还是洛克菲勒都理解这个公式。这一公式在日本和西德的应用，取得了惊人的成功。高资本积累率使得这些国家提高生活水平的速度远远超过美国，尽管我们在能源方面享有更大的优势。

为了理解通货膨胀对资本积累(capital-accumulation)的真实影响，需要一点数学计算。让我们回到 12% 的股本回报率。该收益率是扣除了折旧之后列报的，也就是说这是扣除了厂房和设备损耗的收益率。如果未来能够按原始成本相近的价格更新厂房和设备，那么大概可以保持现有的生产能力(保持 12% 的回报率)。

真实的情况又是什么样子的？

让我们假设 50% 的收益用来发放股息，剩下 6% 的股本回报用于为未来的成长(Growth)提供资本金。假如通

货膨胀率很低，比如 2%左右，那么成长的很大一部分将源自实物产出量的增长(销量的增长而非价格的提高)。在这 2%通货膨胀条件下，必须额外再投资其中的 2%在应收账款、存货和固定资产上，明年的实物产出量才能保持今年的水平。剩下的 4%将会投资于购置新的厂房设备，用于生产更多实物商品。显然，2%为反映通货膨胀带来的虚幻的名义美元收入增长提供资金，而其余的 4%为实物产出的增长提供资金。如果人口增长 1%，那么实际产出 4%增长会转化为 3%的实际人均净收入增长。这看似非常粗略的估算，却一直是我们的经济增长的方式。

现在，让我们将通货膨胀率从 2%调整为 7%，来计算一下在经过强制性通货膨胀融资后，还能剩下多少来支持实际产出的增长。如果分红政策和杠杆率保持不变，答案是什么都剩不下。12%收益率的一半用于发放股息，剩下的 6%全部被投入到营运资本，即使这样也很难保持今年的实物产出与去年持平。许多企业在正常的派息之后，已没有真正的留存收益可以为实体扩张提供资金(留存收益被营运资本全部占用)。面对这种窘境，他们各出奇招。他们暗自发问，怎样才能在不触怒股东的情况下减少甚至停止支付股息？我给他们带来了一些好消息：一套现成的方案准备好了。

近年来，美国的公用电力企业几乎已经丧失了股息支付能力。更确切的说，如果投资者同意购买其增发的股票，它们才能支付股息。1975 年，电力企业支付了 33 亿美元的普通股股息，却要求投资者返还 34 亿美元。当然，电力企业这种拆东墙补西墙的做法并不是为了什么声誉。也许你还记得，1974 年，ConED 爱迪生联合电气公司直截了当地告诉股东，公司再也没有钱可用于支付股息了，而市场用暴跌"回馈"了这种坦诚。现在，更精明的公用事业类企业维持甚至还增加季度股息，但要求新老股东返还这些钱。换句话说，企业会增发新股收回资金。在这一过程中，大量资本被转给了税务部门和股票承销商。然而，每个人似乎都兴致勃勃，特别是承销商。

AT&T 美国电话电报公司的笑话

受到这些成功案例的鼓舞，一些公用事业企业想出了更便捷的方法：企业宣布支付股息，股东缴纳税款，然后再快速发行更多的新股。虽然没有现金转手，但美国国税局一如既往地"剥削"股东，坚持认为交易已经完成。比如，在 1973 年 AT&T 公司推出了一项股息再投资计划。据说这家公司是非常关心股东利益的，考虑到金融界的风气，这种计划的实施是完全可以理解的，但这个计划的本质无异于《爱丽丝梦游仙境》。1976 年，AT&T 公司向其 290 万名普通股股东发放了 23 亿美元的股息。该年年底，共有 64.8 万名股东(前一年是 60.1 万股东)在该公司增发的股票上再投资了 4.32 亿美元(前一年为 3.27 亿美元)。

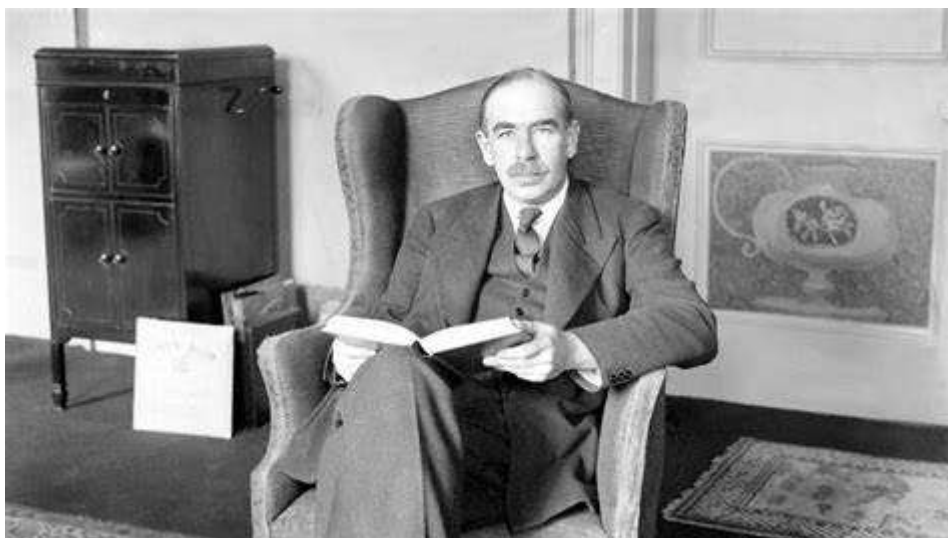
恶搞一下，假设所有 AT&T 公司的股东都参与了这项计划，那么，股东将收不到一分钱的现金，这与爱迪生联合电气公司决定不发放股息如出一辙。非但如此，290 万股东还被要求为他们的留存利润支付所得税，因为那一年留存利润被改名为"股息"。假设 1976 年的"股息"总额为 23 亿美元，股东按平均为 30%的所得税税率缴税，那么，为了这份非凡的计划，他们最终将向美国国税局支付了近 7.3 亿美元。此情此景，想象一下，如果董事会决定将股息加倍，股东们会有多高兴？

政府将会积极干预

随着企业在真实资本积累的问题上的奋力挣扎，我们必将看到各种变着花样降低股息的做法。显然，从不同程度上克扣股东权益并不能完全解决问题。7%的通货膨胀率和 12%的股本回报率叠加在一起，将会减少可用于支持实际增长的企业资本流。因此，当传统的私人资本积累方式在通货膨胀条件下失效时，我们的政府就会更多地介入：以刺激资本流向工业部门。这样做可能像英国一样失败，也可能像日本一样成功。日本式的积极干预，需要政府、企业、劳工之间的热情结合，美国显然非常稀缺这种文化和历史基础。幸运的话，我们会避免重蹈英国的覆辙。在英国，所有部门都在为蛋糕分配而争斗，而不是合力把蛋糕做大。然而，总的来讲，在未来一段时间里，我们很有可能会听到更多有关投资不足、滞胀和私营部门无法满足市场需求的消息。

70 年代以前，凯恩斯主义为基础的需求管理，强调运用财政政策手段(两个指标是政府支出和公共支出)刺激投资和消费等有效需求，甚至可以经常性地实行赤字财政政策。70 年代开始，以货币主义为基础的货币供应调节，强调运用货币政策手段严格控制货币供应，遏制通货膨胀，最终达到增加就业和刺激经济增长的目的。

巴菲特不仅懂投资，还懂经济。这篇文章还可以看出巴菲特对凯恩斯《就业、利息和货币通论》的理解，不但指出了市场的问题，还开出了药方。



约翰-梅纳德-凯恩斯 (John Maynard Keynes)

英国著名经济学家，现代经济学最有影响的经济学家之一。他创立的宏观经济学与弗洛伊德所创的精神分析法、爱因斯坦发现的相对论一起并称为“二十世纪人类知识界的三大革命”，被后人称为“宏观经济学之父”。

1883年凯恩斯出生于英格兰的剑桥，父亲内维尔凯恩斯是剑桥大学的经济学家、逻辑学家。14岁以奖学金入Eton College主修数学，曾获Tomline奖金。19岁以数学及古典文学奖学金进入剑桥大学皇家学院(King's College)，1905年获剑桥文学硕士学位。之后滞留剑桥一年，师从马歇尔和庇古攻读经济学。1906年放弃参加经济学荣誉学位考试，以第二名成绩通过英国文官考试，但未能入选财政部。23岁进入印度事务部。1908年辞去印度事务部职务，25岁返回剑桥任经济学讲师至1915年，年薪100英镑。1909年以一篇概率论论文26岁入选剑桥大学国王学院会员，年薪120英镑，1921年该概率论论文经补充以《概率论》为书名出版。1911年任《经济学杂志》编辑。1913年出版了第一部经济学著作《印度通货与财政》，借此入选英国政府印度财政和货币委员会。1914年一战爆发应征进入英国财政部，主管外汇管制、美国贷款等对外财务工作。1919年6月，试图减少协约国对德国的巨额赔款要求，遭到反对后辞去巴黎和会代表职务，回归剑桥大学任教。为表明其对德国赔偿问题所持看法出版了《和平的经济后果》，引起欧洲、英国及美国各界人士的大争论。本书对《凡尔赛和约》的缺陷进行了分析，他认为一战之前欧洲的经济繁荣在很大程度上依赖德国的经济增长和资本输出，巴黎和会施加于德国的大规模赔款会使德国经济一蹶不振，这反过来也将会拖累欧洲的经济进程。出于惩罚目的而要求的大规模赔款，最终将会带来持续冲突而非永久和平。1920年5月37岁凯恩斯辞去繁重的讲师职务，9月被任命为第二司库，年薪同为100英镑。1924年起直到他逝世任第一司库。凯恩斯仍是皇家学院的研究员和《经济学杂志》编辑，每周仍在剑桥授课一次，主讲自己的著作。

由于凯恩斯兴趣广泛，酷爱藏书和藏画，一生赞助过很多艺术家，日常花销巨大，但目前剑桥的薪水和少量积蓄来维持。1919年8月，36岁的凯恩斯生平第一次大规模在外汇市场进行多空交易，他根据经济形式而非市场传闻谨慎的进行买卖决策。1920年1月2日获利6154英镑。首战告捷使凯恩斯备受鼓舞，当即决定开始一项更为雄心勃勃的投资计划。合伙成立了一个辛迪加进行外汇投机，初始资本为3万英镑，其中一半来自凯恩斯及其亲朋好友。4月已获利9000英镑。虽然他对货币的长期趋势判断准确，但市场的短期波动一场剧烈。5月帐面出现了大面积亏损，并且保证金与未偿付款项的比例已低于要求的10%。5月下旬凯恩斯这一方宣告破产欠债7000英镑。幸运的是，《和平的经济后果》获得1500英镑稿费，著名金融家Ernest Cassel慕于凯恩斯的大名，愿意贷款5000英镑帮他渡过难关并保住了账户。随后他故技重施再次杀入外汇市场，1920年底他就还清了欠债。除了从事外汇交易，他还对商品期货产生浓厚兴趣。1919年9月凯恩斯加入全国互助人寿保险公司董事会，1921-1938年任董事长，期间给股东的年报一直为金融界人士必读品。1920年开始任剑桥皇家学院司库并指导学院的投资。1921年开始管理学院2.3万英镑的捐赠基金。学院同意凯恩斯突破规章制度投资范围从政府证券扩大到股票甚至商品期货。1929年大萧条期间凯恩斯资产缩水80%。他开始不再把分析重点放在当前的宏观经济形势，而是着重研究公司的长期盈利能力。1934年凯恩斯新的投资哲学基本成型，他在给朋友的信里写道：随着时间的流逝，我越来越坚信，正确的投资之道是将大笔资金投到你了解并且对它的管理层有信心的企业当中。1936年学院投资组合中将近66%的资产都集中在矿业股。1922年末凯恩斯个人净资产达到2.1万英镑。1924年达到5.8万英镑。1937末达到50.6万英镑。这一年凯恩斯身染重病，不得不向投资这一他喜爱的事业告别。

1923年出版《论货币改革》，1930年出版《货币论》。因其深厚学术造诣，曾长期担任《经济学杂志》主编和英国皇家经济学会会长，1929年被选为英国科学院院士，1942年晋封为勋爵。1936年2月，凯恩斯的代表作《就业、利息和货币通论》出版，1930年资本主义世界陷入经济大萧条之中，为了探讨如何应对经济衰退，凯恩斯写就的《通论》标志着宏观经济学成为一门学科，也是政策制定者采取各种措施来缓解经济下行的思想肇始之源。1940年出任财政部顾问，参与战时各项财政金融问题的决策，并在他倡议下，英国政府开始编制国民收入统计，使国家经济政策拟订有了必要的工具。1944年7月率英国政府代表团出席布雷顿森林会议，并成为国际货币基金组织和国际复兴与开发银行(世界银行)的英国理事，在1946年3月召开的这两个组织的第一次会议上，当选为世界银行第一任总裁。1946年剑桥大学授予其科学博士学位。1946年4月21日，因心脏病突发在家中逝世。

巴菲特致股东的信 1977

1978 年 3 月 14 日, BRK: \$85-137

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

本公司 1977 年的经营收益为 2190 万美元, 每股约 22.54 美元, 表现较年前的预期稍微好一点, 每股收益中有 1.43 美元, 来自蓝筹印花公司大量实现的资本利得, 本公司依照投资比例认列投资收益所贡献, 至于伯克希尔本身及其保险子公司已实现的资本损益, 则不列入经营收益计算, 建议大家不必太在意单一期间的收益数字, 因为长期累积的资本损益才是真正的重点所在。

纺织业务的表现远低于预估, 至于伊利诺伊国民银行的成绩以及蓝筹印花贡献给我们的投资收益则大致如预期, 另外, 由菲尔·列舍(Phil Liesche)领导的国民保险的业务的表现在我们当初最乐观的期望还要好。

通常公司会宣称每股收益又创下历史新高, 然而由于公司的资本会随着收益的累积扩增, 所以我们并不认为这样的经营表现有什么大不了的, 比如说每年股本扩充 10%或是每股收益增长 5%等等, 毕竟就算是静止不动的定存帐户, 由于复利的关系每年都可稳定地产生同样的效果。

除非是特殊的情况如: 负债比例特别高或是帐上持有重大资产未予重估, 否则我们认为"股本回报率 ROE"应该是衡量管理层表现比较合理的指针, 1977 年我们期初股东权益的回报率约为 19%, 这比去年同期稍微好一点, 但远高于本身过去长期以及当年美国企业整体的平均数, 所以虽然我们每股收益增长了 37%, 但由于期初占用的资本也增加了 34%, 这使得我们实际的表现并没有想象中那么好。

我们预期未来年度将很难再达到 1977 年这样的回报率水准, 一方面是因为期初资本又增加了 23%, 一方面我们预期保险承保利润率会在年底以前开始反转, 尽管如此, 大家还是可以期待丰收的一年, 而我们现在的估计是, 虽然预测有其先天上的限制, 我认为每股经营收益在 1978 年应该还有些许成长的空间。

纺织业务

1977 年纺织业务的表现依旧低迷不振, 过去两年我们乐观的预期纷纷落空, 这或许也说明了我们预测能力的薄弱, 或是纺织产业的本质, 尽管一再地努力与挣扎, 营销与制造的问题依旧存在, 虽然面临的困境与产业情势相关, 但也有不少问题是我们自己造成的。

一些股东开始质疑我们是否应该继续留在纺织产业里, 虽然就长期而言其投资回报率明显低于其它的投资,

但我们的理由有以下几个：(1)我们在 New Bedford 及 Manchester 的工厂都是当地最大的雇主，员工的年龄偏高，缺乏转换工作的能力，同时我们的员工及其公会也已经尽其所能地与管理层配合努力改善成本结构及产品组合，以使我们的经营得以维持下去。(2)管理层也相当努力同时坦承面对产业的问题，尤其是在 1965 年经营权易主后，Ken Chace 依然尽心尽力地协助我们把纺织部门产生的稳定资金流入，转到获利更高的保险业务投资与收购之上。(3)努力工作加上对制造与营销组合的乐观预期，我们的纺织业务在未来看起来应该可以维持一个起码的利润空间。

保险承保业务

我们的保险业务在 1977 年持续大幅地成长，早在 1967 年我们以 860 万美元收购国民保险及火灾和海事保险公司(姊妹公司)的方式进军保险业，当年他们的保费收入大约为 2200 万美元，时至今日，1977 年的累积年保费收入已达 1.51 亿美元，必须强调的是，在此期间，伯克希尔没有再发行过任何一股新股以支持其成长。

相反地，这 600%的成长几乎都是来自于国民保险本身的传统责任险业务的稳定成长再加上新创立的公司：

1970 年 Cornhusker Casualty Co. 内布拉斯加意外险，
1971 年 Lakeland Fire and Casualty Co. 莱克兰火险意外险，
1972 年 Texas United Insurance Co. 德州联合保险，
1973 年 The Insurance Company of Iowa 爱荷华保险，
1977 年 Kansas Fire and Casualty Co. 堪萨斯火险意外险公司等。

以并购方式买下的：

1971 年 Home&Automobile Insurance Co. 家庭与汽车保险、
1976 年 Central Fire and Casualty Co. 中央火险(原 Kerkling Reinsurance Corp. 再保险)、
1977 年 Cypress Insurance Co. 赛普路斯工伤赔偿保险公司
以及通过国民保险名下销售附加产品，最重要的是再保险。

总的来说，保险业务的表现还算不错，但情况并非全然如此，过去十年来，我们在产品或是人员方面犯下一些大错，比如：(1)1969 年推出的保证责任险(担保业务)。(2)1973 年家庭及汽车保险业务扩充到佛罗里达和迈阿密地区。(3)目前尚未解决的航空代出单再保险。(4)我们在加州的工伤赔偿业务，我们相信这项业务一旦改组完成应该还是相当有潜力。保险这行业虽然小错不断，但大致上还是可以获得不错的成果，就某些方面而言，这种情况与纺织业刚好完全相反，管理层相当优秀，但却只能获得微薄的利润。**很不幸，各位的董事长一再学到的一个教训就是，选择顺风而非逆风行业投资的重要性。**

1977 年保险业承保的顺风不断地从后方吹来，保费大幅度的上调在 1976 年正式生效后，适时地抵消 1974 年及 1975 年惨痛的承保记录，而由于保单的签订通常以一年为期，所以定价的修正通常必须等到换新约时，所以

实际上费率的上涨一直等到 1977 年才充分反应在收益之上。

可惜的是钟摆再度开始摆荡到另一方向，我们预估保险理赔成本以每个月 1% 的幅度增加，主要的原因除了持续性的经济通货膨胀使得医疗和财产修复的成本不停上涨，另一方面社会通货膨胀，亦即社会及陪审团对于保单理赔范围的定义不断扩大解释的倾向，因此除非费率每个月也能同步上涨 1%，否则承保利润肯定会缩水，只是最近保费调涨的速度明显趋缓，所以我们预期下半年的承保利润空间将大幅缩减。

讲到这里，我们必须再度将殊荣归予菲尔·列舍(Phil Liesche)，在承保部门 Roland Miller 以及理赔部门 Bill Lyons 的大力协助下，国民保险 1977 年在传统的汽车及责任险业务方面又大放异彩，保费收入不但大幅成长，相较于其它同业不堪 1974-75 年的危机陆续退出市场，其优异的承保收益更属难得，国民保险的承保收益大幅地成长，此外可供投资的资金亦迅速累积，只可惜这样的情况维持不了多久，这些业者又会再度卷土重来，随着市场紧绷情势转为宽松，费率又将变得失控，届时我们又必须恢复过去冷静地接受保费收入锐减的考验，**严格的承保纪律绝对必须维持**，如此我们才能抗拒直觉，眼睁睁地看着其它业者以疯狂的价格抢走生意。

1977 年由 George Young 管理的再保险部门改善了其承保的绩效，虽然高达 107.1 的综合比率不算理想，但至少趋势是向下，此外再保险的保费收入依然贡献大量的资金以供我们进行投资。至于 John Seward 领导的家庭与汽车保险在各个方面都有重大进展，几年前当该公司因承保大幅亏损，面临倒闭危机时，John 跳上火线，在他的管理之下，公司的营运渐上轨道。

John Ringwalt 负责的住宅保险业务(Home-State)旗下主要包含五家公司，其中堪萨斯火险公司在 Floyd Taylor 筹备下于 1977 年底正式营运，Home-State 业务 1977 年的保费净收入达到 2300 万美元，三年前不过只有 550 万美元，其余四家的年度综合比率都低于 100%，其中内布拉斯加意外险公司甚至只有 93.8%，Jack 在努力管理其它四家公司的同时，更让内布拉斯加意外险过去七年有六年的综合比率低于 100%，从 1970 年正式营运以来，该公司已顺利成为内布拉斯加州传统独立经纪系统的领导业者，至于由 Jim Stodolka 带领的莱克兰火险则荣获 1977 年综合比率最低的主席杯头衔(Chairman's Cup)，总的来说，Home-state 业务集团的营运在去年大有进展。

我们旗下保险业务最新加入的成员是位于加州的 Cypress 工伤赔偿保险公司，其因为是在 1977 年底才以现金买下，所以其 1250 万美元的保费收入并未列入我们当年的营运记录，Cypress 保险与国民保险现有的工伤赔偿

保险业务不会合并，而会采用不同的营销策略各自独立经营，Cypress 保险现任总裁 Milt Thornton，在保户、业务员、员工及股东方面的营运管理皆属一流，对于能与他一起共事，我们相当期待。

保险公司提供的制式保单很容易为其它同业所模仿，他们唯一的产品就是未来的承诺保证 Promises，保险业执照不难取得，而保单费率也是公开的，这行业商标、专利、地点、企业年资、原物料等都不重要，消费者对于产品也很难产生特别的偏好，在企业的年报中，常常看到有人强调自己不同于其它同业的特殊之处，这说法有时有道理有时却没有，但不可否认的是，保险业务的本质决定，管理层的表现对于公司绩效的影响更具有举足轻重的地位，很幸运的是与我们共事的是一群优秀的经理人。

保险投资业务

过去两年我们保险业务投入的资金成本(扣除蓝筹印花的投资)已从原先的 1.346 亿美元增长到 2.528 亿美元，保险准备金的大幅增长，主要是由于保费收入的大幅增加，加上保留的收益，导致我们投资组合规模大幅增加，因此，我们整体保险业务净投资收入也由 1975 年的税前利润 840 万美元增长到 1977 年的 1230 万美元。

除了股利与利息收入之外，我们还实现了 690 万美元的税前资本利得，约四分之一来自债券，其余来自股票，截止 1977 年年底，未实现的资本利得大约在 7400 万美元，而 1974 年底账面却有 1700 万美元的未实现损失，对于这个数字，就像其他年份同期数字一样大家不必看得太认真，因为我们投资组合中比较大的持股，往往要持有很长一段时间，我们对投资绩效好坏的判断依据是，这些公司一段时期的总体经营表现，而不是某个时期的股票价格，就像我们认为买下一家公司却只关心他的短期前景是很愚蠢的事，同样地持有公司一部分所有权——一部分流通股，只关心短期收益或是收益的短期趋势也不明智的。

说清上述情况有一点离题但可能很有趣，伯克希尔纺纱与哈撒韦工业是在 1955 年合并成为伯克希尔·哈撒韦公司的，再将时间往回推到 1948 年，按形式上合并计算，当年合计税前收益达到 1800 万美元，旗下拥有十个遍布新英格兰地区的工厂，员工人数 1 万人，在当年商业世界他们算是一个经济强国，因为 IBM 同年收益也不过 2800 万美元(现在达到 27 亿美元)，另外萨夫韦百货(Safeway Stores)为 1000 万、3M 只有 1300 万，而 Time 时代杂志则为 900 万，然而在双方合并后的十年内，累计营收虽然有 5.95 亿，但合并总亏损却达到 1000 万美元，到 1964 年工厂仅剩两家，净资产更从合并时的 5300 万美元大幅缩减至 2200 万美元，所以我们可以这样说，单一年度所透露出公司营运的景况实在是极其有限。

1977 年底，我们旗下保险业务持有的市值超过 500 万美元的投资部位如下：

上年	股份数量	公司名称	成本	市值
1,986,953	1,986,953	GEICO 保险可转换优先股	19,417	33,033
1,294,308	1,294,308	GEICO 保险普通股	4,116	10,516
934,300	934,300	华盛顿邮报 B 股	10,628	33,401
395,100	592,650	IPG 广告传媒	4,531	17,187
	220,000	首府广播 CapCities- 新进	10,909	13,228
	324,580	凯撒铝业公司- 新进	11,218	9,981
	226,900	奈特里德报纸公司- 新进	7,534	8,736
170,800	170,800	奥美国际广告公司	2,762	6,960
188,900	1,305,800	凯撒工业公司- 减持	778	6,039
		总计	71,893	139,081
		所有其他控股公司	34,996	41,992
		全部权益	106,889	181,073
	1977 年	Presto 工业- 清仓	1,690	
	1977 年	Munsing 针织- 清仓	3,398	
	1977 年	加州水务- 清仓	3,609	

我们投资股票的选择方式与买进整家企业的模式很相近，我们想要的企业必须是**(巴菲特最重要的选股标准)**：

- (1)，我们能够理解的生意。(在能力圈范围内行事)
- (2)，具有良好的长期前景。(Right Business 持久的竞争优势)
- (3)，由才德兼具的人士所经营。(Right Peple 有能力且值得信赖的管理层)
- (4)，吸引人的价格。(Right Price 留足安全边际)

我们从来不会去买那些短期股价预期有所表现的股票，事实上，如果其企业的表现符合我们的预期，我们反而希望他们的股价不要太高，这样我们才有机会以更理想的价格买进更多的股份。

我们过去的经验显示，一家好公司在证券市场上部分所有权的挂牌价格，常常要比协议谈判买下整家要来得便宜许多，也因此想要拥有价廉物美的企业所有权，直接并购的方式往往不可得，还不如间接通过证券市场买进股票的方式来达到目的。当价格合理，我们很愿意在某些特定的公司身上持有大量的仓位，这样做不是为了要取得控制权，也不是为了将来高价转卖或进行并购，而是希望公司的优秀经营成果能够转化为利润，长期来看，会进而转化成优秀的市值以及丰厚的股利收入，不论是少数股权或是多数股权皆是如此。

这类的投资初期对于我们的经营收益的助益或许不大，举例来说，1977 年我们投资了 1090 万美元在首府广播公司之上，去年依照持股比例应可分得的收益约为 130 万美元，但实在反应在我们财务报表上的却只有区区 4

万美元的现金股利。

首府广播公司拥有优良的资产与优异的管理层，而这些管理技能同样也延伸至业务经营上以及资金管理上，想要直接收购首府广播公司所要花费的价格可能是两倍于间接通过股票市场投资，更何况直接控股对我们并没有多大的好处，控制权虽然让我们拥有机会，但同样也带来责任去管理企业的营运及资源，**我们根本就没有能力在这些方面提供给现有管理层额外的助益，事实上，与其管还不如不管，能得到更好的结果，这样的观念或许很反常，但却是我们认为比较正确的。**

银行业务

1977 年伊利诺伊国民银行的资产回报率约为其它规模较大同业的三倍，一如往常，这样的成绩，还搭配给予储户支付最高储蓄利率，同时维持风险最低且流动性最高的资产组合。

Gene Abegg 在 1931 年以 25 万美元成立这家银行，在第一个完整的营业年度，收益就达到 8782 美元，从那时候开始，银行就没有再办理任何一次增资，相反地，自我们在 1969 年买下该公司时，已经领到了 2000 万美元的现金股利，1977 年的收益更达到 360 万美元，甚至比规模大他两三倍的银行同业还多。

去年现年 80 岁依然一马当先专注于银行营运的 Gene，要求引进一名接任者，因此前奥马哈美国国民银行的前总裁 Peter Jeffrey 于 3 月 1 日正式加入伊利诺伊国民银行，担任行长兼 CEO。老当益壮的 Gene 继续担任董事长，我们预期该银行仍将成为 Rockford 地区首区一指的银行。

蓝筹印花

我们再度增加对蓝筹印花的持股权益，截至 1977 年底，持有的股权比例大约是 36.5%，蓝筹印花去年的表现相当不错，经营收益达到 1290 万美元，此外还有 410 万的已实现资本利得。

蓝筹印花持有 80%股权的 Wesco 金融公司(由 Louis Vincenti 管理)，及其持有 99%股权的子公司喜诗糖果(See's Candies 由 Chuck Huggins 管理)在 1977 年都有重大进展，自从喜诗糖果在 1972 年被蓝筹印花收购后，就没有增加任何额外的资本，其税前收益从 420 万美元增长到 1260 万美元，尤其难得的是，喜诗糖果是在一个单店销量几乎没有增长的行业中，创下这一记录的。

沃伦·巴菲特 董事长

巴菲特的选股过滤器



巴菲特选股过滤器1977

- 是否简单到能够理解其护城河
- 坚持在能力圈范围内行事
- 是否拥有持久的竞争优势
- 护城河宽阔深险且持久
- 是否拥有以股东利益为导向的管理层
- 德才兼备且值得信赖
- 是否拥有合理的价格
- 留足安全边际以应对极端事件
- 避免杠杆
- 债务不要超过净值25%
- 只在赔率有利的情况下注

巴菲特：在我得到一个点子的时候，我通常使用十个过滤器来筛选。最重要的一点是，我是否能够理解这个业务未来5年10年或15年后会是什么样子，并理解其不利的影响。我们30多年来一直在寻找我们认为自己能够理解的企业。这是关键，也是最重要的标准，我们从不希望偏离这个标准半步。这排除了95%的生意，我们对大多数业务没有兴趣。根据好生意的定义，好生意能够持续好上30年。假如一个生意只能好3年，那就不是好生意。我们会阅读我们能够理解的商业和行业的一切。这件事必须得你自己去做，没有人能去替你理解。

巴菲特致股东的信 1978

1979 年 3 月 26 日, BRK: \$134-189

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

首先,是会计相关的议题,在年底与多元零售公司合并后,对于公司的财务报表有两项影响,首先在合并案完成后,我们对蓝筹印花的持股比例将提高至 58%左右,因此,该公司的账目必须完全合并到伯克希尔的资产负债表和收益报表中。在此之前,我们仅通过权益法按投资比例认列蓝筹印花的净值与收益。

如此全面性地将营收、费用、应收帐款、存货及负债等科目合并,所产生的数字将来自于各种产业特性截然不同的行业,包含纺织、保险、糖果、报纸及邮票等,某些部分伯克希尔股东持有的权益是 100%,但蓝筹印花虽然完全合并报表中,各位的所有权仅占 58%, (至于其它股东所代表的权益,则列在资产负债表负债侧的少数股东权益项下),对于财务报表这样的归类,我们认为非但无法解释实际现况反而模糊了现实,事实上,我们内部从来就不使用这样的报表进行分析管理。

出于这个原因,在接下来的报告中,我们将针对各个业务提供各自的财务数字及分析检讨,以协助各位评估伯克希尔实际的表现及前景,这些信息大都是证监会信息披露的相关要求,详见后面部分的管理层讨论,至于在这里我们则试着以经营者的角度为各位分析各个营利单位的表现。

合并案所引发的第二项影响则是今年报表中 1977 年的数字与去年提供给各位同一年度的数字有所不同,会计原则要求当像多元零售与伯克希尔这样二个独立个体合并时,所有报告的财务数字都必须假设这两家公司原本就在一起,所以后续呈现所有数字,是假设这两家公司早在 1977 年(甚至更早以前)就已经合并,虽然真正合并的日期是 1978 年的 12 月 30 日,这样的改变使得前后比较很容易产生混淆,因此下面的报告中,我们将告诉各位的都是伯克希尔的历史记录,而非依照合并多元零售后重新修正数字。

然而即便在这样的前提下,我们还是可以如此说,不论财报数字是否重编,1978 年都是丰收的一年,不含资本利得的经营收益约为期初股东投资成本的 19.4%,虽然低于 1972 年的历史记录,我们认为评估单一年度的表现,不适宜将资本利得或损失纳入计算,但不可否认他们却是衡量长期绩效的重要指针,拜这类利得所赐,伯克希尔每股权益的长期增长率远高于每年报告上的经营收益所带来的复利报酬。

举例来说,过去三年算是保险业的黄金岁月,这行业也是伯克希尔获利主要来源,拜其所赐我们的每股账面

价值 BPS 几乎翻番，通过良好的运营收益和相当可观的资本收益，每年收益复合增长率约 25%。但我们不认为 25%的股东权益年增长或 19.4%经营收益的年增长可以维持多久，保险业的景气周期已于 1979 年开始反转向下，所以今年的股本回报率 ROE 很有可能会下滑，当然经营收益的总额还是会继续增加。

相较于对短期营运的保守看法，我们对于目前保险子公司所持有的股票投资的长期回报却相当乐观，我们没有试图预测证券市场将如何运行，事实上，我不认为包含我自己本身在内，有人能够"成功"地预测股市短期间的波动，然而就长期而言，我们觉得我们这些主要持股的价值终将远超过我们当初投资的成本，而这些投资收益将会使得保险业务的收益表现更上一层楼。

报告收益的来源

为了让各位对伯克希尔的收益来源有所了解，让我稍微解释一下下面这张表，伯克希尔约持有蓝筹印花 58% 的股权，而蓝筹印花除了持有一些企业 100%的股权外，还拥有 Wesco 金融 80%的股权，也因此伯克希尔等于间接持有 Wesco 约 46%的股权，总的来说，我们旗下业务约有 7000 名全职的员工，年营收达到 5 亿美元。

下表显示各个主要营运单位的税前收益(有几家公司适用的税率较低主要的原因是免税的利息及股息收入)，以及伯克希尔按持股比例可分得的税前及税后收益，各事业的资本利得或损失则不包含在经营收益之内，而是加总列在已实现证券利得项下，由于复杂的会计及税务规定，大家不必将这些数字看得很神圣，最好是单纯地把他们当作是旗下业务在 1977 年及 1978 年对于母公司收益贡献的近似值。

报告收益的主要来源	税前收益				税后收益	
	总计		伯克希尔应占		伯克希尔应占	
以千美元计	1978 年	1977 年	1978 年	1977 年	1978 年	1977 年
保险集团：承保收益	3,001	5,802	3,000	5,802	1,560	3,017
保险集团：净投资收益	19,705	12,804	19,691	12,804	16,400	11,360
纺织公司	2,916	-620	2,916	-620	1,342	-322
联合零售商店	2,757	2,775	2,757	2,775	1,176	1,429
喜诗糖果	12,482	12,840	7,013	6,598	3,049	2,974
布法罗晚报	-2,913	751	-1,637	389	-738	158
蓝筹印花-母公司	2,133	1,091	1,198	566	1,382	892
Illinois 国民银行和信托公司	4,822	3,800	4,710	3,706	4,262	3,288
Wesco 金融公司-母公司	1,771	2,006	777	813	665	419
互助储蓄及贷款	10,556	6,779	4,638	2,747	3,042	1,946
利息费用	-5,566	-5,302	-4,546	-4,255	-2,349	-2,129
其他	720	165	438	102	261	48
经营收益	52,384	42,891	40,955	31,427	30,052	23,080

已实现证券收益	13,796	14,198	13,395	10,807	9,190	7,313
所有实体-收益合计	66180	57089	54350	42234	39242	30393

蓝筹印花及 Wesco 都是公开上市公司，各自都必须对外公开报告，年报后附有这两家公司主要经理人关于公司 1978 年现况的书面报告，他们运用的部分数字可能无法与我们的报告丝毫不差，这是因为会计与税务一些细节规定所致，但我认为他们的见解将有助于各位了解这些旗下重要业务的经营现况，若有需要伯克希尔的股东可向 Mr. Robert 索取蓝筹印花的年报(地址：加州洛杉矶 5801 South Eastern Avenue)，或向 Mrs. Bette 索取 Wesco 的年报(地址：加州 Pasadena 315 East Colorado Boulevard)。

纺织业务

1978 年的收益达到 130 万美元，较 1977 年有所改进，但相较于投入的 1700 万资本来说，回报率还是很低，目前纺织厂房及设备帐列的价值远低于未来重置所需的成本，虽然这些设备都已相当老旧，但大部分的功能与目前同业所采用的全新设备差异并不大，但尽管固定资产是买的廉价货，但资本周转率相对较低，因为销售规模所必须沉淀相应的**应收帐款及存货周转资金是相当沉重的担子**，纺织业资产周转缓慢，再加上**销售毛利低**，不可避免地造成低迷的股本回报率，可能的改善方式包括产品差异化、使用新设备降低制造成本或更高的人员利用率、朝高附加价值的纺织品转型等，我们的管理层正致力达到以上目标，当然真正的问题在于这也正是我们的竞争对手正在努力做的。

纺织业以教科书式的方式说明，**当资本密集但产品无重大差异化的生产者注定将赚取微薄的报酬，除非出现供给吃紧或真正短缺，只要市场产能过剩，产品价格就会随直接营运成本而非投入资金作变动**，不幸的是这样的情况正是目前纺织业的常态，所以我们只能期望获取稍微合理的投资报酬即可。

我们希望以后不要再介入这类产业面临困境的企业，但就像之前曾经提到的，只要(1)该公司为当地非常重要的雇主(2)管理层坦诚面对困境并努力解决问题(3)劳工体认现况并极力配合(4)相对于投入的资金，尚能产生稳定现金收入。只要以上前提存在，我们会继续支持纺织业务的营运，虽然这样将使得我们被迫放弃其它更有利的投资方向。

保险承保业务

1978 年伯克希尔收益贡献的第一功臣当属由菲尔·列舍(Phil Liesche)所带领的国民保险公司，在所赚取的 9000 万美元保费收入当中，有 1100 万美元是已实现的承保利润，即便是保险行业环境不错仍属相当难得，在 Phil 的领导以及 Roland Miller 承保部门与 Bill Lyons 理赔部门的协助之下，国民保险公司(包含火海险公司)创下有史以来表现最佳的一年，其表现更远优于其它同业，如今的成功不仅反应出现任经营者的功劳，还要归功于国民保险创办人杰克·林沃尔特(Jack Ringwalt)的远见，其经营哲学目前仍深深烙印在公司之上。

去年是家庭汽车保险公司自 1975 年 John Seward 介入并改正公司营运以来表现最佳的一年，其成绩连同 Phil 的营运绩效一起被放在专业汽车及一般责任险业务范围之内。

1978 年工伤赔偿保险业务喜忧参半，在它成为 Milt Thornton 管理的 Cypress 保险公司的子公司的第一年便交出漂亮的成绩单，工伤赔偿保险业务在通货膨胀加剧以及社会观念改变的情况下，有可能产生巨额的承保损失，但 Milt 拥有一组谨慎且极度专业的团队小心处理这些问题，1978 年他的表现使我们对于买进这项业务开始有不错的感觉。

Frank DeNardo 是在 1978 年春天加入我们，并整顿了国民保险在加州工伤赔偿保险业务，当时这项业务可以说是一场灾难，Frank 具有理顺加州公司问题所需的经验与智能，目前这个部门的业务量砍掉只有一年半前的 25%，Frank 正在取得良好进展。

George Young 的再保险部门产生了大量可用于投资的大量保费收入，并交出相当令人满意的成绩单，但是承保部门的绩效依旧不如预期，再保险的短期承保成绩很容易让人麻痹(尤其是理赔时间通常拉得很长的意外险业务)，而我们相信其它同业普遍也面临这样的问题，不幸的是，公司损失准备提列的自我迷惑通常导致保险费率不足，如果市场上的主要参与者对于自身成本结构都不甚了解，那么恶性竞争的结果是伤到所有的参与者，也包含那些具有成本意识的业者在内。如果有必要的话，为达到合理的承保绩效，George 宁愿舍弃大部分的业务，而我们也有信心就长期而言，这项业务在他的领导之下会有不错的表现。

1978 年住宅保险业务(Home-State)的营运让人感到相当失望，虽然部分的原因要归咎于中西部意外发生的风暴，但是一向表现优异的传统保单业务恶化的情况却特别令人感到忧心，我们对于 John Ringwalt 导正这种情况的能力有信心，堪萨斯火险第一个完整会计年度不错的表现让我们吃下一颗定心丸，在 Floyd Taylor 的领导下，这个分支单位有一个非常好的开始，当然评估其真正的承保绩效需要几年时间，但初步的结果令人感到相当振奋，而 Floyd 在 1978 年的承保综合比率也是 Home-State 业务集团所有公司中表现最佳的。

虽然有些细分市场绩效令人感到失望，但总的来说，我们保险业务还是渡过了丰收的一年，当然就像 1978 年一样整个产业飞速发展，我们还是期待来年的丰收，几乎可以肯定的是 1979 年整个产业的综合比率将会上扬几个百分点，也许足以使得整个行业面临承保损失的境地，比如以目前产险业中最重要的车险业务来说，CPI 数据表明，1979 年 1 月的总体费率仅比一年前高出 3%，但是损失成本-包含修理及医疗费用的支出却上扬的 9%，这与

1976 年有很大的不同，当时费率上涨 22%但相关成本仅增加 8%。

只有当费率增加的幅度与成本上扬的速度一致时，才可维持稳定的利润空间，但很显然 1979 年的情况并非如此，而 1980 年甚至有可能还会继续恶化，我们现在的想法是我们 1979 年的承保绩效应该会比同业好一点，但其它保险同业或许跟我们持相同的看法，所以可以肯定的是其它一定会有人失望，而就算我们比其它同业表现要好一点，我们的综合比率还是有可能进一步提高，使得我们 1979 年的承保收益比上年衰退。

另外一方面，我们还是不断寻求增加保险业务的机会，不过各位对于我们这样的企图千万不要一面倒地感到高兴，**我们一些扩张的努力，大部分都是由我本人所发起的，事后证明都是半调子，有的还付出昂贵的代价。**我们在 1967 年经由买进菲尔·列舍(Phil Liesche)的业务进入保险行业，而到目前为止，该业务还是我们所有保险业务中表现最好的，**购买一家好的保险公司并不容易，但我们的经验是，创建一家更难。**然而我们将继续尝试这两种方法，因为在该领域取得成功的回报可能是非凡的。

保险投资业务

我们必须承认对于保险业务的股票投资有点过于乐观，当然我们对于股票的偏爱并非毫无限制，在某些情况下，保险公司投资股票一点意义都没有。只有当以下条件都符合时，我们才会想要将保险公司大部分的资金投入到股票投资之上：**(1)我们可以了解的行业(2)具有长期竞争力(3)由才德兼具的人士所经营(4)吸引人的价格。**我们常常可以找到一些符合(1)(2)(3)项条件的投资标的，**但第(4)项往往让我们止步**，举例来说，1971 年伯克希尔所有股票的投资成本累计为 1070 万美元，市价则为 1170 万美元，市场上确实有不少好股票，只是他们的价格通常也不便宜，(讲到这里，我不得不补充，1971 年养老基金经理人将可运用资金的 122%投资在高价股票之上，甚至还嫌不够，但到了 1974 年，当股市大幅回档时，他们投资在股票的比例却降到 21%的历史新低点)。

然而过去几年的情况完全相反，1975 年底我们旗下保险业务持有的股票市值与 3930 万美元的成本相当，到了 1978 年底股票部位(包含可转换优先股)的投资成本增加为 1.291 亿美元，市价则为 2.165 亿美元，在这中间的三年内，我们另外还实现了 2470 万美元的资本利得，换句话说，这三年间，我们已实现与未实现的税前资本利得达到 1.12 亿美元，相较之下道琼指数在同一期间却由 852 点跌至 805 点，对于价值型投资人来说，这真是一段美好的岁月。

未来我们仍将持续为旗下的保险公司寻找真正优秀的事业，通过证券市场拍卖的定价机制，以比协议买进整

家公司更便宜的价钱，取得一小部分的股权。这种以低价收购小部分企业(普通股)的计划，虽然不像通过谈判并购整家公司那么有趣，但我们相当清楚，以目前的市场情况，很多公司因为通过协议谈判的方式，犯了明显的错误，相较之下，我们以划算的价格买进不少公司的部分所有权，反而赚了不少钱。

(第二次补充，1978 年许多养老基金经理人，原本最应该采取长期投资做法的一群人，平均只将 9%的资金摆在股票之上，创下比 1974 年更低的比例)。

我们并不在乎市场是否会立即反应这些股价被低估的股票，事实上，我们宁愿价格不要反应，因为通常我们不断会有资金流入以供我们进场投资，持续不断以便宜的价格买进最终将证明比趁短期股价上扬卖出持股所赚取的收益更多。

我们的投资策略是集中持股，当我们对业务或其价格不感兴趣时，我们尽量不要这买一点那买一点，因为那样会使得我们对于被投资的产业漠不关心，当我们觉得价格合理，我们就会一口气大量地买进。

下表是在 1978 年底我们旗下保险业务持有的市值超过 800 万美元的投资部位：

	上年	股份数量	公司名称	成本	市值
不变	934,300	934,300	华盛顿邮报 B 股	10,628	43,445
不变	1,986,953	1,986,953	GEICO 保险可转换优先股	19,417	28,314
不变	1,294,308	1,294,308	GEICO 保险普通股	4,116	9,060
新进		953,750	赛菲科保险	23,867	26,467
不变	592,650	592,650	IPG 广告传媒	4,531	19,039
增持	324,580	1,066,934	凯撒铝业化工公司	18,085	18,671
不变	226,900	453,800	奈特里德报纸公司	7,534	10,267
新进		246,450	美国广播公司	6,082	8,626
			总计	94,260	163,889
			所有其他控股公司	39,506	57,040
			全部权益	133,766	220,929
21%清仓	1977 年	1978 年	首府广播公司		
64%清仓	1976 年	1978 年	凯撒工业公司		

在某些情况下，我们间接持股的获利能力变得相当的大，举例来说，像是我们持有的 953,750 股的 SAFECO 股票，该公司大概是目前全美最优秀的大型财产意外险公司，他们的承保能力无与伦比，他们的损失准备提列相当保守，而他们的投资策略也相当合理。

SAFECO 的保险业务营运绩效远优于我们(虽然我们相信自己旗下部分公司比平均水平要好得多)，比起我们自己成立的还要好，同时也远优于我们通过协议买下具控制权的任何一家公司，然而，我们以远低于其帐面价值

的价格买到 SAFECO 的股票。

我们以折扣的价格买进一家优秀公司的部分流通股，相较之下，你可能必须以溢价的方式才能买到一整家表现平庸的公司，而在前景不确定的情况下，更没人可以用折扣的方式自行成立一家新公司。

当然仅有少数的股权，代表我们无权去指挥或影响 SAFECO 公司的经营决策，但我们为什么要那样做？**过去的记录显示他们营运管理的绩效甚至比我们自己经营还要好，虽然闲坐一旁看别人表现，难免有点无趣且有伤自尊，但我们认为这本来就是被动参与某些优秀的管理层所必须牺牲的**，因为就算有人有幸得以取得 SAFECO 的控制权，最好的方式还是坐在一旁让现有管理层自由发挥。

1978 年伯克希尔持有的 SAFECO 公司股份可分配到的收益约为 610 万美元，但反应在我们报告上的收益却只有实际收到的股利收入(约占总收益的 18%)，**我们相信剩下的部分，虽然报表上看不到，其意义与我们实际收到的那一部分收益同等重要**，事实上，SAFECO 的留存收益(或其他运营良好的公司的留存收益，如果它们有机会有效的使用额外资本)将来一定可以为股东创造出更多的价值。

如果我们的全资企业可以利用这些资金创造更好的回报，我们并不反对子公司将所赚取的收益继续保留在帐上，同样地，对于其它持有少数股权的被投资公司，如果他们可以好好地运用这些资金，创造更好的报酬，我们何乐而不为，这样的前提是，如果某些产业并不需要投入太多的资本，或是管理层过去有将资金乱投在低投资回报率的项目记录的话，那么收益就应该分还给股东或是拿来回购，这是现有资金运用最好的选择。

这些股权投资累积下来未分配的收益越来越可观，虽然他们并未反应在我们的报表之上，但我们认为他们对于我们股东长远利益的贡献相当重要，我们期望股票市场能够继续维持现状，好让我们为旗下保险公司大量买进更多价廉物美的股票，虽然某些时候市场情况不一定会允许我们这样做，但我们还是会继续试着努力去寻找更多的机会。

银行业务

在 Gene Abegg 及 Pete Jeffrey 的领导下，位于 Rockford 地区的伊利诺国民银行及信托公司持续创造历史新纪录，去年的收益达到平均资产的 **ROA 2.1%**，获利率约是其它大银行的三倍，我们认为有这样的收益，同时还能够兼顾规避其它银行普遍存在的资产风险实在是难得。

我们是在 1969 年买下伊利诺国民银行的，当时该公司的营运就属一流，这项传统打从 1931 年 Gene Abegg

创立时便一直维持到现在，自从 1968 年以来，银行定期存款金额成长四倍、净收入增加三倍，而信托部门的收入也增加二倍，另外成本也得到严格控制。

依我们过去的经验显示，一家成本费用高的公司经营者，永远找得到增加公司开支的借口，而一家成本费用低的经营者，永远找得到为公司节省开支的方法，即使后者的成本早已远远低于前者，这点我们在 Gene Abegg 得到充分的验证。

我们被要求必须在 1980 年 12 月 31 日以前剥离银行业务，最有可能的方式是在 1980 年中将银行股份依持股比例分配给伯克希尔的股东。

零售业务

在与多元零售公司合并之后，我们取得联合零售商店 100% 的股权，这是一家拥有 75 家女性流行服饰店的公司，联合公司是在 1931 年在芝加哥由两位创办人 Ben Rosner 及 Leo Simon 以 3200 美元开立第一家店面，在 Simon 先生死后，由多元零售公司在 1967 年以现金买下，并由 Ben 照原来方式继续经营这家公司。虽然联合商店的业务因为面临地区以及零售趋势的困境而停滞不前，但 Ben 在商品营销、房租以及成本控制的能力依旧让公司创造出优异的获利成绩，使得资金运用的股本回报率达到税后 20%。

Ben 今年 75 岁，但与伊利诺国民银行 81 岁的 Gene Abegg 以及 Wesco 73 岁的 Louie Vincenti 一样，每天依旧为所领导的企业灌注无比的热情与活力，外界不知情的人还以为我们对于这群杰出的经理人有年龄上的特殊偏好，虽然极不寻常，但这样的关系实在是让我们受益良多，无论是在财务上或精神上都是如此，与这群"乐在其中"并以像老板一样心态每天认真经营公司的专业经理人在一起工作实在是一种享受。

沃伦·巴菲特 董事长



巴菲特谈股市 1979

1979 年 8 月 6 日 《福布斯》

《当市场一片欢腾时，你将付出高昂的价格》

养老金经理人在作投资决策的时候依然紧盯着后视镜，这种“战至最后一兵一卒”的方法已经被证明将付出昂贵的代价，这次也不会例外。当前价位的股票的长期回报率应会大幅超过债券。然而，养老基金经理人对债券的投资比例却正创出新高。他们通常从企业赞助商的管理层那里获得资金支持，因而必然会取悦于这些企业支持者(吃人的嘴短拿人的手软)。

与此同时，他们对股票的购买却少得可怜。著名的《帕金森法则》的作者帕金森可能会得出这样的结论，即**专业人士对投资股票的热情，会随着近期源于持有股票的乐趣的增减而出现相应的变化**。这也是普通大众一贯的行为方式。普通人似乎遭受着同样的折磨。以下是具体记录。

1972 年，道琼斯指数的账面价值相当于 607 点，利润为 67.11 点，利润率相当于 11%(市盈率 PE=9)，当年该指数收于 1020 点(市盈率 15)，而养老金经理人来不及购买股票。1972 年，对股票的**购买量**为净可用资金(如卖出债券后所得资金)的 105%，前一年更是达到了 122%。这两年股票投资的快速增加令所有养老金资产的股票投资比例从 61%升至 74%(股债比 2.8: 1)——这创出了记录新高，并与道琼斯指数创出新高几乎实现了完美的同步。**基金经理在购买股票时支付的价格越高，他们对股市的感觉就越好。**

(在 1972 年 12 月行情顶点时，“漂亮 50”公司的市盈率达到 41.9 倍，而同期美股的平均市盈率只有 19.3 倍，“漂亮 50”公司中市盈率最高的是宝丽来公司，市盈率达到 95 倍。)

然后股市在 1973-1974 年内螺旋式下跌。尽管道琼斯指数在 1974 年的利润为 99.04 美元，即相当于 690 美元账面价值的 14%，但该指数当年收于 616 点(市盈率 6)。捡到便宜货了？可惜，这样便宜的价格非但没有引起购买兴趣，反而引发了恐慌。那一年基金经理仅有 **21%的净可用资金投资了股市**，为 25 年来的最低水平。未参加保险的私人养老金对股票的投资比例降至净资产的 54%(股债比 1.2: 1)，较道琼斯指数 1000 多点时所认为的合适比例跌了整整 20 个百分点。

至 1976 年，随着股票价格的上涨，养老金经理人的勇气也开始日益增加，**56%的可用资金被用于股票投资**。这一年道琼斯指数的平均价格接近于 1000 点，较当时的账面价值高了 25%左右。1978 年，股票的估值更趋合理，道琼斯指数多数时候都处在账面价值之下。然而，那一年投资于股票的净资金创出了新低，**仅为 9%**，1979

年第一季度时依然维持在这一水平附近。

在这些数据不断创出新低的情况下，养老金经理人却在赞成购买债券，当时的债券利息率为 9%-10%，并反对以账面价值 1PB 或者更低的价格购买美国股票。但这些养老金经理人可能会承认，这些美国股票长期的总回报率可能会达到账面价值的 13%(这是近年来的平均水平 ROE=13%)，企业赞助商的管理层也非常认同这一点。

实际上许多企业的管理层在对待股票时表现出了些许的精神分裂症状。虽然他们认为自家的股票具有非常大的吸引力，但他们却通常会限制其养老金去购买普通股。在进行收购时，企业管理层会蔑视以账面价值 1PB 对类似企业所进行的股票投资，但却乐意用 2 倍于账面价值 2PB 的价格去购买一家企业，并认为美国商业圆桌协会(The Business Roundtable)中那些以账面价值 1PB 购买股票的企业是在进行不明智的养老金投资，他们的才智足以为他们的行为提供支持吗？

一个简单的巴甫洛夫式反应可能是造成这一困惑行为的主要原因。过去十年来股市给企业以及他们所雇佣的投资经理人都带来了痛楚。这两个群体都不愿回首往事。但**这种痛楚的产生并不是因为企业表现糟糕，而是因为股票表现弱于企业业绩**。这种不佳的表现不会无限期地维持下去，也不会较之前股票表现超过企业业绩时维持更长的时间，正**是这种超越企业业绩的股票表现，诱使养老金经理人在当时以高昂的价格买入股票**。

1999 年到期、利率 9.5%、美国主要企业的债券在 20 年内的回报率，能够超过以账面价值购买的、总回报率能达 13%的道琼斯指数下的股票吗？这种概率看起来非常小。只有当股票回报率持续出现大跌，或者市盈率估值在 20 年期限中的末期极其低时，股票投资才会成为次要投资。如果市盈率在未来 20 年内上升，且平均股本回报率达到 13%，现在以账面价值购买的股票的年回报率将高于 13%。利率为 9.5%的债券怎能比得上这些股票呢？

考虑一下道琼斯指数的账面价值，并将其看成是一种债券的票面价值或者本金值。并将相当于账面价值 13%的收益率或者其他平均收益率看成是这种债券的可变息票——就像美国储蓄债券的利息一样，这些息票将保留下来，并加入到票面价值中。目前我们能以巨大的打折价买到“道琼斯债券”(道琼斯指数的账面价值，即本金为 940 点，而价格为 840 点)，在我看来，同传统 20 年期、利率为 9.5%、并以账面价值购买到的债券相比，平均息票率为 13%、价格大幅打折的“道琼斯债券”似乎能在长期内取得高得多的回报，即使 13%的息票率会随着企业状况的变化而有所波动。当然，无法保证未来的平均息票一定能达到 13%。也许一些养老金经理人因预期股票回报率会在接下来的十年内大幅下跌而避开了股票。然而，我并不认为这将成为一种普遍的观点。

然而，投资经理人通常列出两大理由来反对这种观点，并认为股票并不是优于债券的选择。他们当中的一些经理人称，当前的盈利被夸大了，经过重置价值折旧之后的实际盈利大幅低于公布的数据。因此，他们认为实际回报率无法达到 13% 的水平。但这一观点忽视了人寿保险业、银行业、火险业、金融公司、服务性企业等投资领域中的证据。在这些行业中，使用重置价值法所得出的会计数据与采用传统会计方法所得出的结果事实上完全一致。投资者可以在这些领域中以基本相当于账面价值的价格购买一揽子大企业的股票，并获得相当于账面价值 13% 或者更高的回报率。此外，没有证据表明企业中的经理人没有因为出于重置价值会计法所得出的数据而在做出收购决定时放弃 13% 的收益。

他们的第二个理由是，短期前景存在很大的不确定性，等情况明朗之后再作决定不是更好吗？你们知道有一篇题为《保持购买力，直至近期的不确定性消除》(Maintain buying reserves until current uncertainties are resolved) 的散文。在以此篇散文作为依据之前，你需要认识到两个让人不快的事实：未来永远也不会一目了然，以及当市场一片欢腾时，你将付出高昂的价格。不确定性实际上是长期价值投资者的朋友。

如果有谁能在作出投资决策时保持这种长远的眼光，那就非养老基金经理人莫属了。当企业管理层经常通过举债来溢价收购企业时，多数养老金几乎不会遇到资金问题。如果他们希望进行长期投资，就像他们现在热衷于购买 20-30 年期债券一样，他们肯定可以做到。他们能够以长期投资者的立场和预期来购买股票，他们也应当这么做。

通过作出简单、传统或者随大流的决定，企业管理层逃避了对养老金的管理职责，他们正犯下代价昂贵的错误。养老金资产总额大约为行业净资产的 1/3 左右，当然，这一规模远远超过一些特定的工业企业。因此，对这些资产的管理不善经常意味着对企业中最大部门的管理非常糟糕。养老金获利越高，企业赞助商所获得的利润也就越多，同时也将加强给受益人支付养老金的能力。

目前选择降低股票投资比例的基金经理要么非常看淡美国企业的前景，要么认为自己能在更低的价位买入股票。在不久的将来，金融市场很可能受到打击，并将出现更多的可供购买的股票，这种可能性一直存在。但可以肯定，在这种时候，未来看起来既不明确也不令人惬意。那些如今正等待出现“更好”的股票买入点的人很有可能继续保持观望，直到下一轮牛市运行了很长一段时间。

巴菲特致股东的信 1979

1980 年 3 月 3 日, BRK: \$154-290

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

我们还是从会计相关的议题开始。从去年年报开始, 会计准则要求保险公司持有的股票投资在资产负债表上应按照市值列示, 而原先我们是按照成本与市值孰低法列示的。由于我们帐上的证券投资拥有大量的未实现收益, 这样一来, 即便我们已计提了按照当前价格出售证券应当缴纳的资本利税, 这项准则还是使得我们 1978 年及 1979 年的账面价值都大幅增加。

大家都知道, 我们持股 60%的控股子公司蓝筹印花, 其财务数据已经完全与伯克希尔并表。不过, 蓝筹印花的证券投资仍必须按照总成本与总市值孰低法体现在报表中, 如同伯克希尔的保险子公司在今年之前的做法一样。换句话说, 以同一种价格买进同一种证券资产, 不同公司在资产负债表上体现的价值竟不一样。(对此你应该多加警惕。)蓝筹印花所持股的市值请参阅第 18 页的附注三。

1979 年运营成果

就短期间而言, 我们一向认为经营收益(不含出售证券损益)除以期初股东权益(所有证券投资按原始成本计价)所得出的比率, 为衡量任何一年度经营成果的最佳方式。

之所以不按市价计算的原因, 是因为如此做将使得分母每年大幅波动而失去比较意义, 举例来说, 股票价格大幅下跌造成股东权益跟着下滑, 其结果将使得原本平常的经营收益看起来反而不错, 同样的, 股价表现越好, 股东权益分母跟着变大的结果, 将使得经营收益率变得失色, 所以我们仍将以期初的股东权益为基准来衡量经营绩效, 证券以成本计价。

在这样的基础下, 1979 年我们经营业绩不错, 经营收益达到期初账面价值的 18.6%, 但不如 1978 年的好, 虽然每股收益增加不少(约 20%), 但我们认为不值得对每股收益过于关注, 因为 1979 年我们可运用的资金又增加了不少, 但运用的绩效却反而不如前一年, 因为即便是利率固定的定存帐户或者国债, 只要摆着不动, 将派息不断滚入本金, 每股收益还是能达到稳定增长的效果。因此, 如果分红率较低, 一个发展停滞的公司, 看起来也像是一只成长型股票。

所以我们判断一家公司管理层经营绩效好坏的主要依据, 取决于其投入的股本回报率(排除不当的财务杠杆或

会计作帐), 而非每股收益的持续增长。我们认为如果管理层及证券分析师能修正其对每股收益以及该数字的年度变化的过度关注, 则股东及公众将会对这些公司的营运情况有更深入的了解。

长期绩效

在衡量长期业绩时, 与年度业绩相反, 我们认为, 应当确认所有已实现的资本损益和非经常性损益, 在财务报表上以市场价列示证券投资的价值。长期而言, 对于股东来说, 这类资本损益(无论是否已经实现)会变得和日常经营慢慢积累的利润同等重要。只是说, 资本损益在短期内的影响, 通常极其变化莫测, 这样的特点使它们不适合作为评估年度管理表现的指标。

自现有管理层接掌伯克希尔(1964-1979)的 15 年来, 公司每股账面价值由 19.46 美元增长至 335.85 美元(持有股票投资以市价计), 年复合增长率达 20.5%。这个比率远高于每年经营利润率的平均数, 突显保险子公司股票投资的资本增值收益对于股东权益的重要性。坦白的说, 1964 年所报的账面价值在某种程度上夸大了企业的内在价值, 因为当时帐列的资产不论是以继续经营或清算的基础来看, 其价值都远低于账面价值, 至于负债则一毛也少不了。(not worth 100 cents on the dollar 一美元不值 100 分)

我们极少运用财务杠杆(不论是财务面的负债比, 或是营运面的保费收入与资本金比率都相当低), 亦很少发行新股筹资或买回自家股份, 基本上我们就是利用现有的资金, 在原有纺织业或蓝筹印花及 Wesco 子公司的基础上, 前后总计以现金并购了 13 家公司, 另外也成立了 6 家公司, (必须说明的是, 这些人在把公司卖给我们的当时与事后, 对我们都相当客气且坦诚)。

但在各位过度沉溺于欢乐气氛之前, 我们必须更严格的自我检视, 几年前, 每股账面价值年复合增长率达到 20%的投资或许就可以称得上是成功的投资, 但现在未必, 因为我们还须把通货膨胀率与个人所得税率列入考量, 投资人惟有将这些负面因素扣除后, 投资资金获得合理的购买力的净增加, 才能论定最后的投资结果是否令人感到满意。

正如 3%的储蓄债券、5%的银行储蓄以及 8%的国库券, 由于通胀因素使得这些投资变成侵蚀而非增加投资人购买力的工具, 同样的一家资本收益率为 20%的企业, 在严重的通货膨胀情况下, 可以为所有者带来负的实际回报。

而如果我们继续维持每年 20%的获利, 这成绩已相当不简单, 而且无法保证每年都如此, 而这样的成绩又完

全转化成伯克希尔股票价格的上涨，如同过去 15 年来的情况，那么在 14%的高通货膨胀率之下，各位的购买力可以说几乎没有任何增加，因为剩下的 6%将会在你决定将这 20%的所得变现放入口袋时，用来缴交所得税。

通货膨胀率以及股东在将每年公司获利放入口袋之前必须支付的所得税率(通常是股利以及资本利得所需缴纳的所得税)，两者合计可被称为**"投资人痛苦指数"**，当这个指数超过股东权益的回报率时，意味着投资人的购买力(真正的资本)不增反减，对于这样的情况我们无计可施，因为高通货膨胀率不代表股东回报率也会跟着提高。

一位长期观察伯克希尔的朋友曾指出，1964 年底我们每股账面价值约可换得半盎司黄金，十五年之后，在我们流血流汗地努力耕耘后，每股账面价值还是只能换得半盎司黄金，相同的道理也可以适用于中东地区的石油之上，关键就在于我们的政府只会印钞票及画大饼，却不会出产黄金或石油。

我们仍将竭尽所能的管理企业的内部事务，但你应该明白，影响货币稳定的外部条件很可能是决定你在伯克希尔的投资是否有任何真正回报的最重要因素。

报告收益来源

下表系伯克希尔的报告收益，去年我们曾向各位说明过，伯克希尔持有蓝筹印花 60%的股权，后者又持有 80%的 Wesco 金融公司，表中显示各个业务的收益合计数，以及伯克希尔依持股比例可分得的部分，各业务的投资损益则不包含在经营收益项下，而是加总列在已实现资本利得项下。

报告收益的主要来源	税前收益				税后收益	
	总计		伯克希尔应占		伯克希尔应占	
	1979 年	1978 年	1979 年	1978 年	1979 年	1978 年
以千美元计						
保险集团：承保收益	3,742	3,001	3,741	3,000	2,214	1,560
保险集团：净投资收益	24,224	19,705	24,216	19,691	20,106	16,400
纺织公司	1,723	2,916	1,723	2,916	848	1,342
联合零售商店	2,775	2,757	2,775	2,757	1,280	1,176
喜诗糖果	12,785	12,482	7,598	7,013	3,448	3,049
布法罗晚报	-4,617	-2,913	-2,744	-1,637	-1,333	-738
蓝筹印花-母公司	2,397	2,133	1,425	1,198	1,624	1,382
Illinois 国民银行和信托公司	5,747	4,822	5,614	4,710	5,027	4,262
Wesco 金融公司-母公司	2,413	1,771	1,098	777	937	665
互助储贷	10,447	10,556	4,751	4,638	3,261	3,042
精密钢铁	3,254		1,480		723	
利息费用	-8,248	-5,566	-5,860	-4,546	-2,900	-2,349
其他	1,342	720	996	438	753	261
经营收益	57,984	52,384	46,813	40,955	35,988	30,052
已实现证券收益	10,648	13,796	9,614	13,395	6,829	9,190

所有实体-收益合计	68,632	66,180	56,427	54,350	42,817	39,242
-----------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

蓝筹印花及 Wesco 都是公开发行人，各自都必须对外公开报告，在年报的后段附有这两家公司主要经理人关于公司 1979 年现况的书面报告，他们运用的部分数字可能无法与我们所报告的丝毫不差，但这又是因为会计与税务一些细节规定所致，(Yanomamo 印地安人只会用三个数字：1、2、大于 2)，不过我认为他们的见解将有助于各位了解这些旗下重要业务的经营现况，以及未来发展的前景。若有需要，伯克希尔的股东可向 Mr. Robert 索取蓝筹印花的年报(地址：5801 South Eastern Avenue, Los Angeles, California 90040)，向 Mrs. Bette 索取 Wesco 的年报(地址：315 East Colorado Boulevard, Pasadena, California 91109)。

纺织业及零售业

随着保险业务规模与收益快速的成长，纺织业与零售业占整体业务的重要性日益下滑，然而尽管如此，联合零售商店的 Ben Rosner 继续从帽子里拿出兔子——从小帽子里拿出大兔子，他在一个几乎没有增长且人口结构平淡无奇的细分市场中，不断地化腐朽为神奇，利用有限的资本创造出可观的收益，且大多是现金而非其他同行尽是增加一些应收款或存货。Ben 现年 76 岁，与我们的其他"后起之秀"一样，伊利诺伊国民银行 82 岁的 Gene Abegg、Wesco 金融 74 岁的 Louis Vincenti 一样，其功力日益深厚。

虽然我们的纺织业务仍持续不断地有现金流入，但与过去所投入的资金实在是不成正比，这并非管理层的过错，主要是产业的环境使然，在某些产业，比如说有线电视，只要少数的有形资产就能赚取大量的收益，而这行业的资产价格也奇高，帐面一块钱的东西可以喊价到十块钱，这反应出其惊人获利能力的身价，虽然价格有点吓人，但那样的产业路子可能反而比较好走。

当然我们也不是没有试过其它方法，在纺织业就曾经过数度挣扎，各位的董事长也就是本人，在数年前曾买下位于 Manchester 的 Waumbec 纺织厂，以扩大我们在纺织业的投资，我们以远低于企业营运资金的价格买下，大量机器设备与不动产近乎白送，虽然买进的价格相当划算，可以说是半买半送的，但即使我们再怎么努力，整个决策事后证明依然是个错误。因为按下葫芦浮起了瓢，就算我们再努力，旧问题刚解决，新状况又冒出来。

最后在经过多次惨痛的教训之后，我们得到的结论是，所谓的"困境反转"鲜有发生，与其把人才时间与精力花在购买廉价的烂公司上，还不如以合理的价格投资一些体质好的企业。虽然收购是个错误，但所幸并未酿成灾难，部分的产业仍对位于 New Bedford 的室内装饰品生产线有所助益(我们纺织业最强大的特许经营权)，而我们也相信 Manchester 在大幅缩减营运规模之后，仍将有获利的空间，只是我们最初买入的理由没有得到证明。

保险承保业务

去年我们曾预估保险业的综合承保比率将——至少上升几个点，可能足以使整个行业陷入承保亏损境地。结

果正如我们所预期，行业综合承保比率上升了三个百分点，大约从 97.4% 上升到 100.7%。我们也预言 1979 年我们自身的承保表现会比同业平均好一点，事实证明我们确实从 98.2% 降至 97.1%。展望 1980 年，第一项预期不变，那就是整个业界表现将至少再恶化几个点，但另一方面，我们却无法保证自己的表现能像去年一般优于同业。(但请大家放心，我们绝不会为了让本人的预测成真而故意松懈)。

国民保险公司的菲尔·列舍(Phil Liesche)在承保部门 Roland Miller 以及理赔部门 Bill Lyons 的协助下，再度交出漂亮的成绩单，这个部门总计为我们创造 840 万美金的承保收益与 8200 万美金的保费收入，这在同业间并不多见。

或许你可能会发现这个数字比去年少了些，虽然我们常听到同业提及宁愿少接点保单也不愿亏钱作生意，然真正能贯策执行的并不多，但 Phil 却能是个例外，若保费合理他便承保，否则一概拒绝。我们的政策是，不会因为这种主动性的承保数量调整所导致的业绩大幅波动而裁员，我们宁愿大家时不时地轻松一下，也不愿让大家忙的要死，到头来却发现做的是亏本生意。公司在杰克·林沃尔特(Jack Ringwalt)创办时便立下了这一承保原则，而 Phil 从未放弃保持此优良传统，我们相信，这种罕见的坚定意志，是运营一流的意外伤害保险业务必不可少的。

负责家庭与汽车保险公司营运的 John Seward 持续有重大的进展，目前该公司正大幅扩大在一般责任险的营销范围，这类业务可能是个炸弹，但到目前为止的表现还算不错，我们有 John MaGowan 及 Paul Springman 等两位谨慎的经理人来处理这类的新业务。

由乔治·扬(George Young)领衔的再保险部门，在将投资收益考虑进来后的整体业绩依旧是令人满意的，但承保部门的业绩仍有待改进。我们认为再保险生意非常难做，未来可能会更难做。由于外来资金持续大举投入这一行业，让竞争变得更为激烈，保费水平一降再降，使得新进者可能承受灾难性的后果却不自知。直到真正出事时早已为时已晚。而更不幸的是，再保险业务具有非常典型的“长尾”特征，一次灾难性的损失赔付可能导致之前很多年的努力白费。我们想要比其它同业表现得聪明许多非常困难，而漫长的惨烈竞争期预计就要到来，在此期间，我们的再保险业务或许也会大幅下滑。

1979 年住宅保险业务(Home-State)的营运则令人感到失望，Floyd Taylor 领导的 Kansas 火灾伤亡公司再次取得了优异的业绩，George Billings 负责的德州联合保险公司再度以低损失率获得冠军，至于其它分支的营运，尤其是 Home-State 业务最大的营运子公司 Cornhusker 意外险公司，过去一向是传统的赢家，去年承保绩效不

佳，数据处理、管理和人事问题更是雪上加霜。我们在重组数据处理时犯了一些重大错误，而且未能及时纠正。

然而目前 John Ringwalt 已经投入火线全力导正错误，而我们也相信在几位新上任且颇具才干同仁的协助下，应该可以顺利达成任务。

我们工伤赔偿保险的表现远优于 1979 年初可能的预期，加州今年的形势相当不错，这相当有利我们的营运，除此之外，Cypress 保险公司的米尔·桑顿(Milt Thornton)以及国民保险加州工伤赔偿保险部门的弗兰克·德纳多(Frank Denardo)的表现也很好，我们确实在并购方面犯了些错误，但并购 Cypress 保险公司事后被证明是块宝石，而 Milt Thornton 就像菲尔·列舍(Phil Liesche)一样，坚持固守自己了解且熟悉的业务，而不考虑对业务量的影响，这使得他拥有绝佳的营运记录以及运作良好的团队，另外 Frank Denardo 已经完全导正他在加州所接手的烂摊子，远超乎我们预期，还节省了 7 位数的开支，有了好的开始，他现在可以进一步建立稳固的基础。

去年年底在 Chet Noble 的管理下，我们正式进入保证再保险这类专门领域，初期这类的业务量不会太大，因为我们的策略是先与有意愿的客户建立起长期的伙伴关系，对于目前上门的保险客户素质，我们感到相当满意，也期望我们稳健的财务实力在保证业务界建立起名声后，能够吸引更多优质的保险公司加入。

以前大家认为承保绩效通常会一年好、一年坏，1980 年若差一点，那么 1981 年应该会好转。但我们却不这么认为，现在的利率环境使得从业者会倾向牺牲部分承保损失获得业务，再试图从投资收益上弥补回来，这在过去高利率的时代是不可能发生的。许多同业高喊杀价竞争愚不可及，但实际上跟进者却不少，因此我们判断，同业忍受承保损失的限度将比过去提高，导致竞争愈加激烈，因此综合比率将比过去上升许多。

某种程度而言，这样的预测发生的时点将略微延后，主要是由于车祸事故发生率明显的下滑，可能的原因在于油价上涨导致驾驶习惯改变，我们的看法是多亏驾驶习惯发生改变，否则在保险费率没有提高的情况下，承保结果肯定会恶化，当然这种侥幸的意外情况肯定不会一直维持下去。

我们的估计是未来五年产险综合比率平均将会落在 105 左右，虽然我们有相当程度的信心，旗下部分的业务应该会比平均数好，但总的来说，还是一项艰难的挑战，保险业总是充满了意外。

尽管如此，我们还是认为保险业是个相当不错的行业，它有极大幅度放大管理层经营能力好坏的特性，我们有一大群经理人，其能力不但经过考验且不断地增强当中，(此外通过 SAFECO 及 GEICO 保险的间接投资，我们拥有两组非常杰出的经营团队)，因此我们预期这几年在保险业界将大有可为，当然也有可能特定年份产生非常

糟糕的结果。如果汽车事故比率快速反转增加，我们以及同行将有可能面临一个表现特别差的年度。

保险投资业务

最近这几年，我们花了相当大的篇幅谈到集团保险业的相关投资，主要是因为这些保险公司由于被投资公司缴出漂亮的成绩单而表现优异，这些被投资公司的保留收益，虽然未能反应在我们的财务报表之上，但实际上却不断地累积，目前的金额已到了极为可观的地步，**我们有信心，这些管理层将会有效地运用保留下来的每一分钱，并将其留存的每一美元转化为一美元或更多的后续市场价值，在某种程度上，我们未实现的收益正反映了这一过程。**（这个指标背后隐含的是 10%的再投资回报率，一美元投资 10%的盈利能力资产估值 10PE 为一美元，也就是说，市场愿意花至少一美元购买这一美元的再投资资产背后的盈利能力）

以下是年末市值超过 500 万美元的股权投资：

	上年	股份数量	公司名称	成本	市值
增持		5,730,114	GEICO 保险	28,288	68,045
不变	934,300	1,868,000	华盛顿邮报	10,628	39,241
新进		1,007,500	HNH 多元制造	21,825	38,537
不变	953,750	953,750	赛菲科公司	23,867	35,527
不变	592,650	711,180	IPG 广告传媒	4,531	23,736
增持	1,066,934	1,211,834	凯撒铝化工公司	20,629	23,328
新进		771,900	F. W. Woolworth 折扣零售	15,515	19,394
新进		328,700	通用食品公司	11,437	11,053
不变	246,450	246,450	美国广播公司	6,082	9,673
新进		289,700	联合出版公司	2,821	8,800
增持	170,800	391,400	奥美国际广告公司	3,709	7,828
新进		282,500	MEG 传媒	4,545	7,345
新进		112,545	Amerada Hess 石油公司	2,861	5,487
			总计	156,738	297,994
			所有其他控股公司	28,675	38,686
			全部权益	185,413	336,680
	可转债		Ford Motor Credit Co.	25,843	19,634
	可转债		Tenneco Offshore Co., Inc.		35,527
	可转债		美国铝业	21,212	21,302
36%清仓	1977 年	1979 年	Knight-Ridder 骑士报业		
21%清仓	1977 年	1978 年	首府广播公司		
64%清仓	1976 年	1978 年	凯撒工业公司		

目前我们认为 1980 年的股票市场将会是近几年来我们投资组合第一次表现不如市场大盘，我们相当喜爱目前这些我们拥有主要持股的公司，同时在未来的几年内，也没有计划主动调整目前的投资组合，以使自己适应特定

年份的市场。

过去几年的年报，谈的主要是股票投资哲学，现在来谈谈债券投资可能更合适，尤其是去年底以来发生了那么多的事。整个保险业界，因投资债券而蒙受了相当庞大的损失，虽然依照会计原则，允许保险公司以摊销成本而非已严重受损的市场价值来记录其债券投资，事实上，这种会计惯例反而是导致更大损失的元凶，因为当初若是保险公司被迫以市场价格来认列损失，那他们或许就会早一点注意到**长久期债券合同危险的严重性**。

更讽刺的是，某些财产保险公司有鉴于通货膨胀高涨，决定将原本一年期的保单缩短为半年为期，因为他们认为根本无法去估量未来的十二个月内，医疗成本、汽车零件价格会是多少？然而荒谬的是，他们在收到保费之后，却一转身将刚收到的保费，拿去购买长达三、四十年的长期固定利率债券。

长久期债券是目前通货膨胀高涨的环境下唯一还存在的长期固定利率合约，合约的买家可以轻易地锁定 1980 年到 2020 年，每年使用这笔钱必须支付的固定利息，相较之下，其它诸如汽车保险、医疗服务、新闻信息、办公空间或是其它任何产品服务，如果他要求在未来五年内给予一个固定报价时，肯定会被别人笑掉大牙，在其它商业领域中，只要是签订长期，合约的任何一方，通常都会要求某种方式适时反应价格指数，或是坚持每年必须重新审议合约。

然而在债券的领域却存在有理念落差，别指望买家(出借款人)以及中介(承销商)会质疑这一切的合理性，至于卖家(债权人)即便历经经济周期与合约变革，却依旧浑然不觉。

最近几年，我们的保险公司没有成为任何纯粹长期债券的净买者(即不含转换权或可提供额外获利可能性的债券)，即使有买进也是为了弥补先前到期或出售的部位，而在此之前，我们也从未投资那些长达三四十年的债券，相反，**我们试图将注意力集中在备有偿债基金的短期债券，以及因市场缺乏效率而使得价格被低估的债券**。

然而，虽然较之同业我们稍具警觉心，却仍是不够的。**虽然半睡半醒比起熟睡要好得多，但却不能保证你不会被熊吃掉**。若说买进 40 年期的债券是个大错，那么投资 15 年期的也好不到那里去。遗憾的是，我们属于后者；更严重的是，在我们观点已经明确的时候，未能及时忍痛卖掉，即便是亏损的情况下。(当然，现在马后炮来看，这些观点要更加清晰明确；如果你要质问为什么我们没在去年就看透这一点也是公平的)。

当然基于保险营运所需，我们必须持有大量的债券或固定收益部位，但最近几年我们在固定收益方面的投资仅限于可转债，也由于具有转换权，使得这些债券实际发行的时间比其票面的到期日要短得多，依合约规定我们

可以通过转股而提前终止债券合同。

这样的规定使得我们实际的损失要比一些财险同业轻得多。另外由于对于股票投资的特别偏好，也让我们在债券投资的部位相对偏低。尽管如此，在债券方面我们还是跌了一跤，而且比起那些从来不管问题发生的同业，我们犯得错实在是不可原谅。回顾我们在纺织业的痛苦经历，我们早该明白，逆流而上的结果往往是徒劳无功的(指其买进备有偿债基金或其它特种债券)。

我们实在很怀疑，为什么长期固定利率的债券合同还能在商业市场上存在，在这个世界里，美元的购买力几乎肯定会日益缩水，这些美元也包含政府发行的任何货币，有太多的结构性弱点，实在是很难作为长期的商业参照指标，同理，长期的债券可能会成为过时的工具，而那些买进 2010 年或 2020 年才到期债券将会变成投资人手中的烫手山芋，而我们也会对这些十五年期的债券不满，而且每年都必须为这个错误付出购买力下滑的代价。

在这其中，部分的可转换债券(经由潜在的转换权利)，有着跟我们股票投资组合一样的吸引力，我们预计可从中赚不少钱(而事实上，有些个案已开始获利)，同时亦期盼这部分的获利能弥补我们在直接债券上的损失。

当然，我们对债券的看法也有可能过于消极，通胀降低的概率也不是没有，毕竟通胀多是人为因素造成的，也或许有一天人们真能有效地控制它，立法当局及有力团体应该也已注意到这个警讯，进而采取必要的措施。

此外，现今的利率已反应较高的预期通胀率，使得新发行的债券对投资者较有保障，这甚至将使我们可能错过债券价格反弹而获利的机会，然而，就像我们不愿意以一个固定的价格预先出售 2010 年或 2020 年一磅喜诗糖果或一尺伯克希尔生产的布料一样，我们也不愿意以一个固定的价格预先出售我们未来四十年金钱的使用权，我们倾向莎士比亚笔下的 Polonius 的看法(略微改编)："既不做短期借款人，也不做长期贷款人"。

银行业务

这将会是我们最后一次报告伊利诺伊国民银行的状况，而我们也开心的向各位宣布在 Gene Abegg 及 Pete Jeffrey 优秀的领导下，这家银行的获利打破历年来的记录，去年的资产回报率 ROA 高达 2.3%，约是同业平均的三倍，对于如此优异的表现，实在值得所有伯克希尔的股东再度给予 Gene Abegg 热烈的掌声，感谢他们自 1969 年成为伯克希尔一员以来所作的贡献。

如您所知，1969 年通过的《银行控股公司法》要求我们必须在 1980 年底剥离掉该银行。事实上我们曾试图以分拆的方式处理，但美联储委员会却坚持如果该银行被分拆，则伯克希尔不能有任何一位董事或经理人在分割

后的银行担任的管理人员或董事，即使依照我们这个个案，没有任何一个人同时拥有两家公司 40%以上的股份也一样。

在这种情况下，我们只能探询出售该公司 80%-100%股权的可能性，但请相信，我们绝对会严格挑选买主，而且价格也不是惟一考量的重点，这家银行与其管理层待我们实在不薄，所以即使要卖，我们也要确定能以相同态度回报之。当然如果我们无法在秋天以前以合理的价格找到合适的买主，最后还是有可能以分拆的方式解决。

同时大家必须明了，我们经由出售这家银行所得的资金将来如果再投资，其为伯克希尔创造收益的能力可能永远无法与前者比拟。因此**同等优质的产业实在是很难以如此低的市盈率取得。**

财务报告

1979 年伯克希尔在纳斯达克上市，这意味着该股票现在在《华尔街日报》的场外交易(OTC)板块的"额外场外报价"下报价。在此之前，不管是华尔街日报或是道琼工业指数都没有报导我们经营情况，即使我们的获利数百倍于它们常常提及的一些公司。

现在当我们按季公布获利状况后，道琼斯股市行情和华尔街日报将会立即报导相关讯息，这将帮我们一举解决了长期困扰着我们发布消息的难题。

在某些方面，我们的股东是相当特别的一群，这影响着我撰写年报的方式。举例来说，每年结束，**约有 98% 股份的股东会保留他们在伯克希尔的持股**，因此每年年报的撰写皆延续前一年度为基础，避免一再重复叙述相同的东西，从而大家可获得一些有用的讯息，而我也不会觉得厌烦。此外，**约有 90%股份的股东其最大的股票投资就是伯克希尔**，所以有许多股东愿意花相当的时间在研读每年年报之上，而我们也努力设身处地的提供所有我们认为有用的信息给全体股东。相较之下，我们并未花太多时间对每季季报加以叙述，因为所有股东与经营者，皆以长期的眼光来看待这份事业，所以并不是每季都有新的或有重大的事需要报告。

当然当各位果真收到某些讯息时，是因为各位付费聘请的董事长-也就是我本人，认为公司的股东亦既公司真正的老板，有权直接听取首席执行官的意见，了解当前和未来的情况以及他如何评估公司的业务。你在私人公司所要求的待遇，在伯克希尔这家公开公司一点也不会少。**我们认为一年一度的年报，绝对不应该只是交给底下员工或公关顾问处理便了事，而是应该以经理人向老板报告的方式去作才对，也就是像我们希望旗下被投资公司应该跟我们报告的一样。当然，信息详细的程度会不一样，以免竞争者窥视，但大方向与坦诚的态度却并无二致。**

当我们的运营经理告诉我们发生了什么事情时，我们不希望收到一份公关文件，我们同样认为您也不应该收到这样的文件。

而事实上，物以类聚人以群分，一家公司往往会吸引同类型的人成为其股东，若公司注重的是短期的成果或是股价的波动，则具有这种特色的投资人便会自动上门成为其股东，而若公司对其股东采取轻蔑的态度，最后投资大众亦会以相同的态度回报之。

菲利普·费雪(Philip Fisher)是一位令人尊敬的投资专家与作者，曾比喻一家公司吸引股东的方式，就好比餐厅招揽客户的方法一样，餐厅可标榜其特色，如便利的快餐店、优雅的正餐厅或特别的东方美食等，以吸引同一喜欢的客户群。若服务好、菜色佳、价钱公道，相信客户会一再上门。然而餐厅却不能时常变换其所强调的特色，一下是法式菜肴、一下又是外卖披萨，最后反而可能导致顾客的愤怒与失望。

同样的，一家公司亦不可能同时迎合所有投资大众的口味，有的要高股利报酬、有的要长期资本增长，有的又要短期股价爆炸性成长——股市烟火。所以我们对于一些公司总是希望自家公司的股票保持高周转率感到疑惑不解，感觉上这些公司好象希望原有的股东赶快厌倦而琵琶别抱、另结新欢，以使得新的股东能够抱着新希望、新幻想赶快加入。

相反的，我们希望原有股东一直喜欢我们的服务、我们的菜单，而且常常来光顾，我们很难找到比原来的股东更好的新股东来加入我们的行列，因此我们期待公司的股份保持极低的周转率，这表示我们的股东了解并认同公司经营的方向和期待的未来，而且我们希望实现这些期望。

未来前景

去年我曾说过公司的经营收益会增加但股本回报率 ROE 可能会下降，结果正如我所预期，展望 1980 年亦是如此，而若我预测错误，那表示可能会更惨。换句话说，我们几乎可以肯定的说，公司经营收益除以期初股东权益 2.36 亿美元(股票投资以原始成本计)所得的回报率将会比 1979 年的 18.6% 下滑，甚至经营收益本身也有可能比去年减少，其结果取决于何时正式处置银行、保险业务承保收益的下滑程度以及储贷业亏损的严重性。

我们对保险业务的股权投资依然非常看好，在往后的数年内，我们预期这些部分股权投资会产生非常大且不断增长的潜在盈利能力，在大多数情况下，他们皆属绩优公司且由优秀的人才所管理，而投资的成本更是价美物廉。

本公司有关财务决策一向是属于中央集权，且财务决策集中于最高层。但在营运方面却是极端授权予集团子公司或事业体的专业经理人，我们的集团总部占地仅 1500 平方呎，约合 42 坪左右)总共只有十二人，刚好可以组一只篮球队。

因此在管理上难免会出点差错，而这些错误可以通过更严格的操作控制来消除或最小化。另一方面扁平化的组织管理能大幅降低成本并加速决策时程。因为每个人都有很多事可做，所以大家就可以完成很多事。更重要的是这使得我们能请到最优秀的人才来为我们工作，这是一般企业无法作到的，因为这些人就像是在经营自己的事业般尽情发挥。

我们对他们寄与相当的厚望，然而他们的表现却远远超出我们的预期。

沃伦·巴菲特 董事长



中年巴菲特

巴菲特致股东的信 1980

1981 年 2 月 27 日, BRK: \$290-430

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

1980 年本公司的经营收益为 4190 万美元, 较 1979 年的 3600 万美元有所增长, 但期初股本回报率(持有证券投资以原始成本计)却从去年的 18.6%滑落至 17.8%。我们认为这个比率最能够作为衡量公司管理层单一年度经营绩效的指针。当然要运用这项指针, 还必须对包含会计原则、资产取得历史成本、财务杠杆与产业状况等在内的主要因素有所了解才行。各位在评估本公司的经营绩效时, 有两个因素是你必须特别注意的, 一项是对公司营运相当有利的, 而另一项则对企业绩效相对不利。

让我们先从好的那一面看起:

无控制权持股之盈余

当一家公司拥有另一家公司部分股权时, 在会计上通常有三种方式来处理投资公司在被投资公司中所拥有的权益, 其所持有的股权多寡, 将决定公司采用何种方式。

一般公认会计原则(GAAP)规定, 若持有股权比例超过 50%(除了少数例外, 如我们先前持有的银行子公司), 则被投资公司, 包含营收、费用、所得税与收益等在内的所有会计科目, 都需要完全并表。比如伯克希尔持有 60%股权的蓝筹印花公司, 便是属于这一类, 所以蓝筹印花的所有收入和支出项都完全并入了伯克希尔的财务报表里, 至于其它 40%股东的权益在财务报表上则以少数股东权益列示。

而若是持有股权比例介于 20~50%之间, 像 Wesco 金融公司虽系由伯克希尔所控制但却仅持有 48%的股权, 则在投资公司的帐上仅简单记录一个分录, 将被投资公司依股权比例认列的净收益予以入帐, 收入和费用的所有项目都被省略。因此如果 A 公司拥有 B 公司三分之一的股权, 则不论 B 公司是否将年度收益全数发放, A 公司都必须依比例认列收益。另外, 这两类的会计原则都规定, 必须附带一些企业间所得税、购买法价格调整等调整分录, 这部分的细节请容我们以后再详加说明(虽然我知道大家可能等不及了)。

最后, 若是持股比例低于 20%, 则依照会计原则, 投资公司仅能认列被投资公司实际发放的股利部分, 至于保留而不发放的部分收益则不予理会, 也因此假若我们持有一家 X 公司 10%的股份, 又假设 X 公司在 1980 年共计赚了 1000 万美金, 若 X 公司将收益全部发放, 则我们可认列 100 万的收益, 反之若 X 公司决定保留全部收益

不予发放，则我们连一毛钱都不能认列。

之所以强迫大家上了堂稍微简单的会计课，原因在于，伯克希尔将发展的重点集中于保险业务，使得其资金大量集中投注于第三类投资比例小于 20%的股权之上，这些被投资公司仅将它们所赚的收益的一小部分以现金股利的方式分配给我们，这代表其获利能力仅有一小部分呈现在我们公司的收入上，但就经济实质来说，股息只是实际获利的冰山一角而已。

近年来我们旗下保险业务蓬勃发展，同时股票市场出现许多不错的投资机会，第三类投资持股大幅增加，再加上这些公司本身获利能力的增长使得我们实际获得的成果相当可观，以去年来说，**仅是保留在这些公司而未分配给伯克希尔的收益，便超过了伯克希尔报告的整年度的报告收益总额**，因此，按照通常的方式，**传统会计仅允许我们一半的收益冰山浮出水面**，虽然这样的情况在一般企业界并不多见，但我们预期这种情况在伯克希尔将会持续出现。

我们本身对投资收益如何认列的看法与一般公认会计原则并不尽相同，尤其是在目前通货膨胀高涨之际更是如此，(但话说回来，批评要比修改这套原则要容易多了，有些问题早已是根深蒂固了)，我们有些 100%持股的公司帐面上报告的收益，实质上并不值那个钱，即使依照会计原则我们可以完全地控制它的处置，(就理论而言，我们对它具有控制权，但实际上我们却必须被迫把所赚到的每一分钱，继续投注在更新资产设备，以维持原有生产力，并赚取微薄的利润，否则现有资产的价值将发生大规模恶化，而再投资的收益却远低于市场资本回报)，相较之下，我们也有一些仅持有少数股份而其所赚的收益远超过帐面列示之数，甚至其所保留的资金还能为我们赚取更多的收益。

因此对伯克希尔而言，对留存收益的价值认定并非取决于持股比例是 100%、50%、20%、或 1%，**留存收益的真正价值在于其将来再投资方向及其再投资所能产生的效益**，这与是否由我们自己或是专业经理人来决定使用情况并不相关，也与我们认列或不认列收益不相关(**重要的是剧本而不是演员** Its the act that counts, not the actors.)。**假设一棵树生长在我们公司部分拥有的一片山林中，即使财务报表没有记录他的增长情况，也无法掩盖我们拥有这棵成长中树木的一部分。**我必须提醒诸位，这样的论点是突破传统的，**我们宁愿将所赚的收益能够继续交由不受我们控制的人好好发挥，也不希望转由我们自己来浪掷。**

我们忍不住在这里停下来插一个简短的广告。当我们拥有投资权益的公司在使用留存收益时，我们经常对一

种用法感到特别高兴，那就是公司回购自己的股票。道理很简单：如果一家优秀的企业在市场上以远低于内在价值的价格出售，那么还有什么比以这个便宜的价格显著扩大所有股东利益更确定或更有利可图的资本利用呢？公司并购活动的竞争性质决定，在一家公司并购另一家企业的全部股权时，需要支付全价——通常高于全价。但证券市场的竞价拍卖机制通常允许经营良好的公司，有机会以低于通过协商收购相同盈利能力的另一家企业所需价格的 50% 的价格购买其部分业务。

企业长期绩效

如先前所说，我们以经营收益除以股东权益(证券投资以原始成本计)来评估企业单一年度的绩效，至于长期评估的标准，则须加计所有已实现或未实现的资本利得或损失。而一直以来，长期股本回报率远远超过前面每年平均股本回报率，最主要的原因是前段所提那些无控制权的公司收益持续累积，最终反映在其市值增加之上。

当然，将留存收益转化为市值增加的过程是高度不平衡的(有些年甚至会出现相反的情况)，时间不可预测，更无法真正量化数字到底是多少，有时一个高价买进的错误，甚至可能把公司往后十年收益累积的效果都给抵销掉，但是只要市场回归理性，市值终究会反映公司累积收益的能力，你甚至会定期收到蛋糕上的糖霜：市场增值远远超过购买后累积的留存收益。

自现任管理层接掌伯克希尔的 16 年来，公司每股的账面价值(其中保险业务的股权投资以市价计)已由原先的 19.46 美元增长至 400.8 美元，相当于年复合增长率 20.5%，(事实上你做的更好：过去十年来人体内所含矿物质成份的价值以年复合增长率 22% 增加)，值得庆幸的是，虽然我们也犯了不少错，但还是能达到这样的记录，这份错误清单太痛苦和冗长，无法在此详述。尽管在管理上时常遭到三振，但不错的企业平均打击率仍可实现。

我们旗下的保险业务将会持续地把大量资金投向那些不具控制权的公司上，这些公司经营良好，有竞争优势，且保留大部分收益用在公司发展之上，按照这个策略，可预期的长期的投资回报率将持续大于每年帐面列示的回报率，而我们对此坚信不移是很容易用数字量化的，只要我们愿意，把手上的股权投资出清，然后转进长期免税债券，公司每年报告收益马上就能净增加 3 千万美金，但这种转换对我们毫无吸引力。

好消息到此为止。

股东权益报告

很不幸的，公司财务报表列示的报告收益已不再代表是股东们实际上所赚的，只有当购买力增加时，才表示

投资获得真正的收益。假设当初你放弃享受十个汉堡以进行一项投资，期间公司分配的税后股利足够让你买两个汉堡，而最后你出售投资资产获得的税后收益可换八个汉堡，那么你会发现，事实上不管最后你拿到是多少钱，你的这项投资并无实际收入，你可能觉得更有钱(名义回报率不错)，但不表示你可以吃的更饱(实际购买力不变甚至下降)。

高通货膨胀率相当于对投入的资本额外征了一次税，至少以实际投资回报率为正的这个门槛标准来衡量的话($ROE > \text{通胀率}$)，可能使得大部分的投资变得不明智。这一“门槛率”是指公司为了给其投资者带来任何实际正回报而必须实现的股本回报率，而近几年来通货膨胀造成这个门槛标准大幅上升了。每个纳税投资者就好像是在一个向下滑的自动扶梯上拼命往上跑一样，虽然速度又加快了一些，但最后的结果却是愈跑愈往后退。

例如，在一个通胀率为 12% 的世界里，一家股本回报为 20% 的企业(很少有管理层能够始终如一地做到这一点)并将其全部收入分配给 50% 高税率等级的个人，这实际是在蚕食投资人的真实资本，而不是增强。因为 20% 回报中的一半将缴纳所得税；剩下的一半被通胀吃光还要倒贴 2%，企业所有者相比年初仅剩 98% 的购买力，尽管他们没有花掉一分钱的“收益”。如果通胀率温和，公司股本收益即使平庸到只有几个百分点，投资者的境况实际上会更好。

假设若只有单纯的显性所得税负，而无隐性的通货膨胀税，则不论如何，正的投资回报永远不会变成负的(即使所得税率高达 90%，在零通胀率下，仍会获得一些实际收益)，但通货膨胀却不管公司帐面到底赚不赚钱，如同最近这几年的高通胀率，使得大部分公司实现的正回报水平转变为投资人实质的负回报，即使有些公司不必缴所得税也是一样，举例来说，如果通货膨胀率达到 16%，60% 以上的美国企业股东实际的投资回报率变为负值，即使不必缴纳资本利得与股利所得税也一样。

当然这两种税收是共存并相互影响的，因为显性税收是对名义收入而非实际所得征收的。因此，如果以不变的美元购买力来衡量股东的回报，那么你就要为实际为负的收益缴纳所得税。

而以目前的通货膨胀率来看，我们相信对适用中等或高等级所得税率的投资人而言(除非你是通过退休基金、慈善团体等免税机构来投资)，将无法从投资一般美国企业获得任何实质的回报，即使他们把分配到的税后股利全部再投资进去也一样，因为从公司的获利早已被隐性的通货膨胀税与显性的所得税给吸收殆尽。正如去年我们所说的一样，我们目前对于这个问题无解(明年我们的回答很可能也是如此)，通货膨胀对我们股权投资的报酬没有任

何一点帮助。

资本指数式增长(Indexing)是所有人都在寻求的对抗通胀的一种有效方法，但大部分的企业资本却从未实现指数式增长，当然，如果公司保留了大量收益用于再投资，而不是支付股息，帐面每股收益与股利通常会渐渐增加，如果没有通货膨胀，这是真实的增加。同样的，一个勤俭的工薪阶级可以在不加薪的情况下实现总收入的定期增长：如果他愿意只拿薪水的一半(他的工资"红利")，并持续地把另一半(他的"留存收益")存入银行。无论是这个高储蓄的工薪阶层，还是一家高保留收益公司的股东，其股本回报率保持不变的情况下年度股息率都会上升，但他们都没有真正的实现指数式增长。

理论上，为了使资本真正实现指数增长，股本回报率必须上升，即企业收益必须与价格水平的上升成比例地持续增长，而无需企业增加新的资本(包括营运资本)。增加投资产生的收益增加不算在内，但只有极少数的公司表现出此种能力，而伯克希尔并不在其中。

当然伯克希尔在保留收益再投资以求成长性、差异性、茁壮的企业政策下，其附带效应是最大限度地减少目前对我们股东征收的显性所得税，只有当你在伯克希尔的投资要转移到另一种形式的投资或消费时，才将面临显性税收。然而，隐性的通货膨胀税，却是每天你醒来就必须面对的问题。

报告收益的来源

下表显示了伯克希尔报告收益的来源。伯克希尔拥有蓝筹印花 60%的股份，而蓝筹印花又拥有威斯科金融 80%的股份。该表显示了各商业实体的总收益，以及伯克希尔所占的份额。归属于任何商业实体的所有重大资本利得和损失汇总在表底部的已实现证券收益项目中，不包括在经营收益中。我们对经营收益的计算也不包括出售互助储蓄分支机构的收益。在这方面，它不同于我们经审计的财务报表中的列报，该财务报表在计算"未实现投资收益前的收益"时包含了该项目。

报告收益的主要来源	税前收益				税后收益	
	总计		伯克希尔应占		伯克希尔应占	
以千美元计	1980 年	1979 年	1980 年	1979 年	1980 年	1979 年
保险集团：承保收益	6,738	3,742	6,737	3,741	3,637	2,214
保险集团：净投资收益	30,939	24,224	30,927	24,216	25,607	20,106
纺织公司	-508	1,723	-508	1,723	202	848
联合零售商店	2,440	2,775	2,440	2,775	1,169	1,280
喜诗糖果	15,031	12,785	8,958	7,598	4,212	3,448
布法罗晚报	-2,805	-4,617	-1,672	-2,744	-816	-1,333

蓝筹印花-母公司	7,699	2,397	4,588	1,425	3,060	1,624
Illinois 国民银行和信托公司	5,324	5,747	5,200	5,614	4,731	5,027
Wesco 金融公司-母公司	2,916	2,413	1,392	1,098	1,044	937
互助储贷	5,814	10,447	2,775	4,751	1,974	3,261
精密钢铁	2,833	3,254	1,352	1,480	656	723
利息费用	-12,230	-8,248	-9,390	-5,860	-4,809	-2,900
其他	2,170	1,342	1,590	996	1,255	753
经营收益	66,361	57,984	54,389	46,813	41,922	35,988
互助储蓄出售分行	5,873		2,830		1,293	
已实现证券收益	13,711	10,648	12,954	9,614	9,907	6,829
所有实体-收益合计	85,945	68,632	70,146	56,427	53,122	42,817

蓝筹印花及 Wesco 两家公司因为本身是公开发行公司已公开年报，我们复制了两家公司主要高管的叙述性报告，其中描述了 1980 年的运营情况。我们建议您仔细阅读，并建议您特别注意路易文森蒂(Louie Vincenti)和查理芒格在重新定位互助储贷业务所作的改造。

就像先前我们所提到的，那些不具控制权的股票投资其未分配的收益的重要性与前表帐列的报告收益同样重要，至于那些已分配的部分则列示在保险公司投资收益项下。下表展示了伯克希尔在非控制业务中的持股比例，这些非控制业务仅已分配收益(股息)包含在我们报表中。

	上年	股份数量	公司名称	成本	市值
增持	5,730,114	7,200,000	a.GEICO 保险	47,138	105,300
增持	328,700	1,983,812	b.通用食品公司	62,507	59,889
不变	2,015,000	2,015,000	a.HNH 多元制造	21,825	58,435
增持	953,750	1,250,525	b.赛菲科公司	32,062	45,177
不变	1,868,000	1,868,000	a.华盛顿邮报	10,628	42,277
新进		464,317	a.美国铝业	25,577	27,685
不变	1,211,834	1,211,834	a.凯撒铝化工公司	20,629	27,569
不变	711,180	711,180	a. IPG 广告传媒	4,531	22,135
减持	771,900	667,124	a.F. W. Woolworth 折扣零售	13,583	16,511
新进		370,088	b.平克顿安保公司	12,144	16,489
新进		475,217	b.克利夫兰克利夫钢铁	12,942	15,894
不变	289,700	434,550	a.联合出版公司	2,821	12,222
新进		245,700	b.R.J.R 烟草公司	8,702	11,228
不变	391,400	391,400	a.奥美国国际广告公司	3,709	9,981
不变	282,500	282,500	a.MEG 传媒	4,545	8,334
1977	增持未知	247,039	b.底特律国家桥梁公司	5,930	6,299
新进		151,104	b.洛杉矶时代镜报	4,447	6,271
新进		881,500	a.全国学生营销公司	5,128	5,895
			总计	298,848	497,591
			所有其他控股公司	26,313	32,096
			全部权益	325,161	529,687
59%清仓	1978 年	1980 年	美国广播公司		

92%清仓	1979 年	1980 年	Amerada Hess 石油公司		
36%清仓	1977 年	1979 年	Knight-Ridder 骑士报业		
21%清仓	1977 年	1978 年	首府广播公司		
64%清仓	1976 年	1978 年	凯撒工业公司		

a 伯克希尔或其保险子公司持有, b 蓝筹印花或 Wesco 持有

非控制铝业

从本表中, 你可以看到, 我们的潜在盈利能力来源在各行业中的分布与表面上看起来的情况大不相同。譬如
 保险子公司约持有凯撒铝业 3% 和美国铝业 1.25% 的股份, 我们在这些公司 1980 年的收益中所占的份额约为
 1300 万美元。(当然若将这些收益实际转为资本利得或股利, 则大约会被课以 25% 的税负), 因此单单在制铝业
 业, 我们的经济利益就大于任何我们可以直接控制且须详尽报告的公司。如果我们的持股不改变, 则制铝产业的
 景气变动, 将比那些我们具有实质控制权的产业, 对本公司长期业绩表现更有影响力。

GEICO 保险公司

目前我们最大的非控股的股权投资是 GEICO 保险, 持有 33% 股权约 720 万股, 通常若持有一家公司股权超
 过 20% 的比例, 便必须采用权益法每年依比例认列其投资损益, 但由于伯克希尔当初系依照政府部门一特别命令
 购买该公司股份, 该命令要求股票的投票权交给独立方, 失去投票权, 意味伯克希尔对 GEICO 保险 33% 的权益不
 具实质控制权。(Pinkerton 也有类似的状况)。

当然认不认列损益对伯克希尔及其股东而言, 并不影响其实质的经济利益, 这些留存收益的实际价值将取决
 于运用它们的 GEICO 保险管理层能力的高低。关于这一点, 我们再满意不过了。GEICO 保险可以说是投资业界的
 最佳典范, 它将一个非常重要且难以复制的商业优势和一个非凡的管理层的结合, 管理层的承保运营能力与资本
 配置能力完美结合。

如你所见到的, 我们的持股成本约 4700 万美元, 其中 1976 年 3.2 美元买入 129 万股, 其余 1980 年投入,
 均价 6.6 美元持有 720 万股, 依目前股息率, 我们每年约从 GEICO 保险认列 300 万美元, 但实际上我们每年应
 占的收益却高达 2 千万美元, 换言之, 我们仅在 GEICO 保险未分配的收益中, 就高达伯克希尔帐面报告收益的
 40%。

另外我们必须强调的是, 我们完全赞同 GEICO 保险管理层保留属于我们的 1700 万美元不予分配的作法, 这
 笔钱就像在我们自己手中一样。因为过去两年, GEICO 保险陆续回购自家股票, 使其流通在外的股份由 3400 万
 股缩减至 2100 万股, 大大提高了原有股东在这根本无法复制生意中应占的权益, 如此对待股东的方式实在是无话

可说。

过去几年我们一再提醒，买入那些困境反转题材(Turnaround)的产业结果往往令人大失所望，这些年我们大约接触了数十个行业数百家类似的公司，无论是作为参与者还是观察者，我们都持续跟踪了他们的后续发展，在比较了起始预期和后续实际表现后，我们的结论是，除了少数的例外，当一个赫赫有名的经营者遇到一个逐渐没落的夕阳产业时，往往是后者占了上风。Our conclusion is that, with few exceptions, when a management with a reputation for brilliance tackles a business with a reputation for poor fundamental economics, it is the reputation of the business that remains intact.

GEICO 保险或许是一个例外，从 1976 年几乎破产的边缘东山再起了，从新任管理层杰克·伯恩(Jack Byrne)上任的第一天起优异的表现，正是它能获得重生的最大因素。当然即使身陷于财务与经营危机当中，GEICO 保险仍保有其最重要的产业竞争优势也是重要因素。

身处于汽车保险广大市场中，不同于大部分营销组织僵化的同业，一直以来 GEICO 保险将自己定位为低成本营运的公司，所以能够在为客户创造价值的同时，也为自己赚进大把钞票，几十年来都是如此，而即使它在 70 年代中期发生危机，也从未减损其在此方面的经济竞争优势。

GEICO 保险的危机与 1964 年美国运通所爆发的色拉油丑闻事件类似，两家公司皆为独一无二的，暂时的打击并未毁掉其卓越的经济优势，就像是一个身体健壮的人患了局部可切除的肿瘤，只要遇到一位经验丰富的外科医生就能化险为夷。GEICO 保险和美国运通的非凡商业特许经营权遇到暂时的运营困难，应该与真正的困境反转情况区分开来，管理层期望也需要完成一个公司的皮格马利翁转变。(注：《Pygmalion》希腊神话，剧中 Higgins 语言学教授与人打赌能把一个粗俗的街头卖花女 Eliza 转变成了仪态万方的大家闺秀，而过程中教授却爱上了自己的作品。)

不论怎么说，我们还是很高兴能够以 4700 万美元的代价买到 GEICO 保险的股份，因为通过谈判并购的方式想要买下一家具有类似经济特质与光明前景，且每年可创造 2000 万收益的公司，至少得花上 2 亿美金(有些产业的要价可能还更高)，虽然 100%的持股更可使所有权人得以掌握公司的生杀大权，可以操控杠杆并购、变革管理层、现金流重分配和拆分出售业务等，同时也给企业总部带来一些刺激(这一点通常很少人会提及)。

非常令人满意的是，，我们保险业务的性质决定了我们只能购买绩优企业的少数股权(以远低于买下整家企业的

价格投资)，这些业务不需要更换管理层、无需对资金做重新配置甚至拆分出售，管理界的 Jack Byrne 和 GEICO 保险的商业模式都算是极少数，还有什么能够以伙伴的关系与它们共同合作更好的呢？

保险产业现况

保险产业的情况持续依我们先前所预期般地发展，综合比率从 1979 年的 100.6% 升高到 1980 年估计的 103.5%，可预期的是 1981 到 1982 年这个趋势将继续持续下去，业界的承保损失将向上攀升，想要了解个中原因的人，我建议你读读 Chubb 保险集团(丘博全球最大的财产责任险公司之一)Barbara Stewart 写于 1980 年 10 月的文章，其对产险业竞争态势所作的精警分析，虽然分析并不令人愉快，但绝对中肯。(Chubb 的年报一直呈现了最深刻、坦诚的文笔流畅的行业情况讨论。你应当加入其公司年报邮寄名单中)

而不幸的是，一个尚未浮现但却非常棘手的问题很可能会延长并加剧即将到来的行业痛苦。这不仅可能使许多保险公司在承保损失达到创纪录水平时，争先恐后地开展业务，还可能导致他们在这个时候加倍努力去扩张。

这个问题源于债券价格的下跌，而保险会计惯例又允许公司以摊余成本而非市价列示其帐面价值，结果导致许多业者以摊销成本记录的长期债券投资金额达到其账面价值的 2-3 倍之多，换言之，如果是三倍的话，只要债券价格下跌超过三分之一，便很有可能把公司的净值全部抹掉，而这些债券确实贬值了，这其中甚至包括好几家最大最知名的大公司在内，如果债券持有按市值计，他们的账面价值甚至是负值。当然债券价格也有可能回升，使得其部分，甚至全部的账面价值得以恢复，但也没有人敢保证债券价格不会继续下跌。(我们深信对股票或债券价格所作的短期预测是无用的，预测这件事或许能够让你更了解预测者本身，但对于了解未来却是一点帮助也没有)。

有点吊诡的是，若持有的股票投资组合价格下跌到大幅减少净资产时，会影响到保险业者的生存，但若换作是债券价格下跌却是一点事都没有，保险业者的理由是不管现在的市价是多少，反正只要到期日前不卖出，便能按照票面赎回，所以短期间价格的波动并无太大影响，就算是二十年、三十年或甚至是四十年后到期，只要不出售，等时间一到，就能够以票面金额收回，反倒是若我现在出售这些债券，那么就算是再买进类似相对价值更高的债券，反而要立即认列相关损失，使得账面价值大幅缩水。

在这种情况下，许多投资选择消失了，也许会持续几十年。例如，当有可能出现巨额承保损失时，一些保险公司从免税债券转向应税债券可能是一个很好的商业逻辑。不愿承认重大债券损失可能是阻止这一明智之举的唯

一因素，其结果反而错失其它更好的投资机会。

但是，大量未实现的债券损失所带来的全面影响远比投资智慧的停滞更严重。购买和持有这些债券的资金来源是来自投保人和索赔人(脸色是不断变化的)的资金池——实际上，这些资金只是暂时存放在保险公司。只要能保持资金池的规模，就不必出售任何债券。如果业务量大幅下降，资金池就会萎缩，资金流动不足时就要出售资产来偿还债务(应对赔付)。如果这些资产由巨大未认列损失的债券组成，那么这些损失将浮出水面，并在这一过程中摧毁保险公司的资产净值。

因此，如果一家保险公司的债券市值缩水到接近监管规定的净值(现在有很多)，同时市场费率又低到不合理甚至继续恶化时，通常有两种选择，第一种是告诉承保部门，必须**坚守费率底线风险定价**，即：对每一美元的成本和预计赔付，一定要得到一美元的保费。这种选择的结果可以预测：

(a)由于大部分的业务都是对价格都相当敏感而且是年度续约，所以很多保单在到期后都会流到竞争对手那边，(b)随着保费收入大幅缩水，相对应的负债科目(预收保费和应付索赔)也会慢慢减少，(c)资产(债券)必须跟着出售，以平衡负债的减少，(d)原先台面下的未认列损失，将被迫认列在保险业者的财务报表之上(当然要看出售的情况)。但这种恶性循环对于净值影响程度不一，有些公司在(c)阶段的反应是出售成本与市价相当的股票，或是新进投资损失较小的债券，出售好的投资，留下烂的部分是一种鸵鸟心态，虽然在短期内不那么痛苦，但从长远来看不太可能成为赢家。

第二种选择比较简单，**那就是不管保费水准有多低，将来要赔多少钱，都照单全收以维持现有保费收入和资产负债水平**，然后暗地里祈祷不要发生什么重大意外，无论是承销还是债券价格。行业媒体一直对这种**"现金流承销"**有相当大的批评。也就是说，不考虑潜在的承保损失而承销业务，以获得资金以在当前的高利率下进行投资。这种做法可以恰当地称为**"资产维持式承保"**，接受糟糕的业务只是为了保留您现在拥有的资产。

当然各位都晓得我们应该选择哪个选项。，而且产业的趋势也很清楚，只要大部分的保险公司都被迫采取第二种做法，那么保险市场就不会有好转的一天，因为如果大部分的业者，不论费率是否合理，都以维持保费收入水准为第一优先，那么市场价格就一定不会好转，除了本身已经发生财务问题之外，下一个最糟糕的困境就是，市场上大部分的同业都因为财务问题而纷纷采取**流血式的杀价竞争**以延缓问题爆发。

我前面提到，保险公司不愿认赔卖掉债券。他们这样做可能有很多原因，公众反应，机构的自尊，或者保护

规定的净资产。他们这样做有可能导致束缚自己的投资方式长达十年甚至更久。但是，如前面所说，这只是问题的一半。购买了大量长期债券的保险公司有可能在很长时期内，**不但失去了更多的投资选择，还有他们的承销原则的选择。**

在这方面我们自己的状况还是令人满意的。我们相信，在所有股东拥有的大型产险集团中，以摊余成本对所有保险公司的债券进行估值，我们的净资产相对于保费而言是最强的。当债券价值以市价评估时，我们的竞争优势则更加明显。但为了避免过于自大，**我们要提醒自己，我们的资产和负债期限仍然要比我们希望的错配很多，**而且我们也在债券上亏了大钱，因为你们的主席在本应采取行动的时候却在夸夸其谈。

我们雄厚的资本实力和投资的灵活性让我们能够在长期定价不足的环境下做出我们认为最明智的决策。但是，行业的麻烦就意味着我们的麻烦。在目前席卷了整个财产意外险行业的恶性价战环境下，我们的财务优势并不能让我们免受影响，我们的优势只给了我们更好的持续能力与更多的选择。

保险业务的运营

今年由菲尔·列舍(Phil Liesche)所领导的国民保险公司在承保部门 Roland Miller 以及理赔部门 Bill Lyons 的通力协助下，不断地超越自我，虽然保费收入持平，但承保利润率却创同业新高，虽然我们预期明年保费收入将减少，但身为总部的我们不会有任何的抱怨，他们的薪资考绩也不会受影响，对于公司创办人杰克·林沃尔特(Jack Ringwalt)所定下的承保准则我们信奉不渝，而且相当清楚一旦失去就永难再恢复。

John Seward 领导的 Home&Auto 家庭与汽车险公司则小有进展，我们将较不具竞争力的小额一般责任险转为金额较大的汽车保险，同时随着承保绩效的改进，营运规模，不论是在地区或是产品线，也在缓步提升中。

再保业务部门继续反映出直接承保人的过度行为和问题。更糟糕的是，它有可能放大这种过度行为。由于进入障碍较小，还是持续受到供过于求的局面，加上主要保险业者面临的问题，事前可先收取巨额保费，但灾害真正发生与理赔时程却拉得很长，业务起初带来了大量现金，而索赔却很少。这种感觉有点像青少年第一次拥有自己的信用卡一样。

高现金的磁性吸引力使得大笔的资金涌入这个行业，目前的高利率环境更加深了这样的现象，导致的结果是若某一年未发生大灾难，则往后几年的承保绩效便会变得很差，相反的，若有大灾难发生，则更大的灾难将会降临在保险公司身上，因为有些同业可能无法履行与客户当初签订的合约，而我们 George Young 在这一行的表现

一向是一流的，在加计投资收益后，仍能维持合理的获利，我们将继续留在再保险市场，但在可预见的未来，保费收入将很难有大幅的增长。

我们在住宅保险业务(Home-State)持续面临重大的问题，除了堪萨斯州的 Floyd Taylor 外，其余的承保表现均在同业水准之下，自 1973 年成立以来，爱荷华州每年皆发生巨额损失，去年我们决定结束该州的业务，并将之并入内布拉斯加州，住宅保险概念其实也很大的潜力，但还需要很多努力才有办法实现它。

我们的工伤赔偿保险业务在去年痛失英才，37 岁的弗兰克·德纳多(Frank DeNardo)因心脏病不幸去世，他天生就是个保险专家，积极进取，努力上进，很快他就解决了国民保险公司旗下加州工伤赔偿业务的主要问题。当初介绍 Frank 加入的丹·格罗斯曼(Dan Grossman，不懂保险后不堪压力辞职)立即接手其原有工作，并以伯克希尔的另一家子公司 Redwood 火险为主体，承接业务。

至于由 Milt Thornton 所领导的加州 Cypress 保险公司一直是我们在这项业务的主力，且表现一直相当优异，与菲尔·列舍(Phil Liesche)一样，广为同业所仰慕与模仿，但其优秀的表现却是同业无法比拟的。

总之保险业务量在 1981 年将大幅下滑，整体承保表现也不会太好，虽然我们预期自己的绩效应该会比同业好许多，但其它同业也都这样认为，最后肯定有人会大失所望。

纺织业务及零售业务

去年我们缩减在纺织业的营运规模，虽然不愿意但却不得不关闭 Waumbec 工厂，除了少数设备转移至 New Bedford 外，其余设备连同厂房都将处置掉，我本人由于无法早日面对事实而犯了重大的错误。

而在 New Bedford 我们也淘汰了将近三分之一的织布机，放弃了一些产品差异不显著的大批量生产线，而即使一切顺利(这种情况很少)，这些保留的生产线仍不具投资效益，在整个行业周期中，损失将无可避免。

我们剩余的纺织业务规模仍然相当可观，已分为制造和销售部门，每个部门都可以独立开展业务。因此，分销优势和工厂能力不会相互关联。最近通过购买二手 130 英寸 Saurer 织机，我们在利润最高的产品线的产能翻了一番多。情势告诉我们纺织业又将面临艰困的一年，所幸我们在这一行所投入的资本已大幅减少。

Ben Rosner 在联合零售商店的表现持续令我们惊艳，在零售业普遍惨淡的一年，该公司收益表现仍佳，且大部分皆为现金收入，而 1981 年 3 月 7 日联合零售将迈入第 50 个年头，Ben 经营这家公司整整有 50 年了(1931 至 1966 年，与合伙人 Leo Simon 一起)。

伊利诺国民银行及 Rockford 信托处分案

1980 年底，我们完成了将 Rockford Bancorp Inc.(专门为剥离成立的银行控股公司，拥有伊利诺伊国民银行 97.7%的股份)的 41086 股股份等量交换为伯克希尔 41086 股股份(BRK 向选择银行股份的股东回购股份，剥离日 BRK 对该银行原始投资成本加上未分配利润合计 BRK 每股 28.967 美元，记为回购费用)。

交换的方式准许伯克希尔股东维持各自在该银行的权益(除了我本人仅能维持原来的 80%)，如此他们将可确保在该银行的权益与传统的分割方式一样受到保障，总计有 24 位股东选择了这一比例交换(目前股东总人数为 1300 人)。另外股东们也可要求增加其在该银行的权益(相对地，其在伯克希尔的权益将减少)，所有提出此项要求的股东皆如愿拿到股票，因为这 39 位股东需求的股份数量刚好略低于其它 1200 多位选择全数保留伯克希尔股份所释出的银行股份，剩下的中间差额则由本人承受(约占 Bancorp3%的股份)，在加计先前基本 80%的分配额度后，最后的结果，本人在银行的权益稍微减少，而在伯克希尔的权益则略微增加。银行的经营团队对于这样的结果感到满意，**Bancorp 将成为一个只有 65 位股东，组织单纯且不复杂的控股公司。**

融资

8 月份，我们发行了 12.75%票面利率 25 年期(2005 年 8 月到期)，金额 6000 万美元的公司债券，依合约规定我们于 1991 年开始提存备偿基金。这项融资案的主要承销商 Donaldson 自始至终皆提供我们一流的服务。

与大部分公司不同，伯克希尔并不会为了一些特定的短期资金需求而去融资，我们借钱反而是因为当我们觉得在一定期间内(约略短于融资年限)将有许多好的投资机会出现，**最佳的投资机会大多是出现在市场银根最紧的时候，那时候你一定希望拥有庞大的火力。**

对于并购的对象，**我们偏爱那些会"生产现金"而非"消耗现金"的公司。**随着通货膨胀的加剧，越来越多的公司发现它们必须将所赚得的每一分钱再投入才能维持其原有的营运规模，这种操作具有某种海市蜃楼般的意味。就算这些公司帐面数字再好看，除非看到白花花的现金，我们对之仍保持高度警戒。

符合我们标准的公司并不容易找到，(每年我们研究上百件的并购案，其中仅有少数能引起我们的兴趣)，所以要让我们规模合理稳定扩充的想法并不容易落实，但我们仍将继续利用这两种途径以促进伯克希尔的成长。

无论如何，我们皆希望能够保持适当的流动性，负债比例合理结构适当，并保留充裕的资本实力，虽然这种保守的态度将使得我们的投资回报率因此打了点折扣，但这也是惟一能让我们感到舒服的方式。



Eugene Abegg 是我们长期投资的 Rockford 银行创办人，于 1980 年 7 月 2 日逝世，享年 82 岁，身为一位挚友、银行家与杰出公民，他是无可超越的。

当你向某个人买下一家公司，然后他以雇员而不是所有者的身份继续经营时，你会对这个人有更多的了解。在购买之前，卖方对这家公司了若指掌，而买方却一无所知，卖方可以通过疏漏、含糊不清和误导有太多机会欺骗买方，在支票易手后，态度可能会发生微妙的变化，而隐含的理解可能会蒸发。就像是求婚的过程一样，失望总是难免的。而当我们第一次碰面，Gene 就百分之百坦诚，这是他内心唯一的处事方式，谈判的开始，他把公司所有负面的因素摊开在桌上，另一方面，在交易完成数年后，他还会定期地告知你当初交易时未讨论到的地方。

虽然他把银行卖给我们时已 71 岁高龄，Gene 仍然兴勤工作更甚于以往，虽然极少发生问题，但一有问题便立刻报告毫不迟疑，如果一个人在 1933 年银行休息日时都有足够的现金支付所有储户的全部存款，你还能指望他做什么？Gene 从未忘记他是在处理别人的钱，虽然这种信托态度一直占主导地位，但他精湛的管理技能使该银行的盈利能力经常在全国名列前茅。

Gene 负责伊利诺国民银行的营运将近 50 年，约当美国历史的四分之一，当初是一位工业巨子 George Mead 在 Rockford 的其他几家银行倒闭后，把他从芝加哥找来开设银行，Mead 先生出钱，Gene 出力，他的领导才能很快就在 Rockford 的几乎每一项主要公民活动中都留下了印记。

这些年来许多 Rockford 的居民告诉我，Gene 给予他们很多帮助，有时是金钱上的，但更多时候包含的是智慧、同情与友谊，而我本身也从他身上获得许多，因为各自年纪与工作上的关系，我们益师益友，不论如何，这种关系相当特殊，我永远怀念他。

沃伦·巴菲特 董事长



GEICO 创立于 1936 年，借鉴 USAA 保险只向军官销售的做法，GEICO 专门为政府雇员这批特定的群体提供汽车保险。管理层认为，作为政府雇员的汽车驾驶，出现事故的概率要低于其他人，这样保险的赔付率就要小得多。在营销模式上，GEICO 的保险单的销售是革命性的：采取邮寄的直销方式，而不是依靠代理商，由此可以节省大约 10-25% 的保险代理费，拥有尽可能低的成本是 GEICO 赚钱的唯一法门。正是因为这个模式，为 GEICO 的发展开辟开掘了一条具有显著竞争优势的护城河。在 1958-70 年间，戴维森担任了公司的董事长。他上台后，进一步拓展了公司的客户，从政府雇员拓展到管理人员、技术人员和行政人员，也即是只要那些处于谨慎特征的岗位的职员，其驾驶一般也具有谨慎特征，这个战略的实施，将 GEICO 在汽车保险市场的份额由 15% 扩大到 50%，新战略的成功推动了公司的发展，成为一个具有十几亿美元的公司。监管部门对于一般的保险公司的保费收入和准备金比例控制在 3:1，而 GEICO 这项比例特许达到 5:1，它给公司留下了经营上的严重隐患。

1970 年戴维森退休，拉尔夫吉登上任，他更关注企业规模和增长，公司开始大规模扩张，营运成本大幅度上升，加上当时股市牛气冲天，公司降低保单价格并放宽职业限制，首次将蓝领工人和 21 岁以下驾驶员纳入投保范围，意图吸引更多资金用以投资。他们马不停蹄地扩张，向 2500 万人发出直邮广告，在全国设立了 123 个地区办公室，雇用了大量领薪经纪人销售保单。这些办公室的设立成本很高，包括物业费、大量新员工薪水以及电脑设备成本。这种扩张办公的驱动力是对于成本控制漠不关心的表现，而成本控制恰恰是公司财富的基础。这两个战略性转变，导致公司规模不断扩大的同时，也走向了亏损和崩溃的边缘。此时公司又遭到保险法规修订的冲击。26 个州通过《无过错保险法》规定，事故发生后，赔付由损害程度决定，而不是由谁有过错决定，每个驾驶员都可以从自己的保险单中获得赔偿。另一个压力来自公众对保险费率上升的批评，监管机构决定限制保险公司收取保费的标准。更糟糕的是，1970 年代美国高达两位数的通货膨胀（高通胀使实际发生的修车费用和医疗费用比承保预计值高出许多）叠加保单定价错误导致承保巨幅亏损，1973 年的大股灾亦导致投资大幅亏损，浮存金成本大幅提升的同时，投资收益大幅下滑，GEICO 保险遭受双重打击。1974 年发生 28 年来首次亏损，1975 年公司承保亏损 1.9 亿美元，经投资收益弥补后年度净亏损依然高达 1.26 亿美元。更恐怖的是，公司计提的准备金数量不足以应对保险索赔，全国多个州的保险委员会准备宣布 GEICO 保险破产清算。公司股价从 72 年高点 61 美元，73 跌去 50%，74 年跌至 7 美元，76 年拉尔夫下课，最低暴跌至 2 美元，市值跌落至约 5000 万美元，最大跌幅接近 97%。金融业高增长往往蕴含着极高的风险，短期好看的利润表往往预示着长期伤害。没有足够的约束，管理层很容易因错误的激励机制，将企业带入覆灭的边缘。

杰克伯恩上台后先是保监会设法争取提高保险费率，并没有获得支持，在内部经营上，他着手削减经营成本，在全国关闭了 100 多家机构，裁员近半。巴菲特请华盛顿邮报的凯瑟琳格雷厄姆与伯恩联系，得知 GEICO 危机是因为放弃了它与其它保险公司不同的差异化竞争经营模式，假如公司开始回归到低成本的经营状况，仍然采取的是直销模式，每获得一美元保费收入，支付的费用是 15 美分，而其它保险公司则是 24 美分，则公司的潜在竞争优势还在，只要渡过这个关口，就能够恢复生机。他认为，“关键是要判断，并弄清楚伯恩对于这个问题重重的公司是真的很镇定、临危不惧并且很专业，还是他根本就不知道怎么办”。他最后认定伯恩“十分理解保险业，并具有分析能力，他是一个领导者，也是一个推销商”。巴菲特以每股 2.125 美元的价格首次购买了 50 万股，之后累计投入 411 万美元买入约 130 万股。又让伯克希尔为 GEICO 提供了一部分再保险。巴菲特还特意给保险监管部门的负责人马克西米利安沃勒克电话，告诉他不应该这么早关闭 GEICO，因为伯克希尔已经开始在投资。伯恩说服所罗门兄弟公司为其发行了 7600 万股优先股来弥补资本金，许多投资银行均不愿意承销时，巴菲特再次出手买入 1941 万美元优先股，并告诉所罗门的约翰古弗兰，说自己愿意买下所有的股票。其中大部分股票来自 GEICO 保险的创始人 LEO Goodwin 的儿子，他为了做其他生意，将 25% 的 GEICO 股票抵押给银行融资，1976 年 GEICO 暴跌，他没有钱赎回，银行清仓了他的股票，他因此自杀了。伯克希尔花费 2300 多万美元购买了这 25% 的股份。伯恩的努力和巴菲特的支持，使得 GEICO 脱离了困境，不到半年，GEICO 的股票就上升到 8.125 美元，翻了 4 倍。1977 年，GEICO 取得了盈利 5860 万美元，顺利实现了扭亏为盈。巴菲特还教会伯恩各种有效的融资方法，还为公司物色了投资天才路易辛普森，1979 年辛普森走马上任，就为 GEICO 保险公司建立了一套投资规范。1979-89 年，辛普森的股权投资组合获得了年均 26.1% 的回报率。

不仅格雷厄姆没有提前发现 GEICO 保险衰落的迹象，另一位创造投资界著名术语“戴维斯双击”、当时 GEICO 保险董事会成员兼最大的个人股东、一生只投保险股的投资大师谢尔比戴维斯（老戴维斯）也没有提前看出危机。老戴维斯是 1961 年买入 GEICO 保险的。但此时，他的应对非常糟糕，他趁巴菲特入股导致股价从 2 美元反弹至 8 美元附近时清仓，倒在黎明前最黑暗的时刻。除了格雷厄姆和老戴维斯，GEICO 保险的股东里还有后来全球最大的保险巨头 AIG 董事会主席汉克格林伯格、《证券分析》的合著者多德教授以及 GEICO 保险的前任 CEO 洛里默戴维森等知名人士。这些人没有提前发现 GEICO 保险的危机。这个事实或许足以提醒我们：单纯从财报数据上很难分析复杂保险行业的未来。

巴菲特在投资 GEICO 时，他对伯恩并不熟悉，那么他怎么能够判断伯恩就是一个优秀的企业家呢？难道就几个小时的交谈就可以推断出伯恩的企业家才能吗？假如巴菲特只能通过正常渠道了解公司的信息，假如巴菲特无法接近伯恩，深入地了解伯恩是否具有企业家的素质，假如巴菲特没有能力出手通过个人关系影响保险监管层，以及通过伯克希尔为 GEICO 提供再保险，并真金白银的支持所罗门发行 7600 万股优先股的话，完全依靠

GEICO 自身的发展，是否可以渡过这个难关呢？而如果我们这些属于不具备上述能力的“巴菲特”，是否通过几个准则就能够做出对一个问题公司进行大额投资的决策呢？这些正是普通投资者不能机械教条地学习巴菲特的关键内容。显然，巴菲特在 GEICO 上的投资，更像一个深度介入 PE 式的投资，而不是一个普通的二级市场投资模式，只有他能够真正诊断出公司的问题，以及判断出解决问题的途径，并能够提供再融资资源和服务时，这才是巴菲特真正的投资能力。

杰克伯恩 1985 年中离职 GEICO，加入美国运通旗下消防员基金保险公司。1991 年消防员基金保险出售给安联保险集团。期间杰克一直管理美国基金控股公司，1997 年从 CEO 上退休。2000 年杰克成为白山保险公司 CEO，巴菲特 3 亿美元购买白山保险 30% 股份。杰克的两个儿子也先后加入伯克希尔，小儿子帕特里克伯恩 1998 年成为费区海默制服公司临时 CEO，大儿子马克伯恩 2000 年加入通用再保险负责衍生品业务。

----- 底特律国际桥梁公司 (Detroit International Bridge Co.)

1929 年，一位纽约金融家 Joseph Bower 耗费 2350 万美元，在底特律河上修建了一座世界上最长的悬索桥，命名为大使桥 (the Ambassador Bridge)。这座大桥有四个车道，全长约 2283 米，连通着底特律和加拿大安大略省的温莎市，是跨到底特律河通往安大略的第一座桥，也是北美洲最繁忙的商业纽带。

由于耗资不菲且由私人出资，为此政府专门为 Bower 通过了一项新法律，赋予大桥所有者不受监管的权限，可以自行设立收费标准并垄断经营该地区的商业交通。大萧条期间，Bower 的底特律国际桥梁公司濒临破产。为了偿债，公司于 1939 年在纽交所上市。

Bower 家族持有该大桥近 40 年，1977 年将其挂牌出售。此时，巴菲特通过 Wesco 提出每股 20 美元合计 1800 万的收购要约。芒格说，我真想不出还有什么比收费桥梁更保险的投资了... 恐怕任何其它收费桥梁都不可能这么赚钱。此时一向反对外人收购的加拿大政府，突然提出降低过桥费的新要求，已耗资 593 万 (每股约 24 美元购买了 24.7 万股) 的巴菲特，暂停了收购 (不想跟政府发生冲突)。

1979 年，Matty Moroun 杀出，通过银行贷款以 24 美元大量购买股票，最后巴菲特以每股约 29 美元卖给了 Moroun 退出，盈利约 125 万美元。而 Moroun 也顺利拿到了过半控制权，以约 3000 万美元完成收购。

Moroun 在底特律城东部贫民窟长大，从圣母大学毕业。1970 年代，Moroun 掌舵家族卡车运输公司 CenTra。他常常途经大使桥，知道该桥梁公司非常赚钱 (1976 年该公司净利率 31%，利润水平超过道指任何公司)，1972 年开始不断收购其股票。芒格评价 Moroun：他这个人很强硬、很有决心，到底是从竞争激烈的行当里闯出来的。

后来 Moroun 跟加拿大打了两场官司，直到 1990 年代初，双方才达成和解。1992 年 Moroun 的父亲去世，他又与三个妹妹争夺 CenTra 的控制权。她们告他只顾追求商业利益，而损害了公司利益。他反驳称正是因为自己有本事挣到了钱，她们才能坐享其成，如果让她们掌管公司一准会破产。1999 年 Moroun 以 5300 万美元与妹妹和解。

转折点发生在 911 事件后，由于更加严格的安检令过桥速度极其缓慢，人们感到底特律通往国外只有一个出口很不安全，政府和商界开始探讨在另一地点再修一座桥。Moroun 说，如果底特律需要另一座桥，他愿意在自己拥有的桥旁边再修一座。多年来 Moroun 一直在购买边境两边的土地，这样有朝一日，他就能扩大生意。2009 年密歇根交通厅开始推动与加拿大合作的跨国大桥，他们不支持 Moroun 家族自己建第二座桥。Moroun 在电视上登广告反对，认为修建新桥毫无必要，而且构成不公平竞争。争吵拉锯多年，2018 年，经过讨论长达 2500 米的 Gordie Howe 国际大桥动工，设有六个车道，预计耗资 57 亿加元，2024 年通车。垄断近百年的大使桥即将迎来竞争。

现在，每年美加两国间公路货运的 25%、总价约 820 亿美元的货物仍要从大使桥经过，这些货物全靠每天 7100 辆取道该桥的卡车来运输。卡车过桥费平均为 15 美元、轿车 4 美元，Moroun 的家族企业每天有 15.6 万美元、每年 6000 万美元的过路费收入。



1977 年巴菲特和芒格收购底特律国际桥梁公司，用垄断 (monopoly) 描述其竞争优势

参考书目：《Monopoly Rules》Milind M. Lele

How to Find, Capture and Control the World's Most Lucrative Markets in Any Business

巴菲特致股东的信 1981

1982 年 2 月 26 日, BRK: \$430-560

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

1981 年的经营收益约为 3970 万美元, 期初股本回报率(持有股权投资以原始成本计)从去年的 17.8% 滑落至 15.2%。我们的新计划是让所有股东皆能指定捐赠的慈善机构(详如后述), 这使得当年度收益减少 90 万美元, 往后将视我们公司所得税负状况决定捐赠的金额, 但该计划 1980 年还未启动。

无控制权持股之盈余

去年我们曾详细的讨论无控制权收益的概念, 即伯克希尔在我们无法控制或没有重大影响, 但有重大投资的公司留存收益中所占的份额。(我们很乐意与新股东或潜在股东讨论这项话题), 这部分未分配的收益完全没有显示在伯克希尔的经营收益上, 然而我们深信, 那些未分配且未记录的收益仍将转化成伯克希尔股东能享有的有形价值, 就像那些我们完全控制的子公司所赚的收益一样。

我们知道, 这种将非控制股权收益转化为伯克希尔已实现和未实现资本收益的时间极不均衡。虽然长期来看市场价值都能很好地反映企业的商业价值, 即一美元留存收益增加一美元市值, 但在任何一年中, 这种关系都可能反复无常, 各公司之间留存收益的市场确认也将不均衡。如果留存收益没有投入再生产, 回报将是令人失望的低水平或负水平, 而在高回报的公司中, 通过增加资本再投资实现的回报, 将远远超过一美元留存收益增加一美元市值的比率。总的来说, 如果以合理的分析投资了一个非控股公司的组合, 那么组合的投资回报应该是相当令人满意的。

整体而言, 我们的非控股公司比那些控股子公司具有更强大的经济护城河, 由于可选范围更广泛, 这是可以理解的。在股票市场上我们通常可以以合理的价格买到优秀企业的小部分股权, 但是这样的企业很少能完全并购下来, 而且几乎往往是以高价出售的。

一般的收购行为

我们的历史显示, 我们对于拥有整家公司或仅持有部分股权, 并无特殊偏好, 我们在每个领域不断寻找大额的投资机会。(我们尽量避免小额投资, 因为若一件事根本不值得去做, 那就算是把它干得再好也没有多少回报), 事实上, 经营保险和优惠券业务对资金的流动性需求, 要求我们只能对较大市值的股票进行投资。

我们的收购决策将以最大化实际经济价值为目标，而不是管理版图或会计数字的最大化。(长期而言，过度注重会计数字而忽略经济实质的管理层，最后通常两者都顾不好)。我们宁愿以 X 价格买下一家好公司 10% 股权，也不愿以 2X 价格买下那家好公司 100% 股权，不管这会对帐面利润立即产生什么影响。但大部分公司的管理层恰恰相反，他们都不乏明确的理由。然而，我们怀疑有三个动机是大多数高溢价收购的重要因素，无论是单独的还是组合的(通常是不言而喻的)：

(1)，管理层，无论是商界还是其他领域，极少有缺乏动物天性的，而且往往散发出好斗与挑战的意念。相对地在伯克希尔，即使是并购成功在望，你们的管理层心跳也不会加快一下。

(2)，大部分的公司及其管理层，多以「规模」而非「获利」作为衡量自己或他人的薪酬标准，(问问那些名列 Fortune 500 大企业的管理层他们在榜单上的排名，回答的总是按销售额的排名，他们可能从来都不知道若以获利能力来排的话，公司会排在第几位)

(3)，大部分的管理层很明显的过度沉浸于小时候所听到的童话故事，一个变成蟾蜍的王子因美丽的公主深深一吻而被拯救，因而确信，他们优异的管理之吻将为目标公司的盈利创造奇迹。

如此的乐观是必要的，否则公司的股东怎么会甘心以双倍的价钱买下那家好公司，而非以一倍的价格自己从市场上买进。换言之，投资人永远可以以蟾蜍的价格买到蟾蜍，而若投资人愿意用双倍的代价资助公主去亲吻蟾蜍的话，最好保佑奇迹会发生，我们看到过太多亲吻，但很少有奇迹。尽管如此，许多管理层的公主们依然坚信她们的亲吻有使蟾蜍变成王子的魔力，即使在她的后院早已养满了齐膝深且毫无反应的蟾蜍。

平心而论，有两种情况的并购是会成功的：

第一类是你买到的(不管是有意或无意的)是那种特别能够适应通货膨胀的公司，这种受青睐的业务必须具备两种特征：

(1)能够相当轻松地提高价格，即使在产品需求平稳产能过剩的情况下，且不怕会失去市场占有率或销售量。

(2)只要增加额外少量的资本支出，便可以使营业额大幅增加。虽然增加的原因大部分是因为通货膨胀而非实际产出增加的缘故。

近几十年来，能力一般的管理者只关注满足这些测试条件的收购，就已经取得了优异的成绩。然而，同时具备这两个特点的企业很少，现在激烈的竞买已经到了弄巧成拙的地步。

第二类是那些经营奇才，他们能够认出那些裹着蟾蜍外衣的罕见王子，并且有能力让它们脱去伪装。

我们向诸如西北工业的本·海涅曼(Northwest Industries, Ben Heineman)、特利丹的亨利·辛格尔顿(Teledyne, Henry Singleton)、国民服务工业的埃尔文·扎班(National Service Industries, Erwin Zaban)等管理者致敬，尤其是首府广播公司的汤姆·墨菲(Capital Cities, Thomas Murphy)，汤姆·墨菲是那种能将并购目标锁定在第一类的公司，而本身具有的管理才能又使他成为第二类的佼佼者。

直接或间接的经验使我们认识到，达到这些高管成就的困难性和稀有性，当然他们也确实如此，这些年来很少进行交易，并且发现利用公司闲置资金买回自家股份是最明智的方法。

而很不幸的，你们的董事长并不符合第二类的资格，尽管已充分认识到须将重点放到第一类的公司，但真正命中的机率却是少之又少，我们的说教比实际做的要好得多，(我们忘了诺亚的叮咛：能预测什么时候下大雨没有用，必须要能建造方舟才算数)。

我们曾用划算的价钱买下不少蟾蜍，过去的报告多已提及，很明显的我们的吻表现平平，我们有遇到几个王子级的公司，但是早在我们买下时他们就已是王子了，而至少我们的吻没让他们变回蟾蜍，而最后我们偶尔也会成功地以蟾蜍般的价格买到一些容易辨认的王子级公司的部分股权。

托马斯墨菲(Thomas Murphy, 1925-2022)

1925年，美国传媒界传奇汤姆墨菲出生于纽约布鲁克林。二战期间，他曾加入美国海军。战争结束后，他在康奈尔大学完成了一年的学业。之后，墨菲从哈佛商学院毕业，在快消品巨头联合利华的前身利华兄弟公司(Lever Brothers)中担任产品经理。1954年的一天，在位于纽约州Schenectady市的父母家中，他参加了一场夏日鸡尾酒会。他父亲是当地一位著名的法官，邀请了一位老朋友Frank Smith。他是著名广播记者Lowell Thomas的业务经理，二人和几个同事刚刚收购了收购哈德逊谷广播公司(Hudson Valley Broadcasting)，这是位于纽约州Albany市的一家苦苦挣扎中的电视台和调频电台。电视台坐落在一个废弃的修道院中。他们的收购使之免遭破产。年轻的墨菲同意辞去他在纽约的体面工作，搬到Albany市去管理这家电视台，年薪1万美元。当时墨菲与Frank Smith达成了协议：如果他能胜任这份工作，将获得25万美元的报酬；若表现不佳，五年后他将返回纽约。然而，当时他既没有从事广播行业的经验，也没有一点相关管理经验。墨菲运用自己的常识来解决问题，首先是削减成本减少了不必要的开支以提高现金流，然后改进了节目制作，力求打造独具特色的内容以吸引听众。他还投资于新技术的应用，电台改用甚高频频率，扩大了覆盖范围，并提高客户体验感和音频质量。广播行业在1960年代正值黄金时代，由于当时开车的人较多，且家庭娱乐项目有限，广播成为了一个非常繁荣的行业。广播行业主要依赖广告收入、赞助与合作、许可费和节目营销，同时政府也会提供一定的资助和补助。当电台的收听率 and 市场份额越高，广告商就越愿意选择受众群体更多的平台投放更高额的广告。这便是广播行业的商业本质。经过几年经营亏损之后，他把电视台变成了一个持续创收的部门。1957年，Frank Smith和墨菲买进了北卡罗来纳州的Raleigh-Durham电视台，并与之合并为首府广播公司(Capital Cities Communications)，该名字意指Albany和Raleigh是两个州的首府。

1961年，墨菲聘用了Albany当地人丹伯克(Dan Burke)来接替他管理Albany的广播公司。这位30岁的哈佛商学院MBA，此前也没有广播业从业经验，他哥哥吉姆伯克(Jim Burke)是墨菲在哈佛商学院的同学，把他引荐给了墨菲，吉姆后来成为强生董事长。墨菲给他灌输了公司的经营哲学：精简去中心化。最终，他成了这一经营哲学的典型代表。丹伯克加盟之后，墨菲回到纽约，和Frank Smith一起管理公司。每周伯克将公司情况汇报给墨菲，但墨菲从不回复。后来墨菲对伯克说：我不会来Albany，除非你邀请我或是你被开除了。墨菲的管理方式

就是充分放权，让他们就像管理自己的企业一样。1964年，墨菲升任公司总裁。1966年FrankSmith去世，40岁的墨菲成为首府广播公司董事长兼CEO。在接下来的30年里，墨菲和伯克这对搭档一起管理公司，并进行了30多起电视台收购，其中最著名的是1985年鲸吞美国广播公司ABC。

1967年墨菲斥资2200万美元从美国广播公司手中购得高频数字13频道KTRK。1968年以4200万美元收购Fairchild Communications广播公司。1970年以1.2亿美元从沃尔特-安纳伯格Walter Annenberg手中买下了Triangle Communications广播公司。此时，他们已经拥有五家高频电视台，达到了美国联邦通信委员会所规定的上限。1974-1975年，他继续收购，分别花费了7500万美元和9500万美元购买了几家小型日报社。1980年，他还冒险投资了墨西哥的有线电视台。当没有更多合适的投资机会时，他开始回购自己的股票，但只在股价较低时才出手。每一家被收购的公司都给予充分的管理权，所有的决策都是自主做出。他们第一要务就是控制成本，如果他们做不到，墨菲就会亲自出马。墨菲说：我们对他们寄予厚望。

1960年代末，墨菲在一次哈佛大学同学(比尔鲁安)的午餐会上遇到了巴菲特。巴菲特给墨菲留下深刻印象，他邀请巴菲特加入首府广播公司董事会，巴菲特婉拒了邀请，但二人成为好朋友。1977年巴菲特投资了首府广播股票1000万美元，第二年获利卖出。

1984年底，墨菲与ABC广播公司Leonard H. Goldenson联系，谋求合并两家公司遭到拒绝。1985年联邦通信委员会允许一家广播公司拥有的电视台数量从7家提高到12家。此时首府广播公司已经拥有7家电台，以及12家广播电台、有线电视和报纸资产。墨菲再次联系Goldenson谋求合并。此时79岁的Goldenson正在为公司寻找接班人，虽然ABC公司内部有几个候选人，但他都不是很满意，而墨菲和伯克组合在美国媒体业被认为黄金搭档。通过合并，公司将拥有最强大的经理人组合。最终首府广播公司出价35亿美元(121亿美元/股，118美元现金+3美元购买首府广播10%股份的权利)，这个价格是ABC广播公司股价的两倍。其中21亿美元是银行借款，将一些有线资产出售给华盛顿邮报公司拿到约9亿美元，巴菲特出资5亿美元以172.5美元认购300万股，并加入董事会。这是美国商业史上最大的一笔非油气交易，当时《华尔街日报》称这是一个小鱼吞巨鲸的故事。然而，墨菲对此充满信心，认为这是他用毕生训练为此做好准备的收购。首府广播利润率为29%，而美国广播只有11%，墨菲首先消减成本提高现金流。合并ABC之前公司由60人管理5家电视台，合并后不久，6个人就可以管理8家电视台。纽约的WABC雇员超过600人，税前利润30%，墨菲把人员精简为400人，税前利润提高到50%。墨菲花费5年时间，创造了27亿美元现金流，长期债务从18亿美元降为9.6亿美元，现金等价物从0.16亿提高12亿美元。公司市值从29亿美元上涨到83亿美元。

1990年，墨菲花费6100万美元进行了一下小型收购，他说，整个市场绝大多数传媒企业价格都太高了。收购是首府广播的重要增长方式，墨菲一直非常留心市场上是否有合适的传媒资产出售。他老早就意识到传媒行业是存在周期性的，如果使用债务进行不合理的收购，将给股东带来巨大风险。当公司赚钱过多现金，市场也找不到合理收购机会，墨菲会选择偿还债务或分红回购来回馈股东。1989-1992年墨菲花费8.7亿回购了195.3万股。1993年11月，公司宣布以荷兰拍卖式回购股份。伯克希尔回售了1/3持股共100万股，收回6.3亿美元。

1993年刚过完65岁生日，丹伯克就从首府广播公司退休了。1995年夏，巴菲特建议墨菲在艾伦公司(Allen & Company)举办的传媒业富豪年度聚会上和迪士尼公司CEO迈克尔·艾斯纳(Michael Eisner)坐下来谈谈。此次聚会是在爱达荷州太阳谷(SunValley)举办的。这个时候墨菲已经70岁了，还没找到接班人，于是他便同意和艾斯纳谈谈。后者表示有兴趣买下他的公司。经过几天谈判，墨菲为他的股东协商到一个天价，足足190亿美元，是公司现金流的13.5倍、净收入的28倍。墨菲在迪士尼公司董事会获得了一个席位，由此从一线管理岗位退了下来。如果在1966年汤姆·墨菲刚当上CEO的时候，你投资了1美元，到他把公司卖给迪士尼公司的时候，这1美元将变为204美元。在29年时间里，内部收益率达到了惊人的19.9%，大幅度超过同一时期标准普尔500指数的10.1%，以及传媒板块领先指数的13.2%。

2003年汤姆墨菲加入伯克希尔董事会，2021年退出。2022年5月25日，汤姆墨菲去世，享年96岁。如果回顾墨菲的管理生涯，他取得成功的方法简单到难以置信：专注于那些商业特征非常有吸引力的行业、有选择地利用杠杆买入偶然出现的大资产、改善经营、支付债务；重复上述做法。正如墨菲在接受《福布斯》杂志的一次访谈中清楚说明的那样：“我们只是抓住时机不断地买入资产，明智地进行杠杆收购，改善经营。然后，我们就能获得点别的什么东西。

巴菲特从不吝惜对这位挚友的称赞，在1995年的致股东信中，他盛赞墨菲：“他是我在投资生涯中，遇到最好的经理人之一，同时除了优秀的管理特质之外，他也拥有同等的人格特质，他是一位杰出的朋友、父亲、丈夫与公民，许多时候当其个人利益与股东利益相冲突时，他毫不犹豫地会选择后者。每当我提到我喜欢与那种我希望他们能够成为我的子孙、女婿或遗嘱执行人的经理人共事时，墨菲就是我能引用的最佳典范。如果墨菲决定另创事业，不必费心去研究其可行性，闭着眼睛投资就对了。”当墨菲辞职伯克希尔董事，巴菲特在声明中称：“

汤姆·墨菲在经营企业方面教给我的东西比其他任何人都多。50 多年来，我们早已成为朋友和伙伴。我唯一的遗憾是，没有更早地见到他。”

伯克希尔的收购目标

我们将继续寻求以合理的价钱买下整个公司，即使那家公司未来的发展与过去大体相同(没有增长)。我们也愿意以不错的价钱买下第一类的公司，若我们确实有理由相信他们就是第一类公司。但我们通常不会在任何收购中花高钱去买那些我们必须替其作许多改变的公司，因为我们发现我们所作的改变不见得是好的。

今年我们曾几乎谈成一笔大生意，那家公司与其经理都是我们所喜爱的，但就是价钱谈不拢，若坚持买下，考虑到所涉资金更好的用途，股东的利益不见得会更好。整个伯克希尔帝国版图可能会变大，但股东会变得更穷。

尽管 1981 年我们并没有成功的个案，但我们预计未来仍能买到 100%符合我们标准的公司，此外我们期望偶尔能有像后面报告所述平克顿安保(Pinkerton)这样大型无投票权的股权投资机会，我们欢迎有关此类公司的建议，作为一个次要的大股东，我们可以在帮助现有所有者和管理者的实现长期目标的同时取得可观的经济效益。

我们发现通过公开市场购买一些由有能力且正直的人经营的，并具有特许经营特权公司的少部分股权，最容易赚到钱，而事实上我们也从未打算自己去经营这些公司，但我们的确想要从这些公司上获利。而我们也预期这些公司的留存收益将会百分之百回报给伯克希尔及其股东，若最后没有，则可能是出了以下几种差错：

(1)，公司的管理层有问题。Right People

(2)，公司的未来的前景有问题。Right Business

(3)，我们支付的价格有问题。Right Price

而事实上，不论在买进具控制权或非控制权的股权方面，我们曾犯了许多错误，其中以第二类误判的情况最常见。当然有必要翻开我们投资的历史，深入挖掘此类的案例(可能至少要回溯至少 2-3 个月以上吧)，例如去年你们董事长主动提出看好铝业美好前景的专家意见，只是后来看法陆续经过些微的调整，最后却是 180 度的转弯。

然而基于个人与客观的原因，通常我们改正在对不具控制权的股权投资的错误，要比对具控制权的来得容易许多，这时候缺少控制权反而成为一种优点。而就像去年我曾提到的，我们在不具控制权的投资按投资比例应占而未分配的经营收益，已经增长到其总额超过我们自己报告的经营收益，而且我们预期这种情况将会持续下去。1982 年光是其中四家(GEICO 保险、通用食品、雷诺烟草及华盛顿邮报)留存收益加起来就超过 3500 万美元，由于会计原则使得我们在计算帐面股东权益报酬与单一年度获利表现时，无法将这些留存收益记入。

公司的长期业绩表现

在衡量一家公司长期的经济表现时，我们的保险子公司所持有的股票会以市价估值，但需扣除变现时必须支付的税款，而若我们前面所作的推论正确的话，那些非控制的股权其留存收益，最后终将不定期的反映在我们帐面上，至少到目前为止确是如此。当然若严格一点计算的话，还必须把债券投资及非保险子公司所持的股票以市价计算才更准确，然而 GAAP(一般公认会计原则)并未如此规定，而且这样做对我们来说其实影响不大，而当其影响大到一定程度时，我一定会向各位报告。

按 GAAP 原则，自现今经营层接手十七年来，伯克希尔的帐面价值从每股 19.46 美元增加到如今的 526.02 美元，年复合增长率约 21.1%，预计这个比率在未来将会逐年下滑，但我们期望它至少要高于一般美国大企业的平均水准。在 1981 年账面价值大幅增加 50%以上——约 1.24 亿美元，其中 31%要归功于 GEICO 保险一家，总得来说，今年我们投资股票获得的收益远远超过基本业务的收益，但股票市场并不会一直朝好的方向走。

在去年报告我们曾解释过，通货膨胀是如何使我们的虚幻帐面表现比经济实质好看得多的，目前市场各种价格指数的上涨已经较为温和，我们对美联储主席保罗·沃尔克(Volcker)先生所作的努力表示感谢，尽管如此，我们对未来的通胀趋势仍感到悲观，就像处女，稳定的物价水平只能维持，却不能恢复原状。尽管通胀对投资来讲实在是太重要了，但我不会再次复述我的观点惩罚你一次，通胀本身对大家的折磨已够大了(若谁是被虐狂可向我索取复本)，但由于通胀持续的使货币贬值，我们会尽最大的努力使你的皮夹满满，而不是仅仅填饱肚子。

股权投资的价值增值(Equity Value-Added)

如果你仍然对我们的长期回报率抱有热情的期望，那另外一项因素可能会再给你浇上一盆冷水。人们投资于企业股权而不是被动的投资固定收益债券的典型经济理由是，具有管理和企业家才能的管理层，可运用这笔资金创造出比固定收益更高的回报。这种说法还认为，由于股权投资相比被动投资要承担更大风险，因此，它需要获得更高的回报，于是股权投资自带"价值增值"福利就似乎是理所当然又确定无疑的了。

该理论正确吗？过去数十年来，即使一家公司的股本回报率只有 10%，便能被归类为「好生意」，也就是说，当我们把一美元投入到这家公司，逻辑上可以预期市场价值将会超过一美元。因为当时长期应税债券收益率约为 5%，免税债券则约 3%，一个以 10%回报运营资本的生意，显然比被动出借资本更值得溢价。尽管加计资本利得税和红利税后，公司赚取的 10%回报到了投资者手中仍然有 6-8%。

股票市场认同这个道理，在过去的一段时间，一家平均股本回报率达到 11% 的美国企业，其交易市价远高于账面价值，平均每一美元账面价值卖到 1.5 美元(PB=1.5)，这样看大多数企业还都算是「好生意」，因为企业的回报远远超过那些长期被动资金的回报，总的来说，股权投资产生的价值增值是相当可观的。(EVA 概念)

然而那一切已成过去，但过去所得到的经验法则却很难抛弃，投资大众与管理层必须着眼未来，但他们的记忆与神经系统却还深陷于过去。投资大众习惯于利用历史市盈率，而管理层则惯用传统企业评价标准，但却不去深思其前提是否早已改变，若改变是缓慢的，那么不断的反思便就没那么必要，因为收获不大，反而会拉长反应时间。若变化很大，则固守昨日的假设可能会付出极大的代价，而如今经济步调的变动之快是令人窒息的。

去年长期应税债券收益率超过 16%，而免税债券也超过 14%，当然此类免税债券收益都直接落入投资人的口袋。在此同时，美国企业的股本回报率仅为 14%，而且尚未计算落袋前所须支付的税负，缩水程度取决于公司股利政策和投资人适用的所得税率。因此，以 1981 年末的债券利率水平而言，投资美国公司一美元对投资人来说不再值一美元，(当然若投资人是养老基金等免税机构，则情况可能会好一点，但数据依然没有吸引力)，假设投资人适用于 50% 税率，而公司把所有收益皆发放出来，则股东的投资回报率约等于投资 7% 的免税债券，而这种情况若一直持续下去，等于是套牢于一长期 7% 的免税债券一样，而这样的企业真正的价值可能连其原始投资额的一半还不到。

但如果把所有收益都保留不分红，而股东回报率 14% 维持不变，则收益每年会以 14% 的速度增加，再假设市盈率不变，则公司的股价每年也会以 14% 的速度上涨，但这 14% 还不在投资人的口袋中，因为卖出需要付最高约 20% 的资本利得税，所以不管怎么说，还是比现时可买的免税债券的 14% 被动税后收益率低。

除非被动税后收益率降低，否则即使不分红且公司收益每年以 14% 增长，对投资人而言，经济上等于是投资失败。被动投资回报超过主动投资，这对股东与管理层都是不怎么愉快的事实，而管理层更是选择假装不知道，但事实不会因为令人不爽或被忽视而停止存在。

目前多数美国公司把收益大部分都用来分红了，算是介于两个极端的例子之间，所以这些美国公司从投资上说不算「好生意」，因为税后投资回报比投资免税债券还要差，当然也有少数高回报的公司仍具有吸引力，但总的来说，多数对美国企业的股权投资不会给投资人带来任何附加增值。

但要强调的是，这并不是说整体美国公司的表现比以往更令人沮丧，事实上，反而是比以往还好一点，过去

十年平均股本回报率提高了几个百分点，只是被动投资收益率(无风险收益率)这道门槛却比以前提高了许多，不幸的是，几乎没有哪个行业回报率的增长前景是光明的，大多数公司除了寄希望无风险收益率降低以外对此都无能为力。通胀经历与通胀预期将是未来几年影响被动收益率的主要的因素，但非惟一因素。如果导致长期通胀的因素能得到控制，被动收益率自然会下降，而美国股权投资的情况也能大幅改善，由「差生意」转为「好生意」。

特别具有讽刺意味的是，通胀环境对「差生意」的股东造成了进一步的惩罚。为了维持目前的运营模式，这种低回报的企业通常必须保留其大部分收益(以维持业务不下滑)——无论会对股东带来了什么惩罚。

当然，理性会采取相应对策，一个人持有的 5% 低息债券还需要很多年才到期，他不会从该债券中取出息票，并以 100% 的价格购买更多类似低息债券，因为这种低息债券市场价只卖 40 美分。相反，他从该债券中获得的息票，如果倾向于再投资，他会在现有安全的情况下寻找更高回报。明智的资金不会虚掷在糟糕的投资上(Good money is not thrown after bad)。

如同债券持有人，股权投资人也是一样。从逻辑上讲，一家过往历史上和可预期的未来，都拥有高股本回报率的公司，应该保留大部分或全部收益，以便股东能够从再投入的资本中获得更多回报。但若这家公司回报率很差，何不把所赚的收益分配给股东，让股东自己去寻找其它更有吸引力机会呢？(圣经亦赞同：有个三个仆人比拼才能的寓言，老天爷让其中二个会赚钱的仆人，保留他们所赚的钱并鼓励他们扩大业务，而另外一个懒惰不会赚钱的仆人，则被严厉的惩罚，并叫他把钱交给前面二个仆人管理/马太福音 25 章 14-30)。

但通胀让我们像穿过镜子来到爱丽丝梦游的仙境一样，当通胀肆虐时，「差生意」被迫保留它所有的每一分钱，不是因为保留收益更有利可图，而实在是迫不得已，因为只有这样才能辛苦地维持它过去的营运能力。

通胀就像是寄生在企业体内的巨大绦虫，不管被宿主健康状况如何，绦虫都会抢先消耗其每日必需的运营资金。无论实际获利水平如何(即使为零)，企业持续将更多的资金，沉淀于应收账款、存货和固定资产，以便维持上一年的营收规模。企业越不景气，绦虫所占用的资金比例就越大。

以目前的情况来讲，一家公司若只赚到 8% 或 10% 的话，根本没钱拿来扩张、还债或发放实在的股利，通胀这条寄生虫早就把盘子清光光了，(而事实上，企业通常利用许多方法将无法发放股利的窘境掩饰住，例如常常提出收益转投资计划，强迫股东再投资，或是发行新股，拿张三的钱发放给李四，要小心这种必须要另外找到金主才能发放的股利)。

反观伯克希尔继续保留收益是出于进攻性投资的目的，而绝非防御性或被迫性的原因。当然我们也不能免除高企的被动投资回报率对股权投资造成的压力，我们历史累计的回报率 21%扣除潜在的资本利得税后，比目前的税后被动投资回报率稍稍高出一点点。我们虽然仍能持续地跨过那最低的门槛，但也只是低空掠过，这对未来毫无保障。而只要在出一点点差错，便可能使我们面临无法跨过门槛的窘境，这要么来自任何人都无法控制的事件，要么来自我们相对较差的适应通胀的运营能力。

报告收益的主要来源

下表显示伯克希尔报告收益的主要来源，其中伯克希尔拥有蓝筹印花 60%的股权，而后者又拥有 Wesco 金融 80%的股权。该表显示了各个业务实体的经营收益，以及伯克希尔在这些收益中所占份额。任何业务实体因异常出售资产而产生的所有重大损益都汇总在表最后"已实现出售证券利得"一栏，不计入经营收益。虽然本表列示的方式与一般公认会计原则不尽相同，但最后的损益数字却是一致的。

报告收益的主要来源	税前收益				税后收益	
	合计		伯克希尔应占		伯克希尔应占	
以千美元计	1981 年	1980 年	1981 年	1980 年	1981 年	1980 年
保险集团：承保收益	1,478	6,738	1,478	6,737	798	3,637
保险集团：净投资收益	38,823	30,939	38,823	30,927	32,401	25,607
纺织公司	-2,669	-508	-2,669	-508	-1,493	202
联合零售商店	1,763	2,440	1,763	2,440	759	1,169
喜诗糖果	21,891	15,475	13,046	9,223	6,289	4,459
布法罗晚报	-1057	-2,777	-630	-1,655	-276	-800
蓝筹印花-母公司	3,642	7,699	2,171	4,588	2,134	3,060
Wesco 金融公司-母公司	4,495	2,916	2,145	1,392	1,590	1,044
互助储贷	1,605	5,814	766	2,775	1,536	1,974
精密钢铁	3,453	2,833	1,648	1,352	841	656
利息费用	-14,656	-12,230	-12,649	-9,390	-6,671	-4,809
其他	1,895	1,698	1,344	1,308	1,513	992
经营收益	60,663	61,037	47,236	49,189	39,421	37,191
Illinois 国民银行和信托公司		5,324		5,200		4,731
出售资产和已实现证券收益	37,801	19,584	33,150	15,757	23,183	11,200
所有实体-收益合计	98,464	85,945	80,386	70,146	62,604	53,122

注："其他"科目包含并购企业产生的商誉摊销(See's, Mutual bank, Buffalo Evening News)；

Illinois 国民银行和信托公司已于 1980/12/31 从伯克希尔剥离；

BlueChip 及 Wesco 两家公司本身是公开发行人，按规定编有自己的年报，在本报告后面附上这两家公司高管的叙述性报告，其中描述了 1981 年的运营情况。

就像先前我们所提到的，不具控制权的股权投资其已分配的收益已列示于保险业务的投资收益之中，但我们

不控制的公司的留存收益现在与上表中详述的经营收益一样重要。下表列示的是那些我们不具控制权的股权投资
的持股，这些非控制业务仅分配收益(股息)包含在我们的收益中：

	上年	股份数量	公司名称	成本	市值
不变	7,200,000	7,200,000	a.GEICO 保险	47,138	199,800
增持	245,700	1,764,824	b. R.J.R 烟草公司	76,668	83,127
增持	1,983,812	2,101,244	b.通用食品公司	66,277	66,714
不变	1,868,000	1,868,000	a.华盛顿邮报	10,628	58,160
不变	2,015,000	2,015,000	a. Handy&Harman 多元制造	21,825	36,270
减持	1,250,525	785,225	b.赛菲科公司	21,329	31,016
不变	711,180	711,180	a. IPG 广告传媒	4,531	23,202
不变	370,088	370,088	b.平克顿安保公司	12,144	19,675
减持	464,317	703,634	a.美国铝业	19,359	18,031
新进		420,441	a.Arcata 公司	14,076	15,136
不变	475,217	475,217	b.克利夫兰克利夫钢铁	12,942	14,362
增持	434,550	451,650	a.联合出版公司	3,297	14,114
新进		441,522	a.GATX 公司	17,147	13,466
不变	391,400	391,400	a.奥美国国际广告公司	3,709	12,329
不变	282,500	282,500	a.MEG 传媒	4,545	11,088
			总计	335,615	616,490
			所有其他控股公司	16,131	22,739
			全部权益	351,746	639,229
34%清仓	1977	1981 年	a.凯撒铝化工公司		
22%清仓	1979	1981 年	a.F. W. Woolworth 折扣零售		
6%清仓	1980	1981 年	b.底特律国家桥梁公司		
15%清仓	1980	1981 年	a.全国学生营销公司		
41%清仓	1980	1981 年	b.洛杉矶时代镜报		
59%清仓	1978 年	1980 年	美国广播公司		
92%清仓	1979 年	1980 年	Amerada Hess 石油公司		
36%清仓	1977 年	1979 年	Knight-Ridder 骑士报业		
21%清仓	1977 年	1978 年	首府广播公司		
64%清仓	1976 年	1978 年	凯撒工业公司		

(a)代表伯克希尔持有。(b)代表 BlueChip 或 Wesco 持有

由于我们具控制权与不具控制权的企业经营遍布各行各业，所以恕我无法在此赘述，但无论如何，集团的重点一定是摆在产险/意外险之上，所以有必要对其产业未来发展加以说明。

保险业务

山姆·戈德温(Sam Goldwyn)说：预测是危险的，尤其是那些关于未来的预测。(伯克希尔的股东在过去几年的年报中读到你们的董事长对纺织业的前景分析后，可能也会深有同感)，但若预测 1982 年将会是保险业承销史上

最惨的一年应该是没什么问题的，目前同业竞相杀价行为加上保险合同的滞后性质，巨亏的结果是确定无疑的。

虽然许多汽车保险保单以六个月为期来定价销售，但许多产险合同以三年为期，所有产险意外险的加权平均期限略低于一年，当然在保险合同期内价格是固定的，因此今年销售的保单(保费收入)大概会决定明年保费收入的一半水平，而另外一半则由明年签下的保单来决定，因此获利的情况自然而然会顺延，也就是说若你在定价上犯了错误，那你所受的痛苦可能会持续一阵子。

注意下表所列为每年保费收入增长率和其对当年与隔年度获利的影响，而结果正如同你对通胀所预期的一样，当保费收入以两位数增长，则当年与隔年的获利数字就会很好看，但若保费收入增长很少时，则表示承销结果就会变得很差。下表反映一般同业所面临的情势，综合比率表示所有营运成本加上理赔损失占保费收入的比率，比率低于 100 表示承保盈利，反之则承保亏损：

年度	保费收入增长率	已赚保费增长率	综合比率
1972	10.2	10.9	96.2
1973	8.0	8.8	99.2
1974	6.2	6.9	105.4
1975	11.0	9.6	107.9
1976	21.9	19.4	102.4
1977	19.8	20.5	97.2
1978	12.8	14.3	97.5
1979	10.3	10.4	100.6
1980	6.0	7.8	103.1
1981	3.6	4.1	105.7

诚如 Pogo 所说："未来绝不会与过去相同"。现在的定价趋势已注定日后悲惨的结果，尤其若因近几年无重大灾难所得的喘息机会结束时。保险承保的情况反而却因行业运气好(而非运气坏)而越来越差：近几年来飓风大多仅停留在海上，同时(因高油价)人们减少了开车次数，但他们不会永远都这么慷慨。

当然货币与社会的双重通胀是无法抵挡的，法院与陪审团对保险投保范围的认定，超越合约和判例的不断扩张，财产修复与人身医疗等这些被视为保险合同义务的成本也无情的不断增加。若没遇上什么倒霉事(如大灾难或危险驾驶行为增加等)，行业保费收入平均至少要提价 10%才能覆盖成本的上涨，使 1982 年创纪录的综合比率水平不再恶化(估计大部分同业承保损失每年都以 10%增加，当然大家都期望自己的亏损比率低于行业)。保费涨价每低于 10%一个百分点，就会加快亏损恶化的速度。1981 年的季度数据强调了这样一个结论，即糟糕的承保亏损正在加速恶化。

去年年报我们曾经提到许多保险公司因投资不当使得其公司财务变得不健康，迫使他们放弃原有承保原则，不惜以低价承接保单以维持既有流动性。很明显的帐上持有不合理高估的债券的同业，为了现金流动性而以明显不合理的低价大量卖出保单，**他们更担心的是业务量的大幅下降，而根本无暇关心承保的潜在损失。**

然而不幸的是所有的同业皆因此受波及，因为你的价格不可能与竞争同业差得太远，这种压力有增无减，并迫使愈来愈多的同业跟进，**盲目追求保费的增长而非盈利的增加，害怕失去的市场占有率永远无法恢复。**即使大家一致认同费率极不合理，我们认为没有一家大型保险业者，能够承受现金极度流出的情况下不接任何保单，而只要这种心态存在，则保单价格将持续面临调降压力。

产业专家认为保险行业是景气周期循环的，并且长期而言承保损益接近两平。对此我们则持不同的看法，我们相信**承保面临巨额损失(虽然程度不一)将成为保险业界的常态**，未来十年内最好的表现在以往仅能算得上是普通而已。虽然面临持续恶化的未来，伯克希尔的保险业务并无任何良方，但我们管理层却在力争上游，尤其是 Phil Liesche、Bill Lyons、Roland Miller、Floyd Taylor 和 Milt Thornton，虽然保单数量减少了，但承保损益相较于同业仍显优越。展望未来，伯克希尔**将继续维持低保单的现状，我们的财务实力使我们能在业务上保持最大的弹性**，这在同业间并不多见。而将来总有一天，当**同业保单接到怕之时**，伯克希尔的财务实力将成为营运发展最有利的后盾。其中 GEICO 保险是我们不具控制权中的主要股权投资，它凭借其非凡且不断提高的运营效率，比几乎任何其他大型保险公司都处于更安全的地位，它堪称企业理念的最佳实践典范。

股东指定捐赠

我们的新计划让股东能够指定公司慈善捐款的接受者受到了热烈欢迎。在 932206 张符合参与标准的有效股份中(即在本公司股份系由本人登记者)，有 95.6%做出了回复，而在即使不包含本人股份的情况下也超过 90%。此外有 3%的股东主动写信来支持本计划，而股东参与的热烈与提供的意见也是我们前所未见的，这种自动自发的态度说明了本计划成功与否，也可看出伯克希尔股东的天性。很明显的，他们都希望能拥有并自由掌控其捐赠金钱的去向的能力，教授父权式的管理学院可能会惊讶的发现，没有一位股东表示希望由伯克希尔的管理层来帮他们作决定，或是依董监事捐赠比例行事(这是目前一般美国大企业普遍的作法)。除了由伯克希尔及其子公司管理层决定的捐献外，**总计 1,783,655 美元的股东指定捐赠款共分配给 675 个慈善机关团体。**

往后几年伯克希尔将会因这项捐款计划获得些许的税负抵减，而每年十月十日以前，我们将会通知股东每股

可捐赠的金额，你有三个礼拜的时间可以作决定，为免丧失资格，股份须必须由你本人名义登记在 9 月 30 日的股东名单上。对于去年这项计划我们惟一感到遗憾的是，有些股东虽然不是因为本身的错误，而无法参加，由于税务单位的解释令于十月初才下来，并规定股份若由代理人或经纪人名义登记者不适用，由于时间紧迫，再加上联络前述股东仍须通过其代理人，使得部分股东没能参加，在此我们强烈呼吁那些股票经纪人尽速通知其客户，以免股东的权利被剥夺。

在这种情况下，我们试图更迅速地与众股东联络(通过 10 月 14 日的信)，那样如果他们希望的话，他们就可以在 11 月 13 日的登记日之前参与了。股份代持的股东知晓这个消息尤其重要，因为他们如果不在登记日前重新注册所持股份，信息就不可查了。不幸的是，与这些隐名股东联络只能通过代持人。因此我们强烈敦促所有代持人(大多数是经纪公司)，尽快将我们的信件转给实际持有人。我们解释过了，如果不能及时登记，就会失去这项重要的所有权。但我们强烈呼吁的结果并不能强化美国邮政系统的作用。我们有很多股东从没收到过股票经纪的信息(这是有些股东在知道了这个项目情况后告诉我们的。)其他人得到信件时已经太迟。其中有家证券经纪商代表六十位股东(约占 4%强股权)很明显地在接到邮件三个礼拜后，才将之转到客户的手上。讽刺的是，该公司并非所有部门皆如此懒散，转寄邮件的帐单在六天内就送到伯克希尔公司。

我们之所以告诉大家这件事有两个理由(1)若你希望参加这项股东指定捐赠计划的话，请务必将你的股份在九月底以前改登记在自己的名下(2)就算你更愿意使用代理人，最好还是至少将一股登记在自己的名下，如此才能确保你与其它股东一样在第一时间知道有关公司的重大消息。

最后包含这项股东指定捐赠计划在内的许多很好的主意，都是由伯克希尔公司的副董事长兼蓝筹印花的董事长查理·芒格所构思，不管头衔为何，查理跟我皆以执行合伙人的心态管理所有事业，而各位股东就像是我们一般的合伙人一样。

沃伦·巴菲特 董事长

巴菲特致股东的信 1982

1983 年 3 月 3 日, BRK: \$560-775

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

今年的经营收益为 3150 万美元, 期初股本回报率仅约 9.8% (持有股权投资以原始成本计), 低于 1981 年的 15.2% 下滑, 亦远低于 1978 年的近年高点 19.4%, 这一下降主要是由于: (1) 保险承销成绩大幅恶化。(2) 股权资本大幅扩张的同时, 由我们直接控制的事业并未同步成长。(3) 我们持续增加对不具控制权股权投资的投入, 但我们按比例可分得的收益根据会计原则却不能认列在帐面上。

几年前我曾说过, 经营收益/股权资本的比率(再加上一些调整)是衡量企业单一年度经营绩效的最佳方法, 虽然我们仍坚信这套标准仍适用于绝大部分的企业, 但是我必须说明这套标准对伯克希尔的适用性却已大不如前, 或许你会怀疑这样的说法, 当业绩数字好看时很少有人会舍弃衡量标准, 但是数字变糟时, 管理层通常倾向更换衡量标准而非换掉自己。面对恶化的绩效, 自然会找另一套标准来解释原因, 就像是射箭手先将业绩之箭射在空白的标靶上, 然后再将靶心仔细的画在箭头的周围一样。但我们的投资依然秉持原先的预定目标和长期主义, 基于前述原因(3)的重要性日益增加(详如后述), 我们认为移动靶心(经营收益/股权资本)的举动是合理的。

未报告的所有权收益

后附的财务报表所反映的报告收益一般已将我们持股超过 20% 的股权投资按持股比例认列损益, 然而低于 20% 的股权投资却只能认列实际有收到的现金股利, 至于未发放的收益则完全不列入计算。当然也有少数例外, 譬如我们持有 35% 的 GEICO 保险公司便因为我们已将投票权委托给别人, 会计上被视为不到 20% 的股份, 故在 1982 年会计上仅能认列实际收到的现金股利 350 万美元, 至于剩下的 2300 万未分配的部分则完全不列入计算。假设 GEICO 保险当年业绩不佳赚的更少, 但却额外多支付了 100 万的分红, 则伯克希尔的帐面反而变得更好看, 同理, 假设 GEICO 保险当年净赚 1 亿美元, 但保留收益不予分红, 我们账面反而却难看了。很明显「会计收益」(Accounting Earnings)有时会严重扭曲经营现实。

我们更倾向于将所有留存收益皆计入的「经济收益」概念(Economic Earnings), 而不论具体持股比例, 我们认为一家公司留存收益对股东的价值在于这些收益的使用效率, 而非持股比例大小, 如果你在过去十年中拥有伯克希尔的股份即使是万分之一, 无论采用何种会计制度, 你都成比例的从我们留存收益中获得了充分的经济价值

(Economic Value), 跟会计上持有 20%以上的股东没有任何差别。但是, 如果这十年你 100%拥有的是很多家大型资本密集的企业, 即使按标准会计原则, 精确认列这些公司的留存收益, 但其经济价值却微乎其微, 甚至为零。这不是在批评会计原则, 而我们也没有能力再设计一套更好的, 只是要告诉所有的管理层和投资大众, 会计数字只是企业评估的起点而非终点。

在会计上, 在大多数的公司中低于 20%的持股部分被认定为不重要, 部分原因可能是要抑制管理层最大化报告收益的冲动, 并且, 我们刚刚讨论的经济和会计之间的结果差异也被认为是无关紧要的, 但就我们的情况而言, 不断增长的留存收益规模越来越举足轻重, 相较之下, 我们报告的收益数字已经意义有限。

在去年年报中我们曾预测, 1982 年我们四大非控股公司的留存收益将超过 3500 万美元。今年我们大幅增持了 RJR 雷诺烟草, 另外三家持股比例未变(GEICO 保险, 通用食品, 华盛顿邮报), 按持股比例可分得的留存收益超过了 4000 万美元, 这个数字完全未显现在帐面上, 伯克希尔仅仅帐列了全部非控股企业(包含这四家公司在内)发放的 1400 万现金股利, 此外, 还有一些较小的非控股公司, 这些投资部分也有大量额外的留存收益。

我们认为这些数字的概括性大小具有真正的意义, 根本没必要精确到小数点后十位。我们说明这些数字只是要强调它们的重要性(模糊的正确好过精确的错误)。伯克希尔通过市场高估值时出售实现这些留存收益时需要缴纳大量但不确定的税费。虽然总体上多年来的留存收益已经转化为跟控股大股东同等的市场价值, 但这种转化在公司之间却非常不平衡, 在时间上也不可预测而且没有任何规律。

然而, 这种非常不规则的特性却为那些价值型的投资人提供了投资机会, 他们几乎可以从所有的美国大企业中挑选, 其中许多股权价格远远低于通过谈判方式收购。在参与者定价的拍卖市场中, 他们的行为模式犹如一群时而狂躁时而抑郁的旅鼠(manic-depressive lemmings), 经常能以微小的代价捡到便宜货。

在这个巨大的拍卖市场中, 我们的工作就是去挑选那些能将每一美元留存收益最终转变为超过一美元市场价值的这类经济特征的企业。在此过程中, 我们得到了经济学上圣彼得堡悖论的守护神 Arthur Okun 的大力协助(意指经济的高速增长, 虽然 79-82 严重滞涨)。尽管曾经犯了不少错误, 到目前为止仍算达成目标, 有些个别公司所保留的收益并未增加其经济效益, 但大部分却实现了高达二、三倍的市场价值, 迄今为止, 超凡表现的公司远远多过落后的, 若我们能继续保持下去, 不管对报告收益有何影响, 都将证明伯克希尔最大化「经济收益」所做的努力。

虽然低价买进部分股权的方式已经够棒了，但真正令我们雀跃的却是能以合理的价格 100%地买下一家优质企业，我们偶尔会缔造如此佳绩(也希望能够再次做到)，这是一项异常艰巨的工作，远比零碎的从市场低价买进部分股权要困难得多。

当我们复盘 1982 年的几件大额并购案时，我们的反应不是嫉妒，反而是庆幸我们没有参与。因为在这些并购案中，肾上腺素的冲动完全战胜了理智，并购成功的刺激使得参与者完全盲目，Pascal 的观察非常恰当："让我震惊的是，人类的所有不幸都源于他们无法安静地呆在房间里。(All men's misfortunes spring from the single cause that they are unable to stay quietly in one room.)" 去年你们的董事长也曾数度离开那个房间，且差点在那场闹剧成为主角，回想起来，这一年的主要成就是，我们曾坚定承诺的一笔巨额并购由于完全无法控制的原因流产了。如果交易成功，这笔交易将耗费大量的时间精力，但所有工作可能只是为了获得一些虚无缥缈的回报。如果我们要在这份报告中引入图表，描绘过去一年令人欣喜的业务进展，那么两页空白将是这桩交易最合适的插图。

只有以诱人的价格买到吸引人的生意，我们的部分所有权投资方法才能稳健地继续下去。同时还需要一个价格适中的股市帮助我们实现这一目标，而市场先生就像上帝一样，帮助那些自助的人，但与上帝不同的是，市场先生不会原谅那些不知道自己在做什么的人。对投资人来说，即使是一家十分优秀公司的股票，过高的买入价格可能会抵消随后十年的业务靓丽成长。

如果股市大幅上涨，我们通过买进部分优质所有权来有效配置资本的能力，将大打折扣或甚至完全消失。这种情形会周期性的出现：就在十年前，当股市在二级市场到达狂热的顶峰时，高股东权益报酬股票被机构投资者人捧上天际，伯克希尔的保险子公司(不包括在蓝筹印花部分)仅仅持有 1800 万市值的股票，当时，此类股权投资仅占我们保险公司投资仓位的 15%左右，而目前为 80%。虽然 1972 年和 1982 年一样，也有很多好企业，但 1972 年股市对这些好企业的定价实在离谱。虽然股价高涨对公司短期的表现有所助益，但会严重损害我们业务的长期前景，而目前我们已观察到一些早期迹象。

长期的公司业绩

我们在 1982 年的净资产收益为 2.08 亿美金，(将保险子公司持有的股票按市场价值减去实际实现未实现收益时应缴纳的资本利得税来进行估值)，在 5.19 亿美元的初始净资产基础上，增长为 40%。在现任管理层接管公

司的 18 年里，帐面价值从每股 19.46 美元增长到 737.43 美元，年复合增长率约为 22.0%，可以确定这个增长率将在未来下降，任何指数级的增长最终都会形成自己的锚。

伯克希尔的经济目标仍然是希望获得高于一般美国大型企业的长期回报率，我们愿意购买处于有利竞争位置企业的部分或全部所有权，再加上对我们愿意支付价格的合理约束，这应该会有良好的机会来实现我们的目标。

今年，不具控制权股权投资的市值涨幅再一次超过了这些企业实质经济价值的增长。例如，我们 2.08 亿美元的收益中有 7900 万美元是由于 GEICO 的股价上涨所致。这家公司持续表现优异，GEICO 商业理念的竞争力与 Jack Byrne 的管理能力再次让我们刮目相看，(Let Jack Do It! 虽然在商学院中找不到，但作为我们经营信条效果还不错)。

然而过去两年 GEICO 保险市值的成长远超本身内在价值的成长，但业务的成长更令人印象深刻，随着投资大众对公司的看法与商业现实的趋于一致，我们相信某个时候市值终将反映其真正价值，我们期待着潜在的商业价值隐含的未来巨大收益，虽不规则实现但最终完全被市场认可。但年复一年的变化不会永远都对我们有利，即使我们的部分所有的企业在经济意义上继续表现良好，它们在股市上的表现也可能很差。此时我们的账面价值可能会大幅缩水，但我们不会为此感到沮丧，如果公司业务持续诱人，我们又有现金，只需以更优惠的价格继续买进。

报告收益的来源

下表列示伯克希尔报告收益的主要来源，伯克希尔拥有蓝筹印花 60%的股权，而后者又拥有 Wesco 财务公司 80%的股权。该表显示了各个经营实体的经营收益，以及伯克希尔持股所占份额。异常出售资产而产生的所有重大损益汇总于表最后"已实现出售证券利得"一栏，不包括在经营收益中，虽然本表列示的方式与一般公认会计准则不尽相同但最后的损益数字却是一致的。

报告收益的主要来源	税前收益				税后收益	
	总计		伯克希尔应占		伯克希尔应占	
以千美元计	1982 年	1981 年	1982 年	1981 年	1982 年	1981 年
保险集团：承保收益	-21,558	1,478	-21,558	1,478	-11,345	798
保险集团：净投资收益	41,620	38,823	41,620	38,823	35,270	32,401
纺织公司	-1,545	-2,669	-1,545	-2,669	-862	-1,493
联合零售商店	914	1,763	914	1,763	446	759
喜诗糖果	23,884	20,961	14,235	12,493	6,914	5,910
布法罗晚报	-1,215	-1,217	-724	-725	-226	-320

蓝筹印花-母公司	4,182	3,642	2,492	2,171	2,472	2,134
Wesco 金融公司-母公司	6,156	4,495	2,937	2,145	2,210	1,590
互助储贷	-6	1,605	-2	766	1,524	1,536
精密钢铁	1,035	3,453	493	1,648	265	841
利息费用	-14,996	-14,656	-12,977	-12,649	-6,951	-6,671
其他	2,631	2,985	1,857	1,992	1,780	1,936
经营收益	41,102	60,663	27,742	47,236	31,497	39,421
出售资产和已实现证券收益	36,651	37,801	21,875	33,150	14,877	23,183
所有实体-收益合计	77,753	98,464	49,617	80,386	46,374	62,604

注："其他"科目包含并购企业产生的商誉摊销(如 See's, Mutual bank, Buffalo Evening News 等)

我相信你会发现蓝筹印花控股的布法罗晚报的进展情况特别让人兴奋，目前全美只有 14 个城市的日报在工作日发行量超过《Buffalo News》，但真正的关键却在于周末版发行量的增长，六年前也就是在周日版尚未推出之前，历史悠久的《Courier-Express》是布法罗出版的唯一周日报纸，其发行量为 27.2 万份。尽管主要发行地区的家庭数量在六年中几乎没有变化，但现如今的发行量达到了 36.7 万份，增长了 35%，据我所知，全美七天出版的报纸的城市中，购买周末版的家庭比例没有一家能以这样的速度增长。相反，在大多数城市，家庭渗透率的增长几乎可以忽略甚至没有。周末读者群无与伦比的扩张都要归功于该报的管理层的巨大努力，他们是 Henry Urban, Stan Lipsey, Murray Light, Clyde Pinson, Dave Perona, Dick Feather。

正如我们之前所说，我们非控制公司的留存收益现在与上表中报告的经营收益同样重要。当然，非控股公司的股息主要通过保险集团收益的净投资收益部分进入该表。下表列示了伯克希尔仅将股息计入账面收益中的非控制业务的持股比例。

	上年	股份数量	公司名称	成本	市值
不变	7,200,000	7,200,000	a.GEICO 保险	47,138	309,600
增持	1,764,824	3,107,675	b. R.J.R 烟草公司	142,343	158,715
不变	1,868,000	1,868,000	a.华盛顿邮报	10,628	103,240
不变	2,101,244	2,101,244	b.通用食品公司	66,277	83,680
新进		1,531,391	a. Time.Inc 时代传媒	45,273	79,824
新进		908,800	c.Crum & Forster 保险	47,144	48,962
增持	2,015,000	2,379,200	a. Handy&Harman 多元制造	27,318	46,692
不变	711,180	711,180	a. IPG 广告传媒	4,531	34,314
不变	391,400	391,400	a.奥美国际广告公司	3,709	17,319
增持	451,650	460,650	a.联合出版公司	3,516	16,929
不变	282,500	282,500	a.MEG 传媒	4,545	12,289
			总计	402,422	911,564
			所有其他控股公司	21,611	34,058

			全部权益	424,033	945,622
45%清仓	1978 年	1982 年	b.赛菲科公司		
微亏清仓	1980 年	1982 年	a.美国铝业		
11%清仓	1980 年	1982 年	b.克利夫兰克利夫钢铁		
翻倍清仓	1980 年	1982 年	b.平克顿安保公司		
7%清仓	1981 年	1982 年	a.Arcata 公司		
-22%清仓	1981 年	1982 年	a.GATX 公司		
34%清仓	1977 年	1981 年	a.凯撒铝化工公司		
22%清仓	1979 年	1981 年	a.F. W. Woolworth 折扣零售		
6%清仓	1980 年	1981 年	b.底特律国家公司		
15%清仓	1980 年	1981 年	a.全国学生营销公司		
41%清仓	1980 年	1981 年	b.洛杉矶时代镜报		
59%清仓	1978 年	1980 年	美国广播公司		
92%清仓	1979 年	1980 年	Amerada Hess 石油公司		
36%清仓	1977 年	1979 年	Knight-Ridder 骑士报业		
21%清仓	1977 年	1978 年	首府广播公司		
64%清仓	1976 年	1978 年	凯撒工业公司		

注：(a) 伯克希尔所持有。(b) BlueChip 与 Wesco 所持有。(c) 现金替代品临时持有。

1982 年，蓝筹印花持有的国家安全和调查服务公司平克顿公司 (Pinkerton's, Inc) 37% 无投票权股份，出售给 American Brands 公司，成本为 2336.4 万，税后收益为 2390.1 万。每年还收到了 120-170 万美元不等分红。

为你未注意到，本表有个重要投资经验可与大家分享：**投资选股时，念旧情绪必须特别加以重视。**我们投资组合中最大未实现收益的两家公司 GEICO 保险与华盛顿邮报，事实上本人早在 13 岁与 20 岁时便与它们结缘，在迷路了 25 年后，一直到 1970 年代我们才正式成为股东，但可观的回报证明："迟到总比未到好。"

由于我们控股与非控股的业务实在是相当广泛，若一一详细介绍报告将会太冗长，然而，不管是现在或是将来最主要的业务领域将会一直是财产意外保险，因此我们有必要对保险产业现状予以详加说明。

保险业务

下表是去年年报中使用过的最新行业统计数据表。它传达的信息很明确：对那些胆小鬼来说，1983 年的承销结果将不敢直视。

年度	保费收入增长率	已赚保费增长率	综合比率
1972	10.2	10.9	96.2
1973	8.0	8.8	99.2
1974	6.2	6.9	105.4
1975	11.0	9.6	107.9
1976	21.9	19.4	102.4
1977	19.8	20.5	97.2
1978	12.8	14.3	97.5

1979	10.3	10.4	100.6
1980	6.0	7.8	103.1
1981 修订	3.9	4.1	105.7
1982 预计	5.1	4.6	109.5

Source: Best's Aggregates and Averages

Best 的行业数据反映了几乎整个行业的状况。综合比率代表与保费收入相比的运营和承保损失总成本，低于 100 表示承保盈利，高于 100 表示亏损。

出于去年我们说的原因，若保费价格涨幅低于 10%，下一年承保结果必将恶化。即使今年通胀率相对温和也是如此，随着保单规模逐年增加，医疗费用上涨的速度远高于一般物价，加上保险责任日益扩大的影响，承保损失成本每年的增长率不太可能压低到 10% 以下。你应该进一步意识到，1982 年的综合比率 109.5 已是最乐观的估计，在给定的年份中，保险公司几乎可以显示希望的任何利润数字，只要(1)承销长期保单(Long-tail)，由于理赔时间很长，成本估计不足。(2)过去已提存足够准备金。(3)业务成长快速。

有迹象表明，1982 年几家大型保险公司选择令人费解的会计估计与改动准备金的方式，以期掩饰其业务的严重恶化。俗话说空麻袋很难立起来，保险业像其它行业一样，糟糕的管理面对糟糕的经营结果的本能反应往往是糟糕的会计掩饰。(Its difficult for an empty sack to stand upright. The reaction of weak managements to weak operations is often weak accounting.) 当然大部分的管理层都尽力诚实经营，即便如此，在利润不佳的年份也会本能地不太愿意充分认识到亏损恶化的趋势。行业统计数据表明，1982 年提取损失准备金不足有继续恶化迹象，实际的综合比率可能会比上表数据还差。保险业者认为，1983-1984 年将会进入糟糕到谷底，然后像过去一样，不断稳步向好的周期循环将会重演。我们不同意。因为竞争环境已经发生了明显的变化，虽然很难看清多年后的行业趋势，但现在很明显。

为了理解这一变化，我们需要看看影响公司盈利水平的一些主要因素。一般来说，若企业处在产能严重过剩且产品是一般性商品的情形时(在客户关心的性能、外观、服务支持等主要产品因素里都无明显的差异化)，盈利能力很难有所起色。当然如果价格或成本以某种方式进行管理，从而至少部分地摆脱自由市场的竞争，那么这些风险就可以避免。例如，(a)通过政府干预合法地实施(如卡车司机定价和金融机构存款成本)，(b)非法勾结，(c)类似 OPEC 式的国际性卡塔尔联盟"法外"进行，为国内非联盟经营者带来额外利润。

假若成本与价格由完全竞争来决定，产能又严重过剩，而客户又不在于产品或分销服务由谁提供，那么整个产业注定会面临悲惨的下场，这也是为什么所有的厂商皆努力建立并强调本身产品或服务的差异性，这适用于棒

棒棒糖(客户会指定品牌购买,而不是要"两斤棒棒糖"),但不适用于砂糖(难道你听有人说过:我要一杯加奶油和C&H 糖的咖啡)。

在许多行业中,产品差异化就是很难做到。假如少数生产商能拥有广泛且可持续的成本优势,他们可能会一直做得很好,然而这种假设很少出现甚至在许多行业中根本不存在。对于绝大多数销售无差异产品的公司来说,一个令人沮丧的商业经济常识是:当不可控的价格(或成本)面临持续产能过剩时,获利不佳将是必然结果。

当然随着亏损产能退出或需求增加,产能过剩可能会自我修正,然而不幸的是这种修正的过程却是极其缓慢而痛苦的,当产业好不容易面临反弹时,却又是一窝蜂全面扩张的开始,不到几年又将面对先前无利可图的窘况。换句话说,没有什么比成功更失败的了(Nothing fails like success.)。

最终决定这些行业长期盈利水平的是供应紧张年与供应充足年的比率,通常这个比例是惨淡的。以我们经营的纺织业为例,供给吃紧的情况要追溯到许多年以前,且似乎仅维持了不到一个早上的时间。然而某些行业,产能紧张的情况却可以持续很长时间,有时是,实际需求的持续增长远超行业预期,更多的情况是因为新增产能需要规划和建造复杂的生产设施,因此交付周期很长。

下面回到保险业正题,只要保险公司增加点资本(在有国家资助的担保基金以保护投保人免于保险公司破产的世界中,即使资本也不那么重要),并且愿意以任何价格承保保单,保险业的供给量能马上大幅度提高。在绝大数的情况下,除了发生股市崩盘或重大自然灾害引发的破产恐惧,保险业经营环境皆处于过度竞争中。尽管有过勇敢的尝试,通常各保险公司所销售的保单还是属于无差异化的一般性商品,许多被保险人,包括大企业的经理,甚至不知道投保的保险公司名字,因此,对于一个面临产能过剩和无差异化产品致命组合的行业来说,保险似乎是一个教科书式的案例。

但是,1950-1970年间,保险业平均的综合比率为99.0,也就是说,除投资收益外,还能有1%的承保盈利,面临如此恶劣的行业特性,为什么这二十年保险业却能够盈利?答案主要在于历史上的**严格监管和营销方式**。在本世纪的大部分时间里,保险业实际上是在保险监管机构近乎管制的定价体系内运作的。虽然存在价格竞争,但在大公司中并不普遍。主要的竞争是通过各种与价格无关的策略来争抢各地代理商。

而大型业者的大多数的费率主要由行业协会与国家监管机构谈判确定的,讨价还价是难免的,但那是业者与政府间,而不是业者与客户间的行为。当争论结束,公司甲的价格可能与公司乙的完全一致,而法律也禁止业者

或经纪人再杀价竞争。公司与政府协商的价格还包括特定的利润补贴，而当损失数据显示当前价格无利可图时，政府会与业者共同努力协调来改善行业状况，故保险业巨头大部分定价的举动皆能体面地确保公司有利可图，最重要的是不同于大多数商业世界的运作方式，保险公司即使在行业供给过剩的情况下，仍能合法地调整价格以确保公司的获利。

但好景不常，虽然旧有的制度仍在，但组织外的资金陆续投入市场，迫使新旧各方所有的参与者作出响应，新进者利用各种不同的营销方式且毫不犹豫地使用价格战作为竞争的手段，而事实上他们很享受这个方式，在这个过程中消费者也了解到保险不再是不二价的行业，而关于这点他们永远记得。

保险业未来的盈利能力取决于当前的竞争特征而非过去的，但许多经理人很难体认到这一点，不是只有将军才会战到最后兵一卒，大部分的企业与投资分析也来自后视镜的后知后觉。但我们却看得很透澈，惟有一种情况才能改善保险业承保获利的状况，这和铝铜或玉米生产商相同，就是缩小供给与需求之间的差距。

但不幸的是，保单需求不会像铝铜等大宗商品一样，在市场供给紧缩时需求就会激增，相反，必须限制可用保险范围的供应。而所谓的供应实际上是偏向心理面而非实质面的，不需要关闭厂房或公司，只要业者克制一下签下保单的冲动即可。虽然行业利润水平普遍不佳，但这种收缩并不会发生。糟糕的利润虽然会引起保险业者的抱怨和指责，但他们却不愿冒着丧失市场占有率与业界地位而放弃大笔的生意。

保险行业重大产能的退出需要一个冲击因素，比如自然或金融上的重大灾难，那时候即使把投资收益列入考量，保险业也很难盈利。而这种情况或许明天就会发生，或许要等上好几年，但是当供应真正紧缩时，少数几个拥有巨大资本能力并有现成的分销系统，且愿意承保的公司将获得海量业务。而我们的保险子公司已准备好这一天的到来。

1982 年，我们的保险承保业绩恶化的程度甚至比同业还严重，从远优于同业滑落至同业平均业绩之下，最大的变动在于国民保险传统的承保范围，我们以往获利颇佳的业务，定价水平跌到承保铁定赔钱的惨况。展望 1983 年，我们预期表现将在一个惨烈的行业中与同业水平相当。

我们两位明星，加州 Cypress 保险的 Milt Thornton 与堪萨斯州 Kansas 保险的 Floyd Taylor 自从加入我们以来，继续保持着每年产生承保利润的杰出记录。他们在节省成本与客户至上的企业文化上，维持一贯热情积极的专业态度，这明白显现在他们的业绩记录上。1982 年在母公司负责管理保险子公司的任务交给迈克·戈德伯格

(Mike Goldberg)，自从 Mike 从我手中接棒后，不论在计划、招募与监督上皆也明显改善。

(注：迈克戈德伯格 Michael A. Goldberg 来自麦肯锡，1981 年加入伯克希尔接替不堪压力离职的 Dan Grossman 管理保险业务，并大刀阔斧的改革，清理不合格经理人，Mike 是伯克希尔保险业务走上正轨的关键人物，1985 年 Mike 挖来麦肯锡原部下 Ajit Jain，Ajit 在巴菲特的帮助下，成为伯克希尔再保险业务的核心。1993 年 2 月 1 日，Goldberg 不在担任保险集团 CEO，仍继续担任伯克希尔副总裁。)

GEICO 保险持续以追求效率与客户服务的热诚为管理宗旨，而这也保证公司非凡的成功，Jack Byrne 与 Bill Snyder 成就人类最微妙的目标——让事情简单化并牢记你所欲达成的目标，加持业界最优秀的投资经理路易·辛普森(Lou Simpson)，我们对这最佳组合各个方面都很满意，GEICO 是前文我们所提及供应过剩的大众化商品保持仍然高利润率特殊情况的最佳典范，它是一家具有既深且广的成本优势的公司，我们在 GEICO 的 35%权益代表着约 2.5 亿美元的保费量，远大于我们自己保险公司的销售规模。

发行股份

伯克希尔与蓝筹印花目前正考虑在 1983 年正式合并，如若实现，两家公司将会以一致的估值模式进行股权交换，伯克希尔上一次大量发行新股是在 1978 年并购 DRC 多元零售时。**我们发行新股遵循一项基本规则：除非我们获得的内在商业价值与我们所付出的一样多，否则我们不会发行。**这种原则看似不言自明，你可能会问，谁会笨到用一元钱去换五毛钱的呢？但不幸的是，有许多企业的管理层都愿意这样做。

他们在并购企业的第一选择是用现金或举债，但 CEO 的欲望通常远远超过现金与融资额度所能负担的规模(我个人也是如此)，这种情况产生了一个关键时刻，即使当他自己的股票售价远远低于内在商业价值时，这些渴望也依然经常发生。在这一点上，就像尤吉·贝拉所说的："光看你就能观察到许多东西"(You can observe a lot just by watching。劳伦斯·彼得·贝拉 Lawrence Peter Berra，1925-2015，昵称 Yogi Berra，是美国职棒大联盟前明星捕手、教练与球队经理，球员生涯主要效力于纽约洋基队)。**对股东而言，届时你就会发现公司管理层在乎的到底是扩张企业版图或是维护股东权益了。**

之所以需要在两者之间作选择的理由很简单，公司在股票市场上的价格通常低于其内在商业价值，但当股东会愿意将整间公司以协议的方式出售，必定想要且通常会取得相当于企业内在价值的回报，若收到的是现金，那么计算卖方取得的报酬是再容易不过了，若买方以股票作为交换货币，卖方的计算仍然相对容易，只需计算出股票的现金市场价值即可。同时只要买方所用以交换的股票其市价接近内在商业价值便无太大问题，问题是假若其股票市价只有内在商业价值的一半，这时买方将会面临用贱卖自家股票的不愉快场面。

讽刺的是，当买方变成卖方时，他反而能通过谈判交易，换取本身企业全部的内在价值，但当买方发行部分公司股权以并购卖方时，它将无法以高于市场价格出售。尽管如此，强行抢购的收购方最终会使用被低估的货币(市场价值低于内在价值)来支付完全估价(谈判价值)的资产，等于是以一块钱价值的股票换仅值五毛钱的东西。在这种情况下，以公平的销售价格购买一家了不起的企业，就变成了一笔可怕的买卖，就像是把真正金银用铅的价格去兑换金子一样。

然而，若收购方对规模和行动的渴望足够强烈，自然能够为这种摧毁公司价值发行新股的行动找到充足的理由来解释，亲切的投资银行家也会再三保证其收购的合理性，就像不要问理发师你是否应该理头发一样(Dont ask the barber whether you need a haircut)。

通常公司管理层最常采用的理由有下列几项：

(a) 我们现在要买下的这家公司未来潜力无穷。大概对原有公司被交换的股份也是如此，以企业评价的角度而言，未来的远景是晦暗不明的，若以二倍价值的东西换取一倍价值的东西，即使未来二者的价值都翻一倍，此种差异仍将存在。

(b) 我们必须成长。或许有人会问："我们指的是谁？"对现有的股东而言，事实是现有的企业价值将因发行新股而遭到稀释，假若明天伯克希尔要发行新股以并购别人，伯克希尔或许将拥有原有企业加上新并购的公司，但各位股东在那些无可取代的企业，如喜诗糖果，国民保险等公司的权益将马上减少。就像你家里原有 120 亩的农场，结果你和拥有 60 亩农地的邻居合并经营而权益各半，最后虽然你实际管理的面积增加为 180 亩，但你实际可分得的权益为 90 亩，将永远减少 25%，那些想要牺牲股东权益以扩张个人版图的管理层最好去政府部门工作。

(c) 我们的股票受到低估，而在此项交易我们已尽量避免动用公司股份，但我们仍须给予卖方 51%的股票与 49%的现金，使得他们得以免税。这种论点无异承认买方应尽量少发行新股，我们认同。但若用 100%的股票会损及原有股东权益，那么 51%的股票也一样，毕竟，一个人不会因为是一只史宾格猎犬弄脏了他的草坪，就觉得能够接受，仅仅因为它是顽皮的史宾格犬而不是温顺的圣伯纳犬。卖方的意愿并不是决定买方最佳利益的考量因素，若卖方坚持被收购的条件包含换掉收购方的 CEO，那将会如何？HA...HA ...

发行股票收购时，有三种方法可以避免原有股东的股份价值遭到侵蚀：

第一种是以内商业价值对商业价值进行合并。就像是伯克希尔与蓝筹印花的合并案一样，这样对双方股东

都公平，就内在商业价值而言，双方得到的与付出的一样多。1980 年 Dart 和 Kraft 合并，1981 年 Nabisco 和 Standard Brands 合并，二者皆是如此，但他们是少数例外。并不是收购方希望避免此类交易，只是他们很难做到公平。

(注：1980 年 9 月，Kraft, Inc. 和 Dart Industries Inc. 合并成立 Dart & Kraft Inc.。1981 年 3 月，Ross Johnson 主导下，Standard Brands 公司和 Nabisco 公司合并为 Nabisco Brands 公司。1985 年 9 月，R. J. R Industries, Inc 和 Nabisco Brands 公司合并为 R. J. R Nabisco, Inc.。1989 年，General Foods 和 Kraft Company 合并为 Kraft General Foods。)

第二种是**当公司股票价格高于实际内在价值时，发行股票作为购买对价有利于增加原股东的权益**。1965-69 年期间的许多并购案属于此类。1970 年以来的并购案则完全相反：被并购的公司股东收到高估的股票(通常被可疑的会计与推销技巧恶意抬高)，成为交易中的真正输家。近年来，大公司很少能用第二方案，有些例外主要是那些具有美丽远景的公司，市场的估值暂时高于其企业内在价值。

第三种方法是**购买方先进行发行股份收购，然后从市场回购与所发行股份数量相同的股票**。通过这种方式，原来以股换股的交易会变成现金换股的交易，此类回购是一种损害修复行动。普通读者应该能正确的猜到，我们宁愿以买回自家股份的方式直接增进原有股东权益，而不是仅仅修补先前的损失。虽然触地得分会比扳回一城更令人兴奋，但当发生失误时，弥补错误也是很重要的，我们衷心建议进行回购来弥补错误，将糟糕的换股交易转变为公平的现金交易。

合并案使用的语言通常会混淆问题，并鼓励管理层作出非理性行为，例如，股权稀释通常要仔细计算对帐面价值与每股收益的影响，而后者尤其受到重视。如果从收购方的角度来看，若测算结果为负面(即被稀释)，则马上有人会作出合理解释说明在未来一定能够改善(虽然实际并购经常失败，但计划绝对不会有问题，若 CEO 很明显的**对于一项并购案感到信心不足，下属与顾问一定会量身订作一套新计划来证明交易价格的合理性**)，更别提测算结果为正面(即反稀释)，一定不会有人再有任何意见。

对这种稀释形式的数字关注也有点过头了，例如，现在的每股收益，甚至是未来几年的每股收益，是企业评价的重要变量，但却不是万能的。有许多的合并案(收购了下坡路行业)，在这些意义有限的变量上，即使未遭稀释，购买方的股东权益却遭到损害，而有些合并案虽然现在或未来几年的每股收益遭到了稀释，但原股东的权益却大幅提高。**真正重要的是从企业的内在价值角度来考量，合并案是否发生了稀释**，而这需要考量许多项变量。我们坚信从这个角度去判断是绝对必要的，但事实上却很难做到。

第二个问题牵涉到交换的比例，若甲公司宣布要发行股票收购乙公司，通常大家都会把它解读为：A 要收购 B 或 B 要出售给 A，但尴尬却更准确的描述却是：A 卖掉部分股份以收购 B，或 B 的股东得到部分 A 的股份以换取 B 全部的财产。在交易中，你付出的跟你得到的一样重要，即使要一段时间之后才能知道你真正得到的是什么，这一点依然成立。为完成交易融资或恢复资产负债表实力，而进行后续的普通股或可转换股票发行，都必须运用基本的数学方法，在收购初期进行充分的估值考虑。若企业怀胎是企业结合的必然结果，那么在享乐之前便须先面对现实。

经理和董事必须仔细想清楚，他们会不会在像卖部分股权一样的情况下，把 100% 股权都卖掉？若卖掉全部股权的作法不恰当，那么在同一基础下卖掉部分股权就合理吗？管理层的小错误会慢慢累积成为一项大错误而非大胜利，拉斯维加斯赌城就是建立在人们从事看似微小的不利资本交易所造成的财富移转之上。

付出和得到的考量因素在投资公司之间的合并是很容易的计算，假设投资公司 A 的市价仅为资产价值的一半，并打算与投资公司 B 合并，此外假设 A 公司决定发行相当市值的股份以换取 B 公司全部的资产，在这种情况下等于是 A 公司以 2 美元的内在价值换取 B 公司 1 美元的内在价值，而马上会接到 A 公司股东与证监会的异议，强调公司合并的公平性，所以这样的交易一定不被允许。然而对制造、服务、金融等公司而言，价值却不像投资公司那么容易计算，但我们也曾见过有些并购案像前面所提案例一样明显伤害原有股东的权益，而如果公司管理层能注重公平性，愿意用同样的标准来评估两家企业的话，这样的伤害便绝对不会发生。

最后，说一下稀释发行股份对购买方原有股东带来的双重打击效应，在这种情况下，第一项打击是合并案本身所造成对内在价值的损害，第二项打击是在合并案后对企业估值的下降，对被稀释的商业价值向下修正是合理的。现有与未来潜在的股东会理所当然地对管理层这种损害股东权益的行为感到失望，转而宁愿把钱交给真正重视股东权益的人手上。一旦管理层表现出对股东利益的漠不关心，公司将受到市盈率估值将向下修正的长期影响，不管管理层如何再三保证这种吃里扒外的行为只是偶发性。

市场投资者对待这些管理层保证，就像客人在餐馆的沙拉中发现一只蟑螂一样，即使更换了新的服务员陪侍，这样的解释也无法消除沙拉需求(市场价值)的下降，不管是被冒犯的客人还是正在考虑点什么的顾客。在其他条件相同的情况下，相对于内在价值而言，股票市场的最高估值总是给那些管理层已经表明在任何时候都不轻易发行股份稀释原有股东权益的公司的。

在伯克希尔或是其它由我们作决策的公司，包括蓝筹印花及 Wesco，惟有当我们获得的企业价值跟我们所付出的一样多时，才考虑发行新股，我们绝不会将企业发展或企业规模与股东权益等同起来。

其他杂项

由于会有许多不同的读者看到这份年报，其中可能会有人对我们的收购计划有所帮助，我们对具以下条件的公司有兴趣：

- (1)、具有一定的规模，税后净利润至少达到 500 万美元。
- (2)、表现出持续稳定的盈利能力，我们对美好前景或困境反转的公司没有兴趣。
- (3)、企业在很少或没有负债的情况下，取得了良好的股本回报率 ROE。
- (4)、公司具备强大的管理团队，我们不参与管理。
- (5)、简单的容易理解的商业模式，我们对复杂的高科技一无所知。
- (6)、合理的价格，在价格不确定前，我们不希望浪费双方太多时间。

我们不会进行恶意并购。我们承诺完全保密，并尽快答复是否感兴趣(通常不超过五分钟)，我们倾向现金交易，但若公司内在价值跟我们付出的一致时也会考虑发行股份。我们欢迎潜在卖家通过联系过去与我们有业务往来的人来了解我们，对于合适的企业和合适的人，我们会提供一个好的归宿。

* * *

今年的股东指定捐赠计划再度得到热烈回响，虽然每股仅分配 1 美元用于指定捐赠，较去年的 2 美元少，仍有 95.8%的有效票参与，若与蓝筹印花的合并案成真，附带的好处是合并报税将使我们可捐赠的总额大幅增加，每股可分配的金额未来也会跟着增加。若你也想参加的话，我们强烈建议你赶快把股份从经纪人那儿改登记于自己的名下。

在一时冲动之下，我们将总部的面积增加 252 平方英尺(约 17%)，同时在 Kiewit Plaza 1440 号重新签订五年的租约，和我一同工作的五个人：Joan Atherton、Mike Goldberg、Gladys Kaiser、Verne McKenzie 与 Bill Scott 其生产力远超过企业集团数倍，精简的组织使我们有更多的时间管理旗下公司而非互相管理。不管与蓝筹印花的合并成功与否，我的合伙人查理·芒格将继续留在洛杉矶，查理跟我在企业决策上是可以互相替代的，距离一点也不会妨碍我们：我们发现打一通电话比开沉闷的会议更有效率。

今年我们有两位经营明星退休，国民保险 65 岁的菲尔·列舍(Phil Liesche)和联合零售 79 岁的本·罗斯纳(Ben Rosner)，作为伯克希尔的股东，这两个人都让你变的更为富有。国民保险是支持伯克希尔成长的重要业务。Phil 和他的前任杰克·林沃尔特(Jack Ringwalt)是该公司成功主要的推动者，而 Ben Rosner 在 1967 年将联合零售以现金卖给多元零售后，原本仅承诺继续待到当年度年底，结果在往后的十五年仍持续表现杰出。

他们两人皆为伯克希尔尽心尽力管理公司就好象是他们 100%拥有这家公司一样，无须制定额外的规则来强迫或甚至鼓励他们，早在我们加入前，这种态度便已深植在他们的人格特质中，他们的好品格成就我们更多的好福气，如果我们能持续吸引到像 Ben 和 Phil 这样的人，你将根本不必担心伯克希尔的未来。

沃伦·巴菲特 董事长



80 年代意气风发的巴菲特

巴菲特谈股指期货 1982

1982 年 3 月 5 日

巴菲特在 1982 年 3 月 5 日给众议院监督和调查小组委员会主席约翰·丁格尔 (John Dingell) 写了这封信，当时国会正在考虑是否允许芝加哥商品交易所交易与标普 500 等股指水平挂钩的期货合约。一些批评人士认为，期货交易助长了 1987 年 10 月 19 日的股市崩盘。巴菲特坚持他五年前表达的观点。

1982 年，美国最好的投资者之一警告称，股指期货对市场来说是个坏消息——巴菲特

送：The Honorable John Dingell

地址：U. S. House of Representatives, Rayburn House Building, Washington, D. C. 20515.

Dear Mr. Dingell:

我写这封信主要是为了，对任何可能刺激包括股指期货在内的期货市场的交易活动做一番评论。凭着 30 多年在各投资领域的历练，以及多年从事一线证券销售人员的经验，我写下这封信，谈谈自己的思考。在过去的 25 年中，我一直在做着金融分析方面的工作，目前我独自掌控着一个总价值超过 6 亿美元的股票投资组合(注：82 年写信时 6 亿，87 年已经超过 25 亿美元)。

要想准确预测投资或投机市场是如何变化的，几乎是不可能的事情，而且，面对任何声称"准确"的言论，你也要保持高度的警惕。不过我想下面谈到的还是比较合理的推断：

(1)、股指期货合约有助于减少投资者真正的风险。一个投资者也许可以非常有逻辑性地识别出被市场低估的有价证券，但无论如何也没法预知短期内股市的走向。这也是我在投资管理工作中一直秉持的观点。投资者都希望能完全规避股市的"波动"。持续性地做空某些有代表性的股指期货或许可以帮助他做到这点。假设某个投资者拥有 1000 万美元的价值遭到低估的股票，并持续持有 1000 万美元的股指期货空头头寸，那么其盈亏将完全取决于个人的选股能力，而不必担心其操作受到大盘波动的影响。然而，因为交易成本的问题，而且大多数投资者相信，长期来看，股价总体还是会上涨的，所以我认为，坚持以对冲理念来运作的投资人士相对还是比较少的。不过我相信这也是一种比较理智的做法，而且真正坚持"市场中性"理念并以此行动的专业人士也确实会采取这一策略。

(2)、如前文所述，我认为降低风险比较理智的策略应该包括做空期货合约。在做多方面，我没有看到任何相对应的投资或者对冲策略。因此，按照定义来说，期货交易只有一半的目的是降低风险的，而另一半的合约(做多头)增大了风险或具有赌博性质。

(3)、事实上，风险降低和风险增高之间的平衡跟理论上的"五五开"大相径庭。由于门槛低，而回报又非常诱人，所以不论真正的结果概率会有多低，赌博的情绪还是会被激发出来。这也就是为什么拉斯维加斯的赌场会在

广告中大肆宣扬你会赢得多么不菲的赌金，而国家彩票中心也会把头奖金额做成大标题。在证券市场上，那些笨脑袋就会被类似的伎俩吸引住，包括：(a)"廉价股"，即低价股票"penny stocks"，这些东西之所以被推销者"制造"出来，就是为了蒙骗那些容易上当而又梦想一夜暴富的人。最后，当然会以一场又一场灾难收尾。(b)由于保证金的比例很低，很小的资金也可完成大额交易。

(4)、在投资历史中，我们曾经有过不少高承诺、低保证金的情况，结果都导致了大麻烦。当然，最熟悉的莫过于 1920 年代末的大牛市，而与之相伴的是 10%的保证金。理智的人们随后发现，这种低保证金的炒作活动并未帮到资本市场，反而从长期来看，还会伤害资本市场。于是，引入了保证金规定，并成为投资过程中不可或缺的组成部分。以 10%的保证金去从事股指期货投机的行为，只不过是一种绕过保证金规定的伎俩，而且全美的赌徒都会立即意识到这一点。

(5)、证券经纪人会自然而然地钟情于新的交易工具。他们的热情也随着交易越来越活跃而被点燃。交易活动越多，公众的开支就越大，而证券经纪业也就更加有利可图。每当一个合约结束时，结果都是输家付钱给赢家。然而，在由期货市场和在其中扮演重要角色的证券经纪人组成的"赌场"中，一旦有交易发生，经纪人都能从中收费，不论服务赢家还是输家，数量多多益善。不过，游乐其间的玩家们需要谨记，这是一种最明显的"负和游戏"。刨去开销之前，输和赢相互抵清，但是刨除开销之后的净损失是实打实的。事实上，这种损失非常大，不然赌场就会停业了，切记，因为玩家的净损失是赌场收益的唯一来源。这种"负和游戏"跟普通股投资形成了鲜明对比。多年来，普通股投资一直是非常重要的"正和游戏"，原因很简单，从总体上来说，相关的公司赚得了比较丰厚的利润，最终让公司所有者，也就是股东有所回报。

(6)、根据我的判断，此类合约中，高达 95%甚至有可能更高比例在本质上完全等同于赌博。很多人会根据股市的短期走势，以相当小的金额下一个相当大的赌注。投资者这么做，其实是受到股票经纪人的鼓动。经纪人希望客户资金能快速周转，这对他们来说恐怕是最喜闻乐见的事儿了，因为他们的收入与之密切相关。当赌场从每笔交易中分一杯羹的时候，由这 95%合约产生的大量交易将会花费大量佣金。

(7)、从长期来看，与传统资本市场相关、带有赌博性质并伴有高亏损风险的市场活动，对于资本市场来说一定不是好事。不过，即便参与赌博活动的人们不是投资者，其买到的也不是股票，他们还是会觉得在股市的际遇糟糕透顶。领教过资本市场最为阴暗的一面之后，他们不可避免会对资本市场保持消极的态度。在经历过的跌宕

起伏的投机活动之后，这些都是必然会出现的。你可能会问，证券经纪行业有没有足够的智慧去考虑自身长远利益。然而，历史证明了股票经纪人的短视，1960年代就是最好的例证；当行为最愚蠢的时候，他们往往是最幸福的。相比于客户或者说是证券行业的长期前景，证券经纪人更关心自己本月的总收入。

我们不需要股指期货，它就是基于美国股市的一种赌博工具，也不需要证券经纪人去鼓动人们参与此类赌博。我们需要的是那些着眼于企业长期前景并进行相应投资的投资者和顾问。我们需要理性的保证金，而不是杠杆化的市场“赌注”。如果“赌场”理念太过活跃，那么，聪明、理性的交易就会被打压，而非加强。即使这个赌场某种程度上在同样的舞台上经营，使用某种程度上相似的语言，由同样的劳动力提供服务。

除此之外，股票等价物方面的低保证金也会对公共政策规定的保证金产生冲击。尽管股指期货会给希望能从事“套期保值”的专业投资人士带来少许的好处，但总体上讲，大量交易的股指期货市场很有可能对购买证券的公众产生不利影响。因此，从长远来看，股指期货交易对于整个资本市场来说也是有害的。

The Honorable John Dingell,
U. S. House of Representatives,
Rayburn House Building,
Washington, D. C. 20515.

Dear Mr. Dingell:

This letter is to comment upon the likely sources for trading activity that will develop in any futures market involving stock indices. My background for this commentary is some thirty years of practice in various aspects of the investment business, including several years as a securities salesman. The last twenty-five years have been spent as a financial analyst, and I currently have the sole responsibility for an equity portfolio that totals over \$600 million. I am enclosing copies of several articles that relate to my experience in the investment field.

It is impossible to predict precisely what will develop in investment or speculative markets, and you should be wary of any who claim precision. I think the following represents a reasonable expectancy:

1. A role can be performed by the stock index future contract in aiding the risk-reducing efforts of the true investor. An investor may quite logically conclude that he can identify undervalued securities, but also conclude that he has no ability whatsoever to predict the short-term movements of the stock market. This is the view I maintain in my own efforts in investment management. Such an investor may wish to "zero out" market fluctuations and the continual shorting of a representative index offers him the chance to do just that. Presumably an investor with \$10 million of undervalued equities and a constant short position of \$10 million in the index will achieve the net rewards or penalties attributable solely to his skill in selection of specific securities, and have no worries that these results will be swamped - or even influenced - by the fluctuations of the general market. Because there are costs involved - and because most investors believe that, over the long term, stock prices in general will advance - I think there are relatively

巴菲特致股东的信 1983

1984 年 3 月 14 日, BRK: \$775-1310

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

在过去的一年里, 我们的注册股东从约 1900 人增加到约 2900 人, 大部分来自与蓝筹印花的合并, 但自然增加的步伐也在加快, 就像几年前我们一举突破 1000 大关一样。有了这么多新股东, 有必要总结一下我们遵循的与管理层-股东关系有关的基本企业原则, 《股东协议》代表我们在法律上达成的一致, 《基本原则》代表我们在个人理念上达成的一致:

1, 尽管我们的形式是公司制, 但我们的态度是**合伙关系**。查理·芒格跟我视伯克希尔的股东为合伙人, 而我们两个人则为执行合伙人, 由于我们持有股份比例的关系, 还是控股合伙人。我们并不把公司视为企业资产的最终拥有者, 实际上公司只是全体股东拥有资产的平台而已。

2, 根据这种所有权人导向, 我们所有的董事也都是伯克希尔的主要股东, 五个董事中的四个, 其家族财产有一半是伯克希尔股份, 简言之, **我们自给自足** We eat our own cooking。

3, 我们长期的经济目标(附带后面所述的几个标准)是**最大化每股内在价值的平均年化增长率**, 我们以每股价值而不是总规模作为标准来衡量伯克希尔的经济价值或业绩表现。由于资本规模的大幅提高, 我们确信未来每股价值的年化增长率一定会下滑, 但是如果增长率低于一般美国大企业的平均水平, 我们将会很失望。

4, 我们倾向于通过**直接控股的方式组成一个多元化的业务集团**来实现这一目标, 这些业务集团能够产生大量现金并持续获得高于平均水平的资本回报。我们的第二个选择是**拥有部分类似业务**, 主要通过我们的保险子公司购买有价普通股实现。目标公司的价格, 买入机会, 以及保险公司资金需求将会决定每年的资金配置。

5, 由于上述这种双管齐下取得企业所有权的方法, 以及传统会计原则的局限性, **合并报告收益无法完全反映公司的真实经济状况**, 查理跟我同时身为公司股东与经营者, 实际上并不太理会这些数字, 然而我们依旧会向大家报告公司旗下主要经营行业的获利状况, 以及那些我们认为重要的数字, 我们也会提供个别企业的其它信息将有助于你对它们下判断。

6, **会计结果并不会影响我们经营或资金配置的决策**, 当购买成本相近时, 我们宁愿去买 2 美元依会计原则帐面不能列示的收益, 而不是购买 1 美元可报告的收益, 这正是我们经常面临的选择, 因为购买整家企业(收益可完

全列示)的价格经常要比购买部分股权(收益不可列示)贵一倍以上,总的来说,随着时间的推移,我们预计未报告的收益将通过长期资本利得充分反映在我们的内在价值中。

7, 我们**很少借债**,但我们必须如此做时,我们倾向在长期固定利率的基础上构建债务结构。我们**宁愿放弃许多吸引人的投资机会,也不过度负债去透支我们的资产负债表**,虽然这种保守主义对我们的绩效不利,但考量到对投保人、存款人、贷款人和将大部分资产交付我们的全体股东的受托义务,这是唯一让我们感到舒服的作法。

8, 管理层的愿望清单不会靠股东的花费来实现,我们不会以无视股东长期经济利益的控股价格收购整个业务来实现多元化。**我们会把你的钱看作像用自己的钱一般地谨慎**,充分权衡价值,就好像你直接通过股票市场分散买进股票构建组合时一样。

9, 我们认为高大的目标应该**定期用结果来检验**,我们的评估标准是衡量每一美元的留存收益是否能为股东带来至少一美元的市值,而到目前为止,尚能达到标准,我们会**以每五年一个循环检验**它们一次,而随着账面价值的成长,这项目标将愈来愈难达成。

10, **只有在当收到跟付出一样多的经济价值时,我们才考虑发行普通股**,这项原则适用于各种情况,不管是并购或公开市场发行,还是债转股,股票期权和可转换证券,我们绝不会违背股东权益的情况下,把公司的一小部分卖掉(也就是发行部分新股)。

11, 你必须完全知晓查理和我有一种共有态度可能会损及公司绩效表现:**不论价格高低,我们绝不会出售伯克希尔所拥有的任何一家好公司,并且也非常不愿意出售表现欠佳的业务**,只要我们预期他们至少能够产生一些现金流入,而我们也对该公司的管理层和劳资关系感到满意。**但我们希望不要重蹈覆辙,将资金错误地配置到低水平的业务上,同时对于那些向糟糕业务大量投入资本支出以便改善获利状况的建议保持高度谨慎**。预期的设想通常很亮丽,建议的人也很诚恳,但最后,额外的重大投资得到的结果就好象是在流沙上挣扎一般),尽管如此,Gin Rummy 打牌似的管理行为(每轮都放弃你最没有希望的业务)并非我们行事风格,我们宁可整体的结果逊色一点也不愿意花大把银子参与其中。

12, 我们将**坦诚地向您报告**,尤其强调对评估业务价值很重要的优点和缺点。我们的原则是假设今天的你我位置对调,我们想知道的所有事实,我们也将全部告知与你,对此我们毫无保留知无不言。此外,由于伯克希尔是一家拥有媒体业务的集团,我们责无旁贷地须以同样客观准确的标准要求自己,就像是我们要求新闻同仁一

般，我们深信坦白对身为经营者的我们来说是有益的，**公开场合误导他人的 CEO 最终也会私下误导自己。**

13，尽管我们奉行坦诚待人的原则，但我们**仅在法令规定范围内讨论我们在股票买卖方面的动作**，就像好产品或商业并购案一样，好的投资机会不多而且珍贵，并且很容易被竞争对手盗用，所以通常我们不会详细说明投资细节，禁令甚至包括已经出售的部分(因为我们很有可能会在买回来)以及传言我们要买进的，若我们否认相关报导但在其他场合说无可奉告，有时反而会被认为已经证实。

教条式的问答说完了，我们现在可以进入 1983 年的重点——收购内布拉斯加州家具商场的主要股权以及我们与 Rose Blumkin 及其家人的交往过程。



内布拉斯加家具商场 Nebraska Furniture Mart

去年在提到许多聪明绝顶但肾上腺素分泌过量的经理人如何前扑后继争抢一些愚蠢的收购时，我们引用 Pascal 的话："所有男人的不幸皆归究于大家无法安静的待在一个房间内"，但今年我要说：即使是 Pascal 也会为了 Blumkin 夫人离开那个房间。

1893 年 Rose Blumkin 出生在俄国乌克兰一个小山村，6 岁就有一个梦想去美国，13 岁离家在商店打工，16 岁成为商店经理，20 岁嫁给一个鞋贩 Isadore Blumkin，1914 年一战爆发俄国战乱，由于路费不够，Rose 让丈夫先去美国，而自己留下继续存钱，1916 年 23 岁的 Rose 避开欧洲战场乘坐西伯利亚火车一路向东，说服边防警卫到达中国，天津乘船借道日本来到美国西雅图，在红十字帮助下找到丈夫 Isadore，前后历时三个多月。由于不懂英文，他们搬到能说俄语的奥马哈。她从未接受过正式教育(连小学也没有)，靠着女儿每晚复习白天在学校所学的每一个单词教她，她学会了英文，而后跟丈夫开当铺，卖二手服装，珠宝，家具等，并帮客人寄售，经营范围也不断扩大，后来她发现家具销售比当铺生意更好。在 1937 年借了 500 美金，在当铺地下室里又开了一家

家具店，参酌当时全美最大家具交易中心-芝加哥美国家具市场，她将之命名为内布拉斯加家具店，其营销策略是：价格便宜，诚实守信，童叟无欺(Sell cheap,Tell the truth,Don't cheat nobody)。之后她遭遇到你所能想到的各种困难(也包括你想不到的)，以 500 美金起家没有任何产品或区位优势地去对抗资金雄厚、经营已久的同业竞争，在早期当她有限的资源损耗殆尽时，B 夫人(这个个人商标在大奥马哈地区与可口可乐齐名)甚至把家中所有值钱的东西变卖一空以维持信誉。奥马哈的零售商在发现 B 夫人可以给顾客更低的价格时，便联手向家具及地毯工厂施压不要供货给 B 夫人，但靠着各种不同的方法(全国串货)，她还是取得货源并大幅降价，甚至被厂商告到法院低于最低限价销售违反公平交易法，但她不但赢得所有官司更大大打开了知名度，整个奥马哈都知道她的家具店是打折的代名词。其中有一个案件，在向法庭证明即使以现行市价打一个大折扣后，她仍获利 10%，第二天法官去店里买了 1400 美元的地毯。

(家里家具随时待售状态，每周工作 6 天半，剩下半天在竞争对手店里转悠，对雇员极其严厉，尤其自己的孩子们。能人所不能，忍人所不忍，夹缝中求生存。如果你的价格足够低，即使你再河谷，他们都会找到你。低成本竞争挤死经销商，话语权强大到反制供应商，跟供应商压价。)

47 年后的今天 NFM 从一家 20 万平方呎的店面中，每年创造了高达一亿美金的销售额，全美没有任何一家零售家具店可以比得上，它所卖的家具、地毯与家电比奥马哈所有同行加起来还多。

当我们在评断一家公司的企业价值时，我常常会问自己一个问题："假设我有足够的资金与人才时，我愿不愿意和这家公司竞争"，我宁愿和灰熊摔跤也不愿和 Blumkin 家族竞争，他们诚信经营童叟无欺，采购出色不拿回扣，样式齐全价格低廉，仅仅加价 10%薄利多销，运营费用低到其竞争对手做梦都想不到的程度，然后再将所省下的成本回馈给顾客，这是一家理想中的企业，建立在为客户创造价值并转化为对所有者的经济利益的基础上。

1983 年，90 岁的 B 夫人凭借其高瞻远瞩与家族因素考量，终于决定于去年出售公司给我们，我对这个家族与其事业已欣赏了数十年，所以整个交易很快便敲定，但 B 夫人并没有马上回家休息如同她所说的失去斗志，相反的她仍持续担任公司的负责人，每周七天都待在卖场，其中销售地毯更是她的擅长，一个人的业绩便足以打败所有其它零售业者。我们花费 6000 万美元买下 90%股权，剩下的 10%由原有管理公司的家族成员拥有，另外我们还预留 10%的认购权给有潜力的年轻人(后来 Blumkin 家族 500 万美元买回 10%股份)。

(巴菲特是如何对一家从未审计未上市公司过去数年的财务做到了如指掌的？事实上买入之前，巴菲特已经看过了 NFM 纳税记录，上面写着税后收益 450 万美元。虽然没有审计账面存货，巴菲特也能很快做出决定。NFM 销售额约 1 亿美元，税前利润率约 7%，税后约 810 万，按照 6700 万收购估值，伯克希尔收购市盈率约 12 倍。德国汉堡最大家具连锁报价 9000 万被拒绝，虽然占股 20%的子女更倾向卖给德国人。而 B 夫人更喜欢巴菲特，巴菲特在声誉这方面积累着实技高一筹。不久以后，NFM 第一次审计显示，商场价值 8500 万。)

遗传学家应好好研究 Blumkin 家族为何皆能成为优秀的经理人？B 夫人的儿子 Louie Blumkin 担任 NFM 的总经理已有好多年且被公认为最精明的家具与家电用品的最佳采购者，他说因为他有最好的老师，而 B 夫人则说她有最优秀的学生，两者的说法完全正确，Louie 跟他三个儿子皆继承了 Blumkin 家族优秀的管理能力、勤奋工作与最重要的正直的人格特质，他们实在是不错的合伙人，很高兴能与他们一起合作。

(巴菲特安排克莱顿大学和纽约大学授予 B 夫人荣誉学位，商学院的学生从 B 夫人那里几个月能学到的东西比在商学院待几年学的还要多。B 夫人给毕业生三点建议：**首先，要诚信，第二，努力工作，第三，如果你不能立即找到想要的工作，那你就告诉他们你什么都可以做。**如果你优秀，他们会雇佣你的。1989 年 95 岁的时候，孙辈让她离开了管理岗位。但是不能工作让她无法忍受，感觉到要发疯，她曾试图找巴菲特让她重返岗位，巴菲特却考虑到她年龄太大，最终没有答应。一气之下，三个月后，B 夫人在 NFM 的对面重新开了家具工厂店 Mrs. B's Clearance and Factory Outlet，开始和孙子们竞争，1991 年，B 夫人的商场已经发展起来并开始盈利，开始威胁到家具商场的生意。1992 年，他们找到巴菲特来调解，巴菲特也不想 B 夫人与家族发生矛盾。就打电话给 B 夫人，她向巴菲特诉说了自己也十分怀念家人，怀念家具商场。最后，巴菲特抱着一束粉红色的玫瑰花和一箱喜诗糖果，以 500 万美元收购了这个商场。并在 1993 年她 99 岁的时候签订一项非竞争协议。巴菲特解释为 10 年前因为他忽略而没有想到要 B 夫人签署非竞争协议的原因时，对《福布斯》杂志的人说：那时候，我太年轻，缺乏经验。B 夫人最终为巴菲特工作到 103 岁。巴菲特这样评价 Blumkin 家族：Getting in bed with people like that is what it's all about. 对于普通的生意，一定要与正确的管理层合作。)

年内表现

1983 年公司的账面价值从每股 737.43 美元增加成为 975.83 美元，增长 32%，但我们从未把单一年度的数字表现看得太认真，毕竟把企业商业周期与地球绕行太阳公转的周期划上等号看起来毫无道理，相反，我们建议至少以五年为周期来作为企业整体表现的衡量标准，如果五年的平均年化收益率低于美国大型工业企业平均表现时，红灯警示就应该亮起。到时要注意我们所给出的解释是否合理。正如哥德 Goethe 所说：**当想法失败时，理由就会派上用场**(When ideas fail, words come in very handy.)

现任管理层过去 19 年的任期内，帐面价值由每股 19.46 美元增加成为 975.83 美元，年化增长率约 22.6%，考量到我们现有的规模，未来这么高的增长率是无法维持的，不信的人最好选择去当业务员而非数学家。我们之所以选择帐面价值指标来报告公司进展，是因为我们公司的情形(不是所有公司都适合)，帐面价值是内在价值增长的一个保守但合理的指标，而内在商业价值的增长才是真正重要的。它的好处是很容易去计算，且不涉及衡量内在价值过程中采用的主观但很重要的判断，但最重要的是要知道，事实上二者具有截然不同的意义。

帐面价值是会计概念，记录了来自投入资本和留存收益的累积财务投入。内在价值则是经济概念，是估计未来现金产出的折现值。帐面价值告诉你：过去已经投入了什么，内在价值则告诉你：未来预计能得到什么。打个比方就能说明区别，假设你花相同的钱供二个孩子读完大学，每个孩子所花的学费「即帐面价值 X」是一样的，但未来所获得的回报「即内在价值 Y」却有很大差异，可能是从零到教育成本的许多倍 $Y=\{0,\infty\}$ ，因此，同样具有

相同财务投入的企业最终会产生巨大的价值差异。

在 1965 年我们接手伯克希尔时，每股 19.46 美元的账面价值大大高估了内在商业价值，所谓的帐面价值主要由那些根本无法赚取合理回报的纺织资产组成，对纺织资产投资就好比是将教育经费投给不爱读书的孩子身上一样。但如今我们的内在价值早已大幅超越帐面价值，主要有两个原因：

(1)标准会计原则要求：保险子公司所持有的股票以市价记录于帐面上，但其它子公司持股的股票却以成本与市价孰低法计算。1983 年底，后者的市价超过帐面价值约 7000 万美金，税后约 5000 万美金，超过的部分属于内在价值的一部分，但不包含在帐面价值之内。

(2)更重要的是，我们所拥有的几家企业具有**庞大的经济商誉**，事实上应该适当地包含在内在价值之内，这部分远远大于负债表上面列示的会计商誉。

商誉，不管经济上还是会计上，都是一项神秘的科目，实在需要更多的篇幅来解释，这封信的附录《商誉及其摊销：规定与现实》，将解释为何经济上与会计上的商誉事实上通常是大不相同。虽然不用了解商誉及其摊销，你一样可以过得很好，但投资和管理专业的学生应该了解这门学科的细微差别。

与 35 年前相比，我现在的想法发生了巨大变化。当时我被教导要偏爱有形资产，并避开那些价值在很大程度上取决于经济商誉的企业。当初的偏见虽然使我在投资上没赔多少钱，但也错过了许多巨大的商业机会。凯恩斯指出了我的问题：**困难不在于接受新思想，而在于摆脱旧观念。**(The difficulty lies not in the new ideas but in escaping from the old ones.)但我的反应仍比较慢，一方面是由于教我的老师一直以来皆让我受益良多，但最终，大量直接和间接的商业经验，使我现在强烈偏爱那些拥有持久商誉而仅须少量有形资产的公司。

我向那些熟悉会计术语并有兴趣了解商誉业务方面的人推荐信末的附录。而不论你看不看附录，你都应该知道，查理跟我一致认为伯克希尔拥有非常重要的经济商誉价值，远超我们的账面价值。

(商誉是企业合并成本大于合并取得被购买方各项可辨认资产、负债公允价值份额的差额，其存在无法与企业自身分离，不具有可辨认性，不属于无形资产准则所规范的无形资产。关于商誉的构成要素，会计学界存在很多观点，对商誉构成要素的研究是不断发展的，对其进行细分，成为狭义和广义两类。狭义的商誉构成要素主要有：杰出的管理人员；科学的管理制度；融洽的公共关系；优秀的资信级别；良好的社会形象。广义商誉构成要素主要有：优越的地理位置；独特的生产技术；专营专卖特权。在影响商誉形成的众多因素中，有些因素属于所谓的自然因素，如地理位置、地形地貌等，有些属于所谓的特权因素，如专利技术、专营专卖权等，这些因素是可以资本化的。中国 2006 年新会计准则一个显著的变化是借鉴国际财务报告准则和美国财务会计准则。在新准则中商誉不属于无形资产，而是一种特殊的资产要素，且其只有在非同—控制下的企业合并中形成；如果为吸收合并，可确认为购买方个别财务报表中的商誉；如果为控股合并，则确认为母公司所编制的合并财务报表中的商誉。新会计准则下商誉的会计处理方法和美国 2001 年的《财务会计准则第 142 号商誉和无形资产》中的规定类似，不再要求对商誉进行摊销，而代之以定期减值损失处理。其合理性体现在：每年年度终了进行的减值测试可

以较好地反映商誉的实际情况，为报表使用者提供了现存商誉价值和资产价值的真实信息；已确认的资产减值损失不得转回，可防止企业利用减值准备的计提进行利润操控。由于商誉不再采用直线法摊销，无论是同一控制和非同一控制的企业合并，并购方所支付的合并溢价都不会因商誉的巨额摊销，减少以后的业绩。)

报告收益的来源

下表显示伯克希尔报告收益的主要来源，1982 年，伯克希尔持有蓝筹印花约 60% 的股份，1983 年下半年则为 100%。而蓝筹印花拥有 Wesco 财务公司 80% 的股权，故伯克希尔间接拥有 Wesco 的股权亦由 48% 增加到 80%。由于所有权百分比发生变化，表格的前两列提供了对基础资产经营业绩的最佳衡量标准。

而各个公司资本利得损失并不包含在经营收益内，而是汇总于下表最后“已实现出售证券利得”一栏，我们认为单一年度的资本利得并无意义，但多年累计的数字却相当重要。另外，商誉的摊销不计入特定业务作为单独的项目列出。虽然本表列示的方式与一般公认会计原则不尽相同但最后的损益数字却是一致的。

报告收益的主要来源	税前收益				税后收益	
	总计		伯克希尔应占		伯克希尔应占	
	1983 年	1982 年	1983 年	1982 年	1983 年	1982 年
以千美元计	1983 年	1982 年	1983 年	1982 年	1983 年	1982 年
保险集团：承保收益	-33,872	-21,558	-33,872	-21,558	-18,400	-11,345
保险集团：净投资收益	43,810	41,620	43,810	41,620	39,114	35,270
纺织公司	-100	-1,545	-100	-1,545	-63	-862
联合零售商店	697	914	697	914	335	446
内布拉斯家具	3,812		3,049		1,521	
喜诗糖果	27,411	23,884	24,526	14,235	12,212	6,914
布法罗晚报	19,352	-1,215	16,547	-724	8,832	-226
蓝筹印花-母公司	-1,422	4,182	-1,876	2,492	-353	2,472
Wesco 金融-母公司	7,493	6,156	4,844	2,937	3,448	2,210
互助储贷	-798	-6	-467	-2	1,917	1,524
精密钢铁	3,241	1,035	2,102	493	1,136	265
利息费用	-15,104	-14,996	-13,844	-12,977	-7,346	-6,951
GEICO 特别股息	21,000		21,000		19,551	
股东指定捐赠	-3,066	-891	-3,066	-891	-1,656	-481
商誉摊销	-532	151	-563	90	-563	90
其他	10,121	3,371	9,623	2,658	8,490	2,171
经营收益	82,043	41,102	72,410	27,742	68,195	31,497
出售资产和已实现证券收益	67,260	36,651	65,089	21,875	45,298	14,877
所有实体-收益合计	149,303	77,753	137,499	49,617	113,493	46,374

注：内布拉斯家具仅包含 3 个月数据；蓝筹印花合并案转让了大部分资产，同比数据没有意义。

有关 Wesco 旗下事业会在查理的报告中讨论，他在 1983 年底接替 Louie Vincenti 成为 Wesco 的董事长，Louie 由于健康问题被迫 77 岁退休，有时健康因素只是借口，但是 Louie 除了健康以外，什么都不会让他考虑退

休，他实在是一位杰出的经理人。

GEICO 保险的特别股利是因为 GEICO 回购产生的，GEICO 要求按持股比例回售部分股权后，我们持股比例仍维持不变，**整个回购其实等于是另一种形式发放股利**。不同于个人，企业收到股利的实际联邦税率是 6.9%，比资本利得税率的 28%低得多，所以公司股东可以获得更多实质收益。即使加入特别股利，1983 年从 GEICO 保险所收到的现金股利还是远低于我们依比例应占收益，因此不论从会计或经济的角度来说，将这项额外收益计入利润当中是完全合理的，只是金额过大，因此我们加以特别说明。

上表展示的是我们的报告收益来源，包括那些非控股股权所收到的现金股利，但不包括留存收益，长期而言，这些留存收益终将反映在公司的股票市价之上，而伯克希尔的内在价值也会伴随增加，就如同我们控股企业所报告的利润一样。虽然这些非控股公司各自的市价表现并不一致，有时让人失望，有时却带来惊喜，但总体情况比我们当初预期的还要好。一句话，每一美元的留存收益，带给我们的市场价值收益远远超过一美元。

下表显示在 1983 年底我们持有非控股的股权投资，所有的数字包含 100%伯克希尔和 80%Wesco 的权益，Wesco 少数股东部分已扣除：

	上年	股份数量	公司名称	成本	市值
不变	7,200,000	6,850,000	GEICO 保险	47,138	398,156
增持	3,107,675	5,618,661	R.J.R 烟草公司	268,918	341,334
增持	2,101,244	4,451,544	通用食品公司	163,786	228,698
不变	1,868,000	1,868,000	华盛顿邮报	10,628	136,875
减持	1,531,391	901,788	Time.Inc 时代传媒	27,732	56,860
不变	2,379,200	2,379,200	Handy&Harman 多元制造	27,318	42,231
减持	711,180	636,310	IPG 广告传媒	4,056	33,088
不变	460,650	690,975	联合出版公司	3,516	26,603
减持	391,400	250,400	奥美国际广告公司	2,580	12,833
减持	282,500	197,200	MEG 传媒	3,191	11,191
			总计	558,863	1,287,869
			所有其他控股公司	7,485	18,044
			全部权益	566,348	1,305,913
4%清仓	1982 年	1983 年	Crum & Forster 保险	现金替代品	
45%清仓	1978 年	1982 年	赛菲科公司		
微亏清仓	1980 年	1982 年	美国铝业		
11%清仓	1980 年	1982 年	克利夫兰克利夫钢铁		
翻倍清仓	1980 年	1982 年	平克顿安保公司		
7%清仓	1981 年	1982 年	Arcata 公司		
-22%清仓	1981 年	1982 年	GATX 公司		

34%清仓	1977 年	1981 年	凯撒铝化工公司		
22%清仓	1979 年	1981 年	F.W. Woolworth 折扣零售		
6%清仓	1980 年	1981 年	底特律国家公司		
15%清仓	1980 年	1981 年	全国学生营销公司		
41%清仓	1980 年	1981 年	洛杉矶时代镜报		
59%清仓	1978 年	1980 年	美国广播公司		
92%清仓	1979 年	1980 年	Amerada Hess 石油公司		
36%清仓	1977 年	1979 年	Knight-Ridder 骑士报业		
21%清仓	1977 年	1978 年	首府广播公司		
64%清仓	1976 年	1978 年	凯撒工业公司		

注：通用食品公司和 R. J. R 烟草公司的股份为 WESCO 持有

扣除去年 GEICO 保险特别股利，依照目前持股情况与股利发放率，我们预期在 1984 年将收到约 3900 万美金的现金股利，而保留未发放的收益估计将达到 6500 万，虽然这些保留收益对公司短期的股价将不会有太大影响，但长期来说终将显现出来。

下面我们将在此特别介绍我们控股的布法罗晚报、喜诗糖果和保险集团。

布法罗晚报 Buffalo Evening News

首先我要澄清一点，我们公司的名称是 Buffalo Evening News，因为一年多以前开始发行早报，所以报纸名称是《Buffalo News》。

1983 年公司税后净利率略高于 10% 的目标，原因有二：因前期亏损扣抵，州的所得税非正常的减少；新闻纸每吨成本突然降低，这类侥幸在明年不可持续。虽然公司 10% 的利润率水平在新闻行业来说表现平平，但若考量到 Buffalo 地区的经济与销售环境，这种表现却是不容易的。

由于 Buffalo 位于聚集重工业的铁锈带，这一经济部门在过去几年严重经济衰退中受到的打击尤为严重，并且滞后于复苏。一般民众大受其害，当地的报纸也无法幸免，发行量大幅滑落，许多同行被迫删减版面应对。在这种窘况下，我们有一个特殊的优势：公众更喜欢我们，这一点可以通过报纸的“渗透率”来衡量——即社区内每天购买报纸的家庭的百分比，我们的渗透率相当高。（当地人清晨很早就要上班，晚上下班才有时间看报，所以占据晚报市场就占据市场优势。）截止 1983 年 9 月 30 日 6 个月内，在全美最大 100 份报纸中，我们日报的渗透率排名第一（排名是根据发行量审计局编制的城市数字）。在解释排名之前，有一点必须要说明，许多大城市有 2 家报纸同时发行，则其渗透率必然低于只有 1 家的情况。尽管如此，100 家名单中仍包括许多只拥有一家报纸的城市。而我们不但名列前茅，更远胜于许多全国赫赫有名的日报。

此外在周日版部分，我们的渗透率更挤进前三名，比某些大报还高上 10-20%，而这并不是一开始就如此的，下表列示 Buffalo 地区周日版发行量与现在发行量的比较，1977 年以前 Buffalo 周末的市场属于信使快报

《Courier-Express》，占据他们收入六成，我们还没出版周日版。

（注：1977 年全美只有 50 座城市拥有两份报纸，而 1920 年超过 700 座。经济形势不可避免的导致每个城市只能剩下一家报纸，赢者通吃效应。布法罗晚报老板又不关注成本，铺张浪费，报纸盈利微薄，寻求卖给华盛顿邮报因强大工会被拒。蓝筹印花买入布法罗晚报目标之一就是盯上了周日版这块大蛋糕，1977 收购之后便火速发行进入竞争对手腹地，随即遭到对方的反垄断诉讼，因报纸上一篇有关巴菲特的**收费桥梁**的报道：1980 年买入底特律桥梁公司，法官对周日版发行设置了种种限制，这相当于卡死了这份报纸，巴菲特一度想要放弃，一直上诉到 1979 年才撤销裁决，随后迎来工会大罢工，79 年亏损 500 万，80 年亏损 1000 万，81 年扭转亏 150 万。展开了 5 年惨烈的阵地战，双方亏损惨重，1982 年 9 月，Courier-Express 宣布无法继续承受亏损停刊。83 年盈利 1900 万，补回全部损失。）

年度	周日平均发行量
1970	314,000
1971	306,000
1972	302,000
1973	290,000
1974	278,000
1975	269,000
1976	270,000
1977	3550 万买下
---	---
1984	376,000

我们认为**一份报纸的渗透率是衡量其特许经营实力的最佳指标**，若一家报纸在当地主要的零售商利益相关地区拥有极高渗透率，而在其他地区的发行量相对较少，对于这些零售商来说，投放广告将是非常有效的，因为无需为其他不相干地区的发行付费，相反，若渗透率很低对广告主来说则收效不大。

而我们认为有三个原因使得《Buffalo News》广为当地民众所接受，其中第二点和第三点亦能解释为何我们开始发行周末版，反而比已发行多年的唯一周日报纸《Courier-Express》更受欢迎。

第一点与报纸本身的价值无关。Buffalo 居民的流动率相对较低，稳定的人口对其社区的活动更感兴趣，参与度更高，因此他们对当地报纸的内容更感兴趣。若城市搬进搬出的人数上升，报纸的渗透率就会下降。

第二点该报以编辑品质与公正客观性著称。声誉由我们的资深编辑，传奇人物 Alfred Kirchhofer 所磨炼，并由 Murray Light 继承并推广，这一声誉对我们成功战胜老牌对手《Courier-Express》并建立一份周日报纸至关重要。若没有周日版的成功，日报版也可能无法存活至今。

第三点该报名副其实，它提供的新闻量非同寻常。在 1983 年我们的新闻内容块，**即真正的新闻而非广告，占**

报纸版面的 50%以上 (不包括插页)。在主导市场且规模相当或更大的报纸中, 据我们所知, 只有一家的比例是超越我们的, 虽然没有具体的统计数字, 但一般估计的新闻平均占比约为 30%。换言之, 我们提供的新闻份量比其它同业还要多上 25%, 事实上丰富的新闻内容是经过精心安排的, 有些出版业者为了提高获利, 大幅压缩新闻版面, 但我们却不愿效仿并坚持至今。我们相信, 真正的撰写与编辑内容, 全面丰富的新闻服务将使我们的报纸对读者更有价值, 也将转化成极高的渗透率。

尽管《Buffalo News》本身就有强大的特许经营权(随意提高广告价格的收费桥梁), 但是 ROP 却很难再有上升的空间(注: Rate of preprinted 预印广告占比=预印夹报的广告量/广告总量), 虽然我们在 1983 年预印广告有大幅成长, 发布条数由 930 万增加到 1640 万, 营收则由 360 万美元增长至 810 万美元, 增加幅度与全美趋势一致, 但以我们的个案来说, 考量到 1982 年 9 月《Courier-Express》不堪亏损关闭, 我们的增长趋势明显被夸大了。平心而论, 若 ROP 增加, 广告由报纸版面移到预印夹报对我们来说有负面的经济影响, 夹报广告的利润率较低, 业务更容易受到来自其他交付方式的竞争。反之, 若 ROP 减少, 广告过度挤占新闻版面, 读者的实用性就会变差, 因为新闻版面须维持一定比例。

Stan Lipsey 在年中接替 Henry Urban 成为《Buffalo News》的发行人, 在我们因发行周日版而引发竞争诉讼并持续亏损的黑暗时期, Henry 从未退缩, 当时明智的发行决定受到许多当地新闻同业质疑, 也包括我们大楼内的一些人。Henry 受到 Buffalo 商界, 以及所有员工, 也包含我与查理的敬重, Stan 跟 Henry 从 1969 年起便为伯克希尔工作, 对于报纸行业从编辑到发行的大小事务他们均亲身参与, 我们做得再好不过了。



喜诗糖果 See's Candy

1921 年 See's Candies 创立于洛杉矶, 商标是 Mary See 画像, 经营宗旨是秉承上乘的原料, 严谨的配制,

优秀的品质，在加州享有无与伦比的声誉。1972 年，500 万净资产，400 万税前利润，要价 3000 万。

See's 的经营表现依旧亮丽，该企业拥有一个有价值 and 稳固的消费者特许经营权(品牌提价权)，以及一个能干和可靠的管理层。近年来 See's 遇到两个重大的难题，所幸其中至少有一个已找到解决的方法，这问题与成本有关，但不是指原料成本，近几年来，我们在原材料成本方面大幅上涨，当然，我们的竞争对手也是如此，未来不断上涨的原材料成本会不断带来令人不悦的惊喜。事实上，原料成本是我们较无法控制的，因为不管价格如何变化，我们尽可能采购最上等的原料，我们视产品品质为最重要的一点。

但在其它成本却是比较可控的，不过问题却出在这里，我们的运营成本(以每磅为基本单位，但不包括原料成本)增加的速度远高于一般物价水准，扭转这一趋势对加固我们的竞争地位和利润潜力至关重要。所幸最近几个月，成本已受到有效控制，相信 1984 年的成本增长率将会低于通货膨胀，这自信源自于我们与 Chuck Huggins 多年来共事的经验，自我们接管的那天就让 Chuck 负责，他的记录非常出色，如下表所示：

年份	门店	销售总磅数	磅数/店	单价	提价	销售总额	净利润	净利率
1972	167	16,954,000	101521	1.85	年化 9.5%	31,337,000	2,083,000	6.65%
1973	169	17,813,000	105402	1.97	6.49%	35,050,000	1,940,000	5.53%
1974	170	17,883,000	105194	2.31	17.26%	41,248,000	3,021,000	7.32%
1975	172	19,134,000	111244	2.64	14.29%	50,492,000	5,132,000	10.16%
1976	173	20,553,000	118803	2.74	3.79%	56,333,000	5,569,000	9.89%
1977	179	20,921,000	116877	3.01	9.85%	62,886,000	6,154,000	9.79%
1978	182	22,407,000	123115	3.29	9.30%	73,653,000	6,178,000	8.39%
1979	188	23,985,000	127580	3.64	10.64%	87,314,000	6,330,000	7.25%
1980	191	24,065,000	125995	4.06	11.54%	97,715,000	7,547,000	7.72%
1981	199	24,052,000	120864	4.68	15.27%	112,578,000	10,779,000	9.57%
1982	202	24,216,000	119881	5.11	9.19%	123,662,000	11,875,000	9.60%
1983	207	24,651,000	119087	5.42	6.07%	133,531,000	13,699,000	10.26%
1984	214	24,759,000	115696	5.49	6.49%	135,946,000	13,380,000	9.84%
2007	200	31,000,000	155000	12.4	年化 5.6%	383,000,000	53,300,000	13.91%

如上表所示，我们面临的另一个问题是，实际售出的糖果磅数停滞不前，事实上这是这个行业普遍遇到的困难，只是过去我们的表现明显优于同业，不过现在却一样惨。尽管商店数量(以及分销费用)每年都有小幅增加，但在过去四年中，我们零售店的销售磅数几乎每年都没有变化。营业额增加是因我们大幅提价，但我们认为衡量一家门店经营绩效的标准在于销售磅数而非销售金额。以同店为基础(仅计算两年内开业的店铺)，所有数据均调整为 52 周每年度，1983 年平均销售量减少了 0.8-1%，不过这已是 1979 年来较好的表现了，累计的降幅约达 8%，

团体采购(约占整体 25%)在经过 1970 年代成长高峰后已停滞不前。

我们不确定门店零售与团体订购的销售量的停滞，在多大程度上是受到我们的定价策略影响，多大程度是行业景气萧条或是我们的市场占有率太高造成，不过 1984 年我们调涨的幅度较以往几年温和，希望明年跟各位报告的销售量更好，不过我们却无任何依据能保证这种情况一定会发生。

除了销量的问题，See's 具有很多且重要的竞争优势，我们主要的销售地区在西部，我们的糖果比其他品牌更受消费者青睐，我们相信大多数巧克力爱好者更喜欢巧克力，而不是价格高出两三倍的其他糖果。**从某种程度上，糖果就如同股票一样，价格与价值有所不同，价格是你所付出的，而价值却是你所得到的。**我们全美的门店都是直营而不是加盟，服务的品质跟我们的产品一样好，亲切贴心的服务人员就跟包装上的 MarySee 商标一样，对一家雇用 2000 名季节性员工的企业来说，可是不容易办到的，这都要归功于 Chuck 与所有同仁的努力。由于我们在 1984 年仅微幅调整价格，所以估计今年的业绩与 1983 年相当。

保险业务：自营

我们本身除了亲自经营保险业外，还在不控股的保险公司 GEICO 中拥有庞大的投资部位，所有结果都很容易总结：这些由本人作决策的保险业务，其经营成果显而易见的糟糕，所幸那些不受本人控制的 GEICO 仅仅是黯淡了一些。你的推论完全正确，几年前我犯下的错误如今已找上门来了。

整个保险行业已经低迷了好几年了，如下表所示：

年度	保费收入增长率	已赚保费增长率	综合比率
1972	10.2	10.9	96.2
1973	8.0	8.8	99.2
1974	6.2	6.9	105.4
1975	11.0	9.6	107.9
1976	21.9	19.4	102.4
1977	19.8	20.5	97.2
1978	12.8	14.3	97.5
1979	10.3	10.4	100.6
1980	6.0	7.8	103.1
1981	3.9	4.1	106.0
1982 修订	4.4	4.6	109.7
1983 预计	4.6		111.0

Source: Best's Aggregates and Averages

如同去年我们所揭示的原因，我们认为 1983 年的惨况仍将持续好几个年头，(正如 Yogi Berra 所说:: 一切

都将重演。It will be deja vu all over again), 这并不意味着情况不会好转, 一定会反弹, 但是未来十年的平均综合比率基本不可能低于 1981-1983 年的水平, 基于我们一如既往的对通货膨胀的悲观预期, 除非承保价格每年涨价 10%以上, 否则综合比率将很难低于现在。

我们的保险业务在 1983 年的综合比率是 121, 由于最近 Mike Goldberg 已接手负责保险业务的经营, 所以这个烫手山芋交给他来解决, 要比本人亲自处理要好得多。然而不幸的是, 保险这行业赔付周期很长, 虽然企业政策与人员可随时改进, 但其效果却要相当长的一段时间才能显现, 事实上我们就靠这点在投资 GEICO 上赚了很多钱, 我们在**困境反转真正显现**之前就先一步预期到了。所以目前的窘境事实上是我两三年前直接负责营运时所捅下的娄子。

尽管整体表现不佳, 但其中仍有几位经理人表现杰出, Roland Miller 所领导的国民保险和国民火灾海上保险在汽车和一般责任险领域, 当同业对手一片惨淡时一支独秀。此外 Tom Rowley 在科罗拉多州展露头角, Mike 一年多前找到了他, 我们可说是挖到宝了。

最近我们开始在活跃于**再保险领域**(我们希望以后能再活跃些), **在这一领域, 买方最关心的是卖方的长期的信誉, 以确保再保险承诺在许多年后能够得以兑现**, 在此类交易中, 伯克希尔卓越的财务实力将使我们成为分保人和投保人倚赖的首选。结构性结算(类似寿险年金的赔付业务)是此类业务的主要来源, 按照理赔程序, 索赔人可定期领取赔款(几乎总是按月给付直至终身), 这种结算方式对索赔人来说有重要的税收优势, 也可避免一下子把赔款花得精光。通常情况下, 结算方式中还会内置了一些通胀保护措施。通常这些索赔人皆严重伤残, 所以, 分次给付可确保其以后数十年的衣食无虞。我们相信我们能够提供无与伦比的保障。据我们所知, 没有任何一家保险公司, 即使是那些资产规模雄厚的公司, 都没有我们这样卓越的财务实力。

另外, 基于我们坚强的财务实力, 希望转移损失准备金的保险公司可以找我们。在这类交易中, 保险公司一次付给我们一大笔钱, 将大量到期但未来需支付损失赔偿的这类保单业务打包卖给我们。当然转让此类债权的公司也需要确定受让人未来多年的财务实力。在这一点上我们的竞争力明显优于同业。

潜在地, 这两类业务的结构性结算和损失准备金的假设对我们来说可能变得非常重要。由于这两类业务的潜在规模很大, 并且相比保费收入, 这些浮存金能产生大量的投资收入。我们将在我们的保险部门数据中单独显示这些业务的承保结果, 同时我们的综合比率将剔除它们的影响。我们在这两类交易中没有利润前置, 所有应占间

接成本目前均已支出。该业务由国民保险的 Don Wurster 经营。

保险业务：GEICO

在 1983 年，GEICO 保险表现之好，与我们自己经营保险表现之差一样好。跟同业平均综合比率 111 相比，GEICO 保险在加计预估分配给保户的股利后的数字为 96，在几年前，我从不会想到它能够表现的如此之好，这都要归功于优异的商业模式和卓越的管理层。

Jack Byrne 和 Bill Snyder 在承保领域一贯维持着良好的纪律：包含至关重要全额准备金和适当的损失准备金，他们的努力现在得到了新业务收益的进一步回报，加上投资部门的佼佼者路易·辛普森(Lou Simpson)，这三个人组成了保险业的梦幻队伍。我们拥有 GEICO 保险大约三分之一的股权，依比例约拥有 2.7 亿美元的保费份额，比我们自有的全部保费还多约 80%，所以可以这么说我们拥有的是全美最优质的保险业务，但这并不代表我们就不需改进自有的保险业务。

股票拆分和股票交易

我们经常被问到为什么伯克希尔不拆分其股票。这个问题背后的假设似乎是：股票拆分是一种有利于股东的行动。我们并不认同这点，让我告诉你为什么。

我们的目标之一是让伯克希尔的股票价格以与其内在商业价值合理相关的价格交易。请注意「合理相关」而非「完全一致」，因为如果绩优公司的股票通常在市场上以大大低于其价值的折扣出售，伯克希尔也很难幸免。理性股价的关键是理性的股东，无论是当前股东还是未来股东。如果公司的股东或潜在的买家主要都是基于非理性或情绪性的投资该公司股票，则公司股票便会不时出现很离谱的价格，躁狂-抑郁的人性会导致躁狂-抑郁的估值，Manic-depressive personalities produce manic-depressive valuations。市场的这种特性虽然有助于我们买卖其它公司的股票，但我们尽量避免这种情况跟伯克希尔沾上边，这符合你我双方的利益。

只获得高质量的股东并不容易。A 女士可依喜好选择其投资组合，任何人都可买任何股票，没有任何公司可依智力、情绪稳定度、道德感或衣着品味来筛选股东，所以股东优生学基本上是一项不可能的任务。

很大程度上我们认为，如果我们始终如一地传达我们的经营哲学和所有权理念，并且没有其他相互冲突的信息，那么就可以吸引并维持一个高质量的股东群，以达到自我筛选的目的。例如，一场主题为歌剧的音乐会，跟另一场主题是摇滚乐的演唱会，一定会吸引不同的观众群来欣赏，虽然任何人皆可购买其中任何一种的门票。(中

餐馆和西餐馆同样有自己的顾客群。)我们的企业基本原则以及管理层股东定期互相沟通是我们最好的广告，我们希望吸引认同我们的运营、理念和期望的投资者，同样重要的是劝退那些不认同的人。我们希望那些倾向长期投资且把公司当成是自己事业一样看待的股东加入我们，大家关注的是公司的经营成果而非短期的股价波动。

具有这项特质的投资人属于极少数，但我们拥有非常多，我相信投资伯克希尔或蓝筹印花达五年以上的股东有 90%以上，甚至可能超过 95%。我猜测有 95%的股东持有的伯克希尔股票价值比起其第二大持股超过两倍以上。在股东过千和市值过十亿的公司中，我们几乎可以肯定，伯克希尔的股东与经营者的想法是最能契合的。提升具备这些特质的股东群体并非易事。

如果我们拆分公司的股票或者采行一些其他注重公司股价而非企业价值的动作，我们吸引到的新股东其特质可能要比离开的股东差得多，当伯克希尔的股价为 1300 美元时，很少有投资者能负担得起。对于能购买一股的人来说，将股票分割为一百股再购买，难道有什么差别吗？那些不同意的人以及那些因为拆分或预期拆分而购买股票的人，肯定会将我们现有的股东水准往下拉，难道我们要换掉那些思想透澈的原股东，而去换来一堆情绪易受影响的、认为 9 张十元钞要比 1 张百元钞要好的新成员，这样做真得能够提升整体股东的素质吗？人们若基于非价值因素买进股票也会基于非价值因素卖出股票，他们的加入只会使公司的股价偏离内在商业价值而加剧不稳定的波动。所以我们的政策尽量避免吸引关注短期股价的情绪投机者，而尝试吸引关注长期商业价值的理性投资者，就像你在一个由理性投资者组成的股票市场中买进伯克希尔的股票一样，你也可以在这个市场中卖出，我们尽量维持这种理想的状态。

股票市场一个讽刺之处就是对于波动性的过于重视，券商称之为流动性与变现性，对那些换手率高的公司大加赞扬，那些无法让你口袋鼓鼓的人一定会自信的让你的耳朵满满。但投资者必须明白，对赌场老板有利的事情对客户必然不利，而过热的股市跟赌场没有什么不同。

假设一家公司的股本回报率为 12%，股票每年的周转率为 100%，股票买卖双方须抽 1%的手续费(低价股的费率可能更高)，现在假设公司股票以账面价值进行交易，这样每年股权转移的交易成本占净资产的 2%，意味着所有者 12%的收益中的 1/6 通过摩擦成本转移给券商，却对企业的收益没有产生任何助益，(这还不包括期权交易，这将进一步增加摩擦成本)。玩这种跟随音乐节奏频繁更换椅子的游戏对投资者来说太过昂贵，若是政府突然宣布对企业或投资者征收 16%新所得税时，你能想象会有什么痛苦的叫喊声吗？实际上，通过频繁交易，投资者

变相向自己征收相当于此类税收的税款。

过去市场包括场外交易在内每天交易量约 1 亿股，今天看来算是相当低了，但对股东来说绝对是祸不是福，因为那代表当天换椅子的费用是 5000 万股成本的 2 倍(换位税：先卖 5000 万股+再买 5000 万股，而券商是买卖双向收费是 4 倍)，假设 1 亿股交易日持续了一年，每次购买或出售的交易成本为每股 15 美分，则一年累积下来投资者的换位税要花费约 75 亿美金(1 亿 \times 0.15 元 \times 2 \times 250 天)，这一数额相当于财富 500 强最大四家公司埃克森石油，美孚石油、太古石油和通用汽车 1982 年的利润总和。这些公司 1982 年底账面价值约 750 亿美元，占财富 500 强企业账面价值与获利的 12%。根据我们的假设，投资人因为手痒而将手中股票换来换去的代价，相当于花费了这些大企业一年的辛苦所得。另外，如果再加上换椅子的投资建议费用的话——20 亿管理费，约相当于全美前五大金融机构(花旗、美国银行、大通银行、汉诺威银行、摩根银行)盈利总和。这个昂贵的换椅子游戏，只是用来决定谁能分吃这块蛋糕，但却不能让蛋糕变得大。我知道有一种扩大蛋糕的论点，即这个过程提高了资金的配置效率，但我们怀疑其可信度，我们认为过热的股市反而严重妨碍了理性资金的合理配置，并使蛋糕严重缩小。亚当史密斯说：自由市场中有一只看不见的大手，能引导所有非共谋行为使经济社会利益极大化。我们的观点是：赌场式的股市与神经质的投资行为仿佛是一只看不见的大脚，会绊倒并减缓经济社会向前发展。(Adam Smith: All noncollusive acts in a free market were guided by an invisible hand that led an economy to maximum progress. Our view: Casino-Type markets and Hair-Trigger investment management act as an invisible foot that trips up and slows down a forward-moving economy)。

与那些过热的股票相比，伯克希尔目前的买卖价差约为 30 点，约 2%，依据交易量大小的不同，买卖双方所需支付的成本从 4%(只买卖几股)至 1.5%(大宗交易可以谈判降低佣金)不等，伯克希尔大多数的股票交易通常较大，成本一般不超过 2%。同时伯克希尔股票的换手率每年约仅 3%(扣除券商间交易和捐赠)，也就是说，伯克希尔股东每年所付出的交易成本约占其市值的万分之六，约略为 90 万美金(这笔金额不少，远低于平均水平)，拆分股票会增加交易成本、降低股东素质、鼓励股价与其内在价值背离.....我们实在想不到任何一点好处。

其他

去年我登了一小段广告寻求可能的并购对象，在我们的新闻事业我们告诉广告主重复刊登便会有效果(事实上就是如此)，所以今年我再复述一次我们并购的标准，我们对具以下条件的公司有兴趣：

- (1)、具有一定的规模，税后净利润至少达到 500 万美元。
- (2)、表现出持续稳定的盈利能力，我们对美好前景或困境反转的公司没有兴趣。
- (3)、企业在很少或没有负债的情况下，取得了良好的股本回报率 ROE。
- (4)、公司具备强大的管理团队，我们不参与管理。
- (5)、简单的容易理解的商业模式，我们对复杂的高科技一无所知。
- (6)、合理的价格，在价格不确定前，我们不希望浪费双方太多时间。

我们不会进行恶意并购。我们承诺完全保密，并尽快答复是否感兴趣(通常不超过五分钟)，我们倾向现金交易，但若公司内在价值跟我们付出的一致时也会考虑发行股份。我们欢迎潜在卖家通过联系过去与我们有业务往来的人来了解我们，对于合适的企业和合适的人，我们会提供一个好的归宿。

所有符合条件的股份中约有 96.4%参与了我们 1983 年的股东指定捐款计划。在 1984 年初总计捐出 3,066,501 美元的款项分配给 1353 家慈善机构，虽然参与股东的回复比率颇高，但占全部股东回复比率却不甚理想，主要的原因可能是新并购进来的股东人数较多且不熟悉本计划的内容，我们建议新股东赶快阅读相关信息，若你也想参加的话，我们强烈建议你赶快把股份从经纪人那儿改登记于自己的名下。未在 1984 年 9 月 28 日登记的股份将不具有参与 1984 年的计划资格。

蓝筹印花与伯克希尔的合并案顺利完成，仅有不到 0.1%的股东表示反对，也没有人要求再评估，在 1983 年我们因而获得了一些税收优惠，我们预期未来能够再获得一些。此外整个合并案有个小插曲，1965 年现管理层接手伯克希尔有 1,137,778 股已发行股票，而现有 1,146,909 股，若你当初持有 1%的股权约等于现在的 0.99%股权，不过伯克希尔的资产已从过去单纯的纺织机器设备厂房，增加为拥有新闻、糖果、家具与保险业务，外加 13 亿美金的有价证券。我们欢迎原蓝筹印花的股东加入我们，为了帮助你们对伯克希尔有进一步的认识，只要来信索取我们很愿意将 1977-1982 的年报寄给各位。(1983 年中以每一股蓝筹印花交换 0.077 股 BRK，完成合并蓝筹印花剩余 40%的股份(约 2068930 股)，发行约 15.9 万股 BRK，按每股 1300 元折合 2.07 亿美元)

沃伦·巴菲特 董事长

附录：商誉及其摊销：会计规则与经济现实

这篇附录探讨的只是经济和商业商誉，而不是日常所说的声誉。比如，一个公司可能被大多数客户喜欢，甚至热爱，但是却不具有任何经济商誉。(AT&T 在分拆前总的来说声誉很好，但没有一分钱的经济商誉。)遗憾的是，一个公司可能并不被其客户所喜欢，但却具有大量，而且不断增长的经济商誉。所以，就目前而言，让我们先忘掉情绪，只关注于经济和会计。

当一个公司被并购时，会计准则要求并购金额首先分配给所并购的可确认资产的公允价值。资产的公允价值总和(经扣除负债后)经常是少于公司的并购总价格。在这种情况下，这两者的差异就被分配到一个资产帐户，称为"超出并购的净资产权益的额外成本"。为了避免不断的重复这一很长的说法，我们将用"商誉"来替代之。

在 1970 年 11 月以前购买公司所产生的商誉有不同的处理。除非在极少的情况下，只要仍然持有所购买的公司，商誉就可以存在于资产负债表上。这意味着不需针对盈利核算摊销费用而逐渐削减这项资产。

在 1970 年 11 月以后的并购就不同了。当并购产生商誉，这些商誉必须在不超过 40 年的时间里进行摊销。每年以相等的摊销费用减少利润帐户。由于 40 年是所允许的最长时间，这也是管理层(包括我们自己)通常选用的。这项减少利润的年度费用不允许被用来抵扣税，所以具有一般费用大约两倍的税后收益影响。

这就是会计商誉的运作方式。为了揭示会计商誉与经济商誉的区别，让我们看一个手边的例子。我们将一些数字四舍五入，并极大的简化，以让这个例子容易理解。我们还将提及一些对投资者和经理人的影响。

Blue Chip 于 1972 年初以 2500 万美元购买了 See's 糖果。当时，See's 有大约 800 万的净有形资产。在整个讨论中，应收帐款将被归于有形资产，这个定义对商业分析是适合的。当时这个水平的有形资产足够不用债务而运营业务，季节性短期的因素除外(圣诞节促销)。See's 当时的税后盈利是 200 万美元，这似乎保守的代表了以 1972 年不变美元计的未来盈利能力。

因此，我们学到的第一课：当企业预期从这些有形资产上产生的收益**远高于**一般市场回报率时，从逻辑上讲，公司的价值远远超过了有形资产净值。这种市场回报的**超额收益**被资本化就是经济商誉。

在 1972 年以及现在，相对来说，很少有公司能像 See's 那样稳定的获得 **25%的税后净有形资产回报率**，而且采用了保守的会计核算，以及没有财务杠杆。并不是公允市场价值的库存，应收款，或者固定资产，产生了这种非凡的溢价回报率。正好相反，**是无形资产的组合，尤其是在消费者中良好的声誉产生了这一切。这种良好的**

声誉是建立在消费者对其产品以及公司员工无数愉快的体验之上。

这种声誉创造出了一个消费者特许经营权。决定商品销售溢价的重要决定性因素是商品满足了购买者的需求价值，而不是商品的生产成本(是需求定价，而不是成本定价)。消费者特许经营权是经济商誉的主要来源。其他的来源包括：无盈利管制的政府特许经营权如电视台，以及在一个行业的低成本生产者的持久地位。Such a reputation creates a consumer franchise that allows the value of the product to the purchaser, rather than its production cost, to be the major determinant of selling price.

让我们回到 See's 这个例子的会计处理。Blue Chip 对 See's 的并购超出了净有形资产 1700 万美元。这就要求在 Blue Chip 的资产负债表上设立同额度的商誉帐户，并在 40 年的时间里，每年把这项资产摊销 42.5 万美元的费用，随之减少利润。到了 1983 年，经过了 11 年这样的摊销，这 1700 万已经被减少到了 1250 万。伯克希尔，与此同时，拥有 60% 的 Blue Chip，所以也就是 60% 的 See's。这一所有权意味着伯克希尔的资产负债表反映了 60% 的 See's 的商誉，即 750 万美元。

1983 年伯克希尔并购了 Blue Chip 余下的股份。这一合并要求使用购买法会计处理(purchase)，而不是一些合并所允许的合并法会计处理(pooling)。在购买法会计处理下，我们支付给 Blue Chip 的股份的公允价值 Fair Value 必须在我们从 Blue Chip 获得的净资产上分摊。这一公允价值的多少，当上市公司用股票进行并购时总是用所放弃的市场价值来衡量。

并购的资产包括了 Blue Chip 所拥有的所有东西的 40%(如上所示，伯克希尔已拥有余下的 60%)。当伯克希尔支付的超过了我们收到的 5170 万美元可确认净资产，这一超出的部分被分配到两部分商誉：2840 万美元在 See's，以及 2330 万美元在 Buffalo Evening News。

所以在并购后，伯克希尔有了 See's 的商誉，具有两部分：从 1971 年并购所剩下的 750 万美元，以及 1983 年的 40% 并购所新创造的 2840 万美元。我们在未来 28 年的摊销费用将是每年 100 万美元，之后的 12 年也就是 2002-2013 年是每年 70 万美元。换句话说，不同的并购日期和价格，让我们对同样一个资产有了两个非常不同的价值和摊销费用。(我们重复我们的免责声明：我们没有更好的会计系统建议。必须被解决的问题令人难以置信，因此必须有硬性的规则。)

但是，经济现实是什么？一个实际情况是，从 See's 并购后每年从利润表中作为成本扣除的摊销费用并不是真

正的经济成本。我们知道 See's 去年在 2000 万美元的净有形资产之上，挣了 1300 万美元的税后利润。这一业绩表明现存的经济商誉远高于最初总的商誉会计成本。换句话说，**虽然会计商誉从并购那一刻就有规律的摊销而定期减少，但经济商誉却以不规律但却非常重大的方式增加。**

另一个现实是，未来的年度摊销费用将无法符合经济成本。当然，See's 的经济商誉也可能消失。但商誉不会稳定的消耗，或者以类似稳定的方式消耗。最有可能的是，商誉将会增加。由于美元的通胀作用，商誉价值将会以当前美元计增加，而不是以不变美元计。

这一可能性的存在是因为**真实的经济商誉倾向于跟随通胀在名义价值上成比例增加**。为了说明这是如何运作的，让我们把 See's 这样的业务和一个更普通的业务 X 做一个对比。1972 年我们并购 See's 时，它在 800 万美元净有形资产之上的盈利是 200 万美元。让我们假定一个普通的企业 X 也有 200 万美元的盈利，但需要 1800 万美元的净有形资产来维持运营。仅凭所需有形资产赚取 11% 的回报，这个普通的业务几乎没有经济商誉。

这样一个企业 X，完全有可能以其净有形资产净值 1800 万美元卖出。与之相反，我们支付了 2500 万美元购买了 See's，即使它没有更多的盈利，而且只有前面普通业务 X 不到一半的实打实的有形资产。难道正如我们的并购价格所暗示的那样，更少的净资产真的会更值钱吗？答案是"是的"，只要你预料到未来是一个持续通胀的世界，正如我们在 1972 年预计的那样，即便两个业务都预期有停滞的业务量。

要理解为什么少会变多，请想象物价水平翻倍之后对这两个业务的影响。这两者都需要把名义盈利翻倍到 400 万美元才能赶得上通胀。这似乎不需要太多的手段：只要卖同样多的数量，把价格翻倍就行了，假设利润率不变，盈利一定翻倍。

但是关键的是，为了达到利润翻倍，两者恐怕都必须把正常的净有形资产投资翻倍。因为这就是通胀常常强加于商业的经济要求。有好处也有坏处，以美元计的销售额翻倍意味着更多的钱必须马上被用在应收款和库存。固定资产所用的钱对通胀会有较慢的反应，但肯定会有反应。而且，所有这些通胀要求的投资将无法提高投资回报率。这种投资的原因在于维持业务的生存，而不是股东利益的增长。

记住，See's 只有 800 万美元的净有形资产。所以，它只需要投入额外的 800 万美元来支持通胀所强加的资本需求。而普通的业务 X，则有着超过 2 倍的大负担，需要 1800 万美元的额外资本。

尘埃落定之后，这个普通的业务 X，现在每年盈利 400 万美元，可能仍然价值相当于其有形资产价值，即

3600 万美元。这意味着股东投资的每一个美元，只产生了一个美元的名义价值增加。(这与他们把钱加到存款帐户中一样，都是一美元对一美元。)

See's 同样也盈利 400 万美元，用我们购买时同样的估值方法评估(逻辑上应该如此)可能价值 5000 万美元。所以 See's 获得了 2500 万美元的名义价值增加，而股东仅仅投入了 800 万美元的额外资本，这相当于每投入 1 美元获得超过 3 美元的名义价值(See's 的盈利能力 ROIC 估值 3PB)。

记住，即使是这样，See's 的股东也由于通胀被迫付出 800 万美元的额外资本，这也才仅仅是维持真实利润。任何需要一些净有形资产来运营的非杠杆企业(几乎所有的业务都是如此)都会被通胀伤害。对有形资产方面需求很少的企业受到的伤害最小。

然而这个事实对很多人来说是难以理解的。多年以来，(长于传统短于智慧的)传统智慧认为拥有天然资源，工厂，机器或其他有形资产("我们信赖的商品")的企业能够提供最好的通胀保护。其实根本不是这样。重资产企业的回报率通常很低，低到几乎不能提供足够的资本来满足现有业务的通胀需求，没有任何剩余资金来支持真正的增长，分配股息给所有者，或者并购新的业务。

与之相反，在通货膨胀时期积累的大量商业财富来自拥有具有持久价值的无形资产和对有形资产的要求相对较低的特许经营权。在这些例子里，以名义美元计价的盈利大幅增加，这些资金可以用来并购其他的业务。这种现象在电视报业等传媒行业尤为明显。这一行业仅需要很少的有形资产投资，但是却能保持特许经营权经久不衰。在通胀时期，商誉是不断给予的礼物。

但是这一结论自然只适用于真正的经济商誉。欺骗性的会计商誉(有很多这样的例子)是另外一码事。当一个过度兴奋的管理层用愚蠢的高价购买一个企业时，你就会看到与前面描述的同样的会计细节。因为它无处可去，愚蠢的出价最终会被记入商誉帐户。考虑到创建该账户缺乏管理自制力，在这种情况下，应该称之为"没有意愿"。无论期限，通常可以观察到 40 年的仪式性摊销。管理层追求刺激的肾上腺素被资本化保留在帐面上作为一项「虚无缥缈的资产」，就像在说这个并购是一个明智的举动。

* * *

如果你坚持相信对商誉的会计处理是衡量经济现实的最佳方式，我建议你思考最后一个例子。

假设一个公司有每股 20 美元的净资产，全部是有形资产。进一步假设公司内部发展了一个绝妙的消费者特许

经营权，或者这个公司足够幸运，获得了一些重要的 FCC 最初授予的电视台许可。所以，这个公司于有形资产上盈利丰厚，比如每股 5 美元，或者 25% 的回报。有这样的经济状况，这支公司的股票可能卖价每股 100 美元或更高。而且还有可能在一个谈判卖出整个业务中获得如此的价格。

假设一个投资者支付了每股 100 美元购买股票，实际上是用每股 80 美元支付了商誉(正如一个企业并购整个公司时那样)。这个投资者是否应该每年拿出 2 美元的摊销费用(80 美元除以 40 年)，用于计算"真实"每股盈利？如果是这样，新的 3 美元新"真实"盈利是否应该促使他重新思考购买价格？

* * *

我们认为经理人和投资者应该从下面两个视角看待无形资产：

A、在分析经营业绩时，也就是评估一个业务的内在经济状况时，摊销费用应该被忽略。一个企业在无杠杆的净有形资产上的预期收益(不包括商誉摊销收益的任何费用)，是衡量企业经济吸引力的最佳指南。这也是衡量该业务经济商誉价值的最佳指南。

B、在评估商业投资是否明智时，摊销费用也应被忽略。摊销费用既不应该从业务的盈利中减去，也不应该从业务的成本中扣除。这意味着在任何摊销之前，永远以全部成本查看购买的商誉。更重要的是，并购成本应该被定义为，包含所支付代价的全部内在商业价值，而不仅是其记录的会计价值，不论合并当时所涉及的证券的市场价格，也不管是否允许用合并会计处理。比如，我们在合并 Blue Chip 40% 的 See's 和 News 的商誉时，真正支付的代价远超过我们记录在账面上的 5170 万美元。存在这种差异是由于在合并时，伯克希尔股票的市场价值低于其内在商业价值，对我们来说这才是决定真实成本的价值。

从视角 A 看似乎是赢家的投资，从视角 B 看却有可能黯然失色。一个好的企业不一定是一个好的投资，虽然好企业是寻找好投资的地方。我们将寻求投资那些用 A 衡量是优秀运营的企业，而且用 B 衡量能产生合理回报的投资。所谓会计的结果将完全被忽略。

在 1983 年底，在我们会计帐面上的净商誉是 6200 万美元，包括 7900 万美元标明在资产负债表的资产一侧，以及 1700 万美元负的商誉以冲销我们持有的 Mutual Savings and Loan 的权益价值。我们相信净经济商誉远超过这 6200 万美元的会计数字。

附录：收购内布拉斯加家具商场协议

1983 年 8 月 30 日

罗斯布鲁姆金夫人及其家族

1, 您拥有内布拉斯加家具商场(NFM)100%的流通股, 该公司在奥马哈西部一个大型独立的仓储销售地点(包括周围土地在内约 43 英亩)经营着一个非常成功的家具和电器零售业务。

2, 伯克希尔哈撒韦公司(BRK)长期以来一直钦佩你们共同取得的成就, 并在此提议以 5535 万美元现金向你们购买 90%的流通股。其余未出售给 BRK 的 10%流通股由路易斯布鲁姆金先生及其儿子保留。BRK 在收购 NFM 流通股的同时, 将与路易斯布鲁姆金先生及其儿子达成安排。详见附件 A。

3, BRK 将在满足美国反托拉斯法 Hart-Scott-Rodino 修正案的要求后, 并在您的配合下尽快完成。在您接受 BRK 的收购提议后, 这种流于形式的交易流程 100%确定将在 50 天内完成。由于 BRK 对其他任何家具和家电企业都没有兴趣, 因此, BRK 收购 NFM 股票不会导致任何一个企业实体在任何市场的家具和家电业务份额的增加。如果因 Hart-Scott-Rodino 法案导致交易延迟超过 50 天, NFM 股票的收购价格将在接受协议后超过 50 天不超过 90 天的任何延迟期间, 以 12%的年利率增加。如果 Hart-Scott-Rodino 延迟超过 90 天, 任何一方都可以选择终止交易来终止所有义务。

4, 交易完成时:

i), NFM 每一个股东将保证其股票的所有权完整转移至 BRK;

ii), 路易斯布鲁姆金先生将尽其所知所信, 向 BRK 证明:

a, BRK 收购 NFM90%已发行流通股, NFM 没有义务(或有或无)发行额外股份;

b, 向伯克希尔提供 NFM(及其全资附属子公司, NFM 部分进行仓储和零售业务部分闲置的 43 英亩土地)的所得税申报表, 及一份截至 1982 年 1 月 31 日的财政年度的相关会计数据, 能公平反映该财政年度内合并业绩及其年末终结时的资产负债表状况。

c, 自 1982 年 1 月 31 日以来: 1, 截至 82 年 1 月 31 日财政年度的业务运营非常成功; 2, 除了购买下文所述的两套不动产外, NFM 所有交易均处于政策的经营和扩张过程中; 3, 如提供给 BRK 的截至 1983 年 7 月 31 日未经审计的资产负债表所披露, NFM 的资产负债表大幅改善;

4, 1983 年 7 月 31 日至交易完成日之间, NFM 没有宣布或支付任何股息。

5, 交易完成后, 如果奥马哈的两处地产因 NFM 改变计划而导致其不需要用于运营, BRK 将促使 NFM 立即向原 NFM 股东, 按比例或按原 NFM 股东的指定的方式, 按现值向原 NFM 股东支付 100 万美元现金。

6, 如果上述内容得到您的认可, 请将 NFM 所有股东签署的本函副本寄回, 这将构成该等股东与伯克希尔之间的合同。

你真诚的

BRK by 沃伦巴菲特 董事长

NFM 股东签名	日期	NFM 股份比例
Mrs. Rose Blumkin	Aug30,83	20%
Louis Blumkin 及家人	Aug30,83	20%
France Batt 及家人	Aug30,83	20%
Cynthia Schneider 及家人	Aug30,83	20%
Sylvia Cohn 及家人	Aug30,83	20%

First National Bank of Omaha, Trust officer, AUG30,1983



1983 年巴菲特收购内布拉斯家具商场发布会采访

在我们开始新闻发布会之前, 我们想向您介绍一下这家公司的历史, 这将会在电视上播放。这位来自俄罗斯、身高 4 英尺 11 英寸的移民女性的精力和独特的商业头脑, 使内布拉斯加家具商场得以繁荣, 并且今天成为全国最大的家居用品商店。这是一个非凡的成功故事, 正如 B 夫人常说的那样, 这样的成功没有什么秘诀, 只需要以最低的价格购买优质商品, 并销售优质商品, 但这需要努力工作。内布拉斯加家具商场以高效的方式运营, 该商场还非常依赖其员工, 超过 400 名知识渊博的员工展示了良好的销售技能, 内布拉斯加家具商场深知产品线的展示价值。

记者: 如果有人问你现在的感受如何, 你会怎么回答?

B 夫人: 我很高兴能与这个聪明的买家合作, 当我握手成交的时候, 巴菲特给了我一个价钱, 然后说好的, 签合同, 这样就把交易搞定了。

记者：你不是在寻找买家吗？

B 夫人：是的，我总是说我要卖店，结果有一天客户走进来握手并购买了商店，这是一场意外。

记者：那次交易是怎么发生的？

B 夫人：当有人提出购买时，我会和他们谈谈，看看他们的想法和决定，但不像巴菲特这样，他是万中无一。

记者：交易的条件是什么？

B 夫人：Blumkin 家族将继续管理，我的儿子路易斯和员工都会保持不变，我将担任董事长，继续与竞争对手竞争。

巴菲特：我的角色只是鼓掌。

记者：交易价格是多少？

B 夫人：每次你被问到这个问题，总是会有不同的答案，我还没有拿到钱，只是握了手，也许会在未来实现。

记者：你会保留多少百分比的权益？

B 夫人：大多数将是巴菲特的，大约 15-20%将由家族保留，他支付的最大金额也是如此。

记者：巴菲特，你为什么会对内布拉斯加家具商场感兴趣？

巴菲特：这是一个独一无二的商店，由一个独一无二的经理人经营，和 B 夫人合作是一个绝佳的机会。

记者：你为什么没有进行审计？

巴菲特：这种交易没有进行任何形式的审计，这是在商业中间所未闻的。我宁愿相信 B 夫人的承诺，而不是任何会计师事务所的意见。

记者：所以，B 夫人，你对你的孩子是否能够像您一样成功经营公司有任何担忧吗？

B 夫人：我很确定他们能够像我一样学习，只要我活着，我喜欢继续给予他们帮助和建议。1946 年，我的儿子从战场回来，没有任何经验，他总是向我请教，我总是乐意帮助他。很多父母和孩子相处不好，但我的孩子们是最好的。

记者：你会退休吗？

B 夫人：也许直到我去世为止，我不相信退休，我认为人们工作时更健康，坐着不动会让人发疯，失去理智。

记者：你有扩展业务的计划吗？

B 夫人：当然，我们会努力变得更大更好，我们有 45 英亩的土地，可以建更多的建筑。

记者：你希望公司未来如何发展？

B 夫人：我们将继续像过去一样经营，但内布拉斯加家具商场从来没有停止过前进的步伐。

记者：你会投入新资本吗？

巴菲特：业务本身就能产生资本，但我们总是愿意投入新资本的。

记者：你有任何在其他州开设分店的计划吗？

巴菲特：我们会按照 B 夫人的意愿经营。

记者：你和 Blumkin 家族的关系如何，能让您如此信任他们？

巴菲特：我观察和钦佩这家企业已经很久了，你能看出那些人是正确做事的，与那些不正确的人不同。你可以和不合适的人签订 500 页的合同，但这没有任何用，与 B 夫人和她的家族合作，你不需要任何合同，这就是事实。

记者：你是喜欢用现金还是伯克希尔哈撒韦的股票支付？

B 夫人：现金。我不相信股票，我喜欢现金。

记者：内布拉斯加家具商场现在是伯克希尔哈撒韦的一部分吗？

巴菲特：是的，它将成为伯克希尔哈撒韦的子公司，但仍部分由 Blumkin 家族拥有。

记者：B 夫人，你还会继续每天参与公司的运营吗？

B 夫人：当然，巴菲特不仅信任我的孩子们，还信任我的女婿们，他们说的话从不食言。我很幸运，我们的家族一直和谐，我喜欢与他们一起工作，只要我还能工作。

记者：你预计交易何时生效？

巴菲特：大约一个月内，有一个等待期。

记者：交易是否涉及 Astron 剧院？

B 夫人：不涉及，我会在某天修复它。

记者：你将于 12 月 15 日满 90 岁，过去有没有其他公司试图收购内布拉斯加家具商场？

B 夫人：没有人真正尝试收购，只有一些代表其他家具公司的代理人，他们试图通过股票收购，但我不信任他

们，我喜欢现金。

记者：巴菲特，这笔交易是否已经有书面协议？

巴菲特：是的，有一页简单的协议。

记者：B 夫人，你将公司卖掉后有什么感受？

B 夫人：我卖的是幸福和满足感，我希望我们能保持朋友关系。

记者：你和 B 夫人能重现握手(再次交易)吗？

巴菲特：那会花费我很多钱。

记者：感谢你们的回答，恭喜你们。

B 夫人：谢谢。

1946 年 NFM 资产负债表

资产		负债	
库存现金	50.00	第一国民银行借款	9730.54
应收账款	67007.01	应付账款	20612.55
减-坏账准备	6162.58	应计税费	2742.05
应收账款净额	60844.43	应付贷款：	11000.00
存货	34650.0	Cynthia Schneider	3000.00
流动资产	95544.43	Norman Batt	2000.00
家具和固定设施	42.85	Ben Magzamin	2000.00
物业租赁和装修	22787.90	第一国民银行	4000.00
卡车	1565.35	流动负债	44085.14
固定资产合计	24396.10	1946/1/1 期初	57460.27
减-折旧准备	5590.98	1946 年度利润	29884.42
固定资产净额	18805.12	减-现金提取	15080.28
其他资产：		1946/12/31 期末	72726.41
应收贷款：Simons 珠宝公司	2000.00	合伙人资本和未分配利润	
合计	116349.55	合计	116349.55

1946 年 NFM 利润表

销售收入	575096.47	100.00%
销售成本	472890.80	82.23%
期初库存	22789.00	
采购成本	457834.81	
运输费用	17186.27	
制造和安装费用	9730.72	
期末库存	34650.00	
毛利润	102205.67	17.77%
经营成本	81520.68	14.17%
职员薪水	40288.00	7.00%
租金	9294.00	1.62%
广告	5750.19	1.00%
坏账准备	3777.63	
折旧	3770.36	
一般费用	2836.75	
税费	2105.38	
汽车和卡车费用	2000.54	
旅行费用	1887.60	
保险	1543.49	
水电气	1384.09	
燃料费用	1175.10	
电话电报	1141.25	
捐款	1067.50	
办公用品	659.57	
利息	630.52	
租赁	600.00	
会计和法律	548.29	
委员会	434.74	
邮寄费	255.83	
保养和维修	222.25	
马车运费	57.17	
会费和补贴	49.00	
银行手续费	40.43	
经营利润	20684.99	3.60%
加-其他收益	9199.43	1.60%
净利润	29884.42	5.20%

巴菲特：哥大商学院演讲 1984

1984 年 5 月 17 日

《格雷厄姆-多德部落的超级投资者》

1984 年在庆祝格雷厄姆与多德合著的《证券分析》发行 50 周年大会上，巴菲特在哥伦比亚大学商学院进行了一次题为《格雷厄姆-多德部落的超级投资者》(The Superinvestors of Graham & Dodd sville)的演讲，这也是巴菲特最精彩、最广为人知的演讲之一。在这篇演讲里，巴菲特用他一贯风趣生动的语言，令人信服的展示了成功的股市投资者绝不是"黑猩猩蒙着眼睛抛硬币"的侥幸获胜者，因为他们年复一年的战胜市场，这无法用偶然性来解释，而这些成功者也并非服从随机分布，他们都出自于巴菲特所说的"格雷厄姆-多德部落"，也就是终身信奉格雷厄姆和多德投资哲学的价值投资者。每当有人质疑价值投资是否已经过时的时候，我们都可以回过头拿巴菲特这篇演讲来读一读。

格雷厄姆和多德"寻找价值相对于价格具有显著的安全边际"的证券分析方法难道已经过时了吗？许多教授在他们编写的大块头教科书中都作出这一论断，他们口口声声地宣称股票市场是有效的，也就是说股价反映了所有关于公司发展前景和经济状况的所有信息。这些理论家们声称，由于聪明的股票分析师利用了所有可获取的信息进行分析判断，从而使股价总是正确无误地保持在合理的水平，因此根本不存在价值被市场低估的股票。至于那些年复一年击败市场的投资者，只不过是类似彩票连续中奖的少数幸运儿。一位教授在他编写的当今十分流行的教科书中写道："如果股价完全反映了所有可获取的信息，这些投资技巧将毫无用处。"

哈哈，也许如此。但我想向大家介绍一群年复一年击败标准普尔 500 股票指数的投资者，他们的经历无可辩驳地表明，那种认为他们持续战胜市场只是偶然事件的简单看法是很难成立的，我们必须深入探究其根本原因。之所以如此，一个关键事实是，这些股市大赢家我都非常熟悉，并很早就被公认为超级投资者，其中成名最晚的那位也在 15 年前就名扬一时。如果事实并非如此，我只是最近搜索了成千上万的投资记录，从中选出几个业绩优秀的人在此向各位介绍，那么，你听到此处就可以把我赶走了。我要补充说明的是，他们的投资业绩记录都已经过严格的审计。另外，我还要补充说明一下，我还认识许多选择这些投资管理人的客户，他们这些年来获得的投资收益与这些投资管理人公开的投资业绩记录完全相符。

全美抛硬币猜正反面大赛

在我们开始探究这些投资大师持续战胜市场之谜之前，我想先请在座各位跟我一起来观赏一场想象中的全美抛硬币猜正反面大赛。假设我们动员全美国 2.25 亿人明天早上每人赌 1 美元，猜一下抛出的一个硬币落到地上是正面还是反面，赢家则可以从输家手中赢得 1 美元。每一天输家被淘汰出局，赢家则把所赢得的钱全部投入，作为第二天的赌注。经过十个早上的比赛，全美约有 22 万人($=2.25 \times 0.5^{10}$)连续获胜，每人赢得奖金约超 1000 美

元($=1 \times 2^{10}$)。

人类的虚荣心本性会使这群赢家们开始有些洋洋得意，尽管他们想尽量表现得十分谦虚，但在鸡尾酒会上，为了吸引异性的好感，他们会吹嘘自己在抛硬币上如何技术高超，如何天才过人。

如果赢家从输家手里得到相应的赌注，通过这一系列较量，再过十天，将会有 215 个人连续 20 次猜对硬币的正反面。他们每个人用 1 美元赢得了 100 万美元。215 个赢家赢得 2.25 亿美元，这也意味着其他输家输掉了 2.25 亿美元。

这群刚刚成为百万富翁的大赢家们肯定会高兴到发昏，他们很可能会写一本书——“我如何每天只需工作 30 秒就在 20 天里用 1 美元赚到 100 万美元”。更有甚者，他们可能会在全国飞来飞去，参加各种抛硬币神奇技巧的研讨会，借机嘲笑那些满脸疑问的大学教授们：“如果这种事根本不可能发生，难道我们这 215 个大赢家是从天下掉下来的吗？”

对此，一些工商管理学院的教授可能会恼羞成怒，他们会不屑一顾地指出：即使是 2.25 亿只大猩猩参加同样的抛硬币比赛，结果毫无二致。但我对此却不敢苟同，在我下面所说的案例中的赢家们确实有一些明显的与众不同之处。

我所说的案例如下：(1)参加比赛的 2.25 亿只猩猩大致像美国人口一样分布在全国各地；(2)经过 20 天比赛后，只剩下 215 位赢家；(3)如果你发现其中 40 只赢家全部来自奥马哈的一家十分独特的动物园。

那么，你肯定会前往这家动物园找饲养员问个究竟：他们给猩猩喂的是什么食物，他们是否对这些猩猩进行过特殊的训练，这些猩猩在读些什么书以及其他种种你认为可能的原因。换句话说，**如果那些成功的赢家不同寻常地集中，你就会想弄明白到底是什么不同寻常的因素导致了赢家不同寻常地集中。**

科学的调查也遵循此一形式。如果你试图分析某种罕见的癌症原因，例如，美国每年只有 1500 个病例，而你发现蒙大拿州的某个矿区小镇便产生 400 个病例，则你必然对当地的饮水、病患的职业或其他种种变数产生兴趣。你知道，在一个小镇中发生 400 个病例，绝不是随机因素所造成。虽然你未必了解病因，但你知道从哪里着手调查。

当然，我和各位一样认为，事实上，除了地理因素之外，还有很多其他因素会导致赢家非常地集中。除了地理因素以外，还有一种因素，我称之为智力因素。我想你会发现，**在投资界为数众多的大赢家们却不成比例地全**

部来自于一个小小的智力部落——格雷厄姆和多德部落，这种赢家集中的现象根本无法用偶然性或随机性来解释，最终只能归因于这个与众不同的智力部落。

在某些情况下，即使非比寻常的集中现象也可能不重要。或许有 100 个只是模仿某一位极具说服力的领导者，而依其主张来猜测铜板的投掷结果。当他猜正面，100 个追随者也会自动地做相同的猜测。如果这一位领导者是属于最后 215 位赢家之一，则这 100 也便属于同一个智力起源，这项事实便不具有任何意义，因为 100 个案例实际上只代表一个案例。同理，假定你生活在一个父权结构极为严密的社会，而美国每一个家庭都恰好以父亲马首是瞻。20 天之后，你将发现 215 位赢家是来自于 21.5 个家庭。若干天真的分析师可能因此而认为，成功地猜测钢板投掷的结果，其中具有高度的遗传因素。当然，这实际上不具有任何意义，因为你所拥有的不是 215 位个别赢家，而只是 21.5 个随机分布的家庭。

我想要研究的这一群成功投资者，他们拥有一位共同的智力部落酋长——本杰明·格雷厄姆。但是这些孩子长大离开这个智力家族后，却是根据非常不同的方法来进行投资的。他们居住在不同的地区，买卖不同的股票和企业，但他们总体的投资业绩绝非是因为他们根据酋长的指示所作出完全相同的投资决策，酋长只为他们提供了投资决策的思想理论，每位学生都以自己的独特方式来决定如何运用这种理论。

来自“格雷厄姆与多德部落”的投资者共同拥有的智力核心是：寻找企业整体的价值与代表该企业一小部分权益的股票市场价格之间的差异，实质上，他们利用了二者之间的差异，却毫不在意有效市场理论专家们所关心的那些问题：股票究竟在周一还是周二买进，在一月份还是七月份买进等等。当企业家买进某家公司时，我怀疑有多少人会在意交易必须发生于某个月份或某个周的第一天。如果企业的买进交易发生在周一或周五没有任何差别，则我无法了解学术界人士为何要花费大量的时间和精力，探讨代表该企业部分股权的交易发生时的时间差异。追随格雷厄姆与多德的投资者根本不会浪费精力去讨论什么 Beta、资本资产定价模型、不同证券投资回报率之间的协方差，他们对这些东西丝毫不感兴趣。事实上，他们中的大多数人甚至连这些名词的定义都搞不清楚，追随格雷厄姆与多德的投资人只关心两个变量——价值与价格。

我总是惊奇地发现，如此众多的学术研究与技术分析臭味相投，他们关注的都是股票量价行为。你能想象贸然收购一家企业只是因为其价格在过去两周被明显调高了？当然，关于价格与成交量因素的研究泛滥成灾的原因在于电脑的普及应用，电脑生产出了无穷无尽的关于股价和成交数量的数据，人们又很容易获取这些信息。这些

研究毫无必要，因为它们毫无用途。这些研究出现的原因只是因为数据既然存在，而且学者们又在努力学习玩弄这些数据的高深数学技巧，一旦人们费力掌握了那些技巧，不运用就会产生一种负罪感，即使这些技巧的运用根本没有任何作用，甚至只会带来负面作用。正如一位哲人所言，对于一个拿着锤子的人来说，什么东西看起来都像一颗钉子。

九位格雷厄姆和多德部落的超级投资者

我认为，这群来自同一个智力家族的投资者们十分值得进一步的研究。顺便说一下，尽管所有的学术研究都关注类似于价格、成交量、周期性、市值规模等因素对股价表现的影响，却从来没有证据表明学术界有兴趣研究这群非同寻常集中的价值导向的大赢家们所采用的投资策略。

关于投资业绩记录的研究，我首先要从 1954-1956 年间我们在格雷厄姆—纽曼公司(Graham-Newman)工作的四位同伴开始。我们总共只有四个人，我并不是从数以千计的投资人中挑选出这四个人的。我选修格雷厄姆的投资课程之后，要求进入这家公司无偿工作，但格雷厄姆却以市场高估为由拒绝了我的要求，他对价值因素考虑得非常严肃和认真。在我一再恳求之下，他最后终于答应雇用我。当时公司有三位合伙人，还有我们四位当时对投资还不太在行的"小学徒"(the "peasant" level)。从 1955 年到 1957 年公司结束，我们四个人先后离开公司。目前我们能够追踪到其中三个人的投资记录。

一，沃尔特·施洛斯(Walter Schloss)

这是沃尔特·施洛斯的投资记录。沃尔特没有上过大学，但他在纽约金融学院选修了格雷厄姆教授的夜间课程。沃尔特 1955 年离开了格雷厄姆-纽曼公司，在其后 28 年中，他取得了以下投资业绩记录。亚当·史密斯(Adam Smith)经我介绍采访了沃尔特，他在他的著作《超级金钱》(Super Money, 1972)中对沃尔特是这样描述的：他根本不与外界进行沟通，也没有任何获取有用信息的渠道。事实上，华尔街上根本没有人认识他，他也根本不理睬华尔街上的任何想法。他只是仔细查看股票手册上的有关数据，向公司索取年报，他所做的一切仅此而已。当介绍我们认识时，沃伦也对他进行了跟我一致的评价："他从来没有忘记自己是在管理别人的资金，这进一步强化了他对于风险的厌恶。"他有高尚的品格，并以诚实的态度自持。对他来说，金钱是真实的，股票也真实的——并因此派生出他对"安全边际"原则的坚持。

沃尔特的投资组合是完全分散的策略，他通常持有 100 多只股票。他知道如何发掘那些股票市值明显低于公

司私有化价值的股票。这就是他要做的一切。他根本不考虑交易时间是不是 1 月份、是不是在周一、是不是选举之年。他的想法非常单纯：如果一个企业价值 1 美元，而我能够用 40 美分买入，我迟早会取得不错的投资回报。他一次又一次地寻找这样的投资机会。他拥有的股票数量比我多得多，而且他和我不同的是，他对公司业务的商业模式几乎都不感兴趣。也就是说，我本人对沃尔特来说完全没有什么影响力，这正是他非常强大的个人品质之一：没有人能够影响到他。

TABLE 1 - Walter J. Schloss			
年度	标普	WJS 合伙人	WJS 合伙公司
1956	7.5	5.1	6.8
1957	-10.5	-4.7	-4.7
1958	42.1	42.1	54.6
1959	12.7	17.5	23.3
1960	-1.6	7	9.3
1961	26.4	21.6	28.8
1962	-10.2	8.3	11.1
1963	23.3	15.1	20.1
1964	16.5	17.1	22.8
1965	13.1	26.8	35.7
1966	-10.4	0.5	0.7
1967	26.8	25.8	34.4
1968	10.6	26.6	35.5
1969	-7.5	-9	-9
1970	2.4	-8.2	-8.2
1971	14.9	25.5	28.3
1972	19.8	11.6	15.5
1973	-14.8	-8	-8
1974	-26.6	-6.2	-6.2
1975	36.9	42.7	52.2
1976	22.4	29.4	39.2
1977	-8.6	25.8	34.4
1978	7	36.6	48.8
1979	17.6	29.8	39.7
1980	32.1	23.3	31.1
1981	-6.7	18.4	24.5
1982	20.2	24.1	32.1
1983	22.8	38.4	51.2
1984 一季度	-2.3	0.8	1.1
期间累积回报	887.2	6678.8	23104.7
28¼年年化回报率	8.4	16.1	21.3

在管理合伙公司期间，沃尔特拥有过 800 多只股票，大多数时候持有超过 100 只。目前他管理的资产约为 4500 万美元。合伙公司回报与合伙人回报之间的差异是由于向管理人分配业绩提成造成的。

二、汤姆·纳普(Tom Knapp)

第二个案例是汤姆·纳普，他也是我在格雷厄姆·纽曼公司的同事(施洛斯辞职后接替空缺)。二战前，他是普林斯顿大学化学专业的学生，二战结束后，他退伍回来后终日在海滩上游荡。有一天，当他得知大卫·多德将在哥伦比亚大学开设夜间投资课程，汤姆以无学分方式选修了这门课程。他很快对投资产生了浓厚的兴趣，以至于正式注册进入哥伦比亚商学院学习，后来他获得了 MBA 学位。35 年后，我打电话给汤姆核实我以上所说的事情，这时他仍然在海滩上游荡，唯一的不同是，他现在拥有了整片海滩！

1968 年，汤姆·纳普与同样是格雷厄姆信徒的艾德·安德森(Ed Anderson)以及其他几位有共同投资理念的人合伙组建了特维迪布朗合伙公司(Tweedy, Browne Partners)，合伙公司的投资高度分散，他们偶尔也会从事控制权的投资，其非控股类的投资绩效同控股权类投资的表现差不多。他们的投资业绩见表 2。

(公司有一本关于投资哲学的小册子《WHAT HAS WORKED IN INVESTING》www.tweedy.com)

TABLE 2 - Tweedy, Browne Inc.				
日期	道指	S&P500	TBK 合伙人	TBK 合伙公司
1968	6	8.8	22	27.6
1969	-9.5	-6.2	10	12.7
1970	-2.5	-6.1	-1.9	-1.3
1971	20.7	20.4	16.1	20.9
1972	11	15.5	11.8	14.6
1973	2.9	1	7.5	8.3
1974	-31.8	-38.1	1.5	1.5
1975	36.9	37.8	22	28.8
1976	29.6	30.1	32.8	40.2
1977	-9.9	-4	18.7	23.4
1978	8.3	11.9	32.1	41
1979	7.9	12.7	20.5	25.5
1980	13	21.1	17.3	21.4
1981	-3.3	-2.7	11.6	14.4
1982	12.5	10.1	8.2	10.2
1983	44.5	44.3	28.2	35
15¾ 累计回报	191.8	238.5	936.4	1661.2
15¾ 年化回报	N/A	7.0	16.0	20.0

三、沃伦·巴菲特(Warren Buffett)

表三是格雷厄姆·纽曼公司第三位员工的投资业绩记录。他在 1957 年成立巴菲特合伙公司，他所作出的最明智的决策就是在 1969 年结束合伙公司。从某种意义上讲，从此以后，伯克希尔哈撒韦公司在某种程度上成为合伙公司的延续，我无法给各位一个能够公正衡量伯克夏公司投资管理水平的单一业绩指标，但我认为，不论采用任何衡量指标，你都会发现伯克希尔的投资业绩一直都令人相当满意。

TABLE 3 - Buffett Partnership, Ltd.			
年度	道指	合伙人	合伙公司
1957	-8.4	9.3	10.4
1958	38.5	32.2	40.9
1959	20	20.9	25.9
1960	-6.2	18.6	22.8
1961	22.4	35.9	45.9
1962	-7.6	11.9	13.9
1963	20.6	30.5	38.7
1964	18.7	22.3	27.8
1965	14.2	36.9	47.2
1966	-15.6	16.8	20.4
1967	19	28.4	35.9
1968	7.7	45.6	58.8
1969	-11.6	6.6	6.8
期间累积回报			
1957	-8.4	9.3	10.4
1957-58	26.9	44.5	55.6
1957-59	52.3	74.7	95.9
1957-60	42.9	107.2	140.6
1957-61	74.9	181.6	251
1957-62	61.6	215.1	299.8
1957-63	94.9	311.2	454.5
1957-64	131.3	402.9	608.7
1957-65	164.1	588.5	943.2
1957-66	122.9	704.2	1156
1957-67	165.3	932.6	1606.9
1957-68	185.7	1403.5	2610.6
1957-69	152.6	1502.7	2794.9
年化回报	7.4	23.8	29.5

四、比尔·鲁安(Bill Ruane)

表四是红杉基金(Sequoia Fund)的投资业绩记录，该基金经理是比尔·鲁安，1951 年我们在格雷厄姆的课程中结识。他从哈佛商学院毕业后进入华尔街工作，他在工作中意识到自己需要接受一种真正的商业教育，于是报参加了格雷厄姆在哥伦比亚大学的投资课程，我们便相逢于 1951 年年初。

1951-1970 年期间，比尔所管理的资金规模相对较小，但投资业绩却远远超过平均水平。当我结束巴菲特合伙公司时，我问鲁安能否成立一家基金公司以吸收巴菲特合伙公司原来合伙人的资金，于是他就设立了红杉基金。他设立这只基金的时候恰恰在我结束合伙公司之时，这是一个非常糟糕的市场时机。他正好碰上了一个双重市场，并且遭遇了价值投资者相对业绩表现非常差劲的困难时期。我非常高兴地说，我原来的合伙人不但继续与他相守，而且追加了更多的资金，他取得如此优秀的投资业绩，当然让基金持有人非常满意。

我并非事后诸葛亮。比尔是我当时推荐给合伙人的唯一人选，当时我就表示，如果他能取得高出标准普尔指数 4 个百分点的投资业绩就非常不错了。但尽管他所管理的资金规模不断扩大，比尔的投资业绩却远胜于此。资金规模越大，投资管理越困难，资金规模是投资业绩增长的绊脚石。虽然这并不意味着资金规模的扩大会使你的投资业绩无法超过平均水平，但超越平均水平的幅度会有所减小。如果你所管理的资金规模高达 2 万亿美元，这正好相当于整个股票市场的总市值，那么，你根本不可能取得超过平均水平的投资业绩。

TABLE 4 - Sequoia Fund, Inc.		
年度	S&P 500	红杉基金
1970/7/15	20.6	12.1
1971	14.3	13.5
1972	18.9	3.7
1973	-14.8	-24
1974	-26.4	-15.7
1975	37.2	60.5
1976	23.6	72.3
1977	-7.4	19.9
1978	6.4	23.9
1979	18.2	12.1
1980	32.3	12.6
1981	-5	21.5
1982	21.4	31.2
1983	22.4	27.3
1984 一季度	-2.4	-1.6
期间累积回报	270.0	775.3
年化回报	10.0	17.2

管理费+1%		1.0
总年化回报	10.0	18.2

我必须补充说明一下，截至目前我们所观察的记录，以上投资组合在整段期间都几乎没有重叠。他们都是根据价格与价值间的差异来选股，选择的标的也截然不同。沃尔特合伙公司的持股都是扎实的企业，如 Hudson Pulp&Paper、Jeddo HighHand Coal、New York Trap Rock Company，即使是偶尔阅读金融版新闻的人，对这些企业的名称也能耳熟能详。特维帝-布朗公司所选择的标的则是些名不见经传的小公司。而比尔的红杉基金选择标的则是大型蓝筹。这些投资组合极少出现重叠现象。他们的记录并非由某个人主导的猜硬币游戏，其他人则只听命附和。

五、查理·芒格(Charles Munger)

表五的投资业绩记录来自于我的一位朋友，他毕业于哈佛法学院，并且成立了一家律师事务所。我在 1960 年前后认识他，当时我对他说，律师作为一种业余爱好相当不错，但是他完全可以在投资中做得更好。于是，他成立了一家投资合伙人公司。

他的投资风格与沃尔特·施洛斯完全相反，他的投资组合集中于非常少数的证券，因此投资业绩的波动性很大，但他遵循的同样是寻找价值被低估股票的投资策略。他愿意接受投资业绩从高峰到低谷的大幅震荡，正如结果所表明的那样，他正好是那种心理能力完全适合集中投资的人。不用多说，这正是我在伯克希尔公司的长期合作伙伴查理芒格的投资业绩记录。不过，当他管理他自己的合伙公司时，他的投资组合与我以及前面提到的投资人完全不同。

TABLE 5 - Charles Munger							
年度	Mass.Inv Trust	Investors Stock	Lehman	Tri-Cont.	Dow	合伙人	合伙公司
1962	-9.8	-13.4	-14.4	-12.2	-7.6	20.1	30.1
1963	20	16.5	23.8	20.3	20.6	47.8	71.1
1964	15.9	14.3	13.6	13.3	18.7	33.1	49.7
1965	10.2	9.8	19	10.7	14.2	6	8.4
1966	-7.7	-9.9	-2.6	-6.9	-15.7	8.3	12.4
1967	20	22.8	28	25.4	19	37.5	56.2
1968	10.3	8.1	6.7	6.8	7.7	27	40.4
1969	-4.8	-7.9	-1.9	0.1	-11.6	21.3	28.3
1970	0.6	-4.1	-7.2	-1	8.7	-0.1	-0.1

1971	9	16.8	26.6	22.4	9.8	20.6	25.4
1972	11	15.2	23.7	21.4	18.2	7.3	8.3
1973	-12.5	-17.6	-14.3	-21.3	-13.1	-31.9	-31.9
1974	-25.5	-25.6	-30.3	-27.6	-23.1	-31.5	-31.5
1975	32.9	33.3	30.8	35.4	44.4	73.2	73.2
期间累计收益							
1962	-9.8	-13.4	-14.4	-12.2	-7.6	20.1	30.1
1962-63	8.2	0.9	6	5.6	11.5	77.5	123.4
1962-64	25.4	15.3	20.4	19.6	32.4	136.3	234.4
1962-65	38.2	26.6	43.3	32.4	51.2	150.5	262.5
1962-66	27.5	14.1	39.5	23.2	27.5	171.3	307.5
1962-67	53	40.1	78.5	54.5	51.8	273	536.5
1962-68	68.8	51.4	90.5	65	63.5	373.7	793.6
1962-69	60.7	39.4	86.9	65.2	44.5	474.6	1046.5
1962-70	61.7	33.7	73.4	63.5	57.1	474	1045.4
1962-71	76.3	56.2	119.5	100.1	72.5	592.2	1336.3
1962-72	95.7	79.9	171.5	142.9	103.9	642.7	1455.5
1962-73	71.2	48.2	132.7	91.2	77.2	405.8	959.3
1962-74	27.5	10.3	62.2	38.4	36.3	246.5	625.6
1962-75	69.4	47	112.2	87.4	96.8	500.1	1156.7
年化回报	3.8	2.8	5.5	4.6	5	13.7	19.8

六、瑞克·盖林(Rick Guerin)

表六的业绩记录属于查理的一位好朋友，同样并非商学院毕业，1929年他出生于洛杉矶，曾在军队担任密码破译员、战斗机飞行员，后毕业于南加州大学数学系，后进入IBM，做过一段时间的销售工作。在我认识查理之后不久，查理也认识了他。他就是这份投资业绩记录的创造者 Rick Guerin。从1965-1983年，标准普尔指数的投资回报为316%，而Rick Guerin的投资业绩为22200%，或许是由于没有商学院教育背景，他竟然认为这在统计上具有显著意义。

这里我们偏离一下主题，让我感到非常奇怪的是，对于以40美分的价格买进1美元纸币这种价值投资理念，人们要么是马上就接受，要么就是根本不接受。这种投资理念如此简单，可是他们就是无法领悟。像Rick Guerin这样完全没有接受过正式商业教育的人，马上就领悟了价值投资策略，并且在五分钟之后就开始学以致用。我从来没有见过一个人是在十年之内才逐渐地皈依价值投资理念的，这似乎和智商或学术教育无关，要么顿悟，要么永远无法领悟。

(Rick Guerin 首先发现了蓝筹印花公司的投资机会。他先是找了芒格商议，芒格说"我带你去见我的朋友，他对浮存金很了解。"那个朋友就是巴菲特。三人组顺利地控制了蓝筹印花公司，巴菲特第一大股东，芒格是第二大股东，盖林位居第三。从此，三人开启了浮存金投资的时期，投资项目包括喜诗糖果、威斯科金融、布法罗晚报。其中，最被人津津乐道的公司就是喜诗糖果，巴菲特、芒格和盖林三人一同参与收购谈判，一同面试了新任的喜诗糖果 CEO。喜诗糖果的 CEO 哈金斯回忆称，"虽然蓝筹公司我们是名义上的老板，但真正的老板显然是沃伦、查理和瑞克。"

在 1973-74 年的崩盘中，Rick Guerin 动用期权杠杆(保证金贷款 margin loans)来撬动他的投资，因为他贪婪而且"急于致富"(in a hurry to get rich)遭受了灾难性的损失，基金净值两年里下跌 62%，而标普 500 跌幅为 37%，虽然后来明显恢复了净值，但许多合伙人信心受挫离他而去，盖林遭到了保证金追缴，不得不卖出蓝筹印花救急，以每股 5 美元出售给巴菲特，这些股票 1983 年转换为价值巨大的伯克希尔股票，瑞克失去了跟巴菲特和芒格肩并肩的机会。相比之下，巴菲特说，他和芒格从不着急，如果你是一个稍微高于平均水平的投资者，花钱比挣钱少，在一生中，你不可能不变得非常富有。

芒格：后来瑞克和我又一起在 Daily Journal 共事。瑞克总是很幽默、很机智。我和别人讲过，瑞克参加过海军的智商测试，他的得分超高，而且还是早就答完题了。这是真事。难怪瑞克很快就出人头地，他就是特别聪明。和他在一起，总是很开心，他不是玩高空跳伞，就是跑马拉松，他做的那些事，都是我不可能做的。和他在一起特别有意思，他爱开玩笑，经常逗别人乐。瑞克也是个勇敢、慷慨的人，总是帮助他身边的人。我们很怀念瑞克。他活到了 90 岁，活得长寿，也活得精彩。到我这岁数，老朋友是走一个少一个。)

TABLE 6 - Pacific Partners, Ltd.			
年度	S&P 500	LP 合伙人	合伙公司
1965	12.4	21.2	32
1966	-10.1	24.5	36.7
1967	23.9	120.1	180.1
1968	11	114.6	171.9
1969	-8.4	64.7	97.1
1970	3.9	-7.2	-7.2
1971	14.6	10.9	16.4
1972	18.9	12.8	17.1
1973	-14.8	-42.1	-42.1
1974	-26.4	-34.4	-34.4
1975	37.2	23.4	31.2
1976	23.6	127.8	127.8
1977	-7.4	20.3	27.1
1978	6.4	28.4	37.9
1979	18.2	36.1	48.2
1980	32.3	18.1	24.1
1981	-5	6	8
1982	21.4	24	32
1983	22.4	18.6	24.8
期间累积	316.4	5530.2	22200.0
年化回报	7.8	23.6	32.9

七、斯坦·波尔米塔(Stan Perlmeter)

表七是斯坦·波尔米塔的投资业绩记录。他毕业于密西根大学艺术系，是波泽尔·雅各布(Bozell&Jacobs)广告公司的合伙人之一。我和我的办公室恰好位于奥马哈市的同一栋大楼。1965 年，他发现我所从事的投资业比他从事的广告业前景更好，于是他离开了广告业。与 Rick Guerin 一样，斯坦·波尔米塔在五分钟之内就完全接受了价值投资理念。

斯坦·波尔米塔所持有的股票与沃尔特·施洛斯不同，也与比尔·鲁安持有的股票不同，他们的投资记录表明，他们各自独立进行不同的股票投资，但斯坦·波尔米塔每一次买进股票都是由于他确信将来卖出所获得的回报高于他所支付的买入价格，这是他唯一考虑的因素。他既不关心公司季度盈利预测是多少，也不关心公司明年收益预测如何，不关心任何投资研究报告，更不关心当时是周几，无视量价关系和其他任何技术分析变数，他只关注一个问题：这个公司的真实价值是多少？

TABLE 7 - Perlmeter Investments		
年度	LP 合伙人	合伙公司
1965/8/1-12/31	32.5	40.6
1966	5.1	6.4
1967	58.8	73.5
1968	52	65
1969	-13.8	-13.8
1970	-6	-6
1971	49.3	55.7
1972	18.9	23.6
1973	-28.1	-28.1
1974	-12	-12
1975	38.5	38.5
1976/1/1-10/31	34.5	38.2
11/1-10/31/1977	25.5	30.3
11/1-10/31/1978	26.6	31.8
11/1-10/31/1979	28.9	34.7
11/1-10/31/1980	34.7	41.8
11/1-10/31/1981	3.3	4
11/1-10/31/1982	25.4	29.8
11/1-10/31/1983	18.4	22.2
期间累积	2309.5	4277.2
年化回报	19.00	23.00
道指年化	7.00	7.00

八、华盛顿邮报公司退休基金(the Washington Post Company's Pension Fund)

表八和表九的投资业绩记录分别属于我参与的两家退休基金，它们并非是从我所参与的十几种退休基金中选择出来的，他是唯一两家我能够影响其投资决策的退休基金。在这两家基金中，我引导他们转变为价值导向的投资管理人，只有非常少数的基金是基于价值进行投资管理的。表八是华盛顿邮报公司的退休基金的投资业绩记录(the Washington Post Company's Pension Fund)。几年之前，他们委托一家大型银行管理基金，后来我建议他们聘请以价值为导向的基金经理，这样能够使投资业绩更好。

正如你在投资记录中所看到的那样，从他们更换基金经理之后，其整体投资业绩在所有基金中一直名列前茅。华盛顿邮报公司要求基金经理人至少保持 25% 的资金投资于债券，而债券未必是基金经理人的投资选择。因此，我在表中也将其债券投资业绩包括在内，而这些数据表明他们其实并没有什么特别的债券专业技巧，他们也从未这样吹嘘过自己，虽然有 25% 的资金投资于他们所不擅长的债券领域，从而拖累了他们的投资业绩，但其基金管理业绩水平仍然名列前一百名之内。华盛顿邮报公司退休基金的投资尽管并没有经过一个很长的市场低迷时期的考验，但仍然足以证明三位基金经理的许多投资决策并非后见之明。

TABLE 8 The Washington Post Company, Master Trust, December 31, 1983

	Current Quarter		Year Ended		2 Years Ended*		3 Years Ended*		5 Years Ended*	
	% Ret.	Rank	% Ret.	Rank	% Ret.	Rank	% Ret.	Rank	% Ret.	Rank
All Investments										
Manager A	4.1	2	22.5	10	20.6	40	18.0	10	20.2	3
Manager B	3.2	4	34.1	1	33.0	1	28.2	1	22.6	1
Manager C	5.4	1	22.2	11	28.4	3	24.5	1	—	—
Master Trust (All Managers)	3.9	1	28.1	1	28.2	1	24.3	1	21.8	1
Common Stock										
Manager A	5.2	1	32.1	9	26.1	27	21.2	11	26.5	7
Manager B	3.6	5	52.9	1	46.2	1	37.8	1	29.3	3
Manager C	6.2	1	29.3	14	30.8	10	29.3	3	—	—
Master Trust (All Managers)	4.7	1	41.2	1	37.0	1	30.4	1	27.6	1
Bonds										
Manager A	2.7	8	17.0	1	26.6	1	19.0	1	12.2	2
Manager B	1.6	46	7.6	48	18.3	53	12.7	84	7.4	86
Manager C	3.2	4	10.4	9	24.0	3	18.9	1	—	—
Master Trust (All Managers)	2.2	11	9.7	14	21.1	14	15.2	24	9.3	30
Bonds & Cash Equivalents										
Manager A	2.5	15	12.0	5	16.1	64	15.5	21	12.9	9
Manager B	2.1	28	9.2	29	17.1	47	14.7	41	10.8	44
Manager C	3.1	6	10.2	17	22.0	2	21.6	1	—	—
Master Trust (All Managers)	2.4	14	10.2	17	17.8	20	16.2	2	12.5	9

* Annualized

Rank indicates the fund's performance against the A.C. Becker universe.

Rank is stated as a percentile: 1 = best performance, 100 = worst.

九、FMC 公司退休基金

表九的投资业绩属于 FMC 公司退休基金，我本人没有管理过这家基金的一分钱，但我的确在 1974 年影响了他们的决策，说服他们选择以价值为导向的基金经理。在此之前，他们采取与其他大型企业相同的方式来选择基

金经理。在他们转向价值投资策略之后，其投资业绩目前在贝克退休基金调查报告(the Becker survey of pension funds)中超越其他同等规模基金而名列第一。1983 年时，该基金共有 8 位任职 1 年以上的基金经理，其中 7 位累积投资业绩超过标准普尔指数。在此期间，FMC 基金的实际业绩表现与基金平均业绩表现的净回报差额是 2.43 亿美元，FMC 将此归功于他们与众不同的基金经理选择倾向，这些基金经理未必会是我个人中意的选择，但他们都具有一个共同的特点，即基于价值来选择股票。

TABLE 9 FMC Corporation Pension Fund, Annual Rate of Return (Percent)									
Period ending	1 Year	2 Years	3 Years	4 Years	5 Years	6 Years	7 Years	8 Years	9 Years
FMC (Bonds and Equities Combined)									
1983	23.0								*17.1
1982	22.8	13.6	16.0	16.6	15.5	12.3	13.9	16.3	
1981	5.4	13.0	15.3	13.8	10.5	12.6	15.4		
1980	21.0	19.7	16.8	11.7	14.0	17.3			
1979	18.4	14.7	8.7	12.3	16.5				
1978	11.2	4.2	10.4	16.1					
1977	-2.3	9.8	17.8						
1976	23.8	29.3							
1975	35.0							* 18.5 from equities only	
Becker large plan median									
1983	15.6								12.6
1982	21.4	11.2	13.9	13.9	12.5	9.7	10.9	12.3	
1981	1.2	10.8	11.9	10.3	7.7	8.9	10.9		
1980	20.9	NA	NA	NA	10.8	NA			
1979	13.7	NA	NA	NA	11.1				
1978	6.5	NA	NA	NA					
1977	-3.3	NA	NA						
1976	17.0	NA							
1975	24.1								
S&P 500									
1983	22.8								15.6
1982	21.5	7.3	15.1	16.0	14.0	10.2	12.0	14.9	
1981	-5.0	12.0	14.2	12.2	8.1	10.5	14.0		
1980	32.5	25.3	18.7	11.7	14.0	17.5			
1979	18.6	12.4	5.5	9.8	14.8				
1978	6.6	-0.8	6.8	13.7					
1977	7.7	6.9	16.1						
1976	23.7	30.3							
1975	37.2								

以上这 9 项投资业绩记录都来自于格雷厄姆与多德部落的投资大赢家，我并非像事后诸葛亮那样以后见之明而从数千名投资者中挑选出这 9 个大赢家，也不是在朗读一群在中奖之前我根本不认识的彩票中奖者的名单。多年之前，我就根据投资决策的架构选择出他们进行研究，我知道他们接受过什么样的投资教育，在接触中也多少了解他们的智力、品质和性格，非常重要的一点是，我们必须要知道，这群人往往被大家想当然地认为只承受了远低于平均水平的风险，请注意他们在股市疲弱年份的投资业绩记录。尽管他们的投资风格不同，但其投资态度却完全相同——购买的是企业而非股票。他们当中有些人有时会整体收购企业，但是他们更多的只是购买企业的一小部分权益。不论购买企业的整体还是购买企业的一小部分权益，他们所持的态度都是完全相同的。他们中的有些人的投资组合中有几十种股票，有些人则集中于少数几只股票，但是每个人的投资业绩都来自于利用企业股票市

场价格与其内在价值之间的差异。

价值投资风险更小却收益更高

确信股票市场中存在着许多无效的现象，这些“格雷厄姆与多德部落”的投资人之所以成功，就在于他们利用市场无效性所产生的价格与价值之间的差异。在华尔街上，股价会受到羊群效应的巨大影响，当最情绪化、最贪婪的或最沮丧的人肆意驱动股价走向时，所谓市场价格是理性的说法很难令人信服。事实上，市场价格经常是荒谬愚蠢的。

我想谈一下**收益与风险之间的重要关系**。在某些情况下，收益与风险之间存在着正向关系。如果有人告诉我“我有一支六发弹仓的左轮枪，并且填装一发子弹。你可以任意地拨动转轮，然后朝自己扣一次扳机。如果你能够逃过一枪，我就赏你 100 万美元。”我将会拒绝这项提议——或许我的理由是 100 万美元太少了。然后，他可能建议将奖金提高为 500 万美元，但必须扣两次扳机——这便是回报与风险之间的正向关系！

在价值投资中情况却恰恰相反。如果你以 60 美分买进 1 美元，其风险大于以 40 美分买进 1 美元，可是后者的预期报酬却更高。**基于价值构造的投资组合，风险更小，预期报酬却高得多。**

我举一个简单的例子：1973 年，华盛顿邮报公司总市值为 8000 万美元，那时任何一天你都可以将其资产卖给十位买家之一，而且价格不会低于 4 亿美元，甚至更高，该公司拥有华盛顿邮报、新闻周刊以及几家市场地位举足轻重的电视台，这些资产目前的市场价值高达 20 亿美元，因此，愿意支付 4 亿美元的买家并非疯狂之举。

现在股价如果继续下跌，公司市值从 8000 万美元跌到 4000 万美元，其 Beta 值也会相应地上升。对于用 Beta 值衡量风险的人来说，价格跌得越低，意味着风险变得越大。这真是爱莉丝仙境一般的人间神话，我永远无法了解为什么用 4000 万美元会比用 8000 万美元购买价值 4 亿美元的风险更高。事实上，如果你能够买进好几只价值被严重低估的股票，而且精通公司估值，那么，以 8000 万美元买入价值 4 亿美元的资产，特别是分别以 800 万美元的价格买进 10 种价值 4000 万美元的资产，基本上是毫无风险的。因为你本人无法亲自管理 4 亿美元的资产，所以，你希望并确信能够找到诚实并且能干的管理者共同来管理公司，这并非一件困难之事。

另外，**你必须有一定知识储备以能够全面估算企业潜在业务的内在价值。但是，你也不需要非常精确。**这便是本杰明·格雷厄姆所谓的安全边际。你不必试图以 8000 万美元的价格购买价值 8300 万美元的企业。你必须让自己留有相当的余地。架设桥梁时，你设计载重量为 3 万磅，但你只准许 1 万磅的卡车通过。相同的原则也适用于

投资领域。

价值投资将继续长期战胜市场

你们当中有些商业头脑比较发达的人可能会怀疑我这番高谈阔论的动机何在，让更多的人转向价值投资，必然会使价格与价值的差距更小，这会让我自己的投资获得的机会更少。我只能告诉你，早在 50 年前本格雷厄姆与多德写出《证券分析》一书时，价值投资策略的秘密就公之于众了，但我实践价值投资长达 35 年，却从来没有发现任何大众转向价值投资的趋势，**似乎人类存在着一种反常的天性，喜欢把本来简单的事情弄得更加复杂。**最近 30 年来，学术界也完全放弃了价值投资的教学，未来很可能继续如此。船舶将永远环绕地球航行，但相信地球是平的人仍旧很多(the Flat Earth Society)。在股票市场中，价格与价值之间仍将继续存在着巨大的差距，那些信奉格雷厄姆与多德价值投资策略的投资人仍将继续取得巨大的成功。



安全边际插画



沃伦巴菲特，沃尔特施洛斯，查理芒格，比尔鲁安，乘坐英国 QE2 邮轮聚会

巴菲特致股东的信 1984

1985 年 2 月 25 日, BRK: \$1310-1275

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

本公司 1984 年的账面价值增加了 1.526 亿美金, 每股约 133 美金, 这个数字看起来似乎还不错, 不过若考虑所投入的资本, 实际上只能算一般。从 1965 年的 19.46 美元到 1984 年的 1108.77 美元, 20 年来我们的账面价值年化增长率约 22.1%, 但 1984 年的股东回报率只有 13.6%(标普 6.1%)。

如同我们去年讨论过的, **真正重要的经济衡量标准是每股内在商业价值的增长**。不过由于其涉及太多主观的意见而难以计算, 所以以我们的情况, 通常用帐面价值当作近似代替, 尽管有些低估。在我看来, 1984 年内在价值与帐面价值增加的程度可谓相当。

过去我曾从学术的角度跟各位提到, 资本规模的迅速增加必将拖累资本的回报率。不幸的是, 今年我们以报导新闻的方式跟各位报告: 过去 22%的增长率已成历史, 为了达到 15%的增长率, 接下来十年我们要赚约 39 亿美金(假设我们仍维持目前的股利政策, 后面我会详加讨论)。想要顺利达成目标, 必需要有一些极棒的点子, 小创意可不大行, 我跟我的执行合伙人查理·芒格目前并无任何好点子, 不过我们的经验是有时它会突然冒出来。(但这么做战略计划啊?)

报告收益的来源

下表显示伯克希尔报告收益的来源, 由于年中与蓝筹印花合并致使我们在一些长期投资的股权发生变动, 在 1983 年中, 伯克希尔和蓝筹印花合并, 许多公司股权结构发生了一些变化, 所以, 表格前两列更能体现这些业务的基本情况。各个公司的因出售股权的非经常性损益并不包含在经营收益内, 而是汇总于底部"已实现出售证券利得"一栏。我们认为, 单一年度的资本利得并无太大意义, 但加总累计的已实现和未实现总额却相当重要, 至于商誉的摊销不计入对应业务而单独列示, 原因我在 1983 年年报附录中已详加说明了:

报告收益的主要来源	税前收益				税后收益	
	总计		伯克希尔应占		伯克希尔应占	
以千美元计	1984 年	1983 年	1984 年	1983 年	1984 年	1983 年
保险集团: 承保收益	-48,060	-33,872	-48,060	-33,872	-25,955	-18,400
保险集团: 净投资收益	68,903	43,810	68,903	43,810	62,059	39,114
布法罗晚报	27,328	19,352	27,328	16,547	13,317	8,832
内布拉斯家具	14,511	3,812	11,609	3,049	5,917	1,521

喜诗糖果	26,644	27,411	26,644	24,526	13,380	12,212
联合零售商店	-1,072	697	-1,072	697	-579	335
蓝筹印花	-1,843	-1,422	-1,843	-1,876	-899	-353
互助储贷	1,456	-798	1,166	-467	3,151	1,917
精密钢铁	4,092	3,241	3,278	2,102	1,696	1,136
纺织公司	418	-100	418	-100	226	-63
Wesco 金融公司	9,777	7,493	7,831	4,844	4,828	3,448
商誉摊销	-1,434	-532	-1,434	-563	-1,434	-563
利息费用	-14,734	-15,104	-14,097	-13,844	-7,452	-7,346
股东指定捐赠	-3,179	-3,066	-3,179	-3,066	-1,716	-1,656
其他	4,932	10,121	4,529	9,623	3,476	8,490
经营收益	87,739	61,043	82,021	51,410	70,015	48,644
GEICO 特别股息		19,575		19,575		18,224
通用食品特别股息	8,111		7,896		7,294	
出售资产和已实现证券收益	104,699	67,260	101,376	65,089	71,587	45,298
所有实体-收益合计	200,549	147,878	191,293	136,074	148,896	112,166

注：内布拉斯家具 1983 年只有 3 个月数据；蓝筹印花因合并 1984 年与 1983 年不具有可比性

眼尖的股东可能会发现 GEICO 保险特别股利的金额与其分类的位置有变动，虽然会计收益在数字上有所减少，但实质上并无太大差别，但背后的故事却相当有趣。

如同去年我报告过的，(1)1983 年中 GEICO 保险宣布收购要约回购自家股票，(2)我们签署合约同意 GEICO 保险按比例回购我们手中的股份，(3)最后我们按比例交付给 GEICO 保险 35 万股，并收到 2100 万现金，并保持持股比例不变，(4)GEICO 保险与我们的交易相当于按比例赎回，律师事务所给予无保留意见，(5)税法在逻辑上认为这种按比例赎回基本上相当于股息，因此，我们收到的 2100 万现金仅按 6.9% 的公司间股息率征税，(6)最重要的是这 2100 万现金远低于我们拥有的未分配的收益，所以就经济实质而言，我们认为这相当于股息。

由于该交易重大且不常见，所以在去年季报与年报中我们特别加以说明，此外，我们向我们的会计师事务所 Peat、Marwick、Mitchell & Co 解释了交易，奥马哈办事处和芝加哥合伙人均无异议地同意我们的股息说明。

1984 年通用食品也发生同样的交易，不同的是，通用食品直接自公开市场中回购，而 GEICO 是要约收购，所以我们每天卖出一部分股份以使我们在该公司的持股比例维持不变，我们的交易是根据回购开始前的书面合同进行的，同样，我们收到的现金比我们在该公司未认列的留存收益少得多，总计我们收到 21,843,601 现金，而持股比例则维持在 8.75% 不变。

这时会计师事务所纽约总部的人来了，否决了其奥马哈办事处和芝加哥审查合伙人的结论，他们认定我们与

GEICO 保险与通用食品之间的回购交易属于股权买卖而非股利分配，在这种情况下，我们所收到的现金被认定为出售股票收益，在扣除原始投资成本后，应列示为资本利得而不是股息收益，但这只是会计上的处理与税务无关，他们同意交易属于税收优惠目的的股息。

虽然我们从经济实质和适当会计的角度并不认同纽约方面的看法，但为免会计师出具保留意见，我们在此采纳了事务所 1984 年的观点，并相应重申了 1983 年的观点。然而，这些都对内在商业价值没有任何影响，我们在这两家公司的权益、帐上的现金、所得税以及持股市值和税收基础都保持不变。

今年我们又与通用食品签订类似的协议，我们将在他们进行公开市场回购的同时出售持股，以维持我们的所有权益保持不变，通过保持这种安排，我们将确保自己的股息待遇是出于税收目的。但在我们看来，这种交易的经济实质就是股息分配。然而，除非出现明确的会计规定，否则，我们将回购记为股票卖出而不是股息收益进行核算，并在未来报告中特别强调此类特殊交易。

虽然我们对按比例的赎回享受低税收并参与几次类似的交易，但我们觉得此类回购对不卖出股份的股东同样有利，当一家经营绩效良好且财务基础健全的公司发现自家的股价远低于其内在价值时，买回自家股票是保障股东权益最好的方法了。

我们对于回购的认可仅限于那些基于价值角度的回购，并不包括那种令人厌恶不道德的「绿邮讹诈」回购，在这类交易中，双方为自身私利协议剥削不知情的第三方。「股东勒索者」(Corporate Raider 公司狙击手)在买下足以对公司控制权构成威胁的股份之后，便对公司管理层发出要钱或是要命的勒索公告，即敌意收购。「公司管理层」为自保让恶意股东退出，愿意高价买回其股票，只要这个钱不要是管理层出的就好。「无辜的股东」的资金被「公司管理层」用来打发「股东勒索者」。随着交易尘埃落定，抢劫公司的恶意股东说是为了自由企业，被抢劫的公司管理层则说是为了公司最佳利益，而不知情的股东只能呆呆的被宰还不自知。

(注：绿邮讹诈 Greenmail Repurchase：1980 年代的美国是公司恶意并购狂潮席卷的时代。“绿色邮件”通常被定义为先购买一家公司足够多的股份后以威胁收购取得控制权，然后利用这种影响力迫使目标公司管理层以溢价回购这些股份以放弃收购的做法。详见附录)

当价格和价值之间存在巨大差异时，我们重大仓位投资的公司都进行了大规模的股票回购，对于股东而言，有两点好处：

第一点很明显，是一个简单的数学问题，以远低于每股内在商业价值的价格进行的重大回购会以非常显著的方式立即增加每股价值，等于花 1 美元的代价便能够获得 2 美元的价值。而企业并购计划从来没有这么美好，大

量案例令人沮丧，每花掉的 1 美元根本无法获得 1 美元的回报。

第二点比较微妙，不太容易去精确计算，但时间一长其效果一样明显。管理层通过以远低于内在价值的价格买回自家的股票的行为，向股东宣示其重视股东利益的态度，而不是专注于扩张其经营业务的版图，因为后者往往不利于股东的利益。如此一来，原股东与潜在股东将会对公司的前景更具信心，这种向上修正趋势会使市场价格符合企业内在商业价值，使其价格趋为合理。投资者应该给那些有维护股东利益倾向管理层管理的企业更高的估值，而不是那些自私自利、沉迷各种吹捧的管理层管理的企业。(说得极端一点，你愿意花多少钱，成为罗伯特·韦斯科(Robert Wesco)控股的通用食品公司的少数股东？)

不要看他说什么，得看他做什么。当回购显然是为了维护股东利益时，一个总是拒绝回购的管理层所揭示的动机远比他所知道的多。无论他多么频繁或多么雄辩地说些为维护公共关系而炮制的说辞，如本年度最受欢迎的：股东财富最大化，市场都会正确地估值他们所管理的资产。总是说一套做一套，一段时间后，市场就会用脚投票弃之而去。

我们最大的三大持股：GEICO 保险、通用食品与华盛顿邮报，都大量回购自家股票，我们的持股很大程度上增加了内在价值。我们的第四大持股埃克森石油也积极回购股票，只是因为我们是最近才建立仓位，所以影响不大。这些公司通过低价回购，使股东对这些优秀企业的投资得到了实质性的增强。我们对于投资这种具竞争优势同时拥有注重股东权益意识的管理层的优质企业感到相当安心。

下表是我们在 1984 年底主要的投资部位(所有数字已扣除 Wesco 等公司的少数股权)：

	上年	股份数量	公司名称	成本	市值
不变	6,850,000	6,850,000	GEICO 保险	45,713	397,300
回购	4,451,544	4,047,191	通用食品公司	149,870	226,137
新进		3,895,710	埃克森石油公司	173,401	175,307
不变	1,868,000	1,868,000	华盛顿邮报	10,628	149,955
增持	901,78	2,553,488	Time.Inc 时代传媒	89,327	109,162
新进		740,400	美国广播公司	44,416	46,738
不变	2,379,200	2,379,200	Handy&Harman 多元制造	27,318	38,662
不变	690,975	690,975	联合出版公司	3,516	32,908
减持	636,310	818,872	IPG 广告传媒	2,570	28,149
新进		555,949	西北工业	26,581	27,242
			总计	573,340	1,231,560
			所有其他控股公司	11,634	37,326
			全部权益	584,974	1,268,886

440%清仓	1973 年	1984 年	奥美国际广告公司		
253%清仓	1979 年	1984 年	MEG 传媒公司		
27%清仓	1980 年	1984 年	R.J.R 烟草公司		
4%清仓	1982 年	1983 年	Crum & Forster 保险		
45%清仓	1978 年	1982 年	赛菲科公司		
微亏清仓	1980 年	1982 年	美国铝业		
11%清仓	1980 年	1982 年	克利夫兰克利夫钢铁		
翻倍清仓	1980 年	1982 年	平克顿安保公司		
7%清仓	1981 年	1982 年	Arcata 公司		
-22%清仓	1981 年	1982 年	GATX 公司		
34%清仓	1977 年	1981 年	凯撒铝业公司		
22%清仓	1979 年	1981 年	F.W. Woolworth 折扣零售		
6%清仓	1980 年	1981 年	底特律国家公司		
15%清仓	1980 年	1981 年	全国学生营销公司		
41%清仓	1980 年	1981 年	洛杉矶时代镜报		
59%清仓	1978 年	1980 年	美国广播公司		
92%清仓	1979 年	1980 年	Amerada Hess 石油公司		
36%清仓	1977 年	1979 年	Knight-Ridder 骑士报业		
21%清仓	1977 年	1978 年	首府广播公司		
64%清仓	1976 年	1978 年	凯撒工业公司		

符合我们的企业价值评估**定性标准**，又符合我们的价值与价格**定量标准**的企业，最近十年来实在很难找得到。我们尽量避免降格以求，但我们发现什么事都不做才是最困难的。有一位英国政治家将该国十九世纪的伟大归功于统治者的无为而治，这种策略历史学家称赞起来很容易，但后继统治者却很难真正做到。

除了先前曾提到的数字，有关 Wesco 的经营理念在查理·芒格写的报告中会详加描述，你会发现他对储蓄行业状况的评论特别有趣。此外我们实际掌控的企业，如内布拉斯加家具店、喜诗糖果、布法罗日报与保险业务集团的经营，将在稍后加以说明。

内布拉斯加家具店 Nebraska Furniture Mart

去年我曾介绍过 B 夫人跟她的家族的优异表现，不过事实上我还低估他们的管理才能与人格特质，老实说，我从未见过一个管理团队的运作或行为比 Blumkin 家族更好。董事长 B 夫人现年 91 岁，最近当地报纸援引她的话说："我回家只是吃饭睡觉，仅此而已。我迫不及待地想等到天亮，这样我才能重新开始工作。"B 夫人每周七天都在店里，从开店到关店，她一天做出的决定可能比大多数 CEO 一年做的决定还多(更好的决策也是如此)。

5 月，B 夫人荣获纽约大学颁赠商科荣誉博士学位，(她是个跳级生，在她获得这个学位之前，从来没有到学校上过一天课)，此前获颁此项殊荣的有：埃克森石油总裁 Clifton Garvin、花旗银行总裁 Walter Wriston、IBM

总裁 Frank Cary、通用汽车总裁 Thomas Murphy、美联储主席 Paul Volcker。

Blumkin 家族有其母必有其子，B 夫人的儿子 Louie 跟他三个小孩 Ron、Irv 和 Steve，都为 NFM 的惊人成功做出了全面的贡献。年轻一代就读于最好的商学院——由 B 夫人和 Louie 教授，他们的训练从他们的表现中可见一斑。

去年 NFM 总销售额达到 1.15 亿美元，净增加 1430 万美金，全部来自奥马哈的一家商店，这是迄今为止美国一家家居用品店销售的最大规模。事实上，仅去年的销售增长额就超过了许多规模较大的成功门店的一整年销量。它的成功不是没有道理的，以下数字说明一切。

全美最大的独立家居用品专业零售商莱维茨家具(Levitz Furniture)在 1984 年的财报自夸其所卖价格要比当地所有传统家具店要便宜的多，但 Levitz 的毛利率却高达 44.4%，亦即消费者每付 100 元所买的货品，公司的成本只要 55.6 元。而 NFM 的毛利却不到 Levitz 的一半，其低加成所凭借的是极高的效率：运营费用(工资、租金、广告费等)约占销售额的 16.5%，而 Levitz 则为 35.6%。(沃尔玛 20%左右)

我们不是要批评 Levitz，事实上该公司经营亦颇出色，只是 NFM 的表现实在是过于出色了，而且这一切的一切都是从 B 夫人 1937 年的 500 块投资开始的，靠着无与伦比的效率，成本的精打细算以及精明的大规模采购的成本优势，NFM 赚取丰厚的资本回报的同时，平均每年为客户节省至少 3000 万美元，而在保持典型加价的商店购买相同商品这些成本是要支付的。这使 NFM 能够不断扩大其市场范围，从而享受远超奥马哈市场自然增长之外的增长。

人们常常问我 Blumkins 家族到底有什么经营诀窍，而其实说穿了也不是什么深奥的道理，他们整个家族：
(1)对事业充满热情与活力，踏实肯干，其程度让 Ben Franklin 与儿童小说家 Horatio Alger Jr.看起来像半途而废，(2)脚踏实地的确定他们专业的能力圈，并对其中的事项采取非常果断的决定，(3)而在专业能力圈之外，对任何最具诱惑力的提议也不予理会，(4)对待所有人皆能保持高尚的人格。B 夫人将其归结为"便宜卖，讲实话"。

我们购买公司 90%股份的过程可以看出我们对 Blumkin 家族人格的信任：NFM 从未进行过审计，我们也没有要求进行审计；我们没有盘点存货或核实应收账款以及固定资产。我们给了 B 夫人一张 5500 万美元的支票，而她给了我们一句口头的承诺。与 Blumkin 家族合作是你我的荣幸。

喜诗糖果 See's Candy Shops, Inc.

下表是该公司自从被蓝筹印花买下后，对其表现的常规回顾：

年份	门店	销售磅数	磅数/店	单价	销售总额	净利润	净利率
1972	167	16,954,000	101521	1.85	31,337,000	2,083,000	6.65%
1973	169	17,813,000	105402	1.97	35,050,000	1,940,000	5.53%
1974	170	17,883,000	105194	2.31	41,248,000	3,021,000	7.32%
1975	172	19,134,000	111244	2.64	50,492,000	5,132,000	10.16%
1976	173	20,553,000	118803	2.74	56,333,000	5,569,000	9.89%
1977	179	20,921,000	116877	3.01	62,886,000	6,154,000	9.79%
1978	182	22,407,000	123115	3.29	73,653,000	6,178,000	8.39%
1979	188	23,985,000	127580	3.64	87,314,000	6,330,000	7.25%
1980	191	24,065,000	125995	4.06	97,715,000	7,547,000	7.72%
1981	199	24,052,000	120864	4.68	112,578,000	10,779,000	9.57%
1982	202	24,216,000	119881	5.11	123,662,000	11,875,000	9.60%
1983	207	24,651,000	119087	5.42	133,531,000	13,699,000	10.26%
1984	214	24,759,000	115696	5.49	135,946,000	13,380,000	9.84%

要知道这种表现并不是由行业普遍上升的趋势产生的，相反，盒装巧克力行业的许多知名参与者在同一时期要么亏损，要么利润微薄。据我们所知，只有一家规模较大的竞争对手实现了高盈利。而 See's 的成功要归功于优秀的产品与杰出的经营人才 Chuck Huggins.

尽管在 1984 年我们产品价格的涨幅不若以往，仅比 1983 年上涨约 1.4%，每磅卖 5.49 美元。不过还好我们在过去几年一直困扰我们的成本控制问题上大有进展，除了我们无法控制的原材料成本外，每磅成本仅较去年增加 2.2%。我们的成本控制问题因单店销售量(以英镑而非美元衡量)适度下降的问题而恶化。近年来，单店销售的总磅数一直保持在大致恒定的水平，只是每年新增几家商店。这种销量仅靠店铺扩张而单店不增长的情况，自然给每磅的销售成本带来了沉重的压力。1984 年，单店销售量下降了 1.1%。然而，由于店铺数量的增加，总店铺销量增长了 0.6%。(数据经过调整以弥补 1983 年 53 周的差异)

See's 的销售受到季节因素的影响越来越大，在圣诞节到来的前一个月，销量占全年 40%而利润占 75%，此外复活节与情人节期间的业绩也特别好，但剩下的时间里几乎都在打酱油。近年来圣诞节期间的店铺销量增长变得相对重要，团购订单和邮购订单也是如此。圣诞节期间业务的日益集中产生了大量的管理问题，所有这些问题都由 Chuck 和他的同事以非凡的技巧优雅处理，但他们绝不会向服务质量或产品质量妥协。我们大多数较大的竞争对手都不敢这么说。尽管面临着比我们更少的极端需求高峰和低谷，但他们添加防腐剂或冷冻成品，以平滑生产周期，从而降低单位成本。我们拒绝使用此类技术，我们宁愿选择去解决生产难题而不是去改变产品。

在非节假日期间，我们在商场的门店面临着许多新的食品和小吃供应商的激烈竞争，所幸在 1984 年我们推出六款糖果棒加以反击，其效果颇佳广受好评，目前我们计划进一步推出新产品。

1985 年，我们将更加努力，使每磅成本的增长低于通货膨胀率，当然这必须要单店销量的增长来加以配合，1985 年每磅售价将会提高 6-7%，即使单店销量没有增加，利润应该会出现温和增长。

布法罗晚报 Buffalo Evening News

1984 年该报的利润远超我们的预期，与 See's 一样在控制成本方面颇具成效。不包括在新闻编辑室的工作时间，总工作时间减少了约 2.8%。随着生产力的提高，总成本仅增加了 4.9%。Stan Lipsey 与其经营团队的表现堪称业界之最。

然而，我们现在面临着成本的加速增长。在年中我们与工会签订一项数年的工作合约，使得工资大幅调涨，基于过去 1977-1982 年该报亏损时，工会员工同公司命运共进退合作的态度，是使我们在保持成本竞争力方面战胜 Courier-Express 的关键因素，如果当时我们不降低成本，现在的结局可能完全相反。由于这项薪资调整系分阶段进行，所以对 1984 年的影响有限，明年此时便会全数反应，届时单位劳动力成本将以远高于行业的速度增长。我们希望可以努力提高生产力作为缓解，但 1985 年单位劳动成本将不可避免的大幅增加，并且新闻纸的价格预估也将增加，由于这两项不利因素，明年毛利将略微下滑。

在新闻界有两个重要的经济因素对我们有利：

(1)本报发行区域非常集中在广告效用极高的 Buffalo 地区，相对于更大的区域性报纸，其很大一部分发行量对广告主的效用基本可以忽略不计，一个几百英里远的订户对于仅在市区开设商店的广告主来说一点效用也没有。正如广告商所说，「浪费」的发行量损害了盈利能力：对于一家报社来说，收入主要取决于总发行量，而通常占总营收 70-80% 的广告收入却要依靠**实际有效的发行量**。

(2)我们对 Buffalo 地区零售市场的渗透非常出色，广告主只要凭着这份报纸，几乎能触达所有潜在的客户。

去年我曾告诉各位该报优异的读者接受度：在全美最大 100 家报纸中，我们渗透率在日报排名第一、而周日版则排第三。最新的资料显示日报渗透率仍维持第一、而周日版则跃居第二位。不过，Buffalo 地区家庭数量下降了，所以我们日报的订户数有所减少，但周末版没有变化。

我还告诉过你，读者如此不寻常地接受的主要原因之一是，我们向他们传递的新闻内容不寻常：在相同规模

的报纸中，我们提供的新闻量是最多的，1984 年的新闻版块占比是 50.9%，比 1983 年 50.4%略有提升，比主流的报纸 35-40%高出许多，而我们也会继续维持比率在 50%以上。另外去年我们虽然减少其他部门的工作时数，但编辑部门时数却维持不变，未来还会继续如此。虽然编辑部门的开支增长 9.1%，远超过总成本 4.9%增长。

我们的新闻政策耗费了我们大量额外的新闻纸费用。因此我们的**新闻成本**(新闻纸成本加上新闻编辑部门的工资和日常开支)**占总收入的百分比高于类似规模的大多数报纸**。即便如此，我们的报纸或其他占主导地位的报纸都有足够的利润空间来维持这些成本：在同等规模的报纸上，新闻成本高低之间的差异可能达到 3%，但税前利润率往往是这一数字的十倍。

一家占主导地位的报纸的经济效益极为出色，在整个商业世界都名列前茅。老板通常相信他们出色的盈利能力是源于努力地推出最好的产品，但是这种舒适的理论，却被令人不舒适的事实所打破。当一流的报纸维持高获利时，三流报纸所赚得的钱却一点也不逊色，有时甚至更多，只需要该报纸能在当地占据主导地位。当然产品的品质对于一家报纸提高市场占有率极为关键。我们相信，布法罗新闻报之所以能做到这一点，在很大程度上是因为由 Alfred Kirchhofer 这样的前辈管理。

一旦主宰了当地市场，决定报纸好坏的是内容本身，而非市场，但不论质量好坏，都将大发横财。但在大多数行业却不是这样，品质低劣的产品，其生意一定很差。但即使是内容差劲的报纸，对多数市民来说也是便宜货，因为它仍具有布告栏的价值。在其他条件相同的情况下，差劲报纸不会触达顶流报纸所能触达的读者层次。然而，对大多数普通人来说，劣质产品仍是有需求的，而吸引他们的产品也将吸引相应广告商的注意力。

因为市场对于报纸品质的要求水准并不高，因此管理层必须自己提高自己的标准。我们的报纸对高于行业水平的新闻版面的承诺代表了一个重要的量化标准。我们也相信 Stan Lipsey 和 Murray Light 将继续应用其他更重要的质量标准。查理与我相信报业是社会上非常特殊的机构，我们相当引以为傲，也期待将来更上一层楼。

保险运营

下表列出了保险业的两个关键数据：

年度	保费收入增长率	保单分红后综合比率
1972	10.2	96.2
1973	8.0	99.2
1974	6.2	105.4
1975	11.0	107.9
1976	21.9	102.4

1977	19.8	97.2
1978	12.8	97.5
1979	10.3	100.6
1980	6.0	103.1
1981	3.9	106.0
1982	4.4	109.7
1983 修订	4.5	111.9
1984 预计	8.1	117.7

Source: Best's Aggregates and Averages

Best 的统计数据反映了几乎整个行业的状况。综合比率代表总保险成本(发生的损失加上费用)与保费收入之比, 低于 100 表示承保盈利, 高于 100 表示亏损。

多年来我们一直重申, 要使综合比率基本保持不变, 保险行业每年必须将保费提高 10%。我们提出这一政策时, 假设运营费用占保费金额的百分比将保持相对稳定, 理赔损失将以每年约 10%的速度增长, 这是因为承保规模增加、通货膨胀和扩大保险单承保范围的司法裁决的综合影响。

令人沮丧的事实证明, 我们的观点非常准确, 从 1979-1984 年间, 我们保费总增长 61%, 年均增长 10%, 1984 年的综合比率几乎与 1979 年的 100.6 相同。相反, 同业保费增加只有 30%, 综合比率则变成 117.7。今天我们仍相信**保费金额的年增长率是承保获利趋势的关键指标**。

目前来看 1985 年的保费增长将超过 10%, 因此, 假设灾难处于正常水平, 我们预计综合比率将在年底前开始下降。然而, 根据我们全行业的损失假设(即每年增加 10%), 需要五年每年 15%的保费增长才能使综合比率恢复到 100。这意味着 1989 年时行业保费须翻一番, 这似乎是不太可能。所以, 我们预期保费每年将增长略高于 10%, 在激烈价格战竞争的情况下, 行业综合比率将维持在 108-113 之间。

我们自己在 1984 年的综合比率是可怜的 134, 我们在报告此比率时, 不包括结构化结算和损失准备金假设。这是连续第三年我们的表现比同业水准差, 我们预期 1985 年综合比率会有所改善, 而且改善程度会比同业要好。Mike Goldberg 自从从我手中接下保险业务后已纠正了不少我先前所犯下的错误。

此外, 过去几年我们的业务集中在一些表现不如预期的业务保单上, 这种情况开始压制竞争同业甚至淘汰一些出局, 随着竞争局势的打破, 我们在 1984 年下半年开始提高部分业务的保费价格, 并且不怕流失客户。

多年来我一再告诉各位, 我们**卓越的财务实力可能有一天将有助于我们取得保险营运的竞争优势**, 而这一天可能已经来临, 毫无疑问我们是全美最强大的财产意外险保险公司, 资本状况远远优于规模更大的知名公司。

同样重要的是，我们的战略便是要保持这种优势，**保单购买者用钱所换到的只是一纸承诺，而这纸承诺的价值必须要经得起所有可能的逆境的考验，而非顺境。**最少，它必须要能够经得起长期低迷金融市场和特别不利的承保状况的双重考验，我们保险子公司，有意愿也有能力，确保其承诺在任何状况下兑现，这显然没有太多保险公司能做到。

我们的财务实力，对于去年曾提过的结构化结算(分阶段赔付)与损失准备提列业务来说，是一项特殊资产。结构化结算中，理赔人与申请再保的保险公司，必须要百分之百确定在往后的几十年内能顺利获得支付，很少有财产意外险公司能够符合这种要求，事实上只有少数几家公司能让我们有信心将我们自己的风险再保出去。

我们在这方面的业务取得增长，我们持有用以弥补假设负债的资金从 1620 万增长至 3060 万美元，我们预期这项业务将继续增长，并大大加速。为了支持这一预期增长，我们向旗下哥伦比亚保险公司大幅增资，该公司是我们的再保险部门，专门从事结构化结算和损失准备金假设，虽然竞争颇为激烈但获利却也令人满意。

(注：伯克希尔 1969 年底出售科恩零售后，于 1970 年成立了内布拉斯加州再保险公司，后改名为哥伦比亚保险公司，并将国民保险的再保险业务纳入其中。)

GEICO 保险公司

GEICO 保险与往常一样多是好消息，该公司 1984 年在其主要业务的投保客户大幅增加，而其投资部门的表现一样优异，虽然年末承销业绩转差，但仍远好于同业，截至去年底我们拥有该公司 36% 的权益，若以其产险总保费收入 8.85 亿美元计，我们的权益约有 3.2 亿美元左右，大约是我们自己承保量的二倍。

过去几年给大家汇报过，GEICO 保险的股价涨幅明显超越其本业的表现，虽然业绩表现也非常出色，GEICO 保险在我们公司的帐面价值成长幅度超过该公司本身内在价值的成长幅度，而我同时也警告各位，股票相对于业务表现的过度上涨显然不可能每年都发生，总有一天其股价的表现将逊于本业。这句话在 1984 年应验了，去年 GEICO 保险在伯克希尔的帐面价值没什么变动，不过其公司的内在价值却大幅增加，而由于 GEICO 保险代表着伯克希尔 27% 的净值，当其市场价值迟滞不前，直接便影响到伯克希尔净值成长的表现，对于这样的结果，我们一点也不会感到不满，我们宁愿要 GEICO 保险的企业价值增加 X 倍而股价却在下跌，也不要公司内在价值减半而股价飙升。就 GEICO 而言，与我们所有的投资一样，**我们关注的是业务表现，而不是市场表现。**如果我们对业务的预期正确，市场终将反映。

所有的伯克希尔股东皆从 GEICO 保险管理团队的才华中获益匪浅。他们是 Jack Byrne、Bill Snyder 与 Lou

Simpson，在他们的核心业务**低成本的汽车与房屋住宅保险，GEICO 保险拥有显著且持续的竞争优势**，这在商业上是一种罕见的资产，在金融服务领域更是几乎不存在。GEICO 本身就说明了这一点：尽管该公司拥有卓越的管理，除核心业务之外，GEICO 在其他领域的所有努力都无法实现卓越的盈利能力。在保险行业中，像 GEICO 这样的竞争优势提供了异常资本回报的潜力，并且 Jack 和 Bill 继续展现出实现这一潜力的高超技巧。

GEICO 保险核心业务所产生的资金，大部分皆交由路易·辛普森(Lou Simpson)来投资，路易是一个智慧与理性兼具的罕见人才，这项人格特征产生了出色的长期投资业绩。以低于平均水平的低风险，产生了迄今为止保险业中最好的回报。我对以上三位杰出经理人表达赞赏与感谢之意。

损失准备金中的盲点

我认为所有在财产/意外险业务有重大投资的股东，都应该对财务报告中利润的固有盲点有所了解。Phil Graham 在担任华盛顿邮报的发行人时曾说："新闻日报是撰写历史的第一手草稿"。不幸的是，财产险所提供的财务报告，充其量只是该公司收益和财务状况的初稿。

主要的问题在于成本的确定，保险公司的大部分成本来自索赔损失，而对于当年的保费收入未来会发生多少索赔损失实在是难以估计，有时损失的发生以及其损害程度要在好几十年之后才会明朗。

一般来说，产险业当年度认列的损失主要包含有下列几项：(1)赔付支出：当年已发生且支付的损失，(2)未决赔款准备金 A：对于已发生且已提报，但仍未结清的损失，(3)未决赔款准备金 B：对于已发生但尚未提报，亦即保险业者尚不知情案件所作的估计损失 (IBNR：发生了但尚未提报)，(4)今年对于过去几年前前述(2)(3)项估计损失所作的修正影响。

此类修正可能会推迟很久，但最终导致先前在 X 年收入误报的任何损失都必须更正，不论是在 X+1 或是 X+10 年，而这无可避免地导致修正年度的损益数字也被扭曲。例如，假设一位索赔人在 1979 年被我们一位投保户所伤，而承保时估计的理赔金额为一万美元，所以我们在当年损益表提列了一万美元的损失准备。而在 1984 年双方以十万美元和解，我们必须在 1984 年另行认列九万美元的赔付损失，尽管该项损失属于 1979 年的成本。如果假设这笔业务是在 1979 年的唯一经营活动，则**我们会在成本上严重误导自己，而在收益上误导你们。**

在汇总财产险损益表中极具欺骗性但看似精确的数字时，必须广泛使用估计值，这意味着无论管理层的意图多么正确，都必然渗入许多错误的估计值。而为了减少这类错误，大多数的保险公司运用各种统计方法来调整成

千上万的被保险人的损失评估(被称为案例准备金)，这些评估作为估计损失准备金总额的基础数据。调整产生的额外储备被标记为"损失准备金、未决赔付的、补充性的"不同类目，调整的目标应该是当财务报表日期之前发生的所有损失最终得到支付时，损失准备金高估部分 VS 低估部分最终接近相抵。

在伯克希尔，我们已经增加了我们认为适当的损失补充储备金，但近年来这些储备并不充足。重要的是，你必须了解我们的过去所涉及的损失准备提列错误的严重程度。因此，你可以亲眼看到整个过程有多不精确，也可以判断我们是否可能存在一些系统性偏见，以让你对我们当前和未来的数据保持警惕。

下表第一列显示过去五年我们跟各位报告的保险承销业绩，同时并提供一年之后以"如果当时我们知道那么我们认为我们现在知道什么"的基础下的估算数字，而所谓地"我们认为我们现在知道什么"系因为这其中还包含许多对以前发生的损失所作的估计调整，然而，由于前几年的许多索赔过去一年已经得到解决，因此我们对一年后的估计值中所包含的猜测工作要比之前的要少：

年度	向您报告的承保结果	经过一年赔付后修正的数字
1980	6,738,000	14,887,000
1981	1,478,000	-1,118,000
1982	-21,462,000	-25,066,000
1983	-33,192,000	-50,974,000
1984	-45,413,000	???

(不包括结构性结算与损失准备金假设业务)

为了帮助各位进一步理解上表，让我们用最新的数据加以解释：1984 年报告的税前承保损失为 4,540 万，其中 2,760 万为 1984 年度我们估计将会发生的损失，加上 1983 年度 1780 万新增加的损失修正数字。

正如上表你所看到的，我跟各位报告的数字与实际所发生的数字有很大的出入，而且这几年的报告的数字比实际的要好，这让我觉得非常地懊恼，因为(1)我一向希望你能相信我说过的话，(2)毫无疑问我和保险经理人若早点发现估计不足造成承保损失的严重性一定会及时采取行动，(3)我们低估损失夸大了收入，相当于多缴了本来不应该付的税金。虽然这些税金早晚会修正回来，只是时间拉得越长，我们损失的利息就越多。

由于我们业务的侧重于意外险与再保险业务，比起专注财产保险的公司，我们在估计损失成本上存在更多问题。当你承保的一栋建筑物烧毁了，你可以很快地在损失成本上作反应，而如果向你投保的雇主发现他一名退休的员工，在几十年前因工作关系感染某种疾病，你反应则繁琐很多。即便如此，但我仍然觉得我们的错误令人尴尬。在直接承保部分，我们大大低估了法院及陪审团不顾事实真相与过去判例对损害赔偿的认定，而要求我们这

些所谓深口袋付钱的群起效应(deep pocket 即口袋深有大钱的金主儿), 我们也低估了一般大众对于受伤者应获得巨额补偿对陪审团的传染效应。在再保险部分, 我们提列准备金不足方面有最糟糕的经验, 向我们寻求再保的保险公司也犯了相同的错误, 由于我们提列储备是依据对方提供的资料, 他们的错误就变成了我们的错误。

最近我听到的一则故事可以用来说明我们保险会计问题, 一个人海外旅行期间接到姐姐电话, 父亲因意外去世了, 由于一时无法赶回国内参加丧礼, 他便交待姐姐处理一切丧葬事宜并允诺负责所有费用。当他回国后不久, 收到一张几千美金的帐单, 他立即就付了钱。接下来一个月又收到一张 15 美元的帐单, 他也付了钱。又过一个月又收到类似的帐单, 当第三张 15 美元账单出现时, 他终于忍不住打电话问出了什么事, 电话那头表示: "噢! 我忘了告诉你。我用租来的衣服埋葬了爸爸。"

如果近几年你是从事保险业务, 尤其是再保险业务的话, 这段故事可能会让你很心痛。尽管我们已尽可能在当期的财务报表上包含所有类似「西装租金式」的负债, 但过去几年的报表却令我们感到汗颜, 也足以让各位的起疑, 以后年报中我将持续跟你们报告每年出现的错误, 不论是有利或是不利的。

当然不是所有愚蠢的准备金不当的错误都是无心之过, 随着承保绩效持续恶化, 管理层在损失准备提列乃至于财务报表表达上有很大的自由裁量权, 所以人性黑暗的一面便彰显出来, 有些公司若真正认真去评估其可能发生的损失成本的话, 那些即将倒闭的公司不得不**对这些尚未支付的潜在赔偿持非常乐观的看法**。其他有些则从事一些可以将损失暂时隐藏起来的交易行为。

这两种方法都可以在相当长的时间内发挥作用: 外部独立的审计师也很难有效地对这类行为加以规范制止, 当一家保险公司的负债实际上大于资产时, 通常公司自己应该宣告破产, 在这种羞于破产的制度下, 尸体本身通常会一再给自己翻案复活的机会。

当然, **在大多数企业中, 资不抵债的公司会耗尽现金。但保险公司的情况却非如此, 虽已破产但还手握重金**。因为保费是从保户一开始投保时便收到, 但理赔款却是在损失发生之后许久才须支付, 所以一家保险公司可能要在耗尽净值之后许久才会真正耗完现金。而事实上这些所谓行尸走肉, **通常会铤而走险, 卯尽全力不计成本来吸收保单, 只为现金持续流入**, 这些公司的态度就好象一个挪用公款的人把偷来的资金输掉了一样, 期望下一次能够幸运的捞回本钱以弥补以前的亏空。即使他们不走运亏损持续扩大, 反正亏一亿跟亏一千万对管理层的惩罚差别不大, 但管理层却能继续保有原来的职位与待遇。

伯克希尔对其他财产/意外险公司的损失准备金错误的关注超过了学术界的兴趣。我们不但身受那些活死人不惜一切代价的竞争之痛，当他们真的倒闭时，我们也要跟着倒霉，因为许多州政府设立的偿债基金系依照保险业经营状况来征收，伯克希尔最后被迫要来分担这些损失的一部分，且由于这些错误通常要很晚才会发现，事件会远比想象中严重，甚至产生连锁效应，那些原本体质较弱但不致倒闭的小公司可能因几家大型保险公司的破产而殃及倒闭，最后如滚雪球一般，一发不可收拾。如果监管当局能对那些烂公司迅速识别并强制破产，则可以减轻此类危险，但目前这方面进展缓慢。

华盛顿公共电力系统 Washington Public Power Supply System

1983 年 10 月至 1984 年 6 月，伯克希尔的保险子公司持续买进大笔的华盛顿公共电力系统的一、二、三期债券，1983 年 7 月 1 日，WPPSS 用以兴建四、五期电厂(现已放弃)而发行的 22 亿美元债券违约。虽然这两类债券在义务人、承诺事项与抵押担保品上有极大不同，但四、五期项目的问题给一、二、三期债券蒙上一层阴影，且有可能对后续发行债券产生重大影响。此外一、二、三期本身还存在的一些问题也可能摧毁 Bonneville 电力管理局担保产生的信用基础。尽管有这些负面因素，但查理跟我判断，以我们买进时所承担的风险与当初购买的价格(已远低于当前价格)相比，其预期报酬远远超过所要承担的风险。

如你所知，我们为保险子公司买进上市公司股票的标准与我们买下整家企业的标准并无二致，然而这种企业评价模式并未广为基金经理人所应用，甚至受到许多学者的蔑视，尽管如此，对于那些追随者来说却颇为受用，对此有些学者会说：嗯，在实践中可能没问题，但理论上永远行不通。简而言之，若我们能以合理的价格买到优质企业的一小部分经济利益，特别是拥有一个这样的投资组合的话，对我们来说就是一件美妙的事。

而我们甚至把这种企业评价模式延伸至债券投资之上，比如 WPPSS，我们对 WPPSS 的 1.39 亿美元投资成本与同样金额的股权投资进行了比较，前者可产生 2270 万美元的税后收益(通过支付债券利息)，且都是现金，只有少数企业每年可赚得 16.3%的非杠杆的税后资本回报率，就算有，其股票价格也高得吓人。对一般并购交易来说，一家无财务杠杆每年可赚得 2270 万的税后收益(相当于税前约 4500 万)的公司，大约要价 2.5-3 亿美元甚至更高。当然对于我们了解且特别偏爱的公司很乐意支付这么多，但那毕竟是我们购买 WPPSS 价钱的两倍。

就 WPPSS 而言，我们认为存在非常轻微的潜在风险，即公司在一两年内可能一文不值，同时利息还可能中断暂时付不出。但业务最大的价值是我们拥有的债券面值是 2.05 亿美元，仅比我们持有成本高出 48%。

获利空间的上限不大是债券投资的一大负面因素，但各位必须了解，大部分的经营性企业，除非持续投入更多资金，否则他们的获利潜力也是有限的，这是因为大部分的企业无法有效地提高其股本回报率，即使在通胀条件下也是如此，尽管这曾被认为会自动提高回报率。

让我们对债券当作企业投资的个案作进一步说明，若你选择通过将息票收益买入更多 12%报酬的债券，那么，该债券业务的收益增长率与大多数保留收益用于再投资的企业一样。就前者而言，如果今天以 1000 万买入 30 年期、0 息票、票面利率为 12%的债券，则 2015 年价值约 3 亿美元。而后者，若你同样投资 1000 万、资本回报率为 12%、且保留所有收益用以实现增长的企业，2015 年也将最终获得 3 亿美元的资本。该企业和债券在最后一年的收益都将超过 3200 万美元。

换句话说，我们**投资债券就好象把它当成一种特殊的企业投资，它具备有利的因素，也有不利的因素**，然而我们认为，如果投资者从商人的角度看待债券投资，他们的许多惊人错误是可以避免的。例如，在 1946 年，20 年期 AAA 级的免税债券以不到 1%的收益率交易，事实上买进这些债券的投资人相当于是投资一家资本回报率不足 1%的企业，而且，为账面价值回报率 ROE 永远超不过 1%的生意支付了 100%的账面价值。

若这些投资人有一点商业头脑，面对这样的投资条件，他一定会大笑地摇头走开。因为与此同时，大量具有大好前景且每年可赚得税后 10%、12%甚至 15%的公司，却可能以接近帐面价值的价格买到。1946 年，美国可能没有一家公司以帐面价值过手，因为买家认为该账面价值没有能力赚取超过 1%的收益。

但是，整个 1946 年，这些习惯买卖债券的投资人，都以这样的基准进行着债券的买卖。类似的在接下来的 20 年里，虽然情况没有当初那么夸张，债券投资人能持续地以从商业角度来看完全不合理的条件，买下长达 20-30 年期的债券。在我认为是迄今为止写的最好的一本关于投资的书——本格雷厄姆写的《聪明投资者》，书中最后一章的最后一节说到，**最聪明的投资是从商业的角度来看待投资**，本节标题是“最后的话”，非常恰当。

我们必须再次强调投资 WPPSS 无疑是具有一定风险的，且很难对风险加以具体评估，如果查理和我一生要处理 50 次类似的评估，我们希望我们的判断能够被证明是令人满意的。但我们根本没有机会在一年内做出 50 次甚至 5 次这样的决定。虽然长期累积下来的成绩应该会不错，但在任何一年中，我们都会冒着看起来非常愚蠢的风险。那也是为什么前面所有的句子开头是查理跟我或是我们的原因。

大多数管理层几乎没有动力做出明智但有可能看起来像白痴的决定。他们个人的得失利弊太明确不过了：如

果一个非常规的决定成功了，上头可能只是表扬一下，但万一要是失败，却可能是要卷铺盖走人。**特立独行的失败不被接纳**，因循守旧的失败就是一条可行之路，就整个群体而言，旅鼠的形象可能很糟，但群体中却没有一只单独的旅鼠会受到责难。

但我们的方式不同，拥有伯克希尔 47% 的股份，查理跟我不怕被炒鱿鱼，我们是以老板而非伙计的身份来获得报酬，所以我们把伯克希尔的钱当作自己的钱一样看待，这常常使得我们在投资行为与管理风格上异于常规。

我们不默守成规的作法还表现在保险资金集中投资的程度上，包括 WPPSS 债券投资，而这种专注集中是有道理的，这是基于我们具备特别雄厚的财务实力的基础上进行的。对其它保险公司来说，相同程度的集中持股可能是完全不合适的，因为它们的资金实力可能无法承受任何重大错误的发生，不管那个投资机会从概率的分析上是多么的吸引人。

以我们的财务实力，那些我们经过深思熟虑的少数股票，我们可以以有吸引力的价格买下一大笔。**Bill Rose** 这样描述过度多样化的问题：如果你的后宫有四十个女人，你永远都不会对她们中的任何一个非常了解(**If you have a harem of forty women, you never get to know any of them very well**)。随着时间的推移，我们集中持股的策略终会显现出它的优势，虽然多少会受到越来越大的规模拖累。即使将来某一年度业绩表现得特别糟，至少你会知道我们的钱和你的钱是基于同样的基础投入的。

我们投资 WPPSS 大部分是在不同的价格和与目前实际情况有所不同的时点下进行的。若我们决定要调整仓位，可能要在变动完全结束后很久才会知会各位。在你阅读本年报时，我们也可能正在买入或卖出。由于股票的买卖是属于竞争激烈的零和游戏，哪怕是买卖的任何一方竞争稍有增加，都会使我们付出巨大的代价。我们投资的 WPPSS 债券可作为范例，从 1983 年 10 月到 1984 年 6 月间，我们试着买进所有第一、二、三期的债券，但我们买到的流通债券也只有 3%。如果我们再碰到一个有钱的投资人，知道我们要大量买进而跟着进场，结果可能导致我们以更高的价格买到更少的债券，随便一个搭便车都可能让我们多花 500 万美金。基于这项理由，我们不会透露我们在股票市场上的活动，不论是对媒体还是对股东，甚至对任何人，除非法令上有特别要求。

最后我们对 WPPSS 债券的最后心得是：**大部分情况下，我们不喜爱购买长期的债券**。事实上近几年来也很少购买，那是因为债券就像美元一样稳固，而我们对于美元长期的前景看淡。我们认为未来会出现大幅通胀，尽管我们不知道平均利率会是多少。我们认为通胀失控的可能性虽然很小，但是影响不容小觑。

考量到目前通胀已经下降到不高的水平，这种可能性似乎是不可能的。我们认为以目前以巨额赤字为特征的财政政策相当危险且很难加以改善，到目前为止，两党的政治人物多听从 Charlie Brown 的建议："没有什么问题是无法加以控制的。"但若不能加以改善，通胀或许暂时会延迟，但却无法完全避免。高利率一旦成为现实，就会失控一样加快速度向上飙涨。

当通胀维持在 5-10% 之间，其实投资股票或债券并无太多分别，但失控的通胀可就完全是另外一回事了，在高利率时代，多元化的股票投资组合几乎肯定会遭受巨大的实际价值损失，未偿付债券却可能更惨，所以我们认为所有目前流通在外的债券组合事实上隐含着极大的风险，所以我们对于债券投资特别谨慎。只有当债券投资明显优于其他商业机会时，我们才会参与其中，而事实上这种情况少之又少。

股息政策

一般公司都会跟股东报告股利政策，但通常不会详加解释。有的公司会说：我们的目标是发放 40-50% 的收益，同时以至少等于 CPI 上涨的速度增加股利。就是这样而已，没有任何分析解释为何这类的政策会对股东有利，然而资本配置对于企业与投资管理来说是至关重要，因此我们认为经理人与所有权人应该仔细考虑，在什么情况下应该保留收益，以及在什么情况下应该分配收益。

首先要了解的是，并非所有的利润都是生而平等的。在许多企业尤其是那些资本密集型(资产/利润比例高)的公司，通胀往往使得报告收益变的虚无缥缈，这种「受限制的收益」(Restricted earnings)往往无法被当作真正的股利来发放，而必须加以保留再投资以维持原有的经济地位，如果勉强发放，将会使得公司在以下几方面失去竞争优势：维持原有销售规模的能力，维持其长期竞争优势，维持其原有财务实力。所以不论其股息率是如何保守，一家持续分配受限收益的公司注定面临淘汰，除非以其他方式不断融资。

「受限制的收益」也并非毫无价值，但它们的折现值通常少得可怜。事实上不管它们可产生的经济效益有多差，企业离他又不行。这种不管前景多么不乐观一律保留的情况，在十年前由爱迪生联合电气公司(conEdison)，无意中以一种极具讽刺意味的方式传达出来。当时，一项惩罚性的监管政策使得公司的股价跌至帐面价值四分之一，即每一美元的保留收益用于再投资时，只会转化为 25 美分的市值。讽刺的是尽管这种黄金变成铅的现象一再发生，但大部分收益都被再投资于业务，而不是分红给股东。与此同时，公司在纽约的各个建筑工地上，标语自豪地宣告着公司口号"Dig We Must"(意指继续投资扩张)。

在这次股息讨论中对于受限制的收益就说到这，让我们将话题转到更有价值的不受限制的部分。所谓不受限制的收益亦即「自由盈余」是指，可以加以保留，也可以予以分配的部分。我们认为分配与否主要取决于管理层判断哪一种对公司股东更为有利。

当然这项原则并未广为大家所接受，基于某些理由管理层往往偏好将收益予以保留，以扩大个人统治的企业帝国，同时使公司的财务状况更为舒适。但对于股东来说，我们认为**将收益保留只有一个合理的理由：公司所保留的每一美元收益至少应能创造一美元的市场价值**。只有当企业有合理的前景时，才应保留不受限制的收益，最好有过去的历史成绩佐证，或是有对未来深思熟虑的分析。只有当保留的收益创造的增量收益高于一般股东自行运用所生的效益时，保留才是必要的。

为了说明这一点，假设有一位股东持有一种 10% 无风险永续债，这种债券有一个特点，那就是投资人每年有权可选择领取 10% 的债息或将此 10% 债息继续买进同类型的债券。例如，终身寿险和提供相同现金或再投资选择权的票据。假设其中有一年，长期无风险利率为是 5%，则投资人应当不会笨到选择持有现金，而会将之继续买进同类型的 10% 债券，因为后者能够产生更高的价值。在这种情况下，想要获得现金的投资者应该将他的息票先转换成额外的债券，然后再立即出售。假设所有债券都由理性投资者持有，那么在利率为 5% 的时代，没有人会选择现金，即使是那些需要现金维持生活的债券持有人。

相反，若当时市场的利率是 15%，没有理性的投资者希望以 10% 的利率去投资，投资者会直接选择现金，即使他根本不需要现金，因为息票再投资，其市场价值远低于他本可以选择的现金。如果他需要 10% 债券，他可以简单的用收到的现金去市场上购买，在那里可以以很大折扣买到。

同样的道理也适用于股东思考公司的收益是否应该分配的问题之上，当然这时候的分析可能较为困难且容易出错，因为再投资的收益不像债券是白纸黑字的合同数字，而是一个波动数字。**股东必须去判断，在可见的未来其平均的回报率是多少**，而一旦数字能够确定下来的话，之后的分析就简单多了，若预期回报率高便可以再投资，反之则应要求加以分配自行安排投资。

许多企业的经理人在确定子公司是否应该将收益分配给母公司时，会很理智地运用上述标准进行分析推理，在这个层面上，管理者可以毫不费力地像聪明的主人一样思考。但到了自己所掌管的母公司层面，可就完全是另外一回事了，他们很少会站在股东的立场为大家着想。

通过这种类似精神分裂的方式，CEO 一方面要求旗下每年只能产生 5% 回报率的子公司 A 分配所有收益，以便将其投资到每年可产生 15% 回报率的子公司 B，这时他从不会忘记以前在商学院所学到的校训。但若他自己的增量资本的长期回报率只有 5%，而市场上的平均回报率是 10% 时，他很可能会对母公司的股东实施股息政策，并依循公司历史上或者行业平均的股息率水平发放。此外，当他要求旗下子公司提出报告对其保留收益的比例作出解释的同时，他却从来不会想到，要对他母公司背后的股东作出任何类似的说明。

在判断管理层是否应保留收益时，股东不应该只是单纯将过去几年的总增量收益和总增量资本作比较，因为这种比率会被核心业务的发展所扭曲，在高通胀的时代，某些具有特殊竞争力的核心业务能够运用少量的资金创造极高的回报率，如同去年我们商誉部分所述。除非他们正在经历销售规模的巨幅成长，否则一家好的企业定义上应该是指那些可以大量生产超额现金的公司。如果一家公司将大部分留存收益投入低回报的业务，那么该公司的留存资本的整体回报可能仍然很高，因为增量资本投资于核心业务的那一小部分会产生非凡的回报。这种情况类似于职业+业余配对的高尔夫球比赛，虽然大部分的业余选手的成绩一塌糊涂，但由于职业选手的高超表现，球队的最佳得分可能看起来还不错。

事实上，许多在股本和增量资本方面持续表现出良好回报的公司，把大部分的留存资金投在经济上缺乏竞争力甚至是灾难性的业务上。只是核心业务的持续增长掩盖了其他资本配置方面惨不忍睹的回报(这类资本配置通常是高价收购经济本质上平庸的企业)。而管理层也一再强调他们已从上一次并购失败中吸取了教训，然后，马上物色下一次失败的机会，这似乎是被失败冲昏了头脑。

在这种情况下，如果留存收益只是为了扩大高回报业务，而剩余部分则用于分红或回购股票，股东的境况会好得多。回购是一种既可以增加股东权益，又可以避免公司乱花钱的好方法。高回报企业的管理层，如果一直将企业的大部分超额现金投向其他低回报的业务，都应该对这些烂分配决策负责，而不管企业整体利润有多高。

以上的讨论，并不是证明公司的股利要随着每季收益或投资机会的波动而跟着变来变去。上市公司的股东一般偏好公司有一贯稳定的股利政策，因此，股利的发放应该要能够反应公司增量资本长期的收益预期。因为公司的长期前景通常变化不大，股利政策也应该如此。长期而言，被管理层拒绝分配的保留收益应该产生合理的回报，若一旦发现留存收益是错的，那么同样也表示现有管理层留下来也是错的。

现在让我们回过头来检视一下伯克希尔的股利政策，看看这些股息原则如何适用于它。从历史上看，伯克希

尔的留存收益的回报率远高于市场的平均回报率，即每一美元收益创造远大于一美元的市场价值。在这种情况下，任何发放股利的动作可能都不利于所有伯克希尔的大小股东。

事实上，公司在初期阶段发放大量的现金股利可能是灾难性的。回顾我们刚开始经营伯克希尔就能发现这一点，当时查理跟我掌控三家企业：伯克希尔、多元零售和蓝筹印花(现已合并为一家公司)，蓝筹印花公司只发放少量股利而其余两家皆未发放，相反的若当时我们把所赚的钱统统发掉，我们现在可能赚不到什么钱，甚至连一点资本也没有了。这三家公司当初各自靠一个业务赚钱的：(1)伯克希尔的纺织，(2)多元零售的百货，(3)蓝筹印花的印花票生意。要知道这些基础事业是我跟查理精心挑选的，目前：(1)纺织业务幸存下来但根本没赚到钱，(2)零售业务规模萎缩亏损巨大，(3)印花销售大幅缩水，只剩当初买入时 5%。谁说你不会失去所有？所以只有将资金投入 to 更好的业务，我们才能克服先天上的劣势，这就像补救一个错失的青春。显然多元化对我们很有助益。

我们预计将继续多元化并支持现有业务的成长，但正如我们所指出的那样，这些努力获得的回报肯定会低于我们的历史记录。但**只要预期保留的每一美元收益能产生超过一美元市场价值，我们将继续保留所有收益**。而一旦我们评估保留的收益无法达到前述的标准，我们一定会把所有多余的钱发还给股东、在作出判断前，我们将审视过去的记录与未来的前景，**由于单一年度的变化颇大，我们认为五年滚动平均值适合来作判断**。

我们目前的计划是用保留收益来继续扩充保险业务，我们大部分的竞争对手财务状况过于糟糕而不愿大幅的扩张，然而此刻正值行业保费大幅成长之际，比起 1983 年的 50 亿，预计 1985 年将增长至 150 亿美元，这正是我们大幅扩张的难得良机，当然结果是不确定的，但前景比过去好的多。

杂项

每年我都在这里发布我的"商业通缉令"小广告，去年 John Loomis(我们一位知识渊博且机敏的股东)找到一家完全符合我们标准的公司，我们马上采取行动，可惜最后因为一项偶然且复杂的问题而功亏一篑。以下是跟去年一模一样的广告，我们对具以下条件的公司有兴趣：

- (1)、具有一定的规模，税后净利润至少达到 500 万美元。
- (2)、表现出持续稳定的盈利能力，我们对美好前景或困境反转的公司没有兴趣。
- (3)、企业在很少或没有负债的情况下，取得了良好的股本回报率 ROE。
- (4)、公司具备强大的管理团队，我们不参与管理。

(5)、简单的容易理解的商业模式，我们对复杂的高科技一无所知。

(6)、合理的价格，在价格不确定前，我们不希望浪费双方太多时间。

我们不会进行恶意并购。我们承诺完全保密，并尽快答复是否感兴趣(通常不超过五分钟)，我们倾向现金交易，但若公司内在价值跟我们付出的一致时也会考虑发行股份。我们欢迎潜在卖家通过联系过去与我们有业务往来的人来了解我们，对于合适的企业和合适的人，我们会提供一个好的归宿。

股东指定捐赠计划

今年破记录的有 97.2%的有效股权参与 1984 年的股东指定捐赠计划，总计约 3,179,000 美元捐出的款项分配给 1519 家慈善机构，股东会的资料包含一个可以让你表达对这项计划的意见，例如是否继续、每一股应捐赠多少等等。你可能会感兴趣知道事实上在此之前从未有一家公司是以股东的立场来决定公司捐款的去向，经理人在信任资本主义的同时，好象不太相信资本家。我们建议新股东赶快阅读相关信息，若你也想参加的话，我们强烈建议你赶快把股份从经纪人那儿改登记于自己的名下。未在 1985 年 9 月 30 日前登记的股份将没有资格参加 1985 年的捐赠计划。

年度股东大会

伯克希尔的股东年会预计于 1985 年 5 月 21 日在奥马哈举行，我希望各位届时都能参加。许多年会对于股东和管理层来说都是浪费时间，有时是因为管理层不愿公开深入讨论公司的实质问题，有时通常是因为一些股东只顾自己出风头而不是真正关心公司的事务，本来应该是经营业务的讨论会最后往往变成了演戏、发泄、宣传问题的闹场。这是件再划算不过的主意，只要买进一股，你就可以将你对世界应该如何运作的想法高谈阔论的告诉被俘虏的观众，最后往往是劣币驱逐良币，使得真正关心公司的股东避而远之，剩下一堆爱现的小丑。

伯克希尔的股东年会是另一码事，虽然与会的股东一年比一年多，但至今我们却很少遇到什么蠢问题或是以自我为中心的言论。相反的，大家提出的都是一些有见地的商业问题，正因为大家开会的目的便在于此，因此不管要花多少时间我跟查理都很乐意为大家解答这类的问题。然而很抱歉，**我们无法在其它的时候用书面或电话回答问题**，因为以一家拥有 3000 名股东的公司，若一一回答的话实在是太没有效率了。而我们惟一无法回答的商业问题是那些坦率回答可能会让我们公司付出实际代价的事情，比如我们在股票市场上的进出。

最后我通常要花一点时间来吹嘘我们子公司的管理层有多好。欢迎来参加年会，你就晓得为什么了，外地来

的可以考虑内布拉斯加家具店逛逛，若你决定买些东西，你会发现你所省下的钱足够支付你这趟的旅费，相信你一定会觉得不虚此行的。

后续事项

3月18日，在报告付梓的一周之后，我们协议以每股172.5美金买进300万股首府广播公司的股份(Capital Cities Communications, Inc.)，前提条件是首府广播公司必须要能够成功并购ABC美国广播公司(American Broadcasting Companies, Inc.)，否则合约无效，但这最早也要到1985年底完成。在过去几年中我们多次表达对由汤姆·墨菲(Tom Murphy)和丹·柏克(Dan Burke)领导的首府广播公司管理层表示钦佩，原因很简单，因为他们不管在个人能力还是人格魅力方面，皆是一流之选，明年的年报我将会详加说明这项投资案的始末。

沃伦·巴菲特 董事长

Unocal 判决的台前幕后

张巍

最近中国公司面临并购浪潮，无论是境外中概股的并购，还是境内万科的并购，人们都频繁提到一个著名的反收购策略——“毒丸”。

“毒丸”是美国法上的一个著名的反收购手段，但“毒丸”——特别是“毒性”强大的第二代“内翻式毒丸”——之所以在法律上成为可能，有赖于特拉华最高法院此前作出的一项判决——Unocal v. Mesa Petroleum Co.。

Unocal 判决被公认为是 50 年来美国公司法上最重要的判决之一。毫不夸张地说，正是它奠定了此后 30 年美国公司并购交易的轨迹。本文介绍下这则重要判决和它的幕后故事。

一、前奏：经济与法律

1970 年代中后期到 80 年代的最初几年是石油公司的黄金时代。伴随阿拉伯石油危机和伊朗伊斯兰革命，几年间原油价格从 1972 年的每桶 5 美元涨至 50 美元，1981 年更达到顶峰——每桶 100 美元。伴随油价的飙升，石油公司利润疯涨，产生了大量的现金流，随之而来的是相互之间的并购浪潮，建立起一个个巨大的石油帝国。我们今天故事的主角——加州联合石油公司，简称 Unocal 公司——也在这风云年代，被卷入了一场恶意收购的商业战争之中。在美国商业史上，恶意收购公司兴起于 1950 年代末到 60 年代初。在此期间，出现了一种叫“周六夜市特供”(Saturday Night Special)的收购形式。“周六夜市特供”原来是指在美加出售的廉价、低质的小手枪，常被街头混混用作周末枪战的武器，简称 SNS。

这种恶意收购的特点是用现金作为对价(从而规避证券登记要求)，以稍稍超过目标公司股票市价的价格，要约收购目标公司一部分已发行的股票。要约发出的时间通常选在周末，而要约的有效期限很短，一般只有 3-4 天。在此期间内，发出恶意收购要约者按照先来先得的顺序收购目标公司股东售出的股票，直至达到其规定的收购比例。一旦收购方通过这第一轮次的要约收购取得了目标公司的控制权，接下来就会发动第二轮的收购。不过，此时，收购的对价就不再是现金，而是各种实际价值低廉的证券。经过这第二轮收购，在首轮收购中没有出售股票的目标公司股东就被挤出了公司，而他们手中握着的只是一些不值钱的证券。

“周六夜市特供”对目标公司的股东具有极大的胁迫性和杀伤力。试想一下，假如所有股东都坚持在第一轮不向恶意收购者出售股票，恶意收购者当然无法掌握公司的控制权，也不可能有后面的第二轮收购。换言之，如果股东们团结一致，他们能够维持目标公司的现状，也就是保住现有的股价收益。可是，如果有股东悄悄将股票出售给收购者，那么，一旦第一轮收购成功，这名股东就能获得超过其原有股票市值的现金对价；即便收购不成功，这名股东仍旧能保留住原有股票的市值(如果达不到要约规定的收购比例，收购要约将失效，目标公司的股权结构没有变化)。反过来，假如自己选择不出售，而别的股东却出售了股票，结果自己反而要沦为在第二轮收购中被低价挤出去的少数股东，必然损失惨重。所以，对股东个人而言，选择在首轮出售股票当然比坚持不出售要强。于是，博弈论上经典的“囚徒困境”出现了——明明团结一致有利于股东的整体利益，可是，私人的小算盘却指引大家四分五裂。再加上“周六夜市特供”独特的突然性、短期性和只按先来先得收购的特点，令目标公司的股东们几乎来不及多作反应，他们只能争先恐后地将股票卖给恶意收购者，唯恐沦为第二轮收购中的鱼肉。

为了限制这种极具胁迫性的要约收购方式，美国国会于 1968 年通过了《威廉姆斯法》(Williams Act)，对要约收购加以限制。该法案的主要内容包括：强制要求取得目标公司 5% 以上股票的个人或团体披露其身份及意图；要约的有效期限不得少于 20 个工作日；假如要约只收购部分股票，则收购方不得采用先来先得的收购方式，而必须按愿意出售股票的各股东的持股比例收购。

《威廉姆斯法》的出台尽管令“周末夜市特供”寿终正寝，却没能让保留了其主要特质的恶意要约收购绝迹，其中最主要的特质是：分两轮实现对公司的收购，前一轮的收购条件明显优于后一轮的条件。在公司并购领域的行话中，这被称为“前重后轻的双层要约收购”(two-tier front-end loaded tender offer)。

二、激战：收购与反收购

1985 年 4 月 8 日，美国第 12 大石油公司 Unocal 的股东们就收到了这样一项前重后轻的双层收购要约，而发出要约的正是 Unocal 公司最大的股东，掌握了公司大约 13% 股份的 Mesa 石油公司。Mesa 的收购条件是：在首轮以每股 54 美元的价格现金收购 Unocal 公司 37% 的股票，从而令其持有的股票略高于 50%，以取得公司控制权；对于余下的 Unocal 股票，Mesa 则将以表面价值为 54 美元的高风险、低顺位的劣后债作为对价进行收购。要约发出的时候 Unocal 的市值将近 70 亿美元，每股价格在 35-40 美元之间，而 Mesa 市值只有 15 亿美元左右，这是一笔蛇吞象的交易。

这里有必要先插两句介绍一下 Mesa 的创始人和董事长 Boone Pickens。此公乃报童出身，却极具并购天赋。还在卖报的时候，这位十来岁的少年就能在很短的时间内将由其销售的报纸线路从 28 条一举扩展到 156 条。28 岁

时创立了 Mesa 石油公司。1969 年 Pickens 带领 Mesa 成功合并了堪萨斯州的一家天然气大公司 Hugoton Production Company。不过，最让 Pickens 出名的是他在 80 年代初进行的一系列针对石油公司的并购行动。这些行动大多有一个特点，就是最终并没有真的完成对目标公司的收购，他玩的这种资本游戏被称为“绿邮讹诈”(greenmail)。换句话说，至少表面看来——当然当事人自己从未承认过，Pickens 不像一位认真的战略收购者。

“绿邮讹诈”的英文 greenmail 原本是由 greenback(美元)和 blackmail(勒索)两个字合成的，生生就是“勒索美元”的意思。在公司并购领域，它专指不以收购目标公司为目的的一种要约收购。要约人往往以收购威胁为幌子，迫使目标公司董事会向其支付赎金，即溢价回购要约人手中的股票。

最终，此公也的确放弃了石油公司的经营，转身成为对冲基金管理人，并给自己的基金起名叫 BP。不过，这个名字和著名的英国石油公司没有半毛钱关系，只是他名字 Boone Pickens 的首字母缩写。长袖善舞的 Pickens 早已是数十亿美元身家的超级大富豪。如今，年近九旬的这位资本大鳄依然活跃于市场上，还积极投身于政治活动与慈善事业。

《威廉姆斯法》虽然没能杜绝胁迫性的双层要约收购，却延长了要约的进程，从而给了目标公司董事会反击的机会。Unocal 的董事会就充分利用这一机会发起了保卫公司的反收购大战，领导这场资本战争的是年届古稀的 Unocal 公司 CEO 兼董事长 Fred Hartley。据说，这个老头性格坚韧、脾气急躁，与身为公司大股东的 Pickens 素来不睦。

不过，虽然 Hartley 先生平素暴躁，但其组织对 Mesa 要约的反击却有条不紊。在 Mesa 要约发出 5 天之后，Unocal 的董事会——包括 8 名独立董事和 6 名内部董事——第一次开会研讨对策，有一名内部董事因故缺席。会上 Unocal 的财务顾问——投资银行高盛——作了详细的估值报告，认为 Mesa 的要约严重低估了 Unocal 股票的价值，如果完全清算的话，Unocal 每股的现金价值至少应当在 60 美元以上。此外，公司的法律顾问也作了相关法律问题的报告。

代表高盛向 Unocal 董事会作分析报告的 Peter 先生也大有来头。稍稍了解一点高盛的人都知道它是“高记”和“盛记”的合伙。这“高记”是指 Marcus Goldman，而“盛记”则是他的女婿 Samuel Sachs。这位 Peter 先生也是姓 Sachs 的——“盛记”的传人，乃是 Samuel 的侄孙，投行界的富三代。

这位“盛记”传人 Peter 向 Unocal 董事会提出了几种反击策略。其中之一是由 Unocal 自己向股东发出要约，收购自己的股票，要约价格在每股 70 到 75 美元之间。此后，8 名独立董事又单独与公司的财务和法律顾问进行了会谈，并一致同意建议董事会采取自我收购的方式对抗 Mesa 的收购要约。接着，董事们再次举行全体会议。虽然当天的董事会总共持续了 9 个半小时，但董事们只是一致决定拒绝 Mesa 的收购要约，而对发出自我收购要约的反制措施并没有作出正式决定。

两天之后，董事会举行了第二次会议，听取 Unocal 财务副总裁和助理法律总顾问对自我收购的条件以及相应融资方案的详细说明。随后，董事会一致批准了自我收购方案。据此，Unocal 将以每股 72 美元的价格，向除 Mesa 以外的股东收购 Unocal 股票，对价的支付形式是 Unocal 公司的债券。不过，此项收购有一项前提条件，只有当 Mesa 取得 6400 万股 Unocal 股票(约占已发行股票的 51%)——实际也就是 Mesa 的要约收购成功——之后，Unocal 才会对余下的 49%的股票进行自我收购。

来看一下 Unocal 反击方案的妙处。首先，这一自我收购的方案将原先 Mesa 提出的“前重后轻”的双层要约收购转变成了一项“前轻后重”的收购方案。由于 Mesa 的首轮收购价格只有 54 美元，而没有被其收购的剩余股票却能以 72 美元的价格出售给 Unocal 公司，股东自然不会愿意接受 Mesa 的要约，而会握住股票不放，等待 Unocal 的自我收购。自我收购方案将 Mesa 持有的股票排除在外，Mesa 自然也就无法享受到回购的溢价。

然而，Unocal 自我收购方案更加高明的地方在于其设定的自我收购条件基本不可能实现。设想一下：假如所有的 Unocal 股东都盘算着等待以 72 美元的价格把股票卖给公司，又有谁会将自己的股票出售给 Mesa 呢？而这样一来，Mesa 又从哪里去取得那 6400 万股的股票呢？于是，按此方案，Unocal 根本无需支付一分钱回购股票，就能兵不血刃地击溃 Mesa 的收购企图。可见高盛的主意的高啊！

不过，世间事就怕机关算尽。Unocal 最初制定的这套自我收购方案尽管不会给公司造成财务负担——说穿了就是让公司的资本结构，特别是董事会的权力、地位一切维持现状，却把公司的其他股东带入了进不能接受 Mesa 的要约，退又无法将股票回售给公司僵局。这惹恼了 Unocal 的诸多机构投资者人。最终，迫于这些股东的压力，Unocal 决定以 72 美元的价格无条件回购 30%的股票。

三、争讼：改写历史

在 Unocal 的自我收购方案确定之后，4 月 17 日，Mesa 即向特拉华州衡平法院(Delaware Court of Chancery，该州负责公司法案件的初审法院)提起诉讼，要求禁止实施将 Mesa 排除在外的 Unocal 自我收购方案。5 月 13 日，衡平法院针对这一方案颁发了临时性禁止令，Unocal 随即向特拉华最高法院提起上诉。

在律师的选择上，Hartley 先生展现了自己的个性。他一直怀疑华尔街的律所是和投资人一伙的，因此坚持不在这场历史性的诉讼中聘用华尔街的律师，而是求助于两家加州的律所和特拉华州律所 Morris Nichols。Hartley 的这一决定让华尔街诸多精英律所的业务清单上少掉了一个里程碑式的案例，也使笔者费尽九牛二虎之力仍没能挖出当年代表 Unocal 最终赢得这场诉讼的律所。而在 Mesa 这方面，也许出于不向对手示弱的考虑，Pickens 先生最终也没有公开聘请华尔街大所，而是聘用了特拉华州当地律所 Richards Layton。不过，在背后静悄悄给 Pickens 和 Mesa 出主意的却是位列华尔街公司法律师三杰之一的 Skadden 合伙人 Joseph Flom。

案子上诉到特拉华最高法院，可是，法院却找不到人来审理——由于种种原因，大多数法官都不得不回避这一案件(笔者猜想大概是因为法官购买了当事方的股票)，特拉华最高法院能够审判该案的只剩 McNeilly 和 Moore 两位法官。为了凑足 3 人的合议庭，不得不从特拉华高级法院(Delaware Superior Court，其实就是该州具有一般管辖权的初审法院)借来一位 Taylor 法官共同审理此案。

根据执笔判决意见的 Moore 法官在判决作出 21 年之后的回忆，考虑到市场瞬息万变的实际情况，特拉华最高法院从 1985 年 5 月 14 日受理该案的上诉到 6 月 10 日最终公布书面判决意见，前后不过 27 天的时间，而法院的口头判决更是在受理之后的第三天，即 5 月 17 日上午 9 时就已经宣布。对于该案涉及的两项主要法律问题，三位法官都迅速取得了共识。

Unocal v. Mesa Petroleum Co. 一案要解决的第一个法律问题就是董事会在要约收购中的角色。由于要约收购是由收购方越过目标公司董事会，直接向目标公司股东实施的，因此，Mesa 提出 Unocal 董事会无权插手其与 Unocal 股东之间的收购要约。对此，特拉华最高法院认为：特拉华州公司法赋予董事会管理公司"商业及其他事务"以及处置公司股份的广泛权力，其中自然包括对胁迫性或者不充分的收购要约采取行动的权力。毋宁说董事会的这种权力是其履行义务，保护公司实体——包括股东——不受可以被合理觉察到的威胁伤害的必要条件。

在确认了董事会有权对要约收购采取防御措施之后，法院要解决的第二项问题就是以什么样的标准来对这些防御措施进行司法审查。对此，Unocal 主张应采用一般的商业判断标准(business judgment rule)。也就是说，法院推定董事会的决定是具有商业合理性的，而要推翻这种推定，必须由原告举证董事会有违诚信，具有欺诈或者没有掌握充分的信息就盲目决断。显然，这一标准非常有利于董事会。

反过来，Mesa 提出：董事会采取的对抗要约收购的措施——尤其是自我收购——涉嫌谋取自身利益，有违董事对股东的忠实义务，所以应当采用完全公平标准(entire fairness standard)来审查董事会的行动。据此，就需要由董事会举证其采取的对抗措施非但程序公正(fair dealing)，而且确定的对价也公正(fair price)。这样一来，董事会的措施当然就很难得到法院的支持。

就此，特拉华最高法院创造了一条在美国公司法上具有历史性意义的新标准——Unocal 测试(Unocal test)。该标准一方面注意到了董事会在抵抗要约收购中固有的利益冲突——公司被收购，董事们也很可能要下课，因而，传统的商业判断标准不足以防范董事会的自利行为。但另一方面，面对真的会给公司造成伤害的胁迫性收购条件，假如严格适用完全公平标准又可能令董事会失去抵御能力。

于是，Unocal 测试采取了分两步走的折中方案。第一步，对要约收购采取抵抗措施的董事会必须证明"合理相信收购对公司的经营方针及有效的经营活动构成威胁"。为此，董事会要证明采取抵抗措施的主要目的不是为了保住自己的职位，以及其在采取措施之前已经经过调查，掌握了充足的信息。

在接下来的第二步，董事会还需要证明：根据收购具有的威胁程度，其为抵抗收购采取的措施具有合理性。不过，对于何为收购带来的威胁，法院列举了一系列因素，包括价格是否充分，时机是否得当，甚至还包括对股东以外的债权人、雇员、顾客乃至所在社区的影响。Unocal 判决并未对公司股东与这些其他利益相关人发生利益冲突时，董事会应如何权衡取舍作出说明(此后的 Revlon 案判决对此作了进一步说明)。假如董事会能够满足以上两项证明要求，其采取的抵抗收购的措施就将受到商业判断标准的保护。

分两步走的 Unocal 测试常被称作"双叉测试"(two-prong test)。这两支叉分别是：合理相信收购构成威胁，以及对抗措施与威胁成比例。Unocal 测试后来成为判断包括"毒丸"在内的收购防御措施是否合法的标准。

根据以上标准，特拉华最高法院认定：Unocal 董事会有理由认为 Mesa 发出的收购要约价格严重不足，而且，鉴于 Pickens 的以往行径，董事会也有理由相信 Mesa 的收购可能包藏"绿邮讹诈"的企图。此外，由于 Unocal 的抵抗措施是经过由独立董事占多数的董事会批准的，并且事先进行了充分的调查和斟酌，因此法院更倾向于认同董事会对收购构成威胁的判断。

至于 Unocal 董事会确定的自我收购的抵御措施将 Mesa 排除在外，法院也承认董事会有权对股东采取歧视性措施——只要这样做主要不是为巩固自己的职位。同时，要求董事会保护 Mesa 也不太合理，因为在本案中，假如自我收购不排除 Mesa，就等于"要 Unocal 为 Mesa 的收购要约提供补贴"；况且，Mesa 自己给 Unocal 的股东造成了威胁，当然不能又转身以股东的身份，要求董事会给予其保护。

在特拉华最高法院作出判决之后不久，Unocal 和 Mesa 达成了和解。尽管 Unocal 的歧视性自我收购可能令 Mesa 损失 3 亿美元，但如果 Mesa 保留其持有的 19% 的 Unocal 股票就会对公司的经营控制权造成重大挑战。为此，Hartley 先生还是对 Pickens 先生让步了。在和解中，Unocal 同意以每股 72 美元的相同价格收购 Mesa 持有的 1/3 的 Unocal 股票，于是，Mesa 的损失被降低到 1 亿美元（由于获得税收方面的优惠，据说 Mesa 最终还获得了 8500 万美元的收益）。而对 Unocal 而言，尽管赢得了诉讼，保住了公司，保住了管理层，却为此增添了 40 亿美元的新债务。难怪《金融时报》称之为“一场没有香槟的胜利”。

四、余波：回到经济与法律

表面上看，在 Unocal 案中律师起到的作用似乎并不太大。尽管 Flom 为 Mesa 提供了法律帮助，但 Mesa 最终还是输掉了官司。反过来，在 Unocal 这一方，取胜的关键仿佛是高盛谋划的自我收购方案。实际上，Unocal 能取得胜利与华尔街公司法三杰中的另一位——创立 Watchell Lipton 律师事务所的 Martin Lipton 律师息息相关。一方面，Lipton 多年来提倡维护公司的独立性，力陈恶意收购带来的多种危害，尤其是对公司长期战略和雇员等股东以外的利益相关者造成的影响。他的见解有力地抵消了芝加哥学派经济学家提倡的放任公司控制权自由流动学说的影响力。审理 Unocal 案的 Moore 法官坦言他对 Lipton 的主张产生了强烈共鸣，而且，Unocal 判决书就直接大段引用了 Lipton 的文章。另一方面，高盛的自我收购方案看似新颖，实则与 Lipton 在此前 1983 年创造出的“股东权利计划”(shareholder rights plan)——也就是“毒丸”(poison pill)——有异曲同工之妙。两者的关键之处都在于区别对待要约收购人与目标公司的其他股东，给予后者一些前者不能享受到的权利。

而由于 Unocal 案的判决确认了董事会为对抗要约收购可以采取歧视性措施，Lipton 发明的更为有效的抵御措施——“毒丸”也很快得到特拉华最高法院的认可(Moran v. Household)。此后 20 多年间“毒丸”风行一时，极大改变了公司并购领域的图景。近来，伴随对冲基金投资人干预公司经营决策的积极性增加，“毒丸”又被用来抵御“股东积极干预”(shareholder activism)（去年，在 Third Point v. Sotheby's 一案中，特拉华衡平法院肯定了这种做法）。

Unocal 判决带给公司金融的另一项重要变化，是让银行和共同基金等资金供给者成为了与战略投资人同样重要的公司收购力量。Unocal 测试的第一步要求董事会证明收购对公司存在现实威胁，而 Mesa 的收购之所以被认定具有这种威胁的一个主要原因是其以高风险的劣后债作为第二步收购剩余股票的对价。这样一来，假如收购者全部以现金作为对价，并且针对全部股票发出收购要约，就更可能不被法院视为威胁，从而限制目标公司董事会抵抗收购的能力。基于对法律标准的这样的认识，华尔街上出现了以向公众发行垃圾债券(junk bond)筹集现金用作收购对价的要约收购形式。在 80 年代中后期，为收购公司募资而发行的垃圾债券数量翻了 3 倍。

让我们再回味一下 Unocal 收购案的前因后果。70 年代中后期的石油危机让石油公司积聚了大量的现金流，如何使用这笔现金流成为了 80 年代早期各大石油公司管理层的大问题。由于 1981 年以后世界油价大幅走低，所以，从股东的角度看，对现金流最好的使用方法或许是派发股息或者回购股票，让现金回到股东手中。

可是，坐拥大笔现金的公司管理层并不这样想。把钱交还给股东等于削弱了管理层自己的权力。于是，石油公司之间出现了并购浪潮，其本质是管理层要扩张自己管辖的帝国疆域。Unocal 虽然没有主动采取并购行动，却同样干着一件扩张规模的事情——花大代价得不偿失地继续钻探。市场对这种低效行为作出了惩罚——当时，Unocal 股票的市值只相当于其净资产价值的 45%。正如著名金融经济学家 Michael Jensen 告诉我们的那样：80 年代上半期的美国石油行业充斥着由大量自由现金流造成的严重的股东与管理层之间的利益冲突。

“自由现金流”(free cash flow)是导致公司治理中代理人成本加剧的一种因素。由于管理层掌握了公司的大量自由现金流，就能够以此进行低效率的投资——即使这种投资根本不受资本市场欢迎，因而无法在外部资本市场上融得资金。公司管理层这样做的主要目的是巩固自身的地位和利益。

在此背景下，Mesa 发出收购要约可能有多种动机。或许 Pickens 先生真的认为自己比 Hartley 先生更能高效地经营 Unocal，倘若如此，那么，当时 Unocal 被严重低估的股份自然成了作为战略投资人的 Mesa 渴求的并购机遇（毕竟 Mesa 也成功并购过多家油气公司）。Pickens 曾不无嘲讽地说：“在纽约证交所的地板上找石油比从地下找石油更加便宜！”

不过，Mesa 也可能正是冲着 Unocal 巨大的现金流去的，目的只是讹诈 Unocal 董事会一笔，“绿邮讹诈”似乎符合 Pickens 以往的风格。然而，即便董事会真的被迫溢价回购 Mesa 的股票，效果仍将减少公司累积的现金流，从而削弱管理层与股东利益冲突的根基。这未尝对公司没有好处，但可能有损 Unocal 其他股东的利益。

当然，还有最坏的一种可能性，那就是 Pickens 的真实意图就是低价买下 Unocal，转手再将公司肢解开来，零散分售出去。别忘了，当时 Unocal 的股份只有资产净值的 45% 左右。这桩并购大战最后的结局虽然是 Mesa 收购失败，Unocal 得以存续。法院认可了 Unocal 董事会的对抗措施，因此，无论 Pickens 的真实意图究竟是善还是恶，都没有机会实现了。然而，这场收购与反收购大战的实际效果则是 Unocal 向包括 Mesa 在内的股东回购大量

股票，等于让管理层将自由现金流交还给了股东，依然起到了降低代理人成本的作用。

尽管在 Unocal 案中，特拉华最高法院的立场显示其相信 Mesa 来者不善，但法院更希望确立一项具有广泛适用性的司法标准，使之得以应对怀有各种意图的收购者。既不至于阻碍能真正提高公司价值的收购计划，又不至于让掠夺公司资产者得逞，而在那些可能同时增加公司价值和损害小股东利益的情况下，则倾向于保护小股东不受过度压榨。Unocal 测试建立起的大体正是这样一条**兼顾效率与公平的标准**。

最后，让我们来听听 Hartley 先生与 Pickens 先生于 Mesa 收购要约发出几天前在美国国会走廊上的一段对话。那天，两位都被国会请去参加有关石油行业敌意收购的听证会。Pickens 先生伸出手去，想与 Hartley 先生握手，Hartley 先生断然拒绝，并厉声说道："走开！" Pickens 先生见状答道："Fred，你可是在和你最大的股东说话啊！" Hartley 先生即刻回敬道："难道这还不是一种耻辱吗？"

恶意并购"毒丸"计划的前世今生

缘起

1980 年代的美国是公司恶意并购狂潮席卷的时代。尽管 1968 年通过的《威廉姆斯法》(Williams Act)对极具胁迫性的"周六夜市特供"(Saturday Night Special)这种恶意收购形式加以遏制，但继承其胁迫特性的"前重后轻的双层要约收购"(two tier front-end loaded tender offer)却未绝迹。

在这一场恶意并购浪潮中，涌现了一批"公司狙击手"(corporate raider)。他们瞅准了那些由于各种原因股价被低估的公司，运用"前重后轻的双层要约收购"的形式对这些公司发起袭击。然而，"公司狙击手"们注重的往往不是被收购公司的长期经营收益，而是短期的资产价值或者公司拥有的现金流。"公司狙击手"们常用的策略包括先以相对较小的代价实施首轮收购，在取得公司控制权之后，以公司资产作为担保获取融资；或者在购得足以对公司控制权构成威胁的股份之后，不继续完成收购，而是寻求公司以溢价回购自己手中的股份，俗称"绿邮讹诈"(greenmail)；最具破坏性的是在获得公司控制权之后，将公司资产剥离发卖变现。Boone Pickens 和 Carl Icahn 都是那个时代有名的"公司狙击手"，Icahn 对美国知名航空公司 TWA(Trans World Airlines)的收购和发卖更是资产剥离的经典事例。

为了阻却这种无视公司长远利益，特别是具有胁迫性的恶意并购，华尔街上的一位杰出商业律师进行了不懈的努力。他就是**"毒丸"之父 Martin Lipton**。

Lipton 本科毕业于宾夕法尼亚大学沃顿商学院，1955 年于纽约大学法学院获得法学学士(LL. B.，即后来的 JD)学位，曾担任《纽约大学法律评论》主编。从法学院毕业后，他先是在负责审理证券案件的纽约南区联邦地方法院(U. S. District Court for the Southern District of New York)担任法官助理，后又供职于一家 10 人的小律所 Seligson, Morris & Neuburger。在此期间，Lipton 结识了他的同事以及纽约大学法学院校友 Leonard Rosen 与 George Katz。

入职 7 年之后，1965 年这三位同事兼校友与同样毕业于纽约大学法学院的 Herbert Wachtell 共同创立了 Wachtell, Lipton, Rosen & Katz 律师事务所。50 年后的今天，这家当初不被华尔街"白鞋"律所(white-shoe law firms，指传统的 WASP 精英律所，如 Cravath, Swaine & Moore, Sullivan & Cromwell, Simpson Thacher & Bartlett 等)待见的小所，已经成为长年稳居全美利润率——而非创收——首位的超一流律所。

从 1970 年代末起，Lipton 就撰写了大量文章力陈"公司狙击手"的危害，并开始着手设计防御措施。而"毒丸"的最初灵感来自 1982 年冬季的一趟德州之行。这年 12 月，Lipton 为帮助德克萨斯州的 El Paso 天然气公司抵御 Burlington Northern Railroad 公司的收购，从纽约飞到德州。由于 El Paso 当时已经债台高筑，因此无法运用此前常见的自我收购(self-tender)来抵御 Burlington。

在翻阅公司财务报表的时候，Lipton 发现 El Paso 还未发行已经获得授权的优先股(preferred shares)。于是，Lipton 灵光一闪，想到通过发行优先股来削减 El Paso 对 Burlington 的吸引力。他设计的方案是：以股息的形式向 El Paso 的现有股东发行优先股，而优先股股东又可以单独投票选举代表自己的董事，于是，现有股东实际获得了选举董事的双份权力，从而让 Burlington 难以控制 El Paso 的董事会。Burlington 为此提起了诉讼，但特拉华法院支持了 Lipton 的防御措施。最终 El Paso 和 Burlington 通过友善磋商完成了合并。至此，以股息形式向股东派发权利，借此构造抵御恶意收购的方案已经在 Lipton 脑海中扎下了根。此时，距离"毒丸"诞生还有半年时间。

诞生

Brown-Forman 蒸馏器公司是美国第四大蒸馏器公司，专门负责制造和销售高档酒类。到 1983 年时，这家家族

企业已经传到第五代，生意蒸蒸日上，1982 年销售额达到 9 亿美元，利润近 1 亿美元。1983 年，这家公司的老板 William Lee Lyons Brown 看上了生产高档瓷器的著名企业 Lenox Inc.，当时，Lenox 的规模大概是 Brown-Forman 的四分之一。为收购 Lenox，Brown-Forman 的出价可谓慷慨，Lee Brown 报出了每股 87 美元的高价，而前一个交易日 Lenox 在纽约证券交易所的每股股价不到 60 美元，其前一年度的每股收益也不过 4.13 美元。尽管如此，Lenox 董事会仍想抵御收购。于是，Lenox 聘请了投资银行 Kidder Peabody 的 Martin Siegel(此公后来因内幕交易入罪，其故事被记入了普利策奖纪实文学《贼窟》(Den of Thieves))和 Martin Lipton 作为抵御收购的顾问。

这一次，Lipton 设计的防御方案瞄准了 Brown-Forman 作为家族企业，60%以上的表决权集中于 Brown 家族，因而极度重视家族对公司的控制权这一弱点。Lipton 的具体方案是：以股息的形式向 Lenox 现有股东派发无表决权的可转换优先股，派发比例是每 40 股普通股获得 1 股此种优先股。假如 Lenox 被 Brown-Forman 吸收合并，那么，取得可转换优先股的 Lenox 股东就能以远低于市价的价格将手中的优先股转化为 Brown-Forman 的普通股。这样一来，Brown 家族在自己公司的股权就将被大大稀释，进而可能丧失控制权。Siegel 形象地将这种抵御措施称为“毒丸”。至此，“毒丸”正式诞生。

Lenox 抵御方案的直接后果是 Brown-Forman 进一步将收购价格抬高到每股 90 美元，并对 Lenox 的董事长 John Chamberlin 许以合并后公司的董事席位。最终，Brown 家族虽然没有吞下这颗“毒丸”，不过，其威力已经初现。

确立

“毒丸”刚一降生就面临接踵而来的法律挑战，而令其合法地位最终确立的是 1985 年特拉华最高法院在 Moran v. Household International Inc. 一案中的判决。

Household 是一家控股公司，旗下子公司主要涉足金融服务、运输与商贸行业。1984 年 2 月份的时候，Household 尽管还没有成为“公司狙击手”的直接目标，但公司副总裁已经感觉到自己的公司有被恶意收购的危险。此时，与其资产净值相比，Household 的股价已被严重低估。于是，公司管理层决定聘请 Martin Lipton 与投资银行高盛一起为其提供抵御潜在收购威胁的方案。Lipton 设计的正是以下我们将详细介绍的第一代“毒丸”。

可是，与此同时，Household 董事兼 Dyson-Kissner-Moran 公司(简称 DKM)总裁 Moran 先生则开始探讨由 DKM 用杠杆收购(leveraged buyout, 简称 LBO)的形式并购 Household。虽然，在 Lipton 为 Household 设计的“毒丸”出台之时，Moran 的收购计划仍处于探讨阶段，但“毒丸”显然会给这一计划造成麻烦。于是，Moran 先生及其领导的 DKM 将 Household 告上法庭，要求撤销“毒丸”。

这场诉讼大战，双方都聘请了豪华律师阵容。Household 这边自然由 Martin Lipton 亲自操刀，而 Moran 这边聘请的则是另一家华尔街的精英律所 Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom。值得一提的是，与 Lipton 相反，Skadden 的命名合伙人(naming partner)Joseph Flom 多年来一直秉持赞成公司控制权自由流动的立场，与芝加哥经济学的观点不谋而合。此外，华尔街上的另一家著名律所 Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson 则作为“法庭之友”(amicus curiae, 即英美诉讼中作为独立第三方向法院提供法律意见者，其提供的法律意见往往涉及具有广泛社会影响的问题，而不仅仅局限于论争双方的利害)在本案诉讼中出现。Joseph Flom, Martin Lipton 与 Fried Frank 的合伙人 Arthur Fleischer Jr. 被誉为那个时代华尔街公司并购律师中的“三杰”。因此，可以毫不夸张地说，Moran v. Household 一案汇集了美国公司并购律师的最强阵容。

在介绍法院的判决之前，让我们先来看看 Lipton 为 Household 设计的究竟是怎样一种“毒丸”。这份对潜在收购的抵御方案长达 48 页，其要义包括以下四个层次。

首先，Household 董事会按股份数量 1 比 1 向普通股股东派发一种特别股票认购权(stock rights)，作为特别股息。与通常的股票认购权不同，这种特别认购权只能用来购买公司某种特定的优先股，其行权价格(exercise price)不仅不低于市价，反而比市价高出许多，而其存续时间也比普通股票认购权更长，达到 10 年之久。

此项权利发行后，直到后述激活事项(triggering events)发生前，股东并不能立即行权，也不可 Household 的普通股分离转让。之所以发行股票认购权，是因为根据特拉华公司法，董事会可以自行决策发行这样的权利，而无需经过股东表决同意。因此，“毒丸”的正式名称是股东权利方案(shareholder rights plan)。

第二个层次的设计有关激活事项，也就是特别股票认购权的行权条件。Household“毒丸”有两个激发条件：一是针对 Household 30%或 30%以上的股票发出收购要约，二是任何机构或个人取得 Household 20%或 20%以上的已发行股票。二者居一，即可激活特别股票认购权。一经激活，此项权利即可与普通股分离转让流通。于是，意图并购 Household 者就不得不分别收购其普通股和这项特别股票认购权，无疑增加了并购难度。不过，“毒丸”真正的“毒性”还不在此。

Household 的“毒丸”被激活后，每一项特别认购权的持有者都可以用 100 美元的价格认购 1%股特别优先股，

也就是说每股特别优先股的价格高达 10,000 美元。而当时 Household 普通股的市价只有 30-33 美元，每股股息收益不过 1.75 美元。显然，定下这样高的行权价格，实际上就是不想让 Household 的股东真的去购买那种特别优先股（这种不划算的权利被称为虚价期权(out-of-the-money options)）。当然，这也会不是“毒丸”的“毒性”所在。Lipton 这样设计的目的只是为了避免特别股票认购权被认为是一种专门对付收购的虚假证券(sham security)，从而违反特拉华公司法的相关规定。

Household“毒丸”的“毒性”体现在第三层次的设计。在“毒丸”被激活之后，假如 Household 进一步被收购方吸收合并，而且合并的对价是收购方的证券，那么，每一项特别认购权的持有者都可以用 100 美元的价格购买市值相当于 200 美元的收购方——实际就是合并后的存续公司——的普通股股票。

与购买 Household 自己的优先股不同，如果特别认购权持有者以购买收购方普通股的方式行权，那么，行权价格只有股票市价的一半，显然对权利持有者极具吸引力(此时，特别购买权成为了实价期权(in-the-money options))，这也才是真正可能出现的行权方式。然而，这样一来，吸收合并之后，收购方自己在公司中的股份可能被大大稀释，从而丧失对公司的控制权。Household“毒丸”发挥“毒性”的途径与早先 Lenox 的“毒丸”如出一辙。

之所以被收购方可以允许自己的股东在公司被收购后低价购买收购方的股票，是因为特拉华公司法规定公司被合并后，存续公司将继承被收购公司的各项权利与义务——包括对其股东的合同义务，而“毒丸”的本质正是公司与股东之间的一纸合同。由于 Lenox 和 Household 的“毒丸”允许被收购方股东购买收购方的股票，所以被称为“外翻式毒丸”(flip-over pill)，它们是第一代的“毒丸”。

最后，Household“毒丸”第四层次的设计则是关于“毒丸”的赎回(redemption)。在此，Lipton 针对“毒丸”的两项激活事项设计了不同的赎回条件。假如“毒丸”因第一种事项——也就是针对 30%或以上股份的收购要约——被激活，那么，Household 董事会有权在特别认购权持有人行权之前随时以每项权利 50 美分的价格赎回这种权利。不过，假如“毒丸”因第二种事项——也就是取得 20%或以上 Household 的已发行股票——被激活，那么，“毒丸”就不再能被赎回；换言之，针对第二种激活事项，董事会只能在“毒丸”被激活之前将其赎回。

通过这样的赎回设计，Lipton 意图表明“毒丸”针对的主要是具有胁迫性的“前重后轻的双层要约收购”。因此，假如要约收购者第二轮次的收购条件公允，不存在胁迫性，董事会就可以赎回“毒丸”，为其收购放行。而对于那些不愿以溢价要约收购 Household 股票，而是以市价购进股票，再冀图通过控制董事会实施第二轮收购的“公司狙击手”，“毒丸”一旦被激活就将永续不辍，从而让其图谋无法实现。

理清了 Household“毒丸”的本质之后，这种防范潜在收购的措施能否得到法院的认可呢？特拉华最高法院对此态度明确而肯定。甚至在审理 Household 案的 Moore 法官看来，法院得出这一结论几乎是自然而然的。之所以如此，原因在于特拉华最高法院 5 个月前作出的另一项判决——Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.。在 Unocal 判决中，法院确认目标公司董事会有权对收购要约采取防御措施，而“毒丸”正是这样一种措施。

Unocal 判决还建立起一条针对收购防御措施的“双叉测试”(two-prong test)标准。根据这一标准，目标公司董事会首先要证明其采取防御措施不是专为保住自己的职位，而是为了防范切实存在的针对公司的威胁。对此，法院认为没有人声称 Household 董事会采用“毒丸”是为了自保职位，相反，董事会充分证明了公司可能被胁迫性收购；同时，“毒丸”的采用经过董事会广泛探讨，并且听取了律师和投行顾问的详细意见，因而也不是轻率的决策。

接下来，针对“双叉测试”的第二叉——防御措施必须与实际威胁成比例，特拉华最高法院认为 Household 的“毒丸”并不会阻止不具胁迫性的合理要约收购，也不会对股东委托投票(proxy)的权利造成妨碍。况且，与自我收购等其他防范形式相比，“毒丸”还不会给公司造成严重的财务负担。据此，法院赞同“毒丸”这一防范措施并非与公司面临的威胁不成比例。

据 Unocal 判决，一旦满足“双叉测试”标准，董事会的决策就将受“商业判断规则”(business judgment rule)的保护，法院不再会对决策的实体内容加以评判。

Moran 先生对 Household“毒丸”的最后一项质疑是：Household 董事会无权发行允许股东购买收购方股票的特别认购权。对此，特拉华最高法院认为：允许持有某公司证券的权利人取得该公司收购方的证券是可转换证券(convertible security)的一项常见条件，被称为“反摧毁条款”(anti-destruction clause)，旨在避免可转换证券持有人因为公司被并购而失去转换的可能性。这一点上，“毒丸”与“反摧毁条款”并无不同。

就这样，Lipton 设计的“毒丸”在法律上获得大胜。不过，第一代的“毒丸”在商业实践上却并非无懈可击——它的“毒性”还不够强大。

进化

第一代“外翻式毒丸”存在一些致命的弱点，因而无法有效抵御恶意收购。其关键不足在于只有当收购者意图完全并购目标公司时，“毒性”才会发作。假如收购者仅仅取得目标公司的控制权，却不进一步实施全面并购，“外

翻式毒丸"就不能起到稀释收购者股权的效果。

这方面有名的例子是金融大鳄 James Goldsmith 对 Crown Zellerbach 公司的收购。尽管 Crown Zellerbach 拥有典型的"外翻式毒丸",但 Goldsmith 在取得足够对公司实施控制的股权后,就不再收购剩余的股权,于是,"毒丸"的效力无法外翻到 Goldsmith 自己的公司中。更加不幸的是,Crown Zellerbach 的"毒丸"没有设定赎回条件。所以,当"毒丸"因 Goldsmith 取得超过 20%的股份而被激活之后,就将一直存续。其后果是:此后无论什么人——即便是善意收购者——要完全并购 Crown Zellerbach,其自身拥有的股权都会被"毒丸"稀释掉。于是,Crown Zellerbach"毒丸"反倒成了 Goldsmith 防止其他人从他手中将 Crown Zellerbach 夺走的利器。

此外,要抵消第一代"毒丸"的效力,收购者还可以在自己公司的章程中规定收购者的原有股东在"毒丸"外翻之后可以按照和目标公司股东相同的条件取得收购者增发的股份。收购者还可以为自己设定一项买方期权(call option),允许它以低于市场价的价格购买为并购目标公司而增发的股份。

为克服第一代"毒丸"的这些缺点,Lipton 又设计出了第二代"毒丸"。第二代"毒丸"与第一代的不同之处是:"毒丸"一旦被激活——通常仍以取得目标公司 20%的已发行股票为条件,目标公司中除收购者之外的股东都可以用半价购买目标公司自己的股票。于是,收购者在目标公司中的股权将被大大稀释,从而失去获取控制权的可能性。因为目标公司股东低价取得的是目标公司的股票,所以第二代"毒丸"被称作"内翻式毒丸"(flip-in pill)。

"内翻式毒丸"起作用的关键是区别对待收购者与收购者以外的目标公司股东。这种给予公司同一类型股东不同待遇的"毒丸"设计之所以在法律上可行,又是因为先前的 Unocal v. Mesa 判决已经肯定了为抵御恶意收购,歧视对待作为目标公司股东的收购者具有合法性。

"内翻式毒丸"的另一特点是普遍伴有赎回权,目标公司董事会可以用极低的名义性价格赎回"毒丸"。这样一来,董事会就拥有了灵活应对收购要约的空间。收购者若要避免"毒丸"的"毒性",就必须与目标公司董事会达成协议,让后者同意先行赎回"毒丸"。于是,"毒丸"实际上成了目标公司董事会与收购者讨价还价的砝码,有利于为目标公司股东争取到更加优越的收购条件。

为进一步强化"毒丸"的作用,目标公司还可以建立错层式董事会(staggered board),规定每次董事轮换仅仅更替 1/3 的席位。这样一来,即使收购者试图通过股东委托投票争夺战(proxy contest)将目标公司原先的董事更换为成自己人,进而赎回"毒丸",至少也要等上两个轮次的更替才能控制董事会的多数席位。

继"内翻式毒丸"之后,又出现了第三代"毒丸",它的两个主要变种分别被称为"死手毒丸"(dead hand pill)与"无手毒丸"(no hand pill)。前者指的是必须由"毒丸"被激活时在任的目标公司董事会方才能赎回"毒丸";后者则规定在目标董事会控制权发生变化之后的一段时间(如 6 个月)内,"毒丸"不能被赎回。不过,这两种形式的第三代"毒丸"都没有得到特拉华州法院的支持(法院的意见分别见于 Carmody v. Toll Brothers 与 Mentor Graphics v. Quickturn Design Systems 两案的判决)。目前,"毒丸"的常见形式是第一代和第二代的结合体,既具有"外翻"的效力,又具有"内翻"的效力。

流行

Moran v. Household 判决之后,"毒丸"迅速流行开来,在此后短短一年左右的时间内,使用"毒丸"的美国上市公司数量增加了 8.5 倍。1990 年,已有过半的上市公司采用"毒丸",到 1999 年这一比例升至 56%,2000 年时则有 60%的上市公司拥有"毒丸"。同时,如前所述,"毒丸"还不断进化演变,出现了第二代和第三代形式。

21 世纪初,"毒丸"漂洋过海来到日本。不过,在坚持"股东平等原则"的日本,对作为目标公司股东的收购者加以歧视的"毒丸"立刻遭到了司法挑战。

2005 年日本网络服务商"活力门"公司(Livedoor)取得了日本放送公司(Nippon Broadcasting System Inc.)近 40%的股票,并意图将其并购。为抵御"活力门"的并购,进而维持母公司富士电视(Fuji TV)的控制权,日本放送公司启动了"毒丸","活力门"随即将日本放送告上法庭,请求法院禁止实施"毒丸"计划。东京地方裁判所和东京高等裁判所先后判决支持"活力门"的请求,否定了日本放送公司的"毒丸"。不过,东京高等裁判所在判决中有条件地为启动"毒丸"留下了余地。这一条件就是收购者滥用权利实施收购,包括企图实施"绿邮讹诈"、攫取目标公司的知识产权、利用目标公司资产为收购者偿债,以及出售目标公司资产以派发一次性巨额股息。

2007 年,美国对冲基金 Steel Partners 意图收购日本著名调味品公司 Bull-Dog Sauce 的全部股份。不过,市场普遍猜测 Steel Partners 的真实意图是实施"绿邮讹诈"。于是,Bull-Dog Sauce 决定利用"毒丸"抵御 Steel Partners 的收购,后者则提起诉讼,要求禁止启动"毒丸"。官司一直打到日本最高法院。最高法院在判决中指出:为了抵御可能对公司或股东的共同利益造成损害而启动的"毒丸"不违反日本《公司法》上的股东平等原则;董事会不必在出现收购企图之前预先设置好"毒丸",但"毒丸"不得以维护董事的职位为目的,并且必须得到股东大会的批准。最终,日本最高法院支持了 Bull-Dog 的"毒丸"。从此,"毒丸"在日本得以确立。

不过,与美国法律体系一脉同源的英联邦国家(Commonwealth)则普遍对"毒丸"持审慎态度。譬如,英国和新

加坡都原则禁止实施"毒丸"计划，规定在收购威胁实际出现之后，除非经过股东大会的批准，否则不得启动"毒丸"。香港法律则似乎更显暧昧，对"毒丸"的态度较英、新两国有所松动。

中国企业中较早出现的"毒丸"当属2005年新浪为抵御盛大收购而启动的"毒丸"计划。根据这一计划，一旦新浪10%以上的普通股被收购，收购人以外的新浪股东就能以半价购买新浪增发的股票。可见，这是一颗典型的第二代"内翻式毒丸"，它迫使盛大最终放弃了收购计划。

爱康国宾为抵御江苏三友的收购而启动的"毒丸"计划则同时包含了"内翻式"与"外翻式"要素，基本套用了Wachtell Lipton律师事务所于90年代中期推出的标准"毒丸"设计。不过，作为一家设立于开曼群岛的公司，其"毒丸"的效力将受制于开曼群岛而非美国特拉华州的公司法。作为英联邦成员的开曼群岛，其公司法对"毒丸"的态度更接近与特拉华州还是英国，似乎不无疑问。此外，即便以特拉华州公司法的立场考察，爱康国宾原本就试图联合方源资本一起将上市公司私有化，而这一意图有可能被法院视为已将公司付诸拍卖。于是，特拉华公司法上的Revlon规则可能被适用，据此，爱康国宾必须寻求出价最高的买家。这样一来，如果三友的出价更高，那么，爱康国宾"毒丸"的合法性就可能面临挑战(除非爱康国宾能证明其自行收购是为了维护公司的长期经营战略等特殊利益，从而主张适用特拉华公司法的另一条Time规则)。爱康国宾的"毒丸"最终命运如何，说不定还会上演一场激烈的诉讼大战。

影响

"毒丸"究竟给目标公司股东的利益带来怎样的影响？从理论上说，一方面，它使得对目标公司的收购变得十分困难，从而可能令目标公司股东丧失获得收购溢价的机会，从这方面看，"毒丸"会损害股东利益。然而，另一方面，"毒丸"——尤其是"毒性"强却又能被灵活回赎的第二代"毒丸"——赋予目标公司董事会与收购者讨价还价的绝佳筹码，进而能为目标公司股东争取到更为优惠的收购条件，所以，"毒丸"又可能有利于目标公司的股东。一个有趣的事实是：尽管"毒丸"被广泛使用，却从来没有真正发作过。也就是说，面对"毒丸"，有意收购者要么最终放弃了收购意图，要么与目标公司董事会达成协议，由后者将"毒丸"回赎。由此可见，对目标公司的股东而言，"毒丸"的确可能产生正反两方面的作用。

那么，经验证据究竟为我们描绘了一副怎样的图景呢？几十年来，许多金融经济学家都对此进行了研究。总体而言，针对早期"毒丸"的研究多发现其对目标公司的股价有小幅的负面影响。例如，以1983到1986年间出现的"毒丸"为对象的研究发现，其对目标公司股价的负面影响通常只有1%左右(Ryngaert, The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth, Journal of Financial Economics 1988; Malatesta & Walking, Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 1988)。

至于针对更为近期的"毒丸"进行的研究，结论并不一致。一方面，一项以1992到2002年间的"毒丸"为对象的研究仍然发现其对目标公司的市值具有小幅负面影响(Bebchuk, Cohen & Ferrell, What Matters in Corporate Governance?, Review of Financial Studies 2009)。但另一方面，似乎更多的研究发现"毒丸"对目标公司股东具有正面影响。例如两项分别以1983到1991年和1985到2009年间的"毒丸"为对象的研究都发现："毒丸"既能增加目标公司股东获得的收购溢价，却又没有降低收购成功的可能性(Comment & Schwert, Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures, Journal of Financial Economics 1995; Heron & Lie, The Effect of Poison Pill Adoptions and Court Rulings on Firm Entrenchment, Journal of Corporate Finance 2015)。还有针对1984到1992年间采用"毒丸"的公司进行的研究发现，这些公司长期的经营表现普遍有所改善(Danielson & Karpoff, Do Pills Poison Operating Performance?, Journal of Corporate Finance 2006)。

上经验证据或许表明：大体而言，"毒丸"不会给目标公司的股东带来过多损害，相反还有可能增加他们的收益。不过，"毒丸"的正面作用取决于目标公司董事会利用"毒丸"这个筹码，切实地为股东利益讨价还价，而非专注于保全自己的职位。然而，要激励董事们做到这一点，又极度依赖于适当的法律制度，这种制度既要赋予抵御收购的董事权力，又要限制他们为谋求自身利益而滥用这种权力。由此，特拉华州公司法对目标董事授权与制约的尺度把握，或许是最终决定"毒丸"对股东利益影响的关键所在。

近况

进入21世纪之后，"毒丸"的运用似乎呈现减少的趋势，那些"毒丸"期限届满的公司也日益倾向于取消而不是更新"毒丸"。譬如，2001年的时候，大约有85%即将过期的"毒丸"被更新，而到了2005至2007年期间，这个比例跌落至32%。不过，显性使用"毒丸"的公司比例减少，不等于"毒丸"的风光不再了。由于在恶意收购企图出现的时候，目标公司董事会可以方便地启动"毒丸"，所以，实际上几乎每家公司都带着一颗隐性的"毒丸"。面对这种隐性"毒丸"，收购者不得不坐下来与目标公司董事会进行磋商，而这种笼罩在"毒丸"阴影之下的磋商仍旧可以起

到其本来的作用——无论正面的，或是反面的。

最近几年，伴随对冲基金投资人对公司经营决策日益积极地参与(公司治理的文献中称此为"股东积极主义"(shareholder activism))，"毒丸"又被董事会用来对付这些活跃的股东，限制他们取得股份的比例，进而限制他们在公司经营事务中的发言权。此类"毒丸"往往激活的门槛较低，通常在有股东取得10%的股份时就被激活。同时，在计算活跃股东的持股比例时，还会将各家对冲基金投资人合并计算。

美国著名百货商店 J.C. Penny 抵御 Pershing Square Capital Management 用的"毒丸"是这方面的典型。此外，老牌书店 Barnes & Noble 也使用了类似的"毒丸"来对抗著名投资人 Ronald Burkle。2014 年 5 月，特拉华州负责审理公司法案件的衡平法院(Court of Chancery)在 Third Point v. Sotheby's 一案的判决中又一次重申了 Unocal v. Mesa 以及 Moran v. Household 这两个 80 年代判决的观点，全面支持世界最古老的索斯比拍卖行利用"毒丸"防止对冲基金 Third Point 以及与之联合的其他基金投资人获得过高比例的索斯比股票，从而左右公司的经营战略。

对股东积极主义者的通常观点是：过于活跃的对冲基金参与公司经营决策，可能牺牲公司的长期利益而只注重于短期效益。然而，最新的研究结果似乎不能支持这种观点。一项对遭遇活跃股东干预事件之后 5 年内公司股价变化的研究发现：在股东干预事件发生之后的短时期内公司股价明显上升，而在此后 5 年的较长时期内，股价也没有出现回落的情况(Bebchuk, Brav & Jiang, The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, Columbia Law Review 2015)。按照这一研究结果，或许有必要重新考虑以"毒丸"对抗活跃股东的必要性。

毕竟，意图参与公司经营的股东与恶意收购者的行为不甚相同，前者即便与董事会磋商，也不会给公司股东带来更高的溢价——因为原本就不存在并购公司的问题。相反，活跃的股东倒有可能成为监督公司董事会和管理层勤勉职守，降低代理人成本的积极因素。也许出于这些因素，连"毒丸"之父 Martin Lipton 本人最近也表示公司董事会应更积极寻求与活跃股东和解而非对决到底(Lipton, Some Lessons from DuPont-Trian, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation 2015)。

余论

"毒丸"这 30 来年的历史折射出了法律规则与商业活动的密切关联。商业机制的设计始终离不开法律制度的稳定与包容。如果法律朝令夕改，或者法院说了不算，显然会让商业活动处于不确定之中。商业机制的创新必定建立在对既有规则制度的评估之上，而假如从前没有的规则可以随意蹦出来对新的商业机制横加阻拦，那么，商业创新就将成为泡影。更为糟糕的是，缺少了可预见并且普遍适用的规则基础，因人因事制定规则，只能将商场变成一个寻租的舞台。

同样，一个僵硬而缺乏包容性的法律体系也会窒息商业机制的创新。虽然，僵硬不可变通的规则可以高度稳定，但它的实际效果却是维护既得利益，阻碍新生力量对此提出挑战。在这样的规则体系下，社会经济自然难以取得发展。而要建立一套既能包容创新，又不纵容滥用的规则体系，必须妥善平衡权力(authority)与责任(responsibility)。权力赋予商业决策者创新的空间，责任则用以防范专事损人利己的寻租活动。可以说，有关公司治理的法律制度始终围绕着权力与责任的平衡这一核心问题展开。

则制定者要恰当地对两者加以平衡，就必然要对商业活动背后的经济利害冲突有深刻理解。由此方能知道如何为权力划定边界，又如何确立责任的基点。这方面，特拉华衡平法院和最高法院的法官们树立了值得借鉴的榜样。通过细致区分各种不同类型的商业决策涉及到的不同程度的经济利益冲突，他们确立了从"商业判断规则"、"双叉测试标准"到"完全公平规则"的多层次规则体系。这一体系既为公司的决策者保留了足够的裁量余地，又不让他们恣意损害公司股东的权益。

没有强大的法治环境，没有深刻反映商业需求与利益冲突的规则体系，或许我们很难想象会出现"毒丸"这种创新的商业机制。

张巍

巴菲特谈投资 1985

1985 年，沃伦巴菲特出现在亚当斯密(Adam Smith)的《金钱世界》(Money World)节目中。Adam 是《金钱游戏》(The Money Game)《超级金钱》(Supermoney)一书的作者。他也是乔治古德曼(George Goodman)的笔名。几十年来，巴菲特一直在分享他的投资智慧。自从他从本·格雷厄姆那里学到它后，他就一直在重复它的某个版本。涵盖了一些永恒的概念，比如资本保值，气质高于智商，购买高价值资产，能力圈，以及股票是企业的一部分，而不是一张纸。如果你以前听过巴菲特的箴言，这对你来说并不新鲜，但这个提醒是值得的。花点时间阅读下面的文字记录。

古德曼：一些持世俗态度的人非常成功，让我们以内布拉斯加州奥马哈市的沃伦·巴菲特为例。如果你在 1965 年向他的伯克希尔公司投资 1 万美元，今天你会有 100 万美元。沃伦是我 1972 年出版的《超级金钱》一书中的一章，所以我认识他很久了。他师从本·格雷厄姆，原哥伦比亚大学证券分析系主任。

此次采访前，沃伦从来没有上过电视，他当然也从来没有受到过公众的关注，但最近他得到了很多关注，当他成为首府广播公司(Capital Cities)收购美国广播公司(ABC)的关键人物时，沃伦将是这家新公司的最大股东，而他的身家目前已远超 5 亿美元。但去年秋天，当我在他位于奥马哈的办公室与他交谈时，他旗帜鲜明地把自己的投资风格描述的极其简单。

巴菲特：**投资的第一原则是：不要亏损。投资的第二原则是：不要忘记第一原则。这就是投资的全部原则。**我的意思是，如果你以远低于它们价值的价格购买资产，并且你构建了一个组合，你基本上就不会亏钱。

古德曼：沃伦，你认为投资经理最重要的品质是什么？

巴菲特：**它更多是一种秉性，而不是智力。**在这个行业你不需要很高的智商。我是说，你只需要有能从这里到奥马哈市中心的智商就足够了，但你不必要会玩三维的国际象棋，也不必在桥牌或诸如此类的事情上，达到顶级联赛的水平。**你需要的是一个稳定的性格**，你需要一种气质，不是从盲目从众或一意孤行中获得极大快乐，因为这不是一个需要民意投票来决定的行业，而是一个需要你深度思考来决定的行业。

本·格雷厄姆会说，即使有一千个人同意你的观点，并不代表你是对了或者错了。同样，即使有一千个人反对你，也不能说明你是对是错。**你之所以是对的，是因为你的事实和推理是正确的。**

古德曼：沃伦，你做的与市场上 90%的投资经理做的，有什么不同？

巴菲特：当然，大多数专业投资者关注的是，股票在未来一两年的走势，他们看上去总是有各种神秘的操作方法来接近这一点。他们并不真正认为自己拥有企业的一部分。**真正考验你的是，你能否从价值的角度去进行投资，你是否在乎股市明天开不开市。**如果你对一种证券做了一笔很好的投资，那么即使股市五年不开市你都不

用担心。所有股票告诉我的只是价格。我可以偶尔看看股价，看看价格是低得离谱还是出奇的高，但价格并不能告诉我有关企业的任何信息。

财务数字本身能告诉我关于企业的一些信息，但股票价格并不能告诉我关于企业的任何信息。我甚至会在不知道价格的前提下，先给一只股票或一家公司估值，这样我在建立估值的时候就不会受到价格的影响，然后我再去看价格，看它是否与我的估值有很大的差距。

古德曼：巴菲特选择留在内布拉斯加州的奥马哈，这里的玉米地离市中心只有几分钟路程。奥马哈是个不错的小镇，没人当它是世界金融中心，这里唯一轰鸣的是 4 尺高的牛群。你不觉得奥马哈离投资圈太远了点吗？

巴菲特：好吧，信不信由你，我可以在这里收发邮件，可以在这里定期收到期刊，我在这里完全可以得到做出投资决策的所有事实。而且，这里不像华尔街，这里没有 50 个人走过来，在我的耳边小声告诉我，我今天下午应该做这个或那个。

古德曼：你觉得呆在奥马哈单调乏味缺乏刺激吗？

巴菲特：我喜欢缺乏刺激。我们需要的事实，而不是刺激。

古德曼：怎样才能保持远离华尔街呢？

巴菲特：如果我一直待在华尔街，我可能会穷得多。在华尔街你会受到过度刺激。你会听到很多事情，而且这会让你短视，而短视不利于长期获利。在这里，我可以只关注企业的价值。而且我不需要在华盛顿，就能弄清楚《华盛顿邮报》的价值，我也不需要去纽约，就能弄清楚其他公司的价值。这个过程非常简单——仅仅是一个智力思考的过程，在这过程中，思考的越多，交易的越少，你的表现就越好。

古德曼：这个智力思考的过程是怎样的？

巴菲特：所谓的智力思考过程就是，确定你在评估企业时的能力圈范围。然后，在这个能力圈范围内，找到相对于价值来说最便宜的东西。当然，有各种各样我无法估值的东西，但没关系，只要找到几个我能够有信心地去估值就可以了。

古德曼：你投资过科技公司吗？

巴菲特：我从来没有买过。

古德曼：你投资生涯 30 年从来没买过吗？

巴菲特：科技公司我一个都理解不了。

古德曼：所以你从来没有买过比如说 IBM？

巴菲特：IBM 是一家了不起的公司，但是我从来没买过。

古德曼：这场技术革命正在发生，而你不是参与者，你能接受吗？

巴菲特：擦肩而过！这对我来说这没什么遗憾的。我不需要在每个领域中都赚钱。我是说，我不知道可可豆能做什么，有很多事情是我不了解的，这可能听起来很糟糕，但我为什么要知道所有的一切呢？有些东西对我来说实在是太难了。

在证券行业，美国几乎有成千上万家大公司，每天都在以变化的价格向你报价，而你不必做出任何决定。没有人强迫于你。这一行没有所谓的失手出局(3-strikes, 三振出局)，如果你在打真正的棒球，投手站在那里向你投球，而且是球处在你的膝盖和肩膀之间的好球区，你要么挥棒要么失手。如果失手多次你就得出局了。

但是在证券行业，他们以 25 美元抛出美国钢铁，以 16 美元抛出通用汽车，你都可以坐在那里不为所动。它们可能是绝佳的投资机会，但如果你了解的不够多，你就不必挥杆。你可以坐在那里看着成千上万的投球，然后终于看到一个你了解并想要的那个，然后你就可以挥杆了。

古德曼：所以你可以连续 6 个月都不出手？

巴菲特：我可以两年都不出手。

古德曼：那会不会太无聊了？

巴菲特：它会让大多数人感到无聊。当然对于大多数职业基金经理来说，无聊的确会是一个问题。如果他们缺席了一两局，不仅会让他们变得坐立不安，而且他们的客户也会开始在看台上大喊“挥杆！挥杆！”。所以对人们来说，保持不动的确很难做到。

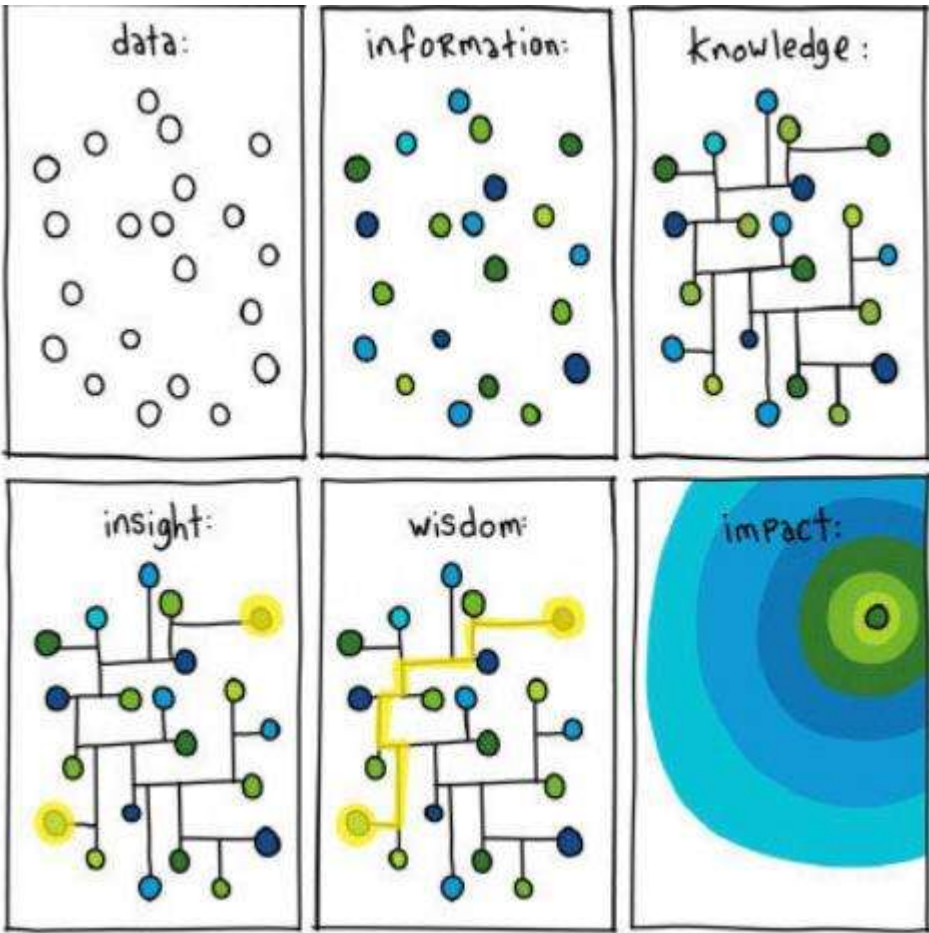
古德曼：沃伦，你的这个方法看起来很简单啊，为什么不是每个人都这样做呢？

巴菲特：我想，部分原因恰恰是因为它太简单了。

拿学术界举例，商学院的金融教授关注各种变量。数据就在那里，因此，他们关注的是，如果你在周二买入股票然后在周五卖出，这是否会是笔好的交易。或者，如果你在选举年买入在其他年份卖出，这是否会是笔好的交易。或者你买一家小的公司等等.....这里有太多太多的变量，因为数据就在那里。他们研究的就说怎么摆弄数

据。就像我的一个朋友(查理 芒格)所说，**对于一个拿着锤子的人来说，一切看起来都像钉子。**

一旦你掌握了这些技能，你就会渴望以某种方式利用它们。但实际上它们一点也不重要。如果我被要求参与一个商业机会，我是在周二还是周六还是选举年或其他时候购买它，对我来说会有什么不同吗？这不是一个生意人在购买企业时要考虑的。那么为什么买股票的时候要考虑它呢？**股票只是生意的一部分。**



能力圈 Circle of Competence

能力圈的大小并不重要，清楚自己的能力圈边界才是至关重要的。

巴菲特致股东的信 1985

1986 年 3 月 4 日, BRK: \$1275-2470

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东：

各位可能还记得去年年报最后提到的那个非常乐观的消息：虽然平时看起来无所作为，但根据我们的经验，偶尔也会有一些大动作。这一精心制定的企业策略终于在 1985 年有了结果，本报告的后半部将会讨论到：(a)入股 Capital Cities/ABC, (b)并购 Scott & Fetzer, (c)进入 Fireman's Fund 保险业务, (d)卖出 General Foods。

去年伯克希尔的账面价值约增加了 6.136 亿美金，约增长了 48.2%(标普 31.6%)，这一比率就好比哈雷慧星造访一般，在我有生之年这两者都不会再见到了。自现任管理层接手的 21 年来，每股账面价值从 19.46 增加到 1643.71 美元，年复合增长率约 23.2%，这是另一项不可能再重现的比率。

有两个因素使得这种比率在未来难以持续，一种因素属于暂时性：与过去 20 相比，如今的投资机会越来越少。我们很难找到价值低估的股票为保险业务构建投资组合，这种情况与十年前有 180 度的转变，当时惟一的问题是挑选哪个便宜货，而现在是没便宜货。市场的热情也对我们现有的投资组合产生不利的影响，在 1974 年的年报中，我可以说：我们认为我们的几个主要持股在未来几年具有显著增加价值的巨大潜力，但现在我们不能这么说了。诚然，与 1974 年一样，我们保险公司主要的持仓组合都拥有出色的经济效益和优秀的经营团队，但目前市场上的股价已充分反应这一特点，而 1974 年时的股价，却被大大低估了。现在的估值意味着，今后我们保险公司的投资绩效再也无法像过去那样优异。

第二项负面因素更显而易见，也就是我们的规模。目前我们在股票投入的资金是十年前的 20 倍，而市场的铁律是，规模增长终将拖累经济效率。看看那些高回报率的公司，一旦当他们的股本规模超过十亿美金，没有一家公司在往后的十年能够将其全部或大部分收益进行再投资的同时，维持 20%以上的股权回报率。相反，为了维持高回报率，这些公司只能通过大量分红或回购来剥离资本。如果所有的收益都可以再投资于这些杰出企业来获得的丰厚回报，股东的情况则会好得多，但是根本无法找到足够的高回报机会来实现这一目标。

而我们的问题就跟他们一样，去年我告诉各位在往后十年我们大约要赚到 39 亿美金，每年才能达到 15%的收益率。今年由于账面价值增长了 48%，同样的门槛提高到 57 亿美金。撇开石油公司，据统计只有 15 家公司在过去十年能够赚到 57 亿美金。

查理和我对于伯克希尔能够获得高于一般美国企业的获利能力持相当乐观的态度，而只要获利持续成长，股东就会从公司保留收益中受益。我们有几件事情要做：(1)我们不必去担心每季或每年的帐面获利数字，而是将注意力集中在最大化长期价值上，(2)我们可以将业务版图扩大到任何有利可图的产业之上，而完全不受经验、组织或观念所限，(3)我们喜爱我们的工作。这些都是关键因素，但即便如此我们仍需要充分的好运气(比过去达到23.2%还要更多)才有办法使我们的平均回报率维持15%。

另外我要特别说一下投资恒等式「 $P=EPS \times PE$ 」的另一个项目：市场估值，这与最近购买本公司股票的投资人密切相关。从历史上看，伯克希尔的股价一直略低于内在商业价值。维持在这样的估值，投资人就可以确定，只要折价的幅度不再继续扩大，其个人的投资收益与公司的业绩表现趋于一致，但最近折价消失了，甚至出现适度的溢价。折价消失意味着，伯克希尔市值的增长速度，高于业务内在价值的增长速度，当然业务内在价值本身的增长速度也令人欣喜。当然这对于任何持有伯克希尔股票的人来说都是好消息，但对于新股东或潜在股东却是坏消息。如果伯克希尔新股东仅仅期望其投资收益，与公司未来的业绩表现相一致，那么这种估值溢价就必须长期维持。

然而管理层无法控制股价，尽管可以对外披露公司政策与情况，以促使市场参与者的行为理性一点。也许你能猜到，我的个人偏好是期望，公司股价的表现始终与其内在价值相接近。唯有这样，所有股东持有期间的回报才能跟公司业绩相一致。股价过高或过低地偏离其内在价值的剧幅波动，并不会改变股东的最终回报。简言之，所有股东的回报必定等于经营收益。股价长期偏离其内在价值(不管是高估或低估)，只会导致企业经营收益在不同股东之间不公平的分配。而任何一位股东的投资结果，很大程度上取决于其运气、聪明或愚笨的程度。

长期来看，伯克希尔的市场价值与内在价值一直保持着一一种稳定的关系，在所有我熟悉的任何上市公司中，这都是很少见的。这要归功于所有伯克希尔的股东，因为你们的理性、专注、以投资为导向，伯克希尔的股价一直很合理，这不寻常的结果是由一群不寻常的股东实现的：我们所有的股东几乎都是个人而不是机构，没有一家这样规模的上市公司能够做到这一点。

或许你会认为机构拥有大量高薪与经验丰富的专业人员，将会成为金融市场稳定与理性的力量。但事实并非如此，机构大量持股且持续受关注的股票，其价格通常是最不合理的。

格雷厄姆40年前曾讲过一个故事，它说明了专业人士为何会如此行事：一个石油商人在天堂的门口见到圣彼

得 St. Peter，圣彼得带给他一个好消息跟一个坏消息，好消息是他确实有资格进入天堂，但坏消息专供石油人居住的屋子已经没有位置了。石油商人想了一下，问圣彼得他能不能跟现有住户讲几句话，圣彼得觉得没什么大碍就答应了，石油商人捧着手对屋里大喊："地狱里发现石油了"，随即屋门打开，所有的石油商人争先恐后地往地狱奔去，圣彼得随即邀请石油商人搬进来，但石油商人顿了一下后说到："不！我还是跟他们一起去比较妥当，传言有可能是真的。"

报告收益的来源

下表列示伯克希尔报告收益的主要来源，这些数字以及更详细的分部门数字是查理跟我关注的重点，反而我们不认为合并数字对于管理与评估伯克希尔有什么帮助，事实上我们内部本身从来不会用到。

细分业务信息对于想要了解一家多元化公司发展情况的投资人来说同等重要，企业管理层在并购一家公司时通常也是基于这些信息作出决策，但最近这几年，他们很少将这些信息提供给决定买进卖出股权的投资者，相反当股东想要了解公司的经营情况要求管理层提供数据时，他们通常以可能危害公司利益来回答，直到最后证监会下令公司须披露细分业务数据，管理层才报告出来，这种态度的转变让我想起 Al Capone 的一个比喻：拿着一支枪好好的说比光是好好的说，效果要好上很多。(You can get much further with a kind word and a gun than you can with a kind word alone.)

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以千美元计	1985 年	1984 年	1985 年	1984 年
保险集团：承保收益	-44,230	-48,060	-23,569	-25,955
保险集团：净投资收益	95,217	68,903	79,716	62,059
布法罗晚报	29,921	27,328	14,580	13,317
喜诗糖果	28,989	26,644	14,558	13,380
内布拉斯家具	12,686	14,511	5,181	5,917
纺织公司	-2,395	418	-1,324	226
联合零售商店	270	-1,072	134	-579
蓝筹印花	5,763	-1,843	2,813	-899
Wesco 金融公司	9,500	9,777	4,191	4,828
互助储贷	2,622	1,456	4,016	3,151
精密钢铁	3,896	4,092	1,477	1,696
商誉摊销	-1,475	-1,434	-1,475	-1,434
利息费用	-14,415	-14,734	-7,288	-7,452
股东指定捐赠	-4,006	-3,179	-2,164	-1,716
其他	3,106	4,932	2,102	3,476
经营收益	125,449	87,739	92,948	70,014

华盛顿邮报特别股息	14,877		13,851	
通用食品特别股息	4,127	8,111	3,779	7,294
出售资产和已实现证券收益	468,903	104,699	325,237	71,587
所有实体-收益合计	613,356	200,549	435,815	148,896

注：表中商誉摊销被汇总为一个单独科目，不计入任何具体业务。

1985 年业绩包含出售证券异常高的收益，但事实上不代表今年就是丰收的一年(虽然事实上的确如此)，出售证券收益就好象大学毕业典礼一样，四年来所学的知识在那一天正式被认可，而当天你可能一点长进都没有。我们可能持有一支股票长达十年之久，这期间其价值与价格可能以稳定的步调增长，可是在我们真正出售的那一年其价值可能一点也没变甚至还可能减少，但自购买以来累积的所有价值增长，都将反映在出售年度的会计报表中，但如果持有股票的是我们的保险子公司，其每年市价的变动将会按要求反应在帐面之上。总而言之，任何给定年份报表上的资本损益根本无法反映我们当年度的实际表现。

1985 年大部分已实现的资本收益来自我们出售通用食品(General Foods)的股票，(税前收益 4.88 亿美元中的 3.38 亿美元，1980-85 年，累计买入 1.64 亿，盈利 3.38 亿，股息 0.11 亿，年化 25.6%)。我们从 1980 年开始便持有其大部分，我们当初以远低于我们认为合理的每股商业价值的价位买进，年复一年，在 Jim Ferguson 与 Phil Smith 管理层的优异表现大幅提升该公司的商业价值。去年秋天，菲利普·莫里斯(Philip Morris)对该公司提出并购要约，报价合理反映了公司的真实的内在价值。我们的获利基于四项要素：(1)便宜的买进价格，(2)优秀的商业模式，(3)专注于股东利益且勤奋能干的管理层，(4)愿意支付完全商业价值的买家。虽然最后一项是这项获利能够一举实现的惟一因素，但我们认为，能识别出前三项的能力才是为伯克希尔股东创造价值的根本因素。在选择股票时，我们专注于如何漂亮的买进，而不是漂亮的卖出。

今年我们又再度收到来自华盛顿邮报以及通用食品的特别股息，通用食品这笔交易是发生在菲利普·莫里斯提出并购要求之前。这种特别股息是由于公司按比例回购我们的持股产生的，回购合约中确定的交易数量是保证公司的持股比例维持不变，这类交易被国税局认定为类似发放股息，因为我们作为股东是在保证持股比例不变的前提下收到的现金。这种税收待遇对我们有利，因为与个人纳税人不同，企业纳税人对股息收入的税率比对长期资本收益的收入低得多。(若国会通过的税收法案正式成为法律，这种差异可能会进一步扩大：相关条款规定企业实现的资本利得所适用税率与一般所得相同)，然而会计原则对于这类交易在财务报表上应如何处理却无统一看法，为与去年作法一致，在财务上我们仍将之视为资本利得。

虽然我们不刻意寻求此类交易，但当管理层提出这种想法时，我们通常站在支持的立场，虽然每次我们都觉

得那些选择不卖的股东(当然大家都有权利以我们收到的价格出售)将因公司以低于内在价值的价格回购而受惠。但我们获得的税收优惠以及希望与管理层合作为所有股东增加价值的愿望,使得我们不得不接受回售股份,这仅限于我们的持股比例不变的原则之下。

通常讲到这里接下来要谈的是,我们经营的主要业务部门,不过在开始之前,让我们先看看我们旗下的一项失败业务。我们的副主席查理·芒格,总是强调研究失败要比研究成功重要的多,无论是商业上还是人生的各个方面。他这样的精神正如有人说:我只想知道我会死在哪里,我将永远不会去那里(All I want to know is where I'm going to die so I'll never go there)。你可能马上就会明白,为什么我们两个能成为好搭档:查理喜欢研究错误,而我为他提供了足够的材料,尤其是在纺织与保险业务方面。

关闭纺织业务

7月我们决定关闭我们的纺织业务,年底这项令人不快的工作也将基本完成,投资纺织业的历史深具启发性。

21年前,我作为普通合伙人的巴菲特合伙公司收购了伯克希尔哈撒韦公司的控制权,当时公司的帐面资产为2200万美元,全部集中在纺织业务。然而当时由于公司无法赚得与帐面价值相称的回报,其内在价值远低于净资产,事实上过去9年,即伯克希尔与哈撒韦两家合并经营期间,总计5.3亿美元的营收产生了1000万美元的累计亏损,虽然时有获利,但净效应总是进一步退两步。

在我们买下该公司的当时,南方的纺织工厂大部分没有工会组织而被公认为较具竞争优势。当大多数北方的工厂皆已结束营运时,许多人认为我们也应清算纺织业务。然而我们觉得公司若能有一位长期稳定的管理者,营运将可改善,所以当时我们马上选中肯·蔡斯(Ken Chase)接手,有关这点我们倒是做对了,Ken跟后来接替他的加里·莫里森(Garry Morrison)干得非常好,一点也不输给我们其它盈利更高的业务经营者。

1967年初,我们利用纺织业务产生的大量现金买下国民保险公司进入保险业务,部分资金来自于利润,部分资金来自于减少纺织品存货、应收账款与固定资产的投资。这次撤退的决策事后证明完全正确,尽管在Ken的管理下纺织业务已大为改善,但即使是在行业景气高峰的时候,纺织业务也没赚到钱。

随后伯克希尔进一步多元化,纺织业份额越来越小,对于公司整体的拖累也越来越轻微,而我们之所以继续留在纺织业的原因,我早在1978年便曾提过(后来也曾陆续提到):(1)该公司为当地非常重要的雇主,(2)管理层坦诚面对困境并努力解决问题,(3)公司员工体认困境并极力配合,(4)相对于投资,尚能产生稳定现金回报。我后

来还说：只要这些情况持续不变(我们也预期不会变)，即使有更好的投资机会，我们仍会继续支持纺织业务。

但事实证明我对(4)的判断大错特错，尽管 1979 年的获利尚可，但此后纺织业就消耗了大量的现金。到 1985 年中期，连我自己都清楚，这种亏钱的情况几乎肯定会持续下去。若我们能够找到一个愿意继续经营的买主，我们肯定选择出售而不是清算，即使是贱价出。但我们清楚这点表示别人更清楚，没有人会对此有兴趣。

我们不会仅仅为了提高我们公司的回报率而关闭盈利能力尚可但低于正常水平的企业。但同时我们还认为，即使是一家利润非常丰厚的公司，一旦出现无休止的亏损，也不应该继续向他提供资金。亚当·斯密(Adam Smith)一定不赞同我第一项的看法，而卡尔·马克思(Karl Marx)却又会反对我第二项见解，而中间立场是惟一能让我感到安心的作法。

我必须再次强调，Ken 与 Garry 两个人都极具干劲与想象力，努力地想要使我们的纺织业务经营成功，为了使公司持续稳定获利，他们重新规划产品线、生产流程与分销商配置，同时我们还大手笔的并购了 Waumbec Mills 工厂，期望发挥协同效应(商业并购中广泛使用的术语，用于解释没有意义的收购)，但最后没有一点效果，没有早点退出纺织业的错误在我。最近《商业周刊》有一篇文章提到，自 1980 年以来已有 250 家纺织业关闭营运。这些工厂股东所知道的我亦全都明了，只是他们能够更客观地看待事情，我忽略了孔德(Auguste Comte 法国哲学家)的建议：智者应该是心灵的仆人，而非它的奴隶(The intellect should be the servant of the heart, but not its slave)，而去选择相信我更愿意相信的东西。

国内的纺织业所面临的是全球产能过剩的大宗商品的激烈竞争，我们所面临的问题主要归因于直接或是间接来自于国外低劳动力成本的竞争，这些国家的工人工资仅仅是美国最低工资的一小部分。但这绝不意味着我们的劳动力应该为我们的倒闭承担任何责任，事实上比起美国其它产业的劳工来说，整个纺织业的员工薪资水准低得可怜。在劳资协议谈判时，工会的干部与成员充分体认到整个产业所面临的困境，从未作出不合理的调薪要求或不符合生产效益的诉求，相反地，大家都努力的想要维持竞争力，即使在公司清算期间，他们仍极力配合。而讽刺的是，如果工会表现的过分一些，使我们早一点体认行业的不利前景而立刻关厂，我们的损失可能会少一点。

多年来，我们一再面临投入大量的资本支出以降低变动成本的抉择，每次提出的投资企划案看起来都稳赚不赔，以标准的投资回报率来看，甚至比起我们高获利的糖果与新闻事业还好的许多，但这些预期的回报最后都证明只是一种幻象，因为我们许多国内外竞争者同样也都在加大资本投入力度，使得降低的成本被迫全数反应在售

价之上。单独来看，每家公司的资本支出计划看起来都具有成本效益和合理性，但再整体上看，其效益完全被抵消掉而变得很不合理，就好像每个观看游行的人都认为踮起脚尖可以看得更清楚一样，每一轮投资过后，所有的竞争者押注的金额越来越高，但投资回报却一点也不见起色。

因此，我们面临着一个悲惨的选择：大笔的资本支出虽然可以令我们的纺织业务得以存活，但糟糕的投资回报却是少得可怜，而且不断的资本投入依然要面对国外持续的低成本的强力竞争。若不再继续投资，将使我们更不具竞争力，即使是与国内同行相比亦是如此。我觉得自己就好像处于伍迪·艾伦(Woody Allen)在他某一部电影中所描述的位置：比起历史上的任何一刻，此时人类处在面临抉择的路口，一条通往绝望的深渊，而另一条则通往毁灭，让我们祈祷有足够的智慧去作正确的决定。

想要了解在大宗商品业务中是否应该继续投入资本，不妨看看伯灵顿工业(Burlington Industries)，二十年来都是美国最大的纺织公司，1964 年该公司的营业额约为 12 亿美元，而我们是 5000 万美元，他们在分销与生产方面都拥有我们永远无法比拟的优势，利润数字也比我们要好看得多，当时它的股价为 60 美元，我们是 13 美元。之后 Burlington 坚守纺织本业，1985 年营业额达到 28 亿美金。1964-1985 年间，该公司累计资本支出约 30 亿美元，远远超过美国任何一家纺织公司，这相当于向 1964 年底 60 美元的每股股价累计投入资本超过 200 美元。我相信其大部分资本用于降低成本与扩张之上，鉴于公司固守本业的承诺，这种投资决策属于是合理的。

尽管如此，与 20 年前相比，以实际美元购买力计算，伯灵顿现在的实际销售数字有所下降，而且毛利率与股本回报率也大不如前。而该公司现在的股价仅仅是 34 美元，考虑到 1965 年一分二扩股，大约略高于当年的 60 美元，而在此同时，消费者物价指数 CPI 却早已是当年的三倍，因此每股购买力约为 1964 年底的三分之一，虽然每年有固定的股息发放，但购买力同样大幅缩水。

对股东而言，这个最悲惨的结局表明，花费大量人力物力在错误的产业将会导致什么后果。这种情况有如塞缪尔·约翰逊(Samuel Johnson)的那匹马：一只只能数到十的马是只了不起的马，却不是了不起的数学家。同样的，一家能够合理配置资本的纺织公司是一家了不起的纺织公司，但却不是一家了不起的企业。

根据我个人的经验和对其他企业的大量观察，我得出一个结论：从经济回报来衡量，一项优异的企业经营记录的背后，你划的是一条怎样的船远比你怎样去划更重要。当然不管企业是好是坏，努力与才能也都很重要。几年前我曾说：当一个以管理著称的管理层遇到一家不具前景的糟糕公司时，通常是后者会占上风。如今我的看法

依然不变，当你处于一艘长期漏水的破船上，与其费力修补破洞，还不如把精力放在如何换条好船之上。

* * *

在说完我们纺织业的投资传奇后，我想说几句投资忠告。一些投资者在他们的股票购买决策中非常重视账面价值(正如我早年所做的那样)，并且一些经济学家和学者认为，重置价值对于计算整个股票市场的适当价格水平具有相当重要的意义。关于这两种说法在经过 1986 年初拍卖纺织机器设备后，让我好好地上了一课。

卖掉的设备(包括几个月前已经卖掉的一部分)堆满了新贝德福德 75 万英尺的厂房空间，这些设备皆为可用。原始成本为 1300 万美金，包括近几年投入的 200 万，经加速折旧后，帐面价值为 86.6 万美元。虽然没有人会笨到投资纺织业，但要买一套这样的全新的设备也要花 3-5 千万美金。但你知道吗？我们出售此套设备的总收益为 163,122 美元，考虑到必要的售前和售后成本，净收益为负。我们在 1981 年以每台 5000 美元的价格购买的现代的织布机，现在以 50 美元处理却无人问津。最后只能以 26 美元作为废品卖掉，这连拆除的成本都不够。

作为对比：两条布法罗报纸的分销线路或一家喜诗糖果店铺所能发挥的无形经济商誉价值远远超过我们从大量有形资产中获得的回报，而这些有形资产在几年之前不同的经济环境之下，却能一口气雇用上千人。

期权激励的滥用

记得 12 岁时我和爷爷一起住了大概有 4 个月，那时他开了一家杂货店，他正在写一本书，每晚都会念几页给我听，书名很大气，叫《如何经营一家杂货店与我从钓鱼上学到的一些事》，我爷爷以为所有人对于这两件事一定都会感兴趣，且全世界一定都会看重他的想法。通过本节的标题和内容，你一定会觉得我的写作风格(也包含个性)完全承袭了我爷爷。

我把内布拉斯家具店、喜诗糖果店与布法罗报纸摆在一起谈是因为我认为这几家企业的竞争优势、劣势与产业前景跟我一年前报告的一样，一点都没有改变，简短的叙述不代表它们占我们公司的重要性有丝毫的减损。在 1985 年合计税前净利为 7200 万美元，在十五年前还未买下它们之前，此数字为 800 万美元。

虽然利润从 800 万到 7200 万看起来好象很惊人(事实上也是)，但你千万不要以为本来就是这样。首先你必须确定**基期数据没有失真低估**，其次，如果盈利相对于投入资本来说是很可观的(高 ROIC)，则必须研究一个更重要的问题：**产生额外收益需要再投入多少额外资本？**

关于这两点，这三家公司完全经得起考验。相对于其所占用的资本，十五年前它们所产生的收益就颇为可

观。现在虽然增加了 6400 万收益，但企业运营额外累计投入的资本也只有 4000 万美金而已。这三个企业的盈利能力急剧增长，同时它们只需要增加少量的资本，原因在于高通胀时期经济商誉所能发挥的魔力，我们在 1983 年报中有详细解释，这些公司的经济特性使得我们可以将他们所赚到的大部分收益用在别的投资之上。然而美国企业界却是另外一种状况：为了大幅提高获利，大部分公司需要再投入大量的资本。为了增加 1 美元的税前收益，平均需要再投入 5 美元资本。等于要额外再投入 3 亿美元，才能达到我们这三家公司目前的获利水准。

当资本回报率平平，这种建立在更多资本投入之上的盈利增长并不是什么伟大的管理成就。你躺在摇椅上也能轻松做出这样的成绩，只要你将存入银行的资金翻倍，你的利息就会翻倍，没有人会对这样的成果报以掌声。但通常我们在某位资深主管的退休仪式上，歌颂他在任内将公司的收益数字提高数倍，却没人会去看看这一成果事实上只是因为公司每年所累积收益与复利所产生的效果。当然若那家公司在此期间以有限的资金赚取极高的报酬或是只增加一点资金便创造更多的收益，则他所得到的掌声是名符其实。但若资本回报率低迷，而投入的资本随着收入的增长而增加，那么就应该把掌声收回，因为只要把存在银行所赚的 8% 利息再继续存着，18 年后你的利息收入自然翻倍。

这种简单的算术问题常常被公司管理层忽视，从而损害其股东的利益。许多公司的奖励计划随随便便就大方的犒赏公司主管，事实上公司的收益增长完全或大部分是由留存收益产生的——即从所有者那里扣留的收益。例如十年固定价格的认股权通常由股息率极低的公司授予。

有一个例子可以用来说明这中间的不合理性，假设你有一个本金 10 万美元利率 8% 的银行账户，交由一位理财经理管理，该理财经理决定每年以现金支付您的利息是多少。未支付的利息则继续存在银行利滚利，让我们假设理财经理以其卓越的智慧将“支付比率”设定为年收入的 25%。最后让我来看看十年之后你会得到什么：十年后你的账户余额是 179,084 美元，此外在理财经理的精心管理下，你每年收到的利息从 2000 增加到 3378 美元，而你整体年收入从 8000 增加到 13515 美元。每年你的理财经理向你提交的年度报告中，所有的图表都是一条上升的直线。

现在让我们再作进一步假设，你与理财经理签订的管理合约中有一项约定：赋予理财经理十年内固定价格的认股权利。现在你会发现，理财经理仅仅通过保留你的大部分利息的方式，就从你的口袋中大捞了一笔。如果他既是马基雅维利主义者(Machiavelli 为达目的可以不择手段)，又有点数学基础的话，那么他一旦站稳脚跟，就可

能会降低你的派息比例。而这种情况你不要以为不大可能，企业界的许多股票期权正是以这种方式运作的：公司业绩上涨仅仅是因为管理层留存收益，而不是因为他们的资本运营表现良好。

而事实上，公司高管对于期权采用双重标准，撇开认股权即时巨额补偿不谈，我认为公平地说，在商业世界中，没有任何一家公司会向局外人授予全部或部分业务的十年固定价格期权，甚至十个月都是不可想象的。尤其是需要频繁增加资本投入的企业来说，授予长期期权更是完全不可理喻的。任何想要获得类似期权的局外人都需要全额扣除在这期间的资本投入。假设是对外发行这样的认股权，其价格一定会高得惊人。然而管理层虽然不愿意向局外人这么做，却愿意对自己做。毕竟与自己谈判很少引起酒吧间的争吵。管理层定期为自己和同事设计十年期固定价格期权，首先，他们完全忽视留存收益自动创造价值的事实，其次，他们忽略了账面资本的占用成本。结果，从一个本该自动增值的储蓄账户的期权上，这些经理人获得了很多本该属于股东的利润。

当然，有时股票期权也会授予才华横溢、对公司有巨大贡献的经理人，不过通常只是碰巧。事实上，一家公司给真正有杰出贡献的经理人的往往不够多。而股票期权一旦授予便无法撤销，无论这个人之后表现如何都不能取消(只要这位老兄继续留在公司)，一个庸才从期权赚到的跟真正的人才一样多，这实在是管理界的李伯大梦最好的去处了。准备打瞌睡十年的经理 Rip Van Winkle 不希望有更好的激励系统。(注：《瑞普·凡·温克尔》美国小说，Rip 为了躲避唠叨凶悍的妻子上山打猎昏睡了 20 年，醒来发现他已由殖民时期英王的臣民变为美国自由公民。但他无动于衷，因为他最担心的是女人的专政)

我忍不住要再说一次，之前一个“局外人”的长期期权案例：克莱斯勒公司为了获得借款担保，给了美国政府外部期权作为部分报酬，当后来这些期权变得价值不菲时，克莱斯勒竭尽所能想要修改条件，声称与政府对克莱斯勒复苏的贡献相比，政府获得的回报远远超过太多，政府所获得与付出不成正比，这种不满甚至成了全国性的新闻，这种不平之鸣很可能是独一无二的：因为据我所知，没有一家公司的经理人会对自己或同事在期权上类似的不劳而获表示过任何异议。

更讽刺的是，大家一再发表“期权的实施是必要可行的，因为如此一来经理人与股东便能同舟共济”的论调，而事实上，两者的船是完全不同的，所有股东必须负担资本的成本，而经理人持有的固定价格期权却什么成本也不必承担。所有股东在期盼公司壮大的同时还必须承受公司可能破产的风险，而期权持有人没有这些风险。事实上，一个你希望能频繁享有期权的商业项目往往是你根本不想投资的项目，(若有人要免费送我彩票，我一定欣然接受，但我永远不会去买)。

在股利政策方面亦然，凡事对持有期权的经理人最有利的对股东一定最不利，回到之前的银行存款案例上，不派发利息对于持有期权的理财经理最有利，相反地，身为所有人应该要把利息全取出来，免得持有期权的经理人利用留存收益滚利占股东便宜。

虽然有那么多缺点，期权在某些时后还是很好用，我批评的重点主要是它们被无限制地遭到滥用，这里我有三点要说明：

首先，股票期权不可避免地与公司整体业绩挂钩，所以理论上它们应该授予负责公司全局的高级经理人，部门经理则应视其负责部分的表现给予奖励，对于打击率高达 35% 的明星球员来说，应该给予大额的奖金，即使他带领的是一支烂队。相反地，对于打击率 15% 的入门球员，就算他们那一队最后得到冠军也不应该给予任何奖励。**只有那些对团队负有全面责任的人才能将他们的奖励与团队的成绩挂钩。**

第二，期权设计应当要非常慎重。除非有特殊情况，应该**要把账面资金成本与保留收益的影响列入考量**，同样重要的是，期权的定价应该是合理的。当公司面临外部敌意并购时，他们一定马上指出市价是如何地不合理，无法反应公司实际的价值，但是为何公司要以更低的价格贱卖公司部分股权给经理人呢？他们可能会走得更远：高管和董事有时会参考税法，以确定将部分股权出售给内部人士的最低价格，甚至会选择对公司产生最坏税收结果的计划。除非在非常特殊的情况，公司将部分股权廉价不管是卖给内部人还是外部人，原来的股东权益一定受到损害，显而易见的结论是：**期权的认购价一定要与其真实商业价值对等。**

第三，我必须强调有一些我非常欣赏且经营绩效远胜于我的经理人，不认同我在固定价格期权的看法，他们建立了一套行之有效的企业文化，而固定价格期权是他们认为非常有用的激励工具。通过他们个人的领导风格与示范，并以期权作为激励措施，他们成功地引导员工以股东的心态来思考。这种文化是罕见的，但若有我们也必须小心的呵护，即使这样的期权效率低下并且不公平，孰谚有云：“东西若没坏，就不必修理”，这总比不惜一切代价的完美主义好得多。

然而，**在伯克希尔我们采用的奖励计划根据每个人在其职权范围内的目标达成状况做为奖赏的依据**。若喜诗糖果表现的好，则这与新闻事业部门一点关系都没有，反之亦然。当然，我们在发放奖金时与伯克希尔的股价高低没有任何关连。我们认为，不管伯克希尔的股价是涨是跌，表现好的部门都应该得到应有的奖励，同样的即使伯克希尔的股价飙涨，若员工表现平平也不应该大发奖金。而表现是**依据各个公司本身竞争条件与环境列入考**

量，有时只是运气好搭上行业景气的顺风车，有时不可避免的要在行业低谷中拼搏。

即使是在这样的制度下，有时奖励也相当可观。在各个部门中，高级经理人有时可以领到底薪五倍以上的奖金，甚至更多。1986 年，一位经理可能会领到 200 万以上的奖金。我们奖金不设上限，奖金潜力也没有等级划分，我们认为尽管职位与年资可以影响基本薪酬，但不应该影响奖金。若表现得好，一个小业务主管可能比一个较大业务主管领得奖金多的多，只要打击率能超过 30%，不管你是 20 岁的小伙或是四十岁的老将，我们都一样重视。

而很显然的，伯克希尔各业务的经理人可以利用他们所领到的奖金(或其他的钱，甚至去借钱)到股票市场上买进我们公司的股票，而事实上有许多人确实如此，而且持股数量很高。通过直接市场购买与其它股东一样承担风险与资金成本，这些经理人确实与公司股东站在同一条阵线之上。

现在，让我们回到我们这三项业务上：

在内布拉斯加家具商场，我们最具优势的竞争力在于低成本的经营，并提供客户最有性价比的家具。作为全美同类商场规模最大的一家店，尽管本已萧条的农业经济在 1985 年大幅恶化，营收仍创下新高。我也很高兴跟各位报告，家具店的负责人 B 夫人虽然高龄 92 岁，每天仍以年轻人跟不上的节奏在店里忙碌着，她一个礼拜工作七天，我希望当大家造访奥马哈时，能到店里看看她，相信你会与我一样精神一振。

在喜诗糖果我们与同业竞争对手相比，其单店销售量仍大幅领先，虽然我们广为消费大众所接受认同，整个产业表现并不好，单店糖果销售磅数持续下滑，每磅单位成本压力陡升，而我们却只能稍微调涨价格，如此一来我们的毛利势必受到影响。

在新闻业务方面一样很难增加发行量，虽然 1985 年广告量略有增加，但主要来自于夹报部分，ROP 广告(报纸版面上的广告)却在下滑，预印广告的利润远低于后者，且竞争较激烈，所幸去年成本控制得宜，我们的家庭渗透率继续保持卓越。

我们较不担心的是这三家都有优秀的管理层，在接手喜诗糖果时我们便一直有 Chuck Huggins 掌控大局，我们买下公司那天就让他坐镇，选上他仍然是我们最好的商业决策之一。新闻业务我们有 Stan Lipsey，也是一个出色的经理人，他跟我们在一起工作 17 年了，每当我们赋予他更多责任，他的才能表现便更上一层楼。在 NFM 家具店我们拥有令人惊叹的 Blumkins 家族：B 夫人、Louie、Ron、Irv 和 Steve，一个三代人的管理奇迹。

能够跟这一群优秀的专业经理人一起共事，我实在感到非常幸运，在专业上我佩服之至，在私人方面则是我的好朋友。

保险业务

下表是年报中常见表格的更新版本，列示保险业务的两项关键数字：

年度	保费收入增长率	保单分红后综合比率
1972	10.2	96.2
1973	8.0	99.2
1974	6.2	105.4
1975	11.0	107.9
1976	21.9	102.4
1977	19.8	97.2
1978	12.8	97.5
1979	10.3	100.6
1980	6.0	103.1
1981	3.9	106.0
1982	4.4	109.7
1983	4.5	111.9
1984 修订	9.2	117.9
1985 预计	20.9	118.0

综合比率=总保险成本(已发生的损失 losses incurred + 承保费用 expenses)/保费收入。
综合比率低于 100 表示承保盈利，综合比率高于 100 表示亏损。

1985 年保险业整体的业绩有点不寻常，保费收入大幅成长，如果投保损失与前几年一样以固定比率成长，约比通货膨胀率高几个百分点，那么综合比率就会明显下降。但 1985 年的承保损失并没有配合，尽管这几年通货膨胀显着放缓，但承保损失却反常地加速，1984 年增长 16%，1985 年更是惊人地增长了 17%，超过通货膨胀率 13 个百分点，创下新记录。

灾难并不是损失成本激增的主因，虽然 1985 年确实有几次相当大的飓风发生，但 1984 年和 1985 年所有灾难造成的总损失约为保费量的 2%，这比例不算异常。投保汽车、房屋、员工或其它投保标的出险的也没有爆增。承保损失激增的部分原因是去年业界大幅提升损失准备，就像报告所显示的，这场景就像检讨会议，都在大喊"我有罪，我有罪"，保险业务经理人一窝蜂地承认前几年损失准备拨备不足，业界的集体修正显著影响了今年的业绩。

承保损失激增的另外一个更令人不安的因素是社会或司法通胀成本的增加，在陪审团和法官评估责任和损害

时，保险人的支付能力具有压倒性的重要性。无论保单条款、事实真相或先前判例如何，越来越多的人在觊觎财大气粗的保险公司，这成为保险业预测未来的最不确定的因素。尽管如此，短期前景还不错，整个 1985 年保费增长不断改善(按季度 15%-19%-24%-22%)，除非发生巨灾，否则 1986 年综合比率有望大幅下降。

然而利润的提高很可能是短暂的，有两条经济原则可以证明这一点。一是大宗商品企业(commodity)只有当价格稳定或供给短缺的情况下才能维持不错的盈利水平，二是行业景气转暖且业者资金充裕时便会猛增产能。在 1982 年年报中，我曾广泛地讨论了保险行业的大宗商品特性。一般的投保人不太在乎产品的差异而只关注价格，几十年来行业联盟式的制度使得价格居高不下，但这种情况如今已不复见到。保险产品现在的定价方式，与自由市场存在的任何其他商品一样：当供给吃紧，价格自然上升，反之就不会。

目前，保险行业许多业务线的产能供应紧张，虽然保险业跟大部分的行业不同，所谓的供应紧张仅仅是心态上而非实质性的(承保意愿低迷)，只要保险业者愿意，他可以签下无限数量的保单，这期间只会受到监管机构和行业评级机构 Best's 的压力。而公司管理层和监管当局的承保意愿只跟资本实力有关，更多的资本代表更多的冲动，也意味着乐意签下更多的保单。在大宗商品企业，如钢铁或铝业，增加产能需要很长的准备时间。而在保险业资本可以立刻到位，因此供给不足的情况可能马上就会消失。

这就是目前实际发生的状况，1985 年大约 15 家保险公司筹集了超过 30 亿美元的资金，以便在价格高位吃进所有可能的生意，而且 1986 年以来资金募集的速度越来越快。如果产能继续以这种速度增加，不用多久马上会出现杀价竞争的情况，之后获利也会承压。而这一切都要归咎那些大幅增资的业者，然而，批评人士应该明白：正如我们的纺织业一样，市场经济的变化导致每个保险公司做出的决策本身似乎是明智的，但就行业整体来说，竞争降低了集体的盈利能力。

以往年报我曾告诉过大家，伯克希尔强大的资本状况(堪称业界之最)有一天能让我们在保险业拥有明显的竞争优势，随着市场的紧缩，这一天已到来了。在经过长期的停滞之后，去年我们的保费收入增加了 2 倍多，伯克希尔的财务实力(以及过去优异的承保记录)是我们最好的竞争力。

我们正确地预见到许多保险和再保险的大客户会转向高质量保险公司，在 1985 年他们许多保单无法兑现的时候才发现，保单只是一张欠条。如今这些客户都被伯克希尔雄厚的资产实力吸引上门，而另外一点是我们没有预见到发展过程，那就是我们有能力为重大风险承保从而使我们脱颖而出。

要理解这一点，你必须对**巨额风险**有一些认识，以往有许多保险公司都很愿意承保此类保单，他们这么做是基于再保险的安排，他们自己只要保留一小部分的风险，而将大部分的风险转嫁给再保业者。例如，一单 2500 万保额的董事和经理人责任险，承保公司通过各种超额损失再保险合同，将超过 2400 万损失责任签发给再保险公司承担，而自己只留下一个 100 万的零头。按业界的说法是，**保单总额很高，但净额很少**。

在任何的再保安排中，最重要的问题是**保费收入应如何公平在各个风险层级中分配**。例如前面的管理层责任险案例，签发保单的保险公司应保留多数保费以承担其前面第一个 100 万的损失风险，以及应该向再保人转嫁多少保费以公平的承担 100-2500 万之间的损失风险。

一种解决这种难题的方法叫做 Patrick Henry 法则：**经验是指导我前进脚步的惟一明灯，我无从知道未来，只能通过过去来判断**。换句话说，再保业者需要多少保费才能公平的补偿其所承担的损失要**依据过去的经验**。

Patrick Henry: I have but one lamp wait which my feet are guided, and that is the lamp of experience, I know of no way of judging of the future but by the past.

但不幸的是经验之灯根本不够亮，因为大部分业务都是**"长尾"业务**，往往需要在许多年之后才能真正知道发生了多少损失。而且最近经验之灯不仅黯淡下来还存在误导，也就是说，法院倾向于给予缺乏先例的巨额赔偿金，使得再保业者依据过去经验推估变成一场灾难。Patrick Henry 失效，换成 Pogo：未来已不同往日了。

近年来，再保险业务**不断增长的不确定性**，叠加许多**经验不足的新进者**，使得直保公司倾向通过保留远高于风险的保费比例，将风险转嫁给再保公司，仅仅承担较少额度的风险。这样的作法有时在直保公司与再保公司整体亏钱的情况下，直保公司甚至还能获利。但这种结局并不是故意的，对于更高风险水平下所产生最终成本，直保公司通常并不比再保公司了解更多。这种不平等现象在保险业中尤为明显，保险业正在发生巨大变化，损失也在飙升，例如职业舞弊、管理层责任险以及产品责任险等。在这些情况下，在保费严重不足的情况下，直保公司还在积极签发保单就不足为奇了。

1984 年，一家大型异常风险领域的领军企业的财务报告提供了一个例子，说明了直保公司与再保险公司的结果有多么不同。在那一年这家公司一共签下 60 亿元的保单，在保留其中的 40%约 25 亿后，将剩下的 35 亿转给再保公司，结果最后，保留部分理赔的损失只有不到 2 亿美元，非常不错的承保业绩。与此同时，分保出去的部分却使再保业者蒙受了 15 亿美元的损失，使得直保公司的综合比率不到 110，但再保公司却高达 140，这一结果不是自然灾害造成的，它来自普通保险损失，然而，发生的频率和损失都令人惊讶。虽然我尚未看到该公司今年

的年报，但可想而知这种不平衡的情况一定还在继续。

这种情况已经好几年了，在直保和再保公司之间的保费合理分配仍无法粗略估计的大量业务线上，即使是一些反应较慢的再保业者都失去了兴趣。再保业者的行为就像马克吐温的猫一样：一旦被热炉子烫过一次，便不会再去碰任何炉子，即使是冷的炉子也一样。再保业者在长期的意外险遭遇了太多不愉快的意外，以至于到最后决定放弃这项业务(可能也是正确的)，完全不理投保价格如何诱人，因此，某些业务的再保能力出现了严重短缺。如此一来，许多直保公司面临压力，他们再也不能够像一两年前那样，动不动就向再保险公司承诺每份保单数千万元的保费。他们也没有能力与资本自行承接大额的保单，有的直保业者的总承保能力也大幅缩水到净承保能力附近，而他们的净承保能力通常是很小的。(总承保-再保险=净承保)

在伯克希尔我们从来不玩这类盈利为目的的分割游戏，最近几年，这样的作法使我们在某些业务处于严重劣势，不过现在情况发生逆转：我们拥有同业无法比拟的承保实力。只要我们认为价格合理，我们愿意承保其它大型业者都吃不下的保单。例如，我们愿意承担一次事件中损失 1000 万美元的风险，只要价格合理且其风险与我们已承保的风险无显著相关性。其他同业连承保一半的风险都不多见。尽管在不久之前，许多业者甚至愿意吃下十倍以上的保单，只要有再保业者来承担所有的损失。

1985 年我们旗下最大的保险公司国民保险在三期保险期刊上大幅投放广告，对外宣传愿意承保巨大风险的意愿。该广告只征集超过 100 万美金的大额保单，结果总计收到 600 条回函，最后产生约 5000 万美金保费，先不要高兴太早，由于属于长期保单，至少要经过五年以上才能确定这次成功的营销是不是承保成功。现在，一般的保险经纪人要接高额的保单，一定会首先找到我们的保险子公司。

正如我说过的，这段供应紧张的时期将会过去，大家还是会回到价格战。不过一两年内，我们在几项业务方面还是有很好的发挥空间，Mike Goldberg 在营运上作了许多的重要改进(本人先前的管理不当，提供他不少发挥的空间)，尤其是最近几年他找了许多深具潜力的优秀人才进来(1985 年迈克把原麦肯锡部下阿吉特·贾因招进伯克希尔)，明年他们将更有机会一显长才。

综合比率方面也有所改善，从 1984 年的 134%改善到 1985 年的 111%，但过去的不良影响仍在。去年我告诉你我在损失准备金方面犯的主要错误，并承诺每年向你更新损失调整的数字。当然，我做出这个承诺是因为我认为未来的记录会有很大的改善，但到目前为止，情况并非如此。细节详如后述。与前几年一样，它们在 1984 年

底揭示了严重的准备金不足。

几乎所有的准备金不足都发生在再保部分，而且很大程度上，都发生在几年前陆续到期的许多保单上。这种解释使我想起许多年前，通用再保的董事长告诉我的一个小故事，他说每年公司的经理人都告诉他"除了佛罗里达的飓风和中西部的龙卷风的话，今年的成绩一定很好"，到最后实在忍不住他召集这群人开会并建议他们干脆另外成立一个新的业务，叫作"除了保险公司"，专门把他们后来不想计入的业务放入其中。

不管是保险还是其它行业，应该把"除了"这个字眼从辞典里删除。如果你要参加比赛，就应该把对手所有的得分全部计入，任何一直把"除了"挂在嘴上的经理人，不停报告他从错误中吸取的教训，那么他可能会错过唯一重要的教训：错的不是剧本，而是演员。当然做业务往往不可避免的会出些差错，而聪明的经理人一定能从中汲取教训，但诀窍是这个教训最好是从别人身上学来的，过去习惯犯错的经理人通常未来还是会继续犯错。

伯克希尔持有 38%股权的 GEICO 保险公司，在保费收入成长与投资收益方面皆表现突出，但在承保结果与其过去高标准相较却表现不佳，私家车与住宅房屋险是财产险业务中唯一显著恶化的重要险种。GEICO 保险也难逃一劫，虽然它的成绩比起其它主要的竞争对手要好得多。Jack Byrne 在年中离开 GEICO 保险加入消防员基金保险公司，留下比尔·斯奈德(Bill Snyder)与路易辛普森(Lou Simpson)担任正副董事长，Jack 之前挽救 GEICO 保险免于破产的表现卓著，他的努力使得伯克希尔获益巨大，我们欠他太多。我们同样要感谢 Jack 另一项成就，这是大多数杰出领导者无法做到的：他找到具有跟他一样特质的经理人来接替他，通过识别、吸引和发展 Bill 和 Lou 的技能，Jack 使得他对公司的贡献与影响力超过他实际的任期。

消防员基金保险公司，份额分担再保险合同(Fireman's Fund,FFIC)

绝对不要轻易放弃任何一个机会，我们跟着 Jack 加入由他担任控股公司董事长兼 CEO 的消防员基金保险公司(FFIC 于 1863 年在美国旧金山创立，在美国提供个人和商业财产意外伤害险产品，为 80%美国电影提供保险服务，10%利润支付给牺牲的消防员寡妇和孤儿。1991 年被安联集团以 11 亿美元收购)，1985 年 9 月 1 日我们成为 FFIC 集团 7%有效业务的参与者(他们为非附属公司承保的再保险保单除外)，合约为期四年，并规定期间双方的损失与成本依比例分摊(成数再保险/比例再保险)。如果没有展期，我们将不再继续参与任何业务。不过在可预见的未来，我们将分摊 FFIC 在 1985/9/1-1989/8/31 四年间发生的损失中的 7%。根据合同 FFIC 将 7%保费汇给我们，而我们将支付其所发生的任何损失，预收的资金则用在投资之上，合约附带条款，本人将向 FFIC 提供一般

投资咨询服务，但我并不介入具体的投资决策，而伯克希尔也不参与该公司任何的保险业务。

目前 FFIC 的业务量约达 30 亿美元，且随着费率上涨规模有可能再增加，该公司在 1985 年 9 月 1 日的未到期保险责任准备金达 13.24 亿美元，所以 FFIC 汇了其中的 7%，相当于 9270 万美金转移给我们，同时我们也支付了 2940 万美金给他们，代表他们转移保费产生的承保费用，所有 FFIC 业务均由国民保险公司承保，之后再将其中的 2/7 再保给 Wesco 财务子公司(Wes-FIC)，这是由我们拥有 80%的 Wesco 新组建的一家再保险公司。

在年报保险分部表格中，我们特别新增一行"份额分担保险合约"，不过由于属于新业务，所有数字只能算是大概的估计。到了年底我们又获得另一份份额合约，1986 年度的保费收入大约为 5000 万美元，我们希望能够发展更多的此类业务，而产业环境也不错，许多公司产生超过其本身处理能力的业务，而我们坚强的财务实力正是他们希望合作的最好对象。

股票投资

我们在 1985 年年底的有价值证券净持有量在下表显示。 所有市值超过 2500 万美元的头寸均已列示，不包括归属于 Wesco 和 NFM 少数股东的权益。

	上年	股份数量	公司名称	成本	市值
不变	6,850,000	6,850,000	GEICO 保险	45,713	595,950
回购	1,868,000	1,727,765	华盛顿邮报	9,731	205,172
增持	740,400	900,800	美国广播公司	54,435	108,997
新进		2,350,922	Beatrice 食品公司(套利)	106,811	108,142
不变	690,975	1,036,461	联合出版公司	3,516	55,710
减持	2,553,488	847,788	Time.Inc 时代传媒	20,385	52,669
不变	2,379,200	2,379,200	Handy&Harman 多元制造	27,318	43,718
			总计	267,909	1,170,358
			所有其他控股公司	7,201	27,963
			全部权益	275,110	1,198,321
			西北工业		
200%清仓	1980 年	1985 年	通用食品公司	盈利 3.38 亿	
??	1973 年	1984 年	IPG 广告传媒		
??			埃克森石油		
440%清仓	1976 年	1984 年	奥美国国际广告公司		
253%清仓	1979 年	1984 年	MEG 传媒公司		
27%清仓	1980 年	1984 年	R.J.R 烟草公司		
4%清仓	1982 年	1983 年	Crum & Forster 保险		
45%清仓	1978 年	1982 年	赛菲科公司		
微亏清仓	1980 年	1982 年	美国铝业		

11%清仓	1980 年	1982 年	克利夫兰克利夫钢铁		
翻倍清仓	1980 年	1982 年	平克顿安保公司		
7%清仓	1981 年	1982 年	Arcata 公司		
-22%清仓	1981 年	1982 年	GATX 公司		
34%清仓	1977 年	1981 年	凯撒铝业化工公司		
22%清仓	1979 年	1981 年	F.W. Woolworth 折扣零售		
6%清仓	1980 年	1981 年	底特律国家公司		
15%清仓	1980 年	1981 年	全国学生营销公司		
41%清仓	1980 年	1981 年	洛杉矶时代镜报		
59%清仓	1978 年	1980 年	美国广播公司		
92%清仓	1979 年	1980 年	Amerada Hess 石油公司		
36%清仓	1977 年	1979 年	Knight-Ridder 骑士报业		
21%清仓	1977 年	1978 年	首府广播公司		
64%清仓	1976 年	1978 年	凯撒工业公司		

我们之前曾提到，过去十年来，投资环境已经发生了变化，伟大企业从完全不受重视开始得到适当认可。华盛顿邮报 WPC 就是一个最好的例子，我们在 1973 年中以不到当时内在价值四分之一的价格买进 12% 股权，计算价格/价值比并不需要独到的见解，大部分的证券分析师、经纪人与媒体经营者跟我们一样估计该公司的价值约在 4-5 亿美元之间，但当时其仅 1 亿的市值却是天天可见。相反，我们的优势在于态度：我们从本杰明·格雷厄姆那里学到，成功投资的关键是，在市场价格大大低于潜在商业价值的情况下买下优质企业的股票。

在 1970 年代早期，大部分的机构投资人在考量买进卖出的价格时，认为与其商业价值并无太大相关性，现在看来似乎令人难以置信。然而当时他们受到知名的商学院所提出的新理论所惑：股票市场是完全有效的，因此计算企业的价值对于投资活动一点也不重要。我们非常感谢这些学者：在不管是桥牌、国际象棋还是选股等智力竞赛中，当对手被教导思考是白费力气时，还有什么比这更有利的？

在 1973-1974 年间，华盛顿邮报表现依旧良好，内在价值持续增加。尽管如此，我们的持股市值却由原始成本的 1060 万减少 25% 变成 800 万美元，一年前我们认为便宜得离谱的东西现在变得更便宜了。仅仅一年，具有无比智慧的市场使得 WPC 的市值跌至内在价值的 20%。

美好的结局可以预知，华盛顿邮报的总裁凯瑟琳·格雷厄姆(Kay Graham)具备提升内在商业价值极佳的管理技能，更是有智慧有勇气的以便宜的价格大量买回公司的股份。在此同时投资人开始认识到公司非凡的竞争优势，股价迅速回升到合理的价位。所以我们经历了价值三击：一击来自公司内在商业价值的增长，二击来自每股所代表的价值因公司回购大幅增加，三击来自估值的提升，股价表现大幅超越公司内在价值的实际增长。

除了 1985 年因公司依持股比例回购卖回给公司的股份外，1973 年以来的持股皆未变动，年底持股的市值加上回购所得的收入合计为 2.21 亿美元。假若当初在 1973 年中期我们将 1060 万投资于当时最受青睐的六大媒体公司之一，那么年底我们持股的市值大约会在 4000-6000 万元之间，即使这个表现也远远超过一般市场的收益，其原因在于媒体行业非凡的竞争力，我们通过 WPC 获得的额外 1.6 亿美元左右则完全归功于凯瑟琳管理决策的优越性，虽然她惊人的事业成就并未有人大幅报导，但伯克希尔的所有股东却不能不加以珍惜。

首府广播收购美国广播公司，要求我必须在 1986 年离开华盛顿邮报的董事会，但只要 FCC 法令许可我们将无限期的持有华盛顿邮报的股份。我们预计该公司的价值将持续稳定成长，我们也知道公司的管理层非常能干且完全以股东的利益为导向，公司的市值目前已增加为 18 亿美元，公司的价值很难再以当初市值仅一亿美元时的速度成长。由于我们其它主要持股的市场股价大多已很高，所以我们的投资组合面临大幅下降的压力。

或许你会发现年底我们持有一大笔 Beatrice 公司的股份，这是一笔短期的套利动作，算是闲置资金暂时的去处，虽然不是 100%安全，因为有时也会套利失败导致重大的损失。我们有时也会在钱多于想法时进入套利领域，但我们只参与已公告宣布的案子，当然若能为这些资金找到更长期可靠的归宿我们会更高兴，但现阶段却找不到任何合适的投资对象。(参见文末 1986 年 4 月 KKR 以 62 亿美元收购 BeatriceFoodCo.)

年底，我们旗下保险子公司大约持有 4 亿美元的免税债券，其中 1.94 亿是华盛顿公共电力供应系统 WPPSS 发行的债券，该公司我已于去年详尽的说明同时也解释在事情尘埃落定之前我们为何不愿进一步说明公司的进出动作，就像我们投资股票时一样，到年底我们在该债券的未实现投资收益为 6200 万美元(市值从 1.32 亿上涨至 1.94 亿)，三分之一的原因是由于债券价格普遍上涨，其余则是投资人对于 WPPSS 一、二、三期计划有较正面的看法，我们每年从该投资所获得的免税利息收益大约为 3000 万美元。

首府/ABC 广播公司(Capital Cities/ABC, Inc.)

大约在年后，伯克希尔以每股 172.5 美元买进 300 万股的首府/ABC 广播公司股票，这是 1985 年 3 月初做出承诺时这些股票的市场价格。我追踪该公司的管理绩效已有许多年，我认为他们是上市公司当中最优秀的，汤姆·墨菲(Tom Murphy)与丹·柏克(Dan Burke)不但是伟大的经理人，也是那种你会想把自己的女儿嫁给他的那一种人，跟他们交往实在是我的荣幸，也相当愉快，任何认识他们的人都会明白。

我们投资提供的资金帮助首府广播公司以 35 亿美元并购美国广播公司(ABC)，对首府广播公司来说，ABC 是

一项重要的业务，其经济状况在未来几年可能并不会令人满意。但我们很有耐心一点也不心急，**毕竟就算是天赋与努力俱备，很多事情还是需要时间来发酵：就算你让九个女人都怀孕，也不可能让小孩一个月就生出来。**

为了展现我们的信心，我们与管理层签订了一项特别的协议：在较长的期间内，我们的**投票权将交给**担任 CEO 的 Tom 来处理(或是 Dan，如果他是 CEO 的话)。事实上这项提案是由查理和我主动提出的，同时还以各种方式限制我们出售自己的股份。这个动作主要是为了确保我们的股份不会未经现有管理层同意的情况下出售给任何潜在大股东，有点类似几年前我们在 GEICO 与华盛顿邮报签订的协议。

由于巨额股份交易经常会溢价，有些人认为这样的限制可能会损及伯克希尔股东的权益，不过我们的看法正好完全相反，身为公司的所有权人，我们认定这些企业的长期经济利益将因为这些限制而更加巩固，因为如此一来，与之结盟的**专业经理人便能将全部精力集中到公司经营上去**，进而为全体股东创造最大的利益，很显然这比公司整天换老板分散经理们的注意力要好得多。当然有些经理人会把自己的利益摆在公司的利益之前，所以我们在投资时会尽量避开这类的管理层。

今天**企业的不稳定性是股权分散的必然结果**，一家公司随时都会有大股东浮上台面，满口仁义道德但实际上却包藏祸心，我们常藉由锁住自身持有的股权来宣示对公司稳定的支持，这种**股权结构的安定感**加上优秀的管理层和良好的业务，是让企业获利丰收的沃土，这就是我们会这样安排的用意所在。

当然人性面也很重要，我们不希望我们欣赏与钦佩的经理人，在欢迎我们的加入后，会担心一觉醒来，因为我们持有重要股权，所有事情一夕生变。我告诉他们绝对放心，我们一定说话算话，而且也包括伯克希尔公司的承诺，即使我个人发生了什么不幸(意思是指我本人活不到一百岁就挂了)。

我们以全价购买首府广播公司反映出近年来对媒体股票和媒体资产的极大热情(当然还比不上某些资产并购案的疯狂)，事实上也没有多少讨价还价的余地，但重点是**这项投资让我们能与这样杰出的人才与业务结合在一起**，而且也是相当庞大的投资规模。

至于有人可能会觉得很奇怪，为何同样一家公司，你们的董事长在 1980 年以前曾以 43 美元的价钱卖掉，而现在却以 172.5 美元的高价买回，有关这个问题，容我在多花一点时间，想一个漂亮一点的答案给各位。

收购斯科特·费泽(Scott & Fetzer)

年后，我们还斥资 3.2 亿美元并购了位于克利夫兰(Cleveland)的 Scott Fetzer，其中约 0.9 亿美元预先存在

的债务仍然存在(2.3 亿+0.9 亿债务)。下一个段落我将会说明伯克希尔并购公司的一些标准，Scott Fetzer 就是个典型的例子：**容易懂、规模大、管理佳、赚钱多。**

该公司拥有 17 家企业，年销售额约 7 亿美金，很多都是各自领域的领导者，大多数投资回报率都相当高，拥有许多知名品牌，如柯比吸尘器(Kirby)、坎贝尔空压机(Campbell Hausfeld)、韦恩瓦斯炉(Wayne)等。世界百科全书(World Book)约占公司销售额的 40%，收益占比略高一些，是该公司最大的业务，它还是其行业的领导者，每年销售量百科全书数量超过其它四家同业的总和。(Kirby 于 2021 年 7 月出售给 Right Lane Industries 公司)

我和查理对《世界百科全书》的运作特别感兴趣，事实上我成为粉丝已有 25 年的历史，现在连我孙子辈都迷上了它，它被所有的老师、图书馆与读者评选为最有用的百科全书，然而它的售价却低于任何主要竞争对手，旗下另一款产品《儿童手工》Childcraft 也提供类似的价值。这种**物美价廉**产品使得我们愿意以该公司提出的价格进行并购，尽管直销行业的许多公司业绩都在下滑。

在 Scott Fetzer 同样吸引人的是担任了 9 年 CEO 的拉尔夫·谢伊(Ralph Schey)，当他上任时，该公司共有多达 31 项业务，这是公司在 1960 年代杠杆并购狂潮的结果。他大刀阔斧将不合适或不赚钱的业务处置掉，但他并没有因为专注于合理化最初这些大杂烩业务，而在 1978 年世界图书公司出售时与之失之交臂。他在经营和资本配置上的功力相当杰出，我们很高兴能与他一起共事。

事实上并购的过程相当有趣，在我们介入之前还有段小插曲，1984 年初便传出该公司有意要出售，一家投资银行顾问花了好几个月向数十家潜在客户游说，也确实引起了几家公司的兴趣，最后在 1985 年中，股东大会批准一项员工持股计划参与的出售案，然而到了最后节骨眼该计划却被否决了。我在报上看到这一公司的冒险历程，10 月 10 日，在员工持股计划(ESOP)交易失败后不久，立刻写了一封简短的信给还不认识的 Ralph Schey，我说我们很欣赏公司过去的表现，不知道他有没有兴趣与我们谈一谈，10 月 22 日查理和我在芝加哥与 Ralph 碰面共进晚餐，并在隔周正式签定并购合约。收购 Scott Fetzer，加上我们保险业务的大幅增长，1986 年的收入将超过 20 亿美元，是 1985 年的两倍多。

其它

Scott Fetzer 并购案充分说明了我们对于并购采取随性的态度，我们没有总体战略，没有企业规划师为我们提供有关社会经济趋势的见解，也没有员工来调查发起人和中介机构提出的大量想法。反而我们倾向一切顺其自然

然，当他们出现时，我们就会有所行动。

为了主动向命运招手，我们依惯例再次列出征求并购企业的小广告，今年惟一的小变动是第一项获利的标准略微提高，主要是因为我们期望并购能为伯克希尔产生显著的财务业绩影响：

- (1)、具有一定的规模，税后净利润至少达到 1000 万美元。
- (2)、表现出持续稳定的盈利能力，我们对美好前景或困境反转的公司没有兴趣。
- (3)、企业在很少或没有负债的情况下，取得了良好的股本回报率 ROE。
- (4)、公司具备强大的管理团队，我们不参与管理。
- (5)、简单的容易理解的商业模式，我们对复杂的高科技一无所知。
- (6)、合理的价格，在价格不确定前，我们不希望浪费双方太多时间。

我们不会进行敌意并购，并承诺完全保密并尽快答复是否感兴趣(通常不超过五分钟)，我们倾向现金交易，除非我们所换得的内在价值跟我们付出的一样多，否则不考虑发行股份。我们欢迎可能的卖家向那些过去与我们合作过的对象打听，对于那些好的公司与好的管理层，我们可以提供一个好的归属。

另一方面我们也持续接到一些不符合我们条件的出售，包括新公司、困境反转公司、拍卖公司以及最常见的中介经纪推销(那些说你们要是能碰一下面一定会感兴趣之类的)。在此重申我们对这些一点兴趣都没有。

除了以上买下整家公司的并购案外，我们还对大型但不具控制权股份的谈判购买感兴趣，就像我们在首府广播公司这个例子一样，只有当我们对于该业务的商业模式与管理层的能力和诚信都非常满意时才会吸引我们。我们需要大笔的交易，个别情况下我们可能会做一些小到 5000 万美金的交易，但更希望是数倍于此。

股东指定捐赠计划

今年破记录的有 96.8%的有效股权参与 1985 年的股东指定捐赠计划，总计约 400 万美元捐出的款项分配给 1724 家慈善机构，同时去年我们针对股东对于这项计划与股利政策的看法，进行全面性的公民投票，以了解您对该计划以及我们的股息政策的看法。(为避免投票问题影响你的答案，我们尽量将措辞保持中立)，附录中有相关的选票与结果，我认为对投票结果这样总结是公平的：股东高度支持当前的捐赠政策，随着我们资产价值的增加，增加年度慈善规模也是大家的群体偏好。我们也建议新股东赶快阅读捐赠计划相关信息，若你也想参加的话，我们强烈建议你赶快把股份从经纪人那儿改登记于自己的名下，未在 1986 年 9 月 30 日登记到个人名下的股票将没

有资格参加 1986 年计划。

剥离银行

基于 1969 年颁布的银行控股公司法的要求，五年前我们将旗下伊利诺伊国民银行和信托公司(the Illinois National holding company)的股份卖掉了，当时我们的作法是相当特别的，我们宣布伯克希尔与 Rockford Bancorp Inc. (银行母公司)的换股比率，除了我本人，其他每个股东自行决定是否将其全部或部分伯克希尔的股份转换为银行股份，剩下的部分由我本人兜底。当时我说：这种分法是最古老且最公平分配一件东西的方法，就像小时候切蛋糕，一个人切，而由另一个人先选。由我试图公平分割，但由你们选择要那一块。去年 Rockford 银行正式出售，当清算结束，所有股东的回报与每股伯克希尔的内在价值相当，我很高兴五年后回头看当时那块蛋糕切的相当公平。

去年年报有个插页是我向你们发出年会邀请，我们 3000 多名的股东中大约有 250 名出席了股东年会，与会者的水准与去年相当，问的问题显示大家都是有智慧且真正关心公司的股东，这在其它上市公司的股东会是很少见到的，乔治亚州州长 Lester Maddox 因为糟糕透顶的狱政制度被批评时他说："解决的方法其实很简单，我们要做的就是提升人犯的素质水准"，我想要提升股东会的水准也是一样的道理。

伯克希尔的股东年会预计于 1986 年 5 月 20 日在奥马哈举行，我希望各位届时都能参加，今年将会有一项改变：忠于一款软饮料 48 年后，本人将进行一项前所未有的习惯改变，将平常喝的百事可乐改成新的樱桃可口可乐，此后，它将成为伯克希尔年度会议的官方饮料。最后记得带钱来，B 夫人已经答应若股东在会议期间造访她的家具店将会有意想不到的折扣优惠！！

沃伦·巴菲特 董事长



Joslyn Art Museum, joslyn.org

那是 1975 年。我大学刚毕业两年，是纽约机构投资者花旗银行(Citibank)的初级证券分析师。我的资深分析师老板 PeteWetzel 和我正在芝加哥进行实地考察。我们坐在 SouthLaSalleStreet120 号的一间办公室里，这里位于芝加哥金融区的中心。这间办公室既不花哨也不大。在我们的桌子对面坐着威廉·G·卡恩斯(William G. Karnes)，他是 Pete 研究过的数百位首席执行官中最受欢迎的一位。当 Pete 询问比尔卡恩斯(Bill Karnes)关于 BeatriceFoods 公司每个主要业务最近的表现时，亲切而耐心的 Bill Karnes 翻阅着一本厚厚的黑色文件夹。每一页都讲述了该公司 400 多个"利润中心"之一的故事。Bill Karnes 回答说："他们做得很好，但是上个月有点磕磕绊绊。"或者"上个季度那次行动又创造了新的记录。"像其他公司的资深员工一样，Bill Karnes 将公司的名字命名为"bee-AT-russ"，这个名字来源于 1894 年开始运作的内布拉斯加州小镇。

BeatriceFoods 公司在全世界范围内收购了数百家食品和其他行业的小公司。一天之内，Karnes 在印第安纳州买下了三家小型食品公司。美国历史上几乎没有哪家公司比他们更"贪婪"该公司的 400 家工厂生产 MeadowGold 冰淇淋和黄油、Clark 条、MilkDuds、Eckrich 肉类、Mario's 橄榄、LaChoy 亚洲食品、Dannon 酸奶、Airstream 拖车和新秀丽箱包等数百个品牌。每年引进的新产品超过 200 种。

截至 1975 年，Beatrice 还创下了美国商业史上最惊人的记录之一。年收入达到 40 亿美元，比公司自己的预测提前了两年。《财富》杂志不仅将其列为美国经营最好的公司之一，还将其列为美国最大的 40 家工业企业之一，规模超过波音、3M、可口可乐和迅速崛起的施乐(Xerox)。或许更能说明问题的是，Beatrice 目前的收入和利润分别比常年食品巨头通用食品公司(GeneralFoods)高出 14%和 36%。该公司正在接近最大的食品公司卡夫 Kraft，并将很快超过他们。

股本回报率高达 16%。在 Bill Karnes 掌权的 23 年里，该公司每个季度都报告了销售额、利润和每股收益的增长，每年都像钟表一样准时地报告四次。这些利润来自数百家小工厂，这些工厂在世界各地雇佣着 6.4 万名员工。在过去的十年里，自 1965 年以来，Beatrice 的股票回报率在《财富》排行榜上的 50 家最大的公司中排名第七，甚至超过了 IBM。该公司是一个杰作，展示了一个复杂和多元化的业务杰出的管理。Bill Karnes 退休后十年之内，Beatrice 食品公司将不复存在，被撕成碎片，然后几乎被遗忘在商业历史的垃圾箱里。

George Haskell 时期

1864 年 George Haskell 出生于爱荷华州。在他 25 岁的时候，他已经从一个簿记员一路晋升到内布拉斯加州 Fremont 黄油鸡蛋公司的秘书。1889 年，他在内布拉斯加州的 Beatrice 开了一家分公司。Fremont 公司在 1893 年的大萧条中破产后，1894 年 Haskell 和同事 William Bosworth 在他们前雇主的 Beatrice 分公司建立了 Haskell&Bosworth 公司。这家新公司经营家禽、鸡蛋、黄油和农产品。他们逐渐扩大了黄油和奶油的生意。1898 年，他们成立了他们的小公司，作为 Beatrice 奶油公司。第二年 Bosworth 离开了公司。

在 George Haskell 的领导下，公司继续发展。奶农把牛奶带到奶油厂，在那里分离奶油，脱脂牛奶返还给农民。经过这个耗时的过程，牛奶往往太酸了，没有什么用处。Haskell 开始资助农民们奶油分离机，这样他们就可以在农场上进行分离，而且只能给他奶油。这个过程也避免了农民两次进城。到 1905 年，Beatrice 已经为内布拉斯加州和堪萨斯州的农民提供了超过 5 万个奶油分离器。1898 年，Beatrice 生产了 94 万磅的奶油。到 1904 年，这个数字已经超过了 1 千万磅。

1905 年，Beatrice 收购了 Topeka 的 ContinentalCreamery 公司，同时收购的还有该公司最早注册商标之一的"MeadowGold"品牌。这成为 Beatrice 使用的主要品牌。MeadowGold 是第一个以密封包装出售的黄油，第一个在全国性杂志上做广告的黄油的，第一个作为全国性品牌建立起来的冰淇淋。

公司总部于 1913 年迁至芝加哥，由 GeorgeHaskell 继续经营，直至 1919 年去世。在两位临时领导人之后，Haskell 的侄子 Clinton H. Haskell 于 1928 年至 1952 年担任公司总裁。

Clinton H. Haskell 时期

当 40 岁的 C.H.Haskell 接手时，Beatrice 已经是一家主要的乳制品公司，年销售额超过 5000 万美元，利润超过 100 万美元。前一年，也就是 1927 年，金融家们组建了一个由乳制品公司组成的庞大的全国性联合体——全国乳制品公司 National Dairy Products。Beatrice 的董事会几乎把公司卖给了 National，但认为报价不够高。National 很快收购了 Kraft Cheese，后来公司更名为 Kraft，多年来除了大型肉类加工企业 Swift&Armour 之外，是美国最大的食品公司。但 Beatrice 在巨人的阴影下保持独立。

在他 24 年的领导生涯中，Haskell 继续扩大 Beatrice。他通过扩大现有业务和收购更多公司做到了这一点。从 Denver 到 Brooklyn 的冰淇淋和牛奶公司也加入进来。当 Beatrice 收购底特律的 AF Thibideau 公司时，它成为了美国最大的鸡蛋加工商。到 1930 年，该公司拥有 157 家工厂，使其成为继 National 和 Borden 之后的第三大乳制品公司，并在黄油方面位居第一。在 1927 年到 1932 年间，Beatrice 的牛奶产量从每年不到 100 万加仑增加

到了 2700 万加仑。冰淇淋从 50 万加仑增长到将近 1000 万加仑。

Haskell 还开始将 Beatrice 从一家乳制品公司转向多元化经营。1943 年他收购了 LaChoyAsianFoods 公司，该公司取得了巨大成功，成为该领域的领导者。Beatrice 还开始经营冷冻食品仓库和批发，成为冷冻食品的主要分销商，这是在这个时代蓬勃发展。在这段早期历史中，Beatrice 专注于食品质量和纯度，以及在包装和广告方面的创新。MeadowGold 品牌日益显赫。在 Haskell 担任总裁的最后一年，1952 年，销售额达到 2.29 亿美元，利润达到 390 万美元。在那一年，牛奶和奶油占销售额的 32%，黄油占 22%，冰淇淋占 16%，家禽和鸡蛋占 6%。

Bill Karnes 时期

威廉·卡恩斯(WilliamG. Karnes)出生于 1911 年，他五岁时母亲就去世了，所以 Karnes 由他在芝加哥的两个阿姨抚养长大。从伊利诺伊大学商学院毕业后，他获得了西北大学法学学位。1936 年，Karnes 以每月 110 美元的薪水毕业后加入 Beatrice，成为一名法律助理。三年后，他被提升为公司新的员工关系部门的负责人，帮助工厂处理工资和劳工问题。25 岁的 Karnes 很快就熟练地解决了罢工和其他劳工问题。他解决了许多困难的劳资纠纷，包括著名的卡车司机工会领袖 Jimmy Hoffa 出席的一次。认识他的人都立刻喜欢和信任 Karnes。

他也是一个非常努力的工作者，"不惜一切代价"完成工作。当他的一个同事后来被问到为什么这家公司如此成功时，这个人说：这很简单。我们工作半天。早上 6 点到下午 6 点。

到 1943 年，32 岁的 Bill Karnes 成为 Beatrice 公司的副总裁。他的职责包括制定新的养老金和医疗保险计划。从 1945 年开始，他开始致力于寻找好的收购，以确保 Beatrice 的持续增长。九年来，他直接与 Haskell 共事并向他学习。1952 年 3 月 25 日，Karnes 被任命为 Beatrice 的总裁，很大程度上是因为他有能力与各种各样的人和他们的个性工作。他将在接下来的 24 年里领导这家公司。

Bill Karnes 第一步是让自己最优秀的经理们围绕在自己身边。在选择了他的高级军官之后，他开始寻找成长的机会。意识到美国西部的快速发展，1954 年他买下了 Creameries of America 奶油厂，在德克萨斯州、西部各州和夏威夷拥有 25 家牛奶和冰淇淋厂。这是当时 Beatrice 史上最大的一笔收购。Beatrice 继续在美国各地收购小型乳制品公司，其中许多公司位于日益崛起的南方。该公司还在纽约购买了 Louis Sherry 高级冰淇淋品牌。Beatrice 还扩大了其在食品仓储和分销以及非乳制品领域的业务。多年来，收购的频率加快了。该公司持续成功的关键是 Bill Karnes 的管理和收购理念。

最重要的是，比任何高层战略或复杂的管理系统更重要的是，Bill Karnes 相信人。找到合适的人选，让他们负责一个工厂或部门，让他们来管理。这意味着 Beatrice 管理是极其"分散"的。虽然公司为工厂开发了研究、法律、人力关系和其他中央支持团队，但所有关键的商业决策都是在工厂层面做出的。Bill Karnes 希望做出的决定尽可能贴近客户。工厂管理人员被赋予了对结果负责的职责，但同时也被赋予了使他们能够实现这些结果的权力。工厂经理获得基本工资和工厂 2% 的利润。每月向总部提交的报告仅限于几页简单的数字。在 Bill Karnes 的领导下，公司发展到了巨大的规模，但在芝加哥的公司总部却从未有过多达 200 名员工。

每年圣诞节 Karnes 都会造访公司在芝加哥的众多工厂和办公室，与每一位员工握手。众所周知，他曾在一次有 200 名销售人员出席的部门销售会议上站起来，说出每个人的名字，说出他们的配偶，并讲述一些那个人的成就。每年对公司各级最佳表演者的奖励和表彰是 Beatrice 管理方式的一部分，包括总部走廊里的"冠军大厅"。

那些与 Karnes 工作关系最密切的人说，他是"一个极其敏感的人"。他很少提高嗓门，从不骂人，也从不把恐惧或威胁作为管理工具。他建议他的经理们以身作则，"要求"而不是"命令"。他只会提拔那些已经证明自己有能力与他人相处的人，那些能够容忍意见分歧的人。Karnes 几乎总是从内部晋升，很少走出公司寻找人才。他喜欢人格类型、教育水平和年龄的广泛混合。他的大门永远向所有员工敞开。

Karnes 经常引用一句中国谚语："如果你想种一年，就种庄稼。如果你想种十年，那就种树木。如果你想种一百年，就要种人"。《管子·权修》："一年之计，莫如树谷；十年之计，莫如树木，终身之计，莫如树人"。

在回顾该公司的许多收购时，很明显，有时 Karnes 收购一家公司主要是为了获得优秀的管理。被收购公司的许多高管在 Beatrice 组织内部承担了更大的责任。尽管 Beatrice 进行了数百次收购，但在 Karnes 的领导下，它从未做过"不友好"的交易。在 400 多宗收购中，该公司从未因报价不公而被少数股东起诉。

当 Karnes 找到一家他认为与 Beatrice 非常合适的公司时，他有时会花费数年时间向老板示爱，说服他们出售。每当他考虑收购一家公司时，他首先会见公司的所有者和经理，并详细地谈论经营哲学。他必须确保他们拥有相同的理想。用今天的行话来说，他们拥有相同的"文化"。Karnes 只收购盈利和运营良好的公司。除非管理层同意留下来，或者有训练有素的继任者，负责他不会收购一家公司。

同样重要的是，在 Karnes 的领导下，Beatrice 专注于那些拥有良好增长机会的公司，这些公司位于合适的利基市场或国家增长最快的地区。Karnes 收购的大多数公司规模都很小，年收入不到 2000 万美元，通常只有 300-600 万美元。他更多地关注他们的未来，而不是现在，然后资助他们向新的领域和新产品扩张。Beatrice 采用地

方品牌，并使它们成为全国性的品牌。这家公司每年推出两百多种新产品。因此，该公司的增长源于新公司的增加和已收购公司的内部扩张。

Karnes 对糖和咖啡等商品行业没有兴趣，并逐渐降低了纯牛奶在 Beatrice 的重要性。通过研究 Beatrice 曾经拥有的一长串品牌和公司，可以看出 Beatrice 可能是“利基之王”。随着时间的推移，该公司进入了更多的利基市场，在一系列惊人的行业，食品始终是核心，代表至少 75% 的 Beatrice 的年收入。在他疯狂收购的过程中，Karnes 并没有负债，只要有可能，他就会为自己收购的公司支付股票。那些保留股票的卖家多年来获得了丰厚的回报。只有当他开始收购不接受美国股票的海外公司时，他才开始允许该公司承担适度的债务。

在 1950 年代末和 1960 年代，Beatrice 扩大了其食品业务，建立在自 1943 年以来拥有 LaChoy 所取得的成功的基础上。在 Beatrice 的掌控下，LaChoy 的销售额从 180 万美元增长到了 1.35 亿美元。收购的食品品牌包括：Clark 糖果棒，Jolly Rancher 糖果，Milk Duds，Mario's 橄榄，Liberty maraschino 樱桃，Gebhardt's 辣椒，Fisher 坚果，'After Dinner' 薄荷糖，Mother's 饼干，Vlasic 泡菜，Rosarita Mexican foods。一个全国性的市场被创造出来，Shedd Spread 品牌用于一种领先的人造黄油。生产特许经营的 Butterkrust 面包和 Sunbeam 面包的面包店也被增加了。1976 年见证了 Krispy Kreme 甜甜圈和 Martha White 蛋糕混合物的出现。Beatrice 成为 RC 可乐，Canada Dry 饮料，七喜 7-Up 和胡椒博士 Dr. Pepper 一个主要的瓶装商。

其中最重要的是收购印第安纳州 Fort Wayne 的 Peter Eckrich 公司，一个主要的地区生产冷切和包装肉类。Beatrice 迅速将 Eckrich 从四个州扩展到了国家的大部分地区。在 Beatrice 的领导下，前六年的销售额增长了两倍。Eckrich 的领导人 Donald Eckrich 后来成为 Beatrice 的高级管理人员之一。

这些食品收购包括芝加哥 JohnSexton 公司，该公司是一家主要的食品分销商，为全国各地的餐馆提供服务。

到 Bill Karnes 1976 年退休时，这些小规模收购已使该公司的特色食品业务年销售额达到 20 亿美元，营业利润超过 1 亿美元。Beatrice 还继续扩大其冷冻和冷藏仓储和配送业务。在顶峰时期，该公司在全美拥有超过 1.5 亿立方英尺的冷库。

关于 Karnes 的远见和收购策略，一个典型的成功例子是 JoeMetzger 拥有的一家小公司。Metzger 出生于瑞士，后移民美国。在美国，他遇到了一位老朋友 Daniel Carasso，他是从战时的巴黎逃出来的。Carasso 的希腊父亲先后在巴塞罗那和巴黎创立了一家酸奶公司，JoeMetzger 和 DanielCarasso 在 Bronx 区购买了一家小型酸奶厂，并将产品并以他儿子 Daniel 的名字重新命名为达能(Dannon)，这是达能的英文名。Daniel 战后回到法国，接管了家族的酸奶生意，但他仍然是 JoeMetzger 和儿子 Juan 经营的美国酸奶生意的合伙人。1947 年，达能开始在酸奶的底部添加蜜饯，纽约都会区的销量开始上升，但直到 1952 年才开始盈利。

Metzger 夫妇痴迷于产品质量。酸奶是用他们自己的卡车运送到商店的，他们的司机会提取过期的酸奶。到 1959 年 Bill Karnes 出现时，销售额已经上升到每年 300 万美元，而且都是在美国东北部。说服 Metzger 一家加入 Beatrice 花了不少功夫。他们担心该公司会强迫他们使用其分销系统，并使用 Beatrice 其他部门的蜜饯。但是 Karnes 向他们保证，他们仍然可以像以前一样经营自己的公司，只是需要更多的资本，这样他们就可以向东北以外的地区扩张。作为 Beatrice 的一部分，1959 年后，达能率先将酸奶引入美国，并成为美国占主导地位的品牌。当 Beatrice 后来开始收购世界各地的食品公司时，JuanMetzger 也发挥了重要作用。

尽管 Beatrice 的一些部门将产品出口到其它国家，但在 1961 年在马来西亚开设炼乳厂之前，该公司在美国以外没有工厂。随着 Beatrice 在不同国家积累经验，该公司逐渐收购了越来越多的国际业务。Bill Karnes 不仅坚持他经过验证的地方分权模式，而且还要求每个业务都由当地人管理，而不是由从美国引进的高管管理。

到 1970 年代，Beatrice 收购了整个欧洲的冰淇淋公司。主要的一个成功是 Tayto，爱尔兰最大的薯片公司。委内瑞拉、哥伦比亚、秘鲁、危地马拉、洪都拉斯和巴拿马的糖果和快餐食品公司也加入进来。Holanda 冰淇淋成为墨西哥第一品牌。Beatrice 成为了加勒比海地区的一个强大集团，加入了更多来自加拿大和澳大利亚的公司。到 1980 年代末，国际食品部门的年销售额为 25 亿美元，营业利润为 1.47 亿美元。

Bill Karnes 对具有增长潜力的巨大利基公司的兴趣，并不局限于食品行业。当他发现具有良好管理和巨大未来潜力的强大品牌时，他采用了自己的标准流程，即了解管理层，与他们浪漫相处，然后允许他们继续经营自己的业务。

一长串非食品领域的收购名单包括：草坪洒水器领先企业 Melnor；餐厅浴室用烘手机的头号制造商 World；最大的商用冰淇淋冰箱制造商 Taylor；软水剂市场领军企业 Culligan；箱包行业之王新秀丽(Samsonite)；外套架“巨人”Vogel-Peterson；美国最大的高质量装饰灯制造商 Stiffel；餐厅用咖啡酿造商 Silex；以及著名的拖车制造商 Airstream。这些名字只是九牛之一毛：这个品牌列表几乎是无穷无尽的。该公司还涉足高技术领域，通常是源于 Beatrice 其他的化工业务。一个部门开发了一个系统，可以把任何东西变成粉末状，甚至是葡萄酒和奶酪。这家公司提供的粉末使食品加工变得更加容易，制造的原料可以用于从比萨饼到蛋糕混合物的任何东西。消

费者包括几乎所有美国主要的食品生产商。其他部门生产的产品从印刷油墨到鞣制皮革，再到提供给波音和航空航天行业其他公司的强化工程塑料化合物，应有尽有。

几乎在每个案例中，Beatrice 都将一家小型或区域性公司变成了一支全国性力量。在某些情况下，Beatrice 采取了一个民族品牌，使其更强大，或使其成为一个国际品牌。到 21980 年代初，这些非食品产品的年销售额为 23 亿美元，其中 99 家公司经营着 350 家工厂，营业利润为 2.5 亿美元。在这个由来自 27 个国家的 400 家食品和非食品公司的 9000 种产品组成的多元化帝国中，只有一家小型加拿大乳制品公司将其产品打上了"Beatrice"的标签大多数客户从未听说过该公司的名字，只是经营分散，各有自己的品牌和声誉。Karnes 喜欢这样。

随着 65 岁退休规则的实施，William G. Karnes 于 1976 年 7 月以首席执行官的身份退休。

从 1952 年 3 月 Bill Karnes 接管公司直到 1982 年 2 月，在他退休后，Beatrice 公布了连续 30 年的利润高于前一年，创下了商业历史上几乎没有其他公司可以与之媲美的纪录。在 Bill Karnes 领导公司的那些年里，年销售额从 2.35 亿美元上升到 1976 年的 57 亿美元。净收入从 400 万美元增加到 2.06 亿美元。该公司的股本回报率超过 17%，在同等规模的公司中名列前茅，债务股本比率仅为 23%，低于大多数公司。在他的整个统治期间，股息也不断增加，股票价值不断上升，已经分割了五次。商业杂志刊登了大量关于 Beatrice 及其不同寻常的领导人的奇迹的文章。

Wallace Rasmussen 时期

在 Bill Karnes 退休后的最初几年里，销售额和利润继续增长，也许是因为他的政策和态度保持不变而失去了动力。但是公司的管理很快就出现了问题。Bill Karnes 退休后，William Mitchell 成为董事长，Wallace Rasmussen 被任命为总裁兼 CEO。两人都是公司的老员工，应该明白与他人合作的重要性，但他们相处得并不融洽。不到 14 个月，Mitchell 就出局了。与 Bill Karnes 相比，Rasmussen 更像是一个"硬汉"。许多退伍军人离开公司或退休，导致管理层人员枯竭。到了 Rasmussen 65 岁退休的时候，他试图改变规则，提高董事会同意的强制退休年龄，但后来改变了主意。简陋的总部被搬到了一座闪亮的新建筑里，占据了四层半的楼层，而 Bill Karnes 的精干团队只需要一层半的楼层。

与此同时，Beatrice 的董事会进行了重组，纳入了更多的"外部董事"，这些人不是公司的高管。Beatrice 董事会一直以来主要由了解业务的内部人士组成。公司治理方面的专家提倡公司董事会中有更多的外部人士，以确保管理层不会中饱私囊。美国 SEC 对这一趋势表示赞同，Beatrice 也表示赞同。这一变化的影响是减少了充满 Beatrice 文化的董事会成员的数量。Wallace Rasmussen 拒绝指定继任者，这让董事会陷入了困境。一个仅由外部董事组成的委员会选择理 Richard Voell 担任 CEO，自 1980 年 1 月 1 日起生效。当公司内部宣布这一消息时，几位重要高管告诉董事会，如果 Voell 得到这份工作，他们将辞职，因此董事会改变了主意，任命詹姆斯杜特 James Dutt 为 CEO。同样在 1980 年，有些气馁的 Bill Karnes 也离开了董事会。

James Dutt 时期

Dutt 给 Beatrice 的领导带来了新的态度。他在墙上挂了一幅漫画，上面写着："所有反对的人，请表示'我退出'。"Dutt 竭尽全力。他开始解散公司的分权结构，把更多的权力交给中央管理层。由于 430 家工厂现在向 28 个规模大得多的"业务部门"报告，关键决策不再是在实地做出的到 1985 年，总部员工已增至 750 人，大约是 Bill Karnes 时期的五倍。Dutt 聘请了许多外部顾问，Bill Karnes 只在高度专业化或技术性的任务中才这么做。Dutt 的顾问们想出了全新的战略。Bill Karnes 的"老派"理念被最新、最时髦的公司管理理念所取代。为了会见 James Dutt，员工们必须提交书面申请。Dutt 宣称，Beatrice 将变得更加现代化，成为一个"统一的市场营销公司"。他公开表示，他的目标是成为世界上首屈一指的食品和消费品营销商，这意味着 Beatrice 将成为雀巢、百事可乐、可口可乐和宝洁公司的营销对手。该公司的名称从 Beatrice Foods 公司改为 Beatrice 公司，并设计了一个新的标志。Beatrice 第一次开始了一项耗资 3000 万美元的广告活动，宣传 Beatrice 这个鲜有消费者听说过的"品牌"。

Dutt 还出售了公司一些最好的业务，包括 Shedd's、Krispy Kreme 和 Dannon 酸奶，以收购他认为更有吸引力的公司。更多的公司老员工离开了公司，包括 Donald Eckrich，他已经升职了。1980-1985 年间，58 位高管中有 39 人退休、辞职或被解雇。全公司有 800 多人提前退休。公司的士气骤降。James Dutt 积极从公司外部招募高管，这些人不了解 Beatrice 的方式和公司的传统。

与此同时，在截至 1982 年 6 月的一个季度里，Beatrice 公司报告说，其季度收益 30 年来首次出现下降，比去年同期下降了 36%。Beatrice 的股票不再那么强劲了，有传言说公司可能会被收购。为了避免出售公司，Dutt 决定收购一家非常大的公司，理论上使 Beatrice 变得更大，更难收购。

1984 年，Beatrice 结束了为了以 27 亿美元收购 Esmark 而借款以避免过多债务的悠久历史。Esmark，前身为曾经的巨头 Swift meatpacking company 肉加工公司，现在已成为一个"集团"。其不相干业务包括：Wesson 石油，Max Factor 化妆品，Avis 出租车，和 Playtex 亲密服装。由于这笔交易和接手 Esmark 的债务，Dutt 的自尊

心可能得到了满足，但 Beatrice 的债务为 45 亿美元，利率为 12-14%。到 1985 年，该公司的债务股本比率为 199%。为了减轻沉重的债务负担，更多的公司被出售。

这家巨型公司目前在全球拥有 12.3 万名员工，但 Beatrice 之路早已不复存在。1985 年，每股收益下降了 18%。商业报刊现在正在写关于 Beatrice 的严重负面报道，这些编辑已经有 30 多年没有这样做了。Beatrice 用了 80 多年的时间达到了顶峰，而它作为一个独立的公司用了不到十年的时间就走到了尽头。

董事会最终说"够了"，并于 1985 年 8 月解雇了 James Dutt。他管理 Beatrice 已经六年了。绝望之下，董事会说服了 74 岁的 Bill Karnes 重返董事会并担任一个重要委员会的主席。他带来了一位新的 CEO-William Granger，他了解公司的传统。Karnes 和 Granger 试图让公司回归本源。一位秘书来到 Karnes 的办公室，告诉他豪华轿车正等着把他送到公司的湾流喷气式飞机上，这架喷气式飞机会把他送到纽约参加董事会会议。在 Bill Karnes 时代，Beatrice 从未拥有过任何公司飞机；现在公司有八架公务机。Bill Karnes 告诉她：不，我要乘电梯到街上，然后走几个街区到公交系统，在那里我要花 45 美分到 O'Hare 机场，然后我会得到一个商业航班的经济舱座位。"他比其他董事会成员先到达纽约。

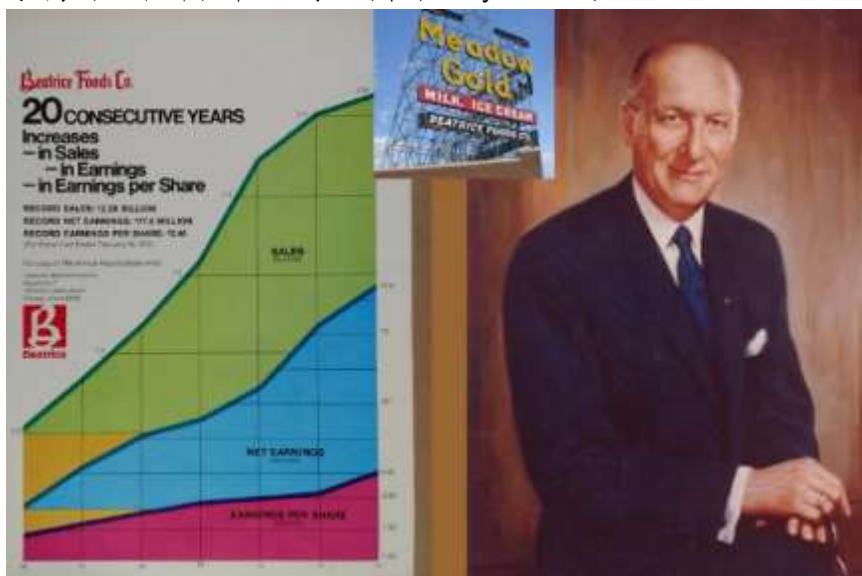
但已经来不及挽救 Beatrice 的烂摊子了。这家公司四面楚歌，再次成为潜在买家的目标。私募股权投资公司 KKR 对整个公司提出了收购要约，但 Bill Karnes 最初反对。KKR 提高了发行价格，但当他与董事会研究了其它选择，他们最终决定，这是对 Beatrice 股东最好的选择。1986 年 4 月 17 日，KKR 以 62 亿美元收购了 Beatrice，这是当时石油行业以外最大的一笔杠杆收购。合并后的 Beatrice-Esmark 帝国的主要部分被迅速出售，以减少 KKR 的债务。著名品牌随风而去，有许多不同的买家。例如，新秀丽(Samsonite)自 1986 年以来有过 5 个不同的所有者。管理的连续性丧失了。Beatrice 已经成为历史。(巴菲特参与收购套利)

教训

评估一家大公司衰退的原因并不容易。通常，就像通用汽车(General Motors)、西尔斯(Sears)和 IBM 一样，我们可以指出四到五个关键因素和管理错误。鉴于 Beatrice 的过往记录和对顶级利基品牌的管理，Beatrice 的倒台或许更难理解。没有工会罢工，没有技术变革，也没有主要的国内外竞争对手进入 Beatrice 的画面。Beatrice 的麻烦是自找的。也许 Bill Karnes 并没有像他所希望和相信的那样，将自己的 DNA 深深地嵌入到他的经理人中。显然，他们中的一些人，比如 Warren Rasmussen 和 James Dutt，即使在公司工作了多年，也没有真正"明白"这一点。也许他们一旦升到高层，自尊心就超过了常识。或许，真正的"仆人领袖"Bill Karnes 只是商界中一个与众不同的怪人，与现代企业实践"无关"。

对于我们这些热爱商业历史的人来说，Beatrice 的伟大故事，有着如此悲惨的结局，也让我们珍惜那些几十年来能够"坚持到底"的公司。那些年复一年地忠于自己最初的愿景，并且仍然带有创始人"DNA"的公司值得我们关注和钦佩。虽然它们可能会成为不那么激动人心的头条新闻，但我们会举出一些例子，比如 UPS、Target、Walt Disney 公司、可口可乐、百事可乐(PepsiCo)、联邦快递(fedEx)、家得宝(HomeDepot)、卡特彼勒(Caterpillar)、迪尔(Deere)、宝洁公司、强生(Johnson&Johnson)、Colgate-Palmolive 等等。

我们在美国商业历史中继续着迷于人类的传奇，这就是商业。没有什么事情能像伟大企业的兴衰甚至重生那样令人着迷。随着它们在生命周期中的循环，它们影响着成千上万的员工、供应商、客户、股东和社区。我们希望你们继续享受我们展示的各种各样的故事。(作者 Gary Hoover)



伯克希尔股东大会问答 1986

1986 年 5 月 20 日 Joslyn 艺术博物馆 450 人

我们很高兴参加 5 月 20 日星期二举行的伯克希尔年会，约 500 名股东参加了会议。会议持续了约 7 分钟，之后的问答环节持续了 3 个半小时以上，直到最后一个股东问题得到回答。以下是董事长沃伦巴菲特和副董事长查理芒格的部分发言。如果你熟悉巴菲特，你就会阅读这些摘录。如果你不熟悉巴菲特，你应该马上熟悉他。我们知道，没有比这更有价值的投资智慧来源，也没有比这更令人愉快的阅读了。对于大多数人来说，沃伦巴菲特和伯克希尔无需多言。我们所跟踪的基金经理们对投资者的敬意没有比对巴菲特更高的了。

巴菲特的薪酬

他将自己的年薪限制在愚蠢的 10 万美元，而且没有任何奖金或股票期权。任何理智的股东都不会反对他领取数百万美元的薪水、数百万美元的奖金和大量股票期权。毕竟，任何合理的绩效费用都会让这一水平的薪酬相形见绌。

我们的态度是合作伙伴

巴菲特认为他的股东都是合伙人。从今年的年报中可以看出：虽然我们的形式是公司，但我们的态度是合作伙伴。查理芒格和我认为我们的股东都是所有者，也就是合伙人，而我们自己是管理合伙人。由于我们持股的规模，无论好坏，我们也是控制合伙人。我们不把公司本身看作是我们商业资产的最终所有者，而是把公司看作是我们股东拥有资产的渠道。

他以公平、忠诚和诚实赢得了股东、公司经理人和其他人无与伦比的声誉。例如，尽管他实际控制着伯克希尔，但他不愿在任何事情上强加自己的意愿，只按照剩余股份持有人的意愿投票。同样每个股东都可以根据其股份所有权签署慈善捐款。并不遵循通过管理特权进行分配的公司惯例。

我们需要的只是更好的囚犯

摘自最新的致股东信……去年，我为我们的年会做了宣传，你们接受了我的邀请。我们 3000 多名注册股东中有 250 多人出席了会议。他们的表现与往年一样，提出的问题正是你所期待的那些聪明而感兴趣的业主会提出的问题。你可以参加很多年会，却不会遇到像我们这样的股东人群。（佐治亚州长 Lester Maddox，曾因该州糟糕的监狱系统而受到批评。他说，解决办法很简单，我们需要的只是更好的囚犯）。

会议与宣传的完全一样，而且比宣传的更好。如果你只买一股股票参加会议，即使每股 2700 美元左右也是很划算的。会后在内布拉斯加家具市场购物，也能轻松省下这么多钱。

以下是沃伦巴菲特和查理芒格回答股东问题时的一些精选摘录：

1，关于收购

我们没有公式。本格雷厄姆曾经说过，**这就像挑选妻子一样**，你可以深思熟虑地确定你希望她具备的某些品质，然后突然间你就遇到了她，你就做到了。

你可以去拥有一个出色的业务，即使它的股价表现并不出色。但如果你拥有一只股价表现出色的股票，却不是**一个出色的业务**，那就是另外一回事了。

不要因为我们没钱就不给我们展示交易机会。我们还没有碰到因为钱不够而做不成的交易。

2，关于通货膨胀

一个政治现象，而非经济现象。如果大量印制票券，票价就会下降。如果大量印制美元，每一美元的价值就会下降。我没有看到任何证据表明，任何巨大的自我约束会改变过去的印钞倾向。我预计长期来看，通货膨胀会

很严重。不幸的是，我无法定义'很严重'，也无法定义'长期'。但我预计，通胀将比以往任何时候都严重。幸运的是，我经常出错。

3，关于媒体股票

由于竞争、有线电视、录像机等出现，消费者有了更多的选择，媒体基本业务大幅恶化。与此同时，媒体股票价格飞涨。这个股价对我来说没有任何意义。

在郁金香泡沫狂热时期，单个郁金香球茎就能换成房产和生意。**如果你能以郁金香球茎价值的八折，买下一家拥有 12 个郁金香球茎的公司，这算不算便宜呢？**

我尽量不被当前的狂热所迷惑，但这很难避免。

买家人在最开心的时候最愚蠢。

4，关于伯克希尔几乎始终持有那些一般生意的考虑

如果你家总是有败家子，可能你最终会放弃生孩子，但也不能把他们赶出去。(如果收购得是一家平庸的企业，也会持有不把它卖掉。)

查理芒格建议说，从长远来看，这种收购(并持有)方法也许相当有益，因为这能让他们看到了一些他们可能看不到的待售企业。

巴菲特在去年的年报中写道：我们不会参与恶意收购。我们可以承诺保密，并在五分钟内迅速答复是否有兴趣....我们邀请潜在卖家通过联系过去与我们有业务往来的人士来了解我们。对于合适的生意和合适的人，我们可以提供一个好的归宿。

5，关于做空股票

从数学上来说很不划算，因为你可能很快就会破产(100%的盈利有限，但亏损无限)。如果你在郁金香球茎价格变得愚蠢很久之后开始做空，价格可能会继续上涨很长一段时间。这是一种艰难的谋生方式。我已经试过。

这与低价购买股票做多形成了鲜明对比。只要你购买时不负债，就可以在价格下跌时继续一篮子一篮子地加仓购买。

6，关于海外投资

如果你不能在价值 2 万亿美元的股票池子里赚到钱，你就不太可能在其他地方赚到钱。不管怎样，我们只了

解了 10-15%的美国公司。

海外投资有很多复杂的因素。

7, 为什么伯克希尔当初卖出了首府广播公司(Capital Cities)股票, 现在又要买回

摘自最新的年报: 当然, 你们中的一些人可能会问, 为什么我们现在以每股 172.50 美元的价格买入 CapCities 公司, 而你们的董事长却在 1978-80 年间以每股 43 美元的价格卖出了伯克希尔该公司的股份。请再给我一点时间回忆一下。在今年的年会上, 我压抑住了对出售 CapCities 的记忆。

CapCities 不是单纯的股票, 而是一种 10-20 年的合伙关系.....其近期的前景并不容乐观。美国广播公司 ABC 特许经营权的价值在过去 6-12 个月内有所下降。不过, 电视网络去年的营业额超过了 60 亿美元。

就像当初广播业务一样, 尽管电视已经进入市场竞争, 但它仍然相当有利可图。

有线电视的一个主要吸引力在于能够向观众收费, 而广播公司无法做到这一点。如果广播公司能够向观众收费, 我怀疑有很多人乐意付费, 广播公司的利润也会高得多。

在全国所有上市公司中, CapCities 公司拥有最好的管理层。

8, 储贷业务

我不喜欢这样的生意。考虑到所涉及的风险, 这不是一个很好的业务。在一个所有债务都由政府担保的世界里, 信用最差的人和信用最好的人可以发行相同的票据。对于参与者来说, 别人做错事带来的压力太大了。很多人并没有为他们所承担的风险做好充分准备。比如地震保险公司在没有发生地震的年份一样。

收购 Bowery Savings Interest: 基本上是一个风险投资交易。

威斯科金融公司(WescoFinancial): Wesco 董事长查理芒格: 我们仍未找到一个满意的可接受的战略。我不认为 Wesco 会超越伯克希尔。

9, 伯克希尔股票的价格

目前每股约 2690 美元, 接近内在价值的上限(上下 15%左右)。但无论如何, 这都不是一个疯狂的价格。

10, 继任管理层

如果巴菲特发生众所周知的车祸事件, 伯克希尔的股东结构、巴菲特的持股, 以及公司政策将在很长很长一段时间内保持不变。

巴菲特：从短期来看，查理芒格将接管公司。

芒格：从长远来看，我们要找一个尽可能像年轻时的沃伦巴菲特那样的人。

巴菲特讲述了最近 Resorts 公司 CEO 去世后股价翻番的情况。他表示，如果他遭遇车祸，伯克希尔的股价也可能发生类似的情况。不过，如果股价上涨超过 25%或 50%，我会感到不安。查理芒格反驳道：你当然会！你会喜欢的！

11, 关于套利

已完成 Beatrice 套利交易(1986 年 4 月 KKR 以 62 亿美元收购 BeatriceFood)。目前没有套利活动。

目前没有未来套利交易的计划。这对全职套利者不利。

12, 经济预测

在证券和企业收购中发挥的作用很小。我们不订阅任何宏观经济预测资料。

如果有一个未来的变量，我希望我能知道答案，那就是未来的利率。

13, 保险承保

伯克希尔对更多的份额共享业务持开放态度，比如与消防员基金的合作关系。

然而，保险公司能够以极其优惠的条件发行新股。因此，保险公司的承保能力正在迅速提高。因此，未来保险市场的费率可能会趋于疲软。

目前保险公司承保新业务的市场表现非常出色。我还不想对 1988 年下注。

当保险公司口袋里有钱的时候，他们就会急于承保业务，容易承保的业务会很快消失。

巴菲特或芒格的关键人物保险：我们卖保险。但我们俩不买保险。

14, 关于投资

价值投资和成长投资是一回事。增长是价值的一部分，是等式的一部分，增量资本的回报是关键。

尽管如此，我仍然无法在当今市场上找到任何便宜货。

我们的核心资产(经营性业务)并没有让我们忙得不可开交。不过，它们让我们有事可做，让我们远离股市。

15: 核心投资

首府广播公司 CapitalCities、GEICO 保险和华盛顿邮报公司，是无限期持有的核心资产。

(伯克希尔可能会因为投资首府广播公司而被迫剥离其持有的部分或全部华盛顿邮报股份，伯克希尔在 1986

年以 172.50 美元的价格购买了 300 万股首府广播公司股票，协助首府广播公司收购 ABC 公司。这将使首府广播公司成为有史以来最大的一笔投资。)



早期股东大会，Joslyn 艺术博物馆

会议纪要来自 Daniel Pecaut

会议只用了短短几分钟的时间总结公司的经营状况，并在接下来的 2.5 小时里回答了股东的问题。巴菲特和芒格在会议上给出的答案中，我认为以下几点是最重要的。

1, 企业内在价值

企业内在价值的概念即巴菲特的核心方法。巴菲特将其定义为"要是懂行的人收购了公司，公司会变成什么样"。这一定义与本杰明·格雷厄姆的数字价值理论有所不同，巴菲特给予管理人才、特许权价值等无形资产一定的价值。巴菲特在识别和评估无形资产方面的天赋让他从众人中脱颖而出。

2, 通货膨胀

巴菲特认为通货膨胀是政治现象而非经济现象。一旦政治家不节制，他们便会印出大把的钱来。国家在接下来的两年甚至更长的时间里可能出不了什么岔子，但巴菲特却预见到了"严重的通货膨胀"与"前所未有的高税率"。巴

菲特为人谦虚保守，千万别无视他说的大实话。如果巴菲特是正确的，那么长期债券和其他易受通货膨胀影响的投资就应该避免。

3，经济预测

巴菲特认同格雷厄姆的投资原则，他坦言自己完全不会把时间浪费在经济预测上，他的投资决策靠的仅仅是企业的内在价值。

有趣的是，即便知道通货膨胀即将爆发，巴菲特也无意改变他的投资策略(这个策略他坚持了 30 年之久)。他顶多挑选些能适应通货膨胀的公司来投资而已。

4，首府/ABC 广播公司

"首府广播公司的管理可谓我国公众公司管理的典范"。巴菲特这样描述自己去年最大的收购项目。

伯克希尔买进 300 万股(每股 172.5 美元)，为两大媒体巨头组建的新公司出资 5.175 亿美元。

首府/ABC 广播公司当前每股股票的定价为 240 美元。

5，股市

当"旅鼠"忙着向前奔跑时，巴菲特却意识到，把钱投进股市要比去收购整家公司上靠谱得多，但这种情况并不多见。现如今，"我们对有价证券丝毫不感兴趣"。

巴菲特和芒格正一点点从股市抽身，可他们最钟爱的媒体、消费品、保险等行业的股票价格却在牛市大幅增长。

你也许会问："连巴菲特都不炒股了，我们难道不该收手吗？"这个问题很难回答。学习巴菲特固然重要，但照葫芦画瓢却万万行不通。

拿抛空来说，就算巴菲特认为不会进入下降通道，也改变不了股票迟早进入下降通道的事实。他的投资决策仅仰仗于企业内在价值与其当前市场价格的相符度。

伯克希尔当前的资产总额达到 31 亿美元，然而巴菲特真正看好的大公司并不多，所以别指望自己能从蓝筹股里捡便宜。好在我们的选择余地不少，还有几千家不错的小公司可供挑选

芒格：哈佛中学演讲 1986

1986 年 6 月 13 日

1986 年，查理在洛杉矶的哈佛中学毕业典礼上发表了“我这辈子唯一的演讲”，虽然他声称全世界的学生可能都希望他放弃。当时恰逢芒格家五个儿子中最小的菲利普·芒格从这所中学毕业。尽管查理谦虚地称自己“缺乏在重要场合公开发表演讲的经验”，在这次简短的演说中，他展示了过人的修辞才华。我们也得以品味查理的价值体系好智慧。大多数毕业演讲者会选择描述如何获得幸福的生活。查理使用他在演讲中推荐的逆向思维的原则，令人信服地从反面阐述了一名毕业生如何才能过上痛苦的生活。对于那些宁愿继续在生活中保持无知和郁闷的读者，建议你们千万不要阅读这篇演讲稿。

既然贝里斯福德校长在最老、服务年限最长的董事中挑选出一人来作毕业典礼演讲，那么演讲者有必要向大家交待两个问题：1.为什么作出这种选择？2.演讲有多长？

凭着我与贝里斯福德多年交往的经验，我先回答第一个问题。就像有人很自豪地向人们展示自己的马可以数到七，他正是以这种方式为我们学校寻求更高的声誉。马主人知道能数到七并非什么数学壮举，但是他期待得到首肯，因为马能够如此表现是值得炫耀一番的。

第二个问题，关于演讲有多长，我并不想预先透露答案。我怕说了之后，你们仰起的脸庞将不再充满好奇和满怀期待的神色，而你们现在的表情，正好是我喜欢看到的。但我会告诉你们，我是怎样在考虑讲多久的过程中想到这次演讲的主题的。接到邀请的时候，我有点飘飘然。虽然缺乏在重要的场合公开发表演讲的经验，但我的胆量倒是练得炉火纯青；我立刻想到要效仿德摩斯梯尼和西塞罗，而且还期待得到西塞罗所给予的赞誉。当问到最喜欢德摩斯梯尼的哪一次演讲时，西塞罗回答：“最长的那次。”

不过，在座的各位很幸运，因为我也考虑到塞缪尔·约翰逊的那句著名评语，当问及弥尔顿的《失乐园》时，他说得很对：“没有谁希望它更长。”这促使我思考，我听过的 20 次哈佛中学的毕业演讲中，哪次曾让我希望它再长些呢？这样的演讲只有约翰尼·卡森的那一次，他详述了保证痛苦人生的卡森药方。所以呢，我决定重复卡森的演讲，但以更大的规模，并加上我自己的药方。毕竟，我比卡森演讲时岁数更大，同一个年轻的有魅力的幽默家相比，我失败的次数更多，痛苦更多，痛苦的方式也更多。我显然很有资格进一步发挥卡森的主题。

那时卡森说他无法告诉毕业的同学如何才能得到幸福，但能够根据个人经验，告诉他们如何保证自己过上痛苦的生活。卡森给的确保痛苦生活的处方包括：

- 1、为了改变心情或者感觉而使用成瘾化学物质麻痹自己
- 2、妒忌，
- 3、怨恨。

我现在还能想起来当时卡森用言之凿凿的口气说，他一次又一次地尝试了这些东西，结果每次都变得很痛苦。要理解卡森为痛苦生活所开处方的第一味药物(使用化学物质)比较容易。我想补充几句。我年轻时最好的朋友有四个，他们非常聪明、正直和幽默，自身条件和家庭背景都很出色。其中两个早已去世，酒精是让他们早逝的一个因素；第三个人现在还醉生梦死地活着——假如那也算活着的话。

那时卡森说他无法告诉毕业的同学如何才能得到幸福，但能够根据个人经验，告诉他们如何保证自己过上痛苦的生活。虽然上瘾性因人而异，我们任何人都有可能通过一个开始时难以察觉直到堕落之力强大到无法冲破的细微过程而染上恶瘾。不过呢，我活了 60 年，倒是没有见过有谁的生活因为害怕和避开这条诱惑性的毁灭之路而变得更加糟糕。

妒忌，和令人上瘾的化学物质一样，自然也能获得导致痛苦生活的大奖。早在遭到摩西戒律的谴责之前，它就已造成了许多大灾难。如果你们希望保持妒忌对痛苦生活的影响，我建议你们千万别去阅读塞缪尔·约翰逊的任何传记，因为这位虔诚基督徒的生活以令人向往的方式展示了超越妒忌的可能性和好处。

就像卡森感受到的那样，怨恨对我来说也很灵验。如果你们渴望过上痛苦的生活，我找不到比它更灵的药方可以推荐给你们了。约翰逊说得好，他说生活本已艰辛得难以下咽，何必再将它塞进怨恨的苦涩果皮里呢。

对于你们之中那些想得到痛苦生活的人，我还要建议你们别去实践狄斯雷利的权宜之计，它是专为那些无法彻底戒掉怨恨老习惯的人所设计的。在成为伟大的英国首相的过程中，狄斯雷利学会了不让复仇成为行动的动机，但他也保留了某种发泄怨恨的办法，就是将那些敌人的名字写下来，放到抽屉里。然后时不时会翻看这些名字，自得其乐地记录下世界是怎样无须他插手就使他的敌人垮掉的。

好啦，卡森开的处方就说到这里。接下来是芒格另开的四味药。

第一，要**反复无常**，不要虔诚地做你正在做的事。只要养成这个习惯，你们就能够绰绰有余地抵消你们所有优点共同产生的效应，不管那种效应有多么巨大。如果你们喜欢不受信任并被排除在对人类贡献最杰出的人群之外，那么这味药物最适合你们。养成这个习惯，你们将会永远扮演寓言里那只兔子的角色，只不过跑得比你们快的不再只是一只优秀的乌龟，而是一群又一群平庸的乌龟，甚至有些拄拐杖的平庸乌龟。

我必须警告你们，如果不服用我开出的第一味药，即使你们最初的条件并不好，你们也可能会难以过上痛苦的日子。我有个大学的室友，他以前患有严重的阅读障碍症，现在也是。但他算得上我认识的人中最可靠的。他

的生活到目前为止很美满，拥有出色的太太和子女，掌管着某个数十亿美元的企业。如果你们想要避免这种传统的、主流文化的、富有成就的生活，却又坚持不懈地做到为人可靠，那么就算有其他再多的缺点，你们这个愿望恐怕也会落空。

说到"到目前为止很美满"这样一种生活，我忍不住想在这里引用克洛伊的话来再次强调人类生存状况那种"到目前为止"的那一面。克洛伊曾经是世界上最富裕的国王，后来沦为敌人的阶下囚，就在被活活烧死之前，他说："哎呀，我现在才想起历史学家梭伦说过的那句话，'在生命没有结束之前，没有人的一生能够被称为是幸福的。'"

我为痛苦生活开出的第二味药是，尽可能从你们自身的经验获得知识，尽量别从其他人成功或失败的经验中广泛地吸取教训，不管他们是古人还是今人。这味药肯定能保证你们过上痛苦的生活，取得二流的成就。

只要看看身边发生的事情，你们就能明白拒不借鉴别人的教训所造成的后果。人类常见的灾难全都毫无创意——酒后驾车导致的身亡，鲁莽驾驶引起的残疾，无药可治的性病，加入毁灭性的邪教的那些聪明的大学生被洗脑后变成的行尸走肉，由于重蹈前人显而易见的覆辙而导致的生意失败，还有各种形式的集体疯狂等等。你们若要寻找那条通往因为不小心、没有创意的错误而引起真正的人生麻烦的道路，我建议你们牢牢记住这句现代谚语："人生就像悬挂式滑翔，起步没有成功就完蛋啦。"

避免广泛吸取知识的另一种做法是，别去钻研那些前辈的最好成果。这味药的功效在于让你们得到尽可能少的教育。

如果我再讲一个简短的历史故事，或许你们可以看得更清楚，从而更有效地过上与幸福无缘的生活。从前有个人，他勤奋地掌握了前人最优秀的成果，尽管开始研究分析几何的时候他的基础并不好，学得非常吃力。最终，他本人取得的成就引起了众人的瞩目，他是这样评价他自己的成果的："如果说我比其他人看得更远，那是因为我站在巨人的肩膀上。"这人的骨灰如今埋在西敏斯特大教堂里，他的墓碑上有句异乎寻常的墓志铭："这里安葬着永垂不朽的艾萨克·牛顿爵士。"

我为你们的痛苦生活开出的第三味药是，当你们在人生的战场上遭遇第一、第二或者第三次严重的失败时，就请意志消沉，从此一蹶不振吧。因为即使是最幸运、最聪明的人，也会遇到许许多多的失败，这味药必定能保证你们永远地陷身在痛苦的泥沼里。请你们千万要忽略爱比克泰德亲自撰写的、恰如其分的墓志铭中蕴含的教

训："此处埋着爱比克泰德，一个奴隶，身体残疾，极其穷困，蒙受诸神的恩宠。"

为了让你们过上头脑混乱、痛苦不堪的日子，我所开的最后一味药是，请忽略小时候人们告诉我的那个乡下人故事。曾经有个乡下人说："要是知道我会死在哪里就好啦，那我将永远不去那个地方。"大多数人和你们一样，嘲笑这个乡下人的无知，忽略他那朴素的智慧。如果我的经验有什么借鉴意义的话，那些热爱痛苦生活的人应该不惜任何代价避免应用这个乡下人的方法。若想获得失败，你们应该将这种乡下人的方法，也就是卡森在演讲中所用的方法，贬低得愚蠢之极、毫无用处。

卡森采用的研究方法是把问题反过来想。就是说要解出 X ，得先研究如何才能得到非 X 。伟大的代数学家雅各比用的也是卡森这种办法，众所周知，他经常重复一句话："反过来想，总是反过来想。"雅各比知道事物的本质是这样的，许多难题只有在逆向思考的时候才能得到最好的解决。例如，当年几乎所有人都在试图修正麦克斯韦的电磁定律，以便它能够符合牛顿的三大运动定律，然而爱因斯坦却转了个 180 度大弯，修正了牛顿的定律，让其符合麦克斯韦的定律，结果他发现了相对论。

作为一个公认的传记爱好者，我认为假如查尔斯·罗伯特·达尔文是哈佛学校 1986 届毕业班的学生，他的成绩大概只能排到中等。然而现在他是科学史上的大名人。如果你们希望将来碌碌无为，那么千万不能以达尔文为榜样。

达尔文能够取得这样的成就，主要是因为他的工作方式；这种方式有悖于所有我列出的痛苦法则，而且还特别**强调逆向思考**：他总是致力于寻求证据来否定他已有的理论，无论他对这种理论有多么珍惜，无论这种理论是多么得之不易。与之相反，大多数人早年取得成就，然后就越来越拒绝新的、证伪性的信息，目的是让他们最初的结论能够保持完整。他们变成了菲利普·威利所评论的那类人："他们固步自封，满足于已有的知识，永远不会去了解新的事物。"

达尔文的生平展示了乌龟如何可以在**极端客观的态度**的帮助下跑到兔子前面去。这种态度能够帮助客观的人最后变成"蒙眼拼驴尾"游戏中惟一那个没有被遮住眼睛的玩家。

如果你们认为客观态度无足轻重，那么你们不但忽略了来自达尔文的训诲，也忽略了来自爱因斯坦的教导。爱因斯坦说他那些成功的理论来自"**好奇、专注、毅力和自省**"。他所说的自省，就是不停地试验与推翻他自己深爱的想法。

最后，尽可能地减少客观性，这样会帮助你减少获得世俗好处所需作出的让步以及所要承受的负担，因为客观态度并不只对伟大的物理学家和生物学家有效。它也能够帮助伯米吉地区的管道维修工更好地工作。因此，如果你们认为忠实于自己就是永远不改变你们年轻时的所有观念，那么你们不仅将会稳步地踏上通往极端无知的道路，而且还将走向事业中不愉快的经历给你带来的所有痛苦。

这次类似于说反话的演讲应该以类似于说反话的祝福来结束。这句祝语的灵感来自伊莱休·鲁特引用过的那首讲小狗去多佛的儿歌："一步一步，(才能到多佛)。"我祝福 1986 届毕业班的同学：在座各位，愿你们在漫长的人生中日日以避免失败为目标而成长。

《穷查理宝典》

最资深的经理人桑迪威尔

1986 年 5 月 12 日 《财富》杂志 Carol J. Loomis

他曾大胆尝试成为美国银行(BankAmerica)的 CEO，但他失败了，因此这位美国运通的前总裁正在寻找另一家公司来经营。他可能会选择一些小公司。他最想要的可能是有麻烦的大公司。

最近，一位打电话来预约的人得到了一个俏皮的回答。"请说出您的时间。" Sanford I. Weill 说，"我有空"。他确实很闲，不过并不是因为他没有努力去找工作。今年 1 月，在辞去美国运通总裁兼二把手的职务 6 个月后，桑迪威尔开始接手一家摇摇欲坠的巨头，美国银行(BankAmerica)，该公司刚刚报告 1985 年亏损 3.37 亿美元，并取消了股息。Weill 向现任 CEO-Samuel H. Armacost 提出了申请，希望获得 10 亿美元的股权资本。华尔街一家公司的负责人说："这就是厚颜无耻的定义"。威尔却不以为然，他认为自己得到了几位对美银不满的董事的幕后支持。但在 3 月初举行的董事会上，这种支持并没有得到巩固。Weill 收到了一封来自 Armacost 的拒绝信，信中说："银行可以自己筹集资金，谢谢"。还有一封来自美国银行董事兼时代镜报公司高管 Franklin D. Murphy 的拒绝信，信中冷冰冰地说："外部董事一致同意，他们没有兴趣考虑将你作为 CEO 的候选人"。

就这样，53 岁的 Weill 回到了平淡的生活中，他可能是美国最有权势的失业高管。他有成功的记录，相对年轻，但却没有得到中央选秀的召唤。他的办公室由美国运通支付费用，他是美国运通的顾问，办公室与希尔森雷曼兄弟公司(Shearson Lehman Brothers)的零售办公室隔着一个电梯间相望。通过收购一个接一个的竞争对手，希尔森雷曼兄弟从一只小鱼变成了一头巨鲸。Weill 有一个年轻的助理和一个秘书，仅此而已。三个人在一个安静的环境里，Weill 经常一动不动地坐在那里，凝视着显示证券价格快速变化的视频屏幕，陷入沉思。在经济上，他可以永远坐在那里，管理他通过建立希尔森公司并将其出售给美国运通而积累的数百万财富。然而，从心理上讲，这样的环境并不适合他，可能会让他感到痛苦。他喜欢行动，喜欢与人打交道，而且作为一个普通人，他可能并不介意高管明星所拥有的权力和福利。曾帮助 Weill 追求美国银行的旧金山投资银行家 Warren Hellman 说："Sandy 心目中的天堂是领导一个拥有 10 万人的组织，他想亲自认识所有这些人"。

Weill 的妻子琼在三十年前嫁给了 Weill，当时 Weill 还是一个刚从康奈尔大学毕业的布鲁克林孩子，她证实 Weill 并不是一个天生的热心肠："Weill 一直在工作，而且热爱工作。他已经准备好回去了"。现在的问题是何处去，以及如何到达那里，让我们记住美国银行。金融服务显然是 Weill 的选择。在他的视频屏幕上，固定的菜单式排列着该行业主要参与者的价格：银行、储贷公司、保险公司和保险经纪人。此外，还有华尔街的经纪公司，其中两家，美林证券和 E.F.Hutton，一直被传为 Weill 的目标。他说，这是不正确的。他解释说，再次攀登华尔

街的阶梯并不是"当务之急"。他也不太看重普通的扭亏为盈或任何只为赚钱的"打工人练习"。 "那不会有趣，我也没必要那样做"， Weill 说。他的妻子和一些朋友认为，他可以安顿下来，做一些他们形容为"非常小"的事情，比如创办一家金融服务公司。

但从美国银行事件中可以看出，他真正的野心肯定与此相反：做大事，最好是惹上大麻烦那种。在美国运通任职的最后一年半里，他直接遇到了麻烦。当时，他作为总裁的职责突然扩大到了公司的保险业务：消防员基金 (Fireman's Fund) 的拯救工作。理赔成本急剧上升。该公司是大宗商品行业中的高成本生产商，这容易招致灾难。而且，这个行业正受到恶性周期性下滑的冲击。从所有报道来看，Weill 是一位果断、务实、立即行动的经理人。在总部位于旧金山郊外的消防员基金公司，Weill 做出了一个又一个快速决策：解雇高管、调动他们、裁员、重新定价产品、出售业务、开始修复资产负债表。他的二把手 William M. McCormick 也是从美国运通引进的人才，他对 Weill 快速决策的风格提出了抗议："Sandy，你做事不经过深思熟虑"。Weill 回答说："Bill 你太哲学化了"。工作几个月后，两人相约共进晚餐时得出的结论是，他们已经建立了相互尊重的关系。McCormick 说："你知道吗 Sandy，你并不坏"。Weill 经常自我解嘲，他的机智帮助他在改造消防员基金的过程中保持了和平。但是，他在华尔街出了名的暴脾气在加州也爆发了，他失去了几位经理人，因为他们认为他有一种傲慢无礼、我来救你的态度。最终接替 Weill 成为消防员基金公司董事长的 John J. Byrne 对 Weill 的唯一批评就是他在进行改革时缺乏技巧。Byrne 将这一批评称为"糟糕的 10%"，并谈到了另一部分批评："Sandy 制定了一个非常强有力的扭亏计划，并具有强烈的紧迫感，上帝知道这是必要的。他组建了一支出色的团队。他砍掉了各种与公司核心无关的活动。总的来说，我给他打了非常非常高的分数"。

由于 1985 年初发生的一些事件，Weill 没能继续享受管理上的成功。当时，消防员基金正处于保险周期的上升期，总体上看起来很健康，但有一个很大的例外：1984 年以前承保的保单的索赔成本继续影响着利润。包括董事长 James D. Robinson III 在内的一些美国运通高管已经厌倦了这项业务。Weill 却没有。但到了春天，随着财产险股票价格的上涨，美国运通开始认真考虑剥离消防员基金。Weill 对罗宾逊说，"好吧，如果我能筹到钱，你能把它卖给我吗？"罗宾逊的同意也是一个信号，预示着长期以来被商界视为在二把手上沮丧的 Weill，将以某种方式离开美国运通。实际上，Weill 进入了一个谈判、半敌对的角色，在这个位置上，他不可能轻易恢复原来的高管身份。最终，他提议对消防员基金的部分股权进行杠杆收购，美国运通保留部分股权，与投资人巴菲特经营的

伯克希尔一起，成为 Weill 的股东。但美国运通董事会最终决定将公司上市。这一决定，除其他外，避免了董事会与内部人 Weill 的交易。因为这种交易是股东起诉的常见目标。Weill 对此深感失望。但他当时和现在的朋友 Robinson 迅速提出了一个替代方案，建议 Weill 成为这家即将上市的公司的 CEO，并通过购买美国运通将发行的消防员基金认股权证来获得重要份额。Weill 对此表示怀疑，但还是与 Robinson 就包括认股权证数量在内的条件进行了谈判。Weill 想要的认股权证数量超过了 Robinson 愿意提供的数量，因此 Weill 拒绝了这笔交易。后来由于 Weill 的离开，美国运通为 Byrne 提供了一份可能比任何高管都优厚的待遇，从而将他吸引到了消防员基金。通过认股权证(他为此向美国运通支付了 230 万美元)和期权，Byrne 获得了消防员基金 250 万股(占公司近 4% 的股份)的十年认购权证，平均价格为 26 美元，与去年 10 月的发行价大致相当。每当价格上涨 1 美元，Byrne 就能获得 250 万美元的税前账面收益和认股权证的账面成本。从 10 月到 4 月中旬，价格上涨了约 65%，达到每股 43 美元，Byrne 因此获得了约 4200 万美元的账面收益。Byrne 慷慨地说："在某种程度上，我觉得我是真正属于 Sandy 角色的插足者"。但是，NO，他并没有站在同样的位置上：从各方面来看，Weill 拒绝的交易都比 Byrne 的要好得多。

去年 8 月 Weill 离开美国运通时，他意识到自己"已经筋疲力尽"，决心暂时停止工作。他说，这样做的一个好处是改善了与两个孩子的关系：29 岁的 Marc 和 26 岁的 Jessica 都是希尔森的员工。Sandy 说："我不工作了，而他们做得很好，他们可以看到我有点脆弱，这让我们的关系变得更加友好"。他与妻子 Joan 的关系一直很好。她是一个非常可靠的传声筒。她说："他谈论发生的事情，我会倾听，我真的很喜欢这样"。一位华尔街的朋友曾对 Weill 说："如果我和我的妻子谈话次数像你和你的妻子一样多，我现在还是会结婚的"。Weill 夫妇把生意和社交生活结合在一起，他征求她对人的看法。他的一些商业伙伴也向她寻求建议。不止一个人问过 Weill："我可以和你和你的妻子共进晚餐吗，这样我们就可以谈谈了"。他们的生活非常富裕，在曼哈顿拥有一套顶层公寓，在康涅狄格州拥有一栋优雅的别墅。尽管如此，Weill 还是以节俭著称，直到他去年向卡内基音乐厅捐出 250 万美元，这让他的朋友们大吃一惊。一位多年的朋友将这一消息列为他一生中十大震惊之一。Weill 本人也非常惊讶。在同意共同主持卡内基音乐厅的筹款活动时，他就知道自己会面临一大笔捐款，比如说分五年捐出 10 万美元。但后来筹款活动停滞不前。为了重新启动，他一下子拿出了 25 倍于此的资金，其中大部分是预付款。在那段华彩乐章之前，他对音乐的唯一贡献就是在军校打低音鼓。

去年夏天，卡内基音乐厅、打高尔夫球和其他课外活动让 Weill 心满意足地度过了夏天。但秋天人们都要回去工作，他就变着法子开始关注自己的工作前景。他想得最多的公司是美国银行。在消防员基金的日子让他对这家加州巨头有了特别的认识。和其他许多人一样，Weill 也非常欣赏这家银行的特许经营权："它是消费者营销领域最伟大的品牌之一。然而多年来，它却一直在不断地传出坏消息。Weill 在谈到他与美国银行董事会成员的交往时，只是含糊其辞。但我们可以从其他渠道了解到一些情况。从根本上说，Weill 似乎一直在一条轨道上前进，而与他并行前进的是几位不安分的董事。Weill 将这些董事视为潜在的支持者。他们中的一些人把他看作是一个工具，可以让董事会提出更换管理层的问题；另一些人则看好银行获得新资本的前景。但他们并没有对 Weill 或他的提议做出坚定的承诺。两位不安分的董事管理着美国银行的子公司：Charles R. Schwab 和 Richard P. Cooley，前者是以他名字命名的折扣经纪公司的负责人，后者是西雅图 Seafirst 公司的负责人。董事会其他不满的成员似乎还包括世界银行前行长 Robert S. McNamara、联邦航空局前局长 Najeeb E. Halaby 和李维斯施特劳斯公司 (Levi Strauss) 名誉董事长 Walter A. Haas Jr.。Haas 和 Halaby 将于 4 月 29 日从董事会退休。他们即将离开是 Weill 决定搬家的原因之一。即使有他们在，Weill 也只能在 21 名董事中找到 5 名明显的同情者。但 Weill 认为他可以向股东们提出一个有建设性的建议：他认为银行资本紧张(资产负债表勉强达到监管要求)，而他的手上有 10 亿美元。这笔钱是希尔森承诺的，得到了 Robinson 的支持，而且附加的条件比一般的条件要多：前提是 Weill 成为美国银行的 CEO，并以非敌对的方式获得这份工作。希尔森公司在承诺书中还表示，Weill 计划将自己的 1000 万美元投入该企业，这让希尔森公司感到欣慰。在 2 月 3 日美国银行董事会召开前十天，Weill 告诉董事、"友好五人组"之一的 Charles Schwab 有关 10 亿美元的消息。Schwab 建议 Weill 直接向 Armacost 提出建议。Schwab 说，他当时并不知道这个提议要求 Weill 担任 CEO。Schwab 认为 Weill 可能会退而求其次。Weill 的确在 1 月 31 日试图见 Armacost。但 Armacost 当时已经知道了 Weill 的意图，他说自己很忙没空谈。于是，Weill 立即把希尔森的承诺函复印件交给了 Armacost，同时还发了一张便条，说资本提案是 Weill 希望讨论的事情之一。当时是周五，董事会会议将在周一举行。Weill 和他的同事们认为他们的提议会被列入议程，他们花了一个忙碌的周末，试图确保他们认为友好的董事们不会在讨论此事时突然患上扁桃体炎。那个周末的主角是 Robinson，他给几位董事打了电话，以示支持。这些电话是一个契机：Robinson 是实权派的中坚力量，也是 Armacost 的朋友，他向俱乐部的其他成员保证，Weill 这个粗鲁的家伙不会有什么问题。Robinson 回忆说："我基本上是说，他

是一个非常有权势、非常有力量、非常聪明和富有洞察力的人，只要你把他的兴趣、他的声誉和他的个人财富结合在一起，你就会拥有一股非常有趣和独特的建设性变革力量。周一，这一令人印象深刻的描述并没有产生同样令人印象深刻的结果。Weill 的提议被提上了议事日程，董事 McNamara 虽然没有支持 Weill，但建议成立一个董事会委员会来研究银行的资本需求。但一位董事说，McNamara 最多只得到了"轻轻的附议"，即沉默的赞同，也许是在扁桃体发炎时发出的。这项建议没有付诸表决，董事们也没有得到希尔森信件的副本带回家。此后不久，Armacost 写信给 Weill 说，公司对他的引资计划不感兴趣！所有这些事件，可以说是第一回合，都是在公众视线之外发生的。但在 2 月中旬，媒体发现了这一冲突。投资者也发现了，他们把美国银行的股票从每股 13 美元推高到了 17 美元。这可能意味着他们喜欢这样的前景：a)Weill 加入；b) Armacost 退出；c)股票"有戏"；或者 d)以上几种情况的组合。那时，Weill 和妻子已经去波多黎各度假了。与朋友们一起，Weill 白天去高尔夫球场，晚上去赌场。在骰子桌上，Weill 被同伴们刺激了："赌台管理员，你为什么让这个流浪汉，这个失业的无业游民在这张赌桌上闲逛？"这次旅行，Weill 赢了骰子。他说，"我通常都能赢，否则我就不玩了。但我是个可怜的失败者"。

回到纽约后，他又为美国银行做了一次尝试。他讨厌媒体让他看起来咄咄逼人，因为他喜欢把自己想象成一个试图帮助股东的和平主义者。他还说，他相信董事们的支持依然存在。因此，2 月 24 日，他又给 Armacost 发了一封信，说他已经为银行制定了一个计划，这个计划超出了他的资本建议。Weill 要求董事会举行听证会。但当董事们在 3 月 2 日星期天聚集在一起时，Weill 却不见了踪影，现场出现了一队投资银行家，他们是被美国银行叫来解决资本问题的。华尔街人士表示，如果需要，他们可以筹集 10 亿美元。但公司的主要顾问、所罗门兄弟公司的总裁 John Gutfreund 说，现在出售股票的价格低于账面价值，似乎与股东的利益背道而驰。周日的董事会会议虽然长达数小时，但并不正式。但会议还是讨论了一些棘手的问题，包括 Weill 是否有兴趣担任 CEO。董事们说，他们再次讨论了成立一个董事会小组委员会来研究他的建议。但是，一位董事说，"并没有得到广泛的支持"。公司执行委员会主席董事 Frank Murphy 是管理层的忠实拥护者。据报道，他在谈到任期将于 4 月 29 日结束，届时他也将退休时不止一次地说："在我的眼皮底下不会有任何变化"。这种情绪一直持续到周一，董事会正式召开会议。董事会批准了给 Weill 的两封拒绝信。Armacost 的信中包括一项紧急请求，要求 Weill 把他为银行制定的计划寄给他。Weill 没有被要求一同前往。Weill 向他道别，祝他好运，并自然而然地把他的计划留给了自己。据说

这个计划长达 150 页。Weill 是个对问题感兴趣的细节专家，他自己设计了大部分计划，同时还得到了希尔森和华尔街另一家公司摩根士丹利的帮助。董事们可能想偷看这份文件的一个原因是，它详细说明了如果 Weill 成为 CEO，保险公司将承诺为美国银行提供董事和高管责任保险。美国银行董事会去年失去了常规保险，因此肯定需要这种保护。目前，公司为董事会提供的是自保计划，但该计划可能不适用于某些类型的诉讼。

美国银行对 Weill 来说是个死结吗？他和他的副手们都说是的，尽管他们的回答中充满了犹豫，让人觉得他们可以想象一些遥不可及的情景，让他们重新燃起希望。他们补充说，这始终是一个遥远的目标，也许最多只有四分之一的机会。至少一些局外人认为这更像是百万分之一。这两种可能性通常都不适合 Weill，因为他一向以厌恶风险著称。但 Weill 说，他认为值得冒这个险，部分原因是他认为失败并没有伤害到他。一些商人却不这么认为，他们认为 Weill 的冒失令人无法接受。无论 Weill 的下一步行动是什么，他都一定会记得，这一次的“前门”行动失败了。他所需要的是董事们从旁为他出谋划策。无论如何，他还是一往无前，他证实了一位朋友的评价：“他的思维系统不受传统的束缚”。这种思维方式让 Weill 在商业道路上越走越远。但这并不能为他带来这家银行。但也许会给他带来其他的收获。

Weill 关注的主要是金融服务公司，其中一些公司可能是他想经营的。此外，他还关注领头羊公司(例如 IBM)和他拥有(福特)或想购买(《财富》杂志出版商时代公司)的股票。最近一天的名单还包括 Weill 的老东家美国运通和消防员基金，以及他希望加入的公司美国银行。其他银行公司：Bankers Trust, Chase, Chemical, Citicorp, First Interstate, Marine Midland, J.P. Morgan。储贷公司：H.F.Ahmanson、CityFedFinancial。保险公司：Aetna、AIG、Cigna、Continental 保险、Travelers 保险。保险经纪人：Alexander&Alexander、FrankB.Hall、Marsh&McLennan。华尔街经纪人：E.F.Hutton、美林证券、PaineWebber、Phibro-Salomon。其他：Exxon、通用汽车、ITT、Schlumberger。

https://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1986/05/12/67536/index.htm

《The King of Capital:Sandy Weill and the Making of Citigroup》

《资本之王：花旗集团的缔造者桑迪·威尔》上海财经大学出版社，2011

巴菲特致股东的信 1986

1987 年 2 月 27 日, BRK: \$2470-2820

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

本公司 1986 年的账面价值增加了 4.925 亿美元, 或增长了 26.1%(标普 18.6%), 自现任管理层接手的 22 年以来, 每股账面价值由 19.46 美元增长到现在的 2073.06 美元, 年复合增长率为 23.3%。在计算每股账面价值时, 分子与分母都很重要, 过去 22 年公司账面价值虽然增加 106 倍, 但流通股却增加不到 1%。

在过去的年报中我多次提醒, 大多数公司的账面价值与其实的内在价值存在极大的差异, 内在价值对股东来说非常重要, 在我们自身案例中, 过去十多年来账面价值可以作为内在价值一个合理偏保守的指标。也就是说伯克希尔的内在价值略微超越其账面价值, 两者之间的比率非常稳定。好消息是, 在 1986 年我们内在价值的增长可能超过账面价值增长, 我说"可能"是因为内在价值的判断较为模糊, 就我们自己来说, 两个同样完全了解本公司的人给出的估值可能会相差 10%以上。

我们内在价值的增长要归功于旗下经理人的出色表现, 他们是: 家具业务的 Blumkins 家族, 保险业务的 Mike Goldberg, 制服业务的 Heldmans 家族, 糖果业务的 Chuck Huggins, 报纸业务的 Stan Lipsey 与制造业务的 Ralph Schey 等人, 除了保险业外, 这些企业在几乎没有新增资本投入的情况下, 稳定地提高了公司的现金产出能力, 这就是典型的经济价值商誉, 虽然在我们资产负债表或每股账面价值里找不出来, 但在 1986 年这一未被记录的收益却极为显著。

讲完了好消息, 接下来的坏消息是本人的表现与这些优秀的经理人不相匹配, 当他们在各自的岗位上奋力生产现金, 可是我却没能好好有效地利用。

查理·芒格跟我平时主要只有两项工作, 一个是吸引并留住优秀的经理人来管理我们的各项业务, 这项工作并不难, 通常在我们买下一家企业时, 其经理人便随同而来, 早在我们认识他们之前便已在各自领域展现出他们的经营才华, 我们主要贡献就是不妨碍到他们即可, 这点非常重要, 如果我的工作管理一支职业高尔夫球队, 若 Jack Nicklaus 或 Arnold Palmer 愿意替我效力, 他们根本不会问我如何挥杆。

其实我们一些经理人自己本身已经相当富有(当然我们希望所有的经理人都如此), 但这一点都不影响他们继续为公司效力, 他们之所以工作是因为乐在其中, 享受工作带来的成就感。他们皆站在老板的角度看事情, 这是我

们对这些经理人最高的恭维，而且你会为他们经营业务各方面成就所着迷。

这种职业病有一个原型：一位天主教的裁缝省吃俭用了好几年，好不容易凑够盘缠去梵蒂冈朝圣，当他回来后，教友们特地集会争相想要了解他对教宗的第一手描述，赶快告诉我们，教宗到底是个怎么样的人，只见这位裁缝师，淡淡地说：四十四腰，中等身材。

查理跟我都知道，好球员让任何球队经理人看起来都做的不错，就像是奥美广告创办人 David Ogilvy 曾说：如果我们都雇用比自己矮小的人，那么我们会变成一群侏儒，相反地，我们能找到一群比我们更高大的人，我们将成为巨头。

我们的这种企业文化使得我们可以很容易地去扩展伯克希尔的业务版图，我们看过许多管理著作，讲述一个主管只能管辖一定人数的人员，对我们来说这些管理学一点意义都没有。当你手下有一群正直又能干的人才，在帮你经营一项他们深具感情的事业时，你大可以同时管理一打以上这样的人，而且还行有余力打个盹，相反地，若他们存心要欺骗你或是能力不够或是没有热情时，只要一个就够你操心的了。只要找对人，查理与我同时管理比现在多一倍的经理人都没有问题。

我们将会继续维持这种与我们喜爱与敬佩的经理人合作的原则，这种原则不但可以确保经营的绩效极大化，也可以让我们能享受愉快的时光。仅仅为了赚点钱天天要与一些会令你反胃的人为共事，这感觉就像你本来就已经很有钱了，还为了钱跟不喜欢的人结婚一样，那绝对是疯了。

查理跟我的第二项工作是处理资金的分配，相比大多数公司来说这对伯克希尔尤其重要，其主要原因有三：一是我们现金生产能力超过平均水平，二是我们赚的钱都保留下来而不分红，三是最重要的，我们旗下的业务几乎不需要额外投入资金便能保持竞争力与增长。显然，一家每年能赚 23%且全数保留收益的公司，相比一家每年赚 10%且只保留半数收益的公司，前者资金配置的任务对未来的业绩影响更大。如果将来伯克希尔以及旗下主要被投资公司 GEICO 保险、首府/ABC 广播等公司的资本配置不佳，则伯克希尔经营情况恶化的程度将会非常地快，而每年只有 5%净值增长的公司其资金分配的工作对公司影响就要小的多。

在 1986 年伯克希尔资金分配的工作并不好干，我们确实是完成了一项并购案：收购了费区海默兄弟制服公司 (Fechheimer Brothers)，后面我们还会有详细的描述。这家公司极具竞争力，而且是由那种我们喜欢交往的人在经营，不过就是规模小了点，仅运用了伯克希尔不到 2%净值的资金。

在此同时，我们从市场直接买进股权这方面也没有太大的进展，相较几年前我们可以很容易地用大笔资金以合理的价格买进许多不错的股票，而现在市场上这种机会却极少。因此，1986 年我们主要的资本配置策略举措是**偿还债务并囤积资金**，虽然这比死掉还好一点，但却没有做到繁衍下一代的任务，如果查理跟我在往后的几年持续在资金配置交白卷，伯克希尔账面价值的增长将显著放缓。

我们会持续在市场上寻找符合我们标准的企业，幸运的是，每隔几年都能找到一家，但若想要对公司账面价值有明显助益，则收购规模必须够大，只是以目前的股票市场状况，我们实在很难为我们的保险公司找到合适的投资标的，当然市场终究会转变，总有一天会轮到我们上场，只是不清楚是什么时间。

即使在市场有利的条件下，我们的回报记录也肯定会因为规模扩大而下降，这一点再怎么说不为过，我们希望**平均股本回报率达到 15%**，并保持这一水准，尽管本报告后面部分描述了一些负面的税法变化。要实现我们的目标，净资产必须在未来十年增加 72 亿美元，我们将来需要找到一些又大又好的机会才能实现如此巨大的收益。查理和我不能保证实现，但我们向你保证，我们将把努力集中在我们的目标上。

报告收益来源

下表系伯克希尔报告收益的主要来源，今年的表与前几年有几点不太一样的地方，由于收购斯科特费泽(Scott Fetzer)、费区海默制服，我们增加 4 条业务线：斯科特费泽，费区海默、柯比吸尘器(Kirby)、世界百科全书(World Book)。斯科特费泽其他 14 项较小的业务线汇总在「斯科特费泽制造集团」栏中。SF 金融集团(SF Financial Group)是一家同时持有世界图书和柯比应收账款的信贷公司，被列入「其他」栏目。同时也由于伯克希尔整体规模扩大了许多，我们还取消了对几家小型企业的单独报告。在表中，商誉的摊销不计入特定业务，汇总为一个单独的项目，原因请参阅 1983 年的附录。斯科特费泽和费区海默的收购都产生了会计商誉，这是在 1986 年商誉的摊销费用增加的原因。

另外依 GAAP 会计原则要求收购 Scott Fetzer 采用购买法会计处理，在合并财务报表上所显示的数字是依照 GAAP 会计原则所编制，但就我们看来，这个数字对于经理人与投资人来说并不见得有意义，因此下表所显示的是购买法会计调整前的数字，事实上如果我们没有购买它们，这才是这家公司原本的收益状况，(详细解释请参阅附录，不过若嫌内容不具吸引力，可以不看，当然我也知道在所有六千名股东当中，有许多对于我个人在会计方面的观点感到兴奋，希望你们都能喜欢)，在后文业务数据和管理层讨论中，会找到更多数据，同时我也强力推荐

各位看看查理每年写给 Wesco 股东的年报，里头有该公司旗下业务的详细介绍。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以千美元计	1986 年	1985 年	1986 年	1985 年
保险集团：承保收益	-55,844	-44,230	-29,864	-23,569
保险集团：净投资收益	107,143	95,217	96,440	79,716
布法罗新闻	34,736	29,921	16,918	14,580
喜诗糖果	30,347	28,989	15,176	14,558
Scott Fetzer 多元制造	25,358		13,354	
世界图书	21,978		11,670	
Kirby 吸尘器	20,218		10,508	
内布拉斯家具	17,685	12,686	7,192	5,181
Wesco 金融-保险除外	5,542	16,018	5,550	9,684
费区海默制服	8,400		3,792	
商誉摊销	-2,555	-1,475	-2,555	-1,475
购买法会计-其他费用	-10,033		-11,031	
利息费用	-23,891	-14,415	-12,213	-7,288
股东指定捐赠	-3,997	-4,006	-2,158	-2,164
其他	20,770	6,744	8,685	3,725
经营收益	195,857	125,449	131,464	92,948
华盛顿邮报特别股息		14,877		13,851
通用食品特别股息		4,127		3,779
出售资产和已实现证券收益	216,242	468,903	150,897	325,237
所有实体-收益合计	412,099	613,356	282,361	435,815

如你所见在 1986 年经营收益显著提高，一些改善来自保险业务，后面将单独讨论，费区海默公司也将详细说明。我们的其他主要业务表现如下：

布法罗新闻(The Buffalo News)的经营业绩反映出 Stan Lipsey 出色的管理能力，连续三年，工时大幅下降，其他成本受到严格控制，尽管我们的广告增长率远低于同业，但经营收益仍然大幅增加。我们控制成本的努力并不代表我们在新闻品质上有所退让，我们的新闻量(新闻版面占整体版面的比例)持续维持在 50%以上，这一比例高于这个国家任何规模或更大的主流报纸，一般同业的水准约只有 40%。各位可不要小看这 10%的差距，同样 30 页的广告量，40%代表报纸每天提供约 20 页新闻，而我们 50%则是每天提供约 30 页的新闻，**一比一的新闻与广告量是我们坚持的原则**。我们认为，对新闻量的这种态度是我们能在全美前 50 家报纸中拥有最高日报渗透率的重要原因之一(订户数占当地家庭户数的比率)。

其中周日版的渗透率更令人印象深刻，十年前，布法罗唯一的周日版报纸 Courier-Express 已经为该地区服务

超过十年，发行量为 27.1 万份，渗透率约 63%，与全美其它大城市相当，这在当时已被视为是自然的上限，能准确地反映了当地居民对周日版的胃口。然而从 1977 年我们开始发行周日版，渗透率为 83%，发行量超过十年前信使快报(Courier-Express)10 万份，虽然这十年该地区人口数不增反减。在最近的历史中，没有一家发行周末版的城市经历过我们的渗透率增长。

虽然拥有超高的市场接受度，却也代表经营收益几乎肯定已达顶峰，1986 年底新闻纸价格大幅上涨，1987 年的广告费涨幅相比同业亦属温和，然而，即使利润率缩水，我们仍坚持新闻比率不降低。

今年已是我们买下布法罗报纸十个年头了，它带给我们的投资回报远远超过我们的预期，精神上的收获也是如此，我们对于布法罗报纸的敬仰从买下它开始与日俱增，及其经营者 Murray Light 的敬仰亦是如此。Murray 是一位编辑，是他让这份报纸拥有超高的社区认同度，Murray 和 Stan 在报纸面临财务困难与诉讼的黑暗时期所展现的努力至关重要，而且并未随着日后的繁荣有所减弱，查理与我在此对他们表示由衷的感谢。

内布拉斯加家具店的 Blumkins 家族持续创造商业史上的奇迹，竞争者来来去去(主要是去)，但 B 夫人跟她的家族却仍屹立不倒。1986 年净销售额增长 10.2%达到 1.32 亿美元，是十年前的三倍，即使在当年，该店便已独霸整个奥马哈地区，若再考量本地缓慢的人口增长率以及家具商品温和的通货膨胀率，这种成绩更是难能可贵，而惟一可以解释的理由就是，随着内布拉斯加家具店价廉物美、样式齐全的声名远播，其市场范围持续扩大，而为了应付日后的成长，该店已着手将仓库扩大三分之一。

93 岁高龄的 B 夫人技压群雄，展现超高的销售能力与耐力，超过我见过的任何经理人。一周工作七天，每天从开店到打烊，想要跟她竞争需要无比的勇气，大家可能很容易就忽略 B 夫人传奇，不过没关系 93 岁的她还未抵达巅峰，等到 2024 年伯克希尔股东会召开时，请大家拭目以待。

喜诗糖果近几年的销售趋势有所改善，总磅数增加约 2%，(若你是巧克力的爱好者，告诉你一个惊人的数字，我们一年的销售量是 1.2 万吨)。以磅计同店销售金额几乎没有变化，但过去六年单店销售磅数持续下滑，使得我们只有靠增加店面数量来增加或维持销售量的下滑，但 1986 年拜圣诞节销售火爆所赐销量没有下降。

通过大力控制成本和稳定的单店销量，尽管价格实现最低限度上涨，该公司仍然保持优异的利润率，我们要感谢长期经理人 Chuck Huggins 取得的这一重大成就。喜诗糖果是一种独一无二的个性化商品，甜美的糖果加上适中的价格，且该公司完全掌握销售渠道并由店员提供贴心的服务，Chuck 的成就反应在客户的满意度上，并进

而感染到整个公司，很少有大型零售企业能够保持这种以客户为导向的精神，我们非常感谢 Chuck 让这种精神在喜诗保持生机勃勃。展望未来喜诗的利润应该可以维持在现有状态，我们仍会持续温和地提高价格，以反映增加的成本。

世界图书公司是 1986 年加入我们的 Scott Fetzer 旗下 17 个业务部门中最大的一个。去年我很高兴地跟各位报告了 Scott Fetzer 的业务及其经理人拉尔夫·谢伊(Ralph Schey)，一年后我更加开心地向大家报告，Ralph 真是个优秀的经理人，圆满地达成目标，虽然要管理各式各样的产品，并面对不同的机会问题与挑战，Ralph 却使得他的工作更加精彩更多元化，而且更重要的是我们合作愉快，看来我们的好运持续不断。

世界图书公司的销售量连续四年皆成长，《儿童手工》套书也大幅成长，《世界百科全书》称霸于直销市场，不但编排精美，且平均每页不到五毛钱，可谓老少咸宜，有一数字相当有趣，那就是书中有高达四万多个困难字，入门部分由简单的生字组成，慢慢地加入难度更高的单字，如此使得年轻的读者能够循序渐进，最后轻易的便能运用大学程度以上的单字，推销百科全书是项神圣的天职，我们超过半数以上的销售人员是现职或是退休的老师，有些则是图书馆员，他们将自己视为教育工作者，而且做的有声有色，如果你家中还没有一套《世界百科全书》，那么我建议你赶快去买一套放在家里。

柯比吸尘器同样维持连续四年的成长，全球的销售数量共成长了 33%，虽然其产品价格要比同类型吸尘器贵许多，但它的性能却将其它品牌远远抛在后面，有许多产品经过了三、四十年还很耐用，想要最好的，就买柯比！许多靠直销销售其产品的公司，近年来纷纷倒闭，主要是由于上班族妇女越来越多所致，不过到目前为止，柯比吸尘器与世界图书公司的表现算是可圈可点。

以上企业再加上保险业务和费区海默构成了我们主要的业务部门，简单地描述并不意味着它们对我们不具重要性，所有的这些在过去的年报都已详细的报告过，由于我们的股东结构非常稳定(每年约有 98%的股东会选择继续持有本公司)，所以我们不必花太多时间重复赘述。当然若是这些企业的基本经济因素或竞争地位发生重大变化，我们一定会立即向您详细报告，总的来说，前面所提的公司都有非常强大的市场竞争力，非常高的资本回报率和最佳的管理层。

费区海默兄弟公司(The Fechheimer Brothers. Co.)

每年在伯克希尔的年度报告中，我都会重述我们想购买的业务，这则广告今年终于有了回报。去年的 1 月 15

日我收到一位辛辛那提的资深股东鲍勃·海德曼(Bob Heldman)的来信，他是费区海默公司的董事长，在此之前我并不知道 Bob 或费区海默公司。他在信中提到他经营的公司应该符合我们的条件，并提议大家碰个面，于是等到该公司 1985 年报出炉后我们相约在奥马哈。

他向我介绍了公司的历史，这是一家专门制造与销售面向警察，消防，邮局，学校等服务性行业的老牌制服公司，成立于 1842 年，Bob 的父亲 Warren Heldman 于 1941 年接手，跟着他的儿子 Bob 与 George(现任总裁)以及他们的儿子也加入该公司，在该家族的带领下，公司的业绩蒸蒸日上。1981 年该公司被一家专门从事杠杆收购(LBO)的投资集团买下，但现有管理层保留了股权。与所有杠杆收购一样，这家新公司一开始的债务/股权比率极高。所幸由于公司营运稳健，直到去年年初，债务已被大幅清偿，公司的价值大幅增加。基于某些原因，当初的风险投资集团想要把股权卖掉，这时仔细读过伯克希尔年报的 Bob 立刻就想到我们。

事实上费区海默正是我们想要买的公司类型：它的经济记录极好；管理层才华出众，高水准的管理能力，并且热爱他们的事业；海德曼家族希望与我们合作，并继续保持其股份。因此，我们很快地就决定以整个公司 5500 万美元的估值买下该其中 84%的股权(4600 万美元)。这与我们当初买下内布拉斯加家具商场的情况很类似，持有股权的大股东有其他资金上的需求；家族成员热爱经营企业并希望继续担任管理者和股东；家族的几代人都投身于这项事业，并尽可能地持续提供管理；管理层家族希望有一位买家，无论价格如何，都不会转售，并让企业在未来照旧运营。这两家公司真正是我们所想要投资的类型，而它们也确实适得其所。

说来你可能不敢相信，事实上查理和我甚至根本就从未去过费区海默位于辛辛那提的企业总部，(这种情况是双向的，经营喜诗糖果已 15 年之久的 Chuck Huggins，也从未来过奥马哈伯克希尔的企业总部)，所以说若伯克希尔的成功是建立在不断地视察工厂的话，现在我们可能早就要面临一大堆问题了，因此在从事并购公司时，我们试着去评估业务的经济特性，竞争优势与劣势，以及管理层的能力与水准。费区海默在这两个方面都很杰出，而 Bob 与 George 正值 60 多岁的壮年期(以我们的标准而言)，而且还有三位下一代 Gary、Roger 和 Fred 继承衣钵。

作为并购的最佳代表，该公司只有一个缺点，那就是它的规模不够大，我们希望下一次有机会能遇到各方面条件都与费区海默一样，但规模至少是好几倍大的公司，目前我们对于并购对象年度税后利润的基本门槛已由每年的 500 万美元，提高到 1000 万美元，

并购成功喜悦之余，我们还是要重复一下我们的广告，假若你有一家公司符合以下我们所列的条件，请尽快和我们联络：

- (1)、具有一定的规模，税后净利润至少达到 1000 万美元。
- (2)、表现出持续稳定的盈利能力，我们对美好前景或困境反转的公司没有兴趣。
- (3)、企业在很少或没有负债的情况下，取得了良好的股本回报率 ROE。
- (4)、公司具备强大的管理团队，我们不参与管理。
- (5)、简单的容易理解的商业模式，我们对复杂的高科技一无所知。
- (6)、合理的价格，在价格不确定前，我们不希望浪费双方太多时间。

我们不会进行敌意并购，并承诺完全保密并尽快答复我们是否感兴趣(通常不超过五分钟)，我们倾向采取现金交易，除非我们所换得的企业内在价值跟我们付出的一样多，否则绝不考虑发行股份。我们欢迎可能的卖方向那些过去与我们合作过的伙伴打听，对于那些好的公司与好的管理层，我们绝对可以提供一个好的归属。

当然我们也持续接到一些不符合我们条件的询问电话，包括新创企业、扭亏企业、拍卖案以及最常见的中介案(那些通常会说你们要是能过碰一下面，一定会感兴趣之类的)。在此重申我们对这类型案件一点兴趣都没有。

除了以上买下整家公司的并购案外，我们也会考虑买进一大部分不具控制权的股份，就像我们在首府广播公司这个投资案例一样，当然这需要我们对于该事业与管理层都感到认同时才有可能，而且是要够大笔的交易，我想最少也要在五千万美金以上，当然是越多越好。

保险业务

下表是我们固定提供的保险业统计数字，今年起多加了发生损失与 GNP 通胀指数两项，保费成长与损失比率与 1986 年差异，可用来解释为何整年度的承保表现能够大幅改善的原因。

年度变化	保费收入增长率	综合比率	损失赔付增长率	通货膨胀率
1981	3.8	106.0	6.5	9.7
1982	4.4	109.8	8.4	6.4
1983	4.6	112.0	6.8	3.9
1984	9.2	117.9	16.9	3.8
1985	22.1	116.5	16.1	3.3
1986 预计	22.6	108.5	15.5	2.6

综合比率代表保险总成本(发生损失加上费用)占保费收入的比例，若比率低于一百，表示承保有收益，反之则

会有损失，若将保险公司从保户那边收到的保费(又称浮存金)，运用在投资所赚取的收益列入考虑后(扣除股东权益部分)，比率在 107-112 间会是损益平衡点。

保险业务经营的逻辑，若用以下列简表来说明，其实一点都不复杂，当保费收入年增长率只能在 4%到 5%游移时，承保损失一定会增加，这不是因为意外、火灾、暴风等意外灾害发生更频繁，也不是因为通货膨胀的关系，主要的祸首在于社会与司法成本的膨胀，一方面是因为司法诉讼案件大幅增加，一方面是因为法官与陪审团倾向超越原先保单上所订的条款，扩大保险理赔的范围，若这两种情况在未来没有好转，则可以预见的是，**保费收入年增长必须达到 10%以上才有可能损益两平**，即使目前一般通货膨胀的水准维持在 2%到 4%之间也一样。

如表上所示，保险业保费收入增长的速度甚至高于理赔损失增加的速度，因此承保损失大幅下降，去年的年报我们就已预先报告可能会有这种情形发生，同时还判断这样的荣景只是短暂的，很不幸的再一次我们一语中的，今年保费增长的速度已大幅减缓，从第一季的 27.1%一路下滑到第四季 18.7%，而且我们预期还会进一步下滑，最后很有可能会落到 10%的损益两平点之下，但尽管如此，只要 1987 年没有发生什么重大的灾难，由于保费调整的递延性，承保结果还是能够改善，通常在保费调整的半年到一年后，效果会反应到公司的收益之上，但好景通常不易维持，过不了多久一切又会回到原点。

保险商品的定价行为与一般商品的定价模式几乎一模一样，唯有在供给短缺时价格才会上来，但偏偏这种光景维持不了多久，当获利旭日东升时，马上就有人会进来泼冷水，增加投入资金抢食大饼(老牌保险公司会向投资者大量投放新股，以增加资本。此外，新成立的保险公司，急于以新发行市场的有利价格出售股票)，结果，当然会埋下不少后遗症：供给增加，代表价格下跌，跟着获利剧减。

当保险业龙头在要求他们的同业在定价时要维持同行之谊，我们可以观察到一个有趣的现象，他们会问为什么我们不能从历史经验中学到教训，不管景气低潮或高峰，都能够合理的定价以维持适当的获利呢？他们当然希望保险费能够像华尔街日报一样，一开始定价就很高，同时又能够每年持续稳定的调涨价格。

但这种诉求得到的效果，就像内布拉斯加州种植玉米的农夫，要求全世界其它种植玉米的农夫一起遵守道德规范一样有限，事实上道德诉求的效果极其有限，重点是如何让玉米的产量变少，最近两年来保险同业从资本市场上所募集的资金，导致保险能力激增，就好象是新进耕种的玉米田一样，结果是更多更多的玉米产量，只会使市场价格进一步滑落。

我们自己本身的保险业务在 1986 年的表现还算不错，展望明年一样乐观，虽然市场的状况让我们获益不少，但真正要感谢的却是旗下经理人优异的能力与表现，我们的综合比率从 1985 年的 111 减少到 1986 年的 103，此外我们的保费增长亦是出色，虽然最后的数字现在还无从得知，但我确信我们是前 100 强保险公司中成长最快的，诚然有一部分的成长来自于我们与消防人员退休基金的巨额合约，但即使扣除这部分，我们仍能维持第一。

有趣的是在 1985 年我们是所有保险业者中成长最慢的一家，事实上我们是不增反减，而只要市场情况不佳时，我们仍会维持这样的做法，我们保费收入忽上忽下并不代表我们在这个市场来来去去，事实上我们是这个市场最稳定的参与者，随时作好准备，只要价格合理，我们愿意不计上限签下任何高额的保单，不像其它业者“今天还在，明天就不干了”。所以当其它同业因资金不足或慑于巨大的损失退出市场时，保户会大量涌向我们，且会发现我们早已作好准备，反之当所有业者抢进市场，大幅杀价甚至低于合理成本时，客户又会受到便宜的价格所吸引，离开我们投入竞争对手的怀抱。

我们对于价格的坚持，对客户来说一点困扰也没有，当他发现有更便宜的价格时，随时可以离去，同样地对我们的员工也不会造成困扰，我们不会因为景气循环一时的低潮就大幅裁员。我们奉行不裁员的政策，事实上这也是为了公司好，否则担心业务量减少而被裁员的员工，可能会想尽办法不顾一切地创造大量无效业务。

这在国民保险公司所从事的汽车保险与一般责任保险最可以看出，同业是如何一会儿贪生怕死，一会儿又勇往前进。在 1984 年的最后一季，该公司平均月保费收入是 500 万美元，大约维持在正常的水准，但到了 1986 年的第一季，却大幅攀升至 3500 万美元，之后又很快地减少到每月 2000 万元的水准。相信只要竞争者持续加入市场，并杀价竞争，该公司的业务量还会继续减少。讽刺的是，部分新成立的保险公司的经理人，正是几年前跟我们竞争并破产倒闭的保险公司那批原班人马。不可思议的是我们竟然还要通过政府强制的担保基金机制，来分摊他们部分的损失。现在我们发现他们用一个新名字承保了同样的业务，这简直是战争贩子。

这种我们称之为巨灾再保险的险种(Super-Catastrophe)在 1986 年大幅成长，且在未来也会扮演相当重要的角色，通常一次所收取的保费就可能超过 100-300 万美元，有的甚至还更高，当然这项业务会高度波动，不管是保费收入或是承保获利，但我们雄厚的财务实力与高度的承保意愿(只要价格合理)使我们在市场上相当有竞争力。另一方面，我们在结构清偿业务则因为现在的价格不理想而接近停摆。

1986 年损失准备的变动详附表，数字显示我们在 1985 年底所犯的估计错误，在今年已渐渐浮现，就像去年

我提醒各位的，我们所提的负债准备与事实有很大的出入，而造成连续三年一连串的错误，若照木偶奇遇记的标准，我的鼻子可能早已能够吸引众人的目光。

当保险公司主管事后补提适当的损失准备，他们通常会解释成损失准备"加强"，以冠上合理的说法，理直气壮地好象的是真要在已经健全的财务报表上再多加一层保障，事实上并非如此，这只是修正以前所犯错误的婉转说法而已(虽然可能是无心的)。在 1986 年我们特别花了一番功夫在这上面做调整，但只有时间能告诉我们先前所作的损失准备预测是否正确。

而尽管在预测损失与产品营销上我们遭遇极大的挑战，我们仍乐观地预期我们的业务量能够成长并获取不少利润，只是前进的步伐可能会不太规则，甚至有时还会出现令人不太愉快的结果发生，这是一个变化多端的行业，所以必须更加小心谨慎，我们时时谨记伍迪艾伦所讲的，一只羊大可以躺在狮子的旁边，但你千万不要妄想好好地睡一觉。

在保险业我们拥有的优势是我们的**心态与资本**，同时在人员素质上也渐入佳境，此外，利用收得保费产生的浮存金进行投资方面，更是我们竞争的长期优势。在这个产业也唯有多方条件配合，才有机会成功。

由伯克希尔持有 41%股权的 GEICO 保险公司，在 1986 年表现相当突出，就整个产业而言，个人险种的承保表现一般来说不如商业险种，但以个人险种为主要业务的 GEICO 保险其综合比率却降低到 96.9，同时保费收入亦增长了 16%，另外该公司也持续买回自家公司的股份，总计一年下来流通在外的股份减少了 5.5%，我们依投资比例所分得的保费收入已超过五亿美元，大约较三年前增加一倍。GEICO 保险的帐目是全世界保险公司中最好的，甚至比伯克希尔本身都还要好。

GEICO 保险之所以能够成功的重要因素，在于该公司从头到脚彻底地精简营运成本，使得它把其它所有车险公司远远抛在脑后，该公司去年的成本费用和损失调整费用占保费收入的比例只有 23.5%，许多大公司的比例甚至比 GEICO 保险还要多出 15%，即使是像好事达保险(Allstate)与州立农业保险(StateFarm)等车险直销业者成本也比 GEICO 保险高出许多。

若说 GEICO 保险是一座价值不菲且众所仰望的商业城堡，那么其与同业间的成本与费用差异就是它的护城河，没有人比 Bill，也就是 GEICO 保险的主席，更懂得如何去保护这座城堡，靠着持续降低成本开支，他不断地将这个护城河加大，使得这城堡更加稳固，过去两年间，GEICO 保险创造了 23.5%超低成本率，下降 0.6%。展

望未来，这项比率仍将持续下降，若能够同时再兼顾产品品质与客户服务的话，这家公司的前途将无可限量。

另外 GEICO 保险这一飞冲天的火箭，其第二阶段动力由负责投资部门的副主席路易·辛普森(Lou Simpson)提供，比起辛普森于 1979 年接掌该公司投资部门后的绩效，身为母公司伯克希尔投资主管的我，实在觉得有点汗颜，而也因为我们拥有这家公司大部分的股权，使我在向各位报告以下数字时，能够稍微心安理得一些。

年度	GEICO 投资业绩	S&P 500
1980	23.7	32.3
1981	5.4	-5.0
1982	45.8	21.4
1983	36.0	22.4
1984	21.8	6.2
1985	45.8	31.6
1986 预计	38.7	18.6

必须再次强调的是以上的数字不但是漂亮极了，更由于其稳定成长的态势，辛普森能够不断地找到价值被低估的股票加以投资，所以风险相对很低，也很少会产生损失，总而言之 GEICO 保险是一家由好的经理人经营的好公司，我们很荣幸能与他们一起共事。

有价证券

在去年我们的保险公司总计买近了七亿美元的免税政府公债，到期日分别在 8-12 年之间，或许你会觉得这样的投入表示我们对于债券情有独钟，不幸的是事实并非如此，债券充其量不过是个平庸的投资工具，它们不过是选择投资标的时看起来最不起眼**的投资替代品**，虽然现在看起来也是，我突然发现我与好莱坞演员 MaeWest 的喜好完全相反，她曾说："我只爱两种男人，本国人或是外国人"，现在的我对股票与债券皆不感兴趣。

在保险公司随着资金持续涌入，我们当然必须将有价证券列入投资组合，一般来说我们只有五种选择：(1)长期股票投资，(2)长期固定收益债券，(3)中期固定收益债券，(4)短期现金替代品，(5)短期套利交易。

在其中股票算是最有乐趣的，当状况好时，我是说找到**管理经营得当，良好经济特性但价值被低估的公司**，很有机会你会挥出大满贯的全垒打，不过很不幸的是，目前我们根本找不到类似这样的标的。这不代表我们要预测未来的股市，事实上我们从来就不知道股市接下来到底是会涨还是会跌。

不过我们确知的是，偶尔爆发的贪婪与恐惧这两种超级传染病将在投资界永远存在，只是发生的时点很难准确预测，而由此产生的市场波动，无论是程度还是持续时间，都将同样不可预测，因此，我们从不试图预测任何一种传染病的到来或离开。**我们的目标更为朴素：我们只是试图在别人贪婪时恐惧，而只在别人恐惧时贪婪。**

而当我在写这篇文章时，**整个华尔街几乎嗅不到一丝的恐惧，反而到处充满了欢乐的气氛**，没有理由不这样啊？有什么能够比在牛市中，股东因股票大涨赚取比公司本身获利更多的报酬而感到更高兴的事，只是我必须很不幸的说，股票的表现不可能永远超过公司本身的获利表现，反倒是股票频繁的交易成本与投资管理费用，将使得投资人所获得的报酬无可避免地远低于其所投资公司本身的获利，以**美国企业来说，平均投资回报率为 12%**，这表示其投资人平均所能获得的报酬将低于此数，牛市可以暂时模糊数学算术，但却无法推翻它。

第二种投资选择是长期债券，除非在特殊情况下，就像是我们在 1984 年年报曾提到的华盛顿公共电力系统所发行的公司债，(截至年底我们拥有该公司债券的未摊销成本为 2.1 亿美元，市价则为 3.1 亿美元)，否则债券这种投资标的实在很难引起我们的兴趣。

我们对于长期债券没有兴趣的原因在于**对于未来十几年通货膨胀可能再度肆虐的潜在恐惧**，长期而言，汇率的演变将取决于立法诸公的态度，这会威胁到汇率的稳定，进而影响到长期债券投资人的收益。

我们持续将资金运用在套利之上，然而不像其它套利客，每年从事几十个案子，我们只锁定在少数几个个案，我们限制自己只专注在几个已经公布消息的大案子，避开尚未明朗化的，虽然这样会让我们的获利空间减小，但相对的只要运气不要太差，我们预期落空的机率也会减少许多。

到年底为止，手上只有一个套利案子(Lear-Siegler)。**另外还有一笔 1.45 亿美元的应收款项**，这是联合利华用来收购旁氏公司(Chesebrough-Pond's)所欠我们的款项(1986 年 12 月联合利华出价 31 亿美元收购了美国旁氏化妆品公司)。**套利是除了政府债券以外，短期资金运用的替代品**，但风险与报酬相对都比较高，到目前为止，这些套利投资的报酬确实比政府债券要来的好的多，不过即便如此，一次惨痛的经历将使总成绩猪羊变色。

另外虽然有些不情愿，我们也将目光摆在中期的免税债券之上，买下这类债券我们将承担巨额损失的风险，若可能的话我们在**到期之前**就会把它们卖掉，当然这样的风险也提供我们相对的报酬，到目前为止未实现的获利还是比短期债券要来的好的多，不过这种高报酬在扣除可能承担损失的风险与额外的税负，其实报酬好不了多少，更何况还有可能估计错误，不过即便我们真的发生损失，其程度还是比我们不断在短期债券上打滚来的好。

大家必须有个体认那就是以目前的市场状况，我们在债券或股票的预期报酬都不会太高，目前我们可以做的，顶多是认赔处分一些债券，然后重新将资金投入未来可能好一点的股票投资上，债券会发生损失的原因在于利率高涨，当然这同样也会压缩股票的价格。

下表是我们截至 1986 年底金额超过 2500 万以上股票的投资组合，不包含 Wesco 金融与内布拉斯加家具店的少数股东权益。

	上年	股份数量	公司名称	成本	市值
不变	2,990,000	2,990,000	首府/ABC 广播公司	515,775	801,694
不变	6,850,000	6,850,000	GEICO 保险	45,713	674,725
不变	2,379,200	2,379,200	Handy&Harman 多元制造	27,318	46,989
不变	1,727,765	1,727,765	华盛顿邮报	9,731	269,531
新进		489,300	利尔公司(套利)	44,064	44,587
			总计	642,601	1,837,526
			所有其他控股公司	12,763	36,507
			全部权益	655,364	1,874,033

大家要特别注意的是我们会将三项投资列为永久的投资组合，分别是首府/ABC 广播、GEICO 保险与华盛顿邮报，即便这些股票目前的价格看起来有些高估，我们也不打算把它们卖掉，就像即使有人出再高的价格，我们也不打算卖喜诗糖果或布法罗报纸一样。

这种态度现今看起来有点老套过时，现在当红的基金经理人所谓的企业组合意味着，每当华尔街的偏好、经营条件或新的企业"概念"决定了企业的重组时，所有这些企业都是"重组"的候选者，(奇怪的是重组的定义范围却只限于抛弃让人不快的企业，但却不包含最初购买企业的经理人与负责人本身，憎恨罪恶却深爱犯罪者，这种理论在财富 500 强中和救世军一样受欢迎。

基金经理人更是肾上腺素分泌过多，他们交易时间的行为让不断念经的苦行僧看起来显得安静许多，事实上机构投资人这个名词已成为自相矛盾的修饰名词，可以跟超级大虾米、女士泥巴摔角手、廉价律师相媲美。

(Jumbo shrimp: jumbo 意为巨大，但 shrimp 却特指小虾，lady mudwrestler: lady 意为高雅洁净的女士，而 mudwrestler 指泥地摔跤手，inexpensive lawyer: 律师此时在美国属于高收入人群，收费廉价几乎不存在。三个词修饰语与主语都互相矛盾，充满不可能的感觉。)

尽管这种对于并购案的乐衷横扫整个美国金融界与企业界，但我们还是坚持这种"至死做自己"的策略，这是查理跟我唯一能够感到自在的方式，事实证明这种方式长期下来让我们有不错的获利，也让我们的经理人与被投资公司专注于本业之上而免于分心。

NHP, Inc

去年我们投资了 2300 万购买 NHP 公司 50%股权，这是一家公寓租赁发展与整合商，不过若所有主管股票认股权都行使的话，我们的权益大概会降到 45%左右。

该公司有段非凡的历史血统，1967 年美国约翰逊总统指定埃德加·凯撒(Edgar Kaiser)带领一个由民间与企业

领袖所组成特别小组，研究如何增加面向低收入和中等收入租户的多家庭公寓住宅供应。委员会的某些成员随后组建并推动了两个公司，以促进这一目标实现。两者现在都归 NHP 所有，其中一个按独特的基本规则运作：其三名董事必须由总统根据参议院的建议和同意任命，并且法律还要求向总统提交年度报告。

超过 260 个美国大企业，以非营利为出发点，集资 4200 万成立两个合伙公司，通过与房屋使用者合伙形式，由政府补助开发租赁公寓。典型的合伙公司是持有独立的房地产单位，附带一个抵押贷款，大部分的资金来源系由一群有租税减免需求的有限合伙人 LP 提供，NHP 担任普通合伙人 GP，并买下所有合伙事业一小部分的出资权。

后来政府房屋计划政策有所转向，所以 NHP 有必要转型，扩展其经营范围到主流市场，即以市场价格租金运营的非补助公寓。此外 NHP 的一个子公司也在华盛顿特区建造独户住宅，年营业收入 5000 万美元。NHP 目前管理 500 处合伙房产，遍布全美 40 个州、哥伦比亚特区与波多黎各，总计有 8 万套房产。这些房产的总值超过 25 亿美元，同时维护相当良好。NHP 直接管理其中 5.5 万套，其余通过监督方式进行管理，公司每年的管理费收入约 1600 万美元，而且还在持续成长中。

除了公司成立时所投资的部分合伙权益外，NHP 在产业处分后也可分得部分收益，虽然部分补助较多的产业无利可图，但有些的利润还不错，尤其当通货膨胀高涨时。

1986 年通过的《税收改革法案》取消有限合伙人这些以税收为目的的个人财产联合。NHP 目前正试图高质量、大规模地(通常为 200-500 套)在非补贴租赁物业中获得股权或重大剩余权益，在此类项目中，NHP 通常与一个或多个大型机构投资者或贷方合作。NHP 将继续寻求开发低收入和中等收入公寓住房的方法，但除非政府政策改变，否则不太可能取得成功。

除了我们以外，NHP 的大股东还有惠好公司(Weyerhaeuser)持有 25%的股权和由 NHP CEO 罗德·海勒(Rod Heller)领导的管理集团。还有大约 60 家大公司也继续持有少量股权，但没有一家大于 2%的。

税负

1986 年通过的《税收改革法案》对我们旗下许多业务产生了重要而不同的影响。尽管我们在该法案中发现了许多值得称赞的地方，但伯克希尔的净财务效应是负面的：在新法案下，我们的企业价值增长速度会适度放缓。对我们股东的净效应更为负面：假设每股账面价值每增加 1 美元，伯克希尔股票的市值也会增加 1 美元，那么我

们的股东将获得 72 美分的税后收益，而不是原来的 80 美分，主要是因为个人资本利得的上限税率由 20%调高到 28%的缘故。

兹将对伯克希尔所有影响列示如下：

企业一般收入的税率由 46%减少到 34%，这个变化对我们的影响颇为正面，同时包含我们三个主要的被投资业务中的两个：首府/ABC 广播与华盛顿邮报。

之所以这样说，是因为多年来在不同政党间一直存在的争论：到底是企业或是消费者在支付所得税？这种争论最后通常导致企业税负增加而不是减少，反对调涨税率的一派认为，不管税率有高，企业总是有办法将税负成本转嫁到消费者身上，导致产品价格调高，以弥补税负上的支出，反之调降税率并不会增加企业的获利，而是会使产品价格下跌。

另一派则认为企业不但要支付税负，同时还要吸收调涨的税负成本，所以对消费者来说一点影响都没有。

事实到底是怎样呢？当企业税率减少，伯克希尔、华盛顿邮报或首府广播公司，他们是将所有获利放到自己口袋，还是通过降价将利益转移给消费者？这对投资人、经理人或是政策制定者来说，都是一个很重要的问题。

最后我们自己得到的结论是，部分企业会将减税的利益全部或是大部交到企业与其股东的手上，另一部分的企业则是将利益完全或者大部分转移到消费者身上，决定的关键在于，企业本身的竞争优势(特许经营权)以及该竞争优势的获利能力是否受到政府管制。

举例来说，当特性经营权很强的企业如电力事业，其获利程度受到法规管制，税率调降将直接立即反应在电力价格而非电力公司获利数字之上，反之亦然，当税收增加时，价格会上涨，尽管上涨往往没有那么迅速。

在价格竞争激烈的产业中，会出现类似的结果。这类型的企业通常竞争优势薄弱，不得不通过自由竞争市场慢慢地将税后变化反应到产品价格之上，这种市场价格反应机制与前面所提的公用电力事业相类似，税负减少对价格的影响，远大于对获利的影响。

然而，拥有强大特许经营权且较不受政府管制的企业，情况就完全不同了。企业与其背后的股东将会是最大的受益者，这些公司从减税中受益，就像电力公司缺乏监管机构来强制压低价格一样。

许多我们全资拥有或部分拥有的业务都拥有这样的特许经营权。所有降税的好处最后都落到我们而非消费者的口袋里，虽然这样讲有点冒昧，却很难加以否认。若你一时无法接受这项事实，看看你所在地区最有能力的脑

外科医生或律师，难道你会认为这些专业人士(也算是个人专业中的当地"特许经营持有人")会因为个人所得税率从 50%减少到 28%，而调降其收费标准吗？

不过对于上述结论大家不要高兴的太早，因为预计在 1988 年实施的减税方案对我们一点来说有点不太切实实际，因为可以预期的是这些减税方案将会造成未来华府的财政困难，进而对物价稳定有严重影响，所以可预期的在未来五年之内，高税率或是高通胀率将会再现，且很有可能两者都会同时发生。

企业资本利得税率从 1987 年起将从原来的 28%调高到 34%，这种改变对于伯克希尔来说将有重大影响，因为我们预计，未来我们的业务价值增长中，很大一部分将来自于资本收益，就像过去一样。例如我们主要的三大投资：首府/ABC 广播、GEICO 保险与华盛顿邮报，年末总市值已高达 17 亿美元，约占伯克希尔账面价值的 75%，但每年反应在公司帐上的收益却只有 900 万美元，相反，这三家公司都保留了很高比例的收益，我们预计这最终将为我们带来资本收益。

新法案提高了所有未实现收益的资本利得税负，包含过去新法修正之前已存在的未实现收益，到年底为止，我们帐上有高达 12 亿未实现股票投资利得，新法律对我们资产负债表的影响将被推迟，因为 GAAP 规定，适用于未实现收益的递延税务责任应按去年的 28%税率而不是目前的 34%税率列报。预计这条 GAAP 规则很快就会改变。一旦这样改变，将会使得公司账面价值减少 7300 万美元，并被添加到递延税款账户上了。

保险业务收到的股利与利息收入的税负将比过去更重，首先企业从国内公司收到的股利税率将从 15%增加到 20%，第二是有关财产意外险业者剩下的 80%的股利，若股票是在 1986 年 8 月 7 日以后取得的，还要再加课 15%的所得税，第三也是与财产意外险业者相关，也就是在 1986 年 8 月 7 日以后取得的免税债券，将只有 85%的比例可以免税。

后面两项的变动非常重要，代表我们在以后年度，投资所得将会比旧法律来的少，我个人估计，这些变化最终将使我们的保险业务的盈利能力降低约 10%。

新税法也会大幅影响财产意外险公司支付税负的时点，新规定要求我们在报税时将所提列的损失准备折现，这一变化将减少扣除额并增加应税收入。另一项规则，将在六年内分阶段实施，要求我们将未赚取的保费准备金的 20%纳入应税收入。

虽然两者并不影响报表中应付所得税的数字，但却都会大幅加速我们支付税金的时点，意味着以前递延的税

收现在将会提前缴纳，这对我们的获利能力将有相当大的影响。这好比当你 21 岁成年时，便被要求要对你一生所能赚得的收入预先课税，则你的终生财富将会比原来你死时再课税要来的少的多。

细心的读者可能会发现一项与我们先前所说不一致的地方，刚刚提到在价格竞争激烈的产业，我们认为税负的增减，只会将变化移转到客户的身上，对公司的获利影响有限，不过以目前正处在激烈竞争的财产意外险业来说，税负的增加直接影响的却是公司的获利能力。

这个行业可能是一个例外，原因是，不是所有的主要保险公司将工作与相同的税收方程式。存在重大差异的原因有几个：新的替代性最低税收将对一些公司产生实质性影响，但对其他公司没有影响；某些大型保险公司有巨额亏损结转，这将在很大程度上保护它们的收入在至少几年内不受重大税收的影响；一些大型保险公司的业绩将纳入非保险业务公司的综合收益。这些不同的条件将导致财产意外险的边际税率差异很大。然而，在铝、汽车和百货公司等大多数其他价格竞争性行业，情况并非如此，在这些行业，主要参与者通常会面临类似的税收方式。税负成本基础不一，导致差异无法像在典型的价格竞争性行业那样完全转移到客户的身上，保险公司本身必须吸收大部分的税务负担。

另外部分负担可被 1987 年 1 月 1 日发生的“重新开始”调整所抵免，虽然当我们在 1986 年 12 月 31 日提列的损失准备，依照新税法规定，在 1987 年认列时将被打折，（当然在给各位的财务报告上的数字仍维持不变），不过“重新开始”的净效应是给我们一个双重扣抵：我们将在 1987 年和未来几年获得部分已发生但未支付的保险损失的税收减免，这些损失已在 1986 年及更早年份已完全扣除为成本。

这一变化产生的账面价值增加尚未反应在年度的资产负债表上，依照现行的 GAAP 原则，这项影响数将会陆续反应在未来的损益表的减税利益上，我们预期这项重新的调整将会使得公司账面价值增加 3000-4000 万美元，不过须特别注意的是，这种优惠只是一次性的，而其它不利的税负增加却是永久的。

公用事业原则在新税法实施后将被废除，意思是说在 1987 年以后，对于企业的清算将双重征税，一个是在企业层面，一个是在股东个人层面。在过去企业层面的税负可通过适当方法予以规避，举例来说，假设今天我们把伯克希尔清算，（当然这是不可能的事），在新制之下，公司股东从我们物业的销售中获得的收益，将比过去旧制时代少了很多，假设出售价格相同。虽然这只是假设，但事实上却影响到许多准备清算的公司，同样也会影响我们对投资标的的评估，如石油业、媒体业、或不动产业等等。虽然公司实际经营状况并没有多大改变，但其处分价

值却因税法的修订而有极大的变动。个人认为，一般投资人或基金经理人可能尚未完全了解其严重性。

我们报告的这一部分比我所希望的要长和复杂，但法律的变化是多方面的，也是重要的，特别是对财产意外保险公司而言。正如我所指出的，新法律将损害伯克希尔的业绩，但其负面影响无法以任何精确度量化。

其它事项

去年公司新添购了一架飞机，没错一架对很少到远处旅行的我们来说，算是相当昂贵且豪华的飞机，这架飞机不仅所费不贷，还要花许多钱在保养之上，一架 1500 万美元的新飞机，每年光是帐上的资金成本与折旧提列就要 300 万美金，比起先前那架 85 万美元二手飞机，每年只会产生 20 万美元的费用，确实有极大的差别。

虽然充分了解其中的差异，不幸的是你们的主席还是对于企业专用飞机发表了许多不当的言论，因此在购买之前，我不得已暂时变身成为伽利略，突然间得到一项反启示，原来旅行可以比过去来的容易多了，只是也变得比过去更贵了，到底伯克希尔会不会因为这架飞机而受益，目前尚无定论，但我个人一定会将部分企业的成功因素归诸于它(不管别人如何地怀疑)，我很害怕富兰克林打电话告诉我说：没错！人类身为一种有理性的动物实在是太方便了，只要他想要做的，随时可以找一个理由来解释它。

大约有 97% 的股东参加了去年的股东指定捐赠计划，通过这项计划去年我们总共捐出了 400 万美元给 1934 个不同的慈善团体机构，我们促请新加入的股东赶快看一看相关的计划，若你在未来年度也想要参加，务必确认将股份登记在自己而非信托公司的名下。

去年总计有 **450 位股东** 参加股东会，(前年约有 250 位，十年前则只有十几位)，我很期望各位在 5 月 19 日都能到奥马哈来参加今年的股东会，查理与我会很乐意为各位回答所有有关公司经营的问题，去年所有股东总共提了 65 个问题，其中有许多相当好的意见，去年股东会结束后，两位分别来自纽泽西与纽约的股东到内布拉斯加家具店花了 5 千元向 B 夫人各买了一套市价 1 万元的地毯，B 夫人相当高兴但却不甚满意，所以今年股东会，B 夫人将在店内等待各位，希望各位能够打败去年的记录，否则我可能会有麻烦，所以各位请帮帮忙，不要忘了顺道去看看她。

沃伦·巴菲特 董事长

附录： 购买法会计调整与现金流谬误

「所有者收益」vs「自由现金流」

首先是一个简短的测验：以下是两家公司 1986 年的简要损益表。哪个公司更有价值？

千美金	公司 O	公司 N
收入 Revenues	677,240	677,240
- 销售成本：	349,471	359,504
历史成本，不包括折旧	341,170	341,170
特殊非现金存货跌价成本		4,979(1)
厂房设备的折旧和减值	8,301	13,355(2)
毛利 Gross Profit	327,769	317,736
- 销售和管理费用 SG&A	260,286	260,881
- 商誉摊销		595(3)
经营收益 Operating Profit	67,483	56,855
+ 其他净收益	4,135	4,135
税前收益 Pre-Tax Income	71,618	60,990
- 适用所得税：	31,387	32,385
历史递延和当期税款	31,387	31,387
非现金跨期分配调整		998(4)
净利润 Net Income	40,231	28,605

正如你可能已经猜到的那样，公司 O 和公司 N 是同一家公司：Scott Fetzer。公司「O」代表旧公司，指的是假设我们在 1986 年没有购买该公司，按照 GAAP 会计准则编制的损益表，公司「N」代表新公司，指的是在 1986 年伯克希尔收购该公司后，按照 GAAP 会计准则编制的损益表。

应该强调的是，这两家公司描述了同一个经济现实，就是营收、薪资、税收等相同。并且两个公司贡献给股东的现金流也一样，唯一不同的就是适用的会计规则。那么，各位专家们，哪一份报表才是事实？管理者和投资者应该关注哪一份报表？

在处理这些问题之前，让我们先看看这两家之间到底有哪些差异。我们将试着在某些方面简化讨论，当然简化不会导致错误的分析或结论。新公司 N 和旧公司 O 之间的差异是因为我们购买 Scott Fetzer 支付的金额与其会计公布的账面价值不同。根据 GAAP 会计准则，这种差异(溢价或折价)必须计入「购买法差异调整」来说明。就本例而言，我们支付了 3.15 亿美元买下账面价值 1.724 亿美元的资产，中间产生 1.426 亿美元的溢价。

会计原则规定处理支付溢价的第一步是，**将流动资产的账面价值调整为现在价值**。在实务中，这一要求通常受影响的是存货等资产，可立即变现的应收账款则不受影响。由于存货计价方式采用后进先出法和其他复杂的会

计核算，Scott Fetzer 的 2290 万美元早期存货的帐列价值比市价折让 3730 万美元。因此，第一个会计举措就是将 1.426 亿美元溢价中的 3730 万美元用来调整存货的账面价值。

假设调整流动资产后还有溢价，下一步就是调整固定资产为现在价值。在我们的案例中，我们还需要一些会计技巧处理相关的递延所得税。由于这只是简单的讨论，我将跳过细节并直接给你结果：固定资产部分增加了 6800 万美元现值，又从递延所得税负债科目中扣除了 1300 万美元。合计进行了 8100 万美元的固定资产项目的调整后，还剩下 2430 万美元的溢价需要分配。

如果有必要，接下来通常需要采取两个步骤：一个是将商誉以外的无形资产调整为当前公允价值，一个是将负债重述为当前公允价值，通常影响长期债务和无准备金的养老金负债。然而，在 Scott Fetzer 的案例中，这些步骤都不需要。

在调整所有的资产和负债为公允市场价值后，我们需要进行的最后一项会计调整是将剩余溢价分配给商誉这个科目(专业解释为"取得成本超过所收购净资产公允价值的部分")。这笔剩余金额为 2430 万美元。因此，收购前的 Scott Fetzer 公司 O 的资产负债表，并购交易之后，转换为公司 N 的资产负债表。实际上，两个资产负债表都描述了同一家公司的资产和负债。但是，如你所见，某些科目差异巨大。

千美金	公司 O	公司 N
现金及现金等价物	3,593	3,593
应收账款净额	90,919	90,919
存货净额	77,489	114,764
其他	5,954	5,954
流动资产总额	177,955	215,230
固定资产净额	80,967	148,960
对未合并子公司以及合资企业的投资和垫资	93,589	93,589
其他资产，包括商誉	9,836	34,210
资产总额	362,347	491,989
应付票据和长期债务的当期部分	4,650	4,650
应付账款	39,003	39,003
应计负债	84,939	84,939
流动负债总额	128,592	128,592
长期债务和资本化租赁	34,669	34,669
递延所得税	17,052	4,075
其他递延项目	9,657	9,657
负债总额	189,970	176,993
股东权益	172,337	314,996

公司 N 利润数字比公司 O 低了很多，这是因为资产负债表中的某些资产必须减值或者定期折旧或摊销所致。帐列资产数额越高，每年折旧或摊销的费用就越高。资产负债表减计而流入损益表的费用在前面损益表中进行了编号注释：

(1)、497.9 万美元存货跌价损失，主要是由于 Scott Fetzer 在 1986 年期间减少存货所致，此类费用在未来几年将会变小或消失。

(2)、505.4 万美元由于固定资产减值产生的额外折旧，在接下来的 12 年的金额与此数相当。

(3)、59.5 万美元用于商誉的摊销，该费用还要持续 39 年。由于我们的购买是在 1986 年 1 月 6 日进行的，应占当年摊销的 98%，因此以后每年的金额会略高。

(4)、99.8 万美元递延所得税摊销，这部分的会计处理非常复杂，我无法简要解释(或者根本无法简要解释)，总之该费用还会持续支付 12 年以上。

有一点很重要，这些新增的总计 1160 万美元会计摊销成本是不能抵扣所得税的。所以新公司缴纳所得税与旧公司完全相同，尽管依照 GAAP 会计准则这两个公司的损益表差异很大，就净利润而言，未来也是如此。当然，万一 Scott Fetzer 出售其部分业务，两者的税负影响就会有不同。

到 1986 年底，通过扣除 1160 万美元的摊销成本后，新旧两家公司的净资产之间的差额已从 1.426 亿美元减少到 1.310 亿美元。随着时间的流逝，类似的摊销费用将导致大部分收购溢价消失，两个公司的资产负债表将趋于一致，然而土地或存货的向上重估必须等到这些资产出售后才会消失。

* * *

这一切对股东意味着什么？伯克希尔的股东是购买了一家在 1986 年盈利 4020 万美元的公司，还是买了一家年盈利 2860 万美元的公司？这 1160 万美元的新成本对我们来说是真正的经济成本吗？投资者是否应该付出更多的代价买旧公司呢？而且，如果一家企业的价值是某个固定的市盈率倍数，那么 Scott Fetzer 在我们购买它的前一天是否比第二天更值钱呢？

如果能想通这些问题，我们就能明白所谓的「所有者收益」(Owner Earnings)。它代表(a)报告收益，加上(b)折旧、损耗、摊销和某些其他非现金成本(例如新公司 N 的项目 1 存货跌价和项目 4 递延税摊销)，减去(c)企业为充分保持其长期竞争地位和单位产能(unit volume)，所必需的厂房和设备等资本支出的年均金额。(如果企业需要

额外的营运资本[working capital]来维持其单位产能和竞争地位，这部分增量也应包括在(c)中。但是，如果单位产能没有变化，存货计价采用后入先出法 LIFO 的企业通常不需要额外的营运资本。)

我们的「所有者收益」公式与 GAAP 会计准则报告的精确收益数字并不会完全相同，因为(c)本身是一个估计值，而且有时很难精确估量。尽管存在这个问题，我们认为「所有者收益」比 GAAP 数字，对于购买股票的投资者和购买整个企业的经理人来说，用来评估企业价值很有意义。我们同意凯恩斯的观点：我宁要模糊的正确也不要精确的错误。(I would rather be vaguely right than precisely wrong.)

用我们所概述的方法去评估旧公司 O 和新公司 N 会得出相同的「所有者收益」，这意味两者的评估价值也是相同的，正如常识告诉你的那样。之所以得到这样的结果是因为，(a)和(b)的总和在 O 和 N 中都是相同的，至于(c)在这两种情况下本来就相同。

作为股东和管理者，查理和我认为 Scott Fetzer 「所有者收益」的正确数字是多少呢？在当前情况下，我们认为(c)项非常接近旧公司 O 的(b)项 830 万美元，远低于新公司 N 的(b)项 1990 万美元。因此，我们认为 O 列中账面收益比 N 列中的账面收益更接近「所有者收益」。换句话说，我们认为 Scott Fetzer 的「所有者收益」远大于我们 GAAP 报告的数字。

这显然是一种令人高兴的结果。但此类计算通常不会带来如此好的消息。大多数管理者可能会承认，长期而言，他们需要在业务上投入比(b)更多的资本，才能维持既有单位产能和竞争地位。当这种必要性存在时，也就是(c)远超过(b)时，那么也代表报告的 GAAP 收益过分高估了「所有者收益」。而且这种夸大往往非常惊人。近年来，石油工业就是一个显著的例子，如果大多数大型石油公司每年只花费(b)的资金，那他们的报告收益将大幅萎缩。

所有这些充分表明了华尔街报告中经常提到的「现金流」(Cash Flow)数字的荒谬性。这些数字通常只包括(a)+(b)，却不减去(c)。大多数投资银行家的销售手册也使用类似欺骗性的陈述。这意味着所推介的公司就像商业世界里的金字塔——永远先进，无需更换、改进或翻新。事实上，如果全美企业正如这些投资银行所描述的，那么政府对这些工厂和设备支出的预测(采购经理人指数 PMI)将不得不削减 90%。

「现金流」的概念，在评估某些最初支出巨大，而后期支出却很小的企业是合适的，比如某些地产企业，比如一家仅持有一座桥梁或一个极长寿命油气田的企业等(水电站)，但在制造业、零售业、采掘业和公用事业等企业

中毫无意义，因为对他们来说，必须持续投入(c)的金额是巨大的。可以肯定的是，此类企业在特定年份内可以推迟重大的资本支出，但长期从 5-10 年时间段来看，他们不得不进行投资，否则企业必然走向衰败。

那么，为什么「现金流」概念在今天如此流行？作为回答，我们承认我们有些愤世嫉俗：我们认为，这些数字经常是那些企业和证券的营销人员，企图将一些烂公司粉饰包装出售所惯用的手法。当(a)项也就是 GAAP 收益看起来不足以偿还其垃圾债券的债务或维持其愚蠢的股价是合理的时候，销售人员就会自然而然地将注意力专注于(a)+(b)这个好看的数字上，但是你加上(b)就必须减去(c)。虽然牙医会正确的警告你，如果你不好好的去保护好你的牙齿(维持性支出)，它们就会掉光，但对于(c)来说却不是这样(维持性支出无法忽视是刚性的)。如果一家公司的经理人或投资人在评估一个企业的偿债能力或股权价值时，只注意(a)+(b)而忽略(c)，麻烦一定会找上门来。

* * *

总而言之：对于 Scott Fetzer 和我们其他业务而言，在扣除无形资产摊销和购买法价格调整数后，我们认为(b)在历史成本的基础上应当接近于(c)(平均折旧约等于维持性资本支出)。当然，这两项并不完全相同。例如，在喜诗糖果我们每年为了维持既有竞争力作出的资本支出超过折旧约 50-100 万美元。正是我们对于这一理念的坚持，所以在前面表格中，我们分别列示了摊销项目和其他购买价格调整项目。同时也是我们将报告中单独列示的具体业务收益数字，视为比 GAAP 收益数字更接近真实「所有者收益」的原因。

或许某些人会觉得我们竟然胆敢对 GAAP 会计准则的报告收益提出质疑。毕竟如果会计师不能告知我们企业的"真相"，我们为什么还要付钱给他们呢？但是，会计师的工作只是记录，而不是评估。评估工作还是要落在投资者和管理者的肩上。

当然，会计数字是商业的语言，因此对任何想要评估企业价值和跟踪其进展的人都有巨大的帮助。如果没有这些会计数字，查理和我会迷失方向：它们总是我们评估自己和其他人业务的起点。然而，管理者和所有者需要记住，会计只是商业思维的一种辅助工具，绝不是完全替代品。

附录二：所有者收益与自由现金流

Owner Earnings vs. Free Cash Flow

沃伦巴菲特：管理者在考虑会计问题时，千万不要忘记亚伯拉罕林肯最喜欢的一个谜语："一条狗有几条腿，如果你称它的尾巴为腿？"答案是："四条。因为称尾巴为腿，并不能使它成为一条腿"。

虽然很多人认为自由现金流和所有者收益是一致的，但事实并非总是如此。本文讨论自由现金流与所有者收益之间的区别。

在 1986 年写给伯克希尔的股东信中，沃伦巴菲特提出了一个"所有者收益"的概念和公式，他说，这个数字是用于估值目的的相关项目，对于购买股票的投资者和收购整个公司的经理人来说都是如此。什么是所有者收益？在全面解释之前，我们先来介绍一下巴菲特在上述信中所写的公式："[所有者收益]是指(a)报告的收益加上(b)折旧、损耗、摊销和某些其他非现金费用等等，减去(c)企业为充分维持其长期竞争地位和单位产能，用于厂房和设备等的资本支出的平均年度金额。这是一个口语化的定义，因此需要在此加以讨论和理解。

当然，投资者作为一个群体，往往有急功近利的需求，倾向于寻求一个简单、快速的投资公式。对于那些想成为"甩手掌柜"的投资者，自由现金流作为所有者收益的一个替代品，就是为满足他们这一需求而诞生的。尽管有时自由现金流和所有者收益基本上相同，但有时它们也会差异巨大，这对投资者对内在价值的评估会有很大影响。本文将阐述所有者收益与自由现金流之间的主要区别。

初创公司 X-Widget

为讨论自由现金流与所有者收益，我们来分析一家虚构的 X 公司。通过分析读者应能很好地掌握利润表、资产负债表和现金流量表是如何联系在一起，从而对一家企业的财务健康状况和业绩有一个清晰的理解。

X 公司是一家销售小零件的初创公司。为了创办 X 公司，所有者 Bob 决定承担公司的创立成本，以便 X 公司从零起步。他的律师登记注册了 10000 股股票，并将 1000 股给了 Bob，每股面值 1 美元。然后，Bob 投入了 50000 美元。至此，公司在开展任何其他业务之前没有任何销售，X 的利润表为空的，没有收入也没有支出，其第 1 天(在本案中为 1 月 1 日)的资产负债表如下：

资产负债表	2006/1/1
资产	50000
流动资产	50000
现金和现金等价物	50000
应收账款	0
存货	0
负债	0

流动负债	0
应付账款	0
应付费用	0
股东权益	50000
普通股, 授权 10000 股, 已发行 1000 股	1000
资本公积	49000
负债和所有者权益合计	50000

按照这张资产负债表就很简单明了。Bob 将 50000 美元存入他的公司支票账户, 因此, 现金及现金等价物为 50000 美元。这不是给公司的贷款, 而是 Bob 对公司的投资。他的 1000 股股票的"面值"为每股 1 美元, 即 1000 美元。当他向公司投资 50000 美元时, 其中 1000 美元用于支付 1000 美元的股票面值, 其余部分则作为"资本公积", 也就是 Bob 的投资超过股票面值的部分。

在这个简单的初创企业案例中, 资产负债表几乎说明了整个事情的全部状况。在一个更复杂的例子中, 投资者肯定希望看到现金流量表。让我们来看看此时的现金流量, 然后进入正题:

现金流量表	2006/1/1
经营活动产生的现金流量	
净利润	0
将净利润调整为经营活动现金流量	0
折旧与摊销	0
经营资产及负债的变化	0
应收账款	0
存货	0
应付账款	0
应付费用	0
经营活动产生的现金流量净额	0
投资活动产生的现金流量	
购买土地和设备支付的现金	0
投资活动产生的现金流量净额	0
筹资活动产生的现金流量	
发行库存股所得收益	1000
资本公积变化	49000
筹资活动产生的现金流量净额	50000
期初现金及现金等价物余额	0
期末现金及现金等价物余额	50000

从这份现金流量表中可以看出, 利润表("净收入")中没有产生任何现金流, 而且存货、应付/应收账款等也没有任何变化。也就是说, 由于企业并没有开始运营, 完全没有来自"经营活动"的任何现金流, 没有购买任何资产

或设备，因此没有来自"投资活动"的现金流。资产负债表显示有 50000 美元现金，比 Bob 投资前多了 50000 美元。他的投资反映在"筹资活动"的现金流中。

首次销售及第一季度报表

现在，X 公司已经获得了资金，准备开张了。Bob 迫不及待地要开工了，他首先花了 20000 美元购买了一台生产小零件的机器。他还花了 1000 美元购买名片、宣传册和其他一些市场营销材料。此外，他新添置的商务电话每月要花费 50 美元。

为了赚到第一个一百万美元，Bob 雇佣了一名没有底薪只拿佣金的销售人员，开始扫街招揽生意。如果他以 10000 美元的价格出售这些零件，并给销售代表 25%的佣金(2500 美元)，Bob 将获得 25%的营业利润，即每个零件的利润为 2500 美元(10000 美元减去 2500 美元的佣金，再减去 5000 美元的生产成本=2500 美元)。顺便说一下：为了简单起见，Bob 将在自己的车库里经营，不需要支付任何租金，也不需要任何房屋税务抵免。

2006 年 2 月 15 日，销售代表带来了 5 个小零件的订单，订单总额为 50000 美元。Bob 在财务软件中记录了这笔销售，并开始着手生产。包括交货在内，零件的生产需要六周时间，客户验收后，有 30 天的账期付款。假定客户一直拖到最后一刻才付款，Bob 应在四月底左右收到一张 50000 美元的支票。

2006 年 3 月 31 日第一季度结束，Bob 开始编制财务报表：

利润表	2006/1/1 - 2006/3/31
营业收入	50000
销售商品的成本	-25000
营业毛利润	25000
费用	-14150
市场费用	-1000
电话费	-150
销售提成	-12500
折旧	-500
税前利润	10850
预提税	-1628
净利润	9222
每股净利润	9.22

一般来说，很少有企业能在第一季度就实现盈利。按照传统的衡量标准(尤其是华尔街的标准)，Bob 的生意做得非常好。我们现在来看看他的资产负债表：

资产负债表	2006/1/1
-------	----------

资产	69772
流动资产	
现金和现金等价物	272
应收账款	50000
存货	0
非流动资产	
厂房、土地和设备	19500
负债	10550
流动负债	
应付账款	50
应付费用	10500
股东权益	59222
普通股，授权 10000 股，已发行 1000 股	1000
资本公积	49000
留存收益	9222
负债和所有者权益合计	69772

一切似乎都井然有序。相比三个月前 X 公司创立时，股东权益增加了 9222 美元，增长 18%。我们看到有 50000 美元应收账款。这是客户尚未支付的货款。公司昨天刚刚交付了产品，客户需要在 30 天内支付货款。

我们看到的现金只剩下 272 美元。我们会在现金流量表中看到这是如何发生的。

现在公司拥有一些实物资产，其形式是一台价值 20000 美元的零件加工机器。在这种情况下，X 公司将在十年期限内，按每年 2000 美元或每季度 500 美元的比例对其进行折旧。因此，厂房、土地和设备(PPE)显示的是 19500 美元，即 20000 美元的机器减去 500 美元的折旧。

应付账款为 50 美元。电话费每月 50 美元。截至 2006 年 3 月 31 日，X 公司收到了三张 50 美元的电话账单，电话费总支出为 150 美元。我们在损益表中看到了这一点。电话账单的支付是账单结束后下一个月的 10 天之内；因此，X 公司虽然收到三张账单，但只支付了其中两张。3 月份的最新账单(50 美元)将于 4 月 10 日到期前支付。因此，公司的应付账款余额为 50 美元。

X 公司的应付费用为 10500 美元。我们将在现金流量表中讨论这个问题。

最后，公司第一季度的净利润为 9222 美元，这就是股东权益中留存收益 9222 美元的由来。

如果此时你想到的是 10500 美元的应付费用或银行中仅有的 272 美元现金，那么你就开始明白只看利润表是多么荒谬性了。让我们来看看公司的现金流量表：

现金流量表	2006/1/1 -2006/3/31
-------	---------------------

经营活动产生的现金流量	
净利润	9222
将净利润调整为经营活动现金流量：	
折旧与摊销	500
经营资产及负债的变化：	0
应收账款	-50000
存货	0
应付账款	50
应付费用	10500
经营活动产生的现金流量净额	-29728
投资活动产生的现金流量	
购买土地和设备支付的现金	-20000
投资活动产生的现金流量净额	-20000
筹资活动产生的现金流量	
发行库存股所得收益	1000
资本公积变化	49000
筹资活动产生的现金流量净额	50000
期初现金及现金等价物余额	0
期末现金及现金等价物余额	272

为了说明问题，我们从后往前开始倒推。我们知道，在本季度初(就在 Bob 投资 5 万美元之前)，公司完全没有现金，所以期初现金余额为零。从资产负债表中，我们知道公司的银行存款只剩下 272 美元，所以期末现金余额为 272 美元。

接下来是"筹资活动产生的现金流量"：Bob 在 2006 年 1 月 1 日向他的公司投资了 5 万美元。在本季度，Bob 既没有投资，也没有提取任何资金，所以这一部分没有变化。

接下来是"投资活动产生的现金流量"：Bob 花费 2 万美元购买了一个零件加工机器，这是他为销售人员销售的零件所必需的生产设备。该设备需要 2 万美元的现金支出；因此，这个数字是负数。除此之外，公司没有其它的投资活动。

最后，我们来看"经营活动产生的现金流量"：我们需要将 X 公司在利润表中报告的 9222 美元净利润，根据企业运营实际消耗或产生的实际现金进行核对。在这种情况下，我们要从 9222 美元的净利润开始，因为这是利润表报告的金额。现在，我们对需要现金或生产现金的经营项目进行加减调整，因为这些现金没有以其他方式反映在利润表中。

首先是 500 美元折旧。虽然 Bob 花了 2 万美元购买了设备，但在公司利润表上并不会一次性扣除 2 万美元，

Bob 可以在接下来的十年中每年核销一部分设备采购款。在这个案例中，Bob 在接下来的 40 个季度中，每个季度都可以从报税表中扣除 500 美元费用。虽然折旧是法律意义上的费用，需要从当期利润表扣除，但实际并不需要现金支出；因此，我们在调整净利润和经营活动产生的净现金时，将 500 美元折旧加回 9222 美元净利润中。

接下来是 5 万美元的应收账款。X 公司记录了 5 万美元的收入，但实际上没有真正收到这笔钱；这是一笔影响净利润的运营，但实际上并未从运营中收到现金。因此，我们必须将应收账款从净利润中扣除，这也是为什么 50,000 美元是负数的原因。

下面是存货。Bob 没有生产任何尚未出售的存货，因此该值保持不变。

应付账款。X 公司的电话账单显示支出 150 美元，但只支付了 100 美元(见上文"应付账款"讨论)。

最后是应付费。这是问题的关键所在。回想一下，Bob 给他的销售人员提供了 25% 的销售佣金。对于这笔 50,000 美元的订单，销售人员获得了 12,500 美元的佣金。但是 Bob 花了 20,000 美元购买加工设备，生产这笔订单又花了 25,000 美元采购原材料，支付了 100 美元的电话费，又花了 1,000 美元采购市场营销材料，还向政府开了一张 1,628 美元的税票之后，Bob 所剩的 2272 美元现金不足以支付全部佣金。因此，他先给了销售人员 2000 美元，并承诺在客户付清全款后再给他 10500 美元。

因此，X 公司的应付费为 10,500 美元。计算净利润时扣除的 12,500 美元佣金，减去支付给销售人员的 2,000 美元现金。也就是说，12,500 美元佣金影响了净利润，但只有 2,000 美元影响了现金，所以应付费 10,500 美元需要加回来。

就这样，这家盈利企业的银行存款从 5 万美元变成了 272 美元。

Bob 与政府

GAAP 会计收益，自由现金流，所有者收益

在政府税务部门看来，Bob 的生意蒸蒸日上。由于税前收益为 10,850 美元，政府从中拿走了 1,628 美元。华尔街也会为 Bob 的成功而欢欣鼓舞。按保守的 10 倍市盈率，Bob 的股票价格为 92.22 美元(每股 9.22 美元 x10)。他可以在股票市场上以 92220 美元的价格出售他的企业(1000 股 x92.22 美元)。也许他真的应该这样做。

让我们从 Bob 的角度，也就是所有者的角度来看看 X 公司，计算一下所有者收益和自由现金流。

自由现金流 FCF 可以简单地按如下公式计算：

自由现金流 FCF = 经营活动产生的现金流量净额 - 购置厂房和设备的资本支出

就 X 公司而言, 自由现金流 FCF = -29728 - 20000 = -49728 美元

现在我们可以看到, X 公司的运营需要 49728 美元的现金, 其中包括花费 2 万美元采购零件加工设备, 没有这笔钱就无法开展业务。

现在, 让我们来计算所有者收益:

所有者收益 = 报告收益 + 折旧损耗和摊销 + 某些其他非现金费用(即营运资本的变化) - 平均年度资本支出

对于 X 公司而言, 所有者收益 = 净利润 9222 美元 + 折旧 500 美元 + 应收账款-50000 美元 + 应付账款 50 美元 + 应付费用-10500 美元 - 平均年度资本支出 913 美元 = -30641 美元

此时, 你可能会想: "除了资本支出的 913 美元之外, 一切都容易理解"。

别担心, 这是自由现金流和所有者收益之间的第一个差异:

自由现金流一般假定所有资本支出都是"年度平均"资本支出。虽然 X 公司完全有可能每季度花费 2 万美元来维持单位产能, 但这是完全不切实际的, 也是不可能的。如果该零件只能生产 5 个, 而更换设备就需要 2 万美元, 那么每个零件不可能只卖 1 万美元。

而从所有者收益角度思考, 需要对业务有更进一步的洞察力和思考。在这种情况下, X 公司预计该零件加工设备将运行 10 年, 之后将以约 3000 美元的价格将其出售。第一年, 它不需要任何维护; 第二年, Bob 需要投资 500 美元, 用于定期维护加工设备。随着机器的老化, Bob 将不得不花越来越多的钱来维持机器的运转, 直到有一天继续维护不如直接报废, 并购买一台新机器。

为了"充分保持其长期竞争地位和单位产能", X 公司需要每十年更换一次机器, 并在这十年中总共花费 19500 美元对其维护, 以保持机器的平稳运行以维持其单位产能。

因此, X 公司未来十年的资本支出将是这样的:

年份	资本支出金额	用途
第 1 年	-20000	购买生产设备
第 2 年	-500	定期维护
第 3 年	-1000	定期维护
第 4 年	-1500	定期维护
第 5 年	-2000	定期维护
第 6 年	-2500	定期维护

第 7 年	-3000	定期维护
第 8 年	-3000	定期维护
第 9 年	-3000	定期维护
第 10 年	+3000	设备报废出售
合计	-36500	十年资本支出总额
年度平均资本支出	-3650	
季度平均资本支出	-912.5	

第 10 年后，X 公司将再拿出 2 万美元(或当时的市场价格)购买一个新的零件加工设备，然后重复这个十年的生产过程。

因此，从三种不同的评估标准来看，我们可以看到三种截然不同的情况。

按照美国通用会计准则计算的会计收益(报表净利润)告诉我们，Bob 的企业利润很高，Bob 正赚的盆满钵满。我们当然知道事实并非如此，因为 Bob 掏出了 5 万美元，却仍然付不起销售人员的佣金，他甚至无法给自己发一分钱工资。

从自由现金流分析，我们看到的是，公司的经营出现了 49728 美元的赤字。虽然第一季度的情况事实如此，但我们不会认为这种情况会延续下去。Bob 也不需要每季度花费 20,000 美元用于资本支出。

从所有者收益分析，我们看到的是，本季度公司运营需要 30,641 美元现金来支撑。

从某一个季度来说，自由现金流能更准确地反映出特定季度的业绩情况，是一个静态快照；而所有者收益则退后一步，从持续多年的视角去看待企业的业务情况，是一个动态角度。

说到这里，你可能会想："嗯，我喜欢更保守一些。所以，我认为自由现金流更好"。在下结论之前，让我们再来看看几个季度的情况。在稍后的讨论中，我们将讨论自由现金流的其他一些注意事项，这些注意事项可能会使自由现金流的吸引力低于所有者收益，尤其是当现金流量表的内容比下面这个简化的例子更多的时候。

X-Widget 公司业绩

截至 12 月 31 日的三年利润表

利润表	2008	2007	2006
营业收入	340000	260000	170000
销售商品的成本	-163200	-128700	-85000
营业毛利润	176800	131300	85000
毛利率	52%	51%	50%
费用	-167750	-128850	-82900
市场费用	-4000	-3200	-1800

电话费	-600	-600	-600
销售提成	-85000	-65000	-42500
折旧	-2150	-2050	-2000
薪水	-76000	-58000	-36000
税前利润	9050	2450	2100
预提税	-1358	-368	-315
净利润	7693	2083	1785
每股净利润	7.69	2.08	1.79

你一眼就能看出，X 公司的毛利率在不断提高。随着产量的增加，单位零件的成本越来越低。这有可能是材料成本降低的结果；也有可能是随着与供应商的业务量增大，因此 X 公司获得了更优惠的价格。(你必须查看年度报告才能知道具体原因)。

公司一直在加大市场营销力度，如果市场营销拉动销售有效，这将是一件好事。折旧一直在攀升，这是由于之前提到的持续"定期维护"费用逐渐增加的结果。

Bob 从 2006 年开始领取薪水，并随着时间的推移不断增加，从 36,000 美元增加到 76,000 美元。

现在再来看看资产负债表。

截至 12 月 31 日的三年资产负债表

资产负债表	2008	2007	2006
资产	61611	53918	51835
流动资产			
现金和现金等价物	1311	7468	3835
应收账款	30000	25000	20000
存货	15000	5000	10000
非流动资产			
厂房、土地和设备	15300	16450	18000
负债	50	50	50
流动负债			
应付账款	50	50	50
应付费用	0	0	0
股东权益	61561	53868	51785
普通股，授权 10000 股，已发行 1000 股	1000	1000	1000
资本公积	49000	49000	49000
留存收益	11561	3868	1785
负债和所有者权益合计	61611	53918	51835

总结：每年年末 X 公司的应收账款都会逐年增加，这并不值得高兴或担忧，事实就是如此。我们将在所有者收益中看到它是否存在问题。我们还看到，该公司的存货在 2006 年达到了 10,000 美元，2007 年降低了一些，2008 年又重新增加。固定资产 PPE 科目显示，零件加工设备价值在持续减少，因为折旧它的价值越来越低。

在负债方面，我们看到公司每年年底都有 50 美元的应付账款。这是 12 月的电话费用，将在下个月初 10 号之前付清。最后，我们看到，随着公司每年持续实现盈利，留存收益也在逐年增长。

下面我们来看现金流量表。

截至 12 月 31 日的三年现金流量表

现金流量表	2008	2007	2006
经营活动产生的现金流量			
净利润	7693	2083	1785
将净利润调整为经营活动现金流量：			
折旧与摊销	2150	2050	2000
经营资产及负债的变化：			
应收账款	-5000	-5000	-5000
存货	-10000	5000	-10000
应付账款			50
应付费用			
经营活动产生的现金流量净额	-5157	4133	-26615
投资活动产生的现金流量			
购买土地和设备支付的现金	-1000	-500	-20000
投资活动产生的现金流量净额	-1000	-500	-20000
筹资活动产生的现金流量			
发行库存股所得收益			1000
资本公积变化			49000
筹资活动产生的现金流量净额			50000
期初现金及现金等价物余额	7468	3835	
期末现金及现金等价物余额	1311	7468	3835

现在，我们可以把整个创业故事拼凑起来，得出自由现金流和所有者收益。在这个案例中，我们可以看到，该公司的应收账款，在 2006 年末比年初多了 2 万美元。在 2007 年末比 2006 年末多了 5000 美元；在 2008 年末比 2007 年末多了 5000 美元。从资产负债表，可以证实了这一点。

我们还可以看到，存货是如何影响现金的。2006 年末建立的 10,000 美元的存货储备，需要 10,000 美元的现金。在 2007 年末，公司减少了 5,000 美元的存货，也就是说，公司出售了价值 5,000 美元的零件，在 2007 年是

无需消耗现金去生产的，所以 2007 年从净利润中获得了额外的现金，因此 2007 年的存货变化为正。

让我们开始计算自由现金流与所有者收益：

现金流	2008	2007	2006
经营活动产生的现金流量	-5157	4133	-26165
+资本支出	-1000	-500	-20000
自由现金流 Free Cash Flow	-6157	3633	-46165
净利润	7693	2083	1785
+折旧损耗摊销	2150	2050	2000
+应收账款变动	-5000	-5000	-20000
+存货变动	-10000	5000	-10000
+应付账款变动	0	0	50
+资本支出	-3650	-3650	-3650
所有者收益 Owner Earnings	-8807	483	-29815

在这个非常简化的案例中，这两个现金流数字之间的最大区别在于，自由现金流没有考虑未来的资本支出，而是将资本支出视为过去的一次性开销。正如巴菲特解释的那样，"不考虑未来的资本支出意味着，这些业务就像是商业世界的金字塔：永远是技术最先进的，永远不需要更换、改进或翻新"。

对于所有者收益，您要考虑的是，如果企业将未来的资本支出编入预算，将会剩下多少现金留给股东分配。有些企业在这方面的计划和预算做得非常好，因此可以帮助投资者确定公司的资本支出，在未来每一年都可以保持在一个相当稳定的水平。但 X 公司的情况并非如此。例如在 2009 年，公司将需要花费 1,500 美元来维护其零件加工设备，但公司 2008 年末账上的现金只有 1311 美元。

随着销售额的增加，Bob 会想办法为今年的开支做出预算，但明年怎么办呢？到了 2016 年，零件加工设备必须花费 2 万美元(或更多)全部更换，届时会发生什么？在这个案例中，自由现金流显示的是一家"艰难"的企业；而所有者收益显示的是一家如果继续按照目前的路径发展，必将陷入困境的企业。到 2016 年，Bob 将不得不投入更多现金，从而损害他的投资回报。在公开市场上，这相当于你的公司发行债务或股票(仅仅为了维持竞争地位不下滑)，从而稀释你的所有权，损害你的投资回报(因为内在价值降低了)。

自由现金流与所有者收益之间的区别，不仅仅是资本支出的未来预测。为了更好地理解，我们来看一个更复杂的例子。

GM 通用汽车公司

现金流量表/百万美元	2007	2006	2005
------------	------	------	------

经营活动产生的现金流量			
净利润	-38732	-1978	-10417
减：非持续经营或停业损益	4565	445	313
减：会计准则改变带来的累积影响			-109
持续经营性损益	-43297	-2423	-10621
将持续经营性损益调整为现金流量：			
折旧损耗与摊销	9513	10885	15732
按揭服务权和溢价摊销		1021	1142
GMAC 商誉减值		828	712
Delphi 相关支出	1547	500	5500
出售 GMAC51%股权损失		2910	
信用损失准备金		1799	1074
出售应收账款的净收益		-1256	-1741
出售投资证券的净收益		-1006	-104
员工退休其它福利 OPEB 费用	2362	3567	5650
员工退休其它福利 OPEB 缴款	-3751	-3802	-4084
VEBA/401(H)	1694	3061	3168
养老金费用	1799	4911	2495
养老金缴款	-937	-1032	-833
退休人员一次性费用等		-325	-264
按揭贷款净变动		-21578	-29119
抵押证券净变动		427	-1155
递延所得税准备金	36977	-4166	-6731
其他杂项投资变动	663	-477	-690
营运资本变动	-3412	-8512	20
其它	4349	2318	2679
持续经营活动产生的现金流量净额	7507	-12350	-17170
非持续经营活动产生的现金流量净额	224	591	314
经营活动产生的现金流量净额	7731	11759	-16856
资本支出	-7542	-7902	-8141
自由现金流	189	-19661	-24997
持续经营性损益	-43297	-2423	-10621
折旧损耗与摊销	9513	10885	15732
营运资本变动	-3412	-8512	20
资本支出	-7893	-7893	-7893
所有者收益	45089	7943	2762

注：GMAC 通用汽车金融服务公司，2006 年为拯救通用集团，GMAC 公司 51%股权以 140 亿美元出售给 Cerberus Capital Management。通用集团是全球最大汽车零部件商 Delphi Corp. 的母公司，2005 年 Delphi 由于亏损申请破产保护，因此通用公司背负了一些债务。

在通用汽车公司的案例中，自由现金流和所有者收益产生了截然不同的结果。

2007 年的自由现金流显示，通用汽车的经营活动产生了 1.89 亿美元的收益，而 2006 年和 2005 年分别为亏损 200 亿美元和 250 亿美元，公司情况有所好转。如果只关注自由现金流，分析该业务的投资者可能会将 2006 年的 200 亿美元亏损(比 2005 年减亏 50 亿美元)视为业绩改善的迹象。当通用汽车在 2007 年开始产生正的自由现金流时，投资者可能会误以为通用汽车已经解决了自身问题，转危为安，并有可能实现增长。

但是，所有者收益则是另一番景象。

从持续经营性损益开始(因为我们关注的是持续经营性业务的表现)，我们加上折旧损耗和摊销，再加上运营资本变动(减去现金变动，这里是指"扣除收购和处置后的其他经营性资产和负债的变动")。最后，我们考虑到资本支出的现金流出，在过去 9 年中，通用汽车公司的资本支出为 710 亿美元，每年约 78.93 亿美元。

所有者收益显示，2005 年通用汽车的运营消耗了 27 亿美元现金。尽管自由现金流显示 2007 年是这三年中最好的一年，但所有者收益却显示，2007 年是最糟糕的一年，消耗了超过 450 亿美元。

为什么会出现这么大的差异？在这个案例中，资本支出对自由现金流和所有者收益之间的差异的影响很小。相反，差异主要来自于通用汽车从收益中扣除的非现金费用，但在将净利润调节为现金流量表时又加了进去。"自由现金流"盲目地认为，所有这些非现金费用都会让股东受益；而"所有者收益"则认为，其中许多费用对于股东来说，具有潜在的稀释性，或者是未来的必然支出，并不能计入股东名下而被自由分配。

让我来解释一下通用汽车的现金流量表中常见的一些调整：

员工退休其它福利 (OPEB 是除养老金之外的福利)

OPEB 费用和 OPEB 缴款：2007 年，通用汽车从净利润中扣除了 23.62 亿美元的 OPEB 费用，但 OPEB 缴款却支付 37.51 亿美元的现金，减少了 14 亿美元现金流。2005 年，通用汽车扣除了 56.5 亿美元的 OPEB 费用，但 OPEB 缴款只支付了 40.1 亿美元的现金，使通用汽车从 OPEB 费用中获得了 12.4 亿美元的正现金流。

在"自由现金流"计算中，2007 年多支付的 14 亿美元，被从运营产生的现金流中扣除；而在 2005 年，自由现金流将少支付的 12.4 亿美元，视为运营产生的现金。而"所有者收益"认为，在某个时候，OPEB 支出和 OPEB 支付必须相互抵消。这是因为我们假设每个员工都一起退休并从计划中套现，通用汽车必须付清所有的退休福利。无论通用汽车管理层当年决定向 OPEB 实际缴纳多少费用，它都是属于净利润的一项实际费用终将被支付，

而不应该作为“非现金支出”进行调节。由于它最终将被支付，因此我们将其从净利润中扣除。这与年均资本支出类似，公司最终还是要支付这笔钱，即使不是在今年。

递延税款准备金

2007 年现金流量表显示，通用汽车计提了 369.77 亿美元递延税款准备金。简单来说：山姆大叔终究要拿走这笔钱；因此，将净利润的基础上将任何“递延”税款进行调节是愚蠢的。因此，基于我们目前的财务情况和未来应纳税收入的不确定性，我们在 2007 年第三季度在备抵账户对这些净递延税款资产进行了全额备抵。如果我们的经营业绩得以持续改善，关于是否需要全额备抵的结论可能会发生变化，从而导致我们备抵账户在将来部分或全部估价备抵转回”。因此，如果通用汽车业绩反转恢复了盈利，就需要补缴这些税款。简单地说，通用汽车资产负债表上的递延税款资产(非流动资产科目，不属于营运资本)，从 331 亿美元减少到 21 亿美元，同时递延税款负债(非流动负债科目，也属于营运资本)增加了约 70 亿美元。撇开税务艺术不谈，请记住，政府时时刻刻惦记着这笔钱。2007 年的税单是基于计提了 372 亿美元准备金后的净利润来征收的。

在自由现金流的计算中，将递延税款加了进去，就好像公司永远不必支付这些税款，仿佛通用汽车欠政府的 370 亿美元税款是政府赠予的一份大礼。从自由现金流的角度，通用汽车的所有者好像可以将 370 亿美元的现金从企业装到自己的口袋。但如果这么做，政府对此肯定有话要说。而在所有者收益的计算中，并没有对递延税款进行调整，因为它认识到通用汽车最终必须支付这笔费用，否则就会倒闭。

股票激励费用

虽然通用汽车没有在现金流量表中列出任何股票激励费用，但这是在许多公司的现金流量表中常见的一个项目。当一家公司发行股票期权时，通常会从净利润中将这些期权费用扣除。股票期权可以较少公司的缴税额，但却不会产生现金支出。在自由现金流的计算中，认为发行股票期权所带来的现金收益属于股东，因此，它将股票激励费用加了回来。而所有者收益的计算恰恰相反，它认为股票期权的本质就是稀释作用，也就是对所有者收益的摊薄，因此不对其进行调节。相反，它只使用净利润，而忽略了现金流量表中的股票激励费用。

你必须回答的问题是：为什么这笔现金会在等式里？

我们在决定是否将某个科目纳入所有者收益计算时，你必须问自己：为什么这笔现金会出现(或消失)？就通用汽车 2005 年的 OPEB 科目的会计艺术而言，通用汽车当年的净利润最终比支出多出 12.4 亿美元。最终，通用汽车必须支付这笔现金；因此，它并不是属于股东的现金。

但那些运营资本变动科目为什么要纳入所有者收益的计算等式中呢？为了更好地理解这一点，让我们请回到 Bob 的 X 公司。Bob 为他的公司投资了 50,000 美元，并在第一个季度就在 GAAP 会计准则下实现了盈利。尽管如此，Bob 为了启动公司，花费了超过 49,000 美元的现金。Bob 要想支撑公司继续经营下去，必须做下面两件事中的一件：客户必须支付 50,000 美元的货款(应收账款)；或者 Bob 必须拿出更多的钱投入进去。

现在，Bob 可以通过向员工发行股票而不是支付佣金来减少税负。这会增加他的现金流吗？会，也不会。一方面，Bob 不必为支付佣金而花费任何现金，从而增加了他可用于实现公司增长的现金；另一方面，Bob 不再是公司的唯一所有人，而是变成了与员工的合伙人。Bob 的所有权将被有效摊薄，在公司未来的价值中享有的权利也将减少。

对于应收账款，问题的答案是："因为公司有一笔 50,000 美元的订单待支付"，经营活动的逻辑决定了等式中是否应该包含这笔现金。对于股票期权，问题的答案是："因为 Bob 试图节省现金"，管理层的决定(保留或超额使用现金)决定了等式是否应该包含这笔现金。

计算通用汽车最终的所有者收益

计算通用汽车的所有者收益只剩最后一步，但这一步并不常见，不过在本案中值得注意(和计算)。折旧是一种非现金支出，它允许公司将资产的构建成本分摊到许多年之中。折旧背后的理念是帮助公司平滑 GAAP 报告的会计收益。

从长期来看，折旧总额与资本支出总额应该完全相等。也就是说，如果一家公司花费 10,000 美元购买了一台设备，而美国国税局允许该公司在十年内对该资产进行折旧，那么该公司将在十年内，每年提列 1,000 美元的折旧费用。十年期满时，该公司将在该设备上累计支付 10,000 美元的资本支出，并通过折旧总共获得 10,000 美元(每年 1,000 美元乘以 10 年)的税款抵免。

这并不是说，你可以采取一种简便的方法，在计算中将折旧和资本支出科目去掉。虽然从企业的起始点到结束运营的终点来看，折旧和资本支出是可以被忽略的，但在任何特定年份或只要企业持续运营，上述计算方法就

不一定是正确的。

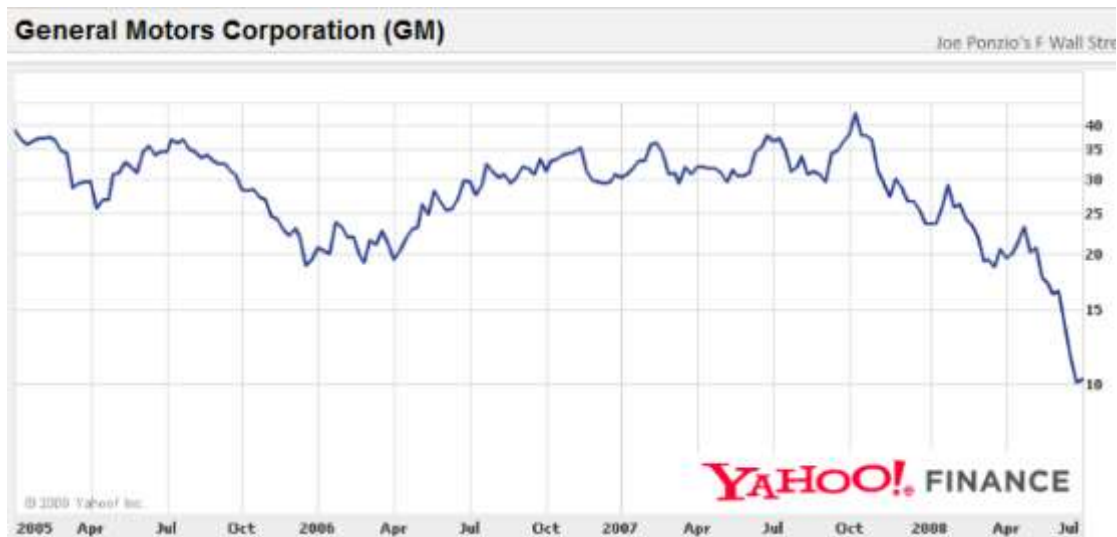
这就是资本支出和折旧变得复杂棘手的地方。当一家公司的资本支出远远超过折旧记录时，原因可能有两个：公司必须进行超过折旧的资本支出才能维持其竞争地位；或者公司在必要的"常规维护"资本支出之外还在进行扩张性资本支出。(这些支出通常被称为"扩张性资本支出"和"维持性资本支出"，但大多数年度报告并没有为投资者区分这两种资本支出；因此，投资者必须根据自己企业的理解，对两种资本支出做出合理的假设。我们在分析沃尔玛：www.fwallstreet.com/blog/44.htm 时似乎就是这种情况)。

通用汽车的情况恰恰相反，折旧和摊销费用大大超过了资本支出，这显然是不可能的，因为未来的资本支出必须导致未来的折旧。由此我们可以得出以下两个结论之一：通用汽车没有足够的资金来维护其工厂土地和设备等固定资产；或者这只是一种临时现象，可能是购买了使用寿命较长的资产(如大楼)，或者是商誉或其他无形资产的摊销期极长。

超出正常的高额折旧带来了大额抵税优势，但我们不能假定这种幸福时光能永远持续下去。因为我们知道，从长期来看，资本支出和折旧费用必然趋向一致。因此我们不担心少报资本支出带来的税收优势(因为折旧大于资本支出)，所以我们可以假定，在正常情况下，通用汽车公司的折旧和资本支出是相同的。通用汽车今天因大额折旧费用而获得的任何超额收益，都将在未来被更大的资本支出所抵消。因此，我们对通用汽车的所有者收益的最终计算结果如下：

	2007	2006	2005
持续经营活动产生的净利润	-43297	-2423	-10621
营运资本变动	-3412	-8512	20
所有者收益	-46709	-10935	-10601

结果显示，通用汽车的汽车业务比我们想象的还要糟糕。2005 年和 2006 年，公司的运营需要近 110 亿美元的现金。2007 年，公司业务受到的冲击更大，需要近 470 亿美元的超额现金才能维持汽车的生产。如何应对如此的亏空的呢？公司开始出售业务、出售金融应收账款、在养老金和 OPEB 计划上玩弄会计艺术、发债再融资，以及施展一些税收魔法。当然，随着业务的恶化，股价也随之下跌。价格追随价值。当价值迅速恶化时(当企业的经营活动成为渴求现金的野兽时，情况往往如此)，股价通常也不会太落后。



全面看待所有者收益与自由现金流

我们已经看到了仅仅依靠美国通用会计准则下的会计收益所带来的麻烦。从美国通用会计准则/美国国税局/华尔街的角度来看，Bob 的企业是盈利的；但如果他的第一个客户不付款，Bob 的公司就会倒闭。

自由现金流是快速筛选公司的一种简便方法。当一家公司的净利润调节幅度很小，资本支出相当稳定且可预测时，自由现金流和所有者收益基本上相同。在这种情况下，二者均可用于估值。由于投资者在估值时需要给予一定的安全边际，因此在计算内在价值时，自由现金流和所有者收益之间的微小差异将是微不足道的。

无论公司管理层如何努力在会计收益和现金流数字上玩弄什么花招，所有者收益都是反映企业经营活动现金流的最佳指标。当公司报告的会计收益中包含大量非现金费用时，所有者收益通常是比自由现金流能更可靠的反映公司的经营绩效。在现实的情况中，由于管理层的创造力，激进或谨慎程度不同，自由现金流可能会极度扭曲，就像我们在通用汽车看到的那样。

需要注意的是，虽然自由现金流和所有者收益可能基本相同的，但它们也可能存在很大差异。始终从所有者收益的角度思考，仅在合理的情况下才使用自由现金流作为简化方法。

祝您投资顺利

JoePonzio

www.FWallStreet.com

现金流量表 Cash flow

一，经营性现金流(CFO, Cash flow from operation)

利润表到现金流量表：公司日常生产产品和提供服务、维持公司日常运营发生的现金流。企业通过将产品和服务交付客户获得收入，然后将收入分发给原材料供应商，员工薪酬，政府税负后，剩下股东可分配现金，体现了公司的盈利能力。重点考察毛利率和净利率。但利润表可以美容，调节为经营现金流才能看得清楚。

二，投资性现金流(CFI, Cash flows from investing)

经营现金流到投资现金流：主要包括对固定资产的购买、处置，以及金融资产的购买和处置，以及并购等产生的现金流。企业将经营所得，或根据经营需要扩大再生产，做出购置固定资产等资本支出，或投资进行跨行业业务并购等。好的生意总是用最少的固定资产投入，获得最多的经营现金流增长，考察的是管理层资本配置的能力，重点考察投入资本回报率 ROIC。

三，筹资性现金流(CFF, Cash flows from financing)

经营现金流和投资现金流到筹资现金流：主要是为公司提供资本产生的现金流，包括发行股票所得现金，以及支付股利，或是银行贷款并支付利息等。重点考察管理层如何通过回购和分红回馈股东，主要看分红率。

四，经营活动的现金流量调整

= 净利润 + 不影响经营现金流但影响净利润的项目 + 不影响净利润但影响经营现金流的项目

= 净利润(Net Income)

+ 实际没有支付现金的费用—实际没有收到现金的收益(Non Cash Charges)

— 非经营活动(投资和筹资活动)的损益

— 经营性应收应付项目的资本变动(Working Capital)

1, 非现金支出：主要是加回减值损失，固定资产的折旧，损耗和摊销等费用科目。

2, 非经营性损益：主要是排除净利润中包含的投资和筹资活动的现金流。包括四大损益：处置固定资产，无形资产和其它长期资产损益，固定资产报废损失，公允价值变动损益，投资损益。处置资产损益并不经常发生，主要是筹资和投资活动的利息支出部分。

3, 营运资本增加：主要是将净利润权责发生制调整为现金流的收付实现制，资产性账户减去增加的，加回减少的，负债性账户加回增加的，减去减少的。包括存货，经营性应收和应付项目调整等。

五，自由现金流(FCF, Free Cash Flow)

公司自由现金流(FCFF, Free Cash Flow for the Firm)

股东自由现金流(FCFE, Free Cash Flow to Equity)

所有者收益(Owner Earning)

FCFF 是麦肯锡 Tom Copeland 教授于 1990 年阐述的概念，是可供股东与债权人分配的最大现金额。

所有者收益(Owner Earning)是巴菲特于 1986 年于股东信中阐述的概念。

$$\text{FCF} = \text{经营性现金流 CFO} - \text{资本开支 (Fixed Capital Investment)} + \text{税后利息费用 Interest} \times (1 - \text{tax rate})$$
$$\text{FCFF} = \text{净利润 NI} + \text{非现金调整 NCC} + \text{税后利息费用 Interest} \times (1 - \text{tax rate}) - \text{营运资本增加 WC} - \text{资本开支 FC}$$
$$\text{FCFE} = \text{净利润 NI} + \text{非现金调整 NCC} - \text{营运资本增加 WC} - \text{资本开支 FC}$$
$$\text{Owner Earning} = \text{净利润 NI} + \text{非现金调整 NCC} - \text{平均年度维持性资本开支 avgFC} - \text{股权激励 StockCom}$$

GAAP 认定支付的利息费用属于经营活动，无需调整。所以 $\text{FCF} = \text{CFO} - \text{FC}$

长期来看营运资本变动属于公司日常经营的正常变动，不影响公司价值，所以所有者收益剔除了营运资本变动。

至于股权激励，这是很多初创公司常用的激励方式，相当于让渡了未来收益权，当然属于费用，必须扣除。

投资分析的核心还是研究商业模式的盈利能力和管理层的资本配置能力。商业模式决定未来赚多少钱。管理层决定资本使用的效率，以及未来愿不愿意分钱给股东。宁愿拿去理财也不分红回购的管理层对企业有负面影响。

巴菲特：管理能力差劲的管理层常常不考虑股东的利益。管理能力和对股东好坏通常要么都好，要么都差劲。

将净利润调节为经营活动现金流量(间接法)		
净利润		
加：资产减值准备/信用减值损失/未确认的投资损失	非现金支出	存货、长期股权投资、固定资产、商誉等
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	非现金支出	计入管理费用，生产成本等
无形资产摊销	非现金支出	计入管理费用
长期待摊费用摊销	非现金支出	计入管理费用，生产成本等(如装修)
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	非经营活动	投资活动计入营业外收支
固定资产报废损失(收益以-号填列)	非经营活动	投资活动计入营业外收支
公允价值变动损失(收益以-号填列)	非经营活动	投资活动交易性金融资产/负债未实现损益
财务费用(收益以-号填列)	非经营活动	投资和筹资活动产生的利息支出
投资损失(收益以-号填列)	非经营活动	投资活动的损益
递延所得税资产减少(增加以-号填列)	非流动资产	多交税增加资产
递延所得税负债增加	非流动负债	少交税增加负债
存货的减少(增加以-号填列)	营运资本变动	库存变动
经营性应收项目的减少(增加以-号填列)	营运资本变动	赊销：应收+预付+长期应收等
经营性应付项目的增加	营运资本变动	欠账：应付+预收+长期应付+薪酬税费等
其他/研发资本化/折旧计入在建工程等	营运资本变动	
经营活动产生的现金流量净额		

伯克希尔股东大会问答 1987

1987 年 5 月 19 日 Joslyn 艺术博物馆 450 人

关于巴菲特，我们还能说什么呢？在我们所关注的基金经理中，没有人比巴菲特更受尊敬的了。任何没有阅读伯克希尔年报的人，都会错过最优秀的投资智慧、商业洞察力、非凡常识和家庭式幽默。每年，巴菲特和合伙人查理芒格都会在奥马哈会面，向合伙人/股东介绍他们的业务，回答他们的问题，逗他们开心。以下内容摘自 1987 年 5 月在奥马哈举行的伯克希尔年会。

1, 巴菲特和合伙人芒格开场

欢迎收看我们的 Bartles&JamesShow，但我不会告诉你们谁是谁。

2, 关于大萧条即将到来的可能性

巴菲特：我认为，我们更有可能出现高通胀，而不是大萧条。你有什么想法吗，查理？

芒格：NO。

巴菲特：他说的和我说的一样，只是更简洁。

3, 关于股票分拆

愿你活到伯克希尔分拆那一天。

(长期关注伯克希尔的人都知道，巴菲特认为拆股有利于会计师、律师和投资银行家，而不是股东。因此，尽管伯克希尔的股票价格从 1969 年的十几美元涨到了每股 4000 多美元，巴菲特却没有拆股的计划)。

4, 关于流动性

我衡量成功的方法之一就是看股票的交易量有多小。纽交所对培养这种态度毫无兴趣。

(大多数观察家的传统观点认为，活跃的股票交易能让股东迅速买卖股票，因此对股价和股东都有好处。巴菲特却不这么认为)。

5, 关于耐心

等待机会有时很难熬。不过，根据我们的经验，这些艰难时期一定会结束，并出现部署大量资本的机会。

如果你活得足够久，就会看到股市中的一切。当便宜货再次出现时，我只希望我有一把上膛的枪。

6, 关于(股市上涨)何时结束

我们只估值，但我们不择时。如果你看看日本市场，它上涨的极限是什么？何时会结束？我压根就不知道。

但任何不能永远持续下去的事情都会结束。

40 多年来，我从未发现有人能预测股市。但你也不应该去持有任何股价下跌 50%你就会担心的股票。因为股价下跌 50%一定会发生的，但这不会困扰到我们。如果 GEICO 下跌 50%，也不会有什么影响。

没有人知道(上涨)何时会结束。他们的担忧是对的，但你仍然无法预测股市的走势。

(1987 年 1 月日经指数突破 20000 点，3 月日本股市市值总额已经达到 2.69 万亿美元，占全世界的 36%，超过美国居世界第一)。

7, 关于股市进入危险区域

总的来说，我们看不到任何符合甚至是接近我们投资标准的东西。

我们对以 99 美分的价格购买 1 美元钞票毫无兴趣。

从长远来看，股票价格与企业经营业绩息息相关。当市场忽视了这一基本现实，你就可能处于危险区域。

8, 关于保持简单

如果竞争对手试图去做一些他们做不到的事情，这是一个巨大的优势。它让你可以轻松地找到便宜货。

我不认为投资经理比 25 年前更聪明，也不认为他们在心态上更稳定。

有时，他们试图把市场变得比实际情况更复杂。我不认为我们有什么投资诀窍。我们只是无视了更高比例的令人震惊的愚蠢行为。

我们还没学会如何跳过 7 英尺高的栏杆。但我们偶尔学会了如何找到 2 英尺高的单杠。

9, 关于杠杆收购

所有这些不劳而获的家伙(soft white hands)都在进行杠杆收购.....这是一段非常有趣的时代。

当令人难以置信的回报落入赌场经营者手中时，你就不太可能让市场健康起来。我认为可能会产生一些负面影响。但我无法量化它。

10, 关于伯克希尔的股价

伯克希尔目前的股价是高于还是低于内在商业价值，这一点并不十分清楚。

多年来，据我所知，伯克希尔的股价比任何公司都更接近内在商业价值。

11, 关于巴菲特早逝的可能性

有人会说，讨论这个还太早。但我只担心我死后股价不下跌。

伯克希尔的业务都独立于我运营的，我去世公司的盈利能力不会受到影响。如果股价下跌很多，你就应该买一些。这是我给你的唯一股票建议。那些认为我死后伯克希尔的内在价值会下降是愚蠢的。

但如果你担心我过早去世，那就花点时间去陪陪我母亲吧(我老娘还健在呢你就瞎操心)。总之，我打算主要依靠降神会。了解我的人不会笑我的。

12, 关于股票回购的可能性

如果我们要回购伯克希尔股票, 交易价格就必须比内在商业价值有相当大的折扣。但是, 我们不希望股票以大幅折价的方式交易.....我们宁愿通过购买其他股票来为股东赚钱(而不是占股东便宜)。

13, 关于伯克希尔的收购政策

我们有一套非常成熟的收购政策。我们等待电话铃响起。如果我们能提高电话铃响的概率的话.....

《华尔街日报》1987 年 4 月 23 日刊登的公司收购广告。

14, 关于保险业务

只要能在支付索赔之前将保费用于投资, 人们都愿意去承保一栋正在燃烧的大楼....

在所有大宗商品行业中, 当供应紧张时, 其回报往往是无利可图的。

如果利率上升, 保险公司就不愿意以低于账面价值的折扣价格出售债券(无论他们当时支付了多少, 经过了摊销调整后的账面价值仍大幅高于市价)。这个因素(拒绝认赔卖出)比他们额外赚取 15%收益的事实更重要。

酒吧关门了, 但你可以喝完这杯酒。我们去年 5 月承保的业务仍在盈利。所以, 尽管承保利润越来越低, 但我们仍将在一段时间内保持良好的盈利.....但宿醉持续的时间比派对更久(亏损期比盈利期更久)。

15, 关于保险准备金的发展

准备金估计中的错误大到令人难以置信。如果诚实地承认并认列这些错误的话, 许多保险公司就会破产。

精算师可以通过所有考试, 他们知道自伯努利以来的所有定理。只是世界未来的发展方式与过去不同而已。

我可以告诉你, 任何一年的死亡人数不会超过 2%。但我无法告诉你董事和高管的责任风险(D&O)是多少。世界总是以令人惊讶的方式发展。

此外, 在保险行业, 你会发现一切都在你的保单赔付范围之内(赔付范围扩大)。

16, 令人印象深刻的废话

我们从不把事情精确到小数点后 7 位。如果你必须这样做, 这笔交易就不够好。

对美国公司的管理层来说, 错误的精确是个真正的问题....大多数公司的战略规划部门和收购专员都有办法得到他们想要的答案, 只是结果并不像报告里的那么精确。

如果它是从电脑里算出来的, 结果看起来会令人印象深刻, 但这往往是无稽之谈。

做出收购决定的人要比这个计算结果重要得多。

负责出售 Scott&Fetzer 的人递给我们一本厚厚的招股书。但我们还是还给了他。我们不想被它搞糊涂。

我在商界犯过的最严重的错误都伴随着漂亮的图表。

17, 关于巴菲特披露为自己账户而不是伯克希尔购买了 Servicemaster 股票

在某些方面, Servicemaster 对个人比机构更具吸引力。对于机构来说, 非相关业务收入是一个不利因素。

对于现金流过剩的企业, 以及所支付的价款可分配给可摊销资产的企业, 合伙公司的形式尤其具有吸引力。

但有时媒体会把我们的个人投资搞错。我们也懒得去纠正他们。

18, 人性+印刷机=更高的通货膨胀率

我不认为自己是政治预言家。用印刷机来解决经济问题的确很诱人, 但只能作为短期的创可贴。

如果我也有一台可以印刷货币的小机器, 我可能会偶尔溜过去看看。

我们不知道未来的通胀率, 也不关注当前的通胀率。但对于市政债券的购买者来说, 可能会亏钱。

我感觉我们更有可能看到更高的通胀率, 甚至可能比 4-5 年前高得多。我不是说我可以对此进行量化, 这只是一种基于政治观察而非经济学的总体感觉。但我不认为世界末日会到来。

但在通胀率较高的情况下, 经济的运作并不如在通胀率较低的情况下那么好。货币的价值会不断下降、下降、再下降。一旦开始, 它往往会加速而不是恢复稳定。

我们不会从中获利。我们只是尽量避免被它摧毁。

19, S&L 储贷危机, 一场灾难正在酝酿之中

联邦储贷保险公司 FSLIC 是一个疯狂的系统, 就好像他们不小心将硝酸甘油混合在一起(产生的硝化甘油是一种高爆炸药)。FSLIC 让其他人买单, 而危机一直被掩盖着。

现在只报告坏消息, 以后才能有好结果。这在商业上是可行的, 但在政府里却不可能。这不是一个管理文明的好方法。

奖励给了激进者, 惩罚却给了保守者。在 WESCO 的互助储贷公司, 就好像我们为水下的石头购买了火灾保险, 却像床垫厂的烟民一样支付保费。(为零风险支付无谓的保费)

20, 关于海外投资

相比同等的国内证券, 我们不认为海外投资我们能得到更好的回报。

我们也无法很好的理解这些投资，这只会增加更多问题。

21，电视网的困境，当你拥有它们时就更清楚了

以前，观众只有 3 条电视网可供选择。如果这是唯一的选择，观众连测试频道都会去看。

现在观众已经开始转向其他媒体。电视网的收视份额将继续稳步下降。我们买下 CapCities 时就知道了。但当你拥有某个东西之后，它就会变得更加清晰。

'价格诱人的媒体公司'已成为一个矛盾的说法。

22，关于理想的生意

理想生意所生产的东西，成本只有一美分，售价却高达一美元，而且人们养成了购买习惯。

我们喜欢我们能够理解的业务，而且我们认为该业务未来不会发生太大变化。

我们在寻找类似报纸的业务(经典的伟大生意，具备垄断因素)。

你必须要有多聪明才能理解内布拉斯加家具商场是一家出色的企业？

我只寻找简单的决定，我们从未做过艰难的决定。(寻找显而易见让人眼前一亮的大机会)

23，关于核心持股

我们不会根据市场价格出售 CEICO 保险，CapCities 首府广播和《华盛顿邮报》。

任何其他股票都属于有价证券范畴(而不属于生意)，讨论它们不符合股东的利益。

24，关于是否接受与另一家公司合并

如果埃克森公司与我们洽谈合并事宜，我们会问谁是幸存下来的那家公司。

我们对合并、出售等事情没有任何兴趣.....我们没有终极战略。我们没有什么终极战略。

此外，查理和我有很多的有趣是事可做。而且我们认为，如果我们能在自己理解的行业中获得好运(找到投资机会)，伯克希尔会更好。

总之，我们还能对我们从业的一生有什么更多要求呢？对我们来说再多的钱也毫无意义。

25，关于新的投资点子

我希望我能有新的点子，但我已经很久没有新的点子了。

几乎没有发现什么重大的点子。别人想到的点子并不能成为我们拒绝的理由。

26, 关于 Sinclair 加油站

我曾经拥有奥马哈 53rd 和 Farnam 街一家 Sinclair 加油站 50%的股份。

由于这项投资,我损失了大约 25%的净资产。如果我不曾拥有这个加油站,我现在会更富有。

27, 关于去 NFM 购物

巴菲特读了 OI 杂志 1987 年 4 月 23 日的一段摘录,描述了一位来自新泽西州的伯克希尔股东购买了 5000 美元地毯的故事。巴菲特接着说:你可能听说过一个农夫拿着鸵鸟蛋进鸡舍的故事....好吧,我希望你能把新泽西州的股东视为你的竞争对手。年会结束后,会有大巴车在外面等着接股东们去内布拉斯加家具商场购物,请信用良好的股东上车。

伯克希尔特仓

伯克希尔披露最新的一个季度没有购买任何股票。据 OI 估计,截至 1987 年 6 月 30 日,伯克希尔最大的普通股持仓如下: CAPITAL CITIES/ABC, GEICO CORP., WASHINGTON POST CO., WESCO FINANCIAL CORP., Handy & Harman, NATIONAL SERVICE INDUSTRIES, FIRSTIER FINANCIAL INC., CITY NATIONAL CORP., OGILVY GROUP INC.

伯克希尔和 Wesco 投资所罗门兄弟公司 (Salomon Brothers)

伯克希尔和 Wesco 公司最近充当所罗门兄弟的白衣骑士而成为头条新闻。据报道,所罗门公司以每股 38 美元的价格收购了其最大的股东,然后向伯克希尔和 Wesco 公司发行了 7 亿美元拥有投票权的优先股,以补充资金。优先股具有 12%的投票权和 9%的优先回报率,并可以以每股 38 美元的价格转换为普通股,据报道,所罗门将按固定时间表回购优先股。作为交易的一部分,沃伦巴菲特和查理芒格将加入所罗门的董事会。

一些观察家指出,这笔交易证明巴菲特对当今股市的看法远没有他公开表示的那么消极。我们认为,这些观察家对这笔交易的解读太过了。就在伯克希尔/所罗门交易见诸报端的当天,一位经理打来电话讨论所罗门的交易。虽然他不愿透露姓名,但他是伯克希尔的长期持有者(现在也是),也是巴菲特的忠实崇拜者。我们没有告诉他,我们在当天早些时候为 Pittance 和相关方购买了所罗门公司的股票。以下是这次谈话的部分摘录:

OI: 你觉得这笔交易怎么样?

匿名经理:对巴菲特来说,这真是一笔甜蜜的交易。具有讽刺意味的是,所罗门在代表他人的交易中表现精明,而在代表自己的时候,其表现却糟糕得令人难以置信。

首先,所罗门公司溢价收购大股东 MINARCO 的持股时,实际上是在支付赎金(恶意并购成功将会把管理层逐出公司,所以管理层被迫使用毒丸计划,以保护个人利益)。然后,他们产生了支付 5000 万美元左右不可抵扣的额外股息的义务。很明显,Gutfreund 更关心的是保住自己的饭碗,而不是保护所罗门的股东。我不是评估可转换股票的专家,但我敢保证,它的价值比巴菲特支付的要高得多。如果我是股东,我会非常生气,但我不是。问问巴菲特吧,我敢打赌,如果巴菲特是所罗门股东,他也会这么想的。

OI:你不认为巴菲特和芒格通过提供一般性指导、投资智慧,能赚取更多的优先股息吗?

匿名经理:也许吧,我只是没看出来。

OI:但所罗门的普通股看起来不便宜吗?

匿名经理:也许吧,但我敢打赌,他之所以做这笔投资,并不是因为普通股便宜。这也不是什么好生意,这不是像 CapCities 或 CBS 的生意。这是一个高杠杆的大宗商品生意。看看条款,这是一笔有附加条件的贷款。而且,说来说去,这都是一种基于炒作的销售业务。别以为他们系统里的每个经纪人都不会通过炒作与巴菲特的关

系来推销自己的产品。我认为，尽管有甜言蜜语，他还是会后悔的。

Pittance 的看法

我们大多不同意这位匿名经理的观点。我们认为这对所罗门来说是一笔非常好的交易。

不过，我们并不假装了解这家企业。所罗门公司的资产负债表令人困惑，流动资产、流动负债和营运资本均超过了账面价值和每股市价。

啦啦队

我们不知道巴菲特和芒格究竟能在多大程度上提高所罗门的收入、资本回报以及交易或本金投资回报率。巴菲特和芒格可能会认为，他们的角色不过是啦啦队长。然而，为了获得优先股息，巴菲特和芒格只需将所罗门的现金流提高约 33 美元，即比当前水平高出约 10%。如果他们不能在几年内产生这么大或更大的影响，我们将感到惊讶。无论如何，我们相信所罗门公司的盈利质量会立即大幅改善。除了他们给几乎任何一方带来的商誉外，巴菲特和芒格还拥有投资和商业智慧、丰富的常识和健康的怀疑精神。有了他们的加入，战略失误、疏忽、管理上的自我毁灭以及其他“令人震惊的愚蠢行为”的发生概率、频率和损失都会大大降低。与没有巴菲特和芒格相比，我们绝对建议为同样的收益支付更高的费用，而且我们相信并非孤军奋战。

会员人数有限的兄弟会

我们注意到，顶级投资银行的特许专营权数量有限，而且大多数兄弟会成员都会谨慎行事，避免疏远其他成员。最近，First Boston 的 CEO 打电话给 Gutfreund，向他保证不会协助其公司的客户 Perelman 对所罗门公司进行恶意收购，尽管会损失一些费用，这就是最好的证明。显然，成为该兄弟会的一员可以享受很大的特权和利益。从 Gerry Tsai/Primerica (收购了 Smith Barney) 到野村 (报道说正与 GE 讨论 Kidder-Peabody 事宜) 的国内外的其他观察家都不约而同地意识到了这一点。如果利率或立法没有首先阻止他们，我们将毫不惊讶地看到买家争相购买剩余的特许经营权。虽然所罗门公司很可能会继续安全地留在伯克希尔，但其股价很可能会随之上涨，以反映私人市场价值的提升。

在经济衰退时仍能保持良好状态

由于以下原因，所罗门的业务可能特别适合在投资银行业务不景气的情况下维持下去：我们认为，其收入中可能来自非经常性收购类交易的比例非常低。他们的大宗商品业务可能蕴藏着巨大的潜在盈利能力，当利率和通胀率高企时，这种能力就会显现出来，而此时正是所罗门最需要帮助的时候。自 1980 年以来，所罗门公司的员工人数增加了两倍，这可能会掩盖公司的潜在盈利能力，直到这些新员工成为团队中完全具有生产力的成员。

改变商业经济？

此外，投资银行业务可能已经成熟，可以从根本上改善他们的商业经济学：如果所罗门没有因为失去两位顶级抵押贷款支持证券高管而受到太大的负面影响，那么他们在与客户的关系中就会显得相对非个人化。与大多数华尔街公司不同，这样做的结果可能是，当关键高管离开时，留住客户的可能性更大。我们想知道，如果 Milken 离开德崇证券 Drexel，他的客户会有多少比例留下来？明星薪酬的削减可能意味着投资银行业务利润率的提高。虽然这可能不如网络业务的改善那么显著或吸引人，但也是有意义的。

早期识别的催化剂

最后，我们认为，由于巴菲特的存在，人们可能会更早地认识到或预期到上述情况。另外值得注意的是，据我们所知，除了伯克希尔公司本身，没有其他公司的董事会成员同时包含巴菲特的和芒格。我们可以猜测为什么两人都加入了所罗门的董事会。不过，无论原因如何，这都不可能对所罗门公司的形象或现实造成损害。

在截至 1987 年 6 月 30 日的季度中，持有所罗门股票的公司名单：

伯克希尔持有优先股(最大购买)，DELPHI 资管，麦哲伦基金，消防员基金，第一曼哈顿(第 10 大购买)，GRANTHAM, MAYO, HARRIS 合伙公司，LEGG MASO (第三大购买者)，MESA(第七大采购)，NICHOLAS-APPLEGATE，PACIFIC FINANCIAL(第 4 大购买)，RUANE, CUNIFF & CO.，SOROS 基金，STEINHARDT, MICHAEL(第四大购买)，WEISS, PECK, & GREER

两个月来，我有幸见到了美国最睿智的几名投资人：

4月28日，Georg Michaelis 从加州的圣莫尼卡赶来参加年会，他效力的原始资本公司是顶级封闭式基金。

4月28日，WESCO 金融公司主席兼伯克希尔副主席查理·芒格从加州的帕萨迪纳赶来参加年会。

5月19日，伯克希尔主席沃伦·巴菲特从内布拉斯加州的奥马哈赶来参加年会。

你们没准还记得，我非常幸运的在今年2月见到了约翰·坦普尔顿(John Templeton)。可以说，我和我的合伙人马克·斯塔爾使用了"世界即课堂"的学习方法。我们还会继续寻找杰出的投资人做导师，希望我们能因此成为更加优秀的投资人，或者至少能不再为自己的错误找那么多借口。以下便是投资人集体智慧的结晶：

1，关于股市

同大多数价值投资人一样，他们也认为股市没什么便宜可占。Georg Michaelis 的原始资本公司持有 40% 的现金。巴菲特和芒格的现金持有量更是高到了极点。他们抛空仓位，将 10 亿美元投在了 8 年期到 12 年期的免税债券上。

正如巴菲特在伯克希尔年报上指出的那样：.....在投资界，恐惧与贪婪两大传染病不时爆发，然而它们出现的时机无法预测，随之而来的市场失衡也捉摸不定，这无不与疾病持续的时间和爆发的猛烈程度息息相关。因此，我们从来不会把时间浪费在预测疾病何时到来、何时结束上。**我们的目标更为朴素：我们只是试图在别人贪婪时恐惧，而只在别人恐惧时贪婪。**

因此，华尔街从不恐惧，相反，这里欢声笑语。为什么会这样？生意不景气，可老板们却在牛市上赚得盆满钵满。还有什么能比这景象更令人兴奋的呢？不幸的是，股票不会一直比公司景气下去。

鉴于日本股市暴跌，巴菲特苦笑着援引赫布·斯坦的话说："任何事情若无法永远持续，则必将终止。"他又补充道："就和我们目前的状况一样复杂。"

2，关于通货膨胀

巴菲特与约翰·坦普尔顿所持观点一致，既然政府想快刀斩乱麻，那么严重的通货膨胀将不可避免。"把印钞机当作短期的'创可贴'的确诱人.....可通货膨胀却会越来越严重。"会上，巴菲特一次次强调，通货膨胀只会越来越严重，远比五年前的那场来得更为凶猛。

通货膨胀会给固定收益投资人带来十分不利的影响。

注意：为降低市场风险，巴菲特的债券会在接下来的 12 年内陆续到期。

3，了解自己的短板/懂得谦逊

谦逊似乎是在座的伟大投资人的共同点。坦普尔顿认为谦逊是通往理解的大门。

芒格指出，在巴菲特眼里，首府/ABC 广播公司 CEO 汤姆·墨菲是国内最棒的管理人才，然而他每天都在祈祷，告诫自己要谦逊。我们还发现，Georg Michaelis 是最谦逊的投资人。

芒格否认自己为人谦逊(这是当然)，但他指出，他和巴菲特的成功都是缘于"我们不恃才傲物"。他说他宁愿和智商 130 却认为自己的智商只有 128 的人共事，也不愿和智商 190 却自以为智商 240 的家伙一起工作，后面这类人只会给你带来不少麻烦。

4, 伪精确

巴菲特断言，千万别以为电脑计算准确无误，或者认为精确到小数点后面三位数的计算就完全精准。

巴菲特说，他当了 35 年的投资人，却从未见到投资管理人的培养有丝毫改善。他们不够聪明，心态不稳，还会让事情变得更加棘手。

芒格补充道，最精美的图表往往是大错的根源，我们真正需要的不过是"常识"而已。重申一下，了解自己的短板、了解信息的局限性似乎才是投资的关键所在。正如凯恩斯所说：我宁愿模糊的正确，也不要精确的错误。

5, 内幕交易

在为美国证券交易委员会近来的表现拍手叫好时，芒格注意到，"赌场老板若得了丰厚的回报，文明社会便无法一片祥和"。

6, 保险行业

巴菲特表示，派对虽然结束了，然而宿醉后的不适不会那么快消散。

伯克希尔保险公司的保费急剧下降，即便一两年内收入稳定，生意也大不如从前("酒吧虽然要打烊了，可还得让你把酒喝完")。有趣的是，Georg Michaelis 最看好的股票之一却是顶级保险经纪公司威达信集团的股票。

华尔街早就下了定论，派对结束，股市进入低迷状态。

公司的投资组合当中，汉诺威保险集团与 RLI 保险公司的股票都以市盈率 6 倍左右的价格出售。

7, 理想的公司

巴菲特说："(一家理想的公司)能够花 1 美分买下一件东西，又以 1 美元的价格卖出，并且养成了习惯。"

巴菲特致股东的信 1987

1988 年 2 月 29 日, BRK: \$2820-2950

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

本公司 1987 年的账面价值增加了 4.64 亿美元, 或增长了 19.5%(标普 5.1%), 自从现任管理层接手的 23 年以来, 每股账面价值从 19.46 美元增长到现在的 2477.47 美元, 年复合增长率约为 23.1%。

真正重要的当然是企业每股内在价值的增长率, 而非帐面价值, 在许多情况下一家公司的帐面价值与其内在价值一点关连都没有, 例如, LTV 与鲍德温联合公司(Baldwin-United)就在宣布破产之前的年度审计报告显示, 帐面价值分别为 6.52 亿与 3.97 亿美金, 但是另一个公司贝尔里奇石油公司(Belridge Oil)在 1979 年以 36 亿美元高价卖给壳牌石油之时, 其账面价值只有 1.77 亿美元。

(Long Temco Vought (LTV) 这个例子出现在《聪明投资者》中。公司从 1958 年起步, 从 700 万美元资本在仅仅 2 年内就规模扩大了 19 倍, 债务从 4400 万美元扩大到了 16 亿美元, 1969-1970 年出现巨额亏损, 股价从 1958 年起步的 20 美元涨到 1960 年的最高的 169 美元, 此后一路下跌, 1971 年跌到 7 美元的最低价位。Baldwin-United 最初是一家钢琴行, 后来发展为金融超市。查诺斯在研究报告当中指出, 该公司的账目存在彼此矛盾、难以自圆其说之处, 他建议投资者卖出这只股票。在转年的 1983 年, 这家公司正式宣告破产, 创下了当时的最大企业破产案纪录。)

不过在伯克希尔, 两种价值的成长趋势倒是蛮相近的, 过去十年公司的内在价值增长率略高于帐面价值增长率, 很高兴这种好现象在 1987 年得以维持。我们的内在价值对帐面价值的溢价有所扩大, 原因是: 我们拥有优秀的企业, 而且这些企业皆由最优秀的经理人在管理。

各位有理由质疑后者, 因为 CEO 很少会告诉公司股东说, 你们所投资的公司是由一群笨蛋组成的管理层在管理, 为了要避免露出马脚, 一些公司常常会出现相当诡异的财务报表。通常在致股东的报告中, CEO 会花大量篇幅详细描述企业过去的表现是如何的不当, 最后不可免俗地会以感性的语气来形容其所带领的公司管理层实在是公司最珍贵的资产, 这种形容有时会让人搞不清楚那其它的资产到底又算是什么?

不过在伯克希尔, 我个人对于管理层任何的称赞都是很容易让人理解的, 首先请看看下面的报告收益表格, 显示本公司七家主要的非金融企业: 布法罗新闻报、费区海默制服、柯比吸尘器、内布拉斯加家具城、斯科特费泽制造集团、喜诗糖果与世界图书公司的获利状况(以历史成本会计基础), 1987 年这七家公司的年度在扣除利息与所得税前的获利(EBIT 息税前利润)高达 1.8 亿美元。

数字本身并不足以说明其经济表现, 为了评估这一点, 我们必须知道产生这些收益需要多少资本(包括债务和

股本在内)。债务在我们的七家公司中扮演着微不足道的角色：1987 年的净利息支出仅为 200 万美元。因此，这些企业所占用股本的税前收益为 1.78 亿美元。而股本(以历史成本计)仅为 1.75 亿美元。

若把这七家公司看作是一家公司，其 1987 年的税后净利约为 1 亿美元，股本回报率更高达 57%，即使财务杠杆再高，你也很难在一般公司看到这种比率。根据《财富》杂志在 1988 年出版的投资人指南，在全美制造业 500 强与服务业 500 强中，只有 6 家公司过去十年的平均股本回报率超过 30%，最高的商业清算所公司也不过只有 40.2%。

(Commerce Clearing House, 始建于 1913 年，是美国目前最大的专业法律、税务、财务、审计、风险管理和系统软件的平台提供商，占据美国 65% 的专业领域市场。在美国，几乎所有的会计师事务所、律师事务所、跨国公司集团、大学、研究机构、政府等等，都广泛使用 CCH 和 Wolters Kluwer 的数据和解读。CCH 税务、财务和法律的法规解读被视为专业行业内最为权威的专业解读。)

当然伯克希尔真正从这些公司赚得的报酬并没有那么地高，因为当初买下这些公司时，支付了相当的溢价才取得这些股份，经过统计，我们在这些公司原始投资超过其账面价值的溢价金额约为 2.22 亿美元，当然要判断这些公司经理人的绩效应该是要看他们创造的收益是使用多少资产所产生的，至于我们用多少钱买下这些公司并不影响经理人必须使用的资本数量，就算你用六倍账面价值的价钱买下商业结算所公司 CCH，同样也不会影响该公司的股本回报率。

以上所提数字代表着三项重要的推论，首先，现在这七家企业的内在价值远高于其历史账面价值，同样也远高于伯克希尔负债表上帐列的投资成本。第二，因为经营这些业务并不需要太多的资金，所以这些公司利用所赚取的收益既能实现自身业务增长，又能投入新机会中。第三，这些业务都由非常能干的经理人在经营，像布卢姆金家族 Blumkins、海德曼家族 Heldmans、查克·哈金斯 Chuck Huggins、斯坦·利普西 Stan Lipsey 与拉尔夫·谢伊 Ralph Schey，皆兼具才干、精力与品格，将旗下业务经营的有声有色。

也因此当初这些明星经理人加入时，我们抱持着极高的期待，事后证明得到的结果远高于预期，我们获得远高于我们所应得的，当然我们很乐意接受这种不平等，我们借用杰克班尼在获得最佳男主角时的感言："我不应该得到这个奖项，但同样地我也不应该得到关节炎。"

除了这七个圣徒之外，我们还有一项主要的事业：保险业务，同样地我也认为它的价值远高于其帐列的资产，只是要评估一家财产意外险公司的价值就没有办法那么精确了，这个行业波动很大，报表所列的获利数字有时会有很大的偏差，而且最近税法修正对我们未来年度的获利有很大的影响，尽管如此，保险业务仍会是我们经

营事业的最大重心，在迈克·戈德伯格(Mike Goldberg)的管理之下，保险业务的回报仍可期待。

有这些优秀的专业经理人，在业务的日常营运上，查理·芒格跟我实在是没有什么好费心思的地方，事实上，平心而论我们管的越多，可能只会把事情搞砸，在伯克希尔我们没有企业会议，也没有年度预算，更没有绩效考核(当然各个企业单位因自身所需，有自己的一套管理办法)，但总的来说，我们实在没有什么可以告诉指导 Blumkin 家族如何去卖家具，或是指导海德曼家族如何经营制服业务。

我们对于这些所属事业单位最重要的支持就是适时地给予掌声，但这绝对不是在做烂好人，相反地这是长久下来我们深入观察这些企业的经营结果与管理层的作为所给予的正面肯定，我们两个人这些年来看过太多平庸企业的表现，所以我们是真正地珍惜他们艺术级的演出，对于 1987 年旗下子公司整体的表现，我们只能报以热烈的掌声，而且是震耳欲聋的掌声。

报告收益的来源

下表显示伯克希尔主要报告收益的来源，其中商誉的摊销与购买法的会计调整数，从各个企业单独摘出汇总成单独一栏，事实上这样的目的是为了让我们旗下业务的经营绩效，不因我们买下他们而有所影响，在 1983 与 1986 年的年报中，我已不只一次的解释这样的表达方式会比依照一般公认会计原则更符合管理层与投资者的需要，当然最后加总结算的数字，还是会与会计师出具的财务报表上的收益数字完全一致。

在后面的分部门信息和管理层讨论中，大家可以找到各个业务的详细信息，除此之外，我也强烈建议大家一定要看查理写给 Wesco 股东叙述其旗下事业情况的一封信。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以千美元计	1987 年	1986 年	1987 年	1986 年
保险集团：承保收益	-55,429	-55,844	-20,696	-29,864
保险集团：净投资收益	152,483	107,143	136,658	96,440
布法罗新闻	39,410	34,736	21,304	16,918
Scott Fetzer 多元制造	30,591	25,358	17,555	13,354
喜诗糖果	31,693	30,347	17,363	15,176
世界图书	25,745	21,978	15,136	11,670
Kirby 吸尘器	22,408	20,218	12,891	10,508
内布拉斯家具	16,837	17,685	7,554	7,192
费区海默制服	13,332	8,400	6,580	3,792
Wesco 金融-保险除外	6,209	5,542	4,978	5,550
商誉摊销	-2,862	-2,555	-2,862	-2,555
购买法会计-其他费用	-5,546	-10,033	-6,544	-11,031

利息费用	-11,474	-23,891	-5,905	-12,213
股东指定捐赠	-4,938	-3,997	-2,963	-2,158
其他	22,460	20,770	13,696	8,685
经营收益	280,919	195,857	214,745	131,464
出售资产和已实现证券收益	27,319	216,242	19,807	150,897
所有实体-收益合计	308,238	412,099	234,552	282,361

Gypsy Rose Lee 在她晚年的一场生日宴会上宣布："我还是拥有去年所有的一切，现在唯一的差别是全部都矮了两吋。"如同上表所示，在 1987 年几乎我们所有的业务都又成长了一年。

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

然而，经验表明，最好的商业回报，通常是由那些今天正在做的事情与五年或十年前非常相似的公司来实现的。但管理者不能因为这样就固步自封。企业总是有机会改善服务、产品线、制造技术等，显然应该去抓住这些机会。但是，一个不断遭遇重大变化的企业也会遇到很多犯大错的机会。此外，永远剧烈变化的经济领域是难以建立堡垒式商业特许经营权的，这样的特许经营权通常是持续高回报的关键。

先前提到《财富》杂志的研究，可以充分支持我的论点，在 1977-1986 年间，总计 1000 家公司中只有 25 家能够达到连续十年平均股本回报率达到 20%的标准，且没有一年低于 15%的双重标准，而这些优质企业同时也是股票市场上的宠儿，在所有的 25 家中有 24 家的表现超越标普 500 指数。

这些财富之星可能在两个方面让你大开眼界，首先，虽然本身有支付利息的能力，但他们所运用的财务杠杆极其有限，一家真正好的公司是不需要借钱的。第二，除了有一家所谓的高科技公司，另外少数几家属于制药业以外，大多数的公司产业相当平凡普通，大部分现在销售的产品或服务与十年前大致相同，(虽然数量或是价格、或是两者都有，比以前高很多)。这些公司的记录显示，充分运用现有的强大特许经营权，或是专注在单一领导的产品品牌之上，通常创造出非凡的经济效益。

事实上我们在伯克希尔的经验正是如此，我们的专业经理人所缔造出优异的成绩，是通过把相当平凡的业务做到极致实现的，经理人致力于保护企业特许经营权、控制成本，基于现有能力寻找新产品与新市场来巩固既有优势，他们从不受外界诱惑，巨细靡遗地专注于企业细节之上，而其成绩有目共睹。

以下是近况报导

阿加莎·克里斯蒂小姐嫁给一位考古学家，她曾说："配偶最理想的职业就是考古学家，因为你越老，他就越有兴趣。"事实上应该是商学院而非考古学系的学生，需要多多研究 B 夫人-这位内布拉斯加家具商场 NFM 高龄 94 岁的经理人。

50 年前，B 夫人以 500 美金起家，如今 NFM 已是全美最大的家居品商店，但 B 夫人还是一样从早到晚，一个礼拜工作七天，掌管采购、销售与管理，一轮又一轮的直面竞争。我很确定她现在正蓄势待发，准备在未来的五到十年内，全力冲刺再创高峰，也因此我已说服董事会取消一百岁强迫退休的政策，(也该是时候了，随着时光的流逝，越来越相信这个规定是该修改了)。

1987 年 NFM 的销售净额是 1.426 亿美元，较去年增长 8%，全美没有那家店能与之相比，全美也没有那个家族能与之相比，Blumkin 家族三代都拥有天生的生意头脑、品格与冲劲，且分工合作，团结一致。

Blumkin 家族的杰出表现，不但让身为股东的我们受益良多，NFM 的客户们受惠更大，他们在 1987 年通过购买 NFM 的产品就省下约 3000 万美元，换句话说，若客户到别处去购买，可能要多花这么多钱。

去年 8 月我收到一封匿名信："很遗憾看到伯克希尔第二季度获利下滑，想要提高贵公司的获利吗？有一个不错的法子，去核实一下 NFM 的产品售价，你会发现他们把 10-20% 利润白白奉送给客户，一年 1.4 亿的营业额，那可是 2800 万的利润，这个数字实在是相当可观。再看看别家家具、地毯或是电器用品的价格，你就会发现把价格调回来是再合理不过了，谢谢！来自一位竞争同业。"

展望未来，NFM 在 B 夫人"价格公道实在"座右铭的领导下，必将继续成长茁壮。

在全美规模相当或更大的报纸中，布法罗新闻报在两个重要方面继续领先：第一，在工作日与周日的渗透率最高(即订户数在该地区家户数的比率)，第二，是新闻比率最高(新闻版面占总版面的比率)。

事实上一份报纸能够同时拥有这两项特色绝对不是巧合，因为新闻内容越丰富，也就越能吸引更广泛的读者，从而提高渗透率，当然发行数量必须与新闻品质相匹配，这不但代表要有优秀的报导与编辑，也代表要有新闻性与关联性。为了让报纸成为读者们不可或缺的东西，它必须能够马上告诉读者许多他们想要知道的事情，而不是等读者们都已知道后，事后报纸才刊登出来。

以布法罗新闻报来说，我们平均每 24 小时出七个版本，每次内容都会更新，举一个简单的例子就足以让人感

到惊奇，光是每天的讣文就会更新七次，也就是说每则新增的讣文会在报纸上连续刊登七个版。

当然一份新闻也必须要有有深度的全国与国际性新闻，但一份地区性的报纸也必须及时并广泛地报导社区动态，要把这点做好除了需要非常广泛的新闻源，还必须要有足够的版面空间，并加以有效地运用安排。

1987 年，我们的新闻比一如既往的是 50%，若是我们把这比率砍到一般 40%的水准，我们一年约可省下 400 万美金的新闻成本，但我们从来都不会考虑如此做，就算哪一天我们的获利大幅缩减也是一样。

基本上查理跟我都不太相信营业预算，像是“间接费用必须缩减，因为预估营业收入不若以往”之类的说法。如果有一天我们必须降低布法罗新闻报的新闻比率，或是牺牲喜诗糖果的品质与服务，以提升下一年或下一季度疲弱不振的获利表现，或是反过来，因为伯克希尔赚太多钱以致现金花不完，就去聘请经济分析师、公关顾问等对公司一点帮助都没有的人。

这些做法对我们毫无意义。我们既不理解有些公司因为赚太多钱而增加不必要的人事来消化预算，也不理解因为获利不佳就砍掉一些关键的人事。这种变来变去的方式既不符合人性也不符合商业原则，我们的目标是不论如何都要做对伯克希尔的客户与员工有意义的事，永远不要添加不必要的东西。（你可能会问那公司的商务飞机又是怎么回事？嗯！我想有时一个人总会有忘了原则的时候）。

虽然布法罗新闻报的营收最近几年只有略微的增长，但在发行人 Stan Lipsey 杰出的管理之下，获利却反而大幅增长，几年来我甚至错误地预测该报的获利会下滑，但今年我的预测不会让大家失望，1988 年不管是毛利或者是净利都会缩水，其中新闻纸成本的飞涨是主要的原因。

费区海默兄弟公司是我们旗下另一个家族企业，而就像 Blumkin's 一样，是个非常杰出的家族，几十年来，海德曼家族三代，努力不懈地建立了这家制服制造与销售公司，而在伯克希尔取得所有权的 1986 年，该公司的获利更创新高，此后 Heldmans 家族并未停下脚步，1987 年收益又大幅增加，而展望 1988 年前景更是看好。

制服业务实在没有什么神奇之处，唯一的惊奇就是 Heldmans 家族，Bob、George、Gary、Roger 和 Fred 对于这行业了如指掌，同时也乐在其中，我们何其有幸能与他们一起合作共事。

查克·哈金斯(Chuck Huggins)持续为喜诗糖果缔造新的记录，自从 16 年前我们买下这家公司，并请他主掌这项业务时，便一直是如此。在 1987 年糖果销售量创下近 2500 万磅的新高，同时连续第二年，单店平均销售磅数维持不坠，你可能会觉得没什么了不起，事实上这已是相当大的改善，因为过去连续六年都呈现下滑的趋势。

虽然 1986 年的圣诞节特别旺，但 1987 年圣诞节的记录还要更好，这使得季节因素对喜诗糖果来说越来越重要，经统计，去年一整年约有 85% 的获利是在十二月份单月所创造的。

糖果店看着很有趣，但对大部分的老板来说就不那么有趣了，就我们所知，这几年来除了喜诗赚大钱之外，其它糖果店的经营皆相当惨淡，所以很明显的喜诗搭的并不是顺风车，它的表现是扎扎实实的。

这项成就当然需要优秀的产品，这个倒不是问题，因为我们确实拥有，但除此之外它还需要对客户衷心的服务，Chuck 可以说是百分之百地以客户为导向，而他的服务态度更是直接感染到公司上下所有的员工。

以下是一个具体的例证，在喜诗，我们通常会定期增添新的口味并剔除旧的口味以维持大约一百个品种。去年我们淘汰了 14 种口味，结果其中有两种让我们的客户无法忘怀，而不断地表达他们对我们这种举动的不满，"愿喜诗所有做出这种可恶决定的相关人士受到谴责；愿你们的巧克力在运送途中融化；愿你们吃到酸败的糖果；愿你们亏大钱；我们正试图寻求要求你们恢复供应原有口味的法院强制令....."有画面感了吧，总计最后我们收到好几百封这种抱怨信。

为此 Chuck 不但重新推出原来的口味，他还将危机化为商机，所有来信的客户都得到完整且诚实的回复，信上是这样写的："虽然我们做出了错误的决定，但值得庆幸的是，好事因此而发生....."，随信还附赠一个特别的礼券。

过去两年喜诗糖果仅稍微地涨价，在 1988 年我们进一步调涨价格，幅度还算合理，只是截至目前为止销售持续低迷，预计今年公司收益将难再有继续成长的可能性。

世界图书公司、柯比吸尘器与斯科特费泽制造集团皆由拉尔夫·谢伊(Ralph Schey)所领导，很高兴我们能做这样的安排，去年我曾告诉各位斯科特费泽集团在 1986 年的表现远超查理和我的购买预期，1987 年的表现甚至更为出色，税前收益增长了 10%，但平均使用资本却较前年大幅缩减。

Ralph 同时掌管 19 项业务的方式实在是令人叹为观止，同时他也吸引了一群优秀的经理人协助他经营业务，我们很乐意再多找一些业务交到 Ralph 旗下去经营。

由于斯科特费泽的业务范围过于繁杂，在此不便详述，这里谨就我们的最爱《世界百科全书》加以介绍，去年底，《世界百科全书》推出自 1962 年以来最引人注目的修订版本，全套书中的彩色照片从 1.4 万张增加到 2.4 万张，超过 6000 篇文章重新编写，840 位作者参与；查理跟我衷心向您与您的家庭推荐包含《世界百科全书》与

《儿童手工》等一系列早教产品。

在 1987 年《世界百科全书》在美国地区销售量连续第五年成长，国际销量与获利亦大幅增加，斯科特费泽集团前景看好，尤其《世界百科全书》更是如此。

保险业务营运

下表是我们常用保险业主要指标的最近更新数字

年度变化	保费收入增长率	综合比率	损失赔付增长率	通货膨胀率
1981	3.8	106.0	6.5	9.7
1982	4.4	109.8	8.4	6.4
1983	4.6	112.0	6.8	3.9
1984	9.2	117.9	16.9	3.8
1985	22.1	116.5	16.1	3.3
1986	22.2	108.0	13.5	2.6
1987 预估	8.7	104.7	6.8	3.0

综合比率代表所有保险成本(发生损失加上承保费用)占保费收入的比率，一百以下表示承保获利，一百以上则表示承保亏损，若考量保险公司利用保费收入(浮存金)所赚取的投资收益列入计算，则 107 到 111 之间大约是损益平衡点，当然这是不包含公司自有资金所运用的收益。

保险业务的数字，若以上面那张简表来说明，事实上并不复杂，当同业平均保费收入年增长只在 4-5%徘徊，则当年承保损失一定会上升，原因不在于车祸、火灾、暴风等意外事件发生更频繁，也不是因为一般通货膨胀的关系。**罪魁祸首在于今天社会与司法的过度膨胀**，法律诉讼费用暴增，一方面是因为诉讼更频繁，一方面是由于陪审团与法官倾向扩大保险单上的保险理赔范围，若这种乱象不能加以抑止，则保险公司每年至少要有 10%以上的保费收入增长，才有办法收支打平，即使在通货膨胀相对温和的状况下也是如此。

过去三年来保费收入的大幅成长几乎可以确定今年同业的绩效都会相当不错，事实证明也是如此，不过接下来的情况可就不太妙了，根据 Best's 统计预估，1988 年的按季增长率为 12.9%、11.1%、5.7%、5.6%，可以确定的是 1988 年的保费收入增长一定会低于 10%的损益两平点，很显然，好日子已经结束了。

然而**收益数字却不会马上滑落，这个产业具有滞后现象**，因为大部分的保单都是一年期，因此更高或更低的保单价格在生效后几个月内不会对收益产生全部影响，所以对损益的影响会在往后的一年之间陆续浮现。因此打个比方，在 party 结束、酒吧关门之前，你还可以把手上的那杯喝完了再走，假设往后几年没有发生什么重大自然灾害，我们预期 1988 年的同业平均综合比率将会微幅上扬，紧接下来的几年则会大幅攀升。

保险业最近受到几项不利的经济因素所困而前景黯淡：数以百计的竞争对手、进入门槛很低、无法大幅差异化的产品特性。在这种类似商品型产业之中，只有低成本营运的公司或是一些受到保护的利基产品才能维持长期高获利的水平。

当产品供给短缺时，即使是大宗商品产业也能蓬勃发展，不过在保险业界，这种好日子早就已经过去了，资本主义最讽刺的地方就是大宗商品型产业大部分的经理人都痛恨商品短缺不足，但偏偏这是唯一可能让这些公司有良好获利的环境。当短缺出现时，经理人便会迫不及待地想要扩充产能，这无异是将源源不断流入现金的水龙头关掉一样，这就是过去三年保险公司经理人的最佳写照，再次验证 Disraeli 的名言："我们唯一从历史得到的教训就是我们从来无法从历史中得到教训！"

在伯克希尔，我们努力避免自己的公司成为大宗商品型企业。首先我们凭借着自己强大的资金实力，来凸显我们产品的不同，但这种效果实在是有限。尤其在个人险的部分，因为即使是其所投保的保险公司倒闭(事实上这种状况还不少)，汽车险或房屋险的购买者仍可获得理赔。在商业险的部分也是如此，当情况好时，许多大企业投保户与保险经纪人都不太关心保险业者的财务状况，即使是比较复杂的案件，顶多拖个三、五年，最后还是想办法可以解决(眼不见为净的结果，可能会让你的口袋落空)。

不过，保户定期也会想起富兰克林所说：空袋子很难立起来，并认识到寻找一个可靠稳定的保险公司的重要性。这时我们发挥优势的机会就来了，当客户认真想到往后五到十年，若是面对景气不佳同时又碰上金融市场低迷，再保业者倒闭频繁等景象时，而怀疑保险公司是否仍有能力轻松地支付一千万美元理赔金时，那么他可以挑选的保险公司其实是相当有限的，在所有的保险业者之中，伯克希尔无疑是站得最直挺的一个。

我们第二种方法是，我们完全不去理会签发保单的数量，在下一个年度我们很愿意一口气签出比前一年多五倍的保单，但若是只能签发五分之一的保单也无所谓。当然情况允许，我们希望能越多越好，但我们实在是无法掌握市场价格，若价格不理想，我们会暂时退出市场少做一点生意，在同业中再没有其它任何一家保险公司有我们如此高的自制力。

在保险业普遍存在的三种情况(这在其它产业并不多见)，使得我们能保持相当的弹性。第一，市场占有率并不是盈利能力的重要决定因素：这个行业不像新闻业或是零售业，最后能够存活的不一定是市场份额最大的那个。第二，许多的保险领域，其中也包含我们所从事的主要险种，销售渠道并非专有的，所以进入障碍低，今年业绩

不多，不代表明年就一定会很少。第三，闲置的产能，在保险业来说主要是在于人力，这部分并不会造成太大的负担，在印刷或是钢铁业的话就不是这样，我们可以在保持慢速前进的同时，随时蓄势待发准备向前冲刺。

我们完全以价格为导向(而非竞争)来决定我们的风险部位，因为这样做才有利于我们的股东，但同时我们也很高兴，这同样也有利于社会。这个原则代表我们随时准备就绪，只要市场价格合理，我们愿意随时进场承接任何财产意外险的保单，以配合许多保险同业遵循的进进出出的策略，当他们因为损失扩大、资本不足等原因退出市场时，我们随时可以接替，当然当一些同业进来杀价抢食市场时，虽然我们也愿意继续服务大众，但由于我们的报价高于市场价格，所以只好暂时退出观望，基本上我们扮演的是市场供需调节的角色。

1987 年中的一个事件可以充分说明我们的价格政策。在纽约有一家家族经营的保险经纪公司是由一个伯克希尔多年资深的老股东所领导，这老兄手上有许多客户是我们所想要交往的，但基于职业道德他仍然必须为他的客户争取到最好的权益，所以当保险市场价格大幅滑落，他发现我们的保费比起其它同业贵了许多时，他第一个反应就是赶快把他客户的保单从伯克希尔转移到别的保险公司，接下来第二的动作就是买进更多伯克希尔的股票，他说要是哪一天伯克希尔也一样以降价竞争作为回应，那么他就会把生意给伯克希尔做，但他可能就会把伯克希尔的股票卖光。

伯克希尔 1987 年的承保表现实在是好极了，一方面是因为先前提到的递延效应，我们的综合比率是 105%，(泛指一般保单，不包含结构化结算和金融再保险部分)，虽然这个数字比起 1986 年的 103%来说略微逊色，但我们在 1987 年的获利能力却大幅提高，因为我们有更多的浮存金可以运用。这一趋势将会持续保持，在往后几年我们浮存金对保费收入的比例还是继续增加，所以展望伯克希尔 1988 年与 1989 年的获利仍将大幅成长，尽管预估的综合比率亦会上升。

我们的保险业务去年在非财务方面亦有重大的斩获，我们组织了一支训练有素的专业团队，专门承保特殊巨额的风险，他们已准备好帮助我们处理任何可能遇到庞大的商机。

有关损失准备金提列的情况，详附表，今年的状况比前几年好一点，但由于我们承保了许多长尾业务，许多理赔申请通常要花上好几年才能解决，就像是产品责任保险，或专业经理人责任险，在这种特殊的产业，一年的损失准备其实无法是代表最后结果。

大家应该对保险公司的收益数字时时抱持怀疑的态度，(当然也包含我们自身，事实证明确是如此)，过去十年

来的记录显示，有许多显赫一时的保险公司报告给股东亮丽的收益数字，最后证明只不过是一场空，在大部分的情况下，这种错误是无心的，我们诡谲多变的司法制度，使得就算是最有良知的保险公司都无法准确预测这类长期保险的最终索赔成本。

但奇怪的是，会计师每年就是想办法为就这些管理层给的数字背书，并出具无保留的意见表示这些数字公允的表达了该公司的财务状况，而事实上他们自己深知过去惨痛的经验告诉他们，这些经过验证的数字与最后可能结算出来的结果可能会有天壤之别，但却还是仍然使用这种坚定的语言。而从另一方面来说，尽管这样错误的历史在前，投资人却还是相当仰赖会计师的意见，对于会计门外汉来说，他根本就不懂得“该财务报表公允表达”，所代表的真正含意是什么。

会计师标准无保留意见查核报告的遣词用语在明年将有重大改变，新的用语有相当的改进，但还是很难充分说明财产意外险公司在查核时所受到的限制，如果一个人想要描述一件事情的真相，我们认为给财产意外险公司股东的标准无保留意见报告中应这样写：“我们仰赖管理层提供损失准备与损失费用调整产生财务报表，而这些估计数字事实上影响公司收益与财务状况甚巨，受限于损失准备的提列先天信息的不足与我们必须提出的意见，我们完全无法对这些数字的正确性表达看法，等等”。

假若有人对这种完全不正确的财务报表提出诉讼官司(事实上就有)，会计师一定会在法庭上做类似的辩解，那么他们为什么不一开始就坦白地说明他们真实的角色与所受的限制呢？

我们想要强调的是，我们并不是怪罪会计师没有办法准确地评估损失准备(当然这会影响到最后的收益数字)，我们无法原谅的是他们没有公开地承认做不到这一点。

从各种不同的角度来看，这种不断在提列损失准备时所犯的无心错误，往往也伴随着许多故意的过失。许多骗子就是看准会计师没有能力评估这些数字，同时又愿意配合为这些数字背书，假装好象他们真的有这个能力。靠着这种方式来欺骗投资大众赚大钱，在往后的日子我们仍将看到这样的骗局持续上演，在“收入”可以通过笔触创造的地方，不诚实的人就会聚集起来。对他们来说，长尾保险就是天堂。前述我们建议的审计报告措词，至少可以让无知的投资人提高警觉避免遭到这些掠食者的坑杀。

去年在年报中详述刚通过的《税收改革法案》，使得保险公司支付的税负以递延渐进的形式大幅增加，这种情况在 1987 年更加恶化，讽刺的是虽然这个法案大大地影响到保险公司长期的获利能力与商业价值，却让保险公司

短期的收益数字格外亮丽，光是在伯克希尔 1987 年的收益就增加了 820 万美金。

就我们个人的看法，1986 年的法案是近十多年来保险业界最重要的经济事件，1987 年的新法案进一步将企业间股利可扣抵的比率由 80%减为 70%，除非纳税人拥有被投资公司超过 20%的股权。

投资人通过中间企业法人(除了专业投资公司外)间接持有的股份或债券，一直就比直接持有这些有价证券要来的不利的多，尤其是在 1986 年租税改革法案通过后，这种对间接所有权的租税惩罚更为明显，虽然 1987 年的情况稍微好转一点，特别是中介人是保险公司的情况。我们没有任何方法可以规避这项增加的税负成本，简而言之，现在同样的税前获利，在扣除税负成本后最后所得到的税后净利，要比过去要来得少的多。

不论如何，我们期望保险业务表现良好，只是最后的成绩可能无法像过去那么好，目前的展望是保费收入将减少，尤其是消防人员基金份额保险协议在 1989 年到期后，但收益可略微改善，之后我们可能可以再遇到好机会，不过那可能要好几年以后，届时我们应该可以作好更万全的准备。

有价证券 - 永恒的持股

每当查理跟我为伯克希尔旗下的保险公司买进股票(扣除套利交易，后面会再详述)，我们采取的态度就好像是我们买下的是一家私人企业一样，我们着重于这家公司的经济前景、管理层以及我们支付的价格，我们从来就没有考虑再把这些股份卖出，相反地只要能够预期这家公司的价值能够稳定地增加，我们愿意无限期地持有这些股份，在投资时我们从不把自己当作是市场的分析师、总体经济分析师或是证券分析师，而是企业的分析师。

我们的方式在交易活跃的股票市场相当管用，因为市场不定期地就会突然浮现令人垂涎三尺的投资机会。但交易市场绝不是必需的，因为就算是我们持有的股票停止交易很长一段时间我们也不在意，就像是世界图书公司或是费区海默同样没有每天的报价，最后一点，我们的经济利益取决于我们所拥有的公司本身的经济利益，不管我们持有的是全部或者是部分股权都一样。

本杰明·格雷厄姆是我的老师，也是我的朋友，很久以前讲过一段有关面对市场波动心态的话，是我认为对于投资成功最有帮助的一席话，他说投资人可以试着将股票市场的波动当作是一位市场先生每天给你的报价，他就像是一家私人企业的合伙人，不管怎样，市场先生每天都会报个价格要买下你的股份或是将手中股份卖给你。

即使是你们所共同拥有的合伙公司具有稳定的经济特征，市场先生每天还是会固定提出报价，同时市场先生有一个缺陷，那就是他的情绪很不稳定。当他高兴时，往往只看到合伙公司好的一面，所以为了避免手中的股份

被你买走，他会提出一个很高的价格，甚至想要从你手中买下你拥有的股份；但有时候，当他觉得沮丧时，眼中看到的只是这家企业的一堆问题，这时他会提出一个非常低的报价要把股份卖给你，因为他很怕你会将手中的股份塞给他。市场先生还有一个很可爱的特点，那就是他不在乎受到冷落，若今天他提出的报价不被接受，隔天他还是会上门重新报价，要不要交易完全由你自主，所以在这种情况下，他的行为举止越失措，你可能得到的好处也就越多。

但就像灰姑娘辛蒂瑞拉参加的化妆舞会一样，你务必注意午夜前的钟响，否则一切将会变回南瓜和老鼠：市场先生是来为你服务的，千万不要受他的诱惑被他所引导。你要利用的是他饱饱的口袋，而不是平平的脑袋，如果他有一天突然傻傻地出现在你面前，你可以选择视而不见或好好地加以利用，但是要是你占不到他的便宜反而被他愚蠢的想法所吸引，则你的下场可能会很凄惨；事实上若是你没有把握能够比市场先生更清楚地衡量企业的价值，你最好不要跟他玩格雷厄姆这样的游戏，就像是打牌一样，如果你玩了 30 分钟还是没有看出谁是傻子，那么那个傻子很可能就是你！

格雷厄姆的市场先生理论在当今的投资世界内或许显得有些过时，尤其是大多数专业人士和学者在大谈市场有效理论、动态对冲与 Beta 系数时更是如此，他们会对那些深奥的课题感兴趣是可以理解的，因为这对于渴望投资建议的追求者来说，笼罩着神秘色彩的技术是相当具吸引力的，就像是没有一位巫医可以单靠“吃两颗阿斯匹宁”这类简单有效的建议成名致富的。

这当然是股市秘籍存在的价值，在我看来，投资成功不是靠神秘的公式、计算机程序或是股票行情板上股票价格的跳动。相反，投资人之所以成功，是凭借着优异的商业判断力，同时避免自己的想法和行为，受到容易煽动人心的市场情绪所影响。以我个人的经验来说，要能够免除市场诱惑，最好的方法就是将格雷厄姆的市场先生理论铭记在心。

追随格雷厄姆的教诲，查理跟我着眼的是投资组合本身的经营成果，以此来判断投资是否成功，而不是他们每天或是每年的股价变化，短期间市场或许会忽略一家经营成功的企业，但最终，这些公司终将获得市场的肯定。就像格雷厄姆所说的：“短期而言，股票市场是一个投票机，但长期来说，市场却是一个称重机。”一家成功的公司是否很快地就被市场发现并不是重点，重要的是只要这家公司的内在价值能够以稳定地速度成长才是关键，事实上，越晚被市场发现的好处多多，因为我们就有更多的机会以便宜的价格买进它的股份。当然，有时市场也

会高估一家企业的价值，在这种情况下，我们会考虑把股份出售。另外，虽然有时公司股价合理或甚至略微低估，但若是我们发现有更被低估的投资标的或是我们觉得比较熟悉了解的公司时，我们也会考虑出售股份。

然而我们必须强调的是，我们不会因为被投资公司的股价上涨或是因为我们已经持有很长一段时间，而出售股份。在华尔街名言中，最愚蠢的莫过于：“(任何方式)赚钱的人是不会破产的”，我们非常乐意无限期的持有一家公司的股份，只要这家公司预期股本回报率令人满意、管理层能干且正直，同时市场对于其股价没有过度的高估。

但是，这不包含我们保险公司所拥有的三家企业，即使它们的股价再怎么涨，我们也不会卖。事实上，我们把这些投资与前面那些具控制权的公司一样地看待，它们不是市场先生提出高价就可以处置的一般的商品，反而是伯克希尔企业永久的一部分。只是在此我要加一个例外：除非因为我们的保险公司发生巨额亏损，必须出售部分的持股来弥补亏损。当然，我们会竭尽所能避免这种情况的发生。

当然，查理跟我决定要拥有并持有一家公司的股份，是同时综合了个人想法与财务方面的考量，对某些人来说，我们这样的做法可能有点不合常规。(查理跟我长期以来一直遵从奥美广告创办人大卫·奥美的建议：在年轻时发展出你自己的特异风格，这样子等你到老时，人们就不会觉得你是个怪胎了)。的确，近年来在交易频繁的华尔街，我们的态度看起来有些特立独行，在那个竞技场內，所有的公司与股份，都不过是交易的筹码而已。

但是我们的态度完全符合我们本身的人格特质，这也是我们想要过的生活。丘吉尔曾经说过：你塑造环境，然后环境塑造你(You shape your houses and then they shape you.)。我们很清楚我们要如何去塑造我们想要的模式，因此，我们宁愿跟我们喜欢与敬佩的对象交往，也不愿为了多赚几个点回报，去跟一些我们讨厌或是不喜欢的人打交道。我想，我们大概永远不可能再找到像这三家公司中的一些主要参与者，令我们所喜爱与敬佩的人了。以下所列就是我们永恒的持股：

股份数量	公司名称	成本	市值
3,000,000	首府/ABC 广播公司	517,500	1,035,000
6,850,000	GEICO 保险	45,713	756,925
1,727,765	华盛顿邮报	9,731	323,092

在这些公司上，我们实在看不出买下并控制一家企业或是购买部分股权有什么本质上的差异，每次我们都是试着去买进一些具备长期经济效益的公司，我们的目标是以合理的价格买到绩优的企业，而不是以便宜的价格买进平庸的公司。查理跟我发现：你无法用母猪耳朵做出一个丝绸钱包(粗瓷碗雕不出细花来，朽木不可雕也)。买到货真价实的东西才是我们真正应该做的。

必须特别注意的是，**本人虽然以学习快速著称，不过却花了 20 年才明白买下好企业的重要性。**刚开始我努力寻找便宜的货色，不幸的是真的让我找到了一些，所得到的教训是：在农具机械公司、三流百货公司与新英格兰纺织工厂等没有前途的经济形态上，好好的上了一课。

当然查理跟我确实会误判一家企业的基础竞争力。当这种情况发生时，不管是买下全部或是部分的股权，我们都会面临了一大堆问题与挑战，当然后者要脱身相对容易一点，（确实企业很可能会被误判，一位欧洲记者被派驻到美国采访卡内基，发了一封电报给他的编辑主管说到：天啊，你一定不敢相信在这儿经营图书馆竟然可以赚那么多钱。）

在进行取得控制权或是部分股权投资时，我们不但试着去找一家好公司，同时最好是能够由品格与才能兼具且为我们喜爱的管理者经营，如果是看错了人，在具控制权的情况下，我们还有机会发挥影响力来改变，然而，实际上这种优势有点不切实际：**因为更换管理层，就像是离婚一样，过程是相当的费时痛苦，而且要看运气。**不论如何，我们三家永恒的股权投资在这点是不太可能发生的，有汤姆·墨菲(Tom Murphy)和丹·伯克(Dan Burke)在首府/ABC 广播公司，比尔·斯奈德(Bill Snyder)和路易·辛普森(Lou Simpson)在 GEICO 保险，凯瑟琳·格雷厄姆(Katherine Graham)和迪克·西蒙斯(Dick Simmons)在华盛顿邮报，我们实在想不出有更好的接替人选。

我必须说明，控制一家公司有二个主要的优点：首先，当**我们控制一家公司我们便有分配资本与资源的能力**，相较之下，若是部分股权投资则完全没有说话的余地，这点非常重要，因为大部分的公司经营者，并不擅长于做资本配置，之所以如此，并不让人奇怪，因为大部分的老板之所以能够成功，是因为他们在营销、生产、工程、行政管理方面表现出色。

而一旦成为 CEO 之后，他们马上必须面临许多新的责任与挑战，包括要做资本配置的决策，这是一项他们以前从未面对，艰巨且重要的工作。打个比方，这就好象是一位深具天分的音乐家，没有安排让他到卡内基音乐厅演奏，却反而任命他为美联储主席一般。

CEO 缺乏资本配置的能力可不是一件小事，一家公司若是每年保留 10%的收益在公司的话，经过十年后，他所要掌管资金等于增加了 60%。

某些体认到自己缺乏这方面能力的 CEO(当然也有很多不这样认为)，会转向下属、管理顾问或是投资银行家寻求建议，查理跟我时常观察这种“帮助”的后果。总的来说，我们认为**大多数的情况并不能解决问题，反而是让问**

题变得更严重。

结果你就会发现，在美国企业一大堆不明智的资本配置决策一再重复的发生，这也是为什么你常常听到组织重整再造的原因。然而，在伯克希尔我们算是比较幸运，在我们主要的不具控制权的股权投资方面，大部分的公司资金运用还算得当，有的甚至还相当的杰出。

第二项优点是，相比于部分投资，取得控制权的投资享有**税收上的优惠**。伯克希尔作为一家控股公司，在投资部分股权时，必须吸收相当大的租税成本，相较之下，持有 80%以上控制股权的投资则没有这种情况，这种租税弱势发生在我们身上由来已久，但过去几年的税法修订，使得这种情形更雪上加霜，同样的获利，若发生在我们持有 80%以上股权的公司，要比其它部分股权投资的效益要高出 50%以上。

不过这一劣势有时可以由另一项优势所抵消掉，**有时候股票市场，让我们可以以不可思议的价格买到绩优公司部分的股权，远低于协议买下整家公司取得控制权的平均价格**。举例来说，我们在 1973 年以每股 5.63 元买下华盛顿邮报的股票，该公司在 1987 年的每股收益是 10.3 元，同样地，我们分别在 1976、1979 与 1980 年以每股 6.67 元的平均价格买下 GEICO 保险的部分股权，到了去年其每股税后的经营收益是 9.01 元，从这些情况来看，市场先生实在是一位非常大方的好朋友。

一个矛盾又有趣的会计现象，从上面的表你可以看到，我们在这三家公司的市值超过 20 亿美元，但是他们在 1987 年只为伯克希尔贡献了 1100 万美元税收收益。

会计原则规定，我们只能认列这些公司分配给我们的股利，这通常要比公司实际所赚的数字要少的多。以这三家公司合计，1987 年可以分配到的收益数字高达一亿美元。另一方面，会计原则规定这三家公司的股份若是由保险公司所持有，则其帐面价值应该要以其市场价格列示，结果是一般公认会计原则要求我们在资产负债表上列出这些被投资业务的实际价值，却不准让我们在损益表是反应他们实质的获利能力。

在我们具有控制权的投资业务，情况却刚好相反，我们可以在损益表上充分表示其获利状况，但不管这些资产在我们买下之后，价值在无形间如何地增加，我们也无法在资产负债表上做任何变动。

我们应对这种会计精神分裂症的调整心态方式就是，不去理会一般公认会计原则 GAAP 所编制的数字，而只专注于这些具控制权或者是部分股权的公司其未来的获利能力。采用这种方法，我们依自己的商业价值概念建立一套企业价值的评价模式，它有别于会计帐上所显示的具控制权的帐面投资成本，以及有时部分股权投资在愚蠢

市场上的市值，我们希望在未来年度，持续稳定增加这种商业价值(当然若能以不合理的速度成长的话更好)。

有价值证券 - 其它

除了上述的三家重要投资业务，我们的保险公司也持有大量的有价值证券，主要可以分为五个类型，分别为：

(1)长期股票投资(2)长期固定收益债券(3)中期固定收益债券(4)短期现金等价物(5)短期套利交易。对于这五种类型的交易，我们没有特别的偏好，我们只是持续不断地寻找最高的税后回报预计的数学期望值，并且仅限于我们认为了解熟悉的领域，我们无意让与短期的报告收益好看，我们的目标是让长期的净值的最大化。

首先，看看普通股投资，1987 年股市的表现精彩连连，但最后指数却没有太大的进展，道琼斯指数整个年度只涨了 2.3%，你知道这个过程就好像是在坐过山车，市场先生在 10 月前爆跳如雷，但随后却突然收敛了下来。

市场上有些所谓专业的投资人，掌管着数以亿万计的资金，就是这些人造成市场的动荡，**他们不去研究企业未来几年的发展方向，反而专研于其它基金经理人未来几天的动向**，对他们来说，股票只不过是赌博交易的筹码，就像是大富翁里的棋子一样。

他们的做法发展到极致，便形成所谓的**投资组合风险理论**，一个在 1986-1987 年间广为基金经理人所接受的一种策略，这种策略只不过是像投机者止损指令一样，当投资组合或是类似指数期货价格下跌时就必须卖出持股，这种策略不管其他，只要下跌到一定程度便会自动涌出一大堆卖单，根据《布雷迪报告》(Brady Report)显示：在 1987 年 10 月中旬，有高达 600-900 亿的股票投资面临一触即发的险境。

若是你认为投资顾问是被请来投资的，那你就大错特错了。在买下一家农场后，一个理性的主人会不会叫其不动产经纪人，每当附近的农场以较低的价格出售时，就变卖农场的一部分？或者，**你会不会一早起来就想要把你的房子卖掉，只因为几分钟前你听到隔壁的房子以比以前便宜的价格脱手。**

然而，投资组合风险理论告诉退休基金或是大学，当他们持有福特或是通用电气部分股权时，应该要采取这样的动作。这种理论方法认为，这些公司的价值越被低估，你就越应该赶快把他们处分掉。根据“合乎”逻辑的推论，一旦价格大幅反弹，这种方法就会命令投资机构再把他们买回来。这可不是我瞎编的。一想到有这么多的资金，掌握在整天沉溺在爱丽丝梦游仙境般的经理人手中，也难怪股票市场会有如此不寻常的表现。

然而许多评论家在观察最近所发生的事时，归纳出一个不正确的结论：他们喜欢说，由于股票市场掌握在这些投资大户手上，所以小额投资人根本一点机会也没有。这种结论实在是大大地错误，不管资金多寡，这样的市

场绝对有利于任何投资者，只要他能够坚持自己的投资理念。事实上由**手握重金的基金经理人所造成的市场波动**，反而使得真正的投资人有更好的机会可以去贯彻其明智的投资行动，只要他在面临股市波动时，不会因为财务或心理因素而被迫在不当的时机卖出手中持股，他就很难会受到伤害。

在伯克希尔过去几年，我们在股票市场实在没有什么可以发挥的地方，在十月的那段期间，有几支股票跌到相当吸引我们的价位，不过我们没有能够在他们反弹之前买到够多的股份，在 1987 年底，除了永久的持股与短期的套利之外，我们并没有新增任何主要的股票投资组合(指 5000 万美元以上)，不过你大可以放心，一旦市场先生再次给我们机会的时候，我们一定会好好把握住的。

与此同时，我们主要的资金避风港是**中期的免税债券**，在去年我已经解释过其特点，虽然在 1987 年间我们也有进出，但整个头寸变化不大，总金额约在 9 亿美元左右。根据 1986 年税务改革法案，大部分的债券受到了祖父级的疼爱，这意味着他们是完全免税的。但现在保险公司新买进的债券不是这样。

作为短期现金的替代品，中期免税债券的表现还算不错，他们贡献了不少额外的投资报酬，而且目前的价值也略高于我们当初投资的成本，但不管之后他们的市价高或低，只要我们找到更好的投资机会，我们随时都有可能把他们给处分掉。

我们仍然避免去碰长期债券(也有可能因为没有对中期免税债券保持距离而犯下大错)，债券没有比他们能兑换的货币来得好，在过去十年以及可预见的未来，我们看不出我们会对美国债券有太大的兴趣。

我们巨额的贸易逆差，使得我们必须面临许多不同形式的支票帐单，这包含外国人持有的美国政府与企业公债、银行存款等，以惊人的速度累积成长，一开始我们的政府所采取的方式，就像是《欲望街车》主角布兰奇所说的：我总是依赖陌生人的同情心而活。当然本案的陌生人依靠的主要是债务人的可靠性，虽然贬值的美元也让他们必须付出高昂的代价。

外国人对我们的信心可能有点所托非人，因为当未偿付债券持续的增加，而债务人又能够单方面地确定其购买力时，美钞发行人增加流通货币来稀释其货币价值的情况铁定会发生。对于债务国政府来说，通货膨胀这项武器就好象是经济战争中威力强大的氢弹一样，很少有国家可以让全世界充斥着以自己货币计价的债券，不过由于我们国家过去不错的财政记录，使得我们能够打破这项限制，只是这样的宽容使得我们通胀的压力只会增加不会减少，而一旦我们屈服于这样的压力，不只是持有美国债权的外国人遭殃，连带的我们也会受到影响。

当然在债务问题失控之前，美国政府也会试着采取一些方法来抑制贸易逆差，（有关于这点，下滑的美元汇率或许会有帮助，只是同样地它又会造成另一种伤害），目前我们政府的做法跟《乱世佳人》里斯嘉丽·奥哈拉(Scarlett O'Hara)的态度差不多一样，"明天再想办法吧！"，而且几乎无可避免地，对于财政问题的处理拖延将会造成通货膨胀的后果。

只是这些后果发生的时点与影响我们实在无法去预测，不过无法去量化或是锁定这种风险不代表我们就可以忽视它的存在，当然我们的推论也许会不准确，目前的利率水平或可弥补通货膨胀所带来的损失，只是我们对于长期的债券仍报以持续的戒心。

然而，如果在某些特定的有价证券上有显著的优势，我们仍愿意把一部分资金摆在这上头，就像是我在 1984 年年报中曾经提到我们在华盛顿公共电力系统债券 WPPSS 上的投资，在 1987 年我们又持续加码投资，年末，我们持有的这类债券帐面未摊销成本为 2.4 亿美元，市价约为 3.16 亿美元，每年 3400 万美元的免税利息收益。

我们持续在短期套利交易上有所斩获，虽然我们从事的规模有限，每年我们限制自己只专注在几个少数已公开信息的大型交易案，我们不介入那些已被投机套利客(绿邮诈骗)锁定的个案。

我们从事基于机会成本的套利已有好几十年的经验，到目前为止，我们的成果还算不错，虽然我们从来没有仔细去算过，我相信我们在套利投资方面的税前年回报率应该有 25%左右，我确信 1987 年的成绩甚至比以前好的多，但必须强调的是只要发生一、两次像今年其它几个套利惨痛的经验，就可能使得整个结果猪羊变色。

今年我们唯一超过 5000 万美元的套利案是，斥资 7600 万美元投资 100 万股安杰利斯(Allegis)，目前的市价约为 7800 万美元。

我们在年底还有另外二个较大持股不在前述五个范围之内，一项是 Texaco 短期债券，全都是在它破产之后才买进，要不是因为我们旗下保险公司的财务实力雄厚，我们实在不太适合去买这种已发生问题的债券，不过以这些债券在 Texaco 破产后的低廉价格，这是目前我们可以找得到最吸引我们的投资标的。考量其所牵涉的诉讼案件，在最坏的情况之下，我们认为应该还是可以将投资成本回收，而若是官司可以和解收场，我们预期债券的价值将会更高，截至年底 Texaco 石油债券在我们帐面上的成本约为 1.04 亿美元，目前的市值则约为 1.19 亿美元。

(Texaco 石油在 1984 年与 Pennzoil 石油争夺 Getty 石油的并购战中以高价胜出，破坏了一桩已经完成的交易。Pennzoil 起诉了 Texaco，获得了 100 亿美元的赔偿金。后来这一判决又减至 10 亿美元。然而，1987 年，最高法院宣布维持原判。Texaco 由于无力支付这项赔偿 4 月 12 日申请破产保护。股东诉讼接踵而至，他们一致认为公司兼并 Getty 石油的过程是违规操作。后来，Texaco 赔偿了 30 亿美元，股东的诉讼请求没有得到批准。1988 年，Texaco 公司开始重新经营，最终于 2001 年被雪佛龙(Chevron)以 390 亿美元收购。)

到目前为止，我们在 1987 年最大和最广为人知的投资是以 7 亿美元购下所罗门公司 9% 的优先股。该优先股在三年后以每股 38 美元的价格转换为所罗门普通股，如果不转换，将从 1995 年 10 月 31 日开始的五年内按比例赎回。从大多数角度来看，这一承诺属于中期固定收益证券类别。此外，我们还有一个有趣的转换可能性。

在投资银行业，我们当然没有特殊的远见能够预知其未来发展的方向与获利能力，就产业特性而言，投资银行业比起我们其它主要投资的行业更难预测，这种不可预测性是我们选择以可转换优先股的方式投资的原因。

当然我们对于所罗门公司的 CEO 约翰·古弗兰(John Gutfreund)的能力与品格有不错的印象，查理与我都很尊崇且信赖他，我们是在 1976 年开始认识他，当时他在协助 GEICO 保险汽车保险免于破产的命运时出了不少力，之后我们看到他好几次引导客户免于那些愚蠢的交易，虽然这使得所罗门因此损失许多顾问费收入，这种以客户服务至上的表现在华尔街并不多见。

如同查理在之前所陈述的理由，截至年底我们将在所罗门公司的投资价值定在面额的 98%，大约比我们的投资成本少 1400 万，不过我们仍然相信，这家公司在领先的高品质融资和与市场做市营运，将可为我们的投资创造不错的回报，若果真如此，我们的可转换权将会非常有价值。

最后关于我们有关证券的投资再补充两点，第一，照例我还是给诸位一个提醒，相较于去年底的持股内容，我们现在的投资组合又有变动，并且还会继续变动，恕不另行通知。

第二也与此相关，跟前几年一样，在 1987 年，媒体不断在猜测我们进出的投资标的，这些报导有时是真的，有时是半真半假，有时根本就不是事实。有趣的是，我发现媒体的规模与声誉和报导的真实性一点相关都没有，曾经有一家全美举足轻重的媒体杂志刊登一项完全错误的谣言，另外一家出版业者则将一桩短期的套利投资误当做是一项长期的投资。(之所以没有公布名字，是因为古有名训，遇到整桶整桶买墨水的人(代指媒体)，最好不要跟他发生争吵(因为根本吵不赢))。大家应该知道，我们从来不会对任何的谣言加以评论，不管是真或是假，因为若是我们否认不实的报导，或是拒绝对真实的事件发表评论，都等于间接表达了我们的立场。

在现在这个社会，大型的投资机会相当的稀少且弥足珍贵，除非法令特别要求，我们不可能向潜在的竞争对手透露我们的动向，就像我们也不可能期待对手告诉我们他的想法，同样地我们也不期待媒体能够揭露他们独家采访得到的并购消息，就像是一个记者不可能向他的同业透露他正在努力追踪的独家新闻。

我特别觉得很不高兴，当我的朋友或是旧识告诉我说，他们正买进 X 公司的股票，因为报纸错误地报导说伯

克希尔已经买进这家公司的股票。如果他们想参与伯克希尔实际购买的任何东西，他们可以随时购买伯克希尔股票，但也许这太简单了。不过后来我发现事情没有那么单纯，他们会买的原因主要是因为这些股票实在太热门，至于是否能够真正获利则是另外一回事。

融资

在年后不久，伯克希尔发行了两期 30 年期债券，总共的金额是 2.5 亿美元，到期日皆为 2018 年并且会从 1999 年开始慢慢分期由偿债基金赎回，包含发行成本在内，平均的资金成本约在 10% 上下，负责这次发行债券的投资银行就是所罗门，他们提供了绝佳的服务。

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

但我们还是不希望做这种大概没有问题的事情，我们要的是百分之百的确定。因此我们坚持一项政策，那就是不管是举债或是其它任何方面，我们希望的是，能够在最坏的情况下得到可以接受的合理结果，而不是预期在乐观的情况下，得到最佳的利益。

只要是好的商业模式或是好的投资决策，不依靠杠杆，最后也能取得令人满意的结果。因此我们认为，**为了一点相对不重要的额外回报，将重要的东西(也包含保单持有人与员工福祉)暴露在不必要的风险之下是相当愚蠢且不当的。**这种观点既不是我们年龄增长还是繁荣的产物：我们对债务的看法保持不变。

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

我们举债政策还有一项特点值得说明，不像其它公司，**我们比较希望能够未雨绸缪事先预备，而不是亡羊补牢事后补救。**一家公司若能够同时管好资产负债表的两侧，就会有不错的财务结果，这代表一方面要能够将资产的回报率提高，一方面要能够将负债的成本降低，若是两边都能碰巧的兼顾那就太好了。不过事实告诉我们，通常情况正好相反，当资金吃紧时，代表负债的成本上升，这正是对外并购的最好时机，因为便宜的资金有时会将

竞标的资产飙到天价。我们的结论是，在举债方面的动作，有时应该要跟购置资产方面的动作分开做。

当然何谓吃紧？何谓便宜的资金？很难有一个清楚的分野，我们无法去预测利率的走向，所以我们随时保持开放的心态。因此，**随机地在市场宽松时借钱，并期望之后可以找到合适的并购机会或投资标的**，而通常如同我们先前所提到的，大概是会在市场悲观时出现。我们一个基本的原则就是，如果你想要猎捕那种罕见且移动迅速的大象，那么你的枪支就要随时上膛准备。

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

其它事项

我们希望能够找到更多像我们现在拥有的企业，当然这需要一些帮助，如同你知道有公司符合以下的条件，打电话或者最好是写信给我。

- (1)、具有一定的规模，税后净利润至少达到 1000 万美元。**
- (2)、表现出持续稳定的盈利能力，我们对美好前景或困境反转的公司没有兴趣。**
- (3)、企业在很少或没有负债的情况下，取得了良好的股本回报率 ROE。**
- (4)、公司具备强大的管理团队，我们不参与管理。**
- (5)、简单的容易理解的商业模式，我们对复杂的高科技一无所知。**
- (6)、合理的价格，在价格不确定前，我们不希望浪费双方太多时间。**

我们不会进行敌意的并购，并承诺完全保密并尽快答复是否感兴趣(通常不超过五分钟)，我们倾向采现金交易，除非我们所换得的内在价值跟我们付出的一样多，否则不考虑发行股份。我们欢迎可能的卖方与那些过去与我们合作过的对象打听，对于那些好的公司与好的管理层，我们可以提供一个好的归属。另一方面我们也持续接到一些不符合我们条件的询问，包括初创企业、转机股、拍卖案以及最常见的中介案(那些说你们要是能过碰一下面，一定会感兴趣之类的)。在此重申我们对这些一点兴趣都没有。

除了以上买下整家公司的并购案外，我们也会考虑买进一大部分不具控制权的股份，就像我们在首府广播与

所罗门这两个例子一样，尤其是我们对于像这次购买所罗门一样的可转换优先股当作长期投资特别有兴趣。

接下来是一点似曾相识的内容，大部分伯克希尔的大股东是在 1969 年清算巴菲特合伙事业时取得本公司股份的，这些合伙的伙伴可能还记得当初在 1962 年，我曾经在巴菲特合伙事业所投资控制的一家水泵和农具制造公司邓普斯特风车制造公司(Dempster Mill Manufacturing Co.)，面临经营上重大的难题。

在当时我带着我无法解决的问题去找查理，就像是现在一样，查理建议我在加州他有一位朋友叫哈利·博特尔(Harry Bottle)非常脚踏实地，或许可以帮得上忙，我在当年四月去洛杉矶拜访他，一个礼拜后，他就被请到内布拉斯加州来管理 Dempster，此后问题立刻获得解决，记得在 1962 年的年报中，我还特地将 Harry 封为年度风云人物。

24 年后，场景搬到伯克希尔另外一家子公司 K&W 公司，一家专门生产自动机具的小公司。过去这家公司做得还不错，不过到了 1985-1986 年却突然发生状况，盲目追求达不到的东西，却放弃现有可以做的产品，负责管理监督 K&W 的查理，知道可以不必知会我，直接找到现年 68 岁的 Harry，任命他为 CEO，然后静待结果即可。事实上他没有等多久，到了 1987 年隔年，K&W 的获利就创下新高，比 1986 年成长三倍，由于获利提升，该公司所需的资金也就跟着减少，该公司的应收及存货水准减少了 20%。

所以要是在往后的十年、二十年，我们的被投资业务又发生管理问题时，你就知道谁的电话又会响了。

* * *

大约有 97.2%的有效股权参与 1987 年的股东指定捐赠计划，总计约 490 万美元捐出的款项分配给 2050 家慈善机构。

最近一项研究显示约有 50%的美国大公司的捐赠计划是由董事会所决定，这等于是由代表公司所有股东的一小群人来决定公司资金捐给他们所偏爱的慈善机构，却从来不会去管股东们的意见，(我很怀疑若情况刚好相反，由股东们来决定这些董事口袋里的钱要捐给谁时，他们会有什么样的反应)，当甲从乙的身上拿钱给丙时，若甲是立法者，则这个过程叫做课税，若甲是企业的主管或是经理人时，这就叫做是慈善，我们仍然坚信除非是捐给那些很明显对于公司有助益的单位时，应该要先征询股东们而非仅仅是经理人或是董事的意见。

我们敦促新加入的股东，仔细阅读年报上有关股东捐赠计划的详细内容，如果在未来年度内，你想要参加这类的计划，我们强烈建议你股份登记在自己而不是受托人的名下，必须在 1988 年 9 月 30 日之前完成登记，才

有权利参与 1988 年的计划。

* * *

去年总共有 450 位股东参加股年东会，总计提出了 60 个左右精彩的问题，在许多公司股东会只是浪费时间，因为爱出风头的人把它变成了一场闹剧。不过我们的股东会却不一样，股东们非常具有建设性且带来了许多欢乐。(在伯克希尔的年会上，爱出风头的那个人是我。)

今年的股东会将在 1988 年 5 月 23 日在奥马哈举行，我们希望你们都能来参加，这个会议提供一个场所让你能够提出任何与股东有关的问题，我们会一直回答到所有股东都满意为止(除了那些想要知道投资组合活动或是内线消息的人)

去年我们花了 100 元租两台巴士载着有兴趣的股东到内布拉斯家具广场，大家的行动展现了明智的抉择，总共买下了约 4 万美元的东西，B 夫人认为这样的费用/销售比例太高，并认为这都是我个人长久以来对于成本没有概念、管理松散的缘故，不过还是一如既往的大方，今年她再次给我机会，在会后还是会有巴士等着各位，B 夫人希望我一定要打破去年的记录，而我也已经答应她不会让她失望。

沃伦·巴菲特 董事长

1988 年 2 月 29 日

伯克希尔股东大会问答 1988

1988 年 5 月 23 日 Joslyn 艺术博物馆 580 人

1956 年，投资者向沃伦巴菲特投资的每一美元，在扣除所有费用和开支后，如今大约有 1600 美元。在扣除费用之前，每一美元将增长到 3000 多美元。出于各种原因，沃伦巴菲特被广泛视为一个活生生的传奇。编辑有幸参加了伯克希尔最近一次年会，并与巴菲特进行了简短的交谈。伯克希尔公司位于一间被称为“欢乐宫”的简陋保险办公室。巴菲特从未使用过计算器，更不用说电脑了。巴菲特似乎没有被自己的成功所影响。尽管巴菲特的净资产超过 20 亿美元，但他仍住在 1958 年花 3.1 万美元购买的简陋住宅里，喝着樱桃可乐，喜欢吃奥马哈 Gorat's 牛排馆的简单食物，而不是去曼哈顿的时髦餐厅。除了公司提供的樱桃可乐、喜诗糖果和其他垃圾食品外，他的工资只有 10 万美元，没有奖金、股票期权或其他津贴，这几乎可以保证他不会出现在美国或奥马哈收入最高的高管名单上。虽然巴菲特合伙公司已不复存在，但他像经营合伙公司一样经营伯克希尔，像对待合伙人一样对待股东，巴菲特说，“虽然我们的形式是公司，但我们的态度是合作伙伴”。如果说有什么不同的话，那就是巴菲特对待伯克希尔股东比对待合伙人更好。巴菲特持有伯克希尔 48% 的股份，这使得他几乎可以不考虑其他股东的意愿，执行他希望执行的任何政策或决定，但这不是他的风格。同样，当伯克希尔的一家银行子公司因监管原因需要剥离时，巴菲特将资产进行了分割，并向其他股东提供了优先选择权，并接受剩余的资产。同样，他允许每位股东指定伯克希尔慈善捐款中按比例分配的接受者。在每年伯克希尔的年报中，巴菲特致股东的信都展示了他非凡的常识，以及他对人性、政治、政府、商业和管理的独到见解。所有这些都以一种朴实的幽默呈现出来。在其他与我们交谈过的经理人看来，这是国内最优秀的商业/投资著作。伯克希尔的股东和其他巴菲特迷每年都会聚集在奥马哈，向巴菲特的成就致敬，听取伯克希尔的最新业务情况，并聆听巴菲特及其备受推崇的合作伙伴、伯克希尔副董事长查理芒格的最新智慧。在伯克希尔年会上，芒格的个性、智慧和机智通常会有所隐藏，他在会议上最常扮演的角色就是巴菲特的搭档。巴菲特在去年的会议上以“欢迎来到我们版本的 Bartles&James 秀”作为开场白，恰如其分的描述了俩人在年会上的角色。当查理芒格主持 Wesco Financial 的年会时，我们可能会对他有一个更清晰、更全面的了解。去年，你们可能还记得，编辑曾惊讶地听到巴菲特在读最新一期《OID》。不过，在今天的会议之前，你们的编辑有幸与巴菲特进行了简短的交谈。听了他对 OID 的评论，您可能会觉得很有趣。巴菲特说：“我非常喜欢，**这是我了解查理在 Wesco 做什么的唯一途径**”。

伯克希尔年会于 5 月 23 日星期一在奥马哈举行，会议持续了约 3 个小时，共有 580 名股东参加。以下是巴菲特和芒格在那次会议上的一些评论摘录：

开场白

测试，100 万，200 万，300 万。我的小孙子在房间后面，他才一个月大。如果他开始哭，那一定是有人告诉他，我对遗产的看法。这是查理，我的合伙人。在糟糕的年份，他是我的高级合伙人。你问完问题就可以离开了，在查理回答问题的时候离开并不违反礼仪。如果你们中的任何一位想现在撤回代理权，请举手，一旦我们找到你们，你们就会被逐出会场。

1，关于 GEICO 保险的竞争优势

GEICO 的保险业务非常出色，比我们自己的保险业务要好得多。**他们拥有低成本的分销方式，低风险的保单组合，续保率非常高的客户结构**。我也很想让伯克希尔的保险运营能够赚取承保利润，只是我们没有像 GEICO 保险那样的特许经营权。这也是我们决定收购他们的主要原因之一。**我喜欢收购我无法与之竞争的企业**。

多年前我非常幸运，当时 GEICO 保险的 LorimarDavidson 还不认识我，但他在一个周六下午花了四五个小时向我解释 GEICO 的竞争优势。**许多公司的竞争优势都是暂时的。**例如，伯克希尔保险业务在供应紧张时就有优势，因为我们有过剩的承保能力。然而，GEICO 保险在营销和风险选择方面拥有永久性优势。**你希望拥有永久性的竞争优势，而不是暂时性的竞争优势。**

伯克希尔可以在综合比率远远超过 100 的保险业务中赚钱，这在一定程度上取决于浮存金的投资回报率。但这与 GEICO 保险的赚钱方式完全不是一回事。GEICO 保险拥有所有保险公司最棒的特许经营权。

巴菲特：财产意外伤害险是不赚钱的保险业务中最有利可图的。**在保险行业中赚钱很难。**

芒格：这是一个艰难的行业。

巴菲特：他对每个业务都这么说。**但我能从他说话的语气中判断出他是否喜欢某个业务。**

2，与消防员基金(Fireman'sFund)的配额合同

我们与消防员基金签订了一项份额保险协议，该协议将于 1989 年到期，根据该协议，我们可以从他们所有的新保险中分得 7% 的份额，同时还包括获得该业务所需的费用。我们还没有与他们讨论过现有合同到期后继续合作的问题，现在还没有必要考虑这个问题，我们都不知道届时我们各自业务和行业的情况会如何。我不知道是否会续约，但如果让我打赌，我打赌它不会被续。只有我俩中的一个认为对我们不利，我们才不会续约。但我们会在 1989 年 6 月讨论这个问题。

周四我正好在消防员基金，我认为 CEO 杰克伯恩 Jack Byrne 绝对是个天才，而董事长 McCormick 是个核物理学家，是个非常聪明的人。这是一家好公司。**问题是，保险是一个非常艰难的行业。有些业务非常艰难，很多天才也只能取得平庸的结果。**我们有可能收购消防员基金，也许他们能克服经营困难，但是.....

3，保险经纪业务非常好

顶级保险经纪公司的业绩非常好，Marsh&McLennan、Alexander&Alexander 和 Johnson&Higgins 的业务都非常出色。你可以说，**我们以前没有涉足这项业务是个错误。这是一项比保险业务更好的业务，因为它没有承保风险。**但由于我们现有的保险业务，我们现在很难购买保险经纪业务。

4，加州汽车保险费率飙升

巴菲特：汽车财产损失索赔的频率在下降。而人身伤害索赔的频率却在上升。

芒格：当发生事故时，当事人第二天出现背部和颈部问题的可能性显然要大得多。

巴菲特：这一行没有魔法。必须有人为增加的索赔买单。自然而然，保险费率也因此大幅上涨。洛杉矶人对保险费率飙升非常不满。因此，已经有四五项提议被列入投票，其中一些提议将强制要求一些保险公司必须停止在这个美国最大州的业务。我不知道有谁能预料到会发生什么。但民众已经气疯了。这是可以理解的，法律要求你必须购买保险，而这需要你从开车离开街区所赚取的收入中，拿出一大部分来支付保险费。在 13 号提案之前，财产税也出现了同样的暴涨。你也看到了那里发生的事情。

加州就像往常一样，很可能会引领全国潮流。全国其他地方也可能出现类似的措施，其中一些举措将迫使保险公司离开某些州。众所周知，GEICO 已经退出了新泽西州的承保业务。如果没有销售队伍，从一个州撤出要容易得多，成本也低得多。当消防员基金保险公司从马萨诸塞州撤出时，他们损失了 4000 万美元。实际上他们承担了 93%，我们承担了 7%。我们还没有从 Dukakis 那里听到任何有关这方面的消息。但这很可能就会发展为，我们最终不得不退出美国最大的州的保险承保业务。

与内布拉斯加州这样的地方相比，欺诈行为在中心城市的增长速度更快，似乎也更为严重。这可能是因为在这些地区，人们往往更加不近人情，更加冷漠。立法者试图解决这个问题，但他们就像一位南方的立法者曾经试图通过立法，将数字 π 变成 4 一样，因为这样更容易计算。

(1897 年，印第安纳州有个医生 Edward J. Goodwin 是个数学爱好者，他通过州参议员，提出一项旨在通过法律形式确立一个新的数学真理，并且在 1897 年议会官方通过并接受的前提下，将该真理作为对于教育的贡献授权给印第安纳州免费使用，不收取任何形式专利使用费的议案，他声称：圆直径与周长之比等于四分之五比四，即 $\pi=16/5=3.2$ ，而当前使用的值 3.14...应该被摒弃。当时这项法案以 67:0 的巨大优势获得众议院一致投票通过，就在危急时刻，来自普渡大学的 Waldo 教授对该州参议员们进行了紧急科普，才没有让这项法案通过)。

5，关于核心持股：GEICO、CapCities 和华盛顿邮报。

我们预计不会增持核心持股的仓位。不过，我们可能会将一些 CapCities 认股权证转换为普通股。另外，就 GEICO 保险而言，我们不会再购买任何股份。不过，在 GEICO 以及华盛顿邮报的案例中，当他们回购股份时，我们可能会获得更大比例的权益。

6，关于通货膨胀

我们对通货膨胀的展望始终如一。我们认为，无论是在美国还是在全世界，都对通货膨胀有很大偏见。但我们的目标不是从中获利，而是避免灾难。

我们认为，我们购买的企业应具有在低通胀下的良好经济特性，即定价权，现金形式的利润，高资本回报率等等。你没有竞争对手，你可以将一美分生产的产品卖出一美元，而且你能让人养成习惯，这就是一门好生意。

你可以得出这样的结论：如果你预计会出现严重的通货膨胀，那么你就应该充分利用杠杆作用。然而，高杠杆的问题在于，你有可能无法度过难关。

这是一个物价上涨的世界，只是涨多少的问题。你肯定会在某个时候遇到爆炸性的通货膨胀。印钞票太容易了，如果能全身而退，我会亲自动手。我们并不认为贵金属和宝石是很好的通货膨胀对冲工具。它们并没有给我们带来任何东西，所以我们不会参与其中。

美国政府的每一项政策都不完美，但幸运的是，美国的制度能够经得起折腾。而且通货膨胀很可能每年只影响 1%左右的 GDP 增长。如果政府把每件事都做得尽善尽美，每项政策都是最优的，这样经济就不会以 x%的速度增长，而是以 $(x+1)\%$ 的速度增长，那就太好了！但我们很幸运拥有如此强大的系统。

某些人已经开发出某种奇妙的专业系统，因此他们可以非常准确地预测未来，这真是太神奇了。他们会与你分享这些信息，并收取一定的费用。但我们做不到，所以我们也不去尝试。

巴菲特：查理和我都对通货膨胀持同样的悲观态度。你有什么补充，查理？

芒格：我们不做宏观经济预测。

7, 关于贸易赤字

巴菲特：在这个国家，我们有一种提前消费的倾向，幸运的是，我们能够承受以低于最佳状态管理国家。但贸易赤字比预算赤字更有可能产生负面后果。

芒格：如果我们可以通过放弃印钞来解决贸易逆差，那就没问题，但现在是卖掉越来越多的购物中心、办公楼、企业等等，这就不好了。

巴菲特：当荷兰西印度群岛公司用价值 24 美元的琉璃饰品买下曼哈顿岛时，股票却没有上涨。这告诉我们市场是多么的短视。但现在，我们要把岛卖掉换回录像机、其他电子设备等一些小玩意儿，我们正在出售曼哈顿的房地产来换回一些电子设备。我们可以用农场的一小部分资产交易很长一段时间，但当我们打欠条消费时，农场

就会整个消失。这是贸易赤字的结果，而不是原因。

8, 关于《世界百科全书》的广告

芒格：很多人出售《世界百科全书》是因为他们喜欢它。我知道我花在《世界百科全书》上的钱，比我花在送给孙子和其他人的礼物上的钱加起来还要多。能与世界图书公司合作，我感到非常自豪。

巴菲特：它的价格大约是 Brittanica 百科全书的一半，而且更容易阅读。最近一次修订是多年来范围最广的一次。我家里有一套，办公室也有一套。

9, 如今电视网络业务变得艰难

巴菲特：电视网络业务的吸引力已大不如前，来自有线电视、录像机等竞争肯定会影响电视网络业务。20年前，观众只有三种选择，他可以从第2频道转到第4频道，再从第4频道转到第7频道。他们拥有100%的观众。随着独立电视台、有线电视频道和录像机的出现，它们代表了另一种收视方式，并占据了越来越大的收视份额。在只有两个竞争对手、有限的收视时间和只有三个替代的情况下，经营状况显然要好得多，电视网络业务显然不再是那么好做的生意。首府广播(CapCities)的人都是出色的管理者，但他们必须如此才能经营得好。

芒格：你低估了这个行业的艰难程度。

巴菲特：你不可能知道20年后整个媒体行业会是什么样子。

我怀疑他们会卖掉电视网络而保留电视台。但他们不可能出售电视网络而只保留电视台的一个重要原因是，如果没有电视网络的附属关系，电视台的价值就会大打折扣。从某种意义上说，它们确实是不可分割的。你可以卖出电视台而保留电视网络，但不能反过来。

CapCities/ABC 收视率接近25%的上限，哥伦比亚广播公司CBS则接近20%，并有能力增加几个百分点。(注：在哥伦比亚广播公司最近一次年会上，总裁LarryTisch表示，CBS确实在挑选电视台。但他表示，他们看中的所有电视台价格都非常高)。

以前是广告商为体育赛事买单，未来会有越来越多的观众为体育赛事买单。市政当局不监管定价是一项值得商榷的政策。有线电视的定价能力尚未开发，但股价已经反映了这一点。没有一个价格能让我们感兴趣。

10, 《华盛顿邮报》尚未开发的定价权。

显然，处于一个不断增长的市场，这是一个优势。但与十年前相比，报纸和整个媒体行业的定价能力大大降

低..... 《华盛顿邮报》单位增长维持持平是一个不利因素。但特许经营权的优势依然保持。

在《华盛顿邮报》出售手机资产的过程中，我唯一的作用就是建议他们不要以五分之一的价格购买这些资产。这也是他们最后一次咨询我。他们第一次没注意到我，第二次也没问我。

11，我们还没有找到喜诗糖果行之有效的扩张方案

当查理和我在 1972 年买下喜诗糖果时，我们对如何扩大其特许经营权有几十种想法。我们已经尝试了几十种办法，有些持续长达十年之久，但我们还是没有找到任何可行的办法。据我们所知，在美国只有喜诗糖果一家可以在自己的商店里销售盒装巧克力还能赚得盆满钵满。我们在西海岸取得了非凡的业绩。但我们还没有找到在其他地方取得非凡业绩的方法。我们的知名度几乎依然处于 1972 年的水平。

有些人问我们，为什么不对圣诞节期间商店排长队的现象做点什么？这就像地铁乘客询问，为什么不在高峰时段增加车厢的故事一样。喜诗糖果就是这样，排长队才能赚取利润。只有拥有那些对产品接受度极高的客户才能获得利润，这是一门极其艰难的生意。

12，投资成长型行业

人们从乘坐客运火车变成了乘坐飞机。但答案并不是进入航空业，而是退出客运业。不能仅仅因为你的产品正在消失，就无脑的进入使你陷入困境的后继产品。电视机已经从无人问津，到几乎家家户户都有多台电视机，然而美国电视机制造公司的净利润可能是负数。

13，不要强迫企业超越其自然增长水平

K&W 公司曾经享有令人难以置信的利润率。但上帝告诉原来的经理人，他必须实现单位增长。所以，他一直试图强迫经理人这么做。当然，如果你强迫单位增长超出其合理增长范围，结果就是灾难。

新任经理人就是我们要找的人，他把利润提高了两倍，减少了固定资本的投入，降低了库存和应收账款，他身上有一些本富兰克林的影子。

14，资本密集型企业

我们对资本密集型企业持否定的态度。我们喜欢产出现金而不是消耗现金的企业。令人惊讶的是，实际上有非常多的企业在消耗现金。

15，我们的未来取决于经营业绩，而非金融市场

没有人知道如果东京市场'崩盘'会产生什么影响。有可能在日本没有先发生崩盘的情况下，美国发生另一次崩盘。即使市场下跌 50%，伯克希尔也只会受到轻微影响。从长远来看，我们的未来并不取决于东京市场发生了什么，甚至也不取决于纽约市场发生了什么。投资者不会因为市场上发生的事情而受到伤害。即使纽交所关闭一两年，我们也毫不在乎。**从长远来看，如果我们选择好的企业，我们就会做得很好。**现在，如果你在股票上借了很多钱，或者在错误的时间因医疗或其他紧急情况而不得不清算你的投资组合，那它就不会变成现实。**但伯克希尔将会继续专注经营性业务，以避免面临这些情况。**

16，经济衰退的可能性。

我并不知道。我只知道如果我能活上 20 年，我会经历其中一个或多个经济衰退，但对我来说这并没有什么区别。如果我把时间花在计算下一次经济衰退的时间上，伯克希尔的股价可能会在每股 15 美元左右，而不是现在的每股 3675 美元。我不会相信任何人的预言尤其是我自己的。

从长远来看，比如 10 年或更长的时间，**如果在此期间出现一些严重的经济衰退，那么伯克希尔的内在商业价值会表现得更好。**

17，关于投资机会

等待机会出现是非常科学的。我们就坐等电话响。虽然有时是错误的电话。

过去几年，我们经历了一个困难时期。在 70 年代初，也是一个困难时期。**机会很有可能时不时会出现。研究金融史，观察市场和人们的行为方式，你不可能不相信这一点。**我们会在五年做些什么吗？我不知道。但十年后，我们肯定会的。

巴菲特："但要用 30 亿美元的资金去投资，这比 300 万美元更难。

芒格：我喜欢困难时期。

巴菲特：人们会继续在证券市场上做蠢事。我们偶尔会有机会以诱人的价格买到我们想要的东西。我们会找到一些符合我们标准的东西。**你有机会做聪明的事因为其他人在做愚蠢的事。**

18，关于股价下跌 50%的概率

如果你忽视股价下跌 50%的可能性，那么后果就要自己承担。在这个国家的历史上，所有大公司都发生过这种情况。**如果普通股价值下跌 50%会让你感到压力，那么你不应该持有普通股。**

巴菲特：我认识一个人只花了每平方英尺 1 美元就买下了一个绝佳的地段。即使从当时的低迷水平到今天，每年的复合增值率也只有 120%。

芒格：房地产比你想象的要棘手得多。很多人在其中赚了钱，你却忘了有多少人赔了钱。房地产是一个非常有趣的游戏。我们这方面没有任何的天赋。我们拥有的都是偶然获得的，**我们没有特意投资过房地产。**

巴菲特：看看洛克菲勒中心，数据并没有那么好，尽管它是在经济萧条时期以不良价格购买的，而且现在的估值还是溢价的。当然，如果你是在对别人不利的条件下使用别人的资金，那么股本可能会有丰厚的回报。

19，正确评估企业价值

要正确评估一家企业的内在价值，理想的做法是从现在到判决日之间，将产出的所有现金流，并以适当的贴现率对其进行贴现。这就是企业估值的意义所在。**等式的一部分是你对这些现金流的信心有多大。有些企业比其他企业更容易预测。**例如，自来水公司通常比建筑承包商更容易预测。我们努力寻找可预测的业务。

20，伯克希尔股票价格

伯克希尔的股价可能在内在价值 10% 的范围内。但我们不会把它精确到小数点后五位。但我希望它的交易价格接近其价值，因为我希望股东能根据我们的经营业绩和不断增值的业务价值来赚钱，而不是通过折价买入和/或溢价卖出来赚钱。我确实认为，如果追溯到 8-10 年前，相对于内在价值而言，伯克希尔的股票卖得更便宜。CapCities 目前的价格也不会让你像过去那样心跳加速。

21，股指期货对社会的负面影响

巴菲特：当人们谈论程序交易时，他们通常说的是股指期货对一篮子股票的套利。问题不在于它们是否被套利，而在于它们是否存在。如果它们存在，就会被套利。我个人反对衍生工具，我认为它们是社会的负面因素”。

芒格：我比你更不喜欢它们。我们的文明需要股指期货交易，就像它需要更多的艾滋病一样。结果不是零和交易，而是负的。**让人们参与赌博活动，仅仅因为它与商业有间接联系而看起来值得尊敬，这是荒唐的。**

巴菲特：想象一下，我们决定在一艘游船上召开年会，结果我们的船偏离了航线，我们都被困在了一个荒岛上，而你明智地任命我为小岛的主席，分配角色。我们可能不得不让一半的人去工作，种植粮食建造住所制造工具，在某个时候，我们会取得进步，开始建造图书馆和世界百科全书等等。如果我们进行了智商测试，并决定最好让最聪明的三四十人，用其他人的产出进行期权交易，那就太荒谬了。在我们的社会中，我们根据自由意志来

分配人们，而这个社会所看重的，显然是知道股指期货在接下来的 30 秒的走势的人，大概是因为这对社会更有利。我认为这不是明智的资源分配。

22, 伯克希尔解决问题的方法

我们的公司会遇到问题，这是必然的。我们确实会遇到问题，总是会遇到棘手的问题。**解决这些问题的最佳答案就是出色的管理。**我们的经理人在解决这些问题方面，比我和查理做得更好。当泰德威廉姆斯 Ted Williams 的打击率达到 0.400 时，让他继续留在阵容中并不是一个艰难的决定。

巴菲特：如果我拿着在座各位的简历，试图为内布拉斯加州橄榄球队找一名四分卫，我可能不会做得很好。但如果我观察你们每个人的成长过程，在高中和大学等阶段观察你们每个人打橄榄球，那就另当别论了。如果哈里博特尔 Harry Bottle 把他的简历投给财富 100 强公司的人事部，他们不会雇用他，但他干得不错。

芒格：我们刚进入蓝筹印花公司时，董事会里都是大人物。最有能力的董事会成员不是商学院毕业的，而是一个家族杂货店的老板。

巴菲特：我们已经有足够熟练地收购了几家企业，**在这些企业中，无论怎样的管理都无法解决我们的问题。**我管理的蓝筹印花的收入从 1.2 亿美元下降到 200 万美元，员工人数从 1500 人减少到 20 人。

我们发现很难教会一只小狗一些老把戏。但对于那些年复一年打出好球的人来说，我们并没有遇到很多问题。虽然他们很有钱，但他们热爱自己的工作。我们的经理人从未出事我们希望他们能永生不死。

(注：1962 年，Bottle 成功解决了 Dempster 邓普斯特公司的经营问题，巴菲特在 1962 年信中将其评为“年度人物”。24 年后的 1986 年，巴菲特和芒格再次邀请 Bottle(现年 68 岁)解决 K&W products 公司的一些运营问题。巴菲特在今年致股东的信中指出：“如果我们在十年或二十年后再次遇到管理问题，你知道谁的电话会响。)

这让我想起来我们曾经雇佣的一个人，他曾经经营着我们一家工厂，直到他心脏病发作。他的儿子是一名小镇执业律师，他请求我们让他在父亲休养期间代管工厂。但由于他儿子有另外一份工作，所以他不能在正常时间来工厂上班，他只能在早上 6-9 点之间来工厂工作，他做到了，而且干得很出色。哈佛商学院不会喜欢这种案例的。[注：这可能是真的。任何对哈佛商学院的判断做出评价的人都应该考虑到，巴菲特的入学申请被拒绝了，而你们编辑的申请却被接受了。还需要说更多案例吗？]

23, 关于伯克希尔公司在证券交易所上市的考虑。

一年前和最近我们与纽交所进行了接触，我们的目标很简单，那就是创造条件，鼓励伯克希尔股票以接近内在价值的价格交易，最大限度地降低股东的交易成本。如果差价是 0.5-1%，那也不算太坏，一般 20-30 美元的股

票就有这样的差价。再多就不行了。

24, 如果我和查理出了什么事, 别担心

巴菲特: 我不经常锻炼, 饮食也不正常。但我们心里确实有了人选, 如果我和查理同时死了他会是我们的继任者。这个企业会经营得很好。我们有一群了不起的企业, 由了不起的人经营。这些业务并不是基于我们俩的聪明才智。我死后, 不会出售任何股份。我已经向人们承诺, 我的事情不会引起任何意外。

25, 吸引最优秀的股东群体。

无论如何, 我们认为目前的策略吸引了最优秀的股东群体, 他们理解我们的业绩目标, 他们与我们的想法一致, 他们了解我们的局限性, 他们非常接近于合伙人。在座股东的智力水平远远高于美国公司股东的平均水平。事实上, 满足一群主要关注季度业绩的投资组合分析师的需求, 并没有那么有趣"。

26, 关于荐书

《聪明投资者》第 8 章和第 20 章。1934 年版《证券分析》。《The Money Masters》(John Train, <金钱的主人>1999 版, 书中介绍了 9 位投资人)。菲利普费雪(Philip A. Fisher)的两本书《怎样选择成长股》。

四版《证券分析》我都读过好几遍, 但我最喜欢的还是 1934 年的第一版。附录中的插图非常棒, 只是最新版的案例没有那么多。但重要的原则和 1934 版一样有效, 如果原则过时了, 就不是原则了。

27, 关于杠杆收购

巴菲特: 我认为买方有很多愚蠢的行为。

芒格: 如果用债务取代股权, 将联邦政府挤出交易, 企业的价值实际上更高。

巴菲特: Ted Forstmann 最近上了 CNN, 他是一个聪明进取的家伙, 已经完成了 13 笔交易, 去年他的家人得到了 50 笔交易, 但他们一笔也没买。当你摆脱联邦政府作为你的合作伙伴时, 这就改变了买家愿意支付的价格。当联邦政府停止缴纳 1 亿美元的税款时, 就会有其他人来补上, 你的税款就会增加。但这并不是一个值得讨论的话题。[注: 在最近一次红杉基金会议上, Bill Ruane 也表达了同样的担忧。虽然我们并不声称自己在宏观经济学领域有多高明, 但我们不禁对新闻界对这一主题的关注之少感到着迷]。

28, 关于杠杆收购利息抵税

巴菲特: 利息可税前扣除这一事实, 扭曲了这个国家的决策。结果就是超级杠杆并购大行其道。他可能会被

取消。但我怀疑这是否会发生，因为已经根深蒂固了。这并不意味着它不会发生，也不意味着它不会被修改。我并不是说这对社会来说是件坏事。事实上，如果利息不能税前扣除，对社会来说可能会更好。

芒格：你可能会看到的是，由于杠杆收购、兼并等导致的债务利息税前扣除将更多地被取消。不过，我不知道国会能否通过，但如果由我负责，一定会通过。

巴菲特：如果他是负责人，他会枪毙他们。

29，我们不持有任何所罗门普通股

我们拥有 7 亿美元的优先股。我们不知道华尔街十年后会变成什么样。有些业务比其他业务更容易预测，例如，我们对世界图书公司就有更多的了解。在很大程度上，我们认为投资结构弥补了可预测性的不足。

此外，我们非常喜欢古弗兰 Gutfreund，我们觉得所罗门的业务履行了一项重要金融职能。然而，我们优先股隐含的看涨期权的吸引力不如以前。不过，其担保因素和股息率仍然很有吸引力。此外，所罗门人才济济，他们的员工培训计划非常出色。我们希望他们能在未来取得很好的业绩。

30，关于 FSLIC 拯救储贷危机

FSLIC(联邦储蓄与贷款保险公司)允许骗子和瘾君子印钞票，并将成本转嫁给社会。除此以外，这是一次绝对的成功。

31，巴菲特不会为一项禁令而失眠

实际上，我们被禁止购买其他储贷机构。但这并不是让我们夜不能寐的禁令。

32，投资国民住房合作计划 National Housing Partnership

国民住房合作计划有国会的特许。它过去的繁荣，得益于税法允许人们每投入 1 美元，就能获得 3-4 美元的损失，后来规则发生了变化。就像医院一样，成本加成规则的改变导致了混乱。我们购买之后，规则发生了变化。这就像在黑色星期一之前购买了所罗门一样。我认为他们会在住房领域找到有用的角色。这是非常有趣的一次投资经历。

33，投资外国股票

要理解我们自己成长环境中文化的特殊性和复杂性已经很难，更不用说理解其他各种文化了。

不管怎么说，我们的大多数股东都得用美元支付账单。

34, 给年轻投资者的建议

将股票视为企业，寻找你了解的业务，由你信任和放心的人经营管理，并让他们长期独自经营。

我非常怀疑那些展示有大量数学模型支持的投资组合的人。

35, 价格/销售额比率每股销售额等

PS 市销率，每股销售额等数字本身对我们没有任何意义，在此向 KenFisher 表示歉意。

36, 与一位伯克希尔哈撒韦公司股东的交流。

股东：我 15 岁时就为你工作，我卖过柯比 Kirby 吸尘器。

巴菲特：那你可能很有钱。

股东：这里是一个很好的能力训练场。

37, 关于卖出 Handy & Harman

伯克希尔卖出了一些股票。伯克希尔卖出的股票都是有记录的。这些股票我个人从未拥有过。

关于同一主题，巴菲特在最近致伯克希尔股东的信中发表了以下看法：

在 1987 年，就像早些年一样，媒体不时猜测我们在买卖的各种证券。这些报道有时是真实的，有时是部分真实的，而其他时候则完全不真实。有趣的是，出版物的规模和声望与报道的准确性之间没有相关性。一家全国性主要杂志对一个错的离谱的谣言给予了高度关注，另一家领先的出版物将套利头寸视为长期投资误导读者。

当朋友或熟人说他们正在购买 X，因为有报道说伯克希尔是买家，这是不正确的，这类报道让我觉得很不舒服。如果他们想参与伯克希尔实际购买的任何东西，他们完全可以随时通过购买伯克希尔的股票实现。但也许这太简单了。通常情况下，我怀疑他们会觉得购买人们正在谈论的东西更令人兴奋，至于这种策略是否更有利可图，那就是另一个问题了。

编者按：巴菲特一再强调，规模是业绩的锚。而伯克希尔 40 多亿美元的股本似乎确实是一个很大的劣势。按照伯克希尔股东已经习惯的方式，将 30 亿美元的资本投资出去并非易事。然而，任何人在效仿巴菲特而非成为伯克希尔股东的人，在权衡利弊时，都应该考虑到伯克希尔所享有的真正优势。这些优势包括：[1]伯克希尔的股票的交易成本极低[2]保险相对低风险、低成本的杠杆作用[3]套利交易的优势。需要比普通人更复杂，信息量更大，以及比公告提供更多的信息[4]获取与上市公司的非公开交易，如 CapCities 股权配售和 Salomon 优先股[5]偶尔有机会以优惠的价格买入一家私营企业[6]更优质的信息[7]出众的智力、判断力和品格。而且，应该指出的是，在我们关注的经理人中，持有伯克希尔股票的比例高的惊人。

1, 通货膨胀

几年来，巴菲特总在强调，我们一定会遭遇严重的通货膨胀。尽管何时出现、能发展到什么地步无人知晓，然而通货膨胀却无法避免。原因就是：印钱多么容易，我要是有机会，也一定会这么做。不光美国会爆发通货膨胀，全世界都在逼近通货膨胀。

2, 通货膨胀对冲

既然我们会遭遇严重的通货膨胀，有人便问，我们是不是该考虑考虑房地产、外汇、金融杠杆和硬性资产？巴菲特和芒格——做了解答。

芒格说：人人都说房地产能赚大钱，可他们却忘了有多少大钱在房地产上打了水漂。

芒格说：搞清美国的文化就够难了，要想了解其他国家的文化更是难上加难。

巴菲特说：你大可手忙脚乱地使用金融杠杆，但它可能根本救不了你的命。

芒格说：有人发现凡·高的油画去年卖了 4000 万美元，年复合收益率达到 13%，但伯克希尔的股东赚得可要多得多。

3, 终极通货膨胀对冲

我们该如何消除通货膨胀带来的不利影响？即便不存在通货膨胀，巴菲特和芒格依然会这样做：低价收购那些管理得井井有条的大公司，然后不再插手。

任谁也不愿遭遇通货膨胀，不过资金投入低、现金产出量大、以及定价灵活的优秀公司，却能够很好地应对通货膨胀。

4, 计算机交易

巴菲特指出，无论何时，只要两种商品同时出现，就会存在套利，而套利实际上是资本市场的一项优秀且必要的功能。问题是，指数期权这类衍生工具是否应该存在。芒格直率地说道："这主意糟透了。"

为了阐明这个观点，巴菲特让我们想象一下年会是在一艘游艇上举行，可游艇被吹离航线，撞毁在一个荒岛上。我们也许会从岛上形形色色的人中选举巴菲特来担任主席。巴菲特可能会让半数股东去采集食物，再留下一些股东搭房子，还让几个手巧的股东制作将来能用到的工具。

现在，想象一下，巴菲特发起一项智力测试，挑选 30 到 40 位最优秀、最聪明的股东，给他们每人分配一台科特龙终端机，让他们用期货和干活儿的人交换食物。这主意简直荒唐至极。

5, 预测经济周期

巴菲特表示："我能活上几年，就能遇到几年经济衰退期。我要是把时间都浪费在猜测经济周期上，伯克希尔的股票也只能值 15 美元一股了。做生意绝不能靠预测。"

6, 所罗门兄弟公司

巴菲特对伯克希尔旗下内布拉斯加家具卖场以及世界图书出版公司的发展了如指掌，但他坦言，自己猜不透投资银行界未来 10 年将何去何从，可资本势必会上涨，因此所罗门兄弟公司将发挥重要作用。

巴菲特还重申道，他们非常欣赏所罗门兄弟公司的主席约翰·古特弗罗因德。

芒格的口头禅是"这买卖不好做"。但当天唯一一次激动地表示：所罗门的潜力巨大，将来定有不俗的表现。

在我看来，所罗门兄弟公司的股价低于账面价值，它没准能成为出色的值得长期持股的核心公司。

7, 另辟蹊径

有人认为便携激光光盘将给世界图书出版公司带来不利影响，巴菲特对此做出了回应。他把自己说成"老风车迷"，还说未来 20 年内百科全书也不会出现什么改变。

有次讨论离了题，却十分有趣。巴菲特指出："即便你过了时，也用不着另辟蹊径。"他举例解释道，你要是能预见 1930 年火爆的客车生意，就该想到飞机早晚会取代它；可航空业务糟透了，你要做的并不是踏足其中，而是退出整个客运行业。

8, 美国经济的弹性

巴菲特和芒格不愿过多谈论宏观经济。

巴菲特指出，美国经济稳健，经得起诋毁。在他看来，经济政策无论优劣，每年的国民生产总值也变动 1%。也就是说，就算政策出了岔子，国民生产总值的增长率可能就是波动 1%而已。约翰·坦普尔顿也认同这一观点。换言之，这几个聪明的投资人只会在稳健的经济环境下寻找便宜的好生意，而不会忧心于经济预测。

9, 贸易逆差

巴菲特认为贸易逆差远比联邦预算赤字要严重得多。

巴菲特解释道，Peter Minuit 用一点钱买下了曼哈顿，如今我们却用曼哈顿换些不值钱的东西。

(1626 年 Peter Minuit 花了约\$24 美元向美国印第安人买下曼哈顿岛)

美国广播公司以 7.5 亿美元的价格卖掉了在纽约的办公楼，然后我们花钱买它的录像。换句话说，他解释道，我们交易农场时写下欠条，今后得一点点赎回那片农场。这就是贸易逆差带来的后果。

10，传记：和优秀的人交朋友

我最喜欢芒格和巴菲特口中那些能反映他们心声的话。

被问及喜欢看什么书时，芒格回答道，他钟爱传记，强烈推荐大家看传记来"和逝去的伟人交朋友"。

巴菲特打趣道：他们也从不顶嘴。

芒格接着说，传记会给你带来奇妙的经历，让你和各种各样的人交朋友，甚至能让你交到更多优秀的朋友。

他指出，生意人能从《麦当劳》(McDonald's: Behind The Arches, John F. Love, 1986, 电影<The Founder>)和《西尔斯》(The Big Store, Donald R.Katz, 1987)里学到不少有价值的东西。



巴菲特带着一沓年报参加华盛顿邮报的股东大会

巴菲特谈投资 1988

没有人像乔治古德曼(George Goodman)那样记录了投资界的壮举和悲剧。他以亚当斯密(Adam Smith)为笔名的作品完美地捕捉到了市场心理的低迷和疯狂。从1968年的《金钱游戏》(The Money Game)一书开始,古德曼出版了许多必读书籍,劝诫好奇的投资者在进入股市之前审视自己的性格和气质。正如作者所精辟指出的,投资收益和损失之间的差异,往往可以追溯到自负和自我形象。巴菲特成为古德曼作品中反复出现的人物,这并不奇怪。他在1972年出版的《超级金钱》(Supermoney)一书中首次介绍了当时在奥马哈以外几乎无人知晓的巴菲特。1985年,古德曼在公共广播公司播出的《金钱世界》电视节目中再次采访了巴菲特。这次标志性的访谈被誉为巴菲特首次在全国性电视节目中露面。在访谈中,这位伯克希尔 CEO 建议观众关注他们能够理解的企业,忽略华尔街的噪音,以长远的眼光进行投资。不过,巴菲特第二次出现在《金钱世界》节目中的关注度要低得多。1988年,古德曼再次来到奥马哈,与这位"先知"进行了一次对谈,这一次恰逢当年的年会。这期节目名为《沃伦巴菲特:不情愿的亿万富翁》,于1988年6月播出。在那之后,它就消失在电视荧屏上了。令人欣慰的是,几周前,jazz on the coast 在 YouTube 上传了这段罕见的巴菲特视频。[伯克希尔年会的片段、股东的评论以及古德曼自己的看法穿插在整个的节目中。本文仅限于巴菲特访谈的部分]。

古德曼:如果我第一次见到你时给你1万美元,我虔诚地希望我给了你,我今天就会有数百万美元。

巴菲特:如果你在1956年加入我们的合伙企业,并在1969年解散合伙企业,将所得收益再投资于伯克希尔,这在某种程度上是一种延续,我想你现在会有1500多万美元。

古德曼:从1万美元到1500万美元。

巴菲特:差不多吧。

古德曼:这是一个相当不错的记录。

巴菲特:没关系,但这并不能说明明天会发生什么。(笑声)

古德曼:好吧,让我们谈谈明天。从今天开始,有人能做和你一样的事情吗?

巴菲特:如果他们在第一周没有做太多尝试的话,会的。

古德曼:你知道学者们是怎么说的。他们说市场是有效的,没有人能打败它,但你确实做到了。

巴菲特:还有其他一些遵循本格雷厄姆原则的人也战胜了市场。事实上,我个人认识的每一位在20年或更长时间内,真正坚持本格雷厄姆原则的人,他们的业绩都明显好于市场。

古德曼:那些学识渊博说你无法战胜市场的商学院呢?

巴菲特:那他们就不那么博学了。(笑)

古德曼:但你看过一些学术论文。

巴菲特:我看过这些论文,但我也看过其中一些人的纳税申报单(亏钱)。

古德曼:沃伦,你说你喜欢购买企业。你怎么知道一家公司值多少钱?

巴菲特：我所寻找的企业，我认为自己知道未来大致将会发生什么。如果你买的是债券，你完全知道未来会发生什么。假设它是一种优质债券，是美国政府债券。如果上面写着 9% 的票面利率，你就会算出 30 年内 9% 的票面利率将会赚到多少。现在，当你购买一家企业时，其实你也是在购买带有息票的东西，唯一的区别是，它们没有印上具体金额。标明息票上的金额是我的工作。有些公司我觉得我有能力做到，有些公司我却一无所知。

古德曼：你似乎远离高科技公司。

巴菲特：你向我列举了十家高科技公司的名字，问我十年或十个月后它们会发展到什么地步，我根本不知道。这就像买可可豆之类的东西一样。我就是不知道会发生什么。

古德曼：过去你购买这些可预测的股票真的让你大赚特赚吗？

巴菲特：是的，没错。

古德曼：是吗？

巴菲特：但这类股票并不常见。不过，偶尔也会冒出一些绝好的生意。

70 年代中期，整个华盛顿邮报公司以 8000 万美元的价格出售，而当时这些资产的价值不低于 4 亿美元。没有人会跟你争论这些资产值不值 4 亿美元。因为价格是有目共睹的，但当时人们对这个市场并不热情。

古德曼：你多年来一直在谈论这一投资理念。这不是什么秘密。

巴菲特：这不是秘密。

古德曼：为什么不是每个人都这么做？

巴菲特：嗯，这需要耐心。很多人都没有耐心。人们宁愿被承诺下周会中彩票，也不愿被承诺慢慢致富。

Gus Levy 常说，他是长期贪婪，而不是短期贪婪。如果你是短期贪婪，你可能不会得到很好的长期结果。

(Gus Levy 高盛合伙人，纽交所主席，1976 年创建了纳斯达克全美交易系统)

古德曼：你说过，他们可以关闭纽交所两年，而你不会在乎。你能解释一下吗？

巴菲特：当我们拥有股票时，我们就拥有了企业的一部分。纽交所开不开市，与《华盛顿邮报》在五年或十年内是否更有价值没有任何关系。我们要做的是投资好生意。如果我们投资好生意，股市就会自己照顾自己。

证券交易所在周六和周日关闭，我也没有痒痒的荨麻疹发作。如果它关闭几年，而公司业务运营得很好，我们的业绩就会很好。

古德曼：我注意到你在年报中说，如果你在扑克游戏中玩了 30 分钟，却不知道谁是傻瓜，那么你就是傻瓜。

巴菲特：你说对了。

古德曼：你如何将其应用于股市和投资？

巴菲特：如果你认为市场比你更了解你的公司.....换句话说，如果你的股票下跌了 10%，这让你感到不安，这显然意味着你认为市场比你更了解这家公司。在这种情况下，你就成了傻瓜。

如果下跌了 10%，而你想买更多，因为你知道企业的价值与你之前买入时一样高，或者随着时间的推移可能更高一点，所以你买了更多，那他们就是傻瓜。

古德曼：您如此著名的箴言从何而来？

巴菲特：我也不知道。(笑)它们几乎是我智力的极限，所以我只能用一句话来表达。

古德曼：1987 年 10 月 19 日股灾是一个反常现象，还是会再次发生？

巴菲特：哦，它总是会再次发生。股市上什么事都有可能发生。如果你读一读几百年前的金融史，看看南海泡沫和郁金香热潮，以及我们国家的一些恐慌。1914 年前后，我们的证券交易所就关闭了几个月。

任何事情都有可能发生。你应该处理好自己的事情，这样，即使最不寻常的事情发生了，你第二天还能在股市中继续徜徉。任何时候，如果你为了一点钱而上了杠杆拼上身家，你就会鼓励你所吸引的人做出愚蠢的行为。而通过期货市场可以获得的高杠杆，就会鼓励这种行为。

古德曼：小额投资者对股指期货和指数套利交易，以及股市的所有波动有多少研究？

巴菲特：他应该希望这些工具会导致其他人做出非常愚蠢的行为，然后他应偶尔介入。

他个人应该置之不理，但在某种程度上，愚蠢的工具偶尔会导致愚蠢的价格出现，此时他就可以利用它们，而其它时候他应该置之不理。

古德曼：老的篮球运动员会失去双腿。老的投资者会失去双腿吗？

巴菲特：我不这么认为。他们可能会失去双腿，但他们并不那么需要双腿。作为一个稳健的投资人，其实只需要对自己的性情有一定的控制能力，有能力知道自己知道些什么，知道自己不知道些什么，偶尔还需要采取行动。我不认为随着年龄的增长，这种能力会消失。再过几年，我可能会给你举个例子，但到目前为止还没有什么好的效果。从某种意义上说，随着时间的推移，你在前进的过程中不断积累更多的商业知识，这是一种优势。

古德曼：有很多关于硅谷文化的讨论。伯克希尔有自己的文化吗？

巴菲特：我想伯克希尔也有自己的文化，但它与硅谷文化相去甚远。

古德曼：伯克希尔的文化是什么？

巴菲特：我们喜欢那些热爱自己事业的经理人。我们喜欢他们像我一样，一到办公室就想跳踢踏舞。这就是我们经理人的样子。当我们收购那些在一段时间内取得巨大成功的经理人拥有的企业时，我们的运气非常好。我们买下企业后，他们通常都非常富有，而且事后他们仍继续工作。而对于商学院的毕业生，我们就没那么幸运了。我们发现，很难教会一只新狗老把戏。我们喜欢那些有一段成功记录的人。

古德曼：如果必须要展望未来五年或十年，你认为哪些业务会是好生意？

巴菲特：那些拥有某种特许经营权的企业。好生意之所以是好生意，是因为如果我走进一家店，想买一条好时巧克力棒，他们不会卖给我一条没有品牌的巧克力棒。如果我要花 35 美分买一条好时巧克力棒，而他们说"难道你不喜欢这条 30 美分的无品牌巧克力棒吗？"我会买好时巧克力棒。如果没有的话，我就会去街对面买。这就是好生意是好生意的原因。我对我买的那盒牛奶没有那种感觉。杂货店的冷藏柜里有哪种牛奶，我就买哪种。

古德曼：所以这是特许经营权的力量？

巴菲特：这就是特许经营权的力量。

古德曼：当本格雷厄姆谈到这些事情时，他谈到的是有形资产。地上的钢铁、砖块和砂浆。但你把本格雷厄姆的想法扩展到了特许经营权这个概念上，是吗？

巴菲特：我是在本格雷厄姆之后才学到特许经营权的价值。我从本格雷厄姆那里学到了购买有价值的资产、安全边际和摆脱市场先生影响的投资原则。可以说，我从本格雷厄姆那里学到了正确的投资态度。但我买的股票与他如果今天还活着会买的股票完全不同。

古德曼：您还自己报税吗？

巴菲特：是的，这是一个非常简单的报税表。

古德曼：真的吗？

巴菲特：是的，这是一个非常简单的报税表。

古德曼：沃伦，多年来你一直反对公司福利，但你最终还是买了一架公务机。

巴菲特：我无法解释。我脑子里一片空白。多年来，我一直在演讲中反对这些，而且我得告诉你，我很喜欢

它。(笑声)

古德曼：但你拥有的是全美最便宜的公务机。

巴菲特：嗯，不，我不知道这是不是最便宜的公务机。但它非常适合我。我得告诉你，我对这种生活的潜力还未来开发，因为在过去的几年里，它显然让我的生活轻松了许多。

古德曼：沃伦，你关于金钱和子女的言论引起了轩然大波。你有三个孩子和孙子。你爱你的孩子，他们也爱你，但你说你不会给他们任何钱，因为那样做不好。

巴菲特：我听到富人的孩子，或者富人自己，谈论食品券对领救济母亲的削弱作用。他们说，你把这些食品券交给她们，会导致她们恶性循环，这太可怕了。当然，当一个非常富有的孩子或将继承一大笔钱的孩子出生时，当他们离开子宫时，就会得到终生供应的食品券。他们有一个福利官，他被称为信托受托人，食品券只是少量的股票和债券。似乎没有人注意到这种特殊的终生食品券供应形式所带来的破坏性影响。总的来说，我认为，如果我要成为一名短跑运动员，如果我与其他同时离开起跑线的人一起冲刺，我会成为一名更好的短跑运动员，而不是因为他们说，因为我是短跑名将 Jesse Owens 的孩子，我就可以在 50 码线上起跑。

古德曼：您的孩子对此有何感想？

巴菲特：我觉得他们感觉很好。我不像听起来那么严厉，但也差不多了。笑声

古德曼：你这样做是为了钱吗？钱对你来说意味着什么？

巴菲特：**钱是我做自己非常喜欢做的事情的副产品。**我想，如果你发现一个运动员做得很好，我不是在拿自己做比较，我想是 Ted Williams(棒球)或 Arnold Palmer(高尔夫)之类的人，在他们有足够的钱吃饭之后，他们继续这样做并不是为了钱。我猜想，如果 Ted Williams 拿着棒球界最高的薪水，但打击率却只有 0.220，他会很不高兴。**而如果他拿着棒球界最低的薪水，打击率却高达 0.400，他就会非常开心。这就是我对这份工作的感觉。**

古德曼：当你看到这张纸上写着你的净资产超过 10 亿美元时，你有什么感觉？

巴菲特：这是做我喜欢做的事情的副产品。在这个行业里，如果我的打击率达到 0.400 能够保持很久，你就会得到一大笔钱。

古德曼：这是一笔不小的数目。你打算怎么处理这笔钱？

巴菲特：最终，这些钱都会回归社会。99%以上都会回归社会。这是应该的。



另一个不容错过的精彩片段也来自古德曼的《金钱世界》节目，1988年，沃伦巴菲特和汤姆墨菲(首府/ABC广播公司 CEO)在肥皂剧《Loving》中友情客串了一次。在他们的戏份中，酒保巴菲特和服务生墨菲被要求护送一位不守规矩的顾客离开酒吧。不过两人都没有台词。事实上，《金钱世界》的这个简短场景我从未见过。

"他们很明智，"巴菲特告诉《奥马哈世界先驱报》关于他的肥皂剧客串。"他们不信任我们进行的任何对话。"

"对于一个曾经诞生过 Henry Fonda, Marlon Brando 和 Fred Astaire 的小镇来说，让我告诉你，我是个悲哀的评论员"。

"如果他们要评选本赛季表现最差的球员，那我一定会获胜"。

来源《很难教会新狗老把戏》

<https://www.kingswell.io/its-difficult-to-teach-a-new-dog>

巴菲特致股东的信 1988

1989 年 2 月 28 日, BRK: \$2950-4700

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

本公司 1988 年的账面价值增加了 5.69 亿美元, 或增长了 20.0%(标普 16.6%), 自从现任管理层接手的 24 年以来, 每股帐面价值从 19.46 美元增长到现在的 2974.52 美元, 年复合增长率约为 23.0%。

在过去的年报中我们一再强调, 真正重要的是企业的内在价值, 它代表着我们旗下企业组成份子到底值多少钱? 这个数字只是个估计数, 根据我们内部的估算, 目前伯克希尔内在价值已大幅超越其帐面价值, 过去 24 年以来, 企业内在价值增长的速度一直比帐面价值增长速度略快一点, 但 1988 年, 帐面价值的增长幅度略高于内在价值。

过去伯克希尔内在价值与帐面价值成长的背景, 与现在有很大的不同, 若搞不清楚其间的差异, 就好象是一位棒球教练在判断 42 岁高龄的中场选手未来潜力时, 以他一生的平均打击率作为判断依据。

目前我们所面临不利的因素主要有: (1) 与过去 24 年相比, 股票市场的吸引力普遍下降。(2) 对大多数形式的投资收入, 征收更高的公司税率。(3) 企业被并购的价格偏高。(4) 约占伯克希尔账面价值一半的主要三大投资企业: 首府/ABC 广播、GEICO 保险和华盛顿邮报, 其产业状况多多少少不若以往, 虽然这些公司有杰出的管理与强势的资产, 但以目前的股价来看, 他们向上成长的潜力相对有限。

然而我们面对的主要问题还是**不断增加的资金规模**, 先前各位也听过类似的说明, 不过这个问题就好象是一个人的身体健康与年纪的关系一样, 随着时间的流逝, 问题也越严重, (当然在这种情况下, 我们希望这个问题越严重越好。)

四年前我曾告诉各位, 未来十年, 伯克希尔要想每年维持 15% 的回报率, 我们需要赚 39 亿美元的利润。时至今日, 这个数字暴增到 103 亿美元。对查理与我来说, 这实在是无法承担之重, (当然若这个数字事后发现真的过大, 大家或许会在以后的报告中, 查理可能会另外个别署名资深合伙人)。

虽然不断增长的资金规模会拖累的投资回报率, 但同时我们也拥有另外一项以前没有的优势, 过去我们大部分的资本都被束缚在没有多少经济效益的纺织业务上, 如今资本已转移到一些相当不错的业务。

去年我将他们取名叫做七个圣徒, 布法罗新闻报、费区海默制服、柯比吸尘器、内布拉斯加家具超市、斯科

特费泽制造集团、喜诗糖果及世界图书公司，今年七圣徒持续向前迈进，大家可以发现以历史投资成本的角度来看，他们的投资报酬实在是惊人，没有依靠财务杠杆，平均股本回报率高达 67%。

虽然这些企业的卓越表现源于卓越的特许经营权，但优良的管理绝对是关键因素，查理跟我唯一可以做的就是让他们放手去干。

在我看来，这些企业总体上将会持续产生丰厚回报，我们想要在往后年度继续维持 15%回报率的目标，绝对需要他们的支持，唯一的关键在于，查理跟我是否能够有效地运用他们所贡献出来源源不绝的现金。

关于这一点，我们做出了一个正确的决定，那就是买下位于奥马哈的波仙珠宝(Borsheim's)80%的股权，这项并购案会在后面说明，与我们当初的预期相符，一家优秀的企业由我们所欣赏且信任的人来经营。今年有一个好的开始。

会计原则变动

1988 年执行了一项重要的会计原则变动，展望 1990 年还会有另一项变动。当经济现况没有改变，却将会计帐面数字改来改去，花一番工夫讨论一下影响层面是必要的。

首先我习惯性的提出免责声明：尽管 GAAP(一般公认会计原则)确有缺点，但我没有能力重新制定一套新的会计规则，虽然这套原则确有其局限性，却不必就此废除，CEO 大可以也应该将 GAAP 报告当作是对股东与债权人尽告知义务的开始而非结束。若部门经理人只是提供 GAAP 报告，却不附上经营分析所必要的关键讯息，他们将会被 CEO 修理的很惨。同样的，公司的 CEO 是不是也应该向他的老板，也就是公司股东，报告必要的信息呢？

真正需要报告的是数据，不管是 GAAP、非 GAAP 或是 GAAP 之外的，都可以帮助财务报表使用者了解三个问题：**(1)这家公司大概价值多少？(2)它到达未来目标的可能性有多大？(3)在现有条件下，管理层的表现如何？**

大部分的情况下，简单的财务数字并不能回答以上的问题，商业世界太复杂了，很难用一套简单的规则有效地来描述所有企业的实质经济状况，尤其是像伯克希尔这种经营多种不同业务的企业集团。

更复杂的是，许多管理层不把 GAAP 当作是应该达到的标准，而是需要克服的障碍。而且，大多数的会计师也心甘情愿给予协助，当客户问到二加二等于几？配合的会计师可能会回答：那要看你想要多少？即使是诚实且正直的管理层有时也会超越 GAAP，以使得报表数字更能展示他们的绩效。不管是让损益平滑一点或是某季巨额冲销，都是还算正直的管理层经常运用的做帐技巧。

另外还有一些不肖经理人专门利用 GAAP 来进行欺骗与贪污，他们很清楚许多投资人与债权人把 GAAP 结果奉为圣经，因此，这些骗子运用丰富的想象力技巧性让交易符合 GAAP 规则，但却与实际的经济实质背道而驰。

只要投资人，包括老练的专业投资机构，迷信于那些稳定向上攀升的收益数字，我们可以百分之百确定还会有经理人与拥护者不顾现实，继续滥用 GAAP 来满足投资人的需求。多年以来，查理跟我看到许多规模惊人的会计诈骗案，鲜少有人因此被惩罚，有的甚至都没有被发现，**用笔偷钱要比用枪抢劫要来的容易的多。**

1988 年 GAAP 有一项重大变更，依新规定，伯克希尔的资产表和损益表必须全面合并所有子公司。在过去，互助储贷与斯科特费泽金融(Scott Fetzer Financial 主要为世界百科全书与柯比吸尘器产品提供分期付款服务的信贷公司)，只须单独认列损益即可，意思是说，(1)仅将被投资公司净值按投资比例以投资权益显示在伯克希尔的合并资产负债表之上。(2)仅将被投资公司年度损益按投资比例的投资收益显示在伯克希尔的合并损益表之上。但现在，我们必须将被投资公司的资产与负债、营收与费用，放进合并的财务报表之上。

这项变更低估了公司也要报告部门信息。企业形态越复杂的公司，其按传统财务报表所加总出来的数字越没有意义，越没有办法让投资人回答前面所提的三个问题。事实上在伯克希尔，我们会准备合并数字的唯一原因就是要符合外部监管规定，查理和我看的则是细分部门的信息。

现在我们被要求在财务报表上将更多的数字混在一起，我们现在决定公布更多的补充信息，有助于帮助各位来衡量企业价值与管理层的表现。伯克希尔履行对债权人义务的能力，我们提到的第三个问题，应该是显而易见的，不管你看什么样的报表。在这些补充信息中，我们不一定依照 GAAP，甚至不以公司来区分，相反地，我们会试着**将同性质的企业汇总**，有助于大家分析而不是被一大堆信息所淹没，我们的目标是设身处地的为各位设想，给各位我们认为重要的讯息。

我们按以下四个部门分类：(1)金融业务，包含互助储贷与斯科特财务公司。(2)保险业务，依投资部位分门别类。(3)制造、出版、零售业务，扣除某些非营业资产以及购买法会计调整数。(4)其它业务，包含前述非营业资产(主要是有价证券投资)及 Wesco 与伯克希尔母公司所持有的资产与负债。

如果将以上四类的收益与净值加总，你将得到与 GAAP 一致的总数，但是我们必须强调的是这种新的表示方法并未经过会计师审计，最好是不要审，因为他们要是看到这种报表，一定会被吓个半死。

先前我曾提到在 1990 年会有另一项会计原则的重大变更，主要与递延所得税有关，这项原则相当的复杂且极

具争议性，以致于原定计划于 1989 年实施又被延后一年。

当这项原则开始实施后，对我们影响有几个方面，最重要的一点就是我们必须重新修正旗下保险公司所持有的未实现股票资本利得，以及计算递延所得税负债的方式。

原先我们在这方面的负债分作好几层，对于 1986 年以前帐列未实现收益，大约在 12 亿美元左右，系以 28% 的税率估算，对于 1986 年之后的帐列未实现收益，大约在 6 亿美元左右，系以 34% 的税率估算，1987 年起调整税率的差异反应税负的差异。

现在看起来，新的会计原则要求我们从 1990 年开始，必须将所有未实现收益的预估税率订在 34%，经估算光是这一项改变，就会使得我们的年度收益与净值减少 7100 万美元，还不包含其它大大小小的影响，但这些变化对净利润和净资产的影响很小。

其实我们不认为这样变更有其必要性，因为对于伯克希尔来说，不管税率是 28% 或是 34%，都不能反应我们公司的实质现况，因为我们从来不考虑出售这些，我们具有庞大未实现收益的股票。

对于那些对会计不感兴趣的人，很抱歉耽误各位的时间，我很清楚你们当中有很多根本不会仔细去看数字，但却仍持续支持我们，因为你们知道：(1) 查理跟我本身的身家也都在里面；(2) 我们绝对会与各位同甘共苦；(3) 到目前为止先前的记录还算令人满意。事实上这种信仰式的投资方法并没有什么不好，但也有一些股东比较喜欢深入分析的方式，因此我们也有必要提供足够的信息给他们，至于伯克希尔本身在做投资时，则是两种方法并用，重点在于能不能得到满意的答案。

报告收益的来源

除了提供给各位最新四个部门的会计资料，我们一如往常还是会提列出伯克希尔报告收益的主要来源。

下表的商誉摊销数与购买法会计调整数会从个别被投资公司分离出来，单独加总列示，之所以这样做是为了让旗下各业务的收益状况，不因我们的投资而有所影响。过去我一再地强调，较之 GAAP 我们认为这样的表达方式更有帮助，不管是对投资者或是管理层来说，当然最后损益加总的数字仍然会与经审计的 GAAP 数字一致。

年报中还有企业个别部门的信息，有关 Wesco 公司的信息，我强烈建议大家看看查理·芒格所写的年报，里头包含我看过对储贷机构危机事件写得最贴切的一篇文章，另外也可以顺便看看精密钢铁厂，这家 Wesco 在 1979 年购买的子公司，其所处的产业竞争相当激烈，但经理人戴夫·希尔斯特罗姆(Dave Hillstrom)仍然努力创造

出相当不错的绩效，虽然手头上缺乏资料来证明，但我相信他的表现绝对在同行中排第一。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以千美元计	1988 年	1987 年	1988 年	1987 年
保险集团：承保收益	-11,081	-55,429	-1,045	-20,696
保险集团：净投资收益	231,250	152,483	197,779	136,658
布法罗新闻	42,429	39,410	25,462	21,304
喜诗糖果	32,473	31,693	19,671	17,363
Scott Fetzer 制造集团	28,542	30,591	17,640	17,555
世界图书	27,890	25,745	18,021	15,136
Kirby 吸尘器	26,891	22,408	17,842	12,891
内布拉斯家具	18,439	16,837	9,099	7,554
费区海默制服	14,152	13,332	7,720	6,580
Wesco 金融-保险除外	16,133	6,209	10,650	4,978
商誉摊销	-2,806	-2,862	-2,806	-2,862
购买法会计-其他费用	-6,342	-5,546	-7,340	-6,544
利息费用	-35,613	-11,474	-23,212	-5,905
股东指定捐赠	-4,966	-4,938	-3,217	-2,963
其他	41,059	23,217	27,177	13,697
经营收益	418,450	281,676	313,441	214,746
出售资产和已实现证券收益	131,671	28,838	85,829	19,806
所有实体-收益合计	550,121	310,514	399,270	234,552

注：债务利息科目不包含斯科特费泽金融的利息费用

我们旗下各项营运业务所创造的收益，不管是依绝对值或是与同业相较，实在是相当出色，对此我们衷心感谢这些辛苦的经理人，你我应该感到庆幸能与他们一起共事。

在伯克希尔，这样的共事关系可以维持相当长久，我们不会因为这些杰出优秀的明星经理人年纪到了一定程度就把他们给换掉，不管是 65 岁或是 B 夫人在 1988 年所打破的 95 岁上限，**明星的经理人绝对是可遇不可求的稀罕宝贝**，不能仅仅因为蛋糕上插满了蜡烛(年纪太大)就被丢弃。相较之下，我们对于新培养的 MBA 企管硕士的评价就没有那么高了，他们的学术经历看起来总是很吓人，讲起话来头头是道，但他们个人往往缺乏对公司的全情投入和普遍的商业常识。实在是很难去教菜狗那套老把戏。

以下是我们非保险业务的最新运营情况：

在内布拉斯加家具店，B 夫人坐着她的轮椅继续前进。自从 44 岁那年以 500 块美金开始创业，至今已有 51 个年头，(要是当初有 1000 块的话，现在可能更不得了)，对于 B 夫人来说，就是再多十岁也不嫌老。

这家长期以来全美最大的家具店到现在还在持续成长，去年秋天，又新开了一家占地 2 万平方英尺的独立折

扣店，让我们的产品线在各种价格都应有尽有。

最近一家在全美地区经营相当成功的狄乐(Dillard)百货公司打算进军奥马哈地区，它在其它主要地区的分店都设有家具部门，事实上他们在这方面也做的相当成功，不过就在其奥马哈分店开幕的前夕，狄乐百货总裁威廉·狄乐先生(William Dillard)却宣布这家分店决定不卖家具，他特别提到内布拉斯加家具店时表示：**我们不想和他们竞争，我们认为他们差不多是最好的了。**

在布法罗新闻报，我们赞扬广告的价值。我们在内布拉斯加家具店的策略，证明了我们所宣扬的政策确实可行。过去三年来，内布拉斯加家具店是《奥马哈世界先锋报》的最大 ROP 广告客户，(ROP 是指直接印在报纸而非夹报式的广告)，据我所知，除此之外没有一家报纸的主要广告客户是家具商，同时我们也在堪萨斯等地区刊登广告，所得到的反应也相当不错。**做广告确实是值得的，只要你所要介绍的东西值得推荐。**

B 夫人的儿子路易和他的儿子们组成了一支梦幻队伍，跟这个家族一起共事实在是一种享受，所有的成员品格与才能兼备。

去年我曾明确地表示，布法罗新闻报 1988 年的税前收益一定会下滑，事实证明要不是有 Stan Lipsey，结果可能会如我所预测，像其它同规模的报纸同样地下滑，很高兴 Stan 让我看起来很愚蠢。

虽然我们去年调涨的价格较同业水准略低，同时印刷与工资成本调整的幅度与同业一致，但 Stan 还是让毛利率又扩大一些，在报纸业没有其它人可以像他这样有更好的经营绩效，而且还能够让读者得到如此丰富的新闻，我们相信，我们的新闻比率，绝对是同样规模或甚至更大报纸中最高的，1987 年是 49.8%，1988 年是 49.5%，不管获利状况如此，我们一定会努力将这个比率维持在 50% 上下。

查理跟我在年轻的时候就热爱新闻事业，而买下布法罗新闻报的 12 年来，让我们渡过许多快乐时光，我们很幸运能够找到像穆雷·莱特(Murray Light)这样杰出的总编辑，让我们一入主布法罗报纸后，便深深引以为傲。

喜诗糖果在 1988 年总共销售了 2510 万磅重的糖果，本来在十月前整个销售前景看起来不太乐观，但拜圣诞节旺季特别旺所致，整个局势跟着扭转。

就像我们以前告诉各位的，**喜诗糖果旺季越来越向圣诞节集中**，1988 年 12 月份税前获利 2900 万，占整个年度 3250 万的 90%，(如此你应该相信圣诞老人真的存在了吧)，12 月的旺季使得伯克希尔第四季的收益看起来相当不错，另外第一季度的增长则是因为世界百科全书年度出版，所以也会有一波小高潮。

查理跟我是在买下喜诗糖果五分钟之后，决定让 Chuck Huggins 负责这家公司的管理，在看过他这些年来的绩效之后，你可能会怀疑为何我们要考虑那么久！

在费区海默，Heldman's 家族就好像是 Blumkin's 家族的辛辛那提版，不管是家具业或者是制服业，在经济上都不是很有吸引力的行业，也只有卓越的管理才能让股东们获得好的投资回报，这正是五位 Heldmans 家族成员为伯克希尔所作的贡献。职业棒球大都会队的发言人，Ralph Kiner 曾说：比较该队投手 Steve Trout 与他的父亲 Dizzy Trout 也是底特律老虎队著名投手，你就会发现虎父无犬子。

费区海默在 1988 年进行了一项规模颇大的并购案，查理跟我对于他们相当有信心，所以我们连看都没有看就同意了这项交易。很少有管理层能得到我们这样的信任，即便是财富 500 强企业的管理层。因为这项并购案以及内部自身的成长，费区海默 1989 年的营业额可望大幅成长。

拉尔夫·谢伊(Ralph Schey)管理的所有业务，包含世界图书公司、柯比吸尘器与斯科特费泽制造集团，在 1988 年的表现皆相当出色，由其管理的资本获得的回报仍然十分出色。

在斯科特费泽制造集团当中，又以坎贝尔豪斯菲尔德(Campbell Hausfeld)家用器具最突出，这家全美最大的中小型压缩机生产商，从 1986 年以来，收益已翻倍有余。

柯比吸尘器与世界百科全书的 1988 年销售数量都大幅成长，尤其在外销业务更是强劲，9 月开始，随着莫斯科当地最大的一家美国书店开幕，世界百科全书在苏联也能买到了，并成为该店唯一在售的一套百科全书。

Ralph 的个人能力真是惊人，除了同时经营 19 项业务之外，他还投入相当精力在克里夫兰医院、Ohio 大学，凯斯西部储蓄，以及一家风险资本管理公司 VC，该公司投出了 16 家总部位于 Ohio 的新公司，并复活了许多其它公司。拉尔夫堪称 Ohio 与伯克希尔之宝。

波仙珠宝 Borsheim's

1983 年，伯克希尔买下内布拉斯加家具店 80% 的股权，当时我忘了问 B 夫人一个连小学生都会想到的问题："你还有没有其它兄弟姊妹"。上个月我补救了这个错误，现在我们又成为该家族另一个分支的 80% 股东。

1917 年，当 B 夫人从俄国往东经满州一路逃到美国之后，她的双亲与五位兄弟姊妹也陆续来到美国，其中包括一个姊妹丽贝卡·弗里德曼(Rebecca Friedman)和她的丈夫路易。1922 年，他们冒着生命危险往西途经拉脱维亚来到美国。当家族在奥马哈重新团聚时，大家一无所有，然而，只要身具头脑、品格与对工作的热情，一切就

已足够，后来证明他们所向无敌。

1948 年 Friedman 先生买下奥马哈地区一家叫波仙的小珠宝店，1950 年他的儿子艾克(Ike)也加入进来。随着时间流逝，艾克的儿子艾伦(Alan)和女婿马文·科恩(Marvin Cohn)和唐纳德·耶鲁(Donald Yale)也加入了进来。

你应该不难预料，这个家族为当地珠宝业所带来的影响与 Blumkin 家族对于家具行业的情况完全类似，两家店共同的信条就是：货真价实，物美价廉。另外，共同的特色还有：(1)单店经营，但货品样式价格种类齐全(无与伦比的广度与深度，SKU10 万+)，满足消费者各式需求；(2)管理层对细节的日常专注(Retail is Details，家族式管理和个性化服务)；(3)货品周转快速；(4)精明的采购；(5)令人难以置信的低运营成本。后面三项特点的结合，让店内产品的售价比全美其它地方都卖的便宜。

大部分的人们不管在其它事情上多么学有专精，但是遇到买珠宝首饰时，就像是迷失在森林里的小孩子，什么都不懂，不会判断东西的品质好坏与价格高低。对这些人来说，只要记住一条，不懂珠宝没有关系，只要认准珠宝商就好。

我敢保证，那些信任 Friedman 家族的人永远不会失望。我们购买波仙股权的方式就是最好的证明，波仙没有经过审计的财务报告，我们也没有盘点存货、查验应收帐款或是做任何方式的审计。艾克只是简单地告诉我们如何如何，于是双方就草拟了一页简单的合约，并由我们开出一大笔金额的支票。

随着 Friedman 家族声誉的远播，近年来波仙珠宝的生意越做越大，客户从美国各地远道而来，其中也包含我一些从东西两岸来的朋友，他们也都很感谢我能带他们去参观波仙珠宝。

波仙珠宝的营运模式并不会因为伯克希尔的加入而有所改变，弗里德曼家族成员仍将像以前一样持续在各自的岗位上奋斗。查理跟我会站在旁边默默支持，事实上所有的成员包含高龄 88 岁与 87 岁的老先生和夫人，仍然每天到店里工作，其它儿子媳妇也是从早忙到晚，家族的第四代已正准备开始学习接班。

跟你所长期钦佩的人一起共事，实在是人生一大乐事。弗里德曼家族和 Blumkin 家族一样，他们的成功实至名归。两个家族都坚持在做对客户有益的事，同时对他们自己也有很大的益处。他们是我们最好的事业伙伴。

1989 年 2 月，巴菲特问艾克(二代 Ike 已接手)5 个问题：销售额多少？毛利率多少？费用率多少？存货多少？是否愿意留任？艾克都不用看账本就给出了答案，达成协议后，巴菲特说：就当刚才什么都没发生，继续做你们现在的事情。根据约定，他们不能公开这次收购一共花了多少价，不过肯定要超过 6 千万美元(高达 10 万件存货价值都超过 6 千万)。巴菲特非常满意波仙珠宝公司没有任何负债。当他开了一张现金支票给对方时说："我只和少数几个人以这种方式做生意，它们没有一家是《财富》500 强企业。"

波仙珠宝只有一家店，是伯克希尔最小的企业。销售额仅次于纽约蒂芙尼旗舰店的 1.3 亿美金，营业成本 18%，比竞争对手的低 20%，也就是说竞争对手大约 40%。(成本结构跟内布拉斯加家具店差不多)

波仙珠宝核心理念，以最优惠的价格，最优质的服务，向客户提供最值得信赖的商品。大量的生意是通过口碑赢来的。我们单店的位置和较低从营业成本是我们最大的优势。我们不愿意向竞争对手一样，在某一个地方开设 5000 平的店面。我们的规模(2 万平)和选品能力(常年维持 10 万库存量，是其他店面的十倍多，钢笔手表瓷器首饰收藏品应有尽有)是我们与众不同之处。当一对年轻人来购买钻戒时，他们购买的不是钻石和贵金属，他们买的是能代表他们快乐时刻的有关事物。(奢侈品购买那一刻最重要，销售人员的服务很关键，波仙不提供销售提成，让员工专注于服务，而 NFM 主要靠销售提成)。经济好生意更好，经济差生意就会冷清，但不会没有生意可做，人们不会因为兜里钱不多，就错过快乐时刻。年轻的女士收到网络寄来的订婚钻戒不会有任何喜悦，购买戒指涉及强烈的情感因素，电脑是永远无法取代的。网络会带来很大竞争，但波仙珠宝的最终对手依然是大型连锁店，与此同时，波仙珠宝推出网络婚礼礼物清单，以增加对新老客户的曝光度。

保险业务

下表是有关保险业务的几项主要数据更新

年度变化	保费收入增长率	综合比率	损失赔付增长率	通货膨胀率
1981	3.8	106.0	6.5	9.6
1982	3.7	109.6	8.4	6.4
1983	5.0	112.0	6.8	3.8
1984	8.5	118.0	16.9	3.7
1985	22.1	116.3	16.1	3.2
1986	22.2	108.0	13.5	2.7
1987	9.4	104.6	7.8	3.3
1988 预估	3.9	105.4	4.2	3.6

综合比率代表的是保险的总成本(损失加上费用)占保费收入的比率，100 以下代表会有承保盈利，100 以上代表会有承保损失，若把持有保费收入所产生的浮存金(扣除股东权益部分所产生的收益)所产生的投资收益列入考量，盈亏平衡点的范围大概是在 107-111 之间。

基于前几次年报所说明的理由，即使是通货膨胀在这几年来相对温和，我们预期保险业每年损失增长的比率约在 10%左右，若是保费收入增长没有到达 10%以上，亏损一定会扩大。虽然保险公司在景气不好时，会习惯性地 将损失暂时隐藏起来，如表所示，1988 年行业整体的承保亏损有所增加，而这个趋势应该会继续持续下去，甚至在未来两年还会加速恶化。

产险业的获利情况不但是相当的低，而且也是不太受尊重的行业，(山姆戈德温(Samuel Goldwyn)曾颇具哲理地说过：生活中必须学会体验人生的苦痛酸涩)。商业中的一大讽刺是：许多行业做的要死要活的同时，还要被客户糟蹋；而有些赚翻了的行业，东西明明贵的要死，却是一个愿打一个愿挨。

以早餐麦片为例，它的投入资本回报率是汽车保险业的两倍多(这也是为什么家乐氏与通用磨坊的市净率是五倍，而大多数保险业者的市净率仅为一倍)，麦片公司常常在调整产品售价，即便其生产成本没什么变化，但消费者却没什么抱怨。但要是换做是保险业者，就算只是为了反映成本而稍微调整一下价格，保户马上就会生气地跳

起来，所以若你识相，显然去卖高价的玉米片比卖低价的汽车保险，要好得多。

一般大众对于保险业的敌视可能会造成严重的后果，去年秋天加州通过的一项 103 提案可能会大幅压低保险价格，尽管成本一再飙升，所幸法院正在重新检视这项提案，但这次投票所引发的不满情绪却未曾消减，即使提案被推翻，保险业者在加州已很难再有营运获利的空间，(谢天谢地，加州人还没有对巧克力糖果感到反感，若是 103 提案也如保险般适用于糖果的话，喜诗可能被迫卖每磅 5.76 元而不是现在的每磅 7.6 元，果真如此，喜诗可能就要亏大钱了)。

对伯克希尔来说，这项法案的短期影响不大，因为即使在这法案之前，加州现行的费率结构也很难让我找到有获利的商机，然而这项压低保费的做法却会直接影响到我们持有 44% 股权的 GEICO 保险，其有 10% 的保费收入系来自加州。对 GEICO 更具威胁的是，其它州可能会通过提案或是立法的方式也采取类似的行动。

若民众坚持汽车保险费的价格一定要低于成本，则最后可能要由政府来直接负责，股东或可暂时补贴保户，但只有纳税人可以长期补贴他们。对大部分的财产意外险公司来说，社会化的汽车保险对于其股东不会有太大影响，因为由于这个产业是属于大众商品，保险业者所赚的投资回报平平，所以，若因此被政府强迫退出市场，也不会有太大的商誉损失。但 GEICO 保险就不一样了，由于它的成本低，相对地可以获得高报酬，所以可能会有很大的潜在商誉损失，而这当然会连带影响到我们。

在 1988 年伯克希尔的保费收入持续减少，到了 1989 年我们预期保费收入还会大幅下滑，一方面是因为消防员退休基金 7% 的份额业务即将于八月底到期，届时依合约我们必须将未到期的保费退还，估计总共退回的金额 8500 万美元，这将使得我们第三季度的数字看起来有点奇怪，当然合同结束不会对利润造成太大的影响。

伯克希尔 1988 年的承保表现依旧相当不错，我们的综合比率约 104% (依照法定基础扣除结构化结算与金融再保)，损失准备提列在前几年不佳后，连续两年情况还算良好。

我们的保费收入规模预计在未来几年内都会维持在相当低的水平，因为有利可图的生意实在是少之又少，随它去，在伯克希尔我们不可能在知道明明会亏钱的情况下，还去硬接生意，光是接看起来有赚头的生意，就让我们们的麻烦够多了。

尽管(也或许正因为如此)我们的保单量少，可以预期我们的获利情况在未来几年内也会比同业来的出色，相较于保单量我们有高比例的浮存金，这对利润来说是个好兆头。在 1989-1990 年，我们的浮存金/保费收入比例至

少会是同业水准的三倍以上，迈克·戈德伯格(Mike Goldberg)在阿吉特·贾恩(Ajit Jain)、迪诺斯·罗达瑙(Dinos Iordanou)和国民保险的经营团队的协助下使我们站在相当有利的位置。

某些时候(我们不知道什么时候)我们可能会被保险业务拖垮，有可能会是一些重大的自然或金融灾难，但我们也有可能经历像 1985 年一样爆炸式增长，因为当其它同业因长期杀价抢单，一夕之间损失突然爆发，才发现损失提列准备远远不足，在那种情况下，我们一定会留住优秀的人才，保护好资本并尽量避免犯下重大的错误。

投资业务

在为我们的保险业务选择有价证券投资之时，我们主要有五种选择(1)长期股票投资(2)长期固定收益债券(3)中期固定收益债券(4)短期现金等价物(5)短期套利交易。对于这五种类型的交易，我们没有特别的偏好，我们只是持续不断地寻找，最高的税后回报率预计的数学期望值，且仅限于我们认为了解和熟悉的投资，我们无意让与短期的报告收益好看，我们的目标是让长期的账面价值极大化。

下表是我们市值超过 1 亿美元以上的普通股投资(不包括套利交易，这部分我们后面再谈)，一部分投资属于伯克希尔关系企业所持有。

股份数量	公司名称	成本	市值	单价
3,000,000	首府/ABC 广播公司	517,550	1,086,750	172.5
6,850,000	GEICO 保险	45,713	849,400	6.7
14,172,500	可口可乐-新进	592,540	632,448	41.8
1,727,765	华盛顿邮报	9,731	364,126	5.6
2,400,000	房地美-新进	71,729	121,200	29.9

我们永久的持股，首府/ABC 广播、GEICO 保险与华盛顿邮报依旧不变，同样不变的是我们对于这些管理层无条件的敬仰，不管是首府/ABC 广播的汤姆·墨菲(Thomas Murphy)与丹·伯克(Dan Burke)、GEICO 保险的比尔·斯奈德(Bill Snyder)和路易·辛普森(Lou Simpson)，还有华盛顿邮报的凯瑟琳·格雷厄姆(Katherine Graham)与迪克·西蒙斯(Dick Simmons)，查理跟我对于他们所展现的才能与品格同感敬佩。

他们的表现，就我们最近距离的观察，与许多公司的 CEO 截然不同，所幸我们能与后者保持适当的距离，因为有时这些 CEO 实在是不胜任，但却总是能够坐稳其宝座，企业管理最讽刺的就是不称职的老板要比不称职的下属更容易保住其位置。

假设一位秘书在应征时被要求一分钟要能够打 80 个字，但录取之后被发现一分钟只能打 50 个字，很快地她就可能被炒鱿鱼，因为有一个相当客观的标准在那里，其表现如何很容易可以衡量的出来；同样的，一个新进

的业务员，若是不能马上创造足够业绩，可能立刻就被解雇，为了维持纪律，很难允许有例外情形发生。

但是一个 CEO 表现不好，却可以无限期的撑下去，一个原因就是根本没有一套可以衡量其表现的标准存在，就算真的有，也是写的很模糊，或是能含混解释过去，即便是错误与过失一再发生也是如此，有太多的公司是等老板先射出业绩之箭，再到墙上把准心描上去。

另外一个很重要但却很少被提起的老板与员工之间的差别是，老板本身没有一个直接可以衡量判断其表现的上司，业务经理不可能让一颗老鼠屎一直留在他那一锅粥之内，他一定会很快地把它给挑出来，否则可能连他自己都会有问题，同样的一个老板要是请到一位无能的秘书，也会有相同的动作。

但 CEO 的上司也就是董事会却很少检视其绩效，并为企业表现不佳负责，就算董事会选错了人，而且这个错误还持续存在又怎样？即使因为这样使得公司被接收，通常交易也会确保被逐出的董事会成员有丰厚的利益(且通常公司越大，甜头越多)。

最后董事会与 CEO 之间的关系应该是要能够意气相投，在董事会议当中，对于 CEO 表现的批评就好像是在社交场合中打嗝一样不自然，但却没有一位经理人会被禁止不准严格地审核打字员的绩效。

以上几点不是要一杆子打翻一条船，大部分的 CEO 或是董事会都相当努力、能干，有一小部分更是特别的杰出，但查理跟我在看过很多失败的例子之后，更加对于我们能够与前面三家公司优秀的经理人共事感到非常幸运，他们热爱他们的事业，想法跟老板一致，且散发出才气与品格。

1988 年我们做出两项重大的决定，大笔买进房地美与可口可乐，我们打算要持有这些股票很长的一段期间。事实上当我们发现我们持有兼具杰出企业与杰出经理人的股权时，我们最长的投资期间是永久，我们跟那些急着想要卖出表现不错的股票以实现获利，却顽固地不肯出脱那些绩效差的股份的那群人完全相反。彼得林奇曾生动地将这种行为解释成**铲除花朵浇灌野草**。我们持有房利美的股份比例是法令规定的上限，这部分查理在后面会详加为各位说明，因为他们是 Wesco 子公司旗下互助储贷所投资，所以在我们的合并资产负债表当中，这些持股将以成本而非市价列示。

我们持续将投资集中在少数几家我们试图深入理解的公司之上，只有少数几家企业我们对其具有坚定的长期信念。因此，当我们好不容易找到这样的公司时，我们会想要以有意义的方式参与其中，我们同意 Mae West 的看法：**好东西当然是多多益善。**

去年我们中期免税债券投资减少了约一亿美元，所有卖出的债券都是在 1986 年 8 月 7 日之后才取得的，当这些债券由产险公司所持有的时候，其中 15% 的利息收入是要课税的。

剩下我们仍持有约 8 亿美元的债券，都是属于适用 1986 年租税改革法案完全免税的祖父级债券，出售的债券将有些许的获利，而继续持有的债券平均到期日大概是六年，其市价大概略高于帐面价值。

去年我们曾提及我们所持有的已破产的 Texaco 石油短期与中期公司债券，1988 年我们已经将所有头寸处分了，获利约 2200 万美元，此举将使得我们在固定收益债券的投资部位减少 1 亿美元。

去年我们还提到了另外一个深具固定收益特色的投资：亦即所罗门公司 9% 可转换优先股，这种特别股特别要求公司提拨偿债基金，自 1995 年到 1999 年间分批赎回，伯克希尔将这些投资以成本列示在帐上，基于查理所提的原因，现在的估计市价以从前一年度略低于成本，转变为 1988 年的略高于成本。

我们与所罗门 CEO 约翰·古弗兰(John Gutfreund)之间良好的关系，随着几年来的合作日益增进，但我们还是无法判断投资银行业的前景，不管是短期、中期或是长期皆然，这是一个难以预估未来获利水平的产业，我们仍然相信我们所拥有的转换权益会在其有效期内，对我们产生相当大的贡献，然而这种特别股的价值主要还是来自于其固定收益，而不是股权特性之上。

我们对于长期债券的规避依旧不变，唯有当我们对于货币的长期购买力有信心时，我们才会对这类的债券有兴趣，但这种稳定性却根本没办法预期，因为不管是社会或是选出来的官员，实在是太多的优先事项是与购买力的稳定性相冲突的。所以目前我们唯一持有的长期债券就是华盛顿公共电力供应系统 WPPSS，其中有些期限较短，有一些则是分几年赎回的高息票，目前资产负债表上帐列成本为 2.47 亿美元，目前市价约为 3.52 亿美元。

我们在 1983 年年报中曾经解释过购买 WPPSS 的理由，现在很高兴跟大家报告，结果完全符合我们当初的预期，在买进的时候，债券的评级被暂时取消，估计税后的投资回报率约为 17%，最近它被标普评为 AA- 等级，按目前的市价大概只有比最高等级债券的投资回报好一点。在 1983 年的年报中，我们比较了投资 WPPSS 与一般企业的差异，结果显示这次的投资要比当时同期间所从事并购案还要好，假设两者皆以为无财务杠杆的基础上进行。不过我们在 WPPSS 的愉快经历并未能改变我们对于长期债券的负面看法，除非再让我们碰到暂时僵住的大案子，因为短暂的问题使得其市价严重的被低估。

套利交易

在过去的报告中我曾经告诉各位，保险子公司有时也会从事套利的操作，以作为短期资金的替代方案，当然我们比较喜欢长期的投入，但可惜资金总是多过于点子，与此同时，套利的回报有时会好过于政府债券，同时很重要的一点是，可以冷却任何我们可能会放松对长期投资标准的诱惑。(每次在我们谈完套利投资之后，查理总是会附带一句：这样也好，至少能让你暂时远离喧闹的市场)

在 1988 年我们在套利部分斩获不少，不论是金额或是投资回报率，总计投入 1.47 亿美元的资金，赚取 7800 万美元。如此的成绩使我们值得详细的描述一下，所谓的套利是指在不同的市场同时买卖相同的有价证券或是外汇，目的是为了撷取两者之间微小的差距，例如阿姆斯特丹的荷兰币、英国的英镑或是纽约的美元，有些人将此行为称之为剃头皮，但通常这一行的人惯用法国的字汇-套利。

自从第一次世界大战之后，套利或者说风险套利的定义，已延伸包括从已公开的企业并购、重组、清算等企业活动事件中获利。大部分的情况下，套利者期望不管股市变动如何皆能获利，相对的他面临的主要风险是宣布的事件未如预期般发生。

有些特别的套利机会也会偶尔出现，我记得在 24 岁时当时我在纽约的格雷厄姆-纽曼公司上班，洛克伍德公司(Rockwood)是一家在布鲁克林生产巧克力的公司，盈利能力有限。该公司自 1941 年开始就采用后进先出制的存货记价方式，那时可可豆每磅是 50 美分，到了 1954 年可可豆因为暂时缺货价格大涨至 64 美分，因此，洛克伍德想要把帐上价值不菲的可可豆存货在价格滑落之前变卖掉，但若是直接将这批货卖掉，所得的收益可能要支付 50%左右的税金。

但 1954 的税务法令及时公布，其中有一项不太为人知的规定，就是如果企业不是把这些存货卖掉而是直接分配给股东间接减少营运规模的话，就可以免税，因此，洛克伍德决定停止其可可脂的销售业务，并将 1300 万磅的可可豆发还给股东，同时公司也愿意以可可豆换买回部分股份，换算下来，每股可以换得 80 磅的可可豆。

有好几个礼拜我整天忙着买进股票、交换可可豆仓单，再把可可豆仓单拿去卖掉，并常常跑到施罗德信托公司拿着股票凭证换取可可豆仓单，获利算下来还不错，而唯一的成本费用就是地铁车票。

洛克伍德改造计划的规划者是 32 岁没有名气但相当优秀的芝加哥人杰伊·普利兹克(Jay Pritzker)，若你知道 Jay 后来的记录，你应该就不会讶异这个动作对于公司股东有多大的益处了，在这项提议推出不久之后，虽然公司营运呈现亏损，但股价却从 15 美元涨到 100 美元。有时股票的估值可远远不止看看市盈率这么简单。

近几年来，大部分的套利操作都牵涉到并购案，不管是友善的或是敌意的皆然，在并购案狂热之时，几乎感觉不到反垄断法的存在，投标的竞价屡创天价，在当时套利客大行其道，在这行不需要太多的才能，唯一的技巧就像是皮特·塞勒斯(Peter Sellers)的电影那样，只需要在场即可，华尔街有一句经过改编的俗话，**给一个人一条鱼，你只能养活他一天，教他如何套利，却可以养活他一辈子**，(当然要是他到学校学习套利，可能就要靠州政府过活了)。

在评估套利活动时，你必须能回答四个问题：(1)已公布的事件有多少可能性确实会发生？(2)你的资金总计要占用多久？(3)有多少可能更好的结果会发生，例如并购竞价提高；(4)由于反垄断或融资意外状况发生而导致并购案触礁时将会发生什么？

Arcata 公司是我们一次有意外收获的套利交易，最能说明这种交易的曲曲折折。1981 年 9 月 28 日，Arcata 的董事同意将公司卖给 KKR 公司，KKR 在当时同时也是现在大型杠杆并购公司。Arcata 所从事的是印刷与森林产品，但其中值得注意的是，在 1978 年美国政府决定征收该公司所有 10700 英亩的红杉林，以扩增国家公园的范围，为此政府决定分期支付该公司总金额 9790 万美元的征收款，但 Arcata 公司却认为金额太少。双方还对从资产接管到最终付款之间的利率提出了争议。法案规定了 6% 的单利；Arcata 公司主张更高的复合利率。买下这样一家诉讼中的公司具有高度投机性，将会在诉讼过程中增加许多的难度，不管诉讼是不利或是有利于公司皆然。为了化解这个难题，KKR 决定支付 Arcata 每股 37 美元再加上政府额外赔偿款的三分之二，作为并购的条件。

评估这一投资机会，我们必须自问，KKR 能否真正完成这项交易？其关键在于他们是否能够顺利取得融资，这对卖方来说永远是风险最高的一项条款，追求者在提出求婚到正式结婚的这段期间，反悔是很容易的一件事，不过在这个案子我们却不太担心，原因在于 KKR 过去的记录还算不错。

我们还必须扪心自问，若是 KKR 真的失败会如何？在这点我们觉得还好，Arcata 的董事会与管理层已经在外兜售好一段时间了，显示该公司却有决心要出售，如果 KKR 跑掉，Arcata 一定还会再找新的买主，当然届时的价格可能会差一点。最后我们还必须问自己，那块红杉林的价值到底有多少？坦白说我虽然个人连榆树跟橡木都分不出来，但对于这个问题我的处理方式倒很简单，反正就是介于零到一大笔钱之间就对了。

后来我们开始从九月开始以每股 33.5 元买进 Arcata 股票，2 个月总共买进 40 万股，约占该公司 5% 的股权，第一次对外公告，股东每股可以拿到 37 元，将在 1982 年 1 月支付。换算年投资报酬约为 40%，这还不包含

原本一直冻结的红杉林所有权。然而过程不太顺利，到了 12 月宣布，交易可能会延后。尽管如此，1 月 4 日还是正式签约了。受到这项鼓励，我们决定以 38 元每股再加码至 65.5 万股，约 7% 的股权。我们的努力终于获得回报，虽然交易被推迟了，但结果反映出红杉林的价值并不是“零”，而是“一大笔”。

接着在 2 月 25 日，融资银行说有鉴于房地产景气不佳，连带对 Arcata 的前景可能有所疑虑，故有关融资条件可能还要再谈，股东大会也因此再度延期到 4 月，同时 Arcata 公司发言人表示他不认为并购案已触礁。但是当套利客听到这种保证时，脑中便闪过一句老话：他说谎的方式就象是汇率崩盘前夕的财政部长一样。

3 月 12 日，KKR 宣布先前的约定无效，并将报价砍至 33.5 美元一股，两天后再调高至 35 美元。然而到了 3 月 15 日，董事会拒绝了这项提议，并接受另一个财团 37.5 美元外加红杉林一半的补偿款。股东会迅速通过这项交易，并于 6 月 4 日收到现金。

总计我们花了近六个月的时间，投资 2290 万美元，最后收回 2460 万美元，但若是加计这项交易中间所经历的风风雨雨，则 15% 的年回报率(未包含红杉林潜在收益)还算令人满意。

不过好戏还在后头，初审法院指派两个委员会来解决这项纷争，一个负责认定红杉林的价值，一个则负责应该适用的利率。1987 年 1 月，委员会认定红杉林的价值为 2.75 亿美元，适用的年化利率应为 14%。

1987 年 8 月，法官裁定这项决议，这代表政府需要再支付高达 6 亿美元的赔偿金，联邦政府立刻提出上诉，而就在上诉即将宣判结果时，双方以 5.19 亿美元达成和解，因此我们又额外收到 1930 万美元，相当于每股 29.48 美元的大红包，之后还可以再拿到 80 万美元的进帐。

伯克希尔的套利活动与其它套利客有些不同，首先，相较于一般套利客一年从事多达 50 个案子，每年我们只参与少数通常是大型的交易案。有这么多锅子同时在煮，他们必须花很多时间来监控交易的进度与相关股票的价格变动，这并不是查理跟我想要过的生活方式，(为了致富，整天盯着计算机屏幕到底有何意义?)

也因为我们只专注在少数几个案子，所以一个特别好或是特别差的案子，可能会大大地影响到我们一整年的套利成绩，所幸到目前为止，伯克希尔还没有遇到什么惨痛的经验，一旦发生我一定会一五一十的向各位报告。

另有一点不同的是，我们只参与已经公开对外宣布的案子，我们不会仅靠着谣言或是去预测可能被并购的对象，我们只看报纸，思考几项关键因素，并依照我们判断的可能性做决定。

到了年底，我们剩下唯一的套利投资是 334.2 万股的 RJR Nabisco，投资成本 2.82 亿美元，目前市价 3.05

亿美元，今年一月我们增加持股到 400 万股，接着在二月全部出清。当我们向收购 RJR 的 KKR 提交我们的股份时，约有 300 万股被接受，退回的股份很快在市场上出清。我们的税前利润是 6400 万美元，好于预期。

稍早之前，另外一位熟悉的面孔出现在 RJR 竞标比赛中：杰伊·普利兹克(Jay Pritzker)，他是第一波士顿集团的一员，该集团提出以税务规划为导向的提案，套句 Yogi Berra 的说法：这感觉似曾相识！

大部分的时间我们买进 RJR 有相当大的限制，由于在竞争者所罗门公司我们有投资头寸，查理跟我也都是所罗门的董事，但我们却与所罗门整个并购案的所有信息隔绝，我们要求这样做：额外的信息对我们不见得就有好处，事实上，有时还会妨碍到伯克希尔进行套利的投资。

然而由于所罗门的提案规模相当的大，以致于所有的董事都必须完全被知会并参与，因此伯克希尔总共只有两个时点可以进行买进 RJR 的动作，第一次是当 RJR 管理层宣布整个并购计划的几天内，当时所罗门还未宣布加入竞标；另外一次是，RJR 董事会决定优先考虑 KKR 的提案之后。也因为所罗门的董事职务，使得伯克希尔的投资成本大大提高。

看到 1988 年如此丰硕的套利成果，你可能会觉得我们应该继续朝这方面加强，但事实上，我们决定采取观望的态度。

一个好的理由是因为我们决定大幅提高在长期股权方面的投资，所以目前的现金水位已经下降，常常读我们年报的人可能都知道，我们的决定不是基于短期股市的表现，反而我们注重的是个别企业的长期经济展望，我们从来没有、以后也不会对一年后的股市、利率或企业活动做任何的评论。

然而就算是我们现金满满，我们在 1989 年可能也不会从事太多的套利交易，并购市场的发展已经有点过头了，就像 Dorothy 所说的："奥图，我觉得我们好象已经不是在堪萨斯市了！"

我们不太确定这种过热的现象会持续多久，包含参与热潮的政府、金主与买家的态度会如何转变，不过我们可以确定的是，**当别人参与这些活动越不谨慎时，我们就越应该谨慎。我们不愿意参与那些反应买方与金主无可救药的乐观交易，通常我们认为这些乐观情绪是无保障的。**在此我们将牢记赫伯·斯坦因(Herb Stein)的教训：**如果一件事不能永远持续下去，那么它终将结束。**

有效市场理论 Efficient Market Theory

前面提到的套利活动使得我们有必要讨论一下有效市场理论 EMT，这种理论在近年来变得非常热门，尤其在

1970 年代的学术圈被奉为圣旨，基本上它认为分析股票是没有用的，因为所有公开的信息皆已反应在其股价之上。换句话说，市场永远知道所有的事，学校教有效市场理论的教授因此做了一个推论：任何一个人射飞镖随机所选出来的股票组合可以媲美华尔街最聪明、最努力的证券分析师所选出来的投资组合。令人惊讶的是，市场有效率理论不但为学术界所拥抱，更被许多投资专家与企业经理人所接受。他们正确地观察到市场常常是具有效率的，他们就以此认为市场永远都具有效率，这中间的假设差异，简直有天壤之别。

就我个人过去在格雷厄姆-纽曼公司、巴菲特合伙公司与伯克希尔公司连续 63 年的套利经验来看，说明了有效市场理论有多么的愚蠢(当然还有其它一堆证据)，当初在格雷厄姆-纽曼公司上班时，我将该公司 1926 年到 1956 年的套利成果做了一番研究，平均每年 20% 的无杠杆投资回报率。之后，从 1956 年开始我在巴菲特合伙公司与之后的伯克希尔公司，运用格雷厄姆的套利原则，虽然我并没有仔细地去算，但 1956 年到 1988 年间的投资回报率应该也超过 20%，(当然，之后的投资环境比起格雷厄姆当时要好的许多，因为当时他遇到过 1929-1932 年的经济大萧条)。

所有的条件皆已具备来公平测试投资组合的表现：(1)三个公司 63 年来买卖了上百种不同的股票证券；(2)结果应该不会因为某个特别好的个案所扭曲；(3)我们不需要故意隐瞒事实或是宣扬我们的产品优秀或是经营者眼光独到，我们只是对高度公开的个案采取行动；(4)我们的套利部分可以很容易就被追查到，他们并不是事后才特别挑选出来的。

过去 63 年来，大盘整体的投资报酬(加计股利)大概只有 10%，意思是说若当初投入 1000 美元的话，现在可以获得 40.5 万美元，但是若投资回报率改为 20% 的话，现在却会变成 9700 万美元。这对我们来说是统计上的显著差异，可以想象这会激起人们的好奇心。然而，理论支持者却从来就不会对这种不和谐的证据感兴趣，确实在他们讲话已不如过去那么大声，但据我所知却没有任何一个人愿意承认错误，不管他们已经误导了多少个学生，有效市场理论还是继续在各个企管名校间列为投资课程的重要教材之一，很显然的，死不悔改、甚而曲解神意，不是只有神学家才做的出来。

自然而然，这些遇人不淑的学生与被骗的投资专家在接受有效市场理论后，对于我们与其它格雷厄姆的追随者实在有莫大的帮助，**在任何的竞赛中，不管是投资、心智或是体能方面，要是遇到对手被告知思考与尝试是没有用的，对我们来说等于是占尽了优势**，从一个自私的观点来看，格雷厄姆学派应该祈祷有效市场理论能够在校

园中永为流传。

说了那么多，最后还是要提出一个警告，最近套利看起来相当容易，但它却不是永远都保证有 20% 回报的投资活动，现在的市场比起过去来的有效率许多，除了我们过去 63 年所真正抓住的套利活动之外，还有更多是因为定价合理而被我们舍弃掉了。

一个投资者很难只靠单一品种投资类别或投资风格而创造超人的收益，他只能靠着仔细评估事实并持续地遵照原则训练才能赚取超额利润。就套利投资本身而言，并没有比选择利用飞镖选股的策略好到哪里去。

纽约证券交易所挂牌

伯克希尔的股份于 1988 年 11 月 29 日正式在纽交所挂牌，后面附有我们写给股东有关挂牌的正式声明。

除了那封信之外，我个人还有一点要说明，虽然我们在交易所的基本交易单位是 10 股，但只要是 1 股以上还是一样可以进行买卖。

另外如同信中所提到的，我们之所以决定挂牌的主要目的是要降低交易成本，而我相信这目的也已经达到，一般来说，在纽交所买卖之间的价差会比在柜台交易要来得小的多。

负责交易伯克希尔股份的是亨德森兄弟公司(Henderson)，交易所中一家老牌专家，它的前身威廉·托马斯·亨德森(William Thomas Henderson)，是在 1861 年以 500 块美金买下一个交易所的席位(最近一个席位的成交价大约是 62.5 万美金)，在所有 54 家交易公司当中，HBI 共被分配到第二多的 83 种股票，我们很高兴伯克希尔能够被分配给 HBI 负责交易，到目前为止对于他们的服务感到相当满意，该公司负责人 Jim Maguire 亲自负责伯克希尔的交易，他是我们可以找到的最佳人选。

有两点是我们与其它上市公司最大不同的地方，第一，我们不希望伯克希尔的股价过高，相反，我们希望它能够在内在价值为中心的窄幅范围内交易(当然我们希望内在价值能够以合理的速度增加，当然能够不合理的增加更好)，查理跟我都不希望，股价被过分高估或是被过分低估，两者都会使伯克希尔的股东的获利与公司本身经营获利状况不相当，所以，如果伯克希尔的股价持续地反应企业内在价值，则我们可以确定每个股东在他持有公司股份的期间所获得的收益，都能与公司本身营运的获利成正比。

第二，我们希望交易量越少越好，如果我们经营的是一家只有几位合伙人的私人企业，我们也不希望合伙人时常进进出出合伙公司，经营一家公开上市公司也是同样的道理。

我们的目标是吸引长期的股东，在买进股份时，抱着打算与我们永远同在，而不是订有卖出价格的时间表，我们实在不能理解为何有公司的 CEO 希望自己公司的股份交易量越多越好，这代表公司的股东会来来去去，在其它如学校、俱乐部、教堂等社会机构当中，没有领导人希望自己的组织成员离开的，(然而，偏偏就有营业员就是要靠着说服成员离开组织来维生，你有没有听过有人劝你：反正最近基督教也没有什么搞头，不如下礼拜大家改信佛教试一试)。

当然还是有些伯克希尔股东需要或是想要偶尔把他持有的股份卖掉，而我们希望能够找到合适的人以适当的价格来接手，因此我们试着通过我们的政策、表现与沟通，吸引真正了解我们营运、认同我们理念并用同样的方式来对待我们的新股东，如果我们能够持续地吸引这种类型的股东，同时很重要的，让那些短视近利的投资人远离我们，相信伯克希尔一定能够持续地以合理的价格交易买卖。

大卫·多德 David Tod

与我相交 38 年亦师亦友的大卫·多德，于去年以高龄 93 岁过世，大多数的人可能都不知道他是谁，但是许多伯克希尔的老股东却因为他对本公司的间接影响而受益良多。

大卫终其一生在哥伦比亚大学教书，同时他也与格雷厄姆合作著述《证券分析》一书，自从我到哥伦比亚之后，大卫不时地鼓励与教导我，给我的影响一个接着一个，他所教导我的每一件事，不论是直接或通过他的著作都非常有道理，后来毕业后，通过不断往来的信件，他给我的教育持续到他逝世之前。

我认识许多财经与投资学的教授，除了格雷厄姆以外，没有人可以比得上大卫，最好的证明就是他学生的成绩，没有其它投资学的教授可以教出那么多杰出的英才。

当学生离开大卫的教室，就代表着他们一生将具备投资才能，因为他所教导的原则是如此的简单、完整有用且持久，虽然这些特点看起来并不显著，但要将这些原则教导给学生却不是一件容易的事。

让我印象最深刻的是大卫总是言行一致，就像凯恩斯运用自己研究出的学术观点来致富，大卫也是如此。事实上他在财务表现远比凯恩斯来得出色，凭借着企业与信用周期理论，之后再演变成价值投资，大卫一开始就选择了正确的方向。

查理跟我运用大卫与格雷厄姆所教的原则，在伯克希尔的投资之上，我们的成功正代表着他们心血的结晶。

其它事项

我们希望能够买进更多像我们现在拥有一样的企业，当然我们可以通过大家的协助，如果你拥有符合以下条件的企业，记得打电话或者是写信告诉我，我们想要找：

- (1)、具有一定的规模，税后净利润至少达到 1000 万美元。
- (2)、表现出持续稳定的盈利能力，我们对美好前景或困境反转的公司没有兴趣。
- (3)、企业在很少或没有负债的情况下，取得了良好的股本回报率 ROE。
- (4)、公司具备强大的管理团队，我们不参与管理。
- (5)、简单的容易理解的商业模式，我们对复杂的高科技一无所知。
- (6)、合理的价格，在价格不确定前，我们不希望浪费双方太多时间。

我们不会进行敌意并购，并承诺完全保密并尽快答复是否感兴趣(通常不超过五分钟)，我们倾向采现金交易，除非我们所换得的内在价值跟我们付出的一样多，否则不考虑发行股份。

我们最喜欢的交易对象之一是像 Blumkin/Friedman/Heldman 家族那样，公司经营者希望能马上有一大笔现金，不管是给自己、家人或是其它股东，最好这些经营者如往常一样能够继续留在公司，我想我们可以提供具有以上想法的经营者，一个满意的方式，我们也欢迎可能的卖方与那些过去与我们合作过的对象打听。

另一方面我们也持续接到一些不符合我们条件的询问，包括新事业、转机股、拍卖案以及最常见的中介案。我们发现如果你登广告要买牧羊犬，结果却有一大堆人打电话来要卖你可卡犬，在此重申我们对这些交易，只有戈德温的另一句话可以形容：请把我排除在外。

除了以上买下整家公司的并购案外，我们也会考虑买进一大部分不具控制权的股份，就像我们在首府广播与所罗门这两个例子一样，尤其是我们对于像这次购买所罗门一样的可转换优先股当作长期投资特别有兴趣。

* * *

几个礼拜以前，我们接到了一个好消息，标准普尔评级机构将我们的债信等级调高到 AAA 的最高标准，相较于 1980 年的 28 家，目前全美只有 15 家公司可以拥有此殊荣。

过去几年企业债的持有人在事件风险上跌了一大跤，意思是说一家原本财务操作保守的公司，因为进行高杠杆并购或是重整再造，使得公司在一夜之间被大幅调降信用评级。并购的世界之中，除了少数经营权与所有权一致的公司之外，大部分的公司都会面临这样的风险，但伯克希尔绝对不会，查理跟我保证给债券持有人与股东一

样的承诺。

* * *

大约有 97.4%的有效股权参与 1988 年的股东指定捐赠计划，总计约 500 万美元捐出的款项分配给 2319 家慈善机构，若经营情况许可，我们计划在 1989 年扩大这项捐赠计划。

我们敦促新加入的股东，仔细阅读年报上有关股东捐赠计划的详细内容，如果在未来年度内，你想要参加这类的计划，我们强烈建议你将股份登记在自己而不是受托人的名下，必须在 1989 年 9 月 30 日之前完成登记，才有权利参与 1989 年的计划。

* * *

今年的股东年会将在 1989 年 4 月 24 日周一在奥马哈举行，我们希望大家都能来参加，这个会议提供一个场所让你能够提出任何与股东有关的问题，我们会一直回答到所有股东都满意为止(除了那些想要知道投资组合明牌或是内线消息的人)。

会后我们将安排几台巴士载着有兴趣的股东到内布拉斯加家具店和波仙珠宝店，大家准备大捡便宜货吧！

外地来的股东可以选择提早一点来，B 夫人的家具店周日会从中午开到下午五点，只有五个小时可能不够 B 夫人热身，她可能希望还是能够像平日一样从早上 10 点到晚上 9 点，另外波仙珠宝周日并不开门营业。

记得问 B 夫人地毯价格为什么会如此便宜的秘密，她一定会向跟所有人一样地偷偷跟你讲她是如何办到的(我之所以能够卖的这么便宜是因为，我的老板对于地毯根本就一无所知！)。

沃伦·巴菲特 董事长



1922 年 Jay Pritzker 出生于芝加哥，是 Marmon 集团和凯悦酒店 Hyatt 的联合创始人。他是美国最富有的家族之一 Pritzker 家族的族长 Abram Nicholas Pritzker 的三个儿子之一。Jay 的祖父 Nicholas Pritzker 在 1881 年与父母从乌克兰基辅附近的贫民窟移民到了芝加哥。通过努力 Nicholas 成为一名药剂师，随后又在 DePaul 大学的夜校部获得了法律学位。1902 年创办了自己的法律事务所 Pritzker & Pritzker。他的三个儿子跟随父亲脚步获得法律学位，加入家族公司。其中 Jay 的父亲 Abram Nicholas 从哈佛法学院毕业。1920 年代，家族的法律事务所在芝加哥已经小有名气，并开始涉足房地产投资。Abram Nicholas 对自己的三个孩子格外重视教育，Jay Pritzker 很早就展示了他的智慧和野心，14 岁就考入芝加哥大学，随后二战加入海军服役，战后从西北大学，获得法学学位，并加入家族公司。尽管法律是家族企业，但杰伊采取了不同的做法，1953 年，Jay 依靠一笔 9.5 万美元的贷款收购了 Colson 公司，完成了人生第一笔并购。1953 年与他的兄弟罗伯特成立了 Marmon 集团，成为 Pritzker 家族控股公司。在接下来的几十年里，该公司收购了各种制造和铁路运输公司。

1954 年，还在为格雷厄姆工作的巴菲特，与财税专家 Jay Pritzker 结缘，当时 Jay 刚刚控制了 Rockwood 巧克力公司，并顺利完成巧克力豆套利交易，巴菲特代表格雷厄姆纽曼公司参与了套利。

1957 年，Jay 在洛杉矶出差时，在机场附近一家汽车旅店喝咖啡等待航班时发现，这家旅店居然没有空房，他敏锐的发现，临近机场的酒店对经常穿梭往来各地的企业高层是非常便利的选择。他表示，像他这样的商人，在城里短途出差可能更愿意住在机场附近的酒店，而不是市中心。Jay 当即与旅店所有者 Hyatt von Dehn 达成协议以 220 万美元收购了这间汽车旅店品牌及 Fat Eddie's 咖啡店，这笔交易在当天下午就完成了。从此凯悦品牌成为了他酒店帝国的一个起点，随后扩展到加州以外的机场和全国各地的城市地区。1962 年凯悦旅店成功上市。早年的凯悦酒店并不为人注意，直到 1967 年，首家中庭设计的酒店亚特兰大凯悦酒店开业，引人注目的 22 层中庭大堂和开创性设计引来诸多酒店的纷纷效仿，同时也确立了凯悦作为全球酒店领先创新者的地位，中庭设计成为凯悦酒店的标志性特色。1968 年，凯悦国际酒店集团成立，并发展成为独立上市公司。1969 年，首家凯悦国际酒店香港凯悦酒店在中国香港开业。1980 年，随着纽约君悦酒店和芝加哥柏悦酒店的相继开业，凯悦增添了君悦和柏悦两大标志性品牌。凯悦酒店集团和凯悦国际酒店集团分别在 1979 和 1982 年被 Pritzker 家族私有化。2004 年，进一步优化升级凯悦酒店的业务和品牌调性，整合为凯悦酒店集团。2006 年，凯悦嘉轩酒店品牌在伊利诺伊州推出。凯悦还收购了 Summerfield Suites，并致力于开拓长期住宿市场，该品牌在 2012 年更名为凯悦嘉寓酒店。2009 年，凯悦酒店集团在纽交所上市。2015 年，凯悦尚萃酒店品牌在芝加哥开设首家酒店，为都市旅客提供便利时尚的住宿环境。到 2016 年，凯悦又推出旗下的第 12 大品牌——凯悦臻选，为宾客提供一系列全新体验。2018 年，凯悦酒店集团实现了对 Two Roads 酒店集团的收购，增添了阿丽拉、凯悦悠选、凯悦尚选和 Thompson Hotels 等品牌，扩展了酒店及度假村品牌组合。2019 年，凯悦宣布推出两个全新酒店品牌：致力于拉近人与人之间距离的全新生活方式酒店品牌凯悦嘉荟酒店，以及与首旅如家酒店集团合资开发的逸扉酒店，以满足中国不断增长的中高端商务旅客市场需求。2021 年，凯悦宣布收购行业领先的奢华度假村品牌管理、旅游和酒店管理集团 Apple Leisure 集团 (ALG)，ALG 旗下拥有 AMR Collection 度假村品牌组合，在 10 个国家和地区运营着 100 多家酒店和度假村。现在的凯悦酒店集团在全球六大洲的七十多个国家和地区拥有 20 多个品牌、1200 多家酒店和全包式酒店及度假村。Jay Pritzker 的儿子 Thomas 是凯悦的现任 CEO。

1979 年，Jay 和他的妻子 Cindy Pritzker 运用家族名下的凯悦基金会创立了一个国际性建筑奖项普利茨克建筑奖，在许多程序上以及奖金方面都参照了诺贝尔奖，获奖者可以得到 10 万美元奖金和一个正式的获奖证书，并为每位获奖者颁发的是一座限量版的亨利·摩尔的雕塑，自 1987 年开始还增加了一枚铜质奖章。他们相信，设立一个有意义的奖项，不仅能够鼓励和激发公众对建筑的关注，同时能够在建筑界激发更大的创造力。

Jay 还和兄弟 Robert 创建了年收入 60 亿美元的 Marmon 集团，还有从事集装箱海运业务的 Triton 控股公司、专营嚼烟的 Conwood 公司以及从事信贷业务的 Trans Union 公司。

1999 年 Jay Pritzker 在芝加哥与世长辞，在他去世时，他和兄弟 Robert 积累的财富估计约为 135 亿美元。杰伊的成功不仅依靠敏锐的商业眼光，也依靠着从父辈那里继承的家族优秀品质。他几乎一生都在寻找商业机会，然后完成交易。“交易狂人”，“为交易而活”，是好友对他的评价。虽然屡屡出现在富豪榜的前列，杰伊依然坚持亲自完成每单交易，他诚恳地对待交易伙伴，金融家们都以与他合作为荣。

作为杰伊的孩子，他们要永远成为第一名。这种近乎严酷的教育方式似乎适得其反。1972 年圣诞节前，Jay 的大女儿南希 Nancy 选择结束自己年仅 24 岁的生命。沉默寡言的大儿子 Thomas 于 1978 年进入了家族生意，在集团内部不停地轮换工作岗位，熟悉这个庞大商业帝国的方方面面，1993 年，Thomas 成功帮助 Levitz Furniture 上市。另外两个儿子 Daniel 和 John 同样被父亲带进了家族的产业中，但是他们没有像哥哥一样给父亲交上一份满意的答卷。

1940 年代开始，Abram Nicholas 凭借法律方面专长，Pritzker 家族的资产就为大量彼此毫无关联的家族信托来持有以达到避税目的。在 1963 年于巴哈马群岛的 New Providence 创建了 1740 个离岸信托，并由一位法国人担任受托人，通过这种方式，美国政府就不能对这些信托产生的收益及资本利得征税。1995 年儿子 Daniel 和 John 就向父亲提出，希望可以拿走自己的钱，但是 Jay 的文件并没有满足他们的愿望。之后，他们连同妹妹 Gigi 再次向已经病重的父亲提出了这个要求，这次 Jay 给了他们每人 3000 万美元。1997 年，Jay 中风之后，Thomas 为首的三人开始接手整个集团的管理，家族的所有成员都对庞大的家族资产虎视眈眈，这三人与其他兄弟姐妹之间的矛盾也日益加深。2000 年夏天，Daniel 和 John 联合其它家族成员提出抗议，威胁将要采取法律行动。2001 年末，Thomas 等三人为了避免家族纷争最终演变为司法大战，与其他兄弟姐妹签署了一项秘密协议，约定在未来 10 年内，Thomas 将继续经营家族产业，但会通过出售、上市等方式将家族的股权逐步变现，并对家族资产进行分割。其兄弟 Robert Pritzker 与其第二任妻子 Irene 婚姻非常不幸福，1991 年正式离婚，1994 年律师将其子女信托交给 Robert。2002 年，Robert 的两个孩子将 76 岁父亲告上法庭，3 年后，家族通过谈判化解了官司，两个孩子每人获得 4.5 亿美元的补偿。这个官司成了压垮 Pritzker 帝国的最后一根稻草。随后，11 个家族继承人开始陆续出售 Jay Pritzker 所创下的基业。2006 年，Conwood 嚼烟公司以 35 亿美元出售给 Reynolds American；2007 年，Marmon 集团的 60% 股权以 45 亿美元出售给巴菲特旗下的伯克希尔，这间于 1953 年被 Jay 和 Robert 收购的私营公司，出售时已经是一间拥有超过 125 个不同业务领域的制造和服务业的国际公司；2009 年，Pritzker 家族将凯悦集团上市；2010 年，信贷公司 Trans Union 的 51% 股权被出售给 Madison Dearborn Partners。在最近的一笔交易中，Triton Container 的控股权被以 10 亿美元出售给华平投资集团 Warburg Pincus 和 Vestar Capital Partners 两家私募基金。这些交易结束之后，曾经彼此争斗的兄弟姐妹们都成了富豪榜上姓 Pritzker 的亿万富豪。至此，Pritzker 家族三代人历时一个世纪所建立的商业帝国彻底土崩瓦解。



Pritzker 家族



普利兹克建筑奖

伯克希尔股东大会问答 1989

1989 年 4 月 24 日 Joslyn 艺术博物馆 1000 人

许多人认为巴菲特是最成功的投资经理。要想了解原因，只需看看他的业绩就知道了。1956 年投资于巴菲特合伙公司的每 1 万美元，在 1969 年合伙公司终止时再投资于伯克希尔哈撒韦公司的股票，在扣除所有费用和开支后，今天的价值将远远超过 2500 万美元，在整个 33 年中，投资者只需缴纳约 5 万美元的所得税。事实上，这些数字低估了巴菲特的业绩。我们估计，在扣除费用之前，这 1 万美元实际上会增长到难以置信的 4500 万美元。巴菲特合伙公司存续的 13 年里，年复合增长率为 29.5%。根据我们的计算，自巴菲特关闭合伙公司以来的 19 年半时间里，巴菲特在伯克希尔取得了同样出色的回报。根据当时和现在的市值，伯克希尔股票的年复合回报率为 29.7%，与巴菲特合伙公司 13 年的 29.5% 相比相差无几，真的是令人难以置信。

每年在伯克希尔的公司年会上，巴菲特和副董事长查理芒格都会与来自全国各地满怀感激的股东分享他们的最新见解和俏皮话。编辑有幸参加了在奥马哈举行的最近一次年会。众所周知，伯克希尔的年会是 OGD 每年的固定专题。然而，今年的年会是编辑迄今为止最喜欢的一次，尽管巴菲特表现出了有史以来最严重的判断失误（所罗门）。年会结束后，伯克希尔的几位股东接受了巴菲特的邀请，前往伯克希尔家族的新成员 Borsheim's 购买珠宝。Borsheim's 由 B 夫人的一位妹妹经营，就在内布拉斯加家具商场的路边，Borsheim's 为顾客提供与 NFM 的家具和地毯一样的难以置信的低价珠宝。当你们的编辑正在浏览特价商品时，巴菲特走过来问我是否买了什么。他的问题让我措手不及，我回答说："如果我有钱的话，我会买的，但我没有。"巴菲特抓住我的胳膊，把我带到董事长 Ike Friedman 面前，告诉他我的信用很好，他应该卖给我一些东西。如此不严谨的信用分析通常会让你们的编辑对任何 CEO 的商业判断力产生非常严重的质疑。然而，我们却忙于挑选便宜货，没有充分考虑其影响。伯克希尔的年度致股东信以及巴菲特和芒格的年度会议评论被许多人（包括我本人）视为最有价值、最有趣的商业和投资智慧来源。以下节选自巴菲特和芒格在伯克希尔最近一次年会期间的评论。敬请享用。

1，俏皮话开场

我们发现最恰当的类比是在苏联...我们在会场四周策略性地放置了麦克风来回答你们的问题。我还在会场周围策略性地安排了亲属来对付你们中任何发表颠覆性言论的人。

2，请分清主次

今天我们安排了三辆黄色的校车来接送你们，会后带你们去内布拉斯加家具商场和 Borsheim's 珠宝店购物。今年我们没能从交通局弄到常规大巴车。我不知道这是不是意味着我们的股东去年在车上涂鸦了还是别的什么原因。你们可能想先去 Borsheim's，因为那里离吃饭的地方更近。不过，我们还没有拥有自己的餐厅，所以赶紧吃完午饭，去办更重要的事吧。随时都可以离开，Borsheim's 随时欢迎您的光临。

如果你在休会前离开，这并不违反礼仪。不过，我希望你能在查理发言时离开。

回到传道书，投资有其时，消费也有其时。你可能会注意到，大巴车不通往任何经纪人的办公室。

3，伯克希尔年报一反常态的光鲜封面

我们不接受关于谁设计了华丽的 1988 年年报封面的问题。

这似乎是个没品位的问题，我认为无论如何都不会有人问这个问题。

4，我们还没有参观过 Fechheimer's 工厂

我们拥有 Fechheimer's 的权益已经三年了，但我们还没有去过辛辛那提，我们甚至连工厂都没见过。我们根

本没必要去。Bob Heldman 对业务细节的掌握如此之好，以至于如果你问他 San Quentin 监狱最新入狱者的制服尺寸，他都可以告诉你....

5, Borsheim's 的秘密法宝

你会惊讶于他们的运营效率。前几天我看到了他们的一个竞争对手的数据，在租金和广告上的花费是 Borsheim's 的 14 倍。这是一个制胜法宝：运营成本低，卖价就低，生意就多。我们不介意公开这个秘密法宝。因为一旦你领先了，他们根本追不上你。

6, 关于确定公司价值的正确方法

巴菲特：收益的概率乘以可能收益的金额，再减去亏损的概率乘以可能亏损的金额，这就是我们要做的。虽然(凯利公式)不完美，但这就是全部。我们只在我们自己所理解的范围内竞争，这能淘汰很多东西。

芒格：从未改变。

巴菲特：伟大的想法是那些简单到只有一二个关键变量的想法。

7, 关于内在价值的定义

如果你有足够的远见，能够确定从现在到永远的现金流，并按长期债券利率折现，那么现在的估值就是内在价值。查询长期债券的利率很容易。但要预测大多数企业的现金流就不那么容易了。有各种各样的企业，我们都不知道它们今年能赚多少钱，更不用说未来的任何一年了。

当然，你不必把结果精确到小数点后五位。如果你这样做了，那可能就不值得买了。

8, 确定伯克希尔的内在价值

巴菲特：一般来说，与大多数企业相比，伯克希尔的内在价值可以被价格更紧密地盯住。此外，我们的股东群体对伯克希尔价值的反应比对其他激励因素的反应更大，因此我们的股票往往比其他大多数股票在更接近内在价值的区间内交易。要确定伯克希尔公司的当前价值，只需将伯克希尔公司各个业务部门和其他资产的价值相加，并加上查理和我掌管的部分。鉴于这些评论，我认为告诉你我们认为伯克希尔的价值是什么会扫了你的兴致。有什么要补充的吗，查理？

芒格：我认为最近它的售价占价值的比例比历史上要高。

巴菲特：这比他平时说的要多。

9, 关于近期伯克希尔股票为何上涨

负责年报封面的人认为股价走势图是年报的图案。有些人仅仅因为伯克希尔股票涨了很多就买了它。这不是一个好主意。重要的是要看看导致过去回报的客观环境是否相对不变。我们可能有一些股东是因为价格上涨而买入的, 虽然不是很多, 但也有一些。但我们从来不知道我们股票涨跌的原因。

10, 保险公司的形象一败涂地

目前的保险分销系统并不一定是最有效的系统。现行制度下的承保费用和其他摩擦费用占保险总费用的近 50%。换句话说, 它们与索赔人实际收到的赔付金额大致相当。每年用于保险承保的费用高达 2000 亿美元, 这可是一笔不小的数目。

我认为要改善保险业的公众形象非常困难。解释购买保险的逻辑并不一定会让它大受欢迎。报纸和糖果的摩擦成本是一样的, 但它们并不像保险那么不受欢迎。人们购买这些产品是因为他们想买, 而不是因为被迫买。

我不确定, 即使人们完全理解了保险的经济学和逻辑, 他们会不会仍然选择投票给自己一份福利。例如, 在新泽西州, 超过一半以上的人实际上都是由政府投保的, 结果是他们剩余的保险资金池已经陷入了 20-30 亿美元的亏空。他们可以在现金收支平衡的基础上继续运行一段时间, 但在全成本累计的基础上会进一步陷入困境。但我不确定, 如果人们了解了这一事实, 他们的投票结果会有什么不同。

11, 关于保险业浮存金

我们已经开始设计和承保可以创造额外浮存金的保单。此外, 在很多情况下, 当你放慢承保速度时, 浮存金的规模会持续很长时间。这与 GEICO 的浮存金无关。他们从未有过这么多的浮存金, 以后也不会有。但他们的业务要好得多....但我觉得我们的保险集团还不错。

12, 加州第 103 号提案和保险业状况

巴菲特: 人们对汽车保险的状况非常不满。三分之二的驾驶员在任何一年中都没有发生过事故, 他们会觉得自己花在汽车保险上的钱白白浪费了。然而, 如果他们在一年中没有死亡时, 并不会对人寿保险有这种感觉。

毕竟保险是一种费用分担机制。在过去 10 年左右的时间里, 保险费用每年上涨 11%, 这主要是因为保险公司的成本上升: 维修费用、对保险赔付范围的解释不断扩大等等。

你不能责怪人们对此不满。但是, 当人们对某些事情感到不满时, 往往会决定将其社会化(由政府承担), 有时

这样做是合适的。例如养老金就是如此。

汽车保险出现这种情况并非不可想象。某种以较低成本分销汽车保险的销售方式可能是更合适的机制。类似 103 号提案的立法也正在其他州进行。

(1988 年加州选民通过了第 103 号提案。该法案要求财产意外险公司将保费削减 20%，保险公司在提高费率之前必须获得州保险部门的许可)。

芒格：我认为其中很多内容都会被裁定违宪。保险可不是什么容易买卖的东西。卖一些像喜诗糖果或者 Borsheim's 的珠宝则要好得多。

13, 我们通常的持有期是永远

我们不会卖掉生意，除非它们确定会出现持续性的亏损，或者管理层对我们不坦诚。但这种情况还没有发生。我们不会因为有人给我们开出很高的价码，甚至是荒唐的价码，就卖掉子公司。这是我的一个怪癖，而且不太受人认可。但这是你必须坚持的。

由于我们通常的持有期是永久性的，因此，我们不想与任何会让我们反胃的人做生意。

14, 关于重组以减少潜在税收

虽然目前的情况导致双重征税，尤其是对资本利得的双重征税，但我们看不到任何有利的替代方案。如果你只有一家公司，运营起来就会更容易。

时不时会出现一些所谓有利的方案，我们也会考虑。但我们不是其中任何一个方案的首要候选人。

15, 关于管理层接班人

巴菲特：我们有一些经理人还没有安排合理的接班人。因为通常很难提前安排接班人。如果你有一个非常优秀的人在经营一家企业，你很难找到一个同样有能力并且愿意坐上 10 年或 15 年等待接班的人。因此，很难找到一个强大的 2 号人物长期在那里工作。也许到了那个要接班的时候找到那个人可能会容易些。

大多数公司都会让 1 号人物先交出权力，并保持发表演讲和参加贸易会议，而 2 号人物则真正在主持大局。但我们不认为有任何理由让我们才华横溢的 1 号人物只担任监督角色。

芒格：伯克希尔的体制与一般的那些管理者轮岗制度的公司截然不同。

16, 当被问及巴菲特和查理的报酬是否偏低时(每人年薪 10 万美元)

巴菲特：请随意重复问题。

芒格：但铁路大亨范德比尔特准将没有从他的铁路公司中获得任何报酬，**所以我们还没有达到谦逊的程度。**

巴菲特：我不认为伯克希尔的薪酬模式会被效仿。查理和我经常被邀请向一些公司及其董事会发表演讲。但我们很少被邀请谈谈高管薪酬。**但如果你把工作定义为做你不喜欢做的事情，那么查理和我就会选择不工作了。**

人们不想要一个合理的薪酬制度。这是人之本性。人们在薪酬方面所做的一切真是令人震惊。

唯一合乎逻辑的方法就是将其与资本回报挂钩。当公司使用来自任何人的资金时，他们都要为此支付成本，除非是来自股东的资金。

17，目前股票回购的机会不多

伯克希尔确实从未回购过股票。我们始终认为，我们可以购买其他对内在价值贡献更大的东西。

我们持有的那些积极回购股票的公司，我们鼓励他们这样做。但任何在有利于股东的基础上的股票回购，现在变得越来越困难。按目前的股价，我们只是不再经常发现能提供有吸引力的回购机会了。

18，伯克希尔股东可能会受到巴菲特离世的影响

一位与巴菲特同龄的股东指出，他们预期剩余寿命是 19.8 岁，并询问如果巴菲特去世，伯克希尔股东是否可能遭受重大"损失"。

巴菲特：我会努力活到至少是平均水平，不让你们失望。但如果我不能达到 19.8 岁的预期寿命，伯克希尔目前的政策还会继续吗？我可以向你保证，如果我死了，我的股票一股都不会卖。伯克希尔的政策很可能会继续下去。查理会接手，股价也会上涨。但是，我们的身体状况和全国的任何人一样稳定。我们没有股票要卖。

经营我们企业的经理人反正也得不到我们的任何帮助。我们的业务在运营方面几乎不会有任何变化。更大的问题是在我还活着的时候如何配置资本。我们有很多资金，却没有很多便宜的股票或有吸引力的企业可以购买。

芒格：如果没有巴菲特，资本配置过程不会做得那么好。它不会做得很差，但不会像以前那么好。

巴菲特：因此，如果没有一些戏剧性的意外情况发生，伯克希尔不可能发生太大的改变。

19，关于 CapCities 及其电视网

电视网业务并不是一门好生意...

今天的规则反映了 15 年或 20 年前的情况，当时电视网是城里唯一的选择。他们就是经营眼球的生意。20 年前，只有 3 个频道。但现在以及未来，大量吸引眼球的替代品会急剧增加。目前的 CapCities，将在现有条件下获

得尽可能好的结果。但最好还是顺势而为，但查理和我花了 20 年才明白了这一点。

20, 辛迪加规则

当一个节目在原版首播后被辛迪加复播时，所有的利润都归制片人和发行人所有，但要扣除他们同意给制片人的部分。电视网并不参与这些利润的分配。在很大程度上，你可以说是电视网让节目取得成功，但他们不能参与利润的分配(人们看的是电视剧而不是电视台)。1990 年，现行辛迪加规则到期。但我不确定到期是否会对电视网产生巨大的财务影响，因为制作人无法为他们的节目提供资金。而节目制作并不一定是一门好生意。对主要制作人来说，这一直不是一门好生意。

21, 加盟台薪酬

芒格：但另一个因素是，加盟台的报酬可能会发生重大变化。在电视网本身不赚钱，而加盟台却从与电视网连接中获益匪浅的情况下，电视网向加盟台支付巨额报酬是非常荒谬的。最近，一个加盟台付费加入了一个电视网，我想这种情况会越来越多。

巴菲特：电视网通常会付钱给加盟台以播放其节目，顺便说一句，这是从电台中延续下来的。在有大量资金可以挥霍的时候，这种做法曾经行之有效。如今，电视网动用了大量资本购买剧集，利润微薄。在棕榈滩，你会看到更多查理提到的那种情况，即加盟台向电视网支付薪酬，而不是反过来。但 CapCities 的 22 亿或 23 亿美元的总收入中，只支付了约 1.5 亿美元的加盟台报酬。如果收到这笔现金就好了。但这不可能带来大的改变。

电视网大笔资金用于购买剧集。而那些生产并主演这些注定会成功的剧集的编剧，已经学会了为这些剧集索取全价。这是自由市场在起作用，因为越来越多的分销渠道竞相购买。如果编剧才华横溢，他们的身价就会很高。如果他们没有才华，这高价就会显得不公平。

TV Networks 广播电视网历史

美国广播电视时代传统三强 NBC/ABC/CBS 在全国核心用户地区有较为完善的自有地方台或者附属签约电视台，形成了全国分发能力，提供了更优质的广告资源。80 年代之后里根放松并购管制之后，FOX/UPN/WB 以及少数民族群的电视网开始兴建，最终形成了 CBS、ABC、NBC、FOX 四大电视网主导的格局，UPN 和 WB 在 2006 年合并为 CW 第五大广播电视网。各地方的独立广播电视台在于电视网的博弈中，逐步发现不如成为电视网的分销系统 affiliate 更好，这样逐步形成了全国电视网提供一定时段的节目如 8:00-22:00，然后交换地方电视网广告时段，这样就形成了加盟台机制，当然部分广告时间还属于本地加盟台的，协议时间外的节目可以自己选择播出的内容，甚至可以采购其他电视网的节目播出。电视网和辛迪加机构就是一个行业集中度非常高的发行环节。电视网很强的一个发行能力表现在对众多加盟台 affiliate 的控制力上，比如自有地方电视台、自有的有线电视台、海外合资电视频道等等。广播电视网一开始是自己制作娱乐新闻节目，后涉足体育真人秀等节目类型。其中最重要的是自己投资在电视网上首轮播放的电视剧节目。60 年代后期三大电视网抢购好莱坞大片以吸引受众，版权费越炒越高，导致三大电视网开始自己出资拍摄电视电影以及电视节目，这导致好莱坞 70 年代初的财务体系崩溃。好莱坞在 70 年代开始游说美国国会，通过了一系列的电视网财务约束法案，限制电视网制作和拥有黄金时段的非

新闻类节目。

1934年《传播法》和宪法第一修正案禁止任何机构审查广电节目的内容，但联邦通讯委员会仍然对广播电视台播出的内容拥有相当大的控制权。它可以通过颁发、续检执照来实现变相节目内容审查，以确保广播电视台符合特定的节目内容标准。在电视网垄断时期，辛迪加市场的专有权控制在三大电视网手中，专门从事辛迪加经营的公司凤毛麟角。1952年制订了电视规则。这些规则涉及了节目标准和广告标准。如节目标准包括新闻播报、政治性广播、宗教、社区责任和儿童的节目设计等等，广告标准则包括广告指导方针、广告表达规则和时间限制标准等内容。1970年FCC[联邦通讯委员会]实施《财政利益与辛迪加法案》，强迫三大电视网ABC、NBC、CBS大量采用从独立制作商那里采购的节目，这种制播分离的机制打破了三大联播网的节目垄断，促进了节目内容的多样化和创新性。电视网将向制片公司支付授权费用[licensing fee]来换取两轮的剧集播放权，在两轮播完后，制片公司可以将剧集卖给其他的电视台进行轮播。1971年美国又通过了《黄金时间准入法案》。它规定广播网在黄金时间[晚7-11点]节目播出时限为3小时，由电视网制作的节目为每周15小时。同时要求每晚至少第一个小时留给地方电视台安排，提供公众教化和儿童娱乐节目，节目来源于独立电视制作公司和辛迪加销售者，这样能够制约联播网的势力，增进独立制作商的活力，提高节目内容的质量。1990年，随着电视行业竞争加剧，呼吁自由发展的声音愈演愈烈，持续20年的辛迪加法案就此废除，继而催生了一批影视公司垂直整合兼并热潮，好莱坞六大影视公司除索尼外皆拥有自己的公共电视网。自此，独立电视制片公司基本消亡。垂直整合后的媒体集团，理所当然地拥有了可以独立制作电影电视剧的制片公司studio，作为制片公司代理存在的收取电视台授权费用的发行厂商distribution，以及公共电视网network，三者构成了完美的闭环产业链，将利润紧扣在了自己手中。编剧的收入构成众多，其中占大头的除了剧本酬劳以外，大热剧集的利润分成[participation in profit]也不可忽视。不同于剧本薪酬的“死线”标准，利润分成则要灵活的多，大多由编剧的经纪人agent与制作公司达成抽成协议，即按照分账收入的百分比分配给编剧，而百分比一般不会高于10%，具体数字则由编剧的市场竞争力决定。制片公司的分账收入，不同公司都可以有不同的计算方法，一般由一定的收入减去相关的成本所得。当影视集团掌握着制片、电视网、发行三方抓手时，暗箱操作就出现了。影视集团同时制作和发行了一部剧，在进行内部交易时，极有可能收取了低于市场公允价值的播放授权费用，导致制片方的收入账面价值极低，以至于编剧得到的分红少的可怜，这也造就了编剧与制片公司间如此多的分成纠纷。编剧在美国影视产业中属于妥妥的高薪职业，薪酬有业界标准可依，美国的编剧协会有1.2万名注册编剧，皆受法律保护。他们在电视剧进入正式订购期后周薪在3-6千美元之间，而一集30分钟试播剧剧本酬劳为3.8万美元，六十分钟剧为5.2万美元，高薪的知名编剧们大多会聘请经纪人来为自己打理薪酬事务。垄断美国影视界的经纪公司有三家，他们旗下代理的人员包括演员、编剧以及导演。在2016-2017年，87%以上的电视剧都是打包完成的，即经纪公司打包一位剧集主管，一位编剧，一位演员或导演共同完成一部电视剧，电视台将会给予一笔可观的费用[package fee]。在传统电视网中，一般在电视剧进入80-100集后开始第二个窗口期，即进入重播可分发至其他有线或公共电视网，甚至地方电视台，这时重播所获的许可费用分成[syndication fee]，将按比例进入制作人的口袋。1990年，全国广播协会又出台了一套针对儿童电视、下流与淫秽言行、暴力和吸毒等四方面内容的节目设计原则。1992年《有线电视法》规定，如果经营者允许播出商业频道上的猥亵节目，这些节目必须被加密，用户在观看这些频道之前的30天提出书面申请。1996年制定了《电信法》，要求电视机生产厂商从1998年开始，在所有新生产的13英寸以上电视机上内置插件“童锁”，以便掌控电视节目的家庭收看等级，供父母将色情、暴力、猥亵之电视节目锁码，防止未成年子女观看。

电视节目辛迪加，是一个节目分销系统，节目分销商把同一个新节目或旧节目的播出权分别卖给不同的电视台，一稿多投的办法来扩大节目影响，增加节目价值。辛迪加节目中最重要形态是首播辛迪加节目，在美国，分销商(通常是节目的制作公司)每天或每周在一个固定时间通过卫星把从来没有问世过的新节目传送给购买了播出权的电视台，各电视台一般也会在当天，常常是在接到节目的第一时间把节目播出去。电视节目辛迪加使得单个节目实现了网络化播出，才能使这些节目得以效益最大化。像美国著名的电视谈话节目《奥帕拉节目》，在美国国内有200多家电视台每周的周一到周五都会在下午播出，这意味着，在美国的几乎任何地方，都能差不多同时看到这个节目。此外，它在美国以外还有100多家电视机构用户。节目辛迪加一次只给予一家电视台或一家有线电视网播放一个节目或者一个连续性节目的有偿特许权，特许权允许购买机构在当地市场内播放一定期限或一定次数，这样就会促使同一市场下的多家电视台为了能够在争取获得播放权的争夺中进行价格竞争，往往采取竞拍方式由出价高的电视台获得独家播放权。此外，节目辛迪加还会根据对买方电视台的经济实力、规模大小和买方所处地区的经济水平、人口密度、节目产品覆盖面积等进行评估，由此制定相应的价格标准。总之，节目辛迪加会根据不同的市场采取不同的价格策略以便更好地适应市场的需要，通过这种灵活的价格策略使节目市场发行面变得更宽更长，发行数量越大，辛迪加所获得的利润就越大。通常节目辛迪加的市场发行是通过给予一家电视播出机构播放一个节目或连续性节目的有偿播放权，而节目播出机构要向辛迪加公司支付一定费用，当播放权到期时辛迪

加公司重新收回播放权再次进行发行和销售，从而实现节目多轮次播出。现金交易在辛迪加节目交易过程中是最直接最简单的方式，在一般情况下，按照双方签订合同出售播出权，买方即付 10%-20% 的预付款，剩下的费用按照合同要求在一定的期限内付清。物物交易也是辛迪加节目交易常用的支付方式。辛迪加经营者们把带有广告的节日免费提供给电视台播出，从中获得一定的播出时间。辛迪加经营者再把获得的这一定的播出时间卖给广告商，也就是说，辛迪加经营者们用节目与电视台进行了一个价值相当的物物交换，当然这种物物交易的销售方式也为辛迪加节目开创了市场。

22, 被要求为公务机的合理性辩护

芒格：我对这种荒唐的奢侈行为并不熟悉。我只坐过一次，总共十分钟左右。例如，我乘坐经济舱来参加这次会议，票价约为 150 美元。

巴菲特：因为我们摆脱了喷气公务机的束缚，我更喜欢叫它 LBJ(小喷气机)，所以今年我们采用了光鲜亮丽的年报封面。明年我们将回到正常封面。如果让查理来报销我的开支，那我就麻烦大了。

23, 持续地观察和学习

巴菲特：在我改喝樱桃可乐之前。45 年来，我每天喝 4-5 瓶百事可乐。查理和我只观察了软饮料行业 40 年，才意识到只有两家主导者。

芒格：我认为观众能够理解我们喜欢这个产品和公司。

巴菲特：我们认为我们能够理解它。

24, 需要更多的经济知识

如果你反思一下美国大学的平均经济知识水平，你就不会对这个国家过于乐观。这个国家显然需要比现在更多的经济知识。

25, 贸易赤字：反转版 Peter Minuet 协议

(1626 年荷兰殖民者 Peter Minuet 用 24 美元的东西而从印地安人手里交换到了曼哈顿岛的土地使用权。1867 年美国以 720 万美元购买了阿拉斯加 171 万平方公里的土地。)

贸易赤字可能是我们面临的最重要的问题。这很像食物。如果你每天多吃一块吐司，每天可能只多摄入约 100 卡路里的热量。而且你可能看不出当天有什么影响，没人能看出你看起来更胖了。诱惑是即时的，快乐也是即时的，结果就是很多人超重。

要把这一点与经济联系起来，只要问问任何一位政客，他在过去 30 天里提出了哪些会给他的选民带来巨大痛苦的建议。在伯克希尔，我们一直在做这样的事情：我们造成一些短期的账面痛苦，却带来长期的有利影响。

就经济而言，同样没有人看到索赔支票每天都在发放。但就像多吃了额外一块吐司一样，你在更长的一段时

间内犯下大错。但是，当它每天发生的时候，它是非常令人愉快的。因为你的消费超过了你的生产。

都说天下没有免费的午餐。但有一些午餐，你可以通过发放索赔支票向其他人收取费用，而这些费用将由子孙后代来支付。预算赤字的情况并非如此。因为索赔支票主要是在国内开出的，但我们在国外开出的支票是有利息的，而且不会消失。我们可以拒绝兑现这些索赔支票。这是全世界的惯例。这就是为什么世界上大多数债权国都要求最不发达国家(欠发达国家)以美元计价其债务。当然，这并没有阻止他们违约。一些国家找到了其他方法来逃避偿还债务。这是当今主要的经济问题。而且不可能很快得到解决。政府监督项目 Pogo 说，'没有什么问题是大到无法逃避的'。

26，机会总会在某个时候回来的

巴菲特：现在价值投资非常艰难。但这在过去也非常艰难。谁能想到 1969 年牛市之后会紧随 1974 年股灾？1974 年，一件又一件东西的以低的离谱的价格出售。例如，《波士顿环球报》的母公司，它的价值是其在股市上售价的 5-10 倍，其他许多公司也是如此。它可能会受到这样或那样的外来冲击。但当人们感到害怕时，他们就会以愚蠢的价格抛售它们。查理？你现在可能会有更悲观的看法。

芒格：1974 年可能是你一生中最难得的机会。我怀疑在座的各位是否还能再见到 1974 年那样的机会。

巴菲特：你可以确信这一点。

27：零息债券可能会进一步加剧混乱

巴菲特：但如果你看看金融史，就会发现各种各样的事情都会发生。当然，你肯定也拥有某些可能创造出大量混乱的条件。例如，零息债券的诞生，对于我们这些喜欢从金融恐慌角度思考问题的人来说，是一个非常有利的发展。在很长一段时间里，它可能确保产生最多的愚蠢行为。你同意吗，查理？

芒格：当然。实物支付零息债券(PIK)就是一个很好的例子，它可以让借款人通过发行更多的债券来支付利息。(PIK 债券允许债务人通过支付额外的 PIK 债券以支付利息)。

巴菲特：如果巴西和其他最不发达国家有 PIK，他们将不会陷入流动性困境。现在有一些债券，除了最乐观的情况外，都无法偿还。这些工具不会改变企业的基本经济状况，也不会让企业变得更好。它们只是推迟了关键时刻的到来。目前的局势还将持续一段时间。会持续多久我们不得而知。但我们知道它会走向极端。

28，关于储贷危机

芒格：我们过去曾评论过，在很多情况下，允许恶棍和骗子用几乎无限的钱来赌博是愚蠢的。这肯定会带来巨大的灾难，我们已经经历过了。解决方案需要严厉的措施，但也需要从政治上实施。鉴于参与者能够影响政治进程，你不得不怀疑成功解决问题的前景。就我们自己的储贷子公司而言，当看到竞争对手提供的利率，我们知道这必然会让它们陷入困境。

如果 Bob Wesco 和黑手党开了一家储贷公司，我们不能告诉储户不要去那里，因为有政府作担保。很多储贷公司的人都和 Wesco 处于同样的处境。在许多情况下，阀门仍然是开着的(问题仍没被处理)。

这些似乎有可能采取的措施，让我想起一个男人，有人问他对他的嫂子有什么看法。他停顿许久说：她总比什么都没有强。目前的建议总比什么都没有强，但效果不会很好。我对解决储贷危机的想法将是如此严厉，以至于它永远不会被选择。我会真正改变这个系统。

(巴菲特和芒格早在储贷制度流行甚至广为人知之前，就警告过它的愚蠢和危险。有关储贷危机的精彩讨论，请参阅芒格写给 Wesco 股东的信)。

29, 财产意外险的承保周期

巴菲特：未来几年，财产意外险的承保情况可能每年会恶化 3-4 个百分点，只有当综合比率超过 120% 时才会好转。只有当保险公司不敢承保新业务时，情况才会好转。只有当保险公司害怕承保新业务时，保费价格才会在 2-4 年内上涨。

芒格：上一次，在经历了一段保费定价不足的时期之后，保费价格和股票价格都上涨了。这次不一定会这样。保险不是一个简单的生意。

巴菲特：许多管理层多年来一直低估自己的成本。如果竞争对手不断低估自己的成本，这可不是一件好事。

综合比率达到 120% 并没有什么神奇之处。但是，一旦综合比率超过 120%，就会使承保人的行为发生巨大变化，有时他们不会以任何价格承保，而这往往是他们应该承保的时候。

但他们从未渐进性地退出承保(意指保险公司总是在巨亏后突然退出承保)。

30, 报纸行业老大的价值

如果你看看食品领域，士力架 25 年或 30 年来一直排名第一。如果你由内而外的看(行业内比较)，做到第一很强。如果你由外而内的看(全行业比较)，那就强大到可怕，就像两家公司占据了软饮料市场 70% 的份额一样。第一和第二的差距就像白天和黑夜一样。

在美国的 1700 家日报中，有 1600 多家报纸在经营过程中没有任何其他同类报纸竞争对手，不包括电视台、广播电台等。报纸的未来异常美好。但如果有两个旗鼓相当的竞争对手，经济效益就会很糟糕。在这个行业里，蓝丝带(冠军)远比红丝带(亚军)更有价值。

在这种业务中，如果产品价格翻一番，他们仍将保住 90% 的业务，其中只有 1/3 的涨价由读者承担，其余部分由广告商承担。这种生意简直不能再好了。

31，垃圾债券的净效应

这对社会既有利也有弊。你可以看到管理者接管企业并将其经营得更好的案例，也可以看到金融推动者用一纸永远无法偿还的债务来支付的案例。这也是制定法规对其进行规范的部分困难所在：你要做出许多折中的努力，以保留有益之处，同时又能祛除毒害。

当你利用杠杆举债时，联邦政府确实不再是你的财务合伙人(债息抵税减少了纳税额)。例如，联邦政府是伯克希尔的主要财务合伙人，但它不再是联邦百货公司的财务合伙人，因为联邦利息抵扣额抵消了应税收入。

当这些拥有杠杆收购业务的人不向政府开支票纳税时，你就得多纳税。然而，当债务利息的刺激落到人们的头顶时，他们可能会更加努力地工作，这是事实。

本格雷厄姆曾经说过，相比明显不合理的理由，那些看似合理的理由最终会给证券购买者带来更多的麻烦...

例如，在很多情况下，电视业务的杠杆率是如此之高，以至于很难想象人们是如何能做到这么高的。这项业务长期以来一直很好，以至于人们认为它将永远如此，就像人们认为太阳升起是因为公鸡打鸣，而不是相反。

垃圾债券的结局会非常糟糕。但在一段时间内，统计数字会看起来很好。正如我之前所说，我怀疑垃圾债券终有一天会名副其实。

32，最佳策略是远离麻烦

巴菲特：远离麻烦要比摆脱麻烦容易得多。但我不知道，在一个政治周期比政策周期短的国家，你该如何做到这一点。我只是不知道有什么解决办法。

芒格：就像老银行家的格言：催贷的最佳时机就是在放贷之前。

33，为什么美国喜欢做交易而不是生产商品？

巴菲特：因为金融业里面有更多的钱。几年前我曾写道，如果有人问我如何快速赚大钱，我会捏着鼻子指向

华尔街。切馅饼赚的钱比烤馅饼赚的钱要高得多。管理层通常都是在打理别人的钱，所以他们不会跟切馅饼的人讨价还价。而且切馅饼通常比烤馅饼更容易。

芒格：这么多最优秀的人才涌进金融行业，是一个重大的国家问题。这对国家不利。

巴菲特：亚当斯密(Adam Smith)曾设想有一只看不见的手，在自由市场中，人们从自身利益出发，做对社会最有利的事。然而，那些想出复杂的看涨看涨期权、50 年期零息债券或其他任何能为经纪公司带来收入的东西的人却发了大财。非常聪明的人看到了这一点....

如果我们在一艘船上举行年会，船沉了，我们都被困在一个孤岛上，你让我负责——我希望你会这样做，如果我给每个人做一个智力测试，我不会让 50 个最聪明的人去当律师，而让下一个 50 个最聪明的人去做期权交易员，对我们其他人的成果下注。如果你们中最聪明的人整天都在为谁先踏上这座岛而打官司，或者互相打赌，你们就不可能得到尽可能多的米饭、住所和衣服。然而，在我们目前的制度下，我们把最聪明的人分配到这些领域，并给予他们报酬，对他们征收的税与对教师等征收的税相同。我们有一个强大的制度系统。它可以承受大量的滥用和失误，但我们肯定会对其进行尝试。

34，高利率是伯克希尔的朋友

高利率往往会导致经济混乱，而伯克希尔往往会在这种情况下受益。我不想把我们自己描绘成瘟疫中的殡葬业者，因为我们不希望任何人遇到问题。但高利率往往会让那些行为非常愚蠢的人，不得不为他们的愚蠢行为付出代价。

在某种程度上，高利率也是对政治领导人的判决。这也是世界上许多地方没有发达金融市场的原因之一。全世界仍然对这个国家充满信心。

35，关于所罗门优先股

我不像对喜诗糖果或其他公司那样清楚知道所罗门会赚多少钱。

优先股转换方案应该有一定的价值。至于是否有价值，还有待观察。

我迫不及待地想知道结果如何。

36，关于《证券分析》

我推荐格雷厄姆和多德的老版本《1934/1940 版》。

37, 是否会写自己的书

格雷厄姆试图把选股公式写进他的书里,但他误入了歧途。

我也想这么做,但我没有什么选股公式。

38, 关于寻找的投资标准

股本回报率高,可以继续投入更多资本,再投资资本回报率高。

一般来说,我们喜欢信用良好的公司。但我们(伯克希尔)最初的评级并不是'A'。这就是买入的时机。

39, 投资教育已今非昔比

投资教学可能出现了倒退。现在最好的老师远不如 40 年前最好的老师。不过,还是几位优秀的教师,包括斯坦福大学的 Jack McDonald。(20 多年来麦克唐纳一直在斯坦福商学院教授格雷厄姆的投资方法。)

传统金融部门的趋势正要求采用高度数学化的方法。他们把一生都投入其中了。

我们还没有找到任何有效的技术分析方法。我年轻时在这方面花了很多年时间,也有很多兴趣。这就是为什么当我遇到格雷厄姆时,我已经为他做好了准备(已经走过了弯路)。我知道很多人都是运用他的投资原则致富的。在技术分析方面,我就不会这么说。

他最重要的两个投资原则是安全边际的概念和他对市场的态度,也就是《聪明投资者》第 8 章和第 20 章。

格雷厄姆为 Pocatello 的牙医写那本书是为了防止他惹上麻烦,而我们已经超越了这一点。

40, 养老金计划

固定福利型养老金计划的支付金额与最终退休时的薪酬[和通货膨胀]挂钩,这就是一种生活费用债券。我们不认为我们会签这种生活费用债券。其他公司会这么做,但他们是无意的。我们更喜欢固定缴费计划。

41, 政府债券比企业债券更划算

购买应税债券的投资者或许应该购买政府债券。

政府债券和企业债券之间的利率差别不大,而且缺乏可赎回条款也是一个很大的区别。

42, 关于海外投资

我想,如果我不能在一个高达 3 万亿美元的资金池里赚到钱,那么海外投资我也赚不到钱。

实际上可口可乐是一种变相的外国证券。它大约 75%的营收来自其他国家,尽管它的注册地在美国,而我们

非常喜欢注册在美国。我在 1938 年的《财富》杂志上看到一篇关于可口可乐的好文章，说这是一家伟大的公司，但他们的成长已经结束了。你知道后来都发生了什么。

43, 关于阅读

我几乎阅读我所能接触到的任何东西。我持有大约 200 家公司各 100 股股票，只是为了获得它们的资料。我还阅读各种贸易期刊。我不需要像以前那样读那么多书，但我会去读，而且我喜欢读书。

我读经济学家的书，但不是从实用主义的角度去读的。最值得一读的实用主义经济学家是凯恩斯。我特别推荐凯恩斯的《Essays In Persuasion》(劝说集 1931)。阅读凯恩斯会让你在证券和市场方面变得更聪明。我不确定阅读大多数经济学家的书是否会有同样的效果。实际上，如果所有的经济学家都躺平也不是什么坏事。

年会结束后，我们有机会与巴菲特进行了简短的交谈：

OID：当你经营巴菲特合伙公司时，超过 6% 累计回报，你获得了其中的 25%。如果你继续采用这种模式，今天你将拥有伯克希尔 75-80% 的股票。

巴菲特：我就会有好多钱。

OID：用你自己的话说，你会成为一个富翁。根据我们的粗略估算，你的身价将从区区 30 亿美元变为 50 亿美元。事实上，你没有股票期权、利润分享或其他任何东西。为什么不这么做呢？

巴菲特：这对我来说意义不大。此外，最初加入巴菲特合伙公司的人都同意这些条款，如果他们不同意，可以退出而不会受到惩罚。伯克希尔的股东们却没有。我不想强迫他们接受任何东西。

OID：任何理智的股东都不会抱怨，至少是基于股权。绝大多数股东肯定会对继续沿用旧安排感到高兴。

巴菲特：如果我可以这样安排，我可以多获得 10 亿美元，但结果是我将被归入许多剥削股东的贪婪者之列，那么我不会想要这样的结果。即使是做出评估的人不够成熟，错误的将我归入这样的类别。

OID：你是一位亿万富翁，经营着一家市值 70 亿美元的公司，却完全没有表现出任何的迹象。你的秘诀是什么？

巴菲特：我经营的所有企业都没有占用我 5% 的时间。我们没有定期召开员工会议之类的活动。如果你有好的企业和合适的管理者，你就不需要这种东西。如果你不需要这么做，他们也不需要你的帮忙。

OID：谢谢你，巴菲特先生。

根据 PORTFOLIO REPORTS 估计，在截至 1989 年 3 月 31 日，伯克希尔及相关公司购买可口可乐股票的平均成本为每股 47.37 美元。伯克希尔目前持有以下股票：CAPITAL CITIES/ABC, CITY NATIONAL, COCA COLA, FIRSTIER FINL, FREDDIE MAC PFD, GEICO, GENERAL PUB UTILS CP, NATIONAL SVC INDS, WASHINGTON POST, WESCO FINL。

1, 贸易逆差：我们最大的经济难题

巴菲特解释道，贸易逆差即分发兑换券，而这些兑换券仅可兑换资产和耗材。我们每年会分发 1300 亿美元兑换券，这样一来，我们就能消耗掉生产出的 103% 的产品。即便这感觉不错，可这种方式早晚会酿成大祸。

他把问题比作每天多吃 1 片吐司。每天多摄入 100 卡路里热量似乎算不了什么，还享受了短暂的快乐。然而只消 1 个月，你就摄入 3000 卡路里，胖了 1 磅。若不加以控制，你迟早会遇到大麻烦。

总而言之，贸易逆差就是一点点送出去的农场。兑换券一变现，我们就得放弃更多的生产资料。彼得·米纽伊特用不值钱的东西买下了曼哈顿，如今我们却用曼哈顿换些不值钱的东西。

2, 垃圾债券：谁会上当？

巴菲特指出，本杰明·格雷厄姆曾说过，**投资前景越好，麻烦越大。**

举例来说，我要是推荐你投资阿拉斯加的海滨地产，你肯定不屑一顾，觉得我在胡言乱语。但我要是推荐你投资佛罗里达的海滨地产，你兴许会感兴趣，因为那儿的投资前景不错。可多少人就是因为投资了佛罗里达的地产才赔得血本无归。

这就是杠杆收购的把戏。几次精明的杠杆收购大获成功，引得投资公司疯狂涌入。巴菲特和芒格向来直言不讳，认为正是杠杆收购的热潮催生了“创造性融资”。无息债券(到期才能兑换的债券)和实物支付债券(用于兑换更多同类债券的债券)也只能**拖延些时间**罢了。(芒格指出，就算阿根廷持有实物支付债券，结果也还是一样。)

巴菲特和芒格说，发行人大都无力偿还数量庞大的债券，所以他俩才忙着劝大家远离这类债券，不要上当受骗。总之，杠杆收购的垃圾债券把戏只会愈演愈烈，直到玩不下去才会收手。到那时，“满大街都会鲜血淋漓”。

3, 年度问题：企业内在价值

企业内在价值是巴菲特价值法的精髓。

巴菲特说，要确定资产的企业内在价值，只需要根据当前债券利率，计算企业未来净现金流量的贴现值即可。当然，如何预测未来现金流成了最大的难题。尽管某些企业的现金流预测相对容易些，可你也没法做到分毫不差。巴菲特指出，要是他和芒格想从一项资产中获得 $X-3X$ 的价值，他们便会想办法以 $50\%X$ 的价格购买这项资产。

4, 保险行业展望：好转前势必先恶化

巴菲特和芒格注意到两个现象：其一，保险行业的管理只会越来越复杂，103 号加利福尼亚提案(强迫汽车保险人减少保费)就反映出公众对保险行业的抵触态度；其二，保险行业的承保亏损越来越大，这种状况至少还要持续两年之久。

5, 品牌价值：有品牌价值是件好事

伯克希尔的子公司喜诗糖果打算推出一款新的巧克力糖浆，并做好了在一段时间内赔钱的准备。因为好时公司可是强劲的对手。想进入食品行业难如登天，这恰巧就是知名品牌如此重要的原因所在。

巴菲特也是一样，他说他改喝樱桃口味的可口可乐之前，一天要喝掉 5 罐百事可乐。可现在，他每天要喝掉 5 罐樱桃口味的可口可乐。他调侃道，做了 50 年的研究才发现，这个行业竟然只有两家公司。可口可乐和百事可乐不但占据了软饮料市场超过 70% 的份额，每年的市场占有率仍在增加。他终于下定决心，投资了其中一家。

6, 过去未必是未来的序幕

从古至今，华尔街永远经历着繁荣与萧条的更迭。

巴菲特认为，人头攒动的原因之一便是盲目地依赖曾经的辉煌。打个比方，鼓吹垃圾债券的家伙指出，过去 30 年间，债券的"高收益"一直引人注目，他们便声称，债券日后也错不了。

巴菲特认为，这种说辞如同把太阳升起说成雄鸡报晓的功劳一样。同时，垃圾债券只会越来越糟，也越来越难以善终。正如巴菲特总结的那样："要是投资人只懂得研究过去，那么图书管理员将是最富有的人。"

巴菲特致股东的信 1989

1990 年 3 月 2 日, BRK: \$4700-8675

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东:

本公司 1989 年的账面价值增加了 15.15 亿美元, 或增长了 44.4%(标普 31.7%), 自从现任管理层接手的 25 年以来, 每股帐面价值从 19.46 美元增长到现在的 4296.01 美元, 年复合增长率约为 23.8%。

然而真正重要的还是内在价值, 这个数字代表组成我们企业所有业务的合理价值, 根据精准的远见, 这个数字可由企业未来预计的现金流量(包含流进与流出), 并以现行的利率予以折现, 不管是马鞭的制造公司或是移动电话的业者都可以在同等的地位上, 据以评估其经济价值。

当伯克希尔的帐面价值是 19.46 美元之时, 由于主要的资产属于纺织业务, 所以内在价值要低于帐面价值, 时至今日, 我们多数业务的内在价值却早已较帐面价值多的多, 这种令人愉快的从折价到溢价的演变, 代表着伯克希尔内在价值增长的速度要比帐面价值每年平均 23.8%的复合增长率还要再高一些。

后视镜是一回事, 面向未来又是另外一回事, 我们帐面价值大部分是我们所持有的有价证券, 除了少数的例外, 大多数是以市价列示在资产负债表上, 与过去相比, 年底这些有价证券市价已大幅超过其内在价值, 一方面是因为 1989 年股市的飙涨, 另一方面则是这些有价证券的价值得到大家的认同, 也就是说过去他们的股价曾经相当的低估, 但这种情况如今已不复存在。

我们仍然会保持主要持仓不动, 不管相较于内在价值其市价是多少, 我们对于他们至死不分离的态度加上这些股票现在的价位, 意味者他们在未来可能无法再像先前那样将伯克希尔的净值大幅向上推升。换句话说, 我们能有的表现主要受惠于量价双击: (1)我们旗下的公司所创造出的内在价值增长, (2)由于市场修正这些公司的股价, 他们相对于一般企业的估值大幅提高了, 我们又收到了额外的红利。我们将继续受益于公司业务价值的良好增长, 但是对于估值修复的回报已经实现, 这意味着我们将来只能依靠业绩的增长。

此外我们还面临到另一项挑战, 在有限的世界里, 任何高成长的事物终将自我毁灭, 若是增长的基数相对较小, 那么这条定律可能暂时不起作用, 但是当基数膨胀到一定程度时, 好戏就会结束, 高成长终有一天会被自己所束缚。

Carl Sagan 曾经开玩笑地解释这种现象, 有一种细菌每 15 分钟可以分裂一次, 亦即代表每一小时复制四

次，一天可复制 96 次，虽然单一个细菌其重量只有万亿分之一克，但是只要经过一天无止尽的无性生殖，其重量可能会比一座山还重，经过两天后，甚至会比太阳还重，要不了多久宇宙所有空间都将由这种细菌所组成。不过 Sagan 又说，大家不必担心，大自然总有一些障碍会阻止其指数成长，有可能是耗尽食物，或是互相毒害，或是羞于在大庭广众之下复制。

即使是在最坏的情况下，查理·芒格与我都不认为伯克希尔会像细菌一样无止境地成长，当然更不可能像细菌那样找到每 15 分钟就能将净资产翻一番的方法，虽然，我们不会像细菌那般羞于在公开场合进行复制，不过，Sagan 的观察仍然适用，相较于刚开始的 2200 万，以伯克希尔目前的 49 亿美元的账面价值基础，我们实在很难像过去那样每年以 15% 以上的增长率增加。

税务

事实上，1989 年伯克希尔 15 亿美元的净利润是支付了 7.12 亿美元所得税后实现的，此外，伯克希尔在五大主要被投资公司缴纳的所得税中所占份额为 1.75 亿美元。

在今年的所得税费用中，大约有 1.72 亿美元是马上要支付的，剩下的 5.4 亿则可以记帐递延处理，大部分是由于 1989 年我们持有的股票未实现的增值收益，按 34% 的预估税率计算出来的。

另外我们也为 1987 年及 1988 年的未实现资本利得依照前项税率补提准备，但如同去年解释过的，我们在 1987 年以前所累积的未实现收益约 12 亿美元，仍依照当时 28% 的税率提列准备。

新的会计原则有可能会要求，公司将所有的未实现利得以现行的税率估算(不管税率高低)，若以 34% 来计，这样的规则可能会大幅增加我们帐列递延所得税的数字，并使我们的账面价值减少约 7100 万美元(约将税率提高 6%，34%-28%)，由于新提出的规定引发相当大的争议，最后的结果尚难定论，所以我们尚未做此反应。

大家可以从资产负债表上看到，若是年底我们一口气将所有的有价证券按市价全部出清，则我们要支付的所得税将高达 11 亿美元，但这 11 亿的负债，是否就跟 15 天后要付给厂商的货款一样或是相近吗？很显然的并非如此，虽然在财务报表上计算的账面价值的方式都一样，只是很简单地减掉 11 亿美元。

另一方面，这项递延所得税负债是不是一项会计虚构呢？因为它的支付只能通过出售股票来触发，而在很大程度上，我们并不打算出售这些股票。答案很显然也不是。

就经济实质而言，这种递延所得税负债就好象是美国财政部借给我们的无息贷款，且到期日由我们自己来决

定，(当然除非国会在收益实现之前就开始征税)，这种贷款还有一项很奇怪的特点，它只能被用来购买某些特定增值的股票，而且额度会随时市场价格而变动，有时也会因为税率变动而改变，事实上这种递延所得税有点类似于资产移转时所要缴交的转让税，事实上我们在 1989 年只做了一小部分的变动，总共产生了 2.24 亿的资本利得，因此发生了 7600 万的转让税。

由于税法运作的方式，如果情况许可的话，我们偏爱李伯大梦式的投资(短篇小说《Rip Van Winkle》)。因为较之疯狂短线进出的方法，它有一个很重要数学优势，让我们举一个很极端的例子来做说明。

假设伯克希尔只有 1 块美金的投资，但它每年却可以有一倍的回报，假设我们将卖掉后所得的资金，用同样的方式再重复 19 年，结果 20 年下来，依照 34% 的税率总共贡献给政府 1.3 万美元，而我们自己则可以拿到 25250 美元，看起来还不错。然而，要是我们简单一点，只做一次超棒的投资，同样每年翻一倍，则最后的金额却高达 1,048,576 美元，在扣除 34% 即 356,500 的所得税之后，实得约 69.2 万美元。

之所以会有如此大的差异唯一的原因就是所得税支付的时点，有趣的是政府将以与我们完全相同的 27:1 比例从方案 2 中获益：税收为 356500 美元，而不是 13000 美元，当然政府必须等到最后才能拿到这笔税金。

必须强调的是，我们并不是因为这种简单的算术就倾向采用长期投资的态度。事实上，通过频繁地投资变动，我们有可能获得更高的税后回报。很多年前，查理跟我就是这样在做的。

现在我们宁愿持股不动，即使这意味着回报率会略低一些。我们的理由很简单：我们发现，极佳的商业关系是如此的稀缺，如此的令人愉快，以至于我们珍惜我们彼此间所发展出来的一切。这个决定对我们来说特别容易，因为我们相信这样的关系将产生良好的投资成果，尽管它可能不是最佳的。考虑到这一点，我们认为，放弃与我们熟悉欣赏的人，而把时间浪费在我们不认识且人格可能会在水准以下的人身上是没有意义的，就好像一个有钱人竟然还为了金钱而结婚，这未免有些精神错乱。

报告收益的来源

下表列示伯克希尔报告收益的主要来源，在这张表中商誉的摊销与购买法会计调整数会从个别被投资公司分离出来，单独加总列示，之所以这样做是为了让旗下各业务的收益状况，不因我们的投资而有所影响，过去我一再地强调我们认为这样的表达方式，较之 GAAP 要求以个别企业基础做调整，不管是对投资者或是管理者来说，更有帮助，当然最后损益加总的数字仍然会与经审计的 GAAP 数字一致。

年报中还有企业个别部门的信息，有关 Wesco 公司的信息，我强烈建议大家看看查理·芒格所写的年报，里头包含查理在 1989 年 5 月写给美国储贷联盟的一封公开信，信中传达对于其推行政策的不满并做出辞去在其组织中的职位。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以千美元计	1989 年	1988 年	1989 年	1988 年
保险集团：承保收益	-24,400	-11,081	-12,259	-1,045
保险集团：净投资收益	243,599	231,250	213,642	197,779
布法罗新闻	46,047	42,429	27,771	25,462
喜诗糖果	34,235	32,473	20,626	19,671
Scott Fetzer 制造集团	33,165	28,542	19,996	17,640
世界图书	25,583	27,890	16,372	18,021
Kirby 吸尘器	26,114	26,891	16,803	17,842
内布拉斯家具	17,070	18,439	8,441	9,099
费区海默制服	12,621	14,152	6,789	7,720
Wesco 金融-保险除外	13,008	16,133	9,810	10,650
商誉摊销	-3,387	-2,806	-3,372	-2,806
购买法会计-其他费用	-5,740	-6,342	-6,668	-7,340
利息费用	-42,389	-35,613	-27,098	-23,212
股东指定捐赠	-5,867	-4,966	-3,814	-3,217
其他	23,755	41,059	12,863	27,177
经营收益	396,414	418,450	299,902	313,441
出售资产和已实现证券收益	223,810	131,671	147,575	85,829
所有实体-收益合计	617,224	550,121	447,477	399,270

注：债务利息科目不包含斯科特费泽与互助储贷的利息费用

在后面我会提到重新将伯克希尔的部门分类为四大项，这是查理跟我认为可以帮助大家计算本公司内在价值的最好方式，以下的资产负债表与损益表就是依此分类表示：(1)保险业务，并将主要投资部位归类，(2)制造、出版与零售业务，扣除非经营性资产与购买法会计调整，(3)金融业务子公司，如互助储贷与斯科特费泽财务公司，(4)其它项目，包含前述非经营性资产(主要是有价证券投资)，购买法调整，还有 Wesco 与伯克希尔母公司一些其它的资产与债务。

如果你将这四个部门的收益与账面价值加总，会得到与经会计师依 GAAP 审计的数字一致，然而我还是必须强调这四类表述方式并未经过会计师的审计，我想他们还是选择不要看的好。

除了报告收益外，实际上，我们还受惠于 GAAP 不能认列的收益，后面我列出的五家主要被投资公司在 1989 年收到的税后现金股利收入合计是 4500 万美元，然而若依照投资比例我们可以分得的税后收益却高达 2.12 亿美

元，这还不包含我们在 GEICO 保险与可口可乐身上所获得的资本利得，而若将这应得的 2.12 亿收益分给我们，则在扣除应付的所得税之后，公司报告的收益可能会大幅增加为 5 亿美元，而不是现在的 3 亿美元。

你必须决定的是，这些未分配的收益是否与我们帐上已经列示的收益具备同样的价值。我们相信他们是，甚至认为可能更有价值。之所以得出"一鸟在林胜于两鸟在手"这个结论是因为，**与其把收益交到我们手中，还不如留给才华横溢且以股东利益为导向的经理人继续去运用发挥**，通常我不会对一般的经理人有这么高的评价，但以这几家公司来说，的确是实至名归。

我们认为，伯克希尔的基本盈利能力可以用**透视收益**的方法来衡量，也就是我们将被投资公司**未分配给我们的收益**加到报告的**经营收益**之上，这两种情况下都不包括资本利得。为了使我们的内在价值平均每年增长 15%，我们的透视收益也必须要以同等的速度增加，因此我们相当需要现有的被投资公司给予我们更多的支持，同时也需要时时增加新进的成员才有办法达到这 15%的目标。

非保险营运

在过去我们将主要的制造、出版与零售业昵称为七个圣徒，在 1989 年波仙珠宝加入后，马上面临的一个问题就是要找到一个贴切又好听的名词，但到目前为止我们还没有想到，现在姑且将他们称为"七加一圣徒"吧。

这神圣的组合：波仙珠宝、布法罗日报、费区海默、柯比吸尘器、内布拉斯加家具、斯科特费泽、喜诗糖果与世界图书公司，可以说是集合了从优秀到精湛的经济特征企业，他们的管理人也可以说是好的不能再好了。

大部分的管理人根本就不需要为谋生而工作，他们出现在球场的原因只是为了要击出全垒打，事实上这正是他们所做的。他们合并的财务报表(加上一些较小的业务)，显示他们的表现是如此的优异，以历史投资成本做基准，他们现在每年的**税后收益高达平均股东权益的 57%**。此外，这种回报是在没有财务杠杆的情况下实现的，账上现金就足以清偿所有的借款，当我念到这些管理人的名字：Blumkins, Friedmans, Heldmans, Chuck Huggins, Stan Lipsey, Ralph Schey, 这感觉就好象是名教练 Miller Huggins 在宣布 1927 纽约洋基队的先发阵容一样。

现在让我们逐一检视：

在波仙珠宝加入伯克希尔的第一年，它达到我们所有的预期目标，营业额大幅成长，较四年前刚搬到现址的时候要好上一倍，事实上在搬来现址的六年前，它的业绩早已成长了一倍，艾克·弗里德曼(Ike Friedman)波仙珠

宝的管理天才，只有一种速度，那就是全速前进！

如果你还没有到过那里，你一定没有看过像波仙那样的珠宝店，由于它在一家门店就销量巨大，所以在那里你可以看到各式各样、各种价格的珠宝可供选择。同样的理由，它的费用率大概只有一般同类型珠宝店的三分之一，对于费用的严格控管，加上优异的采购能力，使得它销售的珠宝要比其它店面要便宜许多，而便宜的价格又吸引更多的顾客上门，良性循环的结果，使得该店在忙季的单日人潮流量高达四千人。

艾克·弗里德曼不但是个优秀的商人、伟大的推销员，更是品格高尚的人，买下这家店时，我们没有审计，事后所有的意外都是惊喜，有句话说：你不懂珠宝没有关系，但一定要认识珠宝商。这句话真的好有道理，不管是你去买一颗小小的钻石或是要买下一整家店都一样。

有一段故事可以说明为何我个人如此喜爱艾克，每两年我都会参加一个非正式的聚会，大家一起同乐并探索新事物，去年九月，我们在圣塔菲主教度假村聚会，邀请艾克跟他的夫人与儿子过来为大家讲解珠宝。

艾克为了加深大家的印象，所以特地从奥马哈带了总值超过 2000 万美元的各式珠宝，当时我个人有点担心，因为主教度假村并非像福克斯堡军事基地那般坚固，所以当晚在活动开始之前，我特别向艾克表达个人的关切，艾克把我拉到一旁说："看到那保险箱没？下午我们早已掉过包，所以根本没有人可能分得清真或假。"听到这话，我放心多了，艾克接着又说："看到旁边那两个腰配枪枝的彪形大汉没？他们会整晚守护着这只保险箱。"正当我舒口气准备回到宴会中时，艾克小声说到更重要的："真正的珠宝并不在保险箱里！"

我们怎么能够错过这样一号人物呢？尤其是当他背后还有一个兼具才能与活力的家族：艾伦 Alan，马文·科恩 Marvin Cohn 和唐·耶鲁 Donald Yale。

尽管 1988 年已经创纪录，喜诗糖果去年糖果的销售磅数又增加了 8%，而且单店的平均销售磅数经过好几年来的下滑，首次呈现正成长。

广告在这一出色业绩中扮演着很重要的角色，去年我们的广告预算从原先的 400 万增加到 500 万美元，通过我们的广告代理商 Hal Riney 合伙公司，将钱 100% 花在传达喜诗糖果之所以能够如此特别的品质之上。

在我们的媒体业务，像是布法罗报纸，我们销售广告。在其它的业务，像是喜诗糖果，我们是广告客户，反而变成买主，然而当我们买广告时，我们做事的方式跟我们当初在卖广告的诉求是一致的，去年喜诗糖果在报纸广告上的花费是原来的三倍，这是我印象之中占营业额比例最高的一次，不过所得到的回报却更是惊人，对于能

有这样的成绩，我们相当感谢 Hal Riney 与定向良好的报纸的宣传效果。

喜诗杰出的表现已成为常态，但 Chuck Huggins 的管理却绝对不是侥幸，每天他都全心全意专注于生产与销售各个环节，将品质与服务观念传达给公司上上下下几千位员工，每年销售超过 2700 万磅的糖果，在一家拥有 225 家店面，再加上大量邮购与电话购买业务，要让每个客户都能够满心欢喜的离去，实在不是一件简单的事，不过这差事到了 Chuck 的手上，总是让人感觉轻松自在。

内布拉斯加家具店的销售额与税前收益在 1989 年又创新高，但是这伴随着一项坏消息，52 年前以 500 美元创立这家店的 B 夫人，由于与家族其它成员在地毯部门的改造和营运上意见不合，在五月决定离职。

B 夫人可能是现存美国人中最聪明的生意人，但在这件事上我却必须站在家族其它成员的这一边，过去三年来，当店内其它部门营收平均增长 24% 之时，地毯销售却减少 17%，（这并不是代表 B 夫人的销售技巧退步，因为她个人卖的商品绝对比店内其它营业员要多的多）。

大家应该很高兴 B 夫人让 Horatio Alger 笔下的英雄看起来像是浴血奋战后的失败者，以 96 岁的高龄，她却执意再另创新事业，而且还是一样，卖家具跟地毯，同样地，每个礼拜工作七天。

在原来的家具店，B 夫人的子孙们还是继续支撑这家全美最大也最成功的家具业务，他们实在是相当优秀的生意人，管理者，跟他们一起相处实在是很愉快的一件事。有一件事可以显示他们的聪明才智，在 1989 年第四季，地毯部门在奥马哈地区的市场占有率从前一年度的 67.7% 增加到 75.3%，相当于第二名竞争者的六倍。

内布拉斯加家具店与波仙遵循的是相同的成功模式：(1)商品种类齐全、应有尽有(无与伦比的深度和广度)；(2)营运成本极低；(3)精明的采购，大量进货成本低；(4)低毛利，价格远低于同行；(5)亲切的个性化服务与家族式的管理。

另外补充一点，在 1989 年内布拉斯加家具店增加 20% 的报纸广告量，打破 1988 年记录，仍是当地报纸的最大 ROP 广告客户，(ROP 指印在报纸上的广告，而非夹报)，就我所知，奥马哈是唯一一个以家具业者为最大报纸广告客户的地区，许多客户在 1989 年都消减广告投放，但是就我们在喜诗糖果与内布拉斯加家具店的经验来说，这实在是个天大的错误。

布法罗新闻报在 1989 年有三点特别值得一提：首先，在所有主要的都会报纸中(不管是日报或是周末版)，布法罗新闻报的家庭渗透率是最高的(即当地家庭每天订购报纸的户数)；第二，新闻比率为 50.1%(报纸所有版面

中，新闻所占的比率)，而 1988 年是 49.5%，这比率代表布法罗新闻报的新闻内容要比其它同类型的报纸要丰富许多；第三，在同业获利频频下滑之际，布法罗新闻报连续七年盈利。

从某种程度而言，这三个因素是相关的，虽然很明显的高新闻比率会大幅减少获利，但是精彩丰富的新闻又能够吸引广大的读者，从而增加渗透率。而高的渗透率反过来又会使得报纸对广告商特别有价值，因为这好像让他们通过一个扩音器对整个社区进行宣传，相对的，一家渗透率低的报纸对于广告商的吸引力就大大的降低，到最后一定会使得广告费收入与获利节节下滑。

必须强调的是，我们的渗透率并不是个意外，也不是自然而然的一件事，以布法罗新闻报的大本营伊利县(Erie)来说，当地的人口数从 1970 年的 111 万人一路减少到 1980 年的 101 万，再到 1988 年的 96.6 万人，但报纸发行量的变化却完全相反，1975 年在我们刚准备开始发行周日版之前，一家布法罗当地相当悠久的报纸《信使快报》周日版的发行量约为 20.75 万份，去年在总人口比当初还少 5%的情况下，《布法罗新闻报》的发行份数却有 29.27 万份。我相信，在美国其它周日版地区，这样的渗透率增长都罕有匹敌。

能够如此成长同时又得到家乡父老如此的支持，一定有人居功至伟，我想总编辑 Murray Light 应该是当之无愧，是他日复一日创造出如此发人深省、有用且有趣的产品，当然发行与生产部门也一样功不可没，一家报纸若是因为印刷或配送问题而时常误点，不管他的内容有多精彩丰富，一定会影响客户订阅的意愿的。

Stan Lipsey 报纸的发行人，他创造的利润完全匹配我们的产品竞争力，我相信，相比普通的经理人，Stan 管理能力至少让我们报纸的经营收益增加五个百分点以上，这真是令人赞叹的表现，这只有完全熟悉企业大小事物的优秀经理人才有办法做到这样的成绩。

Stan 的知识与才能也延伸到编辑出版之上，早期他个人的生涯多花在新闻采访之上，曾经花了相当多的时间报导一系列的故事，并在 1972 年为奥马哈太阳报赢得新闻界的最高荣誉普利策奖。Stan 与我已经共事长达 20 年之久，同风雨共彩虹，实在很难再找到像他这么好的伙伴。

费区海默的 Heldman's 家族(Bob, George, Gary, Roger, Fred)继续表现不凡，1989 年的获利因为 1988 年的一件大的并购案出了点问题而略受影响，所幸问题及时获得解决，所以费区海默的投资报酬还是相当不错。

像我们其它的管理人，Heldmans 家族对于其业务的了解巨细靡遗，去年的年度股东会时我曾经半开玩笑的说，只要犯人一进到监狱，Bob 就可以马上知道他的身材尺寸是多少。毫不夸张的说：不管你跟他们提到全美哪

一个地区，他们都相当清楚当地的市场与竞争对手的状况。

虽然我们是在四年之前买下费区海默的，但查理跟我却从来没有去参观过他们的工厂或是位在辛辛那提的总部，我们有点像是无聊的 Maytag 维修工人，由于 Heldman 家族出品的管理太好，以致于我们从来就没有接过叫修的电话。

拉尔夫·谢伊(Ralph Schey)还是继续发挥他的长才，为我们管理最大的集团：世界百科全书、柯比吸尘器与斯科特费泽制造集团，自从我们买下这些企业以来，他们的税前收益年年都在增加，投入资本回报率 ROIC 相当可观，Ralph 所领导的企业集团真是够大，旗下事业加总起来足以名列世界 500 强，而若以 ROIC 的角度来看，大概可以让他排在前十名。

有好几年，世界图书公司只在芝加哥的一个商业广场集中营运，有鉴于租约即将到期，未来它将分散成四个地点，搬迁的费用相当的庞大。尽管如此，1989 年的获利还是会增加，再过一年，搬迁的费用才会消失。

柯比的生意去年特别的旺，尤其是在国际出口方面的成长惊人，过去两年来的业绩已成长了一倍，四年来成长了四倍，市场占有率从 5%增加到 20%。我们 1989 年最大的资本支出就花在柯比身上，预计在 1990 年会有一次重大改款。

Ralph 的业务部门所贡献的收益大概占非保险部门的 40%左右，当我们在 1986 年初买下斯科特费泽时，能将 Ralph 一并挖过来当经理人，跟我们当初买下这家公司一样地重要，除了贡献可观的收益之外，Ralph 管理资金也是一把好手。这些能力使得伯克希尔能够获得源源不绝的资金，让我们回头可以再做更多更好的投资。

以上就是我们的职棒先发阵容！

保险业务营运

下表是财产意外险业的几项重要指数

年度变化	保费收入增长率	综合比率	损失赔付增长率	通货膨胀率
1981	3.8	106.0	6.5	9.6
1982	3.7	109.6	8.4	6.5
1983	5.0	112.0	6.8	3.8
1984	8.5	118.0	16.9	3.8
1985	22.1	116.3	16.1	3.0
1986	22.2	108.0	13.5	2.6
1987	9.4	104.6	7.8	3.1
1988	4.4	105.4	5.5	3.3

1989 预估	2.1	110.4	8.7	4.2
---------	-----	-------	-----	-----

综合比率代表的是保险的总成本(损失加上费用)占保费收入的比率, 100 以下代表会有承保收益, 100 以上代表会有承保损失, 若把持有保费收入浮存金(扣除股东权益部分所产生的收益)所产生的投资收益列入考量, 损益两平的范围大概是在 107-111 之间。

基于前几次年报所说明的理由, 即使是通货膨胀在这几年来相对温和, 我们预期保险业每年损失增加的比率约在 10%左右, 若是保费收入增长没有到达 10%以上, 承保损失将会增加, (事实上过去 25 年以来, 理赔损失系以 11%的速度在增长)。不过, 保险公司在业务恶化时, 会习惯性地降低准备金, 可能会暂时掩盖恶化的程度。

去年我们曾说, 在未来两年内综合比率肯定会继续上升, 甚至还会加速。今年我们不会预测加速度, 但必须重复去年的预测。保费收入的增长率远低于最低 10%增长的要求, 而且大家要记住, 10%只表示能抑止综合比率上升的情况, 却不能使它下降。

1989 年综合比率增加的幅度略高于我们的预期, 原因在于意外灾害(主要是 Hugo 雨果飓风)特别严重, 这部分造成的影响大约占了 2 个百分点, 假若 1990 年能够回到正常情况, 相较于 1989 年因灾难升高的基础, 综合比率可能只会增加一点点, 然而到 1991 年, 可能又会大幅度提高。

保险分析师常常会讨论到承保周期并预测它下一次反转的时点, 如果那个名词是用来表示节奏性, 则我们认为他们是用词不当, 把这个产业情况完全搞错了。

几十年前, 当产业界与政府监管机构合作以卡特尔方式开展业务时, 这个词或许还适用。当时, 综合比率有节奏波动只因两个原因, 两者都与递延性相关。第一, 分析过去的的数据, 并据以订定新的校正费率, 并适用于所有的保险业者之上; 第二, 所有的保单通常是一至三年为期, 这代表着一张错误定价的保单到期通常需要相当长时间, 所以, 新费率的实施影响有其递延性。这两个因素使得综合比率的变化有脉络可循, 同时没有明显的价格竞争通常就保证行业利润会在整个周期中得到平滑, 并获得满意的回报。

不过卡特尔的年代一去不复返了, 现在行业中有几百家公司在销售同一种商品, 价格各自独立, 在这种情况下, 不管所卖的商品是钢铁或是保单, 除了产能短缺的情况之外, 整体同业的获利一定很可怜。不过这些时期发生的频率, 以及它们持续的时间决定了相关行业的平均盈利能力。

在大部分的产业, 产能是以具体的事物来呈现, 不过在保险的世界里, 产能所代表的却是指财务数字, 亦即假设一家公司的账面价值有 Y, 那么他只能承接不超过 X 的保单。就实务而言, 做这样的限制其实效果相当有

限，主管机关、保险中介与客户对于资本紧张的保险公司的反应都很慢，而且，当公司严重夸大其资本时他们仍默许。因此，一家资本规模不大的保险公司，只要他们愿意，照样可以接下一大堆保单。归根结底，**整个保险业的供给产能，主要还是视保险公司经理人本身的心态而定。**

在了解内情之后，大家不难预知这个产业未来的获利情况，获利要好只有当供给短缺时才有可能发生，而供给短缺只有当保险业者感到害怕时才有可能发生，而偏偏这种情况又很少见，且可以确定短期之内不会出现。

有些分析师认为，最近刚实施的保险业新税法过于繁重，同时加上雨果飓风与加州大地震，将会使保险费率大幅提高。我们并不认同这样的看法，因为这些负面的因素并不会抑制同业以现在的价格承接保单的渴望，因此1990年的保费收入应该无法增长10%以上，也就是说，整体的承保亏损可能还会继续恶化。

业者同时也会宣称保险业需要调高价格才能维持一般美国企业的获利水平。当然事实确是如此，钢铁业也一样，但需求与欲望，和产业长期的获利并无绝对相关，反而是经济实质现况才是决定结果的关键因素。只有当价格不上涨，保险同业就不接生意时，保险业的获利能力才会提高，但现在离那样的情况还很远。

伯克希尔1990年的保费收入可能会降至1.5亿美元左右，从1986年的10亿保费收入一路跌下来。一方面是因为我们传统的业务持续在萎缩，一方面是消防员退休基金这项业务在去年8月已到期。但不管业务量下降多少，都不会影响到我们，我们完全没有兴趣去接那种明显会赔钱的保单，光是那些看起来有赚头的生意就够我们受的了。

然而我们对于价格合理的生意胃口却很足，1989年有一件事可以说明这一点，它那就是巨灾再保险业务(Super-Catastrophe)，也就是直接保险公司(也包含再保公司本身)购买的再保合约，以保护自己免受像是龙卷风或是飓风等单一灾难事件所可能引发巨额损失的风险。在这些再保合约中，原始的保险公司可能会保留一个单一的损失上限，如1000万美金，然后在此之上买进好几层的再保险。当损失超过自留的部分时，再保公司依规定就要支付超过的部分，最高比例可达95%，(之所以要求保险公司本身每层保留5%，是为了让保险公司与再保公司站在同一阵线，避免保险公司慷再保公司之慨)。

CAT保险的保单通常是一年期，一般可以自动延期一年，这样的条款主要是保护保险公司避免因重大灾害发生后投保出现空窗期，事件发生的持续期间通常由合约限定在72小时以内，在这种定义之下，一场持续三天的大风暴所造成的损害，可被归类为单一事件。要是大风暴持续四天以上，则保险公司可以切割出其受害最惨重的

72 小时，超过的部分则必须视为另一个独立的事件。

1989 年有两件特殊的事件发生，第一，雨果飓风给南卡罗莱纳州造成 40 亿美元的损失，这是在加勒比海发生相同规模的灾害之后仅仅 72 小时多一点；第二，几个礼拜之后，加州大地震又接连发生，造成难以估计的保险损失。受到两次或有可能是三次重大灾难冲击，许多有买 CAT 保险的直接保险公司及再保险公司，要么自动使用了第二次投保权，要么不确定是否自己这样做了。

在当时许多卖 CAT 保单的业者亏了一屁股，尤其是第二次自动投保部分，根本收不到足够多的保费。由于有许多变量，保费通常会足保额的 3-15%不等。几年来，我们一直认为这种保费是不够的，所以没有介入这个市场。

但是 1989 年的大灾害，使得许多 CAT 业者穷于填补保险客户的伤口，使得地震灾后保单供给发生短缺，保费价格很快地就回到相当吸引人的水准，尤其是 CAT 保险公司本身为自己所买的再保保单。立竿见影的是，**伯克希尔主动提出可以承保价值高达 2.5 亿美元的灾难保单，并在行业刊物上登了广告宣传**。虽然没有达到我们预期的额度，但我们忙碌了十天下来，所签的保单金额也是相当可观。

世界上再没有其它再保公司会像我们一样，愿意一口气接受如此大金额的投保，当然也有保险公司偶尔会愿意接下 2.5 亿美金的灾害理赔保险，但前提是能向其它保险公司分保出去，当他们找不到分散风险的再保公司时，他们会马上退出市场。

相反，伯克希尔的政策则是保留保额，而不是把他们分保出去，当保险费率看起来有利可图，我们很愿意承担更多的风险，以外界的标准而言，那应该是个大数字。

我们之所以愿意承担比一般保险公司更多的风险，主要有两个原因：(1)以监管标准，我们的保险公司账面价值高达 60 亿美金，位居全美第二；(2)我们并不在乎每季或每年的短期收益数字，只要长期而言，这些决策是基于稳健获利的立场所作的明智决定。

很明显的如果我们承保 2.5 亿保额的巨灾再保险，并全部保留下来，很有可能我们会在一个季度内损失 2.5 亿，这种机率虽然很低，却并不表示没有可能，若真的发生那样的损失，我们的税后损失大概会是 1.65 亿，尽管这大大超过伯克希尔一个季度所赚的收益，但这只会让我们丢了面子，还不至于失了里子。

这种姿态在保险业界来说实在是少之又少，典型的做法是，保险公司愿意接下很多的保单以确保公司每年可

以获得一个平庸的收益，但他们却不愿意公司在某一个单季发生大额的损失，即使这种导致短期损失的策略可以获致更长远的利益。我想我能够体谅他们的立场，对股东最有利的事并不一定对经理人最有利。幸运的是，查理和我的工作保障与身家利益与所有的股东皆一致，我们愿意被人当作是傻子，只要我们自己知道我们不是个傻子。

事实上我们这样的经营策略让我们成为市场上的稳定力量，当供给短缺时，我们可以马上进场满足大家的需求，而当市场过于饱和时，我们又会立即退出市场观望，当然我们这样的做法并不只是为了达到市场的稳定而已，我们之所以会这样做是因为我们认为这样才是最合理、对大家最有利的做法，当然这样的做法间接达到稳定市场的效果，在这种情况下，亚当·斯密所说的市场"看不见的手"确实起作用了。

现阶段，相较于保费收入，我们浮存金规模相当大，这样的情形应该可以让我们往后几年获得像 1989 年那样不错的结果。承保损失应该也可以接受，相较之下我们靠投资所赚得的收益却更为惊人，只是这种好现象可能会随着浮存金的流失而渐渐光芒不再。

不过在某个时点，还是有机会能够让我们找到大额且有利可图的生意，Mike Goldberg 与其经营团队(Rod Eldred,Dinos Iordanou,Ajit Jain,Phil Urban,Don Wurster)，长期而言可以为我们创造有利的地位。

投资业务

在为我们的保险业务选择有价证券投资之时，我们主要有五种选择：(1)长期股票投资；(2)长期固定收益债券；(3)中期固定收益债券；(4)短期现金等价物；(5)短期套利交易。

对于这五种类型的交易，我们没有特别的偏好，我们只是持续不断地寻找最高的税后回报率，以预计的数学期望值衡量，并且仅限于我们自认为理解并熟悉的投资上，我们无意让与短期的报告收益好看，我们的目标是让长期的账面价值极大化。

下表是我们市值超过一亿美元以上的普通股投资，一部分的投资系属于伯克希尔关系企业所持有。

股份数量	公司名称	成本	市值	单价
23,350,000	可口可乐-大幅增持	1,023,920	1,803,787	43.9
3,000,000	首府/ABC 广播公司	517,500	1,692,375	172.5
6,850,000	GEICO 保险	45,713	1,044,625	6.7
1,727,765	华盛顿邮报	9,731	486,366	5.6
2,400,000	房地美优先股	71,729	161,100	29.9

表上的投资组合与去年几乎相同，只有一项投资的持股有变动，我们将可口可乐的持股数由去年的 1417 万股

提高到今年的 2335 万股。

这次的可口可乐投资，提供了一个机会来证明你们的董事长对投资机会的反应是多么的快速，不管这些机会是如何的不明确或是被隐藏。我记得我是在 1935 年或 1936 年第一次喝到可口可乐的，不过可以确定的是，我从 1936 年开始以 25 分钱半打从巴菲特父子杂货店批货后，在以每罐 5 分钱卖给邻居街坊，作为我个人从事高毛利零售业的开端，我也深深观察到这项产品给消费者特殊的吸引力及背后所代表庞大的商机。

在往后的 52 年内当可口可乐席卷全世界的同时，我也持续地注意到这种特质，然而在同一时间，由于我个人过于小心谨慎以致于竟然连一股都没有买，反而将大部分的个人资产投注在有轨电车公司、风车公司、煤炭公司与邮票公司之类的股票之上，(如果你认为这是我编造的笑话，我可以再告诉大家确实的公司名称)，直到 1988 年的夏天，我的大脑才与眼睛建立了联系。

一时之间，我的观感与眼界大开，经过 1970 年代一度萎靡不振之后，可口可乐在 1981 年新任 CEO：Roberto Goizueta 的带领下，焕然一新，Roberto 加上唐·基奥(Don Keough 曾经是我在奥马哈的对街邻居)，经过思考并聚焦了公司的政策后，切实地加以执行，使得本来就已是全世界最无处不在的产品又平添新动力，尤其是来自海外的营收更呈现爆炸性的成长。

(罗伯特·戈伊苏埃塔/郭思达，Roberto Goizueta，古巴人，1982 年 7.5 亿购买哥伦比亚电影公司用于宣传可口可乐，1989 年 48 亿卖给 Sony 赚了大钱；1985-1987 年的可乐之战，美国商界 100 年来最重大的商业失误之一。自 1981 年执掌，1997 年去世，工厂和麦当劳降半旗，期间可口可乐市场份额 15%增长到 50%，市值从 45 亿增长到 1450 亿。1988 年巴菲特买入时市值只有 150 亿。《我愿全世界都买可口可乐》《可口可乐帝国》)

利用其罕见的营销与财务方面的技能，Roberto 将可口可乐产品的成长与股东的利益极大化，通常一家消费性商品的 CEO，基于个人过去的经验与个性，会偏向公司的营销或财务一边而牺牲其他方面，但是 Roberto 却能够将两者调和到极致的境界，这样的结果实在是股东们前世修来的好福气。

当然我们应该在 Roberto 与 Don 开始接掌公司时，就早点买进该公司的股票，事实上，要是我有足够的远见，早在 1936 年我就应该说服我爷爷干脆卖掉杂货店，然后将钱全部用来买进可口可乐的股票，这次我终于吸取了教训：我对下一个极具吸引力的想法的响应时间将被缩短到 50 年以内。

就像是我上次所提到的，相较于过去，我们这些被投资公司的股价已高于其内在价值，虽然目前这种价位还没有高到令人流鼻血，但难免会受到大盘波动的影响，当然股价下挫一点都不会造成我们的困扰，甚至反而对我们有利，但不可避免地可能会造成伯克希尔年度账面价值的减少。我们认为，至少在未来三年中有一年，这种减少几乎是肯定会发生。事实上，只要我们的投资组合总市值同比下降 10%左右，伯克希尔的净资产就会下降。

我们持续受惠于这些被投资公司经理人，他们高品格、能力佳且设身处地为股东着想，我们能够有这么好的投资绩效，可以说是完全仰赖这些经理人不凡的人格特质。

去年我曾向各位报告，1989 年可能会减少在套利投资方面的活动，结果正是如此，套利投资是短期资金的替代去处，有时我们手头上没有太多的现金，就算是有我们也宁愿选择不参与套利，**主要的原因是因为最近这些企业活动实在是没有太大的经济意义，从事这类套利交易就好象是在玩博傻游戏**，正如华尔街人士 Ray DeVoe 所说，天使回避的地方傻瓜却趋之若鹜。我们三不五时会从事大型的套利交易，但只有当我们觉得胜算颇大时，才会考虑进场。

除了后面会提到的三项可转换优先股投资之外，我们大幅减少在中长期的固定收益债券部位，尤其是长期部分，唯一持有的就是华盛顿公共电力系统 WPPSS 债券，其息票从低到高不等。去年我们处分了部分当初以相当低折价买进的低息债券，处分价格只比高级免税债券略低，是原始投资成本的一倍，外加每年 15-17% 的免税利息收益。保留了 WPPSS 高息债券，有些即将在 1991 年或 1992 年到期，剩下的则会在 1990 年中到期时赎回。

年内还卖了不少中期的免税债券，当初买下这些债券时就曾说过，只要时机成熟找到更好的投资标的，我们会很高兴地把他们给处分掉，不管届时的价格是高于或是低于我们的投资成本，如今时机确实成熟了，所以我们便将大部分的债券出清，所得的报酬还算不错，总结下来我们 1989 年从出售免税债券所获得的税前收益大概在 5100 万左右。

我们将出售债券所得的收入连同期初帐上的现金与年中所赚取的收益，通通买进三种**可转换优先股**，第一种是在 7 月，我们投资吉列公司优先股 **6 亿美金，年息 8.75%**，十年强制赎回，并有权以 50 美元的价格转换为普通股；之后，我们又投资全美航空优先股 **3.58 亿美金，年息 9.25%**，十年强制赎回，并有权以 60 美元的价格转换为普通股；最后在年底，我们又投资造纸公司冠军国际集团优先股 **3 亿美金，年息 9.25%**，十年强制赎回，并有权以 38 美元的价格转换为普通股。

与标准可转换优先股不同，这次我们所拥有的是在限定时间内不得出售或转换的，所以，我们无法从普通股的短期价格波动中获利。并且我已经加入吉列的董事会，至于美国航空或是冠军公司则没有，(我很喜欢现有加入的董事会，但由于分身乏术可能无法再加入其它公司的董事会)。

吉列的业务与我们喜爱的类型非常相近，查理跟我都熟悉这个产业的经济状况，因此我们相信可以对这家公

司的未来做一个合理的预估，(若是没有试过吉列新的感应式刮胡刀，赶紧去买一个来试试!)，但是我们就没法预测投资银行业、航空业或是造纸业的未来经济前景，(我们在 1987 年买下所罗门公司的可转换债券)。当然这并不表示他们的未来就是悲观的，基本上我们是不可知论者，而不是无神论者。所以，由于我们对这些业务缺乏强有力的论点支撑，因此我们在这些产业上所采的投资方式就必须与那些显而易见的好公司好产业有所不同。

不过有一点很重要，**我们只跟我们喜欢、欣赏且信任的人打交道**，像是所罗门的 John Gutfreund、吉列的 Colman Mockler Jr.、全美航空的 Ed Colodny 与冠军国际的 Andy Sigler 都符合我们的标准。

同时他们对我们也相当的信任，坚持让我们的优先股在可完全转换的基础上拥有不受限制的投票权，这在一般美国大企业融资案里头并不多见，事实上他们相信我们是聪明的老板，看的是未来而不是现在，就像我们相信他们是聪明的经理人一样，不但会看未来同时也会顾及现在。

这种可转换优先股的投资方式可以确保，即便是我们被投资的公司面临产业前景不佳的环境时，仍能确保我们可以得到普通的回报。但如果它们能够获得与美国工业普遍水平相当的回报，我们将获得确实诱人的结果。我们相信吉列在 Colman 的领导之下，吉列将远远超过这一水平。另外即使是面临产业不佳的前景，John 与 Andy 应该也不会让我们失望。

(吉列公司成立于 1901 年，吉列公司的创始人名叫金克吉列，年轻的时候是一名推销员和作家，一次刮脸突发奇想，将刀片与刀柄分离彻底解决老式剃刀难用的问题，想法从萌生到真正设计出图纸做出模型直到申请专利共花去 6 年，1901 年 12 月终于获得了专利。随后他与一位工程师尼克森合作，花了好几年，在 1903 年终于成功地生产出世界上第一把安全剃须刀柄和刀片。一战二战美军对着装有严格要求，采购大量剃须刀配发部队让吉列在全球名声大震，随后，吉列快速发展，在美国市场占有率高达 90%，全球市场的份额竟达到 70% 以上。

1980 年代杠杆并购兴起，吉列遇到了数次恶意收购，1986 年至 1988 年，吉列公司遭遇来自佩雷尔曼-雷夫隆公司两次和康尼斯顿公司一次恶意并购。为应对收购，吉列公布毒丸计划并大幅精简业务，从多元化转向强化核心业务，陆续出售了石化业务，眼镜零售业务，软件业务，商场业务，美容业务等。回笼资金用于回购股票，并背负 18 亿美元债务。

巴菲特在很多公司都购买了 100 股的股票，目的只是想及时得到这些公司的年报，"而不是被证券交易所的假象所迷惑"。有一天晚上，巴菲特阅读公司年报的时候，看到了吉列公司的年报，他意识到吉列公司很可能需要更多的资金："我认为，他们也许会对大手笔的投资感兴趣，因为他们已经在股票赎回业务中耗尽了资金。"巴菲特在查阅了吉列公司董事会成员名册之后，给一位董事琼西斯科打了一个电话，向他了解与公司管理层讨论投资事宜的可能性。西斯科马上与当时的吉列公司董事长科曼莫克勒取得了联系，几天之后，科曼莫克勒来到了奥马哈。巴菲特亲自到机场迎接莫克勒，并驱车到奥马哈新闻俱乐部共进午餐。

"1989 年夏季，吉列公司的实际长期价值远高于公司股票的市场价值。考虑到吉列公司的长期收益能力、良好的现金流量、完善的管理机制及其包括吉列刀片和钢笔在内的主要产品，沃伦巴菲特绝对不会错过这样一个对伯克希尔哈撒韦有利可图的大好投资机会。"莫克勒说。"我们相处得非常融洽，我们毕竟都是来自美国西部。我很喜欢这个家伙，我们的谈话也很成功。"巴菲特提出以购买优先股的形式进行投资。"我记得自己对他说，'投资金额可以在 3-7.5 亿美元，具体金额可以由莫克勒根据自己的条件进行选择。'"双方马上开始了正式谈判。尽管吉列公司的董事会非常愿意接受来自巴菲特的投资，但是具体的投资条款还需要通过进一步的谈判加以确定。于是，巴菲特和莫克勒开始了谈判，虽然他们发现彼此都对对方有相当好的印象，但是莫克勒对巴菲特最初提出的建议稍有微词。最终的谈判是查理芒格和吉列公司董事会的律师们之间进行的，最后由巴菲特和莫克勒签署了正式协议。在琼西斯科的推动下，巴菲特完成了对吉列公司的投资，"这绝对是一个非常明智的投资"。

1989 年 7 月，巴菲特正式以 6 亿美元投资于吉列公司的优先股。1991 年转股。2005 年 1 月，吉列公司被宝洁并购，股价猛涨，巴菲特所持 6 亿吉列股票市值已达 57.88 亿美元。15 年回报约 10 倍。并购成功后，巴菲特持有

的吉列公司 9600 万股股票转化为 1 亿股宝洁公司的股票，相当于宝洁总股份的 3%。)

不管在任何情况之下，我们预期这些可转换优先股都可以让我们收回本金加上股利无虞，然而若是我们真的只能收回这些，那么这样的结果将是相当令人失望的，因为我们必须被迫牺牲流动性，这有可能让我们在往后的十年内错失更好的投资机会。在这种情况下，在一般的优先股对我们没有任何吸引力的时期里，我们将只能获得优先股股息。所以，唯一对伯克希尔有利的是，我们的被投资公司本身的普通股也能有优异的表现。

这要靠好的经营团队再加上可以忍受的产业环境，不过我们相信，伯克希尔对这四家公司的资金投入，也能够对这些公司与其股东的长远利益有所帮助，这是由于，他们可以确信，这些公司的背后，现在有一个稳定又关心公司的大股东在默默地支持他们。在与被投资对象打交道时，查理和我将给予支持、提供分析帮助，并立场客观。我们认识到，我们正在与经验丰富的首席执行官合作，他们能充分掌控自己的业务，但我想，他们应该也会很珍惜，我们这些与产业背景完全不相关的客观人士所给予他们的经验交流。

这些可转换优先股的回报，当然比不上那些具有经济优势却还没被市场发现的好股票，或许也比不上那些我们可以买下 80%以上股权的，拥有优秀管理层的优良企业并购案，但大家要知道后面这两种投资机会相当的稀少，实在是可遇不可求，尤其是以我们现在的资金规模，实在是很难找的到适合的投资标的。

总而言之，查理跟我认为这类的可转换优先股投资应该可以让我们获得比一般固定收益债券更好的投资收益，同时我们也可以在這些被投资公司中扮演一种次要的但富有乐趣和建设性的角色。

零息债券

去年九月，伯克希尔发行了 9 亿美元的零息可转换次级债券，目前已在纽约证券交易所挂牌交易，由所罗门公司负责本次的债券承销工作，提供了我们宝贵的建议与完美无缺的执行结果。

大部分的债券当然需要按时支付利息，通常是每半年一次，但是零息债券却不须要马上支付利息，而是由投资人在以相当大的折价幅度在取得债券时预先扣除，实质的利率则取决于发行的债券价格、到期面值与发行时间的长短而定。

以我们这次发行的债券来说，发行价是面额的 44.314%，15 年到期，对于买下这次债券的投资人，约可获得相当于 5.5%的年回报率，因为我们只拿到 44.31 美分，所以这次扣除 950 万美元的发行费用，我们实得的款项是 4 亿美元。

这次发行的债券面额是 1 万美元，每张债券可以申请转换为 0.4515 股的伯克希尔股份，因为每张债券的发行

价大约是 4431 美元，所以代表转换为伯克希尔的价格大概是 9815 美元，比市价有 15% 的溢价，同时伯克希尔有权在 1992 年 9 月 28 日以后加计利息(5.5% 的年利率)赎回这些债券，至于债券持有人也有权在 1994 年和 1999 年的 9 月 28 日，要求公司加计利息赎回其所持有的债券。

就税负的观点而言，虽然没有马上支付利息，但伯克希尔每年仍可享受 5.5% 利息支出的所得税扣抵，由于减少了税负支出，所以就现金流量的角度而言，我们每年还有现金净流入，这是一项不错的好处，当然一些不可知的变量，使我们无法确定这次发行真正的资金成本，但不管怎样，应该都低于 5.5%，而相对的债券持有人每年还是要支付 5.5% 的利息所得税，虽然他们根本没有收到任何的现金利息收入。

去年我们与其它公司所发行的类似债券(尤其是 Loews 与摩托罗拉公司)，与这几年盛行的零息债券有相当大的差异，对于后者，查理跟我一直有相当的意见，后面我会再详加说明，我们认为这些债券隐藏着欺骗行为，对买下他们的投资人有相当不利的影响，不过在谈论这个话题之前，让我们把时光回溯到亚当还未引诱夏娃啃下苹果之前的时代。

如果你像我这样的年纪，曾在二次世界大战期间买了第一批最有名的 E 系列美国储蓄零息债券，这种广为流传的债券是有史以来发行量最大的债券，几乎每两个家庭就会有一个家庭持有，当然，在当时没有人会把它当作是零息债券的一种，因为这名词当时还未出现，但基本上它就是一种零息债券。(E 系列债券最初是为了资助美国卷入第二次世界大战而发行的。它们以低于面值的价格出售，到期时按面值全额支付。E 系列债券在战后仍然作为美国储蓄债券发行，并于 1980 年被 EE 系列储蓄债券取代，也被称为“爱国者债券”)

这种债券的面额最小的只有 18.75 美元，买下 10 年后美国政府必须偿还 25 美元，投资人大概可以获得 2.9% 的年投资回报率，在当时这是相当不错的一项投资，2.9% 的年利率远高于普通的政府债券利率，且持有人不必担心利率波动的风险，而且他可以随时予以变现，利息不会被打折太多。

第二种形式的美国零息国债。出现在十几年前，也相当的不错，一般的债券有一个很大的问题，那就是虽然它的票面是 10%，但持有人却不一定能够保证就能得到 10% 的回报率，因为要能获得 10% 的话就必须把收到的利息按 10% 回报率再投资出去才行，若是所得的利息之后只能得到 6% 或 7% 的报酬，则最后结算的回报率可能没有办法达到 10% 的预定回报，这对于退休基金或是其它具有长期负债的投资者来说(保险公司)，这种“再投资风险”可能是一个很严重的问题。储蓄债券则可以解决这样的问题，只可惜它只能发行给个人而且面额都不大，对于大买家来说，它们需要的是类似这种储蓄债券的替代品。(零息债券也被称为零息票美国国债，当股票价格下跌时，它们的价格通常会大幅上涨。但是，这种显著的优势也伴随着一些独特的风险。由于对利率的敏感性，零息债券具

有极高的利率风险。如果美联储加息，零息债券价格将大幅下跌。他们也没有利息支付来缓冲下跌。)

这时创意十足的银行家就适时出现了，(我很高兴的向各位报告那就是所罗门兄弟公司)，它们从标准的政府债券中，分拆出大家所想要的零息债券，每一张债券都跟储蓄债券一样，在未来的某一天到期后可以拿回完整的一笔钱，举例来说如果你可以将 20 年期每半年付息的债券，分拆成 40 张到期日分别为半年到 20 年不等的零息债券，之后再将到期日相同的债券并起来对外出售，假设现行的收益率为 10%，半年期的价格大概是 95.24%，20 年期的则只有 14.20%，如此一来所有购买这种债券的投资者就可以明确的确保它可以获得的回报率，分拆债券这几年因符合长期的退休基金与 IRA 个人退休帐户投资者需求，广受欢迎而大量流行。

但就像是华尔街经常会发生的，不管什么好东西到最后都会变质，最近几年来零息债券，以及功能类似的实物支付债券(pay-in-kind 债券，每半年发放一次 PIK 债券作为股息取代支付现金)，有一大部分是垃圾债券等级。对这些发行公司来说，零息债券有一个很大的好处，因为在**发行后直到到期日前根本就不必付出任何资金**，所以根本就不会出现无法偿付的违约情况。事实上，如果最不发达国家的政府在 1970 年代，除了长期零息债券之外就没有发行过其它债券，那么它们作为债务人的记录到现在将一尘不染。

这原则实在是管用，如果你郑重承诺在很长一段时间内不支付任何费用，你就不必长期违约。这一原则并没有被寻求为更不稳定的交易融资的发起人和投资银行家所忽视。不过债权人花好长一段时间才接受了这种做法：当杠杆并购热潮开始之前，**投资者只敢在合理的基础上借款，因为债权人会保守地估计其未来的现金流量，即经营收益加上折旧与摊销再扣除常态化的资本支出，必须要能够确保未来的利息支出与本金的支付。**

之后随着肾上腺素升高，**并购价格持续飙高使得所有的预估现金流量都必须被分配用来支付利息，没有留下任何东西来偿还本金。**接着放款人对于本金偿还的态度就变得像乱世佳人中的郝思佳一样，"管他的，明天再说吧！"，而更离谱的是偏偏就有放款人愿意吃这一套，那就是专门买垃圾债券的投资者，债务从此以后只要再融资即可，根本就不用考虑要偿还，这种心态的转变在《纽约客》的一幅漫画中描写的最贴切，一个借款人痛哭零涕地握着银行贷款员的手说到，"我实在不知道该如何报答你。"

很快，借款人发现即使是新的宽松标准也具有难以忍受的约束力。为了诱使金主为更离谱的交易提供资金，这群人又引进了一个令人憎恶的新名词，叫 **EBDIT(息税折旧摊销前利润)**，来衡量一家公司偿债的能力，利用这种较低的标准，借款人故意**忽略了折旧**也是一种费用，因为它当前不需要支付现金。

这样的态度摆明了就是掩耳盗铃，95%的美国企业，长期而言，大概与累积折旧费用相当的资本支出是必须

的，其所花的每一分钱都与日常的劳工薪资或水电成本一样真实存在，即使是中学的辍学生也知道，养一台车子不只是一定要负担利息与日常油钱保养费用而已，还必须精确地考量到每月实际摊销的折旧，若是他跑到银行摆出 EBDIT 这一套说法，保证一下子就会被轰出来。

当然，在任何一个给定月份，一个企业的资本支出可以暂时不考虑，就像是一个人可以一天或甚至一个礼拜不吃东西。但是，如果这种情况变成一种坏习惯的话，身体很快就会吃不消，甚至有死亡的危险，此外，饥一顿饱一顿的进食比起稳定的进食习惯，更可能使得一个健康的人身体机能变差，不管是人体或是企业都是如此，身为一个生意人，查理跟我对于竞争对手可能没有资金进行资本支出感到欣喜。

或许你会认为，排除一项主要的费用诸如折旧等，使得原本一桩很烂的交易变成不错的交易，是华尔街聪明才智发挥到极致的表现，那你可能完全没有注意到华尔街过去几年的发展，支持者必须再找到一个更有看头的做法，来合理解释价格更离谱的并购案，不然的话，他们就必须冒着被扫地出门的风险，被其它更有“想象力”的支持者把生意抢走。

因此，通过镜子进入仙境后，发起人与其投资银行宣称 EBDIT 现在应该只根据现金利息来衡量，这意味着，在评估一项投资案的时候，那些记帐不须马上支付的利息(零息债券和 PIK 债券)根本就不必纳入考量，这样的方式不但是把折旧归到没人注意的角落，还将占利息费用很大部分的费用也给予同样的方式对待，可耻的是，许多专业投资银行家竟然昧着良心附和，反正只要确定这是客户而不是他们自己的钱就好，(称呼这群人为专业人士实在是太恭维他们了，他们应该被归类为抬轿者)。

在这种新的标准之下，一家公司假设税前有 1 亿美元的获利，同时最近一年有 9 千万的利息支出，大可以运用发行零息债券或是 PIK 债券来额外负担 6 千万只要记帐却不须马上支付利息与本金，这些利息将累积和复利，而这种债券的利率通常非常高。到了第二年，公司可能要承担 9 千万的付现息与 6900 万的记帐息，之后由于复利，记帐息持续增加，而这种高利率的融资计划，在刚开始几年还能获得有效控制，但不久之后就变成所有大型投资银行必备推荐给客户的标准融资工具。

当投资银行推出这些融资产品时，银行家们展现出他们幽默的一面，他们为几个月前几乎从未听说过的公司提供未来五年或更长时间的利润和资产负债表预测。我想如果你那天碰到这种预估表，我建议你可以参与这样的游戏：跟这位投资银行家要一份他们自己公司的过去几年的年度预算，然后跟他们实际的结果比较一下，你就知

道是什么回事了。

许久以前 Ken Galbraith 在他的名著《1929 年大崩盘》中，发明了一个新的经济名词：黑金 Bezzle，用来代表有未被发现的贪污舞弊。这种金融现象有一个很奇特的特质，那就是贪污舞弊者因为贪污舞弊而发大财，但问题是受害者却一点也没有觉得被剥夺变穷了。

Galbraith 教授敏锐地指出，这笔钱应该加进国民财富当中，从而我们可以知道心理上的国民财富为多少。理论上，一个社会若想要觉得自己经济繁荣发展，就应该多多鼓励人民去贪污舞弊，并试着不要去揭发它。通过这种方式，一个国家的财富可以大幅地增长，虽然实际上它什么有生产力的事都没做。

黑金这种充满荒唐讽刺的属性，在现实社会中却被零息债券给比了下去。利用这些零息债券，一家公司可以大大方方靠着一纸合同，享受利用借款所带来的收入，但另外一方面却不必承担支付的痛苦。以我们先前提到的例子，一家每年可以赚 1 亿美元的公司，利用这种方法，在债券投资人面前，却可以膨胀到 1.5 亿美元，只要投资人愿意充当彼得潘，不断地说“我相信你”，只要你愿意，零息债券所创造的收入是没有上限的。

华尔街以热情拥抱这项新发明工具，而那些不那么开明的人可能宁愿把这种热情留给更原始的工具如轮子或犁。终于有一种工具，可以让华尔街以不再受实际盈利能力限制的价格进行交易。结果很明显，当然就会有更多的生意上门，离谱的价格一定有卖家愿意出，就像 Jesse Unruh 说的一句话，交易就像是喂养金融世界的母乳。

此外零息与 PIK 债券还有一项特点使得支持者与银行家更愿意推行，就是东窗事发的时间可以再延长，这点可是相当的重要，如果交易所产生的后果要很长一段时间才会浮现，那么支持者就可以在这段期间做更多的交易，从中赚取更多的手续费，直到事件东窗事发。

不过到最后，炼金术，不管是冶金的或是财务上的，终究会失败。一个烂公司不可能只靠着会计或财务技巧而摇身一变成为好公司，那个宣称金融炼金术的人或许会发大财，但他靠的却是容易上当的投资人而不是企业经营成就。

不管这些债券有多少缺点，我们却必须承认许多零息与 PIK 债券应该不会还不出钱来，事实上我们自己也投资了一些，如果债券市场变得更糟，我们可能还会购买更多，（当然我们从来就不会考虑去买那些新发行债信又差的垃圾债券），任何金融工具本身不是邪恶的，只是有一些变种比其他更具作恶潜力。

所有罪过应该归咎于是那些不能按时支付利息的零息债券发行人，我们的建议是，每当有投资银行家开始提

到 EBDIT 时，或是有人在对你提供一个可以不支付任何利息(包括应付利息和应计利息)，以舒适地满足不扣除的资本支出的现金流金融工具时，请赶快捂住你的钱包。在零息债券完全兑付以前不要让他们拿走佣金，然后看看他们对这笔生意的热情还能支撑多久。

我们对于这些投资银行家的批判或许是激烈了一点，但查理和我以一贯的保守作风认为他们确实应该做好把关工作，保护投资人免于这些推销者的过度引诱，因为推销者对于佣金的饥渴就像是酗酒者对于酒精的沉溺一样。因此，投资银行家最起码也要肩负起吧台调酒师的角色，必要的时候，就算少赚一杯酒钱，也要劝客户少喝一点，以免将一个醉汉送上高速公路。不幸的是，最近几年来，不少主要的投资公司已经发现酒保的道德观是一种无法忍受的限制标准，他们解释说，近来，那些已经在华尔街的高速公路上行驶过的人还没有遇上重大的交通事故。

最后还有一个令人不平的附带说明，零息债券的愚蠢代价并不只由直接参与者承担，一些储贷机构由于是这些垃圾债券的大买家，使用来自 FSLIC 保险存款的现金。为了尽量美化报告收益数字，这些单位将这些即使还没有收到的超高利息收入全部认定为利润。许多储贷机构因此陷入困境，若是他们那些债信不佳的债务人能偿付本金，当然状况就可以顺利解决，但问题是通常他们都付不出本金，最后还必须由纳税义务人来买单。套用 Jackie Mason 的话，应该是由这些储贷机构的经理人来戴上滑雪面罩。

过去 25 年所犯的错误(浓缩版)

套用 Robert Benchley 的名言："养狗能教会男孩忠诚、忍耐，并在躺下前先转三圈。"这就是经验传承的难处。尽管如此，在犯下一个错误之前，最好能够先反省一下以前的那些错误，所以让我们花点时间回顾一下过去 25 年的经验。

首先我所犯的第一个错误，就是买下伯克希尔纺织的控制权，虽然我很清楚纺织这个产业没什么前景，却因为它的价格实在很便宜而受其所引诱，虽然在早期投资这样的股票确实让我获利颇丰，但在 1965 年投资伯克希尔后，我就开始发现这终究不是个理想的投资模式。

如果你以很低的价格买进一家公司的股票，应该很容易有机会以不错的获利出脱了结，虽然长期而言这家公司的经营结果可能很糟糕，我将这种投资方法称之为**"烟蒂"投资法**，在路边随处可见的香烟头捡起来可以让你吸一口，解一解烟瘾，但"廉价购买"将使这最后一口也利润不菲。

不过除非你是清算专家，否则买下这类公司实在是属于傻瓜行径。第一，长期而言，原来看起来划算的价格到最后可能一点都不便宜。在经营艰困的企业中，通常一个问题才刚解决，另外一个问题就又冒出来，厨房里绝不会只有一只蟑螂。第二，先前的价差优势很快地就会被企业赚取的低回报绩效所侵蚀。例如你用 800 万美元买下一家清算价值达 1000 万美元的公司，若你能马上把这家公司给处理掉，不管是出售或是清算都好，换算下来你的报酬可能会很可观。但是若这家公司要花上你十年的时间才有办法把它给处理掉，而在这之前你只能拿回一点可怜的股利的话，那么这项投资将会令人失望。时间是好公司的朋友，但却是烂公司最大的敌人。

或许你会认为这道理再简单不过了，不过我却必须经历惨痛的教训才真正的学习到。在买下伯克希尔不久之后，我又买了巴尔的摩一家百货公司：科恩百货(Hochschild Kohn)，通过多元零售公司收购的(后来与伯克希尔合并，1987 年将联合零售商店售出 Joseph Noban)，我以账面价值相当高的折扣买下这家公司，经营的人也属一流，整个交易甚至还包括一些额外的东西：未实现的房地产增值收益与后进先出法的存货会计原则。这我怎会错过？还好三年之后，算我走运，能够以成本左右的价格脱身，在跟科恩百货结束商业关系后，我只有一个感想，就像一首乡村歌曲的歌词所述的，"我的老婆跟我最要好的朋友跑了，然而我还是十分怀念我的朋友。"

我可以给各位其他廉价购买的愚蠢例子，但我相信你已经明白：以合理的价格买下一家好公司，要比用便宜的价格买下一家普通的公司要好的多。查理老早就明白这个道理，我的反应则比较慢，不过现在当我们投资公司或股票时，我们不但选择最好的公司，同时这些公司还要有好的经理人。

从这里我们又学到了一课：好骑师也要骑好马才能有好成绩，骑劣马也不行。像伯克希尔纺织与科恩百货也都有才能兼具的人在管理，很不幸的他们所面临的是流沙般的困境，若受雇于体质更好的公司，相信他们应该会有更好的成绩。

我曾说过好几次：当一个声誉卓著的经理人遇到一家经济特质堪忧的企业，通常会后者占上风。但愿我再也没有那么多精力去创造新的案例，我以前的行为就像是 Mae West 曾说的：曾经我是个白雪公主，不过如今我已随波逐流(误入歧途)。

另外还学到一个教训：选容易的事做。25 年来，查理和我一直在购买和管理各种各样的业务，但我们还是没能学会如何去解决难题，不过我们倒学会了如何去避免问题。从某种程度上说，我们之所以能够成功，是因为我们专注于识别一英尺的跨栏，而不是因为我们获得了跨越七英尺的能力。

这项发现看起来似乎不太公平，但在商业和投资领域，简单地坚持简单而显而易见的做法，通常比解决困难要好得多。当然，有时也必须去解决棘手的难题，就像是我们刚开始在布法罗创办周末版一样。在其他时候，当一家好公司遇到可以一次性解决的暂时难关，也会出现绝佳的投资机会，就像是以前美国运通与 GEICO 保险都曾经一度发生状况。不过总的来说，我们尽量做到回避妖龙，而不是冒险去屠龙。

我最意外的发现是：一股看不见的力量在商业中发挥着压倒性的重要性。我们称之为“制度迫力”，在学校时没有人告诉我这种迫力的存在，而我进入商业世界时也没有直观地理解它。我当时以为，任何正直、聪明有经验的经理人都会很自动的做出理性决策，但慢慢地我发现，事实并非如此。相反，当制度迫力发挥影响时，理性往往会变质。

举例来说：(1)就好像是受牛顿第一运动定律支配，任何一个组织机构都会抵抗对现有方向做任何的改变(一致性)，(2)就像我们会用工作来填满所有的时间那样，企业的项目计划或并购案永远有足够的理由将资金耗尽，(3)管理层的商业欲望，不管有多离谱，他的团队永远可以找到可以支持其理论的投资评估分析报告，(4)同业的举动，不管是做扩张、并购、设定高管薪酬还是其他什么，都会被盲目模仿。

制度迫力，而非腐败或愚蠢，推动企业走上这些道路。由于我忽略了这种习惯性的力量，我犯了一些代价高昂的错误，我试图以尽量减少其影响的方式组织和管理伯克希尔，同时查理跟我也试着将我们的投资集中在对于这种问题有相当警觉的公司之上。

在犯下其它几个错误之后，我学会了只与我们所欣赏喜爱与信任的人往来。就像是我之前曾提到的，这种原则本身不会保证你一定成功，二流的纺织工厂或是百货公司，不会只因为管理人员是那种你会想把女儿嫁给他的就会成功的，然而公司的老板或是投资人却可以因为与那些真正具有商业头脑的人打交道而获益良多，相反地我们不愿意跟那些不具令人尊敬特质的人为伍，不管他的公司有多吸引人都一样。永远不会想着与坏人做成一笔好生意。

我犯下的一些更为严重的错误却没有那么明显：一些明明我很熟悉了解的股票或公司，却因故没有投资。错失一些能力圈之外的大好机会当然没有罪，但是我却白白错过一些自动送上门，应该把握却没有好好把握的好生意，对于伯克希尔的股东，当然包括我自己在内，这种损失是难以估计的。

另外，我们一贯采取保守的财务政策可能也是一种错误。不过在我看来，事实却并非如此。回想起来，很明

显的，我们只要能够再多用一点财务杠杆（虽然较之他人还是很保守），就可以得到远比现在每年平均 23.8%还要高的投资回报率。即使是在 1965 年，我们也可以 99%地确定，高一点的财务杠杆绝对只有好处没有坏处，但同时我们可能会有 1%的机会，不管是从内部或是外部所引发令人异想不到的因素，而让我们面临极大的风险。

我们不想要那种 99: 1 的赔率，将来也不会。在我看来，挫败或侮辱的小机会永远不能被额外回报的大好机会所弥补。只要你的行为是明智的，就一定能够得到好的结果。在大部分的状况下，财务杠杆顶多只会让你发展的更快。查理跟我从来都不会着急，我们享受过程的快乐更甚于收益，虽然我们也学会与收益共存。

我们希望 25 年后还能向各位报告伯克希尔头 50 年所犯的错误，我想公元 2015 年的年报，大家应该可以确定这一部分将占据更多的版面。

其它事项

我们希望能够买进更多像我们现在拥有一样的企业，当然我们可以通过大家的协助，如果你拥有符合以下条件的企业，记得打电话或者是写信告诉我。

我们想要找的企业条件：

- (1)、具有一定的规模，税后净利润至少达到 1000 万美元。**
- (2)、表现出持续稳定的盈利能力，我们对美好前景或困境反转的公司没有兴趣。**
- (3)、企业在很少或没有负债的情况下，取得了良好的股本回报率 ROE。**
- (4)、公司具备强大的管理团队，我们不参与管理。**
- (5)、简单的容易理解的商业模式，我们对复杂的高科技一无所知。**
- (6)、合理的价格，在价格不确定前，我们不希望浪费双方太多时间。**

我们不会进行敌意的并购，并承诺完全保密并尽快答复是否感兴趣(通常不超过五分钟)，我们倾向采现金交易，除非我们所换得的内在价值跟我们付出的一样多，否则不考虑发行股份。我们最喜欢的交易对象之一是像 Blumkin-Friedman-Heldman 家族那样，公司经营者希望能马上有一大笔现金，不管是给自己、家人或是其它股东，最好这些经营者如往常一样能够继续留在公司，我想我们可以提供具有以上想法的经营者，一个满意的方式，我们也欢迎可能的卖方与那些过去与我们合作过的对象打听。

另一方面查理跟我也常常接到一些不符合我们条件的询问，包括新创事业、转机股、拍卖案以及最常见的中

介案。我们发现如果你登广告要买牧羊犬，结果却有一大堆人打电话来要卖你长耳猎犬，在此重申我们对这些交易，只有戈德温的另一句话可以形容，请把我排除在外。

除了以上买下整家公司的并购案外，我们也会考虑买进一大部分不具控制权的股份，就像我们在首府广播、所罗门、吉列、美国航空与冠军国际这几个例子一样的公司，去年我曾告诉各位我们对于买进大笔金额的可转换优先股相当有兴趣，到现在这种态度还是没改变，只不过由于目前这部分的部分已经接近我们认为适当的水位。

两年前，我曾跟各位提到 **Harry Bottle** 这个人，他在 1962 年曾帮我解决我个人所控制的第一家公司邓普斯特(Dempster)风车制造公司(便宜的烟蒂股)一个大难题，接着在 24 年后又重出江湖来拯救我，那次换做 **K&W 公司**，一家伯克希尔旗下专门生产自动机件的小公司，就像我曾提到的，在很短的时间里，Harry 减少了 K&W 的资本占用，使生产合理化，大砍成本使获利翻倍。你或许认为任务完成后，他铁定要休息一下喘口气，但是去年高龄 70 岁的他，又参与一家破产公司的拍卖，以微小的代价收购了一条符合 K&W 使用的产品线，经过这次变革，公司的获利能力很可能将增加 50%以上，请大家好好拭目以待，这个专门替 Harry 准备的专栏。

Henderson 兄弟公司的 Jim Maguire 是纽交所专门帮我们买卖伯克希尔股票的交易员，一年下来他的表现相当称职，在伯克希尔上市挂牌之前，公司股份买卖的价差多在 3%甚至以上，但 Jim 却能将价差维持在 50 点以下，这使得股东在买卖本公司股份的交易成本降到 1%以下。

因为我们与 Jim、NYSE 与纽交所这次合作愉快的经验，使我尽可能在纽约证交所安排的活动中免费帮他们打广告，通常这种场合我会回避，但这次我很高兴能够公开地赞扬交易所的表现。

去年夏天我们把三年前 85 万美元买的公司专机卖掉了，另外又以 **670 万美元买了一架二手喷气飞机**，大家只要想到前文我提过的细胞复制的数字游戏就会觉得很惊讶，如果我们公司的净值持续以相同速度增长，而更换飞机的成本同样也以每年 100%的速度上升，大家会发现，伯克希尔庞大的净值很快就会被这架飞机给吃光光。

查理对于我将飞机比喻成细菌的做法不太高兴，他认为这样岂不污辱了细菌，他个人最理想的旅行方式是坐有空调冷气的巴士，这还是当车票有打折时才有的奢侈做法。对于这架专机我个人一贯的态度是圣奥古斯丁(St Augustine)当初想要脱离世俗的富裕生活出家去当教士一样，在理智与荣耀的中间天人交战，他乞求上天，救救我吧，让我成为一个圣洁的人，不过不是现在！替这架飞机命名可不是一件简单的事，一开始我建议取名叫做查理芒格号，查理反击说应该叫神经失常号，最后双方妥协决定称它为“**无可辩解号**”。

大约有 96.9%的有效股权参与 1989 年的股东指定捐赠计划，总计约 590 万美元捐出的款项分配给 2550 家慈善机构。我们敦促新加入的股东，仔细阅读年报上有关股东捐赠计划的详细内容，如果在未来年度内，你想要参加这类的计划，我们强烈建议你将股份登记在自己而不是受托人的名下，必须在 1990 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 1990 年的计划。

今年的股东会预计在 1990 年 4 月 30 日，周一早上 9 点 30 分举行，去年**股东年会参加人数突破 1000 人**，差点超过开会场地的座位容量，所以今年的会场将会移到奥马哈市中心的奥芬剧院(Orpheum Theater)，对街有一家不错的旅馆叫 Radisson-Redick，另外距离红狮旅馆约有 1 英里远，当然你也可以选择离波仙珠宝店 100 米远的万豪酒店 Marriott，届时将会有巴士接送大家往返股东会会场。

查理跟我一直都很喜欢开股东会，我也希望大家能够来参加，我们股东的素质可由大家所提出的问题看得出来，我们参加过很多股东会，但从来没有别的公司的股东像伯克希尔的股东一样，有如此多高水准且充满智慧，与股东相关的问题。后面附有股东会开会投票的相关资料，跟各位解释如何拿到入场所需的识别证，因为开会当天会场不好停车，我们特地为大家预留了一些位置，附件也有相关说明供大家参考。

一如往常，会后我们备有巴士带大家到内布拉斯加家具店与波仙珠宝店或是到饭店与机场，我希望大家能有多一点的时间好好探索这两家店的奥妙，当然早几天到的股东也可利用假日逛逛家具店，周六从早上 10 点到下午 5 点 30 分，周日则从中午开到下午 5 点 30 分。

波仙周日通常不开门营业，但在股东会期间特别破例，4 月 29 日周日从中午开到下午 6 点，艾克特地为股东们准备了一场秀，相信他一定可以让大家见识到一些特别的东西。

今年我们提到很多次有关复利的事，若是你能忍受个人净值暂时倒退一天的话，虽然不建议常常这样做，记得在 29 号去看看艾克的秀吧！

沃伦·巴菲特 董事长

巴菲特：你应该了解珠宝生意

本您不需要了解发电厂的经济效益，就可以聪明地购买电力。如果你的邻居是电力专家，而你只是个新手，那么你们的电费也将完全相同。

但购买珠宝则不同。你为一件商品所支付的价格，与你的邻居为一件同类商品所支付的价格，可能会有很大的差异，而且经常是巨大的差异。了解了珠宝行业的经济学原理，你就会明白其中的原因。

首先，**所有珠宝商的存货周转都非常缓慢，这会占用大量资金。一年周转一次是正常的。**原因很简单：人们购买珠宝的频率很低，而且他们在购买珠宝时，既会购买昂贵的，也会购买个性化的珠宝。因此，他们在选定一件珠宝之前，希望能够看到多种珠宝可供选择。

由于周转率很低，珠宝商必须获得相对较高的销售利润率，才能获得哪怕是一般的投资回报。在这方面，珠宝业务与百货业务恰恰相反，百货业务虽然利润率低，但存货周转快，投资回报率高。

为了确定商品的销售价格，珠宝商必须在商品价格的基础上，加上经营成本和预期利润率。经营成本很少低于销售额的 40%，甚至经常超过这一水平。这就要求大多数珠宝商将商品定价为其成本的两倍甚至更高。计算方法很简单：珠宝商对成本为 50 美分的商品收取 1 美元。然后，从 50 美分的毛利润中，他们通常要支付 40 美分的运营成本，这样每 1 美元的销售额就只剩下 10 美分的税前利润。考虑到在存货方面的大量投资，10 美分的利润虽然足够，但远不令人兴奋。

在波仙珠宝(Borsheim's)，其经营情况与我刚才的描述大相径庭。**由于我们只有一个店面，而且销量巨大，我们的运营成本率通常只占销售额的 20%左右。就销售额的百分比而言，我们仅租金成本就比一般竞争对手低了整整 5%，**(销售人员没有提成，而 NFM 主要靠提成)。因此，我们的商品定价可以而且确实远远低于其他珠宝商。事实上，如果他们的定价与我们不相上下，他们的经营就会出现严重亏损。此外，在一个良性循环中，**我们的低价会带来不断增长的销售额，进一步降低我们的费用率，从而使我们能够进一步降低价格。**

我们的成本优势有多大？这因竞争对手而异，但根据我的计算，在波仙珠宝花 1000 美元买到的东西，在其他地方平均要花 1350 美元左右。这就是所谓的“波仙价格”。只有在极少数情况下，由于条件限制，我们无法为您提供这种超值优惠，但您总是可以预先知道某件商品是否不可打折。

当然，除非您能确信所购商品的质量，否则价格毫无意义。如果产品有品牌，如手表和瓷器，比较起来就很

简单。但珠宝通常是“盲品”(个性化非标品)，这使得几乎所有的购买者都要听从卖家的摆布。

我清楚地记得，在第五大道或罗迪欧大道的珠宝店里，我曾感到多么无助，因为我唯一能确定的是，珠宝商的运营成本非常高，他们必须在销售价格中弥补这一点。我还对“楼上”那些以寄售商品为生的个体经营者保持警惕，因为寄售商品比直接采购商品的成本更高，必然会抬高他们的零售价。最后，我总是担心我买到的东西的质量，我分不清价值 1 万美元与 10 万美元的祖母绿或钻石之间的区别(我现在也分不清)。

我的无助感让我得出了一个显而易见的结论：“如果你不了解珠宝，那就去了解你的珠宝商”。因此，在伯克希尔收购波仙珠宝之前的许多年里，我一直在波仙购买珠宝。我不了解宝石，但我了解 Ike Friedman，这位零售业的天才将公司从一无所有发展成为全国最大的单体珠宝店之一。当我收购他的生意时，我没有经过审计，但我有充分的信心，我得到的是物有所值。而这正是我所得到的，正如我从他那里购买一件珠宝时得到的一样。

这封信的主要目的是告诉您，您不必住在奥马哈附近，也可以从波仙珠宝省钱。我们的“居家购物”计划将波仙珠宝带到我们的合格客户身边。您只需与波仙珠宝联系，详细描述您的需求，任何程度的细节。我们将为您挑选最能反映您愿望的产品，并将它们寄送给您。然后，在您舒适的家中或办公室里，您可以方便、悠闲地挑选您最喜欢的物品，或者将全部物品退还给我们。

这项“居家购物”计划取得了令人惊叹的成果。客户们都非常喜欢，并不断再次购买。每年，我们都会寄出价值从 100 美元到 50 万美元不等的数千份包裹。请致电 800-642-GIFT(4438)，了解如何获得波仙珠宝的“居家购物”计划的资格。

波仙珠宝的服务堪称楷模，性价比超乎寻常，产品如假包换。我向您保证。

沃伦巴菲特

伯克希尔股东大会问答 1990

1990 年 4 月 30 日 Orpheum 剧院 1300 人

如果在 1956 年向巴菲特合伙有限公司(Buffett Partnership, Ltd.)投资 1 万美元,到 1969 年这家合伙公司停止经营的时候,再将这笔资金投资到伯克希尔公司,那么到 1990 年,在扣除所有费用和支出后,这笔资金的价值已经大大超过 2500 万美元。我们的用词一向非常保守,我们所说的"大大超过"是完全准确的,其实,这笔资金现在的价值大约是 3500 万美元。令人惊奇的是,在整整 34 年里,投资者仅需要承受 5 万美元的所得税。这个税额大大低估了巴菲特在投资上所取得的成就。这些惊人的数字还不是故事的全部。巴菲特可不是依靠压榨经理和股东才取得如此成就的。巴菲特说,"虽说我们形式上是公司制,但是我们的态度是把这当成合伙关系。"其实,他们对待股东和经理比对待合伙人还要好。举例而言,从 1956 年到 1969 年,巴菲特除了作为巴菲特合伙公司的普通合伙人而拿过分红以外,没有拿过任何奖金、股票期权或其他任何奖励。他的全部薪酬,除了他宣称大吃特吃的樱桃味可口可乐、喜诗糖果等垃圾食品以外,只有 10 万美元。虽然芒格公开批评巴菲特为自己配备了一家喷气式行政专机,但是芒格私下也承认,巴菲特可能是全美国最应该配专机的人。巴菲特对公司的经理们很好,而且一碗水端平。假如他不是真正喜欢而且尊敬一家公司的管理层,并有信心将来不仅仅能挣钱,还能够合作愉快,那么他就不会考虑并购。在这个毒丸策略、并购和委托书争夺战大行其道的时代,很难想象有哪个收购者会因为一封简单的信件或一个电话,就停止买进某家公司的股票。但是,当华盛顿邮报和通用食品的管理层要求巴菲特不要再买进他们公司的股票的时候,巴菲特就不买了,而且巴菲特也不买任何不想他当股东的公司的股票。巴菲特一直保持经营不插手的管理政策,绝不怀疑经理的决策,也不以任何方式干涉旗下企业的管理,除非是企业请求他的帮助。巴菲特说:"假如他们要求我帮助管理企业,那么可能我们双方都有麻烦了。"很多现代金融家喜欢把自己的企业像洗扑克牌一样变来变去,从而最大化自己的财务回报。巴菲特不一样。巴菲特对待自己的企业更像对待自己的孩子,不管这些企业成功还是失败,都不放弃它们。尽管巴菲特已经是亿万富翁了,但他的生活仍然很简朴。他还居住在自己出生的城镇,还住在 1958 年用 31000 美元买的普通房子里,比起昂贵的矿泉水和时髦的夜总会,他更喜欢享受樱桃可乐和在奥马哈的格罗特牛排餐厅吃饭的简单的快乐。他不想因为给自己的孩子们"一生吃不完的粮票"而宠坏他们。他是这么说的,"让杰西欧文斯(美国短跑名将)的孩子领先 50 码起跑,其实并不利于其天分的发展。"他的办公室只是一个看起来很平常的保险公司办公室而已,但他却开玩笑地把办公室称为"欢乐宫"。与华尔街的"量化大师"完全相反,他甚至连计算器都不用,更别说电脑了。他热爱他的工作,他说不管何时,他都是"跳着踢踏舞"去上班的。

通过致伯克希尔股东信和偶尔的讲课或文章,巴菲特接下他的导师本格雷厄姆的接力棒,将其投资智慧传授给他人。在这过程中,他用大家都能懂的语言(实际上他的姐姐伯蒂都能懂)写了最重要的企业和投资原理,里面点缀着他剃刀一般锋利的智慧,以及引自各种来源的名言,比如 David Ogilvy 和 Mae West 的。有见识的观察家说巴菲特的致股东信是目前商业智慧的最好实例。其他人(包括我自己)认为仔细阅读他的股东信比去顶尖的商学院读两年书还有价值。每年股东们都聚集到奥马哈,赞赏并享受巴菲特及其长期伙伴芒格的智慧。4 月 30 日,本报的编辑们有幸和一千多位伯克希尔股东们一起参加了今年在奥马哈举行的年会。和往常一样,正式会议持续的时间没超过 10 分钟,接下来的几个小时是巴菲特和芒格回答股东问题。下面是这次股东会问答的摘要。

开场白

欢迎来到我们的巴特尔斯与杰姆斯脱口秀。在会议结束后,我们会告诉你谁是巴特尔斯,谁是杰姆斯。维恩·麦肯齐(麦克风调试员)是我们的常驻技术专家。喂喂?你们能听到吗?噢,这就是我们不买科技股的原因。

在座的大多数人都知道,前几年我们的股东年会在乔斯林艺术博物馆(Joslyn Art Museum)举行,不过现在我们的与会人数增加了,那里容不下这么多人。但因为今天我们召开会议的奥芬剧院(Orpheum Theatre)只是一个老旧的歌舞剧院,我想我们要改变一下传统:不要问我们下次会议在哪里召开。

1, 两只刺猬

巴菲特：查理是我们的宏观经济专家。我负责 Omaha 和 Council Bluffs 地区，而查理负责美国其他地区。

芒格：伯克希尔过去的繁荣并非出自对宏观经济的预测，我们对宏观经济并没有思考太多，我们只是努力去做明智的事情。我们认为，长期来看，经济趋势将会走向平衡。**我们是宏观经济走势的不可知论者。**

巴菲特：我们对利率变化、股市展望、经济或任何类似的东西没有任何看法。我们不知道这些东西将来会怎样。就算我们知道，也很可能对我们没有什么帮助。

芒格：大家肯定很熟悉狐狸和刺猬的故事吧。**狐狸是什么东西都知道一点点，而刺猬只深入理解一样东西。我们就是两只刺猬。**事实上，我们两个现在长得也开始像刺猬了。

2，关于异国投资

巴菲特：虽然我们并没有不投资其他国家企业的既定规则，但是我们一般对这类企业不怎么热心。这是因为其中涉及到税负等其他因素，不过我们没有严格的规则禁止我们投资外国企业。就算可口可乐是英国公司，我们也会投资它。因为可口可乐有很大一部分利润来自海外，所以我们在海外市场也有间接利益。吉列也是一样。

照我看来，美国有 3 万亿美元规模大的股市。假如我们不能在这 3 万亿美元规模的市场中挣钱，那么就算去某个 6 万亿美元规模大的外国市场，我们也未必能挣到钱。**不过，我们也考察外国企业。事实上，我们在两年前差一点就对一家海外公司投资数亿美元。我们花了很多钱去分析海外公司。**美国国外有很多好公司，不过我们还是希望它们全球经营归全球经营，但把总部设在亚特兰大。查理，你有什么要补充的吗？

芒格：企业所在国家的文化对企业通常有很强影响。这种影响常常是无形的。美国企业管理层的文化导致了多少丑事，事实只有上帝知道。我们对在会计制度与我们不同、人们的行为与我们不同的异国投资没有多大胃口。我们宁愿留在我们的文化中。

巴菲特：东欧剧变之后，伯克希尔可能成了最后的独裁堡垒。在伯克希尔，所有反对派都会用“我辞职”来表达他们的反对立场。

3，今天的股票不便宜，可那又怎样？

大多数估值标准显示，市场定价似乎偏高，尽管没有不久前的高峰那样高。话虽如此，我要补充一句，这个情况对我们今天下午做什么没有任何影响。这个情况对我们没有任何作用，不过，估值毫无疑问不便宜。另一辆开往波仙珠宝的客车 5 分钟后就会出发，大家与其讨论买全价的股票，不如买点折扣价为 2/3 零售价的珠宝。

4, 今年的投资前景看起来并不特别乐观

我每周花 10-15 分钟浏览《价值线》(Value Line), 寻找一些东西。这有点像篮球教练挑选队员。教练选球员的标准可能是个子高、行动敏捷而且能够留在学校。

我完全不理睬评级和推荐。我看都不看这些, 我以后也不会看。我并不是说股票评级和推荐不好, 我只是说我不使用这些。**评级和推荐讲的都是股票好的一方面。**假如道指跌至 1500 点(1990 年 4 月 27 日道指的收盘价是 2645.05 点), 那么我看《价值线》就会更仔细了。

5, 在套利机会出现的时候我们就会采取应对措施

1988 年我们进行了很多套利。1989 年我们做的套利就很少, 几乎没有。我们现在正在从事一些套利。我们做与不做以及做多少套利, 纯粹取决于我们碰到的机会。《福布斯》报道的、关于我们套利活动的数据是错误的。他们没有采访过我们。我不知道他们的数据是从哪弄来的。

最近我们不得不披露对罗勒集团(Rorer Group)的买进, 因为我们对其持股已经超过了 5%。假如我们对一家公司持股超过 5%, 而且是被伯克希尔旗下任何非保险公司持股的话, 那么我们就必须提交 13-D 表格。假如是保险公司持股, 那么需要披露的基准线是 10%。(证券法规定, 取得了任何公司公开发行股票 5%或以上的当事人, 必须在 10 个工作日之内向 SEC、发行股票的公司、该公司挂牌的交易所提交 13-D 表格备案。)

很显然, 这是一个套利。Rorer 宣布了一桩和一家法国公司的复杂交易。我们不对其股价进行任何预测。

《Portfolio Reports》估计, 伯克希尔及其关联公司对 PS Group 持股略超过 11%, 在截至 1990 年 4 月 25 日的两个月里, 共买进 373575 股, 买进均价为每股 32.40 美元。

6, 《巴伦周刊》(Barrons)关于伯克希尔价值的文章

我们并不一定反对 Barrons 那篇文章的结论, 但是我们反对那篇文章的推理方法。文中有几个错误。例如, 作者犯了一个 3 亿美元的计算错误。此外, 作者在递延税款上的计算也不恰当。而且, 他完全根据转换价值来计算我们的可转换优先股。照着他的思路, 那么不可转换成普通股的优先股岂不是一文不值? 这个推论可能要让持有优先股的人莫名惊诧了。最后, 作者没有计算我们保险业务的价值。我的这些话并不意味着我们反对那篇文章的结论。我们的意思只是说, 他的方法很马虎, 而且据我所知, 完全没有进行采访核实工作。

华尔街是世界上唯一一个开劳斯莱斯的大佬向挤地铁上班的分析师讨教的地方。还有一件很有趣的事情, 持有证券的人, 根据分析师的建议作出决策, 而这些分析师的 1040 报税单 D(美国的资本利得和亏损报税单)可能完

全空白或者全是括号(亏损)。

7, 拆股不会提高股东质量

在(可预见或)不可预见的未来, 大家可能不会看到伯克希尔拆股。

我们努力执行伯克希尔的股东策略, 以吸引质量尽可能高的股东群体, 这些股东群体和我们有着同样的目标, 相同的业绩衡量标准, 而且眼光和我们一样长远。任何可能吸引别的类型的股东的策略都可能对我们有害。

我们认为, 相比我们现有的股东群体, 低价股可能会吸引那些更易受股市走向影响、投资眼光更短的人来买我们的股票。拆股只是装饰性的。虽然拆股会使一些人兴奋, 但这些人并不是我们希望取悦的人。

我们一共有 114.6 万股流通股。就好比一块馅饼, 不管切成多少份, 馅饼还是那块馅饼。我认为, 在把馅饼切成 114.6 万份时, 吃馅饼的人要比把馅饼切成 1.146 亿份时的吃馅饼的人更优质。有个老笑话, 一个人买了一份匹萨。匹萨店老板问切成 4 块还是 8 块? 此人回答, 最好切 4 块, 8 块我可吃不下。长期来看, 拆股在财务上不会带来任何变化, 仅对交易成本有影响。通常来说, **高价股的交易成本, 比低价股的交易成本更低。**

8, 股票回购不像过去那样让股东受益了

我们在我们的 13-D 文件里披露我们本周五发行的我们的股票。一些股票会被别人买下, 一些股票会回到我们手中。我们尚未决定怎样处理回到我们手中的股票。我们不怎么预测未来的股价。

任何时候, 只要一家公司用低于内在价值的价格回购自己的股票, 只要是回购股票用的资本没有别的更高回报的去处、或并非公司生存所需, 那么股票回购就是在增加股东价值。只要公司能以内在价值三分之二或更低的价格回购股票, 一般来说都是很好的事情。10 到 15 年前, 股票回购一般是对股东有利的行为。现在对股东的益处变小了, 不过股票回购仍然很常见。我赞成首府广播(CapCities)的股票回购。

9, 透视收益(look-through earnings)

在今天的年报里, 我谈了所谓的"透视收益", 这个概念就是把我们所投资公司的留存收益考虑进去时的利润。例如, 我们持有 300 万股首府广播公司股票, 分红很少。但是我们的股票对应的利润应该在 8 千万美元左右。这 8 千万美元利润是货真价实的吗? 我认为是货真价实的, 尽管没有在报表中体现出来。我计划每年对完整利润超出报表利润的大小进行估算, 并向股东提供我的估算结果。这和合并利润表一样, 只是更加准确、简单而且更加接近实际情况而已。

10, 一位年轻的第三代股东(Nicholas Kenner), 询问为什么最近伯克希尔股价会下跌

巴菲特: 这位股东很明显未成年, 快把他拖出去。我也无法解释为什么在短期内伯克希尔股价会向上走或向下走, 和我不能解释其他公司短期股价变化一样。不过在 5 年或更长时间段里, 价格将会反映内在价值。如果你持有伯克希尔股票到老, 你会有很好的回报的。

芒格: 在 1929 年大崩盘前几天, 高盛卖股票给 Eddie Cantor(埃迪·坎特, 喜剧演员, 被高盛欺骗以后每当他表演的时候都不忘讽刺一番), 而且建议他把股票长期持有, 可以防老。Cantor 说, 高盛所给的建议的效果好似奇迹。两周刚过, 他就愁成了老头了。

11, 未来回报率不可能像过去那样高

我不认为我们的巨大规模对我们有好处。我们今天管理 70 亿美元的资金, 但是持有股票却并不比我们只有 2 千万美元可投资的时候多。我认为伯克希尔下跌的危险并不大。不过我们上涨的空间更加有限。我们一直都注意下跌的风险, 如果某个行为存在对我们的资本造成永久性损失的风险, 那么我们绝不会去做。不过, 至于上涨空间, 因为我们的规模过大, 所以的确很有限。

从我们掌管伯克希尔以来, 我们账面价值的年均复合增长率略高于 23%。当然, 因为我们开始的时候账面价值比市值高, 而现在账面价值却比市值低, 所以我们的回报率其实略有低估。我们无法继续在未来完成这样高的复合增长率。过去, 我们大额持有的一些股票的估值从很低走向很高, 可能现在的估值算是公允的, 但比以前涨了很多。不过未来的回报率不可能像过去那样高。根本不可能。

12, 关于做空

巴菲特: 以我们的规模, 建立对我们的业绩有实质性影响的空头仓位并不现实。以我们的规模, 就算 1 亿美元的空仓也很难建立, 再者说了, 能从中赚到多少呢? 做空是不现实的。

多年来, 我们曾做空过一些股票, 而且有时候也进行对冲。我们曾发现过一些规模巨大的诈骗行为(有诈骗行为的上市公司是做空的好目标), 而且我们的判断一般都是正确的。很不幸, 很难判断诈骗行为能维持多久, 能走多远。假如市价是其价值 10 倍的股票进一步上涨到其价值的 100 倍, 那么不管其结局怎样, 在其 10 倍虚高的时候做空它, 你会把肚肠都悔青的。做空挣钱很不容易。

例如, 1963 年, 就在这间房间里, 曾有 3 位非常明智的人写文章预言西联汇款公司(Western Union)好景即

将不再。其中两位还站在这个讲台上。事实上，我们当时对这份报告非常看重，我们都保留了版权。后来发生的事情证明完全没必要保留版权。我们的看法是正确的。很不幸，正确归正确，只是早了 27 年。这个实例说明**做空的时机很难把握**。判断高价股票注定要走向灾难并不难，但是很难依靠这点认识来挣钱。

查理，你有什么补充的吗？你有没有什么伤疤可以展示一下？

芒格：靠卖空挣钱并不容易。

巴菲特：我的好朋友马歇尔·温伯格(Marshall Weinberg)多年前曾评论过做空。我当时在讨论做空齐氏威奈公司(Webb&Knapp)，这是泽肯多夫(Zeckendorff)管理的一家房地产公司，后来破产了。当时股价大约为 1 美元，不过我认为其实一文不值。马歇尔，他今天也在这里，他说：沃伦，这是不是就像从馅饼上往下跳？

13，关于杠杆

巴菲特：我们对杠杆的看法与我们的盈利无关。即使我们获得的回报率不够高，我们也不会通过借钱增加杠杆来解决这个问题。

芒格：**债务权益比率变不出魔术，它能提高回报，也能放大损失**。我们一直都很保守。未来我们的杠杆比率可能会高于过去的均值，也可能会低于过去的均值。

巴菲特：不过大家可以放心，我们绝不会借任何可能会导致我们晚上失眠哪怕一分钟的债务。我喜欢送报纸，但我不想再当送报员(我不想重头再来)。

14，伯克希尔的零息可转换信用债券

巴菲特：发行可转换信用债券还是普通债券是一个很难作出的抉择。我们在这个决定上很纠结。我们不喜欢增发股票。不过，在考虑到所有情况之后，包括在实际支付利息之前的税负减免，我们认为从数学上看，发行这种信用债券的好处足够多。不过，假如我们在过去 25 年里的任何时刻发行这种债券，那么还不如发行普通债券。我希望这次我也是错误的，因为这意味着我们的权益将以更高的速率复合增长。

再次说明，这是一个很难作出的决定。但我们还是觉得，**现在发行这种零息债券比发行普通债券更合算**，普通债券利率高达 9.5%。我们花了很多时间思考这件事。这其实很不寻常的。我们一般不用这么长时间思考决策。

芒格：我认为大家无需担心我们会增发很多股票稀释当前股东的权益。

巴菲特：他的话代表我们两个人的意见。

15, 关于垃圾债券

巴菲特：(我预言垃圾债券将无愧于它们的垃圾之名)，这个预言很容易，但是挑选出哪些是值得购买的债券却并不容易。**几乎在所有存在大规模滥用的领域里，都可能会在某些时点上出现机会。**有很多公司发行垃圾债券，有些是负债过高的好公司，有些绝对是负债过高的差公司。在某个价位上，很显然会有机会存在。对于那些有能力评估企业信用的投资者来说，垃圾债券投资可能会有很好的回报。

我们从未想过在垃圾债券首次发售时购买这类债券。不过假如我们喜欢一家企业，而且垃圾债券价格够低，那么我们会考虑买进。不过，还有一个额外的风险。**垃圾债券的道德风险几乎肯定高于投资级别的债券。**在垃圾债券发行者中，能让你借钱给他又对他放心的人不多。很多垃圾债券发行者并不会因为想怎么还债而在晚上睡不着觉。有些人虽然晚上在思考，但却是在琢磨别的事情。

我们会观察这个领域，因为这个领域将会出现很多错误定价的情况。但是，这个领域不适合业余人士。至于是否适合专业投资者呢，几年后大家就知道了。

芒格：我很想写文章说一说垃圾债券的情况。不过，没有人愿意给我稿费。有时候，在我们被要求去作证，我们也到国会作证。不过，国会作证是一个很困难的过程。我们认为我们的精力最好还是用在别处更好一些。当我们认为对社会能起一些好作用的时候，我们有时候也写一些文章。

巴菲特：你认为应该怎样修改？

芒格：我希望能修改税法，使得靠发行垃圾债券去筹资变得不划算，特别要使得在并购融资的时候发垃圾债券的做法变得不合算。

巴菲特：这方面已经有些小修改了，零息债券或实物付息债券必须要达到一定评级，才能够享受利息折扣。

芒格：只要在税法里加一两行字，那么无需增加任何官僚机构，就能消除 80-90% 的滥发垃圾债券的行为。

巴菲特：当前的税法鼓励公司，鼓励它们在企业结构允许的情况下，尽可能多地负债。**照我们看来，政府其实是美国企业的股东。税就好像是股息。可以用债务改变资本结构(现金流还债)，来达成避税的目的。**那些套利的人当然不会忽略这个事实。这或许不是税法应该向社会传达的信息。不过目前税法传达的信息就是这样。

芒格：桥梁和飞机都要求安全边际。为什么生产飞机部件的公司就不要求安全边际呢？这些公司对社会贡献很大，假如倒闭，就会给社会造成很大的损失。假如你想看看人们的行为能有多差劲，那么只要在他们处于困境

时放贷款给他们就行了。**一般来说，一点安全边际也不留的人，他的行为很难好到哪去。**

巴菲特：假如和化身博士杰克做买卖，那么太阳一落山你就得上床睡觉，别出门。人们的行为可能会很恶劣。我认为，在未来几年里，你会看到更恶劣的人类行为。这就是我们伯克希尔在负债方面如此保守的原因之一。我们不想探索自己在债务压力下行为会变得有多恶劣。(注：《化身博士》是与狄更斯同时代的英国著名作家史蒂文生的作品，讲述杰克医生喝了药剂，在晚上化身成邪恶的海德先生四处作恶的故事)

16，对好的管理层应该出高价

假如确信是一家好公司而且管理层也很好，那么可能还是出略高一点的价格比较好。假如要犯错误，那么宁可犯买进好企业价格过高的错误，也不要犯买坏企业的错误。根据经验，我们现在对优秀的管理层的出价比过去高。好的经理也会陷入困境，只是好的经理能更快地摆脱困境。我们认为最好还是为更好的管理层出高价，这样你也可以减少头疼。

至于怎样评估管理层，方法和棒球队经理的做法一样，那就是看他们的统计数据。最好的管理层和最差的管理层一般来说都一目了然。不过，要给那些在最好与最差之间的管理层排一个顺序，这通常很难。我们努力用评判我们自己的方法来评判我们的管理团队。我们在根据企业特殊性(企业特点和行业环境等)调整经理人业绩数字之后，将这个数字与经理人的同行的数字相比较。我们可以很好地评估我们投资的企业的管理层。(类似基金经理同指数比较)

在某些企业中，出色的业绩其实并不算卓越，但在其他企业中能够有出色的业绩是非常卓越的。迄今为止，我们一般都能与管理层达成共识，即我们的评估体系是合理的。事实上，查理和我很少会作出一个被管理层认为疯狂的结论，反之亦然。我们可能算是比较大度的人，我记忆中从没有和管理人员发生过大的争论。

17，伯克希尔怎样让自己的经理人工作那么久

巴菲特：经理人 95 岁的时候，不管怎样都要离开岗位了。不过在这个岁数之前，留人很简单。我们有一群明星经理人管理我们的企业。我们得到明星经理人是因为我们出去主动寻找他们。这是一个巨大的优势。

我们努力打造一种环境，我们希望我们的股东怎样对待我们自己，我们就怎样对待我们的经理人，这就是说允许他们用他们自己认为所有合适的方式管理他们的企业，就好像我管理伯克希尔一样。在这里，我很幸运，有你们这群最好的合伙人，你们很少对我的决策心怀异议。

我们也努力打造一个合适的薪酬系统，能合理地与他们所掌管的企业相联系，我们的薪酬和每个人的具体贡献挂钩。管理层不应该沾别人业绩的光。聪明而且有能力的人对这种薪酬体系反应很好。当然，并不是所有人都喜欢这样的薪酬体系，也有人喜欢公务员式的薪酬体系。

因为我们看到了别的公司的利润，所以我们更加欣赏我们的经理人的业绩了。很少有经理人能达成 50% 的税后资本回报率，而伯克希尔一些经理人不用杠杆就能达成。

芒格：一般来说，只要你能转换 180 度角思考，换句话说，站在领工资的人的角度上想想薪酬体系，那么你就能作出好的决策。我们的薪酬体系可能是美国所有行业中最极端的。它并不适合所有企业，但很适合我们，而且吸引了我们想要的经理人。

18, 推荐阅读菲利普·费雪(Phil Fisher)最早的两本书

巴菲特：我推荐菲利普·费雪最早的两本书：《普通股不普通的利润》(Common Stocks and Uncommon Profits)和《投资股票致富之道》(Paths to Wealth Through Common Stocks)(《怎样选择成长股》包含这 2 本书)。这两本书大约是费雪 1960 年所著，已经有 30 年历史了。它们经历了时间的考验。这就是好书的标志。

19, 成长可能是一个脏词

巴菲特：如果一家好企业的增量资本回报率很高，那么我们很乐意看到成长。不过对伯克希尔纺织企业来说，成长得越快，我们赔的钱就越多。

20, 关于所罗门

巴菲特：我们不知道华尔街的未来会怎样。假如交易量和新股上市的量都缩减，那么华尔街的生意会更加清淡。所罗门公司已经能够比普通同类机构更好地适应困难环境。不过还有很多新情况有待去适应。你有什么评论吗，查理？

芒格：在过去的 30 年里，投资银行的倒闭率不比任何你能举得出的行业低。30 年前，曾为行业内领袖的投资银行有 30 家左右，现在只剩下 3 至 4 家还活着。倒闭率高得惊人。当然，我把那些被有钱的母公司拯救的投行也算作倒闭。即使有的倒闭在技术上不算倒闭，但股东基本上是赔光光了。

如沃伦所言，和其他同类公司相比，所罗门公司的表现很好。

巴菲特：我常常把一份广告传单用作例子。那是 1969 年美国汽车公司(AMC)募股的广告单，广告单上列了

37 家证券承销商，你应该能认得其中的 33 或 34 家，不过你是否相信，这 37 家没有一家活到现在。而且这还是在纽约证券交易所交易量增加 11 倍，道指创历史新高的环境下。难怪他们管这类广告叫“墓碑广告”了(美国报纸上的证券发行广告一般都打黑框，所以美国人把这类广告叫做墓碑)。

难以置信的是，一年前还领先的 6 至 7 家商业银行机构，现在有 3 家就已经陷入倒闭或者急需大量输血的境地。这还是在道指创历史新高而且利率变化相当平缓的环境中发生的。华尔街向别人提供了很多如何领导企业的建议，但似乎华尔街在领导自己的企业方面也有不少问题。

21，关于制度性迫力

巴菲特：在今年的致股东信里，我写了经营和投资中的制度性迫力的重要性。我强烈推荐大家阅读并理解那段文字。否则，你很可能会在实践中体会到。

(制度性迫力是巴菲特在 1989 年的年报中提出的概念，指企业的一种内在癖性，会导致企业做蠢事，或者不做聪明事。巴菲特在年报中举了 4 个例子：1 机构倾向维持既定方向，不愿改变，就像是牛顿第一运动定律一样。2 企业总是能想出许多专案计划或收购案，来用光手头可用资金。3 不管领导人提出多蠢的愿景，底下人都能马上做出详细获利与策略研究报告。4 只要同业正在进行扩张、收购、提高高阶主管待遇或任何事情，那么企业就往往倾向于盲目跟进。)

人类行为互相模仿的程度非常高。很不幸，似乎**人类学坏的速度远远快于学好**。假如你是一个 CEO，你会因短期利润上升而受益，利润下降则不会损害你的利益，你就很容易受到诱惑而虚报利润。杠杆收购、储蓄和贷款以及基本上所有企业财务领域中都有这种现象。**在投资中，制度性迫力更是一股被低估的巨大力量。**

22，就算按照华尔街的标准也是极不好的

美国证券评级机构 Janney Montgomery Scott 的一位分析师因批评唐纳德·特朗普而遭解雇，我认为他们犯了一个大错误。假如我们和这个机构做生意，那么我们肯定会受到影响。不过我们和这个机构没有交易。当然，我也不知道其中详情，但是很明显这位分析师第二天就被解雇了。这是很不好的。假如 Janney 是一家上市公司，那股价就已经下跌了，而且不一定只是短期下跌而已。

23，103 号提案可能会使低成本竞争者受益

巴菲特：加州汽车保险行业的不确定性很复杂，而且在未来很长一段时间里会继续如此。GEICO 保险减少了加州的保险业务，虽然加州依旧是 GEICO 业务最多的州之一。查理住在加州，所以他可能有些补充。

芒格：加州和新泽西州的消费者背弃保险公司，而且政治家在拿汽车保险做秀，这对保险行业和在那些州开展保险业务的公司的前景没有好处。

巴菲特：而且这种做法已经蔓延到其他州了。另一方面，一些主要的保险公司要么放弃要么大量削减个人保险业务，因为这些公司将这些业务视为输定了的游戏。这些公司的成本比 GEICO 保险、二十世纪保险(20th Century)和 USAA 保险(联合服务汽车协会)更高。

除非人们直接从政府实体处买保险，否则像 GEICO 和州立农垦保险公司(State Farm)这样的低成本保险公司总是会有优势的，GEICO 的成本比州立农垦还要低，而且，像 GEICO 这样的低成本保险公司，可以从竞争对手的挫折中受益，那些竞争对手采用的是成本最高的标准代理商模式。

24, 关于企业做广告

巴菲特：问题在于，报纸广告收入的下降是一个周期性下降还是一个不可逆转的巨变？我希望不是后者，我也认为不是后者。但是如前所述，报纸的广告收入在最近几个月确实已经暴跌了。去年和前年也一直在下降。

我们卖广告服务，我们也买广告服务。我认识到报纸的广告业务是一个好业务，不过那时候的情况和现在不一样。当时我投资了百货公司，我看到报纸有钱赚而且有影响力。

毫无疑问，广告是打造企业的一个重要因素。例如，内布拉斯加州家具市场在电视、广播和报纸上打广告。最近，我问布鲁姆金家族，假如只能选择一种媒体来打广告，那么她选择哪一种媒体呢？Blumkin 家族说，报纸毫无疑问是最不愿意放弃的广告媒介，他们的企业就是依靠在报纸上打广告才成长的。

广告其实是一种极好的投资(投入小，见效快)。迪林杰抢银行也是因为这个原因.....(美国 30 年代的著名银行大盗，相比抢劫，抢银行风险低回报高)

25, 大量买进银行股，就好似走地雷区

巴菲特：银行业有很多问题。你能不能识别具体银行有什么具体问题，并且避免那些有问题的银行呢？这是一个难题。我们曾买过一家银行，那就是位于伊利诺斯州罗克福德的伊利诺伊国民银行(Illinois National Bank)。投资银行的问题在于你无法知道银行到底在干什么。对银行投资，一般来说你遇到的意外远远多于对好时巧克力厂投资。你可以明白制造 A-1 牛排酱的企业在干什么，但你永远无法弄明白银行在干什么。假如你能找到一家没有大多数常见问题的银行，那么银行的低市盈率能否补偿上述风险呢？也许能够，也许不能。

26, 关于有线电视网络行业

丹伯克(Dan Burke)：我希望我的麦克风坏掉。

三大电视网络的市场份额已经从 90%左右下滑到 60%多一点。随着美国的有线电视布线完毕，我们希望这些网络的市场份额稳定在 50%左右。若如此，则每个网络能保持 17-18%左右的市场份额，依旧可以是一种非常有效而且非常有吸引力的广告发布商。

卫星直播业务将遇到障碍，因为它能够同时提供的节目很有限，并且缺少观众希望能从有线电视网附属机构得到的当地新闻、天气和当地信息。我认为这与杂志和广播的情况有点类似。大众得到的节目将会更加丰富多样。不过我相信，假如我们能做好我们的工作，那么我们就有很好的成就。

巴菲特：我对技术的了解，不足以弄清未来 20 年后会出现什么其他媒体。在这方面，你很可能比我在行得多。不过，以前有线电视能够制定很高的价格。未来有线电视是不是还能订定高价的确成问题，因为国会似乎开始关心消费者了。你可能会赞成再监管，毕竟有线电视是半公共事业半垄断的行业。这是一个风险。假如你的节目人们无法通过别的渠道看到，那么你的确可以制订高价。有线电视行业不确定性太多。

芒格：技术有不断进步的趋势。你的优势能维持多久很难说。

27, 关于一山二虎

巴菲特：虽然我们在内布拉斯加州家具市场卖出了很多手机，但是我们不懂手机。在每个手机市场，都有两家公司竞争。一山二虎的局势很有趣。

假如两家报社瞄准同一个市场，那么一般是一家挤垮另一家，很少有例外。而可口可乐与百事的瓶装商就不是这种情况。有时候，两家都赚不到钱，有时候两家都能盈利。另一方面，可口可乐和百事卖糖浆饮料都卖得很好，而且都专注于全美市场和全球市场。玛氏公司(Mars)和好时公司(Hershey)也是如此。

芒格：还有烟草公司。

巴菲特：对。一山二虎的结果取决于各只老虎的行为。假如你的竞争对手很蠢，那么你也很难采取聪明的措施。房利美和房地美就是最好的例子。它们能赚 X，也能赚 2X，到底如何将取决于它们的行动。我们将拭目以待。假如你的竞争对手和你一样聪明，那么你的情况就会不错。否则，你就会陷入严重的困境。一山有二虎就好似和一个胖子共榻。胖子不打滚，你就是安全的，但是胖子一打滚你就惨了。

芒格：早些时候，在大厅里，有位分析师问了我一个问题，他问房地美的坏账损失准备金难道不是任意设定的吗？我告诉他，"我也是这么认为的。"房地美业务的本质涉及到粗略的判断。如果事实证明他们粗略的判断是正

确的，那么他们就能挣很多钱，他们的资本回报率就会很漂亮。这是一项很有趣的投资。这就是我们投资房地美的原因。但是我对房地美的损失准备金也不了解。沃伦，你了解吗？

巴菲特：不了解。在他们的账目上，他们大约担保了 2750 亿美元抵押贷款。其中绝大部分是单个家庭的住宅抵押贷款。在这 2750 亿美元中，有 750 亿美元是最近 12 个月里新入账的。我们希望他们如今的判断能像过去 10 年中那样小心而且明智。不过我们不知道是否真能如此。我们不可能坐在办公室里知道能否真的如此。

不过房地美过去表现很好，而且他们没有承担很高的利率风险。只要不出太多的负面的意外，房地美就能继续产生不错的股权回报率。我们将会在未来几年中拭目以待。即使我们的判断错误，在现在这个时间点上，我们也无法知道我们是否错误。

28，如何做投资决策：精确的错误，不如模糊的正确

巴菲特：我们假设，在我们这一生里，现金流永远不会中断。我们的做法非常粗略，但是我们喜欢丰厚的回报。你对潜在回报有多肯定是投资中最重要的问题。我们从来没有预测未来现金流，然后将其折现。我们从不这样做。我们的粗略程度会让你吃惊。我们只是思考，假如我们投入 10 亿美元与我们想投资的公司进行竞争结果会怎么样。

芒格：加州理工大学的伟大的诺贝尔生物学奖得主托马斯·亨特·摩尔根(Thomas Hunt Morgan)不允许生物系的师生使用弗里登(Friden)计算器(相当于当时的电脑)。这让很多人感到震惊，因为其他系都在使用这种计算器。当有人问为什么的时候，他回答说：那是因为“他很像一个河岸边捡金块的散步者”。

若使用计算器，则就好像是在掘金矿，辛苦地筛来筛去，得到的只是很少的金砂。他认为他用不着去筛金砂，故而他不用计算器。他的生物系把有限的资源用在了回报更高的科研活动上。

这也是伯克希尔的做法。我们从来不坐在桌子前，计算数字，将其折现。假如我们不得不这样做，那么我们的投资业绩就不可能出色。投资决策应该是一目了然的。

巴菲特：计算精确到小数点后 5 位的人一般都是假精确。与精确的错误相比，我们永远更偏好模糊的正确。

会议纪要

自从6年前开始采用"世界即课堂"的学习方法以来，我们定期参加伯克希尔的年会，还挑选参加了其他公司的年会。今年，我们踏入了这些"课堂"，这里有我们最喜欢的"教授"：

4月30日，奥马哈，伯克希尔哈撒韦公司，沃伦巴菲特和查理芒格。

5月7日，洛杉矶，原始资本公司(Source Capital)，乔治米凯利斯(Georg Michaelis)。

5月8日，帕萨迪纳，WESCO金融公司，查理芒格。

他们的见解十分精彩，我现在想把它们分享出来。不过，这几位先生都对一个概念情有独钟，这点的确值得注意。我想，好好回顾一下这个话题也许会受益匪浅。

钱要花在好公司上

Michaelis说，多花些钱买好公司总比贪图便宜而买普通公司要强得多。

上文提及的每场会议和伯克希尔的年度报告都谈到一点：把钱花在好公司上才是投资成功的秘诀。

和不少伟大的真理一样，这一点似乎显而易见，但事实却并非如此。人们采用的投资方法往往与"价值投资之父"本杰明·格雷厄姆提出的价值法大相径庭。

Michaelis在原始资本公司年会上解释道，价值投资有两大基本主线：①收购资产；②投资盈利能力。

第一条主线强调购买远低于资产清理价值的公司。本杰明·格雷厄姆是位资产投资猎手，像他一样寻找合适的资产也许就是走出经济萧条的正确方法。

Michaelis认为，低价收购资产的问题在于，提高资产价值的唯一途径就是发生大事。

巴菲特也在年度报告里阐述了几乎相同的观点，他把资产投资说成"雪茄烟蒂投资法"。除非你是清算人，否则你终将苦苦等待才能"吸上"些利润。

Michaelis更喜欢**投资盈利能力**的方法。他解释道，要是一家公司每年的回报率居高不下，股东最终也能享受到同样的回报。

芒格在威斯科金融公司年会上这样说：他想要的是"傻瓜式"公司。他举了可口可乐和《华盛顿邮报》的例子，说它们"始终享有优先留置权"。

制度的缺陷

有趣的是，这几位先生都想独自投资些好公司。

Michaelis告诉我，哈佛商学院还从来没有讨论过这个话题。

芒格在威斯科金融公司年会上指出，本杰明·格雷厄姆是世上最优秀的老师之一，但他在教育自己最得意的门生沃伦·巴菲特时还没有想到过这个问题。芒格叹息道，要是商学院能知道是什么让好的公司越来越好，又是什么

让不好的公司越来越糟，就能培养出更加优秀的管理人才。可惜他们并不知道。

有人纳闷，商学院为什么会不知道？芒格回答道，要是商学院想知道原因，就意味着它们在质疑美国大公司的道德问题与业绩水平，可正是这些公司给了不少学生进入商学院学习的机会。

芒格解释说，商学院不过是谨遵本杰明·富兰克林的忠告：**结婚前一定擦亮双眼，结婚后最好睁一只眼闭一只眼**。芒格总结道：商学院最擅长‘睁一只眼闭一只眼’。



90 年代股东大会场馆 Orpheum Theater

巴菲特：斯坦福法学院演讲 1990

1990 年 3 月 23 日

斯坦福大学法学院开设了一门名为“律师需要了解的企业经营知识”的课程，这是巴菲特的长期合伙人芒格的创意，大概是全美法学院里惟一纯商业的课程。1990 年巴菲特在此做了一次嘉宾演讲，以下为演讲摘要。

经营与投资：一个整体中两个相互关联的部分

很多人认为经营和投资是两类完全不同的事情。实际上，经营和投资是相互关联的，有很多共通之处。如果你了解了投资的基本原理，你就会成为一个更优秀的企业家；如果你了解了经营的基本原理，你将会成为一个更成功的投资者。（我是个好投资家，因为我是一个企业家。我是个好企业家，因为我是投资家。这使我在商业和投资领域都能从容地做出正确决策。）

投资不是量子力学，保持简单

投资看起来非常简单，事实确实如此，只不过是人们往往人为地把它复杂化了。要成为一个优秀的投资者，不必具备中级甚至高级数学知识，也不必对技术有深入地了解，你只需有能力理解一些相当简单的事情，如为什么人们喜欢喝可口可乐，他们是否会一直喜欢喝；又如过去一百年已经发生了什么事情，未来一百个月内会发生什么事情。这些都不算非常复杂的问题。

你不必为了成为优秀的投资者而去读商学院，其实成功的投资者甚至可能连大学都不用去上……

行业成就经理人

如果身处顺风顺水的行业，经理人很容易看起来像天才一样；但如果身处困难的行业，经理人大多数时候看起来就像笨蛋。因此，可以说，很多时候是行业成就了经理人。正是意识到了这一点，我在挣扎了差不多二十四年后，终于离开了纺织业。（消费，医疗，金融）

想要致富？请坚持在桶里射鱼

我认为，积累财富的秘密在于坚持做自己能力圈范围内的事。几乎 99% 的经理人都认为，如果自己在某一领域表现非常出色，在其他领域一定也能同样表现出色。实际上，他们就像是池塘里的鸭子：下雨时，随着池塘水面的上涨，鸭子也浮了起来，但鸭子居然认为是自己的能力，而不是上帝让自己上浮。于是，它们来到不下雨的地方，一屁股坐在地上，试图使身体浮起来，结果是可想而知的。美国的经理人在面临这种窘境时，通常会解雇自己的副手或者聘请专家获得咨询。然而，他们根本没有意识到，超出自己的能力圈行事才是失败的根源。

我们曾经聘请 95 岁高龄的 Blumkin 夫人帮助管理公司的家具业务，今年 96 岁高龄的她离开了我们的公司，建立了新的企业并开始和我们竞争。她非常顽强，每天她都开着高尔夫球车经营业务，简直太出色了。

Blumkin 夫人有自己独特的优势，她年轻时从俄罗斯移民美国。刚到西雅图时，她几乎不会说英语，脖子上还挂着写有自己信息的标签。现在她已经在美国生活了 77 年，可还是不能讲流利的英语。但她总是到处做广告，游说大家来她这里买便宜货。由于她讲不好英语，交易时常常需要通过纸和笔来交谈，但这并没有影响她的成功，真是不可思议！52 年前，Blumkin 夫人以 500 美元起家，开办了内布拉斯家具超市，现在这家超市每年的税前利润已达 1700 万美元。她认识数字，但是不会读，也写不出来。她也不知道什么是权责发生制，因为她根本没有任何会计知识。但是，如果你告诉她房间的结构大小，即使你的房子不是中规中矩的正方形或矩形，她也能准确判断你应该买多大的地毯。

很明显，Blumkin 夫人非常聪明，但更重要的是，她一直做自己最擅长的事情。她非常善于交易，而且非常强硬。她可以一直与你讨价还价，直到你不得不马上动身去赶飞机，最终让步的往往是你。她非常清楚自己能做什么、自己在做什么、什么价格是可以接受的，所以她不会犯错，至少她不会在房地产交易上犯错，也不会是客户信用审查上犯错。但是，如果一项业务超出了她的能力圈，哪怕只是超出那么一点点，她也不会从事这项业务。举例来说，假如你试图跟她讨论股票，她无论如何也不会投钱到股市中，连 10 美分也不会投。她知道自己不懂这些，而且她非常清楚自己的能力圈范围。

工作中的彼得法则：每位员工都或将被升迁至不能胜任为止

实际上，知道自己的能力圈范围不是一件容易的事情。美国大公司的 CEO 们大部分都不知道自己的能力圈范围，这也是他们进行了众多愚蠢的企业并购的原因之一。他们之所以能爬到企业的高层，可能是因为他们成功的推销员，或者是出色的制造工人，或者在其他职位上做出了成绩，然后就非常突然地被安排成企业的最高层，负责运作上百亿美元的业务，从此之后他们的工作变成了如何配置资源、如何并购企业。可笑的是，在此之前，他们从来没有从事过任何并购业务，甚至不知道并购究竟是什么。

有很多我们不懂的事情，那又如何？

我们不会去做那些自己不了解的事情。也许这样做我们会错过一些机会，但我们不会做自己不熟悉的事情，即使麦肯锡咨询公司告诉我们这是一个前景美好的项目并为我们进行了详尽的分析，但由于我们对项目不完全了

解，因此无法做出决定，我们绝不会参与这样的项目。我们因为无法评估而完全自愿地放弃了 90% 的项目，但是这又怎么样呢？**我们的能力圈范围并没有随时间的推移而大幅扩展，因此我们只有等待**，等待好的项目、等待机会，一年甚至五年都不是问题。

确定并严格限定自己的能力圈边界

如果我们不了解一项业务，就不会投资。例如，我不了解个人电脑 PC 是什么，根本不能判断哪家公司的 PC 做得最好。即使这些我都了解，我也不清楚三年后哪家公司的 PC 业务最好，但我知道三年后哪家巧克力店的生意会最好。你也许知道三年后哪家公司的 PC 业务最好，但无论你怎么尝试告诉我你的预测，我对 PC 的了解都不会达到对巧克力的了解程度，也就没有信心做出决策。

投资的关键是，**确定自己的能力圈范围并注意保留一定的误差范围，只在确定性的能力圈内行事**。而且必须承认，有些事情我们是无法准确预测的。**你不可能玩任何游戏都赢**，因为很多事情是你无法确定的，在这种情况下，我宁可等待那些有把握的机会出现。然而，当你没有 100% 的把握时，各种机会却会不断地在你面前闪现。我们的一个问题在于规模较大，现在我们会像原来只有 1000 万美元甚至 1 亿美元时去抓住每个闪现的投资机会。但是，一些有投资价值的机会也会不断地出现。

在商学院，我告诉那些学生，如果他们毕业时有人给他们一张打了 20 个孔的卡，**代表他们一生中只有 20 次投资机会**，每当他们做出一项投资决策，孔就会少一个，这样他们会更加珍惜每一个投资机会，并努力做出正确的投资决策，他们也会因此而更加富裕。但是，现实是，投资者可以买卖上市的任何一只股票，你可以随意地做出投资决定，然后赌它能挣钱。但是，我们不会这样。我们在等待那些明显能赚钱的机会，但华尔街的机制却不断怂恿人们买入卖出。如果交易所能定期关闭，人们的境况将会比现在好很多。

我们无意控制某个公司，管理工作让别人去做

与其他的经理人相比，我们的优势在于只想购买某个公司的部分股权，而大多数经理却想买下整个公司，或一些他们能亲自管理的业务，这样他们的投资范围就被限定在待出售的整个公司或是可以进行恶意收购的公司。

我们拥有可口可乐公司 7% 的股权，这意味着伯克希尔公司占有了全球软饮料市场 3% 的份额，恐怕还没有人会以这样的角度思考投资问题。可口可乐也许是世界上最好的公司，但大多数经理却没想过要购买它的股权，这是为什么呢？因为这样的投资并不能给他们个人带来什么利益：不会有更多的人向他们报告、他们的办公室不会

变得更大、一切跟以前相比没什么变化。因此，即使他们认为可口可乐公司不错，也不会投资它。

如果提出恶意收购，目标公司就相当于进入了拍卖市场，竞争对手会蜂拥而至。在这种情况下，他们只能付出高昂的代价，这怎么可能是一笔非常划算的交易呢？我的结论是，他们不会买到最好的公司。而我们总是投资于世界上最好的公司，虽然我们不能投资每一家好公司，但这没有什么区别。

我宁可让其他人来做具体的经营管理工作。我的意思是，任何一个让 95 岁的老太太为他一周工作七天的男人都毫无羞耻之心。我非常愿意让 Roberto 和唐·基奥走出去，在全世界推销可口可乐。他们每天卖出 6 亿份 8 盎司的软饮料如果我们拥有 7% 的股份，那就意味着我们每天卖出 4200 万份。如果它们均匀分布在世界各地....当我睡觉的时候，至少有 1400 万人在喝我们的产品。

可口可乐基本上没有替代品，在美国百事可乐跟可口可乐有时可以相互替代，这和它们在美国声势浩大的价格战相关。但从全球范围看并非如此，在 155 个国家中，可口可乐是最受欢迎的，市场份额在不断增加。人们不会因为价格便宜而改喝另一种饮料，因此百事可乐战胜可口可乐的事是不会发生的。我们可以拥有可口可乐公司的部分股权，但我们不可能控制这家公司。我宁可以合理的价格部分拥有一家伟大的公司，也不愿意以极高的价格从竞争激烈的拍卖市场购买另一家公司的全部股权。这是我们非常大的优势。

伯克希尔是我们的首选投资

在这个国家，很少有人真正把自己大量的钱投入任何企业。有很多人是用别人的钱在投资。但是对于查理和我来说，与你在美国看到的几乎任何一个人投资者相比，我们两人都在伯克希尔投入了大笔的资金。除了那些人们参与自己的业务以外，很难想象一家其它的公司，人们在公司中拥有类似的股份，并在一段时间内坐在那里而不去试图控制企业。他们找到了一个有钱人来管理企业，这个人关心企业的长期成功，他不会被过去的决定所影响，也不会执着于他们经营的业务版图的规模。这可能有点价值。在某种意义上，如果他们正确地雇佣我们，他们就会得到我与查理芒格合作所得到的东西。查理并不总是很活跃。但是查理是我能找到的最聪明的人。他在伯克希尔有重大利益。即使他有或者没有重大利益其实也并不会有什么不同，他会准确地告诉我，他对我的任何想法的想法。我的大多数想法他都不喜欢。但我们俩对企业很有用，对某些企业更有用。

我们的优先股投资对其普通股股东最有利

基本上，我们的优先股平均税前收益率约 9%。税后略低于 8%。如果伯克希尔的税后资本收益率仅仅为

8%，这将不是一笔很好的投资。因此，这些投资的普通股一定有很大上涨的可能性才行得通。我们确实有收益率的优势，而且我们确实有在十年左右后强制赎回的优势。因此，有一段时间我们可以以自己的资本成本退出。但除此之外，我们没有得到任何类似控制权的東西。我们在所有这些头寸上的投资都不会增加，我们无法买入控股权。我们不能控制这些公司，我们也不想这么做。如果普通股不上涨，我们会获得一些额外的收益。如果普通股上涨，我们无法像普通股股东一样赚的那么多，因为可转换债券无法这样。如果我们转股并在普通股中赚到钱，普通股股东会赚更多的钱。然而，如果我拥有一家公司 1% 的股份，而查理与我没有关联。我希望他拥有我们类似的优先股仓位，因为他会投入自己很多钱，他会有很大的投票权。如果我拥有普通股，而他拥有优先股，我会从普通股中赚更多的钱。从好的方面来看，我会比他赚得更多。从坏的方面来说，他会得到更大的保护。

时代变了

我只是在这里插入另一个故事。它来自于 1957 年首府广播(CapitalCities)上市时。我不是 100%肯定，因为我还没有核实它。但据我所知，这是首府广播公司唯一的一次公开募股。就是他们公开筹集初始资金的时候。他们一度从 Lowell Thomas 和一些那里获得了一些资金，在与美国广播公司(ABC)合并时，也从我们这里获得了一些资金。但我认为这是唯一的公开发售。真正有趣的是，两家承销商共同完成了这笔 29.9 万美元的发行:Harold C. Shore 我确信是一个家喻户晓的名字，以及北卡罗来纳州 Durham 的第一证券公司(FirstSecurities)。这几乎令人难以置信：两家公司的承销佣金总额只有 6500 美元。尽管你听说过华尔街和贪婪的投资银行家，但至少在 1957 年 CapCities 的发行中没有占尽上风。我回顾了 1957 年 CapCities 上市时的情况，比较了哥伦比亚广播公司(CBS)和 CapCities。你会看到 CBS 的发行额接近 4 亿美元，而 CapCities 的发行额不到 100 万美元。你会看到 CapCities 银行里有 10.2 万美元，CBS 银行里有 4600 万美元。CBS 有一个电视网络，所有这些电视台和 CapCities 在 Albany 的第一个电视台曾经是退休修女的住处。他们把祈祷的地方作为他们的工作室。这个地方简直就是一个垃圾场，导演们有一次坚持让汤姆·墨菲把墙粉刷一下。于是他在接下来的一个月，只粉刷了面向公路的那一面墙。那里只有一辆新闻车，但是上面贴着 6 号车之类的标签。

电视注定是一项了不起的业务。长期以来，只有三家电视网络。任何人想要与美国公众或其中相当部分人进行集体对话，只有三个渠道。那是一段美好的时光。现在不是很好，但当时很棒。这完全是一个分销渠道。分销渠道可以发财，也可以不发财，这取决于有多少渠道在参与竞争。如果只有一条渠道，你就可以发财。这就是你

面临的情况，例如，以一份日报为例，如果有一大堆日报，你任何事情都做不了。这是一个非常有趣的行业。但不管怎样，有两家公司的生意非常好，CBS 拥有所有的资源，而 CapCities 只有一个叫汤姆·墨菲的家伙。就像两个人从伦敦出发前往纽约，其中一个人乘坐一艘漏水的小船，另一个人乘坐豪华的伊丽莎白 2 号。几年后，他们都抵达了纽约。基本上，那个划着小船的家伙第一个到达那里，而且船上的货物比豪华邮轮上的家伙还多。这很有趣。**你在这个世界上再也找不到比汤姆·墨菲更好的经理人了。他是一级棒的经理人**，他的生意做得很好，他完成了一笔大并购。

价格战的局限

1972 年，喜诗糖果每磅卖 2 美元，现在每磅卖到 8 美元。假如你在情人节那天回到家中对爱人说："亲爱的，这是送给你的糖。价钱很便宜，是我在后面的小巷里买的，每磅只卖 2.85 美元，吃之前你最好把它们洗一下。"结果会是什么呢？

因此，从本质上来说，试图通过低价来抢占市场是不可能的，尤其是在礼品市场。

我会到商店购买那些虽然比 Hershey 巧克棒便宜但没有商标的巧克力吗？不会，我不会购买那些普通的巧克力。如果这家商店没有好时巧克力 Hershey，我会到其他店里找。这并不是分销上的问题，我也可以推出巴菲特糖果，但没人会来买。我没有办法抢占 Hershey 的市场份额，因为它在 20 年前几乎就是最好的糖果棒了。

虽然玛氏 Mars 试图打败 Hershey，当然 Hershey 也在想如何对付 Mars，而吉百利 Cadbury 也进入了美国，试图抢占它们的市场。并不是竞争对手不想打败它们，只是无法打败它们。

需要的资产越少，公司的价值就越高

《每日赛马》《电视指南》和《十七岁》杂志在大约一年半前以 30 亿美元的价格出售。他们几乎没有任何有形资产。但是他们有一个小城堡是《赛马表》，被一条巨大的护城河包围着，还有一个非常大的城堡是《电视指南》，被一条巨大的护城河包围着。**城堡的大小和护城河的宽度和深度，决定了它的价值。**它与科学、超级碗或其他任何事情都没有关系。奇怪的是，这是真正矛盾的地方。在其他条件都相同的情况下，**如果某家公司创造的盈利是固定的，这家公司的资产越少，它的价值就越大。**你不会在任何会计账本上看到这一点。真正令人向往的业务是不需要投入任何资金来经营的业务，因为事实已经证明，仅靠资金不会让任何人在市场的竞争中获得一席之地，这些生意才是伟大的生意。在这种伟大的生意中，无论做得多么出色，你都用不着投钱。

风险套利：评估可能性和预期结果

40 年来，我一直在做风险套利。在我之前，我的老板格雷厄姆已经做了 30 年的风险套利。只要同一产品存在两个市场，就存在套利的可能性。如果奥马哈和芝加哥各有一个小麦市场，当两者价格不一致时，就可以进行套利，这是纯粹的套利交易，**纯粹套利的对象是货币和商品。**

针对已经公开的一些公司事件，也可以进行**风险套利交易**。今天早上，我接到了一两个关于我们正在做的套利交易的电话，这些交易都涉及已经宣布的事件。我的工作就是评估这些事件发生的可能性以及预计的盈利或损失。如果一件事情发生的可能性有 90%，预计顺利能获利 3 美元，事情不发生的可能性有 10%，不顺利会损失 9 美元，那么该事件的数学期望值就是 2.7 美元减去 0.9 美元，即 1.8 美元。接下来需要考虑的就是时间因素。

这些都涉及到了数学，但真正的困难在于估算发生的可能性以及预计的盈利和损失。这是一个投资型函数，但它不像古典的投资型函数那样需要计算每项资产在未来 10 年到 20 年的价值，而是根据公司的消息及其现在的价格估算它在很短时间内价值的变化。按照我们现在的规模，我一年只关注 10-15 个这样的交易，以前我一年关注的交易可能有 100 个。（伯克希尔刚披露的 13-D 文件显示 RorerGroup 投资可能是套利交易）

投资波仙珠宝 Borsheim's

我的妻子苏茜可以向你解释波仙珠宝的投资。她认为这是我们拥有的最好的东西。波仙珠宝不需要花费我任何时间。我之所以花时间在那里卖珠宝，是因为我喜欢它。它根本不需要我，就像内布拉斯加州足球队在周六下午的比赛不需要我一样。它不会分散我做其他的事情的注意力。它也不会从可口可乐身上拿走我的钱或时间。

规模和关注度对投资不利

在可口可乐项目上的限制因素是，在价格诱人的那段时期我们能够投入多少钱；也就是说，我们是否能够在股价抬升之前买入足够多的股份，我们试图在某种程度上控制买入时间。一般来说，在我们必须披露买入之前，我们要尽可能多的买入。结果表明，我们买到的股份与预想的差不多。**如果在那个价格上可以购买更多，我想自己一定会这么做的，但没有太多的股份卖给我们。**我们在 6 月份时开始购买，在次年 3 月完成买入。购买这家与众不同公司 7% 的股权花了我们八九个月的时间。当时，可口可乐本身也在回购自己的股份，很明显我们跟可口可乐公司的做法是不一致的。在那段时期，可口可乐和我们一共买了 12% 的股份。

规模和关注度确实对投资有负面影响，但总的来说，这些因素的影响并不是那么重要。它们没有弄乱我的私

人生活，只是让投资机会被更多地分享。但是，投资游戏总是变得更难了，规模是一个较大的问题。

我们这里有一个家伙，我不想指出他，他会写我提到的任何一家公司的报告，然后再把信息卖给别人。他是应邀而来的。如果你对投资感兴趣，我建议你订阅他的刊物。(巴菲特说的刊物是 OI)

很难比你最蠢的竞争对手更聪明

伯克希尔花在公务机上的开支年年增长，卖掉飞机 100%是因为我的品味改变了，而不是因为飞机升值了。我们花了 85 万买的那架飞机卖了 100 万。这反映了飞机市场的狂热。这也是我放纵自己能力的另一个指标。

航空运输业是个糟糕的行业，在 25 年前，在航空运输业和 Council Bluffs、Iowa 州和其他小城市的一堆报纸报业之间，如果有人问你未来什么行业会有较大的发展，你肯定会选择航空业。就单位销售额而言，航空运输业的发展非常迅猛，但是实际上这是你能想到的最糟糕的生意。

环球航空公司(TWA)是美国资格最为古老的航空公司之一，但这 40 年来几乎没有赚一分钱，泛美航空(PanAm)和东方航空也没有挣到钱，这并不是因为它们支出过高，而是因为航空运输是一个非常难做的行业，它的特点是**资本密集、劳动力密集和提供大宗商品性产品，没有比这更糟糕的描述了**。你所做的工作就是花钱，你根本没有机会停下喘息(赚钱)。不幸的是，这就是该行业的本质。

这个行业中的价格战非常激烈，如果某家公司推出旅客优惠活动，其他十几家公司第二天就会提供同样的优惠。如果某家公司开始给出双倍优惠，其他公司马上会效仿。在这样一个竞争激烈的行业，你必须与竞争对手保持同步，无论这样做是多么的愚蠢。这就像过去街边的加油站，如果一个人降价，其他人在五分钟后必须降价。**在大宗商品行业，你很难比最愚蠢的竞争对手更聪明**。我是在很久以前从商学院学到这个道理的，这是商学院能教给学生的为数不多的正确理论之一。

在确定潜在目标非常值得时，一定要尽可能多地投资

当我真的想进行某项投资时，我通常想把我所有的财产都投入其中，这就是我正常的感受。当你这样做时，你可以获得很好的收益，这些理念已经经受了长时间的考验。以投资规模和我们花费的精力作为标准，过去 40 年我们大机会和另一些较小机会之间的回报差别非常之大。我们的大机会获得了更好的收益，这也就是为什么你们的投资卡片上应该只有 20 个孔。总是有人问我，他们是否应该在这种或那种情况下采取行动，我从来没有回答过这类问题，答案是，如果你自己都不知道，那就不要去做。

投资者应该只去做那些你认为值得投入大量金钱的事情，**如果你不想投入很多钱的话，那它就不是一个好机会，那么就不要去做。**除了某些套利交易，如果我不打算投入我全部财产的 10%，就不会投入哪怕一分钱。因为如果我连 10% 都不愿投入，就说明那不是一个好机会。

如果你说，你想花 50 美分去买 1 美元，你可能会问，为什么不在 80 美分时就多买一些呢？答案是，你知道你有机会在 50 美分买到更多的东西，不管是那张 1 美元的钞票还是别的什么东西。因此，你要设定非常大的安全边际。这些安全边际并不适用于当你不得不卖出的一些东西，但安全边际确实适用于你要投入新资金的时候。此外，我们这样做还有其它原因，但这些都是经济原因。你无法非常确定，如果你能以 50 美分买到价值 1 美元的东西，就应该以 51 美分卖掉，然后以 50 美分以上的价格买下其它东西。除非你在比较不同的政府债券或类似的东西，否则这不是一个价格可以精确微调的游戏。有很大的价格区间，你进入仍感觉舒适，因为你知道你所拥有的东西的价格仍低于它的价值，并且你认为它的价值在上升，所以你进入了一个你仍然感到舒适的广阔的价格区域。但它没有那种吸引人的折扣，让你不得不掏空口袋，往里面投入新的资金。

现代投资组合理论

我和查理认为现代投资组合理论毫无意义，那都是胡说八道。我们从不认为自己在冒险，而现代投资组合理论的基础是用股票价格的波动性来衡量投资风险。

我们在 1974 年购买了《华盛顿邮报》公司的股票，当时市场估值大约为 8000 万美元，那时整个公司可以随时以 4 亿美元的价格非常容易地出售。如果要套现，公司的大股东可以立刻把这个公司出售给 5 个人。在我们购买这家公司时，如果你去问 100 个分析师这个公司值多少钱，没有人会怀疑它值 4 亿美元，但分析师们认为《华盛顿邮报》公司的股票在下周或者下个月都不会再上涨，因此他们卖出了股票。我们却在一两个月的时间里以 8000 万估值买了这家公司约 10% 的股票。

按照贝塔理论和现代投资组合理论，即使它值 4 亿美元，我们以 4000 万美元买入的风险比以 8000 万美元买入的风险还大，原因就是公司股票的波动性变得更大了，正因如此这些人才看不懂我为什么要买入。当然存在风险与收益等同的情况，但当你购买便宜货的时候，它们的价格往往变的更便宜，如果价格进一步下跌，我并不在意价格下跌的速度或者其他情况，这只能进一步降低购买风险。以 8000 万美元买《华盛顿邮报》公司的股票比花 1.2 亿美元购买的风险更小，当然，只花 4000 万美元买下的风险更小。

但这是假设你知道自己在做什么。整个现代投资组合理论的假设就是，你根本不知道自己在做什么。这个理论告诉你，你什么都不知道，所以就应该按照这个理论来做。

我们不喜欢竞争

一般来说，我不喜欢投资于有很多国外竞争者的公司，原因跟我之前告诉过你们的一样，我也不喜欢投资于有很多本国竞争者的公司。如果一家公司面临世界范围的竞争，它的经营会很艰难，这就是为什么很多公司把工厂设到中国台湾或者其他一些地方的原因，这样做可以获得长期的结构优势，而且美国高额的诉讼费用增加了生产成本。从长期来看，各种相对成本差异都可能会影响投资。

我喜欢美国本土的公司，因为我不知道其他国家一夜之间会发生什么。我和苏茜 1955 年买过一家公司的股票，现在我们还各持有 1 股。任何时候看起来它都是很安全的，是只不错的股票。只有一个问题，该公司的资产位于古巴首都哈瓦那，卡斯特罗查封了它。我们的股权已没有任何意义，只能放着。我们曾提出抗议，但毫无用处。我一直保留着这只股票，就是为了让它提醒我会发生什么，某些国家的法律可能在一夜之间改变。

我们不进行恶意收购，我们选择协商

我们只去那些欢迎我们的地方，当我购买一些公司的股票时，会不止一次地告诉这些公司，我希望买到他们乐意让我们持有的股份。以《华盛顿邮报》公司为例，当我们持有公司 9% 的股份时，当时的董事长凯瑟琳·格雷厄姆就不太满意了。于是我说，好的，我不再买入你们的股票。就这么简单。

我不希望管理层因为我们购买公司的股票而不舒服，因为如果他们不满意，会做很多蠢事，比如发行更多价格低廉的股票。我希望他们做明智的事情。因此，如果他们感到不满意，我们就不会再继续购买。我希望在上限范围内尽可能地买入，我会与公司管理层讨论购买的上限。

我们的谈判与其他人很不一样，我们只花了一小时就购买了喜诗糖果。我们购买的每家公司通常是一个电话就决定了，购买波仙珠宝时，我顺路到公司当时的总裁艾克·弗里德曼的家里待了半个小时，他给我看了一些用铅笔写在纸上未经审计的数据，之后我们就决定了。如果我需要律师和会计师组成的团队为我的交易服务，那就不是**一笔好的交易**。我们从没有因为任何原因把谈判的范围扩大，那不是我们的风格。如果一笔交易需要那样做，我情愿不做，因为那样迟早会毁了我。因此，我们只按照自己的方式做。

巴菲特致股东的信 1990

1991 年 3 月 1 日, BRK: \$8675-6675

致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东：

去年我们曾经预测过，伯克希尔的帐面价值在未来的三年内有可能会减少，结果在 1990 年的下半年我们差点就证明了这项预测的真实性，还好年底前股票价格的上涨使得我们公司的净值增长 3.62 亿美元，或增长了 7.3%(标普跌 3.1%)。自从现任管理层接手的 26 年以来，每股帐面价值从 19.46 美元增长到现在的 4612.06 美元，年复合增长率约为 23.2%。

1990 年我们增长之所以减缓，主要是因为我们四个主要的股票投资的市值并没有多大的变动所致，去年我曾向各位表示，虽然这些公司(首府/ABC 广播、可口可乐、GEICO 保险与华盛顿邮报)拥有优秀的业务与精湛的管理，但是因为这些特点现在已广为投资大众所认同，所以也促使公司股价推升到一个颇高的价位；另外其中两家媒体事业之后的股价又大幅滑落，原因在于后面我会再详细叙述该产业革命性的演进，另外可口可乐的股价也因为我个人也相当认同的原因为大众所接受而大涨，不过总的来说，目前这四大天王的股价，虽然不够吸引人，但比起一年以前来说，要算是合理的多。

伯克希尔过去 26 年来辉煌的记录在预测未来方面毫无意义，当然我们也希望一年的记录也是如此。我们的目标仍然是内在价值每年增长 15%。只是正如我们不厌其烦告诉各位的，随着我们的股本规模(现为 53 亿美元)不断增加，这个目标会变得越来越难以实现。

如果我们能够达到 15%的平均水平，我们的股东应该会有不错的回报。然而，伯克希尔的公司业绩将会为那些特定股东带来相同的回报，前提是他们最终以买入股票相同的内在价值估值卖出股票。例如，如果你以内在价值 10%的溢价买进，假设内在价值每年以 15%的速度增长，而后你再以内在价值 10%的溢价卖出，则你的投资回报率应该也会是 15%(假设期间公司并未发放任何股利)。当然如果你以较高的溢价买入，而以较低的溢价卖出的话，那么你的回报就会低于公司同期的收益。

在理想的情况下，伯克希尔所有股东的投资回报，在其拥有公司部分所有权的期间，应该会与公司本身的经营成果相符，这也是为什么查理·芒格-伯克希尔的副主席，也是我的合伙人，和我本身都希望伯克希尔的股价能与其所代表的内在价值维持一定关系的原因，相较于过去两年股市默视价值的任意波动，我们宁愿伯克希尔股价稳

定一点。1989 年，我们内在价值的增长幅度远低于帐面价值 44% 的增长幅度，但股价却大涨了 85%；到了 1990 年，帐面价值与内在价值都略微增加，但同期股价却下跌了 23%。

截至目前为止，伯克希尔的内在价值仍超过帐面价值不少，不过我们无法告诉你实际的数字是多少，因为内在价值本身就是一个估计数，事实上光是查理与我自己本身所估出来的数字就可能有超过 10% 的差距，不过可以确信的是，我们所拥有一些优秀的企业其实际的价值远高于列示在公司帐上的投资成本。

我们的被投资公司之所以能够拥有这么多额外的价值，完全要归功于经营它们的这批优秀经理人，查理跟我可以很自在地夸耀这支团队，因为他们之所以能够拥有这些才能与我们一点关系都没有，这些超级经理人一直都是如此，而我们的工作只不过是发掘这些有才能的经理人，并提供一个让他们可以好好发挥的工作环境。这样他们就会将现金源源不绝地送回总部，接下来我们就会面临另一项重要的任务：如何有效地配置这些资金。

我个人在营运上扮演的角色可由我孙女 Emily 的一个小故事来做说明，去年秋天在她四岁的生日宴会上，参加的人除了小朋友与疼爱她的家人之外，还有一位小丑演员 Beemer，席间他还特地为大家表演了一段魔术。

一开始 Beemer 请 Emily 帮他拿一支神奇的魔棒在一个宝贝箱上挥舞，绿色的手帕放进箱子里，在 Emily 挥了棒子一下之后，跑出来蓝色的手帕；接着又放进一条手帕，Emily 又挥了一下，这回跑出一条打结的手帕，经过四回合一次比一次精彩的表演之后，Emily 喜不自胜，脸上发光沾沾自喜的大叫，"我实在是太厉害了！"

这就是我在伯克希尔的所有贡献，感谢旗下企业所有的魔术师：Blumkins 家族、Friedman 家族、Heldmans 家族、Mike Goldberg、Chuck Huggins、Stan Lipsey 与 Ralph Schey 等人，请为这些人精彩的演出给予热烈的掌声。

报告收益的来源

下表显示伯克希尔报告收益的主要来源，在这张表中商誉摊销和购买法会计调整数会从个别被投资公司分离出来，单独加总列示，之所以这样做是为了让旗下各业务的收益状况，不因我们的投资而有所影响，过去我一再地强调我们认为这样的表达方式，较之 GAAP 要求以个别企业基础做调整，不管是对投资者或是管理者来说，更有帮助，当然最后损益加总的数字仍然会与经会计师查核的数字一致。

年报中还有企业个别部门的信息，有关 Wesco 公司的信息，我强烈建议大家看看查理·芒格所写的信，里面包含我看过对银行产业写的最详尽精辟的分析。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以千美元计	1990 年	1989 年	1990 年	1989 年
保险集团：承保收益	-26,647	-24,400	-14,936	-12,259
保险集团：净投资收益	327,048	243,599	282,613	213,642
布法罗新闻	43,954	46,047	25,981	27,771
喜诗糖果	39,580	34,235	23,892	20,626
Scott Fetzer 制造集团	30,378	33,165	18,458	19,996
世界图书	31,896	25,583	20,420	16,372
Kirby 吸尘器	27,445	26,114	17,613	16,803
内布拉斯家具	17,248	17,070	8,485	8,441
费区海默制服	12,450	12,621	6,605	6,789
Wesco 金融-保险除外	12,441	13,008	9,676	9,810
商誉摊销	-3,476	-3,387	-3,461	-3,372
购买法会计-其他费用	-5,951	-5,740	-6,856	-6,668
利息费用	-76,374	-42,389	-49,726	-27,098
股东指定捐赠	-5,824	-5,867	-3,801	-3,814
其他	58,309	23,755	35,782	12,863
经营收益	482,477	396,414	370,745	299,902
出售资产和已实现证券收益	33,989	223,810	23,348	147,575
所有实体-收益合计	516,466	617,224	394,093	447,477

注：债务利息科目不含斯科特费泽与互助储贷的利息费用

目前我们已将伯克希尔的财务信息重新分类为四大部门，这是查理跟我认为最可以帮助大家计算本公司内在价值的最好方式，以下的资产负债表与损益表就是依此分类表示(1)保险业务，另将主要投资部位归类；(2)制造、出版与零售业务，扣除非经营资产与购买法的会计调整；(3)金融业的子公司，即互助储贷和斯科特费泽财务公司；(4)其它项目，包含前述非经营资产(主要是有价证券投资)与购买法调整，还有 Wesco 与伯克希尔母公司一些其它的资产与负债。

如果你将这四个部门的收益与净值加总，会得到与经审计师依 GAAP 查核一致的数字，然而我还是必须强调这种表达方式并未经过会计师的审计，我想他宁可选择不要看的好。

透视收益

收益这个名词有一个明确的定义，而当收益数字再加上会计师无保留意见的背书后，单纯的投资人可能就会以为它是像圆周率一样经过计算，可以到好几个小数点般精确。

然而事实上，当公司收益报告是由骗子所主导时，收益可能像油泥一样地任人摆布，当然到最后真相一定会大白，但于此同时一大笔财富可能已经换手，确实许多美国财富传奇就是靠着这种会计数字假象所创造出来的。

企业会计中的可笑勾当并不是件新鲜事，对于企业诈骗的鉴赏家，文末我特别附上本杰明·格雷厄姆在 1936 年所写未经出版有关会计做帐的讽刺性文章。自此以后，我们可以发现这种格雷厄姆所描写的方法散见于各大美国企业财务报表中，而且全部都经过各大会计师事务所签证背书，所以对此投资人必须特别提高警戒。**要了解在计算一家公司的实质的经济收益时，会计数字只不过是出发点，而绝非是最后的结果。**

伯克希尔本身的收益在某些重要的方面也有所误导，首先我们主要的被投资公司其实际收益远高于后来发放的股利，而伯克希尔报告的收益也仅限于这些已发放的股利收入，最明显的例子就是首府/ABC 广播公司，若依照我们持股 17% 的比例，去年可分得的利润是 8300 万美元，但伯克希尔依照 GAAP 所认列的投资收益却只有 53 万美元(亦即 60 万股利收入扣除 7 万美元的税负)，剩下 8200 多万的收益则保留在该公司的帐上，虽然实际上对我们大有益处，但在我们公司的帐上却一点踪迹都没有。

我们对于这种被遗忘但却存在的收益的态度很简单，到底认不认列数字一点都不重要，最重要的是我们可以确定这些收益可以为我们所有且会被充分加以运用，我们不在乎听到会计师说森林中有一棵树被砍倒了，我们在乎的是这棵树是不是属于我们的，以及之后要如何来处理它。

当可口可乐利用保留收益来买回自家股份时，该公司等于间接增加我们的持股比例，我们认为这家公司是世界最有价值的特许经营权企业(当然可口可乐还将留存收益**运用在其他很多加强公司收益的地方上**)，除了买回股份，可口可乐也可以将这些资金**以股利的方式退还给股东**，然后我们同样可以利用这笔钱买进更多可口可乐的股票，只是后面这种做法比较**没有效率**，因为如此还要支付额外的所得税，使得最后所得到的持股比例比前面的方式少一点。然而讽刺的是，要是遵循这种效率较低的做法，伯克希尔的报告收益可能还会更好看。

我个人相信最好的方式是利用透视收益的方法来衡量伯克希尔的收益，在 1990 年我们占被投资公司未分配的经营收益约 2.5 亿美元，扣除 3000 万的额外股利所得税，税后 2.2 亿美元加上报告收益 3.71 亿约 5.9 亿，大概就是我们经过透视的真正收益。

就像我去年曾经提到的，我希望我们的透视收益每年都能够增长 15%，在 1990 年我们确实大幅超越这个比率，但 1991 年结果将差很多。我们在吉列的可转换优先股投资已经被赎回，我们将在 4 月 1 日把它们转为普通股投资，虽然这将会使得我们每年的报告收益减少 3500 万，透视收益也会跟着减少。另外，我们在媒体业务的报告收益和透视收益似乎也将会下滑。但不论如何，我们每年还是会向大家报告透视收益的计算结果。

非保险业务营运

看看上面的那些数字，亦即我们非保险业务的收益与资产负债加总，1990 年的平均股本回报率是 51%，这个获利能力在 1989 年的财富五百强可以排在前 20 名。

还有两项因素使得这样的成绩显得更为出色，首先，它们完全不靠融资杠杆，几乎所有的主要设备都是自有的，而不是租赁的，仅有的负债可以由自有的现金完全抵销，事实上，如果衡量标准是**总资产回报率**，亦即排除负债对于收益的助力，我们非保险业务甚至可以排在前 10 名。

同样重要的是，我们的获利并不是来自于像香烟或是电视台这些拥有特许经营权的产业，相反地它们是来自于一些再平淡无奇的产业，诸如家具零售、糖果、吸尘器甚至是钢铁仓储等，这样的解释很明白，我们得来不易的报酬主要是**靠优秀杰出的经理人精湛的运营，而非先天的产业经济优势**。

让我们来看看其中几项比较大的业务营运

去年对零售业来说算是相当惨淡的一年，尤其是单价高的东西，不过大家可能是忘了提醒在波仙珠宝店 Ike Friedman 这项事实，导致他店里的业绩逆势增长了 18%，这是单店也是全店的数字，自从波仙仅此一家别无分号的老店开张以来就是如此。

喔！超厉害的一家店，我们实在不太敢相信这一事实，因为大部分最高级的珠宝店多是私人拥有，但我们却相信这家店除了纽约的 Tiffany 之外，全美其它所有的珠宝店没有一家比得上它。

波仙的客户群若只有大奥马哈都会区 600 万人口的话，生意可能没有办法做的那么大，长久以来我们在奥马哈地区的占有率一直就很高，因此该地区的增长潜力必然是有限的，所幸每年来自非中西部地区的生意都大幅成长，很多都是客户自己慕名而来亲单上门，但还有一大部分是通过相当有趣的邮购方式购买我们的产品。

这些客户大多指定要一定品质与价位的珠宝，例如 1-2 万美元的绿宝石，之后我们会送上五到十件符合他们要求的样品供他们做挑选，去年我们总共寄出超过 1500 种组合，价值从 1000 美元到几十万美元不等。

这些产品被分送到全美各地，有些人是波仙素未谋面的，(当然他们必须要经过别人郑重的推荐)，虽然这个数量在 1990 年达到高峰，但事实 Ike 在几十年以前就开始这样的创举，在得知我们所实施的荣誉制度竟然能运作的这么好，反对者可能会崩溃，截至目前为止我们还没有因为客户的不诚实而遭受损失。

我们之所以能够吸引全美各地的生意上门主要是因为我们有几项优势是其它竞争对手所无法比拟的，其中最

重要的一项就是经营的成本，相较于同业的 40%的高费用率，波仙的**营业成本大概是营业额的 18%**(这包含持有与采购成本，有些上市公司还把他们列在销售成本项下)，就像是沃尔玛的营业费用率只有 15%，因此可以以其它高成本竞争者无法达到的价位销售，从而持续地增加其市场占有率，波仙也是如此，同样的方式适合卖尿布，换做于卖钻石一样管用。

由于价格低廉，所以销售数量也相当大，因此我们可以备有各式各样的产品存货，比起其它店规模与数量甚至超过十倍之多，除了**种类齐全、价格低廉之外，再加上我们贴心的服务**，这也是为什么 Ike 与他的家人可以在奥马哈这个小地方创造出全美闻名的珠宝传奇。

真是虎父无犬子，Ike 的团队包括他儿子 Alan 与女婿 Marvin 和 Donald，而且要是生意忙不过来的话，Ike 的老婆 Roz 跟他的女儿们 Janis 与 Susie 还会过来帮忙，另外，Louie (内布拉斯加家具店的老板，Ike 的表弟) 的老婆 Fran Blumkin，有时也会过来搭把手，最后大家绝对不要忘了还有艾克高龄 89 岁的母亲 Rebecca，每天下午都会手拿华尔街日报坐镇店里，能够有一个家族像这样的投入，也难怪他们可以轻松击败那些由每天只等五点半下班的专业经理人所经营的店。

当 Frank Blumkin 帮助 Friedman 家族创造波仙珠宝店的记录时，她的先生 Louie 以及儿子 Irv 与 Ron，同时也在内布拉斯加家具店创造记录，1990 年单店的营业额 1.59 亿美元，较前一年度增加 4%，虽然没有精确的统计数字，但我们相信内布拉斯加家具店的销售量最少是全美其它同业的两倍以上。

内布拉斯加家具店成功的方式与波仙珠宝十分的相近，首先，运营成本实在是压得够低。在 1990 年，相较于全美最大家具零售商 Levitz 的 40%费用率、家电折扣零售商 Circuit City 25%的费用率，内布拉斯加家具店竟只有 15%。第二，由于运营成本低，所以内布拉斯加家具店的产品定价远低于竞争同业，事实上许多连锁店也很清楚这一点，所以他们唯一的做法就是尽量避开奥马哈地区。第三，便宜的价格导致销量大好，从而可以让我们提供更多别处所看不到，种类齐全的产品。

有关内布拉斯加家具店的商品魔力可以从最近得梅因地区(Des Moines)的消费者行为调查报告中看出端倪，内布拉斯加家具店在该地区所有的 20 家家具零售商当中排名第三，这讯息乍听之下或许没什么了不得，但你可知道其它 19 家都位在得梅因，而内布拉斯加家具店离该地区足足有 130 英里远，也就是说，当地的居民虽然在家门口就有更多的选择，却还是情愿大老远开车驶过相当从华盛顿到费城的距离，只为了买我们的产品。事实上内布

拉斯加家具店就像波仙一样，急速地扩张其服务版图的范围，靠的不是传统地开设新店模式，而是利用价格与种类散发出强烈的磁场，吸引客户远道而来。

去年在家具店发生了一件重大的历史事件，使我经历了一次自我反省，经常阅读我们年报的读者应该都知道，长久以来我对于企业主管动不动就强调的企业协同效应嗤之以鼻，认为这不过是管理层对于愚蠢并购案所作的推托之词，不过现在我有了解，在伯克希尔我们创造出第一个企业协同效应，内布拉斯加家具店在去年底在店内摆设了喜诗的糖果零售车，结果所卖出的糖果甚至比加州的旗舰店还要多，这次的成功打破了所有零售业的定律，然而，有布鲁姆金家族在，实现不可能的事都是家常便饭。

提到喜诗糖果，1990 年的销售数量又创新高，不过成长相当有限，且主要是拜年初业绩大好所致。在伊拉克入侵科威特之后，西方世界的购物中心销售量大减，使得圣诞节的销售磅数略微下滑，不过，上调价格使得我们的营收增长了 5%。

销售金额增加，加上营业费用控制得当，获利也有所改善，面对零售业大环境不佳的窘境，就如同过去他接手后的 19 年，Chuck Huggins 还是一如往常递出漂亮的成绩单，Chuck 对于品质与服务的坚持，在我们所有 225 家分店中都看得到。

1990 年所发生的一件事最足以说明喜诗糖果与客户之间紧密的关系，经过 15 年的营运，我们在阿尔伯克基市(Albuquerque)的分店濒临关闭：房东不愿与我们续租，而是希望我们搬到购物商场较差的位置。即使这样，还要调涨租金，如此一来将会把我们仅有的利润给吃光，经过协调不成，迫不得已我们贴出的即将停业的告示。

之后靠着店经理 Ann Filkins 个人的努力，采取行动敦促客户们向房东表达抗议，总计有 263 位客户写信或打电话到喜诗位于旧金山的总部，有的甚至扬言要抵制购物商场，甚至引起当地记者的注意，大幅刊载这项消息，有了众多客户的支持，房东最后终于妥协，提供一个令我们满意的条件(我想他应该也得到一个自我反省的机会)。

事后 Chuck 对喜诗所有忠实的支持者一一写了亲笔的感谢函，并在报纸上刊登所有 263 位客户名单，后续的发展是我们在阿尔伯克基分店的圣诞节销售大幅增长。

查理跟我对于过去几年**媒体业务**的发展感到相当的意外，包含布法罗日报等报纸在内，**这个产业现在因为经济衰退所受到的伤害，要比过去的经验要来的严重许多**，问题是这种衰退只是因为景气循环的暂时失调呢？(意味

着下次景气上扬会再恢复)，还是有可能一去不复返，企业的价值就此永远地流失掉。

因为我没能预料事态会如此发展，所以你可能会质疑我预测未来的能力，尽管如此我还是提供个人的判断供大家参考：虽然相较于美国其它产业，媒体业务仍然维持一个不错的经济荣景，不过还是远不如我个人、产业界或是借款人几年前的预期。

媒体业务过去之所以能有如此优异的表现，并不是因为销售规模的成长，而主要是靠所有的业者运用非比寻常的定价能力。不过时至今日，广告预算增长已大不如前，此外逐渐取得商品销售市场占有率的连锁零售渠道商根本就不做媒体广告(虽然有时他们会做邮购服务)。最重要的是，印刷与电子广告媒体渠道大幅增加，因此广告预算被大幅度地分散稀释，广告商的议价能力逐渐丧失殆尽，这种现象大大地降低我们所持有的几个主要媒体业务投资与布法罗报纸的内在价值，尽管他们都仍然是不错的生意。

不看这些问题，Stan Lipsey 的新闻业务经营还是相当地杰出，1990 年我们的税前收益比起其它主要都市地区的报纸要好的多，大概只下滑了 5%，虽然去年最后几个月份，下降的幅度稍微大了一点。

展望 1991 年我可以很安心地向大家做出两个保证：(1)Stan 将会继续在所有的主要新闻出版者当中名列前茅；(2)收益一定会大幅下降，因为虽然新闻印刷需求大幅缩水，但每吨印刷成本与劳工成本还是会大幅增加，再加上营收下降，面临两头挤压的窘境。

获利虽然缩水，但我们对于产品依然感到骄傲，比起其它相同规模的报纸，我们拥有超高的新闻比率，从 1989 年的 50.1% 增加为 52.3%，只可惜增加的原因是因为广告量的减少，而不是新闻版面的增加，虽然受到不小的压力，但我们还是会坚持 50% 的新闻比率，降低产品的品质不是应对逆境最好的方式。

接下来是我们制服的制造与销售商费区海默的好消息，但有一个例外，那就是 69 岁的 George Heldman 决定要退休，我曾经试着说服他，不过他有一项令人无法拒绝的理由，因为他留下了其它四位 Heldmans 家族的成员做接班：Bob、Fred、Gary 与 Roger。

费区海默的经营绩效在 1990 年又大幅增进，因为先前在 1988 年大型的并购所产生的问题已逐渐获得解决，然而由于几个特殊的项目使得我们今年的收益表现平平。在零售的部分，我们持续地拓展店面，目前在全美 22 个州拥有 42 家店，总言之，我们对于费区海默的前景仍然相当看好。

斯科特费泽，Ralph Schey 经营 19 家企业的手法比起一般人经营一个还娴熟，除了后面所叙述的三家企业：

世界图书公司、柯比吸尘器与斯科特费泽制造公司之外，Ralph 甚至还掌管一家年税前获利 1220 万美元的财务公司。

如果斯科特费泽是一个独立的集团，它在财富 500 强中，股本回报率的排名一定能名列前茅，虽然它所处的产业很难出现耀眼的明星，但这些难得的成绩全都要归功于 Ralph。

世界图书公司，虽然销售数量略微下滑，但税前收益却变好了，1990 年因分散决策中心的做法所须负担的成本较 1989 年减少，而其所带来的效益却逐渐显现，世界百科全书在全美百科全书销售中依旧独占鳌头，至于海外市场方面虽然基础规模较小，但却持续地成长中。

得益于第三代真空吸尘器推出，柯比在 1990 年的销售数量大增，这无疑是一大胜利，由于先期开发成本与新产品制造所面临的学习曲线问题，使得获利增加不如营收增长的幅度，海外市场方面相较于去年爆炸性的成长，今年再度增长 20%，而由于最近产品价格再度调涨，我们预期柯比在 1991 年的获利应该会更好。

至于斯科特费泽制造公司部分，最大的单位 Campbell Hausfeld 今年的表现特别好，它是全美中小型空气压缩机的领导品牌，年度营业额创下 1.09 亿美元的新高，其中有 30%的营收系来自于最近五年新推出的产品。

在看我们非保险业的营运数字时，大家可能会好奇为何我们年度的利润有 1.33 亿美元，但账面价值却只增加了 4700 万美元呢？这并不代表我们的经理人用任何方法来掩盖其公司的经济实力或成长潜力，事实上他们无不努力追求这些目标。

不过他们也从不会毫无理由地浪费资金，过去五年以来他们将所赚得的 80%收益送回母公司，交给查理跟我运用在新的事业与投资机会之上。

保险业务营运

下表是财产意外险业的最新的几项重要指数

年度变化	保费收入增长率	综合比率	损失赔付增长率	通货膨胀率
1981	3.8	106.0	6.5	9.6
1982	3.7	109.6	8.4	6.5
1983	5.0	112.0	6.8	3.8
1984	8.5	118.0	16.9	3.8
1985	22.1	116.3	16.1	3.0
1986	22.2	108.0	13.5	2.6
1987	9.4	104.6	7.8	3.1
1988	4.4	105.4	5.5	3.3

1989	3.2	109.2	7.7	4.1
1990 预估	4.5	109.8	5.0	4.1

综合比率代表的是保险的总成本(损失加上费用)占保费收入的比率, 100 以下代表会有承保收益, 100 以上代表会有承保亏损, 比率越高, 年份越差。若把持有保费收入浮存金(扣除股东权益部分所产生的收益)所产生的投资收益列入考量, 损益两平的范围大概是在 107-111 之间。

基于前几次年报所说明的理由, 即使是通货膨胀在这几年来相对温和, 我们预期保险业每年损失增加的比率约在 10%左右, 若是保费收入增长没有到达 10%以上, 损失一定会增加, (事实上过去 25 年以来, 理赔损失系以 11%的速度在增长), 虽然保险公司在景气不好时, 会习惯性地将损失暂时隐藏起来, 这种倾向可能会在一段时间内掩盖恶化的程度。

去年**保费收入的增长远低于所需的 10%要求**, 承保业绩可想而知会继续恶化, (不过在这张表上, 1990 年恶化的程度因为 1989 年发生 Hugo 飓风巨额损失而被略微掩盖), 1991 年的综合比率将会再度恶化, 有可能会增加 2 个百分点以上。

只有当大多数保险業者变得恐惧, 以至于虽然现在保费价格更高, 但依然想要退出时, 营运结果才可能好转。就某种程度而言, 这些经理人应该已经明白: **当你发现自己深陷洞中最重要的的一件事就是不要再挖了。不过这个临界点显然还没到, 许多保险公司虽然不甘愿但还是用力地在挖洞。**

还好这种情况可能在发生重大的自然灾害或金融风暴后很快地改变, 但若是没有这类事件发生, 可能还要再等两年, 直到所有的保险公司受不了巨额的承保损失, 才有可能迫使经理人大幅提高保费, 而等那个时刻到来时, 伯克希尔一定会作好准备, 不论是在财务上或是心理上, 等着接下大笔大笔的保单。

在此同时, 我们的保费收入虽然很少但还是处于可以接受的范围, 在下一段报告中我会告诉大家如何去衡量保险公司的绩效表现, 看完之后你就会明了, 为何我对我们的保险业务经理人, 包含 Mike Goldberg 与他的明星团队的表现会如此满意。

在衡量我们保险业务未来几年的经营绩效时, 大家应该了解, 我们正在追求的生意形态可能会造成经营结果的异常波动。若是这类型的生意扩大, 事实上这很有可能, 则我们的承保结果可能会与一般产业趋势有很大的差异, 大部分的时候, 我们的成绩会超乎大家的预期, 但很有可能在某一年度又大幅落后在产业标准之下。

我预估的波动主要是反映了这样一个事实, 我们即将成为针对诸如飓风、风暴或是地震等真正超级巨灾保险

(super-catastrophe)的承保人，这类保单的购买者大多是接受直接保险业者分散风险的再保公司，由于他们自己本身也要分散或是卸下部分单一重要灾害的风险，而由于这些保险公司主要是希望在发生若干重大的意外后，在一片混乱之中还能有可以依靠的对象，所以在选择投保对象时，最重要的就是财务实力，而这正是我们最主要的竞争优势，在这项业务中，我们坚强的财务实力是无与伦比的。

典型的巨灾险合约相当的复杂，不过以一个最简单的例子来说，我们可能签下一年期，保额 1000 万美元的保单，其中规定再保公司在灾害造成了以下两种状况下才有可能得到理赔：(1)再保公司的损失超过一定的门槛(2)整个保险业界的总损失超过一定的门槛，比如是 50 亿美元。只是通常在第二种条件符合时，第一个条件也会达到标准。

对于这份 1000 万的保单，我们收取的保费可能会在 300 万左右，假设我们一年收到所有的巨灾险保费收入为 1 亿美元，则有可能某些年度我们可以认列将近 1 亿美元的收益，但也有可能在单一年度要认列 2 亿美元的损失，值得注意的是我们不像其它保险公司是在分散风险，相反地我们是将风险集中，因此在这一部分，我们的综合比率不像一般业者会介于 100-120 之间，而是有可能会介于 0-300 之间。

当然大多数业者在经济上无法承受这样大幅的变动，而且就算有能力可以做到，他们的意愿也不会太高。他们很可能在吃下一大笔保单之后，因为灾害发生时必须承担大额的损失而被吓跑，此外大部分的企业管理层会认为他们背后的股东应该不喜欢变动太大。

不过我们采取的策略就不同了，我们在直接产险市场的业务相当少，但我们相信伯克希尔的股东，若事先经过沟通，应该可以接受这种获利波动较大，只要最后长期的结果能够令人满意就可以的经营结果，(查理跟我总是喜欢变动的 15%更胜于固定的 12%)。

我们有三点必须要强调：(1)我们预期巨灾险的业务长期来讲，假设以 10 年为期，应该可以获得令人满意的结果，当然我们也知道在这其中的某些年度成绩可能会很惨，(2)我们这样的预期只能基于主观的判断，对于这样的保险业务，历史的资料对于我们在做定价决策时并没有太大的参考价值，(3)虽然我们准备签下大量的巨灾险保单，但有一个很重要的前提那就是价格必须要能够与所承担的风险相当，所以若我们的竞争对手变得乐观积极，那么我们的承保量就会马上减少，事实上过去几年市场价格有点低的离谱，这使得大部分的参与者都被用担架抬着离场。

在此同时，我们相信伯克希尔将会成为全美最大的再保险承保公司，所以要是那天大城市地区发生大地震或是发生席卷欧陆地区的风暴时，请点亮蜡烛为我们祈祷。

衡量保险业的表现

在前段文章我曾提到浮存金，也就是保险业者在从事业务时，所暂时持有的投保人的资金，因为这些资金可以用在投资之上，所以财产意外险公司可承受超过保费收入 7%到 11%的损失与费用，并且仍能在业务上达到损益两平，当然这要扣除保险业者本身的净值，也就是股东自有资金所产生的获利。

当然 7-11%的范围还是有许多例外情况，例如保险业者承保谷物冰雹伤害损失几乎没有浮存金的贡献，保险业者通常是在冰雹即将来临之前才收到保费收入，而只要其中有任何一位农夫发生损失就要马上支付赔偿金，因此即使谷物冰雹保险的综合比率为 100，保险业者也赚不了半毛钱。

另外一个极端的例子，涵盖了医师、律师与会计师的潜在责任事故保险，较之每年收到的保费收入，该险种的浮存金就很高，这种浮存金之所以很重要的原因在于理赔申请案通常会在业务过失发生很长一段时间之后才会提出，而且由于冗长的法律诉讼程序，真正的理赔支付会进一步拖迟，保险业界统称医疗事故保险与其它特定种类的责任保险为"长尾业务"，意思是说保险业者在将理赔金支付给申请人跟他的律师(或甚至是保险公司的律师)之前，可以持有这一大笔的资金相当长的一段时间。

像这种长尾业务，通常即使综合比率高达 115(或更高)都还可能有获利，因为在索赔与费用发生之前的那段时间利用浮存金所赚的利润甚至会超过 15%。然而重点是，所谓的长尾确切含义是：最初假设为 115%的综合比率的责任险业务，但结果却尾大不掉，经过多年的纠缠终于和解，最终 200、300 或是更糟的综合比率压垮了保险公司。

这项业务一定要特别注意一项时常令人忽略的经营原则的陷阱：虽然部分长尾业务在 110-115 的综合比率之间仍可以获利，但若是保险业者依此比率作为目标来设定保费价格的话很可能会亏大钱，所以保费价格必须要有一个安全的边际空间，以防止当今总是会让保险业有昂贵的意外成本蹦出来的社会趋势，将综合比率设在 100%一定会产生重大的损失，将目标锁定在 110-115 之间则无异是自杀的行为。

说了那么多，到底该如何衡量一家保险公司的获利能力呢？分析师与经理人通常习惯性的会去看综合比率，当然在我们要看一家保险公司是否赚钱时，这项比率是一个很好的指标，但我们认为还有一项数字是更好的衡量

标准，那就是承保损失与浮存金规模的比率。

这种承保损失/浮存金比率跟其它保险业常用的绩效衡量统计数字一样，必须要有一段相当长的时间才有意义，单季或甚至是单一年度的数字，会因为估计的成份太浓而无参考价值，但是只要时间一拉长，这个比率就可以告诉我们保险营运所产生浮存金的资金成本，若资金成本低就代表这是一家好公司，相反地就是一家烂公司。

下表是我们进入保险业后，每年的承保损失统计(若有的话)，以及每年平均持有的浮存金数量，从这个表我们可以很轻易地算出保险业务所产生的浮存金其资金成本是多少。

年度	承保损失	平均浮存金规模	浮存金近似成本	长期政府债券收益率
1967	盈利	17.3	<0	5.50
1968	盈利	19.9	<0	5.90
1969	盈利	23.4	<0	6.79
1970	0.37	32.4	1.14	6.25
1971	盈利	52.5	<0	5.81
1972	盈利	69.5	<0	5.82
1973	盈利	73.3	<0	7.27
1974	7.36	79.1	9.3	8.13
1975	11.35	87.6	12.96	8.03
1976	盈利	102.6	<0	7.30
1977	盈利	139.0	<0	7.97
1978	盈利	190.4	<0	8.93
1979	盈利	227.3	<0	10.08
1980	盈利	237.0	<0	11.94
1981	盈利	228.4	<0	13.61
1982	21.56	220.6	9.77	10.64
1983	33.87	231.3	14.64	11.84
1984	48.06	253.2	18.98	11.58
1985	44.23	390.2	11.34	9.34
1986	55.84	797.5	7.00	7.60
1987	55.43	1266.7	4.38	8.95
1988	11.08	1497.7	0.74	9.00
1989	24.40	1541.3	1.58	7.97
1990	26.65	1637.3	1.63	8.24

浮存金的数字是将所有的损失准备金、损失调整费用准备金与未赚取保费准备金加总后，再扣除应付代理人佣金、预付购置成本及相关再保递延费用，若是别的保险业者可能还有其它项目需要列入做计算，但因为这些科目在伯克希尔并不重要，所以予以省略。

在 1990 年我们大概持有 16 亿美元的浮存金，这些钱会慢慢地流到其它人的手中，当年度的承保损失约为

2600 万美元，因此我们从保险营运所获得的资金，其成本约为 1.6%，而就如同这张表所显示的，有些年度我们有承保获利，所以我们的资金成本甚至低于零，但是也有些年度，像 1984 年我们必须为浮存金支付相当高的成本，但是总计至今 24 个年度当中有 19 个年度，我们负担的资金成本甚至比美国政府发行债券的成本还低。

这项计算式有两个重要的要求，首先，胖女人还没有喝水润嗓，更别说开口唱歌了，除非等到这时间所发生的损失都已确定解决，否则我们不能确定 1967-1990 年的资金成本到底是多少。第二，浮存金对于股东的价值有点打折，因为股东们还必须投入相对应的资金来支持保险业务的营运，同时这些资金所赚取的投资收益又必须面临双重的课税，相比之下，股东资金拿去直接投资更具税收效率。

间接投资加诸在股东身上的租税惩罚事实上是相当重的，虽然计算公式铁定没办法做的很精确，但我估计，对于这些保险业务的股东来说，租税惩罚至少让他们**增加一个百分点以上的资金成本**，我想这个数字也适用于伯克希尔之上。

分析保险业务的资金成本使得任何人都可以据此判断这家公司的营运对于股东到底是正面的还是负面的，若是这项成本(包含租税惩罚)高于其它替代性的资金来源，其价值就是负的，若是成本更低，那么对股东便能产生正面的价值，**而若是成本远低于一般水准，那么这个业务就是一项相当有价值的资产。**

到目前为止，伯克希尔算是资金成本相当低的那类，我们拥有 48%股权的 GEICO 保险的这项比率更好，且通常每年都保持承保盈利，GEICO 藉由不断地成长提供越来越多的资金以供投资，而且它的资金成本还远低于零成本以下，意思是说，GEICO 的保单持有人不但要先付保费给公司而且还要支付利息，就像有人又帅又有才干一样，GEICO 非凡的获利能力来自于高效运营与对风险的严格分类，同时使得保户也可享受超低价格的保单。

另一方面，许多知名的保险公司，在考量承保损失/浮存金的成本，再加上税收惩罚之后，事实上让股东产生负的回报，此外这些公司像其它业者一样，相当容易受到大型灾害的伤害，在扣除再保部分所得到的保护之后，资金成本有可能升高到无以复加的地步，而除非这些公司能够大幅改善其承保的成绩，历史的经验显示这是项不可能的任务，**这些股东很可能会和类似银行股东一样的下场：吸收存款的利息支出高于发放贷款的利息收入。**

总的来说，保险营运给我们的回报算是相当不错的了，我们的保险浮存金以合理的资金成本率持续增加，而靠着这些低成本的资金赚取更高的投资报酬使我们的事业蒸蒸日上，确实我们的股东必须负担额外的税负，但大家从这样低的资金成本所获得的收益却更多(至少到目前为止是如此)。

尤其令人振奋的一点是，这些记录还包含本人之前所犯下一些重大的错误，在 Mike Goldberg 接手后，应该会有更好的成绩，保险往往会有一大堆让你犯错误的机会，而通常在这些机会敲门时，我都会响应，以致于经过那么多年之后，到现在我们还必须为我以前所犯的错误的付出代价，在保险业中，愚蠢行为是没有上限的。

我们保险业务的实际价值永远比其它业务如糖果或是报纸业务难以估计，但是不管用任何计算方法，保险业务的价值一定远高于其帐面价值，更重要的是虽然保险业让我们三不五时会出状况，但这行业却是我们现在所有不错的业务当中，最有成长潜力的。

投资业务

下表是我们超过一亿美元以上的普通股投资，一部分的投资系属于伯克希尔拥有不到 100%的投资。

股份数量	公司名称	成本	市值	单价
23,350,000	可口可乐	1,023,920	2,171,550	43.9
3,000,000	首府/ABC 广播公司	517,500	1,377,375	172.5
6,850,000	GEICO 保险	45,713	1,110,556	6.7
1,727,765	华盛顿邮报	9,731	342,097	5.6
5,000,000	富国银行-新进	289,431	289,375	57.9
2,400,000	房地美优先股	71,729	117,000	29.9

树懒(Folivora)天生特有的懒散正代表着我们的投资模式，今年 6 只主要持股中的 5 只，我们没有增加也没有减持。除了富国银行(WellsFargo)这家拥有良好的经营团队，并享有相当高的股本回报率的银行，所以我们将持股比例增加到 10%左右，这是未经美联储批准所能持有的最高上限，其中六分之一是在 1989 年买进，剩下的部分则是在 1990 年增加的。

银行业并不是我们的最爱，因为这个行业的特性是资产约为股本的 20 倍，这代表只要资产发生一点问题就有可能把股本亏光光，而偏偏大银行出问题早已变成是常态而非特例，许多情况是管理层的疏失，就像是去年度我们曾提到的制度迫力，也就是管理层会不自主的模仿其它同业的做法。不管这些行为有多愚蠢，在从事放款业务时，许多银行业者也都有旅鼠那种追随领导者的行为倾向，所以现在他们也必须承担像旅鼠一样的命运。

因为 20:1 的高杠杆比率，使得管理的优势与缺点都会被放大，我们对于用便宜的价格买下经营不善的银行一点兴趣都没有，相反地我们希望能够以合理的价格买进一些经营良好的银行。

在富国银行，我想我们找到银行界最好的经理人卡尔·理查德(Carl Reichardt)与保罗·哈森(Paul Hazen)，在许多方面这两个人的组合使我联想到另外一对搭档，那就是首府/ABC 广播的汤姆·墨菲(Thomas Murphy)与丹·伯克

(Dan Burke), 首先, 两个人 1+1 的效果都大于 2, 因为每个人都了解、信任并尊敬对方。其次, 他们对于有才能的人给予高薪, 但也同时厌恶冗员过多。第三, 尽管公司获利再好, 他们控制成本的努力不曾缩减, 最后, 两者都坚持自己所熟悉的领域, 让他们的能力而非自尊来决定成败, 就像 IBM 的 Thomas Watson 曾说: "我不是天才, 我只是有点小聪明, 不过我就呆在这几点周围。"

我们是在 1990 年银行股一片混乱之间买进富国银行的股份的, 这种失序的现象是很合理的, 几个月来有些原本经营名声不错的银行, 其愚蠢的贷款决定却一一被媒体揭露, 随着一次又一次巨大的损失数字被公布, 银行业的诚信与保证也一次又一次地被践踏, 渐渐地投资人越来越不敢相信银行的财务报表数字。趁着大家卖出银行股之际, 我们逆势以 2.9 亿美元买进富国银行 10% 的股份, 市盈率不到税后收益五倍, 税前收益三倍。

富国银行实在是相当的大, 帐面资产高达 560 亿美元, 股本回报率 ROE 高达 20%, 资产回报率 ROA 则为 1.25%, 买下他 10% 的股权相当于以买下一家 50 亿美元资产 100% 股权, 但是真要有这样条件的银行, 其价码可能会是 2.9 亿美元的一倍以上。此外, 就算真的可以买得到, 我们同样也要面临另外一个问题, 那就是找不到像 Carl Reichardt 这样的人才来经营, 近几年来, 从富国银行出来的经理人一直广受各家银行同业所欢迎, 但想要请到这家银行的老宗师可不是一件容易的事了。

当然拥有一家银行的股权, 或是其它企业也一样, 绝非没有风险, 像加州的银行, 因为位于地震带, 必须承担客户受到大地震影响而还不出借款的风险, 第二个风险是属于系统性的, 也就是严重的经济萧条或是财务风暴导致这些高杠杆经营的金融机构, 不管经营的多么好都有相当的危机。最后, 市场当时主要的考虑点是美国西岸的房地产因为供给过多而崩盘的风险, 连带使得融资给这些扩建案的银行承担巨额的损失, 而由于富国银行是市场上最大的不动产贷款机构, 因此被认为特别脆弱。

以上所提到的风险都很难加以排除, 当然第一点与第二点的可能性相当低, 而且即使是房地产大幅的下跌, 对于经营绩效良好的银行也不致造成太大的问题, 我们可以简单地算一下, 富国银行现在一年在提列 3 亿美元的损失准备之后, 税前还可以赚 10 亿美元以上, 今天假若该银行所有的 480 亿借款中有 10% 在 1991 年发生问题, 且估计其中有 30% 的本金将收不回来(3% 坏账率), 必须全部列为损失(包含收不回来的利息), 则在这种情况下, 这家银行大致可以损益两平。

若是真有一年如此, 虽然我们认为这种情况发生的可能性相当低, 我们应该还可以忍受。事实上, 在伯克希

尔选择并购或是投资一家公司，头一年不赚钱没有关系，只要以后每年能够有 20% 的股本回报率。尽管如此，加州大地震使得投资人害怕新英格兰地区也会有同样的危险，导致富国银行在 1990 年几个月间大跌 50% 以上，虽然在股价下跌前我们已买进一些股份，但股价下跌使我们可以开心地用更低的价格捡到更多的股份。

以长期投资作为终生目标的投资人对于股市波动也应该采取同样的态度，千万不要因为股市涨就欣喜若狂，股市跌就如丧考妣。奇怪的是他们对于食物的价格就一点都不会搞错，很清楚知道自己每天一定会买食物，当食物价格下跌时，他们可高兴的很，要烦恼的应该是卖食物的人。同样的在布法罗报纸我们期望新闻纸能够降低，虽然这代表我们必须将帐列的新闻纸存货价值向下调整，因为我们很清楚，我们必须一直买进这些产品。

同样的原则也适用在伯克希尔的投资之上，只要我还健在(若我死后，伯克希尔的董事会愿意通过我所安排的降神来接受我的指示，则持续的时间或许更长久)，我们会年复一年买下整个企业或是企业的部分股票，也因此股票价格的下跌对我们会有利，反之则可能会对我们不利。

股价不振最主要的原因是悲观的情绪，有时是整个市场，有时则仅限于部分行业或公司，我们很期望能够在这种环境下做生意，不是因为我们天生喜欢悲观，而是如此可以得到便宜的价格买进更多好的公司，乐观主义是理性投资人最大的敌人。

当然，以上所述并不代表不受市场欢迎或注意的股票或企业就是好的投资标的，反向操作有可能与从众心理一样的愚蠢，真正重要的是独立思考而不是投票表决，不幸的是伯特兰·罗素(Bertrand Russell)对于人性的观察同样地也适用于财务投资之上，"大多数的人宁愿死也不愿意去思考！"

我们去年其它主要的投资组合的变动就是增加 RJR Nabisco 的债券，我们是在 1989 年开始买进这种有价证券，到了 1990 年底我们的投资金额约为 4.4 亿美元，与目前的市价相当(不过在撰写年报的同时，他们的市价已增加了 1.5 亿美元)。

就像我们很少买进银行股，同样地我们也很少买进投资级以下的债券，不过能够引起我们兴趣的投资机会，同时规模大到足以对伯克希尔有相当影响力的投资机会实在是不多，因此我们愿意尝试各种不同的投资工具，只要我们对于即将买进的投资标的有相当的了解，同时价格与价值有相当大的差距。伍迪艾伦有一句台词用来形容开明的好处："我实在不理解为什么有那么多人排斥双性恋，因为这会让人们在周六晚上约会的机会翻倍"。

在过去我们也曾成功地投资了好几次投资等级以下的债券，虽然他们多是传统上所谓的「失翼的天使」，意思

是指：发行时属于投资级，但后来因为公司陷入困境而被降级。在 1984 年的年报中我们也曾经提到过买进华盛顿公共电力系统债券的原因。

不过到了 1980 年代大量假冒的失翼的天使充斥着整个投资界，也就是所谓的「垃圾债券」，这些债券在发行时企业本身的信用评级就不佳，十年以来，人为制造的垃圾债券变得越来越垃圾，最后真的变成名符其实的垃圾。到了 1990 年，在经济衰退引发债权危机之前，整个投资界的天空已布满着这些假冒失翼天使的尸体。

迷信这些债券的门徒一再强调不可能发生崩盘的危机，巨额的债务会迫使公司经理人更专注于经营，就像是方向盘上绑着匕首的驾驶员一定会小心翼翼地开车一样。当然，我们绝对相信，这样一个引人注目的装置一定会让驾驶员相当小心谨慎，但另一个确定的后果是，如果车子碰到哪怕最小的一个小坑或是冰片，就可能造成致命的后果。而偏偏在商业的道路上，遍布着各种坑坑洞洞，一个要求必须避开所有坑洞的计划实在是一个相当危险的计划。

在《聪明投资者》最后一章中，格雷厄姆很强烈地驳斥这种「匕首理论」，如果要将稳健的投资浓缩成四字箴言，那就是「安全边际」，在读到这篇文章的 42 年后，我仍深深相信这四个字，没能注意到这个简单原则的投资人在 1990 年一开始就尝到损失的痛苦。

在债务狂潮的鼎盛时期，煞费苦心设计的资本结构注定导致失败的发生：有些公司的融资杠杆高到即使是再好的企业也无法负担。几年前，有一个特别惨、一出生就夭折的案例，就是一个坦帕湾地方电视台的并购案，收购时借了太多的债，以至于一年的利息负担甚至超过他一整年的收入，也就是说即使所有的人工、节目与服务都不算成本，且营收也能有爆炸性的成长，这家电视台还是会步上倒闭的命运。许多为这次收购提供资金的债券都是由现在大多倒闭的储贷机构买进，所以身为纳税义务人的你，等于间接替这些愚蠢的行为买单。

现在看起来这种情况当然不太可能再发生。当这些错误的行为发生时，专门贩卖匕首的投资银行家纷纷把责任推给学术单位，表示研究报告称，低等级债券所收到的利息收入足以弥补投资人所承担可能收不回本金的风险。因此，好心的业务员表示，多元化的垃圾债券组合将给客户带来比高等级债券更好的收益。特别要小心财务学上过去的统计资料实证，若历史资料是致富之钥，那么福布斯 400 大富豪不都应该是图书馆员吗？

不过这些业务员的逻辑有一个漏洞，这是统计系的新生都知道的。人们假设，所有新发行的垃圾债券都与以前的低等级失翼天使债券完全一样。因此，后者的违约经验对于预测新发行债券的违约经验具有重要意义。这种

错误就像是在喝琼斯镇被投毒的酷爱饮料之前，以该饮料过去的死亡率为参考(1978 年琼斯镇惨案)。

两者在许多方面有很大的不同，对于开拓者来说，失翼天使的经理人无不渴望重新到投资等级的名单之上，但是垃圾债券的经营者就全然不是那么一回事了，他们表现得像一个吸食海洛因的人，把精力投入到了寻找另一种治疗方法上，不思解决其为债务所苦的困境。此外，失翼天使高管信托的敏感特质通常比那些垃圾债券经营者要来的好的多。

华尔街对于这样的差异根本就不在乎，通常华尔街关心的不是它到底有多少优缺点，而是它可以产生多少收入。**成千上万的垃圾债券，就是由这帮满不在乎的银行家，卖给那些不懂得思考的投资人，这两种人遍地都是。**

即使现在垃圾债券的市场价格只剩发行价格的一点点，它仍是个地雷区。就像是去年我们曾经说过的，我们从来不买新发行的垃圾债券，不过趁现在市场一遍混乱，我们倒是愿意花点时间看看。

在 RJR Nabisco 这个案子我们认为这家公司的债信等级要比外界想象中好一点，同时我们感觉潜在的收益，应该可以弥补我们要承担的风险(虽然绝非无风险)，RJR 资产处份的价格还算不错，股东权益增加了许多，现在经营也渐上轨道了。

然而在我们调查垃圾债后发现，大部分低等级的债券还是不具吸引力，1980 年代华尔街的工作比我们想象中更糟糕，许多重要企业都大受影响，不过我们还是会继续在垃圾债券市场中寻找好的投资机会。

可转换优先股

我们持续持有先前向各位报告过的可转换优先股，包括所罗门 7 亿美金、吉列 6 亿美金、全美航空 3.58 亿美金与冠军国际 3 亿美金。我们吉列的特别股将会在 4 月 1 日转换为 1200 万股的普通股，在衡量利率、债信与普通股的价格之后，我们可以确信在所罗门与冠军国际的投资现值应该与我们当初的成本差不多，吉列的价值比成本高，至于全美航空的价值则远低于当初的投资成本。

在投资全美航空时，本人真是抓对了时点，我几乎是在航空业爆发严重的问题之前，跳进去这个产业，(没有人强迫我，如同在网球场上，我把它形容成非受迫性失误)，全美航空问题的发生，出自于行业本身的状况以及 1989 年对彼得蒙航空(Piedmont Airlines)并购后所产生的后遗症，这点我应该要早该预料到，因为几乎所有的航空业并购案最后的结果都是一团混乱。

(1939 年公司成立，以匹兹堡为中心。

1952 年改名为亚利根尼航空 Allegheny Airlines。

1968 年并购大湖中央航空 Lake Central Airlines。

1972 年并购摩霍克航空 Mohawk Airlines。

1978 年美国国会通过航空公司解除限制法案，改名成为 USAir。

1987 年并购太平洋西南航空 Pacific Southwest Airlines。

1989 年并购彼得蒙航空 Piedmont Airlines。

1991 年买下川普接驳航空 Trump Shuttle 部分股份，1998 年完全并购改名为 MetroJet 快捷航空，911 恐袭后停运。

1992 年公司面临着工会罢工最终妥善解决。

1993 年英国航空 British Airways 注资，成立第一个跨大西洋两岸的航空公司联盟。

1996 年终止与英国航空合作，并改名为 US Airways。

2002 年 8 月 11 日，全美航空宣告进入破产保护程序。2004 年 9 月 12 日，再度进入破产保护程序。

2005 年 5 月 19 日，全美航空集团以 15 亿美元代价与亚利桑那州的美西控股(美西航空母公司)合并。

2013 年 12 月 9 日，美国航空 American Airlines 母公司 AMR 和全美航空集团 US Airways Group 正式合并，创造出全球最大的航空运营商。)

在这不久之后，Ed Colodny 与 Seth Schofield 解决了第二个难题，全美航空现在的服务受到好评，不过整个产业所面临的问题却越来越严重，自从我们开始投资之后，航空业的状况便急剧恶化，尤其再加上某些业者自杀性的杀价竞争，这样的结果导致所有的航空业者都面临一项残酷的事实：**在销售商品化产品的产业之中，你很难比最愚蠢的竞争对手聪明到哪里去。**

不过除非在未来几年内，航空业全面地崩溃，否则我们在全美航空的投资应该能够确保安全无虞，Ed 与 Seth 很果决地在营运上做了一些重大的改变来解决目前营运所面临的问题，虽然如此，我们的投资现在的情况比起当初还是差了一点。

我们的可转换优先股算是相当单纯的投资工具，不过我还是必须警告各位，若是过去的经验有任何参考价值，大家可能还是会读到一些不正确或是误导的讯息。比如去年，有几家报章杂志错误地计算出我们优先股的价值等于转换为普通股的价值。我们的所罗门的优先股可转换价格为 38 美元普通股，根据它们的逻辑，由于所罗门普通股的现价为 22.8 美元，所以其可转换优先股的价值只有面额的 60%，但这样的推论却有一个盲点，因为这样的说法表示所有的可转换优先股，其价值只在其所拥有的转换权利，至于所罗门不可转换的债券价值则为零，不管它所拥有的赎回条件为何。

大家必须特别记住的一点是，我们**可转换优先股大部分的价值其实是来自于固定收益的特性**，意思是说，这些有价值证券的价值不可能低于一般不具转换权的优先股，相反地，会因为它们拥有可转换的选择权而具有更高的价值。

很遗憾，我必须在报告这部分结尾提一下我的好朋友吉列的 CEO 小科尔曼·莫克勒(Colman Mockler Jr.)，他在今年一月过世。除了“绅士”这个代表品格、勇气与谦和的字，没有其它字更能贴切形容这个人了，除了这些特质

之外，再加上他所拥有的幽默与超凡的经营能力，所以大家应该可以想象与他共事是多么令人感到愉快的一件事，这也是为何包含我在内的许多人，会对他感到特别怀念的缘故。

在科尔曼去世前几天，吉列受到福布斯以封面故事大加赞扬，标题很简单，这家公司在刮胡刀产业的成功，并非来自营销手段(虽然他们一再展现这方面的能力)，而是源自于他们对于品质的追求，这种心理建设使得他们持续将精力摆在推出更新更好的产品之上，虽然现有的产品已是市场上最经典的，福布斯对于吉列的形容，就好象是在描述科尔曼本人一样。

救命！救命！

熟悉的读者都知道，我经常利用年报不顾廉耻地替伯克希尔寻找合适的投资标的，此外我们也常常在布法罗报纸刊登广告征求投资标的，而如此的宣传做法确实也收到效果，有好几家企业收到我们相关的讯息后，敲门前来。任何好的业务销售人员都会告诉你不靠广告卖东西就好象是在黑夜里对于女孩眨眼一样没有用。

附录 B 是我回信给一位可能的卖方的摘要，若是你知道那家企业可能会是我们有兴趣的标的，同时你有认识的朋友在那家企业，欢迎你直接将这份资料送给他参考。

以下就是我们想要找的企业条件：

- (1)、具有一定的规模，税后净利润至少达到 1000 万美元。
- (2)、表现出持续稳定的盈利能力，我们对美好前景或困境反转的公司没有兴趣。
- (3)、企业在很少或没有负债的情况下，取得了良好的股本回报率 ROE。
- (4)、公司具备强大的管理团队，我们不参与管理。
- (5)、简单的容易理解的商业模式，我们对复杂的高科技一无所知。
- (6)、合理的价格，在价格不确定前，我们不希望浪费双方太多时间。

我们不会进行敌意的并购，并承诺完全保密并尽快答复是否感兴趣(通常不超过五分钟)，我们倾向采现金交易，除非我们所换得的内在价值跟我们付出的一样多，否则不考虑发行股份。

我们最喜欢的交易对象之一是像 Blumkin 家族和 Heldman 家族那样，公司经营者希望能马上有一大笔现金，不管是给自己、家人或是其它股东，最好这些经营者如往常一样能够继续留在公司，我想我们可以提供具有以上想法的经营者，一个满意的方式，我们也欢迎可能的卖方与那些过去与我们合作过的对象打听。

另一方面查理跟我也常常接到一些不符合我们条件的询问，包括新创事业、转机股、拍卖案以及最常见的中介案。我们发现如果你登广告要买牧羊犬，结果却有一大堆人打电话来要卖你长耳猎犬，对于这类的事业，有首乡村歌曲其中的一句歌词最能描述我们的感觉，"若电话不响，你就知道那是我"。

除了以上买下整家公司的并购案外，我们也会考虑买进一大部分不具控制权的股份，就像我们在首府广播、所罗门、吉列、全美航空与冠军国际这几个例子一样的公司，不过对于一般直接从股票市场上买进股份的建议，我们则一点兴趣都没有。

其它事项

Ken Chace 决定从今年股东会起不再担任本公司的董事，在伯克希尔我们没有强制董事退休的年龄限制(以后绝对也不会有)，但是住在缅因州 75 岁的 Ken 还是决定减少自己在伯克希尔的活动量。

Ken 是我在 1965 年通过巴菲特合伙入主伯克希尔时，选择经营纺织业务的第一人选，虽然我在坚持纺织业务继续经营上做了错误的决策，但选择 Ken 却是正确的决定，他把公司经营的非常好，对于所面临的问题也是百分之百地坦诚，更重要的是他生产出足够让我们进军保险业的资金。

我的夫人 Susan 将会被提名接替 Ken 担任董事，她个人现在是伯克希尔第二大股东，而且要是她活的比我久的话，还会继承我个人所持有的股份，进而取得公司的控制权，她明了也完全同意我对于可能接替人选的想法，同时也认同不管是伯克希尔本身或是旗下业务与主要的投资，都不会单纯地因为有人出高价要买，便轻易地对外出售。

我强烈地感觉伯克希尔企业与经理人的命运不应该依赖在我个人的健康之上，当然若是因此可以加分会更好，为此我已做好的万全的计划，不管是我个人或是我内人的遗嘱都不打算将这些财产留给家族，相反地重点会放在如何保持伯克希尔的特质，并将所有的财富回馈给社会。

所以万一要是明天我突然死了，大家可以确定三件事：(1)我在伯克希尔的股份，一股都不会卖；(2)继承我的所有权人与经理人一定会遵循我的投资哲学；(3)伯克希尔的收益每年可增加 100 万美元，因为查理会立即出售我们的公务机-无可辩解号（不要管我希望让它陪葬的遗愿）。

大约有 97.3%的有效股权参与 1990 年的股东指定捐赠计划，总计约 580 万美元捐出的款项分配给 2600 家慈善机构。我们敦促新加入的股东，仔细阅读年报上有关股东捐赠计划的详细内容，如果在未来年度内，你想要

参加这类的计划，我们强烈建议你将股份登记在自己而不是受托人的名下，必须在 1991 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 1991 年的捐赠计划。

伯克希尔除了通过股东指定捐赠计划对外捐赠之外，我们旗下业务的经理人也贡献了包含商品在内的捐款，每年平均金额约在 150 万美元左右。这些捐赠主要是赞助当地像是联合劝募等慈善团体，所得的效益应该与我们所捐出的相当。

然而不管是旗下业务或是母公司的经理人在利用伯克希尔的资金对外捐赠给全国性组织或特别利益团体时，都是以站在股东利益立场所应该做的，相对地若是你的员工也包含 CEO 在内，想要与其校友会或其它人建立个人关系的，我们认为他们最好是用自己的钱，而不是从你的口袋里掏钱。

今年的股东年会预计在 1991 年 4 月 29 日，周一早上 9 点 30 分举行在奥芬剧院 Orpheum 召开，去年股东年会参加人数突破 1300 人，大概是十年前的一百倍。

我们建议大家最好先向以下旅馆预订房间：(1)Radisson-Redick 旅馆，位于奥芬剧院对街，是拥有 88 个房间的一家小旅馆；(2)较大一点的 RedLion 旅馆，离奥芬剧院约五分钟路程；(3)万豪酒店 Marriott，位在奥马哈西区，离波仙珠宝店约 100 公尺，开车到市中心约需 20 分钟，届时将会有巴士接送大家往返股东会会场。

查理跟我一直都很喜欢开股东会，我也希望大家能够来参加，我们股东的素质可由大家所提出的问题看得出来，我们参加过很多股东会，但从来没有别的公司的股东像伯克希尔的股东一样由高智商水准与经营者荣枯与共的股东组合。

后面附有股东会开会投票的相关资料，跟各位解释如何拿到入场所许的识别证，因为开会当天会场不好停车，我们特地为大家预留了一些位置，附件也有相关说明供大家参考。

一如往常，会后我们备有巴士带大家到内布拉斯加家具店与波仙珠宝店或是到饭店与机场，我希望大家能有多一点的时间好好探索这两家店的奥妙，当然早几天到的股东也可利用假日逛逛家具店，周六从早上 10 点到下午 5 点 30 分，周日则从中午开到下午 5 点 30 分，到那里时记得到喜诗糖果摊逛逛，看看伯克希尔企业综效的初步成果。

波仙周日通常不开门营业，但在股东会期间特别破例，4 月 28 日周日从中午开到下午 6 点，去年由于大家的卖力表现让 Ike 相当的开心，在看过那天的业绩数字之后，他建议我们最好能够每一季都召开股东会，今年记得到

波仙去看看，就算不买也没有关系，那是一场你不能错过的秀。

去年股东年会第一个问题是由来自纽约 11 岁的 Nicholas Kenner 所提出，他们一家三代都是伯克希尔的股东，一开场 Nicholas 就来硬的："为什么股价会下跌？"面对如此强大的火力，我的回答却不甚了了。

我希望今年 Nicholas 最好有其它的事要忙，不要来参加今年的股东会，若他真的出席了，他可能有机会再提出第一个问题，查理跟我都希望尽量不要碰到他，还好今年轮到查理先回答。

沃伦·巴菲特 董事长

附录 A

美国钢铁公司宣布全面更新计划

*本文是格雷厄姆于 1936 年所写未对外公开的讽刺性文章，并于 1954 年提供给巴菲特。
巴菲特意在嘲讽 80 年代垃圾债券的会计诈骗。

Myron C. Taylor，美国钢铁公司的董事长，今天宣布令人期待已久，有关全世界最大的制造公司的全面更新计划，与预期相反的，公司的制造或是销售政策全部没有变动，反而是会计帐务系统做了大幅度的调整，在采取一系列最新最好的现代会计与财务措施之后，公司的获利能力因而大幅增进，即使是在景气不佳的 1935 年，在采用新的会计制度下，估计每股收益还是可以达到 50 美元的水准，这项改造计划是经由 Messrs 等人经过广泛的研究调查后制定的，其中主要包含六大点：

- (1) 将厂房价值减少到负的 10 亿美元
- (2) 普通股每股面额减到一美分
- (3) 以认股权的方式支付所有的薪水与奖金
- (4) 存货的帐面价值减为 1 美元
- (5) 原有特别股改成不必马上支付利息 50%折价发行的公司债
- (6) 建立 10 亿美元的或有负债准备

以下就是这项全面更新计划的官方完整声明：

美国钢铁公司的董事会很高兴向大家宣布，在经过对产业界所面临的问题广泛地研究之后，我们已经核准了一项重新塑造公司会计制度的方案，一项由特别委员会主导并经 Messrs 等人协助之下完成的调查显示，我们在运用最先进的会计制度方面远远落后于其它美国企业，通过这样的做法，公司不必负担额外的支出，经营与销售政策也不必改变，就可以不费吹灰之力地大大改善获利能力，所以大家一致决定不但要立即跟进采用，而且还

要将这项技术发展到淋漓尽致的境界，董事会所采用的做法，主要可以归纳为以下六点：

1，固定资产减为负的 10 亿美元

许多代表公司都已将其帐列厂房价值减为象征性的 1 美元，好让其损益表免于折旧费用沉重的负担，特别委员会指出如果它们的厂房只值 1 美元，那么美国钢铁的的固定资产比起它们来说还要少很多，事实上近来大家都承认一项事实，许多厂房对公司来说实际上是一种负债而不是资产，除了要摊提折旧之外，还要负担税金、维修及其它开支，因此董事会决定要从 1935 年开始将资产打销，从原先帐列 1,338,522,858.96 美元减少为负的 1,000,000,000 美元。这样做法的效益相当明显，随着工厂逐渐折减，所代表的负债也相对地减少，因此以往每年 4700 万的折旧费用不但可以免除，以后每年还可以有 5000 万美元的折旧收益，一来一往相当于让公司的获利至少增加 9700 万美元。

2，将普通股面值减少到 1 美分。

3，所有的薪资与奖金一律以认股权的方式发放。

许多企业早已将本应支付给经营主管薪水奖金的大笔支出改以不必认列费用的股票认股权方式取代，这种现代化的创新做法很明显地还没有被充分运用，所以董事会决定采取一项更先进的做法。

企业所有的员工将发给认购价为 50 美元的认股权作为薪资的替代，而普通股面额则减少到 1 美分。

这项计划很明显的有下列好处：

A、公司将不再有任何的薪资支出，参考 1935 年的情况，每年估计将因此省下 2.5 亿美元。

B、同时，所有员工的报酬将因此增加好几倍，因为在新的会计原则之下公司帐上显示的每股收益将因此大增，从而使得公司的股价远高于认股权所设定的 50 美元认购价，于是所有的员工都将因为认股权的行使而受惠，所得到的报酬将远比他们原来领的现金收入要高的多。

C、通过这些认股权的行使，公司因此还可以实现额外特别的年度利益，而由于我们将普通股面额设定为 1 美分，因此每认购一股便能产生 49.99 美元的收益，虽然就会计学保守的立场，这些收益可能无法显现在损益表之上，但却可以在资产负债表上以资本溢价的方式单独列示。

D、企业的现金部位也会因此大大地增强，每年不但不再有 2.5 亿美元的薪资流出，通过行使 500 万股认股权的做法，每年还可以创造 2.5 亿美元的现金流入，公司惊人的获利能力加上坚强的现金部位将使得我们可以随心所

欲地配发股利，然后我们又可以通过行使认股权的方式补强现金实力，之后又可以有更高的配股能力，如此一直循环下去。

4，帐列存货价值调为 1 美元

在经济衰退时因为必须将存货价值调整至市价，公司可能会因此蒙受巨额的损失，因此许多公司，尤其是钢铁与纺织公司纷纷将其帐列存货价值压到相当低的程度，而成功地解决这方面的问题，有鉴于此美国钢铁公司决定采用一种更积极的做法，打算将存货价值一举压低到 1 美元的最低限度，在每年底都会进行这样的动作，将存货予以调整，差异的数字则全部摆到前面所提到的或有准备科目项下。

这种新做法的好处相当的大，不但可以消除存货耗损的可能性，同时也可大大地增进公司每年的获利能力，每年初存货因为帐列价值只有 1 美元，所以将因出售而获得大笔的收益，经估计通过这种新会计方法的运用将可使我们每年至少增加 1.5 亿美元的收益，而碰巧的是，这个数字与我们每年冲销的或许准备金额相当。

特别委员会的一项报告建议为了维持一致性，应收帐款与约当现金最好也能够将帐面数字调整为 1 美元，同时也一样可以有先前所提的好处，但这个提案现在被驳回，因为我们的签证会计师认为，任何应收帐款或约当现金若冲回，最好还是先贷记原有科目，而不是直接作为损益表上的收入，但是我们也预期这种老掉牙的会计原则应该很快会更新，好与现代趋势做接轨，而等新原则一通过之后，我们一定会马上将这份报告的建议列为优先执行的方案。

5，将现有特别股改成不必马上支付利息 50%折价发行的公司债。

过去许多公司在面临景气不佳的时候，大都利用买回自己原先发行大幅折价的债券来弥补其经营上的损失，不幸的是由于美国钢铁公司的债信一向都还算不错，所以没有类似这样的油水可以趁机捞一笔，但现代更新计划解决了这样的难题。

报告建议原先发行的每一股特别股全部换成面额 300 美元不必支付利息的债券，并且可分为十期以面额的 50%赎回，总计将要发行面额 10.8 亿美元的债券，每年有 1.08 亿美元到期，并由公司以 5400 万美元的价格赎回，同时公司每年将可因此增加 5400 万美元的获利。

就像是第 3 条所述的薪资奖金计划，这样的安排将可以让公司与其特别股股东一体受惠，后者可以确定在五年内收回现有特别股面额的 150%，因为短期的有价证券实在是没有多少回报率，所以不必付息的特点算是无关紧

要，如此一来公司每年将可以减少 2500 万的特别股股息，再加上每年多出 5400 万美元的获利，加总之后将可获得每年 7900 万的收益。

6，建立 10 亿美元的或有负债准备

董事们有信心经过上述的安排，公司未来不管在任何情况下，都可以确保拥有令人满意的获利能力，然而在现今的会计原则下，公司最好不要承担任何可能的潜在损失的风险，因为最好能够事先建立一个或有损失负债准备以兹因应。

特别委员会因此建议公司可以建立一个 10 亿美元的或有负债准备，就像是先前所述的，存货价值调整为 1 美元的差异将由这个准备来吸收，同时为了怕将来或有准备消耗殆尽，每年还将固定由资本公积提拨补充，因为后者通过股票期权的运用每年将至少可以增加 2.5 亿美元(见前面第 3 点)，所以随时准备好可供或有准备补充之用。

通过这样的安排，董事会必须坦承他们很遗憾还不能够向其它美国大企业一样，充分地运用各种方法，让股本、资本公积、或有负债与资产负债表其它科目互通有无，事实上我们必须承认，目前我们公司所作的分录还过于简单，根本没有达到一般业界那样能够利用最先进的手法，让整个会计程序神秘复杂化，然而对此董事会还是强调在规划革新方案时，必须坚持清楚明了的原则，虽然这样做会对公司的获利能力有所影响。

为了显示新方案对公司获利能力的影响到底有多大？我们特别列出 1935 年分别在两种不同基础下的损益状况：

	A 原有方案	B 实施新的会计方案后
所有来源总收入(包括联属公司)	765,000,000	765,000,000
薪金与工资	251,000,000	
其他经营费用和税费	461,000,000	311,000,000
折旧	47,000,000	-50,000,000
利息	5,000,000	5,000,000
债券赎回折价		-54,000,000
优先股利	25,000,000	
普通股余额	-24,000,000	553,000,000
平均发行股票	8,703,252	11,203,252
每股收益	-2.76	49.80

为了配合有点老旧的会计原则，下表是美国钢铁 1935 年 12 月 31 日的合并资产负债表，在经过新会计方案调整后的资产负债科目状况。

资产

固定资产净额	-1,000,000,000
现金资产	142,000,000
应收账款票据	56,000,000
存货	1
杂项资产	27,000,000
总计	-774,999,999
负债	
普通股面值 1 美分 (面值 87,032.52)设定值	-3,500,000,000
子公司的债券和股票	113,000,000
新偿债基金票据	1,080,000,000
流动负债	69,000,000
应急储备金	1,000,000,000
其他储备	74,000,000
初期收益	389,000,001
合计	-774,999,999

注：由于普通股股本给定的规定值与面值不同，根据弗吉尼亚州的法律，公司必须重新设立。

实在是不必要跟各位股东报告，更新过后的资产负债表与原先的报表将会有很大的不同，我想为了让公司的获利大增因此必须就资产负债科目做很大的调整，大家应该不会对此有太多的意见。

总而言之，董事会这一连串措施，包含将厂房价值调为负数、薪水删掉、存货降到几乎为零，将可使美国钢铁在产业的竞争力大为增加，我们将可以因此以非常低的价格销售我们所生产的产品，同时还可以保有很好的获利，董事会也认为在这项更新计划之下，我们将可以彻底打败竞争对手，直到我们达到反托拉斯法 100%市场占有率的最高上限。

当然在准备这份报告时，董事会不是不知道同业也有可能仿效我们这类的做法，使得我们这样做的效益大打折扣，但是我们有信心美国钢铁身为提供钢铁用户这类新式服务的先驱领航者，一定能够维持住客户的忠诚度，不论是老客户或是新客户，当然若是有任何意外，美国钢铁仍将通过我们新设立的会计研究实验室，致力于研发出更新的会计做帐原则，以继续保持我们的优势地位。

对于阁下有意出售公司的一些想法

*这是几年前我写给一位有意出售其家族事业给我们的人士，在经过修正后，我特地把这封信摆在这里，因为这正是我想传达给其它有意出售事业者的讯息。

以下是在前几天我们的谈话后，我个人的一些想法。

大部分的企业老板无不终其一生努力地建立自己的企业王国，经过不断地努力淬炼，他们在营销、采购与人事管理上的经验都能持续地精进，这是一个学习的过程，先前一时的挫败通常会成就后来的成功。

相对地，自己当老板的经理人在面对来自各方的压力，偶尔会在一时冲动的情况下，考虑出售自己拥有的事业，通常是因为中间人为了赚取成交的佣金不顾买卖双方的利益而怂恿老板赶快做决定，事实上做这样的决策牵涉重大，不管是在财务或是个人方面皆是如此，仓促地决定可能使得老板做出错误而不是正确的决策，而且一旦发生可就是一辈子无法挽回的错误。

价格当然很重要，但是通常它并不是整个交易最关键的因素，你跟你的家族拥有业界最棒的企业，所有的潜在买家当然都知道这一点，而随着时间的演进，你的业务也会变得更有价值，所以，若你现在决定不卖了，这代表以后你可能可以赚更多的钱，而有了这样的认知，你大可以从容以对，慢慢地寻找你希望的买主。

但是要是你真的决定要卖，我相信伯克希尔绝对可以提供比别人更好的条件，基本上可能的买主可以分为两大类：

(1)，第一类是你的同业，或是与你的所处的产业相近的业者。这种买家不管他给你怎么样的承诺，通常会让你感觉到好象他比你更懂得如何来经营你的事业，而早晚有一天他会想要插手来帮忙你的营运，而若是买方再大一点，通常还会应征一大堆经理人进来，借口表示以后还会有更多的并购案，他们一定会有自己的一套做事方法，虽然你过去的经营记录明显地比他们好太多，但人性的某一面还是使他们觉得他们做事的方法才是对的，你跟你家人的朋友大概也有人曾经将公司卖给大企业的，我想他们应该也有这方面的经验，可以证实大公司有倾向将子公司的业务接过去管理，尤其是他们对这行也很内行或自认很内行时。

(2)，第二类的公司是财务公司。他们大量运用所借来的资金，只要时机得当，总是准备随时将公司再卖给投资大众或是别的大企业，通常这类买主对公司最大的贡献就是改变公司的会计政策，使得公司收益比以前看起来好看一点，如此一来使他得以用更好的价格脱手而出，附件是最近一篇有关这类交易的文章报导，由于最近股市

热络所以这类的活动也相当频繁，同时这类的资金也相当充沛。

如果公司现在的拥有人唯一的目标只是随时准备将企业待价而沽，弃企业整体的利益于不顾，很多的卖主确实属于这类型，那么先前所描述的买方应该都可以为卖方所接受，但是，如果卖方所要出售的公司是他一辈子的心血结晶，甚至已经成为其人格与生命的一部分，那么这两类买方可能都不能符合你的标准。

至于伯克希尔则属于另外一类型的买主，而且绝对是与众不同的，我们买进是为了拥有，但我们没有经理人可供指派，也不希望公司的经理人由母公司指派，我们旗下所有的业务都能够相当独立自主地营运，大部分的情况下，我们所拥有的重要事业经理人从来就没有来过奥马哈，甚至于双方连面都没碰过，当我们买下一家公司之后，卖方依旧还是照原来的样子经营公司，是我们要去适应他们，不是他们要来适应我们。

我们没有任何家族成员或是新进聘用的企管硕士，准备要来经营我们买下的任何企业，我想以后也不会有这种情况。如果你知道我们过去的并购案，我会附上过去我们购买企业的名单，我建议你可以打个电话查查看，我们是不是说到做到，特别是你可以问问少数几家经营不甚理想的公司，看看在艰难的状况下，我们又会采取怎样的做法。

任何买主都会告诉你，私底下他很需要你的协助——如果他真的有脑子，他肯定需要你继续运营。但大多数的买主，基于先前所提的几个理由，大都不会遵守先前所作的承诺，但我们不一样，绝对是说到做到，因为一方面我们已做出承诺，另一方面我们也是为了有更好的经营成果。

这样的需求可以说明，为何我们希望原有的经营团队最好能够保留 20% 的股份，基于税务规划我们需要 80% 以上的股权，这点很重要。对我们来说，同样重要的是，我们希望继续留下来管理的家族成员仍然是该企业的所有者。所以很简单，除非我们确定原有的主要经理人还会继续留下来成为我们的合伙人，否则我们不会考虑买下公司。合约并不能保证你的持续利益，我们相信的是你承诺的每一个字。

我们会介入的领域是资金配置，高管任命与薪酬，其余的人事、营运策略等那就是你自己的事，有些伯克希尔旗下业务的经理人会和我讨论他们所作的一些商业决定，有些则不会，这主要是视他们本身的个性，以及与我个人的私人关系而定。

如果你决定要跟伯克希尔一起做生意，我们会以现金的方式给予报酬，你的企业资产也不会被伯克希尔拿来当作借款的抵押品，也不会有经纪人牵涉其中。

另外，在交易成交后，我们也不会临时宣布退出不玩，或是提出要做调整的要求，(当然要是银行、律师、董事会等方面出了状况，我们也会做出道歉与合理的解释)。最后，你会确切地知道你在和谁打交道。你不会碰到几年前与你谈判的主管突然走人，几年后又来其他人接管。或是公司总裁很遗憾地跟你说，他背后的董事会要求作出这样或那样的改变，(或甚至想要再把你的公司卖掉以支应母公司新的资金需求)。

另外，我必须要提醒你，在交易完成后，你并不会比原来还富有。因为拥有原来的业务已经让你用最有利的投资方式赚了很多钱，整个交易只会改变你的财富形式，并不会改变数量。若你要卖，你将能够把原有 100%持有且有价值的资产，换得另外一种有价值的资产——现金——这些资产可能会被投资到你不太理解的其他企业的小部分(股票)上。要做出出售的决定总有许多理由，但若整个交易是公平合理的话，这个理由绝对不是卖方因此可以变得更富有。

我不会刻意纠缠你，但若你有任何的意愿想要出售的话，我会很乐意接到你的电话，我很荣幸能够让伯克希尔与你的家族成员一起拥有这份事业(1986 年收购了 Friedman's 家族管理的费区海默制服公司 84%股权)；我相信公司在财务上一定会变得更好，而我也相信在未来的 20 年内，你也会像过去 20 年来一样，愉快地继续经营这份事业。

真挚的

沃伦·巴菲特 董事长

附录：

美国银行业相关立法与制度变迁

19 世纪以来，不少在工业革命中富起来的个人进入银行业，商业银行开始成为投资者和资金缺乏者之间的中介组织。每家银行服务于当地经济，全部业务由一个窗口完成，银行在当地接受存款发放贷款，金融资源基本上由当地企业使用。出于保护来自单一制银行特许经营的地方性垄断，美国大部分州严格禁止银行开设任何形式的分支机构。单一制银行与美国自由企业的理想是相一致的，因此数量庞大的商业银行中大部分是这样的单一制小银行。此时美国商业银行主要有两类。一类是按照联邦法律申请并领取联邦营业执照的国民银行，这类银行需要接受联邦机构和州际机构的双重监管。另一类是按照州法律申请并领取州营业执照的州立银行，州立银行只需要接受州际监管机构的监管。

1863 年《国民银行法》设立了货币监理署 OCC，对在联邦注册的国民银行进行监管，并限制国民银行经营证券保险等非银行业务。但对州注册的银行没有约束力，很多国民银行通过在州注册的附属机构来经营被限制的业务。虽然没有明确规定国民银行可以跨州设立分支机构，但 OCC 认为，无限制的分支行制度会破坏国民银行体系的稳定性，因此主张国民银行不能跨州和异地设立分支机构，且不能从事信托投资业务，美国银行协会也对分支行制持反对态度。对国民银行设立分支行制度的限制，导致美国单一制银行的盛行。因此，在 1927 年之前，国民银行是被严格禁止设立分行的，只能有一处办公场所，只能在其所在城市开设分行，且分行业务仅限于存款和贷款。只有那些从州立银行转制为国民银行的金融机构才可以设立少数分行机构，但这类银行只占有银行业约 2%。

1913 年美国颁布《联邦储备法》。目的是建立中央银行机制、准备金制度、调节货币供应量、清算以及对银行实行联邦制度等，同时建立联邦储备体系。美联储成立，全部国民银行成为联储的成员银行，州立银行可以自愿加入成为成员银行。从此，美国银行业进入了一个新的发展时期。美联储成立以后，商业银行的设立仍实行自由经营的原则，到 1921 年，美国共有 3 万家银行，创历史最高水平。1900 年，只有 5 家国民银行和 82 家州立银行有分行，共 9 家分行。到 1923 年，已有 91 家国民银行和 500 家州立银行有分行，共有 2000 家分行。

1927 年通过《麦克法登法案》将国民银行和州立银行置于平等竞争的地位，进一步放松了对国民银行业务的管制，国民银行几乎可以从事所有类型的证券，商业银行与投资银行几乎融为一体。该法限制州立银行跨州设立分支机构，而国民银行允许在州内设立分支机构，但要得到所在州银行管理机关的批准；国民银行从事证券承销业务必须事先得到所在州的批准。该法案一定程度上打破了银行的地域限制。

1929 年，美国进入大萧条，美联储颁布了一系列金融管理条例，其中按字母顺序的“Q 条例”禁止银行向活期存款支付利息。其目的是使资金成本最小化，也使银行不会为了获利而采取冒险的贷款行为。根据此法建立联邦存款保险公司 FDIC。存款保险减轻了周期性的危机和银行挤提，有助于恢复公众对于银行体系的信心。

美联储、货币监理署、联邦存款保险公司、各州银行管理机构对银行业的监管既有分权，又有职权重复和交叉。美国的银行监管分工是谁批准注册就由谁管理监督。然而，货币监理署负责国民银行的市场准入，美联储则负责国民银行的日常监管。各州立银行由各州批准注册并监管，但许多州立银行是美联储的成员银行，同时其存款的一定数额受联邦存款保险公司的保险和监管，实际上形成了多头监管的问题。

1933 年通过《美国银行法》，又称《格拉斯-斯蒂格尔法》。该法将商业银行业务从投资银行业务中分离，把银行业一分为二，奠定了分业经营的基本格局。商业银行可以从事政府债券、市政建设债券买卖业务，房地产贷款和对个人进行金融服务；禁止商业银行从事证券承销业务。而投资银行则不允许从事存款活动，但法令允许商业银行可以信托的名义代顾客买卖公司股票。信托业务主要有三种：个人信托、机构信托基金和养老金。

1933 年《联邦住宅抵押贷款所有权法》出台，1934 年成立了联邦住宅管理局 FHA，为无力一次支付贷款机构价款的人提供抵押保险。1938 年，成立了联邦国家抵押协会（房利美），1968 年成立政府国家抵押贷款协会 Ginnie Mae，1970 年联邦住宅贷款抵押公司（房地美）成立。

1933 年以后，关于跨州开设分支行的限制有所放松，为了绕开设分行的地域限制，一些银行通过银行控股公司的形式进行跨州经营，银行控股公司开始盛行。1935 年，单一制银行共有 13329 家，仍占绝大多数，开设有分支机构的银行只有 796 家。

随着美国企业的壮大，美国的单一制银行无法匹配美国企业的融资规模，人们开始主张取消对银行开设分支行的限制，允许银行根据各州的具体情况，自由设立分支机构。1950 年，单一制银行减少到约 13000 家，而开设有分支行的银行有 1267 家，分支行机构数量增加到 4721 个；1965 年底，开设分支行的银行增加到 3192 家，分支行机构数量为 15486 个，单一制银行数量从 12179 家减少到 10352 家。

1956 年通过《银行控股公司法》，该法规定，一家银行控股公司拥有两家以上银行股权的 1/4 以上须向美联储登记，不许跨州合并新银行；在购买另一家银行股权时须先得到美联储的批准；不许拥有和经营非银行业务的子公司，有效限制银行控股公司只能从事那些与银行业务密切相关的业务。《道格拉斯修正案》作为 1956 年《银行控股公司法》的一部分，禁止银行控股公司收购本州以外银行子公司，除非得到其他州法律的授权，有效地阻止了银行控股公司在多个州拥有银行。银行控股公司在美国是一种特殊的金融机构，它规避州立法和《麦克法登法案》在地域扩张上的立法限制，同时也可以获得税收上的利益。银行支付给其控股公司的股利是不计税的，而且母公司可以使用债券来为购买附属公司的股票筹资。到 1970 年有约 1/3 的银行由银行控股公司控制。到 1999 年银行控股公司资产已占到美国银行资产的 90%。

1966 年《银行合并法》，规定银行合并须经联邦银行主管机关批准其中包括参加 FDC 保险的银行，合并的银行如果是国民银行还必须征得货币监理署的批准，如果是州立成员银行则必须得到联邦储备委员会的批准，而州立非成员银行必须经联邦存款保险公司的批准。合并还需经司法部审查是否违反《反托拉斯法》。

1966 年《银行控股公司法修正案》，该修正案允许附属银行和其他银行一样，互相之间可以进行借贷活动，赋予美联储对银行控股公司并购行为的裁决。1966 年《利率限制法》第一次对储蓄机构可支付的存款利率设定了上限，并且赋予联邦住宅贷款银行委员会和美联储对储贷机构的存款利率设定上限。因为 1933 年银行法“Q 条例”的利率限制只适用于商业银行。该法允许储贷机构可以高于银行的存款利率(差额从 1966 年的 0.75 个百分点降到 1973 年的 0.25 个百分点)。

1970 年《银行控股公司法修正案》银行被定义为接受活期存款、发放商业贷款的金融机构，并增加了银行与保险业务分离的条款，进一步完善了美国的金融分业经营格局。但大型企业集团、证券公司和保险公司，在 80 年代利用这一漏洞建立了或是不能发放商业贷款、或是不能吸收存款的企业金融机构。

1980 年代美国发生了严重的储贷危机，在这期间 3000 多个储贷机构中有近三分之一发生倒闭。先是 1975 年缅因州颁布了州际银行法，允许州外银行收购本地地区的银行，随后 1982 年马萨诸州跟进。为了避免危机的蔓延，1982 年美国国会通过了《加恩-圣杰曼存款机构法》，允许商业银行收购濒临破产的储蓄机构，不用遵守州法律关于设立银行分支机构的限制。1989 年国会通过的《金融机构改革、恢复和执行法案》扩大了银行收购范围，授权银行控股公司可以收购收购任何储蓄机构。

1994 年，《RiegleNeal 州际银行业务和分支机构效率法案》又称为《跨州银行法》，废除了《道格拉斯修正案》，允许银行控股公司收购在任何州的银行，为全国范围的州际银行业打开了大门。从这一刻起，为了扩大规模以获取竞争优势，美国银行业中掀起了联合、收并购的狂潮。

1999 年，美国国会通过了《美国金融服务现代化法》，事实上是对实施了近 70 年的《格拉斯-斯蒂格尔法》，以及相应制度框架的彻底修正。美国银行业合法地走上了混业经营的发展道路，坚持了近 70 年的分业经营和严格管制体制最终走向终结，许多中小银行消失了，金融控股公司大行其道。1990 年，单一制银行有 5386 家，到 2012 年减少到 1324 家。其实随着 ATM 机、互联网转账等技术的发展，限制银行地域扩张已经没有了任何意义，放开金融市场只是时间问题。

储贷危机前因后果

美国第一家建筑与贷款协会于 1831 年在宾夕法尼亚州建立，原本是一个带有互助性质的封闭团体，其功能是集会员的小额存款，对会员发放住房贷款。按照储蓄贷款协会的经营性质可分为两种。一种是互助性质的，占绝大多数。这种储蓄贷款协会的经营活动主要是为存款人和借款人的利益服务，不以营利为目的。这种互助性质的储蓄贷款协会的收入，虽然在纳税和提取准备金、公积金等以后，以利息的方式支付给存款人，但不得超过监管机构所规定的最高利息率。还有一种是在少数几个州，如加州、伊利诺伊州、俄亥俄州和得克萨斯州等的储蓄贷款协会，属于股份公司性质。他们的收入在扣除有关开支以后，主要以红利形式分给股票持有人。属于互助性质的储蓄贷款协会由联邦政府注册，而且名称都有联邦二字，他们必须参加联邦储蓄贷款保险公司。而属于股份公司性质的储蓄贷款协会，由所在州政府注册，他们自愿参加联邦储蓄贷款保险公司。

1920 年代，各家金融机构为了争夺储户，无所不用其极，最终导致全行业哀鸿遍野。1930 年代大萧条期间，政府颁布了一套法律制度，采取了控制利率的政策，希望以此削弱行业竞争。政府不但为储贷协会提供优惠政策，还为整个行业提供存款保险。政府要求储贷机构，只能把资产用于住房贷款，并且采取保守的经营方式，尽力避免坏账风险。法律限制了存款利率水平，储贷机构只能为存款支付较低的固定利率。为了帮助储贷机构吸收存款，法律规定储贷协会可以多支付 0.25% 的利率。其次，与商业银行相比，储贷协会还享有税收优惠。与政府规定的存款利率相比，住房抵押贷款利率高出 2% 左右，这个利差是储贷协会的生存基础。在随后的几十年里，储贷行业一直运转良好，一度超过 5000 家遍布全美。

1930-1960 年代，美国通过 Q 条例，实行严格的利率管制，利率相当稳定。但进入 1970 年代中期开始，利率开始上行，不断上升的通货膨胀率迫使利率大幅抬升。储贷机构资产和负债的期限错配，导致利率倒挂。储贷机构为了生存，不断做大规模，期望通过摊薄的方式覆盖利差损失。1976-1980 年短期国债利率从 4% 上升到 16%，长期国债利率从 6% 上升到 13%。

70 年代通货膨胀导致的在前所未有的高利率环境下，大多数储贷机构无法再凭借做大规模摆脱困境。此时突然又杀出了货币市场基金和美国国债。货币市场基金的利率更高，储贷机构的存款开始流失。此时监管机构修改了对储贷机构投资的投资限制，允许它们想方设法扩大利差，允许它们尝试风险更高、难度更大的投资。政府甚至主动降低了对储贷机构的资本充足率要求。监管部门推出一系列纾困措施之后，储贷机构的规模很快膨胀了起来。有政府为存款提供保险，储贷机构开始提供高利率存款。同时储贷机构向房地产开发商提供贷款。有一些房地产开发商为了拿到资金，他们能许下任何回报承诺。此时，为筹集资金进行杠杆并购的私募股权基金，大量发行企业债券，优先级债券被银行买走，垃圾债券由储贷机构购买。

1950 年代美国的婴儿潮，在 70 年代末成年，形成了对住房的大量需求，帮助房地产行业进入繁荣阶段，美国政府开始使用金融手段鼓励居民购房，成立了房地美公司，为低收入群体向银行申请住房贷款提供担保，房价开始节节攀升，到 80 年代中期，房价泡沫逐渐形成。银行业大规模进军房地产最火热的地区，集中开展了大量住房贷款业务，少数归股东所有的储贷机构，开始凭借政府给予的竞争优势为股东谋利。1986 年，美国政府出台了新的税收修正法案，消除了许多避税，特别是对于房地产投资的避税。美国房屋价格和土地价格分别于 1986 和 1989 年走向高点。1987 年股市黑色星期一和油价暴跌等一系列突发事件的影响下，房地产泡沫破裂，以储蓄贷款协会为中心的银行业危机全面爆发。

整个 80 年代，美国经济发展始终受到贸易赤字、美元升值和利率上升的三重困扰。进口增加出口减少，企业开工不足，倒闭频繁，个人失业增加，通胀率居高不下。此时又恰逢油价大跌，南部生产石油的地区遭到了沉重的打击，陷入了大萧条以来最严重的经济衰退，大量曾经很安全的住房贷款爆发了逾期潮。宏观经济的剧烈波动损害了商业银行的资产负债表，表外业务的急剧扩大带来了银行流动性困难，由银行监管机构列出的有问题银行达到 1400 多家。

巴菲特抓住富国银行投资机会

80 年代末，加州房地产泡沫破裂，房子根本卖不出去，所有地产商都奄奄一息了，连很多经营保守负债率低的开发商都亏光了。房地产危机也扩散到了其他行业，很多家电公司不惜降价 50%，以低于成本价销售，只是为了回笼资金，以保证公司能继续经营下去。房地产衰退主要集中于商业不动产，商业不动产和建筑业贷款在加州贷款的占比在 75% 以上。同时工商业贷款也出现了不良率的大幅抬升，而居民住房贷款几乎没有受到影响。1990 年，对地产的担忧开始蔓延到银行业。而富国银行大本营正是加州地区。富国银行在商业不动产、建筑和住宅不动产的贷款占比从 80 年代初的 45% 增加到 60% 左右。

1987-1990 年，富国银行贷款规模从 370 亿增加到 480 亿，其中房地产相关贷款高达 290 亿。巴菲特在 1990 年股东信中分析："富国银行现在一年在提列 3 亿美元的损失准备之后，税前还可以赚 10 亿美元以上，今天假若该银行所有的 480 亿借款中有 10% 在 1991 年发生问题，且估计其中有 30% 的本金将收不回来 (3% 坏账率)，必须全部列为损失 (包含收不回来的利息)，则在这种情况下，这家银行大致可以损益两平"。不幸的是，1991 年情况还要糟糕，工商业贷款 112.7 亿，形成了 8.71 亿的不良贷款，不良贷款率 7.73%，上年同期是 4.12%。建筑业贷款 21.55 亿，不良贷款 2.26 亿，不良贷款率是 10.48%。商业不动产贷款 107.51 亿，形成了不良贷款 7.78 亿，不良率 7.23%。总贷款的不良率从 1989 年的 1.8% 上升到 1991 年的 4.5%，1992 年达到 5.8% 高峰。巴菲特假设的坏账率是 3%，估计还是乐观。但是幸运的是，1990 年，富国银行在短短几个月内股价腰斩，巴菲特以 1PB 的价格逆势买入 2.9 亿美元，约占富国银行 10% 股份，这是未经美联储批准可以购买的上限。巴菲特的买入不仅仅是抓住了股价的暴跌，更为重要的是押注在富国银行的管理层身上。

1982 年，为了避免危机的蔓延，1982 年美国国会通过了《加恩-圣杰曼存款机构法》，允许商业银行收购濒临破产的储蓄机构，不用遵守州法律关于设立银行分支机构的限制。而在这之前，银行是个严格监管的行业，不允许跨州经营。监管放开后面临的是充分竞争，只有真正优秀的企业才能胜出。垄断形成的高成本结构，根本无法适应充分竞争。富国银行的成本收入比，从 1982 年的 75%，迅速提升到 1990 年的 53%。这完全要归功于 1983 年新上任的 CEO-Carl Reichardt。巴菲特在股东信对其赞誉有加："因为 20:1 的高杠杆比率，使得管理的优势与缺点都会被放大，我们对于用便宜的价格买下经营不善的银行一点兴趣都没有，相反地我们希望能够以合理的价格买进一些经营良好的银行。在富国银行，我想我们找到银行界最好的经理人 Carl Reichardt 与 Paul Hazen，在许多方面这两个人的组合使我联想到另外一对搭档，那就是首府/ABC 广播的 Thomas Murphy 与 Dan Burke，首先，

两个人 1+1 的效果都大于 2，因为每个人都了解、信任并尊敬对方。其次，他们对于有才能的人给予高薪，但也同时厌恶冗员过多。第三，尽管公司获利再好，他们控制成本的努力不曾缩减，最后，两者都坚持自己所熟悉的领域，让他们的能力而非自尊来决定成败，就像 IBM 的 Thomas Watson 曾说：“我不是天才，我只是有点小聪明，不过我就呆在这几点周围。”Reichardt 上任后，建立了成本导向的文化，用管理制造业的方式来管理银行。比如关闭管理层专用食堂和领导专用电梯，卖掉公司直升机、因浇水费用高禁止办公室里有绿色植物。撤掉管理层办公室的免费咖啡。有人回忆，赖卡特和其他主管一起开会时，通常坐的是一把破得填充物都露在外面的旧椅子。当时绝大多数银行都是好日子过惯了，比如 1986 年被并购的克罗克银行就和富国银行的文化格格不入，富国银行并购后直接解散了克罗克银行 1600 名经理人。

1970 年代美国在低利率和高通胀的环境下，利率处于管制，美国银行业转向海外扩张。当时由于中东战争导致油价飙升，拉美石油产业蓬勃发展，美国银行业在这些国家石油产业大肆放款，从 1975 年的 16 亿飙升到 1981 年的 260 亿美元。进入 80 年代，美联储为抑制通货膨胀，大幅度加息，导致拉美国外外汇储备大量流失。此时油价的暴跌对这些产油国以重击，1982 年墨西哥主权债务违约，巴西阿根廷还款困难。1984 年大陆伊利诺伊大陆银行陷入困境，为了避免连锁反应，FDIC 被迫接管该银行。而这一切的导火索是 1982 年大陆银行重要的融资客户宾州广场银行在石油危机中破产。在此背景下，1987 年富国银行开始剥离海外业务，海外贷款从 1987 年的 21.22 亿减少到 1989 年的 0.5 亿。同时，开始在不动产领域快速扩张，危机发生前，富国银行成了不动产占总贷款比例最高的银行。此外，富国银行的利差从 1981 年的 3.84% 提升增加 1989 年的 5.11%。利差大于 5% 的年份持续了 15 年，直到 2003 年。可持续的高利差意味着银行的造血能力非常强，即使遭遇大量坏债，风险抵补能力也非常强，这也是富国银行盈利能力最强的一段时光。巴菲特买中了富国银行最肥的一段。

伊利诺伊大陆银行

Continental Illinois Corp

伊利诺伊州位于美国中西部，以印第安人伊利诺伊部落之名命名，一边连接着中西部广大农业地区，一边毗邻五大湖，三十多条铁路穿行州内，发达的陆路、水路交通使伊利诺伊成为东西部运输的桥梁。州内丰富的铁矿石矿藏和强大的钢铁工业在密歇根湖畔共同孕育了芝加哥这一美国第三大城市和芝加哥商品交易所。芝加哥最早的名称来自当地印第安土著，意思是“盛产野洋葱的地方”，1833 年在皮毛贸易站基础上建立集镇。1850 年代芝加哥成为北美洲水陆交通中心及牲畜交易中心，之后成为美国铁路、航空枢纽城市，并成功地举办了 1948 至 1949 年美国铁路展。伊利诺伊州庞大的经济总量与发达的金融市场，为大型银行提供了成长的土壤。

位于芝加哥的大陆银行和芝加哥第一银行是规模最大两家的商业银行。伊利诺伊大陆公司(Continental Illinois Corporation)是一家银行持股公司，大陆银行是其附属商业银行。大陆银行是 1860 年代成立的商业国民银行(Commercial National Bank)与 1883 年成立的大陆国民银行(Continental National Bank)于 1910 年合并的产物，合并后，新银行拥有 1.75 亿美元的存款，其名称最初是芝加哥大陆和商业国民银行(Continental & Commercial National Bank of Chicago)。1929 年，银行合并了伊利诺伊商人信托公司(Illinois Merchants Trust Co.)后，更名到如今的名称大陆伊利诺伊国家银行和信托公司(Continental Illinois National Bank and Trust Company)。在大萧条期间，银行为了维持流动性，接受了金融重建公司(Reconstruction Finance Corp.)，大萧条期间成立的政府金融救助机构)5000 万美元救助贷款。

二战之后，伴随着美国经济繁荣，银行持续增长，到 1960 年代初大陆银行已经拥有了 30 亿美元存款和 5000 名员工。1970 年代大陆银行形成了 5 大业务线：一般商业银行服务，信托与投资服务，房地产服务，债券业务，个人银行业务。在 70 年代高通胀的环境下，存款利率上限使银行存款失去吸引力，存款大规模流失，因此美国自 70 年开始逐步放松利率管制“Q 条例”。1975 年开始，为了在利率市场化中早早占领竞争高地，大陆银行确立了“成为美国最大工商业贷款者”的雄心。但由于各州的地方保护主义，银行业经营地域限制并没有放开，在经营网点无法扩张的情况下，个人业务无法扩张，此时同业产品的放松管制与创新，成为大陆银行扩张的武器，大陆银行依靠高息从同业市场招揽资金，为资产端的扩张准备弹药。1977-1981 年，银行核心存款(私人与企业存款)占比由 30% 下降到 20%，1983 年其同业负债一度占到了总存款的 90%。

虽然 70 年代石油危机引发的滞胀打击了农业和工商业，但与石油相关的企业获益丰厚，在高利润诱惑下，石油勘探商疯狂增加投资寻找油田增加产量，产油区德州和路易斯安那州的人口亦大量流入。大陆银行为了做大做强，银行内部专门建立了原油和天然气事业部，在行业繁荣中对能源业敞口不断增大；同时高利率抑制了股市，但房产价格接连上涨，由于房主大多拥有固定利率的房屋抵押贷款，因此房产金融属性被激活，房地产进入新一轮投资高峰，大陆银行抓住契机，大幅增加了房地产贷款，一度达到总贷款的 10%，为第二大品种；70 年代集

装箱的大规模使用，促进了全球贸易和航运业大发展，干散货船租金和价格的不断上涨，让其成为非常放心的贷款抵押品。大陆银行借此机会向造船企业和航运公司大量发放船只建造贷款。同时因为跨州经营限制银行业务开始国际化，大陆银行开发了多种国际业务，通过 29 家国际分行向拉美发放大笔主权贷款。工商业贷款从 1976 年的近 50 亿美元增长到 1981 年的 140 多亿美元。其中对石油与天然气贷款额达到 29 亿美元，达到总贷款的 10%。总资产从 215 亿美元上升至 450 亿美元。按照存款规模计一度是美国的第七大商业银行。贷款比率从 1977 年的 57.9% 上升至 1981 年末的 68.8%；同期它的资产收益率保持在 0.5%，股本收益率达 14.4%，经营效益远超美国同业。股价从 13 美元翻倍至 27 美元。

1981 年美国里根上台，为抑制通胀推行里根经济学，严控货币供应，减税降开支。联邦基金利率一度达到 20% 的高位，高企的利率严重挤压了依赖同业资金的大型银行净息差。由于过度扩张造成的风险敞口过大，银行贷款从 80 年代开始遭遇偿付问题。大陆银行在能源、房地产、航运行业在内的不良贷款不断积累，而拉美国家风险事件频发也严重影响了银行信誉。1980 年代随着苏联为代表的非 OPEC 产油国产量大幅提升，石油价格大幅下降，美国石油业投资开始衰退。大陆银行管理层对于石油行业的衰退不以为然，认为油价下跌只是小的价格波动，依然持续对能源业进行投入，能源业贷款从 28 亿美元增长至 1982 年的 52 亿美元，占比达到 15%。1982 年油价暴跌直接导致宾州广场银行 Penn Square Bank 破产，这是一家专门发放能源业贷款的俄亥俄州小型银行，该行曾向其他银行出售了大量能源贷款融资。最先垮掉的是规模较小的西雅图第一银行，接着大通曼哈顿银行和密歇根国民银行因此出现了巨额亏损。而大陆银行是宾州广场银行贷款的最大买家，共向后者投入了 10 亿美元之多，因此股价在一个月内外跌了 60%。除了能源业，房地产和航运业也在 80 年代初先后衰退。高利率吓退了住房需求，房屋新开工与平均售价在 1982 年陷入低谷。房屋价格的下跌与建设的停滞，让中小型房地产开发公司资金链断裂，大陆银行发放的开发贷款也已经覆水难收。作为抵押品的房屋物业在楼市寒冬中即使折价也难以处理，成为银行手中的烫手山芋。干散货航运业同样在 80 年代初陷入衰退。即使拥有船只作为抵押品，在价格的暴跌中也无能为力，特别是船只价格下跌与折旧幅度远远大于房屋物业，让大陆银行在本轮航运业衰退中累积的损失大幅超过了在房地产上的损失。拉美国家债务危机除了自身经济结构问题，直接原因是美联储大幅加息引发的外汇储备流失，与大宗商品价格下跌导致的出口减少和偿债能力丧失。以 1982 年 8 月墨西哥债务违约为标志，大陆银行在拉美国家债务危机中折戟。

1982 年开始不良贷款增长和利润损失，大陆银行资产规模开始下滑，并引起负债端连锁反应，同时评级遭遇连续下调。1983 年大陆银行作价 1.57 亿美元出售经营良好的信用卡部门来扭转其当年的亏损。1984 年不良贷款达到了创纪录的 23 亿美元。1984 年 5 月在日本机构间传闻美国投行在日本打听是否有机构愿意收购大陆银行，证实了大陆银行已经资不抵债的猜测。接着新闻报道日本银行有意收购大陆银行，这成为压垮骆驼的最后一根稻草，机构投资者纷纷停止在大陆银行滚动资金或撤回存款，仅 10 天时间，大陆银行就失去了 20 亿美元外国资金、40 亿隔夜资金，大陆银行陷入流动性危机。为了挽救大陆银行，芝加哥储备银行向大陆银行出借了 36 亿美元，并且强迫其他 16 家银行提供 45 亿美元的 30 天信用额度借给大陆银行。“维稳”消息宣布三天后，大部分钱就用光了，人们心理愈加紧张了。

考虑到大陆银行存款中已保险存款只有 30 亿美元，而未保险存款超过 300 亿美元。估计有 2100 家左右的小银行在大陆银行有 60 亿美元同业存款，如果任由大陆银行破产，则未保险存款部分必遭受冻结和损失，更会有数百家关联银行倒闭，从而严重打击美国金融体系稳定。因此联邦存款保险公司 (Federal Deposit Insurance Company, FDIC) 认定大陆银行“大而不能倒”，美联储对其注资 35 亿美元，并对该行所有的存款给予保险，保证所有的存款人和其他普通债权人不会受到任何损失，政府机构开始分阶段对其进行临时救助与长期接管。FDIC 购买大陆银行 20 亿美元的问题贷款，并承担该行在联储的 20 亿美元的债务。在 1984 至 1989 年的接管中，伴随着美国经济的企稳复苏，大陆银行经营逐渐稳定，甚至在 1988-1989 年恢复盈利并发放了当年股利。1986 年底，FDIC 制订出售大陆银行股票的计划。1991 年，大陆银行经营逐渐恢复正常，FDIC 将所有权卖给私人投资者，重新完成私有化。大陆银行整个接管的过程，造成美国政府损失了 16 亿美元，而公司原股东损失了 100%。大陆银行事件是美国联邦存款保险公司成立 50 年来遇到的最大危机，是提供金融援助规模最大的一家银行。1994 年，大陆银行被美国银行以 20 亿美元收购，其名字从此消失在了历史的长河之中。

大陆银行的案例证明，追求规模扩张，追求市场份额，过量信贷投放，积累信用风险，导致银行资产负债表和流动性的失衡。在外部因素的激发下，流动性风险爆发，银行则坠入危机。

伯克希尔股东大会问答 1991

1991 年 4 月 29 日 Orpheum 剧院 1550 人

巴菲特坚持通过伯克希尔致股东信和偶尔的讲课或文章来教授别人他的导师本格雷厄姆的投资智慧。在这过程中，他使用大家都能懂的语言(实际上他的姐姐伯蒂都能懂)，里面点缀着他剃刀一般锋利的智慧，以及引自 Yogi Berra、David Ogilvy 和 Mae West 的名言。有见识的观察家说巴菲特的致股东信是目前商业智慧的最好实例。其他人包括我们自己在内也真诚地认为仔细阅读他的股东信比去顶尖的商学院读两年书还值。每年，股东们都聚集在奥马哈，赞赏并享受巴菲特及其长期合伙人、超级投资伙伴，奥马哈同乡同时也是伯克希尔副董事长查理·芒格的智慧。4 月 28 日，本报的编辑们有幸和约 1600 位伯克希尔股东们一起参加了今年在奥马哈举行的年会。和往常一样，正式的会议持续时间持续了大约 10 分钟，然后巴菲特和芒格用几小时时间回答股东问题。下面就是股东会的摘要。我们还在其中摘录了 Emoy Business Magazine 上刊登的巴菲特最近在埃默里商学院的部分讲课内容，希望您能和我们一样喜欢。

开场白

巴菲特：你随时可以离场，不过如我在去年说的那样，最好在查理讲话的时候离场.....中午的时候，我们休息。有大巴带你们去波仙珠宝店(Borsheim)、内布拉斯加家具市场(NFM)、酒店或任何我们投资的企业。

1, 为什么买可口可乐

巴菲特：我收到 Kenner 先生的一封信，你们应该还记得他，他去年问了一个问题，问我为什么伯克希尔的股价下跌了。今年，他信中这样说：亲爱的巴菲特先生，我想告诉你，我会参加今年的年会。我们对此热烈欢迎。"这一次，我要问一个更加严厉的问题。期盼与你相会。您真诚的 PeterKenner"。彼得，我也很期盼与你相会。你在哪儿呢，彼得？彼得你藏在哪里呢？

巴菲特在年报中介绍 Kenner 先生：去年的年会时，11 岁的 Nicholas Kenner 提了第一个问题，他是来自纽约的第三代股东。Kenner 的问题很严厉：股价怎么会下跌了呢？他朝我开火了。我怎么回答的记不起来了。我们衷心希望今年尼古拉斯能够从百忙之中抽空参加年会。假如他能参加，他可以再一次第一个发问。查理和我希望能趁自己脑子还清醒的时候，先搞定尼古拉斯。不过，今年轮到查理回答他的问题了。

Kenner：我来自纽约，我有 10 股。我有两个问题。

巴菲特：你有 10 股，我想介绍我孙女和你认识。我希望问题都是问查理的。

Kenner：你当年为什么买可口可乐而不是买百事可乐？

巴菲特：这个问题不难。我可以给唐纳德·基奥(Donald Keough, 可口可乐董事长)回答你。Don 很早就给我樱桃味可乐配方的样品，我很喜欢喝。我回答他，可口可乐公司的试营销的钱可以省下来，只要给我一瓶样品就行了，我的结论是这款产品会大获成功。我每天喝 5 瓶这种可乐，查理喝健怡可乐。为什么呢？我想原因一目了然。我们爱喝可乐。可口可乐很了不起。在大约 160 个国家都有出售，而且**实际上每个国家的人均消费量都在逐年上升**。这个全民流行饮料突破了所有障碍。真的很了不起。就在今天，全世界每年将会卖出接近 7 亿瓶 8 盎司

装的可口可乐(1 易拉罐或 1 玻璃瓶就是 8 盎司装), 而且销售额还在逐年上升.....

Keough: 我想沃伦是希望我讲讲这家公司的出色之处, 可口可乐公司有 105 年历史, 而且也有光辉的未来。我们打入了 170 个国家的市场。美国以外地区的人均可口可乐消费量仅为 59 盎司, 而美国国内人均消费量约是 300 盎司。所以美国国外市场的开发还有很长一段路要走。我们也正在努力打开国外市场。

你到处都能看到我们的产品。全球各地都消费我们的产品, 从伦敦的英王宫殿到哥伦比亚的小男孩和小女孩, 我们的产品都能给他们带来片刻的愉悦。可口可乐是全民皆宜的产品, 还有很多人有待品尝我们的产品.....

Kenner: 在你最新的年报里, 你说我 11 岁, 其实我不是 11 岁, 我 9 岁。

巴菲特: 那一段是查理写的。

Kenner: 假如连我的年龄都能写错, 那么我怎么能相信其他数据呢?

巴菲特: 问得好。真希望明年还能见到你。

2, 好企业永不卖出

巴菲特: 我们有四只股票永不卖出: 华盛顿邮报、首府广播(Capital Cities)、可口可乐和 GEICO 保险。和我们的子公司一样, 这些公司的股票就算得到远超我们所认为的价值的报价, 我们也不会出售。顺便说一下, 我们并不希望频繁增加这个名单, 因为这会使很多资本无法流动了。

我们的死了都不卖的股票有三个共同点:

- 1, 拥有良好的基本经济特征;
- 2, 管理层能力极好, 而且很值得信任;
- 3, 我们喜欢这些公司, 我们喜欢它们的业务, 我们觉得它们很有趣而且很乐意与这些公司联系在一起。

对这些死了都不卖的持股的感觉, 我觉得和对我们直接拥有的子公司的感觉完全一样。在对待子公司方面, 我们并非纯粹的经济动物。我们不会完全根据经济利益作出决策。这样的政策, 在某种程度上对我们的业绩有所影响, 不过我们还是喜欢这样的生活方式。假如你的商业模式会使你为了一点点的蝇头小利, 不断抛弃你喜欢、赞赏而且感兴趣的人, 那么就算富裕, 又有什么意义呢? 我们也喜欢靓丽的数据, 但是不会为了追求靓丽的数据而放弃一切。

在所有持股都表现良好的时候说死了都不卖, 其实并不难做到。但是真正的死了都不卖的投资, 是无论环境顺逆, 都不卖。对于我们直接持有的子公司, 我们的态度也是这样。就拿《布法罗新闻报》来说吧, 今年它的绩效没有去年好, 那我们是不是后悔去年没把它卖掉呢? 不是, 我们一点都不后悔。这家企业我们永远都不会卖。

我们也有一些例外。在我们的年报的第一页上，你会看到这些例外。假如一家企业将长期消耗现金，假如我们认为管理层在糊弄我们，或者假如有难以处理的劳工问题，那么我们既有的长期持有态度就可能会转变。

我们 30 多年来一直在寻找类似的企业。我们寻找我们认为自己能够理解的企业。这是关键，也是最重要的标准，我们从不希望偏离这个标准半步。

在这之外，肯定还存在各种各样我们不理解的好企业。而且我们也跳不到 7 英尺高。查理和我有很多事情做不到，假如我们以后能做到，也许会增加很丰厚的利润。举个例子，我们没本事打翻麦克·泰森。

但是我们将会坚持投资我们能够理解的东西。这样的原则给了我们很大的限制。我们只是寻找基本面经济特征较好的企业，回避普通企业，回避对管理层没有信心的企业.....

芒格：我们寻找那些.....

巴菲特：无聊的企业。

芒格：对，无聊。

巴菲特：假如你住在内布拉斯加州林肯市，你有四五家邻居，他们都希望你投资自己的企业。一个邻居是福特汽车经销商，一个邻居有一家超市，一个邻居开一家理发店等等。他们都来拜访你，希望你能买他们 10% 的股份。那么你怎么想？假如周围有 20 家超市，而且设备都比你的邻居好；假如你不喜欢邻居的企业，或者你不完全信任某个邻居，那么你可能会考虑 100 万件事。这就是我们在观察一家企业时在脑子里过的东西。

真正优秀、持久的大企业其实没有那么多，我们也不需要很多。如今这样的好企业可能比 10 或 15 年前更少。我们之所以采取我们的投资方法，部分原因是因为好企业太少。当我们找到一家好企业的时候，我们也知道再找同样的一家有多么困难。看起来，从一家好企业换到另一家好企业似乎是一个非常困难的游戏。秘诀是一门心思投资好企业。假如想在 100 米游泳中游出好成绩，那么顺着潮流要比逆流而上更聪明。

3，关于分散

巴菲特：查理和我真的不想持有小额投资。虽然偶尔我们也持有一些，但是我们一般对大额投资有兴趣。

芒格：现在我们和其他人的根本不同之处在于，我们的分散程度远远小于一般的股票投资组合。

巴菲特：今天，我们投资组合的规模为 70 亿美元，但持有的股票数量却比我们规模在 2000 万美元时更少。

芒格：这就是我们极端的地方。我们努力提高每个交易的技术含量，并且减少交易次数，这样的做法与商学

院里的金融学教授们讲授的做法完全相反。

巴菲特：假如你住在一个小镇上，投资小镇上最好的两三家企业，你会觉得自己受到了祝福，你会非常富裕。假如你只投资一家最好的企业，那么你就真的被祝福了。假如没有一个流动性的股市，你很难找到投资三家好企业的机会。我们认为，有节制地拥有一些好企业是最好的选择。我们认为那种买进 30 家“好企业”而不把资金集中投入最好的企业的做法是极愚蠢的。

芒格：我们有些非常简单明显的方法。我们认为受过良好教育的猩猩都能做到。但还没人采取我们的做法。

巴菲特：实际上，有三个人因为推荐与我们相反的方法获得了诺贝尔经济学奖(1990 年的诺贝尔经济学奖授予三位美国经济学家：Harry Markowitz 的均值方差模型、Merton Miller 的 MM 定理，William Sharpe 的资产的定价理论 CAPM)。吊诡的地方在于，他们的理论前提是对企业进行分析和思考没有任何用处。一旦接受了这个前提，就会产生难以置信的理论。问题在于使用这种理论的人甚至都不明白这种理论的前提存在错误，他们整个操作方法的基础也存在错误。今天，在美国企业中，这个有错误的前提所起的作用有多么重要让你难以置信。这种理论的基础是认为思考企业没有任何益处。假如你认为这种理论正确，那么从中衍生出的一打理论也就站得住脚了。但是假如这个理论错误，那么那些衍生出的理论也都是错的。

芒格：建立在一个错误前提上的宏大结构。

巴菲特：这是最重要的教训。

4, 制度性迫力

巴菲特：还有一个教训多年来给我们留下了深刻的印象。很多渴望成功、工作努力的高智商人士会自觉或不自觉地模仿同行或者竞争对手，这种情况让我们震惊。

这样做是非常危险的，而且金融行业的人这么做将是致命的。假如在保险公司、银行或者任何金融领域，你有模仿周围人的倾向，那么迟早会带来灾难性的后果。这是毫无疑问的。

假如你开一家服装店，在秋季，进货进了过多的紫色衣服，那你就犯下了大错，等不到春天，你的店就已经倒闭了，因为你的资金会周转不过来。假如你在银行业或保险业，你做了比这更愚蠢的事情，但是大家还会继续向你提供更多的资金。这还因为这两个行业里的蠢人起飞比聪明人快，愚蠢的决策并不一定会立即失败。所以，失败不来则已，一来就很大。虽然失败不会立即就来，但最后总是要来的。

假如你掌管一家金融机构，你的竞争对手在做蠢事，但却在暂时地取得胜利，而这种蠢事总是能暂时成功，总是能让短期的财务报表看起来很漂亮，那么你要指望你的员工们相信竞争对手们在做蠢事，真的是很难的。员工们会说，“假如你是对的，那么为什么是他们在赚钱呢？”

诺亚花了 20 年建造方舟。大家都说他，天空那么晴朗明丽，你这不是傻瓜是什么？当然，在暴雨来临之前，他一直都看起来是个傻瓜。你也可以在其他人都享受阳光的时候，花 20 年建造你的方舟。

芒格：美国整个贷款机制(开支票等)都掌握在那些被迫高息放贷的机构手里。谁会设计这样的系统？而且这还有联邦政府担保。这是偶然发生的。这种做法会在一定时间内起作用，但是却会积累内部压力，最后会导致好像地震一样的后果。**压力会缓慢地积累。**因为看起来很长一段时间都不会有什么后果，所以很难说服人们去采取正确的措施进行补救。今天的美国好似水牛国。领头的水牛跳悬崖，整个牛群也跟着跳下去。

巴菲特：最后，**只要我们能够避免被上面所说的那种行为模式所影响，情况就会对我们有利。**这样的愚蠢行为，会在证券市场中产生极高的价值。实际上，人们会不断地做蠢事的事实，反而给价值投资者带来了希望。后果终究会来的。公开市场中的人周期性地做蠢事，这就为我们创造了极好的价值投资机会。**若你能不受人群的情绪影响，那你真的会很了不起的。不过，世人皆醉我独醒可不是一件容易的事情。**

企业领导人的任何渴望，不管有多么愚蠢，都能快速得到他的手下提供的详细回报率资料和策略研究的支持。**每次某项新业务看起来很时髦，一些公司就会迅速跟进开发这项新业务。5 年后，这些公司又会舔着伤口退出这些业务。这就是人性。人们在股市上也是如此。**

5，我们天生就不理智，要采取措施加以预防

芒格：有本书叫《影响力》(Influence)，作者是鲍勃·西奥迪尼(Bob Cialdini)，写了企业常用的通过心理学影响消费者来为他们谋利的方法。这本书非常有用。

例如，**人们天生就有一种对权威无条件盲从的倾向。**你总是能看到这种情况。在医院里，医生是最高权威。举个例子，一位医生给一位耳朵疼的病人开了个处方，他写道：“一天两次，每次两滴——右耳朵。”护士却读错了，居然把耳朵药水塞进这位病人的屁股滴了两滴。人有一种喜欢盲从权威提供的数字的趋势。

(医生处方的右耳朵英文是 R. Ear，很容易被看成 Rear，而 Rear 是屁股的意思)

巴菲特：1972 年的情况和这没什么不同，当时大家都说，摩根保证信托公司(Morgan Guaranty)在买漂亮 50，假如连他们都在买，那么就不会有错。

芒格：对，**假如有两三个这类心理因素同时发挥作用，那么人就会变得极为不理性。**假如你想避免不理性，那么弄明白人类精神上天生有何怪癖，然后采取措施加以预防是有帮助的。

6，投资银行业的压力太大了

巴菲特：为什么我们对所罗门公司投资了 7 亿美元的同时，还口头批评投资银行业呢？我想答案可能是为了拯救这个行业。

我们认为约翰·古弗兰(John Gutfreund)在所罗门公司的管理工作很出色。不过由于华尔街的本性所致，**当某种行为泛滥的时候，每个投资银行都承受着巨大的随波逐流的压力，包括那些受人尊敬的大机构在内。**

假如你每年招募 50-100 位 MBA，而且这些人都想在 18 个月或者别的什么时间段内，挣到 7 位数的钱，这些人认为自己的人生定位就是竞争动物，不管什么业务，只要别人都在做，那么他们也想做。这就产生了所谓的**情境道德问题**。开始的时候，只有几家机构在做垃圾债券业务。随着压力越来越大，而垃圾债券业务又有很多钱赚，大家就都随潮流做垃圾债券业务了。

7，确保优秀人才在正确的位置上

巴菲特：查理和我见过 CEO 各种的薪酬安排不当。比较多的情况是业绩低于正常值，但薪酬反而是市场平均水平。我们的看法有些不符合这个时代。

在可口可乐和首府广播公司，考虑到公司的业绩，并不存在这样的薪酬过度。你看首府广播公司的董事长汤姆·墨菲这些年来的业绩就会明白。可口可乐市值排到美国第七或第八位，去年的股权回报率是 39%。不管是谁，能达成这样的业绩，多高的薪酬我们都愿意给。

主要问题并不在于财富 500 强或任何类似的大型集团的薪酬水平。**更关键的问题在于，怎样确保优秀的人才人能尽其才。**例如，如何确保让最好的奥林匹克队伍上场很容易。只要找到 100 米跑最快的人，铅球扔得最远的人，不管是谁只要是在预赛中胜出就行了。到 1992 年我们派出我们的奥林匹克队伍的时候，我们知道这支队伍中 99.9% 的队员是最好的人选。

但是在企业中，**人才从各种领域中提拔出来，比如财务、销售、工程或别的什么领域。当他们升任公司管理者的时候，就会遇到和原来工作领域不一样的问题。**就好比，100 米跑预赛胜出的选手却要去扔铅球。

我们的人才选拔体系并不非常好，不能很好地消除平庸。你有什么补充的吗，查理？

芒格：没有任何可补充的。

巴菲特：以前你可总是有话可补充的啊。

8，伯克希尔不搞个人崇拜，我们花的钱是股东的钱

巴菲特：我们买的企业喷气式专机，买来时什么样，现在还是什么样，没有在上面漆"WB"或"BH" (沃伦巴菲特和伯克希尔简写)，而且以后也不会改变。

我们认为，有出色业绩的人应该得到丰厚，甚至非常丰厚的报酬。我们有很多这样的有出色业绩的员工。我们认为，企业不应该养对它没有用处的人。

我们不认为公司应该去做本来大家应该自己去做的事情。例如，我们没有配捐计划。员工决定如何处理自己的捐赠资金(捐给谁，捐多少)，那是好事。我们相信，假如一名股东决定怎样处理自己的资金(捐给谁，捐多少)，这位股东应该能够做到，我们并无必要一致行动。

(配捐指员工向慈善机构捐款后，可以根据规定提出申请，由其雇主匹配一定数额的捐款给同一慈善机构)

你看内布拉斯加州家具市场、波仙珠宝、喜诗糖果或别的任何企业，我认为我们和所有员工的关系以及各种此类关系都大大好于平均水平。

我认为你不会发现我们会因为别的公司在做某事所以也跟着做。**我们努力记住，我们花的钱是股东的钱。**假如我们是合伙关系，那么合伙人应该自己决定把钱花到哪里。这就是我们的行事风格。

芒格：富国银行的一位高管想用公司的钱给自己买圣诞树，CEO 说："自己掏钱"。我们很喜欢这种做法。

巴菲特：我们听说这个故事后，会买更多的富国银行股票。

芒格：我们不是在鼓励不过圣诞节。但是这是一个很有用的例子。这是一个相当极端的企业领导人的领导风格案例。这就是 Carl Reichardt 的做法。我认为这是一种聪明的做法。他创立了一种领导风格传统，而且他的传奇被四处传唱。

9，如何找到优秀的管理层

巴菲特：毫无疑问，有些行业中，评估管理层因素更重要，比如，**银行的管理层因素比电力公共事业公司的管理层重要得多。**因此，你必须要有对你投资的企业的管理层的素质有一个清楚的判断。

我们的态度是，虽然我们未必一定要形成长期持久的投资关系，但是形成这种关系有很大的帮助。**"路遥知马力，日久见人心"可能是最好的评估管理者的方法。**

查理和我学会了根据一些大多数人不怎么注意的行为线索，来推断管理层未来的行为和智慧。我们对人的长期的能力和正直程度的评估还是相当在行的。我们之所以在行，是因为我们愿意承认，100 个案例中，有 99 个案例我们无法判断。就好比经营一个棒球队，从成千上万的人中海选队员，只在看到身高 7 英尺(2.1 米)的人的时候，才说，“我们很想对你加深了解”。可能有很多身高 6.4、6.3 或者 6.2 英尺的优秀选手。我们也不是说我们能鉴别出有才华的选手。我们只想找出非常出色的人。我们也不想过于频繁地去鉴别。

假如对每个报名的人都进行评估，那么工作会非常辛苦。投资界没有所谓的“失手出局”(Called Strike, 棒球术语，意思是球飞过好球区，打击手未出棒，但裁判判定有效投球)。报名的人可能会有 Joe Jones 或者 John Smith。假如你对他们不够了解，不足以有信心下决定，那么也没有裁判在你的旁边判罚这是不挥棒的好球。这里只有一次挥棒，你击中了或者没击中。如果按照从 1 到 10 打分的话，《财富》500 强企业的 500 位 CEO 有 450 位我们不知道怎样给他们打分。我们只把注意力放在最优秀的人选上。我们只想找到几个得分为 10 的人，至于其他人，让他们见鬼去吧。

芒格：有一种思路认为，查看一个人的业绩记录能比和这个人面对面交谈更准确地预测此人未来的表现。

例如，我从未见过杰克韦尔奇(Jack Welch)，他是通用电气的 CEO，但是我可以这么说，他做了很多正确的事情。我认为各位中的很多人无需成为我们的亲密知己，也能对我们有所了解。

巴菲特：我们公司很少雇用刚从学校毕业的 MBA，因为我们觉得很难评估 MBA。我们对 NFM 的 Louis Blumkin、波仙珠宝的 Ike Friedman、Fechheimer 制服的 Bob Heldman 就能很轻松地做决定，因为他们一生的击球记录就放在那里，可以帮助我们下决策。我们这样做比我们去哈佛商学院从 800 位毕业生中挑选三四位对伯克希尔尽心尽力、有心地正直等优点的人的效果好多了。我们真的不知道怎样做到这一点。

我们知道他们很聪明。在四五个月前，我和 Tom Murphy 以及 Dan Burke 一起去了哈佛大学，在 7-800 位学生面前做了演讲。每一个学生的智商都足以担任伯克希尔的明星经理人。他们心里都有这方面的期望，所以动力也不成问题。即使如此，假如我们招募他们，那么对我们来说，他们中的 95%都会是错误的决定。

我不知道怎样筛选这些学生，从而找到那正确的 5%。这很难。他们都知道怎样应付面试。他们都读过伯克希尔的报表。他们都知道我喜欢听什么话。他们会投我所好。他们都是聪明人。

但是，他们中的大多数都缺乏某种使其成为唐·基奥的特质，而且将来也不会有这种特质。和从一大群 MBA

毕业生中找出唐·基奥相比，看到唐·基奥的业绩之后，直接选他就容易多了。这就是为什么我们采取这样的择才方式的原因。

10, 过去的业绩就是最好的指南

巴菲特：我们对人能力的判断，不根据别人的评价，而是根据这人的以往业绩。我们并购企业的时候，一般会保留原来的管理人员。这样的话，我们已经有一定的成功率了。

至于掌管我们的 NFM 家具市场的 B 夫人，我们看到她过去 50 年的历史业绩，她以 500 美元起家，打造出了一家税前利润 1800 万美元的企业。她非常有能力。她现在 97 岁了，而且正在和我们竞争；她两年前开了一家新店。谁能想得到，得和一位 95 岁的老太太签非竞争协议呢？

过去的业绩是最好的指南。假如我要从 AAA 棒球队选拔一人进入职业联赛，那么我就会选表现最好的那一位。我可不要那个只打出 0.220 成绩，却自称“没有全力以赴，要把力气省下来用在职业联赛上”的那个球手。

11, 我可不想雇员工然后去改变员工

巴菲特：我们有一家糖果企业。在圣诞节或情人节的销售季里，销售人员特别繁忙。销售人员大部分是女性，一天八小时站着，一长队顾客等着找零，但是销售人员能对顾客非常友好，尽管有时候顾客并不怎么客气。这些销售人员应付旺季的本领很让人赞叹。曾有人问喜诗糖果的 CEO 查克·哈金斯(Chuck Huggins)，"你怎么能让员工对顾客这么友善的？"他回答说，"关键在于招募友善的人。"这个道理很明显，也是最重要的。这有点像婚姻。千万不要指望婚后去改变别人。类似的，直接找正确的人比改变别人容易多了。

12, 我们收购不做尽职调查

巴菲特：假如你知道查理和我在并购时尽职调查做得有多少，那么你要大吃一惊了。我们并购了 20 家左右的企业。实际上每一家企业的并购，我们都是第一次拜访就完成交易的。我们不进行传统的尽职调查。我们觉得，假如需要尽职调查，那么其中就有地方不对劲了。我们不喜欢派一个审计机构去检查账本和库存。你看我们并购 NFM 家具市场和波仙珠宝，在一个小时内就拍板成交。大约 12 年前，我们用 5 分钟就决定买下富兰克林公园的一个钢材仓库(Wesco 旗下精密钢材公司)。我在买仓库之前都没去过那里。

假如我们雇了一组人去调查并写一份报告，那么这组人调查回来交给你的报告其实都是我们想听的话。我们从来不做华尔街式的尽职调查。假如有人认为自己能雇几个人，花几天时间，弄明白一家银行 200 亿美元的贷款

组合，那么他们是在自欺欺人。这是不可能的。我曾当过一家规模要小很多的银行的董事职位，而且我也了解那家银行的人，可是我就不知道贷款组合里有什么。假如你认为尽职调查能搞清楚，那是自欺欺人。

我们阅读很多东西，我们坚持投资我们理解的企业。就好比教练留心寻找身高 7 英尺的选手。一旦找到一个，就不必去查明身高到底是 7 英尺还是 7.1 英尺。可能我们不该把这些东西说出来。大家注意，假如我们被骗，那一定是被知道这些的人骗。

芒格：所以不要外传。

13，我们不喜欢别人抄作业

巴菲特：我们实际上不公开我们的投资，除非法律要求我们公开。若我们的保险公司持股超过投资公司流通股的 10%或更多，或者我们的非保险公司的持股超过 5%或更多，那么就要公布。常常有谣言说我们在买什么什么。我们对谣言不予置评。只要我们还掌管这家公司，我们就会坚持这样的不予置评的政策。

我们认为没有理由宣扬我们买进或卖出了什么，现今世界，别人很容易就能偷走我们的投资点子。我们找一个投资点子也是不容易的啊。一般而言，我们不喜欢别人跟着我们投资。有时候，有些跟风的家伙让我们躲都躲不开。被别人跟风对我们没有什么好处。

人们常常这样认为，假如我们用价格 X 买进一家公司，然后价格上涨到 110%X，那么我们会很开心。但假如我们还想再买一点，那我们一点也不开心。这就好比早晨买汉堡包当午饭，下午又来买汉堡包当晚餐，发现涨价了。你会因为冰箱里还有点汉堡包就对涨价高兴吗？

很不幸，我们必须披露一些报告。最近，在年报中披露了我们持有达到或超过 1 亿美元的股票持仓已经成为我们的政策了。但是不到 1 亿美元的持股，我们就一声不吭。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

14，房利美和房地美的最新情况

巴菲特：我们本来计划谈谈房地美的。当时我们为什么买了允许持有的最高限额呢？这纯属运气。长期以来，唯一可以持有房地美股票的公司是储贷机构。

多年来，查理和我一直都没能发现储贷机构有什么光明的未来。在四五年前，当我们的互助储贷公司可以买房地美 4%的股票，我们立即就买了。也就是说，我们有一个非常有趣的储贷公司，这个机构拥有美国最大企业之

一的房地美 4%的股份。但是在两年前，法律被修改了。现在的法律允许我们旗下的任何企业买进任何数量的房地美股票，所以我们可以买进更多的房地美股票，而且我们可以用旗下随便哪个公司去买，不像以前只能用储贷公司买进。两房(房地美和房利美)和政府有紧密的联系，但却并非是国有企业。它们就是所谓的 GSE(政府资助企业)。两房担保了美国二级市场中很高比例的抵押贷款。

查理在 Wesco 公司的年报中写到了一些房地美的情况，所以我就把这个问题转给他。

芒格：我认为这是一个非常好的业务。其实，两房的业务非常好，好到抢走了很多以前属于储贷行业的业务。**两房是信贷中介机构，在这个小众市场中拥有货真价实的竞争优势。**它们是非常好的企业，这就是我们买进那么多股票的原因。

当然任何使用巨大杠杆的金融机构都有亏损的可能。迄今为止，房地美犯下的错误相对最少，但是并不是没有错误。假如我们正在买进或者出售房地美，那么我们绝不会发表评论。我们很喜欢这家企业。

巴菲特：你可能会认为，因为储蓄与放贷之间的中介机构已经出现，所以吉米·史都华时代(Jimmy Stewart, 1908-1997，美国著名演员，这里指 1930-1970 年代)的储贷机构已经不再值得投资了。储贷机构的业务就是从一群人中收集储蓄，然后将这笔钱借给另一群人。虽然在吉米·史都华的电影中，储贷机构似乎是针对同一群人经营储蓄和贷款业务，但实际上储蓄和贷款各自针对的人群略有不同。

两房进行储贷业务的成本大大低于美国的储贷机构，低到储贷机构做梦都想不到的程度，所以储贷机构已经无法适应时代了。目睹如此沧海桑田般的巨变，行会怎样试图建立壁垒保护自己等等非常有趣。当变化影响自己利益的时候，人们就会抵抗变化。人们用了十年或者更久的时间，才反应过来，醒悟到自己的行业发生了什么变化，真是有趣。我们在别的领域也见到了这种情况。

芒格：有时候你自己所在的行业也逃不了。

巴菲特：是的。

15，关于 PS 集团(PS Group)的投资

巴菲特：1990 年 12 月左右，我们按照 Williams Act 的要求，公布了一份 13-D 文件。我们报告持有这家公司 20%的股份。PS 集团的股东委托书其实是公开档案。PS 集团目前在注册上碰到了一个问題。这种情况下，我们发表意见就会受到限制。不过因为我们不准备发表任何意见，所以这个限制对我们没什么影响。

芒格：这是一个对我们来说有点别样的投资。

(Rick Guerin 掌管的 PS Group, 可以追溯到 1987 年全美航空 (US Airways) 收购太平洋西南航空公司 (Pacific Southwest Airlines, PSA), 收购后 PSA 航空集团只保留了飞机租赁, 燃料销售等业务。1989 年, 大部分燃料销售业务被出售, 剩余部分被大额减记。公司投入资金的主要业务是将飞机租赁给全美航空等其它航司。之后 PS 集团因飞机租赁业务陷入困境, 1990 年伯克希尔以 1868 万美元买入 PS 集团 11% 股份, 均价 31 美元约 60 多万股。4 个月后, 伯克希尔加仓至 22.5%。PS 集团在 1986 年拥有 5750 股伯克希尔股票, 这实际上是退休金计划的持仓。这些股票买进成本为 2760 万美元, 1991 年不得不以 4780 万美元卖给比尔瑞尼以偿还银行贷款。2000 年, PS 集团被并入遗产持股法定信托基金, 每股账面价值 13 美元, 股价约 8 美元。伯克希尔的投资血本无归。)

16, 关于菲利普·莫里斯公司(Philip Morris)的交易

巴菲特：我们持有或者以前持有过菲利普·莫里斯公司的股票。我们一般会要求 SEC 对我们每季度提交的投资组合中的某些股票和持股数保密。SEC 批准了我们的保密要求。不过我们并不要求所有的投资组合内容都保密。我们持有一些菲利普·莫里斯公司股票, 我们就没有要求保密。而且我们报告说前一段时间, 已经出售了持有的股票.....我不能告诉大家出售该股票的所有原因。当时, 有一个原因是这是一个头寸很小的仓位。出售可能并非一定完全因为该公司的前景。(可能原因: 全美的抵制烟草运动, 烟草诉讼案愈演愈烈; 全球很多政府 90 年代开始禁止香烟企业打广告, 对于消费品企业不能打广告是灾难; 投资烟草对伯克希尔声誉有所影响)

17, 我们愿意买垃圾债券, 但是不买新发行的垃圾债券

巴菲特：在 1989 年的年报中, 我说过, 我们永远不买新发行的垃圾债券。虽然不该说"永远", 这太不留余地, 但我可以说, 你永远不会看到我们买新发行的垃圾债券。

在过去的年份里, 我们在若干不同的场合中买了折翼天使(困境反转, 本来是优质的投资级债券, 但因某种原因被降级成垃圾级的债券)。在 1970 年代中期, 我们两次买进克莱斯勒金融公司的债券(Chrysler Financial, 70 年代石油危机期间频于破产, 政府 15 亿救助起死回生).....我们买了 WHPPS 公司的债券, 尽管该公司出丑闻后, 很多人认为这是垃圾债券。虽然这个领域的机会并不频繁出现, 但是查理和我对这个领域很放心。在 70 年代中期, 我们买了一些宾州中央铁路公司的破产债券(Penn Central, 1970 年宣布破产, 1971 年客运业务由全国铁路客运公司接管, 1976 年其资产由联合铁路公司收购), 虽然没有菲利普·凯瑞特(Philip Carret)买得多, 但也赚了不少钱。所以我们每隔一段时间, 就会看看危机中的债券。(彼得·林奇也在这两家公司中赚到了最多的钱)

今天, 我们愿意买折翼天使类别的垃圾债券, 但绝不会去买新发行的垃圾债券。你谈到雷诺兹·纳贝斯克公司(RJR Nabisco)的垃圾债券, 我们在 1989 年年末开始购买此债券, 1990 年也在买, 一直买到 1991 年。我们买了好几种该公司的垃圾债券。如年报中所言, 已经获得了合理的回报。

我们已经买了一些其他的垃圾债券，但是买得很少。有一些垃圾债券很有吸引力，我们买进了一点点。可是这些垃圾债券价格上涨了。我们赚到了一点点钱。但是这些垃圾债券没有维持低价足够长时间，也没有足够的量可供我们购买，所以对我们的投资组合没有产生什么真正影响。

〈克莱斯勒金融公司〉

1960年代，克莱斯勒通过巨额收购法国的辛姆卡和英国的路特汽车公司组成了欧洲克莱斯勒公司，打入欧洲市场，巨额的海外投资使公司资金紧缺，影响了及时更新厂房设备，使该公司跟不上汽车工业技术的发展趋势，从而为后来出现的衰退埋下了潜在的危險。克莱斯勒在1971年就买下日本三菱汽车15%的股份，但因为整个公司以生产大型车为主，经营每况愈下。1973年的石油危机对整个美国的汽车业进行了沉重的打击。油价上涨了30%，美国所生产的大型耗油车型被冷落。此时也正好赶上以生产小型车为长期战略的日本汽车业的崛起。到1975年，本来是三大汽车一统天下的美国市场，有18.3%被外国车所占领。1974年公司亏损5200万美元，1975年亏损2.6亿美元。期间盲目裁减掉太多的工程与设计人员。当汽车市场上小汽车时代来临时，公司急缺技术竞争所需要的人才，从而削弱了自己的竞争力。雪上加霜的是，1977年因质量问题，被退回460万辆车，相当于当年产量的3倍。1978年，亏损2.5亿美元。1978年12月，艾柯卡成为了濒临倒闭的克莱斯勒公司总裁。1979年公司为了清仓解决资金周转问题，忍痛以每部车付出100美元的回扣进行推销，造成公司亏损10亿美元。1979年8月，该公司向联邦政府申请12亿美元的贷款，尽管1980年1月政府给予15亿美元的联邦保证贷款，但仍没能使其摆脱困境，1980年继续亏损17亿美元。刚被迫从福特离职，艾柯卡急需一个舞台证明自己。为了拯救克莱斯勒不进入破产，确保65万员工的工作和生活，他没有简单地裁员，决定以紧缩开支为突破口，提出了“共同牺牲”的大政方针。艾柯卡从自己做起，把36万美元的年薪降为1美元，与此同时全体员工的年薪也减少了125倍。他在媒体上大贬日本车，唤起美国的经济民族主义，同时出售了许多克莱斯勒的资产包括欧洲业务以换得现金。1982年，克莱斯勒公司不得不以3.5亿美元出售了生产坦克的防务公司应急。1982年，道奇400新型敞篷车先声夺人，畅销市场，多年来第一次使克莱斯勒公司走在其他公司前面。K型前驱微型车面市，1981年售出49万辆，随后销量迅速攀升，超过福特和通用，占领小型车市场的20%以上。K型车让克莱斯勒彻底起死回生。到了1983年成功地偿还了全部政府贷款，其中包括3.5亿美元的利息，落得个皆大欢喜。随着油价的下跌，美国人对大车的胃口又一次张开，克莱斯勒随着整个美国汽车业一起状态回升。吉普车、大型SUV、小型面包车成了克莱斯勒的招牌产品。进入2006年油价开始上升，2007年油价更是飙涨，2008年金融危机席卷全球后，克莱斯勒汽车公司债务总数超过100亿美元，因无力偿付借款，2009年4月将向美国政府申请破产保护，意大利的汽车企业菲亚特接盘。

〈宾州中央铁路公司 Penn Central〉

1968年，美国纽约中央铁路公司和宾夕法尼亚铁路公司进行合并，变成了“宾夕法尼亚-纽约州中央铁路运输公司”，简称“宾州中央铁路公司(Penn Central)”。当时的纽约中央铁路公司已经是美国最大的铁路集团，宾西法尼亚铁路公司也排在第三，这两个巨无霸合体之后，便产生全美洲大陆当时史上最大的铁路公司。1969年的顶峰时期，宾州中央铁路公司拥有员工超过10万人，一周工资支出超过2200万美元。两家公司强强联合之后，便制定了向卡内基、洛克菲勒和摩根这些美国历史上赫赫有名的垄断寡头看齐的目标。为了实现这一目标，宾州中央铁路公司的决策者们决定进行“无底线”融资——融资额无上限，融资手段无下限。华尔街的金融家们对此欣喜若狂，大通曼哈顿、摩根担保、汉华实业、第一国民城市银行、化学银行、伊利诺伊大陆银行等在第一时间就抛去了橄榄枝，不论是贷款还是购买宾州中央铁路公司发行的债券，华尔街的金主都毫无吝嗇，有借必批。但有两个条件：若是贷款，那么则必须允许银行方派人进入宾州中央铁路公司的董事会；若是债券，则必须是可转股债券。到了1970年初，美国最大的铁路公司董事会2/3的成员都来自于华尔街各大银行。换句话说，这家公司如何运营、如何管理、前路往哪走，都是华尔街的金融机构说了算。宾州中央铁路公司破产前一个月，公司的首席财务官大卫·贝文私下向董事会中的几位银行债权人代表进行汇报，说公司的财务状况已经岌岌可危，要么继续发行债券，要么寻求政府贷款担保。精明的银行家们果断选择了第二条路，因为继续发行债券，只会让其蛋糕稀释。几家财团便抱团游说美联储，时任美联储主席亚瑟·伯恩斯很快同意出手相助。1970年5月的最后一个周六，伯恩斯将美联储全国各分行的头目们都召集到总部来，让他们立刻放出话来，就说美联储要出手相助。周日，时任美联储纽约分行副总裁的威廉-特里波尔(William Treibes)联系了纽约十大银行的主管，告诉他们次日早晨美联储将会大开贴现窗口，意思就是美联储准备把钱低息划给商业银行，然后再由商业银行继续贷款给宾州中央铁路公司。周一早上，商业银行从美联储拿到钱后，以联邦担保贷款的形式贷给了宾州中央铁路公司2.55亿美元。接着银行在该公司董事会的代表们便表决通过一项决议：给所有公司员工加薪13%，拿出2亿美元给所有股

东分红。(破产前公司仍然发放了巨额分红，暴露出了董事会的缺位的情况，这个案例促使大家开始反思建议型董事会的失职问题，到了1970年末，董事会的功能和结构就发生了比较大的重塑。首先，就是建议型董事会向监督性董事会转变；第二是审计委员会的兴起，特别是审计委员会成员都要求独立董事担任。)在拿到分红后的第一时间，曼哈顿大通的信託部门抛售了其所持有的宾州中央铁路公司26.23万份股票，其他的银行股东心领神会纷纷出售。第二天，宾州中央铁路公司宣布所有原定发行的债券中止。消息一出，该公司股票狂跌。银行家们决定加速其破产历程，于是便发布了一则终止给宾州中央铁路公司继续贷款的公告，并出了一则临时报告，将这家铁路巨无霸的债券等级调为垃圾级中的最低等级。1970年5月21日，宾州中央铁路公司宣布破产。随后银行家们以“白菜价”大肆收购市场上宾州中央铁路公司的“垃圾债券”。其中，菲利普凯瑞特(重仓)，施洛斯，巴菲特，彼得林奇，在宾州中央铁路垃圾债券中皆获利不菲(50-150美元购买，1000美元面值赎回)。

1970年代随着州际高速公路网的建立，铁路客运也同时逐渐衰退。许多铁路公司因不堪客运亏损而请求关闭大部份的客运线，尼克松总统和国会议员不愿见到铁路客运在他们任期内消失，于是他们通过了铁路客运服务法案，创立了美国国家铁路客运公司Amtrak，也在免除所有加入美铁系统铁路公司，提供客运服务的法律责任同时，赋予美铁在铁路公司拥有路线上受到保护的客运经营权。1970年10月30，美国国会通过了《1970年紧急铁路服务法案》。1971年，由政府控股85%的美国国家铁路客运公司(AMTRAK)成立，正式全盘接手宾州中央铁路公司所有资产、债务和运营管理。接下来40年时间，美国联邦政府为AMTRAK总共注入了超过340亿美元的资金。

18，我们已经放眼海外，已经投资海外了

巴菲特：我们已经分析过很多外国股票。可口可乐的利润有80%来自美国之外。这就是说，持有7%可口可乐股份的伯克希尔，可能有接近9000万美元的税后利润来自可口可乐在美国以外地区的活动。吉列公司的三分之二的利润来自美国海外，所以伯克希尔也有2500-3000万美元的税后利润来自海外。

我们愿意放眼任何地区。我们正在观察一家有很多加拿大元素的公司。加拿大元素可能是一个轻微的负面因素，因为我们可能不理解其文化，也不能像分析美国公司一样快速地分析出这家公司的价值，但是我们非常乐意分析那家公司。很明显，一些最好的成长机会存在于美国以外地区。可口可乐在海外的成长很有可能会大大超过在美国国内的成长。吉列的海外成长也有可能更快。我们喜欢这样的情况。

19，纺织企业的教训让我们学到了很多——以一种惨痛的方式

巴菲特：今天我们的做法和以前有何不同了？我们可能不会在纺织行业中努力寻找投资目标了。

我知道纺织企业有多么艰难。而且我可能也明白了，**当企业所在的行业大势已去的时候，指望优秀的管理层挽救公司，其实是徒劳无功的。**毫无疑问，我没有本事在这样艰难的企业中取得良好的业绩。我当时可能过于自大或者过于无知或者别的什么，纺织企业让我学到了很多教训，要是能从其他人的经验中吸取这些教训就好了。

从永续经营的角度看，当时收购伯克希尔这家企业的确毫无道理。假如当时买下它是为了转卖或者清算，那么也许能赚到一点点。但是我们当时并购这家公司的目的并非如此。我们当时收购伯克希尔的时候，以为是用便宜的价钱买了一家普通公司。但是假如长期持有这种公司，其糟糕的经济情况会把你碾碎.....

让我举个例子吧。美国生产的男式西服内衬在以前有一大半是我们产的。年复一年，我们都生产出很好的内

衬。我们在二战期间曾有一个人造丝工厂，对于当时的顾客来说，自己有工厂的厂家比采购原料加工的厂家更有价值。我们还曾被西尔斯公司(Sears)选为年度最佳供应商。但是没有人会走进一家男式服装店说："我要一件细条纹西装，要哈撒韦产的内衬。"因此，当我们走进服装厂，告诉他们人造丝涨价了，人力成本也提高了，我们要从79美元/码涨到79.5美元/码，他们看我们的表情就好像我们疯了。他们说，我们是他们遇见过的最好的供应商，他们也很看重和我们的合作关系，但是，他们不可能接受超过79美元的价格。事实上，他们可能甚至要求你回去，翻翻自己的账本，看看能不能降价到78美元。

没有办法摆脱这种困境。假如允许事后诸葛亮，那么我会说，我现在和以前的巨大区别在于，我现在不会再买纺织这类企业了。我们从中学到了很多教训而且很喜欢这些教训。这很有趣。你可不想被这样的企业困住吧。观察处于困境的企业，思考企业如何运转，这其实很有趣。只不过这不是将回报最大化的方法。

20，我身体的确切情况应该并不重要

巴菲特：我的个人投资组合就是伯克希尔，所以我们两人谁先走谁后走，将会决定对投资组合的处理顺序。不过，我的投资组合最后将会回馈社会。

作为伯克希尔股东，将来各位有两个问题需要考虑：企业主的行为是否将偏离企业主的身份？经理人的行为是否将偏离经理人的身份？我认为和大多数出现大额控股股东的企业相比，我去世之后，我们的变化将很小。如我在年报中所说，在我去世后很长一段时间里，我的股票不必出售出去。我们旗下的企业现在运转正常，我并没有去管理它们。我人在哪里并不重要。所以，假如我有什么三长两短，我们的企业不会出现大的变化。至于查理的身后事，我觉得让查理自己说比较好。

芒格：我想，很明显，假如沃伦明天去世了，那么这家公司的前景相对以前来说，会有所黯淡。可以肯定，在可预见的情形下，论起资产配置，没有谁能超过沃伦。

不过，我认为像伯克希尔这样的公司，会有充足的时间去物色接班人。而且我们只需要找到一位就行了。

巴菲特：可能找不到接班人，地球都能照样转。

芒格：我认为你应该这样假定，能够打造伯克希尔的人不会找不到接班人。

巴菲特：这是一家很容易管理的企业。资本配置可能会出现自我挫败心理。没有证据证明我们的资本配置能力永远能胜过你。所以将来，若我们相信你能比我们更好地配置资本(这部分是因为我们的规模太大了)，则我们的

股息政策可能出现大的改变。查理说我们很期待那一天的到来。

21, 我们的股东很多元化

巴菲特：一位股东组织了一项慈善事业，阻止我们开发圣塔巴巴拉地区的土地。我们的股东很多元化。他的照片就挂在我们的墙上。(股东指定慈善捐赠：伯克希尔每股留出了一定金额(目前是 6 美元)，股东可以选择把这笔钱捐给哪一个慈善事业。)

22, 很抱歉，去年让大家失望了

巴菲特：在 1990 年的年报里，我说，有很大的可能性，在接下来的三年里，至少有一年，伯克希尔的账面价值将会下降。假如去年年底是在年报后的 9-10 个月的话，那么去年就已经发生了净值下降.....只要我们的 60 或 70 亿美元市值的持股的税前利润下降 5 亿美元，那么我的预测就成真了。这样的情况只会造成市值下降 7%。

将来还会不止一次地出现这种情况。我们一点都不会因此而担忧。事实上，我们期待这种情况出现。所以很抱歉，去年让大家失望了，我们会继续努力的.....

23, 关于股票回购的原则

巴菲特：当伯克希尔股票便宜的时候，我们还在买进别的股票，那是**因为我们认为别的股票更加便宜。这并不意味着伯克希尔股票不便宜**。假如我们认为伯克希尔的股票是最佳买进目标，我们毕竟对自己了解更深，那么我们就会很高兴地回购股票。我们真的不希望伯克希尔股价过低。因为你们中可能会有人正好需要出售股票，所以我们不希望伯克希尔股票是市场中价格偏离价值最厉害的股票。但是，这种情况有可能会发生。

当我们买进可口可乐股票的时候，我们认为当时买可口可乐股票比回购我们自己的股票更加有吸引力。**我们的原则是将资金投入回报最高的地方。我们不会为了提升股价而回购股票**。回购股票可能会起到提升股价的效果。我们会努力向你们提供信息，告诉你们为什么伯克希尔的股票值得持有，使有意卖出的股东变少，同时增加有意买进的人，这样做和回购股票的效果可能一样。

我们不会给出在任何指定时刻的伯克希尔的准确的内在价值数字，尽管我们常常会提供一些提示。我们这样做有几个原因。首先，虽然我们能够根据信息猜测大概范围，但是我们不知道确切的内在价值是多少。我们将不会告诉你们、也不会告诉我们自己这个准确值。例如，大家只要看看媒体行业发生的事情，**大家就会明白没有准确数字存在。只能判断一个范围，比如说上下 10%。**

迄今为止，我们的业务中最难估算价值的业务是保险业务。这并不是说保险业务没有价值。这只是说很难估算其价值，尽管保险业务的价值对伯克希尔的价值的的影响远大于喜诗糖果或世界图书(World Book)。

我们努力在我们认为伯克希尔股价过高或者过低的时候把它指明。总的来说，伯克希尔的股价相对于其内在价值是交易所所有股票中最合理的。不过这是因为我们的股东绝大部分以价值为导向，是他们构成了这只股票的交易市场。最近我看到一份表格，在表格里，按照市值排行，我们被列为全美第 60 大公司。但是市值排在我们之前的公司的机构持股百分比和换手率都高于我们。我认为，较高的机构持股比重以及高换手率都会促使股价高于理性的估值。

无法精确估算内在价值。伯克希尔的股价高于内在价值 10%也好，低于内在价值 5%也好，我们都不介意，但过高或者过低都不是我们希望看到的。

芒格：我认为一家企业宣布自己的内在价值是多少、宣称自己值多少钱，不是一种适当的做法。假如这种做法在美国企业界广泛流行，它就会被严重滥用。在伯克希尔力所能及的范围内，我们不希望出现这种做法。

巴菲特：在 1960 年代，我只知道一家公司经常宣布自己的公允价值。那就是 Bill Zeckendorf 掌管的 Webb&Knapp 地产公司。在每年的年报中，他都列出他所认为的公司价值，精确到小数点后好几位。而且他认为的企业价值总是大大高于其市值。这样的做法一直持续到公司倒闭。在公司股价为 1 美元的时候，我们曾盘算做空它。不过就像我们的一位朋友指出的那样，在 1 美元的价位做空如同从馅饼上往下跳，没意思。

还有一家经常估算自己价值的公司，那就是喜来登公司(Sheraton Corp.)。根据我的回忆，他们自己出售公司的价格大大低于他们告诉股东们的公司价值。我认为，对喜欢宣布自己股票价值多少的人，你要非常小心。

24，我们的保险业务有巨大潜力

巴菲特：我们的保险业务在今后 20 年里的发展对伯克希尔今天的内在价值非常重要。你对此业务的了解可能并不亚于我。很显然，接下来 20 年里的业绩将不会和过去 20 年相同。保险业务的内在价值的源泉在于以较低的成本产生资金的能力。这就是创造价值的地方。我们努力尽可能精确地向大家提供我们过去的经营路线图。我认为，在这方面我们做得比得上或者能超过其他任何一家保险公司。假如你对未来 20 年我们的保险业务如何发展有清楚的认识，那么你就能够很好地把握我们的未来。

我们认为保险业务有很大的潜力。从规模上说，保险业务是我们直接拥有的所有子公司业务中最大的一块。

我们也认为它是最难弄明白的业务。若要坐下来，猜测未来 5 年 10 年的业绩，猜测糖果公司比猜测保险公司容易多了。假如你问，什么业务可能会在未来 5 年 10 年里产生更多的利润，我会回答说保险业务。不过保险业务犯错的次数也有可能比其他业务高很多。

芒格：完全正确。虽然保险业务的利润流更不确定而且波动性更大，但是该业务将做得更大。

巴菲特：我也不知道我们(今年)是不是对保险业务比往常更乐观。假如我们真的更加乐观，那么就是因为我们得到了比 6 至 7 年前更好的管理人员管理我们旗下的各个实体。我们进入了更多的有天然优势的业务，而且我们的一些业务在世界上的知名度也更高了，而这知名度正是我们所希望的。

我们将来会偶尔会遇到一个业绩不好的年份。短期内，我们会不高兴。但是保险业务是一个周期性的好业务。这也是我们喜欢的业务。我们对保险业务的长期表现很乐观。

芒格：我们可能即将进入保险行业整体的低迷期。假如我们进入一个普通股价格下跌的时期，那么很多保险商就会减少保险业务并提高保险价格。这对我们有利。

巴菲特：对我们非常有利。毫无疑问，当前监督保险公司是否会失去偿付能力的体系有很多缺陷。其实可以设计一个更好的体系。这个监督体系是一个联邦体系，我对此并没有哲学上的偏见。我真的很希望看到一个更好的体系。至于这体系是来自州的法规还是联邦法规，我并不在意。

目前的体系并不能在保险公司造成巨大损失和严重结果之前发现问题。当然，一般来说，保险界有偿付基金，这样就算某家保险公司完蛋，保单持有人也不会受到损害，但是这种机制其实是所有有偿付能力的保险公司来为失去偿付能力的保险公司善后。在财产意外伤害险业务中，这种情况比在寿险业务中多。

所以任何可以规范保险公司行为的措施，都会对我们有利，因为这使我们分担损失的次数变少。我们每个月都要掏腰包给失去偿付能力的保险公司善后。

每隔一段时间，我和查理都会发现大型保险公司的欺诈行为，就好像挂着一个 20 英尺长的霓虹灯，闪烁着"欺诈！欺诈！欺诈！"它们的欺诈再清楚不过了，但是监管机构对此却没有什么反应。而且有时候，投资银行家还帮助这些公司筹集更多的资金。所以目前的体系有很多的缺陷。我知道国会议员丁格尔(Dingle)对这个问题很关心。可能他们能拿出一个更好的方案。这我也不知道。

芒格：警灯闪烁"欺诈！欺诈！欺诈！"是比较极端的例子。大多数情况下，你看到的警灯闪烁的字是"愚蠢的

自大狂”。First Executive 公司就是最近的好例子。这家公司不久前得到了一个很高信用评级。在该公司主要买进并持有无评级证券的时候，竟然得到很高的信用评级。讽刺而且荒谬。

巴菲特：保险行业很容易受到欺诈和自大狂的伤害。保险行业其实就是你给别人一张纸，别人交很多钱给你。这很有诱惑。

芒格：常常吸引了不该吸引的人。

巴菲特：有时候，银行和保险行业的承诺，几乎可以肯定在 4-5 年内不需要兑现。所以说，在欺诈和愚蠢暴露之前，有很多时间。丁格尔指出，令人震惊的地方在于，居然是同样的人一次又一次地导致问题。这些人糟蹋了一家公司，留给股东一文不值的证券和一堆官司，然后又去另一家公司重新再来一次。保险行业的历史情况就是如此。所以我们需要一个更好的体系。迄今为止，评级机构还算不上是非常警觉的看门狗。

芒格：洛杉矶被认为是世界的欺诈之都。我的一位朋友是主治大夫。他最近出了一场小交通事故。还没离开事故路口，他就已经收到两位律师和两位按摩师的名片了。

有一个巨大的有组织的体系，它放大医疗问题、索赔、伤害和成本。有一大帮人去碰瓷。情况严重失控，而且非常可耻。这个体系常常赔偿错误的人，连罪犯都能得到赔偿。结果就是人们买不起法律规定的汽车保险，因此连开车上班都承担不起了。批评这个体系的人是正确的.....

很不幸，他们最后让对经济完全无知的人立法，许诺对所有人的汽车保险费打折，但是却没有改变这个体系来降低保险成本。情况一团糟。而且对保险公司很不利。

巴菲特：GEICO 保险公司在加州的业务很少。不过若彻底放弃占到全国 12% 的加州车险市场，这对 GEICO 来说是不利的。从一个像加州这样的法规和保险费设定都不合理的大州的市场撤出，可能是 GEICO 的最好选择。但是这对公司非常不利。

芒格：假如我们的保险制度是合理的，那么 GEICO 的未来非常光明。假如加州或别的地方的体系崩溃.....

巴菲特：欺诈总体上对我们的社会有害。

芒格：部分也要责怪保险行业。只要存在可以转嫁成本的机制，他们就不会关心这个问题。你认为情况恶化将会导致改革，我希望你是正确的。

巴菲特：不过看起来二十世纪保险公司的情况还算可以。

25, 当一个以明智著称的经理接管一家臭名远扬的企业时, 结果常常是企业的臭名占据上风

股东: 富国银行的杠杆程度比大多数银行都高。被监管机构列为高风险类别的贷款总额接近股东权益的 9 倍。这样的情况难道一点都不让你踌躇吗?

巴菲特: 一般来说, 我们对银行总是很踌躇。我们并不认为银行业就一定是一个坏业务。我们认为很多银行家的行为使银行成了一个坏业务, 而且我们认为银行业的结构促使从业者做蠢事。不过, 我们认为, 其实掌管一家银行并不是非得做蠢事不可。

金融分析师认为, 在某种程度上监管机构也认为, 结构性贷款、商业地产贷款以及 HLT(高杠杆)贷款是高风险贷款, 不过我们不这么认为, 我们认为高风险贷款是蠢蛋银行家发放的贷款。我才不管贷款是什么类型呢。只要这个银行家是个蠢蛋, 那么他就会惹麻烦。

对于一个聪明人来说, 有很多方法可以在这些高风险类别贷款中游刃有余, 不会惹上任何麻烦。我们在伊利诺伊州罗克福德有家银行, 由吉恩·阿贝格(Gene Abegg)掌管。吉恩在大多数时候都能获得 2% 的存贷利差。当时银行有几亿美元存款。我想他从未有哪一年贷款净损失超过 2.5 万美元。与此同时, 罗克福德地区的其他银行却亏损不小。其实在那些年里, 曾有一年, 罗克福德的失业率是全美最高。

所以说贷款类别并不重要, 重要的地方在于你有多聪明。吉恩·阿贝格很聪明, 不过他并不认为自己聪明, 自认为不聪明加上实际上很聪明是一个理想的组合。

至于传统的资本比例, 富国银行并不像其他银行那样购买很多投资证券(买进目的是投资而不是为了转售给顾客的债券称为投资债券)。富国银行放贷。他们认为放贷是比购买投资债券更好的投资。

我不指名道姓, 不过有一些银行把 20% 的资金投进 GNMA 债券(美国政府国民抵押贷款协会), 这些银行买的债券的平均期限是 15-20 年。在我眼里, 这是最蠢不过的投资, 和对一桩高收益交易发放有担保的贷款根本不可同日而语。所以我不会根据贷款分类来进行风险评估.....假如买进一家做法正确的银行, 那么你就可以赚不少钱。很多大银行的做法是不可行的。买进银行时, 银行是否有合理数额的核心存款很重要。

富国银行获取存款的成本全美最低, 这可是一个很厉害的优势, 非常大的优势。富国银行可以挣钱, 我并不是说其一定会挣到钱, 只是说其有机会.....在奥马哈, 我们的一家较大的银行是全美利润最高的银行。我们也有一家银行根本挣不到钱。它们为什么会有这样的差别? 因为它们管理层有不同的决策。

芒格：我们以前说过，很难在银行业找到聪明的投资机会。不过我可没说过不可能找到。

可口可乐实际上可以说是不可能倒闭的公司，当然富国银行并不是可口可乐那样的公司。不过富国银行倒闭的几率非常小。我们非常愿意进行这样的投资：**失败的几率很小，得到丰厚回报的几率很大。**

富国银行的 Carl Reichardt 是一个意志十分坚强的人。**我们真正喜欢富国银行管理层的地方在于他们根本不在乎同行们在做什么。**这一点非常重要。沃伦之前说过，投资银行界的从业者总是趋向于跟风学样。富国银行很与众不同。他们走自己的路。

巴菲特：Carl 掌管的银行才叫银行。我们看到很多银行的经营方式并不像是银行。Carl 认为借款人会还债，即使是用一般情况下很少见的房地产作抵押借债的人也是会还债的。总的来说，假如大家都像 Carl Reichardt，那么经济体系的运转会好很多。

芒格：总的来说，管理美国银行业的法规好似疯帽匠茶会(Mad Hatter,《爱丽丝漫游奇境记》中的角色)。大家都知道法规中有些东西错得离谱，而且必须要有一些修改。我个人认为，修改法规就好似两个人拿着木棒斗殴，警察来干涉，要求他们放下木棒，一个人听从了。这就是我对未来银行业的悲观展望。

26, 对波士顿银行(Bank of Boston)并购新英格兰银行(Bank of New England)的可能投资

巴菲特：媒体报道是真的。我们作了一个相当大的承诺，要和其他投资者们一起**买进波士顿银行的证券**，条件是波士顿银行并购新英格兰银行。尽管我们并不是最大的参与者，但投资规模也不小。

当巴菲特合伙公司在 1965 年控股伯克希尔的时候，伯克希尔有两家主要的合作银行，一家是纽约的某大型银行，一家是波士顿的第一国民银行(First National Bank)，这家银行就是波士顿银行的前身。几年后，我们要进行一桩大并购，我想应该是并购一家在罗克福德的银行(1969 年 1500 万收购伊利诺伊国民银行)。那桩并购需要 1000 万美元的贷款，而当时伯克希尔的净值只有大约 3000 万美元。所以虽然发放这笔贷款并不疯狂，不过那时是在银根收紧时期。当时，美联储在努力收紧货币供应，贷款基本上成为不可能的事情。当时有货真价实的金钱危机。所以我们致电这两家有长期合作关系的银行。纽约的那家大银行不怎么感兴趣。我记得，他们愿意给我们两张扬基队的球赛票，但这就是他们所能提供的极限了。

我们同时也打电话给波士顿第一国民银行。第二天，两个来自波士顿第一国民银行的家伙来到奥马哈，他们是比尔·布朗(Bill Brown)和艾拉·史蒂芬恩(Ira Stepanian)。他们说，"已经批准放贷给你们了，接下来只需完成书

面文件就可以了。"他们放贷给我们。我们挣了很多钱，自此以后，我们就和波士顿第一国民银行建立了良好的关系。Ira Stepanian 就是负责我们贷款的信贷经理。他现在是波士顿银行的 CEO。

现在，波士顿银行遇到了一个机会。你们知道的，新英格兰的很多银行有严重的问题。但是，第一，我信任艾拉；第二，他们曾经在我们遇到机会的时候帮助我们，伯克希尔借此得到了飞跃，在波士顿银行遇到机会的时候，我们自然要**投桃报李**。我们分析过这个交易。总的来说，虽然若换了别人我们是不会参加这种交易的，但是这个交易还是能让我们喜欢的。而且我们也喜欢这些人。而且若波士顿银行能完成并购，那么就能有不小的收益。查理也参加了这桩交易的。

芒格：你可以这样认为，伯克希尔有两种投资：**一种是用合理的价格买进优秀的公司，这种交易我们无法拒绝；一种是计算过风险的交易，我们可能会遭到惨重的损失**。很显然，我们在帮助波士顿银行.....这桩交易里，我们得到的回报只是一笔佣金而已。

巴菲特：我们不会大量进行银行业的交易，但是偶尔也会进行一两桩。例如今年早些时候，**我们买了 4000 万美元的主要业务在布法罗市的一家名叫第一帝国(First Empire)的银行的优先股**，这些优先股可以转成普通股，转换后大约占其股份的 6%至 7%。我认识掌管这家银行的 Bob Wilmers，他自己也有很多钱投入在这家银行中。他的决策很合理。他能顶得住压力不跟同行的风。我们很喜欢这一点，可惜这样的银行我们没有找到很多。

27，我们的规模越来越大，迫使我们只能考虑买大企业

巴菲特：我们只买大银行不买小银行，这是因为研究市值低于 5 亿美元的公司对我们来说不划算。若一家银行市值有 5 亿美元，那么存款规模就能有 100 亿美元。这样的规模是大银行。

除非是很罕见的情况，比如说 First Empire，否则我们不会分析较小的公司。假如我不认识 Bob Wilmers，而且不知道他会下明智的决策，那么我也不会买第一帝国银行的优先股。但是我不可能四处寻找 3000 万美元的投资，以我们目前的规模，这样做我们投资不了多少。我们的规模排除了很多本来是绝佳的投资机会。

如我在年报里所强调，规模拖了我们的后腿。而且即使我们仅仅取得中等的成功，将来拖后腿的程度也照样会加剧。这就是游戏的本质。假如我们的规模只有现在的十分之一，其他情况不变，那么我们的业绩会更好。这是毫无疑问的。

28，我们同意汤姆·墨菲的说法，8 英寸的黑白电视机更好

芒格：我们的热情比几年前低。实际上不景气对媒体公司的影响的程度，使媒体行业里的每个人很吃惊。以前人们都认为报社和有线电视公司是经得起时间考验而且能抵抗通货膨胀侵蚀的最佳选择。

不过现在情况变得艰难了。现在出现了以前没有的新的广告渠道。

巴菲特：媒体行业的情况部分是由于经济周期，但是我们认为不只是经济周期在起作用。我们认为会出现周期性的反弹，那时企业的表现就会好转。但是我们认为媒体公司长期趋势绝对不会像我们以前认为地那样好。当然，好消息是我们以前犯过错误，这一次当然也可能是错的。很多报社很震惊。他们都没有预料到当前的经济环境，对于报社来说，高达 6.5% 的失业率会造成严酷的环境。在去年 8 月份之前，你可以看到这种情况达到一定程度。中东的事件看起来加速了这个趋势。

一季度，杂志的广告页收入较上年急剧减少，而上年的广告页原本也不多。我们观察的几家报纸的表现依然糟糕，我们观察了好几家报纸，情况都是这样。现在有很多电子传输方式。其实不久前，汤姆·墨菲和我一起去我姐姐伯蒂家看周一晚上的足球赛，我们用一个大投影屏幕观看，图像很棒，有人说，“这图像难道不是很棒吗？”

墨菲说，“其实我更喜欢 8 英寸黑白电视，因为当时只有 3 家有线电视公司。”

29，媒体发布渠道不再是一种稀缺资源了

巴菲特：这已经成为一个很难做的行业。假如你在传媒行业中，其实不管是什么业务，稀缺都是最好的。

假如美国只有三家电视网络，那么每次麦克·泰森参加拳击赛，或者每次我打开电视观看某个节目，只有 3 个渠道能让泰森的拳击才华传递到观众的眼球。电视网络是非常好的业务。一天只有 24 小时(这与报纸和杂志不同，报纸和杂志可以增页，但电视节目可不能增到一天 25 小时)，只有 3 条高速有线网，所以，有线电视网业务是货真价实的稀缺资源。这就是说不管是泰森还是观众，都离不开有线电视网。

今天，新增了很多高速有线网。当乔治·福尔曼(George Foreman)参加拳击赛的时候，他就要看看哪一家电视网转播或者按次付费观看的出价更高。这其实不难算出来。现在所有的人都要看看哪一家电视网出价最高了。不管是弗兰克·辛纳屈(Frank Sinatra)的演唱会还是奥斯卡奖，都要算算哪家电视台出价高。随着媒体发布渠道越来越多，这样的价格竞争也就越来越激烈了。

30，广告渠道的增加限制了报纸的定价能力

巴菲特：报纸领域的恶化程度没有那么剧烈。但是直邮广告这种替代选择的出现，限制了报纸的广告定价能

力。我以前说过，报纸为什么是一种非常好的经济机器，**并不是因为报纸有成长性**(虽然报纸的确有一点成长性)，而是**因为报纸有涨价的能力**。但是发生了很多事情，所以几乎所有媒体的涨价能力都受到了限制。这种情况能够让一家非常出色的企业迅速变成一家平平无奇的企业。我们已经看到了一些这种变化。在一些媒体领域，情况甚至将会进一步恶化。

芒格：你可以认为电视多年来被严重低估。很多消费类公司发现自己能够以非常廉价的价格在电视上打广告，扩张特许经营权，这也是很美妙的。

巴菲特：唐·基奥(可口可乐的董事长)没有鼓掌。

31，有线电视——能得到也能失去

巴菲特：假如法规监管环境和技术不变，那么有线电视公司可能会有一个光明的未来。不过我猜，在接下来的 10-15 年里，法规与技术中的一者或者两者会出现变化。假如大家要节目必须使用有线电视网络，那么有线电视资产就是非常诱人的。不过，假如消费者对服务收费不满，那么有线电视公司就可能会失去这项资产。我猜这就是将来要发生的事情。**假如某人得到政府的授权，可以去经营某个业务，那么这个授权也能被剥夺。**

我们对这个行业也没有特别深入的了解。我是首府/ABC 广播公司的董事，但是他们从来不征求我对节目的意见，所以那并不是我的强项。我认为这家公司的管理层的做法在经济上很合理。这家公司的竞争力真的很强。这家公司的团队考虑很缜密，公司把各种可能性和限制都考虑到了.....这并不是说他们找到了什么张良计。我只是说他们的做法是合理的。

32，航空业是我们见到过的价格战最激烈的行业

巴菲特：一季度所有的航空公司都很惨。假如一季度的情况继续，那么所有的航空公司都会覆巢之下无完卵。他们都一条绳上的蚂蚱。虽然现在似乎还没有出现这种情况，但是出现这种情况完全是可以想象的。

一季度是异常的，特别是燃油价格。但是谁能说这不会重演？我认为发生的事情并非只影响全美航空公司(USAir)一家航企。我认为全美航空公司做得相当不错。我认为只要航空业情况良好，全美航空公司也会表现良好。你们对未来的猜测，根据以往的情况来看，可能和我一样正确，也许比我更加正确。

最值得看的数据是平均收益率，也就是**每位乘客每英里带来的收入**。照我看来，**这比座位利用率更重要**。假如整个民航行业每位乘客每英里依然只能得到 17 美分左右的收入，那么整个行业将会陷入困境。假如整个民航行

业都陷入困境继续挣扎，最后东方航空公司(Eastern)、大陆航空公司(Continental)和泛美航空公司(PanAm)的遭遇也会发生在别的航空公司身上。我们欣赏的全美航空公司也会出问题。任何债权人和任何航空公司都逃不了。

我的错误是我没有想到价格竞争竟会如此惨烈。因为中东的事件，所以成本已经变得深不可测。

航空公司的经济特征和公交公司或铁路客运公司完全不同。在**航空公司，涨价就会没生意，而成本却不断飞涨**。坐满乘客飞行的成本并不比座位全部都空着飞行的成本高，故而，即使你知道竞争对手在你降价后 5 分钟就会跟上，用价格战的方式来竞争的诱惑依旧是无法抵抗的。**民航行业是我所见过的价格战最激烈的行业。**

查理，你怎么想？

芒格：据说民航机就是**有翅膀的边际成本**。当大家都开始降价竞争的时候，就好似用短剑决斗，不死不休。

巴菲特：结束一场价格战远远比开启一场价格战更加困难。假如是一山二虎的竞争局势，那么会更加困难。例如，在纽约州罗彻斯特，只有两家手机服务商互相竞争，手机通话费一夜之间从 50 美分/分钟降到 17 美分/分钟。我们在其他一山二虎的领域中也见过同样的事情发生。

不过假如有 6 至 8 家公司互相竞争，那么就会有一些公司利用破产(一旦一家航空公司破产，所有欠债都一笔勾销)。东方航空公司在无债一身轻的时候(他们把债全赖掉了)，通过出售资产(连大门都卖了)来补贴经营亏损。

美国航空公司是没法和这种做法竞争的。**要和别人鲜血直流地竞争，那你得有个血库才行。**

芒格：通常破产仲裁者应该站在债务人一边。东方航空公司的破产案是司法史上最可耻的章节之一……

巴菲特：当然，这使得其他航空公司血哗哗地流。这个案例也意味着，以后破产法庭要更热闹了……

芒格：作为公民，我们都为我们选择的经济盲政治家和法官付出了巨大的代价。

巴菲特：至于我们为什么投资全美航空，那是因为我们没预料到这个行业的经济情况会如此艰难。民航行业情况的恶化程度甚于我的预料，比我在一年前或一年半前本应该预料到的状况还要糟糕。

我们买的是一种有上涨潜力的可转换债券。我们不会直接投资这些行业的股票。

在过去 20 年里的很多时间中，我们持有过很多工业公司的收益偿付债券，既有造纸行业也有民航行业，我们得到了比免税债券收益高出 100-150 个基点的回报。所以当我们觉得条款相对于其他固定收益类型的投资更有吸引力时，我们就愿意借钱给这些行业。

埃德·克洛德尼(Ed Kolodny, 全美航空董事长)：我们赠送整罐的可口可乐。去年，我们买了 650 万美元的可

可口可乐，但没有用来卖，而是白送给顾客喝。足足 100 多万箱。现在，在加利福尼亚州起飞的航班的头等舱中，我们开始赠送喜诗糖果作为甜点。喜诗糖果很受欢迎。不过，我们还没有想出来怎么和世界图书合作。

巴菲特：顺便说一下，迄今为止，《世界百科全书》是学校中使用最广泛的百科全书。我们的销售人员 50%以上是退休或在职的教师和图书馆工作人员。

33，对一位马上就要结婚了的快毕业的 MBA 的建议

巴菲特：我对商学院的新毕业生的建议是：**做你最喜欢的事情，为你最欣赏的公司工作，或者与你最欣赏的人一起工作。**我相信，假如你这么做，那么你会有所成就。虽然世事无常，但是你应该有一个事业，**一个能让你早上从床上跳起来，兴高采烈地去上班的事业。**

除非你为你欣赏的、正在从事一些有趣的事情的组织或者人工作，否则你不可能早上从床上跳起来，兴高采烈地去上班。这样做是不会错的，因为即使你最后另谋高就，你也能学到很多东西而且得到乐趣。

芒格：你要找到一个雇主，愿意付钱雇你，让你做你喜欢做的事情。**你要和你非常尊敬而且赞赏的人一起工作。**不过有时候你可能会遇到领导能力拙劣的上司。当年施瓦茨科普夫(Schwarzkopf，第一次海湾战争的多国部队统帅)几乎在军队没法呆下去。他当时肯定遇到了蠢蛋上司。最后他决定摆脱这个上司。

巴菲特：假如是我，**我可能会选择我真心愿意工作一辈子的工作岗位。**不过可能不会真的在一个地方能工作一辈子。但是这种态度，我认为是一种正确的态度。我认为假如你有这种态度，那么你就能有更好的成就。

当我面试来伯克希尔求职的人的时候，把是否有这种态度放在第一位。当我面试商学院毕业生的时候，我不担心他们的精力、欲求等等这些东西，我只担心他们的性格还有他们来这里求职是为了想做事还是把这里当成了垫脚石。等你结婚了，可能你就会有和我类似的想法了。

34，假如基蒂·凯利(Kitty Kelly，美国著名调查记者，号称“毒笔”)要写一部关于巴菲特先生或芒格先生的小说，那么股东们有没有什么要担心的？

巴菲特：我让查理回答这个问题。对这个问题，他的想法比我多。问题是，假如 Kitty Kelly 要写一部关于查理的小说，会写什么？

芒格：不会有很多可写的材料的。我想我又没怎么寻欢作乐。不过，你知道，我觉得我的话是阻止不了基蒂·凯利的。

巴菲特：墨菲两周前对美国广播工作者协会发表了一个讲话。就是在禁止媒体交叉持股的规定出台之后，当时有线电视网被好莱坞打得满地找牙，所以在电视网行业中，很多人认为这个规定不公正。墨菲说，杰克·瓦伦蒂 (Jack Valenti，当时的美国电影协会主席) 代表电影界，成功完成了难以置信的司法不公。他说考虑拍一部杰克的纪录片，而且要请 Kitty Kelly 帮电视界写作。至于查理和我，我们没有见不得人的事情。

37，你平时一天是怎么过的？

巴菲特：基蒂·凯利式的问题，嗯？

首先，我跳着踢踏舞去上班。然后，我坐下来阅读。我会打 7-8 小时的电话。然后我回家，阅读更多的东西。然后我又在晚上打电话。基本上不会见任何人。我们不允许经纪人或分析师走进办公室，假如我们能够回避他们的话。实际上这些人很少进我的办公室。

旗下的企业运转良好。这些企业不需要我们操心。假如他们需要我们操心，那就是出问题了。那些掌管这些企业的人在管理那些企业方面比我们在行。想象一下，我和查理去做昨天艾克·弗里德曼 (Ike Friedman) 在波仙珠宝的工作会怎样。所以说我们没有理由花很多时间在子公司上。

我们努力做的事情是每隔一两年找到一个投资好点子。假如我们能每隔几年想出一个好点子，那么我们会很开心。靠和人谈话是不能找到点子的。我们把时间花在阅读和思考上。

那就是我平时做的事情，查理，你平时做什么？

芒格：这让我想起二战时的一位同袍，他当时在一个没有任何任务的小队里。一次，一位将军走到我朋友的上司面前，就叫他“格罗兹上尉”吧。将军问：“你的任务是什么？”我朋友的上司说：“屁事儿没有。”将军非常愤怒，然后将将军问我的朋友，“你的任务是什么？”

我的朋友回答，“我的任务是辅佐格罗兹上尉。”这就是我在伯克希尔的工作的最好的描述。

36，总部设在奥马哈的优点

巴菲特：我曾在纽约工作过两年。总是有人在街角耳语传闻，而我则总是喜欢听听他们的话。这些传闻害我不浅。所以我回到了奥马哈，在这里我偏离轨道的机会较少。坦率地说，这是在奥马哈工作的一个优点。

虽然人们本来也知道这样不好，但一旦听到谣言，特别是从一个高高在上的地方听到谣言的时候，就再也不能抵抗诱惑，就会按照流言来行事。

这种癫狂周期性地发生在华尔街发生。回顾那些癫狂的时候，真不懂怎么会发生的。当华尔街为一个概念狂热的时候，与华尔街的情况相比，连旅鼠群看起来像一帮特立独行的家伙了。

我在哥伦比亚大学时，曾从本·格雷厄姆那里听到一个忠告，我一直牢记在心：“别人是否赞同你和你的判断是对是错毫无关系。你是正确的，那是因为你获取的事实正确，而且你的推理也正确。你是否正确只取决于这个。”

菲利普·凯瑞特(Philip Carret)今天也在现场。菲利普的长期投资业绩在美国无人能比。假如你有机会见他，我推荐你去见见他。你会很开心的。虽然他 90 多岁了，但一直在世界各地旅行，他喜欢看日食。所以我猜，难不成奥马哈要有场日食了？



菲利普·凯瑞特 Philip L. Carret

菲利普凯瑞特，1896-1998，美国传奇投资大师、基金管理人。1896 年出生于马萨诸塞州波士顿 Lynn 市。后搬到 Wellesley 又搬到 Lexington 上中学，后又搬到了剑桥 Cambridge。1917 年在哈佛学院完成了本科课程并修了一年商学院的课程。一战期间加入空军负责运输。1919 年退伍以后，他在波士顿的一家小公司工作周薪为 20 美元。1920 年在西雅图找到一份债券销售的工作，在这里解释妻子 Elizabeth Osgood。后返回波士顿，加入了《巴伦周刊》杂志社，该杂志由 Clarence W. Barron 拥有，在这里一直工作到 1927 年决定去纽约闯荡为止。1927 年他加入布莱思合伙公司，从事经济研究及基金管理工作。在 1928 年创立先锋基金 Pioneer Fund，初始规模 2.5 万美元，股东都是亲戚好友，随后就遭遇了 1930 年代大萧条。1930 年出版了自己的著作《投机的艺术》。1932 年凯瑞特被布莱思公司辞退，他和两个合伙人成立合伙公司推销证券，并继续管理 Pioneer 基金。1938 年，他注意到一家叫 Dakota 电力的小型公用事业公司有一批票面利率为 6% 的债券发行在外，来年将到期。凯瑞特以 89 美元的价格购买了这支债券并随后以 93 美元价格卖给他一个顾客，赚了不少。1939 年原糖的价格还不到每磅 1 美分。凯瑞特知道战时糖价都会上涨。他注意到一家已发行 2 万股股票的古巴糖业公司，其中有 1.3 万股被加拿大皇家银行所控制。在重组过程中，该公司发行了各种类型的证券：抵押票据、债券、优先股等，最后是普通股。当糖价上涨时，普通股股价迅速飙升。他以 1.75 美元的价格买了一些该公司的股票，当股价涨到 7-8 美元时再次大量买进。在 60 美元时他卖了大部分，剩下的一些全部以 200 美元的价格卖掉了。凯瑞特说，我在投资时一般会用一定的资金去赌垃圾证券。1983 年凯瑞特退休，Pioneer 基金规模超过了 2.25 亿美元，职员也仅有自己的两个儿子和一个孙女以及几个雇员。55 年间资产由 1 万美元增长为 800 万美元。1963 年凯瑞特出售了自己在 Pioneer 基金的大部分股份，创立了自己的 Carret Asset Management 资产管理公司，为机构和高净值家庭提供资产管理服务。1998 年菲利普凯瑞特去世，享年 101 岁。

《投机的艺术》(The Art of Speculation)是凯瑞特为投资者撰写的交易忠告与操作指南，问世以来一直成为西方投资经典，经久不衰。其他 2 本是《A Money Mind at Ninety》(1991) 《Buying a Bond》(1996)。凯瑞特给投资者 13 条投资原则：

- 1、持有 10 只以上的股票，而且这些股票必须能覆盖五个不同行业。
- 2、每 6 个月对所持有的每种证券至少做一次重估。
- 3、必须保证占总资产一半以上的证券出现盈利。
- 4、在分析任何股票时都要将收益作为最后才考虑的因素。
- 5、处理亏损的头寸果断，但有盈利的头寸不要急于平仓。
- 6、不要把多于 25% 的资金投入到你还了解得不够详细的证券上。
- 7、像躲避瘟疫一样躲避‘内部信息’。
- 8、寻找事实，而不是别人的意见。
- 9、做证券估价时不要过分依赖那些呆板的公式。
- 10、当股市高位运行、利率上涨、经济繁荣时，至少应把一半资金投在短期债券上。

11、尽量少借钱或只在股市低迷、利率很低或正在下跌、经济不景气时借钱。12、要用适当比例的资金购买前景十分乐观的公司的长期股票看涨期权。13、管理层必须持有公司相当比例的股票。

巴菲特称凯瑞特为"我所认识的人当中的长期投资记录保持者，没有之一"。凯瑞特投资的成功秘诀，善于挖掘别人忽视的某些极具潜力的小公司，他并不在意长期持有那些一直呆滞不动的股票。他与巴菲特是挚友，时常交换投资理念与秘诀。凯瑞特倾其一生来证明：智慧、逻辑和认真的数据积累，能够使股票投机不比开一家街头药店的风险更大。在他人生的 101 年中，他亲身经历了 31 个牛市、30 个熊市、20 次衰退和一次萧条，一直都取得了成功，战绩彪炳。他无视华尔街批评家的嘲笑，超脱于交易商大众的绝望与疯狂，安然度过 1929 年的金融灾难。他了解投资制胜的关键：密切注意回报。对他来说，这是投资的金钱思维。

会议纪要

可口可乐

说起伯克希尔买下可口可乐 7%的股份的缘由，巴菲特援引可口可乐总裁唐纳德·基奥的话解释道，可口可乐公司从百余年前便开始售卖这种"简单的快乐"，如今你能够在 170 个国家看到它的身影。尽管可口可乐公司的利润增长大都依仗国外，然而在美国，每个人每年平均能买下 300 罐可乐，而其他国家的每位消费者平均一年只会购买 59 罐而已。几年来，巴菲特总把消费者特许权的价值挂在嘴边。他对可口可乐公司的评价非常明确："它是世界上经济特许权价值最高的公司。"

永久控股

巴菲特对伯克希尔控股的公司进行分类，认定首府/ABC 广播公司、可口可乐公司、GEICO 公司和《华盛顿邮报》为其"永久"控股公司，并列举了此类控股公司的三个特征：1.良好的经济特性；2.值得信赖的企业管理；3.我们欣赏公司所做的事情；他坦言自己不会一门心思只想着钱("放弃自己喜欢的东西，挣钱又有什么意义？")。除了这三家公司，其他公司也有可能成为伯克希尔的永久控股公司。他指出，管理精良又经久不衰的大公司并不多见，这样的公司现在似乎更少了。

买股票就像买食物

巴菲特在年度报告中声明，除了证券法规定的投资外，他不会对伯克希尔的任何投资项目评头论足。毕竟好主意寥寥无几，竞争又可能抬高股价。巴菲特指出，不少投资者一见股价上涨便欣喜若狂，一见股价跌落便一蹶不振，简直不可理喻。这种反应毫无意义，就像你某天买了个汉堡，第二天再来买时发现它涨了价就高兴不已，觉得自己前一天捡了便宜一样。如果你一生都要买食物，就会对价格的起伏见怪不怪，投资也是一样。

巴菲特和芒格总会提起近年来美国金融体系出的岔子，他们觉得垃圾证券市场、储蓄、贷款行业和银行业早晚会出现问题。巴菲特解释道，金融灾难之所以爆发，是因为金融公司做出的愚蠢决定无法及时解决眼下的难题。人们投给一家公司更多的资金，竞争对手眼见这情形，便不假思索地纷纷效仿该公司。久而久之，一旦出问题，便会大难临头。巴菲特和芒格列举了不少杠杆投资失败的案例，他们坚决反对一些鼓吹者所谓的“把风险扼杀在摇篮里”的说法。

因特考公司(International Shoe Co.)的破产就是个例子。芒格认为，很难再找到像因特考这样不负责任的公司了。因特考做的完全是杠杆投资，从一开始就注定会失败。巴菲特还认为，应该建立一套更加完备的保险偿付能力管理体系。从储贷机构和银行业的失利就能看出，当前的管理体系跟不上公司的发展，直至出了问题才让人追悔莫及。

芒格指出，第一执行人寿保险公司愚蠢自大，信用评级机构给出的信用等级却一直是 A 级，无不为其破产埋下伏笔。金融公司倒不一定会落得如此下场。美国富国银行的 Carl Reichardt 和 Paul Hazen 遇事冷静、有主见，这种人才管理下的公司效益可观。不幸的是，这样的管理人才并不多见。

媒体生意相当不景气

巴菲特认为，尽管媒体生意会出现周期性反弹，但从长远来看，媒体的发展不容乐观。媒体公司的电子广告发送和直邮产品会迅速从朝气蓬勃变得毫无建树。巴菲特始终认为，同美国工业的股份相比，伯克希尔持有的媒体股份的收益还算不错，只是比几年前他预想的要差得多。

给工商管理学硕士毕业生的忠告

巴菲特说：“做自己喜欢的事，和喜欢的人共事，只要能做到这两点，你们准错不了。”

我在帮上尉的忙

有人很好奇，巴菲特的一天是如何度过的。巴菲特回应道，他跳着踢踏舞赶来上班(显然，他遵循了自己的职业忠告)，然后看看书，打几个电话，一天就结束了。有人向芒格提出了同样的问题，他讲了二战时一位空军中尉在巴拿马待得百无聊赖的故事。将军检阅军官时问上尉在忙些什么。沮丧的上尉回答道：“我什么都没干。”将军也问了中尉同样的问题。中尉回答道：“呃，长官，我在帮上尉的忙。”

寻找 7 英尺的队员

巴菲特建议在寻找投资项目和管理人才时采用撇脂法。他提议采用篮球教练的思维方式，迅速从一群人中锁定 7 英尺高的队员。只消一个好球员，就能让整支队伍变得与众不同。

芒格还表示，纸质记录能够说明很多问题。记录人们多年来的所作所为的简历远比面试更能说明一个人未来的发展。巴菲特补充道，这就是不聘用刚刚毕业的工商管理学硕士的理由，他们没有任何绩效可查。

低效率理论：需要的时候，猩猩跑哪儿去了

巴菲特和芒格养成了牵着学院鼻子走的习惯，还提出了宠物投资理论，即有效市场假说。该理论认为，如果市场绝对有效，就没必要浪费时间琢磨公司。就在去年，有 3 位教授充实了这项理论，因此获得了诺贝尔奖。

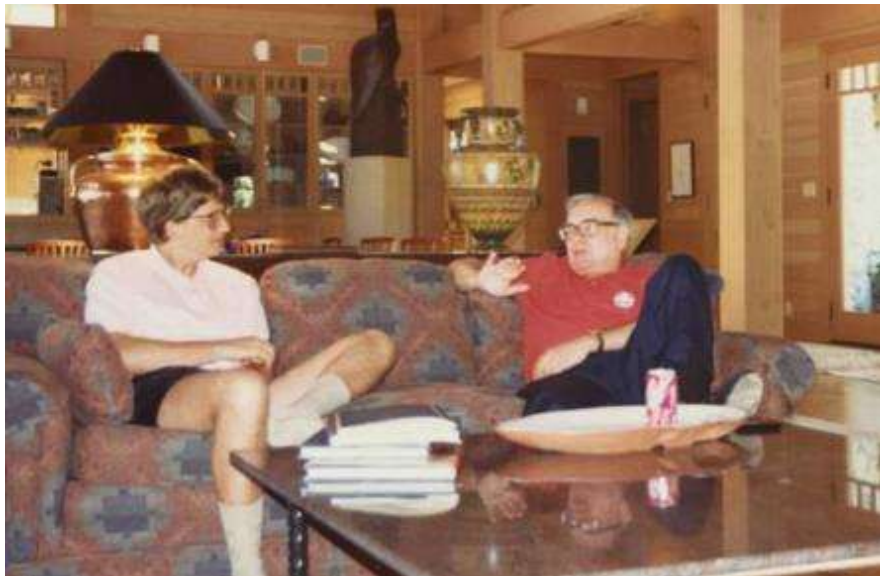
芒格称其为建立在假设之上的宏大结构，他直言："就连训练有素的猩猩都能看出其中的端倪，怎么没一个人愿意尝试一下？"

保险行业

尽管巴菲特并不看好伯克希尔在保险行业的短期前景，但他还是对保险行业的长远发展持乐观态度。

芒格指出，保险大萧条即将到来，股价下跌加上资产难题就是伯克希尔的机会。

在他们所有的业务中，巴菲特认为保险业务潜力最大。



1991 年 7 月结识比尔盖茨

巴菲特：圣母大学演讲 1991

1991 年春

T2Parners 对冲基金 Whitney Tilson 略加编辑

对全体教员演讲

非常感谢！如果你问我是做什么的，在 1990 年的年报中，我曾试图描述自己的工作...

摘自伯克希尔在 1990 年致股东信中的部分内容，讲述了小丑毕默(Beemer the Clown)的故事：

我们所投资的公司之所以能够拥有这么多额外的价值，完全要归功于经营它们的这批优秀经理人，查理跟我可以很自在地夸耀这支团队，因为他们之所以能够拥有这些才能与我们一点关系都没有，这些超级经理人一直都是如此，而我们的工作只不过是，发掘这些有才能的经理人，同时提供一个环境，让他们可以好好地发挥，就这样他们就会将现金源源不绝地送回总部，接下来我们就会面临另一项重要的任务如何有效地运用这些资金。

我个人在营运上扮演的角色可由我孙女艾米丽(Emily)的一个小故事来做说明，去年秋天在她 4 岁的生日宴会上，参加的人除了小朋友与疼爱她的家人之外，还有一位小丑演员毕默(Beemer)，席间他还特地为大家表演了一段魔术。一开始毕默请艾米丽帮他拿一支神奇的魔棒在一个宝贝箱上挥舞，绿色的手帕放进箱子里，在艾米丽挥了棒子一下之后，跑出来蓝色的手帕；接着又放进一条手帕，艾米丽又挥了一下，这回跑出一条打结的手帕，经过四回合一次比一次精彩的表演之后，艾米丽喜不自胜，脸上发光沾沾自喜的大笑，"我实在是太厉害了！"

这就是我在伯克希尔的所有魔法，感谢旗下企业所有的魔术师：布鲁姆金家族(Bumkins)，弗里德曼家族(Friedmans)，迈克戈德伯格(Mike Goldberg)，赫尔德曼家族(Heldmans)，查克哈金斯(Chuck Huggins)，斯坦利普西(Stan Lipsey)，拉尔夫谢伊(Ralph Schey)等人，请为这些人精彩的演出给予热烈的掌声。

我们从未与我们的经理举行过会议。那个掌管着我们于 19 年前购买的糖果公司(即喜诗糖果)的家伙去年来到了奥马哈，因为他和他妻子想看看股东大会是什么样的，但在此之前他从未来过奥马哈。我们也从来没有和他的董事会举行过会议。我们把这家公司的总部从洛杉矶搬到了旧金山，因为他妻子相比洛杉矶更喜欢住在旧金山。为了适应我们拥有的企业的经营者，我们会为了满足旗下企业经营者的需求而对这些企业的运作进行调整。

我们在辛辛那提收购了一家名为费区海默(Fecheimer's)的制服公司。我们大约是在 5 年前以 1 亿美元左右的价格买下了这家企业。这家公司的老板看到了我列在年报上的我所要寻找的公司的条件。我在年报中加入了广告(我相信广告)，这个家伙走进来说："我满足那些条件，我的公司也满足。"我们和他达成了交易。我从未去过辛辛那提，我也从未见过那家工厂。我所知道的是他每 5 个月制作这些小报告。但他送现金给我，我喜欢那样。

这是一家非常特殊的企业。8 年前，我从一名 89 岁的老妇人那里买下了她的企业。她用 500 元起家，再没有追加一分钱。当时这家企业的税前利润大概为 1200 万美元(现在为 1800 万美元左右)，她不懂什么是应计额，也不懂任何这一类事情。几年前，她快要被她在同一公司工作的孙子们逼疯了，所以她决定退出，并成为了我们的竞争对手。这教育了我，下一次当我再从一位 89 岁妇人那里买企业时，我必须得到一份非竞争协议。这位妇人现在正掌管着另一家成功的企业。

她是一位不可思议的女人。徒步走出俄罗斯。当她抵达西雅图时，只有一段破围巾围在她的脖子上。她不会

说一句英语。她的亲戚住在爱荷华州的道奇堡。她来到道奇堡大约是在 1919 年或 1920 年，她的亲戚们也是身无分文。她靠卖旧衣服为生，并每次将赚到的 50 美元寄回家，她用了七八年时间将自己的 7 个兄弟姐妹和父母都接了过来。1937 年她用 500 美元成立这家公司。她遭到了镇上大多数地毯供应商的联合抵制。他们把她告上法庭，起诉她违反公平竞争法。她面对蔡斯法官说："法官大人，这件(地毯)我进货是每码 3 美元，Brandeis 商店进价也是 3 美元。但他们卖 6.99 美元，而我只卖 3.99 美元。请告诉我，你认为我应该从顾客那里抢劫多少。如果你告诉我一码抢 1 元，我将让他们支付 4.99 美元。"报纸全文刊载了这段话，法官光顾了她的公司，并购买了 1400 美元的地毯。她和他们在法庭上交锋 4 次，每次都杀得他们片甲不留。

如果把两家店合并计算的话，这家公司就是最大的家具店，超过美国任何一家家具店。这家公司在一个地方就做了 1.6 亿美元的生意，税前利润 1800 万美元。该公司拥有 50 万平方英尺的仓库。

五六年前，这位女士获得了纽约大学商学院的荣誉学位。你们不可能打破她的纪录。如果你告诉她这个房间是 38 乘 16，她马上告诉你房间的大小。她已经 97 岁了，她能告诉你需要购买多少码单价为 5.99 美元的地毯，另外，她还会加上消费税，如果你是新顾客且相貌友善，她会去掉点零头。她能做的和我说的一样快。她只用了 30 秒就把企业卖给了我。她告诉我她想要的价格。她从不审计，我也不需要用审计。她的信用比英格兰银行还要好。

我们就是如此做生意的。在这笔 6000 万美元的交易中，我们不得不在证券交易委员会(SEC)的季报中列出，还要申报 Hart-Scott-Rodino 表格，而我们的全部法律和会计的费用加起来不过 1400 美元。一张纸就够了。在她名字的地方，她只做了个记号。而记号就意味着"B 夫人代表了她和她的孩子们"。她只拥有公司的 20%。她做了记号，交易就完成了。

我们就像这样做所有的生意。基本上，我们在第一次接触时就能达成交易。我们不需要担保，我们也从未得到什么。这些人人都很富有，我们必须了解他们是否是那一类把企业卖掉后还会继续工作的人。我们必须判断他们是热衷于钱还是热衷于经营企业。如果是爱钱，那他们对我们毫无用处，因为我不能在他们的(从出售企业中)得到大量现金之后再给他们足够的钱去激励他们经营企业。

他们得热爱企业。我想说的是，如果我们在伯克希尔中有什么做得很好的话，那就是找到了那群人，在他们变得非常富有以后，他们反而工作地更努力了。我们不需要从他们那里得到预算。我们每年会在股东大会之后召

开一次董事会议。他们不必非要参加董事会议。他们所要做的仅仅是管理好企业。我们现在已经拥有一批那样的企业了。

他们第二项工作是**把利润交给我**。而我的工作配置资本。他们可以在糖果公司或报社中做任何有意义的事，他们无需因关心其他的事情而做下一连串的错误。我们喜欢能产生现金的企业。有时我们用现金做一些事，但有时我们什么都不做。我们倾向于用现金买下整个企业，如果不行，我们就买下企业的一部分，即股票。

我们最大的持股：我们拥有可口可乐公司 7% 的股票，价值约为 20 亿美元。你们的主席(指可口可乐公司的 CEO 唐·基奥(Don keough)，他也是圣母大学的董事会主席)30 年前在奥马哈还是 Butternut 咖啡馆的销售员时，住在离我一条街的地方。他有 6 个孩子，一周只赚 200 美元，都快要饿死了。他曾在吃午饭时讲述了自己是怎样走进老板办公室的，自己有 6 个孩子的故事，教区学校的故事以及一周只赚 200 美元的故事，"你们的朋友并不富裕"。当他正在讲述这些事，保罗·盖勒(Paul Gallagher)走到他桌前(他是那家咖啡店的老板)，掏出一把剪刀在他破损的衬衫上把露出的线头剪掉。然后走开了。幸运的是，情况改善不少。

我们拥有 7% 的可口可乐。现在全世界每天消耗 8 盎司的可口可乐 6.6 亿份，所以实际上我们拥有的 7% 的股份就相当于拥有了每天 4500 万份软饮料的消费量。我们就是这样来考量企业的。我对自己说，如果涨价 1 美分，那么伯克希尔一天就多赚 45 万美元。我的意思是，它真是一件美妙的事。当晚上睡觉时，我会想到当第二天再醒来时，已经有 2 亿份可乐消耗掉了。我们也买了一些吉利公司的股票，每天晚上我都会想到 20 亿多男人的胡须和 40 亿妇女的腿毛，在我睡觉时都在变长。

不论是整个买下还是只买一部分，我们只买入我们能理解的企业。我们从不买任何我认为自己不能理解的东西。对于自己是否理解某一行业，我也许会作出错误的判断，但我从未拥有一股科技股，科技公司都是些我不能理解的公司。对此，我并不担心。你提到过 Cities Service 公司的优先股，当年我买入的时候我还不能十分透彻地理解这个理念。但从我 18 岁读了本杰明·格雷厄姆的书，19 岁认识了他以后，我才认识到了其中蕴藏的意义。这个理念的全部含义就是：只在市场提供的价格大幅低于公司价值时才买入你所理解的公司的一部分。这就是我们试图买下公司 100% 或者 7% 或者其他任何比例的股票的原因。我的合伙人查理·芒格和我一起工作了 15 年了，这就是我们所做的全部。除此以外，我们心无旁骛。

B 夫人也是如此。当我买她的公司时，我无法给她价值 2 亿的伯克希尔的股票，因为她不能理解股票。她只

理解现金，理解家具，理解房地产。所以，她不与股票产生任何关系。如果你在 B 夫人的能力圈范围内和她做生意，这个下午她可以买下 5000 个茶几(如果价格合适)。她可以分几次买下 20 种不同的地毯，或任何类似的东西，因为她理解地毯。她不会买进哪怕是 100 股通用汽车的股票，即使它只有 50 美分/股。

我认为在做生意或是投资中最重要的，就是能够准确定义你的能力圈范围。在我们看来，做生意和投资其实是一码事。这并不是说你要拥有一个最大的能力圈。我有许多朋友，他们的能力圈比我的大许多，但他们会偏离自己的能力圈范围。

你可能读过小托马斯·沃森(Thomas Watson Jr., 带领 IBM 成为巨无霸)最近写的一本名为《IBM 帝国缔造者：小沃森自传》(Father Son&Co: My Life at IBM and Beyond)的书。书中他引述了自己父亲的一段话：我不是天才。但我在某些领域很聪明，而且我就待在这些地方。这也是做投资、做企业的全部内涵。我经常对商学院的学生说，当他们毕业时，他们最好带着一张带有 20 个孔的卡片再开始工作。每当他们作出一个投资决定时，就涂掉其中的一个孔。他们此生预计不会得到大的想法。他们可能会得到 5 个、3 个或 7 个想法，而这些想法足以使他们变得富有。企图每天得到一个好主意的任何尝试，都不能使你变富。而残酷的现实则是，由于这个系统的运转方式，你拥有的是一张没有限制的卡片，你可以每小时或者每分钟改变主意，市场的流动性使改变主意看上去既廉价又便捷。如果你拥有一座农场或者房地产，你就没办法这么做了。人们极力赞美的这种巨大的流动性，对大多数人而言更像是一个诅咒，因为它驱使人们在智力能力所不及的范围内做更多的事。

如果我们每年能做成一件漂亮的事，我们真是欣喜若狂。你也可以将标准降低为每两三年做成一件漂亮的事。你所要做的就是这么多。你一生中你不需要太多的好主意。你必须要有自己的原则，并告诉自己："我不做任何我不理解的事。"为何我要做我不懂的事情呢？而我发现这正是相对于住在纽约而言身处奥马哈的一大优势。多年前，我曾在纽约工作，人们总会在街角处追上我，并不停地在我耳边说悄悄话。我那时总处在亢奋状态，我是经纪人眼中的优质客户。让我们谈谈你们感兴趣的事。

1, 提问：关于有效市场理论

那确实是个问题。有效市场理论由此产生。听到有人站出来说"做什么都没有用"，这真是太美妙了。这是一个真正的优势。但我认为这一理论如今不像之前那样站得住脚了。然而，10 多年来，所有解释出来的真理都在说，思考并不能带来什么益处。投资也就意味着做企业。一旦你认为投资标的已经被充分定价了，那意味着你不得不

进一步宣称所有的商业实体都被充分定价了，你仅仅是在不加瞄准地乱扔飞镖。如果假定这些投资者是一群象棋棋手，或者是一帮桥牌选手，并相信思考下一步该怎么走并不会给他们带来好处，那么你将占有巨大的优势。在商学院中，已经有成千上万的学生学习了这个理论(认为思考是在浪费时间)。

你提及的"五西格玛"事件，实际上是斯坦福大学的比尔·夏普几年前提出的。我的朋友查理说过：随着伯克希尔记录的延长，增加一个西格玛数字总比重新评估理论来得容易。事实确实如此。我想那就是肯·加尔布雷思(Ken Gailbreth)所说的：**经济学家对待想法最经济，他们一旦在学校里学到某种理论，就终生不忘。**

(五西格玛事件：曾经有位获得诺贝尔奖的经济学家 Milton Friedman 在很长的一段时间里如此解释伯克希尔的成功：起初，他说伯克希尔能够在流通股投资上打败市场，是由于一个运气西格玛，因为在他看来，除了靠运气，没有人能够打败市场。这种僵化的有效市场理论当时各个经济学院非常流行。人们学到的理论是没有人能够打败市场。接下来，这位教授随后又引入了第二个西格玛，第三个西格玛、第四个西格玛，到最后，他总共用到了六个，引起了人们的嘲笑，于是他终于不再这么做了。然后呢，他的解释扭转了 180 度。他说："仍然是六个，但那是六个技艺西格玛。")

市场通常是相当有效的。你挑选道琼斯指数下的 30 只股票，而一群非常聪明的人都在盯着这些股票并分享相同的信息，多数情况下，它们都会被有效定价。但这又怎么样？你只需要在一些时候正确就可以了。有时这么做会显得非常怪异，有时则会显得莫明其妙。

1974 年，你可以用 8000 万美元买下整个《华盛顿邮报》。那时，该公司没有负债，却拥有一家报纸、一家周刊、哥伦比亚广播公司(CBS)位于华盛顿特区和佛罗里达州杰克逊维尔市的电视台、迈阿密的 ABC 电视台、哥伦比亚广播公司在哈特福德/纽海文的电视台、加拿大 80 万英亩森林的一半权益，再加上那里的一家年产 20 万吨的加工厂、《国际论坛先驱报》1/3 的股份。或许还有其他资产，不过我记不起来了。如果你问几千个投资分析师或者媒体专家这些财产值多少钱，他们都会说，如果把这些资产加在一起，总价值可能为 4 亿美元、5 亿美元甚至 6 亿美元。

回到 1970 年代，在靠一部小说和电影赚到钱以前，华盛顿邮报记者 Bob Woodward 有一次问我如何才能赚到钱。我回答他说："Bob，这很简单，就是给自己找到一篇合适的报道。现在的问题是你所有的报道都是 Bradley 分配给你的。你得去采访 Jeb Magruder，给自己找个报道吧。报道的题目是：《华盛顿邮报》公司价值几何？如果 Bradley 让你做这篇报道，你会外出采访两周，并交出一份非常出色的报道。你会算出一家电视台能卖多少钱，一家报纸能卖多少钱，你也会评价性格。你写这篇报道非常得心应手。这比发现 Bill Casey 在临终时

想了些什么要容易得多。你所要做的就是给自己找到这样的一篇报道。"

"当你采访回来时，如果你对这家公司的估值为 4 亿美元，而市场上这个公司就卖 4 亿美元，那么你依然完成了这篇报道，但它对你没有什么金钱上的意义。但如果你对它的估值为 4 亿美元，而市价只卖 8000 万美元，你会造成轰动。你的言下之意可能是说，这家公司管理层的无能正侵蚀那 4 亿美元的价值，或者说他们心术不正，正在按 Bob Vesco 的方式行事。再或者你是在大声告诉人们这是一个绝佳的买入机会，因为你可以用 20 美分买到 1 美元的资产。当然了，在 8-10 年内，在资产基本不变的情况下，那 4 亿美元资产(现在)已经增值到了 30-40 亿美元。"

这并不是一篇很难理解的报道。1974 年基于上述估值，我们从不超过 10 个卖家手中买入了《华盛顿邮报》公司 9% 的股票。这些卖家包括了史库达·史蒂文斯·克拉克金融公司(Scudder, Stevens & Clark)和一些银行的信托部门。如果你问任何一位将股票卖给我们的人这家公司值多少钱，他们将提供的答案是 4 亿美元。顺便提一句，如果市场上的价格下降到 6000 万或者 4000 万美元，Beta 值就会上升，因而这家公司会被看成有着更高风险的资产。以 8000 万美元的估值买入股票不存在风险。售价 4 亿美元时的风险，比售价从 4 亿美元跌至 8000 万美元时的风险要高得多。

(作为波士顿上流社会的著名社交人物，Ted Scudder 是一个很有想法的人，他不满足于现有的日常业务，而是经常探索新的商业模式。1919 年，Ted Scudder 放弃了自己债券经纪人的业务，和两个合伙人成立了斯卡德、史蒂文斯和克拉克公司(Scudder, Stevens & Clark, Inc.)，为客户提供投资理财服务，并收取 0.5% 的管理费。当时，很多客户以自己孩子的名义开设小额投资账户，这些账户单笔额度很小，但是通常持有时间又很长，单独管理起来效率很低。1928 年，"道富投资信托"的创始者之一 Richard Saltonstall 加盟了 Ted Scudder 的公司，并带来了共同基金的理念。当年，为了集中管理这些小额账户上的资产，1928 年 5 月 10 日，Ted Scudder 成立了一只名为第一投资顾问信托基金(The First Investment Counsel Trust)。这只基金由 Scudder 公司直接销售给自己的客户，不通过理财顾问或者经纪人，因此不收取认购费，只收取 0.5% 的年管理费，投资者可依据基金净值向基金公司申购或赎回基金股份，并且无须支付佣金。这种免佣金的方式一出现就受到了众多客户，尤其是小额投资者的极大欢迎。第一投资顾问信托成立时募集规模达到了 84.5 万美元，而同年成立的混合型产品惠灵顿基金则仅为 10 万美元，足见其免佣金的巨大魅力。在被誉为"咆哮的 1920 年代"，Scudder 管理的基金以稳健、踏实、无佣金的方式受到了投资者的极大欢迎。Scudder 将一半的资产投资于股票，而另一半则以现金的方式存在。1929 年大崩溃，第一投资顾问信托的资产大幅缩水，1928 年时的 1000 美元，到了 1932 年最低点时仅余 692 美元，即使是这样，与同期道琼斯工业指数 89% 的跌幅相比，斯卡德的谨慎风格依然帮助其客户避免了大部分的损失。1989 年，第一投资顾问信托并入了以债券为主要投资对象的斯卡德收入基金，由一只股票型基金转型为一只债券基金。统计显示，如果一个人自 1928 年投入 1000 美元在第一投资顾问信托中，一直坚持持有并将收益全部投资于该基金的话，那么到了 1989 年，他的资产会达到 51400 美元，年收益率为 6.7%。同期，股票年收益率为 10%，长期公司债的年收益率为 5.1%，平均年通胀率为 3.1%。实际上，与很多历史上著名的基金相比，Scudder 基金的收益率并不高，但是，这种免佣金的模式却开创了基金销售历史的先河。随后，著名的先锋基金公司就是利用这种免佣金的方式发展成为全球最大的基金管理公司之一。)

但这家企业的这些资产都是看得见的。但你会说"我不知道如何评估《华盛顿邮报》公司。"评估《华盛顿邮

报》公司并不难。你可以看看报纸和电视台都卖什么价。如果你给出的总价是 4 亿美元，而市场售价为 3.9 亿美元，那该如何？你不能买，因为安全边际太小。如果你的估值范围是 3-5 亿美元，而市场售价仅为 8000 万美元，你不必获得比这更精确的估值就能进行投资了。这种情况就出现在了这家公司身上。

我们在两年前买入可口可乐公司的股票，(最终)持有了该公司 7% 的股票。我们为此支付了 10 亿美元，因此，我们实际上是在以 140 亿美元的价格买入整个这家公司。这里每个人都了解可口可乐公司。如果烟草巨头菲利普·莫里斯公司(Philip Morris)在那一天购买可口可乐公司的话，他们可能会支付 300 亿美元的价格。但可口可乐不会以这样的价格将自己卖给别人，你们也不会以这样的价格卖出可口可乐公司。当时可口可乐公司正在回购股票。因此，实际上这家公司正在为你而买入自己的股票。他们正以 50 美分购买 1 美元或者更低的价格买下你们合伙人所有的股份，这就是这家企业伟大之处，且这么做不会带来道德问题。这是一家很好理解的公司。这一点毫无疑问。

对于看《聪明投资者》时我不知道的事情，我现在依然不知道。在看那本书之前的 8 年中，我是一名图形技术派。我喜欢研究各种各样的图形，满脑子都是图形。突然有一天我的一位朋友告诉我说，你完全不需要这么做，你只要以大幅低于价值的价格购买就可以了。

2, 提问：规模对投资的影响

我们在购买企业时变得更为不利了，因为我们现在只局限于购买大企业，或者大企业的一部分了。这是一个巨大的劣势。正如查理说的，"这会让事情变得更糟糕"。

你会发现这很有意思。以市值计算，我们现在可能持有 70-80 亿美元的股票。1970 年，伯克希尔持有 1500 万美元的股票。我们当时拥有的证券比现在要多。我们没有通过买入更多的股票改变这一现状。我们不时会发现一些好股票。我们在今年的年报中宣布，我们进行了两项大规模的购买操作，每笔购买金额都有 3 亿或者 4 亿美元。你还会不时遇到好的机会的。当机会来临时，他们可能只出现 15 分钟(我想他是这么说的)。有时候天上会下黄金，虽然这种情况不多见，但当出现的时候，你必须让自己等在那里。这种情况每隔一段时间会出现一次。这样的情况终究会出现，但你无法让它出现。与此同时，如果你抓住了这样的机会，你会赚得盆满钵满。

3, 提问："你有多少投资想法是别人推荐给你的？"

实际上没有。我的交易都来自于《华尔街日报》。我通常熟悉 1700-1800 家美国企业，数量很多。这些企业

的价格每天都围绕在自己的价值附近波动。这里就出现了企业经纪人，如果你希望这么称呼这一职业的话。有时他们会大幅改变这些股票的价格，就像 1987 年的 10 月 19 日那样。但他们确实让价格出现了剧烈的波动。这是一个良好的开端。不管我购买哪一家企业，我都会将《华尔街日报》C 版上这些企业经纪人作为衡量标准。

在进行交易时，我们的标准非常苛刻，以至于很少有企业能符合我们的要求。**我们更希望从这样的人手中购买企业：自己拥有这家企业，并希望将企业卖给像我们这样的人。**如果他们希望将企业卖给我像我们这样的人，我们是他们惟一的选择。我可以向他们承诺以下几点：因为我控制着伯克希尔，惟一能欺骗他们或者对他们撒谎的人就是我。如果他们成立了一家 XYZ 公司，这家公司可能会在明天就被收购，董事会可能会在第二天就制定出新的经营策略或者计划，他们会让麦肯锡(McKinsey)加入这家公司，并在第二天告诉他们做不同的事情。**没有人能像我这样给他们作出真正的承诺。**我可以在达成交易时便明确地告诉他们，哪些事情会发生，哪些事情不会发生，这对某些人而言非常重要。

这对我和伯克希尔公司而言也很重要。我有许多的愿望.....以及诸如此类的事情。我关心自己的愿望是否能实现，就像我关心自己投入了毕生精力的任何事情一样。当我遇到像我一样的人时，我们会获得优势。从某种角度而言，他们了解我们，我也听说过他们，但并不是十分了解他们。这种人称得上凤毛麟角。当我遇到这些人时，他们往往都已上了年纪。有时他们的家族成员也在他们的企业中任职，但这些后辈工作懈怠，且只知道拿钱。我们已经在三四家企业中对年轻一辈发出了责难，让他们持有 18%、15%或者 20%的股份。为了实现目标，我们可以做许多事情，有些企业主可能会对此表示赞赏，尽管多数企业主没有提出复杂的要求。但好主意并不是接听一位投资银行家的电话就能得到的。

我们从来没有购买过经纪商或者投资银行家所推荐的证券或者发行的新股。我们不关心经纪商或者投资银行家说了些什么。看他们写的报告是在浪费我们的时间。**我们每年看成百上千份年报。我每只股票持有 100 股。我发现这比邮件发送列表中推荐的股票更可靠。**

我正在读吉列公司的年报。我注意到他们回购了大量的股票。之前我就知道了这一点。他们的净资产为负，但这并不重要，然而，根据这家公司的过往历史，我想这可能会给他们带来麻烦。因此我拜访了我在这家公司董事会中的一位朋友，他名叫乔伊·希思科(Joe Sisco)，我对他说："我不认识董事会中的那些人，但是，如果他们有意要进行融资，我会感兴趣的，如果他们无意融资，那么我不会再打扰他们了。"乔伊几天之后给我打来了电话，

科尔曼·默克勒(Coleman Mockler)与我随后展开了合作，我们将 6 亿美元投入了吉列公司。

我们还买下了 ScottFetzer 公司(还有 WorldBook、Kirby、Vacum 等公司)，这总共大概用了一年半时间。我之前从来没有见过拉尔夫·谢伊，没有与他通过电话，也从来没有与他有过任何的接触。我只是给他写了一封信，信中写道："这里附上的是我们的年报。如果你有兴趣与我交谈，我们会支付现金，我们的账目将一清二楚，这将是一项只需一页纸就能达成的交易。如果你没兴趣，我也不会再打扰你，你也不会再听到我说什么了，你可以把这封信给扔了。"随后他给我打来了电话，我们在一个周六于芝加哥碰了面，并在那天晚上达成了交易，第二周(便签署了协议)，事情的经过就是这样的。

4, 提问: "吉列公司有什么东西吸引了你? "

我们理解这家公司，每个男人都要刮胡子，定价灵活，这就是我所说的这家企业的护城河。在我评估这家公司时，最重要的一件事情就是搞清楚这家公司的护城河有多宽。我希望知道这家公司能产出的资本有多少，然后希望确定围绕在这家企业周围的护城河有多宽。更多的资本产出和更宽的护城河会让企业成为你的最爱。这很明显。WorldBook 和 Kirby 公司拥有这样的护城河。如果你研究一下这些公司的分销渠道，你就会看到这一点。

一直以来我都处在纺织行业内。25 年来，我们为男性美国人生产了一半的衬里。

投资像吉列公司这样的企业算是给我们的资金找到了正确的方向了。

我们早期最大的投资要数美国运通公司(American Express)了，这要追溯到 1962 年，当时爆发了色拉油丑闻。在新泽西的巴约讷市区有一个家伙名叫提诺·德·安吉利斯(Tino De Angelis)。

美国运通公司有一家规模很小的仓储子公司，资本仅为 1200 万美元。这家子公司的任务就是确认库存真实存在。这就是他们的主要工作。他们会在这些凭证上盖上自己的印章。这些凭证表明你在这家仓储公司中确实存有货物。你可以拿着这些证明文件进行贷款。De Angelis 的油库距离曼哈顿下城区约 15 公里。美国运通公司这家仓储子公司证实这些油库中存放着色拉油。与此同时，他们所签发的色拉油库存证明中的储油总量超过了美国农业部月报中的储油量数据。但他们没有告诉我们这一情况。1962 年的早些时候，就在肯尼迪总统遇刺的一两天内，东窗事发。纽约证券交易所内的几家公司破产，如 IraHaupt 公司，或者还有其他公司，因为这些公司对这些虚假的凭证给予了贷款。

美国运通公司从来都没有正眼瞧过这家仓储子公司，这家子公司相对运通公司的汇兑业务、信用卡业务以及

旅行支票业务而言什么都不是。但突然之间，正是这家不起眼的子公司让运通公司损失了数亿美元，而不是因为母公司的经营出现了问题，没有人知道具体的损失金额。

还有一个情况也非常有趣。美国运通公司并不是一家股份有限公司，而是当时唯一一家多数股票可以公开交易的合股公司。因此，这家公司的所有权是可以估价的。如果负债超过了资产，那么其所有权就会被估价。因此，美国的每个信托部门都开始感到恐慌。我记得大陆银行(Continental Bank)持有美国运通超过 5%的股份，突然之间他们不仅看到信托账户中的这只股票价值归零，也看到可以对这些股票进行估价。当然，他们将这些股票抛售一空，市场出现了短暂的无效。

需要用独特的方式才能理解美国运通公司。你可以看看这家公司的信用卡业务，你知道该公司在这项业务中是获胜者。Diner's Club 第一个推出了信用卡业务，Carte Blanche 公司紧随其后，但美国运通的信用卡部门将这两家公司都打败了。他们每次都能提价，并且客户流失率更低。最后，Diner's Club 没有跟着美国运通公司一起提高信用卡价格，但美国运通公司的信用卡业务增长依然快于 Diner's Club 公司。因此，这是一块爆炸性增长的资产。尽管美国运通公司的旅行支票业务价格高于美国银行和第一花旗银行(First National Citibank)，但它依然拥有全球旅行支票市场 60%的份额。这两家银行是美国运通旅行支票业务最大的竞争对手。因此，60 年来美国运通公司的旅行支票业务一直压低着这两家银行在这一业务上的价格，同时却依然拥有 2/3 的市场份额。这就是美国运通公司在该项业务上的护城河。我略微研究了美国运通公司，以确保仓储子公司事件不会影响到母公司，最后用 **2000 万美元购买了美国运通公司 5%的股份**，这意味着当时该公司的整体售价为 1.5 亿美元左右。整个美国运通公司是财政稳健与全球货币替代品的代名词。当罗斯福总统关闭银行的时候，他豁免了美国运通公司的旅行支票业务，因此这一产品成为了美元的替代品。这家公司的总售价不应只有 1.5 亿美元，但当时人人都很害怕。很难说运通公司最终因色拉油丑闻事件而损失多少，有可能损失 0.6-1 亿美元，在 1962 年而言，这是一大笔钱。对于这笔损失，我只是抱着这样的态度，他们宣布分红 7500 万美元，而在分配这些股息时，股息却弄丢了。有人会得到这些股息，而股东却没得到，这会引起恐慌吗？

没有人对美国运通公司的价值产生怀疑。**他们只是暂时不想拥有这家公司了。**你每隔一段时间购买的就是这样的公司。人们不希望在 1974 年时拥有《华盛顿邮报》公司。你所要做的就是在一生中找到一家、两家或者三家这样的企业，当你开始购买的时候便要全仓投入，其他时候则不用做任何事情。大海中的鲸鱼一条比一条大。随

着我们的壮大，管理的资金会越来越多，这将增加管理资金的难度，但总是能找到这样的企业。

5, 提问：规模对回报率影响

我想是的。如果我们只管理着 2500 万美元的资金，我们就能将所有的股票纳入考虑范围之内。我猜你可以从 3000 或者 4000 家企业中找到 15 或者 20 家符合以下标准的企业：(a)价格大幅低于价值；(b)企业的内在价值将有令人满意的年复合增长率。

你不会希望用 1 美元换回 50 美分，或者在 10 年之后只获得 1 美元，你希望获得超过 1 美元的回报。你希望在很长的时间内，所付出的 1 美元能以 12%的年复合增长率增值。你希望与一些有能力的人一起共事。就像你购买南本德的一家福特汽车经销商时一样。当有朋友打电话给你："我想让你买下福特汽车的这家经销商"时，你会对这家经销商进行一番评估，这种思维过程与你评估标准普尔指数下的企业时一模一样。

我在 20 岁时曾两次逐页翻阅了穆迪公司和标准普尔公司所有的报告，因为我们所有的投资领域都囊括其中。

不幸的是，我们可投资的范围如今已经缩小了许多。

当我还是 20 岁时便发现了一些怪事。我翻阅了穆迪评级公司的"银行和金融手册"(Bank and Finance Manual)，约有 1000 页，并看了两次。在第一次看这份手册时，我注意到了一家位于堪萨斯州斯科特堡(Fort Scott)、名为西方保险证券公司(Western Insurance Security Co.)的企业。这家公司当时持有西方意外担保公司(Western Casualty and Surety Co.)92%的股份。这是一家非常不错的公司。我认识这家公司在奥马哈的代理人。该公司每股收益 20 美元，股价 16 美元。我在堪萨斯州斯科特堡发出广告，试图购买这家公司的股份——当时这家公司股东人数仅为 300-400 人。股价只有 1 倍的市盈率，公司拥有流的(管理团队).....

顺便说一下，我想说的是，在我于华尔街上认识的人当中，几乎所有人都拥有像我一样多的好主意，只不过他们同时也有许多糟糕的主意。我是认真的。我的意思是说，当我以 16 美元/股的价格购买每股收益 20 美元的西方保险安全公司时，我投入了一半的净资产。我首先调查了这家保险公司。我研究了公司的保险佣金和按惯例编制的财务报表。我也看了 Best 公司的保险业评估报告，我一开始便做了大量的工作。但我父亲没有做过保险业，我也只在哥伦比亚大学上过一次保险班，但我依然有能力研究保险公司，你们也有这样的能力。

如果我现在对软件业或者其他行业，如生物科技等行业产生了一些不同寻常的洞见，也许其他人不一定能做到这一点。我不会说我所获得的每一个洞见其他人也都能获得，但所有人都能像我在 1962 年时那样了解美国运

通公司。他们可能有着与我不同的性格，因此他们被恐惧所吓倒了，或者他们希望抱团取暖，但我对信用卡或者旅行支票的了解不会比他们多。这些产品不难理解。当我看到让自己动心的机会时，我能对此产生极大的兴趣，并愿意抓住机会。如果我看不到有什么能让我动心的，我就什么也不做。到目前为止，最重要的素质并不是你的智商有多高。智商并不是一个稀缺因素。你需要一般的智商就可以进行投资了，但个性的重要性占到了 90%。这就是格雷厄姆为何如此重要的原因所在。格雷厄姆在《聪明投资者》(The Intelligent Investor)一书中讲述了投资需要哪些个性，这就是游戏规则。

你可能不知道可口可乐公司，或者其他的公司，但这并不会影响你赚钱。让你赚钱的是你对股市波动的态度。《聪明投资者》用两个章节(第 8 章和第 20 章)谈到了这个问题，在我看来，这比之前所有的投资书籍所写的内容都要重要。这两个章节并未讲到具体的方法，只是告诉你，当你进行投资时，应该具备怎样的意识状态。只不过人们对此并不关心。但这并不是因为我拥有特殊的技能。请记住，我并不是 5 岁便能作曲的莫扎特。我的意思是说，我是做股票的，我在统计零星交易，我喜欢做这些事情，因为我一直喜欢数字，并根据这些数字来进行交易。这就像是计算棒球比赛中的平均数一样。但我需要哲学头脑，如此我便能去研究企业，并通过哲学头脑来探明真相，决定这家企业是否是便宜货。这都要归功于本杰明·格雷厄姆。这就是游戏的规则。你必须非常聪明。你不必知道高深的会计学。如果你掌握某方面的知识，特别是会计学，那么这会给你提供帮助。确实，如果你不知道这一点的话，你的投资范围会受到些许限制。

6, 提问：投资有没有万能公式？

这得从我与迈克·延森(Mike Jensen)之间的一场辩论说起(此人是有效市场理论的支持者，曾在 1978 年写下了著名的一段话："在经济学中，没有一个命题能像有效市场假设那样获得如此确凿的实验证据支持了。"我在一篇题为《格雷厄姆和多德部落里的超级投资者》的演讲中反驳了有效市场假设。我是在《证券分析》一书发行 50 周年纪念大会上发表这篇演讲的。大卫·多德当时就坐在台下，那时他已经 90 岁高龄，他是一个奇迹。当时台下至少有 6 人曾与本杰明·格雷厄姆一起进行过研究或共事，或者与他有交情。我们并不都是能做到六西格玛的人，但我们一直都能将管理质量达到五西格玛或者三西格玛，或者类似的水平。因此，与圣母大学的橄榄球队不同，我们之所以聚在这里并不是因为他把我们从全国各地召集在了一起。我们之所以聚在那里完全是巧合。我们听从了格雷厄姆的教诲，然后用不同的方法来诠释他的教导，我们使用的方法有着很大的差异。我的意思是说，沃尔特斯

洛斯(Walter Schloss)总是持有数百种不同的股票。沃尔特的智商没有 150，但查理·芒格有 150，所有这些不同类型的人都有着相同的哲学思想，这让他们紧紧地联系在了一起。他们没有学习任何的小技巧和体系。

每个人都希望拥有一个体系。我的意思是说，他们参加我们的股东大会，“我要在周一买入它们吗？”他们都希望得到一种体系，你可以通过电脑运行并模拟这种体系。我的意思是说，我告诉他们，**如果过往表现是投资成功的关键，那么福布斯 400 富豪榜上就会有图书管理员上榜。**每个人都希望找到这样一种体系。但投资并不是这样的。他们希望投资是这样的。如果投资真是这样的，那就太好了，但可惜不是。这就像是组建一支篮球队。你寻找 7 英尺高、可以待在学校中的家伙，以及寻找满足其他一系列条件的队员。**肯定有标准能让你在球场上找到最优秀的 5 名队员。但我无法给他们提供一个公式。**他无法对他们说“这里有个公式，如果你去堪萨斯州的恩波里亚城，即使你没有与这些篮球队员打过球或者一起共事过，你也能通过这一公式组建一支最优秀的篮球队。”你不会获得这样的一种公式。

7，提问：关于投资教育

在我看来，投资教育同 40 年前相比出现了倒退，这让我非常感兴趣。我想这可能是因为那些老师拥有了更多的技能。**他们学会了许多复杂的数学工具，他们对摆弄数据如此感兴趣，以至于疏忽了一些非常简单的东西。**总的说来，我想他们给人们传递了错误的信息(旁白：我在斯坦福大学说过这句话)。学生们就这一问题写信给我。我认为**除非你是为了教会人们如何评估投资价值，否则没有理由开设投资课程。**如果人们认为你在这话题上没有提供有用的帮助，那么我就无法理解，除非你对这一话题已经无能为力了。我知道但事实并非如此，因为我看到有人在教别人如何从 30-40 年期债券中赚取不同寻常的回报。

菲利普·凯瑞特(Philip Carret)在 1924 年时写了一本有关投资的书。他现在依然健在，并且是伯克希尔公司的股东。他现在已经 92 岁高龄了。他给我写了一封信说：我赞成你不分红的股息政策，因为上了岁数时，我希望能开始获得股息。凯瑞特的投资记录长达 70 年。他进行了大量的投资，且拥有出色的投资记录。虽然他具体的操作手法与格雷厄姆并不完全一样，但他们总的方法都是一样。即使凯恩斯也赞同这一观点。他开始时通过择时来进行交易。但在 1930 年代，他改变了自己的投资方法。**凯恩斯后来说：随着时间的推移，我越来越相信，正确的投资方法就是将大量资金投入自己认为了解的企业。**你无法传授人们一种公式。你不能在学期一开始便像教他们 $E=mc^2$ 一样教他们投资，并在学期结束时让他们理解这一公式。这不是在教几何学或者其他学科。

在我看来，只有当你认为一只股票的价格低于价值，且考虑了这家企业的所有情况之后，你才可以购买股票，否则你就不应该购买股票。

我过去曾对股票交易员们说，在购买 100 股通用汽车的股票前，他们应该在一张纸上写道，"我以 X 价格购买了 100 股通用汽车的股票"，然后将这一价格乘以通用汽车的股数，"因此得出的计算结果是通用汽车的总价值超过 320 亿美元"，或者其他结果。如果他们无法回答这一问题，他们的订单就不会被接受。

那种检验方法应当得到广泛的应用。在我填写完这样的一页纸之前，我应该什么都不买。我可能会错，但我会知道具体的答案。"我马上就要购买可口可乐公司的股票了，这家公司共有 6.6 亿股，股价略低于 50 美元。整家公司的价格为 320 亿美元左右。"在你以 48 美元购买 100 股可口可乐公司的股票之前，你应回答以下这个问题："我将以 320 亿美元买下整个可口可乐公司，因为..."如果你无法回答这个问题，那么你就不应该购买这只股票。如果你能回答这个问题，在如此做了几次之后，你就会赚到很多钱。

8, 提问："既然你已经买了这只股票，你是如何回答上述问题的？

我购买时的价格仅为 140 亿美元。我会如此回答这个问题："如果今年你将全球销售的可口可乐上调 1 美分，这意味着税前利润将增加 20 亿美元。"现在请你告诉我，每份可口可乐在全球范围内是否拥有提价 1 美分的价格弹性呢？当然，回答是"你知道的，当然有这种弹性"。

大约在 1904 年或者 1906 年的时候，坎德勒家族(Cander)从彭伯顿家族(Pemberton)手中以 2000 万美元买下了整个可口可乐公司。如果彭伯顿家族保留了每销售一份可口可乐便收取 1 美分的专利权，那么每年可口可乐公司就将支付给该家族 20 亿美元，即便如此你也不会从该公司的盈利数据中看到有何变化。这就是关键所在。

但当伯克希尔在销售男士西服衬里时，情况完全不一样，我们卖了 20 年的衬里。我们曾试图将单价 80 美分 1 码的衬里售价提高 0.5 美分时，与我们有着 80 年业务往来的人们发出了强烈的抗议....."只不过才提价 0.5 美分啊".....提价之后没有人再来光顾我们的商店了，他们也不会说："我要购买使用了伯克希尔牌衬里的西装。"他们从来没有这么说过。全世界的人说的是："我需要一件外套。"

不幸的是，如今在美国，百事可乐与可口可乐同时存在，美国是可口可乐表现最弱的市场。而在日本这个人口不足美国一半、人均消费大幅低于美国的市场中，可口可乐却赚得更多。世界上有人可能会说："没牌子的可乐我可以便宜 1 美分卖你。"但这种事情不会发生在可口可乐身上。这(可提价)是一种最为快捷的检验方法。

可以使用几种快速检验方法来判断一家企业到底有多好。第一个问题就是："管理层需要为作出提价决定思考多久？"就像你问魔镜哪家企业是一流的企业一样，当你问："魔镜，魔镜，请告诉我，这个秋天我该为可口可乐定多少价格呢？"魔镜回答说："更多。"这就是一家伟大的企业。

就像我们之前的纺织业务一样，你跪在地上，召集所有的牧师、法师以及所有人，并说："每码只提价 0.5 美分。"当你站起身来，他们却说："我们不会买你的布的。"这真是有着天壤之别。我的意思是说，如果你走入一家杂货店，并说："我想买好时牌(HERSHEY)巧克力。"但营业员告诉你："我们没有好时巧克力，不过我们这里有没牌子的巧克力，价格便宜 5 美分。"然而，你只会穿过大街到其他的店铺去购买好时牌巧克力。那样的企业就是一家优秀的企业。

提价能力，也就是让你与其他同行有着实实在在的不同，这就意味着你可以制定不同的价格，拥有这种能力的企业就能成为一家伟大的企业。

稍后我将用下面这个例子来测试一下学生：在美国，哪一份日报的价格最高？答案是《每日赛马快报》(Daily Racing Form)，该报每天的发行量为 15 万份，每份售价 2.25 美元，并且每隔一段时间价格会上涨 25 美分，但发行量却一点都不受影响。这是为什么？因为没有哪份报纸能取代它。如果你去赛马场，假定你根据赛马报纸来下注，那么你不会购买其他的报纸，只会购买《每日赛马快报》。不管价格多少，你都会买！因为没有其他报纸能替代它。这也是这份报纸税前利润率高达 65% 的原因所在。并不一定非要是天才才能领会到这一点。

市场上存在着这样的产品，也有像钢材那样的产品。这两类产品有着天壤之别。

听众：你曾说过你一生之中只要有几个好主意就可以了，请你来我们圣母大学就是我们的好主意之一。(鼓掌)

对 MBA 学生的演讲

我将花几分钟时间说一下发给你们的资料，可能每个人都拿到了这份资料，没有拿到的可以几个人一起看，我们将谈谈如何像我们一样从股票中赚大钱。

艾迪·坎特(Eddie Cantor，一位深受欢迎的艺人，他在 1920 年代末的股市崩盘中蒙受了巨大的亏损。)在 1920 年代末期对高盛(Goldman Sachs)颇有微词。他从高盛那里购买的证券表现非常糟糕，因此每当他表演的时候都不忘讽刺他们一番。

你们都知道，在华尔街上，开着劳斯莱斯的富人希望从坐地铁去上班的人那里获得建议。

我想先花几分钟时间谈一下在投资以及你的职业生涯中最重要的事情是什么。因为在你的职业生涯中，你所选择的投资标的会给你的职业生涯带来巨大影响。因为通常情况下，或者说多数情况下，当人们走出商学院之后，他们将对对自己选择哪种企业给予充分的思考。

如果你选择的是一家兴旺发达、一切进展顺利的企业，那么你的职业生涯将会取得巨大的胜利。总而言之，你们希望自己看重的企业能在很长一段时间内都是优秀的投资标的，因为这样的企业会带来更多的机会，也能从这家企业中赚到更多钱。如果你所选中的投资标的像我们所投资的从事赠品券业务的企业那样.....

编者按：巴菲特正警告学生们，应该对诸如蓝筹印花公司(BlueChip Stamps)这样的处在衰落阶段的企业敬而远之，尽管对这家公司的投资确实非常成功。在《DamnRight》(查理芒格传)中，作者 Janet Lowe 写道："1960 年代末到 1970 年代初，芒格、盖林(Guerin)和巴菲特逐步取得了蓝筹印花公司的控股权。这家小企业发行供商家分发的赠品券。顾客收集这些赠品券，然后用来兑换商品。这些投资者看到了这家公司拥有一项尚未加以利用的潜力——已发行赠品券与已兑换赠品券之间的差额。通过使用这些资金，蓝筹印花公司的控股股东收购了其他几家公司：威斯科金融公司、喜诗糖果公司，以及《布法罗晚报》。"

你同哪种企业进行合作确实很重要。因此，我在这份资料中以公司 A 和公司 E 为例进行了说明。我先不告诉你这两家公司的具体名字。我想告诉你们的是，其中的一家公司让自己的投资者亏掉了较其他企业更多的钱，另外一家公司则为投资者赚到了比其他企业更多的钱。一家公司让自己的一位投资者成为全球五大富翁之一，而另外一家公司则让自己的股东获得了糟糕的回报，也许是当时所有企业中最差的回报。

现在我要介绍一下这两家公司(我们将逐渐明白企业是否会给你的职业生涯起到重要影响)，公司 A 拥有数千名 MBA 学位的员工。公司 E 则没有一位 MBA。我希望你们能注意到这一点。公司 A 提供各种员工福利、股权、养老金。公司 E 从来都不提供股权。公司 A 拥有成千上万项专利，他们可能是美国企业中拥有专利最多的企业。公司 E 从来都不进行投资。公司 A 的产品在这段期间内取得了巨大的改进，而公司 E 的产品则维持原样。

根据我刚才说的这些信息，有人能说说哪家公司取得了巨大的成功，以及理由是什么？

如果让你购买其中的一家公司，而你只知道这些资料，但你可以问我一个问题以决定购买哪家公司。如果你问对了问题，你可能会作出正确的购买决定，并让你变得极其富有。

(听众就两公司经营的产品提问)

巴菲特：这两家公司生产每天都会被用到的产品。他们开始时生产生活必需品，是一些非常有用的产品，且这两家公司都很好理解，尽管公司 A 有着更多的专利。公司 A 的科技含量更高。

听众：这两家公司有多少竞争对手？

巴菲特：这个问题非常好。实际上，这两家公司都没有遇到竞争。这与其他公司可能有些不同。

现在，我要告诉你们更多的信息。公司 A 之所以成名是因为它深陷痛苦之中，而公司 E 之所以成名是因为它让人笑得合不拢嘴。公司 A 就是美国电话电报公司(AT&T)。美国电话电报公司 1979 年年底时的市值较股东的投入少了 100 亿美元。换句话说，如果股东权益为“X”，则市值为 X-100 亿美元。因此，从市值上看，这家公司已经使股东投入的资金萎缩了 100 亿美元。

公司 E 是一家优秀的企业。这家公司就是《Thomson Newspapers》。你们可能没有听说过这家公司，但它确实拥有美国 5%左右的报纸市场。这是一家小公司。正如我说的，该公司没有 MBA，也不提供股权，目前依然如此，但这家公司成就了它的所有者汤姆森勋爵。当初创办这家公司时，汤姆森还没有爵位，当时他在加拿大北湾市以 1500 美元买下了小规模广播电台，当他成为全球五大富翁之一之后，他便成为了汤姆森勋爵。事实上我曾在 1972 年于英国与他见过面。他从来没有听说过我，但他是一位非常重要的人物。(我听说过他！)

我对他说：“汤姆森勋爵，你拥有爱荷华州康西尔布拉夫市的这份报纸。康西尔布拉夫市与奥马哈仅相隔一条河，我就住在奥马哈，两地距离约为四五英里。”我又对他说：“汤姆森勋爵，你拥有康西尔布拉夫市的这份报纸。你想你从来没有考虑过卖掉它吧？”他说：“我不会考虑卖掉它的。”我说：“汤姆森勋爵，你购买了康西尔布拉夫市的这份报纸，你从来没有看过这份报纸，也没有到过这个城市，但我注意到你每年都在提价。”

他控制了与人们交流的惟一途径，他是商人们在康西尔布拉夫市发布商业信息惟一的“扩音器”。他说：“我在你之前就已经认识到了这一点。”

我说：“如果你将价格调高到适得其反的水平....”

然后我又说：“我还有最后一个问题：你如何知道该向人们收多少钱？你是商业天才，你以 1500 万美元起家买下了一家电台，如今你身价达到了 40-50 亿美元。”

他说："这个问题很好。我只是告诉我在美国的经理人试图获得 45%的税前利润，并确保售价不会让人有被敲诈的感觉。"当我走到电梯旁时，他说："如果你有自己不想买的报纸，给我打电话吧。我会买下这些报纸。"

我乘电梯下了楼，那里有一所两年制的商学院。我的意思是说，试着取得 45%的税前利润，如果你曾找到一家你不希望购买的报纸，打电话给我，我会购买这些报纸。

那家拥有专利、MBA、股权以及其他所有一切的电话公司遇到了一个问题，你们可以从手上资料内左下方表格中的数据看到这一问题。这些数字显示了这家电话企业中的设备投资。在八九年内，这一数字从最初的 470 亿美元增加到了 990 亿美元。随着投入的增加，该公司的利润从 22 亿美元增加到 56 亿美元。

因此，美国电话电报公司获得了更多的现金，但如果你每年都将这些钱存入银行，你会获得更多。只要美国电话电报公司不断将那些用于投资的钱存入银行，他们的利润就能增加，而事实则是，在 1970 年代时的条件下，他们所取得的利润与所投入的资金不相称。但汤姆森勋爵则不一样。在他买下了康西尔布拉夫市的那家报纸之后，他便再也没有投入一分钱，而是每年从这家报纸中获得现金。当获得现金越来越多之后，他购买了更多的报纸。实际上他曾表示，他的墓碑上将刻下如下一段话：他购买报社是为了获得更多用于购买其他报社的现金。

重点是，他在没有投入更多资金的情况下每年都能提高售价，且利润逐年增加。

一家是非常不可思议的企业，另外一家则是糟糕的企业。如果你必须在一家无需投入资本便能获得出色表现的企业，以及一家需要投入资本才能有所表现的企业中作出选择，我建议你选择那家对资本没有要求的企业。顺便提一下，我花 25 年时间才懂得了这个道理。

下一页我选用了另外两家企业。左边的是公司 E。你们可以看到，这家公司的利润大幅增加：从 400 万美元增加到 2700 万美元，而为获得这些利润所使用的资产总值仅为 1700 万美元，因此，这绝对是一家出色的企业。他们用 1700 万美元赚取了 2700 万美元，资本回报率为 150%。这是一家优秀的企业。位于右侧的是公司 A，这是一家陷入困境的企业，利润为 1100 万美元或者 1200 万美元，有些年份小幅盈利，有些年份则出现了亏损。

现在，我们可能再次问自己："这两家企业之间有什么区别？"有人知道为何公司 E 会做得比公司 A 更加出色吗？通常此时有人会说："也许公司 E 的管理较公司 A 优秀。"但这一结论有一个问题，那就是公司 A 和公司 E 的经理人是同一个人，那就是我。

公司 E 就是我们位于加州的糖果企业喜诗糖果。我不知道你们当中有多少人来自于西部地区，但这家公司控

制了那里的盒装巧克力市场，其利润也从 400 万美元增加到了 2700 万美元，在刚刚结束的一年中，这家公司的利润约为 3800 万美元。换句话说，他们每年将赚到的所有钱都寄给了我们，并依然保持着增长，且利润不断增加，每个人都非常开心。

公司 A 是我们的纺织企业。我们用 22 年时间才搞清楚，这并不是一家非常优秀的企业。美国男士西服所用的衬里有一半是我们的纺织企业所生产的。如果你穿的是套西服，那么很有可能衬里就是伯克希尔生产的。我们在二战期间生产这种衬里，当时顾客无法从其他人手里买到衬里。西尔斯罗巴克公司(Sears Roebuck)将我们选为"年度供应商"他们对我们非常着迷。但事实是，他们不让我们将衬里的每码售价提高 0.5 美分，因为没有一位进入男士服装店的人表示希望购买一套使用了伯克希尔生产的衬里的西服。你们只是没有看到衬里是伯克希尔生产的而已。

事实是，如果有人愿意为他们提供 79 美分/码的衬里，他们才不管谁在二战的时候给他们供应衬里，也不关心你是否是西尔斯公司主席的私人朋友。因为我们生产的衬里的价格为 79.5 美分/码，我们便"没戏"了。

而喜诗糖果的产品能让人在情绪和肉体上都得到满足。我们的产品几乎等同于情人节，因此，你可以想象自己将一盒糖果递给你妻子或者情人时说"甜心，这是我低价买来的"时的情形。

19 年来，我每年都会在 12 月 26 日上调糖果的售价。19 年过去了，但人们依然在购买我们的糖果。每隔 10 年我都会试着上调衬里的售价零点几美分，但客户并不买账。我们的衬里就像我们的糖果一样出色。但经营衬里生产厂较经营糖果厂要难得多。问题就在于，**一家差劲的企业意味着也是一家困难的企业。**

最后我想说的是，如果让阿尔弗雷德·斯隆(Alfred P. Sloan，他是通用汽车公司富有传奇色彩的 CEO)来经营我们的衬里业务，它也不会像一家优秀的企业那样赚钱。**这项业务生产的是同质化的产品。而我们的糖果则是差异化的产品。**(谈到了好时巧克力与可口可乐同其他那些没有品牌、但价格更便宜的相同产品之间的区别。)

你希望自己的产品能让人们为了买到它而愿意穿过一条街。没有人关心汽车用的是什么钢材。你曾走入一家凯迪拉克销售商，并问"我想买一辆用美国钢铁企业南方钢铁厂的钢材生产出来的凯迪拉克"吗？事情不是这样的。因此，当通用汽车购买钢材的时候，他们找来了所有的钢材生产商，并说："这是迄今为止我们所获得的最低报价，你们必须决定是否愿意出更低的价格，或者继续让工厂闲置。"

我在这里要提到 1957 年时的哥伦比亚广播公司(CBS)和首府广播公司(Cap Cities)两家广播公司。当时我的朋

友汤姆·墨菲接管了首府广播公司。首府广播在 Albany 市拥有一家破产的小型 UHF 电台，他们从一个荒废的修道院起步。这里非常适合他们，因为他们每天都要祈祷不会破产。而当时 CBS 是全球最大的广告媒体，年收入为 3.85 亿美元，而首府广播仅为 90 万美元。首府广播每年赚 3.7 万，他们还要付给我朋友墨菲 1.2 万美元，而 CBS 每年税前利润为 4800 万美元。首府广播公司的售价为 500 万美元，而 CBS 为 5 亿美元。

看看现在的这两家公司，首府广播的市值约为 70 亿美元，CBS 仅为 20 亿美元左右。这两家企业同属于广播行业，都没有什么专利权，尤其是首府广播。他们有的 CBS 都有。而 CBS 拥有一家价值 5 亿美元的出色业务，30 年来他们只取得了小幅增长，而我朋友墨菲用 Albany 市小小的 UHF 电台打败了 CBS。(请记住，CBS 在纽约市和芝加哥拥有最大的电台。)你会问："这怎么可能呢？"这就是你该在商学院内研究的东西(管理的重要性)。你应当去研究首府广播公司的汤姆·墨菲，也应当研究 CBS 的 CEO 比尔·佩利(Bill Paley)。

我们在伯克希尔内有一句话，即"我们都希望知道自己将死于哪里，如此我们便永远也不会去那里"。CBS 是你不希望拥有的企业。不要做 CBS 所做的事情，以及做首府广播公司所做的事情，两者同样重要。首府广播公司做了许多正确的事情，然而，如果 CBS 也做了同样正确的事情，那么首府广播可能永远也无法赶超 CBS。

CBS 中的人员与首府广播公司一样聪明。他们的工人是首府广播的 5 倍，这些人每天都早出晚归。CBS 拥有各种各样的战略规划人员，也聘请了管理顾问。他们还有其他许多资源。然而，他们却输了。拥有运作良好的广播电台的他们最终输给了那个最初只有一家千疮百孔的广播电台的家伙。这是一个真实的故事。你们能够理解广播业，因此确实值得研究这两人都做了些什么，以及为何一人如此成功，另外一人却如此失败。

我不禁翻到了资料中的最后一页，这是首府广播公司所进行的惟一一次公开发行，时间是在 1957 年，你们可以看到公司融资 30 万美元。当时他们正打算购买 Raleigh/Durham 地区的一家电台。这是这家公司惟一一次的公开发行。(旁白：当他们购买美国广播公司 BBC 时，他们将一批股票卖给了我们。)如果你看得非常仔细的话，你会发现他们在此次公开发行股票中的佣金费用为 6500 美元。当时他们聘请了两家公司发行他们的股票。

在回答你们的提问前，我想说给你们听的最后一件事情是关于 1969 年 6 月 16 日一份有关美国汽车公司 (AMC,1987 年被克莱斯勒 8 亿美元并购)100 万份股份的广告。这里提供的是当天《华尔街日报》中的这则广告。现在谁注意到了这则广告中的不同寻常之处？(听众表达了自己的种种猜测)

那则广告中提到的人都已经消失不见了，包括销售这些股票的 37 位投资银行家以及美国汽车公司，他们都不

复存在了。也许这就是他们为何将这些广告称之为“墓碑广告”的原因所在。1969 年，纽约证券交易所上的企业平均股本为 1100 万股，现在的平均股本为当时的 15 倍。汽车行业的规模在 20 年来增长为最初的 15 倍。在金融领域中，这是一个不可思议的增长率。这 37 人都消失了，有些是华尔街上最著名的银行家，有些则是入行时间最长的银行家，但这 37 人都消失了。这就是我说你们应当进行思考的原因，因为很显然，这些人并未进行思考。

这些人都有着很高的智商，他们工作极其努力。他们对取得成功极感兴趣。他们超时工作，都认为自己有一天将成为华尔街上的领军人物。顺便说一下，他们都在给其他企业就经营问题提供建议。这真是太有意思了。

你可以到今天的华尔街上去看看，你会发现自己在两周前从未听过一些公司的名字，而这些公司的工作人员会向你进行推销。他会告诉你，**他们的电脑能使用 10 年，然而他不知道自己的公司是否能存活到下个礼拜。**

这里有这 37 人的名单。问题是，结局为何是这样的？有这样的结果并非偶然。聪明、工作努力、自己出资经营公司的这些人如何会落得如此糟糕的下场呢？我认为在你们找工作和踏入社会之前，最好能思考这个问题。

我想说的是，如果你非要为这一糟糕的结局找出一个最重要的原因，那就是，**他们在无意识状态下模仿了同行的做法。**不管其中的一人做了些什么，另外 36 人都会效仿。正是因为这一原因才使得大型银行在过去的 15 年来一直陷于麻烦之中。**每当有大公司做了一些愚蠢的事情时，其他人都会迫不及待地予以效仿。**当你们毕业后，只做自己认为合理的事情，其他什么都不要做。你们应写出“我将为通用汽车工作，因为……”，或者“我正买入 100 股可口可乐公司的股票，因为……”。如果你无法就这些问题给出理智的回答，那么什么都不要做。

我在几年前提议在股票交易中使用这种方法：每个人都应当写出“我正买入可口可乐公司 100 股股票，其市值为 320 亿美元，因为……”，只有当你写全这句话之后，他们才会接受你的订单。

我发现当我写年度报告的时候，这种方法非常有用。我是在思考如何写年报时认识到这一点的。当我试图将一些事情写下来，并解释给人们的时候，我发现这些事情毫无道理。你应该解释为何你会从事现在的工作，为何你要做你现在做的投资，以及类似的问题。如果你无法以文字的形式将这些问题解释清楚，那么你就要进行更深入的思考了。

那则广告中的人所做的许多事情都无法通过这项测试。美国一些主要的**银行家**所做的许多事情都无法通过这项测试。美国的一位银行家几年前曾吹嘘自己从来不贷款，如今此人陷入了大麻烦。

如果没有贷款，你不可能经营美国任何一家大银行。我的意思是说，当你进行贷款的时候，你可能学不到什

么东西，但肯定能认识到人的本性。

1, 提问：关于收购波仙珠宝店

这家珠宝店是一个有趣的故事。我这里再占用大家一分钟时间。我们在五六年前买下了一家家具店。我们是从一位 89 岁高龄的老妇人手中买下这家家具店的。这位妇人当初从俄罗斯来到美国时脖子上只系着一段破围巾。她徒步走出俄罗斯，搭着红十字会的卡车来到了西雅图，之后抵达了爱荷华州的道奇堡。随后她便开始靠卖旧衣服攒钱，并将自己的 7 个兄弟姐妹和父母都接了过来。她每次将 50 美元寄给自己的家人，让他们能够来美国。

1937 年时，她当时可能有 44 岁，用 500 美元开了一家家具店(这位老妇人就是罗斯·布鲁姆金，也就是富有传奇色彩的 B 夫人)。这就是她对这家家具店投入的所有资金。这家店去年的税前利润为 1800 万美元。这家店如今已是美国最大的家具店。她将所有人都赶出了这一行业。她不懂会计，从来不用审计，不懂什么是应计额，不知道什么是贬值，但她知道如何经营企业。不幸的是，两年前她快要被她在同一公司工作的孙子们逼疯了，所以她决定退出，并成为了我们的竞争对手，你们从中可以看出我是多么的愚蠢，没有跟一位 89 岁的老妇人签署一份非竞争协议！她现在经营的那家企业就在我企业的街对面，且这位 97 岁高龄的老妇人每周工作 7 天。如果你告诉她这间房间是 27 乘 31，她会告诉你这间房间有多少面积，以及如果购买每码 6.99 美元的地毯，算上税收后的总价应该是多少。她不识字，从来没有上过一天学，但她知道如何经营企业。

她带到奥马哈的姐妹中有一人名叫丽贝卡(Rebecca)。当她穿越拉脱维亚的时候，边防警卫拿走了她的钱，因此她不得不在拉脱维亚待了一年，直至她的姐姐再寄来 50 美元将她带入了美国。她们在这里度过了最艰难的时刻，用了 20 年时间才攒够钱买下了一家小珠宝店。几年前我从弗里德曼家族(Friedman)那里买下了这家珠宝公司，该家族的女主人是 B 夫人的妹妹。顺便提一下，B 夫人已经 97 岁。

这家珠宝店去年的销售额上升了 18%。我相信它是仅次于蒂凡尼首饰公司(Tiffany)旗舰店的美国第二大珠宝店，并完全照搬了 B 夫人创建最大家具店的模式。经营这家珠宝店的人从未上过商学院，他们完全认同本·富兰克林(Ben Franklin)的观点。从本质上看，这家企业的灵魂就是本·富兰克林。他们的宗旨是以诚待客、优质服务。本·富兰克林曾说过这样一句话：“**照顾好你的店，你的店就会照顾好你。**”虽然这是一句老话，但道理浅显易懂。

事实上这家.....如果你像我一样在上周六时去了这家珠宝店，你会在店内看到 65 岁的艾克·弗里德曼(Ike Friedman, 1991 年 9 月因肺癌去世)，89 岁高龄的母亲弗里德曼夫人也夹着一份《华尔街日报》走进了珠宝店。

你会看到弗里德曼夫人及其独生子，以及两个女婿都在珠宝店内，他们都忙个不停。弗里德曼家族是无价之宝。他们并不是出于无奈而在经营这家企业，而是在用真心打理着它。

我们所购买的企业之所以有如此优异表现的原因之一就在于，**将这些企业卖给我们的那些人热爱的是自己的企业，而不是金钱**。如果他们热爱的是金钱，那么我们不可能买下他们的企业，但如果他们热爱的是自己的企业，那么我们会与他们相处融洽，因为我们从来都不管他们。

实际上弗朗西丝·布鲁姆金(Fran Blumkin)每周六都会到这家珠宝店，周二会在这里工作。弗朗西丝是路易斯·布鲁姆金的妻子，她现在是内布拉斯加家具商场(Furniture Mart)的主席。她这么做是为了帮助路易斯的兄弟姐妹们。每当她在珠宝店时，她都是在卖珠宝。这是一家伟大的企业。伯克希尔买下了这家伟大的企业。这家企业越来越好了。没有人能取代他们的位置。

我总是问自己：**如果你将数亿美元，或者数十亿美元给了某个人，(你能伤害一家特殊的企业吗?)**你无法伤害到内布拉斯加家具商场(NFM)或者波仙珠宝店(Borsheim's)。

2，提问：当你看到一家企业时，你是如何进行评估的，你如何判断应该出多少价格购买它，以及在你买下它之后，你会以什么样的价格卖掉它？

我们不会卖掉它。我们从来不会出售企业。只有当我们所买下的企业将一直亏钱，或者其经理人对我们撒谎，或者欺骗我们时，我们才会将这样的企业卖出。但我们不会仅仅因为有人给出了一个优厚的价格而卖出企业。我的房子是非卖品。孩子们也不是商品。企业也不是用来卖的。我对股东们也是这么说的。如果这么做了，我会发疯的，但我就是这样的，他们可能对此非常了解。在玩拉米纸牌时，你拿到一张牌的同时也要扔掉一张牌，但我们不是在玩牌。

我认为良好的人际关系.....**我只与自己喜欢的人一起共事**。没有一位与我共事的人会让我倒胃口。实际上我感到**与他们一起工作就像是在跳踢踏舞**。因此，我只与自己喜欢的人一起工作。只要想想自己60岁时将拥有多少财富就行了，你可以用这种方法度过一生。与这些人一起工作真是太棒了。我的意思是说，我与艾克·弗里德曼之间从来都没有出现过分歧。查理·芒格是我的合伙人，30年来我们从来没有过不同的意见。因此我为何要在死的时候拥有更多的财富呢？我的财富最终都将捐献给基金会。为何我要卖掉由自己所喜欢的人经营着的企业，而要购买那些可能不如这些人出色的经理人所经营的企业呢？因而我对卖出企业不感兴趣。

就购买企业而言，我必须喜欢这家企业的经营者。我对基于金钱的结合不感兴趣。也许 12 岁时的我会对金钱感兴趣，但对现在的我而言，为了钱而与自己不喜欢人的合作会让我发疯。为何我要为了钱而购买企业呢？这说不通。我同这些人关系良好，因此我希望购买由自己喜欢的人所经营的企业，我希望购买自己理解的企业，只有这样我才能在买下之后不必再费心思了。只要提供高薪就可以了。

如果你能告诉我一家企业从现在到结束经营时的现金流入和现金支出将是多少，假设我知道适合的利率，我就能告诉你这家企业的价值。这并不取决于这家企业是卖悠悠球、呼啦圈还是电脑。因为从现在到结束经营的这段时间内会有现金流入，而现金就是现金，不管这些现金来自于哪里。作为一名投资分析师，或者是一名企业分析师，我现在的工作就是搞清楚自己知道些什么，一段时期内的现金流会是多少，以及哪些是自己不知道的。

我不知道数码设备公司(DigitalEquipment)下周会变成什么样，更不用说 10 年之后会变成什么样。我就是不知道。我甚至不知道他们是做什么的。我永远也不会知道他们是做什么的。即使我认为自己知道他们是做什么的，我也不会真的知道他们是做什么的。好时巧克力是我了解的。

因此，我的工作就是研究我所理解的企业，我能理解艾克·弗里德曼的珠宝店，然后我会试图搞清楚这家企业一段时间内的现金流会是多少，就像我们研究喜诗糖果公司一样，并用一个合适的利率将这些现金流贴现成现值，这一利率将会使用政府债券的长期利率。之后，我会试着以大幅低于贴现现金流价值的价格买入这家企业。我就是这么做的。从理论上讲，我对世界上所有我能理解的企业都采用这种方法。

当我每天翻到《华尔街日报》C 版时，就像是看到了一则巨大的经纪业务广告。就像是一名经纪人在说："你可以用这个价格买下 AT&T 的一部分，可以用那个价格买下通用汽车的一部分，或者买入通用电气....."同多数的经纪人广告不同，这则广告非常不错，因为他们的价格每天都会变。你无需与经纪人打交道。如此你便能每天坐在那里，打打呵欠，可以随意羞辱经纪商，谴责有关报道，或者做你喜欢做的其他事情，因为总有一天我会等到自己能理解的企业的价格大幅低于其价值。这里的价值与账面价值无关，尽管企业一段时期内的盈利能力确实会带来影响。通常价值与现金流有着非常密切的联系。当你找到自己能理解的企业的时候，如果你一生找到了 5 家企业，且每次都对，那么你会变得非常富有。

你知道吗，我一直都对学院的学生们说，当你毕业后最好能带着一张只有 20 个孔的卡片去上班，每次当你作出一个投资决定时就在卡片上打一个孔。当 20 个孔都打满后，你的投资也就结束了。你一生中无需作出超过 20

个的投资决策。我不打算自己的好主意会超过 20 个。重要的是当好主意出现时，你要认得出来，并采取行动。

因此，当我们找到自己理解的企业，如果我们买下整家企业，我希望能喜欢这家企业的经营者。如果你只是购买这家企业的少部分股份，那么我们是否喜欢经营者就显得没那么重要了。我们希望以非常低的价格购买自己理解的企业。如果我们无法理解这家企业，我们就不会买下它。如果这家企业的价格不便宜，我们也不会买下它。如果我们能与我的朋友汤姆·墨菲一起以一个诱人的价格买下一家企业，那么我们马上就会买下它。

我们在 1966 年用 400 万美元买下了迪士尼公司(Walt Disney Co.)5%的股份。这意味着整家公司的估值为 8000 万美元。这家公司在阿纳海姆占地 300 多英亩。当时迪士尼乐园刚刚推出了"海盗之旅"，其成本为 1700 万美元。当时这家公司的总市值为 8000 万美元。当时迪士尼刚刚推出了音乐片《玛丽·波宾斯》(Mary Poppins)，这部电影第一年就为公司赚到了约 3000 万美元，7 年后你仍会将这部电影放给同龄的孩子们看。它就像是一座不断有油渗出的油井。现在的情况可能有所不同了，但在 1966 年，迪士尼公司拥有 220 部电影，并将这些电影的资产价值都减记为零，这意味着迪士尼公司 1960 年代的电影的价值都没有体现在迪士尼的资产负债表上。因此，你实际上用 8000 万美元买下了所有这些电影，并让沃特·迪士尼为你工作。这真是太难以置信了。你无须成为知道迪士尼公司的价值较 8000 万美元高多少的天才。"海盗之旅"游艺项目的成本为 1700 万美元，太不可思议了。但事实确实如此。1966 年，人们对此给出的理由是："确实，《玛丽·波宾斯》今年非常成功，但明年不会再出产像这样的电影了，因此利润会下降。"我不关心利润是否会出现这样的下滑。你知道仍可以在 7 年后放映《玛丽·波宾斯》，给孩子们带去欢乐。我的意思是说，没有比每隔 7 年就会给你带来丰收，且每次都能提价的电影更好的东西了。

所有这一切才 8000 万美元。我去见了沃特·迪士尼(他从来都没有听说过我，我当时 35 岁)。我们坐了下来，他把公司的计划全盘告诉了我，他真是一个好人。这简直是在开玩笑。如果他私下与庞大的风险资本家，或者大型企业接触，又或者他的这家公司并未上市，并说："我希望能买下这家公司，这是一笔不错的生意。"那么他们可能会以 3-4 亿美元的价格买下迪士尼公司。实际上这家公司的股票每天都在市场中交易，并让人们(对其 8000 万美元的估值)深信不疑。实际上人们因为太熟悉而忽略了这家公司。但华尔街经常每隔一段时间都会发生这样的事情。

我想去看《玛丽·波宾斯》，看看这部电影有没有被翻拍。这部电影正在罗伊士戏院(Loews Theater)和百老汇

上映。我将带着公文包于下午 2:00 前往观看这部电影。我感到自己应该带个小孩一起去。

3, 提问: 为什么投资所罗门?

迪士尼公司与所罗门公司之间没有什么联系。我们通过购买所罗门公司的优先股为他们提供了 7 亿美元的贷款, 这笔贷款将从 5 年后分 5 次等额偿还, 我们也可以将其转换成普通股。这更像是一种拥有转换成普通股特权的固定收益类投资。但它不是股票投资。我们从这些优先股中获得 9% 的股息, 因为还要缴纳股息税, 税后的股息收益率略高于 7%。这是贷款的形式之一。优先股是市政公债或者债券的替代投资, 这种投资与对可口可乐、华盛顿邮报或者首府广播公司的投资不同, 后几种都是纯粹的股权投资。

我们情愿多买点像可口可乐这样的公司的股份, 但我这么说并不是否定所罗门公司。你们知道, 这些企业确实让人感到兴奋, 因为这是人们迄今为止都能看到的超级公司。所罗门是一家相当不错的企业, 但还称不上超级企业。我们进行了相同投资的冠军公司或者美国航空公司也都不属于这一类。如果我们可供投资的资金少得多的话, 我们可能就不会投资这些不如可口可乐公司的企业了。我们之所以会进行这些投资是因为我们无法找到更多的超级企业了。**我们应当进行更多的固定收益类投资, 因为我们的保险业务要求这么做。**

4, 提问: 如何找到好公司?

我是在 20 岁时出道的。当时我刚刚念完本·格雷厄姆的课程。我拿到了穆迪评级公司的手册(他们有自己的投资手册)以及标准普尔评级公司的手册(他们将所有的行业手册都编在一本手册中), 并按照字母顺序逐页看完了这些手册。灵光闪现。当我翻阅穆迪公司手册中的“银行和金融手册”时, 我注意到了一家位于堪萨斯州斯科特堡、名为西方保险服务的公司。在此之前我从不知道有这样一家公司。记载着这家公司的手册显示, 该公司每股收益 20 美元, 股价最高为 16 美元。虽然你不一定能从这家公司上赚到大钱, 但赚钱的概率非常高。**这就像是一名教练看到一名 2 米 8 的大个子穿过门框一样。**他可能无法待在学校内, 可能动作的协调性不是很好, 但他看上去确实是块料。因此我来到了内布拉斯加州保险部门, 看到了保险公司的年度报告, 我也看了 Best 公司写的评估报告。我没有保险背景, 但我知道自己稍加研究就能理解这一行业。我所要做的就是证明这家公司中的数字是错的。我确实试图找到错误的地方, 但却没有找到。这是一家非常出色的保险公司, 比一般的公司要好, 且你能以 1 倍市盈率的价格买下它。当该公司股价为 20 美元的时候, 我在堪萨斯州斯科特堡的报纸上登出了购买这只股票的广告。所有这一切都是在翻阅资料时发现的, 没有人告诉你哪家公司是好公司。你得通过摸索才能找到它们。

我每年都看成百上千份年报。**我不与经纪人打交道，不希望与他们说话。**这些人不会给你提供好主意。另一方面，找到好公司并不是特别困难。如果你在 1966 年的时候看过迪士尼公司的年报，相信我，你在当时就会像现在这样了解这家公司。当时经营迪士尼公司的是沃特·迪士尼，而不是现在的迈克尔·艾斯纳(Michael D. Eisner)，你也会让自己在 200 万份股票上的投资翻几番.....

当时对首府广播公司的投资实际上是一种基于信仰的投资。你必须相信汤姆·墨菲。

你们当中的一些人可能会成为明星，一些人则不会成为明星。但这与你的智商没有关系。每个人的智商都已经定型了，在座的各位都有高智商。我提一个小问题，请思考以下问题：假设在座各位离开圣母大学时都会获得一份奖金，假设你可以用 2.5 万美元买下班级中任何一位同学 10% 的收入，那么你会怎么考虑这个问题？你可以用 2.5 万美元买下这个房间内任何一人一生 10% 的收入。如果这个人第一年赚到了 2.5 万美元，你就能得到 2500 美元。如果没有找到工作，那么你将一无所得。如果他获得了股权，你将获得其中的 10%。

当你四下张望的时候，你在想些什么？你在想谁最聪明吗？有意思的是，不同的思维方式将得出不同的结论。假定你拥有 10% 的权益，我会建议你开始思考自己希望对方拥有哪些品质。我知道我会选择汤姆·墨菲。理由是什么？因为他有高智商，这是毫无疑问的。但其他人也会有他那样的智商。

请考虑一下自己为何要选择他或者她，以及这一决定会让你获得什么。通常你所选中的这个人所拥有的品质并不全是你自己无法获得的一些品质。**除非是个性或者热情或者其他一些品质，否则对方所拥有的多数品质你自己也是可以拥有的。**

5，提问：伯克希尔会不会分红

当我们感到留存在公司内的 1 美元在市场上的价值不会超过 1 美元时，我们就会随时进行分红。我们确实可能会分红，我的意思是说，随着我们资金规模日益膨胀，分红的可能性日益增加。但到目前为止，我们留存在公司内的每一美元都在市场上拥有超过一美元的价值，因此，任何希望获得每股 10 美元或者 50 美元股息的股东最好能将这 50 美元留在我们这里，让其在市场上增值到 60、70 或者 80 美元，然后再卖出一小部分股票。他们也能通过这种方法获得现金。但当我们无法长期使用资金，这里说的长期不是 1 个月或者 3 个月，而是几年，**当我们发现无法将 1 美元的再投资创造出超过 1 美元的市场价值时，我们就不会进行再投资。**

因我无法参加我一位朋友的五十大寿，因此我发了一封电报给他，上面写道："愿你活到伯克希尔拆股的那一

天。"但这不适用于现金分红。虽然分红意味着市场失灵，但可能确实会发生这种事情。

6, 提问：关于富国银行合并案

我不想对此发表过多的评论。问题是"安全太平洋银行(Security Pacific)和富国银行(Wells Fargo)1990 年年底时是否曾讨论过合并",《华尔街日报》一周或者两周前的一篇报道提到了这件事。这两家银行都是美国四大银行之一。他们确实在去年年底的时候就合并问题展开了讨论。这令一些人兴奋不已，因为在 4 年前收购了克罗克银行(Crocker)以来，富国银行的表现尤其出色。但安全太平洋银行和富国银行并未就合并达成一致。之后消息就泄漏了出来，并见诸报端。安全太平洋银行的市值可能为 800 亿美元，据我所知，富国银行的市值为 500 亿美元。如果这两家银行合并，新银行将成为仅次于花旗银行的美国第二大银行。

我猜测未来几年内会出现一些银行合并案，这些合并更像是自杀协定。银行业内将有大的动作，但从长远来看，并不是所有的行动都能带来益处，理由很简单，**因为银行业中的问题实在是太多了**。在目前情况下，两家银行进行合并时最大的问题在于，**你不知道另外一家银行的贷款组合，因为不知道具体的贷款组合是常有的事**。在 5-10 年前，人们不会对此感到担忧，但现在他们对此深感忧虑，因为如果选错了合并对象，他们就会破产。

亚特兰大市民和南方银行(The Citizens and Southern Bank of Atlanta, 简称 C&S)1990 年早些时候与主权银行(Sovereign)进行了合并。主权银行如今在华盛顿特区的房地产上遇到了大麻烦，这距离两家银行合并还不到 12 个月。

艾尔·勒纳(Al Lerner)将自己位于巴尔的摩的权益信托公司(The Equitable Trust Co.)并入了老牌的马里兰国家银行(Maryland National)，艾尔·勒纳非常聪明。但他将自己投入了大笔投资的这家公司并入了马里兰国家银行，就在合并后的 6 个月，马里兰国家银行便遇到了大麻烦。这家银行的股价仅为 6 个月前合并时的 10%。艾尔不知道这家银行究竟有多糟糕，却一脚踏了进去。很容易作出这样的决定，因此，每个人都应当对此保持高度警惕。这就是问题所在。**对于有着 500 亿美元资产的富国银行和 800 亿美元资产的安全太平洋银行，如果这些资产中有 20 亿美元或者 30 亿美元属于不良资产，那么股东权益将遭到灭顶之灾**。因此，作出合并决定非常困难。

7, 提问：关于保险业务前景

总的说来，财产及意外保险现在的价格真是太离谱了，这意味着这一行业当前的环境很糟糕。我们发现自己可以在某些方面做出努力，我将在年报中予以阐述。我们也发现有些情况还是不错的，虽然不像四五年前那么

好，但能让我们保持领先的地位。在眼下这段时期内，这就是我们希望看到的情况。但保险是一个非常有趣的行业。当有人预测在新马德里附近会发生一场地震时，我们承保了一份为期 2 个月、保额 30 亿美元的保单，费率高得吓人。我们希望一直能找到这样的客户。

我们有机会在保险业中去做些非常有趣的事情。这是一非常复杂的行业。我们正对 1970 年时签署的保单支付赔偿金。我们现在正在支付赔偿金而不是获得保费。这就是保险业.....

(编者按：巴菲特讲了一个用租来的西服为父亲下葬的故事。摘自伯克希尔 2001 年致股东的信：就算公司有足够的诚意，还是很难保证能够适当地提列损失，我曾经说过一个关于一位旅居海外人士的故事，话说有天这位仁兄接到姐姐告知父亲过世的消息，他回复表示可能无法回到家乡参加父亲的葬礼，不过倒是愿意负担所有的丧葬费用，后来他果然收到一张 4500 美元的账单，二话不说他立即付清，可是谁知不久之后，他又收到一张 10 美元的收据，月复一月，皆是如此，他不解地询问姐姐到底是怎么回事，他姐姐回复道："哦！我忘了告诉你，爸的寿衣是用租的。)

在保险业经营中，有许多这类租来的寿衣，有时候这类问题甚至会隐藏数十年不被发现。就像是石棉赔偿问题，但一发就不可收拾。虽然这项工作有点棘手，但管理层有责任适当地将所有可能性列入考量，保守稳健绝对有其必要。当损失理赔部门的经理走进总经理的办公室说道："猜猜发生了什么事？"他的老板，如果是老鸟，应该知道肯定不会是什么好消息，保险世界的意外，对于收益的影响通常不会非常一致。)

严格说来，我们会为几年前的行为支付数十万美元。另一方面，如果你严格遵守纪律，它会成为一家出色的保险公司。我们有一条规定，我们从来不解雇职员，这一点非常像日本人。我们告诉雇员，在当前这样的时期中，我们签署的保单大幅少于前几年，我们也告诉他们，他们不会因为拿不出业绩而被解雇，因为如果这么说的话，他们会与一些有问题的企业签署保险合同。我的意思是说，**与有问题的企业签保险合同是最容易做的事情。**我们告诉雇员，如果他们承诺在工作时间内打高尔夫球，那么我们将为他们购买高尔夫俱乐部的会员卡、乡村俱乐部的会员卡，因为我们不希望他们在当前的市场环境下继续待在办公室内。因此，我们偶尔会做笔大生意，这会让我们忙上一阵，但我们的开工率仅为 1/4，我们许多雇员都在玩拼字游戏，这也不错。只要他们不签保单，做什么都可以。**你不能希望精力过剩的人进入一个糟糕的行业。**

8，提问：平时都阅读什么？

我喜欢看各种各样的商业出版物，也看许多的行业出版物.....早上起来之后拿到什么就看什么。每天都有《美国银行家杂志》(American Banker)，因此我会看这份杂志。我也看《华尔街日报》。当然，我会看《编辑和出版商杂志》(Editor and Publisher)、《广播杂志》(Broadcasting)《财产意外险评论》(Property Casualty Review)，以及杰弗里·梅耶(Jeffrey Meyer)的《饮料文摘》(Beverage Digest)。我什么都看。**我几乎对自己所能想到的所有股票都拥有 100 股的股票，如此我便能得到所有这些企业的年报了。**我随身带着公司简介和委托材料。不要看经纪商写的报告。你应当对他们的报告保持高度警惕。

我认为《华尔街日报》是必需品。我每天都会花 45 分钟看《华尔街日报》。事实上我昨夜在 11 点的时候从床上爬了起来.....我通常在晚上看这份报纸。但我会看所有的内容。我可能每天花五六个小时用于阅读。我们在伯克希尔不召开会议。我们每年会在股东大会之后于午餐时间举行一次董事会议，会议结束时我会对他们说"明年见"。这种方式非常高效。我们没有幻灯机，也没有计算器。我们也不就任何问题召开会议。如果我让艾克·弗里德曼来参加会议，我可能会因此损失 2 万美元或者更多。他的工作应该就是在店里卖东西。除了开会之外还有更重要的事情要做。他每时每刻都在大脑中就自己的珠宝店召开着会议。而我的大脑正在就如何使用资金召开会议。

我不参加任何研讨会，或者进行交易。我认为那些人只关心如何在开曼群岛上开设公司，或者如何不用向国税局缴税。我不会做这样的事情。那些研讨会上不会讨论其他的事情。无论何时，只要我们有机会做什么事，我们就会尽最大的努力。当可口可乐的价格跌至诱人水平时，我们用 7-8 个月的时间购买了所有能购买到的股份。我们当时买下了 2300 万股可口可乐股票，我们也许用了 150 个交易日才买到了这些股票，平均每天买入 16 万股。当时机来临时，你必须这么做。

9, 提问：是否有可能购买英国的企业？

我也关注英国的企业。我每天都会看《金融时报》。我们已经看中了一家企业，并且差一点就要达成了交易。我现在又从别人那里找到了另外一家英国企业(健力士)。但到目前为止，我们还没有购买任何一家英国企业，但我不排除这种可能性。

如果可口可乐公司是一家位于伦敦的英国企业，且与美国的可口可乐公司使用完全一样的经营方法，那么其价值可能会略低。但总的来说，我会购买这家企业。这是显而易见的。

我们已经研究了许多外国企业。但美国的股市市值高达 3 万亿美元。如果我无法在 3 万亿美元的市场中赚到钱，我也就无法在 8 万亿美元的市场中赚到钱。我们倾向于主要在 3 万亿美元的市场中寻找机会。

10, 提问：卖出企业是为了更富有？

通常他们不会这么做。我们几乎一直告诉他们不应该这么做。同往年一样，我会在今年的年报中写一封信，并把它寄给那些潜在的企业卖家。我想告诉他们的是，当你卖出企业的时候，你不会变得更富裕。你已经拥有了极好的资产，这些资产未来将更值钱。如果我认为你的企业不是极佳的企业，我也就不会找你了。如果我们能解决你所遇到的特殊难题，你也希望有人能满足你的要求，那么我们可以谈谈。如果你没有这些问题，那就太好

了，说明你的情况比我好。因为我既有现金，又有麻烦，而你有一家优秀的企业，且没有遇到麻烦。

B 夫人没有因为将企业卖给了我而变得更加富有。那个时候她的独生子、3 个孙子都在她的企业内工作，此外，她还有 3 个女儿和女婿，她的每个子女都拥有 20% 的股份。她还有一大堆的外孙。因此，她认为当自己死后会出问题。她在家族中拥有绝对的权力，因此当她在世时不会出问题——她告诉子女们应该做什么，关键就在于此。然而，她看到当自己离开人世之后可能会出问题。你们可以看一下几年前在《路易斯维尔快报》(Louisville Courier)的宾汉姆家族中发生的事情。你拥有了一大笔钱，但有人却因此感到不爽。有时是子女的配偶们感到不开心。有些人喜欢在活着的时候自己解决这些问题，而不是等到死后由信托部门来解决这些问题。但我不希望他们之所以将企业卖给我是因为他们认为这么做能让自己变得更富有，而是希望他们这么做是因为，这能解决他们的一些特殊麻烦，而我也能帮他们解决这些问题。

我能做其他企业做不到的事情。我能将企业的部分所有权移交给下一代。我能承诺他们，他们的企业不会被再次转手。实际上没有其他的美国企业能做到这一点。如果 XYZ 公司买下了喜诗糖果或者波仙珠宝店，XYZ 公司 CEO 会说“我们不会卖了它的”，但他可能违背自己许下的诺言，董事会可能让他做些违背承诺的事情，或者麦肯锡可能会在下周加入 XYZ 公司，并说：“卖了这家企业，买入另外一家企业”。你可能会受到各种各样的欺骗，而对方却不会受到道德的谴责，但事实确实如此。但我不会做这样的事情。惟一会对他们不利的事情就是我是否欺骗了他们。因此，他们必须判断出我是否在对他们说谎。我不会在买下他们的企业之后对他们说：“董事会告诉我，因有人给出了一个很高的报价，我必须卖出这家珠宝企业”。我对他们负有信托责任。这种事情不会发生。

他们早就因拥有这家公司而成为了富人。如果他们接受我的报价，他们就得为卖出企业中的所得支付税收，并投资其他企业。他们可能会买入伯克希尔的股份，或者通用汽车的股份，他们也可能买入政府债券，但他们之前已经拥有过一家优秀的企业了，也无需支付税收。因此，他们不会因卖出自己的企业而变得更加富有。

我能帮助他们解决一些问题。当波仙珠宝店的艾克找到我时，我对他说：“你看，我愿意出价 X，我也会告诉你如何赚到比这更多的钱，而你只需要这么做就可以了。”他却说：“我没兴趣。”

对本科生的演讲

.....我们让营运经理来经营他们的企业，并让他们将钱寄往奥马哈。之后我们将试着购买更多的企业。有时我们能买下整个企业，有时我们只能买下一家企业的一部分。但我们是可口可乐公司、首府/ABC 广播公司(Capital Cities/ABC)和吉列公司最大的股东，也许也是冠军纸业公司(Champion Paper)、GEICO 保险公司和富国银行最大的股东。我们拥有许多企业。

我们会买下整个企业，或者买下企业的部分股票，但我们使用的方法是一样的。如果我们获得了现金，我们愿意买下整个企业或者这家企业的部分股票。在今天的年报中，在谈到我是做什么的时候，我讲述了一个发生在我孙女的生日聚会上所发生的一个故事.....

(再次讲述了小丑毕默的故事。)

我在奥马哈挥舞着我的魔杖。然而，我放出了所有的"小丑毕默"，让他们去经营企业。他们极其出色地管理着这些企业。我们通常都有着不同寻常的市场优势，且拥有出色的管理持续性。几乎所有为我们工作的人都是富人，因为我们通常都会买下他们的企业。他们从我们这里获得了大笔现金。我主要的工作之一就是，当我打算将一张 5000 万-1 亿美元的支票交给坐在对面的约翰·史密斯(John Smith)时，我必须判断他明天早上是否还会起床。我所看重的是，他会对经营自己的企业充满兴趣，并在明天、明年或者未来 10 年内像原来一样继续经营他的这家企业。许多这样的人是花钱都请不到的。你无法使用薪酬奖励机制来吸引这些人，因为他们已经拥有了自己所需的财富。你确实必须作出判断，他们经营自己的企业是出于对企业的热爱，还是出于对金钱的喜爱。如果他们爱钱，我们就没有机会。我们可以付给他们高薪，但他们已经有许多钱了。在将自己的企业卖给我们之后，他们再也不需要工作了，然而，实际上他们现在比之前工作得更努力了。这主要是因为他们都热衷于经营自己的企业——我们的经理人都这样的人。

其次，我们试图根据自己经营企业时所需要的环境为他们提供完全一样的工作环境。当我们在经营一家企业时，我们最大的希望就是不要有太多的猜测，不要举行太多的公司会议，不希望受到总部副总裁的过多监督。我们只是不希望做太多无意义的事情。我们希望用自己的方式经营自己的企业。如果你是一名伟大的高尔夫球运动员，让我们假设你是我那个年代的高尔夫球运动员阿诺德·帕尔默(Arnold Palmer)，你之所以打高尔夫球是因为你热爱这项运动。然而，如果我们为了赚钱而打高尔夫球，且我们拥有了他，当他打球时，我不停地对他说："为何不用 4 号球杆而用 5 号球杆，为何不稍微往左边点"，不一会他便会拿他的球杆来揍我。事情就是这样的。如果你

拥有了真正的人才，你必须提供他们发挥自己才能的机会。

5 年前我们在辛辛那提用 1 亿美元购买了一家生产制服的企业。我从来没有去过辛辛那提，也没有看过这家企业在那里的工厂，我不知道他们的办公室是什么样子。但我对人非常了解。

我们拥有一家糖果公司，它就是加州的喜诗糖果公司。这家公司去年卖出了 1350 吨盒装巧克力，税前利润 3900 万美元。从 19 年前买下这家公司开始，这家公司的经营者就一直管理着这家企业。我们与他达成了交易，并在 30 秒钟之内敲定了一项薪酬激励协议。我们只用了 30 秒钟。我们从来不写下这些协议，也从来不需要律师参与。19 年来这些协议从来都没有变过。他只到过一次奥马哈。1990 年他参加了公司的年度会议，看看奥马哈是否真有一家名为伯克希尔的公司。我们从来没有举行过任何形式的集团会议。我们从不强迫他们参加会议。实际上我们将喜诗糖果公司的总部从洛杉矶搬到了旧金山，因为他的妻子更喜欢住在旧金山。与其让他的妻子因住在洛杉矶而感到不快，倒不如将公司总部搬到旧金山，这要容易得多，因此我们将它搬到了现在的地址。

我们没有对退休年龄作出规定。我们曾让一位女士帮我们经营一家企业，我们是在她 89 岁时买下她的企业的。她是这家公司的董事会主席，并一直帮我们管理着这家企业，直到两年前，当时 95 岁的她离开了我们，原因就是当初在与这位 89 岁高龄的女士达成交易时没有定一份非竞争协议。她现在的企业就在这家企业的街对面，并与我们展开了竞争。她每周工作 7 天。没有人因为年龄问题而离开我们。经营着我们位于帕萨迪纳市的存贷款企业(威斯科金融)的那个家伙一直试图让我找人替代他，他当时 75 岁。"你必须另外找个人来。"而我却对他说："路易斯，你母亲身体好吗？"她活到了 93 岁，我们之间的那次对话就这样结束了。

因此，我们公司并未制定太多的规定。**惟一的一条规定就是，经理人必须像自己拥有这家企业一样进行思考。**我们希望那些人完全能从企业所有者的角度来进行思考。从心理学的角度来看，我们甚至不希望他们想到有伯克希尔这家公司。他们知道这些企业永远也不会被卖掉。他们无需花时间思考伯克希尔是否会遭到敌意收购。

接下来谈一些你们感兴趣的话题。你们与我过去的演讲对象有些不一样。之前我的听众几乎都是 MBA。而在座的有些是文科生，这让我感到耳目一新。你们可以提各种各样的问题，不要拘束。

就听众提问展开评论：

他们基本上不会因为将企业卖给了我而变得更加富有。我对他们说："如果你想找我，那么你必须得拥有一家出色的企业，我无法让你变得比现在更富有。如果你以 1 亿美元的价格将你的企业卖给我，这只是因为你的企业

值 1 亿美元。你需要为这笔交易支付高额的税收，你的实际所得会低于 1 亿美元。如果你将税后所得购买通用汽车或者 AT&T 公司的股票，那么你将拥有许多自己不了解的企业，而不是你原来就了解的那家企业。因此，你不会因为将自己的企业卖给我而变得更富有。"我总是告诉人们，**我买入企业的惟一理由就是，我认为这家企业将更值钱。如果他们企业卖给我只是为了获得更多的钱，那么这是一个错误的卖出理由。**但经常.....

有一位女士将自己的企业卖给我时已经 89 岁高龄了。她有 4 个子女，其中一人在她的企业中工作，另外 3 人则没有。她有许多孙子、孙女，其中有 3 人也在这家企业内工作，另外两人则没有。每个子女都拥有 20% 的股份，她自己也有 20% 的股份。只要她还活着，因为她有着极强的个性，一切都会顺顺利利，因为她会告诉他们该怎么做。**但她感到一旦自己去世，他们就会不思工作，一心只想从企业中拿钱，那些努力工作的人会对那些正不劳而获的人大为光火。**许多家族都发生过这样的事情。因此，她希望自己解决这些问题，将现金分给没有在自己企业中工作的家族成员，然后我将其他家族成员的所有权分给了在其企业中工作的最年轻的一代家族成员。这种事情经常发生。

我们在辛辛那提的制服公司几年前进行了一项杠杆收购(LBO)。当时有四五家私募股权公司投资了这家公司，他们只想短时间内获得暴利。这家公司的经营者一开始便意识到，将自己的企业卖给私募股权公司是个错误，因此他把自己的企业推荐给了我。他出乎意料地给我写了封信。

我每年都会在年报中穿插一个小广告。我们是在宣传企业，在 1990 年的年报中，广告穿插在了"求救，求救"部分中。我告诉人们，我希望购买怎样的企业。辛辛那提的这个家伙肯定看到了这则广告，他在信中对我说："我是你的了。"当我看到他之后，便对他说："你是我的了。"我们买下了所有风投公司在这家企业中的股份，但我们依然让这个家族经营这家企业。事情就是这样的。

ScottFetzer 公司旗下拥有 20 家企业，包括 WorldBook 公司、Kirby 公司，以及美国坎贝尔公司(Campbell Hausfield)，销售额近 10 亿美元。他们是纽约证券交易所成员。当时有人正打算收购这家公司，甚至连伊万·波斯基(Ivan Boesky)也参与其中。我当时从来没有见过这家公司的老板。我写了封信给他。我在信中写道："亲爱的谢伊(Ralph Schey)，我们是.....我同时也寄了一份我们的年报给他。我在信中称："如果你希望与账目清晰、不会打扰你的人去经营企业，那么我会在这封只有一页的信中告诉你我们的一切(我将所有我们的不足之处都告诉了他)。如果同意，请把它寄回来吧(似乎一页纸写不下我们的不足之处)。"我在信中说："如果你希望就此事进行讨论，我

会来见你，如果你不希望讨论此事，那么就把这封信给扔了吧。”后来他给我打来了电话，我们在一个周六于芝加哥碰了面，并在当晚达成了协议，一周之后，交易结束。这是五六年前的事情了。我曾到过克里夫兰两次，但这并不是因为我必须去那里。他就像自己是这家企业的所有者一样经营着这家企业。这家企业最近一个年度的税前利润为 9700 万美元。

就听众提问展开评论：

我不知道是否没人能听到这些。在过去，至少一些院系中的学生曾听人说过以下这些说法，比如无法买到被低估的股票，或者无法在股市中赚到钱，并说市场是有效的，所有的股票价格一直都完全体现了已知的信息。因此，思考不会带来任何帮助。当然，**从我的观点来看，我希望每个人都能相信这一点，因为当你的对手接受的都是“思考无用”的教育时，这就成了你的一大优势。**我希望与我打桥牌的那些人也相信这一点。信奉有效市场理论的那些人控制着华尔街上资金的增值幅度。过去曾有一种说法，如果地上有 20 块钱，那么你不可能捡到这 20 块钱，因为地上不可能有 20 块钱。我想说的是，这种观点在 10 年前尤其流行。但现在这种思想少多了。我想说的是，不存在有效的市场。

我在上一个班级中谈到了我们如何在 1966 年用 400 万美元买下了迪士尼公司 5% 的股份。当时整个迪士尼公司的售价仅为 8000 万美元！他们将所有电影的资产减记为零，包括《白雪公主》、《三只小猪》、《幻想曲》在内的所有 220 部电影。这相当于你免费获得了占地 300 英亩的阿纳海姆迪士尼乐园以及其他地方的迪士尼乐园。那一年迪士尼公司刚刚推出了“海盗之旅”的游艺项目，成本为 1700 万美元，然而整家公司的售价仅为 8000 万美元。真是便宜到爆。音乐片《玛丽·波宾斯》那一年为迪士尼公司赚到了 3000 万美元。迪士尼公司会在 7 年之后重新放映《白雪公主》。这就像是一个不断有油渗出的油井，每隔 7 年就会带来一次丰收，孩子们都喜欢看《白雪公主》。如果看不到，他们缠着父母不放。就是这样一家公司的售价仅为 8000 万美元。即使你不是金融分析师或是金融专业毕业，你也能知道这一估值有多么离谱。每年有 1100 万人前往迪士尼乐园，如果从每个游客身上赚 7 美元.....这真是开玩笑。如果你去见沃特·迪士尼，他会告诉你这家公司值多少钱，以及他有哪些打算。证券市场有时就是会出现这种情况。

信奉有效市场理论的人会告诉你，对迪士尼公司 8000 万美元的估值是正确的。他错了。这样的机会一生中不会遇到几次。找出这样的机会并不需要高深的知识，你不需要知道如何治愈艾滋病，或者 5 年后最好的电脑是怎

样的，或者最好的软件生产商是哪一家，你不需要知道这些，你只需要搞清楚人们是否会买好时巧克力或者可口可乐就可以了。

当这家公司(指可口可乐公司)1919 年上市时，你能以 40 美元的价格购买一股股份。如果你将股息用于再投资，你现在就成百万富翁了。可口可乐远销 150 个国家，且每个国家的人均消费每年都在增加。事情就是这么简单。我不知道你们是否知道，你们(圣母大学)的董事会主席唐·基奥同时也是可口可乐公司的 CEO，他在 1960 年就住在奥马哈，与我隔街相对。当时他是 Butternut 咖啡馆的咖啡销售员，每周赚 200 美元。如果你认识唐·基奥，并将他与可口可乐联系在一起，那么你永远也不会忘记他。5 年之后他们的销售量可能会增加。他们的单位利润会上升。如果你把每份可口可乐的售价提高 1 美分，这就意味着每年会多赚 20 亿美元。

就听众提问展开评论：

问题是杠杆收购(LBO)和垃圾债券这些东西是否给美国的全球竞争力带来了根本性的伤害。我不想就这一问题多加阐述，但我认为总的说来，这些东西会给美国的金融行业带来巨大的负面影响。一般说来，过度使用杠杆绝对是一个负面因素。由此可以推断，买入有着巨额负债的企业会让你陷入麻烦，这就像是开车上路，而方向盘上绑着一把指向你心脏的匕首。如果你这样开车，你会成为一名更优秀的驾驶员，对此我可以向你打包票。你开车时会格外小心。但终有一天你的车子会开过一个小坑，或压到一小块冰块，你会因此惊出身冷汗。你出事的概率会比别人小，但一旦遇到事故，你会受到致命的威胁。实际上在过去 10 年中，一些美国企业就是在做这样的事情，他们受到了丰厚收费以及贪婪的诱惑。

我在一家电视台上看到了一个最极端的例子。大约 3 年前，佛罗里达州坦帕一家电视台准备出售。当时这家电视台负债累累，利息总额甚至超过了这家电视台的资产。如果所有人都捐献了自己的劳动力、节目和设施，这家电视台依然没有足够的资金偿付利息。他们疯了。你可以用 15 美分的价格购买到这家电视台 1 美元的债券。查尔斯·基汀的企业(Charles Keating 拥有加州的林肯储蓄和贷款机构(Lincoln Savings and Loan Association)，1989 年该机构成为了美国最大的存贷款机构破产案)也拥有大量的这种债券。在过去的 5-6 年中，出现了许多疯狂的事情。他们用 3.65 亿美元买下了这家电视台，但借款为 3.85 亿美元，你们都能猜到多出来的钱去了哪里。这些钱都落入了促成这项交易的中间商的口袋之中。

听众：可以这么说企业和政府的债务吗？

不，实际上不能这么说。就政府债务而言，重要的是对外担负了多少债务。如果一群人被困在了一个岛屿上，惟一能够同我们进行交易的是另外一个岛上的一位居民。我们所有人都去生产大米，我们每天必须工作 8 小时才能生产出刚够生存用的大米。在我们这群人中，如果有人一天工作 10 小时，有人工作 6 小时，那么这就意味着每天工作 6 小时的那些人得从工作 10 小时的那些人那里“借”价值 2 小时的大米，如果只有我们这些人，没有人会因此而变穷。我们当中有些人可能会欠别人一些米，当然还得算上利息，但我们的情况不会因此而变得更糟糕。我们仍会吃光每天所生产出的大米，只不过我们当中有些人会持有别人的欠条。

如果我们大家都决定不再工作，因为另外一个岛上的人每天工作 16 个小时，他们会将每天 8 个小时内生产的大米运给我们，如此我们只管吃就可以了，并把借据寄给他们(我们每天晚上通过独木舟上的一个人将借据送给他们，他们每天会将大米送过来)，我们只要坐享其成就行了，但那些我们寄给他们的小小的借条会产生利息，10 年之后他们说：“很快我们便要不生产大米了，在接下来的 10 年内，轮到你们每天工作 16 个小时了。”这是行不通的，尤其是如果你要求他们工作 16 个小时的那一代人不是原来的那一代人时，这意味着这一代人需要为上一代人偿还债务。

外债与内债完全不一样。目前我们国家就有外债。国家债务主要是国内的债务，但当我们出现贸易赤字时，情况就会出现变化。因此贸易赤字会对我们是否能像现在一样过着富裕的生活构成威胁。实际上我们每天都在卖出一小部分的农场，当我们拥有贸易赤字的时候，只有这样我们才能为自己的消费提供资金。我们拥有一家超大型的农场，因此我们可以在很长一段时期内每次卖掉一小部分的农场，且不会引起注意。这就像是少食多餐，最终吃成个大胖子一样。你永远也不会看到有人一天吃成个大胖子。当你从座位上站起来时，衣服扣子不会一颗颗崩掉，并听到人们惊呼：“上帝啊，你变胖了！”不可能发生这样的事情。只有当你持续暴饮暴食之后，你才会发现自己的腰围变粗了。实际上我们的贸易赤字就是这样的。我们正将借据寄给世界其他地区。最终我们会遇到麻烦。

事实上我们将大楼卖给了日本人，但关键不是卖给了日本人还是其他人。我们在两年以前以 1.75 亿美元左右的价格卖掉了我们在美国广播公司(ABC)的大楼。这仅仅相当于我们对日本一天的贸易赤字。他们将许多的盒式磁带录像机和其他东西运了过来，而我们送给他们的是第 54 大街(54th Street)和第 6 大道(6th Avenue)的所有权。我们用光了一样东西，而他们得到了另外一样东西。

这就像是恶有恶报。实际上在我看来，1626 年时，彼得·米纽特(Peter Minuet)正是通过一些不值钱的东西而从印地安人手里拿到了土地。现在，别人正送不值钱的东西给我们，而我们给他们的也是土地。这种事情每天都在发生。我们的贸易赤字将超过 1000 亿美元，这意味着我们现在正将我们的借据送往全世界的各个地方，并且这些借据还会产生利息，别人可以拿着这些借据拿走这个房间中的所有人在未来的产出。

如果是内债，这就完全不同了。当有人为别人提供帮助时，他所提供的帮助等于受到的伤害。但如果是外债，那么这一等式就不同了。

就听众提问展开评论：

问题是“我们只在国内投资还是也投资国外市场”。这一问题的答案是，我们购买的都是美国的证券，或者说几乎都是国内的证券。但这并不表示我不会进行其他的投资。一两年前，我差一点就在英国进行了一项大投资，我们研究其他国家的证券。美国股市规模 3 万亿美元，这相当于 3 万亿美元的投资规模。如果你无法在 3 万亿美元的市场中赚钱，你可能也无法从 6 万亿美元的市场中赚钱。

如今，可口可乐公司 80% 的利润来自于国外，而我们拥有该公司 7% 的股份。我们根据自己的持股可以获得近 1 亿美元的利润，其中近 8000 万美元来自于国外。可口可乐将于明年在东德地区投入巨资。在 1990 年，可口可乐在那里取得了巨大的成功。有意思的是，他们在东德卖出的第一罐可口可乐是从敦刻尔克运过去的。在 50 年前，德国人正是在这里将英国人打回了老家，你们可能太年轻而不知道这些事。一段时间内，我们在东德销售的可口可乐都来自于我们位于敦刻尔克的大型罐装厂。如今，可口可乐公司正在东德地区以惊人的速度修建一家罐装厂，这里将成为可口可乐公司的一大市场。

可口可乐也走进了莫斯科的麦当劳快餐店。莫斯科的麦当劳每天的营业额为 23.5 万美元，是美国的麦当劳平均水平的 50 倍。你可以看成在莫斯科开了 50 家麦当劳。那里有许多人在购买可口可乐。

就听众提问展开评论：

问题是“随着我银行账户余额的增加，我是否改变了我的想法”。事实是，我过去经常想法多于金钱，但如今却成了金钱多于想法。你现在就遇到了这一特殊的问题，但还有更为严重的问题。

我们现在惟一感兴趣的的就是大企业。我们现在对规模小于 1 亿美元的企业一点都不感兴趣，因为我们不认为自己可以将资金投资在此等规模的企业上，通常我们投资的企业规模要比这大得多。如今我们有 70-80 亿美元资

金，持有的股票种类越来越少了，1970 年，我们只有 1500 万美元，但那时却持有更多的股票。

我们没有试着增加对每种股票的购买，我把这种投资方法称为"诺亚方舟法"(Noah's Ark)——我们只买入两种股票。我们有一艘非常特殊的大船，我们只希望将两种物种带上船。这让我们的投资变得更加困难，但你无需拥有非常多的好主意。如果我们每年都能获得一个好主意，那就太棒了。如果你与我达成协议，你最好让我每隔两三年找到一个好主意。你需要的就是这些。**你必须一直击出全垒打。这就是这一行的美妙之处。**如果你像这样来制定决策，你就会考虑许多事情。

我总是对学生们说，在投资界中，当你走出校门时，你最好能带着一张有 20 个孔的卡片去上班，但这张卡片用完之后，你所有的投资也就结束了，如果这样的话，你会比带着一张没有限制的卡片上班赚到更多的钱。因为你得确保自己将这些孔用在了正确的投资上。

重要的不是你能做什么，而是你不能做什么。基本上我们很少在股票上亏钱。我们的好主意并不比别人多。但我们从来都没有犯过大错，我这是从本杰明·格雷厄姆那里学到的。他过去常说，投资有两大规则。**规则一：不要亏钱。规则二：牢记规则一。**

就听众提问展开评论：

第一个问题是，"当前的衰退会影响我们对投资的态度吗？"完全没有。如果明天我发现了让我感兴趣的股票，我明天就会投资。不管商业周期是否处在巅峰期，我都会使用完全一样的标准来投资。我们不关心企业正在做什么。如果美联储主席今晚打电话给我："我真的好怕，事情太糟了。"我才不管他说什么呢。我们将在明天一大早做应该做的事情。**总的来说，当人们感到悲观的时候，我们的生意就会越多。**这并不是因为我们喜欢悲观主义，而是因为悲观能让价格变得越来越诱人。如果你们都想卖出印第安那州南本德市的加油站，我希望与对加油站持最悲观立场的人做生意，不管他是谁。如此我便能获得最低的购买价格。每隔一段时间情况就会变得非常好或者非常坏，我们没有因为 7 月没有圣诞节而卖掉了我们的糖果公司。我们不关心经济预测。我从来都不看(有关经济预测的报道)。我看的是年报，但我不会看别人写的有关下周、下个月或者明年将发生些什么的文章。

第二个问题是，我们是否对某些行业特别喜爱。我们惟一喜欢的就是那些我们能理解的行业。之后，我喜欢那些拥有被我称之为"护城河"的企业。**我们喜欢那些能免受竞争困扰的企业。**如果你走进百货店说"我想买一块好时巧克力"，但售货员却说"我有一块没有牌子、但价格便宜 5 美分的巧克力"，你依然会买好时巧克力，或者穿过

大街到其他地方去买好时巧克力。

有时走在一家超市中是件有趣的事情，你可以思考谁拥有定价能力，谁拥有特权，谁什么都没有。如果你去买奥利奥牌(Oreo)饼干，我会给孩子们或者妻子或者其他人购买奥利奥牌饼干，或者看起来像奥利奥牌子的饼干。如果另外有一种饼干价格便宜 3 美分，你依然会购买奥利奥牌饼干。你会买果冻而不是其他什么东西。你会购买酷爱牌饮料(Kool Aid)而不是买 Wyler 公司以粉制品形式出售的软饮料。然而，如果你想买牛奶，牌子并不重要，不管你是 Borden 牌还是 Sealtest 牌。你不会为了购买某个牌子的牛奶而愿意多支付 1 分钱。你可能也不会为了购买某一品牌的速冻豌豆而支付更高的价格。这就是好企业与非好企业之间的区别。**牛奶公司不是优秀的企业。**

情人节就要到了，喜诗牌糖果在西海岸地区是炙手可热的情人节礼物，没有几个男人希望在将糖果送给女朋友或者妻子时说："甜心，这是我低价买来的。"这不仅仅是销售的问题。**我们希望消费者对我们的产品价格不会过于敏感。**如果你打算今天下午去买辆车，你不会说："我想买那边那辆红色的，但我想确认一下，它用的钢材是否是伯利恒钢铁公司(Bethlehem Steel)生产的。"你不会关心钢材是哪里生产的。因此，伯利恒钢铁公司除了说些奉承通用汽车、福特的话外，其他什么都不会说。通用汽车会说："我们知道你是好人，因此，如果 Y 公司每吨钢材的售价为 X 美元，那么你最好比这个价格再低 5 美元。"**让自己的产品与众不同，我们喜欢投资这样的企业。**

我们喜欢投资自己理解的企业。有许多企业是我无法理解的，我也不打算拥有它们。小托马斯·沃森在自己所写的《小沃森自传》一书中引用父亲老沃森的话写道：**我不是天才。但我在某些领域很聪明，而且我就待在这些地方。**真正的技巧在于知道自己知道些什么，以及自己不知道什么。这与你多少知道多少无关，而与你是否能确定自己知道些什么和不知道些什么有关，如此你就能知道何时自己应该挥打球棒了，并知道何时不应该进行投资。

就听众提问展开评论：

特许权的持续时间以及强度是判断一家企业是否为优秀企业时最重要的考虑。如果你认为一家企业还将经营 10-20 年，且将在定价方面具有优势，那么这会是一家优秀的企业。如果他们每次为了将售价提高 1 美元而祈祷，那么这就不是一家优秀的企业。

美国售价最高的日报是哪一份报纸呢？你们当中的多数人可能都熟悉这份报纸。美国售价最高的日报是《每日赛马决报》。该报每天的发行量为 15 万份左右，创刊约有 50 年了，售价可能是 2.00 或 2.25 美元(他们一直在

提价)，这份报纸很重要。如果你去赛马场，如果让你在妻子生日、《每日赛马快报》或者其他什么东西中作出选择，如果你是一名严格的赛马裁判人员，你就会选择《每日赛马快报》。你为购买《每日赛马快报》愿意花 2 美元、1.5 美元或者 2.5 美元，不管多少钱，人们都会买这份报纸。这就像卖给瘾君子针筒一样。这是一份必不可少的报纸。在未来的 5-10 年内，它依然会是一份必备的报纸。**你必须判断在未来的 5-10 年内是否还会有赛马，你必须判断是否人们会通过其他途径获得有关不同马匹过往表现的信息。**但你只需要回答这两个问题就可以了，如果你回答了这两个问题，那么你就会知道这家报纸将赚大钱。

顺便说一下，《每日赛马快报》有着非常高的利润率，比其他任何一份报纸都要高。他们基本上能随心所欲地制定价格。这是一家很好理解的企业，太好理解了。每当放映《白雪公主》的时候，几百万孩子都会去看，迪士尼公司将赚许多钱，并且他们无需翻拍这部电影。这部电影拍摄于 1937 年。这部电影将永远在孩子们身上收取"版税"。这样的企业不会是一家糟糕的企业。

就听众提问展开评论：

唐纳德·特朗普(Donald Trump)错在了哪里？唐纳德·特朗普最大的问题就是他从来都没有对过。他基本上都会对房地产支付过高的价格，但他却从别人那里借钱。他借了许多钱。如果你看一下他的资产，以及他为获得这些资产付出了多少和借了多少，你会发现他实际上没有获得任何权益。也许他现在的欠债达到 35 亿美元，如果你评估一下的资产的价值，也许这些资产的估值可能为 25 亿美元，这意味着他背负着 10 亿美元的债务缺口，这比你拥有 100 美元的债务缺口要严重得多了，因为如果你只有 100 美元的债务缺口，他们会搬走你的电视机，如果你的债务缺口为 10 亿美元，他们会说："唐纳德，去死吧。"

让人感兴趣的是，为何聪明人会步入歧途。这也是商业领域中让人最感兴趣的事情之一。我曾看到许多有着高智商的聪明人都在华尔街或者企业中遭遇惨败，而打败他们的正是他们自己。他们拥有 500 马力的超级引擎，而自己只提供了 50 马力。**更糟糕的是，他们同时踩住了刹车和油门。实际上是他们自己打败了自己。**

让我举一个在上一个班级中举过的例子。假设你们每个人都可以买下这个房间中除了我以外其他任何一人一生收入的 10%。假设你需要为此支付 5 万美元。这意味着若此人毕业之后赚到了 3 万美元，那么你就能得到 3000 美元。如果他做得极其好，像唐·基奥一样成为了可口可乐公司的主席，你就发财了。

你会如何思考该买下谁的 10% 收入？假设坐在这里的还有唐纳德·特朗普，我的朋友汤姆·墨菲，他正经营着美

国广播公司，或者唐·基奥，你肯定会将自己的一生都押注在他们每个人身上，假设他们身体都非常健康的话。你会给他们进行智商测试吗？你肯定认为他们都有着相当高的智商。你希望考察他们希望成为富人的愿望有多么强烈吗？唐纳德·特朗普希望成为富人。他可能并不是一位严格意义上的富人。

你会用哪一种标准在这个房间内选出一个人来呢，不同的选择标准会得出不同的结果。我不知道你们相互之间有多了解，因为你们来自两个学校，因此我将你们分成两组，我想这样你们的猜测就不会错到哪里去了。如果你与同组中的人有过更多的交往，那么你的猜测可能会更准确，但不管如何这也要比掷硬币决定要好。你可能会想到许多的个性品质，其中一些直接来自于本杰明·富兰克林，我想说的是，我所遇到过的许多成功人士都有着许多与本杰明·富兰克林一样的品质。而唐纳德·特朗普则不具备这些品质。

你们可能会发现，对多数企业和个人来说，生活往往会攻击你最薄弱的环节。这一点非常有趣，但人们没有对此给出足够的思考。因此，你在整个房间中寻找的并不是这些人身上最强大的环节是什么，也不是他们的平均优势是多少，而是他们那些会引起麻烦的最薄弱环节是什么。

最薄弱的环节也许是酗酒，也许是赌博，也许是其他一些事情；也许没有，那就最好了。但最薄弱的环节才是挑选购买对象时真正的关键。

当我在找我们的经理人时，我找的并不是那些半夜起来，口中说着 $E=mc^2$ 的人，我要找的是那些技能非常完善的人，也就是这些人没有任何的薄弱环节。在我眼中两项最严重的薄弱环节就是：酒精和杠杆（即借钱），我已经看到许多人因为这两个因素而遭遇了失败。唐纳德·特朗普之所以失败是因为他使用了杠杆。他完全沉溺于自己能借到多少钱，但却没有对自己能还得出多少钱给予充分的思考。

在这个世界中，你确实不需要使用太多的杠杆。如果你聪明，你不借钱也能赚到钱。在我的一生中，我从来没有借过大笔钱。永远也不会。我对借钱不感兴趣。另外一个理由就是，我从来不认为在自己的财富翻番时，会感到更快乐。你应当让自己过得快活些。如果你说“我会接受这份工作——我实际上并不喜欢这份工作，但3年之后，我会喜欢这份工作的”，那么，忘了这份工作吧。现在就去找你喜欢的工作吧。

巴菲特致所罗门股东信 1991

1991 年 11 月 1 日 WSJ 亚洲

《所罗门公司董事长关于公司状况和前景的报告》

致所罗门公司股东：

在本报告中，我不仅要向您介绍所罗门公司第三季度的业绩，还要向您介绍我对公司未来发展方向的看法。

从我们发布的公告和媒体报道中，您已经了解了导致我于 8 月 18 日被任命为所罗门公司临时董事长的事件。

此后，我们继续调查所罗门公司过去在政府证券市场和其他领域的行为。我们目前的结论是：所罗门公司少数员工的行为令人震惊，这一事实将证明，作为股东，这将付出高昂的代价，但不当行为和错误判断仅限于这些少数员工。简而言之，我认为我们存在一个极其严重的问题，但不是一个普遍存在的问题。

控制与合规

自 8 月 18 日以来，我们已经在我们的证券子公司所罗门兄弟公司(Salomon Brothers Inc.)制定了规则和程序，我们认为这些规则和程序为行业树立了标准。此外，我们已经开始以新的方式监督所罗门兄弟公司的情况，例如，通过成立董事会合规委员会，并期望在这一领域成为领导者。即便如此，鼓励模范行为的氛围可能比规则更重要，尽管这些规则是必要的。

在我担任董事长期间，我将把自己视为公司的首席合规官，我已经要求所罗门的所有 9000 名员工在这方面协助我。我还敦促他们以超越规则的检验标准为指导：在考虑任何商业行为时，员工应该扪心自问，他是否愿意看到一个知情的且持批判态度的记者，立即将其行为刊登在当地报纸的头版上，让他的配偶、子女和朋友们阅读。在所罗门，我们只是不想参与任何合法，但我们作为公民会觉得令人反感的活动。

经营业绩

第三季度的日常运营产生了极好的利润，这在很大程度上是由于固定收益市场异常有利的趋势。不过，我需要提醒大家注意两个影响收益的重大调整，一个是负面的，一个是正面的。首先，我们设立了 2 亿美元的税前法律准备金，用于支付潜在的和解、判决、罚款、诉讼费用和其他相关费用。其次，我们为所罗门兄弟公司记录的赔偿费用比通常预期的要少大约 1.1 亿美元。由于某些法律费用可能无法抵扣税款，因此这两个异常项目适用不同的税率，这两项合计导致净收入减少约 7500 万美元。

法律费用

我想从法律费用开始逐一阐述这些不寻常的项目。现在没有人能够肯定地估计所罗门过去的行为和错误判断最终会给公司带来多少直接成本。还有非常重要的次要成本，如业务损失和资金增加的成本，但是，正如我稍后将详细介绍的，可能还有重大的次要收益。然而，无论这些成本是多少，我们 40 亿美元庞大的股本基数几乎保证了这些成本不会造成巨大损失。

我们将尽快支付任何罚款或处罚，我们还将努力及时解决有效的法律索赔。然而，我们将在必要的范围内对无效或夸大的索赔进行诉讼，这种情况会很多。也就是说，我们将对过去的行为做出适当的补偿，但我们不会成为任何人的替罪羊。会计规则要求我们与审计师和法律顾问共同审查准备金的规模。我们已经这样做了，根据目前有限的信息，他们同意目前的估计值。我们将根据信息和事件澄清情况对储备金进行调整。

关于薪酬

你们中的大多数人都读过有关所罗门兄弟公司高额薪酬的文章。你们中的一些人也读过我在伯克希尔年度报告中对激励薪酬的讨论。在这些文章中，我曾说过，我相信合理的激励薪酬计划是奖励经理人的绝佳方式，我也接受了为非凡的经理人业绩支付真正非凡薪酬的概念。我将继续坚持这些观点。

但所罗门兄弟公司的问题在于，其薪酬计划在某些关键方面是不合理的。一个不合理的现象是，与整体业绩相比，总体薪酬水平过高。例如，去年证券部门赚取了约 10% 的原始权益资本，远远低于美国企业的平均水平，但为该部门工作的 106 人却赚取了 100 万美元或更多。这些人中有许多人的业绩非常好，他们的薪酬显然是实至名归。但总的结果是不合理的：尽管 1990 年末计薪酬的营业利润与 1989 年持平，但薪酬却增加了 1.2 亿美元。当然，这意味着股东的收益下降了同样的数额。

与此相关的不合理性与所罗门公司盈利的不平衡方式有关。事实上，所罗门公司的董事们并没有获得足够的信息。我现在掌握的数据显示，所罗门公司近几年的总体利润乏善可陈，其原因是少数业务领域的盈利出色，应该补充的是，这些业务领域的经营诚实守信、道德高尚，而其余的业务领域，盈利不足或根本没有盈利。然而，薪酬计划并没有考虑到这种极端的不均衡性。实际上，一些人的良好业绩补贴给另一些人真正的超额回报。如果一家私人合伙公司选择了这种平均主义的财富分享制度，那是可以理解的。但所罗门是一家依靠大量股东资本的上市公司，在这样的经营模式中，业绩优异者的超额收益，即他们创造的超出其正当报酬的收益，归股东所有是

合适的。

当然许多重要工作的绩效很难量化，如合规、审计、资金和研究。对于这些工作，以及运营和支持性工作，无论利润是高是低，所罗门员工的薪酬通常应符合行业标准。我们的薪酬计划还必须既要奖励合作的、为公司利益着想的行为，又要认识到有些业务部门的利润相对较低，但却为公司带来了宝贵的、难以量化的附带利益。

尽管如此，仍有许多工作的绩效是可以具体衡量的，也应该衡量。在这些工作中，如果员工为公司创造了卓越的业绩，同时在工作中表现出色且没有过多风险，那么他们就应该获得一流的报酬。另一方面，为公司所有者带来平庸回报的员工，其薪酬也应反映出这一不足。在过去，这既不是所罗门的期望，也不是实践做法。

所罗门公司董事们决定，公司 1991 年的薪酬总额将略低于 1990 年的水平。然而，到 1991 年 6 月 30 日为止，应计报酬的比率大大超过了 1990 年的比率。因此，在第三季度对应计项目进行了 1.1 亿美元的下调。

在 1991 年和未来，所罗门兄弟公司的高薪人员将根据股权合伙计划(EPP)以股票的形式获得大部分报酬，这是去年前任管理层制定的，我们对此表示由衷的赞赏。EPP 激励经理们像所有者一样思考，因为它要求他们持有所购买的股票至少 5 年，因此他们既要面对企业的风险，也要抓住机遇。这种安排与股票期权计划形成鲜明对比，在股票期权计划中，经理人只有在游戏已经获胜的情况下才会投入资金，然后通常会迅速出售股票。

所罗门兄弟公司的业务兼具杠杆效应和收益波动性，因此，将适用于经理人个人的财务等式与适用于普通股东的财务等式相比较，是特别必要和适当的。我们希望看到公司的经理们通过所有权而不是简单地搭乘他人所有权的便车而致富，事实上，我认为所有权能够及时地为我们最优秀的经理们带来巨大的财富，其数额可能远远超出他们现在所认为的可能。

为了避免稀释，EPP 的受托人在市场上为该计划购买股票，在未来的某个时间点，公司本身可能会选择回购股票以减少已发行股票。在相对较短的几年内，所罗门公司的关键员工可能拥有公司 25%或更多的股份，这些股份是用他们自己的报酬购买的。每个员工为公司做得越好，他或她拥有的股票就越多。

我们的绩效薪酬理念无疑会导致一些管理人员离职。但非常重要的一点是，同样的理念可能会吸引业绩最好的经理人留下来，因为这些人可能会认为自己是打击率 0.350 的击球手，应该得到合理的报酬，而不是看到他们的正当报酬被部分分配给业绩较差的经理人。事实上，我很高兴地向大家报告，我们某些最优秀的经理已经要求修改 EPP 计划，允许他们大幅提高通过该计划进行投资的收入比例。

如果有异常数量的人员离开公司，结果不一定是糟糕的。其他与我们有相同想法和价值观的人将会被赋予更多的责任和机会。最终，我们必须拥有与我们的原则相匹配的人才，而不是相反。

关于杠杆

9月30日的资产负债表总额比6月30日减少了370多亿美元，从1340亿美元降至970亿美元。然而，变化的速度比这些数字所显示的还要快：8月16日，就在我就任主席之前，总资产约为1500亿美元。

在所罗门兄弟公司的业务中，大量借入资金是必要和适当的。例如，我们将继续作出大量短期承诺，为股票、抵押贷款和债券的承销和大宗购买提供资金。事实上，我们希望成为这些领域的领导者。

尽管如此，我们还是有意降低了资产负债表的总额，以减少我们的杠杆率。一般来说，我不喜欢巨大的杠杆，就所罗门而言，我认为过去资产负债表的膨胀往往是为了获得过于微薄的回报。更大的总额实际上会导致更小的利润：**正如商业银行和投资银行近年来所认识到的那样，获得资金越容易，投资决策越缺乏纪律。**

关于资产负债表的最后一点令人欣慰：所罗门的前任管理层非常倾向于保守的提列准备金。各种业务风险的巨额准备金一直并将继续保持。

菲布罗能源公司 Phibro Energy Inc.

Phibro 能源公司是所罗门公司拥有的另一个主要企业，在1990年取得辉煌业绩后，今年只实现了一般的利润。许多投资者认识到 Phibro 是石油和相关衍生工具交易的世界领导者，但却不了解 Phibro 炼油业务的规模。Phibro 的四家炼油厂通常每天加工约33万桶石油，相当于埃克森公司在美国炼油产量的三分之一以上。但今年炼油价差缩小，Phibro 的炼油业务利润急剧下降。

然而，公司在西伯利亚石油项目 White Nights(WNJE)上取得了卓越的进展，我们的俄罗斯合作伙伴是 Varyeganneftegaz 生产协会。我会见了 Varyeganneftegaz 的天才总经理兼 WNJE 董事长 Anatoli Sivak，他对迄今为止的发展充满热情。从本质上讲，该项目是在三个指定油田区域，钻探新井并对现有油井进行改造。作为回报，WNJE 有权获得在没有 WNJE 开发的情况下成功生产的增量产量。迄今为止，WNJE 已进行了37次修井，其中25次获得成功。此外，最近还完成了一口新井。这些油井的日产量合计增加了约4700桶。WNJE 正在用石油换取硬通货，钻井速度也将加快。尽管该项目存在政治和石油工程风险，但 WNJE 的潜力巨大。

结论

近年来，母公司所罗门公司和 Phibro 能源公司都被高层管理人员视为所罗门兄弟公司的附属公司。这是可以理解的，因为母公司的管理者来自证券部门。但现在，我们将所罗门公司视为两个独立的大型企业的所有者，每个企业都将以其所需的股本回报率来衡量。

我早些时候曾指出，我们目前的问题很可能会给未来带来好处。我们有望纠正所罗门兄弟公司的某些弱点，如果不改变管理层，这些弱点很可能得不到解决；与此同时，该公司的优势在很大程度上保持不变。尽管盈利的波动性会一直很高，但所罗门公司有能力在有利的市场条件下赚取可观的利润。

此外，我相信，我们可以在球场中央积极发挥，而不需要近线耍酷，从而获得这些优厚的回报。良好的收益与良好的行为并不矛盾。

我们的目标是 J.P.摩根几十年前提出的，他希望看到他的银行以“一流的方式开展一流的业务”。事实上，我们不仅会根据我们所做的业务来评判自己，还会根据我们拒绝做的业务来评判自己。与所有大型组织一样，所罗门银行会有失误，甚至失败，但是，在我们力所能及的范围内，我们将迅速承认错误，并同样迅速地纠正错误。

自上任以来，我做出的最好的决定就是任命 Deryck Maughan 为所罗门兄弟公司的首席运营官。他和 Phibro 的管理层与我一起承诺，要将所罗门兄弟公司打造成一家为客户、员工和所有者创造卓越业绩的公司。

沃伦巴菲特 临时董事长



1991 年 9 月 4 日巴菲特出席所罗门听证会，该片段成为每年股东大会会前花絮。国家有权期望它的规则和法律得到遵守，但我也要求所罗门每位雇员做自己的合规官，他们首先要遵守法律，然后问自己，希不希望他们有任何行为，明天出现在他们妻子孩子朋友阅读的报纸头版头条上，如果他们同意这项考验，就不必担心我说的其他话。折损公司的财富，我可以理解，但折损公司仅剩的声誉，我会毫不留情。

巴菲特致股东的信 1991

1992 年 2 月 28 日, BRK: \$6750-9050

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

本公司 1991 年的账面价值增长了 21 亿美元, 或增长了 39.6%(标普 30.5%), 自现任管理层接手的 27 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 6437 美元, 年复合成长率约为 23.7%。

现在我们股东权益的规模已高达 74 亿美元, 所以可以确定的是, 我们可能再也无法像过去那样继续维持高增长, 而随着伯克希尔不断地增长, 现今可以大幅影响我们业绩表现的投资机会也就越来越少。当我们管理的资金只有 2000 万美元的时候, 一项获利 100 万美元的投资就可以使得我们的年回报率增加 5%, 但时至今日, 我们却要有 3.7 亿美元的盈利(要是以税前计算的话, 则要 5.5 亿美元), 才能达到相同的效果, 而要一口气赚 3.7 亿美元比起一次赚 100 万美元的难度可是高的多了。

伯克希尔的副主席查理·芒格与我一起设定, 以 15%做为每年公司内在价值增长的目标, 也就是说如果在未来十年内, 公司要能达到这个目标, 则账面价值至少要增加 220 亿美元, 请大家祝我们好运吧! 我们真的很需要。

我们在 1991 年所经历帐面数字的超额增长是一种不太可能再发生的现象, 受惠于可口可乐与吉列刮胡刀市盈率的大幅飙升, 光是这两家公司就合计贡献了我们去年 21 亿美元账面价值增长中的 16 亿美元, 三年前当我们大笔买进可口可乐股票的时候, 伯克希尔的账面价值大约是 34 亿美元, 但是现在光是我们持有可口可乐的股票市值就超过这个数字。

可口可乐与吉列刮胡刀可说是当今世上最好的两家公司, 我们预期在未来几年他们的盈利还会以惊人的速度成长, 相对地我们持股的价值也会以等比例的程度增加, 然而去年这两家公司的股价上涨的幅度却远高于其本身盈利增长的幅度, 所以说去年我们是双重获益: 一方面是靠公司绝佳的盈利能力, 一方面是市场对于公司股票的价值重估。当然我们认为这样的价值重估是合理的, 但这种情况不可能每年都发生一次, 展望未来我们可能只能仰仗前一点而获益。

第二份工作

1989 年当我以每天五瓶樱桃可乐的爱好者身份, 宣布买进价值 10 亿美元的可口可乐股票时, 我曾形容这项举动其实只是反映出我们的投资回报怎么跟着我的行动走。在去年 8 月 18 日当我被推举为所罗门公司的临时主席

时，则完全是另外一件事，这次我不得不跟着我们的投资行动起来。

(Put your money where your mouth is. 别说大话，要拿出实际行动来才行。)

(1991 年 5 月，作为美联储确认的 30 家主要的国债自营商之一，为了避开监管层规定的 35% 的自营认购上限，从而获取更多的债券，所罗门公司(Salomon Inc.)在其申报表格中伪造了一系列客户的名字。竞价完毕之后，所罗门兄弟商号几乎将整笔发行项目尽收怀中。囤积债券后，所罗门公司又在市场上大举逼空，操纵市场为自己谋利。这最终引来财政部等政府监管部门的注意，并对其展开大规模的调查，公司的这一做假行为得以曝光。)

我想大家应该都已经从报上看过有关我个人任命为所罗门董事会临时主席的报导，我之所以愿意接受这个职位具有一个深刻且重要的意义，那就是伯克希尔旗下事业的经理人是如此的优秀，让我可以很放心的把时间放在别的工作之上，而完全不必担心公司的营运会走样，Blumkins 家族、Friedman 家族、Mike Goldberg、Heldmans 家族、Chuck Huggins、Stan Lipsey、Ralph Schey 与 Frank Rooney(我们最新并购的布朗鞋业的 CEO，后面还会有详细的介绍)等人，都是所属产业的龙头，因此根本就不需要我个人的协助，我的工作只是要思考如何更公平合理地对待他们，同时有效地运用他们所生产出来的资金，而这两方面都不会因为我在所罗门的工作而受到影响。

查理跟我在这些成功的企业所扮演的角色，可以由迈阿密大学著名的四分卫-George Mira 与他的教练-Andy Gustafson 的故事来作说明，有一回在与佛罗里达大学比赛时，在球门线前 Mira 接球并准备传球，他看到有一个队友有空档，但他的右手边却有一位难以摆脱的防守球员在侧，右撇子的 Mira 于是将球换到左手，并丢出生平第一次的左手传球，并触地得分。当所有的球迷疯狂地簇拥而上，教练 Gustafson 镇定地转向一位记者说到："这都是因为我平常训练有素的缘故！"。

以我们现有的梦幻明星级的经营团队阵容来说，伯克希尔的表现绝不会因为查理或是我偶尔跷班而有所影响，大家必须知道，我在所罗门的名衔只是暂时的，伯克希尔才是我的最爱，而且是至死不渝的爱，去年在哈佛商学院，有学生问我何时会退休，我的回答是："大概要等到我死后五到十年吧！"。

报告收益的来源

下表显示伯克希尔报告收益的主要来源，在这张表中商誉的摊销数与购买法会计调整数会从个别被投资公司分离出来，单独加总列示，之所以这样做是为了让旗下各事业的收益状况，不因我们的投资而有所影响，过去我一再地强调我们认为这样的表达方式，较之一般公认会计原则要求以个别企业基础做调整，不管是对投资者或是管理者来说，更有帮助，当然最后损益加总的数字仍然会与经会计师查核的数字一致。

年报中还有企业个别部门的信息，依照一般公认会计原则所编写的格式，另外从今年开始我们将不再像过去

那样详细叙述非保险业的营运，因为我们旗下事业组织日益庞大，且以后还会继续增长，所以实在是没有必要每年都重复讨论相同的事情。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以千美金计	1991 年	1990 年	1991 年	1990 年
保险集团：承保收益	-119,593	-26,647	-77,229	-14,936
保险集团：净投资收益	331,846	327,048	285,173	282,613
布法罗新闻	37,113	43,954	21,841	25,981
喜诗糖果	42,390	39,580	25,575	23,892
Kirby 吸尘器	35,726	27,445	22,555	17,613
Scott Fetzer 制造集团	26,123	30,378	15,901	18,458
世界图书	22,483	31,896	15,487	20,420
1991/7/1 布朗鞋业	13,616		8,611	
内布拉斯家具	14,384	17,248	6,993	8,485
费区海默制服	12,947	12,450	6,843	6,605
Wesco 金融-保险除外	12,230	12,441	8,777	9,676
商誉摊销	-4,113	-3,476	-4,098	-3,461
购买法会计-其他费用	-6,021	-5,951	-7,019	-6,856
利息费用	-89,250	-76,374	-57,165	-49,726
股东指定捐赠	-6,772	-5,824	-4,388	-3,801
其他	77,399	58,310	47,896	35,782
经营收益	400,508	482,477	315,753	370,745
出售资产和已实现证券收益	192,478	33,989	124,155	23,348
所有实体-收益合计	592,986	516,466	439,908	394,093

注：债务利息科目不含斯科特费泽与互助储贷的利息费用

透视收益

之前我们曾经讨论过透视收益，其主要包括：(1)前段所提到的报告收益，加上(2)主要被投资公司按 GAAP 未反映在我们帐上的保留收益，扣除(3)若这些保留收益分配给我们时，估计可能要缴的所得税。

我曾经告诉各位，长期而言，如果我们的内在价值期望以 15%增长的话，透视收益每年也必须增长 15%。事实上，自 1965 年现有管理层接手以来，公司的透视收益几乎与帐面价值一样，年化增长率为 23%。

然而去年我们的透视收益不但没有增加，反而减少了 14%，这样的下滑主要源于去年年报就曾经向各位提过的两项因素，那时我就曾经警告各位，这些将对我们的透视收益会有负面的影响。

首先，我曾告诉各位，旗下媒体业务的收益，不管是直接的报告收益，还是间接的透视收益一定会减少，事实证明是如此。第二，在 4 月 1 日，我们的吉列优先股被要求转为普通股，1990 年来自优先股的税后收益是

4500 万美元，大概比 1991 年三个月的股利总和加上九个月的普通股透视收益还多一点。

另外有二项我没有意料到的结果，也影响到我们 1991 年的透视收益。首先，我们在富国银行的利益大概仅维持损益两平(所收到的股利收入被其累积亏损所抵消)，去年我说富国银行取得这样结果的可能性很低，但也不是全无可能。第二，我们的保险业务的收益虽然算是不错，但明显下降了。

各位可以从下表看出我们是如何计算透视收益的，不过我还是要提醒各位这些数字有点粗糙，(被投资公司所分配的股利收入已经包含在保险业务的净投资收益项下)。

伯克希尔主要投资公司	伯克希尔年末近似所有权		伯克希尔应占留存收益	
	1991 年	1990 年	1991 年	1990 年
首府/ABC 广播公司	18.1%	17.9%	61	85
可口可乐	7.0%	7.0%	69	58
GEICO 保险	48.2%	46.1%	69	76
房地美	(a)3.4%	(a)3.2%	15	10
吉列公司	11.0%		(b)23	
华盛顿邮报	14.6%	14.6%	10	18
富国银行	9.6%	9.7%	-17	(c)19
伯克希尔主要投资留存收益合计			230	266
对留存收益的假设税			-30	-35
伯克希尔报告的经营收益			316	371
伯克希尔透视收益合计			516	602

注：(a) 已经扣除 Wesco 的少数股权；(b) 仅含伯克希尔于 4 月 1 日申请转换为普通股后的九个月；(c) 以年平均持有股权比例计算

我们也相信投资人可以通过专注于自己的透视收益而受益，通过计算他们就会了解到，其投资组合所应分配到的真正收益的合计数。所有投资人的目标，应该是要建立这样一个投资组合：其透视收益能在从现在开始的未来十年内极大化。

这种方式将会迫使投资人思考企业真正的长期远景而不是短期的股价表现，从而藉此改善其投资绩效。当然就长期而言，投资决策的绩效还是要建立在股价表现之上，但价格将取决于未来的盈利能力。投资就像是打棒球一样，想要得分，大家必须将注意力集中到场上，而不是紧盯着计分板。

传媒业的变化与其估值

在去年的报告中，我曾经表示媒体业务盈利能力衰退降既反映了长期趋势，也反映了周期性因素。1991 年发生的情况则强化了这一点：由于零售业态的转变加上广告与娱乐选择的激增，以往曾经一度风光的媒体事业，其竞争力已受到严重的侵蚀，然而不幸的是，在商业世界中，从后视镜所看到的景象，永远比向前看挡风玻璃还清

晰。(预测没有发生的未来，比总结已经发生的过去更难)。几年前与媒体相关的人包含银行、股东与证券分析师在内，没有一个看到媒体业务即将面临的经济恶化，(若是再多给我几年，我可能就能说服我已经预见到了)。

事实是，报纸、电视与杂志等产业在经济行为上，越来越像一般企业，而不是拥有特许经营权的企业。让我们快速地看一下特许事业与一般事业在特性上的不同，不过请记住，很多公司事实上是介于这两者之间，所以也可以将之形容为**弱势的特许事业或强势的一般事业**。

经济上的特许经营权，来源于以下特定的产品或服务：(1)它是被需要或被渴望的；(2)被顾客认定为找不到其它类似的替代品；(3)不受价格上的管制。一家公司到底有没有具有以上三个特点，都将通过公司能不能够定期地对其提供的产品与服务**主动调价**，从而赚取更高的资本回报率表现出来。**更重要的是，特许经营权比较能够容忍不当的管理**，无能的经理人虽然会降低特许事业的盈利能力，但是并不会造成致命的伤害。

相比之下，一般事业想要获取高回报就只有**当其是低成本经营者**，或是当其所提供的产品或服务供需紧张之时，但是这种供给不足的情况通常维持不了多久，倒是**通过卓越的管理，一家公司却可以长期维持低成本的营运**，但即使是如此，还是会面临竞争对手持续不断的攻击。与特许事业不同的是，一般事业**可能会因为管理不善而倒闭**。

就在不久前，媒体产业还拥有特许事业这三项特质，因此还能够提高价格并容忍宽松的管理。不过现在的消费者不断地寻找不同的信息与娱乐来源，其可选择范围也大大拓宽了。不幸的是，消费者的需求并不会随着供给的增加而变大，美国人的五亿只眼睛，一天 24 小时，就这么多，不可能再增加了。所以结果可想而知，竞争加剧，市场分裂，媒体产业因而丧失了部分原有的特许经营权。

媒体产业特性经营权减弱，对其长期价值的影响远远超过了对短期收益的冲击，为了让了解这种现象，让我们来看看稍微简化但却颇为相关的数字。

几年以前，传统观点都认为新闻、电视或是杂志产业的盈利，将永无止尽地以每年 6%左右的比率增长，而且可以完全不必依靠额外的资本，因为每年的折旧费用大致与资本支出相当，而所需的营运资金相当小，所以报告收益(在扣除无形资产摊销前)几乎等于可以自由分配的收益。也就是说，拥有一家媒体事业，类似于拥有每年增长 6%的永续年金。若我们以 10%的折现率来计算现值的话，可以算出，为税后 100 万美元净利的产业支付 2500 万美元是值得的($100/(10\%-6\%)=2500$ ，25 倍税后市盈率，或 16 倍税前市盈率)。

现在改变假设条件，这家公司只拥有普通的盈利能力，其盈利周期性的围绕 100 万上下波动，这种波动模式实际是大部分企业的状况。而公司的盈利想要有所增长，股东就必须投入更多的资本才行(通常是保留收益的方式)。根据改变后的假设，同样以 10%加以折现，大概可以达到 1000 万美元的估值。结果可以看出，轻微的假设变动就使这家企业的价值大幅减少($100/(10\%-0\%)=1000$ ，10 倍税后市盈率，或 6.5 倍税前市盈率)。

现金就是现金，不管今天它是靠经营媒体事业或是钢铁工厂得来的都一样，而过去同样是一美元的盈利，大家对媒体事业的估值远高于钢铁工厂的原因是，媒体事业的收益预期会继续成长，且股东不需要再投入额外的资金，而钢铁业很明显属于打摆子的那类。不过现在，大家对于媒体事业的看法也逐渐转向为后者。而且正如我们刚刚简化示例所示，当预期被修正时，估值必然发生巨大变化。

我们在媒体事业有相当大的投资，不管是完全拥有的布法罗新闻报，还是在华盛顿邮报与首府/ABC 广播的股票投资，而这些媒体事业的价值因为前面所提到的产业所面临的业态转变而大幅滑落，(周期性因素也使得我们现在的透视收益大受影响，虽然还不致于让内在价值减少)。然而，就像是我们经营伯克希尔的企业原则所揭示的，我们不会只是因为还有其它更有利的资金用途，就随便将已被列为永恒的事业或主要投资出售，(当然之前我们也确实卖了一些媒体股，不过规模相对较小)。

还好我们的内在价值受到损害的情况尚属轻微，因为布法罗新闻报在 Stan Lipsey 的领导之下，表现远比其它报纸同业要来的优秀，另一方面首府广播公司与华盛顿邮报的经营也都管理的很好，特别是在 1980 年代后期许多媒体公司以高价大举并购同业时，这些公司都只是做壁上观。此外，首府广播与华盛顿邮报两家公司的负债也都很少，手上的现金就足以清偿所有的债务，因此，公司资产的缩水并没有因为杠杆而扩大，所以现在在所有主要的媒体公司中，大概就只有我们投资的这两家公司可以免于债务所苦，而大多数同业通过激进的并购，除了收益大幅缩水之外，还同时背负着至少相当于年度盈利能力五倍以上的债务。

总而言之，首府广播公司及华盛顿邮报超强的资产负债表与管理层，持有它们的股份使得我们比持有别家公司的股份感到更放心，而且就现阶段而言，媒体事业的经济特征仍然比其它一般美国企业要来的有竞争力，只是不再像过去那样拥有坚固的经济护城河和诱人的暴利了。

糖果店的二十年

我们刚刚跨过历史性的一页，20 年前也就是 1972 年 1 月 3 日，蓝筹印花公司(原伯克希尔子公司，后来并入

其中)，买下喜诗糖果，西海岸的一家盒装巧克力制造与销售厂商，当时卖方所提的报价，以最后取得的 100% 股权换算约为 4000 万美元，但当时光是公司帐上就有 1000 万美元的现金，所以认真算起来真正出的资金只有 3000 万美金，不过当时，查理跟我还没有完全意识到特许经营权所拥有的真正经济价值，所以在看过账面价值只有 700 万美元的报表之后，竟向对方表示 2500 万是我们可以出的最高上限(当时我们确实是这样子认为)，很幸运的是卖方接受了我们的报价。

之后蓝筹印花公司的印花销售收入从 1972 年的 1 亿美元下滑到 1991 年的 1200 万美元，但在同一期间喜诗糖果的销售收入却从 2900 万增长到 1.96 亿美元，更甚者，其盈利增长的幅度还远高于收入增长的幅度，税前盈利从 1972 年的 420 万增长为去年的 4240 万美元。

为了正确评估利润增长，必须将其与产生利润所需的增量资本支出考量进去，就这点儿言，喜诗的表现实在是相当惊人，这家公司现在的账面价值只有 2500 万美元，意思是说，除了买入时的初始 700 万美元，只需要再投入 1800 万的收益，此外，喜诗将这 20 年来剩下所赚的 4.1 亿美元，在扣除所得税之后，全部发还给蓝筹印花与伯克希尔，将资金分配到更有利的投资之上。

在买下喜诗时，有一点是我们已预见的，那就是它尚未被发掘的提价能力，另外我们有两方面算是很幸运，第一，整个交易还好没有因为我们愚昧地坚持 2500 万美元的上限而告吹，第二，我们选中 Chuck Huggins，当时喜诗糖果的副总经理，立即走马上任。不管是在公事或是私交方面，我们与 Chuck 共处的经验都相当棒，有一个例子可以说明，当并购案完成后，我们在短短五分钟内就与 Chuck 协议好他担任总经理的薪资回报，而且连书面契约都没有签，就一直延续到今天。

1991 年，喜诗糖果的销售金额与前一年度相当，但是若是以销售磅数来算，则减少了 4%，所有减少的部分大多来自于占年度盈利 80% 的最后两个月，不过尽管业绩疲软，盈利还是增长了 7%，税前利润率更创下 21.6% 的新记录。

喜诗糖果 80% 的收入都来自于加州，而我们的生意很明显地受到当地经济衰退的影响，尤其下半年更为显著。另外一个负面因素是，加州在年度中开始对零食课征 7-8% 的营业税(依每个市镇有所不同)，当然巧克力糖果也不能幸免。

若是精研认识论差异的股东应该会觉得加州对于零食与非零食的分类感到相当有兴趣。你一定会问，那融化

的牛奶冰淇淋棒要不要课税呢？在这种模棱两可的状态下，它到底是比较像冰淇淋棒还是晒化的糖果棒呢？也难怪加州公平交易委员会的主席 Brad Sherman，虽然反对这项法案但还是必须负责监督执行，他说：我以税务专家的身份到这个委员会任职，但我觉得大家要选的对象，应该是小孩子才对。

查理跟我有太多理由要感谢查克跟喜诗糖果，最明显的原因是他们帮我们赚了那么多钱，而且其间的过程是如此令人愉快，还有一点同样重要的是，**拥有喜诗糖果让我们对于特许经营权有了更深一层的认识，我们靠着在喜诗身上所学的东西，在别的股票投资上，又赚了更多的钱。**

布朗鞋业

我们在 1991 年完成了一次大型的并购案，那就是买下布朗鞋业，这背后有一段有趣的故事，1927 年时有一位 29 岁的年轻商人 Ray Heffernan 以 1 万美元买下这家位于马萨诸塞州的公司，从此展开长达 62 年的事业(当然同时他还有其它追求的目标，高龄 90 岁的他现在还在加入新的高尔夫球俱乐部)，等 1990 年 Heffernan 先生宣布退休时，布朗鞋业在美国已有三座工厂，还有另外一座在加拿大，雇员人数近 2000 人，每年的税前利润约有 2500 万美元。

这期间 Heffernan 的一个女儿 Frances 嫁给了 Frank Rooney，当时 Heffernan 严正地告诉他的女婿最好断了想要参与经营布朗鞋业的念头，但这却是 Heffernan 先生所犯下的少数错误之一，Frank 后来跑到另外一家鞋业 Melville 担任 CEO，在他 1964-1986 年担任主管期间，Melville 每年的平均股本回报率高达 20%，而股价更从 16 元涨到 960 元(经调整后)，而在 Frank 退休多年后，Heffernan 先生因病请 Frank 回来经营布朗鞋业。

1990 年底 Heffernan 先生过世，他的家人决定要把公司卖掉，所以我们的机会就来了，那时我们认识 Frank 也有好几年了，但没有好到让他认为伯克希尔是布朗鞋业合适的买主，相反，他将出售事宜委托给一家投行，可想而知投行绝对不会想到我们，但是就在去年春天，Frank 跟 John Loomis 一起到佛罗里达打高尔夫球，John 是我多年的好友，同时也是伯克希尔的股东，他总是随时注意有没有适合我们投资的对象，在听到布朗鞋业即将出售的消息之后，John 告诉 Frank 说这家公司应该要投到伯克希尔的麾下，而 Frank 也从善如流马上打了通电话给我，我当下觉得我们应该可以谈得成，果然在不久之后，整个交易便确定了。

我之所以会对这项交易这么感兴趣的原因在于 Frank 愿意继续留下来担任 CEO，就像我们其它所有经理人一样，他工作不是因为经济上的需求，而是他确实热爱这份工作并且做的出类拔萃。这类型的经理人可不是正常意

义上的招聘就可以"请"得到的，我们能做的就是尽量提供一个够水准的演奏厅，让这些商业界的天才艺术家可以在这里好好发挥。

布朗(跟圣路易的布朗鞋子完全没有关系)是北美地区工作鞋与工作靴的领导品牌，同时拥有非凡的销售毛利率与资本回报率记录。鞋业是一项艰难的生意，全美一年 10 亿双的采购量中，大约有 85%是从国外进口，而产业中大部分的制造商表现不佳，由于款式与型号繁多导致库存压力相当重，并且大量资本被束缚在大笔的应收帐款上。在这种环境下，只有像 Frank 这样优秀的经理人和 Heffernan 所建立这样的事业才有可能生存。

布朗鞋业有一个相当与众不同的特点，那就是它的薪酬体系与我之前看到的完全不同，不过却深得我心。公司主要的经理人每年的底薪只有 7800 美元，之后再依据公司每年的盈利，乘以事先约定的比率，并扣除运用资金的成本。因此，我们可以说**这些经理人完全是与股东站在同一条船上**，相比之下，大多数只说空话不干活的管理层，更倾向选择奖励多惩罚少的薪酬制度(long on carrots but short on sticks 胡萝卜长棍子短)，总是把股东所提供的资金视为无成本的。无论如何，布朗的这种安排对公司和经理们都非常有利，这并不奇怪：渴望在自己的能力上下大赌注的经理们通常有足够的勇气下注。

令人沮丧的是，尽管我们曾四次大规模收购由知名投行代理的公司，但只有一次是由投行主动联系的。其它三个案子都是在投资银行寻求其名单上的买主不成后，由我本人或是朋友促成最后的交易，我们很希望中介机构在赚取其佣金收入的同时，还能够想到我们的存在，以下就是我们想要找的企业条件：

- (1)、具有一定的规模，税后净利润至少达到 1000 万美元。
- (2)、表现出持续稳定的盈利能力，我们对美好前景或困境反转的公司没有兴趣。
- (3)、企业在很少或没有负债的情况下，取得了良好的股本回报率 ROE。
- (4)、公司具备强大的管理团队，我们不参与管理。
- (5)、简单的容易理解的商业模式，我们对复杂的高科技一无所知。
- (6)、合理的价格，在价格不确定前，我们不希望浪费双方太多时间。

我们不会进行敌意的并购，并承诺完全保密并尽快答复是否感兴趣(通常不超过五分钟)，像是布朗鞋业这样的案子根本就不要五分钟，我们倾向于现金交易，除非我们所换得的内在价值跟我们付出的一样多，否则不考虑发行股份。

我们最喜欢的购买模式是像我们购买内布拉斯加家具城，费区海默制服，波仙珠宝店那样的方式，在这次方式下，公司所有者经营者希望能马上拿到一大笔现金，有时是给自己，通常是给家人或是不活跃的股东。于此同时，这些经营者希望继续保持所有者身份，如往常一样继续经营自己的公司。我们认为，我们可以为此类需求的经营者提供一个合适的选择，我们也欢迎可能的卖方与那些过去与我们合作过的对象打听。

另一方面查理跟我也常常接到一些不符合我们条件的询问，包括新创事业、转机股、拍卖案以及最常见的中介案。我们发现如果你登广告要买牧羊犬，结果却有一大堆人打电话来要卖你长耳猎犬，对于这类的事业，有首乡村歌曲其中的一句歌词最能描述我们的感觉，"若电话不响，你就知道那是我"。

除了以上买下整家公司的并购案外，我们也会考虑买进一大部分不具控制权的股份，就像我们在首府广播、所罗门、吉列、全美航空、冠军企业与美国运通这几个例子一样的公司，不过对于一般直接从股票市场上买进股份的建议，我们则一点兴趣都没有。

保险业营运

下表是财产意外险业的最新的几项关键数据

年度变化	保费收入增长率	综合比率	损失赔付增长率	通货膨胀率
1981	3.8	106.0	6.5	10.0
1982	3.7	109.6	8.4	6.2
1983	5.0	112.0	6.8	4.0
1984	8.5	118.0	16.9	4.5
1985	22.1	116.3	16.1	3.7
1986	22.2	108.0	13.5	2.7
1987	9.4	104.6	7.8	3.1
1988	4.4	105.4	5.5	3.9
1989	3.2	109.2	7.7	4.4
1990	4.4	109.6	4.8	4.1
1991 预估	3.1	109.1	2.9	3.7

综合比率代表的是保险的总成本(损失+费用)占保费收入的比率，100 以下代表会有承保利润，100 以上代表会有承保损失，若把持有保费收入浮存金(扣除股东权益部分所产生的收益)所产生的投资收益列入考量，损益两平的范围大概是在 107-111 之间。

基于前几次年报所说明的理由，即使是通货膨胀在这几年来相对温和，我们预期保险业每年损失增加的比率约在 10%左右，若是保费收入增长没有到达 10%以上，损失一定会增加，(事实上过去 25 年以来，理赔损失系以

11%的速度在增长), 若是同期保费收入增长率大幅落后于 10%, 承保损失一定会继续增加。

然而，当保险业状况恶化时，普遍存在损失准备提列不足的现象，使得恶化的程度可以获得暂时的掩饰。这正是去年度所发生的事，虽然保费收入增长不到 10%，但综合比率非但没有像我所预测地那样恶化反而还有点改善，损失准备的统计资料显示这样的现象实在是相当令人怀疑，这也可能导致 1991 年的比率将更进一步恶化，当然就长期而言，这些利用会计手法掩盖运营问题的经理人还是要面对真正的麻烦，到最后这类经理人会变得跟许多病入膏肓的病人对医生说的一样：“我实在是负担不起一次手术费，不过你会接受一小笔钱把我的 X 光片给补一补吗？”

伯克希尔的保险业务发生了变化，使得我们自己或行业的综合比率与我们的业绩基本无关，对我们来说真正重要的是，我们从保险业所获得的资金成本，通俗的说就是浮存金的成本。

浮存金，我们靠保险业务所取得的大量资金，系指将所有的损失准备金、损失费用调整准备金与未赚取保费加总后，再扣除应付代理商佣金、预付并购成本及相关再保递延费用，浮存金的成本则是以我们所发生的承保损失来衡量。

下表是我们在 1967 年进入保险业后，浮存金的成本统计

年度	承保损失	平均浮存金规模	浮存金近似成本	长期政府债券收益率
1967	盈利	17.3	<0	5.50
1968	盈利	19.9	<0	5.90
1969	盈利	23.4	<0	6.79
1970	0.37	32.4	1.14	6.25
1971	盈利	52.5	<0	5.81
1972	盈利	69.5	<0	5.82
1973	盈利	73.3	<0	7.27
1974	7.36	79.1	9.3	8.13
1975	11.35	87.6	12.96	8.03
1976	盈利	102.6	<0	7.30
1977	盈利	139.0	<0	7.97
1978	盈利	190.4	<0	8.93
1979	盈利	227.3	<0	10.08
1980	盈利	237.0	<0	11.94
1981	盈利	228.4	<0	13.61
1982	21.56	220.6	9.77	10.64
1983	33.87	231.3	14.64	11.84
1984	48.06	253.2	18.98	11.58

1985	44.23	390.2	11.34	9.34
1986	55.84	797.5	7.00	7.60
1987	55.43	1266.7	4.38	8.95
1988	11.08	1497.7	0.74	9.00
1989	24.40	1541.3	1.58	7.97
1990	26.65	1637.3	1.63	8.24
1991	119.6	1895.0	6.31	7.40

正如各位看到的，我们 1991 年的资金成本甚至比美国政府新发行的长期公债利率还低。事实上在**过去 25 年的保险业务经营中，我们有 20 年是远低于政府公债发行利率**，而且差距的幅度通常都相当可观，同时所持有的浮存金数量也以惊人的幅度增长，当然这只有在资金成本低的情况下，才称得上是好现象。展望未来，浮存金的数量还会继续增长，对我们而言，最大的挑战是这些资金是否能以合理的成本取得。

伯克希尔一直都是巨灾再保险保单非常大的承保者，或许也是全世界规模最大的，这类保单通常是由其它保险公司买来保护自己免受重大意外事故损失，这类保险的盈利情况波动相当的大，就像是去年我曾经提过的，一亿美元的巨灾险保费收入，这大约是我们预期一年所能接到的业务量，可能可以让我们有一亿美元的盈利(只要当年度没有重大灾害发生)，也可能让我们产生二亿美元的损失(只要当年度发生连续几个飓风或地震)。

当我们对这项业务设定价格时，预计**从长期来看，将支付我们收到的保费的 90%左右**。当然在任何一个特定年度，我们可能大赚或是大亏，一部分的原因在于一般公认会计原则 GAAP 并不允许我们在没有重大灾害发生的年度提列损失准备金，以弥补其它年度一定会发生的损失。事实上，以一年为期的会计期间并不适合这类的保险业务，所以换句话说当你在评断我们公司的年度绩效时，一定要特别注意到这一点。

去年照我们的定义可能会有一件巨灾险保单要付上我们年度保费收入的 25%，因此我们预计 1991 年这类业务的承保利润大约是 1100 万美元。或许你很好奇想要知道 1991 年所发生的最大灾害是什么？它既不是奥克兰大火也不是 Bob 飓风，而是 9 月在日本发生的台风造成的损失估计在 40-50 亿美元上下。若以上限估计，这个数字将超过 Hugo 飓风先前所创下的最高损失记录。

保险业者总会需要大量的再保险来规避航海与航空以及自然灾害等意外事故，在 1980 年代许多再保险保单都是由外行人来承接，这些人根本就不知道这类保险的风险有多高，所以他们现在的财务状况已经面目全非，在我亲自经营伯克希尔这项业务时也是如此。保险业者如同投资人一样，仍会一再重复过去所发生的错误，只要一、两年意外灾害较少，就会有无知的业者跳出来，并以极低的保单价格杀价竞争。

然而只要市场上费率看起来合理，我们会继续留在这一行里，而在推销这类保单时，我们所拥有的最大竞争优势就是我们的财务实力。有远见的客户都知道许多再保业者可以很轻松地接下保单，但是当重大的意外灾害接连发生时，要他们支付赔偿金可能就有点困难，(有些再保业者就像 Jackie Mason 所说的一样：我可以一辈子不花钱，只要我不买任何东西)，相对地，伯克希尔在任何极端的状况下，都能够履行他所做出的承诺。

总的来说，保险业提供伯克希尔相当大的机会，Mike Goldberg 在他接手这项业务之后，就一直缔造出优异的成绩，也使得保险子公司成为我们非常宝贵的资产，虽然我们无法以精确的数字来衡量(1981 年加入，1993 年 2 月 1 日被免去保险集团 CEO 的职务，由巴菲特亲自接手)。

有价证券股票投资

下表是我们超过一亿美元以上的普通股投资，一部分的投资系由伯克希尔拥有不到 100%的子公司所持有。

股份数量	公司名称	成本	市值	成本/股
46,700,000	可口可乐	1,023,920	3,747,675	21.9
6,850,000	GEICO 保险	45,713	1,363,150	6.7
24,000,000	吉列-转股	600,000	1,347,000	25.0
3,000,000	首府/ABC 广播公司	517,500	1,300,500	172.5
2,495,200	房地美-增持	77,245	343,090	31.0
1,727,765	华盛顿邮报	9,731	336,050	5.6
31,247,000	健力士-新进	264,782	296,755	8.5
5,000,000	富国银行	289,431	290,000	57.9

一如往常，以上这张表显示我们躺平式的投资方式，健力士是我们最新的投资部位，至于其它七项主要的投资都是一年前就持有的(如果把吉列从优先股转换成普通股也包含在内的话)，其中六项持股数量保持不变，唯一的例外是房地美，我们投资的股数略微增加(均价 58.94 增持 95200 股)。

我们以不变应万变的做法主要是反应我们把股票市场当作是财富重新分配的中心，而钱通常由好动的投资人流到有耐心的投资人手中。我嘴巴可能闭的不够紧，我认为最近几件事情显示，许多躺赢的富人招到许多攻击，因为他们好象没做什么事就使得本身的财富暴涨，而那些精力充沛的富人，如房地产大亨、企业并购家与石油钻探大亨等，却眼睁睁地看着自己的财产大幅缩水了。

我们在健力士的持股代表伯克希尔第一次对海外公司进行大规模的投资，不过健力士所赚的钱与可口可乐、吉列刮胡子等美国公司却极为类似，主要都是依赖国际部门的营运，确实以国际性的眼光来看，健力士与可口可乐的盈利来源有相当的共通性，(但是大家绝对不能将自己最爱的饮料搞混掉，像我个人的最爱依旧是樱桃可口可

乐)。(注：健力士得益于日本烈酒业务的大幅增长)

我们不断地在寻找那些容易理解、具有持续性且令人垂涎三尺的经济特征的大型企业，并且由有能力与才干并以股东利益为导向的管理层经营，虽然这些重要的要求并不一定保证结果就会令人满意，当然我们一定要以合理的价格投资并且确保我们的被投资公司绩效表现与我们当初所评估的一致。寻找行业超级明星的投资方法，是我们唯一能够成功的机会。查理跟我的天资实在是有限，以我们目前操作的资金规模，实在是无法靠着买卖一些平凡普通的企业来赚取足够的利益。当然我们也不认为其它人可以通过像小蜜蜂从一朵花飞到另一朵花的方法来实现长期的成功。事实上我们认为，将这些短线交易活跃的机构称为投资者，就像是把一再搞一夜情的人称作为浪漫主义者一样。

今天假设我的投资天地仅限于比如说奥马哈地区的私人企业，那么首先，我们会仔细地评估每家企业的长期经济特征，第二，我会再评估经营者的特质，第三，再以合理的价格买进一小部分的股权。既然我不可能雨露均沾地去买城里所有公司的股权，那么，为什么伯克希尔在面对全美一大堆上市大公司时，就要采取不同的策略？既然要找到伟大企业和优秀的经理人是如此的困难，那为什么我们要抛弃那些已经被证明过的投资对象呢？(通常我喜欢把它们称做是狼角色)，我们的座右铭是：如果你一开始就成功了，那就不要费力再去试别的了。

著名经济学家凯恩斯，他的投资绩效跟他的理论思想一样杰出，在 1934 年 8 月 15 日他曾经写了一封信给生意伙伴 Scott，上面写到："随着时光的流逝，我越来越相信正确的投资方式是，将大部分的资金投入到自己了解的企业和自己完全信任的管理层之上，将资金分散到自己知之甚少且没有特别理由信任的一大堆公司上，以控制风险的做法是错误的.....一个人的知识与经验肯定是有限度的，在任何时候，我个人认为，自己有资格充分信任的企业很少超过两三家。"

今日错误

在 1989 年的年报中，我曾经写过伯克希尔头 25 年所犯的 error，而且承诺在 2015 年还会再有更新的报告，但是第二阶段的头几年让我觉得，若是坚持原来的计划的话，积压的待讨论事项将多到难以管理，因此我偶尔会在这里吐露心声，希望公开的忏悔能够阻止进一步的错误。事后分析对医院和足球赛有用，对企业和投资者也会有用。

通常情况下，我们很多重大的错误不是发生在我们已经做的部分，而是在于我们没有去做的那部分。虽然因

为各位看不到这些失误，所以查理跟我可以少一点难堪，但看不到不代表我们就不必付出代价。而这些我公开承认的错误，并不是指我错过了某些革命性的新发明(如施乐)、高科技(如苹果)、或是更优秀的连锁零售商(如沃尔玛)，我们永远不可能拥有在早期发掘这些优秀公司的能力。相反，我指的是那些查理跟我可以很容易理解，且很明显对我们有吸引力的公司，无奈在当时我们只是不断地咬着拇指犹豫不决，而没有下定决心把他们买下来。

每位作者都知道，要让读者了解其意思最好的方式就是举个例子，不过希望我现在举的例子不会过于极端。回顾 1988 年，当时我们决定以 3.5-4 亿美元之间，买进 3000 万股(经过事后的分割调整)的联邦国民贷款协会(房利美)，几年之前，我们就拥有这家公司的股份，也对其所处的产业相当了解。此外，我们也很清楚大卫·麦克斯韦(David Maxwell)也就是房利美的 CEO，有能力处理他所接下的一堆问题，同时进一步将公司建立成为一个金融巨擘，一切可说是前景看好，为此我还特地到华盛顿拜访 David，确认他对于我们持有该公司一大部分的股权不会感到任何的不愉快。

只不过当我们开始买进不到 700 万股时，该公司股价就开始上涨，失望之余，我立刻停止买进(事后回想还好我没有在买进可口可乐时犯下相同的错误)，更有甚者，我觉得区区 700 万股对我们来说实在是没有太大的意义，所以之后又把持有的 700 万股全部卖掉。

我期盼对于我这样不具职业水准的投资行为可以给各位一个稍微合理一点的解释，不过我实在是编不出来，不过我倒是可以跟各位报告，因为本人的这项错误，大概使得伯克希尔在 1991 年少赚了 14 亿美元。

固定收益证券

1991 年我们在固定收益证券这方面的投资有很大的变动，如同先前曾提到的我们的吉列可转换优先股到期，迫使我们转换为普通股；另外我们清仓了 RJR Nabisco 的债券，因为它在被转换后赎回；我们也买进了美国运通与第一帝国(一家布法罗的银行控股公司)的固定收益证券；我们还在 1990 年底买进了一些 ACF 工业的债券，以下是截至年底我们持有的主要部位：

千美金	成本	市值
ACF 工业债券	93,918	118,683
美国运通 Percs	300,000	263,265
冠军国际	300,000	300,000
第一帝国	40,000	50,000
RJR Nabisco	222,148	285,683
所罗门	700,000	714,000

全美航空	358,000	232,700
华盛顿公共电力 WPPSS	158,553	203,071

我们投资了 4000 万美元在第一帝国 9%收益率的优先股上，在 1996 年前公司无法赎回，可以以每股 78.91 美元转换为普通股，通常我会认为这样的规模对于伯克希尔来说实在是太小了，但由于我们对于该公司 CEI 鲍勃·威莫斯(Bob Wilmers)实在是过于崇敬，所以不管金额大小，还是希望有机会能与他一起合伙共事。

至于美国运通的投资则不是一般的固定收益证券，它算是一种 Perc：每年可以为我们 3 亿美元的投资贡献 8.85%的股利收入，除了下述例外，那就是我们的优先股必须在发行后的三年内转换成最多 12,244,898 股的普通股，若有必要，转换比率会向下调整，以确定我们所收到的股份总值不超过 4.14 亿美元。因此，虽然对于可能取得的普通股价值有其上限，但相对地却没有下限，然而，这样的特别条款还包含一项规定，若是三年期限到时公司股价低于 24.5 美元时，可以有权请求延长转换期限一年。

总的来说，不管最近或是是长期而言，我们在固定收益证券上的投资表现还算不错，靠着这样的投资我们赚取大量的资本利得，在 1991 年这个数字大约在 1.52 亿美元左右，此外我们的税后回报率也远高于一般的固定收益证券。

尽管如此，我们还是发生一些小意外，没有比需要我亲自参与的所罗门事件更让人惊讶的了，当我在撰写这封信时，我也同时写了一封信放在所罗门的年度报告之内，我希望您能参阅这份报告，了解该公司的最新情况。(向纽约第七世贸大楼所罗门公司索取)，虽然公司遭逢不幸，但查理跟我都相信，所罗门优先股价值在 1991 年略有增加，得益于低利率的环境加上所罗门普通股的股价回升。

去年我曾告诉各位除非航空业的经营环境在未来几年内加速恶化，否则我们在全美航空的投资应该可以有不错的结果，不过很不幸的随着中美、泛美与美西航空相继倒闭，1991 年正是航空业加速恶化的一年，(若是把时间延长为 14 个月，则还要包括大陆航空与 TWA 两家航空公司)。

我们对于全美航空投资的评价之所以如此的低，反应出整个产业目前所面临到的盈利前景不佳的风险，这个风险又因为法院鼓励已经宣布破产的航空公司继续营运而加剧，这些同业以低于一般成本价格卖票，因为破产者完全可以不必在乎其它还奄奄一息的同业所需负担的资金成本，为了避免营运停摆，它们可以靠着变卖资产来提供资金，从而避免被关闭。这种拆家具当柴烧的做法，有可能进一步危及其它营运还算正常的同业，然后引发多米诺骨牌效应，使得整个产业一败涂地。

赛斯·斯科菲尔德(Seth Schofield)在 1991 年成为全美航空公司的 CEO，正在对整个公司的营运做出重大调整，以提高其成为航空业仅存的几位幸存者之一的机会。在美国企业界，没有比经营一家航空公司还要困难的工作了，虽然大笔的资金已经投入到这个产业，但是从小鹰号诞生开始，航空业历史累积加总所产生的损失却是相当惊人，航空公司的经理人需要智力、勇气还要再加上经验，而毫无疑问的，Seth 同时具有以上三项的特质。

其它事项

大约有 97.7%的有效股权参与 1991 年的股东指定捐赠计划，总计约 680 万美元捐出的款项分配给 2630 家慈善机构。我们敦促新加入的股东，仔细阅读年报上有关股东捐赠计划的详细内容，如果在未来年度内，你想要参加这类的计划，我们强烈建议你将股份登记在自己而不是受托人的名下，必须在 1992 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 1992 年的捐赠计划。伯克希尔除了通过股东指定捐赠计划对外捐赠之外，我们旗下事业的经理人每年也会通过公司对外捐赠，包含商品在内每年平均金额约在 150 万美元左右。这些捐赠主要是赞助当地像是联合劝募等慈善团体，所得的效益应该与我们所捐出的相当。

然而不管是旗下事业或是母公司的经理人在利用伯克希尔的资金对外捐赠给全国性组织或特别利益团体时，都是以站在股东利益立场所应该做的，相对地若是你的员工也包含 CEO 在内，想要与其校友会或其它人建立个人关系的，我们认为他们最好是用自己的钱，而不是从你的口袋里掏钱。

忠实的读者可能会发现，这是许多年来头一次，查理每年写给 Wesco 股东的信没有包含在这份年报中，主要是因为他认为今年的信相当简单，所以没有必要附在我们的年报中，不过我个人还是建议，你写信给 Wesco 公司的秘书，就可以拿到 Wesco 的年报副本。

现年 88 岁的马尔科姆二世(Malcolm G. Chace, Jr.)，决定从今年起不再担任本公司的董事，但伯克希尔与 Chace 家族的关系却不会断，他儿子马尔科姆三世(Malcolm Kim Chace)会接替其位置继续担任本公司董事。1931 年马尔科姆二世进入伯克希尔针织工厂工作，在 1955 年伯克希尔与哈撒韦工业合并，成为现在的伯克希尔·哈撒韦公司，之后两年他接任本公司董事长，直到 1965 年由他一手促成巴菲特合伙公司买下他与亲人大部分的股权，而使得我们成功控股公司，之后 Chace 家族在往后的 27 年内继续持有本公司的股份，成为仅次于巴菲特家族本公司的第二大股东，马尔科姆二世一直是个很容易相处的伙伴，我们很高兴 Chace 家族与巴菲特家族的感情能够延续到下一代。

今年的股东年会预计在 1992 年 4 月 27 日周一早上 9 点 30 分，在位于奥马哈市中心的奥芬剧院(Orpheum) 召开，去年股东年会参加人数又创新高，突破 1550 人，不过会场还是剩下很多座位。

我们建议大家最好先向以下旅馆预订房间：(1)Radisson-Redick 旅馆-就位在 Orpheum 对街拥有 88 个房间的一家小旅馆；(2)较大一点的 RedLion 旅馆-离 Orpheum 约五分钟路程；(3)Marriott 位在奥马哈西区，离波仙珠宝店约 100 公尺，开车到市中心约需 20 分钟，届时将会有巴士接送大家往返股东会会场。

查理跟我一直都很喜欢开股东会，我也希望大家能够来参加，我们股东的素质可由大家所提出的问题看得出来，我们参加过很多股东会，但从来没有别的公司的股东像伯克希尔的股东一样由高智能水准与经营者荣枯与共的股东组合。后面附有股东会开会投票的相关资料，跟各位解释如何拿到入场所许的识别证，因为开会当天会场不好停车，我们特地为大家预留了一些位置，附件也有相关说明供大家参考。

一如往年，会后我们备有巴士带大家到内布拉斯加家具店与波仙珠宝店或是到饭店与机场，我希望大家能有多一点的时间好好探索这两家店的奥妙，当然早几天到的股东也可利用假日逛逛家具店，周六从早上 10 点到下午 5 点 30 分，周日则从中午开到下午 5 点 30 分，到那里时记得到喜诗糖果摊逛逛，了解一下为何美国人一年能够吞下 2600 万磅的喜诗糖果。波仙周日通常不开门营业，但在股东会期间特别为股东与来宾开放，4 月 26 日周日从中午开到下午 6 点，同时前一天晚上还将为所有股东举行一个特别的派对，(但必须事先向我们办公室的 Gladys Kaiser 女士登记取得邀请函)，当晚将会展示百达翡丽(PatekPhilippe)过去 150 年来的作品回顾，包含英国维多利亚女皇、教宗庇护九世、鲁德亚德·吉卜林、居里夫人和阿尔伯特·爱因斯坦曾经拥有的腕表。另外会场中的重头戏是一只由百达翡丽工匠设计打造，耗时九年价值 500 万美元的手表，如无意外也会随着其它物品一起展出，除非查理忍不住诱惑先买下了它。

去年股东年会 Nicholas Kenner 又杠上我了，他表示："我在去年 1990 年报中表示他在 1990 年 5 月 11 号满十岁，但事实上他那时才刚满 9 岁"，他接着又用很嘲讽的语气说："如果你连这个都搞不清楚，我如何还能相信你报告中的其他数字是正确的。"到现在我还在想如何做出一个有力的回答，今年 Nicholas 还会出席，他拒绝了我邀请他当天到迪士尼乐园玩的建议，所以请大家继续好好观赏这一面倒的机智问答。

沃伦·巴菲特 董事长

烈酒行业独一无二的商业模式

烈酒消费具备成瘾性，拥有强烈的重复消费特征，拥有特定的消费人群且忠诚度很高；烈酒的价格往往代表了品质，高端品牌是一种身份的象征；烈酒不担心库存问题，存货几乎不会贬值甚至增值，蕴含了时间成本的价值；烈酒产品简单，研发投入极少，无需大额资本开支即可持续赚钱，所以烈酒企业具备充沛的现金流和优秀的财务指标。全球 50% 以上的百年企业是烈酒企业，顶级烈酒品牌通常能够屹立数十年甚至数百年而不倒，堪称“日不落”的商业模式。

帝亚吉欧是全球唯一一家业务横跨葡萄酒、洋酒和啤酒三大品类的酒业巨头，保乐力加则专注于传统洋酒与葡萄酒业务。两大烈酒巨头的发展史，其实就是一部全球洋酒行业知名品牌的并购史，帝亚吉欧和保乐力加通过一次次的并购整合，将全球顶级烈酒品牌和地区众多知名品牌收入囊中，奠定了二者在洋酒市场的优势竞争地位。两家巨头在品牌运营方面是非常成功的，通过基于品牌的并购和一系列的整合，拥有了全球烈酒市场近半数的顶级品牌，构建起强大的品牌护城河。在继承和收购了大量品牌之后，对国际品牌和本土品牌，高端核心品牌和战略品牌，进行了分类管理。帝亚吉欧旗下的尊尼获加、斯米诺、健力士、百利等，保乐力加旗下的力加、百龄坛、芝华士、马爹利、绝对伏特加等，在行业内均拥有绝对的领先地位。



全球最大的烈酒集团——英国帝亚吉欧 Diageo

www.diageo.com

帝亚吉欧(Diageo)始创于 1749 年的英国，是一个通过并购建立起来的庞大帝国，拥有横跨蒸馏酒、葡萄酒和啤酒等一系列顶级酒类品牌，坐拥尊尼获加、苏格登、泰斯卡和慕赫等众多知名品牌，世界第一及第二的苏格兰威士忌、世界第一的伏特加、世界第一的利口酒、世界第一的黑啤酒、世界第二的朗姆酒。目前帝亚吉欧已是世界第一的洋酒巨头，全球超过 40% 的苏格兰威士忌都由其生产。

帝亚吉欧由四大业务组成。United Distillers&Vintners 公司(UDV)是世界领先的烈酒和葡萄酒公司，拥有 Smirnoff 伏特加、尊尼获加 Johnnie Walker 和 J&B 威士忌、Gordon's 和 Gilbey 杜松子酒以及百利 Baileys 利口酒甜酒等品牌，占全球 60 大烈酒品牌的四分之一。Pillsbury 是一家全球食品巨头，拥有四大品牌:Pillsbury 面团、烘焙和烘焙食品;哈根达斯冰淇淋和冷冻酸奶;GreenGiant 蔬菜;以及 Old El Paso 墨西哥食品。Guinness 公司是世界上最大的啤酒酿造商之一。由旗舰世界第一的黑啤酒 Guinness 品牌领导，该啤酒厂的其他品牌包括 Harp 贮藏啤酒，Kilkenny Irish 爱尔兰啤酒，和 Kaliber 卡利伯无酒精贮藏啤酒。帝亚吉欧的第四个业务是 Burger King 汉堡王，仅次于麦当劳的世界第二大汉堡连锁店。该公司规模较小的业务之一是吉尼斯出版社(Guinness Publishing)，该出版社出版了著名的吉尼斯世界纪录。帝亚吉欧还持有法国奢侈品和饮料巨头路威酩轩集团(LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton S.A)旗下酩悦轩尼诗(Moët Hennessy)香槟和干邑部门 34% 的股份。路易威登持有帝亚吉欧 11% 的股份。帝亚吉欧 Diageo 是由 Guinness(健力士)和 Grand Metropolitan(大都会)于 1997 年合并成立，公司名称由拉丁语 dia(天)及希腊语 geo(地)组成，象征着每一天和每一处畅饮帝亚吉欧的消费者一起欢庆精彩生活。

Guinness PLC

Guinness 是世界上最古老和最受欢迎的啤酒品牌之一，以生产拥有深色及独特口味的黑啤酒而闻名于世。1759 年，一个名叫 Arthur Guinness 的酿酒师在爱尔兰都柏林市 James Gate 开设啤酒厂，生产一种泡沫丰富、口味醇厚、色暗如黑的啤酒，这就是 Guinness 黑啤酒。成立之初，爱尔兰已有 200 家啤酒厂，其中仅 James Gate 大街就有 10 家，竞争异常激烈。然而，Guinness 啤酒还是在众多啤酒公司中脱颖而出。到 1833 年，Guinness 的 James Gate 工厂已成为爱尔兰啤酒市场最大的一家酿酒厂。1886 年，Guinness PLC 在伦交所上市，筹集 600 万英镑开始扩张。1927 年，在伦敦 Park Royal 开设另一家现代酿酒厂。1974 年该工厂的产量已经比 James Gate 工厂高

出一倍。1950 年代，出国旅行的英国人带回了新口味拉格啤酒，Guinness 意识到应该成为第一家销售自己的拉格啤酒的当地公司。Harp 拉格啤酒以 Guinness 传统标签上的竖琴命名，很快成为英国拉格啤酒市场上最成功的产品。到了 1970 年代，Guinness 面临着许多问题，多元化努力也不尽如人意，公司进行了一场收购狂潮，收购了 270 家公司，生产从婴儿围兜到汽车抛光剂的各种产品，其中许多公司都处于亏损状态。1980 年，为了解决公司的问题，Guinness 从雀巢请来了第一位非家族专业经理来 Ernest Saunders 接管公司。Saunders 第一项任务是减少公司的投资，他卖掉了 160 家公司，只保留了一些零售业务，此外，还精明地收购了特色食品、出版和零售业。根据他的说法，酿造业务在未来将只占 Guinness 的一半。1985 年，公司的利润增长了两倍，股价也增长了四倍。为了刺激股价上涨，Saunders 策划 25 亿英镑收购两倍大的苏格兰威士忌酒领军者 The Distillers Company Ltd.，这家公司由世界三大威士忌品牌 Walkers、Dewar、Buchanans 合并而成，其中 Walkers 旗下主打产品尊尼获加(Johnnie Walker)拥有百年历史。随后，这起收购内幕交易操纵股价，Saunders 被迫辞职，1990 年被判 2 年监禁。由于丑闻不断，该公司股价暴跌，Guinness 作为一家独立公司的生存岌岌可危。为了防止进一步的下跌，新任 CEO Anthony Tennant 将战略重心转移至高盈利性的啤酒和烈酒业务，并放弃了这些领域之外的大部分业务。Guinness 将旗下部分烈酒业务与 Distillers 合并成立 United Distillers，聚焦发展烈酒业务，原有的 Guinness Brewing Worldwide 则继续发展黑啤酒。1987 年 9 月，Guinness 以 5.55 亿美元收购了 Schenley Industries Inc.，该公司持有杜瓦(Dewar's)和戈登(Gordon's)金酒的美国股权。1987 年与法国饮料和奢侈品制造商路威酩轩集团签订的一项协议。到 1989 年，两家公司都获得了对方 24% 的股份，尽管吉尼斯对路威酩轩的持股是间接的。1994 年又进行了重组，Guinness 直接持有 LVMH 香槟和白兰地部门 34% 的股份，而 LVMH 在 Guinness 的股份减少到 20%，1997 年降低为 14% 左右。1990 年，通过以 5.18 亿英镑收购西班牙最大的酿酒商 La Cruz Del Campo。1995 年，吉尼斯以 1.11 亿欧元将 37 个美国国产白酒品牌和两个生产设施卖给了 Barton Inc.，该公司是 Canadaigua 葡萄酒公司的一个分公司，这是吉尼斯致力于专注于高端高价品牌的努力的一部分。目前 Guinness 已经成为世界第一大黑啤酒品牌，产品畅销全球 150 多个国家和地区，每年销量达到 18.83 亿品脱(90 万吨)。

Grand Metropolitan

Grand 公司从酒店业起家，随后通过多元化的并购进军食品与酒精饮料行业。1934 年创始人 Maxwell Joseph 成立 MRMA Ltd 进入地产业务。1957 年，MRMA 与 Grand Hotels Ltd. 合并，随后于 1961 年在伦敦交易所上市并更名为 Grand Metropolitan Hotels。1967 年，公司开始进军食品和餐饮行业；1972 年公司实现了对 IDV 母公司 Watney Mann 及其他系列烈酒企业的收购，将 J&B whisky, Bailey's Irish Cream 等知名品牌收入囊中，正式进军烈酒业务。开始进入酿酒业，通过收购三家酿酒公司(Truman、Hanbury 及 Buxton Ltd)正式开启转型之路，并于次年更名为 Grand Metropolitan。1987 年公司并购 Heublein wines and spirits，成为世界最大的葡萄酒及烈酒生产商之一。Grand Metropolitan 亦进行了大量多元化业务尝试，旗下拥有快餐品牌汉堡王，冰激凌品牌哈根达斯，烘焙品牌品食乐，从酒店业跨界开拓出食品与酒精饮料庞大业务群。1997 年末，GrandMet 已经将其包装食品业务的重心缩小到四个核心国际品牌:Pillsbury、绿巨人(Green Giant)、哈根达斯和品食乐 Old El Paso。

1997 年，Guinness 与 Grand Metropolitan 合并组建帝亚吉欧集团，成为全球唯一一家横跨蒸馏酒、葡萄酒和啤酒三大品类的酒类巨头。合并完成后，帝亚吉欧确立了以酿酒为主业的战略方针，逐步出售非酿酒业务。经过长达 5 个月谈判，路威酩轩集团才同意合并，合并后的帝亚吉欧将保留在 LVMH 旗下酩悦轩尼诗香槟和干邑部门 34% 的股份，而 LVMH 将持有新公司约 11% 的股份。1998 年 3 月下旬，合并后的帝亚吉欧宣布以 11.5 亿英镑现金将 Dewar's Scotch 威士忌和 Bombay gin 品牌出售给总部位于百慕大的 Bacardi Ltd.，以获得美国和欧洲监管机构的批准。2001 年，公司出售食品资产汉堡王和 Pillsbury(旗下拥有品食乐、哈根达斯等知名品牌)，通过剥离非核心业务，带动公司盈利能力持续提升。2005 年后，公司收购一系列高端烈酒品牌并在中国、印度、南非、墨西哥等新兴市场持续发力，实现自己的高端化发展和全球化的布局扩张，将公司资源聚焦高端酒水的打造。目前帝亚吉欧在全球洋酒市场占据绝对的领先地位，威士忌品类零售额位列全球第一，全球超过 40% 的苏格兰威士忌都由帝亚吉欧生产。帝亚吉欧拥有全球前 30 个世界顶级酒类品牌中的 8 个，Guinness、Johnnie Walker 等传奇品牌的经营历史甚至超过 200 多年。

帝亚吉欧通过持续多年的并购整合(40 家酒类公司)，将众多顶级烈酒、葡萄酒和啤酒品牌(200 多个品牌)收入囊中，包括大名鼎鼎的尊尼获加 Johnnie Walker(全球销量第一的苏格兰威士忌)、斯米诺 Smirnoff(全球销量第一的伏特加)、百利 Baileys(全球销量第一的利口酒)。帝亚吉欧将旗下的品牌分为三大类：Global giants(规模较大的全球标志性品牌)、Local stars(本国当地有较高知名度的领导品牌)和 Reserve(提供独特体验的高价格珍藏品牌)。国际品牌包括尊尼获加、斯米诺、健力士、百利等，区域品牌包括 Crown Royal、水井坊等，储备品牌包括 Don Julio、西罗克等。目前国际品牌营收贡献最高，占比约为 39%；区域品牌营收占比约为 20%；储备品牌营收占比约为 24%。无论在哪个市场、哪个时间，帝亚吉欧始终将品牌塑造摆在首要位置，不遗余力地进行品牌宣传

和广告投放，打造出多层次的品牌组合，横跨多个品类，产品层级从低端至高端一应俱全，能够满足市场多元化的消费需求。英国权威品牌评估机构 Brand Finance 发布全球酒类品牌价值榜，帝亚吉欧名列第五位。在全球“50 大最具价值烈酒品牌”排名中，帝亚吉欧旗下品牌尊尼获加 Johnnie Walker 位列第 10 名，斯米诺 Smirnoff 位列第 11 名、皇冠威士忌 Crown Royal 位列第 12 名、百利 Baileys 位列第 18 名，在全球威士忌、伏特加和利口酒市场中占据绝对的领先地位。通过收购具有发展潜力的优质品牌(定位高端、具有较高的利润率、较快的成长速度)，与现有业务形成协同效应，帮助帝亚吉欧实现高端化战略和整体有机增长。帝亚吉欧中国董事总经理 Mark Edwards 在接受媒体采访时表示，“我们在选择投资目标时，一是关注的是它是否有重要的战略意义，二是它是否能给我们的企业未来带来发展机会，三是它能否和我们的现有业务形成协同效应，这些是我们比较关注的，也是帝亚吉欧作为一个投资者的世界观。帝亚吉欧一直将自己的注意力放在核心品类上，20 余年前，我们还有过一些其它的业务例如‘哈根达斯’和‘汉堡王’两个知名餐饮品牌。在这些年来，我们逐渐把这些非核心业务剥离，将资源更多聚焦在核心业务高端烈酒上，对外部的优质企业进行投资，不断寻求帮助帝亚吉欧实现自身有机成长的机会，这是我们获得较大成功背后的原因”。

2000 年，帝亚吉欧宣布将专注于高档酒类业务。

2001 年，出资 50 亿美元联合保乐力加并购加拿大 SeagramSpirits 公司，纳入北美高端朗姆酒品牌摩根船长 Captain Morgan。

2004 年，出售通用磨坊股份全面剥离食品业务。将全球业务划分 3 大地理区域：北美区、欧洲区和国际区。

2005 年，收购最古老的威士忌酒厂顶尖爱尔兰品牌 Old Bushmills 及北美高端葡萄酒 The Chalone Wine Group。

2006 年，收购世界第一伏特加 Smirnov/Smirnoff。与 A1 集团创建战略合作关系以推动俄罗斯业务。

2007 年，投资中国次高端浓香白酒水井坊，2013 年增加到 47%股份。2019 年增加到 70%。

2008 年，帝亚吉欧，喜力和纳米比亚啤酒厂宣布在南非成立合资企业；帝亚吉欧收购 Rosenbium Cellars。

2010 年，收购 London Group 获得超高端利口酒 Nuvo。

2010 年，收购塔桑尼亚啤酒酿造和经销商 SBL。

2011 年，收购越南葡萄酒和烈酒生产商 Halico。

2011 年，收购土耳其拉基酒酿造和销售商 Meylcki。收购肯尼亚啤酒生产商 KBL。

2013 年，收购印度最大烈酒品牌 United Spirits Ltd.。收购南非高粱酒酿造企业 UNB。

2015 年，收购超高端龙舌兰酒品牌 Don Julio。

2017 年，收购美国/墨西哥优质龙舌兰酒 Casamigos。

2019 年，收购北美无酒精烈酒 Seedlip 多数股权。

2020 年，收购美国超高端金酒品牌 Aviation 和 Davos brands。

2021 年，云南投资首座麦芽威士忌酒厂洱源威士忌酒厂。

2023 年，收购菲律宾高端朗姆酒品牌 Don Papa Rum。

帝亚吉欧通过并购整合和聚焦高端市场，不断巩固自身的行业地位，持续做大业务规模；同时，并购整合有助于发挥协同效应、降低运营成本、大幅提升盈利能力。1998 年帝亚吉欧刚成立时净利率仅有 8%；在 2001 年收购 Seagram 之后，将烈酒和葡萄酒业务线进行整合，将每个地区的业务并入单一的经销渠道，减少重复成本，最终净利率增长至 2002 年的 15%以上；此后通过一系列高端化运作，2008 年之后，帝亚吉欧净利率稳定在 18%以上，2022 年这一数值为 21.6%。在新冠疫情肆虐的 2020-2022 年，帝亚吉欧净利润增速达到 23%，远超行业平均水平，展现出强劲的盈利能力。

帝亚吉欧内部拥有一套标准化的品牌建设守则，包括标准化的品牌语言、严格的运营管理、本土化策略和强化广告投放四大方面。①标准化的品牌语言：无论在香港还是在纽约，帝亚吉欧的员工都用同一种品牌语言、维护工具和流程来解决问题，在不同领域(蒸馏酒、葡萄酒和啤酒)、不同市场上，帝亚吉欧都能在一个共同的主题下找到不同的沟通方式和侧重点，从而获得成功；②严格的运营管理：帝亚吉欧对旗下所有品牌都有着近乎苛刻的严格规定，细致到产品陈列等细节；以尊尼获加为例，如果包装有任何改变，都必须经过公司总经理亲自批准；③本土化策略：在坚持统一的标准的同时，帝亚吉欧对如何融入不同国家的文化风情也有着自己独特的做法，会充分考虑每个国家的特殊国情和消费偏好，持续优化运营策略；④强化广告投放：帝亚吉欧不遗余力地进行品牌塑造和广告投放，2005 年成为 F1 迈凯伦车队的赞助商、2013 年成为美国 NBA 赛事独家烈酒赞助商、2021 年成为首个在美国职业橄榄球(NFL)电视转播中出现的烈酒品牌。在美国华尔街，流传着帝亚吉欧前 CEO 保罗·华尔士一句名言：“没有品牌，再高档的酒，只是一瓶变了味道的水。”

帝亚吉欧始终站在消费者角度思考问题，根据消费者的实际需求制定相应的经营战略，通过精细化运营和严格执行，优化日常运营的各个环节。①在新品投放方面，帝亚吉欧会充分考虑消费者需求，根据各个国家和地区

的差异化口味推出相应的系列产品，例如尊尼获加的红方在希腊、巴西卖得很好，因为其 3-5 年产品入口更辣，更符合这两国消费者的口感；而在中国，帝亚吉欧除了对黑方和百利甜酒等少数品牌进行大规模推广外，旗下众多品牌均处于自然销售状态；②在酿造陈化方面，帝亚吉欧要求所售产品必须保证一定的酒龄才能出售，例如尊尼获加黑牌的陈化时间必须在 12 年以上，以确保产品的独特口味和过硬品质，能够为消费者带来极佳体验；③在产品销售方面，帝亚吉欧对旗下品牌在何种场景、以何种形式被饮用均会进行详细跟踪，甚至连饮用 Johnnie Walker 时使用的酒杯，也希望是印有品牌 Logo 的特殊款式；④在产品定价方面，帝亚吉欧对整个分销渠道进行严格的价格控制，掌握产品流向的全过程，监控和打击恶性窜货问题。帝亚吉欧前 CEO 保罗华尔士认为，“在帝亚吉欧的运营管理中，我们从来不会说哪些事情上做得特别好，我们对现状的感知，永远是觉得做得还可以；帝亚吉欧希望更上一层楼，让整个组织管理更加高效，这是我们经营的理念”。自海南离岛免税政策发布以来，国际烈酒巨头争相布局海南免税市场。目前帝亚吉欧在海南免税渠道拥有 7 家店中店，预计还会再开设 3 家。



全球葡萄酒和烈酒行业巨头——法国保乐力加

www.pernod-ricard.com

保乐力加(PernodRicard)是全球顶级的葡萄酒和烈酒生产商。80%的收入来自法国以外的地区。在最初的 30 年里，PernodRicard 巧妙地实现了从一个以法国为中心、以茴香酒为基础的公司向全球领导者的转变。如果不是法国人聚在一起喝餐前开胃酒的传统，保乐力加可能不会成为欧洲大陆最大的酒公司。事实上，传统的法式祝酒词“为健康干杯”帮助保乐力加保持了良好的状态。公司是世界上最大的茴香酒的生产商和分销商，在法国通常被称为 pastis，是该国最大的单一销售品种的烈酒，有古老的 Pernod、Ricard、Pastis51 和其他品牌。该公司还生产、销售或分销其他类型的茴香味烈酒，包括 1997 年收购的意大利 Sambuco 和希腊 MiniOuzo。除了该公司和法国人对茴香酒的偏爱，保乐力加还建立了一个强大的子公司品牌组合，涵盖几乎所有烈酒类别。该公司的产品包括 Jameson、BushMills 和其他爱尔兰威士忌；ClanCampbell 和 Aberlour 苏格兰威士忌、朗姆酒、干邑白兰地、伏特加和杜松子酒；苦酒，包括最畅销的 Suze 品牌；一系列以葡萄酒为基础的甜葡萄酒开胃酒；葡萄酒，包括澳大利亚的 Jacob'sCreek 品牌，以及各种软饮料。2001 年，PernodRicard 通过与本土品牌建立业务组合，从 Vivendi Universal 手中收购了多家国际市场领军企业。

保乐力加成立于 1974 年，由 Pernod 和 Ricard 公司合并而成。Ricard 公司是法国最大的茴香饮料供应商和分销商。茴香是一种风味独特的芳香种子，在 18 世纪作为苦艾酒的替代品而流行起来。后来一位瑞士医生发现了苦艾酒，它与苦艾和其他草药混合在一起，被用作制作长生不老药。这种饮料变得流行起来，1797 年，一个叫 Pernod 的有抱负商人，购买了这种饮料的配方。然而，苦艾酒后来被确定会造成神经损伤，并被禁止在法国，瑞士和美国销售。Pernod 改变了配方，用茴香代替苦艾，从而创造了两种新的饮料，该饮料被发现可以刺激味觉。

1805 年 Pernod 成立了一家公司 Societe Pernod Fils，尽管它是第一家生产茴香味开胃酒的公司，但规模仍然很小。尽管如此，该公司还是推出了各种品牌，包括 Pernod、Pastis51、Byrrh 和 Cinzano，作为葡萄酒开胃酒的廉价替代品。保乐力加作为一家中等规模的家族企业已有 100 多年的历史，之后它收购了 Suze 公司。这家公司用龙胆植物的根生产苦味剂。1930 年代初，Pernod 的扩张鼓励了模仿者。1932 年模仿者 PaulRicard 推出了自己的茴香开胃酒。尽管人们对威士忌和葡萄酒开胃酒的需求日益增长，但 Ricard 广泛而富有创意的营销方法，保持了茴香酒的受欢迎程度。Ricard 还建立了基金会来赞助艺术和文化活动(这在当时的法国商界是闻所未闻的)、世界游艇比赛和修建汽车赛道。此外，Ricard 还向法国政府捐赠了几个地中海岛屿，以促进旅游业的发展。为了表彰 Ricard 对赛车的支持，一年一度的 PaulRicard 比赛以他的名字命名。Ricard 的宣传噱头获得了丰厚的回报，到他 1968 年退休时，他在该公司 15% 的股份价值 1.04 亿美元。

1974 年 Pernod 和 Ricard 合并，被称为类似于通用汽车和福特的合并，使这家新公司巩固了其作为法国主要

饮料公司的基础，以便开展出口业务。自合并以来，保乐力加集团展开了大规模的重组和多元化运动。Ricard 的儿子 Patrick 在 1967 年被任命为公司总经理，他受过他父亲的良好训练，是一个精明的商人。1976 年，保乐力加收购了阿根廷的 Cusenier 公司，该公司从植物、水果和谷物中提取精华制造利口酒。除了香槟、果汁和糖浆之外，Cusenier 还是 CuttySark、Gilbey 杜松子酒和 Ambassadeur 开胃酒的阿根廷分销商。当时，保乐力加收购了一家威士忌蒸馏厂 Campbell，旗下品牌包括 WhiteHeather、Aberlour 苏格兰威士忌、Dubonnet 和 ClanCampbell 利口酒。到了 1979 年，公司认识到，其在法国的收入增长将是有限的，不得不继续将目光投向法国以外。尽管该集团的茴香开胃酒销量增长了 3.2%，但国内白酒销量仅增长了 1.3%。1980 年，保乐力加旨在向年轻人介绍茴香和茴香酒的味道，在英格兰、西班牙和德国的市场加大营销活动，大部分用于促销，包括海报、品尝测试和迪斯科舞厅的产品赠品。Patrick Ricard 表示：让人们皈依的第三杯酒，我们必须把 Pernod 的杯子交到人们手中。为了解决由于需求增加而引起的分销问题，保乐力加收购了英国分销商 J.R. Parkington 公司。之后又收购了其美国销售代理商 AustinNichols，这是一家著名的葡萄酒和烈酒公司，其最畅销的品牌是 WildTurkey 波旁威士忌。此次收购使保乐力加 1980 年的收入增加到约 2.8 亿法郎。AustinNichols 收购案背后的另一个原因是，美国人对茴香酒根本不感兴趣，Patrick 曾称茴香酒为一种味道奇怪的饮料。虽然茴香味饮料在法国和地中海地区仍然受到很大的限制，但 PernodRicard 进入英国取得了相当大的成功。

1983 年公司收购了苏打水生产商 Francaise des Produitsd Orangina 公司。Orangina 汽水含有 12% 的真果汁，比 Slice 公司的 10% 和 MinuteMaid 公司的橘子汽水的 3% 都要多。Orangina 于 1984 年首次进入美国被称为法式冷饮。保乐力加计划让 Orangina 公司占据 1% 的市场份额（所有橙汁饮料仅占苏打水市场的 6%）。百事可乐 (PepsiCo) 和 Canada Dry 公司，也纷纷效仿试销自己品牌的天然软饮料。除了 Orangina，保乐力加还通过其子公司 JAF-Pampryl 开始销售果汁 (Fruidam, Banga, Pampryl, PamPam)。保乐力加于 1982 年收购了世界领先的乳制品水果制剂生产商 SIAS-MPA 公司 66% 股份。尽管 1980 年代初经济状况不佳，PernodRicard 的销售额平均每年增长 20%。总之，该公司将花费约 2.5 亿美元的收购战略，试图在每一个法国软饮料类别建立其产品。

为了增加酒类销售，保乐力加于 1985 年与美国 Heublein 公司合作进入日本和巴西市场，并在美国获得更好的曝光率。通过持有 Heublein 日本子公司 15% 的股份，保乐力加在日本销售了 WildTurkey 和 Bisquit 白兰地。在巴西，保乐力加收购了巴西主要烈酒分销商 Heublein industrialae Commerciale 公司 30% 的股份。保乐力加加入了 Heublein 的国际市场，将该公司的海外销售额提高了 5-10%，尽管该市场的规模正在缩小。外国白酒销售占集团营业额的 19%，而 1974 年 Pernod 和里卡尔合并时这一比例为 13%。保乐力加的出口子公司 SEGM 收购了意大利开胃酒生产商 Ramazotti，并与西德的 Deinhard 成立了一家合资企业，销售 Dubonnet、Pernod、Bisquit 和 Ricard 品牌。SEGM 还策划了对瑞士的 Perisem 和西班牙的 Prac 的收购。此外，保乐力加还购买了法国最大的餐桌葡萄酒集团法国葡萄酒 SVF 公司 45% 的股份。按销售额计算，SVF 是保乐力加最大的子公司。1987 年保乐力加开始就收购另一家欧洲集团 Coymans 进行谈判。这是一家成立于 1829 年的荷兰公司，拥有三家工厂，控制着荷兰一半的酒类市场，1986 年的销售额为 3700 万美元。公司不断扩大的软饮料生产线。1986 年软饮料占集团收入的 36%。软饮料的海外销售额占该公司销售额的 25%。公司第一款无酒精的茴香味饮料 Pacific 取得成功。公司还推出了一种低热量的苹果软饮料 BrutdePomme。1988 年收购 YooHooIndustries 公司，该公司长期受欢迎的巧克力饮料进一步加强了软饮料业务。然而，1989 年保乐力加公司失去了在法国的可口可乐特许经营权，因为该公司加强了果汁部门，导致公司总收入减少了约 20%。1988 年收购威士忌生产商爱尔兰酿酒厂，获得品牌尊美醇 Jameson。1989 年，收购澳大利亚葡萄酒厂商奥兰多云威集团，获得知名品牌杰卡斯 Jacob's Creek，拓展葡萄酒品牌组合。

保乐力加的增长速度在 1990 年代显著放缓。此前占据了法国茴香酒市场 70% 的份额，但该公司突然遭遇了来自法国大型连锁超市和其他分销集团的廉价自有品牌的竞争。保乐力加在茴香酒市场的份额将很快下降到总市场的不到 55%。然而，同样令人不安的是，法国人最喜欢的威士忌在消费者中的受欢迎程度不断下降，尤其是年轻消费者，他们正在转向威士忌和以伏特加、杜松子酒和其他白酒为基础的饮品。保乐力加的产品组合缺乏强烈的白酒补充。1993 年，公司与古巴 Cubaron 合作，销售古巴朗姆酒 Havana Club。1994 年，公司收购了俄罗斯的伏特加品牌 Altai。然而公司任何一个白酒品牌都无法超过 Smirnoff 和 Gibson 等品牌的受欢迎程度。尽管 Pernod Ricard 已成为全球最大的饮料分销商之一，但与酒业巨头 Grand Metropolitan、Seagram 以及软饮料巨头可口可乐和百事可乐相比，仍显得微不足道。该公司需要获得一个强大的品牌，但这些品牌已变得太昂贵。此外，保乐力加 Orangina 品牌在亚洲市场与可口可乐和百事可乐的正面交锋。可口可乐很快就登陆越南市场，通过大规模的促销活动，包括免费赠送数以百万计的软饮料，迅速占据了 99% 的市场份额。在欧洲，Orangina 也发现自己的市场份额被大公司的新进入者抢走了。此外，1993 年保乐力加面临着酒精饮料税的增加。茴香酒的销售在一年内下降了 8.5%。1994 年，该公司被迫关闭了一些法国业务，包括在法国马赛的工厂。

尽管有这些困难，保乐力加仍然是饮料世界的主要参与者。其软饮料销售量增长强劲，1995 年首次与酒精饮

料的销售量持平。由于无法在规模上与真正的行业巨头竞争，保乐力加转而扩大其酒类产品组合，开始了一系列收购，包括1995年收购葡萄牙的Somagnum、1996年收购委内瑞拉的El Muco Bebidas，以及1997年收购雀巢旗下的Perrier Vittel部门的Riqules、希腊第二大茴香酒生产商EPOM及西班牙第一大杜松子酒品牌Larios。保乐力加还投资了捷克共和国生产Becherovka苦酒的Jan Becher公司。为了与业内重量级企业竞争，该公司需要进行大量资本投资，为未来任何大规模扩张提供资金。Pernod Ricard继续通过收购本土品牌来建立自己的品牌组合，同时剥离其非酒精类产品组合，并在2001年收购Seagram公司，获得了大量市场领先的国际品牌。1999年，该集团通过收购波兰食品企业Agros的大部分股份，获得了Wyborowa品牌黑麦伏特加的国际分销权。两年后，保乐力加以3亿兹罗提收购了伏特加生产商波兰第二大酿酒厂Polmos Poznan 80%的股份。1999年收购亚美尼亚的Yerevan白兰地公司，2000年收购了墨西哥的Viuda de Romero龙舌兰酒。

伴随酒类资产的收购，Pernod Ricard还在出售其非酒类资产。该公司在欧洲、北美和澳大利亚的软饮料业务的多数股权于2001年被Cadbury Schweppes plc公司以7亿欧元收购。这些业务每年的销售额为4.66亿欧元，其中一半来自Orangina饮料。三年后，Cadbury收购了软饮料业务的剩余权益。可口可乐公司曾试图以50亿法郎收购Orangina品牌，但该交易在1999年被法国政府否决。意大利调味品子公司San Giorgio Flavours被出售给爱尔兰Kerry集团，水果制剂生产商SIAS-MPA也被剥离。英国分销商BWG也被处置了。

2001年3月，这些资产剥离收益帮助公司以32亿美元的价格从法国综合媒体Vivendi Universal SA公司手中收购了经营葡萄酒和烈酒业务Seagram公司39.1%股份。并购的合作伙伴是英国帝亚吉欧公司，保乐力加获得了Chivas Regal 芝华士和Glenlivet 威士忌，Martell 干邑和Seagram 杜松子酒四个品牌，四个品牌的年销售总额超过10亿美元。并购Seagram使公司的规模扩大了一倍，成为全球第三大葡萄酒和烈酒生产商。

2004年收购新西兰的Framingham酒厂。此时，保乐力加正推出混合饮料来提振茴香酒在法国庞大但滞后的市场。2004年公司成立30周年之际，保乐力加已成为欧洲大陆和南美地区领先的葡萄酒和烈酒供应商，在亚太地区排名第二，在北美地区排名第六。年销售额为36亿欧元，净利润为4.87亿欧元，集团拥有68个生产设施的1.2万多名员工。Ricard家族仍然是最大的股东，拥有12%的股本，并通过SA Paul Ricard控制了19%的投票权。

2005年7月，保乐力加联合美国富俊(Fortune Brands)出价107亿欧元收购联合多美公司Allied Domecq plc。为了避免反垄断问题，保乐力加将价值40亿欧元的资产出售给Fortune Brands公司。联合多美克排名世界第二，其品牌包括百龄坛Ballantine's，玛姆Mumm，Perrier Jouet 香槟，Beefeater 杜松子酒，Stolichnaya 伏特加。保乐力加成为全球第二大、美国以外地区第一大烈酒和葡萄酒集团。

2008年，保乐力加并购瑞典国有酒业集团Vin&Sprit，获得全球第一伏特加品牌Absolut Vodka，补强伏特加产品组合。2014年，增持超顶级龙舌兰品牌Avion Spirits股份，成为其大股东。2016年，收购德国金酒品牌Monkey47的多数股权。2019年，保乐力加以2.23亿美元收购美国烈酒公司Castle Brands，获得Jefferson's Bourbon 威士忌、Knappogue Castle 威士忌和Goslings 朗姆酒，品牌种类持续得到扩充；2022年，保乐力加收购龙舌兰品牌Codigo 1530，进一步扩张在高端龙舌兰领域的产品版图。

2010-2022年，公司收入维持在100亿美元左右，净利润15亿美元左右。保乐力加在具有战略性的亚洲和其他地区及欧洲市场业务均实现了19%的高速增长，中国、印度、土耳其、日本、韩国等新兴市场表现突出。

品牌分类管理：为了管理好众多的品牌，保乐力加将旗下品牌划分为核心战略品牌、其它战略品牌 and 主要本土品牌三类；其中，力加Ricard、百龄坛Ballantine、芝华士Chivas Regal、马爹利Martell、绝对伏特加Absolut Vodka、巴黎之花Perrier-Jouet 香槟等12个品牌被列为核心战略品牌，在公司总体战略中处于优先地位；对于其它战略品牌 and 主要本土品牌，保乐力加则根据市场的不同特点和竞争环境进行整合；适度放权：为了充分调动各个品牌的积极性，保乐力加进行适度放权，各个品牌公司和分销公司可以根据当地市场的消费偏好和生活习惯，自主决定发展战略和营销策划，这就解决了各个品牌之间相互竞争的问题，大幅提升品牌运营效率；精准营销：保乐力加热衷于赞助高层次艺术和顶级商业活动(例如保乐力加在中央美术学院设立“马爹利艺术基金”、连续多年赞助上海国际艺术节)，不仅为保乐力加赢得了各圈层意见领袖的口碑，还实现了品牌与高雅艺术元素的深度结合，凸显保乐力加雍容典雅的品牌形象。

在中国，保乐力加是进口酒类国际集团中的翘楚，三十多年前引入中国的芝华士、马爹利、皇家礼炮成为国人对洋酒品牌的最初印象，这三个品牌也被称为保乐力加在中国市场的三驾马车”。随后，伴随着公司完成对联多美和Vin&Sprit的收购，以及2005年百龄坛、玛姆、美丽时光、必富达、甘露和马利宝，2008年绝对伏特加以及2016年猴王47黑森林等品牌的加入，公司强大的产品组合得到不断丰富，在中国市场的地位得到进一步巩固。在海南自贸港机遇下，保乐力加在海南加大投资力度，开设多家免税精品店。不论是烈酒还是葡萄酒，不论是威士忌还是白兰地，保乐力加都能为中国消费者提供丰富且高品质的洋酒选择。根据IWSR数据，保乐力加在中国的市占率已高达45%(统计范围为干邑、伏特加、剔除日本和美国产品的威士忌)。



日本酒水巨头——三得利 SUNTORY

www.suntory.com

三得利是全球规模食品饮料及酒类企业，提供多样化产品，其中包括：荣获大奖的日本威士忌山崎(Yamazaki)和响(Hibiki)、三得利万志啤酒(The Premium Malt's beer)、经典美式烈酒占边波本威士忌(Jim Beam)和美格波本威士忌(Maker's Mark)以及饮料，如即饮咖啡(BOSS)、伊右卫门(Iyemon)茶、三得利 Tennensui 矿泉水、碳酸果汁饮料 Orangina、葡萄适(Lucozade)、利宾纳(Ribena)、V 能量饮料和茶+(TEA+)。我们还生产保健品，经营花卉和餐饮业务。三得利致力于提供安全性、可靠性和愉悦感，始终坚持提供优质产品，以丰富消费者的日常生活。每一道工序，从开始到结束都力求卓越。在三得利，一切为了质量。这意味着，从产品的研发开始，直到产品到达消费者手中，每一个环节都必须保证高标准和安全性。

三得利百年开拓史证明了烈酒、啤酒、预调酒、软饮料等酒水饮料品类的多元化发展之路具备可行性，能够持续驱动公司规模扩张，且随着品类结构优化、产品高端化不断推进，盈利逐步提升。早期三得利通过销售进口酒类积累市场认知，后凭借对市场洞察适时对洋酒品类进行国产化改良，在葡萄酒、威士忌领域取得了巨大成功。然而公司并未就此止步，通过对市场变化及消费者喜好的洞察，第二代接班人上任后开拓啤酒事业板块，后逐步涉足软饮料、预调酒、食品、花卉等多个领域，公司多元化成果显著，市场地位不断强化。在切入不同赛道时，三得利采取了产品差异化战略，通过快速、精准地推出与市场需求相匹配的产品，快速抢占市场。从三得利的发展历程可以看到，公司在进入低度酒类及软饮料领域之初并不具备优势，之所以能在激烈的市场竞争中胜出，在于公司对于自身产品的定位突出了差异化，与竞争对手形成区隔，从而能在一系列产品中脱颖而出。这背后是公司对于消费市场的密切调研和跟踪，以及与之配套的研发创新能力。因此公司能够快速、精准地推出与当下市场需求相匹配的产品，最大限度贴近各地的消费者。

1899 年，鸟井信治郎(Yatte Minahare)在日本开设了一家店铺名为寿屋，旨在销售西班牙进口葡萄酒。然而，进口葡萄酒的味道无法迎合日本人的口味，故起初他的葡萄酒销量不佳。但鸟井信治郎并未放弃。志在新勇于行，是他的格言。他不知疲倦地在本销售各种进口烈酒，并同时研发自己原创的葡萄酒。经过多次尝试和失败后，他终于在 1907 年推出了赤玉品牌(Akadama)波特酒。赤玉波特酒是专门根据日本人喜好微甜的口味酿制而成，且主打民族品牌路线，遵循世上独此一家、专为日本人打造的宣传路径，因而在日本异常畅销。该品牌的赤玉甜葡萄酒至今仍然广受欢迎。在赤玉葡萄酒和日本威士忌大获成功后，三得利的发展势头持续不减。1920 年代，赤玉在日本葡萄酒市场的份额突破 60%，成为名副其实本土大单品。1936 年，在日本葡萄酒核心产区山梨县我们开设自己的酒庄，登美之丘葡萄酒庄。1983 年，我们收购了位于法国波尔多地区的葡萄园拉格喜庄园。三得利旗下葡萄酒"登美 1996"获 2000 年度国际竞赛金奖，"登美 1997"获 2003 年法国葡萄酒及烈酒大赛金奖，成为日本首款获全球金奖的葡萄酒产品。三得利相继与各国著名酒庄和香槟庄建立合作关系，如法国拉格喜葡萄庄园、法国贝切维尔酒庄等，为消费者提供优质的葡萄酒产品，夯实业务运营基础。2010 年，日本开始启用新的葡萄酒标签规则，只有 100%使用国产葡萄并在日本国内酿造的葡萄酒才能标识为“日本葡萄酒”，新规在一定程度上强化了三得利在葡萄酒市场的品牌力和影响力。凭借对本土市场需求的精准把控，三得利在日本葡萄酒市场的份额接近 10%，稳居行业第一名。

在成功酿制出日本客户喜爱的葡萄酒后，鸟井信治郎决定酿造一种正宗的日本威士忌，以满足日本客户的口味喜好。1923 年，鸟井信治郎开始进军威士忌业务，兴建日本首家麦芽威士忌蒸馏厂山崎蒸馏厂。1929 年，第一个正宗日本威士忌品牌三得利白牌威士忌(Suntory Shirofuda)上市。1937 年，三得利角瓶威士忌上市。1984 年，三得利单一麦芽威士忌山崎(Yamazaki)上市。1989 年三得利威士忌响(Hibiki)上市。1994 年三得利单一麦芽

威士忌白州上市。2014 年，日本威士忌市场基本达到饱和，三得利收购了美国威士忌巨头 JimBeam 公司开拓海外市场。

2009 年，收购位于大洋洲的新西兰清凉饮料 Frucor 集团和位于欧洲的法国清凉饮料法奇那 Schweppes 集团。2013 年，随着三得利越南百事可乐饮料有限公司的成立，开始在越南开展业务，并在收购了葡萄适、利宾纳两个品牌后成立了三得利葡萄适利宾纳有限公司。2018 年，在泰国成立合资企业三得利泰国百事可乐饮料有限公司。

1960 年代，二代管理层带领公司进入啤酒新品类，在麒麟、朝日、札幌三大啤酒巨头的夹缝中强势崛起。为了让日本消费者可以喝到新型啤酒，佐治敬三带领公司的员工潜心研究了国外啤酒，参观国外酿酒厂，了解国外的啤酒市场。经过多年对各个环节的研究，包括对水的研究，在经历过多次试验和失败后，我们终于在 1963 年推出了三得利啤酒(Suntory Beer)。1967 年推出日本第一个生啤(非巴氏灭菌啤酒)品牌纯生啤酒(Jun-nama)，与朝日、麒麟和札幌主打的传统啤酒形成差异化，次年市场份额上升到了 5%。这款纯生啤酒(Jun-nama)的客户接受度非常高，在市场上很畅销，这无疑鼓舞了我们去开发新的更具创意产品。多年以来，我们不断努力开发新产品，以满足日本消费者日益多样化的口味需求。1986 年，我们上市了一款 100% 麦芽啤酒，即 Malt's 啤酒，市占率一度升至 10%。1989 年，为生产出全世界高端的皮尔森型啤酒，我们开发出了三得利高端啤酒(The Premium Malt's)系列。这款高端啤酒，是使用严选的原料、采用特别的生产工艺打造而成。1994 年，日本啤酒税收新政按麦芽度划分税率高低，同时泡沫经济的破灭导致性价比消费趋势崛起，三得利敏锐洞察了其中的机遇，研发了麦芽含量低于 67% 的首款低麦芽度发泡酒并率先推向市场，引领发泡酒在日本流行。发泡酒税率上调后，三得利再次进行针对性的研发创新并推出更低麦芽度的第三类啤酒产品。2005-2007 年，这款啤酒连续三年在"Monde Selection"的啤酒类评选中荣获特别金奖。经过数十年的不懈努力，三得利高端啤酒 The Premium Malt's 在日本高端啤酒品牌中深受海内外消费者的喜爱。2010 年，推出世界上第一款无酒精、无碳水、零卡的啤酒味饮料 All-Free。2021 年啤酒市占率达到 16.3%。

1972 年，在葡萄酒和烈酒行业大获成功后，我们开始尝试拓展无酒精饮料业务。那时，人们仍然自己泡茶。对茶叶本身、调配方法、质量控制和不同生产方法进行数年深入研究后，我们在 1981 年推出了罐装乌龙茶成为无糖饮料先驱，而当时在软饮料市场中占据着主导地位的是碳酸软饮料和果汁。三得利乌龙茶(Suntory Oolong Tea)符合日本民众的口味，并迅速走红。并且使"即饮"概念风靡茶叶市场，是我们最畅销的产品之一，也是日本无酒精饮料市场中的知名品牌。2004 年，三得利绿茶伊右卫门(Iyemon Tokucha)上市。2006 年，获日本厚生劳动省认定的保健食品黑乌龙茶(Suntory Black Oolong Tea)上市。

1992 年，我们推出了罐装即饮咖啡品牌 BOSS，旨在为工作人士提供丰富美味的选择，并且成为他们的"相棒"(多年深受信任的可信赖伙伴)。随着时间的推移，即饮咖啡 BOSS 已成为一个拥有众多系列产品的长期受到喜爱的品牌，全部产品的设计均是为了满足消费者不断改变的生活方式和品味。

1990 年代，我们利用从各类研发中积累的专业知识，挑战健康与保健市场。在日本，芝麻种子历来被认为是健康食品，经过长期研究，我们成功地从科学的角度证明其有益健康，并于 1993 年推出了首款补品芝麻明(Sesamin)。自那以后，我们一直致力于为全球消费者开发和提供多种优质的健康保健品。2001 年，成立医疗保健科学研究所，研发出 Shizen no Chikara 产品系列。

没人见过蓝色玫瑰，它象征着"绝不可能"。1990 年开始尝试培育这种"绝不可能"的鲜花。高级总经理田中良和博士，是负责完成这项任务的最佳人选。他领导的专家团队孜孜不倦地投入研发工作，1991 年，这个团队成功实现了首个目标，分离出蓝色基因。1995 年，培育出蓝色康乃馨。2004 年，在全球首次成功开发蓝玫瑰。

1979 年三得利威士忌开始在中国销售。1981 年，三得利积极参与中国市场，赞助了中国 1981 北京首届国际马拉松赛。1984 年，三得利投资成立了中国第一家啤酒合资企业，江苏三得利食品有限公司，为中国啤酒酿造技术的发展做出了贡献。1995 年，三得利在上海开展啤酒及饮料业务，上海三得利梅林食品成立。1999 年，三得利成立三得利(中国)投资有限公司以整合中国所有在三得利旗下的企业。2010 年收购中国最大进口葡萄酒企业 ASC Fine Wines 公司。2017 年，在 Beam 公司加入三得利集团仅 3 年，Beam Suntory 中国公司成立，并使我们成为了全球第三大高端烈酒公司。2019 年与中信集团在中国成立信三得利商贸公司。

伯克希尔股东大会问答 1992

1992 年 4 月 26 日 Orpheum 剧院 1700 人

巴菲特通过给伯克希尔股东信和偶尔的演讲，继承了他已故老师本格雷厄姆的教学传统。许多知识渊博的观察者认为这些信件是现存商业智慧的最佳范例。很多人认为仔细阅读他的信件比在一流的商学院学习两年更有价值。每年心怀感激的股东们都会聚集在奥马哈，表达他们的感激之情，并享受由巴菲特和他的长期合伙人，同为超级投资者的查理芒格举办的关于商业、投资和人性的一年一度的讲座。正式会议持续了大约 8 分钟，然后是几个小时的股东提问和回答。以下内容节选自其中。

1, 开场白

巴菲特：这次会议将持续到中午，或者直到查理说了一些乐观的话，以先到者为准。所以我将在这里一直待到中午。我们俩经常被问到的一个问题是：如果你被卡车撞了会怎么样？但我们担心的是，在某一年你出席会议时说：如果你没有被卡车撞到将会怎么样？我们有请伯克希尔年度最佳祖母，我的母亲 Howard Buffett。妈妈，请你站起来好吗？她的健身自行车已经骑了 4000 多英里。她为我们两个人锻炼。决定你能活多久最重要的事情是你的父母能活多久。所以我鼓励她保持锻炼。

2, 在美国，我们喝的软饮料比水还多

巴菲特：我个人对水一无所知。我可能有一天会尝试只喝水。但我知道，在我们这个世界上，一般人每天要喝 64 盎司左右的东西。在美国，其中略高于 25% 是软饮料。它在三年前超过了水。在软饮料行业，他们以 8 盎司为单位来衡量消费量。同样，平均每人每天喝 64 盎司多一点，这意味着软饮料的人均消费量每年约为 730 份 8 盎司。幸运的是，可口可乐在整个饮料中占 41-42%。在世界各地，同一品类的消费情况非常相似。几乎每个国家的软饮料消费都在不断增加。信不信由你，可口可乐产品的人均消费量最高的国家是冰岛。但我不知道他们在那里做什么.....事实上，我的生命要归功于可口可乐。因为我每天要喝 5 罐。这大约是 750 卡路里。如果我不喝这些东西，我一年就能减掉大约 70 磅的体重。它是我的救命水。

3, 身份象征产品之美：价格代表了品质。我们喜欢这种象征身份的定价权。

巴菲特：Guinness 确实是一家国际公司。它的总部设在英国。他们在美国赚取的利润比例与可口可乐接近。可口可乐也是一家国际公司，它只是碰巧注册在美国。我们仍然偏向于在美国境内注册的公司。这对于英国的公司来说是一个小缺点。如果它位于其他一些让我们不太舒服国家，而且我们不完全了解该国制度的细微差别，这将是一个很大的缺点。

但我们认为我们了解这项业务。查理是我们 Guinness 产品的常驻专家。如果这是我们所了解的业务，比如管

理层和产品都是对的，我们愿意购买美国以外公司的股票。正如我以前告诉你们的那样，我们去年的收益为 5 亿零几百万美元，如果你们看看我们的公司从哪里赚到了这些钱。其中超过 1 亿美元来自国际收入，主要是可口可乐，其次是吉列。你不会看到我们经常购买国外的公司。但我们偶尔也会看看它们。

芒格：Guinness 有着非凡的品质，它的产品被认为是身份的象征。这个体系的美妙之处在于，价格越高，象征身份的品质就越高。没有多少企业的产品能让你看到这一点。

巴菲特：有一些产品，人们在评价它们时，倾向于将价格等同于品质。他们喜欢把两者联系在一起。人们有时会在投资银行服务的定价中使用这一原则。他们也可能在商学院的学费定价中使用它。我认为，有一些迹象表明，苏格兰威士忌在这方面占了上风。

(全球 50% 以上的百年企业是烈酒企业，工艺上的价值链接：时间成本的价值)

(凡勃伦效应 Veblen effect, 是指消费者对一种商品需求的程度因其标价较高而不是较低而增加。它反映了人们进行挥霍性消费的心理愿望。商品价格定得越高，越能受到消费者的青睐。商品价格越高消费者反而越愿意购买的消费倾向，最早由美国经济学家凡勃伦注意到，因此被命名为凡勃伦效应。这种消费的目的并不仅仅是为了获得直接的物质满足与享受，而在更大程度上是为了获得一种社会心理上的满足。由于某些商品对别人具有炫耀性的效果，如购买高级轿车显示地位的高贵，收集名画显示雅致的爱好等等，这类商品的价格定得越高，需求者反而越愿意购买，因为只有商品的高价，才能显示出购买者的富有和地位。这种消费随着社会的发展有增长的趋势。由于消费者可能是想要通过使用价格高昂、优质的产品来引人注目，具有一定的炫耀性，因而这种现象又被称为炫耀性消费 Conspicuous Consumption。富裕的上层阶级通过对物品的超出实用和生存所必需的浪费性、奢侈性和铺张浪费，向他人炫耀和展示自己的金钱财力和社会地位，以及这种地位所带来的荣耀、声望和名誉。富裕者总是要通过购买一些昂贵的奢侈品或大讲排场疯狂消费来显示自己的地位，要满足这些富有者的消费欲望，就需要生产昂贵的奢侈品，就要创造可供他们疯狂消费的条件和环境。随着社会经济的发展，人们收入的增加，功能性消费越来越弱化，只要消费者有能力进行这种感性的购买，精神的消费，凡勃伦效应就会出现。自 1980 年代以来，随着发达国家由生产主导型社会向消费主导型社会的全面转变，消费问题本身越来越受到学界的关注，人们才愈益认识到凡勃伦的重要性。凡勃伦商品主要是指的高端奢侈品。

吉芬效应 Giffen effect, 由 19 世纪英国经济学家吉芬 R. Giffen, 对爱尔兰的土豆销售情况进行研究时，提出的一种对需求理论的例外情况。在价格上升的时候，销量本该下降，可是这种商品的销量却在上升。这种商品违背需求法则的现象就叫吉芬效应。在其他因素不改变的情况下，当商品价格在一定幅度内上升时，需求量增加，价格下降时，需求量减少。其价格变动的收入效应为负。吉芬商品特殊性在于，它的收入效应超过了它的替代效应。这也就是吉芬物品的需求曲线呈现出右上方倾斜的特殊原因。吉芬商品主要是低端的生活必需品，在缺乏替代品且供需失衡的时候，人们预期价格会继续上涨，而出现的抢购现象。)

4, 美国和英国关于商誉处理的会计规则

巴菲特：对于我们所拥有的公司来说，最大区别是，在美国，商誉被资本化了，并在 40 年内从收益账户中摊销掉。例如，如果我们为一项业务的有形资产支付了 1 亿美元的溢价，那么这 1 亿美元将以每年 250 万美元的速度摊销 40 年，除非发生一些特殊事件。而且这不能扣税，尽管他们正在谈论修改税法。

在英国，商誉是从公司的净资产中摊销的，它从未从收益账户中扣除。因此，资产负债表上不会出现商誉，

也不会随着时间的推移而减少。就可口可乐而言，这将是次要的，因为尽管它拥有世界上最好的品牌，但可口可乐并没有购买这些品牌。因此，可口可乐的资产负债表上没有很多商誉。Guinness 近年来购买了很多的东西，因此购买了更多的商誉。如果它遵循美国的会计规则，商誉将被资本化，而根据英国的会计规则，商誉将进入资本公积。

巴菲特：我们在 1983 年的年度报告中曾重点讨论过商誉的问题。其实商誉摊销在我看来并不是特别的合理。我们认为企业的成本是决定企业投资成功与否的重要因素，但我们不认为 GAAP 会计所提供的摊销安排是反映企业经营成果的一种特别有代表性的方式。因此，我想我更喜欢英国的会计制度，希望投资者能认可公司多年来为商誉付出的对价，并通过他们是否在商誉上取得了可观的回报，来评估管理层的成功。我个人倾向于旧的会计制度，在资产负债表上记录商誉，但不摊销。

芒格：总的来说，相比美国，我认为英国的会计制度鼓励了更多的会计操纵。而在澳大利亚，他们甚至更过分。那里的会计成为一种高级的操纵艺术。这是一个糟糕的系统。

巴菲特：我们的系统的另一个特点是，它促使人们在收购中试图去构建事件，以欺骗那些关心报告收益的人。在做出任何收购决定时，一项收购是作为购买法 Purchase 还是权益合并法 Pooling 进行会计核算，对我们来说并没有什么区别。我们试图找到最佳的股权交换方式。而那些倾向权益法会计的人，通常希望他们的股份避免商誉摊销。例如，一些公司抵制回购股份，因为这会影响未来数年的权益法会计等等。我见过管理层会根据会计结果做出非经济决定。

芒格：是的，大约 90% 管理层会这么做。

巴菲特：对。权益法还是购买法的会计本质，加剧了管理层这种做蠢事的倾向。这两者之间在递延税方面也有一些差异。但这通常并不是一个影响巨大的科目。

去年我们在可口可乐的收益中所占的份额约为 1.1 亿美元或更多一点，其中在扣除股息税后，我们收到了约 4500 万美元的股息。其余由可口可乐保留的收益，根据 GAAP 会计准则我们并没有报告。它们是真实的吗？它们当然是真实的。无论 GAAP 是否报告它们，对我们来说真的没有什么影响。我们关心的是它们在企业内部是否被有效地使用，实际上这些保留收益正像兔子一样在公司内繁殖。我们真正寻找的是经济现实而非报告收益。GAAP 会计准则在这方面有其弱点，但我们并不是说我们有一个更好的会计系统。我们是说，我们有一个至少更接近现

实的个性化的系统，可以被认为是投资者的会计系统。

(购买法和权益法在商誉确认上的区别。购买法下，合并方企业要按公允价值记录所收到的资产和承担的负债，合并成本与取得可辨净资产公允价值的差额确认为商誉。权益合并法下，双方换股合并其计价基础不变，根据其账面价值决定净资产的入账价值，不存在商誉的确认问题。)

5，美国工业界的收益率：比想象的要少。

巴菲特：在过去的 20 年里，美国工业企业的平均收益率可能为 13%。我们能期望这种情况有很大的改变吗？我个人认为不能。如果我不得不选择一个数字，我在 1977 年做过，这有点低，所以我就不提了。

芒格：这个数字是 12%。

巴菲特：我不认为它会更低，13%并不是一个不合理的假设，除非经济环境发生一些重大变化。我认为，美国工业作为一个整体，有点类似于 12%或 13%的债券，它实际上是支付 5%的票息，并将其他 7%或 8%的票息进行再投资，以购买更多同类型的债券，我认为这是一个合理的假设。我想大多数人可能会把这个数字设得高一点。对我来说，它可能反映了 1-2%的安全边际。但我不认为有任何理由将投资决策的预测建立在一个远远超出这个范围的数字上。

芒格：这 13%可能没有反映出所谓的退出率和新进入率。换句话说，当公司倒闭时，成功的新公司会被加入到指数中，而指数也会因此而获益。我认为加上退出率会使实际收益率下降一些。因此，即使美国工业企业平均收益率是 13%(以广义指数衡量)，所有公司的实际收益率也可能会低一些。

巴菲特：这倒是真的。还有一个因素也不是完全不重要的。我估计，如果你回到过去 20 年，并调整通过期权获得的报酬，因为这些报酬没有反映在公司的利润表中，你的回报会减少 0.25-0.375%或者类似的东西。

这些数字并不完美。以医疗保险为例，在许多情况下，退休后的医保费用作为过去 20 年中一直在计提的项目，在一年内会突然间在资产负债表上反映为一个巨大的负债数字。因此，这项成本在过去 20 年中一直在增加，但从未反映在美国工业企业报告的 13%的回报中。负债一直都在那里，只是 GAAP 会计从来没有关注过它。

还有，查理和我发现，经理人在批准一些事情并签署一些成本巨大的协议的同意程度方面令人震惊。只要不必将这些成本计入收益账户，他们往往就会忽略它。这些费用现在将反映为 1991 年和 1992 年退休后的医疗费用。它们要追溯到 25 年前，也就是它开始计提的时候，所以你必须修正当时的收益数字，而不是现在的。

芒格：大公司的长期收益率也许比你想象的更接近 12%。

巴菲特：是的。给我们足够的时间，我们会把它降到 12%。现在有一些公司的养老金计划资金过多，根据

GAAP 会计原则，这些养老基金可能会被记录为一项非常重要的资产，并因此进入收益账户科目。这些所谓超额计提的资产在资产负债表上看似是实打实的。但是，如果你把这个科目的价值与资产负债表上其他一些类似金额的项目相比，两者之间的价值根本就没有可比性。

但他们将这些计提的养老金资产报告为收益。我前几天看到一份年度报告，其中超过 1/3 的公司净资产是由预付养老金成本代表的。相信我，如果他们能用该数额 3/4 的现金或 1/2 的现金来交换这笔钱，他们可能会过得更好。但今年收益账户中有一个 2 亿美元的增量科目来自该资产，而且它已经增长了一段时间了。**但这并不是查理和我所说的收益，这种特殊的会计操纵倾向于夸大公司的业绩记录。**

芒格：这一点没有开玩笑。

6, 关于宏观经济预测

巴菲特：关于股市我唯一能说的就是它不便宜。我们知道什么时候它真的很便宜，但这并不经常发生。而且当它发生时，我们不一定有钱去买，或者至少是非常多的钱去买。但如果我们找到我们喜欢的东西，股市的估值水平不会真正影响我们的决定。我们将根据公司基本面做出投资决定。但在目前这个市场水平上，显然道指下跌 500 或 1000 点更容易找到可以购买的东西。

芒格：我甚至愿意做出一些我们所做过的非常近似于宏观经济预测的事情，那就是如果你以过去 12 年为例，经通货膨胀调整后的回报相当可观，这一时期像投资的天堂。我愿意预测，长远来看，未来的回报率将不会像过去 12 年那样高。对于那些非营利机构的受托人，我认为世界上的投资资金只能增长这么快。

巴菲特：按照查理的表述方式，我 100%同意。总的来说，在未来很长一段时期内，投资回报不可能与 1982 年以来所取得的成就相媲美。

芒格：至少这将是常态。

巴菲特：任何不这么认为的人都会大失所望。我提到的一个养老基金是假设有 11% 的回报率。我的猜测是，这个假设被满足的可能性很低。

芒格：我认为这是我们刚刚试图做出的一个非常重要的观察。

巴菲特：现在让我们继续谈一些不重要的观察。**查理和我基本上没有花时间真正思考宏观因素。**换句话说，如果有人递给我们一份由最受尊敬的知识分子写的，关于未来两年的失业率或利率或任何可能的数字的预测，我

们也不会理会它。

我们只是试图专注于我们认为可以理解的业务，以及我们喜欢的价格和管理层。我们不阅读宏观经济材料。

如果我们在报纸上看到任何关于国会将会发生什么事情的评论或预测，我们甚至都不会去看。我们不会去谈论宏观因素，我们不会去参加相关研讨会。我们只是认为没有一个观点是对投资有帮助的。

现在，这与许多投资机构非常不同。我见过许多投资管理机构的演讲，其中习惯性地用自上而下的分析来代替常识。首先他们从宇宙中将会发生什么开始，然后不断缩小范围。你已经拥有的这种很高的平均智商，在很大程度上被这些时尚的骚操作给抵消了。查理和我都觉得这是在胡说八道。

如果你对一项生意的判断是正确的，那么下周、下月、下年会有各种状况发生，但真正重要的是要待在对的生意中。经典案例就是这里的可口可乐，该公司在 1919 年上市，以每股 40 美元发售股票。有趣的是，一年后，该股票跌至 19.5 美元。在第一次世界大战之后，糖的价格发生了巨大的变化。因此，如果你在它刚上市时就买下它，一年后你就会损失一半的钱。但是，如果你今天仍然拥有那些股票，并将所有的红利进行再投资，它的价值将达到 180 万美元左右。我们经历过萧条，经历过战争。糖价涨了又跌。发生了无数的事情。对我们来说，思考产品是否有可能继续维持其自身竞争优势及其经济特性，远比试图猜测是否是买卖股票的时点要更具成效。

很多人在很长一段时期内拥有这支股票赚了钱。这就是人们赚钱的方式，而不是试图去预测自然事件，然后去决定是否要持有可口可乐或其他什么股票。如果你对企业的看法是正确的，那么从长远来看，你的投资结果也将是正确的。至于其他关于政治趋势和所有这类事情的劝诫函，我不知道有谁真的靠这个赚倒了钱。查理，你知道有谁这样做赚了钱吗？

芒格：没有。而且我也不喜欢听到这些。

巴菲特：你看我们是多么善解人意和心胸宽广。请记住，我们只在股东会议上才会这样。你总是可以坐下来，列出一百个影响经济或市场的有利或不利的因素。你对任何特定因素的重视程度，无论它在有利不利的哪一边，都可能只反映出你那天的喜好，你的政治观点或各种事情。但我们只是从来没有发现尝试用这些术语来思考是有用的。

当我从哥伦比亚大学毕业时，我最尊敬的两个人，也就是我的父亲和本格雷厄姆，他们都鼓励我最终进入证券业。但他们都认为这是一个糟糕的时期，因为道琼斯指数已经上升到了 200 点以上。历史上从来没有一年道琼

斯指数站上 200 点。他们两人都认为，等待一段时间可能是个好主意。当时我有大约一万块钱，然后如果我等待，我可能仍然只有一万块钱。

我们所从事的业务，我们自认为相当了解也相当适合去做。如果我们没有任何优势去理解业务，那么我们就应该退出这样的业务，这对我们来说是没有意义的。

菲利普费雪说，投资中的最重要的事情在于，专注于那些可知的 knowable 和重要的 important 东西上。有很多东西是可知但不重要的 unimportant，你可以忘掉这些。当然，容易犯的错误是被那些不可知 unknowable 但重要的东西所吸引。

真正的诀窍是知道，那些东西是可知和重要的，你可以集中精力去做。而真正的考验是，如果你专注于那些可知和重要的东西，你能否克服那些不可知的东西。我认为答案是肯定的，除非有什么东西太难，以至于你怎么做都不会有太大改变。

芒格：我们通过预测某些人和公司将如何逆流而上来强调可知性。我们并不是在预测当前的股价波动。

巴菲特：我们之前谈到了我们对宏观经济因素的不可知论。查理和我之前都表达了这一点。我们可能比多数投资者更害怕通货膨胀对某些企业的影响。因此，我们可能会在计算中加入高通货膨胀可能再次来袭的这一因素。这是我们试图考虑的唯一的一个宏观因素，而且我们可能比大多数人更看重它。

7, 关于所罗门的投资

巴菲特：如果情况与我们最初承诺时一样，我们显然会这样再次投资，但如果我知道这将花掉我的生命中很多个月，并在某种程度上去拯救它，那我将改变态度。我觉得我的生活很完美了。即使赔率 3:1, 4:1, 甚至 5:1, 我也不会去改变它。我不会为了在我的讣告中记录一个更大的数字，而牺牲我的时间和快乐。在此基础上，我不会做出同样的投资决定。

顺便说一下，正如我们以前谈论的那样，我们的优先股投资主要是固定收益投资。我们把这些看成是中期市政债券的替代品。在这方面，所罗门公司的投资已经超过了我们所持有的中期市政债券的表现。因此，从经济角度来看，到目前为止，这并不是一个糟糕的投资决定。但它的影响是改变我的生活习惯，在此之前这些习惯已经非常好。

我有点怀疑伯克希尔的股东，他们为我去所罗门任职而感到高兴。但我会接受这是一种赞美。我父亲是政治

家。他当了很多年的国会议员。而我的儿子也在政界。但在 8 月的那一天，我想我成功实现了他们梦寐以求的目标：我在没有竞争对手的情况下当选。

这就像那个参观海洋世界的家伙的故事。他去参观了这个地方。他进入了一个看起来令人生畏的房间，里面有一个巨大的水池，导游解释说这个水池里有鲨鱼，任何游过这个看起来令人生畏的水池的人，如果他们能游到对岸，就能得到一百万美元，但在多年来带人参观的过程中，从来没有人尝试过。就在他解释这些的时候，突然他听到一阵水花，转过身来看到这个人正在游泳池的另一边挣扎，有只鲨鱼在咬他。但他设法及时脱身。导游跑过去对他说："天啊，这太棒了，你太勇敢了。我从来没有见过这样的事情。这是你的一百万美元，你准备用它做什么？"。那个人说："我打算做的第一件事是拿出 5 万美元，雇人查出把我推入游泳池的那个人是谁。"

8，董事会最重要的工作是一个非常尴尬的工作

巴菲特：这是一个非常有趣的问题。你如何建立一个公司，使它以一般合作的方式运作，但仍然有一个有效的管理委员会，而实际上，该委员会在很大程度上是由管理层选出的？你如何建立一个机制，当黄灯或红灯亮起的时候会立即采取行动，这不是指不适当地或太频繁地激活，而是只有当情况变得足够严重时才被激活。我不是在推荐它，只是把它作为一个想法抛出来。但可以肯定的是，在许多其他国家相当广泛使用的非执行董事长制度，但在美国并不多见，这种制度将倾向于打破现有的心理平衡，使质疑，评估甚至调查管理层的行为变得不那么尴尬。

董事会最重要的工作是评估 CEO 的表现。还有谁能去做呢？也许在某种程度上可以通过威胁收购或实际收购直接完成，但这是最重要的工作。

当你评估的人正在主持会议，发送给你与会议有关材料，选择你的联合董事等等，这非常困难。而普通的董事对闭门会议或秘密行为会有反应。美国企业最大的问题不在于那个不诚实或非常无能的经理人。对于一个一年开四次会或其他什么的管理委员会来说，在他们通常的开会环境之外很难运作，他们很难处理平庸的经理人。要说某人还算不错，但我们可以找一个更好的人来代替他，这是一件非常困难的事情。我不确定目前的制度是否能有效地处理这个问题。

CEO 往往是企业中唯一不被考核的人，你通过开发的订单量和其他销售人员的开发情况来作比较来衡量销售人员的业绩。你也许可以对业绩做一个很好的计算，然后你剔除那些可以提高其业绩的人。但当你到了 CEO 的位

置上，董事会就很难说："这里有十家其他的公司。它们足够接近，所以我们可以评估这个公司与其他公司对比的运作情况。如果这个人在班级中排名垫底，我们会解雇他。"这样做行不通。

非执行董事长在解决这个问题上会有更好的机会，但也有一些其他问题。正如查理所说，你永远不可能只做一件事。当你开始专注于一个变量时，你往往会得到一些你没有想到的副作用。这是一个古老的故事："天佑温顺的人。因为他们要继承土地。但他们继承土地以后，还能保持温顺吗？"。

一旦你让那个董事长上任，他可能不会完全停留在你想要的位置上。就现在的公司治理而言，这远不是一个完美的系统。但要设计一个更好的模式，并不是世界上最容易的事情。

芒格：大学确实有一个非执行董事长。总的来说，他们对真正的麻烦做出的反应比一般规模的公司更迅速，在那里，董事长坐在会议桌前主持会议。我认为，这对美国大学来说是一件好事。

巴菲特：多年来，我在许多公司的董事会至少任职了 30 年。我想我从未见过议程上有这样的一个项目："请仔细评估我们的 CEO 是否不合格。"它也没有出现在伯克希尔的董事会议程上。我清楚这一点。

9, 关于管理层薪酬

巴菲特：我在 5、6 年前的伯克希尔年报中写过关于高管薪酬的文章。今天我的观点也基本相同。它归结为几个问题：**薪酬是如何确定的？由谁决定的？多少钱？以什么形式？**

查理和我负责为伯克希尔旗下各业务的 CEO 制定薪酬安排。**我们对不同业务的不同经理人有不同的薪酬安排。我们使用的逻辑标准因业务而异。**例如，有些业务是资本密集型的，而有些业务赚取高回报率非常容易。有些业务赚取平均回报都几乎不可能。因此，我们几乎对每一位关键经理人都会有不同的薪酬安排。我们有一定的原则，但薪酬没有上限，而且年龄并不意味着什么。在我们可以安排的范围内，我们试图将经理人的薪酬集中于他们控制的实体直接相关的业务上。当涉及薪酬方面，他们不会受到其他事情的干扰。

例如，在伯克希尔进行股票期权安排是完全没有意义的，这对查理和我来说可能是有意义的，因为我们负有全部责任。而经营布法罗新闻或喜诗糖果的经理人只对各自业务负有巨大的责任，并且在这些业务的表现方面做得非常好。伯克希尔的股票期权基本上是反映了基于业务表现的彩票，而这些业务有 95%或更多是在特定业务的控制之外。因此，在我们看来，除了那些对业务负有全部责任的人之外，向他们授予伯克希尔的股票期权是没有意义的，因为只有少数人对此负有责任。因此，我们不会倾向于广泛推广这种薪酬安排。

其次，我们认为任何薪酬安排都应该反映资本成本，除非你所从事的业务基本上不需要资本，或者资本的重要性微不足道。

例如，我们在布法罗新闻或喜诗糖果中不怎么使用资本。因此，我们在这些地方的薪酬公式中没有包括资本。我们在 Scott & Fetzer 使用了相当多的资本。所以资本成本是包括在计算中的。凡是使用大量资本的地方，我们都把它纳入薪酬系统。

我们认为像股票期权这样的薪酬安排通常是错误的，在这种情况下，有大量的资本被保留在企业中，但你却授予了一个超过 10 年的固定价格的期权。毕竟，如果你建立一个储蓄账户，我们有 10 年的期权，然后让它处于休眠状态，我们什么都不做，只需看着账户自己增值我们就会得到回报。我们认为，在资本大量保留的情况下，以当前的市场价格发行固定价格期权是没有意义的。

例如，华盛顿邮报今年为其新任首席运营官提供了一份期权。该期权的价格大大高于目前的市场价格，因为该期权的价格旨在反映华盛顿邮报每年保留收益的事实。因此，为企业增加了资本，这应该在激励薪酬生效之前提高门槛。

查理和我负责的任何薪酬系统都会倾向于包含一个保留收益/资本成本类型的因素。但我们喜欢激励性薪酬制度。我们几乎在所有的业务中都有针对高层管理人员的激励性薪酬。

也就是说，在早些年，激励性薪酬的文化在某种程度上是由税法驱动的，可能在更大程度上是由 GAAP 会计规则驱动的。这些驱动因素通常鼓励的薪酬系统，不会是查理和我喜欢的那种。然而，我们不与那些拥有对企业有效的薪酬系统的人争吵，尽管它可能不完全是我们的系统。我们认为，当你的企业有一个运作良好的企业文化时，不要过多地玩弄它。去往经济天堂的路不止一条，我们自己走自己的路。

我在所罗门年度报告中写了一点关于薪酬制度的内容。有些人误解了我的意思。我并不介意支付大笔奖金。我反对的是为平庸的业绩支付大笔的奖金，我不喜欢这样的薪酬系统，他们先射出业绩之箭，然后降低标准，在业绩点周围画出靶心。

还有一个复杂的问题是，我们的一些薪酬制度涉及到创始家族的所有权。因此，他们真的把钱和我们的钱押在了一起。

我们所有的薪酬制度都是用最少的时间和精力制定出来的 为高层管理人员制定合理的激励性薪酬制度并不

难。事实上，它通常非常容易。但这对薪酬顾问来说并没有好处。某些标准行为在所有的职业顾问身上都有所体现。如果一个所谓的顶级专业机构的人给你一个 5 分钟的解释或一个一行字的答案，你就很难收到一个 6-7 位数的账单。有一个巨大的趋势，就是在薪酬制度上创造了很多胡言乱语的东西。我认为这受到了该领域专业人士的鼓励，因为这符合他们的目的，而且往往也符合管理层的目的。我们的目标一直是精简代理和简化薪酬安排。6-7 分钟的时间足够做出安排。查理，你要不要补充一下这个啰嗦的评论？

芒格：正如萧伯纳 George Bernard Shaw 所观察到的"归根到底，每个职业都是蒙骗外行人的阴谋"(In the last analysis, every profession is a conspiracy against the laity)，我赞同任何有效的系统。我们怎么能批评山姆沃尔顿 Sam Walton 用来创建沃尔玛的非常不同的系统，至少在沃尔玛的特殊情况下是有效的？

我认为你可以从一个方面来批评美国薪酬制度，那就是高管股票期权的会计处理只能被最善意地描述为软弱的，腐败的和卑鄙的。

巴菲特：我认为查理的说法很仁慈，这真的很令人厌恶。50 多年前，他们第一次开始讨论这个问题，会计行业基本上说："对期权进行精确估值太困难了。因此，即使它们成为报酬巨大的一部分，并使股东付出绝对真实的代价，我们也不会再在收益账户中反映这一成本。"事实上，有时它使股东付出的金钱比接受者觉得他得到的报酬还要多。这本身就是建立薪酬制度的一种糟糕方式。那么，谁认为计算一架波音 747 飞机的寿命和它的折旧时间表很容易？或者更糟糕的是，就像我们谈到的那样，得出无形资产应该在 40 年内平均摊销的结论，而其中一些导致了比任何其他规则更愚蠢的数字？会计行业是通过什么理性的过程来决定股票期权形式的激励性报酬不应该进入利润表的？我只能说，如果任何一家领先的会计师事务所想给我一个未来 10 年 10% 的利润的期权，并说他们没有产生任何成本，那么我鼓励他们这样做。

10，保险业务是我们一个非常重要的资产

巴菲特：与保险公司的净资产相比，伯克希尔承保的保险业务量异常低。公司通常以保费收入相对于资本盈余(或净资产，他们在保险业中使用 surplus)的 2:1 的比例承保，其认为根据业务线的情况他们可以达到 3:1。如你所知，伯克希尔的承保额度只占很小的一部分。这在很大程度上是因为，我们无法以与净资产成比例的速度发展保险业务。

我怀疑，从我们现在的情况来看，我们是否能够做到这一点，尽管我们很想这样做。我们有大量的资本能够

承保大量的业务，当价格更好的时候，我们将在下一个保险周期中大杀四方。从现在到那时，我们并不关心我们在一年中承保了多少保险业务。我们没有数量目标，因为如果忽视定价纪律，保险业的数量目标很容易实现。我们的保险集团今年可以承保 10-30 亿美元的保险。我们所要做的只是报出愚蠢的价格。

在我们看来，设定任何形式的保费目标都是一个可怕的错误。尽管如此，总有一天我们的交易量会大幅跃升。但在我看来，我们永远不会达到行业内正常的保费收入与净值的比率。这是因为我们在保险业务中雇佣的净资产的性质决定的。(保险是高杠杆业务，承保杠杆比率甚至可以高达 10:1)

我们独特的净资产地位让我们现在可以做一些其他公司不愿意做的业务。例如我们的巨灾险业务，这是对巨大灾难的保护。世界上很少有公司会准备以我们的规模来做这种业务。我们可以做，因为我们的净资产非常巨大。理论上，**我们可以做的任何业务，在世界上只有少数几个竞争对手，这可能会更有利可图。**这是一个非常简单的事实，所以这并不是一个糟糕的业务。查理？

芒格：你可以把它看作是未开发的赚钱能力，但你应该想到，它也可能是未开发的赔钱能力。

巴菲特：仅仅从承保的角度来看(不包括投资收益的贡献)，我们的保险业务在未来是否会实现盈利呢？我有点怀疑。事实上，我认为这是非常不可能的，因为我们现在有的并且可能继续有的很大的一部分业务来自于，投资收益是其中非常重要部分的保险产品。除了我们投资相关的保险产品，我认为我们会看到保险业务经历一个承保盈利的时期。

但我们并没有在我自己的脑海中，对我们如何赚钱做出很大的区分。如果我们获得的投资资金成本明显低于美国财政部的借贷成本，这也是一种赚钱的好办法。我们并不倾向于纯粹通过的承保业务的利润来赚钱。我们更愿意以 102%的综合成本率承保业务，来为我们创造大量的浮存金，这意味着 2%的承销亏损，而不是以 98%的综合成本率承保业务，即使实现了 2%的承保利润，却没有实现任何投资收益。如果我们的保险业务像 10-15 年前那样构成，当时几乎所有的业务都来自你可能称之为“相对正常”的保险来源，那么我会说，我们会不时地经历实现承保盈利的时期。但以我们目前的保险组合和发展方向，**保险组合大幅度向产生大量浮存金的产品倾斜，而这些产品不太可能实现承保利润。**

浮存金实际上是我们所持有的最终会流向投保人，但由我们暂时拥有的净资金。我们有一个浮存金业务，例如，在我们的交易印花票业务中，人们在兑现它们之前购买交易印花票。在我们的保险业务中，特别是在最近几

年，我们尤其重视发展能够获得大量浮存金的产品。相比我们的保费收入，我们的浮存金规模可能几乎跟所有的财产意外险公司一样多，这是有意为之的。

这种浮存金是积极的还是消极的，取决于获取它的成本，这实际上是我们为拥有它而产生的承保损失。到目前为止，我们的承保经验非常好，在非常高比例的年份下，我们以大大低于美国政府长期借钱的成本获得这种浮存金，这意味着如果我们把钱放在长期政府债券中，就会获得可观的利润。我们认为，我们得到的投资回报比我们简单地把钱放在长期政府债券中要好得多。因此，浮存金的增长可以被看作是一个优点，但要注意的是，**如果我们在承保或投资方面做了足够愚蠢的事情，我们可以破坏掉浮存金带给我们的价值。**

实际上，不断增加的浮存金在某种程度上起到了替代借贷资金的杠杆作用。我们在确定我们想拥有多少杠杆的时候，会把它记在我们的脑子里。但我们目前根本没有计划发行任何债券融资的计划。我们现在认为，**相比债务融资，通过浮存金获得的资金更有吸引力。**

我们的愿望是大幅度增加浮存金规模。我认为你会看到今年的浮存金规模大幅上升。如果你能看到我们未来20年的浮存金。你可以对它的数量和成本做一个估计，**你可以把未来它的成本和政府的回报之间的差额，折算成一个净现值**，这不是一个简单的计算，而且这不是你能准确计算出来的。

但我们认为保险业务是一项非常重要的资产，我们一直这样评价我们的保险业务。在过去的五年中，尽管保险业务处于一个糟糕时期，但总的来说其潜力比以往任何时候都更好。

芒格：**基于拥有一个特别好的信用，我们正在进入保险业的一个特殊的利基市场(巨灾险业务)。**我们实际上从我们的声誉中获得了一些财务优势。如果这种声誉奇迹般地继续增加，我们的优势可能就会增加。

巴菲特：而我们受益于这样一个事实：我们的比较标准正在向另一个方向发展。

芒格：是的。许多以前被看好的公司已经失去了大部分财务信誉。破产的传闻困扰着那些以前一直被认为坚不可摧的公司。

巴菲特：对任何人来说，如果他们想要对自己非常重要的东西投保，我们就是一个非常合乎逻辑的地方，也许是最合乎逻辑的地方。它可能是对一个比如巨灾风险进行投保，可能在一段时间内都不会要求支付索赔。**如果我站在交易的另一方，能得到伯克希尔保险集团的承诺，相比几乎任何其他地方，我会感到更舒服。**我相信全世界都有这种感觉，尽管其他地方可能没有我这么强烈，而且我们的许多大额保单现在都在美国之外完成的。

在我们非常活跃的巨灾保险业务中，也是世界上最大的保险业务之一，人们正在谈论的是那种登上头版头条的巨大灾难。然而，非常有趣的是，去年最大的事件是日本的 19 号台风。即使是以目前的美元衡量，它也可能是历史上最大的保险灾难。我相信你们中很少有人读过它。更多的人读过前几天在加州发生的大地震，它在里氏 6.9 级，相比之下，地震可能造成的物质损失非常小。

但毫无疑问，环境，特别是巨灾产生的环境，会在某些方面发生变化，而与技术 and 人类行为的各个方面有关的环境，会使未来与过去有很大不同。我们考虑过这些事情。我们试图在定价时留有一定的安全边际，但我们无法确定。当然，这也是人们向我们购买保险的部分原因。这项业务不需要在某个表格中查找某一年有多少 80-89 岁的人死亡，这不是精算。

我们认为，当价格合适时，这是一个不错的生意。如果价格发生变化，比如我们遭遇了几场巨灾，价格很可能就会发生变化，如果保险公司的承保意愿会发生了变化，我们就希望进入该项业务。

这是一个有风险的业务。我们在一份主要的海运保单上接触到了所谓的 P&I 报价。我们的报价有点高。他们涉及 10 亿美元的赔付门槛或类似的东西。但谁会想到，芝加哥河底的一个洞可能会造成巨大损失，从而打击通常涵盖远洋轮船之类的保单？现在，芝加哥的情况是否如此，我不知道。有多少是芝加哥的错，将需要多年的时间来确定。但是，可能导致你的猜测出现偏差的事情的种类，比我的想象力或查理斯的想象力都要广泛。因此，你必须为那些以前没有发生过的事件提供相当数量的信息。顺便说一下，查理是一位气象学家。

芒格：是的，我曾经获得过气象学学位。

巴菲特：如果这能让你承保巨灾险睡得更好，那么我认为你不了解背后真实的情况。

11，关于保险的严格监管

巴菲特：如你所知，财产意外险业是在各州层面进行监管的，而不是在联邦层面上。有 50 个不同的州的法规，其中有许多相似之处，这些法规管理着在其管辖范围内的财产意外险公司的行为，包括投资行为。你提到了佛罗里达州法规中存在的对普通股投资的限制。而在各种法规中存在对各种事物的限制。一些财产意外险公司不仅用自己的钱，也用投保人的钱做了很多滥用资金的行为，其中很多是重大的滥用行为，所以对于州立法机构和保险管理者来说，这并不是一个不适当的话题。全国保险专员协会 NAIC 正在制定一个示范法规。我相信，该法规可能会允许那些资本非常雄厚的公司，有相当大的投资灵活性，这反映出他们有非同寻常的资本实力的事实，

其中伯克希尔公司将是一个极端的例子。我认为，委员们应该以一种相当不公正的眼光来监管那些资本金不高的机构。

12, 关于 Wesco 和 Berkshire 的估值

巴菲特：这个问题是关于伯克希尔相对于内在价值的市场估值，以及由伯克希尔拥有 80% 股份的 Wesco 公司与之相比如何。

芒格：大约 70 美元。

巴菲特：我想说的是，就美元交易量而言，Wesco 的交易活跃度要低得多，而且可能不太可能像伯克希尔那样密切跟踪其内在价值 但它的跟踪范围是一样的。现在，Wesco 一半的内在价值是由可口可乐和房地美股票代表的，所以它的资产构成与伯克希尔完全不同。查理是 Wesco 的主席。因此，他应该说说他自己的看法。

芒格：我认为从逻辑上讲，Wesco 股价相对于内在价值的比率，应该低于伯克希尔。

(意思是 Wesco 估值比伯克希尔高)

巴菲特：它开始是一个储蓄和贷款业务。特别是对于像我们这样的人来说，它并不是世界上最伟大的业务，尽管这个公司被允许购买 4% 房地美的股份，而当时美国所有其他类型的公司都被禁止购买。因此，该业务一度获得了巨大了回报。但储贷业务在本质上并不是一个好生意。

芒格：考虑到所有的事情，我们在购买 Wesco 方面确实犯了一个错误。

巴菲特：我们购买伯克希尔时也犯了一个错误 我们并不是在开玩笑。就这两个商业决定而言，我们后来可能看起来不错，但在我们做出这些投资决定的时候，它们都是糟糕的商业决策。

芒格：我们花了很长时间才学得更好。

13, 关于房利美 Fannie Mae 和房地美 Freddie Mac

巴菲特：房利美和房地美都是所谓的政府扶持企业 GSE。他们在抵押贷款的证券化方面非常活跃。事实上，你几乎可以说，他们正在以一种更有效的方式取代世界上的储蓄和贷款。回到几年前，房利美更倾向于保留他们购买的抵押贷款，并针对这些证券发行自己的债务，从而承担他们在资产和负债期限上不匹配的风险。换句话说，当利率下降时，人们会提前偿还他们的抵押贷款并进行再融资。在 1981-82 年期间，房利美就因为这种期限错配而陷入了一些重大的麻烦。而房地美当时没有陷入困境，因为它没有在任何程度上遵循这种做法。

目前房利美发放的抵押贷款比房地美多一些，尽管没有显著增加。房利美持有 1250 亿美元左右的抵押贷款，这些抵押贷款是为他们自己的账户所拥有的。另一方面，房地美只持有大约 200-250 亿美元的抵押贷款。然而，房地美宣布他们将更多地朝着房利美的方向发展。问题是他们在这个过程中是否会产生更多的风险。我认为，房地美的管理层已经表示，他们充分认识到了风险，并宣布他们打算将现在的风险敞口增加一倍。

你可以认为你已经计算出关于提前还款风险的所有变量，并在你的模型之外的经济趋势中获得了一些经验，并得到一个惊喜，但我的猜测是，我们迄今为止在世界范围内看到统计模型的范围，就在利率波动等方面而言，他们将会非常谨慎，也许比房利美更加谨慎。

14，富国银行的状况比我们预期的要差，但比我们担心的要好

巴菲特：截至年底，伯克希尔公司拥有约 500 万股富国银行的股票。我们在 1990 年年度报告中对富国银行表达的观点，将代表我们现在对该公司的感受。经济衰退对加州的冲击程度，尤其是富国银行贷款异常集中的加州房地产市场的冲击，已经超出了我们几年前的预期，尽管它没有超出我们认为的可能性范围。如果你想象一下我们认为最可能发生的情况，情况已经更加严重了。但它的严重程度并没有超出我们的预期范围。查理和我个人认为，Carl Reichardt 和 Paul Hazen 是两位非常出色的银行经理人。我们对他们作为管理层感到非常满意。我们认为，在成本控制和净息差等方面，加州富国银行的基本经济状况非常好。

我们在 1990 年的年度报告中说，有几件事情实际上可以摧毁富国银行或任何加州银行，特别是如果加州发生足够严重的物理灾难，比如巨大的地震，会影响很大比例的借款人的偿债能力，或者如果我们发生某种金融地震，这可能适用于整个美国银行系统。这只是一种外在的风险，这种风险不可避免地存在于此类银行机构中。但我们认为这种风险是可以接受的。富国银行的管理层纪律严明，是一家管理非常好的银行。但是，他们没有神奇的魔杖(我们也没有)，能使加州房地产复苏，甚至能阻止其价值的下跌，在某个时刻可能会发生大量的损失。事实上，这些损失已经在某种程度上发生了。但我们认为富国银行去年发生的事情根本不是灾难性的。它只是一种下跌的预期。

芒格：他们是经验丰富的人，并且通过这些经验他们已经认识到，**只努力不改变是徒劳**的。你可能认为所有的商业人士都有这种意识，但他们并没有。他们都是杰出的银行家。

15，电视台不是简单的收视率问题

巴菲特：关于在美国广播公司 ABC 的肥皂剧中露面的问题，我从来没有拒绝过邀请。我总共上场了 3 分半钟，这是他们要求的上限。但如果有人再邀请我，我很乐意迁就他们。

ABC 公司是去年唯一赚钱的电视台。考验的不仅仅是收视率，因为很明显，如果你付了足够的钱，你就会得到奥运会、奥斯卡奖转播权(ABC 正好有这样的节目)等等。你可以花钱购买到最吸引观众的节目。

诀窍是购买能吸引观众的节目，从而带来完全超过成本的收入，或者说当前的收入。并且还能履行与你作为广播公司职责有关的其他职能。我现在说的是经济方面的问题。也许，从整体节目与成本的角度来看，ABC 的位置和其他两家网络电视公司相当或者更好。今年夏天，当奥运会举行时，你我都会收看 NBC 的转播节目。无论什么大型活动，只要有人愿意付足够的钱，我们就能收看。但它对用户没有长期的影响。我不能告诉你我在哪个网络电视上看了哪场超级碗比赛。它对我今天打出什么频道数字没有任何影响。

电视台很少甚至完全没有任何品牌忠诚度。这与报纸业务完全不同。报纸业务本质上就像你在购买电视机时必须做出决定，它只能调到一个频道，因此你会仔细考虑你买的是哪个频道。你不会买十份报纸，为了看体育版或当地新闻版而从一家转到另一家，你只会选择一份报纸。

16, 对烟草诉讼案没有特别的见解

巴菲特：我们拥有一些 RJR 公司的债券。我们没有持有那么多，因为有一个转换要约和随后的赎回发行。但美国的烟草业务正在下降，有一种趋势是仿制和近似仿制问题等等。品牌忠诚度正在降低，尽管它仍然非常强大。而且，该业务的盈利能力是巨大的。在 Cipollone 起诉 Liggett 案中，最高法院应该很快会对香烟上的警告标签是否优先于那些声称自己被该产品伤害的人的诉讼作出裁决。这显然是一个重要的案件。然而我们对此没有任何看法。除了读报纸，我从来没有读过这个案子的所有细节。所以我对它没有任何特别的见解。25 年后香烟是否会在美国继续销售是一个很好的问题。但它们正在国际范围快速增长。

(自 1950 年代以来，美国已经发生了三次针对烟草的公益诉讼。第一波案件发生在 1954-1970 年期间，个别原告试图在法庭上证明烟草行业的产品导致了他们的疾病。但大多数案件在这个阶段都失败了。第二次浪潮发生在 1982-1990 年代初。第二波案件仍然涉及个人原告寻求损害赔偿，但结果好于第一波案件。在具有里程碑意义的 Cipollone 起诉 Liggett 烟草一案中，原告 Rose Cipollone 在 53 岁死于癌症，提出诉讼的理由是：烟草公司知道但是并没有告知原告吸烟引发肺癌而且会成瘾。虽然原告得到了 40 万美元的补偿，但是上诉法庭推翻了一审判决。烟草公司坚持认为吸烟者在开始吸烟时已经知道一切风险和后果，而且州法要优先于联邦法。在这一阶段，烟草公司赢得了绝大多数的诉讼。第三波具有集体诉讼属性开始于 1994 年，现阶段的案件主要集中在控告烟草业隐瞒已知的吸烟对健康的影响，以及接触二手烟所造成的危害。美国的这些烟草诉讼在确定烟草使用在美国乃至全世界造成严重的健康问题方面发挥了重要作用。他们还公开了烟草工业用来推销烟草产品和掩盖烟草烟雾危害的肮脏伎俩。部分诉讼的成功也激励了世界各地的活动人士采取类似行动。1997 年 6 月 20 日，美国菲里普莫里斯

等大烟草公司的代表与密西西比州司法部长穆尔及 40 个州的大律师在华盛顿花园凯悦饭店达成协议，在此后 25 年内，美国烟草公司将对美国因吸烟染病的人赔偿 3685 亿美元。25 年后，每年还要追加 150 亿美元。作为交换，烟草公司将免于刑事责任。)

17, 航空业没有定价权

巴菲特：过去几年的机票定价基本上是自杀性的。考虑到自由市场经济的运作方式，当你销售一种或多或少具有巨大固定成本的同质化商品时，价格战是可以理解的。这不是一个我们没有预料到的问题，但我们对它的严重程度感到惊讶。破产法院允许破产的航空公司继续经营的程度可能并不完全出乎意料，但这不必成为一种赌博式的运营方式。进入破产程序的航空公司，立即卸掉了所有其它有偿付能力的航空公司所存在的资本成本，并可能减少一些租赁成本和一些劳动协议的义务，尽管我认为这在大陆航空进入破产程序之后已经彻底改变了(大陆航空 1983 年和 1991 年两次进入破产保护)。因此，根据目前的规则，航空公司进入破产实际上是一种战略行动。当破产的承运人因进入破产程序而消除成本时，它就会将更多有偿付能力的承运人推入破产的境地。正如我所说的，这个设计完美的摧毁了一个行业。而它的结果正是如此。

芒格：你还能想到有哪个行业的社会价值的贡献如此之高，但行业的所有者的净回报却如此之低的吗？

巴菲特：这很有趣。在过去的 50 年里，航空公司基本上被认为是一个增长型企业，而且是正确的。而事实上，它一直是一个增长型业务，但对美国投资者来说是一个死刑判决，因为他们把越来越多的钱投入到航空业，购买更多更大的飞机，把更多的人送到更多的地方。所以你有一个业务，在整个行业层面，增长是有保证的，但对股东却极为不利。

正如查理所说，自小鹰号以来，美国的航空运输业一直在亏损。而每年，行业的经营者的都会对美国的投资大众说："再给我们更多的钱。"这就是过去 30 多年来从事航空运输业务的净结果。最终，投资的理念是能给你带来更多回报，尽管我不希望伯克希尔的股东过于关注这一点。

芒格：在铁路和造纸行业，至少还有些微小的净回报。航空公司教你在一个有高固定成本的业务中，用一个可替代的商品进行竞争。这非常有趣，事实上比我们想的还要有趣。

巴菲特：我的个人观点是，相对于我所认为的更明智的监管，放松监管可能是一个净的负效应。

芒格：是的，我想说的是，在一个我们不得不用生命和我们所爱的人的生命来信任的行业里，有这么多股东血本无归，这可能是一个错误。我想，枯燥的理论是美妙的，但目前看起来，我们很快就会沦为只能依靠少数几

大的航空公司了。航空公司有一些不同之处，我认为这些自由市场学说的纯粹主义者需要重新思考一下。

巴菲特：对于任何涉及公共事业的事情，实际上，你都会遇到一个真正的问题，即你是否希望它的所有方面完全站在它自己的立场上。这方面最完美的例子是邮政服务，如果你计算一下在内布拉斯加州 Cherry 县送信的成本与 Omaha 送信的成本，其差异是巨大的。航空公司也有同样的情况，根据线路密度的不同，每座英里的成本也有很大的不同。这涉及到社会哲学。但你可能不希望像邮件服务、电力服务或航空公司这样的东西的每一个方面，都根据每个特定部分的经济成本来定价。

18, 格式定量投资易学易用

巴菲特：《证券分析》可能是有史以来关于投资写的最好的一本书。事实上，它就是最好的一本书。但是，《证券分析》和《聪明投资者》是否已经过时？《证券分析》已经被不同的作者修订过。所以这(1988 年第五版 FrankBlock)是一本与 1934 年版和 1940 年版不同的书，它在很大程度上不一样。我个人更喜欢早期的版本。

但《聪明投资者》基本上是一样的。这些书，特别是《聪明投资者》，都是关于原则的，原则的整个理念是它们不会改变的。它们在不同的环境，不同的机会，不同的问题中的应用可能是不同的。但我不认为《聪明投资者》第一版中的任何原则，现在比当时的重要性或相关性降低了。我过去曾说过，这本书中有两章可能是投资领域中最重要两篇文章，最后第 20 章是关于安全边际的，第 8 章是关于投资者对市场的态度的，实际上是写给投资者的。我建议去阅读《聪明投资者》书中的这些想法非常好。

芒格：我同意。基本原则是没有改变的。我确实认为本格雷厄姆的投资模式有一些偏见，即投资那些容易计算清算价值并以折价出售的股票，而不试图寻找资本回报率高的公司。你可以辩称他有一个盲点。

巴菲特：他觉得以 2/3 或更少的净营运资本的价格去购买股票是如此的容易。他知道他可以通过这种简单的方式赚到钱，所以为什么要去尝试做更难的事情，比如尝试弄清楚可口可乐是否会再存在 100 年。因此，他不会去试图弄清伟大企业的价值而争辩。他只是说，许多人在这方面会失败，但他们可以成功地从净营运资本中计算出巨大的折扣，并购买一组这类股票。他将非常强烈地反对只购买任何一只或少数几只股票。他说，他多样化的投资形式，就像以非常高的费率向一些可能有残疾的群体整体出售团体人寿保险，这个费率远远超过你需要支付的赔偿。他从来没有像查理和我那样对商业运作如此的着迷。因此，他没有去研究一个又一个的业务，并试图找出其未来的前景，这无法激起他的兴趣。他只是说："你不需要这么做，我的方式是如此的简单"。

它非常简单。格雷厄姆纽曼公司及其前身，在没有任何商业洞察力的情况下，在 30 多年的时间里取得了非常可观的回报。**查理和我可能更努力地去获得商业洞察力。**他不会反驳我们所做的事情，他只是说你不必那么努力。在某些时期，你无法去投资于低于营运资本类型的股票，因为(A)即使在有利的条件下，你也无法向其中投入伯克希尔所需规模的那种资金，(B)很多时候，满足这类股票的投资条件并不存在。

但他的原则，即始终确保你所得到的价值超过你所支付的价格(安全边际)，以及他认为市场是为你服务的而不是指导你的(市场先生)。这些原则是非常重要的，而且它们理解起来并不难。但让我感到惊讶的是，并没有多少人抓住它们。有趣的，在投资方面，在我看来，在过去 40 年中所教的东西已经倒退了。这并不是因为人们不够聪明，他们很聪明。

芒格：**正因为他们太过聪明，所以他们才会如此愚蠢。**

巴菲特：为什么非常非常聪明的人，非常非常努力地工作，却要提出毫无成效的理论？

芒格：我认为这有一个非常简单的原因。**对一个拿着锤子的人来说，每一个问题看起来都像是一个钉子。**而这些非常聪明的人有他们学到的高等数学。所以他们想使用它。

巴菲特：在学术界，人们一直反对将股票作为企业来看待，这主要是因为大量的关于价格，成交量，市盈率和股息收益率的数据。每个人都喜欢对这个和那个变量进行一百万次的统计比较。**他们在一堆鸡内脏(垃圾)中寻找答案，而忽略了这样一个事实，即当你购买股票时，你购买的是企业的一部分。**这对我来说是非同寻常的。

从我们的角度来看，这也是相当有价值的。如果你是做帆船生意的，你会想设立一个平地奖学金。毫无疑问它减少了竞争，你简直不敢相信这么多人相信最流行的理论。

19, 账面价值是历史的，而内在价值是未来的

巴菲特：我们认为企业的内在价值与账面价值几乎没有关系。有趣的是，早在 1920 年代中期，本格雷厄姆就写过一篇关于为什么账面价值不重要的文章。但他确实说过，在为防御性投资者构建投资组合时，如他所说，他是一个野心有限但明智的人，对那些有着很高市净率之类的东西敬而远之，这是一个很好的规避过滤器，当然，他有很多个这类过滤器。

他主要专注于解决防守性投资者的问题。他的大部分建议是如何避免错误，而不是如何利用机会。他在想："如果人们想进行防守性投资，我如何写一些不太可能让他们陷入困境的东西。"当他谈到积极性投资者时，他进入

了一个完全不同的领域。他不会争辩这样一个事实，即企业的价值是由未来将产出的资金流决定的，而这个变量几乎与企业的账面价值没用关系。我为他工作了两年。我们从来没有根据账面价值(book value)做出过任何投资组合的决定，我们是根据净营运资本的情况来做决定(net working capital)。

但 Ben 认为，如果你要花 50 美元买一只账面价值为 5 美元的股票，你最好非常了解该企业，非常非常了解。我 100%同意这一点，这是一个很好的建议。但我认为，有些业务你可以非常了解，支付这样的价格可能会使你进入一些比账面价值折价出售的东西更有价值的业务。

Ben 多年来一直在管理资金，他以每股净营运资金的巨大折扣购买证券，因为他说作为一般规则，净营运资金可以被认为是某种最低的清算价值。如果你以最低清算价值的 2/3 或更低的价格购买一组公司，你几乎不可能得到一个糟糕的结果。

这是在一个有限的领域工作。信不信由你，我曾经工作过的格雷厄姆纽曼公司(Graham Newman Corp.)当时是由美国最著名的投资者本格雷厄姆经营，实际管理的资金为 600 万美元，这太神奇了。这不是很久以前的事，我为格雷厄姆工作过。那是一家非常小的公司。虽然他提出的建议对 99.9%的投资者来说是有用的，因为它可以用 500 万或 600 万甚至更多的资金来运作，但这不是我们在伯克希尔可以做到的。我们在伯克希尔下面无法进行类似于净营运资本类型的投资。NetNets 是一个比想象的要小的池塘。

我有一个经营合伙公司的朋友(Walter Schloss)，他曾经和我一起在格雷厄姆公司工作，现在他已经经营自己的合伙公司 36 或 37 年了，他倾向于投资那些格雷厄姆式的投资，而且他在这段时间里用相对较小的资金做得特别好，所以对较小的资金来说，这是一个非常有用的概念，但它不会对伯克希尔起作用。

20, "成长"和"价值"是投资的一体两面没有区别

巴菲特：你在媒体上读到很多关于成长型投资风格或价值型投资风格的文章。基本上，这让我觉得是无稽之谈，但它不会被抛弃。人们继续以一种对我们来说毫无意义的方式使用这些术语。从本质上讲，价值是所有对经济回报的承诺。投入资金的唯一原因是，你期望得到的回报至少与你付出的价值一样多，甚至希望比你付出的更多。

收益或销售量或其他任何一个因素，它都可以提高或降低，人们通常认为这是提高内在价值的因素。出于投资目的而进行的任何购买的价值，本质上是从现在到判决日之间将从该项承诺中收到的所有现金流的折现值。你

面临的问题是：(A)确定现金流的流入和流出(有时你必须先把钱放进去然后再把它拿出来)，(B)你必须弄清楚贴现率。业务的增长或不增长或衰退都是一种计算，它决定了那些项目你要贴现回来以获得现值。这就是你作为一个投资者所做的一切。无论你是买可口可乐还是买 PS 集团的股票，或其它什么。从本质上说，我们想的是，我们看到的资产的现金产出能力如何。我们对此有多大的确定性(适当的折现率)。以及与其他投资机会相比机会成本如何。这就是我们脑海中的想法。

增长可能是不利的。如果你不得不把更多的钱投入到一个资本回报率低于平均水平的企业，因为它必须依靠投资来维持增长，那么这就是一个不利因素。这就是 1970 年代，电力公司的处境。他们获得了低于市场的资本回报率。它们被迫增长，增长就变成了不利的因素。当它完全不需要资本投入，并产生可观的回报时，增长才是最有利的。但在我们的头脑中，增长和价值投资之间绝对没有划分。我可能会在将来某个时间写到这个问题。

21, 投资的思考过程

人们认为价值是与以账面价值的折扣购买有关，但这与购买价值无关，这对分析企业的价值来说没有意义。当你购买债券时，假设它是一个利率 8%30 年期的美国国债，你交出 1000 美元。你会得到一张纸，上面写着 30 年后他们会还给你 1000 美元，每 6 个月他们会给你 40 美元或每年 80 美元。这就是合同。这是一项投资。如果利率为 8%，该合同将以票面价值出售。如果利率是 9%，它就以折扣价出售。如果利率是 7%，它就会溢价出售。现在，当你购买一个企业时，你基本上是在购买一个类似债券的工具。只是它没有到期日。它上面有一大堆息票，说明企业可以向其所有者支付多少钱。唯一的问题是，作为一个投资者，你必须亲自在这些息票上写上你自己的数字。但这些未来息票上的真实数字，将决定现在投资的正确价值。

如果你能准确的写出这些息票上的数字，你将能够明智地思考该投资的价值。当然，在许多企业中，你无法对它们未来的发展做出任何猜测。你只需要把这些企业扔到一边。你不是在这些业务中试图胡乱猜测这些息票上有什么东西。对于有些企业来说，这是很容易预测的。然后你进入问题的第二部分，即你以什么价格购买它？我们喜欢以较大的安全边际和明显高于国债利率的贴现率来购买。然后我们喜欢买那些我们认为自己足够了解的东西，这样我们对所有这些未来商业息票的判断就可能有相当高概率的确定性。查理，你有什么补充吗？

芒格：我同意把投资分为成长和价值是可怕的。认为一个人购买所谓的成长型股票是不会考虑价值的想法是疯狂的。所有的投资本质上都是价值投资。总的来说，一个成长型股票的买家更专注于在那一小类具有非凡盈利

潜力的企业中寻找价值。这是一个非常合理的想法，涉及的公司数量相当的少。而且有些人在这方面做得很好。

但它有一个不幸的特点，就是有时效果很好，以至于人人扎堆进入。然后你就进入一个像 1960-70 年代发生的"漂亮 50"那样的时期，那里有一些即将走下坡路的企业，它们的市盈率达到 50-60 倍。每一种风格都有其风险。

但每一种风格在本质上都必须包含价值。

巴菲特：想象一下，街对面有两家联邦保险银行，你可以在其中任何一家开立账户，但 25 年内不能改变，你不得不承受今天做出承诺的后果，这就是我们思考投资的方式。我们喜欢以这样的方式去思考非常长期的投资。

而且，两家银行都有联邦保险，风险没有区别。

有一家银行说："我们会付给你 8%，但你必须把这 8%拿出来，你不能在储蓄账户上再投资。你必须用你获得的 8%去做其他事情"。而另一家银行说："我们最初会付给你 5%，但你也可以将这 5%再投资或做其它事情。而剩余的资金将以 12%的利率进行再投资"。这是一个数学问题，要弄清楚哪家银行在今天更有价值，一家银行是所谓的成长股。另一家是非成长股。这些回报的条款会告诉你，你应该投资于哪一家银行。这就是商业的本质。

显然，投资比这更复杂。**但这就是我们投资的目标，了解这些企业的未来有什么。除非你对该企业未来长期的业务性质和可能的行为有所了解，否则你不应该对一家企业的股票进行投资。**本格雷厄姆在《证券分析》第一版中举了一个例子，我想他说的是 J.I. Case，他对某个东西的估值在 40-140 美元之间或类似的事情。格雷厄姆说，这听起来根本不是什么估值，但如果证券的售价高于 140 美元或低于 40 美元，它就非常有用。**这就是我们要寻找的东西，也就是企业中那些超出在我们认知范围之外的东西。**

22，寻找那些显而易见的大机会

巴菲特：在现金流折现分析中，我们该如何确定折现率，这是一个非常好的问题。查理和我在某种程度上会受到一般长期利率的影响。但不管当时发生了什么，我们想要的比这多得多。但我们不会以任何精确的方式来校准折现率。例如，如果长期利率从 4%上升到 8%再到 12%，这非常重要，但如果它们从 8%升到 8.5%，或 8%降到 7.5%，这些对我们来说是毫无意义的。我们把资本资产定价模型看成是一个笑话。

芒格：比这糟糕得多。

巴菲特：考虑得太精确是一个错误。然而，毫无疑问，在 15%的利率环境下，我们会有不同的想法。

芒格：每个人都想要一个正式的模型，并且受到计算机技术的鼓励。伯克希尔是在没有正式模型的情况下走

到今天的。还是你一直瞒着我？

巴菲特：我们基本上是在寻找那些显而易见的大机会，我们并不经常找到它们。我们正在寻找那些即使我们的计算有偏差，但投资显然也是很明智的事情。顺便说一句，我认为多年来伯克希尔的大多数投资决策都是用这种通用的方法做出的。

芒格：我们的方法在投资领域之外也能发挥作用。例如，以加州理工学院的 Thomas Hunt Morgan 为例。他是伟大的生物学家和诺贝尔奖获得者，因利用果蝇研究出普遍的遗传机制而闻名。在加州理工学院，Morgan 时代的计算机是 Friden 计算器。他禁止他的部门使用这种计算机，这是一件不可思议的事情。他说："任何需要用计算器来确定其统计显著性的东西都是不够明显的。只要我们能沿着河岸漫步，从地上捡起大块的金子，我就不会让我的人通过开采砂矿来浪费资源"。砂矿开采是矿工通过处理大量的沉积物从河中筛选出少量的金子。鉴于当时的生物学状况，他是对的。而且他用非凡的基本常识，在很多领域看到了那些让他尖叫的东西。这就是我们要玩的游戏。我们希望我们永远不要在这里开采砂矿。首先，我们不知道如何使用机器。

23, 特许经营权极其稀少

芒格：特许经营的本质是你无法从这里到达那里。它之所以成为特许经营权，是因为有人想拥有另一个类似的特许经营权，但却无法去创造它。

巴菲特：对特许经营权的一个测试是：假设有人给你 10 亿美元，并从财富 500 强 CEO 中或你想挑选的任何人比如斯坦福商学院的毕业生或其他什么人中，挑选出前 10 名。所以你可以选择管理人才，而且你实际上拥有无限资源，那么你能在这项业务上取得多大的成就？

对于伟大的特许经营权来说，答案往往是你无法对它们造成任何伤害。当然，这就是为什么你没有创造出很多特许经营权的原因。查理和我没有创造出任何特许经营权。我希望我们没有毁掉任何一个。但我们已经购买了一些，它们非常稀有。正如我在年度报告中所描述的那样，从固若金汤的特许经营权到非常薄弱的业务是一个动态过程，它并没有清晰的界限。但很少有我称之为固若金汤的特许经营权。

我们喜欢寻找伟大的特许经营权。而现在，特许经营权的价值已被充分了解，是否有可能以有吸引力的价格找到新的特许经营权？答案是，这非常困难，没有那么多伟大的特许经营权。而且它们的价值被普遍认可，因此都以合理的价格出售。

这仍然是我们希望捕鱼的池塘，但现在很难捕到鱼，因为在这个池塘有很多渔民。理想的做法是去寻找一个在世界上还不被普遍认可的投资对象。另一个办法是在股市普遍低迷的时候，当股市处于较低水平，所有的特许经营权都比较便宜的时候，买入一家明显的候选对象。但是，它们很难被发现，也很难被认准，而且难以以合适的价格买入。

在过去十年中，他们肯定得到了更多的关注。而这确实让投资变得更加艰难。你可以争辩说："当这些事情会鼓励竞争时，为什么我们要写出这些我们想做的事情？"我的感觉是，本格雷厄姆在四五十年前也做过同样的事情，这可能是一种很好的生活方式，尽管这可能会鼓励更多的竞争。而不是坐在一个封闭的房间里，害怕世界上其他人发现你正在做的事情。

芒格：如果你在一生中只做 3-4 次就足以使你和你的家人变得富有，为什么它会是你会用一些计算机自动就能做的事情呢？是因为你从某个地方获得了 MBA 学位吗？从本质上讲，这是很难做到的。但答案是，你不必经常这样做。

巴菲特：如果你不急于求成的话，这也是可以做到的。

芒格：但是，如果有人正在寻找一个公式，在每次购买股票时自动给你一个美妙的结果，并引导你做出一大堆投资决定，一个公式将抛出数百个即时的投资想法，那么这个人生活在一个与我们不同的世界。

巴菲特：在我们看来，计算机绝不会让投资变得更容易。那种认为你会吐出所有投资收益超过 20% 的想法，你会加入一大堆过滤器，几千家公司都会被过滤掉，然后它会告诉你一些很棒的事情。这种想法根本行不通。

24，没有人会在其一生中获得超过 20 个伟大的想法

芒格：当伯克希尔的巴菲特时代结束时，当有人看到最终结果时，我的猜测是，如果你把最好的 15 个投资拿走，剩下的不会创造很好的记录。

巴菲特：我将证明这一点。

芒格：这就是游戏的运作方式。

巴菲特：是的，在与商学院学生交谈时，我总是说，如果他们从商学院毕业时，得到一张打了 20 个孔的卡片，而且每次做投资决定时都会用掉一个孔，那他们会过得更好一些。没有人会在一生中得到超过 20 个伟大的想法。而通过关注数字将是如此之少的这一事实，他们将不太倾向于每周跑出去做一些事情，因为一些市场报告

说下一季度的收益会很好。如果你把它们存起来留给伟大的想法，你永远不会用完所有的 20 个孔。而且除了伟大的想法，你不应该把它们用在任何事情上，尽管查理和我确实这样做了。

25, 关于 PS Group 的投资

巴菲特：我会把功劳据为己有。如果他们破产了，就是查理的责任。(PSGroup 由 Rick Guerin 管理)

当然 PS 集团不会破产。一两个星期前，有一个传言说他们要宣布破产。PS 集团有大量的空头利益。我不确定这个谣言是从哪里开始的。但它可能不是股东之一。但这笔投资确实是我的决定。我们将看到它的效果如何。

26, 关于是否参与管理

巴菲特：我们对永久投资对象的资本配置有多大影响？我们已经确定了四个永久投资对象：华盛顿邮报、CapCities、可口可乐和 GEICO 保险，它们在伯克希尔的净资产中占了很大比例。我想说的是，这因公司而异。不想给每个公司一个排名。我们的影响力可能比你想象的要小。在一些公司，我们拥有可观的权益。而另一些我们的影响力可能非常、非常小。如果我们感到非常强烈的感觉，认为管理层正朝着错误的方向发展，我们偶尔可能会有更大的影响力。但我们的影响力可能比你想象的要小。即使如此这也不是我们经常考虑的问题。

芒格：你不应该认为我们的投资地位涉及任何类似控制权的东西。就像 Clarence Darrow 说的 "我命运的船长？该死的，我甚至连船桨都没拿过。"

巴菲特：我们之所以参与这些投资，基本上是因为我们喜欢这些管理层。他们正在经营这些业务。我们已经做出决定，再投资资本在这些管理层手中通常会被很好地利用。它不会像我们在总部那样使用，他们是不同的人。他们看待事物的方式不同。但我们对它感到满意。

27, 关于 Michael Lewis 在《新共和》失实的文章

巴菲特：他得到了与我会面的机会，在发表前他都说很感兴趣，但后来没有这么做。谈到我们的投资活动时，他表示我们现在正在从事套利活动，好像那是一个伟大的启示。我想我在 21 岁左右就进行了第一次套利交易(可可豆套利)，此后每年都会进行。几十年来我一直在股东信和合伙人信中谈论套利。他说，伯克希尔的净资产在过去几年里一直低于市场。当然，他是大错特错的。他所要做的就是核对几个数字就能发现。但他没有这样做。我不认为你们中的任何人因此而损失了任何钱，但他显然没有为他的数字错误而失眠。他还说，在所罗门的裁员方面，我们裁掉了不成比例的女性。他是对的，是不成比例的，只是不成比例的低。几个月前，所罗门的人告诉

他，但他完全无视这些数字。他真的对事实核查没有任何兴趣。顺便说一句，《新共和》也没有进行事实核查。据我所知，他们没有核查任何一个事实，尽管美国有各种新闻编辑标准。

28, 关于推荐资金管理人

巴菲特：我们在 21 或 22 年前解散巴菲特合伙公司时做出了这个决定，我当时确实向我的合伙人提出了一个建议，即 Bill Ruane 将成立 Sequoia 基金，他们跟 Bill 一起投资是有意义的。我想 Bill 今天可能还在这里。不幸的是，我不认为他会接受任何新的投资者。当然，我的问题是，我认识一些非凡的投资者。但他们中的大多数已经变得非常富有。如果他们没有发财，那么我不得不重新考虑我原来的设想。他们中的大多数人对管理别人的钱没有兴趣。毫无疑问，今天有一些 25 或 30 岁的人，他们和我们 20 或 30 年前一样，他们对为别人管理钱财感兴趣，他们还没有富到不想管理别人的钱财的地步，我只是不认识他们，那是另一代人。所以我真的帮不了你。查理，你能帮助他吗？

芒格：我离那一代人更远了。

29, 关于最好和最坏的决定

巴菲特：这可以追溯到很多年前。我所做的最好的决定是去哥伦比亚大学在本格雷厄姆指导下学习投资课程，并对他有了进一步的了解。

芒格：关于复利记录的特点，就其本质而言，链条上的每个环节都同样重要。

巴菲特：如果你看一下我个人的投资结果，在复利方面最好的年份大概是 1950 年到 1960 年。他们对复利链的影响显然和最近的情况一样，但那时很容易做到，因为资金规模太小了。我想我最糟糕的决定是，我在 20 或 21 岁时 2000 美元投资了一个加油站。我失去了 20% 的净资产。所以我猜那个加油站现在让我损失了大约 8 亿美元。当伯克希尔倒闭的时候，我会非常满意，因为那个加油站的错误成本下降了。

30, 关于读书和写书

巴菲特：我会写一本书吗？有一天我可能会。我算是通过年度报告分期来写的。我相信这不那么痛苦，虽然有时也相当痛苦。但这比一下子写一本书要轻松些。查理，你打算写一本书吗？

芒格：这似乎非常令人怀疑，如果不是那么多工作，我肯定会写的。

巴菲特：他可能概括了我的立场。我只是对你或我自己没有那么坦诚。

芒格：我赞成这样做 但只是如果你是认真的，真的想把知识提高一点，这并不容易。正确地、有说服力地写作是很难的。

巴菲特：我读了很多好书，直到 8 月 18 日查理才有时间读书。查理，你最近读了什么？

芒格：我最近读了《第三种黑猩猩》(The Third Chimpanzee, 1992)。

巴菲特：我们要读它吗？

芒格：我觉得这本书很有价值。它是一本关于进化和它的影响的书。

巴菲特：还有什么书？

芒格：所有这些新出炉的传记都可以成为有趣的教训。大家都记得三年前《门口的野蛮人》(Barbarians at the Gate : The Fall of RJR Nabisco)让人难以释怀。今年是《贼巢》(Den of Thieves)。所有这些商业传记都显示了人性中存在潜在的滥用。它非常有意思。

巴菲特：如果我们曾经赚过大钱，那是因为其他人都疯了。但这并不是一个可怕的假设，可以在此基础上建立一个企业。

Daniel Pecaut 会议纪要

1, 健力士(Guinness)：又一家跨国公司

谈到伯克希尔投在世界最大的酒水供应商健力士公司的 2.65 亿美元，巴菲特说，健力士同可口可乐、吉列一样，利润大都来自海外。

芒格指出，酒水是地位的象征，健力士稀有卓越的品质使其价格越高，感知价值就越高。巴菲特补充道，在有些人看来，酒水价格和投资银行服务、商学院完全是一回事。此原则，对于威士忌也是一样。

2, 多在有真材实料的东西上投资

巴菲特提到，伯克希尔约 20%的透视盈利来自国外，其中可口可乐的利润占据首位。

每一天，每个人会喝掉 64 盎司的东西。1991 年，软饮料在这 64 盎司中占比为 25%，远超过水，是美国第一大饮品！这意味着每个美国人每年要喝掉大约 730 罐软饮料，其中约 42%都出自可口可乐公司。世界其他地方的软饮料消费模式也惊人地相似，且软饮料的销量仍在上涨。

巴菲特指出，这就是他不怎么关心宏观因素的原因，把得力的公司攥在手里才是关键所在。

1919 年，可口可乐上市，当时每股股价只有 40 美元。1920 年，由于糖价波动，可口可乐的股价猛跌至 19.5 美元。经历了 70 多年的战争与萧条，可口可乐的股价从起初的每股 40 美元涨到了现在的 180 美元(年复合收益率约为 16%)。与其预测经济，倒不如花时间考察一下产品能否存活下去来得实在。

3，高管报酬

1991 年，不少高管赚了成百上千万美元，报纸对此争相报道。巴菲特回应道：

a，高管薪酬上不封顶(真正出色的管理人才拿多少报酬都不为过)。b，能否长期任职非常重要。c，报酬与绩效直接挂钩(衡量标准由公司和资本投入决定)。可要是把高额报酬给到业绩平平的高管手里却着实令他不悦。

4，非执行董事长

年会就董事会成员报酬的分发争论不休，巴菲特对此做出了回应。巴菲特指出，每个员工都需要向上级汇报工作，只有董事长是个例外。而 CEO 常常兼任董事会主席。鉴于董事会主席负责召集董事会并安排会议议程，董事会便难以正确考量 CEO 的表现。主要问题是，如何才能建立监督委员会协作制度，在不影响公司正常经营的前提下，在必要时为董事会亮起黄灯。

巴菲特在所罗门公司当众提议设立一名非执行董事长。这样的一个人能够对 CEO 的行为做出评价与监督。

5，关于所罗门兄弟公司

有人问及巴菲特将所罗门公司从财政丑闻中救下的英雄壮举。

巴菲特给大家讲了海洋世界里鲨鱼池的故事：导游说，就算能得到 100 万美元的奖金，也没有一个人敢从这里游到鲨鱼池的对面。突然间，一阵哗然。一个男人气冲冲地游到了池塘另一边，只见鲨鱼一口咬住了他的脚后跟。导游猛地大喊："你胆子真大！你是第一个敢在鲨鱼池里游泳的人。你打算怎么花你的 100 万美元？"那个男人回答道："雇个侦探找到把我推下水的那个畜生"。

6，熟练掌握舵

有人很好奇，伯克希尔是如何对其投资的公司进行资本配置的？

巴菲特声称，他和芒格可没有我们想象中那么厉害。

芒格则说，他们什么权利都没有，他援引克拉伦斯·达罗的话说：天生当船长的命？该死，我连桨都划不动！

7, 现代资产组合理论：年度反面事例

巴菲特痴痴地说，过去 40 多年中，我们所学的投资理论一直在倒退。

芒格表示，那是因为教授们都对现代资产组合理论爱不释手，可谓情人眼里出西施。

巴菲特补充道，计算机的确能生成大量数据，我们也用不着涂涂画画就能得到现代资产组合，可这并非倒退的原因所在。大家只是忽略了一个简单的事实，那就是，一旦你买下一家公司，你就拥有了这家公司。

巴菲特戏谑地总结道，作为优秀企业的收购者，他和芒格应该支持现代资产组合理论的研究才对，"你要是从事帆船业务，就会想设个平地奖学金"。

8, 市场时机

我觉得这个故事值得深省：1950 年代，巴菲特从哥伦比亚大学毕业时，他的导师本杰明·格雷厄姆和父亲都劝他不要涉足保险业，因为时机不对。当时的道琼斯指数刚刚涨超 200 点，巴菲特手里也只有 1 万美元。他断言，如果他当时等下去，现在手里就还是只有那 1 万美元。

芒格这样说道："我们只是在预测谁能逆流而上，却从不预测水流的方向。"

巴菲特的故事让我吃了一惊，最了解巴菲特的两个人明知道他是游泳健将(投资人)，却因为水流(市场)不稳，就拦着不让他下水。就连本杰明·格雷厄姆都在经济预测面前低了头。可想而知，要是只找游泳健将，而不忙着预测水的流向该有多难。

9, 任何投资都是价值投资

巴菲特批评道，区分成长投资和价值投资简直荒谬至极。任何经济活动的目的只有一个，那就是价值。想计算预期收益，只需要推算从现在开始到世界末日的现金流折现值即可。

要做到这一点，你必须：①确定现金流的流量与流动性；②选择贴现率。

巴菲特特别强调，公司规模扩大能够提高预期收益，却也有可能给预期收益带来不利影响。打个比方，发电厂在 1970 年代迫于无奈扩大规模，投入了大量资金，收益却有所下降。颇具戏剧性的是，巴菲特还强调，航空公司的盲目扩张给美国投资人判了死刑。自小鹰航空公司扩张之日起，这个行业每年都在赔钱。你们得寻找能让你们赚钱而不是赔钱的投资项目。

芒格说道，研究航空公司的案例，我们就会发现，这类企业的固定成本高，产品也极易被其他企业的产品替

代，企业之间竞争的激烈程度可想而知。

巴菲特还强调，账面价值在分析企业价值时发挥不了什么作用。

账面价值记录的是企业的投入，而计算价值的关键则是确定企业的收益。

巴菲特解释道，投资企业就像购买尚未到期的附有空白息票的债券。你得判断息票能赚多少钱，判断得越准确，投资就越明智。你要是拿不准息票能赚多少钱，就千万别把钱投到这样的企业中去。

10，公司股本回报率：股本息票

公司的股本回报率就是股本息票。那么，我的问题是，美国工业近几十年来的平均回报率为 13%，难道这一数字不会在未来几十年内有大幅度波动吗？

巴菲特援引他 1977 年发表在《财富》杂志上的文章(他在文章中分析了股票和债券)说，当时的股本回报率约为 12%，可他现在并没有发现回报率有多大变化，没准 13%也说得过去。接着，他和芒格削减起 13%的回报率来，他们指出：20 年来，退休人员的医疗补贴不断增加，让美国公司背上了巨额债务。然而直到现在，资产负债表里才体现出这一点。这就能削减掉 1/4 到 3/8 的回报率；

一般情况下，会计原则上不会记录职工的优先认股和管理人员的补贴。这又占了另外 1/4 到 3/8 的回报率；

养老金过高使得养老金预支成了铁定的事实，他们不可能把这些也算作收入。

削减完毕，他们认为 12%才是正确的股本回报率。

巴菲特说美国的会计就爱夸大这些数值。芒格更是巧言道："12%与 13%的差别正体现出美国会计行业中的腐败.....体现出美国会计体系中思想道德风气的败坏。"

11，股市并不便宜

巴菲特重申道，股市景气与否并不会影响他们的投资决策，但他也承认股市并不便宜。

芒格表示，过去的 12 年可谓"猪的天堂"，但未来的收益一定高不了，只是世界各地投进股市的钱还会继续疯长。巴菲特的反应更为强烈："投资的收益永远不会像曾经那么理想了。"

1857-1929，美国经济学家、制度经济学鼻祖。凡勃伦虽是个经济学家，但他是作为一个辛辣的社会批评家而为一般公众所知的，他这一风格的代表作是 1899 年出版的《有闲阶级论》。他认为，有闲阶级的特点是炫耀型消费，并避免进行有用的生产性劳动，只沉湎于浪费的或无用的事物当中，其目的也是为了炫耀，以受到尊敬，同时该阶级具有保守主义倾向。炫耀性消费必然使他们忙于攫取对其并不起作用的财富，这种财富对于精神或物质以及感官的需求毫无帮助，但显示财富意味着权势、地位、荣誉和成功。同时，这一消费方式波及了并不富裕的贫困阶级。有趣的是，凡勃伦尤为重视在这一消费方式中女性所起的作用，因为姣好的面容，优雅的举止以及高贵的服饰暗示了她们是由有钱的有闲阶级所供养的。凡勃伦看来，有闲阶级的产生，即生产性和非生产性业务的分工，来源于从野蛮时代向非开化时代发展过程中男女基于性别的自然分工。在狩猎为主的部落，男性所具有的果敢、强壮、魁梧等性格或气质特征，使其胜任应付突然、剧烈的变故。

1894 年美国工业产出已超过其他资本主义国家，跃居世界第一位，1913 年福特汽车生产流水线隆隆驰下第一辆汽车，经济的飞速发展造就了一大批暴发户 *nouveaux riches*，消费社会在美国已经初露端倪。这些暴发户的行为则成了凡勃伦关注的焦点。凡勃伦以其敏锐的洞察亲眼目睹了镀金时代 *gilded age* 的暴发户们，在曼哈顿大街购筑豪宅，疯狂追逐时髦消费品。有鉴于此，凡勃伦最先提出了炫耀性消费这一社会科学界内的不朽语。炫耀性消费是一种重要的社会、经济现象，但该现象长期以来被以生产主义为主导范式的社会学家们所忽视。一段时期，凡勃伦的著作甚至被湮没在社会学的荒野中，无人过问。

有闲阶级的产生和所有制的出现，是同步进行的。人为财死，鸟为食亡。私有制一旦出现，人类就围绕财富的占有，展开了旷日持久的争夺。凡勃伦认为，人们之所以要占有财富，与其说是满足生理需求，倒不如说是为了面子。谁拥有的财富多，谁就是社会的优胜者，不仅社会地位上升，还可以获得别人的赞誉，从而使虚荣心得到满足。所以人人都是欲壑难填，永不满足。有了财富，如果不显山露水，那也只是孤芳自赏，得不到别人的认可，更博不到荣誉，所以有必要以某种方式来炫耀自己的富有。从古到今，有教养的人一直认为，炫耀财富的最好方式，就是享有余暇。凡勃伦举了礼仪的例子。他认为，礼仪的起源和发展，都是因为它能证明有闲。熟谙礼节，需要耗时费钱，劳动阶级起早贪黑，累死累活，自然没有时间去学什么礼节，所以就成了富人的“专利”。尽管礼节也可以表达敬意，表明身份，但刨根究底，还是为了表示荣誉。现代人事务繁忙，行色匆匆，礼仪大大简化，就足以证明礼节是有闲阶级的象征。随着社会的进一步发展，人口流动性大为加强，人们社交范围也随之扩大，富人要想给陌生人留下富有的印象，最好的办法就是大量消费，所以人们常常可以看到，他们一掷千金，买东西从不讲价，过着佳肴美酒、肥马轻裘、歌舞升平的奢侈生活。当人们对这些变得习以为常时，他们又开始购买爵位。给自己脸上贴金。如理发学徒阿克莱特发明了旧式纺织机，一夜暴富后，不惜重金，买得一个爵位，改头换面，混迹于上层社会之中。

凡勃伦注意到另一种前工业社会，即古代冰岛、日本幕府社会。这种社会中存在一种明显的有闲阶级，但这种阶级却不是无所事事的懒人，而是凭着武力或狡黠掠夺财富，本身并不靠技艺或劳动从事工作。虽然这些有闲阶级取之于社会，而且也没有贡献出任何生产性的服务以作回报，但是他们的行径却得到社会默许。习俗中的尚武精神使一般人格外推崇，因此这种阶级不但未被视为寄生虫，反而被奉为能者与强者。有闲阶级的活动即用武力赢取财富就被视为一种荣誉。相反依靠出卖劳力的穷苦劳工却遭到社会鄙视。亚当·斯密以来的古典经济学家们一直认为好逸恶劳是人类的天性，而凡勃伦却认为，这是人类生活方式在掠夺精神影响下堕落的一种表现，因为一个崇尚武力和掠夺的社会，根本不可能尊重人类劳动。现代社会里，以往它们专门寻求女色或战利品，而现在代之以求的是金钱和积累财富，而炫耀财富或穷奢极侈却成为挂在印地安人帐篷上的人头皮的现代仿本。有闲阶级不仅因袭着古老的掠夺习性，他们个人的劫掠力量也仍然如以往时代一样备受社会推崇。凡勃伦分析这种情况产生的原因：为求在社会上受尊重，一个人必须要获得某种标准以上的财富；正如同较早先的掠夺性阶级一样，野蛮人必须要获得部族里认同的体力、武艺与狡黠的标准。同样地，在现代社会里，每个人也必须以力服人，才能赢得其他人的敬畏，而在这种“力”的竞赛过程中，凡是从事于非掠夺性工作的人，往往自觉低下。他认为，下层阶级与上层阶级并不是针锋相对的，他们的目的并不在于除掉较高的阶级，而是设法让自己成为较高阶级的一员。《有闲阶级论》就是围绕富人因自己的财富而产生的优越感以及他们为了炫耀自己的优越而采取的种种行动而写的。

凡勃伦在书中写道：在任何高度组织起来的工业社会，荣誉最后依据的基础总是金钱力量；而表现金钱力量，从而获得或保持荣誉的手段是有闲和对财物的明显浪费。凡勃伦认为：艺术品的效用同它的价格高低有密切的关系。举例来说，一只手工银制汤匙的价格大约是 10-20 元，而铝制汤匙不过 0.1-0.2 元。就实际用途而言并无差别。事实上，银制汤匙的主要用途是迎合人们的爱好，满足人们的美感。凡勃伦总结道：第一，制成两种汤

匙的材料，在使用目的上各有其美感与适用性。虽然手工艺品所用材料的价值，往往高于贱金属约百倍以上，但是，就实质与色彩而言，前者并不见得大大地超过后者；第二，假定某种被认为是手工制品的汤匙，实际上是仿造的赝品。但仿造得非常精巧，在外观上与真正的手工艺品几乎一模一样。只有精于此道者仔细观察才能识破。可是，这一作伪情况一旦被发现，那么，这件物品的效用，包括使用者把它当作一件艺术品时所感到的满足，将立即下降大概 80%~90%，甚至更多；第三，即使对于一个相当细心的观察者来说，这两种汤匙在外表上也显得相差无几。除了份量轻重显然不同以外，几乎没有什么别的破绽。不过，只要那个机器制的汤匙本身不是件新奇物品，并且可以用极低的价格购得，它就不能由于形式上和色泽上相同这一点而抬高身价，也不能由此显著地提高使用者的“美感”的满足。凡勃伦承认，具有艺术价值的物品之所以可贵，是在于它们具有艺术上的真正价值。否则，人们就不会这样其欲逐逐，已经据为己有的人就不会如此洋洋得意，夸为独得之秘。凡勃伦同样意识到，这类物品对占有者的效用，一般主要不在于它们所具有的艺术上的真正价值，而在于占有或消费这类物品可以增加荣誉，可以祛除寒酸、鄙陋的污名。换句话说，这类物品之所以能够引起独占欲望，或者说之所以能够获得商业价值，与其将它所具有的美感作为基本动机，不如将其作为诱发动机。“一切珠玉宝石在官能上的美感是大的。这些物品既稀罕，又值价，因而显得更加名贵。假设价格低廉的话，是决不会这样的。”这就是所谓的“凡勃伦效应” Veblen effects。

在此基础上，凡勃伦敏锐地指出：从使用和欣赏一件高价的，而且认为是优美的艺术品中所得到的高度满足，在一般情况下，大部分是出于美感名义假托之下的高价感的满足。对于优美的艺术品比较重视，但是，所重视的往往是它所具有的较大的荣誉性，而不是它所具有的美感。“因为审美力的培养需要花费很长的时间和很多的精力。”他甚至进一步认为：任何贵重的艺术品，要引起美感，就必须能同时适应美感和高价两个特征。除此之外，高价这个准则还影响着我们的爱好，使我们在欣赏艺术品时把高价和美感这两个特征完全融合在一起，然后把由此形成的效果，假托于单纯的艺术欣赏这个名义之下。于是，艺术品的高价特征逐渐被认为是高价艺术品的美感特征。某种艺术品既然具有光荣的高价特征，就令人觉得可爱，而由此带来的快感，却同它在形式和色彩方面的美丽所提供的快感合二为一，不再能加以区别。因此，凡勃伦认为：当称赞某件艺术品时，如果把这件艺术品的艺术价值分析到最后，就会发现，意思是说，这件艺术品具有金钱上的荣誉性。由于重视艺术品的高价特征这个习惯进一步巩固，而且，人们也已经习惯于把美感和荣誉两者视为一体，大家逐渐形成了这样的观念：凡是价格不高的艺术品，就不能算作美的。

正如约翰斯 Johns 所说：“当我们看到梵高所画的加歇医生的面孔时，再不会看到一个常见的忧伤与悔恨的肖像，而是一大堆金光闪闪的迷人的金钱。梵高、雷诺阿、毕加索这些名字现在已成为了财富和荣誉的象征。”凡勃伦效应显然有助于理解日本富豪在 1980 年代从国际艺术市场上——掷千金地购买梵高、莫奈等著名画家代表作的看似“非理性”的行为：早在 1960 年代就以收藏印象派作品而闻名的日本最著名的经纪人大佐福吉在 1989 年再一次做出惊人之举。利用在纽约访问的 10 天时间，花费 2000 万美元，购买了 Siegel、Arp、WilliemdeKooning、Klein 和 Warhol 等人的作品。1989 年 11 月，毕加索 Picasso 的作品《皮埃雷特的婚礼》出现在巴黎的一场拍卖会上，这幅作品的主要竞争者是日本富翁鹤卷和一位法国人。当《皮埃雷特的婚礼》的报价上升到 4260 万美元的时候，那位法国人开始犹豫起来了，不敢继续贸然加价，而鹤卷则志在必得，一下子把价格加到了 4890 万美元，击败了所有的竞争对手。1990 年，在纪念梵高逝世 100 周年的热潮中，梵高的作品《加歇医生的肖像》在嘉士得拍卖公司以 8250 万美元的价格被日本纸业大王斋藤英夺得，创下了当时艺术品拍卖的最高成交价。与此同时，还以 7810 万美元的价格买下了 Renoir 的作品《红磨坊的舞会》。尽管花费不菲，斋藤英却“连叫便宜”。根据日本海关的不完全统计，截止到 1987 年 8 月，日本人从海外购入了 87 万多幅画作，总金额高达 734 亿日元。其中，从欧美等国购入的高档绘画约为 12000 多幅，总估价约为 685 亿日元，每幅画作的平均价约为 538 万日元。其中包括毕加索的《朵拉·玛尔的肖像》（约 1.08 亿日元）、雷诺阿的《拿扇子的美女》约 3 亿日元，以及塞尚 Cezanne、莫奈 Monet 等著名画家的作品。另据苏富比拍卖公司和嘉士得拍卖公司的不完全统计，截止到 1989 年 11 月，从苏富比拍卖公司和嘉士得拍卖公司卖出的名画中，美国人购得了其中的 25%，欧洲人购得了其中的 35%，而日本人的购买量高达 40%，成为最大的买主。值得一提的是，尽管这些看似“非理性”的购买行为极大地满足了炫耀性消费心理，不过，此后的结果却不容乐观。1997 年以来，由于日本泡沫经济的破灭，东南亚金融危机的影响，以及日本经济体制所存在的一系列结构性矛盾，日本经济陷入了以通货紧缩为主要特征，并伴随阶段性衰退的长期停滞。昔日被抢购来的西方名画，开始陆续流向经济增长相对稳定的欧美国家。据苏富比拍卖公司的估计，在该公司 1998 年上半年受委托拍卖的绘画作品中，有大约 40% 来自日本。嘉士得拍卖公司也发现，日本人委托该公司拍卖的绘画作品正在大大增加。1997 年，日本人通过拍卖公司拍卖的艺术品总额达到了 2500 万英镑。英国《每日电讯报》在一篇报道中讥讽道：日本的艺术爱好者正在抓紧时间前往位于东京的川桥美术馆，以便赶在 Kiefer 的 11 幅作品流出国门之前再看上最后一眼。由于高桥治宪的两家公司相继破产，不得不转让自己

于 1988 年以 800 万英镑购得的这 11 幅作品。这 11 幅作品最终由英国人 Entwisle 以 400 万英镑的价格夺得。

事实上，在日常生活中，当人们得知某人从事收藏活动，就会觉得这个人非常有品位；当人们得知某人收藏了珍贵的艺术品，更会觉得这个人很有身价。中国民间就有很多关于艺术品的民谚俗语，例如，一页宋版，一两黄金、黄金有价，均窑无价、黄金万两易得，田黄一颗难求、家有钱财万贯，不如宋瓷一件，等等。正是由于这个原因，古今中外的很多大富翁，例如美国的洛克菲勒、英国的伯利尔 Balliol，往往不惜巨资收购各种艺术品。今天，即使是美国微软盖茨这样的 IT 新贵也开始频频在艺术品拍卖市场露面，让人们感受到了收藏的巨大魅力。凯夫斯 Caves 的研究发现，人们从事收藏，多少都存在着自我包装的动机，目的是向周围的人展示自己的价值观或兴趣。很多传记文献都对收藏者寻找社会承认和永载史册的动机施以重墨。因为一般来说，只要提到成功的收藏家，人们就会自然而然地认为他们拥有很高的品位和鉴赏力。

事实上，艺术品作为一种投资工具的意义甚微，倒是有效的投机工具。收藏者通常会由于其他爱好者或鉴定者对其所选择艺术品的美学评价感到欣喜若狂。因为一旦收藏过程成功，永载史册的想法就得以梦想成真。约翰斯同样意识到，很多收藏家购买艺术品的动机完全与艺术本身无关。从事收藏的重要目的之一是为了社会声望，为了给人有文化修养的印象。很多巨富收藏家一直对建造自己的博物馆乐此不疲，因为这可能最终成为亿万富翁身份的象征。例如，石油巨商梅尼尔 Meniere 一辈子都热衷于收藏，迄今为止已经收藏了几万件艺术品。她在 Houston 建立了自己的博物馆，这座由 Peano 设计的博物馆是世界上最好的博物馆之一。这显然可以在很大程度上提高她的社会声望和艺术品位，并成为她的亿万富翁身份的重要象征。又如，尽管石油大亨 Hammer 因为收藏有数千件世界名画，而被誉为世界上首屈一指的收藏家。他一生中最渴望得到的艺术品是雷诺阿的作品《船上集会的午宴》，但收藏该画的 Philip 却一直不肯割爱。Hammer 对此耿耿于怀。他曾经宣称：如果这幅画出现在拍卖会上，他将不惜卖掉美国西方石油公司的股份来购买。

从某种意义上讲，“凡勃伦效应”是一种社会心理效应，而不完全是一种经济效应。因为凡勃伦所说的炫耀性消费，实际上必须依赖于个人对群体的预期才能真正起作用。这就是说，在凡勃伦看来，具有艺术价值的物品带给购买者的总效用不仅包括由于直接“消费”这件物品所带来的“物理效用”，而且包括由于这件物品本身的高昂价格所带来的“社会效用”。



美国运通-百夫长卡

巴菲特奥马哈新闻俱乐部 1992

1992 年

Chris Olson：我们计划六点准时开始。我代表奥马哈新闻俱乐部教育委员会，成员包括 Wendy Graham、Hugh Cowden、Warren Franke、Ellen Gatz, Steve Murphy, Eileen Worth, 以及我自己 Chris Olson，欢迎大家参加 1992-93 年度系列教育研讨会的第一场活动。

今晚的活动形式，大部分时间将是大家与我们今晚的嘉宾沃伦·巴菲特先生之间的问答环节。我们的主题是新闻媒体。我们希望大家的问题集中在嘉宾与新闻媒体相关的问题上，或者探讨在一些引发媒体关注的特定情况下，他们之间可能存在的互动或缺乏互动的情况。《奥马哈世界先驱报》的 Robert Dorr，近三十年来一直在报道我们的嘉宾。今晚，由他为我们介绍演讲嘉宾。

Robert Dorr：谢谢，能听到我说话吗？我真不知道该说些什么。在大家面前介绍沃伦巴菲特，就好比在乡村音乐演唱会上介绍 Garnet Brooks。除了与新闻媒体打交道，我想你们大多数人都知道，他还是一些新闻机构的所有者，持有《华盛顿邮报》和首府/ABC 广播公司的大量股份，还拥有《布法罗新闻报》。

作为一名多次与沃伦打过交道的记者，我可以告诉你们那是怎样的体验。他总是很平易近人，彬彬有礼，简洁明了，但通常不抛头露面。一般来说，你得通过与其他人交谈以及查阅公开记录来拼凑新闻故事。不过这并没有让他远离媒体的报道。我今天查了一下我们的电脑，自 1983 年以来，他在我们的报纸上就被提及了 862 次。沃伦说他会先讲大概 90 秒，然后进入问答环节。那么，沃伦，接下来就交给你了(掌声)。

巴菲特：Howard Simon 过去常说一句话是(挺不清)。他曾是《华盛顿邮报》一名主编，为 ben bradley 负责的水门事件工作，后来又参加 Neiman 项目。在新闻行业，人们经常向他抱怨，说你都没经过商怎么能写商业新闻，自己都不是足球运动员又怎么能写体育新闻呢。他对此的反驳是，你不需要非得先死了才能去写讣告。今天的主题是关于处理新闻的话题，我能给你们的最好建议是，这非常像古语说的：与豪猪亲热(打交道)，你可得万分小心。但不管怎样，我对媒体有着美好的回忆，因为如果没有报业，我今天也不会站在这里。

1905 年，我祖父关注着内布拉斯加州西点镇即将到来的县民主党人。信不信由你，那时西点镇大概只有两千人，却有两份报纸，《西点共和党人报》和《县民主党人报》。他的孙子后来也了解到了在这两份报纸工作是怎样一番体验。这两份报纸勉强存续着，我祖父有自己的家庭，我母亲、她的妹妹和弟弟。他们住在报纸办公室楼

上，二楼那一排狭小的房间里。我母亲 11 岁的时候，就能熟练排版了。事实上，当年那些排版工人为了展示排版操作，还想让她去得梅因参加展览，证明只需要 11 岁这么大就能操作这些简单的机器。她会去火车站，火车每天会经过那里两次。火车停靠西点镇时，她就上车，去采访镇上的人，为报纸写报道，还会为报纸拉广告。这些都是她高中时期做的事。她从西点镇高中校报起步。16 岁高中毕业后，她在报社工作了三年，攒钱上大学。她去了内布拉斯加大学。她做的第一件事就是去《内布拉斯加日报》申请工作。面试她的人是我父亲，他当时是《内布拉斯加日报》的编辑。第一学期过后几个月，我祖父的工头自己在内布拉斯加州买了一份报纸。于是祖父打电话给我母亲，问她能不能回来帮忙打理报纸，她答应了。所以她休学了一个学期，大约一年后又回到了内布拉斯加大学。后来我母亲嫁给了我父亲。

事实上，我们家两边都对报业有着浓厚的兴趣，再加上遭遇股市大崩盘，我得承认，因为我父亲当时其实想去经营自己的报纸，但在那个时候，他收到了 Greg McFibre(我记得是这个名字)的邀请，在一所大学做些相关工作，可能还被告知他经营报纸的想法不切实际。我父亲在内布拉斯加州的一个小镇找到一份编辑工作，但当时他有个想法，就是让供他上学的父亲决定他的第一份工作。而我祖父那一方有不同的想法，所以他来到了奥马哈，做了股票推销员。我出生于 1930 年，大概是在 1929 年 11 月 30 日前后受孕的。将 1929 年秋天股票大暴跌结合我的出生经历，大家就能理解当时发生了什么。这就是我如何来到人世间的传奇故事。

现在我的余生都在努力去避免媒体过度影响我的人生。我想这也是我们今晚研讨会的主题。我想最好是现在就开始接受大家提问。我在报业圈子里已经很久了。我曾为《林肯日报》工作，在华盛顿上大学的时候，我送过五份报纸。我派送 0.2% 的华盛顿邮报，我也同时投递竞争对手《时代先驱报》，我的服务有些草率。正如阿拉巴马州一位出版商所言，他一生的成功全部归功于美国的两项制度：垄断和裙带关系(monopoly & nepotism)。我想当我还是送报员的时候，我忘记了它的垄断一面。好吧，下面来回答问题，越强硬越过瘾。

提问：我从未想过能向你提问问题，我把华盛顿邮报周末版推向全国。几年前，Hobor Hobart Rowan 在他的专栏里写道，美国真实的债务赤字已经超过 14 万亿美元，我对这个数字非常震惊，但从没人提起这件事。

巴菲特：这是个很好的数字。别停下。阿肯色州又增加了 128 种税收。反正我都会对它们征税。

一方面它可能指的是实际债务，当时可能是 3.5 万亿美元。另外，他可能还考虑了社会保障体系中对人们精算承诺的现值。当你几乎向每个人都承诺了与通货膨胀挂钩的退休收入，再计算其现值，那是一大笔钱。另一方

面，联邦政府显然有权力在未来对人们征税，实际上就是进行转移支付。社会保障其实并不是真正意义上的保险业务。一开始人们有这样的想法，但现在它被公认为一种代际转移支付。只要联邦政府有征税的权力，可能就不得不征越来越多的税，因为就实际精算成本而言，现在的税收是不足的。

但政府也有庞大的资产。美国所有公司的总价值是 4 万亿美元。政府能获得这些公司 34% 的利润。不考虑州所得税，股东获得 66% 利润。从盈利能力来看，可以说政府几乎拥有这些公司 34% 的权益。而且政府有权通过法案，将利润分成提高到 40% 或 50%，从而增加其“所有权”份额。所以政府有庞大的资产，也有庞大的负债。政府有能力去平衡这个等式的两边，因此政府没有降低负债的意愿。这也是为什么政府债券一直是最安全的，差不多是最安全的投资。

提问：《布法罗新闻报》会为候选人背书吗？

巴菲特：《布法罗新闻报》会为候选人背书。我接手的时候，报社好像就有这个政策，而且我知道在我们 1977 年从布法罗接手后，也会延续这个政策。我不确定现在还有没有，不太清楚。但这些候选人都与我们有一定关联。目前的人口普查我不清楚，但布法罗都会统计区(SMSA)的人口大约是 130 万。所以我们做过五次背书。哦，大概是 1982 年左右。我记得 Jack Kent 当时是国会议员，我们还为 Barbara Connell、Jack Kent、Hank Nollack，还有谁来着？如果你看看这五个被背书人的投票情况，会发现毫无相似之处。所以我推断，当时我们的政策基本上是支持现任者。我觉得在总统竞选的时候，人们不太关注报纸的背书。公众对竞选的兴趣越低，报纸背书的意义就越大。在总统竞选中，我猜报纸背书几乎没什么意义。但我仍然认为我们应该这么做。

提问：你认为这些天新闻媒体错过了什么重大报道，我特别关注商业新闻报道，有时觉得它们可能会夸大事件的重要性，或者忽视一些当下就值得曝光的新闻。

巴菲特：没错。媒体报道不像安德鲁飓风那样突然发生。新闻事件是慢慢发展的，而且往往很平淡，没有哪个新闻版面能真正吸引你，让你觉得很有戏剧性。比如说，没人会报道我今天因为多摄入了 500 卡路里，体重增加了三盎司。这没什么新闻价值。但 20 年后，我的体重比现在重了 200 磅，这时候可能就成了新闻了。但报道这类事情很难。它们对社会的影响就像冰川移动一样缓慢。对这类事情立法也很困难。人们常说，问题在于在一些重要问题上，政策周期比选举周期长，也比新闻周期长。事件发生后再报道很容易，不管是储贷危机，还是其他什么事件。但在事件发生的过程中进行报道就很难，因为它们是逐步发展的，今天和昨天并没有太大差别。报道起

来非常困难。显然，国家层面的财政失衡是个大新闻，但这个问题存在太久了。你还能说些什么新内容呢？今年赤字是 3780 亿美元还是 3770 亿美元，这有多大区别呢？报道这个话题真的很难。

其次，有时候新闻事件很复杂。很多年前，20 多年前吧，我和 Paul Wynn 聊过储贷行业的问题，他是一位出色的编辑。当时就能预见到内布拉斯加州会出现工业贷款丑闻。如果你看看工业贷款的财务报表，虽然不完整，再看看相关监管规定，就知道会有大问题。但当时《太阳报》没有人能写好这个报道。我们讨论过从外部找人，或者雇一个懂会计和银行业务的人来做这个特别报道，但这又会打击内部员工的士气。事实上，在《太阳报》，我不清楚我们有多少记者，但我们确实缺乏足够的人手和专业能力来写这样的深度报道。储贷危机发生后报道就容易多了，因为事情已经很明显了。但这就是个难题。

人口问题也是这样，长期来看，这不是能一蹴而就的事情。你也不想去世 50 年后，某天新闻还在报道说“今天全国人口比昨天多了 2.8 万，达到 50 亿了”，然后就这事讨论个没完。这有点困难。我觉得，优秀的新闻机构，这取决于资源，最好的办法可能是偶尔做一些专题报道。比如《费城问询报》在过去五六年里做过两三个这样的专题，重印的需求很大，这些报道可能会产生一定影响。但要挖掘出那种轰动性的新闻很难，而且这类新闻对读者或观众的影响更大。但目前还没有很好的解决办法。

提问：关于商业新闻，最近我读了一篇报道，与伯克希尔和富国银行相关，你对富国银行失去信心了吗？

巴菲特：个股我不做评论。我不对此表态。我从不推荐，甚至不会评论个别公司。

提问：如果只允许你阅读两份金融刊物，你会选择哪两种？

巴菲特：我的答案和五六年前不一样了。假设我会在日报和杂志中各选一种，我可能会选《纽约时报》和《财富》杂志。我假设能从这些刊物中获取所有有价值的信息和统计数据，就新闻刊物而言，可能就会选这两种。我给你们讲个有趣的故事。大概四五年前，《纽约时报》的年报在苏尔茨伯格的信中被放在开头段落，第二段也有提及。信中说，《纽约时报》几乎能在同一天送达美国所有重要的大城市。但当时在我们这里，报纸根本无法送达。所以我写了封信，我说：“亲爱的 French，有这样的限定词真遗憾。我真正不满的是，我有个朋友在一个人口只有这里一半的地方，他每天都能收到报纸。而我们在母校所在的地方，却收不到。”我还把朋友收到报纸的情况附在信里。我的朋友 Joe Rosenfield(格林内尔学院捐赠基金受托人)，他给苏尔茨伯格写信，他说：“亲爱的苏尔茨伯格先生，我知道您在处理这件事。但在我们这里还是收不到报纸。”他还说：“从数据上看，我们这里确实比

母校所在的地方小。但那些人连自己州的名字都能拼错。我考虑了这个请求，您或许应该这么做，因为这是您拓展业务的一部分。”他还说：“一开始，我可能不太乐意，但之后就知道会怎样了。”不管怎样，后来我们开始能同一天收到《纽约时报》了。这可能不只是因为我的信，乔的信也起了作用，但总之我们能收到了。

提问：你对写人物特写的采访有什么看法？你觉得这是个好主意吗？

巴菲特：我想说，在过去十年里，甚至在过去一年里，我和媒体人，也就是记者打交道的的时间，可能比我认识的其他任何一位 CEO 都要多。你知道，和每个人交流都很花时间。在过去四年里，有五家全国性媒体为我做过人物特写，Linda Graham 为《洛杉矶时报》写的，L.J. Davis 为《纽约时报》写的，我都记不清其他媒体的情况了。除此之外，还有各种人就某些特定方面的事情打电话给我。我不知道我每周平均花多少时间，大概两小时？但如果不加以控制，可能每周要花 80 小时。想和我单独交流的人多得数都数不过来。我尽量接受采访，我之前都不认识 L.J. Davis、Linda Graham 这些人。

但如果是关于特定的报道，比如有人打电话来问储贷协会危机、会计或银行业务之类的，我会尽量和对这些话题有一定了解的人交流，不然你可能要花 45 分钟甚至一个小时，基本上就是在给对方上保险入门课，最后他们还是写不出好报道。我不是指责他们，只是他们确实缺乏相关知识。有些话题很复杂，我愿意花 45 分钟或一个小时和那些已经有一定了解，只是想挖掘一些细微差别之类的人交流。所以我花了不少时间在这上面。

有些新闻爆出来的时候，我们可能会接到上百个电话，如果每个电话都花 10 分钟那需要花费很多时间，因为我们从来没有公关部门。要是换做别的公司，可能会有十几个人专门负责公关，丑闻爆发的时候，还会临时增加人手，我不知道最多会有多少人，但如果公关部门平时有 12 个人，我猜可能会马上增加到 30-40 人，他们会一直接电话。但我们没有这样的准备，也觉得没必要。有时候和一些记者交流很有意思，但有时候又觉得没什么成效，也提不起兴趣，等等。

但我的原则是，如果我知道对方很专业，就会多花些时间和他们交流，要是不专业就少花时间。当然，我现在也认识了一些很专业的记者，也不太想再去尝试和新人交流。我就像不会轻易去新餐厅吃饭一样。

提问：这有一段来自 xx 这本书的话：“公职人员和许多其他观察人士似乎认为，新闻媒体粗鲁、傲慢、愤世嫉俗，喜欢夸大其词、骚扰他人、追求轰动效应，还极度麻木不仁。”你对此有什么看法？

巴菲特：我从另一个角度来看这个问题。这很有意思。美国有 1600 家报纸，我能想到的，只有《洛杉矶时

报》的 David Shaw 会定期撰写媒体评论。David 写过很多精彩的文章。实际上，也许有人已经这么做了，我觉得把这些内容整理成书会是个好主意。几年前，David 写过一篇很棒的评论。你们知道，《洛杉矶时报》的报道很长，内容很全面。他采访了 40 位编辑，这些编辑你们可能都认识，还采访了一些其他相关人士，询问他们对关于自己的报道的看法。当然，他们用了上面那些形容词来描述。他发现，他们最大的问题是报道的准确性，其次是预设结论。这就是问题所在。

和打电话来的人交流时，还有个问题，很多时候，对方心里可能已经写好一篇报道了。他们知道自己想要什么，就是想从 45 分钟的采访中找到一句话，来支撑他们已经得出的结论。所以他们并不关心话题的逻辑发展，只是在“收集引语”。他们愿意花 45 分钟和你交流，就为了找到能用上的一句话。在 David 的采访中，《环球报》的 Tom Blainship 等编辑都提到了这个问题，这是他们第二大不满。而且他们自己经历过这种事，也变得更敏感了。事实上，有个人说，他后来写每篇报道的时候，写完后都会根据年龄，把故事中的人物换成自己的兄弟、儿子或者母亲，检查自己对故事的描述是否客观，以及报道的准确性等等。

坦率地说，我觉得记者有截稿压力，这和杂志领域不太一样。人的行为和能力呈钟形曲线分布，在军队、宗教组织、企业或其他任何地方都是如此。有非常有才华的人，也有完全没什么才华的人，大部分人处于中间水平，很平庸。在新闻行业，绝大多数人都还算正常，有一些人道德水准很高，大部分人道德水平尚可，但如果新闻够劲爆，他们可能会忘记提到消息来源，采访的时候也可能会有些倾向性。还有少数人道德败坏。和其他行业相比，新闻行业的人员构成没什么特别的。如果你长时间和很多人打交道，肯定会有各种不同的经历。我不记得具体有多少次了，我肯定没和 832 个人都聊过。但绝大多数人，就像你在内布拉斯加家具商场或其他地方遇到的人一样，大多数人都在努力把 work 做好。他们的能力和经验不同，自信程度也不同。他们大多会有好的经历，但也会有人遇到不好的情况，就像买东西遇到态度不好的售货员一样。我觉得新闻行业和其他行业没太大区别。如果你经历得多了，总会遇到一些不好的事情。

但新闻行业的难处在于，除了刺客，几乎没人能像媒体那样，一旦报道有误，就会给你造成巨大的伤害。当然，也有其他人可能会故意这么做，这要看具体情况。也许有些医生也会做出很伤人的事，但你主动找医生看病，能看到医生的意图，也能决定是否接受他的治疗。有些律师也会给你带来很多麻烦，但一般来说，你可以选择是否和他们合作。你去家具市场，可能会有不好的购物体验，但大多数时候还是不错的。但在新闻行业，你没

有“不逛这家店”的选择。你可以决定如何应对与媒体的关系，但无法置身事外。所以，要是你不幸遇到人性中最糟糕的一面，或是碰上报道水平很差的记者，就只能被迫参与其中。这在社会中是一种很特殊的情况。

有一类人拥有类似的权力，但通常需要他人发起行动，那就是联邦检察官或地方检察官，他们有权决定是否起诉某人。不管最终你是否清白，被起诉这件事本身就会造成很大的伤害。所以，检察官只要发起行动，就能给你带来各种麻烦，无论你多么无辜。不过，这种权力的使用并没有那么频繁。新闻行业却拥有这种权力，这是它的本质，虽然这种本质对我们不利，但这就是现实。

新闻行业，尤其是报业，还有一个不同寻常的地方。和我祖父那个时代不同，如今美国有 1600 多家日报。除了极少数的例外，几乎不存在相互竞争的报纸。原因当然是，这个行业的经济规律决定了每个城市、乡镇或大都市地区往往只会有一家报纸。这并没有什么恶意或不妥之处，这就是 Tom Lynch 所说的“适者生存”。最终，报业竞争没有亚军可言，只有赢家通吃的成功，这意味着报纸拥有极高的价值。要是你排名第二，那就等于失败。在美国，几乎没有其他行业是这样的。

要是 1600 个城镇，每个城镇都有一家汉堡摊、一家银行、一家女鞋店等等，那么全国最好的鞋店或汉堡摊肯定会有竞争。大家会关注那些经营不善的店铺，而优秀的店铺会脱颖而出。但报业并非如此。十年前，大家都在谈论曼彻斯特《联盟领袖报》，当时是 Loeb 在经营。有人说它是全国最差的报纸，还有什肯、瓦拉吉亚等地的报纸也被这么评价。然而，那些拥有大量资源、资金雄厚的大型新闻机构，却不愿意在曼彻斯特再办一份报纸，即便他们声称能办出一份很棒的报纸，也不想挑战那份糟糕的报纸，因为报业并不适合竞争。

因此，从本质上讲，在报业，无论你经营得好还是差，都能赚很多钱，没什么区别。你随便挑一份你认为很差的报纸，我都能找出一份利润率高达 30% 的报纸。过去，人们总是嘲笑 Roy Thompson，说他不是个好人，也不考虑后果。我很高兴在伦敦见过他，还问过他如何应对这些评价。他心里有数，就像他说的那样。我对这些事倒没什么感觉，但那些年很多人都批评汤普森旗下的报纸。可它们的利润率却是最高的。很多人总说卓越能带来盈利，说自己富有是因为做得好，但这种说法站不住脚。按照这个逻辑，汤普森的报纸才是最出色的。实际上，报业的利润和质量之间并没有关联。

这意味着一份报纸质量的好坏完全取决于其所有者的意愿。这很有趣，也很奇妙。在美国商业领域，几乎没有其他行业是这样的。如果你开一家汉堡摊，旁边可能就有麦当劳或其他竞争对手。要是你的服务很差，价格又

高，很快就会被市场淘汰，除非你拥有受监管的垄断经营权，但那样的话你的利润也会受到限制。而在报业，你想做好就能做好，想做差也没人拦着。全国有 1600 家报社，它们的质量参差不齐，但质量和盈利能力之间没有必然联系。这是出版商们不愿意谈及的话题，或许不聊这个更好，因为要是你能一直激励员工，告诉他们只有做到卓越才能生存下去，这可能是一种激励手段，尽管事实并非如此。

提问：你会把这些观点也应用到电视新闻行业吗？电视行业的经济规律会导致一个地区只有一家电视台吗？电视新闻又会变成什么呢？

巴菲特：电视行业有趣的地方在于，你把全国分成 100 个地区来观察，看看在晚间新闻收视率方面，哪家电视台领先。你会发现，就在几年前，每个地区的情况都差不多，但我敢说现在 100 个地区里有 95 个都是这样：在当地新闻收视率领先的电视台，其晚间新闻也很可能领先。无论是丹·拉瑟、彼得·詹宁斯还是其他人主持的节目。也就是说，本地新闻的影响力至关重要。

在费城，美国广播公司 ABC 旗下的电视台，彼得·詹宁斯主持的节目观众数量，可能现在依然和丹·拉瑟及其他主持人的节目加起来一样多，过去肯定是这样。这得益于本地新闻强大的影响力。这对新闻主播的自尊心可能是个打击，但这是事实。那么，影响本地新闻收视率的最大因素是什么呢？是之前节目的引流。这就是为什么要是有像奥普拉的节目那样，有着 40% 收视率的节目为其引流，那效果简直太棒了。你可能会觉得这是个循环，有点复杂。美国广播公司的《早安美国》和全国广播公司 NBC 的早间节目，过去就受益于前一晚观众没换台，观众的这种习惯对节目帮助很大。这很神奇，有些人设定好频道后就不再更换。

美国广播公司旗下的电视台在各个市场，比如纽约、芝加哥、洛杉矶、旧金山、费城、休斯顿、弗雷斯诺、达拉斯等地，本地新闻收视率都排名第一。我也不太清楚他们为什么能做到这一点，这些人真的很擅长节目编排，能力超强。在布法罗，有一个在 ABC 附属电视台工作了 30 年的人，他积累了大量忠实的观众。这就是为什么一个主播在大城市能吸引大量观众，远远超过报纸记者。对于我们这些喜欢报纸的人来说，这有点令人沮丧。哪怕你是世界上最优秀的报纸记者，比如像巴特·达尔那样，你的影响力也远远比不上一个能让洛杉矶、纽约等地新闻收视率提高一两个百分点的主播。我看那些大城市的本地新闻节目时，很多时候感觉不出它们有什么区别。不过，在收视率竞争激烈的时期，他们会对节目进行一些调整，我也看到过这样的情况。所以，你不得不承认，这些调整是有效果的。

电视新闻和报业有着本质的区别，人们通常每天只看一份报纸，而且你没办法像卖报纸那样，通过降价来吸引观众，比如把报纸价格从 20 美分降到 15 美分。看报纸的时候，十个人里有九个不会再去看看第二份。但看电视就不一样了，你可以轻松地换台。

要是电视的发展像录像带格式 DCR 之争那样，你在购买电视时必须要在两种格式(比如 DHS 和 Betamax)中做出选择，而且只能选择一种，假设现在我们周围有 12 个电视频道，每个频道都要 1000 多美元，而你只能选择其中一种。如果世界是这样发展的，那么肯定会有一家电视网占据主导地位，把其他对手挤出市场。就像在录像带格式竞争中，当 DHS 格式领先于 Betamax 时，Betamax 就被淘汰了。但在现实中，看电视时你可以随意换台，非常方便，你只需要坐在那里不用搬家也无需再购买其他产品或其它东西，这就形成了一种截然不同的竞争态势，这是一个非常好的生意。

提问：换一个新闻领域来谈谈，我现在想到一些新闻纪实类书籍，比如迈克尔·刘易斯写的《说谎者的扑克牌》，这类书讲述华尔街和交易相关主题。你读过这类书吗？有什么看法？

巴菲特：是的我读过，我什么书都读，每天大概会花 7 个小时阅读。我家人对此已经习惯了。

像新闻纪实类书籍，还有电视上的纪实剧，我刚刚还看了《门口的野蛮人》的剧本。我认识书里很多原型人物，也读过这本书。我想说的是，有数千万人会根据某个编剧的描写，来形成对亨利·克拉维斯、罗斯·约翰逊等人的看法，这完全取决于编剧。编剧在一定程度上会依据事实，但也会为了让内容更有趣，对人物进行一些夸张塑造。我认识雷·斯塔克买下其剧本的那个编剧，他为了让亨利·克拉维斯配合他创作，出价 2.5 万美元。亨利总是说，配合创作就像掰手腕，要是不配合，编剧就会安排阿诺德·施瓦辛格来扮演他。我不知道亨利最后有没有配合，但大家都面临着这样的“威胁”。因为了解一些书中故事的真实情况，所以我对这类书里的内容会持怀疑态度，但我还是觉得它们很有意思。

追问：你对《说谎者的扑克牌》有什么具体看法吗？

巴菲特：我可以说，我知道有些情节有很大的夸张成分。比如，刘易斯根本没去过纽约，而且我了解约翰·贝里的情况，我觉得书里描写的一些情节不太可能发生。但这是个很精彩的故事，对此也没什么办法。数百万人会相信这些故事是真的，约翰·贝里、约翰·古德弗雷或其他人也无法改变这一点。我个人敢打赌，书里很多内容都不是真的，但我也没办法证明。毕竟我又不能一整天都盯着看。不过这样写确实让书更精彩了。

实际上，我认识一些写书的作者，出版商给了他们 50 万甚至 100 万美元的预付款，还不断催促他们把书写得更精彩，你知道他们想把书卖爆。也有人给我开出高额预付款，邀请我写书，但我不会为了赚钱就随便写一本书。我可能会写，但不会为了钱而妥协，因为我不想写那些需要去证明真假的内容。但如果有人给你 50 万或 100 万美元，他们肯定希望书能大卖。

我很同情那些写纪实类书籍的作者，因为书里的内容可能会对书中人物造成很大伤害。每个人都可能成为书中的主角，而书一旦被改编成影视作品，影响力就更大了。我不知道尼克松在水门事件期间是否真的和基辛格等人跪地求饶，但这已经不重要了。一旦这些情节被搬上荧幕，数千万人就会信以为真。这就是我讨厌这类作品的原因，我觉得它们准确还原历史的可能性极低。20 年后，人们可能会更相信这些荧幕呈现的内容，而不是真实的历史。荧幕的影响力太大了，书籍也有影响力，但荧幕的影响力更是惊人。

提问：对于你利用媒体来处理所罗门危机的一些批评，你有什么回应？

巴菲特：毫无疑问，我们必须通过某种方式和媒体打交道，因为他们每天都要写报道。

我记得到所罗门的第一天，那是 8 月的一个周日，我们召开了新闻发布会。我原本打算邀请 100 名记者，结果来了几百人，他们穿着短裤就赶来了。我当时要尽我所知，把过去 48 小时内了解到的情况告诉他们，因为我不能保证每个事实都准确无误，我当时也跟他们说明了这一点。但我能把我知道的情况原原本本地告诉他们。这样一来，他们至少能和我基于同样的事实基础展开报道，之后在国会听证时也能有更充分的信息。我们提交了 50-60 页的材料，详细说明事件的影响。

但毫无疑问，如果遇到丑闻，最好的做法，也是我能做的，就是把你知道的一切都公开，任何情况下都不要说谎，也别太在意律师或公关人员的意见，因为他们往往会让你什么都别说。但外界会根据一些他们并不完全了解的快速报道来做出判断。想想水门事件最初的情况，过了一段时间，人们才逐渐了解事件全貌，但期间各种人物来来去去，还发表一些利己的言论，媒体也进行了错误的报道。很多事情你必须要去，尽你所能的接近事实。当然最大的问题是，如果你被打个措手不及，发现之前告诉媒体的信息有误，而又有重大事件曝光，那就麻烦了。但我们一直都是把知道的情况全部公开。出于客户保密原则，我们把所有材料都交给了政府，其中很多内容后来都公开了。很明显，有些人利用媒体来达到自己的目的，比如股票市场的卖空者会给参议院委员会、小组委员会和媒体打电话。我记不清有多少次，接到同一个人用不同身份打来的电话，还传播着四五个不同的谣言，

诸如外汇问题等各种谣言。这就像一场多维度的危机，很难处理得完美无缺。但只要你如实公开你所知道的情况，就不会陷入太大的麻烦。当然，如果你自己没有卷入其中，那是很幸运的。要是像 JohnDean 那样深陷其中，情况肯定就不一样了。

顺便说一句，我的朋友 JimBurke 在处理高地公司(Highland)的问题时，就无视了公关和律师的建议，只是如实公开他所看到的问题。你知道他每天工作 18 个小时，这一切都是为了这一天。这是一个不错的案例。问题在于，新闻报道往往会追求最低限度的共识，总有人会写一些报道，一旦报道出来，就会像食物链接力一样传播开，还会用一些特定的表述。在我们公司，要是我自己是一家大报社的编辑，或者是电视网的新闻总监，我可能不会写那样的报道。我觉得一旦这类报道开始传播，就会像滚雪球一样越滚越大。但我觉得，从宪法层面来讲，并没有所谓的"民众知情权"。我们在某些情况下会拿这个当借口，为自己觉得不该做的事情辩护，但宪法里并没有这一条。但有些事情你又不得不说，不过就我而言，从宪法角度来说，我不认为民众有知情权。就像亚瑟·阿什既没有和我女儿约会，也没有和我女儿打网球，但这类报道还是会不断出现，根本停不下来。

提问：今天媒体行业还是一个好投资吗？如果不是，那么还有哪一类行业符合？

巴菲特：我在 1991 年伯克希尔公司的年报里写了一部分内容，我们很乐意给你们寄一份。关于媒体行业，我想说它依然很棒，但不像过去那么好了。和其他行业相比，媒体行业的资本回报率很高，是个很不错的行业，但确实不如以前了。这也是美国报纸出版商协会在寻找可靠公司时，对这个行业不太感兴趣的原因之一。虽然没人和我竞争，但我和朋友汤姆·墨菲，还有我妹妹一起看周一晚间橄榄球比赛的时候，电视是一台很棒的 45 英寸彩电。比赛期间我对墨菲说，ABC 的转播画面太棒了。我还说，但我宁愿回到过去，只看一台 8 英寸的黑白电视也会觉得很开心，因为那时只有三家电视网可供选择。

以前媒体行业就是这样，每年只要提高价格就能赚很多钱，那真是个好行业。但现在这个行业的优势被削弱了。30 年前，美国有 3 条高速电视网，信号几乎覆盖了每个家庭。从传播角度来看，这 3 条电视网非常关键，很多人在另一端观看节目，而高速电视网掌控着收益。现在各种各样的电视网层出不穷，所以像迈克·泰森、好莱坞的明星赚得盆满钵满，因为现在人才才是稀缺资源，而媒体行业变成大众商品，不过是众多电视网中的一条。虽然它仍然很好，但已今非昔比。报业也是如此，曾经很不错，但现在广告传单公司(Advo)和美国邮政成了报业最大的威胁。我以前常对《华盛顿邮报》的人说，就算《华盛顿明星报》能优先挑选美国各地的 100 名记者，对

《华盛顿邮报》的股价也没什么影响。但要是美国邮政把三类邮件的费率降低 20%，或者电话公司涉足广告业务，那对报业的影响就很大了。这就是竞争所在。关于第二个问题，我在年报里已经说得很清楚了，除此之外，我没什么要补充的了，鲍勃应该也知道。

提问：你对情绪对市场的影响写过很多内容。从宏观角度来看，媒体在多大程度上能影响这些情绪呢？另外，你能具体谈谈 PS 集团吗？有篇报道让它的股价上涨，之后《今日美国》上有人发表评论，导致股价下跌。媒体对市场的影响到底有多大呢？

巴菲特：媒体的报道周期通常很短，很难发表有深度、有价值的内容。我真正想知道的是未来的发展趋势。比如说，1919 年你花 40 美元买入可口可乐的股票，最后能赚 180 万美元。我现在想知道下一个“可口可乐”在哪里，但这种长期的投资分析对报纸来说没什么吸引力，所以你很难从报纸上获取这类信息。不过，这里面有个有趣的现象。我和新闻工作者本质上从事的是同一种工作，我会去研究一家公司，评估它的管理层、竞争对手、产品、服务、价格、成本等各个方面，就像记者做报道一样。我给自己设定一个“报道”任务，每天早上上班，根据一些事件确定一个“报道”主题，而这个主题往往是与 X 的价值是多少相关，这就是我的工作。

1973 年，我们购买华盛顿邮报公司的时候，它的总估值是 8000 万美元，当时 Woodward 正在报道水门事件。假设当时 Bradley 对 Woodward 说：“我希望你接下来一周研究一下华盛顿邮报公司的价值。”如果 Woodward 接受了这个任务，用一周时间做调查，他很可能会得出华盛顿邮报公司价值 4 亿美元，而当时它的售价只有 8000 万美元。要是他真的做了这样的“报道”，肯定能大赚一笔。关键在于选择正确的“报道”主题。我跟 Woodward 说过，让他每天早上 6 点到 7 点给自己安排一个任务，研究一只股票。很多人总问我该买什么股票，我就说让他们自己去研究。每天用一个小时做自己安排的研究，剩下的 8-10 个小时再去完成 Bradley 安排的工作。研究华盛顿邮报公司可比他当时报道的那些中情局背后干的事情容易多了，比如去调查该公司当时拥有的 4 家大型电视台，采访一些电视行业的经纪人，了解其他类似公司的交易情况，这并不是什么难事。

有意思的是，25 年来报道伯克希尔公司的记者有很多，但几乎没人买入伯克希尔的股票。这通常并不违反职业道德，在大多数媒体机构，尤其是大型杂志等，记者只要把自己的投资行为告知编辑就可以。这些记者一直报道伯克希尔，试图弄清楚我在想什么、公司在做什么，他们看了公司的业绩记录，但就是不采取行动。他们写完报道就去关注别的事情了。我觉得有时候，他们眼睛(看到的信息)和大脑之间(投资决策)好像没有建立联系，因此

无法做出有效决策。但我是根据自己的判断来投资的，我确实买了股票并付诸行动。所以我说，90%的投资就在于给自己设定正确的"报道"主题，而做投资分析其实并不难。

提问：还能问一个问题吗？(听不清)

巴菲特：每四年我都会参与这类活动，见证鲁尼·阿灵顿的相关报道。这类活动很难把握，因为人们喜欢看赛马式的竞选活动中的竞争态势，记者们也热衷于报道这些内容。这就是为什么，基本上我们都被这种"赛马式"的报道牵着走。这确实很有意思，对国家来说也有好处，能让大家关注时事。每天翻开报纸，我能看到有些报纸在这方面做得特别好。不过，我觉得电视报道，除了一些新闻节目外，做起来比较困难。坦率地说，我认为那些节目还不错，但电视网的新闻报道难度很大。有些报纸在报道候选人的活动方面做得非常出色，比如《纽约时报》和《华盛顿邮报》。要是你订阅了《华盛顿邮报》周刊，就会发现里面有很多相关内容。他们真的在努力报道这些事情，至于读者对这些内容的关注度和对 Jennifer Flowers 这类花边新闻的关注度相比如何，我就知道了，但报纸上确实有大量篇幅在报道，而且有优秀的记者参与其中，这些报道内容是实实在在存在的。电视网新闻就不一样了，总共就 22 分钟，很难深入报道。OK(掌声响起)

我们将和巴菲特先生一起去俱乐部共进晚餐。请大家不要挤同一部电梯里，我们有足够的时间过去，谢谢巴菲特先生。

巴菲特致股东的信 1992

1993 年 3 月 1 日, BRK: \$8950-11750

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

本公司 1992 年的账面价值增长了 20.3%(标普 7.6%), 自现任管理层接手的 28 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 7745 美元, 年复合成长率约为 23.6%。

过去一年, 伯克希尔的账面价值增加了 15.2 亿美元, 其中 98%系来自于经营收益与投资组合的增值, 剩下的 2%则是因为发行新股的缘故, 这些股份是因为我们在 1993 年 1 月 4 日将所发行的可转换优先股赎回, 其中有部分持有人不要现金而选择转换本公司的普通股, 大部分的持有人选择在 1 月进行转股, 另一小部分则选择在去年 12 月, 总计 1989 年我们发行总值 4.76 亿美元的债券中, 4600 万美元在 1 月转股, 另外 4.05 亿美元则以现金赎回, 转换价定为 11719 美元一股, 换算后共**发行了 6106 股**。伯克希尔目前流通股数为 **1152547 股**, 相较于 1964 年 10 月 1 日当初, 巴菲特合伙取得伯克希尔控制权时的 1137778 股来说, 增加的股数实属有限。

对于发行新股我们有相当严格的规定, 那就是除非我们确信所收到的价值与我们付出的一致时, 我们才会考虑这样做, 当然同等的价值不是那么容易达到, 因为我们一向自视甚高, 不过那又如何, 除非确定公司股东的财富也会增加, 否则我们不会随便扩大规模。

大家要知道这两个目标不一定齐头并进, 事实上在我们过去所举过的例子中, 有些就是看起来好笑但却是让价值损毁的经历。当时, 我们在一家银行有相当大的投资, 而银行经理人对于扩张却有极度偏好(他们不都是如此吗?), 当我们投资的银行在追求另外一家较小的投资银行时, 对方开出的价码是以其账面价值与盈利能力作为基础后的两倍, 当时我们的经理人因为正在热头上, 所以很快就答应了, 这时对方又得寸进尺开出另外一项条件, 他是这么说的: "你必须答应我, 在整个并购案完成后, 我成为公司最大的股东, 以后你也不能再做类似这次交易那样愚蠢的并购案了"。

大家一定要记得, 我们的终极目标是希望能让公司每年以 15%稳定的速度来增加每股的内在价值, 当然公司的帐面价值虽然保守但却是相当有用的替代性指标, 不过这样的目标很难以平稳的态势达成, 这在伯克希尔尤其困难, 因为会计原则规定, 我们旗下保险业务所持有, 占伯克希尔相当大部分的股票投资必须以市价列示。自从 1979 年以来, GAAP 就要求它们以市价方式而非原先的成本与市价孰低法列在公司帐上(当然要扣除未实现资本利

得应支付的估计税负)，股价波动如同水车轮一般上上下下，也使得我们年度业绩变化很大，尤其是在与一般公司产业比较时更为明显。

为了解释我们账面价值变化的程度以及股票市场波动对于公司帐面收益短期的影响，**从今年起我们决定在年报的首页放置每年公司账面价值变化以及与标普 500 指数(含股息)之间的比较。**

大家在评估这份资料时至少必须要注意三个重点，第一、我们旗下许多业务每年的年度盈利并不受股市波动的影响，而这些企业对于我们绝对或相对的影响每年也都不一样，就早期而言，由于我们在纺织业务的收入占我们账面价值相当大的部分，所以要是在这方面投资不当，我们的绩效可能会远远落后于，将钱放在标普 500 指数相关个股之上，不过到了最近，当我们逐渐利用投资组成**一支由优秀经理人经营的优秀企业组合**时，这些企业所带来的回报通常**远高于**投资标普 500 指数。

第二项应该要特别注意的因素，也是影响我们相对表现的因素，那就是我们投资证券所产生的收益与资本利得必须要负担相当重的企业税负，而在此同时**标普 500 指数却是以免税基础计算的**，为了让了解这期间的差异性，假设伯克希尔在过去 28 年间就只投资 S&P500 指数，则最后所得到的投资回报将远低于标普 500 指数本身的表现，依照目前的税率，若是标普 500 上涨 18%，则投资人真正得到的税后回报只有 13%不到(税率 28%)，而这个问题若是考量目前税率即将调高的情况，将会变得更严重，这是一个我们必须要忍受的结构性问题，基本上没有办法可解。

第三点包含两个预测，伯克希尔的副主席兼主要合伙人查理·芒格，跟我都认为，未来十年内标普 500 指数的表现将无法像过去十年那样的好。而且我们也非常确定，以伯克希尔目前资本规模越来越大的趋势，将会大大降低过去我们大幅超越指数的历史表现。

做出第一项预测有违我们的本性，一直以来我们认为股市预言家唯一的价值，就是让算命先生看起来像那么一回事。即便是现在，查理跟我还是相信短期股市的预测是毒药，应该要把他们锁在最安全的地方，远离儿童以及那些在股市中的行为表现像小孩般幼稚的成年人。虽然有时股市的表现会有相当大的起伏，然而很明显的是，**股市的表现不可能永远都能超越其背后所代表的企业**，这也是为何我们胆敢预测未来十年投资人在股市所获得的回报将很难再像过去十年那样的优异的原因。我们第二点结论，规模越来越大的资金将会拖累我们的绩效，对于这点倒是不容置疑，唯一的问题在于，我们背着这样的重担，如何还能以缓慢但是可以接受的速度前进。

往后我们将会继续经历年度绩效的上下变动，面对多变的股市，这点绝对可以确定，尤其是我们将资金集中在几家主要的被投资公司之上，同时也因为我们将大量资源投入巨灾再保险的商业决策，我们不但接受这种波动，而且相当欢迎，只要忍受短期变动的同时可以为我们带来不错的长期前景，**套句棒球常用的术语，衡量我们的表现，主要是看长打率而不是击球率。**

所罗门插曲

去年 6 月，在接手十个月后，我正式辞去所罗门董事会临时主席的职务，大家可以从 1991-1992 年伯克希尔的经营绩效看出，公司并没有因为我的暂时不在而发生任何差错，不过反过来说就不一定了：我很想念伯克希尔且很高兴再度回到公司担任全职工作，对我而言，世界上没有任何其它工作比起经营伯克希尔更有乐趣，很庆幸我自己能够身处现在这个位置。

这次所罗门的任务虽然不是很愉快，但却相当有趣且值得，在去年 9 月《财富》杂志票选全美最受崇敬企业的年度调查中，所罗门在全部的 311 家公司中名列进步奖第二，此外，所罗门集团其下的证券子公司，所罗门兄弟公司，其税前收益更是创下历史新高，较之前高出 34%之多。

所罗门能够得到解救需要感谢许多人，其中有几位尤其要特别提到的，若是没有高管 Deryck Maughan、Bob Denham、Don Howard 与 John Macfarlane 等人的通力合作，这家券商很可能无法活下来，这些人努力不懈、有效率、无私奉献的精神，让我永远感谢他们。

所罗门在政府事务方面的首席律师，Munger,Tolles&Olson 联合律师事务所的罗纳德·奥尔森(Ronald L. Olson)也是这次问题能够顺利解决的核心人物，所罗门所面临的问题不但严重而且相当复杂，至少有五个主管机关都牵涉其中：证监会、纽约联邦准备银行、美国财政部、纽约南区地方法院与司法部的反托拉斯部门，若是我们想要以明快有组织性地解决这件事，我们绝对必须要有一位具有商务法律专业与沟通技巧的律师来帮忙，Ron 正是具备有这样条件的最佳人选。

并购案

在伯克希尔所有的活动中，最令查理跟我感到雀跃的是，当我们找到**同时具有超强竞争优势并且还拥有我们信任与崇敬的经营者的那种企业**，想要买到这类公司可不是件容易的事，但我们会一直努力寻找，而在寻找的过程中，**我们采取的就像是与一般人寻找终身伴侣一样相同的态度**：积极主动、保持兴趣、乐观与开放，但绝对

没有必要急躁冒进。

过去我看过许多对于并购活动相当饥渴的经理人，他们显然是小时候**青蛙变王子的故事看太多了**，脑中只记得公主成功让青蛙变成王子的美丽结局，于是很慷慨的花大笔的银子取得亲吻蟾蜍的机会，期望会有神奇的事情发生，而失望的结果，往往只会增加他们继续寻找下一次机会的欲望，(Santiana 说：狂热的形成在于，当你忘了目标何在时，还加倍投入你的心力)，到最后即使是最乐观的经理人还是要被迫面对现实，深陷在一堆没有反应的蟾蜍当中，然后他会再大声地宣布，将进行一次重大重组改造方案，在这种企业版的重头再来方案中，CEO 能学到相当宝贵的教训，只不过学费却必须由股东们来出。

早年在我担任经理人时，也曾与几只蟾蜍邂逅过，还好与之约会算是相当便宜的了，虽然我并没有那么积极，但最后的结果，与那些花高价追求蟾蜍的经理人差不多，在亲吻之后，它们依然呱呱乱叫。

在失败过几次之后，我终于想起我曾经从某位职业高尔夫选手那儿得到的建议(像所有职业选手一样，只要和我打过球的，通常都不太愿意让我提起他们的名字)，他说：不断的练习无法让你达到完美，只是让你的成绩保持。(熟不一定能生巧，只是在巩固习惯。Practice doesn't make perfect; practice makes permanent.)。因此我决定改变我的投资策略，**试着以合理的价格买进好公司，而不是以便宜的价格买进普通的公司。**

去年 12 月，我们做了一个我们现在所认为最典型的并购案，那就是 0.82 亿美元**买下中央州保险公司 82%的股权**(Central States Indemnity, CSI)，这是一家专门受理信用卡持有人因为突然失业或是失能而付不出信用卡帐单风险的保险公司，现在这家保险公司一年的保费收入大概是 9000 万美元，盈利 1000 万美元，总部就设于奥马哈，由与我结交 35 年以上的老朋友 Bill Kizer 所管理，Kizer 家族包含他几个儿子持有剩下 18%的股权，而且还会如同以前那般地经营这项事业，我们实在是不太可能再找到更合适的人选。

碰巧的是这件最新的并购案与我在 26 年前第一次所做的案子有许多雷同之处，在当时，我们从另一位老朋友 Jack Ringwalt 手中，买下奥马哈国民保险公司，这家公司是由 Jack 一手创立，跟 Bill 一样，当他打算把公司卖掉时，第一个人就想到我，(Jack 当时说到：若是我自己不卖这家公司，我的遗嘱执行人也会卖，所以我宁可自己为它找个归宿)，国民保险在我们当初买下时，就是一家相当优秀的好公司，而在 Jack 的领导下依旧维持这样的情况，好莱坞在发行电影续集时，通常都会有不错的成绩，我想我也是。

伯克希尔的并购标准详见另页，除了母公司本身时常对外进行并购，我们旗下的子公司偶尔也会自行进行补

强收购(add-on)，以延伸其产品线或是分销能力。通过这种方式，我们扩大了旗下经理人的管理版图，因为我们相当清楚他们各个能力出众，这绝对是低风险高回报的一件事，在 1992 年我们总共有 5 件类似的并购案，其中一件比较大：在年底时，**布朗鞋业买下 Lowell 鞋业**，一家年营业额 9000 万美金，专门制造护士专用鞋的公司(品牌是 Nursemates)，当然我们旗下事业的经理人还是继续寻找补强收购的机会，而我们也预期他们未来将能够为伯克希尔创造出更多的价值。

不过市场上目前的趋势再度地不利于并购活动的进行，母公司在 1991 年所买下的布朗鞋业，经营者 Frank 有八个小孩，我们在 1992 年唯一的案子的经理人，Bill 有九个小小孩，不过我想这种趋势很难在 1993 年继续维持下去。

报告收益的来源

下表显示伯克希尔报告收益的主要来源，在这张表中商誉的摊销数与购买法会计调整数会从个别被投资公司分离出来，单独加总列示，之所以这样做是为了让旗下各事业的收益状况，不因我们的投资而有所影响，过去我一再地强调我们认为这样的表达方式，较之一般公认会计原则要求以个别企业基础做调整，不管是对投资者或是管理者来说，更有帮助，当然最后损益加总的数字仍然会与经会计师查核的数字一致。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以千美金计	1992 年	1991 年	1992 年	1991 年
保险集团：承保收益	-108,961	-119,593	-71,141	-77,229
保险集团：净投资收益	355,067	331,846	305,763	285,173
布法罗新闻	47,863	37,113	28,163	21,841
喜诗糖果	42,357	42,390	25,501	25,575
Kirby 吸尘器	35,653	35,726	22,795	22,555
Scott Fetzer 制造集团	31,954	26,123	19,883	15,901
世界图书	29,044	22,483	19,503	15,487
布朗鞋业	27,883	13,616	17,340	8,611
内布拉斯家具	17,110	14,384	8,072	6,993
费区海默制服	13,698	12,947	7,267	6,843
Wesco 金融-保险除外	15,153	12,230	9,195	8,777
商誉摊销	-4,072	-4,113	-4,687	-4,098
购买法会计-其他费用	-7,385	-6,021	-8,383	-7,019
利息费用	-98,643	-89,250	-62,899	-57,165
股东指定捐赠	-7,634	-6,772	-4,913	-4,388
其他	72,223	77,399	36,267	47,896
经营收益	460,680	400,508	347,726	315,753

出售资产和已实现证券收益	89,937	192,478	59,559	124,155
所有实体-收益合计	550,617	592,986	407,285	439,908

注：债务利息不包含斯科特费泽与互助储贷的利息费用，另外加计 1992 年与 1991 年分别赎回可转换债券所额外支付的 2250 万与 570 万溢价。

在年报中你可以找到依照一般公认会计原则编制，详细的各部门信息，我们的目的是希望，为你提供所有查理跟我认为在评估伯克希尔价值时，应该必要的所有资讯。

透视收益

之前我们曾经讨论过透视收益，其主要包括有(1)前段所提到的报告收益，加上(2)主要被投资公司的保留收益，按一般公认会计原则未反应在我们公司报告上的收益，扣除(3)若这些未反应的收益分配给我们时，估计可能要缴的所得税。虽然没有任何一项数字是完美的，但我们相信，透视收益相比 GAAP 的数字更能够反应伯克希尔实际的盈利状况。

我曾经告诉各位，长期而言，如果我们的内在价值也期望以 15%的幅度来成长的话，透视收益每年也必须增加 15%，1992 年我们的透视收益约为 6.04 亿美元，而到 2000 年为止，若要以 15%的目标，透视收益必须增长到 18 亿美元，要完成这样的目标，代表我们旗下的经营业务及主要的被投资公司必须要有更杰出的表现，同时我们本身的资本配置也要更有效率才行。

我们不敢保证届时一定可以达到 18 亿美元的目标，甚至很有可能根本就达不到，不过这个目标还是对我们的决策有帮助，现在每当我们在配置资本时，我们都会想到要如何将 2000 年的透视收益极大化。

不过，我们并不认为我们对于长期目标的专注，会降低我们取得体面短期业绩的必要性。毕竟我们早在 5-10 年前就在预先规划远期设想，而当时我们所作的举动现在应该会得到回报。如果每次信心满满的播种，最后的收成却一再让人失望的话，农夫就应该要好好检讨原因了。(也许问题出在土地：投资人必须了解，对于某些公司甚至是某些行业，根本就没有所谓的长期性策略)。正如你应该会怀疑那些利用会计操纵出售资产等方式增加短期利润的经理人一样，同样，你也应该怀疑那些一再未能实现承诺，却把长期目标一直挂在嘴上的经理人。(即使是爱莉丝一再听到女王关于明天就有果酱的说教，她最后也会忍不住要求，总有一些应该今天有吧！)

各位可以从下表看出我们是如何计算透视收益的，不过我还是要提醒各位这些数字非常粗糙，(被投资公司所分配的股利收入已经包含在保险业务的净投资收益项下)。

伯克希尔主要投资公司	伯克希尔年末近似所有权		伯克希尔应占留存收益	
百万美元	1992 年	1991 年	1992 年	1991 年

首府/ABC 广播公司	18.2%	18.1%	70	61
可口可乐	7.1%	7.0%	82	69
GEICO 保险	48.1%	48.2%	(c)34	(c)69
房地美	(a)8.2%	(a)3.4%	(b)29	15
吉列公司	10.9%	11.0%	38	(b)23
健力士公司	2.0%	1.6%	7	
通用动力	14.1%		(b)11	
华盛顿邮报	14.6%	14.6%	11	10
富国银行	11.5%	9.6%	(b)16	(b)-17
伯克希尔主要投资留存收益合计				230
对留存收益的假设税				-30
伯克希尔报告的经营收益				316
伯克希尔透视收益合计				516

注：(a) 已扣除 wesco 的少数股权 (b) 以年平均持有股权比例计算 (c) 扣除经常性且金额大的已实现资本利得

保险业务

以下是我们过去表格的更新版本，其中列出了财产意外险行业的关键数字：

年度变化	保费收入增长率	综合比率	损失赔付增长率	通货膨胀率
1981	3.8	106.0	6.5	10.0
1982	3.7	109.6	8.4	6.2
1983	5.0	112.0	6.8	4.0
1984	8.5	118.0	16.9	4.5
1985	22.1	116.3	16.1	3.7
1986	22.2	108.0	13.5	2.7
1987	9.4	104.6	7.8	3.1
1988	4.5	105.4	5.5	3.9
1989	3.2	109.2	7.7	4.4
1990	4.5	109.6	4.8	4.1
1991	2.4	108.8	2.9	3.7
1992 预估	2.7	114.8		

综合比率代表的是保险的总成本(损失+费用)占保费收入的比率，100 以下代表会有承保利润，100 以上代表会有承保损失，若把持有保费收入浮存金(扣除股东权益部分所产生的收益)所产生的投资收益列入考量，损益两平的范围大概是在 106-110 之间。

1992 年的综合比率由于 Andrew 飓风的发生而增加了 4%，Andrew 飓风是史上最大的单一损失理赔事件，几家小型保险公司因此倒闭，此外，许多大型保险公司也意识到自己并未寻求到足够的再保险保护(只有当潮水退了，大家才知道谁在裸泳)，还有一家大型的保险公司免于破产，因为他背后有钱的母公司迅速注入了资金。

尽管情况非常糟糕，还好 Andrew 没有往北 20-30 英里侵袭到佛罗里达，或是往东侵袭到路易斯安那州，否则损失可能难以估计，总而言之，很多公司因为 Andrew 事件可能会重新考虑现有的再保险安排是否妥当。

大家知道伯克希尔一直都是巨灾再保险保单相当大的承保公司，或许规模已是全世界最大的，这类保单通常是由其它保险公司买来分散他们本身在重大意外事故所需承担的风险，也因此我们必须承受一大块 Andrew 飓风所造成的损失，金额约为 1.25 亿美元，这数字相当于我们一整年的保费收入，幸运的是，其它巨灾险保单实际发生的损失都相当轻微，所以结算下来全年的总损失只有 200 万美元，另外，我们投资的 GEICO 保险也因 Andrew 飓风产生了一些损失，在扣除再保分摊与税负抵减之后，金额约为 5000 万美元，依我们的持股比例大概要分摊 2500 万美元，虽然这项损失不会反应在我们的帐上，但确实已对我们的透视收益造成负面影响。

在去年的年报中，我曾告诉各位，我们希望能从巨灾再保险业务中获得 10% 的利润空间，但我还是要提醒各位在某些特定的年度中，有可能一下子大赚或是一下子大亏，然而 1991 年与 1992 年都是维持在损益两平的边缘，不过我还是认为这样的结果属于异常，同时我还是坚持在这行盈利可能大好大坏的预测。

我还是苦口婆心再提醒各位一下，巨灾险保单的特点，通常只有在两种情况发生时，理赔才会生效，首先，受我们保护的保险或再保公司的损失必须超过一定金额，也就是**投保户**的**自留保额部分**；第二，整个保险业界的损失也必须超过一定的上限，比如说 30 亿美元以上或甚至更多。第三，在大部分的状况之下，我们发行的**保单只包含特定地区**，像是美国一部分州、或是全美国或是除了美国的以外地区。第四，有许多保单也不是在第一次大型灾害发生后就须理赔，有的只保第二次或第三次甚至是第四次大灾害。最后，有些保单只保特定种类的危害，比如地震，我们暴露的风险相当的大，我们有一张保单若是发生保单上指定的特定灾害发生的话，就必须给予保户 1 亿美元的理赔，(现在你应该知道我常常盯着气象频道盯到眼睛酸的原因了吧)。

目前，伯克希尔是全美国账面价值第二大的财产意外险公司，排名第一的是州立农业保险(State Farm)，不过他们并不从事再保业务。因此，我们绝对有能力也有兴趣去承担别的保险公司无法承担的风险，随着伯克希尔的账面价值与盈利能力继续成长，我们承保的意愿也跟着增加，但是我必须强调，只有好的生意我们才愿意接，有人说：傻子的钱特别好骗。我想这句话也适用在再保险之上，事实上，**我们拒绝了 98% 以上的业务**，我们在好业务和坏业务之间挑选客户的能力，反映了与我们自身的财务实力相匹配的管理能力。阿吉特·贾恩(Ajit Jain)负责经营我们的再保业务，堪称业界的翘楚。综上所述，只要保费价格合理，这些优势可以确保我们在巨灾再保险业继

续成为主要的参与者。

当然，何谓合理的价格实在是很难去界定，**灾害保险业者实在是很难依据过去的经验来预估未来**。例如，若是全球温室效应确实存在的话，意外变量一定会增多，因为大气状况任何些微的转变就有可能造成气象形态的巨幅波动。此外，最近几年美国海岸地区人口爆炸性成长，这些地区又特别容易受到飓风的侵袭，而飓风正是巨灾再保险业务最大的肇事者，现在人口密集地区的一次飓风所造成的损失可能是 20 年前的十倍以上。

而且有时还会有意想不到的事情发生，比如说谁会想到南卡罗莱纳州的查尔斯顿地区竟然会发生大地震(1886 年发生，里氏规模 6.6 级，造成 60 个人死亡)，又有谁知道美国史上最严重的地震是 1812 年发生在密苏里州新马德里，规模估计 8.7 级，相比之下，1989 年发生在旧金山的大地震，规模只有 7.1 级，大家要知道每增加 0.1 级代表其释放的力量就要增加 10 倍。哪天要是加州发生大地震的话，将会对所有保险业者造成难以估计的损失。

当各位在检视我们季度财务报表时，大家一定要知道我们巨灾再保险的会计原则与一般保险有些许的不同，我们没有将巨灾险的保费收入，按保单承保期间平均分摊认列，我们必须等到整个承保期间结束，或是损失发生后才全部一次认列，我们之所以采取这样保守的做法，原因在于巨灾险保单在年底特别容易发生险情，尤其是天气状况往往变坏：在历史上前十大保险损失中，有九件是发生在下半年。此外，由于许多保单在第一次重大灾害发生时，并不理赔，所以若真的发生损失的话，通常会是在下半年。

对于巨灾再保险我们的会计原则底限就是，巨额的损失可能会发生在任何一季，但巨额的盈利只有在每年的第四季才有可能出现。

就像是过去几年我不断向各位提到的，我们保险业务真正重要的是，从保险业所取得的资金成本到底是多少，套句专业术语，就是浮存金成本，浮存金是指我们从保险业所取得大量的资金，它是将所有的损失准备、损失费用调整准备与未赚取保费加总后，再扣除应付佣金、预付并购成本及相关再保递延费用，至于浮存金的成本则是以我们所发生的承保损失来衡量。下表是我们在 1967 年进入保险业后，浮存金的成本统计：

年度	承保损失	平均浮存金规模	浮存金近似成本	长期政府债券收益率
1967	盈利	17.3	<0	5.50
1968	盈利	19.9	<0	5.90
1969	盈利	23.4	<0	6.79
1970	0.37	32.4	1.14	6.25
1971	盈利	52.5	<0	5.81
1972	盈利	69.5	<0	5.82

1973	盈利	73.3	<0	7.27
1974	7.36	79.1	9.3	8.13
1975	11.35	87.6	12.96	8.03
1976	盈利	102.6	<0	7.30
1977	盈利	139.0	<0	7.97
1978	盈利	190.4	<0	8.93
1979	盈利	227.3	<0	10.08
1980	盈利	237.0	<0	11.94
1981	盈利	228.4	<0	13.61
1982	21.56	220.6	9.77	10.64
1983	33.87	231.3	14.64	11.84
1984	48.06	253.2	18.98	11.58
1985	44.23	390.2	11.34	9.34
1986	55.84	797.5	7.00	7.60
1987	55.43	1266.7	4.38	8.95
1988	11.08	1497.7	0.74	9.00
1989	24.40	1541.3	1.58	7.97
1990	26.65	1637.3	1.63	8.24
1991	119.59	1895.0	6.31	7.40
1992	108.96	2290.4	4.76	7.39

去年我们保险营运所产生的资金成本还是一样低于美国政府当年所新发行的公债利率，在**过去 26 年的保险业务经营中，我们有 21 年是远胜于政府公债发行利率**，而且是以巨大优势做到的。如果我们的平均资金成本高于政府公债的利率的话，我们实在就没有理由继续从事保险业了。

1992 年，如同以往年度，由 Don Wurster 领导的国民保险公司所经营的商用汽车与一般责任保险业务，以及 Rod Eldred 领导的住宅保险业务(Home-State)，对于我们取得低廉的资金做出相当大的贡献，事实上，在去年这两家公司都有承保利润，也就是说所产生的保险浮存金的资金成本都是低于零。不过，我们大部分的浮存金是来自于阿吉特所开发出来的巨灾再保险，展望 1993 年，他所贡献的保费收入还会增加。

查理跟我相当喜爱保险业，这也是我们预期未来十年主要的利润来源。这个产业规模够大，在某些领域我们可以与全世界业者竞争，同时伯克希尔在财务实力方面也拥有特殊的竞争力。我们将继续寻求在保险业进行扩张的机会，不管是间接的，就像通过 GEICO 保险那样，还是直接的，就像取得中央州保险公司那样。

股票投资

下表是我们超过一亿美元以上的普通股投资，一部分的投资系属于伯克希尔子公司所持有。

股份数量	公司名称	成本	市值	成本/股
------	------	----	----	------

93,400,000	可口可乐	1,023,920	3,911,125	11.0
34,250,000	GEICO 保险	45,713	2,226,250	1.3
3,000,000	首府/ABC 广播公司	517,500	1,523,500	172.5
24,000,000	吉列	600,000	1,365,000	25.0
16,196,700	房地美-增持	414,257	783,515	2.6
6,358,418	富国银行-增持	380,983	485,624	59.9
4,350,000	通用动力-新进	312,438	450,769	231.4
1,727,765	华盛顿邮报	9,731	396,954	5.6
38,335,000	健力士-增持	333,019	296,755	8.7

除了股票拆分(可口可乐 1 拆 2, GEICO 保险 1 拆 5), 我们 1992 年在这些主要投资的持股只有四项变动, 我们小幅增加健力士与富国银行的持股, 另外将房地美的持股增加一倍, 至于通用动力则是全新增加的投资。

我们很喜欢买股票, 不过卖股票又是另外一回事, 就这点我们的步伐就像是一个旅行家发现自己身处于只有一个小旅馆的小镇上, 房间里没有电视, 面对慢慢无聊的长夜, 突然间他很兴奋地发现桌上有一本书名为"在本小镇可以做的事", 只是当他翻开书后, 里面却只有短短的一句话: "那就是你现在在做的这件事"。

我们很高兴能买到通用动力, 之前我并未特别留意这家公司, 直到去年夏天该公司宣布通过荷兰式招标回购 30% 的流通股, 看到这样难得的套利机会, 我开始替伯克希尔买进这家公司的股票, 预期通过公司买回股份可以小赚一笔, 在过去几年中, 我们曾经做了大约六次类似的交易, 让短期投入的资金获得相当丰厚的回报。

之后我开始研究这家公司, 以及 Bill Anders 在担任该公司 CEO 的短暂期间所做的事, 没想到让我眼睛一亮, Bill 制定了一套清晰合理的策略, 并且相当专注地付诸实行, 而最后所得到的成果也相当不错。

没多久, 我就抛弃了短期套利的念头, 决定伯克希尔应该成为 Bill 的长期投资者, 而受惠于买回股份的消息, 成交量迅速扩大, 我们得以买进大量的仓位, 不到一个月, 我们就一口气买进通用动力 14% 的股份, 这是公司回购完成之后流通在外的比例。

我们在股权投资的策略跟 15 年前并没有多大的变化, 我在 1977 年度报告写道: 在选择股票投资所采用的评估方式与买下一整家企业的情况非常相似, 我们希望投资的对象是(1)我们所能理解的业务(2)具有良好的长期远景(3)由才德兼具的人所经营(4)非常吸引人的合理价格。但考量到目前市场的情况与我们公司的资金规模, 我们现在决定将"非常有吸引力的价格"改成"有吸引力的价格"。

或许你又会问, 那么到底应该如何判断价格够不够吸引人呢? 在回答这个问题时, 大部分的分析师通常都会选择两种看起来对立的方法, "价值法"与"成长法", 事实上有许多投资专家认为, 将这两种方法搅合一起, 就像是

知识上的异装癖一样。

我们觉得这种观念似是而非(必须承认, 好几年前我也是这么想的), 我们认为这两种方法本为一体, 成长是价值计算的一个很重要的组成部分, 这个变量的重要性从很小到极大, 所造成的影响有可能是正面的, 也有可能是负面的。

此外, 我们认为"价值投资"这个词根本就是废话, 若是所投入的资金不是为了换取相对应的价值的话, 那还是投资吗? 明明知道为一只股票支付的成本, 已经大幅高出其所应有的价值, 而只是寄希望在短期之内, 可以用更高的价格卖出, 这根本就是投机的行为。当然这种行为不违法, 跟道德也不相干, 只是在我们看来, 财务上不会真正的增值。

不管适不适当, "价值投资"这个名词已被广泛引用。一般而言, 这意味着购买的股票属性如: 低市净率 PB, 低市盈率 PE, 高股息率 DR 等, 很不幸的是, 就算是满足以上所有指标, 投资人还是很难确保所买到的股票确有所值, 从而确信他的投资行为, 是依照获得企业价值的原则在进行。相对地, 以高 PB 或高 PE 或低股息率买进股票, 也不一定就代表这不是一项有"价值"的投资。

同样的, 企业的成长对股东而言也很难保证就一定代表价值。当然成长通常会对价值有正面的影响, 有时影响相当惊人, 但这种影响却不是绝对的。比如, 过去投资人将大笔的资金投入到国内的航空业, 来支持无利可图(甚至是悲惨)的成长。对于这些投资人来说, 应该会希望莱特兄弟当初没有驾着小鹰号成功起飞, 航空产业越发达, 这些投资人亏得越惨。(社会价值 VS 投资价值, 具备社会价值不一定具备投资价值)

只有当相关业务的投资, 可以带来诱人的持续增量回报时, 成长才有可能让投资人受惠。换句话说, 只有当为增长投入的每一美元可以在未来创造出超过一美元的长期市场价值时, 成长才有意义。至于那些需要新增资金但却只能创造出低回报的公司, 成长对于投资人来说反而是有害的。

在约翰·伯尔·威廉姆斯 50 年前所写的《投资价值理论》当中(《The Theory of Investment Value》, John Burr Williams, 1938 年), 老早便已提出计算价值的公式。我把它浓缩列示如下: 今天任何股票、债券或是企业的价值, 都将取决于其未来年度剩余年限的现金流入与流出, 以一个适当的利率加以折现后所得的期望值。请特别注意, 这个公式对于股票与债券皆一体适用, 不过这里有一点很重要但却难以处理的差异: 那就是债券有票息和到期日, 可以清楚的定义未来的现金流入。但就股票而言, 投资者必须自己去分析未来可能得到的票息。此外

更重要的是，管理层的品质对于债券票息的影响相当有限，顶多因为公司无能或是诚信明显不足而延迟债息的发放。但是对于股票投资者来说，管理层的能力将大大影响未来股权票息发放的能力。

根据这种现金流量折现的公式计算，投资人应该选择的是价钱最低的那一种投资，不论他的收益变化大不大、营收有没有成长，与现在的收益以及帐面价值差多少，虽然大部分的状况下，投资股票所算出来的价值会比债券要来的划算，但是这却不是绝对，要是当债券所算出来的价值高于股票，则投资人应该买的就是债券。

先撇开价格不谈，最值得拥有的企业，是那种能够在很长一段时期内，以非常高的回报率利用大量新增资本的企业。最糟糕的企业，是那种跟前面例子完全相反的，也就是以相当低的回报率持续使用越来越多资金的企业。不幸的是，第一类的企业可遇不可求，大部分拥有高回报的企业都不需要太多的资金，此类企业的股东通常因公司大比例分红或大量回购股份而受惠。

虽然评估股权投资的数学计算并不难，但是即使是一个经验老到、聪明过人的分析师，在估计未来年度票息时也很容易发生错误，在伯克希尔我们试图以两种方法来解决这个问题。

首先，我们试着坚守在我们自认为理解的业务之上，这意味着他们通常相当简单和稳定。如果企业很复杂并且产业环境也一直在变化，我们实在是没有足够的聪明才智去预测其未来的现金流。碰巧的是，这个缺点一点也不会让我们感到困扰。对于大多数投资人来说，投资最重要的不是他们到底知道多少，而是他们如何界定，到底有多少是他们自己所不知道的。只要投资人能够尽量避免去犯重大的错误，几乎就不需要去做什么正确的事。

第二点同样很重要，那就是我们在买股票时，必须要坚持安全边际。如果我们所计算出来的价值仅略高出其价格，我们就不会考虑买进，我们相信恩师格雷厄姆十分强调的安全边际原则，是投资成功最关键的基石。

固定收益证券

下表是我们持有的主要固定收益证券仓位

发行公司/千美金	成本	查理和我的估值
ACF 工业-债券	133,065	163,327
美国运通-Percs	300,000	309,000
冠军纸业-可转换优先股	300,000	309,000
第一帝国-可转换优先股	40,000	68,000
所罗门-可转换优先股	700,000	756,000
全美航空-可转换优先股	358,000	268,500
华盛顿公用电力 WPPSS	58,768	81,002

1992 年我们增加了美国汽车铸造公司(ACF)债券的部位，另外华盛顿公用电力系统债券(WPPSS)有部分被赎

回，另外 RJR Nabisco 的仓位已出清。

过去几年来，我们在固定收益证券的表现还不错，靠着他们不但实现了可观的资本利得(包含 1992 年的 8000 万美元)与利息收益，克雷斯勒财务公司、宾州中央铁路、Texaco 石油、时代华纳、WPPSS 与 RJR Nabisco 都是相当好的投资，与此同时，发生损失的部分也相当少，虽然过程一度紧张但幸好最后并没有搞砸。

虽然我们在吉列优先股的投资还算是成功(在 1991 年转换为普通股)，但整体而言，这类协议谈判所取得的优先股投资的总体绩效还是略逊于从二级市场投资所取得的业绩，不过这种结果我们早已预期到，这也与我们的信念相一致，即一个聪明的投资人在二级流通市场的投资表现，会比他一级市场协议收购表现的更好。

原因与两个市场设定价格的方式有关，**二级市场周期性地被大众愚蠢的心理情绪所影响，经常出现「清算价」，不管价格是多么的离谱，对于那些希望或需要出售的股票或债券的持有人来说，这个价格才是最重要的，不论何时总会有一小部分人会有这种念头。**在很多的情况下，一家价值为 X 的股票往往以不到 1/2X 或更少的价格求售。

另一方面，新股发行市场则受到发行公司与大股东所掌控，通常会选择对他们最有利的时点发行，当市场状况不理想的时候，甚至会避开发行，可以理解的是，**卖方不太可能让你有任何便宜可占**，不管是通过公开发行或私下协议的方式都一样，你不可能以一半的价格买到你想要的东西。事实上，在发行普通股时，原股东只有在他们认为市场价格明显过高时，才会主动出手，(当然，这些卖方会以不同方式强调，如果市场过于低估其股份时，他们是不可能贱价出售的)。

到目前为止，我们通过协议所作的投资，算是勉强达到我们在 1989 年年报所作的预期，这些优先股投资应该可以产生比一般固定收益债券还好一点的回报。事实上，若是我们当初不是通过协议而是直接在公开市场上买进类似的投资的话，我们的表现可能会更好，只是考量到我们的规模太大与市场的状况，这样的做法在执行上有其困难度。

1989 年报还有一段值得铭记的话：我们没有能力去预测投资银行业、航空业以及造纸业的前景。在当时或许有很多人怀疑我们这样公开的承认有点无知，不过到如今，连我的母亲都不得不承认这项事实。

就像我们在全美航空的投资，在我们签发支票的墨水还没干之前，产业情况就已经开始恶化，如同先前所提到的，没有人强迫我，是我自己心干情愿跳下水的。没错，我的确预期到这个产业竞争会变得相当激烈，但我没

想到这个行业的龙头企业竟会从事自杀性的竞争行为，过去两年以来，航空业者的行为就好象觉得自己是公务人员抢着办退休好领退休金一样，为求尽快达到目的而不择手段。

在一片混乱之中，全美航空的 CEO 塞斯·斯科菲尔德(Seth Schofield)在重新调整该公司体质之上，花了不少的工夫，尤其是去年秋天他勇于承受了一次罢工事件，若是处置不当，再拖延下去很可能让公司面临倒闭的命运，而若是屈服于工会抗争的压力，则其下场一样悲惨：该公司所面对的沉重薪资成本与工会要求，比起其它竞争同业来说要繁杂得多，而事实很明显，任何成本过高的业者到最后终将面临淘汰的命运，还好罢工事件在发生几天后圆满地落幕。

对那些为竞争所苦的行业，如全美航空来说，比起良好经济效益的产业需要更好的管理技巧，然而，不幸的是，这种管理能力的短期好处，只不过是让公司得以继续存活下去，并不能让公司繁荣起来。

在 1993 年初，全美航空为确保存活以及长远发展，做了一项重大的决定：接受英国航空所提出的巨额但仍为少数股东的投资。通过这次的交易，查理跟我本人被邀请担任该公司的董事。我们同意了，虽然此举将使得我要同时担任五家公司的外部董事，远超过我个人认为对公司能做的贡献。不过即便如此，只要我们的被投资公司以及其董事认为查理跟我加入其董事会，会对其公司有所帮助，我们还是会欣然接受。在我们期望被投资公司的经理人努力工作以增加公司价值之时，身为公司大股东的我们，有时也应该多尽一点自己的本分。

两个会计新原则

一项与递延所得税有关的新颁会计原则在 1993 年开始生效，它取消了先前曾经在年报中提过会计帐上的二分法，而这又与我们帐上未实现投资利益所需提列的应付所得税有关，以 1992 年年底计，我们这部分未实现利益高达 76 亿美元，其中 64 亿我们以 34% 的税率估列应付所得税，剩下的 12 亿美元则以发生时点的 28% 估列，至于新的会计原则则要求我们以现行税率一体估计所得税，而我们也认为这样的做法较合理。

新颁命令代表从 1993 年的第一季开始我们股票未实现利益就必须以 34% 的税率来估算，因而增加了我们所得税的负债，并使账面价值减少 7000 万美元，新规定也使我们在计算递延所得税时，在几个地方做了点修正。

未来，若税率有做任何变动时，我们的递延所得税负债以及账面价值也必须马上跟着做调整，这个影响数可能会很大，不过不论如何，真正重要的是我们在最后出售证券而实现增值利益时，所适用的税率到底是多少。

另一项会计原则的重大变动在 1993 年 1 月 1 日开始实行，要求所有企业必须认列公司员工应计的退休金负

债，虽然先前一般公认会计原则也曾要求企业必须先认列未来必须支付的退休金，但却不合理地忽略了企业未来必须承担的**医疗保险成本**，新规定将会使得许多公司在资产负债表上认列一大笔负债(同时也会使得账面价值大幅减少)，另一方面往后年度在结算成果时，也会因为须认列这方面的成本而使得盈利缩水。

查理跟我在进行并购时，也会**尽量避开那些潜藏高额退休金负债的公司**。因此，虽然伯克希尔目前拥有超过 2.2 万名的员工，但在退休金这方面的问题并不严重，不过我还是必须承认，在 1982 年时我曾经差点犯下大错买下一家背有沉重退休金负债的公司，所幸后来交易因为某项我们无法控制的因素而告吹，而在 1982 年年报中报告这段插曲时，我曾说：如果在年报中我们要报告过去年度有何令人觉得可喜的进展，那么两大页空白可能最足以代表当年度告吹的交易”。不过即便如此，我也没有预期到后来情况会如此恶化，当时另外一家买主出现买下这家公司，结果过了没多久公司便走上关门倒闭的命运，公司数千名员工也发现大笔的退休金医保承诺全部化为乌有。

最近几十年来，没有一家公司的 CEO 会想到，有一天他必须向董事会提出这种没有上限的退休医保计划，不需要具有专业的医学知识也知道越来越高的预期寿命以及医保支出将会把一家公司给拖垮，但是即便如此，很多经理人还是闭着眼睛让公司通过内部自我保险的方式，投入这种永无止境的大坑洞，最后导致公司股东承担后果而血本无归，就医保而言，**没有上限的承诺所代表的就是没有上限的负债**，这种严重的后果，甚至危及了一些美国大企业的全球竞争力。

我认为，之所以会有这种不顾后果的行为，一部分原因是由于会计原则并没有要求公司将这种潜藏的退休金负债呈现在会计帐上，相反地，会计原则允许业者采取现金基础制，此举大大地低估了不断积累的负债，而公司的管理层与签证会计师所采取的态度就是眼不见为净。而讽刺的是，这些经理人还常常批评国会对于社会保险采用现金基础的思维，根本就不顾未来年度所可能产生的庞大负债。

经理人在思索会计原则时，一定要谨记林肯总统最常讲的一句俚语：如果一只狗连尾巴也算在内的话，总共几条腿？答案还是四条腿，因为不论你是不是把尾巴当作是一条腿，尾巴永远还是尾巴！这句话提醒经理人，就算会计师愿意帮你证明尾巴也算是一条腿，你也不会因此多了一条腿。

提到公司高管与会计师的鸵鸟心态，最极端的例子发生在**股票期权**领域，在伯克希尔 1985 年的年报中，我曾经对于期权的滥用表达过个人的看法，但是即便是期权结构规划得当，在许多方面这种做法还是显得相当没有道

理。然而缺乏逻辑绝非偶然，几十年来，企业界就不断地向会计规则制定者进行攻击，意图将股票期权相关成本排除在企业的损益表之外。

通常企业高管会辩称，期权的价值难以衡量，因此其成本应该被忽略。有时经理人也会说，若认列期权成本，将不利于初创公司的发展，有时他们甚至义正词严地指出，**价外期权**(亦即行权价格等于或是高于现价)在发行时并没有价值。

很奇怪的是机构投资人协会这时也插进来表示不同的意见，他们认为期权不应当被视作为一种成本，因为从头到尾，公司根本就不需要从口袋里掏出一毛钱。我认为，这样的理由等于是，给了所有美国企业大幅虚假提高帐面利润的难得良机。例如，他们可以以期权的方式来支付公司的保险成本，所以，如果由你来担任 CEO，同时充分地运用这种不付现金就没成本的会计理论，我绝对可以提出一个你无法拒绝的提议：打个电话到伯克希尔，我们很愿意以取得贵公司长期认股权的代价，接受你们的保单。

公司股东们必须明白，当公司将某些有价值的东西交给别人，实际上就已经发生成本了，而不是等到现金付出去时才算。此外，**如果因为所付出的实在是难以准确衡量，因此就无需认列成本，这实在是既愚蠢又让人啼笑皆非**。会计本来就充满了不确定性，有哪一个经理人或是会计师可以正确的预估一架波音 747 客机的寿命到底有多久，那么难道他就不能估列这架飞机一年所需分担的折旧费用有多少吗？更何况，像财产险的损失估计更是出了名的不准。

难道这类重大的成本项目，就可以因为一句难以估计而加以省略吗？当然不行！相反，这些成本应该由诚实有经验的人加以估算并认列在帐上。而说到这里，除了股票期权以外，还有什么其它既重要但难以估算的成本项目，是会计师在计算年度利润时，可以刻意忽略不计的吗？

更何况，**期权也不是那么地难以估计**，虽然授与经理人的股票期权，因为加了许多限制条款，而使得计算的难度增加，所代表的价值也略微减少，但却从不表示他们就完全没有价值。事实上，如果我们旗下的经理人愿意，我也可以提供给他们有限制的股票期权作为回报奖励，而在发行的那天，虽然行使的价格远高于现在的市价，但伯克希尔还是必须因此付出一大笔金额，好让他们能在未来年度行使这项认股权，所以如果若你遇到任何一位 CEO 跟你说他发行的认股权一点价值都没有的话，告诉他来找我们试一试，事实上比起评估企业专机每年的折旧费用，对于股票期权的估价我们觉得有信心多了。

总而言之，个人对于期权的看法可以简单归纳为以下简单几点：如果期权不算是对经理人的一种补偿的话，那么它又算是什么？如果补偿不是一种费用的话，那么它又算是什么？又如果一家公司可以不必把费用列入损益表计算的话，那么它应该去哪里呢？

会计界以及证监会应该对于期权的会计问题，长期受到企业高管的牵制而感到羞愧，此外企业高管的长期游说也会产生相当不良的副作用：个人认为，当商界精英竟会为了一己之私利而肆意鼓吹时，他们可能会在社会重大议题上失去公信力。

其它事项

今年我们有两件遗憾的消息，首先，我 25 年的朋友兼助理 Gladys Kaiser 决定在 1993 年股东会，辞去助理职务，但她永远都是我的好朋友，长久以来 Gladys 与我已培养出相当好的团队默契，虽然我老早就知道她准备退休的计划，但一时之间我还是不太能够接受这项事实。

第二，去年 9 月维恩·麦肯齐(Verne McKenzie)辞去在本公司的 CFO 职位，他与我共事长达 30 年，早期 Verne 曾担任巴菲特合伙公司的签证会计师。不过他将以顾问的名义继续留在伯克希尔，虽然在大部分的情形下，这种顾问名义只是形式性的，但 Verne 却是真的会在伯克希尔扮演重要的角色，只是会稍做调整以符合他本身的步调，而跟着 Verne 已有五年之久的马克·汉伯格(Marc Hamburg)，将会接替 Verne 担任伯克希尔 CFO。

我一直记得有个女人曾经被问到：什么样的男人是最理想的终身伴侣？她回答说：考古学家！因为我越老，他就越对我有兴趣。”我想她也应该会喜欢我的品味，对于伯克希尔这群老早就超过他们退休年龄的资深经理人，我特别珍惜，因为相较之下他们远比那些年轻许多的同侪表现要出色的多，不过我还是相当尊重 Verne 与 Gladys 决定退休的想法，时间到了就必须休息，当然我也绝对不鼓励其它人这样做，因为实在很难教会新狗老把戏。

对于退休年龄的看法，与 B 夫人相比，我可算是温和的多，现年 99 岁的她还是一样每周工作七天，提到她我有一项好消息要报告。

大家应该记得当 Blumkin 家族在 1983 年把内布拉斯加家具店 80%的股权卖给伯克希尔时，B 夫人还是继续留下来担任经理人并经营地毯生意，然而在 1989 年，她因为管理意见与其它家族成员不合而决定在隔壁自己再开一家店，在那里她亲自经营地毯生意，至于家具的部分则租给其它家具百货业者经营。

不过去年底，B 夫人决定把这家店连同土地全部卖回给内布拉斯加家具店，但她还是会继续在原来的地方经营

她的地毯生意(在这样的情况下，她还是一点都没有停下来的意思)，内布拉斯加家具店将会在她店的旁边增设家具部门以扩大营运。

我很高兴 B 夫人可以再度与我们合伙做生意，她成功的故事实在是前所未有的，而我本人也是她忠实的支持者，不管她是我们的伙伴或是竞争对手，当然最好是能成为伙伴。

有鉴于上次她 89 岁时，我在签约时疏忽掉，这一次经过 B 夫人的首肯，同意签下竞业禁止的条款了，B 夫人有好几项记录可以名列吉尼斯世界记录之中，在 99 岁签下竞业禁止条款，只不过是再增添一项罢了。

斯科特费泽的 CEO 拉尔夫·谢伊(Ralph Schey)，也是另一位我希望他能够一直工作到 99 岁的经理人，在去年击出了满贯全垒打，该部门去年创造出 1.1 亿美元的税前收益，更令人印象深刻的是斯科特费泽总计也不过使用了 1.16 亿美元的资本，就缔造出这样惊人的收益数字，而且这样的结果并没有靠任何的财务杠杆，整个公司只有少量的借款(扣除旗下的财务金融子公司所运用的借款不算)。

斯科特费泽现在在存货与固定资产上的投资比起当初我们在 1986 年买下该公司时还要少，这代表着公司不但可以将我们拥有该公司七年的期间，所赚到的收益全部分配给我们，同时还能继续保持盈利能力大幅度的成长，Ralph 不断地超越自我，而伯克希尔欠他的也越来越多。

眼尖的读者应该会发现，1992 年 420 万美元的经营费用，比 1991 年的 560 万还要少的多，也许各位会以为是我把企业专机无可辩解号给卖掉了，别做梦！除非我退休，否则别想打这架飞机的主意，(对于这点我个人展现了前所未有的弹性，早年对于企业专机我曾大力反对，不过到最后我的理念还是屈服在个人的因果报应之下)。

其实公司经营费用的减少主要是因为 1991 年的费用特别高的缘故，当时因为一次性地提列与 1970 年代之前纺织业务相关的环境费用所致，而现在一切回复正常，所以我们税后的费用占帐列税后收益的比率不到 1%，占年度透视收益的比率更低于 0.5%，在伯克希尔，我们没有法律、人事、公关或是营运企划部门，这同时也代表我们不需要警卫、司机或是跑腿的人，最后除了 Vernre 以外，我们也没有任何的顾问，Parkinson 教授一定会喜欢我们的营运模式，但我必须要说，查理还是觉得我们的组织过于庞杂。

在某些公司，经营费用可能占经营收益 10%或更多，这种做法不但对于收益有相当的影响，同时对企业价值也有很大的伤害，比起一家总部费用占其收益的 1%的公司来说，投资人可能因为企业总部额外的费用，立即就要遭受 9%以上的损失，查理跟我这么多年观察下来的结果，**企业总部的高成本与公司的绩效改善之间可以说是完全**

没有关系，事实上我们认为，组织越简单、成本越低的公司，运作起来会比那些拥有庞大官僚组织的公司更有效率的多，就这点而言，我们相当佩服纽柯钢铁(Nucor)、都福供应商(Dover)、GEICO 保险、金色西部贷款公司(Golden West)、沃尔玛、PriceClub 仓储会员店等公司。(见附录：美国仓储会员店简史)

去年底伯克希尔的股价正式超越 10000 美元大关，有许多股东反应高股价让他们产生相当的困扰，因为他们每年必须分出部分股份，却发现伯克希尔的股份价值超过 1 万美元年度赠与税上限的门槛，因为超过上限代表捐赠人必须使得个人终身捐赠的上限额度，而且若是再超过的话，就必须缴赠与税。

对于这个问题，我个人提出三种解决的方案，第一，对于已婚的股东，可以与配偶共同利用 2 万美元的额度，只要在申报年度赠与税时，附上配偶的同意书即可。第二，不论结婚与否，股东可以考虑以较低的价格进行转让，例如假设伯克希尔的股价为 1.2 万美元，则股东可以考虑用 2000 元的价格进行转让，其间 1 万美元的差价则视同赠与，(但是大家还是必须注意，若是价差超过你本身累积的免税额度时，还是要被课赠与税)。

最后，你可考虑与你要赠与的对象成立合伙关系，以伯克希尔的股份参与合伙，然后每年再将部分权益慢慢移转给合伙人，金额的大小可以由你自行决定，只要每年不超过 1 万美元的上限，即可免课赠与税。

不过照惯例我们还是要提出警告，在从事比这些例子更极端的交易之前，最好还是跟你的税务顾问咨询一下比较妥当。

在 1983 年的年报中，我们曾经提到对于股票分割我们持保留的态度，毕竟我们相信我们以股东利益为导向的政策，也包含不分割股份在内，使得我们得以组成一群全美国企业中，最优秀的股东阵容，我们的股东不论是在想法或是做法上，都是长期稳健的投资人，同时与查理跟我一样看重公司，也因此伯克希尔的股价也才能一直与公司本身的内在价值保持一致。

此外，我相信伯克希尔股份的换手率比起其它公开发行的公司来说，要低的许多，股权交易所产生的摩擦成本，或是我们称之为持有股权主要的税负，在伯克希尔身上几乎是看不到，(在纽交所负责我们股份交易的交易员 Jim Maguire 藉由其搓合市场的能力使得我们的交易成本进一步下降)，而很显然地，股份分割对于交易成本的降低贡献着实有限，而且股份分割也不可以使我们的股东阵容水准进一步提高，相反的我们认为因为股份分割而被引吸上门的新股东可能会使得我们的股东水准变得更低。

先前曾经提到过，在 12 月 16 日我们宣布将于 1993 年 1 月 4 号把先前所发行的零息可转换债券赎回，这些

债务在 1989 年发行的时候，所背负的资金成本大约在 5.5%左右，在当时算是相当低的利率，但时至今日这样的利率水准并不吸引人，所以我们决定将它们赎回。

这些债券其持有人可选择在 1994 年 9 月以 5.5%的利率要求公司赎回，此外伯克希尔有可转换的权利流通在外，对其他股东而言，实在不是件有利的事，当然当初债券发行时，其利率水准对我们相对有利。

总的来说，我们还是尽量避免举债，尤其是短期的借款，不过若是规划得当且对于股东有利的话，我们也不排斥承担少量的债务。

大约有 97%的有效股权参与 1992 年的股东指定捐赠计划，总计约 760 万美元捐出的款项分配给 2810 家慈善机构，目前我正考虑是否该提高提拨捐赠的比率使得其超越伯克希尔本身账面价值增加的幅度，同时我也很愿意听到各位对于这件事情的看法。

我们敦促新加入的股东，仔细阅读年报上有关股东捐赠计划的详细内容，如果在未来年度内，你想要参加这类的计划，我们强烈建议你将股份登记在自己而不是受托人的名下，必须在 1993 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 1993 年的捐赠计划。

伯克希尔除了通过股东指定捐赠计划对外捐赠之外，我们旗下事业的经理人每年也会通过公司对外捐赠，包含商品在内每年平均金额约在 150 万美元左右。这些捐赠主要是赞助当地像是联合劝募等慈善团体，所得的效益应该与我们所捐出的相当。

然而不管是旗下事业或是母公司的经理人在利用伯克希尔的资金对外捐赠给全国性组织或特别利益团体时，都是以站在股东利益立场所应该做的，相对地若是你的员工也包含 CEO 在内，想要与其校友会或其它人建立个人关系的，我们认为他们最好是用自己的钱，而不是从你的口袋里掏钱。

今年的股东会预计在 1993 年 4 月 26 日周一早上 9 点 30 分，在位于奥马哈市中心的奥芬剧院(Orpheum)召开，去年股东会参加人数又创新高突破 1700 人，不过会场还是剩下很多座位。

我们建议大家最好先向以下旅馆预订房间(1)Radisson-Redick 旅馆，就在 Orpheum 中心对街，是拥有 88 个房间的一家小旅馆。(2)较大一点的 RedLion 旅馆，离 Orpheum 中心约五分钟路程。(3)Marriott 位在奥马哈西区，离波仙珠宝店约 100 公尺，开车到市中心约需 20 分钟，届时将会有巴士接送大家往返股东会会场。

查理跟我一向都很喜欢开股东会，我也希望大家能够来参加，我们股东的素质可由大家所提出的问题看得出

来，我们参加过很多股东会，但从来没有别的公司的股东像伯克希尔的股东一样由高智能水准与经营者同甘共苦的股东组合。

后面附有股东会开会投票的相关资料，跟各位解释如何拿到入场所许的识别证，由于开会当天会场不好停车，如果你开车过来，记得早一点到，否则附近的车位很快就会停满，你可能就必须要停远一点，再走路过来。

一如往年，会后我们备有巴士带大家到内布拉斯加家具店与波仙珠宝店或是到饭店与机场，我希望大家能有多一点的时间好好探索这两家店的奥妙，当然早几天到的股东也可利用假日逛逛家具店，周六从早上 10 点到下午 5 点 30 分，周日则从中午开到下午 5 点 30 分，到那里时记得到喜诗糖果摊逛逛，你就知道为何我跟查理在 1972 年买下喜诗之后，腰围会有如此大的变化了。

波仙周日通常不开门营业，但在股东会期间特别为股东与来宾开放，4 月 25 日周日从中午开到下午 6 点，当天查理跟我都会带着放大镜出席，预备提供任何人都知道的，如何鉴定宝石的基本常识，现场还备有樱桃可乐、喜诗糖果及其它纪念品，我希望大家都能够来参加。

沃伦·巴菲特 董事会主席

附录

美国大型仓储式会员店简史

美国最大的三家大型仓储式会员店：Costco、Sam's Club、BJ's Club 几乎都创立于同一时间。可以说所有的类似商业模式都深受 Fed Mart 和 Price Club 创始人 Sol Price 思想的影响，以至于 WalMart 创始人 Sam Walton 在其自传《富甲美国》中这样记述：我想我的创意是从 Sol Price 那里偷来的，当然我更愿意说是借用，与从行业里其他人那里偷来的一样多。

1976 年 7 月，Price Club 由 Sol Price 和他的儿子 Robert Price 一起创立于在加州圣地亚哥市。Sol 的经营策略是以低价提供高品质商品，以及与同业相比更少的品类，并向会员收取小额年费。该门店是租用霍华德·休斯的一个旧的飞机棚，也是全球第一家仓储量贩式门店。现在为 Costco 的 401 号店。1983 年 4 月，由于受到 Sol Price 的影响，一直想着并购 Price Club 的 Sam Walton 创立了 Sam's Club。1983 年 9 月，被誉为 Sol Price 门徒的 James Sinegal 联合西雅图一位犹太裔零售商 Jeffrey Brotman (星巴克的早期投资人) 共同创立了 Costco。1955 年 James Sinegal 从 Fed-Mart 的一个食品杂货打包员开始做起，到了 1978 年他已经是 Price Club 高级副总裁，可以说他的本事几乎全是 Sol Price 先生亲自传授的。Jeffrey Brotman 在法国发现很多超市类似一种折扣超市和百货商店的结合体，就打算把这个模式引到美国来。两位小伙子一拍即合，开始了创业。将 Price Club 低价高质精选商品和小额年费，结合法国人折扣超市和百货店合体模式，写进了 Costco 的先天基因。1984 年底，开张仅一年的 Costco 已经在五个州拥有 9 个门店和 20 多万会员。1985 年 Costco 顺利上市。1993 年，Sam's Club 收购 Price Club 被拒绝，转而从 Kmart 收购了 Pace。1983 年初 Pace Membership Warehouse 在科罗拉多州奥罗拉市诞生。1989 年当时如日中天的折扣店 Kmart 收购了 Pace 仓储会员店。

而青出于蓝胜于蓝的 Costco，成功并购了 Price Club。双方的会员卡通用，会员可以互相在对方门店内购物。1994 年，Price 家族退出新公司，公司名字的 Price 被取掉了，恢复为 Costco。Price 家族后来在中美洲及加勒比海地区所创立的 PriceSmart 会员店依然稳扎稳打，时至今日已拥有 52 家门店、服务于超过 300 万会员、市值超过 20 亿美元。

1984 年，Zayre 集团创始人 Mervyn Weich 以女儿名字创立 BJ's Club 会员店。Zayre 后来的部分门店出售给了折扣店品牌 Ames，这后来逐渐演化为另一折扣零售巨头 TJX。Zayre 前身为 1919 年成立的新英格兰贸易公司，

后发展为连锁女装店，1956 年更名 Zayre。1976 年，Marshalls 百货的采购经理 Bernard Cammarata 被 Zayre 聘用，创办了针对家居和服饰品类的折扣连锁店，即 T.J. Maxx，并于 1977 年开出了首家店面。1984 年，Zayre 组建 BJ's Club。1995 年，TJX 收购最大竞争对手、第二大折扣零售商 Marshalls，并在之后实现了成功的整合，不光抵御了当时疲软的零售环境，还显著提升了其零售规模和经营效率。1997 年为 BJ's 取名 BJ's Wholesale Club, Inc.。TJX 旗下有多条品牌线，包括 TJMaxx, Marshalls 和 Winners Apparel 等，并以比正价零售商低 20%-60% 的价格售卖全球各大品牌商品。2008 年金融危机期间，供应商发现 TJX 是一个有效的出货渠道；在时任 CEO Meyrowitz 的带领下，TJX 抓住机会成功进行模式升级，扩大供应商的范围，并有供应商开始为其专门定制商品；TJX 从一家处理尾货的公司变成销售当季商品的平价百货公司。2011 年 9 月，私募股权公司 Leonard Green & Partners 与 CVC Capital Partners 以 28 亿美元完成对 BJ's 杠杆收购。总部位于美国马萨诸塞州 Westborough，是美国东部会员制仓储式零售商领跑者。目前 BJ's 的营业范围涉及美国 16 个州，包括 215 个店铺和 134 个加油站。作为一家只有会员可以进店和购买的仓储型超市，较早实践着 member-only 的经营理念。BJ's 以满足个人消费者和其家庭的需求为导向，将目标会员定义为：关心商品价值、质量和便利性的价格敏感人群，目标用户的家庭年收入约 75000 美元。BJ's Wholesale Club Holdings Inc. 2018 年 6 月登陆纽交所。

至此，美国仓储式会员店三强的格局已经基本形成。今天美国 Costco 拥有 585 家门店，Sam's Club 近 600 家，BJ's Club 有 246 家。而从 Costco 和 BJ's Club 的财报看出，美国这几家大型会员店的商业模式如出一辙：4000 个商品 SKU、10000 平方营业面积、1500 个停车位，这几个典型的大型会员店特征几乎在全球也都是标配，但最后比拼的依然是一整盘的商品。



《The Big Store》《Sears Roebuck USA: The Great American Catalog Store and How it Grew》Gordan Weil, 1977 年出版正是 Sears 由盛转衰的时点，基本涵盖了公司从创立到 1970 年代前 80 年的发展历程。

从 1892 年成立至 1990 年的 100 年里，Sears 一直是美国规模最大零售商，直到 1990 年才被沃尔玛超过。在巅峰期，四分之三的美人每年至少去一次 Sears 的零售店，其年销售额占美国 GNP 达到 1%。此外，伴随其发展，还孵化了保险巨头 Allstate，信用卡 Discover 等衍生业务的公司。在其鼎盛时期，美国人民不会把 Sears 当成一个营利公司，而是将其看作一个类似公共设施一样的存在。当人们遇到任何问题，可能第一视角都会想到找 Sears 解决，Sears 在他们眼里就是个友好的邻居。Sears 的 "Wish Book" Catalog 目录高峰期每年发行量是 1500 万 (对应家庭)，若算上其他各种衍生版本，销量达到每年 3.15 亿。美国 204 个劳动力中，就有一个为 Sears 工作，为了避免交通拥堵，Sears 的员工需要错峰下班。截至 1975 年，其在美国有 858 家零售店和 2918 家服务中心。Sears 的信用卡在美国成年人中渗透率达到三分之一。

Richard Sears 生于 1863 年，23 岁接触了邮寄零售的生意，最开始以销售手表为主，他以 14 美元价格将表卖给下线代理，同样的表在当地零售店销售价格为 25 美元，6 个月后，他赚得了第一桶金 5000 美元。1886 年，在芝加哥成立 Sears 手表公司。Sears 天生具有销售头脑，他开创性地开始在当地报纸上刊登广告开展手表销售，还开展类似会员制销售模式。1887 年，Sears 公司在芝加哥开了第一家店，招募一名叫 Roebuck 的手表修理工，后者也成为了 Sears 联合创始人 (Sears 的全名是 Sears, Roebuck and Company)。此时美国经济仍然以农业经济为主，72% 的美国人居住在农村，Sears 发现了邮购零售在农村的广阔市场，开始针对性给农民打广告，并且只要农民支付一定定金，就可以邮寄手表，而且除了价格优势，他还推出质量保证，农民群体始终是 Sears Catalog 零售的重要目标群体。邮寄零售最重要的环节之一是销售目录，Sears 最开始的目录是一本 52 页的手表目录，仅仅 1 年以后，公司就推出了超过 100 页的目录，除了手表外，还包括钻石、银饰、戒指、手镯等品类。1893 年公司正式改名 Sears, Roebuck and Company，目录的页数就达到 322 页，品类包括了缝纫机、单车、钢琴、男性和儿童服装等，随着品类的扩充，Sears 的营收也不断增长。Sears 的目录用语十分接地气，深受老百姓喜欢。

Sears 兴起正好也赶上了铁路运输的兴起，芝加哥逐步成为美国当时运输中心，这里正是 Sears 总部。与当时多层经销商体系不同，Sears 是制造厂商和顾客中间唯一的中介。Sears 的销售目录制作非常吸引眼球，其首先目的是吸引用户注意力，所以用标题党之类技巧吸引眼球不在话下。此外，Richard 的生意头脑使得 Sears 开辟了消费金融业务，其给予消费者押金 5% 的年利率。公司的业务发展很快，1903 年，光给 Sears 和 Rosewald 两位股东的分红就达到 250 万美元。Sears 的股东最开始是 Sears 和 Roebuck，后来 Roebuck 退出，随着公司发展，公司迎

来了两位新股东 Aaron Nusbaum 和 Julius Rosenwald，加上 Sears 三人股份均分。后来 Nusbaum 退出，Rosenwald 后来成为公司重要管理者。

此时 Ward 是其最重要竞争对手。1872 年，Aaron Montgomery Ward 开始通过邮寄销售商品，到 Sears 开始卖手表时候，Ward 的 Catalog 已经 100 页，包含成千上万个商品了。Ward 同样也为顾客提供质量保障服务，不喜欢可以收到货后退货。两家公司都位于运输中心芝加哥。早期，邮寄电商都没有库存，收到订单后，才向供应商订货，实现轻资产运营。在应对当地零售店联合本地报纸反对目录销售浪潮中，两家公司个性凸显。Ward 的回复是：“农民被当地零售商暴政垄断了，邮购零售可以解救他们。”而 Sears 的回复是：“如果同样一件商品我们定价 1 美元，而当地零售店售价 1.5 美元，这多余部分并不见得是他们的利润，因为 Sears 采购有规模成本优势”。Sears 后来还开辟直接给零售店供货的业务，一个感性，一个理性。最后，与 Ward 相比，Sears 库存管理更优秀，其总是能够在销量更大前提下保证更低的库存。1900 年，Sears 销售规模超过 Ward，成为行业第一。

1906 年，Sears 正式 IPO，高盛和雷曼兄弟帮助公司募资 900 万美元，赶在了经济萧条之前。从 1896 年开始，Sears 便开始建立自有的物流仓储和交付体系，1904 年公司开始计划建设新的基地。此外，Sears 开始从本地供应商采购商品以降低成本和运费，其业务开始拓展到全美，至 1977 年，其在全美有 14 个仓储物流交付中心。此外，公司开始在农民顾客之间开展推荐机制，主要是奶油分离器，针对推荐成功客户提供商品折扣，1908 年公司有三分之一的利润来自奶油分离器。

两位创始人 Richard Sears 是激进的经营风格，擅长于销售，喜欢不断进取。然而 Rosewald 则坚持更保守的经营理念，希望稳扎稳打，两人意见开始不可调和。而此时正好 Sears 去欧洲给他老婆寻找医院，他开始淡出公司的管理。1913 年，Richard Sears 从公司辞职，正式退出公司管理，其股票以 1000 万美元价格卖给了高盛。

1914 到 1918 年，第一次世界大战，使得粮食需求大增，美国农产品价格翻了一倍，美国农民变富了，而邮寄电商也直接受益。此外，1901 年美国邮局的办公网点增加到 76945 个，且目录销售的邮寄包裹被邮局定义为具有“教育性”的品类，因此施行了免费从网点送货到家的服务，这也使得目录电商销售如虎添翼。然而，Rosenwald 最开始对这项利好还不怎么买单，因为他怕这样便利会使得小包裹越来越多，然而，Sears 却在鼓励消费者增加客单价，实际上，后来 Sears 真正直邮到家的订单只占 5%。随着邮寄越来越便捷，顾客购买的品类越来越多，确实有很多小包裹，Sears 在基础的大件基础上增加了很多日用品的品类。此外，Sears 还开拓了潮流服饰品类，还开辟了高客单价男装，但最后失败。此外，针对木制结构房屋 Sears 还开辟了房屋建筑材料品类，1909 年，Sears 开始出售 Modern Home 产品，这个品类竟然还成功了，直到 1930 年业务都是赚钱的。

从 1897 年开始，Sears 的销售目录逐步成为了美国家庭的标配，销量从最开始 15 万到 1970 年代 1500 万，美国人民从其中不仅获得了琳琅满目的购物满足感，而且逐步对其产生了归属感，以至于其旧目录都开始有人收藏出售。Sears 的销售目录每年夏冬出版两个大的版本更新，此外还包括无数小的辅助目录，如促销产品和特定品类如家装等。销售目录里的内容都是精选的，比如拍照的模特。里面用语也是精心设计的，目的是让消费者越快进入状态越好。此外，由于目录的设计和印刷需要提前，所以商品价格需要提前定好，且可以分区域定价，为了避免不同目录之间价格差异，Sears 提供最低价格保障，即不管用户下单价格，以最低价格成交。罗斯福总统曾经说过 Sears 的 Catalog 是投放给苏联最好的宣传材料。最开始，销售目录是销售形式，售价达到 15 美分。到 1904 年，Sears 决定免费送，条件是至少每三个月消费 25 美元。到 1908 年，销售目录发行量达到 360 万。一些用户为了让自己免费拿到销售目录，努力维持自己消费额不低于目标金额，类似忠诚会员计划。实际上，Sears 很快明白 Catalog 的发行量越大对自己越有利，公司开始分析相关的数据(后来有点难分析)，分析用户消费行为(1911 年公司设立实验室)，以更高效的选品和制定库存计划。当然，Sears 的销售目录发展也遭遇了当地零售小店压力，后者联合当地报纸抵制 Sears，所以其初期是没办法投放报纸广告的。Catalog 销售证明与零售店互补。随着技术的发展，Catalog 销售逐步通过电话销售而不是邮寄。此外，随着 Sears 在各地经营网点(后来也转化为零售店)铺开，公司开始给要求直邮到家的订单收取运费，大多数客户选择了到店自提。实际上，Catalog 被证明是吸引顾客进店最好的形式，目录销售与零售店模式是被证明是很好的结合。此外，由于发展很早，Sears 承担了部分培养上游供应链的职能，诸多品类 Sears 都有自有品牌，30% 的 Sears 销量来自相关持股公司。最后，由于服装品类退货高的特征，品类利润仍然不高。Sears 开始将服装品类收归到特定分发中心处理，而不由地区处理。

Ward 和 Sears 在 1920 年代还开启了一场免邮大战，1929 年，两家都声明将为用户支付邮费，然而随后的经济大萧条时期使得大家都开始负担不起邮费，到 1933 年同时退出包邮服务。大萧条时期，Sears 甚至还降低了 Catalog 销售，此时的 Retail 零售布局就成为了对冲。1950-1960 年代，Sears 还测试了零售模式和 Catalog 目录销售模式的协同，结果发现目标区域零售店的销售增长了 45%。随着 Sears 不断布局线下运营中心，线上订货，线下提货也逐步成为了目录销售顾客主流的购买流程。实际上，随着线下零售不断发展，目录销售的优势除了海量的商品库外，顾客普遍反映 Catalog 上面信息更加丰富，相比于线下零售店获得优先信息，Catalog 是一个信息”

革命”，帮助顾客更高效做决策。实际上，顾客完整购买流程可以分为决策-购买两大环节，Catalog 类似当下直播电商，对用户来说都是某种决策环节的革命升级。

1974 年，Sears 目录销售业务规模达到 28 亿美元，然而 Ward 只有 8.7 亿美元，两者差距越来越大原因包括管理、选品、战略等，正如前文所言，Sears 总能够更精准预测用户商品需求，由此库存运营效率更高。此外，Sears 的管理层总是能够在正确的时间做出正确的选择(比如定价)，最典型案例包括对于二战后美国经济走向发展的判断，Sears 认为美国消费市场会更加繁荣，于是激进扩张；而 Ward 认为消费会萎缩，到 1958 年都没有开新店。结果显而易见，Sears 对了。

1970 年代，Sears 开始显出颓势。1977 年，Sears 的营收达到 163 亿美元，而 Kmart 营收大约只有 Sears 一半，但从增速来看，或许 5 年内就能超越。实际上，Kmart 没有超越 Sears，而是沃尔玛 1990 年超越。

实际上，Sears 的忠诚用户除了邮购目录的农民，还有城市里线下零售对应的中产阶级。1970 年代真正中产阶级只占 35%，而当时崛起但收入偏低蓝领阶层占比则达到 40%。明显蓝领阶层对商品价格敏感度更高，不太愿意为质量给予太多溢价。再加上 1970 年代美国经济滞涨，石油涨价，相当多中产阶级也遇到了消费降级的问题，更多消费聚焦在生活必需品，而这正是 Sears 主要品类。社会大势给了沃尔玛等折扣零售发展的机遇。

Sears 看到这样的趋势应对缓慢。一方面，话语权最大的店长倾向于不断提升单价以提升利润，而折扣店坚持薄利多销理念则正好与此相反。Sears 后来将店长考核从利润改为销量，将定价权收归中央等，提升库存周转率，缓和这个问题。此外，转型折扣零售必然会给 Sears 持续建立中产阶级消费品牌形象带来潜在损伤，导致 Sears 担忧会蓝领得不到，反而丧失了现有白领客户。权衡了多种因素后，Sears 战略变成了既要保持其在中产阶级份额，又要追求薄利多销的折扣零售趋势，还要不断迎合更富裕阶层的高端消费需求。Sears 进入典型创新者窘境。根据相关报道来看，Sears 在 1969 年毛利率是 40%，而沃尔玛之类折扣零售则通常有 30%甚至更低的毛利率。

Sears 培育了大量自有供应链和自有品牌，这些造就了 Sears 早期产品质量过硬的形象。然而，随着美国商品经济发展，不同赛道外部独立品牌开始崛起，使得 Sears 开始应接不暇。以核心品类摄影产品为例，Kodak 等品牌崛起使得 Sears 自有品牌开始没落。而 Fair Trade 法案的取消，则成为压倒 Sears 最后一根稻草，它最终发现自有供应链体系效率无法和外部供应链相比。

1980 年代，Sears 管理层重心开始转移到金融等其他业务，也导致了其零售业务更快的溃败。1993 年，公司停止出版 Wish Book。2003 年，Sears 将 Discover 信用卡业务出售给花旗银行。2004 年，Kmart 宣布以 110 亿美元收购 Sears。2018 年，公司宣布破产清算，公司经营不断萎缩。

管理层

Rosenwald 出生于 1862 年，其最开始从事销售，接触了 Henry Goldman，此人后来成为高盛的老大。此后，Rosenwald 进入纺织行业，赚了第一桶金。Rosenwald 加入 Sears 成为股东后，开始参与公司管理，其帮助 Sears 建立了坚持让顾客高兴，且帮助 Sears 建立起自有物流交付系统，Sears 逐步具备了 1-2 日发货的时效。Rosenwald 最大贡献是知人善任，Sears 第三任核心领导，也是在职最久的 Wood 就是他从竞对挖过来的，他深信真正的创意来自员工，因此其也逐步受到了员工的青睐。由此，随着 Richard Sears 和 Rosenwald 开始因为管理理念不合，前者要进攻，后者要稳扎稳打，员工开始向 Rosenwald 倾斜。当然，Rosenwald 和 Sears 也有共同点，就是对于 Catalog 和广告必须对顾客绝对忠诚。1921 年，Sears 亏损 1600 万美元，遇到资金危机，Rosenwald 用自己的钱支持公司发展，并且给员工股票兜底。此后，Rosenwald 股票价值涨到 2 亿美元，他捐献了 6300 万给慈善事业。纵观 Rosenwald 执政时期，虽然没有太大显著的政绩，但在需要他的时候挽救公司。

Wood 生于 1879 年，毕业于西点军校，之后到巴拿马运河，并成为了管理运河供应链的领导。1918 年 Wood 成为了一名将军。Wood 最开始加盟的是 Sears 的竞对 Ward，然而其在内部施政处处被公司保守派掣肘，于是跳槽来到了 Sears。1928 年，Wood 成为 Sears 的总裁，直到 1954 年退休后转任董事长，直到 1968 年正式卸任，他基本都是 Sears 的核心，执掌了差不多 40 年。从政绩来看，其最大功劳就是 1925 年推动 Sears 布局了线下零售，在进入线下零售 6 年后，Sears 的线下零售收入就超过了 Catalog 的销售收入，且为公司带来多元化收入来源。此外，相比于目录销售，线下零售可以根据市场需求即时调整销售价格，也带来便利。此外，Wood 还推动了公司研发实验室发展，以及加强培育上游供应链，入股了很多企业，推动了公司去中心化管理结构：店长负责制。Wood 最喜欢的书籍是《从统计学看美国》，其基于自身对于宏观判断来作决策。比如，他看到了美国城市化进程，开始推动 Sears 线下零售业务，因为他觉得如果农民都可以开车进城购物，目录销售市场就没有那么大了。此外，他还建立科学开店体系，使得 Sears 具备选址能力，进入某个城市，Sears 经常会把最好 3 个地方买下来，抢占竞争先机。此外，Wood 最正确判断是判断美国战后经济会腾飞，于是推动 Sears 不断开店扩张，享受了发展红利。看到传统零售店 80%销售来自女性的服装，Wood 开始推动 Sears 布局更多男性顾客可能感兴趣的品类，比如家用器具。此外，Wood 还推动了 Sears 将不同品类零售店逐步进行分类管理，其中最大最全的店面分为 A 类。此外，B

类店面只比 A 类小一些，C 类则主要销售 Sears 典型品类比如家电和工具等。此外，Sears 后来还开设了便利店。Sears 最初发展基本都是依靠创始人的直觉。然而，随着规模不断壮大，拥有海量用户消费数据，其 1911 年设立的实验室除了检测商品质量外，就是研究消费数据。然而，在发展初期，Rosenwald 并不太支持实验室发展，他觉得只是增加成本。1921 年，经济萧条期，研究停滞。1928 年 Wood 接班后，他开始大力发展实验室，一方面他在意商品质量，另一方面，他认为实验室可以帮助公司降低成本。1929 年，Wood 让自己亲信担任实验室领导，此后 15 年实验室的支出扩大了 10 倍。实际上，实验室的职能首先是确保商品质量和信息准确；其次实验室还提出了一些经营改善建议，比如 Sears 看到了养鱼品类市场潜力，但公司产品一直表现不佳，实验室分析市场需求后，建议公司把相关产品打包出售，获得不错效果。此外，实验室还进行一系列产品的研发，帮助供应商提高效率，同时也分析各种因素顾客在意程度，提出产品研发建议。

反垄断政策未落地。最后，随着规模不断增大，以 Sears 为代表的连锁店也受到了来自传统当地零售店压力，后者开始游说国会反垄断，对连锁店开征特别税。而如果落地，Sears 的利润或将降低 45%。最后，FTC 的数据显示连锁店兴起实际上顾客受益(更低价，更多选择)，最后反垄断立法没有落地。

管理

随着 1920 年代 Sears 开始布局线下零售业，Wood 开始推动去中心化组织变革，除了商品采购部门外，其他大多数权力被下放到店长手中，只要提供足够的利润表表现，店长拥有包括定价权在内的充分自主权，Sears 核心命运逐步过渡到 4000 个店长手中。然而，去中心化模式能够很大激发员工自主能动性，在顺势时候使得公司能够迅速成长。然而，去中心化结构也逐步使得公司失去应对变化的能力，比如 1970 年代 Sears 最重要竞争对手 Kmart 就采用中心化管理架构取胜，比如对店长利润考核必然会导致其更倾向于销售高客单价商品，这也导致其后来在沃尔玛等低毛利模式折扣店竞争中表现挣扎的重要原因之一。Rosewald 和 Wood 的共同点是，他们并不觉得员工应该给与超越同行的关环，只要给与行业平均待遇就可以。当然，Sears 也在 20 世纪初就给员工提供了利润分享计划，针对中底层员工提供分享一定份额公司利润的权利。Sears 也一直反对工会，虽然表面上尊重多样性等员工措施，但公司高层始终由白人男性组成，Sears 高管基本从公司内部产生，需要有很长公司历史，和雀巢等类似。从管理理念来看，Sears 对于员工的理念似乎是 20 世纪早期流行管理理念，将员工看成机械零部件。而后来类似沃尔玛，Home Depot 则不同，将员工看出了合伙人。所以，后来零售商的逆袭，实际上也是一种管理理念的革新。

供应链

Sears 选择对供应链选择标准之一就是，其产品必须占据工厂产量相当一部分，这样保证公司足够议价能力，Sears 甚至会要求工厂把生产地放在哪里，以降低其成本，此外其需要工厂供货的持续性、保密性和质量保证。Sears 会针对某个商品设定一个成本价格，当然工厂也可以以合理理由要求 Sears 涨价，以保证一定利润率。此外，如果利润超过合约协议，相应超过部分将在 Sears 和供应商之间平分。

Sears 虽然深度介入供应链，比如投资洗衣机厂商 Whirlpool，其 30% 的销量来自投资企业，持股比例经常介于 1% 到 60% 之间。Sears 对投资的定位就是以帮助供应链伙伴的战略投资为核心，并不是为了赚钱。大多数时候，Sears 将自己清楚定位为零售商，而不是制造商，所以无意自己进军制造业。然而，少数时候当市面上没有足够可用产能，而顾客又明确有需求时候，Sears 就会被迫自己下场了。比如，电视开始兴起时候，Sears 就被迫自己开厂制造电视机。当然，对于女装这样的特别品类，Sears 会把更多比例放在市面上采购，因为潮流实在难以拿捏。有时候，为了保证商品质量，Sears 也不惜牺牲市场份额。

营销

从 Richard Sears 开始吸引消费者的注意力就是 Sears 成功的关键，其 Catalog 销售营销费用率一直高达 5%，零售业务为 2.8%，而竞对由于规模较小不得不用更高比例营销费用，如 Ward 为 7-8%，JC Penny 则为 15%。实际上，要做到四分之三美国人每年至少走进 Sears 门店，其一直是美国最大的广告主之一。1940 年开始，其在报纸的广告投放就达到 1100 万美元，是报纸最大金主。当时 Sears 营销定位一直是本地零售商，主要是其推行因地制宜不同地区不同服务和政策。然而，随着电视等全国媒体流行，Sears 开始逐步转为全国营销，其定价策略也开始施行全国统一的策略。作为最大广告金主之一，Sears 有权利要求其电视广告前后节目不能有任何暴力和恐怖等元素，不利于品牌形象。当然，Sears 的激进营销有时候也伴随着一些行业普遍的“割韭菜”方式，即以低价营销某一商品，等消费者真的进店时候，这款商品便会神秘没有库存，或者销售会各种理由为消费者推销另外一种售价更高的商品，遭到监管部门 FTC 谴责。除了商业化营销，Sears 也注意社会价值角度创造公司良好形象。比如最开始以农民顾客为主，公司就提供资金给每个农村雇佣农业专家，为农民排忧解难。此后，公司推出专门农业基金，后来转变为 Sear 基金，主要目的是提高农民收入。在 Sears 看来，慈善等增加社会价值的投入并不是一种费用，而是一种投资，只有总蛋糕变大了，自己的蛋糕才会变大。

消费信贷

Sears 充分享受了时代的红利，基于零售业务众多衍生需求都是空白，公司有足够流量和规模优势布局这些赛道。最明显是消费金融，Sears 拥有海量的顾客，而基于其传统大件商品销售，贷款购买是自然的消费者需求延伸。当然，最开始 Sears 并不想进军信贷市场，然而竞争对手纷纷给消费者提供信用额度，到 1910 年，公司也不得不为消费者提供类似服务。而基于海量的消费者应收账款，Sears 还开创了和银行合作的标准，以提升资金流动性。到 1956 年有 41% 销售额是信用支付，金额大约为 9.2 亿美元，公司也开始意识到为何不自己开展消费金融业务？于是收购一家信贷金融公司，向社会发行债券，以消费者信贷为抵押物。实际上，只有 15-20% 的顾客在免息时段还款，而 Sears 当时消费贷款年利率约在 18%，其本身也逐步成为 Sears 重要盈利业务。实际上，1980 年代 Sears 还推出了 Discover 信用卡，成为美国重要信用卡业务服务提供商。

1930 年早期，一位叫 Odell 的保险经纪人给 Wood 提议为何 Sears 不进军汽车保险业务。Wood 被这个建议打动，因为从他的宏观判断来看，汽车很快就会在美国普及开来，而 Sears 拥有进军汽车保险业务优势：流量和网点。于是 Sears 开始在 Catalog 里面搭售汽车保险，且在自有网点为消费者办理业务，很快业务就开始起来了。此外，与传统的独立保险经纪人销售体系不同，Sears 拥有自己独有的直销体系，一方面受到了传统经纪人抵制，但却培养了忠诚的顾客。此后，Allstate 还持续尝试进军人寿保险业务，但是却发现其和 Catalog 直接协同不大。最后，由于保险公司天然利益与事故率有关系，Allstate 在提升驾驶安全性上做了一系列正向工作，比如鼓励年轻驾驶员通过培训，限制酒驾，鼓励气囊等新技术提升驾驶安全性等。时至今日，Allstate 仍然是美国重要的保险巨头之一，市值 340 亿美元。

THE PRICE CLUB THE LOW PRICE LEADER

《Sol Price: Retail Revolutionary & Social Innovator》作者是 Sol Price 的儿子 Robert Price，而 Sol Price 创立了 Fed Mart，开启了折扣店时代，之后又创立了 Price Club，开启了会员制连锁。本书是 Sol Price 在 2009 年去世后，儿子为纪念父亲创作，比较完整简洁的介绍了 Sol Price 的职业生涯。

沃尔玛的成功告诉我们低价是零售最终极的奥秘，而 Costco 用实践证明还有更低价的零售模式——即会员制（沃尔玛毛利 25% VS Costco 的 12%）。而成立于 1983 年的 Costco 的模式和创始人 Jim Sinegal 都缘起于成立于 1976 年的 Price Club，本篇我们来看看 Price Club 的前世今生，以及会员制零售的前世今生。

Sol Price 的律师生涯

犹太人 Sol Price 的父母 1910 年左右从前沙皇俄国移民到美国纽约，于 1916 年生下了 Sol Price，Sol 从小学习成绩优异，13 岁就进入了高中学习，并从小就有成为律师的梦想（欧美国家，律师掌握着社会运行的基础设施：法律）。高中时期，Sol 全家搬到了南加州的圣地亚哥，在此他结识了妻子 Helen，1936 年，Sol 和 Helen 同时在南加州大学获得了学士学位，Sol 之后又进修了法学博士 JD。律师生涯打下厚实的创业基础。毕业后，Sol Price 在圣地亚哥成为一名律师，并在 Helen 父亲引荐下认识了当地有名的律师，并成为其助手，开启不断积累职业技能和人脉，例如 Sol Price 就具备出色的谈判技巧，总能拿到好的 Deal。二战时期，Sol 因为视力有一些问题没有获得前线参战的资格。期间，Sol 同样为各种中小商家解决法律和商业相关的问题，因此也逐渐积累自己对于商业的兴趣。在政界，Sol Price 也逐步积累上层资源，包括和此后当选总统肯尼迪的关系（后者出席了 FedMart 开业典礼）。犹太人，律师，优越的家庭条件和丰富的人脉资源，这些都成为了 Sol Price 之后在商界成功的重要基础。然而，Sol Price 自己曾经回顾自己职业生涯却说到运气，是他在零售领域成功最重要的秘诀。

Fed Mart 一炮而红

1953 年，二战后的美国经济正在全民复苏。此时，Sol Price 的岳母手上的一座仓库待出售，Sol Price 看了房子位置后，觉得可以用来做生意。此时，他正好和几个朋友在洛杉矶考察了一个叫 Fedco 的零售店，它是会员制，仅对联邦的公务员开放，所有商品都是低价销售，且公司本身是非营利机构。Fedco 生意火爆，甚至有 5000 个圣地亚哥的会员愿意开 200 英里跑来购物。Sol Price 对这个模式产生了浓厚兴趣，决定在圣地亚哥借鉴一下。百货商店是当时主流的零售模式。圣地亚哥的零售当时以百货店模式为主，他们提供丰富的选择，且提供私人的零售导购服务，在里面购物逛街本身就是一种享受。此外，1930 年代，美国有 Fair Trade 法案，规定生产厂家拥有设定零售底价的权利，免得大商家低价销售，以此来保护中小商家。因为主打购物体验，百货商店的毛利率通常较高。然而，1950 年代美国经济全民复苏，消费全面兴起也催生了更多元的零售模式，比如折扣店模式，其利用更低廉的价格吸引用户，掀起了一波零售变革浪潮，而会员制模式则是当时被用来逃避 Fair Trade 法案的一种方式，因为针对会员销售和普通消费者不是一种模式，因此不在此法律管辖范围内。Sol Price 敏锐意识到了折扣店模式的威力，决定模仿 Fedco 模式在圣地亚哥开设折扣店，并于 1954 年成立了 Fed Mart，任何商品仅加价 5% 销售（保证低价），最开始 Fed Mart 被设置为非营利，而为 FedMart 供货的 Loma Supply 公司则被设置为营利性公

司，Sol 融资了 5 万美元作为启动资金，他说服了岳母将仓库租给 FedMart 十年，用 2 万作为前期准备，1 万购买了销售液体执照，1 万用作日常运营资金。FedMart 的顾客需要缴纳 2 美元的会员费，商店开业时间为上午 9 点到下午 5 点，除了珠宝所有的商品都是自助式购物，早期 FedMart 销售商品品类丰富。为了保证低价，FedMart 拒绝与拥护 Fair Trade 的商家合作。FedMart 第一年本来预期有 100 万美元营收，结果却超过 300 万美元，可以说一炮而红。第一家店成功后，Sol 意识到巨大的商业价值，公司将非营利架构更改为盈利性，并取消了前期一些特许经营加盟的类目，全部转为自营。并选定了在亚利桑那州的菲尼克斯开设第二家 FedMart，并同样获得成功，这进一步验证了 FedMart 模式可行性，1950 年代末，Sol Price 的职业正式从律师转变为企业家。

时代造就英雄，实际上像 FedMart，Walmart，Kmart 这些后来美国零售业的巨头都起源于 1950-60 年代，而这背后驱动力则同样是美国二战后全民的经济复苏带来的时代红利。进一步，圣地亚哥由于是美国海军重要基地，二战后有大量军人带来的消费，整体经济发展更迅速。FedMart 崛起看似意料之外，实则意料之中。

随着 FedMart 业务不断发展，公司经营品类不断丰富。最开始是食品，引入了罐装的花生食品，销量太高以至于厂家都不相信，亲自跑到圣地亚哥来考察。之后，FedMart 引入了玩具和圣诞树等装饰。之后，引入了药店，由于其同样采用低价策略，引起了周围诸多平价药店的反对。之后，FedMart 引入了汽油，Sol 发现 Premium 汽油(高级)进价其实只比 Regular 汽油(普通)高一点点，他决定将 Premium 汽油在 FedMart 采用折扣价销售，由于汽油生意实在火爆，引来了其他折扣店效仿，也使得当地汽油经销商对 FedMart 断供，Sol 从德州找到了汽油供应商，跨州运输保证了货源。由于 Fair Trade 法案影响面积很大，很多日用品如清洁剂、品牌酒价格都不能打折，FedMart 于是用“FM”作为自有品牌，开发了一系列同类型产品，且以很低价格出售。以洗洁精为例，20 磅的洗洁精只有同类型品牌一半；FM 品牌的饮料放在百事可乐和可口可乐周围，同样获得了消费者青睐。FedMart 逐步沉淀了低价，多品类少 SKU(同样品类只要一款)的打法策略，成为行业经典打法之一。此外，1970 年代折扣店全面兴起使得国会开始考虑 Fair Trade 法案存在的合理性，并最终仅有酒类被在少数州要求有最低价的要求，其他商品价格开始放开。为了保证各家商店供应，FedMart 成立了 IDC 和 UDC 两个供应链公司，Jim Sinegal (Costco 的创始人)成为了这两家公司的负责人。FedMart 发展进入快车道。

在 Sol 看来，FedMart 不是折扣店，因为后者的售价是基于常规零售价给与一定的折扣，而 FedMart 的商品定价是基于成本给与少量的毛利。Sol 也反对低于成本销售商品，因为一旦对某些商品这样做，则必须有另外一些商品维持高毛利才能最终赚回来，他觉得 FedMart 需要保持一致性，当一些商品有更低售价地方时，他甚至会告诉消费者去其他地方购买。Sol 确立了 FedMart 降低 SKU，聚焦大 Size 包装商品的策略。一方面大 Size 代表商品低单位价格(但高客单价)，在多数选择面前，大多数消费者会选择省；而低 SKU 则能够降低运营成本，员工成本和福利占零售业 80% 的成本，而低 SKU 则能够有效降低员工的负担和公司运营成本，助力公司维持低价策略。此外，大 Size 也意味着高客单价，这进一步提升了单位员工的效率和商店整体的坪效，实在是一举三得。

Sol Price 的经验理念：客户第一，员工第二，股东第三

与传统零售经营理念不同，Sol 将律师生涯树立的对客户利益的重视和契约关系引入了 FedMart 业务当中，他认为顾客等同于先前的客户，而 FedMart 需要持续履行对于顾客的契约责任：保持低价，同时给员工提供优秀的待遇和福利。1959 年，FedMart 上市，并融资 200 万美元。当时公司有 5 家店，年营收 2600 万美元，利润 47 万美元。Sol Price 在管理上更加强调让员工自己思考，他认为顾客第一，员工第二，股东第三(阿里巴巴?)，这些都成为了 FedMart 公司文化价值观的核心组成部分。FedMart 为员工支付行业领先的待遇，也给他们提出更高的要求，不仅仅要辛勤工作，还要勤于思考。在 Sol 看来，员工应该主动发现问题解决问题，而不仅仅是被动接受问题。FedMart 有六个恰好的要求：恰好的品类，恰好的位置，恰好的时间，恰好的数量，恰好的商品状态和恰好的价格。Sol 认为，虽然零售业本身是效率的比拼，但降低成本不能从削减员工待遇去达到目的，而应该在其他地方改善效率降低成本。从 Sol Price 的理念来看，他更倾向于 Lead By Context 而不是 Control，而不是自己事无巨细的运营管理。这样的理念好处是能够培养员工主观能动性，比如后来 Costco 的创始人 Jim Sinegal 就是完全从 FedMart 时代培养出来的杰出企业家。然而，这样的方式，长于战略和创意，却很难在运营效率上做到极致。

从 FedMart 到 Price Club

1960 年代美国折扣店全面兴起，FedMart 开始经营承压。除了沃尔玛走农村包围城市路线外；Kmart 由 SS Kresge 杂货店全面转型而来，其主要聚焦北部大城市，且大规模进行广告投放和低于成本价销售某些商品来吸引流量，特别是在保健品以及一些小家电品类；Target 则主要聚焦高端服装等品类。这些折扣店激进的扩张策略，尤其是 Kmart 其定位和新开店的位置都和 FedMart 存在显著的竞争，使得 Kmart 开始损失市场份额。1963 年，FedMart 取消了 2 美元的会员费，结果客流并没有显著上升，之后又开启了一轮广告营销，客流短暂上升后又回归平静。此外，1964 年，FedMart 开始放开加盟制度，加盟店可以自主采购商品，但主要还是从 FedMart 旗下供应链公司采购，且加盟店有权自主确定商品售价，但 FedMart 向他们施压保证与自营店价格相同。

FedMart 的经营理念是先进的，然而缺乏了极致的运营在强劲竞争对手面前也是亚历山大，Sol Price 深深意识到了这一点，寻找几个总裁人选却始终不见起色，公司的股价也停滞不前。FedMart 在圣地亚哥，亚利桑那等地方店面依旧业绩出色，但在达拉斯，Orange City 等地方的店面则经营状况不佳，这一系列的窘境让 Sol Price 萌生了出售或者寻找合并 FedMart 的想法。好的创意也需要好的管理。

1974 年，Sol 再一次去欧洲的度假中访问了欧洲当时几个流行的大卖场新模式。其中，在荷兰，他们参观了 Makro，后者的食品区域设置了会员制度，顾客需要会员才能够在此区域购买，而非食品领域则无需会员卡。Sol 还参观了 Hypermarkets 模式，其一般拥有巨大的工厂仓储式销售店面，拥有完整的百货，服装，电子产品等品类，超级大卖场模式一般拥有超过 60 个收银员，在大卖场外部还有出租店面，基于卖场人流进行销售，Sol 对这种模式很感兴趣，遂于其老板 Hugo Mann 聊了起来，这次聊天最终促成后续两家公司的联姻，Mann 的公司收购了 FedMart 的 60% 股份。Sol 虽然对于出售控股权有少许犹豫，但仍然促成了这笔交易。然而，交易达成后，Mann 立马恢复了原样，在收购达成后半年的董事会上，他向 Sol Price 开炮，最后宣布将 Sol Price 踢出总裁位置。1975 年，Sol 已经接近 60 岁，遇到了职业生涯最大的挫折。

Sol Price 一边主导于 Mann 方的法律诉讼，一边没闲着拉着自己儿子和外甥成立了 Price Company，进行二次创业。他们把目光投入了 FedMart 旗下的供应链公司 IDC，他们决定尝试一个仓储式生意，以小 B 作为目标用户，以更低廉价格，革新传统的供应链模式给小 B 供货。他们为此进行一轮潜在用户调研，结果不尽如人意，大部分小商户不愿意因为低价而换取方便的配送服务，还有一小部分人对这种模式根本不感兴趣。Sol Price 依然决定尝试，他向美国银行贷款了 400 万美元，并向亲朋好友融资了 250 万美元。公司名称用了自己家族名字，因为 Price 家族在当地已经积累了相当口碑，并加入基于会员制 Club 模式，Price Club 应运而生，会员费为 25 美元。显著高于 2 美元的会员费让 Price Club 能够进一步降低商品的售价。

Price Club 获得成功并启发同行效仿

1976 年，第一家 Price Club 在圣地亚哥开业，一开始并不成功，第一周的销售额仅 3 万美元，远低于 20 万美元预期。按照前期 FedMart 的六个恰好原则，Price Club 在各个方面离预期都有较大差距，公司也进行了持续调整。此后，圣地亚哥信用卡联盟找到公司说想进行合作，将 Price Club 的销售开放给他们的会员，Sol 和管理团队商量下觉得可行，但还需要考虑原来 B 端消费者顾虑，于是产生一个折中方案，B 端还是购买 25 美元会员，而 C 端会员则免费购物，但需要多付 5% 的溢价。此后，Price Club 便成为双重会员结构：B 端 25 美元会员，C 端免费，而这两种会员的平衡点则是年销售 500 美元。到 11 月，门店周销售额达到 15 万美元，会员规模突破 1.3 万，B 端会员突破 1500，生意基本进入正轨。Price 的经营策略基本遵循了 FedMart 之前路径，比如低价，比如低 SKU (Price Club 3 千，其他折扣店 5 万)。以 1979 年 Price Club 的财务数据对比 1969 年的 FedMart，毛利层面 FedMart 是 30% (与一般折扣店相当)，然而 Price Club 仅有 11.7% (与 Costco 相当)；FedMart 总运营费用率为 17%，Price Club 仅为 9%；Price Club 的坪效是 FedMart 的两倍；FedMart 的应收账款/库存为 60%，而 Price Club 为 90% (数值越大说明资金利用效率越高)。Price Club 在各方面数据都比 FedMart 模式更加高效。Price Club 加入了“网红食品”热狗 (Costco 网红)，并售价 1.5 美元，此后 36 年没涨价。

1978 年，Home Depot 的创始人 Bernard Marcus 参观了 Price Club 深受启发，并于 1979 年借鉴仓储模式开设第一家专注于家庭硬件销售 Home Depot。1982 年一个西雅图的商人 Bernie Brotman 找到 Price Club 说想合作在西雅图开一家店，公司高管讨论后不愿意放开加盟，且公司可以自己进入西雅图市场于是拒绝了服务，后来 Brotman 找到了 Jim Sinegal 创立了 Costco，1983 年在西雅图开设了第一家会员式仓储店。1982 年，借鉴 FedMart 的理念创立了 Walmart 的 Sam Walton，在此来到 Price Club 视察，并与 Sol Price 进行了友好会谈，后者知无不言的进行了分享，1983 年第一家 Sam's Club 正式开业。

Price Club 与 Costco 合并

Sol 对于房地产业务一直保有热情，一直精于亲自选址，而高管团队其他几个人的选址能力却不强，而 Sol 本人的精力有限，导致 Price Club 的扩张速度慢于同行 (老板太过事必躬亲的局限性)。此外，Price Club 在美国东部和加拿大的扩张都几乎采用了“联邦制”，即独立的公司架构和管理团队来执行扩张策略，东部公司同样缺乏选址专业人才而扩张缓慢，而在加拿大的合作伙伴能力较强，Price Club 在加拿大到 1993 年扩张到 16 家店。Price Club 还和墨西哥本地零售商合作开辟市场，到 1993 年，总共有 97 家店，位于美国，加拿大和墨西哥。

1983 年 Sam Club 和 Costco 几乎在同一时间开业，且开启了激进的扩张策略。同时，他们激进拓展进入新鲜食品：肉、烘焙等，以及药店等必需品领域，而 Price Club 在新鲜食品品类扩张却犹豫不前，这两个强劲竞争对手开始进入 Price Club 的腹地，同时发展速度超过了 Price Club 的速度。此外，类似 Home Depot、Staples、Office Depot 等垂直品类的仓储式商店开始蓬勃发展，进一步分流了 Price Club 的客流。与 FedMart 类似，缺乏强劲运营能力的 Price Club 又一次进入了发展的窘境。屋漏偏逢连夜雨，此时 Sol 的孙子得了脑部肿瘤，使得全

家进一步分心。到1992年，Sol Price开始意识到自己和高管团队已经力不从心，他需要为100多家门店的Price Club寻找买家，潜在买家有两个即沃尔玛和Costco。对于沃尔玛的Sam Club，其余Price Club在区域重叠不多，正好可以互补，但是沃尔玛反对工会且员工待遇和福利比Price Club差，Sol不想亏待员工。因此，Costco就成为了最佳买家了，两家公司文化相近，模式相近(因为Jim Sinegal就是Sol的学生)。1993年6月，美国排名第二Price Club和第三Costco的仓储式零售合并了，合并后公司将拥有195家店铺，年销售额达到160亿美元，规模超过了第一Sam Club。虽然表明看起来是对等的合并，然而新公司将由位于Kirkland的Consto管理层掌控，可以看出Costco成为了新主体的主导方。1994年，由于理念不合，Price和Costco又进一步分家，将房地产业务剥离成立Price Enterprise，而后者则继续专注于零售业务。Price又打造了类似仓储式零售品牌PriceSmart，同样由于缺乏良好经营与2003年遭遇现金流危机，通过Sol Price本人资助和债权人债转股才转危为安，由此也再次证明了Sol Price发明了会员制仓储零售模式，但却成为了前浪，核心还是缺乏卓越的执行力。Price Club有顶级的创意，但缺乏顶级的执行力。反观Costco，却凭借James Sinegal卓越的管理运营能力一跃成为全球会员制仓储店龙头，真正将会员制零售模式发扬光大。截至2020年，Costco营收达到1630亿美元，全球拥有接近800家店铺，会员规模超过1亿。从经营效率来看，Costco近年来一直保持2%左右的净利润率，其中会员费(高级120美元；普通60美元)占其经营利润的70%。为了保持低价竞争力，其日常商品加价幅度不超过14%，Kirkland标签商品(自有品牌占销量三分之一左右)加价幅度不超过15%。Costco为了维持低价不惜和巨头对抗，2009年就曾停止销售可口可乐，因为其价格不能满足Costco的要求。

Costco为何从规模上千不过Walmart？后者年销售额超过5000亿美元，核心还在会员结构上，Costco会员价格为60美元，则1200美元是临界点，Costco针对年销售额超过1200美元顾客是更好的选择，而这本身就是一道门槛。当然，会员制可以进一步增加用户的忠诚度，和口碑传播效应。比如，Costco在美国零售行业的用户满意度就一直名列前茅。亚马逊的Prime会员和保持低价的理念同样受到Costco的启发，但相比Costco会员以入场券为主，Prime会员拥有2日达的显著权益。总而言之，对于大体量的顾客，Costco模式已经做到极致低价，基本是线下零售的终极模式了，其未来竞争对手大约只有线上了。



《富甲美国——沃尔玛创始人山姆沃尔顿自传》

山姆沃尔顿(Sam Walton)生于1918年美国俄克拉荷马州，山姆的父亲托马斯是个老实的买卖人，却有着很强的谈判技巧。从小时候，山姆和兄弟巴德就学会了为家里挣钱，也养成了绝不乱花一分钱的观念。1930年代山姆的进入密苏里州立大学，大萧条期间他必须每天推销报纸、送报纸打工，每年靠这个能赚到5000美元。毕业后，山姆进入JC Penny公司，每月75美元，期间遇到了未来的妻子海伦，1943年两人完婚。1945年山姆从二战归来，在阿肯色州的波特镇，花了2.5万美元买下一家富兰克林小店，其中2万是岳父资助。但街对面的斯特林商店是其强劲对手。山姆不仅通过阅读任何一本能到手零售业书刊学习，还从研究街对面的竞争对手进行学习。富兰克林要求加盟店80%商品要从总部购买，这样年底才能拿到一笔折扣返点，然而，山姆总是尽可能自己去找供应商直接购入商品，与富兰克林供货抽取25%毛利相比，这些供应商仅抽取5%，降低中间商成本使得山姆的商店能够比竞争对手更低价格出售商品。山姆发现一件进价80美分的商品，如果将它的价格定在1美元，会比定价1.2美元卖出数量多3倍之多，从而实现薄利多销。他贷款1800美元买了一台冰淇淋机，结果大获成功，这个新鲜事物成为小镇居民光临山姆的店的重要原因之一。仅仅2年半时间，他们就还清了借款。当山姆听说竞争对手扩大面积时，他迅速找到房东租下店面，开了一家鹰店，虽然这家店始终没有赚过钱，但起到了阻止对手做大的作用。到了1950年，营业额已经达到25万美元，每年纯利润达到3-4万美元，成为富兰克林加盟店中首屈一指的店面，也成为阿肯色州最大的商店。就在此时，房东拒绝续租，而是收回店面并买下富兰克林的加盟权交给儿子经营。山姆被迫出让了自己苦心经营5年的店面，32岁的他准备二次创业。他带着5万美元来到小镇本顿维尔，买下了哈里森百货店，并与旁边理发店签订了99年租约，并加盟富兰克林自助售货模式。7月，第一家沃尔顿廉价商店正式开业。1952年，山姆在小镇费耶特维尔开了第二家沃尔顿廉价商店，并仍然采用自助售货模式。山姆雇佣了第一名经理维拉德沃克，管理这家新店，后者可以从商店销售额里抽取百分之一作为红利。山姆不断寻找新奇的商品用以促销，当时呼啦圈火爆全美很难进货，山姆马上自己生产卖掉了无数呼啦圈。此时，购物中心开始兴起，山姆和兄弟巴德在堪萨斯州一家购物中心开了一家富兰克林大型店。从行业趋势上，此时美国零售连锁还局限在各州范围内，而山姆不知不觉已经跨4州经营了。由于购物中心百货店表现良好，使得山姆对购物中心本身也产生了浓厚的兴趣，他阿肯色州获得一块土地打算进入商业地产，但最终因难度太大作罢。他自诩为从商

生涯犯下最大错误。山姆采用独立合伙经营模式，山姆、海伦、以及其兄弟家人等都进行了投资，这大大加快了山姆开店速度。到 1960 年，山姆已拥有 15 家店，销售额达到 140 万美元，成为全美最大的独立百货经营者。由于每家店规模偏小，整体看起来仍不成气候，山姆开始考察各种新的点子。其中就包括美国东北部发展起来的折扣店模式。一个叫赫伯吉布森也在费耶特维尔镇上开了一家折扣店，打折达到异乎寻常地步，山姆已经知道折扣销售理念将成为未来主流，而传统百货行业将受到显著冲击。

1962 年已经进军零售业 17 年的山姆，开设第一家折扣销售店，其中兄弟巴德投入 3%，招聘店经理投入 2%，山姆夫妇投资 95%，店铺取名 Wal-mart。虽然店铺装修很差，但定价比竞争对手要低 20%。实践证明，只要价格低，顾客对于购物环境根本不在意，在一个人口只有六千人的小镇上，折扣店行情不错。这家沃尔玛第一年营业额是 100 万美元，虽然低于购物中心店的 200 万美元营业额但比普通百货高出几倍。除了沃尔玛还有其余的三家折扣店玩家。SS Kresge 拥有 800 家百货连锁的公司，在密歇根开了一家折扣店叫 K-Mart；伍尔沃斯开设了 Woolco Chain；代顿哈德森开设了第一家 Target。当时沃尔玛绝对是行业最不起眼的，在随后的 5 年里，K-mart 开设了 250 家店，销售额达到 8 亿美元；而沃尔玛只有 19 家店，销售额为 900 万美元。然而，30 年后，当时所有的个体折扣店悉数倒闭，除了 Woolco 四家中的三家发展为全美最大连锁零售公司，而沃尔玛成为了最大一家。

农村包围城市

与 K-mart 等从大城市发家显著不同的是，沃尔玛是从竞争相对较小的小镇起家，这也无形中成为沃尔玛崛起的核心要素之一。当时竞争对手们纷纷进入大城市，比如 Kmart 不会在人口小于 5 万的镇上开店，而吉布森也不会选择人口少于 1 万的镇子。而即使是人口只有 5000 人小镇，沃尔玛也会开店。只是因为二战后，汽车工业的大发展，人们开始迁入城郊小镇生活。缺乏购物中心的小镇顾客的强烈需求，正是沃尔玛崛起核心要素。此外，沃尔玛建设分店时，必须要控制在每家分店配送路程不能超过一天车程，沃尔玛扩张的节奏是一个州接着一个州，步步为营。由于沃尔玛往往在一个地区拥有很高的密度，这也间接加强了人传人口碑传播效应，为沃尔玛节省了广告投入费用。平均每个州都有 80 家门店，远远超过竞争对手。由于采用这种“农村包围城市”的拓展战略，前期沃尔玛在小镇扩张几无竞争对手。同时，尽可能降低开店成本，可以使价格保持在尽可能低的水平。

天天低价

沃尔玛诞生初期，山姆专注于尽可能的低价销售，并不在意商品品质(可退货)和购物环境(低租金)，传统百货普遍加价率在 50%，而沃尔玛主动将毛利控制在 30%。针对高频刚需产品，沃尔玛将其摆在最显眼位置低价促销。如果动销不好，就换其它品类。山姆说，沃尔玛的珍爱时刻，实际上是选定的爆款促销产品卖到脱销的时刻。而其他百货店竞争对手，太过习惯于 45%以上的利润了，对他们来说，要降到 30%几乎是不可能的，所以沃尔玛可以持续拓展领地，一个典型创新者窘境。

物流体系

60 年代末，沃尔玛连锁店已经有 12 家，百货店 14 家，此时的管理还很粗放，采购模式也不精细，只是规定一个大致预算。此时山姆感觉到，必须引进核心管理人员，帮助公司可持续发展。此时沃尔玛还是手动记账，山姆开始拥抱高科技，考察计算机技术，引入第一位高管费罗德阿兰德，筹建物流仓库和配送体系。之后引入罗恩迈耶等出色高管加入，创立了整合订货、交叉配送的物流体系，以及内部通讯系统等尖端科技。这为后来沃尔玛的迅速扩张打下坚实的基础。

合伙机制

低价促销让沃尔玛站稳脚跟，而合伙人机制真正调动了每个雇员的积极性。1960 年代，沃尔玛只有分店经理可以参加合伙人分享计划，随着公司发展，山姆愈发意识到建立店员和顾客之间良好互动关系非常重要，此外，山姆参观了一家叫刘易斯的公司，他们每位店员都被称为合伙人，这个模式深深的启发了他。1971 年，沃尔玛开始了一项向全体员工的利润分享计划，公司平均将工资的 6%的数额作为利润分享。在公司至少待够一年，或者每年工作至少 1000 小时的员工，都有机会参与。此外，沃尔玛还推广雇员优先购股计划，员工可以以工资扣款方式，低价购买公司股票。到 1990 年代，沃尔玛超过 80%员工持有公司股票，这项计划也使得很多员工受用终身。合伙人制度充分调动员工积极性，培育了员工的归属感。比如，沃尔玛的损耗率大约只有行业平均水平的一半。

1970 年 10 月，沃尔玛发行 20%股份，登录资本市场，为快速扩张筹备资本。整个 1970 年代，沃尔玛不断引入高质量的高管，例如大卫格拉斯，后者对于沃尔玛现代配送系统做出了最大的贡献。此外，沃尔玛也完成了公司制度章程等体系化建设。在此期间，沃尔玛展现出了惊人的增速：开店速度不断加快，从 1970 年 32 家店，扩张到 1980 年的 276 家店，从每年约开 10 家增长到每年 40 家。与此同时，单店营收从 100 万增长至 430 万美元，总营业额也从 1970 年 3100 万美元增长至 1980 年 12 亿美元，利润也从 120 万美元增长至 4100 万美元，各项指标惊人持续增长。

1974 年，公司治理已经进入轨道，56 岁的山姆开始回归生活，减少参与公司日常决策，并从董事长位置退出

来，而让罗恩迈耶(40岁)和费罗德(45岁)两位执行副总裁主导公司发展。然而两位副总裁不合作陷入对立。沃尔玛陷入了高管离职的大浪潮，包括罗恩在内的近30%的高管离职，连山姆自己也承认当时对于公司还是否能保持以前发展态势很不确定。1976年，山姆宣布回归，并引入了大卫格拉斯(前斯普林斯菲尔德连锁药店的高管)，分管财务和配送，提拔杰克休梅克主管运营和商品。早期，沃尔玛和供应商之间更多是博弈关系，更多关心的是如何降低采购成本。后期，沃尔玛利用计算机与供应商共享销售信息，从而使得供应商可以提前准备降低成本，同时沃尔玛也拥有更低的定价。沃尔玛则坚信计算机等科技对于促进增长降低结构成本的必要的。沃尔玛当时花了7亿多美元建设了计算机和卫星通信系统。山姆说，沃尔玛的特点就是在最需要的时候能够拥有合适的人才从事合适的工作，而正是这点使得沃尔玛能够长青。保持精简，下放职责，听取最基层的声音，保持上下的沟通是沃尔玛高效运营的关键因素。

1976年，Sol Price创立的PriceMart是首创零售会员店模式。他们将毛利压缩到10%，远低于行业22%标准，他们针对不仅仅是普通顾客，甚至包括小企业业主，只要缴纳一笔会员费，就可以在会员店购物。沃尔玛也跟随推出了山姆会员店，大获成功，其1983年开张到1990年代零售额就超过100亿美元，拥有217家分店。

应对竞争

从Kmart开设第一家店开始，山姆就投入很大精力研究竞争对手。Kmart时任CEO哈利坎宁安说，沃尔玛吸取了Kmart几乎所有原创构想。70年代中期，千店巨头Kmart向百店的沃尔玛发动了攻势，他们在沃尔玛业绩最好的四个镇子开启了分店。一位分析师写到："沃尔玛成功的要素是其一直选择缺乏竞争的小镇市场，而与Kmart竞争或许将影响沃尔玛进一步扩张，我们认为公司未来是不确定的，甚至随时可能垮台"。此时的山姆几乎力排众议表示，我们应该站起来和他们战斗，而不是规避竞争。出人意料的是，他们几乎打了个平手，Kmart并未从沃尔玛手上抢到可观的顾客。面对Kmart的紧逼趋势，沃尔玛选择收购区域小型连锁进行扩张。一系列收购的成功进一步增强了沃尔玛对于增长的信心，此后每年新增店数量达到100-150家。

到了1984年，沃尔玛已经有640家分店，每年销售额超过45亿美元，利润接近2亿美元。虽然，在行业中各家折扣零售商各项能力都得到了显著提升，但并没有任何一家能够像沃尔玛一样拥有这样规模同时保持高效率，同时保持低成本，员工优质服务等，沃尔玛仍然具有显著发展优势。到1990年代，沃尔玛拥有20个配送中心，绝大多数距离其服务的分店只有一天路程，沃尔玛的仓库能够提供分店需要的85%的货品，而竞争对手大约只能提供50-60%。此外，沃尔玛的分店从计算机下单到收到补货时间间隔只有2天，公司还有一种"快速交付"方式，能够缩短至1天。而竞争对手(大多没有自己运输网络)大概要5天甚至更多时间。事实上，庞大且高效的自营物流体系同样是沃尔玛核心竞争壁垒之一，这一点在亚马逊崛起过程中也充分借鉴了沃尔玛的经验。

1960-1990这30年，沃尔玛呈现了惊人的增长态势，年营收复合增速处于35-45%区间，新开店数量增加到1528家，且单店收入迅速增长(1700万)，于此期间利润增长幅度与营收基本相仿，且利润率维持在3.5%左右区间，到1990年代，沃尔玛已经成为世界最大的零售商了，而且规模还在持续增长。然而，在山姆看来自己的目标一直是打造全球最好的零售商，而不一定是最大的，他甚至考虑过等沃尔玛收入到1000亿美元时候，把公司拆成5家200亿美元公司。

山姆总结了创业沃尔玛的成功十条企业家经营法则：献身事业；与员工分享利润，视他们为合伙人；激励你的同事；与同事尽可能多交流；激励同事为公司做每一件事情；成功了便尽情庆祝；倾听公司每一个人的意见；超越顾客的期望；比竞争对手更好的控制成本；激流勇进，独辟蹊径，藐视常规。零售企业不断往前发展的底层驱动力：不断降价，不断提效，在低价基础上不断精进服务，从省开始，最终在"多快好"多个维度持续精进。



《Jeff Bezos in his own words》《一网打尽——贝佐斯与亚马逊时代》

Jeff Bezos 1964年生于新墨西哥州，之后父母就离婚了，母亲与其继父结婚，贝佐斯的生父在多年后才知道自己有这么个杰出的儿子。在儿童和学生时代，贝佐斯很快就表现出异于常人的智力和品质。1986年，从普林斯顿大学毕业后，其最开始进入一家高科技公司Fitel。1988年来到华尔街加入Bankers Trust。1990年，26岁的贝佐斯进入了华尔街著名的量化投资基金D.E. Shaw & Co，贝佐斯成为了公司最年轻的VP。在量化基金工作很多方面塑造了贝佐斯的习惯，例如面试流程，贝佐斯经常会提出：美国有多少台传真机？这种开脑洞的问题，用来考察面试者的思维能力。1993年，贝佐斯研究了一系列数据后发现，当年互联网使用人数年增长率达到2300%。贝佐斯在想：什么样的产业才能有这样高增长背景下分一杯羹？最终贝佐斯决定打造一家网上商店，而当时打造"万货商店"还不太现实，他列了一张单子，上面有20多个品类，包括电脑软件，办公用具，服装和音乐等，最

终他选定了图书。核心原因在于图书属于标品，方便储存和运输。此外，当时世界上有 300 万种图书，网上书店有希望从选择丰富度角度打败线下书店。实际上，贝佐斯本人就是个阅读发烧友。

最开始，贝佐斯给公司选定名字是 Cadabra，但这个名字晦涩难懂，他还注册了一个 Relentless.com 的域名。1994 年贝佐斯在字典中寻找 A 打头的词语，当他看到 Amazon 时候灵光一现，世界上最长的河流，也可以是世界上最大的书店，世界上最大的商店。1994 年 11 月 1 日，公司注册了新的域名。最初贝佐斯出资 1 万美元，后来又续进去 8.4 万美元。1995 年初贝佐斯的父母向亚马逊投资了 10 万美元。贝佐斯告诉父母，这笔钱赔光的概率是 70%。他说，如果不成功，这个感恩节我就回家。由此，亚马逊确实是从家族企业模式开始的。1995 年，亚马逊再次融资时候，其家人信托又投入了 14.5 万美元。1995 年，西雅图商人尼克哈诺尔召集了 60 位潜在投资商，争取为亚马逊投资 100 万美元，每人约 5 万美元。在沟通时候，贝佐斯含糊地描述了亚马逊未来发展前景，并预计到 2000 年公司销售额能达到 7400 万美元，乐观情况下能达到 1.14 亿美元并实现盈利，实际上，亚马逊 2000 年销售额是 16.4 亿美元，净亏损 14 亿美元。他把公司估值定为 600 万美元。公司有 70% 几率会失败——这句话跟他和家人说的一致。实际上，科技产业的最大魅力就来自于未来不可预期性，就像贝佐斯 1995 年对于自己 5 年后预测一样。1996 年，互联网资本热潮兴起，亚马逊得到了 KPCB 风险投资 800 万美元融资，估值达到 6000 万美元。

1995 年春，网站测试版上线，虽然内容贫乏，且只有文字展示，但是已经有了 100 万条目。亚马逊最早的模式很简单，就是收到消费者订单后，从两大销售商那里按照批发价订购，卖价是标价的 5 折。年中，贝佐斯决定让用户能够发表评论，他认为这会有利于公司的发展。当然，他会对那些有攻击性的评论严格把关。上线第一周，收到了 1.2 万美元订单，但只送出了 846 美元图书。第二周，他们收到了 1.4 万美元订单，发出了 7000 美元的图书。公司从一开始就疲于应付订单交付。实际上，当时公司一直没有专人负责图书包装，当订单量大的时候，交付就会延迟，员工经常在地上配货，干到夜里。对于一切外链达成的交易，亚马逊给予流量方 8% 的佣金。1996 年的亚马逊已经扩张到了 150 名员工，不到三分之一在仓库中工作。亚马逊决定为每一位顾客建立一个个性化的页面，把有相同购买记录的顾客集中在一起，然后列出每一组感兴趣的书单，这款被称为 similarities 的功能已上线就引起销售额暴涨。

1996 年，亚马逊的营业额为 1600 万美元，竞争对手巴诺书店销售额 20 亿美元。1997 年，成立 3 年的亚马逊也准备 IPO 上市。那段时间，贝佐斯努力抓住任何公开场合讲述公司创业历史，并强调公司名称为 Amazon.com，用来让大家记住这个网址。5 月 15 日，亚马逊成功上市，公开上市募集了 5500 万美元资金，亚马逊股价在未来 3 年时间仍将屡创新高，直到泡沫破裂。1997 年的亚马逊仍然没有自己的库存商品，它只是简单从销售商订购货物，然后迅速出货，完全采用轻资产运行。1997 年 8 月，贝佐斯邀请了在沃尔玛管理信息系统部的达尔泽尔担任首席信息官，开始搭建公司底层信息流体系。此后，贝佐斯又挖来了沃尔玛退休的物流副总裁莱特。这两个人将负责为亚马逊搭建物流系统。贝佐斯对系统的要求是比现在大 10 倍，且应该是可以应万变的体系。亚马逊的销量仍然在以每年 300% 速度提升。莱特第一年就花了 3 亿美元。在 IPO 之后，贝佐斯认为扩品类势在必行。首选是与图书最像的品类：音乐和 DVD，6 周后，亚马逊成为了最大的线上 DVD 售卖商。1998 年 5 月，亚马逊通过垃圾债募资了 3.26 亿美元，次年 2 月又募集了 12.5 亿美元，正是这两笔资金帮助公司渡过了互联网泡沫破裂。

1998 年后，亚马逊进行了一系列收购和投资。包括对于英国网络书店 BookPages，德国网络书店 Telebuch，网上市场 Exchange.com，第一家社交网络 PlanetAll，网上信息收集网站 Alexa。发展过速的亚马逊内部有些混乱，这些公司大部分高管在随后 1-2 年离开。此外，亚马逊还投资了网上药店 Drugstore.com，宠物用品 Pets.com 等一系列公司。然而这些公司在互联网泡沫中几乎全军覆没。在当年的致股东信中，贝佐斯同样反思到：“我们投资和收购这些公司是因为亚马逊当下不会进入这些赛道。然而，我们低估了一家初创公司达到存活条件的难度”。

1998 年 6 月亚马逊推出了作家排行榜功能，同时还申请了一项叫“一键下单”的专利，这个系统可以预存顾客信用卡信息等，当顾客下次购物时候只要一键就可以实现下单。不断降低下单门槛，便捷下单过程，构筑亚马逊平台壁垒。这份长达 19 页的专利申请于 1999 年秋通过批准。而这项专利被亚马逊开始用来控告巴诺书店、以及 1998 年出现的 eBay 等竞争对手的利器。

eBay 成立于 1995 年，是线上拍卖网站，其采用轻模式 1997 年就盈利 570 万美元，1998 年盈利 4740 万美元，1999 年盈利 2.247 亿美元，其每一笔销售都有一定佣金收入。实际上，在未来相当长一段时间内，eBay 都更受华尔街的欢迎，而不是亚马逊。在尝试收购 eBay 无果后，贝佐斯命令部下用 3 个月的时间复制 eBay。1999 年 3 月，亚马逊的拍卖业务正式上线，然而由于当时 eBay 已经在优势品类建立了巨大优势，亚马逊这个新业务并未获得任何用户关注。贝佐斯后来把这项业务改名为 ZShop，仍然未能成功。实际上，亚马逊的第三方购物平台直到后来 Marketplace 才开始走向成功。

1998 年夏贝佐斯私人完成了对 Google 的投资，这笔投资在 2004 年 IPO 时候价值 10 亿美元。到 1999 年初，

亚马逊准备进军玩具和电子产品。玩具品类特殊性在于其消费集中在节假日，而零售商必须在节日前准确预测当年市场需求量，不然容易产生脱销或者多于库存损失。贝佐斯准备 1.2 亿美元存货，最终产生了 5000 万美元库存。玩具品类可谓出师不利。电子产品同样遇到麻烦，三大消费电子厂商索尼、东芝、三星视亚马逊为线上折扣店，他们已经拥有了像 Best Buy 这种大卖场，不再需要像亚马逊这样的渠道。亚马逊只能高价从二级渠道拿货。

1999 年，公司销售额增长了 95%，吸引了 300 万新顾客，注册账户达到 2000 万。公司员工数量从上一年 1500 名增长至 2000 年 7600 名。此时，华尔街对于互联网公司的愉悦气氛已经消失殆尽。2000 年是亚马逊发展历史上最困难的一年，当年公司营收 16 亿美元，亏损达到 14 亿美元。公司市值从 1997 年年底 14.5 亿美元上涨至最高 300 亿美元，但随后下跌至 60 亿美元附近。股价的单边下跌使得员工的期权变得一文不值，公司士气开始下跌。另外，公司还宣布裁员 1300 名，占比达到 15%。这与过去几年公司持续扩张的趋势截然相反。2000 年初，雷曼兄弟可转债分析师苏里亚发布一份报告称，公司在未来 4 个季度中，现金流会枯竭。贝佐斯坚称苏里亚的分析师错的。他与 CFO 坐下来仔细研究公司资产负债表，虽然公司增长是合理的，但固定成本，特别是物流中心和工资两大块开销太大，必须大幅度缩减开支。贝佐斯在内部备忘录中称，亚马逊正在打地基，并将于 2001 年第四季度盈利。在 1997 年致股东信中，贝佐斯坚称亚马逊会把长期成长放在短期利润前面，然而，在压力下，他的经验策略被迫发生转向。此外，2000 年，贝佐斯从银行贷款 20 亿美元以缓解公司资金危机。之后，其与玩具城达成合作，获得后者 6000 万美元投资，也解决玩具供应链问题。亚马逊也和索尼达成了合作，解决电子产品供应链的问题。贝佐斯对用户体验的关注可以用沉迷来形容。比如其对于客服服务的标准是要持续降低平均通话时间和每一笔订单与顾客接触的频次。因为，贝佐斯觉得最好的服务应该是顾客不需要和平台交流，他讨厌顾客打电话进来。此外，贝佐斯公开了自己的邮箱 Jeff@Amazon.com，任何人都可以给他发邮件投诉用户体验相关的经历，而他本人则会查看每一封邮件，且时常会转发给相应部分负责人。这样仅带一个“？”的邮件被认为是亚马逊内部优先级最高的任务，一旦收到，必须第一时间解决。

虽然模仿 eBay 的拍卖网和后续 ZShops 都失败了，贝佐斯并没有准备放弃第三方销售的市场。2000 年，他召集众多高管成员研究为什么第三方销售不见成效。亚马逊网站的流量主要集中在其可靠的产品品类上——eBay 上搜索某些书出来几十个结果，而亚马逊只有 1 个，这是诸多消费者选择亚马逊的原因。而要让第三方销售有所起色，这些商品必须跟自营商品放在同一个页面上。2000 年 11 月，亚马逊 Marketplace 商店上线，主要经营图书，第三方图书(含二手)可以与自营产品出现在同一个页面供消费者选择。这项服务引来内外部一些反对声音，比如可能会将一部分销售收入拱手让给竞争对手，抱怨亚马逊用二手书取代新书销售等。但在贝佐斯看来，只要能给消费者带来更多选择或者更优质体验的服务就应该提供，更何况如果谁比公司卖得便宜，那就让他们去卖，同时需要研究为什么他们可以更便宜。2000 年，第三方销售占比约为 6%，这一比例到 2005 年提升到 28%。

2001 年，亚马逊仍然处于提高运营效率，追求盈亏平衡周期中，图书销售仍然占亚马逊收入大半。CFO 尝试说服贝佐斯提价，贝佐斯似乎也准备表示赞同。然而，一次会议很快改变他的主意。贝佐斯遇见了 Costco 的 CEO Jim Sinegal。后者每家店大约有 4000 个 SKU，全部加价 14%，公司不做广告，每年从会员费获取大量利润。贝佐斯深以为然，只要亚马逊能给消费者持续提供低价，公司就能持续扩张规模，实现薄利多销同时建立更深壁垒。2001 年，亚马逊宣布将图书和音像制品降价 20-30%。在 7 月财报分析师会议上，贝佐斯说零售商分两种，一种是想办法怎么赚钱，一种是想办法为顾客省钱，我们属于第二种。

亚马逊当年还邀请了管理学家 Jim Collins 来公司介绍了他即将出版的《Good to Great》成果，其向亚马逊高管描述了飞轮效应(FlyWheel)和自我强化的定义，而贝佐斯则将其称为亚马逊进入良性循环的法宝：以更低价格获取更多顾客，更多顾客则意味着更多销量，而且也会吸引更多第三方销售商家。规模效应使得收入增加，但亚马逊在物流中心和服务器等领域成本则是固定的，也会导致亚马逊有更多利润，而更多利润则能够使得价格进一步降低，这样其飞轮就能够持续运转。

在削减成本的过程中，贝佐斯认真思考停止一切电视广告营销。他让营销部组织一项实验，即在某些地区进行宣传看看销量是否会上升，这最终导致亚马逊决定终止所有的电视广告，其营销中心也进一步关闭。贝佐斯认为口碑效应可以起到向顾客宣传亚马逊作用。

亚马逊精简公司结构和汇报文化。贝佐斯认为，员工之间的合作是在浪费时间，最容易出现问题的部门才最适合解决问题。处于降低成本的原因，公司在内部开始削减中层岗位。亚马逊还按照“两个披萨团队”模式进行重组，即员工们要组成不多余 10 个人独立团队(两个披萨就能吃饱)。此外，亚马逊还把内部汇报的格式从 PPT 转换到了 word，且要求员工将汇报内容控制在 6 页以内，但可以加上脚注。

2000 年圣诞节假期，公司尝试将 100 美元以上的订单免费送货，给消费者直接实惠。2002 年初，贝佐斯召集高管讨论如何将免费送货变成常态。CFO 对此持反对意见，因为亚马逊已经在价格上给予了用户大幅度折扣，如果再免费送货会导致过高的成本。另外一位高管建议将顾客分为两大类，即急需商品顾客和时间不敏感的顾客。而

针对后者，可以利用闲置空间进行免费配送，从而降低成本。2002 年 1 月，亚马逊推出一款"超级免费送货服务"，主要针对 99 美元以上的订单，这一金额逐步降低到 49 美元，后来又降低到 25 美元。

2004 年，一位员工提供建议为何不对价格不敏感的消费者提供一项包月服务，用来提供更快的配送服务呢？贝佐斯觉得这个提议太妙了，在接下来两个月推出了 Prime 服务，最终确定月费是 79 美元。Prime 会员成为亚马逊拥有一项培育用户忠诚度核心措施，实际上 79 美元不重要，重要的是改变人们思维定势，以便他们不再其他地方消费。实际上，Prime 会员推出时候，内部同样面临不晓得阻力，反对意见认为昂贵运费成本会使得公司陷入亏损困局，当时亚马逊每单运费成本是 8 美元，如果 Prime 会员一年订单达到 20 个，则其 160 美元运费成本会远远超过 79 美元会员费。但贝佐斯坚持推出这项服务，因为他觉得这样服务能加速亚马逊的飞轮，长期来看，收入增速会快于成本增速，而规模效应则能够在长期为亚马逊赢得更多利润。2020 年，亚马逊全球 Prime 会员突破 2 亿，这些是亚马逊电商帝国的根基。

亚马逊的物流中心是仿造沃尔玛建设的，其应对大订单的能力足够的，按应对多样不同消费者订单则效率不高。负责物流的副总裁将物流中心升级为 Fulfillment Center，并设置了每个物流中心的运送量，出货量，单件货品包装成本及运送成本等指标。关闭不达标的物流中心。此外亚马逊还自研了物流中心管理软件，弃用了第三方软件，进一步提高了精确度和可控性。最终，单位成本，运送时间等效率不断提升，发货时间最低缩短到 4 个小时，而最初需要三天，而当时行业平均水平是 12 小时。到 2002 年，亚马逊又给顾客提供连夜、两天和三天内到货选择，但顾客需要额外付费享受服务。实际上，FC 中心成为亚马逊电商业务核心竞争壁垒，也成为了其飞轮运转的根基。

2007 年，亚马逊推出了 FBA 服务，第三方商家可以把货品入仓亚马逊的 Fulfillment Center，之后的服务全部由亚马逊提供。此外，这些第三方商品与亚马逊自营商品一样可以被 Prime 会员和 Super Saving Shipping(免费包邮项目)收录。之后，亚马逊还针对有能力自己提供满足 Prime 会员两日达送货服务的商家开启了 Prime 会员大门。至此，FBA 进一步成为了与 Marketplace(第三方销售)和 Prime 会员互补的亚马逊经营飞轮重要基础设施。2013 年致股东信中，贝佐斯提到四分之三的商家表示其加入 FBA 后销量提升了 20%。

2003 年，贝佐斯发现珠宝零售价是批发价的两倍甚至三倍，他认为珠宝是亚马逊下一个大机会。亚马逊的珠宝业务主管制定了先让第三方商家在 Marketplace 进行销售，然后公司边看边学的策略。然而，贝佐斯对于这个方案不满意，他认为亚马逊应该给用户提供比传统零售更丰富的选择和更低廉的价格。2004 年春天，亚马逊开始售卖珠宝，其中自营占比三分之一，第三方占比三分之二。亚马逊还和社会名媛希尔顿等签约，用来推广。然而，亚马逊的珠宝业务未能发展及预期，顾客还是希望走进实体店挑选戒指，不久，亚马逊开始把重心放在了鞋类和服装上。2004 年，亚马逊的员工总数达到 9 千名。在经历几年调整期后，业务重回增长状态。从品类上，拓展了体育用品，服装，珠宝等新品类，从市场上除原来英国，德国，拓展到了日本和中国。贝佐斯仍然在为他的 "Everything Store" 宏伟蓝图而努力。

2004 年，亚马逊迎来十周年，而股票却下跌了 12%。在覆盖亚马逊 23 位分析师中，有 18 位持否定态度。eBay 轻资产模式仍然被认为是电商领域更理想投资对象。更加令人羡慕的是，Google 于 2004 年上市，其市值达到亚马逊的四倍多。显然，在当时主流观点来看，以固定价格在线零售模式有些过时了，而来自于人才方面的竞争则进一步加深了大家对于亚马逊未来的担忧。而随着 Google 搜索发展，亚马逊也开始集中开发自己搜索引擎，并发布了书内搜索等用户喜欢功能。

云计算 AWS

2002 年一次会谈中，一位出版商向贝佐斯展示了一个爬虫程序，可以即时获取亚马逊网站上相关数据，包含价格、销售排名、产品等数据，反馈给第三方商家。贝佐斯在内部组织了团队，并下达命令开发一套全新 API，让亚马逊商家能够依据亚马逊网站数据发布商品，包括定价和使用官方详细产品说明，并使用公司的支付系统和购物车。这项目服务得到一个正式名称 Amazon Web Services, AWS。亚马逊偶然开拓了公司增长第二级。

当时，贝佐斯非常倾心一本叫《Creation》的书籍，其作者 Steve Grand 是 1990 年代视频游戏《生物》的开发商，他在书中提出其创造智能生命的方法就是专注于设计简单计算构件"原语"，然而等待生命的生成。贝佐斯认为公司也应该将基础设施最小化，变成最简单原子构件，并允许开发商灵活使用。正式基于这样理念，亚马逊 AWS 团队开发了弹性计算云，这项服务成为了 AWS 的核心。贝佐斯后来将 AWS 的计划递交到董事会，KPCB 的合伙人 John Dueer 问了一个问题："亚马逊为什么要进入这个行业？"贝佐斯的回答是"因为我们也同样需要它"。实际上，AWS 早期发展并没有得到多充分重视，2006 年 3 月，亚马逊推出了简单存储服务，允许其他开发商在亚马逊服务器存储文件，如照片、视频和文件等。上线后一个月，服务中断了 9 小时，但外界几乎没有人注意到。在讨论 AWS 定价的会议上，AWS 团队负责人平卡姆建议将 EC2 价格定位 15 美分每小时，但贝佐斯准备下调到 10 美分，平卡姆提醒贝佐斯 AWS 会长期处于亏损状态。贝佐斯回答是："很好。"在贝佐斯眼里，过高的利润会引来强大竞

竞争对手(贝佐斯觉得乔布斯最大错误是苹果 iPhone 定价太高)。如今 AWS 已经是亚马逊的基石业务。

电子书 Kindle

早在 1997 年,就有创业公司拿着类似电子书阅读器的发明去找贝佐斯,但贝佐斯希望使用无线连接下载书籍,但在当时成本过于昂贵,于是搁置。2003 年,苹果推出了 iTunes 音乐商店,在短短几年时间,苹果超过了亚马逊成为最大音乐零售商。2004 年,亚马逊收入中 74% 仍然由书籍、音乐和电影 DVD 销售组成,如果这些内容都被数字化,亚马逊的根基毫无疑问被动摇。经过高管讨论,贝佐斯宣布亚马逊将开发自己的适合长时间阅读的电子设备。硬件能力建设昂贵且复杂,但大家都知道贝佐斯一旦下定决心任何人都很难改变他的想法。实际上,当时亚马逊高管们正在痴迷于另外一本叫《创新者的窘境》(The Innovator's dilemma),这本书指出大公司的失败往往是因为他们不愿意接受大有前途的新市场,因为新市场可能会破坏他们传统的业务。贝佐斯直接从这本书吸取教训,而电子阅读器 Kindle 就是贝佐斯对亚马逊自我颠覆创新的最佳定义。Kindle 的开发过程与当初想象一样艰难,亚马逊对于硬件设备研发陌生,以及贝佐斯本人对于设备性能和设计极高要求(贝佐斯坚持设备应该在读者手中消失)使得过程十分漫长。外包设计商五角花了 2 年时间设计 Kindle,贝佐斯坚持设备要加入一个类似黑莓手机的键盘,最终双方矛盾不可调和,五角团队退出了 Kindle 的研发。此外,贝佐斯对于 Kindle 内容库要求也很高,希望在硬件发布时至少有 10 万种新图书供读者选择,亚马逊利用自己在图书渠道领域“威逼利诱”终于凑齐了目标数量的电子书。此外,亚马逊之前在出版商中收购纸质和电子书价格相同(都为刊例价的 5 折),但亚马逊决定将电子书单价定在 9.9 美元(模仿 iTunes 0.99 美元/首歌曲定价),亚马逊决定暂时对定价策略保密。此外,这种定价策略基本意味着按现有价格卖一本电子书亚马逊要亏损 5 美元,但贝佐斯坚持认为未来可以逼迫出版商降低电子书价格。历时 3 年研发,2007 年 11 月亚马逊终于在纽约发布了 Kindle。最初其定价为 399 美元,其一经推出便销售一空。事实证明,在 Kindle 走红过程中,9.9 美元低价定价策略同样至关重要。2009 年,在 iPad 还没有发布前,Kindle 占据了 90% 的阅读市场。同年,亚马逊推出一款名为 Encore 的项目,允许作家直接在 Kindle 商店发布自己新书或者绝版书,并获取 70% 的销售分成,开启了亚马逊直接出版的进程。2010 年,iPad 的发布又使得电子书市场江湖重新涌动。2012 年亚马逊电子书市场份额下降到 60% 左右,而苹果推行代理制度,出版社自主定价,平台和出版社利润 3:7 分成,亚马逊后来也被迫接受了这一定价模式。有意思的是,在代理模式下亚马逊利润反而更高,由此亚马逊不断降低硬件价格,不到 2 年,最便宜的 Kindle 价格下降到 79 美元。

2008 年,亚马逊开始在西雅图尝试亚马逊的生鲜项目。在互联网泡沫时候的并购失败经验让亚马逊在增长最迅速时很少进行并购。仅有的项目包括 2004 年以 750 万美元收购中国的卓越网,2008 年以 3 亿美元收购有声书公司 Audible 等。2008 年,亚马逊通过 2 笔收购进入了鞋类和母婴两大品类,其中第一笔是收购了由华裔谢家华创立的 Zappos,鞋类特色是品类繁多,对于同一款产品都有不同颜色、尺寸、宽度等参数,用户由此非常需要试穿和退货等服务。Zappos 于 1999 年建立,专注于鞋类的电商平台,在 2008 年营收超过 10 亿美元。亚马逊最终以 9 亿美元价格收购了后者。此外,亚马逊还于 2010 年收购了拥有 Diapers.com 的公司 Quidsi,补充了母婴品类布局。2017 年亚马逊进一步收购了美国高端生鲜品牌 Whole Foods。

2007 年,虽然当时资本市场主流观点仍然认为亚马逊只是一个骗局,其永远不会盈利。但少数华尔街的分析师敏锐从第三方商家洞察到,亚马逊平台访问量持续增加,而其竞争对手平台流量持续减少。但是,贝佐斯持续 13 年对于亚马逊增长飞轮的打造效果开始初步显现:首先是加入 Prime 会员后,用户的销售额平均翻番(身份认同让忠诚度不断提升)。2007 年 Q1 亚马逊的营收第一次突破了 30 亿美元,同比增速达到 32%,远高于往年 20% 左右增长,而其他电商平台增速仅有 12%,亚马逊持续在提升市场占有率。投资者逐步认识到贝佐斯的长期战略的价值,2007 年亚马逊股票上涨了 240%,到 2008 年 7 月,亚马逊市值近 10 年第一次超过了 eBay。到了 2010 年代亚马逊的成功已经毋庸置疑,然而外界对于公司“血汗工厂”的文化却有诸多质疑,贝佐斯为此开始思考如何升级亚马逊的公众形象,他列出了 17 种例如礼貌、可靠、承担风险等被公众喜欢的属性,并加入亚马逊备忘录。此外,2012 年之前,亚马逊对外使用名称都是 Amazon.com,主要原因是贝佐斯希望大家记住公司的网址。到 2012 年 3 月,公司网站终于使用了 Amazon 的缩写,也预示着公司已经完全变成综合发展的平台公司。

2000 初经营 DVD 租赁业务的 Netflix 崛起,对于亚马逊的 DVD 售卖业务就造成了显著影响。跟随 Netflix 脚步,亚马逊在英国和德国也开设了 DVD 租赁业务,并将其出售给了欧洲竞争对手 Lovefilm,换取了后者 32% 股权。2011 年,亚马逊以近 2 亿英镑价格全资收购了 Lovefilm,作为其后续进军流媒体的基础,1 个月后亚马逊宣布向 Prime 会员提供视频流媒体服务,并逐步布局了原创内容。

如果不是当年贝佐斯发现 1993 年互联网使用人数同比增长 2300%,也没有亚马逊这家公司。普遍意义上大家对于互联网行业理解是低获客成本(用户红利),但贝佐斯对于亚马逊的红利最大的认识来自于规模优势。在致股东信中,贝佐斯曾经回答过一个问题:“亚马逊要提供的世界最好用户体验和最低的价格在传统零售眼里似乎是互相矛盾的事情,亚马逊怎么能兼得?”贝佐斯的回答是,亚马逊的用户体验中关键要素例如提供丰富选择和准确性

息、个性化体验等其他更便捷功能这些都是相对固定成本，随着收入规模扩大其收入占比会持续降低。而对于可变成本，亚马逊仍然可以通过持续优化效率降低成本，而效率的优化同时又能提升用户体验。实际上，这些优质的用户体验本质是相对的，亚马逊只要比他的所有竞争对手都好就可以。

造就亚马逊的除了行业红利，还有贝佐斯对于“以用户体验为中心构筑飞轮效应&企业持续颠覆式创新”两大方向的长期信仰。实际上，亚马逊每一年致股东信都会附上 1997 年的原版，以表示公司的行为准则从未改变。“以用户体验为中心”在亚马逊数次重大决策中起到了决定性作用，特别是 Marketplace 上线，以及 Prime 会员。这两大举措都曾经因为与自营业务矛盾，以及或短期增加过多成本遭受内部阻力，但贝佐斯都以此理由做出了长期正确的决策。慢慢的，用户体验成为了亚马逊内部文化第一条，2010 年其内部 452 个详细目标中，有 360 个与用户体验直接相关。从电商平台模式来看，我们都知道类似阿里巴巴，eBay 这种平台模式利润率更高，但亚马逊走出一条另类路线，从用户体验出发，建立了 Marketplace，Prime 和 FBA 三大基础设施，硬是把平台第三方销售 GMV 占比从 1999 年 3%一路提升至 2018 年 58%，在美国的电商市场把第二名远远甩在背后，这背后离不开亚马逊对于以用户体验为中心构筑飞轮效应的数十年如一日的坚持。

What does Day 2 Look like? Always DAY 1。是贝佐斯股东信永恒的结束语。曾经有人问他，Day 2 是什么样子？贝佐斯说 Day 2 就是公司下坡路甚至走向灭亡的开始，所以这是亚马逊要始终停留在 Day 1 的原因。



公司官方传记《Built From Scratch》《家得宝传奇》，作者为创始人 Bernie Marcus 和 Arthur Blank，书中记录了从 1978 年创业开始到 1999 年的发展历程，以及从管理等各个角度阐述自己的方法论，可以一窥究竟。

Bernie Marcus 生于 1929 年，是俄罗斯裔移民。Bernie 的母亲很有智慧，她教导儿子人生有限，不要浪费精力在自己不擅长事情上，不要纠结过去，要聚焦未来，面对自己过往的态度决定了面对未来人生的态度，这些理念都深刻影响了 Bernie 人生观和世界观。大学进入 Rutgers 医药专业。1954 年，大学毕业便进入了零售业，他职业生涯初期很顺利，28 岁就成为了一家叫 Two Guys 零售企业负责人，当时 TwoGuys 卖出美国东海岸 70% 的家用设备和 60% 修草器械。然而 Two Guys 在创始人去世后，接任管理者开始盲目扩张，公司开始陷入经营困境，1968 年，Bernie 离开了这家公司。1970 年，Bernie 加入一家叫 Daylin 的零售公司，在这里他认识了 Arthur Blank。Arthur Blank 生于 1942 年纽约，1963 年大学毕业后，Arthur 加入当时八大审计事务所 Young&Co 成为一名审计师。1968 年，他选择回归加入自己家族生意，同年，其家族生意出售给了 Daylin 公司。1970 年，28 岁的 Arthur 成为 Daylin 公司药店业务的主管。1974 年，Daylin 公司经营陷入困难，Arthur 的业务被出售，这时，Bernie 打了他的电话，邀请他加入 Handy Dan，从此两人开启了共事生涯。

Handy Dan 成立于 1955 年加州洛杉矶，Bernie 和 Arthur 加入时，已是当地知名的家居用品连锁店，其单店 3 万平方英尺，年销售额达到 500 万美元(当时平均 300 万)。1976 年，Handy Dan 股票跌到 3 美元/股，而当年公司每股收益是 1.5 美元，相当于 2 倍 PE。一位叫 Langone 的投资人看上了 Handy Dan 这块低估值资产，并用 3-12 美元/股成本买到了当时市面上 40 万股流通股。而母公司 Daylin 持有 81% 股票，流通股只有 19%。长期来看，大股东为了践行自己对小股东的契约责任，其必须保持和小股东一致意见。因此，如果有一方控制了大多数流通股，即使其持股比例低，大股东都意味着可能失去控制权。Daylin 大股东不得不以 25.5 美元/股回购了 Langone 手中的股票。当时，Bernie 被提升为 Handy Dan 的 CEO，其自认为地位稳固，但是 Langone 却提醒他 Daylin 的大股东人品不可靠，果不其然，Bernie 在一次会议中突然被罢免，Arthur 也在罢免名单中。49 岁的时候，Bernie 失业了。这段经历让 Bernie 明白，靠金钱无法收买员工，必须拥有爱和关怀。而 49 岁失业的 Bernie 第一想法是要和原公司打官司，要来 100 万美元自己应得的薪酬。而他朋友 Sol Price (Price Club 的创始人) 告诉他，要面向未来，放弃争端，即使最后你赢了官司，可能你还是输了。

在经营 Handy Dan 的时候，Bernie 就有了 Home Depot 原型创意：更大的商店，单店面积从 3.5 万平方英尺拓展到为一倍，门店毛利率从行业平均 45% 降至 30%。撇开经销商从工厂直接进货，以降低成本。本质上来讲，Home Depot 是薄利多销在庞大家居行业的垂直实验。Bernie 早期的融资过程并不顺利，很多投资者包括 Arthur 都对其颠覆性想法是否成立有所怀疑。最终还是 Langone 帮他融资了 200 万美元开始创业。

期间 Bernie 还结识一位同行 Pat Farrah，1978 年在洛杉矶推出了 Homeco，一家 13 万平方英尺的仓储式家居店，可以说把 Bernie 的想法提前实现了。在了解的过程中，Bernie 和 Arthur 发现 Pat Farrah 缺乏最基本的财务常识，Homeco 的毛利率只有 12%，而不是想象中的 23%，如此下去，可能半年后就会倒闭。这也打消了二人原本的收购意向。Bernie 和 Arthur 决定成立新公司，Bernie 股权占 18%，Arthur 占 15%，Pat Farrah 加入后占 15%。在

向投资者征求意见后，公司正式命名为 Home Depot。当时 JC Penny 在亚特兰大有四个大型商业地产在出租，第一家店也就选址在亚特兰大。在寻找融资过程中，Bernie 最后不得不找到自己老朋友 Security Pacific National Bank 的 Rip Fleming，Rip 以辞职威胁，帮助他们获得了 350 万贷款，而该银行此后也成为 Home Depot 持续支持银行之一，获得了丰厚的回报。

爆品促销到每日低价

作为仓储式商店，Home Depot 外表像一座仓库，这样给顾客低价的感觉。Home Depot 一站式提供最实惠的家居购物选择，一半以上商品直接从厂家采购以保证低价。Home Depot 最开始并没有走红，邻居 JC Penny 旗下的 Treasure Island 购物商城因倒闭开始折价大甩卖，很多顾客顺便来到 Home Depot，感觉确实是便宜，同是 Home Depot 开始推出极低价格爆品，并获得口碑传播，到 1979 年底，公司 3 家店拥有 200 名员工和 700 万年销售额，亏损 100 万美元。而到 1980 年中，单店年销售额就突破了 1200 万美元，公司盈利了 85 万美元。商业模式验证后，Home Depot 选择了 IPO 募集资金。1981 年贝尔斯登帮助 Home Depot 在 OTC 市场上市募集了 300 万美元，1984 年转板到了 NYSE。这时候的 Home Depot 也更像早期的 Walmart，是以爆品促销驱动销售的模型，比如 29.95 美元的电风扇。Home Depot 每半个月会发布一个低价促销手册，促销能提升 30% 销量，但销量波动较大。Bernie 和 Arthur 向好友 Sol Price 学习每日低价策略后，Home Depot 开始向每日低价转型。Walton 的合伙人 Glass 说：每日低价是零售最终极的营销手段，一旦你理解其背后的好处，你就会欲罢不能。当时 Home Depot 每年广告占比 3%，沃尔玛是 1.5%。相比于促销带来一波波销售流，每日低价能让销售更加稳定，此外让消费者对于实惠心智更加持续深化，从而实现真正的品效合一，是零售产业又一次效率升级。

1987 年，Home Depot 下定决心向每日低价转型，初期确实经历了说服供应商，说服销售店员，短期主要向长期主义转型的过程。实际上，随着低价促销、更多选择、更优服务等成功奥秘被竞争对手模仿后，深入到骨髓的每日低价理念，和多年在消费者心目中积累的心智，则成为了 Home Depot 核心壁垒之一。Home Depot 很少打广告，最开始 Home Depot 通过奥运会等大赛赞助触达顾客，之后加入了情景喜剧等内容植入。1981 年推出了自己的吉祥物 Homer。早期的顾客主要是男性，宣传上不断提升女性顾客认知，1990 年代男女比例已经 50 比 50。

员工服务引领 DIY

由于居住习惯和人力成本高企培育了美国 DIY 文化，对于家居行业这种非标品而言，专业且以服务为导向的销售店员是必要条件，如果能够帮助顾客用 1.5 美元修好老工具，店员就不会给其推销 200 美元的工具，一切以顾客利益为第一准则。服务不仅仅是态度，而且需要专业度。面对不同专业问题，店员要能够给出最佳建议，帮顾客解决问题。顾客听取意见回家后，真正解决问题的那一刻成就感，也就建立了顾客和 Home Depot 的情感桥梁。有了这些专业销售，1982 年开始，Home Depot 推出 How to Clinics 专业服务，这项教育服务逐步拓展领域，且不断形成体系，教育了一整代 DIY 的美国居民，也使得他们自然而然成为了 Home Depot 的忠诚用户。DIY 动力来自显著的经济效益，专业工人和 DIY 之间的差价高达 10 倍。Home Depot 鼓励顾客尝试购买，不满意随时退货。顾客是上帝，顾客永远是对的，在这种理念下，Home Depot 先敞开怀抱拥抱顾客，得到的是顾客更多的回报。Home Depot 会把顾客投诉的数量作为相关业务主管的考核指标之一，当然，这个数字越少越好。招收全行业最优秀的店员，留住店员成为一个关键因素。Home Depot 的店员可以通过公司股票回购计划以 15% 折扣购买公司股票，此外公司给予员工兜底：如果股票下跌到成本线以下，公司将以成本价回购。Home Depot 股票 1981 年上市以来到 1999 年，股价复合增长达到 48%，员工可谓收获颇丰，这也成为了员工持续提供优质服务动力之一。公司一直强调对于人力资源花销是投资而不是费用，一方面使得员工有更多技能，能够适应各种工种，从而适应公司快速增长目标。

Home Depot 践行了一种非常去中心化的管理机制。其各个地区的负责人在商品拥有很大的自由度。Home Depot 有一本员工手册，有一章是关于商品的，这一章是空白的，留白艺术。行业里的竞争对手如 Kmart 非常擅长标准化，而 Home Depot 招聘最优秀的人才，给予他们自由度最大的环境。顾客权益跟公司保持一致，管理半自由定制，商店可自主决定布置和销售，而选品则完全自由。Home Depot 会定期具备长达一周时间的员工培训，有常规的高管和员工出游或聚会，增加团队之间信任感，增强团队凝聚力。

稳扎稳打的增长策略

Home Depot 在 1984 年收购教训使得公司在日后扩张中始终坚持稳扎稳打的风格。1984 年，公司以 3840 万美元收购位于德州的 Bowater，以期加速德州的扩张。在公司人才等各方面都没准备好的背景下，Bowater 成为亏损黑洞。劣质库存，文化不合的员工，普通的地理位置。最后不得不解雇了 95% 员工，关闭了所有门店。Home Depot 管理层决定，未来扩张每年新门店数量增幅不超过 25%。Home Depot 先在某个地区获得领先，才会去其他地区扩张。在模式成功后，大量竞争者开始学习并模仿，薄利多销，大店，仓储式，每日低价这些形式都相对容易模仿，但是对客户的极致服务却很难模仿，使得 Home Depot 能够鹤立鸡群。同时公司掌控 70% 现有门店的地产，掌

控 100%新店地产，公司长期经营理念，掌控全部理念，也是公司难以模仿原因之一。与 Sears 相比，Home Depot 更加专注于家居赛道，而 Sears 属于大而全，深度不够；在家居用品行业，Home Depot 最大竞争对手 Lowe's 当时还采用传统小店高毛利模式。直到 1990 年，Lowe's 才开设自己第一家 10 万平方英尺的超级商店，完全采用了 Home Depot 的模式。比大的更专，比小的更全或者更大，则是 Home Depot 差异化定位。

稳定的供应链

对于低价，Home Depot 保持议价能力一方面来自规模，另一方面则来自慷慨的付款周期。相比一般渠道 30 天或 15 天付款周期，Home Depot 的付款周期在 5 天以内，甚至隔天就可以收到支票。Home Depot 用了 8 年时间说服 3M 的合作，用了 11 年说服 Klein Tools 的合作。大多数供应商都是工厂，产业直采使得成本能够降到最低。Home Depot 对供应商产能要求很高，因为缺货是最影响顾客体验的。Home Depot 销售商品必须是在消费者心目中拥有最高心智的品类。如果第一选择不是 Home Depot，该品类就进入供应链。如果 Home Depot 是第一选择，即使该品类需求很低，不赚钱，Home Depot 也必须拥有它们。优质自有品牌供应商，Home Depot 看上了 Sears 代工厂 Emerson 制造商，一直试图说服其为 Home Depot 生产定制化品牌产品。但 Emerson 一直害怕 Sears 而不敢答应。直到 1997 年 Sears 放弃美国制造，Home Depot 顺势成为了 Emerson 的客户，以 Rigid Tools 为品牌，独家为 Home Depot 供应商品。

国际化

Home Depot 很早就通过收购 Aikenhead 进入了加拿大市场，且在输出公司价值观同时，最大化保留了本地特色。1997 年 Home Depot 在智利开店，2001 年由于盈利状况不佳卖给本土合作伙伴，2006 年 9 亿 RMB 收购家世界进入中国，面对价格更低了中国建材市场，家世界连续亏损数年后 2012 年黯然退出市场。家得宝中国发言人梁晓菲表示：完全将欧美的自助 DIY 的概念，引入到中国，并不适合中国消费者的需求和生活习惯。然而打着后视镜来看，如见 Home Depot 国际市场仍然以加拿大和墨西哥北美市场为主，由此可见其模式的可复制性较沃尔玛、Costco 等更难。

Home Depot 还积极拥抱线上超市，早期以电话为主，后来布局互联网。截至 2021 年，Home Depot 是全美第五大电商平台。2000-2007 年，Home Depot 整体增速不尽人意，特别是 2007 年开始的金融危机，公司被迫裁员等。2020 年疫情，Home Depot 反倒成为疫情收益股。整体来看，公司营收虽然整体放缓，但其仍然是一支稳健成长的股票。Home Depot 成功核心原因之一是庞大的市场空间，1990-2020 年美国人民消费支出行业占比，房产（包括家居修理）占比高居第一，且过去 30 年从 30.6% 提升至 34.9%。



《The Target Story》Bill Chastain，记录了 Target 从 1902 年创立 Dayton 到 2020 年发展历程。

George Dayton 出生于 1857 年，他很早就表现出很强的业务能力，1873 年大萧条时期，他以 800 美元年薪 +3% 提成成为了煤矿和林场的销售，到 21 岁时候，他的存款就达到 5000 美元。1902 年，George Dayton 和明尼阿波利斯本土第四大百货商店 Goodfellow 合资开设了一家百货商店 Goodfellow Dry Goods，覆盖全品类。意料之外的是，这家店第二年的销售额实现了翻倍增长，George Dayton 于是全资收购了这家店，至此进入零售行业。1906 年，这家店开始实现盈利。1906 年，George 26 岁的儿子 Draper 成为公司负责人，他对商品和财务都熟悉，认为商店应该以诚实的价格卖高品质商品。为了给消费者带来具有时尚感的商品，George 专门派一名员工飞到巴黎，学习时尚。George 还将店面地下一层改造为低价区，1922 年开启了 Jubilee Bargain Sale 促销活动，将之前单日销售额翻倍。除了在业务上不断精进，George 还奠定了其家族生意慷慨的社区友好以及捐赠战略：Dayton 在周日不工作，不卖酒精产品等，公司 2% 的销售额将回馈给员工。George 的儿子 Draper 确立了公司对社区捐赠回馈达到每年 5% 的税前净利润（当时联邦法律所容忍最高比率）。此外，Dayton 家族还专心于慈善，比如 George 在 30 岁时候就将自己 40% 收入捐给了教堂。1923 年 Draper 意外去世，小儿子 Nelson 接任。此时 Dayton 的年营收是 1400 万美元。1959 年 Nelson 去世，Dayton 年营收达到 5000 万美元。Nelson 5 个儿子平分了公司股份，其中一个儿子 Donald 升任公司总裁。1950 年，Dayton 当时核心三大经营哲学包括：持续以值得尊敬方式获得增长；以合理的价格销售高质量的商品；更广阔范围内回馈社区。1954 年聚焦大都市的 Dayton 在明州第二家百货商店开业，其现代化的风格很快吸引了足够的顾客。这家商店没有窗户，反而让消费者购物忘记了时间，获得了很好效果。

二战后美国，迎来了婴儿潮和消费大爆发，以及人口从城市迁往城郊等趋势。在这个背景下，Kmart，Walmart 等大型折扣零售店模式开始崛起。相比 40% 毛利率百货店模式，折扣零售普遍毛利率在 30% 以下，更大规模，薄利多销，并且简化除商品外一切其他成本。Dayton 部门经理 Geisse 建议进军折扣零售。1961 年，Dayton 宣布进军折扣零售：定位中产阶级消费者，提供品牌高质量商品。1962 年第一家 Target 开业，其面积达到 82500

平方英尺。Target 虽然定位折扣店，但仍然标榜自己是更高级的折扣店。实际上，在应对折扣商店竞争上，百货店强调货品丰富，质量好，服务好，更时尚等优势，其与折扣店价格低是有明显差异化定位的。

1967 年，Dayton Corp. 正式 IPO，每股 34 美元发行了 45 万股股票，其代表 15% 公司股份。公司旗下有 Dayton 百货商店，Target 折扣店等五个业务部门，1968 年 Target 增长至 11 家店面。此后 Dayton 收购了另一家百货公司 Hudson，使得整个公司年营收达到 8 亿美元，是美国第 14 大零售集团(非食品类)。

低价格、低毛利、大面积、高周转率为代表特征的折扣零售大行其道，当时行业领先是 Kmart，其母公司是经营传统杂货小店模型的 Kresge，Kmart 激进拓展到 1966 年已经有 162 家店面，加上 753 家 Kresge 店面，公司营收达到 10 亿美元。仅 1976 年一年，就新开了 271 家 Kmart。10 年后，公司卖掉了 Kresge 布局，全心经营 Kmart，店面超过 1000 家，营收 84 亿美元，是当时仅次于 Sears 的全美第二大零售商。此后，是 Walmart，其借鉴了 Kmart 模式，并且将其进一步改进，最终超越了 Kmart。与之对比的是 Target 定位是中产阶级以上的顾客，其扩张的策略则更为谨慎。1967 年 Target 有 4 家店。1969 年新开了 6 家，到 1972 年总共是 46 家店。

1968 年折扣部门 Geisse 带领部分高管出走。Target 最重要问题还是在选品系统上，随着店面越来越多，Target 选品越来越难以符合不同地区的气候和居民购物习惯。Target 店面布局显得混乱，货品摆放不合规，地面脏乱，员工不负责任，过期的库存。Target 开始执行所有店面的统一性。并且推出 Plannograms 计划，核心目标是管理库存和货架展现内容。

1975 年 Target 营收同比增长 20% 达到 5.1 亿美元，1976 年增加了 4 个店面，营收 6 亿美元。除了新开店，收购也成为 Target 拓展主要方式之一，1980 年其收购了 Ayr-Way，1982 年进军加州，收购 33 家 Fed Mart (Price Club 前身)，1986 年又收购了加州 51 家 Gemco 店面。Target 最开始进军加州并不顺利，商店经常缺货，但此后他们不断改进，尤其是增加了计算机和卫星系统用来提升供应链效率后，逐步解决这个问题。到 1982 年 Target 店面达到 151 家，遍布美国中西部 and 南部州，营收达到 21 亿美元。Pistner 也因为不错的业绩胜任 Target 董事长，之后成为母公司 Dayton 的总裁。1983 年，Kenneth Dayton 从公司退休，Dayton 公司正式宣布告别 Dayton 家族化经营时代。他认为公司治理是治理，管理是管理，而董事会负责的是公司的治理，是公司发展第一责任人，董事会成员要积极有为，承担自己应有的责任。此外，他还为公司董事长、CEO、总裁设置了对应的标准。

1987 年 Ulrich 成为 Target 董事长和 CEO，当时 Target 有 247 家店面，年营收为 43 亿美元。1967 年 Ulrich 大学毕业后就加入 Dayton，此后其在选品环节显示出杰出的才能，在公司获得晋升，1981 年其成为 Dayton 的选品 VP，1984 年他成为 Target 的总裁。1987 年，Dayton 公司遭遇了来自 Dart Group 的恶意收购威胁，公司当时在外面流通股份占比有 30%。此时，公司多年捐赠赢得社会尊重起了作用，很多社会人士为挽救 Dayton 而努力，最终明州州政府出面立法组织了这场恶意收购。他主导 Target 将定价策略转变为每日低价，而不像前期更多依赖打折吸引流量，依赖其他产品盈利。1989 年，Target 店面增加至 407 座，营收达到 75.2 亿美元，利润达到 4.5 亿美元，占比超过母公司一半。1990 年，Target 新开一家超级店面，面积高达 16.8 万平方英尺，是正常 Target 店面接近 2 倍大，推动 Target 外观进一步对标百货商场。Ulrich 研究发现，Target 价格优势在逐步丧失，他觉得你不可能在所有品类都拥有优势。于是他降低了 Hardline 品类的优先级，开始聚焦 Soft Goods，这些品类包括衣服、鞋子、织品等，这些都是最能够体现 Target 时尚感定位的品类。此外，Ulrich 对外非常低调，他从不和媒体沟通，甚至不愿意见投资者。1995 年，Target 推出两项新业务其一是 SuperTarget，把 19 万平方英尺大店模式进行规模化复制，此外引进了 Archer Farms 自有食杂品牌，产品涵盖面包、牛奶、瓶装水、Pasta 等。此外，Target 推出自有品牌的信用卡，其到 2001 年有 200 万会员。由于 Target 优异表现以及其他业务不佳表现，Dayton 公司在 2000 年改名 Target Corp.。Target 丰富的自有品牌一方面成为其差异化定位的手段，另一方面这些独有的商品也使得公司免于和其他零售商进行简单的价格战，公司自身拥有充足的主动权。Expect More, Pay Less 也是 Target 对顾客最重要的承诺。截至 2021 年，Target 仍然在售的自有品牌达到 48 个。

2004 年，Target 卖出了旗下诸多百货商店业务回笼了 53 亿美元资金。2011 年以 18.5 亿加元的价格收购了加拿大折扣商 Zellers 的 220 家店，并且每家花了 1000 万美元左右进行重新翻新，2013 年 Target 在加拿大开业了 50 家店，然而效果却不及预期。第一年，Target 在加拿大市场亏损达到 9.4 亿美元。问题是多方面的，Target 选品、供应链等各方面都没有准备好，美国的后台系统不适用加拿大市场，选品团队对加拿大顾客购物习惯不了解，Zellers 的店面所在位置与 Target 定位的中产阶级不匹配。2013 年又爆发了黑客入侵和数据失窃事件，Target 投资 1 亿美元提升用户数据安全。2014 年，面对加拿大市场困局和数据失窃事件，Steinhafel 宣布辞职。Steinhafel 是 1979 年加入 Target 的，他主导推出了 CityTarget，聚焦城市区域的规模更小的店面；以及 TargetExpress，类似便利店模型；以及 PFresh，生鲜产品模型。

2014 年 7 月，Brian Cornell 成为董事长和 CEO，Cornell 从 Safeway 超市的首席营销官，然后成为 Michaels Stores 的 CEO，再之后至 Walmart 旗下 Sam's Club 的 CEO，此后是百事公司美国食品部门的 CEO。Cornell 考察了

加拿大市场后，认为 Target 没有理解加拿大消费者的真正需求，可能要到 2021 才能扭亏为盈。最终，他宣布公司退出加拿大市场。当时 Target 面临问题主要是以下几个：单店销售同比下滑；拥抱线上节奏较慢；选品能力不足，需要有冲击力的新品；小店模式落后，Target 只有 12% 的店面在城市区域，远远落后于 Walmart。2015 年，Cornell 宣布重振 Target：拥抱全渠道零售；聚焦标志性品类；针对性本地化品类和个性化购物体验；更聚焦城市区域的店面；降低成本。

2015 年，Target 宣布把店内药房业务以 19 亿美元价格卖给 CVS，使得公司进一步聚焦核心品类。Target 的供应链很特殊，其有五个核心品类(服装配饰，美容家庭必需品，食品饮料，家居装饰，家用电器，居户外线)，且非常平均。而 Walmart 食品杂货占比 60%，一般商品 30%，集中搞好一个品类，其他更多是辅助。Target 的店面曾经以时尚的商品和精致的布置闻名，然而到 2017 年很多店面装修已经老化和过时落后。2017 年 Target 宣布未来 3 年花费 70 亿美元重修商店，包括开设更多小规模店面，补贴价格以及发布更多自有品牌。很多人认为线下实体零售日薄西山了，Cornell 及 Target 高管不这么看，他们长期来看推行的和顾客亲密沟通。

折扣零售模式兴起于 1960 年代，最开始的行业引领者其实是 Kmart，其也确实规模领先了行业接近 30 年，但是最终却败给了 Walmart 和 Target，零售竞争深水区三个方向很重要：核心竞争力在哪，给消费者提供什么价值(目标定位)，以及需要具备什么能力(资源和工具)，如何实施(打法)；简单说来，就是 Kmart 对自己定位不够清晰，在行业进入成熟期后，撒胡椒面的模式便失去了竞争力。Walmart 以低价心智为核心，从食品到消费电子等开始。Walmart 具备能力包括选址能力、简单店面装修节省成本、超级供应链能力辅以强大数据能力保障供给。Walmart 紧贴自己目标，避免大件商品，没有成本优势、要服务、持续精进选品(针对本土需求等)。Target 以时尚为核心差异化，从店面布局到营销都需要吸引眼球。与之而来的需要高端营销能力、独家自有设计感的品牌、价格优势、进军城市。打法方面，Target 聚焦中年期，注重时尚感的顾客需求，所以更聚焦家居、服装、时尚等品类。Kmart：他最开始定位是“通过一系列独家和自有品牌，给大众消费者提供高质量的商品”。这个定义其实适用于任何一个大的折扣零售商，Kmart 没有自身独特定位，给消费者提供了什么独特价值，在零售竞争深水区时候，就败下阵来。反过来讲，正是因为 Kmart 最先享受了行业红利，大而全反而成为其成功的路径，而在零售竞争深水区，差异化竞争变得至关重要，这个时候 Kmart 没有持续升级，因此落后。其实类似的案例还挺多，比如 NBC\ABC\CBS 等大而全的广播电商网和 HBO、ESPN 等聚焦特色品类品牌的竞争。(作者肖严衍)





全食超市(Whole Foods Market)是美国领先的天然食品零售商, 分别在美国本土有 447 家, 英国 9 家, 加拿大 12 家门店。由于全食超市的业态模式和传递的品牌理念, 对美国大众来说仍较为新颖, 其在美国市场只占有少量的市场份额。主要竞争对手: Wild Oats Markets; Trader Joe's Co。座右铭: WholeFoods, WholePeople, WholePlanet. 我们的愿景远远不止于成为一个食品零售商。客户满意度、团队成员的卓越表现和幸福感、资本投资回报率、环境状况的改善, 以及本地和更大范围的社区支持, 都是衡量我们实现愿景成功与否的标准。

1980 年:Whole Foods Market 合并, 在德克萨斯州奥斯汀开第一家店。

1985 年:公司在奥斯汀拥有三家店铺, 在休斯顿拥有一家店铺。

1986 年:公司收购了达拉斯的 Bluebonnet Natural Foods 杂货店, 将其转变为全食超市。

1988 年:公司收购了新奥尔良的 Whole Food Company, 这是它在德克萨斯州以外的第一家合资企业。

1989 年:公司在加州的帕洛阿尔托开设分店。

1990 年:公司推出了一个自有品牌, 全食超市。

1991 年:公司收购了北卡罗来纳州的 Wellspring 杂货店。

1992 年:该公司收购了马萨诸塞州的面包和马戏团以及罗德岛。

1993 年:公司在芝加哥开设了一家商店, 从而推出了中西部地区的业务。

1995 年:公司收购了旧金山地区的 Bread of Life、北迈阿密海滩的 Unicorn Village Market 和伊利诺伊州埃文斯顿的 Oak Street Market。

1996 年:收购了 22 家连锁店 Fresh Fields。

1997 年:收购天然补充剂制造商和经销商 Amiron, 并收购了底特律的 Merchant of Vino 和 Allegro 咖啡公司。

1999 年:公司收购了波士顿的 Nature's Heartland, 并获得了 Real Goods Trading Corp. 16% 的股份;同时还创建了 WholeFoods.com 网站, 该网站很快就会转为 Wholepeople.com。

2000 年:收购 Natural Abilities 和亚特兰大 Harry's Farmers Markets, 并出售了 wholepeople.com 网站。

2001 年:公司出售 Amiron。

2002 年:公司在加拿大安大略省的多伦多开设了一家分店。

全食超市是美国领先的天然食品连锁超市。该公司的商店平均面积为 28,500 平方英尺, 其特色食品不含人工防腐剂、色素、香料和甜味剂。他们还提供许多有机种植的产品。许多地方包括店内咖啡馆和果汁吧。Whole Foods 还开发了越来越多的自有品牌产品, 如有机意大利面、新鲜烤制的坚果黄油、橡木陈酿的葡萄酒醋和芳香茶。该公司成立于 1980 年, 只有一家门店, 后来迅速发展成为在 25 个州、哥伦比亚特区和加拿大拥有 130 多家门店的连锁店。它是一家财富 1000 强公司, 在美国超市中排名第 41 位, 在美国公司中排名第 730 位。

1980 年 9 月 20 日, 第一家全食超市在德克萨斯州的奥斯汀开业。该公司的创始人是 Clarksville Natural Grocery 杂货店的所有者 Craig Weller 和 Mark Skiles, 以及 Safer Way Natural Foods 的所有者 John Mackey。1978 年, 自称嬉皮士的 Mackey 从德克萨斯大学退学, 还差几个学分就能获得哲学学位。他从家人和朋友那里骗取了 4.5 万美元, 在奥斯汀开了一家小型健康食品店 Safer Way。当时 25 岁的 Mackey, 正如他所描述的那样, 已经转型天然食物, 并且想要帮其他人转变。

天然食品商店作为反主流文化的产物最早出现在美国是在 1960 年代后期。直到 1970 年代, 这些商店通常都很小, 相当肮脏, 没有吸引力, 而且经常管理不善。在 1980 年 Mackey, Weller 和 Skiles 决定合并他们的生意并开设全食超市, 其面积是 12,500 平方英尺;事实上, 它是一个超市。这不是第一家天然食品超市, 但当时只有不到六家, 全食超市的迅速成功表明, 创始人的模式是正确的。

第一家商店包括但远远超出了典型的天然食品商店: 有机水果和蔬菜, 干豆, 和全谷物。此外还有新鲜的鱼、纯天然的牛肉、当地烤制的面包、奶酪、啤酒、葡萄酒和咖啡, 这些都远远超过了传统超市提供的产品。商店的选择, 整洁干净的外观, 以及 19 名乐于助人的员工, 不仅吸引了那些已经转向天然食品的人, 而且还吸引了那些从未进入过较小的健康食品商店的人。Mackey 和他的合作伙伴很早就发现, 许多人愿意为那些被认为更健康、更有营养或者完全没有人工成分的食品支付高价。不幸的是, 在 1981 年的阵亡将士纪念日, 奥斯汀遭受了 70 年来最严重的洪灾。全食超市被洪水淹没, 造成了 40 万美元的未保险损失;整个超市库存被清空, 大部分设备受损。尽管如此, 由于债权人、投资者、顾客和员工的合作, 这家商店在 28 天后才重新开张。

到 1985 年, 又有两家全食超市在奥斯汀开业, 另一家在休斯顿。然而, 该公司遭受了挫折, 1985 年, 它跨越零售

业，冒险开设了一家餐厅，但随后失败了，在这个过程中，全食超市损失了 88 万美元。早些年，Mackey 显然成为了公司的领导者；Skiles 于 1986 年离开了公司，而 Weller 则负责公司成立于 1980 年的批发部门——德克萨斯健康分销商，为公司的商店和其他天然食品商店和餐馆提供服务。

1986 年 10 月，全食超市首次收购了一家现有的商店，当时它收购了位于达拉斯的 Bluebonnet Natural Foods 食品杂货店，并将其转变为全食超市。从此以后，该公司通过收购现有的天然食品商店或连锁店和开设新的商店进行扩张。扩张计划是渐进式的，确保了全食超市不会增长过快。通常情况下，每年都会在每个现有区域增加一个新的商店，同时也会增加一个新的区域。

到 1991 年底，全食超市拥有 10 家门店，1100 多名员工，销售额达到 9250 万美元，净利润达到 160 万美元。它已经迅速成为全国最大的天然食品连锁店。该公司于 1992 年 1 月通过首次 IPO 上市，筹资 2340 万美元。1993 年的第二次发行额外筹集了 3540 万美元。在这笔资金的支持下，全食超市随后迅速增长，与迅速扩张的行业保持一致。从 1990-96 年，美国天然产品的销售额增加了一倍多，从 42.2 亿美元增加到 91.4 亿美元，同期有机产品的销售额从 10 亿美元增加到 28 亿美元。

1992 年 10 月，全食超市以 2620 万美元收购了 Bread & Circus，在马萨诸塞州和罗德岛州开设了 6 家分店，并在波士顿建立了一个配送中心，为全食超市新的东北地区提供服务。1975 年，Anthony 和 Susan Harnett 在布鲁克莱恩购买了一家商店，由两名学习长寿学的学生创办了 Bread & Circus。这个名字来源于第一家商店不同寻常的产品线：天然食品和木制玩具。随后，Harnett 夫妇在剑桥、Wellesley、Hadley 和 Newton 开设了分店，分别位于马萨诸塞州和罗德岛州的 Providence。1991 年，他们将 Brookline 门店搬到了马萨诸塞州的 Brighton。当被全食超市收购时，Bread & Circus 是美国东北部最大的天然食品零售商，并以其农产品、肉类和海鲜部门享有盛誉。和 Wellspring 杂货店一样，全食超市决定保留 Bread & Circus 的名字。收购完成后，波士顿地区又开了两家店。收购的另一个后果是，Mackey 被指控破坏工会，因为这些商店的雇员已经加入了工会，但在收购后投票反对工会代表。

1993 年 2 月，全食超市收购了发酵面包 A European Bakery 的多数股权，这家面包店多年来一直向德克萨斯州和路易斯安那州的商店提供面包。此举使公司能够通过学徒计划利用面包师傅的专业知识。全食超市还在其所有经营区域开设了烘焙屋。

1993 年 3 月，全食超市在芝加哥林肯公园开了一家新店，从而在中西部地区开业。在接下来的几年里，芝加哥地区、密歇根州的安阿伯、明尼苏达州的圣保罗和威斯康星州的麦迪逊都开设了新店。

1993 年 8 月，曾担任该公司的北加州地区的总裁 Peter Roy，被任命为总裁和首席运营官。Mackey 仍然担任董事长和首席执行官(他也曾担任过总裁；首席运营官一职是新设立的)。通过任命，全食超市的地区总裁现在直接向 Roy 报告，Roy 还负责协调跨国采购、分销和供应商计划。

1993 年 9 月，全食超市以 5600 万美元的价格收购了位于洛杉矶地区的七家连锁店 Mrs Gooch's Natural Food Markets，这笔交易的规模甚至超过了 Bread & Circus。1992 年，这家连锁店的销售额约为 8500 万美元。1977 年，家庭主妇 Sandy Gooch 和 Dan Volland 共同创办了 Mrs Gooch's，后者曾是一名小学教师，在收购发生时，她是美国第二大天然食品零售商。Volland 在南加州经营着三家健康食品店。1977 年 1 月，两人在洛杉矶西部开了第一家 Mrs Gooch's 快餐店，接下来的十年里又增加了六家。1987 年，该连锁店开设了一个配送中心，在收购之后，成为全食超市的中心配送中心为其新的南加州地区。收购后，Mrs Gooch's stores 以 Mrs. Gooch's Whole Foods 的名义运营，传统上其产品组合与全食超市略有不同。Sandy Gooch 不销售任何含有白面粉或糖的产品，也不提供啤酒或葡萄酒。全食超市随后将这些产品以及其自有品牌商品添加到了商店中，尽管它确实保留了一些 Mrs. Gooch's 的品牌产品。

在 1995 年度，全食超市进行了几次小型收购。2 月，该公司收购了 Bread of Life 及其在旧金山湾区的两家门店，以及位于北迈阿密海滩的 Unicorn Village Marketplace，这是全食超市在佛罗里达州的第一家门店。12 月，位于伊利诺伊州埃文斯顿的 Oak Street Market 加入了该公司。这四家商店后来都以全食超市的名义经营。

1996 年 7 月，作为南加州业务重组的一部分，该公司开始改造 Mrs. Gooch's 的商店，使其与其他全食超市完全相似，包括采用全食超市的名称。更名显然导致销售额下降了 5% 至 10%，这证明了客户的忠诚度，但公司官员相信这是暂时的现象。尽管如此，在未来，全食超市对更改收购门店的名称更加谨慎。

1996 年 1 月，公司在 10 个州拥有 43 家门店，并计划在 1996 年和 1997 年再开 12 家门店。许多新开张的商店面积远远大于 2.2 万平方英尺的公司平均面积。全食超市占地 3-4 万平方英尺，它发现一家店每年可以创造 1500 万美元的销售额。与此同时，公司管理层正在制定积极的扩张目标：到 2000 年开设 100 家门店，销售额达到 15 亿美元(1995 财年销售额为 4.964 亿美元)。

全食超市在 1996 年 9 月向实现这些目标迈出了一大步，当时它以 1.35 亿美元的股票收购了最接近的竞争对

手、拥有 22 家门店的 Fresh Fields 连锁店。Fresh Fields 仅于 1991 年 5 月成立，但其发展速度比任何其他天然食品连锁都要快。它在华盛顿和巴尔的摩、费城、纽约、新泽西和康涅狄格以及芝加哥四个不同的市场地区都有分店。Fresh Fields 的创始人之一是 Leo Kahn，此前他通过建立 Pity Supreme&Staples 办公用品连锁超市，在零售业取得了成功。

收购后 Fresh Fields 在芝加哥和华盛顿特区的门店关闭，而另外三家芝加哥门店成为全食超市中西部地区的一部分。大纽约地区的四家商店被合并到东北部地区，Charlottesville 的一家商店被添加到东南部地区，剩下的 12 家费城和巴尔的摩地区的商店与四家 Bread & Circus 商店合并成一个新的 Mid-Atlantic 地区。芝加哥的商店被转换为全食超市的名称，因为该公司已经在那里建立，但在其他新鲜领域的商店名称的变化被放在次要地位。

1997 年 3 月，全食超市收购了两家连锁店 Bread of Life，从而加强了在佛罗里达州的业务。1990 年，James Oppenheimer 和 Richard Gerber 在 Fort Lauderdale 开设了一家面积 7000 平方英尺的餐厅，创办了 Bread of Life。随后，两位创始人于 1995 年在种植园开了一家面积为 3 万平方英尺的店铺，并在珊瑚泉开发了一家面积为 3.3 万平方英尺的店铺，计划于 1998 财政年度开业。至少在最初，这些商店将保留 Bread of Life 的名称，并与迈阿密北部海滩的全食超市一起，组建了一个新的佛罗里达州地区，由 Oppenheimer 担任地区总裁，Gerber 担任地区副总裁。

1997 年春天，为了控制成本和提高生产力，全食超市开始推出集中采购系统。该系统于 1997 年底在全系统范围内安装，使该公司能够跟踪产品的运动和价格。同样在那年春天，全食超市推出了一个名为 365 的低价自有品牌，意在表示一年中的每一天的价值。365 系列与全食超市系列的不同之处在于，365 系列没有提供有机产品，而且 365 系列产品的价格要便宜 20% 左右。新标签旨在吸引更多有价值意识的顾客，这些人通常在传统超市购物。1997 年 6 月，全食超市通过股票互换收购了 Amiron 公司，一家总部位于科罗拉多州博尔德的营养补充剂和天然药物的制造商和销售商，这笔交易价值约为 1.38 亿美元。Amiron 公司由 Mark Crossen 和他的父亲 Henry Morgan Crossen 于 1987 年成立。这位父亲读到过一种据说可以增强心脏肌肉的化合物，Crossen 夫妇随后订购了一些，发现这种化合物可以缓解他们由于基因原因导致的不规则心跳。Amiron 公司成立的目的是将这种化合物销售给其他公司，该公司还将业务扩展到其他营养补充剂，最终生产了 200 多种此类产品。Crossen 家族于 1988 年将公司上市，到 1996 年，公司的销售额达到 5400 万美元，净利润达到 450 万美元，其中 85% 是通过直接邮购和目录订购产生的。

1996 年，Crossens 决定是时候出售 Amrion 或者与另一家公司合并了，因为他们想要进入更广阔的市场，并且知道他们必须加强他们的零售业务。通过与全食超市的合作，Amrion 将获得数十家销售其产品的网点。Amrion 将接管全食超市品牌营养补充剂的生产，并进一步扩大这条生产线。全食超市还将获得 Amrion 在通过目录和万维网销售这些产品方面的专业技能。收购完成后，Amiron 成为全食超市的“自主子公司”，Mark Crossen 继续担任 Amiron 的首席执行官，并加入了全食超市的董事会。

1997 年底，全食超市又进行了两次收购，均发生在 12 月。它以 4120 万美元的股票收购了 Merchant of Vino，进入底特律地区。该公司拥有四家天然食品超市和两家葡萄酒和美食店，10 个月销售额为 4200 万美元。该公司还以约 750 万美元的股票收购了其长期供应商 Allegro Coffee Company。

1998 年，全食超市及其唯一的主要竞争对手 Wild Oats Markets 收购了大多数拥有大量门店的天然食品企业。因此，该公司放慢了收购步伐。1999 年，该公司以 2450 万美元现金收购了四家天然食品超市的所有者 Nature's Heartland，进一步扩大了其在波士顿地区的持股。同年晚些时候，全食超市斥资约 360 万美元收购了 Real Goods Trading Corp 的 16% 股份。Real Goods 是一家通过零售店、目录和互联网销售环保和可再生能源产品的零售商。

2000 年，全食超市斥资 2500 万美元收购了 Natural Abilities，该公司在加州 Sonoma 县拥有三家门店。这笔交易使该公司在北加州的门店达到 12 家。2001 年，全食超市以 3500 万美元的价格收购了 Harry's Farmer's Markets。这次收购也为公司董事长 Mackey 所说的“智力资本”做出了贡献。这三家商店甚至比全食超市还大，平均零售面积超过 7 万平方英尺。更重要的是，该公司专注于易腐物品，约 75% 的销售额符合这一类别。Mackey 希望在整个公司利用 Harry's 的大型商店和易腐品体验。

全食超市不仅在地理上进行了扩张，还试图将互联网添加到其分销方式中。1999 年 3 月，该公司推出了 Wholefoods.com，声称其意图是“成为在线天然产品的头号零售商”。到 9 月，宣布了进一步的计划，将该公司的天然补充剂子公司 Amirn 与 Wholefoods.com 合并，创建 Wholepeople.com，Real Goods Trading Corp 和其他企业专注于自然的生活方式。该公司希望创建一个网站，“成为一个共享健康生活方式和支持环境的共同价值观的人们的社区的主页，他们正在寻找一系列具有竞争力的价格和符合这些价值观和利益的高质量产品”。全食超市希望能够在一年内将 Wholepeople.com 分拆为一家独立的上市公司。

2017 年 6 月，亚马逊宣布，将以每股 42 美元的现金收购美国全食超市，交易规模高达 137 亿美元。

TRADER JOE'S

Trader Joe's Company 经营着一系列独特的食品杂货店，它们被描述为折扣仓库俱乐部、天然食品商店、特色食品杂货店和社区商店。公司足智多谋的采购提供了一个约 2000 个 SKU 且不断变化的不寻常的吸引人的食品，葡萄酒和其他产品。大约 98% 的产品种类是食品，其中大部分是天然的，没有人工成分：意大利面，海鲜和无肉食品，烘焙食品，冷冻食品，薯条和其他零食，咖啡和茶，坚果，奶酪，维生素，糖果，宠物食品，葡萄酒和啤酒，和新鲜的农产品。自成立以来，通过创新和精明的管理技术，业务稳步增长。该公司于 1979 年被 Albrechts 家族收购，Albrechts 家族是一个富裕的德国家族，同时也拥有 ALDI 折扣食品店。2002 年，Trader Joe's 在 15 个州至少有 160 家门店。Trader Joe's 的使命是为您带来世界上所能找到的最有价值的食品和饮料。你会发现超过 800 个独特的商品，价格人人都可以负担得起。我们努力采购对的东西：我们的买手在世界各地寻找新奇的产品；我们与各种生产有趣产品的供应商合作；我们进行特殊采购，这些产品全年都会出现在我们面前。我们所有的自有品牌产品都有自己的特点，也就是说，味道鲜美，食谱独特，优质成分，特殊营养，以及纯天然。主要竞争对手：Iberson's；Arden Group；Cost Plus；GNC；A&P；Haggen；Hannaford Bros.；Hickory Farms；The Kroger Co.；NBTY；Raley's；Royal Ahold；Safeway；Stater Bros.；Stop & Shop；Whole Foods Market；Wild Oats Markets。

1958 年：Joe Coulombe 在加州管理着新的 Pronto Markets 连锁店，该连锁店后来成为 Trader Joe's。

1967 年：第一家 Trader Joe's 商店在加州南帕萨迪纳开业。

1979 年：德国 Albrecht 家族收购买了 Trader Joe 的连锁店。

1988 年：Coulombe 退休，他的老朋友兼同事 John V. Shields 继任。

1989 年：公司的销售额约为 1.5 亿美元。

1993 年：向加州以外地区扩张，并在凤凰城开设门店，使 Trader Joe's 的连锁店增至 59 家。

1994 年：销售额达到约 6 亿美元；并在西雅图和俄勒冈州开设门店。

1996 年：Trader Joe's 网站首次上线；该公司在波士顿、华盛顿特区和纽约的东海岸扩张门店。

1998 年：Trader Joe's 扩大其非食品特色业务。

2000 年：Trader Joe's 的总部迁至加州蒙罗维亚。

2001 年：公司开始从自有品牌的产品中去除转基因成分。

2002 年：Trader Joe's 连锁店由 15 个州的 160 多家商店组成。

尽管 Trader Joe's 直到 1967 年才正式成立，但它的起源可以追溯到 1950 年代末开始的 Pronto Markets 食品连锁店。Pronto 市场是由连锁药店运营商 Rexall Drug Co. 在 1958 年发起的。这反映出 Rexall 进入快速增长的便利店和小吃摊市场的意图。Rexall 任命 Joe Coulombe 为新部门的负责人。Joe 当时只有 26 岁，在 Rexall 只工作了三年。不过，他的经理们对他的表现印象深刻，相信他能胜任这项工作。在 1950 年代末和 1960 年代初，Joe 设法把 Pronto 建成了一个在加州 Orange 县有相当大影响力的连锁企业。

尽管在扩张，但由于竞争的加剧，到 1960 年代中期，Pronto 正面临着越来越大的利润压力。特别是 Southland Corp. 旗下成功的 7-11 连锁店，正在向 Pronto 等规模较小的竞争对手施压，甚至计划在 Pronto 的地区大举扩张。1966 年，Rexall 公司选择放弃其 Pronto Markets 业务，撤离便利店行业。仍在掌舵的 Joe Coulombe 面临着一个抉择：尝试收购自己打造的连锁企业，继续担任 CEO，还是摆脱困境退出，在零售业寻找一个新的利基市场。Joe Coulombe 在决定继续留在 Pronto 之前，在加勒比海度了一个长假。最终在美国银行的信贷资金支持下，他从 Rexall 手中收购了 Pronto 并开始工作。

Joe Coulombe 在收购 Pronto 时就知道，他过去用来发展业务的策略在面对日益激烈的竞争时将将是无效的。7-11 的目标是那些组织缺乏与全国连锁店竞争的客户。不断创新的 Joe Coulombe 在设计新的营销方案时，考虑了两种流行的社会趋势。首先，消费者受教育程度越来越高，也越来越成熟，他们对购物体验的期望越来越高。其次，由于机票价格的暴跌，全球旅游的激增使美国人接触到了新的食物。Joe Coulombe 决定开一家食品店，在那里，受过良好教育、游历广泛，但不一定很富有的人可以买到能给自己和朋友留下深刻印象的食品。他在 1989 年 10 月 2 日出版的《福布斯》杂志上解释说：“我想吸引那些受过良好教育的人和那些经常出差的人，比如教师、工程师和公共管理人员。还没有人服务他们。”1967 年，Joe Coulombe 在南帕萨迪纳开设了 Trader Joe 的第一家门店——Pronto 连锁店的其他部分很快就转变成了 Trader Joe 的门店。

Joe Coulombe 最初的想法是将 Pronto 重新定位为一个位于教育中心附近的高档食品店。这个决定受到当时酒业健康状况的影响，对 Pronto 来说，酒业仍然非常有利可图。然而，这一计划在 1971 年被取消，当时航空航天

工业崩溃，当地 Orange 县的经济急剧下滑。经济衰退直接打击了 JoeCoulombe 的目标客户，他们不再举办许多聚会。为了克服经济放缓的影响，JoeCoulombe 利用自己的旅行经历，在 1970 年代早期建立了一种健康食品店和酒类商店相结合的模式。为了吸引顾客，他从世界各地订购了独特的食品，并用活泼有趣的标签为食品贴上标签，如“天堂果汁猕猴桃”和“看妈妈！没有精制糖！”JoeCoulombe 的商店试验了所有类型的健康食品和饮料，一般避免营销像可口可乐和百威这样的巨头。

JoeCoulombe 在 1970 年代早期最成功的策略之一就是他那本尖刻的日记《FearlessFlyer》（最初叫《TraderJoe'sInsiderReport》），它通过对环保问题的尖锐评论唤起了人们的环境意识。向公众分发的《FearlessFlyer》带来了大量的环保意识顾客到乔氏商店，开始储备越来越多的维生素，生物降解产品和健康食品。专注于这个关键市场，TraderJoe 的销售额和利润稳步增长，直到 1976 年。那一年，加州立法者放松了对超市行业的管制。这一变化预示着 TraderJoe 的酒业部门前景不妙。事实上，自大萧条以来，国家实际上已经通过市场补贴了牛奶和白酒的销售。事实上，许多小型便利店已经开始依赖牛奶和白酒的销售，甚至为了吸引顾客到店里来，甚至用低于成本的商品做广告。放松管制打击了这种做法，许多夫妻店都倒闭了。

随着大型超市在新近放松管制的食品杂货业中展示自己的实力，TraderJoe's 迅速适应了新的环境。JoeCoulombe 拒绝了传统的便利店品类，开始将 TraderJoe's 营销为一家高档、但以价值为导向的时尚、难以找到的啤酒和葡萄酒销售商。该策略获得了成功，TraderJoe's 保持了盈利能力。自 1970 年代初，乔氏继续销售其廉价，独特的葡萄酒和进口奶酪和咖啡。但 JoeCoulombe 逐渐开始扩大连锁店的库存，包括一个单一的坚果，意大利面，鱼，蔬菜，准备的零食和膳食。

1979 年，TraderJoe's 被德国亿万富翁 Karl 和 TheoAlbrecht 收购，他们还在欧洲拥有非常成功的 ALDI 折扣店。公司聘请 JoeCoulombe 担任 CEO。

在 1980 年代中期，JoeCoulombe 继续完善 Joe's 的品类和市场地位，并缓慢发展加州的连锁店。例如，他逐渐摆脱了《FearlessFlyer》中激烈的环保言论，并随着核心市场的发展而演变。这意味着要让 TraderJoe's 迎合正在崛起的“雅皮士”人群，他们的购物模式越来越复杂。独特的啤酒和葡萄酒仍然是一个主要的吸引力，但 JoeCoulombe 也开始带来更多的易腐品和独特的干粮项目。《FearlessFlyer》仍然是一个主要的营销工具，但它被淡化，并用于提供娱乐和有用的信息，如健康提示和新的商店项目。在 1995 年 6 月 5 日《商业周刊》的文章中，JoeCoulombe 说：“我希望它是消费者报告和疯狂杂志的结合。”

重要的是，JoeCoulombe 通过保持对价值的高度关注，并以受过良好教育但不太富裕的消费者为目标，增强了品类的吸引力。葡萄酒和其他酒精饮料经常陈列在箱子里，大多数商店只有几排货架。虽然在 1970-80 年代，商店的平均面积有所增加，但到 80 年代末，TraderJoe's 的平均面积仍然只有 6000 平方英尺左右，大约是典型的洛杉矶超市面积的一半。尽管对于更大的市场和超市来说，他维持不断变化的品类的策略，似乎是一个昂贵而令人生畏的提议，但 JoeCoulombe 成功地将价格保持在低位。TraderJoe's 的效率在一定程度上是其现金采购政策的结果；该公司为所有采购支付现金，并通过财力雄厚的 Albrecht 家族在内部为增长提供资金。创新的，低成本广告也是一个主要的省钱方法。TraderJoe's 更低成本的自有品牌约占公司产品线的 80%。

公司不同寻常的采购计划也使开支最小化。这家商店自己的品牌产品——例如新鲜的莎莎酱和独特的意大利面——由一组不断变化的小型独立承包商提供。他们提供的食品往往是乔氏商店以折扣价购买的停产商品。这些承包商和其他供应商是由 TraderJoe 自己的采购团队发现的，他们走遍了美国和欧洲，寻找有趣的商品和便宜货。库伦的创新库存和定价策略的结果是巨大的利润率。1989 年，TraderJoe's 的销售额估计为 1.5 亿美元。这个数字反映了每平方英尺超过 800 美元的总销售额——与食品杂货行业的标准相比非常高。此外，由于其门店通常位于非优质房地产，该公司的固定开销相对较低。

1980 年代末，近 60 岁的 JoeCoulombe 把 TraderJoe's 打造成了 30 家连锁店，其中大部分位于洛杉矶和圣地亚哥地区。此外，除了在 TraderJoe's 的努力之外，JoeCoulombe 还在 1980 年代早期作为董事会成员加入了 Denny'sRestaurantInc.，并在 7 亿美元的收购中帮助该公司实现了私有化。JoeCoulombe 在 1990 年 2 月 26 日的《洛杉矶商业杂志》上回忆说：“当时我正接近冠心病发作的年龄，我想退休，但我想把公司交给一个好人。”1988 年，JoeCoulombe 选择了 55 岁的 JohnV. Shields 接替他的位置。经过短暂的过渡期后，JoeCoulombe 退出，Albrecht 家族欢迎 Shields 担任新 CEO。

当 Shields 加入 TraderJoe's 时，已经认识 JoeCoulombe 约 40 年了。1950 年，两人作为兄弟会成员在斯坦福大学相识，多年来一直保持着联系；JoeCoulombe 对 Shields 的零售意识一直印象深刻。Shields 第一次接触零售业是在斯坦福大学，当时他在一家男装店做销售员。大学毕业后，他在纽约的 R. H. Macy 百货公司找到了一份工作，并设定了在 40 岁前成为高级副总裁的目标。他开始将女装部从一个赔钱的部门转变成商店里最赚钱的部门之一。在取得了类似的成就后，他在 40 岁之前就被提升为高级副总裁。1978 年，他在 Mervyn's 工作，帮助这家零

售连锁店在 9 年内从 38 家增长到 180 家。他的下一站是 TraderJoe's。

Shields 保留了 TraderJoe's 独特的产品组合和营销策略，他接管连锁店后不久进行的一笔交易就证明了这一点。在一笔交易中 TraderJoe's 开出了一张从 NapaValleyMihaly 葡萄酒厂购买价值 100 万美元葡萄酒的支票。这家酒厂刚刚被一群日本投资者收购，他们计划在这家酒厂生产米酒。他们不需要在美国很受欢迎的葡萄酒库存，所以 TraderJoe's 迅速采取行动，以低廉的价格购买了 24 万瓶葡萄酒。“我们从不买任何东西，除非我们已经尝过了，而且我们拒绝了 90% 以上的葡萄酒，” Shields 在《洛杉矶商业杂志》的一篇文章中说，“但我们知道，我们想要 Mihaly 的库存。.....如果我们不快点行动，其他人可能会这么做。” 大约在同一时间，一笔类似的交易给 TraderJoe's 带来了 3000 箱中级 chardonnay 酒；TraderJoe's 以 2.99 美元的价格出售这些酒，而附近的酒类商店则以 8.5 美元的价格出售。像这样的交易使得 TraderJoe's 的收银机一直响到 1990 年代初。事实上，尽管经济衰退和加州国防工业的另一次萧条，TraderJoe's 继续表现。库存扩大到包括各种葡萄酒，坚果，奶酪，奶制品，冷冻食品，糖果，烘焙食品，果汁，甚至狗粮。此外，TraderJoe's 成为加州最大的开心果、全豆咖啡和布里干酪零售商，也是枫糖浆和野生大米等商品的最大的零售商之一。与此同时，Shields 正在努力扩大企业规模。到 1991 年底，在加州有 43 家 TraderJoe's，其中包括旧金山湾区的几家新店。该公司的总销售额每年超过 2.5 亿美元，平均销售面积已增至约 7500 平方英尺。

1992-93 年，Shields 加快了 TraderJoe's 的扩张步伐，从加州到了 Phoenix，到 1993 年底，连锁店增加到了 59 家。当时，这家连锁企业每年创造的收入约为 5 亿美元（其中约 40% 来自进口商品），并着眼于在西雅图和波特兰扩张的可能性。TraderJoe's 的品类已经扩大到每家商店约 1500 种商品，其中包括许多来自匈牙利和捷克等前苏联国家的商品。由于美国在加勒比地区签署了新的贸易协定，该公司也在增加从加勒比国家的采购。它的主要广告工具仍然是它的《FearlessFlyer》和口碑，到了 1990 年代中期，它 also 通过电台广告和当地媒体的广告进行宣传。然而，TraderJoe's 的扩张努力不会就此结束；1990 年代中后期，该公司展开了迄今为止最为激进的扩张活动。TraderJoe's 在 1994 年增长到大约 65 家门店，总收入约为 6 亿美元，代表着过去五年里每家门店的平均年销售增长率约为 10%。该公司于 1994 年底在西雅图开设门店，并在几年内在俄勒冈州和华盛顿州开设了多家门店。到 1995 年中期，TraderJoe's 已经经营了 72 家分店，每平方英尺的收入估计为 1000 美元。1996 年，TraderJoe's 开始在东海岸大举扩张。三年之内，波士顿、华盛顿特区和纽约迅速建立了 21 家门店。

TraderJoe's 越来越受欢迎的证据是《FearlessFlyer》的发行量，在递送成本上升迫使该公司开始在商店而不是通过邮件分销之前，这本书的发行量已经增长到了 80 万册。然而，TraderJoe's 很快就跳过了《FearlessFlyer》的邮资障碍。1996 年，该公司网站上线，通过互联网向客户提供各州特有的《FearlessFlyer》和其他有用信息，包括详细的产品列表、特别公告、食谱、联系方式和商店方向图。TraderJoe's 在 1997 年进行了另一项精明的技术投资，使其能够迅速削减成本，并为改善通信和数据共享做好准备。该公司投资了一个卫星网络，这使得该公司在网络上的所有商店的信贷交易成本都有大量折扣，总体上节省了大量资金。通过集中来自不同商店的所有信用卡数据，公司能够以银行喜欢的方式将交易交付给银行。该网络还能够为该公司传输其他类型的数据，包括销售数据、产品可用性和损坏信息、交货时间表、人员和工资单数据以及电子邮件消息。

1998 年，TraderJoe's 开始扩大其特色食品业务，并开始通过定期以更高的价格囤积进口商品来实现高档化。新进口产品包括意大利和德国的陶瓷和水晶。此前，该公司只提供有限的项目，作为两个星期的特价。事实证明，这些特价商品非常受顾客欢迎（他们中的许多人不断向商店员工询问下一个特价商品），因此将它们作为常规商品来销售是有意义的。总的来说，TraderJoe's 的非食品、普通商品类别的进口商品比上一年翻了一番。

TraderJoe's 继续增长，进入新的千年。2000 年，该公司将总部迁至加州蒙罗维亚的一个规模大得多的地点。他们计划将业务扩展到芝加哥以外的中西部地区，进入克利夫兰和底特律。2001 年，TraderJoe's 的门店平均面积为 8000 至 12000 平方英尺，大约是 TraderJoe's 的一些门店的两倍多。尽管 TraderJoe's 的店面规模仍然相对较小，但其总裁 DougRauch 夸口说，该公司拥有“美国所有连锁杂货店中每平方英尺最高的销售额。” 同年年底，该公司宣布将在一年内从其自有品牌产品中淘汰转基因成分，这是一项重大举措，考虑到该公司的自有品牌产品占商店品类的 85% 左右。根据 TraderJoe's 的网站，“我们对现有自有品牌产品的目标是，如果有必要，所有这些产品都要重新配方，并在一年内获得认证。” 但对于这样一家成功的公司来说，这样一个大胆的举措或许并不那么令人畏惧。到 2002 年，TraderJoe 连锁店在美国 15 个州的 160 多家门店组成，销售额达到 16.7 亿美元。

伯克希尔股东大会问答 1993

1993 年 4 月 26 日 Orpheum 剧院 2200 人

尽管这些数字可能令人印象深刻，但实现这些目标的方式甚至更加令人印象深刻。巴菲特的这种态度可以用他的老朋友、伯克希尔副董事长查理芒格来形容。芒格有时称巴菲特为“奥马哈的本富兰克林”。芒格将伯克希尔描述为巴菲特的画布，用来阐明某些原则：例如，除了 1956-1969 年期间作为巴菲特合伙公司普通合伙人的激励报酬外，他和副董事长查理芒格从未拿过超过 1 万美元的薪水，更不用说股票期权或其他津贴了。

巴菲特认为人际关系应该像“天主教婚礼”，即“至死不渝”，因此，无论公司的财务潜力有多大，除非他确信自己和公司经理不仅能够赚钱，还能在这一合作过程中获得乐趣，否则他拒绝考虑任何收购。巴菲特说：如果他们需要我的帮助来管理企业，那么我们可能都有麻烦了。巴菲特并不像一个车轮交易者，总是想利用高估值市场或热门市场，他对待自己的企业和员工更像家人，通常会终身留用，无论他们是巨星还是废物。

尽管他的净资产至少有 75 亿美元，但他住在家乡奥马哈的一栋相对简陋的房子里，1958 年他为此房子支付了 3.1 万美元。他喜欢樱桃可乐、芝士汉堡牛排和喜诗糖果，而不是高级美食。同样，他在一间看起来很普通他称之为“欢乐宫”的小办公室里工作，他没有计算器，更没有电脑。巴菲特说：作为短跑名将 Jesse Owens 的孩子，让你在 50 码线上开始 100 码短跑并不能促进你的成长。通过他正在撰写的伯克希尔致股东的信，以及偶尔发表的演讲或文章，他继承了已故导师本格雷厄姆的教学传统。有识之士认为，他写给股东的信是现存商业智慧的最佳例证。其他人则认为，仔细阅读他的年度信件比在一流商学院学习两年还要有价值。每年，股东们都会齐聚奥马哈，表达他们的感激之情，向巴菲特和长期合作伙伴、超级投资家、伯克希尔副董事长查理芒格学习。

4 月 26 日，OID 有幸与 2200 名左右的伯克希尔股东一起参加了在奥马哈举行的年会。一如既往，伯克希尔的正式会议持续了大约 8 分钟，随后的数个小时，巴菲特和芒格回答了股东们关于投资、商业和人性等各种主题的问题。以下是年会问答摘录，我们强烈建议您阅读，阅读、再阅读.....

开场白

巴菲特：Gladys Kaiser 在担任我的助理 25 年多之后即将退休...当她告诉我她的退休意图时，我们遇到了一个可怕的问题，因为这显然是重大信息。我给证券交易所打了电话，他们说“等收盘后再说，也许不会对市场造成太大影响。我想，在那之后，股市确实下降了好几百个点。只有她留在奥马哈并将继续工作，事态才会稳定....

1，如果您读过格雷厄姆和费雪的书，您就不再需要其他东西了

股东：如果您要教授一门投资课程，除了本格雷厄姆和菲利普费雪的书，以及您公司的定期报告外(BRK 股东信)，教学大纲上还会有什么内容？

巴菲特：我想您已经说出了我推荐阅读的内容。**要想成为一名成功的投资者，除了对智商的要求不高以外，首要的素质就是，要有正确的秉性和知识框架。**

很明显，你需要真正理解会计，因为它是商业语言。因此，我认为你会从课堂或阅读中获得这方面的知识。但是，一旦你掌握了这些，最好的书可能就是本格雷厄姆写的《聪明投资者》。在我看来，没有什么比这本书更重要的了。如果你读过本格雷厄姆和菲利普费雪的早期著作，我想你就不需要再读投资界的其他任何书了。

2，秉性：拥有正确的心态，独立思考，能力圈

巴菲特：投资并不是一个复杂的过程，最重要的是要有正确的心态(做生意的心态)。就像一个人出去投资一个加油站或福特汽车经销店，或者开一家餐馆，人们经常这样做投资。投资就是做生意。股市的好处在于，它让你有机会进入全国甚至全世界几乎所有的主要企业，而且有时条件非常诱人。

你必须在秉性上符合格雷厄姆提出的原则。你可能还必须对这个过程感兴趣，甚至着迷。你必须知道自己理解什么，不理解什么。能力圈有多大并不重要，重要的是你要知道能力圈的边界在哪里。

而股市的结构，经纪业务等等，都是经过设计的，虽然不一定是有意，但这种市场环境可能会让大多数人在投资中表现出最糟糕的一面。因此，这需要一定的独立思考能力和不屈服于人性的意志。只是，有些人可能需要一点镇静药片之类的东西才能进行投资交易。在投资行业中，基本上你必须自己独立思考。这对有些人来说比其他人更难，在有些环境中比在其他环境中更难。但这会给你带来一个巨大的回报。

3，如何阅读

股东：我们如何阅读年度报告和委托投票说明书(proxy statements)?

巴菲特：首先，我们要大量阅读。大量阅读年报和行业出版物对更好地了解某些业务很有帮助。只是我略读了很多内容，但如果我真的对一家公司感兴趣，我基本上会读完每一个字，虽然有些一般性的描述会让我有点迷糊。但如果我真的对它感兴趣，我就会仔细从前读到后。

我们不仅对自己拥有或打算拥有的任何业务感兴趣，而且对阅读它们竞争对手的资料也很感兴趣。我拿到比克公司 Bic 的年报，我拿到了 Warner Lambert 公司的年报，我会去阅读有关 Schick 公司的年报。我拿到了百事可乐公司(Pepsi)的年报，我拿到了科特饮料公司(Cott Beverage)的年报。Cott 公司生产的普通饮料比其它任何公司都多，至少在北美是这样的。我想知道竞争对手在做什么，在谈论什么，他们取得了什么样的业绩成果，以及他们认为什么战略看起来更合乎逻辑。因此，我花了很多时间去阅读各种年度报告。

委托投票说明书通常不需要那么多时间，但能提供一些管理层的线索。我们喜欢厚厚的年度报告和薄薄的委托投票说明书。

芒格：如果你开始随机阅读年报，你不会有什么收获。在你接触如此大量的数据之前，你的头脑中必须有一些理论框架作为支撑。

巴菲特：这是一个非常好的观点。除非你有一个投资框架来处理这些报告数据，否则基本上它都是胡言乱

语。如果你理解你所看到的资料，并找出[A]它是否在你的能力圈范围之内，以及[B]如果在你的能力圈范围之内你是否对它非常感兴趣，如果是这样，那么它就会成为一份非常有用的资料。

除了我们可能掌握的这些一般性知识之外，这些资料就是我们进行投资的主要资料来源。我们不会买很多股票，但在我们购买的股票中，我们往往只是通过阅读年度报告，而不是拜访管理层，就做出了投资决定。有些报告对我们帮助很大。

4, 关于估值

估值步骤#1：计算公司从现在到倒闭的现金流.....

巴菲特：在伯克希尔年报中，有一节与普通股估值有关，这几乎是同义词。我指的是将企业未来所有的现金流按适当的比率折现，不仅仅是流入的现金流，包括流入和流出的全部现金流。如果你有先见之明，能够看到每家企业，从现在到倒闭之间的现金流数量，你就可以得出每家企业今天的价值，而这个价值相对于其他每家企业的价值是合理的。

当你购买股票、债券或任何投资资产时，你的做法是现在投入现金，以便日后获得更多现金。很明显，你在寻找最高的回报率。我在伯克希尔的年报中提到，(现金流贴现模型)这一理论最初在 50 多年前的《投资价值理论》以最详尽的形式表述过。

(《The Theory of Investment Value》作者 John Burr Williams, 1938 年发表在《政治经济学期刊》上，格雷厄姆是该论文的审稿人。该理论总结为一句话：任何股票、债券或企业今天的价值，都是由资产剩余生命周内，预期产生的现金流入和流出，按适当利率折现的价值决定的。格雷厄姆指出，运用该理论的难点在于，人们需要预测未来的利率变动、预测企业利润增长的轨迹，还要预测增长停止时股票的终值。格雷厄姆思索道：这些假设的随机性太强了，而这些假设却又被输入到非常精确的数学公式中去，这两者之间会不会有点太矛盾了?)

估值步骤#2：将现金流折现为净现值.....

巴菲特：一旦你估算出未来的现金流入和流出，你会按什么利率来折现，从而得出现值？我自己的感觉是，对于大多数资产来说，长期政府债券利率可能是最合适的数字。当查理和我主观地认为利率偏低时，我们可能不太愿意使用长期政府债券利率。一般我们可能会增加一两个百分点。但逻辑上你会选择使用政府的长期利率。

如果你这样做了，股票和债券在经济现实上就没有区别了。不同的是，债券可能会告诉你未来的现金流是多少，而股票则需要你去估计。这是一项更难的工作，但也可能是一项更有价值的工作。如果你撇开精神回报不谈，从逻辑上讲，这应该跟你评估农场、公寓房产或其他资产的方式相同。一般来说，查理和我都是这么做的。

我们不会把任何东西计算到小数点后三位或类似的数字，因为我们认为，如果计算结果接近价值，我们就不

玩了。我们希望我们购买的东西，在计算结果和我们为证券支付的价格之间有一个巨大的安全边际。我们希望获得本格雷厄姆所说的巨大安全边际。显然，我们无法对任何企业做到精确无误的估值。有各种各样的企业，我们认为我们的估值不会比投掷飞镖更好。但偶尔也会有一些业务，我们认为估值可以在掷飞镖的基础上有所改进，而这些业务才是我们所关注的。

当前的金融学在不了解基本业务的情况下，非常注重于研究历史统计数据。它专注于从过去的数据中寻找一些线索，简单地通过各种可能的方法去计算大量的数字，试图找到一些在过去行之有效的东西，因此他们希望这些东西在未来也能行之有效。研究历史数据这种方法并不奏效。在某些情况下，你可能会把赌注押在 14 岁的老马身上，这些老马在此之前的战绩良好，但现在已经不会再赢了。有非常多的方法是纯粹的统计分析无法做到的。我们无法写出一个公式，比如用这个公式来界定吉列品牌与其他行业甚至同一行业中，某些实力较弱的品牌之间的价值差异。我们可以写得相当接近，但这个公式在其他场合并没有用处。

在投资领域，存在大量的无用功，比如仅仅根据统计数字来研究过去，以预测未来。这几乎与从事这项研究工作的人的智商成正比。如果有人给你一个很长的方程式，里面有很多希腊字母，那就直接扔掉吧。

芒格：这其实是一个你想深入研究投资管理理论有多深的问题。很多现代金融专业的人，都想通过分析过去的大量数据，然后寻找协方差，以及大量借助计算机才能完成的分析技术等。对我们来说，这些都是无稽之谈。

估值步骤#3：坚持在能力圈之内.....

巴菲特：我们所要做的，部分是通过我们所了解的一些统计数据，部分是通过我们对产品和竞争态势以及诸如此类因素的理解，去预测相对少数几家企业的未来，并在这方面比一般市场更准确。

芒格：对我们来说，投资就相当于去跟赌马系统对赌。我们要找的是一匹胜率只有二分之一的马，而它的赔率是三比一。你寻找的是一次定价错误的赌博。这就是投资。你必须有足够的知识，才能知道这次赌博是否定价错误。这就是价值投资。

巴菲特：你必须比市场知道得更多。但在个别情况下，这并不像听起来那么困难。如果今晚有人把股票资料交给查理和我，让我们独立地对每种证券的价格进行估值，我们的结果不会比其他人好，甚至可能更糟。如果我们被迫评估现在在美国每一家公司，我们就没有任何优势。如果我们能选准自己的能力圈范围，我们确实有优势。但我们必须非常小心地挑选能力圈并坚持自己的能力圈边界。

巴菲特：我们一生中只需要八个或十个好的投资点子就够了。幸运的是，你可能不需要这么多。

芒格：你可能只需要一个。

巴菲特：在座的各位，包括我们在内，都是在极度缺乏好点子的情况下取得成功的。

芒格：如果你静下心来想一想，对大多数人来说，30 个不同行业的 40 种股票投资组合根本算不上投资。这往往是金融教授和那些有偿提供稳定的摩擦成本的人所兜售的胡言乱语...**有多少人能够真正理解 40 家不同的公司，或者在这些公司中比其他人更有优势呢？**然而，他们却把这当作标准的聪明投资来教。我只知道我们做不到，反正我做不到。沃伦，你觉得你能做到吗？

巴菲特：那次演讲之后就不会了。

5，相比指数基金，专业投资管理人员几无助益

芒格：我喜欢讲一个朋友的故事，他制作钓具特别是钓饵拿去销售。我把这个人的销售经验跟通常销售的专业投资建议联系起来。一般来说，专业投资建议提供的是市场平均水平，减去交易的全部摩擦成本，再减去你付给投资顾问的费用。这意味着一般的客户并没有真正得到很多回报。

我说：天哪，那些鱼饵都是绿色和紫色的.....鱼真的会吃那些鱼饵吗？

他说：查理，**我并没有把这些鱼饵卖给鱼啊。**

巴菲特：人们没有足够重视的一个因素是，由于存在查理提到的摩擦成本，整体上看，专业的投资管理显然会比简单的指数化投资带来更差的回报。在 4 万亿美元的股票市场中，有相当大比例的股票是由专业投资经理管理的，他们通过这份工作获得报酬，因此，仅仅因为摩擦成本的原因，他们的整体业绩就不得不低于平均水平。因此，在这个行业中，从业人员作为一个整体，对你自己就能做的事情毫无帮助。事实上，他们整体还降低了投资业绩。

这很不寻常。产科医生可能比街上的普通人更擅长接生。牙医更擅长拔牙。水管工更擅长疏通管道。在我所能想到的其他所有行业中，全职专业人员都会比非专业人员更有优势。总的来说，每一种职业都会给所有非专业人员带来相当大的益处。门外汉钱花的钱都物有所值。

但在投资行业中，总的来说，投资者一无所获。**凭借一只简单的指数基金，他的表现可以轻松超过大多数专业人士。**这给从业者造成了巨大的心理压力，或者说应该造成巨大的心理压力，**尽管否认可以立即克服这种压**

力，但这会造成巨大的心理压力。试想一下，如果全国所有的律师都认为他们对走进他们办公室的人的法律行为能力没有任何帮助，或者如果牙医认为人们用绳子和门把手也能做得很好，那就会在这个行业中引起一定的焦虑。有趣的是，与大多数行业相比，整个投资行业的薪酬相当高。业内人士如何应对这一现实确实非常有趣。

芒格：心理否认非常有效。

6，关于会计制度的合理性和局限性

巴菲特：我认为，在不陷入大量循环论证的情况下，对市场中的所有资产进行估值是非常困难的。举例来说，如果你用可口可乐的总市值减去有形资产，然后说剩下的部分是来自商标的原因，以此让可口可乐的商标价值上下浮动.....的确如此。但如果根据不同的市场等因素，让商标价值在数十亿美元之间浮动，我认为很难做到。

但是，我当然认为，对于已经确定了市场价值的资产，应该提供相关信息。在我们的保险业务中，我们不反对所持有证券都按市值计价，而不是像现在这样，固定到期证券按成本计价，其他证券按市值计价。在我们的案例下，我们的很多资产都是按市值计价的，所以并不会产生很大的影响。但是，除了那些有真实市值报价的资产外，其他资产改用市值计价会产生很多问题。查理，你怎么看？

芒格：我认为你说得很对，会计上你不可能对包括商标和专利在内的所有资产都完全按市值计价处理，这会造成巨大的混乱。但你可以在会计中对多数资产按市值计价处理。

巴菲特：我认为股票期权问题并不难解决。实施起来可能很困难，但我不认为这个问题本身很困难。

芒格：什么才是适合银行的会计制度，这是一个非常有趣的问题。但我对现在的制度没有更好的意见。

巴菲特：这是个难题。

芒格：非常难。

7，关于隐形负债

芒格：我觉得近年来发生的一个会计问题很有意思，它随着所谓重组(restructuring)的流行而悄然出现。我喜欢这些委婉的说法。

巴菲特：那你就来对地方了。

芒格：以前，本格雷厄姆可以计算出公司的营运资本。如果企业无法赚取合理的资本回报，股东只需将员工人数减少到零，然后拿着营运资本回家。他的证券分析评估概念在某种程度上就是基于这一理念。现在，如果您

在欧洲的工厂不再运转，那么根据欧洲法律，这些员工将成为您的终身养老金领取者，他们将领取非常可观的养老金。**这种权力文化是种隐形负债。**

巴菲特：员工应享的权利。

芒格：没错，在像 IBM 这样的公司，一旦公司停止增长，就会产生巨额的账外负债，这意味着营运资本真的不存在了，**因为一旦业务变得不理想，营运资本就归别人所有，而不是股东。**它提出了非常有趣的会计问题，即资产负债表是否真的是一个合理的资产负债表。据我所知，美国没有其他人在考虑这个问题。我发现，许多公司的资产负债表并不真实，仅仅因为它们停止了增长并进入了逆转。这让我感到非常不安。

巴菲特：在伯克希尔，**我们一般会尽量避免陷入巨大的表外负债。**尽管我在报告中提到，大约 10 年前，我们差点就陷入了一个困境。(关闭纺织厂)

芒格：即使你无意清算你的企业，但对于一个心态是认为随时可能都不得不开始清算的人来说，还是有一些话要说的。你认为公司的资产在那里，而账面上的这些东西其实并不存在。一有风吹草动，这些资产就会消失。

巴菲特：顺便提一句，**过去几年重组费用(restructuring charge)大行其道，为滥用诱惑(abuse-temptations)提供了巨大的机会。**人们正在玩重组费用的会计游戏，而且还会继续玩下去。大多数管理层过于迷恋他们报告的数字，而不是经济现实。有时这会让他们陷入大麻烦。

(重组费用造假，俗称财务大洗澡，一般将过去数年的财务虚增利润一次性计提费用，或者将未来多年摊销的费用一次性计提，为未来美化财务，提前储备资金)。

芒格：想想看，如果把所有资产减记为零，折旧费就永远消失了，这对你的收益有什么好处？

巴菲特：本格雷厄姆在 1930 年代作为讽刺作品提出的观点，在 1990 年代又卷土重来。(1990 年信附录 A)

芒格：而这些顾问通过教人们如何伪造数字来收取高额费用。

巴菲特：听了刚才这段话，你会对人性有了更深刻的认识。

8, 关于通货膨胀

巴菲特：很长一段时间以来，我对通货膨胀的看法都是错误的。但所有经济学家都知道，如果你对任何事情给出的答案都是一样的，那么时间足够长，你就会是对的。因此，我们仍然预测，到了某个时候通货膨胀将成为一个比现在更重要的因素，我们不知道会是什么时候，但我们认为会在我们有生之年看到。

当我观察所有其他经济变量时，坦率地说，我对通胀率一直保持在如此低的水平感到惊讶。不过，在我看

来，现在通货膨胀基本处于缓和期，我们将看到更高的通胀率。但我十年前就这么说了，所以这可能反映了某种偏见。当然，本应导致现在出现通胀小高峰的经济因素已经存在了一段时间。因此，**我不仅在通货膨胀的影响方面判断出了错，而且在导致这些影响的原因方面也犯了错。**

芒格：我当然会预测最终会出现更严重的通货膨胀。我最喜欢的一句话是：所有伟大文明的失败率都是100%。因此，从长远来看，货币可能会大幅贬值。但也可能会出现像过去几年那样的低通胀。

巴菲特：在我看来，**事实上几乎没有一家企业的所有者能从通胀中获得实际购买力的提升。**如果通胀加速，我们将蒙受实际损失。但我们可能比大多数公司处于更有利的位置，部分原因是我们对通货膨胀一直保持警惕。

9，关于政治预言

巴菲特：未来三年，克林顿政府将如何影响企业盈利？我想问题应该是我们对克林顿政府的预期与第二届布什政府相比较会怎样。我很想给你一个很好的答案，但我不知道。

无论是在拥有企业还是拥有证券方面，很少有政治事态发展会导致，我们实质性地改变自己要做什么的看法。因此，如果克林顿先生亲自在我耳边低语他的立法议程，Bob Dole 和 George Mitchell 也这样做，让我知道他们未来三年的所有蓝图，可能也不会改变我们今天下午所做的任何事情。**根据政治预言来做出商业或投资决策，这不是我们的游戏。**

我认为未来几年你们将面临更高的税收。但这主要是由于上届政府没有削减开支，本届政府可能也不会削减开支。唯一的问题是，有多少是通过借贷来支付的，有多少是通过税收来支付的。我认为税收支付的比例会更大。但是事实可能并非如此。如果我知道未来四年税收和借贷在预算中所占的确切比例，我认为这不会改变我们的投资决策，除非决策远远偏离了我们的预期。但如果我看到预测，我们可能不会相信。

10，衍生品可能引发大规模连锁反应

巴菲特：该问题是关于巨大的衍生品市场。在过去十多年里，这个市场在全球几乎呈指数级增长，而所罗门是其中一个非常大的参与者。稍微解释一下衍生品业务。衍生品涉及与某种实际商品、证券或利率或其他任何东西有关的合同交易。纽约联储银行行长科里根(Gerry Corrigan)大约在一年前发表了一次有趣的演讲，他在演讲中大声地表达了对金融衍生品的担忧，当他大声表达担忧时，其他人也都会担忧。在我看来，毫无疑问，在这个巨大的、不断扩大的金融衍生品市场中，无论是从产品的种类还是数量来看，你都有可能在金融市场上引发大规模

的事件，其结果将是无法预测的，但却可能非常重要，它们的影响将是爆炸性的。**如果某些事情发生了，就会产生连锁反应。**就像金融业中许多大受欢迎的事物一样，即使它们在早期阶段并不存在巨大的危险，但随着时间的推移，人们会将其推向极端，从而造成巨大的危险。

我认为所罗门的衍生品业务中，有一些非常非常聪明的人在认真思考业务中可能出现的问题。但如果你谈论的是系统性的问题，在我看来，未来十年或十五年的商业重大事件很有可能是由一些系统性问题导致的，而衍生品将是这些问题的根源或主要因素。查理，你怎么看？

芒格：让人们疯狂的一个可靠来源是，电脑屏幕上的大额数字，以及源源不断涌入的大把大把的钞票。

巴菲特：钞票在哪儿？

芒格：这是我们创造的一个非常危险的系统。奇怪的是，我们曾经有一个期货系统，这个系统运行起来危险性很低，如果所有衍生品每天都在市场上以新的保证金进行标价，并以老式的方式进行交易和清算，那么这个系统将再次发挥作用。**但人们更进一步，创建了一个替代系统，这些系统的规模已经远远超过了商品交易所，而且它们缺乏中央清算系统。**这是组织世界金融的一种毫无纪律的疯狂方式。但我们无法在奥马哈解决这种问题。

巴菲特：查理提到了商品市场的按市值计价制度。过去，人们会签订期货合约，在三个月后购买一些小麦。每天当价格发生变化时，一方或另一方就必须拿出更多的钱，以保证他们在三个月后履行合同的能力是毋庸置疑的。对于期货市场来说，这是一个非常健全的系统。因为很明显，你会有输家和赢家，你要确保输家能够支付赢家的款项。这不是 5 天后结算股票的问题。从本质上讲，它们根本不是个问题。

随着衍生品市场的发展，**它已经脱离了“按市值计价”的理论**，转换成人们只需要几张小纸片，上面写着某人将在 1996 年为 100 万桶石油支付 2000 万美元。但每当你开始处理一个人们必须能够在未来很长时间内履行的合约时，你就不得不担心它们是否会履行合约。1996 年 100 万桶石油的价值有可能远低于或远超过 2000 万美元，其中一方会发现履行合同很困难。**如果他们在投机交易中极度杠杆化，并在其中做了很多其它类似的事情，你可能会交割失败。**在这个市场中，参与的人非常多，合同和支付能力交织在一起，如果市场发生重大变化，可能会产生类似的连锁反应，这并非不可想象。科里根先生对此感到非常担忧。业内人士自然会说这不会发生，而且这种情况并不经常发生。但在金融市场，几乎任何可能发生的事情都会发生。

11，你必须做好应对措施，但金融机构难以幸免

巴菲特：无论别人多么愚蠢，你都要自己先做好应对措施，这样你第二天才能继续玩这个游戏。我在这个房间里说过，任何人如果不能忍受伯克希尔股价下跌 50%，也许就不应该拥有它，因为它很有可能在未来 30 年的某个时候发生。我们不知道未来 30 个月或 30 天内是否会发生这种情况。但从人们历史上在市场中的行为方式来看，这种情况一定会发生。也许有一天，我们也会遇到超级大灾难，我们会赔付数亿美元。如果你打算在飓风、地震或类似事件发生后卖掉股票，最好现在就卖掉，因为它终将发生。

我们已经做好了发生这种情况的准备。我们就是以这种方式开展业务的。不仅如此，我们还做好了心理准备。这就是为什么我们试图解释所有可能发生的事情和所涉及的风险。伯克希尔的所有股东都应该是持同样态度的人。很明显，如果你与任何从事衍生品业务的机构有联系，你就会想强调需要采取的控制措施、存在的问题以及可能的系统性风险。但所有真正的大型金融机构都将从事这项业务。我们可以谈论它，但我们无法阻止衍生品的趋势。我认为，除非发生真正的麻烦，否则世界不可能放弃更多数量和种类的衍生品。

芒格：我认为这是正确的。令人震惊的是，所罗门衍生品业务已经变得如此之大。同样令人惊讶的是，在我们拥有它之前，世界运转得多么好。

巴菲特：下周会比本周更大。

芒格：是的。所有的主要参与者都将在衍生品领域大展拳脚。所罗门试图衡量和控制风险。他们与 Swapco 合作的新清算系统，比以前的系统更负责任了。但说到底，由于衍生品市场的性质和规模，主要金融参与者都面临着一定的风险。

巴菲特：我们有非常聪明的人在认真地研究这个问题，但他们无法解除系统性风险的压力。当然，问题之一是，风险对机构(如所罗门和所有主要银行)的影响远远大于对个人的影响。参与其中的个人都非常聪明。如果出现系统性问题，他们会在其他地方获得机会，也许在其他地方获得更多机会。但机构是无法摆脱它的。

12, 我们为自己安排了几乎无限的职业生涯

巴菲特：查理和我经营伯克希尔时，就假想我们将长生不老，而且永远不会出售公司。因此，当我们做保险业务时，没有必要拿我们的保险准备金来欺骗自己，也没有必要来欺骗全世界。其他人对这样做有很大兴趣，但我们对此毫无兴趣。我们最终会支付所有的索赔。如果我们今天承保了类似于石棉索赔的合同，30 年后，我们或我们的遗产或基金会将支付这些索赔。这不是一个将在 65 岁辞职并领取养老金的问题呢。因此，我们的职业生涯

拥有几乎无限的时间跨度，这就是我们如何构建伯克希尔的。

我们确实与几乎所有金融机构的 CEO 不同。我不是说规划退休是有意识的。但如果他们已经 62 岁了，他们权衡一下从现在到 1996 年会遇到什么问题，并认为公司以后将会是别人的事情，这并不是什么疯狂的事。

我们只是对此持不同的态度。这让我远离了某些业务。在会计领域，你可以玩很多游戏，尤其是在保险行业。如果你有三年的职业跨度，如果你打算这么做，你可以在三年内报告任何你想要的数字。我们根本没有动力去这么做，我希望我们无论如何都不会去做。因为这一切都会让我们追悔莫及。我想说的是，无论如何，在潜意识层面上，这是许多金融机构的一个问题。

芒格：任何时候，如果有人采取行动而不对后果承担任何责任，那么这个系统就是不负责的。事实上，哥伦比亚大学有一位伟大的哲学家 Charles Frankel，他围绕着一个真正负责的理念，发明了一整套哲学体系：真正负责可靠的系统必须设计成，让决策者承担后果。一个真正负责的系统的例子是，罗马人在建造拱门时使用的系统。当脚手架被拆除时，建造拱门的人必须站在拱门下。这就像自己打包降落伞一样。但是一个 CEO 在公司只做五年，在公司风光时期之后就拿着养老金走人，这并不是在像罗马工程师那样的负责任的制度下运作。

巴菲特：一个庞大的系统，不能要求许多人的行为，与自身利益相冲突。任何以此为前提的系统，都蕴含着自我毁灭的种子。

芒格：是的。劳合社就是出了这个问题。看看他们的下场吧。

巴菲特：我们在伯克希尔有正确的动机。只需要找到明智的方法来实现这些目标。但就动机而言，我们自身的利益与公司本身的利益相一致，伯克希尔的整体结构还是不错的。只要查理和我能让自己相信我们是不会死的，它就不会有什么问题。

13，良好的品格中蕴含着巨大的效率

巴菲特：我们与所罗门的所有交易都表明，他们的诚信水平可能优于华尔街的平均水平。如果你现在回顾一下这件事的历史，你会发现它主要是由于一个人的恶劣行为和其他几个人的不作为造成的。但一般来说，不作为并没有被发现是贪腐的，而被发现不作为是极其愚蠢的。而违规行为是 1000 多人中的一个人。

正如我在《聪明投资者》一书中所写的原则是完全相同的："既然你没有管理《华盛顿邮报》4 亿美元的业务，你就想要确保你与诚实、有能力的管理层在一起。但这并不是一件难事"。我认为，当我们面对极端情况时，

查理和我都能很好地识别人物性格。我认为我们无法在这两者之间准确地评级或校准。但总的来说，它对我们来说很有帮助。

芒格：我认为，总体而言，在我们主要投资的公司中，我们取得了非常好的业绩，公司管理层也非常正直。我认为，如果被投资公司有足够的资产，我们偶尔也会愿意以被动少数股权的方式投资于我们并不一定欣赏其管理层的公司。但这种情况很少见。

巴菲特：我们收购企业时不盘点库存。我们愿意以非常规的方式对人做出重要判断。正如查理所说，我们在这方面非常幸运。但是，如果你拥有成千上万的员工，你就会时不时地遇到不愉快的经历。

芒格：良好的品格是非常有效率的。如果你能信任别人，你的系统就会变得简单。良好的品格能带来巨大的效率，而糟糕的品格会降低效率。

巴菲特：评估管理层是个难题。你真的想要一个不需要对管理层进行评估的好生意。如果你的生意很糟糕，经济特性也很糟糕，那么好的管理也不会给你带来多大好处。

如果你看看这里管理我们控股业务的经理们，人员流动基本上为零，这正是我们所希望的。我们的投资中，管理层并没有随着时间的推移发生太多变化，我们也不希望这样。偶尔，管理层可能是一个令人担忧的问题，但我们不会买这样公司去改变管理层。我们认为，这就像结婚后去改变一个人一样。在婚礼举行之前，我们会努力确保他们会对我们感到满意，更重要的是，我们对他们也感到满意。我们也会努力表现得让他们对我们感到满意。在我们参与的企业中，我没有看到任何证据表明经理人的流动速度加快了。我们试图鼓励他们或多或少地永远留任。如果你们中有人愿意游说 Gladys Kaiser 继续留任，我们将非常感激。你还有什么要补充的吗，查理？

芒格：没有。

14，关于高管薪酬，出色的业绩值得丰厚的报酬

巴菲特：我们在伯克希尔控制的公司中，都实行激励性薪酬政策。在伯克希尔，我们的激励性薪酬与他们负责的具体业务有关。我们的总体看法是，我们不会对薪酬设置上限，我想不出有什么例外。但就业绩衡量的标准来看，可能会有实际的上限。但我们喜欢激励性薪酬的理念，它与受激励者所管理的业务相关的因素相关。

在整个美国工业界，存在着大量任性的薪酬，这些薪酬确实没有经过深思熟虑。也许制定这些薪酬的人，也就是管理层，是经过深思熟虑为他们个人利益服务的。但对股东来说，这并不是经过深思熟虑的。

我们并不反对人们因取得出色的业绩而获得丰厚的报酬。那些根据真实的基本经济业绩创造出数十亿市值并因此获得丰厚报酬的人，并不构成问题。当人们因为平庸的业绩而获得高薪时，这才是问题所在。美国商业界有很多这样的人。

就高层人员如何获得薪酬而言，我们设计的一些系统会有很大不同。但在很多情况下，如果他们的业绩表现和现在一样出色，他们可能会获得同样多甚至更多的报酬，特别是在我们所在的一些公司。

例如，可口可乐在 1970 年代一事无成。它有一个很好的商标，但却没有任何发展。可以说，潜力是有的，但没有发挥出来。后来，它的市值从 50 亿美元涨到了 500 亿美元。如果我在 1982 年买下了整个可口可乐公司，并与唐·基奥(Don Keough)或郭思达(Roberto Goizueta)达成了薪酬安排，那将是一种不同的制度，但如果他们赚了更多的钱，我一点也不会感到惊讶。

近年来，美国高管薪酬与其业绩的整体关系并不十分密切。我们还认为，基于企业整体的业绩，获得薪酬的人员应该尽可能的少。我们希望薪酬与业绩之间的关系尽可能直接相关。这通常可以很容易地做到。由我们几乎所有企业的高管的薪酬制度都是在 10-15 分钟内制定出来的，这不是一个复杂的过程。不同的业务适用不同的公式，因此每种情况下的公式也不尽相同。

15，关于薪酬顾问，知识分子卖淫的高级艺术。

巴菲特：但这个国家，没有任何一个高管薪酬顾问，会走进来问：你有什么业绩？然后十分钟后就给出答案，因为至少在他们看来，这种短暂的活动很难“恰当地”收费，所以他们需要把事情复杂化。他们要确保买单的人认为，在新制度下，管理层会比旧制度表现的更好。正如查理所说：我吃谁的面包，就唱谁的歌。这就是许多公司绝对可以预见的结果。

由于许多公司经营不善，而且请来顾问是为了想办法让 CEO 赚更多的钱，因此，在许多情况下，平庸者会得到越来越多的钱。我不认为我们的任何一家公司会出现这种情况。

顺便说一句，所有这些都是学术性的，因为我已经在 15 个或更多的董事会任职，但我只在一个董事会的薪酬委员会任过职，那就是所罗门公司。我想，这可能断送了我薪酬委员会领域的前程。顺便提一下，我在所罗门的年薪是 1 美元，这可能是我按业绩付酬理念的最终应用。

芒格：当然，这是一个热门话题。我认为美国企业的薪酬制度比三十四五年前更加声名狼藉，这是理所当然

的。咨询业普遍存在知识分子卖淫现象(intellectual prostitution)。但在薪酬领域，我认为他们将其提升为一门高级艺术。如果你有个儿子，在他的咨询生涯中不想与道德妥协扯上任何关系，我想你真的会要求他避开咨询业的这个分支。开工资的人想要一个特定的答案。为了得到他们想要的答案，一切都被扭曲了，这让人看了恶心。

一般来说，我注意到美国公司存在一种奇怪的关联性。许多伟大的人都有点讨厌顾问。前天晚上，我和一家管理出色的公司的杰出董事长在一起，我很感兴趣地发现，他基本上是讨厌顾问的。我们往往是同道之人。

巴菲特：我想说我们属于这一类。

芒格：他们并不缺乏能力和正直的品格，他们甚至受到你们家庭的欢迎，但他们所处的系统导致大脑无法客观地工作。这是一个可悲的、非富兰克林式的系统。

巴菲特：当然，其中一个问题是，顾问是由 CEO 或 CFO 按照 CEO 的指示请来的。因此，他们必须设计一个 CEO 认为会比此前系统对自己更好的系统。但为了证明这一结论的正确性，他们往往会建立一个精心设计的框架，非常任性地将股东资金送出。如果你开始授予与个人业绩表现无关的 10 年期期权，那么在第 6、7 或 8 年，特定人员的回报与其贡献成正比的可能性几乎为零。

激励性报酬的设计是有方法的，我完全相信这些方法。我经营了一家合伙公司 13 年，在那里没有工资，完全是激励性报酬。我认为这很好。但我认为，在大多数情况下，它的设计是非常糟糕的，因为就像查理所说的那样，它的目的并不是为公司带来最好的结果。

巴菲特：顾问们正在离开会议室[此时一些人起身离开]。

16, 关于糟糕的董事会制度

芒格：你可以说，美国公司董事会比几年前表现得更好了，至少在某些方面是这样。他们已经在几家大公司采取行动，改变管理层。但就董事会安排的疯狂的薪酬系统而言，我认为他们的表现更糟了。我认为美国目前的薪酬制度，比什么都没有要好得多，这也是一个男人曾经对他妻子说过的话。我指的不是我自己的妻子。

巴菲特：妻子们也这么说过她们的丈夫。

芒格：没错。当你批评事物时，你必须比较实际的替代方案。一旦你把所有权和管理权分开，所有者有数百万，而管理者却寥寥无几，当把大量世俗权力置于企业总部，你就会遇到非常困难的局面，人性就是如此。当然，与完全没有控制权的董事会相比，我们有外部董事加入董事会的制度是一个巨大的改进。

巴菲特：正如查理所说，在过去的一两年里，我认为之前表现平平的公司有了明显改善。我认为，这是**机构投资者施加压力，媒体的关注，以及一些董事会公开的尴尬因素共同作用的结果**。当某些由知名人士组成的董事会因媒体的关注而公开出丑时，我认为这对其他一些董事会来说是一种预警信号，因为他们在装扮董事会时经常会寻找大人物，而大人物至少在公开场合不喜欢显得很愚蠢。在过去的一两年里，媒体的关注和股东的压力以及一些电影和书籍等等，在某种程度上都推动了这种情况的发生。因此，我认为这样做的结果是，促使那些在智力上一直有能力更好地履行董事职责的人，朝着实际履行其职责的方向发展。

在我看来，特拉华州的 Allen 议长在这个问题上写得最好。他说，**问题不在于董事的法律定义，而在于董事内部对其职责的理解**。如果他认为自己的职责就是坐在那里当顾问(他应该当顾问)，而且他还认为自己唯一的职责就是当支持者，那么他对职责概念的理解就是不充分的。Allen 议长说，解决办法不是制定新的法律或类似的东西，而是从根本上传达**正确的行为规范**。我认为，在过去的一两年里，行为规范有所改善。当然，在一些具体的案例中，不合格经理的概念得到了一些关注。我认为这对整个行业产生了有益的影响。

芒格：我认为，在许多董事会中，你会发现董事职责的行使都是非正式的，也就是说，CEO 会真心实意地征求某些具有特殊经验或才能的董事的意见。我认为这在很大程度上都是有益的。但就董事们真正反抗 CEO 而言，往往只存在一两种情况：**一种是他们减少了董事们的福利，大多数 CEO 都很明智，不会这么做。另一种是事情变得非常糟糕，可能会让董事们蒙羞。但你很少看到人们在受到耻辱之前采取行动。**

大多数人在驾驶汽车时，都不会对乘客的建议做出太积极的回应，管理层自然也会对股东通过代理程序提出的建议做出同样不利的回应。**我认为你说的都是人性深处的东西**。而且，这些代理提案很多都来自于怪人，因为如果一项活动被认为不会产生实际后果，那么它通常不会引起最明智、最平衡的人的兴趣。**好的建议往往来自股东，这些建议确实会产生影响**。但这些有效的建议往往不会出现在代理提案中。我不指望这种情况会改变。

巴菲特：当小投资者看到被提名的董事在其他业务中被证明不称职时，他该怎么办？这是一个有趣的问题。很多人都在关注你如何处理二流的 CEO，这很难处理。**但二流的董事几乎是不可能处理的**，除非有人接管整个公司或类似的事情。**大多数组织都依靠上级的自身利益来淘汰二流的下级**。如果我是一名销售经理，而我有很多糟糕的销售员，那么继续留着这些业绩不佳的销售员，会损害我的标准业绩，以致于损害我的收入。如果一个橄榄球教练能够找到一个更好的四分位，那么留住一个不合格的四分卫或任何其它球员，肯定会伤害到他的执教记

录。在几乎所有的工作中，都有一套奖惩制度，促使上级积极思考下属的工作是否一流，如果不是，就会采取相应的措施。

但 CEO 的上级是上市公司的董事，如果 CEO 表现不佳，公司董事会受到影响吗？也许只有当他们感到尴尬时才会。这就是在这种情况下伤害上级的方式。你无法拿走他的董事费。事实上，你无法经常更换董事。因此，唯一能与橄榄球教练或销售经理的问题相提并论的制度可能就是，从心理上伤害上级董事的地位，这样的制度才是有效的。否则，除非董事们有很大的所有权，否则纠正 CEO 问题的动力就不会很强。即便如此，也不一定能完全奏效。如果要更换董事，通常需要大股东采取行动，没有其它的办法。对于那些以某种方式挑选了其他软弱的董事的管理层或董事来说，要想更换他们，情况会非常尴尬。如果在一次会议上走到一个没有伤害任何人，就像一个盆景一样坐在那里的人面前，然后转过身对他说：我们都考虑过了，你真的不是什么好东西。这违背了所有自然的社会规范。

芒格：董事会制度的心理特性，使其成为促使人们服从 CEO 领导的理想制度。

巴菲特：并不是所有的 CEO 都认为这是一个坏主意。

17，未来十年伯克希尔股票回报率将大大降低

巴菲特：经常来参加的股东都知道，查理和我会告诉你伯克希尔的一切，然后把真正有趣的部分留给你，那就是计算它的价值。但我们确实在年报中说过，我们认为未来十年的股票回报率总体上将大大低于过去十年的水平。就像我们大多数预测一样，这并不需要太多的才智。股票在过去十年的表现超过了业务自身，在这十年里，利率的大幅下降对股票起到了极大的助力。要想在未来十年重现这种现象，就需要公司的股本回报率大幅度提高，而且利率还要继续进一步下降。我们认为这几乎是不可能的。因此，我们认为，任何期望未来从市场中获得与过去十年类似回报率的人都是在犯一个大错误。这并不意味着市场的回报水平，将不会比我们今天购买的其他资产的回报更令人满意，但我们认为市场回报不会像过去十年那样令人满意。

我们也说过，伯克希尔相对于市场的表现不会像过去十年那么好。而这几乎是由我们管理的资金量所决定的。因此，把这两个变量放在一起就可以看出，就伯克希尔增值的百分比而言，我们预计不会重现过去十年的辉煌。但我们确实认为，我们至少有可能比市场的总体情况略好一些。

18，关于股东群体，我们不希望伯克希尔的股票上涨

巴菲特：现在伯克希尔的股价是否在内在商业价值合理估算范围之内，我们的态度是否与过去一致？我们的偏好不是让股票价格上涨，而是让股票在内在价值的范围内交易。换句话说，我们把股价看作是内在价值的衍生品。我们对股东和市场采取的任何政策，目标都是让伯克希尔的股票以接近其内在价值的价格出售。在买卖决策方面，我可能并不会比你更擅长。

这就是我们的政策，因为让股票以两倍于其内在价值的价格出售，除了对卖出股票的人来说有好处外，确实没有任何其他好处。这意味着，一些股东在买卖方面相比于其他股东做的更好。如果每个人都以内在价值的近似值买卖，那么每个股东的业绩或多或少都会与他们持股期间的企业业绩相关。这就是我们的想法。我们无法保证做到这一点，但我们可以尽可能接近这一点。自 5 年前提出这个问题以来，我认为伯克希尔的股价从未在任何一个方向上与内在价值严重脱节。我希望这种情况继续下去。

我不希望看到有人以两倍的价格买进，然后以一半的价格卖出。虽然以一半的价格买进，然后以两倍的价格卖出可能非常好，但我们不能只拥有交易的一方，所以一定有人会吃亏，而有人会受益。

顺便说一句，如果我们 20 人是某个农场、汽车经销商或杂货店的合伙人，我们也会有这种感觉。随着时间的推移，一些合伙人可能会因为各种原因来来去去。从根本上说，我们希望有一种制度，能让他们以与身份发生变化时，公司存在的价值相一致的方式加入和退出。

这在拥有成千上万股东的拍卖市场上是不可能实现的。但是，我们所做的一切都是为了实现这样的一个结果。当然，取得这样结果的最佳途径是拥有一个聪明的股东群体。而我们这个股东团体已经做到了这一点。

19, 关于股票拆分

股东：伯克希尔的股价现在已经超过了 CharlesSchwab 的计算机报价系统，因为它只能计算到四位数。您是否考虑在一定程度上拆分股票？

巴菲特：这个问题是关于 CharlesSchwab 计算机系统的一个问题。如果我们大幅拆分伯克希尔的股票，就会吸引一些人，因为一些经纪人会出去告诉客户：看，股票要拆分了！太棒了，不是吗？你一定很高兴。但对我们来说，这是一群糟糕的股东。他们会在 6 个月后改变主意，因为经纪人说了些别的。这就像几年前我在这里讲过的一个故事：一个人点了一份比萨饼，老板问：你想让我切成八块还是四块？那个人说：你最好切成四块，因为我永远吃不下八块。我们不希望有股东认为八块比四块好。

芒格：从常识的角度来思考。将伯克希尔视为一个合伙公司，而商业就是一个合伙式的过程。假设我们一群人要在西奥马哈组织一家大型汽车旅馆，我们要创建一个合伙公司。我们的合伙公司会有一个 100 美元的最低单位吗？我们不会。伯克希尔 13000 美元的最低单位是我们组织合伙公司的相当合理的方式。

为什么要把公司分割成一个个 5 或 10 美元的小块呢？我不认为 13000 美元的入门价格有什么不妥。如果有人想以更小的份额拥有公司，他们可以组建自己的小合伙公司，并以更小的份额发行会员卡。

此外，我们不想让你担心我们。顺便说一句，如果汽车旅馆的入住率只有 12%，查理和我召开会议，告诉大家：我们有个好消息，我们将以 1 拆 20 的比例分割所有合伙权益。你们中的一些人可能会想，我们是否应该多关注一下汽车旅馆，少关注一下试图迎合不同群体的股东。这显然不是一个大项目。但无论如何，伯克希尔在我所熟悉的所有美国大型上市公司中实现了最低的股东换手率，远远低于大多数上市公司。这意味着每天考虑是否应该买卖，或者关注下一季度收益的人数最少。从根本上说，我们在这个剧院里找到了我们喜欢的人。

20，关于投资有偿证券和整体收购经营性业务之间的偏好

股东：既然在公开市场上购买企业部分股权可能会在价格上获得优势，为什么我们偏好购买整个企业？

巴菲特：这个问题问得好。你可以不时的(不是一直)以比购买整个企业更合理的价格购买伟大企业的一部分。然而，当我们喜欢企业的经济特质和管理层时，我们确实偏好购买 80%或更多的股份。部分原因是，随着我们规模的扩大，即使就有价证券而言，我们的可投资世界也在缩小。有很多优秀的小型上市公司，我们却无法投入足够的资金来赚钱。

但更诚实的答案可能是，从本质上讲，我们只是更享受这个过程。我们喜欢拥有由坐在前几排的这类人经营的企业。我们从中获得了很多乐趣。虽然我们对有偿证券也很有兴趣，但更令人满意的是，我们能与一群企业合作，并不断增加跟我们所拥有的相同品质的类似企业。

你可以争辩说，如果我们不拥有自己控制的一些企业，我们就会拥有更多的可口可乐股票。但这是我们想要的生活方式。温斯顿丘吉尔 Winston Churchill 说过：你塑造了你的房子，然后你的房子塑造了你。

从根本上说，查理和我 23 年来一直在打造伯克希尔。如果我们把房子塑造成我们不喜欢的的方式，那就太疯狂了。我们永远也不会完成它，但我们想在塑造它的过程中喜欢它。因此，在我们努力建设一个符合最低盈利标准、为所有股东提供良好回报的公司的同时，我们也努力让它成为一个让我们快乐度过每一天的地方。我们并不

满足于只管理一个证券投资组合。

芒格：我认为他提出了一个意义深远的问题。我认为这远远超出了个人偏好的问题。假设你是一个非常聪明的人，你的一生就像金融家 RussellSage 一样，你只是用一双白嫩的手操纵着许多小纸片。当然，你会变得非常富有，但这就是你的一生。(笑声)

(拉塞尔塞奇 RussellSage 于 1816 年出生于纽约州一个贫穷家庭，1839-1857 年经营食品杂货店颇为成功，后用赚来的钱开办其他企业。1874 年为纽约证券交易所一名股票交易员，同杰伊·古尔德进行合作，经营的金融业务颇为广泛，他的一些创新交易法，包括看跌期权和看涨期权，至今仍在华尔街使用。其妻马格丽特在他死后继承了价值 7 千万美元的财产，1907 年捐赠 1 千万美元建立了拉塞尔塞奇基金会，以改进美国社会条件和生活条件。)

芒格：我知道在座的各位对 RussellSage 的一生不会有太多批评，但我不认为那是一种好的生活，凯恩斯 John Maynard Keynes 也不这么认为。如果你所做的一切只是买卖别人的小纸片，我们不会认为那是一种合适的生活态度，也不会给后来的文明带来什么启示。那不是一种标准的生活方式。

巴菲特：这对你的孩子肯定不是最好的选择。

芒格：不，不。和我们一起工作的人都在经营真正的生意，就像昨天在波仙珠宝和 NFM 家具商场为您服务的那些人，他们的生活比 RussellSage 更令人钦佩。那么，我们为什么不把时间花在这样的人身上，而要完全花在这些买卖小纸片的人身上呢？当然，有些伯克希尔股东个人的处境与我们一样。我注意到，总的来说，股东们在生活中表现得非常好。他们中的很多人在对待他们所积累的财富方面都很慷慨。事实上，**很多人捐赠财富比挥霍财富感到更有趣**。因此，我认为我们这里的人都很优秀。我认为我们这些人混在一块是正确的。如果我们没有良好的经营企业，那将是一件可怕的事情。

另外，拥有一家企业 80%或更多的股份，比拥有别人公司的一小部分股份更有税收优势。如果我们拥有 80%的股份，我们持有股份价值就会跟随企业留存收益的增加而上涨。而如果股份少于 80%，就不是这样了。

巴菲特：拥有 80%或更多的企业股份拥有很大的税收优势。通过伯克希尔来拥有股票，这个结构实际上是非常糟糕的。对我们的股东来说，在他们和拥有的股票之间有一个伯克希尔中间公司是非常不利的。

如果我们能将更大比例的净资产投入到我们已经拥有的那种经营业务中，我们会很乐意将投资证券资金转移到这些业务中。这就是为什么在我们今年的年报中，我提到了一笔 20-30 亿美元的收购。这并不是因为这些数字有什么魔力，我只是想告诉大家，我们喜欢进行这样的收购。

21, 关于护城河概念

巴菲特：我们所说的"护城河"moat，也就是迈克尔波特 Michael Porter 所说的竞争优势。这是一个将公司与其最接近的竞争对手区别开来的东西，无论是在服务、低成本、口味，还是在消费者心目中等等，其产品拥有的与下一个最佳替代品之间的一些优势。

日报的护城河就是本地化。你不会在布法罗卖出很多罗切斯特的报纸，你也不会罗切斯特卖出很多布法罗的报纸，即使你把另一份报纸的价格降低了一毛钱。如果你住在布法罗，你不会改变你的观点，你也不会想以更低的价格读到关于罗切斯特的报纸。

护城河种类繁多。尽管你看不到它，但所有的经济护城河要么在扩大要么在缩小。当然，管理层的工作就是不断拓宽他们的护城河。一条好的护城河应该为投资资本带来良好的回报(高 ROIC)。如果有人说，他们有一家很棒的业务，但投资资本回报率却很低，那他的衡量标准就和我们不同。

我经常听到"特许经营权" franchise 这个词，当然，它确实有不同的含义。但就经济上的特许经营权而言，有各种各样的企业都说自己拥有经济特许经营权，但它们显然并不拥有特许经营权。可能是它们的管理层无能，因为他们没有从特许经营权中赚取高额回报。特许经营权是表达护城河概念的另一种方式。

一些伟大品牌在经营过程中的跌跌撞撞是一种偶然，还是反映了某种趋势变化，而这种变化将导致这一趋势持续并加速？《财富》杂志 1993 年 5 月 3 日上刊登了一篇由 Carol Loomis 撰写的精彩文章《DINOSAURS? They were a trio of the biggest, most fearsome companies on earth》。我建议您读一读。我自己的总体感觉是，除了 IBM 和西尔斯百货 Sears 这样的大公司之外，正在发生的变化是相当正常的。有一定数量的 12 岁和 14 岁的马，在 45 岁和 6 岁时表现是最棒的，虽然它们现在正步履蹒跚。

但我并不认为这种变化在一般业务中是不成比例的，变化是生意的一部分。如果变化不是生意的一部分，那么所有最富有的人都将图书管理员。过去发生的事情将预示未来。虽然过去是未来的指南，但事情的发展要比这复杂得多。总体而言，我并不比 10 年或 20 年前更担心公司的变化。但对于我们经营的公司来说，这是我们一直在思考的问题。

22, 关于品牌价值

股东：仿制品牌领域的扩张会损害可口可乐的利益吗？

巴菲特：这是一个非常重要的问题。仿制品牌已经存在了很长时间，但最近它们引起了广泛关注，部分原因

是它们的表现更好，特别是因为菲利普莫里斯公司 Philip Morris 几周前的行动，当时他们为了应对仿制品牌的降价威胁和进攻，他们大幅下调了万宝路香烟的价格。我不会说万宝路是世界上最有价值的品牌。我认为可口可乐更有价值，这已经被后来的事态发展所证明(莫里斯股价大跌)。但万宝路赚的钱比世界上任何品牌都多。

菲利普莫里斯突然采取了一些降价行动，大大降低了该品牌的收益，并改变了几十年来香烟行业的定价动态。从那以后，菲利普莫里斯市值损失了 160 亿美元，RJR 也因此遭受了损失。这是一个非常有趣的案例研究，它说明了与仿制品牌竞争的危险之一。菲利普莫里斯的香烟卖到了 2 美元一包。与此同时，仿制品牌香烟的价格却在 1 美元左右。因此，对于每周吸 10 包烟的人来说，每年的成本差异确实有 500 美元。这是一个巨大的年度成本差异。你最好有一些人们认为比普通产品更好的东西，让普通消费者愿意每年多花 500 美元。这种情况也发生在其他领域，无论是玉米片尿布还是很多其它产品。

(1993 年 4 月 2 日，菲利普莫里斯为了更好地同那些仿制品牌香烟展开竞争，宣布将其万宝路牌香烟降价 20%。在这个“万宝路星期五”公告发布之后，随即引起了市场的激烈反映，包括可口可乐在内的一些著名股票的价格纷纷走低。但巴菲特的做法却与众不同。他悄悄以每股 1.5 美元卖出了 500 万股可口可乐股票的看跌期权合约。如果股价跌至每股 35 美元以下他将同意以每股大约 35 美元的价格买入 500 万股的可口可乐股票，虽然股价没有跌到 35 美元，但巴菲特赚到了 750 万美元期权费。)

23, 吉列的竞争优势

巴菲特：就我们的情况而言，我认为吉列品牌比菲利普莫里斯公司的主打产品更能抵御仿制产品的竞争，尽管刀片领域一直存在仿制产品的竞争，今后也会如此。男性平均每年购买大约 30 片刀片。如果他买最好的刀片，每片 70 美分，一年需要 21 美元。如果他想买一种让他脸上贴着创可贴，感觉不舒服的刀片，他每年只要花 10 美元。所以，一年更好的体验价值 11 美元。

剃须刀片的技术含量很高，而且质量差别确实很大。顺便提一下，吉列公司必须不断推出技术改进性产品。在下一个产品研发出来之前，他们从不推出新产品。他们在“Sensor”的研发上，投入了超过十年的时间。我认为，对于消费者来说，吉列比许多其他品牌更物有所值。吉列非常重视技术研发。你可能还记得 1960 年代初的 Wilkinson 威尔金森不锈钢刀片。如果 Wilkinson 像他们应该做的那样(投入研发)，在市场上大展拳脚，吉列就会遇到真正的麻烦。它的产品不是普通仿制品，而是真正技术上的进步。

我认为，在任何行业中，只要领导者能赚取高额的股本回报，就会存在某种仿制品牌的威胁。毫无疑问这将鼓励竞争。在许多行业，这种竞争威胁可能正在加剧。但我认为，拥有正确竞争要素的品牌非常宝贵。有时基础设施对于仿制品牌来说是个问题。例如，可口可乐的全球基础设施令人印象深刻，仿制品牌供应商很难复制。

但如果有人想在加州出售一盒仿制品牌的巧克力来对抗喜诗巧克力，这显然是一种威胁。我只希望他们在情人节那天拿回家说：给，亲爱的，我给你买了盒便宜巧克力。

芒格：一般来说。我认为零售商比如沃尔玛、连锁超市等的实力确实在增强。因此，品牌产品公司的力量受到了一定程度的削弱。但和沃伦一样，我认为有些品牌比其他品牌更强大。

(1960年，吉列推出了高级蓝色刀片作为最高级、最核心的产品。高级蓝色刀片是在经过5年的试验和研究的基础上才正式引入市场的。这种刀片上覆盖着一层薄薄的硅，可以有效防止毛发粘附。但是与此同时，来自英国的Wilkinson Sword公司研制出了不锈钢剃须刀片。Wilkinson Sword公司是英国伦敦一家生产礼品刀剑的生产商。公司有近200年的历史。但是它最主要的获利产品还是昂贵的园林修剪工具。二战期间，时任英国首相丘吉尔为了表示对苏联人民斯大林格勒战役的敬意，特别铸造了一把斯大林格勒之剑送给苏联。这把宝剑被视为传统铸剑工艺在现代工艺时代的最后作品，而负责锻造的正是Wilkinson Sword公司。一个偶然的机会，Wilkinson开始生产不锈钢剃须刀片。它的刀片制造工艺优良，刀刃锋利，不被腐蚀并且使用寿命长，有的人每只刀片使用15次之多，而一般的碳素刀片平均只能使用3.5次左右。当然，不锈钢刀片成本更高，复杂的工艺还限制了产量，所以每只刀片售价15美元，而吉列的高级蓝色刀片只卖约6.9美元。1961年夏，Wilkinson开始在美国出售刀片。

不锈钢剃须刀片的推出，是继吉列发明安全剃须刀后，剃须用具的又一次重要革新，大大延长了刀片的使用寿命和安全性。同时，它的诞生也严重威胁到了大洋彼岸的吉列。而长期垄断市场的吉列却反应迟钝，并没有因为不锈钢刀片的出现而做出什么反应，依然坚持主打自己的高级蓝色刀片。吉列董事长承认，当时公司不愿意生产不锈钢刀片。这种愚蠢的想法部分原因是，吉列担心推出自己的不锈钢刀片影响蓝色刀片销售，因为不锈钢刀片尽管定价高，但每只刀片的使用寿命大大增加，顾客每刮一次胡子所需成本就少。公司尤其担心利润很大的高级蓝色刀片会受到不利影响。1962年，吉列的竞争者美国利特尔埃弗夏普公司开始引进Wilkinson的不锈钢刀片，以低价高质开始赢得客户。吉列却依然固守自己的刀片不做改变。结果在1963年引入不锈钢刀片后的短短一年内，原先属于吉列的市场被国内外竞争者瓜分大半。这时方才醒悟过来的吉列，1963年底不得不推出自己的不锈钢刀片，迅速在50万个零售点低价铺开，才恢复了原有市场份额。1968年，吉列剃须刀创下了销售1110亿枚刀片的历史纪录。险些翻车的经历让吉列长了教训，此后吉列在产品研发方面投入了更多的精力。1971年，吉列推出了第一款双刀片剃须刀"Trac II"，1977年，吉列又引入了Atra/Contour系统，首次在剃须刀上使用旋转刀头，搭配双刀片，这样一来，相比之前的设计，新产品更加贴合人面部，减少了受伤的风险，剃须更加干净。后来吉列还在此系统的基础上首次增加了润滑条，推动了剃须刀设计的又一次改进。

再次打击吉列的又依旧是一波强劲的低价策略。这次是来自法国的Bic比克公司，比克原本是二战后成立的一家制作圆珠笔的公司。1975年，他们凭借着规模化的精工生产线开始涉足剃须刀市场。主打低价路线的比克让相对高价的吉列一时间招架不住，决定和比克玩降价的恶性竞争，大打价格战。这样一来两败俱伤，吉列在80年代初经历了一波严重的低迷阶段。1986年，吉列痛定思痛，开始重组，精简产品线，提高利润率，重振核心业务，回到熟悉的发展道路上来，将在低端产品上过度浪费的钱转投到品牌营销和广告投入。有着悠久历史的名牌吉列还是有品牌市场的，但就在公司渐见起色的时候，1988年，著名日用品公司宝洁的收购风波又让吉列阵脚大乱。经过几次风雨，80年代的吉列实在是太难了可谓是历经风雨。好在1989年，吉列运用推销的老本行，成功掀起了"吉列-男人的最佳选择"的广告浪潮，让吉列在几次低迷之后再次振作起来。与此同时，吉列在研发方面的大量投入也收获了成效。90年代初期，吉列将双刀片安置在高灵敏弹簧上，推出"Sensor"产品，再次在剃须体验上实现了显著提升。2000年前后，吉列还推出了女用剃刀等系列产品，大大改进了产品线，走出恶性竞争的迷茫，更加稳定了自己的产品定位。吉列还先后推出了划时代意义的锋速系列"Mach3"及其动力刀片，首次采用三层刀片技术，再次刷新了人们对于剃须体验的认知。)

24、关于可口可乐的价格优势

巴菲特：沃尔玛在销售山姆可乐，沃尔玛是一支非常非常强大的零售力量。有一点很有帮助，那就是他们在这里销售每箱低至4美元的可乐。一罐才16.7美分，我不相信这是可持续的。我已经有一段时间没看铝制品了，

但它的价格下降了。我认为这个铝罐本身就接近 6 美分。罐子比配料贵得多，而分销成本、卡车运输成本、库存成本以及其他成本都跟可口可乐差不多。一个 12 盎司的铝罐里有 1.3 盎司的糖，按国内价格计算，每罐大约是 1.75 美分。无论是山姆可乐还是可口可乐，糖的成本都是一样的。可口可乐每天在全球范围内销售约 7 亿罐 8 盎司装的可口可乐，其中大部分是可口可乐，但也有其他品牌软饮料。如果将 7 亿份乘以 365 天，那么每年全球大约有 2500 亿份 8 盎司装的可口可乐产品被卖出。可口可乐去年的税前利润约为 21.5 亿美元。每罐可口可乐只赚一美分。每罐可口可乐只赚一美分并不能形成一个巨大的利润保护伞。仿制品牌购买铝罐的价格不会再便宜了。他们购买糖的价格也不会再便宜。他们的卡车运输成本也不会再便宜。

芒格：沃伦会说，当你购买软饮料时，你购买的是口味、使用价值和想象力，想象力很重要，因为它有一定的节日气氛和仪式感等等。如果可口可乐每罐只赚一美分，那么其它品牌就没有很大的利润空间来提供同样的使用价值、想象力和其他东西。毕竟每罐可口可乐饮料只赚一美分。

巴菲特：这不像烟草行业那样有一个巨大的利润空间保护伞，仿制品牌竞争者可以通过大幅降价抢占市场。这非常重要。实际上软饮料的价格变化不大。有趣的是，早在 1900 年左右，一罐 6.5 盎司的可口可乐的价格是 5 美分。现在的标准单位一般是 12 盎司一罐，周六在超市里以 25 美分买到 12 盎司的可口可乐一点也不难。但如果你买的是 2 升大瓶装等等，很容易就能把成本降到 2 美分一盎司，这对于 1900 年 6.5 盎司的旧瓶装来说，售价相当于 13 美分，因此，售价相当于从每盎司 0.8 美分涨到 2 美分。而在这期间，在物价指数以更高的速度增长，就价格通货膨胀的角度，这是涨价最低的项目之一。

可口可乐每年销售 2500 亿份。你知道他们的收入，所以你可以确定他们每罐的收入不到 5 美分。这包括装瓶业务，他们是一体化的。所以他们根本没有大幅提高价格。实际上，在西半球的某些其他地区，价格的涨幅可能更大，但基数很低。我想不出有多少食品的价格涨幅像软饮料和可乐这么低。

大约一两周前，唐基奥 Don Keough 退休了。他是美国历史上最伟大的管理者之一。我非常钦佩他的为人、品格和管理才能。他是一个罕见的人才。著有《管理十诫：影响你一生的管理哲学》

25，关于可口可乐 300 万份认沽期权

巴菲特：这很不寻常，但并非独一无二。因为我们按照 13-D 法规的要求向美国 SEC 和纽交所进行了披露，所以媒体对此事进行了报道，我们是以低于当前市价，以约 35 美元的价格出售了 300 万份可口可乐股票的看跌期

权，为期约八个月。这仅仅意味着，向我们支付认沽期权费用的机构，他们向我们支付的价格约为每股 1.5 美元，从现在到大约 8 个月后到期的任何时候，他们有权向我们以 35 美元的价格出售可口可乐。但我们不是买入看跌期权，而是卖出看跌期权。我们又卖出了 200 万股看跌期权。因此，我们以 35 美元上下约 0.5-0.75 的价格**卖出了约 500 万股可口可乐的看跌期权**，到期时间大致在 12 月到 2 月之间。这些期权的价格略有不同，主要取决于我们的购买日期的价格。这就意味着，我们在年底 12 月或明年 2 月之前，**将获得 750 万美元的期权费用。如果可口可乐跌到某个价格，我们还可以买到价值 1.75 亿美元的可口可乐。我们并不一定要卖出看跌期权来购买股票，可能会有其他变化。我们并不经常做这样的事情，尽管我们在不同的时候也做过。**

除非标的适用于我们提交了 13-D 的股票，或者我是公司董事的股票，在这种情况下，我们必须提交表格进行披露，否则就不必披露。但总的来说，我们在这方面并不活跃。这只是我们投资工作的一小部分。我们可能五年都没做类似的事情，但如果我们看到想做的事情，我们就会去做。

26, 关于海外投资以及汇率对冲

我们没有找到很多国际股票，但我们一直在寻找.....。

巴菲特：的确，截至年底，**我们在海外的唯一一笔重要投资是健力士 Guinness，总部在英国。**当然，可口可乐 80%以上的净收入来自美国境外，吉列公司约有三分之二的收入来自美国境外。伯克希尔去年的透视收益略高于 6 亿美元。可口可乐公司的每股收益约为 1.40 美元。将这一数字乘以我们拥有的 9 千多万股，再乘以 80%(可口可乐来自海外的部分收益)，你会发现去年我们有 1.05 亿美元左右的透视收益来自可口可乐的海外收益。吉列公司这个数字要小一些，但仍然非常可观。我们喜欢世界市场。当然，可口可乐和吉列在美国的发展前景非常好，在海外的发展就更好了。

我们认为，如果一家公司的注册地在美国以外，这只是小小的劣势。如果可口可乐和吉列在其它主要发达国家，我们会少赚一点钱，但差别很小。**我们在跨境时有一些税收劣势，这可能相当重要。有时在文化方面也会有一些不利因素。**但我们并不反对收购那些在国际上拥有重要业务的企业。我们也不反对收购主要发达国家的企业。我们还没有发现多少符合我们标准的企业，但我们会继续寻找。查理？

芒格：我没什么要补充的。

巴菲特：有时候他其实在做减法。

股东：由于健力士啤酒是以英镑报价的，我们是否会对我们的国际投资，比如健力士，进行汇率对冲以应对货币波动？

巴菲特：答案是没有。我们投资的国际公司正在以各种货币赚钱。健力士在美国有近 20% 盈利是以美元计价的。可口可乐在美国有近 20% 的盈利是以美元计价的。因此，尽管注册地和报告方式不同，健力士以英镑报告，而可口可乐以美元报告，但它们还以马克和日元等货币报告。其中一些公司进行大量的货币对冲，而我们通常不会，因为这会带来一些费用。我们认为，如果英镑贬值，那么健力士的美元收益就会以英镑计算更有价值，以此类推。随着时间的推移，收益的基本来源国将决定我们的最终的收益能力，除非美元相对于所有其他货币发生巨大变化。我认为这并不是什么重要的事情。如果我们独立地对可口可乐和吉列的收益以及所有这些进行对冲，这将是一个非常昂贵和重复的过程，而且这将涉及大量资金。

我认为我们某些业务可能会用某种货币来进行对冲。我们在英国和新西兰有一些保险交易，还有一些其他货币的交易。对于其中一些交易，由于赔付期可能相对较短，我们会对货币进行套期保值。如果我们真的在一两年或三年内押注英镑，我们可能会在某些情况下进行对冲。但总的来说，这不是我们的政策。

27，伯克希尔运营保持简单，并降低一切不必要的成本

芒格：我认为这里面有一个非常重要的一般原则：伯克希尔让事情保持简单。许多组织机构官僚化，比如开展利率互换和货币对冲可以让很多人有事可做。我们喜欢事情简单到在总部没有太多事情可做，这样董事长就可以坐在那里阅读年度报告。这是一种截然不同的管理理论。

巴菲特：如果我们公司财务主管办公室有 20 个人，我向你保证，他们会进行对冲货币，甚至可能是我们根本不拥有的货币。这就是组织的本质。如果有一两层楼专门用来研究仿制药或类似的东西，那将是非常容易的事情，组织会找到各种各样的事情去做。一旦他们这样做了，他们就需要更多的人在他们下面，他们会参加各种会议，他们必须把自己的重要性等同于上级等等。

芒格：你说的开始让我有点恶心。

巴菲特：那我不说了。

芒格：别说了。我们基本原则很简单，就是投资规模经济。我们倾向于在有规模经济效益的地方进行投资。而规模不经济则与庞大的官僚机构有关，在这些人的相互作用下，整个官僚机构在不断的否认和自私自利的认知

中逐渐变得疯狂。伯克希尔试图从规模经济中获益，但又避免了大官僚机构带来的规模不经济。这是一个非常简单理想状态。我们并不是唯一这样做的公司。Kiewit 基维特公司和世界储蓄银行 World Savings 就非常简单。我们还可以举出其他的例子。

巴菲特：我们把它写进了今年的年报，它并非微不足道。从现在到审判日，投资者作为一个整体将从他们投资的企业中赚取一笔钱，这笔钱等于相关企业的所有收益，减去被侵占或浪费的企业超额成本，再减去交易和管理投资的超额摩擦成本。这就是全部收益。短期内，市盈率的上升和人们玩的会计游戏等有很多魔力。但最终，从现在到企业倒闭这段时间内，你从企业获得的收益不可能超过企业的利润。实际上，你赚的钱会更少，这取决于你的投资经理是谁，证券的交易频率，以及你付给投资经理的薪水等等。我们认为，在伯克希尔，我们已经将所谓的摩擦成本降到了最低。现在，这并不能保证我们会取得良好的结果，但这确实保证了你的结果将与潜在结果非常近似，可能与任何大公司的结果一样相似和接近。

28, 关于投资通用动力的思考历程

股东：在收购通用动力公司的潜艇业务之前，你和查理花了多少时间分析它的价值？

芒格：沃伦，整个决定你花了多少小时？

巴菲特：零。有一些标志..

芒格：大概是零吧。肯定花了有一个小时。

巴菲特：我们不需要花很多时间，我们可以识别出某些特征，我们知道这些特征是更重要的关键变量。如果这些特征都符合要求，我们就不用担心对不重要的变量进行微调。如果我们必须了解企业的每一个细节，那么它就不可能有那么大的吸引力。我们需要的是能让我们眼前一亮的东西。查理说我花了一个小时研究潜艇生意，我想也许是的，但如果我花了一百个小时我知道的会比一个小时后知道的多吗？也许不会再多了。

大多数事情都是如此。从某种意义上说，四五十年来，我们一直在积累一个数据库，我们已经把我们可能理解的事情，和我们知道我们不会理解的事情，区分开来了。我们可能理解的东西的数据库已经被填满了。然后，通常会有一些特定的因素会把我们引向这样的地方，比如证券的价格，但更常见的是其他因素。所有这些累积的模型加上一些额外的变量对我说：现在就做点什么吧。

芒格：如果由我来管理国家的国防护城河，我最不会放弃的就是核潜艇。我认为它是我们拥有的最有效率的

潜艇。我认为这是在场的每个人都自动拥有的洞察力。这不需要火箭科学家，政府也可能理解的事情。

29, 关于美国运通的投资

股东：为什么我们持有很多金融公司？

巴菲特：我们会谈论行业形势以及与商业相关的事情，但我们绝不会做任何可能被理解为买卖的事情。如果你把我说的解释为买卖操作，那不是我要表达的意思。我不想谈论具体的股票，但我想说的是，**我们并不认为金融服务业务在未来十年或未来前景会高于平均水平**。你在我们的案例中看到的并不是任何全球性的结论，而是基于我们选择的具体公司，这是该公司特有的。**我不认为金融服务行业总体上是一个伟大的行业**。

第一数据公司(First Data)取得了巨大的成功。离我家三四英里远的一家公司取得了如此巨大的成功，却被卖给了别人，这让我感到非常恼火。我想大约十多年前(1980 年)，该公司以大约 5 千万美元的价格卖给了美国运通，它一直是一家了不起的公司。**我认为去年美国运通卖出 First Data 的一些动机是为了创造显著的账面收益，以应付其他地方出现的问题**。在过去几年中，美国运通的债务评级从高位下调。美国运通是一家建立在金融信用基础上的公司，他们必须有额外的安全边际，以确保这一点永远不会改变。他们在其他地方遭遇困境。我认为，他们可能是考虑到这一点，才把 First Data 卖出了。

巴菲特：这不是我们的风格。我们努力经营我们的事务，这样，如果有超级巨灾来袭，或者发生了什么事情，**我们永远不必卖掉鲜花去浇灌野草(sell the flowers to water the weeds)**。顺便提一下，我认为美国运通已经意识到，更加专注于自己的业务将有助于实现投资价值的最大化。但我认为，**他们不得不卖掉一部分好的业务，实际上是为继续开展其他业务所必需的资产负债表提供资金，这是非常不幸的**。

30, 喘不过气来的航空公司扼住飞机租赁商和旅游业的咽喉

股东：您能否谈谈飞机租赁业务和旅行社业务的业务基本面，以及它们与 PS 集团的关系？

巴菲特：我不认为我会将其与 PS 集团联系起来。但爱尔兰的 GPA 飞机租赁公司，可能是飞机租赁公司可能陷入困境的最引人注目的例子。他们需要进行重大改造，需要数十亿美元。**飞机租赁业务的长期健康发展，将取决于承租人和二手飞机市场**。如果很多承租人遭遇困境，那么飞机租赁市场就不会有太大的发展空间。在过去的几年里，承租人在这个国家遇到了很多麻烦。至于航空业的经济状况，我们不知道有哪个行业的经济状况比它更艰难。我们也不想知道有哪家企业的经济状况比它更艰难。当你的承租人喘不过气来时，要成为一名出色的承租

人是非常困难的。

旅游业务近年来也是一门艰难的生意，部分原因是机票价格的变化。从历史上看，旅游业务不需要太多的资本就能进入，因此旅游业务的投资资本回报率很高，因为投资资本很低。这是一个劳动密集型业务。这取决于是否拥有某种特许经营权，因为他们及不上都提供了相同的产品或服务。在美国工商业，这并不是一项很大的业务。美国运通是旅游业务中最大的因素，但这对美国运通来说并不是什么大业务。

31, 关于能源投资

股东：我们为什么不投资能源公司？

巴菲特：这不是偶然的。如果我们认为能源公司有足够的吸引力，根据我今年在年报中提出的估值公式(现金流折现 DCF)，它值得投资，我们完全愿意投资。但长期以来，与其他资产相比，我们在这一领域还没有发现任何对我们有意义的东西。我们对未来的估计可能有误。我们可能遗漏了很多要点。但这完全不是因为我们把能源股视为投资禁区。事实上，能源股有很多地方都相对容易分析。

芒格：对于能源股，你并没有触及我们对高科技的恐惧。我们通常担心的是高淘汰风险。我不知道沃伦是否同意，但我认为我们会说埃克森 Exxon 石油是一家低技术公司，不是因为化学工程或油藏工程很简单，而只是因为 Exxon 的整体地位涉及的淘汰风险很低。因此，我们多年来对能源公司的厌恶，如果你可以这么说的话，并不是基于对淘汰的恐惧。你同意这种说法吗？

巴菲特：对。几年前，我们对 Exxon 做出了重大投资承诺。这是我们喜欢关注的业务。它的现金流很容易计算，但最终它必须能实现业绩，否则我们不会涉足。

芒格：我们往往害怕的是石油公司正在进行的新投资项目。现在有一种倾向就是，在不计回报的情况下持续对能源进行投资。

32, 关于报纸业务

股东：报纸还有未来吗？你说你对技术很反感，但报纸不是正在变得越来越技术化吗？

巴菲特：我们并不反感技术，我们只是认为自己并不擅长技术。我们尽量不参与我们认为没有优势的游戏。

我在去年的年报中谈到了报纸未来的盈利能力，当时我说，报纸仍然是非常好的业务，但它们并不像几年前那样拥有固若金汤的特许经营权。但是，如果你看一下全美 1600 多家日报的平均投资资本回报率，剔除二三十家

在恶劣竞争环境中经营的报纸不谈，你就会发现它们的投资资本回报率非同寻常。让我感到有趣的是，许多报业人士并不了解这一点。他们要么关注竞争形势，要么关注一些反常现象，他们会让你认为这是一个无利可图的行业。尽管报业的收购价格已经大幅下降，但它现在仍然是全国最赚钱的行业之一。现在它面临着一些过去不曾面临的威胁，但它仍然是一个非常强大的产品。

也许二十年后，科技发展到一定程度，人们不再需要日报，也不太愿意为日报付费，因此广告商的付费也会减少，从而改变了报业的基本经济特征。我不这么认为。但我不比你更了解报业的未来。我认为报业特许经营权没有五年或十年前那样强大。但有趣的是，技术的威胁似乎仍没出现。1970 年代，我曾听到很多关于 KnightRidder 和其他公司试图用屏幕代替报纸的言论。到目前为止，结果并没有令人印象深刻。但这并不意味着它在未来不会以某种方式改变。但他们为此研究了 20 年。

相对于很多其他花 35 美分的消费方式而言，35 美分左右的一份日报是非常划算的。你不需要从报纸内容中获得很多好处，如果有 10% 的内容对你有用，那就值这个价。我预计，未来日报的经济效益仍将保持良好。相对于它的价格，这是一款物有所值的实用产品。

33，我们不会披露超出规定范围的股票交易

股东：您对收购美国烟草公司一事有何评论？

巴菲特：自 12 月 31 日的报告发布以来，我们没有宣布收购或处置任何股票。有报道称，从那时起我们至少购买了三支股票。我可以告诉你，其中一些报道是错误的。我们从不评论我们是否拥有某些东西，也不评论我们是否买卖某些东西。我们也不会错误的时候矢口否认，而在正确的时候不予置评，因为那样做就等于承认了一切。我们将披露法律要求公布的任何交易。在某些情况下，这意味着每年提交 13-D。这意味着，在某些情况下提交 13-G。如果查理或我是该公司董事，则要提交表格 4。但我们不会披露超出法律要求的任何信息。因为这项政策，在座的每个人都变得更富有了，包括主席台上的俩人。

34，关于伦敦劳合社的衰败案例

巴菲特：问题是关于伦敦劳合社 Lloyd's 近年来的问题，他们遇到很多问题。事实上，你可以说他们正在重新评估自己应该如何运作。一个世纪以来，劳合社辛迪加的运作方式一直是其成员承担无限责任。它们是某些类型保险的中心，而且是一个非常重要的中心。由于石棉索赔等原因，某些成员承担了相应的责任，而他们又不知道

这些责任会造成的巨大损失有多大，因此愿意承担责任的人急剧减少。劳合社正在摸索一种系统来处理长尾责任和无限责任的问题。我不认为他们能轻易找到答案。所以我认为，他们在一两年或者三年后还会在某种程度上摸索。显然，随着时间的推移，所有这些都对我们有利。

我来告诉你什么才是真正对我们有利的。佛罗里达州的飓风看起来最终会造成 160 亿美元左右的损失，尽管他们在很长一段时期内都不会知道确切的损失总额。但是很容易想象，如果飓风袭击长岛，将会造成三或四倍的损失。好吧，当你开始谈论 500 亿或 600 亿美元的损失时，而从事这项业务的大公司只有几十亿美元的净资产。伯克希尔公司在承受重大损失方面具有显著优势。我们应该能够获得适当的保费。我们的竞争对手越少，我们就越有可能获得相应的保费。

我不清楚劳合社的总资本是多少，但我认为他们的总资本不如我们多，而且他们的大部分资本是心理资本，而我们是真实资本。另外，风险的增长速度远远超过物价指数的增长速度。随着时间的推移，我看不出他们有什么好的应对措施，能让他们在一段时间内比伯克希尔公司更具竞争力。世界正在摸索一种新的再保险概念。有很多公司已经承保了这样的业务，如果遭遇厄运，这必须是非常糟糕的厄运，但这是有可能发生的，他们将不复存在。因此，他们需要再保险来解决这个问题。但他们需要的规模很难找到。

当然，大多数进入再保险行业的人最终都会用他们的钱做一些非常愚蠢的事情。仅仅因为你的名字里有“再保险”三个字，就可以保证你会得到很多愚蠢的建议，对你来说是愚蠢的。这对你没有任何好处。多年来这个行业一直存在很多非理性的承保能力，而且将来还会继续存在。

随着时间的推移，这对我们来说应该是一笔好生意。问题是，十年之内你都不会知道，因为巨灾发生的频率太低了。如果你为汽车投保，并准确地预留了保费，你就能在相对较短的时间内知道你是否收取了合适的保费。在我们的业务中，大多数年份都是盈利的，但偶尔也会出现巨额亏损，直到十年或二十年后才知道你是否收取了合适的保费。

芒格：我认为，劳合社衰败的案例，值得全世界法学院和商学院至少研究整整一代人。这是一个非常有趣的例子，它说明了一个非常令人钦佩的机构是如何衰败的，不仅仅因为愚蠢，还因为一些不当行为。我不知道他们能不能解决这个问题。他们的激励结构有很多问题。人们通过晋升获得丰厚的报酬，从顶层刮取收入。他们没有承担最终责任，而人们本应完全或甚至大部分靠吃自己做的饭过活。

巴菲特：这是一种咨询形式。一个美国人去那里要加入劳合社，他要付钱给一个家伙，让他告诉你该去加入哪个合适的辛迪加财团。但无论这个组织是否合适，这个人都会得到一笔报酬。

35，关于巨灾保险业务

股东：我们的巨灾险业务是高波动/低风险的业务吗？

巴菲特：这当然是一项高波动的业务。我们认为，如果我们长期从事这项业务，我们收取的费率将被证明是有利可图的。但没有一本书可以让你查到以确定这一点。这实际上是一个判断问题，不管这个词是什么意思。对于这种波动性很大、频率很低的业务，即使在十年后也无法确定你的定价是否合理。因此，在巨灾业务中，相对于你所承保的东西，你最好有巨大的盈余来支撑。

保险浮存金具有债务的某些特征，但不是最糟糕的那种特征。即使算上债务和浮存金，我们也有巨额资本金。这是一种使用他人资金的方式，就像债务融资一样。在大多数情况下，它的构成的风险很小。当它被准确陈述时，它的风险非常小。你要担心的是在任何特定时间，错误的计算了你的负债。如果你看一下财产意外险行业的承保记录，并按照他们事后发现的情况重新计算他们的负债，如果他们准确地列出他们的资产和负债的话，那么在过去的 20 年里，美国相当多的大型保险公司将在某个年末资不抵债。这并不是因为他们故意瞒报。只是没有人了解环境和石棉问题的严重程度。他们可能还没有察觉。

芒格：在过去的 13 年里，我们在股票和债券方面都取得了非常好的投资业绩，难道你不认为是这一事实压低了保险的承保价格吗？

巴菲特：我同意。

芒格：利率大幅下降，债券价值大幅上升。而普通股的表现几乎比所有类似时期都要好。因此，财产意外险公司有了这些丰厚的投资回报，帮助他们在承保保险的实际业务中克服了重重困难。人的本性就是如此，这会养成非常不好的习惯。你可能会认为，总有一天，我们也会得到微薄的回报。

股东：安德鲁飓风之后，承保是否发生了巨变？

巴菲特：有趣的是，到目前为止再保险市场的某些方面变化甚微。到目前为止，人们对安德鲁飓风和去年发生的其他事件的反应其实并不明显，除了每个人都想离开以减少在佛罗里达州的承保额度。再保险领域正在发生重大变化，但对直接保险影响不大。当然，从佛罗里达到长岛以北，每个人都希望沿海或近海承保业务减少。但

整体保险业务并没有发生重大变化。大家仍然觉得自己有充足的资本金承保。他们想继续承保业务。除非人们逃离保险业，否则不会有大的变化。到目前为止，这种情况还没有发生。

36, 关于成立人寿保险公司承接结构化结算业务

巴菲特：我们承保了很多超长尾业务。结构性结算业务，这可能是你能找到的最长尾的业务。我们喜欢以合适的价格获得浮存金。我们的业务设计也反映了这一偏好。我以为全世界只有我们两个人知道我们申请了人寿保险执照。我们很快就会成立一家人寿保险公司，事实上，我们已经在收购的 Central States Indemnity 保险公司中有了一家，不过新公司的资本实力会更强。也许会有一些机会。

结构性结算业务肯定有一些机会，在这种业务种，这是一种只需我们支付一笔保费，我们就能为那些在事故中受伤的人持续提供年金的业务。其中一些付款可能会持续 50 或 60 年。其中一些付款额会逐年递增，以补偿通货膨胀。我们不会将其与通胀指数挂钩，但我们可能会将其改为每年递增 3%。我们不会冒险去猜测通胀率。

但是，当你想到这些合同时，你谈论的是那些在余生中，以某种方式受到严重伤害的一个人的医保和收入所需的资金。通常还涉及未成年人。因此，购买保单的公司，以及代表受伤者的人应该非常有兴趣，选择一家财务状况现在绝对没有问题，而且在未来几十年也不会有问题的保险公司。而我们就是一家特别适合做这种业务的保险公司。几年前，有一些真正的二流公司从事这项业务。我可不想成为签约的一方，签约的人在未来 30 年或 40 年无法自食其力，却把义务转嫁给了其中一家实力不强的公司。现在，这种业务变得更加理性，因为人们确实坚持要有高质量的保险公司。我们已经在一家财产保险公司承保过这类业务。但有些人希望在人寿保险公司承保。因此，我们将成立一家人寿保险公司来承保这项业务。但这将是最初的主要关注点。

芒格：这是一种对所有人都非常合理的社会安排。当受伤的人一次性得到一笔款项时，历史上他们经常搞砸。而且该保单的利息部分是免税的。因此，这是一种照顾受伤者非常明智的方式。我们应该想办法让伯克希尔公司在这一领域做得更大。

37, 赚钱比作慈善容易的多

股东：您曾公开表示，您计划将大量财富留给慈善机构。您打算如何安排您留给慈善机构的财富，以便它为公益事业服务，就像安德鲁卡内基 Andrew Carnegie 对公共图书馆所做的那样？

巴菲特：显然，我不是慈善方面的专家。我希望我不要过早的成为慈善世界的榜样。顺便提一下，在 1990 年

代初，一位记者被从欧洲派来采访卡内基，他在给编辑的电报中写道：我从来没有意识到图书馆里有这么多钱。

那个家伙可能写过投资报告。

再说一遍，我并不是这方面的专家。但我的总体感觉是，你要挑选极少数优秀、聪明的人，希望他们能以某种方式延续自己的事业。但我不认为给他们一份严密的文件或任何东西会奏效。我认为你基本上是给他们提供一般性的指导方针，并希望他们在世上比你在地下聪明得多，因为你已经提前给他们发过信了。

此外，与大多数基金会不同，我相信要集中精力尝试做一两件大事。我不会把捐款分散到数百个慈善组织中。我宁愿冒着犯大错的风险，也不愿以分散的方式来确保平庸。这不是大型基金会通常会做的事。我确信，这也会受到那些可能想分享丰厚回报的人的批评。但我认为，我们应该坚持这些原则。

芒格：与慈善事业相比，我们在创造财富方面的乐趣要多得多。南希和我捐出了不少钱，而且我们在资助我们希望看到的事物方面也取得了适度的成功。但我不喜欢把时间花在查看基金会的申请上。我知道沃伦把自己的生活安排得井井有条，所以他不需要做太多这样的事情。

巴菲特：赚钱确实比从慈善事业中获得一个非凡的结果要容易得多。

版权警告和通知：通过复印、传真、扫描或任何其他方式复制本出版物全部或部分内容，均违反联邦版权法。《版权法》规定，任何形式的侵权，每期最高将承担 10 万美元的侵权责任。提供有关非法复制的信息我们将不胜感激。©Outstanding Investor Digest, Inc.

1, 外汇风险

巴菲特一直钟爱国际市场, 他表示可口可乐(80%的收益)、吉尼斯(80%的收益)和吉列(67%的收益)的大部分收益都来自海外市场。伯克希尔有 20%以上的透视盈利是海外市场所得, 所以巴菲特才会在过去 5 年的时间里有意将伯克希尔推入世界经济全球化的浪潮中。

有趣的是, 伯克希尔在英国投资的健力士(guinness)啤酒没有对冲。巴菲特声称外汇对冲不但成本高、耗时长, 还没有任何必要, 因为健力士在哪个国家都能赚到钱, 所以从长远来看, 完全不用担心货币的问题。

芒格借着这个话题抨击了官僚集权的"规模不经济"。这种形势下, 大公司疯了似的把整层办公楼腾给外汇交易员, 用来对冲压根不存在的货币风险。伯克希尔想得很简单, "所以主席才能一天到晚坐着看年报"。

2, 价值投资: 一场错误定价的赌局

像往年一样, 巴菲特指出, 任何经济资产的合理价值都等同于未来现金流的折现值(资金的流入与流出)。

他坚信长期政府债券利率(利率低的话, 可以再加上一两个点)才是大多数资产的准确贴现率。预测企业的现金流可比预测债券的现金流要难得多, 好在回报也丰厚得多。

芒格指出, 不少分析家从以往庞大的数据中寻找线索, 却搞得大家损失惨重(通常与分析师的智商有关)。真正的投资更像赌博, 你得找到本该赌资翻一倍, 实际赌资却翻三倍的赌局。价值投资就是在寻找一场"错误定价的赌局"。

巴菲特插话道, 他们要是忙着评估每一匹马的优劣, 根本就没有胜算。想要稳操胜券, 就得选对时机。依赖历史数据或公式的危险在于, 你最终押注于一匹 14 岁的老马, 它有着不俗的获胜纪录, 但它已到了该送去胶水厂做原料的年纪了。

3, 商业变化率"正常"

我常常和客户说起, 世界瞬息万变。我现在依然这样想, 然而巴菲特却不以为然。他说道, 商界现如今的变化都很正常。事实再简单不过: 行业盛极而衰, 总会有那么几匹 14 岁的老马到了该送去胶水厂做原料的年纪。(他觉得卡罗尔·卢米斯发表在《财富》杂志上的《恐龙》就是个恰当的例子。)

4, 没有品牌与有品牌的对比

巴菲特指出，无论哪个行业，只要大玩家的股本回报率高，没有品牌就是风险。不少行业中的这类风险还在持续增高。

没有品牌的企业经营得不错，反倒是有品牌的不怎么样。要是产品的价格定得过高，企业的销售实力转移到了零售商手里，有品牌的产品就极易被没有品牌的产品取代(如香烟、脆玉米片、纸尿裤)。

就拿菲利普·莫里斯公司来说，它旗下的万宝路香烟一点点涨到了 2 美元 1 包，而没有商标的香烟却只要 1 美元 1 包(按每人每周抽掉 10 包香烟来算，一年下来就有了约 500 美元的差额)，这就给了没有商标的香烟攫取巨大市场份额的机会。菲利普·莫里斯公司最近做出回应，大幅削减了万宝路香烟的售价。

相反，吉列公司在其商业城堡周围挖了巨大的护城河。每一年，人们购买超级感应刀片或是普通刀片也就差 10 美元而已，况且吉列雄厚的科技实力铸就了超级感应刀片卓越的品质。(举个例子，想把那么小的弹簧装进超级感应刀片，得需要十分之一秒便能产生 15 个焊点的激光帮忙。)

可口可乐公司采取了同样的策略。可乐的售价一直不高，几十年前，一盎司可乐就卖 0.8 美分，到了现在，一盎司可乐才卖 2 美分——要知道，很少能有什么食物的价格是不涨价的。而可口可乐公司每天卖出 7 亿瓶可乐，去年一年的时间，总共卖掉了 2500 亿瓶可乐，赚了 25 亿美元，也就是每瓶可乐赚了 1 美分。山姆可乐根本找不到翻身的机会。此外，可口可乐公司还拥有了了不起的全球基础设施体系。

时思糖果怎么和没有商标的巧克力竞争？巴菲特说，他只希望男人们别在情人节的时候说："给，亲爱的，我买的是便宜货。"

5，所罗门公司衍生产品的危害

衍生品的激增着实令人担忧。在巴菲特看来，这无疑会给金融市场带来巨大的爆炸连锁反应。

芒格补充道，如今衍生产品市场比期货市场还要大，把钱都砸在终日对着电脑屏幕的人身上可真是病得不轻。衍生产品市场十分危险，这里鱼龙混杂，一颗老鼠屎就能坏了一锅粥。尽管所罗门兄弟公司意识到了危险的存在，巴菲特还是指出，所罗门无法应对衍生产品崩塌的系统性风险。

6，伯克希尔股票分割

巴菲特每年都在说，他希望伯克希尔能拥有优秀的长期股东，而股票分割成了唯一的阻力。不过这倒是能吸引来一种人，他们点了份比萨，当店主问他们是把比萨切成 8 片还是 4 片时，他们便答道："4 片就行，我们可吃

不了 8 片。"芒格补充道，一家优秀的企业能分给合伙人的最合理的利润是 13000 美元。

7，再保险行业的机会

巴菲特指出，未来风险的增长速度要比生活成本的增长速度快不少，所以世界各地的人正在努力探索新的再保险理念，而且很多公司都需要大规模的再保险支持。之所以会这样，和伦敦劳合社的垮台脱不了干系。芒格不知道劳合社还能不能振作起来(他坚信，全世界的人们都该学习一下劳合社垮台的案例，好知道愚蠢的下场)。

8，通货膨胀将卷土重来

国家能保持这么低的通货膨胀水平真了不起，巴菲特却说，通货膨胀说不定什么时候就会卷土重来，"它不过是在休养生息罢了"。芒格戏谑着附和道："所有伟大文明的没落都是板上钉钉的事"。尽管任何公司都从通货膨胀中捞不到好处，但巴菲特相信，和大多数公司比起来，伯克希尔早就做好了迎接它的准备。

9，投资成功的秘诀

有人想让巴菲特推荐几本不错的投资方面的书籍，巴菲特一如既往地引用了《聪明投资者》里的话，却对书里藏着投资秘诀的说法不以为然。他解释道，投资没有那么复杂。会计是商业语言，可投资和会计是两码事，投资成功的真正秘诀就是，**拥有与投资原则相适应的平和的心态**。只要你在自己能力圈范围内行事(了解形势)，就一定错不了。芒格说得更加直白，他指出，要是盯着 40 多家公司(说真的，比如你们的公司)，没有谁会有优势。人的一生只要盯紧 8—10 家公司，甚至盯紧那么 1 家公司，就能得到预想的回报。



〈劳合社大厦〉

劳合社是一个名叫 Edward Lloyd 的英国商人于 1688 年在泰晤士河畔塔街所开设的咖啡馆演变发展而来的。17 世纪的资产阶级革命为英国资本主义的发展扫清了道路，英国的航运业得到了迅速发展。当时，英国伦敦的商人经常聚集在咖啡馆里，边喝咖啡边交换有关航运和贸易的消息。由于劳埃德咖啡馆临近一些与航海有关的机

构，如海关海军部和港务局，因此这家咖啡馆就成为经营航运的船东，商人，经纪人，船长及银行高利贷者经常会晤交换信息的地方。保险商也常聚集于此，与投保人接洽保险业务，后来这些商人们联合起来，当某船出海时，投保人就在一张纸即承保条上注明投保的船泊或货物，以及投保金额，每个承保人都在承保条上注明自己承保的份额，并签上自己的名字，直至该承保条的全额被 100% 承保。由于当时通讯十分落后，准确可靠的消息对于商人们来说是无价之宝，店主劳埃德先生为了招揽更多的客人到其咖啡馆来，与 1696 年出版了一张小报《劳埃德新闻》，每周出版三次，共发行了 76 期，使其成了航运消息的传播中心。约在 1734 年，劳埃德的女婿出版了《劳合社动态》，后易名《劳合社日报》，至今该报仍在伦敦出版。后来，咖啡馆的 79 名商人每人出资 100 英镑，于 1774 年租赁皇家交易所的房屋，在劳埃德咖啡馆原业务的基础上成立了劳合社。英国议会于 1871 年专门通过了一个法案，批准劳合社成为一个保险社团组织，劳合社通过向政府注册取得了法人资格，但劳合社的成员只能限于经营海上保险业务。直至 1911 年，英国议会取消了这个限制，批准劳合社成员可以经营包括水险在内的一切保险业务。现在劳合社已经成为英国最大的保险组织。劳合社本身是个社团，更确切地说是一个保险市场，与纽约证券交易所相似，但只向其成员提供交易场所和有关的服务，本身并不承保业务。劳合社由其社员选举产生的一个理事会来管理，下设理赔、出版、签单、会计、法律等部，并在 100 多个国家设有办事处。该社为其所属承保人制订保险单、保险证书等标准格式，此外还出版有关海上运输、商船动态、保险海事等方面的期刊和杂志，向世界各地发行。

伦敦劳合社市场由劳合社会员(Members of Lloyds)，承保辛迪加(Syndicates)，管理代理人(Managing Agents)，劳合社经纪人(Lloyd's Brokers)构成。劳合社就其组织的性质而言，它不是一个保险公司，而是一个社团组织。劳合社只是为其会员提供交易场所，并根据劳合社法案和劳合社委员会的严格规定对他们进行管理和控制，包括监督他们的财务状况，为他们处理索赔案，签定保单，收售共同海损退还金等，并出版报刊，进行信息搜集、统计和研究工作。劳合社不直接接受保险业务或出具保险单，所有的保险业务都通过劳合社的会员，即劳合社承保人单独进行交易。劳合社会员，又称名人(Name)或真正承保人(actual underwriter)。劳合社会员提供市场需求的资本。会员提供的资本用于承保风险。劳合社的会员们通过辛迪加在独立的基础上接受保险业务并自负盈亏。劳合社的会员包括全球主要的保险集团、在英国上市的公司、个人以及有限合伙人。其中，公司会员是劳合社主要的资金和保费来源。本质上是经纪人撮合投保人和辛迪加财团之间的保险批发交易(B2B)。

劳合社承保人以个人名义对劳合社保险单项下的承保责任单独负责，其责任绝对无限，会员之间没有相互牵连的关系，劳合社从成员中选出委员会，劳合社委员会在接受新会员入会之前，除了必须由劳合社会员推荐之外，还要对他们的身份及财务偿付能力进行严格审查，如劳合社要求每一会员具有一定的资产实力，并将其经营保费的一部分(一般为 25%)提供给该社作为保证金，会员还须将其全部财产作为其履行承保责任的担保金。另外，每一承保人还将其每年的承保账册交呈劳合社特别审计机构，已证实其担保资金是否足以应付他所承担的风险责任。根据劳合社委托书，承保人所收取的保险费由劳合社代替。

劳合社的个人成员与公司成员共同出资组成不同的承保辛迪加，再由辛迪加分别选派承保人与代表客户和益的劳合社经纪人直接洽谈承保条件，劳合社的承保人业务就是这样开展的。承保辛迪加是劳合社个人会员与法人会员组织。承保辛迪加在劳合社市场的作为独立的经营单位进行运作，并由管理代理人管理。承保辛迪加主要承保海上保险，航空保险，巨灾保险等等。辛迪加会根据客户的需求来制定保险方案，也就是所谓的定制保险。同时，辛迪加之间也存在着竞争，为了争取到更多的客户，每个辛迪加都提供多种选择，为客户创造灵活性并保持持续创新的能力提供条件。根据保险客户经理和保险专业人士基于市场的实践、分析、判断，辛迪加在同一件保险或再保险业务上将承担全部或部分的风险。截至 2007 年 1 月 1 日，劳合社的辛迪加总数为 66 个，辛迪加的平均资本规模为 2.44 亿英镑。

劳合社经纪人必须通过劳合社理事会注册，在专业知识，道德品质，财务状况等方面必须满足理事会的要求。劳合社经纪人的工作是：若某人想要在劳合社投保，通常须找劳合社经纪人办理。只有劳合社经纪人能够进入劳合社大厅办理保险业务。管理代理人管理辛迪加通过承保小组代表承保辛迪加来承保风险。管理代理人被授予特权在劳合社市场内进行管理。劳合社从成员中选出委员会，劳合社委员会在接受新会员入会前，须由劳合社会员推荐，并由委员会对其身份及财务偿付能力进行严格审查。此外，每一承保人将其每年的承保册交呈劳合社特别审计机构，以证实其担保资金是否足以应付其所承担的风险责任。根据委托书，承保人所收取的保险费由劳合社代为管理。承包代理人不与保险客户直接联系，而只接受保险经纪人提供的业务。保险客户不能进入劳合社的业务大厅，只能通过保险经纪人安排投保。经纪人接受客户保险要求后，准备好投保单，标明一切内容，保险经纪人再拿着该投保单寻找一个合适的辛迪加，并在双方协定下由辛迪加的承保代理人确定费率。保险经纪人再拿该投保单找同一辛迪加的其他会员承保剩下的份额。若该保险额巨大一个辛迪加不能完全承保，保险经纪人尚可联系其他辛迪加参与承保。最后，经纪人将该投保单送达劳合社的保单签印处，经其核实后投保单换成正式保险

单，劳合社盖章签字。

劳合社有一套独特的安全管理系统，即建立了三大基金用来保护各方的利益。1、保费信托基金：保费信托基金是客户最初交纳的所有保费，由辛迪加的管理代理人管理。该基金只用来支付赔款，再保险保费或承保费用。该基金3年以后才能进入利润分配。2、劳合社基金：它由劳合社社员的个人财产组成，包括他们私有住宅。该基金由劳合社信托部管理。3、第三层是劳合社中央基金：他是所有会员交纳的年度会费。在会员不能承担承保责任的情况下，才能动用该基金支付保单持有人的赔偿。2007年12月底统计表明，劳合社07年度保费信托基金为306.01亿英，劳合社基金为98.58亿英镑，劳合社中央基金7.67亿英镑，社团资产1.72亿英镑，次级债10.12亿英镑。三大基金以及其他资金就像一道道堤坝一样为劳合社抵御风险。

在1987-1993年中，劳合社发生了巨额的索赔，索赔还导致官司四起，法律纠纷不断出现。此外，一些承保集团拒绝承担分摊赔款的法律责任，还有一些承保集团被迫退出承保市场。造成劳合社1988-1990年连续三年出现亏损的原因是多方面的，主要原因：1、70-80年代没有发生巨灾事件，致使伦敦保险市场分保人数激增，保险市场承保能力过剩、竞争加剧，使费率大幅下降。如水险业务，过去三年的承保费率不及规定费率的50%。1987-92年连续6年发生数次巨灾事件，如欧洲87号风暴损失20亿美元，雨果飓风损失42亿美元，欧洲90号风暴损失80亿美元，日本19号台风50亿美元，安德烈飓风16亿美元，伊里奇飓风16亿美元，欧克兰火灾17亿美元。1992年，大卫沃克领导的调查委员会对分保调查发现，只有9家公司在这期间实现盈利，78家亏损严重，其中40多家退出市场。2、承保的美国长尾责任险集中爆发，潜在疾病及其污染风险逐步累积，保单条款含混不清，致使赔款大幅度增加，最有代表性的是美国石棉索赔案，1945-78年有3千万吨石棉被使用，从事这一工种的工人超过1200万。劳合社对1985年以前接受的美国污染、石棉及相关业务的赔款准备金提取不足，根据英国伦敦公司石棉案委员会公布的数字，美国石棉等长尾索赔案数额在200亿美元到600亿美元之间，劳合社通过直接业务和再保业务方式，接受了这些责任的40%，如果按最低估计数字200亿美元计算，劳合社将为此付出80亿美元的赔款，但由于当时对这部分责任估计不足，使每年责任准备金远远低于实际数字。如1988年的准备金低估了4亿英镑。3、劳合社内部管理混乱。辛迪加可以无所限制地争取业务，奥斯韦特案件就是一个很好的例子。奥斯韦特作为一个辛迪加的水险承保人，按规定只能偶尔少量地承保非水险业务，而他为了获取保费，用干投资，以取得高额利润，在不了解业务实质的情况下，接受了大量石棉责任的转嫁风险业务，导致业务严重亏损。当时保费收入2400万英镑，而到80年代末，已支付赔款3000万英镑，目前还有316亿英镑的未决赔款。为此，该辛迪加937个会员向法庭控告奥斯韦特的疏忽和过失，并取得了胜利。这也在劳合社内部开创了劳合社成员控告辛迪加承保人的先例。为了解决长尾责任险遗留问题，1995年成立了Equitas再保险公司，将个集团1992年及以前的责任险全部买断，各会员缴纳一大笔保费剥离相关风险。1995年底，Equitas共收到105亿英镑，而索赔责任费用高达152亿英镑。

过去的三百多年里世界经济风气云涌，劳合社市场随时调整一顺应不断变化的经济环境，劳合社将如何继续与时俱进，以跟上未来世界的发展潮流。劳合社能够在过去三百多年里发展成为闻名于世的独特品牌的重要成功秘诀可以概括为几个方面：良好的服务设施、可供选择的承保人群、相互交流、经纪人的作用、高质量的信息、重视资信，市场结构、创新意识等等。保不可保的，不管是多么特殊或危险的风险，劳合社市场都能开出承保条件。创新文化使得劳合社市场设计了许多现在人们司空见惯的保险产品，如第一份机动车辆险保单、第一份航空险保单和第一份卫星保险保单。劳合社市场一直吧资信问题放在至高无上的位置上，劳合社历史上从来没有拒付过有效赔款，众多的优势支撑了劳合社三百年来良好的发展。新劳合社对过去劳合社的继承与发展，未来的劳合社不仅要保持过去优势特质，更要创造更多的新优势来支撑劳合社在新世纪的发展。

劳合社作为世界著名的保险交易市场，在保险人、经纪人和客户心目中有良好的形象。劳合社发展到今天，其业务范围涉及全世界100多个国家和地区，承保险种广泛。伦敦在保险市场业务约占2/3，而其承保的业务则占1/2。在整个世界保险业中，劳合社也占重要地位。创业于海险的劳合社在世界海运保险中占13%，航空险占23%，再保险业务占5%。自创立以来，劳合社已走过了300年的风雨历程，它不仅没有激烈的市场竞争被淘汰，反而日益焕发出蓬勃的生命力。2007年劳合社的资金中，13%来自于全球保险行业，49%来自在英国上市的公司及其它公司，17%来自美国的保险公司，5%来自百慕大注册的保险公司，9%来自有限责任的个人会员，7%来自无限责任的个人会员。至2005年2月的统计数据表明，劳合社共有705家公司会员贡献了122.77亿英镑，个人会员贡献了14.45亿英镑，2005年整个市场保费超过了1万亿英镑，达到13700亿英镑。



〈第一数据公司 First Data Corporation〉 www.firstdatacorp.com

1995 年，世界上最大的两家金融数据处理公司 First Financial Management Corp. 和 First Data Resources 合并成立了 First Data Corp.。这家新实体主要经营三大业务：支付工具、商户处理和发卡。First Data 是为银行和储蓄机构提供官方支票和汇票的领先提供商。通过其子公司西联汇款 Western Union，该公司还在 168 个国家的 5.5 万个网点提供汇款服务。在商户处理领域，First Data 每年处理和结算来自 200 多万个商户的 50 多亿笔信用卡、借记卡和储值卡交易。First Data 的 TeleCheck 子公司每年也授权超过 27 亿笔支票交易，价值 1140 亿美元。在发卡业务领域，First Data 与 1400 多家发卡机构合作。该公司印制和发行塑料卡，激活卡，与持卡人通信，并制作和邮寄账单。此外，First Data 通过与大型在线商家的合作，进入了蓬勃发展的互联网商业领域。

两家数据处理公司的诞生

First Data Resources 成立于 1971 年，到 1976 年已成为 Visa 和 MasterCard 银行发行信用卡的数据处理中心。美国运通本身正试图建立一家金融服务公司，于 1980 年收购了 First Data Resources 以执行处理功能。First Data Resources 在这种新环境中蓬勃发展，成为美国最大的银行处理公司。然而，事实证明，它与母公司的关系并不融洽，1992 年，美国运通剥离了这个盈利的部门。

First Financial Management 公司成立于 1971 年，1995 年与 First Data Resources 公司合并，是佐治亚州 First Railroad and Banking 公司的数据处理部门。First Financial 成立的目的是通过银行系统对支票进行电子跟踪来处理支票。到 1983 年，该业务已获得 2400 万美元的收入，并已成为东南部最大的银行数据处理中心。当 First Financial 于 1983 年从其母公司剥离时，该公司总裁向投资者承诺，他将在四年内将 First Financial 的收入提高到每年 1 亿美元。为了实现这一惊人的增长率，First Financial 必须收购公司，而不是从头开始发展新的企业。因此，在 1984 年，First Financial 开始了长达十年的连续收购。

1984 年 3 月，First Financial 斥资 200 万美元收购了总部位于伊利诺伊州的 Marion United Computer Services, Inc.，一个月后收购了 Financial Systems, Inc.。1984 年 5 月，First Financial 20 万美元收购 First American National Bank-Eastern 的某些资产。8 月 75 万美元收购了 Financial Computer Services, Inc.。

推动 First Financial 一系列收购的动力是该公司成为商业交易行业主要参与者的议程。First Financial 认为，银行和商业的未来将由电子和计算机化信息驱动，而不是由繁琐的纸质单据和表格驱动。该公司的目标是成为各种交易电子数据处理的中间人，成为未来金融业的支持系统。

为了达到这一地位，First Financial 在 1985 年继续其快速收购步伐，在这一年中购买了四家计算机数据服务公司。2 月该公司支付了 13.5 万美元购买 Data One Corp 的资产，并于 6 月以 275 万美元收购了 Financial Data Services, Inc.。在接下来的一个月里，Decimus Data Services 加入了 First Financial 家族，并于 12 月斥资 22.9 万美元收购了 Bob White Computing Services。

在进行收购时，First Financial 寻找相对较小的创业公司，这些公司很重要，因为它们可以帮助公司增加客户名单。由于在金融服务领域赢得新客户既麻烦又耗时，First financial 发现，简单地收购一家小公司比单独招募每位客户更经济。然而，当 First Financial 收购一家小公司时，该公司并没有坚持将小公司的业务拆分并与 First Financial 合并。相反，公司把他们原封不动地留在了同一个地方，拥有相同的管理、文化和个人风格。First Financial 的管理理念是分散的，尽管其运营有大量重叠，但该公司没有试图建立集中的营销或销售运营。通过股票交易，鼓励已购买房产的前所有者留下来为 First Financial 工作，因为他们在 First Financial 的所有权只能随着时间的推移而退出。

在短暂的停顿之后，First Financial 于 1986 年底恢复了收购，于 8 月以 250 万美元收购了 American Information Services, Inc. 的客户群。在接下来的一个月里，该公司以 220 万美元的价格收购了 American Data Technology, Inc.，并于 1986 年 10 月以 2300 万美元收购了 Mid-Continent Computer Services。这些收购旨在通过增加收入来加强 First Financial。次年 3 月，First Financial 以 820 万美元收购 Tel-A-Data Limited，以 50 万美元收购 Confidata Corp.。四个月后，First Financial 还以 430 万美元收购了 American Automated 及其在线终端服务。

1987 年的最后四个月，First Financial 进行了三次收购，有力地将其推向了一个新的领域，并将其业务规模扩大了近两倍。1987 年 10 月，该公司以 4800 万美元收购了佛罗里达州 National Bancard Corporation, NaBanco。随着对这家公司的收购，First Financial 积极进军信用卡交易处理市场。当月晚些时

候，First Financial 收购了田纳西州纳什维尔的 Endata, Inc.，从而增加了其在该地区的业务。通过这些举措，First Financial 成为美国三大商业信用卡处理商之一。在研究了银行无法通过信用卡业务赚钱的原因后，该公司决定进入这一领域。First Financial 发现，银行在不得不从商家那里收集和操纵纸质信用卡收据时会赔钱。通过在收银台安装电子终端，该公司能够消除这一步骤，并使信用卡交易处理更加有利可图。

除了信用卡业务外，First Financial 还在 1987 年底 40 万美元收购了俄克拉荷马市的 First Data Management Co 和印第安纳州的 Midwest Com, Inc.。今年年底，First Financial 公布的收入为 1.75 亿美元，利润为 1160 万美元。目标达成，几乎将三年前的目标翻了一番。

First Financial 在这些强劲回报的基础上，于 1988 年开始进一步收购。2 月，该公司通过购买零售商家和制造商 Hanover Trust Co 之间的加工合同，继续向信用卡业务扩张。12 月，First Financial 以 4650 万美元收购了总部位于肯塔基州的 Appalachian Computer Services，加强了其计算机业务。First financial 的 CEO 告诉《亚特兰大商业纪事报》：“我们正在继续成为一家重要的金融交易公司，这完善了我们的一项服务。”

到目前为止，First Financial 已经积累了超过 2.5 万名客户，其中包括 1500 多家金融机构。这一总数是通过该公司的 27 次收购实现的，平均每三个月进行一次。截至 1988 年，First Financial 的收入为 4.237 亿美元，比前一年增长了 100% 以上。利润达到 2930 万美元。其中近一半（迄今为止最大的一部分）来自 First Financial 的信用卡处理业务。

1989 年初，First Financial 宣布将在其核心交易处理业务之外开展业务，收购佐治亚州的一家储蓄和贷款协会，尽管该行业一直处于严重而持久的衰退之中。该公司采取这一措施是为了保护其利润丰厚的信用卡处理业务。由于担心主要的信用卡公司有一天可能会发布规则，阻止 First Financial 等第三方公司处理交易，该公司决定收购信用卡行业，以获得对如何处理账户的一些发言权。为了成为一家信用卡发行商，有必要拥有一家金融机构。1989 年 5 月，First Financial 以 2.34 亿美元收购了佐治亚 Georgia Federal Bank，成为超过 10 万张信用卡的发行商。此外，佐治亚联邦银行有 11% 的存款在亚特兰大市场，是那里最大的储蓄机构。尽管规模和战略意义重大，但佐治亚联邦银行被 First Financial 收购让金融界对该公司的前景感到担忧，First Financial 的股价开始下跌。

1990 年初，First Financial 宣布将其股票上市从场外交易市场转向纽交所。通过这种方式，该公司希望提高自己的财务信誉，增加对外国投资者的吸引力。仅仅几天后，First Financial 宣布，它已经重组其金融服务集团成为一个子公司，并改名为 BASIS Information Technologies, Inc.。这个新实体包括 First Financial 最初的业务运营，为独立的当地银行提供支票结算服务，以及该公司进行的 16 项收购。该公司希望，通过按照职能进行重组，BASIS 将能够更好地通过其在美国各地的 24 个数据处理中心竞争小型金融机构的业务。然而，到第一季度末，BASIS 作为一个独立的实体，只报告了 10% 的利润率，是第一财务公司高管预测的一半。

这个消息，加上联邦政府宣布将调查 First Financial 的储蓄机构持有的房地产，以及对储贷行业的普遍不安，迫使 First Financial 的股价在 1990 年春天急剧下跌。由于该公司利用其股票为收购提供资金，其股票价值的下跌减少了它可以进行的收购数量。到夏初，First Financial 的股价已经开始回升，该公司于 8 月宣布，已完成对亚特兰大两家公司的收购，即 Nationwide Credit 和 Online Financial Communication Systems，这两家公司与该公司的 Microilt 子公司合作。随着收购第一家公司，First Financial 进入了债务催收业务。同月，随着收购 Zytron 公司，First Financial 加强了其 Endata 业务。该公司还收购了丹佛 Electro Data 公司和 Bank of Boston 的信用卡合同。1990 年 12 月，First Financial 宣布，它还收购了佛罗里达 Southeast Bank 的信用卡合同，该银行拥有十大商业合同组合之一。在此之前不久，该公司完成了对纽约银行相同业务的收购，为该公司的信用卡子公司带来了总计 12000 名新的商户客户。First Financial 的信用卡子公司 NaBanco 已成为美国最大的信用卡处理公司，年增长率为 40%。

尽管 First Financial 的收购步伐在 1991 年有所放缓，但其收入却攀升至 12 亿美元。在接下来的一年里，First Financial 进行了一系列重要的收购。1992 年 7 月，该公司以 1.56 亿美元收购了 TeleCheck Services, Inc. 及其子公司 Payment Services Co.，从而扩大了其信用验证业务。不久之后，First Financial 将其 TeleCheck 特许经营权的所有权扩大到 97%。

作为公司方向转变的一部分，First Financial 剥离了其储贷子公司，出售了佐治亚联邦银行及其子公司 First Family Financial Services。1992 年夏天，这处房产的出售计划失败后，First Financial 向佐治亚州银行监管机构申请成立一家信用卡银行，名为 First Financial Bank。在将佐治亚联邦银行的数据处理业务转移到新的子公司后，当第一联合公司支付 1.53 亿美元购买该房产时，出售就完成了。

1992 年底，First Financial 还宣布将出售其 BASIS 信息技术子公司，该公司的原始业务，目前仅占 First Financial 收入的 10%。此前，1992 年 10 月，向 IBM 提起了 1.5 亿美元的诉讼，指控 IBM 未能正确实施新的计算

机系统，损害了公司的运营。在收到 IBM 的现金结算后，First Financial 于 1993 年 2 月以 9600 万美元的价格将 BASIS 出售给 FIServe, Inc.。

1993 年 7 月，First Financial 启动了 First Financial Bank 作为信用卡发行商，使其成为 NaBanco 处理业务客户合同的赞助银行。此外，该公司更积极地进入医疗保健领域，收购了 Hospital Cost Consultants 公司和 VIPs，后者销售医疗保险索赔处理系统。1993 年，First Financial 以 4700 万美元的价格收购了 International Banking Technologies, Inc.，从而向新行业迈出了一步。这家公司通过在杂货商和金融机构之间谈判协议，帮助将银行业务扩展到超市。通过此举，第一财经希望将自己的服务推向更广阔的市场。到 1993 年底，First Financial 的收入已经增长到 16.7 亿美元。

First Financial 和 First Data 在 1994 年首次相遇，当时两家公司都试图收购世界领先的汇款公司西联金融服务公司 Western Union Financial Services。Western Union 是这两家金融服务巨头的有一个有吸引力的目标。First Financial 希望完成收购，以开拓新的细分市场。尽管该公司此前没有涉足以消费者为导向的业务，但西联的业务并不在 First Financial 的专业知识范围之外。毕竟，First Financial 在为商业客户进行货币交易方面已经很有经验了。1994 年 8 月 30 日，First Financial 总裁在接受《亚特兰大宪法杂志》采访时表示：西联是世界上最受认可的商标之一，在为消费者提供可靠服务方面拥有数十年的经验，而这些消费者目前不是我们现有业务的目标。另一方面，First Data 希望西联扩大其在消费者交易市场的影响力。(First Data 此前曾凭借其速汇金业务进入该市场，该业务与美国运通联合运营。)First Financial 最终赢得了竞争对手旷日持久的竞购战，斥资 19 亿美元收购了西联。

1995 年 First Financial 和 First Data 合并

两家公司很快就要在一个争议较小的领域相遇了。1995 年 6 月，他们宣布了合并计划，震惊了金融服务业，他们打算通过股票互换来实现合并。随着计算机和电信公司开始提供与 First Data 和 First Financial 相同的服务，信息服务领域变得越来越拥挤。据报道，First Data 和 First Financial 通过在拥挤的市场中联合起来对抗竞争对手，将更有竞争力。正如 First Data 董事长兼首席执行官 Ric Duques 在一份新闻稿中所说：我们合并后的公司将拥有满足新需求所需的资源。

由于担心反垄断，First Data 被要求在合并完成前剥离其速汇金业务。由此产生的公司名为 First Data Corporation，净收入超过 40 亿美元，在多样化的信用卡处理市场中保持着 30% 的份额。为了进一步精简自己，这家新生的公司开始摆脱在金融支持服务核心之外运作的部门。第一数据公司专注于三个关键领域：支付工具、商户处理和发卡。

该公司继续增长，但它不是通过收购(就像 First Financial 和 First Data 过去所做的那样)，而是通过战略联盟来巩固 First Data Corp 的市场地位。1996 年，First Data 签署了一项协议，为化学银行 Chemical Bank 和大通曼哈顿 Chase Manhattan 合并后的实体进行信用卡处理，大通曼哈顿是美国十大信用卡发行商之一。同年，First Data 赢得了零售业巨头 Wal-Mart 公司的一份为期十年的合同，为其所有门店提供全面的支付和电子商务服务。由于这些合作关系，First Data 公司 1996 年的利润超过 8.98 亿美元。

1997 年，First Data 强势进入互联网商务领域。互联网购买预计将以天文数字的速度增长，一些分析师猜测，到 2003 年，网上销售额可能高达 3.2 万亿美元。1997 年，First Data 公司与微软的合作旨在使第一数据公司牢牢地处于这一新商业领域的中心。该公司与微软成立了一家名为 MSFDC 的合资企业，这是一家电子账单支付公司。与此同时，First Data 公司也在继续发展其传统业务。该公司与大通曼哈顿银行联合成立了一个名为 Chase merchant Service, L.L.C. 的商业银行联盟，为商户提供信用卡、借记卡和储值卡交易的数据处理和相关服务。第一数据公司 1997 年的销售额飙升至 50 多亿美元。

1998 年和 1999 年，该公司继续追求在线商家，与领先的网络企业建立了更多的联盟。1998 年 11 月，First Data 公司宣布与 iMall 签订为期十年的营销协议。iMall 是一家为零售商家设计和托管网站的公司，于 1999 年被 Excite&Home 收购。First Data Corp 和 iMall 鼓励零售商通过他们的联合运营 MerchantStuff.com 建立联系，该公司为商家提供了第一个自动化的互联网审批和获取系统。First Data 公司也与雅虎合作！该商店的 4000 家商户，以及 barnesandnoble.com，该公司与该网站签订了合同，为所有交易进行信用卡处理。凭借其庞大的资源和众多的子公司，First Data 公司的未来看起来充满希望。1998 年销售额：51.1 亿美元。

施洛斯：哥大商学院演讲 1993

进入正题前，我想先简单介绍一下自己，这样大家可以了解我的过去，或许还可以从中了解我和我的儿子埃德温 Edwin 的投资风格是如何形成的。

我在华尔街工作了很多年，见证了华尔街发生的巨大变迁。早在 1918 年左右，我母亲的闺蜜结婚了，嫁给了一个人品很好，但没什么钱的男人。此后不久，这个人从他叔叔那里得到了关于墨西哥石油(Mexican Petroleum)的小道消息。那时候，可以用很少的保证金购买股票，大概只要 5%。他把能用的钱都用了，买了很多，随着股票上涨，他继续加码。也许是运气好，也许是内部消息很灵，墨西哥石油被哈利·辛克莱(Harry Sinclair)收购了。辛克莱把墨西哥石油合并到自己的联合石油公司(Consolidated Oil)。后来，辛克莱卷入了茶壶山丑闻案(Teapot Dome)。我母亲闺蜜的丈夫用赚来的钱在纽交所买了一个席位。他和一个朋友在纽约州 Ossining 买了一个 160 英亩的大农场。他和他的妻子搬到了荷兰雪梨酒店(Sherry Netherlands)居住。因为他们的儿子和我年纪差不多，我经常去他们在乡村的家玩。我当时是个 10-12 岁左右的孩子，我喜欢他们的生活方式。要知道，那是 1928 年左右。我朋友的父亲 Neville 非常会享受生活。

华尔街对我来说很有吸引力，不过我本能地不喜欢华尔街赌博的一面。1930 年左右，交易所举办了一次彩票抽奖。花 500 美元可以抽奖两次，奖品是雪佛兰汽车。Neville 父子都中奖了，我肯定他把中奖的车处理了，因为他有一辆 Auburn 生产的 Cord 老爷车，这车在当时算是豪车，还有一辆通用汽车生产的拉塞尔(La Salle)，根本不需要汽车了。我喜欢的是当时在股市能赚大钱，但是我不喜欢赌博，本能地不喜欢这种赚钱方式。后来大萧条从天而降！我从中学到了一个道理：要坚持做自己喜欢的事，不要以为能赚钱就做自己喜欢的事。

言归正传，1934 年高中毕业后，我在勒布-罗德斯公司(Loeb Rhoades)找到了一份跑单员的工作，勒布-罗德斯现在是雷曼兄弟的一部分。不知道现在还有没有跑单员，那时候当跑单员的是男人或者男孩，他们亲手把证券送到华尔街的各个券商那里，那时还没有中央存管处。周六工作半天，因为交易所只开到中午 12 点。

大概过了一个月，我被提升到出纳部，当时叫做笼子，因为白天股票都存放在那。大概一年以后，我找到阿曼德·埃普夫(Armand Erpf)，他是公司的合伙人，非常聪明，负责统计部，当时证券分析部叫统计部。我问他，我能不能进入他的部门工作，Erpf 没答应，但是他说最近有一本新书叫做《证券分析》，是格雷厄姆和多德写的，

要是我把这本书讲的证券知识都看懂了，其它就不用看了。纽交所开办了一系列课程，为交易所员工提供培训，其中包括会计和金融，参加完这些课程后，我接着听了本·格雷厄姆讲授的《证券分析》课程。

这段经历非常难忘，我记得我听了两门课。学费是公司出的，每学期是 10 美元还是 20 美元，具体记不清了。在听课的人里有个叫鲍勃·海尔布伦(Bob Heilbrunn)的，大概 50 年后，他为格林沃尔德教授(Greenwald)设立了价值投资教席。格雷厄姆是一个非常坦诚直率的人，他思维敏捷、非常聪明。他讲课时以当时市场上低估的股票为例，有些听课的华尔街从业人士从中赚了不少。格雷厄姆会选择按字母排序接近的公司，从数据上进行比较，我印象最深的是可口可乐和高露洁，他用数据说明高露洁比可口可乐便宜很多。他还比较过陶氏化学(Dow Chemical)和施格兰酿酒(Distillers Seagram)，其中施格兰要便宜得多。那时候不讲经济特许权(franchise)，格雷厄姆不看重经济特许权的价值和管理层的价值，他认为管理层的价值会体现在股价中。如果管理层很优秀，股票的市盈率会更高，因为管理层更好。从根本上说，格雷厄姆不想亏钱，他在大萧条中损失惨重。1938 年到 1940 年，我听他的课时，他追求的是下跌保护。

我喜欢格雷厄姆的思想，也喜欢数据分析，我觉得我现在分析股票的指导思想也还是在不亏钱。这种理念就有一个问题就是，对盈利潜力的重视程度不够。当股票上涨到我们认为合理的价格后，我们就会卖出，因为在我们的投资组合中对成长的投资是有限的。在考虑自己应当如何投资时，关键是要知道自己的优势和劣势。如果你不想亏钱，而且亏钱会影响你的判断力，那就不要买入可能大幅下跌的股票。我敢说，我从来没下过止损的单子，买入看好的股票后，要是下跌了，只要还有资金，就应该加仓。如果在我们开始买入后，股价上涨了，很难决定继续买入。

从根本上说，我们要买的是有价值的股票，这个价值体现在股票的价格和我们的估值之间的差异。我们对股票的估值不一定正确，这就要求我们必须考虑下跌的风险。本·格雷厄姆从不拜访管理层，他认为一切都已经包含在数字里。彼得·林奇(Peter Lynch)走访了数千家公司，他选的股票非常出色。我一直觉得我们承受不了他这种工作强度，要是像他一样，我可能干几年就干不下去了，也可能会累死。我不喜欢那么做，所以还是选择比较被动的投资风格，这种投资风格可能赚得没那么多，但只要长期坚持下去，复利的力量会弥补我们与四处拜访管理层的投资者之间的差距。我还喜欢拥有许多只股票。沃伦·巴菲特愿意拥有几只股票，这么做没错，因为他是沃伦。如果你不是沃伦，你必须选择适合自己的方式。就我而言，我喜欢晚上睡得安稳。

在为别人管理资产时，千万不能因为这项工作把自己累倒了。在格雷厄姆管理基金的 1930 年代，有大量股价低于净营运资金的股票(NET-NET)。格雷厄姆喜欢这些股票，因为它们的价格大多明显低于价值。人们无法对这些公司控股，这些公司也不怎么赚钱，所以没人愿意买。这些公司大部分由创始人或他们的亲属控制，由于 1930 年代经济大萧条，股价始终萎靡不振。在什么情况下，这种状况才会得到改变呢？

1，如果大股东去世，继承者可能出售控股权。2，如果经济好转，公司就会赚钱。

二战是个很好的例子。由于资产基数大，许多二线股在战争期间赚了不少钱，它们无需缴纳超额利润税，因此股票表现很好。格雷厄姆-纽曼是一家开放式基金，它买入的公司生意兴隆，那几年业绩非常好。二战后，格雷厄姆-纽曼在这类股票上表现欠佳，但是它的股东发了大财，因为 1949 年格雷厄姆-纽曼将 GEICO 的股票分配给了股东，而 GEICO 成为了一只成长股。

我记得 1940 年代末在为格雷厄姆工作时我去过芝加哥，拜访金刚石 T 汽车(Diamond T Motors)的董事长 Bush 先生。金刚石 T 汽车和 Mack White and Autocar 公司一样都是重型卡车制造商。一位 Tilt 先生持有这只股票的 50.1%，他不愿卖出。当时股价是 10 美元，每股营运资金是 20 美元。我问 Bush 先生，他们的卡车很贵，为什么有人愿意买。他告诉我，有些人就是喜欢购买小众厂商生产的卡车，我觉得在我们这行可能也是这样。后来，Tilt 先生在 90 岁时去世了，几年后，这只股票以 20 多美元的溢价卖给了马克或怀特。

美洲交易所的简便洗衣机公司(Easy Washing Machine)和实惠超市公司(Thriftmart)都拥有具有投票权的 A 类股和没有投票权的 B 类股。这两家公司后来都出售了，但是花了很长时间才处理完，实惠超市公司还卷入了法庭诉讼。可惜的是，这种投资很难找，所以我们不会公开持股情况。如果股价下跌了，我们可能想加仓。我们当然也不想把我们的错误公之于众。

管理开放式基金会遇到许多封闭式基金不存在的问题。每年都从 1 月 2 日开始，12 月 31 日结束。这意味着，要是你运气好，10 美元买的股票在年末涨到了 20 美元，你这一年取得了大量未实现利润，业绩非常好，但是从下一年起，你就要从 20 美元开始。如果在第二年年末时，股价是 15 美元，要是你只持有这一只股票，你这一年就让股东亏损了 25%。第二年年初新加入的投资者会很不高兴，可能会撤资。要是很多投资者撤出，你的基金也就完了。这是开放式基金面临的最大问题。开放式基金希望拥有更多投资者，但是必须要认清风险。这就是为什么我们愿意持有，我们认为有下跌保护的股票，问题是许多这样的股票可能没太大的上涨潜力，这是一种比

较被动的投资方式，但我们觉得适合自己。如果你投资自己的钱，这么做会获得很高的回报。如果是作为基金经理，投资别人的钱，你的客户必须要理解你的投资方式。如果不认同你的投资方式，他们或许就不应该找你。

1984 年，沃伦·巴菲特有一篇演讲发表在了《Hermes》杂志上，他谈到了价值投资的接受情况。有些人一听就懂，有些人则不屑一顾。要是客户不认同价值投资的理念，就请他们另寻高明吧。在创建伯克希尔·哈撒韦的过程中，沃伦每一步都走得非常理智。

第一，通过拥有保险公司，他可以用浮存金投资股票和债券。通过拥有大量浮存金，他不支付股息。如果伯克希尔只是一家非常赚钱的制造业公司而没有保险业务，它就必须分红。

第二，通过留下所有盈利，伯克希尔可以持续将利润再投资，从而实现复利增长。通过拥有成长股，他可以提升公司的价值。在所有职业投资人里，沃伦无人能比，他是最睿智、最成功的。伯克希尔实际上是个封闭式投资公司，沃伦不必担心投资者赎回股份。例如，在市场崩盘时，伯克希尔好几次都下跌了 30%，这时谁都不能赎回股份。有些投资者把自己 90% 的净资产都投到了伯克希尔里。我还认识一个人，他桥牌打得很棒，他告诉我，在 1969-1970 年巴菲特清算时他退出了，因为他觉得自己投资股市能做得更好。

如果你是基金经理，拥有很多客户，要是你持有 GEICO 或可口可乐这样的成长股，某一年上涨 40% 时，你会担心要是市场下跌 30%，你的客户会很不高兴，就算你写信告诉客户自己持有的公司有多优秀也无济于事。

我记得有一位女性客户，她抱怨早期的对冲基金 A.W.Jones，许多年来，这只基金表现都很好，她每年都把赚的钱继续投进去，直到有一年，大概是 1962 年，A.W. Jones 下跌了 50%，她吓坏了，当时把所有资金都撤了出来。这就是开放式基金或私人有限合伙公司面临的危险，你永远都不能躺在过去的业绩上。封闭式基金经常出现与净资产价值相比大幅折价的情况，但仍然可以继续运转。我想说的是每个人必须选择适合自己的方式投资。我喜欢格雷厄姆打的比方，他说：买股票要像买菜一样买，不能像买香水那么买。（意指分散）

有些股票比其他股票好分析。我赞同沃伦的观点，分析要简单，用不着高等数学。在季报出来时，一家公司因为每股盈利是 31 美分，没达到 35 美分的预期，股价在一天之内就从 25 美元跌到 20 美元，看到这种情况，我总是觉得好笑。在最近一期的《华尔街日报》(8 月 23 日)上，我就看到了这么一个搞笑的标题：更多投资者正涌入大宗商品交易。(旅鼠行为)

我在华尔街，包括在中心城区，大约有 56 年了，其中有四年参加了二战。实际上，从军这四年对我是很好的

锻炼，增强了我的自信，我发现我们没有永远不卖的股票。我们就像一家杂货店，杂货店进货，我们进的是股票，要是可能的话，我们想在 4 年以内卖出获利。在等待的时候，我们会获得一些收入，这是比杂货店好的地方。不过，我们只能等别人上门以更高价格买入我们的商品，不能通过自己推销把商品卖出去。这样投资，我们睡得安稳。不是所有人都喜欢这种投资方式，对于这些人，我们会说：很正常，按你喜欢的方式去做吧。

已有的行为习惯很难改变，就算有更好的做法也是如此，我很喜欢我们的投资方式。总之，要知道自己做什么、知道自己的优势和劣势，不要骗自己，热爱自己的工作，坚持道德原则。1980 年代，股市中内幕交易丑闻层出不穷，但没有一个注册财务分析师参与其中。

菲利普·凯瑞特(Philip Carret)已经是 96 岁高龄，他从事投资 70 多年了。他的业绩很出色，他非常有耐心。我没他那么耐心，不过我希望能做得和他一样长久。我想大家可能希望了解格雷厄姆-纽曼公司 43 年以前持有哪些股票，于是我翻出了一份我保留的报告，复印了出来供大家参考。

大家可以看到，这些数字和今天市场上的数字相比微不足道。有意思的是，列表中有 62 家工业公司的普通股，它们的总市值是 328.8 万美元，只有 Crowley Milner 和 Lukens Steel 这两只股票仍然健在。道格拉斯飞机公司(Douglas Aircraft)已成为麦道飞机(McDonnell-Aircraft)的一部分，托德船厂(Todd Shipyards)最近刚脱离第 11 章破产程序。大西洋湾和西印度群岛公司(Atlantic Gulf & West Indies)占了这些股票总市值的 50%以上，它是一家控股公司，后来被格雷厄姆-纽曼公司清算了。仔细研究列表上格雷厄姆-纽曼持有的这些公司，看看它们后来的结局，多少有些耐人寻味。

今天的数字要大得多了，价格低于净营运资金的股票(NET-NET)几乎完全消失了，我能理解为什么投资者去别的地方寻找。我找到的低估的公司可能不对你的胃口，但是我觉得它们具有下跌保护，这是我想要的。在寻找这种低估的股票时，我们付出了很多，找到这样的公司后，大家可以看到，对这种公司的投资是多么少。

我们在投资时找的是什么样的股票呢？我们寻找价格被打压的股票。

股价为什么被打压？价格低于净资产吗？净资产中是否包含商誉？过去 10 年股票的最高和最低价是多少？是否有现金流？是否有净利润？过去 10 年的表现怎么样？负债水平如何？所在行业如何？利润率如何？竞争对手的状况怎么样？是否不如竞争对手？下跌风险如何？上涨潜力如何？内部人持有多少股票？

我们会找来公司的年报、委托书、价值线(ValueLine)以及季报。基于以上因素，可能还会考虑其他一些方

面，如果数字看起来令人满意，我们就会初步建仓。我们关注股票的表现来决定要继续买入多少，主要是看股价。一般来说，一只股票占 5% 的仓位就可以了，如果确实非常看好，可能会增加到 10-12%。我们拥有大约 60-75 只股票，很多股票占的仓位都很小。一个原因是在卖出时，股价下跌，我们有一些股票就留在了手里。有时是买的时候股价上涨，我们不想追涨，就不再买了。总的来说，我们不喜欢债券。

现在的情况是，所有人都在追求拥有经济特许权(franchise)的企业。在我看来，成功投资的关键是比较价值和当前的价格。许多投资管理人不现在的价值，而是用将来的价值和当前的价格比较。我没这个能力。别人怎么做我不管，我还是按我们的老一套来。

大家一定想听我说说当前的情况，我们就以美国冶炼公司(ASARCO)为例，说说我们喜欢什么样的股票。

ASARCO 公司历史悠久，它是由 Guggenheims 家族创建的。伯纳德·巴鲁克(Bernard Baruch)是原始股东之一。有意思的是，1940 年代，本·格雷厄姆曾多次为巴鲁克提供建议，最著名的是投资北太平洋(Northern Pacific)，格雷厄姆在《聪明的投资者》中写过这个案例。这家公司曾经是道琼斯 30 只成分股之一，后来出了大量财务问题。就像国际收割机(International Harvester)和洛斯公司(Loews)一样，道琼斯将它从成分股中剔除，直到拉里·提许(Larry Tisch)带领它走向成功。这些变化至少说明了资本主义体系的流动性。

ASARCO 公司早年决定必须要拥有铜矿，因为冶炼生意不赚钱了。他们在 Kennecott 公司被收购后，从该公司买下了 RAY 铜矿，他们还买了 Mission 铜矿，这两个矿山都在亚利桑那州。为了对这些矿山和其他系统进行现代化改造，1989-1992 年间，ASARCO 每股投入了大约 20 美元，它还拥有每股 20 美元的现金流。

为了降低负债，他们将股息从每股 1.6 美元降到每股 0.4 美分，总股数为 4200 万股，不过，现在负债还是没降下去。他们的债务大约是 8.73 亿美元，而净资产为 13 亿美元。

铜价会恢复吗？他们有一些银矿，但铜矿是他们的主要自然资源。

澳大利亚的 MIM 控股公司持有它 25% 的股份，ASARCO 也持有 MIM 公司大约 17% 的股份。ASARCO 还持有南秘鲁铜业(Southern Peru Copper)公司 52% 的股份，这家公司拥有大量铜矿，它把在秘鲁的盈利用于在当地开采新矿。ASARCO 公司一直想出售他们的墨西哥铜矿，但是没找到出价合适的买家。

ASARCO 开采铜矿的成本高于菲尔普斯·道奇公司(Phelps Dodge)，铜价下降对 ASARCO 公司的影响更不利，但是 ASARCO 的股价不到 20 美元，拥有每股 32 美元的净资产和每股 0.4 美分的股息，而 Dodge 公司的股

价是 49 美元，净资产是每股 29 美元。我们更喜欢股价低于净资产。

塞浦路斯矿业(Cyprus Mines)正在收购 AMAX，股价也在净资产之上。几年之后，时间会证明这些公司哪家表现更好，我们认为买入 ASARCO 最合算，或者用别人的话说，这个价格买入最有前途。

它当然不是成长股，我们买的也不是成长。

施洛斯合伙公司普通股投资要诀

- 1，最重要的因素是价格，与价值相比是高是低。
- 2，要确定公司的价值是多少。记住，股票不是一张纸，它代表对企业的部分所有权。
- 3，从净资产入手，估算并确定企业价值。负债一定不能等于 100%的净资产(普通股的股本和盈余留存)。
- 4，保持耐心。股票不会立即上涨。
- 5，不要听信消息或短线交易。专业人士要是有这个本事，你不要模仿。不要因为坏消息而卖出。
- 6，不要害怕孤独，但要确定自己的判断是正确的。100%确定是不可能的，要寻找自己的逻辑中有何缺陷。下跌时分批买入，上涨时分批卖出。
- 7，一旦做了决定，要有勇气相信自己的判断。
- 8，找到投资理念并坚持到底。这里说的是我发现的一条成功之路。
- 9，卖出时不要太急。如果股票达到了你认为合理的价格，你就可以卖出，但是许多时候，只是因为股票涨了 50%，人们就说要卖掉锁定利润。卖出之前，要重新评估公司，比较价格与净资产价值。要注意股市的估值水平；是不是股息率较低、市盈率较高？股市是否处于历史高位？人们是否非常乐观？
- 10，买的时候，我发现最好买在过去几年的低点附近。一只股票从 125 的高点跌到 60，你可能就动心了，可 3 年前它的股价是 20，这说明股价现在依然有些脆弱。
- 11，要打折买入资产，而不是买未来的盈利。盈利的短期变化可能非常大，而资产一般变化缓慢。要是按盈利买入，对公司的理解就得深入得多。
- 12，你敬重的人给出的建议要倾听，但接不接受要自己决定。记住，钱是你自己的钱，赚钱容易守财难，一旦亏了很多钱，很难再赚回来。
- 13，不要让情绪影响判断。买卖股票时，最不该有的情绪或许就是贪婪和恐惧。
- 14，记住复利原理。例如，每年赚 12%，并将收益继续投资，不考虑税费，资金会在 6 年以后翻倍。记住 72 法则：用 72 除以你的年收益率就可以知道资金翻倍要几年时间。
- 15，股票比债券好。债券收益有限，通胀会降低购买力。
- 16，小心杠杆，很容易伤到自己。

财富杂志：恐龙

1993 年 5 月 3 日 Carol J. Loomis

它们曾是地球上最大、最可怕的三家公司，认真的高管们是如何将它们带入历史性衰落的

时间是 1963 年，地点是哥伦比亚大学商学院的一个著名系列讲座，主讲人可以说是美国最著名的 CEO。他谈到了成功企业在保持实力和强大方面所面临的困难。他说，在 1900 年美国最大的 25 家工业公司中，只有两家还留在里面。他没有说出这两家公司的名字。但根据他的描述，一家似乎是通用电气公司，另一家是美国钢铁公司(现 USX)的前身。其余的公司要么倒闭，要么被兼并，要么规模缩小。这位高管说：这样的数字有助于提醒我们，企业终将倒闭，成功充其量只是一种暂时性的成就，随时都有可能失势。

发言人是 IBM 公司董事长小托马斯沃森(Thomas J. Watson Jr.)。当时的 IBM 是一位霸主，即将推出著名的 360 系列计算机。沃森做梦也想不到，他正在预见自己公司的未来。他也没有想到，当时的另外两家巨头，通用汽车和西尔斯百货(SearsRoebuck)会逐渐衰落。当时，人们普遍怀疑通用汽车试图压低市场份额，以免触怒反垄断法。西尔斯绝对是零售业的霸主，该公司的商品销售额超过了其后四个竞争对手的总和。如果在 1960 年代对最有可能成功的大公司进行排名，这三家公司很可能会名列前茅。然而，这三家公司在 1992 年总共损失了 324 亿美元，是 1990-91 年海湾战争给美国纳税人造成的损失的四倍多。

此外，在激烈竞争的大企业界，这些公司经常被称为“恐龙”。这个词有点牵强：这三家公司并没有灭绝，只是痛苦地喘息着。尽管如此，在捕捉几种曾经占统治地位的生物，广泛存在而又同时衰落的形象时，“恐龙”这个词还是非常贴切的。看到这些传奇同时在挣扎，真是令人惊讶，就好像它们同时遭遇了一场灾难。从根本上说，它们就是这样做的，以一种非常特殊的方式，使它们的命运偏离了它们所处的行业：汽车业、零售业和计算机业。这些行业并没有陷入困境。它们都在不同程度上实现了增长和繁荣。但它们曾经的领导者呢？他们只是没有跟上。此外，它们以极其相似的方式走向衰落，为所有企业提供了深刻的教训。这些公司遭遇了成功的常见障碍，其中包括傲慢和官僚主义，他们还设计了新的失败方式。准确地说，是他们的高管们做到了。公司不会失败，人会。正如彼得德鲁克(Peter Drucker)所说，“每一次的失败都是管理者的失败”。

这个话题的前沿问题是：像这三家公司曾经取得的巨大成功，是否不可避免地会滋生失败。有人认为，成功带来的正常的、破坏性的问题是自满和规模，后者增加了层层权力，减缓了反应速度，总体上妨碍了良好的管理。多年来，这些危险激发了许多商业箴言，其中包括“没有什么比成功更失败”和“如果还没坏，也要修好它”。托

马斯沃森(Thomas J. Watson Sr.)是 IBM 的元老，也是一位格言爱好者，他自己也推崇“**保持一个企业的伟大比建立它还难**”。凭直觉和手头的大量证据，美国公司认识到这一传统智慧的很大程度上都是正确的。另一方面，任何傻瓜都知道，规模大有规模大的好处，其中包括购买力、持久力和人才深度。因此，从逻辑上讲，精明的管理者至少在某些时候应该能够应对成功。

上一页的表格证明了这一点，同时也证实了小沃森所警告的无常性。该表列出了过去 20 年中三个时间点全球股票市值最大的 20 家公司。1972 年底，在估值高得离谱的年代，美国八大公司的排名是这样的：IBM、美国电话电报公司 AT&T、伊士曼柯达(EastmanKodak)、通用汽车 GM、埃克森石油 Exxon、西尔斯百货 Sears、通用电气 GE、施乐公司 Xerox。到 1992 年底，其中的五家公司 IBM、柯达、通用汽车、西尔斯和施乐已经一去不复返了。它们不仅从前八名消失了，还从前二十名消失了。尽管如此，埃克森石油、美国电话电报公司(AT&T)和通用电气这三家公司还是幸存了下来，它们共同传达了一个明确无误的信息：成功并不一定会致命。从 1972 年到 1992 年，埃克森石油从第五位跃升至第一位。美国电话电报公司(AT&T)因 1984 年贝尔公司(Bell)的解体而有所削弱，但仍保持在前七位。通用电气跃居第二。

可以说，通用电气这个多元化公爵是大公司中的佼佼者。成立于 1892 年的通用电气历经八任 CEO，仅在过去的十年中，在变革大师小约翰韦尔奇(John F. Welch Jr.)的领导下，就获得了 520 亿美元的市值。杰克韦尔奇(Jack Welch)无疑招致了一些批评：从管理顾问转为作家的汤姆彼得斯怀疑(Tom Peters，著有《**追求卓越**》In Search of Excellence 等书)，意志坚强的韦尔奇在培养能够与他抗衡并接替他的经理人方面做得不够。密歇根大学商学教授 Noel Tichy 与《财富》编辑 Stratford Sherman 合著了一本关于通用电气的新书《**把握自己的命运：CEO 的成功奥秘**》(Control Your Destiny or Someone Else Will)，他的观点得到了更广泛的认可。Tichy 声称，韦尔奇打破官僚主义的管理方式，使通用电气免于陷入“恐龙乐园”。

在废墟部分，柯达和施乐从价值巨大名单上滑落，这提醒我们，世界上有三种以上巨大而卑微的生物。柯达的高管们不愿意与通用汽车、IBM 和西尔斯混为一谈，但该公司声望的下降是不相上下的，正如其市值从 1972 年的 239 亿美元下降到最近的 170 亿美元所表明的那样。施乐公司是一家无法应对繁荣的公司的典型案例。它在 1960 年代如火箭般一飞冲天，但在 1970 年代却因傲慢、产品低劣和起初未认真对待的日本竞争而一蹶不振。1982 年，David Kearns 接任公司 CEO，他断定施乐公司面临着倒闭的危险：“我们正在成为一只无法摆脱困境的

恐龙”。然而，即使在今天，施乐公司的市值也只有大约 80 亿美元，远远低于 1972 年的 118 亿美元。

恐龙园中最显眼的大块头：西尔斯、IBM 和通用汽车，最初的身形让人觉得他们是亲兄弟，甚至可能是相同基因缺陷的携带者。西尔斯诞生于 1886 年，是历史最悠久的公司；通用汽车成立于 1908 年，IBM 成立于 1911 年。所有公司最终都是通过击败重要的竞争对手而登上巅峰的：西尔斯超越了蒙哥马利沃德(Montgomery Ward)。通用汽车让福特汽车望尘莫及。IBM 在计算机领域超越了斯佩里兰德(Sperry Rand)。同样，所有公司的成功都是由长期任职的强有力的管理者推动的。1928-1954 年，罗伯特伍德将军(Robert E. Wood)一直掌管着西尔斯百货公司。通用汽车的天才是小阿尔弗雷德斯隆(Alfred P. Sloan Jr.)，1923-1946 年担任 CEO，而到 1971 年的 57 年以来，IBM 的元老是托马斯沃森父子(Thomas J. Watsons)。

也许正如黑夜追随白昼一样，接任的 CEO 们既没有远见卓识，也没有叱咤风云的气势。有些人甚至没认为有必要这样做。他们继承的都是实力雄厚、占据主导地位的公司，似乎在竞争中稳操胜券。每家公司都筑起了护城河，守护着自己的城堡：西尔斯百货拥有最好的店址，许多店面位于繁华的购物中心；通用汽车的经销商是行业中的佼佼者；IBM 公司在大客户的商店中安装了大量设备，以至于他们在下一次购买时，几乎不得不选择兼容 IBM 机器的产品。最重要的是，通用汽车和西尔斯百货认为，规模经济可以保护自己免受竞争伤害。通用汽车的规模经济来自于大规模生产的技能，西尔斯的规模经济来自于强大的采购能力。随着时间的推移，IBM 也开始谈论规模经济，这得益于它在 1970 年代末和 1980 年代初进行的数十亿美元的资本投资。

最终，这些都不重要了。席卷这些公司的是市场的深刻变化，它们必须适应这种变化。这些公司都没有这样做，既不够快，也不够充分，部分原因是它们的地位逐渐受到侵蚀，以至于它们没有意识到自己正在陷入危机。英特尔公司(Intel)董事长安德鲁格鲁夫(Andrew S. Grove)最近提出了一个观点：“任何公司的历史上，至少有一个时刻，你必须做出巨大的改变，才能提升到下一个业绩水平。错过了这个时刻，你就会开始衰落。”

从根本上说，这三家陷入困境的公司都受到了各自企业文化的束缚。1988 年，时任通用汽车执行副总裁的 Elmer W. Johnson 在写给通用汽车高层的一份责难性内部备忘录中，呼吁改变企业文化，使通用汽车摆脱令人抓狂的“执行无力”问题，但他怀疑根本性的改善是不可能的。

西尔斯的一位前高管说，这种企业文化不可能被克服：“我和一位曾在 IBM 工作过的朋友谈过，我们一致认为，当一家公司达到顶峰时，决策过程就会变得无比内耗。你开始关注决策如何做出，而不是做出什么决定。”他

回忆说，在西尔斯百货，整套“公告”程序库里列出了几乎处理任何问题的标准程序，这使问题变得更加复杂。他说：“上帝不允许出现一个没有公告的问题。这意味着问题是新的！”

通用电气的韦尔奇将管理定义为“直视现实，然后以最快的速度采取行动”。通用电气超越的三家大公司似乎从未在现实面前擦亮双眼。这些公司也没有把目光投向客户。相反，它们的目光总是向内和向后看，回忆过去的一切，并以某种方式期待那些辉煌再次出现。结果，他们总是落后于时代。

在西尔斯，Wood 将军传递管理接力棒的方式加剧了挑战。Wood 不想按照规定在 65 岁退休，他说服董事会将他的任期延长了九年多，直到 1954 年。此时，Wood 和董事会认为西尔斯的一连串高管在达到退休年龄之前就应该退休了。接下来的五位 CEO 平均每位任期为 3 年 9 个月，这几乎不足以让他们弄清楚太阳是从哪里来的。唐纳德卡茨(Donald R. Katz)是 1987 年出版的一本关于西尔斯百货的书《大商场》(The Big Store)的作者，他认为，**这几位 CEO 都有一种“看守者”的心态**，致力于维护西尔斯百货公司的威严，他们自然认为西尔斯百货公司是不可撼动的。在零售业，这种想法总是错误的，因为零售业的顾客是出了名的善变。不久之后，西尔斯百货在商场中的主力店就受到了来自专卖店的激烈竞争，这些专卖店以西尔斯百货的客流量为生，竭尽所能地抢走它每一美元的生意。但对西尔斯百货来说，最关键的变化是 1960 年代折扣店的兴起，尤其是凯马特(Kmart)，沃尔玛(Wal-Mart)也紧随其后。**总的来说，西尔斯百货的管理团队(就像施乐公司的经理们一样)，并没有认真对待这场新的竞争。**西尔斯百货并没有明确地表达自身业态的情况下，将自己视为美国的折扣店，并倾向于看不起凯马特的顾客群，认为他们是一个低劣没钱的群体。即使在 1970 年代初，西尔斯百货的增长速度放缓，而凯马特的发展势头依然强劲时，西尔斯百货也没有完全意识到，顾客的偏好正在发生某种巨大的变化，而它却没有任何可行的策略来应对这种变化。不过，西尔斯在芝加哥确实有了一个不用担心这些问题的新地方：1973 年竣工的西尔斯大厦，一座富丽堂皇的伟大纪念碑。

后来，西尔斯争匆忙进入金融服务领域，在原有的 Allstate 保险业务基础上，又增加了 Dean Witter 和 Coldwell Banker。在零售业，它推出了一个又一个战略。但无论如何努力，西尔斯都无法找回它的营销魔力。造成这种失败的一个原因是，**公司总是跟不上时代的步伐**，用一位曾经研究过公司运作的顾问的话来说：“**被时间所束缚**”，西尔斯从未真正了解过正在发生的事情。例如，直到 1980 年代，西尔斯所做市场分析中，虽然充满了对竞争对手的谈论，但却没有提及沃尔玛。在这些方面，西尔斯似乎相当于实验室里的“水煮青蛙”，一种无助的生

物，平静地、毫无察觉地坐在温度逐渐升高到致命温度的水中。

山姆沃尔顿(Sam Walton)简陋的总部位于阿肯色州本顿维尔 Bentonville，距离西尔斯大厦 500 英里之遥，他不屑一顾地看着沸水中的西尔斯。他是凯马特的崇拜者和学生，但瞧不上西尔斯百货。在与《财富》编辑 John Huey 合著的自传《富甲美国》(Sam Walton: Made In America)中，沃尔顿总结了西尔斯百货公司最严重的误判。"西尔斯百货之所以落后如此之远的一个原因是，他们长期以来不承认沃尔玛和凯马特是他们真正的竞争对手。他们忽视了我们两家，而我们两家都从他们的眼皮底下溜过去了。"的确如此。1992 年，整个西尔斯百货(包括金融服务和各种特殊费用)亏损 39 亿美元，其中 30 亿美元来自商品销售集团。该集团的销售额为 320 亿美元。凯马特的销售额为 380 亿美元，利润为 9.4 亿美元。沃尔玛的销售额为 550 亿美元，利润不到 20 亿美元。

当然，西尔斯百货对折扣店的否认，与 1960 年代日本汽车制造商开始进攻美国时，通用汽车的表现如出一辙。通用汽车的高管们被大型汽车所带来的丰厚利润所诱惑，他们既不相信美国人会购买小型汽车，也不相信"日本制造"的汽车制造商能够制造出任何尺寸的畅销汽车。在这些观点上，通用汽车与福特和克莱斯勒不谋而合。但是，随着 1970 年代的结束，福特和克莱斯勒面临的金融危机，使这两家公司应对现实的能力荡然无存。这两家公司震惊之余纷纷采取行动，实施了紧急计划，使它们恢复了竞争状态，并朝着日本式"精益生产"的方向发展，而这正是大规模生产的对立面。

通用汽车历来富裕，富裕到可以继续砸钱。一些钱给到了董事罗斯佩罗(Ross Perot)，因为他毫不留情地指责通用汽车以委员会为主导的官僚主义和高管们的孤僻。通用汽车付给他 7.5 亿美元，让他滚蛋并闭嘴。与通用汽车在汽车车型上的支出相比，这笔钱简直是毛毛雨。1980 年代，在规模经济的大背景下，通用汽车斥资 70 亿美元实施了所谓的"GM-10 计划"，对中型车进行了全面改造，这也是有史以来最大的新车型计划。但为了节省开支，汽车必须重新设计，生产计划也必须重新规划；由于重组增加了人员，公司的官僚机构又扩大了一圈；随着时间的推移，资金也越来越紧张。最终，通用汽车在一个粗暴开发新车型的汽车市场中姗姗来迟。

当被《财富》杂志要求解释哪里出了问题时，通用汽车 1981-1990 年期间的老板罗杰史密斯(Roger Smith)表示："我不知道。这是一件神秘的事情。通用汽车可能是其最大的大手笔，它一再屈服于汽车工人联合会(United Auto Workers)的要求，从而使自己背上了巨大的工资和福利成本负担。"有一种成本，也就是退休人员未来支付的医疗福利，多年来几乎不为人知，因为会计规则不要求将其记为当期费用。这些规定使得所有公司都

可以对这一逐渐失控的成本熟视无睹。但这一会计缓刑特别符合通用汽车高管的脾气，多年来，他们一直努力以最有利的方式展示财务业绩。证券分析师 Maryann Keller 在她关于通用汽车的著作《如梦初醒》(Rude Awakening:The Rise,Fall and Struggle for Recovery of GM, 1989)中说，在公司里出人头地的方法之一就是美化数字方面表现出天赋。然而，去年，新的会计规则将退休人员的健康福利问题摆到了桌面上，通用汽车为此付出了巨大的代价。税前为 330 亿美元，税后为 210 亿美元。不要被通用汽车(或其他公司)关于退休人员费用"不会影响现金流"的安慰性声明所迷惑。这项费用确实不会改变现金流。但它首次公开暴露了未来现金流负担的规模：210 亿美元的巨额负债，赤裸裸地揭示了通用汽车在退休金承诺方面是多么挥霍无度。

1992 年，通用汽车还受到了其他费用的打击，报告了 235 亿美元亏损，这是《财富》500 强公司有史以来最大的亏损数字。1993 年伊始，公司股东权益就降至 62 亿美元，而 1988 年的最高值接近 360 亿美元。通用汽车在美国汽车市场的占有率也有所下降，1992 年降至 4.9%，与 1960 年代 50%甚至更高的占有率相去甚远。当时，进口汽车的市场份额不到 10%。1992 年的一个里程碑是，外国公司在美国境内外生产的汽车所占的份额与通用汽车完全相同，都是 34.9%。

与通用汽车和西尔斯百货相比，IBM 在精神上总是显得更加年轻。然而，它却建立了一个可以与通用汽车和西尔斯匹敌的官僚机构。几年前，IBM 的一位商业伙伴说，要想让 IBM 采取行动，就像在"巨大的花生酱池中游泳"。IBM 的官僚机构是如何发展壮大的，有种理论可以追溯到 1964 年推出的 System/360 系列计算机。该系统雄心勃勃且异常复杂，包括六种同时推出的型号，集成了适用于大小型机器的全新且完全不同的软件，并且需要新建五家工厂。财富杂志在报道这场正在进行中的赌博时，为 360 大型机定下了一个以今天的美元计算约为 200 亿美元的价格，并称其为"近代最关键、最具预见性或许也是最冒险的商业判断"。IBM 在经历了一些可怕的成长阵痛之后，其 360 大型机在市场上引起了轰动，巩固了 IBM 的行业领导地位，并在数百家公司中树立起了"蓝色巨人"的旗帜。但是，一位退休的 IBM 人员 Malcolm Robinson 认为，360 系统可能也是另一种转折点："虽然取得了胜利，但项目的规模带来的业务复杂性几乎无法处理。一时间公司一片混乱。因此，必须建立一个组织来控制局面，确保这种崩溃不再发生。而这可能正是官僚主义庞大的真正原因。"IBM 的数据支持他的理论：1963-1966 年间，以不变价格计算的销售额增长了约 97%，而 IBM 的员工人数却增长了近 130%，从 8.7 万人增加到 19.8 万人。在接下来的 20 年里，员工人数缓慢而稳步地攀升，到 1986 年达到 40.7 万人的高峰。现在，主要由

于大批员工接受了退休计划，员工人数下降到 30 万左右，而且还在不断下降。

在 360 大型机的问题得到缓解之后，IBM 又面临着另一场改变其文化的危机。麻烦在于 Control Data 公司和司法部提起的反垄断诉讼。1970 年，在反垄断诉讼开始时，时年 56 岁的汤姆沃森 Tom Watson 突发心脏病，1971 年他决定退休。接替他的先是 Vincent Learson (他与 ControlData 公司达成和解)，然后是 1973 年的 Frank Cary。Cary 担任 CEO 长达八年之久，他生性谨慎、稳重，是那种单打独斗的管理者，**反垄断诉讼使他变得更加谨慎**。他谨慎行事的策略在法庭上发挥了作用：1981 年，政府放弃它想要的强制拆分 IBM。但 IBM 一家大型机竞争对手的董事长说，整个诉讼氛围"给了律师们太多的权力，使公司规避了拆分风险"。

西尔斯的对手、凯马特公司的 Harry Cunningham 曾引用 Hugh Walpole 爵士的话说："**不要为了安全而战。这是世界上最危险的游戏**。"对于 IBM 来说，在那个年代，要想在安全的道路上继续前行，首先就必须遏制日本的计算机公司的崛起，而 IBM 也巧妙地做到了这一点。最重要的是，该公司认为安全在于保持其巨额的主机利润(这是通用汽车的汽车捆绑销售的另一个版本)。但对于这种捆绑销售策略来说，不幸的是，一连串的计算机微型化的奇迹已经证明，大型机本身已成为初生的恐龙，其利润是难以为继的。

这些年事实也证明，IBM 没有采取的三个步骤是灾难性的。首先是未能利用被称为 RISC(精简指令集计算)的技术。IBM 于 1974 年发明了 RISC 微处理器，并深知它的前景：简化和更快的计算速度，尤其适合当时风头正劲的微型计算机。但 RISC 也是 IBM 现有大型机技术的竞争对手。那么，如何处理这个新生技术呢？这个问题在 IBM 的组织结构中得到了有效的回答。IBM 的组织结构曾经包括一个独立的中小型计算机销售团队，但到 1970 年代中期，IBM 已经重组为一个整体，只有一个销售部门。这意味着内部没有明显的重大竞争，中型机的拥护者可能会说："嘿，让我用 RISC 来运行它吧"。因此，**这项技术主要被束之高阁**，IBM 在决定生产何种 RISC 产品，甚至是否要生产这些产品时，都是一拖再拖。在这种拖延的背后，即使不是全部也至少有一部分原因是，管理层意识到，RISC 投资更小、更便宜的机器可能会抢走自己大型机的生意。不幸的是，竞争从来不会被这种想法所限制。在 IBM 犹豫不决的地方，其他公司竞相涌入，最终使 IBM 进入较晚。到目前为止，在新兴的 RISC 领域 IBM 也是乏善可陈。IBM 的一位前高管最近表示，RISC"将在某种程度上接管世界"。他本人也是懒人团队(lollygag team 一些看似无用的项目)的负责人，在他看来，**IBM 没有以最快速度进入市场，可能是其最悲哀的错误**。其它竞争者的胜出肯定会导致该公司无法获得个人电脑的全部利润。

1981 年, Cary 将帅印交给约翰欧宝(John Opel)后不久, IBM 就出现了这样的失误。在大型机产品线中, IBM 制造了整套产品, 包括硬件、软件和半导体, 因此控制了所有的利润来源。但是, 当该公司终于准备推出真正意义上的个人电脑时, IBM 却与微软签约, 由微软提供软件, 英特尔提供芯片。对 IBM 来说, 一个可行的替代方案可能是收购这两家公司的全部或部分股份, 从而获取利润, 请原谅我的说法, 堵住他们的大门(Bill Gates)和占领他们的树林(Andy Grove)。1980 年代初, IBM 确实以 6.4 亿美元的价格收购了英特尔 20% 的股份, 试图帮助这家芯片制造商渡过难关。但几年后, IBM 出售了所持股份, 欢天喜地地将收益收入囊中, 显然从未想过放弃的可能是更大的利润。如今, IBM 持有的股份价值 36 亿美元。

可以肯定的是, IBM 把业务交给微软和英特尔的决定对个人电脑市场是有利的, 因为软件开发商受到了蓝色巨人这种罕见的开放态度的鼓励, 为电脑开发出了各种各样的应用程序。如果 IBM 试图控制所有三个利润来源, 开发人员可能会因为不信任甚至憎恨 IBM 而被吓跑。这样, 个人电脑市场可能就不会像现在这样遍地开花了。但这是一个不确定因素, 与几个不争的事实相对立。去年, 在因员工离职和工厂关闭而支出 116 亿美元之后, IBM 录得 50 亿美元的亏损。微软赚了 7 亿美元, 英特尔赚了 11 亿美元。这两家公司最近的总市值为 480 亿美元, 而 IBM 为 300 亿美元。

IBM 没有采取的第三步涉及到其文化的核心: 从 1985 年约翰阿克尔斯(John Akers)就任 CEO 开始, IBM 的业绩就一直令人沮丧, 面对这种情况, IBM 没有接受这样一个现实, 即所谓的终生雇佣制(即放弃裁员)已经行不通了。一位退休的 IBM 经理曾与 IBM 高层密切合作多年, 他回忆起围绕这一做法所产生的神秘感: "这是一种宗教信仰。每一位进来的人事主管都在为这种做法的存亡辩护。我告诉你, 这就像贞操一样。"就在最近, 毫无准备的 IBM 终于放弃了这一做法。

还应该提到 IBM 第四个错误的可能性, 这可以从 AT&T 及其 1984 年的分拆中, 得到最好的解释。从那时起, 全世界都看到了分拆事件所释放出的能量。正如前面的表格所示, AT&T(幸存下来的公司)在 1992 年底的市值接近 700 亿美元。但是, 如果再加上其他七家贝尔公司在内, 一揽子公司的价值将达到 2080 亿美元, 这个数字首先是 AT&T 在 1972 年价值的七倍多, 其次, 这个数字将使 1992 年名单上的所有其他数字相形见绌。问题的关键在于, 也许 IBM 的管理层和董事会在 1970 年代就应该同意司法部提出的分拆要求。举例来说, 这样的结果可能会促使公司(或其分支机构)充分利用像 RISC 这样的市场机会, 而不是将机会白白浪费掉。无论如何, IBM 拆

分几乎发生了。在诉讼过程中，IBM 一度气馁，为了寻求和解，IBM 实际上提出将自己拆分成两部分，大型机和小型机。但司法部门希望拆分成七部分，这让 IBM 感到无法接受，因此没有达成协议。历史就这样被书写了。

对于这三家庞大而又饱受伤害的公司来说，过去的 12 个月就是这样的一年。去年 8 月，西尔斯百货董事长爱德华布伦南(Edward A. Brennan)最终屈服于压力，辞去了销售主管的职务，并请来了一位外来人，萨克斯第五大道(Saks Fifth Avenue)的高管亚瑟马丁内斯(Arthur C. Martinez)担任这一职务。10 月，通用汽车董事长罗伯特斯坦佩尔(Robert C. Stempel)迫于压力辞职，随后董事会选举来自宝洁公司的外部董事约翰斯梅尔(John G. Smale)担任董事长，并任命由 55 岁的小约翰"杰克"史密斯(John F. "Jack" Smith Jr.)领导的年轻新管理团队负责运营。今年 1 月，IBM 的 John Akers 宣布辞职，IBM 董事会开始紧急寻找新的 CEO，最终选择了一位外部人士，RJR 主席路易斯郭士纳(Louis V. Gerstner Jr.)他很可能会继续阿克尔斯的工作，将公司拆分开来，甚至可能拆成七块以上。因此，这些公司的文化受到了前所未有的冲击。但是，由于复兴工作的难度很大，因此无法保证成功。新上任的 Martinez、Smith 和 Gerstner 肯定不会一帆风顺，每个人都心知肚明。

即使提出他们的公司最终能否"成功"的问题，也需要对"成功"的含义重新做出定义。成功是否意味着任何形式的生存？如果是的话，答案就很简单了：西尔斯、通用汽车和 IBM 这些名字很可能会存在很长时间，而且它们背后都有实质内容。或者说，"生存"是否意味着回到一流公司的世界，而一流公司又可以被定义为那些能够持续创造高额股本回报的公司，比如说，超过所有公司中排名前三分之一的公司所赚取的股本回报率。考虑到他们已经失去的阵地和他们仍然面对的动荡，这对这些公司来说是个艰巨的任务。现在我们只能说，已经发生了明显的转变。这些公司终于站了出来做了一次现实检查，这至少是一个好的开始。与此同时，仍然珍惜过去成功和领导力的公司，甚至是运营部门，不妨考虑一下，这个曾经不可战胜的故事，所带来的一些警示：**不要过分迷信你的市场地位、你的护城河、你的财富或是你自己。**



巴菲特致股东的信 1993

1994 年 3 月 1 日, BRK: \$11725-16325

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

本公司 1993 年的账面价值增长了 14.3%(标普 10.1%), 自现任管理层接手的 29 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 8854 美元, 年复合成长率约为 23.3%。

回顾过去一年, 伯克希尔的账面价值增加了 15 亿美元, 主要受到两项负面以及两项正面非营运因素所影响, 为了做完整的表达, 我将它们条列如下, 若是大家对于会计有点感冒, 大可直接跳过本段不看。

1, 第一个负面因素是由于一般公认会计原则 GAAP 变动所造成, 主要与帐列的依照市价计算的未实现增值利益所估列的所得税有关, 原规定, 税率必须按照增值部分所发生时点来计算, 因此在 1992 年底, 我们 1986 年之后的 64 亿美元未实现利益按 34%计算, 之前的 12 亿则按 28%计算; 而新的规定, 则改成全部依照现行税率计算, 故新规生效的 1993 年一季度所适用的税率则为 34%, 包含 1987 年以前的未实现利得在内全部适用, 此举将使得我们的账面价值减少 7000 万美元。

2, 第二个负面因素与第一个也有关, 因为从 1993 年开始企业税率提高为 35%, 此举又使得我们必须为帐上未实现利得多计提 1%的税负, 导致我们的账面价值又减少 7500 万美元, 奇怪的是 GAAP 要求这两项变动皆须列入损益表, 却不顾当初这些未实现利得根本就从未列入利润之内, 而是直接当作是账面价值的增加。

3, 1993 年另外一个会计原则的变动影响的则是我们帐上持有的这些有价值证券的价值, 近几年来, 我们保险公司所持有的不管是普通股或是约当普通股(可转换优先股), 都是按市价计算, 至于母公司或是其它非保险业子公司所持有的股票则以成本与市价孰低法计算, 现在 GAAP 则改成全部都按市价计算, 这个规定将从 1993 年的第四季度开始实施, 此举将使得伯克希尔的账面价值增加 1.72 亿美元。

4, 最后去年我们又发行的一些股份, 在一项去年曾提过的并购交易中, 我们在 1993 年 1 月将 4600 万美元的可转换债券赎回, 而发行了 3944 股, 此外在买下 Dexter 鞋业时, 我们又发行了 25203 股(后面报告还会详加叙述), 总计新发行了 29147 股, 增加 4.78 亿美元的账面价值, 每股帐面价值也因发行价格高于原先帐面每股账面价值而提升。

当然真正重要的是每股内在价值而非帐面账面价值, 帐面价值是一个会计名词, 用来衡量一家公司过去所投

入的资本，也包含未分配的收益在内。内在价值则是对于一家企业终其一生所能产生现金流量的估计折现值，对大部分的公司来说，这两个数字大多不相关，不过伯克希尔算是一个例外，我们的帐面账面价值，虽然远低于内在价值，但却是追踪内在价值相当好的一项指针，在 1993 年两项数值大约都增长了 14%，这种成绩虽让人满意却不令人惊喜。

这个增幅比起伯克希尔股价 39% 的涨幅来说还是逊色不少，当然就长期而言，伯克希尔的市价与内在价值将会到达相同的水平，但短期而言，两者的变化可能会有很大的差异，这种现象稍后我们会再详细讨论，两年前我们两项主要的投资可口可乐与吉列刮胡刀的股价表现远超过本身的利润成长，在 1991 年的年报中，我便说过，这些公司的股票市价不可能持续超越其本业表现。

从 1991 年到 1993 年，可口可乐与吉列刮胡刀每股收益的增加幅度分别为 38% 与 37%，但是同期股价的涨幅却只有 11% 与 6%，换句话说，这些公司的本业表现超越股票市场，主要的原因还在于，华尔街对于这些品牌公司有很多担忧，但是不管怎样，真正重要的还是这些公司本业的盈利情况，如果他们经营顺利，伯克希尔也就跟着水涨船高，虽然步调不会始终一致。

接着让我为各位上一次历史课，1919 年可口可乐股票以每股 40 美元公开上市，到了 1920 年，由于市场对于可口可乐的前景看淡，股价暴跌一半至 19.5 美元。而到 1993 年底，若是将收到的股利再投资进去，则当初每股的价值将变成 210 万美元，正如格雷厄姆所说：**短期而言，市场是投票机。投资人不须靠智力或情绪控制，只要有钱都可以登记参加投票。但就长期而言，股票市场却是称重机。**

所以，我们应该如何看待伯克希尔去年的股价的超常表现呢？显然在 1993 年底，伯克希尔的股价占内在价值的比例要比年初更高。另外一方面，在长期利率为 6-7% 的投资环境下，如果伯克希尔副董事长查理芒格和我能够实现我们的长期目标(你应该明白，这是一个巨大的假设)，即以 15% 的速率增加伯克希尔的内在价值，那么伯克希尔这样的股价表现并非不合适。虽然对于这样的目标我们从不妥协，但我们必须再一次强调，随着资本规模的日益扩大，想要达到这个目标的困难度也与日俱增。

我们要做的是，收集越来越多的具有相当规模的大型企业，他们拥有或优秀或卓越的经济特征，并且由杰出的经理人所经营，对于这样的梦幻组合大家大可以放心。在母公司查理跟我利用子公司所贡献资金所作的资金分配工作，面临的不确定性比较高：要找到可与我们现有企业相媲美的新企业和经理人并不容易。虽然难度高，但

是查理跟我却绝对不会放弃追寻。我们也很高兴报告，在 1993 年我们有一项相当成功的斩获。

Dexter 鞋业

我们去年的收购是 1991 年买进布朗鞋业的续曲，布朗鞋业一家经营卓绝的工作鞋制造商，是一家真正成功的赢家，虽然一开始我们就对他就有相当高的期望，但是在 Frank 与其他经理人的努力之下，这家公司的表现甚至还超过我们的预期。基于我们对 Frank 团队的信心，在 1992 年年底，我们接着又买下 Lowell 鞋业，Lowell 是一家老牌的女鞋与护士鞋制造商，不过业务管理仍需改进。再一次他的表现又超乎我们的预期，因此，在去年我们立刻又抓住机会买下缅因州的 Dexter 鞋业，一家专门制造大众价格的男女鞋品牌，这次我可以向大家保证，Dexter 并不需要改造，这是查理跟我在职业生涯中，所见过的管理最好的公司之一。

话说 Harold Alfond 从 20 岁就在一家鞋厂工作，时薪 25 美分，在 1956 年，他靠着一万美元的资本创立了 Dexter。1958 年他的侄子 Peter Lunder 加入，从那时开始，两人协力建立起一家年产 750 万双鞋子的企业，大部分的鞋子都在缅因州生产，其余的则在波多黎各。就像大家都知道的，国内的制鞋业，一般被认为无法与进口自低工资水平国家的产品竞争，但是大家似乎忘记把情况告诉布朗与 Dexter 鞋业的经营团队和熟练的工人们，正是他们联手，使得两家公司位于美国的工厂拥有高度的竞争力以对抗外来的入侵者。

Dexter 还拥有 77 家的零售店，主要集中在东北地区，该公司同时也是高尔夫球鞋的主要制造商，全美的市场占有率约为 15%，不过他的主要业务还是传统零售商的传统鞋类，这也是它最擅长的领域，去年 Dexter 还获得 Nordstrom 与 JCPenny 所颁发的年度最佳供货商奖项。

我们 1993 年的业绩，只包含 Dexter 自 11 月 7 号合并后的业绩，而 1994 年，我们预计伯克希尔鞋类销售额将超过 5.5 亿美元，税前利润极有可能超过 8500 万美元，在五年前我们根本就没想到会进入鞋业，现在光是在这个产业所雇用的员工就超过 7200 人。现在我会边开车边唱：没有一个行业能像鞋业这样扩张。我的战略计划还有很多发挥的空间。

在伯克希尔，对于将来会进入哪个产业，我们并没有特别的限制。事实上我们常在想，对于一家大型企业的股东来说，追求具有远景的新创事业有时反而有害。所以，我们更愿意专注于那些既有我们想要拥有的经济特征，又有我们喜爱一起共事的经理人的公司，剩下的就只看我们有没有足够的运气找到同时拥有这两项特点的组

合了，在 Dexter 我们确实找到了。

接下来让我们休息一下，来段小广告，虽然 Harold 与 Peter 拥有宝石般的生意，但我们相信他们（都对现金不感兴趣）将 Dexter 的股份转为伯克希尔的股份是一个正确的决定，他们所做的，实际上等于将一家规模小的好公司的全部权益，转换成一群好公司的一小部分权益，这样的转换并不会产生租负，同时还可享有依个人意愿随时进行赠与或变现的好处。如果他们的家族成员愿意，他们可以追求不同的财务目标，而不必像过去那样把所有的资产全部绑在一家私人的企业上面。

基于租税规划以及其它理由，私人企业通常很难在本业以外进行多元化的投资，相对的，在伯克希尔我们可以很轻易地就多元化，因此，藉由将经营权移转至伯克希尔，Dexter 的股东可以很轻易地就解决再投资的问题，此外，虽然 Harold 与 Peter 现在持有的是伯克希尔无控制权的股份，而不是原先 Dexter 具控制权的股份，但他们很清楚自己将被视为真正的合伙人，同时我们也会遵循所有者导向。所以，一旦他们决定将自己的投资转为伯克希尔的股份，那么从合并那天开始，他们就可以确定自身的投资成果将会与我个人的投资成果完全相同。因为我个人绝大部分的资产都放在伯克希尔，并且我个人从不会自公司获得限制性股票和股票期权，所以，我个人的成败得失也将与所有其它股东一致。

此外，Harold 与 Peter 也相当了解，在伯克希尔我们言出必行，在可见的未来几十年内，伯克希尔的控制权与文化将不会有所改变，最后同时也是最重要的一点，Harold 与 Peter 可以确定将能够像合并前一样，继续经营原来的企业，这是他们最喜爱的工作。在伯克希尔，我们不会去提醒打击率高达四成的击球手应该要如何挥棒。

我想这些的道理同样也适合其它大型私人企业的所有者，所以如果你的公司情况符合我们的标准的，请务必联系我，在年报的后段有我们的收购标准。

报告收益的来源

下表显示伯克希尔报告收益的主要来源，在这张表中商誉的摊销数与购买法会计调整数会从个别被投资公司分离出来，单独加总列示，之所以这样做是为了让旗下各事业的收益状况，不因我们的投资而有所影响，过去我一再地强调我们认为这样的表达方式，较之 GAAP 要求以个别企业基础做调整，不管是对投资者或是管理者来说更有帮助，当然最后损益加总的数字仍然会与经会计师查核的数字一致。

在年报中你可以找到依照 GAAP 编制的详细分业务信息，此外，我们在非 GAAP 基础上，将伯克希尔重新分为四大业务板块。至于我们的目的是希望给你所有查理跟我认为在评估伯克希尔价值时，应该必要的资讯。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以千美金计	1993 年	1992 年	1993 年	1992 年
保险集团：承保收益	30,876	-108,961	20,156	-71,141
保险集团：净投资收益	375,946	355,067	321,321	305,763
布朗鞋业	44,025	27,883	28,829	17,340
布法罗新闻	50,962	47,863	29,696	28,163
喜诗糖果	41,150	42,357	24,367	25,501
Kirby 吸尘器	39,147	35,653	25,056	22,795
Scott Fetzer 制造集团	38,196	31,954	23,809	19,883
世界图书	19,915	29,044	13,537	19,503
内布拉斯家具	21,540	17,110	10,398	8,072
费区海默制服	13,442	13,698	6,931	7,267
商业与消费金融	22,695	19,836	14,161	12,664
购买法会计&商誉摊销	-17,033	-12,087	-13,996	-13,070
利息费用	-56,545	-98,643	-35,614	-62,899
股东指定捐赠	-9,448	-7,634	-5,994	-4,913
其他	28,428	67,540	15,094	32,798
经营收益	643,296	460,680	477,751	347,726
出售资产和已实现证券收益	546,422	89,937	356,702	59,559
新会计准则-应计税款			-146,332	
所有实体-收益合计	1,189,718	550,617	688,121	407,285

注：(1)Dexter 的收益仅含并购日 1993 年 11 月 7 日以后的收益。(2)不含商业与消费金融公司的利息费用，另外 1992 年部分还包含 2250 万提前赎回债券的溢价。

透视收益

之前我们曾经讨论过透视收益，其主要的组成份子有(1)前段所提到的报告收益，加上(2)主要被投资公司的保留收益，按一般公认会计原则未反应在我们公司报告上的收益，扣除(3)若这些未反应的收益分配给我们时，估计可能要缴的所得税。在这里我们所谓的经营收益系扣除资本利得、特别会计调整与重大重组费用等支出。

长期而言，如果我们的内在价值想要以每年 15%的幅度来成长的话，那么透视收益每年也必须以这个幅度来成长，去年我曾经提到，伯克希尔若要达到 15%的成长目标，2000 年的透视收益必须达到 18 亿美元，而由于 1993 年我们又发行了一些新股，所以现在提高到 18.5 亿美元。

这是一个高难度的目标，不过也希望大家能够继续支持我们。在过去，我们批评有些管理层，总是先把箭射出去后再画上靶心，根本不管这箭射得有多歪，因此，我们宁愿冒着尴尬的风险，也要先定好目标再射箭。

如果我们想要命中靶心，那么我们绝对需要有能以合理价格买到好公司或股票的市场，不过现在的市场情况

并不理想，当然这种情况随时都有可能会改变，在此同时，我们也会尽量避免，因手上闲钱太多而去做蠢事的冲动，若方向不对，再怎么努力冲刺也是白费力气。

各位可以从下表看出我们是如何计算透视收益的，不过我还是要提醒各位这些数字有点粗糙，(被投资公司所分配的股利收入已经包含在保险业务的净投资收益项下)。

伯克希尔主要投资公司	伯克希尔年末近似所有权		伯克希尔应占留存收益	
百万美元	1993 年	1992 年	1993 年	1992 年
首府/ABC 广播公司	13.0%	18.2%	(b)83	70
可口可乐	7.2%	7.1%	94	82
GEICO 保险	48.4%	48.1%	(c)76	(c)34
通用动力	13.9%	14.1%	25	(b)11
房地美	(a)6.8%	(a)8.2%	(b)42	(b)29
吉列公司	10.9%	10.9%	(b)44	38
健力士 PLC	1.9%	2.0%	8	7
华盛顿邮报	14.8%	14.6%	15	11
富国银行	12.2%	11.5%	(b)53	(b)16
伯克希尔主要投资留存收益合计			439	298
(d)对留存收益的假设税			-61	-42
伯克希尔报告的经营收益			478	348
伯克希尔透视收益合计			856	604

注：(a) 已扣除 wesco 的少数股权；(b) 以年平均持有股权比例计算；(c) 扣除重复发生且金额大的已实现资本利得；(d) 按 14%股息税率计算；

我曾告诉过各位，我们期望被投资公司产生的留存收益(已按估计税率调整)至少可以为伯克希尔创造出同等的内在价值，而到目前为止，其真正的结果甚至远超我们的预期。举例来说，我们在 1986 年以每股 172.5 美元的价格买进 300 万股首府/ABC 广播公司的股份，去年我们以每股 630 美元的价格处分了其中的三分之一(回购 100 万股)，在支付 35%的资本利得税后，我们实现 2.97 亿美元的税后利润。相比之下，在我们持有这些股份的八年期间，首府/ABC 广播公司分配给这些股份的透视收益只有 1.52 亿美元(假设税率为较低的 14%)，换句话说，即便在扣除较高的所得税负之后，出售这些股份所获取的利润，远超过这些股份所对应的未分配利润。我们预计这样的情况在未来还会持续发生，因此，我们相信伯克希尔所计算的透视收益，算是相当保守的表达方式。

税项

正如刚刚提到的出售首府/ABC 广播股份，伯克希尔可以说是联邦政府的缴税大户，在 1993 年，我们总共支付联邦所得税 3.9 亿美元，其中 2 亿来自经营收益，另外 1.9 亿来自资本利得。此外，被投公司自身向联邦政府与

国外政府支付了超过 4 亿美元的所得税，这个数字你在本公司的财务报表上看不到，但又确实存在的。去年，伯克希尔直接和间接支付给联邦政府所得税，占有所有美国企业支付总额的 1.5%。

查理跟我对于我们自身股份所要缴纳的所得税，一点怨言也没有。我们是在一个市场导向的经济社会中工作，所得到的回报甚至比一些对这个社会有更多贡献的人还要多，通过租税政策，多多少少有助于社会公平分配，不过即便是如此，我们还是认为自己受到了特别优厚的待遇。

虽然伯克希尔若是以合伙公司或 S 型企业的形式来经营(两种常见的企业组织形式)，伯克希尔及其股东将支付少得多的税款，但基于许多原因，那样的做法并不适合伯克希尔的运作。所幸，我们采取的长期投资的策略能在一定程度上减轻税负压力，就算我们经营的是一家免税机构，查理跟我还是会遵循买进并持有的策略，这是我们认为最合理的投资方式，同时也最符合我们的性格，另外一个好处就是，我们只有在实现资本利得时才需要缴税。

从我个人最喜爱的漫画短片《Lil Abner》中，我有机会可以体会到延迟纳税的好处，虽然当时我没有好好地利用那次机会。为了让他的读者觉得自己很优越，Lil Abner 一直快乐地维持单身，直到他迷上了纽约一位女演员 Appassionatta，但由于她只对百万富翁有兴趣，因此只有 1 块钱的 Abner 可以说是一点希望都没有，沮丧的 Abner 跑去无所不知的老人摩西 Mose 那里请他指点迷津，结果这位圣人对 Abner 说：很简单，你只要能够将身上仅有的一块钱，翻 20 番，Appassionatta 自然就会投入到你的怀抱(1,2,4,8....1048576)。

我记得这段漫画的最后一段是 Abner 跑到一家旅馆，将他仅有的一块钱投入吃角子老虎机中，结果竟然中了七星，一时之间奖金掉满地，Abner 一丝不苟遵照 Mose 老人的旨意，只捡起了其中的两块钱，就出发去寻找下一次翻倍的机会，看到这里我便舍弃了 Abner，并开始研读格雷厄姆的理论。

显然 Mose 不配当导师，除了没有预见 Abner 对于他的指示过于盲从的程度，他也没有考虑到可能的税负，假如 Abner 也像今天的伯克希尔一样必须负担高达 35% 的联邦所得税的话，即使他每年都能成功地翻一番，20 年后他也只能累积到 22370 美元。当然，若是他依然能保持每年翻一番的话，他则还须多等上七年半，才能累积到所需的 100 万，以赢得 Appassionatta 的芳心。

但是，如果 Abner 用他的一美元只进行一笔投资，同时，连续 27 年半都能保持每年翻一番的话，这样到最后，他可以累积高达二亿美元的税前利润，即使在扣除 7000 万美元的所得税之后，税后利润依然高达 1.3 亿美

元，届时 Appassionata 爬着都想来见他了吧。当然，一个坐拥亿万美元的富翁会怎么看待年华老去的 Appassionata，则又是另外一回事了。

这个小故事告诉我们的是，对于必须纳税的投资人来说，在回报率确定的情况下，一笔不断复利的投资(最后纳税)，远比连续做一系列相同的投资(每轮纳税)，回报要多的多，不过我怀疑许多伯克希尔的股东很早就已经知道这个道理了。

保险业务

接下来到这里，我们通常会准备一张表，用来说明过去十多年来保险业的综合比率，综合比率代表保险的总成本(理赔损失+运营费用)占保费收入的比例，多年以来，比率在 100 以上代表承保亏损，也就是说，保险业者当年度从客户那里收到的保费，不足以支应必须支付给保户的理赔款以及营运所需的费用开支。

有一个高兴的事实，能够抵消这些亏空：保险业者在真正支付给客户理赔金之前，通常有一段时间可以将这笔钱好好地运用，因为大部分的保单都是先向客户收取保费，更重要的是，通常得花上一段时间才会将损失理赔款给付出去，尤其是像产品责任险或是读职险，通常要花上好几年才能将理赔损失定案。

再讲白一点，这些保户预付的保险费，加上那些已经发生但还未理赔的资金，统称为保险浮存金，在过去，利用这些浮存金创造投资收益，使得整个保险业即使综合比率高达 107-111 依然可以维持损益两平。

不过随着利率下滑，保险浮存金的价值大幅滑落，因此过去我们提供的比率已经无法用来衡量保险业者每年的盈利状况，比起 1980 年代，今天一家拥有相同综合比率的保险公司已逊色很多。

我们认为，只有将保险业的承保结果与保险浮存金可以获得的无风险收益一同分析，才能正确地评估一家财产意外险公司真正的价值，当然一家保险公司利用其浮存金与股东资本金所能创造的投资收益也相当重要，这点也是投资人在评估该公司的经营业绩时，必须特别注意的，只不过那是另外一个主题。保险浮存金的价值，关键在于其从保险业务转至投资业务时的转换成本，这点可以简单的以长期无风险的资金利率作为标准。

下面我们将会列出评估伯克希尔保险业务价值的重要数字。首先，先计算浮存金总额(相对于我们的保费收入总额，我们的浮存金规模算是相当大的)，先将所有的损失准备金、损失费用调整准备金与未赚保费准备金加总求和，再减去应付佣金，预付并购成本，以及相关再保递延费用。浮存金的成本取决于所发生的承保损益，在那些有承保利润的年份，包括 1993 年，我们浮存金的成本甚至是负的。承保损益加上浮存金获取的收益，就是我们保

险业务的收益。

下表是我们在 1967 年进入保险业后，浮存金的成本统计。

年度	承保损失	平均浮存金规模	浮存金近似成本	长期政府债券收益率
1967	盈利	17.3	<0	5.50
1968	盈利	19.9	<0	5.90
1969	盈利	23.4	<0	6.79
1970	0.37	32.4	1.14	6.25
1971	盈利	52.5	<0	5.81
1972	盈利	69.5	<0	5.82
1973	盈利	73.3	<0	7.27
1974	7.36	79.1	9.3	8.13
1975	11.35	87.6	12.96	8.03
1976	盈利	102.6	<0	7.30
1977	盈利	139.0	<0	7.97
1978	盈利	190.4	<0	8.93
1979	盈利	227.3	<0	10.08
1980	盈利	237.0	<0	11.94
1981	盈利	228.4	<0	13.61
1982	21.56	220.6	9.77	10.64
1983	33.87	231.3	14.64	11.84
1984	48.06	253.2	18.98	11.58
1985	44.23	390.2	11.34	9.34
1986	55.84	797.5	7.00	7.60
1987	55.43	1266.7	4.38	8.95
1988	11.08	1497.7	0.74	9.00
1989	24.40	1541.3	1.58	7.97
1990	26.65	1637.3	1.63	8.24
1991	119.59	1895.0	6.31	7.40
1992	108.96	2290.4	4.76	7.39
1993	盈利	2624.7	<0	6.35

大家应该看得出，去年我们保险业务的运营结果，等于是让我们可以免费使用 26 亿美元的浮存金，另外还赚了 3100 万美元的承保利润，这看起来相当不错，但实际情况并没有那么好。

我们试着冷静一下，因为我们承保了大量的巨灾再保险保单(super-catastrophe 是其它保险公司或再保公司专门买来分担他们在发生重大意外灾害时，所可能造成的损失)，同时，去年这类的业务并没有出现重大的损失，也就是说，就连发生在 1993 年真正严重的中西部水灾也没有触及巨灾险损失理赔的门槛，原因是很少有私营保险公司会去购买水灾险。

这样很容易会产生错觉，认为单一年度巨灾险的成绩是相当不错且令人满意的一年，一个简单的例子足以说明一切，假设一个重大的意外事件每百年平均都会发生 25 次，而你每年都以一赔五的赔率赌它当年不会发生，则你赌对的年份可能远比赌错的年份多出许多，甚至你有可能连续赌对六年、七年，或是更多年，但事实上不管怎样，最后你一定会以破产作为结局。

在伯克希尔，我们直觉地相信我们已经收到了合理的保费，**约以一赔 3.5 的赔率接受赌注**，当然没有人可以真正正确地算出巨灾再保险真正的赔率，事实上，可能要等到几十年后，我们才能知道当初的判断是否正确。

不过我们确实知道，当损失真正降临时，铁定是件轰动的事，可能会发生三倍或四倍于我们在 1993 年所赚到的收益那样大的意外事件，1992 年 Andrew 飓风发生的那次，我们总共赔了 1.25 亿美元，时至今日由于我们已大幅扩大在巨灾险的业务量，所以同样规模的飓风可能会造成我们 6 亿美元左右的理赔损失。

1994 年到目前为止，我们还算是幸运，在我写这封信时，我们因为洛杉矶大地震所造成的损失还算在正常范围之内，不过要是当时地震发生的规模不是 6.8 而是 7.5 的话，那么最后的结果就另当别论的。

伯克希尔本身很适合从事巨灾险业务，我们有业界最优秀的经理人阿吉特·贾恩(Ajit Jain)，此外从事这行需要相当雄厚的资金实力，在这点上，我们公司的账面价值大概是其他主要竞争对手的 10-20 倍，就大部分的保险业务而言，背后所拥有的雄厚资源还不是那么地重要，一家保险公司可以很轻易地就把它所承担的风险分散出去，若有必要，也可以降低险种集中度以减低风险，但是对巨灾险这种特殊的保险就没有办法这样子做，所以其它的竞争同业只能被迫降低理赔的上限来应对，而要是他们激进点胆敢承担更高的风险，则一个超大型的意外灾害或是连续发生几个较小型的灾害，就有可能让他们粉身碎骨。

有一件事情可以显示我们超强的竞争力与卓越的声誉，那就是全世界前四大再保险公司全部都在伯克希尔投保巨额的巨灾险，这些大公司比谁都清楚，对于再保险来说，真正要考验的是他们在困难的状况下，愿意且能够支付理赔金的能力与意愿，而绝对不是在太平时期，勇于接受保费收入的意愿。

值得注意的是，近年来愿意接受再保险业务的供给量大幅增加，再保业者总共募集了近 50 亿美元的资金来进军这类业务，且大部分都是新成立的公司，很自然的这些新进的业者急欲承接业务，以证明当初他们吸收资金时所作的业绩预测，这些新加入的竞争并不会影响我们 1994 年的营运，因为我们早已经接满了生意，主要是在 1993 年签下的，不过我们已经看到保费价格有恶化的趋势，如果这种情况持续下去，我们将会大幅降低承接的业

务量，但随时准备好为大型且复杂的保险业者服务，他们需要实力雄厚且有能力和能力支付理赔损失的巨灾险承保人。

在我们其它保险业务方面，Rod Eldred 领导的住宅保险业务、Brad Kinstler 领导的工伤赔偿保险业务，Kizer 家族经营的信用卡保险业务，以及 Don Kinstler 所领导的国民保险所从事的传统汽车保险与一般责任险方面，总的来说，这四类业务都表现的相当不错，不但有承保利润，还贡献了相当大金额的保险浮存金。

总而言之，我们拥有第一流的保险业务，虽然他们的经营成果变化相当的大，但是其内在价值却远超过其帐面的价值，而事实上，在伯克希尔其它事业的身上也有类似的情况。

股票投资

下表是我们超过 2.5 亿美元以上的普通股投资，一部分的投资系属于伯克希尔子公司所持有。

股份数量	公司名称	成本	市值	成本/股
93,400,000	可口可乐	1,023,920	3,747,675	21.9
34,250,000	GEICO 保险	45,713	1,759,594	6.7
2,000,000	首府/ABC 广播-回购	345,000	1,239,000	172.5
6,791,218	富国银行-增持	423,680	878,614	62.4
13,654,600	房地美优先股	307,505	681,023	31.0
1,727,765	华盛顿邮报	9,731	440,148	5.6
4,350,000	通用动力-大额分红	94,938	401,287	21.8
38,335,000	健力士 PLC	333,019	270,822	8.7

看到今年所列的投资与去年竟如此的相似，你可能会认为本公司的管理层实在是昏庸到无可救药的地步，不过我们还是坚持相信，离开原本就熟悉且表现优异稳定的公司实非明智之举，这类的公司实在是很难找到更好的替代。

有趣的是，企业经理人在聚焦本业时，从来不会搞错状况，**母公司是不会单纯因为价格因素就将自己旗下最优秀的子公司给卖掉**。公司 CEO 一定会问，为什么要把我皇冠上的珠宝给变卖掉？不过当场景转换到其个人的投资组合时，他却又会毫不犹豫地，甚至是情急地从这家公司换到另一家公司，靠的不过是股票经纪人肤浅的几句说辞，其中最烂的一句当属：你不会因为赚钱而破产。你能想象要是一家公司的 CEO 用类似的方式，建议董事会将最有潜力的子公司给卖掉时，后者会如何反应。就我个人的观点，**适用于企业经营的原则也同样适用于股票投资，投资人持有一家优秀公司的部分股权，应当像拥有全部股权一样，表现出相同的坚韧。**

先前我曾经提到若是在 1919 年以 40 美元投资可口可乐会获得怎样的财务结果。1938 年在可乐问世达 50 年且早已成为美国的代表产品之后，财富杂志对该公司做了一次详尽的专访。在文章的第二段作者写到：每年都会

有许多重量级的投资人看好可口可乐，并对于其过去的辉煌记录表示敬意，但也都做下自己太晚发现的结论，认为该公司已达巅峰，前方的道路充满了竞争与挑战。

没错，1938 年和 1993 年一样，确实充满了竞争。不过值得注意的是，1938 年可口可乐一年总共卖出 2.07 亿箱的饮料(将当时加仑数换算成现在 192 盎司的箱子 8×24 瓶)，但是到了 1993 年该公司一年卖出饮料高达 107 亿箱，对这家当时已经成为市场领导者的公司，在后来销售量又增长了 50 倍，对于 1938 年加入的投资者来说，Party 根本还没有结束，虽然在 1919 年投资 40 美元在可口可乐股票的投资人(含将所收到的股利再投资)，到了 1938 年可获得 3277 美元，但是若是在 1938 年重新以 40 美元投资可口可乐股票，时至 1993 年底，还是照样可以成长到 2.5 万美元。

我忍不住想要再次引用 1938 年财富杂志的报导：实在是很难在找到像可口可乐这样兼具规模而且又能持续数十年保持不变的产品。如今又过了 55 个年头，可口可乐的产品线虽然变得更广泛，但令人印象深刻的是，这种描述还依旧适用。

查理跟我很早就意识到，**在一个人的投资生涯中，做出上百个明智的投资决策实在太难了**。随着伯克希尔资金规模日益扩大，放眼整个投资世界，可以大幅影响本公司投资成效的机会已越来越少，因此，我们决定采取一种策略，只要求自己在少数的时候够聪明就好，而不是每回都要非常的聪明。所以我们现在，只要求每年出现一个好主意就可以了(查理提醒我今年该轮到我了)。

我们采取的策略，排除了我们遵循的标准多元化教条。因此，许多学者便会言之凿凿的说我们这种策略比起传统的投资策略，风险要高的许多。这点我们不敢苟同，**我们相信集中持股的做法同样可以大幅降低风险，只要投资人在买进股份之前，能够提高自身对于业务的理解程度，以及对于竞争优势熟悉的程度**。在这里我们将风险定义与一般字典里的一样，指损失或伤害的可能性。

然而，学术界却喜欢以不同的方式定义投资的风险，认为是股票或股票组合价格相对波动的程度，也就是个别投资相较于大量股票波动的幅度，运用数学与统计方法，这些学者能够计算出一只股票“精确”的β值，代表其过去的相对波动率，然后围绕这一计算，建立一套晦涩难解的投资与资本配置理论(数学上的胡言乱语)，然而，在他们渴望用一个统计数据来衡量风险时，他们却忘了一项基本的原则：**宁愿要模糊的正确，也不要精确的错误**。

对于企业的所有者来说(这是我们看待股东的方式)，学术界对于风险的定义实在是有点离谱，甚至于有点荒

谬。举例来说，根据 Beta 理论，如果一只股票的价格相对于市场已经大幅度下跌，就像是我们在 1973 年买进华盛顿邮报时一样，那么该股票在低股价时要远比高股价时的风险更大。对于一个获得以极低价格收购整家公司的人来说，这样对于风险的描述是否还能够自洽呢？

事实上，真正的投资人喜欢波动都还来不及，本杰明·格雷厄姆在《聪明投资者》一书的第八章便有所解释，他引用了市场先生理论，市场先生每天都会出现在你面前，只要你愿意都可以从他那里买进或卖出你的股票，只要他越沮丧，投资人拥有的机会也就越多，这是因为只要市场波动的幅度越大，一些超低的价格就更有机会出现在一些好公司身上，很难想象这种低价的优惠，会被投资人视为对其有害。对于投资人来说，你完全可以无视于他的存在，好好地利用这种愚蠢的行为。

在评估风险时，Beta 理论学者根本就不屑于了解这家公司到底是在做什么，他的竞争对手在干嘛，或是他们到底借了多少钱来营运，他们甚至不愿意知道公司的名字叫什么，他们在乎的只是这家公司的历史股价。相反，我们从不管这家公司过去的股价历史，反而希望尽量能够得到有助于我们了解这家公司的资讯，另外在我们买进股份之后，我们一点也不在意这家公司的股份在未来的几年是否有交易，就像是我们根本就不需要持有 100% 股权的喜诗糖果或是布朗鞋业的股票报价来证明我们的权益是否存在，同样地，我们也不需要知道我们所持有的 7% 可口可乐每天的股票行情。

我们认为，投资人应该真正评估的风险是，在预期的持有期内，他从一项投资所收到的税后收入总和(也包含出售股份所得)，是否能够让他保有原来投资时拥有的购买力，并获得合理的回报率。虽然这样的风险无法做到像工程般的精确，但它至少可以做到足以做出有效判断的程度，影响评估的主要因素有以下几点：

- 1，这家公司长期竞争优势可以评估的确定性程度。
- 2，这家公司管理层可以衡量的确定性程度，包括管理层是否有能力充分发挥公司的潜能，以及是否有能力明智地运用现金的能力。
- 3，这家公司管理层以股东利益为导向可以评估的确定性程度，即管理层将企业获得的利益是实打实回报给股东还是中饱私囊(代理人成本)。
- 4，买进这家企业的价格。
- 5，税负和通货膨胀水平，这些将决定投资人的购买力回报缩水的程度。

这些因素对于许多分析师来说，可能是丈二和尚摸不着头脑，因为他们根本无法从任何类型的数据库中找到这些信息，但是取得这些精确数字的难度高，并不代表他们就不重要或是无法克服的。就像是司法正义一样，Stewart 大法官发现他根本无法找到何谓猥亵的标准，不过他还是坚称：只要我一看到就知道是不是。同样地对于投资人来说，不需靠精确的公式或是股价历史，也能以一种不太精确但却有用的方式，一眼就看到潜藏在某些投资里的风险。

就长期而言，可口可乐与吉列所面临的商业风险，远低于任何计算机公司或是零售商，可口可乐占全世界饮料销售量的 44%，吉列则拥有 60% 的刮胡刀市场占有率(以销售额计)，除了称霸口香糖的箭牌公司之外，我看不出还有那家公司可以像他们一样长期以来享有傲视全球的竞争力。

更重要的，可口可乐与吉列近年来也确实一点一滴地在增加他们全球市场的占有率，品牌的力量、产品的特质与分销渠道的优势，使得他们拥有超强的竞争力，就像是宽阔的护城河来保卫其经济城堡。相对的，一般公司却要在没有任何类似保护手段的情况下，每天耗尽心思去厮杀。就像是彼得·林奇所说的，对于那些只会销售相似产品的公司来说，大家应该在其股票上贴上警句：竞争有害于人类的财富。

可口可乐与吉列的竞争力在一般产业观察家眼中实在是显而易见的，然而其股票的 Beta 值却与一般平庸、完全没有竞争优势的公司相似，难道只因为这样我们就该认为在衡量公司所面临的产业风险时，完全不须考虑他们所享有的竞争优势吗？或者说可以说持有一家公司部分所有权，也就是股票的风险，与公司长期所面临的经营风险一点关系都没有？我们认为这些说法，包含衡量投资风险的 Beta 公式在内，一点道理都没有。

Beta 学者所架构的理论根本就没有能力去分辨，销售宠物玩具或呼拉圈的玩具公司，与销售大富翁或芭比娃娃的玩具公司，所隐藏的风险有何不同？但对一般普通的投资人来说，只要他略懂得消费者行为，以及形成企业长期竞争优势或弱势的原因的话，就可以很明确的看出两者的差别。当然每个投资人都会犯错，但只要将自己集中在相对少数，容易了解的投资个案上，一个理性、知性与耐性兼具的投资人一定能够将投资风险限定在可接受的范围之内。

当然有许多产业，连查理或是我可能都无法判断，到底我们面对的是宠物石头还是芭比娃娃，即使我们花了许多年时间去深入研究这些行业，还是无法解决这个问题。有时是因为我们本身知识上的缺陷，阻碍了我们对事情的理解，有时则是因为行业经济特性成为障碍。例如，对于一家随时都必须面临技术快速变迁的公司来说，我

们根本就无法对其长期的竞争力做出任何的评断。人们在 30 年前，是否能够预知现在电视制造或计算机产业的演进？当然不能。就算是大部分钻研于这方面领域的投资人与企业经理人也没有办法，那么为什么查理跟我要觉得应该要有去预测其它产业快速变迁前景的能力呢？我们宁愿挑选那简单的生意。当一个投资机会显而易见时，为什么还要费事去干草堆里巴拉一根针呢？

当然，有些投资策略，例如我们从事多年的套利活动，就必须广泛多元化将风险分散，若是单一交易存在重大风险，就必须将投资分散到几个各自相互独立的标的之上，以降低总体风险。因此，只要确信你总体获得的收益(按概率加权)大大超过你的损失(同等加权)，并能分散投资在一些类似但不相关的机会上，你就可以有意识地去投资一些风险资产，即那些确实有很大可能造成重大损失或伤害的投资。许多风险投资者用的就是这种方法，若是你也打算这样做的话，记得采取与赌场老板搞轮盘游戏同样的心态，他们鼓励大家持续不断的下注，因为长期而言，概率对他们有利，但他们会拒绝单笔巨大的赌注。

另外一种需要分散风险的特殊情况是，当投资人对特定行业不是特别的了解，不过他却对美国整体行业前景有信心，则这类的投资人应该分散持有许多公司的股份，同时将投入的时间拉长，例如，通过定期投资指数基金，一个什么都不懂的投资人通常都能打败大部分的专业经理人，很奇怪的是，当愚昧的金钱了解到自己的极限之后，它就不再愚昧了。

另一方面，若你是稍具常识的投资人，能够了解产业经济的话，应该就能够找出五到十家价格合理，并享有长期竞争优势的公司，此时一般分散风险的理论对你来说就一点意义也没有，要是那样做反而会伤害到你的投资成果并增加你的风险，我实在不了解那些投资人为什么要把钱投入他第 20 喜欢的业务上，而不是简单的把钱集中在他的最佳选择——最了解、风险最小，潜在盈利最大的业务之上，或许这就是女预言家 Mae West 所说的：好东西多多益善。

企业治理

在年度的股东会上，有人常常会问："要是那天你不幸被车撞到，该怎么办？"我只能说很庆幸他们还是在问这样的问题，而不是："要是那天你不被车撞到，我们该怎么办？"。

这样的问题让我有机会谈谈近年来相当热门的话题：公司治理，首先我相信最近许多公司的董事们已开始试着把他们的腰杆挺直，而现在的投资人比起以前来说，也慢慢地被公司当作真正的所有人来对待，但是评论专家

并没有仔细地去区别目前公开上市公司三种截然不同的经营权与所有权形态，虽然在法律上，董事们应该承担的责任是责无旁贷的，但他们能发挥影响力进行改变的程度却有很大的不同。大家通常都把注意力放在第一类的案例之上，因为这是目前一般企业的常态，但由于伯克希尔本身是属于第二类，甚至有一天会变成第三类，所以在

这里我们有必要讨论一下三者的不同。

首先是第一类，也是目前最普遍的一类，**在公司的股权结构中，并没有一个具掌控能力的大股东**。在这种情况下，我相信董事会的行为应该要像是公司有一个因事未出席的大股东一样，在各种情况下，都要能够确保这位虚拟大股东的长期利益不会受到损害。然而很不幸的是，所谓的长期利益，反而给了董事会很大的弹性操作空间，而假设董事会运作尚称顺畅，不过管理层却很平庸甚至差劲时，那么董事会就必须负起责任将管理层换掉，就好象一般公司老板会做的决定一样。另外要是管理层能力尚可，只不过过于贪心，不时地想要从股东的口袋里捞钱，那么董事会就必须适时地出手制止并给予警告。

在这种一般常见的情况下，当个别董事发觉有不合理的现象时，应该试着说服其他董事有关他的看法，若能够成功，那么董事会就有能力做出适当的决定，但是假设要是这位落寞的董事孤掌难鸣，无法获得其它董事的支持，那么他就应该要让没能出席的股东知道他的看法，当然很少有董事真的这样做，很多的董事事实上并没有足够的胆识敢做这样大胆的动作，但我却认为这样的举动并没有什么不妥，当然假设问题真的很严重的话，自然而然发出不平之鸣的董事一定会遭到其他不认同看法的董事严正的驳斥，认为反对的董事不要在细枝末节或是非理性的原因上捣乱。

对于前述讨论的董事会形态，我认为董事的人数不必太多，最好是十个以内，同时**大部分成员应该从外部遴选，而外部董事应该要能够建立对 CEO 表现的评核制度，并定期开展会议，在 CEO 不在场的情况下，依据这些原则评断其表现。**

至于董事会成员遴选的条件，并须**具备商业经验、对这项角色有兴趣同时以股东利益为导向**，只是目前大部分被遴选出来的董事，大多是因为他们的**社会地位**或只是为了增加董事会成员的多样化，这样的做法是错误的，更有甚至，这种错误还有后遗症，因为董事被任命之后就很难再加以撤消，好说话且没有意见的董事是不怕找不到位置的。

第二种就像是发生在伯克希尔的，**具控制权的大股东本身也是管理层**。在某些公司，经过特殊的安排，将公

司的股权按投票权重的不同分成两类，也会产生这种情况。在这种情况下，很明显的董事会并非所有权人与管理层之间的中介，且除非经由劝说，否则董事会很难发挥改变的影响力，也因此要是老板经营者本身的能力平庸或很差劲或不顾他人，则董事除了表示反对以外，别无他法，而要是与老板经营者没有关系的董事碰巧做出相同的结论，有时或许还有用，但大部分的状况下是无济于事的。

而要是公司无法做出改变，且情况演变的很严重时，外部董事就应该要辞职，外部董事的辞职等于是对现有的管理层投下反对票，同时凸显外部董事没有能力纠正老板经营者缺失的现象。

第三种情况是公司拥有具控制权的大股东，但却不参与公司经营，这种特殊个案在现实社会中有时食品(Hershey Foods)与道琼斯公司(Dows)等例子，公司能够充分运用外部董事的能力，若是董事们对于管理层的能力或品格感到不满意，他们可以直接向大股东反映(当然大股东可能也是董事成员)，这种环境相当适合外部董事的发挥，因为他只需要将情况向单一且关心公司前景的所有权人报告，同时只要论点理由充分就可以马上发挥改变的效果，但即便如此，有意见的董事也只能有这样的选择渠道，若是他对于特定事情的处理结果不满意，他还是只能辞职而别无其它选择。

理论上，第三种情况最能够确保一流的管理层存在，在第二种情况，老板不可能把自己给开除掉，而第一种情况，董事们通常很难与表现平庸又难以驾驭的经理人打交道，而除非那些有意见的董事能够获得董事会多数的支持，这是一件很困难的协调沟通任务，尤其是管理层的表现虽然可恨但却罪不至死的时候，基本上他们的手脚是被绑的死死的，实际上，面临这种现象的董事通常会说服自己留在董事会，至少还能有所图，但在此同时，管理层却还是同样可以为所欲为。

在第三种情况下，老板本身不必衡量自己的表现也不必费心去取得多数人的支持，同时他也可以确保所遴选出来的外部董事将对董事会的素质有所提升，而这些被选中的董事，也可以确定所提出的建议会真正被听进去，而不是被消极抵制和管理层当作是耳边风，而若是大股东本身够聪明且有自信，那么他就能找到以股东利益为优先的精英经理人，还有一点更重要的是，他能够随时准备改正本身所犯的错误。

在伯克希尔，我们现在是以第二种情况在做营运，而且在我有生之年都会是如此，至于我个人的健康状况，我必须要强调，实在是好极了，不管是好或坏，大家都必须继续接受我担任大股东兼经营者。直到我死后，我拥有的所有股份将会归我夫人 Susie 拥有，要是她比我长寿的话，不过要是她比我早死，所有的股份将会捐给一个

基金会，且无论如何都不会因为遗产或赠与税而必须被迫出售相当的股份。

而当我的股份移转到我夫人或是基金会之后，伯克希尔将会进入第三种公司治理情况，变成一个关心公司但却不参与经营的大股东搭配完全为股东设想的经理人，为了预先做准备，Susie 在几年前已经被选为公司的董事，而 1993 年我的儿子 Howard 也紧接着加入董事会，这些家族成员以后将不会成为公司的经理人，但要是万一我不在时，他们将继承公司的控制权，当然，我们公司其它的董事也都是重要股东，且皆有很强的股东利益导向意识，总而言之，对于那辆可能到来的大卡车，我们已经作好了准备。

股东指定捐赠计划

大约有 97% 的有效股权参与 1993 年的股东指定捐赠计划，总计约 940 万美元捐出的款项分配给 3110 家慈善机构。伯克希尔在自主慈善方面的做法，（不同于具有特定商业目的的捐赠），与其它公开上市公司的做法有很大的不同，因为大部分的公司所作的捐赠大多是依照 CEO 的意愿（他们通常会对许多社会压力做出反应），员工（通过相对赠与）或董事（通过相对赠与或是对于 CEO 的要求）的意愿。

不过在伯克希尔，我们相信公司所有的钱都是属于股东的，就像是在私人家族合伙公司一样，因此只要这些捐赠资金与公司本身商业活动无关的话，那么这些款项就应该赠与股东们所想要赠与的慈善机构，就像是我们还没看到过有 CEO 愿意拿自己的钱，依照股东们的意愿进行捐赠，那么又有什么理由，让股东为公司 CEO 的意愿买单呢？

而我必须说明的是，我们这项计划执行起来并不困难，去年秋天，我们从国民保险公司借调一个人为期两个月，帮我们处理来自 7500 位股东的捐款指示，而我也相信其它公司花在处理相同捐赠规模所发生的成本铁定比我们高出许多，事实上，我们公司每年所有的管理费用甚至不到我们每年捐赠金额的一半，（查理坚持我必须向大家报告，总计 490 万美元的管理费用当中，有 140 万是发生在公司的企业专机-无可辩解号之上）。

下表显示股东指定捐赠的前十大慈善机构

- (a) 347 个教堂与犹太教堂收到 569 笔善款
- (b) 283 所大专院校收到 670 笔善款
- (c) 244 所 K-12 学校收到 525 笔善款（三分之二是普通学校，另外三分之一属教会学校）
- (d) 288 所艺术、文化或人类学研究机构收到 447 笔善款
- (e) 180 所宗教社会福利机构（犹太教与基督教各半）收到 411 笔善款
- (f) 445 所民间社会福利机构（其中 40% 与青少年相关）收到 759 笔善款
- (g) 153 所医疗机构收到 261 笔善款
- (h) 186 所与医疗相关的机构（如美国心脏学会，美国癌症协会等）收到 320 笔善款

在这些机构之中，有三点我认为特别有趣。首先，某种程度可以显示出当人们依个人意志而非迫于募款人的

压力或募款机构感性的诉求时，所可能做出的选择对象。第二，一般大公司的捐赠计划从未将教堂或犹太教堂列入考虑，但这却是股东心目中最佳的选择之一。第三，股东们所做出的决定有时有明显的冲突，有 130 笔捐款给支持堕胎的机构团体，而另外有 30 笔的捐款指定要给反堕胎的机构团体(宗教机构不算)。

去年我曾经告诉大家我考虑提高伯克希尔股东指定捐赠计划的额度，并询问大家的意见，不过我们却收到一些股东来信反对整个计划，他们认为我们的责任是将公司经营好而不是去强迫股东做一些慈善捐赠，当然大部分的股东还是支持这项计划，认为这种做法可以享受租税优惠，并敦促我们提高捐赠的额度，有好几位把部分股份移转给子女或孙子女的股东告诉我，他们认为这是让下一代了解施予行善最好的教育方法，因此最后我们还是决定将下限从每股 8 美元提高到每股 10 元。

伯克希尔除了通过股东指定捐赠计划对外捐赠之外，我们旗下事业的经理人每年也会通过公司对外捐赠，包含商品在内每年平均金额约在 250 万美元左右。这些捐赠主要是赞助当地像是联合劝募等慈善团体，所得的效益应该与我们所捐出的相当。

我们敦促新加入的股东，仔细阅读年报上有关股东捐赠计划的详细内容，如果在未来年度内，你想要参加这类的计划，我们强烈建议你股份登记在自己而不是受托人的名下，必须在 1994 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 1994 年的捐赠计划。

私人事务

B 夫人(Rose Blumkin)在 12 月 3 日渡过了她 100 岁的生日，(蜡烛比蛋糕还贵)，本来当天家具店预计营业到晚上，对于每周工作七天的 B 夫人来说，二话不说，等到晚上店关门之后，才开始她的生日宴会。虽然 B 夫人的传奇故事已广为人知，但我还是不厌其烦地再说一次，77 年前她来到美国，不会说英文也没有受过正式的教育，在 1937 年她以 500 美元创立内布拉斯加家具店，截至去年该店的年营业额达到 2 亿美元，远远超过全美其他单一家具店的业绩。我们与她的合作关系开始于十年前，B 夫人将大部分的股权卖给伯克希尔，当然双方既没有看会计师的财务报表、也没有对房地产权状或是提供任何保证，简而言之，B 夫人一诺千金。当然我很高兴能受邀参加她 100 岁的生日宴会，另外她还答应以后要来参加我 100 岁的生日宴会。

华盛顿邮报的董事长凯瑟琳·格雷厄姆(Katharine Graham)在去年正式退休，她在三年前辞去 CEO 的职务。1973 年我们斥资 1000 万美元买进她公司的股份，时至今日我们每年从该公司取得 700 万美元的股利，而持有股

票的市值已超过 4 亿美元，当初在决定买进该公司的股份时，我们便看好该公司的前景，但另外一点同样重要的是，查理跟我都认为凯瑟琳将会证明自己是位杰出的经理人，同时能够诚实地对待所有的股东，后面那一点尤其重要，因为该公司股份分成两种，而这种架构常常遭到许多经理人滥用。而我们做这项投资的正确判断可由许多事件获得证明，凯瑟琳杰出的表现，使得她入选[财富杂志编辑部的商业名人堂](#)，而对于身为股东的我们来说，查理跟我早就把她列入伯克希尔的名人堂之中。

另外一位在去年退休的人是可口可乐的[唐·基奥\(Don Keough\)](#)，虽然如同他本人所说的，他的退休生活只维持了 14 个小时，Don 是我认识最杰出的人物之一，他不但拥有绝佳的商业天分，同时更重要的是，他能使得每个有幸与他共事的人发挥其最大潜能，可口可乐希望其产品能够伴随每个人一生最快乐的时光，而 Don 这个人却带给周围的人无限的欢乐，每当想起 Don 时，没有人不会心一笑的。

在介绍我如何结识 Don 时，顺便介绍一下我在奥马哈的街坊邻居，虽然查理住在加州长达 45 年，但他儿时的老家距离我现在住的地方不到 200 英尺，而我的夫人苏珊从小就住在 1.5 个街区外，伯克希尔有 125 个股东住在同一个邮政编码区域内，而 Don 在 1958 买的房子就在我家的正对面，当年他还是一个收入微薄，却必须养一大家子的咖啡销售员。

在 1988-1989 年间，我决定为伯克希尔买下 10 亿美元可口可乐股票的因素之一，就是我对 Don 的印象。郭思达(Roberto Goizueta)在 1981 年当上可口可乐 CEO 时，Don 是他的副手，两人联手接掌这家业务已停滞成长 10 多年的公司，短短 13 年时间将这家原本 44 亿市值的公司变成为 580 亿美元，虽然所贩卖的产品已经问世 100 年，这两个人却还能让这家公司产生如此大的变化。

弗兰克·鲁尼(Frank Rooney)从去年完成两项工作，除了领导布朗鞋业创下盈利历史新高，较去年同期增加 35%之外，他还是并购 Dexter 鞋业的关键人物。Frank 认识 Harold 与 Peter 有好几十年了，在买下布朗鞋业不久之后，他向我提到这家由他们管理良好的公司，他积极地把我们凑在一起，过了不久之后，我们便达成协议，Frank 告诉 Harold 与 Peter，说伯克希尔将会是 Dexter 企业最理想的归宿，而这种安全感无疑是他们最后决定加入我们最关键的因素。

过去我曾向各位提过 Frank 在 Melville 公司 23 年 CEO 期间的杰出表现，如今高龄 72 岁的他在伯克希尔的速度甚至比以前还快，虽然 Frank 风格低调又闲散，但千万不要被他的外表所骗，当他大棒一挥时，球儿可是会

一飞冲天、消失在围墙之外呢！

年度股东大会

今年的股东会预计在 1994 年 4 月 25 日周一早上 9 点 30 分，在位于奥马哈市中心的奥芬剧院 Orpheum 召开，去年股东会参加人数又创新高，突破 2200 人，不过这个会场还可以容纳更多的人，会场中将展示我们所销售的许多产品，包含糖果、水枪、鞋子、刀叉、百科全书等，其中喜诗糖果为了庆祝 B 夫人 100 年生日所推出的纪念礼盒是我的最爱，不同于原本喜诗太太的画像，礼盒上所附的是 B 夫人的画像。

我们建议大家最好先向以下旅馆预订房间(1)Radisson-Redick 旅馆-就位在奥芬剧院对街拥有 88 个房间的一家小旅馆，(2)较大一点的 RedLion 旅馆-离奥芬剧院约五分钟路程，(3)Marriott 位在奥马哈西区，离波仙珠宝店约 100 公尺，开车到市中心约需 20 分钟，届时将会有巴士接送大家往返股东会会场。后面附有股东会开会投票的相关资料，跟各位解释如何拿到入场所许的识别证，由于开会当天会场不好停车，如果你开车过来，记得早一点到，否则附近的车位很快就会停满，你可能就必须要停远一点，再走路过来。

一如往年，会后我们备有巴士带大家到内布拉斯加家具店与波仙珠宝店或是到饭店与机场，我希望大家能有多一点的时间好好探索这两家店的奥妙，当然早几天到的股东也可利用假日逛逛家具店，周六从早上 10 点到下午 5 点 30 分，周日则从中午开到下午 5 点 30 分，平时礼拜天不营业的波仙珠宝，在 4 月 24 号当天会特别为股东与来宾开放。过去几年若你去过波仙，应该都碰到过苏珊·雅克斯(Susan Jacques)，23 岁那年她进入公司从 4 美元时薪的店员做起，经过 11 年的工作生涯，在 1994 年初 Susan 成为波仙珠宝公司的 CEO，周日 Susan 连同伯克希尔旗下许多经理人以及查理和我都会出席。

在前一天 4 月 23 日，周六晚上，在 Rosenblatt 体育馆将会有一场奥马哈皇家队对 Nashville(就是乔丹后来加入的那只棒球队)，或许大家知道，几年前我个人买下皇家队 25%的股权(一个我自己不太不好意思让大家知道的资金分配决策)，今年联盟特地将主场安排在伯克希尔股东年会期间。

我将会担任开场的首发投手，而我绝对保证将一雪去年差劲的表现，记得当时捕手突然向我做出投出下沉球的指示，我遵照指示投出却差点砸到我自己的脚，今年不管捕手做出什么暗号，我都将祭出个人最拿手的上飘速球，所以大家最好把测速器都带来，股东会资料将告诉大家如何取得入场的门票，大家千万不要向黄牛买门票。

沃伦·巴菲特 董事会主席

伯克希尔股东大会实录 1994

1994 年 4 月 25 日 Orpheum 剧院 3000 人

开场白

巴菲特：能听到我吗？好的。各位早....我们今天有点担心，因为我们不确定，我们场地是不是足够大，我看可能还有些座位空着。但我认为明年，我们将不得不寻找一个新的地点。我们今年比去年增加了大约 600 个座位，为了安全起见，明年我们将寻找一个更大的地点。你们当中一些更有经验的人知道，几年前我们在乔斯林博物馆举行了这个会议，那是一个文化圣殿。(笑声)当然，我们现在搬到了一个古老的歌剧院。我想，明年城里唯一能容纳我们的地方是 AkSarBen 赛马场，那里有基诺(注：一种赌博游戏)和赛马。(笑声)我们的文化品味正在下降，就像查理几年前预测的那样。他预见到了这一切。(笑声)

查理，我有一些非常令人沮丧的消息要告诉你。总有一些人投票反对董事候选人，也许有十几个人这样做，然后还有一些人是只针对某人投反对票。我还没通知查理这个消息——他是今年我们的董事候选人中唯一没有收到反对票的人。(掌声)。等等，等等。没必要鼓掌。我告诉你们，我"万人迷"的头衔被查理抢去了，你们要有麻烦了。(笑声)

现在，我想告诉你我们今天股东大会的日程。先是在各位的配合下，把股东大会普通流程走完，然后我们会介绍我们旗下的经理人，然后我们会有一个问答环节。我们会一直持续到 12 点，到那时我们会休息 15 分钟，然后在 12 点 15 分继续，预计下午我们会有 1 个小时左右的时间，问答会在大约 1 点 15 分结束。在此期间，你可以自由地离开。当然，如果你在查理发言而不是我发言的时候离开，那样更好。(笑声)你们任何时候都可以离席，但如果你感到恐慌，担心离开会惹人注意，你可以选择在中午离开。(会议结束的时候)，门口会有大巴，可以载大家回酒店、去机场或者前往我们位于奥马哈的任何一家子公司。(笑声)不过我们还是希望你们都留下来。

我有一个好消息要告诉你们。在接下来的几个月里，中西部航空公司将增加从纽约、华盛顿和洛杉矶到这里的直达航班。我希望能让你更加容易来奥马哈。

.....大会流程(董事介绍，会议议案，董事会选举，管理者团队介绍等).....

股东问答开始：

1、衍生品："无知与借钱"的危险组合

股东：你对衍生品有何评论？我注意到，由于衍生品的损失，戴尔电脑的股票周五下跌了 2.5 个百分点。

巴菲特：写衍生品写得最好的文章的作者今天也在座，大约在一个月前，《财富》杂志刊登了一篇文章，作者是卡罗尔·卢米斯(Carol Loomis)，那篇文章无疑是衍生品方面写得最好的。在座的还有所罗门公司从事衍生品业务的几位先生。

这是一个非常宽泛的主题。去年有人问我们，1990 年代最大的金融话题会是什么。我们显然不知道，不过如果要我们选一个题材，我们会选择衍生品，因为可以通过衍生品使用异常巨大的杠杆，有时候连与衍生品打交道的人都不完全明白衍生品。任何时候你把无知和借钱结合起来，你会得到一些非常有趣的结果，特别是当金额变得很巨大的时候。(笑声)

想必你们已经看到宝洁公司最近的做法。我也不知道宝洁公司衍生品的详细情况，但我从媒体报道中得知，宝洁公司从利率掉期协议开始卖出美国和另一个国家的大量的债券的看跌期权。从历史上看，借大量的钱——有机会迅速变得非常富有或非常贫穷——在某种程度上一直是麻烦的根源。但衍生品不会消失，衍生品很有用。当然，衍生品有制造麻烦的潜在可能，我们也看到了这些迹象。我想不起来我们在衍生品领域有任何业务，你能想起我们和衍生品直接有关的任何业务吗？查理？

芒格：不。(笑声)

巴菲特：如果他讲得太久，我可能得打断他的话。(笑声)

芒格：不。(笑声)

2、首府/ABC 广播的股票回购

股东：我叫休·史蒂文森，来自亚特兰大。根据我的理解，首府/ABC 广播公司是你宣称永久持有的四大公司之一，所以你出售 100 万股的行动让我很困惑。你能澄清一下吗？是我之前的理解是错误的？或者有一些新变化？还是说有其他解释？

巴菲特：我们把华盛顿邮报、大都公司、GEICO 和可口可乐公司列为永久持有的类别。但在这四家中有三家，华盛顿邮报可能在七八年前、GEICO 在若干年前，现在是首府/ABC 广播公司，我们都参与了它们股票回购计划中的要约收购。在前两个例子中，也就是华盛顿邮报和 GEICO，我们按比例将股票回售给公司。但是首府广播公司采取以前的回购方式就不可行了，税负也不合算。从我们的角度看，1986 年税法的修改降低了按比例回售

股票的可行性，很多评论这件事的报道都忽视了这一点，但这件事就这么发生了，有些评论过时了 6、7 年。

我们参加了首府/ABC 广播公司的要约收购，就和我们以前参加华盛顿邮报和 GEICO 的股票回购一样，到目前为止，我们依旧是首府广播公司最大的股东。我们认为首府广播公司的运营非常出色，公司面对的环境比 15 年前更困难一点，但表现却比 15 个月前更好一点。

查理，你有什么可补充的吗？

芒格：不。(笑声)

巴菲特：他现在还在考虑呢。(笑声)

3、关于折现率

股东：早上好。我叫霍华德·巴斯克，来自堪萨斯城。我有一个关于如何估值的问题想请教。如果你要购买一项业务，并且是按其内在价值购买的，你需要获得的税后自由现金流的最低收益率是多少？

巴菲特：你的问题是如果我们以我们认可的内在价值，去购买一家企业 100%的所有权的时候，我们对未来现金流的最低贴现率是多少？

股东：不。我想问的是最小的税后自由现金流收益率是多少？

巴菲特：我们可能投资一笔生意——我不认为我们这么做的可能性很大——但我们可能买到一个现在没有税后现金流的生意。但是，我们必须认为它有着巨大的未来(才会这么做)。我们并没有发现——根据我们目前买进的企业财务数据，特别是根据当前的财务数据，可以指示企业未来的发展。事实未必如此。比如，我们在 GEICO 严重亏损的时候收购了它，当时我们预期它不会继续亏损。如果我们认为未来盈利能力的现值相对于购买价格具有足够的吸引力，我们就不会被第一年的数字所左右。

查理，你有什么可补充的吗？

芒格：我们在并购任何公司之后，公司头两年的报表如何我们根本就不在乎。

股东：你用的自由现金流的贴现率是多少？

巴菲特：**在长期债券利率为 7%的世界里，我们肯定希望我们的税后现金流贴现率至少为 10%。但是这要看我们对企业有多确定，我们对企业越觉得确定，贴现率越接近最低值。**只有在我们对所有的问题都很确定之后才会对一家企业感兴趣，但确定有不同的程度。如果我们觉得对未来 30 年里获得的现金流极其确定，我们对这家公司

司使用的贴现率，就会比我们认为会在 5 年或 10 年内发生预期外事情的公司，更低一点。

芒格：我没有什么要补充的。

4、保险业务的内在价值远远高于账面价值

股东：马库斯斯宾塞来自内布拉斯加州奥马哈。你曾多次就保险业务的内在商业价值发表评论。你在今年年报里说，保险业务的内在价值超过账面价值的程度大大高于伯克希尔的其他业务，我想请你详细解释一下。

巴菲特：正如我们在报告中多次提到的，这很难量化。但是，我认为很明显，即使采取相当悲观的假设，对保险业务来说，内在价值还是要比账面价值要高一些。我想在年报里的表格，显示出了我们的浮存金成本，以及多年来浮存金金额的趋势，除非你认为那张表格的情况未来不能继续下去，否则你会得出我们的保险业务的内在价值大大高于账面价值的结论。很难用数据完全解释清楚，但年报里的表格已经足够清晰了。从表里可以知道，我们从 2000 万的浮存金开始发展，现在已经超过 30 亿美金，并且这么多年来，浮存金的成本一直很有吸引力。举例来说，去年在我们获取承保利润的同时，我们获取的浮存金(投资创造)的价值超过了 2 亿美元，大大多于 10 年或 20 年前。不过去年的现金流和经营情况异常的好，我们也对未来保险业务的盈利能力及前景感到非常乐观。

5、伯克希尔不拆分股票

股东：我是来自奥马哈的赛·瑞德马赫。你们会不会在伯克希尔股价上升到某个价格的时候，进行拆股呢？

巴菲特：Woo...(笑声)我还是让查理来回答这个问题吧，他那么受股东欢迎，那我就把困难的问题留给他吧。

芒格：我认为答案是不拆股。(笑声和掌声)我认为把企业所有权分割成 20 美元的一小块的想法是疯狂的。对一个 20 美元的账户去提供服务，是非常低效的。我不明白为什么企业不可以有一个加入投资的最小投资金额？可以肯定的是，如果我们都是私营企业的业主，我们会这么做(设立最小投资金额)。

巴菲特：对。不应该把股票切成 20 美元的一小块。我们发现这非常有趣——因为每家公司都能找到方法来填满其普通股股东名单。你可以从 a 开始，一直到 z，你会发现，纽交所的每一家公司，都以这样或那样的方式，吸引了一些稳定的股东。坦率地说，我想象不出哪家公司的股东构成会比我们的好——我们认为我们的股东好得不能再好。我们遵循某些政策，我们认为这些政策吸引了某些类型的股东，但实际上却排斥了其他类型的股东。这是我们伯克希尔优生优育计划的一部分。(笑声)

芒格：看看这个房间，看看你们周围，都是多么优秀的一群人啊。为什么会有人想要进行改变呢？

巴菲特：对。如果我们的政策吸引了一些投资者，以错误的理由购买了伯克希尔的股票，同时他们要因此把在座的各位里的某人给替换掉，让在座的一些人起身离开.....我认为这样不会给我们带来更好的听众。我觉得查理对这点已经说的很透彻了。

6、巴菲特的私人飞机

股东：罗伯·纳来自奥马哈。我的问题是，考虑到中西部航空(Midwest Express)最近宣布将在东西海岸之间开通直飞航班，这会减少你使用"站不住脚号"吗？(笑声)你会乘坐更多的商务航空吗？

巴菲特：这一定是查理叫你问的。(笑声)我觉得你应该知道，我每天都乘坐它去药店.....(笑声)唯一的问题是，你得看我什么时候开始睡在飞机上。没有任何事情能让我减少乘坐"站不住脚号"，现在(飞机名称)已经开始粉刷了，我让工人们让它尽可能刷的保持清晰可见。昨晚和经理们开会的时候，查理指出了乘坐其他交通工具的优点。也许查理可以在这里重复一下。

芒格：我只是指出坐飞机后舱和坐飞机前舱都是同时抵达而已。(笑声)

巴菲特：顺便说一句，他在公共汽车上更是专业，如果有人有他的——(笑声)

7、如何衡量管理层

股东：巴菲特先生，我叫艾伦·麦克斯韦尔，来自奥马哈。我有两个问题。你现在是这个国家最有钱的人，你人生的下一个目标是什么？

巴菲特：这个问题很简单，我要成为美国最长寿的人。(笑声&掌声)

股东：你尝试发现好的管理层并购买管理良好的公司。就我个人而言，我觉得我遇见像你一样优秀的管理层的概率，就像我把理查德·尼克松复活一样(意味着不可能)。作为一个普通的投资者，我怎么才能知道什么是好的管理层呢？

巴菲特：我们根据两个准绳来衡量管理层。

第一是弄明白他们管理的企业到底有多好。我认为你可以通过阅读他们的成就、将他们的成就和竞争对手相比，并看看他们的长期资本配置能力到底如何。你可以从中学习到很多东西。你必须了解他们当时手中到底有怎样的牌。如果你对这家企业有所了解(你不可能理解所有的企业，但可以找到你能理解的行业或公司)，就可以看看管理层在利用手里的资源方面有多出色。

第二就是弄明白管理层是如何对待自己的股东的。很多管理层的表现前百名之 20 到 80 之间，弄明白他们到底排在哪里并不容易。但是，我认为你不难发现，比尔·盖茨，汤姆·墨菲，唐·基奥.....或者像这样的人，都是非常优秀的经理人。要弄清楚他们为谁工作并不难，我也可以给你另一些极端的例子。有趣的是，在我看来，管理能力差劲的管理者常常不考虑股东利益。管理能力和对股东好坏常常要么都好，要么都差劲。

但是，我认为阅读报告——阅读竞争对手的报告——在某些情况下您会得到一个结论。你不需要在这个行业中做出 100 个正确的判断或者 50 个正确的判断。你只需要做几个，而这就是我们要做的。总的来说，我对管理层的评价和你对管理层的评价来源是一样的，都是来自于阅读报表而不是因为我和他们很熟或者我完全了解他们。所以，去阅读报表吧，看看他们是怎么想的，看看他们是怎么对待自己和股东的，看看他们取得了什么成就，考虑一下他们在接管时所做的事情，并和这个行业的其他公司做对比。我认为有时候能弄明白这些问题就行，用不着次次都能判断。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

8、如何留住优秀的经理人

股东：嗨，我叫李。我来自加州的帕洛阿尔托。这些年来，对于阿吉特·贾恩(Ajit Jain)我印象深刻。请对他的人格和管理技能进行一下评论，以及请你谈谈你是如何让那些有能力的人保持这种能力的。我觉得以阿吉特·贾恩的能力，也许有一天他会去迪士尼工作，年薪两亿。

巴菲特：好吧，如果他得到 2 亿美元的工作的话(笑声)，我们可能不会给他这个回报。(笑声)

一般而言，查理和我有两个任务：我们得识别出优秀的经理人，并且在找到这些人之后，想办法保持他们的工作热情。因为我们大多数经理人都已实现财务自由，所以要保持他们的工作热情略有难度——他们不需要为小孩上学的学费、为了赚钱买食物而去上班的，他们去上班是因为除此之外的一些原因。

在薪酬方面，他们必须得到公平对待，但也要给他们找到比每天打高尔夫球或其他事情更有意思的事。这是我们的工作之一，我们对待经理人的态度对我们自己一样。我们有一群非常好的股东，在巴菲特合伙公司的时代，我曾有一群非常好的合伙人。

实际上，我喜欢很多事情自己干。我喜欢在年底的时候，用我的内部记分卡来评价我自己，而不想在每次挥棒的时候都被人用一种不恰当的方式来评判。我喜欢和能理解我经营企业时所处环境的人共事。所以我们对待经

理人的重点在于，找到击球率为 40% 的棒球击球手，然后让他自己决定如何挥棒，而不是在旁边乱指挥。

我们所做的第二件事是分配资金。除此之外，我们还打桥牌。(笑声)伯克希尔的情况差不多就是这样。

对每一位经理人，我们都努力使他们的企业管理工作变得有趣且开心。我们努力使薪酬安排和经理人所在的企业类型相匹配。我们没有全公司范围内的薪酬计划。我们做梦也想不到会有薪酬专家或顾问来把事情搞砸。有些公司需要大量资本，有些不需要。有些企业是很容易就可以赚到利润，只要我们对这些新增的利润进行额外的奖励。而有些企业就很难赚到利润。如果想建立一个薪酬框架，把每个人都放进去，这样的薪酬制度就好像给身材不同的人穿同一尺码的衣服，那是疯狂的。

一般来说，人们得到的回报与他们的企业的经营状况有关，而不是根据伯克希尔的经营状况。因为除了查理和我，没有人应该对伯克希尔的业绩负责。我们努力使经理人能对自己管理的企业负责，根据他们所管理的企业的业绩来给他们制定薪酬，同时我们试着去理解他们的企业，这样我们就可以真正区分企业经营业绩的好与坏。

这就是我们与人共事的方法。多年以来，我们一直感到很幸运可以留住这些我们希望留住的经理人。我认为这主要是因为他们管理的企业依旧是和我们并购前的一样。他们和我们管理伯克希尔一样，在管理企业的时候得到很多乐趣。查理，你觉得呢？

芒格：我没什么要特别补充的。不过我觉得，我们的理念就是，假如我们和他们对调位置，我们希望怎么被对待，那我们就怎么对待他们——你只要停下来想一下，就会发现这很简单。阿吉特和沃伦几乎每个晚上都在通电话。在我看来，这不仅仅是工作关系了。

巴菲特：的确如此。未来这种关系也会继续保持。

芒格：顺便提一句，我喜欢我们业务上的关系——是一种超越普通商业关系的关系。

巴菲特：查理和我非常幸运。和自己喜欢的人一起工作是很奢侈的，这种奢侈很值得培育——这使得我们的生活更加简单。对我成为美国最长寿的人的野心也很有帮助。(笑声)

芒格：是的，我们喜欢我们钦佩的人。(笑声)

巴菲特：说说我们不喜欢的人是谁吧，查理？(笑声)

9、健力士(Guinness)

股东：你对健力士的长期看法如何？(Arthur Guinness Son&Co.健力士公司，1997 年 Grand Metropolitan

和 Guinness 两大公司合并为帝亚吉欧 Diageo。2019 年帝亚吉欧并购四川水井坊。)

巴菲特：在健力士方面，我不如查理，查理才是专家....(笑声)

芒格：我同意。(笑声)

巴菲特：实际上是我决定买健力士的。健力士的英镑价格并没有下跌，只是英镑对美元下跌了。英镑兑美元从 1 比 1.8，现在跌到 1 比 1.47 了，所以我们对健力士的投资出现了严重的汇率损失。健力士最主要的产品是苏格兰威士忌，这也是他们最赚钱的业务，也决定了整个公司的业绩。苏格兰威士忌在一些国家增长一般，在一些国家却增长迅速——在远东的一些国家，苏格兰威士忌卖的越贵，人们就会越尊重你。我搞不懂他们怎么想的，不过我希望这可以持续。(笑声)

从整个世界看，苏格兰威士忌的消费并没有什么值得大书特书的地方。健力士在他们的领域赚了很多钱，但我在这家公司的历史中没有发现任何证据——能够让人相信苏格兰威士忌的销售量还会大幅增长。健力士啤酒的销量在一些国家增长得很快，实际上美国只占到其国外市场很小的一部分。健力士未来在蒸馏酒领域必须要有好的表现，这决定了它未来的业绩。总的来说，我认为健力士经营的非常好，它也是这个领域中非常重要的公司之一，但我不会期待它在销量上有大的增长。查理，对消费品领域，你有什么高见吗？

芒格：我没有什么要补充的。(笑声)

10、如果巴菲特突然去世怎么办

股东：巴菲特先生，我叫亚瑟·科勒斯，来自马萨诸塞州的坎顿。我想知道，假如沃伦·巴菲特有个三长两短，我们的投资该怎么办？

巴菲特：你没有问查理三长两短，我很开心。(笑声)伯克希尔的表现仍将良好，因为我们有一群很好的企业。我告诉你我做的两件事。考虑到我们现有的经理人，我想若你担心有人继任后会乱来一气，那么尽可放心，伯克希尔的继任者名单中没有这种人。还有资本配置方面，我认为如果我们增加新人负责这个工作，表现可能会不如现在。假如我今晚去世，伯克希尔的所有权结构不会改变。你还是会和现在一样，拥有一个像我一样的继任者去保持良好的管理。我认为，我们的业务并不复杂，如果你持有微软的股票，要更加担心比尔·盖茨的身体。在我们伯克希尔，我们有一群人在经营着我们的生意。今天你不会看到我在波仙珠宝店里卖珠宝，因为那是别人的工作。我的工作并不是很复杂。顺便说一下，我身体很好。我建议你尝试一下，这些东西(可乐)会给你创造奇迹。

(笑声)查理，你有什么要补充的么？

芒格：假如沃伦明天早上去世，伯克希尔的前景就会很明显地黯淡下来。但伯克希尔仍然是一家好公司，我们的业绩依旧会很好。我年轻时曾为查理·斯库拉斯(Charlie Skouras)做过法律工作。我听见他说，“我的生意，去年下降 25%，前年下降 25%，大前年也下降 25%”，然后他猛击桌子说，“但它仍然是一个非常好的生意。”

巴菲特：我可不认为我们的业绩每年会下降 25%。

芒格：这倒是。(笑声)

巴菲特：我们的企业是一家非常好的企业。要是你去伯克希尔的总部看看，你就不会太担心了——毕竟总部几乎什么事也没干。(笑声)不管怎样，我们的事业正运行的非常好，就这么简单。

11、我们不会拆股合股

股东：我叫 Al Martin，我的妻子 Terry 和我在一起。我感谢你们邀请我参加这次会议。实际上，第一个问题已经得到了某种程度的回答，但还不够全面。董事会是否考虑过合股？

巴菲特：你是想提出一项议案吗？(笑声)

股东：我会提议 2 股合 1 股，因为如果 3 合 1 或 4 合 1 的话，我可能没有足够的股份(或只有部分股份)。我的经验是，进行股票拆分的公司的股价往往在未来一段时间都下跌，包括你现在正在喝的可口可乐。同时，我观察到默克公司的股价在每股拆分成 3 股后，股价创了新低。所以我在想，拆分股价的原因之一是让大家买得起。.....我的第二个问题是.....

巴菲特：我希望你的第二个问题会比第一个问题简单。(笑声)

股东：董事会是否会考虑物色一位商品经纪人、或者律师、或者身兼两者的人，做像类似希拉里·克林顿那样的工作？——一夜之间就让净资产增长 5 倍，那可不是一般的诱人啊。我觉得在做得人当中，有一些人指望着 10 个月内赚 100 倍呢。

巴菲特：我曾一天内取得过 530% 的回报，查理从来没有做到过。(笑声)这真的促使我重新评估伯克希尔的继任计划。(笑声)希拉里·克林顿可能几年后就是自由身了。(掌声)我希望你们鼓掌是希望她来伯克希尔。(笑声)看起来这就是他们的第二个问题。(笑声)

股东：这的确是我的第二个问题。当然，根据我的经验，我们大多数人都已经考虑过这种情况了，让我们继

续第三个问题吧。我的老婆收集了很多蓝筹印花公司的印花，她一直带着它们，你觉得她应该怎么办呢？

巴菲特：我们可以给你一个明确的答案。查理和我进入优惠券这个行业，是大概在 1969 年吧，查理？

芒格：是的。

巴菲特：我们在那之后做了啥？收入大概 1.1 亿？

芒格：不，最多的时候值 1.2 亿。

巴菲特：好吧，然后到现在，只剩 40 万？

芒格：是的。

巴菲特：哈，那不错。(笑声)这表明了管理层(我们)开始行动时，会有什么后果。(笑声)

芒格：我们只是主导了 99.5%下跌。(笑声)

巴菲特：没错，我们即将迎来一波反弹。(笑声)从事印花交易的人都知道，只有在波动的情况下，这项业务才会成功。在 60 年代，有很大一部分印花已经被兑换掉了，那些年我们 99%的印花都被兑换了。那些持有印花是因为相信它们将成为收藏家藏品的人，我们给的建议是保存他们的印花，此外如果你把它们带来给我们，我们还得给你商品。告诉你老婆保留好这些印花，它们以后只会更值钱。(笑声)

巴菲特：顺便再说一下股票拆分的问题。我觉得大多数人认为，股票拆分可以提高股价。首先，我们认为这并不明智，同时我们认为，这种股价的提高不会长时间持续下去。我们认为遵循现有的政策，比采取大动作拆股，能使我们的股票定价更加合理。同时我们不认为拆股后的股票价格会变得更高，反倒是波动性会有所增大——而波动性对保持股东群的稳定并没有好处。

12、美联储主席格林斯潘

股东：佩格·加拉格尔来自奥马哈。巴菲特先生，请问你有兴趣对美联储的格林斯潘建议，让他停止加息吗？

巴菲特：我不会对他给他任何建议。若干年前，他曾是首府广播公司(CapCities)的董事会成员，我认识他。但我认为关于加息，没有人能够对格林斯潘先生施加任何影响。

总体上，我认为，他在担任美联储主席期间的做法相当明智，正如很多年前马丁先生所言，有时候在派对狂欢时拿走盛满美酒的酒杯，也是美联储职责的一部分。将美联储每天在市场的政策进行量化评价，是很困难的。当然，美联储的职责一直都是逆周期操作，这就意味着当风向改变时，美联储的措施就会失效。不过那是另一个

问题了。格林斯潘的做的基本上是恰当的。我想他在提高短期利率之后，可能会对长期利率的反应有点吃惊。我认为他可能本来想通过提升短期利率，让大家对长期利率前景更有信心，让收益率曲线更平坦一点。我不知道。

他的工作并不容易，所以，我就不去评论他了。查理，你对格林斯潘先生怎么看呢？

芒格：他还行。(笑声)

巴菲特：格林斯潘位置安全了。(笑声)

13、不要在意市场对股票的看法

股东：巴菲特先生，我是圣路易斯的李·米勒博士。《巴伦周刊》(Barron's)最近有篇文章，试图计算伯克希尔的内在价值。你愿意评论那篇文章吗？

巴菲特：大约在 4 年前，这个人也写过一篇类似的文章，结论和最近的文章几乎相同。我希望在这 4 年里，他没有做空伯克希尔。(笑声)我不会采取他那种方法来计算伯克希尔的内在价值。证券市场中每个人都在判断企业的内在价值，每天都有人卖出伯克希尔股票，也有人买进，他们可能是因为持有不同的估值观点，而采取了不同的行动。我觉得很奇怪，这位作者似乎忘记我们也有保险业务。(笑声)但这篇文章对我们没有任何影响。我们不会关注别人对可口可乐或吉列公司股票的任何评价。随便哪一天，都可能有 200 万股可口可乐股票被交易，很多人买入，很多人卖出。你问一个人，会听到一种观点；你问另一个人，又会听到另一种观点——**在投资中，你不应该根据别人的想法而做出任何决定。**如果你这么做，就应该考虑改行，因为在华尔街，听大众的观点(去投资)是不可能致富的。所以你必须坚持投资那些你自己可以进行评估的企业。查理和我不关注任何关于经济或市场会怎么发展的文章，因为分析师说这说那，对我们毫无意义。**你不可能通过猜测风往哪儿吹而致富。**

14、管理层如何看待会计政策

股东：我是来自肯塔基州莱克星顿的爱德华·巴尔。我想问的是，考虑到银行业的资本规模，你认为应该有更多的银行回购股票吗，比如像 SunTrust 所作的，而不是仅仅回购一部分？另外还关于银行的一些问题。银行在**拒绝以现金收购**其他银行时，是否过于注重商誉摊销，从而使用了购买法会计？而不是在发行的股票可能被低估的情况下，采用权益法会计的正常做法？

巴菲特：第一个问题是关于银行业的资本的——你必须逐个银行来看待这个问题，而且最近我们看到银行回购股票的现象越来越多。你提到了 SunTrust，但 National City 在第一季度回购了 5% 的股票。现在有更多的回购

在进行，这只是关乎管理层的一个判断——关于他们未来需要的资本水平、以及什么样的资本水平能够让他们获得他们认为合适的股本回报率，以及他们愿意为自己的股票支付什么。所以我建议你必须分银行来看待回购这件事。如果我们拥有一家银行，我们当然希望银行以我们认为有吸引力的价格回购其股票。我们认为，如果数字正确，他们可能比其他银行更了解自己，这种使用资金(回购)的方式我认为很有吸引力。

你的第二个问题，是使用购买会计还是权益会计去处理商誉摊销的：在伯克希尔，不管使用什么会计方法对我们来讲都无所谓。我们关注的，是交易的实质经济情况。一般来说，大多数银行和企业(也许是大多数企业)偏爱使用权益会计法(pooling method)，因为他们不喜欢把商誉费用摊销。我们认为，在我们把会计结果清楚告知的情况下，我们的股东会足够聪明，能够通过报表洞悉伯克希尔的经济现实。有些管理人员会通过利用各式各样的财务技巧粉饰报表，从而出卖自己的股东，以获得一些经济利益。就像你指出的那样，他们更愿意用股票去支付而不是用现金，因为使用股份支付可以避免商誉摊销。

我们在过去的年度报告中，写过一些可能会涉及到会计政策话题的文章。我们根本不关心会计政策——我们在某种程度上重新编写了我们所有公司的财务报表。因为我们希望用一种标准化的方式来衡量企业。如果一家公司使用权益会计法，另一家使用购买会计法，我们就重新将它们的报表按照我们的法子进行重写，以方便比较。查理？

芒格：公开的会计业绩当然是一个很好的通用的比较标准，这是进行经济分析的出发点。很多财务数字常常会很愚蠢，我对会计标准不予评价。(笑声)我认为会计数据只是思考经济实质的起点，我认为很多会计数据的本质，并不能很好的体现经济的实质。

巴菲特：我们认为管理层把注意力放在会计政策上是一个负面因素，但我们发现这种情况如此之普遍，以至于我们不能把这个负面因素列为一票否决的因素。我真的很吃惊，竟然有这么多的经理把注意力放在会计政策上，浪费在会计政策上的时间根本不会有任何收益。如果管理层不关心会计政策，但却能清楚地解释公司在做什么，这就是一个积极的因素。

15、所罗门新任管理层表现非常出色

股东：巴菲特先生，我叫比尔·阿克曼，我来自纽约。我的问题与所罗门兄弟的投资有关。之前你说过杠杆的危险。所罗门的杠杆比率是 30：1，虽然使用了高杠杆，但利润率还是很低，ROE 也不高。这家公司为什么吸引

你呢？

巴菲特：所罗门公司的 CEO 就在会场里，所罗门公司是所罗门兄弟公司的母公司，所罗门兄弟公司是其负责投资银行业务的一个分支机构，所罗门兄弟公司的 CEO 也在这里。查理和我都觉得他们管理得非常好，他们在极其困难的环境下取得了极好的成绩，还有约翰·麦克法兰(John Macfarlane 所罗门财务主管)，他今天也在这里。没有这三位管理人，所罗门公司不可能活到现在，也不会有今天和美好的未来。他们做了非常出色的工作。

如你所言，这是一个大量使用杠杆的行业。从某种角度看，它的杠杆其实没有看起来那么大；但从另一种角度看，它使用的杠杆比看起来高。其中的关键在于：(1)能否控制自己的业务，使杠杆不会造成危险；(2)使用杠杆的时候带来什么样的 ROE。当你必须面对少量的系统风险和大量的借款时，你当然应该期望获得更高的 ROE，这当然应该比你是一个非常普通的行业中期盼的要高。我不知道你们有没有见过鲍勃·德纳姆(Bob Denham 伯克希尔法律顾问)和德瑞克·莫恩(Deryck Maughan 所罗门兄弟东京负责人)。我认为，在管理杠杆方面，没有谁能比他们更让人放心的。查理？

芒格：为什么不让这三人起立呢？

巴菲特：你们在哪里？(掌声)我之前提到过，这里值得再说一次，德瑞克从 1991 年 8 月 18 日起开始负责管理所罗门兄弟公司的运作，他当时并不知道他要接管的是什么样的公司。在那两三个月后，我们还没有谈过他的薪酬。他没有因为他接掌的是一家有未知法律问题且前途未卜的公司，而问过伯克希尔或我对他有什么保证或补偿。他夜以继日地工作，使得公司能维持下去，这可不是件容易的事情。

我想应该是在 8 月 24 日，一个周五的晚上，我打电话给鲍勃·德纳姆。当时他在加利福尼亚州过着舒适、愉快而平静的生活，他拥有一家一流的律师行、一群很好的客户，他的妻子在加州也有一份很好的工作。我告诉他，我遇到麻烦了，而且除了他没有第二人选。三天后，他就搬到纽约，住进了巴特里公园城的一套小公寓，担任所罗门公司的总顾问。

他们在周日找到了约翰·麦克法兰，我想应该是 8 月 18 日吧，当时他在参加铁人三项全能赛——这种运动可不是查理和我所能参加的。(笑声)我们硬生生地把他从比赛中拽了出来，我以为约翰当时在新泽西，但当时他却躲在市中心运动员俱乐部里。他的工作是在周围的人都在取消和我们的业务的时候，保持 1500 亿美元规模的资产负债表。周围的人不和我们做生意并不是因为我们的信用太差，只是因为他们在那段时间不想和我

们有任何关系。世界银行、养老金基金都停止向我们提供资金，资金是这家企业的生命血液。这三个人理当受到热烈的鼓掌。(掌声)

16、威斯科金融出售了小额储蓄和贷款业务

股东：我是来自德克萨斯州圣安东尼奥的凯莉·兰森。我想知道你能否就互助储贷(Mutual Savings & Loan)发表一下意见。有评论说说存款是由联邦储蓄银行所假定的。还有，今年我没在伯克希尔年报中看到关于威斯科金融公司的财报？我想知道你能否对此发表评论。

巴菲特：我们拥有 80%股份的子公司威斯科金融，在去年出售了其在帕萨迪纳共同储蓄贷款公司的所有权。我会让查理评论的。第二个问题是关于威斯科金融公司的报告，伯克希尔的任何股东需要威斯科金融公司的报告，是都没问题的。但是，我们今年发现了一些装订和年报编辑上的问题，使得每年在报告中继续添加这些内容变得有点困难。所以，我们只是会把它提供给在伯克希尔里任何想要它的人。查理，对于出售共同储蓄贷款公司，你有什么评论吗？

芒格：在全国范围内发生了大量的丑闻和资不抵债等事件之后，存贷业务受到了更加严格的监管。同时，我们有一个规模非常小的互助储贷公司。根据新的法律规定，以及它只是我们经营业务很小一部分的事实，我们决定出售它，我相信我们会更好。在伯克希尔，这种情况时有发生。我们偶尔会退出一项业务。顺便说一下，我们保留改变主意的权利。我曾经很喜欢凯恩斯爵士，特别是当他说他有一些新的见解的时候。但当他的见解能力消失后，我们改变了主意。

巴菲特：是因为他们让我们在互助储贷公司的董事周六开始参加培训，查理？还是什么？我认为这改变了我们对互助储贷公司的看法。

芒格：是时候用脚投票了。(笑声)

巴菲特：甚至还有你的钱包。

17、制鞋业是艰难的，只因拥有伟大的经理人

股东：你可以评价一下制鞋行业的优点吗？你为什么会觉得这个行业有吸引力呢？

巴菲特：我们对制鞋行业的情况很清楚，只要有弗兰克·鲁尼(Frank Rooney 布朗鞋业)、哈罗德·阿方德(Harold Alfond 创立 Dexter 鞋业)和彼得·伦德(Peter Lunder 洛厄尔鞋业)这几位打理，德克斯特 Dexter 就是很

值得投资的好公司。我们有两家非常好的制鞋公司，但因为我们的皮革来源等问题，现在这些公司还没有体现出优势。我们有两家公司，在购入洛威尔公司(Lowell's)后，现在实际上是三家，我认为它们都有非常出色的业绩。我认为这几个管理人员，不管在什么行业都能取得巨大的成功。他们的公司 ROE 和利润回报都非常棒，而且在行业内有很好的名声，若这些公司能在这些管理人员的领导下，找到扩张制鞋行业的新途径，我们将会拭目以待。这并不是因为我们认为制鞋业本身肯定会繁荣或者别的什么原因，**这只是因为我们在制鞋公司里有很多人才。不管何时，只要我们得到人才，我们总是尽可能地给他们舞台发挥。**我们扩张制鞋公司并非不可想象，从长期看，这块业务甚至会有很显著的扩张。

18、对投资烟草的看法

股东：我是苏城的斯图尔特·哈特曼。你对烟草行业以及烟草行业中的这些巨型现金牛怎么看？这些公司在某个时间点会吸引你吗？

巴菲特：我在这方面知道得可能并不比你多，至于社会各界对烟草的态度，你在这方面的了解应该不比我少。但我不会把自己很大百分比的净资产投入烟草行业，烟草行业的未来可能比我预期的好，我不认为我在烟草方面有什么特别的洞察力。查理？

芒格：我没啥要说的。

巴菲特：**你必须对社会以及本届政府将会怎样对待烟草有个看法。目前烟草公司的经济情况可能良好，但这并不意味着烟草公司前程似锦。**

19、产品好不好市场说了算

股东：我是哈里特·莫顿，来自华盛顿。我想知道，当你考虑收购时，你是如何看待产品的实用性的？

巴菲特：显然**我们要看看市场是怎么看产品的实用性的。**比如市场就非常喜欢 Dexter 鞋业的鞋子。我不知道 1958 年前它们生产了多少双鞋，但年复一年过去了，人们都很喜欢它们的鞋子。每天在全世界各地，人们都要消费 7.5 亿吨的可口可乐。包括我们在内，许多人认为可乐的实用性非常高。像我自己，我每天都要消费很多罐。但总有些人，有不同的评价。一般来说，人们总会感到口渴，如果喝可乐就是他们解决口渴的方式，同时他们喜欢这种方式，而不是其他形式，那么人们就会给产品的效用打高分。但是，我认为**这一点很难与市场争辩。**就像有些人可能会认为，听摇滚音乐会并不是很有用。但其他人可能会觉得这很棒。我不认为我们会做出一个独立的

决定——在某些产品中，巨大的实用价值已经在公众面前持续了很长一段时间，但公众对这些产品却没有任何认同。查理？

芒格：我认为这是对的，这就是取一个平均水平。我只是说，如果你认为现有的投资产品组合，意味着未来就会是什么样.....

巴菲特：看起来波仙珠宝今天的很多必需款式要卖完了。

芒格：没错。(掌声&笑声)第六区没有提问？

20、保险公司不能"逃避现实"

股东：洛杉矶遭遇了两场灾害，有没有对伯克希尔的巨灾再保险造成冲击呢？

巴菲特：我认为，洛杉矶地震造成的保险损失的初步估算是 15 亿美元，我们觉得这个数字不可信，因为实际损失要更严重。不过我们承保的保单的起赔点是 45 亿至 48 亿美元，实际损失应该比这更高。我们的损失非常小，不过如果有 80 亿美元的保险损失，就会触发另外一两种巨灾险理赔。

洛杉矶的地震虽然造成的损失比预期的 6.7 级地震大得多，但这并不是像飓风袭击佛罗里达、长岛或新英格兰那样造成超过 150 亿美元损失的重大事件。在最严重的情况下，我们可能要支付 6 亿至 7 亿美元，而今年我们在这个区域收取的保险费可能有 2.5 亿美元。所以说，在未预料到的地区发生异常巨灾，可能会祸不单行，可能会给巨灾再保险业务带来 4 亿美元的保险损失。从规模上说，洛杉矶地震小得像花生米。但是，如果震源较浅，用不着更大的里氏震级，也能造成巨灾，这种情况也是有可能发生的。安德鲁飓风和洛杉矶地震远远算不上是最糟糕的情况。

我认为保险业大大低估了巨灾可能造成的危害，安德鲁飓风和洛杉矶地震可能会唤醒他们。不过这一次远远称不上是最糟糕的，假如一场 5 级大型飓风登陆长岛，不少大型保险公司就会有麻烦。我们的损失是有上限的，这个数字差不多是 7 亿美元，这听起来是很大一笔钱，的确是很大一笔。我们的保险单上设置了理赔的上限，但是那些保险公司卖给房屋业主或企业的保单却没有设置上限，他们的损失可能超出预期。有一些公司在洛杉矶板块上卖保险，自以为有所谓的加州地震损失可能的最高值。洛杉矶地震虽然远远称不上是最糟糕的场景，但依旧超出了那些可能的最高损失。所以我认为，巨灾再保险行业以前采取鸵鸟政策——现在依旧还是把脑袋埋在沙里(意思是逃避现实)，他们对加州发生地震和东海岸遭遇飓风的可能性都视而不见。

今年到目前为止，我们的情况很合理，但因为我们还有飓风风险，所以目前的情况尚不能说明什么。我记得，50%的飓风发生在9月份，8月份和10月份各有15%，所以大约80%的飓风会在8至10月份中发生。等这三个月过去了，我们就会知道巨灾再保险今年是好年景还是差年景。我们愿意从事巨灾保险。只要保险费合适，我们就会放手大干。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

21、推荐书单

股东：莱利，来自佛罗里达州杰克逊维尔。在投资领域之外，去年你读到的最好的三本书是哪三本？

巴菲特：要吹捧的第一本书我已经读过，但现在还没有上市，会在9月份上市。写这本书的女士今天也在座，这本书就是珍妮特·洛尔(Janet Lowe)所作的本·格雷厄姆的传记《Benjamin Graham on Value Investing》(《格雷厄姆论价值投资》，海南1999)。你们喜欢投资，自然也会喜欢这本书。她深得本·格雷厄姆的神韵。

另一本书我非常欣赏的书也是股东写的，他今天不在会场，因为他明天就要参加就职典礼，担任美国之音的台长。这本书是Geoffrey Cowan所著，书名叫《The People v. Clarence Darrow》1994。这是1912年Clarence Darrow因为贿赂陪审团的罪名而在洛杉矶受审的故事。这是一本好书，Jeff挖掘出很多Darrow过去的传记中没有的信息(美国曾颁布《布特勒法》禁止公立学校讲授进化论，美国民间团体进行诉讼试图废除该法案，史称“猴子审判”，Darrow是“猴子审判”中民间团体的律师)。我想你们也会喜欢的。

查理，你有什么书要推荐的吗？

芒格：我很喜欢康妮·布鲁克(Connie Bruck)所著的传记文学《Master of the Game》(1994,《购并霸业：时代华纳总裁史蒂夫·罗斯传》华夏2001)，这本传记写的是Steve Ross的故事，此人曾执掌华纳公司，后来担任时代华纳公司的联席董事长。

巴菲特：他可不仅仅是联席董事长。(笑声)

芒格：对，康妮是一位非常有洞察力的作家。这是一个非常有趣的故事。我正在读一本我很喜欢的书，这本书是范多伦(Carl Van Doren)所著的本·富兰克林的传记《Benjamin Franklin》(《富兰克林》社科出版社1993)，1952年出版，平装本到处都可以买到。在这个国家里，从没有人能像富兰克林那样，将来也不会有。

巴菲特：很凑巧，他也相信复利。(笑声)他开设了两只小基金，一只基金在费城，另一只在波士顿，用来展示

复利的优势。我想查理肯定重读了那一段。(笑声)

22、耐克和锐步

股东：谢谢你们教了我们那么多关于商业的知识。我叫迈克·阿塞尔，来自纽约市。你说伯克希尔旗下的制鞋公司很好，但其他的制鞋公司情况却不妙。你似乎很喜欢全球著名品牌，比如说可口可乐和吉列。制鞋行业内的著名品牌是耐克和锐步，你对这两家公司的前景怎么看？

巴菲特：我对这两家公司不是很了解。现场的观众中有一位先生，是 GEICO 公司的路易·辛普森(Lou Simpson)，他有很多锐步的股份。我并不是对这两家公司有任何负面的评价，只是不理解它们的竞争优势和在未来 10 年、20 年或 30 年里竞争优势的持久性如何，但是我理解 Brown 鞋业和 Dexter 鞋业。这并不是说我认为耐克和锐步不如我买下的企业那么好，虽然我认为我们的制鞋企业是非常好的企业。我没有分析过耐克和锐步，也不能确定如果我分析的话，是不是会理解它们。我认为这两家公司比我们的公司更难理解，也更难得出结论。不过对于更加精通制鞋业的人来说，这两家公司可能更容易理解，但这并不意味着我认为我们的企业比别的制鞋企业更好。

巴菲特：有些企业比其他企业更容易理解，查理和我都不喜欢艰难的问题。**如果某样东西很难懂.....我们宁愿用 3 而不用 π 。**(笑声)查理，你有啥说的吗？

芒格：这是非常明显的。有人以为他们雇用一些有头衔的人，就能完成一些非常困难的工作。这是人类所能有的最危险的想法之一。**很多事情可能会因增加复杂性而导致问题。**有一天我去处理一个问题，那是一栋新楼。我说，"这个问题有三样东西让我害怕——建筑师、承包商和一座山。"(笑声)如果你能这样生活，我认为，比起那些自以为只要雇用一個有适当头衔的人、不管多么复杂的问题都能解决的人，你可以少犯错误。**如果你能保持简单，用不着请你不懂的高人。用不着为了获得出色的业绩而去做异常的事。有人认为，如果你能跳过 7 英尺高的栅栏，就能比跨过 1 英尺高的栅栏得到更值钱的绶带。可惜在投资界里完全不是这样，在投资界，你可以靠做非常平常的事情发财。**

可口可乐有什么复杂的地方？因为可口可乐，我们的税前收入比一些年前增加了 30 亿美元。我对可口可乐的产品、分销系统、财务情况的理解，**任何正常人都能理解，只是别人没有像我一样看见机会就出手罢了。**如果你进入有点复杂的企业，可能会得到一份 1000 页厚的报表，你可能有一个理学博士分析报表。但这并没有任何意

义，你得到的只是一份报表，从报表里无法理解那家企业，也不能看出未来 10 至 15 年后企业会怎样。重要的是避免犯错误。(笑声)

有些东西本质上很危险.....我心目中的另一个英雄，马克·吐温说起过他那个时代的促销商。他说："骗子把自己拥有的土地上的一个洞称为矿井。"(笑声)这就是我看待前景预期的态度。我记得，在一桩企业并购交易中，曾有人想让我们花 200 万美元买份专家的前景预测。

巴菲特：其实没有任何价值。

芒格：那本书有这么厚，我们不会翻开看。

巴菲特：我们宁可花 200 万美元不看这本书。(笑声)这是荒谬的。我不明白，为什么会有企业并购者去阅读卖方或者卖方的代理人拼凑出来的一堆预测呢？相信卖方的前景预期有任何用处是很天真的，我们对这种东西完全不感兴趣。如果我们对并购目标的未来心里没数，坐在那里，听卖方的人或想得到交易佣金的人来告诉我们这家企业的未来如何如何，就像我说的那样，很天真。

芒格：而且是五年展望！

巴菲特：对。我们在年报里有句话："不要问理发师你是否需要理发。"(笑声)这句话对卖方的前景预期也很适用。

23、缩减全美航空公司的成本会很艰难

股东：巴菲特先生，我是来自华盛顿特区的格雷格·埃尔特。去年，联合航空和西北航空通过将所有权转移给员工，解决了一些财务问题。目前全美航空面临的问题，你认为全美航空会发生什么？你认为它会朝着员工所有制的方向发展吗？这将如何影响伯克希尔在该公司的利益？

巴菲特：全美航空公司(USAir)的成本结构无法在今天的民航业中生存下去，其中主要的问题是劳动力成本问题，当然也有其他问题，但主要是劳动力成本。该公司已经公开承认这一点，他们正在和工会和其他有关人员讨论这个问题。由于他们的成本结构已经失控，所以用不着几个月，我们会看到结果如何。该公司的成本可以恢复到合理的水平，但会不会恢复是另一个问题。

回顾伯克希尔对全美航空公司优先股的投资，得出的结论是不应该投资有问题待解决的公司。这是我犯的一个错误，查理和这完全没有关系。至于塞思·斯科菲尔德(Seth Schofield)，他非常理解全美航空公司，我认为他很

受尊敬和信赖，不管谁坐上他的位置，都将不得不进行改变。但是这可能还不够，当你准备对任何企业几亿美元几亿美元地削减成本时，总是会遇到巨大的阻力。在你需要很多群体的配合时，每个群体都会认为自己比其他群体牺牲得更多，人们就会觉得不开心，这可是一个非常艰巨的协商工作。我想塞思在这方面不比任何人差。但结果会怎样，我也不能预测。查理？

芒格：假如我是工会领导人，我就会满足赛思的任何要求，因为我可以信任他，他可不是会提出过分要求的人。劳工方的正确决定是什么非常清楚，不过他们会不会作出这个决定，只有天知道。

巴菲特：其中涉及到很多人，有很多不同的动机，这是一个艰巨的问题。查理和我也遇到过几次这种问题，虽然通常都能达成谅解，但这不能事先判断。

24、我们并不着急退休

股东：我的名字是来自伊利诺斯州芝加哥的谢尔顿·齐茨克。我有两个问题。第一个是关于芒格先生的。我们知道巴菲特的退休计划是什么了。芒格先生，我想知道你的退休计划？

芒格：我喜欢这样的退休机制，要让外面的人看不出我退休后仍然在工作。(笑声)

巴菲特：这方面芒格做得很好。(笑声)

芒格：很多企业，特别是更官僚制度的企业，都有一个问题，就是员工退休了，但是不公布。(笑声)

巴菲特：我能代表查理发言。查理和我不急着退休，实际上，查理在努力和我比赛谁活得更久。(笑声)

股东：我的第二个问题是，为什么你回购了一部分的首府/ABC 广播的股票？

巴菲特：我们认为首府广播公司回购股票是一个好主意。他们有现金，因为他们的业务是极好的，所以不可能找到比回购股票更好的使用资金的途径。他们和我们都认为，如果伯克希尔不参加，回购就不能吸引足够多的股票。我们认为回购的价格合理。在这段时间里，这家公司更强了，媒体行业中发生了很多事，所以我们只回售了 10 万股。股票回购并不是我们所期待的，只是发生了这件事情，我们觉得可接受而已。这并不意味着我们巴不得回购，我们不会把所有的股票都回售，我们希望继续当首府广播公司的大股东。大多数时候，我们都支持首府广播公司回购股票。该公司自 1986 年并购 ABC 公司后，回购了很多股票。

26、结构化结算业务规模很小

股东：早上好。我叫马特·沃克。我来自奥马哈。在去年会议上，你提到了结构化结算。我想知道，你们的业

务进展如何？

巴菲特：问题是关于结构结算业务的。这是一项伯克希尔为另一家保险公司的索赔人担保年金的业务。通常情况下，是另一家保险公司的索赔人，他们受伤了，现在不想一次性得到一笔钱，而是希望在未来的很多年里得到一笔付款，有时是 75 年。**我们成立了一家人寿保险公司来做这项业务**。我们以前都是通过我们的财产保险公司来做的。我们已经做了一些生意，但这还不是大生意，也可能永远不会是个大生意。这是一项令人非常满意的业务，但在目前对伯克希尔价值的分析中，它还不是一个重要项目。

27、对箭牌不予置评

股东：我叫大卫·萨姆拉。我来自加州旧金山。在你的年度报告中，我注意到你提到箭牌是一家在世界范围内占据主导地位的公司，有点像可口可乐和吉列。我很想知道你是否仔细看过这家公司。如果是，如果你决定不投资，原因是什么？

巴菲特：我们不想评论这样的公司，因为我们可能会买，也可能不会买。我们可能会卖，也可能不会卖。我们将来可能会买，也可能不会卖。(笑声)因为**它属于我们不讨论的范围内**。箭牌是一家在全球拥有很高的市场份额的公司，但我对箭牌的理解和你没什么差别。我对箭牌公司没有什么见解。对于箭牌，我不会给出超过你认知水平的评价。我不想让你失望，不过在一些特定的证券上，我们有时不太愿意说。查理？

芒格：我非常善于啥都不说。(笑声)

28、对于地区我们没有偏爱

股东：凯瑟琳·安布罗斯，来自奥马哈。我有一个关于全球多元化的问题。一般来说，你对一家公司有什么要求？如果有的话，你希望欧洲或拉丁美洲的公司有什么要求？

巴菲特：我们想要的东西很简单，那就是**投资由我们欣赏的人掌管且价格相对于前景很有吸引力的企业**。若这些企业位于欧洲、远东或别的什么地方，我们并不会因此而有特别的兴趣，也不会因此而回避。虽然在某些国家可能会有更多的机会，但地理位置不是重要的因素。可口可乐的利润大约有 80%来自美国以外的地区，健力士的利润将来大约也会有 80%来自美国以外的地区，不过健力士注册在国外，而可口可乐注册在美国。可以肯定，在很多案例中，国外市场的成长前景远远好于美国市场，不过可能也存在着美国市场没有的风险。很显然，对于可口可乐这样的公司，我们喜欢它有国际前景。我们喜欢吉列这样的公司的国际前景，吉列 70%的利润来自美国

以外。粗略地看，今年，伯克希尔的利润中有大约 1.5 亿美元是可口可乐的海外利润。我们的思路并不是"我们喜欢这个地区，希望能投资这里"，或者任何类似的想法。可口可乐正在中国扩张。去年，其在中国的销量增长率达到了 38% 左右。能有这样尚未开发的市场是件好事。吉列也在中国大举扩张，中国人刮胡须不怎么频繁，他们用干剃须刀(电动剃须刀)比用湿剃须刀多。也许我们可以在可口可乐里下点药(帮助长胡子).....(笑声)若这么做，可算是伯克希尔旗下公司的协同效应了。

29、飓风比暴乱更危险

股东：早上好。我是杰马歇尔巴顿，来自德克萨斯。回到保险损失。自然灾害，比如地震，和洛杉矶暴乱的区别是什么？

巴菲特：很明显，只要有足够高的保险损失，就会触发我们的一些保单，会导致我们的巨灾再保险赔付。要触发巨灾险的保单，骚乱得造成相当大的损失，对于我们的大部分巨灾险保单而言，事件造成的损失至少得 50 亿美元左右，才能触发巨灾险赔付。像地震这种灾害导致的很多损失不在保险范围内，比如说高速公路和公共建筑等。不过这就遇到一个很有趣的问题，一般来说，我们是为一个事件承保。什么事件呢？例如，在马丁·路德·金被枪击后，几十个城市出现骚乱。这是一个事件呢，还是多个事件？虽然保险法、惯例操作以及业务经验已经有数百年的历史，但有些事情依旧很难定义。但我认为，骚乱很难达到触发巨灾险的程度，我们面对的大风险是地震、飓风(飓风是较大的风险)以及台风。至于洪水，去年洪水造成了巨大的损失，不过买洪水保险的人却不多，所以保险损失不怎么可能会有(触发我们的巨灾险)。你们只要看天气预报就会心里有数。(笑声)

30、我们不懂市场走向

股东：黛安·韦斯特，来自加利福尼亚的科罗娜德尔玛。巴菲特先生，我知道你说过你不读别人对市场或经济的看法，但你和查理对你认为事情会如何发展有什么看法吗？你是看涨还是看跌？

巴菲特：你可能很难相信这一点，但查理和我从来没有对市场有过任何看法，因为它不会有任何好处，它可能会干扰我们对市场的看法。(笑声)如果我们看中了一个企业，如果我们认为其业务是非常有吸引力的，如我们只是因为认为市场将发生一些事情，就不采取行动，那无疑是很愚蠢的。市场的走向并非我们所能理解的，为了现在不理解而且将来也不会理解的市场走向，放弃自己理解的有利可图的投资项目，我们觉得是没有道理的。市场走向对我们没有任何影响。

我在 1942 年 4 月买了我人生中的第一只股票，那时我 11 岁，当时正处于二战中期，而且盟军的前景看起来不容乐观，真的不乐观。当时，太平洋战场的情况很不妙，我不确定我在购买这三股股票时是否考虑到了这一点。(笑声)但我想起了之后发生的事情：核武出现、大规模冲突、总统辞职、通货膨胀和其他各种事件。我们觉得，为了猜测将来的某些宏观事件，放弃你很拿手的投资项目是说不通的。

从伯克希尔的立场出发，最美妙的事情莫过于市场大幅下跌，当然，这只是我的个人看法，不会把它强加给任何人。假如你问，若下个月市场下跌 50%，伯克希尔是不是情况更好了，我们会告诉你，若真的下跌 50%，伯克希尔的情况会更好。**我们是长期的股票买方，如果你常常去一家食品店买东西，就应该喜欢价格下降。**如果你常常要买汽车，就会喜欢汽车降价。我们买公司，也买公司的一部分——股票。如果我们能以一个有吸引力的价格买进，我们的情况就会更好。**我们什么都不怕，只怕长期持续的不理智的牛市。**作为伯克希尔的股东，除非你是借钱买的股票或者你马上就要出售股票，股价更便宜也会对你有好处，因为股价更便宜就意味着我们能更好地为你进行明智的投资。我们不知道将会发生什么，也不关心别人的想法，尤其是别人对我们的看法。(笑声)查理，你有啥补充的吗？

芒格：**如果你是一个对宏观因素持不可知论的人，就把所有的时间都用在分析个别公司和单个机会上吧，**这是一种特别有效的方法，至少对对我们来说是有效的方法。

巴菲特：**如果你对企业的判断正确，就会有不错的回报。**我们不知道，也不思考某件事何时发生，我们只思考什么事会发生，会发生什么并不难弄明白。**我们认为判断何时发生是不可能的，所以我们只全力思考会发生什么。**1890 年时，2000 美元就能把可口可乐整家公司买下来，今天可口可乐的市值是 500 多亿美元。有人可能会对在 1890 年买可口可乐股票的人说："我们将会经历两场世界大战，1907 年会有大恐慌，所有的这些事情都会发生。是不是该等等再买可口可乐的股票呢？"(笑声)我们可承受不了这种错误。

31、买整个公司太贵，买股票更便宜

股东：巴菲特先生，芒格先生，我是来自密西西比州杰克逊市的蒂姆·麦德利。去年，有人问你，比起部分上市公司，你更喜欢收购整个企业。你提到你更倾向于购买私营企业，因为它的税收优势，以及你对这些私营企业中的管理者的吸引力。今天你是否发现在私人市场上的购买行为比在公共证券市场上的购买行为要好？

巴菲特：我的答案是不。我们很少在谈判的基础上找到可以买到的东西。我们有一定的规模要求。**一个很大**

的限制因素是它必须是我们能够理解的。这就排除了 95% 的业务。我们对大多数生意没有兴趣，但我们收到了很多关于那些我们已经说过我们感兴趣的東西的提议。

我们更喜欢把整个企业都买下来，或者买下 80% 或更多，这部分是出于税负考虑，坦率地说，也是因为我们更喜欢这样做。如果在这件事上我们能完全随心所欲，我们会整体并购。和议价市场相反，在股市中，我们总是能够以更便宜的价格买到公司的一小部分，这是因为股市在给企业定价方面的有效程度远低于议价市场。在议价买进中，你不会买到任何便宜货，也不应该指望能买到便宜货。如果你指望这些管理层将来为你管理企业，要以合理定价从这些足够聪明的人手中买入他们的企业。如果他们能正确地为自己的企业定价，你就甭想买到便宜货。道理就是这么简单。

虽然整体并购企业有税负上的优势，而且我们也偏爱这种方式，但是有一个事实可以抵消这两个理由——你永远不可能有机会整体并购可口可乐或吉列这种企业，这种好企业不可能(从议价市场中)以便宜的价格买到。不过有时候我们能在股市中找到机会以合理的价格买入好企业的股票，有时候甚至有机会以愚蠢的价格买进好企业的股票。这就是我们大量投资有价证券的原因。如果有这样的机会，我希望我们全资控股的企业数量是现在的三倍。从长期看，虽然我们隔段时间就能找到机会买进符合我们投资标准的企业，但是将我们全资拥有的企业数量翻三倍不太可能。当市场价格合适的时候，我们就会增持已有的股票，或者买进一两只新的股票。通常就是这样。查理，你觉得呢？

芒格：我认为这完全正确。你可以停下来想一想，在整体并购企业时，普通的企业并购者的心态是拿别人的钱买东西，我们的心态是拿我们自己的钱买东西。还有一种整体并购企业的并购者，他们天生有很强的抬高价格的能力。我说的是杠杆并购基金等机构，根据这些基金和它们的投资者之间的分成协议，这些基金趋向于并购价格越高越好而不是越便宜越好。因此，当我们试图收购 100% 的企业时，我们面临着强大的竞争。

巴菲特：所以，这些基金在并购时，会对企业前景持某种乐观的态度。管理的企业规模越大，经理人的收入也会越高。当然，若企业规模更大且利润更高，经理人的收入也会更高，不过呢，只要规模更大，无须利润更高，就足以让经理人腰包更鼓。在这方面，我们的个人收入公式和绝大多数经理人不一样，规模变大未必能使腰包更鼓，我想，大多数经理人还是喜欢自己的王国越大越好。

如果并购的时候能够用别人的钱付账，并购就会非常诱人。假设你是一个棒球迷，让你买下你家乡的棒球

队，你愿意出多少钱？比如说扬基队。假如你可以开一张用别人的账户付账的支票，你的出价就会比你用自己的银行账户付账时更高。(笑声)所以美国企业界存在着动物精神，这些人就是在我们在整体并购时面对的竞争对手。因此，我们整体并购企业时，竞争非常激烈。

买证券的时候，大多数经理人根本就不操心，这个现象非常有趣。他们会委派一个人去管理证券投资组合，其实证券投资组合就是企业的投资组合。我说："你为什么不亲自挑选一个投资组合呢？"他们会说，"不，这太难了。"如果有人向他出售他自己从未听说过的企业，并告诉他一些数字和预测，他就以为彻底了解这个企业了。这真叫我看不懂。

32、威斯科金融贵了

股东：在你最近的致威斯科金融公司股东信中，你计算了威斯科的内在价值是 100 美元一股，而当时的股价是 130 美元一股。在那封信里，你说，在当时的价格下，是否有购买的价值并不很清晰。你可不可以把伯克希尔的内在价值和市场价比较一下呢？

芒格：答案是不行。(笑声)伯克希尔从来不曾给股东的报告中计算每股内在价值。威斯科在今年之前也从未这样做过，我们之所以改变做法，是因为我们真的认为有些买方有点疯狂，潜在的股票购买者得到的很多信息照我们看来是很不明智的。虽然这并不是我们的错，但我们真的不想在可能不明智的高价位上吸引股东购买我们的股票。所以我们改变了一直以来不公布内在价值的习惯做法。我们没有改变总的政策，这次只是下不为例的特殊情况。

巴菲特：任何人估算威斯科的每股内在价值，都能得出相近的答案。这并不复杂，因为威斯科的价值和其账面结存价值一致，不一致的地方都加了注脚。所以几乎不可能算出和查理提供的数值有显著差异的结果。伯克希尔的资产很多，排名第一的是保险业务，保险业务明显有巨大的超额价值。不同的人估算价值，结果可能会相差三倍，不同的人估算伯克希尔的价值，结果可能相差很大。查理和我——我们不想让大家失望，也不想让自己失望。不过我们自己的行为准则，我们希望能尽可能全面地向我们的合伙人传达信息。我们看到一些关于威斯科的公开出版的文章，可能会导致(确实导致了)某些和我们自己的预期不致的预期。这种情况让我们很不安。

33、风险"不可避免地"取决于资产持有的时间

股东：你好，我叫查尔斯·派尔，来自密歇根州的安阿伯市。我想请你们阐述一下你们对金融世界风险的看

法，我问这个问题的背景是，你们的风险观和传统的风险观之间似乎存在一些不一致之处。衍生品是危险的，你却悠然自在地通过所罗门公司交易衍生品。下注赌热带风暴是危险的，你却通过保险公司放心大胆地出售热带风暴保险。看起来你对风险的看法和传统的风险观点是不一致的。

巴菲特：我们对风险的定义是受到伤害的可能性。因此，风险不可避免地和你准备持有资产的时间长短缠绕在一起。如果你盘算在上午 11 点 30 分买进某公司，然后在闭市之前卖出，照我们看来，这个交易的风险非常大，因为你可能有 50% 的几率赔钱。不过呢，如果持有这只股票更长的时间...例如，若你持有的时间和我们一样长，用几年前我们买进可口可乐的价格买进股票的风险接近于零。但如果你要我评估今天上午买进可口可乐、明天上午卖出的风险，那么我说，这是高风险的交易。如我在年报里所言，用代表波动性的贝塔系数来衡量风险的观点不仅在学术界变得很时髦，而且扩散到金融市场中。不过对我们来说，这根本不是衡量风险的标尺。

至于我们的巨灾再保险业务，风险并不在于某个年份亏损。我们知道，我们会在某个日子亏损，这是肯定的，我们也极有可能在某些年份亏损，但我们承保巨灾险的眼光长达 10 年，我们认为在 10 年的时间段里亏损的可能性很低。所以，考虑到我们的投资时间段，我们认为这不是一个高风险的业务。巨灾再保险业务的风险大大低于一些更加容易预测的保险业务。我们觉得很好笑，按照传统的用波动性衡量风险的理论，一个年回报在 +20% 至 +80% 之间逐年波动的项目的风险竟然高于一个年回报稳定在 5% 的项目。我认为金融界在衡量风险方面简直是一塌糊涂。

我们很乐意在某些交易中亏损，套利交易就是个例子，卖保单是另一个例子。但若有任何交易，我们认为其中存在一些互相独立的相似事件有可能会造成损失，我们就不会参与这些交易。我们希望参加这样的交易——我们能正确计算出损失可能性的交易。为了达到这个目的，我们努力缩小范围。有很多业务，因为我们不能正确计算，所以敬而远之。查理和我都是天生的风险厌恶者。如果有一个不出老千的扔硬币赌局，有人愿意给我们 7 比 5 或者类似别的赔率，我们会投入伯克希尔多少账面价值呢？我愿意投入的金额可能会被你认为是巨额，虽然并未占(伯克希尔)净价值的很高百分比，但会是一个很大的金额。我们会做这种赢率对我们有利的交易。

芒格：我们努力像费马(法国数学家，系统阐述了现代数理论和概率论)和帕斯卡(法国哲学家和数学家，发展了现代概率理论)那样思考，就好像我们从未听说过现代金融理论那样。我认为很多现代金融理论只能用恶心来形容。(笑声)

34、赞成大幅累进消费税

股东：早上好，我是保罗·米勒，来自密苏里州堪萨斯城。我有两个问题。首先，就在不久前，《财富》杂志刊登了一篇有关个人税率的文章。冒着错误引用你的话的风险，我记得你倾向于更高的个人税率，甚至高于华盛顿那些人提出的税率。第二个问题是，有人说伯克希尔只不过是一家价格不菲的富人共同基金。你能就此发表评论吗？

巴菲特：在税率方面，如果你问我个人赞成什么，我个人**赞成大幅累进消费税**。现在人们对它的关注多了一点，尽管“大幅累进”可能会被大多数消费税的支持者修改成“温和累进”之类的。有一个 Nunn-Domenici 的提议就是这样的，还有很多人在讨论这个问题。它可能会被新的 Kerrey-Danforth 委员会检查。但无论如何，我相信累进税。所以就我自己的情况而言，我并不感到震惊，我也不认为查理特别反对累进所得税。不过，就像我说的，我认为随着时间的推移，如果实行累进消费税，社会会运转得更好。你想对税收形势发表意见吗，查理？

芒格：我认为，在某一时刻，如果所得税的累进幅度过高，就会产生相当大的反效果。但我认为我们还没到那一步。

巴菲特：我们认为——至少我认为——我在这个社会受到了非常好的待遇，我认为大多数高收入的人都是如此。我想，如果你把他们中的大多数送到孟加拉国或秘鲁或其他地方，他们对财富的分配会有新的看法。**我认为没有什么比市场体系更好的了，特别是在激励人们生产社会想要的产品和服务方面。**但我确实认为，与那些善于发现企业内在价值的人相比，对于一个出色的教师的贡献来说，这(给教师的回报)有点不正常。在收入方面，我没有更好的制度，但我认为**社会应该想办法让那些特别幸运的人，在某种意义上，让那些有天赋的人、对给生产这些东西的人，在市场体系中得到一个公平的回报。**

伯克希尔是富人的基金？我们根本不这么看。我们将其视为业务的集合，理想情况下，我们将拥有所有这些业务。从某种程度上来说，共同基金持有很多公司的股票，并在不同的业务之间进行多元化，我们自己也试图拥有很多业务，我想这是对的。我想你可能会说通用电气，或者类似的公司。

我们比一般的管理者更倾向于购买一些业务，但我们在某种意义上正试图做杰克·韦尔奇(Jack Welch)在通用电气(GE)尝试做的事情，也就是试图拥有一些一流的业务。他给自己的管理留下了印记，我认为这是非常好的。**但在这些业务上，我们不干涉我们旗下的管理者，无论是我们的全资企业还是只持有其中的一部分。我们的做法**

是一样的。在杰克的领导下，通用电气取得了巨大的成功。我们认为，就我们所给带来的东西，以及需要始终投入资金的问题而言，我们自己的模式将最适合我们。查理？

芒格：我没什么要说的。

35、不需要利率前景来评估公司

股东：我是来自纽约市的克里斯托弗·戴维斯。我感兴趣的是，伯克希尔持有的许多股票都属于被视为对利率敏感的行业，包括富国银行(Wells Fargo)、所罗门(Salomon)、房地美(Freddie Mac)，甚至还有美国政府雇员保险公司(GEICO 保险)。但你承认自己对利率或利率变化有矛盾心理。看起来，你并不觉得利率变化会影响这些公司基本面的吸引力。我想也许你可以分享一下你的想法，你在这些企业发现了什么整个投资界都忽视的东西？

巴菲特：所有东西的价值，比如农场的价值、公寓的价值或者任何其他经济资产的价值，都 100%对利率敏感。因为投资的实质就是你现在把钱转让给某人，换取将来返还给你的一笔资金流。利率越高，现值越低。所以所有东西的价值，从本质上说，不管是可口可乐还是吉列还是富国银行，其内在价值都 100%对利率敏感。因为利率升高，富国银行或房地美或任何企业的内部情况是变好还是变差并不容易判断，这和价值评估相反。如果 GEICO 的承保费用率不变，换句话说就是得到每美元保险费要承受的亏损和支出不变，长期而言，加息对利润有益，很显然，这是因为 GEICO 的浮存金，浮存金的价值因为加息而升高了。至于外部情况，回到估值上来，利润的现值会因加息而降低。可口可乐利润的现值在利息更高的环境中的价值会变小。至于富国银行，很难判断它在利率变动的背景下会挣得更多还是更少。利率变化既会产生短期影响，又会产生长期影响，我们对保险公司、抵押贷款担保机构、金融机构或可口可乐、吉列这类企业作出决策的时候，不必先对利率的走向形成自己的想法，我们在这方面也没有想法。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

36、起风之前你不知谁在裸泳

股东：大家好，我是本杰明·巴伦，来自纽约。你能谈谈你的保险业务吗？尤其是你写的追溯保险。

巴菲特：我认为追溯保险市场，也就是所谓的“追溯保险”已经被会计的发展完全淘汰了。所以我不希望我们在追溯型保险上有任何建树。现在，当我们用保单持有人红利来计算工人薪酬时，实际上这是一种追溯保险。但这只是相对的——这只是伯克希尔业务的一小部分。

芒格：再谈谈百慕大保险业务的发展吧。

巴菲特：百慕大是一个新的竞争对手，其实也不算那么新，以前也有公司在百慕大注册，不过在过去的 15-18 个月里，注册在百慕大的再保险公司可能筹集到 40 亿美元资金。因为税负原因，可能还有别的原因，再保险公司都往百慕大聚集。实质上这种竞争和其他的再保险商的竞争并无不同，除了新的承保能力和刚筹集的资金之外，和那些已从业 50 年的机构相比，百慕大的经理人承受的压力更大，需要立即把保险卖出去。不论何时，**我们的任何业务出现新的竞争对手都对我们不利**，再保险公司当然也是这样。再保险行业会周期性地集体做蠢事，你可能做蠢事，但自己并不知道，突然醒悟过来，钱已经损失了，就和最近使用保证金投机债券的人一样。**在潮水退去之前，你不知道谁在裸泳。(笑声)这就是再保险行业的情况，在起风之前，你不知道谁在裸泳。**

37、现金堆积如山是因为找不到投资机会

股东：我是惠特尼·安德森，来自佛罗里达州迈阿密。我的问题是，现在，我们正在阅读各种各样的分析师的文章，他们认为你应该如何调整你的现金、股票和债券，因为.....伯克希尔是如何看待金融危机的？你是否准备了更多的现金储备，以备将来有能力购买？

巴菲特：我想你要问的问题是，我们是否会通过维持一定的现金水平，在将来根据某些情况下去进行资产配置？我不认为我们是这么想的。**如果有现金在手，是因为我们找不到聪明的处置现金的方法(买进企业)。如果我们持续一段时间找不到任何投资机会，现金就会越积越多。**那并不是我们可以选择的，我们有现金是因为我们没能做到我们努力去做的事情，我们从不费劲去猜三个月后、六个月后或一年后现金是不是更值钱。我们在伯克希尔从来不召开任何种类任何形式的会议，也不召开资产配置会议。**我们一直都在物色，查理物色，我物色，而且我们的一些经理人也在物色，物色那些达到我们要求、可以买进的东西。**如果年底的时候，手里没有现金也没有短期证券，我们会很高兴，这意味着我们找到了投资的途径，以我们喜欢的方式使用了资金。我必须承认，要不你们可能会忽视，如果我们有很多钱在手，就说明我们的表现不如往常。我们现在确实有超过 10 亿美元现金在手，这并不是我们所希望的，**你们可以将其视为我们管理业绩的一种失败指数。**我们产生很多现金，若我们能整体并购企业或买企业的一小部分，用光我们的现金，我们会很开心。

38、两房在其领域拥有无法比拟的经济特征

股东：先生们，我叫理查德·塞尔，来自亚利桑那州图森市。我知道 40% 的房屋抵押贷款都被房利美和房地美

和双寡头抵押证券证券化了。我冒昧地要求你们做一个预测，因为你们之前已经讨论过预测了，我很想知道你们认为随着时间的推移，这种双寡头垄断的市场份额会发生什么。谢谢你！

巴菲特：这个问题的答案不需要太多的预测。市场份额肯定会上升。这并不意味着两房是值得买进的好企业。两房的市场份额之所以肯定会上升，是因为**这两家实体跟在投资者与希望借贷的人之间扮演媒介的其他机构相比，拥有无与伦比的经济特征**。两房市场份额不高的原因是两房受允许发放的任何抵押贷款额度只有(不超过)大约 20 万美元。这以前是一个限制因素，有一个限制因素对它们来说未必不是好事。以前有部分市场不允许两房进入，但在它们所允许进入的(那一部分)市场中，**两房在货币媒介方面拥有其他机构无法望其项背的经济特征**，我们投资的储贷机构都无法与其相比。我们有一家货币媒介机构，从储户处得到资金，然后放贷给想买房的人。两房也从事同样的业务，只是它们在开设分支门店等支出和年度保险费上的成本比我们低得多，所以它们将会抢到业务，它们的市场份额将会上升。查理？

芒格：我觉得你说得没错。(笑声)

巴菲特：你做的很棒。(笑声)

39、信息传播速度得提高不会影响我们的决定

股东：早上好，我是萨拉·普鲁特，来自威斯康辛州密尔沃基市。我想知道你是否觉得今天信息的传播速度已经影响了你的商业购买决策过程。你认为信息传播迅速会导致你错过了机会吗？

巴菲特：不会。我们现在的运作和 30 年至 40 年前很相似，我们还在读年度报告。(笑声)信息快速传播其实对我们没有任何影响，**关键在于处理信息并最后得出一些有用的结论，那就是判断企业或者企业的一部分(意即企业的证券)的价格和其价值的比例**，这些和信息的快速与否毫无关系，只是和得到的信息好不好有关。**我们不在于草堆里找针或类似的事情，我们只是喜欢干草堆一样大的机会，不喜欢针一样难找的机会，我们希望机会能对我们大叫**。我们所做的就是阅读公开报告，然后会去询问几个问题，从而确定交易仓位、产品强度等问题。我们可以很快地作出决策，能在两三分钟内判断是否对某事感兴趣，这并不需要花费很多时间。然后我们可能需要检查一些东西，但我想不出有什么场合是需要快速得到大量数据才能作出决策的。我们的营运子公司有良好的管理信息系统，不过那些信息是库存。**我认为，就算住在一份邮件要三周才能到达、报价也要三周才能到达的地方，照样能明智地投资。**

40、估值因人而异

股东：詹姆斯·潘，来自纽约。我有一个两部分的问题。第一，你认为伯克希尔的股价目前是否在其内在价值的 15%之内？其次，如果你认为伯克希尔的市值被低估，而你的资产负债表上有这么多现金，你会考虑回购吗？

巴菲特：我们觉得，如果市场环境能使伯克希尔的股价变得更有吸引力，也可能会使其他的东西的价格更有吸引力，我们认为这是我们的股东比很多公司的股东更理性的缘故。将来，我们会发现一些优秀公司处于荒谬低价，这比我们发现伯克希尔处于荒谬低价的可能性更高。(掌声)这通常会导致股票回购的可能性消失，但并不会将其完全排除在外。这就是为什么股票回购通常不是明智的选择的原因。估算内在价值这件事，是你们的一种乐趣，我不想破坏你们的乐趣。我是说，你真的应该自己解决这个问题。(笑声)查理是研究内在价值的专家，查理？

芒格：嗯，你在这个问题上的态度让我想起了一位著名的校长，他每年都在毕业班演讲。他会说，“你知道，”他说，“你们当中有 5%的人最终会成为罪犯。他说：“我知道你是谁。”(笑声)他说，“但我不会告诉你，因为这会让你的生活失去激情。”(笑声)以前房地产控股公司不断告诉股东自己的内在价值是多少，必须指出，它们报出的数字之愚蠢以及其中的歪门邪道令人作呕。如果我们也公布自己的内在价值，我们岂不是和这些人为伍了？

巴菲特：在 50 年代末，Webb&Knapp 公司的比尔·泽肯多夫是第一个那么做的人，他公布的内在价值精确到小数点后 8 位，他一直公布内在价值直到提交破产申请的前一天。(笑声)

芒格：我记得很清楚，因为有人说他破产了。还有别人说：“你怎么可能会破产呢？”(笑声)

巴菲特：若有人提供一大串企业预期和估值等方面的数据，你要小心。我们尽量向你们提供我们自己在计算价值时使用的所有数据，在伯克希尔的年报里，查理和我用来对一个证券下决策的所有信息都有，但我们希望你自己计算。我们在年报里放进那些保险公司浮存金的资料，几乎用了一页篇幅，在伯克希尔，这算是非常重视的。(笑声)我们认为这些资料关系相当重大。你的解读可能和我或查理的解读不一样，但这是很重要的数据。我们可以给你们写一些胡扯，比如说保单持有者对我们很满意之类，但这样就不能告诉你们保险业务的价值。我们可以描绘一下保险客户收到支票时有多么开心等等，(笑声)但我们不会这么做。

41、巴菲特谈彼得林奇

股东：迈克·梅西，来自印第安纳波利斯。我真的很喜欢读你的年度信件和年度报告，而且我还回去读了以前所有的信件和报告。它们是很棒的。我也很喜欢读彼得·林奇的两本书，我发现你们俩有很多共同点，你们的思维

方式，你们的哲学等等。如果您能就您对彼得·林奇的看法、他在两本书中所说的话以及他给投资者的建议发表一些评论，我将不胜感激。谢谢你！

巴菲特：我认识彼得，虽然和他不熟，但我们曾在奥马哈一起玩过桥牌。我个人很欣赏他。他是个高层次的人，有出色的以往业绩，他写的两本关于他的投资哲学的书很畅销。我没有什么可补充的，我不想添油加醋。我们之间肯定有一些相同的观点，当然也会有一些不同的观点。很显然，**彼得多元化的程度大大超过我，他持有的股票数比我能记起来的公司名还多。那是彼得的风格。**(笑声)我以前说过，**通往投资天堂的路不止一条。投资中没有唯一的方法，有用的方法有很多，我认为我们的方法也是有用的。我们有很多相同的地方，但如果让我用彼得的方法，我不可能获得彼得的成就。如果让彼得用我的方法，他也不能获得我的成就。**我个人非常喜欢他，我对他有很高的评价。

42、理性承保，理性投资，甚至什么都不做

股东：巴菲特先生，芒格先生，我叫戴夫·兰克斯。我是商业保险杂志的高级编辑。问你两个问题。您能解释一下您的主要保险运营情况吗？是什么因素导致去年的书面保费上涨了 50%以上，如果你预计今年还会继续上涨的话？然后，关于再保险公司会集体做的蠢事，你能否解释一下，什么是百慕大群岛注册的保险商有而伯克希尔没有的潜在的缺陷？

巴菲特：关于主要保险运营情况的第一个问题，你们可以在后面找到。但是他们有一点扭曲，因为我们在 92 年早些时候购买了中央州信用赔款保险。所以 93 年中央州信用卡的保费收入要比 92 年更高一点。我们最主要的国民保险公司，主要经营商业保险、汽车保险、一般责任险等，这些保费都很平稳。同时，住宅保险业务(Home-State)也运营的很平稳。这些业务都稳中有升。但所有的这些数字，和实际变化有所不同。我们去年的业务，包括 92 年中央州信用赔款保险，都不会有太大的变化。我们的主要业务并没有发生太多变化，除了它一直在运行，它做得很好，但它没有爆炸性的增长。今年和去年都是如此。这是个好买卖。它可以在某些市场大幅增长，但在这个市场却没有增长，去年也没有增长，尽管它的承销业务非常好。

我们的保险公司和其他机构(不是所有的机构)的区别，实质上是安全感的来源。**不论何时，只要我们认为价格合理，就会提供大量的再保险服务，但如果我们认为不合理，就不进行此业务。这和投资是一样的，简单地说，如果我们认为证券的价格合理，我们会投入所有可用现金购买证券，但对为了买股而买股毫无兴趣。我认为大多**

数管理层如果只从事再保险业务，在价格合理的时候会更喜欢进行业务，但在价格不合理的时候，除了把钱还给股东外没有别的选择，他们不愿还钱给股东，就会倾向于进行更多的不合理的业务。**大多数经理人无法跨越这个坎。**(笑声)我想我们的情况很好，我们的资本配置很灵活，在没有合适的业务的时候，可以不动如山，而其他大多数机构的管理层就无法做到这一点，因为他们只有一个业务可做。

若一段时间没有任何灾难发生，保险商过了两年好日子，保险费就会下降到愚蠢的程度。不过我们还是根据我们认为自己所承担的风险，而不是根据过往的经验来定价。事实上，去年没有发生飓风和明年的保险费毫无关系。所有的人都说自己根据风险定价，但是市场趋向于根据过去的经验，特别是最近的经验来定价并作出反应。这就是伦敦那么多的再保险公司以破产告终的原因，因为**它们的定价体现了经验而不是风险。很难年复一年地坚持，看着业务从门前走过不去接。**不过我们绝不在知情的情况下，去承接价格不合理的业务，我们也可能潜意识地受到影响，接下价格不合理的业务。但是我们进行的价格不合理的投资，不会多于价格合理的投资。当你投资或者承担保险风险的时候，应该自己思考，不能让市场替你思考。查理？

芒格：伯克希尔是一家非常老派的公司，我们努力自律，保持我们的风格。我说的老派并不是老旧的愚蠢，我说的是永恒的真理包括基本的数学、基本的常识、基本的恐惧、对人类本性的基本诊断，这使得预测人类行为成为可能。如果你能自律地遵照那些真理，你的回报可能会很不错。

43、来自桑迪·戈特曼的赞扬(David Gottesman 第一曼哈顿创始人 First Manhattan Co.是 BRK 第四大股东，2022 年 9 月离世)

戈特曼：David Gottesman 来自纽约。难怪这次会议吸引了全国各地的股东。尽管今天已经谈论得很多了，但我还是很高兴地说，这个会议一年比一年好。作为一家名字已经成为卓越管理代名词的公司，伯克希尔在美国商界独树一帜。与许多美国公司不同的是，**作为股东，我们不必担心公司的重组、巨额减记、大规模重组、过高的利润以及高管薪酬过高等问题。**相反，年复一年，我们享受着查理和沃伦的常识和智慧带来的好处。(掌声)

巴菲特：不好意思，你刚刚说你叫啥来着？(笑声)

戈特曼：我想补充一点，更不用说你的幽默了。我们很容易把这种持续不断的杰出成果视为理所当然，但我们在座的各位是他们努力的直接受益者。我们今天出席会议，是为了感谢他们的杰出表现。但我们也可以用另一种方式来证明。我想建议我们为他们出色的工作给予热烈的掌声。谢谢你！(掌声)

巴菲特：谢谢你！那是桑迪·戈特斯曼。我们一起工作了 30 多年，他终于明白了。我很感激，桑迪。(笑声)我们现在短暂休会。如果有人想留下来，我们会在 15 分钟后再集合，然后我们会在这里待到 1 点 15 分。

* * * 下午场 * * *

1、对健力士的投资不予置评

股东：你现在对健力士的投资感觉和当初投资健力士时一样吗？

巴菲特：我不想评论我们拥有的任何公司，比如我们如何评价它们是否合意。我的意思是，无论是可口可乐还是吉列，**你都可以通过我们的到底是什么时候购买的、什么价格购买的或相关的任何信息，来判断我们的判断。**但我们可能会随时买卖这些证券。我们认为，作为一个整体，谈论我们可以买卖的公司并不符合伯克希尔股东的利益。

2、世界百科全书下滑是多种因素的影响

股东：嗨，我是大卫·温特斯，来自新泽西州的山地湖泊。我只是想知道，世界百科全书最近过得很艰难，我想知道你是否在做些什么来改善这一点。布法罗新闻也经营的非常棒。我想知道是什么推动了布法罗新闻的发展？

巴菲特：是的，布法罗新闻做得很好。好吧，我想说你应该感谢斯坦·利普西(Stan Lipsey)——我不确定斯坦现在是否在这里，但是——是谁在主持新闻呀？正如我们在报告中所指出的那样，过去几年，世界百科全书的销量大幅下降。从某种意义上说，利润保持得如此之好确实令人惊讶。正如我们在报告中所说，我们并不知道造成这种情况的确切的答案。

拉尔夫·谢伊(Ralph Schey)已经对此采取了一些行动，他认为这能改善情况。拉尔夫作为经理的记录绝对是**非常棒的**。这点我在 1992 年的报告中写过。1993 年，拉尔夫做得更好。我是说，那真是太棒了。我想，他们大概创造了 110 万或 100 万的税前利润，通过 90 万的平均权益资本。这(ROE)是一个非常棒的记录。如你所知，《大不列颠百科全书》在去年亏损。百科全书的生意一直很差。可能是由于**电子领域的竞争**，也可能是由于销售人员的招聘问题。显然，**它可以是多种因素的组合**。如果我们知道答案，我们现在就不会看到这些数据了。但这是拉尔夫最关心的一件事。他对待任何表现不如以前的事情都很认真。让我们看看未来会发生什么。但我对此没

有任何预测。我希望我知道答案。我没有看到任何新的变量——我们已经在报告中加入了我们能做的最好的。我认为我们的市场份额，如果你看看纸质百科全书的话，并没有下降。但我不能确定，但我认为这可能是真的。但是有很多百科全书都是和电脑销售捆绑在一起的。

3、分拆伯克希尔不会有帮助

股东：还是来自帕洛阿尔托的李。按照奥马哈的标准，你是一个相对年轻的人。每年你都会指出，伯克希尔的规模现在让你无法进行规模相对较小的交易，你本来在小交易上是享有盛名的。你考虑过把伯克希尔拆分成更小的实体吗？这样你就可以从一开始就进行那些美妙的小交易？

巴菲特：把它拆分成较小的实体没有任何用处，因为不管怎么拆，我们还是有 100 亿美元以上的资本要投资。显然，我们可以将其分配给股东，让股东自己拿主意。在任何时候，我们认为自己无法使一美元的留存收益获得高于一美元的市值时，我们就会将其分配给股东。拆分和建立小实体没有神奇的效果。我们可以建立伯克希尔 1、伯克希尔 2、伯克希尔 3 和伯克希尔 4，但还是要面对投资 100 亿美元的问题。所以拆分不能解决任何问题。查理，你觉得呢？

芒格：伯克希尔在业务运营决策方面非常分散，依靠各个部门自己决策。在有关证券投资方面则非常集中。迄今为止，虽然我们不能像年轻时那样投资，但是尚没有遭到大的不利影响。不过最后，我们的规模会增大到不利的水平。

巴菲特：毫无疑问，假如我们只有 10 万美元，我们的回报百分比会大大高于有 100 亿美元。现在规模增大还没有如我们所想的那样给我们造成伤害，但我们寻找投资机会的范围缩小了。不管你把钱分存在 20 个银行账户中还是集中在 1 个账户中，你的选择范围还是得符合总计 100 亿美元的资金量。

4、通用动力管理层的工作令人印象深刻

股东：来自纽约的迈克尔·班扬。我有两个问题。第一，去年你们在年度报告中讨论了你们对通用动力的投资。你还把你的委托书交给了公司及其管理层。今年，你似乎已经卖掉了股票。我知道你卖掉了 20% 的通用动力公司(General Dynamics)的股票。你可以对此评论一下吗？

巴菲特：除非不得不公开，否则我们不应该谈论正在买进或者卖出的东西。对于通用动力公司，如果我们持股的变化超过 5%，就要填交 13-D 文件。只要我们持股超过 10%，就要每月报告表格 4 中规定的信息。我们认

为通用动力的管理层做得很好，很显然，**我们无法展望这家公司未来 20 年的前景**，但通用动力的管理层对股东提供了很好的服务，我们很感谢这家公司的管理层。

股东：我是不是应该从你的评论中，了解到你已经改变了对这块业务本身的看法？

巴菲特：不，不。我觉得你把我刚说的记下就好了。(笑声)

5、伯克希尔的一些股东目光短浅

股东：看起来 1993 年伯克希尔股价的最高点和最低点之间波幅很大，你愿意评论一下么？

巴菲特：1993 年，伯克希尔股价的波动性较大。如我在年报里所说的那样，**去年的股票表现其实超出了企业的实际表现**。每年股价都会有所变化，股票的表现可能会略好于公司的业绩，也可能会略低于公司的业绩，我们希望这样的变化越小越好。虽然历史上曾有一些年份波动性很大，但去年的情况创下了历史纪录。应付这种情况的最好方法莫过于向股东和潜在的股东提供尽可能多的信息，并且采取措施能够吸引眼光很长远的股东加入，不鼓励其他类型的股东加入。不过，我们不能保证股价(短期表现)。

在过去几个月里，有件事让我觉得很有趣，我偶尔和公司的专家聊天，吉米·麦圭尔(Jimmy M Guire)是一位非常出色的专家，他刚才还在会场，现在有事离开了。当时，我们的股价是 16000 美元左右，他发现有人在 15500 美元上挂了很大的止损单，大约有好几百股。(笑声)对我来说，这就是一个信号，**说明我们的股东中有不应该被吸引进来的人**，为什么不在 1.6 万美元卖出，却要在 1.55 万美元卖出，我可想不通。(笑声)有人对伯克希尔的股票挂止损单，这清楚地说明有些人(股东)把股票作为某种交易工具，而且**思路也不是投资者的思路**。我并不认为这样的股东有很多，但是很显然，如果这种股东足够多，股价波动性就会比股东们都准备持有股票一辈子大得多。当时股价的确下跌了，跌到了 1.55 万美元。我想止损单的规模可能接近 300 股，或者说价值 450 万美元的股票。某人或者一些人可以在 1.6 万美元出售股票，却决定在 1.55 万美元出售，看起来，**股价跌得越低，他们就会越喜欢出售**。(笑声)这种想法照我看来就好似你有一所房子，你很喜欢且住在里面，房子价值 10 万美元，你告诉你的经纪人，"如果有人愿意出 9 万美元的价格，我就想把房子卖掉。"(笑声)

去年有一小批人和一个相对较小的潮流，倾向于比以前更加关注股价在未来六个月里是涨还是跌。在这方面，我们一直都很幸运，我们有愿意长期持有股票的股东，但是也有人因为认为股市要涨或别的类似预期才买进股票，从我们的角度看，这不是好消息，这会增加股价的波动性。我们不会鼓励这种做法。

6、我们是长期净买方

股东：史蒂夫·朗自多伦多。我只是很好奇，你刚才说，对股东来说，最好的事情之一就是，市场下跌，你能够以愚蠢的价格买到好公司。然后过了一会儿，你说我们可以通过你在任意时间点的账户上有多少现金，来判断你做你认为你应该做的事情的能力。换句话说，我想，你觉得你应该做的是把钱投资在好的生意上。如果市场下跌，如果你的第一项能力成功了，现金从何而来？会不会是来自于公司运营的现金流来自于流通股？那么，从某种程度上说，伯克希尔的成功在于，你能够以市场平均成本的方式，持续进入市场？是这样吗？

巴菲特：你说的不是那么精确。首先，我们确实产生了大量的现金，但我们不会仅仅因为我们认为市场会下跌，为了买公司而囤积现金。但显然，**随着现金的流入，我们总是在寻找可做的事情。一般来说，市场越便宜，我们就越有可能找到我们理解和喜欢的东西，价格就越有吸引力，我们就会买入。**

但我们不可能改变整个投资组合，因为这不会给我们带来任何好处。我的意思是，**往往市场很便宜的时候，我们也会以更低的价格卖东西的同时，以更低的价格买东西。**但在市场下跌过程中，如果我们有净现金流入，我们会以比更有吸引力的价格增加我们的业务。这不是对任何一家公司的预测。我的意思是，不管是吉列还是可口可乐，还是别的什么。它可能是我们已经拥有的，也可能是我们没有的。但我们喜欢购买更多股票的机会。假如你问，若下个月市场下跌 50%，伯克希尔是不是情况更好了，我们会告诉你，若真的下跌 50%，伯克希尔的情况会更好。**因为我们是长期的股票买方。**

7、所罗门的薪酬："非常公平"

股东：拜伦·兰斯德尔，来自北卡罗来纳州罗利。谢谢你这个周末的盛情款待。我的问题是关于所罗门公司的，是关于所罗门兄弟公司的。你曾是公司董事会成员，从 1987 年至 1992 年，当时所罗门的财务业绩非常惨谈。照你看来，如果当时的薪酬是理性的，所罗门是不是应该有一些能使其被称为好企业的业绩呢？

巴菲特：若当时其采用目前的薪酬哲学，即获得很好业绩的人可以得到很高的薪酬，我认为可以表现得更好。你们将会看到**华尔街大笔发放花红，这就是野兽的天性。**关键在于只有在他们给股东带来很好的业绩的时候，才给他们开高薪，若开的薪酬平平，就不能指望业主能得到极好的业绩。但如果开高薪，业主就应该得到非常好的业绩。旧的薪酬体系并不是完全无视高薪高业绩的，不过，我觉得旧的薪酬体系远远称不上是一个理想的体系。

8、卖出看跌期权不经常做

股东：沃伦，我有一个问题。去年你用可口可乐看跌期权作为增加收入的一种方式，反过来，如果你行使期权，作为增加你的头寸的一种方式。您是否仍然在您希望增加的投资中使用这种类型的看跌期权？（录音中断）

巴菲特：....500 万股，我记得，可口可乐的股票，在初秋的某个时候，或者——我记不清了——去年某些时候。**看跌期权的溢价在 750 万美元左右**，定价在 35 美元左右。我们不太经常这样做，也不太可能做很多。首先，看跌期权有持仓限制，这并不适用于我们，但适用于我们的经纪人。在此之前，这些头寸限制并不明确。但我们可以通过一些不同的经纪人来做相同数量的看跌期权。平常我们不太可能这么做。但在那个案子里，我很乐意这么做，我们赚了七百万美元。但我们可能可以做的更好。**如果我们很喜欢某项资产，我们最好还是购买资产本身，而不是卖出它的看跌期权，特别是因为卖出看跌期权所获取的利益，并不能对伯克希尔有特别大的贡献。**有些证券我不介意卖出 1000 万股的看跌期权什么的，这可能是被允许的。但我们不被允许(直接卖出)——我们可能需要通过多个经纪人来完成这项工作。总的来说，我不认为这是一项特别有用的办法，还不如我花时间寻找机会直接购买证券。查理，你有什么要说的吗？

芒格：没有。

9、无论报纸多么荒谬我们概不评论

股东：巴菲特先生，我来自西点军校。我叫罗杰斯。几个月前，《世界先驱报》报道称，伯克希尔在菲利普·莫里斯和科大持有大量股份。但在你的年度报告中，我没有看到任何这方面的内容。你能评论？

巴菲特：在过去两年时间里，我可能在《华尔街日报》、《今日美国》(USA Today)还有一些其他地方，比如《美联社》(AP)、《奥马哈先驱报》(Omaha Herald)，还有一些大报上，看到过对我们买某家公司的新闻报道。**这些报道中的绝大部分都是错误的**，我们不纠正那些错误的报道，因为如果我们纠正错误的文章，等于是确认我们保持沉默的报道。所以**不管报道多么荒谬无稽，我们都一律不作评论。**有趣的是，他们一直在刊登这些文章。坦率地说，从我们的角度看，大多数不准确的报道可能会对我们有利。我们不鼓励这种报道，但读这些报道，会让人误以为我们正在买张三公司或者李四公司，其实我们根本没有。**我认为大家不应该在报纸上看到我们在买什么股票，就跟着买。**将来有一天人们可能会改掉这个坏习惯，报纸将来可能也会改掉不知真相就乱写故事的坏毛病。不过这种情况现在还是存在于我们的周围，可能还会继续存在下去。根据经验，如果你在除了我们向证券交

易委员会或监管部门提交的文件以外的渠道读到我们买进或卖出什么东西，这报道有 50% 的几率是错误的，过去就是这样的情况。

股东：你认为伯克希尔会成为标准普尔 500 指数的成份股，还是道琼斯指数的成份股？

巴菲特：我认为不太可能。我不知道标准普尔 500 指数的标准是什么。但我想我们不合适是有原因的。我不知道他们是否对已发行股票的数量有疑问，或者——我从未与标普核实过。如果我们是标准普尔以外市值最大的公司，我不会感到惊讶，尽管我不知道。但他们可能会有一些标准阻止伯克希尔成为它的一部分。我认为这会很有趣。如果我们是标准普尔 500 指数的一部分，如果人们想有足够多的伯克希尔股份被编入指数——比如 60% 的伯克希尔被编入指数。这将是一个有趣的命题，如果查理和我不卖伯克希尔的股票，如果指数基金试图复制标准普尔指数，它们将如何获得 60% 的股份？我不知道他们是否有关于所有权集中的规定。同样的思路可能也适用于沃尔玛或其他公司。举一个极端例子，如果一个公司 90% 的股份是一个人拥有，而公司的股份中 12% 的被指数化了，公司的 90% 不能出售，那指数基金是要从北太平洋的角落或其他地方变出这些股份吗？无论如何，我不认为我们会进入任何一个指数。

10、如果你不了解业务，那就分散投资

股东：艾伦·莫里斯来自加利福尼亚。我想知道的是你如何考虑在给定证券中你愿意持有多大的头寸，因为你一般都有新的现金流入你可以投资；但对于一般投资者，他们资金有限，他们该如何决定呢？

巴菲特：以我们目前的规模，查理和我可能再也不能找到我们想投多少钱就可以投多少钱的投资目标了。查理，如果我们真的很喜欢这个目标。

芒格：我想很有可能。

巴菲特：我们可能再也不能尽情投资了。我们找到自己很喜欢的东西的时候很开心，有时候我们真的找到了，但是我们的资金太多，总是容不下，或者说我们无法像只有 100 万美元时那样尽情地投资。我们愿意向单只证券投入大量的资金。在我管理我的合伙公司的时候，我单只股票投资比例的上限是 40%。至于查理，你管理你的公司的时候，我记得，你的上限不止 40%。

芒格：那是。(笑声)

巴菲特：假如我们管理一家规模小一点的合伙公司，或者我们管理自己的资本，而且自己的资本较少，我们

还会这么做的。除非我们认为自己对那家企业非常了解，而且认为根据那家企业的性质(我们花钱买的资产和掌管企业的管理层)，我们没有任何风险，否则我们不会那样集中投资。这样的企业偶尔能找到，如果它的吸引力比第二选择、第三选择、第四选择大很多，我们就会将我们很大百分比的账面价值投进去。我们不是在建议你这样做，我们只是建议，在你资金充裕时找到一个这样的目标，根据你自己对企业价值的判断，根据你对企业的喜欢之处，在你对企业足够了解的情况下，才该这么做。你必须得真的了解这家企业。

顺便说一下，人们一直都对前景很黯淡的私营企业集中投资，人们会把自己账面价值的很大一部分投进比如干洗店、加油站或其他什么特许经营店中，这些业务都是高风险的。人们还会把全部身家都投入农场，农场也是一种企业且存在各种业务风险。所以，如果你很理解一家企业，而且价格有充分的吸引力，将你很大百分比的账面价值投进去并不算疯狂。如果你不理解企业，最好还是多元化投资，而且要相当广泛的多元化。

芒格：有一个真实的故事。伯克希尔有一位股东，他一开始时的股票是他父亲留给他的，他父亲去世后，留下了一大笔财产，这笔财产其实就是两只证券，即伯克希尔的股票和另一家优秀公司的股票。一家银行是共同受托人，这家银行的信托经理说，“你得多元化这笔投资。”这是一个大错误。那位和银行一起作为共同受托人的年轻人说：“你知道，如果我父亲采取你的做法，他现在只是一个银行里的信托经理，不会成为一个富人。”(掌声)那个人持有伯克希尔直到今天，银行现在依然向人提供同样的建议。(笑声)

11、阅读年报你会做的更好

股东：巴菲特先生，我是来自奥马哈的查克·彼得森。我想知道你能否对可口可乐公司发表评论——你今天并没有过多地谈论它——关于你对未来五年的预测，每股收益的增长，以及这种增长的来源。

巴菲特：你必须自己得出结论。可口可乐的年度报告写得非常好。我的意思是，它们信息量很大。如果你读过一些相关年报或报告，你绝对会像我一样了解可口可乐公司。但最终，你必须对可口可乐的增长潜力、盈利潜力等等做出自己的判断。有一件事我可以向你保证，如果你在这个问题上花费相对较多的时间，你所能获得的关于这个问题的决策的事实，基本上和你在可口可乐公司工作了 20 年，或者你是华尔街的一名食品饮料分析师之类的事实一样好。这就是我们喜欢的生意，是我们认为我们可以理解的。一般而言，我认为你也可以像我理解这项生意一样，去理解它们。但我们不喜欢你给我们的答案。这可不是个好主意。

12、安联的交易“接近失败”

股东：大卫·斯瓦布，来自德克萨斯州奥斯汀。我有一个关于已经发行了 4 年的可转换债券的问题。如果你是一名教师，你有没有想过，如果与从债券中获得的收益相比，什么交易是好的？什么交易是坏的？对于一笔钱是如何使用的，有任何想法吗？

巴菲特：查理，你明白他要说什么吗？

芒格：他想知道你是否认为，你和安联的交易对伯克希尔来说是笔好交易。

巴菲特：不，我想说的是，如果我在做安联交易的时候就知道了一切——那是一种可转换的股东息票债券——我现在知道了，我们会这么做吗？可能差不多还是会这么做吧。当他打电话的时候，我们的债券相对较少。所以，从这个意义上说，这不是一个负面因素。但是如果我们有更多债券的话，我们可以很容易地做更多的转换。显然，如果我们以 11800 美元的价格卖出很多股票，情况就不会这么好了。对于我们当时用 4 亿美元进行交易，这很难准确地评价。要知道货币是可以转换成任何形式的，单独考虑这 4 亿美元——又要考虑拥有货币的好处——是很难做到的。但我想，如果能从头再来一遍，我们可能不会发行太多这样的债券。你觉得呢，查理？

芒格：现在，你可以问关于全美航空的事情，我们很乐意回避这个问题。(笑声)

巴菲特：查理和那个决定无关。(笑声)直到我做了他才知道。当他知道的时候，.....(笑声)

13、我们的规模不利于我们买卖

股东：巴菲特先生，我是来自多伦多的乔·希尔德万。对于伯克希尔持有的非永久、但规模庞大、却流动性不佳的股票，考虑到市场对伯克希尔的严格审查，你对这部分股票卖出的策略是什么？

巴菲特：问题可能会非常严重，也可能会微不足道，具体取决于市场情况和我们的出售方式。我们是把大笔股票卖给机构，还是在要约收购中卖出，这是很难衡量的。但你的观点基本上是对的，**不管是买进还是卖出，规模都是不利的因素**。由于我们卖出的频率很低，所以这并不是很严重的不利因素。这是一个我们有的、你们没有的不利因素。

14、巴菲特和芒格没有关键人物保险

股东：安娜来自弗吉尼亚州的罗阿诺克。伯克希尔或其任何子公司是否为你和芒格购买了关键人物保险？

巴菲特：噢，不。不。据我所知，我们没有人寿保险，除了可能有最基本的——公司购买的集体人寿合同。我们没有关键人物保险。不过，这真的不重要。我的意思是，如果我们的市场价值是 180 亿美元，如果它只产生

1%的差异，那也就是 1.8 亿美元。基本上，我们卖出保险的数字要比购买保险的数字更好。(笑声和掌声)

15、健力士对 LVMH 集团的持股重组很符合烈酒业务逻辑

股东：巴菲特先生，我是巴里·西斯金德，来自亚利桑那州梅萨市。我是你的长期仰慕者。我的问题与健力士有关。我记得读过一篇我非常尊敬的文章，《杰出投资者文摘》的编辑亨利·爱默生在纽约写的，我记得那是在 58 或 59 年，你在古巴投资，之后决定再也不投资美国以外的地方了。后来你又投资了健力士，我也是健力士的投资人。我已经对健力士及其姊妹公司路易威登轩尼诗(Louis Vuitton Moet Hennessy)投资了五年多。顺便说一下，我对这些投资非常满意。健力士和 LVMH 集团之间的关系出现了重组，健力士不再持有 24%的 LVMH 股份，改成仅仅持有轩尼诗的股份。不过现在 LVMH 集团的另一部分，也就是路易威登(Louis Vitton)箱包和迪奥(Christian Dior)香水的表现更好，它们去年还投资了一家报社，你愿意评论一下健力士集团放弃的那些公司吗？

第二个问题与健力士投资固有的外汇风险有关，当时我们买健力士的英镑汇率是 1.8 美元，正如你提到的，现在跌到了 1.48。通过外汇市场对冲外汇风险的成本已经减少了，因为英国的利率低而美国的利率高，所以对冲英镑的汇率风险的成本已经接近为零。我想我们都是公司的投资者，而不是外汇的投机者。那么，第二个问题是，你打算对投资中的外汇风险部分做些什么吗？

巴菲特：LVMH 集团只是我们可以买卖的数千种证券中的一种。我真的不想评论 LVMH 有什么吸引力或不足之处。健力士的做法很符合逻辑。它们的利益在于和轩尼诗联合，从而利用其分销优势在全球推广健力士的自有品牌。对轩尼诗来说也是如此。至于外汇风险方面的问题，以及在它们买进烈酒公司、放弃箱包和香水等公司方面，你可以保留自己的观点，但我觉得健力士的决定在逻辑上很明智。至于我们是不是希望继续拥有 LVMH，其实这和是否买进或卖出其他证券的问题一样，我们无法回答。

第二个问题我们基本上不对冲。比如可口可乐 80%的利润来自国外，因此有很大一部分收入以外汇计价，其中日元和德国马克已经占到很大的比重，这两种货币在今后 5 年和 10 年里，占利润的百分比会越来越高。如果你拥有可口可乐公司，就相当于拥有一大把外国债券，这些外国债券的债息以所在地货币支付，且债券永远不过期。因为你不知道可口可乐是在日本赚还是在德国赚，所以你不知道债息会是什么货币，但你知道这些债券能持续存在几十年，债息会很丰厚。这样来看，你又是否应该通过货币互换，将这部分未来的现金流转换成美元呢？我们并不认为我们对货币的看法是聪明的。市场对货币的了解并不亚于我们，可能比我们多得多。

对冲是有成本的，即使利率结构可能会导致曲线看起来将来会很平直，实际上依旧会有成本。因为这是一个相对有效的市场，价差并不大。我们认为没有理由为成功的可能性只有 50% 的事件承担对冲的成本，而且这种情况无法持续下去，顶多持续两年。如果你用我们的视角看，把企业价格视为从今天到审判日的现金流贴现值，就会发现，不管怎样都无法对冲风险。我们可以保持滚动对冲，但不想承担成本。至于我们的利润中的某些部分(不论是健力士、可口可乐还是吉列)是德国马克、英镑、日元和美元的混合，抑或全是美元，我们并不怎么担心。我们略微偏爱利润都以美元计价的情况，但不会因为利润是以一组货币混合结算而晚上失眠。很显然，如果利润以很弱的货币结算，我们是不喜欢的。但我们应该做一大把货币掉期交易，从而将这些利润流转化成美元吗？我们认为这么做不值得。

16、保险业务的内在价值远远超过账面价值部分远远大于其他业务

股东：劳伦斯·格劳宁，来自米尔谷，加州。在年报的第 13 页，谈到保险业务时，你说它的内在价值远远超过账面价值，事实上，比伯克希尔的其他任何业务都要大。为了进一步完善之前的问题，你能告诉我你的意思是它

是用百分比还是用绝对金额来表示吗？

巴菲特：绝对金额。很难确定保险业务的百分比，因为我们有很多资本在保险业务中。我们还有其他业务。我认为，我们的企业账面价值在数千万美元，而实际价值在数亿美元。所以你不能把它应用到保险公司(听不清.....)，所以是绝对金额。但就绝对金额而言，我们认为，对保险业务而言，其内在价值超过账面价值的部分——至少我是这么认为的——远远大于我们拥有的任何其他业务。查理？

芒格：No.....

17、不担心可口可乐的继任问题

股东：乔·利特尔(PH)，来自加拿大温哥华。可口可乐公司的高层继任问题是否会让你担心？

巴菲特：可口可乐公司管理良好。我根本不担心....(笑声)

18、所罗门 CEO 的 2400 万美元奖金目标是"极其难以实现"的

股东：来自纽约的克里斯·斯特维。根据所罗门兄弟最新的公告，如果(董事长兼首席执行官)德里克·莫恩(Deryck Maughan)能获得 30% 以上的利润增长(至少比竞争对手高出 10%)，那么他就能获得 2400 万美元的奖金。我的问题是，这个回报数字是否会因为优先股的费用而减少？

巴菲特：查理，你还记得那次薪酬委员会的内容吗？

芒格：我不记得细节了。

巴菲特：我不太记得是不是优先股了，但肯定不是不可转换优先股。它将适用于我们的优先股加普通股的收益，但它是在不可转换优先股的股息之后。但你知道，我不是薪酬委员会的成员，我也没有仔细阅读过细节。

芒格：我是薪酬委员会的成员，但我也不记得了。(笑声)但我记得所罗门的薪酬委员会为德里克·莫恩设定了一个目标，超级难达到的目标。

巴菲特：对，难以置信地难。

芒格：相当于贝比·鲁斯(美国史上最强的棒球明星)。

巴菲特：贝比·鲁斯的平方。

芒格：对，一个赛季 150 个本垒打。如果他能做到，我们非常乐意支付高薪。(笑声)

巴菲特：乐意之至，不管怎么算都乐意。我很高兴有这个薪酬制度，我希望德里克用心和努力。(笑声)

18、可口可乐比所罗门更容易理解

股东：大家好，我是克里斯·戴维斯，来自纽约。我想问你，我觉得你持有的一些股票的估值和其他股票的估值有很大的不同，比如在市场估值、在市盈率、在市净率方面。在你看来，从伯克希尔股东的角度来看，所罗门兄弟的增长前景或者质地，与可口可乐或吉列的相比，是不是该又一定的估值折扣？你能不能解释或者分享一下，是什么造成这种区别的吗？

巴菲特：如果不讨论一下你提到的两家或三家公司的相对优势，我不确定我能否回答这个问题。所罗门和可口可乐，或者说所罗门和吉列，显然是两种截然不同的企业。查理和我竭尽全力去了解这些生意。显然，**了解可口可乐的未来比了解所罗门更容易**。但这并不意味着这是一个更好的选择。你在任何时候看到的我们持有的股票，甚至我们什么时候买、账面上有多少钱等各方面，都具有偶然性。但很明显，这反映了当时一个肯定的决定。我们对我们所拥有的一切公司、包括什么时候以什么价格买入都感觉良好，不过这也总会变。我认为所罗门公司现在比几年前要好。但它的业务仍然是非常不稳定的，而且**它和任何投资银行公司和商业银行公司一样，都有少量的系统性风险。我的意思是，你无法摆脱它**。查理，你想说什么吗？

芒格：没有。

19、内在价值无法计算，现金流贴现只是对确定性的思考方式

股东：谢谢你！我是肖恩·巴里，来自加拿大的雷吉娜。巴菲特先生，你说过我们在座的大多数人都可以通过年度报告获得很多你和查理获得的信息。然而，你们两人也都表示，GAAP 规则在很多时候还有一些不足之处。你能不能告诉我，你和查理是如何得出你最终决定投资的企业的经济价值，或内在价值的？和一些中间的过程吗？谢谢你！

巴菲特：在 1992 年的年度报告中，我们讨论了很多这方面的问题。但**任何资产的内在价值，本质上，是所有未来现金流入或流出以适当的利率进行折现的现值。查理和我认为，我们根本不知道未来的现金流到底会是什么样子。**如果我们一点也不知道未来的现金流会是什么样子，我们现在也不会知道它的内在价值是多少。所以，如果你认为你知道今天的股票应该是多少钱，但却不清楚未来 20 年的现金流会怎么样，我想这就是他们所说的认知失调吧(笑声)。

因此，我们正在寻找一种非常非常高得确定性——**我们可以在一段时间内看到这些现金流，然后再将其贴现。我们更关心的是这些现金流的确定性，而不是一个我们对未来现金流没有很大信心、却看起来绝对估值最便宜的公司。**这就是内在价值的本质。

就内在价值而言，任何会计报告中的数字本身都毫无意义。它们只是指导方针，告诉你如何获得内在价值。但是这什么也没告诉你，**财务报表中没有答案。**里面有一些指导方针可以帮助你找到答案。**但为了找到答案，你必须了解一些商业知识。**你不必去了解很多关于数学的东西。我的意思是，数学并不复杂。但你必须对生意本质有所了解。如果你想买一套公寓，或农场，或任何你可能感兴趣的小企业，你也会这么做。你要**试着弄清楚这生意目前正在做什么、随着时间的推移你可能会得到什么、你对得到这个结果会有多确定，以及将这门生意与其他选择的比较.....这就是我们做的**，不过我们基本上只做规模较大的生意。会计数字对我们很有帮助，在某种意义上，它通常指导我们应该思考什么。当然，如果我们发现人们在公认会计准则下尽可能乐观地解读数据，我们会非常担心那些看似篡改数据的人。要知道有很多人这样做。

20、仅仅增长并不能使公司成为一项好的投资

股东：我是霍华德·巴斯克。我来自堪萨斯城。当你在估算一个公司的增长率时，比如一个非常可预测的公司，我想你会给它很大的安全边际。我想知道，你们一般采用怎样的增长率去预测？大约多少？

巴菲特：我们也愿意——收购那些根本不会增长的公司。假设当我们想这么做的时候，我们有足够多的钱。我们就看随着时间的推移，我们可以收回多少现金，这就是我们研究的。但是你知道，如果你要把 100 万美元存入一个储蓄账户，你是想要一个每年支付你 10%而金额从未改变的账户呢？还是想要一个每年支付你 2%而每年增长 10%的账户呢？你可以算算这些问题的答案。你肯定会遇到这样的情况，虽然一些公司的业务没有增长，但与一些需要持续资本投资而产生增长的公司相比，前者是更好的投资。**业务的增长需要大量资本，和业务的增长不需要资本，这两者之间有巨大的差异。**一般来说，金融分析师并没有对两者的区别给予足够的重视。事实上，令人惊讶的是，很少有人注意到这一点。相信我，如果你在投资，你应该多加注意。查理？

芒格：我同意这一点。但它相当简单，但它又不是可以用一句话来解释那么简单。(笑声)

巴菲特：我们拥有的一些生意根本不增长。但是他们给我们贡献了很多资金，我们可以用这些资金去买别的生意。因此，**我们虽然没有实体经济的增长，但我们可利用的资本却在增长。**这种情况，要比某些需要将所有的资金投入才能增长，却不能给我们提供高回报的企业的投资更为有利。实际上，很多管理层在这个方面理解得并不透彻。

21、资本配置是 CEO 非常重要的能力

股东：拜伦·维恩，来自纽约。你说你分散了经营决策，但是集中了资本配置决策。在奥马哈你有什么样的员工来帮助你做资本配置决策和股票选择决策？还是你和查理自己做的？

巴菲特：我们没有任何工作人员来帮助我们。我的意思是，基本上我们告诉旗下公司，让他们把所有的钱寄到奥马哈，然后当我们就在奥马哈，伸出双臂去拥抱它(笑声)。我们自己决定资本配置，这是我们的工作。我们觉得我们不应该委派别人负责资本配置，我们不会这么做，我们不会委派别人来负责配置我们的钱。我们觉得资本配置是我们的职责。这很有趣。

我以前也写过这方面的文章。对于大多数管理层来说，资本配置是一个非常重要的工作，当然，也有一些公司的资本配置不重要。但是一般来说，这是大多数管理层的一项重要任务。如果一个 CEO 管理一家企业 10 年，股权回报率 12%，他把三分之一的利润用于分红，每年还有 8%的股权回报剩下来。考虑到他的任期和他配置的资本，可以说资本配置是他工作中的一个巨大因素。

然而，**受过资本配置的培训或者因为有资本配置的能力才被选择当上首席执行官的人相对较少。**他们登上首

首席执行官的宝座和资本配置的能力无关。我以前说过，这就好比某个人一辈子弹奏钢琴，然后登上卡内基音乐厅演奏台，被要求拉小提琴。在大多数公司里，CEO 能成为 CEO 都不是因为其资本配置的能力出众，而是因为他们其他方面做得很好。有很多 CEO 认为，他们可以委派一组人去负责，雇一个顾问或者用别的什么方法来解决自己不擅长的资本配置问题。我们认为这是一个严重的错误。就算资本配置不是 CEO 最关键的职能，也是 80%到 90%公司的 CEO 最重要的两三种关键职能之一。如果 CEO 无法亲自负责资本配置，就会出很多错。即使亲自负责，也会犯很多错误。我们绝不会希望身处重要岗位的人面对着自己的关键职能竟然说："我也不知道该怎么做，所以我委派别人去做吧。"可惜这就是企业界的现状。

查理和我负责所有的资本配置决策，但是我们不管营运企业的日常支出，根本就不管这些。例如，如果一个经理人在工厂或者设备上投入 300-400 万美元，我们根本没有审核流程去审核这种决策。我们总部连一个负责这事的员工都没有，我们不想把时间浪费在这上面。我们认为经理人应该知道怎样在自己的企业的实际营运中配置资金，我们只负责在这之上产生的资本的配置。查理？

芒格：实际上我们在奥马哈的总部现在已经倾巢而出了。沃伦之所以有这么好的成就，部分原因是他从来不把自己和别人比较。(笑声)

巴菲特：现在我们开会的时候，只有一个人仍然留守在办公室里，其他员工都在会场里帮忙。

芒格：我们都在这里。沃伦和我在会议场上卖糖果和百科全书，伯克希尔的 CFO(首席财务官)在调试麦克风。在我们的面前，西南航空公司也算不上什么。(笑声)

巴菲特：这叫做成本控制。(笑声)

芒格：伯克希尔是一家作风很老派的公司。顺便说一下，关于我们贩卖的那些商品，如果你们有谁的孩子或孙儿孙女还没有在家里配上一本纸质的百科全书，那可是一个严重的错误。在家里有一本百科全书是一件妙不可言的事情.....

巴菲特：折扣只适用于今天。(笑声)

芒格：电脑版百科全书热销的时候，纸质百科全书可能不怎么好卖。但是那些百科全书都不如世界大百科出版的百科全书，世界大百科出版的百科全书很适合孩子阅读。我自己也很喜欢这部百科全书，这是你不可错过的好东西。我们两人都在使用这部百科全书，我办公室里有一套，家里也有一套。我常常翻阅。

芒格：在伯克希尔旗下所有商品里，我卖出的百科全书比其他产品都要多。这是人类非常了不起的成就，编辑这本易于使用且浓缩了那么多智慧的书，真是一件了不起的事情。

22、凯恩斯和格雷厄姆殊途同归

股东：我来自德克萨斯州的休斯顿。你时常引用英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯的话，你认为我们可以从他身上学到什么呢？

巴菲特：凯恩斯的《就业、利息和货币通论》中有一章(第 12 章)是关于市场、市场的心理学、市场参与者的行为等内容。除了本·格雷厄姆的《聪明投资者》的第 8 章和第 20 章之外，我认为要说什么书包含的智慧最多，就数《通论》的这一章了...虽然起点有很大的不同，但格雷厄姆和凯恩斯几乎在同一个时间得出了相同的结论，在 1930 年代，他们在什么是最明智的投资方法上殊途同归。虽然在多元化方面有分歧，但凯恩斯对多元化的信心远远小于格雷厄姆。

我认为，在 1920 年代，凯恩斯从一个错误的理论开始，这个理论实质上是在试图预测企业和市场的周期。到 1930 年代，他转而研究对企业基本面的分析，而且取得很大的成就。与此同时，格雷厄姆也在写他的第一稿。我想珍妮特·洛尔(Janet Lowe)在她的即将上市的格雷厄姆的传记里写到格雷厄姆和凯恩斯曾有通信，所以我建议你们读一下这本书《格雷厄姆论价值投资》。还有凯恩斯写给他的人寿保险公司的共同受托人以及同事的一些信件，你们会发现很有意思。

巴菲特谈施洛斯的信 1994

1976 年 2 月 3 日信

To the Hilton Head Group

Dear Garg:

通常，当你收到一封来自 Joe Glutz 的妻子或秘书的信，信中写道："当然，Joe 很谦虚，不会亲自告诉你这件事，但我知道你会想知道的....."，这意味着 Joe 正拿枪指着作者的头，告诉他在邮寄完成之前不要抬头看复印机。这个是真的。

今天，我收到了 Walter J. Schloss 合伙公司 1975 年的年度信件，其中包括 Walter 离开格雷厄姆纽曼公司以来 20 年的业绩记录表。Walter 于 1955 年离开，1956 年格雷厄姆纽曼公司关闭。我不想详细解释前因后果。

无论如何，仅凭一份月度股票指南、一种与我合作交往中获得的成熟风格、一份与 Tweedy Browne 公司的分租合同、以及一群名字直接来自 Ellis 岛点名册的合伙人，Walter 就大步向前，与标普指数展开了较量。

下一页是他的年度业绩和我对年化复合业绩的计算。合伙公司业绩和有限合伙人业绩之间的差异，是由于作为普通合伙人，他获得了 25% 的利润，这种古老而易于计算的业绩回报方式，对你们中的许多人来说并不陌生。

沃尔特的业绩记录有 5 年是亏损的，而标普指数则是 7 年。他在如此低迷的行情中的优势表明，他不仅是一个跟得上顺风的人，而且在面对逆风时具有特殊的力量。

也许你们所有人最好看看 Ben Graham 本周五在《华尔街周报》上的文章。

至于我，我会马上去买一些 Hudson Pulp & Paper 公司的股票。

致以最诚挚的问候

1994 年 4 月 15 日信

To the Lantana Group:

18 年前，我给您寄送了一份备忘录，其中详细介绍了 Walter Schloss 自 1955 年开始合伙公司以来所取得的业绩。前几天，我收到了 Walter 合伙公司 1993 年的业绩表，该表附在后面。伴随着这些业绩数据的是一份财务报表，该报表应该会激励 Ben Graham 制片公司去拍摄《公民 Schloss》。请注意，沃尔特的办公支出约为 1.1 万美元，而净收益为 1900 万美元。固定资产账面价值为 2605 美元(未省略 000)，但 Walter 希望我提及这些资产

现在的成本为 6569 美元。

我认为 Walter 的运营风格应该成为我们所有人的一堂课(查理已经完全掌握了这一点)。实际上, Walter 运营他的办公室一年的成本, 仅仅够伯克希尔"不可辩驳"号的引擎启动一次。

与此同时, Walter 继续超越那些在充满绘画、员工和电脑的豪华办公室中工作的经理们。他通过在资本主义的地板上翻找雪茄烟蒂完成了这一壮举。这是一项长达 38 年的记录, 是对作为老师的 Ben, 作为学生的 Walter, 以及对免费烟蒂投资优势的致敬。

致以最诚挚的问候

沃伦巴菲特

Results of Walter & Edwin Schloss Associates Compared to The Standard & Poors Industrial Average years 1956-1995						
Year Ended Dec.31st	ASSOCIATES Net Asset Value After Yearly Payments on 1 Unit	Total Distributed Annually Per Unit	Ltd Partners Overall Gain Per Year in Percent	Associates Overall Gain in %	INDUSTRIAL Gain Per Year Incl. Divds.	AVG. Ind. Avg. at Yr.
1955	\$5,082.50					48.4
1956	5,034.85	\$ 306.28	+5.1%	+6.8%	+7.5%	50.01
1957	4,423.30	377.10	-4.7%	-4.7%	-10.5%	42.8
1958	5,667.90	617.85	+42.1%	+54.6%	+42.1%	58.9%
1959	5,954.50	704.04	17.5%	23.3%	12.7	64.51
1960	5,909.33	463.50	7.0%	9.3%	- 1.65%	61.4
1961	6,012.30	1,170.90	21.6%	28.8%	+26.4%	75.7
1962	6,185.93	323.50	8.3%	11.1%	-10.2%	66.0
1963	6,272.18	846.66	15.1%	20.1%	+23.3%	79.2
1964	6,440.56	902.06	17.1%	22.8%	16.5%	89.6
1965	6,905.14	1,263.38	26.8%	35.7%	13.1%	98.47
1966	6,192.35	749.78	0.5%	0.7%	-10.4%	85.24
1967	6,695.30	1,094.66	25.8%	34.4%	+26.8%	105.11
1968	7,372.94	1,103.60	26.6%	35.5%	10.6%	113.02
1969	6,103.80	606.20	- 9.0%	- 9.0%	- 7.5%	101.45
1970	5,483.85	119.90	- 8.2%	- 8.2%	+ 2.4%	100.90
1971	6,426.60	453.00	+25.5%	+28.3%	14.9%	112.75
1972	6,761.94	407.52	11.6%	15.5%	19.8%	131.87
1973	5,728.52	492.12	- 8.0%	- 8.0%	-14.8%	109.14
1974	4,978.37	391.96	- 6.2%	- 6.2%	-26.6%	76.47
1975	6,640.00	461.80	+42.7%	+52.2%	+36.9%	100.88
1976	7,799.00	793.03	29.4%	39.2%	22.4%	119.46
1977	9,074.00	734.34	25.8%	34.4%	- 8.6%	104.73
1978	11,166.00	1,233.40	36.6%	48.8%	+ 7.0%	107.23
1979	11,462.00	3,036.36	29.8%	39.7%	17.6%	121.02
1980	10,200.00	3,932.00 *	23.3%	31.1%	32.1%	154.45
1981	10,026.00	2,046.00	18.35%	24.5%	- 6.7%	137.12
1982	10,718.00	1,728.00	24.1%	32.1%	+20.2%	157.62
1983	12,512.00	2,322.00	38.4%	51.2%	22.8%	186.24
1984	11,480.00	1,820.00	6.3%	8.4%	4.1%	186.36
1985	11,336.00	2,380.00	19.5%	25.0%	30.0%	234.56
1986	10,382.00	2,306.60	11.9%	15.9%	18.5%	269.93
1987	10,348.00	1,632.00	20.2%	26.9	9.1	285.86
1988	11,916.00	2,161.00	29.8%	39.7%	15.8%	321.26
1989	10,548.00	1,334.00	2.2%	2.9%	29.1%	403.49
1990	9,332.00	206.00	-12.8%	-12.8%	- 3.4%	387.42
1991	10,518.00	1,714	+31.1%	+37.3%	+29.1%	497.72
1992	10,650.00	840.00	9.2%	12.3%	4.6%	507.46
1993	11,828.00	974.00	20.2%	26.9%	9.0%	540.19
1994	12,434.00	746.00	11.4%	15.2%	3.8%	547.51
1995	13,438.00	1,626.00	21.2%	28.3%	34.3%	721.19

芒格：南加大商学院演讲 1994

1994 年 4 月 14 日 南加州大学 马歇尔商学院

《论基本的、普世的智慧，及其与投资管理和商业的关系》

今天，我想对你们的学习课题做点小小的变动——今天的主题是选股艺术，它是普世智慧艺术的一个小分支。这让我可以从普世智慧谈起——我感兴趣的是更为广泛的普世智慧，因为我觉得现代的教育系统很少传授这种智慧，就算有传授，效果也不是很明显。

所以呢，这次演讲展开的方式将会有点像心理学家所说的“祖母的规矩”——这个规矩来自于祖母的智慧，她说你们必须先吃完胡萝卜，然后才准吃甜点。

这次演讲的胡萝卜部分涉及的是普世智慧的广义课题，这是个很好的切入点。毕竟，现代教育的理论是，你应该先接受一般的教育，再专门钻研某个领域。我认为，从某种程度上而言，在你成为一个伟大的选股人之前，你需要一些基础教育。因此，为了强调我有时候会开玩笑地称之为灵丹妙药的普世智慧，我想先来灌输给你们几个基本的概念。

基本的、普世的智慧是什么？嗯，第一条规则是，如果你们只是记得一些孤立的事物，试图把它们硬凑起来，那么你们无法真正地理解任何东西。如果这些事物不在一个理论框架中相互联系，你们就无法把它们派上用场。你们必须在头脑中拥有一些思维模型。你们必须依靠这些模型组成的框架来安排你的经验，包括间接的和直接的。你们也许已经注意到，有些学生试图死记硬背，以此来应付考试。他们在学校中是失败者，在生活中也是失败者。你必须把经验悬挂在头脑中的一个由许多思维模型组成的框架上。

思维模型是什么呢？这么说吧，第一条规则是，你必须拥有多元思维模型——因为如果你只能使用一两个，研究人性的心理学表明，你将会扭曲现实，直到它符合你的思维模型，或者至少到你认为它符合你的模型为止。你将会和一个脊椎按摩师一样——这种医师对现代医学当然是毫无所知的。

那就像谚语所说的：“**在手里拿着铁锤的人看来，所有问题都像钉子。**”当然，脊椎按摩师也是这样治病的。但这绝对是一种灾难性的思考方式，也绝对是一种灾难性的处世方式。所以你必须拥有多元思维模型。

这些模型必须来自各个不同的学科——因为你们不可能在一个小小的院系里面发现人世间全部的智慧。正是由于这个原因，诗歌教授大体上不具备广义上的智慧。他们的头脑里没有足够的思维模型。所以，你必须拥有横

跨许多学科的模式。

你们也许会说："天哪，这太难做到啦。"但是，幸运的是，这没有那么难——因为掌握八九十个模型就差不多能让你成为拥有普世智慧的人。而在这八九十个模型里面，非常重要的只有几个。所以，让我们来简单地看看哪些模型和技巧构成了每个人必须拥有的基础知识，有了这样的基础知识之后，他们才能够精通某项专门的艺术，比如说选股票。

首先要掌握的是**数学**。很明显，你必须能够处理数字和数量问题，也就是基本的数学问题。除了**复利原理**之外，一个非常实用的思维模型是**基本的排列组合原理**。

在我年轻的时候，高中二年级就会学到这些。目前在比较好的私立学校，我想应该八年级左右就开始学了吧。这是非常简单的数学知识。帕斯卡(1623-1662)和费马(1601-1665)在一年通信中完全解决了这个问题。他们在一系列书信中就随便把它给解决了。

要掌握排列组合原理并不难。真正困难的是你在日常生活中习惯于几乎每天都应用它。**费马-帕斯卡的系统与世界运转的方式惊人地一致。它是基本的公理**。所以你真的必须得拥有这种技巧。

许多教育机构(可惜还是不够)已经意识到这一点。在哈佛商学院，所有一年级学生都必须学习的定量分析方法是他们所谓的**"决策树理论"**。他们所做的只是把高中代数拿过来，用它来解决现实生活中的问题。那些学生很喜欢这门课程。他们为高中代数能够在生活中发挥作用而感到惊奇。

总的来讲，事实已经证明，人们不能自然、自动地做到这一点。如果你们懂得基本的心理学原理，就能理解人们做不到这一点的原因，其实很简单：**大脑的神经系统是经过长期的基因和文化进化而来的。它并不是费马-帕斯卡的系统。它使用的是非常粗略而便捷的估算**。在它里面有费马-帕斯卡系统的元素。但是，它不好用。

所以你们必须掌握这种非常基础的数学知识，并在生活中经常使用它，就好比你们想成为高尔夫球员，你们不能使用长期的进化赋予你的挥杆方式。你们必须掌握一种不同的抓杆和挥杆方法，这样才能把你打高尔夫的潜力全部发挥出来。

如果你没有把这个基本的但有些不那么自然的基础数学概率方法变成你生活的一部分，那么在漫长的人生中，你们将会像一个**踢屁股比赛中的独腿人**。这等于将巨大的优势拱手送给了他人。这么多年来，我一直跟巴菲特同事。他拥有许多优势，其中之一就是他能够自动地根据决策树理论和基本的排列组合原理来思考问题。

显然，你们也应该掌握会计学。会计是从事商业活动的语言。它是对人类文明的一大贡献。我听说它是威尼斯人发明的，当然啦，威尼斯曾经是地中海地区商业最发达的城市。总之，复式簿记真是一种了不起的发明。而且它也并不难理解。

但你必须对会计有足够的理解，才能明白它的局限，因为会计虽然是(商业活动的)起点，但它只是一种粗略的估算。要明白它的局限不是很难。例如，每个人都知道，你们能够大概地估算出一架喷气式飞机或者其他东西的使用寿命。可是光用漂亮的数字来表达折旧率，并不意味着你对实际情况有真正的了解。

为了说明会计的局限，我常常举一个跟卡尔·布劳恩有关的例子。布劳恩是一个非常伟大的商人，他创建了C.F.布劳恩工程公司。该公司设计和建造炼油厂，那是很难的事情。而布劳恩能够准时造好炼油厂，让它们顺利而高效地投产。这可是一门了不起的艺术。布劳恩是个地道的德国人，他有许多趣闻轶事。据说他曾经看了一眼炼油厂的标准会计报表，然后说："这是狗屁。"于是他把所有会计都赶走了，召集手下的工程师，对他们说："我们自己来为我们的商业流程设计一个会计系统吧。"后来炼油厂的会计工作吸取了卡尔·布劳恩的许多想法。布劳恩是一个非常坚毅、非常有才华的人，他的经历体现了会计的重要性，以及懂得标准会计局限性的的重要性。

(1907年 Carl Franklin Braun 毕业于斯坦福大学，获得机械工程学位。在做了两年的制造商代理后，布劳恩用 500 美元在旧金山创办了自己的工程和制造公司 C. F. Braun & Company，专门生产液压阀、水泵、水处理过滤器和冷凝器。一战结束后，船舶部件合同急剧减少，布劳恩看到了一个新的勘探世界——石化工厂的机。随后在 Alhambra 市启用新的工厂，并于 1922 年将总部搬迁至此。二战后，Braun 将更多的精力投向了石化工厂。1954 年，Braun 死于心脏病发作，享年 69 岁。到本世纪末公司已经扩展到德克萨斯州和纽约州。1979 年，公司被同行 Santa Fe International 以 2.96 亿美元收购。)

他还有个规矩，来自心理学。如果你对智慧感兴趣，那么应该记住这个规矩——就像记住基本的排列组合原理一样。他要求布劳恩公司所有的交流必须遵守"5W"原则——你必须说明：什么人 WHO，因什么缘故 WHY，在什么时间 WHEN，什么地方 WHERE，做了什么事 WHAT。如果你在布劳恩公司里面写一封信或指示某人去做某事，但没有告诉他原因，那么你可能会被解雇。实际上，你只要犯两次这种错误，就会被解雇。

你们也许会问，这有那么重要吗？嗯，这也跟心理学的原理有关。如果你能够将一堆模式的知识组合起来，回答一个又一个为什么，你就能够更好地思考。同样道理，如果你告诉人们事情的时候，总是告诉他们原因，他们就能更深刻地理解你说的话，就会更加重视你说的话，也会更倾向于听从你说的话。就算他们不理解你的理由，他们也会更倾向于听你的话。正如你想要从问一个又一个的"为什么"开始获得普世的智慧一样，你在跟别人交流沟通时，也应该把原因讲清楚。就算答案很浅显，你把"为什么"讲清楚仍是一种明智的做法。

哪些思维模型最可靠呢？答案很明显，**那些来自硬科学和工程学的思维模型是地球上最可靠的思维模型**。而工程学的**质量控制理论**(至少对你我这样的非专业工程师来说也是很重要的核心部分)，其基础恰好是费马和帕斯卡的基础数学理论。一项工程的成本这么高，如果你付出这么高的成本，你就不会希望它垮掉。这全是基本的高中数学知识。爱德华兹·戴明(Edwards Deming)带到日本的质量控制理论，无非就是利用了这些基础的数学知识。

我认为大多数人没有必要精通**统计学**。例如，我虽然不能准确地说出高斯分布的细节，不过我知道它的分布形态，也知道现实生活的许多事件和现象是按照那个方式分布的。所以我能作一个大致的计算。但如果你们要我算出一道高斯分布方程，要求精确到小数点后 10 位，那我可算不出来。我就像一个虽然不懂帕斯卡可是打牌打得很好的扑克牌手。顺便说一声，这样也够用了。但你们必须像我一样，至少能粗略地理解那道钟形曲线。

当然，工程学里面的**后备系统**是一种非常有用的思想，**断裂点理论**也是一种非常强大的思维模型。物理学里面的**临界质量概念**是一种非常强大的思维模型。所有这些理论都能在日常生活中派上很大的用场。所有这些成本收益分析——见鬼了，又全是基本的高中代数知识——只不过是被人一些吓唬人的术语打扮得漂亮一点而已。

你们可以轻而易举地证明这一点：在座各位只要看过一个非常普通的职业魔术师的表演，就肯定曾经看见许多其实并没有发生的事情正在发生，也肯定曾经看不见其实正在发生的事情。

我认为第二种**可靠的**思维模型来自**生物学/生理学**，因为我们大家毕竟在基因构造方面都是相同的。

接下来当然就是**心理学**啦，它更加复杂。但如果你想拥有任何普世的智慧，心理学是太过重要了。

原因在于，人类的感知器官有时候会短路。大脑的神经线路并非总是畅通无阻的，也不拥有无穷多的线路。所以那些懂得如何利用这种缺点、让大脑以某种错误方式运转的人能够使你看到根本不存在的东西。

这又涉及**认知功能**，它和**感知功能**不同。你们的认知功能同样**容易受误导**——实际上是比感知功能更加容易受误导。同样的，你的大脑缺乏足够的神经线路等等——于是出现各式各样的自动短路问题。

所以，当外部因素以某些方式结合起来——或者更常见的是，有个人像魔术师那样有意地操控你，让你发生认知错乱——你就成了任人摆布的蠢货啦。

一个使用工具的人应该**了解它的局限**，同样道理，一个使用认知工具的人也应该了解它的局限。顺便说一声，这种知识可以用来操控和激励别人。

所以心理学最有用、最具实践价值的部分——我个人认为聪明人一个周就能被教会——是极其重要的。可惜

没有人教过我。我不得不自己在后来的生活中一点一点地学习。那可是相当辛苦的。这个道理十分简单，全学到手之后，我觉得自己(从前)是个十足的傻子。没错，我曾经在加州理工学院和哈佛法学院受过教育。所以名牌大学为你们和我这样的人提供了错误的教育。

心理学的基础部分——我称之为**误判心理学**——是极其重要的知识。它包括了大约 **20 个小原则**。而且它们还相互影响，所以有点复杂。但它的核心内容重要得让人难以置信。

有些聪明绝顶的人由于忽略了它而犯下了非常神经的错误。实际上，过去两三年我就犯了几次这样的大错。人不可能完全避免犯愚蠢的错误。帕斯卡还说过一句话，我觉得那是思想史上最精确的论断之一了。帕斯卡说：" **人类的头脑既是宇宙的光荣，也是宇宙的耻辱。** "

确实如此。人类的大脑拥有这种巨大的力量。然而它也经常出毛病，做出各种错误的判断。它还使人们极其容易受其他人操控。例如，阿道夫·希特勒的军队有大约一半是由虔诚的天主教徒组成的。若是受到足够高明的心理操控，人类会做出各种匪夷所思的事情。

我现在使用一种**双轨分析**。从个人的角度来讲，我已经养成了使用一种双轨分析的习惯。首先，理性地看，哪些因素真正**控制了涉及的利益**？其次，当大脑处于潜意识状态时，会自动形成哪些潜意识因素——这些潜意识因素总的来讲，**有用但(在具体情况下)却又常常失灵**？

一种方法是**理性分析法(系统二)**——就是你在打桥牌时所用的方法，**认准真正的利益**，找对真正的机会，等等。另一种方法是评估哪些因素造成**潜意识结论(系统一)**——大多数情况下是错误的潜意识结论。

接下来我们要谈到的是另外一种不那么可靠的人类智慧——**微观经济学**。我发现把自由的市场经济——或者部分自由的市场经济——当作某种**生态系统**是很有用的思维方式。

可惜能这么想的人不多，因为早在达尔文时代以来，工业大亨之类的人认为适者生存的法则证明他们确实拥有过人的能力——你们也知道的，他们会这么想："我最富有。所以，我是最好的。真是老天有眼。"人们对工业大亨的这种反应很反感，所以很不愿把经济想成一种生态系统。但实际上，**经济确实很像生态系统**。它们之间有很多相似之处。

跟生态系统的情况一样，有狭窄专长的人能够在某些狭窄领域中做得特别好。动物在合适生长的地方能够繁衍，同样地，那些在商业世界中专注于某个领域——并且由于专注而变得非常优秀——的人，往往能够得到他们

无法以其他方式获得的良好经济回报。

一旦开始谈论微观经济学，我们就会遇到**规模优势**这个概念。现在我们更为接近投资分析了——因为规模优势在商业的成败中扮演了至关重要的角色。

例如，全世界所有商学院都教学生说，一个巨大的规模优势是成本会沿着所谓的经验曲线下降。那些受到资本主义的激励和想要改善生产的人们，只要加大产量，就能够让复杂的生产变得更有效率。**规模优势理论的本质是，你生产的商品越多，你就能更好地生产这种商品。**那是个巨大的优势。它跟商业的成败有很大的关系。

让我们看看规模优势都有哪些——尽管这会是一个不完整的清单。有些优势可以通过简单的几何学得以说明。如果你打算建造一个油罐，很明显，随着油罐的增大，油罐表面所需的钢铁将会以平方的速率增加，而油罐的容量将会以立方的速率增加。也就是说，当你扩大油罐时，你能用更少的钢铁得到更多的容积。

有许多事情是这样的，简单的几何学——简单的现实——能够给你一种规模优势。

例如，你能够从**电视广告**中得到规模优势。在电视广告最早出现的时候——也就是在彩色电视机第一次走进我们的客厅的时候，它是一种强大得令人难以置信的东西。早期三家电视网络公司拥有大概 90% 的观众。

嗯，如果你们是**宝洁公司**，你们有足够的财力使用这种新的广告手段。你们能够承担起非常高昂的电视广告费用，因为你们卖出的产品多得不得了。有些势单力薄的家伙就做不到。因为他付不起那笔钱，所以他无法使用电视广告。实际上，如果你们的产量不够大，你们也用不起电视广告——那是当时最有效的宣传技巧。所以当电视出现的时候，那些规模已经很大的名牌公司获得了巨大的推动力。实际上，它们生意蒸蒸日上，发了大财，直到其中有些变得脑满肠肥，这是发财后会出现的情况——至少对有些人来说是这样。

你的规模优势可能是一种**信息优势**。如果我去到某个偏远的地方，我可能会看到**绿箭的口香糖**和格罗兹的口香糖摆在一起。我知道绿箭是一种令人满意的产品，可是对格罗兹毫不了解。如果绿箭卖四十美分，格罗兹卖三十五美分，你们觉得我会为了区区五分钱而把某样我不了解的东西放到嘴巴里去吗？——这毕竟是非常私人的地方。所以绿箭只是因为拥有了很高的**知名度**而获得了规模优势——你们也可以称之为信息优势。

另外一种规模优势来自心理学。心理学家使用的术语是“**社会认同**”(Social Proof)。我们会——潜意识地，以及在某种程度上有意识地——受到其他人的认同的影响。因此，如果大家都在买一样东西，我们会认为这样东西很好。我们不想成为那个落伍的家伙。这种情况有时候是潜意识的，有时候是有意识的。有时候，我们清醒而理

智地想："哇，我对这东西不熟悉。他们比我了解得更多。那么，为什么我不跟着他们呢？"

由于人类心理而产生的社会认同现象，使得商家可以极大地拓宽产品的销售渠道，这种优势自然是很难获得的。可口可乐的优势之一就是它的产品几乎覆盖了全世界各个角落。喏，假设你们拥有一种小小的软饮料商品。要怎样才能让它遍布地球各个角落呢？全球性的销售渠道——这是大企业慢慢建立的——是非常大的优势.....你们不妨想一下，如果你们在这方面拥有足够的优势，别人想要动摇你们的地位是很难做到的。

规模优势还有另外一种。有些行业的情况是这样的，经过长期的竞争之后，有一家企业取得了压倒性的优势。最明显的例子就是日报。在美国，除了少数几个大城市之外，所有城市都只有一家日报。这同样跟规模有关。如果我的发行量占到绝大多数的份额，我就能拿到绝大多数的广告。如果我拥有了大量的广告和发行量，还有谁想看那份更薄、信息量更少的报纸呢？所以会慢慢出现赢家通吃的局面。那是一种独特的规模优势现象。

同样的，所有这些巨大的规模优势使企业内部能够进行更为专业的分工。每个员工因此能够把本职工作做得更好。这些规模优势非常强大，所以当杰克·韦尔奇到通用电气时，他说："让它见鬼去吧。我们必须在每个我们涉足的领域做到第一或者第二，否则我们就退出。我不在乎要解雇多少人，卖掉哪些业务。如果做不到第一或者第二，我们宁可不做。"韦尔奇那么做显得铁面无情，但我认为那是非常正确的决定，能够使股东的财富最大化。我也不认为这种做法有什么不文明的，因为我认为自从有了杰克·韦尔奇之后，通用电气变得更加强大了。

当然，规模太大也有劣势。例如，伯克希尔是美国广播公司(ABC)最大的股东。我们旗下有很多刊物都倒闭了——被竞争对手打败了。它们之所以能够打败我们，是因为它们更加专业。

我们原来有一份商务旅行杂志。有人创办了一份专门针对企业差旅部门的杂志。跟生态系统相同，你专注的领域越小越好。那么，他们的效率比我们高得多。他们能够告诉更多负责企业差旅部门的人。另外，他们不用浪费墨水和纸张把材料寄给那些没有兴趣阅读的差旅部门。那是一个更有效的系统。由于我们没他们专业，所以一败涂地。《星期六晚报》和其他所有那些刊物的下场都是这样的。它们消失了。

我们现在拥有的是《越野摩托》——它的读者是一群喜欢参加巡回比赛、在比赛时开着摩托车翻跟头的傻子。但他们关注它。对他们来说，它就是生活的主要意义。一份叫做《越野摩托》的杂志完全是这些人的必需品。它的利润率会让你们流口水。只要想想这些刊物的读者群体有多专业化就知道了。所以，缩小规模、加强专业化程度能够给你带来巨大的优势。大未必就是好。

当然，规模大的缺陷是.....这使竞争变得更有趣，因为大公司并非总是赢家——企业变大之后，就会出现**官僚机构的作风**，而这种作风会造成敷衍塞责的情况——这也是人类的本性。这时企业内部的激励机制会失灵。例如，如果你们在我年轻时为 AT&T 工作，当时它是个很大的官僚机构。谁会真的在乎股东利益或别的什么事呢？而且在官僚机构里面，当工作从你手上转到别人手上时，你会认为工作已经完成了。但是，当然了，它实际上尚未完成。在 AT&T 把它应该发送的电讯发送出去之前，它是尚未完成的。所以，这种大型、臃肿、笨拙、麻木的官僚机构就是这样的。

它们还会导致**某种程度的腐败**。换句话说，如果我管一个部门，你管一个部门，我们都拥有权力处理这件事，那么就会出现一种潜规则：“如果你不找我麻烦，我也不会找你麻烦，这样我们都高兴。”于是就出现了多重管理层，以及不必要的相关成本。然后呢，在人们没法证明这些管理层是有必要存在的情况下，任何事情都要花很长时间才能办成。他们反应迟钝，做不了决定，头脑灵活的人只能围着他们打转。

大规模的弊端向来在于它会导致庞大、笨拙的官僚机构——最糟糕的、弊病最多的官僚机构当然是各种**政府部门**，它们的**激励机制真的很差劲**。这并不意味着我们不需要政府——因为我们确实需要。但要让这些大型的官僚机构办点事是让人非常头疼的问题。

所以人们开始找对策。他们设立了分散的小单位以及很棒的激励和培训计划。例如，大企业通用电气就用惊人的技巧和官僚作风斗争。但那是因为通用电气的领袖是个**天才和激情的结合体**。他们在他还够年轻的时候就扶他上位，所以他能掌权很久。当然，这个人就是杰克·韦尔奇。

但官僚作风很可怕.....随着企业变得非常庞大和有影响力，可能会出现一些失控的行为。看看西屋电器就知道了。他们愚蠢地放出几十亿美元的贷款给房地产开发商。他们让某个从基层爬上来的人来当领袖——我不知道他是做什么起家的，可能是电冰箱之类的，突然之间，他借了大量的钱给房地产开发商盖酒店。这是以己之短，攻人之长。没隔多久，他们就把几十亿美元赔光了。

哥伦比亚广播公司是个有趣的例子，它印证了另外一条心理学原则——**巴甫洛夫联想**。如果人们说了你确实不想听的话，也就是让你不高兴的话，**你会自然而然地生出抵触情绪。你必须训练自己摆脱这种反应**。倒不是说你一定会这样。但如果你不加以注意，就很可能这样。

电视刚出现的时候，整个市场由一家公司主导——哥伦比亚广播公司。威廉·佩利就像神一样(William

Paley, CBS 前董事长和奠基人, 被称为 CBS 之父)。但他听不得逆耳忠言, 他的手下很快就发现了这一点。所以他们只跟佩利说他喜欢听的话。结果没隔多久, 他就生活在一个谎言编织的世界里, 而公司的其他一切都败坏了——虽然它还是一个伟大的企业。哥伦比亚广播公司的各种蠢事都是由这种风气造成的。比尔·佩利(俚称)掌权的最后十年真像是疯帽匠的茶话会。

这绝对不是惟一的例子。企业高层严重失控的情况是很普遍的。当然, 如果你们是投资人的话, 情况可能会大不相同。可是如果你们像巴里·迪勒(Barry Diller)那样, 在得到 CBS 之后, 进行那么多的收购, 聘请那么多的愚蠢顾问——投资银行家、管理顾问之类的人, 这些人都拿着非常高的薪水——那么情况就会极其糟糕。

所以商业生活就是两种力量之间无休无止的斗争, 一边是获得上面提到的那些规模优势, 另一边是变得像美国农业部那样人浮于事, 农业部的人只是坐在那里, 什么也不做。我不知道他们到底干了些什么, 但我知道他们没干几件有用的事。

就规模经济的优势这个话题而言, 我觉得连锁店非常有趣。想想就知道啦。连锁店的概念是一个迷人的发明。你得到了巨大的采购能力——这意味着你能够降低商品的成本。那些连锁店就像大量的实验室, 你可以用它们来做实验。你变得专业化了。

如果有个小商店的老板试图在上门推销的供货商影响下选购 27 类不同的产品, 他肯定会做出很多愚蠢的决定。但是如果你的采购工作是在总部完成的, 旗下有大量的商店, 那么你可以请一些精通冰箱等等商品的聪明人来完成采购工作。那些只有一个人负责全部采购的小商店会出现糟糕的局面。

曾经有个故事, 故事里一家小商店堆满了食盐。一个陌生人走进来, 对店主说: "哇, 你肯定卖掉很多盐。"店主的回答是: "没有啦。卖给我盐的那个人才卖掉了很多盐。"所以连锁店在采购上有巨大的优势。此外还有一套完善的制度, 规定每个人应该做些什么。所以连锁店可以成为很棒的企业。

沃尔玛的历史很有意思, 它最初只有一家店, 在阿肯色州, 而当时最具声望的百货商店是坐拥数十亿美元资产的西尔斯。阿肯色州本顿威尔市一个身无分文的家伙(Sam Walton, 山姆·沃尔顿)如何打败西尔斯罗巴克的呢?(Sears & Roebuck)他用一生的时间完成了这项伟业——实际上, 他只用了半生的时间, 因为当他开出第一家小商店时, 他已经相当老了(沃尔顿自传《富甲美国》)。

连锁店这个游戏, 他玩得比谁都努力, 玩得比谁都好。实际上沃尔顿并没有什么创新。他只是照搬其他人做

过的所有聪明事——他更为狂热地去做这些事，更有效地管理下属的员工。所以他能够把其他对手都打败。

他在早期采用了一种非常有趣的竞争策略。他就像一个为奖牌而奋斗的拳手，想弄到一份辉煌的战绩，以便跻身决赛，成为电视的焦点。他是怎么做的呢？他出去找了 42 个不堪一击的对手，对吧？结果当然是胜出、胜出、胜出——连赢 42 次。精明的沃尔顿基本上打败了早期美国小城镇的其他零售商。虽然他的系统效率更高，但他可能无法给那些大商店当头一棒。但由于他的系统更好，他当然能够摧毁这些小城镇的零售商。他一而再、再而三地这么做。然后，等到规模变大之后，他开始摧毁那些大企业。嗯，这真是一种非常、非常精明的策略。

你们也许会问：“这种做法好吗？”嗯，资本主义是非常残酷的。但我个人认为，世界因为有了沃尔玛而变得更加美好。我想说的是，你们可以把小城镇的生活想得很美好。但我曾经在小城镇生活过很多年。让我告诉你们吧——你们不应该把那些被沃尔玛摧毁的小企业想得太美好。

此外，沃尔玛的许多员工都是优秀能干的人，他们需要养家糊口。我并没有低级文化打败高级文化的感觉。我认为那种感觉无非是怀旧和幻觉。但不管怎么说，沃尔玛这个有趣的模式让我们看到了当规模和狂热结合起来能够产生多大的威力。

这个有趣的模式也向我们说明了另外一个问题——西尔斯虽然拥有很大的规模优势，但那种人浮于事的官僚作风却给它造成了可怕的损失。西尔斯有许许多多的冗员。它的官僚习气非常严重。它的思维很慢，而且它思考问题的方式很僵化。如果你的头脑出现了新的想法，这种系统会反对你。它拥有一切你能想像得到的大型官僚机构的弊端。

平心而论，西尔斯也有大量的优点。但是它不如沃尔玛那么精简、苛刻、精明和有效率。所以没隔多久，西尔斯所有的规模优势就都抵挡不住沃尔玛和其他零售商同行的猛烈进攻了。

这里有个模式一直让我们很困惑。也许你们能够更好地解决它。许多市场最终会变成两三个——或者五六个——大型竞争对手的天下。在一些那样的市场里面，没有哪家公司能赚到钱。但在其他市场中，每家公司都做得很好。这些年来，我们总是试图弄清楚一个问题，为什么某些市场的竞争在投资者看来比较理性，能给股东带来很多收益，而有些市场的竞争却是破坏性的，摧毁了股东的财富。

如果是像机票这样纯粹的无特性普通商品，你们能够理解为什么没人能赚钱。我们坐在这里也能想像得到航空公司给世界带来的好处——安全的旅游、更丰富的体验、和爱人共度的美好时光，等等。然而，自从小鹰号首

航以来(世界上第一次成功载人飞行), 这些航空公司的股东净收益却是负数——非常可观的负数。航空业的竞争太过激烈, 一旦政府管制放松, 就会严重损害股东的财富。

然而, 在其他领域, 比如说**麦片行业**, 几乎所有大公司都赚钱。如果你是一家中等规模的麦片制造商, 你也许能够赚到 15% 的利润。如果你非常厉害, 也许能够赚到 40%。在我看来, 麦片厂商之间的竞争非常激烈, 它们有很多促销活动, 派发优惠券什么的, 但为什么还能赚那么多钱呢? 我无法完全理解。**很明显, 麦片行业里存在着品牌认同的因素, 这是航空业所缺乏的。这肯定是(麦片行业如此赚钱的)主要原因。**

也有可能是大多数麦片制造商已经学到了教训, 不会那么疯狂地去争夺市场份额——因为如果有某个厂家拼命想要抢占更多市场份额的话.....例如, 假使我是家乐氏, 我觉得我必须占有 60% 的市场, 我认为我能够拿走麦片制造业的大多数利润。那么我会在扩张过程中毁了家乐氏。但我认为我能抢到那么多市场份额。在某些行业里, 商家的行为像发神经的家乐氏, 而其他行业则不会出现那种情况。可惜我并没有一个完美的模型来预测那种情况怎样就会发生。

例如, 如果你观察**瓶装饮料市场**, 你会发现, 在许多市场, 百事可乐和可口可乐能赚很多钱, 而在其他许多市场, 它们毁掉了两家特许经营商的大多数利润。这肯定跟每个特许经营商对市场资本主义的适应性有关。我想你们必须认识牵涉其中的人, 才能完全理解这是怎么回事。

当然, 在微观经济学里, 你们会看到专利权、商标权、特许经营权等概念。专利权非常有趣。在我年轻时, 我觉得专利权很不划算, 投入的钱比得到的钱多。法官倾向于否认专利权——因为很难判断哪些是真正的创新, 哪些是仿制原来的产品。那可不是一下子就能全部说清楚的事情。但现在情况发生了变化。法律没有变, 但是管理部门变了——现在专利诉讼都由专利法庭来解决。而**专利法庭非常支持专利权**。所以我觉得现在那些拥有专利权的人开始能够赚大钱了。

当然, 商标向来给人们赚很多钱。如果有个很著名的商标, 对一个大企业来讲那可是件很棒的事情。特许经营也可以是很棒的。如果某个大城市里只有三个电视频道, 而你拥有其中一个, 每天你只能放那么多小时的节目。**所以在有线电视出现之前, 你拥有自然的寡头垄断优势。**如果你获得了特许经营权, 在机场开设了惟一的一家食品店, 还有专属的客户, 那么你就拥有了某种小小的垄断。

微观经济学的伟大意义在于, 让人能够辨别什么时候技术将会帮助你, 什么时候它将会摧毁你。大多数人并

没有想通这个问题。但像巴菲特这样的家伙就想通了。

例如，以前我们做过纺织品生意，那是个非常糟糕的无特性商品化业务，我们当时生产的是低端的纺织品——那是真正的无特性普通商品。有一天，有个人对沃伦说："有人发明了一种新的纺织机，我们认为它的效率是旧纺织机的两倍。"沃伦说："天哪，我希望这种新机器没这么厉害——因为如果它确实这么厉害的话，我就要把工厂关掉了。"他并不是在开玩笑。他是怎么想的呢？他的想法是这样的："这是很糟糕的生意。我们的利润率很低，我们让它开着，是为了照顾那些年纪大的工人。但我们不会再投入巨额的资本给一家糟糕的企业了。"他知道，**更好的机器能极大地提高生产力，但最终受益的是那些购买纺织品的人。**厂家什么好处也得不到。

这个道理很浅显——有好些各式新发明虽然很棒，但只会让你们花冤枉钱，你们的企业就算采用了它们也改变不了江河日下的命运。因为钱不会落到你手里。**改善生产带来的所有好处都流向消费者了。**

与之相反，如果你拥有奥斯科什(Oshkosh)惟一的报纸，有人发明了更为有效的排版技术，然后你甩掉旧的技术，买进花哨的新电脑之类的，那么你的钱不会白花，节约下来的成本还是会回到你手上。

总之，那些推销机器的人——甚至是企业内部那些催促你购买设备的员工——会跟你说使用新技术将会为你节省多少成本。然而，他们并没有进行**第二步分析——也就是弄清楚节省的成本中，有多少钱会落在你手里，多少钱会流向消费者。**我从来没有见到有哪个人提出过这第二步分析。

我总是遇到这些人，他们总是说："你只要购买这些新技术，三年之内就能把成本收回来。"所以，你不断地购买一些三年内可以收回成本的新玩意，这么做了 20 年之后，你获得的年均回报率只有不到 4%。这就是纺织业。并不是说那些机器不好，只是节省下来的钱没有落到你手里。成本确实降低了，但那个购买设备的家伙并没有得到成本降低带来的好处。这个道理很简单，很初级，可是却经常被人忘记。

微观经济学里面还有个模型我也觉得非常有趣。在现代文明社会，科学技术突飞猛进，所以出现了一种我称之为**竞争性毁灭的现象**。假设你拥有一家最好的马鞭厂，突然之间，社会上出现了不用马的汽车。过不了几年，你的马鞭生意就完蛋了。你要么去做另外一种不同的生意，要么从此关门大吉——你被摧毁了。这种事情总是反复地发生。

当新的行业出现时，先行者会获得巨大的优势。如果你是先行者，你会遇到一种我称之为**"冲浪"的模型(风口模型：站在风口上，猪都会飞起来)**——当冲浪者顺利冲上浪尖，并停留在那里，他能够冲很长很长一段时间。但

如果他没冲上去，就会被海浪吞没。但如果人们能够站稳在海浪的前沿，他们就能够冲很久，无论是微软、英特尔或者其他公司，包括早期的国民收款机公司(NCR)，都是如此。

收款机是对文明社会的重大贡献。它是一个很有意思的故事。帕特森是个小零售商，没赚到什么钱。有一天，有人卖给他一台早期的收款机，他把它放到商店的收银台。这台收款机立刻让他扭亏为盈，因为有了它之后，店里的职员想偷钱就难多了。但帕特森是个聪明人，他并没有想："这对我的零售店有帮助。"他的想法是："我要做收款机的生意。"自然，他创办了国民收款机公司。

他冲上了浪尖。他拥有最好的销售系统，最多的专利，其他一切也都是最好的。他狂热地致力于一切与此有关的技术改进。**我的档案里还有一份早年国民收款机公司的年报**，帕特森在年报中阐述了他的经营方法和目标。一只受过良好教育的大猩猩也能明白，在当时入股帕特森的公司完全是百分百赚钱的事情。

当然，这正是投资者寻找的良机。在漫长的人生中，你只要培养自己的智慧，抓住一两次这样的好机会，就能够赚许许多多的钱。**总而言之，"冲浪"是一个非常强大的模式。**

然而，**伯克希尔一般并不投资这些在复杂的科技行业"冲浪"的人。**毕竟我们既古怪又老派——这一点你们可能已经注意到啦。沃伦和我都不觉得我们在高科技行业拥有任何大的优势。实际上，我们认为我们很难理解软件、电脑芯片等科技行业发展的实质。

所以我们尽量避开这些东西，正视我们个人的知识缺陷。这同样是一个非常非常有用的道理。**每个人都有他的能力圈。要扩大那个能力圈是非常困难的。**如果我不得不靠当音乐家来谋生.....假设音乐是衡量文明的标准，那么我不知道必须把标准降到多低，我才能够有演出的机会。所以你们必须弄清楚你们有什么本领。如果你们要玩那些别人玩得很好而你们一窍不通的游戏，那么你们注定会一败涂地。那是必定无疑的事情。**你们必须弄清楚自己的优势在哪里，必须在自己的能力圈之内竞争。**

如果你们想要成为世界上最好的网球球员，你们可以开始努力，然后没多久就发现这是痴人说梦——其他人的球技是你们望尘莫及的。然而，如果你们想要变成伯米吉地区(Bemidji)最好的管道工程承包商，你们之中大概有三分之二的人能够做到。这需要下定决心，也需要智慧。但不久之后，你们将会逐渐了解有关伯米吉管道生意的一切，掌握这门艺术。只要有足够的训练，那是个可以达到的目标。有些人虽然无法在国际象棋大赛上获胜，也无缘站在网球大赛的球场上与对手比试高低，但却可以通过慢慢培养一个能力圈而在生活中取得很高的成就，

个人成就既取决于天资，也取决于后天的努力。

有些优势是可以通过努力获取的。我们大多数人在生活中所能做到的无非就是成为一个伯米吉的优秀管道工程承包商之类的人物。毕竟能够赢得国际象棋世界大赛的人是很少的。所以你们必须弄清楚你们有什么本领。如果你们要玩那些别人玩得很好而你们一窍不通的游戏，那么你们注定会一败涂地。

你们当中有些人也许会有机会在新兴的高科技领域——英特尔、微软等公司——“冲浪”。虽然我们自认为对该行业并不精通，完全不去碰它，但这并不意味着你们去做的话是不理智的行为。

好啦，关于基本的微观经济学模型就说这么多了，加上一点心理学，再加上一点数学，就构成了我所说的普世智慧的普遍基础。现在，如果你们想要从胡萝卜转到甜点的话，我就来谈谈如何选择股票——在此过程中，我将会应用这种普世智慧。

我不想谈论新兴市场、债券投机之类的东西。我只想简单地说说如何挑选股票。相信我，这已经够复杂了。而且我要谈论的是普通股的选择。

第一个问题是：“股市的本质是什么？”这个问题把你们引到我从法学院毕业之后很久才流行起来——甚至是肆虐横行——的有效市场理论。

相当有意思的是，世界上最伟大的经济学家之一(萨缪尔森)竟然是伯克希尔的大股东，自从巴菲特掌管伯克希尔之后不久，他就开始投钱进来。他的教科书总是教导学生说股市是极其有效率的，没有人能够打败它。但他自己的钱却流进了伯克希尔，这让他发了大财。所以就像帕斯卡在那次著名的赌局中所做的一样，这位经济学家也对冲了他的赌注。

股市真的如此有效，乃至没有人能打败它吗？很明显，有效市场理论大体上是正确的——市场确实十分有效，很难有哪个选股人能够光靠聪明和勤奋而获得比市场的平均回报率高出很多的收益。

确实，平均的结果必定是中等的结果。从定义上来说，没有人能够打败市场。正如我常常说的，生活的铁律就是，只有 20%的人能够取得比其他 80%的人优秀的成绩。事情就是这样的。所以答案是：市场既是部分有效的，也是部分低效的。

顺便说一声，我给那些信奉极端有效市场理论的人取了个名字——叫做“神经病”。那是一种逻辑上自洽的理论，让他们能够做出漂亮的数学题。所以我想这种理论对那些有很高数学才华的人非常有吸引力。可是它的基本

假设和现实生活并不相符。还是那句老话，在拿着铁锤的人看来，所有问题都像钉子。如果你精通高等数学，为什么不弄个**能让你的本领得到发挥的假设**呢？

我所喜欢的模式——用来把普通股市场的概念简化——是赛马中的**彩池投注系统**。如果你停下来想一想，会发现彩池投注系统其实就是一个市场。每个人都去下注，**赔率则根据赌注而变化**。股市的情形也是这样的。

一匹负重较轻、胜率极佳、起跑位置很好等等的马，非常有可能跑赢一匹胜率糟糕、负重过多等等的马，这个道理就算是傻子也能明白。但如果该死的赔率是这样的：劣马的赔率是 1 赔 100，而好马的赔率是 2 赔 3。那么利用费马和帕斯卡的数学，很难清清楚楚地算出押哪匹马能赚钱。股票价格也以这种方式波动，所以人们很难打败股市。然后马会还要收取 17% 的费用。所以，**你不但必须比其他投注者出色，而且还必须出色很多**，因为你必须将下注金额的 17% 上缴给马会，剩下的钱才是你的赌本。

给出这些数据之后，有人能够光靠聪明才智打败那些马匹吗？聪明的人应该拥有一些优势，因为大多数人什么都不懂，只是去押宝在幸运号码上等等诸如此类的做法。因此，如果不考虑马会收取的交易成本，那些确实了解各匹马的表现、懂得数学而又精明的人拥有相当大的优势。可惜的是，一个赌马的人再精明，就算他每个赛季能够赢取 10% 的利润，扣除上缴的 17% 的成本之后，他仍然是亏损的。不过确实有少数人在支付了 17% 的费用之后仍然能够赚钱。

我年轻的时候经常玩扑克，跟我一起玩的那个家伙什么事情都不做，就靠赌轻驾车赛马为生，而且赚了许多钱。轻驾车赛马是一种相对低效的市场。它不像普通赛马，你不需要很聪明也能玩得好。我的牌友所做的就是把轻驾车赛马当做他的职业。**他投注的次数不多，只在发现定错价格的赌注时才会出手**。通过这么做，在全额支付了马会的费用之后——我猜差不多是 17%，他还是赚了许多钱。你们肯定会说那很少见。然而，市场并非是完全有效的。如果不是因为这 17% 的管理费用，许多人都能够在赌马中赢钱。它是有效的，这没错，但它并非完全有效。有些足够精明、足够投入的人能够得到比其他人更好的结果。

股市的情况是相同的，只不过管理费用要低得多。股市的交易费用无非就是买卖价差加上佣金，而且如果你的交易不是太频繁的话，交易费用是相当低的。所以呢，有些足够狂热、足够自律的精明人将会比普通人的交易得到更好的结果。那不是轻而易举就能做到的。显然，有 50% 的人会在最差的一半里，而 70% 的人会在最差的 70% 里。但有些人将会占据优势。在交易成本很低的情况下，他们挑选的股票将会获得比市场平均回报率更好的成绩。

要怎样才能成为赢家——相对而言——而不是输家呢？

我们再来看看彩池投注系统。昨晚我非常碰巧地和圣塔安妮塔马会的主席一起吃晚饭。他说有两三个赌场跟马会有信用协议，现在他们开设了场外投注，这些赌场实际上做得比马会更好。马会在收取了全额的管理费后把钱付出去——顺便说一下，大量的钱被送到拉斯维加斯——给那些虽然缴纳了全额管理费但还是能赢钱的人。那些人很精明，连赛马这么不可预料的事情也能赌赢。

上天并没有赐予人类在所有时刻掌握所有事情的本领。但如果人们努力在世界上**寻找定错价格的赌注**，上天有时会让他们找得到。聪明人在发现这样的机会之后会**狠狠地下注**。他们碰到好机会就下重注，其他时间则按兵不动。就是这么简单。成为赢家的方法是工作、工作、工作、再工作，并期待能够看准几次机会。这个道理非常简单。而且根据我对彩池投注系统的观察和从其他地方得来的经验，这么做明显是正确的。

然而在投资管理界，几乎没有人这么做。我们是这么做的——我说的我们是巴菲特和芒格。其他人也有这么做的。但大多数人头脑里面有许多疯狂的想法。他们不是等待可以全力出击的良机，而是认为只要更加努力地工作，或者聘请更多商学院的学生，就能够在商场上战无不胜。在我看来，这种想法完全是神经病。

你需要看准多少次呢？我认为你们一生中不需要看准很多次。只要看看伯克希尔及其累积起来的数千亿美元就知道了，**那些钱大部分是由十个最好的机会带来的**。而那是一个非常聪明的人毕生努力取得的成绩——沃伦比我能干多了，而且非常自律。我并不是说他只看准了十次，我想说的是大部分的钱是从十个机会来的。

所以，**如果能够像彩池投注的赢家那样思考，你们将能够得到非常出色的投资结果**。股市就像一场充满胡话和疯狂的赌博，偶尔会有定错价格的良机。你们可能没有聪明到一辈子能找出 1000 次机会的程度。**当你们遇到好机会，就全力出击**。就是这么简单。

当沃伦在商学院讲课时，他说："我用一张考勤卡就能改善你最终的财务状况；这张卡片上有 20 格，所以你能只有 20 次打卡的机会——这代表你一生中所能拥有的投资次数。当你把卡打完之后，你就再也不能进行投资了。"他说："在这样的规则之下，你才会真正慎重地考虑你做的事情，你将不得不花大笔资金在你真正想投资的项目上。这样你的表现将会好得多。"

在我看来，这个道理是极其明显的。沃伦也认为这个道理极其明显。但它基本上不会在美国商学院的课堂上被提及。因为它并非传统的智慧。在我看来很明显的是，**赢家下注时必定是非常稀有的选择**。我很早就明白这个

道理，我不知道为什么许多人到现在还不懂。

我想人们在投资管理中犯错的原因可以用一个故事来解释：我曾遇到一个卖鱼钩的家伙。我问他："天哪，你这些鱼钩居然是绿色和紫色的。鱼真的会上钩吗？"他说："先生，我又不是卖给鱼的。"许多投资经理的做法跟这个鱼钩销售员是相同的。他们就像那个把盐卖给已经有太多盐的店主的家伙。只要那个店主继续购买食盐，他们就能把盐卖出去。

但这对于购买投资建议的人来说是行不通的。如果你们的投资风格像伯克希尔，那么你们很难得到现在这些投资经理所获取的报酬。因为那样的话，你们将会持有一批沃尔玛股票、一批可口可乐股票、一批其他股票，别的什么都不用做。你们只要坐等就行了。客户将会发财。不久之后，客户将会想："这家伙只是买了一些好股票，又不需要做什么，我干嘛每年给他 5% 的回报呢？"

投资者考虑的跟投资经理考虑的不同。**决定行为的是决策者的激励机制**，这是人之常情。所以制定正确的激励机制是非常、非常重要的教训。说到激励机制，在所有企业中，我最欣赏的是联邦快递 FedEx。联邦快递系统的核心和灵魂是保证货物按时送达——这点成就了它产品的完整性，它必须在三更半夜让所有的飞机集中到一个地方，然后把货物分发到各架飞机上。如果哪个环节出现了延误，联邦快递就无法把货物及时地送到客户手里。

以前它的派送系统总是出问题。那些职员从来没有及时完成工作。该公司的管理层想尽办法——劝说、威胁等等，只要你们能想到的手段，他们都用了。但是没有一种生效。最后，有人想到了好主意：不再照小时计薪，而是按班次计薪——而且职员只要工作做完就可以回家。他们的问题一夜之间就全都解决了。所以制定正确的激励机制是非常、非常重要的教训。联邦快递曾经不太明白这个道理。但愿从今以后，你们都能很快记住。

好啦，现在我们已经明白，市场的有效性跟彩池投注系统是一样的——**热门马比潜力马更可能获胜，但那些把赌注押在热门马身上的人未必会有任何投注优势。**

在股票市场上，有些铁路公司饱受更优秀的竞争对手和强硬的工会折磨，它们的股价可能是账面价值的三分之一。与之相反，IBM 在市场火爆时的股价可能是账面价值的六倍。所以这就像彩池投注系统。任何白痴都明白 IBM 这个企业的前景比铁路公司要好得多。但如果你把价格考虑在内，那么谁都很难以讲清楚买哪只股票才是最好的选择了。所以说股市非常像彩池投注系统，它是很难被打败的。

如果让投资者来挑选普通股，他应该用什么方式来打败市场——换句话说，获得比长期的平均回报率更好的

收益呢？许多人看中的是一种叫做“行业轮动”的标准技巧。你只要弄清楚石油业什么时候比零售业表现得更好就行了，诸如此类的。你只要永远在市场上最火爆的行业里打转，比其他人做出更好的选择就可以。依照这个假定，经过一段漫长的时间之后，你的业绩就会很出色。然而，我不知道有谁通过行业轮换而真正发大财。也许有些人能够做到。我并不是说没有人能做到。我只知道，我认识的富人非常多，没人那么做。

第二个基本方法是本杰明·格雷厄姆使用的方法——沃伦和我十分欣赏这种方法。作为其中一个元素，格雷厄姆使用了私人拥有价值的概念，也就是说，应该考虑如果整个企业出售给私人拥有者的话，能够卖多少钱。在很多情况下，那是可以计算出来的。然后，你再把股价乘以股票的份数，如果你得到的结果是整个售价的三分之一或更少，他会说，你买这样的股票是捡了大便宜。即使那是一家烂企业，管理者是个酗酒的老糊涂，每股的真实价值比你支付的价格高出那么多，这意味着你非常有利可图。你如果得到这么多额外的价值，用格雷厄姆的话来说，就拥有了巨大的安全边际。

但总的来说，他购买股票的时候，世界仍未摆脱 1930 年代经济大萧条的影响——英语世界 600 年里最严重的经济衰退。我相信扣除通货膨胀因素之后，英国利物浦的小麦价格大概是 600 年里最低的。人们很久才摆脱大萧条带来的恐慌心理，而本杰明·格雷厄姆早就拿着盖格探测器在 1930 年代的废墟中寻找那些价格低于价值的股票。而且在那个时代，流动资金确实属于股东。如果职员不再有用，你完全可以解雇他们，拿走流动资金，把它装进股东的口袋里。当时的资本主义就是这样的。

当然，现在的会计报表上的东西是当不得真的——因为企业一旦开始裁员，大量的资产就不见啦。按照现代文明的社会制度和新的法律，企业的大量资产属于职员，所以当企业走下坡路时，资产负债表上的一些资产就消失了。如果你自己经营一家小小的汽车经销店，情况可能不是这样的。你可以不需要为员工缴纳医疗保险之类的福利金，如果生意变得很糟糕，你可以收起你的流动资金回家去。

但 IBM 不能或者不去这么做。看看当年 IBM 由于世界上主流科技发生变化，加上它自身的市场地位下降，决定削减员工的规模时，它的资产负债表上失去了什么吧。在摧毁股东财富方面 IBM 算得上是模范了。它的管理人员非常出色，训练有素。但科学技术发生了很大的变化，导致 IBM 成功地“冲浪”60 年之后在 80 年代被颠下了浪尖，这算是溃败吧。这是一堂生动的课，让人明白经营科技企业的难处，这也是沃伦和芒格不很喜欢科技行业的原因之一。我们并不认为我们精通科技，这个行业会发生许多稀奇古怪的事情。

总而言之，这个我称之为本杰明·格雷厄姆经典概念的问题在于，人们逐渐变得聪明起来，现在那些显而易见的便宜股票消失了。你们要是带着盖格探测器在废墟上寻找，它将不再发出响声。

但由于那些拿着铁锤的人的本性——正如我说过的那样，在他们看来，所有问题都像钉子——本杰明·格雷厄姆的信徒们做出的反应是调整他们的盖格探测器的刻度。实际上，他们开始用另一种方法来定义便宜股票。他们不断地改变定义，以便能够继续原来的做法。他们这么做效果居然也很好，可见本杰明·格雷厄姆的理论体系是非常优秀的。

当然，他的理论最厉害的部分是“市场先生”的概念。格雷厄姆并不认为市场是有效的，他把市场当成一个每天都来找你的躁郁症患者。有时候，“市场先生”说：“你认为我的股票值多少？我愿意便宜卖给你。”有时候他会说：“你的股票想卖多少钱？我愿意出更高的价钱来买它。”所以你有机会决定是否要多买进一些股票，还是把手上持有的卖掉，或者什么也不做。在格雷厄姆看来，能够和一个永远给你这一系列选择的躁郁症患者做生意是很幸运的事情。这种思想非常重要。例如，它让巴菲特在其成年之后的一生中受益匪浅。

然而，如果我们只是原封不动地照搬本杰明·格雷厄姆的经典做法，我们不可能拥有现在的业绩。那是因为格雷厄姆并没有尝试去做我们做过的事情。

例如，格雷厄姆甚至不愿意跟企业的管理人员交谈。他这么做是有原因的。最好的教授用通俗易懂的语言来表达自己的思想，格雷厄姆也一样，他想要发明一套每个人都能用的理论。他并不认为随便什么人都能够跑去跟企业的管理人员交谈并学到东西。他还认为企业的管理人员往往会非常狡猾地歪曲信息，用来误导人们。所以跟管理人员交谈是很困难的。当然，现在仍然如此——人性就是这样的。

我们起初是格雷厄姆的信徒，也取得了不错的成绩，但慢慢地，我们培养起了更好的眼光。我们发现，有的股票虽然价格是其账面价值的两三倍，但仍然是非常便宜的，因为该公司的市场地位隐含着成长惯性，它的某个管理人员可能非常优秀，或者整个管理体系非常出色等等。一旦我们突破了格雷厄姆的局限性，用那些可能会吓坏格雷厄姆的定量方法来寻找便宜的股票，我们就开始考虑那些更为优质的企业。

顺便说一声，伯克希尔数千亿美元资产的大部分来自这些更为优质的企业。最早的两三亿美元的资产是我们用盖格探测器四处搜索赚来的，但绝大多数钱来自那些伟大的企业。即使在早年，有些钱也是通过短暂地投资优质企业赚来的。比如说，巴菲特合伙公司就曾经在美国运通(1963)和迪士尼(1965)股价大跌的时候予以购进。

大多数投资经理的情况是，客户都要求他们懂得许许多多的事情。而在伯克希尔，没有任何客户能够解雇我们，所以我们不需要讨好客户。我们认为，如果发现了一次定错价格的赌注，而且非常有把握会赢，那么就应该狠狠地下注，所以我们的投资没那么分散。我认为我们的方法比一般投资经理好得多得多。

然而，平心而论，我觉得许多基金管理人就算采用我们的方法，也未必能够成功地销售他们的服务。但如果你们投资的是养老基金，期限为 40 年，那么只要最终的结果非常好，过程有点波折或者跟其他人有点不同又怎么样呢？所以业绩波动有点大也没关系的。

在当今的投资管理界，每个人不仅都想赢，而且都希望他们的投资之路跟标准道路相差不要太远。这是一种非常造作、疯狂的臆想。投资管理界这种做法跟中国女人裹脚的陋习差不多。那些管理者就像尼采所批评的那个以瘸腿为荣的人。那真的是自缚手脚。那些投资经理可能会说："我们不得不那么做呀。人们就是以那种方式评价我们的。"就目前的商界而言，他们的说法可能是正确的。但在理智的客户看来，这个系统整个是很神经的，导致许多有才华的人去从事毫无社会意义的活动。

伯克希尔的系统就不神经。道理就这么简单，即便非常聪明的人，在如此激烈竞争的世界里，在与其他聪明而勤奋的人竞争时，也只能得到少数真正有价值的投资机会。好好把握少数几个看准的机会比永远假装什么都懂好得多。如果从一开始就做一些可行的事情，而不是去做一些不可行的事情，你成功的几率要大得多。这难道不是显而易见的吗？

你们有谁能够非常自信地认为自己看准了 56 个好机会呢？请举手。有多少人能够比较有把握地认为自己看准了两三个好机会呢？陈词完毕。

我想说的是，伯克希尔的方法是，依据现实的投资问题而不断调整变化的。我们的确从许多优质企业上赚了钱。有时候，我们收购整个企业。有时候呢，我们只是收购它的一大部分股票。但如果你去分析的话，就会发现大钱都是那些优质企业赚来的。其他赚许多钱的人，绝大多数也是通过优质企业来盈利的。

长远来看，股票的回报率很难比发行该股票的企业的一年均利润高很多。如果某家企业 40 年来的资本回报率是 6%，你在这 40 年间持有它的股票，那么你得到的回报率不会跟 6%有太大的差别——即使你最早购买时该股票的价格比其账面价值低很多。相反地，如果一家企业在过去二三十年间的资本回报率是 18%，那么即使你当时花了很大的价钱去买它的股票，你最终得到的回报也将会非常可观。所以，窍门就在于买进那些优质企业。这也就

买进了你可以设想其惯性成长效应的规模优势。

你们要怎样买入这些伟大公司的股票呢？有一种方法是及早发现它们——在它们规模很小的时候就买进它们的股票。例如，在山姆·沃尔顿第一次公开募股的时候买进沃尔玛。许多人都努力想要这么做。这种方法非常有诱惑性。如果我是年轻人，我也会这么做的。

但这种投资起步阶段公司的方法对伯克希尔来讲已经没有用了，因为我们有了太多的钱。采用这种方法的话，我们找不到适合我们的投资规模的企业。此外，我们有我们的投资方法。但我认为，对于那些初出茅庐的人来说，要是配以自律，投资有发展潜力的小公司是一种非常聪明的办法。只不过我没那么做过而已。

等到优秀企业明显壮大之后，想要再参股就很困难了，因为竞争非常激烈。到目前为止，伯克希尔还是设法做到了。但我们能够继续这么做吗？哪个项目才是我们的下一次可口可乐投资呢？嗯，我不知道答案。我认为我们现在越来越难以找到那么好的投资项目了。

理想的情况是，你买入的伟大企业正好有一位伟大的管理者，因为管理人员很重要，我们遇到过很多这种情况。例如，通用电气的管理者是杰克·韦尔奇，而不是那个掌管西屋电气的家伙，这就造成了极大的不同。所以管理人员也很重要。

而这有时候是可以预见的。我并不认为只有天才能够明白，杰克·韦尔奇比其他公司的管理者更具远见和更加出色。我也不认为只有非常聪明的人才能理解，迪士尼的发展潜力非常大，迈克尔·艾斯纳和弗兰克·威尔斯是非常罕见的管理者。所以，你们偶尔会有机会可以投资一家有着优秀管理者的优秀企业。当然啦，这是非常幸运的事情。如果有了这些机会却不好好把握，那你们就犯了大错。

你们偶尔会发现，有些管理者非常有才能，能够做普通人做不到的事情。我认为英国玛莎百货的第二代掌门西蒙·马克斯就是这样的人，国民收款机公司的帕特森是这样的人，山姆·沃尔顿也是这样的人。这些人并不少见——而且在许多时候，他们也不难被辨认出来。如果他们采取合理的举措——再加上这些人通常会让员工变得更加积极和聪明——那么管理人员就能够发挥更重要的作用。

然而一般来说，把赌注押在企业的质量上比押在管理人员的素质上更为妥当。换句话说，如果你们必须作选择的话，要把赌注押在企业的发展前景上，而不是押在管理者的智慧上。

在非常罕见的情况下，你会找到一个极其出色的管理者，哪怕他管理的企业平平无奇，你们对他的企业进行

投资也是明智的行为。

另外有一种非常简单的效应，无论是投资经理还是其他人都很少提及，那就是税收的效应。如果你们打算进行一项为期 30 年、年均复合收益为 15% 的投资，并在最后缴纳 35% 的所得税，那么你们的税后年均复合收益是 13.3%。

与之相反，如果你们投资了同样的项目，但每年赚了 15% 之后缴纳 35% 的所得税，那么你们的复合回报率将会是 15% 减去 15% 的 35%——也就是每年的复合回报率为 9.75% ($15\% - 15\% \times 35\% = 9.75\%$)。所以两者相差超过了 3.5%。而对于为期 30 年的长期投资而言，每年多 3.5% 的回报率带来的利润绝对会让你们瞠目结舌。如果你们长期持有一些伟大公司的股票，光是少交的所得税就能让你增添很多财富。

即使是年均回报率 10% 的 30 年期投资项目，在最后支付 35% 的所得税之后，也能给你带来 8.3% 的税后年均收益率。相反，如果你每年支付 35% 的税收，而不是在最后才支付，那么你的年均收益率就下降到 6.5%。所以就算你投资的股票的历史回报率只与整个股市的回报率持平，分红派息又很低，你也能多得到差不多两个百分点的年均税后收益。

我活了这么久，见识过许多企业所犯的错误，我认为，**过度地追求减少纳税额是企业犯下大错的常见原因之一。我见过许多人因为太想避税而犯下可怕的错误。沃伦和我个人从不钻油井(一种大规模避税方法)。我们依法纳税。到目前为止，我们做得非常好。从今以后，无论什么时候，只要有人要卖给你避税服务，我的建议是别买。**

实际上，无论什么时候，只要有人拿着一份 200 页的计划书并收一大笔佣金要卖给你什么，别买下它。如果采用这个“芒格的规矩”，你偶尔会犯错误。然而从长远来看，你将会远远领先于其他人——你将会避开许多可能会让你仇视你的同类的不愉快经验。

对于个人而言，**做到长期持有几家伟大公司的股票而什么都不用做的地步，有许多巨大的优势：你付给交易员的费用更少，听到的废话也更少，如果这种方法生效，税务系统每年会给你 1-3% 的额外回报。**

你认为你们大多数人通过聘请投资顾问，花 1% 的收益支付他们的薪水，让他们想尽办法避税，这样就能获得很大的优势吗？祝你好运。

这种投资哲学危险吗？是的。生活中的一切都有风险。由于投资伟大的公司能够赚钱的道理太过明显，所以它有时被做过头了。在 1950 年代的大牛市，每个人都知道哪些公司是优秀的。所以这些公司的市盈率飞涨到 50

倍、60 倍、70 倍。就像 IBM 从浪尖掉落那样，许多公司也好景不再。因此，虚高的股价导致了巨大的投资灾难。你们必须时刻注意这种危险。

所以风险是存在的。没有什么顺理成章和轻而易举的事。但如果你们能够找到某个价格公道的伟大公司的股票，买进它，然后坐下来，这种方法将会非常非常有效——尤其是对个人投资者而言。

在成长股票模式中，有这样一个子模式：在你们的一生当中，你们能够找到少数几家企业，**它们的管理者仅通过提高价格就能极大地提升利润**——然而他们还没有这么做。所以他们**拥有尚未利用的提价能力**。人们不用动脑筋也知道这是好股票。

迪士尼就是这样的。带你们的孙子去迪士尼乐园玩是非常独特的体验。你们不会经常去。全国有许许多多的人口。迪士尼发现它可以把门票的价格提高很多，而游客的人数依然会稳定增长。所以迪士尼公司的伟大业绩固然是因为艾斯纳和威尔斯极其出色，但也应该归功于迪士尼乐园和迪士尼世界的提价能力，以及其经典动画电影的录像带销售。

在伯克希尔，沃伦和我很早就提高了喜诗糖果的价格。当然，我们投资了可口可乐——它也有一些尚未利用的提价能力。可口可乐也有出色的管理人员。除了提高价格之外，可口可乐的高层郭思达(Roberto Goizueta)和唐·基奥(Keough)还做了其他许多事情。那是很完美的投资。

你会发现一些定价过低的赚钱机会。的确有人没有把商品的价格，定到市场能够轻易接受的高位。你们要是发现这样的情况，那就像在马路上看到钱一样——前提是你们有勇气相信自己的判断。

如果你们看看伯克希尔那些赚大钱的投资项目，并试图从中寻找模式的话，你们将会发现，我们曾经两次在有二份报纸的城市中买了其中一家，两个城市之后都变成了只剩一家报纸的市场。所以从某种程度上来讲，我们是在赌博。

其中一家报纸是《华盛顿邮报》，我们购买这家公司的报纸的时候，其股价格大概是其价值的 20%。所以我们是依照本杰明·格雷厄姆的方法——以价值的五分之一的价格——买进的。此外，当时我们看准了该报会成为最后的赢家，而且其管理人员非常正直和聪明。那真是一次梦幻般的绝佳投资。它的管理人员是非常高尚的人——凯瑟琳·格雷姆的家族。所以这项投资就像一场美梦——绝佳的美梦。

当然，那是 1973 年到 1974 年间的事情。那次股灾跟 1932 年的很像。那可能是 40 年一遇的大熊市。那次

投资为我们赚了 50 倍的收益(至 1994 年演讲时)。如果我是你们，我可不敢指望你们这辈子能够得到像 1973 年到 1974 年的《华盛顿邮报》那么好的投资项目。

当然，吉列和可口可乐都生产价格相当低廉的产品，在世界各地占有巨大的市场优势。就吉列而言，他们的技术仍然是领先的。当然，和微型芯片相比，剃须刀的技术相当简单。但它的竞争对手却很难做到这一点。所以他们在剃须刀改进方面处于领先地位。吉列在许多国家的剃须刀市场的占有率超过 90%。

让我来谈谈另外一个模型。

GEICO 保险是个非常有趣的模型。它是你们应该记住的大概 100 种模型之外的一种。我有许多终生都在挽救濒临倒闭企业的朋友。他们不约而同地使用了下面的方法——我称之为**癌症手术法**。他们望着这团乱麻，看是否把某些业务砍掉，剩下的健康业务会值得保留下来。如果他们发现确实有，就会把其他的都砍掉。当然，如果这种方法行不通，他们就会让该企业破产。但它往往是奏效的。

GEICO 保险的主业非常好——虽被公司其他的一片混乱所埋没，但仍然能够运转。由于被成功冲昏了头脑，GEICO 保险做了一些蠢事。因为他们赚了很多钱，所以他们错误地认为什么都懂，结果蒙受了惨重的损失。他们不得不砍掉所有愚蠢的业务，回到原来那极其出色的老本行。GEICO 保险聘请了一些性格和智力都很杰出的人，他们对它进行了大刀阔斧的改革。

如果你们仔细思考，就会明白这是一种非常简单的模型。并且它被人们一次又一次地反复应用。GEICO 保险让我们不费吹灰之力就赚了很多钱。它是一家很棒的企业，有一些可以轻易砍掉的愚蠢业务。那是一个你们想要寻找的模型。你们在一生中也许能够找到一种、两种或三种这样**绝好的模型**。至于足够好到能用得上的模型，你们也许能够找到 20 种或者 30 种。

最后，我想再次谈谈投资管理。这门生意特别好玩——因为在账面价值的水平上，整个投资管理业加起来并没有给所有客户创造附加值。这就是它的运转方式。当然，水管安装业不是这样的，医疗行业也不是这样的。如果你们打算在投资管理业开展你们的职业生涯，那么你们便面临着一种非常特殊的情况。

大多数投资经理就像脊椎按摩师，他们对付这种情况的方式是打心底予以否认。这是常见的对付投资管理行业局限的方法。但如果你们想要过上最好的生活，我劝你们别采用这种**心理否认的模式**。

我认为少数人——为数极少的投资经理——能够创造附加值。但我认为光靠聪明是做不到这一点的。我认为

你们还必须接受一点训练，**一旦瞄准机会就倾囊出击**——如果你们想要尽力为客户提供高于市场平均回报率的长期收益的话。

但我刚刚谈的只限于那些选择普通股的投资经理。我并没有包括其他人。也许有人精通外汇或者其他业务，能够以那种方式取得极佳的长期业绩，但那不是我了解的领域。我说的是如何挑选美国的股票。

我认为投资管理人员很难为客户提供许多附加值，但那并非不可能的任务。

巴菲特：内布拉斯加大学演讲 1994

1994 年 10 月 10 日 林肯分校工商管理学院

沃伦巴菲特是伯克希尔公司的董事会主席兼首席执行官，伯克希尔自 1965 年起由巴菲特合伙公司控股。伯克希尔的业务包括承保财产意外险、糖果生产零售、报纸出版、家居用品零售、百科全书销售、家庭清洁设备销售、制服制造分销、珠宝零售以及家具制造进口和分销。

巴菲特先生可能是当今美国最受推崇的商界人士。他在 Capital City/ABC, Coca-Cola Co., the Gillette Co., Salomon Inc.和 USAir Group Inc.担任董事。他的投资敏锐度加上他的声誉、诚实和正直的力量，使所罗门兄弟公司成为世界上历史最悠久、规模最大的投资银行之一。

伯克希尔的年报由巴菲特先生撰写，因其在解释实现商业成功的重要原则方面，提出了合理的建议、富有创造性和幽默感，从而在商界和投资界广为流传。伯克希尔年会已经成为一项"盛大的活动"，不仅传播了巴菲特的理念，而且通过股东参观伯克希尔旗下的内布拉斯加家具市场和波仙珠宝店，增加了伯克希尔公司的收入。

巴菲特先生出生于奥马哈，父亲是 Howard H. Buffett，母亲是 Leila Stahl Buffett，父亲是证券经纪人，1943-1949 年和 1951-1953 年担任内布拉斯加州第二选区的国会议员。巴菲特先生于 1952 年 4 月与 Susan Thompson 结婚。他们有三个孩子 Susan、Howard 和 Peter。

巴菲特先生 1947 年毕业于华盛顿 Woodrow Wilson 高中，1947-1949 年就读于宾夕法尼亚大学 Wharton 商学院，1950 年获得内布拉斯加大学工商管理学士学位，1951 年获得哥伦比亚大学经济学硕士学位，他的导师本杰明格雷厄姆是他在哥伦比亚大学的教授之一。

巴菲特先生是 Grinnell 格林奈尔学院终身受托人、Urban Institute 终身受托人、加州斯坦福商业企业信托受托人、中部地区健康理事会受托人、美国艺术与科学院成员。据报道，他的基金会主要为世界人口问题和核裁军提供资金。巴菲特先生居住在内布拉斯加州的奥马哈市，在这个城市主持着他的金融帝国，没有 "奢侈 "的大量员工，也没有华尔街奇幻的计算机建模。

内布拉斯加大学林肯分校工商管理学院和 Woodmen 意外和人寿保险公司非常荣幸地邀请沃伦巴菲特担任 1994 年 E.J.Faulkner 讲师。

Woodmen 保险公司董事长 John Haessler 致词

我代表个人和 Woodmen 保险公司非常高兴地欢迎各位参加这次讲座，这是 Woodmen 与工商管理学院联合主办的系列讲座的第 16 讲。我想在座的许多人人都知道，我们设立这个讲座是为了纪念 E.J.Faulkner，他在 Woodmen 工作了 60 年，其中 44 年担任 CEO。他是我校和工商管理学院的毕业生，也是我校和工商管理学院的好朋友。

我们非常荣幸，也特别高兴沃伦巴菲特来到这里。从人群的规模和兴奋程度以及校园里的期待来看，他显然在学术界和商界都得到了尊重。坦率地说，他应该得到一个比我给他的更多的赞美和奉承，因为我不认为一个华丽的介绍会符合他的舒适感。他是一个非常本分的人。

巴菲特先生的大多数活动在你们收到的讲义上都有提到。他的父亲是一位经纪人，同时也是第二选区的国会议员。顺便说一句，他是共和党人。沃伦巴菲特和我可能是整个房间里仅有的两位民主党人。

他从内布拉斯加大学工商管理学院获得学士学位，然后到哥伦比亚大学攻读硕士学位，师从本杰明格雷厄姆，后者是他一生的朋友和导师。我想你们中的许多人人都知道，他在 50 年代中期通过一个有限合伙公司、一些亲戚朋友、以及大约 10 万美元的小规模资金开始了自己的事业。他将其打造成伯克希尔金融帝国，现在他已经成为美国最富有的人。

现在，我知道你们中的一些人已经看过《福布斯》，据说比尔盖茨在去年超过了他。今天我们要说的是，他是美国最富有的人。此外，在他排名下滑之前，我们就已经邀请了他。

但财富并不能很好地定义他。他曾说过，**他享受过程远胜于结果**，我认为这是真的。他不是靠汗水，而是靠头脑。他是通过使用自己的资产，而不是别人的，当然也不是别人的债务。他是通过大脑思考获得财富的，这听起来并不太独特，但在他的一份年度报告中，他引用了 Bertrand Russell 的观点：大多数人宁死也不愿思考，而许多人也确实是这样做的。他不仅是一位思想家，还是一位投资者；他不是投机者；他建设企业，他不拆毁企业；他创造就业机会，他不会让人流离失所。在谈到投资和投机时，他写道：事实上，我们认为，将交易活跃的机构称为'投资者'，就好比将反复发生一夜情的人称为'浪漫主义者'。

在您热切阅读的年度报告中，他引用了不同寻常的人的话。在谈到分散并不一定是好事时，他引用了 Mae West 的一句话："好东西多多益善。"在谈到如何从一笔糟糕的交易中解脱出来时，他提到了一首西部乡村歌曲中的一位绅士，他说："我的妻子和我最好的朋友私奔了，我仍然非常想念他"。他的风格，他的谦逊，他的不矫揉造

作可能是最好的代表，或者至少很好地体现在为这次演讲设置的一些细节上。其中一个问题是，你需要在这里增加保安吗？他的回答是：我们不需要任何保安。只需要请与会者在门口检查有没有带任何软性水果。

女士们先生们，我们非常荣幸地向大家介绍一位真正的传奇人物，奥马哈的先知，沃伦巴菲特。

沃伦巴菲特致词

测试，一百万，两百万，三百万....刚才有人在后面喊听不见。几周前我在演讲时也发生了同样的事情。有人说听不见。然后，前面有人站起来说：我能听见，我们换个地方吧。

今天能来这里真的很高兴，我对大学有很多美好的回忆。1924 年，当我父亲还是《内布拉斯加日报》的编辑时，我的父母在这里相识。我母亲曾为她父亲在西点的小报社工作。大约 25 年后，在宾夕法尼亚大学沃顿商学院学习了两年后，我转校来到了这里，我必须说，我在这里的一年比我在沃顿商学院的两年都要好得多。我接受了更多的教育。当时这里的 Ray Dein 是一位非常出色的会计教授。我们刚才还在回忆 Carl Arndt 教授的经济学。Arndt 教授在教经济学时，会在考试时离开教室。我们认为他非常信任我们。他解释说，他可以这样做，因为虽然我们考的是同一门课，但他对奇数和偶数座位有不同的答案。

我主要想和学生们谈谈你们的未来，因为我几年前的一段经历可能与之有关。然后我们将讨论一些问题以及你们的想法。但我在 1991 年的一次经历，可能对在座的各位学生有一定的借鉴意义。

事情是这样的，在 1991 年 8 月的一个星期五，我在早上 7 点多接到一个电话。我很抱歉地承认，这个电话把我吵醒了。无论如何，我接到了这个电话，电话那头是会议室里的几个人，显然是用免提电话。他们告诉我，所罗门的高层管理人员前一天晚上刚接到纽约联邦储备银行行长的通知，他是世界上金融市场上最重要的人，相比美联储主席，他并不那么出名，但他在金融市场上是第一位的，他的名字叫 Jerry Corigan。Corigan 先生告诉所罗门公司的最高管理层，由他们继续管理该机构是不可接受的，他的意思是，管理层立即滚蛋。所以第二天早上他们决定离开。他们不得不离开。他们打来电话说，从那时起，那里就没有人管理这个机构了。

这是一个相当严重的情况，因为当时所罗门公司的负债，比美国任何其他机构都要多，除了花旗集团这家大银行。花旗银行的欠款略高于 2000 亿美元。所罗门的负债总额略低于 1500 亿美元。1500 亿美元大致相当于当年纽交所全部公司的利润。因此，这比美国银行美国运通，房利美欠的钱都要多。与花旗银行、美国银行、Manny

Hanny 银行或其他大银行不同的是，借钱给所罗门的人不受联邦存款保险公司保险的保护，因此他们不能指望政府。而且，他们也不受所谓的"大而不能倒原则"的保护，基本上人们认为，尽管美联储对此并没有明确说明，但任何一家真正的大银行都不会被允许倒闭，因为美联储担心会产生多米诺骨牌效应。所以，如果人们担心花旗银行或大通银行或类似银行的偿付能力，他们并不真正担心他们在那里的存款，因为他们既有联邦存款保险公司的保险，又有"大而不能倒原则"的原则保护，而所罗门什么都没有。因此，我们面临的事实是，由于这些钱是欠全世界的，在那个星期五和下个星期一，人们会希望我们偿还 1400 亿美元或接近这个数字，这不是很容易做到的事情。

那天下午我去了纽约，那天晚上我见到了 Corigan 先生，我不会忘记这一点，因为当我进去的时候，我用一种轻松的方式对 Corigan 先生说："我个人唯一的负债是我在加州的第二套房子的 7 万美元，那是因为利率很低，我可能需要一点帮助"。然后我友善的笑了笑。他看了我一眼冷冷的说："为所有可能发生的情况做好准备"。我不知道他说这话的确切意思，但我肯定想到了士的宁之类兴奋剂的东西。因此，无论如何，我面临的一个直接问题是，我的基本工作是与监管机构和国会打交道，以及所有诸如此类的事情。从周五晚上到下周一早上，我们必须向全世界保证，所罗门银行不会倒闭，也不会发生挤兑。

这就是故事开始适用于该集团的地方。这是一家拥有 8000 名员工的公司，在东京可能有 500 多名员工，在伦敦可能有 1000 多名员工。我们在日本负债 100-150 亿美元，在欧洲也欠了类似的数额。因此，在由谁来管理这个地方的日常事务方面，确实存在问题。

这家公司因为拥有庞大的政府证券业务，现在每天的业务量超过 2000 亿美元。虽然赚不了多少钱，但这接近沃尔玛一年业务量的三倍。现在，这是一种不同的业务。它确实需要一个知道发生了什么的人，而我根本不知道业务或业务的细节。所以，在那个星期五的晚上，我面临的问题是决定谁来经营这个地方，然后向周日开会的董事会提出建议。所罗门高层大约有十几名候选人。我只知道其中四五个人的长相。我知道 12 个人中大多数人的名字，但我只见过其中的四五个人。这是我一生中最重要的招聘决定。

我希望你们所有人都能在未来几年内被录用。如果你们想知道我在做出这个重要的招聘决定时是怎么想的，可能会很有意思，因为这可能也是你们未来几年将要面对的一些人的想法。我面试了这 12 个人。我们在周五晚上进行了一次讨论，因为他们正在为一些事情或其他事情闹得不可开交，然后在第二天早上，我对这些人进行了三个小时的连续面试。好消息是，我没有问他们在商学院的成绩，你可以放宽心，但坏消息是，当然，我甚至没

有问他们是否上过商学院。我也没有问他们的简历。我从来没有在我决定的那个人身上看到过简历。当时，我必须决定谁是最适合与我共进退的人，谁能够在极其困难的时期领导这个组织，在这个时期，人们会辞职，客户会催促他们，贷款人会撤资等等，所有这些事情都会发生。我没有给他们做智商测试。我在那里有 12 个人，他们都很聪明，足以管理这个地方。而且，在座的绝大多数都有足够的智慧来管理这个地方。

大多数企业不需要智商惊人的人，我也不是在找阿甘。但是，十几个人都有所有必要的智商，他们有所有必需的动力。这些人习惯于每天工作 12 个小时，并且有很大的推动力。所以，这不是一个精力的问题。而是一个在我看来，谁具备了这两方面的素质，谁才是真正的高素质人才。这是一个他在接受这份工作后不会用枪指着我脑袋的人，因为我不能解雇任何进来的人，我也不能让他在一周、两周或一个月后在情况变得糟糕时辞职，因为如果再发生一次这样的事情，那一切就都完了。所以，我必须确定这个人的坚定性，我必须确定他在气质上能够胜任，因为压力将是巨大的。

我选中的那个人当时从未问过我，一周后也从未问过我，一个月后也从未问过我薪水是多少。基本上，他是在战场上晋升的，他的表现就像他是在战场上晋升的。他本可以来对我说："听着，我可以去高盛，今年赚 X，而在这里工作会更艰难，所以我要你给我 150%X"。事实上，在第一年，为了树立一个榜样，他降低了自己的工资，经营整个公司的工资比他前一年经营东京办事处的工资还要低。他从来没有要求我赔偿他在公司倒闭时即将面临的诉讼。而且，如果所罗门公司倒闭了，它的赔偿也就没有了。

所以，这个人完全有理由说：听着，我可以接受这份工作，但谁知道会发生什么，如果发生了，所罗门也不会好过，所以为什么伯克希尔或为什么你不亲自赔偿我，如果事情变糟，我将在余生中面临诉讼？"他始终没有说过其中一句话。这并不是因为他笨，不知道问这个问题，他只是觉得在这种情况下这样做是不对的。所以，最后我挑选了一个我认为是杰出人物的人。他从未让我失望，第二天他就接手了这份工作。我们下午三点从董事会会议上出来，有 12 个人在那里，我走过去对他说："就你了，伙计"。然后，我们就下了电梯，去见几百名记者，他们是在周日下午来的，在某些方面充满敌意。他和我一起坐在台上，回答了三个小时的问题。当时我就知道我的选择是正确的。

现在这个选择的有趣之处在于，吸引我的特质，对任何人来说都是可以实现的。他不需要能跳 7 英尺高，不需要能把橄榄球扔出 60 码远，不需要能记住前一年打的每一个桥牌手名字或诸如此类的事情。他所做的是带来坚

毅和诚实等品质。我知道他会告诉我坏消息。我总是担心那些为我工作的人不告诉坏消息，他们不需要告诉我好消息，我只想听坏消息。我知道他不会在做决定时自以为是，我知道他不会嫉妒，不会贪婪，也不会做所有那些让人失去吸引力的东西。事实是，任何人都可以拥有我选中的 Deryck Maughan 所表现出的这些品质。他们并不是超越任何人的壮举，他们只是决定你要做什么，你要把自己打造成什么样的人，然后去做。

Tohn 提到了 Ben Graham，他是我在哥伦比亚大学的老师。当他 12 岁的时候，他坐下来，列出了他所欣赏的其他人的品质清单；他还列出了他认为其他人身上没有吸引力的品质清单。他认为，培养那些有吸引力的品质，摒弃那些没有吸引力的品质，这只是一种意志和习惯的行为。任何人都可以守时到达；他们不能因不属于自己的想法而获得荣誉；他们不能走捷径偷工减料；他们可以避免嫉妒。所有这些都是可以做到的，而且它们不仅在你的工作中，而且在随后的社会中，都会对你的工作方式产生巨大的影响。

我再举一个例子。假设你从学校毕业时，中了某种彩票，你有权从你的同学中挑选一个，你可以得到这个同学余生收入的 10%。你大约有一个小时来做出决定。现在，我们暂且不考虑挑选周围最富有的人的儿子或女儿或诸如此类的人，假设我们都是从零开始。现在，你会选择谁？想一想，你不会给他们做智商测试，你可能也不会看他们的成绩。你可能会想，当他们走出去参加工作时，谁的表现最好？如果他们有一个 300 马力的发动机，谁会得到 300 马力，而不是 150 或 100 马力？你会寻找谁将发挥最佳作用。而且，你会寻找那些具有你所钦佩的品质的人，但这些品质也是你可以达到的，并且经过一段时间训练后会成为一种习惯。

有人说，习惯的枷锁，开始的时候，它轻的难以察觉，直到后来，却重的无法摆脱(the chains of habit are too light to be felt until they're too heavy to be broken.)。你一开始养成的行为习惯将伴随你的一生，这是千真万确的。而且，当你想到那个你想买下你认为值得钦佩或有吸引力的人的 10%时，答案是，如果你想坐下来自己动手去做，你也可以成为那个你愿意买下 10%的人。这并不是那么困难。我的一位朋友(Pete Kiewit)说，在招人时他看重三样东西：头脑(intelligence)、勤奋(energy)和品格(character)。如果他们没有最后一项，前两项就会要了你的命，因为，这是真的，如果你要雇用一个人没有品格的人，你最好希望他们是又懒又蠢，因为，如果他们又聪明又勤奋，他们会给你带来各种麻烦。

好了，建议到此为止。让我们来解决您感兴趣的问题。你们想怎么刁钻古怪就怎么刁钻古怪吧，因为这会让我觉得更有趣，也可能让观众觉得更有趣。所以，请随意提出您的难题。

座谈会问答环节

1, 关于人生

提问：请用一句或更短的话告诉我您的个人人生哲学是什么？然后是我的追问，为什么？

巴菲特：我不确定我是否有什么绝妙的人生哲学。我当然享受生活。我和任何人一样喜欢我的生活。我的意思是，我热爱我的每一天，其中一个原因是我很幸运，**因为我只和我喜欢的人一起工作**。我认为自己很幸运能从事这个工作。如果你从事的工作让你胃里翻江倒海，你会发现自己害怕上班等等，从本质上讲，**这就像为了钱而结婚**，这在任何情况下都可能是一个愚蠢的想法。而且，**如果你已经很富有，这绝对是疯了**。我很幸运，我没有任何压力，我要努力比 B 夫人活得更长，我是认真的，我跳着踢踏舞去上班。我相信要从事自己喜欢的工作。有一次在哈佛，有人问我，**"我应该为谁工作？"**我说，**"去为你崇拜的人工作，你一定会取得好成绩的。"**几个星期后，我接到院长的电话，他说："你跟那群人说了些什么？他们都决定自谋工作！"

2, 关于工作

提问：如果您能看水晶球，你会在未来几年关注哪些板块的股票？您认为什么样的股票会繁荣？

巴菲特：这是一个学术问题，如果我听说过一些理论的话。

提问：那您整天都在做什么？

巴菲特：好呀，直入核心。**我花了大量的时间阅读。我可能每天至少阅读 6 个小时，也许更多，我还花一两个小时打电话。我还会花时间去思考。仅此而已。**

我们在伯克希尔从未有过会议，我们在全国各地都有业务，我们有大约 2 万名员工，但在过去我任职的 20 多年里，我们只召开过一次经理会议，曾在那里讨论过一次医疗保健问题。但他们从没来过奥马哈。我们没有幻灯机，也不做这类事情。我们的董事会每年在年会之后开一次会，我们一起吃午饭，就这样。因为坦白的说，我讨厌开会。我创造了一些我喜欢的东西：我碰巧喜欢读很多书，我碰巧喜欢思考问题。在我看来，如果你要建立一个企业，创造一个事业，而不去创造一些当你完成时你会喜欢的东西，这有点疯狂。这就像画一幅画。我的意思是，**你应该画一些当你完成时你会喜欢看的東西。**

现在，我知道我在回避你的第一个问题，即今天下午我应该买什么。我不太考虑这个问题，我根本不考虑股市会怎么走，或者某只股票在短期内会怎么走。我们确实试图拥有股票，并且把这些股票看作是企業的一部分。

在我看来，这对投资过程至关重要。也就是说，不要把股票看成是一个小小的股票代码或涨跌之类的东西，而要把它看成是您所拥有的企业.....就像您决定在林肯市购买一家企业一样。您可能会考虑购买一家干洗店或杂货店之类的。您不会考虑这个企业明天或下周的售价是多少。您会考虑它在很长一段时期内是否是一个好的生意。这就是我们努力的方向。所以，如果你看看伯克希尔的投资组合，你会发现我们喜欢拥有什么样的企业。

我们最大的单一控股公司是可口可乐。我们还拥有很多吉列。这两家公司在各自的领域都是世界上最具竞争力的公司。它们都是不太受变化影响的公司。我们不喜欢拥有世界上将快速变化的东西，因为我不认为我比旁人更能洞察变化。因此，我真正想要的是我认为会相当稳定的、有非常好的经济效益的东西。

可口可乐的销量占全球软饮料总销量的 47%，即全球每天有 7.5 亿份 8 盎司的软饮料。这意味着，如果可口可乐的价格上涨一美分，就会增加 25 亿美元的税前收益。所以，这是我能弄清楚的事情。还有吉列公司，我的意思是吉列是了不起的。吉列提供了全球 60%以上的剃须刀片。当我晚上上床睡觉时，我会想到数十亿男性坐在那里，他们的脸上的胡须正在生长，当我睡觉时，这可以让你睡得很舒服。

提问：您想过开办自己的股票学校吗？

巴菲特：不，我已经有了我下半辈子的职业。我计划继续经营伯克希尔。

3，关于能力圈的边界

提问：金钱的问题在于，它往往流向人类的情感部分。我想你吸引我的地方在于，我在媒体上观察到，你总是保持清醒冷静的头脑。例如，当您雇佣东京办公室的那个人时，您把一些有形的因素加在一起。我想知道您在购买股票时是否也是这样，当它们突然变糟时会发生什么，比如全美航空和所罗门兄弟公司。

巴菲特：无论如何，您或许可以从其中一个人身上看出端倪。

提问：如果你说的是所罗门兄弟公司，我想你曾经把他们称为现金奶牛；然而，当你买入这样一只股票时，有多少是巴菲特多年来 6 小时读书、打电话、晚上思考的结果？或者，有多少是赌徒的感觉或直觉？这种感觉有很多吗？

巴菲特：我想说，没有任何预感或直觉之类的东西。我的意思是，我试着坐下来弄清楚一家企业未来的经济前景如何，我试图弄清楚管理层是否是我信任和钦佩的人或团队，我试图弄明白价格是否合适。我的意思是：它是对的生意，对的管理层，对的价格。有很多业务我都不知道答案。如果你把纽交所的所有公司都算在内，有几

千家公司，我对其中的很多公司都没有看法。我很熟悉它们，但我不知道未来会发生什么。所以，我试图把范围缩小到我所谓的“能力圈”内，重要的不是能力圈的面积有多大，而是它的边界在哪里。所以，你知道什么时候你在圈内，什么时候你在圈外。

如果说我有什么优势的话，那可能就是我知道，什么时候知道自己在做什么，什么时候不知道自己在做什么。你必须在证券市场上做出很少的正确决定才能获得巨额财富。你不必做一百件聪明的事情。如果我们每年做一件聪明的事情，(a)我的合伙人会感到惊讶，(b)那就足够了。我的意思，这已经足够了。这就是我想做的，所以我在寻找一个好主意。

但你是对的，多年来我所看的一切，我做的所有阅读以及所有一切，在某些时候都会让我觉得这个特定的决定，就是在我的“能力圈之内”。这时候我愿意大干一场。我不相信当你看到你真正了解的东西时，会浅尝辄止。我从来不想去小规模做任何事情，因为，有什么理由要去这么做呢？如果因为我对某件事情不太确定自己的观点，而去小规模的做，我就会完全忘记它，转而去做我非常确定的事情。

4，关于遗产处置

提问：昨天，据《世界先驱报》报道，一位没有血亲的千万富翁向美国政府留下了 560 万美元。

巴菲特：我看到了。

提问：而这笔钱只能支付不到两分钟的政府开支。如果你没有血亲，没有慈善基金，你会把钱留给政府吗？当然，前提假设是花掉你的财富需要更长的时间。

巴菲特：好吧，我今天在这里有一位血亲正在监督我说的话。前几天我读到有个家伙把所有的钱都留给了他的妻子，条件是她要再婚，所以至少有一个男人会为他的去世而哀悼。我想说的是，当你把慈善事业排除在外时，这就变得很困难了。如果你把钱留给政府，基本上你就是把钱留给了社会。我宁愿把钱留给非常高智商的人们，让他们为了社会的利益而花钱，而不仅仅是为了减少政府当年的债务或赤字。

你知道，如果你告诉我，我不能把它留给个人或慈善机构，我的意思是，在这一点上，我将几乎陷入困境。这就像 100%的遗产税生效了一样。

我会说，我的钱是从社会上赚来的。如果你把我扔到孟加拉或秘鲁中部，我就一文不值了。我有一些天赋，特别适合这种特殊经济系统，我从社会得到了很多，我可以过我想过的生活，而不把这些钱还给社会，对我来说

有点疯狂。因此，从根本上说，我的一切都将回馈社会。我只想挑选非常优秀的人，聪明的人，很少的人，因为如果你有一个大的团队，它就会官僚化。我在基金会里有 6 个受托人，我死后他们能在世上自己工作，会比我在地下给他们下达的指令要好得多。我对这一切的安排非常满意。我唯一指示他们做的一件事就是，去尝试做一些大事。我不相信很多小事。

提问：我们当然希望您能活到 150-200 岁。像您这样品性的人需要活下去。

巴菲特：谢谢。谢谢。

5, 关于拥有真正的人生榜样

提问：我想知道您是否有一个榜样。

巴菲特：是的，我称他们为英雄，但在我的一生中，我有过 6 个左右的英雄。我非常幸运，因为我的英雄没有一个让我失望过，我从来没有对 6 个英雄中的任何一个失望过。第一个是从我的父亲开始的。我认为拥有正确的英雄是非常重要的，他们称之为榜样或其他，但你会从某人那里得到一些启发。你会养成一些好的习惯和品质，就像我前面说过的那样。幸运的是，我有一些很棒的朋友，他们在这方面的对我很有帮助。当我们刚搬到华盛顿时，我有一段时间我是反社会的。真的拥有正确的英雄，帮助我渡过了难关。所以我说，仔细选择你的英雄，然后找出他们身上让你钦佩的地方。然后想办法做同样的事情。这并不是不可能做到的。

6, 关于投资公益基金

提问：您在内布拉斯加州权益基金(Equity Fund of Nebraska)的投资是一次性投资吗？

巴菲特：不。大约一年多以前，州长或与州长有联系的一个团体组织了一个基金，以资助本州的低收入人群和经济适用房。这些基金在全国各地都有，所以他问我们是否愿意参加内布拉斯加州的基金，我们参加了这些国家基金。我希望参与的范围越来越广，因为这不仅具有良好的社会目的，而且是一项非常明智的投资。所以，我们在这个过程中没有做出任何牺牲，这对伯克希尔来说具有经济意义。我希望州内的其他企业也能加入进来。这不是一次性的。

7, 关于获得起步资本

提问：像我这样的年轻企业家如何获得创业资金？

巴菲特：获得启动资金？这个问题很难回答，**因为复利有点像从山上滚下的雪球一样。你可以从一个小雪球**

开始，如果它滚下足够长的山坡，(自我买第一支股票算起，我的山坡现在已经 53 年长了)，而且雪有点湿，你就会在最后滚出一个真正的大雪球。然后，有人说：你怎么才能把小雪球弄到山顶上呢？除非你足够幸运地继承了一些遗产，除非你花的钱比你赚的钱少，并存下一些钱，我不知道该用什么办法做到这一点。

我自己的情况是，我一直对投资感兴趣，所以我从大约六岁起就开始存钱，当我大学毕业时，我已经有了大约 1 万美元。显然，在成家之前存钱要比成家之后容易得多。我一直认为，如果你找到一份能满足你的需求的工作，(就我自己而言，我送报纸，这是一份理想的工作，每天只需工作几个小时)，那么再找第二份工作，就可以存下所有的钱。获得最初的赌注，在游戏中保持领先的位置，这在生活中是非常重要的。工作时能从一个有优势的位置起步并拥有一个杀手锏，那简直就太棒了。这可能是一个相当小数额的钱，1 万美元听起来也不是很多，尽管现在可能相当于 10 万美元。但这就是我起步的优势，如果我没有这笔钱，我就不会有后来的工作。除了花得比挣得少，其实没有任何办法获得资本。在你很年轻的时候，积累资本比任何时候都容易，当然是在你成家之前。

8, 关于橄榄球队

提问： 巴菲特先生，我只是想知道，你请内布拉斯加队四分卫新兵吃饭的传言是否属实？

巴菲特： 没有。如果我知道一个好手，我想我会的，但是没有。如果有人觉得自己身体健康，可以把球投出 60 码，请站起来。我有强烈的兴趣请你吃饭。我认为我们有美国最好的橄榄球教练，他和 Nancy 都是真正杰出的人，这是我亲身体会到的。我很希望一切都能顺利，但我认为他今年运气不佳。

9, 关于累计税率

提问： 巴菲特先生，我认为国家的税法没有激励企业和个人储蓄和投资。没有这些激励措施，国家经济的增长就会受到限制。您是否支持征收基础广泛的消费税，如增值税，同时抵消性地降低资本利得税以及公司和个人税率，以鼓励更多的储蓄和投资？

巴菲特：我想说的是，出于各种原因，原因之一是鼓励储蓄，但出于其他原因，我赞成累进消费税，一种随着消费增加而税率上升的税。我不赞成统一税，因为那是按比例征收的，这样就相当于对每个人征收同样的税，支付同样的百分比。而且，我真的觉得，就公平性而言，累进消费税是最公平的税种。我还认为它将产生最大的长期利益，尽管在短期内它实际上会损害经济。但是，随着时间的推移，我认为它将提供更多的投资，这将从根本上提供更高的生活水平。除非它是累进的，否则征收这种税或全国销售税或任何严格按比例征收的税都是不公

平的，因为它会变得非常倒退。坦率地说，我认为那些消费远远超过他们同胞的人，当他们消费时，他们正有效地从社会银行中提款。我认为他们在高消费率下应该支付更高的税率。

但是，我一直在呼吁征收累进消费税，与 10 年或 20 年前相比，现在它在经济学家和政治家中的影响力更大了。Nunn 和 Domenici 参议员大约在 18 个月前发表了一份报告，他们在报告中提出了类似的建议，我想他们称之为“美国无限储蓄账户”。我会这么说，尽管现在的税率比我五六年前在这里时更有利于储蓄，但从储蓄的角度来看，情况并没有变得更糟。这听起来有点盲目乐观，但与世界上大多数经济体相比，在这个国家存钱还是相对容易的。实际上，消费税或无限制的个人退休账户 IRA 会让储蓄变得更容易。但是，与世界上大多数需要储蓄的经济体相比，这个国家的储蓄并不困难。

10, 关于私人飞机

提问：巴菲特先生，我想知道今天的航班是查理批准的，还是你自己开车过来的？

巴菲特：这位先生指的是我有一位名叫查理芒格的合伙人，他的祖父是林肯市的联邦法官。查理实际上曾在我祖父的商店打工，但不是在我打工的期间。我是后来才遇到他，他成为我的合伙人。几十年来，查理和我一直是商业伙伴，我们从未有过争执。我们对事情有不同的看法，但我们相处得非常好。查理早年对本富兰克林(Ben Franklin)过度痴迷，所以他认为花一分钱就是丢了一分钱，或者类似的事情。就是这样一个人，你知道，他在乘坐公共汽车之前会做祷告，因此，当我买飞机的时候。我本来想把他的名字 Charles T. Munger 喷涂在飞机上，只是想给他点颜色看看，但我还是决定把飞机叫做“不可辩驳号”(The Indefensible)，这就有点像你认识的一只狼(芒格)在输给另一只狼(巴菲特)的时候呲牙咧嘴的样子！所以，我今天没有飞到这里。但我确实每晚都在考虑打飞的去药店！我爱上了这架飞机，早些年我也曾发表过反对飞机的演说，后来我得到了他们所说的反启示，现在我爱上了这架飞机，它将和我一起入土为安！

11, 我热爱工作本身，钱只是副产品

提问：巴菲特先生，您对自己失去美国首富位置感到困扰吗？

巴菲特：正如《福布斯》杂志所指出的，他们肯定把比尔盖茨的房子也算进去了。我是说，他让我失去了位置。顺便说一句，他是我的好朋友，我们在一起很开心。我们在一起很开心，比尔来到波仙珠宝为他的妻子梅琳达 Melinda 购买了一枚订婚戒指，我可以告诉你这一点，因为是他告诉我的。一年前的复活节他来过波仙珠宝，

他们当时在 Paim Springs，他告诉 Melinda 是时候回西雅图了，当他们上飞机时，飞行员报告了西雅图的天气和其他一切，所以听起来好像他们要去西雅图，然后比尔让她忙个不停，所以她没有注意到太阳在哪里。他们在复活节星期天的四五点钟左右降落在奥马哈，我们专门为他们打开 Borsheim's。我在比尔离开的时候对他说："这不关我的事，我该给你些什么建议？但我在 1951 年为妻子购买婚戒的时候，我花了我大约 6% 的净资产。"但那个星期天，我们并没有像我希望的那样度过愉快的一天。

但说到我不是最富有的人，钱只是我喜欢的东西的副产品。这就像一个喜欢画画的人，如果你能在画完时卖出很多钱，当你做到那很棒！如果你喜欢画画本身，当你做到那也很好！我在处理小钱和大钱时都很感兴趣，我要补充的是，我对大钱和小钱也都很感兴趣。比尔盖茨也是如此。我是说他热爱他的工作。如果一天工作结束时付给他的是鲨鱼的牙齿而不是现金，他也会去做。而且，我猜这有助于他把事情做得很好，也有助于我把事情做得很好，但我会对他保持关注。我有一个飞镖盘，有人送给我用来选择股票。我向它扔飞镖，但效果并不好。所以，我上周把它寄给了他。

12, 关于音乐爱好

提问：巴菲特先生，我一直相信您有一定的音乐天赋，我想知道，您还在弹尤克里里吗？

巴菲特：我偶尔会演奏它。一年后，B 夫人将在她 102 岁生日时出席奥马哈市 Rose Blumkin 表演艺术中心的开幕式，该中心的前身是 Astro 罗电影院。大约 15 年前，她买下了那家剧院，当时它即将被拆除。她买下的原因是，那是她在这个国家遇到的第一件好事的所在地。早在 1920 年代中期，她的女儿 Frances 因演唱《Am I Blue》在那里赢得了一个奖项，一个 5 美元的金块，而在一年后的开幕式上，Frances 将再次登台演唱。而我将用尤克里里为她伴奏。关于我演奏尤克里里，我确实在新闻俱乐部与州长一起演奏过。但我下一次露面将是明年秋天在 Astro 剧院。

13, 关于诚信的下降

提问：我最看重领导者的品质是正直，无论是商界还是政界的领导者。您认为当今商界和政界的领导人是否具有高度的诚信？自您创业以来，诚信度是否有所下降？

巴菲特：这很难说。我认为美国公众认为它可能下降了，民意调查就证明了这一点。我自己接触过很多领域的人，包括政界和商界的人，我的感觉是，这种模式与你在人群中发现的模式没有太大区别。如果你选择任何一

个大的群体，你会发现诚信有些正态分布趋势，你会发现处于曲线中间大多数人，他们在多数情况下表现良好，但当他们遇到真正困难的情况时，他们就不会表现良好。而在曲线的右侧，你会发现一些非常出色的人，坦率地说，这些人是我心目中的英雄。我认为这一点多年来没有太大变化，这就是我的印象。

我认为这在政治上也是如此。很多人都向往过去的美好时光以及类似的事情，**但我不认为人性会有太多的改变**。我认为人类改变的唯一途径是他们进入一种新的文化，并接受该文化的风俗习惯。我认为，相比修道院式的文化，**如果你进入了一种丛林式的文化，诚信的下降会更为容易**。但我不认为这种文化与我 30 年前在政界或商界看到的文化有实质性的不同。在这两个领域都有一些杰出的人物，他们才是真正值得关注和努力效仿的对象。

14, 关于做正确的事

提问：您认为政府目前应该停止做哪些事情？如果您是总统，您首先会做出哪些改变？

巴菲特：如果我是总统，我会做的第一件事就是要求重新计票。这是我不想做的工作。有很多工作我都不愿意做，但这可能是我最不愿意做的。我认为这是非常艰难的工作，因为我见过一些，甚至经历过一点点。管理任何庞大的组织都是非常困难的。也许 Spanier 博士也会同意我的看法。你有一个非常复杂的组织，有很多人必须要在你的领导下做决策，还有庞大的预算。这是非常难以管理的。然后想想这样一个事实，这项工作最长的工作年限长达 8 年。

改变文化真的很难。我对此有些经验。**做生意的诀窍就是融入一种已经是正确的文化**。我们在这方面的运气很好。当我们投资一家 Dexter 鞋业或喜诗糖果时，这非常容易，因为他们已经以某种方式成长起来，**因为他们的领导人认为要做正确的事情**。

我认为这在政府中将是非常困难的，如果我按照我的方式，将会有个累进消费税。预算不一定能够平衡。但是国债的增长速度将低于 GDP 的增长速度。换句话说，我将确保债务与收入的关系不会恶化。但是，就具体项目而言，你知道我没有什么好主意。我可能会这么做，因为我不是在竞选公职，而且这已经被安排在几十年后，我可能会延长社保生效的年龄，因为我认为这个世界已经与 1937 年或将退休年龄定为 65 岁时大不相同。如果你看看抚养比的人口统计数据(65 岁以下的人抚养 65 岁以上的人)，这是与 60 年前有很大的不同。我只是认为现在有更多的生产力，所以我会让社保开始得晚一些。这也不会得到美国退休人员协会或其他组织的投票。

15, 关于常识

提问：我听说您认为所有大学都应该开设常识课：您对常识的定义是什么？这门课应该教什么？

巴菲特：我不知道我是否说过他们应该教授一门常识课，因为我不确定你能否教授它。但是，**我确实发现有许多高智商的人偏离了轨道，这让我感到吃惊**，那些非常聪明的人怎么会做出那么多自我毁灭的行为呢？我不仅是从商业的角度思考问题，但我没有真正的药方，因为我环顾四周，我认为这些人都非常明智。我不知道如何将移植或传授给其他人。

我认为很多人把事情搞得比他们需要的更复杂。我们的投资方式没有什么复杂的，这是很容易理解的。我觉得人们在买股票之前，应该拿一张纸，简单地写上"我在 47 美元买入通用汽车"，或者 "我在 83 美元买入美国钢铁"，他们应该把他们的理由也写出来，他们应该能够把这些推理写在一张纸上。事实上，他们应该能够把这些理由写成一段话。

山姆沃尔顿(Sam Walton)在沃尔玛的想法非常简单，这并不难做到。如果你想完成一件事，这也许与常识有点联系，**你必须保持专注**。B 夫人就很专注。她一生从未上过一天学，但她却能在各种人面前叱咤风云，因为她聪明、精力充沛。她也很专注。IBM 的创始人汤姆沃森(Tom Watson)也是这样，他说："**我不是天才，但我在某些领域很聪明，而且我一直呆在这些领域**"。

16, 关于艺术资助

提问：我是音乐学院的博士生，我的问题与艺术资助有关。我想知道您认为资助艺术项目的责任在哪里？应该是政府的责任还是企业或个人的责任？

巴菲特：我认为这需要政府项目和私人资金的共同参与。我的意思是，我认为这可能是一个需要的组合。如果你回到 50 或 75 年前，它完全是私人资助的。但我认为，就许多类似的活动而言，政府和私人资金都应该有一席之地。

17, 关于后代遗产

提问：我听说您拒绝在经济上帮助您的孩子。这是真的吗？您从父母那里得到了什么经济援助？

巴菲特：我得到了各种好东西。但是，我没有得到钱。事实上，我真的不想要钱。我认为我是在最棒的一对父母身边长大的，这一点非常重要。我不相信让孩子们变得富有对他们会更好，我只是认为从社会的角度来说这是错误的。我听到有些人说食品券对穷人造成了破坏性的影响。他们说，"你给他们粮票，他们就会产生依赖性，

然后下一代就会想要更多的粮票”，诸如此类的话。这和那些一出生就通过继承获得终身食品券的孩子有什么区别，你知道，只不过食品券被称为股票和债券，而福利官被称为信托官而已。

我基本上认为，如果你很富有，你应该给你的孩子留下或给他们足够的钱，足以让他们做任何事情，但不足以让他们什么都不做。我只是认为这样才有意义。我不认为他们应该像出生在赤贫环境中的孩子一样，我不认为他们应该有权过着无所事事的生活，基本上是靠别人给他们的食品券过日子。这就是我的个人理念。

18, 关于参与政治

提问：巴菲特先生，我想问一下您的政治参与情况。今年，我们通过媒体看到了很多关于您担任 Kerrey 参议员的财务主席和帮助奥巴马的 Hoagland 众议员的消息。我担心的是，似乎至少我阅读的商业出版物和我参与的商业组织并不真正支持这两个人，因为可能会增加税收监管和政府管理的医疗保健。你能向我解释一下你参与其中的原因，以及你为什么支持那些似乎反对某些商业激励的人吗？

巴菲特：在 1948 年我担任宾夕法尼亚大学青年共和党人俱乐部主席，当然，我是在共和党家庭中长大的。我给很多共和党人投票，我的意思是，我不是持证的民主党人，尽管我是注册的民主党人，而且我给民主党人投的票可能比给共和党人投的票要多。这很接近。我不太喜欢掺和政治，但在这个特殊的情况下，我支持你提到的这两个人，也正是因为有些人反对他们我才支持。我觉得 Hoagland 和 Kerrey 都投了一票，他们知道这在政治上是不利的，甚至可能是致命的。他们这样做是为了他们所认为的社会利益，无论你是否同意他们的观点。对于一个政治家来说，这是世界上最难做到的事情。

对我来说这是很难做到。我热爱伯克希尔的工作，如果我知道我的投票可能会导致我失去这份工作，我不知道我会怎么做。所以，我看到这两个家伙都投了票，毫无疑问，这将在政治上伤害他们。他们可以毫不费力的评估自己的选民或全国选民的情绪，但他们还是这样做了。我认为这正是立法者应有的行为方式，我认为这是非常重要的。我本来会有一个与现在大不相同的削减赤字法案，但这不是问题的关键，因为你永远不会对法案的各个方面感到满意。我觉得在这种情况下，如果我能以任何方式帮助他们认可他们，我很高兴这么做。他们在关键时刻挺身而出，我觉得我也应该这样做。这就是原因，但基本上我并不热衷于参与政治，这并不是因为他们是民主党人，这对我来说无关紧要。

19, 充分放权的管理文化

提问：你让伯克希尔以一种非常精简的组织方式运行，您是如何在公司发展如此之快的情况下，保持总部如此精简的？

巴菲特：这个问题问得好，因为我们现在有 2.2 或 2.4 万名员工。20 年前，我们可能只有 1000 人，但现在总部仍有 10 或 11 人。我真的相信要让事情保持简单，我们没有内部顾问，我们没有公关人员。我们没有警卫，没有自助餐厅。坦率地说，我认为比一层一层地向上层汇报工作，精简要容易得多。我在大多数公司看到了很多的浪费，一旦浪费到了那里，就很难摆脱了。更容易的做法是永远不要去做。

我的朋友查理说："我只想知道我将死在哪里，所以我永远不会去那里"。这就是我对大型组织的感受。我的意思是，在我看来，那将导致企业死亡，所以我们不会去那里。保持精简不是问题。我们只是不雇佣任何人，我自己买卖所有股票。有些人说："在一个企业你能有多少人向你汇报工作？"这是标准的企业管理方法。他们会说，最佳人数是这个或类似的数字。答案是，如果你有合适的人，你可以有很多人。如果他们知道自己在做什么，并且喜欢自己的工作，你可以拥有很多很多人。但如果你有一个小丑，一个都太多了。关键在于拥有合适的人。我们非常幸运地能和那些非常能干的人一起工作。

我们三年前收购了 H.H.Brown 公司，这是一家工作鞋制造公司，大概有 4000 名员工，销售额 2.5 亿美元。我从未去过他们的工厂。没有人去过。也许他们根本就不存在。我是说，也许那些人每个月都坐在那里说："我们这个月应该给沃伦一个什么报表？280 万美元他会喜欢吗？是的，可能会喜欢，让我们把它寄给他。"我已经得到了正确的那种人。如果你让 Blumkins 家族经营家具超市或其他什么，我能做些什么呢？我应该出去告诉他们我们应该把这东西的零售价定在 498 美元而不是 398 美元吗？我对此一无所知。

我们四分之三的经理都是财务自由的富豪，他们根本不需要起床上班，他们中的大多数人都拥有数千万美元。因此，我必须创造或维持一种环境，在这个世界上，他们最想做的事情就是日复一日去工作。我对自己说："怎样才能让我有这种感觉？"如果我整天让别人猜疑我，我会厌倦的，我会说：我做这个图什么？如果我到处猜忌他们，或告诉他们如何经营他们的业务，我们的经理们也会有这种感觉。因此，只要人品好，用很少的人也能做好。这就是我们努力去做方向。

20，企业的特许经营权最重要

提问：您说过，在考察一家公司时，您会看三件事：管理层、价格和人。您对人的分析是什么使您的股价出

类拔萃？

巴菲特：我想我说的是企业的"经济特性"economics。我的意思是，你可以拥有世界上最优秀的人才，但如果他们经营的是纺织品业务，就像我们 30 年前的业务一样，他们不会做得很好；相反，如果他们经营的是可口可乐，他们会做得非常好。因此，我们希望我们所从事的企业具有良好的经济特性，如可口可乐或吉列或类似的企业。此外，我们还需要人才和价格。但三者都非常重要。

21，工作和家庭是两码事

提问：我来自一个家庭，我父亲工作很忙，他相当成功。您是如何平衡工作和家庭的？您是否将您的妻子与工作联系在一起，或者这完全是两个不同的层面，两个不同的世界？

巴菲特：不，这是两回事。我在这里的女儿有一次接受采访时解释说，当她在高中时，她告诉别人我是一名证券分析师。她认为这意味着我到处检查房屋或其他什么东西，以确保它们不会被盗！不，工作和家庭是两件独立的事情。我根本不认为我所做的是工作。我这样做不是为了谋生，我这样做是因为我宁愿做这件事，也不愿去做世界上我所能想到的任何其他事情。

22，认同的股东群体的重要性

提问：您在年报中说，您不希望通过换股收购或股票拆分增加投资者数量，但在某种意义上如果您是一家大型上市公司，一家大型控股公司，您为什么不增加可供您使用的资本数量？

巴菲特：嗯，我们不愿意。我们不想通过增加股东数量的方式去增加资本额。我们只是通过年复一年的盈利来获得资本的自然增长，这就足够令人满意了。现在我的资本比想法多得多。当我走出校门时，我的想法远远多于资本，我确实资本饥渴，当时我需要更多的资本。这就是为什么我在 1956 年成立了合伙公司，让一些合伙人和我一起。

现在的问题是"谁将成为你的股东？谁将坐在每个股东座位上？"如果你有一百万流通股，必须有人拥有它们，最好是我。所有的座位都会坐满，然后问题是"你如何鼓励你希望坐在这些座位上的人加入呢？"这很简单，如果你在礼堂外贴上"摇滚音乐会"的标语，你会吸引一群人，如果你换成"歌剧"，你会吸引另一群人。两类人都可以，但最好不要让那些以为自己是去听歌剧的人发现自己是在听摇滚音乐会，反之亦然。

因此，我相信与投资界沟通，我们如何思考我们的目标以及期限，以吸引相志趣相投的群体进入伯克希尔。

随着时间的推移，我们已经做到了这一点。这就是为什么伯克希尔股票的换手率如此之低。我们的成交量比纽交所任何股票都低。纽交所不喜欢这样，但我喜欢，因为这意味着基本上想在那里的人都在那里。拆分股票或类似的东西往往会吸引不同的群体，虽然不是一个可怕的群体，但并不比我们已经有的群体更好。别人进入的唯一途径是让某人离开。我们希望确保，我们不会失去那些认同我们的目标和期限的股东，而去接纳那些有着其他不同关注点的人成为股东。

23, 关于继任计划

提问：当您和芒格先生放慢脚步退休时，您对管理层的继任有何计划？

巴菲特：这是我们去世的一种礼貌的说法。我们不会放慢脚步然后退休，我们可能会慢下来，但我们不会退休。我这么说是因为我计划在死后五年退休。在年会上，总有人说："如果你(死了)会发生什么？"，然后他们结结巴巴地说："你知道你会被卡车撞吗？"我说："好吧，我很高兴你问这个问题，而不是问如果你没有被卡车撞会怎么样。"

我的工作相当简单，我们所有的运营业务都将照常进行。经营 H.H.Brown 或 Dexter 鞋业或喜诗糖果或 Scott Fetzer 的人都知道他们在做什么。我所做的就是资金配置。他们把钱寄给我，然后我用这些钱去投资别的东西，我还努力维持一种工作环境，让他们愿意继续工作。我已经考虑另外的人接替我们俩人，他们能够胜任这一工作，现在不想说出他们的名字。但我死后，可口可乐不会改变(我们拥有价值近 50 亿美元的可口可乐，接近公司 8%的比例)，人们会在死后的第二天继续喝可口可乐。事实上，他们可能会在葬礼上用可口可乐向我敬酒，因此销售量可能会激增一些！不会出现大的增长放缓。

24, 商学院有帮助，但经验很难教授

提问：您相信哪种管理培训或指导方式，并在伯克希尔付诸实践？

巴菲特：好吧，这很有趣。我们真的什么都不会做。我们可能有一半的经理人都拥有 MBA 学位或受过其它类型的商业培训，可能有一半的经理人没有。而我感兴趣的是，怎样才能成为一名优秀的经理人。因为我认为你必须理解商业语言，你应该具备我称之为"商业头脑 business mind 或"商业导向"business orientation 的东西。但是，我们根本不关心你的教育背景。当我在所罗门公司工作时，我没有要求看任何人的简历，我不知道他们十几个人在哪里上的学，这对我来说没有什么区别。你知道，B 夫人，如果我问她的教育经历，她递给我一张白纸，我

也无所谓。波仙珠宝的创始人 Ike Freidman，我甚至不知道他上过什么学校，做过什么事情，这对我来说真的无关紧要。

我基本上喜欢买入那些人们已经成功经营的企业，然后让他们继续经营下去。我宁愿去找一个已经打出 0.350 或 0.375 安打率的人，买下他们的企业，并试着努力让他们开心并继续经营下去，也不愿出去在沙地上(烂生意)寻找那些告诉我他们将会打出 0.350 或 0.375 安打率的人。我已经做了一些后一类生意，当你能做前一类时为什么还去做后一类。我们喜欢前一种。我们发现，很难教一只新狗学会老把戏(it's hard to teach a new dog old tricks.经验很难教授)。

我们有一些非常出色的经理人，他们中的许多人都已年过 65 岁，其中许多人没有受过商业教育。我不认为上过商学院有什么坏处。我在宾夕法尼亚大学、内布拉斯加大学和哥伦比亚大学都接受过商科教育，所以我在三个不同的商学院学习过，在每个地方都学到了很多。事实上，我在后两所学校学到了更多东西。这种经历可能很有优势，但我不认为它是必不可少的。

25, 关于大学学费

提问：您认为获得大学学费的最佳途径是什么？

巴菲特：最好的办法是让别人给你。事实上，我的大学学费是父母给的，所以我没有奖学金。我在《Lincoln Journal》为 Mark Seacrest 工作，但我把所有的钱存起来投资证券。如果你有父母给你钱，那就太好了；如果你被别人给你奖学金，那太好了。如果你必须为它工作，你知道，这就是你必须做的。

26, 关于 BRK 高估值(2PB)

提问：我听说伯克希尔存在巴菲特溢价。您能解释一下这是什么吗？也许可以评论一下它存在的原因。

巴菲特：有些人认为我们未来的表现会和过去一样好。你可以把这个看作是去赛马场，在一匹 13 岁的老马上下注(5 岁最壮)，这匹马在那之前有着很好的记录。这是对过去的一种推断，我不认为它有多高的溢价，但这只是我个人的观点。

27, 社会问题远比投资问题难

提问：巴菲特先生，我住在加州洛杉矶，人们普遍认为那里已不再是一个可怕的居住地，但我去奥马哈看望我的祖母。我发现这里的犯罪率比洛杉矶还要高。我不知道 1950-60 年代，犯罪率是否不那么高，但我想知道，

在政治上或凭借您个人的财富，您是否有任何想法能让我们重新关注经济问题，而不是在去超市的路上被谋杀。

巴菲特：我不一定同意这个前提，我也不否认这个前提。我只是认为，当你比较一个社区和另一个社区的犯罪统计数据时，可能会变得相当棘手，因为在某种程度上，他们是在衡量城市。例如，具体来说，你会涉及到 SMSA(标准大都市统计区)的人口中有多少是在该城市的大都市。我对任何犯罪问题都没有很好的答案或快速的答案。我认为，社会所能做的最重要的一件事就是保持一个优秀的公立学校系统，尽管如果你失去了它，这会变得非常艰难。我认为至关重要的，**在社会中，每个人的起点都应尽可能接近。**

现在，这是不可能的，因为我的孩子将会拥有，一些低收入者的孩子没有的各种优势。他们之间的起点存在着巨大的差距。他们与生俱来的天赋也有差距，他们所处的环境也有差距，**但他们从社会中接受的教育不应该有差距。**我认为，在某种程度上，一个接一个的城市，尤其大城市，已经失去了一个良好的公立教育学校系统。这是导致随之而来许多社会问题的重要因素。如果我能做一件事，如果我有一根魔杖，**我会试图找到一种办法，建立一个优秀的公立学校系统，让任何人都没有理由把自己的孩子送到私立学校，除非是出于宗教原因。**

但我知道洛杉矶的公立学校系统，至少在很多地方，已经每况愈下。我在那里有一些朋友，他们口头上说要有一个好的公立学校系统，但他们会把孩子送到私立学校，就像我们在华盛顿特区的立法者所做的那样。基本上，我不认为国会的有任何人会把自己的孩子送到公立学校。40 年前我在华盛顿特区的公立学校上学，那是一流的学校。今天在华盛顿，如果公立学校的学生被迫进入了一个二流的教育系统，他们在美国就得不到同样的机会。我没有解决这个问题的好办法。

我对经营企业和投资有所了解，因为我已经做了很长时间了。但这并不能让我对当今的许多社会问题有深刻的洞察力。在商业领域，我可以选择去解决简单的问题。我不必在 1000 家不同的公司中做出选择。我所要做的决定就是，人们是否会继续喝可乐，在生产和分销的过程中，会赚到很多的钱。

在慈善事业和社会领域，情况恰恰相反。所有棘手的问题，那些真正难以解决的问题，那些需要数十年才能解决的问题，都会一股脑的抛给你。我的基金会董事会管理我的基金也会有这样的问题。这就是为什么我对政界人士感同身受，因为他们正在处理最棘手的问题。他们正在处理去年前年或以前人们无法解决的问题。关于慈善事业，在我死后，巴菲特基金会将处理非常重要但也非常难以解决的问题，我祝愿他们一切顺利。我会理解他们收到的请求有多么重要，以及解决问题、做出决定有多么困难，我祝愿他们一切顺利。但我会理解的，不管我在

哪里，如果他们难以做到这一点，我都会理解的。

28, 关于投资中的错误

提问：巴菲特先生，您是如何开始创业的？如果您失败了，您是如何应对的？

巴菲特：我是如何开始的？这要看具体情况。我 11 岁时买了我的第一支股票，但在那之前我已经思考了很久。我父亲是做投资业务的，我七八岁时经常去他在奥马哈国民银行(Omaha National Bank)老楼的办公室。我发现我近视了，因为我看不清股票板上的报价：否则我可能一辈子都不用戴眼镜了。我对股票非常着迷，八九岁就开始阅读相关书籍，1942 年我终于攒够了钱，以 114 美元的价格买了三股 Cities Service 优先股，然后我就一直这么做。

失败取决于你如何定义它。生活中很多事情都会出错，但这并不一定意味着它们是失败的。我真的不会回头看，我试着从我周围看到的事情中学习，但我不试图通过回头看这个决定或那个决定或我做错了什么或诸如此类的事情来学习。我根本不在乎这些。你可能会犯很多错误，好的方面是，你将会犯很多错误，但仍然会做得很好。我在报告中写下了我的错误，事实上，我有一个部分有时被称为"今日错误"，不幸的是，大多数年份都有很多。这不是世界末日。但你不犯任何致命的错误。你不想用借来的钱投资证券，因为那会让你一败涂地。我从来没有借过大笔钱，因为我只是不想从头再来。借来的钱会放大你的错误，可能会把错误放大到极点，足以让你一败涂地。但犯错误本身并没有错。

你应该尽量选择你理解的东西。这是投资的关键。偶尔，当我认为我理解了一些我实际上不理解的东西，我可能会犯错误。但另一个你看不到的错误是，**当我错过了一些我能够理解的投资时。这些都是疏忽的错误，有时还是巨大的错误。**我可以指出，这样疏忽的错误让我们损失了超过 10 亿美元。这些投资机会，我有足够的知识能够理解，但由于这样或那样的原因，我没去做。幸运的是，人们看不到这些错误。

29, 现在主要目标是长寿

提问：巴菲特先生在成为美国首富之后，您现在的主要目标是什么？

巴菲特：正如我在年会上所说，我现在的目标是成为美国最年老的人，这就是我在葬礼上想说的全部。我只希望在我的葬礼上有人这么说："天哪，他太老了！"我只想继续做我正在做的事情，只要我能做到。我不想让我的高尔夫差点下降 5 杆(handicap 差点，难度标准杆，用来衡量高尔夫球员在标准难度球场打球时潜在打球能力)，

它不会自己下降的，我也不会花时间去，这对我来说没有什么区别。我觉得我在这个难度上做的事情和其他任何事情一样有趣。我真的，真的，真的没有什么目标，除了保持足够的健康，继续做我一直在做的事情。

30, 关于党派的想法

提问：我的问题有两部分组成。第一，您如何看待美国两党制的未来？第二，您如何看待 Colin Powell 参选 1996 年总统？

巴菲特：如你所知，现在党派认同和忠诚度的情况发生了巨大变化。我可能是一个典型的例子，我可能以这种或那种方式注册为党员，但我真的没有想太多。当然，没有任何党纪或忠诚可以让我投票给我认为不如其他候选人的人。我认为很大程度上电视对此做出了很大贡献。我认为政党将继续存在；我不认为它们会消失或分裂。

我对 Colin Powell 的一切了解都是好的，我并不认识他本人，但他显然是一个杰出的人。如果他开始就各种问题发表自己的意见，他的声望就会下降，因为这就是政治的本质。当你不得不说你是支持还是反对某件事情时，你会很快失去一些人们的支持。但就个人素质而言，我认为他是一流的。我真的不知道他对很多问题的看法，我们可能会在未来一年左右有所了解。

31, 市场体系在分配方面失能

提问：巴菲特先生，您说过那些比社会普通人富裕的人对社会负有责任。我只是想知道，您的责任是什么？

巴菲特：我真的认为，从物质财富的角度来看，这些财富绝大多数最终都应该属于社会。如果仅仅因为我碰巧适应了这个社会，我就试图自己消费所有这些财富，或者让我的家人永远疯狂地消费，那将是可耻的。有趣的是，我们生活在一个市场经济社会中。如果你能打出 0.375，如果你能打出低于标准杆的高尔夫球，如果你能做我做的事，如果你有某种天赋，市场会为这些天赋支付巨大的报酬。25 年前，棒球运动员的收入并不高，因为体育场只能容纳 5 万人，但电视和有线电视使体育场可以容纳 2.5 亿人，这极大地改变了棒球赛的经济状况。

这个市场体系奖励那些具有特定才能的人，但却不奖励那些具有对社会同样重要甚至更重要才能的其他人。

优秀教师、优秀护士或研发人员的报酬，可能不会显著超过甚至可能低于平庸的人，但优秀的重量级拳击手、优秀的外野手、优秀的投资人或其他任何人，由于市场体系的运作方式，却能获得令人难以置信的更多报酬。我不会去改变这个市场体系，因为我确实认为人们从中受益，是因为它提供了这个国家的人们所需要的商品。

它是一个伟大的系统，可以提供大量人们需要的商品和服务。市场体系在这方面运作得非常好，但我不认为

它在回报分配方面运作得非常好。我认为有两种方法可以解决这个问题。一种方法是通过税收制度解决问题，另一种方法则是通过慈善事业解决问题。你可以称之为自我征税。我认为你可以在奥马哈找到 300 名公立学校教师，他们对社会的贡献绝对不亚于像我这样的人，或者打出 0.350 的人，或者赢得轻重量级拳击冠军的人。老师们永远得不到合理的报酬。社会不会以这样的方式奖励他们。我看不出社会有任何办法做到这一点。我对某种"可比价值"类型的薪酬安排没有任何想法。我认为市场体系是提供商品的最佳体系，但我也会思考该如何去分配市场体系提供的商品和服务。慈善事业和某种累进税制都是合适的方法。

32, 关于地球环境和资源

提问：我的问题涉及到最近几年在政治上特别突出的问题，尤其是环境问题。我们看到这个国家和全世界对环境问题的关注都在增加。人们说，许多环境问题都是由于企业采用了对环境不利的技术，并以消极的方式加以应用。在您看来，作为企业界的领导者，应该制定哪些标准，以便企业能够找到应用更多良性技术的方法？

巴菲特：我想说的是，在环境方面，我们已经制定了法律，使那些从事有害环境活动的公司感到非常痛苦。我不知道所有的细节，但我已经看到了环保局的运作，我认为这种情况与 25 年前相比已经发生了巨大的变化，至少在这个国家是这样。我们对世界其他地区做什么是一个另外的问题。在世界经济中，如果你在童工、环境或工人待遇方面实行任何其他国家没有实行的限制措施，你就会有在竞争成本方面处于劣势。这是社会必须付出的代价，但这是一个真实的代价。

我个人认为，除了最终的核扩散问题外，人口可能是世界面临的最重要的问题之一。我不知道世界合理的人口数量应该是多少。我知道这个数字与 100 年前的数字不同，100 年后的数字可能也会不同，但我确实知道有这么一个数字，它可能会受到技术的影响，也可能会受到我们的资源比我们现在想象的要多这一事实的影响。

如果我们在座的所有人都乘坐宇宙飞船去一个地方旅行，这个旅行将持续一百年，他们将在宇宙飞船上为这群人提供足够的食物，我们可能不知道我们还能在宇宙飞船上载多少人，然后我们将在一百年后失去生存和返回的能力。但我们知道这个数字是有限的。我们肯定会犯低级的错误。我们不会说："好吧，让我们试一试，再让 500 多人加入我们"。这是一个资源有限的世界。但人的想象力不一定是有限的，我们可以用资源做很多我们想都没想过的事情。但最终，地下的石油和天然气只有这么多。我们面对的是有限的资源，它们不为人所知，但它们是有限的。我想说，人类测试这个星球的最终承载能力是多少，将是一个可怕的错误。我们最好有一个误差范

国。我认为人口是一个非常重要的问题。

现在，社会中的一个问题是，**最重要的问题往往是这些渐进式的问题**。因为明天地球上的人口比今天多 20 或 25 万，世界并不会毁灭。但这就是现在地球每天大概增长的数字。它不会有任何提示。人们会继续做出世界末日的预测。但是，这就像每天吃的东西比你消耗的热量多 300 卡路里一样，对你今天没有任何影响。你不会从桌子上站起来，然后突然间每个人都问：“天哪，你比刚坐下时看起来胖了！”但是，如果你长期这样做，渐进的问题就很难解决，因为多吃一块馅饼似乎并没有什么不同。明天新增的 25 万人似乎没有什么不同，**但随着时间的推移，他们的累积效应将产生巨大的影响**，就像暴饮暴食会随着时间的推移产生巨大的变化一样。解决这些问题的时间还很早。这是决定我们所处环境的一个巨大因素。我认为现在是考虑这些问题的时候了。

33. 关于箭牌的优势

提问：巴菲特先生，今天您提到了伯克希尔持有的两家公司可口可乐和吉列。另一家每天都重复消费的公司是箭牌，为什么伯克希尔没有购买箭牌，什么会促使您购买箭牌？

巴菲特：我不会评论我们是否拥有任何东西。我的意思是，在我们的报告中，我们必须披露我们持有的某些股份，但我们不必披露我们持有的所有股份。我们有一定的披露门槛。

箭牌显然是一个强大的全球特许经营商。你如何看待口香糖与软饮料**销售量的增长**是一个问题，你如何看待口香糖与可口可乐或吉列的**定价灵活性**是另一个问题。此外，您对公司**股票价格**的看法也是一个重要因素。我不会具体谈论箭牌，因为我不会谈论具体股票。但是，箭牌显然拥有我们喜欢的全球知名度。

以吉列为例，他们会定期改进产品。我希望您购买新款 Sensor 系列剃须刀，因为它剃须非常顺滑！在纽交所，曾经股票代码的缩写是 GS，意思是易刮胡子(good shave)。吉列每年销售约 210 亿片剃须刀片，但他们已经获得了 60% 的价值份额(ValueShare)，因为他们在技术上做到了这一点。Sensor 系列花了 11 年研发，真是一款了不起的产品。你会发现一件有趣的事情：Sensor 女用剃须刀已经成为一个非常强大的产品，Sensor 女用剃须刀在前 18 个月的销量，超过了当初男用 Sensor 剃须刀前 18 个月的销量。这是第一次剃须刀在女性中变得如此受欢迎。通常情况下，女性使用一次性剃须刀，或者使用丈夫或男友的剃须刀。但是，研究表明，有一点很有趣(在座的各位可能会有不同的看法)：当一个男人被剃须刀划伤或刮伤时，他会责怪剃须刀，但是当一个女人被剃须刀划伤或刮伤时，她会责怪自己，这也会影响到她想要购买什么样的产品。当然腿部每个平方厘米的神经感受

器只有脸部的十分之一，这也是事实。因此，男性对剃须的感觉更为敏感，而女性则对腿部是否被划伤或刮伤更为敏感。人们最初开始用石头刮胡子是因为，在与其他人类或动物的战斗中，拥有一些可以让敌人抓住你并扭断你的脖子的胡须，是一个不利因素。现在这种情况有所减少，但这是最初刮胡子的原因。

34，会计师的审计能力名不副实

提问：巴菲特先生，近年来，有几家会计师事务所因为没有达到客户对审计服务的期望而被客户起诉。我想知道您和伯克希尔对外部审计师的期望是什么？

巴菲特：这是个好问题。几年前，我曾对联邦财务会计准则委员 FASB 会说，我认为会计师应该被起诉，因为我认为当时典型的会计师证书被夸大了。我认为在许多公司中，他们没有能力提供这种审计意见，当他们因无法支持这种意见而被追究财务责任时，我真的认为那是合理的。在某些情况下，这种做法可能有些过火，但他们的审计陈述是人们所依赖的东西。在很多情况下，比如银行或保险公司为例，他们根本没有能力提供这样的证明。就我们自己而言，我们规模小易于控制，而且我们有一个内部审计人员。我希望如果外部审计师发现了什么，那可能是潜在的税务问题，也可能是我们的内部审计师没有发现的控制系统的薄弱环节，也可能是他们发现了某种彻头彻尾的欺诈行为。我们还没有遇到过这种情况，但这就是我付钱给他们做的事情。除此之外，我必须让他们做这些，因为证券交易委员会和纽交所规定要求我这样做。顺便说一下，我们收购的一些大公司从未进行过审计，这并不困扰我的工作。

我和 B 夫人达成交易的时候是 1983 年 8 月 30 日，我知道这天是因为那天是我的生日，我不想那么早告诉她，因为我觉得她可能会觉得我太急切了，我事后告诉了她，她说："你在生日那天买了一口油井！"她没有审计，只是告诉我她拥有所有的土地和建筑以及所有的库存。她告诉我应收账款是怎么回事，所有账单都付清了，他们没有欠任何钱。我们用一页纸长的合同买下了那家公司。

35，医保费用的上升无法控制

提问：您对医疗改革将如何影响整体经济特别是伯克希尔有何看法或预测？

巴菲特：正如我之前所说，大约六七年前，我们召开了一次关于医疗保健的大会。当你花费 14% 的 GDP 而在其他国家只花费 9% 或更少的 GDP 在医保上时，这将影响你的竞争地位。我不知道辩论的结果会如何，因为你们谈论的是占经济总量七分之一的的问题，而且是情绪化的问题。我确实认为医疗费用的增长速度已经大大降低，但

我认为这不一定是永久性的，我认为这可能会持续几年，如果我们的医疗费用增长速度开始大大超过一般通货膨胀率，它就会回来。你会再次听到很多关于医疗保健的消息，你应该会听到。

36, 简历标签有用，但对我们没用

提问：您说您不喜欢看简历。您认为使用简历的企业对简历的哪些方面印象深刻？

巴菲特：嗯，我想说的是，**如果你说的是典型的大企业，他们看重的是标签。**换句话说，如果你获得了 MBA 学位，你就贴上了 MBA 的标签。这个标签肯定具有经济价值。我无法准确量化，但它具有重要的经济价值。只是在我们这里并不存在。但是，如果你被 IBM、通用汽车或美林证券聘用，**这将使他们最初对你的看法有所不同，****但我不认为这对五年后会有多大影响。**但我确实认为这对起薪有影响。它对您被许多职位录用的可能性有影响。然后，这就是你从那时起所表现出来的东西。但是，在被大公司录用时，这是一个非常有用的标签。

我们甚至不认为自己是一家大公司，我们认为自己是许多中型公司的集合。事实上，我们有一个经理负责管理我们的一个大型子公司，MBA 对他来说可能意义重大，他负责他公司的招聘工作。我不负责招聘，除非我们公司的高层人员去世或退休。我可能每三年做出一次招聘决定。他们也一直在做招聘决定，我不知道他们使用什么标准，这完全取决于他们自己。我不明白你怎么能让一个人对业务负责，然后开始告诉他们如何招聘员工。我们在伯克希尔没有人力资源部门，我们的一些子公司有这个职位，但我们的最高层没有人去监督这一切。但大多数公司都是这样做的，一旦他们这样做了，他们就开始建立一个帝国。他们开始参加所有的会议和研讨会，然后他们雇用助理来做这些工作，然后就这样一直持续下去。所以，我们不能开始这样做。再问两个问题，好吗？

37, 我们喜欢有国际扩展潜力的业务

提问：巴菲特先生，这个问题是关于国际投资的，因为您是公司的核心人物，当您对重要的国际投资组合进行决策时，您在选择投资国家时会考虑哪些因素？您如何看待中国目前作为一个“热门市场”？

巴菲特：显然，**我们喜欢具有巨大国际扩张潜力的公司，但我们也完全愿意收购一家永远无法走出本地区的公司。**内布拉斯加家具市场不会在国际上销售任何东西，尽管他们会在整个美国中西部销售很多东西。这只是一个投资的变量。吉列公司刚刚收购了上海剃须刀公司 70% 的股份，该公司是中国最大的剃须刀公司。可口可乐今年在中国的销量将达到 1.35 亿箱，大约人均两瓶(一标准箱 24 瓶)，相比之下，美国人均 325 瓶。这是非常令人鼓舞的，而且他们的发展速度非常快。但我们计划在可乐中添加一些东西来改变这一状况！

38, 累计消费税会增加储蓄减少消费

提问：您支持累进消费税政策。我认为您的想法是最好的，在我们的经济繁荣或过热时是可行的。如果我们的经济像 1981-82 年那样陷入严重衰退，您会怎么看？

巴菲特：如果征收累进消费税，无论何时实行，都会在下一年或几年内对经济造成损害，原因很简单：如果我们正在消费国内生产的 100% 的商品，而你突然说要开始储蓄 5%，这将使消费下降到 95%，假设产出没有立即增加，但这是不可能的。如果你每月只赚 5000 美元，并且你决定在家里存更多的钱，那么你就要减少消费。之后，您可能会因为投资的收益而增加消费。任何一种诱导更多投资的消费税都会在接下来的一两年内损害经济，这使得它很难被推行。如果你说我们要开始增加储蓄，更少地消费，这并不一定是一个竞选获胜的口号，但这是长期积累财富的方法。我想说的是，无论何时推出，都会有一段时间的影响。

回想一下 1790 年，当时全国 90% 的人都在农场工作。如果有人说，我们要开发拖拉机、联合收割机和耕耘机，让 80% 的人失业，只有一小部分人务农，人们会说："这太可怕了，你知道，我们不能这样做。"实际上，储蓄和投资可以解放人们去做其他各种事情，正如你在这个国家 200 年的长期发展中所看到的那样。在短期内，这对人们来说是一个可怕的前景，因为他们看到的是失业。他们没有看到这些人被解放出来，随着时间的推移生产各种其他的東西。如果你能有一个小录像带，你在 1790 年给全国所有的农民看，并说："使用这一台拖拉机，而不是需要你所有的儿子和女婿以及其他人来耕种这个地方，你自己就能做到。其他八个人将会失业。"我真不希望就人们是否希望在更好的农业机械方面取得进步进行全民公决。这就是提高国家投资率的问题所在。而且，在一个政治色彩浓厚的环境中，电视上的声音咬文嚼字，我不确定它是否能被推销出去。

好吧，感谢大家的光临，很高兴回到内布拉斯加大学，希望我们的四分卫保持健康。谢谢。

巴菲特致股东的信 1994

1995 年 3 月 7 日, BRK: \$16375-20400

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

本公司 1994 年的账面价值增加 14.5 亿美元, 或增长了 13.9%(标普 1.3%), 自现任管理层接手的 30 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 10083 美元, 年复合成长率约为 23%。

伯克希尔副董事长兼我的合伙人查理·芒格, 跟我本身很少做预测, 不过有一点我们倒是很确定, 那就是伯克希尔未来的表现将很难再像过去那样的辉煌。问题不在于过去有效的方法将来会失效, 相反, 我们认为我们的成功方式: **以合理的价格买进具有产业竞争优势, 同时由诚实有才干的人经营的企业, 在将来同样能够获得合理的回报。**因此, 我们期望未来继续表现良好。

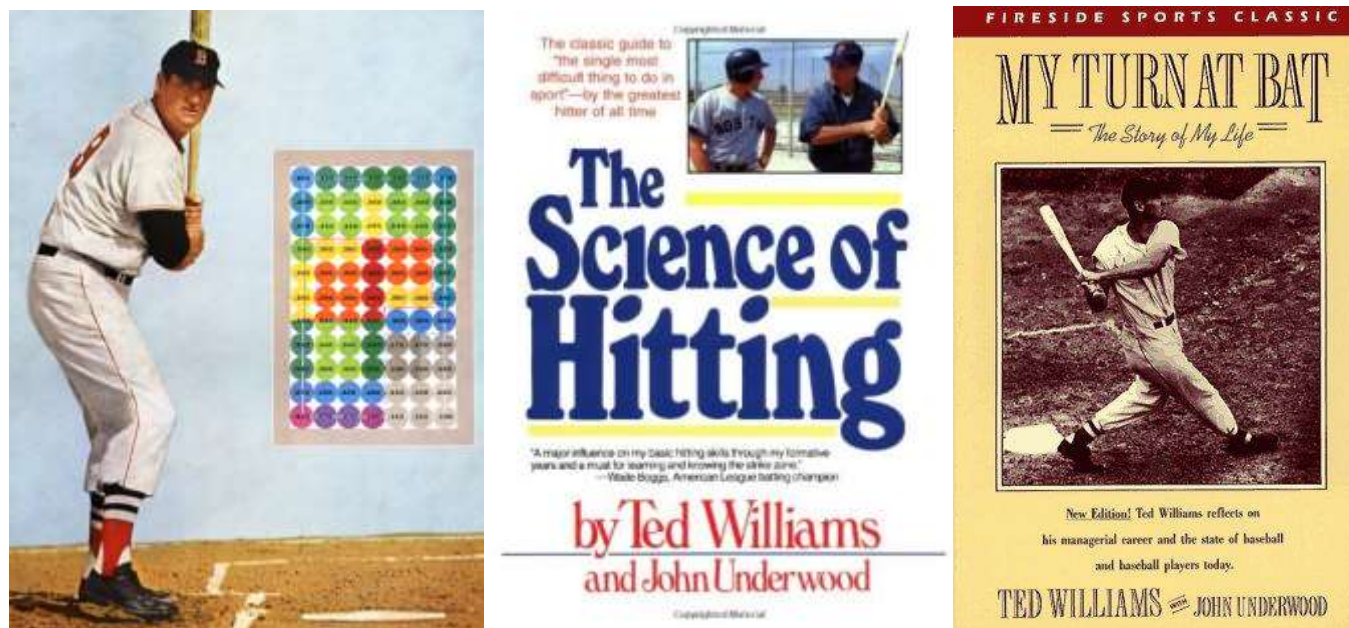
然而, 现金太多却是卓越投资业绩的大敌, 目前伯克希尔的账面价值已高达 119 亿美元, 当初查理跟我开始经营这家公司时, 公司的账面价值只有 2200 万美元, 虽然像往常一样依然有许多好公司, 但相比伯克希尔的资本规模, 很难再找到规模足够大的购买对象(就像是查理常常说的: **如果一件事情不值得去做, 那就不值得做好**)。现在我们只考虑买进至少一亿美元以上的投资, 在这样的高门槛下, 伯克希尔的投资范围一下子缩小了许多。

尽管如此, 我们还是会坚持让我们成功的方法, 绝对不会放松原有的标准, Ted Williams 在《My Turn at Bat: The Story of My Life》1988 中写到: **我个人的看法是, 如果你想成为一个优秀的击球手, 首先你必须要等一个好球再打。这是教科书里的第一课。如果强迫自己在甜蜜球区以外挥棒, 我绝对无法成为安打率 34.4%的全明星水平, 而可能变成 25%的普通击球手。**查理跟我都很同意这样的看法, 所以我们宁愿静静的等待机会进入我们自己的甜蜜区。

我们将继续忽视任何政治和经济预测, 这对许多投资者和商业人士来说是一种代价昂贵的干扰。三十年来, 没有人能够正确地预测到越战会持续扩大、工资与价格管制、两次的石油危机、总统的辞职下台以及苏联的解体、道琼斯指数在黑色周一大跌 22.6%/508 点或者是国债收益率在 2.8-17.4%之间巨幅波动。

不过令人惊讶的是, 这些曾经轰动一时的重大事件却从未对本杰明·格雷厄姆的投资哲学造成丝毫的影响, 也从没有让以合理的价格买进优良的企业看起来有任何的不妥, 想象一下, 若是我们因为这些未知的恐惧而推迟或改变我们的资本配置, 将会使我们付出多少的代价, 事实上, **我们通常对某些宏观事件的悲观气氛达到顶峰时,**

找到最好的买入机会，恐惧虽然是盲从者的敌人，但却是基本面信徒的好朋友。



未来 30 年一定还会有一连串令人震惊的事件发生，我们不会妄想要去预测它或是从中获利，如果我们还能够像过去那样找到类似的优质企业，那么外在的意外冲击对我们的长期业绩几乎没有影响。

而就像我曾经承诺过的，除了盈利没办法像以前那么好之外，你们在伯克希尔股权所得到的待遇将会与查理和我完全一致，如果你遭受损失，我们也不好过，如果我们吃香的，那么你们也就跟着喝辣的，而且我们绝对不会靠任何对我们有利的补偿安排多占便宜而破坏这样美好的合伙关系。

此外我们也向大家进一步保证我个人绝大部分的个人财富都将继续集中在伯克希尔的股份之上，我们不会在央求各位参与我们投资的同时，还把自己的钱藏在别的地方。此外，巴菲特家族大部分成员，以及在 1960 年代查理和我经营合伙公司时期的大部分老朋友，他们的投资组合绝大部分也都是伯克希尔的股份。我们再也没有比这更积极的动机去尽我们最大的努力了。

值得庆幸的是，我们可以在一个很好的基础上努力打拼，十年前，也就是在 1984 年，伯克希尔的保险子公司持有价值 17 亿美元的股票投资组合，每股约当有 1500 美元的投资，扣除这部分的收益与资本利得不算，伯克希尔当年的税前收益只有大约 600 万美元，没错，虽然我们在制造、零售以及服务业务方面依然有不错的利润，但是大部分的收益都被保险业务的承保损失、经营费用以及利息支出所抵消掉了。

时至今日，我们持有的股票投资组合价值超过 180 亿美元，每股约 15000 美元，若是再一次我们将这些股票投资所产生的收益扣除的话，我们在 1994 年的税前收益是 3.84 亿美元，十年来，雇用的员工人数从原来的 5000

人增加到 22000 人(包含总部的 11 人在内)。

之所以能有这样的成果，要归功于旗下这群特别的经理人，是他们让那些看起来很普通平凡的事业取得了不凡的结果，Casey Stengel 将管理一支棒球队形容为：**靠着别人打出全垒打获得回报**。这也是我在伯克希尔谋生的方式。

我们持有少数股权企业的贡献，对伯克希尔来说也功不可没，从一些统计数字中，可以看出他们的重要性，1994 年可口可乐总计卖出 2800 亿罐八盎司饮料，每罐大概能赚一美分，不过积沙成塔，若按伯克希尔拥有 7.8%可口可乐的股权比例，我们大概可以分配到 210 亿罐，总计光是软饮料贡献给我们的收益就有二亿美元；同样的，通过对于吉列的持股，伯克希尔大概可以分得全世界刮胡刀 7%的市场占有率(以营收而非销量计算)，约为 2.5 亿美元的销售额；另外在拥有 530 亿美元资产的富国银行，我们持有 13%的股权大概就等于是一家拥有 70 亿美元资产的伯克希尔银行，它每年盈利大约一亿美元。

我们宁愿拥有希望之钻的一部分，也不要 100%拥有水钻，而刚刚提到的那些公司堪称为稀有宝石，重要的是我们不仅限于少数的这几个，以后还会收集更多。

股票价格仍会持续波动，有时是剧烈波动，同时经济景气的循环也会起起落落，然而就长期而言，我们相信所拥有的这类优良企业的价值很有可能还会继续以令人满意的速度成长。

帐面价值与内在价值

我们会定期报告每股的帐面价值，虽然它的用处不大，但这总算是一个比较容易计算的数字。我们一再提醒各位，真正重要的是内在价值，这是一个无法精确计算但必须估算的数字。

例如我们可以很确定的告诉大家 1964 年每股的帐面价值是 19.46 美元，不过这个数字很明显的高于其内在价值，因为公司的所有资产主要集中于盈利能力不佳的纺织事业上，**我们的纺织资产既没有持续经营价值也没有同帐面价值相等的清算价值**，所以任何想要了解 1964 年伯克希尔资产负债表健全性的人士，得到的答案跟恶名昭彰的好莱坞大亨可能给你的答案一样："放心好了，负债表如假包换！"。

如今伯克希尔的资产已完全逆转，我们许多控股企业的内在价值远远超过其帐面价值，(我们不控股的公司，如可口可乐或吉列刮胡刀则是以目前市价列示)，不过我们仍继续向各位报告帐面价值的数字，因为它们是伯克希尔内在价值的一项粗略跟踪指针，尽管被低估了。事实上，去年这两项指标颇为一致：帐面价值增加了 13.9%，

这也是内在价值近似收益。

我们将**内在价值**定义为一家企业在其剩余期间所能产生现金流量的折现值。任何计算内在价值的人都会得到一个高度主观的数字，**随着未来现金流量估计的修正与利率的变动，这个数字会不断变化**。虽然模糊难辨，但内在价值却是最重要的，也是评估投资标的与企业相对吸引力的「**唯一合乎逻辑**」的方法。

为了理解历史投入的帐面价值与未来产出的内在价值会有怎样不同的演变，让我们看看另一种投资形式：大学教育，将教育成本视为其帐面价值，再进一步，还要包含学生因上大学而放弃工作收入的机会成本，在这里，我们暂不考虑非经济的效益而只专注于经济效益。首先，我们必须先估计这位毕业生终其一生的职场生涯所能获得的全部收入，然后再扣除要是他没有接受这项教育，原本可以得到的全部收入的估计值，从而我们可以得到因为这项教育投资，他可以获得的超额收入，然后以一个适当的利率加以折现，得到截至毕业日止的折现值，这个结果也就是这项教育投资所能够带来的内在经济价值。

有些毕业生发现，其教育成本可能远高于计算出来的内在价值，这就代表着不值得他去接受这样的教育；而另有一些是接受教育所产生的内在价值远高于投入的教育成本，那么代表他接受教育是明智的选择。显而易见的是，不管哪种情况下，账面价值作为内在价值的指标都毫无意义。

现在就让我们不那么学术，来看看伯克希尔实际投资的 ScottFetzer 当做具体的例证，在这里我们不但可以解释帐面价值与内在价值之间如何变化，同时可以藉此替大家上一课期待已久的会计学，当然这次我选择说明的对象是一个相当成功的并购投资案。

伯克希尔是在 1986 年初收购了 ScottFetzer，当时这家公司拥有 22 项不同的事业，时至今日我们没有新增，也没有出售其中任何一项，他主要的营运集中在世界百科全书、Kirby 吸尘器与 Campbell 空压机，当然其余的事业也是收入的重要组成部分。

当时我们为 1.726 亿美元的帐面价值斥资 3.152 亿美元买下他，溢价 1.426 亿美元，这代表着我们认为这家公司的内在价值大概是其帐面价值的两倍。

下表显示的是自我们买下 ScottFetzer 后，历年来的帐面价值以及它的利润与股息：

年度 百万美元	期初 账面价值	盈利	股利	期末 账面价值
1986	172.6	40.3	125	87.9
1987	87.9	48.6	41.0	95.5

1988	95.5	58.0	35.0	118.6
1989	118.6	58.5	71.5	105.5
1990	105.5	61.3	33.5	133.3
1991	133.3	61.4	74.0	120.7
1992	120.7	70.5	80.0	111.2
1993	111.2	77.5	98.0	90.7
1994	90.7	79.3	76.0	94.0
合计		555.4	634.0	

因为在达成交易当年，公司帐上有多余的现金，所以虽然 ScottFetzer 在 1986 年的盈利只有 4030 万美元，但却能够支付伯克希尔 1.25 亿美元的股利。另外还有一点我必须强调的是，该公司并没有运用任何的财务杠杆，事实上，在我们并购之初公司已经从有限的负债变成几无债务(除了财务子公司的借款)。我们也没有把工厂卖掉再租回来或是出售应收帐款之类的举动，在我们买下的这几年，该公司一直以相当保守的资本经营并且维持相当高的流动性。

大家可以看到，公司的收益在我们买下之后持续稳定的增加，不过于此同时账面价值却未呈等比例的增加，也因此在我们买下该公司时，就已经有相当不错的股东权益回报率，到现在又变得更加出色。将 ScottFetzer 的表现与财富 500 强公司的表现进行比较，更说明了它的非凡之处：如果它是一家独立的公司，它完全有资格进入这个名单。

以最新的 1993 年财富 500 强名单来说，该公司的股东权益回报率排第四，故事还没完，前三名分别是 Insilco、LTV 与 Gaylord，全部都是因为当年在破产程序中获得的债务免除而致使收益暴增，扣除这些并没有什么实质性的盈利。因此撇开这些非经营性意外之财，ScottFetzer 的股东权益回报率足以名列 500 强首位，且远远领先第二名，甚至是第十名的两倍之多。

或许你会认为该公司的成功只能用收益周期的高峰、垄断地位或是财务杠杆来解释，不过全都不对，这家公司真正成功的原因在于 CEO 拉尔夫·谢伊(Ralph Schey)优异的管理技能，这点在后面我们还会详加报告。

接下来是之前说过的会计课，我们支付超过 ScottFetzer 帐面价值 1.426 亿美元的溢价，将会被记录在伯克希尔的资产负债表上，详细的细节我就予以省略，这些溢价在入账之后，不管怎样都必须当作成本按年摊销，并计入每年的收益报表之上。

下表显示，第一栏是伯克希尔每年必须慢慢地摊销购买 ScottFetzer 所产生的溢价的余额，第二栏是每年必须摊销的金额，这些费用对现金部位或税负支出都不会有影响，同时就我们的观点而言，也没有任何实质的经济意

义(虽然很多会计师可能不同意我们的看法)，这不过是让我们的帐列投资成本能够慢慢减少，到最后终与 ScottFetzer 帐列的账面价值一致的方法而已。

年度	期初溢价余额	摊销金额	期末溢价余额
1986	142.6	11.6	131.0
1987	131.0	7.1	123.9
1988	123.9	7.9	115.9
1989	115.9	7.0	108.9
1990	108.9	7.1	101.9
1991	101.9	6.9	95.0
1992	95.0	7.7	87.2
1993	87.2	28.1	59.1
1994	59.1	4.9	54.2

大家可能注意到截至 1994 年底为止，帐列的溢价还剩下 5420 万美元(已摊销 8840 万)，这个数字若再加上 ScottFetzer 当年底的账面价值 9400 万美元的话，就等于伯克希尔帐上持有该公司的投资成本 1.482 亿美元，这个数字甚至不到当初我们买下它时的一半，然而 ScottFetzer 现在每年所赚的钱，却是当时的二倍，很明显的，其内在价值一直都在成长，然而通过溢价摊销，伯克希尔帐上持有的投资成本却一再向下调整。

ScottFetzer 内在价值与其在伯克希尔帐上的帐面价值的差异是巨大的，如同先前我曾经提到的，而现在也很高兴再重申一次，这种不对称的现象完全都要归功于 Ralph Schey，他是位专注、聪明且高格调的经理人。

Ralph 之所以能够成功的原因并不复杂，我的老师格雷厄姆 45 年前就告诉我：在投资中，没有必要做非凡的事情来获得非凡的结果。而后在我的投资生涯中，我惊讶地发现，这道理也适用在企业管理之上，经理人真正应该做的是做好基本工作而不分心。这正是 Ralph 的做事方法，在设立好正确的目标后，并毫不犹豫放手去做，至于在私底下，Ralph 也是很好共事的人，他对问题直言不讳，自信而不自大。

他经验丰富。虽然我不知道 Ralph 今年真正的岁数，但我确信他跟我们旗下其它许多经理人一样老早就过了 65 岁，在伯克希尔我们注重的是绩效，而不是年资。查理今年 71 岁，而我 64 岁，我们都把拳王 George Foreman 的照片摆在桌上，你可以记下，我们对于强制退休年龄的反感程度将会逐年增加。

内在价值与资本配置

理解内在价值，对管理者和投资者一样重要，当经理人做出资金配置决策时，也包含决定回购股份，至关重要的是这些决策必须能够增加公司的内在价值，并尽量避免损害内在价值，这原则看来理所当然，但是违反的情

况却屡见不鲜，当错误的资本配置发生，股东的权益立即就会受到伤害。

举例来说，在思考企业合并活动时，许多经理人都会**专注于每股收益是会被稀释还是反稀释**(在金融机构则按每股帐面价值)，过分强调这点是相当危险的。回到我们先前所举大学教育的例子，假设一位 25 岁 MBA 一年级的学生，考虑将他个人未来的经济利益与另一位 25 岁的工人合并，你会发现，一个无收入的 MBA 学生与工人以股换股合并的话，会立刻提高近几年的收入，但是对 MBA 学生来说，还有什么交易比这更愚蠢的呢？

在公司交易中，对于潜在买主来说，**只关注当前收益，却不管潜在的卖方拥有不同的业务前景、不一样的非经营性资产或不同的资本结构，是一件很愚蠢的事**。在伯克希尔我们拒绝了许多本可以让当前收益美观但有损每股内在价值的投资机会。相反，我们的方式乃效法 Wayne Gretzky 的建议：**要紧盯冰球要到达的地方而不是它现在的位置**。因此，比起运用一般的投资标准，我们的股东现在多赚了好几十亿美元。

很遗憾的是，大部分的并购交易案都充满了不公平性，对于被并购方来说，算是得到解脱，并购一方的管理层名利双收，双方的投资银行家与专业顾问也都能跟着大捞一笔，只不过真正受害的却是并购方背后全部的股东，他们损失惨重，原因在于并购公司放弃的内在价值通常多于获得的内在价值，就像是 Wachovia 美联银行已退休的领导人 John Medlin 说：这种事做太多，就好象是在反向运行连锁信一样。

就长期而言，公司经理资本配置的能力将会对企业的价值产生很大的影响，我们认为，一家好公司所能贡献出的现金，比其本身内部所需投入的，要多的多，至少是在早期成长期以后。当然，公司可以通过分配股利或回购股份的方式将资本分配给股东。但是，通常企业的 CEO 会要求公司战略规划部门、顾问或是投资银行家，做出一两次并购的必要性报告。这样的做法就好象是问你的室内设计师，你是否需要一张价值五万美元的地毯。

并购问题又因为隐藏在背后的生物原始本能而变得更复杂，许多 CEO 之所以能够做到这个位置，部分的原因在于他们先天拥有相当丰富的动物精神与自我价值感。当然我们必须承认，一位主管赋予这样的特质有时也有其优势，然而这种本能在他们爬上顶峰之后并不会消失，而这样的 CEO 被其顾问们鼓励去进行并购交易时，他的反应就像一位十几岁的孩子被父亲鼓励去过正常的性生活一样，这样的做法简直是拔苗助长。

几年前，我的一位 CEO 朋友半开玩笑的在无意间透露出许多大交易的病态过程。他管理着一家财产意外险公司，当时在董事会上，他向所有的成员解释为何公司必须要收购一家人寿保险公司，在对此次收购的经济和战略上的理由喋喋不休之后，他突然停止了演说，带着顽皮的表情说道：好吧！伙计们，谁叫其它人也都有一家。

在伯克希尔，我们的经理人不断地通过看似平凡普通的事业，赚取惊人的回报，这些经理人的首先从自身业务中寻找可以充分利用其收益的最佳方法，之后再把剩余的资金交回给查理跟我，然后我们会试着为这些资金寻找更好的出路以创造出更多的内在价值。我们的目标是收购我们熟悉了解、有持续竞争力且由我们喜爱、敬佩和信任的经理人所管理的公司的一部分或全部所有权。

薪酬待遇

在伯克希尔，有关经理人薪酬待遇这方面，我们试着采取与处理资金分配时一样合理的做法，举例来说，我们付给 Ralph 的薪酬是基于 ScottFetzer 的业绩，而非伯克希尔，这样的方式再合理不过了，因为他负责的是单一部门而非整个伯克希尔的营运。若是将他的薪酬跟伯克希尔挂钩，对 Ralph 来说将不公平，比如他在 ScottFetzer 击出全垒打但查理跟我却在伯克希尔把事情给搞砸了，这相当于否定了他的功劳；而如果伯克希尔其他部门大放异彩的同时，ScottFetzer 却表现平平，那么 Ralph 分享伯克希尔的盈利与奖金也不合理。

在设定薪酬待遇的标准时，我们希望兑现高薪的承诺，但要确保各个经理人的薪酬与其管理业绩直接挂钩。当经理要对某项业务投入大笔资金时，我们会向经理使用的增量资本收取很高的费率(14-17%)，并以同样的高的费率对待返回的资本。这种资金有价的游戏规则，在 ScottFetzer 决策上再清楚也不过了。如果 Ralph 可以运用增量资金创造出高额的回报，那么他这么做是值得的：当增量资本的回报超过我们设定的标准时，他所获得的奖金也会跟着水涨船高。但我们奖金的计算是对应的：当增量资本的回报低于我们设定的标准时，对 Ralph 个人和伯克希尔来说，这种差额的代价高昂。这种双向安排的结果是，当 Ralph 在业务中不能有效的使用资金时，直接送回奥马哈同样奖金丰厚。

上市公司流行强调每一项薪酬计划中管理层的利益与股东是相一致的，在我们看来，「相一致」意味着在两个方向上都是对等的，而不仅仅是公司营运顺利时才如此。许多公司所谓"一致"的薪酬计划根本不符合我们的标准，实质上是一种"赚钱是我的功劳，赔钱由你们承担"的游戏。

这种错位的情况最常见的莫过于员工期权计划了，因为认股权的认购价格并没有定期调整，以补偿留存收益正在增加公司财富的事实。假设一家公司给予员工十年的认股权，又假如该公司股利发放的比例很低，由于留存资金的复利作用，经理人可能混混日子便能得到丰厚的回报。计较一点的人甚至会发现，每年支付给股东的收益越来越少，期权计划中的经理人得到的利益便会越来越多。到目前为止，在任何公司要求股东批准期权计划的委

托书中，我还没有看到阐明这一点。

股票期权计划作为一种长期激励机制萌芽于 70 年代的美国，在 90 年代得到长足的发展。由于股票期权通常是授予给公司的经理层，因此经济学界也将其通称为经理股票期权(ExecutiveStockOption)。作为一种企业内部分配制度的创新，股票期权的产生及发展与美国公司产权结构与公司治理结构变化密切相关，另外的重要原因还包括经理人卖方市场特性的强化与高级人才流动给企业带来的威胁加大、美国税收政策和新会计准则的颁布、与股票期权计划相关服务业的发展等，同时整个 80 年代与 90 年代美国股票市场的持续牛市也是关键性的因素之一。有统计表明，截止 1998 年美国 350 家最大公司中有近 30%实施了员工普遍持有股票期权计划，用于员工激励计划的股票平均占股票总数的近 8%，在计算机公司，这一比例高达 16%，总体上实施股票期权计划的公司用于股票期权计划的股票已占股票总数的 10%。根据布莱克与斯科尔斯的期权定价理论来估算，1998 年全美 100 家大企业的薪酬中，有 53.3%来自员工股票期权，1994 年才 26%，80 年代中期仅有 2%，推行股票期权计划的企业数量急剧增加。

我忍不住要提到我们与 ScottFetzer 总裁 RalphSchey 所做的薪资协议，在我们正式买下公司之后，只花了五分钟就达成这项协议，这中间没有律师或薪酬顾问的"协助"。协议仅仅包含了几个简单的条款，跟薪酬顾问为了高额账单而提出的复杂条款完全不同，当然每年还须定期检视以决定是否有修正的必要。反观我们与 Ralph 的协议到目前为止从未更动过，当初在 1986 年我们双方认为公平合理的，至今仍然是如此，同样的我们与旗下事业其它经理人的协议也都相当简单，尽管每个协议的条款都有所不同，以适应相关业务的经济特点，以及在某些情况下经理人持有该业务部分所有权等等。

在所有的个案中，我们强调的是公平合理，当然经理人对于高的不合理，或是名不符实的回报通常都来者不拒，毕竟没有人会拒绝免费的彩票。但是这类的安排，对于公司的资源来说是一种浪费，同时也会导致经理人忘记他真正的职责所在。此外，母公司非理性行为也会间接鼓励旗下子公司起而效尤。

在伯克希尔，只有查理跟我对整个公司负有管理责任。因此我们两人是唯一应该以公司整体的表现作为薪资回报的依据，即便如此，这也不是我们真正想要的补偿方式。我们精心的塑造了我们的公司和工作模式，好让我们可以与欣赏的人一起做我们喜欢的事。同样重要的是，我们可以不用被迫去做一些无聊或是不想做的工作。当这些物质与精神的回报流向企业总部时，我们是最大的受惠者，在这种田园诗歌般的工作环境下，我们不期望股东们再额外给予一些我们根本不需要的回报。(像为了钱结婚一样愚蠢)

事实上，就算不领薪水，理和我都会为我们所拥有的轻松工作感到高兴。最起码，我们赞同 RonaldReagan 里根总统的信条：辛勤的工作不太可能要一个人的命，但我在想为何要冒这个险呢。

报告收益的来源

下表显示伯克希尔报告收益的主要来源。就像我们在前面对 ScottFetzer 的分析中所讨论的类型一样，下表中

被投资公司的购买溢价单独分离出来汇总列示，之所以这样做是为了让旗下各事业的收益状况，不因我们的投资而有所影响。在我们看来，这样的表述方式对投资者或经理人来说比 GAAP 的方式更有帮助，因为 GAAP 要求按业务逐笔摊销购买溢价。当然最后损益加总的数字仍然会与 GAAP 的数字一致。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以千美元计	1994 年	1993 年	1994 年	1993 年
保险集团：承保收益	129,926	30,876	80,860	20,156
保险集团：净投资收益	419,422	375,946	350,453	321,321
布法罗新闻	54,238	50,962	31,685	29,696
Fechheimer 制服	14,260	13,442	7,107	6,931
金融业务	21,568	22,695	14,293	14,161
Kirby 吸尘器	42,349	39,147	27,719	25,056
内布拉斯家具 NFM	17,356	21,540	8,652	10,398
ScottFetzer 制造	39,435	38,196	24,909	23,809
喜诗糖果	47,539	41,150	28,247	24,367
鞋业集团	85,503	44,025a	55,750	28,829
世界百科全书	24,662	19,915	17,275	13,537
购买法会计调整	-22,595	-17,033	-19,355	-13,996
利息费用	-60,111	-56,545	-37,264	-35,614
股东指定捐赠	-10,419	-9,448	-6,668	-5,994
其他	36,232	28,428	22,576	15,094
经营收益	839,365	643,296	606,239	477,751
已实现证券收益	91,332	546,422	61,138	356,702
全美航空优先股减值	-268,500		-172,579	
新会计准则应计税款				-146,332
所有实体-收益合计	662,197	1,189,718	494,798	688,121

注：(a) Dexter 的收益仅含并购日 1993/11/7 以后的收益。(b) 利息费用不含商业与消费金融公司的利息费用

在年报中你可以找到依照 GAAP 原则编制的详细的部门信息，以及按照查理跟我的方式重新划分业务的财务信息。我们报告的目标是，假如我们角色互换，向你的提供的财务信息，跟你提供给我们的完全一致。

透视收益

过去的报告中我们曾经讨论过透视收益，我们认为它比 GAAP 的数字更能反应伯克希尔真实的盈利状况，其主要的组成份子有(1)前段报告中的报告收益，加上(2)按 GAAP 会计原则未反映在我们利润中的主要被投资公司的保留收益，减去(3)若这些未反映的收益分配给我们时，将要支付的所得税估计值。在这里我们所谓的经营收益系扣除资本利得、特别会计调整与企业重组等支出。

长期而言，如果我们的内在价值想要以每年 15%的幅度来成长的话，那么透视收益每年也必须以这个幅度来

成长。几年前我第一次提到这个概念时曾表示，若要实现 15% 的目标，我们需要在 2000 年之前完成 18 亿美元以上的透视收益成长。而由于 1993 年我们又发行了约 3% 新股购买 Dexter，所以现在的门槛提高到 18.5 亿美元。

我们现在稍微超越目标进度，这在很大程度上是因为我们的巨灾再保险近年来的表现远超预期(下一节再详加叙述)，扣除这项反常部分，我们依旧符合当初预期，但这仍不能保证一定实现目标。

下表显示了我们是如何计算透视收益的，不过我还是要提醒各位这些数字有点粗糙，被投资公司所分配的股利收入包含在保险业务的净投资收益项下。

伯克希尔主要投资公司	伯克希尔年末大致所有权		伯克希尔享有的留存收益所有权	
以百万美元计	1994 年	1993 年	1994 年	1993 年
美国运通	5.5%	2.4%	25(b)	16
首府/ABC 广播公司	13.0%	13.0%	85	83(b)
可口可乐	7.8%	7.2%	116(b)	94
房地美	6.3%(a)	6.8%(a)	47(b)	41(b)
Gannett 新闻集团	4.9%		4(b)	
GEICO 保险	50.2%	48.4%	63(c)	76(c)
吉列公司	10.8%	10.9%	51	44
PNC 银行	8.3%		10(b)	
华盛顿邮报	15.2%	14.8%	18	15
富国银行	13.3%	12.2%	73	53(b)
伯克希尔主要投资留存收益合计			492	422
(d)对留存收益的假设税			-68	-59
伯克希尔报告的经营收益			606	478
伯克希尔透视收益合计			1030	841

注：(a) 已扣除 wesco 的少数股权；(b) 以年平均持有股权比例计算；(c) 扣除重复发生且金额大的已实现资本利得；(d) 通用的税率为 14%，这里是伯克希尔收到现金股利时的平均税率。

保险业务

正如我们在过去年报跟各位解释过的，我们保险业务最重要的是，第一是浮存金的**新增规模**，第二是浮存金的**获取成本**。浮存金是我们持有但不拥有的钱，保险业务营运中存在浮存金是因为，大部分的保单都要求保户预付保费，更重要的是保险公司真正理赔之前，通常都要需要时间审核并处理索赔。

通常保险公司实际上收到的保费并不足以覆盖发生的索赔损失与运营费用，这就导致承保损失，而这就是浮存金的成本。长期而言，保险公司的浮存金成本若能低于其它资金获取渠道所需的成本，则随着时间的推移，保险业务就是有利可图的。相反，**若浮存金成本长期高于货币市场利率的话，保险业务就没有什么价值。**

如同下表中的数字所显示的，伯克希尔的保险业务大获全胜。对于该表，浮存金是将损失准备金、损失调整

准备金，再保险假设准备金和未到期责任准备金加总后，再减去应付再保险代理成本、预付购置成本，预付税款及递延费用。相对于我们的保费数量而言，我们产生了非常多的浮存金，而浮存金的成本则取决于承保的损失或利润。比如过去两年我们取得了承保盈利，我们的浮存金成本就是负值。我们通过将承保利润与浮存金投资收益相加来确定我们的保险业务收益。

年份	承保损失	浮存金平均规模	年度增长率	平均资金成本	长期公债利率
1967	盈利	17.3	年化 21%	小于 0	5.50%
1968	盈利	19.9	15.03%	小于 0	5.90%
1969	盈利	23.4	17.59%	小于 0	6.79%
1970	0.37	32.4	38.46%	1.14%	6.25%
1971	盈利	52.5	62.04%	小于 0	5.81%
1972	盈利	69.5	32.38%	小于 0	5.82%
1973	盈利	73.3	5.47%	小于 0	7.27%
1974	7.36	79.1	7.91%	9.30%	8.13%
1975	11.35	87.6	10.75%	12.96%	8.03%
1976	盈利	102.6	17.12%	小于 0	7.30%
1977	盈利	139.0	35.48%	小于 0	7.97%
1978	盈利	190.4	36.98%	小于 0	8.93%
1979	盈利	227.3	19.38%	小于 0	10.08%
1980	盈利	237.0	4.27%	小于 0	11.94%
1981	盈利	228.4	-3.63%	小于 0	13.61%
1982	21.56	220.6	-3.42%	9.77%	10.64%
1983	33.87	231.3	4.85%	14.64%	11.84%
1984	48.06	253.2	9.47%	18.98%	11.58%
1985	44.23	390.2	54.11%	11.34%	9.34%
1986	55.84	797.5	104.38%	7.00%	7.60%
1987	55.43	1266.7	58.83%	4.38%	8.95%
1988	11.08	1497.7	18.24%	0.74%	9.00%
1989	24.40	1541.3	2.91%	1.58%	7.97%
1990	26.65	1637.3	6.23%	1.63%	8.24%
1991	119.59	1895.0	15.74%	6.31%	7.40%
1992	108.96	2290.4	20.87%	4.76%	7.39%
1993	盈利	2624.7	14.60%	小于 0	6.35%
1994	盈利	3056.6	16.46%	小于 0	7.88%

查理跟我对于 1994 年的浮存金能够继续成长都感到相当高兴，更高兴的是这些资金是完全免费的，但是我们还是要像去年那样再强调一次，**尽管我们的保险业还不错，但实际远不如目前看起来的那么好。**

我们之所以一再强调这一点，原因在于我们的巨灾再保险业务(super-catastrophe 是专门提供保险公司与再

保公司规避重大自然灾害风险的保单)今年再度赚大钱, 由于真正重大的灾害并不常发生, 所以我们的巨灾险业务有可能在连续几年赚大钱后, 突然发生重大的损失, 换句话说, 我们这项巨灾险业务可能要花上好几年才有办法看得清楚, 当然 1994 年绝对是相当好的一年, 唯一的重大灾害要算一月所发生的加州大地震, 另外在这里我要特别声明 1995 年初发生的神户大地震对我们造成的损失并不大。

巨灾险保单有数量少、金额高且非标准化的特性, 因此, 要承接这类业务必须依赖相当专业的判断能力, 而不像一般的汽车保险有庞大的数据库可供参考, 就这点而言, 伯克希尔拥有一张王牌**阿吉特·贾恩(Ajit Jain)**, 他是我们巨灾险业务的经理人, 拥有最好的承保技巧, 他可以说是我们的无价之宝。

此外在巨灾险业务, 伯克希尔还拥有一项特殊的优势, 那就是我们**雄厚的财务实力**, 这对我们有相当大的帮助。首先, 一家谨慎小心的保险公司都会希望自己能够防范真正的特大灾害, 比如造成 500 亿美元损失的纽约长岛飓风或加州大地震。但是保险公司也相当清楚, 这类依赖大型保险赔付的灾难同样也会导致许多**再保公司自顾不暇而破产**, 所以它们不太可能笨到向无法兑现的承诺支付再保费。因此, 伯克希尔可以确保在不可预期的天灾发生时, **既有偿付能力又有流动性, 就是我们最佳的竞争优势**。

我们资本实力的第二个好处是, 我们可以签下别人想都不敢想的**巨额保单**。举例来说, 1994 年, 有一家保险业者临时想要买一张保额高达 4 亿美元的加州地震险保单, 我们二话不说立刻接下来, 我们敢说全世界除了我们以外, 可能没有人敢独立接下这样的保单。一般来说, 保险经纪人通常倾向将大额的保单拆成数张小额的保单以分散承保, 但是这类保单会耗费大量时间。与此同时, 希望再保险分散风险的公司将承担其不希望承担的风险, 进而危及保险公司本身的利益。相对地在伯克希尔, 我们对单一保单的**投保上限最高可以到达 5 亿美元**, 这是其它同业所做不到的。

虽然接下这类大额的保单, 会使得伯克希尔的经营成果变得很不稳定, 但我们完全可以接受这样的结果, 通常保险同业(其实其它的行业也一样)为了平滑业绩总是倾向采取比较保守的次优策略。我们选择接受变动较大的前景, 以期获取比前景确定的方式更高的长期投资回报。

考虑到我们承受的风险, 阿吉特跟我**总是会关注点放在最坏的状况下**, 虽然我们知道实在是很难去衡量, 大家可以想象如果长岛飓风、加州地震以及损失更大的自然灾害发生在同一年时会是怎样的一个光景。此外, 保险损失也可能会伴随非保险的问题, 例如假设我们因为加州大地震而承受大量的巨灾险损失, 而此时股市很可能

也会大跌，此举将会使得我们在喜诗糖果、富国银行与房利美的持股价值大减。

在考虑过所有的状况之后，我们认为在最坏的情况下承保巨灾险最高损失大约在税后 6 亿美元左右，稍稍超过伯克希尔其它事业的收益，如果你对于这样的风险感到不舒服，那么现在是你卖出伯克希尔股份的最佳时机，而不是等到这种无可避免的大灾难发生。

我们巨灾险的业务量在 1995 年很有可能会下滑，因为保单价格正在下滑。由于几年前新进入再保市场的资本正以不合理的价格竞逐保单，尽管如此，我们还是拥有一些重要的客户群，可以稳定的贡献我们 1995 年业绩。

伯克希尔其它保险业务 1994 年的营运表现皆相当杰出，由 Rod Eldred 领导的住宅保险业务(Home-State)、Brad Kinstler 带领的工伤赔偿保险业务、Kizer 家族经营的信用卡违约险业务，以及由 Don Wurster 所领导的国民保险所从事的商用汽车与一般责任险业务，总的来说，这四类业务都表现的相当不错，不但有承保利润，还贡献了相当大金额的保险浮存金。

总而言之，我们可以做出与去年同样的结论，我们拥有第一流的保险业务，虽然他们的经营成果波动相当的大，但是其内在价值却远远超过其帐面价值，而事实上，比伯克希尔其它业务都大。

股票投资

下表是我们超过 3 亿美元以上的普通股投资，一小部分的投资属于伯克希尔非完全控股企业所持有。

股份数量	公司名称	成本	市值	每股
100,000,000	可口可乐-增持 2.75 亿	1,298,888	5,150,000	13.0
20,000,000	首府/ABC 广播(1 拆 10)-回购	345,000	1,705,000	17.25
34,250,000	GEICO 保险	45,713	1,678,250	
24,000,000	吉列公司	600,000	1,797,000	
6,791,218	富国银行	423,680	984,727	
27,759,941	美国运通-转股 3 亿-增持 4.24 亿	723,919	818,918	26.1
12,761,200	房地美-减持	270,468	644,441	21.2
1,727,765	华盛顿邮报	9,731	418,983	
19,453,300	匹兹堡国民银行(PNC) -新进	503,046	410,951	25.9
6,854,500	Gannett 报业-新进	335,216	365,002	48.9
	通用动力-清仓	盈利 3 亿+		
	健力士-被帝亚吉欧合并继续持有			
	UST 无烟烟草公司-新进		2 亿+	

我们的投资数量仍然很集中，理念也很简单：真正大的投资理念通常可以用一小段话来解释。我们偏爱具有持久竞争优势并且由德才兼备、以股东利益为导向的经理人所经营的优质企业，只要它们确实拥有这些特质，而

且我们能够以合理的价格买进就很难出错，这正是我们一直不断要克服的挑战。

投资人必须谨记，你的投资成绩并非像奥运跳水比赛的方式评分，难度高低并不重要。如果你一家企业的价值在很大程度上取决于一个既易于理解且经久不衰的单一关键因素的判断是正确的，那么回报跟正确分析了一项以许多不断变化和复杂的变量为特征的投资结果是一样的。

对于买进股份我们只关注价格而不择时。我们认为，因为对经济或股市的短期担忧而放弃买进一家长期前景可合理的预期的好公司是一件很愚蠢的事，为什么会因为短期不可知的猜测就放弃一个明智的投资决策呢？

我们分别在 1967 年买进国民保险公司(保险周期低谷)、1972 年买下喜诗糖果(接班人无心经营)、1977 年买下布法罗新闻报(恶性竞争)、1983 年买下内布拉斯加家具商场(后代出售)、1986 年买下斯科特费泽(杠杆并购)，而我们都是趁它们难得出售时才得以买进，当然也因为它们的开价可以接受。当初在评估每个决定时，我们都在思考企业未来可能会做什么，而不是道琼斯指数、美联储或经济未来可能会做什么。如果我们觉得这样的方式适用于买下整家公司的话，那么每当我们决定要通过股市买进一些优质公司的部分股权时，为什么要改变策略呢？

在寻找新的投资标的之前，我们会优先考虑增加已有投资的仓位，如果一家企业曾经好到让我们愿意买进，那么重复这一过程可能会很划算。若是有可能我们很愿意再增加在喜诗糖果或是斯科特费泽的持股，但 100%持有想要再增加已经不可能了。然而在股票市场中，投资人常常有很多的机会可以增加他了解并喜欢的公司持股。去年我们就增持了我们在可口可乐(2.75 亿)与美国运通(4.24 亿)的仓位。

我们投资美国运通的历史(色拉油丑闻)可以追溯到 1965 年，而事实上这也符合从个人过去的公司名单中挖掘投资决策的模式。例如在 1951 年，当时我还是年仅 20 岁的股票业务员，350 股 GEICO 保险占我个人投资组合的 70%，同时它也是我第一次卖掉的股票，我将其中的 100 股卖给我的姑妈 Alice，基本上只要是我建议的她都照单全收。25 年后趁着 GEICO 面临倒闭的危机(为了成长不计成本扩张)，伯克希尔买下其一大部分的股份。另一个例子就是华盛顿邮报，1940 年代，我的初始投资资金有一半是来自派送该报纸的收入，三十年后，伯克希尔趁该公司上市两年后遭遇的危机(报道水门事件被政治打压以及工会罢工)引发的股价低档买下一大部分的股权。至于可口可乐，可以算得上是我生平从事的第一笔商业交易，1930 年代当我还是个小孩子的时候，我花了 25 美元买了半打的可乐，然后再以每罐 5 美分分售出去，而直到 50 年后我才终于搞明白，真正的钱藏在那糖水里(The real money was in the syrup)。

我个人在美国运通的投资历史包含好几段插曲，在 1960 年代中期，趁着该公司为色拉油丑闻遭受重创时，我们将巴菲特合伙公司 40% 的资金压在这只股票上，这是合伙公司有史以来最大的一笔投资，总计花了 1300 万美元买进该公司 5% 的股份。时至今日，我们在美国运通的持股将近 10%，但帐列成本却高达 13.6 亿美元，(美国运通 1964 年的盈利为 1250 万美元，1994 年则增加至 14 亿美元)

我对美国运通 IDS 金融部门的投资可以追溯更早，该部门目前占公司整体收益来源的三分之一，我在 1953 年第一次买进成长快速的 IDS 股份，当时的只有三倍市盈率(在那个年代低垂的果子垂手可得)，为此我甚至还特别写了一篇长篇报告(不过印象中我好象没有写过短的)，并在华尔街日报刊登广告，报价 1 美元公开求购。显然，美国运通与 IDS(最近已更名为美国运通财务顾问)今日的营运与过去已有很大的不同，然而，我发现长期熟悉一家公司及其产品通常有助于对其进行评估。

(1981 年，美国运通十亿美元收购桑迪威尔(Sanford I. Weill)的美国第二大证券公司希尔森 Shearson Loeb Rhoades。1984 年，收购雷曼兄弟(Lehman Brothers Kuhn Loeb)，创建了 Shearson Lehman。1984 年，收购拥有 90 年历史的投资者多元化服务公司(IDS)。1988 年，收购了赫顿经纪公司(E. F. Hutton & Co.)。数家公司连同投资银行部门合并为希尔森-雷曼-赫顿公司 Shearson Lehman Hutton, Inc。该公司参与了 KKR 并购 RJR 竞价角逐)

新鲜出炉的错误

错误通常在做决策时就已经造成，不过我们只能将新鲜错误奖颁给那些显而易见的愚蠢决策。照这种标准，1994 年可算是竞争激烈的一年，在这里我必须特别指出以下大部分的错误都是查理造成的，不过每当我用这种方式解释时，我的鼻子就会跟着变长(意指撒谎)。

获得提名的有...

1993 年底，我以每股 63 美元卖出 1000 万股首府/ABC 广播股份(参加股份回购计划)，不幸的是到了 1994 年底，该公司股价变成 85.25 美元，如果你心痛到不愿去算的话，我可以直接告诉各位我们损失了 2.225 亿美元的差价。而当我们在 1986 年以每股 17.25 美元(1 拆 10 后)买进该公司股份时，就曾经向各位报告，我之前曾在 1978-1980 年间以每股 4.3 美元卖掉该公司股份，并强调对于个人这样的行为感到心痛。没想到现在我却又明知故犯，也许是时候找个监护人来好好监管我一下了。

更不幸的是，首府广播只能得到一个银牌，金牌荣誉要归于我在五年前就犯下的一项错误，但直到 1994 年才爆发出来：我们以 3.58 亿美元购买了全美航空优先股，去年 9 月，该公司宣布**停止发放优先股股息**。早在 1990 年，我就很准确地形容这项交易属于非受迫性的失误，意思是说，没有人强迫我投资，同时也没有人误导我。相

反，这是一个草率分析的案例，这一失误可能是因为我们购买的是一家高等级证券，或是因为自大傲慢。不论如何，这是一项重大的错误。

在做这项投资之前，我竟然没有把注意力放在一直为航空深深所苦、居高不下的成本问题之上。在早年这些危及生命的高成本还不构成重大的威胁，因为当时航空业受到监管的保护免受竞争影响，航空业者可以将高额成本通过高票价转嫁给消费者。在放松管制的初期，情况并没有立即改变：低成本航空公司的运力还很小，以至于高成本线路在很大程度上可以维持其现有的票价结构。不过随着业者无视长期问题任其发酵，毫无竞争力的高成本问题早已积重难返。

随着低成本营运业者座位容量的大幅扩增，超低的票价迫使那些高成本的老牌航空公司也不得不降价，然而额外资金的注入(比如我们在全美航空的那笔投资)延迟这些老牌航空公司正视问题的时机。最终基本的经济规则占了上风：在一个没有管制的商品标准化产业，一家公司要么通过降低成本增加竞争力，要么关门倒闭。这道理对于身为公司负责人的我，可说是再清楚也不过了，但是我竟然忽视了。

全美航空的总裁 Seth Schofield 一直致力于纠正公司历史成本问题，不过到目前为止，仍然未有改善。一部分的原因在于，他面对的是一个不断变动的对手，某些航空业者幸运地取得劳资双方新协议，有些则受惠于破产法令的保护而有了一个全新出发的成本(1988 年洛克比空难，最大的泛美航空(Pan Am)于 1991 年破产)，就像西南航空的总裁 Herb Kelleher 所说的：破产法对于航空业者来说，就像进行了一次健康的 SPA。此外，对于那些在合约上受到保护得以获得高于市场水准薪资的劳工来说，只要他们发现自己的薪资支票仍能按时兑现，就会全力地抵制减薪的提议。

尽管面临目前的困境，全美航空还是有可能完成降低成本的任务，以维持长期继续生存的能力，不过到目前为止，还很难确定一定能够成功。因此，在 1994 年底，我们将全美航空帐面的投资金额减值为 8950 万美元，当初 1 美元的投资只剩下 25 美分。这样的举动反应出将来我们的优先股有可能完全或大部分地恢复其价值，也有可能到后来变得一文不值。不论最后的结果为何，我们必须谨记一项投资的基本原则：那就是你不必靠那些已失去的再赚回来。

本次减计全美航空投资价值的会计影响有点复杂，根据 GAAP 会计原则的规定，保险公司在资产负债表上必须以市价列示所有股票，因此截至去年第三季末，我们在全美航空投资的帐面价值是 8950 万美元，大概只有原始

成本 3.58 亿美元的 25%，换句话说，在当时我们的账面价值就已反应了这项调整。但在第四季度，我们认为从会计角度来看，价值下降并非属于暂时性的，所以我们必须将这笔减值金额反应在损益表之上。然而第四季度不会对于本公司的账面价值再造成任何的影响，因为减值在第三季便已体现了。

在即将召开的全美航空年度股东会中，查理跟我决定不再续任董事，当然要是 Seth 总裁觉得有任何需要我们帮忙的地方，我们愿意提供任何咨询服务。

其它事项

去年有两位对伯克希尔贡献卓著的经理人决定退休，分别是首府/ABC 广播的 Dan Burke 与富国银行的 Carl Reichardt，Dan 与 Carl 近年来在各自的产业都面临到相当大的挑战，但他们杰出的管理能力使得他们经营的事业在这段期间内仍能保有出色的收益，并赋予公司光明与璀璨的前景，此外，对于他们的离开，Dan 与 Carl 都已作好准备，将公司交由能干的人才接手，我们对他们报以深深的敬意。

大约有 95.7%的有效股权参与 1994 年的股东指定捐赠计划，总计约 1040 万美元捐出的款项分配给 3300 家慈善机构。每年都有一小部分的股东由于没有将股份登记在本人的名下，或是没能在 60 天的期限内，将指定捐赠的表格送回给我们，而没办法参加我们的指定捐赠计划，凡是不符合规定者，都不能参加这项计划，也因此我们敦促不管是原有或新加入的股东，仔细阅读年报上有关股东捐赠计划的详细内容，想要参加这项计划者，请确定您的股份是登记在自己而非股票经纪人或保管银行的名下，同时必须在 1995 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 1995 年的捐赠计划。

1994 年我们只进行了一项小型的并购案，**一家鞋业零售连锁店**，然而对于寻找好的候选对象，我们的兴致与过去一样热烈，对于买进与并购标准请参阅附录。

去年春天，我们曾经对一家大型的家族企业提出并购的提议，交易的内容包含发行伯克希尔可转换优先股，虽然后来双方未能达成协议，但这次的经验提醒我们必须先取得伯克希尔股东们的同意，授权董事会发行，好让我们在合适的并购机会出现时，可以做出快速的响应，因此，在今天的股东会议案中，包含了一项授权董事会会在适当的时机发行优先股的提案，当然大家可以百分之百地相信，除非我们认为所得到的内在价值跟我们所付出的相当，否则查理跟我绝对不会轻易地发行这些股份。

查理跟我很希望各位都能够来参加今年的股东年会，由于去年参加人数稍微超过奥芬剧院(Orpheum)**2750**座

位容量，因此今年股东会我们决定于 1995 年 5 月 1 日，周一早上 9 点 30 分在新的场地假日会议中心召开，新场地的大厅可以容纳 3300 人，若有必要，藉由视听器材的辅助，旁边还有一个可以容纳 1000 人的会议室。

去年我们在会场上展示了一些伯克希尔的产品，结果总计卖出了 800 磅的糖果、507 双鞋子以及价值超过 12000 美元的世界百科全书与相关出版物，今年这些商品会再度与会，虽然我们认为这次会议的意义主要在于精神层面，但我们不要忘记，即使是最神圣的宗教典礼，也包含奉献捐献的仪式。

当然大家绝对不能错过的是 1995 年橘子杯的录像带，本人利用晚上的时间观看这场经典的赛事，甚至还用慢动作播放精彩的第四节，我们以今年封面的颜色表示对内布拉斯加美式足球队教练 Tom Osborne 以及其所带领的全美最佳队伍 Cornhuskers 队的敬意，我敦促大家一定要穿 Huskers 队的红色出席今年的股东会，而我也可以向各位保证伯克希尔的经营双人组会有 50%以上穿著正确的服色出席。

由于预期会有相当多的人与会，我们建议大家最好先预订房间，想要住在市中心的人(距离会场约 6 英里)可以选择拥有 88 个房间的一家小旅馆 Radisson Redick Tower，或是旁边较大一点的 RedLion Hotel，会场附近还有 Holiday Inn(403 个房间)、Homewood Suites(118 个房间)、Hampton Inn(136 个房间)，另一个推荐的旅馆是位在奥马哈西区的 Marriott，离波仙珠宝店约 100 码，距离会场约 10 分钟的车程，届时在哪里将会有巴士接送大家往返股东会会场。后面附有股东会开会投票的相关资料，跟各位解释如何拿到入场所许的识别证，当天会场有相当大的停车场，住在 Holiday Inn、Homewood Suites 或 Hampton Inn 的人可以直接走路过来开会。

一如往年，会后我们备有巴士带大家到内布拉斯加家具店与波仙珠宝店或是到饭店与机场，我希望大家特别能到内布拉斯加家具店参观，因为今年新开幕的超大卖场，贩卖各式家电、电子信息、CD 唱片、摄影机与视听产品，自开幕以来，销售业绩惊人，到了现场之后，你绝对会对产品的多样与展示方式印象深刻。位于内布拉斯加家具店主馆旁边的超级大卖场距离会场约 2 英里远，营业时间平日从早上 10 点到下午 9 点，周六从早上 10 点到下午 6 点，周日则从中午开到下午 6 点，到了那里记得向高龄 101 岁的 B 夫人打招呼，她每天都会到 B 夫人仓库工作，或者应该说是每个小时。平时礼拜天不营业的波仙珠宝，在股东会当天会特别为股东与来宾开放，从中午开到下午 6 点，这天总是相当的特别，我们会试着让大家得到一些意外的惊喜，而通常那天也是该店全年营业额最高的一天，这也是查理跟我希望能在哪里看到各位的主要原因之一。

在前一天 4 月 29 日，周六晚上，Rosenblatt 体育馆将会有一场奥马哈皇家队对布法罗水牛队的比赛，水牛

队的老板是我的好朋友，Mindy 跟 Bob Rich, Jr.，我希望他们也能参加，若他们真的来了，我会引诱 Bob 与我在投手丘上来一场对决，Bob 可以称得上是资本家的强森巨投，年轻、健壮且精力充沛，绝对是你在这球季中不会想要遇到的对手，所以届时我希望大家都能到场给予我声援。

股东会资料将告诉大家如何取得入场的门票，去年大约有 1400 位股东出席这项盛会，当晚开赛前，我投出一只时速高达 8 英里的好球，只是许多球迷在当场并没有看到我不顾捕手的要求投出快速球的指示反而祭出我的上飘球，至于今年我要投出的球路至今仍然是个谜。

沃伦·巴菲特 董事会主席

Buffett buys a 5% chunk of UST

By Dan Dorfman
USA TODAY

COMPANY SPOTLIGHT

A DAILY LOOK AT A COMPANY, INDUSTRY OR MARKET TREND

NEW YORK — Super investor Warren Buffett isn't a smoker — but he's apparently been smitten by a tobacco company.

USA TODAY has learned that Berkshire Hathaway, the multibillion-dollar diversified company run by Buffett, has taken a sizable stake — perhaps close to 5% — of UST, formerly U.S. Tobacco, a leading maker of smokeless tobacco (Skool, Copenhagen) is one of the nation's most profitable companies.

Whether UST is strictly a stock investment — or a company Buffett would like to bring into the Berkshire Hathaway fold — is unclear. He recently spoke of making an acquisition in the \$2 billion to \$3 billion range. But he also said he would not engage in unfriendly takeovers.

A takeover of UST — which has 208 million shares outstanding — would run about \$5.6 billion at its current price. Monday's close: \$27, up $\frac{1}{4}$, on volume of nearly 1.1 million shares. Presumably, though, UST would fetch a premium of about \$40 a share, according to estimates from some takeover pros.

Berkshire Hathaway's operations include property and casualty insurance, candy and vacuum-cleaner manufacturing, publishing of encyclopedias and retailing of home furnishings and jewelry.

It also holds sizable investment stakes in a number of companies. Those include about 48% of GEICO, 18% of Capital Cities/ABC, 15% of Washington Post Co., 7% of Coca-Cola, about 10% of Wells

Fargo and 11% of Gillette.

Buffett's investment record is phenomenal. He has racked up average annual gains of more than 30% the past 10 years. Berkshire is 45%-owned by Buffett and his wife. Its shares — there are 1.152 million outstanding — closed Monday at \$11,975, up 75.

UST, which also produces wines (Chateau Ste. Michelle), has been smoking on the earnings front with growth of 20% a year the past 10 years. Some other recent lofty financials:

► A 40%-plus return on equity.

► Pretax profit margin of 48%.

► A 72% pretax return on assets.

UST CEO Paul Battle, plus a couple of other key managers, are planning to retire at year's



end.

Analyst Barry Ziegler of A.G. Edwards & Sons rates UST "a great growth company but adequately valued." An unknown: possible excise taxes on tobacco and alcohol products. Ziegler has a hold recommendation on UST's stock. But he hints he may upgrade it due to the recent weakness in the

shares following the disclosure of disappointing earnings news from Philip Morris. His UST earnings numbers: \$1.65 a share in '93, \$1.86 in '94.

Buffett's secretary says he doesn't discuss his investment activities. A UST spokesman said he was unaware of any stock accumulation and would check. He never called back.

万宝路星期五事件

1993年4月2日，周五，为了与销售廉价超市自有品牌的一般香烟制造商进行低价竞争，菲利普·莫里斯公司把旗下高端香烟万宝路的价格削减了20%。营销界和金融界的媒体立刻激动地以头条报道，不止是万宝路已死，所有溢价品牌都将跟着死亡。理由是：万宝路的高端形象是由超过10亿美元的宣传费所仔细塑造哄抬而成的，假如连这种“知名”品牌都走投无路到愿与无名小卒一较长短，品牌的整个概念显然已经过时。“万宝路先生”毕竟不是一个普通品牌，它在1954年就开始了宣传，也是史上历时最长的广告活动，它是一个传奇。假如连“万宝路先生”都不堪一击，那么所有品牌的价值也将崩盘。就在莫里斯宣告减价的那一天，所有为人熟知的品牌，可口可乐、百事可乐、宝洁、纳贝斯克、Tambrands和许多其他品牌制造商的股价都往下急跌。其中，菲利普·莫里斯公司的股价在一天内狂跌26%，股票市值减少了100亿美元。

但是“万宝路周五”并不是万宝路品牌或溢价品牌的死亡。万宝路的降价行为停止了一场在1990年代早期经济萧条时就开始的价格战，这场价格战导致了万宝路在美国的市场份额被大量侵蚀，万宝路的品牌经理错误地认为产品的绝对价格是神圣不可侵犯的，因此，当它的竞争者逐渐降低价格，万宝路相对的价格溢价仍然增长，给了被价格步步攻心的消费者太多的另选品牌的理由。通过削减价格，万宝路仅仅只是恢复了针对通用品牌的相对溢价。两年后，万宝路迅速重获丢失的市场份额，而菲利普·莫里斯公司也恢复了它的股价。

巴菲特在万宝路事件，消费品股价暴跌期间，巴菲特买入约2亿美元UST烟草的股票(约100万股，不到流通股的5%)。U.S. Tobacco是一家无烟烟草制造商(Copenhagen和Skool品牌)，也是最具盈利能力的烟草公司之一，占美国无烟市场58%份额。公司旗下还有葡萄酒子公司(Chateau Ste Michelle)，公司过去十年烟草类年均增长达到20%，ROE超过40%，税前利润率48%，税前资产回报率72%，1993年每股收益1.65美元，1994年每股收益1.95美元。当前UST每股27美元，流通股2.08亿，市值约56亿美元，市盈率15倍。

1993年4月，巴菲特卖出500万股35美元的可口可乐看涨期权，每份15美元，最终股价并没有跌到35美元，巴菲特赚到750万美元期权费，随后以均价41美元(21PE)加仓了2.7亿美元可口可乐。

2008年9月，万宝路的母公司奥驰亚集团宣布，将按69.5美元的价格市值104亿，以现金加债权换购的形式收购无烟烟草生产商UST公司，加上承担13亿美元债务，收购金额高达117亿美元。作为一家无烟烟草制造商，UST目前股价报收54美元，市值约80亿美元，2007年的销售额为19.5亿美元，利润5.2亿美元。UST公司拥有Skool和Copenhagen等优质无烟烟草品牌，在美国无烟烟草市场的份额为58%，是无烟烟草市场的行业领导者，而无烟产品已逐渐成为美国烟草市场的新宠。此前奥驰亚集团试图用万宝路品牌进军无烟市场但未获成功，因为调查发现，客户对UST公司的产品存在着很强的品牌忠实度。由于金融危机蔓延，交易延迟到2009年1月完成。

菲利普莫里斯(Philip Morris)2003年更名为奥驰亚集团(Altria)。2008年3月菲利普莫里斯剥离其国际业务成立的一个独立专门开展海外烟草业务的子公司。

伯克希尔股东大会实录 1995

1995 年 5 月 1 日 假日会议中心 4300 人

1、开场白

巴菲特：我是沃伦·巴菲特，伯克希尔董事长。在我左边的是副主席和我的搭档查理·芒格。我们会让他在会议过程中说几句话。(笑声)今天的形式将略有不同。通常情况下，我们会很快地结束会议，我们一般都是这么做，但今天我们有一项关于优先股的议案要审议，我敢说它会引起一些人的困惑。我会稍微讨论一下。在投票之前，如果有人想要讨论这个问题，我们可以讨论一下。然后，我们会轻松完成会议的剩余环节。再然后我要宣布一件事。中午我们会休息一会儿。早上会议时，如果有人想离开，你们可以随时离开。我说过，最好是查理说话的时候。(笑声)你们得快点了。(笑声)

.....会议流程介绍.....

巴菲特：会议即将开始。首先我要介绍一下伯克希尔的董事们，除了我自己。他们就在下面。当我说出你的名字时，请你站起来。苏珊·巴菲特(掌声)。霍华德·巴菲特(掌声)。这些是我们在电话簿上找到的名字，你们可以理解。(笑声)

.....审议议案流程.....

2、授权优先股的动议

这次会议的第二项议题是审议董事会关于修改公司注册章程的建议。拟议的修正案将在公司注册章程中增加一项条款，授权董事会一次或多次发行至多 100 万股优先股，其优先权、限制和相关权利都将由董事会决定。我们在年度报告中讨论过这个问题。但我们可能有 12000 股左右投了反对票。同时，有几千股投了弃权票。我们认为这一提案没有任何负面影响，但有反对的声音说明我并没有充分地解释授权发行优先股的逻辑。我想花点时间讨论一下。我也希望任何想要问这个问题的人，他们现在可以问了。我们也可以以后再谈。但如果你想在投票前做，那也可以。

授权只是一个权利。我只是给了董事会一个权力，在合理的时候，可以让企业发行优先股。当我们并购企业的时候，有时候卖方希望得到现金，有时候希望得到普通股，有时候也可能会希望得到可转换优先股，去年就有一位潜在卖方就希望得到可转换优先股。

从我们的角度来看，只要我们并购时获得的经济价值和支付的经济价值一样(不考虑课税标准)，那么我们就不会在乎以什么形式支付。不管用现金、直接优先股、可转换优先股、普通股还是别的什么形式付账，我们会使付出的价值和收到的价值相等。

假如你们担心我们会通过发行优先股来做蠢事，那么这担心很有道理。不过我们用现金和普通股也照样能做蠢事，你们要担心也该一起担心啊。假如我们有心去干点蠢事，那么我们可以用很多工具去干。(笑声)

我们不会因为有了优先股就恣意妄为。而且优先股可以为企业的卖方提供与我们进行**免税**交易的机会。他们可能不想要普通股，因为他们可能**不想承担普通股所有权的风险**。我们的优先股在某种程度上更灵活。因为我们可以给企业卖家一个含优先股股息的优先股，同时我们以平价发行。这样他们就会知道，自己未来十数年的收入是多少(**固定收益**)。这可能是他们最感兴趣的。

因此，如果我们有能力发行各种形式的优先股，我们就有了更多可供收购的货币形式。因为优先股如果结构合理，就有可能与卖方进行免税交易。这对很多卖家来说很重要。现在，就像过去一样，许多卖家最终还是会选择现金。也许大多数不想要现金的卖家会想要普通股。但我们的选择里还有优先股。

我们只被授权了发行 100 万股优先股，因为根据特拉华州的法律，每年都有一笔费用。我知道发行优先股是有初始费用的。这项年费与授权股份的数量有关。所以，如果我们授权可以发行 1 亿股优先股，我们将支付更高的年费，而这是芒格不让我做的。(笑声)

毫无疑问，我们还会发行一些次级股，而这对于税收而言，这样股份的数量，是相对有限的。我们将发行次级股，从本质上说，是为了更容易适应市场的变化。如有需要，我们可发行可转换优先股。但在我们发行可转换优先股时，它的价值不会比直接优先股高。我们会根据息票和转换价格等进行调整。

(通过这种形式)，我们可以把各种形式的货币等同起来，**以满足企业卖家的需要**。发行优先股，只是另外一个简单的工具。就像我说的，没有坏处，除非我们做了傻事。如果我们用这个做蠢事，我们不如用现金或其他方式。也许我们之前就该发行优先股了，过去我们从未遇到卖家想要货币的情况。

(在日常收购中)，我们总觉得能及时得到授权。但是，如果发生一笔悬而未决的交易，我们没有理由浪费几个月的时间召开会议，将其记录在案。所以，发行优先股，这只是又一个融资工具。

如果有人对这个问题有任何疑问或意见，就像我说的，你们可以把问题留到以后再问，但我也很愿意在我们

投票之前回答你们的疑惑。开始提问吧？提问的时候，请告诉我们你的名字和你来自哪里，谢谢。

股东：你好，我是劳伦斯·瓦塞尔博士。我来自纽约。我的问题是，如果你想买一家公司，而公司里的人想要现金，你必须有现金。但我突然想到，他们更喜欢的并不是拿到现金，而是另外一种货币形式。也就是说，某种程度上，(发行优先股相当于)，我们可以创造货币。

巴菲特：你说的没错。其实优先股就是和普通股一样，只是另外一种货币形式。就普通股而言，假设我们被充分授权，我们就有无限的能力去“发行货币”。但如果我们以错误的价格发行普通股，就会稀释那些“旧货币”的价值。对了，你的问题好像没说完，请继续。

股东：在我们投票表决之前，我相信这群人可能会这么做因为他们对你有信心。但在我们投赞成票之前，(这种货币)是不存在的。

巴菲特：没错。顺便说一句，普通股也是如此。如果我们没有得到比现有发行更多数量的普通股的授权——**目前我们有 150 万股的授权**。但是让我们假设我们已经发行了所有我们已经被授权的普通股。那我们除非得到股东许可，否则(超过股东授权量的普通股)将无法发行。

股东：但是假如我们授权你们可以发行更多的股票，那么我们股东价值会不会被稀释呢？

巴菲特：只有在我们得到的价值低于我们付出的价值的时候，股东价值才会被稀释，这是关键。假如我们发行 2 亿美元优先股买进价值只有 1.5 亿美元的企业，那么毫无疑问，大家的钱包都瘪了一点。我们的钱包也瘪了。我们双方都吃亏了。假如我们用现金进行价格高出价值的并购，那么也是同样吃亏。这样用现金并购，可能一股也不用增发，但照样稀释你们的价值。不过，只要我们付出的现金、普通股或者优先股能得到足够的价值，那么你们的价值就不会受到稀释。

有一点很重要，很多企业增发价格虚高的普通股，当他们这样做的时候，其实就是在玩美联银行(Wachovia)的约翰·梅德林(John Medlin)所说的“反向运作的连锁信”游戏。(笑声)很多美国股东因为这种行为而受到了很大损失。我认为，伯克希尔的股东却从没有因此而有任何损失。不过你们会担忧这点，是很正常的。

因为有很多管理层，能够依靠不断增发对自己来说是零成本的小纸片来打造一个帝国。我想查理以前有过这样类似的经历。你想说一下吗，查理？不过你最好别指名道姓。(笑声)

芒格：曾经有一家银行的一名管理人员想要股票期权，管理层指出，他们可以发行所有这些股票，而且不需

要任何成本。现在，想象一下你们雇佣了一个这样想的经理，然后付钱给他们(笑声)，让他们在你面前表现得像犹大一样。

巴菲特：我们和这些经理们谈过(笑声)，他们告诉我们他们感到多么幸运，因为股票下跌了，他们可以以更低的价格发行期权。不过如果他们向第三方发放这些股票期权，我可不确定他们是否会有完全相同的态度。

我们并不会在增发股票的时候，觉得自己的钱包更鼓了。我们在用增发的股票并购价值不低于我们付出的股票的价值的企业的时候，我们会觉得自己的钱包更鼓了。而且我们只在这种情况下，才会增发股票。

不过，你们的担忧，是完全合理的。

股东：问题的第二部分是，很明显，优先股的清偿顺序更靠前，而普通股股东则退到了最后。为什么在座的普通股股东，现在是站在队伍的最前面，(却在你们发行了优先股后)，就要退到队伍的最后面呢？

巴菲特：如果我们用现金收购一家公司也是这样，假设我们从银行借钱，银行也会优先于普通股股东。这是毫无疑问的。任何涉及资本结构的交易，你都在改变资本结构的每个部分的潜力。如果你发出大量的普通债务，且这些债务未清偿，则债务的顺序通常是上升的。真正的问题是，你是否认为通过发行优先股，或者借很多钱来进行收购，普通股股东的地位会得到改善。

在伯克希尔的历史上，有几次，我们借钱买东西，买生意。当我们这样做的时候，我们是在把银行，保险公司，或者其他任何人，置于普通股股东的位置之上。几年前我们发行一些债券的时候就是这样做的。还有一个问题是，权衡普通股股东是否会因为借钱而过得更好。**要知道，借钱对股东来说并不一定是有害的，但借钱过度的话，确实是有害的。**优先股是一种准借款形式，它确实排在普通股股东之前。但与此同时，我们认为通过发行优先股而增加一项业务时，将有利于股东。这就是权衡。

股东：我叫马特·祖克曼。我来自佛罗里达州的迈阿密。我的问题是，在我看来，如果可转换股票或优先股的发行超过了一定的限制，就需要股东投票。那这些限制是什么？

巴菲特：转换期没有限制。但举个例子，如果我们要发行可转换优先股——现在我们没有这样做的计划，但它可能会发生。事实上，这很可能在今年发生。

另一种选择是，如果我们要用 1 亿美金来收购一笔生意。如果我们发行直接优先股，我们会计算出价值 1 亿美元的直接优先股的售价，需要多少息票。这取决于看涨期权条款和一些东西。但对于像伯克希尔这样的 AAA 级

信用，**利率应该在 7%左右**。这样他们就不会参与到对普通股的利益分配上。

如果他们想要某种能够保证其本金价值的东西，那么你就必须发行一种浮动利率的优先股，使其价值保持在票面价值附近。它的初始息票率可能是 5%左右(比 7%要低)，因为它可以根据利率上下浮动。但它总是值票面价值。

如果我们发行可转换优先股，它的转换价格可能是，选择一个数字，28000 或类似的数字，而券息远远低于直接优先股的券息。

因此，无论我们做什么，它们在我们的脑海中会等同于我们所给予的价值。如果我们只愿意为 X 支付 X 的价格，我们就不会仅仅因为交易的形式改变，而给出 1.2X 的价格。

但你很可能会在某个时候看到我们发行可转换优先股。你可能会看到我们发行的是直接优先股，你也可以看到我们发行一种带浮动利率的优先股。我希望我们能做点什么，因为我想如果我们这么做了，我们就会觉得让伯克希尔变得更好。

股东：根据你过去的表现，我相信我们会得到更多的价值。但无论如何，我的理解是，如果为转换可转换债券而发行的股票数量超过已发行股票总量的 20%，那么根据特拉华州的法律，这将需要股东投票，对吗？

巴菲特：这好像是纽交所的规则吧？查理？

芒格：对。

巴菲特：这将是超过 50 亿美元的交易。你知道，我们很想做一笔 50 亿美元的交易，但我不认为我们会这么做。因此，我想说，任何收购规模大到需要股东投票表决的可能性都不大。但这并不是因为我们不感兴趣。(笑声)

你知道，如果我们有一个这样的计划，我们就会走到你身边，(笑声)你们手中已经有选票了。(笑声和掌声)还有其他问题吗？我们也可以以后再谈。噢，问题来了。

股东：我是来自芝加哥的蕾娜·迪·科斯蒂伊。我认为你的解释很有帮助。因为当我读这篇文章的时候，我相信很多其他的外行，不明白你在说什么。

这次招股书中，你专门提到了优先股。但在招股说明书中，还不清楚是可转换优先股还是直接优先股。你澄清了这一点，回答了一些其他的问题，但是有些人觉得这会稀释他们的股票。

巴菲特：是的。我应该在年度报告中说明这一点。我很高兴今天有机会。还有其他的问题吗？

股东：你不需要回到股东那里投票，在发行这些股票被授权之后，关于它的条款——你已经就购买公司问题进行了讨论。我的问题是，你本人通过伯克希尔持有所罗门、美国航空、美国运通等公司的优先股。这些股东必须就你为这些公司购买的优先股的条款投票吗？还是留在董事会的决策层就可以？

巴菲特：是的。我们直接从这些公司购买了 6 期优先股。因为这些都没有触发我们之前讨论过的纽交所的规则——如果它们的规模更大一些，它们本可以，但它们没有——这些交易都不需要得到他们的股东的批准。

我们唯一一次需要的到股东预先批准的交易，是当我们购买首府/ABC 广播公司股票的时候。当时我们是 1986 年初买的，但我想他们的股东在 1985 年就批准了。但只有在一种情况下，才会要求股东授权，那就是当它触发了纽交所的规则的时候。我们购买的规模实际也没那么大。还有其他问题吗？

股东：我叫戴尔·沃卡维茨，我来自伊利诺斯州的香槟市。最近一期《巴伦周刊》指出，发行优先股可能是"世界上最好选择"，因为股息对发行者来说就像利息，而且可以免税。对于买方，他们将有资格获得股息的扣除。你认为这些股票有可能实现这种类似的结构吗？

巴菲特：我们还没想过这个问题。我知道你在说什么，但我认为这是不可能的。首先，我不认为可能有这种免税协议。查理，你呢？

芒格：我们或许不会去做那么可爱的事情。(笑声)

巴菲特：我心里有几句俏皮话，但我想我还是不说为妙。(笑声)我猜这种形式在很长一段时间内不会起作用。有些公司关心他们在交易中所付出的，不管是现金，还是优先股考虑等等。他们更关心他们在会计处理上是怎么样的。他们通常希望使用权益会计法而不是购买会计法。我知道这会让你失望，但我不会在这里细讲。我可能在下次年报中进行详细的说明。

这对我们完全没有影响。我们一点也不在乎我们在会计处理上是怎么样的。我们觉得我们有一个足够聪明的股东团体来理解交易的经济实质。通过玩各种各样的会计把戏.....这是我们根本不关心的事情。

我们宁愿做对我们自己和卖方最有意义的事，然后向你解释交易可能产生的任何会计上的特殊情况。这可能是我们与大多数公司的不同之处。它可能会偶尔帮助我们达成交易。还有别的事吗？

股东：我在想，普通股东们是否有机会，参加优先股呢？

巴菲特：如果我们发行了优先股且交易很活跃，假设它是一家拥有很多股东而不是只有少数股东的公司。显

然，这将是任何新股东或现任股东都可以决定的事情。比如我们可以提供优先股和普通股的互换，但我们没有这样做的计划，我不认为它会发生。可以想象，可能会有少数人会有兴趣，但大多数人都是根据自己想要拥有的证券类型进行选择的，比如持有伯克希尔公司普通股。我想他们不太可能想要转换成优先股，因为优先股不会有溢价，它只是一种替代证券。不过我们可以这么做。我的意思是，这可能是一项免税协议。我们没有这样做的计划，但如果我们认为有足够多的人想要，我们可以提供。但没有人有义务接受它。这是个好问题。

我们继续进行会议。是否有采纳董事会的建议的异议？

.....会议流程略.....

3、赫兹伯格珠宝店(Helzberg)的收购

巴菲特：现在，我想告诉你们一件事，自从年度报告以来，你们中的一些人可能在年报上读到过，但也许不是你们所有人都听说过。就在年度报告发布后不久，我们和赫兹伯格钻石公司达成了一笔交易，巴内特·赫兹伯格今天就在这里。巴奈特，请你站起来好吗？好吧。他就在这里。帮他一把。(掌声)

你可能对它是如何发生的感兴趣，因为巴内特参加了伯克希尔公司最近三次会议中的两次。他在 IRA 账户上有一些股份，去年他也在这里。股东会议结束后不久，我就回到了纽约。我在第 58 街过马路，就在第五大道的广场酒店附近。一位女士说："巴菲特先生"。然后我转过身来。她走过来说，她参加了股东年会，她说她很高兴。我说，"太棒了，"然后我准备继续过马路。巴内特当时在 30-40 英尺之外。我不认识他，但他也许听说过这个女人，他也是这么说的。我转过身来，我俩握了手。我第一次见到他的时候，他说，"你知道，我可能有一份你会感兴趣的生意。"我当时一下就来感觉了(笑声)，于是我说："那你为什么不给我写信呢？"过了一段时间，我收到了巴内特的信。

他住在堪萨斯城，正考虑如何发展和他父亲在 1950 年创立的公司，他一直在探索各种途径。但或许，在某种程度上，由于他是伯克希尔股东的背景，他对公司与伯克希尔的关系产生了某种兴趣。巴内特先生非常关心公司是否有一个固定的"家"。他非常关心赫兹伯格钻石公司的发展环境，他希望它可以在堪萨斯城自主经营。同时，巴内特先生想要得到一些东西作为交换——那些他愿意拥有一辈子的东西。

因此，我们很快就达成了一项交易——就在年报发布后不久。伯克希尔于昨天上午 12:01 完成了这笔交易。这是因为哈特-斯科特-罗迪诺法案和其他一些事情，导致需要等待的时间很长。交易现在完成了。现在伯克希尔是

赫兹伯格钻石公司的所有者，该公司大约在 26 或 27 个州拥有 150 家店铺——我不确定确切的数字。它们大部分在购物中心，还有一些在其他地方。总体而言，它非常成功。

巴尼特请来了杰夫·迪普，他八年前曾经营着沃纳梅克。该公司在传统模式下进行了扩张，最近采用了一种新模式，非常成功。就其在珠宝行业的地位而言，赫兹伯格倾向于与 Zales 或 Gordon 的公司竞争，但它的表现要好得多。它们每家门店的坪效大致相当竞争对手的两倍。它的士气和组织结构都非常好。巴尼特在出售过程中对人们非常慷慨。他从自己的口袋里掏出钱来善待他人，因为这些年来他们的工作做得非常出色。我想你们会看到，随着时间的推移，赫兹伯格将成为伯克希尔的一个重要部分。在今天年会上，它会向你展示它的一些产品。所以，在座各位，你们懂的。(笑声)

总之，这是一次收购主要是发行了普通股。它没有涉及到优先股，因为巴内特更喜欢持有普通股。但是不同的人有不同的需求。有时一些股东会想要不同的选择。这就是我们想要多种“货币形式”的原因。如果我们不能使用普通股，我们就不会做这笔交易，因为巴内特不想急着给政府写一张大额支票。在这方面，我们可以进行普通股交易，从而帮助巴内特先生避税。

总之，我们很高兴赫兹伯格成为伯克希尔的一部分。如果我们在明年召开下次会议之前再宣布一两个消息，我不会感到意外。我希望如此。但这并不能保证。

4、董事会中有巴菲特可以增强稳定性

股东：我叫弗雷德·埃尔菲尔，来自加州的萨克拉门托。我想问的是你能不能详细解释一下，增加两个家庭成员到董事会的逻辑？

巴菲特：首先，这有利于家庭和睦。(笑声)就像我在年报中提到的，如果我今晚去世，我的股票将归我妻子所有，她是董事会成员。她将拥有这支股票，直到她死后，这些股票将成立一个基金会。所以，在规划，税法等方面，我们希望有一个长期的、永久的所有权结构。

我们邀请了像赫兹伯格这样的人加入伯克希尔，加入到我们认为对他们来说是一种特别有利的方式来经营企业，了解他们即将加入的公司的未来，还包括了解公司的所有权是稳定的。这将在伯克希尔的很长一段时间内保持稳定，可能是你能做到的最长时间——世界上任何人都能做这样的计划。

在我死后，家族将不再参与企业的管理，但他们将拥有企业的所有权。你将拥有一个非常集中的所有权结

构，在此基础上，你们**将拥有最好的管理层结构**。实际上，随着时间的推移，我认为不参与管理的家庭成员，将扮演一个关键的所有权角色，变得越来越熟悉商业和背后的哲学，这是非常明智的。

我在 1993 年的年度报告中讨论过这个问题，因为我认为理解这个问题很重要。

如果自 1915 年以来，任何想要将业务卖给我们的人，如果你还在经营业务，而且你对它有极大的关注，你也关心你所培养的人，但是你想要的是生活中做些其他事，而不仅仅是为了推销你的产品。我的意思是，这对你来说是一笔非常重要的交易。不仅仅是关心你能得到多少钱，而是关心你要把成千上万你的员工送到谁那里。我认为伯克希尔有一个和你能做的差不多好的股东结构。没有东西是永恒的，但是我们有一个和你能做的一样好的股东结构，人们知道他们在和我们做交易的时候会遇到什么，并且能够依靠交易时定下的条件，在未来很长一段时间内继续维持下去。

前几天我有个同事告诉我，他的一个生意被收购者看中了。你知道，交易的第二天，对方就进来解雇了六名员工。他们一直有一个秘密计划。好吧，我觉得你在伯克希尔，不会碰到这种情况。很多情况下，如果你遇到的是收购公司、或者是被收购的公司、或者是一些新的管理人员、或者是一些新的管理顾问，他们会说，“好吧，这不再符合我们的战略计划了，让我们放弃这个部门吧。”我认为，加入伯克希尔公司的人就不会特别担心这类事情的发生。查理？

芒格：不。(笑声)

巴菲特：我希望查理今天早上活跃一点。你们得鼓励他。

5、对科克里安收购克莱斯勒一事不予置评

股东：你好。我的名字是吉姆·李奇蒂，来自得梅因。我对克莱斯勒感兴趣。你对克莱斯勒公司有何评论？(笑声)(1990 年科克里安购买克莱斯勒股份成为最大股东。1995 年科克里安和李·艾柯卡联手收购克莱斯勒未果，科克里安获得了一个克莱斯勒董事会席位。)

巴菲特：我想我不能对克莱斯勒公司发表评论。顺便说一句，我认为所罗门兄弟被他们保留了下来。这事与我们无关。查理和我，我在报纸上看到的。通常情况下，查理和我对所罗门的投资银行业务并不熟悉。但所罗门公司参与其中的报道已经见报了。伯克希尔并没有参与。查理，你没兴趣评论这个问题？没有？让他试试别的。

6、管理层需要知道“钱是有成本的”

股东：我是吉姆·瓦尔达曼，来自密西西比州的杰克逊。在描述您对全资子公司的资本配置时，你在年度报告中写道，“管理层需要为它们的新投入资金，付出与它们带来回报的相等的成本”。请问你如何决定给它们的成本呢？管理层又是如何决定他们未来潜在的回报率呢？

巴菲特：问题是关于我们与经理之间的激励安排的，我们要么向全资子公司预付资金，要么撤回资金，通常，这与薪酬计划有关。我们希望我们的经理了解我们对资本的重视程度。我们觉得没有什么比向他们收费更能让他们理解这点。

我们对不同子公司，有不同的安排。有时是基于公司的历史，也有可能是基于这个行业现状，也有可能是基于我们第一次起草时的利率。我们的安排取决于这些变量，或者其他一些变量，或者仅仅是我们制定它的那天的感觉，**一般利率是在 14-20%之间**。如果是季节性业务，经常是一年中有几个月，当他们有季节性需求时，我们会以很低的 LIBOR 利率给他们。但是，如果他们超过这个范围并使用更多的资本时，我们会说，“(你借的)是长期资本”，这时候，我们会收取他们更多的费用。

如果我们花费了数亿元**购买了一家企业**，并且在购买时我们制定了一个奖金安排，同时管理层们想出了一种以更少的资本做业务的方法，**我们或许可以以非常高的利率向他贷款**(和我们向他收取的费用费率一致)，这些都和他们未来的奖金池有关。

我们相信管理层了解资金成本。总的来说，我的商业经验是，大多数管理层，在使用他们自己的钱时，都明白钱是有成本的。但有时有些管理层，在使用别人的钱时，会把它想成是免费。在伯克希尔，这是我们不鼓励的一种习惯。

通过将这些利率固定在资本上，我们是在告诉经营我们企业的人，资本对我们来说值多少钱。我认为这对伯克希尔来说，是一个有用的指导方针。就我们所做的决定而言——我们并没有对我们的经营业务做出很多决定，我们做的非常非常少。在大多数情况下，我都不需要去审视我们百分之百控股的子公司的资本预算。如果我不看，那伯克希尔总部的其他人更不会看。我的意思是，我们的总部没有人关注这类事情。

我们给他们很大的信任。但我们想让他们知道，我们是如何调整资本的使用的。到目前为止，我想说，这真的很有效。我们的管理层们不介意被衡量，他们喜欢得到 A——我想他们喜欢看到他们打出的平均击球率——不包括资金成本的平均击球率是虚假的。查理？

芒格：我完全同意。(笑声)

7、购买保险的两大原因

股东：你好，我是《商业保险杂志》的戴夫·兰卡萨姆。财产险风险管理专家的意见是，商业保险客户应与财产险公司订立五年或十年的保单，以加强与保险公司的合作关系，同时也可以维持财产险市场 7-8 年稳定。你认为这个想法会被大多数投保人接受吗？如果是这样，对投保人的成本和保险公司的承保结果会有什么影响？

巴菲特：问题是关于商业投保人和他们的保险公司之间的合作关系。其实可以通过不同的回溯计划、可调节的价格、个人保险续费等方法，来保持商业投保人和他们保险公司之间的合作关系。

一般来说，只有两个理由购买保险。一是**保护自己没有能力或不愿承受的损失**。这是一部分客观，又有一部分主观的决定。比如，一位经理非常担心他的董事会可能会质疑他未投保部分的损失程度，因此他可能会购买比公司需要的实际保单更多的保单。但他知道，他永远不会走到董事会面前说："我们刚刚遭遇了 100 万美元的火灾损失。"然后董事问的下一个问题是，"它投保了吗？"然后这位经理可不想回答"不"。因此，他可能会做一些从公司的立场来看非常不明智的事情，但这只是为了保护他自己的立场。无论是人寿保险，财产伤亡保险，个人保险，还是商业保险，人们买保险的原因都是为了防止你不愿意或无法承受的损失。

第二个原因，偶尔会出现，是如果你认为保险公司卖给你的**保单太便宜**，那么你就会希望，在一段时间内，**通过购买保险来获取一些实际的利益**。

我们尽量避免销售第二种，而集中精力销售第一种。我们认为我们可以向任何一家公司出售保险，当然，我们出售的大部分保险都是卖给其他保险公司的。我的意思是，**我们在很大程度上是一家再保险公司**。我们向他们出售的保险是针对他们无法或不愿承受的损失。

一个典型的例子，可能是一家保险公司在加州承保了很多房子。如果其中包括地震保险，那这家保险公司可能无法承受可能的损失，尽管从统计上看，他们已经有足够多的客户进行分散了。因此，伯克希尔就推出了一项再保险产品——他们可能会承担最初 5000 万美元的损失(这取决于他们自己的能力)，但在这以上的金额，他们会来找我们。在这方面，伯克希尔确实处于独一无二的地位，能够解决其他公司无法解决的问题——很多保险公司无法承担自己的责任，也无法找到其他人来为它们潜在的责任投保。

但我们真的不想为他们自己能承受的损失投保，因为如果我们这样做，可能是因为他们很笨。但这可能是因

为他们的预期损失比我们收取的保费要高，而这并不是我们在商业中试图做的。我认为，与 30 年前相比，保险公司的风险经理可能对他们购买保险的方式更加明智。他们比以前更老练，且想得比以前更深入了。但现在有很多保险公司，买了相当多的没有意义的保险。这里面有相当一部分保险并不是应该购买而购买的。

在这个国家，有一些公司将自己暴露在可能会使他们破产的损失中。他们不愿意购买再保险，是因为它"昂贵"。但他们真正在押注的是一些不会经常发生的事情永远不会发生。假如发生长岛飓风或者加州地震，就会有很多保险公司无法承受赔付而倒闭。

比如说一位 63 岁的 CEO，知道自己两年后就要退休了，所以滥卖保险，也许在此人任期内不发生灾害的可能性很高，不过灾害迟早还是会发生的。我们试图把再保险卖给这些人。通常，我们是这样做的。但有时我们没有。查理？

芒格：我没什么要说的。(笑声)

8、"我们能够承受别人无法承受的冲击。"

股东：我叫休·斯蒂芬森。我是乔治亚州亚特兰大的股东。我的问题涉及到公司的巨灾再保险。通过总部位于百慕大的公司和其他公司进入这一行业似乎相对容易。考虑到这项业务对整个公司的重要性，我很好奇进入这项业务的难易程度如何影响它的长期竞争地位和回报率？

巴菲特：你说得不错。巨灾再保险行业进入门槛很低，而且对保险商很有吸引力，为什么呢？你在加州开一家保险公司，卖地震保险，你就可以筹集到好几亿美元的保险费，假如没发生灾害，你就可以白拿这笔钱，但如果发生了灾害，你就可能赔到破产。在大多数年份里，这都是白赚。

假如你的目的是在一两年里让股票上市，那么很可能在这两年里你的业绩非常好看，你就能推销你的股票。但或许有十分之一的可能发生大灾，那你会赔到破产。还十分之九的可能你能把公司卖给别人，让接手的人去破产。这种准入条件实在是太宽松了。

唯一能限制这种低进入门槛情况的因素，是保险购买方是否足够成熟，在购买的时候问一下，假如出现极端不利情况，这家保险公司能不能活下来，这是买进巨灾再保险公司的唯一条件。

第二，在保险赔付能力方面，没有别的公司可以与我们的媲美。论起资本实力，伯克希尔是独一无二的。据我所知，百慕大的保险公司没有一家账面价值能达到 10 亿美元。我们的账面价值接近 130 亿美元，甚至更高。所以

伯克希尔的所有客户都知道我们能承受冲击，而且也会承受冲击。

其他公司很可能不能承受冲击。我们努力为我们要承担的风险争取合适的回报。当我们说**我们能承受 10 亿美元赔付**的时候，我们的确能承受。将来某一天，我们也真的会遇到 10 亿美元的赔付。买保险的人应该知道我们能承受 10 亿美元甚至更高的赔付。他们应该知道我们的竞争对手中能承受这样赔付规模的寥寥无几。

假如保险费低到荒谬，那么我们就不接任何保险业务。我认为这种情况不会出现，至少迄今为止尚未出现。不过假如真的出现，那也没关系，我们就一边玩高尔夫一边等灾害来，看他们怎么赔付。查理？（笑声）

芒格：我没啥要说的。

9、格雷厄姆对投资高科技股的原则

股东：主席先生，伯克希尔目前投资的大多数公司都不是高科技领域。但我们在过去几年中所看到的是，高科技领域的销售和利润似乎都有了显著的增长。同时，美国有很多人认为，现在投资需要从研究品牌转变为研究高科技。我的问题是，有人能运用你的投资原则、经营理念和生活准则，建立一个投资组合，投资五六家高科技公司吗？不如就叫它伯克希尔科技基金吧？（笑声）

巴菲特：哇哦~我觉得这肯定会大卖。（笑声）问题在于查理和我没有这种能力。查理可能懂高科技，但是你可以看到从他那里得到任何信息是多么的困难。（笑声）所以他还没有告诉我他的想法。

我们尽量不去管那些我们不懂的事情。如果我们投资发生亏损，我们希望你明年来参加股东大会的时候，我能够告诉你我为什么亏钱了。如果有人给我们写了一份报告说“一些将要发生的事情”，并且这属于我们并不熟悉的领域，而我们听从他的建议而造成了你的钱发生亏损，这可不是我们想做的。所以，我们自己不会这么做。

我认为本·格雷厄姆的原则在应用于高科技公司时是完全有效的。可我们不知道怎么做，但这并不意味着其他人不知道怎么做。我的猜测是，如果比尔·盖茨(Bill Gates)考虑某个他理解而我不理解的领域中的公司，他会像我一样，用同样的方式考虑投资决策。我想，他只会投资他理解的生意。

我想我理解可口可乐和吉列。而 Bill 可能有能力去理解很多其他的生意，而这在他看来就像可口可乐和吉列在我看来一样清晰。我认为一旦他理解了这些生意，他就会用同样的标准来决定如何行动。我认为他的安全边际可能有点不一样，因为在高科技公司里风险更大。但是在他的头脑中仍然会有安全边际的原则——这是一种对数学上的可能损失的风险调整。比尔会看生意本身，而不是只盯着股票。同时，比尔肯定不会借钱来投资。我相信比

尔会贯彻一系列的原则。

但是我们所理解的事物的范围是不太可能太大的，可能我们能理解的，只是这里或那里的一点点。**能力圈不需要太大，只需要刚刚好就行。**而且如果我们在自己的能力圈里找不到我们理解的东西，我们就不会盲目扩大自己理解范围。你知道，我们常常会更有耐心等待。这就是我们的方法。

10、全美航空："你不必用你失去的方式来挽回"

股东：大家好，我是苏西·泰勒，来自内布拉斯加州林肯市。在年报里，我们说明了全美航空现在的市场价值。同时，你在报告中很好地解释了为什么这个行业的经济效益没有吸引力。我猜，如果有再次选择的机会的话，我们不会再投资全美航空了。

巴菲特：我认为这是一个合理的假设。(笑声)我应该提一下，有人想问关于全美航空的事，我们就要把他们安排到另一个房间。这样你们就知道为什么了。(笑声)

股东：我问题的第二部分更精彩。你说过，一个生意亏损了以后，不必为了翻本而在这个生意上一错再错。那么你为什么还要全美航空再追加 8900 万美元的投资呢？

巴菲特：这个问题问得好。在投资中有一条很重要的纪律，**一个投资输了，不要为了翻本而再追加投资。其实，为了翻本而继续追加已经输了的投资往往是一个错误决定。**

当我们减记我们的投资时，就像我们减记全美航空的 8900 万美元一样，虽然我们可能认为它的价值不止这些，但我们倾向于保守一点。但它的价值远远低于我们支付的价格。

由于我们买的是优先股和一些非公开债券，通常这会让我们很难卖出。这是我们知道。当我们购买优先股时，一些人认为我们获得了不同寻常的优惠条件。不过我可没听到全美航空的人这么评价。(笑声)

其中有一个需要考虑的因素是，如果你们从同一家证券公司买了 100 股优先股，你可以明天卖掉。但伯克希尔**在法律上受到了限制**，在其他方面也受到了市场运作方式的限制，**我们不能像你们那样处置资产。**我们知道，如果我们想要卖掉它，我们就会付出额外的代价，也有可能我们根本就不能这么做。不过这对我们来说不是很重要，**因为我们不买东西来卖**，但这很重要。

我们持有全美航空的 A 类优先股的情况和我们购买 1000 股或 5000 股 B 类优先股的情况是不同的，我相信 B 类优先股可以在纽约证券交易所交易——那太好卖了。我们持有的优先股甚至可以以略高于我们持有成本的价格

出售，但这并不容易做到。假设我们真的可以这么做，我们可能会得到更多的钱。但这并不容易做到，部分原因在于法律限制。**查理和我是董事，这样会使事情变得复杂。**我们总是在董事会上知道一些公众并不知道的事情。这就把事情复杂化了。最后，我们通常会发现，处理任何有关于我们诚信职责的事情，可能根本不实际。如果非要处理的话，可能会带来更多的麻烦。查理？

芒格：全美航空的经历确实是一段有趣的经历。(笑声)

巴菲特：查理，你说完了吗？

芒格：我想重申一遍，**不要以你失去它的方式来企图挽回。你知道，这就是很多人被赌博毁掉的原因。**这就是那么多人赌到最后连裤衩都输掉的原因，太多人输了以后继续追加投资，希望能翻本。这种冲动深深藏在人性深处。**输了就认赌服输。**有时候这些俗话很有道理。

巴菲特：在股票投资中有一点很重要，股票并不知道你买了它。你可能对股票有很多感触：你记得你买进花了多少钱(笑声)，你记得谁告诉你该买这只股票的，你记得所有的这些事情。不过你对股票落花有意，而股票对你却流水无情。(笑声)股票是没有感情的。

假如一只股票价格为 50 美元，某人买进的价格是 100 美元，自然会觉得这只股票惨不忍睹；也有人买进的价格是 10 美元，此人自然会觉得这只股票妙不可言.....各种各样的人，各种各样的感情，都对股票毫无影响.....

就像查理说的，赌博是一个经典的例子。有人花了几年时间建立了一家企业，他们知道怎么运营一家企业。然后他们在某个地方进入一个对他们来说相对劣势的博弈。他们开始失败，但他们认为他们必须赢回来，不仅以他们失去它的方式，而且还必须在那天晚上。(笑声)这是一个很大的错误。

11、谨防"潮流"和"权威观点"

股东：我叫唐纳德·斯通。我来自康涅狄格州的河畔。我 61 岁了，这是我第二次参加股东大会。我很荣幸来到这里。我第一次参加股东大会是一周半前的可口可乐股东大会，那里只有 200 人。我试着找出这是为什么。(笑声)我想这其中的规律，可能是出席会议的人数与股票的价格成正比吧。

巴菲特：哇，那我们更不能拆分股票了。(笑声)

股东：11 月 24 日的《财富》上有篇文章，题目是《美国最出色的财富创造者》[<AMERICA'S BEST Wealth Creators>](#)，文章中写了市场增加值 MVA 和经济增加值 EVA 的概念。我很高兴地看到可口可乐公司排到第二名，

仅次于通用电气，而且可口可乐以排在第九位的百事可乐的三分之一的资本，取得了两倍于百事可乐的业绩。伯克希尔有没有使用 MVA 和 EVA 的概念，或者其他由其变化出来的概念来分析企业呢？我真的很想先听听查理·芒格的观点。

EVA=税后经营性利润 NOPAT-资本成本 WACC*TC, MVA=市值-投入资本(股本+债务+留存利润)

巴菲特指标：我们认为高大的目标应该**定期用结果来检验**，我们的评估标准是衡量每一美元的留存收益是否能为股东带来至少一美元的市值

巴菲特：我也是。(笑声)查理？

芒格：沃伦应该没有像商学院教的那样使用 EVA 经济增加值概念，除非他瞒着我。很显然，这个概念有一定的好处，但是我反对使用完全公式化的方法。沃伦，你有没有偷偷使用这种方法呢？

巴菲特：没有。(笑声)虽然他们和我们都在寻找同样的东西，但我认为他们的方法有缺陷。虽然我认为他们的方法一般也能得出正确的答案，某种程度上正确答案是被逼出来的。但我真的不认为你需要那种方法。我认为要知道把钱放在哪里是有意义的，这事儿并不复杂。当然，做这件事你可能会犯错误。但我不认为投资会是一个非常复杂的问题。

推销某种流行的概念的时候，那些人喜欢把东西弄得过于复杂，这样你就只能去咨询权威。**假如宗教的一切就是摩西十诫，那么那些宗教权威的日子就难过了(笑声)，因为摩西十诫不够复杂。我认为一些(其实很多)管理咨询师和书籍都是故意把问题复杂化。**

芒格：不过这种理论比资本资产定价模型 CAPM 的愚蠢程度要小一些。至少学术界在进步。(笑声)

巴菲特：我不知道现在还有多少人在用资本资产定价模型。他们总是能够让一些愚蠢的东西流行起来。在管理层和投资者中都有这样的现象。在房地产已经流行了，国际投资也流行了。

你可以去读 **《Pensions & Investment》** (养老金和投资)，这是一本很好的杂志。你可以看到出现过多少流行热点，热点出现后，他们就会对这些热点开研讨会，然后，**投资银行家们创造金融产品来满足需求**。显然，倾听顾客的意见(是个好主意)，再没有什么比这更有道理了。不过很难写一本 300 页厚的书，只告诉读者，“倾听顾客的意见。”(笑声)

这也是我喜欢格雷厄姆的著作的原因之一，格雷厄姆书里的每一句话都有道理。他不搞华而不实的东西，也不试图把自己的想法复杂化。我用不着去阅读 1994 年 11 月的《财富》杂志也照样知道可口可乐增加了很多价值。(笑声)我知道可口可乐给伯克希尔增加了大约 40 亿美元的价值。对我来说，知道这个就足够了。(笑声)

12、衍生品："潜在的错误和危害"

股东：我是来自奥马哈的马库斯·斯宾塞。我有两个关于衍生品的问题。伯克希尔现在或者过去的策略中使用过衍生品吗？假如使用过，你完全理解这些金融工具吗？(笑声)

巴菲特：谁提出了这个疯狂的想法？(笑声)

股东：最后，查理和你愿意就其它金融机构使用这些工具发表评论吗？

巴菲特：问题是关于衍生品的。我引用这句话的原因是在《财富》杂志的一篇文章中(如果你们没有读过的话，你们都应该读一读)，我认为如果各个公司的 CEO 必须要在报告中说明他是否理解衍生品，那么衍生品的使用将会大大减少——(笑声)

我们有两种规模不大的衍生品交易，我对它们很了解。我认为，假如情况合适，我们可以做衍生品，而且可以扩大规模。有时候，假如我们很乐意去做某事(当然这种情况并不多)，而完成这件事的最好方式是进行衍生证券交易，那么我们会毫不犹豫地去做。

很明显，我们关心定约方，因为交易只是两个人之间的一张纸。在交易末期，常常需要交易双方中的一方去做一些使其肉痛的行为，比如说写一张支票给另一方。因此，我希望能确认另一方不光愿意写支票，而且有能力写支票。所以我们可能比大多数机构更加关心定约方。

去年和前年，我想我说过如果衍生品搭配上"杠杆和无知"，那会是一个相当危险的组合。我想我们在去年已经看到了一些。当你参与进一些数亿、数十亿甚至数百亿的非实体交易时，只要你能让对方接受你的签名，那真的有可能会有很多错误和危害。你看某些和利率有关的衍生品工具，真的很难想象这种工具有什么商业用途。其中含有巨大的赌博因素，买家因此承担了原本不应该承担的风险。事实上，这些金融工具并不被用来对冲风险，它们其实是一种投机性资产。所以这种金融工具产生了大量的风险，而不是转移或者减小了风险。

去年有五六起因为衍生品而出事的案例当事人站了出来，公开自己的遭遇，可能是件好事。看起来大家都开始关注衍生品了。前车之覆，后车之鉴，这样可以降低未来衍生品出事造成的危害。但是大家都不知道该怎么处理衍生品。衍生品的潜在(问题)却又非常大。

我以前也举过这个例子，在借钱买证券方面，美联储和美国政府在几十年前就已经断定限制人们借钱买证券的规模对社会有益。他们经历过 1920 年代，当时可以用 10% 的保证金借钱买股，这对大崩盘的发生有一定贡

献。所以政府通过美联储制定了保证金要求，并且说“不管你是谁，哪怕你是约翰·洛克菲勒(John D. Rockefeller)，不管你买什么股，哪怕是买通用汽车，只要你借钱，你就得提交 50%的保证金。”他们说，“可能洛克菲勒先生并不需要这条规定，但是社会需要。我们不希望大众用很少的保证金赌博股票，这种行为造成的连锁反应能够给社会带来各种问题。”

保证金的法律依旧有效，不过现在毫无意义了，因为在内布拉斯加州小镇银行家的眼里，与现在的各种衍生品金融工具相比较，1920 年代 10%的保证金要求也可算很保守的规则。那是一段很有趣的历史。你知道，就像我说的，也许是去年的经验——他们让所有人都专注于衍生品。但没有人确切知道该怎么做。

如果我们认为某事有意义，而查理和我理解它的话，我们可能会找到方法，利用衍生品来实现我们认为对我们有利的目的。查理，你还有什么要说的吗？

芒格：我对衍生品的反对意见比你更强硬。假如我统治世界，我绝不会允许期权交易。衍生品交易规模只会是目前的 5%，合约的复杂程度会大大降低，而且清算体系会更加严厉。我认为世界有点疯狂了。我也很高兴，将来出问题的时候需要道歉的人不会是我。你知道，(这世界上有)很多这样的人，我为他们感到难过。你知道，他们有很棒的财富，他们背后有很多人，有时甚至包括他们的孩子和朋友。但这些人却认为衍生品是无比美妙的。

13、所罗门公司的未来并不确定

股东：早上好。我是来自加州金斯堡的约翰·纳吉尔。我的问题和所罗门有关。我只是想问你能否用两三年的眼光来看待所罗门这笔投资。一开始它是一项不错的投资，从利息方面来说，你得到了很好的回报。但它显然有一些问题。随着这些问题的继续，我们陷得越来越深。所罗门的前景并不光明。但我想，巴菲特先生你肯定都了解这一些。你能不能告诉我们你认为所罗门公司未来两三年的情况会怎样？

巴菲特：很难预测所罗门公司或者任何大型投资银行/经纪公司未来的表现如何，即使是未来两三个月的表现都很难预测，更别说未来两三年了。从本质上说，这种企业的波动性大大高于剃须刀企业。因为这种波动性，甚至连更长期的平均回报都很难预测。评估所罗门公司未来的表现，要比评估一家普通企业要困难得多。

答案是，查理和我，如果让我们试着写下未来两三年的预测，我们不会觉得我们有很高的概率能够预测出这家公司、或者该行业的其他公司，它们未来三年的收入水平或者盈利回报。

我们对所罗门公司的投资是 7 亿美元的优先股，有 5 个赎回日期，第一个赎回日是 1995 年的 10 月 31 日，

然后接下来每年的那一天都是赎回日。在每个赎回日，我们都可以得到现金或者股票。

任何时候你手里有选择权，你都可以占便宜。可能只是一点很小很小的便宜——通常给别人选择权一般都是昏招，而接受选择权一般都不会错，特别是如果这选择权是免费的话。关于选择权还有一点，等到你必须进行选择的时候，你才使用选择权。

我们有 7 亿美元的优先股，我们认为这些优先股情况良好，我们还愿意持有更多。我们还有 600 万美元的普通股股票，买进成本可能是 48 美元/股左右。不管怎样，买入价都大大高于当前 35 或 36 美元的价格。所以我们在市值上有 8000 万至 9000 万美元的损失。不过优先股的股息很优厚。今年 6300 万美元的优先股股息已经到手了。顺便说一下——这一点知道的人不多——假如持有一家企业 20% 的投票权，那么你得到的股息在计算所得税时就比投票权不足 20% 的人更合算。所以我们在持有那些普通股之后，我们因为股息要交的税被减少了。这虽然不算是一件大事，但也不是小事。查理？

芒格：我也认为很难预测大型投资银行/经纪公司的未来。不过，我认为，在我们买进所罗门公司优先股之前很久，伯克希尔就已经是所罗门公司的大客户了。多年来，我们得到了很好的服务。我认为所罗门公司能存在很长时间，给各种客户提供优质的服务，而且使客户满意。

巴菲特：我记得，在 1973 年，我们通过所罗门公司卖出了伯克希尔的第一份债券。所以我和所罗门公司之间的投资银行业务联系已经有 21 至 22 年了。其实，我们和所罗门公司的各种其他业务联系比这更久。这是一种长期的关系。所罗门公司毫无疑问会继续存在，我们的优先股投资绝对是好投资。问题是平均资本回报率会是多少。在我们投资所罗门的时候，我们就已经知道很难预测了，后来我们发现这甚至比我们所想的还要难预测。

14、向共同基金先驱菲利普·凯瑞致敬

股东：谢谢你给我这个机会。我是奥马哈的迪克·詹森，是来自内布拉斯加州大学的支持者。一个相当复杂的问题：对您最近的购买和您未来对美国运通的打算非常感兴趣。就我对这家公司的了解，我知道它是一家非常复杂、复杂、发展迅速的公司，因为它在很多领域都有业务。我想知道，你对这项投资的希望是什么？我也想知道，你是否认识菲利普·凯瑞特(Philip Carret)先生？将来我们收购他的公司怎么样？谢谢你！(Philip Carret 先锋基金创始人，喜欢投资低估值的冷门股，1928-1983 管理基金 55 年，年化收益率 13%)

巴菲特：我想菲尔今天就在现场吧？

芒格：他就在后面。

巴菲特：你能站起来吗？菲尔？嗯，我看到你了。(掌声)菲尔已经 98 岁了，我第一次遇见他是在 43 年前的 1952 年。他参加世界各地的日食。你可以在一些非常奇怪的地方碰到他。1924 年，他写了第一本关于证券的书《**投机的艺术**》。我说的对吗，菲尔？他最近在这里写了一本自传。他可能拥有这个国家历史上最大的长期投资记录。但是，我的印象是菲尔几年前卖掉了先锋公司的一部分，或者说是一部分。先锋基金他经营了几十年，很多很多年。

事实上，我第一次了解菲尔是在 40 多年前翻阅《穆迪银行和金融手册》的时候，我看到这家公司有这么好的记录，还有一些看起来非常有趣的证券。所以后来我们就联系上了。他有一次来了奥马哈，我们就认识了。我建议要好好倾听菲尔说的任何话。

15、对美国运通而言，信用卡业务是关键

巴菲特：关于美国运通的问题：我们的美国运通持股略低于 10%。很显然，虽然美国运通有很多业务，但是迄今为止，对这家企业的未来而言，**最重要的业务还是信用卡**。这个业务过去很有竞争力，将来可能也会一直越来越有竞争力。

我 1950 年代末在大来卡公司(Dines's Club，一家信用卡企业)遇见了罗夫·施奈德(Ralph Schneider)，自此以后我就开始留心美国运通了。美国运通是因为害怕才进入信用卡领域的。当时他们担忧信用卡会取代自己的旅行支票。我想，旅行支票应该是在 1890 年左右出现的。旅行支票是在快递基础上出现的，当时亨利·韦尔斯(Henry Wells)和威廉·法戈(William Fargo)经营快递企业，在把快递箱子运往西部的时候，恨不得把自己拴在箱子上以确保安全。所以他们觉得，假如开旅行支票的话，那么岂不是比搬运现金安全多了？(笑声)所以旅行支票从快递企业中演化出来。美国运通的信用卡业务是被吓出来的，特别是被大来卡公司吓的，美国运通当时觉得旅行支票会被信用卡取代。

美国运通得到了巨大的成功，在所谓的旅行和娱乐中，美国运通卡有非常强的优势。然后，银行也开始大规模进入信用卡领域，而且取得了巨大的成功。虽然一些竞争对手，比如说第一银行系统(First Bank System)，正在野心勃勃地紧追，但美国运通在某些信用卡领域(比如公务信用卡)中还是有特许经营权的。美国运通的信用卡业务依旧拥有很大的特许经营权，不过，覆盖范围已经没有很多年前那么宽了。美国运通的特许经营权曾经包括所

有信用卡，现在，只是某些领域的信用卡而已，范围再也没有以前那么宽了。美国运通有重要的优势和经济实力，但也有一些弱点。你必须衡量这些优缺点，判断美国运通在 5 年后或 10 年后会怎样。我们认为，美国运通的管理层，对怎样保持一些种类的信用卡继续与众不同这个问题想了很多。我们认为，他们对商户的不满作出了反应，用聪明的方法降低了手续费。我们会看到这一招效果如何。

至于 IDS(一家企业，被美国运通并购成为美国运通的一个部门，后来又被分拆独立出去了)，现在改名叫作美国运通投资者咨询部(American Express Investor Services，利润占到美国运通总利润的近三分之一。不过，真正的关键还在于信用卡业务的长远表现。查理？

芒格：我没什么要补充的。

16、在股票期权会计准则中的"腐败"

股东：我叫菲利普·金，来自旧金山。我的问题是财务会计准则委员会 FASB 是如何在股票期权提议上让步的。反对这一提议的人士辩称，这将损害公司的资本形成，股票期权的成本已经反映在充分考虑稀释作用的利润中了。我很好奇，你对这件事的看法？

(90 年代初，FASB 主张以公允价值取代内在价值法来确定补偿成本，这一主张遭到强烈反对。在多方游说下，美国参议院以 88 票对 9 票的结果通过一项反对 FASB 改变会计准则的非正式决议。FASB 于 1995 年 10 月发布了《股票补偿的会计处理》SFAS No. 123，简称 123 号准则，123 号准则是妥协的产物。新准则鼓励而不是要求企业运用公允价值法，允许企业选择内在价值法来核算股票期权，但需要追加披露两种方法对本期净利润和每股收益的影响。直到 2005 年，FASB 才强制要求公司将股票期权确认为费用)

巴菲特：假如你们关注这件事，你们就该知道 FASB 妥协了。他们很痛恨这种现象，他们也知道自己是错的。六大审计机构在几年前本可能会支持提议的修订，支持决策的。不过我认为审计机构(这一次)也向客户妥协了。

至于资本形成，我认为大多数明智的资本形成形式都符合准确的会计。就好比让所有的名称开头字母是 A 到 M 的公司都不用计算折旧，其他公司照旧，那么可能会帮助不计算折旧的这些公司的资本形成，至少能帮助到其他公司改名字为止。我不认为坏的会计行为能帮助资本形成。事实上，我认为长期来看还会扭曲资本。例如，假如我们用股票给伯克希尔所有员工开工资，那么报表上就没有工资支出，一些人可能误以为我们的利润是真的，于是投资我们。不过我认为这并不对资本形成有利。

我们和很多经理人私下谈过这个问题，他们都理解。但他们还是更喜欢目前的环境，他们在华盛顿进行了很多游说，所以，美国企业界中管理层以私利为上的情况还是很严重的。

我想我已经说明了。在我写完上述观点后，有一些数学教授给我寄来了一些材料。当我有机会的时候，我会

去证明这些。我想是在印第安纳州的立法机构，那里的一位立法者提出了一项法案，将圆周率的值，数学符号 π 改为 3。因为他说这对小学生来说太难了，很难处理复杂的 3.14159 (笑声)。我想他是正确的。我是说，国会受到各方面的压力，然后转过来对 FASB 和 SEC 施压，不让他们把股票期权成本列为薪酬成本的一部分。不过，我遇见的所有的人都认为一份薪水加一份股票期权大于仅仅一份薪水。所以，每个人都认为股票期权是薪水。

但是我要告诉大家，假如我们为了和企业整体业绩无关的理由长期发放股票期权，我们会付出代价的，可能规模会有几十亿美元，不管这代价是不是被记录在报表中。所以，这又回到了毕晓普·伯克利的问题：一棵树在森林中倒下时是否不会发出声音——之类的问题。

当你看到一个团体施加压力的程度时，你会对美国的商业感到有点愤世嫉俗。在谈论财务问题的时候，(会有人威胁)从 FASB 撤回财政支持。他们向 FASB 施加压力，要求确保 π 的值保持在 3，而不是 3.14，而这仅仅是因为他们自己的利益被牛角尖戳了一下。无论发生什么事，看起来都要结束一段时间了。事实上，现在他们正在给 FASB 施加压力，要求他们进一步削弱已经制定的标准。因此，在美国企业界，利己主义依然存在。查理？

芒格：我认为可耻胜利了。我认为对于一个文明而言，拥有好的工程师和会计师非常重要。现在政治领袖们和风险资本家们一起在报表上印欺骗性地数据，我们将来会后悔的。

巴菲特：光是想在会计报表中骗人就已经是够糟糕了，何况现在他们已经动手在报表中骗人。竟然希望将其合法化真是令人作呕。

芒格：没错。腐败胜利了。

巴菲特：这就是我们的意见，我们进行下一个话题吧。(笑声)

17、为什么伯克希尔股东大会没有视频录像？

股东：早上好，巴菲特先生，芒格先生，迈克·李钦，来自安大略省汉密尔顿。你能考虑把这次会议的录像给我们股东看一下吗？

芒格：做成录像带？

股东：对。

巴菲特：是的，我们已经有很多次这样的建议了。这是个好建议，我们已经考虑过了。与此相关，我们担心的是股东出勤率下降。我的意思是，我们不希望只有两个人在这里问问题，然后发给成千上万的人(笑声)

芒格：特别是这样子很可能会降低珠宝店的销售额。

巴菲特：没错。(笑声...掌声)既然我们只是在抨击美国商界的虚伪，查理觉得他应该在我的评论中加上这一点。(笑声)当然，我们试图在年度报告中涵盖很多主题。但我们喜欢股东大会的形式——回答许多股东的问题。但我们不想影响出勤率，而且大家都来问问题，这很有趣。很有可能，如果我们有更少的人来参加股东大会，那我们可能收到的好问题会更少。所以我认为，让很多人来参加，会议的质量就会提高。你们来奥马哈已经很不容易了，我很能理解，你们希望带点什么回去。我对此很感激。谢谢你们。

股东：那这次股东大会到底有没有录像带呢？(笑声)

芒格：没有。

巴菲特：没有。

股东：OK。(掌声)

巴菲特：我们说的大多数事情都是“不”。但是我们有很多方法可以做到这一点。(笑声)

18、伯克希尔股东大会促进了波仙珠宝的销售

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。我想知道你能否告诉我们昨天波仙珠宝的销售额是多少，与一年前相比如何？

巴菲特：我可以告诉你和一年前相比情况如何。比一年前高出 15%。而一年前，这一数字比前年高出 40% 多。我忘了之前是多少了。所以，我们一直在创造记录。但我们还没有公布任何数字。但这是一个很好的尺寸数字。你们穿的很时尚嘛~

股东：谢谢你。(笑声)

19、一个“白痴”也可以成功地管理伯克希尔

股东：早上好。我叫帕特里克·特修，来自佛罗里达州劳德代尔堡。首先，我看到有很多人按照你的要求，穿着红色衣服来向玉米人致敬(棒球队)。(掌声)我支持的主队是迈阿密飓风队，我把我们的绿橙色主队衫穿在我衣服下。不过，如果我们输了，我会很高兴我们输给了内布拉斯加州和汤姆·奥斯本。我想知道你们是否有一个继任计划，在万一你们中的一个或两个都发生了什么事的时候执行，来弥补你们在伯克希尔中的不可替代的作用？

巴菲特：谢谢你的问题。答案是，很明显，我们非常关心这一点，因为查理和我，我们都有非常大的比例的

净资产在伯克希尔。直到我们死去，我们也没有考虑过卖出伯克希尔股份的问题，我们不会比你们其他人抢先一步。因此，我们在伯克希尔的经济利益，将远远超过我们的死亡。就基金会或类似的东西而言，资金将流向那些我们非常关心的组织，让它们拥有最大的可用资源。所以，**我们确实有一些计划，但我们不会说些什么的。**

这并不像你想的那么难，因为我们有很多很棒的企业——有些我们拥有全部，有些我们拥有部分。我不认为剃须刀片或可口可乐的销量会在查理或我死的那一天急剧下降——我们有一些很棒的生意。我们独资企业也很棒。所以，**问题更多的是未来的资本配置。**你知道，现在这对查理和我来说是个问题，仅仅是因为规模——用很多钱找到有意义的事情并不容易。有时一年过去了，我们什么也没发现。而一年里也有一些其他时候，我们认为我们发现了一些东西，但结果证明我们错了。所以，**这并不容易。**

但是我们认为我们会有一些非常聪明的人来做这件事。我们不认为如果他们在第一年什么也没找到就是世界末日，因为企业将运行得很好。与几乎所有其他公司相比，我们有一个很大的优势，那就是我们现在和将来都愿意并且渴望购买优秀企业的部分或全部。我的意思是，**大多数投资者对购买公司的部分业务，有心理障碍。**而且，从心理上讲，**大多数管理者都倾向于拥有自己能够经营的一切。**你知道，就像伍迪·艾伦几年前说的，双性恋的好处是周六晚上约会的机会翻倍。(笑声)在这方面，我们可以往任何方向走。(笑声)我们的继任者也会这样做。查理，你还有什么要补充的吗？

芒格：我认为，**很少有商业运作是建立在对公司总部的持续情报要求如此之低的基础上的。**(笑声)即使是一个愿意坐在这里的白痴，在我们去世很久之后，也会有一个非常好的记录。

巴菲特：你说的没错，查理。

芒格：我认为，如果沃伦能在分配新的资本方面保持活力，情况会好一点。**我不认为我们能轻易取代沃伦。**你知道，我们不必一直以过去的速度变富。(笑声)

20、决策如此明显，以至于不需要确切的数字

股东：我是从旧金山来的基思·布瑞尔·罗。我有个问题。当你对公司估值时，你会折现你所谈论的未来收益，你一般会考虑多少年？

巴菲特：这是个很好的问题。这是伯克希尔投资或收购企业的核心，我们认为这是我们投资模式运行的框架。我的意思是，**如果我们买下企业的全部股权，我们试着看企业能生产多少现金；或者如果我们买下一部分，**

他们会如何生产运营。这二者是有区别的。然后我们再看看以什么折现率把它折现回来。

我想你的问题是我们能看多远，诸如此类。尽管我们可以用一个简单直接的方程来定义它，我们从来没有坐下来写过一组数字来联系这个方程。很明显，**我们的计算就是在脑子里想的**。就是这么简单。我们不需要在纸上计算**(全凭直觉)**。在这方面，我们从来没有一张纸，去对我们的赫兹伯格珠宝、喜诗糖果或布法罗新闻做价值估算。如果我给你一些官样文章，比如“我们做了 18 年，然后加上一个终值，然后做所有这些”，那么我们的分析就会比实际情况更具有科学性吗？我们坐在办公室里思考每一项业务或每一项投资的问题。一般情况下，我们考虑的是贴现率。**但我们真的希望投资决策会足够明显，明显到根本不需要做详细的计算(显而易见的机会)。这就是我们的投资框架**。但它并不意味着我们需要填入所有变量。查理？

芒格：是的。伯克希尔的运作方式，就像伟大的诺贝尔奖得主托马斯·亨特·摩根(Thomas Hunt Morgan)管理加州理工学院(Caltech)生物系那样。他禁止了弗里登计算器，这是那个时代的计算机。人们说，“你怎么能这样做？在加州理工学院的其他地方，我们到处都有弗里登计算器。”他说，“好吧，我们只是通过通用常识来收集这些黄金，而资源又很短缺，只要我们能收集到这些大块黄金，我们就不会求助于任何该死的砂矿开采人。”**(捡大金块，不要淘金沙)**这就是伯克希尔的运作方式。我希望砂矿时代永远不会到来。有人曾经因为一些收购的事情传唤过我们的员工。当然，我们不仅没有任何人员配置文件，我们也没有任何员工。(笑声和掌声)

21、“总会有事情发生”，我们要做好准备

股东：我是汤姆·莫罗，来自加州拉古纳海滩。我要问的问题和新股发行有关。正如芒格所提到的，你是否在没有透露任何战略秘密的情况下，去进行一些大规模的收购？

巴菲特：是的。我们想做一些事情，但我们**是否有机会**去做是另一个问题。如果在接下来的五年里，我们没有使用一些包含优先股的收购方法，我会感到惊讶。正如我在报告中提到的，去年我们有过一次，如果我们这么做了，可能会发行价值 10 亿美元的优先股——不，应该更多，对不起——价值 20 亿美元的优先股。在我看来，这是不可能发生的。我的意思是，它有百分之一的机会会发生——但是，很可能，它也不会发生。

另一方面，我们希望**为此做好准备**。事情总将会发生。这一直是我们的经验。你知道，我们经历了一些真空期。在股票市场和收购业务中都是如此。你知道，1969 年我结束了合伙公司，因为当时没有任何合理的投资。我很高兴我当时这么做了，1971-72 年有很多的合伙公司成立。但是在 1973-74 年，麻烦就来了。这种情况时有发生

生。人们的行为，尤其是在市场中，在未来会像过去一样愚蠢。它会在意想不到的时间到来，但我们会有机会做点什么。显然，市场上更多的是现金购买，但我想我们将有机会使用优先股。我们将试着去思考更大的收购，但我们可能找不到他们。不过查理和我，收购的规模越大，我们就越感兴趣。

22、大的资产规模能让浮存金更灵活

股东：我是来自洛杉矶的吉姆·莫斯。我正在看你的年度报告。对我来说，有一个令人瞠目结舌的数字，那是1994年的浮存金额，我看它的成本不到零——我想是30亿美元。我想知道对于这笔浮存金而言，是否对你的投资有任何限制？或者说它能直接用来购买有价证券吗？

巴菲特：你问的问题和我们在四年前引入年报的表格有关，这个表格显示浮存金金额和成本。这个表格很重要。事实上，在我们的营运业务方面，这个表格是报表中最重要的信息。今天，如你所看到的那样，浮存金已经超过了30亿美元。1994年，因为各种有利因素，我们的巨灾再保险的情况也很有利，也因为我们的其他保险公司的业绩很出色。所以浮存金成本低于零(浮存金就是在我们手里但是不属于我们的资金)。浮存金是一笔很有价值的资产。至于我们用浮存金投资有多大灵活度，我想这是你的问题的核心。

答案是我们有很大的灵活度。虽然和权益不一样，但从大的方面说，浮存金和权益是一样的。假如我们的资产账面价值很小但浮存金很多，我们就会对自己设置很多限制，因为我们希望能确保我们能随时应付保单持有者或索赔者或别的什么人的赔付要求。不过我们有很高的资产账面价值，所以浮存金就可以像资产账面价值一样有用。这一点非常有用。这是伯克希尔的一笔大财富。

23、没有被比尔斯敦的女士们威胁的感觉

股东：我是来自威斯康辛州麦迪逊市的苏珊·斯科特。更严肃地说，你是不是开始对比尔斯敦女士的成功感到威胁了？

(The Beardstown Ladies: Common-Sense Investment Guide 《比尔斯敦女士的常识投资指南》比尔斯敦妇女投资俱乐部(Beardstown Ladies)最初从《价值线》杂志中排名最靠前的股票中进行选择，并使用杂志所提供的其他数据，之后她们也加入了自己的见解。她们建议，紧跟《价值线》排行榜上排在行业第三名、有着高安全等级和低负债率、5年来销售和盈利表现强劲的公司，以及市盈率处在历史低位的那些公司。这些妇人们还加入了自己许多的诀窍。)

巴菲特：？？？

芒格：我不太明白。

股东：《比尔斯敦女士》是一个投资俱乐部。

巴菲特：哦，你说那本畅销书啊。不过，我没有读过那本书。我不愿意向股东和听众承认，我——这是一本书，我想它可能卖出了几百万本，它一直在泰晤士报畅销书名单上，并且已经在那里几个月了。这是一个投资集团，很明显，它们在向世界分享他们成功的秘诀。当人们与世界分享任何关于投资的好主意时，我总是会保持怀疑的态度。但我们目前没有受到威胁，没有。(笑声)

24、经济护城河与城堡

股东：迈克·阿赛尔，来自纽约。在年报的《今年特色：错误回顾》(Mistake duJour)章节中，你说到你忽视了一个基本的经济规则。我很想知道你最重要的两个或三个基本经济规则是什么。因为你通常是对的。换句话说，你用来为伯克希尔赚钱的经济学基本规则是什么？我这里说的不是本·格雷厄姆的原则，而是经济学教科书里的经济学规则。谢谢你！

巴菲特：在投资和并购企业的态度方面，我们努力遵循格雷厄姆的原则。我们努力的方向是寻找具有以下特征的企业：**有宽阔而且持久护城河的企业，这条护城河能保护这个经济城堡，而且还有一位诚实正直的城主负责管理这个城堡。**本质上，(护城河和城主)这两个要素就是商业的全部。有些时候，你可能想自己就是城堡的主人。在这种情况下，你就不用担心最后一个因素。我们寻找因为这样或那样的原因，而拥有一条护城河环绕自己的企业。比如说，**可能是某个领域的低成本制造商、可能是服务能力连锁经营优势、可能是在消费者心目中占据了一定心智的品牌效应、可能是技术优势等等**，护城河可以是多种多样的。

不过在资本主义经济体系中，所有的护城河都会遭到进攻。只要有城堡在那里，那么别人就会想方设法攻陷它。但大多数护城河其实都保护不了城堡，这就是资本主义市场经济的本质，因为这样经济才有活力。

我们要努力弄明白的是，为什么有些城堡没有被攻破？是什么关键因素能让这些城堡十年二十年屹立不倒？这些关键因素能维持多久？它们有多大程度上是依赖城主的聪明才智？假如我们觉得这护城河靠谱，我们就要思考，城主是不是自私自利私吞财富？城主会不会用城堡里的财富做蠢事等等问题。这就是我们观察企业的方法。查理，你还有什么需要补充吗？

芒格：我来把他的话说翻译成经济术语吧。**诚实正直的城主就是低代理人成本。**代理成本是经济学中的一个词。微观经济中，商业优势一般就是规模优势。在市场中处于主导地位，就像零售业就是进货成本更低，且每平方英尺销售额更高。总的来说，这就是规模优势。你可以有智力规模优势。换句话说，你要找一个**比别人更聪明**

而且更有优势的城主。一般而言，就是说有规模优势以及代理人成本低。

巴菲特：在某种程度上，查理和我努力甄别行业，在这个行业是不是只要做对一次就够了，还是这个行业需要持续保持做对。零售行业就是一个需要持续做对的好例子。零售行业无论何时都在被攻击。竞争对手天天来你店里取经，发现成功秘诀就直接复制回去，可能还加以改良创新，所以在零售行业无法做到高枕无忧。

而有的行业，在很长时间内，你只需要做对一次，就能享福很久。例如，有一家美国南方报纸发行商经营的非常好，有一次别人问他秘诀，他说："垄断并且任人唯亲。"(笑声)这个人并不笨，他对自己的情况很清醒。

假如在三十年前，你有一家大型有线电视网，优秀的管理层和拙劣的管理层虽然差距很大，但是就算拙劣的管理层在当时基本上也能大赚特赚。因为在当时，买进有线电视网这个决定的光芒，就足以一劳永逸了。但零售行业可没有这种好事，你必须每天打仗去捍卫你的城堡。

最理想的情况是，既要好生意，又要好的管理。这就是我们一直在找的。但正如我们过去所指出的，如果我必须在这两者之间做出选择，我选择好生意。查理？

芒格：没有。

25、关于非上市企业的估值

股东：来自堪萨斯城的保罗·米勒。首先，我想对你收购堪萨斯城的赫兹伯格(Herzberg)珠宝公司发表一下看法。你评论了巴尼特·赫兹伯格和他在零售方面的成就。对于我们这些在堪萨斯城的人来说，你们也认识了巴尼特和雪莉·赫尔兹伯格，他们是堪萨斯城慈善事业的第一家族。对在座的股东来说，我想说赫兹伯格夫妇是非常棒的人。把他们加入到伯克希尔里，说明了迈尔斯也认可沃伦·巴菲特——伯克希尔选择公司是基于公司的管理和员工。感谢伯克希尔收购了赫兹伯格家族，感谢赫兹伯格家族为堪萨斯城所做的一切。(掌声)

巴菲特：谢谢。

股东：我的问题和如何估值有关。我们可以看看年度报告，我们都可以看到华盛顿邮报的收购，例如，当年的1000万美元，今天的价值是4.2亿美元。但是，当我们看到其他非上市企业的价值时，比如内布拉斯加家具市场，波仙珠宝等等——它们多年来的购买价格与它们今天的价值之比到底如何？我们该如何理解这种价值？它又是如何在年度报告中反映出来的呢？

巴菲特：这是一个好问题。在年度报告中尽量给出我们在回答这个问题时需要的信息。我们在年报里公布的

部分信息，和常见的会计准则不一致。但里面的确包含了很多有用的信息。我们不会给每家公司都标上数字。但是我们试图给你足够的信息——关于资本占用、利润率，以及所有的这类事情。你可以据此做出估计，可能和我們一样好。

查理和我不需要比报告中更多的信息，就能想出一个关于私人独资企业价值的好主意。我们没有隐瞒任何我们认为对评估这些企业真正重要的信息。但你说的是对的，有价证券的估值要比私人独资企业容易得多——至少从目前的数字来看是这样。独资企业，一般来说，有些企业的价值比我们的要高得多，比账面上的价值要高得多。我们基本上对我们持有的独资企业的感觉都很好。

但我想说，这些年来，他们的表现非常好，他们一直工作得很好。我们有很多这样的企业的经理人。我不打算全部介绍，因为我们有太多了，这会需要很长一段时间。但是你提到了华盛顿邮报。在第一排，靠近第一排，我们有唐·基奥，你能来一杯可口可乐吗？(掌声)还有凯·格雷厄姆。(掌声)还有来自首府广播的汤姆·墨菲。(掌声)

芒格：富国银行的 Paul Hazen 在吗？

巴菲特：嗯，还有很多。我忽然发现，如果这三家公司坐在一起，我会被一个事实所震惊——如果这三家公司合并，到目前为止，我们有 65 亿的利润。(笑)所以，我想说的是(掌声)——这是三家很棒的公司。我强调“到目前为止”是因为我们希望在未来能够说出更多的数字。

但我们有一群管理人员，既有控股公司的，也有部分控股公司的，他们为伯克希尔创造了难以置信的价值。我是说，是他们让查理和我可以每天坐在一起看报纸、看杂志、看辛普森杀妻案，或者其他什么。(笑声)这些人我们创造了巨大的价值。所以，我们不会改变它。

26、所罗门兄弟的文化冲突

股东：你好。我是蒂姆·帕尔默，来自狄龙，科罗拉多州。我有一个关于所罗门的问题要问你。在过去的一周里，《纽约时报》、《华尔街日报》(TheWallStreetJournal)和《商业周刊》(BusinessWeek)都发表了一些文章，评论你选择的管理层。这些文章相当不客气。看起来这里似乎有点文化冲突。我不清楚这是不是事实。但我想知道的是，首先，你是如何在坏消息到来之前保持开放的心态。其次，所罗门到底发生了什么？从文化的角度看，你该如何改造呢？

巴菲特：比起听好消息，查理和我总是更喜欢听坏消息。我们知道，好消息能自己照顾自己。我们只向给我

们工作的人提出了两条指示。**第一条是要像主人那样思考。第二条是坏消息立即上报**，因为坏消息不像好消息那样能自己照顾自己。我们能容忍坏消息，但我们不能容忍拖延不报。

我认为所罗门的确出现了一点文化冲突。可能不管是娱乐行业、投资银行业或体育运动，几乎所有的企业都会有一些矛盾。雇员的薪酬和业主的回报之间总是会有一定的矛盾。矛盾在我去所罗门之前就已经存在很久了。毫不奇怪，可以理解。现在，你可以看到，在民航业中，劳资双方之间存在矛盾。我不是特指全美航空(USAir)，不过这家企业也存在这种情况。我在年报里说，民航业早年有一些协议，使得资方在很多情况下一文钱都赚不到。这就造成了很多矛盾。在投资银行界和华尔街都没有这类协议，不过也存在类似的矛盾。

改变企业文化，一是要有耐心，二是可能要进行人事变动。我不认为这有什么出人意料的。不过我认为不可能找到比鲍勃·德纳姆(Denham 法律顾问)和德瑞克·莫恩(Maughan 来自东京的 CEO)更好的人选了。他们很聪明，他们很正直，而且他们愿意努力工作。**有些人愿意倒贴钱做自己想做的工作，当然并不是所有人都这样。**

并非所有辞职的员工都是自愿离开的。大部分是自己的选择，也有一些不是。所罗门公司去年亏了很多钱。很多离开所罗门公司的员工其实对造成亏损并没有责任，但有一些是要负责任的。当然，我们不会往报纸上登有责任的人的名单。有些人离开是因为我们觉得没了他们，我们能赚更多。(笑声)查理？

芒格：对。我不认为报纸上评论的所罗门公司中的矛盾是多么不同寻常的事情。我认为这种情况在华尔街很常见。甚至在试图模仿华尔街的银行中也很常见。我认为这是很自然的事情。

巴菲特：我也不知道高盛今年有多少合伙人离开。很显然，若哪一年利润不好，则矛盾就会出现。高盛会时不时遇见一个利润不好的年份，所有人都会时不时有一个不顺利的年份。但是在 1994 年 11 月 30 日结束的一年里，高盛的普通合伙人表现得并不好。他们可能什么都没做。但他们在前几年赚了很多钱。在接下来的几年里，他们也有可能赚很多钱。但在他们不赚钱的那一年，公司的离职率很高。可能你在报纸上读到的那些离开的普通合伙人中，也有一些并不是自愿选择离开的。我不知道背后的真相。但在任何情况下，华尔街都存在一定程度的矛盾。当你不赚钱的时候，就会有很多压力和矛盾。

27、本杰明·格雷厄姆《证券分析》的最佳版本

股东：我叫迈克尔·约翰逊。我是土生土长的奥马哈人，然而，我和我的家人是居住在沙特阿拉伯达兰的美国人。我的问题与内在价值和本杰明·格雷厄姆的《证券分析》有关。今年早些时候，我读了珍妮特·洛(Janet Lowe)

写的一本格雷厄姆的书，她说你更倾向于《证券分析》的第一版或第二版，而不是第四版。然而，第四版似乎更倾向于增长和价值，就像你在前几份年度报告中所说的那样。所以，如果我是一个像我一样一直在学习证券分析的人，我想我在这方面花了很多的时间，你认为我需要去读第一版吗？还是说第四版更符合你所追求的，正如你的评论一样，价值和成长是紧密相连的？

巴菲特：Janet Lowe 今天顺便来了。她写了一本关于本·格雷厄姆的好书《格雷厄姆论价值投资》。我建议没有读过这本书的人，去买一本。我还是比较喜欢《证券分析》第二版，我认为第二版比第一版更便宜一些。我认为基本上两版的内容是一致的，而这两个版本是我推荐的。这并不是因为有关于价值和成长的差异。我只是认为第二版的推理是更好的和更一致的，这是最后一个 Ben 百分之百亲自写的版本，实际上大卫·多德在这个版本里也以各种方式帮助他。我认为这本书(第四版)在很大程度上既脱离了格雷厄姆的思想，也脱离了他表达自己的方式。不过我对那些想要读这个版本的人没有意见。如果你是《证券分析》的真正学生，你读过并理解了这一点，你应该会做得很好。

很多常见的投资错误，比如垃圾债券、会计处理等等，都在 1934 年的第一版中有涉及，在 1940 年的第二版中也有涉及，里面有很多内容。我必须承认，我没有像以前的版本那样仔细地读最后的版本(第四版)。但它给我的印象是，是什么其实并不重要。另外，第四版更贵。(笑声)查理？

芒格：没有。

28、为什么伯克希尔不出售业务

股东：杰夫·佩斯金，来自纽约。我有一个关于年度报告的问题，你说，很明显，在未来，由于伯克希尔的规模，未来的回报可能与过去的回报不一致。然后你继续陈述一件可能阻碍的事情，那就是你并不喜欢出售你拥有的公司。我只是想知道原因是什么。如果你有一个公司或投资，但你认为相比于其他投资，这个公司或投资不会有很好的投资回报。我想知道你真正的理由，为什么是继续持有，而不是把钱转到别处？

巴菲特：我稍微纠正一下。我没说我们可能会比过去做得更糟，我是说我们一定会比过去做得更糟。我们不可能一直达成过去的收益率，否则，用不了多久我们会吞噬掉整个 GDP，这是我们偶尔会想到的事情(笑声)，但是我们并不真的期望这会发生。

第二点，和规模有关。但规模与我们不愿意出售企业无关，因为不愿意出售企业已经存在了几十年。但是这

种规模过去几十年没有出现。规模是——你知道，120 亿的规模翻倍比 10 亿到 20 亿更难，而 10 亿到 20 亿比从 1 亿到 2 亿更难。这是毫无疑问的。所以，最终规模已经开始拖累表现了，但并不意味着表现会很糟糕，但确实意味着过去 23%将成为历史，它没有预测未来的价值。

不愿意出售企业，就像我说的，可以追溯到很久以前。如果说不愿意出售企业会伤害到我们的业绩表现，那其实是微不足道的。有一个简单的事实——查理和我的态度决定了，如果我们想要过我们自己的生活，我们发现在我们行业里想要交往的人很少，那么当我们找到了他们，我们就会享受与之相处。没有理由为了每年多赚 0.5% 或 1%——不要在更高的数字上挑战我们(笑声)——但**我们没有理由为此，就到处去结束我们和别人的友谊**，或者关系。这对我们来说毫无意义。我们不想投入到那种活动中去。如果我们是一家私人公司，我们也不会这么做。

现在，在伯克希尔，我们觉得我们已经阐明了自己的立场。我们想让所有可能加入的股东都明白这一点，因为我们不希望他们指望我们这样做。我们希望他们期望"我们努力工作以取得一个良好的结果"，并确保股东们也能得到我们所得到的结果，等等诸如此类的事情。但我们不想与其他股东签订任何隐性契约，这将导致我们不得不**以一种我们真的不想要的方式行事**。如果这是赚更多钱的代价，那是我们不想付出的代价。我们还会放弃其他东西，但那就是人们可能不同意我们的地方。所以，我们要确保每个人都明白这一点。这是你在这里成为伯克希尔股东的一部分。我不认为这会对业绩表现造成太大影响。但在一定程度上，**这是对你们与我们相处的一个要求**。

查理？(掌声)

芒格：我不认为有任何方法可以准确地测量它。但我猜，如果你可以评价一些东西，你可以称它是在伯克希尔经营企业的人的性格，那他们中的许多人从一开始就帮助创建了企业，并在他们的社区中成为"模范市民"，比如赫兹伯格(Helzbergs)。我认为在美国没有任何一家公司做得像我们这样好，如果你是在衡量公司员工的素质的话。现在，你可以说我们已经收集了许多高素质人才，因为我们肯定不能创造他们。但无论如何，伯克希尔这是一个了不起的系统。那我们为什么要对它修修补补呢？(掌声)

巴菲特：**如果你想吸引高素质人才，你自己可能应该试着表现得更好，让自己配得上**。除此之外，做其他的事情不会有什么乐趣。当我在 60 年代经营这个公司的时候，我也处在这样的位置上。当人们开始与我合作，而我的工作就是尽我们所能获得最好的回报。然后我发现如果我进入一个行业，就会出现一些我不喜欢的选择。因此，伯克希尔在这方面做的可以说很令人满意。

29、关注格雷厄姆的三个原则

股东：我是来自科罗拉多州柯林斯堡的约翰·兰金(PH)。谢谢你邀请我们参会。在《巴菲特之道》(Warren Buffett Way)一书中，作者描述你在买普通股的时候，使用资本成长模型来评估内在价值。我的问题是，请问你现在还用格雷厄姆在《聪明投资者》中写的那个预测成长和账面价值的公式吗？在我看来，使用格雷厄姆的公式算出来的公允价值总是高于《巴菲特之道》中描述的和你年报中间接提到的那种用现金流贴现值方法算出来的公允价值。

巴菲特：我们努力把我们的投资证券的方法写在年报里。其实我们根本就无视账面价值。**好企业的定义是在未来很长时间中，投资回报率很高的企业。**所以我们希望能持有好企业，我们要买相对于买进价格而言，**投资小，回报高的企业。**格雷厄姆就不会这么做。但是格雷厄姆并不是在和一大笔钱打交道。他不会为用这种方法争论，他只会说**他的方法更简单。**当你用少量的钱工作时，可能会更容易。我的朋友沃尔特·施洛斯(Walter Schloss)对格雷厄姆会选择的那类证券做了更多的研究。但他管理的钱很少。不过他有绝对惊人的记录。这对我来说一点也不奇怪。我是说，当沃尔特离开格雷厄姆-纽曼的时候，我就认为他会做得很好。

照我们看来，格雷厄姆的主要意思其实和公式无关。他的意思包括三个方面：

- 1、**你看待股市的态度。**这一点在《聪明投资者》的第8章，假如你能有书上所说的态度，那么从一开始就已经跑赢了股市中99%的人。这态度是一个极大的优势；
- 2、第二条是**安全边际**，安全边际能给予你巨大的优势，而且除了用在投资上以外，还可以用在很多地方。
- 3、**把股票视为企业的一部分**，能使你的视角与市场中大多数人截然不同。

只要拥有这三条哲学基础，那么不管你用什么估值方法都不重要。不管你使用沃尔特·施洛斯的估值方法还是我的估值方法，都是万变不离其宗。菲利普·凯瑞特(Philip Carret)的方法略有不同，不过我可以保证，他的方法中也含有这三个基石。相信我，他的业绩相当不错。查理？

芒格：**估算未来现金流的投资方法在一定程度上需要对未来进行预测。我认为，虽然预测是需要的，但是预测弊大于利。大部分预测是那些在某个结果上有特殊利益的人拼凑起来的(现金流折现的计算弊大于利)。**在预测过程中存在着下意识的偏见，只是表面上看起来精确而已，这种预测愚昧、不诚实、愚蠢或者你还可以用别的词来形容。马克·吐温曾说，“骗子把地上的一个洞叫做矿坑。”任何为了拿交易佣金的人，或试图给自己的某个行动找

理由的执行官作出的预测都常常是谎言。尽管大多数情况下是不自觉的谎言。若这个人自己都相信了，那就是最糟糕的预测。应该对预测非常小心，尤其是在提供预测的人误导你能得到好处的时候。

巴菲特：我们从来不看对我们买进的证券或企业的预测。有很多预测涌向查理和我，不过我们总是让这些预测打道回府。这是 CEO 们一开始就为他们想做的事情辩护的一种惯例，十有八九都是如此。我从来没见过有 CEO 在并购的时候会说，“我必须终止这桩交易，因为预测靠不住。”总是会有人提出一套预测，能让签支票的那个人或者签署协议的那个人满意，从而得到交易佣金。然后他们会把预测传阅，给银行家或董事会看，从而得到批准。完全毫无道理。最近我就遇到一个情况，那个企业卖点中很大一部分就是预测。我要求提供预测的那些人也提供他们过去预测的命中率。(笑声)我真是太粗鲁了。(笑声)

芒格：对他们来说，这个要求比叛教还过分。

巴菲特：相信我，这个事情证明了我的观点。预测是个笑话。这个话题就说到这里吧。我们可能还会有一个问题。然后我们休息一下。查理和我会在这里吃饭。想留下来的人可以留下来。而那些坐在另一个房间里的人，毫无疑问，这里会有空位。我们会在 10 到 15 分钟内重新集合。然后我们会一直讲下去。

30、投资时的第一个问题

股东：大家好，我是来自瑞典的彼得·贝弗林(Peter Bevelin 《探索智慧》)。当你审视一项潜在的投资时，你问自己的第一个问题是什么？你和芒格先生会问自己同样的第一个问题吗？

巴菲特：嗯，我想——我不会问自己查理是否会喜欢它，因为那将是一个艰难的决定(笑声)。不过，我会问自己的第一个问题是：我能理解吗？除非是在一个我认为我能理解的行业里，否则没有任何意义去看它。欺骗自己去理解一些软件公司，或者一些生物技术公司，或者类似的东西是没有意义的。我到底要知道些什么？这是第一个入门级别的问题。然后第二个问题是，它看起来有护城河吗？它的资本回报率高吗？它在哪一方面打动了我？然后我就从这里开始。你呢？查理？

芒格：我们倾向于根据过去的记录来判断。总的来说，如果一件事情过去的记录很糟糕，而未来却很光明，那我们就会错过这个机会。(笑声和掌声)

* * * 下午场 * * *

1、银行在我们的能力圈范围内

股东：巴菲特先生，我是布莱恩·墨菲，来自佛罗里达州克利尔沃特。我想问你一个问题，关于你目前收购 PNC 和 SunTrust 等银行背后的想法？尤其是考虑到银行在 1990 年的股价如此之低，而现在许多银行的股价已经上涨了两倍。从最近的出版物和金融文献中可以看出，相对于 1990 年的估值，你对这些更高价格的银行更感兴趣。你能谈谈你的想法吗？

巴菲特：我们真的没有什么不同——我们对银行的标准和对其他企业的标准没有什么不同。有几篇论文，认为分析银行有些不一样的点，但我很怀疑银行和其他行业之间是否真有超过几个百分点的差异。对此我们并不认同。我们没有任何行业配置相关的理论，所以，当我们看银行的时候用的是同样的标准——就像我们看其他的业务一样。

顺便说一句，媒体上关于我们活动的报道，我想说，也许有一半，甚至更多是错误的。不过有些报道也很准确。当然，还有些报道已经过时了。因为我们在向 SEC 提交的文件中，被允许对我们所持股份进行暂时保密处理，这些文件在我们提交一年多之后才会公布。因此，在过去的一两个月里，关于我们买的公司会有一些被披露。当然，如果你仔细阅读这些披露的文件，会发现我们可能是一年半前买的。现在我们可能已经卖掉了，我们也可能买了更多。

我们在 1969 年为伯克希尔收购了一家银行，伊利诺斯国家银行和罗克福德信托公司。我们对银行业务很感兴趣。我们觉得这是我们可以做的事情——这属于我们能力圈范围内的评估。这并不意味着我们每次都是对的，但我们并不认为我们无法理解银行业务。因此，我们关注该领域的企业。查理？

芒格：我没什么要补充的。

2、巴菲特总是计划写一本“六个月后”的书

股东：来自奥马哈的拉里·迈尔斯。我有两个简短的问题，第一个非常简短。关于什么时候写一本关于你的职业和哲学的书，你有什么时间表吗？

巴菲特：是的，我的时间表一直是 6 个月后。(笑声)关于这个问题的答案是，我想过几次，我真的认真有在考虑。在我看来，总有比现在更有趣的事情要发生，我知道我不会再写第二本了，所以我一直在推迟这事。这就是我的理论基础。

3、可口可乐用现金“做了正确的事情”

股东：谢谢你！第二个问题与股息有关。上周五晚上，巧合的是，在路易斯·鲁凯瑟(Louis Rukeyser)的每周电视节目中，特别嘉宾是菲利普·凯瑞特(Philip Carret)。他表示，他最喜欢的美国股票是伯克希尔。他说他的一个主要理由是，“伯克希尔从未支付过股息，我们都知道，”因为我们知道，你有更好的利用额外的现金的渠道。现在，如果你扩展这个推理，如果可口可乐和吉列停止派发股息，转而以其他方式利用现金，这也会是一个有益的政策吗？

巴菲特：这要看他们怎么使用现金。这些企业的业务比伯克希尔更加专注，至少从产品角度看是这样。我称赞这样的管理层：假如企业非常好，那么就把现金投入自己的企业；假如有别的自己理解的好企业可投，那么就把现金投入到那些企业；把这样做了以后还用不完的现金返还给股东。我认为可口可乐对现金的处理非常正确。因为首先，它尽可能地把现金有效地投入自己的业务，进行市场扩展等工作，此外还分红给股东。而且它还大规模地回购股票，以在税负上有利的方式返还现金给股东。

只要长期来看，我们能用留存收益产生更多的内在价值和市值，那么我们不分红对你们就有好处。我们还能继续做到这一点多久？我无法保证。能否做到这一点是我们决策的准绳。这也是可口可乐决策的准绳，假如他们找不到有效使用资本的机会，那么就回购股票。有一点我很欣赏我的朋友比尔·盖茨，微软有 45 亿美元现金。很少有管理层能在有现金的时候忍住不做蠢事的。到目前为止，对我们来说，保留我们挣到的每一分钱都是有意义的。而且我认为这只是在一段时间内是有意义的，它可能不会无限期地有意义。查理？

芒格：我希望它能持续很长时间。(笑声)

4、华尔街的薪酬为何如此之高？嫉妒！

股东：我叫丹·奥尼尔，来自新墨西哥州的圣菲。我想问你一个关于所罗门兄弟公司的更具体的问题，那就是，为什么所罗门付给员工那么多钱？传统的理论似乎是，华尔街的薪酬水平与世界其他地方不同。这种薪酬支付水平，是基于交易员比其他人更聪明的想法——一些交易员比其他人更聪明，并且，以某种超自然的方式，能够接收到未来正在发送回现在的信号。我们怎么知道这不仅仅是一个城市传说，就像纽约下水道里住着鳄鱼？另一种理论是，大量的股东允许交易员们捕捉市场上的低效率产生的机会，就像拉斯维加斯赌场里的情况一样。我的意思是，如果我们拥有一个赌场，如果我们雇佣阿尔伯特·爱因斯坦或阿甘来管理 21 点赌桌，我们会付给他们同样的钱，这没有任何区别。我想知道你认为哪个理论更接近事实。

巴菲特：你的比喻很接近事实。(掌声)最后，你会支付你认为是市场价的薪酬。在某种程度上，市场也在考验你，因为员工若能别处找到更高的薪酬，那么他们就会离开。不过有一个限制因素，**按照市场水准支付薪酬也应该得到市场水准的资本回报**。衡量短期内的资本回报是否符合市场水准，比衡量短期内的薪酬是否符合市场水准困难得多。

很多离开的员工——当然远远不是全部——离开是因为认为自己能在别处得到更高的薪酬。市场在起作用，和在娱乐界和体育界一样。如果我们按照市场水准支付薪酬，那我们的资本是否也能得到一个适当的回报呢？这是一个问题。虽然我没有见过所有棒球队的回报数据，但是我见过一些。毫无疑问，在一些市场较小的地区，球队亏了很多钱。例如，在堪萨斯城，因为电视转播市场比大城市小，所以假如你开一家棒球俱乐部，那么**你就很难按照市场水准给球员开薪还能不亏钱**。

最后，要留住人，还是得支付市场薪酬。不过薪酬也要看其对应的时间段。1994 年高盛的普通合伙人一分钱都没挣到。别的地方的薪酬至少不会在一年里连半文都没有，那么是不是每个人都该选择离开呢？不是的，大多数合伙人的眼光比一年长多了，他们用自己设定的期限得到的薪酬和其他地方提供的薪酬比较，还是愿意留下。

假如按照市场标准提供薪酬超出了企业的盈利能力，在某一时刻，资本就会流出。例如，在大型航空企业，员工的薪酬不是根据市场，而是根据合同。你不能为此责怪任何人。假如你和航空企业签的合同规定你得到薪水为 X，而现在市场水准只有这个 X 值的一半，你可能就会非常热烈地坚持照合同办事。这个不能责备任何人。不过这种情况带来了实实在在的问题。假如市场薪酬超出你的企业所能承受的水平，那么你也会遇见和航空企业类似的问题。

目前所罗门的新薪酬体系很像高盛以前用过的那个。实际上这种薪酬体系产生了一种合伙人关系。其运作思路是这样的：(1)长期来看，合伙人能得到丰厚的回报....(2)所罗门公司需要有合伙人精神的员工。当一家企业从一个薪酬体系转到另一个全新的薪酬体系的时候，不可能 100%的人都能接受。查理？

芒格：在采取一个新的薪酬体系的时候，正好遇到一个坏年景。大家下意识地责怪新的薪酬体系是很自然的事情。我想**华尔街的嫉妒比其他地方都严重**。我有个朋友，他的祖母曾说，她不懂为什么有人会嫉妒，要知道嫉妒并不会让你开心，七宗罪里别的罪都至少能让你开心。(笑声)一般来说，我认为很多人都该听听我朋友的祖母的嘉言。(笑声&掌声)

巴菲特：是的，罗宾·里奇(Robin Leach)在《富人和名人的生活方式》(life style of the Rich and Famous)一书中完全错了，因为他讲述了如果你变得富有，会发生在你身上的所有美好事情。但是这些漂亮的房子和船等等它们真的没有那么好。正如我向人们解释的那样，富有的真正好处是它能让你有能力去憎恨。如果你非常富有，但是你的兄弟或其他人，在世界上得到了更多的关注，你可以在用自己的方式去憎恨他们。比如你可以雇佣会计师和律师给他制造各种各样的麻烦。但如果你很穷，你只能在感恩节冷落他，不露面或做一些类似的事情。(笑声)但我注意到，这些富人，尤其是当他们继承了大量的财产时，他们迟早会开始经常地对兄弟姐妹、表亲或其他任何东西非常反感。他们真的可以——他们可以以一种憎恨的方式——或者以一种我们其他人无法真正理解的方式去嫉妒。这就是罗宾·里奇没有提到的好处。

在体育界和娱乐界，甚至在华尔街都会有这种情况出现，某人年薪百万，本来生活很美好，但有一天，这个人发现坐在旁边的同事也年入百万美元，而这个同事怎么可能有自己聪明呢？然后，整个世界就在他眼里变得很不公平了(嫉妒来源于落差感).....(笑声)

5、"持有大量现金从来不是我们的政策"

股东：下午好。我的问题只是关于资产负债表上今年与去年相比的现金和现金等价物。在我看来，现金等价物总是在市场大幅下跌时有用，能够有进行收购。市场先生有时会变得狂躁抑郁。(伯克希尔持有这么多现金或现金等价物)，是有什么不那么明显的东西我没有看到吗？

巴菲特：伯克希尔的**现金是剩下的**。我的意思是，我们希望任何时候都没有现金。我们也不想在任何时候欠很多钱。但是，如果我们手头有现金，那只是因为我们还没有找到任何我们喜欢做的事情，我们希望——永远希望——尽快部署这些资金。我们从未考虑过市场是否会下跌，或者我们是否会买更便宜的东西。如果我们喜欢某样东西，我们就会买。当你在我们的资产负债表上看到任何规模的现金时，这表明查理和我承认，我们没有发现任何在当时那个规模，有吸引力的东西。持有大量现金从来不是我们的政策。

6、报纸业务"异常好"，但没有那么好

股东：大卫·温特斯，来自新泽西州山区湖泊。几年前，你说你热爱报纸行业，然后，随着时间的推移，我猜，它说你对它的热爱程度有所下降。我想知道你现在是怎么想的，你能给我们预测一下吗？

巴菲特：我以前爱报纸的两个方面：经济特征和报纸的业务。我对报纸业务的喜爱没有减小。和世界上所有

的业务相比，报纸的经济特征依旧非常出色，不过没有 15 年前那样出色了。我几年前曾经写过，**报纸业务仍然具有非常好的经济护城河，但它并不像 10 年、20 年以前那么好了。**报纸依旧是很吸引人的业务。至于纯粹的经济特征，我想不出有什么业务能和报纸相媲美的。假如我这一生只能买一样资产，那么我就选择买镇子里唯一的那家报纸。不过，今天我对这个选择的确定程度已经没有十年前或十五年前那么强烈了。查理？

芒格：报纸业主们很显然正在从担忧到偏执的程度，头一次见他们这样，他们担忧电子技术革新还有年轻一代不喜欢阅读。老派的报纸将来不会有以前那么开心了。

巴菲特：但是报纸的利润依旧非常出色。

芒格：啊，不过我记得你说过十几次，**人们似乎不在乎自己在几楼，只在乎电梯是向上开还是向下开。**

巴菲特：没错。(笑声)电梯从 1 楼升到 2 楼的时候，人们比电梯从 100 楼降到 90 楼的时候更开心。这一点毫无疑问。当然，报纸以前的利润像是自动送上门的一样。现在他们开始担心，在失去了有利位置之后，还有没有能力挣大钱。所以**报纸行业的人心情更加沮丧。**以前报纸行业的人从不需要想这些问题，所以报纸行业的人现在很不开心。

他们都在因为新闻用纸涨价而大叫，我们可能也会小小地叫一下。不过假如你把造纸行业和报纸行业的长期表现相提并论，那就是一个笑话了。你从任何时间点开始观察新闻纸的价格，比如说 10 年或 20 年前，那么你会发现报纸和广告费的价格涨幅超过新闻纸价格的涨幅。听他们乱喊也很有趣。在过去 12 个月里，新闻纸价格涨了不少，在未来 6 个月里还会进一步上涨。不过，相信我，**报纸行业还是比造纸行业更好。**

7、巴菲特谈伯克希尔的半敌意收购

股东：巴菲特先生，我叫丽兹·普鲁斯，来自纽约。我想知道，根据你的收购标准——我知道部分原因是伯克希尔不会参与敌意收购。我想知道，作为其他几家公司的董事会成员，这种理念是否适用于你。

巴菲特：这是个有趣的问题。我也从未在任何一家公司的董事会任职期间，遇到 CEO 会向董事会提出敌意收购的问题。但是没有规则说这不能发生。所以，我不知道如果出现这种情况我会怎么做。这是个很好的问题。

我曾经对此有完全不同的态度。我的意思是，实际上，如果你回到 40 年前，买了很多公司的控制权，包括伯克希尔在内。就伯克希尔而言，当时的董事长马尔科姆·蔡斯二世(Malcolm G. Chace, Jr)完全赞成我们购买伯克希尔的股票。但是，CEO 西布里·斯坦顿不会赞成，而西布里正在管理着公司。所以，它并不怀有敌意，但西布里不

会赞成它。但马尔科姆会赞成。所以，我不知道如果今天有人走进吉列或者首府广播，或者其他公司时会是什么情况。我不认为这将会发生，但目前我没有任何对策。你觉得我们会怎么做，查理？

芒格：我不认为我们的行为是可以预测的。(笑声和掌声)

巴菲特：查理说得对。(笑声)

8、比较格雷厄姆和费雪的投资风格

股东：我是来自纽约的尼尔·麦克马洪，也是红杉资本的股东。你很推崇格雷厄姆，而格雷厄姆又很鼓励不断转手(持有的公司)，而你的投资思想是集中投资加上非常长远的眼光，请问你仍旧是 15%的菲利普·费雪和 85%的格雷厄姆吗？

巴菲特：我也不知道具体的百分比。在我先前讲的三条投资哲学基础方面，我是 100%的本·格雷厄姆。这三条真的很重要。我在 1960 年左右第一次读费雪的两本书，我认为那两本书是很了不起的书籍，费雪是一个很了不起的人。我认为假如算我的方法受人影响的百分比的话，《福布斯》的杰姆·迈克尔斯(Jim Michaels)算一个。

(詹姆斯迈克尔斯 James W. Michaels, 1921 年出生于纽约州布法罗，1942 年哈佛大学毕业，取得经济学学位。后入伍参加二战，战争结束后，作为美联社记者被派驻印度，并成为新德里和加尔各答分社社长，期间于 1948 年率先报道甘地遇刺的消息。1954 年，詹姆斯加盟《福布斯》杂志，由此开始了他与《福布斯》长达半个世纪的情缘。最初的三年，他是一名负责报道共有基金的财经记者，其后四年，升任编辑主任，1961 年晋升主编，从此开始掌舵《福布斯》，直到 1999 年退休。他是福布斯最为重要的一位主编，在商业期刊领域发出了这个国家最有影响力的声音。巴菲特也是他的忠实读者。2007 年 10 月 2 日詹姆斯因肺炎在纽约逝世。)

我可以对这些人给我的影响加一个百分比数字。现在我认为我是 100%的菲利普·费雪和 100%的本杰明·格雷厄姆，他们两人的观点并不冲突，只是侧重点不同而已。资本回报率高而且可以不断追加投资的企业是世界上最好的企业。格雷厄姆不会反对这个观点。而格雷厄姆的钱大部分是从 GEICO 保险中赚来的，这家公司就是那种最好的企业。所以格雷厄姆是认同这个观点的。格雷厄姆只是认为买进从大量统计数据上看非常便宜的东西易于实践，也易于教会别人。格雷厄姆会觉得费雪的方法比他的方法更难传授。不过格雷厄姆的方法比费雪的价值有更多限制，因为格雷厄姆的方法不适用于大规模资金。

格雷厄姆-纽曼公司(Graham Newman Corp.)实际上是一个开放式基金，有 600 万美元的账面价值。纽曼和格雷厄姆是这家公司的合伙人，自己也有 600 万美元。所以他们一共有 1200 万美元。1200 万美元他们可以买进小型机械公司或者别的什么公司，都是从统计数据上看非常便宜的公司。那是非常不错的群买操作。

格雷厄姆必须要卖出。假如你买的是糟糕的企业，那么你迟早还是要把它出售的。假如你买了一组糟糕的企

业，你的指望是其中有一些能够被并购或者发生什么事件，你需要转手。另一方面，假如你买的是一家好企业，那么你基本上用不着转手。查理？

芒格：我发现有一点很有趣，**费雪当年买的好企业，很多都没能一直好下去**。其中有一家叫产权保险信托公司(Title Insurance & Trust Co.)，该公司曾在加州首屈一指。该公司有最大的产权保险部门，都是手工作业的。还有非常好的财务实力、商业信誉等。该公司在一个利润丰厚的领域中称雄。不过，计算机出现了。只要投资几百万美元，就能建立一个产权保险部门，而且不比过去的人海战术差。很快出现了很多产权保险公司，这些公司都去找大的代理商(如大型放贷机构和大型房地产经纪机构)，支付给他们按照以前标准来看高得惊人的佣金，从而抢走很多业务。所以在加州，所有产权保险公司的总利润之和降到了零以下。本来这个行业是一个垄断行业，看起来不可能出现竞争的。**假如你展望未来 20 年，那么很少有公司能称得上安全，科技进步有时候给你带来好处，有时候能害你赔得很惨**。如产权保险信托公司能聪明一点，就会发现，计算机能降低成本这个事实可能算得上是有史以来最可怕的诅咒。

巴菲特：比起格雷厄姆的方法，**费雪的方法可能需要更多的商业经验和洞察力**。不过格雷厄姆的方法可能会很长时间找不到可投资的目标，而且也很难应用于大资金。但是，若你严格遵循他对流动资本的安全要求，那么这方法是行得通的。尽管可能不适合大资金，而且有些时间段里找不到投资目标。

格雷厄姆真的更像一个老师，而不是一个投资人。我的意思是，他没有想要赚很多钱的冲动。他对此不感兴趣。所以**他真的想要一些他认为可以教的东西作为他哲学和方法的基石**。他觉得你可以坐在奥马哈读他的书，然后买一些统计上便宜的东西，**你不需要对商业或消费者行为有任何特别的见解**，或任何类似的东西。我不认为这真的有任何问题，但我也认为你可以用他的方式去管理规模很大的资金。

9、芒格出售了伯克希尔的股票

股东：来自纽约的股东罗伯·皮特。这个问题是给芒格先生的。我注意到，在内部人员买卖记录表中，你在过去的几个月里一直是伯克希尔股票的忠实卖家。我想知道你是否能谈谈你为什么要这么做，尤其是考虑到资本利得可能发生的税收变化，资本利得可能会减少，这显然对你有利，而且通过减少伯克希尔的递延所得税负债对伯克希尔也有利？

芒格：在过去的几年里，我捐出了相当多的伯克希尔股票，我也卖掉了一些。我卖掉一些是因为我有其他的

资金用途。我卖掉伯克希尔的股票，是因为我认为这是一种正确的行为方式(笑声和掌声)

巴菲特：他什么都不知道，我也不知道。(听不清)在卖，我检查过了，(笑声)但是查理和我的绝大多数净资产都在伯克希尔里。

10、当一家公司的会计账目令人困惑时，远离它

股东：嗨，来自纽约的格雷姆·普里奇。我有一个两部分的问题，第一部分非常简短。我认为很多人很难对企业估值，因为存在一些复杂的会计制度。我们应该如何穿过会计花招的迷雾看清本质呢？你有何建议？

巴菲特：这是个好问题。亚伯·布里洛夫(Abe Briloff)曾常常在《巴伦周刊》(Barron's)上发表文章，揭露了很多会计上的阴谋诡计。《巴伦周刊》还在继续登这类文章。你是对的，的确有人试图用会计报表来描绘和事实相差很远的图画。有时候，会计规则本身导致了这种情况。**假如会计报表把你绕糊涂了，那么你就应该放弃这桩投资。你应该有意识地这么做。**任何情况下，你都不应该靠近这种企业。我们从来没有从会计报表可疑的公司身上得到过好回报。会计报表使人困惑是糟糕的一个信号。查理？

芒格：有一次我做了一笔卖空交易，很成功(笑声)——在这样的情况下(可疑的报表)。

巴菲特：从会计报表上可以看出管理层的性格。现在有很多不好的会计报表，以前我们将其称为**创造性的会计报表**。假如这种做法被允许，那么可能还会越来越多。有些企业已经在会计花招方面走得非常远了。我对所有看起来可疑的东西都很怀疑。例如，假如某公司的预付费用或递延资产账户开始增高到可疑的程度，而且库存和销售都出现异常，那么显然这家公司你最好还是再多分析一次。

我们常常在人寿保险行业中看到经不起推敲会计报表。假如你不出售产品，收入和支出都是短期的现金，那么就给某些人玩弄数字带来了机会。有些人已经很擅长这些把戏了。有时候，他们能长时间操纵股价或者成功推销企业，从而使自己或管理层发家致富，代价是股东利益长期受损。所以我还是要说，假如你对会计报表有任何疑问，那么就放弃这家公司，换下一家吧。

11、伦敦劳合社(Lloyd's)近年来有所下滑

股东：来自芝加哥的沃瑟曼小姐。为了更好地理解再保险业务，你能解释一下你与伦敦劳合社在市场上的关系吗？你有多经常和他们直接竞争？或者你是否曾经为他们做过再保险业务，我看到他们近年来出现了亏损。你如何看待这个行业随着经济状况的变化而发生的变化？

巴菲特：劳合社，它不是一家保险公司(它是一种组织)。它最初是一个咖啡馆，但是人们认为，在那里有大量的财团在一个特定的地点运作和聚集。随着时间的推移，它的风险越来越大，越来越奇异。劳合社在过去十年左右的时间里，在相当大的程度上失去了相对地位，在很大程度上是因为糟糕的业绩，这种业绩的其它影响是导致资本撤出，以及支持它的成员变得不快乐。因此，劳合社在再保险业务和某些专业类别的直接保险中仍然是一个重要的竞争因素。这是一个非常重要的因素。但这已经不是 10 年或 15 年前的情况了。我不确定伯克希尔的资本与劳合社所有这些辛迪加的资本相比如何，但在过去 5 年或 10 年里，它的相对重要性肯定发生了变化。

尽管他们正在解决这个问题，但劳合社利用自身问题吸引资本的能力已经减弱。但我们将劳合社视为竞争对手，就像我们将众多再保险公司中的任何一家视为竞争对手一样。但我们也与劳合社的一些成员有业务往来，未来 10 年，我们可能会与各种保险公司开展大量业务。查理？

芒格：是的，劳合社是一个非常有趣的机构，因为它以诚信著称，他们在旧金山大火中得到了回报，等等。但我要说的是，10 年或 15 年前，劳合社出现了很多低级趣味和愚蠢行为，尤其是某些财团。同样的风险在系统中循环，同时太多的不必要的费用的支出——他们有太多精致的工装、三小时的午餐配上美酒。这是不对的，他们惹了很多麻烦。

巴菲特：实际上，在伯克希尔的历史上，我们遇到的最严重的保险问题与劳合社有关，或者说与劳合社的某些财团有关，那是近 20 年前的事了。正如查理所说，几个世纪以来，他们在行为方面享有极好的声誉。我认为他们曾经辉煌过一段时间。曾经，我们有过一些行为问题。这对我们来说非常昂贵。所以，我们可能早已经从即将发生的事情中得到了教训。劳合社有很多不同的子公司，经营这些子公司的人也不同，在某种程度上，他们有不同的行为标准。那些认为“因为他们是在和劳合社打交道，他们不会有任何问题”的人，发现了另一种结果。但劳合社将继续成为保险业的一支重要力量，他们将从目前的困境中走出来，他们可能会走出困境并拥有比当初更好的组织结构。

12、如果我们能创造超过一美元的价值，我们就会保留一美元

股东：来自亚利桑那州斯科茨代尔的克里斯托弗·琼斯。我有几个问题要问你。你今天已经多次提到，在寻找有能力的公司收购美国公司，或收购部分美国公司时，你们都遇到了困难和挫折。当然，当我们拥有可口可乐和吉列时，我们就和全球经济密不可分。但令我惊讶的是，你们俩都没有对任何全球性特许经营或全球化管理感兴

趣——过去我们似乎有一些。因此，有人问我，鉴于伯克希尔现在的规模，我们是否能在投资组合中看到更具全球特色的东西？

第二个问题，你还谈到了如何在管理中明智地使用现金。许多管理团队现在正在回购自己的股票，因为他们市场上找不到任何更便宜或更好的股票。你目前不回购自己股票的理念是否表明，或许你认为伯克希尔目前的股价过高了？

巴菲特：虽然有很多次我们认为回购股票可能会很有吸引力，但是除了在 1960 年代有一次回购过一些股票以外，我们从来没有回购过股票。

因为我们也认为，假如我们可以用保留的 1 美元，创造出超出 1 美元或者大大超出 1 美元的市值，那么长期来看，这样做更合算。只要我们能找到使用现金的方法，也就是说，只要我们觉得这将把美元的面额变等更大(意思是赚更多的钱)，我们将继续保留这些钱。

我们不是根据这周或这月我们能不能找到机会来作决定的。很显然，我们根据我们能否在一两年内找到机会来决定。我们现在处在旱季。实际上现在的机会比平常略多一点。在 20 多年中，我们经历过很多次旱季。

我们对是否进行股票回购的决定，部分根据今天的情况，部分根据过去的经验。我们的股票价格是 X，还是 0.7X，我根本不在乎。真正重要的是，我们是否认为我们无法找到外部投资目标。

关于非国内业务的问题，正如你所提到的，我们在可口可乐和吉列的业务总额接近 80 亿美元，可口可乐 80%以上的收入来自国外业务，而吉列大概有 70%左右。因此，仅就这两项投资你可以说，伯克希尔近 40%的净资产在美国以外运营。

就直接收购一家公司而言，我们并不排除收购一家海外公司的可能。但这不太可能发生。我们愿意这么做，尤其是当它规模很大、并且我们理解它的时候。但是，我们能像在美国一样，对欧洲的赫兹伯格珠宝有所了解吗？我对此表示怀疑。我只是不知道我们是否能在理解他们运作的场景、理解他们的管理方式、以及对他们的方面发展有足够的信心。但我们的确可能会做一笔这样的收购。

这必须是一项相当简单的业务，而且必须是一项我们认为在很长一段时期内真正能够理解其护城河的业务。它必须是一个我们能够与管理层建立融洽关系的企业，尽管我们的背景有些不同。(收购一家海外企业)这不是不可能的，但我想说，你知道，这是不太可能的。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

13、巴菲特：我越来越大的名气并不会让我分心

股东：我叫李·德布罗夫，来自西弗吉尼亚州摩根敦。自从所罗门出问题以来，你似乎吸引了越来越多的媒体关注。在这方面，有许多表现似乎会分散人们对实际投资业务的注意力。也就是说，我们目睹了你们在夏威夷参加比尔·盖茨的婚礼，买了一台个人电脑，现在还戴着醒目的名牌领带。(笑声)

巴菲特：即使我没有在所罗门公司，比尔还是会邀请我参加婚礼。(笑)

股东：一个非常严肃的问题，既然你已经成为媒体宠儿，你怎么能保证你的眼睛仍然集中在投资上呢？(笑声)

巴菲特：我收到的邮件确实比以前多，所以我们在这方面开发了一个系统。但我只是做我喜欢做的事。就拿演讲来说，可能现在邀请我的演讲是十年前的 20 倍，但是我去的演讲数量是一样的。我有我自己的选择。无论如何，我都不会改变自己的方式。如果我在建造伯克希尔的时候，把它建在别的地方，我现在也就在那里了。这不会改变任何东西。虽然它确实会改变邮件的数量，但我已经有这样的一个系统，所以这不会让我分心。你能明白吗？我将留在奥马哈，这是毫无疑问的。我的意思是，如果我不想呆在奥马哈，我就会想办法去改变，要知道几十年前改变是很容易的。我想我们这里有很多人不是来自奥马哈，但这是他们的问题。我的意思是...(笑声)

芒格：我观察沃伦很长时间了，那些担心他会改变的人太没有必要了。(笑声)

巴菲特：我改变的几率和查理改变的几率差不多。(笑声)邮件是一种，你知道，你希望你有一个更简单的方法来处理它。但很明显，你不能回复所有你收到的邮件。

14、GEICO 保险的 ROE 有所下降

股东：我是塞缪尔·帕克，来自俄克拉荷马州塔尔萨。我的问题是关于 GEICO 保险的。我注意到，在过去的五年里，GEICO 的 ROE 每年都在下降。这是代表着生意的变化？还是只是暂时的？

巴菲特：嗯，这是真的，在某种程度上已经下降了。GEICO 的增长，或多或少，基本上是一个函数——我的意思是有一个自然的增长率。而且资本的增长速度一直高于保费和投资资产的增长速度，因此，如果他们在承销和投资方面取得同样的成功，那么他们的资本回报率就会更低——除非他们购买更多股票，而他们在这方面做得相当出色；但这也受到一些限制。这是一个非常好的生意。但是，如果你把资本翻倍，你不可能轻易地把利润翻倍。查理？

芒格：我没什么要补充的。

15、对健力士的投资不予置评

股东：我叫马克·哈克，来自斯科茨代尔。我注意到你过去曾对健力士做过投资。你对此有何评论？你还拥有它吗？如果不是，为什么不是呢？

巴菲特：我们不会对证券的买卖或所有权发表评论，除非法律要求我们这样做，或者他们达到了我们每年报告的门槛水平。随着资产的增加，我们将门槛提高。我们不把占资产的百分比作为门槛。在今天的截止日期，我们**报告的门槛是市场价值 3 亿美元**。如果我们拥有同样数量的健力士——我不是说我们有——但是如果和 1993 年 12 月 31 日相比，我们在 1994 年 12 月 31 日拥有同样数量的健力士，它就不会达到这个门槛。我们真的不想进入到谈论我们买卖什么的行业或公司的问题中。人们对此有很多猜测，但对伯克希尔来说，谈论收购或出售毫无用处。例如，如果我们在市中心买了一块地，却只买了原计划的四分之一，我们不会觉得报纸头版上说我们在买地，会对我们有帮助。**我们基本上不提供投资建议。我们只谈我们的原则**。所以，关于健力士，或者其他没有出现在我们年终榜单上的公司，你能得出的唯一结论就是，它们当时的市值还没有达到 3 亿美元。

16、巴菲特的衬衫无法买到

股东：我叫唐·布雷斯卡，来自马萨诸塞州波士顿。最近我注意到你穿着一件 IZOD 衬衫，中间的图案是伯克希尔手里攥着钱。那是新的徽章吗？第二个问题是，股东们能买到这种衬衫吗？(笑声)

巴菲特：这件衬衫是非卖品。那件衬衫是别人送的礼物，股东没法买到。但你可以自己猜猜衬衫背后的意义。(笑)

17、为 B 夫人和菲利普·凯瑞特做媒

股东：我是莱尔·麦金托什，来自爱荷华州的密苏里河谷，距这里约 25 英里。沃伦，你知道这是玉米之乡，而我经营农场，现场还有其他几个农民股东，而这次股东大会正好在玉米种植这段关键时间。请问下次你能把它往后挪三个周吗？(笑声)此外，我注意到菲利普·凯瑞特(Philip Carret)上周五晚上在《华尔街周刊》(Wall Street Week)上。对不起，我不知道他的婚姻状况，但如果他有空的话，你有没有想过把他介绍给 B 夫人？(笑声)

巴菲特：哇喔，B 夫人。顺便说一句，她昨天也去工作了。大约在昨天下午四点钟的时候，我出去顺便去看她，她的身体很好。她今年年底就 102 岁了，我猜她也会在 102 岁生日那天工作。不过我还是让菲尔和 B 夫人处

理他们自己的事情吧。(笑声)

芒格：对她来说，菲利普可能太年轻了。(菲利普比 B 夫人小 3 岁)

18、我们愿意买任何东西

股东：我是来自辛辛那提的投资者肯·多诺万特。你谈到了你对收购整个外国公司的感受。我想知道你或者伯克希尔一直是在寻找机会收购我们称之为接近特许经营的公司，但也许可能是基于海外的缘故——你只会购买股票权益或部分权益？另外，你对海外公司的固定债务投资有何看法？

巴菲特：你想让我谈债券投资？

股东：对，但问题的第一部分是关于股票投资而不是收购整个企业，第二部分是关于债券投资。

巴菲特：嗯，我们愿意购买任何东西。你是问，我们在关注这些投资机会吗？其实我一直不太确定我们是怎么看的——我的意思是，它们就是在我阅读的过程中，突然出现了。除了健力士以外，我们还购买了一些注册地在美国以外的公司的股票。我们也可以购买债券，不过我们不太可能会买很多债券。但我们会做任何我们认为在伯克希尔有意义的事情，这与我们想要的运营方式相兼容。当然，我们不在乎在哪里——海内还是海外并不那么重要。

19、对于珠宝零售商来说，赫兹伯格的销售业绩非常好

股东：斯科特·斯皮科维奇，纽约。我的问题是关于收购赫兹伯格珠宝的。你能就收购价格、你的销售和利润预期，以及收购时账面上有多少债务等问题发表评论吗？

巴菲特：我们不会公布赫兹伯格珠宝的数据。但我们估计，截止到今年 2 月，该公司公布的销售额约为 2.8 亿美元，今年还会有更多。我们没有公布数据。但我可以告诉你，很明显，我们认为，从我们的股票和获取的现金的数量来看，我们认为，随着时间的推移，这将是一个非常棒的收购。这和我们在其他行业收购时应用的道理是一样的。

零售行业，正如我之前提到的，是一种需要长期保持聪明的行业，不过我们有一个很棒的经理——杰夫·康蒙特，他将负责管理。他的记录非常好，我敢打赌他的记录会保持良好。它在投入资本上获得了良好的回报，否则我们不会购买它。我们总是寻求良好的资本回报。很多珠宝企业的资本回报率并不高。我的意思是，这不是一个大多数参与者都很成功的行业。与竞争对手相比，坪效要达到不同寻常的水平才能取得成功，我们有一家这样的

公司叫波仙珠宝，现在我们有了一家这样的公司，那就是赫兹伯格珠宝。传统的珠宝店经营不是很好，但我们认为我们有两家经营很好的珠宝公司。查理？

芒格：我们经常发现私人企业的老板都患有精神分裂症。他们总想要以略高于实际价值的价格出售他们的企业，这样他们就不用交税了。他们希望他们卖出企业所获得的股票，只进行过一次愚蠢的收购，然后他们会像保护黄金一样保护他们的股票，不再进行愚蠢的收购。(笑声)

不用说，这个世界没有那么容易。我认为，随着时间的推移，我们进行的收购对双方都是公平的，平均来看，对伯克希尔来说都是成功的。我认为这样做的公司(卖给伯克希尔)，可以给想要出售的私人所有者们最好的长期价值。你不会想把你的公司卖给一个喜欢增发股票的公司。

20、保险浮存金对内在价值的估计具有重要意义

股东：杰克·格兰丁，田纳西州诺克斯维尔人。我有一个问题可能不适合伯克希尔的管理人员回答，但我想我还是会问这个问题。你在年度报告中关注的是内在价值，你建议，通过回顾后面的灰色页面，你很可能可以得出一个伯克希尔内在价值。我努力做到了这一点，我认为我得出的市盈率大约在 21 倍左右，这似乎有点高估了。巴菲特先生，我想问你，你是否愿意透露一下你认为伯克希尔的内在价值是多少？如果你不愿意这么做，你认为伯克希尔目前的股价公平吗？

巴菲特：每年我都会被以这样或那样的形式问到这个问题，我总是说，我不想破坏那些正在为自己发掘内在价值的人的乐趣。你拥有和我们一致的关键数据。我想说，除了市盈率，还有一些重要的因素。我之前提到过，例如，我认为我们描述浮存金的页面可能与报告中的其他页面一样重要。接下来的问题是，随着时间的推移，你如何配置这些浮存金？很明显，这对内在价值也有影响。我认为，伯克希尔的股价与其内在价值之比，可能与我所见的大多数股票相当。但我不想再多说了。查理？

芒格：关于沃伦谈到的寻找内在价值的事，我想到，有一位著名的英国校长曾经对每一个毕业班的学生说：你们当中有 5%的人将来会成为罪犯，我知道你们是谁。"但我不打算告诉你，因为我不想剥夺你生活中的兴奋感。"(笑声)

巴菲特：我们稍后会解释。(掌声)正如我们之前讨论过的，在内在价值以外还有很多东西，而不是仅仅是把你认为你可以在任何时候卖出的东西加起来。因为内在价值是一个预期数字，它是未来现金流折现回现在的一个

值，而**资本配置是其中很重要的一部分**。例如，你不期望浮存金会随着时间的推移而发生变化，可实际上，这将导致可能的内在价值相对于现有的内在价值出现较大的变化。

我的意思是，当我们在 1967 年购买国民保险公司时，当时它有 1500-2000 万的浮存金时，我们没有看到浮存金的价值。但如果我们能预见到浮存金的最终发展成果，那么国民保险的内在价值可能是当时大多数人认可的数倍之多，也可能是我们当时想法的数倍以上。

21、大多数人宁愿死也不愿思考

股东：理查德·杜查克，来自佛罗里达州墨尔本。我有两个问题，首先是关于股票的。我们都知道，今年第一个月我们股价涨了 25%，然后又回落了 20%。我想知道你对此的看法，如果你把这归因于畅销书，或者机构购买，或者其他，你知道，你对此有什么解释？

巴菲特：我先回答第一个问题吧。我想说罗伯特·哈姆斯特朗(Robert Hagstrom)的书《巴菲特之道》无疑对这一点产生了一些影响。这是不可能测量的，但那本书销量很好。我猜这是有影响的。

股东：好的。能再说说机构们的购买吗？因为我听说有些机构正在购买。

巴菲特：我不能说也不知道具体情况。我不知道如何把上涨的因素进行归因，但是我想说的是，这本书在那个时候确实是一个因素，假设它没有影响是不合理的。

芒格：嗯，很多买进的都是零星的，看起来很像是因为买书了才购买伯克希尔的股票。(笑声)

股东：第二个问题。我的职业是电子工程师。所以，科技行业是最感兴趣的，我想我们都会同意，至少在过去的 6 到 8 个月里，科技行业的表现是非凡的。我还看到你和盖茨先生成了朋友，邀请他来你家，等等。你们将来有没有可能收购微软，或者买一些它的股票？或者有什么你们两个可以一起合作吗？(笑声)

巴菲特：我遇见比尔的第一天，我买了 100 股，就这样了。我只是想确定从那时起我可以收到他的年度报告。这是一个个人行为，不是伯克希尔。我们不可能进入我们不了解的行业。

股东：我在想会不会有一个例外？

巴菲特：比尔是个好人，但我不会破例。

股东：可不可以利用你们这两位伟大的天才，在这个国家教育年轻人去做长期投资呢？你们可以在让年轻人在伯克希尔做学徒，也可以开一所商学院？

芒格：好吧，让我试试这个，因为我有过表现不佳的记录。(笑声)我很难让我的孩子们知道我所知道的东西。

(笑声)沃伦，也许你失败得更少。(笑声)

巴菲特：在很多方面，我的孩子比我聪明得多。查理，我有不同的经历。(笑)我主要是通过自己读书来学习的。我不认为我有什么原创的点子。我说过我读过格雷厄姆和费雪的著作。所以我从阅读中学到了很多点子。我认为你们能从其他人身上学到很多东西。事实上，我认为假如你能从其他人身上学习，那么你无需自己有很多原创的新点子。你可以将你见到的最妙的点子投入实践。

芒格：我认为还没有人能找到一种教育方法，能让所有人都明智。有些人拒绝学习的程度令人吃惊。(掌声)

巴菲特：真正令人吃惊的地方是，甚至在学习能带来切身好处的时候，都有人拒绝学习。我总是很吃惊，那么多人关注格雷厄姆(在 40 年前他就被视为证券分析之父了)，但却很少有人关心格雷厄姆的投资原理。这并不是因为人们反对格雷厄姆的投资原理，也不是因为人们学习明智的投资原理对自己没有好处，只是因为人们难以置信地不愿思考或者不愿改变。伯特兰·罗素说过：大多数人宁愿死也不愿去思考！很多人已经因为不动脑筋而送命了。(笑声)这句话放在投资理财领域非常正确。

芒格：伯克希尔被别人学了多少，不管是美国投资界还是企业界，学了伯克希尔多少？我们不是说我们的做法一定值得学习，我只认为大家不愿意改变已有的做法。

巴菲特：B 夫人一生中从未上过一天学，1937 年她以 500 美金起家，打造了一家出色的大企业，各位这个周末参观了她的家具店。你可能会说：这是值得学习的案例。B 夫人能成功，是不是因为她来到美国时还不会说英语呢？那么看到一个人在竞争激烈的行业里，取得巨大的成功，我们可以学到什么？她并没有发明出世界从未见过的东西，连她的店面都是租的，但是她还是取得了无与伦比的成就。为什么商学院不学习她呢？为什么商学院教 EVA(经济增加值)呢？这里就有一例成功的例子。她的成功是有原因的。是不是因为智商 220？不是。虽然她是一个非常聪明的女人，但是她成功并非因为某些不可复制的东西，她成功是因为她的习惯和思考方式。但是谁在学习她呢？相反，大家只把她当作一个稀罕物。在顶尖的 20 所商学院里，没有一页书告诉你应该学习很明显的大的成功案例。我觉得这很有趣，而在投资界中，这种情况我见的更多。你知道，对于一些主要商学院的管理学教授来说，想到他要来家具市场逛一逛，(笑声)再研究一个坐在高尔夫球车里的女人，我的意思是(笑声)如果他们这样做，他们会过得更好——但你可以这样做。

22、现在就做你喜欢做的事，而不是以后

股东：我是吉姆·卢克，来自亚利桑那州凤凰城。我已经有 10 年没参加过你们的年会了。我记得最后一次，是在水边的红狮旅馆。我祝贺您的成功。

巴菲特：谢谢。

股东：我真希望当初我买了更多的伯克希尔股票。(笑声)但和查理一样，我也一直把自己的钱捐给慈善事业。因此，您的行为在整个经济中得到了回报和产生了积极的影响。我祝贺您们。

巴菲特：不，是我应该祝贺您。

股东：我也是本·格雷厄姆的学生，我记得他说过：这本书的读者群之广、读者之少让我感到吃惊。我想请问，在过去的十年里你有什么变化？

巴菲特：如果我们想改变，我们早就改变了。我从来不相信什么假如我有 2 倍的某物或某能力，那我就做点不同的事情，或者我可以先做我不喜欢的工作，再做我喜欢的工作之类理论。人生如白驹过隙。**我们应该做自己喜欢的事情。查理和我一直都做自己喜欢的事情。**

23、“我们让击球率是 40%的击球者，按照他们想要的方式进行挥棒”

股东：彼得·波玛，来自芝加哥。每年，你都要让你的子公司把支票寄回奥马哈。请问子公司的负责人拿多少百分比作为奖金？你如何设定这个数字？

巴菲特：嗯，我们在不同的公司有不同的奖金安排。如果像伯克希尔这样，拥有如此多不同经济特征的公司，或者存在着如此多不同经济特征的公司，试图用某种公式来为所有这些不同公司的管理层支付薪酬，这将是一个巨大的错误。目前，我们有四家公司，管理层拥有其中一部分。**我们对不同的公司有不同的安排。**

有一些企业根本不需要进行新的资本投入，它们不需要大量的资金，甚至根本不需要任何资本支出。我们不相信任何需要大量投入资本却没有好回报的生意。有些公司业务很容易，有些公司业务比较困难。我们的薪资，会考虑到这些方面。

我们只是坐下来，试着弄清楚，在每个企业中，什么是有意義的。这通常不难算出来。我是说，**我们想要公平的薪资方案。**但对于最好的管理者，我们不会通过薪酬来改变他们的行为。不过我们可以教他们，我们是如何看待资本分配的。就他们对商业的热情、想象力、市场营销等而言，基本上我们通常是在这些人留任的情况下，

去购买他们的企业的。

首先我们认为，如果不公平对待人们是很错误的行为。如果不公平对待他们，他们就会怨恨，这是可以理解的。所以我们试着**建立一个系统来奖励我们想要奖励的东西，并且公平地对待他们**，让他们明白自己受到了公平的对待。我不认为我们有任何两家公司有相同的安排。每家公司的情况都不一样。

顺便说一句，这也适用于他们自身的薪酬结构安排。我们很少干预子公司的员工薪酬方面的安排，可能只有一两次。我们有些企业有预算，有些则没有。我们没有给总部的预算。**我们让击球率是 40%的击球者，按照他们想要的方式进行挥棒。**其中一些，你知道，有一些不同的举措，但总的来说，他们是非常有效的。他们觉得——我们也希望他们觉得——他们拥有自己的事业。如果一个独立富有的人把公司卖给了我们，我们开始教他们如何挥杆，他们会很快告诉我们该怎么做，因为他们在生活中并不需要别人来教育他们。

我们要做的是创造一种情境，或者维持一种情境，**让他们在做他们所做的事情时，比他们在生活中所能做的任何事情都更有乐趣，这就是我们设计薪酬方案的目的。**同时，我们必须公平地对待他们。查理？

芒格：我没什么要补充的。

24、外汇让我感到困惑

股东：罗杰·希尔来自威斯康辛州拉辛市。我们能听听你对外汇市场现状的看法吗？你认为我们有美元的问题，还是日本有日元的问题？

巴菲特：我们让查理来回答这个问题。(笑声)

芒格：我没啥说的。(笑声)

巴菲特：这可能是一个很好的问题，但问题是，每当我说，"这是一个很好的问题，"这可能是因为我不知道答案。我不知道答案。坦率地说，外汇让我感到困惑。我认为在购买力平价是一种很好的分析方法。但是购买力平价并不能很好地指导汇率在短期、中期甚至长期内的表现，因为世界很大存在各种可能。有时它会通过高通货膨胀率来适应货币贬值。通常情况下是这样子的。相对于我们的货币，我们还没有做到这一点，但相对于其他一些重要货币，我们就是在贬值。

对不起，这方面我没有很好的答案。

25、我们不再寻找便宜货，但它们确实存在

股东：大家好，我是来自俄亥俄州辛辛那提市的霍华德·温斯顿。我的问题是，你曾多次说过，你看到了很多很棒的股票，但因为它们规模太小而无法投资。鉴于今天在座的许多人的美元投资门槛较低——(笑声)

巴菲特：这些股票有名字吗？(笑声)

股东：这就是我想问的。(笑声)

巴菲特：我们不观察小盘股。我们之所以认为假如你的资本额较少就能找到相当多的机会，是因为情况一直都是这样的。很显然，根据我多年来的观察，**一般来说，盘子越小，关注的人越少。**假如你一个月只能拿出 10 万美元购买股票，那么比起一个月要拿出 1 亿美元买股票的人，**你能找到更多的市场无效率的机会。**我这样说并不是因为我知道 25 家好企业，但却无法投资。而是说我不再观察那个投资领域了，因为假如规模不适合我们，那就不值得去分析。不过我真的认为假如你的资金很小，你就总能找到非常明显的市场无效的机会。

当我刚刚开始投资的时候，我逐页阅读了穆迪和标普的资料册。那可能有 2 万页厚，然后我就发现了很多东西，经纪人报告或者任何这种资料中都没有我的这些发现。有很多企业就是这样被忽视了。这种机会能够被找到，但没有人能告诉你这种机会在哪里。我想，以前是这样的，现在也该是这样吧，当然以前的小盘股可能现在涨成大盘股了。查理？

芒格：我还记得你当年买了一份猎鸭俱乐部的会员证，那个俱乐部有块油田。买猎鸭俱乐部会员资格，真还不如去捡雪茄烟屁股。(笑声)

巴菲特：其实那并不是很糟糕的雪茄烟屁股。当时那个俱乐部有 98 股流通股。那个俱乐部原名叫三角洲猎鸭俱乐部(Delta Duck Club)，由 100 个人凑钱成立，除了两个人没掏钱以外，其他 98 个人每人出 50 美元，所以只有 98 股流通股。俱乐部买了路易斯安娜州的一块地。有一次，某个人一枪打歪在地上，结果枪眼里涌出了石油和天然气。(笑声)俱乐部遂重新命名为 Atled，也就是 Delta 倒过来念，从中可以看出这群人蛮有意思的。

几年后，油价每桶 3 美元，这块地的特许开采权每年带来 100 万美元的进账。俱乐部的股票卖到 29000 美元一股。当时每股税后利润大约是 7000 美元，税前大约是 11000 美元，而且每股还有 20000 美元现金。而且那块油田能开采很久。

有时候我用这件事来嘲笑有效市场理论。每股价 29000 美元，每股现金 20000 美元，加上每年特许开采权收入每股 11000 美元，当时天然气价格 25 美分，石油价格 3 美元。你说这价格是有效市场么？我可不觉得。所以

你能够在小规模投资中找到机会。我很乐意把我所有的猎鸭俱乐部的会员证都卖给你。(笑声)

26、避免诉讼的秘诀："你不能和坏人做一笔好交易。"

股东：伯克希尔如何保护自己免受喜欢法律诉讼的律师的伤害？美国企业是否有可能在与律师打交道的财务和耗时成本中生存下来？

巴菲特：嗯，这是个好问题，我们可能比任何一家在美国拥有 250 亿美元市场价值的公司面临的诉讼都要少。但是，你知道，我们有一次在蓝筹股邮票公司被起诉，那是涉及多少钱，查理？

芒格：很多。

巴菲特：对。诉讼是无法防止的。毫无疑问，迄今为止，我们遇到过很多无聊的诉讼，这些诉讼能浪费我们的时间和金钱，特别是时间。假如你遇到这种诉讼，我有一招：第一，不掏腰包；第二，要是诉讼你的那一方给你添堵，你也别客气，以牙还牙，努力也给他添点堵。不过迄今为止，我们还没遇到这样的情况。查理？

芒格：对。我想告诉大家一个奥马哈故事，这个故事展示了伯克希尔尽可能减少诉讼的技巧。当我还是一个小男孩的时候，我父亲是奥马哈的执业律师，有一天我对父亲说，"X 找你，你对他殷勤备至，可他是一个奸诈的吹牛大王啊。而格兰特·麦克费登找你的时候，你却几下子就把人家打发了，可格兰特是个大好人。为什么呢？"(笑声)我父亲看着我，就好像我有点智障一样，"查理，格兰特·麦克费登对自己的员工很好，对顾客很好，对每个人都很好。就算有些不开窍的人找他麻烦，他也能轻松脱身。"我父亲继续说，"但从像格兰特·麦克费登这样的人的身上，我可赚不到足够的钱供你上学啊。"(笑声)"哈，至于 X"，我父亲说，"他就是一个活动的地雷，官司会不断的。所以对于一个律师来说，这可是一个好客户。"我从我父亲那里学到一招，那就是学格兰特·麦克费登的做法。我得说，当格兰特·麦克费登这样的人的确能远离麻烦。我认为沃伦在很小的时候，就独立发现了这个做人的诀窍。这可省了我们不少事情。这是一个很好的做人方式。

巴菲特：基本上，我们的态度就是和坏人不可能做成一笔好交易。我们不指望靠协议或者任何尽职调查来保护自己，我们早就把尽职调查抛诸脑后了。只有和我们喜欢、赞赏而且信任的人合作，才能够长期合作愉快。坏人会以各种方式惹火你，但是你赢不了坏人。回避这些人是很有好处的。我们开始的时候就是这样认为的，然后我们的一些经历更加使得我们对这点深信不疑，所以这就是我们的行事风格。

27、为什么只有一家波仙珠宝

股东：我是来自内布拉斯加州朗派恩的克拉伦斯·卡弗蒂。我想知道我们是否可以通过在美国的某个地方开设另一家波仙珠宝呢？

巴菲特：嗯，这是一个关于波仙珠宝和内布拉斯加州家具市场的有趣问题。它们的主人——你可能知道——从历史上看，是同一个家族。我是说，是 B 夫人妹妹的家族买下了波仙珠宝，但实际上，这也几乎是从零开始的。这两家公司都给客户提供了令人难以置信的选择——大量的低价产品，低运营成本，等等。

对多个地点经营，很明显，会从名声中受益。但考虑到一些可供选择的产品数量，你也会失去一些东西。比如一家波仙珠宝大概能贡献 5000 万美元的营业收入，当有人想买戒指、珍珠项链或类似的东西时，他们会在波仙珠宝这家店看到的商品，比他们在 20 或 50 个地方看到的要多。同样，如果给定了一个经营位置，那就给定了运营成本，如果你有大量的店在不同地点，很难匹配好这些运营成本和经营位置的。我认为这些企业在这种模式下更容易取得成功。

现在，赫兹伯格珠宝(Helzberg's)将在全国各地的商场为人们带来商品。通过这种运作模式，他们会做得非常好。但波仙珠宝不是赫兹伯格珠宝，某种程度上来说，他们是不同的——他们的客户群体是不一样的。查理的朋友索尔·普莱斯(Sol Price)创办了第一家大型批发仓储店 Price Club，他说自己成功的部分原因是找到了自己不想要的客户。我想那是对的，不是吗，查理？

芒格：对。

巴菲特：你必须弄清楚你擅长什么，你真正能给谁提供一些特别的东西。波仙珠宝为人们提供了一些非常特别的东西，但在某种程度上，它只限于一个地点。在那里你可以看到几乎任何你想要的珠宝，比你在世界上几乎任何地方看到的都要多。这会把人们带到那里，或者把男人带到那里。这就使得你的运营成本，比其他人在没有这种吸引力的情况下的运营成本低了 20%。而这反过来又能让你提供更低的价格，从而维持这个正向循环。我的意思是，这很难复制，想在 10 个地方同时这么做，效果可能不会很好。这是一个你可以不断问自己的问题，比如麦当劳决定开第二家店时，它确实做得很好。(笑声)

28、推动 ROE 的因素

股东：沃伦，我是来自印第安纳州埃尔克哈特的弗兰克·马丁。你写了大量关于美国工业的股本回报率(ROE)不变的文章，作为一个整体，它被困在 12-13% 的范围内。现在我们 ROE 在均值之上，那请问你看到了什么因素会

使得这个数随着时间回到均值呢？

巴菲特：的确如此。过去几年的 ROE 比平均水平高。最新一期的《财富》杂志上有一些有趣的数据，这些数据是财富 500 强企业的回报率(当然，500 强的成员在不断变化，每隔十年，就沧海桑田)，数据显示回报率趋向于稳定在 12-13%之间。一些企业的 ROE 上升了一点点，是因为这些企业把医保成本计入了资产负债表，因此减少了股东权益。你采取的任何能降低股东权益，但不影响销售额的措施都会提高你的 ROE，所以，其实是美国公司用把医保成本列入资产负债表的方法，提升了股权回报率。我的观点可能不正确，或许美国企业能取得 15%左右的回报。不过长期来看，竞争因素将会压低回报率。仔细想想，12%或 13%其实也不坏。在利率 7%的环境下，资本投资股市能够比投资别的东西得到更多的回报。假如要我猜测未来十年美国企业的平均回报率，那么我会猜一个在 12-13%之间的数值。查理？

芒格：我认为所有的已公布的平均回报率都被高估了。这些都是最大的公司，这些都是胜利者。还有很多低回报的公司，它们都没有被统计进去。所以，假如美国企业哪怕平均能达成 13%的税后资本回报率，那么我就觉得很了不起了。

巴菲特：这不算大事，但是也不该被完全忽视，那些数字没有把股票期权成本计算进去。美国股东可是为股票期权成本掏了腰包的。所以美国的股东其实没有真的得到那样的股权回报率，当然，股票期权成本不是一个大因素。不过我认为这个成本能占到千分之二或千分之三，但这项成本却被忽略了。假如你们允许我忽略成本，那么我也能报告一个更高的股权回报率。(笑声)

29、伯克希尔子公司的资本回报率

股东：来自纽约的杰夫·佩斯金。我有个问题要问你。你曾经写过，当你考虑收购一家企业时，你会注意到他们是如何分配资本的。我的问题是，一旦你收购了一家公司的股份，你会发现，仅仅因为你在帮助分配资本和支付薪酬，就能让一家公司获得更高的回报吗？或者通过伯克希尔拥有公司的大部分股份，也能增加资本回报率，这是为什么呢？

巴菲特：这个问题问得好。毫无疑问，若一家企业有很高的资本回报率，而且无法对自己再投资，那么我们将这家企业的资本拿走，就能极大地提高长期业绩。因为若这家企业的钱没好去处，则最后很可能会被不管三七二十一地乱花掉。我们有广阔的投资领域，我们可以拿走钱，用来买进可口可乐股票，投资另一家好企业，而很

少有经理人有能力这样做。这就是我们能给伯克希尔带来的好处。

在另一方面，**我们也能给予快速成长中的企业提供资金支持**。比如说赫兹伯格珠宝店，这是我们最近并购的一家珠宝店，在我们旗下它就有能力更快成长了，虽然我也报不出实际的数据。假如一家公司 ROE 是 20%，每年成长 25%，那么就迟早会觉得资金紧张。很显然，**我们很乐意向 ROE 是 20%的成长公司提供更多的资本**。所以加入我们的子公司是有好处的，既可以把资本交给我们投资，也可以从我们这里得到资本。

而且我们也能在一些我们自己也体验过的场景中提供帮助，企业界，特别是上市公司有很多繁文缛节，当我们的子公司这些就可全部省略掉了。在某些公司，仅仅是为了准备参加委员会、董事会等等你要亲自出席的文山会海，就要浪费很多时间。我们完全没有这些东西，将来也不会有。所以**我们将子公司的管理层解放出来，使他能将 100%的时间用在思考怎样使企业更上一层楼上面**。假如子公司有多余的资金，也不必担心不知道怎么用掉。假如子公司的好业务需要更多的资金，那么我们会提供。所以当我们的子公司是有好处的。查理？

芒格：我认为我们对子公司的最大贡献是我们有所不为。(录音中断.....)

30、“高等数学”在投资中没有任何作用

股东：我的第一个问题是，你说过你很难再像过去那样增长了，因为公司已经发展得这么大了。我想知道你能否详细说明一下。我的第二个问题是，我读到文章说你和数字打交道的本事非常好，你能心算。我是学数学的，但对于企业我懂的很少。我该读些什么或怎么做才能学会更好地投资呢？

巴菲特：好了，先说第一个问题，我的意思是，让我们在这个规模基础上保持快速增长是不可能的。这就是答案，我们不能在 120 亿美元的基础上以 23%的回报来计算复利。我们不知道该怎么做，如果有人认为我们能做到这一点，那就大错特错了。我们认为我们的投资仍然可以做的足够好，但是，之前很高的复合回报率，部分原因是我们的起点并不是 120 亿美元。我们在世界上从来没有见过像这样的复利回报率。所以，我们会忽略这部分，但是我们仍然可以做一些聪明的事情。

说说第二个问题。**高等数学在投资中没有用处**。不过理解数学关系，能够进行所谓的量化或数字化，一般是有帮助的。当某个领域的某个东西还关联到其他领域的什么东西的时候，那些能告诉你何时行得通，何时行不通的技巧是有用的。不过这并不需要极强的数学能力。这需要一定的数学意识和计算能力。我认为能够看到这一点是有帮助的。

我想，查理和我在阅读一家企业的资料时，总是会将其与别的几十家企业相比较。我们已经习惯成自然了。

你应该总是以某种方式进行排序和筛选——这就像棒球中的球探，在考虑一个棒球运动员与另一个球员对抗时会怎么样。试想，你只有一个特定的号码，然后想着，“一个人可能更快，一个人可以打得更好”等诸如此类的事情。

它总是在你的脑海中，你在以某种方式排序和选择。

我觉得最好的方式莫过于大量阅读。假如你每年读几百份年报而且读过格雷厄姆和费雪等人的书籍，那么很快你就能够看出你面前的企业是好是坏了。查理？

芒格：我想，要相互比较企业，美国能找到的最好的数据应该要数《价值线》(ValueLine)上的数据了。

巴菲特：我同意。

芒格：《价值线》的数据覆盖 15 年，它是对美国很多大企业最好的一步到位的描述。我无法想象投资行业中持有普通股的人有谁的书架上会没有《价值线》。

巴菲特：假如你对各种行业中的不同企业都心里有数，那么你就有很好的背景知识进行衡量。假如你从没看过棒球赛，也没看过统计数字，那么你怎么能知道 30% 的打击手是不是一个优秀的打击手呢？你要知道你所考虑的目标处在拼图中的什么位置。《价值线》每 13 周提供一次数据，假如你浏览这些数据，那么你就能对美国企业长期情况心中有数。

芒格：顺便说一下，我根本不看《价值线》的时间性评级和股票评级。

巴菲特：那些评级没有任何意义，它们列出来，实在是太糟糕了。重要的是统计资料，而不是评级。

芒格：我希望能够看到尽可能久远的数据，可是他们只提供过去 15 年的数据。

巴菲特：不过我把旧杂志保存起来了。(笑声)

芒格：你知道，我希望我在办公室里也有，但我没有。

巴菲特：查理和我都喜欢研究历史，可能我更喜欢一些。假如我现在考虑买可口可乐，我就会去找 1930 年代《财富》杂志对可口可乐的报道。因为我喜欢能有大量历史资料在手头，这些历史资料可以让我知道企业在长期是怎么演化的，什么东西没变，什么东西变了，等等所有的一切，可能我这样读历史资料，出发点与其说是为了决策，不如说是寻找乐趣更多一点。我们试图买进永久持有的企业，如果你也持这种思路，那么你可能也需要回顾历史资料，看看永久持有会是什么样子的。

31、管理层对富国银行产生了影响

股东：若干年前，当你第一次买进富国银行的时候，我也看了富国银行，看不出它哪里比其他银行好。我想，现在所有的人都能看出富国银行比几乎所有的银行好了。现在你买了 PNC 银行。这一次我又看不懂它好在哪里。(笑声)那么多银行可以买，你却买了 PNC 银行，你看中了 PNC 银行的哪一点？

巴菲特：我们不提供任何股票方面的建议。不过，至于过去的富国银行，那是很明显的。我对 Carl Reichardt 有所了解，而且当时对 Paul Hazen 也略有了解，我见过他们而且拜读过他们的言论。他们毫无疑问与普通的银行家不同。然后问题就是，这点不同之处对他们掌管的银行的业绩有多大影响？然后，就遇到了惊涛骇浪。我想，之前发现的他们那些做人的与众不同之处，可能帮助了他们在惊涛骇浪中表现出色。

芒格：我想稍稍补充一点，富国银行是一个非常有趣的案例。富国银行非常集中于房地产贷款，而这个领域在过去的 50 多年里是最惨淡的。假如富国银行平平无奇，那么只要出现业内平均水平的坏账，就足以叫富国银行倒闭了。我们当时赌富国银行的房地产贷款远远好于业内平均水平。实际上的确如此。而且后来富国银行处理房地产贷款也比业内平均水平好很多。其他人都认为，在房地产行业和银行业有问题的时候，集中于房地产贷款的富国银行会很惨。当时他们都认为富国银行会倒闭。我们当时认为，富国银行的贷款质量和收取贷款的手段都好于其他银行，所以富国银行会安然无恙，结果真的安然无恙。

巴菲特：假如我们不深入一点思考，而是就看看那些数字，那么我们就不会作出买进富国银行的决定。

32、股东权益为正或负没有什么神奇的

股东：大卫·卡尔，北卡罗来纳州达勒姆。丹碧丝(Tambrands 卫生棉生产商，1997 年被宝洁并购)和美国烟草(UST)这两家公司，几乎只生产一样产品，看起来似乎有进入壁垒，销售额成长潜力和定价能力，而且他们还有以股票回购方式将现金返还给股东的策略。这两家公司都在自己的股票相对于内在价值打折扣的时候借债回购股票。最近这两家公司都遇到一个问题，因为这两家公司在认为自己的股票很便宜的时候，借债回购股票，所以股东权益成了负值。这两家公司的长期现金流情况看起来能承受这样的债务。你可以评价一下计算股东权益的会计方法吗，管理层是不是应该关注股东权益在会计报表上的数字呢？

巴菲特：我认为股东权益是正值还是负值没有什么神奇力量。可口可乐的股东权益是 50 亿美元，市值是 750 亿美元左右。假如可口可乐用 100 亿美元回购股票，那么股东权益就会是负 50 亿美元，可口可乐是不会这么做

的，我也不会建议他们这么做。但是可口可乐公司有良好的信用。假如有人愿意用 750 亿美元买下它，就会得到 50 亿美元的有形资产和 700 亿美元的无形资产。股东权益是正值没有什么神奇的。例外很少，事实上我想不起任何例外。我认为股东权益为负值没有任何问题，尽管可能这种情况会使得公司不得不停止回购股票。你得查一下当地的法律法规。

但任何时候，比如杠杆收购中的公司或其他公司，以高于账面价值很多的价格被收购，如果他们借了足够多的钱，那实际上，与之前的股东权益相比，他们创造了负的股东权益。这只是一个虚构的数字，关于收购中双方之间的数字。假如你的钱无处可用，那么你就该回购股票。是否该回购股票要根据管理层的具体情况来判断。假如有些管理层有不错的资本配置本领，那么就该将钱用于资本配置，而那些技能集中于管理自己企业的经理人就**应该回购股票**。假如公司有意做一些企业需要或者对企业有益的事情，那么股票回购只要是在你认为股价低于内在价值的时候，都是符合逻辑的选择。很显然，股价相对于内在价值打折越多，股票回购的吸引力越大。查理？

芒格：一般而言，可口可乐股东权益为负也没关系。不过通用汽车若也如此就有问题了。我认为正的股东权益还是能说明一点东西的。

33、在竞争激烈的信用卡业务中寻找赢家

股东：爱德华巴尔，莱克星顿，肯塔基州。有两个问题。首先，你之前提到了美国运通。我很好奇，信用卡使用量只占有所有交易的 10%，而且这一比例在未来一段时间内可能还会继续增长，这是否是你做出决定的一个因素？另一个问题涉及银行业务的持久性，以及未来几年可能出现的其他渠道，包括微软与 Intuit 合并的可能性。

巴菲特：首先，你提到的那些数据，对我们影响不大。我们认为信用卡会继续存在并增长。尽管在某一时刻信用卡业务增长会达到极限，但考虑到人们的杰出表现(未偿还的信用卡债务)，信用卡业务还能增长。信用卡是一个非常庞大的领域。问题是，谁有优势？事实上，已经有很多机构进入这个领域了，大家都有很多不同的方法来经营。假如你也经营信用卡业务，你就最好能有些办法能够使自己的部分业务，最好是大部分业务，胜过其他人。否则，你无法在资本主义世界中活下来。信用卡的顾客很乐意更换服务提供商。假如你的卡有别的卡所没有的优点，那么人们就很乐意换用你提供的卡。所以**做信用卡生意，就必须得在某些领域中有某种优势才行**。所以信用卡市场总体上的成长在我们眼里并不是一个大因素。问题是弄明白谁会在游戏中胜出，谁会在游戏中败北。

第二个问题是个好问题。你肯定看到了银行分支机构的价值大幅缩水。过去，管理层对自己拥有多少分支机

构感到无比自豪。曾经，银行为了能够得到开设分支机构的允许，会动用政治影响力等等一切手段。在未来 20 年里，银行业可能会发生重大变化。到底谁会受益，谁会受伤，这是一个很难回答的问题。我并不认为未来 5 年内银行业就会出现大变化，但是我预期在未来 20 年里会有大变化。很多人都对银行业务跃跃欲试，包括你之前提到的微软在内。也许这些企业和银行搭伙会有优势。这得骑驴看唱本——走着瞧。当然这些企业也有可能找出办法绕过现有的银行。这是一个投资时要考虑的问题。查理？

芒格：有一家很有趣的企业，绕过了银行进入了银行界，这就是美林证券。美林证券依靠自己的现金管理账户，大规模地进入了银行业务。我认为这类创新还会层出不穷。

巴菲特：那本书的名字叫什么来着？

芒格：也许莫莉记得。(问台下)你给我的那本书是什么？就是写信用卡的历史那本。

巴菲特：是 Joseph Nocera 写的吗？好像叫做《A Piece of the Action》(1994, Joseph Nocera)。是在 6 个月到 1 年前出版的。写的是信用卡业务的辉煌历史。假如你读了那本书，你就会对因为资金流动而造成的改变有所了解。我猜，假如未来 20 年里再写一版，那么就会有很多东西可写。

芒格：这是一本非常棒的书。在场的各位要是得到这本书，大多数会手不释卷。这是一本描写经济发展的书，以非常有趣的方式描写了当时人的背景情况。

34、对 SunTrust 和 PNC 的护城河无可奉告

股东：亚当·恩格尔，来自科罗拉多州博尔德。我想知道你能否评论一下你在 SunTrust 和 PNC 城堡周围看到的护城河。

巴菲特：嗯，我认为我不应该对这样的具体持股发表评论。但是，我想说的是，这可以以一种普遍的方式来看待这些问题，就像看待银行业务一样。然后你要试着找出两家公司的优势和劣势。但是，再说一遍，我不想破坏你们的乐趣。

35、芒格希望对所罗门"自作聪明"的评论没有发生

股东：我叫鲍勃·麦克卢尔。我来自美国，但我住在新加坡。大约一周前，在《亚洲华尔街日报》(Asian Wall Street Journal)上，芒格发表了一篇评论，特别指出，拥有所罗门兄弟就像拥有一家赌场，赌场的前面有一家餐厅。(笑声)赌场避开自营交易，而餐厅则转向所谓的客户驱动业务。如果这个归因是正确的，你能详细说明你为什

么这样看待这个行业？

芒格：我不认为这是完全正确的，虽然我有时说话比较简练。(笑声)我经常以一种与团队合作的方式发言，但不一定适用于其他地方。每隔一段时间，当你断章取义地引用那些睿智的评论时，我非常希望它没有发生。现在就是这样一种情况。(笑声和掌声)

巴菲特：但这不会在未来阻止他。(笑声)或者我。

36、与 GDP 相比，国债现在并不可怕

股东：两个问题。第一个问题，当你看美国的资产负债表的时候，你是否觉得美国的国债很吓人？

第二个问题，既然可口可乐是那样的好投资，你为什么不再多买点呢？

巴菲特：第一个问题是关于美国资产负债表的——我们的国债达到 GDP 的 60%多。

芒格：我们的国债达到 GDP 的 60%多。

巴菲特：对，不过美国公民的未来收入也是一项资产。至于美国国债占 GDP 的比例，在二战结束时，至少是 GDP 的 125%，可能在 150%左右。当然，当时的债务利息比现在低很多。当时其中很多是储蓄债券，利息只有 2.9%。但是当时相对于 GDP 那样高的债务(我并不提倡这样债台高筑)，最后却证明是可以承受的。事实上，美国的国债在逐年下降，一直到 1980 年代初才开始上升。在过去几年里，国债相对于 GDP 的比例其实下降了。

关于背多少国债才算过度这个问题，有很多衡量方法。不过我认为假如要选一个统计数据来观察，那么就看国债占 GDP 的比例，就好像观察一个人债务占收入的比例一样(GDP 相当于一个国家的收入)。然后问题就是收入有多稳定了。我并不认为目前的债务水平相对于经济而言有什么吓人的地方。我喜欢它随着时间的推移而下降而不是上升的想法。如果它一直向上，就会变得很尴尬。比如说，我想意大利的国债已经达到 GDP 的 150%了。假如负债达到这么高的比例，利息率为 8%，那么光支付利息就花掉 GDP 的 12%了。假如你给美国建一个资产负债表，那么可能就会有点有趣。在债务栏，有 4 万亿美元净负债，还要加上刚才查理说的很多养老金债务。

不过我们也有很多资产。例如，政府有 35%的利润收益，也就是说所有企业利润的 35%归政府。所以在税率为 35%的情况下，美国政府就相当于持有所有企业 35%的股票。这样看，政府也持有伯克希尔很多股份，我们每年都要写支票给政府。我们不写支票给你，但我们得写支票给政府。我们把你们的利润重新播种，从而为政府产生更多的价值。

芒格：你这是想鼓励大家？(笑声)

巴菲特：假如你可以买下美国所有企业未来的利润，那么你愿意出多少钱？你得出一个非常大的数字。假如你可以买下收入高于 X 的所有人的个人收入的一个百分比，而且将来还可以有权改变 X 值(个人所得税起征额)，那么你出多少钱？这也是个非常大的数字。(笑声)

所以说美国政府的资产着实不小。美国政府的债务也着实不小。但是这个国家的偿付能力也着实不小。我不希望看到债务以任何快速的速度增长。我不希望看到它上升，尤其是以快速的速度上升，因为如果它占 GDP 的比例上升，很多事情就会发生变化。

假如你告诉我，10 年后国债将会达到 10 万亿美元，不过占 GDP 的比例还是不变，你说我会紧张吗？根本不紧张。我预期国债金额会越来越多。有些观点认为国债金额增多其实是明智的。但是**我认为债务占到收入的百分比增高不是好事**，因为这引发了很多其他的事情。因此，我对过去几年发生的事情表示欢迎，也就是说，与过去 10 年或 12 年的趋势相比，这一数字出现了小幅下降。查理？

芒格：总的来说，我同意你认为国债很多并非完全是坏事的看法。至于过多国债的负面影响，政客滥发国债的行为虽然不好，但是伟大的资本主义美国也应该能承受。这好的一面，我不认为我们应该被吓倒。**假如有什么事情真的会伤害到美国，那么应该就是发债上瘾**。你明知某事不对，但去做却又能得到好处，结果会越陷越深。

巴菲特：伯克希尔有七八亿美元左右的债务，此外，我们还有 30 多亿美元的浮存金。在 25 年前，这些数字在我眼里曾是非常巨大的。不过我们是你能找到的所有公司中财务最保守的一家。十年后，我们可能借更多钱，但仍只占到很小的百分比。所以讨论债务的时候不能离开偿还能力。美国现在的财务情况可能比 1947 年更好。

第二个问题是个好问题。我们去年买了更多的可口可乐，这是一个不错的衡量标准。可口可乐是一条准绳，并不等于我们不能买其他的东西。现在我没有计划买更多的可口可乐股票，但我并不会将加仓的选择排除在外。**当我买其他企业的时候，我就会问：为什么我宁愿买它而是增仓可口可乐？(机会成本)**

芒格：他说的东西实际上对所有投资者都很有用。沃伦说他在考虑买进其他东西的时候，把可口可乐当作一条准绳使用。对于一个普通人来说，最好的东西莫过于一条准绳了。**假如一样新东西不比你已经发现的东西更好，那么就认为这新东西达不到你的门槛。这样就能将你见到的 99% 的东西排除在外。这样可以省心很多。基本上商学院不会教你这一招的。**

巴菲特：这就是为什么我们认为机构投资者的做法很笨的原因。机构投资者会作出这样的决定，比如放 4% 的资金进国际股票或者 3% 的资金进新兴市场或者别的什么类似配置，他们这么做是因为别人也这么做。我认为，**向某项目投资的唯一理由应该是这个项目比已经找到的投资项目更好**。就算那些机构衡量了自己的投资，发现了非常好的投资机会，那么为什么只投资 3%，要把 97% 的资金放在别处呢？不管怎样讲都完全讲不通。但是机构委员会喜欢这样，机构的投资经理要跑来跑去开会……

芒格：他们有意采取一种投资手法，使得自己不能发挥智慧和能力。若你说这是笨到家了，那你说的不错。我认为德国哲学家尼采说得很好，他说他嘲笑那些认为“自己有一条瘸腿，就能走的比其他人好”的人。我的意思是，他们实际上是在蒙蔽自己，然后在商学院里教我们的孩子如何做到这一点。很有趣，你不觉得吗？沃伦的意思就是，**当你要决定去做某事的时候，将其与你已经有的最好的机会相比较**。假如新机会并不更好，那么你干嘛要去抓住它，难道因为别人告诉你需要放 2% 的资金进国际股么？

37、买伯克希尔还是让你的基金经理放手？

股东：嗨，我的名字是马克惠勒，我来自俄勒冈州波特兰市。我有几个鸡蛋在你的篮子里。我祖母总是说：“不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里。”我有一个问题，我想你在几年前的一篇关于小艾布纳投资方法的报道中回答了这个问题。假设我有 10 万美元，我决定再买四五股你的股票，也就是买入并持有四五年。

我还有一个基金经理——我已经有一个了，他做得很好，年化回报 10-15%。但他一直在交易，交易记录把我的邮箱都装满了。我想我的问题是，我怎样才能找到对我更有利的方案？换句话说，买伯克希尔，这是我喜欢，显然我在这里，所以我对它很感兴趣；或者继续持有我的基金经理，他似乎正在疯狂地从我的账户中挤出利润？

巴菲特：好吧，这总比让经纪人把钱从账户里翻出来要好。(笑声)如果他能拿到管理费，他的动力就会小一些。但是我不能回答你的问题，在那种情况下你应该做什么决定。但我想说的是，如果你是对的，从这个意义上说，如果你买了伯克希尔，你应该考虑持有伯克希尔很长一段时间。我们不知道伯克希尔明年将怎么样，不管是内部经营方面还是外围市场的方面。但我们更关注伯克希尔内部经营方面。我们不关心市场的表现，我们只关注伯克希尔的内在价值。

你知道，最后，**当我们拥有伯克希尔的时候，我们并不认为我们所有的鸡蛋都在一个篮子里，我的意思是，**

我们有很多好的业务。但是如果你说的是，就一个实体公司而言，忽然从某个地方来了巨大的诉讼或类似的事情，这的确有可能。但如果你从一个实体隐含的商业风险的角度来考虑，伯克希尔可是有很多不同的好业务。事实上，我们可能拥有我所能想到的最好的公司。

毫无疑问，你的基金经理也会有优势，因为他的规模比较小，这给了他更大的机会。与用自己的资金进行投资的个人相比，我们在税收方面并不是完美无缺的。我们在税收方面，对那些永远拥有伯克希尔的人来说很好。但就税收而言，伯克希尔并不是为那些只拥有它一年或更短时间的人而准备的。查理，说些啥吧？

芒格：我没什么要补充的。

38、"我们喜欢坦诚的人"

股东：我是杰夫·约翰逊。我很高兴从俄克拉荷马州的塔尔萨来到这里。我有两个问题。首先，我希望你能解释一下或者提供一些意见，为什么财产意外保险公司的投资者愿意接受低于平均水平的回报。第二个问题和你昨天给我的答案有关，你说你的直觉与你的投资决策无关。我想知道你和芒格先生对你是否喜欢某个人的评价是否带有主观性，你是如何决定你是否喜欢城堡的主人的？

巴菲特：我不知道。查理，你想回答第二部分吗？

芒格：我们谈到了代理人成本。代理人成本有两种。一种是经理人掏股东腰包为自己谋取利益，另一种是经理人虽然并不损公肥私，但因为天生愚蠢，所以做蠢事。不管怎样，作为股东，这对你来说都是非常昂贵的代价。所以，你必须判断人类性格的这两个方面，它们非常重要。另一方面，有些企业非常优秀，在管理团队中，他们可以很容易忍受一些愚蠢。虽然我们喜欢完美的人，但我不认为我们总是和他们一起投资。

巴菲特：一般来说，我们喜欢坦诚的人。假如有人在耍花招或者报表里不诚实或者偏斜，我们一般能看出来。和坦诚的人合作容易多了。我们还喜欢聪明的人，我们也喜欢专注的人。其实并不复杂。有很多经理人处于中间位置，我们既不觉得他们好，也不觉得他们不好。然后我们发现一些人我们知道我们不想和其打交道，有一些人我们知道我们会非常乐意和其打交道。

芒格：总的来看，我们非常走运。

巴菲特：非常走运。

芒格：你的另一个问题是，为什么这些投资者接受低于平均水平的回报？从本质上讲，大约一半的投资者会

得到低于平均水平的结果。结果就是这样。

巴菲特：钱一旦进入公司，就会被限制住。我的意思是，这需要付出很大的代价——如果你的企业长期以来获得的回报低于正常水平，那么无论是收购，还是代理竞争，或者类似的释放资本的手段，都有很大的门槛。所以，那些被限制在不赚钱的生意上的钱，很可能被限制很长一段时间。确实有些东西可能会纠正这种情况。但资本主义的运作效率并不高，当资本配置不当时，资本无法迅速流动。当伯克希尔拥有一家公司时，我们在这方面处于更有利的地位。显然，如果我们通过其他企业拥有它，我们就没有能力去做，因为它涉及到我们不想做的事情。实际上，我们只是把产品卖给坐在我们椅子上的其他人。

39、关注未来收益，而不是当前收益

股东：我还有一个关于估值的问题——更具体地说，是市盈率与利率的关系。我知道你不想为估值制定一个死板的公式，但我也知道你不想让人们认为 20 倍的市盈率是便宜的，或者 5 倍的市盈率是昂贵的。本杰明·格雷厄姆创造了一套理论，以比长期国债收益高三分之一的收益来计算股市平均市盈率，这个标准放在现在，就相当于 11 倍市盈率。一家普通的企业就相当于票息率为 13% 的债券，这个债券在利率为 13% 时价格基本上等于面值，在降息到 6% 时，价格约为面值两倍。当前利率为 7%-8%，那就是说股票可能价值 12-13 倍的市盈率。不过我看到私募市场中兼并收购的价格高达 17-20 倍市盈率。你认为今天合理的市盈率倍数大致应该在什么范围？

巴菲特：起主要决定作用的并不是现在的市盈率倍数。例如，我们在 1988-1989 年以 11 美元/股的平均价格买进可口可乐。当时大多数预测认为可口可乐当年的每股利润将在 2.30 美元至 2.40 美元之间。这么看的话，我们当时的买价不到当年利润的 5 倍。不过，即便在当初我们买进的时候，市盈率倍数也很合算。

起决定作用的是企业的未来。就像韦恩·格雷茨基(Wayne Gretzky，加拿大冰球明星)说的那样：重要的是要去球滑向的地方，而不是球所在的地方。当前的市盈率倍数、再投资的资本，以及再投资资本的回报率 ROIC 三者结合才能决定企业的吸引力。

虽然利率对我们的价值评估过程有很大影响，但是像 7.3%、7.0% 或 7.5% 这样微小的利率差别其实并不重要，虽然长远来看，利率是 11% 还是 5% 这种问题对我们的决策的确有很大的影响。

我们选股时不使用任何神奇的股价倍数。我们希望能买进那种 10 年后利润能大大高于现在，而且 10 年后前景依旧让我们看好的企业。但有些时候我们也会买些其他的。(笑声)查理？

芒格：我们不使用任何刚性的公式。

巴菲特：我们脑海中有一个通用的框架，你可以将其称为公式。但是**我们从不认为，我们能对具体企业了解到足以使用方程式来计算的程度**。例如，我们在 1988-1989 年买进可口可乐，我们对这家企业将来的长期表现心里有数，但我们从来没有进行计算。可能我们应该计算一下的。不过，我们认为精细到小数点后三位的那种精确（不现实）。我们认为，假如你自以为你能精确计算，那么你就是在欺骗自己。因此，**在下决策的时候，必须有足够的安全边际，投资目标必须得非常诱人，而且计算用不着精确到小数点后三位。**

40、尽管有五年的股利，但投资全美航空(USAir)还是错了

股东：我是罗伊·克里斯蒂安，来自加州阿普托斯。我想问一个关于全美航空的问题，这个问题在这次会议上并没有受到太多的质疑。当你在电视上谈论这笔投资的损失时，有趣的是，我的许多朋友，甚至可能是熟人，都站出来告诉我这个令人震惊的消息。你知道，我试着为你站起来，说一点点话。至少你这几年拿到了很多股利，并且你用这些股利再投资了，可能这比投资全美航空有更好的回报吧。所以，当你在电视上谈论这件事时，并没有想象中的那么糟糕，也没有我身边的朋友向我指出的那种印象。我就想听听你的看法。

巴菲特：投资全美航空，这是个错误。(笑声)我应该跳下去的。(笑声)是的。你说得对，本来这还可以更糟的。但这是个错误。虽然我们以一个很高的利率收到了 5 年的利息。但就像有人说：**你应该关心的不是本金的回报，而是投资原则**。但我们的情况要好得多，很明显，我们的情况比购买普通股要好得多，甚至比购买其他股票还要好。但对我来说，这仍然是一个很大的错误。但请继续支持我。我需要所有能得到的帮助。(笑声)

41、查理和沃伦的推荐书目

股东：嗨，我是克里斯，来自纽约。查理，除了你在信用卡问题上提到的那本书，你还推荐过其他的书吗？沃伦，你有没有推荐过你读过的书？我知道你是 Bertrand A.W. Russell 的粉丝。有他最喜欢的一两本书吗？

巴菲特：不过，我已经很久没有读过这些了。我的意思是，**我读了很多伯特兰罗素的作品**，但是在过去的 10 年或 15 年里，他没有写太多。(笑)查理？（《罗素自传》商务印书馆 2015，《罗素传》瑞·蒙克 2015）

芒格：我记得有一本教科书叫 **《Judgment in Managerial Decision Making》**（巴泽曼 Bazerman, M.H., 《**管理决策中的判断**》被誉为芒格推崇的误判心理解决方案），它在一些商学院被使用，实际上是一本相当不错的书。它的写作方式并不活泼，读起来并不有趣，但其中蕴含着许多智慧。

巴菲特：自从开始上计算机打桥牌，我每周都要花 10 个小时，自此以后，我的阅读就彻底搞砸了。(笑声)不过桥牌还是很有趣的。

42、伯克希尔不会拆分股票

股东：我是迪克·莱顿，来自伊利诺斯州罗克福德。这是我第一次参加年会，这对我很有好处。我对这里的人印象深刻，对来这里的年轻人印象更深刻。我非常希望能够让我的孙辈成为股东，但我发现，以目前的单位价值计算，很难让他们拿到股票。

巴菲特：通过这种方式来问我们会不会拆分股票，很棒。(笑声)

股东：显然你理解这个问题。我理解你这么多年来所持的立场，也理解拆分股票没有任何价值。然而，在这种情况下，对于我们中的许多人来说，这可能是一种节省税收的办法，因为我们希望将股票交到其他家庭成员手中。我应该向我的国会议员提议改变税法，还是向你提议考虑改变？(笑声)

巴菲特：这个问题很有道理。当然有几个领域，其中一个你刚刚提到。还有人跟我说他们把伯克希尔放在 IRA 账户里，然后现在他们进入了强制性的支付安排，但就伯克希尔而言，效果并不好，尽管我认为他们可以卖掉它，然后支付一部分。伯克希尔现有股票的每股价格存在着尴尬和不利之处，主要是赠予的某些方面。你知道，我们意识到这个问题，我们也思考过这个问题，我们也有我们自己的个人情况，甚至有时会涉及到。

当然，不利之处在于，你甚至在今年早些时候就看到了畅销书《巴菲特之道》带来的效应。我们希望吸引尽可能以投资为导向、眼光长远的股东。**在某种程度上，关于我的宣传是负面的。**因为我知道，如果我们有一种“对任何一个有 500 美元的人来说，都是很容易买到的”的东西，很多人会去买它，但他们对自己在做什么一无所知。其次，如果市场走势很强，那么人们就会仅仅因为股市上涨而买入。今年我们也遇到了一些类似的情况。很多人都被上涨的股票所吸引。它没有吸引我们，但在一定程度上吸引了世界其他地方的人们。因此，我们几乎可以肯定，我们将拥有一个股东基础，但我们不知道它会发生到什么程度，这个基础不会像我们现在所拥有的那样复杂，也不会与我们的目标同步。这几乎是微不足道的。而我们不需要伯克希尔的股票有更多的需求。我的意思是，我们不希望它的价格卖得更高，除非它的内在价值在增长。

理想情况下，我们应该让股价与内在价值随时间的变化保持同步，因为这样每个人都会在股东中得到公平对待。在他们的持有期间，他们都会像公司一样得失得失。任何人为地刺激某一时期价格的行为，都意味着会使其

他时期的股东失望。我们不希望股票以两倍于内在价值的价格出售，或者比内在价值高出 50%。但我们希望内在价值能大幅增长。我不认为这有任何问题，但如果我们引入拆分，在这方面我们会得到一个更糟的结果，因为人们会考虑其他可能会给股票暂时提振的可能性。几个月前，我们在《商业周刊》上有一个关于交易所换手率的表格。伯克希尔的换手率是 3%，我认为我在名单上看到的任何公司，都没有低于两位数的数字。很多公司的股东经常离开，然后新股东带着短期的预期进来。我们希望伯克希尔尽可能像私人合伙一样，让每个人都有能力购买。我们不认为在投资界中，伯克希尔的这个最低投资额太高。这个世界上，有各种各样的投资机会的起点，被限制在 25000 或 50000 以上。考虑到馈赠方面的问题，我希望我有一个更好的答案。

芒格：我的孙子付给我 2 万美元和现在的价格之间的差额。我认为这对他们来说是一种非常合理的行为方式，尤其是当他们只有六周大的时候。(笑声)

巴菲特：显然你需要得到配偶的同意才能做到这一点。大多数问题都是可以解决的，但我得承认，并非我们只是用较低的美元来计价伯克希尔的股票就可以把问题解决的。我确实认为，一旦你的股东基础有了不同的目标或期望，你就无法摆脱它。我的意思是，你可以保留伯克希尔这样的股东基础，但如果你以某种方式摧毁它，你就无法重建它。和谁在一起对我们很重要。我的意思是，这有助于我们的运作。我认为在某些情况下，它甚至可能帮助我们进行收购，在我们吸引谁方面。就我所知，它也可能在某个我不知道的地方伤害我们。但我认为我们可以设计——尤其是用优先股设计一些东西来满足那些可能想要不同面值证券的人。

芒格：看看你的周围。我们真的有可能做得更好吗？你们身边的这群人，是多棒的啊。

巴菲特致股东的信 1995

1996 年 3 月 1 日, BRK: \$20500-32100

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

1995 年本公司的账面价值增加了 53 亿美元, 或增长了 45%, 但由于去年以发行股份的方式并购了两家公司, 使得发行在外股份增加了 1.3%, 所以每股账面价值增长了 43.1%(标普 37.6%)。自现任管理层接手的 31 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到现在的 14426 美元, 年复合成长率约为 23.6%。

对于 1995 年能够有这样的成绩并没有什么值得好高兴的, 因为在去年那样的股市, 任何一个笨蛋都可以很轻易在市场上有所斩获, 我们当然也不例外, 用肯尼迪总统的话说: 水涨船高。

先不管亮丽的财务数字, 去年对伯克希尔来说, 有许多令人振奋的好消息, 我们总共谈成了三件我们渴望已久的公司并购交易, 其中两家 Helzberg 钻石店和 R.C.Willey 家具店, 将并入伯克希尔 1995 年的财务报表中, 而最大的一项交易是并购 GEICO 保险剩余的全部股权, 在年末不久交易完成, 三笔并购在后文会详加叙述。

这些新加入的子公司将使我们的营收增加一倍, 然而并购之后, 公司流通在外的股份或是负债并没有增加多少; 另外, 虽然这三家公司旗下员工人数合计高达 1.1 万人, 但我们总部的人员却仅由 11 人增加为 12 人, 我们没有因为大笔并购而失去理智。

伯克希尔的副主席兼合伙人查理·芒格, 和我一直致力于建立一个拥有绝佳竞争优势, 且由杰出经理人领导的企业所组成的集团, 其中一部分是 100%持有, 一部分则是持有部分股权, 当然我们最希望的方式还是通过协商以公平合理的价格取得全部的股权, 不过在股票市场中, 如果我们有机会能够找到以低于并购整家公司所需的平均价格, 取得一家好公司一大部分股份的话, 我们也很乐于尝试。事实上, 这种双管齐下的做法, (也就是经由协商买下整家公司或是通过股市买进部分股权), 使得我们比起其它坚持单一做法的资本配置者来说, 拥有绝佳的优势。Woody Allen 形容折衷主义时说: 双性恋者最大的好处就是, 在周末约会的机率增加了一倍。

多年来, 我们的看法一直与 Woody 一致, 在努力增加我们非凡企业的投资比例的同时, 也试着买下一些同样优秀企业的全部所有权。下表充分显示了我们在(经营和投资)两方面的进展, 表中列出每十年间, 伯克希尔每股所拥有的股票价值(部分持股), 以及, 除投资外所有经营活动的每股经营收益(扣除利息与费用、但未扣除所得税与购买法会计调整数)。换言之, 第二列所代表的是在扣除投资所得的股利、利息收入与资本利得之后的经营收益(全

资控股部分)，至于购买法会计调整数不列入的原因，在以前的年报中，我们已经花了相当的篇幅解释过了，在这个地方我们就不再重复了，当然如果你有被虐待的倾向的话，我们也不介意再复述一次。

年度	每股投资规模	税前每股经营收益
1965	4	4.08
1975	159	-6.48
1985	2,443	18.86
1995	22,088	258.20
1965-1995 年化增长率	33.4%	14.7%

当初在 1965 年时，我们并未刻意规划什么伟大的计划，来达成以上的成果，我们只知道我们应该朝这个方向做，但却不晓得到底会有什么样的机会会出现，时至今日，我们同样是漫无目标，只能够预期这两栏的数字都能够持续地精进，至于应该要如何达成，并没有一个明确的路线。

我们拥有两项优势，首先，我们旗下事业的经理人都相当优秀，且大部分的经理人都与伯克希尔保持紧密的关系。第二，查理跟我在资本配置方面拥有相当丰富的经验，可以理性客观地执行这项工作。我们所面临最大的劣势是规模太大，在早年，我们只需要好的投资方案，但是现在我们需要的却是又大又好的投资方案。然而不幸的是，要找到能够与伯克希尔发展速度相匹配的公司的难度日益升高，这个问题持续地侵蚀我们的竞争优势。

在报告的后段讨论有关公司所提的股权重组提案，我会再详加说明伯克希尔未来的前景。

并购活动

以往到了这里，通常是我们质疑其它公司从事的并购活动的时间，然而大家对于我们在去年突然发神经地进行了三件并购案可能会感到相当奇怪。不过大家倒是可以放心，查理跟我本人从来就没有失去我们原来保持的怀疑态度，我们坚信大部分的并购活动会大大损及收购方公司的股东利益。《皮纳福号军舰》歌剧中的台词说得没有错：事情通常不是他们外表所看到得的那样，脱脂牛奶会被冒充成奶油。具体来说，卖方与其代表总是会提出一些娱乐性质高于教育性质的财务预测，在画大饼方面，华尔街的能力可是不会输给华府的。

我实在不了解为什么有买方会去相信卖方给出的预估数字，查理跟我连看都懒得看他们一眼。我们一再谨记一位拥有跛脚马主人的故事，他牵着病马去看兽医时说到：你可以帮我看看吗？我实在是搞不懂为什么这匹马的表现时好时坏。兽医的回答正中要害：没问题，趁它表现正常的时候，赶快把它卖掉就好了。在并购的世界中，这样的跛脚马往往被装饰成一代宝马到处行骗。

在伯克希尔，我们无从了解这些有意从事并购的公司到底怎么会做出这样的举动，与他们一样，我们也面临

一个先天性的问题，那就是卖方永远比买方了解内情，所以很自然地，他们一定会挑选卖出的最佳时机，也就是当跛脚马表现的都很正常的时候。

尽管如此，我们还是拥有几项优势，其中最大的优势大概就是我们并没有一套战略计划，所以我们就没有必要依照固定的模式(一种几乎注定会以离谱的价钱成交的模式)，而是**完全以股东利益为导向**。在这样的心态之下，我们随时可以客观地**将并购案与其它潜在的几十种投资机会做比较**，其中也包含从股票市场买进最好公司的部分股权，我们习惯性地对整体并购 vs 被动投资进行比较，这是一味地想要扩张经营版图的经理人很少做到的。

管理大师彼得·德鲁克 Peter Drucker 几年前在接受时代杂志的一次专访中，切中要点地提到：让我告诉你一个秘密，促成交易比埋头苦干好，促成交易刺激有趣，而工作却尽是一些麻烦事。经营任何事业无可避免的是一大堆繁杂的工作，而促成交易相对的就很性感浪漫，而这也是为什么通常交易的发生都没什么道理可循。

在从事并购案时，我们还有另一项优势，那就是在**付款方式上，我们可以提供给卖方由众多优秀企业所组成的股份当作对价**。当一家公司的老板或家族想要处分绩优的家族产业，同时希望相关的所得税能够无限期递延下去时，应该会发现交换伯克希尔的股票是一种相当好的选择。事实上，我相信这样的考量在我们 1995 年促成的两项并购案中发挥了重要作用。

此外，有些卖方也会关心他们的公司是否能够**找到一个稳定可靠的美满归宿**，可以让其经理人有一个良好的工作环境。而就这点而言，伯克希尔绝对与众不同，我们旗下事业的经理人拥有绝对的自主权。此外我们的股权结构使得卖方可以相信，**当我们在并购时，所做出的每一个承诺将会被信守；对我们而言，我们也希望能与真正关心其公司与员工归宿的老板打交道**。就我们的经验而言，与这类的卖主打交道，比起那些一心要把所拥有的公司拍卖掉的家伙，通常会少许多令人不愉快的意外。

以上算是对于我们并购风格的一些解释，当然在这里我也要打一点小广告，如果你拥有或代表一家每年税前收益超过 2500 万美元的公司，同时也符合我们后文列出的各项并购标准的话，记得打个电话给我，我们谈话的内容将会完全保密。当然若是你现在没有兴趣，也请你记住我们的提议，因为我们从来就不会失去买下拥有优良的竞争优势与杰出经理人的公司的兴趣。

作为这篇并购论文的一个总结，我忍不住再重复一遍，去年一位企业经理人告诉我的一则小故事：他提到他原来经营一家很好的公司，在其所处的行业拥有长期的领导地位，只是其前景显得有些黯淡，所以几十年前，这

家公司特别聘请一位管理顾问，他很自然地建议公司应该要多元化经营，这在当时还有一股潮流(聚焦主业的论调还未成形)，不久之后，这家公司在经过咨询公司一连串冗长且收费昂贵的并购调查之后，陆续收购了许多公司，你一定会想要问，最后结果如何？这位主管很难过的说，一开始我们的收益 100%是来自于我们原来的本业，但是过了十年后，这个比例变成 150%！(多元化➡多元恶化)

赫兹伯格钻石店 Helzberg's Diamond Shops

几年前，管理顾问专家流行一种走动式管理(MBWA)，在伯克希尔我们创造了走动式收购(ABWA)。

1994 年 5 月，在年会过后一周左右，正当我在纽约第五大道与 58 街交叉口准备过马路时，突然有一位女士叫我的名字，她说很高兴参加伯克希尔的股东年会。这时旁边一位先生也把我拦住，没想到他竟是小巴内特·赫兹伯格(Barnett Helzberg Jr.)，他持有 4 股伯克希尔股份，也曾参加过我们的股东年会。

在我们短暂的交谈之中，Barnett 表示他拥有一家我们可能会有兴趣的公司，一般当人们这样说的时候，基本都是指一些柠檬水摊(lemonade stand，摆摊卖柠檬水是美国小孩常见的商业实践必修课)，并吹嘘有潜力变成第二个微软，所以我只是简单地请 Barnett 将他的资料发给我，当时我想此事将就此结束。

过了不久，Barnett 果然把 Helzberg 钻石店的财务报表发送给我，这家公司是在 1915 年由其祖父创立，当初只不过是堪萨斯市的一家店，然而直到我们碰面时，该公司已发展成在全美 23 个州拥有 134 家分店的连锁集团，营业额也从 1974 年的 1000 万美元成长到 1984 年的 5300 万美元，乃至 1994 年的 2.82 亿美元，这显然不是一间茶水摊。

Barnett 现年 60 岁，很热爱这项事业，但也很希望能够减轻负担，在 1988 年他跨出第一步，找到沃纳梅克百货公司(Wanamaker 美国最早的百货业之一)前任 CEO 杰夫·柯蒙特(Jeff Comment)来协助他经营事业，这个决定事后证明相当正确，但 Barnett 还是觉得他的压力相当沉重，而且，他虽然拥有价值不菲的事业，但却面临业务单一且业内竞争相当激烈，因此他认为有必要要分散家族持股的风险。

伯克希尔简直就是为他量身定制的，我们花了一段时间才在价格上达成协议，从头到尾我都没有太多的疑问，首先，Helzberg 是那种我们想要拥有的事业，第二，Jeff 正是我们喜欢的经理人类型，事实上，要是这项事业不是由 Jeff 所经营的话，我们可能就不会考虑买下它，**买下一家没有优良管理的零售业，就好象是买下一座没有电梯的艾菲尔铁塔。**

在 1995 年，我们以免税的股权交换方式完成对 Helzberg 的并购，这也是 Barnett 唯一愿意接受的方式，虽然他没有义务，但是他还是与其众多的员工一起分享了他的部分出售收益。就这点而言，你可以确信对员工如此慷慨的人，相信也会公平合理地对待新加入的买主。

Helzberg 单店年平均营业额大约是 200 万美元，这个数字远**比其它相同规模的竞争对手多得多，这个超高的单店销售额正是 Helzberg 拥有高盈利的关键因素**，如果这家公司能够继续保持这种一流的表现(我们相信绝对没问题)，则在不久的将来它将可以发展为数倍于现在的规模。

有一点必须强调的是，Helzberg 经营的形态与我们在奥马哈的珠宝事业波仙珠宝店完全不同，两家公司仍然会维持各自独立的营运，波仙珠宝 1995 年的业绩相当理想，营收较去年又增加了 11.7%，36 岁的 CEO 苏珊·雅克斯(Susan Jacques)的表现更是优异，去年圣诞节前夕她产下第二个儿子，在接任二年后，Susan 证明自己是位相当杰出的领导者。

HELZBERG DIAMONDS

<Helzberg's Diamond Shops, LLC> www.helzberg.com

赫兹伯格钻石 Helzberg Diamonds 是全美最大的珠宝零售商之一，在全国拥有约 200 家连锁店。该公司始于堪萨斯城，并逐渐扩张成为美国中西部最大的珠宝连锁店。Helzberg 目前在 50 个州中的大多数州都有分支机构，主要位于封闭式购物中心和商业街。它的商店由 Helzberg Diamond Shops 连锁门店和 Jewelry3 超级店组成。这家珠宝零售连锁店，一直由创始人莫里斯·赫尔兹伯格(Morris Helzberg)的后代经营，直到出售给伯克希尔。

这家全国性的连锁店，最初是一家位于堪萨斯城的小珠宝店，1915 年，一名俄罗斯移民 Morris Helzberg 开设。Helzberg 有两个女儿和三个儿子，孩子们平日都在商店里帮忙，全家人都参与生意的决策。几年后，Morris 突然中风致残。而大儿子 Morton 还在大学学习牙科，二儿子 Gilbert 即将被派往一战战场。经营家族企业的责任落在了年仅 14 岁的小儿子 Barnett 身上。白天一位叔叔经营商店，3 点钟他放学后 Barnett 接手。这似乎是 Gilbert 回来前的临时安排。Gilbert 回到堪萨斯城发现，Barnett 很喜欢珠宝店的工作，并且计划开一家自己的店。现在门店的租金约是每月 30 美元。而 Barnett 想租一个更大的地方，但要每月 150 美元，这是一个相当大的租金跨度，但十几岁的 Barnett 最终成行。1920 年，他在更昂贵的地方开了一家自己的店，名为 Shaw Diamond shop，而 Gilbert 经营着老店。短短几个月内，Shaw Diamond 的生意就和那家老店一样红火。Gilbert 兄弟决定关闭这家老店，加入 Barnett 的新店，改名为 Helzberg Diamond。

Barnett 雄心勃勃，是广告的狂热粉丝。他花了数千美元在报纸上刊登广告，其中一些广告以两兄弟严肃的面孔为特色，并打出了“戴上钻石与 Helzberg 男孩约会”的口号。Gilbert 似乎很满足于保持业务现状，但 Barnett 却不满足于此，他发布大胆的广告宣传，以及为大客户提供免费汽车和飞机服务等噱头。1920 年代中期，Barnett 开始向客户提供分期付款计划，以便他们可以赊购。这使得这家商店可以卖给那些现在可能暂时买不起 Helzberg 珠宝的人。到 1920 年代中期，Helzberg 兄弟已经成长为一家小型连锁店。Gilbert 在 Wichita 开了一家新店，Barnett 把堪萨斯城的商店搬到了一个新的位置，并在堪萨斯州 Topeka 市开了另一家新店。1928 年，Barnett 在堪萨斯城开了另一家更大的新店。

1929 年股市崩盘后，1920 年代的繁荣让位于大萧条。Barnett 继续经营他的珠宝店，毫不退缩。1930 年，他与另一位著名的堪萨斯城珠宝商的女儿结婚。1932 年，尽管经济状况不佳，他还是开始对 Helzberg 旗舰店进行大规模翻修。Helzberg 将门店的规模扩大了一倍，这是当年堪萨斯城唯一的主要业务扩张。考虑到整体商业环境，这项工作如此之大，以至于 Helzberg 的橱柜制造商在珠宝店前挂了一张巨大的广告牌，上面写着有多少人在工作，并吹嘘橱柜工厂正在满负荷运转。Barnett 继续神气十足地经营着这家小型珠宝连锁店，策划了更多吸引眼球的促销

活动，比如为儿童自行车提供特别优惠。他还在电台上做广告，赞助一个受欢迎的每周音乐节目。Gilbert 于 1934 年死于一场车祸。Barnett 随后购买了 Gilbert 的 Wichita 店。几年后又在爱荷华州的得梅因开设了一家新店，该店在大萧条期间亏损了一年，但在其他店却很好地度过了经济衰退。到 1940 年，这 5 家店组成的连锁店被认为是中西部最大的珠宝店。二战期间，Helzberg 制作了爱国主义题材的广告。这些商店为特殊的"完美认证"钻石做广告，这是赫尔茨伯格发明的一个计划，在 10 倍放大下将某些钻石刻上"完美"的标记。这一计划显然引起了 Helzberg 客户的极大共鸣，并使该连锁店的产品与竞争对手区别开来。到 1940 年代末，Helzberg 已在中西部地区发展到 11 家连锁店。1948 年，Helzberg 在堪萨斯城乡村俱乐部广场开设了一家名为"珍宝之家"的奢华店。这家三层楼高的珠宝、瓷器和银饰店，比其他向中等收入的客户赊销的 Helzberg 门店更高一级。珍宝之家是为堪萨斯城的精英而准备的。同样在 1948 年，Helzberg 将老旧的 Wichita 门店改造成一个大型豪华商场。然而，这两家门店显然对 Helzberg 连锁门店的其他部分，造成了不成比例的压力。其他后来开业的新店规模都没有那么大。1956 年，Barnett Helzberg, Jr. 从密歇根大学获得商业学位后加入公司。1950 年代，连锁店继续在中西部开设新店。到 1963 年，小 Barnett 成为公司总裁时，Helzberg 已经拥有 39 家商店，几乎都在市中心的购物区。但 1960 年代郊区购物中心的兴起，将顾客从传统商业区吸引过来，Helzberg 也因此受到影响。Barnett, Jr. 接手时，他开始关闭市中心的连锁门店。到 1970 年，Helzberg 已经缩减到只有 15 家门店。这些都是在郊区和购物中心开设的新店，1948 年在乡村俱乐部广场开设的奢华店除外。

随着门店搬到郊区，Helzberg 开始追求一个更加年轻的形象。公司标志性代表事件是 1967 年的"我被爱着"运动。Helzberg 制造了印有"我被爱着"字样的徽章作为赠品，这一口号获得了巨大成功。我被爱着是小 Barnett 的灵感来源，据说，他在向女友 Shirley Bush 求婚想到了徽章的噱头。最初的广告文案建议，如果你不能给你的爱人一颗钻石，你至少可以用"我被爱着"的胸针表达你的感受。Helzberg 为 1967 年的竞选活动首次亮相制作了 5 万枚徽章。这些商品很快售罄，"我被爱着"的口号很快就被传播到了从酒杯到高尔夫球的所有商品上。估计该公司在发行前赠送了大约 1800 万枚"我被爱着"徽章。医院向思乡的年轻患者发放了 Helzberg"我被爱着"徽章，这些徽章被送到了在越南服役的士兵手中。这是一场远远超出公司预期的营销活动。

1970 年代，Helzberg 开始开设更多门店，目标是在未来十年内每年开设三家。该公司退出了一些附属业务。自 1950 年代初以来，Helzberg 就开始从事邮购业务，主要服务于接触过 Helzberg 广告但无法开车去商店的农村客户。小 Barnett 在 1970 年代初卖掉了邮购业务，还卖掉了在 Kmart 和 Woolco 等商场经营特许珠宝业务的公司部门。Helzberg 最终也停止了长期以来销售手表的传统，而专注于钻石和宝石销售上。它的商场店采用了一种新的形式，意在更吸引更多顾客。这是一个开放式布局计划，珠宝柜台位于商场开放区域四周。那些只是看看的顾客可能会直接进来，而不是站在外面从窗户看。

Helzberg 连锁店在 1980 年代加快了扩张的步伐，开设了更多门店。到 1989 年，Helzberg 已拥有 81 家门店，规模基本上翻了一番。小 Barnett 在担任公司总裁期间做出了重大改变。旧的市中心商店消失了，Helzberg 连锁店被改造成了郊区购物中心时尚门店。公司的业务范围覆盖了 19 个州。在财务上，该连锁店似乎很繁荣，在许多其他珠宝连锁店几乎没有增长的情况下，依然保持扩张。1986 年，该公司的年销售额约为 7000 万美元，在 1980 年代末，一些 Helzberg 门店的单店销售额达到了 200 万美元，Helzberg 连锁店已成为美国第 12 大珠宝零售商。全国只有少数珠宝连锁店拥有 100 多家店铺，如德州的 Zale 和加州的 Barry's Jewelers(后来的 Samuels Jewelers)，而 Helzberg 连锁店正在追赶这些领导者。

1988 年，公司聘请了一位新总裁 Jeffrey Comment。Comment 曾是费城一家百货公司的高管，他是 Helzberg 家族之外，第一个担任高管的人。其他外部高管也在这段时间加入了 Helzberg，该连锁店再次致力于重新调整其使命，以便进一步扩张。顾客服务对 Helzberg 来说一直都是极其重要的。公司的广告有时会以满意的顾客表示感谢为特色，公司依靠吸引回头客而蓬勃发展。当 Comment 接手时，他重新强调了客户服务，这种服务得到了复杂的数据库管理的支持。顾客在购物时被要求提供信息，包括生日和周年纪念日。Helzberg 利用这种方法来发送邮件，每年都会给主要客户发送几十次。邮件包括产品目录、特别促销公告以及生日贺卡等个性化信息。

Comment 还变更了商店的模式。1988 年后开业的门店比以前的更大，平均面积为 1500-1600 平方英尺。Comment 还引入了一种更大的"超级店"模式。这家超级店被命名为 Jewelry3，因为它提供的种类选择是大多数珠宝店的三倍。第一家超级店在购物中心开业，占地 4000 平方英尺。新的门店，包括常规模式门店和 Jewelry3 超级店，覆盖了美国整个中西部地区，并向东南部地区扩张。1993 年的销售额估计超过 2.5 亿美元。单店同比销售额显著增长，从 1983 年的每年约 70 万美元，到 1993 年的 170 万美元左右。

1995 年，《堪萨斯城商业杂志》报道称，小 Barnett 正在考虑将这家家族企业上市。那一年他 61 岁，他显然很担心，当他的生意传给他的继承人时，企业的价值会得到保护。1995 年 1 月，Helzberg 与投资银行摩根士丹利就公开 IPO 进行了初步谈判。2 个月后，公司被出售给伯克希尔，IPO 取消。Helzberg 公司的一份出版物声称，出售给

伯克希尔是巴菲特和小巴尼特在纽约街头的一次偶然会面。巴菲特以一笔未披露的金额收购了 Helzberg，该公司已成长为第三大珠宝零售商，拥有 148 家零售店，年销售额约 3 亿美元。伯克希尔拥有另一家位于内布拉斯加州奥马哈的珠宝店 Borsheim's Inc. 小 Barnett 放弃了董事长的职位，在收购后离开公司。Jeffrey Comment 继续担任总裁。加入伯克希尔后，Helzberg 继续执行 Comment 和他的团队在 1980 年代末制定的增长计划。店铺开业数量从每年 20 家增加到 30 家，Jewelry3 超级店的数量有所增加。该公司还努力继续提高单店同比收益。1996 年初，平均单店销售额超过了 200 万美元，而 3 年前的销售额为 170 万美元。该公司的目标是在未来几年将平均销售额提高到 300 万美元。Helzberg 连锁店也开始以引人注目的方式进入市场，在特定地区密集开店。1996 年，当 Helzberg 计划在费城扩张时，它预计开设的不是 1-2 家店，而是 8 家店，而且都是超级店。到 1996 年，芝加哥地区已经有 10 家 Helzberg 连锁店，但该公司计划在年底前再增加 11 家。Helzberg 一直持续扩张到 2000 年。到 2001 年，它已拥有 200 多家商店，是全国最大的珠宝零售商之一。50 个州中的大多数都开设了连锁店。

我们的使命：以一种非常特别的方式为每一位客户服务，始终体现我们 86 年的优秀传统和价值观。

主要竞争对手：Zale Corp, Signet Group Plc, Samuels Jewelers Inc.

R.C.Willey Home Furnishings 威利家具店

收购犹他州最大家具店 R.C.Willey，这次换做是内布拉斯加家具店的艾文·布鲁姆金(Irv Blumkin)做走动式并购，多年以来，Irv 一直向我提及这家公司所拥有的竞争力，而他也不断地告诉 R.C.Willey 的 CEO 比尔·蔡德(Bill Child)，Blumkin 家族与伯克希尔的合作关系是多么地令人愉快，到了 1995 年，Bill 终于向 Irv 提及基于遗产税与分散风险考量，他自己本身与 R.C.Willey 其它股东有意出售该公司股份。

从那一刻开始，事情就变得再简单也不过了，Bill 给了我一些财务数字，而我则回信表明了我对公司的估值，5 月我们双方很快地就价格达成协议(约 1.5 亿美元 BRK 股票，约是收购 NFM 两倍)，而我们私下的相处可说是再完美不过了，一直到年中，整个合并案大功告成。

R.C.Willey 有一段相当精彩的故事，1954 年当 Bill 从其岳父手中接手这项事业时，该公司的年营业额只有 25 万美元，从那个基础开始，Bill 运用 Mae West 的哲学：重点不在于你拥有什么，而在于你如何运用。在其兄弟 Sheldon 的协助之下，Bill 将公司的营业额一举提升到 1995 年的 2.57 亿美元，目前拥有犹他州超过 50%以上的家具市场份额。跟内布拉斯加家具店一样，除了卖家具以外，R.C.Willey 也卖电器、电子产品与地毯等商品。两家公司的营业额相当，只是内布拉斯加家具店的营收全部来自在奥马哈惟一的一家店，而 R.C.Willey 却即将在几个月后成立第 6 家分店。

零售业的经营相当不易，在我个人的投资生涯中，我看过许多零售业曾经拥有极高的成长率与股本回报率，然后突然间业绩表现急速下滑，甚至很多一路走向破产。比起一般制造业或服务业，这种流星般的现象在零售业屡见不鲜，部分原因是，这些零售商必须时刻保持聪明警惕，因为你的竞争对手随时准备复制你的做法，然后超越你。同时，消费者总是被各种可能的营销方式吸引去尝试新的商家。在零售业一旦业绩滑坡，注定就会失败。

与这种必须时时保持聪明的业务相反，有一种我称之为只需要聪明一次的业务。举个例子来说，如果你足够聪明，在很早以前就买下一家地方电视台，你甚至可以把它交给懒惰又差劲的亲人来经营，而这项事业却仍然可以好好地经营个几十年，当然若是你懂得将汤姆·墨菲摆在正确的位置上，你会做得更惊人，但没有他你也可以舒服的赚钱。但是对零售业来说，用人不当将是快速破产的入场券。

不过今年我们买下的这两家零售业，却很幸运的拥有喜欢面对竞争挑战的经理人，同时过去几十年来也表现的相当优异。就像是我们旗下其它事业的经理人，他们将独立自主地经营，我们希望他们觉得就好像是在经营自己的事业一样，这意味着查理和我不会在旁边指手画脚。我们尽量避免像校友会常常对足球校队教练所说的那样：不论赢或是打平，我们都站在你这边。身为所有权人，我们的基本原则是，我们期望怎么对待自己，就怎么对待我们的经理人。

随着我们旗下事业越来越多，有时我被问及，我到底可以应付多少个经理人同时向我报告，我的回答相当简单，要是我只管一个经理人，而他是一个讨厌鬼，那么管一个人都太多了。相反的，要是我所面对的是像我们现在所拥有的经理人的话，那么这个数目将没有上限，我们很幸运能与 Bill 跟 Sheldon 共事，我们也很希望在不久的未来，还能有更多相同水准的经理人加入我们公司。



<R. C. Willey Home Furnishings> www.rcwilley.com

R. C. Willey 威利家居是一家位于犹他州盐湖城的家居电器连锁店。公司已发展成为密西西比州西部最大的家居经销商，提供大量的产品选择、便利的消费信贷和及时的送货。

R. C. Willey 家具业务最初只是电器业务的副业。Rufus Call Willey 是犹他州盐湖城一家电器公司的员工，1932 年开始挨家挨户推销 Hotpoint 品牌电器。为了让人们在电力刚刚进入该地区时使用冰箱或电炉，他会让他们试用一周。他还允许他们在三年内分期付款，在秋收后付款。二战期间，Willey 在打捞场翻新炉灶和冰箱。战后新家电的销售蓬勃发展起来。1950 年，他在犹他州 Syracuse 镇开了第一家店。而在这之前，Willey 一直在一辆红色皮卡车上做生意。1954 年 6 月，Willey 因癌症晚期离开了公司。在两年前娶了 Willey 的女儿 Pat 的 William H. Child，接管了公司。1956 年，Child 的哥哥 Sheldon 加入公司时，销售额约为 25 万美元。William Child 因在家电产品中搭配家具而受到赞誉。最初位于盐湖城的 600 平方英尺的商店于 1956 年首次改建，它最终将增长到 10 万平方英尺。1969 年，第二家店在犹他州的 Murray 市开业。1986 年，West Valley 市第一家店开业。R. C. Willey 在 1980 年代初开始了一项重要的营销策略：免费赠送热狗以增加客流量。《家居周报》将该连锁店的成功归功于三个因素：不断扩张、专注中端市场以及对客户满意度的执着。1990 年 11 月，一家 7.3 万平方英尺的商店在犹他州 Provo 以北的 Orem 市开业。据《家居周报》报道，该项目耗资 500 万美元。此时，R. C. Willey 拥有 6 家店（一家清仓店），雇佣 700 名员工，1990 年的销售额为 1 亿美元。公司于 1991 年在盐湖谷中部开设了其中央配送中心。其中包括一个 8 万平方英尺的分店，毗邻一个 40 万平方英尺的仓库。根据《家居周报》的数据，合并后的项目耗资 1350 万美元。1990 年代中期，又在附近开设了一家较小的家具店和一家地毯店。1995 年 5 月 24 日，伯克希尔以 1.5 亿美元 BRK 股票收购了 R. C. Willey。在伯克希尔的支持下，R. C. Willey 继续扩张。1997 年，耗资 3000 万美元在盐湖国际机场附近建立了一个 86 万平方英尺配送中心，以取代现有的 3 个仓库，这是美国最大的此

类配送中心。1995 年，R. C. Willey 的 7 家家具店年销售额约为 2.5 亿美元，拥有 1300 名员工。公司正保持自己的优势，以应对大型零售商的竞争。此时，电子产品已成为重要产品部分，据《电脑零售周刊》报道，其个人电脑销售额每年约为 2000 万美元。R. C. Willey 以 28% 的份额领跑犹他州家用电子市场，同时家具市场份额超过 50% 以上。1996 年，一家 10 万平方英尺分店在盐湖城北部的 Ogden 郊区开业。1998 年，在 Provo 市开设一家分店。1999 年 8 月，R. C. Willey 首次在犹他州以外扩张，在爱达荷州 Boise 附近的 Meridian 开设了一家新店，并立即占据了该市场的领先地位。两年后，内华达州 Henderson 市开设了一家 16.25 万平方英尺的新店。据 HFN 报道，Las Vegas 市 metro 地区是美国增长最快的地区，每月吸引 8000 名新居民。R. C. Willey 在同一店铺里提供的产品系列中独树一帜，允许购物者在同一次旅行中购买家用电器和橱柜。另一个明显特点是，该公司坚持周日闭店政策。为了保持销量，该公司在广告和促销上投入了大量资金，例如每年赠送 60 万只热狗。在特殊场合，该公司与多米诺等披萨店合作推出了赠品。2000 年，该公司的收入约为 4 亿美元，约有 2000 名员工。家具约占销售额的 60%，仅床上用品销售额就达 2500 万美元。CFO 斯科特·海马斯 Scott L. Hymas 自 1987 年以来一直在公司任职，2001 年 2 月接替 Bill Child 担任 CEO。Child 仍然担任主席。与此同时，Bill Child 的侄子 Jeffrey S. Child 成为公司总裁。2003 年 5 月，第 2 家 Las Vegas 分店开业。据《拉斯维加斯评论杂志》报道，商店的平均年销售额在 3500-9000 万美元之间。据《今日家具》报道，Las Vegas 第 2 家店的销售额在 8500 万-1 亿美元之间。到 2004 年，41% 的销售额来自犹他州以外的地区。2005 年，R. C. Willey 在内华达州 Reno 市开了一家新店。第二年，加州 Sacramento 市计划新建一个 15 万平方英尺的新店。Hymas 在接受《今日家具》采访时表示，加州州长阿诺德·施瓦辛格(Arnold Schwarzenegger)鼓励他来加州开店。公司正在考虑在 Las Vegas 开设第 3 家分店，公司还一直在太平洋西北部寻找新地点。

伯克希尔于 2005 年申请在犹他州开设一家工业银行，以巩固 R. C. Willey 广泛的信贷业务。公司财务部门雇佣约 50 多人，超过 13 万名客户拥有该公司的充值卡。R. C. Willey 还为大约 50 家 Big-O 轮胎店提供了融资。据《盐湖论坛报》指出，公司的消费信贷业务有超过 1.85 亿美元的贷款，是犹他州最大的金融公司之一。

R. C. Willey 围绕一个近 90 万平方英尺的配送中心开设了十几家店，据说这是全美家具店中最大的。70 多年来，R. C. Willey 一直以卓越的表现获得全国认可。但我们的真正目标是让您认识到我们是寻找卓越选择、价值、卓越服务和真正关心您的专业员工的最佳场所。这是真的... 没有人能打败 R. C. Willey，没有人！

GEICO 保险公司

就在去年底，我们完成对 GEICO 保险 100% 股权的收购交易，GEICO 保险是全美第七大的汽车保险公司，约有 370 万辆汽车投保，我个人与 GEICO 保险的关系长达 45 年以上，虽然这段故事已经说过很多遍，我认为还是有必要在这里稍微复述一次。

在 1950-1951 年间，我就读于哥伦比亚商学院，当时的目的倒不在于取得学位，重点在于本杰明·格雷厄姆当时在那任教，我想跟随他学习，上格雷厄姆的课实在是一种享受，很快就让我从偶像哪里学习到许多东西，有一回我翻开全美名人录，发现 Ben 是 GEICO 保险公司(Government Employees Insurance Company)的董事长，对于当时的我而言，那完全是一家陌生行业里的不知名公司。

一位图书馆员介绍我看看《Best's 火灾和意外伤害保险行业手册》，我发现 GEICO 保险的总部位于华盛顿特区，所以在 1951 年 1 月的某个周六，我搭乘火车前往位于华盛顿的 GEICO 保险总部，令人失望的是总部的大门紧锁，敲门半天才有位警卫前来，我向这位一脸疑惑的警卫先生问到，公司是否有人可以跟我谈一谈，他说六楼有人在加班，你可以去找他试一试。

就这样我遇到了当时还是 CEO 助理的洛里默·戴维森(Lorimer Davidson), 后来他成为 GEICO 保险的 CEO, 虽然我唯一的背书只是格雷厄姆的一名学生, 戴维森还是很耐心的花了四个小时左右的时间, 好好地给我上了一课, 我想大概没有人能够像我这样, 可以幸运地接受如何经营保险业的半天课程, 戴维森很坦白地告诉我, **GEICO 保险的竞争优势在于直销**, 这使得 GEICO 相较于通过传统的代理中介销售的竞争同业拥有巨大的成本优势, 这种分销形式在这些保险公司的业务中根深蒂固, 他们根本不可能放弃它。而在上过戴维森的课之后, GEICO 保险也成为我有生以来觉得最心动的一支股票。

在我从哥伦比亚大学毕业的几个月后, 我回到奥马哈做股票经纪人, 自然而然的, 我把重心全部放在 GEICO 保险这只股票之上, 我做成的第一笔生意就是把它介绍给最支持我的姑妈 Alice, 不过当时的我只是个 20 岁初出茅庐的小伙子, 所以我的话总是没有人愿意相信, 即便如此, 我还是在 1951 年写了一篇关于 GEICO 的文章, 并投稿到当时主流金融刊物《商业与金融纪事》最佳个股专栏, 当然最重要的是我自己也买了这只股票。

你可能会觉得很奇怪, 不过打从 1944 年开始报税到现在, 我都保留每年个人报税的资料, 回头看时, 我发现 1951 年我总共分四次买进 GEICO 保险股份, 最后一次是在 9 月 26 日, 这样的做法让我觉得自己很早就有自我沉醉的倾向, 印象中我那时是在向别人推销这批股票不成之后, 决定自己买下, 尽管在当时我已将个人 50% 以上的身家全都押在这支股票之上, 而在加码之后, 我总共持有 350 股的 GEICO 保险股份, 成本为 10282 美元, 到了年底, 这些股票的市值成为 13125 美元, 超过我个人资产的 65%。

所以大家可以看出 GEICO 保险公司可以说是我投资生涯的初恋, 还有一点也相当具有纪念价值的, 我买下 GEICO 保险大部分的资金是来自于我派送《华盛顿邮报》的收入。后来在伯克希尔, 又凭借投资华盛顿邮报这家公司, 将 1000 万美元变成 5 亿美元。

可惜的是, 在 1952 年我以 15259 美元的价钱将全部的 GEICO 保险股份出清, 然后将所得资金投入西部保险证券公司之上, 这项变心的举动, 一部分的原因是因为西部保险证券当时的股价相当吸引人, 市盈率只有一倍左右, 然而在往后的二十年间, 当时被我卖的 GEICO 保险股份的价值却成长到 130 万美元, 这给我好好上了一课: **卖掉一家明显的好公司是十分不明智的。**

1970 年代初期, 在戴维森退休后不久, 继任的管理层犯了一连串严重的错误, 他们低估了保险理赔的成本, 使得公司对外销售保单的定价过低, 此举导致公司几乎面临倒闭的命运, 所幸后来由杰克·伯恩(Jack Byrne)在

1976 年接掌公司，并采取紧急的补救措施后，才使得公司幸免于难。

由于我相信 Jack 以及该公司原本拥有的竞争优势，在 1976 年下半年，伯克希尔大量买进 GEICO 保险股份，之后又小幅加码，到了 1980 年底，我们总共投入 4570 万美元取得该公司 33.3% 的股权，然而在往后的 15 年内，我们并没有再增加持股，不过由于该公司不断地回购股份，使得我们的持股比例逐渐增加到 50% 左右。

然后到了 1995 年，我们同意以 23 亿美元买下不属于我们的另一半股份。这实在是天价，不过它让我们可以 100% 拥有一家深具成长潜力的企业，且其竞争优势从 1951 年到现在一直都维持不变，更重要的是，GEICO 保险拥有两位相当优秀的经理人，一位是专门负责保险部门营运的托尼·莱斯利(Tony Nicely)，一位是专门负责投资部门营运的路易·辛普森(Lou Simpson)。

52 岁的 Tony 在 GEICO 保险任职已有 34 年了，兼具智慧、精力、品格与专注力，他是我心目中经营 GEICO 保险部门的不二人选，如果我们够幸运的话，Tony 应该还能再为我们经营 GEICO 保险 34 年以上。

另一方面，Lou 在投资管理上同样出色，1980-1995 年的这段时期，GEICO 保险的投资组合在 Lou 的管理下，年化投资回报率高达 22.8%，同期间标普指数只有 15.7%，Lou 在 GEICO 保险所采取谨慎保守、专注集中的投资方式与伯克希尔一致，有他在，对伯克希尔来说绝对有相当大的优势，而他的存在同时也使得伯克希尔可以确保查理跟我本人万一要是有任何突发状况时，能够有一位杰出的专业投资人士可以立即接手我们的工作。

当然，GEICO 保险必须如同过往一般，持续地吸引优良的投保人前来，并让他们满意，当然定价与提列准备必须适当，但是该公司能够成功的最重要关键，还在于其超低的营运成本，这实在是其它竞争同业远远比不上，1995 年在 Tony 与其领导的管理层的努力之下，该公司的承保和损失调整费用进一步压低到保费收入的 23.6%，比起 1994 年又低了一个百分点。在商业的世界，我致力于寻找拥有牢不可破护城河保护的经济城堡。感谢 Tony 跟他的经营团队，GEICO 保险周围的护城河又更加宽了许多。

最后让我向各位报告一下戴维森的近况，高龄 93 岁的他，对我而言，亦师亦友，到现在他还是一样关心 GEICO 保险的情况，而当公司现任的主管 Jack Byrne、Bill Snyder 与 Tony 有任何需要他的地方，他都会随时挺身而出相助，虽然这次的并购案将使得戴维森必须承担大笔的税负，但他还是一样支持这项交易。

自从我认识戴维森的 45 年以来，他一直就是我崇拜的偶像之一，而他确实也从未让我失望过，大家必须了解如果没有戴维森在 1951 年那个寒冷的周六慷慨解说，伯克希尔就绝对不可能会有今天的成就，多年来私底下，我

已不知感谢他多少次了，但是今天在这里，我觉得应该借着今年的年报，代替伯克希尔所有的股东，向他致上深深的感谢之意。

保险业务营运

除了收购 GEICO 保险以外，1995 年我们还享受到保险行业其他有利的发展。就像我们在过去年报跟各位解释过的，保险业务最重要的关键，首先是保险浮存金的规模，其次是获得它的成本，浮存金是我们持有但不属于我们的钱，保险业务营运之所以能有浮存金，原因在于大部分的保单，都会要求保户必须预付保险费，另外更重要的是，保险公司在被知会并真正理赔之前，通常都要经过好长的一段时间。

通常，保险公司实际上收到的保费并不足以支付实际发生的全部损失与费用，所以会产生承保损失，而这就是浮存金的成本，长期而言，保险公司的浮存金成本，若能低于其它资金渠道获得资金的成本，则保险业务会随着时间的推移而有利可图。但若是其浮存金成本高于货币市场利率的话，保险业务就是得不偿失的。

如下表所示，伯克希尔的保险业务大获全胜。表中的浮存金，是将所有的损失准备金、损失费用调整准备金与未赚取保费加总后，再扣除应付佣金、预付并购成本及相关再保递延费用。相对于我们的保费收入总额，我们的浮存金规模算是相当大的，浮存金的成本由所发生的承保损益而定，像最近三年由于我们承保实现盈利，所以我们的资金成本就是负的，此时我们的保险业务收益等于由浮存金的投资收益再加上承保收益。

百万美元	承保损益	平均浮存金规模	浮存金近似成本	长期政府债券收益率
1967	盈利	17.3	<0	5.50
1968	盈利	19.9	<0	5.90
1969	盈利	23.4	<0	6.79
1970	0.37	32.4	1.14	6.25
1971	盈利	52.5	<0	5.81
1972	盈利	69.5	<0	5.82
1973	盈利	73.3	<0	7.27
1974	7.36	79.1	9.3	8.13
1975	11.35	87.6	12.96	8.03
1976	盈利	102.6	<0	7.30
1977	盈利	139.0	<0	7.97
1978	盈利	190.4	<0	8.93
1979	盈利	227.3	<0	10.08
1980	盈利	237.0	<0	11.94
1981	盈利	228.4	<0	13.61
1982	21.56	220.6	9.77	10.64
1983	33.87	231.3	14.64	11.84

1984	48.06	253.2	18.98	11.58
1985	44.23	390.2	11.34	9.34
1986	55.84	797.5	7.00	7.60
1987	55.43	1266.7	4.38	8.95
1988	11.08	1497.7	0.74	9.00
1989	24.40	1541.3	1.58	7.97
1990	26.65	1637.3	1.63	8.24
1991	119.59	1895.0	6.31	7.40
1992	108.96	2290.4	4.76	7.39
1993	盈利	2624.7	<0	6.35
1994	盈利	3056.6	<0	7.88
1995	盈利	3607.2	<0	5.95

自从 1967 年我们进军保险业以来，我们的浮存金以 20.7% 的年化成长率增加，大部分的年度，我们的资金成本都低于零以下，得益于这些免费的资金，大大地提升了伯克希尔的绩效。

任何一家公司的盈利能力取决于三个因素(1)资产回报率(2)负债的成本(3)财务杠杆的运用，也就是资产中运用负债而非股东权益的程度。多年以来，我们在第一项表现的相当不错，运用资产所产生的回报很高，然而在另外一方面由于负债成本极低，也使得我们受惠不少，这点就比较不为人所知。资金成本之所以可以压得很低，主要是由于我们可以用很有利的条件取得保险浮存金。关于这点在其它同业身上就不敢说了，通常他们也能取得大量的保险浮存金，但是取得的成本可能远超过资金的价值，在这种状况下，运用财务杠杆反而变得相当不利。

由于多年来这些保险浮存金几乎没有成本，所以它们实际上等同于股本。当然不同于真正的股本，因为这些资金并不真正属于我们。尽管如此，假设在 1994 年我们持有的不是 34 亿美元的浮存金，而是 34 亿美元的股本的话，在这种情况下，我们拥有的总资产并不会增加，但我们的收益却可能下滑很多，因为去年浮存金的成本是负的，也就是说浮存金产生了额外的贡献。当然，资本的增加代表着伯克希尔必须额外再发行许多新股，所以，更多的股份代表着更低的资本收益率，等于大大降低了我们股票的价值，所以大家应该理解，为什么浮存金对于保险公司如此的重要，尤其是当它们取得的成本极低之时。

在并购 GEICO 保险之后，我们的保险浮存金马上增加近 30 亿美元，而且展望未来这数字还会继续成长。此外，我们预期 GEICO 保险每年还能够继续拥有相当的承保收益，这意味着这些浮存金继续增加且无需成本。当然就内部而言，我们还是必须支付 GEICO 保险一笔相当的对价以取得浮存金。

对于 1995 年我们的保险营运绩效的兴奋程度可能要再度稍微降温一下，原因在于我们的巨灾再保险业务连续

第三年大放异彩。我们出售保单给保险公司与再保公司，以分散其面临超大型意外灾害所可能承担的风险，由于真正重大的灾害并不常发生，所以我们的巨灾险业务有可能在连续几年赚大钱后，突然发生重大的损失。换句话说，我们这项巨灾险业务到底有多吸引人可能要花上好几年才有办法看得清，我们很清楚的知道过去三年来优异的成果一定会被未来某些悲惨的年度给部分抵消，当然我们希望所谓的"部分"是个适当的形容词。

去年天灾不断，但没有一个达到巨灾再保险的理赔的界限，当 Opal 飓风在美国东南部以每小时 150 英哩的速度徘徊在佛罗里达附近，所幸它在登陆前及时转弱，而避免成为第二个 Andrew 飓风。另外对保险公司来说，神户大地震同样令人印象深刻，不可讳言，那次造成的总体经济损失可算是空前，不过由于其中仅有一小部分有保险，所以最后真正保险理赔的金额有限，当然保险业不可能永远都那么幸运。

阿吉特·贾恩(Ajit Jain)可说是我们巨灾再保险业务的天才，当然他同时也负责许多重要的非巨灾业务。在保险行业，巨灾指的是诸如飓风或地震可能导致巨大理赔损失的事件。另外 Ajit 也负责受理一些单一重大事件的投保，以下三件个案应该可充分以说明我所说的意思，同时展现 Ajit 的多才多艺，我们受理(1)拳王迈克·泰森(Mike Tyson)的生命险，当然一开始金额相当的高，但随着一场场的比赛在几年后逐渐递减到最后变成零。(2)英国最大保险组织劳合社总计 225 人的生命再保险。以及(3)保证两颗中国卫星的发射及在轨道上运转一年。结果所幸中国卫星发射顺利，并在轨道上正常运转，同时劳合社的死亡率还算正常，而拳王泰森看起来再健康不过，看不出有谁可以从他手上抢下冠军戒指。

伯克希尔目前积极寻求各类保险业务，包含巨灾险与大型单一风险，因为(1)我们无与伦比的财务实力，使得投保客户可以确定不论在多糟的状况下，他们都可以顺利获得理赔；(2)我们能以最快的速度向客户完成报价；(3)我们可以签下比其他保险公司金额更高的保单。其它竞争同业大多都有范围广阔的再保条款，并将大部分的业务分保出去，虽然这样的做法可以让他们避免重大的损失意外，但却也破坏掉他们的灵活性与反应时间。大家都知道，伯克希尔抓住投资与并购的动作向来相当的快，在保险业务方面我们的反应速度也是如此。另外还有一很重要的一点，高额的保单吓唬不了我们，相反地更能引起我们的兴趣，我们可以接受的最高理赔上限是 10 亿美元，相较之下，其它同业所能容忍的最高限度仅为 4 亿美元。

总有一天我们会碰上大麻烦，但是查理跟我本人却相当愿意接受这种变动剧烈的结果，只要长期来说我们的回报可以令人满意。换句话说，我们宁要波动的 15%，也不要平稳的 12%，而正因为大部分的经理人倾向平稳，

这使得我们长期回报极大化的目标享有绝对的竞争优势。当然，我们会密切注意我们总的风险敞口，避免让最坏的状况超越我们可以容忍的范围。

事实上，即使是发生百年一遇的超级巨灾的最坏情况，相比那些签下一大堆财产意外险保单的知名保险業者，我们账面价值所可能遭受的损害程度也要轻微得多。虽然这些同业没有像我们一样签下单一极高上限的保单，但所谓积沙成塔，他们累积的小额保单却可能造成无以弥补的后果。因为后者可能突破再保险的防护，使他们面临没有上限的损失，并威胁其生存。至于我们，损失数字虽然很大，但却在我们可以轻易化解的范围之内。

近年来巨灾再保险保单的价格一直萎靡不振，这点可以理解的原因在于，几年前大量的资金涌入再保险行业竞逐有限的保单生意。然而不管别人怎么做，我们是绝对不会以不合理的价格赔钱抢保单的。早在 1970 年代初期，我们就一直在不知情的情况下，犯下类似的错误，结果在往后的二十年内，还经常因为那些错误收到大额的赔付帐单，而我有预感我们将会为 20 年前所犯的错误继续付出代价。一张糟糕的再保合约就像是地狱一样，进去容易，但想要出来可就难了。

早年我积极参与再保业务，结果使得伯克希尔必须为我这一堂课支付高昂的学费。更不幸的是，再保课程的根本没有办法拿到奖学金。另外，GEICO 保险在 1980 年代初期，也遭受过类似悲惨的命运，当时该公司热情地冲进再保险和巨灾保险业务，虽然 GEICO 保险愚蠢的举动只是短短几年，但是它却必须花费十年以上的工夫收拾残局。著名的英国劳合社保险的困境进一步说明了不当再保可能造成的灾难，也强调了承保人和保险共同出资人的利益保持一致是多么重要，不管是在顺境与逆境皆然。一旦人们失去对于这点观念的聚焦，保险業者就注定会发生问题，而且通常必须经历一段时间后，问题才会逐渐地浮上台面。

有一段小故事道出了这个行业的实情，说的是一位保险公司 CEO 接受一位分析师访问，面对分析师询问关于其公司的情况时，CEO 的答案显得相当无奈，费率低得离谱、财务报表上所计提的准备金，连一般理赔都不够，更不要说其它那些因为石棉与环保问题所引发的重大损害赔偿。想到许多他投保的再保公司大多都已倒闭，只剩他一个人独撑大局，突然间这位 CEO 略微释怀的说到：当然情况有可能会更糟，再来可能就会轮到我的荷包。天啊！在伯克希尔，这可是我们的你钱呢！

伯克希尔其它的保险营运，虽然规模相对较小，但在 1995 年的表现却同样极为出色。国民保险公司传统业务的综合比率只有 84.2，同时以其保费收入来看，还贡献了大量的浮存金，过去三年以来，这个由 Don Wurster 负

责的部门平均的综合比率只有 85.6。另外由 Rod Eldred 负责的住宅险业务(Home-State)也有相当幅度的增长，去年的综合比率更只有 81.4，过去三年平均为 82.4。由 Brad 负责的加州劳工退休基金在 1995 年面对激烈的价格竞争，同时还因为拒绝不合理的降价要求而失去续约的机会，虽然此举使得业务量大幅缩减，但整体的承保利益仍然相当可观。最后，负责中央州赔偿保险公司营运的 John 则依然表现出色，1995 年的保费收入成长 23%，承保利益更大幅增加 59%，Ajit、Don、Rod、Brad 与 John 的年纪都在 45 岁以下，这种情况也让我以往认为，经理人要到 70 之后才能随心所欲的论点被推翻。

总的来说，1995 年我们规模适中的保险业务缴出了漂亮的成绩单，而展望 1996 年，在 GEICO 保险加入之后，在维持保险业务原有的品质之下，规模与成长皆可期，较之以往，保险业务已成为我们业务的中坚力量。

报告收益的来源

下表显示伯克希尔报告收益的主要来源，表中收购的溢价从具体公司剥离出来，单独加总列示，之所以这样做是为了让旗下各事业的收益状况，不因我们的投资而有所影响。过去我一再地强调我们认为这样的表达方式，较之 GAAP 要求以个别企业基础做调整，不管是对投资者或是管理者来说，更有帮助。当然，最后损益加总的数字，仍然会与经会计师查核的数字一致。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以百万美金计	1995 年	1994 年	1995 年	1994 年
保险集团：承保收益	20.5	129.9	11.3	80.9
保险集团：净投资收益	501.6	419.4	417.7	350.5
布法罗新闻	46.8	54.2	27.3	31.7
费区海默制服	16.9	14.3	8.8	7.1
金融业务	20.8	22.1	12.6	14.6
家具业务	(1)29.7	17.4	(1)16.7	8.7
珠宝业务	(2)33.9	(3)--	(2)19.1	(3)--
Kirby 吸尘器	50.2	42.3	32.1	27.7
Scott Fetzer 制造集团	34.1	39.5	21.2	24.9
喜诗糖果	50.2	47.5	29.8	28.2
鞋业集团	58.4	85.5	37.5	55.8
世界图书	8.8	24.7	7.0	17.3
购买法会计调整	-27.0	-22.6	-23.4	-19.4
(4)利息费用	-56.0	-60.1	-34.9	-37.3
股东指定捐赠	-11.6	-10.4	-7.0	-6.7
其他	37.4	35.7	24.4	22.3
经营收益	814.7	839.4	600.2	606.2

出售资产和已实现证券收益	194.1	91.3	125.0	61.1
全美航空减值		-268.5		-172.6
所有实体-收益合计	1008.8	662.2	725.2	494.8

注：(1)包含 R.C.Willey 自 1995 年 6 月 29 日以后的收益；(2)包含 Helzberg 自 1995 年 4 月 30 日以后的收益；(3)珠宝事业 1994 年的收益包含在其他项目之下；(4)不包含金融业务的利息支出。

在年报中你可以找到依照 GAAP 编制，详细的分业务信息，至于我们的目的是，希望能够给大家，所有查理跟我认为在评估伯克希尔价值时，应该必要的信息。

在伯克希尔，我们相信查理的格言：**只管告诉我坏消息，因为好消息绝对会不请自来**。而这也是我们希望旗下事业经理人向我们报告时所采取的态度，也因此身为伯克希尔负责人的我，有义务向大家报告，去年总共有三个业务营运发生问题，虽然投资在他们身上的资金所取得的回报率仍然相当的不错(或甚至是更好)，但每个业务都面临了不同的问题。

去年整个鞋业都面临困境，很多同业只能勉强维持边际利润，有的发生了亏损。当然这也代表在某个层面来说，至少我们与同业间仍维持着甚至是扩大了竞争优势，所以，我依然坚信在未来，我们的鞋类事业一定能够恢复以往的高收益。换句话说，虽然目前尚未看到反转的迹象，但我认为大家可以将去年的数字视为周期性的底部，而不是永远的谷底。

至于布法罗新闻报的表现，较之同业虽然还是相当不错，却也面临另外的问题，那就是报业前景不佳。在 1991 年的年报中，我就曾说过，相比以往金刚不摧的特许经营权，报业已失去一大部分竞争优势。虽然时至今日，报业经营还算稳定，但却逐渐失去另一项竞争优势。我们预期报业的竞争力将与日剧减，虽然这产业在未来可见的年度内还是一项不错的投资。

在伯克希尔目前最棘手的就属世界百科全书，它正面临来自 CD 与网络的激烈竞争，虽然我们仍能勉强维持盈利，(大概没有其它百科全书业者能做到)，不过销售和盈利却直线下滑，因此在 1995 年底，世界百科全书决定大幅改变营销方式，加大电子产品并大幅降低营运成本，当然这些做法的成效还有待观察，不过我个人相信此举绝对有助于我们继续维持生存。

我们旗下所有的事业，也包含几个盈利大幅衰退的公司，一直都由杰出专注的经理人所经营，就算我们有机会能够挖到业界最好的经理人，但我们还是不会考虑将给他们取代掉。

我们有许多经理人根本就不必靠这份工作过活，但每天还是一样全力以赴，就像是身价不菲的职业高尔夫球选手，还是继续打巡回赛一样。他们喜欢现在从事的工作，而且要把它做的很好，把他们形容是在工作或许是个

错误的名词，他们只不过是把他们大部分的时间花在他们所擅长的生产活动而非休闲活动之上而已。而我的工作则是，努力提供一个让他们保持这样感觉的环境，截至目前为止，我们做的还算是相当成功。回顾过去 1965 年到 1995 年这三十年间，伯克希尔没有任何一位关键经理人发生跳槽的情况。

股票投资

下表是我们市值超过六亿美元以上的普通股投资。

股份数量	公司名称	成本	市值	成本/股
100,000,000	可口可乐	1,298.9	7,425.0	13.0
48,000,000	吉列-1 拆 2	600.0	2,502.0	26.4
20,000,000	首府/ABC 广播	345.0	2,467.5	172.5
34,250,000	GEICO 保险	45.7	2,393.2	1.33
49,456,900	美国运通-加仓	1,392.7	2,046.3	28.2
6,791,218	富国银行	423.7	1,466.9	68.3
12,502,500	房地美-略减	260.1	1,044.0	20.8
	其他	1,379.0	2,655.4	
	合计	5,745.1	22,000.3	

我们继续做着我们的李伯大梦，在 1994 年持有的前六大持股中，有五支在 1995 年维持不动，唯一有变动的是美国运通，我们将持有股权比例提高到 10%左右。

在 1996 年初期，有两个重大事件影响到我们的持股，首先在收购 GEICO 保险剩余一半的股份之后，GEICO 保险变成我们 100%持有的子公司，第二，我们将首府/ABC 广播的股份转换成现金与迪士尼股票。

在迪士尼的并购案中，原来首府/ABC 广播的股东可以有好几种选择，他们可以选择将原有一股首府/ABC 广播股票，转换成一股迪士尼股票外加 65 美元现金，或者他们可以要求全部换成现金或是股票，但是最终可获得的分配结果还要视其它股东的选择以及迪士尼本身的态度而定。以我们持有 2000 万股来说，我们选择全部转换成股票，不过到年报截止日为止，我们还不确定到底可以分配到多少股份，当然可以确定的是最后收到的股数一定会超过 2000 万股，除此之外，我们还通过公开市场继续购买迪士尼的股份。

再透露一点历史，我第一次对迪士尼发生兴趣是在 1966 年，当时它的股票市值还不到 9000 万美元，虽然该公司在 1965 年的税前净利是 2100 万美元，而且所拥有的现金甚至多过于负债，当时迪士尼乐园斥资 1700 万美元的加勒比海海盗船游乐园才刚要开幕，而这家公司的卖价只不过是这个游乐园的五倍！

印象深刻的我，利用巴菲特合伙公司的资金，买进一大笔的股份(400 万买入 5%，现在价值 8.5 亿)，照分割

调整后的平均成本约每股 31 美分，这样的决定显然很正确，因为现在的股价大概是 66 美元一股，你们的董事长却在 1967 年以每股 48 美分将这批股票卖出，使得其效果大打折扣。不过还好，绕了半天，我们很高兴能够再度成为这家拥有独特资产与杰出管理层公司的大股东。

可转换优先股

大家可能都还记得，伯克希尔在 1987 年到 1991 年通过与公司私下协议的方式，取得五种可转换优先股，现在的时机很适合来谈谈它们现在的状况，以下是一些主要摘要。

公司名称	股息率	买入年份	成本	市值
所罗门	9%	1987	700	(1)728
冠军纸业	9.25%	1989	300	(2)388
吉列	8.75%	1989	600	(3)2502
全美航空	9.25%	1989	358	215
第一帝国	9%	1991	40	110

注：(1) 所罗门市值包含 1995 年收到部分赎回的 1.4 亿美元收入；(2) 冠军纸业市值包含 1995 年转换为普通股后出售股票的收入；(3) 吉列系 1991 年转换为普通股后在 1995 年末的股票市值。

每一笔投资我们都附有选择权，或是维持原来以固定收益为主的优先股形式，或是将它们转换成普通股。刚开始它们的价值主要来自于固定收益证券的特质，至于其所附带的转换权利只不过具有加分的作用而已。

(华尔街对于巴菲特私下协议方式获得这么优厚的优先股颇有微词，但实际上，这些公司都面临不同的困境，巴菲特带去不只有资金，还有伯克希尔的信用以及巴菲特个人的管理投资建议。)

另外在 1991 年的年报中已经介绍过，我们通过私下协议所取得的美国运通 Percs 证券，并未包含在本表之中，其原因主要是因为 Percs 证券事实上是一种普通股的修订版，其固定收益的特性只占其原始价值的一小部分，在我们买下它们的三年后已经自动转为美国运通的普通股。相对的，本表所提到的五种有色证券只有在我们有意愿的状况下，才会转变成一般的普通股，基本上这之间有相当大的差异。

当我们买进这些可转换证券时，我曾经跟各位提到我们预期这些投资的税后回报率应该可以略高于其所取代的中期固定收益证券，幸运的是结果超乎预期，原因是因为其中有一个案子赚翻了。同时我也提醒过各位，这些投资可能无法与真正找到具有竞争优势的好公司的股票投资相比，不幸的就这点而言，我一语中的。最后我还说过，不论在任何状况下，我们完全可以预期这些投资一定能够回收本金再加上股息，这句话我想要收回来。虽然英国前首相丘吉尔曾说过：把说过的话吞回去，并不会让人消化不良。但是关于我说过"优先股一定不会让我们赔钱的这句话"确实让我感到心痛。

其中表现最佳的是吉列优先股，从一开始我就跟各位说过，这是一家相当好的公司。不过讽刺的是，这也是

我犯过的一个大错之一，虽然这项错误从未反应在财务报表之上。

我们在 1989 年以 6 亿美元取得吉列可转换优先股，之后转换为 4800 万股吉列的普通股(分拆调整后)，然而要是当初我们选择直接投资该公司的普通股，这笔钱将可以买到 6000 万股。因为吉列当时每股的市价为 10.5 美元，而由于吉列那次的私下发行会对我们有诸多的限制条款，所以拿到 5%左右的折扣应该不成问题。我不知道这样说对不对，我认为当时要是我们选择直接以取得普通股的方式投资，该公司的管理层可能会更高兴。

可惜人算不如天算，虽然在这两年内我们另外还收到额外的优先股股息(这是普通股所没有的)，如果当初我选择普通股而非优先股的话，截至 1995 年止我们将可多获得 6.25 亿美元的收益，当然还要再扣除 7000 万美元的优先股股息。

另外在冠军国际这笔投资，由于公司有权以 115%的价位赎回我们持有的优先股，使得我们被迫于去年八月有所动作，就在公司即将有权动用赎回权的前夕，以略低的折价申请转换为普通股。查理跟我对造纸业从来没有涉猎，事实上在我长达 54 年的投资生涯中，印象中从来就没有持有过纸类股的股票，所以去年八月我们可以做的选择大概就是，将这笔投资在市场上卖掉或是任由公司赎回。在我们投资冠军国际的过程中，该公司管理层对我们的态度一向坦诚，而他们也希望将这批股票买回，所以到最后我们决定顺应公司的要求。这项举动让我们获得了 19%的税后资本利得，当然还要再加上持有六年期间所收到的优先股股息。

附带一提，许多新闻报导都过度高估财产意外险公司所收到股利收入的税后回报率，原因在于媒体记者忘了将 1987 年通过的新税法列入考虑(34%资本利得税)，这项税法大大减少了保险业者税后可以得到的利益，相关的细节请参阅 1986 年的年报。

我们在第一帝国银行的优先股在 1996 年 3 月 1 日进行转股，这是可以转换的最早日期，我们对于能够继续持有这家经营良好银行的股份感到相当安心，该公司的总裁 Bob Wilmers 是位相当优秀的银行家，我们很高兴能够与他一起合作。

另外两个优先股投资个案的结果就让人相当失望，虽然所罗门优先股最后的投资回报率仍高于其替代的固定收益证券投资，不过若考量查理跟我本人在这项投资上所花费的心思，其所得与付出实在是不成正比。当然我根本就没有料到到了 60 岁的这把年纪，会因为一笔固定收益证券的投资，还能够接下这项担任所罗门临时董事会主席的新工作。1987 年就在我们刚刚买下所罗门优先股不久之后，我就曾经说过，**我们对于投资银行业的发展前景**

与盈利能力并没有特殊的见地。我想事后看来就算是最好心的评论家，也会觉得我当时说的那段话很有道理。

到目前为止，我们拥有将这笔投资转换为所罗门普通股的权利，其价值尚未浮现。另外自从买进这笔投资后，道琼斯指数已经涨了一倍，而投资银行的表现也相当不错，这代表我因为判断转换权利相当有价值而没有转股的决策相当的差。不过即便如此，这笔优先股投资还是相当勉力地继续当作我们的固定收益证券投资，毕竟每年 9% 的股息收入还是相当诱人的。

除非我们选择转股，否则这项投资有一项条款约定，从 1995 年 10 月 31 日开始的五年，该公司每年都可赎回 20% 的投资。所以去年我们总计 7 亿的投资中，1.4 亿已按计划由公司赎回，(有些新闻报导将这笔交易称呼为出售，事实上债券到期后应该称之为"赎回")，虽然去年我们放弃转换选择而被赎回 20%，不过我们还有四次机会，而我也相信未来我们应该很有可能在这些转换的权利中找到一些价值存在。

去年我花了相当大的篇幅讨论全美航空，这家公司今年的表现略微好转，不过还是面临着许多的问题。幸运的是我们的优先股投资当初订定的条款对我们较有利，比如说，虽然从 1994 年起本来应该付给我们的优先股股息就已暂停支付，但是欠我们的股息每年必须以 5% 的基础利率加计利息。不过不幸的是，跟我们打交道的是一家债信不良的公司。关于全美航空优先股的情况，比起一年前，我们现在乐观许多，不过这家公司最后到底会变成怎样，我跟各位一样还是没有任何头绪，(事实上，观诸过去本人在这项投资上的经验，或许各位的看法要比起我个人来得具参考价值)。截至去年底，我们帐列的优先股投资金额是票面金额的 60% (此优先股并没有公开明确的市价)，虽然此时，全美航空还有另一项发行在外优先股，除了转换价格之外，其余的条件包含抵押顺位都不如我们，但是它以票面金额的 82% 左右的价位在进行交易，而就在我写这份年报的同时，其交易的价格已上涨为票面金额的 97%，衷心期盼市场的看法是对的。

总的来说，我们的优先股投资绩效算是相当不错的了，不过主要的原因还在于压对了吉列优先股这个宝，若扣除吉列不记，我们其它的优先股投资带给我们的税后收益，大概仅与原先他们所取代的中期固定收益债券的投资回报率相差无几。

股权重组提案

今年的股东会将会有一项股权重组提案需要各位进行投票表决，一旦获得通过，伯克希尔原来发行的股份，将会被分拆为两种普通股，一种为 A 级普通股，一种为 B 级普通股。

B 级普通股拥有 A 级普通股 1/30 的权利，除了以下两点，第一，B 级普通股的投票权只有 A 级普通股的 1/200(而不是 1/30)，第二，B 级普通股不能参加伯克希尔股东指定捐赠计划。

当股权重组完成之后，每一股 A 级普通股可以依持有人的自由意志在任何时候，选择转换成 30 股的 B 级普通股，但反之则不行，也就是说 30 股的 B 级普通股不能要求转换成一股的 A 级普通股。

跟 A 级普通股一样，B 级普通股也将在纽约证券交易所中挂牌交易，而为了维持挂牌之后的流通性，伯克希尔预计将会发行总金额 1 亿美元以上的 B 级普通股，整个发行过程将以通过公开说明书的方式进行。

市场最终将会决定 B 级普通股的合理价格，当然若无特殊情况，B 级普通股将会以 A 级普通股 1/30 左右的价格进行交易。持有 A 级普通股的股东若有赠与的计划，将可以很轻易地先将持有的股份转为 B 级普通股，当然可能也会有一些转换套利方面的交易可能使得 B 级普通股股价略高于 A 级普通股股价的 1/30。

然而，由于 A 级普通股还是享有完整的投票权以及参与伯克希尔股东指定捐赠计划的权利，所以就这方面而言，A 级普通股还是比 B 级普通股好一些，所以我们预期大部分的股东，就像巴菲特与芒格家族一样，还是会选择继续持有 A 级普通股，除非有股东有赠与的考量时，可能会将少部分的股份进行转换，而由于我们预期大部分会选择维持不变，所以 A 级普通股的流动性应该会比 B 级普通股来得高。

这次的股权重组对伯克希尔来说有利有弊，原因不在于发行新股所带来的资金，我们一定可以找到合理的用途，也不在于发行新股的价格，就在我撰写年报的时刻，伯克希尔的股价约为每股 3.6 万美元，查理跟我本人都不认为这样的价位过于低估，因此此次发行新股并不会使得公司原本的每股内在价值受到损害，或者说，以现在的价位而言，查理跟我都不会考虑再加码买进伯克希尔的股份。

当然因为 B 级普通股的发行，伯克希尔本身必须承担处理更多股东所带来的股东服务工作，不过对于那些有赠与计划的股东来说，却变得方便许多，而对于喜欢股票分割的投资人来说，也多了一个自助式分割的渠道。

当然，之所以会有这样的举动还有其它理由，主要是由于目前坊间出现一种模仿伯克希尔的信托基金，号称价格低，只收取部分费用，人人都投资得起。这样的主意并不是首次出现，近几年来，有一些人向我传达想要设立一种所谓的模仿伯克希尔投资基金，以较低的价格对外发行，不过由于我个人并不赞同这样的做法，所以这些人才没有进一步的举动。对于这些人我不会一味地打压，因为毕竟我们的目标锁定在大额投资人，如果可能，查理跟我当然希望公司的账面价值可以直接由 1000 美元翻两番立刻变成 3000 美元，如此一来大家因为这样的资本

利得肯定不会再有其它的意见。

为了将这些小筹码成长三倍，我们可能必须让伯克希尔的市值从原本的 430 亿美元，一下子暴增为 1290 亿美元(这相当于一个通用电气，这是目前股票市场上市值最高的公司)，这根本就不可能办得到，所以我们比较希望的是，平均而言，伯克希尔的每股价值每五年能够翻一番，当然要达到这样的目标并不容易。

总而言之，查理跟我不太在乎我们的股东们拥有公司股份的多寡，我们衷心期盼的是不论是大、小股东，都能了解我们的营运模式、与我们拥有共同的目标与长期投资理念，同时也能够明了我们受到的限制，尤其是自身过大的股本带给我们的沉重负担。

这些基金最近纷纷以这样的口号浮上台面，通常它们都是通过经纪人以高额佣金销售，所以加入的投资人必须背负相当沉重的摩擦成本，而一些不知情的投资人，可能冲着伯克希尔过去的成绩以及查理与我本人近年来的高知名度而受骗上当，最后的结果注定是：投资人定会大失所望。所以，一种低价格但远优于模仿伯克希尔基金的 B 级普通股诞生了，我们希望可以帮助那些模仿的假货无法在市场上生存。

不过我们还是必须再次提醒伯克希尔现有以及未来可能的股东，虽然在过去五年间本公司的内在价值以相当快速的速度成长，不过公司本身的股价涨升速度却有过之而无不及，换句话说，在这期间股票的市价表现远过于公司本业的表现。这样的情况不太可能无止尽的持续下去，不管是伯克希尔或是其它股票都一样，无可避免的，总有一天股价的表现会逊于本业的表现，我们不太愿意见到公司的股价受到股票市场影响而剧烈波动，我们比较喜欢的模式是伯克希尔的股价能够与其所代表的内在价值一致，如此一来我们就可以确保每位股东在持有本公司股份的期间所获得的回报皆能与伯克希尔本身事业的发展状况一致。

很显然的伯克希尔的股价不可能以这样理想的方式演变，不过若是我们能够确定现有与未来的股东在做投资决策时，能得到充分的信息、以公司发展为导向且不会受到高佣金的推销员所引诱，我们就越有可能达到这样的目标，基于这样的前提，我们必须降低那些想要推销模仿伯克希尔基金的动机，这也是我们决定推出 B 级普通股的主要原因。当然若大家对于本次股权重组还有任何问题，欢迎在股东年会上提出讨论。

其它事项

伯克希尔并不是第一家采用新颖有趣的走动式并购策略的美国企业。1995 年 7 月 14 日下午 1:15，当时华特迪士尼的总裁 Michael Eisner 正在太阳谷(Sun Valley)野花大道上行走，此时，我刚好从同一条街上 Herber

Allen 家中一场午宴离开，赶赴与首府/ABC 广播总裁汤姆·墨菲的一场高尔夫球会。就在当天早上，面对由 Allen 的投资银行召集一大群企业总裁与基金经理人，Michael 做了一场有关迪士尼相当精彩的演讲，会后在街上遇到他，于是我上前向他致意，我们做了短暂的交谈，聊到迪士尼与首府/ABC 广播进行合并的可能性，这并不是第一次讨论有关合并的可能，先前之所以一直没有进展，一部分的原因是由于迪士尼希望用现金进行交易，而首府/ABC 广播想要拿股票。Michael 跟我花了几分钟等候 Murph 的到来，在接下来短暂的会谈后，双方同意在现金/股票的问题上互做让步。几个周后，双方达成协议，而经过连续三天马不停蹄的谈判后，终于拟订了合并契约。我认为迪士尼与首府广播的合并案是天造地设的一对，即使没有那天在 Sun Valley 的巧遇，双方终究还是会结合，不过要不是那天刚好我在野花大道碰到正要赶飞机的 Michael，整个合并案可能不会那么快地顺利完成，不可讳言的，迪士尼与首府广播都将因为我们那天的巧遇而受惠良多。

在这里我特别要提一下 Murph，简单的说，**他是我在投资生涯中，遇到最好的经理人之一，同时除了优秀的管理特质之外，他也拥有同等的人格特质。**他是一位杰出的朋友、父亲、丈夫与公民，许多时候当其个人利益与股东利益相冲突时，他毫不犹豫地会选择后者，每当我提到我喜欢与那种我希望他们能够成为我的子孙、女婿或遗嘱执行人的经理人共事时，Murph 就是我所能引用的最佳典范。如果 Murph 决定另创事业，不必费心去研究其可行性，闭着眼睛投资就对了，而且绝对不要笨到像我前年一样把首府广播公司三分之一的持股以 6.35 亿美元卖掉，这批股票在与迪士尼合并后，价值超过 12.7 亿美元。

大约有 96.3% 的有效股权参与 1995 年的股东指定捐赠计划，总计约 1160 万美元捐出的款项分配给 3600 家慈善机构，详细的名单参阅附录。每年都有一小部分的股东由于没有将股份登记在本人的名下，或是没能在 60 天的期限内，将指定捐赠的表格送回给我们，而没办法参加我们的指定捐赠计划，尤其是第二个原因让我感到特别头痛，因为今年有二位伯克希尔大股东同时也是我个人的好朋友，未能在截止日以前将表格送达，我们必须忍痛将他们的指定捐赠剔除，因为我们不可能在拒绝其它不符合规定股东的同时，还破例让他们参与。想要参加这项计划者，请必须拥有 A 级普通股，同时确定您的股份是登记在自己而非股票经纪人或保管银行的名下，同时必须在 1996 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 1996 年的捐赠计划，当你收到表格后，请立即填写后寄回，以免被丢在一旁给忘记了。

每次提到年度股东年会，查理跟我就变成啰嗦的老头，我们实在是很喜欢这场盛会，所以请大家务必在 5 月 6

日周一大驾光临，在伯克希尔我们没有投资人公关部门，也从不依赖股票分析师作为信息沟通的桥梁，公司收益的预估解说等等，相反地，我们比较喜欢股东与经理人直接面对面的沟通，而且相信年度股东会正是观念沟通的最佳场所，与各位一谈对我们来说一点也不会浪费时间，同时也让各位以相当民主的方式听到我们想要跟各位传达的理念。

去年我们首度在 Holiday 会议中心召开年度股东会，当初预定的准备动作事后看起来相当正确，中央大厅坐满了 3200 个人，同时藉由视听器材的辅助，旁边的会议室还有 800 人得以参与，大厅显得有点拥挤，所以今年我们打算只排 3000 个座位，同时另外会再准备二间会议室以容纳更多的人参与。会场总共可以容纳 5000 人，会议预定在 9 点 30 分开始，不过大家可能要早一点到，因为去年中央大厅在 8 点过后不久便已座无虚席。

来自 49 个州的股东参与 1995 年的年度股东会(你从哪里来，是佛蒙特州吗?)，另外还有一些股东来自海外地区，包含澳洲、瑞典与德国等国家，一如往常，年会吸引了许多真正关心公司发展的股东参加，与其它公司只关心自己利益的股东相比有很大的不同，所提出的问题也相当好，查理跟我花了五个多小时回答问题，连午餐都直接在台上解决。因为我们认为股东们从世界各地远道而来，所以总是希望让他们都有机会可以发问，大部分的股东在中午过后就纷纷离席，但还是有一千多名比较死忠的股东想要瞧瞧我们到底能够撑多久，今年查理跟我希望尽量努力能够像去年那样至少撑五个小时以上。

依照惯例，我们在会场上展示了一些伯克希尔的产品，今天将会新增一位 GEICO 保险公司的业务代表，去年股东会总计卖出了 747 磅的糖果、759 双的鞋子以及价值超过 17500 美元的世界百科全书与相关出版品，另外我们临时还增加了旗下子公司 Quikut 所生产的小刀，总计卖出 400 把(幸好去年公司股价表现不错，否则这可能是相当危险的一项举动)，今年这些商品将再度与会，我觉得这项盛会总要带点商业气息才算完整圆满。

由于预期会有相当多的人与会，我们建议大家最好先预订机位与住宿，想要住在市中心的人(距离会场约 6 英里)可以选择拥有 88 个房间 Radisson-Redick 旅馆，或是旁边较大一点的 RedLion 旅馆，至于会场附近则有 Holiday Inn(403 个房间)、Homewood Suites(118 个房间)或 Hampton Inn(136 个房间)，另一个推荐的旅馆是位在奥马哈西区的 Marriott，离波仙珠宝店约 100 公尺，距离会场约 10 分钟的车程，届时在哪里将会有巴士分 7:30、8:00 跟 8:30 三班，接送大家往返股东会会场。

后面附有股东会开会投票的相关资料，跟各位解释如何拿到入场所许的识别证。当天会场有相当大的停车

场，住在 Holiday Inn、Homewood Suites 或 Hampton Inn 的人可以直接走路过来开会，一如往年，会后我们备有巴士带大家到内布拉斯加家具店与波仙珠宝店或是到饭店与机场。

占地 60 英亩的内布拉斯加家具店主馆距离会场约 2 英里远，营业时间平日从早上 10 点到下午 9 点，周六从早上 10 点到下午 6 点，周日则从中午开到下午 6 点，Rose Blumkin-B 夫人今年高龄 102 岁，不过每天还是会到 B 夫人仓库工作，去年十一月她应邀到 Rose 表演中心担任开幕剪彩嘉宾，原本是 20 年代老旧的戏院在 B 夫人有力的支持下得以重新修复，记得问她有关这一段的故事。

平时礼拜天不营业的波仙珠宝，特地在 5 月 5 日股东会当天会为股东与来宾开放，从中午开到下午 6 点，此外今年在 5 月 4 日周六股东会的前一晚从下午 6 点到晚上 9 点，还将特地为股东开放，去年股东会当天，在短短六个小时的营业时间内，我们总共收到 1733 张定单，等于每 13 秒就有一笔生意成交，各位请记得记录本来就是用来打破的。在波仙珠宝店，将会展出一颗全世界最大的切面钻石，花费两年的时间切割，这颗不甚起眼的玩意儿总共有 545 克拉重，请大家好好看看这一颗宝石，然后再决定你应该为你心爱的人买一颗多大的。

在前一天 5 月 4 日，周六晚上，Rosenblatt 体育馆将会有一场奥马哈皇家队对路易维里红鸟队的比赛，我准备在开幕时担任开球工作，拥有该队 25% 的所有权确保我可以每年担任一次首发，不过一如往常我们的球队经理 Mike 大概都会做出错误的决定，很快地就把我拉下场，去年大约有 1700 位股东出席这项盛会，可惜的是当晚因雨停赛，使得旁边的球童失望不已，今年好戏将会重新上演，而我也准备将拿手绝活展现出来。

股东会资料将告诉大家如何取得入场的门票，同时我们也会提供周日晚上会开张的餐厅信息，同时列出假日期间在奥马哈你可以从事的活动介绍。多年来我一直无法成功说服我的小学同学 Gorat 所开的餐厅在年会当天晚上开门营业，不过今年他终于屈服，Gorat's 是一家有 52 年历史的老牌餐厅，如果你爱吃牛排，包准你会爱上这个地方，我已向 Gorat 拍胸脯保证一定会有很多顾客上门，所以记得打电话(402-551-3733)去预订，我保证大家一定可以在那里看到我，通常我会点一大份丁骨牛排加上双份的肉丸。

沃伦·巴菲特 董事会主席

伯克希尔股东大会实录 1996

1996 年 5 月 6 日 假日会议中心 5000 人

开场白

巴菲特：虽然有点早，但我想每个人都已经坐下了。我必须说，这是我第一次看这个节目。他们告诉我他们会给我一个惊喜，他们确实做到了。(笑声)我们的 CFO 马克·汉伯格(Marc Hamburg)负责将所有这些整合在一起。我想让你们知道，我们没有.....(掌声)整个会议由我们普通的工作人员主持。我们没有公共关系部、投资者关系部、多媒体部或任何类似的部门。所以，公司的每个人都参与进来。马克将永远负责赛前仪式。(笑声)

我们今天的观众很多。希望大家都能找到座位了，要么在这个主房间，要么在三个备用房间。我们大概能应付 5400 人。从历史上看，每年有 62% 的股东会来大会。如果这个百分比在今天是正确的，那么我们已经满员了。将来这个问题更严重，我们还没有找到方法去解决。不过我们还有一年时间去想。

我们今天会议的方式是，一开始就把必要流程给解决掉。我们也会讨论 B 类股票的发行。预计这将比历史上的股东大会需要更长的时间。然后，我们的问答会持续到中午。我们中午休息一会儿。外面你可以买到三明治。(笑声)查理和我会在讲台上吃几个三明治。然后，我们会呆到大约 3 点来回答更多的问题。在那个时候，中午过后，我相信所有人都能在大厅找到座位。你们从很远的地方赶来参加这次会议。所以，我们真的想给每个人一个机会让他们的问题得到问。尽管查理和我都很乐意留下，但是无论如何，我们必须在 3 点钟结束。很明显，你可以随时离开。就像我以前说过的，趁查理说话的时候离开会更好。(笑声)你们想什么时候离开都可以。然后我们有公共巴士可以载你去我们旗下的子公司——如果经过昨天的购物之旅后你还有钱的话。这就是我们的计划。我希望每个人的问题都能得到解答。我们把这个房间分成六个区域。我们在其他房间有几个区域。那么今天下午，每个人都可以到中央大厅。这就是今天的安排。

我肯定你们认识伯克希尔的副董事长查理·芒格，他以前也没看过这部电影。(笑)我想马克是害怕给我们看。但无论如何我们会继续(笑声)我想你可能会感兴趣今天到场的股东的名单。除了来自美国的股东和 99 位来自加拿大的股东以外，我们有来自澳大利亚、海峡群岛、英国、希腊、香港、以色列、葡萄牙、波多黎各、新加坡、瑞典和瑞士等地的股东。

本次会议的第一个议题，董事选举，流程略.....

授权发行 B 股的议案

巴菲特：本次会议的第二个议题，是审议修改公司章程。拟议的修正案将在重新发布的公司章程中增加一项条款，授权董事会发行至多 5000 万股新的 B 类普通股，每股 B 类股票的经济权利相当于当前普通 A 类股的 1/30；同时，将公司现有普通股重新指定为 A 类普通股，并由持股人选择，是否使每一股 A 类普通股可转换为 30 股新 B 类股票。

我想，在我们开始这个审议之前，应该花点时间来讨论和回答你们关于 B 类股票发行的问题，我首先该告诉你们一些背景知识。我想你们很多人都知道这方面的背景。多年来，总有人时不时地，提议成立一个只投资于伯克希尔股票的投资公司或信托基金。换句话说，这个实体除了伯克希尔股票外什么也不持有，然后将自己的股票以较小面值发行给公众。

我们一般不鼓励这样做，因为我们认为在这种安排中有相当大的滥用的可能性。一直到去年秋天，我们感觉实在不太好，当时有一两项涉及到成立信托基金提议，甚至提交给了 SEC 审批。这些信托基金只持有伯克希尔的股票，然后以小面额出售给公众，最低投资额可能在 1000 美元左右。这些信托基金的持有人本可以购买伯克希尔股票，但却选择了这种信托基金，考虑到成本和一些税收方面的损失，他们可能会遇到无法预料的成本损失。查理和我担心的是，伯克希尔的历史记录不能再重复了——高销售佣金，低面值，以及大量关于伯克希尔和我自己的宣传——正如你们今天早上电影中看到的，我们试图阻止(笑声)。

很多人最终会购买这些信托资产，而实际上，他们并不知道自己在买什么，却对未来抱有不切实际的期望。这将反过来创造一个巨大的需求——因为这些信托会去购买伯克希尔的股票——这将在有限供给的基础上创造一个巨大的需求，而从供给侧来看，伯克希尔的大部分股权几乎是非卖品，这是因为人们的税基较低，不愿意出售——我希望他们不愿意出售是因为其他原因。而创造这些的行为——考虑到对伯克希尔股票需求的推动，很可能会引发股票的投机热潮。因市场价格上涨创造的需求不是一个持续的需求。这是一种终会逆转的需求，当人们不再抱有幻想时，可能会引起很多问题。

但这种潜力是存在的，因为有大量买家有着不切实际的期望、高额佣金和固定的供应。我们试图劝阻这种行为。其中一个退出了，但几个月后，他推出了伯克希尔和其他一些证券的组合——这些证券至少被认为在我们的投资组合中。

我们开始听到人们说，很明显，他们不知道自己买的是什么，也不知道所涉及的成本，或潜在的税收影响，或诸如此类的事情。所以，在那个时候，我们必须做出一个决定，我们必须尽快做出决定，关于这个问题最好的解决方案是什么。

显然我们曾考虑过拆分股票。但我们担心，拆分会向所有人发出信号，让他们相信一些对未来业绩可能不太可信的东西，并把它视为以较低价格买进的大好机会。当然，相对于价值而言，这并不是一个更低的价格。但它的面额会更小。同样，在固定供给的情况下，这很可能会产生与信托基金相同的问题，甚至更大的问题。

所以，我们就有了 B 类股票的想法。它将创造出一种与需求相匹配的供应，实际上，它也是分割的股票，但它将以一种不会产生特殊诱因的方式去提供，或者不会对想要购买的人产生虚假诱因。

我们所做的其中一件事是，我们在 B 类股票的发行上**附加了一笔佣金**，这是我在华尔街多年来所见过的最低的佣金，因为我们不希望销售人员有很大的动机去卖伯克希尔股票。我们希望任何有兴趣的人都能阅读招股说明书，仔细考虑一下，然后做出自己的决定。

我们还做了另一件事，这与通常的商业做法截然相反，我们说，我们会发行人们**想买多少股票就发行多少股票**。而且，如果你在这个世界上卖东西，对顾客说“只有一个人”，“你必须早点进入”，或者“你必须认识某个人才能获得股份”，你会做得更好。许多新的债券和股票都是通过这种方式发行的，这非常有效。你知道，这就像那些俄罗斯的老故事，人们在排队的时候，不知道自己会买什么，但看到拥挤的人群，就挤进去了。这是一个非常有效的销售手段。华尔街对此并不陌生。我们决定，为了减少那种你必须早早加入或者只有大人物才能加入的感觉，我们郑重地宣布，我们将为所有想买入的人提供足量的股份。我们没有理由去假设——事实上，它不可能是一支炙手可热的股票。我们还做了很多其他的事情。

我们希望我们吸引的 B 类股东和在座的各位具有同样的素质，希望他们有相同投资态度——我们希望让他们觉得自己在购买一家企业的一部分，希望他们在不确定的未来，也许是在他们的余生中，继续留在伯克希尔。让那些对现在的股份满意的人保持完全相同的地位，这就是我要做的，也是查理会做的。

我们让 B 类股在两个方面相对 A 类股差一点——B 类股的投票权较低(1/200)，同时 B 类股不会参与股东捐款计划。这两种情况都有原因，但除此之外，我们还有一种愿望，是希望 B 类只是稍微差一点，但不至于使得它没有 A 类那样有吸引力，因为我们不想把所有人的 A 类股都转化成 B 类。

希望从一开始，B 类股就会享受更好的市场条件，相信它会有自己的生命，使得每个人都有可以去参与。如果你持有 A 类股，那么你没有理由将其转换为 B 类股，除非你想出售或放弃你所持股份的一部分，而这部分股份将少于完整的一份 A 类股。

因为这个原因，它会很方便。但除此之外，**不应该附有任何激励措施**。如果 B 的交易价格略高于 A 价格的 1/30，就会出现套利活动，使得 B 的交易价格不会超过 A 的 1/30。当然，它的交易价格可能远低于 1/30，因为 B 不能兑换成 A。

查理，在我们开始回答问题之前，你还有什么要补充的吗？

芒格：没有。(笑声)

巴菲特：我鼓励每个人都来问问题。正如你在会议期间会注意到的那样，查理并不是靠说话来赚钱的。(笑声)但我们鼓励每一个人提出任何问题。这方面没有什么不好的。去年，我们讨论了一个优先股的问题，当时人们提出了非常好的问题。

首先，我想谈谈 A 和 B 之间的两点不同，在**股东指定捐款计划**上，去年是每股 12 美元。除了想让 A 类比 B 类有一个很小的优势以外，还有一个不参与 B 类股的原因。向股东征求慈善机构的名字，并指定捐款，却只接受 12 美元除以 30 的金额，这非常不切实际。我们可以相当有效地处理目前的股东指定捐款计划。但是，我们不愿意寄一两美元的支票，这将变得非常低效。因此，我们已经告诉潜在的 B 股持有者，这不会发生。所以，他们得到了充分的信息。

此外，在投票方面，B 类股票的发行确实创造了更多可以**参与投票**的股票。如果形势没有任何变化，通过发行我们并不特别渴望发行的股票，我在股东大会上的投票权就会在某种程度上被稀释。坦白地说，我并不想发行更多的股票去稀释巴菲特家族的投票权，但这一行动将在一定程度上稀释它。

如果有很多人转换为 B 类，我们持股的投票权比例确实会上升。但我看不出人们真的应该改变信仰的理由。我认为这是不可能的，最终，它会保持不变。正如我之前提到的，我们希望 B 类有一些小缺陷。

在其他方面，我们会像对待 A 类股东一样对待 B 类股东。在这次年会中，参与的股东数量很多，我们明年得想办法找更大的场地。有人建议说，也许 B 类股东可以坐二等座位之类的。我们不会这么做。(笑声)除了我们在招股说明书中提到的这两件事，B 股在任何方面都将被视为 A 股。

我们这里有六个区，然后我们在这间坐满人的房间里还有另外两个区域。如果在第 1 区有任何问题，请举手，有人会带来麦克风。后面几个区也是这样子准备提问，工作人员会给你拿麦克风。

股东问答开始：

1、B 类股的 IPO 价格对所有人都是一样的

股东：早上好。我是马歇尔·巴顿，来自德克萨斯州班德拉。当 B 类股票的价格发生变化时，我们这些通过电脑程序购买股票的人，你们是否能保证，无论我们从谁那里购买，这就是我们购买这些股票的价格？

巴菲特：是的，价格——会有一个确定的价格，周三晚上或者这周左右。每个人都会付出同样的代价。顺便说一句，这一价格所募集的资金的很大一部分将流入伯克希尔。我的意思是，与其他债券或股票发行相比，这次伯克希尔 B 类股的承销业务的费用非常非常低。

每个人都将为这次 IPO 支付相同的价格：不管你是大型机构，还是一股的买家。随后，我们预计 B 类股将于周四上午在纽交所上市。我们这里有这方面世界上最伟大的专家，吉米·马奎尔，他现在负责处理普通股票的交易，他将同时处理 A 类股和 B 类股的交易。

吉米，你在吗？世界上最伟大的专家，吉米·马奎尔。(掌声)我想他每年也会带头唱《奈莉，等到太阳出来》。你可以偶尔在 CNBC 和晚间商业报道中看到他。我想在这里给出相等的时间。

吉米将从周四开始交易这两类股票。就像我说的，在 IPO 的最初几天后，B 类股的卖价不可能超过 A 类股的 1/30，因为人们会买 A 类股，然后卖 B 类股做套利，哪怕套利差价很小。伯克希尔会在市场中有两只股票。他们都将以 10 股的价格进行交易。这就是所谓的整数。通常纽交所的整数是 100 股。但就伯克希尔这两只股票而言，交易整数单位为 10 股。现在，我读到一两个新闻报道说最低购买量是 10 股，那不符合事实。每只股票——每一类股票——的最低购买量是 1 股。事实上，你可以买 1 股或 2 股。或者你可以卖 1 股或 2 股。这之间你可能会有一个差额。就像你处理少于 100 股的公司的股票，它的股票以 100 股的整数批次交易。伯克希尔的两种股票都没有最小的规模限制。

你会看到，当他们把机制理顺后，对人们来说，可能会有一点点麻烦，你会在报纸上看到伯克希尔 A 股和 B 股。我认为你们在周四之后会很清楚发生了什么。我不知道如何通过电脑申购 B 类股的 IPO。就首次公开发行而言，我们都将通过 137 名销售团队成员之一(或经纪人)进行。不管你和谁打交道，都是一样的。

2、模仿伯克希尔信托基金的下跌

股东：我的名字叫大卫·亨德尔。我来自佛罗里达州的博卡拉顿。你觉得这个计划会有效地阻止信托基金吗？

巴菲特：当然，它的设计初衷就是这样。我认为答案是肯定的，因为我看不出信托基金——无论是在最初的发行还是随后的交易中——我看不出信托基金能够为人们提供一种高效、廉价的方式来参与伯克希尔，那还不如直接购买 B 类股。

如果成立了一个信托基金，它将不得不在市场上购买伯克希尔的股票。所以，它会有人们购买股票的成本。然后，在它之上，它会叠加其他的成本。除了最初的佣金，它们甚至还有估值费，那是我想要的一份工作(笑声)，因为每三个月或者每天，他们的工作就是评估这种信任基金的价值，而这是一种能够在报纸上按字母顺序找到它的伟大技巧。至于评估师的费用是多少，这个数字留白了。但我有一种感觉，那是一份比较轻松的工作。(笑声)

此外还有一个问题。如果这些信托基金开始运作，却没有取得很大进展，它们可能被人们逐渐抛弃，而且同时，它们的运营成本肯定会越来越高。然后，由于伯克希尔不支付股息，但信托基金会产生费用，包括评估者的费用，但由于信托基金会产生费用，他们将不得不定期出售少量股票来支付这些费用。这将给每个信托基金持有人带来税收成本。人们不知道——我们觉得他们不知道他们正在做什么，以及会陷入怎么样的后果。

更严重的问题是，有人会在他们面前展现我们过去的记录，或者给他们看一些伯克希尔股价的图表，然后说，"你知道，这是你做同样事情的机会。"但很明显，它不是——也不会是。

但根据我们目前所看到的情况，我们预计此次发行将有 35 万股。我们知道这次发行有很大的需求。所以我认为，如果你把伯克希尔圈子扩大到包括不了解的人，可能会是一次相当不错的经历。

3、没有 B 类股的增发计划

股东：我是亚当，来自科罗拉多州博尔德。就你要发行的 B 股数量而言，你是否计划在周三看一下申购数，然后发行足够的股票来完全满足需求？如果它开始成为热门股，你有计划再做一次增发吗？

巴菲特：我想我们的计划是调整发行规模，以适应周二晚上或周三上午出现的需求。此次发行旨在做到这一点。和大多数发行一样，我预计承销商会卖出比首次发行更多的股票(这是目前的一个假设，他们经常这样做)，目的是在证券方面建立一些空头头寸。然后，他们有一个选择权——30 天内从公司买入最多是我们最初发行的 15% 的股份，用以保护他们的空头头寸。但空头头寸也有助于股市随后保持有序。

实际上，我们将根据周中出现的需求调整发行规模，但我们没有二次发行的计划。我认为这第一次 B 类股发行，已经被充分宣传了。我们有一个庞大的销售团队成员网络。这样，那些对伯克希尔有兴趣，但想买小面额的人就有机会了。根据目前的迹象，将有 35 万股 B 类股票上市。根据目前我们所看到的，将会有相当多的持有者。在我看来，从周四上午开始，考虑到这样的数量和购买人数，市场应该有会比较合理。因此，我不期望随后会再发生什么(增发)。

4、我们不认为伯克希尔的股票被"低估了"

股东：我叫汤姆·康拉德。我来自弗吉尼亚州的麦克莱恩。我一直在建议身边的亲朋好友买伯克希尔的股票，但我在一些出版物上看到你说你不会建议你的朋友和家人以现在的价格购买。我只是担心，如果我跑出去告诉他们你的言论.....你觉得我应该去告诉我的朋友和家人吗？(笑声)

巴菲特：这取决于你自己啦。(笑声)以目前的价格，查理和我不认为伯克希尔的股票被低估了。要知道这并不是经常被报道的，有时人们也会说我们认为伯克希尔被高估了。如果你看看招股说明书，你会发现我们说的是我们不认为它被低估了。

我觉得这很有趣，人们认为这是某人在公开募股时发表的惊人言论。但是如果你仔细想想，你能想象一个管理层走出去对全世界说，"我们正在卖给你一些东西——一种新股票——它被低估了。"试想一下，如果你走出去对公众说"我们卖给你的东西价值 1 美元，但现在我们将以 80 美分的价格卖给你"，那你该对现在的股东说什么？我相信那将使我非常不高兴。所以，我觉得任何管理层在谈论出售他们的股票时，如果说股票被低估了，他们要么是不知道什么对他们现在的股东有好处，要么他们可能是在开玩笑。

我们不会以我们认为对现有股东来说不合适价格出售你在伯克希尔的部分权益。就是这么简单。我们卖了公司 1% 的股份——35 万股的股份，这是 B 类这次发行的数字，这就相当于我们卖给你我们在喜诗糖果的 1% 的股份。我们将出售你在 GEICO 1% 的股份。我们将出售你在布法罗新闻公司 1% 的股份。这些都是有价值的资产。我们无意以对股东不公平的价格出售这些实体的 1%、10% 或 100%。

这并不意味着这对新股东不公平，如果我们认为这只股票被低估了，我们就不会出售它。但我们已经在招股说明书中写清楚，我们没有出售任何股票。通常，在新发行的股票上，你会看到现有的持有者的资产情况。你们知道，伯克希尔占我的净资产接近 100%，这让我很高兴。

我在 1964 年建立了一个信托基金。我是唯一的受托人。在这种信任下，我可以做任何我想做的事。那些相信我能做好集中投资的人使我感到很自在。我的一些家庭成员是这个信托基金的受益人。那家信托基金只持有伯克希尔的股票，而我一点也不介意。我不是在建议你们购买伯克希尔，但我很高兴我拥有伯克希尔。

我们不希望人们认为，当他们购买伯克希尔的股票时，他们购买的是估值过低的股票，因为它不是。我们在招股说明书上的第四个警告中说，我们希望人们只有在希望长期持有的情况下才会购买。

查理和我希望能在很长一段时间内保持大股东地位。事实上，你可能会看到我们一直在这里，而我们不知道我们旁边的人是谁。(笑声)不过，我们还是要假装一下。(笑声)

这就是我们对伯克希尔的态度。我们不希望有人认为这只股票会成为热门股，或者一年后以更高的价格卖出，因为我们根本不知道这只股票一年后的卖出价格是高还是低。我们永远不会知道。

我们确实认为，伯克希尔吸引了一群特殊的股东，他们认为自己在企业中拥有部分权益，就像他们拥有农场或公寓的一部分一样，他们希望在自己的余生中拥有这些权益，我们认为这是一件非常明智的事情，因为我们自己正是在做这件事。而我们不想超出这个范围。

5、对 B 类股票发行所得没有计划

股东：我叫戈登·谢泼德，来自蒙特利尔。我想知道你对这笔钱有什么打算？(笑声)

巴菲特：这个问题的答案在招股说明书中有，但是我们目前还没有筹集资金的计划。但这种情况我们已经遇到过很多次了。

在我们看来，在这个世界上，资金的流入和流出不应该被太仔细地一一匹配，因为你得到的投资机会和商业机会(资金流出)，与资金流入的时间不同。在经营企业或管理投资时，最重要的原则之一就是不要让你的行为仅仅与现金的可用性相协调匹配。

随着时间的推移，我们找到了使用金钱的方法。对我们来说，经营 170 亿美元要比经营 2000 万美元时困难得多。这是毫无疑问的，我们已经指出很多次了。如果我们规模变得更大，就会变得更困难，我希望我们能克服这一点。

但事实是，如果 4 亿美元通过这种方式进入市场，这和 4 亿美元通过其他方式进入市场没什么不同。当我们的浮存金增加时，我们会赚更多的钱。当我们的收入被保留下来时，我们会赚更多的钱。我忘记了我给首府广播

公司交易的支票是多少钱了，但它确实是让我一天花了超过 10 亿美元。钱是可以拿来买东西的，我们必须继续寻找规模越来越大的企业。这就是我们目前所关注的。对查理和我来说，最大的挑战就是如何分配资金。这是一个很好的挑战。(笑声)

6、令人沮丧的买家与不合理的期望

股东：嗨，我是长期股东李·德布罗夫。我感觉几年前我们的关系会更亲密一点，当时我就坐在你的右边，感觉现在在电视里看到你怪怪的。我看到了你周围所有的警卫，我看到了所有的安全措施等等。然后，我看到 B 类股的这个提议，我有点想知道，从你的角度来看，你是否觉得你可能和教皇和总统处于同一条船上？我问这个问题是出于我的真诚。因为我不认为你——也许像我们中的一些人一样，能够处理好你在内布拉斯加州奥马哈以外的名声的本事。

那些不知道投资是什么的人完全不能了解你。当他们看到这次 B 类股发行的时候，我想你可能会发现有很多人只是想拥有伯克希尔的一部分，却不完全明白他们自己在做什么。我注意到在第 14 页的第一段第二行，我试着读一下这里的细则，你指出大约有 5000 万股 B 类普通股可能被发行。所以我想让你谈谈你现在的处境，我感觉你可能与流行脱节了。

巴菲特：我的第一反应是——也许我应该告诉我的理发师，我们可以把剪下来的头发存起来卖掉。(笑声)

我不认为这像你说的那么极端。但是你知道，首先，对于 5000 万股，我们必须被授权发行足够多的股份，因为我们将允许 A 类的每一股转换成 B 类。所以我们必须要有 30 倍于现在的 100 或 200 万股的授权。所以，其中 3600 万股股票，实际上是为现在的普通股转 B 股预留的。我们的确需要这么多的发行股份的授权，否则如果大家都来转换的话，我们实际上就没有股票了。虽然这是不可能发生的，但我们仍然要为此做好准备。

我们没有发行大量股票的计划。你提到的一点——我认为你比我强调的要更多一点，但是这就是我们所担心的，在信托基金方面可能会发生的事。我们已经做了我们所能做的一切。如果我们没有这样做，信托基金就会继续发展。我认为他们会利用你提出的这种现象赚钱。几年后，如果因为人们的希望没有实现，他们会非常失望，而这也可能会让我感到不安。

我认为，我们已经做了一切可能的事情，来过滤掉那些可能有不切实际想法的人。每个人在购买股票之前都应该阅读招股说明书。我们已经设计好了很多事情，我们也正在这么做，我们尽我们所能来缓和你所说的这种现

象。虽然可能会有些不该进来的股东进来，但不会太多。

查理，你有什么想法吗？

芒格：如果我们只发行我们现在谈论的数额，这在伯克希尔是一件无关紧要的事情。也就是 1% 的股份——它解决了这些声名狼藉的问题(笑声)——这 1% 又有什么关系呢？(掌声)

巴菲特：等等，你刚才听到了那句话，刚刚查理是不是说过，“我只想知道我将死在哪里，所以我永远不会去那里。”(笑声)我们逆向思考一下，**我们如何阻止那些几年后会不开心的人买它？**

7、就像直接从伯克希尔购买一样

股东：有人问过我一个问题，但我真的不知道。有几个人想知道他们是否可以直接从本公司购买 B 股？

巴菲特：答案是否定的。但所罗门兄弟是此次发行的承销商。他们有 100 家，另外大概还有 37 家左右的经纪自营商，几乎都是国内主要的经纪自营商。

与我所见过的任何情况相比，伯克希尔这次发行 B 类的成本真的非常非常低。当 AT&T 分拆朗讯的时候——或者说出售朗讯的时候——这接近 30 亿美元的交易——你知道，他们的百分比成本是我们伯克希尔这次发行的两倍多。在考虑完摩擦成本之后，这就好像 B 类股持有人是直接从这里买的。事实上，如果我们自己处理的话，可能会花更多的钱。公司本身并不是一家经纪自营商。这需要一群不同的人来解决这个直接的问题。B 类股将只通过经纪自营商出售。

8、只投资于伯克希尔的退休计划共同基金

股东：我在媒体上注意到，当发行信托基金时，显然也有一些人试图成立共同基金来持有伯克希尔的股票，我认为这是个好主意，因为有一类潜在的伯克希尔所有者只能通过开放式共同基金或封闭式共同基金持有伯克希尔的股票。也就是说，成千上万的教师 and 医院员工，他们未来的退休金都在 403(b) 计划中，这些计划仅限于共同基金的投资。所以，我想知道，首先，你是否意识到了这一点？如果是这样，你考虑过吗？如果不是，你又怎么看呢？

巴菲特：答案是我不知道。当然，可能也有一些共同基金持有伯克希尔的股票。但应该没有只投资于伯克希尔的基金。

我会这么说：如果法律的目的是，在某种程度上，限制你所说的这个群体的投资(不能投资个股只能投资基

金)，那我认为，如果一个基金只持有一只股票，那么它甚至可以被视为规避这种法律的一种方式。因为，如果你不能直接购买通用汽车，我想，根据相关的规则或法规，只拥有通用汽车的基金似乎可以被视为一种规避这一问题的方法。

但答案是，它没有被考虑。我不知道这些规则是从哪里来的，它们是否可以被某个组织改变，或者它们是某个法规的一部分。但如果他们是某个组织的成员，通过董事的投票，他们可能会允许你在申报的情况下去购买个股。但如果不是这样，在我看来，只投资一只股票的基金可能只是被视为一种规避规则的方式。

9、B 股代码的建议

股东：你确定 B 类的代码是什么了吗？

巴菲特：代码？不，我们还没有。

股东：我可以提个建议吗？我认为，那些已经上市并给自己贴上 A 类和 B 类标签的股票会引起巨大的混乱。

如果有什么办法能让像 BRB 这样的代码一样简单，比如只有三个字母的符号，它就可以帮助人们在 CNBC 的节目中跟随它。我认为，纽约交易所的四个字母符号限制了我们可以做的很多事情。如果你有任何方法可以让 B 类股的代码只有简单的一个、两个或三个字母的符号，这将是非常棒的。

巴菲特：嗯，谢谢你的建议。现在，在试图与我们合作方面，交易所总体上表现得格外合作。对他们来说，一个 10 股的交易单位可不是一件容易的事。我敢肯定，有时他们希望我们能像其他一些在交易所上市的公司那样。但他们一直非常合作，乐于助人他们会听取我们的建议。我们也会听取他们的建议。因此，我们将尽一切努力在交易所和报告价格方面提供便利。相信我，我们不会对他们施加任何影响。我找不到我最喜欢的名字。我们来看看他们有什么想法。我们将考虑你的这个建议。

10、预计 B 类股发行规模不会有太大变化

股东：宝拉·芬斯特，来自俄克拉荷马州塔尔萨。很高兴来到这里。我是为数不多的第二代人之一，终于从我爸爸那里弄到了一张票。三年前——

巴菲特：顺便说一句，她爸爸有家冷饮店。如果你们去塔尔萨，一定要去见见他。(笑声)

股东：的确是这样。非常欢迎你们的到来。(笑声)三年前我来这个电影院。考虑到人数的增长——我知道你不会离开你深爱的奥马哈——但也许你可以建一个体育场(笑声)——考虑到增长有足够的停车位。(笑声)

这是我的问题。你说 B 类股会有无限的供应，他们想要多少就有多少。然而，这个问题并不是为了让芒格先生生气——

巴菲特：让他生气很难。(笑声)

股东：明白，考虑到昨天的桥牌比赛。我的问题是，如果你被授权可以发 1% 的 B 类股，如果大家想要的规模更多，会发生什么事？

巴菲特：就发行规模而言，不管发行规模如何，它对每个人的经济影响都是一样的。我的意思是，我们的股份和在座的各位没有什么不同。所以，我们不关心到底会发多大规模，是发行大约 1%？或者其他数量？这很简单——**只要我们没有发行低于其真实价值的股票，我们就不会受到伤害**。所以，发行多少这对我们来说无关紧要。我们不会从一笔更大规模的发行中得到任何重大的帮助。

在我看来，我们离上市只有几天了，而且伯克希尔 A 类上市已经有一段时间了。我怀疑是否有巨大的发行规模的变化。但我不知道答案。我的意思是，这可能取决于股票市场的具体情况。但我不认为你会在发行中看到任何巨大的变化。如果有重大变化，我们显然会非常迅速地通知证监会 SEC。他们希望我们，正如我们所看到的需求变化一样，迅速改变发行规模。我们已经这么做了。每天都试图对 SEC 的指示作出反应。截至上周五，35 万股是我们最好的估计。我们过一两天再看。但我不认为会有太大的改变。不过我不知道。我不想——我给你一个明确的答案。但这只是我自己的感觉。谢谢你！

11、B 股的发行会对 A 类股东不利吗？

股东：你是否认为发行 B 股会以任何方式对 A 股股东不利？比如财务上、投资理念上？我并不是说要宣扬精英主义，我认为你从来没有宣传过这一点，而且伯克希尔也不会宣传精英主义。但很明显，有一屋子的人已经在经济上和你同一战线，表明他们的投资理念与你同在。如果发行了 B 类股，这点会减弱吗？

问题的另一个方面是，正如你所描述的，信托基金听起来并不是很有吸引力。从长远来看，当人们意识到他们没有获得他们所想的时候，他们最终会失败吗？

巴菲特：好吧，他们可能会失败。但我认为影响应该是在我们身上，而不是信托基金的发起人身上——也可能在发起人身上。但说到信托基金的失败，我不是说绝对意义上的失败，而是说投资者的失望。我真的认为，如果数以万计或数十万人参与到一个被宣称只投资于伯克希尔的信托基金的项目中来，如果人们在几年后失望而

归，我认为他们会倾向于把这种失望归罪在伯克希尔身上，而不是归结于当初出售该信托基金的发起人，到那时候他们甚至可能找不到他。

第一个问题，我不认为，如果我们认为这会伤害现在的股东。如果伤害到我们现在的股东，我们就不会这么做，就像我们讨厌发生的其他事情一样。我们这样设计——我们觉得这不会伤害现在的股东。

就他们的理念而言——新股东的理念与当前股东类似——我们试图过滤掉那些不应该成为我们股东的人。但我们打算，在 B 类股发行完毕后，给我们的股东都发一个小册子。我们会把它发给所有人，新股东和老股东，解释我们的理念，就像公司的入门课程一样。我们可能会在发行结束后的一个月左右解决这个问题。

你知道，伯克希尔已经发展了很长一段时间。在 15 年前的年会上我们有 12 个股东。而且，就真正了解企业的人而言，我们似乎能够留住同样的股东群体。这是一个不同于其他公司的群体。我认为我们可以——只要有这种有效的过滤机制，即便有新人加入我们，我们的投资理念还是能保持下去。查理？

芒格：是的。如果股票发行疯狂，你发行了公司 3% 的股份，你也就赚了 10 亿多美元。这对我们来说不是什么大事。(笑声)

巴菲特：其实查理在暗爽，别听他的。(笑声)

12、伯克希尔无法赶上此前的涨幅

股东：你收到了 B 类发行所带来的现金后，你是否在市场上看到了继续提供我们过去有幸经历的那种回报的机会？

巴菲特：不管 B 类的发行成功与否，我们都看不到可以维持接近过去平均回报率的机会。我们一直试图传达这一点。过去的回报率数字，在数学上是不可持续的。在这个世界上，如果没有特别的通货膨胀，货币就不会以这个速度复利。按实值利率计算，它肯定不会重复过去的收益率。不管有没有 B 类，我认为我们很难找到像过去一样有良好回报率的项目，特别是考虑到我们的规模以后。

我们一直在寻找机会。只要我们发现任何对我们有意义的事情，我们都会去做。更困难的部分是，我们要确保当我们找不到有意义的东西时，我们不会去做。你永远不知道——你永远不知道机会什么时候会发生。

我们碰到了一些生意几乎是偶然的——我在年度报告中描述了一点，我们今年签了一份并购合同(堪萨斯银行家保险公司)。今天，负责运营的人就在这里。因为当时我在参加一个生日派对。而且，你知道，我将来会去更多

的地方。(笑声)事情并没有在这里结束。随着时间的推移，我们会发现更多有趣的事情。

15、预计 B 类股成交量不会飙升

股东：我有两个问题，第一个指的是之前那位先生对你的受欢迎程度的评价，这肯定会影响到你的股票，你不觉得吗？比如，甚至我妻子的美容师也买了一些股票，他代表了一个大群体的一小部分人，他们可能在做同样的事情，所以股票将会有很大的大众需求，这可能没有反映在股票经纪人从机构获得的销售数据中。

第二，共同基金本身，为了给他们的投资组合增添一些光彩或魅力，在这之后肯定会继续购买伯克希尔的股票。当你决定要发行多少股时，你考虑过所有这些吗？至少在最初的 14 天里，公众可能会对 B 股反映强烈，使得 A 股的价格出现非常非常有趣的飙升。

巴菲特：我们已经考虑过你说的了。我认为这一问题已经得到了充分的宣传，一两天内这一要求将在很大程度上反映在承销商的账目上。

我看不出股价有任何上涨的理由。我的意思是，我们设计它的方式应该可以防止这种情况发生。如果任何机构想买，任何个人想买，他们就有机会买。我看不出有什么理由会有大量的人在上市后立即涌入，而我们在准备上市期间没有听说这件事，这很有趣。我认为，大部分需求将是散户和较小规模的持股者，而不是机构投资者。

大多数的新发行的股票都是以一种需求远远大于供给的方式来完成的，因此，人们可能会参与申购他们甚至不想要的股票，而仅仅是基于这样的想法，**这种受限的供应会在第一天造成一个巨大的交易量**。比如，你已经看到的雅虎或其他一些新股。

我个人不喜欢这样的发行安排，因为你会发现，30%到 40%的新发行股票可能会在发行第一天，被公众以更高的价格交易。我认为这样的发行有点问题，因为公司显然没有获得与人们愿意支付的相等的收益。一些客户有机会倒卖股票，他们自己也付出了过高的承销费，尽管他们被称为认购方，但他们往往第一天就把股票卖掉了。

我们将非常有兴趣看到 B 类股前几天的成交量，相对于发行数量而言会有多少。如果 B 类股前几天的交易量，在考虑到发行规模后，和大多数新股一样高，我会感到失望和惊讶。

我认为，我们会更成功地找到真正想拥有 B 类股的人，而不是通过这种分配方式购买它的人。我们会对此进行测试。我们将看到成交量的变化。我请你们看一下发行量，并将其与我们发行的数量进行比较，然后再将其与今年的其他新股进行比较，看看我们在寻找真正的投资者方面有多成功，而不是那些在第二天将其出售给别人的

买家。

芒格：(悄悄的对巴菲特说)或许我们可以开始投票了。

巴菲特：嗯，但我还想让大家问些问题。(掌声)我想确保人们的问题得到了回答。我不想拖得太久——如果你觉得你的问题已经被之前的问题回答了 95%，我希望你不要问相关的问题。但我们确实希望有人对发行 B 股有疑问，因为我可以从我收到的评论和信件中看出，有些人真正的担忧。

14、对巴菲特的知名度和安全担忧

股东：姓名简·安林。我来自南印第安纳州。这是我第一次参加伯克希尔的年会。我不太担心 B 类股，我反而更担心您和芒格先生的个人安全。我经常在报纸上看到你的照片。我当然不介意在金融杂志上看到它，但是现在，它就像，扩散一样。我不喜欢你这么显眼。(笑声)这有点困扰我.....除了发行 B 类股以外，我想知道，你能不能减少你的曝光率呢？(笑声)

巴菲特：通常是这样的。如果你注意到，我很少去做采访或新闻节目。我被邀请参加所有的新闻节目，但我基本上都不去。坦率地说，我更愿意和股东们在一起。我很高兴看到大家都来这里。我喜欢和股东们聚在一起。(掌声)我认为真正安全的是：如果我们做了一些事情，导致股票暴涨，然后又下跌，那我可能需要更小心一点。(笑声)

芒格：我觉得这位股东的想法很好。(笑声)我觉得你声音很好听，会后你应该去给米老鼠配音。(笑声)

巴菲特：谢谢大家对我的关注。但不可避免的是，查理也许会认为我是自愿去参加这些访谈或新闻节目的。

15、A 类股"永远"都可以被转换为 B 类股

股东：关于转换权力，从 A 到 B 的转换有时间限制吗？

巴菲特：我很高兴你问了这个问题。发行后的前 5 个工作日不能转换。但在那之后，它永远可以从 A 转换到 B，但不能从 B 转换到 A。没有必要转换它，除非你必须这样做。正如我所指出的，转换成 B 类有一个非常小的缺点。除非我有需要，否则我不会改变它。

16、如何从 A 类转换成 B 类

股东：作为一名 A 股股东，我认为将 A 股转换为 B 股只有两个原因，其中之一就是赠与的原因。关于这一点，如何将 A 股转换成 B 股呢？

巴菲特：募集说明书中有关于如何做到这一点的说明，我想在年报中也有，它描述了如何做到这一点。基本上，你都可以选择和波士顿银行取得联系。或者如果你有股票给经纪人，你会告诉你的经纪人去做。

17、B 类股的价格旨在抑制不合理的期望

股东：我想知道，你是如何决定 B 类与 A 类的比例应该是 30 比 1，而不是 300 比 1 或者介于两者之间？

巴菲特：我们想要最初交易的价格范围在 1000 美金左右。我们认为，如果信托基金的单位交易价格低于这个价格，从商业上是不可行的。所以这就是我们认为我们必须给到的最低价格。同时，我们不想以任何方式表明，人们有机会能把 100 美元变成 10 万美元之类的想法。我曾经收到一些人的来信，他们认为这是可以做到的。但这是不可能的。我们不想下意识地或以任何其他方式，吸引怀有这些希望的人。我很同情这些人。但我们对此没有确切的答案。因此，我们将转换比率降低到与信托基金相匹配的水平。

18、B 类股会增加账面价值，但不会增加内在价值

股东：在我看来，以可能出售的价格出售 B 股，将立即提振伯克希尔的账面价值。所以，在我看来，发行的越多越好。你能告诉我们你对会计处理的看法吗，这将如何影响伯克希尔的账面价值？

巴菲特：如果我们以每股 33000 美金的价格新发行 A 类股，将会增加每股的账面价值。但这并不意味着它增加了每股的内在价值。我在年度报告中多次提到，我们使用账面价值作为跟踪内在价值变动的指标。但它并不代表任何类似每股内在价值的东西。

发行新股的关键，不在于它对每股账面价值的影响，而在于它对每股内在价值的影响。而且，你知道，我们相信伯克希尔的内在价值要高于账面价值。我们不会给你一个数字而破坏你的乐趣。但是(笑声)，我们并不认为每股账面价值的增加是决定发行股票的决定性因素。但从会计上讲，它会有这样的结果。但最关键是与内在价值的关系。

19、"我们所做的一切都是根据事实"

股东：你面临的问题似乎是，你吸引了相当数量的潜在股东，他们无法评估伯克希尔的内在价值，也无法对伯克希尔的未来前景形成预期。现在，你对他们如何做到这一点有什么建议吗？除了一般的指导意见：考虑到资产规模，投资人不能再像过去那样以同样高的资产增长速度来计算未来的内在价值的复利增长率，这是不是说，你不认为伯克希尔的股票被低估了吗？

巴菲特：我们可能会在问答环节中更多地谈论我们的各种业务，但我们只是试图以一种大的、笼统的方式向大家介绍我们的业务的所有信息，查理和我认为这些信息很重要，如果我们的立场发生改变，我们也希望这么做。我可以向你保证，所有查理和我所了解的业务，同时也是我们公开披露的内容，我们的评估并不会因与我们与业务密切相关而有所改变。我们所做的一切都是根据事实。

所以，在一定程度上，你们和我们一样处于相同的地位，你们了解我们的业务模式、了解行业状况等等。我们会继续这样做。我们基本上把你们当作我们的合作伙伴。我们试着告诉你，你作为合伙人，是你在经营这个公司。我们会继续这样做。

我们不会告诉你一个数字，因为我们不知道这个数字。在我们的心中有一个范围。随着时间的推移，这个范围会发生变化。如果我们试图超出这个范围，我们可能会遇到各种各样的麻烦。查理和我不会得出完全相同的范围。但是它们非常接近。我们稍后会详细讨论。

.....股东批准 B 类股票发行，会议流程略.....

20、伯克希尔的价值远大于静态估值

股东：我是来自芝加哥的威尔·杰克。今天我代表本杰明·格雷厄姆，他可能会问这个问题。我不期待一个完整的答案，但一般来说，你会如何给 A 类股估值呢？

巴菲特：这显然是个关键问题。就像我说的，我们试着给你提供信息。我认为过去人们在给伯克希尔估值的时候犯了一个错误，而且很久以来一直在犯这个错误(包括很多评论家和一些机构在内)，他们简单地用拆卖价值来衡量伯克希尔的价值。也有人用拆卖价值来衡量杰克·韦尔奇(Jack Welch)出色管理下的通用电气公司。但是我认为，观察一家这样的好企业的角度，不应该从假如出什么事，把各部门分拆出售，完税后收益都分配能得到多少钱来着手思考。很多人看伯克希尔也是这样的角度，静态地分析价值。查理和我不是这样思考的。

伯克希尔的价值比那种分析要更高一些，很多人之所以这样分析是因为我们有很多资产是有价证券，但我们还有很多其他资产。评估伯克希尔或任何企业的价值，都应该考虑其未来很多年里(其实是未来所有年份里)能产生多少现金流，然后以一个合适的利率将其折现。伯克希尔是很多企业的集合体，其中一些企业我们完全拥有，一些企业我们拥有一部分。有一些企业的发展力很不错。

例如，我们在大约 29 年前用 840 万美元或 870 万美元从杰克·林沃尔特(Jack Ringwalt)手里买下了两家保险

公司。假如当时你能够预见到保险公司的发展——当时我并没有预见到，你就会得出结论，这两家公司对我们的价值远远超过我们支付的价格。这两家公司所从事的保险业务拥有巨大的潜力。如我前面所说，保险业务可能已经成为伯克希尔最大的资产。今天，我们的**保险业务产生了 70 亿美元的浮存金**。

在 25 到 30 年前，我们不可能遇见这一切。不过，**假如用账面价值来衡量那些公司(假如运营良好)对我们的长期价值，那就是一个巨大的错误**。今天这种错误方法可能成了主流。

伯克希尔是由一组资产负债表非常健康的公司组成的，我们希望继续添加这类公司。**伯克希尔的内在价值会受到我们的资产配置工作、我们经理人的管理工作以及现在我们无法预测可能也无法控制的事件的影响**。但是内在价值和今天我们将各部门分别出售得到的税后收益无关。我们的目标也不是指望分拆出售。**我们运营的目标是以极低成本得到大量资本**。在递延税金和保险浮存金之间，我们有 120 亿美元左右负债，我们认为这些负债的成本极低。**这笔负债并不被列为资产，但是非常有价值**。

查理，你有什么补充的吗？

芒格：不。我想我没有什么可以补充的。

巴菲特：嗯，这句话我得记下来。(笑声)

21、以看上去较高的价格回购股票

股东：巴菲特先生，芒格先生，我是密西西比州杰克逊市的蒂姆·麦德利。我的问题是关于资本配置的问题。你曾表示，你喜欢公司的一点是管理层愿意回购自己的股票。我想知道，当股票的当前价格相对于其内在价值显得非常高时，你是否愿意花点时间谈谈你自己对回购的看法。还有一些人说，只要有合适的公司，就应该继续回购股票，不管价格如何。那么，你能谈一下，当股票的当前价格相对于它的内在价值是较高的时候，你是怎么想的呢？

巴菲特：假如你在股价高于内在价值时回购股票，那么你就是在伤害你的股东，和在股价低于内在价值时增发股票一样。这是真的。当然，困难的地方在于算出(正确的)内在价值。

可口可乐公司是一个好例子。有些人看着可口可乐公司的高市净率或市盈率，就认为可口可乐公司在过高的价格回购股票。**但在市盈率和账面价值以外，可口可乐背后有更多的价值**。但内在价值远不止账面价值和市盈率。任何时候，只要有人给你一些简单的公式来计算内在价值，忽略它吧。

你必须得理解企业理解生意才行。理解可口可乐公司(包括管理层)的人，就会理解且直率地说，多年来，依靠回购股票，可口可乐公司为自己剩下的股东增加了价值。我认为一些人不理解可口可乐公司，或者使用机械的估值方法，因而对可口可乐公司的价值和其股票回购的对错作出了错误的判断。

当你有一门很棒的生意的时候，我们对于其能进一步把生意做好感到非常满意。我们同样对企业在股价低于内在价值的时候进行回购的行为表示欢迎。我可以这样说，**假如是一家真正优秀的好企业，我算出的内在价值可能比大多数人算出来得高。**多年来，在查理和我的心里已经生发出对一家真正优秀的企业它的能力的无限尊敬。**我们知道好企业有多么稀缺。**

我们拥有可口可乐公司 8%的股份，但通过他们的回购，我们对可口可乐公司的股权比例显著上升。我们认为当时那些认为可口可乐回购股价过高的人是错的。我想现在谁对谁错已经被事实证明了。所以，我强烈建议你们，如果你们要判断回购或发行股票的明智与否，不要从账面价值的角度来考虑，不要从特定的市盈率 PE 指标来考虑，也不要考虑通过任何模型来判断。相反，**你应该挑选自己理解的企业，然后思考你愿意出多少钱买它。长期来看，关键在于回购时的股价是否相对于你愿出的那个价格打折扣。**

我们持股的一些其他公司也发生了这样的情况。例如，在过去 15 年里，因为 GEICO 回购股票，我们在 GEICO 的持股份额从 33%左右上升到 50%以上。我们因此受益匪浅。我想说，其他继续持有的股东也受益匪浅。我们受益难以置信之多。同时对于 GEICO 而言，股票回购也是一个很明智的行动。**GEICO 一般是在股价为其账面价值两倍或更高时回购股票。**你也可以将其与其他保险公司相比较，说："股价太高了。"不过 GEICO 并非其他保险公司可比拟。它是一家非常特殊的公司。我认为他们回购股票是非常明智的。

22、B 类股不会稀释 A 类股的价值

股东：如果 B 类股是 A 类股的 1/30，那我对 B 类股的走势有点困惑。B 类股的价格会永远等于 A 类股额 1/30 吗？如果是的话，这会稀释 A 类股的收益吗？你能解释一下吗？

巴菲特：只要我们能够合理有效地使用 B 类股募集的资金，那就不会稀释 A 类股的收益或价值。我之前提到过，如果 B 类的规模恰好是 1%，那作为 A 类股东，你将会少拥有 1%的股份，但另一方面，你会多拥有近 4 亿美元的现金。在我们看来，这不会稀释 A 类股的价值。

我预计，随着时间的推移，B 类股在很大程度上，会卖到非常接近 A 类股的 1/30。它这次也可以以低于这个

比率销售。但长期来看，它不能以远高于这一比率的价格出售，否则套利将会以任何微小的溢价侵蚀掉。我想这就解决了这个问题。

23、富国银行没有"秘密公式"

股东：问题涉及到公司对富国银行的兴趣。如你所知，富国银行和大多数银行一样，有一个成本非常高的分支体系，以支撑其存款和服务。富国银行还更进一步地在超市中设立网点，并开发网上银行业务，网上银行业务看起来有很大的潜力，其成本比营业网点低很多。你认为这些做法能否对富国银行的揽储成本产生重大影响？

巴菲特：你说得不错。富国银行在超市设立网点方面领先于其他银行。他们使用了一些不同的形式。富国银行在网上银行服务方面领先。很不幸，在银行业，很难有什么秘密配方。可口可乐的秘密配方以前躺在乔治亚州信托公司(Georgia Trust)的保险箱里，现在躺在太阳信托公司(Sun Trust)的保险箱里。但是在银行业，不管你怎么做，同行都能照搬过去。不管如何，银行在零售方面领先或者学到更多东西还是有优势的，有时候可以是一个相当显著的优势。我认为富国银行在零售方面非常出色。不过，那并非其他人不能复制或抢走的优势。

但是他们有一个很好的管理层。抓住了在超市里设立网点的潮流，他们的揽储成本有可能比其他银行成本更低。但是全世界的银行都在看着，看你的方法能不能行得通，并且试图复制。

24、GEICO 受益于被伯克希尔全资拥有

股东：自 1967 年以来，伯克希尔的浮存金的年增长率超过了 20%。关于 GEICO，它的保险浮存金的历史增长率是多少？它将对伯克希尔保险公司整体的浮存金增长率产生了什么影响？

巴菲特：GEICO 现在对伯克希尔助益很大。我们以前持有其 50%的股份。从 1976 年起，我们就因为对 GEICO 的投资而受益良多。所以说 GEICO 的贡献并不是最新才出现的。我们买 GEICO 花了很大的价钱。这是一家非常好的公司，公司拥有出色的管理层，而且还有低成本的分销系统，而这个系统很难模仿——所有的保险公司都想得到一个低成本的分销系统，但连能学得上路的都没几个。而且 GEICO 的管理层专注于进一步降低成本，拓宽自己的护城河。我个人认为，根据我看到的情况，GEICO 的未来成长率很可能会比以前更高，尽管以前的成长率就已经无可挑剔了。

我认为 GEICO 成为伯克希尔的一部分还是有一定好处的。比如我们完全不在乎季报里的利润。GEICO 以前也不怎么关心季度利润，我说这话是一种赞许。GEICO 曾经承受到一定压力，不得不追求季度利润。但在成为伯克

希尔一部分之后，就没有任何压力了。所以我认为 GEICO 在成为伯克希尔一部分之后，在经营自由度方面，得到了一些相当大的机会。

今后五年，我认为我们对 GEICO 持股 100%的好处会让大家很满意。我认为大家会看到，GEICO 在作为独立公司的时候就已经非常出色。在成为伯克希尔一部分之后，甚至还能百尺竿头更进一步。这并不是因为我们对 GEICO 添加了任何东西。原来的管理层继续全权管理。不过因为 GEICO 成为一家大公司的一部分，所以得以积累一些优势。

25、伯克希尔的价值超过账面价值

股东：我的问题与伯克希尔股票的估值有关。鉴于伯克希尔旗下企业以历史成本计价的数量和规模如此之大，伯克希尔的股价相对于其账面价值的乘数是否应该随着时间升高，以反映伯克希尔旗下企业的内在价值的增长呢？我可以举两个例子来证明内在价值和账面价值的偏离。比如《布法罗新闻》(Buffalo News)的账面价值基本是零，GEICO 现在的账面价值才 30 至 40 亿美元。

巴菲特：我们完全拥有，或者持股 80%或 80%以上的企业中的大多数企业的账面价值，都比其内在价值低很多。虽然有些案例中账面价值和内在价值的偏差非常大，**但是我认为伯克希尔 400 亿美元的市值和内在价值偏差并不大。不过内在价值和账面价值的偏差非常大。**

1972 年，我们以 2500 万美元的价格买下了喜诗糖果，当时其税前利润是 400 万美元。去年税前利润是 5000 万美元以上。我们买布法罗新闻报社的时候，花了 3000 多万美元，当时那家报社一文利润都没，现在的利润是 4500 万美元。GEICO 是特例，其价值当时就比我们买入价高，这是因为我们先买进 50%的股票的缘故。所以企业的内在价值的确远超账面价值，在很多案例中是大大超过，虽然我们的股价反映了我们的内在价值。

我认为**你不可能依靠追踪账面价值的变化，来准确追踪内在价值年复一年的变化。**我们把账面价值的变化用作一种可以粗略指示内在价值变化的向导。我在几份年报里写过，我们的内在价值成长和账面价值成长不成比例，在其他年报里，我说过，我认为两者的成长基本上是一致的。所以我认为你**不可以固定使用某个乘数**，来根据账面价值计算出一个内在价值的精确值。不过，我认为账面价值也能指示出价值的变化。

我们的保险公司的账面价值和内在价值偏差最大。我认为这个偏差会越变越大，虽然现在已经非常大了。我认为将来还会趋向于更大，因为我认为 GEICO 会成长，我认为我们的其他保险公司也会表现很好。当然，诀窍在

于不断增加新的资本，当然不是依靠增发 B 类股——和我们在营运中产生的资本相比，发行 B 类股筹集的那点资金是微不足道的。我们的浮存金会年复一年地增长。我们会保留利润不进行分配。所以我们必须出去寻找投资目标，寻找那些三五年后价值能大幅超过初始账面价值的公司。这是我们的工作，现在这工作比以前难度提高了，但是有难度才有趣。

26、不期望 B 类股会影响 A 类股的价格

股东：你能否帮我预测一个比较乐观的情景——在 B 类股发行后，由于它们是有限的且未来不会发行更多，当 A 类股股东不太愿意转换的时候，假设 B 类股涨到了每股 2000 美元，那 A 类股是不是就会涨到 60000 美元一股呢？这会不会有套利机会需要我们当心的？

巴菲特：如果对 B 类股的需求推高了其价格，那就会有人从 A 类股进行转换。这是 B 类股唯一可以新增的方式。假设 B 类股是 1200 美元一股，那 A 类股很难卖到 36000 美元一股以下。我不认为会有人特别钟爱于低价股而买入 B 类股(而不是 A 类股)。

这需要很大的努力，才能在某种程度上影响到如今价值 400 亿美元的 A 类股票。你知道，如果有每年 1 亿美元左右的增量需求，这部分需求很可能会买入 A 类股。但我不认为它会带来任何大的变化。你说的很对，B 股不可能在不迫使 A 类股进行转换的前提下上涨——B 类股就是 A 类股的一个影子。

27、世界百科全书不会被卖掉

股东：我想问你关于世界图书百科全书的事。在我看来，世界百科全书就是伯克希尔投资于高科技领域的一个例子。我预计在 5-10 年内，纸质百科全书的销售将会非常困难，因为那时，你可能会以低于纸质百科全书的价格在电脑上购买电子百科全书。到目前为止，我还没有感觉到世界百科全书在营销和开发电子产品方面，像它的竞争对手一样咄咄逼人。这是我在竞争中看到的最高价格。至少在一年前，它的标价是 600 美元，而竞争对手是 8200 美元。一年前，你们还是直接销售。我还没有在大众市场的软件商店见过它。我从未见过它和电脑捆绑在一起。我在报纸上看到过一篇关于电子百科全书的评论，其中提到了世界百科全书印刷版，但我当时似乎并没有意识到有世界百科全书电子版。

就产品本身而言，我们家里既有世界百科全书，也有格罗里(Grolier)的——格罗里的是随电脑来的。去年，两本百科全书都要求我们购买升级版。世界百科全书要价 85 美元，格罗里埃的要求是 30 美元。我最后只买了格

罗里的，我认为这与孩子们做学校报告有关。两者都不允许你打印出百科全书中大比例的图片。它们里面有很多照片，但是你不能打印出来。现在你可以花不到 200 美元买到一台彩色喷墨打印机，所以把东西打印出来是很实用的。世界百科全书在这方面没有任何改进。而格罗里说你几乎可以打印出所有的照片。自从我们升级后，我发现这是真的。所以，我担心——我不是这方面的专家，但我不认为世界百科全书在开发或营销其电子百科全书方面有那么大的进取心。你是否计划在电子百科全书行业中做大？你是否考虑出售你的电子公司，从中脱身呢？

巴菲特：我们不会买电子公司，这我可以告诉你。我在高科技方面并不在行。比如说，我开灯都很笨拙。(笑声)至于产品捆绑销售，买电脑时可以推销百科全书，这样推销已经产生了很大的销量。我肯定 Encarta(微软的电子版百科全书)依靠和电脑捆绑销售，卖出了很多套。不过这样做不一定能挣到很多钱，但的确可以卖出很多套。在前几周，《大不列颠百科全书》宣布停止直接销售纸质百科全书。美国的纸质百科全书销量在过去几年里已经显著下降了，《世界百科全书》也是这样。

我们正在改变销售系统，以探寻怎样改进直销，美国很多地方已经改变。有些迹象说明，若改革以前的成本结构，那么我们就能够在这个行业里赚到钱。我们很快就能了解到更多情况，改变并不很遥远，在过去几个月里，我们已经部分地改变了分销系统。但是找到能使**电子版和纸质的百科全书赚钱的方法并不容易**。我们在电子版方面有一些主意，未来 6 个月左右，我们就能知道更多的情况了。不过，目前我无法提供详细情况。

我自己就有电子版的百科全书。那是一等一的产品。我们还有办法做得更好。**我们已经削减了很多纸质百科全书的投入，剩下的钱部分将投资到电子版**。可能最后这将会是一个可行的业务，虽然并不是所有其他百科全书出版社都能成功转向电子版。鹿死谁手尚未揭晓。

这个行业已经与 5 年前大不一样了。我也不认为它还能回到 5 年前，因为世界已经发生了改变。但是我们不会出售世界百科全书出版社，我可以毫不含糊地这样宣布。我们会坚守这个业务。我们正在摸索既能带来丰厚利润，又能卖出很多《世界百科全书》的方法。查理？

芒格：有时候，**我们也没有办法避免自己的子公司日落西山**。蓝筹印花曾经一年能卖 1.2 亿美元的印花，现在一年只能卖 20 万美元的印花。所以我们也有过一些失败。(笑声)

巴菲特：很多年前，我们也曾投资过风车。(笑声)我们也思考过风车行业的问题。有时候，你投资的公司会碰到无法解决的行业问题。我还投资过无烟煤、有轨电车。所以失败我见得多了。

《世界百科全书》是一流的产品。我和查理都使用这套百科全书。现在，可以用电子版，相对于多年前，**信息传递成本难以置信地大大降低了**。世界将在很多方面随之出现改变，并不仅限于百科全书行业。我们其他的一些业务也会受到影响。这就是我们的观点。**在电子领域，查理和我不可能比世界上的他人人都聪明。我们只寻找很明显在我们能力圈范围内的东西。我们并不试图在我们不擅长的领域和强手竞争。**

28、向公众展示"高度诚信"，伯克希尔的股价"越公平越好"

股东：对我来说，过去七八年来参加年会的一个亮点是，你对待新股东时，不可避免地会被问的一个问题：你为何不分割自己的股份。我知道保持伯克希尔股票的这种交易方式对你来说意义重大。在过去的 17 年里，你一直是我的导师。我认为你在对待股票分拆的态度和行为是为了保护公众，这也间接地保护伯克希尔的股东，但主要是为了保护公众，这只是你和芒格先生巨大诚信的另一种表现。你为美国企业树立了一个极好的榜样。我向您致敬，先生。我非常感谢您。(掌声)

巴菲特：谢谢，非常感谢！

股东：作为一名股票经纪人，我可以明确地说我不喜欢 UITs，我很欣赏你的 B 类股计划。但和其他股东一样，我们希望这些股票在未来升值。你不觉得他们将来带着这个想法回来会有问题吗？

巴菲特：我看不出信托基金有什么好的，因为 B 类股将对外发行。无论信托基金的绝对优点是什么，尽管它是一个优秀的产品。某种程度上，它是一种优秀的产品，比任何一种产品都要好，因为它能给销售人员带来高额的佣金和每年的大量成本。我想我们已经解决了这个问题。我希望信托基金没有出现，但我认为，任何人都很难诚实地提供某种衍生产品——通过一个信托基金的方式会比直接购买即将上市的 B 类股会好。

芒格：我想他是害怕 B 类股会上升到"故事再次发生"的程度(注：发行 B 类股的目的就是为了抑制这种信托基金的发行)。但我必须说，如果这真的发生了，我们会很高兴的。(笑声)

巴菲特：除非这种基金上周反映了内在价值，否则我们对此持非常奇怪的态度。我的意思是，大多数管理层认为，他们的股价越高越好。这是一种可以理解的感觉。但问题是"比赛并没有结束的时候"。**我们真的觉得越公平越好。我们的目标是让每一位股东都能作为合伙人，感受到在他们持有期间伯克希尔的进步。**换句话说，**我们不希望一方从另一方获得财富。我们希望他们能根据业务价值的增长来分享。**在某种程度上，股票被高估或低估了，你知道，这可能使交易的一方非常高兴——在高估情况下是卖方，在低估的情况下是买方，但是交易时总有

对手。

你知道，在经济学中最重要的问题——也许比经济学更重要——但当有人告诉你一些事情时，你要问自己的第一个问题是：然后呢？我们在伯克希尔就这样做。所以，股票上涨不是终点，因为下一个问题是：然后呢？

股票上涨的程度是因为内在价值上涨，每个人都得到了他们应得的蛋糕。在某种程度上，如果超过了这个范围，出售股份的股东就会得到好处。但新股东处于不利地位。我们非常喜欢股票价格随时间变化，以反映内在价值。我们认为，通过拥有正确的股东，通过与他们进行适当的沟通，并遵循正确的政策，我们就能在一个市场本质上相当动荡的世界里，尽可能地接近这一目标。到目前为止，我认为这样做效果很好。但我们的意图是——目标也是——保持这种状态。

需要记住的一件事是：总的来说，企业的所有者无论如何也不会比企业得到更好的回报。

我的意思是，企业的盈利能力——不仅仅是我们的企业，我说的是所有的美国企业——美国企业的盈利能力决定了美国企业所有者的盈利能力，因此你可以忘记所有那些小小的股票代码和其他一切。股东们承受着额外的费用，包括经纪人的佣金，各种各样的费用，这降低了他们从企业得到的回报。但是，至今还没有人弄清楚如何让股东的收益比他们拥有的生意更好。

我们的想法是，让他们在做长期投资时，得到的回报与他们作为股东期间的收益成比例。这并不容易做到。它也不是完美的。但这就是我们的目标。

29、保险浮存金："最重要的是，要便宜。"

股东：我的问题是关于保险浮存金的。你说保险业务可能是你拥有的最重要的业务。在年报的第 12 页上，你说，"一般人不知道，我们因为负债成本很低而受益匪浅。"你可以稍稍解释一下是什么意思吗？

巴菲特：我们的保险业务为我们提供了浮存金，这是一笔在我们手里但不属于我们的钱，就好像银行的存款。存款并不属于银行，但是存款在银行的手里。当存款在银行手里的时候，成本是很清楚的，除了活期存款(和支票账户)以外几乎所有存款的成本就是吸引存款的利息。银行运转系统，收集活期存款和定期存款也需要成本。所以，银行的存款和我们的浮存金都是有成本的。

在保险业务里，也发生类似的现象，保单持有者从保单生效起就交保险费给我们。因此我们在提供保险服务之前就预先得到了付款。其次，保险的赔付常常需要很久，特别是需要确认责任的时候。假如你撞坏了汽车挡泥

板，那么保险公司会很快赔付。但是假如是复杂的人身伤害或别的什么事故，就可能需要花几年时间才能一锤定音。在这段期间，钱在我们手里。

所以说，我们手里的浮存金和银行存款一样。计算银行存款的成本很容易，但是在计算保险公司的浮存金成本的时候，只有在保单都到期，而且索赔都结算清楚之后才能知道浮存金的成本。有些保险是永久性的。你只能估计你的浮存金的成本。

在伯克希尔进入保险行业的 29 年里，看起来(你永远也不能确定，因为你不知道未来会发生什么)我们的浮存金总体上没有任何成本。在某些年份里，我们发生了承保亏损，所以那就有成本了。在某些年份里，我们有承保利润，那就是负成本。多年来，我们以非常有利的条款得到浮存金，有利的条款对于浮存金的低成本很重要。

不过，和低成本或无成本一样重要的是，我们的浮存金大幅增长。这就是说，我们在没有成本的情况下，得到了越来越多的资金。假如我们现在还是像 1967 年那样，只有 1700 万美元的无成本浮存金，那么很好。不过虽然 1700 万美元的免费资金的确是有价值的，但是价值并不大。另一方面，70 亿美元的免费资金，假如我们能得到，那就很有价值了。

大家普遍没有完全认识到伯克希尔的负债增长的价值，也没有意识到零成本的资金对我们的价值增长所起的作用。大家一直都知道关注我们的资产，但却不怎么注意我们的负债。查理和我很注意我们的负债。我们的企业以这种方式发展，其实并非完全偶然。我们也希望能在未来继续以这种方式发展。

不过现在我们也有竞争对手。浮存金本身并不是好事。我们可以给你看很多保险公司的例子，他们认为产生浮存金是好事。结果他们承保的损失很大，以至于要是他们压根就没有听说过保险业务的话，他们的处境会更好。我们的任务是得到浮存金，而且要得到越来越多的浮存金，不过，最重要的是，以便宜的代价得到它。这就是我们努力的目标。

在保险行业，你要想达成这样的目标，就必须得有一些竞争优势才行。要是一家平平无奇的保险公司，那你是不可能达成这个目标的。因为普通的保险公司算不上是好公司。因为我们经营业务的态度，所以我们在某些方面有优势。我们的财力也给予了我们一定优势。GEICO 的优势是运作成本非常低。我们的长期任务就是努力弄清楚旗下每家保险公司的优势，并且想办法尽可能发挥出优势，我们已经打造了那些优势。在 1967 年，我们的保险业务还没有现在的优势。我们打造了竞争优势。当时 GEICO 自己打造出低成本运作的优势，我们还没买下它。后

来我们买下了 GEICO。

所以说浮存金是一项非常重要的资产。你应该多注意多年来浮存金的情况，即浮存金的增长和成本。这会帮助你计算我们的内在价值。查理？

芒格：我没什么要补充的。

30、内在价值目前并没有高于股价

股东：我的猜测是，你认为目前伯克希尔股票的内在价值比股票价格高。如果是这样的话，你对伯克希尔回购自己的股票有何看法？

巴菲特：我们说过，我们不认为伯克希尔在这个价位被低估。我们也没有说我们认为它被高估了。但我们表示，我们不认为它被低估了。因此，基于我们的估计而进行回购不符合股东的利益。回购未来可能会发生，但不是现在。我们认为内在价值远远超过账面价值，但我们不认为它远远超过现在的价格。不过，我们也没有卖出任何股票。(笑声)

31、年报中没有"透视收益"

股东：你在几年前提出了一个概念，叫做"透视收益"。然而，在今年的股东信中，我没有找到这点。我想知道这是不是不再是一个有效的概念？为什么你不展示它了？

巴菲特：这是个好问题。我应该在年度报告中提到这点，因为我已经讲过了，我们以后也会讲到。我们的目标是在 2000 年实现 20 亿美元的总收益。考虑到流通在外的股票数量更多，这一比例将向上调整。这将是相同的基本目标。但今年有两个原因使它被跳过。就像我说的，我应该提一下。

一个原因是，**这是我们有史以来的最长的信**。如果加上这个部分，它会变得更长。另外再加上一个重要的事实，我们公司的组成在年底之后发生了重大的变化——我们不再持有首府广播公司的股票了。在它消失的时候，我们不知道它是变成了现金，还是全部迪士尼的股票，还是两者的结合。我们收购了 GEICO 的另一半，即使是现在，会计处理也不清楚。我觉得——去年的整体"透视收益"还不错。但我觉得，如果要等我解释完所有要做的调整之后，再把它加到我写过的最长的信里，这对各位没什么帮助。

但"透视收益"将在今年和未来的报告中出现，因为它是一个非常重要的概念，这是我们关注的焦点。只是去年的数字——当我试图解释它的时候，已经是一团糟了。你知道，单纯的会计会让人昏昏欲睡。相信我，即使是我

来写，它还是会让人昏昏欲睡。(笑声)所以，我今年跳过了这一部分。我们明年还会有。去年这个数字还可以，但是会有很多附注。

32、估计内在价值时所使用的贴现率

股东：为了判断公司的内在价值，你说过，你预测股东未来若干年能获得的利润，然后用目前的利率将其折现。在折现的时候，假如你要求溢价的话，你要求多高的溢价呢？例如，如今长期国债的收益率在 7%左右，你对可口可乐公司的股东利润进行折现的时候，你会用多高的折现率呢？

巴菲特：很多人问过我们这类问题。在我们以前的年报里，我已经做过一定程度的回答。至于我们采用的折现率，我们一般参照长期国债收益率。我们不认为自己能够预测利率升降。不过在利率很低的时候，我们喜欢用略高一些的利率。

这个估值方法并不考虑风险，因为实质上，这个估值理念纯粹是未来的现金流折现。不管现金来自于一家高风险的企业还是一家安全的企业，也许我该说"所谓的"安全的企业，现金都是一模一样的。一家能 100 年不倒闭的自来水公司产生的现金和高科技公司产生的现金都是一样的，如果这家高科技公司能在同期产生现金的话。(笑声)

分析高科技公司可能更难。因此计算完成之后，要对结果打一个较大的折扣，或者你也可以判定你完全没有能力估算。对我们来说，大部分这类公司都超出我们的能力圈范围。我们的信念是坚持努力分析我们认为我们能够合理预测其未来的公司，很显然，没有人能完美预测未来，但是有一些公司我们认为我们有合理的把握。

我们不分析低于我们理解程度门槛的目标。我们坚持分析那些我们自认为理解得很深很透彻的企业，努力避免使用各种华丽的风险系数，因为坦白说，我们认为这些风险系数只是数字游戏而已。

我认为，对于所在行业五年一变、自身高度不确定的企业，你给它做出的估值没有任何意义。假如你说，鉴于该公司的情况比较复杂，因此我使用的折现率要额外提高 6%，我认为这么做毫无道理。可能在数学上看起来是很有道理，但我认为这是数学的胡言乱语。你最好坚持你能理解的业务，使用政府债券利率进行贴现。当你能以很低的价格买到你很了解的东西时，你就应该开始兴奋了。查理？(笑声)

芒格：没错。折扣曾经比我们现在看到的要大。

巴菲特：这就是你们能得到的(查理所说的)，伙计们。(笑声)

33、喜诗糖果近期没有推出代糖产品的计划

股东：我知道，通常情况下，你是不愿意干涉你个人公司的运营的，因为他们靠自己做得很好。我特别喜欢喜诗糖果和他们的产品。你可能知道，也可能不知道，我们家有一个巧克力狂，就像你在你们家一样。

巴菲特：我也喜欢巧克力。(笑)

股东：然而，当我今年圣诞节在那里买一些礼物时，我注意到，除了小棒棒糖，那家商店里没有任何东西是不含糖的。我们正面临着一种趋势(笑声)——在世界范围内，尤其是在甜点、冰淇淋和糖果方面，(商家们正在推出)不含糖的产品。我只是想，也许，对管理层来说，考虑扩大代糖产品线是值得的。

巴菲特：我们看了很多东西。其中一个问题，你可能知道，例如，在使用代糖阿斯巴甜时它不产生热量。这对喜诗有点难。现在，在这个减肥计划中，查理和我一直在吃我们的普通糖果。而我们把它们都吃光了(笑声)。

以棒棒糖为例，大约是 110 卡路里每盎司。而大多数食品每盎司卡路里在 100-150 之间。所以，糖果并不是一个特别的禁忌。如果我们能找到顾客喜欢的东西，让他们觉得他们吃了之后瘦了(笑声)——你知道，这将是一个突破。我们期待测试所有随之而来的东西。我可以向你保证。(笑声)事实上，查理和我可能是主要测试者。

查克·哈金斯今天也在这里，他是 See's 的经营者。自从 1972 年我们接手以来，我们在经营 See's 方面做得很好。如果你有什么想法的话，他会很感激的。我们正在寻找那些吸引消费者的东西，那些好吃的，他们会去追求的东西。就像可口可乐的碳酸软饮料一样。这是一个永恒的话题。

你知道，最初人们对阿斯巴甜寄予厚望。但就糖果而言，它并没有成功。我读过一些关于代糖食品的文章。嗯，它应该是甜味的替代品，这并没有让我太兴奋尝试它。但我不确定你们中是否有人读过这些文章。我们会继续找的，谢谢你。

34、GEICO 的价格："我们谈了几次，就付了钱。"

股东：关于你购买 GEICO 的另一半股份，你能否谈谈你为什么支付高于市场价的溢价，以及为什么你没有在公开市场购买股份？

芒格：我们没有办法在公开市场用市价买进大量股票。鉴于我们买进的量很大，我们认为我们支付的价格是非常令人满意的。

巴菲特：查理说的 100%正确。我们还受到一条在 20 年前定下的规定的限制，我们在未得到董事会和保险部

门同意之前，持有的股票不得超出一个规定数量。所以在 GEICO 这个案例中，其实存在着一些特殊的限制。不过就算没有那些限制，我们依旧会用原来的那种方法并购。我们认为我们不可能用更便宜的价格买下 GEICO，所以我们咽了几次口水，还是掏了腰包。我认为这桩交易让我们很开心。GEICO 表现很好，如我所料。所以我对这桩交易感觉很好。

35、报纸行业还是很棒，但不如以前那么棒了

股东：我的问题是关于布法罗新闻的。你在 95 年报告的信中说，报业的经济吸引力又下降了一个档次。你能详细说明一下吗？

巴菲特：报纸的控制力已经没有以前那么强了。每户人家订阅的日报份数已经持续下降很长时间了。这两年的下降趋势更加严重。所以，报纸的定价能力，不管是订阅价还是广告价，在最近几年，都被削弱了，削弱程度并不大，但的确被削弱了。

曾经有段时间，镇子里唯一的那家日报社是你所能找到的最有吸引力的企业。很大一部分广告商别无选择，只能在那家日报上打广告。大家想知道周围发生了什么时也没有什么别的渠道可选择，只能订阅那家日报。所以说报纸是从一个非常强有力的位置开始的。

报纸依旧拥有强有力的地位。我在年报里努力强调了这一点。就当前价格，对于订户来说，订阅报纸依旧是便宜合算的选择。报纸以很低的价格向你提供各种各样的信息。而且对于很多商人来说，报纸依旧是一个非常有效的吸引顾客的途径。但是报纸已经失去 15 或 20 年前曾经拥有的那些独一无二的优势了。

第三类邮件也是一种广告途径。现在大家有更多的途径可以得到信息。我们之前讨论过，可以用电子手段传输信息，成本比 20 年前人们所能梦想的还要低很多。

所有的这些因素侵蚀了报纸的一些优势。但是报纸依旧是非常好的企业。我认为没有任何东西能逆转报纸走下坡路的趋势，但我也认为没有什么东西能加速报纸的下滑。不过，假如今天你把你所有财富都放进镇上唯一的一家报社，那么比起 20 年前，你的安全感应该小了一些。不过拥有报纸依旧比拥有任何其他企业更加合算。

36、收集企业所有的公开信息

股东：我知道你读了很多很多的年报。我很好奇，如果你愿意和我们分享，你读这年报的目的是什么。但我更好奇的是——因为我想我知道你在读什么——如果有任何进一步的披露——你希望看到公司在他们的财务报告

中披露什么，或者 SEC 要求在财务报告中披露什么，或者代理或与股东的其他沟通中披露什么？这对你和芒格先生有什么好处？

巴菲特：我想知道的大部分东西 SEC 都无法规定公司必须在年报里写出来——我想尽可能多地知道管理者是什么样的人、对公司怎么想、公司的真正情况怎么样。假设有一家我持一半股份的公司，而我去年不在公司里，我的合伙人写给我一份报告书。我理想中的年报应该和这份报告书一样，应该告诉我去年发生了什么，他认为将会发生什么。我认为年报应该传递这些信息。

SEC 要求公布资料包含很多信息。有些信息很有帮助。但是年报背后的真正意图是什么呢？假如年报是公关文件，那么我就没多大兴趣。我不知道有什么方法能让 SEC 迫使管理层写出我说的那种理想的年报。但是那种年报是我寻找的目标。

在我阅读年报的时候，我试图从总体上理解各种企业在发生什么。假如我拥有一家公司的股票，该公司所在领域中还有 8 家其他的公司。我希望这其他 8 家公司的年报也能寄给我一份。除非我知道其他 8 家公司的情况，否则我怎么能理解我的公司的情况如何呢？我希望能知道市场份额、利润率、利润变化趋势等等所有这些东西。除非我知道这个行业的其他公司都在做什么，否则我不可能成为一个聪明的所有者。因此，我试图从一份报告中获得这些信息。

假如我考虑对某家公司投资，我会试图用放大镜观察它的业务和运营业务的人。多年来，在伯克希尔作商业决策的时候，我发现阅读大量报表很有帮助。假如我们把一家企业完全买下来，为了知道其情况如何，我宁愿将其竞争对手的股票也挨个买上一些。我想明智地衡量经理人的业绩。除非我了解整个行业的情况，否则我是无法明智衡量的。

在全靠公开信息的情况下，你的投资业绩其实可以非常出色。我也不知道内部消息有多大用处。我们周围有各种各样的关于企业的“附加消息”。你用不着能理解所有的东西。你只需要理解你考虑投资的那家企业。你能够理解，而且这件事必须得你自己去做，没有人能去替你理解。照我看来，你不能指望从华尔街的报告中得到任何东西。你得自己去分析。我不记得我曾经从华尔街的报告中得到过任何投资点子。不过，我们从年报中发现了很多投资点子。查理？

芒格：阅读一份年报要花不少时间，即使相对简单的企业的年报也要不少时间。假如你要真的理解年报，其

实并不那么容易。

巴菲特：对。一般而言，对我们真正感兴趣的企业，我们知道哪些内容可以跳过去，哪些内容要去阅读，我们读一份年报大约需要 45 分钟或 1 小时。

假如某个行业有 6 或 8 家公司，那么我们就需要 6-8 小时。另外还有季报等等很多其他材料需要阅读。研究企业的方法就是吸收关于这家企业的信息，判定哪些信息有用，哪些信息没用，将孤立的点连接起来。这就是研究企业。你不可能依靠观看图标上的数字上上下下或者阅读市场评论，期刊杂志或任何类似的东西来研究企业。那是没用的。你必须理解企业，这就是秘诀所在。

37、伯克希尔并不是'一个人的舞台'

股东：巴菲特先生，我叫汉克·斯特里克兰德。我来自弗吉尼亚州的费尔法克斯，如果费尔法克斯是一个城市的话，它将是美国第十大城市。我是股东。我的女儿，也是我的经纪人，今天和我在一起。周五晚上我们也在外面看你为球赛的开始做热身。我们注意到你没有失误。你似乎能把它送给那个让你暖身的人。我们注意到你的第一个球，我很难把它描述成一个传球的球或一个狂野的球。

巴菲特：事实上，这是一个过早的下沉球。(笑声)非常难击中的，我补充一下。(笑声)

股东：你轻快地走进看台，拍了很多照片，签了名，跳过一两个栏杆。我们满怀热情地注意到你的健康状况。话虽如此，很多人还是会把伯克希尔描述成一家独当一面的公司，并对查理表示应有的尊重。我敢肯定，在座的很多观众都是退休或半退休的。这并不是不可想象的，也许，你可能想要退休，或者——

巴菲特：这是不可想象的。我不想让那个人离开(指自己)。(掌声)

股东：或者更糟的事情可能会发生。对于我们这些人来说——

巴菲特：退休对于我来说应该很糟糕。(笑声)我认为死亡反而是第二位的。(笑声)

股东：我们希望保护我们的规模巨大的投资。我从蓝筹邮票时代就持有伯克希尔的股票了。也许我们可以下止损单，买一份保险，或者要求查理在你离开后扮演你的角色。但是这些措施都称不上是有吸引力的选项。我是很认真的问你这个问题。作为一个股东，我非常担心伯克希尔成了你一个人的天下，你对此有何看法呢？

巴菲特：首先，伯克希尔并非我一个人的天下。在资本配置方面，是两个人的天下。这是毫无疑问的。在经营方面，伯克希尔旗下的子公司由很多经理人管理，这些经理人业绩出色，无需任何来自查理和我的指点。

从根本上说，我持有的伯克希尔股票将随我一起离世。我死后，这些股票将会被我的家人持有或者被基金会所有，具体情况取决于我和我的家人谁先辞世，不过那将是很久以后的事情了。没有谁会比我还要关心我去世后公司的管理。伯克希尔不会在我去世后就土崩瓦解，也不会因为巴菲特的家人去世或巴菲特基金会停止存在后就土崩瓦解。这个问题查理和我都思考过。

最有可能的情况是——你必须摆脱那种认为这是一场个人秀的想法，因为现在我们说话的时候，有 3.3 万人在伯克希尔工作。我呢，就坐在这看关于我的电影。大家可以看到我对这家公司有多重要。(笑声)

除了配置资本以外，我们还鉴别优秀的经理人，并且希望能吸引他们留下来。这种工作用不着智商达到 150 或者别的什么才能。不过，的确需要一定的悟性，能明白为什么有人愿意一大清早起床，以及他们为什么想做他们做的事情。

这要看我们两个什么时候去世。查理年纪比我大一点。当我不在的时候，伯克希尔可能会依旧是两人执掌的模式，但是与查理和我的模式略有不同。派一个人负责投资和资本配置是符合逻辑的。在年报里我提到的路易·辛普森适合这个位置，因为他比我年轻。还会有一个人负责经营，现在我们公司内部就有合适的人选。

我也不知道我去世时的情况会怎样，因为这可能是 20 分钟后，也可能是 20 年后。所以，虽然我们有适合这两个岗位的人选，但是我现在还不能把继任者的名字告诉大家。虽然 20 年后我们照样会有合适的人选，但是我不知道那时候的人选是否不变。

这是一种很合理的经营方式。GEICO 就是这样运作的，现在仍然是这样，而且已经有好几年了。财产意外险保险公司运作缺乏逻辑的程度总是让我震惊，因为这类公司有很重要的投资业务。但是实际上在所有此类公司中，投资业务都被当作保险业务的从属业务。GEICO 在若干年前建立起一套联席 CEO 制度，一开始是比尔·斯奈德(Bill Snyder)，然后是托尼·奈斯利(Tony Nicely)负责企业的保险业务，路易·辛普森(Lou Simpson)则负责投资业务。保险和投资是两个差别很大的工作。大多数情况下，一个人不可能同时胜任两者。一个人同时能做这两个工作的情况非常罕见。(所以 GEICO 的解决方案是)非常符合逻辑的。GEICO 已经这样运作好多年了。效果现在依旧非常好。路易负责投资，托尼负责保险承销。

伯克希尔和 GEICO 略有不同。伯克希尔的制度是 GEICO 的一个变种。在伯克希尔总部，我们需要有人追踪所有子公司的一切动态，但是却无需进行过多干预，只要确保经理人是合适的人选而且经理人的薪酬制度是公平

合理的就行了。所以我们需要一个人负责经营。我们也需要个人负责投资和资本配置。我们现在有这些人了。你知道，无论什么时候发生，我们也会有他们。

这就是伯克希尔的想法。我们有一些很好的生意。顾客买喜诗糖果可不是因为我坐在奥马哈的某个办公室里。顾客买 GEICO 的保险也不是因为知道我担任董事长。那些企业都是非常出色的企业。它们会继续表现很好。

但是会有资产配置的问题，这个问题现在就存在。还有一个问题是要留住优秀的经理人，公正地对待经理人，这个问题是可以解决的。从基维特广场展望，那就是我们的未来。查理？

芒格：假如你想一想我们的资产，那么你就会很快断定我们的强劲势头会继续下去。难道伯克希尔一个经理去世，可口可乐就会突然卖不动了吗？吉列刀片会突然没人买了吗？GEICO 的运转会突然变得不明智吗？内布拉斯加州家具市场会突然不再努力经营了吗？所以你可以认为，我们现有的资产无需总部的英明也能照样运转下去。(笑声)但是沃伦走了也有不利之处，我认为假如指望有谁的投资能像沃伦过去一样出色，那是不切实际的。

(掌声)

巴菲特：这话我爱听。(笑声)

38、巴菲特不回复个人信件

股东：巴菲特先生，我要感谢沃尔特·施洛斯在大约 40 年前把我介绍给你。最后在 80 年代初，我成为了一名股东。问题是，既然你已经把总部从 11 人扩大到 12 人，员工人数增长了 9%——(笑声)——你现在更频繁地回复股东的来信了吗？具体地说，你看过我 1986 年 1 月的信吗？(笑声)

巴菲特：还没到 1 月份呢。(笑声)就有关伯克希尔的问题而言——我在几年前的年度报告中提到了这一点，仅仅经营伯克希尔就需要相当多的时间，在跟踪许多企业方面不需要占用我那么多时间。但我喜欢它。但是，我认为，年度报告、年度会议，是讨论股东们所有想法的时候。所以，我不回答一对一的问题。我收到各种各样的信。他们需要职业指导，他们需要业务上的建议……有 100 多万封信。这确实需要大量的时间来应对这类问题，而这些时间本应该花在伯克希尔身上。我可以在以后的年度报告中说明这些问题。我认为，年会和年报是与股东沟通的最好方式。在今年剩下的时间里，我真的不会和股东继续沟通。尽管你会得到一些形式的回复，或者你应该得到一些形式的回复。

股东：谢谢。

巴菲特：不客气。现在是中午了，我们会让大家去逛一下我们的商店，我们预计 12:15 分会回来继续问答。

* * * 下午场 * * *

1、与"两个最富有的人"一起投资

股东：我的名字叫玛丽亚·尼古拉斯·凯利。我来自华盛顿塔科马。我丈夫和我有不同的投资方式。1988 年，他给我买了伯克希尔的一股股票，这样我就能学到一些投资的知识。我们几乎是同时开始的。他选择投资，比如说，大约 40 种不同的股票，买进卖出，坦白地说，他为我们做得相当不错。我的方法更简单。基本上，去年我终于明白我应该投资世界上最富有的两个人的公司。(笑声)我决定我们应该每月购买更多伯克希尔和微软的股票。今年，我们已经做到了。

今年，我们在你的报告中读到，伯克希尔正在"以我和查理都不会考虑购买的价格"出售，因此我丈夫对我的投资策略提出了质疑。(笑声)我知道你是个诚实的人。虽然你可能不会建议"我的合伙人，查理"，在这个时候购买更多的伯克希尔，你会建议我继续投资购买伯克希尔吗？(巴菲特笑)我想我知道答案。但是，我要我丈夫听我亲口说出来。(笑声)

巴菲特：我想你这是在利用我。(笑声)我们不建议卖，但也不建议买。我们对那个问题持中立态度。我希望你们继续和这两个最富有的人在一起。我也喜欢另一个家伙。(笑声)

2、美国运通的信用卡业务下滑

股东：我是哈丽特·莫顿，来自翡翠城[西雅图]，来自微软的故乡。我有几个小问题。第一个问题是，认识到你对技术缺乏兴趣或不熟悉它，我想知道你是否能对比尔·盖茨作为一个管理者发表一些看法。第二个问题，和你熟悉的业务美国运通有关。美国运通在信用卡行业的市场份额不断下降，而借记卡的重要性日益上升，您对此有何评论？谢谢你！

巴菲特：第一部分很简单。你知道，比尔·盖茨是有史以来最伟大的经理人之一，他是一位热爱自己事业的杰出商业人才。当你能够拥有这样的组合，拥有这样的能量水平，我认为你没有比这更好的了。

很显然，美国运通在信用卡业务中已经失去了 20 年前的地位。在一段时间之内，他们可能还可以留住自己的

顾客。我认为哈维·格鲁伯(Harvey Golub)很注意改变这种处境，而且取得了一些进展。但是信用卡业务的竞争已经和 20 或 25 年前大大不同了。美国运通有很强的特许经营权，但是竞争力已经不如 20 或 25 年前了。

很有趣的是，美国运通在看到由一位名叫罗夫·施奈德(Ralph Schneider)的人创办的大来卡公司(Dinerclub)之后，因为担忧自己的旅行支票业务会被信用卡取代，所以进入了信用卡业务。美国运通发现信用卡能侵袭自己的旅行支票(于是就进入信用卡业务)，美国运通经营信用卡业务是一种对威胁的反应。然后美国运通在信用卡领域称霸了一段时间。当然，现在他们依旧在旅行和娱乐用卡中称霸。但是长期来看，**信用卡行业竞争将非常激烈**。所以美国运通需要打造卡的特殊价值。否则他们的卡就会变得像路边的大白菜。**信用卡业务不是一项容易做好的业务**。他们拥有强大的特许经营权。但与 20 年前的竞争力相比，现在已经不一样了。

3、CEO 中有"很多平庸之辈"

股东：我叫约翰·韦弗。我是来自华盛顿贝灵汉的股东。年报里你讨论了什么是好生意。你的收购标准之一是管理。你能谈谈你是如何决定什么是好的管理，以及你是如何决定你是否有一个好的经理的吗？

巴菲特：**真正伟大的企业不需要良好的管理。我的意思是，这必须是一个很棒的生意。经营不善的企业，只有管理有方，才能成功，甚至生存。我们寻找那种了解自己的企业、爱自己的企业、爱自己的股东，而且愿意像对待合伙人一样对待自己股东的管理层。**

不过我们还是很关注企业的基本面的。假如我们旗下有一个经理人我们认为很优秀，但是此人在管理一个糟糕的企业，我们以前投资过糟糕的企业，我们所能采取的最聪明的行动可能莫过于把这人调出来，放到别的企业里去。

美国各家企业的经理人的才华存在天上和地下的差异。财富 500 强企业的 CEO 们的选拔程序和美国奥林匹克田径队选拔运动员的程序截然不同。**美国企业选拔高层并不像美国奥林匹克代表队选拔运动员那样有一个统一的标准**。所以美国有些经理人很有能力，有些非常厉害，不过也有很多非常平庸。

我认为在一些案例中，**谁的业绩出色是相当容易识别的**。就像寻找一个棒球手，指望其将来能打出 30% 的时候，我们喜欢选择以前就能打出 35% 或 36% 的棒球手。假如有个人说，"我去年打出 12.7%，不过我现在买了新球棒，而且还请了新教练。"或者经理人请到一个管理咨询师当军师，那么我们都抱非常怀疑的态度。**一个击球软弱无力的打击手宣称自己能突然变成一个有力的打击手，我们不怎么相信。**

然后，我们试图弄明白管理层对待股东的态度。在美国企业界，管理层对待股东也并不统一。其实离统一远得很。不过要强调，我们希望的是好的管理人员待在好的企业里。我在年报里描述了汤姆·墨菲。在他管理首府广播公司的那几十年里，他的能力和正直无人能够媲美。你可以从 50 个不同的途径发现他的能力和正直。他为股东着想，他不仅仅想着股东，而且还为了股东的利益采取行动。在他打造企业的时候，他只采取有道理而且符合股东利益的行动，从不为了满足自己的自负(或私利)而乱来一气。

并不是所有的管理层都是汤姆·墨菲。当你发现一个这样的人，而且这人是一家很好的企业里，那么你就应该大手笔下注，不要重蹈我过去的覆辙——我曾经出售过一两次首府广播公司的股票。

4、分散投资是对无知的保护

股东：我对你们多元化经营的政策以及你们如何集中投资很感兴趣。我研究过你的年度报告可以追溯到很多年前，在过去的几年里，你有很多股票在你的有价证券投资组合中。但在 1987 年，你只有三只股票。我有两个问题。考虑到你现在在投资组合中的股票数量，这对你对市场的看法意味着什么呢？

第二，似乎无论何时，你进行一项新的投资，你所持有的新头寸永远不会少于总投资组合的 5%也不会超过总投资组合的 10%，我想看看我说的对不对。

巴菲特：关于第二点，你的理解是不正确的。我们有一些你甚至看不到的头寸，因为我们在上一份报告中只列出了超过 6 亿的头寸。显然，这些都是较小的金额。有时候，那是因为他们规模较小的公司，我们无法购买很大的金额。有时是因为我们买了之后价格上涨了。有时候，这是因为我们甚至可能在抛售头寸。所以没有什么魔法。我们喜欢把很多钱投入到我们感兴趣的事情上。

这又回到了分散化的问题。我们认为对知道自己在做什么的人来说，多元化实际上没有什么大意义。多元化是一种对无知的保护手段。假如你要确保你绝不跑输市场，那么你就该每样都买一点儿。多元化没有错，对于不知道怎样分析企业的人来说，多元化是完美的明智选择。

假如你知道怎样评估企业的价值，那么持有 50 只、40 只或 30 只股票就是疯狂之举，因为不管怎样，一个人是不可能找那么多的被低估的好公司的。不去多买一些非常好的企业，却把钱投进一个由 30 或 50 家公司组成的有吸引力公司列表上，在查理和我的眼里，这种行为是疯狂之举。这是一种习惯做法。假如你的目标是达到市场平均水平，那么多元化能保证你不会被炒鱿鱼。但是照我们看来，若你采用多元化策略，那就是坦白承认你并不真

正理解你投资的企业。

你知道，基于个人投资组合，我拥有一支股票。但这是我知道的生意。这让我很舒服。(笑声)我是否需要拥有 28 只股票，才能有适当的分散化？这将是无稽之谈。在伯克希尔，我可以挑选出三家公司。如果他们是我们唯一拥有的公司，我将非常高兴，我所有的钱都在伯克希尔。现在，事实上我们可以找到更多，而且还在不断增加。要想在这一生中做得很好，三件出色的事情是远远不够的。

一般人不会遇到这种情况。我的意思是，如果你看看这个国家是如何创造财富的，他们不是由 50 家公司组合而成的。它们是由一个个认为自己拥有出色业务的人创建的。可口可乐就是一个很好的例子。很多财富都建立在此之上。没有 50 家可口可乐公司，也没有 20 家可口可乐公司。假如真有这么多好公司，那就太好了，你可以买很多，在一组好公司里随便你怎么多元化，业绩都和集中投资一家好公司一样出色。

只可惜你找不到那么多好公司。事实是你用不着多元化。长期来看，经济的盛衰和竞争不可能伤害到一家真正出色的公司，我说的是能够轻松应付强劲竞争对手的好公司。投资这样的三家公司，好过投资 100 家普通的公司。投资这三家公司更加安全。投资三家容易识别的好公司的风险比投资 50 家著名的大公司更低。这三家公司不会遇到什么逆境。一帆风顺正是好公司的特质之一。假如我自己家未来三十年里的财富取决于一组公司的收入，那么我可以向各位保证，我宁愿从我持股的那些企业中挑选出三家公司对其进行投资，而不是持有一个 50 家企业组成的多元化投资组合。查理？

芒格：是的，他的意思是，现代企业金融课程中的很多内容都是胡扯。(掌声)你千万不能相信那些东西，比如说现代投资组合理论....

巴菲特：这种理论毫无用处。这种理论告诉你怎样取平均数。不过我想，五年级的小学生几乎个个都会取平均数的。这有什么难的？(现代投资组合理论)非常复杂。里面用了很多小希腊字母，还有各种东西，让你觉得这理论好高深啊，可惜完全没有增加任何价值。(笑声)

芒格：就连我也搞不懂那些理论，因为我是一个痴呆的学生(笑声)，他们用一些模型结构理论来分类痴呆症。现代投资组合理论是另一种痴呆症，我都无法将其归类。(笑声)那是很奇怪的理论。(巴菲特笑)

巴菲特：如果你在你的生活中找到了三家很棒的公司，你就会变得非常富有。如果你理解了它们——坏事不会同时发生在这三个公司身上。我的意思是，这就是它的特点。

芒格：也许复杂解释了为什么会有那么多痴呆症患者。假如你相信沃伦的话，那么整个商学院课程一周就能教完了。

巴菲特：假如那样把秘诀都用简单的话教给学生，那么大主教怎么在外行面前摆谱呢？所以学术界从来都不愿意这么做。(笑声)

芒格：没错。

5、有时需要裁员来纠正过去的过度招聘

股东：我想问的是，展望未来，你是否看到了大规模裁员的趋势，你是否会更强调短期的、快速的利润？从长期投资的角度，裁员这些事件，是否会影响你的投资和决策过程？另外，你有没有想过自己创办一家新公司？

巴菲特：我认为，仅仅就公众和国会对商业的看法而言，你所谈论的趋势，以及对它们的关注，可能会产生一些影响。从历史上看，每个行业，无论何时，都对缩减规模或提高效率感兴趣。如果这个行业正在发展，你可以通过在同样的人身上做更多的工作，或者产出更多的产品来提高效率。

但是你知道，如果你回到 150 年前，看看农业人口的比例，例如，农业人口占美国劳动力的比例已经从一个非常可观的比例下降到一个非常小的比例。从本质上说，这释放了人们去做其他事情。在每单位劳动投入中获得尽可能多的产出是符合社会利益的。但这对相关的个人来说，可能并不好过。当拖拉机来了，当铁匠来了，当汽车来了……这样的进步，对于一匹马而言并不是好事。所以，我不反对这些裁员活动。不过我有时会为怎么做而争吵。我确实认为，在某些情况下，人们在裁员的方式上缺乏某种同理心或敏感性。

你应该努力使你的生意更有效率。我们希望我们所从事的行业不会随着时间的推移而要求我们裁员，因为我们希望物质产出会自然增长。我们会变得更有效率，并能保持相同数量的员工以获得更大的产出。随着时间的推移，Dexter 鞋业在这方面做得很好。他们变得越来越有效率。但是他们卖出了更多的鞋子，而不是卖出同样数量的鞋子然后解雇员工。

但有时，行业趋势——我的意思是，在世界图书公司，我们的员工比一两年前少了。我们对此没有任何答案。随着时间的推移，我们退出了纺织业。我希望我们没必要这么做。但我们不知道如何在新英格兰经营一家纺织品公司，并有效地竞争。就像我说的，我会——我喜欢避开那些生意。只要我们能做到，我们就会做到。

随着时间的推移，GEICO 会增加人手。随着时间的推移，伯克希尔也会增加员工。但是，更有效地开展工作

符合社会的利益。在我看来，在某种程度上照顾那些受到这种行为影响的人，也符合社会的利益。在某些情况下，人们可能是可以接受再培训。但在其他情况下，你知道，如果你 55 岁了，而且你一直在一家纺织厂工作，突然间，经营这家工厂的人无法从你的产品销售中赚到任何钱，那就不太好了。我的意思是，这不是那个在纺织厂工作了 30 年的家伙的错。

这是一个平衡。想想最近人们的关注，我认为，在某种程度上，这是基于一些公司的一些特别引人注目的例子而产生的一种媒体热潮。我不认为现在每年有比 10 年前更多的流离失所者，就在劳动力中所占的比例而言。但这在最近引起了很多关注。在公司税率或其他一些方面，这可能会引发反弹。我们可能在这个方向上感觉到它。

在伯克希尔，我们希望尽可能高效地做每件事。在很大程度上，部分原因是我们没有雇用很多我们不需要的人。现在正在纠正的很多错误是，由于很多企业在过去变得非常臃肿，雇佣了各种各样他们不需要的人。我们在很多业务中都看到了这一点。只要它们非常繁荣，真的没有人会做很多事情(去解决臃肿的事)。随着时间流逝，它们突然发现它们可以得到更多的产出。

石油公司就是一个典型的例子。你知道，生产、提炼和销售石油的人可能并没有多大改变。但如果你看一下与生产、提炼和销售的石油相比的就业率(人/油)，它在 20 多年前急剧下降。对我来说，这只是意味着它们在 20 年前没有运行得那么好。这本来就不应该发生。

我们不想在任何业务中雇佣超过我们需要的员工，因为我们也不想裁员。查理？

芒格：如果你把它反过来思考，让你说出一家因为过度裁员而破产的公司，我想不出任何一家。但是如果你让我说出那些半死不活的公司的名字，我的意思是，我可以一口气说出一个又一个名字。

现在流行认为裁员是错误的。好吧，让企业变得如此臃肿以至于最终不得不缩减规模可能是错误的。如果你拥有的人远远超过了企业所需要的人，我认为让人们只上半天班或失业的行为不会带来任何社会效益。

巴菲特：在某种程度上，你很可能会和一些人竞争，而这些人实际上在公司中并不被需要。但它不会改变什么。对于相关人员来说，也许他们会遇到了真正的问题。

芒格：沃伦，你能说出一个被过度裁员毁掉的公司吗？肯定有一个，但是——

巴菲特：就像艾森豪威尔说尼克松一样。给我一个周，我会想出办法的。(笑声)

6、保险业务没有因为业务量减少而裁员

股东：巴菲特先生，芒格先生，我是纽约市的沃尔特·凯伊。

巴菲特：我们很高兴你能来，沃尔特是我们的好朋友。

股东：非常非常感谢。你这样说只会让我变得更自大，一个谦虚的自大狂。我不知道芒格先生的妻子是否在这里，巴菲特夫人是否在这里，但在我的家乡纽约，他们说，"每个成功的男人背后，都有一个贤惠的妻子。每个失败的男人，都是因为他们懒惰。"(笑声)但无论如何，我只想再次感谢你们。你为我们家做了这么多伟大的事情。这绝对是令人难以置信的。你们都认识巴菲特，在某种程度上也认识芒格，对于那些不认识这两位先生的人，除了他们是金融天才之外，他们是你们所见过的最优秀的人。

他们解释裁员的方式是我听过的最聪明的事情。最终，这些人找到了工作。他们必须接受再教育等等。但有件事我想问你，如果你不介意的话。我一直注意到，有大量新资本进入再保险公司，你能否就此发表一些评论，如果你认为这将影响再保险业务，对保险业务有任何影响，因为，你比我更清楚，我们仍然处于一个非常疲软的市场。每个月我都会听到一些新的再保险公司的消息，不管是在百慕大、伦敦还是其他地方。谢谢你！

巴菲特：好的。沃尔特比我更懂保险。不过，我还是要评论一下。有相当数量的资本——我想说，大约在三年前，人们蜂拥进入再保险行业。这对我们的业务很不利，因为涌进的资本都会被投入到业务中。

伯克希尔宁愿保持观望，我们的确也这么做了。我们向客户提供报价，但是别的保险公司因为有很多资本，而且希望多接业务，所以把报价压低了。假如你得到大量资本或者你吸引了大量资本，那么你就会用这些资本去做一些事。你可能希望去做一些聪明事，但是假如有需要，你也会去做些蠢事。你会为做蠢事找借口，自欺欺人认为这是聪明事。你会做蠢事的。你不会干坐着，到年底的时候写信给股东说，"去年我们从你们那里得到 3 亿美元资金，现在这笔资金还睡在花旗银行的账户里。"坐拥现金一动不动是很难的。人们不喜欢坐拥现金不使用它。所以在某些环境下，再保险的价格会被打压，现在就是这种情况。

在伯克希尔，为了减少上述情况，我们设置了一条规则。我们向旗下所有保险公司承诺，绝不会因为业务量下降而裁员。我们不希望我们的保险公司管理者认为，自己必须得承保多少多少美元保险，才能保住每个人的饭碗。我们能够承受产能闲置带来的那一点点成本，因为相对于我们保险业务的规模，那一点点成本微不足道。假如有人因为企业内部的压力，为了不裁员而不断承保，那么就可能导致损失，这损失我们承受不起。所以在这方面有一个很有力的政策。假如某个保险业务的价格下跌过大，那么我们就做这个保险业务了。但当环境改

观的时候，我们就会大规模回到市场。1985 年，意外伤害险价格暴增，我们就承接了很多意外险。在四五年前，巨灾再保险的价格暴增，我们当时也在巨灾险业务中非常活跃。对我们的保险业务非常有利的时刻将来会有的。

保险业务很像投资。假如你认为你每天都要投资，那么你就会犯很多错误。投资和其他行业不同，你必须得等待好机会的到来。保险和投资很相似。

假如我们给我们的保险公司设定保费收入指标，那么这就是蠢到不能再蠢的行为，因为保险公司可以不顾一切乱承保来达成我们的指标的。不管我设什么指标，保险公司都能达到。我可以要求一个去年承保 1 亿美元规模的保险业务今年承保 5 亿美元，他们能做到。现在收保险费，掏腰包赔付则在几十年后。所以，设定保费年增长 8-10% 的目标一点道理都没有。

不过 GEICO 的情况不一样。这家公司是一家低成本保险商。我想，这家公司能从巨大的市场中吸引业务，能以不错的速度成长，只要让大众知道他们提供的保险更合算就成了。所以我认为，这家公司不管在什么环境下都能成长。

但是我们的再保险业务量会出现巨大的波动，这要看我们的竞争对手怎么做。我们的竞争对手怎么做，很大程度上取决于，他们手里有多少迫不及待要用掉的钱。现在市场是单边走势。不过情况会变的，就好像投资市场会变一样。有时候人们认为自己永远都不会有机会以合适的价格购买证券，我已经至少经历过 6 次。但最后情况总是会变的。在保险行业，保单定价过低的公司将会付出代价。但当世界需要保险商时，我们就会及时出现。

7、对 GEICO 来说，国际扩张将是危险的干扰

股东：我现在的的问题是。我现在住在葡萄牙，我看到欧洲市场正在发展，伯克希尔在保险投资中占有很大的份额。他们似乎并没有在欧洲新兴的市场中开展业务，也没有在印度或太平洋地区这样的国家开展业务，但那里有三分之二的人口。伯克希尔是否有政策或计划使其保险业务多元化和国际化？这是我唯一的问题。

巴菲特：伯克希尔的再保险业务是完全国际化的。我们为全世界的风险承保。虽然具体国家的具体情况是不同的，但总体而言，再保险业务的本质就是国际化。

我们很愿意承担来自全世界的风险，当然，我们要收取很多的保险费。这就是我们再保险业务的本质。我们的再保险业务不是零售终端，是面向全世界的业务。因为全世界的保险公司都承担着巨大的风险，他们需要将风险分担一些给别人，我们会继续做全世界的再保险业务。不过它们是否愿意支付合适的保险费，那就是另一个问

题了。在某些司法辖区做再保险业务可能比其他区略微困难一点。但不管怎样，再保险业务是一个国际业务。

GEICO 目前只持有 250 万保单，在美国，可供 GEICO 发掘的潜在市场超过 1 亿人。因为对 GEICO 来说，美国市场存在着如此之大的机会，所以与其开发其他国家的市场，不如专心致志做好美国市场。大约十年前，一家和 GEICO 很类似的英国公司把 GEICO 的业务模式引进了英国，而且非常成功。现在这家公司面对的竞争正在加剧，业绩正在下落。

对 GEICO 来说，美国有巨大的机会。在这么大的机会摆在面前的时候，我可不希望 GEICO 的管理层现钟不打反去炼铜，跑去开发外国市场。在美国市场，GEICO 的成长率是 3%，也就是大约 7500 万美元的业务量成长，而且能够长期保持复合增长。去别的国家建立滩头基地之前，我们要先开发美国的大好机会。

而且 GEICO 的运作模式在很多司法辖区要面对实实在在的问题，当然我的意思并不是说这种问题在每个地方都存在。外国可能有机会，但是美国有巨大的机会。GEICO 的管理层专注于美国市场。

我喜爱专注的管理层。阅读可口可乐的年报，你会发现郭思达(Roberto Goizueta)除了可口可乐以外，几乎什么都不想。我一次又一次地看到专注的人获得成功。在 20-30 年前，其实可口可乐和吉列都曾经忘记过专注。当你不再专注的时候，这两家优秀的公司在大约 20 年前没能发挥出潜力。后来它们再次专注于本业了。你看专注带来了多大的变化。专注使它们的市值上升了数百亿美元。

在 1970 年代初的时候，GEICO 一开始实际上也试图同时做很多业务。因此它们付出了代价，非常巨大的代价。它们做这些业务时付出的成本就是直接代价，因为这些业务最后几乎都是血本无归。此外还有额外的代价，那就是因为不注意主营业务而遭受的损失。现在的管理层不会重蹈过去的覆辙。托尼·奈斯利(Tony Nicely)除了向 97.5%的尚不是 GEICO 保单持有者的潜在客户宣传 GEICO 以外，什么都不想。这样做长期来看，会得到很好的回报。查理？

芒格：我们经由可口可乐和吉列，间接地进入了新兴市场。所以说我们完全不开发国际市场是不对的。

巴菲特：可口可乐有 80%的利润来自国际市场，实际上还要略多一点。吉列有 70%左右的利润来自国际市场。我们喜爱这两家公司的国际业务。那是非常有吸引力的业务。

这两家公司的管理层很专注于开发国际市场。他们在海外已经建立了分销系统等很多东西。这两家公司的美妙之处在于能够最大化自己正在做的事情。20 年前，当他们的企业不用怎么打理成长性都能比现在更好的时候，

他们开始尝试很多多元化业务，这些业务基本上都是血本无归。**所以我们喜欢专注，实际上是喜爱专注。**

芒格：我们间接地进入了国际市场，可以认为我们在进入国际市场方面做得不错。(笑声)

巴菲特：在这个问题上就不再继续发挥了。(笑声)

8、股东们推动了波仙珠宝(Borsheim's)的销售

股东：首先，我想请您谈谈您对全美航空公司的看法。其次，我想知道昨天波仙珠宝的销售报告。您经常对此发表评论。(笑声)

巴菲特：经营波仙珠宝的苏珊·雅克今天早上给我打过电话。她的声音沙哑但很开心，(笑声)而且波仙珠宝去年的今日是一年中销售规模最大的一天。而今年上涨了 60%，所以我相信你已经尽了自己的一份力。(掌声)

芒格：在伯克希尔年度会议上，我们开始了一项新的活动。一位股东走到我面前，要我在他的销售单上签名，这是一块价值 54000 美元的手表。这就是我们喜欢给的签名。(笑声)所以我们要对你们大家说："你们去照样做吧。"(笑声&掌声)

巴菲特：我在 1995 年的致股东信里说，全美航空的优先股的情况已经比 18 个月之前大大改善了。全美航空的新任 CEO 史蒂夫·乌尔夫(Steve Wolfe)说，根本问题依旧存在。所以要么他们解决问题，要么问题解决他们。(笑声)**他们的成本已经失去控制**。他们的成本好像是一个受监管和保护的环境中的遗迹，但是行业现在的经营已经不再受到监管和保护了。迄今为止，他们尚未在改变局势方面取得任何大的成功。我认识乌尔夫先生，我可以肯定他在全力以赴改变这个情况，而且他也需要改变这个情况。他过去的业绩显示他在这方面非常在行。

我们的全美航空优先股相对于 18 个月前增值了很多。但是我买进全美航空的优先股依旧是一个错误。查理说，假如我那晚上不买股，去酒吧玩，那么我们的情况就会好很多。(笑声)查理，你有什么补充吗？他不愿意补充，因为这并不是他负责的领域。(笑声)

芒格：显然，它的价值比去年高得多。(笑声)

9、报纸可能会进化，但不会完全消失；70 亿美元浮存金可远远不止 70 亿美元

股东：大卫·温特斯，新泽西山区湖区。在不破坏我的乐趣的前提下，你能给我一些提示，告诉我应该如何考虑计算保险业务的内在价值吗？(巴菲特笑)其次，我想知道的是，你们都不能预知未来，但对于报纸，有没有担心它会重蹈世界图书和蓝筹印花公司的覆辙？

巴菲特：有可能。但我认为报纸降到原来的百分之几的可能性非常低，非常非常低，**报纸不太可能重复蓝筹印花公司的路，世界图书则是另一回事。**世界图书有一个合理的机会去创造一个美好的未来。但这需要努力。报纸和《世界百科全书》不是一回事。它从发行和广告中获得的收入比例可能会有所不同。报纸有很大希望能有一个美好的未来，但这并不是一定的。

报纸对任何对它们所在社区感兴趣的人来说仍然是很好的渠道。对很多广告商来说，在报纸上打广告仍然是有价值。我们旗下的许多企业花了很多钱在报纸上登广告。很显然，我们觉得我们的广告费没有白花，在报纸上打广告是有效的。但报纸的竞争力已经没有以前那么强了。

另外一个问题是关于保险业务的内在价值的。我会这么说。我不会给你们一个精确的答案，但我会告诉你们。我们目前有 70 亿美元的保险浮存金。这是我们持有的属于别人的钱，但是我们可以使用。

现在，如果有人问我，我是否愿意以 70 亿美元的价格进行交易，而不需要为我的交易所得缴税，但我必须永远退出保险业务，也就是永远不竞争的保险条款，我会接受吗？答案是否定的。这并不是因为我宁愿拥有 70 亿美元的浮存金，也不愿拥有 70 亿美元的自由支配的现金。**这是因为**我预计这 70 亿的浮存金还会增长。

如果我做了这个交易——我现在只是在假设——如果我在 27 年前做了这个交易，“拿不用交税的 1700 万美元来换你的浮存金(当我们买下这些拥有 1700 万浮存金的公司的时候，只花了 860 万美元)，然后退出保险业务？”那时候的我可能或答应，但现在——

芒格：你是说真的？

巴菲特：哈哈，是的。(巴菲特笑)

芒格：不，他一直在学习。那是他的诡计之一。(笑声和掌声)

巴菲特：在某种情况下，这可能是正确的。我不确定其他的情况。但这将是一个可怕的错误——如果在 10 或 12 年前用 3 亿美元来做这件事，那就大错特错了。

对我们来说，要永远放弃伯克希尔的保险业务，可远远不止 70 亿美元。即使这些都是免税的利润、即使我们得到了全部 70 亿可自由支配资金、即使这纯粹是权益的增加，我们也不会接受。我们甚至不会想太久。正如查理所说，这不是我们之前给出的答案。

保险，这是一项非常有价值的业务。但它必须正确运行。我的意思是，像 GEICO 保险、再保险公司、国民保

险和住宅保险(Home-State)，都必须运营得当。优势并不是自动就有的。这些公司有人员、分销网络、声誉、资本实力以及其他的竞争优势。假如能培育这些优势，那么这些公司就会慢慢地越来越有价值。

10、持有更多的抵押贷款增加了房地美"一点点"的风险

股东：我想问问董事长和芒格先生有关房地美的事。几年前，我认为房地美的利润主要来自于担保收费和浮存金。今天，他们有巨大的资产负债表和很多短期负债。息差可能会消失而且可能有无法预见的事件发生，你是否认为房地美的风险上升了呢？

巴菲特：查理，我想他把枪对准你了。(笑声)

芒格：房地美的风险可能略有上升。不过我不认为他们的风险很大。房地美依旧是一家好企业。

巴菲特：以前房地美业务的重点在于为信用提供担保，把所有的利率波动风险都转嫁给市场承担。现在他们保留了更多百分比的抵押贷款，将其放进了自己的投资组合。

我认为房地美的负债结构相当聪明，能够应付投资界说的"凸面问题"，这个问题就是借方有选择权，可以选择明天提前还债还是用 30 年时间慢慢还。这个问题对于贷方来说是一个很大的不利因素。房地美已经采取了很聪明的措施，即使用可赎回债券等各种工具来对付这个问题。但这个问题是无法彻底解决的。无法设定出某种可以消除所有风险的模型。

所以我认为房地美表现得很不错。如查理所说，房地美的投资组合相对于以前的担保费规模更大，投资组合仍然存在信用风险，而且还增加了极端情况下会出现的利率风险。虽然还不至于害我们担心得晚上睡不着，但是风险的确比以前稍微高了一些。

11、不要等到恐慌时才去买伟大的公司

股东：我有一个简短的问题，你说过，如果你有三家伟大的公司，出色的企业，它们可能会伴随你一生。我有一件事在某种程度上震撼了我，70 年代大熊市那些伟大的企业被击垮了。现在你把大赌注押在它们身上，比如美国运通和迪士尼。我的问题是，我有资本可以投资，但我还没有投资。我发现了三家伟大的公司：可口可乐、吉列和麦当劳。如果我的人生还有很长一段路要走，我想把一笔投资保持 20 或 30 年以上，是等上一两年，看看其中一家公司是否会出现问题，还是现在就介入，长期持有？

巴菲特：我不会对你提出的三家公司作出任何评论。但一般来说，除非你找到一个伟大的公司并且其价格真

的很好，如果你觉得你已经足够确定这是一家好公司，我认为你最好还是立即把它买下来。

根据好公司的定义，好公司能够继续好 30 年。假如一家公司只能好 3 年，那就不是好公司。所以投资的理念应该是这样的，假如你要出去旅游 20 年，你把钱投进一家公司，你觉得很安心，你不给经纪人留任何指示，也不授权律师代你做任何操作，不采取任何这类的措施就去安心地旅游，而且你知道等你旅行归来时，这家公司依旧是一家非常强劲的公司。我认为你最好还是立即买下来。

我们其实也可以买进卖出我们的一些好企业，但是好企业太难找了。我们在 1972 年发现了喜诗糖果。时而这里，时而那里，我们总能找到机会去投资。但是好公司太难找了。假如你坐在那里，期望出现恐慌，好趁机买进那些好公司，就有点像殡葬业等待流感疫情或什么东西，(笑声)我也不知道这是不是一个妙招。假如你继承了一笔钱，你知道，保罗·盖蒂(Paul Getty)在 1932 年市场底部的时候继承了一笔钱。其实他不是继承的，他说服了自己的母亲，得到了这笔钱。(笑声)我说的是真的。

(保罗·盖蒂其父亲乔治·盖蒂是石油商，1930 年去世留下 1000 万美元遗产。30 年代大萧条期间股市崩溃，墨西哥海滨联合石油公司和太平洋西方石油公司跌入谷底，太平洋西方石油从 3 美元跌到 40 美分最后跌到 9 美分，保罗贷款购买了 300 万美元股票差点破产。1932 年，母亲松开了从丈夫手中继承的资金，帮助保罗渡过了难关。此时，控制了海滨联合石油公司的美孚石油大股东洛克菲勒为规避巨额遗产税，准备出售其在海滨石油股份，保罗买到 10%，此后十多年不断扩大，最终控制了海湾石油公司。1953 年，保罗又在沙特阿拉伯和科威特之间发现大型油田，并在各地建造和购买了炼油厂，从 1954 年起，开始营建他的超级油船队，60 年代资产超过 10 亿美元，问鼎世界首富。)

芒格：说的蛮接近的。

巴菲特：我说的是真的。因为在 1930 年代初而不是 1920 年代末手里有大量现金，所以他受益匪浅。所以有时候你会碰到这种好事。但是这样的好事取决于很多东西。假如道指在 X 点时，你开始投资，你认为道指太高了，当道指跌到 90%X 的时候，你会买吗？道指也可能会跌的 50%X 的——除非你在特定的有利时间点碰巧得到了资金，否则，你是不可能因为市场的极端情况而受益的。所以我认为主要任务还是寻找好企业。

菲利普·凯瑞特(Philip Carret)今天在场吗？他是投资界的一位英雄。菲利浦你能站起来和大家打个招呼嘛？菲利浦今年 99 岁。1924 年，他写了一本关于投资的书《投机的艺术》。(掌声)菲利浦寻找自己喜欢的企业，坚持持有，不担心每天的价格波动，他的业绩很好。我想，5 月 28 日《华尔街日报》将会刊登一篇关于菲利浦的文章。我建议大家都去读一读。可能大家从那篇文章中能学到的东西比这次年会更多，那就是买进企业的方法——

假设股市不存在，假设你家乡小镇上最好的企业的业主拜访你，说，“我的兄弟去世了，他拥有企业的 20%。我希望有人能和我一起拥有这家企业，买下那 20%的股份。价格可能看起来有点高。但是我觉得物有所值。假如

你有意买....."

假如你了解而且喜欢那家企业，你也喜欢企业主的为人，而且价格听起来也是合理的，我想可能就该买下它。你不用担心这家企业过几天报价是跌了还是升了，因为根本就没有股市。我认为，假如股票一年只能报价一次，大家投资就会明智很多。可惜现实中并非如此。

假如出现戏剧性的事件时，你正好得到一笔额外的资金.....我们在 1964 年运气不错，因为美国运通出了诈骗事件。我们在 1976 年运气不错，因为 GEICO 的管理层和审计师不知道前几年赔款准备金应该是多少。所以我们也沾到了"流感疫情"的光。但是你不至于要把人生用在等待"流感疫情"爆发上吧(巴菲特笑)。

12、"变革很可能对我们不利"

股东：我是乔·康登，来自伦敦。巴菲特和芒格都曾在年报和此前的会议上回答过我的问题。这是我的问题与投资几只伟大的高科技股票有关。我知道你们的回答是假如你们不懂，那么就不买。但是鉴于你们的惊人业绩，我不怎么相信你们两个人真的都不理解大多数高科技公司。我想不仅仅是微软，还有辉瑞制药和强生公司，这三家公司都已经证明它们不仅仅有出色的产品，并且有可靠的管理层，而且在别人很难进入的市场中占据了不错的市场份额。坦率地说，我没有发现可口可乐公司的市盈率和强生以及辉瑞的市盈率有什么差别，它们都是非常优秀的公司。我想知道你们当中是否有人或双方都愿意再次回答这个问题。

巴菲特：查理，要不你来？(笑声)

芒格：假如你面前有你自认为理解而且看起来很有吸引力的东西，那么我们认为选择你理解的东西是聪明的做法。假如我们找不到我们的浅薄智力能够理解的目标，那么我们可能就会买辉瑞和微软等公司。但是我们一直都能找到自己能理解的东西。我们可不是对高科技公司不屑一顾。对于智慧更高的人来说，高科技公司可能是一个很好的投资目标。

巴菲特：我们观察企业时一般认为，变革可能会对我们不利。我们不认为我们有能力预测变革到底会带来什么。我们认为自己有能力找到变革重要性较低的企业。

例如，在吉列公司，今后 10 或 20 年的产品比会现在更好。你看当年 BlueBlade 蓝刀剃须刀的广告，当时 BlueBlade 可能非常好。但是剃须刀的技术越来越进步。你知道吉列，虽然 1960 年代时在威尔金森(Wilkinson)的带领下，吉列在剃须刀方面并没有什么经验，但是它投入了大量资金开发更好的剃须刀，投入的资金量比其他

任何同行都多几倍。你知道他们的分销系统很强大。而且他们也打造了公信力。假如他们推出一个产品，说男人应该看看这个产品，男性顾客们就会去看看。若干年前，他们发现自己的剃毛产品在女性顾客中也有这种公信力。他们在别的领域不可能有这样的公信力，但是在剃须领域是有公信力的。

这些资产无法刻意打造，而且还很难被摧毁。我们知道 10 或 20 年后，软饮料行业、剃须刀行业或糖果行业的情况大体上会怎样。我们认为微软是一家非常好的公司，由第一流的管理层管理，但是我们不知道 10 或 20 年后微软所在的行业会是怎样的。

假如我们把赌注压在别人身上，指望他预测未来，做我们做不到的事情，那么我只愿意把赌注压在比尔·盖茨身上。但我绝不会对其他人压注。

最后，我们希望我们能理解企业的未来走向。华尔街总是喜欢说，假如一家企业将出现很多变革，那么就代表着会有很多机会。

顺便说一下，如果华尔街自己面临很多变革这才是一个大机会。(笑声)我们完全不认为变革是机会。变革让我们很害怕，因为我们不知道事情会怎样变。我们寻找不怎么可能会变化的企业。例如，我们对 20 年前人们咀嚼的口香糖和 20 年后人们咀嚼的口香糖心里很有谱。我们不认为咀嚼艺术有很多科技含量。(笑声)

既然我们不必去下那些判断，那么我们干嘛去费劲呢？有各种各样我们不懂的东西。在我们可以对简单的东西下注的时候，我们干嘛要去对自己不懂的东西下注呢？(掌声)我能看到像我们这样的股东坚持简单的原则。他们理解我们，这很棒。

13、我们不会透露太多关于股票的信息

股东：在年报中，第二大无担保证券持有量被标为“其他”。你能详细谈谈那里的一些资产吗？比如，我们还拥有 PNC 吗？我们是不是像媒体报道的那样还在买首府/ABC 广播？

巴菲特：实际上，“其他”是一个描述性很强的标题。(笑声)我们这样做有几个原因。但其中一个原因是，我们没有兴趣让人们购买伯克希尔，或查看伯克希尔报告或其他任何东西，以便为自己的投资服务。有些人可能会这样做，但我们不会这么做。伯克希尔的股东并没有因此得到回报。这对公司的股东们毫无益处。所以，我们不会披露我们所持有的证券，我们不会披露超过我们认为我们必须披露的。这是为了公平对待公司的所有人。

我们当然没有兴趣把这些信息透露给那些基本上想利用这些信息来试图弄清楚我们在买什么人。我们将继

续提高门槛，你可能会看到门槛越来越高。我要说的是，媒体对我们所做的很多猜测，我认为其中一半是准确的，一半是不准确的。再一次，我们把找出哪一半是正确的乐趣留给你们。(笑声)是的，我们希望你能从购买伯克希尔的股票中得到很多。但我们不想充当投资顾问服务。

14、巴菲特并不担心计算机千年虫问题

股东：大卫·科尔斯，威斯康辛州阿普尔顿。刚才您提到了时代的变迁。为了确保伯克希尔感兴趣的所有计算机系统和公司在 2000 年 1 月 1 日及以后都能正常运行，伯克希尔有哪些计划？你会如何向股东保证，我们不会因电脑系统错误处理这些日期而蒙受严重的业务损失或失败？

巴菲特：嗯，事实上，我有一个朋友参与了这个问题(笑声，指比尔盖茨)——不，我是认真的。关于计算机的 2000 年问题。但这是我不担心的事情。我的意思是，我会让经营企业的人来做这件事。我将研究资本配置。我有一种感觉，不管怎样，我们会度过难关的。

但是就像我说的，在伯克希尔有很多事情我们在总部并没有花费太多的时间和精力，而其他公司往往有一整个部门去统筹公司的整体发展。我们的经理没有让我们失望。我的意思是，我必须说我们有不同的团队在管理各自的业务。他们专注于自己的事业。他们把钱寄到奥马哈。我们都很开心。(笑声)查理？

芒格：我有一种感觉，我们的员工将非常善于保持计算机系统的秩序和备份。我也有一种感觉，很少有公司能比我们更好地处理大型计算机故障。我觉得可口可乐的股票会在那里，吉列的股票就在那里，内布拉斯加州的家具市场会摆满家具，而且了解顾客。我不认为电脑死机会使我们陷入困境。

巴菲特：是的，你是对的，这是计算机世界的一个问题。但正如查理所说，它对其他人的打击要比对我们的打击大得多。大部分的事情——我们试着做一些相当简单的生意，不会把事情搞砸。总的来说，我认为我们有一个不寻常的投资组合。当涉及到我们的投资对象时，你知道，他们会自己担心这些问题。我们真的很担心如何在伯克希尔周围配置资金，并找到合适的经理人。如果我们能把这两个都做对，其他的事情就会自己解决了。

15、伯克希尔的业务"更容易预测"

股东：我是来自瑞典的彼得·贝弗林 Peter Bevelin。你说过你喜欢特许经营公司，那些有城堡环绕着护城河的公司，那些有可能你可以预测未来 5 年、10 年的公司。但是，像喜诗糖果这样的企业，家具企业、珠宝企业、鞋业企业，不都是未来五到十年难以预测的行业吗？

巴菲特：最后一部分是什么？

芒格：未来 5 年或 10 年，这些业务是不是很难预测？

巴菲特：我认为它们比大多数公司都更易于预测。我想我能够告诉你几乎我们持有的所有企业的未来，不仅是因为我们持有它们，我对它们的未来，比对道指 30 成分股(不包括我们也持有的股票)或者纽交所上市公司按照字母顺序排列前 100 家公司的未来更有把握。

我认为我们持有的公司的未来比其他公司的未来容易预测多了。我们的公司主要受基本面驱动，相当简单，而且变化速度不快。所以我也很安心。5 年后你再看伯克希尔，我认为我们旗下的企业表现将会和我们现在的预测非常符合。我希望 5 年后我们旗下能增加一些新的企业，我也希望旗下能增加一些大企业。不过我不认为我们会有很多出乎意料的事情发生。但我猜我们至少会有 1 件出乎意料的事情，不过我们也不知道会是什么。生活中会有出乎意料的事情。不过我们的不测风云不会很多。

另一方面，假如我们去收购一家基础金属公司、普通的零售公司或者汽车公司，我不知道 5-10 年后，这家公司的竞争地位如何。我也不想卖掉喜诗糖果或内布拉斯加家具广场，买进别的公司。找到值得并购的目标并不容易。所以我认为目前我们旗下企业不会出现很多出人意料的事情。关键在于搜罗更多好的企业。

16、艾斯纳是迪士尼成功的"最重要因素"

股东：我叫斯塔福德·奥德尔。我来自纽约莫里斯。我只是想知道这个惊喜是不是来自迪士尼。因为在我看来，直到最近，他们一直在依靠一个已经离开公司的人的努力，杰弗里·卡森伯格(Jeffrey Katzenberg, 1984-1994 任职迪士尼影业主席，1994 年与离开创办梦工厂)，他是少有的天才之一，就像电影导演史蒂文·斯皮尔伯格(Steven Spielberg)一样，能把握住美国人民的脉搏。即使在好莱坞，他们也不是每天都来。现在，可以说，他所有的努力都在酝酿之中，他们可能是一家完全不同的公司。

巴菲特：嗯，Katzenberg 是一个真正的天才。但我想说的是，到目前为止，在过去的 12 年里，迪士尼最重要的人，是 CEO 迈克尔·艾斯纳 (Michael Eisner, 1985-2005 任迪士尼 CEO, 1984 年 Eisner 带着 Katzenberg 一起离开派拉蒙，转投迪士尼。《全球 CEO 的搭档传奇》)。我的意思是，如果你了解他，了解他在这个行业所做的一切，就会发现没有人超越他，前总裁兼首席运营官弗兰克·威尔斯(Frank Wells, 1994 年意外身亡，Michael Ovitz 接任)与艾斯纳合作得非常出色。但艾斯纳实际上是他任期内的"华特迪士尼"。他精通业务。他热爱这个行

业。在我看来，到目前为止，他一直是迪士尼成功的最重要因素。

现在，他们面临着竞争。你知道，大把的钱在动画电影和一切与之相关的东西里，在这方面会有很多竞争。我的意思是，你已经看到了 MCA 和环球影业在佛罗里达州的公园里要做什么，你知道梦工厂在动画方面要做什么。现在，你知道，通过皮克斯 CEO 史蒂夫·乔布斯，动画领域有了新技术。在这个领域里发生了很多事情。

所以问题是，从现在起的 10 年里，迪士尼在消费者头脑中的位置是什么——因为它是**消费者心智**的一部分。你知道，他们称之为**市场份额**，但它开始于**思想份额**——在世界各地数十亿儿童和他们的父母的思想中，迪士尼本身，和他们的角色，相对于其他组织和角色所拥有的，占据什么位置？

这是一个竞争激烈的世界，所以会有人因此而奋斗。但在某种程度上，我宁愿从迪士尼的手开始，也不愿从其他人的手开始。在某种程度上，我宁愿让迈克尔·艾斯纳来管理这家公司，也不愿让其他人来管理。

所以这并不意味着它不能成为一个更具竞争力的企业。因为人们看到《狮子王》的视频，就会流口水。你知道，你以 16 或 17 美元的价格卖出了 3000 万份光盘，你可以算算制造成本。你知道，这门生意会引起你的注意，它也会引起竞争对手的注意。

如果我认为世界上的孩子们想在 10 年或 20 年后得到娱乐，如果有人在这些孩子和他们的父母心中有一个特别的位置，要我可以选择赌谁会有一个特别的位置的话，我想我可能宁愿赌迪士尼。如果我让艾斯纳这些年来所做的事情在未来由他来主持，我对押注于他们会感觉特别好。查理？

芒格：我想做个简单的算术会有帮助。假设 20 年后你有 10 亿中低收入家庭的孩子，假设你可以从你的岗位上每年在每个孩子身上赚税后 10 美元。那它就变成了一个非常大的数字。(笑声)而且我不知道你的孩子和孙子孙女们怎么样，但是我的孩子们想去看迪士尼。他们想一遍又一遍地看到它(掌声)。他们不想见到卡森伯格。(笑声)

巴菲特：.....

芒格：我的意思是，就迪士尼的商品名称而言。(笑声)

巴菲特：这是个很好的名字。我的意思是，当你想到世界各地的名字时，很有趣的是，很难有其他名字能够打败可口可乐这个名字。而迪士尼有一个非常非常棒的名字。**查理的观点是，孩子们想要看到它们一遍又一遍，而白雪公主一直火下去，因为每年都有新的适龄儿童。(笑声)**这有点像拥有一个油田，你知道，在那里你把所有的石油开采出来然后卖掉。然后还取之不尽用之不竭。(笑声)

17、为什么华尔街的企业很难管理

股东：我的问题是关于证券业务，关于华尔街的公司，特别是你对所罗门公司的看法。谢谢你！

巴菲特：我们现在比 10 年前更加了解证券公司了。(笑声)**这是一类很难管理的企业。**整个华尔街的同类企业都挣了很多钱，我的意思是很多很多钱，**现在的问题就是机构和工作人员怎么分钱(员工拿走大部分，而承担风险的股东却很少)。**有这样一个问题，我常常用这样一个类比来说明这个问题。假设你是一个投资者，你得到机会买下了梅奥医院(Mayo Clinic)，这是一笔投资，但买当地的脑科诊所是另一回事。假如你用 X 美元买下当地的脑科诊所和这家诊所所有的业务，那么你实际上拥有了什么？你无法计算任何市盈率，**因为产生利润的是诊所的医生，决定利润的是医生的声望。股票在谁手里并不重要。**你能想象伯克希尔给脑科诊所打广告吗？(笑声)所以说即使你持有诊所的股票，**但诊所的业务依旧由医生决定。**另一方面，说起梅奥医院，除非你住在罗彻斯特市 10 英里以内，否则你不可能报出梅奥医院的员工名字。在这里，**制度的力量很强大。制度保证医疗质量，制度做一切制度能做的事情。持有梅奥医院股票的人，拥有的资产并不能制约医院的任何工作人员。**

华尔街兼有梅奥医院和小诊所的特点。**有些公司，价值更多地在于整个公司，而在有些公司，价值更多地在于其中的个人。**有几位非常好的管理人员在管理所罗门公司。他们在努力解决这个问题。似乎最近比一年前取得了更多的成功。但这并不是一个容易掌管的行业，也不是一个容易预测的行业，**除非你买的是非常制度化的机构，但华尔街制度化的机构真的很稀少。**

18、部分市场陷入疯狂，对我们来说是无关紧要的

股东：你是否担心纳斯达克(NASDAQ)市场估值的不断上升？如今市场对公司的估值用的都是市销率 PS，而不是市盈率 PE。

巴菲特：我们根本不注意这些。在我和查理的整个投资生涯中，总是能看到成百上千的定价荒谬的案例，比如虚假的股票促销宣传，使得轻信的人们相信根本不会成真的东西。这种事情一直都有，将来也不会绝迹。不过我们完全无视这些东西。**我们不试图预测市场，将来也绝不这样做。我们努力寻找好公司。**部分市场陷入疯狂，对我们来说是无关紧要的。

在我们年轻无知时，我们也曾好几次试过做空这类弄虚作假的股票。不过，即使是很明显的欺诈案例，也很难靠做空来挣钱。的确是这样的。**市场中存在着明显的欺诈。找到这些欺诈案例并不难。猜对十年后的情况也不**

难，但是靠做空骗子公司赚钱却难于上青天。

我们不看股指、市盈率、市销率或任何别的类似东西。我们只关注企业。其实，股市在不在我们都根本不放在心上。假如可口可乐和吉列要退市，20 年后才重新上市，那么我们还愿意拥有 8% 的可口可乐股份和 11% 的吉列股份吗？当然。我们不介意它们退市。假如看到新闻说它们下跌，那么我们再多买一些。我们关心的是企业在做什么。就是这样。

19、业务本身比经营地点更重要

巴菲特：诺顿——为什么不把麦克风给他？

股东：谢谢你，沃伦，谢谢你把我包括在内。(巴菲特笑)

巴菲特：很高兴你能来。诺顿·道奇自 50 年代 1956 年就是我的合伙人公司的一员，现在转变为持有伯克希尔的股票。(掌声)

股东：真是一个超级幸运的结合。(笑声)

巴菲特：对你我而言，都很幸运。

芒格：诺顿你要小心了。我们不希望你在离开的时候被包围。(笑声)

股东：我想说的是，这一切都始于我父亲(荷马·道奇)1940 年发现本·格雷厄姆(Ben Graham)的故事，当时他也是俄克拉荷马大学(OU)的金融学教授。后来，本·格雷厄姆要退休了，我们想找他的门生。很明显，这就是沃伦。所以他属于那个悠久的传统。但我想问的问题是，你提到了伯克希尔拥有的非常强大的国际公司，比如可口可乐和吉列。但是你是否考虑过，其他被低估的外国公司？你有没有考虑过在你的投资里要考虑这个问题？

巴菲特：我们研究了其他国家的公司。我们会继续关注。你知道，我们为美国和亚特兰大高兴，因为可口可乐的总部在亚特兰大。但如果它恰好是在英国注册的，我们就不会关注它吗？不，我们喜欢可口可乐，即便它注册在英格兰。我们认为，重要的是业务，而不是地点。虽然总的来说，我们更熟悉在美国注册的国内公司——不过他们也很可能在国际上赚钱。在理解税务、政治和股东治理的细微差别方面，我们会感觉美国公司稍微舒服一些。而在我们每天都在阅读和思考这些问题的时候，我们会感觉，美国的公司会比在我们没有多少经验的地方更舒服一些。

我们希望能在世界上主要的 30 多个国家中的任何一个找到一家出色的公司。我们看一些。我们不像看国内公

司那么认真。我们对它们不太熟悉。但我读过世界各地数百家公司的年报。我们也拥有几家国外的公司，只有几家。它们通常没有那么大，所以在很多情况下，仅仅是如何买到足够多的股份，就成问题了。但其中一些企业规模是比较大的。我们没有太多的想法，**我们不能忽视任何可能性**。如果我们能找到一件市值至少在 50 亿美元以上的东西，同时它会让我们觉得它有自己的品质并且价格合适，我们会买的。

20、挑剔的现金替代品

股东：伯克希尔的钱从哪里来？这些钱会被投资在其他某个盈利的地方吗？还是只是坐着，积满灰尘？(笑声)

巴菲特：我们只接受四五种商业票据。我们对存放现金的地点非常挑剔——所有的钱都被投资了。我们没有任何现金放在安全的地方或其他地方。**我们所有的资金都被投资**。至少在短期资金流向方面，我们不会冒险。就像我说的，我们只有四五种商业票据上得到批准，都是我批准的。我是说，如果这事出了什么差错，都是我的错。现在，我们可能有 10 亿美元左右的相对短期国债，也许还有一些商业票据。但你永远不会看到我们在**短期收益率上为了额外的 0.8%的收益去冒风险**。

你们中的一些人可能还记得**宾夕法尼亚中央银行在商业票据市场的惨败**。我记得，宾夕法尼亚中央银行，大约在 1970 年前后，比其他商业票据发行者多支付了额外的 0.25%。当然，尽管他们的净资产为 15 亿美元左右，他们说他们有很多净资产，但没有现金。事实证明，现金更为重要。于是他们违约了。

有趣的是，如果你多拿了 0.25%，然后你登上了 Mayflower 号出发度假，那么在着陆的时候，你说，“好吧，我要努力让自己在短期内多赚 0.25%”，你没有犯任何错误直到你遇到了宾夕法尼亚中央银行，你会遭到麻烦并且投资开始落后，不仅仅是复利方面。我不喜欢你做了 300 年的正确的生意，然后犯了一个错误就落后了(笑声)。所以**我们对短期票据非常挑剔**。但这些都是投资。如果数额很大，很可能是美国国债。另外我们会拿几家公司的商业票据。

21、所罗门的收益预计将出现波动

股东：所罗门公司的利润经历了很大的波动。你对所罗门公司的长期利润前景怎么看？(这位股东口音很重，芒格开始为巴菲特翻译股东的提问。)

巴菲特：我眼睛好，他耳朵好。我们两个是好搭档。(笑声)

芒格：你可以看出来。我们两个搭档不算很浪费。(笑声)

巴菲特：所罗门公司利润的波动一直都很大，至少在我们投资之后是这样。我认为所罗门公司的波动性并不会消失。话虽如此，我非常欣赏所罗门公司的人。多年来，伯克希尔和所罗门进行了大小不计其数的交易，所罗门给我们提供的服务相当不错。所以作为顾客，我们对所罗门的评价很高。我们认为，假如我们作为顾客喜欢这家机构，那么其他人也会喜欢它的。总而言之，我们喜欢所罗门，不管其有没有波动性，都喜欢。

所罗门及其同类机构，都采取按市值计价会计制度。虽然你看到的是季报，但实际上那些机构的损益表都是每天一结算的。我们在资产负债表里，也将伯克希尔的投资组合按市值计价，但是损益表并不用按市值计价，因为我们(保险公司)适用的会计规则与所罗门公司不同。但是，很有趣的地方在于，假如我们也采取所罗门的会计制度，那么你们也会看到，我们在过去 30 年里的季报业绩也会出现巨大的波动。虽然我并不认为采取所罗门的会计制度后，我们过去 30 年的业绩会有大的下降，但是你们肯定会看到我们业绩的波动幅度，低至百分之几，高至 50%。假如你看季报，那么你就会看到我们有的季度是亏损的，而有些季度的盈利又会井喷。假如损益表也按市值计价，那么波动性将会非常巨大。会计惯例并不要求伯克希尔的损益表按市值计价，只要求所罗门按市值计价。所罗门业务的特点就是利润波动很大。华尔街大部分机构的本质导致了其利润波动。有些华尔街机构采取了一些策略，试图使自己的利润波动看起来比实际小一些。

但是真正重要的东西在于：第一，按照波动不能置企业于死地的方法运营；第二，长远来看，需要获得良好的权益回报率。我认为所罗门公司的高层知道抓住这些重点。

芒格：我认为评级机构因为所罗门利润波动而对其大幅度降级是不符合逻辑的。所罗门就是这种波动性很大的公司，他们的游戏就是这样的。

22、伯克希尔子公司之间几乎没有互动

股东：你是否有任何正式或非正式的方式让管理层——我知道你不会干涉控股公司的管理层——但他们可以相互交流思想，比如，通过 GEICO 渠道销售世界图书之类的？

巴菲特：我现在就回答。这种情况非常非常少，也许两三年后会有一次，也许一些想法会让我觉得值得让它们互相合作。但是他们自己的运营做得很好。我们在伯克希尔也不这样做。我们让子公司走自己的路。现在，它们知道我们在做什么生意。所以他们总是可以直接去找别人，他们不需要我沟通。

23、伦敦劳合社的声誉问题帮助了伯克希尔

股东：我的问题是。最近有一些关于劳合社问题的新闻报道。如果有的话，你认为劳合社的问题对伯克希尔保险或再保险业务的增长有什么影响？

巴菲特：我认为公允地说，劳合社出问题对我们有帮助。因为劳合社的声望非常好。20 年前，各种金额较大或者比较不常见的保险需求都是首选劳合社，通常都会在劳合社找到保险商。劳合社的金字招牌有点失色，使我们受益了。劳合社出问题不是我们导致的。劳合社在业内首屈一指，它的问题恶化很明显会使我们受益。

伯克希尔的资本可能比劳合社整个儿加起来还多。我们已经建立了我们的声望，大家都知道我们愿意为净额很大的风险快速承保，而且能信守承诺。现在可能顾客会首先打电话给我们然后再问劳合社。所以劳合社出问题，可能会使我们受益匪浅。

现在劳合社若想和我们竞争，已经不像 10 年前那么容易了。虽然我也不想过于指望这一点，但是我们的确在某些大额再保险领域中有非常强的优势，任何人想复制我们的优势都很难。大家可能嫌我们的保险费高昂。我们的某些保险业务可能会门可罗雀。但一旦市场认可我们的价格，我们将会大量承接保险业务。过去几年这样的情况出现过，将来也会再次出现。

24、管理的长期主义

股东：芒格说，关于我们头脑中应该拥有的大约 100 个模型并提到了普世智慧。我想知道关于行业整合、产品延伸、垂直整合、以及任何解释投资于零售类股的特殊情况的最有用的模型。如果沃伦有什么要补充的话，我很乐意听听。非常感谢。

芒格：我很开心回答一个这么聪明的问题。(笑声)我说过人的脑子里应该有 100 个模型，并且这些模型都应该都是伟大的、具有相当普遍意义的、并且它们一次又一次地证明自己有用。现在你了解了一个非常复杂的、独立的子模型，来研究产业整合和零售等领域将要发生的事情时，抱歉我还没有掌握所有这些子模型。(笑声)

巴菲特：事实是，你知道，我们做的事情很少。但是我们用一般的模型，把它们代入。有时候，它能成功。有时，它失败了。但一旦成功了，那它们可能非常有用。如果你专注，你会看到某些商业模式和商业行为的重复性。顺便说一句，华尔街往往会忽略这些。我的意思是，华尔街在很长一段时期内似乎真的没有学到商业经验。对华尔街而言，学习这些思维模型可能对他们没有好处。而查理——可能会直接代入查理的模型。这是——

芒格：你说对了。

巴菲特：伯克希尔的情况与许多公司有所不同：我们假设，我们将永远存在。(长期管理视角)

在我们的保险业务中，我们假定我们将支付每一笔索赔。我们不会在假设人在 65 岁退休后，就可以忽略一些索赔。而花钱在会计上玩把戏是没有任何意义的，因为它不会解决问题只会推迟问题的到来。然而，在许多行业，我认为它们在事情上的视野并不与华尔街相同。比如可口可乐公司，或者吉列公司。

但很多公司都在考虑，在接下来的四个季度里，他们能画出什么样的图景。这种公司恐怕比你想象的要多。毕竟讲故事很容易做到。但我们的问题是，我们认为，我们的视角将比四个季度长得多。所以我们没有选择。我们会假设在 2050 年或者其他什么时候，有人会看着它说，“它是怎么实现的？”

25、薪酬计划必须包括资本成本

股东：在致股东的信中，您声明，对于您的全资公司，当他们向您释放资本时，您将以更高的利率奖励他们。同样，当他们需要资金时，你也要收取更高的利率。你能详细说明一下吗？

巴菲特：有些企业完全不需要资本或者只需要非常少的资本，所以把它们硬往一个公式里面套是很愚蠢的。这是最好的企业，因为这种企业哪怕业务规模扩张一倍都可以根本不需要再投入一毛钱的资本。这类企业真的是好企业。我们旗下就有一些。当我们的企业产生资本的时候，我们可以在总部设立各种复杂的体系，包括建立资本预算小组之类。但是我们认为，对资本收取一定费用，让子公司经理们自己决定是否应该增加新设备投资，这样的体系更加简单。

我们对不同子公司收取的费率略有不同，取决于我们何时并购这家公司和并购时的利率。我们一般规定要从他们的薪酬中扣除 15% 左右作为资本的收费。税前的 15%，税后只有 9% 或 9.5%，具体取决于所得税税率。所以也可以说，15% 其实并不是很高的收费。我们发现 15% 能引起经理人的注意。但是也不应该设得过高，以至于经理人们连该做的项目都不做了。

顺便说一下，我们对我们的经理人们的预测是他们能管理企业很长很长时间。因为我们的经理人将自己视为拥有企业部分所有权的业主，所以我们就不用担心经理人因为不打算长待，所以很短视，做一些虽然明年赚，但五年后会吃亏的事情。我们在希望经理人们将自己视为业主的同时，也知道资本并非没有成本。

坦率地说，我们认为毫不考虑资本成本，授予经理人固定价格的 10 年期权，是非常糟糕的做法。想象一下你给某人发放 10 年期无息贷款。你是绝不会发这种贷款的，对吧？假如一家公司保留了很大一部分的利润，而且授

予管理层固定价格期权，那么管理层就会把保留的利润存进一个储蓄账户，赚点利息，此外什么也不做。所以我们希望收取资本成本。

举例而言，假设在伯克希尔，授予我和查理期权，当然这是不可能的，但是鉴于我们两人负责管理整个公司，授予我们两人伯克希尔的股票期权也不算不符合逻辑。我们可以拟定某种薪酬协议，将我们的薪酬和公司的表现绑定，我们两人都会同意的。但是这样对我们旗下公司的经理人是公平的，因为他们分别在各自的公司里工作。他们的薪酬应该和他们所在的公司的表现绑定。假设我们两人得到期权作为薪酬，公正的期权薪酬应该是授予我们行权价格不低于当前的内在价值。忘掉市场价，因为授予期权时股价越低，你行权时赚得越多是没有道理的。我们应该授予自己行权价格不低于内在价值的期权。然后，根据和我们的资本成本(因为我们岂能白用股东的资本?)有关的某些东西每年重新设定我们的行权价格。

这样，我们就能设定一个公平的股票期权薪酬制度。虽然我们不会这么做，但是这依旧可能是我们最完美的薪酬制度。我们不这样做的原因是，这种薪酬涉及到以不低于内在价值的价格发行期权，而且有持有成本。即使是这样的期权薪酬，我们的命运依然不是和股东绑在一起的，因为我们没有股东的下跌风险。但是至少我们和你们一样面临持有成本。

我们将其纳入到我们的单位薪酬计划中，我们的资本成本，就像我说的，往往在 15%左右。如果子公司给我们钱，我们就能想出比税前 15%的收益率更好的办法。这也是我们工作的一部分。所以我们会给予它们的付出以回报。

芒格：我们真的发明了一个更极端的系统。也就是说，高管们可以在市场上用现金购买伯克希尔的股票。这个系统很老套。(笑声)不需要任何律师或薪酬顾问，他们中的大多数人都做到了，并且都做得很好。我不知道为什么这种方法没有被更多人采用。(笑声)

巴菲特：人们说，希望自己的经理人能想股东所想，所以要设定薪酬使他们想股东所想。假如经理人就是股东，那么让经理人想股东所想就不难达成了。(笑声)

芒格：没错。

巴菲特：这样他们就会完全想股东所想。想股东所想不是心理学问题，而是利益问题。(笑声)

26、与许多电影公司不同，迪士尼为股东赚钱

股东：你能推荐一些有价值的书给我们吗？其次，关于艾斯纳和迪士尼，你如何定义迈克尔·艾斯纳的能力圈？你担心他会跳出圈吗？

巴菲特：我想说的是，他已经证明了自己非常善于理解迪士尼到底是什么。你可以回顾一下沃尔特和艾斯纳之间的前任管理。如果你看看那些年，你会发现他们并没有真正做什么。

迪士尼有什么特别之处？如何让它更特别呢？你如何让它对更多人更特别？我的意思是，这些都是你想要做的事情——当你和迪士尼这样的公司合作时，你有很棒的内容素材。前面我们谈论过梅奥诊所和脑外科医生的故事。米老鼠的好处是它没有经纪人。我是说，米老鼠是你的。(笑声)这是它的优势之一。米老师不会在那里重新谈判，比如每周或每个月都在说：“看看我在中国变得多么有名”或者其他什么。(笑声)如果你拥有这只老鼠，你就永久拥有了这只老鼠。艾斯纳对此非常了解。我想说的是，就他如何看待这件事而言，他非常有技巧。

我担心任何一个经理跳出能力圈，很明显迈克尔·艾斯纳并没有。但是查理和我担心我们自己会迈出自己的能力圈。我们以前就迈出过能力圈，因为迈出能力圈是很诱人的。这可能是涉及人性的一部分，因为人类总有狂妄自大的表现。就像查理会说的，如果你是一只漂浮在池塘上的鸭子，外面一直在下雨，过了一段时间，你会认为这是你使得自己浮起来的，而不是雨。你知道，总有这样的鸭子。(笑声)

芒格：没错。

巴菲特：我们都屈服于这一点。但我认为迪士尼、可口可乐、吉列——我认为这些公司都非常专注。我认为我们的运营部门非常专注。这给了我们很大优势，若经理人中谁觉得无聊了，决定不务正业一下，好显摆自己有多聪明，我们一目了然。查理？

芒格：艾斯纳很有创造力而且不相信预测。在动画电影行业里，这可是很好的性格组合。(笑声)

巴菲特：对。查理以前给哪家公司当过律师，是二十世纪影业公司(20th Century Pictures)吧？

芒格：对。

巴菲特：他知道一点点好莱坞的运作方式。因此我们整整 30 年没有购买任何电影公司股票。每次我走近一家电影公司，他就会大讲他过去的那些故事。在电影行业，一个人可以用别人的钱换自己的名望。名望和钱是一个危险的组合。假如我能用你们的钱换我的名望那么毫无疑问我会被引诱的。(笑声)

芒格：部分电影公司让我想起一家加利福尼亚州的石油公司，那家石油公司被一个坏人掌控。大家曾经说，”

就算公司真的找到油田，也会被那个老家伙全偷走。”(笑声)电影行业的商业道德只有普通行业的一半。

巴菲特：我们这可不是在说迪士尼啊。

芒格：不是。

巴菲特：迪士尼对股东非常好。迪士尼的股东靠电影挣到了钱。大多数电影公司挣到的钱落进了各种各样有关人等的腰包，股东得到的反而不多。

华特迪士尼公司(The Walt Disney Company)

1923 年：由华特·迪士尼和哥哥洛伊·迪士尼创办的迪士尼兄弟工作室，制作 the Alice in Cartoonland 系列。1928 年：出品影史上第一部有声卡通片《威利号汽船》，米老鼠成为了很多人的快乐源泉。1930 年代，大萧条期间，人们需要一些廉价娱乐来填补心灵和时间上的空间，迪士尼越来越受欢迎，创造了一系列 IP 形象，《白雪公主》《花与树》《三只小猪》等作品，《白雪公主与七个小矮人》为华特·迪士尼拿到了奥斯卡的终身成就奖。1935 年，迪士尼 IP 周边业务雏形初现，共颁发了包括文具、手绢、冰箱等上千种商品的许可证。1940 年，上市。1941 年，迪士尼开始为政府订单制作鼓舞士气的战争动画宣传片。1950 年，300 万制作的长篇巨作《仙履奇缘》大获成功，讲迪士尼从赤字中解救出来。1966 年：华特·迪士尼逝世，1971 年，洛伊·迪士尼去世。没有了华特·迪士尼对商业和艺术的天才敏感及巨大热情，迪士尼公司作品产量极少，这时期的迪士尼公司多依赖加州乐园与奥兰多度假村以及周边产品的收入维持，公司一度面临被并购的危机。

迈克尔·艾斯纳-Michael Eisner《迪斯尼战争》

1985 年：开始为电视制作卡通片，《木偶奇遇记》大获成功

1989 年：迪士尼-米高梅制片厂在华特迪士尼影片开幕，《小美人鱼》在评价与票房上的成功，被视为迪士尼文艺复兴的开端。

1991 年：《美女与野兽》首度尝试电脑技术作画，取得了奥斯卡最佳影片提名，成为影史第 1 部获得最佳影片提名的动画片。

1993 年：迪士尼买下「米拉麦克斯影片」，「小熊维尼」的商品销售首度超越米老鼠；

1994 年：弗兰克·威尔斯 Frank Wells 死于直升机坠毁；杰弗里·卡森伯格 Jeffrey Katzenberg 离职，创立梦工厂工作室。(2019 年，NBC 环球 38 亿美元收购梦工厂动画，并入环球电影娱乐集团。其代表作《怪物史莱克》系列，《马达加斯加》系列，《功夫熊猫》系列，以及《驯龙高手》《疯狂原始人》《坏蛋联盟》)

1995 年：好莱坞超级经理人 Michael Ovitz 加盟。与皮克斯工作室合作，制作影史第 1 部全电脑动画长片《玩具总动员》。以及《虫虫危机》《怪兽电力公司》等

1996 年：190 亿收购美国广播公司 ABC，在电视领域站住阵脚。ABC 电视台持有的 80% 股份的 ESPN 公司日后撑起了迪斯尼四大业务之一的网络流媒体。

2004 年：因乔布斯不满与迪士尼签订的不平等条约，与皮克斯的交恶。3D 动画电影公司的百花齐放，加之迪士尼自身业务经营不善，导致迪士尼再度面临收购危机。迈克尔·艾斯纳被革职，George J. Mitchell 继任。

罗伯特·艾格-Robert Iger《一生的旅程》

2001 年，罗伯特·艾格担任迪士尼 COO

2005 年，罗伯特·艾格在激烈的竞争中胜出，当选为迪士尼第六任 CEO

2006 年：74 亿美元收购皮克斯动画公司，以总动员系列闻名：《玩具总动员》《海底总动员》《超人总动员》《赛车总动员》《美食总动员》《机器人总动员》。

2009 年：42.4 亿美元收购漫威漫画公司，旗下拥有蜘蛛侠、金刚狼、钢铁侠、美国队长、雷神托尔、绿巨人、鹰眼、惊奇队长、黑豹、死侍、黑寡妇、蚁人、奇异博士、惩罚者、超胆侠、杰茜卡·琼斯、卢克·凯奇、铁拳、尚气、恶灵骑士、刀锋战士、星爵等超级英雄，还有复仇者联盟、X 战警、神奇四侠、银河护卫队、捍卫者联盟、光照会、异人族、永恒族、午夜之子等超级英雄团队。

2012 年：40.5 亿美元收购了卢卡斯影业，《星球大战》系列收入囊中

2018 年：713 亿美元收购福克斯的电影和电视资产。

2019 年：流媒体平台“迪士尼+”在北美上线。流媒体收入比重已达到 34.5%，订阅用户达到 1.38 亿。

2020 年：罗伯特·艾格正式卸任 CEO。

2022 年 11 月，罗伯特·艾格将重返迪士尼担任 CEO。

旗下的电影发行品牌有：华特迪士尼影片(Walt Disney Pictures)、试金石影片(Touchstone Pictures)、好

莱坞影片(Hollywood Pictures)、米拉麦克斯影片(Miramax Films)、二十世纪电影公司(20th Century Studios, LLC)、皮克斯动画工作室(Pixar Animation Studios)、漫威影业(Marvel Studios, LLC)。

旗下拥有：加州迪士尼乐园度假区(1955 年)、奥兰多华特迪士尼世界(1971 年)。

授权经营：东京迪士尼度假区(1983 年)、巴黎迪士尼度假区(1992 年)、中国香港迪士尼度假区(2005 年)、中国上海迪士尼乐园度假区(2016 年)。

2019 年 10 月，2019 福布斯全球数字经济 100 强榜第 9 位。2020 年 1 月 22 日，名列 2020 年《财富》全球最受赞赏公司榜单第 4 位。2020 年 7 月，福布斯 2020 全球品牌价值 100 强发布，华特迪士尼公司排名第 7 位。

迪士尼卖的是什么——“幸福感”，在现实与虚拟世界中，迪士尼都成为了大众心目中最脚踏实地的“疗伤型产品”，一个不管世界多糟，都会有人需要的刚需产品。贩卖快乐至少比贩卖焦虑让人更有力量。)-----

27、推荐书单

巴菲特：什么？哦，书！查理，你最近在读什么？(笑)

芒格：好吧，我有点不好意思和大家说，因为我回去拿起了我之前放下的生物学部分——应该早 10 年或 15 年拿起来的。如果你们没有做过，这完全是一场马戏，他们在过去二三十年的生物学研究中发现的。

如果你读进化生物学家理查德·道金斯(Richard Dawkins)的《自私的基因》和《盲人钟表匠》，我的意思是，这些都是非常棒的书。这些书中有一些进入英语的单词将会出现在下一本牛津词典中。这些书籍很强有力，而且也很有趣。《自私的基因》我读了两遍才彻底读懂。我发现我一直都相信的东西是错误的。能够有这样的体验是很好。我们总是说：**困难不在于接受新思想，而在于摆脱旧观念。**

巴菲特：去年 12 月，我犯了一个错误，把查理带到微软。他和 CTO 内森·梅尔沃德(Nathan Myhrvold)成了朋友。他们之间相互呼应，对鼯鼠的热情和热情与日俱增。他们互换了所有的通信方式。所以我看到了鼯鼠的习惯是这样来回流动的。(笑)我真的还没有找到一种方法把它应用到伯克希尔，但我相信查理正在做。他最近对生物学很感兴趣。

我一直很喜欢读传记，但是自从电脑改变了我的生活——我现在发现自己每周在电脑上玩桥牌大约 10 个小时。不幸的是，我不想放弃睡眠、饮食和伯克希尔。所以阅读是很轻松的。至于投资类书籍，我先推荐菲利浦·费雪(Philip Fisher)在 1960 年前后写的两本书，《普通股不普通的利润》和《股市投资致富之道》[怎样选择成长股]，这些书非常好。很明显，我首推本杰明·格雷厄姆的《聪明投资者》，这本书的第 8 章和第 20 章你们真的应该读一读。所有重要的投资理念都可以在那本书里找到，投资中最重要的有三个理念，那两个章节强调了其中的两个。另外，我认为约翰·特雷恩(John Train)的《金钱之王》(The Money Master)是一部很有趣的书。你还能想出别的好书吗，查理？我们还有什么书可以吹捧一下的？(笑声)

芒格：我也想不出。我们都是只扳手指头脚趾头计算的人。(笑声)沃伦张口闭口老是说他的现金流折现，但我

从没见过他计算过半次。(笑声和掌声)

巴菲特：有些事情是私下底做的，查理。(笑声)

芒格：对，假如你在计算中发现，某公司的锦绣前程不够一目了然，那么你就会放弃，换一家再算。

巴菲特：对。我都有点养成习惯了。假如计算某家公司要用上铅笔和纸，那么安全边际也太小了。那种一目了然到好像在向你大叫的机会，才算有安全边际。

我提到三个理念。我要详细说一下这三个理念。一个理念是，将投资视为拥有一家企业，而不是买进某种价格来回波动的东西。第二个理念和第一个理念相关，是你对待市场的态度。这些在第 8 章里。用正确的态度对待市场变化，对投资是一个巨大的帮助。第三个理念在第 20 章里，讲的是安全边际，这就是说，不要试图开着 9800 磅重的卡车过承载能力 1 万磅的桥。你开车再多走几步路，找一座承载能力为 1.5 万磅的桥过河。

28、我们会在保险方面做得更多，但我们不知道是什么

股东：巴菲特先生和芒格先生你们好，请问伯克希尔在巨灾保险中占有多少市场份额？您对该业务的市场增长前景如何，以及伯克希尔的潜在市场份额增长前景如何？您回答了一个有关 GEICO 汽车保险业务机会的相关问题。是否还有其他潜在的保险业务值得拓展？或者你对巨灾险和汽车的关注是否足够？

巴菲特：我拿不出巨灾保险市场份额的数字。两年前，以及去年，我们的保险费收入全行业最高。我们收到的保险费比其他任何巨灾保险公司都多很多。我们也收到了一些巨额索赔，不久前这里赔了 4 亿美元，还有新马德里赔了 10 亿美元。没有别人会像我们这样。因为我们愿意大量接受保险，而且大家也知道我们愿意赔偿，所以我们得到了市场份额。虽然我知道我们的市场份额最大，但是我无法给出精确的数字。我知道现在我们的市场份额在下滑。不过，我们完全不在乎。我们只在乎我们能赚钱的那些市场份额是否下滑。

股东：有没有其他保险业务值得去扩张的？或者你们会专注于巨灾保险和汽车保险业务？

巴菲特：今年，我们并购了一家很小的公司，这家公司的管理层今天也在场。那是一家很不错的保险公司，公司拥有一个很小的市场。这个市场绝不可能变得巨大，但这家公司我们能够理解，而且我们喜欢管理这家公司的管理层。我们很喜欢他们在市场中占据的竞争地位。所以，我们开开心心地并购了这家公司。

我们愿意考虑进入各种保险业务。但是我们发现大多数保险业务没有道理。在未来 10-15 年里，我们会开展其他保险业务。这将会发生。但是我现在不能告诉你将会是哪些业务。将来我们价值最大的保险业务可能是

GEICO 保险公司。我们会做其他业务的，但是谁也不知道这些业务会是什么。

从一两年前我们告诉各位起，我们就开始扩展我们的**结构化赔偿保险业务**了。我们现在是更受市场喜欢的结构化赔偿保险提供商。那些结构化赔偿保险基本上就是**年金业务**，主要支付给在事故中严重受伤的受害者，他们都是受伤很严重的人，受的伤害可能一生都无法痊愈。所以我们向因受伤失去谋生能力和可能在未来几十年(有时是未来 50-60 年)需要大额医疗支出的人提供年金。我们的公司向其他保险公司和受害者(通常是在受害者的律师批准的情况下)提供这些年金。当受害者的顾问思考，"哪家机构能够继续存在 50 年，支付已经残疾了的受害人一生的年金呢？"的时候，我们认为，顾问自然会常常想到伯克希尔，想到伯克希尔是很符合逻辑的。所以在过去两年里，我们在这个领域的知名度上升了很多。**这项业务的规模不是很大，而且以后也不会成为一个大业务。但这却是一项非常好的业务。而且我们在这个业务上拥有长期的竞争优势。**我们不靠价格获得竞争优势，我们的竞争优势在于，受伤的人能对我们放心，知道今后 50 年我们会一直邮寄支票给他们(偿付承诺)。我们在这种业务上有一定的优势。

将来我们还会开发别的业务。但是，我们现在并没有对任何特定领域感兴趣。我们了解保险行业的总体情况，只要时机出现，我们可以进行一些明智的业务的时候，我们随时都能出手。

29、在资本主义中受益的人需要帮助那些没有得到回报的人

股东：巴菲特先生和芒格先生，我的家族自 1968 年以来一直与伯克希尔公司有关联。所以我带着对你的正直和智慧的极大尊重来问这个问题。我在市中心的一所学校教书，那里的绝望感越来越强烈，而且无处不在。当我问我的学生，"什么能让你快乐？"他们的主要回答是："一百万美元。"作为世界上最富有的人之一，我想知道你对他们的反应会是什么？

作为这个问题的第二部分，资本主义的哲学基础在很大程度上忽略了一个系统性的观点，这个观点涉及的问题包括：为维持市场经济而开发的有限的全球资源正在不断枯竭，非常富有的人和极度贫困的人之间的差距正在扩大，以及国际上认为美国的主要价值观是贪婪和帝国主义的观点。当我们进入 21 世纪，你认为有必要重新设想资本主义前提下的民主、正义和人道主义的原始概念吗？

巴菲特：我没太听懂你的问题。

芒格：(笑)我会这么回答，**我认为现在的社会比你认为的要好。**(掌声)社会总是有很多问题。当然，也有一些

地方，我们的社会比过去更加支离破碎。我不认为沃伦和我能解决世界上所有的问题。但是，希望得到 100 万美元而不是一些更具体的短期目标是错误的想法。那不是我们得到 100 万美元的方式。(掌声)也许沃伦有不同的想法。

巴菲特：不，我同意——我，你知道的——希望找到一份工作对我来说很有意义，并且知道如何找到一份工作，然后从那里开始。不平等确实存在，存在着巨大的不平等，而且一直存在，这并不意味着它应该一直会这样。**你不想要的是机会的不平等。**要知道在能力方面确实会有很多不平等。

像我们这样的市场体系，能大量生产出人们想要的东西。如果他们想看一场重量级拳击赛，他们想看迈克泰森的拳击赛，他们会付给他 2500 万美元，让他上场几分钟。这个社会机制生产了许多人们喜欢的东西，在这一方面它做的非常好。现在生活在这个国家 20% 的底层，与 50 年前相比要好得多，比生活在其他任何国家都要好，尽管它仍然不是很令人满意。

市场体系不会奖励教师，不会奖励护士。我的意思是，它不会奖励所有做各种有用事情的人，就像它不会奖励娱乐人士，或者能够发现企业价值的人，或者运动员，或者诸如此类的人一样。一个市场体系会为那些能取悦他们的东西付出很高的代价。人们想要享受一天中的快乐时光。对于那些愿意娱乐的人来说，这比接受教育的人来说，薪水更高。

我不想对市场体系修修补补。我不认为我应该告诉人们，他们应该如何度过他们的一生。但我确实认为，**在这个体系下做得很好的人有责任以合理的方式来征税，以合理的方式来照顾任何不太适应这个体系的人。**这样在其他任何方面，他都是一个非常体面的公民。你知道，我不想开始讨论我如何纳税的问题。

但我确实认为，像我这样的人，恰好非常符合美国的这个体系，而如果我在孟加拉国或其他地方，那就一文不值。你知道，因为我在那里得不到回报——他们的体系也不会回报我。我认为我们从社会中得到了巨大的回报，因为我为比赛所做的一切。迈克·泰森也是如此。对于那些唱歌的人来说也是一样的。

我不想改变它。但我确实认为应该有一个制度，让那些在这个社会机制下充分受益的人，给予那些不太适应这个制度、但在其他方面都是非常体面的公民，给予一些照顾。我认为，在过去 50 年里，这方面已经取得了进展。但我认为在这方面我们离一个完美的社会还很远。我希望，在未来的 50 年里会有更多的进步。

不要以为许愿得到 100 万美元就可以了——你知道，愿望并不是那样实现的。我认为如果你足够幸运，拥有

市场体系所回报的东西，你在这里会做得很好。如果你很不幸地得到了它没有回报的东西，你现在比 30 或 40 年前做得更好。你比其他国家做得好。

芒格：我想说，我喜欢一定程度的社会干预，消除资本主义结果中的一些不平等。我讨厌，带着激情，奖励任何容易被伪造的东西。因为我认为人们会说谎，谎言会起作用，谎言会传播。我认为你们整个文明都堕落了。如果我管理这个世界，工人工资下的压力补偿将为零，而这不是因为真正的压力。因为如果你奖励压力的话，就没有办法阻止这种欺骗。(掌声)

巴菲特：有一篇很棒的文章，这适用于早先的一个问题。《福布斯》上有一篇很好的文章，是关于前一期的，它以不同的时间间隔展示了美国的职业概况，可以追溯到 1900 年。你能看到的一个问题是，仅仅通过看这个资料，社会最底层的 20%，从就业能力的角度来看，他们仍然非常适合一百年前的大多数工作。不管你怎么衡量它，无论是用智商，对工作的兴趣，还是精力水平，或者你想做的任何事情来衡量。换句话说，你可以做大部分的工作，其中有很多工作不太需要心智能力。随着工作的改变，这些人们的能力也没有改变。所以可以理解，这些人中会有更多的人会选择短期投资。

好的方面是社会生产了更多的东西，不管怎样，社会可以照顾这些人。现在，诀窍是照顾他们，让他们不仅有感觉，而且富有成效，成为行动的一部分，而且我们有足够的商品来做这个。因为这个国家的产出远高于 50 年前或 100 年前。我们并不擅长找出如何让能力最低的 20% 或 30% 的人适应新的、不断变化的工作环境。我真的建议你看看《福布斯》杂志。因为如果你仔细想想这些图表的含义，你就会发现社会问题有许多需要被解决。

30、经营银行"没有魔法"——只是不要做"傻事"

股东：之前，您带领我们讨论了迪士尼的竞争地位。你们还讨论了股份回购。我想知道你是否也能带领我们讨论一下富国银行的竞争地位，因为他们刚刚与第一洲际银行(First Interstate)进行了如此大规模的合并，此外，或许还讨论了他们的股份回购，就百分比而言，这可能是我目前能想到的所有公司中规模最大的。

巴菲特：假如富国银行觉得自己的股价低于内在价值，那么他们就应该回购股票。是否应该回购股票是他们自己计算得出的结论。你应该问他们是怎么算的。他们的计算是否正确决定了回购股票的行动是否有道理。

同地域银行互相并购的优势可能非常有戏剧性。但是我不认为规模起决定作用，你还要看管理层是怎样管理的。今天，位于北加州格兰纳特的格兰纳特银行(Bank of Granite)的 CEO 也在我们年会现场。据我所知，这家银

行最近一个季度的年利润是资产的 2.58%(ROA)，成本效益比例为 33%(费用率)。这家银行有 4 亿到 5 亿美元资产。提高效益并不是非得有 50 亿美元资产才行。这家银行比规模更大的银行效益更高。这就让人想知道为什么。我可以确信，是因为管理这家银行的约翰·福兰斯(John Forlines)的功劳，他日复一日地把注意力放在正确的地方，他已经把注意力放在正确的地方很多年了，他并不是依靠并购任何同地域银行才得到这样的效益。

对金融业有兴趣的人都该读一读他的报表，因为北加州格兰纳特社区没有任何神奇之处，当地的法规也和美国其他地区没有差别，但他的业绩却能让其他银行都相形见绌。

70 年代，我们在伊利诺伊州罗克福德的伊利诺伊国民银行(Illinois National Bank)里有个同事，叫吉恩·阿贝格(Gene Abegg)，他的哥哥埃德·阿贝格快 104 岁了。有个罗克福德的家伙让我给埃德签了个名，他马上就要 104 岁了，我希望吉恩也能活到 104 岁。

吉恩·阿贝格掌管我们在 1970 年代并购的一家银行。当最优秀的银行的资产收益率(ROA)为 1%的时候，吉恩掌管的银行的 ROA 是 2%，而且吉恩使用的杠杆和坏账也大大低于其他任何银行，他还使用了一个巨大的超级保守的投资组合。这没有任何魔力。他只是没有做任何没有意义的事。

所以说，不管是否并购，金融机构都有很大的潜能可以挖掘。我认为和其他银行相比，富国银行的业绩非常出色。富国银行和第一州际银行合并之后，能比它们各自独立运营更加有效。

位于罗克福德的格兰纳特银行和伊利诺伊国民银行证明，假如管理得法，那么银行也可以是很好的企业。没有什么魔术。只要避免做蠢事就行了。这有点像投资。你用不着每一件事都很聪明，你只需要避免做一些非常愚蠢的事情，比如说避免投资一年后就会出问题的航空公司，这就是秘诀。(笑声)其实，我没有可以看到别人看不到的未来的水晶球。可口可乐公司、吉列公司或富国银行其实一点也不复杂。假如掌管银行的人能够正确管理银行，那么我们认为银行是好企业。

有一位名叫鲍勃·威尔默斯(Bob Wilmers)的人掌管第一帝国银行(First Empire)，我们对这家银行有不小的投资。鲍勃的管理很得法。我不担心鲍勃或第一帝国银行突然出什么事。只要某种做法能使业务成长，而且符合逻辑，那么他就去做。假如做法不符合逻辑，那么他就将其否决。他没有任何自私的冲动会驱使他做蠢事。

31、我们会做"任何有意义的事情"

股东：我注意到，在年报中，你最近的收购使伯克希尔的收入翻了一番。这让我感到震惊。我想知道这怎么

可能。

巴菲特：首先，我们从一个很小的基数开始。而 GEICO 的收购，增加了大约 30 亿美元的收入，实际上比这个数字还要稍微多一点。而 RC Willey 和 Helzberg 可能在今年增加了 6 亿左右。由于我们的基数在 35 亿美元左右，这三笔收购确实使收入翻了一番。这种情况不会持续很多年。**我们的目标不是把收入翻一番，或增加 20%，甚至什么都不是。**我们只是试着做任何有意义的事情。如果一年内有很多有意义的事情发生，我们会做很多。如果没有任何有意义的事情发生，我们将什么也不做。这里面有很多意外。但是去年，你知道，发生了很多事情。我希望明年能发生很多事情。但我们现在还不知道。

32、GEICO 的路易·辛普森(Lou Simpson)现在有了更多的投资选择

股东：伯克希尔与众不同之处在于，相对于固定资产，其股权资产占比很高。截至年底，GEICO 看起来就像一家典型的保险公司，固定收益资产是股权资产的四倍。我的问题是，随着时间的推移，他们的资产构成会和伯克希尔一样吗？问题的第二部分是，与合并前相比，GEICO 在合并后的资产配置决策是如何做出的？

巴菲特：GEICO 的投资决策，涉及到大约 50 亿美元的有价证券，过去由路易·辛普森负责，将来也是由路易·辛普森负责。路易从 1979 年起负责 GEICO 的投资业务，业绩非常出色。有他帮我们是我们的幸运。**我一般情况下都不会让其他人负责我们控股的企业的投资，但是我们很乐意路易管理资金。他是千里挑一的。**路易过去的业绩出色，将来也会继续出色。我们对他的许诺有一项就是，他可以随意处置那些资产。

但 GEICO 在成为伯克希尔一部分之前，他其实没有能力随意处置那些资产，这不难理解，因为 GEICO 必须维持一些必要的流动性比率。**当 GEICO 是一家独立实体的时候，有 15-20 亿美元的账面价值，做 30 亿美元的生意，所以他若将太多的资本配置进股票是不合适的。**所以说他以前因为企业性质和资本情况而受到制约。现在，过去的束缚已经不存在了，路易可以随意处置那 50 亿美元。当路易投资的时候，我们可以为 GEICO 提供后盾，从而即使在最不利的情况下，GEICO 的保单持有人也会受到保障。这不成问题。我们可以用成数再保险来提供保障。我们可以为 GEICO 做很多事情。我们可以为其负债提供担保。我们有能力提供这些帮助。

(成数再保险 Quota share Reinsurance，比例再保险的一种，他是指原保险人与再保险人在合同中约定保险金额的分割比例，将每一危险单位的保险金额，按照约定的比例在分出公司与分入公司之间进行分割的再保险方式)

我们现在还没有提供这些支持，是因为还没有必要。但是，假如路易希望 GEICO 的 50 亿美元全部投资股票，而且想法合理，那么我们会作一些安排，以使 GEICO 保单持有人的安全感保持不变，和 GEICO 采用最保

守的投资组合时的安全感一样高。所以，路易好似如虎添翼。他迟早会用到我们提供的翅膀的。他在旧的系统中表现出色，在我们的这个系统中，他可能做出甚至更好的业绩。

芒格：你的问题非常好。应该表扬你。

巴菲特：这也是我们在思考的问题，应该表扬你。(笑声)

33、即使市场高估了它们的价值，"永久持有"股票也可能不会被出售

股东：伯克希尔拥有几家被称为永久持股的公司。在 1970 年代初，美国股市曾两极分化，有的股票有着高达 50-60 倍的市盈率。假如那种情况再现，伯克希尔的哪些股票是否依旧是"死了都不卖"呢？如果开价足够高，是不是所有的持有物都可以出售掉呢？

巴菲特：有些东西是无价的，我们已经受到过高价的考验，但我们没有卖掉它们。不过我的朋友比尔·盖茨说，在某些价位下这么做肯定是不合逻辑的。若价格涨到一定程度，我们会乐意出售我们的可交易证券，但是我们控制的企业是打死也不卖的。我很怀疑我们以后会不会受到高价的考验，其实我们那个死了都不卖的列表中只有几家公司。实际上，我不愿对此评论。(笑声)

假如我们既喜欢企业又喜欢管理企业的人，那么我们是真的很不愿出售企业。所以我不认为将来会有很多出售。不过今天在座的各位，假如真的涨到 60-70 倍市盈率，你们可要盯紧我。(笑声)查理？

芒格：两极分化的市场的主要问题在于，很多高价公司其实并不是真正的好公司。这些公司只是暂时被认为是好公司而已。假如你对公司很满意，那么你可以在价格涨上天的时候依旧持有不卖。

巴菲特：就算价格上天，你也能够捂住不卖。好公司太难找了。很难再找到这样好的公司了。所以我必须要自问，"我能有机会以更低的价格再把它买回来吗？我能以更低的价格买到几乎和它一样好的公司吗？"我们认为在这些方面我们不怎么擅长。所以我们宁愿干坐着，持有我们的企业，假装股市不存在。其实，我们的买入并持有的策略效果，远胜于我们在 25 年前的预测。这种策略给我们带来很多出乎意料的财富。

芒格：你又炫耀你自己在不断学习的秘诀了。不少人认为买入并持有是骗人的呢。(笑声)

34、巴菲特预计盖茨不会加入伯克希尔董事会

股东：你知道自己厌恶科技，但又与微软的比尔·盖茨关系密切，你有没有考虑过邀请他加入伯克希尔董事会，或者参与解决《世界百科全书》的一些问题，将其引入新技术并加以推广？另一方面，你也喜欢保险和浮存

金。你有没有考虑过其他类似的企业，比如墓地和殡仪馆，它们的先期需求和巨额现金储备？

巴菲特：几年前，我和比尔讨论过百科全书业务。事实上，在我遇见他之前，他的微软百科全书 Encarta 已经走了很远、做了很多事。所以，我的猜测是，如果我们之前见过面，可能会有一些进展。但是他在 Encarta 上做了很多努力，并且做得很好。所以和他合作《世界百科全书》并不是一个真正的选择。

比尔也非常专注于他的事业。我想他是一家生物科技公司的董事会成员，他在这家公司有大笔投资。但你不会在公司的董事会上看到他——如果你看看太平洋西北地区的董事会，他在那里有很多朋友，对公司很了解，也许和一些人一起长大。我认为，在智力上无法吸引他的业务的公司里，你不会看到比尔。而生物技术公司可能需要他，他就以这种方式参与其中。你知道，对于高科技公司而言，比尔会是个很好的董事会人选。但他真正关注的是微软。我记得他周六要开董事会。它们可以持续一整天。然后他就这样做了。别以为他会对在银行董事会或保险公司董事会感兴趣，因为他觉得自己的时间里还有其他事情要做。我想他可能是对的。(笑声)

我们一直对这样或那样的“浮存金”的企业感兴趣，但是你知道，蓝筹印花公司就是具有这样的生意特点，直到有一天它消失了(笑)，我们找不到了，我们到处在寻找到底在哪里？(笑)我们很喜欢这种生意模式。但大多数的浮存金业务，它们的成本都很显性。就像我说的，我们不太喜欢传统保险公司里的浮存金。我们对于传统的保险业务并不感兴趣，因为我们认为这些保险公司的浮存金成本太高。我们宁愿借入带有显性成本的资金，也不愿与大多数公司一起承担承保亏损的隐性成本。我们对能产生现金的公司的兴趣一直都比对消耗现金的公司兴趣大。假如公司使用现金能产生高回报，那么我们也愿意公司使用现金。但是我们对白白消耗现金的公司有很大的偏见。

35、预计 A 类股市场将好于 B 类股市场

股东：我有一个简短的评论和一个简短的问题。评论是，我认为你可能大大低估了本周晚些时候和下周大家对购买 B 类股的兴趣。我在华盛顿有至少 10 个朋友，他们知道我是伯克希尔的股东，知道我来参加这次会议。他们坚持要我明天向他们汇报 B 类股票的情况，因为他们很有兴趣买一些。当然，这只是传闻。但如果考虑到这 10 个人和今天在场的股东的比例，我觉得会有成千上万的人将进入这个市场。

我的问题和流动性有关。你在年度报告中说，“大多数股东将坚持持有 A 类股的前景表明，A 股市场的流动性将比 B 类股市场强一些。”你能解释一下吗？在我看来，如果大多数股东持有他们的 A 股，不进行转换或出售，那么 B 股的流动性就会大得多。也许我不懂流动性。

巴菲特：我想你其实是理解的。我再详细解释一下吧。

在第一周，我预计 B 类股的交易量会大得多，尽管我希望它不会像大多数新发行股票那样交易。新上市公司通常总是有一些混乱的交易。有时候，我觉得这太过分了。我不认为伯克希尔 B 类股会这样。但还是会有一些交易。但长期来看，假设有价值 4 亿美元的 B 类股，那 A 将有 400 亿美元。无可否认，我不会对我的股票做任何事情。在座的许多人的税基都很低，除了在非常特殊的情况下，他们没有打算对自己的股票做任何事情。

在这 400 亿美元中，有相当大的一部分，几乎对市场的一切变化都没有反应。但这当中还是有比较大的市场价值，因为有一些基金持有伯克希尔。所以我所说的潜在可交易 A 类的市场价值，很可能远远超过潜在可交易的 B 类股的市场价值。现在，可能所有的 B 类股都是潜在可交易的，然而，只有一小部分 A 类股是可交易的。

这个 4 亿到 400 亿的比率，我认为，这几乎可以确保，在最初的热情之后，是更好的市场。当我说“更好的市场”时，我指的是涨跌的每一个最小单位都具有容纳大量美元的能力，更好的市场没有很大的价差。但是，更好的市场很可能在 A 类股。坦白地说，我们也是这么希望的。

很明显，我还是希望 B 类股市场表现良好。但如果你说的是 10 股 A 股，也就是 30 万美元左右的投资，我认为，两个月后，买卖 30 万美元 A 股的影响可能会比买卖 30 万美元 B 股的影响要小一些，但影响不会很大。但这就是所说的 A 类股市场比 B 类股好一点的意思。从我们的角度来看，这很重要，因为如果情况逆转，出现 B 类股市场变得更好，那么随着时间的推移，人们就会有从 A 类转换到 B 类的动机，最终 B 类股市场将占据主导地位。我认为我们的安排不会导致发生这种事。但这的确是有可能发生的。查理？

芒格：是的，我认为我们还以写招股说明书的方式对此做出了安排，并奖励了那些倾向于抑制需求的销售经纪人，无论是个人还是机构投资者。我们有时会完成我们想做的事情。(笑声)

36、美国企业的 ROE 可能会下降

股东：在 1970 年代中期，你写过一篇文章，说通货膨胀会偷走股票投资者的钱，你说美国企业的平均权益回报率可能会是 12-13%。1995 年，平均 ROE 大约是 20%。经济规律失效了还是改变了？假如经济规律依旧起作用，那么权益回报率回归均值会带来怎样的灾难呢？

巴菲特：20%的权益回报率也让我很吃惊。《财富》杂志两期之前的那一期上有一篇文章很好，那一期杂志好像是关于财富 500 强的，文章讨论了股票回报(ROE)的问题。

文章对公司将员工退休后医保福利引入资产负债表，从而增加权益回报率的做法提出了一些观点。这样的做法减少了作为分母的权益。这里面存在一些洗大澡的会计手段，比如摊销、减值等。如果考虑上这些，我不认为 ROE 还会有 20%。但即使考虑这点，也的确比我在 1970 年代中期的预期要高。回报率之高让我也很吃惊。总而言之，不管是用什么会计系统，**我都不相信美国企业的回报率能有 20%**。长远来看，今天接近 20% 的平均回报率将会是一个极端现象。

例如，我们有可口可乐公司这个案例。在 25 年前，他们不回购股票。所以假如他们一直遵循 1970 年或 1975 年的政策，那么现在的股东权益会更多。因此，他们的权益回报率会大大低于今天的水平。其实可口可乐根本不需要股东权益。可口可乐能挣到非常出色的回报和巨额利润。这个因素也影响了其回报数字。

另外一个例子是通用汽车。通用汽车将好几十亿美元留作员工退休后的医保资金，因为过去没有将这种医保成本算进去，所以过去的权益大于其实际应用的权益，这样就使现在的回报比过去的回报更好看了。所以发生了一些事情。考虑这些事情的影响后，我并不认为平均 ROE 能达到 20%。查理？

芒格：我同意。我认为企业合并以及像富国银行那样的成功企业回购股票，都对提高权益回报率起了很大作用。我不认为实际的回报率真的有公布的那样高——很显然，我们经历了长期强劲的经济成长。我认为平均而言，企业的权益回报率的确提高了。但是我认为很多东西推高了业绩，而我不认为这种情况能持续下去。

37、巴菲特的投资并没有反映出任何对房地产方面的洞见

股东：媒体报道了你最近在房地产生意上的投资。我想知道你能否谈谈你对该业务的展望。

巴菲特：这只是一个例外。我几乎所有的资产都在伯克希尔，我在伯克希尔以外持有一些市政债券和其他一些东西，但我不想买伯克希尔参与的任何东西。它只会让生活变得复杂(笑)。我最喜欢的都在伯克希尔。

所以时不时地，一些投资机会突然出现在雷达屏幕上，但这对伯克希尔来说实在是太小了。我买了 100 股叫做房地产资本信托的股票。**我的习惯是阅读眼前的每一份年度报告，这样可以增进我对任何事情的了解，所以我买了 100 股(为了获得年报)**。大约一年前，我碰巧看到他们说要清算。所以当时我有一些钱，我就买了这个。但这并不是基于对房地产行业的任何感觉，也不是基于对该公司的任何复杂分析，或其他任何东西。这是个很小的个人投资。

我没有任何见解。我们在伯克希尔做了一些房地产方面的事情，但它们都是很大的东西。在很短的一段时间

里，总有几件事是明智的。但是我们总会寻找投资机会。我们基本上是在伯克希尔寻找大公司。我们很长一段时间没有在房地产领域发现任何东西——我们可能永远不会找到机会。但谁知道呢？我的意思是，我们做的几件事都很好。但与伯克希尔的规模相比，这些投资的比例并不高。

38、伯克希尔过去的增长并不是衡量新投资的标准

股东：伯克希尔每股账面价值每年增加 23%，而零售行业在过去几年里只有 8-9% 的增长。为什么伯克希尔并购那些账面价值增长不如伯克希尔的公司，并使用自己的高成长股票换取人家的低成长股票呢？假如这些公司的回报是行业平均值左右，那么岂非只有伯克希尔回报率的三分之一而已？引用巴尼特·赫兹伯格(Barnett Helzberg)在年报里的话，"钻石行业是一个竞争激烈的行业。"

巴菲特：所有零售行业的竞争都很激烈。赫兹伯格公司(Helzberg)和波仙珠宝公司(Borsheim's)的平均权益回报率都大大高于你说的行业平均回报。我们不可能在未来继续获得 23.6% 的权益回报率。所以，我们不用我们的历史回报作为准绳衡量新的投资。假如我们这样做，那么我们就找不到投资目标了，我们自己也不知道怎样在未来继续得到 23.6% 的回报。

我们也认为，零售行业是一个非常艰难的行业。但是我们很欣赏那些企业的业绩、竞争地位和管理层。当我们找到这样的好公司，而且对管理层很放心，那么我们会并购。但是我们不知道我们的投资怎样能长期获得 23.6% 的回报。



Wesco 股东大会 1996

以下内容节选自 1996 年 5 月 15 日在帕萨迪纳市威斯科金融召开的股东会上芒格答股东问。

1, 关于 Wesco 为什么是上市公司

股东：你能快速地简要说明一下为什么 Wesco 具有公众股东，而伯克希尔旗下的其他公司全都没有吗？

芒格：很多年前就有人问这个问题，过去我们经常被问到这个问题。

这是由历史的一个偶然事件造成的。其实是 Caspers 家族(包括 BettyCaspers)邀请我们加入 Wesco 公司的。Wesco 有一名现任董事来自 Caspers 家族，他的父亲创立了这家公司。他们喜欢保持上市公司性质不变，这种方式已经存在了很长时间。由于我们受邀加入公司并且他们喜欢保持公司的上市公司性质，因此我们作了调整，顺从了他们的意思。因为我们缺乏管理执行能力和时间，我们经常调整对策以适应其他人。如果我们不这么做的话，我们不得不自己亲自管理。

2, 关于 Wesco 的投资

股东：你能否快速地简要介绍一下 Wesco 的重大投资？

芒格：哦，我们的重大投资信息全都向股东作了披露，因此我们没有太多东西增加。所罗门目前做得更好，可口可乐也是一片繁荣景象，我们的最大投资房地美也是如此。但是，时不时地它必须得挡开政治攻击，有人认为它繁荣得过了头。我们已经将全美航空的股票提供给公司回购，因为公司具有优先购买权。

股东：他们接受了吗？还是仍然悬而未决？

芒格：现在还在他们优先购买的有效期之内。不过如果他们回购的话，我会感到非常惊讶。我想我们将很快卖出它们。

3, 关于房地美

股东：关于政治风险——有人将在未来 10 年干预房地美业务的风险，你是如何思考的？从安全边际的角度看，你如何权衡这种风险？

芒格：哦，如果房地美没有政治风险，我觉得它的价格将更高。我认为房地美将时不时受到那些认为它赚太多钱或其他原因的人的攻击。房地美一直是美国非常有效的住房贷款提供商。我并不认为政治攻击会自发消失。对于处于房地美这种处境的公司而言，政治攻击如影随形，因为它将招致竞争对手的嫉妒。

股东：或许这个问题太具体。你说到房地美潜在的竞争对手会对房地美的优势感到不高兴。如果有些事情发

生变化，比如对它们征得税不同或者将它们私有化，你认为对它们的竞争对手来说，它们仍然难以抗衡吗？

芒格：这么说吧，Wesco 以前也有储贷业务，我们就是靠这个业务起家的。传统的储贷公司承担的传统功能已经在很大程度上被房地美和房利美接管了。看到这一点，我们逐渐退出了这个行业并买入了大量的房地美公司股票。如果世界因为一些疯狂的原因发生了变化，人们重新采用储贷公司，以可能的方式为我们提供住房抵押贷款，我想那时我们将采取山姆·戈德温说“把我排除在外”这句话时的态度。

以他们现在的组织方式，我喜欢银行业胜过储贷业。

股东：我认为银行业在很大程度上是一个拼价格的商品化业务(commodity business)。因此，你认为现在正在发生什么，使得银行业表面上的超额利润没被竞争消除？

芒格：现代银行业具有许多特征，包括雇佣的员工人数更少、电脑更好、网点渗透到超市等，现代银行业比以前好多了。我认为，对那些在竞争中存活下来的赢家而言，如果经营得当，银行业是一个很好的业务。

在过去 25 年中，我曾经自己管理过我的私人银行账户，不过银行还是从我身上赚了不少油水，一般来说，我对这种事情并不是漠不关心的。我不是唯一一个给银行业带来丰厚利润的人。还有一批**财务“酒鬼”**，他们在以高利率偿还借款方面很拿手，但是在避免以高利率借款方面却不在行。**银行已经变成了挑选这种人的艺术家。**

4，关于投资银行业务

股东：作为一家企业，你能不能从一般的角度对所罗门进行评点，为了创造或者重建优势或者护城河或者商业特权，它们不得不做的是什

芒格：就像你知道的，所罗门近来的绩效比以前好多了。今天早上吃早餐的时候我撞见了他们洛杉矶办公室一位关键的投资银行家，他非常喜欢他的工作，实际上是跳着舞步上班。他们洛杉矶办公室去年的绩效高出所有人的预期。因此所罗门公司内部有许多方面都比以前好。

尽管如此，**投资银行是一项非常棘手的业务并且非常难以管理**。在会计记账方面，所罗门一直努力做到比华尔街其他投行更加保守。至少有一次，它未能做到，而在其他时候，它做到了。

投资银行不是一个容易做的业务。我觉得现代投资银行业务的任何方面都不容易。或许经营像艾伦投资银行(Allen&Company)这样的公司比较容易，因为该公司有一批天赋异禀的人，他们已经非常有钱，他们基本上一次又一次地为少数十拿九稳的交易提供顾问服务向他人收取费用，同时他们投入他们自己的资金。这种经营方

式运行很好。

这种经营方式让我想起刚刚去世的霍华德·阿曼森(Howard Ahmanson)。有一天，一个商学院毕业生模样的年轻人来到霍华德面前说，“你会给年轻人提供什么建议以帮助他们获得成功？”他回答道，“哦，我身边永远保留几百万现金以备大好的交易机会出现”。因此有的人拥有些普通年轻人无法效仿的简单的成功之道。

如果你看一下 50 年前 100 家最大的投资银行清单，你会发现其中大约有 90%都已经不存在了。在这 90%中，我认为有 90%是被迫出局的，或清盘，或在经营遭遇强大压力的情况下被兼并等等。投资银行不是一项容易做的业务。我确实认为投资银行是才华横溢且敢于进取的年轻人追求成功的理想行业。但是对股东来说，投资银行却是一项棘手的业务。评估投资银行业务你不能光看那些为数不多的幸存者。当你想起其他 90%的出局者的时候，这个存亡比率计算就有些不同。一般来说，股市的平均表现有些误导，因为那些失败的公司被剔除了出去。最终，你衡量的是在竞争中获胜的幸存者的进展。

股东：你还是所罗门的董事吗？你是否依然认为在所罗门的董事会中占有席位很重要？你能想象自己永远担任所罗门的董事吗？

芒格：哦，我不得不承认我喜欢所罗门公司的员工。他们非常有趣、非常聪明并且非常正直。因此我有一些对这个特别的群体有利的偏见。和他们在一起充满乐趣。实际上，在其他公司我很少能接触到像所罗门这样聪明和耀眼的员工团队。不过对股东来说愚笨和踏实或许可以创造更多利润。时间将告诉我们一切。我觉得所罗门的所作所为让股东的境况更好。上帝知道他们付出了艰苦的努力。

但是投资银行业务有起伏波动，如果你把艰难的年景考虑进去，你就知道它是一个棘手的业务。

不过，每年 15%的复合收益率并不是我们的目标，它是我们预期收益率的上限。从这个基础开始，15%是我们期望的最高收益率。它不是一个准绳。如果你在伯克希尔寻找从现在开始铁定能获得每年 15%收益的投资，你会发觉你所处的状况让你十分愤怒，(因为你找不到这样的投资)。因此我们的目标满足我们的酸性测试——根据每一美元的留存收益为股东增加多于一美元的市场价值，并以我们熟悉的方式，尽我们所能做到最好。

我们甚至把 15%当作我们预期收益率的上限而不是目标的原因是：大多数采用 20%作为他们新的投资目标收益率的人都说这个比率是“税后的”。他们这是痴人说梦——好像他们能从世界上筛选出收益率高于 20%的投资。我认为这种方式行不通。

5, 关于等待投资机会

股东：现在的市场状况让我想起了 1970 年代的市场。你和沃伦是否将会退出这个市场并且像沃伦在 1971 年做的那样把资金退还给股东？

芒格：沃伦关闭巴菲特合伙公司的时间是 1969 年，而不是 1971 年。不过，我们不会离开伯克希尔，我们不想这么做。沃伦说他死后将葬于“站不住脚号”，并且如果可以的话，他愿意带着伯克希尔一起进入来世。他不想离开。他在这很开心。我们不会抛弃伯克希尔。

(1989 年伯克希尔以 670 万美元资金购置的二手公务飞机，巴菲特打趣地将其命名为“站不住脚号”)

股东：我的意思不是抛弃。我的意思是你们是否将保持一个消极的姿态持有更多现金。或者你们仍然会继续买入股票？

芒格：在未来的某个时点，我们的现金头寸可能比现在更高，也可能比现在更低。可以肯定的是，投资机会的缺乏将推高我们的现金头寸。

但是一般来说，我们做的事情并不是等待像 1974 年大熊市的重现再去投资。

多年前，我和杰克·韦勒(Jack Wheeler)创建了一家合伙公司。你们有很多人知道这个人。有次一个人来到杰克面前告诉他说，“你应该购买黄金”。杰克当时说，“哦，我认为投资黄金在过去 70 年里面只有一次获得了极佳的回报。我现在已经 70 岁了。黄金投资不适合我”。我们不想寻找在未来 70 年给我们带来少量显著机会的投资策略，我们宁可以较低的收益率进行复合投资，也不愿意等待这些显著机会出现。如果你们和我们一起投资，假如市场跌至谷底，我向你保证你们也将遭受损失。

6, 关于资源类投资防通货膨胀

股东：在伯克希尔的早年时候，你们持有了一些自然资源股票，比如赫斯石油(American Hess)、汉迪哈曼矿业(Handy&Harman)以及凯撒铝业(Kaiser Aluminum)。你为什么认为当前你持有的股票——它们都有相当高的自由现金流——比自然资源类股票更能防通货膨胀？

芒格：正如你所知，买入前五大铜业公司或者铝业公司或者铁矿石矿业公司或者石油公司等等，这些“防通胀类”资源股票作为通货膨胀的对冲手段的效果并不是那么好。而另一方面，购买具有强大竞争优势的消费类杰出企业的防通胀效果更好。因此，仅仅因为它们是矿业公司并不意味着它们防通胀的效果就很好。

我认为矿业公司的平均资本回报并不比马克·吐温曾指出的好多少，尽管可能会好一些。马克·吐温对矿的定义

是：矿是地下的一个洞加上地上的一个骗子。顺便说一下，一些石油公司的会计处理和马克·吐温的定义很接近。

7，关于资金规模对于投资风格的影响

股东：三四十年前，当时你和沃伦管理的资金总量比现在小多了，那时你们使用了多种投资技巧、投资于多种证券类型，包括套利类(workout)以及控制(control)类和非控制类。如今，你们管理的资金量如此巨大以至于你们可以做投资的范围受到了很大的限制。在这三四十年中，你们的投资策略也转向几乎不管价格买入高质地公司。当然了，最重要的因素不是价格。在大多数情况下，这是否是一种更好的投资方法？还是因为你们管理的资金规模如此巨大以至于这在很大程度上是你们不得已的一种选择？

假如你们现在再次管理着很小的资金量，那么你们的投资方式是和现在一样还是更像几十年前？

芒格：我想，像沃伦那样聪明绝伦且精力充沛的人，如果现在以非常小的资金规模开始他的投资生涯，那么他大致上会像以前那样四处出击，并且享受管理少量资本带来的高额回报。因此我认为并没有发生太多变化。

不过沃伦再也不能这样做了。对他来说，采用这种投资方式的时代已经结束了。这并不是说伯克希尔永远不会进行临时性的套利投资，我们偶尔还会这样做，但是基本上，我们的投资策略不得不改变。随着我们投资策略的变化，截至目前我们采用新的投资策略获得的回报差不多一样好。但是这种状况不可能无限持续。就像我们一直强调地那样，我们的回报将出现下滑。

8，关于价格和安全边际

股东：假如我们将持有的伯克希尔股票清仓，而你刚好在为别人提供投资哲学方面的建议，你会不会说追逐世界上像可口可乐和吉列类型的公司并且支付较高的价格是一种更好的投资方法？

芒格：通常情况下，如果你对你想投资的公司看法足够正确，你可以支付高一点的价格。但是一旦你以很高的市盈率倍数买入股票，那么判断错误的代价将是你支付不起的。

这位股东提出了一个非常聪明的问题。不过答案很清楚：如果你没有犯任何严重的错误，那么以很高的市盈率倍数投资高质地公司是一个极好的投资方法。

股东：你的意思是不是，如果你确定你想投资的公司是绝无仅有的好公司，就像伯克希尔或者可口可乐，那么你的安全边际可以是质地而不是价格，因此你可以以现在市场的市盈率倍数买入，与此相对，一般性的公司或者中等公司的安全边际则在于价格？

芒格：我觉得你的理解大体上是正确的。如果你绝对确定有些公司将在未来 20 年中，以每年 15% 的比率增长，并且你是对的，你可以以市场市盈率买入这家公司的股票，你的投资将获得不错的回报。

你的安全边际是，你有能力安心地预测到一个非同一般的美好未来。这可能会发生，实际上我们的一些投资确实曾发生过这种事情。理想的情况是，你能找到此类公司，而且你不用以市场市盈率买入它的股票。

这种状况也在我们身上发生过。但是我认为以后你将发觉这种投资方式将变得更加困难。在这个会议室中各位参加这个会议这一事实就让这种投资方式变得更加难以执行，对我们所有人来说都是如此。你看看那些柔软洁白的手？通过柔软洁白的双手致富是一件很受欢迎的行为。

9, 关于竞争优势

股东：在你处世智慧的演讲中，你使用了"营销优势"(marketing advantage)这个术语。我很想知道当你和沃伦买入股票的时候，你们寻找的各种各样的营销优势是什么。

芒格：哦，我们想要的仅仅是一个公平的竞争优势。我们不在乎这个竞争优势是不是营销优势。我们想要的是一个独特的竞争优势。

不过许多竞争优势确实来自营销领域。箭牌口香糖的规模效应是惊人的，这一点我想我在 94 年南加州大学的演讲中提到过。因此，你当然应该理解营销的微观经济学特征，并且规模效应将带给你巨大的优势，以及谁拥有这些竞争优势。我不愿和菲多利(1965 年 Frito-Lay 并入百事可乐)在咸味零食领域展开竞争，他们具有巨大的优势，他们很狂热并且拥有非常优秀的经营这家该死的公司的能力。幸运的是，他们在瓶装饮料方面并不在行。

(芒格在 94 年演讲中详细讲了规模优势：宝洁电视广告；箭牌的信息优势来自心理学上的社会认同；可口可乐的全球渠道优势；城市独家报纸的赢家通吃优势；韦尔奇接管 GE 后，聚焦细分市场的专业化能力，不是第一就退出的业务哲学；零售业务的采购优势等等，以及规模劣势：低效的官僚主义以及腐败。竞争导致集体亏损，而少数共同赚钱：百事和可口的博弈；麦片有品牌，而机票没有；纺织(效率提升带来的利润，是流向股东还是客户)。以及专利权，商标权以及特许经营权，浓缩版的《竞争优势》。)

10, 关于管理层和伟大企业

股东：你是否赞同这个看法，即经营大多数伟大企业的管理人员都很平庸？如果你赞同，那么这个看法和你买入伟大企业并保留管理层的投资风格如何相容？

芒格：显然，最好的情况是经营伟大企业的是一名伟大的经理。我们非常幸运，因为这种最好的情况我们已经碰到过很多次。一家伟大企业的安全边际是，当管理失误这种不幸情况发生的时候，它能经得住不利的打击。

在公司由水平一般或者更糟的管理人员经营的时候，它的绩效没有平时那么好。不过，如果这是一家伟大的企

业，它能应对这种情况。

相同的观点我们说了一遍又一遍。**所有的聪明投资都是价值投资**。这种投资理念甚至有一个子集，其中支付很高的市盈率倍数或者市净率倍数没有关系，因为你已经明智地作出投资决定，美好的前景是如此确定以至于你仍然能得到比你支付的价格更多的价值，即便是你以 35 倍市盈率买入的所谓成长股。如果这是合理的，那是因为你得到的价值比你支付的价格多。但这仍然是价值投资。

所以将投资方式分为"价值投资"和"成长投资"这一整个观念对我而言就是废话。这种区分，只对退休基金顾问兜售他们的投资建议，以及投资顾问将自己同其他人区别有利。不过，我认为所有的聪明投资都是价值投资。这是一个非常简单的理念。我实在想不通为什么还有人在这上面争论不休。

11，关于浮存金杠杆

股东：伯克希尔年报中说，1967 年以来伯克希尔不包括 GEICO 在内的保险浮存金，年化增长率是 20.7%。

芒格：伯克希尔过去的一切都比未来高。我可以为过去担保。

股东：计算 Wesco 内在价值的时候，你对 Wesco 递延税负债的估值是每一美元 33 美分(估值为债务的三分之一)，然而巴菲特说他不会以 100 美分的价格卖出伯克希尔每一美元的浮存金。

芒格：没错，情况完全不同。**我们认为大体上伯克希尔的浮存金将增加，而 Wesco 不会。这是一个天大的区别**。我们的经营方式导致我们的浮存金不会轻易上涨。浮存金的上涨需要奇迹，或者不需要奇迹而需要大量的好运气。

股东：如果你愿意的话，你显然具有远高于账面价值的资金为伯克希尔和 Wesco 的股东服务。因此你不必让账面价值获得 15%的复合增长从而使股东获利。你知道我在说什么吗？

芒格：我完全清楚你在说什么。我们关注这种事情的密切程度会让你感到吃惊。如果你像会计师计算的那样采用账面价值，并且像他们那样处理伯克希尔的投资操作，是的，在计算账面价值的复合增长方面这会带给我们一些优势。但是，由于你不可能以接近于账面价值的价格买入伯克希尔或者 Wesco，因此对你们这些人来说，这不是那种简单到连傻瓜都能想到的问题。一般来说，资本主义的组织方式就是让你们这些人生活得比较困难。幸运的是，你们之中有很多人已经相当有钱了。(伯克希尔使用浮存金杠杆，因此净资产本身回报率不到 15%，但你们不会以净资产的价格买到伯克希尔的股票)

12, 关于寿险业务

股东：我们很少听你或者巴菲特先生谈人寿保险行业。你能谈谈人寿保险行业的浮存金的经济特征吗？它和财产保险以及灾难保险业务有何不同？

芒格：在人寿保险行业，你需要为浮存金支付代价。并且这个代价相当高昂。我们并不像其他人那样那么喜欢人寿保险行业的会计处理。我们喜欢非常保守的会计处理，我们觉得会计师让人寿保险公司变得有些乐观。因此，大体上，我们的人寿保险业务的规模并不大。

我们在人寿保险行业具有独特的优势，因为我们有一个相当规模的结构化清偿业务，不是在 Wesco，而在伯克希尔。这种业务和年金业务的功能很像，对那些遭受严重伤害并且未来的预计寿命还有很久的被保险人而言，结构化清偿业务可以每年向他们提供保险赔偿，而不是一次性将赔偿全部支付给他们。在伯克希尔我们以自己的方式来操作这项业务，业务量很适中，很适合我们。

我们确实组建了一家人寿保险子公司，因为某些保险购买者出于一些疯狂的原因，偏好从一家人寿保险公司而不是灾难保险公司那里购买人寿保险。当这些事情并没有给我们造成实质性差别的时候，我们当然愿意顺从客户的意愿。

13, 关于巨灾保险

股东：我对巨灾保险以及你们在这方面作出决定所花费的时间很好奇，比如你们决定为 20 世纪保险公司承保。你们在奥马哈那边的密室里面是否装备了 Cray 超级计算机还是你们在信封背面就完成了决策？

芒格：我认为我们对这种决策的思考非常认真。不过并不完全是在信封背面完成的。我们确实会查看过去的地震记录等资料。不过未来的地震经验并不必然和过去一样。

保险行业有些笨蛋竟然认为，距离上一次地震很长时间都没有再发生地震，意味着实际上地震将不会发生，但是，当然了，你和我明白这只意味着发生地震的可能性正在积聚。

因此，作出这种承保决策，需要一个高于普通保险精算师的大脑。你不得不抓住数字背后的事实。在这一领域我们的优势是我们思考得很快。这种思考方式的劣势是，有一天我们可能思考得太快以至于在一个很大的数字上犯错。不过，到目前为止，我们的记录一直很不错。

股东：我知道过去几年找到巨灾保险业务的机会相当困难。你觉得巨灾保险的市场现状如何？你是否看到了

很多机会？

芒格：我觉得市场变得对我们更加不利，因为适合以我们的方式进行操作的巨灾保险机会减少了。

股东：这是因为市场上的资金太多了吗？

芒格：因为现在的再保险能力增加了。

股东：因此人们把保费价格拉低了？

芒格：市场再保险能力增加了，其他再保险公司总是比我们更喜欢采取行动。伯克希尔的部分优势在于，**我们可以接受有些时期什么都不做，只是握着大量的资产静静地等待。其他人觉得做到这一点很难。**

14，关于保险霉运期引发的理性思考

股东：保险行业这么多年来一直很顺利。保险行业是否将再度遭遇困难的市场环境，哪怕是暂时的但足够巨大的灾难，使得保险承保变得有吸引力——比如龙卷风横扫长岛或者类似的灾难？

芒格：肯定会。一些真的非常严重的灾难可能会发生。**灾难发生后，保险承保的确有可能变得更好。不过这又怎么样呢？当灾难发生的时候，我们自己也很可能遭到它们的打击。这种状况不能带给我们任何明显的策略。**

我们确实希望我们经营保险业务的方式如此保守，以至于即使发生重大灾难，我们仍然具有很大的回旋余地。因此，从这个方面看，我们确实具有一些优势。不过，当我们具有这个优势的时候，我认为你们之中没有人会喜欢这种优势——因为这种优势的到来是在我们遭遇了麻烦之后。

如果让达尔文参加 SAT 考试，他的成绩可能很低。尽管如此，如今他葬在威斯敏斯特大教堂、距离艾萨克·牛顿的墓仅有几步之遥。这可不是我们大多数人死后可以葬的地方。我认为他是历史上最伟大的思想家之一。

达尔文给我们的启示是，即使是大脑运转很慢的人，只要他们发展某些思维习惯，他们的思想能力仍然可以超过其他人。达尔文的伟大方法是，强制要求一个非常好奇且勤勉的大脑，养成客观思考的习惯。我曾经说过，一个客观理性的人经常像“给驴订尾巴”游戏中唯一——一个没有蒙上眼睛的人。这就是达尔文将自己放置的位置。

（一个群体性的儿童游戏，在墙上贴一副没有尾巴的驴子照片，然后参加游戏的儿童逐一蒙上眼睛用图钉将驴尾巴图片订到正确的位置）

如果你是加州理工大学的费曼，那么任何一个人都会认为你的思考能力更加优秀。这种人可能每 100 年才会出现一个。但是这种人对像你我这样的人来说有什么好处呢？像达尔文这样的平常人对我们才有帮助。因此对他每一个人而言，达尔文是一个极佳的典范。**如果你遵循达尔文的方法，带着上帝赐予你的天赋，你很可能将变**

得比其他方式更具智慧。

15, 共同的朋友

股东：你能不能简要介绍一下你和沃伦·巴菲特是如何认识的？

芒格：当我回到奥马哈结束我父亲的法律业务的时候，我们一个共同的朋友介绍我们认识。我们一见如故。

到现在为止我们已经做了将近 40 年的生意，并且期间我们不断相互交换想法。所以，共同的朋友是结识人的一个很好的渠道。

芒格：我曾在巴菲特家族的杂货店打过工。巴菲特也在几个不同的时段在那打过工。所以现在站在你们面前和你们交流的人知道怎么送杂货。不过，无论是我还是沃伦都不太喜欢这份工作。

但苦力活是教育年轻人的好方法，这会让他体会到重复性的劳动实际上将有多可怕、多无聊。我的意思是这件事可以让你们的孩子受到很好的锻炼。

芒格：斯坦福法学院演讲 1996

1996 年 4 月 19 日《论基本的普世的智慧》

在今天的演讲中，我想进一步发挥两年前我在南加州大学商学院所讲的内容……你们手头有我在南加大演讲的讲稿。里面没有哪一点是我今天不会重复的。但我想扩展我当时说过的话。显而易见，如果沃伦·巴菲特从哥伦比亚大学商学院毕业之后没有吸取新的知识，伯克希尔将不可能取得现在的成就。沃伦将会变成富人——因为他从哥伦比亚的格雷厄姆那里学到的知识足以让任何人变得富裕。但如果他没有继续学习，他将不会拥有伯克希尔这样的企业。你们要怎样才能得到普世智慧呢？使用哪种方法能够让你们跻身于世上极少数拥有基本实践智慧的人士之列呢？

长久以来，我相信有某种方法——它是几乎所有聪明人都能掌握的——比绝大多数人所用的方法都有效。正如我在南加州大学商学院说过的，**你们需要的是在头脑里形成一个由各种思维模型构成的框架。然后将你们的实际经验和间接经验(通过阅读等手段得来的经验)悬挂在这个强大的思维模型架上。**使用这种方法可以让你们将各种知识融会贯通，加深对现实的认知。

(查理谈论了几种在其他演讲中阐述过的特殊思想模型。)

你们今天的阅读作业包括杰克·韦尔奇和沃伦·巴菲特分别为通用电气和伯克希尔股东撰写的最新年度股东信。杰克·韦尔奇拥有工程学博士学位。而沃伦如果愿意，能够取得任何学科的博士学位。这两位先生也都是资深的教师。如果你们认真研究的话，会发现普世智慧是一门相当高深的学问。不信你们看看通用电气取得的成就，看看伯克希尔已有的业绩。

当然，沃伦有一位教授或者说导师，那就是本杰明·格雷厄姆，他对沃伦的影响很大。格雷厄姆的学问很好，当他从哥伦比亚毕业时，有三个不同学科的系邀请他去攻读它们的博士课程，并要求他一入学就开始授课：(那三个系分别是)文学系、希腊和拉丁古典系、数学系。

格雷厄姆的性格非常适合做学问。我认识他。他特别像亚当·斯密——非常专注、非常聪慧。甚至他的外表也像学者。而且他是个好人。格雷厄姆对赚钱这事儿并不那么用心，但去世时家财万贯——即使他总是非常慷慨。他在哥伦比亚当了 30 年穷教书匠，并独力或合作撰写了许多后来成为他那个学科最好教材的著作。

所以我认为，学术蕴含了许多普世智慧，而且最好的学术观念确实是有用的。当然，当我谈到跨学科方法时

——你们应该掌握各个学科的主要模型，并将它们统统派上用场，我是真的呼吁你们不要理会学科的法定界限。

这个世界并不是按照跨学科的方法组织起来的。它反对跳出学科的法定范围。大规模的企业也是这样。当然，学术界本身也反对这么做。就这一点来说，我认为学术界错得有些离谱，功能失调。

许多企业之所以会出现那些最糟糕的毛病，功能失调，是因为人们将现实分割为各自为政、互不相干的独立部门。所以如果你们想要成为好的思想家，就必须养成跳出法定界限的思维习惯。

你们不需要了解所有的知识，只要吸取各个学科最杰出的思想就行了。那并不难做到。

我打算用定约桥牌(的比喻)来证明这一点。假定你想要成为定约桥牌的高手。嗯，你们知道约定——你们知道要怎样才能赢牌。如果你手里有大牌或者最大的王牌，那么你肯定能够成为赢家。但如果你们手里有一套墩或者两张短套花牌，要怎样才能得到其他你需要的牌墩呢？喏，标准的方法有六七种。你可以做长套花牌，可以飞牌，可以扔牌，可以交叉将吃，可以挤牌，还可以用各种方式误导防守方犯错。这些方法并不算多。

但如果你们只懂得其中的一两种，那么你们肯定会一败涂地。此外，这些方法相互之间也有联系。因此，**你必须懂得它们之间是怎样相互影响的。**否则你就无法把牌打好。

同样，我曾建议你们**正反两面都要考虑到**。优秀的桥牌庄家会想："我要怎样才能抓到好牌呢？"但他们也会反过来想。(他们会想：)"**犯哪些错误会导致我手里全是烂牌？**"这两种思考方式都很有用。所以，**要想在人生的赌局中获胜，你们应该掌握各种必要的模型，然后反复地思考。**桥牌的哲理在生活中同样有效。定约桥牌在你们这代人里不流行了，这真是悲剧。中国人的桥牌玩得比我们好。他们现在从小学就开始教桥牌。要是他们也实行资本主义，天知道他们该发展得多好。如果我们美国人不懂桥牌，却和一群精通桥牌的人竞争，那么我们就又多了一个没必要的劣势。

由于你们的学术结构大体上并不鼓励你们的思想跳出法定的学科界限，你们处于一种不利的地位，因为从某种意义上来说，虽然学术对你们来讲非常有用，但是你们的老师没有教对。

我为你们设想的对策是我很小的时候在保育院学到的：小红母鸡的故事。当然，故事里最重要的一句话是："那我就自己来吧"，小红母鸡说。"

所以如果你们的教授并没有教给你们正确的跨学科方法——如果每个教授都想过度地使用他自己的模式，对其他学科的重要模型弃之不用——你们可以自己改正那种愚蠢的做法。他是个笨蛋，并不意味着你们也要成为笨

蛋。你们可以向其他学科学习能够更好地解决问题的模型。只要养成正确的思维习惯你们就能做到这一点。

如果你把自己训练得更加客观，拥有更多学科的知识，那么你在考虑事情的时候，就能够比那些比你聪明得多的人更厉害，我觉得这还满有意思的.....再说了，那样还能赚到很多钱，我本人就是个活生生的证据。

(查理谈起了第四讲中详细描绘的可口可乐案例，并讨论了味道的重要性。)

我最喜欢的商业案例之一是好时公司的故事。好时巧克力的味道很独特，因为他们用来制造可可脂的石磨非常古老，是他们 19 世纪在宾夕法尼亚州开业时传下来的。他们的巧克力含有少量的可可豆的外皮。因此好时巧克力的味道很棒，人们都很喜欢。好时清楚地知道，如果他们想要把业务拓展到加拿大，那么就不应该改变那种无往不胜的味道。因此，他们依照原样制造了新的石磨。光是复制原来的味道，他们就花了整整五年的时间。所以你们可以看到，味道是非常重要和关键的。

现在还有一家叫做国际香料香精公司的企业。这是一家产品并没有获得版权或者专利权、却又能够收取永久授权费的公司，据我所知仅有这一家。这是怎样做到的呢？他们帮助其他许多公司，为它们的各种品牌产品——比如说刮胡膏——添加香料和香味。刮胡膏淡淡的香味能够极大地促进消费。**所以味道是极其重要的。**

(查理继续讨论可口可乐的案例，阐述了生物学如何深刻地影响我们对数字图标的理解。)

我的朋友纳特·梅尔沃德(Nat Myhrvold)是微软的首席技术官。他是物理学博士，懂得许多数学知识。生物学可帮助我们生成一种能够自动以光速计算微积分方程的神经系统——可是他放眼四顾，到处是那些对普通的概率问题和普通的加减乘除束手无策的人，这使他感到困惑。

顺便说一声，我认为梅尔沃德不该对此感到十分惊讶。我们的祖先经过长久的适者生存的进化，首先学会的是如何投掷长矛，如何逃命，如何逢凶化吉，直到很久以后，才有人需要像梅尔沃德那样的正确思维。所以我认为他没必要大惊小怪。然而，这两者的区别实在是太大了，所以我能明白他为何感到无法理解。

总之，人类发明了一种东西，**以便弥补我们天生不擅长处理数字的缺陷，这种东西叫做图表。**奇怪的是，它居然是在中世纪期间出现的。在中世纪的修道士发明的东西里，我认为惟一有价值的就是图表。图表以图形的方式把数字表现出来。它利用了你们的神经系统来帮助你们理解它。所以价值线公司(Value Line)的图表非常有用。

我发给你们的是一张用对数线做的图表——它是根据对数的运算法则制成的。你们可以用它来查复利——而复利是地球上最重要的模型之一。所以图表要制作成这个样子。如果你在这张表上画一根直线，将表上的数据点

连起来，它就会告诉你能够得到的复利率是多少。所以这些图表是非常有用的.....

我并不使用价值线公司的预测，因为对我们来说，我们的系统比他们的管用——实际上，管用得多。但我无法想象如果没有他们的图表和数据会怎样。那是一种非常、非常棒的产品.....

(查理讨论了**商标对可口可乐成功的重要性**，由此谈到视频和卡耐森公司(carnation)。)

从前有个人卖的鱼肉叫卡奈森鱼肉。老天爷，他的商标就叫卡奈森，所以卡奈森公司想收购他的品牌。别问我为什么。每次卡奈森公司的人跑去跟那个家伙说："我们愿意给你 25 万美元。"他说："我要 40 万美元。"四年之后，他们说："我们愿意给你 100 万。"他说："我要 200 万。"他们就这样一直讨价还价。卡奈森公司一直没有把那商标买下来——至少我上次查看的时候他们还没有买到。最后，卡奈森公司的人无奈地去跟那个人说："我们打算派遣我们的质量检查员到你的鱼肉厂，以便确保你生产的鱼肉都是完美的，所有的费用我们来出。"那人笑逐颜开，很快就点头同意了。所以他的鱼肉厂得到了免费的质量管理服务——卡奈森公司的款待。

这段历史让我们明白，如果你给某个家伙一个(他能够保护的)商标，你就创造了巨大的激励机制。这种激励机制对文明社会来说是非常有用的。正如你们看到的，卡奈森公司为了顾惜自己的声誉，甚至不惜去保护那些并不属于它的产品。

这种结果(对整个社会)非常非常有好处。所以从非常基本的微观经济学原理来看，哪怕是共产主义国家，也应该保护商标。它们并没有都这么做，但有非常充分的理由表明它们应该对商标采取保护措施。总的来讲，世界上大多数国家对商标的保护还是很周全的。

(查理用各种心里模型分析可口可乐)

然而，如果缺乏这些基本模型以及可以利用这样的基本模型的思维方法，你们只能坐在那里，一边看着价值线公司的图表，一边不知所措。但你们原本不必如此。你们应该不断学习，争取掌握近 100 种模型和一些思维技巧。那并不是很难的事情。

这么做的好处在于绝大多数人不会这么做——部分原因是他们接受了错误的教育。在这里，我想要帮助你们避开错误的教育可能给你们造成的危害。

好啦。在寻找普世智慧的过程中，我们已经讨论了几种主要的思想。现在我想回头来谈谈一种比刚才谈到的更加极端和特殊的模型。在所有人们应该掌握却没有掌握的模型中，最重要的也许来自于心理学.....

最近有件事让我获益匪浅：我刚从香港回来。我有个朋友在香港一所名牌中学当校长。他送给我这本叫做《语言本能》The Language Instinct 的书，作者是史蒂芬·平克(Steve Pinker)。Pinker 是一个语义学教授，他的名气没有 Noam Chomsky 那么大。Chomsky 是麻省理工学院的语言学教授，可能是世上最伟大的语义学家。

Pinker 说，**人类的语言能力不仅仅是后天学来的，从很大程度上来说，它还跟先天的遗传有关。**其他动物，包括黑猩猩，都缺乏真正有用的语言基因。语言是上天赐给人类的礼物。Pinker 很漂亮地证明了他的观点。当然，Chomsky 也已经证明这一点。只有非常愚蠢的人才不明白语言能力大部分来自人类基因的道理。虽然你们必须通过教育才能提高语言能力，**但语言能力很大程度上还是由你们的基因决定的。**Pinker 无法理解为什么 Chomsky 这样的天才居然还认为语言能力是否基于人类的基因尚无定论。实际上，Pinker 是这么说的："什么尚无定论，活见鬼了！人类得到语言本能的途径跟得到其他本能的途径完全一样——那就是达尔文的自然选择。"

嗯，这位资历较浅的教授明显是对的——Chomsky 的犹豫确实有点不可理喻。如果这位资历较浅的教授和我都是正确的，那么，为什么 Chomsky 这样的天才会犯明显的错误？在我看来，答案非常清楚——Chomsky 的意识形态太过强烈。他虽然是个天才，却是个极端的平等主义左翼分子。他非常聪明，知道如果他承认这个达尔文理论，他的左翼意识形态就会受到威胁。所以他的结论自然受到他的意识形态偏见的影响。

从这里我们得到了普世智慧的另一个教训：如果意识形态能够让乔姆斯基变得糊涂，那么想象一下它会给你们和我这样的人造成什么影响。**严重的意识形态是最能扭曲人类认知的因素之一。**看看这些宗教激进分子就知道了，他们用枪扫射一群希腊游客，嘴里还不停地大喊："真主的杰作！"**意识形态会让人做出一些古怪的举动，也能严重扭曲人们的认知。**如果你们年轻时深受意识形态影响，然后开始传播这种意识形态，那么你们无异于将你们的大脑禁锢在一种非常不幸的模式之中。你们的普遍认知将会受到扭曲。

如果把沃伦·巴菲特看做普世智慧的典范，那么有个故事非常有趣：沃伦敬爱他的父亲——那是一个了不起的人。但沃伦的父亲有强烈的意识形态偏见(正好是保守的右翼意识形态)，所以跟他交往的都是些意识形态偏见非常严重的人(自然都是右翼分子)。沃伦在童年时就观察到这一点。他认为意识形态是危险的东西，决定离它远远的。他终生都离意识形态远远的。这极大地提高了他认知的准确性。

我通过另外一种方式得到了同样的教训。我的父亲仇恨意识形态。因此，我只要模仿我的父亲、别离开那条我认为正确的道路就好了。像多南(注：罗伯特"鲍勃"·多南，曾任美国共和党国会议员，以保守言论著称)那样的右

翼分子和纳德(注：拉尔夫·纳德，美国著名左翼民粹主义政治活动家，曾多次以绿党和独立候选人身份参选美国总统)那样的左翼分子显然有点头脑不清。他们是极端的例子，表明意识形态会让人变成什么样——尤其是那种以非常激烈的方式表达出来的意识形态。由于它只给人灌输一些观念，而不是让人心悦诚服地接受一些道理，所以信奉意识形态是很危险的。因此，除了要利用来自不同学科的多元思维模型之外，我还想补充的是，你们应该警惕严重的意识形态偏见。

如果你把准确、勤奋和客观当成你笃信的意识形态，那倒不要紧。但如果你们因为受到意识形态的影响，而确凿无疑地相信最低工资应该提高或者不该提高，并认为这种神圣的想法是正确的，那么你们就变成了傻子。

这是一个非常复杂的系统。生活总是环环相扣的。如果综合考虑，你们猜想提高或者降低最低工资会让整个社会变得更加文明，那是没有问题的。这两种想法都对。但如果你们带着强烈的意识形态把自己的观点当作不可动摇的真理，那么我认为你们的想法是很愚蠢的。所以要警惕意识形态造成的思维紊乱。

(查理感慨心理学对激励机制引起的偏见毫无办法。)

我提及 Pinker 的另外一个原因是，这位写了刚才我告诉你们的那本书的语义学家在那本书的结尾这么写道："我看过许多心理学教材。都很烂。"他说："整个学科被搞得乱七八糟，教得也不对。"

说到心理学，我的资格远不如 Pinker。实际上，我从来没上过一节心理学课。然而，我的结论跟他的差不多——许多心理学教材虽然不乏闪光之处，但大体上都是垃圾。

实际上，只要看看心理否认就够了。大约在基督出生之前三个世纪，德摩斯梯尼(注：古希腊伟大的演说家)就说过："一个人想要什么，就会相信什么。"嗯，德摩斯梯尼是对的。

我们家有个人，他深爱的儿子——非常聪明，还是个足球明星——失足坠海，再也没有回来。他母亲认为他仍然活着。她有时候会精神失常，表现得好像她儿子真的在她身边。这种心理效应的轻重程度有所不同。每个人受心理否认的影响都不一样，但这种否认造成的错误认知则会极大地混淆你们将不得不面对的现实。然而，各种心理学教材对这种简单的心理否认并没有足够的重视。

所以你们不能依照你们教授传授的方法来学习心理学。你们应该学习他们传授的一切。但你们还应该学习许多他们没有教的知识——因为他们并没有正确地对待他们自己的学科。

在我看来，当今的心理学有点像法拉第之后、麦克斯韦之前的电磁学——发现了许多原理，但没有人把它们

以正确的方式综合起来。早该有人来做这样的事情，因为这件事并不难完成——而且它还非常重要。

随便打开一本心理学教材，翻到索引，查找“妒忌”这个词。连十诫里面都有两三条谈到妒忌。摩西完全了解妒忌。古老的犹太人早在放羊的年代就了解妒忌。可是心理学教授对妒忌一无所知。那些厚厚的心理学教材居然没有谈到妒忌？！居然没有谈到简单的心理否认？居然没有谈到激励机制引起的偏见？！

心理学教材也没有给予多因素组合效应足够的重视。以前我提醒过你们，当两三种因素产生合力时，会造成 lollapalooza 效应。

嗯，有史以来最著名的心理学实验是米尔格拉姆(Milgram)实验——他们要求人们清醒地对一些无辜的人进行电刑。在他们的操控之下，这些正派的志愿者大多数执行了酷刑。

所以你们不能依照你们教授的教学方法来学习心理学。你们应该学习他们传授的一切。但你们还应该学习许多他们没有教的知识——因为他们并没有正确地对待他们自己的学科。

米尔格拉姆开展这个实验，是在希特勒命令许多虔诚的路德教徒、天主教徒去做他们明知道不对的事情之后不久。他想要发现权威在多大程度上可以被用来操控品德高尚的人，迫使人们去做一些明显错得很离谱的事情。他得到了非常具有戏剧性的实验效果。他设法让那些品德高尚的人做了许多可怕的事情。

但是许多年来，心理学教材把这个实验当作是对权威的作用的证明——权威如何被用来说服人们去做可怕的事情。

当然，这是个似是而非的结论。这不是一种完整和正确的解释。权威发挥了一定作用。然而，还有其他几种朝同一个方向发挥作用的心理因素，它们造成了那种 lollapalooza 效应，原因恰恰在于它们发挥了组合作用。

人们逐渐明白了这个道理。如果翻开像斯坦福这样的学校使用的心理学教材，你们将会看到他们努力答对了三分之二。然而，这可是心理学领域的重要实验。即便在斯坦福，那里的教授都尚未能完全理解米尔格拉姆的实验结果的重要意义。

聪明人怎么会犯错呢？答案是他们没有做我正要让你们去做的事情——**掌握所有主要的心理学模型，把它们当作检查清单，用来审视各种复杂系统的结果。**

没有哪个飞行员在起飞前不核对他的检查清单：A、B、C、D.....没有牌手在需要另外两张墩的时候不迅速地查对他的检查清单，看看有什么办法可以把它们弄到手。但这些心理学教授认为他们聪明到不需要检查清单。可

他们其实没那么聪明。几乎没有人那么聪明。或者换句话说，可能没有人那么聪明。

如果他们使用检查清单，他们将会意识到米尔格拉姆实验利用的心理学原理至少有六种——而不是三种。他们必须去看检查清单，才能发现他们漏掉了什么。同样道理，如果缺乏这种获得各种主要模型并以组合的方式使用它们的方法，你们也将会一而再、再而三地失败。

心理学教授回避心理否认问题的原因之一在于，如果要做有关心理否认的实验，他们肯定会违反道德规范。要证明痛苦如何导致人类精神失常，你们想想看，这种实验必须对你们的同类做些什么，而且你们还不能告诉他们将会受到什么伤害。所以很明显，道德规范导致这种实验行不通，尽管做实验是展示痛苦如何导致人类头脑失常的最佳方法。

大多数教授用一个假定来解决这个问题："如果我不能用实验来证明它，它就是不存在的。"然而，他们的假定明显是愚蠢的。如果有些东西非常重要，但由于道德约束，你们无法完美而准确地证明它，那么你们也不应该把它当作是不存在的。你们必须尽力而为，利用现有的证据去证明它。

巴甫洛夫本人在他生命的最后十年里一直在做对狗的酷刑实验。他发表了论文。因而，我们拥有了翔实的资料，知道痛苦如何导致狗的精神失常。然而，你在任何心理学教材中都看不到巴甫洛夫这次研究的成果。我不知道这是因为他们不喜欢巴甫洛夫折磨狗，还是由于 B.F.斯金纳(B.F.Skinner)因为过度渲染而使用动物行为来推断人类行为的方法不受欢迎。总之，由于某些疯狂的原因，心理学教材对痛苦引起的精神失常着墨甚少。

你们可能会说："心理学是否忽视这个有关系吗？"如果我的理论没有错，这种忽视抹杀了几个你们需要的模型。此外，你们对思想模型的掌握应该是这样的，如果有 20 个，那么你们就应该掌握 20 个。换句话说，你们不应该只用 10 个。你们要把它们当作一张检查清单。所以你们必须了解各种导致人类做出错误判断的心理因素，把所有模型组织起来，以便需要的时候能够用得上。如果有四五种来自这些模型的因素共同发挥作用，那么你们就更需要它们了。在这种情况下，你们通常会遇到各种 lollapalooza 效应——它们要么让你发大财，要么会毁了你。所以你们非常有必要注意 lollapalooza 效应。

要做到这一点，办法只有一个：你们必须全面掌握各种主要模型，把它们当作一张检查清单。再强调一下，你们必须注意那些能够产生 lollapalooza 后果的多因素组合效应。

(查理讨论了各个专业缺乏跨学科教育的现状，尤其是学术界对心理学领域的忽视。)

你们还可以学到，当你们在玩说服游戏的时候——(我希望)不是叫人去干坏事——如何将这些因素综合起来，以便让你们更好地达到目的。

让我来给你们举个例子，看看古人是怎样巧妙地利用心理学的。库克(JamesCook)船长生前经常进行远航。在那个年代，远洋航行途中最怕遇到坏血病。要是得了坏血病，你们的牙龈会在嘴巴里烂掉——然后这种病就会变得让你们极不舒服，致你们于死命。和一群垂死的水手共处在一艘原始的航船上是非常不妙的事情。所以每个人都非常想知道怎样才能治好坏血病，但他们并不了解维生素 C。库克船长很聪明，也掌握了类似跨学科的方法。他发现同样是进行了远航，荷兰船上的坏血病就没有英国船上那么严重。所以他问："荷兰人是怎么做到的呢？"

他发现荷兰船只上有许多装满酸泡菜的木桶。所以他想："我就要远航了，远航是非常危险的，酸泡菜也许会有用。"所以他把大量的酸泡菜搬到船上，而酸泡菜正好含有维生素 C。但在当年，英国水手是十分粗鲁、古怪和危险的，他们讨厌"泡菜"，他们吃惯了英国的食物和饮料。所以你们要怎样才能让英国水手吃泡菜呢？

库克并不想告诉他们，吃酸泡菜是为了防治坏血病——因为如果他们知道这是一次远航，而且非常有可能染上坏血病，他们可能会起来造反，控制那艘船。他是这么做的：所有官员聚集起来，并让普通水手都能看到他们。他让那些官员吃酸泡菜，但不让普通水手吃。经过很长一段时间之后，库克最终说："嗯，普通水手每周有一天可以吃酸泡菜。"

他如愿以偿地让船上所有人都吃上了酸泡菜。我认为这是基本心理学的一次非常有建设性的应用。它拯救了许多人的生命，取得了惊人的成就。然而，如果你们不掌握那些正确的技巧，你们就无法适当地运用它们。

普世智慧大体上非常、非常简单。如果你们有决心去做，我在这里要求你们做的事情其实并没有那么难，而回报是非常高的——绝对非常高。但你们可能对很高的回报不感兴趣，对避免许多悲惨遭遇不感兴趣，对过上更好的生活也不感兴趣，如果你们的态度是这样的，那么请别听我的建议——因为你们已经走在正确的道路上啦。

道德和涉及心理学的普世智慧考量的关系之密切，是再怎么强调也不为过的。以偷窃为例。如果(A)偷窃非常容易，而且(B)被抓住了也不用受惩罚，那么世界上有许多人将会变成小偷。

一旦他们开始偷窃，**一贯性原则**——这也是心理学的重要内容——将会很快和有利偷窃的环境结合起来，促使他们养成偷窃的习惯。所以如果你们经营一家公司，由于你们的管理不善，导致人们可以轻而易举地盗窃公司的财产，那么你们就给那些替你们工作的人造成了极大的道德伤害。这个道理也很明显。**创建一套严密防止欺诈**

的管理系统是非常、非常重要的。不然的话，你们就会亲手毁掉你们的公司，因为人们既然能够不受惩罚地偷窃，就会拥有一种**激励机制引起的偏见**，认为糟糕的行为是没有问题的。

那么，如果别人那么做了，你就知道至少有两种心理学原则产生了作用：**激励机制引起的偏见和社会认同**。不仅如此，发挥作用的还有谢皮科效应：假如总体的社会风气很坏，许多人因此而获得利益，你们要是想对此吹响警笛，他们就会反对你们，变成危险的敌人。漠视这些原则、容许作恶是非常危险的。**强大的心理力量会造成很多恶果**。

这跟司法行业有什么关系呢？许多人从斯坦福法学院这样的地方毕业，进入我们国家的司法机构，带着最好的愿望和动机，然后制定一些让人有漏洞可钻的法律。没有什么比这更加糟糕的事情了。比如说，你们有为公众服务的愿望。你们应该反过来想："我要怎样才能对文明社会造成破坏呢？"那是很容易的。如果你们想要破坏这个文明社会，只要到司法机关供职，然后通过一些有很多漏洞的法律就可以啦。这种方法将会非常有效。

以加州的工伤赔偿保险制度为例。工伤是有的，因工受伤确实很惨，所以你们想要为那些在工作场所受伤的人提供赔偿。这看起来是一件高尚的事情。**但这种赔偿制度的问题在于，它根本不可能防止诈骗**。而你们一旦开始赔偿那些弄虚作假的人，就会有許多狡猾的律师、狡猾的医生、狡猾的工会等参与到诈伤骗保中来。你们将会引发大量灾难性的行为，**尝到甜头的人将会变本加厉**。所以你们的本意是帮助你们的文明社会，但结果却是给它造成了巨大的损失。所以与其创立一种有漏洞的制度，还不如就不要赔偿了——就让生活艰辛一些。

让我来给你们举个例子：我有个朋友，他在得克萨斯州离边境线不远的地方有一座制造工业产品的工厂。他的工厂利润微薄，度日艰难。他遇到了许多诈伤骗保的事情——每年支付的赔偿金达到了总薪酬支出的一成多。而在他的厂里工作根本就没什危险。他从事的不是拆迁之类的危险行业。所以他哀求工会："你们不能再这么做了。这种产品赚的利润还没你们骗到手的钱多。"但那时每个人都习惯了那么做。"那是额外的收入，那是额外的钱，每个人都这么做。这不可能是错误的。杰出的律师、杰出的医生、杰出的脊椎按摩师——假如有这种东西的话——都在诈骗。"

没有人能够告诉他们，说："你们不能再这么做了。"这恰好也跟心理学上的巴甫洛夫联想有关。当人们听到坏消息，他们会讨厌带来消息的人。因此，工会代表很难告诉所有人这种容易到手的钱再也没有了。工会代表是不会那么做的。所以我的朋友关闭了工厂，在犹他州一个信仰摩门教的社区重振旗鼓。摩门教徒不会诈伤骗保——

至少他们在我朋友的工厂没有这么做。你们猜猜看，他现在的工伤赔偿支出是多少？只有总薪酬支出的 2%(从一成多下降到 2%)。

这种悲剧是由容许作恶的态度引起的。**你们必须及早制止作恶**。如果你们不及时采取行动，那么制止人们继续作恶和道德败坏是很难的。

(查理讲述他对“剥夺性超级反应综合征”的定义，及其同赌博和 1980 年代中期新可乐争论的关系。)

当然，正如我从前说过的，在使用那些装备了基本的心理学力量的技巧之前，有一点需要引起特别的关注：当你们知道该怎么做之后，你们必须依据道德规范来调整自己的行为。并不是你们懂得如何操控人们之后，就可以随心所欲地去操控他们。

如果你们跨过了道德的界线，而你们试图操控的那个人因为也懂得心理学，所以明白你们的用意，那么他就会恨你们。劳资关系中就有这种效应的铁证——有一些发生在以色列。所以这么做不仅会遭到良心的谴责，还会引发行动的抗议——有时候是非常严重的抗议.....

问答环节

提问：你如何在投资决策中应用心理学？我认为投资决策肯定没有那么简单，只要挑选每个人都看好的产品——比如可口可乐的股票——就行。毕竟投资界的聪明人很多，他们的思维方法明显跟你今天告诉我们的一样。当你在挑选成功企业的时候，你有考虑其他投资者在其投资思维中的失败吗？

芒格：正如我在南加大说过的，投资之所以困难，是因为人们很容易看出来有些公司的业务比其他公司要好。但它们股票的价格升得太高了，所以突然之间，到底应该购买哪只股票这个问题变得很难回答。我们从来没有解决这个难题。在 98%的时间里，我们对待股市的态度是.....**保持不可知状态**。我们不知道。通用汽车的股价跟福特比会怎样？我们不知道。

我们总是寻找某些我们看准了的、觉得有利可图的东西。我们看准的依据有时候来自心理学，更多时候来自其他学科。并且我们看准的次数很少——每年可能只有一两次。我们并没有一套万试万灵、可以用来判断所有投资决策的方法。我们使用的是一种与此完全不同的方法。

我们只是**寻找那些不用动脑筋也知道能赚钱的机会**。正如巴菲特和我经常说的，我们跨不过七英尺高的栏。我们寻找的是那些一英尺高的、对面有丰厚回报的栏。所以我们成功的诀窍是去做一些简单的事情，而不是去解

决难题。

提问：你们的投资决策靠的是统计分析和眼光吗？

芒格：当我们做出一项决策的时候，我们当然认为我们的眼光不错。有时候我们确实是因为统计分析才看好某个投资项目。不过，再说一遍，我们只发现了几个这样的机会。光有好机会是不够的，它们必须处在我们能看明白的领域，所以得在**我们能看明白的领域出现定错价的机会**。这种机会不会经常出现。

但它不需要经常出现，如果你们等待好机会，并有勇气和力量在它出现的时候好好把握，你们需要多少个呢？以伯克希尔最成功的 10 个投资项目为例。我们就算不投资其他项目，也会非常富裕——那些钱两辈子都花不完。

所以，再说一次，我们并没有一套万试万灵、可以用来判断所有投资决策的方法。如果有，那就荒唐了。我只是给你们一种用来审视现实、以便获取少数可以做出理性反应的机会的方法而已。如果你们用这种方法去从事竞争很激烈的活动，比如说挑选股票，那么你们将会遇到许多出色的竞争对手。所以我们即使拥有这种方法，得到的机会也很少。幸运的是，那么少的机会也足够了。

提问：你是否成功地创造出一种氛围，让你的手下也能够做你说你自己一直在做的事情？例如，你刚才说到人类心理有追求一贯性的倾向……

芒格：我主要是说这种倾向会让人犯一些糟糕的错误。

提问：你如何创造出一种轻松的氛围，(足够)让人们放弃那种倾向，并承认他们犯下错误呢？例如，今年早些时候，英特尔的某个人谈起了他们的奔腾芯片遇到的问题。他们遇到的最大困难之一是意识到他们做错了，于是从头再来。在一个复杂的企业里面，这么做是很困难的。请问你是怎么做的呢？

芒格：英特尔及其同行创造了一种协调的企业文化，便于各个团队解决前沿的科学问题。那跟伯克希尔有很大的不同。伯克希尔是一家控股公司。我们的权力很分散，**只有最重要的资本配置才由公司的高层来拍板**。

基本上，我们会选择那些我们非常钦佩的人来管理我们的附属公司。一般来说，我们跟他们很容易相处，因为我们喜爱和钦佩他们。他们的企业中应该有什么样的企业文化，都由他们自行决定，我们并不会干预。他们总是能够积极进取，及时更正以往的错误。

但我们是一家完全不同的公司。我完全不清楚沃伦或者我是否擅长安迪·格鲁夫(Andy Grove)的老本行，我们

在那个领域毫无竞争力。**我们相当善于团结我们敬爱的杰出人士**，但我们也有缺点。例如，有人觉得我总是心不在焉，而且很顽固。要是在英特尔，我可能会干得一团糟。然而，**沃伦和我都非常善于改变我们先前的论断**。我们致力于提高这种本事，因为，如果没有它的话，灾难就常常找上门来。

提问：你似乎对投资高科技公司不那么感冒，你本人和伯克希尔都是如此，你能稍微谈谈为什么吗？我发现有件事情让我很吃惊，那就是经营一家低科技企业的难度和经营一家高科技企业的难度竟然是差不多的。

芒格：这两种都很难。但要发财哪有那么容易呢？这个世界竞争这么激烈，难道每个人都不可能轻易发财有什么不对吗？这两种公司当然都很难经营。

是的，低科技企业可能会难很多。不信你们去开一家餐厅，看看能否取得成功。

提问：你似乎认为高科技行业更难经营，你说经营高科技企业需要特殊才能。但它们难道不是一样的吗？

芒格：对我们来说，低科技企业的优势在于，我们认为我们对它的理解很充分。对高科技企业则不是这样的。我们宁愿与我们熟悉的企业打交道。**我们怎么会放弃一种我们有很大优势的游戏，而去玩一种竞争激烈而我们又毫无优势，甚至可能处于劣势地位的游戏呢？**

你们每个人都必须搞清楚你们有哪方面的才能。你们必须发挥自己的优势。但如果你们想在较不擅长的领域取得成功，那你们的生活可能会过得一团糟。这一点我可以保证。如果不是这样的话，那你们肯定是中了彩票或者遇到其他非常走运的事情。

提问：巴菲特说伯克希尔对全美航空的投资是一次典型的失败。你们怎么会做出那个错误的决定呢？

芒格：基于普通股东的人数必然会膨胀，我们没有购买全美航空(USAir)的股票——因为在照顾普通股东的权益方面，航空业的历史很糟糕。我们购买的是有强制性赎回权的优先股。实际上，我们当时借钱给全美航空，所以得到了这种债转股选择权。

我们并没有猜想它对股东来说是不是个好地方。我们只是猜想它能不能够保持兴隆，从而有足够的财力偿还贷款——除了强制赎回权之外，还有固定的分红。我们预计这家公司不会变得那么糟糕，不至于我们得承受我们所得到的高利率也不够补偿的风险。但结果是，全美航空公司很快就处于破产边缘，它挣扎了几个月，后来又恢复了正常，将来我们也许能够收回全部本金和利息。但它是一个错误。(伯克希尔后来确实全部收回了它对全美航空的全部投资并获利不菲。)

我可不希望，你们误以为我们拥有任何可以使你们不犯很多错误的学习或行事方式。我只是说你们可以通过学习，比其他人少犯一些错误——也能够在犯了错误之后，更快地纠正错误。但既要过上富足的生活又不犯很多错误是不可能的。

实际上，生活之所以如此，是为了让你们能够处理错误。那些破产的人的通病是无法正确地处理心理否认。你们对某样东西投入了巨大的精力，对它倾注了心血和金钱。你们投入的越多，一贯性原理就越会促使你们想："现在它必须成功。如果我再投入一点，它就会成功。"

如何对付错误和那些改变赢面的新情况，也是你们必须掌握的知识之一。生活有时候就像扑克游戏，有时候你们即使拿到一把非常喜欢的牌，但也必须学会放弃。这时候，"剥夺性超级反映综合症"也会出现：如果不再投入一点，你们就要前功尽弃啦。人们就是这样破产的——因为他们不懂停下来反思，然后说："我可以放弃这个，从头再来。我不会执迷不悟下去——那样的话我会破产的。"

提问：迪士尼收购首府/ABC 广播公司的时候，你们并没有套现，而是把首府广播的股票换成了迪士尼的股票，能谈谈你是怎么考虑的吗？媒体上有报道说你曾经考虑收取现金。

芒格：迪士尼是个非常棒的公司，但它的股票价格也太高了。它有部分业务是拍摄普通电影——这种生意对我毫无吸引力。然而，迪士尼有些业务比一个大金矿更好。我的孙儿孙女儿们——我是说，那些卡通录像带.....

迪士尼是自我催化的完美典范.....他们拍摄了许多电影。他们拥有版权。电冰箱的出现极大地促进了可口可乐的发展，同样道理，当录像带被发明出来之后，迪士尼不需要发明任何新东西，它只要把摄制好的电影灌录成录像带就够了。每个父母和祖父母都希望自己的后代坐在家看这些录像带。所以，普通人的家庭生活对迪士尼的发展起到了推波助澜的作用。这里面的市场高达数千亿美元。很明显，如果你们能够找得到，这是个非常好的模型。你们不用发明什么东西。你们只要稳坐不动，世界就会抬着你前进.....迪士尼后来做了许多正确的决定。别误会我的意思。但迪士尼的成功，确实很像我有个朋友在评论他一位无知却又获得成功的学友时说的话："他是一只坐在池塘里的鸭子。人们抬高了池塘的水位。"

艾斯纳和威尔斯对迪士尼的管理是很出色的。但当他们上任的时候，那些老电影的录像带对迪士尼的推动作用已经出现了，所以他们能够轻而易举地对管理进行革新。平心而论，他们也很出色，创造了不少风靡市场的新产品，比如说《风中奇缘》和《狮子王》。到最后，光是《狮子王》就能带来几十亿美元的收益。我说的"最后"，

是指差不多 50 年以后。时间是有点长，但光靠一部电影就能赚几十亿美元。

提问：你能谈谈你为什么离开律师业吗？

芒格：我家里人很多。南希和我养了八个孩子.....我当时也没想到后来当律师会突然变得那么好赚钱。我离开之后，律师业就开始赚大钱了。到了 1962 年，我差不多不干了，而完全不干是在 1965 年。所以那是很久之前的事情了。

另外，我比较喜欢独立自主，用自己的钱去(投资)赌博。我常常想，反正我了解的比客户还要多，我干嘛要替他办事呢？所以部分原因是我比较自大，部分原因是我想要能够让我独立自主的资源。

还有就是，我的客户大多数都很好，但有一两个我不是很喜欢。此外我还喜欢资本家的独立性。我的性格向来有好赌的一面。我喜欢算清楚事情，喜欢下赌注。所以我就顺其自然了。

提问：你会去拉斯维加斯赌钱吗？

芒格：我从现在到离世都不会去赌场赌 100 美元。我不会那么做。我怎么会去赌场呢？我偶尔会跟朋友娱乐性地小赌一把，偶尔会跟一个比我高明得多的对手玩桥牌，比如说鲍勃·哈曼(美国桥牌手，被认为是世界上最伟大的桥牌手之一，曾获得 12 次世界冠军，50 次北美冠军)，他可能是世界上打牌打得最好的人。但我知道我跟他是打着玩的。那是娱乐活动。

至于那种简单机械的赌场拥有永久优势的赌博，我怎么可能去玩——我特别讨厌合法赌场那种操纵(大众心理)的文化。所以我不喜欢将赌博合法化。我也不喜欢拉斯维加斯，即使它现在设有很多适合全家大小一起玩的娱乐项目。我不喜欢跟很多在牌桌上混的人在一起。另外一方面，坦白讲，我确实喜欢能体现男子气概的打赌艺术。我喜欢跟朋友们社交性小赌一下。但我不喜欢那种专业的赌博环境。

提问：你能说说自从你入行以来，共同基金和资金管理行业发生了什么变化吗？还有资本市场的增长。

芒格：实际上，我并没有真正地入行。我曾开过一家小小的私人合伙公司，经营了 14 年，二十几年前关掉了。然而，按照现在投资管理业的标准，我从投资者那里得到的费用还远远不够格。所以我确实不曾进入共同基金这个行业。

但资金管理业是美国近年来增长最快的行业之一。它创造了许多富裕的专业人士和许多亿万富翁。对于那些入行早的人来说，它是个大金矿。养老基金、美国公司市值和全世界财富的增长为许多人创造了一个利润丰厚的

行业，并让其中许多人发了大财。我们跟这些人有各种往来。不过，我们很多年没有涉足这个行业了。在很长的时间里，我们基本上只用自己的钱来做投资。

提问：你认为这次牛市将会持续下去吗？

芒格：如果 25 年后，所有美国公司的市值没有比现在高很多，那我会非常吃惊。如果人们继续相互交易，将这些小纸片炒来炒去，那么资产管理业仍将会是一个热门行业。但除了用可以说是我们自己的钱来投资之外，我们真的不在这个行业里。

提问：我对你们投资策略的转变很感兴趣，你们开始采用的是本杰明·格雷厄姆的模型，现在是伯克希尔模型。你认为刚入门的投资者应该采用哪种模型呢？比如说把大部分或者全部资金投在一个我们认为很好的机会，然后几十年都不去动它？或者这种策略只适合一个更为成熟的投资者？

芒格：每个人都必须根据他自己的资金状况和心理素质来玩这个游戏。如果亏损会让你变得很惨——有些亏损是不可避免的，你最好采用一种非常保守的投资模式，多存点钱。**所以你必须根据自己的实际状况和才能来调整投资策略。**我并不认为我能给你一种万金油式的投资策略。

我的策略对我来说是有效的，**但这部分是因为我善于接受亏损。我的心理承受得了亏损。**此外，我亏的次数并不多。这两种因素加起来，使得我的策略很有效。

提问：你和巴菲特都说伯克希尔的股价太高了，你不推荐人们买它。

芒格：我们没有这么说(倒有这么认为过)。我们只是说，当时价格那么高，我们不会买，也不会推荐朋友去买。但这只跟伯克希尔在当时的内在价值有关。

提问：如果我有钱，我会买它的——因为你们说过你们的高回报率可以继续保持 20 年……

芒格：但愿你的乐观是对的。但我不会改变我的观点。毕竟，我们今天遇到的情况是前所未有的。有时我会跟朋友说："我正在尽最大努力啦。可是，我以前又没经历过老年生活。我这是第一次过呢。我不知道是否能过得好。"沃伦和我从来没有遇到过这种情况——估值非常高，资本数额非常惊人。我们从来没有遇到过，所以我们正在学习。

提问：你和巴菲特说的每句话似乎都很有道理，但听起来跟本杰明·格雷厄姆 30 年前说过的话差不多，他说股市的价值被高估了——当时道指只有 900 点。

芒格：哦，我并不认为我们的看法跟他是一样的。格雷厄姆虽然很了不起，但是他特别喜欢预测整体市场的走势。与之相反，沃伦和我总是认为市场是不可知的。从另外一方面来说，许多年来，扣除通货膨胀因素之后，大部分股票的年均回报率达到了 10%到 11%，我们说过这些回报率不可能持续一段非常长的时期。它们做不到。那完全是不可能的。世界的财富不可能以这种速度增长。不管斯坦福大学持有的证券组合过去 15 年来取得了什么样的业绩，未来的收益肯定会比过去的糟糕。也许会还可以。但过去 15 年是投资者的快乐时光，如此惊人的富矿效应(Bonanza Effects)不可能永远持续下去。

提问：伯克希尔的年报引起了媒体的广泛关注，因为它表达的悲观看法认为，公司的规模越来越大，导致投资机会越来越少。这种情况对你们未来 10 年有什么影响？

芒格：我们反复地说过，跟过去相比，未来股东财富的复合增长率将会下降——我们的规模将会拖业绩的后腿。我们反复地说过这不是一种观点，而是一种承诺。

然而，不妨假定从现在开始，我们能够让账面价值以每年 15%的比例复合增长。这个回报率不算太糟糕，对于长期持有我们的股票的股东来说，应该是可以接受的。我只是说我们能够承受增长放慢，因为我们的收益肯定会降下来，但对长期股东来讲仍是不错的。

顺便说一句，我并没有承诺我们的账面价值每年会有 15%的复合增长率。

提问：你刚才说避免拥有极端的意识形态是很重要的。你认为商界和法律界有责任帮助城市的贫民，让他们走上致富的道路吗？

芒格：我完全赞成解决社会问题。我完全赞成对穷人解囊相助。我完全赞成在经过深思熟虑之后，去做一些你认为利多于弊的事情。我反对的是非常自信、非常有把握地认为你的干预必定是利多于弊，因为你要对付的是一个非常复杂的系统，在这个系统里面，每件事情相互牵连，相互影响。

提问：那么(你的意思)就是要确定你做的事情(利多于弊).....

芒格：你没办法确定。这就是我的看法.....但从另外一方面来说，我最近确实推翻了两组工程师提出的方案。我怎么会有足够的自信在一个如此复杂的领域做这样的判读呢？嗯，你也许会想：“这个家伙只是个有钱的自大狂罢了，他以为他什么都懂呢。”我可能是个自大狂，但我并不认为我什么都懂。不过我发现那两组工程师都很可能存在偏见，他们提出的结论都对他们自己有利。每一派所说的都与他们的天然偏见相合，这让我产生了怀疑。此

外，也许我掌握了足够多的工程学知识，所以能够知道(他们的结论)并无道理。最后，我找到第三个工程师，他提出的方案我很认可。后来第二个工程师跑来对我说："查理，我怎么就没想到呢？"——他能这么说还是值得赞扬的。第三种方案更好，不但更安全，造价也更低。

有些人虽然比你更有学问，但在他的认知明显受到激励机制引起的偏见或者某些相同的心理因素影响时，你必须要有自信推翻他的结论。但有时你不得不承认自己的能力有限——你最好的办法就是信任某位专家。实际上，你应该弄清楚你知道什么，不知道什么。在生活中，还有什么比这个更有用的呢？

提问：你讨论过可口可乐的失败。你认为苹果犯了哪些错误呢？

芒格：让我来给你一个非常好的答案——这个答案是我从通用电气的 CEO 杰克·韦尔奇那里抄来的。韦尔奇是一位工程学博士。他是商界巨星。是个非常了不起的人。最近，有人问他："杰克，苹果到底做错了什么？"当时巴菲特也在场。韦尔奇是怎么回答的呢？他说："我没有足够的能力来回答这个问题。"

我想给你相同的答案。在这个领域我没有能力给你任何特殊的见解。从另一个方面来说，我照搬韦尔奇的答案，是为了教你一个道理。当你不了解、也没有相关的才能时，不要害怕说出来。

有些人不是这样的，我想用一个生物学的例子来说明。当蜜蜂发现蜜源的时候，它会回到蜂窝，跳起一种舞蹈，告诉同类蜜源在哪个方向，有多远，这是蜜蜂的基因决定的。四五十年前，有个聪明的科学家把蜜源放得很高，蜜蜂从来没有遇到过这样的情况。所以蜜蜂发现了蜜源，回到蜂窝。但它的基因里没有编排好表达蜜源太高的舞蹈。它是怎么做的呢？如果它是韦尔奇，它就会坐下来。但实际上它跳起了一种不知所谓的舞蹈。

许多人就像那只蜜蜂。他们试图以那种方式回答问题，那是一种巨大的错误。没有人期望你什么都懂。有些人总是很自信地回答他们其实并不了解的问题，我不喜欢跟他们在一起。在我看来，他们就像那只乱跳舞的蜜蜂，只会把整个蜂窝搞得乱哄哄的。

提问：你曾经在律师事务所干过，请问你当时是如何利用这些模型的？效果怎么样？现在的律师事务所好像并不采用这些模型。

芒格：它们也采用这些模型。但跟学术界的情况相同，律师事务所也有一些不正常的激励机制。实际上，从某些方面来说，律师事务所的情况更加糟糕。

我来说说律师业的另外一种模型：我很小的时候，我父亲是个律师。他有个好朋友叫格兰特麦克费登，奥马

哈的福特汽车经销商，这人也是父亲的客户。麦克费登先生是个非常了不起的人——他是个白手起家的爱尔兰人。他小时候经常挨父亲毒打，于是从农场逃出来，自己开创了一片天地。他是个聪明人，极其正直，极其有魅力——反正是个非常、非常了不起的人。我父亲有另外一个客户跟他正好相反，那人是个吹牛大王，自视极高，处事不公，夸夸其谈，难以相处。当时我大概只有 14 岁，我问："爸爸，你为什么替 X 先生——那个自视极高的吹牛大王——做那么多工作，而不是花更多精力在格兰特·麦克费登这样的好人身上呢？"

我父亲说："格兰特·麦克费登正确地对待他的员工，正确地对待他的客户，正确地处理他的问题。如果他遇到一个神经病，他会赶紧远离那神经病，尽快给自己找条出路。因此，我要是只做格兰特·麦克费登的生意，就没钱给你喝可口可乐啦。但 X 先生就不同了，他在生活中遇到许多法律纠纷。"

在生活中，为了养家糊口，你不妨偶尔替那些丧失理智的自大狂服务。但你应该像格兰特·麦克费登那样为人处世。那是个很好的道理。这个例子表明从事律师业的问题之一。在很大程度上，你不得不跟一些非常低劣的人打交道。当律师能够赚很多钱，大部分归功于他们。就算你的客户是个品德高尚的人，你要帮他应付的对手也往往是非常低劣的家伙。这是我不再当律师的一个原因。

另外一个原因是我的私欲，但也是因贪欲带来的成功，我才能够更容易去做一个值得尊敬和理性的人。就像本杰明·富兰克林说过的："空袋子很难竖起来。"

我认为当我问起那两位客户时，我父亲的回答方式是非常正确的。他教给我一个道理。什么道理呢？在生活中，为了养家糊口，你不妨偶尔替那些丧失理智的自大狂服务。但你应该像格兰特·麦克费登那样为人处世。那是个很好的道理。

而且他用的教学方式非常巧妙——**因为他不是把这个道理直接灌输给我，而是让我自己通过思考去体会。**我必须自己动脑筋，才能明白我应该学习格兰特·麦克费登。**他认为如果这个道理是我自己摸索出来的，我会记得更牢。**确实是这样的，我到今天还牢牢地记住它——尽管已经过去几十年了。这是一种非常巧妙的教育方式。

这种方式也跟基本的心理学有关，跟基本的文学道理也有关系。优秀的文学作品需要读者略加思索才能理解，那样它对读者的影响会很深，你会更牢固地记住它。**这就是承诺和保持一贯性的倾向。**如果你动脑筋才懂得某个道理，你就会更好地记住它。优秀的文学作品需要读者略加思索才能理解。如果你动脑筋才懂得某个道理，你就会更好地记住它。

如果你是律师或者企业领导，也许会想让他明白我父亲告诉我的道理，或者其他你想让他们学到的事情。你可以通过这种方式对他们进行教育。难道用这种方法来教孩子不是很好吗？我父亲故意使用了间接的方法。你看它的效果多么好——就像库克船长巧妙地运用心理学一样。自那以后，我一直都在模仿格兰特·麦克费登——终生如此。我可能有些地方做得不够好，但至少我一直以他为榜样。

提问：你在《杰出投资者文摘》发表的文章结尾提到，只有少数投资经理能够创造附加值。你现在的听众将来都会成为律师，你认为我们应该怎样为司法业创造附加值呢？

芒格：只要成为能够正确思考的人，你们就可以创造附加值。只要很好地掌握正确的思考方式，能够见义勇为，当仁不让，你们就能够创造很大的附加值。只要能够防止或者阻止某些足以毁掉你们的事务所、客户或者你们在乎的某些东西的蠢事，你们就能创造很大的附加值。

你们可以使用一些有效的妙招。例如，我的老同学，斯卡登·阿普斯(Skadden Arps)律师事务所的乔伊·弗洛姆(Joe Flom)，是个十分成功的律师，原因就在于他非常善于用一些精妙的比喻来有效地传达他的观点。如果你们想为客户服务，或者想要说服别人，**用点幽默的比喻是非常有帮助的**。这是一种很了不起的本事。你们可以说乔伊·弗洛姆的本领是天生的，但他经常磨练这种天赋。你们或多或少都拥有这种天赋，你们也可以磨练它。

有时候你们会遇到一些不能做的事。例如，假设你有个客户非常想要逃税。他要是不逃税，就会觉得浑身不舒服。如果他认为有些漏洞可以钻但是他没有钻，他每天早上会连胡子都刮不干净。有些人就是这样的。他们就是不愿意安分守规矩。

你们可以用两种方法来解决这个问题：(A)你们可以说，“老子不给他干啦”，然后撒手不管，或者(B)你们可以说：“哎呀，生活所迫，我必须为他工作呀。我只是替他作假，不代表我自己作假。所以，我还是做吧。”

如果发现他真的想要做一些非常愚蠢的事情，你们这么对他说：“你这么做不对。我的道德比你高尚多啦。”那可能是没用的，并且会得罪他。你们是年轻人，他年纪比较大，因此，他不会被你们说服，而是会做出这样的反应：“你以为你是谁，凭什么给整个世界设立道德标准？”

但你们可以这样对他说：“你做这件事情，不可能不让你的手下知道。所以呢，你这么做很容易遭到敲诈勒索。你这是在拿你的声誉冒险，拿你的家人和金钱冒险。”这样做可能会有效。而且你们对他说的是实话。

如果必须使用这样的方法才能让人们做正确的事情，你愿意在这种地方工作吗？我想答案是否定的。但如果

你们只能在这样的地方待下去，从他的利益出发去说服他，很可能比从其他方面出发去说服他更有效。这也是一种有着极深的生物学根源的强大心理学原则。

我亲眼看到那种心理学原则是如何使所罗门倒掉的。所罗门的法律总顾问知道 CEO 古特福伦德应该尽快将所罗门公司的违法交易统统告诉联邦政府部门，他并没有参与那些不法交易，不是主犯。法律总顾问要求他那么做时说："虽然法律可能不要求你这么做，但那是正确的。你真的应该说出来。"但那没有用。这个任务很容易被推掉——因为它令人不愉快。那正是古特福伦德的选择——他把它推掉了。

除了 CEO，法律总顾问在所罗门公司并没有什么靠山。如果 CEO 下台，他也会跟着下台。因此，他整个职业生涯岌岌可危。所以为了拯救他的职业生涯，他需要说服这位拖拉的 CEO 赶快去做正确的事情。这件任务简单得小孩子都能完成。他只要这样对他老板说："约翰，你再这样下去，你的生活就毁了。你会身败名裂的。"这么说就可以了。没有 CEO 愿意自毁前途、声名扫地。

这位所罗门的前法律总顾问为人聪明大度——他的想法也是正确的。然而，他丢了工作，因为他没有应用一点基本的心理学知识。他并不知道，在大多数情况下，要说服一个人，从这个人的利益出发是最有效的。

但就算遇到相同的情况，你们应该不会得到相同的糟糕结果。只要记住古特福伦德和他的法律总顾问的下场就好了。如果你们用心学习，正确的道理是很容易掌握的。如果你们掌握了，在遇到其他人无法解决的关键问题时，你们就能够表现得游刃有余。只要你们变得明智、勤奋、公正，而且特别擅长说服别人去做正确的事，你们就能够创造附加值。

提问：你能谈谈诉讼的威胁——股东的官司等等——和一般法律的复杂性如何影响到大型企业的决策吗？

芒格：嗯，每个大企业都为法律成本叫苦，为规章制度之多叫苦，为公司事务的复杂性叫苦，为控方律师——尤其是集体诉讼的控方律师——叫苦。所以你完全可以把一家公司的叫苦单照搬给另外一家公司，一个字都不用改。但对于律师事务所来说，让它们叫苦的这些情况实在是好消息。

多年以来，大型律师事务所的业务一直处于上升通道。它们根本忙不过来，就像大瘟疫中的收尸人。当然，如果在瘟疫期间，收尸人一边手舞足蹈，一边拉小提琴，那会显得非常怪异。所以律师事务所的合伙人会说："唉呀，真叫人悲伤——这么多复杂的问题，这么多的官司，这么多的司法不公。"但说真的，他们多少有点精神分裂才会抱怨这种情况，因为这实际上对他们非常有利。

最近加州出现了一些有趣的事。部分辩方律师想让公民投票否决某个议案，但是这么做有害于他们客户的利益，所以他们只能偷偷摸摸地进行游说，免得被他们的客户发现。他们这么做的原因是，那个法案使得控方律师更难提出诉讼。如果你是辩方律师，靠的就是和这些极端分子斗智斗勇，以此来为孩子交学费——那个法案无异于将他们的饭碗打破。所以身为成年人，他们只能做出这种成年人的选择。所以大公司适应了。他们遇到更多的官司，不得不设立规模更大的法务部门。他们为他们不喜欢的东西叫苦，但他们适应了。

提问：可是在过去几十年里，这种法律的复杂性消耗了企业大量的资源，是吧？

芒格：是的。几乎所有美国公司的诉讼费用和为了遵守各种规章制度而支出的费用都比 20 年前高出了一大截。确实，有些新的法规是很愚蠢的。但有些则是不可缺少的。这种情况将会一直延续下去，只不过轻重程度会有所不同。

提问：是否有些企业由于担心失败或负法律责任而不太可能去投资那些风险较高的项目？您有看到或经历过企业决策上任何这样的变化吗？

芒格：我曾经和朋友——不是沃伦，是另外一个朋友——一起碰到过这种情况。我们控股的一家子公司发明了一种更好的警察头盔。那是用凯夫拉尔(对位芳纶，美国杜邦公司于 1960 年代研制出的一种具有低密度、高强度性能的新型复合材料)之类的原料制成的。他们把这种头盔带给我们看，要我们生产它。就意识形态而言，我们非常支持警察。我认为文明社会需要警察队伍——虽然我并不认为每年牺牲的警察很多，给社会带来了太多的孤儿寡母，但我们赞成警察该有更好的头盔用。

然而，我们看了一下头盔，然后对那个发明它的人说："我们公司很有钱，可是我们造不起这种更好的警察头盔。现在的文明社会就是这样的。考虑到各种风险因素，我们不能生产这种头盔。但我们希望有人愿意生产。所以我们不会漫天要价，去找别人呢生产它吧，把技术卖给能生产它的人。我们自己就不要生产了。"因此，我们并没有试图阻止警察获得这种新头盔，但我们决定我们自己不要制造头盔。

考虑到文明社会的发展方式，有些行业的情况是这样的，如果你是该行业最有钱的人，那么它会是一个糟糕的行业。比如说，在高中的橄榄球比赛中，难免会有球员因头部受伤而导致半身麻痹或者四肢麻痹。除了那家最有钱的头盔制造商，伤者还能找到更好的起诉对象吗？每个人都为伤者感到遗憾，都觉得那些伤病非常严重，所以制造商输掉官司的概率很大.....

我认为在我们这样的文明社会，富裕的大公司生产橄榄球头盔是不明智的行为。也许法律不应该让那些起诉头盔制造商的人轻易胜诉。(侵权赔偿制度不利于一些最好的企业进入某些隐性风险行业)

我认识两个医生——他们的婚姻都很美满。后来医疗责任险的保费升得太高，他们就都离婚了，把绝大部分的财产转移到他们的妻子名下。他们继续执业——只是没有投保医疗责任险而已。他们对文明制度不满。他们需要适应。他们信任他们的妻子。所以就出现了那种情况。自那之后，他们再也没有为医疗责任投保。

人们能够适应不断变化的司法气候。他们有各自的办法。从前是这样，将来也仍会是这样。

我个人最讨厌的是那些让欺诈变得容易的制度。加州那些脊椎按摩师的收入也许有一大半是纯粹通过欺骗得来的。例如，我有个朋友在一个糟糕的社区发生了一起小小的车祸。他甚至还没来得及把车驶离那个交叉路口，就收到了两个脊椎按摩师和一个律师的名片。他们专门从事伪造受伤报告的勾当。兰德公司的数据显示，我们加州平均每次车祸的受伤人数是其他许多州的两倍，但实际上我们每次车祸的受伤人数并没有比别的州高出一倍。所以有一半是伪造的。这已经成了一种社会风气，人们认为每个人都这么做，所以自己诈伤也完全没有问题。我认为这样的社会风气是很糟糕的。

如果制度由我来制定，那么对工作压力的工伤赔偿金将会是零——不是因为工作造成的压力并不存在，而是我认为如果允许因工作压力就能够得到赔偿，那么社会受到的损害，将会比少数人真的因工作压力受伤而得不到赔偿的情况糟糕得多。

我喜欢海军的制度。如果你是海军的船长，接连工作了 24 小时，需要去睡觉，所以在恶劣的环境中把船交给非常有能力的大副，而他把船弄搁浅了——这显然不是你的错——他们不会把你送到军事法庭，但你的海军生涯就结束了。你们也许会说：“那太严厉了。法学院可不是这样的。那不是合法的诉讼程序。”嗯，海军的模式比法院的模式好多了。海军的模式确实能够促使人们在环境恶劣的时候全神贯注——因为他们知道，如果出事绝对不会获得原谅。

拿破仑说他喜欢更幸运的将领——他不会支持败军之将。同样地，海军喜欢更幸运的船长。不管你的船是因为什么原因搁浅的，反正你的生涯结束了。没有人对你的错误(原因)感兴趣。那就是海军的规则——从方方面面来说，这对所有人都好。

我喜欢那样的规则。我认为，如果有几条这种(只追求结果)不追究过错原因的规则，我们的文明社会将变得更

好。但这种提议很容易在法学院引起争议：“那不是合理的诉讼程序，你没有真的追求正义。”

我赞成海军的规定，那就是在追求正义——**追求让更少船只触礁的正义**。考虑到这些规则带来的好处，我不在乎有位船长受到不公平的对待。毕竟，那又不是把他送到军事法庭。他只需要另外找份工作而已，他从前缴纳的养老金依然归他所有，诸如此类的。所以那对他来说也不会是世界末日。

我喜欢这样的规则。可惜像我这样的人不多。

提问：我想听你再谈谈如何作出判断。在你的演讲中，你说过我们应该阅读心理学教材，然后掌握十五六个最有道理的原则。我的问题跟第一步有关，怎样确定哪些原则是明显正确的呢？对我来说这才是更重要的问题。

芒格：掌握那些明显很重要和明显很正确的原则。没错……然后你还得钻研那些明显很重要然而教材上又没有的原则——这样你就能得到一个系统。

没你说的那么难，你言过其实了。人们很容易受到他人的思维和行为的严重影响，有时候这种受影响的情况是发生在潜意识层面上的，你觉得这很难理解吗？你觉得操作性条件反射的原理——也就是人们会重复他们上一次成功的活动——这很难理解吗？慢慢来，一个一个掌握。没有你说的那么难……

提问：我觉得要掌握的东西很多，有道理的内容也很多。我觉得这个系统很快就会变得很复杂——因为各种各样的原则太多了。

芒格：嗯，如果你像我一样，你就会觉得有点复杂才有意思。如果你想要毫不费力就能明白，也许你应该加入某种宣称能够解答一切问题的邪教。我可不认为那是一种好办法。我想你必须接受这个世界——它就是这么复杂。爱因斯坦曾经很好地总结过这一点：“**一切应该尽可能简单，但不能过于简单。**”

我想学习心理学也是这样的。如果有 20 种因素，并且它们相互影响，你必须学会处理它们——因为世界就是这么复杂。但如果你能够像达尔文那样，带着好奇心逐步解决问题，你就不会觉得很难。你会惊讶地发现，原来你能够学得很好。

提问：你刚才给了我们三个你使用的模型。我想知道你是从哪里找到其他模型的。第二个问题，你能教给我们一种更轻松地阅读心理学教材的方法吗？我倒不反对去读心理学教材，可是那样很费时间。

芒格：学科的种类并不多，真正有用的思想也不多。把它们统统弄清楚会给你带来很多乐趣。此外，如果你**通过亲自摸索去把它们搞清楚，而不是通过别人的转述死记硬背，这样你对那些思想的掌握才会比较牢固。**

更重要的是，**这种乐趣永远不会枯竭**。我以前接受的教育错误得很离谱。我根本没有看过所谓的现代达尔文主义的著作。我看的书也很杂，但我就是没看过这类书。去年我突然意识到自己真是个白痴，居然连现代达尔文主义都没看过，所以我倒了回去，在牛津大学伟大的生物学家道金斯(Dawkins)和其他人的帮助之下，我补充了这个流派的知识。我七十几岁啦，对我来说，理解现代达尔文综合理论绝对是快乐的事情。这种理论极其漂亮，极其正确。一旦掌握它之后，它就变得很简单。所以，**我这种方法吸引人的地方就在于，它带来的乐趣永不枯竭**。如果你患上老年痴呆症，最终被送到疗养院，那么我想这种乐趣确实会枯竭。但就算是那样，它至少也持续了很长的时间。

如果我是法学院的沙皇——不过法学院当然不会允许沙皇的存在(它们甚至不希望院长拥有太多的权力)——我会开设一门叫做"补救式普世智慧"的课程，它将会提供许多有用的东西，包括大量得到正确传授的心理学知识。这门课可能只持续三个周或者一个月.....我认为你们应该开设一门有趣的课程——**采用一些有说服力的例子，传授一些有用的原理**——那将会很有趣。我认为这门课程将有助于你们发挥从法学院学到的知识。

人们会对这个想法不以为然。"大家不做这样的事情。"他们可能不喜欢课程名称——"补救式普世智慧"——所含的讽刺意味。不过我这个名称的含义其实是"每个人都应该知道"。如果你管它叫补救式的，难道你的意思不是这样的吗？"这些道理真的非常基础，每个人都应该知道。"这样一门课将会非常有趣。可以援引的例子太多了。我不明白人们为什么不开设。也许是因为他们不想开，所以就没有开；但也许是他们不知道该怎么开；也许他们不懂这门课是什么。但如果你们在接受传统的法学院教育之前，有那么一个月的时间来学习这些通过生动的例子得到传授的基本道理，你们在法学院的整个求学过程将会有趣得多。我认为整个教育系统的效果将会好得多。但没有人对开设这样的课程感兴趣。

有些法学院确实传授教材之外的知识，但在我看来，他们的方法往往显得非常笨拙。其实美国大学的心理学课算上得不错的了，不信你看看那些企业金融课程。现代的组合投资理论？那完全是乱来！真叫人吃惊。我不知道怎么会这样。自然科学的工程学都教得很好。但除了这些领域，其他学科的情况完全是莫名其妙——尽管有些学科的研究人员智商非常高。可是，孩子们，学校应该如何改变这种愚蠢的局面呢？正确的做法不是请一个七十几岁的老资本家来告诉高年级的学生："这是一点补救式普世智慧。"这不是解决问题的办法。

从另外一方面来说，法学院在学生刚入学的第一个月就灌输一些基本的原理.....许多法学原理是跟其他原理联

系在一起的，它们的关系密不可分。然而，**在教学中，他们并没有指出这些法学原理跟其他重要原理有密切的关系。**这种做法很荒谬——绝对很荒谬。

我们为什么规定法官不能对未经他们之手的案件发表评论呢？当我上法学院的时候，老师们在课堂上谈到这个规定，但没有联系到本科课程中的重要内容加以说明。不把那些理由说出来真的很荒唐。**人类的大脑需要理由才能更好地理解事情。**你们应该把现实悬挂在附带理由的理论结构之上。只有那样，你们才能成为一个有效的思考者。至于老师们**教给学生一些原理，却不给理由，或者很少解释理由，那是错误的做法！**

我之所以想要设立一门课来传授补救式普世智慧，原因还在于它会迫使教授们去反省。要是这些教授传授的知识明显有误，而我们在一门叫做“补救式普世智慧”的课程中予以更正和强调，那么他们会感到难为情。那些传授错误知识的教授真的必须为自己辩护。这个想法是不是很疯狂？期待有人设立一门这样的课，可能是一个疯狂的想法。不过，如果有人真的开了这样的课，难道你们不觉得它会很有用吗？

提问：我认为要是有一门这样的课那就太好了。可惜等到这门课开出来的时候，我们早就毕业啦。你的建议是，可以通过设置一门课程来教我们。但除此之外，我们还有什么办法可以学到普世智慧吗？

芒格：一直以来，总有人问我学习是否有捷径。今天我也尝试给你们提供一些学习的窍门，但光靠这样一次演讲是不够的。正确的做法应该是写一本书。

我希望我说的话能够帮助你们**成为更有效率和更优秀的人。**至于你们是否会发财，那不是我要考虑的。但总有人要求我：“把你知道的都喂给我吧。”当然，他们说的话往往是这样的：“教我如何不费力气地快速致富。不但要我快速致富，你还要快速地教会我。”

我并没有兴趣自己写一本书。再说了，写书要花很多精力，那不是我这样七十几岁的人应该做的。我还有其他许多事情要处理，所以我不会去写书。但对别人来说是绝好的机会。**如果我发现有聪明人愿意正确地完成任务，我会为他的写作提供资助。(彼得考夫曼)**

让我来解释一下为什么现在的教育如此糟糕。部分原因在于**不同学科之间老死不相往来的现状。**例如，心理学只有和其他学科的原理结合起来才是最有用的。但如果你们的教授并不了解其他学科的原理，那么他就无法完成这种必要的整合。可是，如果有个人精通其他学科，致力于将其他学科的原理和心理学结合起来，他怎么能够成为心理学教授呢？这样的心理学教授往往会激怒他的同行和上级。

世界历史上有过几个非常了不起的心理学教授。亚利桑那州立大学的罗伯特·西奥迪尼(Robert Cialdini《影响力》)对我非常有启发，斯金纳(B.F.Skinner，操作性条件反射)也是一位，不是说他的偏执性格和乌托邦倾向，而是说他的实验结果。但总的来讲，我并不认为美国的心理学教授如果改行研究物理学，也能够成为教授。这可能就是他们没能把心理学教好的原因。

许多教育学院，甚至有些优秀大学的教育学院，都兴起了心理学的热潮。它们简直是知识界的耻辱。有些院系——甚至在有些杰出的研究机构中——有时也会存在某些重要的缺陷，开设许多名为心理学的课程也并非包治百病的灵丹妙药。

考虑到学术界的惯性，所有学术界的缺陷都是非常难以解决的。你们知道芝加哥大学是如何解决心理学系问题的吗？该系拥有终身教职的教授都很糟糕，**校长实际上废除了整个心理学系**。假以时日，芝加哥大学将会拥有一个全新的、截然不同的心理学系。实际上，现在它也许已经拥有了，也许情况比以前好得多了。我必须承认，我对一个如此有魄力的大学校长是极其钦佩的。我并不希望你们听了我的批评之后，就以为大学心理学教育的糟糕情况完全是因为心理学系的教职员工能力都很低下。相反，造成这种情况的原因跟心理学的本质有关——这个学科有许多难以消除的、令人着恼的特性。

让我通过一个包括几个问题的“思维实验”来证明这一点：是否有些学科需要一个像詹姆斯·克拉克·麦克斯韦那样的集大成者，却从未吸引到这样的人才？学院心理学的本质是否决定了这个学科对天才毫无吸引力？我认为这两个问题的答案都是肯定的。

原因不难理解，每代人中能够准确地解决热力学、电磁学和物理化学的各种难题的人只有少数几个，用一只手就可以数得过来。这样的人往往会被活着的最杰出的人乞求从事尖端的自然科学研究。这样的天才会选择从事心理学研究吗？心理学的尴尬之处在于：(A)就社会心理学而言，人们对它揭示的各种倾向了解得越多，这些倾向的作用就会变得越弱；(B)就临床(治疗)心理学而言，它必须面临一个尴尬的问题：相信虚幻的东西往往能够提高幸福感。所以我认为答案显然是否定的。**非常聪明的人不愿意从事心理学研究**，正如诺尔贝物理学奖得主马克斯·普朗克不愿意从事经济学研究一样：他认为他的方法无法解决经济学的问题。

提问：我们谈论了许多生活质量和专业追求之间的关系。除了学习这些模型之外，你还有时间做其他感兴趣的事情吗？除了学习之外，你还有时间去做好玩的事情吗？

芒格：我总是用相当一部分的时间来做我真正想做的事情——比如说只是钓鱼、玩桥牌或者打高尔夫球。

我们每个人都必须想清楚自己要过什么样的生活。你们也许想要每周工作 70 个小时，接连工作 10 年，以便成为克拉法斯律师事务所的合伙人(美国著名律师事务所)，然后更加卖命地工作。你们也许会说："我不愿意付出那么大的代价。"这两种方式完全是因人而异，你们必须自己弄清楚。

但无论你们选择了哪种生活方式，我认为你们应该尽量去吸收基本的普世智慧，否则就是犯了大错，因为世俗智慧可以让你更好地服务别人，可以让你更好地服务自己，可以给生活带来更多的乐趣。所以如果你们有能力去掌握它却不去掌握，我认为那是很荒唐的。如果你们掌握了普世智慧，你们的生活将会变得很丰富——不仅是金钱方面，其他方面也将会变得很丰富。

这次演讲是非常特殊的，一个商人跑到法学院来做演讲——这个家伙从来没有上过一节心理学的课程，却告诉你们所有的心理学教材都是错的。这是很奇怪的。但我只能告诉你们，我是很诚恳的。有许多简单的东西是你们之中许多人都能够学会的。如果你们学会了，你们的生活将会得到改善。此外，学习它是很有趣的。所以我敦促你们去学习它。

提问：这些年来，你实际上是在完成与他人分享智慧的任务吗？

芒格：当然。你们看看伯克希尔就知道啦。我认为它是最具有教育意义的企业。沃伦不打算花钱。他准备把钱统统回馈给社会。他只是建立起一个讲台，以便人们聆听他的教诲而已。不用说，他的教诲都是很好的。那个讲台也不算差。你可以说沃伦和我都是我们自己意义上的学者。

提问：你说的话大多数很有说服力。你对知识、改善人类生存状况和金钱的追求都是值得称道的目标。

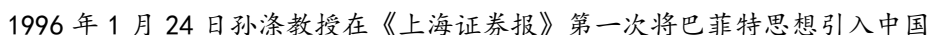
芒格：我不知道对金钱的追求是否值得称道。

提问：那么，追求金钱应该算是可以理解的目标吧？

芒格：这我倒是同意的。反正我不会瞧不起那些搞电话推销或者校对债务合约的人。如果你需要钱，赚钱就是乐趣。如果你在你的职业生涯中必须更换许多份工作，那也没什么好说的。你终究得做点赚钱的事情。许多工作只要能够让你赚钱，就是体面的工作。

提问：我知道你对那些太受意识形态影响的人有所保留。但你的所作所为就没有受到意识形态的影响吗？难道就没有什么让你为之醉心的东西吗？

理。我并不认为人们只要坐下来空想就能掌握普世智慧。没人有那么聪明……



芒格：关于实践思维的现实思考 1996

1996 年 7 月 20 日

我的演讲题目是"关于实践思维的现实思考？"——后面带着一个问号。在漫长的职业生涯中，我吸取了各种异常简单的基本概念，它们往往有助于**解决实际问题**，我将给你们介绍五个这样的概念，之后，我还会给你们介绍一个典型案例。这个问题是如何把手中 200 万美元的资金变为 2 万亿美元，我将尝试通过几条有用的基本概念解决这个问题。接着阐述其中渗透的重要教育启示，以这种方式结尾是因为我的本意在于促进教育，而今天的思维游戏也是为了探讨更好的思维方法。

第一个观点是，**为了简化问题，首先做出最显而易见的重大决策。**

第二个观点是，效仿伽利略曾经得出的一个结论：**科学的真实世界通常只能以数学表达出来，数学就像上帝的语言一样。**他这种看法同样适用于纷扰的尘世生活。很多时候，没有自如运用的数学能力就好似瘸腿的人参加田径比赛。

第三个观点是，**对待问题，不仅要深入思考，也要逆向思考**，正如我之前所讲的那位农夫，他希望知道自己将死在何处，这样他才能避开。很多问题无法通过正面思考来解决，这也是代数学家卡尔·雅克比把"**反过来想，要经常反过来想**"挂在嘴边的原因。毕达哥拉斯学派同样通过逆向思考证明根号 2 是无理数。

第四个观点是，**最好且最实用的智慧是最基本的学术智慧，但有一个相当重要的前提：必须从多元学科的角度来思考。**在生活中应时常运用大学一年级基础学科中所有易学好懂的概念，如果达到自如运用的境界，就能提出解决问题的多种方法。一些学术机构或者官僚企业的见解非常狭隘，它们被划分为具体的学科或分支学科，对于超出自己范围的领域就视作禁区，运用跨学科思考时，你必须遵循本富兰克林在《穷理查年鉴》一书中的教诲：**如果你想完成，就着手做吧。否则就让别人去做。**

如果你在思想上完全依赖他人，那么一旦遇上你不熟悉的事情，就只能花钱获取专家的意见，这样做危害重重，不仅因为它将把你带到繁杂的方式中，还会碰到如萧伯纳笔下的一个人物所说的情况："所谓职业，不过是蒙骗外行人的行当。"实际上，他也讲出了萧伯纳所担忧的事情。通常情况下，并不是因为拥有狭隘知识的专业咨询师有意读职导致，而应归咎于他**潜意识中的偏见**。因为他的金融动机不同于你，认知势必会受影响。因此，正如一个谚语所说的：**对一个拿着锤子的人来说，他眼中的问题都像钉子。**这种心里缺陷也将考验他。

第五个观点是，真正有重大影响和出色的成果通常是处于各种因素的结合。比如说，肺结核能得到有效抑制是由于长时间有规律地服用至少三种不同的药物所致，其他的合奏效应(lollapaloozaeffect)比如飞机行驶也遵循同样的模式。

现在我给你们提出了一个实践性问题：

现在是 1884 年的亚特兰大，你同其他 20 个人一样被带到一个古怪的富翁面前，他叫格洛茨(Gloz)。你跟他有一些共同点：首先，你们会经常应用以上五种有效的观点来解决问题，还了解当时大学里所有的课程(跟 1996 年的情况一样)的基本思想。但是，所有的发明及阐述基本观点的例子都仅限于 1884 年前，你和格洛茨两人对于 1884 年之后的事情一无所知。

格洛茨拿出 200 万美元投资，其中一半资产用于建立格洛茨慈善基金会，投资一家非酒精类饮料的制造企业，格洛茨希望给这种饮料取一个迷人的名字——可口可乐。

如果能说服格洛茨，你的商业计划将会让他的基金 150 年后达到 2 万亿美元——即至 2034 年，剔除每年支付的大量股息后，新企业的价值将达到 2 万亿美元，那格洛茨另外一半资产将会转至你的名下。如果有 15 分钟为自己做宣传的机会。你打算怎么说？

我的对策是，在向格洛茨做宣传时，只运用以上几个有效的观点和聪明的大三学生都能掌握的知识。

格洛茨，为了简化问题，我们做出了简单而又明智的决策：

首先，通过销售普通的饮料永远不能创造出这 2 万亿美元，所以，我们会把你以“可口可乐”命名的饮料打造成**强势且受法律保护的商标品牌**。

第二，我们将从亚特兰大做起，然后打开美国其他地区的市场，之后会把新饮料成功而又迅速地推广到全世界。我们需要开发出一种**具有全球吸引力的产品**，因为它利用了有效的基本要素，而这种要素必须从大学的基础学术课程中去寻找。

下面我们利用数学原理来阐述我们的具体目标：

通过合理地推测，截止 2034 年，全球大概有 80 亿饮料消费者，届时消费者将比 1884 年的消费者更富裕，每个消费者体内大部分都是由水组成的，他们每天必须饮下大约 64 盎司的水，这是 8 瓶 8 盎司包装的量。所以，如果我们的新饮料以及其他同类饮料在新市场中通过改良口味，占据全球饮用水量的 25%，我们就能占领全球新

市场的半壁江山，2034 年，我们可以销售 29200 亿瓶 8 盎司的产品(80 亿人×50%市场×8 瓶×25%日饮水量×365 天，29200 亿瓶，1217 亿箱。1994 年 2800 亿瓶，2016 年卖出 6100 亿瓶，2020 年 7000 亿瓶，2021 年 7500 亿瓶/313 亿箱/日均 20 亿瓶/地球 25%人次，一标准箱=24 瓶×8 盎司=5678 毫升)，如果每瓶能净赚 4 美分，就能盈利 1170 亿美元。以这种可喜的速度增长，2 万亿美元的目标将触手可及。

关键问题是我們能否在 2034 年达到每份净盈利 4 美分的目标。答案是肯定的，前提是能够打造出风靡全球的饮料。150 年是一段很长的时间，美元正如希腊的德拉克马(货币单位，简写 GD)一样，**肯定会贬值**。平均说来，全球饮料消费者的**实际购买力将会上升**，受低价促进消费者体验的影响，**饮用水的需求将大幅增长**。此外，由于科技发展，从不变购买力(Constant Purchasing Power)单位来说，**生产成本将会下降**。以上四种条件对每瓶 4 美分的利润目标来说是利好的。逆向思考一下，根据 1884 年的情况，每份产品的净利润为 4 美分的 1/40 或者 1 美分的 1/10。如果我们的新产品真能在全世界刮起旋风，利润目标是很容易达成的。

由此我们决定着手解决如何在全球范围内增强产品吸引力：

首先，在 150 年间，我们打造出新的饮料市场，全球消耗的 25%的水都源自这个市场。(2020 年可口可乐占软饮料市场 15%)

我们必须占领新市场的半壁江山，而竞争对手的总和将会占领另外一半，这将会导致"合奏效应"。

与此同时，我们必须利用所有的优势来解决问题，也就是说，多种因素结合的强大作用将产生我们想要的结果。幸运的是，只要在大一的课堂上没有打瞌睡，我们很快就能找到解决这些复杂问题的方法。

经过进一步简化问题，我们得出最佳且最简单的决策是，**应依赖一个强劲的品牌**，这个结论自然而然地让我们从基础学术概念来理解企业的本质。从本质上来说，企业必须能够创造并**维持一种条件反射**，把"可口可乐"的商标和外观作为刺激物，购买和饮用我们的产品将产生我们希望出现的反应(消费者锁定)。

如何创造并维持条件反射？心理学课本提供了两种答案：

(1)操作性条件反射；

(2)经典条件反射，为了纪念巴甫洛夫这位伟大的前苏联科学家，也称之为巴甫洛夫条件反射。

既然期待取得合奏的结果，就必须把这两种条件反射的技巧揉合起来——建立能产生这两种效应的刺激性条件。

操作性条件反射不难解决，我们必须：(1)将饮用我们饮料对消费者的**回报最大化**；(2)产生我们期待的反应后，如果竞争对手同样利用操作性条件反射，应把它给我方客户带来的反射行为消减到最小。

为建立操作性条件反射中的奖励条件，我们发现有几项非常具有实践性：

(1)饮料中的**卡路里**和其他成分的**营养价值**等；

(2)基于达尔文自然选择学说，自然选择而形成的人类神经系统的影响下起到的刺激消费作用的**味道、口感和香气**；

(3)刺激物，如**糖和咖啡因**；

(4)人在过热情况下的**冷却效应**和过冷情况下的增温效应。

欲取得合奏的效果，应在以上所有的条件中提供激励措施。

首先，我们很快决定生产一种合适冷藏饮料，在过热的情况下，冷饮料的抗热效果将更显而易见。此外，过多的热量将消耗更多的液体，反之则不然。

我们还很快地做出在饮料中**加入糖浆和咖啡因**的决定。毕竟，茶、咖啡以及柠檬水已经非常普及了。

还有一点，我们必须下决心进行不断尝试，在屡次失败后成功研制出一种特别的口味，让顾客在饮用加上咖啡因的混合糖水后获得最大的愉悦。为防止竞争对手也利用操作性条件反射原理抵消我们积极营造出的有利的反射效果，有一种对策：应当牢固树立一个观点，**让饮料在最短的时间内遍布全世界**，让人们随时随地可以饮用我们的产品。毕竟，如果一种竞争产品**未经尝试**，就不能在艰难的抉择中产生**激励性**。每个结了婚的人都明白这个道理。

下面开始使用巴甫洛夫的条件反射原理，该原理是**利用事物之间的单纯"连接"产生的心理效应**。仅仅打铃而不呈现食物，巴甫洛夫用来做实验的那条狗也会分泌出唾液；人们渴望拥有广告模特手中的饮料，即使他们不能拥有这样一个**美女**。所以，格洛茨，我们利用巴甫洛夫的条件反射，**尽一切所能营造出尊贵典雅的印象**，让消费者把饮料和促销自然而然地跟他们喜爱或崇拜的东西联系起来。

对巴甫洛夫条件反射的扩展实践将**耗费大量的资金，用于广告的费用更是不菲**。虽然费用支出的速度可能会大大快于预期，当这些钱都是花在刀刃上的。当我们在新市场高歌猛进的时候，对手正不惜花大代价推出广告，创造巴甫洛夫条件反射的优势，届时将必然遭遇明显的规模劣势，这种结果和规模优势等效应结合，我们至少

能牢牢坐稳新市场的半壁江山。如果消费者分布较为松散，规模将给我们的分销带来成本优势。

除此之外，根据巴甫洛夫连接两种事物的效果，我们将为新饮料精心选择**口味、质感和色泽**。为创造经典条件反射，我们给产品选择一个充满了**异国情调且高雅的名字**"可口可乐"，而不是一个大众化的名字——"格洛茨糖浆和咖啡因混合饮料"。此外，利用巴甫洛夫效应，还应别具匠心地让饮料**看起来像酒而不是苏打水**。如果饮料本身是清澈的，我们加上人工色素，在饮用水中压入二氧化碳，是产品既有香槟的特征，有具备昂贵饮料的外观，但不同之处在于其口味得到了提升，使得竞争对手更难以模仿。因为我们竭力想让口味和高端的心理效应相结合，饮料口味应该与传统口味有所区别，这样对竞争者提高了门槛，也不会让市面上碰巧类似的产品坐享其成。

从心理学课本还能找到哪些有助于建立新企业的内容呢？人类还有一种"有样学样(Monkey see, monkey do)"的天性，在心理学中常常称之为"社会认可"(social proof)。在**社会认可的作用下，模仿别人的消费行为，不仅能促使客户纷纷尝试我们的饮料，而且还可以让消费者亲身体会到饮用的奖励**。在设计广告或者促销的时候，尝试着进一步扩大利润；推动当前和未来消费的时候，都应该考虑社会的认可。同其他同类产品相比，销售能力的提高来自于每一瓶产品销售的成功。

格洛茨，由此可见，通过结合(1)巴甫洛夫的条件反射；(2)社会认可的强大效应，以及(3)口味美妙、提神醒脑和清凉爽口的能量饮料，形成操作性条件反射。由于精心打造的多种因素的综合作用，产品销售将在长时间内独占鳌头，这无异于化学上的**自我催化反应**，即我们期待的多因素合成的优势效应。

企业的物流工作以及分校策略非常简单，可以通过两种渠道来销售我们的饮料：

(1)作为糖浆卖给冷饮贩卖部或者饭店；

(2)作为完整的瓶装碳酸饮料来销售。

为取得合奏的效应，可以两种方法双管齐下。为了取得巴甫洛夫效应和社会认可的最强效果，我们将**不惜重金进行广告宣传和促销**，以四折的价格把糖浆卖给冷饮销售店。

几家糖浆制造工厂的产品就能到全世界销售，当为了减少不必要的装船麻烦，我们需要分布到全球各地的大量装瓶厂。如果能建立"**第一销售价格**"(the first-sale price) (正如通用电器对他们发明的电灯泡一样)，不论是我们的浓缩原浆还是完整的瓶装产品，都能把利润最大化。牢牢地掌握利润的控制权的最好方法就是，**让每个独立的装瓶商成为次承包商而不是糖浆的买主**，当然更不会成为糖浆的永久特许经营商，任其把糖浆的价格固定在最

初的水平线上。

为了使外人得不到宝贵的配方专利权，我们将会严密把关，**不让秘方外泄**。为了制造巴甫洛夫效应，我们还会**在秘方保存方面大肆炒作**。随着食品工程学的发展，**其他人最终会以高度的精确性来复制我们的口味**，当届时我们已远远走在前面。因为有**强势的品牌和完善的"随手可取"的全球分销点**，**口味的复制不会成为我们前进目标的障碍**。食品工业会为我们所用，比如说制冷技术的发明、更快捷的运输，还有针对减肥者在饮料中加入代糖保持糖的口味却没有糖的热量。此外，相关的饮料机遇将接踵而至，我们必须牢牢地把握。

最后再让我们运用雅各比的逆向思维检查一下企业发展的计划。

为了避免发生不愉快的事情，应该如何下手？有四种明确的答案：

第一，必须避免客户饮用后产生**倒胃口的副作用**而导致停止消费——根据生物学达尔文进化论的学说，达尔文表示人类会在不断适应中推动基因的复制。为了让消费者能在炎热的天气下一瓶又一瓶地饮用我们的产品而不会生腻，我们将在不断尝试和屡次失败中找到一种美妙的口味。

第二，由于疏忽大意，可能会出现**另外一种"可乐"**，这将给我们带来巨大的损失。

第三，随着鲜花和掌声的接踵而至，应避免**因嫉妒带来的负面效应**。作为人类的一大天性，嫉妒在"十诫"中居于显著的位置。亚里士多德曾说，避免嫉妒的最佳方式就是名副其实。我们将孜孜以求地追求产品质量、样品的质量和合理的价格，在无害的基础上给人们带来愉悦的感受。

第四，招牌式的口味风靡整个新市场后，应当**避免对口味作为突然性或重大的调整**。及时通过蒙面测试出新口味感觉更好，调整口味也不值得尝试，因为我们的传统口味已经深入人心。根据心理学**有限选择效应**，对口味作重大调整有弊无利。如果激发了消费者**剥夺性反应过激症状**(因已拥有的东西被剥夺后产生的强烈的不适反应)——这种症状让人类难以面对"失去"，也使大多数赌徒失去了理智。此外，这样的调整能够让对手通过复制我们原先的口味，利用这两种情况：(1)消费者剥夺性反应过激症状产生的**反感情绪**；(2)通过我们之前的努力而赢得的消费者**对原始口味的偏爱**，渔翁得利。

以上就是我对如何在剔除百万红利后把 200 万美元增至 2 亿美元的对策。我认为，它将赢得格洛茨的赞许，也能比你们一开始期待的更能打动你。毕竟，运用学术上的有效观点后，决策的正确性就显而易见。

我提出的解决方法跟现实中的可口可乐公司的发展有多少契合度呢？至 1896 年，也就是虚构的格洛茨用 200

万美元大刀阔斧地进行企业扩展过后的 12 年，现实中的可口可乐公司低于 15 万美元，盈利几乎为零。之后，它还把自己的商标丢掉了一半，而且以固定的糖浆价格批准了永久性特许经营装瓶商。有一些装瓶商的效率并不高，当可口可乐公司对此束手无策。在这种系统下，失去了价格控制能力，如果它能保留这种能力，情况可能会完全两样。即便如此，实际上可口可乐公司符合了呈给格洛茨计划的大部分内容，目前它的价值是 1250 亿美元，为了在 2034 年达到 2 万亿美元的目标，每年必须以 8% 的速度增长。如果至 2034 年这段时间段中，它的供应量能以 6% 的速度增长，很容易就会达到年产量为 29200 亿瓶的供应目标。而且在 2034 年后，可口可乐代替白开水的空间还很大。所以，对于虚构的人物格洛茨来说，如果他能够更加迅猛地行动，避免发生最严重的错误，本可以轻松达到 2 万亿美元的目标，甚至可以在 2034 年前圆满完成。(2022 年市值 2500 亿)

这让我们顺理成章地过渡到今天演讲的主题。如果我对格洛茨问题的解答大体正确，或者你们能在我以上答案的基础上再给出一个我认为正确的答案，我们就能够得到一个启示——大多数获得博士学位的教育家甚至是心理学教授和商学院院长等，也不一定能给出如此简单的答案。如果以上的解决方法和结论是正确的，意味着目前的社会中充斥着大量不能成功诠释可口可乐的教师，不管是在反省该公司的历史方面，还是用毕生的时间仔细研究过该公司的情况下，这种状况让人忧心忡忡。

还有一个更偏激的结果——一些能干有效的可口可乐公司管理者近几年来获得耀眼的成功，周围簇拥着商学院或者法学院的毕业生，但他们自己却没有掌握预测或者避免“新可乐”惨败的基本心理学，这对企业无疑是一大威胁。他们身边有众多来自于名校的专业咨询师，但其**教育和现实相脱节的程度同样让人担忧**。这种在学术领域和企业上层中的**无知行为**是合奏效应的反面典型，表明学术界存在重大的缺陷。因为这些是合奏的负面效应，我们期望从中找出学术上的复杂原因。我猜测至少有两种：

首先，心理学诞生了许多独特和重要的实验，让人充分感受到了它的魅力和实用性，但它**缺乏在学科内的综合，特别是缺少对各种心理学倾向综合作用的关注**。这是我想起了以为农村教师。他试图把圆周率简化为 3，这无意违背了爱因斯坦的教导：“**事情是越简单越好，但再简单也有一个度**。”一般说来，目前的心理学知识杂乱无章并被大家误解，这就像物理学家的历史上产生了如法拉第这样的杰出的实验者，但**没有诞生如麦克斯韦这样的综合大师，电磁学也会被误解一样**。

第二，极度缺乏心理学和其他学科融会贯通的思想，但是**仅仅一种学科内的方法不足以正确应付现实**——比

如说在可口可乐公司的案例中。

简而言之，学术心理学比其他学术门类所认为的要重要和有用得多，但又比大多数内行人士所认为的要糟糕得多。当然，自我评价比外人评价更加积极是很正常的，这类问题本该在今天——阐述，但心理学的这种缺口大得有些反常。由于这种巨大的反差，**加州大学取消了心理学系**，他们可能希望未来组建一个更加完善的版本。

这种状况由来已久，所以最终爆发了**"新可乐"惨败的事件**，可口可乐的管理人员几乎毁掉了世界上最具价值的品牌。针对这一媒体竞相报道的轰动性的失败事件，学术界的正确反应本该像波音一周内连续三架飞机爆炸一样。毕竟这两起事件都涉及到产品完整性的问题，从中反映出来的教育上的失败触目惊心。

但**学术界并没有做出负责的反应**，与之相反，他们仍在延续之前割据一方的情况，容忍着心理学教授误人子弟。非心理学教授对能在他们学科中起重要作用的心理学效应视而不见，而专业学校让这种无知的传统被一届届新生小心翼翼地保留下来，并对这种缺陷引以为豪。既然这种让人感叹的盲目和倦态是正常的学术界现象，那是否有一些例外的情况，可能最终调整这种令人遗憾的教育缺陷？我的答案是肯定的。

让我们来看看近期加州大学经济学系的行为。过去 10 年来，通过跳出"市场经济"的模型，他们从人类的理性出发，做出了很好的市场预期，这让他们几乎包揽了所有的诺贝尔经济学奖。在利用人类理性的分析方法上他们取得了稳健的成功，但他们的反应如何？他们在众多的精英教授中又引进了一个珍宝——睿智的康奈尔大学经济学家**理查德·塞勒(Richard Thaler)**，这座的原因在于塞勒对加州大学奉为神圣的东西大加嘲笑。塞勒认为(我也有同感)，**人们经常会出现不理性的行为，应当把这种心理学效应也应用到微观经济学中。**

芝加哥大学效仿达尔文的做法——达尔文致力于逆向思考，他不惜推翻自己辛辛苦苦建立的和自己说热爱的观点，只要学术界中还有一些思想能把这些最宝贵的价值发扬光大，比如说达尔文的逆向思维，我们就可以做出乐观的预期：愚蠢的教育实践最终将被丢弃，就像雅各比可能推测的一样。

达尔文保留着为人客观的习惯，**客观是行之有效的方法**，就像爱因斯坦所说的，**自我批评**是导致他成功的四个因素之一，其次为**好奇、专注和持之以恒**。

为了进一步了解自我批评的力量，可以看看这位"学习糟糕"的大学生——查尔斯·达尔文逝世后安葬在何处。他的墓碑位于威斯敏斯特大教堂艾萨克·牛顿之墓旁边，后者恐怕是有史以来最有天赋的学生，他的碑石上镌刻着八个意味深长的拉丁文单词——艾萨克·牛顿安息于此，灵魂不朽。

一个能在达尔文死后还如此尊崇他的社会，最终会发展和整合实践心理学，从而推动社会所有领域的发展。

所有具备这种能力和洞察其中奥妙的人都应促进这个工作，如果在许多领域，如果像可口可乐这样一个闻名全球的产品都不能正确地理解和诠释，那我们应对其他所有的事情感到质疑。

当然，如果原本决定把手里 10% 的资产账面价值用于投资可口可乐公司，但在经我向格洛茨宣传个人计划时一样思考后，决定将一半资金购买可口可乐公司股票，那么你们可以无视我讲到的心理学知识，因为那对你们来说太小儿科了。至于其他人，你们忽略我这次演讲，我不能确定这样做是否明智。这让我想起了我最喜欢的华纳斯威西(Warner&Swasey 机床龙头)的一则老广告："对一个需要新机器但没有购买的公司来说，其实已经在为它花钱了。"



巴菲特午餐时光：吃汉堡，喝可乐，看电视

伯克希尔股东手册 1996

伯克希尔的股东人数已从 1960 年代末的约 1200 人增至 1996 年约 7 万人，其中两次大规模增长对股东人数的增长起到了重要作用。第一次跳跃发生在 1983 年，当时蓝筹印花并入了伯克希尔。第二次跳跃发生在 1996 年 B 类股票的发行，增加 2.5 万名股东。1983 年我制定了 13 条与股东相关的商业原则，我认为这些原则将有助于新股东理解我们的管理方法，这 13 个原则今天仍然有效。

1996 年的股东手册请参看 <https://www.berkshirehathaway.com/1996ar/manual.html>

以下是 2010 年更新版本的股东手册：

1996 年 6 月，伯克希尔发行 B 股，董事会主席沃伦·巴菲特向公司 A 股和 B 股的股东分发了一本名叫“股东手册”的小册子。手册的目的是解释伯克希尔主要的运营原则，下面是这本小册子 2010 的升级版本。

股东相关的商业原则

在 1983 年公司并购蓝筹印花的时候，我写下了 13 条与股东相关的商业原则，以便让我们的新股东理解我们的管理方式。高兴的是，做为“原则”，全部 13 条在今天依然适用并且运作良好，重述如下：

1， 尽管我们的组织形式是公司，但我们是抱着合伙人的态度在经营。

查理·芒格和我把股东当作合伙人 LP，是真正的所有者，把我们自己当作普通合伙人 GP。（由于我们俩拥有公司的大量股份，不管这是坏事还是好事，我们还是管理合伙人）。我们并不将公司视为业务的终极所有者，而是将公司视为所有股东持有这些资产的媒介。

查理和我希望你不要把伯克希尔股票仅仅看作是一张价格天天在变动的纸片，政治或经济上一些风吹草动就让你紧张得想卖掉。我们希望你想像自己是拥有一项渴望无限期持有业务的部分权益所有者，就象你和家人共同拥有一个农场或者公寓一样。就我们而言，我们不愿把伯克希尔的股东看作匿名的来来往往的一群人，而是看作把资金托付给我们的合伙人，而且这可能是他们生命中最重要的一笔投资。

有证据表明，大多数伯克希尔的股东一直都秉承了这个长期合伙的理念。伯克希尔股份每年的换手率都远低于其它主要的美国公司，即使在计算时将我拥有的股份排除在外也是如此。

相应的，伯克希尔自己对待所投资的公司，同我们股东对待手上伯克希尔股票的行为很相似。比如说，做为可口可乐或者美国运通的股东，我们将伯克希尔视为两个非凡业务的非管理合伙人。衡量这些投资是否成功的标准并不是它们股价每个月的涨跌，而是以公司长期业绩的增长。实际上，我们丝毫不在乎这些公司的股票在未来几年内有没有交易或者有没有报价。如果我们抱着长期投资的计划，那么短期的价格变动对我们来讲毫无意义，除非是出现了一个诱人的低价能让我们再次增加股份。

2， 同伯克希尔的股东利益导向原则保持一致，大多数董事都将大部分个人净资产投入在公司中。我们吃的是

自己做的饭。

芒格家族 80%以上的资产都来自于伯克希尔的股份，而我则超过了 98%。另外，我的许多亲戚，比如说我的姐妹还有侄子辈，都将她们的大部分资产放在伯克希尔的股票上。查理和我对这种把所有鸡蛋放在一个篮子里的做法很安心，因为伯克希尔拥有各种类型绝对非凡的业务。事实上，我们相信伯克希尔所投资的生意，不管是全资控股的还是部分参股的，在质量和多元化方面都是独一无二的。

查理和我无法向你保证回报。但是我们可以保证，不管你什么时候选择成为我们的合伙人，你的财富变动都和我们的步调保持一致。我们对优厚的薪水、股票期权或者其它任何占你便宜的赚钱方式都毫无兴趣。我们通过跟合伙人做相同的事情并且按相同的比例来赚钱。另外，当我做了些愚蠢的事情时，我希望你能从一个事实得到些许安慰：我个人的财富跟你一样，以相同的比例承担着亏损。

3，我们长期的经济目标是(要服从稍后会提到的一些条件)伯克希尔每股内在价值的年化平均回报率最大化。

我们不以规模来衡量伯克希尔的经济意义或表现，我们衡量的是每股内在价值的增长。我们确信随着资本规模的快速扩大，每股内在价值的增长率未来会放缓。但是如果我们的增长率没有超过美国大公司的平均水平的话，那我们将会十分失望。

4，为达成目标，我们倾向于直接拥有一批多元化的且能持续生产大量现金的业务，它们拥有高于平均水平的资本回报率。我们的第二选择是拥有部分这样的业务，主要通过我们的保险子公司在市场上买入此类公司的普通股。目标公司的价格，投资机会的稀缺性，以及可供投资的保险浮存金规模决定了某个年度的资本分配。

最近几年，我们完成了一些企业的收购。尽管有些年份会一无所获，我们希望在未来十年能够进行更多的收购，而且是较大规模的企业收购。如果这些收购的质量能接近过去的水平，伯克希尔将会表现亮眼。

我们面临的挑战是，伯克希尔正源源不断的产出现金，我们要想出足够多的好点子。就此而言，萧条的股票市场是我们喜闻乐见的。第一，整体市场价格下跌，使得收购整个企业更容易。第二，一个萧条的市场会让我们的保险公司们更容易以吸引人的价格买到一些优秀企业的股份，包括增持我们已经持有的那些好企业。第三，一些我们部分持有的优秀企业，在持续地回购公司的股份，比如可口可乐，便宜的回购价格意味着，企业和我们都将从此类的回购中受益。

总的来说，伯克希尔及其长期股东都将从一个下跌的股票市场中受益，如同一个定期的食品购买者从下跌的

食品价格获益一样。因此，时不时出现的市场暴跌，我们既不惊慌也不哀伤，这对伯克希尔来说是个好消息。

5，由于我们双轨式的投资模式(完全控股和部分持有)，以及公认会计准则的局限性，合并报表中的报告收益数据，并不能很好的揭示我们真正的经济表现。

查理和我，做为股东和经理，事实上会忽略合并的收益数字。但是，我们会向你单独汇报每项主要业务的收益数字，这些是我们认为真正重要。这些数据连同我们提供的其他业务信息，都将帮助你作出判断。

简单来说，我们将尽量在年报里将真正重要的数字和信息提供给你。查理和我花费大量的注意力来跟踪我们的业务做的如何，同时我们尽力去理解每项业务所处的营运环境。比如，某项业务所在的行业，是处在上升周期还是下降周期。查理和我需要去弄清楚哪种情况正在到来，并相应的调整我们的期望。我们也会将我们的结论告知于你。

一直以来，大部分业务都超过了预期。但有时候我们也会失望，我们会坦率地承认错误，像分享那些喜悦的体验一样。当我们用非传统的衡量标准来描述业务的进展时，比如，你将会在我们的年报里读到保险“浮存金”，我们会尽力解释这些概念，并且说明为什么我们认为它们是重要的。换言之，我们相信，坦诚告知你我们如何思考，这不仅有利于你评估伯克希尔的业务价值，也有利于你估评我们管理公司以及资本分配的方法。

6，会计上的业绩数字并不会影响我们的业务运营或资本分配的决定。

当某项业务的收购成本相近时，我们更愿意购买价值 2 美元，但在公认会计准则下不能被报告的收益，而不是购买 1 美元，但可以被报告的收益。这正是我们经常面对的选择，这是因为，相比于投资部分股权(仅仅列报收到的股息)，整体出售的业务(收益全部列报)，其出售的价格往往会高出一倍。长期来看，我们相信，没有被列报在伯克希尔报告中的留存收益，将以资本利得的形式，全部反映在我们的内在价值之上。

我们发现随着时间的推移，总体看来，我们所投资企业的未分配收益，跟分配给我们的股息一样(列报在我们报告的收益中)，对伯克希尔同样有利。出现这个喜人的结果是因为，我们绝大多数的投资企业都经营着真正卓越的业务，他们总能运用保留的收益再投资以获取更大的收益，要么将资本投入到原有的业务中，要么回购自己的股票。显然它们所做出的每个资本配置决定，不可能总是对我们这些股东有利，但总的来说，他们每保留 1 美元的收益就会给伯克希尔带来远大于 1 美元的价值。因次，我们将“透视收益”作为衡量我们年度运营结果的合理指标。

7，我们对待债务的态度非常保守。

当我们借钱时，我们尽力将债务结构建立在长期固定利率的基础上。如果要让我们的资产负债表过度杠杆化，我们宁愿放弃一些诱人的机会。这种保守主义降低了我们的回报率，但这是唯一能让我们感到舒服的举动。我们从未忘记肩负的受托人责任：对于我们的保险客户，对于债权人，以及许多将他们的大部分净资产托付给我们照料的股东。(正如某位印地安纳波利斯 500 大奖赛的冠军所说：要跑到第一，你首先必须要能完赛)。

查理和我所秉承的财务理念，绝不会容许我们为了提高一丁点的回报率，而放弃哪怕一晚的安然入睡。我们的家族和朋友们，也绝不会为了追求他们没有的和不要的东西，而将自己已经拥有和必需的东西拿去风险。

此外，伯克希尔拥有两项成本极低且几无风险的杠杆资金来源，允许我们能安全地持有更多的资产(相对于我们的股本而言)：递延所得税和保险浮存金。浮存金是我们保险业务持有的但属于他人的资金，因为保险的赔偿通常滞后于保费的收取。所有这些资金一直在快速增长，现在总计有大概 1000 亿美元。

更妙的是，这些资金到目前为止通常是免费的。递延所得税负债没有利息。而且只要我们能在保险承保业务上保持盈利，使用浮存金的成本就为零。当然这两项都不是资产，他们是真实的债务。但他们是没有到期日或合约限制的债务。实际上，它们带来了债务的优点：让更多的资本为我们投资所用，但是没有任何债务的缺点。

当然，无法保证未来一直能获得无成本的浮存金。但是我们做到这一点的机会，不比任何保险同业小。我们不但在过去达到了这个目标(请忽视你们主席所犯的一些重大错误)，在 1996 年完全收购 GEICO，更大大提高了我们在未来实现这一目标的愿景。

在我们目前的配置里(2010)，我们在公用事业及铁路业务上需要更多的借款，那些对伯克希尔没有追索权的贷款。此时，我们偏爱长期固定利率的贷款。当我们做些真正的大收购时，比如收购 BNSF，我们将通过母公司借些钱，并且尽快的还回去。

8，经理人的"愿望清单"不会由股东来买单，我们对待股东的钱就像对待自己的钱一样。

我们唯一关注的是股东的长期经济结果，不会为了多元化，以获得控制权的高价收购整个业务。我们收购的标准将会充分的权衡，你在股票市场上的直接购买分散的投资组合所能获得的价值。

查理和我只对那些能够确定地提升伯克希尔每股内在价值的收购感兴趣。我们的薪水大小和办公室的大小，与伯克希尔公司资产负债表规模永远不会有任何关系。

9，我们觉得高尚的目的应该周期性的以结果来检验。

随着时间的推移，我们通过评估每保留 1 美元收益，能否至少给股东带来 1 美元市场价值，以此来检验管理层保留收益不分配是否足够明智。到目前为止，检验都通过了。我们会继续以 5 年为周期滚动检验。随着我们资产净值的大幅增长，明智的使用保留收益会变得更加困难。

我应该把“以五年为周期滚动检验”这句话表述的更加准确一些，2009 年股东大会上我碰到一个关于这方面的提问时，我才意识到自己犯了个错误。当股票市场经历了一个超过 5 年的大幅下跌后，我们的股价超过账面价值的差额会大幅收缩(PB 估值下降)。当这个情况出现时，我们没有通过检验是因为我的表述不当。事实上，早在 1971-1975 年，就在 1983 年我写下这些原则之前，我们就曾落后很多。

五年检验必需满足以下条件：(1)在 5 年中，我们的账面价值增长超越了同期标普指数的表现；(2)我们的股票持续的以超过账面价值的价格交易。这意味着每保留的 1 美元收益，其价值都超过了 1 美元。如果这些条件达到了，保留收益才有意义。

10，只有当获得与付出的内在价值相匹配时，我们才会发行股份。

这条原则适用于任何形式的发行，不仅包括并购和公开发行，还包括可转债，股票期权和可转换证券。卖出整个公司和卖出你的公司的一小部分 - 也就是发行部分股份 - 其标准应该是一致的。

当我们在 1996 年发行 B 股时，我们强调伯克希尔的股价并没有被低估，对此有些人感到震惊。这种反应是没有根据的。如果我们在股票低估时发行股份才应该让人震惊。在公开发行股票时，如果管理层声称或者暗示他们公司的股票是低估的，通常这要么不是真相，要么是在浪费他们现有股东的钱：如果管理层故意把股东价值 1 美元的资产以 80 美分卖出，股东就遭受了不公平的损失。在发行 B 股时我们没有犯这样的罪行，以后也绝不会这样做。(不过，发行时我们并没有说过股票被高估了，尽管许多媒体报道我们说了)。

11，查理和我的一个态度，会拖累我们财务表现，因此我们必须向你坦诚：不管出价多高，我们完全没有兴趣出售任何一项伯克希尔拥有的优质业务。而且，对于那些资本回报率低于平均水平的业务，我们也无意卖出，只要他们还能产生一些现金，并且管理层和劳资关系令人满意。

我们希望不要再犯此类资本配置上的错误。当较差的业务要靠大量的资本支出，以恢复到令人满意的盈利状况时，我们会抱有极大的警觉。(这些项目前景看似光明，鼓吹者也是真诚的，但是，在糟糕的行业的追加大量投

资，最终的结果往往就像在流沙里拼命挣扎)。另外，拉米牌式的管理方式也不是我们的风格(每一轮抛弃最没有希望的业务)。我们宁愿整体绩效被拖了后腿也不会干这种事。

我们将继续避免拉米牌式的投资行为。真的，在经历了 20 年的拼命挣扎后，1985 年我们结束了纺织业务，这仅仅是因为我们认为它命中注定将承受无止尽的运营损失。可是，我们从来没有想过，以一个不错的价格卖掉纺织业务，也没有试图抛弃这些拖后腿的业务，相反我们一直致力于解决导致他们落后的问题。为了澄清 2016 年出现的一些谣言，再次强调我们对待具有控制权业务的态度。

12，在向你报告时我们会非常坦白，会强调那些在评价企业价值时真正重要的正面和负面因素。

我们报告的原则是：如果你我位置调换时，我们希望你提供的全部事实。我们什么都不会隐瞒。此外，我们要求伯克希尔旗下的传媒企业坚持新闻报道的准确性、中立性和深刻性。如果我们的报告低于这个标准是不可饶恕的。我们坚信，对于管理层而言，坦诚是有益的：误导公众的 CEO 最终也会误导自己。

在伯克希尔，你不会发现财务大洗澡或者其他的会计诡计，也不会去人为地平滑季度或年度业绩。我们会始终坦诚地告诉你，每个洞我们打了多少杆，永远不会玩记分牌的游戏。当某些数字是基于大概的估计时，比如保险业务准备金，我们将尽力确保评估方法的一致性以及保守性。

我们会通过几个渠道同你交流。通过年报，我尽力通过一份长度合理的文档来向所有股东传达尽可能多的有价值的信息。我们也将通过发布在互联网上的季报传达相对缩水但非常重要的信息，不过我不会写季报(一年一次独唱会就够了)。另外一个重要的交流场合是我们的年度股东大会，在那里查理和我非常乐意花费 5 个小时或者更多的时间来回答关于伯克希尔的问题。但是我们不接受一对一的单独交流。考虑到伯克希尔拥有成千上万个股东，这个方法并不可行。

在所有的交流中，我们都尽力确保没有一名股东获得优待：我们不会随大流，向证券分析师或者大股东们提供利润指引或其它有价值的信息。我们的目标是让我们的所有股东在同一时间获得相同的信息。

13，尽管我们有保持坦诚的政策，但对股票市场交易的讨论将仅限于法规要求的范围和程度。

好的投资机会是稀有且宝贵的，容易被竞争对手模仿，就象优秀的产品或收购机会一样。因此我们一般不会谈论我们的投资想法。这个限制甚至延伸到我们已经卖出的证券(因为我们可能会再次买回它们)，以及一些谣传我们正在买进的股票。如果我们否认这些报道但在另一些场合说"无可奉告"，无可奉告常常被误解为确认。

尽管我们不愿意讨论特定的股票，但是我们十分乐意分享我们的商业理念和投资哲学。我从诲人不倦的本杰明·格雷厄姆-金融史上最伟大的老师那里受益良多。我相信将我从他那里学到的真知灼见传播开来是义不容辞的，即使这样可能会导致出现伯克希尔新的竞争者，正如本杰明的教导给他造成的影响一样。

两条新增加的原则

14，如果可能，我们希望每位伯克希尔的股东，在他持股期间取得的损益，与公司每股内在价值在同期内的增减保持同步。

要做到这点，伯克希尔每股内在价值和市场价格的关系必需保持稳定，我们偏爱的是一比一。换言之，我们希望伯克希尔的股票价格处在一个合理水平而不是过高的位置。显然，查理和我无法控制伯克希尔的股票价格。但是，通过我们的政策和不断的交流，希望可以鼓励股东采取理性的行为，进而，维持一个理性的股票价格。我们这种认为“股票高估和低估同样糟糕”的态度，可能会让一些股东失望。可是我们相信，这种态度将使伯克希尔更容易吸引到具备长期投资视角的股东，他们寻求从公司的长期发展中获益，而不是从其它投资人的投资错误中获利。

15，我们会定期与标普 500 指数比较伯克希尔每股账面价值的增长。

随着时间的推移，我们希望能够战胜这一基准。不然的话，投资者要我们有什么用呢？可是，这个衡量标准有一些不可避免的缺点。与过去相比，现在逐年进行比较的意义已经少了很多，因为我们持有的股票资产(其价值变化跟随标普 500 指数)，占伯克希尔净值的比例，与早年相比已经下降很多(投资资产占比下降为三分之一)。而且，标普 500 在计算指数时是将全部股息计算在内，相比之下，由于联邦所得税的关系，伯克希尔收到的股息扣税后只有 79%计算在内。因此，我们期望在市场平淡的年份能超越标普指数，而在牛市中不要落后太多。

内在价值

现在让我们关注一个我先前多次提到的而且你将在将来的年报中还将反复碰到的术语。

内在价值是一个非常重要的概念。它提供了唯一合乎逻辑的评估价值的方法。内在价值的定义非常简单：它是一项业务在其存续期内，所能获得的所有现金流的贴现值之和。

可是，内在价值的计算却没有那么简单。如同我们定义中提示的那样，内在价值是一个估计值而不是一个精

确值，当利率发生变化或者未来现金流的预测发生修正时，估计值就会发生很大变化。此外，基于同样的事实和数据，对任意两个人而言——查理和我之间也常常如此——几乎都会不可避免的得出有些许差异的内在价值的估计数字。这也是我们从来不把我们自己对伯克希尔内在价值的估计值告诉你们的一个原因。我们的年报尽量提供我们用以计算内在价值的事实和数据。

同时，我们会定期报告公司的每股账面价值，这是个很容易计算的数字，尽管参考价值有限。我们持有的公开市场交易的证券在报表中以市价列示，造成的影响不大。但是，整体买入的公司是以历史成本入账的，其账面价值和内在价值差异巨大。

这种差异在两个方向上运动都有可能。例如，1964 年，我们可以确切地报告伯克希尔的每股账面价值是 19.46 美元。然而，这个数字在相当程度上大大高估了公司的内在价值，因为当时公司所有的资源都投在利润很差的纺织业务之上。这些纺织资产即不能通过持续经营带来合理的利润，又能通过清算获得相同的账面价值。然而时至今日，伯克希尔的境况完全反转了：我们的内在价值远在账面价值之上，一个事实是，许多我们完全控股的业务其内在价值比账面价值高得多。

尽管账面价值在反映企业内在价值方面不够准确，但是我们仍然定期向你报告伯克希尔的账面价值，因为现在它可以视为伯克希尔内在价值的一种非常粗糙且保守的估计。换句话说，在任意给定的年份中，账面价值和内在价值的变动比例很可能相当接近。

大学教育很显然也是一种投资，从中你或许可以洞悉一些账面价值同内在价值的区别。你可以把大学教育的成本当作它的账面价值，更精确些的说，还要包括因读书而不去工作所放弃的可能收入。

本例中，我们姑且忽略大学教育包含的非常重要的非经济价值，我们只关注大学教育的经济价值。首先，我们要先估算出这个毕业生在今后一生中的所有收入，再减去如果他没有接受大学教育而估计会获得的收入，这个收入差额，用一个合适的利率贴现回毕业的那天，得出的数字就相当于大学教育的内在价值。

有些毕业生会发现，他们接受大学教育的花费超过了计算的内在价值，那意味着花钱接受教育得不偿失。而另外一些人，接受教育后的内在价值远远超越了大学花费，也就是说投资教育是很明智的资本配置。不管是哪一种情况，账面价值对于计算内在价值是毫无意义的。

伯克希尔的管理

我想，用伯克希尔现在和未来的管理层讨论做为结束是比较合适的。正如股东相关原则里第一条所述，查理和我是伯克希尔的管理合伙人。但是我们把所有经营上的重担都交给了每个业务分部的经理人身上了。实际上，我们俩几乎不干涉他们的经营：尽管整个伯克希尔有大概 257000 名员工，只有 21 人在总部工作。

查理和我则专注于资本配置，以及关心那些核心的经理人并制定薪酬计划。大多数的经理人在自主经营他们分管的业务时非常开心，这也正是我们创造的环境。他们独立运营整个业务，并将产生的多余现金交回总部。通过这种方式，他们就完全摆脱了，因各种所谓的投资机会而随意的配置资金从而偏离主业的诱惑。更重要的是，比起我们经理人在他们所在行业里发现的投资机会，查理和我拥有范围大得多的机会来投资这些资金。

我们的大多数经理人早已实现了财富自由，因此我们必须创造一种氛围来鼓励他们为伯克希尔工作，而不是去打高尔夫或钓鱼。这要求我们必须公平以待并尊重他们，就像我们互换位置希望得到的待遇一样。

至于资本配置，那是查理和我非常喜欢，并且具备相当经验一项工作。一般而言，相比运动场老年人在这一领域并无劣势：你不需要有良好的手眼协调能力或者强健的肌肉来运作资金(感谢上帝)。只要我们的头脑保持高效，查理和我就能像过去一样好好工作。

当我死后，伯克希尔的股权结构会发生变化但不会太过剧烈：我的股份将不会被出售以作为现金遗赠或用来缴税。我有其它资产来满足这些需求。我所有的伯克希尔股票将捐赠给几个慈善基金会，他们将通过类似于分期注入的模式在大概 12 年里收到相应股份。伯克希尔的经营哲学将会得到很好的传承。

我死后巴菲特家族将不在参与公司的管理，但是，做为极其坚定的大股东，家族将协助挑选和监督新的管理层。这些经理人是谁，只有等我去世那天才会揭晓。但我可以预见新的管理层结构：事实上我的工作将会分成两大部分，公司的日常运营将交给一个 CEO，而投资工作将被托付给一个或多个高管。如果出现新的业务收购机会，这些高管将相互配合一起作出必要的决定，当然，还应得到董事会的批准。我们将继续拥有一个以股东利益为导向，与各位利益完全一致的董事会。

如果需要马上构建起上述的管理结构，董事们将会知道我对每个职位的推荐人选。所有的候选人都正在或随时会为伯克希尔工作，我对他们完全有信心。我们的管理队伍从未如此强大。

我将继续定期让董事们知晓我的续任事宜。因为伯克希尔股票占据了我的几乎全部资产，并且在我死后会在

相当长的一段时期内作为多个基金大部分资产，你可以相信董事们和我已经将续任问题通盘考虑且做足了准备。

你同样可以相信，至今都在指导伯克希尔的这些管理原则将会继续指引我的继任者。我们非同寻常和无比坚定的文化将会完好无损的保留下去。为了确保这一点，明智的做法是，在我卸任后，巴菲特的家族成员将担任无薪酬的非执行董事会主席。当然，这个决定将由那时的董事会做出。

为避免我们以一段恐怖的结尾结束，我还想向大家保证，我从来没有像现在感觉这么好过。我热爱管理伯克希尔，如果热爱生活能延长寿命的话，Methuselah 的寿命记录恐怕将会不保(一位活了 965 岁的圣经人物)。

沃伦·巴菲特 董事会主席



巴菲特：在投资领域，我处于一个没有失手出局限制(Called Strike)的生意中，对我来说这是一个很棒的生意。我可以去看数千家不同的公司，但我不需要每一家都看懂，甚至不需要看懂其中 50 家，所以我可以只选择那些我想击出的球。投资的技巧就是，坐在那里观察不断飞来的球，等待那个在你好球区的球。人们喊：击球啊你傻了吗？你根本无需理会。在股市中仅仅因为股票太容易变现，总有让人频繁操作的诱惑。多年后你会总结出一个筛选器，我知道自己的能力圈在那里，所以我就待在那个圈里面，我根本不关心圈外有什么东西。重要的是，知道你玩的游戏是什么，你在哪里存在优势。

巴菲特致股东的信 1996

1997 年 2 月 28 日, BRK: \$32000-34100

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

本公司 1996 年的账面价值增加 62 亿美元, 或增长了 36.1%, 但每股账面价值仅增长 31.8%(标普 23%), 原因在于去年我们以发行新股的方式并购了飞安国际公司, 同时另外还追加发行了一些 B 级普通股, 自现任管理层接手的 32 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 19011 美元, 年复合成长率约为 23.8%。

(B 级普通股拥有 A 级普通股 1/30 的经济利益, A 级普通股是伯克希尔从 1996 年 5 月之前发行的唯一股份, 本报告中所谓的每股数字系以 A 级普通股等价数为基础, 亦即全部 A 级普通股数加上 B 级普通股数的 1/30。)

基于技术性原因, 我们必须将 1995 年的财务报表予以重编, 需要适当解释一下会计奥秘, 我会长话短说。

重编是因为, 此前被归为投资的 GEICO 保险在 1996 年 1 月 2 日正式成为伯克希尔 100%持有的子公司, 从经济的角度看, 考量可观的租税优惠与其它好处, 我们原先在 1995 年底持有的 51%的 GEICO 保险股权, 在我们取得剩余 49%股权之后, 其价值大幅增加, 然而对于这种渐进式并购, 一般公认会计原则却要求我们必须在取得 100%股权时, 将原来帐上 51%的成本反向予以调减, 使得帐面价值减少为 4.784 亿美元(51%按市值改为按净资产), 这结果使得我们原来 51%股权的帐面价值不但远低于取得剩余 49%股权时它的市价, 也低于我们取得的这 49%股权的价值。

不过, 刚刚提到账面价值的减少也有抵偿: 我们在 1996 年两度溢价发行股份, 第一次是在 5 月发行 B 级普通股募集资金, 第二次是在 12 月发行 A 级与 B 级普通股, 以并购国际飞安公司, 总的来说, 以上三项非经营性项目对于去年本公司 31.8%的每股账面价值成长率的净影响还不到 1%。

今年我之所以一再强调每股账面价值的增长, 原因在于它大致等于我们近一年的实质进展, 不过就像是查理跟我一再提醒各位的, 对伯克希尔来说, 真正重要的不是帐面价值, 而是内在价值, 最近一次跟各位提到是在去年 6 月本公司发行 B 级普通股时, 在送给各位的股东手册当中, 我们不但对于一些名词予以定义, 诸如内在价值等, 同时也公布了我们的企业原则。

多年来, 我们在年报前头列出这些原则, 在这封信里, 我们偶尔也会提到股东手册, 这样我们就可以不必再重复解释一些常用的名词, 比如说如果你想要了解一下什么叫内在价值, 建议大家可以再翻翻那本手册。

从去年开始, 我们首度提供给各位一张查理跟我本人认为可以帮助大家估计伯克希尔公司内在价值的表格,

在随后该表的更新版本中，我们追踪两项与价值相关的重要指标，第一栏是我们平均每股持有的投资规模(包含现金与约当现金)，第二栏则是每股在扣除利息与期间费用之后(但未扣除所得税与购买法会计调整数)，来自经营业务的每股收益，当然后者已经扣除了所有来自第一栏投资所贡献的股利收入、利息收入与资本利得，事实上，若是把伯克希尔拆成两部分的话，这两栏数字将分别代表这两个部门的损益绩效。

年度	每股投资规模	税前每股经营收益
1965	4	4.08
1975	159	-6.48
1985	2443	18.86
1995	22088	258.20
1996	28500	421.39
1965-1995 年化增长率	33.4%	14.7%
1995-1996 增长率	29.0%	63.2%

从这张表大家可以看出，我们 1996 年的每股投资金额增加了 29%，而非投资的本业收益则增加了 63.2%，我们的目标是让这两栏的数字以合理的速度稳定地成长，当然若是偶尔能以不合理的速度暴增也不错。

不过这样的预期可能会受到两项现实因素制约，首先，我们很难再达到或接近过去那样高的成长速度，原因在于伯克希尔现在的资本规模实在是太庞大了，事实上以我们现在的资本规模已经可以排在全美企业的前十名，过多的资本一定会影响到整体的回报率。其次，不管成长的速度如何，都很难以平稳的速度增加，第一栏的数字将很容易随着股市大环境上下波动，第二栏的数字则会跟着巨灾再保业务盈利的不稳定变动而变化。

在这张表中，股东指定捐赠的款项被列为第二栏的减项，虽然我们将之视为股东的福利而非支出，企业其它的支出同样也被放在第二栏当作减项，这些开支远低于其它美国大企业的平均水准，每年我们企业总部的税后费用占账面价值的比率大约不到万分之二，即使如此查理还是认为这样的比率高得离谱，我想主要要怪罪于我个人所使用的伯克希尔企业专机"无可辩解号"，不过最近在我们买下国际飞安这家专门负责训练飞行的公司之后，查理的态度有了 180 度的转变，现在只要一提到飞机他就狂乐不已。

认真的说，控制成本开支绝对重要，举例来说很多共同基金每年的经营费用大多在 1%上下，这等于间接剥削了投资人将近 10%的投资回报，虽然查理跟我不敢向各位保证我们的投资绩效，但我们却可以向各位保证，伯克希尔所赚的每一分钱都归股东所有，我们在这里是跟各位一起赚钱，而不是利用各位赚钱的。

内在价值与股价的关系

去年当伯克希尔的股价约在 36000 美元时，我曾向各位报告过(1)伯克希尔这几年的股价表现超过了内在价

值，虽然后者的成长幅度也相当令人满意，(2)这样的情况不可能无限制地持续下去，(3)查理跟我不认为当时伯克希尔的价值被低估了。

自从我发出这些警告之后，伯克希尔的内在价值已经大幅地增加了，主要的原因在于 GEICO 保险惊人的表现(关于这点在后面还会向大家详细报告)，而在此同时伯克希尔的股价却维持不动，这代表在 1996 年伯克希尔的内在价值表现优于股价，也就是说，伯克希尔今天的价格/价值比相比一年以前有很大的不同，这同时也是查理跟我认为比较合理的情况。

就长期而言，伯克希尔股东的整体利得一定会与企业的经营收益一致，当公司的股价表现暂时优于或劣于企业经营表现时，少数股东(不管是买进还是卖出的一方)将会从交易的对方身上占到一些便宜，通常来说，在这场游戏中老练的一方比天真的一方更具优势。

虽然我们主要的目标是希望伯克希尔股东持有公司所有权所获得的利益最大化，但于此同时，我们也期望股东之间利益再分配最小化。如果我们管理的是一家家族企业，这会是我们的目标。我们相信这也适用在上市公司的经营之上。对合伙公司来说，合伙权益在合伙人加入或退出时必须能够以公平合理的方式评量，同样地。对于上市公司来说，惟有让公司的股价与内在价值一致，公司股东之间的公平性才得以实现。显然，这样理想的情况很难一直维持，不过身为公司经理人可以通过其政策与沟通的方式来大力维持这样的公平性。

当然，股东持有的时间越长，那么伯克希尔本身的表现与他的投资回报就会越接近，而他买卖股份时的价格相较于内在价值是折溢价的影响程度也就越小，这也是为什么我们希望能够吸引具有长期投资意愿的股东加入的原因之一，总的来说，我认为就这点而言，我们算是做的相当成功，伯克希尔大概是有所有美国大企业中拥有最多具长期投资观点股东的公司。

1996 年的并购案

我们在 1996 年进行了两次并购，两家公司皆拥有我们想要的特质：绝佳的商业模式与优秀的经理人。

第一笔并购是堪萨斯银行家保险公司，从字面上可知，这是一家专门提供银行保险的保险公司，在全美 22 个州从事相关业务，拥有相当不错的承保记录，全仰赖 Don Towle 这位杰出的经理人的努力，Don 与上百位银行家皆保持良好的关系，而且也了解他所从事业务的每一项细节，那种感觉就好象是在经营"自己"的事业一样，这种精神是伯克希尔最欣赏的，由于它的规模不大，伯克希尔持有 80%股权的 Wesco 正有意拓展其保险业务，所以我

们决定把它跟 Wesco 放在一起。(公司为超过监管限定的银行存款的资金提供保险, 承保抢劫, 欺诈, 伪造钱币和票据等欺诈行为。以及为高管提供责任保险, 雇员保险, 养老金和共同基金保险等, 公司向超过 1200 家银行提供保险服务, 经营收益超过 700 万美元。综合比率 65-70%, 远远好于保险业平均水平。)

大家或许会对我们这次精心设计的并购计划感到兴趣, 在 1996 年初我受邀参加侄媳妇 Jane Rogers 40 岁的生日宴会, 由于我个人对于社交活动通常不太感兴趣, 所以很自然地我按照惯例想出许多理由以婉拒这项邀请, 不过对方显然有备而来, 特别将我安排在另外一位我极有兴趣打交道的对象 Roy Dinsdale(Jane 的父亲)的旁边, 此举使得我无法拒绝而欣然赴会。生日宴会在 1 月 26 日举行, 虽然当时现场音乐震耳欲聋(我实在搞不懂为何乐队总是要弹得那么大声, 难道他们的出场费是按照分贝数计算的吗?), 不过我还是听到 Roy 说他刚参加完堪萨斯银行家保险的董事会, 这是我一直相当欣赏的一家公司, 我大声地响应他说, 如果这家公司有意出售的话, 记得一定要通知我。2 月 12 日我收到一封 Roy 的来函, 上面写到: 亲爱的沃伦, 随函附送一份堪萨斯银行家保险的年度财务报表, 就是上次在 Jane 的生日宴会上提到的那一家公司, 如果你有任何需要, 请务必让我知道。2 月 13 日, 我告诉 Roy 愿意出 7500 万美元买下这家公司, 不久之后, 整个交易就搞定, 现在的我正盘算明年还要再参加 Jane 的生日宴会。

1996 年发生的另一件并购案, 全球最大的飞行员训练公司, 飞安国际公司, 其规模比起前一个案子要大得多了, 总金额高达 15 亿美元, 不过这个案子发生的过程一样充满戏剧性, 本案的功臣首推 Richard Sercer, 他是塔克森市的飞行顾问, 当然还要归功于他的妻子 Alma Murphy, 哈佛医学院眼科学系毕业的她好不容易在 1990 年说服她的丈夫买进伯克希尔的股份, 而且在那之后每年都到奥马哈参加我们的股东会, 只是我一直没有机会与他们认识。碰巧的是, Richard 同时也是飞安国际公司长期投资的股东, 刚好在去年他认为这两家公司应该有机会可以做一个结合, 他相当了解伯克希尔并购公司的标准, 同时也知道飞安国际 79 岁的 CEO 阿尔·乌尔斯基(Al Ueltschi)想要为自己的公司找一个理想的归宿, 又能为自己的股权找到一层保障, 所以就在七月份, Richard 写信给所罗门公司的总裁 Bob Denham 请他研究这项合并交易的可能性。

Bob 于是接手了这个并购案, 在 9 月 18 日我和 Al 正式在纽约碰面, 我对飞安国际公司的经营状况本来就相当熟悉, 并且在 60 秒内我马上就知道 Al 正是符合我们类型的经理人, 10 月正式签约, 由于查理跟我希望尽量避免再次发行伯克希尔股份, 所以在该交易中, 虽然我们提供飞安国际原股东换取股票或现金两种选择(每股 50 美

元现金或 48 美元 BRK 股票)，但是交易条件等于间接鼓励这些税负没有太大差异的股东选择领取现金，结果总计最后有 51%的股份领取现金，41%换得伯克希尔 A 级普通股，另外 8%换得伯克希尔 B 级普通股。

Al 一生热爱飞行，曾经驾驶过查理林登号，在经过 1930 年代轰轰烈烈的飞行事业之后，他开始担任泛美航空的机长，之后在 1951 年创立飞安国际公司，将这家公司塑造成飞行模拟器制造商与飞行员训练的世界级领导公司(单引擎、直升机、客机与舰载机)，公司运营 41 个分部，拥有 175 座飞行模拟器，大至波音 747 客机，小到 Cessna 210 型小飞机，大家要知道飞行模拟器的造价可不便宜，有的要价甚至高达 1900 万美金，所以这一行不像我们拥有的其它事业，算是**资本密集型业务**，该公司大约有一半的营业收入来自于训练飞行员的收入，其余则来自于航空公司与军方。

Al 今年虽然已经 79 岁，不过外表举止看起来像 55 岁，他将一如往常继续经营这家公司，我们从来不会愚弄成功的，我甚至跟他开玩笑说，虽然我们从没想过将伯克希尔的股份予以分割，不过等他满 100 岁时，我们倒是可以考虑把他的年纪一分为二。

有人可能会怀疑我们现在的人事政策，可能是缘于早期年龄歧视政策所受到的创伤，其实真正的原因乃是出于**自私的观点，因为我们认为实在是很难教新狗老把戏**！在伯克希尔，许多经理人虽然已经年过 70，但是他们还是像年轻时一样活跃，频频击出全垒打，所以如果各位有意到本公司谋得一职，请记得运用一位高龄 76 岁老翁如何追到 25 岁年轻辣妹的技巧，当同年龄的同伴很钦羡地问他：你到底是如何说服对方同意的呢？？他回答到：很简单，我告诉她我今年 86 岁！

接下来休息一下，顺便做点广告，如果你拥有具极佳竞争优势的大企业同时想要与拥有同样特质的企业群为伍的话，伯克希尔可以提供你绝佳的归宿，我们的要求条件在后文列出，若是你的公司符合这些条件，而我又没能来得及参加你的生日派对，记得打电话给我。

保险业务：概述

在 1996 年，我们保险业务的营运大放异彩，不管是以 GEICO 车险为主的直保业务，还是巨灾再保险业务的表现都很杰出。就像是在过去年报中一再跟各位解释的，对于我们的保险业务来说，真正重要的，第一是我们取得的保险浮存金规模，第二就是取得它的成本，这两点相当的重要，大家必须了解浮存金虽然不会反应在公司账面价值之上，但却是伯克希尔内在价值构成的关键因素之一。

更进一步说，浮存金是一项我们持有但不属于我们的资金，在保险公司的营运中，浮存金的产生原因在于保险公司在真正支付损失理赔之前，一般会先向保户收取保费，而通常保险业者收取的保费不足以覆盖最终要支付的相关损失与费用，于是保险公司便会发生承保损失，这就是浮存金的成本，而当浮存金成本长期而言低于从其它渠道取得资金的成本时，保险公司就有存在的价值，不过保险业务取得浮存金的成本若远高于货币市场利率，它就像是一只陆地上笨重的信天翁。

不过如同下表中的数字所显示的，伯克希尔的保险业务可说是大获全胜，表中的浮存金，系将所有的损失准备、损失费用调整准备、假设再保险持有的资金与未赚取保费加总后，再扣除应付佣金、预付并购成本、预付税款及相关再保递延费用。相对于我们的保费收入总额，我们的浮存金部位算是相当大的，至于浮存金的成本则取决于实际发生的承保损失或收益而定，在某些年度，就像是最近四年，由于我们连续承保盈利，所以换句话说，我们的资金成本甚至是负的，实际上，我们因持有这些资金而获得回报。

年度	承保损失	平均浮存金规模	浮存金近似成本	长期政府债券收益率
1967	盈利	17.3	<0	5.50
1968	盈利	19.9	<0	5.90
1969	盈利	23.4	<0	6.79
1970	0.37	32.4	1.14	6.25
1971	盈利	52.5	<0	5.81
1972	盈利	69.5	<0	5.82
1973	盈利	73.3	<0	7.27
1974	7.36	79.1	9.3	8.13
1975	11.35	87.6	12.96	8.03
1976	盈利	102.6	<0	7.30
1977	盈利	139.0	<0	7.97
1978	盈利	190.4	<0	8.93
1979	盈利	227.3	<0	10.08
1980	盈利	237.0	<0	11.94
1981	盈利	228.4	<0	13.61
1982	21.56	220.6	9.77	10.64
1983	33.87	231.3	14.64	11.84
1984	48.06	253.2	18.98	11.58
1985	44.23	390.2	11.34	9.34
1986	55.84	797.5	7.00	7.60
1987	55.43	1266.7	4.38	8.95
1988	11.08	1497.7	0.74	9.00
1989	24.40	1541.3	1.58	7.97

1990	26.65	1637.3	1.63	8.24
1991	119.59	1895.0	6.31	7.40
1992	108.96	2290.4	4.76	7.39
1993	盈利	2624.7	<0	6.35
1994	盈利	3056.6	<0	7.88
1995	盈利	3607.2	<0	5.95
1996	盈利	6702.0	<0	6.64

自从 1967 年我们进军保险业以来，我们的浮存金规模每年以 **22.3%复合增长率**增加，大部分的年度，我们的资金成本都在零以下，受惠于这些免费的资金，伯克希尔的绩效大大的提升了。此外，在完成对 GEICO 的并购之后，我们取得免费资金的能力又增加了许多。

巨灾再保险业务

与过去三年一样，我们再次强调，今年伯克希尔保险业务之所以能够有这么好的成绩，部分的原因要归功于巨灾险业务又渡过幸运的一年。从事这类业务，我们出售保单给保险公司与再保公司以分散其面临超大型意外灾害所可能承担的风险，由于真正重大的灾害并不常发生，所以我们的巨灾险业务有可能在连续几年赚大钱后，突然一年发生重大的损失，换句话说，**巨灾险这项业务是否具有吸引力可能要花上好几年才能衡量**，不过大家必须明了，所谓的重大损失的年头不是可能会发生，而是肯定会发生，唯一的问题是它什么时候会降临。

我之所以会把丑话说在前头，是因为我不希望某天你突然听到伯克希尔因为一场大灾难而须赔付一大笔钱时，恐慌地抛售手中的持股。如果你倾向这种反应，那么你现在就不应该持有我们的股票，就如同你碰到股市崩盘，恐慌性的抛售手中股票，我建议你最好不要投资股票。听到坏消息而把手中的好股票卖掉通常不会是一个明智的决定。数十年前创办可口可乐的天才企业家 Robert Woodruff 曾经被问到，什么情况下是出售可口可乐股票的好时机，Woodruff 简短的回答到：我不知道，我从来就没有卖过！。

谈到巨灾再保险业务，我们的客户主要是一些想要降低收益剧烈变动风险的保险公司，而我们希望我们销售的产品价格合理，我们愿意将这些收益变动的风险转移到我们身上，因为我们对于伯克希尔公司收益剧烈的变动一点都不会介意，查理跟我宁可**接受波动的 15%的长期收益，也不要平稳的 12%**，毕竟，我们知道公司的收益每天、每周都会大幅变动，那么我们又何必强求公司的收益变化一定要跟地球环绕太阳轨道的时间一致呢？我想，如果伯克希尔的股东合伙人也能有这样的看法，那么我们执行业务时便能更得心应手，而这也是为什么我们要一再提出相同警告的原因。

我们在 1996 年陆续接了好几单大业务，在年中我们与全美保险(Allstate)签约承保佛罗里达飓风风险，虽然没有确切的资料可供佐证，但我们相信这应该是单一公司独力承受单一风险的最高记录，接着到年底，我们又与加州地震局签约承保比佛罗里达飓风高出一倍的理赔上限，保单预计从 1997 年 4 月 1 日开始生效，再一次我们独立承揽所有的风险，虽然承保的金额相当庞大，但是**即使最坏的情况下，任何一件大型灾害的税后损失也不会超过 6 亿美元，大约不到伯克希尔账面价值的 3%或市值的 1.5%。**大家要了解这类风险的影响性，相比起股票市场的变动对我们的影响性来说，前者可谓是小巫见大巫。

在巨灾再保险业务，我们主要有三项竞争优势，首先向我们投保再保险的客户都知道我们有能力，也会在**最糟糕的情况下履约赔付**，因为万一真的发生什么大的灾难，很难保证金融恐慌就不会接踵而至，届时在其客户最需要援助时，可能连一些原本享有盛誉的再保公司都拿不出钱来，而事实上我们之所以从来不再将风险再转嫁出去的一个原因也是因为我们对于灾难发生时，其它保险公司能否顺利支付赔款的能力持保留态度。反之只要是伯克希尔做出的保证，所有的保户都可以百分之百确定一定可以立即得到理赔。

我们的第二项优势，跟第一项有点关联，虽然不显著但却相当重要，当一件大灾害发生后，保险公司可能发现很难找到愿意再保险的公司，虽然此时需求最为迫切。在这个时候，伯克希尔庞大的产能保证绝对可以提供任何服务，当然我们会优先受理原来与我们有长期往来的客户，这个经验已经使得全世界的保险公司与再保公司了解与我们维持往来的必要性，事实上，我们现在正从许多再保公司那里收取预备费，以防万一市场情况紧绷时，他们可以**确保取得再保的优先机会。**

我们拥有的最后一项优势是我们能够提供别处得不到**单一最高的投保上限**，寻找大客户的保险业者都知道，只要打一通电话到伯克希尔，就可以立即得到确定满意的答复。

有关加州大地震方面有几点需要在这里做说明，因为这是我们最大的风险部位所在，1994 年发生的北岭大地震使得保险业的住宅保险损失远超过计算机所估算的预期范围。不过，与加州最坏情况相比，这次地震的强度比起预估可能的最坏情况，还算是相对轻微的，所以可想而知某些保险业者肯定都吓坏了，因此开始考虑将地震险从他们的住宅险保单条款中撤掉。

深富远见的加州保险专员 Chuch Quackenbush 立即设计出一份新的住宅地震保单，由加州资助的加州地震局保险公司承保，该公司预计从 1996 年 12 月 1 日开始正式运营，并需要大量再保险的庇护，这时候就轮到我们

上场了，如果地震局在 2001 年 3 月 31 日之前因地震发生的损失超过 50 亿美元时，伯克希尔将赔付 10 亿美元。(媒体原先报导的数字比这更高，不过那是在所有保险业者都一同加入时的情况，总计最后只有 72% 的业者参与签约)。

大家一定会问，保单有效期间我们真正赔付的机率到底有多大？老实说我们实在是不知道，而我们也不认为用计算机模型可以帮我们什么忙，基本上计算机做出的预测根本就是垃圾，它们反而会让做决策的人误以为得到某种确定的假象，从而使得他们犯下大错的机会大增，过去不管是在保险中还是投资中，这种离谱的情况屡见不鲜，以投资组合保险为例，它在 1987 年股市大崩盘时所造成的惨况，有人开玩笑说，当时应该要跳楼是计算机而不是那些被计算机所愚弄的人。

虽然保险业者无法准确地评估风险到底有多大，不过我们却还是可以明智的承接保单，就像是你并不需要知道一个人的确切年龄就能判断他是否到了可以去投票的年龄，或是并不需要知道一个人确切体重就能知道他该不该减肥。同样的，从事保险这一行，大家必须谨记的是，基本上所有的意外都不会让人感到愉快，所以在接下保单时，我们心里早有预备，准备把 90% 的保费收入花在损失理赔与相关费用之上，慢慢的一段时间下来，我们就会发现，这样的定价是否合理，这需要时间来证明，巨灾再保险这一行就像是投资事业一样，绝对需要一段很长的时间，你才能确切的知道自己到底在干什么。

不过有一点我绝对可以向各位保证，我们拥有全世界最优秀的巨灾再保险专家，那就是阿吉特·贾恩(Ajit Jain)，他在伯克希尔的价值大到难以想象，在再保险这一行，灾难性的保单比比皆是，我很清楚的原因是我个人在 1970 年代就承保太多地雷，而 GEICO 在 1980 年代初期，即使当时拥有最能干的经理人，也同样签了一堆愚蠢的保单。不过我可以向各位保证，阿吉特不会犯这样的错误。

另一方面我也说过，特大灾难的发生同样也会间接导致金融风暴的发生，这样的可能性虽然不大，但也不是不可能，要是加州真的发生规模大到我们理赔上限的大地震，我们旗下其它事业也可能会受到严重的打击，比如说喜诗糖果、富国银行或房利美等，不过总的来说，我们应该可以妥善处理发生的状况。

就这方面而言，我们试着事先规划伯克希尔的未来，时时谨记查理常说的一句格言：我只想知道自己最后会死在哪里，然后永远都不去那里！"(反过来想真的有效，大家可以试着多唱唱以前流行的乡村歌曲，很快的你就会发现重新找回了你的房子、车子跟老婆)，如果我们没办法承担可能的后果，不管其可能性有多小，那么我们就必

须避免播下罪恶的种子，这也是为什么我们不大幅举债的原因，同时虽然巨灾险损失理赔的上限金额看起来很大，但对伯克希尔本身价值的影响却极其有限。

保险业务-GEICO 保险以及其它直接保险

去年当我们完全取得 GEICO 保险的所有权之后，我们曾对它抱以深切的期望，如今这些期望不但全部实现，甚至是有过之而无不及，不论是从企业或个人的观点来看皆是如此，GEICO 保险的领导者托尼·莱斯利(Tony Nicely)不但是一个杰出的经理人同时也是令人感到愉快的工作伙伴，不论在任何的情况下，GEICO 保险永远都是我们价值不菲的珍贵资产，有 Tony 负责掌舵，GEICO 保险正迈入几年前根本不敢想象的营运高峰。

GEICO 保险的成功没有任何神秘之处，该公司的竞争优势完全来自其**超低成本的经营模式**，**低成本带来低售价**，低售价自然能够**吸引并留住优良的保险客户**，而整个经营流程在**满意的客户向他们的朋友推荐** GEICO 保险时画下完美的句号。**靠着客户的推荐**，GEICO 保险每年至少因此增加 100 万张保单，占新增业务量的半数以上，也使得我们新接业务成本大幅下降，从而又进一步降低我们的成本。

这种模式在 1996 年大放异彩，主动上门的自愿性车险保单量成长了 10%，过去二十年来，该公司最高也不过是在有一年达到 8%而已，更好的是，这些自愿性车险保单的增加主要源自于非标准的保单市场，这个市场对 GEICO 保险来说算是亟待开发的一块，我之所以一再强调自愿性保单的原因在于，**从风险池中分配到的非自愿的强制性保单根本就没什么利润**，那方面的成长就可有可无。

如果不能产生合理的承保利润，GEICO 保险保费收入的成长就没有任何意义，不过再一次我们得到的答案是正面的肯定，去年我们顺利达到原先设定的承保目标，甚至还超越，不过我们真正的目标不是要扩大承保利差，而是将利润通过价格的调整回馈给客户，在这样的策略之下，我们相信 1997 年一定会超越 1996 年的表现。

同时我们也预期会有新的竞争者加入直销市场，而现有的一些竞争同业也有可能会扩大他们的经营区域，不过不管怎样，**我们目前所建立的规模经济**，**绝对可以确保甚至是扩大我们经济堡垒的护城河**，**我们在拥有最高市场占有率的地区拥有最低的成本**，**随着保单和渗透率的增加，成本预期还会进一步地降低**。GEICO 保险永续性的成本优势是 1951 年吸引我投资该公司的主要原因，当时整家公司的市值不过只有 700 万美元，而那也是为什么我在去年愿意花 23 亿美元买下另外 49%不属于伯克希尔的股权的原因。

想要让一家好公司的表现发挥到极致，必须依赖**优秀的管理人员**与明确的目标方向，值得庆幸的是我们已经

有像 Tony 这样优秀的专业经理人以及绝对不会动摇的目标，而为了确保 GEICO 保险所有的组织成员都能像 Tony 一样专注一致，我们需要一套能够与目标匹配的薪酬计划，所以在整个并购案完成之后，我们立刻落实执行。

现在，以 Tony 为首的数十名主要高级经理人所领取的薪资奖励主要就看两个指标：(1)新客户中自愿性保单的成长，以及(2)承保的老客户常态性保单的盈利能力(指入账超过一年的保单)，此外，我们也将同样的标准运用于公司每年员工利润分享计划，所以基本上在 GEICO 保险每个人都知道真正重要的是什么。

GEICO 保险这项计划充分说明的伯克希尔薪资奖励的原则，那就是必须要能够达到以下目标(1)适用于具体公司的具体经营状况(2)简单明了的规则，如此可以很清楚的加以衡量(3)与每个参与的员工直接相关；所以很自然的，我们避免给予员工不劳而获的乐透彩，比如说伯克希尔的认股期权，其最终的价值可能由极少到极大，但这却不是那些我们想要影响其行为的人员所能够直接控制影响的，在我们的观念中，不合理的薪资奖励办法，不但浪费股东的钱，同时也会让旗下的经理人分心而产生不当的行为。

每一季，GEICO 保险公司总共 9000 名的员工都可以看到根据利润分享计划所计算出来的结果，1996 年他们确实享受到这项成果，因为根据这项计划所计算出来的数字早已打破当初规划时的最高上限，连我也知道要如何解决这个问题，那就是把上限再扩大，最后，员工总共分配到年度薪水的 16.9%的奖金，金额将近有 4000 万美元，远高于过去五年平均不到 10%的比率，同时在伯克希尔对于员工辛勤工作的表现，我们绝对不会回以更高的门槛，如果 GEICO 的员工继续保持如此优异的表现，我们还会继续提高奖励的上限。

负责管理 GEICO 投资的路易·辛普森(Lou Simpson)同样继续其优异的表现，去年他的投资组合超越标普 500 指数 6.2%，关于 Lou 在 GEICO 保险的表现，再一次我们将其奖励计划跟其投资绩效绑在一起，不看 GEICO 保险的承保绩效或整体的成绩，而是以过去四年平均的投资绩效为准，对于有些保险公司不分承保部门或投资部门，完全不顾一方优异的表现可能被另一方糟糕的表现所抵消掉的情况，而将其薪资奖励计划完全绑在一起，一视同仁的做法感到愚不可及，在伯克希尔如果你的打击率高达 35%，我可以向你保证绝对不会亏待你，即使其它同队的球员平均打击率只有 20%，不过很庆幸在 GEICO 保险，不论是在承保部门还是投资部门，我们都拥有像 Lou 与 Tony 这类足以列入名人堂的优秀球员。

虽然比起 GEICO 保险，我们其它主要保险业务规模要小得多，但他们在去年同样缴出惊人的成绩单，国民保险公司的传统业务综合比率只有 74.2%，同时以其保费收入来看，还贡献了大量的浮存金，过去三年以来，这个

由 Don Wurster 负责的部门平均的综合比率低至 83.0%；另外由 Rod Eldred 负责的住宅保险业务(Home-State)也有相当幅度的成长，虽然去年必须负担开拓新州业务的费用，但综合比率仍只有 87.1%，过去三年平均综合比率为 83.2%；另外原先由 Brad Kinstler 负责的加州工伤赔偿保险业务现在已将业务扩展到其它六个州，虽然初期须负担沉重的开办费用，但是仍然能维持可观的承保利润；最后负责中央州立产险公司营运的 John Kizer 则依然表现出色，保费收入不但大幅成长，同时承保利益更大幅增加，总的来说，我们几个小型保险业务(包含堪萨斯银行家保险在内)的表现是其它同业所比不上的，Don、Rod、Brad 与 John 全都替伯克希尔创造了可观的价值，而我们也相信他们未来的潜力仍然可期。

税务问题

1961 年，肯尼迪总统曾经说过一句名言：不要问国家能为你做些什么，问问你能为国家做些什么！去年我们决定照他的建议试一试，不过谁说问问没有关系的？我们最后得到的答案是，总共要缴 8.6 亿美元的所得税给美国国库。这个数字到底有多大呢？如果全美能够有 2000 名跟伯克希尔一样的纳税义务人的话，则美国国库不需要再征收其它任何的所得税、社会安全捐或任何你想得到名目的税捐，1996 年的预算收支就能够打平，所以伯克希尔的股东可以大声地说自己，功在国库(占万分之五)。

查理跟我本人对于伯克希尔必须支付如此高额的税负完全接受，我们对于整个社会的贡献远远比不上社会对我们所作的贡献，要不是身在美国，伯克希尔不可能有这样的荣景。

报告收益的来源

下表显示伯克希尔报告收益的主要来源，在这张表中购买法会计调整数会从个别被投资公司分离出来，单独加总列示，之所以这样做是为了让旗下各事业的收益状况，不因我们的投资而有所影响，过去我一再地强调我们认为这样的表达方式，较之一般公认会计原则要求以个别企业基础做调整，不管是对投资者或是管理者来说，更有帮助，当然最后损益加总的数字仍然会与经会计师查核的数字一致。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以百万美金计	1996 年	1995 年	1996 年	1995 年
保险集团：承保收益	222.1	20.5	142.8	11.3
保险集团：净投资收益	726.2	501.6	593.1	417.7
布法罗新闻	50.4	46.8	29.5	27.3
费区海默制服	17.3	16.9	9.3	8.8
金融业务	23.1	20.8	14.9	12.6

家具业务	43.8	(2)29.7	24.8	(2)16.7
珠宝业务	27.8	(3)33.9	16.1	(3)19.1
Kirby 吸尘器	58.5	50.2	39.9	32.1
Scott Fetzer 制造集团	50.6	34.1	32.2	21.2
喜诗糖果	51.9	50.2	30.8	29.8
鞋业集团	61.6	58.4	41.0	37.5
世界图书	12.6	8.8	9.5	7.0
购买法会计调整	-75.7	-27.0	-70.5	-23.4
(4)利息费用	-94.3	-56.0	-56.6	-34.9
股东指定捐赠	-13.3	-11.6	-8.5	-7.0
其他	58.8	37.4	34.8	24.4
经营收益	1221.4	814.7	883.1	600.2
出售资产和已实现证券收益	2484.5	194.1	1605.5	125.0
所有实体-收益合计	3705.9	1008.8	2488.6	725.2

注：(1) 1995 年不包含 GEICO 保险重述部分 (2) 1995 年家具业务包含 R. C. Willey 1995 年 6 月 30 日以后的收益 (3) 1995 年珠宝业务包含 Helzberg 1995 年 4 月 30 日以后的收益 (4) 利息费用扣除了金融业务的利息支出

去年到这段时，我曾提到有三个业务收益大幅下滑：布法罗新闻报、鞋业集团与世界百科全书，今年我们高兴向大家报告，这几个业务都大有进步。

不过对于世界百科全书来说，这可不是一件简单的事，尽管如今它们是全美唯一销售百科全书的直销商(大英百科全书在去年退出了这个市场)，不过它的销售数量还是呈现下滑的状态，另外世界百科全书还投入大笔的经费在 CD 版的新产品之上，但其效益至少要等到 1997 年初与 IBM 的合作正式展开后才有可能显现，在种种不利的状况下，世界百科全书如果不能大力改革销售渠道并降低总部营运开销，以彻底降低固定成本的话，收益可能会消失殆尽，不过总的来说，该公司已想尽各种方法以确保自身能够在竞争激烈的印刷与电子出版市场上继续存活下去。

去年唯一让我们感到失望的反而是珠宝事业，波仙还不错，不过 Helzberg 的收益却大幅下滑，单店平均费用跟随销售额大幅增加，但是当营收表现平时，盈利自然缩减，针对这个问题，该公司总裁 Jeff Comment 已经采取必要的措施，我想它们 1997 年的收益表现应该能够有所改善。

不过总的来说，我们旗下所有的运营业务的表现出色，远远超过同业水平，对此查理跟我本身向所有经理人致上深深的敬意，而如果各位在年会上遇到他们，也请大家不吝给予掌声。在年报中你可以找到依照一般公认会计原则编制，详细的部门级别信息，另外你还可以找到经过重编，依照伯克希尔四大部门的信息，这是查理跟我能够完整呈现伯克希尔现况的模式，我们的目的是希望能够换个角度设想，提供大家所有必要的信息。

透视收益

我们认为报告收益很难表现伯克希尔实际的营运状况，部分原因在于列示在本公司帐上的股利收入，事实上仅占被投资公司收益的一小部分，其实对我们而言，我们更重视未分配的那一部分，原因很简单，因为我们的被投资公司通常更有机会以高回报率对保留收益进行再投资，既然如此又何必一定要强迫他们把收益分配回来呢？

为了要能更真实的反应伯克希尔实际的经营状况，于是乎我们运用了透视收益的概念，计算这个数字包含(1)前段所提到的报告收益，加上(2)我们在主要被投资公司应占的保留收益，按一般公认会计原则未反应在我们公司帐上的部分，扣除(3)若这些未反映的收益分配给我们时，估计可能要缴的所得税。在这里我们所谓的经营收益系已扣除资本利得、购买法会计调整与其它非经常性项目。

下表列出了我们 1996 年的透视收益，不过我还是要提醒各位这些数字只不过是估计数，很多都是基于简单的判断。(被投资公司所分配的股利收入已经包含在保险业务的净投资收益项下)。

伯克希尔主要投资公司	伯克希尔应占 所有权 ⁽¹⁾	伯克希尔应占 留存收益 ⁽²⁾
美国运通	10.5%	132
可口可乐	8.1%	180
迪士尼	3.6%	50
房地美	8.4%	77
吉列公司	8.6%	73
麦当劳	4.3%	38
华盛顿邮报	15.8%	27
富国银行	8.0%	84
伯克希尔主要投资留存收益合计		661
⁽³⁾ 对留存收益的假设税		-93
伯克希尔报告的经营收益		954
伯克希尔透视收益合计		1522

注：(1) 不包括可分配给少数股东权益的股份(2) 以年平均持有股权比例计算(3) 通用的税率为 14%，这里是伯克希尔收到现金股利时的平均税率

股票投资

下表是我们市值超过 5 亿美元的普通股投资。

股份数量	公司名称	成本	市值	成本/股
200,000,000	可口可乐	1,298.9	10,525.0	6.5
48,000,000	吉列	600.0	3,732.0	26.4
49,456,900	美国运通	1,392.7	2,794.3	28.2
7,291,418	富国银行	497.8	1,996.9	68.3

24,614,214	迪士尼	577.0	1,716.8	23.4
64,246,000	房地美	333.4	1,772.8	5.2
30,156,600	麦当劳	1,265.3	1,368.4	42.0
1,727,765	华盛顿邮报	10.6	579.0	6.1
	其他	1,934.5	3,295.4	
	合计	7,910.2	27,750.6	

注：成本系以税务为基础，比 GAAP 的账面成本少 12 亿美元。

我们的投资组合还是没有多大变动，我们打盹时赚的钱比起醒着时多很多。按兵不动对我们来说是一项明智的行为，就像是我们或其它经理人不可能因为谣传美联储可能调整贴现利率或是华尔街专家大幅改变他们对股市前景的看法，就决定把旗下高收益的金母鸡卖来卖去一样，我们也不会对拥有部分所有权的好公司股票任意卖出，投资上市公司部分股权的秘诀与全资收购子公司的成功方法没有什么两样，都是希望能够以合理的价格取得拥有绝佳竞争优势与才德兼备的经理人，此后，大家只需要注意的是这些特质是否发生了任何改变。

只要执行得当，运用这样投资策略的投资人到最后会发现，少数几家公司的股份将会占他投资组合的绝大部分，这样的方式就好象一个人买下一群极具潜力的大学明星篮球队员 20% 的未来权益，其中有一小部分的球员可能会进到 NBA 打球，那么投资人会发现，其因此从中收取的权利金将会占其收入的绝大部分，要是有人建议把这部分权益卖掉就好象是要公牛队把迈克尔乔丹转让一样，只因为他对球队来说实在是太重要了。

研究我们过去收购的企业或投资的股票，大家会发现，**我们偏爱那些变化不大的公司与产业**。原因很简单，我们一直在寻找我们认为十年或二十年后依然拥有巨大竞争优势的公司，快速变迁的行业或许可能让人一夜之间大发横财，但却无法提供我们想要的确定性。

另一方面我必须强调的是，**身为普通人**，查理跟我相当欢迎改变，因为新的观念、新的产品或创新的方法可以提升我们的生活水准，这点很明显的对我们有好处。但**身为投资人**，对于新兴行业的态度就好象在太空探险一样，对于这种勇猛的行为我们给予喝采，但是若要我们自己上场，那就算了吧！

当然所有的产业都会变化，在今日喜诗糖果的经营形态与我们当初在 1972 年买下这家公司时又有很大的不同，喜诗提供了更多样的糖果、生产设备与销售渠道也大不相同，不过人们为什么购买盒装巧克力，**为什么非要购买喜诗的盒装巧克力**，其原因自 1920 年代喜诗家族创立以来就从来没有变过，而我想这原因在往后 20 年，乃至 50 年都不会有所改变。

在买进股票时，我们同样在寻找类似的可预测性，以可口可乐来说，**可口可乐产品所代表的热情与想象在**

CEO 郭思达(Roberto Goizueta)的带领下风靡世界，此举为公司股东创造出可观的价值，在唐·基奥(Don Keough)与 Doug Ivester 的协助之下，罗伯托重新塑造公司的各个方面，不过可口可乐公司的本质，强大的竞争优势与主导地位多年来却从未改变。

最近我正在研读可口可乐 1896 年的年报(所以大家不要以为你的阅读已经落后了，我们比你还晚)，虽然当时可口可乐已经是软饮料的领导者，但那也不过只有十年的光景，然而在当时该公司却早已规划好未来的百年大计，面对年仅 14.8 万美元的销售额，公司总裁 Asa Candler 表示：我们告诉全世界，可口可乐是为所有人的健康和良好感觉而打造的卓越产品，这一点我们并没有落后。虽然我认为健康这档子事还有待努力，但我很高兴可口可乐在一百年后的今天，始终还是遵循 Candler 当初立下的愿景，Candler 又继续谈到：没有其它东西的味道能够像可乐一样深植人心。当年的可乐糖浆销售量不过只有 11.6 万加仑，时至今日，销售量已达到 32 亿加仑。

我实在忍不住想要在引用 Candler 的另一段话："从今年三月开始，我们雇用了十位巡回推销员，在与总公司保持密切联系下我们的业务范围已涵盖整个美国。"这才是我心目中的销售力量。

像可口可乐与吉列这类的公司应该打上"确定性"标签，分析师对于这些公司在未来一、二十年饮料或刮胡刀市场的预测可能会有些许的不同，而我们所说的确定性，并不意味着这些公司可以不必继续贯彻在制造、营销、包装与产品创新上的努力。但是，最终没有那位明智的观察家，甚至是公司最强力的竞争对手，也不得不承认可口可乐与吉列，在终其一生的投资生涯，仍将在其各自的领域中独领风骚，实际上，他们的优势还有可能会继续增强。过去十年来，两家公司在原有极大的市占率基础上又扩大许多，而所有的迹象显示，在往后的十年间，他们还会继续以此态势扩大版图。

当然比起一些高增长的高科技或新创的事业来说，这些被永恒持股公司的成长力略显不足，但我宁愿相信一个确定的好结果，也不愿期望一个不确定的伟大结果(与其两鸟在林，还不如一鸟在手)。

虽然查理跟我本人终其一生追求永不卖出的公司，但能够真正让我们找到的却属凤毛麟角，光是取得市场领导地位并不足以保证成功，看看过去几年来通用汽车、IBM 与西尔斯这些公司，都曾是领导一方的产业霸主，在所属的产业都被赋予其无可取代的优势地位，大者恒存的自然定律似乎牢不可破，但实际结果却不然，也因此对于每一个看似确定的公司来说，都有无数的竞争者环视，这些公司虽然曾经红极一时，但却完全经不起竞争的考验，考虑到成为具备确定性公司的条件，查理跟我意识到，其数量绝对不可能超过五十家或甚至是不到二十家，

所以就我们的投资组合来说，只有几家真正具备确定性的公司，另外几家则是属于极有可能的潜在公司。

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

有一个问题倒是很值得注意，那就是有一些体质原本不错的公司，由于管理层规划的方向产生偏差，将原本良好的本业基础弃之不顾，反而跑去并购一堆平凡普通甚至糟糕的业务，当这种状况发生时，其投资人所须承受的煎熬便会加重加长，而这种不幸正是几年前发生在可口可乐与吉列身上的惨事(大家可以想象十几年前，可口可乐大举投入养虾事业，而吉列竟热衷于石油探勘吗？)，经营中失去焦点是查理跟我在思考是否投资一些外表看起来很不错的公司时最关心的重点，我想这些经理人的傲慢或不甘寂寞会使得他们胡思乱想，进而导致企业的价值停滞不前，这种情况屡见不鲜。好在这种情况下应该不会再在可口可乐与吉列现在与未来储备的管理层身上发生。

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

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

投资要成功，你不需要研究什么是 Beta 值、有效市场理论、现代投资组合理论、期权定价理论或是新兴市场，事实上大家最好不要懂得这一些理论，当然我这种看法与目前以这些课程为主流的学术界有明显不同，就我个人认为，有志从事投资的学生只要修好两门课程，亦即"如何正确的给企业估值"以及"如何看待估值与市场价格的关系"即可。

身为一位投资人，大家其实只要以合理的价格买进一些很容易了解且其收益在未来五到十年内会大幅成长的企业的一部分股权，当然一段时间下来，你会发现只有少数几家公司符合这样的标准，所以要是你真的找到这样的

公司，那就**一定要重仓出击**，在这期间，你必须尽量避免自己受到外界诱惑而偏离这个准则，**如果你不打算持有一家公司股份十年以上，那最好连十分钟你都不要拥有它**，在慢慢找到这样收益加总能持续增长的投资组合后，你就会发现其市值也会跟着稳定增加。

虽然我们很少承认，但这正是伯克希尔股东累积财富的正确方式，我们的透视收益在过去几年间大幅跃进，而同期间我们的股票价格也跟着大涨，如果这些收益没有增加，伯克希尔所代表的价值就不可能大幅成长。

当然我们现在不断增长的资本基础将无可避免地会影响到我们未来收益成长的能力，但我们还是会继续朝着过去一致的方向前进，我们将努力经营好现有业务，这部分的难度较低，因为我们拥有一群杰出的经理人，同时继续并购或部分买进一些不会受外界环境影响且拥有竞争优势的新事业。

全美航空

当维珍亚特兰大航空公司的老板 Richard Branson 被问到要如何才能够变成一个百万富翁，他的回答很简单：其实也没有什么！**首先你要先成为一个亿万富翁，然后再去买一家航空公司就成了！**但由于各位的董事长-我就是我本人不信邪，所以我在 1989 年决定以 3.58 亿美元投资取得全美航空年利率 9.25% 的优先股。

那时我相当喜爱同时也崇拜全美航空当时的总裁 Ed Colodny，直到现在仍是如此，不过我对于全美航空业的分析研究实在是过于肤浅且错误百出，我被该公司过去历年来的盈利能力所蒙骗，同时过分相信优先股可以提供我们在债权上的保护，以致于忽略了最关键的一点：那就是全美航空的**营收规模**受到毫无节制的激烈价格竞争而大幅下滑的同时，其**成本结构**却仍旧停留在从前管制时代的高位，这样的高成本结构若不能找到有效解决的办法，将成为灾难的前兆，无论航空公司过去的记录多么令人瞩目(如果历史能给出所有答案，福布斯前 400 人就会图书管理员)。

要让成本结构合理化，全美航空必须大幅修改其劳资契约，不过这些偏偏航空公司又难以实现，除非公司真正面临破产威胁或是已经破产倒闭。而全美航空也不例外，就在我们投资该公司优先股不久之后，公司营收与支出的缺口突然开始大幅扩大，在 1990-1994 年间，全美航空累计亏损了 24 亿美元，此举让公司普通股的股东权益几乎耗损殆尽。

在这段期间内，全美航空还是继续支付优先股股利给我们，直到 1994 年才停止，也因此不久后，由于对该公司前景展望不太乐观，**我们决定将全美航空优先股投资的帐面价值调减 75%，只剩下 8950 万美元**，在 1995

年，我甚至打算以面额 50%的折价出售这笔投资，所幸最后并没有成功。

幸运的是在投资全美航空所犯的一连串错误当中，我总算做对了一件事，那就是当初在投资时，我们在优先股投资合约当中，特地加了一项"惩罚股息"条款，也就是说万一该公司延迟支付股息的话，除原有欠款外，还必须外加依基本利率 5%的利息，也就是说因为这两年我们没有收到 9.25%的股息，所以以后全美航空必须就未支付的款项加计 13.25%与 14%的利息。

面对这样的惩罚条款将督促全美航空尽快清偿对我们的欠款，而等到 1996 年下半年全美航空开始转亏为盈时，他们果真开始清偿这笔合计 4790 万美元的欠款，为此我们特别要感谢全美航空现任总裁 Stephen Wolf，是他让这家落难的航空公司得以付出这笔钱，同时全美航空的表现也归因于航空业景气复苏，当然该公司还是有成本结构的问题有待解决。

不过不论如何，目前全美航空普通股的市价显示，我们所持有优先股的价值应该恢复到 3.58 亿美元的面额左右，另外不要忘了，这几年来我们还陆陆续续从该公司收到 2.4 亿美元的股息(包含 1997 年的 3000 万美元)。

1996 年初，我们还尚未收到积欠的股息之前，我再度尝试以 3.35 亿美元出售这些优先股，所幸这次又没成功，使得我们得以从胜利的关口逃过失败的命运。

在另外一个场合，有一位朋友问我："你很有钱，可是为什么还这么笨？"在进一步检讨本人在全美航空这个案子上的表现后，你可能会觉得他说得很有道理。

财务融资

去年我们总共付了四次钱给所罗门兄弟公司，而很高兴每一张支票都代表着该公司为我们提供了不错的服务，先前我已经说明过其中的一项交易，也就是买进飞安国际公司的交易，所罗门担任这项交易的投资银行顾问，第二个案子是所罗门帮我们旗下的财务子公司安排了一项融资案。

此外，通过所罗门我们完成另外两件案子，两者也都有相当有趣的特点，一件是在 5 月我们发行了 517500 股的 B 级股，总共募得 5.65 亿美元的资金。关于这件案子，先前我就已经做过相关的说明，主要是应对市场上出现的一些模仿伯克希尔投资组合的信托基金，避免他们以伯克希尔过去无法复制的傲人记录对外吸引一些不知情的小额投资人，他们会向这些天真的投资人收取高昂的手续费与佣金，却无法提供一个令人满意的投资回报。

我相信这些模仿伯克希尔的基金可以很容易募得大笔的资金，而我也认为在这些基金成功募集到资金之后，

一定还会有更多的基金跟进效仿，在证券业，没有什么是卖不掉的东西，而这些基金无可避免的会将所募得的资金大举投入到有限的伯克希尔股票中，最后的结果很可能是伯克希尔本身以及其概念股股价暴涨而泡沫化，然后股价的上涨自我强化，很可能又会吸引新一波的无知且敏感的投资人蜂拥投入这些基金，造成进一步的恶性循环。

有些选择退出的伯克希尔的股东可能会发现这是一个大好的机会，因为可以利用新加入者不当的预期而想要趁机卖出持股赚取额外的利益，但在此同时选择继续留下来的股东却必须承担后来的苦果，因为等到回归现实后，我们会发现伯克希尔会有一群成千上万高位套牢的间接股东(亦即基金投资人)，以及受到毁损的企业清誉。

B 级普通股的发行正可以抑制这些模仿伯克希尔基金的发售，同时提供小额投资人投资伯克希尔的低成本渠道，如果在他们听过我之前所发出的警告后仍执意要投资的话，而为了降低经纪人一般喜欢推销新股发行的习惯(因为这是真正有赚头的所在)，我们刻意将承销佣金降到 1.5%，这是所有发行新股承销佣金最低的比率，此外我们对发行新股的数量不设上限，以避免一些专门投资初次上市股票抢帽子的投机客，利用新股数量稀少而刻意炒作赚取短期股价飙涨的差价。

总而言之，我们希望买进 B 级普通股的投资人是真正希望长期投资的，事实证明我们的做法相当成功，在公开发行后的 B 级普通股成交量(亦即代表换手的情形)远低于一般初次上市的股票，结果总计我们因此新增了 4 万名的股东，我相信他们大部分都了解他们到底在投资什么，同时与我们拥有相同的经营理念。

在这次不常见的交易中，所罗门的表现地太好了，身为我们的投资顾问，他们充分了解我们想要达成的目标，从而量身定做，提供符合我们需要的服务，事实上若是按照一般的标准模式，所罗门应该可以赚进更多钱，有可能比现在多十倍以上，不过他们并没有刻意引导我们这样子去做，相反地有时他们还是提出一些对自己本身利益冲突，但却有助于伯克希尔达成目的的一些建议，感谢 Terry Fitzgerald 为我们发行所做的努力与贡献。

有鉴于此，大家不难想象，当伯克希尔决定发行以所持有的所罗门股份做为转换标的的可转换票券时，我们又再度找上 Terry，再一次所罗门的表现一流，发行了 5 年期、总面额 5 亿美元的票券，共取得 4.471 亿美元的资金，每张面额 1000 美元的票券可以转换成 17.65 股的所罗门股份，同时有权在三年后要求以帐面价值赎回，总计原先票面折价加上 1%的票面利息，此证券可以给予到期不选择转换成所罗门股份的投资人 3%的回报率，不过我想投资人在到期前选择不转换的概率微乎其微，因此，在转换前我们实际负担的利率成本大约在 1.1%左右。

近年来，媒体不断报导查理跟我对于支付投资银行所有的费用都很感冒，这样的报导完全不对，事实上过去三十年来，从 1967 年我们请 Charlie Heider 协助我们买下国民保险公司开始，我们就很乐于签支票给他们，只要他们所提供的服务与表现值得的话，而以 1996 年所罗门这次的案子来说，我们就觉得物超所值。

其它事项

虽然这个是给最新的决定，但查理跟我本人已决定正式跨入二十世纪，我们决定从现在开始将在公司网站上公布每季与每年最新的伯克希尔报告，大家可以在这个网址 www.berkshirehathaway.com 找到相关的讯息，我们会固定选在周六发布这些报告，主要的目的是希望大家能够有充足的时间在股市开盘做出进出的决定，预计未来一年内公布报告的时间为 1997 年 5 月 17 日、8 月 16 日、11 月 15 日以及 1998 年 3 月 14 日，同时网站上也会有我们对外发布的其它公开讯息。在此同时，我们也将停止过去邮寄每季季报的习惯，而直接将它们公布在公司网站上，此举不但可以大幅减少邮寄的成本，同时也因为我们有一些股东的股份是登记在别人的名下，这使得季报最后送到真正股东手上的时间很不一定，有的股东收到报告的时间整整比其它股东晚了好几个礼拜。

当然通过网络公布也有一个很大的缺点，那就是许多我们的股东从来不使用计算机，当然大家还是可以通过同事或朋友的帮助把它们给打印下来，如果大家觉得还是用寄比较好的话可以向我反应，我们很想听听大家的意见，至少在 1997 年还是会持续原来的做法，另外必须强调的是，每年的年报除了在网络上公布之外，依然还是会用邮寄的方式送到各位的手上。

大约有 97.2% 的有效股权参与 1996 年的股东指定捐赠计划，总计约 1330 万美元捐出的款项分配给 3910 家慈善机构，详细的名单参阅附录。每年都有一小部分的股东由于没有将股份登记在本人的名下，或是没能在 60 天的期限内，将指定捐赠的表格送回给我们，而没办法参加我们的指定捐赠计划，对此查理跟我感到相当头痛，不过我们必须忍痛将这些指定捐赠剔除，因为我们不可能在拒绝其它不符合规定股东的同时，还破例让这些人参与。想要参加这项计划者，请必须拥有 A 级普通股，同时确定您的股份是登记在自己而非股票经纪人或保管银行的名下，同时必须在 1997 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 1997 年的捐赠计划，当你收到表格后，请立即填写后寄回，以免被丢在一旁给忘记了。

年度股东大会

资本家版的 Woodstock 伯克希尔股东年会将在 5 月 5 日周一举行，查理跟我实在是很喜欢这场盛会，所以

我们很希望大家都能来，会议预计从早上 9 点半正式开始，中午休息 15 分钟(现场备有餐点，不过必须付费)，然后会继续与许多死忠的股东谈到下午三点半。去年全美 50 州都有股东代表出席，另外还有来自海外地区，如澳洲、希腊、以色列、葡萄牙、新加坡、瑞典、瑞士以及英国等国家。股东年会是公司股东可以得到有关公司经营所有问题解答的场合，所以查理跟我一定会竭尽所能地回答各位提出的问题，直到我们头昏脑胀为止(如果查理跟我有异状时，希望各位能及时发现)。

去年总共有 5000 名股东与会，虽然我们预先另外准备了三间小会议室，不过还是把 Holiday 会议中心给挤爆了，今年由于发行 B 级普通股的关系使得我们的股东人数又增加了整整一倍，因此我们决定把开会的场地移到可以容纳 10000 人同时备有巨大停车场的 Aksarben 体育馆，大门会在当天早上 7 点开放，同时在 8:30 我们会播放由财务官 Marc Hamburg 制作的全新伯克希尔电影短片供大家欣赏(在伯克希尔所有人都必须身兼数职)。

为了克服大家对于商业气息的厌恶，我们在会场外大厅备有伯克希尔各式各样的产品供大家选购，去年我们打破记录，总共卖出 1270 磅的糖果、1143 双的鞋子以及价值超过 29000 美元的《世界百科全书》与相关出版品，外加 700 只由旗下子公司 Quikut 所生产的刀具，另外在现场许多股东询问有关 GEICO 保险汽车保险的信息，如果你想在汽车保险费上省一笔钱，记得把你现在的保单带到现场，我们估计至少有 40% 的股东可以因此而节省不少保费(我很想说 100%，不过保险业实务的经营并非如此，因为每家保险业者对于风险的估计都不同，事实上，我们有些股东支付的保费就比跟 GEICO 保险投保要来得低)。

后面附有股东会开会投票的相关资料，跟各位解释如何拿到入场所许的识别证，由于预期会有相当多的人与会，我们建议大家最好先预订机位与住宿，美国运通(电话 800-799-6634)将会很高兴为您提供相关安排服务，如同以往，我们会安排巴士接送大家往返各大旅馆与会场之间，并在会后接送大家到内布拉斯加家具店与波仙珠宝店或是到饭店与机场。

占地 75 英亩的内布拉斯加家具店主馆距离会场约 1 英里远，营业时间平日从早上 10 点到下午 9 点，周六从早上 10 点到下午 6 点，周日则从中午开到下午 6 点，记得去向 Rose Blumkin-B 夫人问好，她今年高龄 103 岁，有时还会戴上氧气罩在轮椅上工作，不过如果你想要跟上她的脚步，需要氧气的可能是你，内布拉斯加家具店去年的营业额高达 2.65 亿美元，这是全美单一家具店营业的新高记录，记得去现场查一查商品的种类与标价，你就会知道原因了。平时礼拜天不营业的波仙珠宝，特地在五月四日股东会当天为股东与来宾开放，从中午开到下午 6

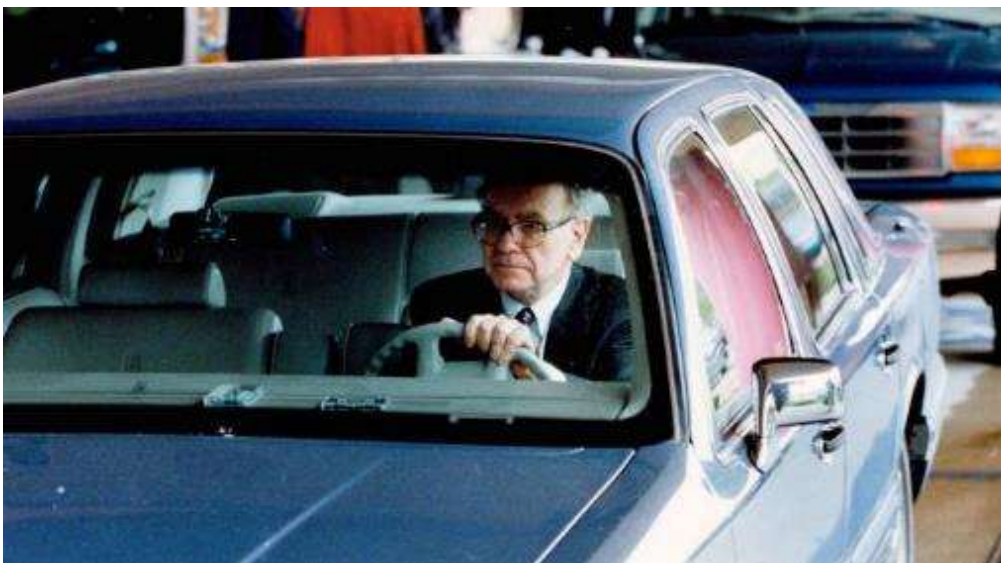
点，去年在周六股东会前一天，我们打破了波仙单日的订单量与营业额记录，当然还包括每平方英尺的参观人数记录，今年我们考量到参观人数还会再增加，所以大家在当天一定要准备好入场证，当然不想人挤人的股东可以选择在前一天或后一天前往参观，周六从早上 10 点开到下午 5 点半，周一则从早上 10 点开到晚上 8 点，无论如何今年大家一定要来看看波仙的总裁 Susan 是如何施展她的技巧将你的荷包给掏空。

我个人最爱的牛排馆 Gorat's 去年在股东年会的那个周末完全客满，虽然临时还在周日下午四点多排出的一个空档，今年该餐厅从四月一号开始接受预订(电话 402-551-3733)，我会在周日参加完波仙珠宝的活动后到 Gorat's 享用我最常点的丁骨牛排加上双份的肉丸，当然我也推荐我的宝贝助理 Debbie 标准的菜单-生烤牛肉三明治外加马铃薯泥与肉汤，记得报上 Debbie 的名号，你就可以多得到一碗肉汤。

在前一天 5 月 3 日周六晚上，Rosenblatt 体育馆将会有一场奥马哈皇家队对印第安纳波里市印第安人队的比赛，一如往年轮到由我先发，每一年就投那么一球。虽然 Rosenblatt 球场的外观看起来与其它球场没有多大的不同，不过它的投手丘地形却相当特殊，有时会发出特殊的重力短波，导致本来很平稳投出的球突然急速往下坠，过去有好几次我都成为这种怪异自然现象的受害者，不过我还是希望今年的情况会好一点，虽然当天会场有许多拍照的机会，不过我还是奉劝大家的快门要抓准一点，才能完整捕捉由我投出的快速球。

股东会资料将告诉大家如何取得球赛入场的门票，同时我们也会提供周日晚上会开张的餐厅信息，同时列出假日期间在奥马哈你可以从事的活动介绍，伯克希尔总部所有成员都期待能够见到大家。

沃伦·巴菲特 董事会主席



巴菲特开着自己的凯迪拉克上下班

你不会在一生中只拥有一辆车，但只会拥有一个大脑和身体，它们要跟你一辈子，所以你要好好爱护它。

伯克希尔股东大会实录 1997

1997 年 5 月 5 日 Aksarben 体育馆 7500 人

开场白

巴菲特：早上好。我是沃伦·巴菲特，伯克希尔的董事长，你们可能已经猜到了。(笑)

我昨晚真的遇到麻烦了。我几乎完全失声了。我不想让你认为我今天早上在这里为自己欢呼时失去了勇气。

我想我会做得很好的，但我们得让查理来——他总是滔滔不绝。我只需动动嘴唇。(笑声)所以我想告诉你们一些我们将如何处理这些事情。然后我们会看看为萨达姆·侯赛因写发言稿的作者写的演讲稿。我想它拥有你所期望的所有温暖、魅力和参与感。我们会尽快结束会议，通常是五到六分钟。然后查理和我将回答你们的问题，直到中午，那时我们将有半个小时的休息时间。外面有吃的。然后 12:30 我们会再集合，下午会一直到 3:30 左右。我希望我的声音能持续下去。我们这里也有各种各样的非可口可乐产品。

我们会有一个区域系统，在那里我们有 12 个麦克风，我相信是 12 个，我们会按顺序走。如果你走到离你最近的麦克风前会有人安排，请按到达的顺序提问。我们会确保每个人在回答第二个问题之前都有机会提问。特别是在下午，我们将特别努力回答来自北美以外地区的人们的问题。今天出席的人真不少。从门票方面来看所有 50 个州都有代表。我们至少收到了来自南非、澳大利亚、巴西、英国、法国、德国、希腊、香港、爱尔兰、冰岛、以色列、塞班岛、新西兰、沙特阿拉伯、新加坡、瑞典、瑞士的一些人的参会申请。他们远道而来，我们想要确保他们的问题得到了特别的回答。有趣的是，今年内布拉斯加州的移民比例比去年有所上升。你在解释这个问题时要小心一点，因为有些人说他们来自内布拉斯加州，其实不是，因为身份的原因，他们喜欢这样。(笑声和掌声)所以如果他们告诉你他们来自内布拉斯加州，让他们出示驾照吧。

.....大会流程(董事介绍，会议议案，董事会选举，管理者团队介绍等).....

股东问答开始：

1、麦当劳无法获得像可口可乐和吉列那样确定的统治力

股东：我叫汤姆·康拉德，来自弗吉尼亚州麦克莱恩市。我是股东。去年我问你一个问题，巴菲特先生，而我被你说的话打动了。投资于一家公司并将其坚持终生，只有三家高质量的公司才能成为我的选择，三家公司是可口可乐、吉列和迪士尼。去年我问你的问题是：我应该等到市场下跌再买，还是现在就入市？而你建议现在就加

入。正因为这个建议，我才买得起今年来的票(笑声)，才能来问你第二个问题。(巴菲特笑)

巴菲特：你应该急流勇退哈。(笑声)请继续你的问题。

股东：我在考虑扩大到第四家公司。我想到的第四个公司是麦当劳。你是否觉得麦当劳在食品行业获得了像可口可乐和吉列在其各自领域那样的统治力？第二个问题是，你认为我是等麦当劳的股价下跌一些再买好呢？还是现在就买进好？

巴菲特：你是想精确到小数点后三位？还是干脆来个四舍五入？(笑声)在今年的年报中，我们谈论过可口可乐和吉列，我把他们的基本业务称作是“不可战胜的”。这显然说的是可口可乐的软饮料业务和吉列的刮胡刀业务。但这并不是说它们每个业务都是不可战胜的，幸运的是，基本业务在可口可乐和吉列中都占据重要地位。

在食品行业，你永远无法从某一产品中得到像可口可乐和吉列那样确定的统治力。人们在选择吃的方面更加易变，所以，人们可能会喜爱吃麦当劳，但是在不同的时间，他们也会去不同的餐厅吃饭。与此相反，人们一旦开始使用吉列刮胡刀刮胡子，就不太可能会改用其他产品。

在食品行业，你永远无法获得可口可乐在软饮料行业所取得的不可战胜性，软饮料行业绝不会出现第二个可口可乐。可口可乐取得现在的地位花了 100 多年时间，我记得，可口可乐好像是 1886 年创立的，有 111 年的历史了。所以，在不可战胜性方面，我觉得麦当劳和可口可乐不在一个级别。

根据价格的不同，麦当劳也许可以是一种更好的股票投资。但不可能从我这里得到这个价格，而且我认识查理，我很怀疑你是否能从他那里得到这个价格。但我们会给他一个机会。(笑声)看起来他准备好了。(掌声)

芒格：我们已经把这变成例行公事了。(笑声)不过，我没有什么要补充的，沃伦。

巴菲特：好的。(笑声)我也无话可说。我只是花了比较久的时间。(笑声)

2、即使好生意，你也可能出价太高

股东：巴菲特先生，我叫皮特·班纳，来自科罗拉多州博尔德，我是股东之一。最近，格林斯潘先生(美联储主席)对经济繁荣发表了他的看法。此后不久，你在年报中公布了你的看法，你认为美国股市的估值已经得到了充分的体现。关于股市的估值，你有没有和格林斯潘先生沟通过？

巴菲特：没有。我记不清上一次见格林斯潘的确切时间了，不过那肯定是在很久以前。所罗门发生危机时，我们曾有过一次交流，在他担任美联储主席之前，曾经是首府/ABC 广播公司的董事会成员。我是在那时认识他

的。不过，有时候很难听懂艾伦在说什么，所以和他交流没有太大的意义。(笑声)我的意思是，他说话非常小心。

不过我很高兴你提到了年报。在今年的年报中，我说可口可乐和吉列是不可战胜的公司并描述了它们有多伟大。它们绝对是由杰出经理人经营的伟大公司。但我觉得合适的做法是你们不要把我的看法看作是这些公司无条件的买入的建议，尤其是因为读了我们的年报。你可能会为这样的公司支付过高的价格——至少在短期是这样的。**永远存在一种风险：企业的业绩需要好几年时间才能追上你所支付的价格。**我想说的是，股价可能会领先于企业的业绩，不论这家企业有多伟大。

我不知道这些公司或者其他任何一家公司的股价和业绩相一致的点在哪里，不过我确实说过，鉴于股市中大部分股票的估值水平都很高，包括这些不可战胜的公司，出价过高的风险会相当大。所以，我发表那些看法的用意绝不是让人产生这样的印象：因为我买了这些公司，因此人们就拿我的看法当作无条件的买入建议而不管其买入的价格。

我们没有出售这两家公司的股票的打算，即使它们的股价比现在高很多，我们也不会出售。不过我不想人们——尤其是那些经验相对较浅的人——看到这些公司的名字后认为我在向他们兜售这些公司的股票，认为它们是很好的买入对象。**一般来说，对一家企业是否伟大更有把握，比对股价是否高了 5% 还是 10% 更为重要。**这个思想我领悟得非常慢。过去我对价格敏感得令人难以置信，以前在我们把出价提高 1/8 美元之前，会在办公室里召开祈愿法会。(笑声)但这绝对是一个错误，在某些情况下，还会是一个大错误。我们因此错过了许多良机。

所以，我在年报中说的并不是对市场的预测，我们从不试图预测股市。我们确实尽力给企业定价。我们发现，如今不论是伟大的企业、还是好企业，还是中等企业或者次中等企业，很难找到我们觉得便宜的。不过当然，你不是总能有机会购买便宜的东西。查理？

芒格：我非常同意这种看法。(笑声)我们敢打包票的一件事是，从长期看，投资于一个标准股票组合所能获得的、经过通货膨胀调整的实际回报将低于过去 15 年的水平。过去这 15 年是一个前所未见的好时期，今后股市投资的平均回报将会回归到均值水平。

巴菲特：过去十几年来，美国企业取得了非同寻常的好业绩。这对证券来说是一个重大的利好，因为它们代表着这些企业的一部分。过去 15 年来利率也降低了，这对股票来说也是一个重大利好。从理性计算的角度看，不管什么时候，**只要利率下降，所有金融资产的价值就会上升。**最近几年，**这两大因素(业绩提升+利率下降)的共同**

作用增强了美国企业的真正价值。不过，现在这些因素已经得到了大家的广泛认可。

本·格雷厄姆以前经常说，在投资上，与一个坏的假定前提相比，一个好的假定可能会带给投资者更多的麻烦，因为如果一个假定是错误的，人们马上就能发现它的谬误，但一个好的假定却可以持续一段时间。要知道，如果利率下降、权益回报率的提高，企业就会变得更值钱。但最终，对许多投资者来说，股市自身的波动创造出一套自己的涨跌理由，人们已经忘记了起初点燃他们热情的原因以及他们受到的数学约束，在股价上涨了一段时间之后，仅凭不断上涨的股价就足以让人们兴奋不已，并促使更多的人加入游戏中。因此，在一段时间之后，人们就会把之前的假定忘得一干二净，只剩下一个事实：这个假定导致股价不断上涨。于是，股价将自己推动自己不断攀高(股价正反馈效应，反身性理论)。

格雷厄姆曾经结合 1920 年代的股市在这方面写过文章。当时埃德加·劳伦斯·史密斯(Edgar Lawrence Smith)在 1924 年出过本很不错的书《Common Stocks as Long Term Investments》(普通股的长期投资)，这本书解释了为什么投资股票比投资债券好。这本书可以说是 1920 年代牛市的圣经。如果你注意到史密斯基于价格所做的解释说明的话，他在书中说的话还是有道理的。但是，人们通常会忘了他们支付的价格的重要性，因为牛市的经历会掩盖理性的光芒。

(书中主要观点：通胀的可能性远远大于通缩，而在面对通货膨胀时，债券无任何抵御能力。对于优质公司而言，利润多数归属于股票持有者，而非债券持有者。人口增长会带动产品和服务的增长，与这些产品和服务相关的上市公司也会相继增多)

3、伯克希尔不鼓励以"街名"登记其股票

股东：巴菲特先生，我叫罗拉·威尔斯，来自佛罗里达州。我是一个非常小的股东。我很好奇，为什么以街道名称持有股票的股东没有资格参与股东指定捐赠计划？

巴菲特：真正的区别并不在于他们的股票是否以街名持有。如 B 股招股说明书所指出，B 类股东不能参与捐赠计划。实际拥有人持有的 A 股可参与这个计划。

我们在 1981 年获得了一项税务裁决，参与股东指定捐赠计划的部分可以免税。总有这样一种可能性，国税局会采取这样一种立场，允许股东指定对慈善机构的捐款，我们给他们的东西，首先作为股息征税，然后他们会捐出去。所以我们有一个税收裁决，这个税收裁决只适用于实益所有人，即登记持有者自己持有的股份。我们随后遵循了这一裁决。坦白地说，如果我们接触到街名持有者，我可能会说这也是一场噩梦。我们现在可能有 30 或 35000 个街道名持有者持有 A，而 B 可能是 60000 或类似的数字。这将是一场噩梦。

任何人，你知道，除非他们的股票有保证金债务，他们都可以把它放在自己的名下，我们鼓励人们这样做。我们鼓励人们这样做的一个原因是，他们也会更及时地与股东沟通。我们发现，当通过经纪公司向街头姓名持有者提供信息时，报告的分发非常不稳定。所以我们真的鼓励你用自己的名字登记你的股票。你会很快得到通知。如果你登记了 A 股，你就可以参加捐款计划。顺便说一句，不要减持你的股票。我们两个人控制着公司，所以我很高兴你能来。(笑声)查理？

芒格：没有意识形态上对小股东的偏见。只是从技术上讲，把它作为管理问题是不可行的。

巴菲特：我应该指出的是，整个股东指定捐款计划，和所有与这次会议有关的工作，都是 AkSarBen 体育场负责的，他们做的非常棒，他们帮了大忙。但就发出 11000 多张会议门票而言，棒球门票、相关计划以及其他一切，基本上都是由伯克希尔的员工完成的。他们全力以赴做各种各样的工作。所以当你看到那间 3000 多平方英尺(约 280 平方米)的办公室时——我们得到了一位在办公室工作的内部审计员的帮助，而这位审计员并没有在办公室工作。但是很少有人做他们所有的日常工作，然后他们在这里做这个，他们从来没有想过他们会卷入其中。(掌声)谢谢你们。我们可以有一个 50 人的部门。我们收到成百上千份年度报告的申请，还有很多股东上门拜访，而我们只有几个人。我们的工作人员很有礼貌，很愉快地处理这些事，我真的向他们致敬。

4、为什么巴菲特没有写书

股东：早上好。我是马歇尔·巴顿，来自德克萨斯州班德拉。首先，我非常感谢你们不仅为我们提供了一个良好的投资工具，而且在这个过程中给了我们良好的教育。非常感谢这些年来给股东们写的两卷本的信件。这是我们家的必读书目。如果你能克制住自己的敬意，我还要感谢查理·芒格(巴菲特笑)——1994 年他在南加州大学商学院学生演讲的副本也需要阅读(1994 年 4 月芒格于南加州大学马歇尔商学院的演讲：论基本的、普世的智慧，及其与投资管理和商业的关系)。我想问你的是，你打算什么时候写你的书？

巴菲特：(巴菲特笑)首先我想评论一下查理的演讲。我认为世界上的每一个投资者在投资前都应该读一读那篇文章。我认为这是经典。我们有副本可供使用——我们大约一年前把它寄给了当时的股东。但是如果有人想要一份我很乐意提供。

我似乎没有必要写一本书。但其他人都在这么做。(笑声)珍妮特·洛尔写了最新的一本(《Warren Buffett Speaks》2007，巴菲特如是说，机工 2018)。你知道，有一段时间，我把我知道的都说了，还说了很多。所以我

从来没有觉得有必要写书。我真的觉得我们的年报有点像一本连载的书。另外，我认为很少有人写两本书。我有一种毫无根据的乐观主义，我总是觉得，最好的还没到来，还有很多更有趣的事情会发生，我想在以后的书中对它们的评论，所以我认为还需要几年的时间。我可能会在某个时候考虑一下，但我想如果真的发生了，这可能是个不好的信号，因为那时候我可能真的认为我写的东西比未来要发生的事情更重要。查理，你打算写本书吗？

芒格：没有，但是你关于你为什么不能写一本书的评论让我想起了一个中西部人，他留下了一份未完成的手稿。他还为没有完成他的书而道歉，这本书的书名是《著名的中西部杂种》(笑声)。他说他总是遇到新朋友，因此他永远也写不完这本书。(掌声)

巴菲特：出于礼貌，查理和我要把对方排除在我们写的书之外。(笑声)查理在内布拉斯加州长大，他很诚实。他有资格证明这一点。许多年前，我们在同一家杂货店工作过不同的时间。

5、"现实主义"的期望

股东：巴菲特先生，我叫 J.P.，来自新加坡。我飞了 24 小时才到这里。巴菲特先生，在你的一生中，你不断地兑现承诺。例如，近年来，你一直将伯克希尔的长期账面价值增长目标定为 15%。然而，你却实现了大约 24%。你的谦虚和结果之间有 9% 的差距。或许这是企业历史上最大的谦逊。请问，为什么你的谦虚和实际结果之间有这么大的差距？(笑声)

巴菲特：我不认为这是谦虚。首先，我们有一个非常好的市场，在过去的 10-15 年里，我们重新评估了所有的业务。所以当我们真正开始担心未来的表现时，关键因素是拥有更多的资本。毫无疑问，你投入的资金规模越大，工作就越难。现在，我们很幸运的是，资本的上升恰好"与那些使所有的船都大幅提升"的事情同时发生。所以我们现在的运气比我在十年前或者五年前想象的要好。它得到了巨大顺风的帮助。如果没有这股顺风，我们也不会做得这么好。我想也许我们会做得还不错，但绝不会做得这么好，特别是在 24% 的复利回报下。我可以向你保证，我们在未来不会有这样的顺风车。

但我们会有更大的资金规模，这是沉重的锚。所以，如果查理和我能达成一项协议，在未来 10 年将伯克希尔的内在价值每年提高 15%，我们现在就会签约。我不希望你们用更低的数字来引诱我们，因为这些数字会让人震惊。如果我们在 10 年内没有支付任何股息，你可以算出 15% 的回报率会把我们带到哪里。我们希望达到这个目标，但我们认为这绝对是最乐观的估计。我认为很有可能在一段时间内，当市场开始表现不佳时，这个比率会大

大低于这个水平。查理，你有什么要补充的吗？

芒格：好吧，提问者来自新加坡，它可能拥有发展经济体历史上最好的经济记录。因此他认为每年 15% 是适度的。这不是谦虚，而是傲慢。(笑声)只有来自新加坡的人才会说它谦虚。(笑声)

巴菲特：是的。小心点，查理，否则他们会投票决定我们搬到新加坡去。**规模大必定会限制复利的速度**，是不可能一直以超高复利增长下去的。小规模的资金很可能也不行，但是大规模的资金肯定不可以。如果有人管理着大笔资金，承诺或暗示他们可以获得非常出色的回报，你知道，我会离他们远远的，否则数字将变太大了。你知道，近年来你已经在一些资金管理机构中看到了这种情况。你知道，15% 的内在价值增长，这是一个非常非常大的数字。

我们需要伟大的点子。我们不需要成千上万的点子。我的意思是，我们寻找的是一个非常大的点子。我们很可能永远都不会投资太小规模的公司了。但我们现在找不到它们。我们会继续寻找，时不时地我们会发现一些东西。但说真的，如果你认为我们有机会获得超过 15% 的收益，相信我，这不是一个我愿意签署的数字，但你真的不应该对伯克希尔感到失望。我们不想让你们失望，所以这就是为什么我们对期望要现实一点。

6、比巴菲特更早买入伯克希尔的股东

股东：我叫达雷尔·帕特里克，来自俄亥俄州代顿。有多少股东比你 and 查理拥有伯克希尔的时间更长？你 and 他们在一起过吗？

巴菲特：我们从 1962 年开始购买。我想买入的第一股的价格大概在 7.625 美元。是 2000 股。墙上挂着一张交易卡，我付了 10 美分佣金。我真不敢相信在那些日子里我竟然付了 10 美分佣金。我们现在只要花五美分就能买到价格高得多的股票。(笑声)好在我没有和经纪人就是否支付这笔钱发生争执。否则我可能没有那 2000 股。我们的董事金·蔡斯(Kim Chace 蔡斯三世)和他的家族在伯克希尔的股份可以追溯到什么时候？金，你会选哪一年？

Kim Chace：1920 年代左右。

巴菲特：Chace 家族自 1920 年代以来一直在伯克希尔。但我想说的是——巴菲特合伙公司，这是我在 1960 年代经营的一家合伙公司——买下了公司大约 70% 的股份。这意味着它们大约有 30 万股不是我们所有的。除了 Chace 家族，我敢肯定还有一些人，我敢肯定，你知道，我们有 50-100 个股东，他们可能来自更早的年代，现在仍然健在，我很高兴他们还健在。

7、关于风险

股东：来自内布拉斯加州奥马哈的毛罗斯·斯宾塞。鉴于最近的股市波动，您能给我们您对股市风险的定义吗？您的定义与标准定义有何不同？最后，由于查理最近对喷气式飞机的评论，您打算重命名"站不住脚"吗？

巴菲特：查理想就第二点发表声明。(笑声)

芒格：在艾尔·乌尔茨基的推动下，我们将公司飞机的名字从"站不住脚"改为"不可或缺"。(笑声&掌声)

巴菲特：是的，是夏多布里安，顺便提一句，他还是一位作家和哲学家——夏多布里安有一次写道，我相信我在这里的原因是正确的，事件比思想更能造就叛徒。如果你用查理的话来思考一下，购买飞安公司(Flight Safety)导致查理有了这个思考。这是一种在生活中重复很多次的经历，人们会根据自己的新环境迅速切换到一个新的视角。(笑声)

芒格：我想补充一下，我有一个朋友是联合航空公司的飞行员，他最近被提升为 747-400 的机长。在他开始招募机组成员之前，他必须进行为期五周的高强度训练。他的训练 100%都是在模拟器中进行的。它们很棒。

巴菲特：它们最好是那么好。它们花费了我们大约 1900 万美元。我的意思是，它们非常棒。如果你想想当你在飞机上可能遇到的 85%的问题，如果你试图通过实际飞行时在飞机上去教人们，人们就不会坐在这里了，所以，你想要培养对 85%的问题都能做出反应的本能和反应，唯一能学习它们的地方是在模拟器里，另外 15%最好的地方在空中。现在，让我们回到你的第一个问题。再给我说一次。

股东：第一部分是，你能给我们讲讲，你对股票市场风险的定义以及它与标准定义的不同之处吗？

巴菲特：我们**首先考虑的是企业风险**。

本·格雷厄姆投资之道的关键就是，不能把股票看作是一张纸或者股市的一部分，股票代表的是企业的部分所有权。在座的各位都拥有你们所投资企业的一部分，如果那家企业的表现很好，你们的投资就能取得不错的回报，只要你们购买的股票的价格不是高得离谱。所以，我们考虑的是企业风险。

企业风险可以来自方方面面。举例来说，风险可能来自**企业的资本结构**，有人可能举借了沉重的负债，如果企业经营遭遇暂时性的小问题，债权人就会迫使企业破产。

企业经营的业务可能天生就有风险，有些企业的风险程度天生就比较高。以前商用飞机制造商比现在多，查理和我觉得开发大型飞机具有"赌上整家公司的"风险，因为在你拥有客户之前，先得投入几十亿美元。但是，一旦

飞机出现一点问题，你的公司就完蛋了。所以有些公司天生就具有很高的风险，因为投入产出的间隔太长，加上资本投入太大。对普通企业来说，除非他们自己是低成本生产商，不然就会面临风险，因为低成本生产商会让它们关闭歇业。我们的纺织企业不是低成本生产商。我们当时有一支优秀的管理团队，大家工作都很努力。我们的工会也很合作，所有的情况都很好。但我们不是低成本生产商，因此这家企业的风险度很高。那些能够以比我们低的价格出售纺织品的人，让我们的纺织企业充满风险。所以，企业风险可能会来自许多方面。

通常我们投资的企业都是内在风险较低的公司，加上资本结构比较合理，从而使得企业的低风险不会转化成较高的整体投资风险。

除此之外的风险是你购买了这样的企业，但你支付的价格太高。这种风险经常会降低你的回报，但不会造成本金的亏损，除非你的出价高到天上去了。所以，这种风险就变成了你自身的风险，你要坚持你对企业真实基本面的信心，不过于担心股市。毕竟，股市是为你服务的而不是驾驭你的。这就是持有一家好企业的关键，不然的话，你就会遇到市场中存在的风险。

你提到了波动。对我们来说，股市一天波动 0.25% 还是 0.5% 或者 5% 没有任何区别。实际上，如果波动更大，我们会赚更多的钱，因为股市会制造更多的错误定价。因此，波动对真正的投资者而言是一个巨大的优势。本·格雷厄姆举了市场先生的例子，我们在年报中也使用了这个例子，我“剽窃”了它们，我会“剽窃”所有好作家的东西。他说，想象一下，当你购买股票的时候，你买下了企业的一部分，你有一个乐于助人的伙伴，他每天都会出现在你面前，并给你报一个价格，在这个价格上，他愿意购买你手上的股份，或者将他的股份卖给你。这个价格几乎是一样的。对非上市企业来说，没有人每天都能得到这样的报价。但是在股市中，你却得到了。因此，这是一个巨大的优势。如果你的这位伙伴是一个嗜酒如命的躁郁症患者的话，这个优势就更大了。(笑声)实际上，他越是疯狂，你赚的钱就会越多。

所以，作为一个投资者，你应该欢迎波动。但如果通过保证金进行投资的话，你不会喜欢波动。不过如果你是位真正的投资者，就不会使用保证金杠杆。如果你是一位投资者，就会对剧烈的波动欣喜若狂，因为这意味着有更多的证券会被错误定价。其实，最近几年的波动相对于过去的水平有所下降。波动看起来比以前大，因为大家看的是道指的点数，他们看到道指上涨了 50 多点或者下跌了 50 多点等等。不过，以前的波动要比现在高多了，那时的波动幅度真的非常大。因此，当时股市提供给投资者的机会也更多。查理？

芒格：大学里金融系想出了经风险调整的回报这一理念，我给你们各位的最好建议是彻底忽略这一进展。风险有一个非常通俗的含义，即风险就是极为糟糕的事情发生的可能性。但金融教授可以说是把风险和大量愚蠢的数学混在了一起。我认为，他们的做法没有我们合理，我认为我们不会改变自己的做法。(巴菲特笑)

巴菲特：金融系教育学生：波动就是风险。他们想衡量风险，但他们基本上不知道有什么办法来衡量风险。于是他们就说波动就是风险。我经常举[华盛顿邮报这个例子](#)，我们最初购买它是在 1973 年，当时它的股价下跌了大约 50%，整个公司的市值从近 1.7-1.8 亿美元下降到大概 8-9 千万美元。因为下跌发生得很快，因此这只股票的β值反而上升了。金融学教授会告诉你，[以 8 千万美元买下这家公司的风险要高于以 1.7 亿美元买下的风险](#)，自从 25 年前他们告诉我这一点之后，我就一直在琢磨，到现在为止我仍然没有想明白。(笑声)

顺便说一下，我应该作一个声明，这么多年来，我拿金融系寻了很多开心。不过东南资产管理公司一个叫曼森·霍金斯的家伙刚刚给佛罗里达大学捐了 100 万美元，给佛罗里达州政府捐了 75 万美元。这 175 万美元将用于开设几门讲授格雷厄姆投资方法的课程。我想，很快就会开课。所以至少将有一个，可能不止一个，不过至少有一个金融系将专门讲授格雷厄姆的投资之道。我想他们也可能会采纳我在年报中提的建议，设立课程传授如何评估一家企业价值以及正确面对股市的态度应该是怎样的。多亏了曼森——他在理财方面做得很好。至少有一门大学课程将解决我认为是投资中的重要问题了。

8、"强制再投资"和"股东收益"的计算

股东：先生们，我是理查德·塞瑟，来自亚利桑那州图森市。

巴菲特：让我们给他鼓掌。这就是让我们购买飞安公司(Flight Safety)的那位先生。(掌声)

股东：谢谢，我的问题涉及到所有者收益。关于您提到的计算股东盈余的公式里的(c)项的计算，即维持资本支出和营运资本要求，你能给我们什么指导？

巴菲特：理查德，我还想要问你一个问题：还有另一家这样的公司吗？(笑声)理查德和他的妻子阿尔玛参加了大约 8 次会议，他所做的都在年度报告中写了。要不是理查德，我们就不会并购飞安公司。为此，我们非常感谢他。关于(c)项的计算？哎哟，我不记得了。

芒格：他想问的是维持资本支出的营运资本要求的计算。

巴菲特：其实我是知道的。

芒格：还有"强制再投资"。

巴菲特：嗯，让我们回到几年前的描述。就我们所投资的企业而言，无论是全资子公司还是大型被投资企业，我们认为报告收益加上一些会计调整，是对企业实际收益的一个很好的反映，会计调整主要是一些购买法会计调整，通常是无形资产的摊销。

现在，可口可乐每年在市场营销和广告上花费大量的钱，这实际上就像他们在建造一座工厂一样，是在创造一项资产。因为这些费用除了可以在当期起作用以外，还将在为公司未来创造更多的价值。我不反对这个观点。当然，过去也是这样。如果你在早些年将这些支出资本化，你现在就摊销了它们的成本。我认为在相对较低的通货膨胀情况下，在我们所拥有的企业中，我认为，报告收益加上无形资产的摊销额(其他购买法会计调整通常不是那么重要)后，它们很好地反映了股东的实际收益。查理，你能想到我们公司有什么特别的例外吗？

芒格：不。在经历了一些不愉快的早期经历后，我们试图避开那些为了站稳脚跟而不得不进行大量"强制再投资"的地方。但有些企业仍然是这样的。只是我们没有这样的企业。

巴菲特：我想说的是，以 GEICO 为例，内在价值的收益，实际上远远大于年度报告收益。你是否想把额外的金额称为所有者收益是另一个问题。但当我们从 GEICO 的保险业务中建立浮存金时，只要它是由过去的保单持有人贡献的，那么内在价值的增长就会有一个附加因素，这会远远超过今年报告的收益。但你是想把它看成是收益，还是仅仅把它看成是内在价值的增值，这个问题我就留给你了。

但我想说的是，毫无疑问，在我们的保险业务中，1967 年我们进入保险业务时，我们的浮存金是 2000 万美元左右，现在的情况是，浮存金的累积的收益，实际上已经超过了我们给你的报告收益。我认为我们的报告收益非常粗略。我们不相信小数点后 4 位，我们也不知道个位数是什么。我从来不想让你认为它们太精确，考虑到我们每年的实际情况，我认为它们给出了一个很好的粗略的实际收入的指示。

我认为这样做，可以让你对我们取得的进步或退步有了一个很好的认识。我唯一要做的大调整是在巨灾再保险业务。我们偶尔会有一个非常糟糕的一年。你可能应该从所有的好年景中拿走一些东西，但当坏年景来袭时，你不应该把它看作是将来一直会怎么糟糕。

9、迪士尼收购 ABC 后的收视率

股东：巴菲特先生，我是来自奥马哈的里克·富尔顿。最近我和我的妻子在华盛顿特区出差，我想告诉格雷厄

姆夫人，我知道她在这里，早上起来读像《华盛顿邮报》这样的好报纸是多么的高兴。另外，我有一个关于首府/ABC 广播和迪士尼的问题。既然首府/ABC 广播归迪士尼公司所有，墨菲还在忙吗？巴菲特(笑)而且，每周人们都会在报纸上看到尼尔森的收视率。现在似乎看美国广播公司(ABC)的人越来越少，这有关系吗？这对迪士尼的利润有影响吗？谢谢你！

巴菲特：如果我们能招募墨菲，我们会的。这个世界上再也没有比他更好的经理了，或者说没有哪个人会比他更好。不过，我想他一直都很忙。他要负责 NYU 医院，他在这家医院已经担任了多年的主席。这可是一家每年的营业收入在 8 亿美元左右的组织。查理管理着一家医院，所以他知道管理医院会让你有多忙。如果能找到一家企业让墨菲重新回来执掌，我们会求之不得。因为墨菲的接任者经营得都没有他好。

收视率的高低对利润来说是有影响的，这是肯定的。收视率是由很多因素决定的，不过，整体来说，如果你的新闻节目的收视率高、如果你的晨间节目的收视率高、白天和晚上的收视率高，你就能赚更多的钱。收视率可以转换成钱。收视率可能不能立马变成钱，尤其是在之前的广告卖得太便宜的情况下。但随着时间的推移，你收到的产品价格与评级有关。不过，假以时日——这个时间可能会很长，你的产品的价格和收视率是有关系的，制作产品的成本和收视率也是有关系的。不过，在时间周期上会有区别。

所以，收视率对任何一个电视网络来说都是有影响的。迪士尼对这些很清楚，他们是非常好的经营者，我想这几年之后就会体现出来。但是你不能马上看到这一点。节目的修正不是几周之内就可以见效的，因为人们的观看习惯需要时间来改变，任何变化都有时滞。过去 20 年来，我们看到电视行业的排名变化非常大，一家电台有些时候是行业龙头，过一阵子可能就垫底了。查理？

芒格：没错。电视业务从本质上说是很难做的。迪士尼在 ESPN 上经营得比他们预想的要好，在电视网络方面可能做得稍差一些。但出现这种情况也是正常的。

巴菲特：顺便说一下，首府广播公司在 1985 年提出收购 ABC 的提议，这笔交易是在 1986 年初结束的，我也有可能记错。但是电视网络的收视率严重下滑，尤其是白天的收视率。我们一直认为白天肯定能创造很高的利润，虽然一般来说黄金时间是在晚上。黄金时间是人们最关注的时间，但在我们购买之后，白天收视率明显下滑。这和我开始在电视上露面没有关系。我不希望有谁会把这两件事情联系在一起，尽管收视率下滑和我上电视的确是在同一时间发生的。我们得到的意外还是来自 ESPN。当首府广播公司买下 ABC 广播公司的时候，ESPN

是亏损的，我们从没想到它会有这么大的潜力。对我们来说，ESPN 要比我们预想的好得多。ABC 的经理伦纳德·歌德森告诉我们它的绩效会这么好。但由于我们太过聪明了，以至于对此不屑一顾。我想，ESPN 表现得这么好对迪士尼来说也是一个愉快的意外。ESPN 很强大。

10、B 类股的创设类似于股票拆分

股东：我叫比尔·图兰。我来自爱荷华州的得梅因，是股东之一。看来要削减资本利得税。如果真的这么做了，你会考虑拆分股票吗？(巴菲特笑)第二，你的公司是否有多余的年度报告？

巴菲特：我想我们会给你一份年度报告。事实上，如果有人能把它带到 10 区，我们会很高兴把它带给你。我不认为会拆分股票。我这么说吧，如果他们把资本利得税降为零，我们也许会(笑声)不管怎样，我想我不会得到查理的支持，我们不会拆分伯克希尔的股票。(掌声)毫无疑问，**我们不认为拆分股票是一种有利于股东的举措**。但如果我们认为有必要，我们就会这么做。从过去的经验来看，不拆分对股东来说效果很好。而且我们认为，今天在座的听众更多是以股东利益为导向的，或者说是以投资为导向的，如果我们分拆很多次的话，就不会有这么多听众了。这是一种吸引特定类型投资者的方式，或许还会打击其他投资者。所以效果很好。

此外，我还要说，实际上去年我们被迫发行了 B 类股。如果不是有可能成立信托基金，我们根本不会这么做。我想说，从我们的角度来看，应对是非常成功的。所以我们很高兴事情发生了，我们也很高兴 B 类股东加入了我们。B 类股的存在并没有带来任何负面影响。任何持有 A 股的人想要分割，今天下午你可以按照 1 比 30 分割。我的意思是，有多少其他公司给你这样的机会？查理？

芒格：我想他想告诉你的是你已经把股票拆了。(笑声)

11、我们不知道如何给英特尔和微软估值

股东：巴菲特先生，我想再次感谢你发行了 B 股。

巴菲特：(笑)嗯，我很高兴我们这么做了，我希望你拥有它们。

股东：我是 B 类股东。如果有人采用你的投资哲学——构建一个由 6-8 只股票组成的高度集中的投资组合，并采用你的投资方法——节税、买入并持有，不过他的投资对象是像微软和英特尔那样的年增长率为 30% 的高科技公司，而不是你投资组合中增长率通常只有 15% 的公司。你觉得他这样做获得的回报率能否达到伯克希尔历史回报率的两倍？

巴菲特：如果微软和英特尔的表现达到可口可乐和吉列的两倍，这种方法肯定能取得两倍于我们的回报率。

问题的关键是，能够识别那些你能理解，并对它们的情况非常肯定的企业。许多人懂微软和英特尔，但查理和我不懂。如果你懂这些企业，你就有机会评估它们的价值。如果你觉得它们的价格很合理，有美妙的发展前景，如果你的判断是对的，将获得非常丰厚的回报。

有一大堆企业，查理和我完全不知道该如何评估它们的价值，这一点也不会让我们烦恼。我们不知道可可豆或者卢布以后的价格走势，对于各种各样的金融工具，我们也不觉得自己掌握了对其进行估值的知识。期待有人懂世界上的每一家企业可能有些过分。

无论如何，我们只是发觉有些企业比其他企业难理解得多。当我说懂时，我的意思是，你非常清楚 10 年之后公司的情况将是什么样的。我对许多企业的理解都不足以让我产生这种信心，不过有少数几家企业可以。幸运的是，就像你说的那样，我只需要真正懂几家企业就够了，可能是 6 家或 8 家。

如果我们能够洞察，刚才你说的这些有点复杂的高科技企业的发展前景的话，作为伯克希尔的股东，你们获得的回报会更好。如果我们真有这种洞察力，你们的回报肯定会比实际情况好，因为以前投资这些公司确实有机会赚大钱，现在仍然存在这种机会，如果这些公司的高增长率能够得到维持的话，投资它们确实可以赚大钱。我觉得你找不到比英特尔的安迪·格鲁夫和微软的比尔·盖茨更好的经理了，这些企业在它们各自所在的行业中似乎都占据着领导地位。

不幸的是，我对这些企业懂得不够深，以至于我不能确定它们在行业中的地位是不是像可口可乐和吉列的地位那样强大。与可口可乐和吉列相比，你可能更懂高科技企业，这或者是因为你的职业背景，或者是因为你的天分。但我不是这样，我更懂可口可乐。所以，我必须坚持投资那些我认为我能理解的企业。如果其他地方有更多的钱可以赚，我认为，在那些地方赚到钱的人，是有资格赚这个钱的。查理？

芒格：像英特尔这样的企业会受到物理规律的制约，这种制约总有一天会导致一张芯片上无法容纳更多的晶体管。我觉得，每年 30% 或者其他比例的增长率将会持续很多年，但不可能会持续到无限的未来。因此，英特尔必须利用它目前在半导体行业中的领导地位开发一些新的业务，就像当年 IBM 利用制表机开发出了计算机业务一样。而预测某些公司是否有能力做到这一点，对我们来说简直太难了。

巴菲特：英特尔的两个主要创始人之一，鲍勃·罗伊斯在爱荷华州的格林内尔长大。我记得他的父亲是格林内

尔的一位牧师，他在格林内尔学院念的书，1960年代后期当我加入格林内尔学院信托董事会的时候，他是当时的董事会主席。后来，当他离开仙童半导体(FARICHILD)和戈登·摩尔一起创办英特尔的时候，格林内尔信托通过私募基金购买了其10%的股份——实际上这是英特尔的第一轮融资。

鲍勃是个了不起的家伙。待人很随和，这一点和比尔·盖茨一样。这些家伙给我解释他们创办的是什么企业，他们是很好的老师，非常擅长解释他们的企业，可是我这个学生比较呆笨。鲍勃当时是一个实实在在的爱荷华男孩，他会告诉你投资英特尔的风险和潜力，他在各方面都非常开朗且绝对诚实。

所以，我们确实为格林内尔信托在英特尔的首轮融资中购买了10%的股份。可是负责格林内尔投资委员会的天才却在几年之后想方设法地卖掉了这些股份。不过我不会告诉你这个人的名字。(笑声)算出当时那些股份现在所值的价值没有任何奖励。

顺便说一下，当初鲍勃非常热心的是英特尔那时制造的一些手表，这可能是他最热心的东西。按照鲍勃的说法，这些手表棒极了。不幸的是出现了一个问题。格林内尔信托派了一个人去西海岸拜访英特尔公司，鲍勃就送给他一只手表。这个人回来之后，针对我们对英特尔这笔小额投资写了一份报告，他说：“这只表太棒了，动都不用动它，它自己就会根据时区的变化而调整时间。”换句话说，这只表走得太快了。(笑声)英特尔在这些表上挣扎了五六年，然后彻底失败。

到了上世纪80年代中期，英特尔当时非常依赖的另外一项业务也快完蛋了，他们不得不进行一次全面的转型。附带说一下，安迪·格鲁夫(Andy Grove)写了一本非常好的书《只有偏执狂才能生存》(Only the Paranoid Survive)，这本书描述了战略转折点的概念，我建议大家阅读这本书，因为它真的写得很好。不管怎么说，英特尔由格鲁夫带领其他人成功地实现了转型。但不可能每一次转型都能成功，有时候，有些公司就被淘汰了。

我们不想投资那些我们认为有可能会被淘汰的公司。英特尔也可能会脱轨，其实差点就脱轨了。IBM当时也持有英特尔较大比重的股份，上世纪80年代中期也把股份卖了。应该说比较理解英特尔的人还是很多的，但他们也看不清英特尔的未来。我觉得，以英特尔的方式来赚钱真的极难。

我想，懂这些企业的人可以赚很多钱，有的人拥有这种洞察力，比如我们的董事沃尔特·斯科特就是其中之一(Walter Scott Jr.巴菲特中学同学，建筑工程师，1979年任基维特CEO，持有6%伯克希尔)。10-12年前，他通过投资奥马哈的一家在他看来非常小的企业获得了丰厚的回报，当初的小企业如今已经变成了大公司。沃尔特曾

经在去看足球比赛的路上给我解释过这家公司，不过，这一次我这个学生还是没能做好。(笑声)结果，沃尔特击中目标得分，我却站在看台上欢呼。但这真的一点都不会让我烦恼，让我烦恼的是，如果我认为我懂一家企业，后来的事实表明我不懂。这会让我烦恼。查理？

芒格：当我们年富力强的时候，我们未能成功地理解些复杂的企业，现在我们老了，我们可不想在年老时掌握年轻时未能学到的东西。(笑声)

巴菲特：股东大会可能会变成重生大会了，我们全都来参加会议，忏悔我们的罪孽并寻求解决的办法。(笑声)

12、对所罗门公司很有信心，但对华尔街其他公司却没有信心

股东：早上好，先生们。我叫凯里·布莱克，来自佛罗里达州惠灵顿。1987年，当你投资所罗门的可转换优先股的时候，有八年的时间可以把它转换成普通股或者兑换成现金。1995年，你要的是现金，而这并不是对所罗门投信任票。对这个问题，你有什么看法？

巴菲特：没错，我们是在1987年购买这些可转换优先股的。从1995年开始，之后五年中的每一年，我们要么要现金，要么将起初7亿美元投资中的20%转换成普通股。但我们不必提前作出决定。1995年，我们的选择是拿现金，1996年我们的选择是拿股票。我们觉得没有任何理由在球还在发球手的手套里的时候就挥动球棒，宁愿等到球到了我们球棒的面前再作决定。我想球将在1997年10月31日到球棒前，到时候我们才会决定是转换20%的普通股还是拿现金。但我们不用今天就作出决定。可能性最大的选择是我们将进行转换，不过我们会等到最后一刻再作决定。

我们对经营所罗门的人信心十足，过去他们帮助我们渡过了困难得难以置信的日子，展现出他们的品格。所以他们给我们的感觉很好。但是，整体上我们对投行业务以及经纪业务的盈利性没有那么充分的信心。这些业务带给你的信心没有可口可乐的业务那么高。投行业务和软饮料业务的经济特征有很大的区别，因此，我们将拭目以待，看这个行业以后将如何发展。不过管理团队给我们的感觉真的很不错。查理？

芒格：没什么可说的。

13、避税转换股票的方法

股东：泰德·沃卡利来自德克萨斯州科珀斯克里斯蒂市。我想问你一个问题。公司会不时被收购，收购公司将提供股份而不是现金，其股东将获得新股。个人投资者是否可以通过经纪人，将非伯克希尔股份转换为伯克希尔

股份？如果不是，伯克希尔如何与另一家公司合并呢？如果可能的话，我还想要一份年度报告的复印件。

巴菲特：好的，我们会再给你一份年度报告。我所知道的唯一方法——也许查理还知道其他的方法——你能把你是一家公司的股份转换成另一家公司的股份的**唯一方法就是免税合并**。《国内税收法典》对此有相关规定。你可以进行一项交易，就像我们在飞安公司所做的那样，一部分股东可以持有现金，一部分股东可以持有股票，而对于选择股票的人来说，这仍然是免税的。你不能让太多的人接受现金这种情况发生。有很多关于免税的技术规定。但是，你不可能拿通用汽车股票(GM)转换成通用电气股票(GE)，而不需要缴税和经纪人。好吧，你其实并不需要有一个经纪人。如果你的邻居碰巧拥有它，你可以私下交易。但是最简单的方法通常是通过经纪人。但是，除非通用汽车和通用电气决定在某个时候合并，否则你不可能不交税。因此，从一种证券转换到另一种证券而无需缴税的机会实际上仅限于合并。就经纪成本而言，最经济的方法就是找到一个人，他既想买你想卖的股票，又想把你买的股票卖给你，就是通过一个中间人，一个经纪人。这样做的成本相对较低。查理？

芒格：嗯，我想还有一种办法是税法允许的。你们仍然可以建立合伙关系。如果你拥有通用电气，而我拥有通用汽车，而我们都对彼此感觉很棒，那么，**你可以成立一个合伙公司，每个人都投资自己的股票**。从本质上讲，之后你们每个人都将被投资一半，另一半是分散化的。我预计华尔街最终会抽出时间来促进这种合作关系。

巴菲特：是的，你知道，自从 25 年前以来，他们就是通过掉期基金进行交易。这就是你投入大量未实现增值的股票的地方，很多人都这么做了，然后你拥有一只基金，它本身也有很多未实现增值的部分。

芒格：而且法律顾问费很低。

巴菲特：你拥有这个更大的基金的一部分，你拥有其他所有东西的一部分——那是其他人想要摆脱的东西，他们拥有你想摆脱的一部分，加上一些成本。但我认为，在 1970 年代中期，由于《国内税收法》的修订，这一工具在某种程度上被叫停了。但正如查理所说，你可以通过合作来复制掉期基金的效果。虽有点尴尬，但这是可以做到的。

14、我们是强大的企业，但没有总体计划

股东：巴菲特先生，我是澳大利亚的马克·拉宾诺夫。我是股东。我有一个关于伯克希尔的公司的的问题，他将如何发展，以及十年后你的目标是什么？也许我可以从浮存金开始。它以 20% 的速度增长。你认为 20% 的增长率在未来十年还会继续吗？你认为我们稳定的业务，会保持比如 5% 或 7% 的增长，会保持这个速度吗？根据美国证

监会(SEC)的文件，飞安公司的股价一直在以 5%左右的速度增长，你认为这个速度还会继续吗？

巴菲特：嗯，我们很高兴你从澳大利亚来。我想我们大约有 15 个人来自澳大利亚。

我不认为保险浮存金能以每年 20%的速度增长，这其实得益于一些收购和其他事情。我的意思是，浮存金的表现比我们想象的要好得多，很明显，比我们 30 年前和杰克·林沃尔特做交易时想象的要好得多。不过，我想说的是，我认为 GEICO 的业绩将比我们当初购买时预期的还要好，虽然我们当时就认为它会做得非常好。你知道，我们有一位非常出色的经理人托尼·奈斯利(Tony Nicely)，他专注于此，他懂保险。我想他 18 岁的时候就在那里工作了，他在那里工作了 35 年左右。没有比这更好的了。他完全专注于他应该专注的事情，而且他实际上一直在变得更好。

我在年度报告中提到，GEICO 的自愿性汽车业务量去年的增长率为 10%，这是 20 多年来最好的增长率。今年前四个月，这个数字增长了 16%。16%的增长年化下来就是每年 20%的保费增长。所以 GEICO 目前的趋势是，至少保险浮存金的那部分增长速度和过去差不多。保险对我们来说将是一项很大的业务。在我看来，浮存金将会以一个良好的速度增长。但我不想预测这么好的速率。

也就是大约六周前，飞安公司宣布将与波音公司建立一家大型合资企业，正如你可能已经注意到的那样，这将是一个很棒的合作伙伴关系。这只是为我们的大飞机的飞行员进行训练——我想，主要是 100 个座位以上的飞机。我认为，在未来几十年里，飞安公司和波音公司在培训方面的结合，将是一个非常有力的结合。这是我们有一些很好的生意。

我以前没看过那部电影——我和你一样坐在外面看。但我喜欢它的结局。

我们这里的人，他们过去经营得非常好。坦白地说，他们从这些业务中获得了比其他人更好的结果，或者比这个行业的其他人通常会做的更好。所以我认为他们有很好的未来。但他们将给我们大量现金。而这是很艰难的工作——我们喜欢告诉人们，无论如何，这是一份艰难的工作——查理和我必须弄清楚把这些钱应该放在哪里，才能保持一个合理的增长率。

股东：那么，你认为飞安公司更有可能保持在 10-15%左右的增长吗？

巴菲特：嗯，数字很难说。我的意思是，世界各地的飞行员培训肯定会有增长。但举例来说，飞安公司已经在市场占据了相当大的份额，所以在市场上很难实现更快的增长。尽管我能听到 AI 咬牙切齿地说，你知道，当我

这么说的时侯，因为他计划比市场增长得更快。

在公司市场，我们有很大的份额。而在商业市场，可能有很大的潜力。你知道，市场份额不会在明天或第二天到来。但是，理想情况下，我们希望看到人们在购买波音 777 或 747 之类的飞机时，购买一份终身飞行员培训合同。所以我不想给它一个数字，但我有很高的期望。最近，飞安公司还通过雷神公司宣布了与政府的一份非常重要的合同。所以这家公司的目标比现在要高得多。

至于保险业务，25-30 年前我们不知道我们会从事保险业。(笑声)我是说，伯克希尔，我们没有总体规划。我和查理在 1960 年，也就是 1965 年初，并没有坐下来谈，“我们要做这个和那个，”诸如此类的话。我们要做的是，我们要试着做一些明智的事情。我们的钱越多，就越难找到明智的东西。但这就是标准。

保险对我们来说无疑是一个重要的机会领域。这是一个重要的机会。我们在某些保险领域有很大的优势，原因有我在年度报告中列出的三个。我是说，**我们有资本实力，有承担风险的意愿，有行动的速度，有支付的确定性，这些加在一起是无人能及的。**

现在，有多少需求取决于企业的经营环境，至于有多少供给，在我们认为没有意义的较低价格下，这是另一个问题。但我认为随着时间的推移，我们在保险方面会做得很好。

15、大多数基金经理都“不劳而获”

股东：巴菲特先生，芒格先生，我是密西西比州杰克逊市的蒂姆·麦德利。

巴菲特：蒂姆，我们很高兴你回来了。你来了多少年了？

股东：这是我第 11 年来了。巴菲特：很棒。

股东：非常感谢你。在四五年前的股东会议上，您曾说过，总的来说，基金经理的表现并不好于各种市场指数。您把这部分归因于一个积极管理的投资组合所固有的摩擦成本。我想知道今天你是否会更新一下你的想法。你认为与指数基金相比，这种表现不佳的情况会持续下去吗？然后还有一个相关的问题，如果你们两个人给一群股票共同基金经理提建议，有两到三件事是你们特别想给他们提的吗？

巴菲特：好吧，我会这么说。在我发表上述言论后的最近几年里，基金经理们并没有让我失望。(笑声)总体而言，**他们的表现逊于指数基金，这就是游戏的本质。**总的来说，他们不可能表现太好。他们中有太多的人管理着太大的一部分资金。因为同样的原因，在过去的几年里，人们不可能到这里(AkSarBen 体育场)来找赚钱的法子。

总的来说，因为投资共同基金中的每一美元都有一定的损失，那些通过基金经理投资的投资者，总体上不能像他们自己创建自己的指数基金那样做得好，或者**还不如直接拥有一只买指数基金。**

你知道，他们说在这个世界上，你不可能**不劳而获**。但事实是，总的来说，**基金经理们得到了一些免费的东西**。我的意思是，他们**免费得到了太多**。(掌声)必然的结果是投资者付出了代价，投资者付出了一些东西，却没有得到任何回报。

这并不意味着人是邪恶的。这并不意味着他们是江湖骗子之类的。如果你有 6 万亿或 7 万亿美元在股票市场，其中非常大的比例由专业人士管理，他们向你收取可观的投资费用，当他们改变的时候，他们也有成本，这是自然的。总的来说，它们的表现不如那些非机构管理的资金。

你知道，这是世界上我唯一能想到会发生这种现象的领域，也许查理会想到其他的一些领域。但在这个领域，业余的人，只要他承认自己是业余的，就会比专业人士为他所管理的人做得更好。因此，如果我在教授投资这门课的话，我可能会告诉他们，为了他们自己的身心健康，他们可能应该离开教室。(笑声)查理？

芒格：我在南加州大学的演讲中已经很好地表达了我对这个问题的看法。任何想读的人都可以读。我要说的是，年会让我喜欢的一点是，我可以接触到很多人，他们的年度投资管理费用甚至比伯克希尔(3.5M)还要低。我的意思是，如果你停下来想一想，我们的成本几乎为零，而你们中的许多人已经把它降到零。

巴菲特：是的，**我们愿意接受世界上任何一家管理着 100 亿或更多资金的基金管理机构的打赌。我们愿意赌，在未来 5 年或 10 年，根据它们所提供咨询服务的投资经验去投资，将比一只空仓、低成本的指数基金更少、更差。**我们会出很多钱和任何愿意站出来的人打赌。赌博可能是非法的，但现在你可以通过一种叫做衍生品的东西来赌博，明白吗？(笑声)我们可以创造一种工具来实现这一点，即使它可能违反内布拉斯加州的法律。查理？

芒格：嗯，我当然同意你。我总是说，正好 20% 的人必须在 20% 的底层(笑声)，而且这里有一些基本的力量在起作用。但这是一个非常特殊的职业。我想有些投资经理能增加价值，但这是一个相对罕见的小比例。

巴菲特：我们在这个房间，有几个能创造价值的投资经理。

芒格：比如 GEICO 保险的路易·辛普森。

巴菲特：他是我首先想到的。(笑声)你不可能用无限增加的资本做到这一点，而良好的业绩往往会吸引更多资金。即使一个优秀的销售人员给出的业绩平平，也往往能吸引资金。但也有人用较少的钱工作，他们可能会做得

更好。在这种情况下，他们将做得比平均水平更好。但他们非常罕见。

16、全美航空公司 CEO 史蒂文·沃尔夫的工作"非常出色"

股东：我的问题涉及全美航空公司面临的困难。您是否考虑重新部署资产？或者你将如何改进这家公司？

巴菲特：呵呵，我们只是投资者。顺便说一下，他们现在把公司的名称变成 USAir-ways 了。我们持有它的优先股已经将近八年了，这家公司经历了一些极其严峻的困难。几年前，查理和我甚至觉得它活下来的几率都很渺茫。但近来这家公司的状况很不错，史蒂文·沃尔夫在管理这家公司方面干得非常漂亮。截至 4 月中旬，我们所有的股息都得到了支付。我不知道过去八年来我们收到了多少股息，大概有 2.6-2.7 亿美元吧。

我们和管理这家公司没有任何关系。事实上，有些人可能注意到，公司命运大幅改善的时候恰恰是查理和我辞掉董事职位的时候。(笑声)史蒂文·沃尔夫的所作所为给我们的感觉非常好。再也没有什么工作比经营一家航空公司更棘手的了。这不是一份我可以强加给任何人的工作。他显著地改善了公司的经营绩效，财务绩效也得到了改观。更好的是，公司支付了优先股股息。我们为此很感谢他，不过我们和这没有任何关系。

根据我们优先股的投资条款，在两年稍长一些的时间内，我们将按照合同约定收回本金。这其实是股权形式的债权投资，基于其中的转换权，如果股价上涨，我们还有可能收获让人欣喜的意外。几年前，我们差点无偿出售了我们将优先股转换成普通股的权利。不过，现在的股价和行权价的差距不大，实际上我们有机会实现一点转换价值。这是一个让人非常欣喜的意外。介入航空行业是我犯的一个错误，但是沃尔夫先生看起来有能力纠正我这个错误。查理？

芒格：PASS(笑声)

17、把所有的钱都投入伯克希尔的股票？

股东：我是埃里克巴特勒，来自加州门洛帕克。有几个问题，一个很严肃，一个不太严肃。考虑到伯克希尔运营良好，成本低廉，而且是多元化的，你为什么不把所有的钱都投到伯克希尔，而不是保持多元化的投资组合呢？在一些报道中，似乎你除了伯克希尔还有其他投资。我的第二个问题是，《奥马哈世界先驱报》没有在任何一天将伯克希尔纳入其股票排行榜，这一事实有什么意义吗？这是否意味着他们不重视利润？

巴菲特：(笑声)实际上，他们有一个单独的小表格叫米德兰，我想它的名字叫米德兰投资。但是他们挑选了 50 只这个领域的人们特别感兴趣的股票，然后把它们从常规的表格中拿出来放到这个单独的表格中，这个表格通

常在主股票表格的第二页。

第二个问题，我 99%的钱都在伯克希尔。但它是以不同的价格买的。(笑声)我想查理的也买得比较便宜。所以你知道，我们喜欢把所有东西都放在伯克希尔里的想法，但是我们不建议你们那样做，你进入的价格是非常重要的。在这里你会得到非常低成本的管理，但低成本不能反映它的价值。在伯克希尔，你确实会拥有很多生意，拥有很多优秀的运营经理，你得到非常合理的成本。但与过去相比，这一点现在已得到相当广泛的承认，而且人们为此付出的代价也比过去高。至于我俩，我还是觉得很舒服，查理也觉得很舒服。但是每个人都必须对价格做出自己的决定。查理？

芒格：最终，如果这种成功持续下去，而且我们有了更多这样的传奇故事，使得股价达到如此高的价格，以至于购买显得不再明智。我们希望在未来抑制这一进程。当然，由于商业的变迁，我们总是有很大的可能达不到预期。

18、不会收购烟草生产企业，但可以买烟草股票

股东：Michael Hooper 来自内布拉斯加州 Grand 岛。我为伯克希尔发行 B 类股票鼓掌。我的问题是关于烟草类股票的，最近烟草类股票遭到了打压，伯克希尔有没有持有这些股票？这些股票中有没有一些变得特别有吸引力？具体来说，你能否告诉我们你对 UST 烟草公司有什么看法？

巴菲特：我们不会就我们现在拥有的股票发表任何评论。以前我们持有过烟草公司的股票，但我们持有的规模从来都不大，虽然这有可能是一个错误。但有人以前曾写信问我，我们是否应该持有烟草公司的股票。我们在布法罗拥有一家报纸《布法罗新闻报》，这张报纸会为烟草公司做广告。查理是一家大型仓储式连锁商店好市多公司的董事，好市多以前叫廉价好市多，他们卖香烟。通过我们全资拥有的子公司，我们也成了烟草销售过程的一部分。所以，我们对待烟草公司股票的策略一直是，如果从投资角度看它们是有吸引力的，我们就会投资它们。但几年前我们曾经作出一个决定：我们不会收购烟草生产企业。我们曾经有一个收购烟草生产企业(Conwood)的机会，后来这家公司经营得非常好。当时我们坐在孟菲斯一家酒店的大厅里谈论这家企业，最后决定不买。

芒格：我们不买不是因为我们觉得它做不好，我们知道它将会做得很好。

巴菲特：我们知道它将会做得很好。现在的问题是，为什么我们会为烟草公司做广告、愿意投资出售烟草的超市或者 7-11 便利店却不投资烟草生产公司呢？我无法给你一个确切的答案。我只知道，烟草生产公司会让我烦

恼，而其他公司不会。我敢肯定，其他人在跟烟草行业划清界限这个问题上和我们的做法不同。因此，我们从没大举投资烟草公司股票这事实，并不因为它们是人们抵制的行业。而只是因为，从整体看，烟草公司未来的前景让我们觉得非常不舒服(大规模诉讼/道德谴责)，以至于我们不想大规模投资它们的股票。查理？

芒格：没错。我想，每一家公司和每一个个人都不得不划出他们自己的道德和伦理界限。就我个人来说，我喜欢不得不做这件事所产生的纠结和复杂，这让人生变得很有趣。

巴菲特：我以前没听他这么说过。(笑声)那从今以后，我们让查理来负责做决定吧。

芒格：我不认为我们可以为他们的决定找出特别合理的理由。但是，在我们愿意做什么以及不愿意做什么之间，我们必须得划出一条线。我们根据我们的人生观划出了这条线。

巴菲特：几年前，我们持有大量的 RJR/Nabisco 公司的债券，持有烟草公司的债券好还是股票好？持有烟草公司的股票好，还是买下整家企业好？这些都是很棘手的决定。在美国，香烟的最大分销商可能是沃尔玛，原因很简单，不管是什么东西——吉列或者其他商品，最大的卖家可能都是沃尔玛，因为沃尔玛的销售规模太大了。我会不会觉得这应该遭受道德的谴责？不会。如果我们全资拥有沃尔玛，我们也会销售香烟。但其他人的做法可能和我们不一样，我不会批评他们。



19、巴菲特谈反堕胎抗议者

股东：人们已经问了我可能会问的任何复杂的问题，所以我只能问简单的问题。我最初是通过飞安公司成为股东的，当时我不确定自己是否想被收购。然而，我决定，任何能在飞行安全问题上与我意见一致的人都可能是一个好伙伴。

芒格：(笑声)这个方法不错。(笑声)也许你能很好地融入总部。(笑声)

股东：嗯，我也不使用吉列的产品，正如你们中那些与我关系密切的人所看到的。(笑声)我的问题很简单，最近几年，你说过你不一定要买伯克希尔。我想知道你是否还有同样的感觉。其次，既然我是通过飞安公司找到你的，我想知道是否还有其他的股票我可以用同样的方式(笑声)。第三，我打开捐赠计划时，看到一个让我非常痛苦的标志。我不知道这是什么意思，如果你知道的话。它还提到了堕胎。我对此有点疑惑。现在，你可以用"是"或"不是"来回答这些问题，这样可以节省你的声音。(巴菲特笑)

巴菲特：我从后面的问题回答。我认为这些标志可能与计划生育有关。(掌声)谢谢你！我们遵循伯克希尔的一项政策，即公司捐款由股东指定。我们有一些是由我们的运营公司为他们当地的社区做的，当地的管理者在他们的社区和他们自己的企业中做他们认为合适的事情。所以 Tony 在 GEICO 做得很好——我不知道 GEICO 做了什么贡献，但是他们在 GEICO 做这些决定。但就母公司而言，我们让股东指定出资。我们有一些股东指定捐赠给计划生育。我们还有其他股东，他们指定的组织，反对计划生育的想法。**我们不做任何判断**。(掌声)我个人每年都会指定给巴菲特基金会，然后由他们把钱捐出去，包括计划生育。因此，从某种意义上说，这些资金间接来自伯克希尔，它们与所有权成正比，就像其他人有机会使用自己的股票一样。

有人写信告诉我们。你知道，事实上有些人说我们应该被抵制，因为我这么做了。我们做梦也不会去问，卖我们杏仁的人，核桃的人，巧克力的人，他们的信仰是什么，在我们买之前，或者我们是否会雇佣一些人他们必须同意我们的信仰，所以，在我看来，人们表达他们对这个问题的看法是非常恰当的。他们很明显不喜欢我在这个问题上的做法。但这是我的推理，我自己的判断引导了我。但少数人在那里表达他们的观点，他们有权这么做。我对此没有任何问题。我认为当他们开始说，"我们不想雇用你，因为你和我们有不同的观点"，或者"我们不想买你的产品"，我认为这是一个有点不同的立场。我不会那么做的。但是，这是他们的权利。

回到我们是否会购买股票的问题上，我这么说时股票是 36000 美元/股，大概是去年 3 月 1 日，那是在 1996 年写年报的时候，我说那时候它没有被低估。

由于信托基金，我们或多或少被迫接受了 B 股的发行，回想起来，我很高兴我们接受了 B 股的发行，但这不是我们的主意。我们认为，只有在与发行有关的时候，我们才应该指出。我们曾说过它没有被低估，而且由于查理和我喜欢购买被低估的证券，我们自己不会以这个价格购买，也不会建议其他人这么做。在接下来的一年里，

伯克希尔的内在价值发生了巨大的变化，而价格没有变化。换句话说，股价在多年来的表现有些好于业务之后，最近的表现却不如业务的发展。当然，这是一种必然的现象。我们很高兴股价和公司基本面最近表现的步调一致。因此，我们今年表示，我们认为该股的估值比一年前合理得多，这是显而易见的。我想说的是，我对证券一般持谨慎的态度，我不会把伯克希尔排除在这种谨慎之外。我宁愿自己拥有或购买伯克希尔，也不愿购买大多数其他证券。这是我目前我可以告诉你的。我漏了一个问题吗？我想有三个，我对其中两个发表了观点。

股东：是关于我应该关注的其他领域。

巴菲特：这就是我跳过的原因。(笑声)是的，我们不引导人们进行任何特定的投资。

20、《世界百科全书》vs 微软的 Encarta 百科全书

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。这是我十岁的女儿，来自奥马哈的南希·雅各布斯，她已经做了四年的股东了。在我今天离开之前，我打算给她买一本《世界百科全书》的光盘。我想让你们当中一两人，谈谈为什么我做出了正确的选择。其次，与竞争对手的相比，这本书是否在一定程度上提高了她成为亿万富翁的机会？

巴菲特：这几乎可以保证，但请继续。(笑声)

股东：好的。那么，我买了。

巴菲特：查理，你很喜欢回答《世界百科全书》的问题.....

芒格：我认为，《世界百科全书》显然是这一领域内的精品。他们为英语中每一个单词的阅读理解难度作了评定。里面的文章编排得如此聪明，以至于理解的难度随着阅读的进展而慢慢提高。对小孩来说，这本书用起来非常简便，由于你想通过这本书来鼓励你的孩子，使用简便是一个很好的优点。我还发现，不管你掌握了多少知识，小孩和老人使用这本书都很方便，并且它可以当作一本快速参考书。我觉得在这方面，这本书是最好的。就我个人来说，我更喜欢纸质版本，我是一个喜欢老式阅读的人。无法想象世界上有哪个聪明人会不采取老式的阅读方式。未来有些聪明的人在追求知识的过程中可能会整天对着电脑屏幕阅读。不过，我对此充满怀疑。(笑声)我觉得你买了一个很好的产品。但要是我的话，我还会买纸质的。(笑声)

巴菲特：你看到的《世界百科全书》CD 光盘是我们和 IBM 合作开发的产品，今年 1 月份上的市。在这个产品上，IBM 是我们的合作伙伴。我相信，如今 IBM 每销售一台电脑就附有一张这个光盘。他们和我们合作得非常愉快。比尔·盖茨做了一件大好事，他在数以百万计的电脑上装了 Encarta(微软百科全书)。其实它是 Funk 和

Wagnall 的百科全书，但微软把名字改成了 Encarta，他们很聪明。(笑声)在座的有些人四五年前曾经看见过一个关于百慕大的演示，这个演示就和 Encarta 有关，在演示中展现了月球冲撞地球等等。我不知道为什么这个演示一直在我脑中挥之不去。(笑声)但是地球运行得很好，所以，有许多人显然不关心地球和月球相撞这一事实。但在《世界百科全书》里，地球和月球从没相撞过。(笑声)顺便说一下，**比尔·盖茨的 Encarta 卖得很好，这是一个进入新的领域努力进取从而获得成功的杰作。**我向他脱帽致敬，不过.....

芒格：我们复制了他的做法。

巴菲特：是的。我们复制了他的做法。(笑声)所以，南希，一定要买纸质的《世界百科全书》，这样可以获得查理的尊敬。

21、税收公平、经济繁荣和"卵巢彩票"

股东：早上好，先生们。我叫帕特里克·伯恩(GEICO 前 CEO 杰克·伯恩小儿子)。我今天从新罕布什尔州的汉诺威来到这里。我找了几个问题，可能会让你们两个产生分歧。首先，多高的资本利得税对一个社会的长期经济健康最有利？这是公平或公正的税率吗？换句话说，对资本利得征收的公平税率，是否正是创造了最具经济效益的税率？或者是一个国家可能追求的其他目标？

作为一个不怎么重要的相关问题，我在新罕布什尔州运营一家生产工业手电筒的工厂，这是一家小公司。我们生产用于重工业的手电筒，我们工厂的命运与美国工业的命运相呼应。你同意大多数人的观点吗？大多数人的观点认为，美国古典工业时代已经过去，从长远来看，美国无法与低工资国家竞争？

第一个问题是资本利得税，第二个问题是美国工业的未来。

巴菲特：我已经有了一个耸人听闻的答案，但我想我还是让查理先说(笑声)，让我进一步完善它。

芒格：好吧，我认为你的资本利得问题有一个简单的答案。一个是是什么使经济在某种抽象的数学意义上运行得最好。另一个是你提到的考虑，这涉及到公平的问题。亚里士多德认为，**当系统被普遍认为是公平的时候，它会运行得更好。**如果人们认为奖励的差异是公平的——无论如何，是相当公平的，那么文明就会运转得更好。

我认为，如果你有这样一种文明，如果你每周开 90 个小时的出租车，没有钱，没有医疗保险等等，而其他人什么也不做，只拥有伯克希尔的股票，每年坐在乡村俱乐部的门廊上剥下几块来支付账单，这将被认为是如此不公平。即使它有一些理论上的经济效率，也会适得其反，让我们的特定文明拥有那样的税法。所以我完全赞成对

资本利得征税。一旦你得出这个结论，你就会开始思考，什么是公平税率？我认为公平税率可能会比现在低一点，但不会低很多。

巴菲特：听起来他像是伯克希尔股票的卖家。(笑)帕特里克是前重量级拳击手，最近刚从斯坦福大学获得博士学位，他写了一篇 700 页的论文，其中有一些评论实际上与此有关。我要感谢帕特里克，实际上，是他给我介绍了一种心理结构体系来解决这样的问题。

帕特里克有一次给我举了个例子——我想这可以追溯到哈佛大学的约翰·罗尔斯，但是他说，想象一下，你将在 24 小时后出生。你被赋予了这种非凡的力量。你有权决定你将要进入的社会的经济规则。这些规则将会在你的一生中，在你的子孙后代的一生中继续盛行。在这 24 小时的时间里，你有能力做出关于结构的决定。但是，就像这些天才类型的问题一样，有一个问题。你不知道自己出生时是黑人还是白人。你不知道自己生下来是男是女。你不知道自己是天生聪明还是迟钝。你不知道你是生下来就虚弱还是强壮。你不知道你会出生在美国还是阿富汗。换句话说，你将在 24 小时内，参与我所说的**卵巢彩票**。(笑声)这是你参加过的最重要的活动。它决定的不仅是你上的是什么学校，你工作有多努力，诸如此类的事情。你要从一个可能包含 57 亿个球的桶里抽出一个球，这就是你。现在，**你打算用它来构建一个什么样的社会呢？**

好吧，我想你会关注帕特里克在他的问题中提到的两个问题。你会试图找出一个能生产大量商品的系统，在你的一生中，你的子孙后代的财富会快速增长，所以他们的生活总体上比你更好，他们的子孙后代也会生活得更好。所以你想要一个系统能够满足人们的需求，你想要的是能够在肉眼所能看到的范围内不断增加产量。但是，你也会想要一个系统，当它这么做的时候，**以一种你想要的方式对待那些没有赢得卵巢彩票的人，如果你处在他们的位置上，你也会想要被对待。**因为很多人没有中彩票。

我是说，查理，当我们出生的时候出生在美国的几率是 30 比 1，你知道吗？只是中了那部分彩票，非常多。我们在阿富汗一文不值。我们会做演讲，但没人会听。糟透了。(笑声)这是世界上最糟糕的。

我们就这样赢了。因为我们出生的那个时代，我们就赢得了部分的胜利。在我成长的过程中，你知道，女性——她们可以是老师、秘书或护士，仅此而已。在很大程度上，这个国家 50% 的人才被排除在几乎所有的职业之外。我们赢了，因为我们是白人。不是对我们的敬意，事情就是那样发生的。我们以另一种与我们无关的方式赢得了它，这些事情的发生，让我们能够很好地评估企业价值。你知道，这是世界上最伟大的天赋吗？不！它只是

在这个系统中得到了疯狂的回报。(笑声)

现在，当你完成了这些，你仍然想要一个系统，让像比尔·盖茨或安迪·格鲁夫这类的出生的人，以一种真正最大化他们才能的方式来发挥他们的才能。我的意思是，如果让比尔、安迪或类似的人，或汤姆·墨菲，仅仅因为你有这种伟大的平等主义本能，就从事一些平淡无奇的工作，这将是一种犯罪。

在我看来，关键在于要保持某种平衡，使那些有才能的人能够在市场社会中生产出人们想要的商品，并将其大量生产出来，让他们一生都想这么做。同时让那些中了彩票的人，**确保他们的生活不会因为那一刻他们买错了彩票，而比那些更幸运的人过得糟糕得多。**

当我听完那篇很长的演讲后，我可能会得出这样的观点，即现行的资本利得税很可能是正确的，所以，随着时间的推移，我认识了很多有钱有才能的人，他们并不总是在一起的，但我也认识了两个阶层的人(笑)。他们很少有人因为 28% 的资本利得税而不能发挥他们的才能。这根本不会发生。我的意思是，**他们做他们喜欢做的事。他们擅长他们所做事情的部分原因是他们喜欢这样做。**我从来没见过这种事。我看到很多人缴纳的税率超过了 28%，但他们对社会的贡献比单纯的市场体系更大。

另一个关于低成本工业的问题，你知道，工业社会是如何发展的，世界在以一种方式发展，在市场经济中，人们做他们最擅长的。这个国家近年来做得很好，比如软件，在这方面，微软或者英特尔一直处于领先地位。我的意思是，美国做得很好。

十年前，美国公众在经济发展方面有些自卑感，或者说是 15 年前。但是现在我们的失业率——内布拉斯加州的失业率不到 3%。你知道，你看看那些欧洲国家，他们本应该把我们打倒在地，或者你看看日本。我认为美国经济鼓励适应。我的意思是，新加坡可能更好，**但就主要的大型经济体而言，我认为美国经济在鼓励人们适应他们的需求方面做得非常好，并以越来越多的数量满足他们的需求。**你知道，我认为这一切都是好的。

所以我不认为任何行业是神圣的。考虑到创新和解放有能力的人——在市场经济中生产商品的能力，每天花 12 个小时——我不认为安迪和比尔会放弃，就英特尔和微软现在的处境而言。

我没有看到可口可乐的罗伯托·戈伊祖塔(Roberto Goizueta)、迪士尼的迈克尔·艾斯纳(Michael Eisner)或任何这些人。他们不是每周工作 40 小时，而是每周工作 70 或 80 小时。我认为这个系统在这个国家运行得很好，我并不特别担心生产出来的具体产品。查理？

芒格：我不希望沃伦和我都得出这样的结论：即税法应该恰当地考虑公平问题。在座的任何人千万别相信，我对哈佛大学哲学家约翰·罗尔斯(John Rawls)怀有崇高的敬意。他可能是世界上最著名的在世哲学家。就我个人而言，我认为他对人类思想产生了有害的影响。他没有足够的科学知识。他对经济学知之甚少。他不太了解系统是如何工作的，所以不能很好地理解系统中什么是公平的。他学了太多的哲学，其他的都学得太少。(笑声)如果有人认为我们爱约翰·罗尔斯，你可以把我排除在外。(笑声)

巴菲特：我不是在支持他的结论，我是在支持他的想法——他最初的构想。查理，帕特瑞克问的关于工业的问题呢？

芒格：如果帕特里克不是教室里最聪明的人，他班上也不会有很多人。你会从一个很有能力的人那里得到问题，他故意让这些问题很难回答。(笑声)这个问题太复杂了，我无法在这里进行有益的讨论。(笑声)

22、如何五分钟做决策

股东：美好的一天，先生们。我的名字是来自俄亥俄州代顿的比尔·罗登伯格。我是股东，我 13 岁的女儿莎拉也是股东。她不愿和我一起成为众人瞩目的焦点。我认为热狗对她更有吸引力。我想说的是，得知沃伦叔叔和查理叔叔正在照料她的大学基金，我感到非常欣慰。晚上睡觉很香。有两个问题，一个是我妻子问我的，我无法回答得很好，另一个是关于我女儿持有的伯克希尔的 A 股。

你在年报中说，'如果有人知道有一家像飞安公司这样的好公司，请告诉我，你会很高兴地看一看，并在五分钟或更短的时间内我会给你答复'。我妻子问我，他怎么能做到呢？他从哪里得到信息来做这个决定？他怎么知道这些信息是有效的呢？我的第二个问题和我女儿有关。她 13 岁。五年后她就要去上大学了，也许是 UNL，也许不是。无论如何，当她卖出那一股股票时，她将面临巨大的资本收益。

巴菲特：我也希望如此。(笑声)

股东：你说你今天下午可以用一股 A 股票换 30 股 B 股票。我想，这是一个有限的时间窗口吗？今天下午生效的时候，我们很可能碰巧在国外，所以很可能会错过了股票转换时间。

巴菲特：你可以随时兑换。

股东：没有时间窗口？

巴菲特：你随时可以用 A 股换 30 股 B 股，但你不能把 30 股 B 转换成 1 股 A，这没有时间窗口或时间表。A

股永远可以兑换 30 股 B 股。但我不建议她这么做，因为这始终是一种期权，同时她还能得到股东指定捐赠计划的权利，而且 A 股总有可能以略高于 30 股 B 股的价格卖出。我们并不想鼓励人们把 A 换成 B，但是我们要确保，他们永远都有这样做的权利。

五分钟测试是因为——你知道，查理和我对几乎每一家我们感兴趣的公司都很熟悉。我的意思是，如果你已经从事商业研究 40 多年了，就像你每天都在研究棒球运动员一样。过了一段时间，你就会认识所有的球员。这就是它的工作原理。随着时间的推移，我们在脑海中形成了一系列的筛选标准。我们不认为它们是完美的筛选标准。这些筛选标准偶尔也会漏掉应该被过滤掉的东西。但它们非常高效。它们的效果就像我们花了几个月的时间聘请专家做各种研究一样好。所以我们真的可以在五分钟内告诉你我们是否对某件事感兴趣。

我们从未买过飞安公司的股份，但我们对这家公司至少有 20 年的了解了，你说呢，查理？

芒格：没错，不过我有个合伙人 20 年前买了很多。这也很棒。

巴菲特：几乎任何行业都是如此。一旦我们对我们不理解的东西有了一个固定的答案，然后我们就不再关心关于它们的更多信息了，即使我们可能会在学习的过程中有所收获。而那些我们能够理解的，我们可能已经学得差不多了。所以我们只需要五分钟。

现在，当我们准备买下飞安公司时，在购买前后，我从来没有踏上过他们的模拟飞机。他们在世界各地有大约 40 个训练中心，我也从来没有去过任何一个。我从未去过他们的总部、从来没有看过租约、我们不看物业的名称.....我的意思是，我们不做这些事情。我想说的是：到目前为止，这从未花费我们一分钱。

让我们付出代价的是，我们错误地评估了企业的基本经济特征。这是我们无法从人们普遍认为的尽职调查中学到的东西。虽然我们可以让律师检查所有的事情，但这并不是一笔交易是好是坏的原因。我们不会通过做大量的研究和报告来欺骗自己——他们会支持给任何付钱给他们的人想要的东西。所以这类研究报告没有任何意义，是无稽之谈。但我们确实关心企业的经济特征是否正确，这是我们认为非常重要的一件事，我们有特定的筛选标准，它在特定的情况下告诉我们结果，我们有足够的评估。不过我们也会犯一些错误。查理？

芒格：我没有什么可补充的，除了人们低估了一些简单的伟大想法的重要性。我认为，从某种程度上说，伯克希尔是一个说教式的企业，教授正确的思想体系，我认为，主要的教训是，一些伟大的想法确实有效，因为我认为我们的这些筛选标准已经运作得相当好。因为它们很简单。

巴菲特：是的，我想这个房间里的大多数人，如果他们只关注“**是什么做成了一笔好生意**”，或“**是什么原因导致没有做成一笔好生意**”。他们思考一会儿，然后就可以开发一套筛选标准，能在五分钟内，很好地弄清楚**做什么是有意义的，做什么是没有意义的**。可能有一些原因，使得我们在五分钟后不能在一个协议上达成一致。

另一件事你通常可以判断出来——至少在极端情况下你可以判断出来，你可以很快判断出你是否拥有你想要的那种**管理层**。我的意思是，**如果有一个人一生打击率都是 40%**——幸运的是，就商业表现而言，年龄不会改变这种情况，并且**他们热爱他们所做的事情**.....这样是行得通的。

如果卖家很在乎钱，你可能就不会做成一笔好交易。如果他们真正感兴趣的是用这些钱做什么，他们可能会失去爱情，或者对他们的生意失去兴趣。我们喜欢和那些对自己的事业一门心思的人一起工作，而且效果很好。而这点你通常可以发现。话虽如此，我们还是会有一些人想办法在他们试图卖给我们一些垃圾的时候，假装出这种态度，(笑声)查理说我们可能会被一个绿眼罩的家伙骗，你知道，还有一个低租金的办公室什么的。但是我们不会被那个穿麂皮鞋的家伙骗了。(笑声)

23、关于管理层的薪酬体系

股东：巴菲特先生和芒格先生，感谢你们今天邀请我来这里。我叫多西布朗，来自马里兰州巴尔的摩市。我有两个问题要问你。你能就你们两人对高管薪酬和期权发行的看法发表一下看法吗？这似乎是一个越来越受到媒体关注的话题。我们会不会在这个领域出现一些过度呢？我想问你的第二个问题，巴菲特先生，你是如何度过一个普通的一天？

巴菲特：好的，我先回答第二个问题。非常容易。我只是读了很多书，打了很多电话。我们没有会议。我们没有委员会。我们没有幻灯片。你知道，我们一无所有，我是认真的。(笑声)所以我读了很多书，**我阅读年报，我阅读商业出版物**。我可以用更少的时间来做别的事，但我喜欢做这件事(阅读)，所以我会坚持下去。你知道，就像生活中的其他一些活动一样。(笑声)所以，对所有看这部电影的人来说，这是最无聊的工作，但你知道，我很喜欢它。所以我喜欢这样做。我不喜欢过多地谈论它，我只是想跟上正在发生的事情。就像我说的，**在人生的这个阶段，我可以过滤掉很多，我不需要做那么多事**。但是我喜欢**通过大量的阅读来观察，发生了什么**。我花一些时间在电话上，我在电脑上玩桥牌，我可以做我喜欢的所有事情。我们先让查理来描述他的工作，我相信他的一天会很奇怪。(笑声)然后我们再讨论薪酬和期权。

芒格：我的人生中还有比沃伦更愚蠢的事，包括当一家大医院的院长。我并不是说医院是愚蠢的，我只是想说，要想成为一家医院的董事长，需要一定的心理怪癖。所以我的生活比沃伦的更不理性。沃伦的生活是我所见过的最理性的生活之一。这简直难以置信，而且——(笑声)

巴菲特：他让我想知道我今天为什么会在这里。(笑声)股票期权——有三或四个方面可以谈谈。

关于期权，我想说的是，从所有者的角度来看，大多数期权的构造都很糟糕，但从期权接受者的角度来看，它们构造得很好。选择权本身并没有错。坦率地说，就伯克希尔而言，如果我或查理拥有一个经过精心设计的期权，那将是非常合理的。我的意思是，我们对整个企业都有责任，我们认为，任何形式的绩效激励都应该与你所负责的领域相关。如果你想让一个打字员每分钟打 100 个字，你应该为每分钟打 100 个字付费，而不是去年的每股收益。如果一个销售人员按产品的销售数量获得回报，那么他就应该为此获得回报，而不是按某些生产配额获得回报。因此，我们相信将激励薪酬与你责任的业绩挂钩。但企业的确存在某些领域，不适合去评价员工的表现。但这将导致一个推论，即对整个业务结果负责的人，通过某种程度上能反映整个业务业绩的期权来补偿他们是完全合适的。

问题在于，有时股价反映的不是企业业绩，而是其他方面。首先，在一段时间内，它们仅仅反映了留存收益的再投资。我过去曾指出，如果你让我在管理你的储蓄账户上有一个选择权，然后你把所有的利息进行再投资，我会在 10 年后拿走一大笔钱，仅仅因为你把利息留在了账户上。像伯克希尔这样不支付股息的公司，如果你打算每年都把你所有的资本都放在这里，那么我在 10 年里获得固定价格期权，就意味着我可以从你留给我的钱中获得收入。是我选择让你把它留给我。所以我觉得这不公平。

因此，我认为任何期权的价格都应该比股价更高，以反映出股东每年将他们的留存资金进行再投资的事实。如果有人想每年支付盈利的 100% 作为分红，那我认为你可以选择固定价格期权。如果你每年都给我分红，同时你用剩下的钱赚的比原来不分红更多，这也没问题。

但是，如果把钱留给某人 10 年，即使他们每天都打高尔夫球，这部分钱的价值也会有所增加。而把其中的一部分利益简单地拱手相让——对他们来说，随时间的流逝却拥有一份期权是一个错误。我认为，授予期权时的价格应该参考企业的公允价值。有时这是市场价格，有时不是市场价格。当然，一个公司的管理层不会以他们认为太低的市场价格，把购买他们业务的选择权给第三方，所以我发现，当管理层接到收购要约时，他们说公司的实

际价值是这个价格的两倍，但他们却完全愿意以这个价格给自己发行期权——这有点虚伪。而当所有者在其他地方获得期权时，他们却说这个价格完全不合适。

但我认为，对于那些对企业负有责任的人来说，合理安排期权是有意义的。就业务而言，如果期权设计结构合理，我不会认为期权安排有什么问题。我们将这一理念推广到我们的子公司，在那里，他们通常会得到与业务运营相关的激励安排，但他们没有与伯克希尔整体相关的激励安排。如果查克·哈金斯(Chuck Huggins)在喜诗糖果做得很好——就像他一直做的那样，而我在资本配置方面做的很差，那不管查克做什么，伯克希尔的股票都不会有任何回报。把他的奖励和一些他无法控制的事情联系起来，以此惩罚他，我认为，有点傻。所以我们把它与糖果业务的运营联系起来。

就整体薪酬水平而言，真正的问题在于，公司有一位平庸的经理，随着时间的推移，这让股东们付出了非常大的代价。而当你拥有一家大企业时，你几乎不可能付给优秀经理一笔与他的价值不相称的钱。

可口可乐在罗伯托·戈伊祖塔(Roberto Goizueta)接手时的市值为 40 亿美元。在之前的十年里，可口可乐在早期的管理下停滞不前，尽管有同样的产品和你看到的那些伟大的商业广告，《Mean Joe Greene》在 80-90 年代，《Teach the World to Sing》在 70 年代。尽管有这些伟大的广告，但那时候公司并没有做什么。如果我们在 1981-1982 年收购了整个可口可乐公司——我也希望是这样的，那只要 40 亿美元。但现在的业务价值 1500 亿美元，罗伯托在我们这里赚的钱就会比原先的薪酬安排多得多。

可以看出，找到合适的管理人选是非常重要的。他们应该获得多少回报则是另一个问题。这更像是一个哲学问题。汤姆·墨菲，世界上最好的经理人，他就是不想从中捞很多钱。我向他表示敬意。但我不认为墨菲做这份工作并拿更多的回报是错误的，我认为薪酬安排应该和所负责的工作有关。当我在 1960 年代经营巴菲特合伙公司时，我的利润是每年收益率超过 6% 的部分的 25%。而我没有拿任何薪水，但是我可以通过这个安排赚很多钱。当我日复一日地经营这家合伙公司的时候，我是突然想到了这个想法，我想这可能会改善我的收入。(笑声)

我不认为让管理层为股东赚钱是件坏事。他们应该为真正做到这一点而得到回报，而不是仅仅因为股东将钱再投资给他们。他们应该基于他们接管时所拥有的公平价值来做这件事，他们应该做得非常出色。查理？

芒格：我们在伯克希尔之前的股东会议上说过，我们认为现行的强制性公司会计制度，在股票期权方面是软弱的、腐败的、可鄙的。如果薪酬安排作为一种常规的补偿是行得通的话，为什么它必须在软弱、腐败和可鄙的

会计制度下被掩盖呢？我认为，我们已经陷入这种特殊的模式，这对我们社会并没有什么好处。

如果你**过度使用股票期权**，整个事情就像链条锁一样。我的意思是，在硅谷有一家公司几乎向每个人都支付期权费，只要这个链条能迅速生效，它就能影响到利润表，因为没有任何东西会列为费用。**一旦每个人都发行股票期权，其他人都觉得他必须这么做。这种做法也就得到了推广。**因此，我对股票期权模式在美国企业中的极端流行并不完全狂热。

就我个人而言，我非常喜欢不同的方式，这可能涉及股票而不是股票期权。那些在好市多、可口可乐或其他类似公司这样的机构里，把重要工作做得很好的人，我很乐意与他们分享股票。但我不太喜欢目前的社会已经陷入的格局。关于我们在美国企业薪酬方面是否存在一些可怜的过度行为，我的答案是肯定的。我不认为没能力的人会是得到最多钱的人。在很多情况下，我同意沃伦的观点，那笔钱是应得的。但这就是**嫉妒效应**，这种做法会蔓延到其他所有人身上。然后出租车司机和所有人开始认为这个系统是非理性的，不公平的，疯狂的。

我认为这就是为什么一些人，随着他们在美国公司中的崛起，在获得了一定的权力和财富后，他们开始把行使极端的克制作为一种**道德责任**。这就是沃伦对汤姆·墨菲的评价。我认为汤姆·墨菲的态度是正确的。这可以追溯到人类文明史上。“礼拜仪式”这个词来自一个希腊词，也是一样的。如果你是雅典的重要公民，那你也会成为犹太文化中的重要人物。**我的意思是，你有义务回馈社会，作为一个榜样。文明社会有社会压力来履行这些义务。**我认为，考虑到顶层人士已经拥有的薪酬，如果我们能看到更多一点类似伯克希尔的薪酬体系，情况会更好。我想沃伦和我做得很好。(笑声和掌声)

巴菲特：我认为另一个问题是，在会计方面，它迫使人们变得虚伪，然后这种虚伪就会被接受，成为一种规范，尤其是当领导者这样做的时候。你知道，几年前的情况是，毫无疑问，任何经理都会说，股票期权是一种薪酬形式。他们会说薪酬是费用的一种形式，他们会说费用属于利润表科目。但他们不希望将股票期权计算在内，因为他们觉得这可能会限制他们行使期权。

当联邦政府财务会计准则委员会(FASB)提出了一个让所有人都能真实反映现实的建议，公司的领导们来到华盛顿向立法者施压，要求国会开始制定会计准则(FASB 做出了妥协，准许公司在两种会计处理方法中自行选择，可以沿用内在价值方法，但鼓励公允价值法)。我曾提到过，1890年在印第安纳州，有一位立法者提出了一项法案，将圆周率的值改为3，因为他认为3.14159对小学生来说太难了，这样可以缓解计算问题。**企业管理层的这**

种行为，往往是为了创造更高的股价，我认为这意味着，在某种程度上，他们丧失了公正性。就像我说的，我们

对这个问题没有强烈的感情，但是——(笑声)查理，你想说点什么？

芒格：不过，这相当有趣。还有一个更早的例子。范德比尔特没有从他的铁路公司拿工资。毕竟，他拥有着铁路公司，而公司已经支付了他所需要的所有红利，同时他从经营整条铁路中得到了乐趣，所以他认为他自己不该拿工资。我们从来没有达到范德比尔特的标准，但是——(笑声)

巴菲特：我们不支付红利嘛，查理。

芒格：对呀，这就是我们拿工资的原因。(笑声)

《第一大亨：美国商业巨擘范德比尔特的伟大人生》

Cornelius Vanderbilt 科尼利尔斯-范德比尔特从白手起家，最先从事船运业务开始，之后转向全美铁路，是美国19世纪了不起的商业巨富。1817年，年仅23岁的范德比尔特在曼哈顿经营几艘帆驳船；1828年，范德比尔特在纽约地区成立了蒸汽船航运公司。1864年开始，蒸汽船的航运业务总体上还是很赚钱，但已经临近70岁的范德比尔特又一次作出了人生中的重要决定：放弃自己所钟爱的蒸汽船事业，将事业重心从航运转到了铁路。因为他已经洞察到，进入快速扩张期的铁路系统，将逐步替代航运成为美国运输行业的核心。在华尔街市场上连战连捷，并将哈林铁路、哈德逊铁路以及纽约中央铁路收入囊中，3条铁路共同撑起了范德比尔特“铁路大亨”的名号。1877年，范德比尔特逝世。

* * * 下午场 * * *

开场白

巴菲特：我们现在是现场直播，我们可能要做的是——我想也许我们下午的会议只需要四个麦克风。两边各有两个，一个朝后，一个朝前。我们用四个麦克风。可以吗？我们马上开始。每个人都有机会。查理已经答应在这段时间里(笑声)不再敲可乐罐。

芒格：我只有在你说话的时候才敲。(笑声)

巴菲特：我曾经有一个朋友，多年前是一个股票推销员。当你和他一起吃午饭时，他会一直这样敲。最后，你会明白的。你问：那是干什么？他会说：这就是机会在敲门。(笑声)他可是个好人啊。

1、如何购买一门生意

股东：我是弗雷德·库克，来自科罗拉多州博尔德。这是一个关于内在价值的问题，希望你俩都能回答，过去你们曾写过关于这个问题的答案，这次也许你们会想出不同的答案。你写了很多关于内在价值的东西，并且表明你试图在年度报告中给股东提供足够的工具，这样他们就能做出自己的决定。我希望你们能在此基础上再扩展一下。首先，你认为在伯克希尔年报或其他你审阅过的年报中，决定内在价值的重要工具是什么？其次，您在应用

这些工具时使用哪些规则、原则或标准？最后，这个过程，也就是这些工具的使用、标准的应用，是如何与你之前描述的筛选标准联系起来的呢？

巴菲特：如果我们能够洞悉任何企业的未来，比方说 100 年或者企业灭亡时，在企业 and 股东之间的现金流入以及现金流出，然后以适当的利率并将其折现到现在，我们就会得到内在价值的数值。这和计算一张贴着许多息票、100 年后到期的债券的价值很相似。如果你知道息票有多少，就能通过以适当的风险利率折现来计算它的内在价值。或者你可以将息票率为 5% 的债券与息票率为 7% 的债券进行比较。每张债券的价值都不一样，因为它们的息票率不同。**其实企业也有息票，这些息票未来会发生变化，只不过没有印在股票上。**因此，企业未来的息票要由投资者自己来估计。

就像我们以前所说的那样，像高科技企业这样的公司，我们无法知道其未来的息票是多少。但是当我们找到一家我们认为自己相当懂的企业时，我们就会努力考察它的未来，并计算它未来的息票是多少。事实上，我们可以说是试图现在就把这些未来的息票打印出来，这就是我们判断一家企业 10 年或 20 年后的价值所采取的方法。

当我们于 1972 年买下喜诗糖果的时候，我们当时不得不在以下方面得出结论：我们能否弄明白经营的竞争环境、喜诗糖果的优势以及劣势、今后 10 年、20 年或 30 年这家企业的情况会如何。

如果你试着评估内在价值，就会发现全都与现金流有关。当前在任何一个投资对象中投入现金的唯一原因，是你期待将来可以取出现金，不是通过将这个投资以更高的价格卖给别人赚钱，因为这是一种十足的狗咬狗游戏 [who beats who]，而是通过你投资的资产的产出赚钱。购买一座农场是这样，买一套公寓也是这样，购买一家企业同样如此。

你提到了我们的筛选标准。我们不知道有些企业 10 年或 20 年后价值几何，甚至连一个有把握的猜测也提供不了。显然，我们不认为我们对企业价值的估算能够精确到小数点后第二位或者第三位。不过，对于某些企业，我们还是十拿九稳的。我们设计筛选标准的目的就是为了确保我们投对企业。我们基本上使用无风险的、期限较长的政府债券的利率作为折现率。

投资就是今天投出去钱，为了在将来收获更多——**不是通过将投资的资产卖给其他人，而是通过资产自身的产出。**如果你是投资者，就会关注你所投资的资产——**对我们而言是企业未来的表现。**如果你是投机者，主要关注的是资产的价格未来将会怎样，而不管资产自身的未来表现。而投机不是我们的游戏。我们知道，如果我们对

企业的判断是正确的，将会赚很多钱。如果判断是错误的，就不会有任何希望——我们不指望赚钱。

说到评估伯克希尔的价值，我们试着告诉你们尽可能多的关于我们企业的信息，所有关键的因素。我们在年报中介绍我们企业所使用的方法和指标，与查理和我在考察其他企业时所用的一样。所以，如果查理和伯克希尔一点关系都没有，但他在看了我们的财报之后，得到的内在价值肯定和他在伯克希尔待了这么多年得出的结果差不多一样，至少我是这么认为的。在评估伯克希尔内在价值方面，该有的信息都有了，我们给你们的信息也是一——假如我们的位置调换的话——我们想从你们那里得到的信息。

像可口可乐、吉列以及迪士尼这样的企业，你所需的信息在年报中也是应有尽有。你需要了解它们的业务，在日常生活中就可以获得这方面的知识。这一点在一些高科技企业中是做不到的，但在有些企业中你可以做到。然后，你就可以坐下来，描绘这些企业的未来蓝图。查理？

芒格：我认为，投资筛选标准是机会成本是一个简单的理念。如果你已经有了一个可以大笔下注的投资机会，且与你看到的其他 98% 的机会相比，你更喜欢这个机会，你就可以把其余 98% 的机会剔除，因为你已经知道更好的机会了。因此，有很多机会可供投资的人获得的投资通常比机会较少的人好，使用机会成本这个理念来筛选可以作出更好的投资决策。持有这种态度，你会得到一个集中度非常高的投资组合——这个我们不介意。我们的做法如此之简单，可是效仿我们的人却很少，我不明白这是为什么。伯克希尔的股东倒是普遍效法我们。他们全都学会了这一点。但它不是投资管理行业的标准做法，甚至连一些伟大的大学和聪明的机构也不这么做。这就引出了一个非常有趣的问题：如果我们对的，为什么大错特错的著名企业是如此之多？(笑声)

巴菲特：关于这个问题，有几个可能的答案。(笑声)我认为态度很重要！如果有人向我们推销一家企业，我们脑子里想到的第一件事是：我们更愿意买入这家企业，还是更愿意增持可口可乐？我们更愿意购买这家企业，还是更愿意增持吉列？不拿这些未知的新企业与你非常确定的企业进行比较是疯狂的。你能找到的、未来前景和可口可乐一样确定的公司极少。因此，我们想购买那些确定程度接近可口可乐的公司。然后，我们想弄清楚购买新企业是否比增持我们已经持有的公司更好。

如果每一个管理者都这样做，在收购他们从来没有听说过不相关行业的企业之前，就问自己：收购这家企业会比回购我们自己的股票更好吗？比购买可口可乐的股票更好吗？如果他们这样做的话，兼并收购交易将会少很多很多。但不知是什么原因，他们似乎没有这么做——而我们会这么做，会将新的企业与我们认为我们能够得到

的、近乎完美的企业进行对比。查理，说点啥吧？

芒格：过去，内在价值这个概念使用起来要比现在容易得多，因为有许多许多股票的售价在清算价值的 50% 以下。的确，在伯克希尔的历史上，我们购买的有些证券的价格只有清算价值的 20%。过去，本·格雷厄姆的追随者只要用盖革计数器对美国的公司进行计算，就能找到一些让他们心动的证券。只要你对企业的整体市场价格稍微懂一点，就能很容易地发现你的买入价相对于内在价值打了很大的折扣。不管管理团队有多糟糕，如果你的买价只有资产价值的 50% 甚至 30%，你依然可以赚很多钱。

但是随着投资者逐渐聪明起来，且股票的表现如此之好，股价通常会越来越高，以前那种投资方法越来越难赚到钱了。如今为了找到价格相对于内在价值出现折扣的证券，这些简单的投资方法一般来说不管用了。你需要采用沃伦的思维方式，而这难得多。

如果你从良好的普通教育中掌握了几个基本的思想，你就能很好地预测一些企业的未来表现。我在南加州大学商学院演讲中说的就是这个意思。换句话说，根据几个简单的基本因素来抽丝剥茧地进行分析，我们会发现可口可乐是一家很简单的公司。其实理解好市多也不是那么难。你知道——**你必须了解人类的行为，了解一些基本的模型**，这些模型很简单，比量子力学容易掌握多了。你必须得懂一些东西，要真的懂。

巴菲特：当查理说清算价值的时候，他的意思**不是关掉企业清盘后得到的价值。而是其他人为了得到现金流愿意支付的价格**。举例来说，你可以看看 1974 年首府广播公司购买的一些电视台。这些电视台的价值是它们售价的好几倍。这并不是因为你关闭电视台可以得到这么多价值，而是因为它们的现金流值这么多钱。这完全是因为股市一片低迷。就像我所说的那样，如果协商的话，你可以以几倍于股价的价格出售公司的资产。还免费获得了一支优秀的管理团队。股市会发生这种事情。以后还将发生。

但投资和计算内在价值还有一个部分是，当你计算完一项资产的内在价值之后，计算结果告诉你“不要买”，这时你不能仅仅因为其他人认为这项资产的价格会上涨、或者因为你的朋友最近轻松发了一笔横财等与此类似的理由而买入。你必须丢掉没有通过筛选的投资机会。最近能够赚钱的想法少之又少，你必须得做好准备，不碰任何你不懂的投资，我认为这是一个很大的障碍。

芒格：沃伦，如今投资变得更难了，你应该同意我的看法吧，对吗？

巴菲特：对。不过我也认为过去 40 年来几乎任何时候，在这个舞台上，我们都可以说投资变得更难了。（笑

声)但如今投资更难赚钱，难得多了。现在更难赚钱的部分原因是我们管理的资金量。如果我们管理的资金只有 10 万美元，且我们真的需要钱——我们的回报前景将比现在好多了。道理很简单，如果我们管理的资金量较小，潜在的投资范围就大多了。现在，我们考察的很多投资机会也受到了其他很多人的关注。而在以前，很多时候我们关注的机会，其他人几乎看都不看。不过过去也有过例外。当我们考察一些投资的时候，全世界对待这些投资就像疯了一样，这对我们来说肯定是一大帮助。

2、市场由整体 ROE 和利率决定，回购与否只看机会成本

股东：我的名字叫巴库·帕特尔。我来自纽约北部。我有几个问题。目前道琼斯约为 7000 点，标普约为 800 点。根据你的估值模型，在当前的利率、通胀率和增长率下，这两家公司(指数)的公允估值是多少？

巴菲特：这个问题问得很好，不过很难回答。如果你相信美国企业的整体权益回报率仍然能维持在最近几年的水平，并且你预计利率不会发生变化，道指 7000 点和标普指数 800 点的估值水平就是合理的。这里面有很多如果。如果利率上升，估值将自动下降。更重要的是，美国企业的平均权益回报率，目前处于历史最高水平，经济学常识告诉我们这个水平难以维持，如果权益回报率下滑，这也将压低估值水平。但是如果你觉得美国企业当前的权益回报率水平可以持续到未来，并且你认为今后利率水平将保持不变或降低，你就可以说如今道指和标普指数的估值水平是合理的。

很有意思，在我写完年报之后，我看到了各种各样的评论。在此，我给你们作一个小小的测试：

本世纪哪两年道指整体的涨幅最大？20 世纪道指涨幅最大的两年是：1933 年，大多数人都不认为它是特别好的一年，以及 1954 年。在这两年中，算上股息，道指的涨幅全都略微高于 50%。不要忘了，1929 年道指的高位是 381 点，道指超越这个高位用了 25 年。1954 年道指从 280 点上涨到 404 点左右，涨幅略高于 50%。1955 年 3 月，由于道指上涨了这么多，当时他们做了什么呢？他们决定对此召开一次国会听证会。因此，在 1955 年 3 月，Fulbright 担任主席的银行和货币委员会在参议院举行了听证会。我的老板格雷厄姆被叫去作证。阅读当时的听证会的材料很有趣。伯纳德·巴鲁克当时也去了，出席听证会的人形形色色。我家里有这场听证会的文稿。格雷厄姆在发言的开头对当时的市场状况发表了他的看法，他认为股市的估值水平看起来很高，实际上确实很高，不过没有看起来那么高。(笑声)目前的情况也是这样。我的意思是，只要和 1954 年本作证的那年道指 404 点的点位相比较，如今 7000 点的点位当然很高。

不过，整体上美国企业的盈利和权益回报率在此期间发生了巨大的变化。利率也出现了很大的波动。这些就是启动一场蓬勃的大牛市的潜在基本面。不过在一段时间之后，就像我之前说过的那样，人们完全被股价的上涨给迷惑住了，而没有思考潜在的合理性。正是在这样的情况下，危险的泡沫才有可能成形。

我丝毫不知道股市会怎么走。不过，目前的情况可以产生真正的极端——就像 1973 年和 1974 年那样，你可以以 20 美分购买 1 美元，这是过分便宜的情况，我们也会碰到股市过分昂贵的情况。这个国家不会消失，只是在股市中，人们的行为可能会非常极端。从长期看，这对头脑冷静的人而言是非常有利的。查理？

芒格：我没什么要补充的。

巴菲特：你的第二个问题呢？(笑声)

股东：目前市场处于低迷阶段，伯克希尔每股 A 股账面价值中有 2.8 万美元的投资份额，这将使伯克希尔的股价远远低于目前的水平。伯克希尔会考虑回购自己的股票吗？或者它在过去这样做过吗？还是这根本不可能？

巴菲特：如果市场下跌，伯克希尔的股票也会下跌。在这个房间里，面对股价下跌 50% 时依然积极热情的人应该不多。但查理不会介意的(股价下跌)。这不会让我感到困扰，因为这样一来，我们就有了非常聪明的办法来处理我们的资金。随着时间的推移，我们会产生资本。我们不会出售可口可乐。我们不会卖掉吉列。我们不会卖掉我们的生意。因此，我们很可能会承受股价下跌这一切。

但至少，我们可以用这些公司产生的钱做一些明智的事情。明智的做法之一，可能是购买我们自己的股票。但这意味着，我们自己的股票相对于价值而言，比我们能在可能的机会中找到的任何其他股票都要便宜。我们也很有可能找到更有吸引力的东西。

早在 1973 年或 1964 年，当我们以其价值巨大折扣买入《华盛顿邮报》时，伯克希尔的股票可能已经很便宜了，但它不像《华盛顿邮报》那么便宜。1987-1989 年，伯克希尔的股票可能便宜，但它不像可口可乐那么便宜。在数千项可能的投资中，伯克希尔不太可能在任何时候都是最具吸引力的。但如果是伯克希尔更便宜的话，很明显，我们会买我们自己的股票。但我认为如果道琼斯指数下跌 50%，我们会有很多有趣的事情要做。我们不会不开心。查理？

芒格：我们没有任何规则。机会成本是这里的游戏。

3、关于海外投资

股东：我是大卫·戴，来自德克萨斯州的科佩尔。我是伯克希尔的股东。巴菲特先生，你对投资外国公司的股票有什么看法？

巴菲特：我们投资的不少企业的盈利大部分来自国际业务，至少几家重要的企业是这样，我数了数，至少有五六家企业是这样。可口可乐 80% 的利润来自国际市场。而国际业务为吉列贡献了三分之二以上的利润。如果你看看我们的透视收益是从哪里来的，就会知道我们有很多利润都来自国际公司。这些公司的所在地并不一定非要在美国——如果他们在美国，我们投资他们就会有一些优势。比如，与投资外国公司相比，由于美国税法的原因，我们从美国公司那里收到的股息所需缴纳的税负更合理一些。不过，如果可口可乐在阿姆斯特丹、吉列在伦敦，假如他们的业务情况也一样，它们对我们的吸引力会像它们在亚特兰大和波士顿一样大。

我们关注过是在国外注册的企业，但它们很多都不符合我们的规模要求。但在美国本土也是如此。我们必须关注非常大的公司。但是，我们并不反对购买那些在美国境外注册的公司的股票，甚至购买一家公司的全部业务。也许我们对税法和企业文化不太熟悉。但在很多国家，这并不是一个很大的因素。我们将不断在全球寻找投资目标，鉴于我们手上有如此之多的资金可用于投资，我们会在每一个市场寻找机会。查理？

芒格：就像巴菲特所说的那样，投资美国这些具有庞大国际业务的公司能够很好地分享国外经济快速发展带来的好处。我们还没有发现外国有什么投资机会比美国国内更好。如果你能投资可口可乐这么好的公司，难道你真的想去投资马来西亚的钢铁公司？（笑声）

巴菲特：去年，我们在海外市场卖出了大量的 Kirby。这个业务今年在海外市场上的增长势头很好，我觉得应该能继续增长。我们一直在寻找机会。不过，有些产品能远销海外，有些就不能。吉列可以、迪士尼也可以、麦当劳和可口可乐在海外市场都做得很好。喜诗糖果在海外市场的表现就没有这么好，如果你花 50 年的时间开拓海外市场，它可能也会做得不错。不过喜诗糖果这种产品在海外不容易卖得好，条状糖果本身就不太容易推向国际市场，如果你考察法国和英国或者日本卖得最好的糖果，就会发现他们和在美国这里出售软饮料或者电影、快餐以及剃须刀没有任何相似之处。

芒格：士力架是个例外。不知道是什么原因，士力架在海外市场卖得很火。（笑声）

巴菲特：查理的经验很丰富，因为他去过世界很多地方。（笑声）或许你想在我们投资的地方投资，但肯定不想在我们吃饭的地方吃饭。（笑声）

4、伯克希尔欢迎"自然极限"的企业

股东：你们能不能讨论一下堪萨斯银行家保险(Kansas Bankers Surety)及其竞争对手的业务？堪萨斯银行家在这个行业中有多大，如果他们想要在他们目前所在的 22 或 20 个州之外扩张的话。这是第一个问题。

第二个问题，再给我们一点提示关于你们发行的和所罗门相关联的、总额为 5 亿美元的五年期折扣债券吧？这么做是不是想甩掉所罗门这笔投资？

巴菲特：有时候在保险业，你要在做一个好公司和做一个大公司之间做出选择。幸运的是，经营堪萨斯银行家担保业务的唐·托尔(Don Towle)选择了一家好公司。正如其名所示，它是一家专门向银行家出售产品的公司，主要是那些覆盖富达保险的保单。在整个美国，它的销量并不大。他们做得特别好。Don 知道每一个账户，他什么都知道。你知道，他经营着一个很棒的企业。但这并不是一个可以在规模上翻二三倍的生意。这门生意就是没这样的机会。另一方面，我认为和 Don 竞争是很困难的，因为他把知识和个人的注意力都放在了一个大公司很难复制的账户和关键因素上。查理，你想对堪萨斯银行家补充点什么吗？

芒格：好的。在美国有一个庞大的企业阶层，他们非常强大。相对于他们的规模，他们会投入大量的现金，但理性地说，他们无法得到很大的扩张。如果你试图扩大某些业务，你就是在把钱扔进老鼠洞。伯克希尔体系的美妙之处在于，这些到达天花板的业务在这里非常受欢迎，因为富余资金会回到总部，并在那里进行再分配。如果在子公司层面有什么明智的事情可以做，我们总是希望它能自己完成资金配置。但也有很多企业没有办法重新配置现金。

巴菲特：他们有护城河的部分原因是，他们的规模和专业技能是其他组织无法进入的。我再举一个例子，在相同的领域。有一家公司叫西部担保公司。它已经换了好几次老板。15 年前，查理和我去苏福尔斯(Sioux Falls)商量收购他们。西部担保公司发行了很多有 50 美元或 25 美元溢价的公证债券。这是一家只有几百万的保费，却有 3 万名代理人的公司。每个代理商，可能在一年之内只做了价值 500 美元或 1000 美元的生意。而丘博保险(Chubb)不能用同样的方法去做这件事。我们当然也不能指望国民保险公司。

西部担保公司有一个奇迹般的回报系统。但是你不能通过他们回报系统赚很多钱。同时，如果继续坚持下去，毫无疑问就会有更多的竞争。所以有些企业有一定的"自然极限"。你要小心，不要说服自己去认为一个有天花板的企业会真的有更大的潜力。我的意思是，如果坎德勒先生决定让可口可乐只吸引亚特兰大人，那就太遗憾

了。所以你要小心一点。像 Don 这样的人非常容易理解他的公司，他的竞争优势能把他带到哪里，而竞争优势又不能把他带到哪里。这么多年来他做得很好。

关于所罗门公司的债券，只是伯克希尔发行的一种债券。很简单，就像你所说的那样，这笔债券总值 5 亿美元，债券的息票利率很低，且在今后五年中随时可以转换或者交换成伯克希尔持有的所罗门公司的股票。这是一种以非常低的利息成本将一堆所罗门股票中沉积的资金取出来投资别处的手段。与此同时，如果所罗门的股票涨了上去，我们这么做还能享受到一定比例的好处。6 个月之前我们决定，在今后的某一时刻或许我们会碰到很好的投资机会时，可以将这笔钱派上用场。我们觉得，以稍高于 1% 年息成本以及 3% 的到期成本，发行债券募集资金是很划算的——我们认为实际成本很可能接近 1%。我们持有冠军公司、全美航空以及所罗门这些公司的可转换优先股。不过，我们从来没有投资过哪家航空公司的普通股。也从没持有过哪家造纸公司的普通股。我们对投资银行业的投资规模也非常有限。我们觉得这些行业的长期竞争优势没有可口可乐以及吉列所在的行业那么好。因此，这些行业的普通股天然不是我们的投资对象。我们发行可交换债券就体现了这种观点。查理？

芒格：我同意你的看法。(笑声)

5、较低的税率不会引发伯克希尔的抛售

克里斯汀·什拉姆：我来自伊利诺斯州的斯普林菲尔德。我是骄傲的伯克希尔股东。鉴于即将实施的资本利得税减免，你认为伯克希尔股票会面临更多的抛售压力吗？

巴菲特：问得好，克里斯汀。我们也为你感到骄傲。(掌声)伯克希尔持有的股票中，有很大一部分是由税率非常低的人持有的。所以如果让我猜的话，我认为至少 80% 的 A 类股股份，是由成本价格低于每股 100 美元的人持有的。毫无疑问，这导致了一些人不愿意出售，特别是如果他们年纪大一些，但我认为它可能没有你想象的那么重要。我认为对大多数人来说，如果有一个较低的资本利得率，这将不会在出售股票方面出现巨大的变化。

我希望，即使资本利得税为零，也不会有人急于退出。这不会特别影响我的态度。但我认为，完全有理由假设，随着税率下降，那些股票所得税率较低的人将更倾向于抛售。查理？

芒格：我认为微观经济学定律和心理学定律是这样的，如果你说，“税率在一个月内会降到零”。那毫无疑问你会对市场产生一些非常显著的影响。当然，我刚刚说的这些不会发生。

巴菲特：不。但如果你说“税率在一个月内为零，然后在之后达到 100%”，我认为一定会有影响。(笑声)

芒格：因此，你可以对税法进行修修补补，从而产生巨大的市场效应。我不认为会发生这样的事情。我们在1986年也遇到过类似的情况，当时长期资本利得的税率是20%，那是最后一年，你可以清算一家公司而不用为清算过程中处置的升值资产缴纳利得税。**那一年我们清算了大量的持仓。**因此，我们有可能对税法采取措施，对市场产生重大影响。但今年发生这种事情的可能性非常小。

巴菲特：没错，我很同意。

6、我们知道我们的巨灾再保险的风险，但很多人不知道

股东：我是查尔斯·帕塞尔斯(PH)，来自密歇根州的格罗斯波因特。很高兴来到这里。我是一个最近的伯克希尔股东。我很抱歉这么说。(笑声)但这并不会削弱我对过去表现的钦佩，也不会削弱我对未来表现的信心。我最近听到一位非常成功的投资者的一句话，我想他曾与德克萨斯州的巴斯家族合作过一段时间。他其中有一个评论是这样说的，“安德鲁飓风摧毁了巨灾险业务”。他就说了这么多。我知道我们在这方面投入很多。我感兴趣的是它对伯克希尔的重要性，以及巴菲特和芒格对此的评论。

巴菲特：我不完全理解他为什么会这么说，我想应该解释一下我们在经营的巨灾再保险业务，我们为其他保险公司以及再保险公司承保，以保护他们，在真正的大灾难发生时支付他们赔偿。安德鲁飓风无疑是一场超级灾难。但这就是人们和我们做生意的原因，所以，我们偶尔会得到回报，但回报很大。我们在安德鲁飓风中支付了1.2亿美元。但是如果安德鲁飓风发生在今天，至少在我们现有的政策下，我们肯定会得到至少六七亿美元的回报。如果从现在开始的五年来，我们将会得到更多的回报，因为毫无疑问，我们那时将会承保更多的业务。所以这只是游戏的一部分。而且会有各种灾难类型的巨灾险。你知道，会有大地震。飓风的数量将超过大地震。到时候，我们会开出一张大额支票。

但事实并非如此——你知道，在这样的事件之后，价格可能会更坚挺。但也有可能不是。在安德鲁事件发生后，价格并没有你想象的那么坚定。安德鲁给人们带来了巨大的惊喜。

题外话，你知道，保险行业都有一些模型——其中一些模型是由再保险经纪人准备的，另一些是由不同的研究机构准备的，**他们在某些情况下根据模型判断他们会损失多少**，但他们的模型并不可能远离安德鲁飓风或北岭地震。幸运的是，**我们不依赖这些**。我不知道我们到底依赖什么，但我们并不依赖这些。(笑声)安德鲁飓风，你知道，那只是伯克希尔公司的一部分业务。这样的事我们还会遇到。每隔三年，五年，七年，谁知道呢，我们就会

在巨灾再保险的生意上损失一大笔钱。但我们预计在 20 年或 25 年内，我们赚的钱会比我们损失的多。

正如我在报告中所写的那样，伯克希尔给我们保险公司带来了一些真正的优势。这对我们来说是有意义的。只有当溢价合适时，我们才有理由参与其中。当价格合适的时候，我们更愿意站出来承担一定的风险。关于加州大地震，你知道，我们明天可能面临大约 10 亿美元的赔付需求。我们准备当天开一张支票来解决这个问题。如果发生了，我们会承担。世界上没有多少人能指望保险公司做到这一点。

有趣的是，对于巨灾再保险业务来说，最糟糕的风险暴露并不是由我们来承担的。但它们由一些非常大的保险公司隐形承担，这些公司在长岛或新马德里断层或其他地方暴露了有很多风险。他们有数百万份保单，可能还有数十万份公开的保单。他们不认为自己身处超级巨灾的世界。嗯，他们确实是这样想的，但是他们也不会日复一日地去想。他们的风险非常明显。而我们的风险敞口被限制在一定的金额内。这个金额可能很大。但至少我们知道它是什么。我们承担风险——**当我们认为我们得到了适当的回报时，我们愿意承担风险**。人们有一种心态，那就是把这种心态带到巨灾再保险的业务中去，这有点类似于你把这种心态带到投资业务中去。所以我们认为我们已经做好了准备。查理？

芒格：是的。10 亿美元只占伯克希尔流动资产和证券的 2.5% 或更少。虽然令人恼火，但这不会摧毁企业。然而，如果你无意中接触了一只你甚至不知道的巨灾(super-catastrophe)，它可能会毁掉你的公司。二十世纪保险公司，一位经营得很好的保险直销商，在北岭地震中几乎破产。

巴菲特：他们也从来不认为这是可能的。

芒格：他们从来不认为自己在巨灾再保险业务中的风险敞口过大，他们低估了这部分保险业务。至少我认为就巨灾险业务而言，伯克希尔的风险不大。

巴菲特：GEICO 在安德鲁损失了大约 1.5 亿。他们对损失的初步估计是 3500 万美元。那还是在他们认为自己已经听说了大部分的事情之后。**在保险这一行你可真会上当**。在 1996 年底，北岭地震导致行业损失了 10 亿美元。而我记得，在 94 年 1 月北岭地震后，二十世纪保险储备金只增加了 4000 万美元。现在，你想想地震，**虽然你会知道地震什么时候结束，但你依然可能会被愚弄**(笑声)。

而在安德鲁飓风，在一个被摧毁的地区，建筑成本急剧上升。合同里有各种各样的东西。我认为他们开始要求所有东西都要有建筑师的图纸，你知道，超过 5000 美元的维修费用，诸如此类的数字——别跟我说太多了。

当然，建筑师们也都忙坏了。在奥克兰大火中，几乎每个人都有房屋保险，而且他们的图书馆里都有价值 30 万美元的藏书。谁能想到在这个地方火会这么大呢？(笑声)你会在这个领域得到很多惊喜。保险行业的意外从来不是对称的。他们往往都往更糟的方向发展。(笑)

7、不理解企业你就需要很大的安全边际

股东：首先，你在 1991 年的信中提到，投资者最终会重复他们的错误。那么你要怎么做才能避免犯同样的错误两次呢？第二个问题是，你在 1992 年的信中写道，你倾向于用两种方式来处理未来的盈利问题。第一种方式是你了解的业务。第二个是安全边际。你说它们同样重要。但是，如果你很难找到一个最佳的具有低估值+高增长的组合，你认为哪个更重要，高增长还是低估？这是我的两个问题。

巴菲特：我想，有一个更加权威的人曾经告诉过我们哪一个更重要。(笑声)它们要在一起考虑。显然，如果你完全了解一家企业的未来，你就不需要多少安全边际。因此，业务波动的可能性越大，你需要安全边际就越大。

我记得在第一版的《证券分析》中，格雷厄姆使用 JICASE 的例子告诉我们说："这家企业的价值在 30-110 美元之间，这个结果听起来并不好。这个信息能给你带来什么好处呢？如果该公司的股价低于 30 美元或者高于 110 美元的话，这个信息或许还能给你带来一些好处。"这是说——你需要很大的安全边际。

如果你驾驶着载有 9800 磅货物的卡车，通过一座载重量为 1 万吨的桥，且这座桥距离地面只有 6 英尺的话，你可能会觉得没事。但是，如果这座桥坐落在大峡谷之上，你可能就想得到大一些的安全边际，因此，你可能只会驾着 4000 磅重的货物通过这座桥。所以说，安全边际多大取决于潜在的风险。不过，我们现在获得的安全边际没有 1973-1974 年期间那么大。

你要做的最重要的事情是理解你所投的企业。如果你懂得一家企业，且你投的企业在本质上不会发生意外的变化，你就能获得不错的回报。我们认为，我们投资的企业大多是这种类型。

相比从你自己的错误中汲取教训，最好从其他人的错误中学习。就像 Peyton March 过去说过的那样："为国牺牲是一种荣誉，不过我们应该努力让对手获得这种荣誉"。(笑声)我们的方法其实就是试着间接学习。不过，我们重复犯过很多错误。我可以给你说说。我犯过的最大的错误或者说错误类型是，当我发现某企业是伟大的企业时，我不肯支付较高的价格，或者在它的股价涨得较高的时候，我没能继续买入。这一错误的代价是几十亿美元。我可能还会继续犯这种错。当我遇到比尔·盖茨的时候，我没有购买微软的股票。对于像这样的事情，我一点

也不在乎。因为这完全不在我的能力圈之内。但是当我发现了一家我懂的企业，且它的价格也很有吸引力的时候，如果我没有采取行动，这就完全是另外一回事了。查理？

芒格：对。我想，大部分人遇到我称之为想都不用想的绝佳机会的几率都非常小。这些机会的吸引力如此明显，以至于投资它们肯定能赚钱。因为这些机会少之又少，并且几十年才出现一次，因此我认为，人们必须学会当这些稀有的机会出现的时候，要有勇气和智慧以重金下注这些机会。

巴菲特：没错。你一定得豪赌一把。如果你不这样做，就是疯了。当这些机会出现的时候，如果你投入的资金量很少，也是疯了。

(Peyton March, 一位有才能讲效率的军事管理者，为美国陆军的现代化及备战第一次世界大战贡献颇多。1864 年他生于宾州伊斯顿，是一位大学教授的儿子，1880 年进入西点军校，1888 年毕业于西点陆军军官学校，成为一名炮兵少尉，在经过八年卫戍生涯之后于 1896 年被调往弗吉尼亚州门罗堡炮兵学校。美西战争后参加占领菲律宾的部队，任志愿兵少校，1900 年 6 月晋升志愿兵中校，任阿瑟·麦克阿瑟将军的副官，1901 年 6 月回国，1903 年在总参谋部任职，并在日俄战争期间在日本军中担任观察员。1907 年任堪萨斯第 6 野炮团正规军少校。1911 年后在军中文职部门，1916 年晋升上校，任墨西哥边境的第 8 野炮团指挥官，美国参加第一次世界大战期后赴法国，任美国远征军炮兵司令，晋升陆军少将，率美国炮兵在西线作战并建立炮兵学校。1918 年春，陆军后勤补给问题在军中已是尽人皆知，虽经三任参谋长努力，仍然无法充分发挥后勤补给能力，为海外作战的士兵提供足够支持。陆军部长 Newton Deihl Baker 为此于 1918 年 3 月重组总参谋部，并将马奇从欧洲召回，担任美国陆军参谋长，晋升陆军上将。他在任内将正规军、国民军和国民警卫队合编为美国陆军，并重建总参谋部，要求各局局长直接向他报告情况，在军需主任乔治·戈瑟尔斯将军协助下提高后勤兵种的战斗力，他凭借着无限旺盛的精力和雷厉风行的办事作风，令后勤状况大为改观。1918 年陆军情报部成为总参谋部下属四个主要机构之一，从而奠定了军事情报机构在总参谋部的地位。马奇着力削减各部门长官的权力，先后成立航空勤务处、坦克部和毒气部队。其激情与努力令陆军部焕然一新，开创了前任无法企及的新局面。马奇还明确指出参谋长有权管理所有现役军官，应当成为陆军文职长官的首要顾问，这一观点也使他在大战还剩几个月的时候与“黑杰克”潘兴产生了直接冲突。马奇一直担任陆军参谋长，总理美国远征军回国与复员事务，直至 1921 年以正规军少将军衔退役。由约翰·潘兴接任其职。1930 年在退役名单上位列上将，退休后的马奇对军队大小事务依旧保持着积极兴趣，包括在 1932 年专门出版回忆录《战争中的美国》(The Nation at War) 一书，驳斥潘兴在其回忆录中对自己的指责，为陆军部在“一战”中的努力大力辩护。马奇对陆军这份深厚的兴趣虽历经“二战”与朝鲜战争依旧不改。1955 年卒于华盛顿特区。享年 90 岁。)

8、投资就是一系列机会成本的比较

股东：巴菲特先生，我叫皮特·布朗，来自俄亥俄州哥伦布市，是 B 类股股东。我有几个问题。首先，我不太清楚我们典型的保险业务是如何运作的。我的意思是，特别是，资金如何离开保险池，进入投资池，以及我们的业务与普通的保险业务有何不同。为什么我们能够创造出比 XYZ 公司更多的流通股呢？

第二个问题是，这可以追溯到你在 70 年代末为《财富》杂志写的一篇关于通货膨胀对股票价值的影响之类的文章。在文章中你声称，在商业中，股票就像债券一样，他们有自己的票面价值，票面价值是公司平均 12% 的股本回报率。你知道，一个公司做得比这更好，它的资产价值就更高；一个公司做得越少，相应的，价值就会越

少。我的问题是，当你对一个公司的现金流进行预测时，为什么要用无风险国库券的利率呢？你为什么不利机会成本来折现呢？——就像查理提到的，比如采取公司平均 12% 的股本回报率？或许可以拿你的预期回报率目标 15% 作为比较，这同样也是可口可乐的股本回报率。我的意思是，这样做会极大地改变你所评估的公司的价值，我相信你知道这一点。你为什么要使用无风险利率？这就是我的问题。

巴菲特：我们使用无风险利率，仅仅是为了对不同的投资对象进行相互比较。换句话说，我们寻找的是最有吸引力的投资对象。为了计算投资对象的现值，我们都需要使用折现率。由于我们永远都能购买国库券，所以，国库券的利率就成了**基准利率(回报率的锚)**。这并不意味着我们想购买政府债券。这也不意味着，如果我们得到的最好的投资对象表明，该投资每年的收益率只比国库券高 0.5%，我们会购买国库券。但是我们认为，这是一个合适的基准利率，我们只是**使用这个利率来比较所有的投资机会**——企业、油井、农场等等。**使用无风险利率作为折现率还与确定性程度的高低有关**。这是一个基准利率。这并不是因为我们想购买政府债券。但它确实整个估值过程中使其成为一个常数。

在我们的保险业务中，我们确实有一组保险业务，它们有不同的特点。事实上，他们的一贯特点是，他们都是非常非常好的企业。其中一些规模更大，而且有机会变得更大。其中一些公司规模不大，增长机会有限。但我们的每一项保险业务对伯克希尔来说都是一笔独特的资产。我们有更小的——比如只有一个员工的公司。我们有信用卡业务。我们有个房地产公司。我们有各种各样的业务，堪萨斯的银行家担保等等。他们都是好公司。其中一些公司的流通股相对于溢价成交量来说并不多。

堪萨斯银行家担保公司，**它不会产生大量的浮存金**。但他们具有浮存金业务的一些特点。赔偿义务会带来更多的浮存金，因为相对于浮存金的增长速度而言，**赔偿义务支付的要更慢一点**。伯克希尔旗下的一组保险业务，都有着一些不同的生意特征。比如 GEICO 就和巨灾再保险业务完全不同。它们都是很好的生意。

关于我们在拿到钱后做投资，我们就是钱来了，就投资出去了。我的意思是，我们在投出资金的同时就已经获得了很大的溢价。这就是投资。现在，**如果我们明天有一笔债务要清偿，那么，我们可能就会在某一方面进行撤资**。如果你拿 GEICO 这样的公司来说，现金流很可能总是正的。我们很可能不会再有另一场安德鲁飓风，因为我们在很大程度上退出了房屋保险的的市场。一个月又一个月，钱都进了 GEICO。它增长得越快，收入就越多。

我们有这么多资本，基本上，我们可以把这些钱投入对伯克希尔最有意义的投资。因此，我们没有任何心理

或心理上的约束，或监管上的约束，而许多保险公司都是在这些约束下运作的。很多人认为他们应该把资金的部分放在这里，那部分放在那里。在大多数从事保险业务的公司中，投资通常排在保险业务之后。但我们认为它们同等重要。我们把它们作为两个不同的企业来经营。我们做的是最合理的投资，最合理的保险。我们从来没有在投资方面做过任何会影响我们保险业务的事情。

但你真的应该分别看看我们的每一项业务。GEICO 与巨灾再保险业务有着完全不同的特点。他们都自称是保险公司。它们都产生浮存金。但从经济角度和竞争优势等方面来看，它们是两个非常不同的行业。我们的小企业是不同的行业。其中一些可能增长得相当好。我们会继续努力的。查理？

芒格：是的。你想买期限多久的政府债券显然都可以买到。所以，投资股票的一个机会成本就是将股票和债券进行对比。你可能会发现，美国有一半的公司股票，你要么不了解它们，要么很担心这些股票的情况或者极度不看好它们，以至于你宁可购买政府债券。因此，从机会成本这个角度看，这些股票就被这个筛选标准给排除了。接下来你开始寻找那些你喜欢的股票，你对这些股票的喜欢程度远胜于政府债券。所以你会对这些股票逐一进行比较。如果你找到了一个你认为最好的投资机会——这个机会你很懂——你就有购买对象了。

这个思考非常简单。除了最基本的经济学知识和博弈论之外，什么都用不到。估值的思维过程连小孩子都能想到。确实，真要动手对企业进行价值评估很难，不过估值的思维过程是小儿科。

巴菲特：如果查理和我被人告知，我们要么购买在纽交所上市的 A、B、C、D 股票或所有上市公司的股票，要么购买 10 年期政府债券，不管我们买了什么，都要持有十年，至少在 80% 的情况下，我们可能会选择政府债券。我们这样做的主要原因是因为我们对很多股票的了解不够深入。其他原因可能是我们了解这些企业，不过我们还是更喜欢政府债券。但我们会采取这种方法来衡量一切投资机会。换作是你，你会怎么做，查理？在一只股票和一只债券之间选择，且不管买了什么都要持有 10 年，在 80% 的情况下，你会选择什么？(笑声)

芒格：人生就是由一系列机会成本构成的。就像你应该和你能找到的、也愿意嫁给你的最好的人结婚一样，投资的过程差不多也是这样。(笑声)

巴菲特：我就知道我们会在午饭后遇到难题的。(笑声)

9、为什么没有更多的公司效仿伯克希尔？

股东：对于我自己、我的家人和其他小企业主，我想感谢你们的年度报告。他们在帮助我们做商业决定和生

活决定方面帮助很大。(掌声)我的问题是，很多人来这里是为了听你的，模仿和理解你的投资理念。但在你看来，为什么没有更多的人效仿你的投资模式呢？做一家不分红的公司？

巴菲特：我认为伯克希尔还有其他更好的东西可以借鉴，但他们也不会被借鉴。我一直很感兴趣的是，很少有人读本杰明·格雷厄姆的书，而且同意他的理念。他们只是不喜欢追随他，因为从某种意义上说，他的理念并没有带来足够的希望。我的意思是，人们真的只想要赚快钱。

在不支付股息方面，我们不支付股息，因为我们认为，**我们可以把保留的每一美元转换成超过一美元的市场价值**。我的意思是，我们保存你的钱的唯一原因是——**我们保留你的钱比我们给你的钱，更有价值**。如果我们每持有一美元，就能创造超过一美元的市场价值，你的情况就会更好，不管你是想通过出售一小部分股票来取出这一美元，还是继续持有它。这是一种测试。如果我们得出的结论是我们不能那样做——我们会在某个时候得出这个结论，那么我们应该把它分红给你们。

有趣的是，我们在某些行业，例如，喜诗糖果就是其中之一，**我们没有办法聪明地在喜诗糖果内部使用其产生的所有利润**。因此，如果喜诗糖果是一家独立的公司，它将支付非常高的股息，而不是因为它有一些股息支付政策。这很简单，**因为我们没有办法，在每年赚 3000 万美元这种情况下，明智地扩展业务**。布法罗新闻也是如此。我们没有办法在特定的业务中明智地使用它产生的资金。我们希望，在伯克希尔的整体计划中，我们能够明智地使用这些公司为我们生产的现金。我们认为，到目前为止，我们做到了。我们认为前景相当好，我们可以继续这样做。

但股息政策实际上应该由这一标准决定，同时也要考虑股票回购的可能性。但它们应该由企业保留的 1 美元是否比支付的 1 美元对股东更有价值来决定。像可口可乐这样的公司，如果可口可乐不支付股息，只是回购股票，开发装瓶系统，做他们已经做过的事情，股东们可能会过得更好。它们这样做，可能会比他们简单的执行红利政策要更好。这对于吉列和迪士尼这样的公司来说是正确的，它们获得了在企业内部使用资本，或回购无法替代的公司股票的绝佳机会。这通常是资本的最佳使用方式。这可能比分红更好。你知道，我们也写过一些关于这方面的文字。但人们通常会继续做他们一直在做的事情。它们很难改变。查理？

芒格：有趣的是，如果你用这个简单的标准，**如果你能让它变得更有价值，你就应该保留现金**。但这不是我们主要大学公司财务课程的标准内容。为什么我们有这个简单的想法，而他们有另一个？我一次又一次试着去理

解他们为什么这样想，但有很大的困难。我刚刚得出的结论是他们错了(笑声)，那么多聪明的人一起犯错肯定是有原因的，(笑声)这是另一个故事。但我希望伯克希尔能慢慢地帮助解决美国教育存在的一些严重问题。

巴菲特：想象一下，如果选你们中的任何一个人出来，假设我们俩在一起做生意，每年能赚 10 万美元。我们该如何决定是否每年留下 10 万美元吗？这就是我们在这里讨论的。如果我们认为这 10 万美元可以通过某种方式转化为超过 10 万美元的现值，我们就把它留在这里。如果没有，我们就把它拿出来。这种思维方式，似乎没有引起大众的关注。

顺便说一句，在伯克希尔，我们可能要花很长时间才能得出我们并没有真正有效地使用它的结论，因为我们将会经历一些否定。我们会说，“好吧，去年只是暂时的。”但这就是我们的方法。我们会尽我们最大的努力。

10、企业的利润不可能一直保持在高位

股东：巴菲特先生，芒格先生，我叫约翰·肖恩。我来自田纳西州的纳什维尔。你在回答另一个问题时提到了权益回报率的问题。我想知道你是否愿意沿着这个问题继续详细说明。目前，标普 500 指数的权益回报率约为 22%。在过去的几十年里，美国企业的平均增长率大约是 12%或 13%。我们是如何达到如此高的盈利水平的？你认为在未来的 10-15 年里，我们有多大可能回到之前的平均水平？

巴菲特：我以前从没想到会出现今天这样的状况。因此，我要先陈述一个事实，如果你听取了我的看法，你对 1995-1997 年美国公司权益回报率的判断就大错特错了。我不认为在一个长期利率为 7%、经济体系大规模储蓄的能力颇高的世界中，22%的权益回报率是可持续的。只要想一想就会知道，在 7%的利率和你提到的 22%的权益回报率之间有巨大的盈利空间，这将引导经济体系中的储蓄转化为公司的权益资本以获得更高的回报。我们都学过，竞争的力量最终会起作用，假以时日，利率和权益回报率之间的差距会被拉平。

不过再说一次，在这个方面，我一直都是错的。这就是为什么我说，如果如今的回报率可以持续，今天的股价水平就是合理的原因所在。比方说，你在评估利率为 22%的永久性债券的价值。假设大概三分之一的息票，也就是 7%左右将以股息的形式发放，其余 15%的利息将再投资于其他利率为 22%且具有相似特征的债券。这只债券的现值是多少？这只债券的价值会很高。实际上，它的价值如此之高，以至于在某个点上它能造成一个数学谬误，因为当盈利的复合增长率大于折现率的时候，你得到的现值是无穷大。伯克希尔很喜欢研究这个理念，不过我们还没有搞明白怎么样才能得到它。(笑声)

有一篇名为《圣彼得堡悖论和成长股谬论》的文章，我记得标题就是这个。这篇文章的作者我想是一个叫大卫·杜兰德的家伙。这篇文章是 25 年前写的，它说的就是这个问题，**增长率比折现率大，这种情况不可能无限持续**。不过在它出现的时候肯定是很有趣的。查理？

芒格：没错。我认为有一些因素促成了这一现象。而我们小心翼翼，没有预测到这些因素。首先，公司回购股票已经成为一股潮流。在这方面，我想我们贡献了绵力。我觉得从合理的公司决策来说，这是好事。另外一件事是，**反垄断审查宽松了很多，他们允许公司收购竞争对手**。我想，这两个因素帮助美国公司提高了资本回报率。但是你不能认为这种情况可以持续到无限的未来。从长期看，15%的年化增长率比经济增长率高多了，也比公司的利润增长率高多了。因此，迟早会发生一些事情。我不认为我们进入了一个新的、数学规律失灵的世界。

巴菲特：假设这个国家的实际产出——实际 GDP 每年以 3% 的速率增长，企业的资本化价值每年以 10% 的比率增长，并且假设通货膨胀率很低。从数学角度看，你会得到一个荒谬的数值。我们不可能得到这种结果。我们的 GDP 产值是七八万亿美元，股票市场的总市值是七八万亿美元，这或许是合理的，也可能是不合理的。但是**如果 GDP 增长到 15 万亿美元，而股市总市值增长到 75 万亿美元，这肯定是不合理的**。

这些项目的增长率之间存在着某种关系，这种关系很微妙，一时半会不会起到明显的作用。没有人愿意思考这个问题。就像他们不想思考他们自己的死亡，但它不会因此消失。我们现在的状况还没有达到荒唐的地步。不过，你可以根据模型预测出一些数据。从中你可以发现，有些事从长期看明显说不通。

芒格：没错。**公司利润不可能是 GDP 的 200%**。实际上，它们连 GNP 的 50% 都不到。所以这些高复合增长率会带来荒谬的结果。 $(\text{利润}/\text{GDP} = \text{利润}/\text{收入} = \text{利润率})$ ，(GNP 仅国内收入，GDP 包含国外收入)

巴菲特：是的。**公司利润其实连 GDP 的 20% 都达不到**。如果你开始说你不能接受一个数倍于 GDP 的公司利润，那你就会得到一个不同的回报率。

芒格：你们大家都要谨记这些，因为所有提供投资建议的职业销售人员经纪服务等都有诱人的既得利益，为了利益，他们会相信错误的东西是正确的。(笑声)不仅如此，**经过达尔文主义的自然选择，在市场竞争中获胜的大部分人都有过人的销售技能**。(笑声)这对我们来说是危险的。(笑声)

巴菲特：而你们被选择来作为他们建议的接受者。另外，他们知道我们是谁，打算晚上 6 点左右过来。(笑声)

11、市场份额不重要，重要的是消费者的心智

股东：你能解释一下你所谓的"消费者的心智"和"产品的本质"吗？你能解释一下你是如何运用这些概念来寻找那些需求不断增长、投资潜力最大的公司的吗？感谢你们，你们是我遇到的两位最伟大的教授。

巴菲特：谢谢。(掌声)当你看消费类产品时，你真正感兴趣的是，发现或者思考人们现在对一种产品有什么看法，以及他们在 5 年、10 年或者 20 年后会有什么看法？

现在，世界上几乎每个人——也许，让我们把这个数字降到 75%——对可口可乐都有一些想法。"可口可乐"这个词对他们来说是有意义的。与之相反，皇冠可乐这个词对世界上任何一个人来说都没有任何意义，而它对 RC 可乐的老板和装瓶商来说却有意义。但是每个人心中都有一些关于可口可乐的东西。绝大多数情况下，这都是美好的。它与愉快的经历有关。之所以会这样，部分原因是源于可口可乐的设计。另外，可口可乐经常出现在快乐的场合，迪士尼乐园和棒球场等。可口可乐在每一个充满欢声笑语的场所——可能还包括伯克希尔年度股东大会的会场。(笑声)这个观点在脑海中已经根深蒂固了。它建立在世界上近 200 个国家和人民脑海里。一年后，它将在更多的人心中确立。它的整体地位或许会略有不同。但从现在开始的十年里，这个地位或许可以再增强一点点。重要的是消费者的心智，而不是市场份额。

迪士尼和可口可乐一样。对数以十亿计的人来说，"迪士尼"这个字眼意味着什么？如果你是一位有多个小孩的家长，如果你的面前摆着 50 张电影光碟供你选择，你不会坐下来花上一个半小时预览这些光碟的内容。你会优先购买迪士尼公司拍摄的电影给你的孩子看。你的脑子里对迪士尼会有一些想法。你对 ABC 电影公司就没有这种想法。事实上，你对二十世纪电影公司或者派拉蒙都不会有这种想法。所以，迪士尼这个名字对数以十亿计的人——包括很多国外人士——有特殊的含义。和可口可乐一样，喜欢迪士尼的人占大多数。迪士尼公司的行为强化了人们对它的喜爱。

只要想想如果真的能得到全世界几十亿人的垂青，有人愿意付多少钱，你就会明白像可口可乐和迪士尼这样的公司的价值了。获得这么多人的垂青，不是说你拿出 10 亿或者 30 亿美元的广告预算或者说雇用 2 万名超级推销人员就可以做到的。但迪士尼就取得了这种成就。

接下来的问题就变成了，这个名字 10 年或 20 年后代表着什么？那时将会有更多的人听说过迪士尼。家长永远对买些东西让孩子来玩感兴趣。孩子也会喜欢同样的东西。而且，你知道这就是分析消费品时要考虑的问题。这就是查理和我在买下喜诗糖果的时候在思考的问题。那是在 1972 年，我们自认为很懂糖果。其实我现在比我今

天早上刚坐在这里的时候对糖果了解得更多了。(笑声)我已经吃了 20 块糖了。(笑声)但是, 如果你在情人节那天送给你的情人一盒没有说明原料的糖果, 然后说, "亲爱的, 我买了一盒最便宜的糖"你觉得情人会眉开眼笑吗? (笑声)不会的。我的意思是, 有数以百万计的人——至少有几百万人——记得第一次送人巧克力的情形, 送给别人巧克力之后不久就得到了初吻等等。这些记忆是很美妙的。**糖果会让人产生愉快的联想**。重要的是整个购物过程, 而不仅仅是糖果。在圣诞节期间为客户服务的销售人员的表现也很重要, 当 50 多名顾客排了 8 个小时的队买糖果时, 他们可能会冲着销售人员大喊大叫, 这时候销售人员仍然应面带笑容、彬彬有礼地为顾客服务。这就是**顾客服务**。这就是传递公司形象的过程。这就是**购物体验**, 这些全都是**营销魅力**的一部分。

不过, 关键是**某个消费类产品在顾客心目中的地位**。

为了让产品获得大众的喜爱, 你可能需要建设大量的基础设施。举例来说, 当我们去中国的时候, 在长城的顶端有一罐樱桃可乐等着我。当人们需要你的产品的时候, 不管他们身处何方, 你都必须得把产品送到那里。二战时也发生过相似的事情, 艾森豪威尔将军对伍德瑞福先生说, 他想让在全球作战的美国士兵一伸手就能拿到可口可乐。于是, 可口可乐公司修建了大量的工厂来做到这一点。

某些产品在消费者心目中的这种地位是令人难以置信的。尤其是美国产品, 似乎更能获得这种地位。人们对某些美国产品如饥似渴——我们的音乐、我们的电影、我们的软饮料以及我们的快餐。你无法想象——至少我想象不出——人们会对哪个法国公司的产品或者德国公司的产品或者日本公司的产品具有这种渴望。这些国家也没有哪家公司出售的软饮料占了全球市场的 47%。广义来说, 你可以把这称为**美国文化的一部分**。全世界都渴望得到美国文化。

乔治·费雪把柯达公司管理得非常好, 在他执掌柯达之前, 该公司就很好。但是, 如今柯达公司在全世界消费者心目中的地位, 可能没有 20 年前那么高。我的意思是, 在人们的心目中, 富士公司现在的地位比 20 年前高多了。**富士赞助了奥林匹克运动会**, 我记得它赞助的是在洛杉矶举办的那届。富士不断前进, 越来越和柯达势均力敌。**你绝不能让你的竞争对手这么做**。这就是为什么你看到可口可乐和迪士尼以及其他类似公司做的一些事情时会感到奇怪。可口可乐做这件事没什么道理, 如果他们不花这 1000 万美元, 难道销量就会下降吗?

我在写给伯克希尔股东的信中, 引述了可口可乐 1896 年的一份报告以及当时其所进行的广告宣传活动, 这项活动打响了公司的名气。**你永远无法知道真正起作用的到底是哪些钱**。但世界上几乎每个人都听说过可口可乐的

产品。且其中大多数人都喜欢，下一代人也会喜欢。在消费类产品行业，你就得这么做。

说到喜诗糖果的经营，在这方面我们其实并不比购买喜诗糖果的顾客懂多少。然而，只要我们采取措施维持喜诗糖果在消费者心目中的地位，其他公司就无法追上我们。我们可以稍微提高售价，因为人们对购买廉价的糖果不感兴趣。人们对每个月在巧克力上节省几分钱不感兴趣。

你们还记得吗，在以前的股东大会上，我们曾多次谈起卖场的自有品牌(privatelabels)。但在软饮料行业，自有品牌毫无立足之地，消费者想要的是真正的大品牌产品。今年，可口可乐将会售出 9 亿多罐。9 亿多罐啊。明年这个数字还会增加，后年依然会增加……我不知道人们如何才能打败可口可乐。如果有人给我 1000 亿美元——我鼓励任何一个有这个想法的人站出来(笑声)——告诉我如何打败可口可乐、取而代之成为全球软饮料行业的老大。你知道，我无论如何都想不出来如何才能做到这一点。这就是我们喜欢的企业类型。查理？

芒格：没错。我觉得喜诗糖果的案例对我们所有人来说都提供了有趣的教训。就像沃伦所说的那样——这是我们第一次购买品牌企业。对我们这些习惯于以 50 美分买 1 美元的人来说，这是一次艰难的跳跃。有趣的地方在于，如果当初喜诗糖果的卖方要价再高 10 万美元，我们就不会买了。我们那时就这么傻。这可是沃伦在接受了本·格雷厄姆这位世界上最优秀的金融教授的培训，以及每周和他共事 90 个小时之后的情况。

巴菲特：我们那时候还一起吃了很多巧克力。(笑声)

芒格：没错。我们当时学习吸收世界上的一切事情。我的意思是，我们只是没有受过足够的训练来做出正确的决定。碰巧的是，他们没有要求额外的 10 万美元。于是我们买下了喜诗糖果。然后随着它的成功，我们也不断学习。我觉得，这个经历表明，投资这项游戏的名字叫不停地学习。即便你接受过良好的训练，即使你天赋异禀，依然需要不断地学习。

这让我想起了一个有些微妙的问题——人们有时说我和沃伦是两个“不断老去的高管”。(笑声)我不知道“不断老去的”这个形容词到底是什么意思，因为我不知道有谁会越活越年轻。(笑声和掌声)但是你们这些持有伯克希尔股票的人，赌的是我们这两个依然被人称为“不断老去的高管”会继续学习——在某种程度上，至少在年轻一些的接班人接班之前的一段时间是这样。

巴菲特：对的。如果我们那时候没有买下喜诗糖果并经历随后的发展(喜诗糖果随后的发展让查理和我明白了一些道理)，我们就不会在 1988 年买入可口可乐。我的意思是，在我们如今从可口可乐的投资中赚到的 110 多亿

美元中，有很大一部分要归功于喜诗糖果。现在你可能会说：你们怎么可能会这么愚蠢，竟然看不到可口可乐的价值呢？我不知道，不过这不是因为我们没有接触过可口可乐(笑声)。这真的令人吃惊。但这让我们开始思考得更多，我们看到了我们关于喜诗糖果的决定的后续发展。**我们看到了什么是行得通的、什么是行不通的。这让我们对商业方面什么能行得通豁然开朗，并让我们远离那些行不通的企业。**这绝对导致我们投资可口可乐。我们很幸运，能整体买下企业并通过这些企业教会了我们很多东西。

不只是成功带给了我们很多教训，反过来，失败也一样。举例来说，我们曾经涉足过风车行业。我涉足过，查理一直没碰过这个行业。但我做的是风车生意、水泵生意，并拥有一些经销商。我从中发现这个行业有多难做——你投入了全部的精力。但一点用都没有。所以，我们学到的教训是，**重要的是要弄清楚该跳进哪个池塘，你跳进哪个池塘可能比你游得多好更重要。**查理？

芒格：我想人们没必要像我们当时那么无知，也没必要像我们那样无知了这么长的时间。(笑声)我觉得美国的教育可以做得更好，不过不是通过现在这些执教者。(笑声)

巴菲特：查理，现在还有没有哪个群体我们忘了冒犯？(笑声)

12、人生建议："做自己喜欢的事会成功。"

股东：您好，主席先生，副主席先生，下午好。我的名字叫夏青书，来自中国。现在，我住在堪萨斯州。我很荣幸能和你们两位交谈。我的问题是，如果有人想成立一家像你 30 或 40 年前那样的公司，你对他们有什么建议？你能和我们分享一些你的智慧吗？谢谢你！

巴菲特：我们建议的第一件事就是他们给我们提成。(笑声)查理，你来接手。你比我更想重新开始。(笑声)

芒格：我想坦率地说，这是一个我通常回避的问题。我始终相信，要把基本的思维工具放在合适的位置。我一直相信，现实生活中，最好是通过报纸等媒介去学习别人失败或痛苦的经历，而不是个人亲自去体会。我认为这不仅能在生活中创造成功，还能让生活更有趣。所以我主张理性思考。把自己变成另一个沃伦·巴菲特的具体技巧，留给你，沃伦。(笑声)

巴菲特：嗯，有一件事我想说的是——首先，我认为有很多机会。**我会做一些我喜欢的事情。**我不会特意去做某件事，只是因为我认为它会让我过上一种我以后会享受的生活；只是因为如果我赚了很多钱，我会更快乐；或诸如此类的事情。我从来没那么做过。我认为你会做好你喜欢做的事情。我觉得在生活中忍受——要知道查理

和我曾在杂货店工作——是很疯狂的。我们当时并没有在杂货店上投入太多精力。

要是说，**只是为了赚钱而开一家真正的公司，那我觉得这太疯狂了**。如果我们只是为了钱，你知道，很明显，我们早就退出了。你应该在做的时候找点乐子。**千万不能着急**。(只是为了赚钱)这点对我来说毫无意义。我认为你也会得到更好的结果。

13、关于迪士尼

股东：我还没听说过你对 ABC 和迪士尼等公司股票的道德和伦理考量。他们现在正受到这个国家主流宗教团体越来越多的批评，主要是他们对性和暴力的依赖以及他们的任人唯亲——同性恋

巴菲特：什么？我想说的是，我很高兴我的孙子们能接触到迪士尼的所有产品。(掌声)你知道，我喜欢带他们去迪士尼乐园或迪士尼世界，或带他们去看迪士尼电影或迪士尼视频。你知道，我认为迪士尼公司正在以绝对一流的方式运作。我对同性恋者被雇佣或接受福利之类的事情没有任何问题。(掌声)

14、我们不在乎谁在买卖证券

股东：下午好，巴菲特先生。下午好，芒格先生。我的名字叫巴希尔·纳瑞玛，来自德克萨斯州的阿灵顿。我在《今日美国》上看到一篇关于该州劳动力短缺的文章。我想知道当你分析一个公司的时候，你会考虑选择那些不太依赖劳动力的公司吗？

第二个问题是，我在会议一开始就听到你说这么多资金来自外国，你提到这么多不同的国家里有很多人买了伯克希尔。而且我相信他们最终会收购道琼斯指数中的所有公司。你觉得分析道琼斯指数的分析师，已经考虑到了道琼斯指数现在正成为全球证券行业的“沃尔玛”这种情景吗？在这里，所有国家的投资人，他们可以选择在美国买进。因此，美联储主席艾伦·格林斯潘先生的想法，就其旺盛程度而言，是没有意义的，因为如果你还记得日本人在开始购买美国房地产时的情形，他们迫使我们为价格支付高溢价。我认为这就是市场将要发生的。作为美国人，我们已经习惯了低市盈率，现在我们将错失良机，而股价将继续上涨。

巴菲特：好的。谢谢。我们很少关注资本流动——我们根本不关注。换句话说，我们并不真正关心谁在买卖证券。总会有人在买卖每一个证券。很明显，你可以关注买家。你可以关注卖家。你也可以说现在每月有 200 亿左右的资金进入股票基金。但这对我们没有任何影响。**我们感兴趣的只是生意的价值**。并不关心人们关注的是什么——可能是市场信号，也可能是美联储将采取的行动，人们关注的对象会改变。你还记得吗？10 年前，不管这

一天是周几，人们都会问，"M2 怎么样？"我一直想写一篇悬念小说，关于"M2 到底发生了什么？"(笑声)人们一直会谈论一些事情。有太多的时间需要打发，有太多的纸张需要写满，于是他们就写了那些对我们来说没有任何意义的东西。**因为即便市场关闭了五年，我们都不在乎。**

我们在乎的是五年之后可口可乐的股价会是多少、其在世界市场的份额是多少、它们的定价是多少以及它们有多少流通股等等这类事情。我们一点也不关心是谁在买入或者卖出——除了公司在回购，那我们会很高兴。吉列也是这样。我们只在乎人们是否会为了更好的剃须体验购买价格更高的产品。所以，资本流动以及所有这些宏观因素，跟我们的所作所为没有任何关系。

我们埋头于购买企业。不管什么时候，也不论你买什么股票，应该问问自己，"如果股市关闭五年，我还会买它吗？"**我觉得这是一种不错的心态。**如果你的回答是肯定的，表明你买入的是一家企业。如果你的答案是否定的，说明你关注的对象可能是错误的。

从本质上看，美国的商品贸易出现了严重的赤字。如果你从世界其他国家购买的东西多于你出售给他们的东西——根据定义，赤字的结果就是这样——你就不得不平衡账户。作为交换，贸易盈余国不得不得到一些东西——资本资产。他们可能会得到政府债券，可能会得到一家美国公司的股票。**他们必须得购买美国的东西。**在经济学方面，一个关键的地方是，当有人给你下断言的时候，永远要问："然后呢？"其实，问各种问题都是有益的。不过你应该永远问："然后呢？"所以，当你从新闻中看到美国的商品贸易赤字是 90 亿美元的时候，这意味着我们必须得把价值 90 亿美元的资本资产——这是对未来产品的所有权——送给世界上的其他国家。**他们不得不用这些钱来投资。他们没有选择的余地。**这时有人可能会说："如果日本人把他们持有的所有美国政府债券都抛掉，难道不是很恐怖的事情吗？"在得不到其他美国资产作为交换的情况下，他们无法抛掉手上的政府债券。只有这么办，没有其他路可走。他们可以把这些债券卖给法国人，法国人就会碰到相同的问题。所以，**无论何时，当你谈论经济学方面的具体行为时，应该层层推进，深入探索。**

关于劳动的问题。总的来说，很明显，我们喜欢劳动力成本低的企业。但**我们喜欢任何类型的低成本业务**，我的意思是，因为剩下的就是利润。因此，总的来说，我们对劳动密集型企业的投资并不高。但也有一些很好的企业是劳动密集型的。但如果你说：其他条件都是一样的，我更喜欢劳动密集型企业还是非劳动密集型企业？答案是，劳动密集型程度较低的企业。查理，你想评论一下吗？

芒格：不。我不认为我能补充更多了。(笑声)

15、关于子公司管理和智力资本

股东：我叫鲍勃·科斯塔，来自印第安纳州埃文斯维尔。我做股东已经四年了。这是我第一次来奥马哈。我去我们摊位买了些东西。我想用美国运通卡支付。他们告诉我，就像广告一样，你不能在这里用它。我希望你们都对此发表评论。但我真正的问题是，我刚刚无意中发现了智力资本的概念，以及它在评估一家企业时可能有什么用处。我希望你们中的一个或两个能帮我解释一下这一点，这对我们投资者来说是否有用，或者只是另一个我们最好忽略的学术理论。

巴菲特：美国运通(American Express)的经营者哈维·戈卢布(Harvey Golub)在经营方面做得非常出色，他给我写过有关家具市场和喜诗糖果的文章。基本上，我们让我们的经理经营他们自己的生意。因此，每个子公司的管理人——比如波仙珠宝(Borsheim's)就用美国运通。我们的其他企业也是如此。我们让每个经理做决定。

一旦我开始告诉经理们，他们应该选择美国运通，或者不选择 Visa 之类的公司，你知道，在那个时候，他们已经失去了一些经营的责任，也许在某种程度上，甚至失去了经营这些公司所带来的自豪感。我们的大多数经理不需要以工作为生。他们经营企业的原因和我和查理经营伯克希尔的原因是一样的。他们喜欢这样做。他们早上从床上跳起来，因为这是令人兴奋的事情。

有一件事能让我们两个人，或者让我们两个人远离伯克希尔，那就是如果我们总是被别人事后批评，或者别人告诉我们什么时候该摇摆，什么时候不该摇摆。我们没有兴趣经营它。我们会离开——然后我们会做别的事情。也许我们的其他经理在这方面没有我们那么极端。但我们觉得他们已经建立了成功的企业。他们知道怎么做。我们确实分配了它们产生的过剩资本。但除此之外，我们真的让他们自己做决定。所以，除了给奥马哈寄钱以外，我能想到的几乎没有任何公司范围内的政策。(笑声)

但是，你知道，我们很高兴美国运通告诉我们的家具市场：为什么使用美国运通公司的家具会卖得更好？我猜他们有一些很好的理由。但他们必须在这方面进行销售，就像任何供应商都必须销售每一项业务一样。我们不会告诉喜诗糖果的人从谁那里买坚果，或者从谁那里买容器，或者诸如此类的事情，如何设计商店，或者诸如此类的事情。这就是伯克希尔的管理哲学。查理，你想评论一下吗？

芒格：让我回答智力资本。伯克希尔拥有大量的智力资本，投资于这些在各个业务领域都非常能干的高管。

我们希望在总部这几百平方英尺的地方有一些智力资本。(笑声)

但我们的业务不是与大批工程师一起设计炼油厂，也不是与世界各地从事复杂会计工作的军队一起开发软件。我们只是还没有进入那种行业。智力资本已经成为一个新的流行语，因为我们现在已经发展了像微软这样的大型企业，而这些企业在不久前还不存在。所以人们突然意识到，天哪，当你让一群非常聪明的人在同一个方向上工作时，**聚集效应和动量效应**真的有很多钱。这就是这个概念如此流行的原因。总的来说，我们避开了这个领域。再说一次，我们很难理解。

巴菲特：**我们在一起工作的人身上寻找聪明、勤奋和正直的品质。**如果你有这样的品质组合，而且你的生意不错，你知道，你可以拥有整个世界。不管你叫它智力资本还是别的什么——你知道，你可以把名字写在上面。这就是我们想要联系的人。我的意思是，这比你自己做要容易得多。当我们在自己的公司里——你在电影结尾看到了那群人——我的意思是，那对伯克希尔来说是一笔巨大的资产。

他们谈论的是会计。在我看来那是无稽之谈。我是说，你不需要这么做。但你应该为此付出代价。作为股东，你应该为此付出代价。作为经理，你应该为此付出代价。当我们招人的时候，你知道，无论是汤姆·墨菲，还是吉列的阿尔·泽恩，或是可口可乐的罗伯托·戈伊祖塔，或是迪斯尼的迈克尔·艾斯纳，这些人都增加了数十亿美元的价值。这就是我们想要联系的人。**我们不想和平庸的经理扯上关系，因为他们之间的差别太大了。**但我们不会做一些复杂的练习。我们只是认识那些拥有这些品质的人，我们试着去认识那些拥有这些品质的人。如果他们在一家好公司里，而且他们具备这些品质，我们就会想要拿下他们。

芒格：但以智力资本为例。人们认为专利、版权很重要。专利和版权在全球投资资产中所占的比例越来越高。所以人们对智力资本更感兴趣。想想那些伟大的制药公司，想想他们 20 年前是多么的小，想想他们所拥有的一切，基本上都是智力资本。只有少数几款产品拥有真正有效的专利。但总的来说，我们不是在制药公司。

巴菲特：我们不是。但是，正如查理所说，有很多不同的形式，你可以把一些企业看作是智力资本。但我想说的是，当罗伯特·戈伊祖塔在 15 年前看到如何让可口可乐同样的产品在未来引人注目——基本上是相同的体系，尽管它需要一些改变——**但他看到了如何通过长时间做大量的小事，持续不断地做这些小事，并且不让自己**
的注意力离开目标，从而使它变得更价值。

迈克尔·艾斯纳也做了同样的事情。你知道，在沃尔特去世后的 15 年左右，迪士尼没有去过任何地方。我们都

知道米老鼠是谁。但迈克尔真的看到了未来应该是什么样子。你知道，他现在还是这样。当一切都结束时，你说一切都很简单。但当时有多少人知道该做些什么呢？15 年前，这些企业基本上处于衰败状态，他们空有智力资产。对我来说，这跟比尔·盖茨和安迪·格鲁夫所做的不同。但这是我们的智力资本，是我们可以更好地理解。

16、不买医药股是个"错误"

股东：巴菲特先生和芒格先生，我叫威尔·杰克。我来自芝加哥，我是一个快乐的股东。首先，我要感谢你们两位，感谢你们花时间和专业知识给我们带来的不寻常的特权。这很不寻常。我认为这是值得称赞的。(掌声)我的问题和美国的一个主要产业有关，除非我在阅读材料中漏掉了什么，那就是制药公司。我想知道，在什么情况下，你会考虑伯克希尔投资这些行业？

巴菲特：嗯，**制药行业，很明显，是一个非常值得投资的行业。我们有困难，或者至少我有困难，我无法区分出哪一个公司十年后可能是最好的。**对我来说，很容易弄清楚可口可乐是软饮料公司、吉列是剃须公司、迪士尼是娱乐公司，而我很难弄清楚哪个是制药公司。但我不是说你做不到。我只是说这对我来说很难。

我们几年前就开始买了其中的一家制药公司。我们应该继续，但是我们没有，因为它上涨了 12 美分(笑声)，而且你们的主席有点不愿意持有它，这是一个可怕的错误。但我想说最大的——我们本可以买下整个行业，在不同时期都做得很好，尤其是当人们认为克林顿健康计划的威胁给制药行业蒙上了一层阴影的时候。那时候你可以买下整个行业，你会做得很好。我们没有这么做。这真是个错误。查理？

芒格：总的来说，很难想象有哪个行业对消费者更有好处。当你想到孩子们过去和现在的死亡方式，现在已很少死亡。这是一个非常棒的生意。这是美国文明的荣耀之一。但我们很欣赏它。但我们没有参与其中。

巴菲特：我们错过了很多东西。我对此非常认真。我们错过了一些本不应该超出我们能力圈范围的事情。**有很多事情是我们无法理解的，但也有一些是我们能理解的，我们只是错过了他们。**

17、芒格：良好的通识教育有助于投资者

股东：你好。我是另一个芝加哥人，也是股东。这个问题首先问芒格，然后问巴菲特。芒格先生，我对你组织海军准将(铁路大王范德比尔特)和亚里士多德来支持你的观点很感兴趣。如今，很少有基金经理会这么做，或者能够这么做。你能详细说明一下，**文明史研究**在形成一套健全的投资理念方面发挥了什么作用吗？谢谢。

芒格：我不想过多地赞扬亚里士多德。你知道，他认为女人的牙齿数量和男人的不一样(笑声)，而且从来不看

他妻子的嘴。(笑声)

巴菲特：也许他老婆的确是这样的。(笑声)

芒格：我完全赞成良好的通才教育。我认为这有助于投资业绩。它还有助于企业业绩。它帮助一个人成为更好的公民。人们说的一些话是很难忘的。因此，它们对大脑很有帮助因为它们很容易被记住。我想，你会惊讶地发现，有那么多聪明的投资专家会滔滔不绝地谈论亚里士多德，甚至是那些我无法忍受的人，比如(德国哲学家乔治·威廉·弗里德里希)黑格尔。

巴菲特：你还想引用别人的话来加强你的观点吗？(笑)

芒格：全世界我最喜欢的一句话是爱因斯坦说的。他说：每件事都应该尽可能地简单，但不要再简单了。我认为这描述了我们都面临的现实。

巴菲特：查理最喜欢的是本·富兰克林。这可能是真的，不是吗，查理？

芒格：没错。

巴菲特：我们从本·格雷厄姆那里得到的比任何人都多。"照顾好你的铺子，你的铺子就会照顾好你"，诸如此类的话。我的意思是，我们只是被那些东西压得喘不过气来。(笑声)

芒格："搬家三次如同失火一次；空袋子很难直立……"(笑声)这都是伯克希尔的圣经。我曾经听沃伦说过：我之所以在财务上如此保守，是因为我不想知道如果我手头拮据，我会表现得多么糟糕。(笑声)

巴菲特：我觉得我们最好在这里打断查理。(笑声)

18、"为什么要冒着失去你所需要和拥有的东西的风险，去得到你不需要和没有的东西呢？"

股东：我叫斯坦利·沃特金斯，来自堪萨斯州的曼哈顿。我是股东。我有两个问题。第一个，我知道答案，所以你可以说是或不是。你会考虑投资 OEX 等指数吗？纯粹的猜测，你会说是的(笑)。第二，如果投资者试图获得大量投资，你会鼓励他们在可口可乐这样的投资上使用 LEAPS 期权，而不是购买这家公司的股票吗？

巴菲特：这两个问题都与一种期权有关，即看涨期权，或者其他类似的东西。我认为投资者应该坚持购买企业的所有权。这并不是说你不能提出一个理论上的理由来购买，如果你认为可口可乐很有吸引力，你可以说，我宁愿买可口可乐的 5 年期期权，也不直接买股票，因为它引入了杠杆，而没有破产的风险。

但我认为这是一条危险的道路，因为它运行得很好，但它是这样的——当开始玩那些可能过期和变得没有价

值的东西的时候，结果往往是戏剧性的。也可能是以非常低的利润率购买这种情况，就像你说的 OEX 期权。

借钱经常会导致麻烦。这是不必要的。我的意思是，如果你有一些令人信服的理由，如果你必须在年底前把你的钱翻倍，否则将被炒鱿鱼，那就应该去期货市场。因为你知道，你需要这么做。我的意思是，你必须要通过借来的钱才能实现这个目的。但是你真的应该弄清楚，你现在拥有的钱是怎么让你感到快乐的。然后，你要明白，随着时间的推移，其他的一切都是美好的。我认为买入看涨期权、LEAPS、投机指数期货等等的本质都是关注短期价格行为，人们一旦开始关注短期价格行为，你很可能把你的注意力从重要的目标上转移开，也就是对企业估值。我不推荐。查理？

芒格：这是一群富裕的投资者。我不认为他们中有多少人能通过 LEASP 一蹴而就。(笑声)

巴菲特：是的。这当然是真的。如果这些年来我们用借来的钱来经营伯克希尔，你知道，它会做得比现在好得多。但是没有人知道借来的钱会是多少——合适的水平会是多少。这对我们没有任何影响。我们在做我们已经做过的事情上的乐趣，和我们通过利用杠杆去拥有它的乐趣是一样的。利用杠杆，这不是我们处理问题的方式。

如果你有 X，并且你认为当你有 2X 时你会更快乐，这可能不是真的。你真的应该享受现在的生活。如果你一年能赚 12% 或 15%，你想存钱，你喜欢把钱存起来，那你早晚都会赚到钱。为什么要冒险失去你所需要的和你所知道的，去换取你所不需要和所没有的？这对我们来说从来就没有什么意义。

芒格：巴菲特曾在监管层开发证券期权业务时给他们写了一封信。他希望监管层不要开新的交易所。从这点你可以看到，监管层对他的关注程度。(1982 年写的信 1987 年发布在财富杂志上)

19、没有研究危险废物业务

股东：我叫格雷格·科拉特(PH.d.)，是加拿大卡尔加里(brexMinerals)的股东。(笑声)我的问题是，危险废物处理行业的公司在过去的十年里一直表现不佳。你认为这方面有什么价值吗？

巴菲特：我们从未研究过这个行业。我熟悉这些公司的名称。但我从未考虑过这个行业。也许查理知道的比我多。他几乎不得不这么做。(笑)

芒格：不。我们从未真正研究过危险废物业务。我们在证券市场上看到了很多有毒废物。(笑声)也许我们可以用它们去填满。(笑声)

20、州立农业保险(State Farms)不可思议的成功故事给我们上了一课

股东：我叫休·斯蒂芬森。我是来自佐治亚州亚特兰大的股东。我的问题涉及到 GEICO。如果我没记错的话，从去年开始，GEICO 占据了保险市场 2% 的份额，拥有大约 40 亿美元的浮存金。我的问题是，随着他们市场份额的扩大，在你的预期中，浮存金会以某种线性的方式扩大吗？与此相关的是，你的猜测是什么？它们最终能像吉列或可口可乐及其业务那样占据主导地位吗？或者他们可能会停在 10% 的市场份额或 15%，那时候他们开始遇到一个重要的障碍？第二，和刚刚另一位先生的问题有关，如果你不使用更高的贴现率来调整风险系数，那你如何对风险进行调整呢？

巴菲特：第二个问题是，我们只需要在无风险利率计算的现值基础上，以较大的折现来购买。如果利率是 7%，我们就把它当作贴现率来折现，查理说我从来没有这样做过，他是对的。但在理论上，如果我们把未来现金流按照 7% 进行折现，我们在这个折现值基础上给予较大的折扣，以保证我们的安全边际。

关于 GEICO 的问题，**浮存金的规模或多或少会随着保费的增加而增长**。我们有非常小部分的浮存金，是由一些过去不可持续的业务造成的。因此，这部分浮存金也不会伴随着保费规模增长而增长。但如果我们将 GEICO 的规模扩大一倍，就会接近于将浮存金的规模扩大一倍。

你知道，汽车保险的历史很有趣。这不是商学院应该研究的东西，因为 20 世纪初那些伟大的保险公司，不管是安泰保险公司、哈特福德保险公司还是旅行者保险公司，他们在全国范围内都有代理机构，并且在当时更多的介入了房产保险业务。在那些日子里，他们介入了很多关于火灾的业务。而汽车是在 20 世纪初才出现的。所以他们的主要业务目标是房产业务。但是他们在整个美国都有庞大的机构力量。全国各地都有代表这些大公司的财产保险代理人。他们也有很多资本。现在，如果你看一下 1997 年的业务，大约超过 20%——可能接近 25%——的个人，汽车和房主保险业务是由一家名为州立农业保险公司(State Farm)承保的。

我想，州立农业保险是在 1920 年代由伊利诺伊州布卢明顿的一个人创立的。当时他没有资金，也没有代理机构，最初是作为一家共同公司成立的，没有激励机制，没有股票期权，没有资本投资，他自己也不是一个很有钱的人。因此，这家公司在没有任何资本主义激励的情况下起步，而我们所学到的资本主义激励对企业的成长是至关重要的。在一个巨大的行业中，它成为占主导地位的企业——拥有超过好事达(Allstate)两倍的市场份额——成为占主导地位的企业，并与这些有着巨大分销系统和大量资本的竞争对手抗衡。

现在我要说的是，顺便提一下，在财富 500 强公司名单上，州立农业保险的净资产在美国公司中排名第三。

要知道财富榜的第三位竟然来自伊利诺斯州的布卢明顿，一个家境并不富裕的家伙。这是怎么发生的呢？嗯，我想说这是一个值得研究的课题。你知道，达尔文曾经说过，**每当他得到任何与他先前的信念相悖的证据时，他必须在头 30 分钟内把它写下来，否则他的大脑就会拒绝与他所珍视的信念相反的证据。**在商学院里有一些值得珍视的信念。**我认为它们至少可以在研究一家公司，如何在没有明显优势的情况下成为美国净资产第三大公司时，找到一些有趣的方面。**在德克萨斯州还有一家公司叫 USAA，这是为美国汽车协会准备的。它取得了巨大的成功，拥有数十亿的净资产，大量满意的投保人，是全国投保人中续保率最高的。据我所知，也没有人研究这个。

GEICO 的创始人就来自这家公司。1936 年，利奥·古德温(Leo Goodwin)和他曾在 USAA 工作的妻子来到美国，在几乎没有资本的情况下创办了这家小小的 GEICO 公司。现在，我们拥有 2.7% 的市场份额。今年我们自愿性投保的汽车的保费规模可能会达到 35 亿美元。建立一个州立农业保险将是非常困难的。所以我不会预测我们会这样做。但我预测，在未来的十年里，我们的市场份额将会有很大的增长。今年我们会有很大的收获。我在报告中说，你们当中 40% 的人会节省保险的钱——我没有说 100%、80% 或 60%，因为有些领域和职业的保险费用会比我们低。但是，在全国范围内，对所有阶层的公民来说，**我们将比任何竞争对手都要付出更低的成本。**这是因为我们的成本很低，我们的成本会降低。就其自食其力而言，我们已经形成了一个良性循环。预计 GEICO 将会有大的成长。州立农业保险的情况可能会困难一点。但我不会预测我们要追上州立农业保险，我也不会预测我们要追上好事达(Allstate)。但我相信我们会追上某些竞争对手。查理，你有什么要说的吗？

芒格：我喜欢你举的州立农业保险的例子。我的意思是，**选择一些极端的例子，问我最喜欢的问题，问我这到底是怎么回事(笑声)——这是通往智慧的道路。**目前保险行业的情况太糟糕了。很多互助公司在咨询师的帮助下，现在都在尝试着去差异化。这些互助公司没有考虑州立农业保险，他们只是看其他的模型——不可能每个人都是州立农业保险。州立农业保险的运作机制，它选择工作人员的方式，它选择代理人的方式，它放弃代理人的方式都有一些基本的价值。这是很大的纪律，你不同意吗？

巴菲特：是的。你会说必须有人做一些非常正确的事情。但问题是，我不知道有谁研究过他们做的是对的。他们不想这么做，因为这不符合学术圈的模式。你知道，当像州立农业保险这样的事情发生在这个世界上，你应该试着去理解它。当像 GEICO 这样的事情发生在这个世界上，你应该试着去理解它。

1948 年，我认为有 70% 的 GEICO 被出售，因为最初创立的这两名 USAA 成员的人去世了。于是他们在

1948 年出售了这些股票。但他们卖不出去。这就是本·格雷厄姆最终为格雷厄姆-纽曼买下它的原因，因为他们尝试了六个月都卖不出去。他们去了所有的大保险公司。而这些大的保险公司，当他们看到这家公司的规模非常非常小，以非常低的价格提供一种产品，却赚了很多钱，他们无法摆脱过去的迷雾，站出来购买它。我记得，他们本可以用 120 万美元买下它，并拥有整个公司。相反，这些年来，他们看着自己的分销系统被打得落花流水。一直以来，用这些过时的想法。所以你必须非常仔细地观察到底发生了什么。你知道，正如约吉·贝拉(Yogi Berra)所说："你可以通过观察观察到很多东西。"(笑声)

21、当一家出色的公司回购股票时，你一定会喜欢

股东：鉴于一些永不卖出的企业现在的估值很高，且有的在回购股票，你能不能谈谈它们的内在价值？

巴菲特：我们对这些企业评估的价格不会固定在一个水平上。我们可以告诉你，它们绝对是由杰出人士经营的伟大企业，它们现在的股价比过去大多数时候都高。但如今的股价可能是值得的，其价值可能比现在的价格高得多。当然以后的事实也有可能证明它们如今的股价太高了，今后几年的股价都没有现在高。我们不知道这个问题的答案，不过持有这些股票我们很开心。

吉列很多年都没有回购股票了，或者说回购的数量少得微不足道。而可口可乐一直在回购股票。一般来说，**我们喜欢真正伟大的企业回购自己的股票。世界上的超级好企业不多。**随着它们不断回购自己的股票，我们持有的比重会越来越高，我们喜欢这种情况，它对我们的吸引力很大，几乎大到会令我们不顾价格的地步。

问题是大部分回购股票的公司都是很一般的企业。它们回购股票的目的是因为股权激励，而不是像伟大的企业那样是为了增加股东的利益。但当你知道你持有的是伟大的公司时——我们认为我们持有的大部分企业要么是伟大的公司。要么就是极好的公司我们觉得回购股票往往是有道理的。

在这个世界上，明智地处理现金很难。可口可乐在运用资本方面一直非常聪明，尤其是加强和改善它们在全球各地的罐装厂方面干得很漂亮。很久以来大家都忽略了罐装这个环节，罐装是第一位的。但投资罐装厂增加的盈利是有限的，为了增强像可口可乐这样的公司的股东的所有权.....比如，当我们在 1988 年首次买入可口可乐时，我们持有的股票占公司的比重是 6.2%。当时他们每天售出的 8 盎司可乐有 6 亿多罐，不会比这多太多。因此，其中有 3600 万或 3700 万罐可乐产生的利润是我们的。如今，我们持有的股权比重是 8%，他们卖出的可乐是 9 亿多罐。因此，每天有 7500 万罐可乐的利润是我们的。与此同时，每罐的利润也提高了。所以，情况变得更

加有吸引力了。我们希望他们不停地回购股票。

罐装厂其实挺有意思。奥马哈有个哥们，或者说有一个家伙，在奥马哈生活过很长一段时间，他就是唐·基奥。他和罐装厂这件事大有关系，尽管罗伯特和这件事当然也大有关系。

1880 年代后期，阿萨·坎得乐进行了一系列交易，我觉得其中有些交易的时机不是那么合适，不过他以 2000 美元的价格买下了整个可口可乐公司。这可能是世界历史上最聪明的买入了。然后，我记得是在 1899 年，从查塔努加来了一群人拜访坎得乐先生。那时，软饮料就像现在的 OTC 药一样主要在药店通过饮料机销售。罐装的销量很少——我记得没错的话，当时已经有人在密西西比装罐了。于是，几个家伙坐下来：“罐装销售的前景应该不错，饮料机销售已经够你忙的了，为什么你不把罐装业务的开发交给我们来做呢？”坎得乐先生肯定没有好好考虑过罐装业务。因为他和他们签署了一份几乎覆盖全美的永久性合同——他以 1 美元的代价把合同卖给了他们，合同的内容还包括赋予他们永远以固定价格购买可口可乐糖浆的权利。所以对阿萨来说，以 2000 美元的代价买下可口可乐是他干得非常漂亮的一桩买卖。(笑声)可是他却签署了历史上最蠢的合同。(笑声)

糖浆的主要成分是糖。在一战期间以及一战之后，糖价疯狂上涨。但可口可乐的老板却签署了一份实际上永远以固定价格出售糖浆的合同。当时，他还赋予这些人永久的权利等等。在那些日子里，他们可以把转包权卖给了灌装商。出售的销售半径通常是骑马一天可以往返的距离。这才是你应该赋予其他人的销售范围。

那些年可口可乐一直面临着罐装合同的问题，罐装产品很快在销售系统中占据了主导地位，但他们却受制于没有价格灵活性且期限为永久的合同。这些罐装厂的老板在弥留之际，躺在病床上，在咽下最后一口气之前，肯定会把他的子女和孙子召集到床前，用尽力气告诫他们：“千万不要让可口可乐在罐装合同上捣乱”，然后才肯闭眼。(笑声)结果，这个问题拖累了可口可乐几十年。1920 年代还发生过法律诉讼，可口可乐对罐装厂真的没辙。

后来，罗伯特和唐·基奥以及其他人在花了 20-25 年的时间终于合理解决了罐装合同的问题。这是一项巨大的工程，随着时间的进展，此举为公司的价值带来了翻天覆地的变化。这就是我所说的资本的聪明用法，当你着手合理解决一个问题的时候，一天、一周甚至一年之内都不会有什么结果。但他们决定要解决这个问题，他们真的做到了。解决这个问题需要资金。他们花钱解决了问题，他们还动用了大笔资金回购股票。这是非常聪明的做法，我希望他们能继续这么做，希望他们在我们谈话的时候依然在回购股票。查理？

芒格：我觉得可口可乐的确是商业历史上最有意思的案例之一。它应该被人们更多地研究。在可口可乐的历

史上，它带我们的教训还有很多很多。这个故事太长了，今天是讲不完的。(巴菲特笑)

22、Wesco 和伯克希尔谁更好

股东：我是来自圣地亚哥的 JoleneCrowley。我想说，今天能来到这里我感到非常幸运。去年，当我试图购买我的第一股伯克希尔股票时，我的股票经纪人，一个价值投资的狂热者，试图说服我放弃它，告诉我它被高估了。所以我很幸运能来到这里。我最近还发现了 Wesco(Wesco)的股票。我希望你向我解释一下伯克希尔和 Wesco 之间的所有权和管理关系，以及你是如何将它们结合起来。既然我可能不明白这个问题的答案，你能不能告诉我，今天以每股 20 美元的价格买入 Wesco 金融公司，是否有可能就像 20 年前买入伯克希尔一样？(笑声)

巴菲特：查理是 Wesco 公司的董事长。你为什么不先谈谈呢，查理？

芒格：好吧，如果你今天能以每股 20 美元的价格收购 Wesco，你应该尽你所能买下它。(笑声，当时 Wesco 的股价是 200 美元)伯克希尔持有 Wesco 金融公司 80%的股份。就现在的经营业务而言，它有两块。同时，其保险子公司的有价证券占其净资产的比例非常巨大。这是一家非常低调的公司。作为 Wesco 的董事长，我们一直很高兴地说，我们的高管团队比伯克希尔的人力价值要低得多。丹尼尔·韦伯斯特是怎么说达特茅斯的？他说："学校虽小，但总有人爱她。"Wesco 就是这样的一个小地方。能遇到伯克希尔也是蛮意外的。但伯克希尔的主要资金还是在伯克希尔自身体内。

巴菲特：我不知道以现在的价格我宁愿买哪个。我认为你可以抛硬币。仅仅因为伯克希尔以每股 200 美元(而非 3.8 万美元)的价格出售股票，该公司的增长潜力并不会显著提高。我的意思是，我认为这两者之间的前景可能比较接近。实际上，他们是由同样的人管理的。查理花在 Wesco 身上的时间可能比我多一点，但 Wesco 和伯克希尔都有同样的前景。Wesco 面临的一个问题是，这不是一个大问题——但如果人们要上市公司的股票，他们可能会想要买伯克希尔而不是 Wesco。在 Wesco，我们在自己熟悉的领域进行了小规模收购，Wesco 是一个合理的收购平台，除非是伯克希尔已经涉足的领域。但对于真正的大买卖，伯克希尔可以做到，但 Wesco 不行。与伯克希尔相比，我不认为 Wesco 的投资有什么明显的优势或劣势。

芒格：对。长期投资记录而言，伯克希尔更好。

巴菲特：没错。有一件事我想谈谈——我认为仅仅因为每股以美元计算的价格更便宜就认为它有更大的潜力是错误的，因为事实并非如此。Wesco 金融公司的很大一部分价值体现在它对房地美(FreddieMac)的投资上。例

如，伯克希尔的很大一部分价值是由对可口可乐的权益所代表的。所以在拥有的股票方面，它们的重点不同。不过，我想 Wesco 也有一些可口可乐的股票。伯克希尔也拥有一些房地美，但比例不同。这只是一个意外。显然，我们希望看到它们都能做得很好。Wesco 还有一个家庭我们非常喜欢。我们希望 Wesco 的表现能和伯克希尔一样好，甚至更好。这些年来，它的表现一直很好。不过它的表现没有伯克希尔那么好。

23、巴菲特是如何超过本杰明·格雷厄姆的

股东：嗨。我是杰夫·霍桑，来自加拿大多伦多。巴菲特先生和芒格先生，你们对我们所有人以及我们的后代都产生了积极的影响。我知道有几个重要的人，在一开始就帮助你找到了方向。请您分享一下，格雷厄姆与多德与菲利普·费雪之间的投资理念和投资方式对您的影响，在您的投资理念和投资方式中，他们的思想分别各自占比多少呢，请就他们分别作出评论。谢谢。

巴菲特：你是想精确到千位数还是小数点后四位？（笑声）

芒格：你更接近格雷厄姆。

巴菲特：不管是谁，你只要追随任何一方都会有好的结果。很明显，**格雷厄姆对我的影响比费雪大得多**。我在他的指导下上学，为他工作。我称之为成功投资的三个基本理念——将股票视为企业，对市场持有正确的态度，并在安全边际的前提下运营——都直接来自格雷厄姆。我并没有发明这些理念。

菲利普·费雪让我更明白了一个想法，那就是**努力寻找好公司**。查理做的比费雪好，所以你得加上查理。费雪的观点非常对。我在 1960 年初读过他的书。你知道，费雪还活着，我欠费雪很多，但这和我欠格雷厄姆的不一样。这绝对不是对费雪的任何不敬。格雷厄姆是独一无二的。查理？

芒格：格雷厄姆是一个真正令人敬佩的人。他的写作也很清晰。我们已经一遍又一遍地讨论了一些被完全吸收的简单思想的力量。格雷厄姆的想法就是这样，这些想法间接地通过沃伦传到我这里，也有一些直接来自格雷厄姆。巴菲特是格雷厄姆在哥伦比亚大学执教 30 年来最好的学生。由于我认识这两个人，我认为巴菲特变得比格雷厄姆好得多。这是一个自然的结果。这是牛顿说的。**他说：如果我比别人看得更远，那是因为我站在巨人的肩膀上。所以沃伦可能站在 Ben 的肩膀上，所以最终他看得更远。毫无疑问，总有一天会有人比我们做得更好。**

巴菲特：坦率地说，**我比格雷厄姆更热衷于赚钱的感觉**。和 Ben 在一起，这真的是偶然的，至少在我认识他的时候。**他年轻时的情况可能有所不同，整个赚钱的过程并没有引起他的兴趣，他感兴趣的東西可能太多了。而**

我只是觉得赚钱的过程很有趣。因此，你知道，我花了更多的时间思考投资和商业。我对商业的思考可能比 Ben 还多。他还有其他感兴趣的事情。所以我对投资比赛的追求和他的有所不同。因此，衡量我们两人的记录，实际上并不合适。我的意思是，他在跑胜利圈(最后一圈)的时候，我还以为我是在和整个球场赛跑呢。

芒格：但格雷厄姆也有一些盲点，部分是出于(教师)职业道德的天性。他在寻找适合每个人的教学方法，任何聪明的门外汉都能学习并做好的投资方法。如果这就是你所要寻找的格雷厄姆的局限性，因为投资太难理解，也太难解释，以至于你不会像格雷厄姆那样做。但对巴菲特而言，只要能赚钱，那就没有这种局限。(笑声)

巴菲特：对的。如果我们出去和管理层谈话，Ben 会觉得这是作弊，因为他觉得读他书的人，多是住在爱达荷州的波卡特洛(一个很小的城市)，并没有条件出去见上市公司的管理层。所以他没有，我们也没有。我的意思是，当我在格雷厄姆-纽曼公司工作的时候，我想我在那里的 21 个月里从来没有拜访过管理层。他只是不确定拜访管理层是否有用。但如果它是有用的，那这意味着他的书并不是适合所有人，因此，你必须增加一些东西。而我发现出去和人们谈论他们的生意、和竞争对手、供应商、客户等等交谈，都很有趣。Ben 不认为这有什么错。他只是觉得如果你必须这么做，那么他的书并不是完整的答案。他并不想去教任何他的书的读者做不到的事。比如他在荒岛上呆很久，只需要对经纪人说一句话就能解决的事。

芒格：但如果你停下来想一想，格雷厄姆戴着一副很黑的眼镜，正在玩"钉驴尾巴"的游戏(Pinthe Donkey, 一种蒙着眼钉驴尾巴的游戏)。当然，沃伦会使用他能找到的最大的搜索灯。(笑声)

巴菲特：现在我们仍然找不到驴呢。(笑声)

24、吉列的顾客比麦当劳的顾客更忠诚

股东：巴菲特先生和芒格先生，我想知道你们是否可以在今天上午的评论基础上，对麦当劳做进一步的评论，但更多的是针对麦当劳在国际业务中如何与"不可避免的"竞争对手开展竞争。你对他们在德国、中国等地的增长潜力有什么看法？

巴菲特：我想我只能坚持我的观点，在食品行业，你永远无法获得你能在类似于剃须刀这种单一消费品行业中的不可战胜性(注：要选在单一品类绝对垄断的)。如果我现在用的是吉列感应剃须刀，很显然，当这种剃须刀的下一代产品出来的时候，我会接着使用新一代产品。就是现在的超级感应剃须刀。但我绝对不会在其他品牌之间乱换。使用吉列产品剃须的顾客——包括女性——中有很高比例的人都对产品感到很满意。并且它还不贵。对一

个普通用户来说，一年的花费也就是 20 多美元。如果你使用的产品性价比很高，你是不会随便乱换产品的。

相反，关于吃什么的决定有很多是取决于你看到了什么。方便是一个很大的考量因素。所以，如果途经麦当劳或者汉堡王或者其他餐厅的时候你刚好饿了，或者你在开车途中看到了它们的标识，可能看到哪家就停在哪家吃饭。这里有忠诚度的问题，食品行业的忠诚度没有剃须刀行业那么高。

另外，人们在吃饭方面喜欢换口味。我很高兴每天都吃一样的东西，但大多数人每周、每个月，或者每年都要换换口味。在软饮料行业，人们就没有这么大的愿望去换口味。这是完全不同的。我这么说绝不是批评麦当劳。只不过它们所处的行业特点就是这样。查理？

芒格：在麦当劳之前，我想不出还有谁能像麦当劳那样，创造出如此规模的连锁餐厅，而且成功了。

巴菲特：霍华德·约翰逊已经试过了。

芒格：是的。有很多失败。你们中有些人在奥马哈附近长大了，应该还记得里德(Reeds)。

巴菲特：还有哈克特(Harkerts)。

芒格：哈克特的霍尔萨姆汉堡包。食品行业里的企业来了又去，麦当劳所处的行业要难做得多。

巴菲特：很显然，食品行业对价格也比较敏感。

芒格：其中的部分原因是对比(转换成本)。在一年中，你在汉堡包上花的钱要比剃须刀片多得多。所以，改变剃须刀片不会节省多少钱。

巴菲特：没错。每年每个美国人平均购买 27 片超级感应剃须刀片，也就是说，每 13.5 天换一次刀片。我不知道刀片的零售价是多少，作为吉列的董事会成员，我们用的刀片都是免费送的。(笑声)不过，如果每张刀片的价格是 1 美元，一年就是 27 美元。一年花 27 美元得到的剃须感受是完全不同的。当然，这就是全球各地的情况，人们在使用便宜的双层刀片，人们对剃须舒适度的要求越来越高。因此，吉列是直接的受益者。如果好的剃须刀和一般的剃须刀之间的价格差别是一年 10 美元或者 12 美元，那不会有太多的人改变他们对剃须刀的选择。顺便说一下，女士版的感应剃须刀取得了巨大的成功。我想，女士版的剃须刀推出后，售出的数量比当初男士版面市时多。我没想到市场竟然会这样扩大。在女士版的剃须刀出现之前，女性都是用一次性的剃须刀或者借用他们的丈夫或者男朋友的剃须刀。谢天谢地，现在她们终于有了面向她们的剃须刀。(笑声)

25、市场经济并不完美

股东：先生们，我叫泰德·唐尼。我住在明尼苏达州的曼卡托。芒格先生，你提到的爱因斯坦，我碰巧有一篇文章叫《奇怪的是我们在地球上的处境》，这和我问题有点关系。今天早上，你提到了现在会计制度的缺点。我想让你谈谈我们的会计系统对环境的影响，以及这与其他领域的社会投资有什么关系。

芒格：好吧，再说一遍，这个会计改变是足够广泛和足够艰难的，所以这个问题应该 PASS。(掌声)

巴菲特：没错。我想说的是“看不见的手”——它并不完全适用于经济的所有方面，所以——

但就会计而言——就个人资产负债表或收入账户而言，你知道，这将远远超出我的能力。但有些事情是“看不见的手”做不到的，因此，在我看来，不受约束的市场驱动的经济行动不会为社会带来最好的结果。

我认为市场在很多方面都运行得非常好。它生产出人们越来越多想要的东西。而且，你知道，**一个由市场驱动的社会是非常有益的。但一个纯粹由市场驱动的社会会做出一些会产生反社会后果的事情。**

芒格：你在环境上的确需要一些规则。拓荒者们死得像苍蝇一样，因为饮用水离污水太近了。我们现在生活的世界的一个成就，就是污水处理系统非常好。对此虽然你并没有想太多，但它极大地改变了我们的前景和我们生活的总体质量。还有很多地方需要环境规则。尽管如此，一些环境问题已经走得太远了。但它太复杂了，无法提供精确的路线。

26、目标是增加投资和税前利润的规模

股东：我有一个关于年报第四页图表的问题，关于每股投资，每股税前收益等等。我的问题是，伯克希尔的企业对这些有价值证券有多少支配的权利？

巴菲特：在我看来这张表很重要。在某种程度上，我们**通过表中两列的数字来衡量我们的进步**。其中一列显示了每股的投资。另一列显示的是除投资以外的所有业务的经营利润。

我们的附属企业对与其业务有关的任何东西都有优先支配权。意思是，如果喜诗糖果打算买一个新工厂，它可以现在就买——或者买一个额外的建筑，我不应该说一个新工厂——你知道，这么做是最重要的。生意越来越好，它会产生一些经济效应或需求。我们就是这么做的。我们试着尽可能聪明地做这件事。这是最重要的。这只使用了一小部分资金。所有这些资本需求都只会用到伯克希尔所产生的一小部分现金。

我们的投资业务主要集中在保险公司，因为保险公司是流动资金的主要来源。显然，它们必须拥有资本实力，因为它们有**巨大的未兑现承诺**。它们所处的位置并不决定谁来管理它们。辛普森专门负责管理 GEICO 的投资

组合。但实际上，查理和我管理着一切。所以它们在哪里并不重要。对它们的管理者来说，资金不太适合在远离管理者所做项目中使用。

但是如果他们在经营业务上需要钱，在需要的时候，我们也会知道。例如，飞安公司是一项相当资本密集型的业务。如果我们和波音公司的项目如我们所希望的那样进行，那将会需要大量的资金——因为你知道，我们将在世界各地有更多的模拟器，而我们将按比例支付我们的成本。但如果是一家独立的公司，他们不需要为这一天做准备，而是把钱放在手边。钱是可以随时互换的。我们可以随时调动资金。只要有人需要，我们都会提供。但我们不会等到某个特定的行动需要它的那一天。查理？

芒格：随着企业在扩张，有价证券的价格也很有可能继续上涨。这就是投资游戏过去的运作方式。我们希望它能一直这样下去。

巴菲特：我们要做的是增加这两列的数字。在这事上，不要偏向左边，也不要偏向右边。但我们一直在寻找，对这两栏都有帮助的方法。如果从现在开始的 5 年或 10 年，这两个数字都没有显著增长，我们会感到失望。但是哪一列会增长得更快，我们不知道。

27、未来股票回报率会更低

股东：在《证券分析》第一版(1934 年版)中，本·格雷厄姆讨论了新时代理论及其对证券投资行业的影响。现在，我们看到华尔街上很多分析师的书面报告和言谈都在重复这些东西。考虑到 1900 年的普通股历史回报率在 7% 左右，加上统计学上的均值回归概念，难道你不觉得我们现在所处的时期很危险吗？

巴菲特：你提的问题的答案是我们不知道的，至少我们不知道市场将怎么走。我并不认为可口可乐公司的处境很危险，或者处于一个危险的时代中。同样，我也不认为吉列或麦当劳或富国银行以及喜诗糖果等其他我们全资控股的公司的处境很危险。回到我们前面谈到的那个问题：估值是否过高？如果企业整体上可以继续获得这么高的权益回报率，且利率将维持在现在的水平上，如今的估值水平就不算高。如果今后的事实表明，现在的回报率高得不可持续，或者利率以后提高了，到时候我们回过头看，就会觉得如今的估值高了点——至少在一段时期内是这样。但我们对此没有任何看法。我们真的不考虑它，因为我们不知道。我们的工作其实就是专注于那些我们能知道并能产生重大影响的事情上。如果有些事不能产生重大的影响或者我们无法了解它，我们就不会管它。

芒格：沃伦，你预计今后股市的指数化投资获得的平均回报，相对于过去几年的水平将会出现回落。

巴菲特：我不认为投资标普 500 指数在今后十年中获得的回报将和过去 10 年一样高。如果有人愿为此真金白银地赌一把，我愿意奉陪。这不可能发生。

芒格：这不是预测股市会崩盘。这只是说今后 10 年的投资回报肯定比过去低。

巴菲特：对，如果今后 10 年中股市每年的平均总回报是 4%，我一点都不觉得奇怪。但这绝不是预测，这并不意味着今后的回报就将这样，我们不知道具体会是多少。不过，我说的那个数字并不会让我们感到吃惊，也不会让我们感到烦恼。

28、“我们不想为了买某样东西而贬低它”

股东：你们今天都谈到了可以购买的股票的范围正在缩小，安全边际比以往任何时候都要低，以及更高的机会成本。你也谈到，有可能，以合理的价格收购你已经拥有的大公司。所以我想知道，如果你对你的一些股票说得那么积极，特别是迪士尼的股票，比如在 1995 年的年度报告中，你实际上告诉每个人，你在公开市场上买了更多的股票，在 1997 年他们的会议上——当你谈到可能不卖股票的时候——当迪士尼可能因为债务增加，甚至是人们对奥维茨薪酬方案的担忧而放弃时，这些可能都是机遇。我只是想知道，当人们失去理性的时候，也许你可以以更低的价格购买这些伟大的公司；但如果你对它们如此正面地评价，是否会损害你以合理价格购买这些公司的可能性。

巴菲特：你的意思我可能同意——如果我们说可口可乐、迪士尼或吉列将陷入地狱(笑)——我们可能会更富裕，因为我们能够买到更多的股票。在迪士尼有人问我这个问题，我回答了——我认为出售你对好生意的兴趣通常是个错误。我不认为人们经常能找到好生意。我想他们卖出好生意会自找苦吃，如果他们以 X 的价格卖了那些他们想以 X 的 90%或者 85%的价格买回的好生意，那他们永远不会以 X 的 105%的价格买回。

我认为，总的来说，如果你所处的行业是你所理解的，并且你认为这是一个非常出色的行业，那么你就应该坚定持有它，根本不用担心。如果公司股票价格下降 25%或 30%，如果你有更多的钱，那就买更多的股票。如果你没有更多的资金，那又怎样？只要看看公司，然后判断它做得如何(就可以了)。

毫无疑问，我们尽量不去过多地谈论公司本身，只是把它们作为教学模式或类似案例的时候才会谈论它们。我们并不是在推荐什么。当我说它们是很棒的生意时，我也确实试着坚持说些不好的方面，这样人们就不会认为它是不合格的购买对象或者类似的事情。但是，当我们谈论一般的业务时，我们不会试图对任何业务进行任何解

释。我们可以不谈论它们。你知道，如果我们在买东西，尤其是如果没有人知道我们一直在买那只股票的话，我们可能会对事实保持沉默。但是**我们不想为了买某样东西而贬低它**。查理？

芒格：据我所知，瑞·纽曼不喜欢本·格雷厄姆给我们上这些课解释纽曼和格雷厄姆公司在做什么。但格雷厄姆的态度是，**他首先是个教授。如果他能准确无误地掌握他所教的内容，而赚的钱只会稍微少一点，那又有什么关系呢？**可以说沃伦已经吸收了这种精神。我认为这一切都是好的。它只是花费我们一点点钱，却可能会有其他的好处。如果没有，这可能是因为这是一种正确的行为方式吧。

巴菲特：查理，如果你不那么宽宏大量的话，我可以告诉你，我是富了以后才那样做的。(掌声)事实上，我曾经在当时的奥马哈大学教过一门课。我们将使用所有当时的例子。当时的股票很便宜，但却没人注意(笑声)。

29、我们不想"听故事"或从"混蛋"那里买东西

股东：早些时候，你提到你用某种筛选标准看了一家公司。你能详细说明一下这些筛选标准是什么吗？

芒格：我们已经做了很多这样的尝试。**机会成本是生活中的一个非常有用的筛选标准**。如果你有两个追求者非常渴望得到你，而且其中一个比另一个好得多，你就不需要花太多时间和另一个在一起。这就是我们筛选股票购买机会的方法。我们的想法是如此简单，当我们拥有的只是最基本的想法时，人们却不断地向我们寻求奥秘。

巴菲特：对。我们可能要提出的第一个问题是，**这是否是我们能够理解的业务**。如果它通过了这一点，接下来的问题就是，**这家公司能否拥有可持续的竞争优势**。然后，再剔除很多具有如下行为的人：他们总是试图告诉你一些故事或任何类似的事情欺骗你。**(拥有有能力且值得信赖的管理层)**

我肯定他们认为我和查理很武断。我们常在第一句话的中间说，"嗯，你知道，我们很感谢你的来电，但我们不感兴趣"。这些人认为，只要他们给我解释了，就可以说服我们——我们总是收到类似的信。但通常在第一句话的中间，我们就能看出上面两个因素是否存在。

如果我们不能理解它，那很明显，我们不能判断它是否具有可持续的竞争优势。如果我们不能理解它，我们常常会得出这样的结论，那就是它不是那种拥有可持续优势的行业。所以 98%的谈话我们都可以在对方的第一句话中间结束，当然，这句话对打电话的人来说影响很大，(笑声)

然后，有时如果电话里谈论的是收购整个企业，我们可以通过询问和谁打交道来判断交易是否会成功。我的意思是，**如果收购要通过一场拍卖，那我们没有兴趣**。因为这是行不通的。你知道，有些人对自己的生意感兴

趣，他们会坐下来，想在交易完成后再和我们重新谈判。我们得买两到三次才能完成这笔生意。你会看到这些事情的。另一方面，我们基本上和我们交往过的人有过很棒的经历。所以这种方式起作用了，它是有效的。你知道，我们不想整天听故事。我们也不读任何类似的研究报告。我们的时间还有其他事情要做。查理？

芒格：沃伦没提到的另一个筛选是“高素质人才”。当然，大多数人把“高素质的人”定义为和自己非常相似的人。(笑声)外面有很多很棒的人，也有那么多可怕的人，而且经常会有很明显的标志，尤其是在那些可怕的人身上。一般来说，这些人是要避免的。相信一个糟糕的人会给你的生活带来多少痛苦，通过结交正确的商业伙伴会给你带来多少幸福——大家不妨环顾一下这个房间。

有一些了不起的人创造了一些了不起的企业。他们的客户可以信任他们，员工可以信任他们，面临问题时你也可以信任他们会相当合理解决，以及认真对待自己承诺的人。这就是你想要的那种人。

我最近在一家公司有过一些工作经验。他们在特定的产品上贴有自己的品牌。有人在同一领域发明了更好的产品，于是他们把品牌商标从产品上撤下来。(笑)如果它不是最好的，他们不希望自己的品牌出现在上面。这样想的人往往在生意上做得很好，他们如金子般发光。

巴菲特：就好像他们胸前有个牌子，上面写着，“混蛋。混蛋。混蛋。”(笑声)然后你认为你会买下这家公司，他们就不会再是个混蛋了。(笑声)这根本不可能。

30、软饮料行业不属于赢家通吃的行业，评估企业是可累积的

股东：我想知道是否有一种方法让你可以处理过多的信息，这样你就可以在身心上舒适，使得你有最大的产出，并保持专注。其次，在国内软饮料行业，赢家通吃吗？我是说，有三个竞争者的位置吗？老实说，胡椒博士有前途吗？

巴菲特：是的，胡椒博士明显有前途。国内软饮料行业肯定有足够的空间容纳不止一个玩家。我认为，可口可乐的市场份额会逐年上升，但不会大幅上升。在软饮料行业，我们说的上升幅度是 0.1%。不过 0.1%就不得了。美国的软饮料市场的规模大约是 100 亿罐。所以，1%就有 1 亿罐之多。

有人永远会更喜欢胡椒博士。有趣的是，全国各地的口味是有地方性的。胡椒博士在得克萨斯州的市场份额要比在明尼苏达州高多了。喜欢可口可乐的人比例之高让人觉得很有趣。虽然近来这个比例有所下降。如今，可口可乐公司产品中销售量增长得最快的饮料是雪碧。雪碧的销售量每年超过 10 亿罐。在很多国家都卖得很火。

所以，即便你投资的软饮料企业在行业中不占据统治地位，你仍然可以赚钱。不过坦白说，**如果你投资的是该行业内的老大，你赚的钱会多得多**。软饮料行业并不是一个赢家通吃的行业，它不像在一个 10 万或者 20 万人的小镇上有两家报纸。某些行业是那样的，但**软饮料行业不属于赢家通吃的行业**。第一个问题是什么来着？

股东：哦，我想知道，对于我们这些坐在桌子另一边的人来说，我们得到了铺天盖地的信息。我想知道你们两个是怎么做到的——你们只是读年报、读 10-K、和别人聊天，然后忽略了其他一切事情？你是怎样理智地跟踪每一件事的呢？

巴菲特：嗯，我们不需要记录所有的事情。**但在某种程度上，评估大型企业的美妙之处在于，这些都是累积的**。我的意思是，如果你在 40 多年前开始做这件事，你就已经对很多行业有了一定的了解。开始的时候你不需要掌握很多行业的估值知识。你可以从了解一些重要的行业开始入手。总共大概也就只有 75 个重要行业。你可以逐步了解这些行业是如何运作的。你不必每天都重新开始，不用咨询电脑，你什么都不用咨询。所以，**评估企业价值可以享受知识日积月累的优势**。你掌握的企业估值知识会随着时间的进展而一点一点地增加。

为什么我们决定在 1988 年购买可口可乐的股票？这可能是知识一点点积累的结果。经过几十年的积累，这些点滴的知识汇成了大河，让我们能看到可口可乐的价值。可口可乐是一家伟大的企业。这也是我们为什么喜欢不会发生太大变化的企业的原因之一，因为对这些企业而言，过去的历史是有用的。查理？

芒格：我没什么可补充的。

31、我们渴望购买便宜的股票，但还不足以让我们借债

股东：如果你们都能活得像我相信的那样长，那么有可能在一年的时间里，你会为巨灾再保险索赔开出两张大额支票(以至于没有充足的浮存金)。你能分享一下你的想法吗，在这种情况下，你会考虑承担多少债务来购买那些很便宜的大公司？

巴菲特：如果我们在美国东北部或佛罗里达州都有一场大飓风，我们在同年在加州也有一场大地震，我们的金融市场崩溃了——也许是由于这些事件，但也许是其他原因，**我们会想各种办法购买足够便宜的证券**。我的意思是，**任何时候一旦股票变得便宜了**，我们不喜欢我们不拿着支票就去公司办公室。我们当然有能力借一些钱。但相对于资本，**我们永远不会借一大笔钱**。这不是我们的方式。我们不想让这个世界上任何人失望。我们也不想为此而担心。所以，我们不打算那样做。但总的来说，我们有很多额外的火力。我想说的是，在任何导致证券

变得非常便宜的情况下，我们都会想办法买一些。查理？

芒格：我们处境的美妙之处在于它具有巨大的灵活性。如果什么东西足够大，足够便宜，我们也可以停止巨灾再保险业务。我们在衡量机会，我们理解数字之间的相互作用。所以我们有很多不同的选择。这是一个巨大的优势。在商业生活中有很多地方你几乎没有任何其他选择。你只是在一个你不得不做的频道里跳华尔兹。我们有很多选择。我们平时可能不去练习。但我们有巨大的灵活性。

巴菲特：我们知道，机会总会出现，但现在没有理由去努力推动任何事情。至少，我们没有任何理由强迫自己。但是，如果推一把(比如借债收购)对我们有利，我们就会推一把，但是"推"(借债)的程度永远不会让我们为了履行我们的义务而失眠一分钟。

巴菲特谈微软的信 1997

1997 年 8 月 17 日

Jeff Raikes (内布拉斯加长大，毕业于斯坦福大学，1981 年从苹果离职加入微软担任产品经理，1984 年成为微软首席战略官，他是苹果和微软图形操作系统幕后功臣，是微软仅次于盖茨和鲍尔默的三号人物，后担任微软商业软件部门的总裁，是推动 Office 发展壮大的领军人物。2008 年接任盖茨基金会 CEO，还担任 COSTCO 董事，<https://learn.microsoft.com/zh-cn/shows/history/>)

致：Warren Buffett

主题：Go Huskers! (Nebraska Huskers 内布拉斯加职棒队)

沃伦，我先要为这封长信道歉。我真的希望您觉得这很有趣，同时我也不期望您会给我一个很长的回复。也许什么时候你可以抽出几分钟的时间，让我可以了解到您对以下业务观点的看法。

我们很期待在几周后的比赛中见到您。如果有什么我能做的，请告诉我，让您在对华盛顿队的比赛中搏杀的更愉快(更多一点的 Husker 精神)，我也将问问比尔盖茨的计划，以及我可能提供的帮助。我很遗憾地说，我们对我们的队伍的前景非常悲观。你可能已经注意到，华盛顿队今年的排名非常靠前。他们有 Huard，可以说是全国排名前二或前三的职业四分卫之一，而且还是名大二学生。他们的防守非常出色。与此同时，Husker 队将更换 8 名首发防守球员，春季赛显示 Frost 的投球仍然不够好。如果没有均衡的进攻，我们很难对抗他们的速度。而且 Huard 有可能挑战我们的副手，我们需要一个出色的传球冲刺计划，就像在 Nebraska 对阵 Florida 的 Fiesta Bowl 比赛中使用的"费城闪电战"一样。我希望你们能从秋季训练中听到更好的消息。这里的人都知道我是 Husker 队的忠实球迷。我无法告诉你们，如果 Husker 队再输两场，我会有多痛苦。

Tricia 和我带孩子们去了迪斯尼乐园，之后又去了 Nantucket 和 Cuttyhunk (Martha 葡萄园附近的一个小岛) 度了个短假。假期的一部分时间我在读 Roger Lowenstein 的书《巴菲特传：一个美国资本家的成长》Buffett: The Making of an American Capitalist，我非常喜欢这本书！在从 Cuttyhunk 前往波士顿 Logan 机场的途中，我们沿着新贝德福德的 Cove 路行驶，试图找到 Berkshire Hathaway 的旧工厂。虽然我看到了几家老工厂，但我并不确定就是那家，我一直在寻找码头吊机。也许它已经被拆毁了。

这本书让我想到了您的高尔夫球赛、餐后的"与沃伦对话"，以及一个不可避免的问题，您为什么不投资微软或高科技？Lowenstein 的书激发了我对这一问题的思考，我认为与你分享我对这一问题的一些想法会很有趣。但我要强调的是，我这样做的目的并不是试图改变您的观点(尽管我希望这不会强化您的观点！)。我只是将此视为一次有趣的讨论或智力练习。虽然很多人会认为我们的业务复杂或难以理解，但我绝对相信一个精明的投资者只需 3-4

个小时就能了解我们的业务(如果让比尔盖茨讲解,可能不到2个小时!)。

在某些方面,我认为可口可乐或喜诗糖果的业务特征与微软非常相似。我想你会喜欢操作系统业务的简单性。例如,在1996财年,全球售出了5000万台个人电脑PC,其中约80%PC的操作系统获得了微软的许可证。虽然我不会写下"收费桥梁"的比喻,但我们公司以外的人可能会用这种方式来描述这项业务。这4000万份许可证的平均价格约为45美元/份,总收入约为18亿美元。顺便提一下,剩下1000万台PC基本上也都在运行微软的操作系统,我们只是没有为此获得报酬。如果盗版问题减少,操作系统将是我们业务的主要优势之一。

在2000财年,将有大约1亿台PC售出。我们认为可以将盗版率降低到10%,并获得9000万台PC操作系统的授权。但我们这项业务也有定价权。我想我听到过这个词,它与你在喜诗糖果的定价决定联系在一起。我们将向新版操作系统Windows NT过渡。今天我们的NT系统每台售价超过100美元,但只在一小部分PC使用。在2000财年,NT将占据PC操作系统销售量的70%。我们可以实现平均每台约80美元的许可收入。因此,9000万份许可证的总收入约为72亿美元,而在过去3-4年内,这一数字仅略低于20亿美元。由于这项业务实际上没有商品成本(COGs),销售队伍也只有100-150人,这是一个利润率超过90%的业务。该业务有研发费用,但我相信利润可能与糖浆业务一样好!

PC的销售量实际上还有上升空间。与您对可口可乐的分析类似,PC在国际市场的渗透率也有很大的增长空间。在美国,每千人拥有的PC数量约为400台左右,但在大多数国家,甚至在一些欧洲国家,这一数字迅速下降到100台或更少。(不幸的是,我现在不在西雅图,所以手头没有这些数字,但史蒂夫鲍尔默 Steve Ballmer 可以凭记忆背出这些数字)。

上述业务就是我们所说的OEM业务(2B),即我们来自PC制造商的收入。其余大部分业务称为"制成品"业务(2C)。它包括购买办公软件、教育或娱乐软件等的企业或个人。同样,结构也非常简单。PC就像一把需要刀片的剃须刀。1996财年,近5000万台PC购买了微软的操作系统,平均每台PC的软件收入约为140美元,即70亿美元。这一数字不包括上述OEM授权业务。(Steve Ballmer可以随口说出世界上任何一个国家的PC数量和每台PC的销售收入。比尔盖茨可能也可以做到这一点,尽管他不像鲍尔默那样花那么多时间)。

因此,从某种意义上说就是这样。一定数量的PC被售出,每台PC上使用微软软件的数量不断增长,利用微软品牌销售更多应用软件的能力,一定的定价权,国际市场的增长,以及有机会通过进一步减少盗版来增加收

入。很显然，我不会在几个小时的会议中讨论所有细节，但这些就是业务的核心。当然，开发软件要有研发投入，但这类类似于迪斯尼不断制作新内容，或内布拉斯加家具市场不断保持其销售模式的新鲜感，以及比尔盖茨密切管理的一项投资。

即使是一些新的"媒体"业务，实际上也并不新鲜或与众不同。就以我们收购 WebTV 或 Comcast 的交易来说吧。我看到一些报道这些投资的文章，将微软描述成一家媒体公司。微软真正的目标是找出一种方法来获得每台电视的"操作系统"特许使用费。每年销售 1000 万台电视，每台电视收取 10-20 美元，这就是一笔不错的小型"操作系统"业务。

(1995 年，WebTV Networks 成立，随后在 1996 年 7 月发布了 WebTV 产品；WebTV 是一组设备，包含了连接至电视或显示器的精简客户端，提供上网功能，以及在线服务。1997 年 2 月，微软消费者平台部门 Craig Mundie 找到了 WebTV 的创始人 Steve Perlman，80 年代曾在苹果工作。尽管最初 WebTV 销售量不大，但微软对 WebTV 印象深刻，并且看到了 WebTV 的产品供应以及将该技术应用于其他微软消费者和视频产品供应的巨大潜力。随后，微软提出收购 WebTV，在硅谷围绕 WebTV 建立一个微软园区，并将 WebTV 建立为微软的一个部门，以开发基于电视的产品和服务，由 Perlman 担任该部门的总裁。1997 年 4 月 6 日，WebTV 被微软 4.25 亿美元并购，加入 MSN 服务之中，将其改称 MSNTV。类似于 GoogleTV，MSNTV 提供一个链接器，让电视可以连上互联网，以访问 MSN 提供的服务。MSNTV 服务持续了 17 年，在 2013 年 7 月 1 日，MSNTV 告知客户服务将在 2013 年 9 月 30 日结束，而服务将会持续到 2014 年 1 月 15 日。此后 WebTV 正式退出了市场。2006 年第一代 AppleTV 发布，2012 年各种互联网 IPTV 盒子全面爆发。)

"制成品业务"和"OEM 操作系统业务"之间存在巨大的战略协同效应。例如，我们的微软 Office 拥有约 90% 的办公生产力软件份额，这是一项伟大的业务(约 58 美元，营业利润率也超过 85%)。但同样重要的是，这些软件受到实际用户的高度重视(操作系统对用户来说更隐形一些)，他们抵制更换软件品牌。如果我们拥有建立在操作系统之上的关键"特许经营权"(Franchises)，我们就能大大拓宽保护操作系统业务的"护城河"(Moat)。也就是说，如果我拥有布法罗最成功的日报，就不会让我的竞争对手去拥有周日版。

让我们以这个比喻，以及操作系统和运行其上的软件之间的战略协同作用为基础。这有助于解释我们对 Pete Higgins(应用和内容集团副总裁)管理业务的投资(互动媒体，如 MSN、MSNBC、Expedia、Sidewalk 等)。同样，一些报纸和杂志的文章会说微软试图成为一家媒体公司。但我更愿意将其视为对潜在"用户特许经营权"的投资，这将有助于保护我们未来的操作系统业务。我们希望从这些特许经营权中赚取大量利润，但更重要的是，这些应用软件特许经营权将保护我们每台 PC 的 Windows 操作系统的特许权使用费，并希望保护我们每台电视机顶盒的特许权使用费。这些业务的成功将有助于增加未来定价权的机会。

因此，我真的不认为我们的业务比您投资的其他伟大企业更难理解。但有一个潜在的区别让我担心，这也是

我花时间与您分享这些想法的关键原因。我担心的差异在于“**护城河的宽度**”。对于可口可乐，你可以非常有信心地认为，用户的偏好不会迅速从喝汽水(尤其是可乐)转向其它。在技术领域。我们可能会更频繁地看到“范式转变”(paradigm shifts)，即旧的领导者被新的领导者所取代。图形用户界面取代字符用户界面，互联网爆炸式大发展，等等。

在没有技术层面的范式转变的情况下，市场份额的变化很少超过几个点。而随着技术上的范式转变，市场份额会迅速变化几十个百分点。我在微软的前十年一直在开发 Microsoft Office。大部分时间我们的份额都远远落后(不到 10%)。但图形用户界面的转变使我们取代了原来的领导者(Lotus1-2-3 和 WordPerfect)，现在我们的份额达到了 90%，当然，份额变化的关键是他们未能识别计算模式(computing paradigm)的转变并进行适当的投资。**他们是领导者，他们本可以选择自我革命。但他们的行动不够迅速，害怕投资新模式会为我们打开大门。具有讽刺意味的是，正是他们的缓慢步伐为我们打开了大门。**

(1979 年，Dan Brick 发明世界上第一个电子表格软件 VisiCalc。由于电子表格不用编程，既易学又使用方便，所以很受用户欢迎。1983 年，莲花公司出品 Lotus 1-2-3 表格软件。它比 VisiCalc 要强大得多，增加了多种功能，同时还将表格计算、绘图、数据库分析等功能集于一身，因此获得了巨大的成功，在 IBM 及其兼容机系统上得到了广泛的应用，风行一时。莲花开发公司(Lotus Development Corp.)成立于 1982 年，1995 年被 IBM 以 35 亿美金并购。随着微软公司 Excel 的出现，微软始终没有忘记做到与 Lotus1-2-3 的兼容，莲花在与微软在电子表格产品的竞争中逐渐处于下风。到了微软公司推出 Excel7 以后，Lotus1-2-3 大部分市场都被微软夺走了。IBM Lotus1-2-3 已于 2013 年 6 月停止销售，软件支持到 2014 年 9 月 30 日。)

(WordPerfect 是一款文字处理软件。由 Satellite Software International1980 年开发。WordPerfect 能够运行在各式各样的电脑和操作系统上，由于开发者太迟开发出 Windows 版本，以及 Microsoft Office 开始将 Excel 和 PPT 捆绑在同一个软件包，WordPerfect 逐渐失去了市占率。

1980 年，SSI 为小型电脑 Data General 开发软件 WordPerfect 1.0。1983 年，SSI 为 DOS 系统发布 WordPerfect 3.0。1986 年 SSI 更名为 WordPerfect Corp.。1988 年发布第一个 Mac 版本。1988 年，发布 Unix 版本 WordPerfect 4.2。1991 年发布 Windows 版本。1992 年，发布 Unix 基于图形的 WordPerfect 5.1。1994 年 3 月 21 日，Novell 以 14 亿美元的股票收购 WordPerfect Corp.。同时 Novell 以 1.45 亿美元收购 Borland 的 Quattro Pro 电子表格。1996 年 1 月 31 日，Corel 收购 Novell 公司的 WordPerfect 软件产品，包括 PerfectOffice，WordPerfect，Quattro Pro 以及其他相关软件。1996 年，Corel 发布第一个 Linux 版本 WordPerfect 6.0。2000 年后，支持 Windows 的版本 WordPerfect Office 2000 发布，最新版为 2021 版。)

我还记得 1991 年我们的第一次谈话。你问我对 IBM 最近遭遇的困境看法。我不记得我当时到底说了什么。我认为，他们沉迷于前几代计算机的强大能力，这使他们对 PC 时代和客户端-服务器计算模式的转变视而不见。

在技术领域，护城河可能更窄。互联网爆炸式的大发展，其速度之快令人惊叹。Java 技术也是如此迅速地声名鹊起。我们有一些强大的护城河，但即便如此，18 个月前，分析师还在质疑我们的发展速度是否足够快。(显然，那是收购微软的大好时机！)。

我对我们未来 5-10 年的业务充满信心。但我承认，人们更容易对可口可乐未来 10 年的业务充满信心。总

之，我长期医疗隐约地猜到，你并不是不了解这个行业。事实上，比尔盖茨可能已经向您解释了上述所有内容，(我很抱歉让您觉得无聊，但写下来对我来说既有趣又有好处)。我的结论是，您不投资技术公司或微软，是因为您认为技术的护城河更窄，风险太大，而且可能出现快速的模式转变，从而过快地破坏您的股票投资。

由于微软是我所了解的业务(也就是说我的能力圈很窄！)，而且我同意您对投资的想法(呆在能力圈内)，因此我 90%以上的净资产都绑在微软。(多亏了比尔盖茨，我的净资产已达到了 9 位数)。我对 90%净资产投在微软感到非常满意。我们家庭有一个免税市政债券的"安全垫"，所以我知道即使发生什么事情，我们的家庭也会没事。我们打算给孩子们留下太多，所以我只是积累一大笔钱，以便有朝一日回馈社会。我确实想知道十年、二十年或更久以后的情况。如果到那时微软的前景发生了变化，我希望我已经从你的方法中学到了足够的知识，这样我就有能力识别出新的具有内在价值的领域，并继续让财富高速增长。但现在，我要努力卖出更多的软件.....

我很好奇您对 Lowenstein 写的书有何看法。另一方面，我相信，您的人生有很多值得骄傲的事情，在书中娓娓道来是一件很困难的事情。我很高兴能够了解到格雷厄姆的投资方法，更重要的是您对这种投资方法的重大改进。我发现 EMT(有效市场理论)的论点非常可笑。他们应该在迪斯尼乐园呆上几天，这样他们就能观察到群体理论的实际应用：相信我，排最长队伍的项目并不一定意味着是最有价值的项目！但是，这本书最棒的部分是能更多地了解你的价值观，特别是引导你在投资中取得成功的品格准则。我希望有一个神奇公式来教导我们的孩子！

下面是这封信的最后一个任务。我写的远远不够，无法充分感谢您为我做的所有伟大的事情，在 Augusta 和 Seminole 教我高尔夫，特别是巴菲特的经典课程，让我有机会聆听你们精彩的谈话，并向您学习。我想让您知道，我真的很感激你的好意，如果有什么我可以回报您的，请让我知道。

谢谢

Jeff Raikes

1997 年 8 月 21 日

来自：Warren Buffett

致：Jeff Raikes

Hi, Jeff:

我很少有朋友使用电子邮箱，所以我一周左右才查看一次(通常什么也找不到)，所以请原谅我回复得很慢。我的打字速度相当快，但准确度却很差，因为我知道我总是写信给，那些会觉得破译字谜是个有趣而又简单的挑战的人，所以我就更愿意继续往下打字，而不是向前纠正错误。

恐怕你对 Husker 队的情况判断错误。我们确实需要一个奇迹，但这不太可能发生在 Frost 喊出的每一个字都听不见的体育场里。我希望 Osborne 整个夏天都能让他练习打手势。

您对微软的分析，为什么我应该投资于它，为什么我不投资于它，再正确不过了。实际上，该公司是从信息流上的收取特许权使用费，该信息流在不断的增长。这就好比您从一条溪流中流过的每加仑水都能获得报酬，但随着支流的增加，小溪流汇成了亚马逊河，你会获得额外的报酬。**最棘手的问题是推动价格上涨的难度有多大。**在去年 12 月的会议后，我就这个问题给比尔盖茨写了一封信。Bell 贝尔公司本应该预料到微软的到来，让其他人来建设电话基础设施，而他可以按分钟和距离(甚至是通话的重要性，如果他能想出一个接听等待时进行监控的方法的话)来永久收费。

可口可乐现在从摄入量中收取特许权专利费；如果平均摄入量为一盎司，每天可能有 72 亿盎司。我知道这种情况持续下去的可能性近乎 100%确定(也许是错误的)，只要可乐不致癌，我能 100%的确定。比尔盖茨有一个更好的特许权，但我永远不敢打赌反对它。我不认为我有能力评估它特许权持续的可能性，除非用枪指着我的头，强迫我做出猜测，我会选择支持而不是反对它。但是，如果我要去判断确定性是 80%还是 55%，比如说连续 20 年，这将是愚蠢的。如果我不得不做出这样的决定，我会尽我所能，但我更愿意将投资业务构建成为一种不必强迫挥棒的游戏，而只是等待利润最丰厚的一击！

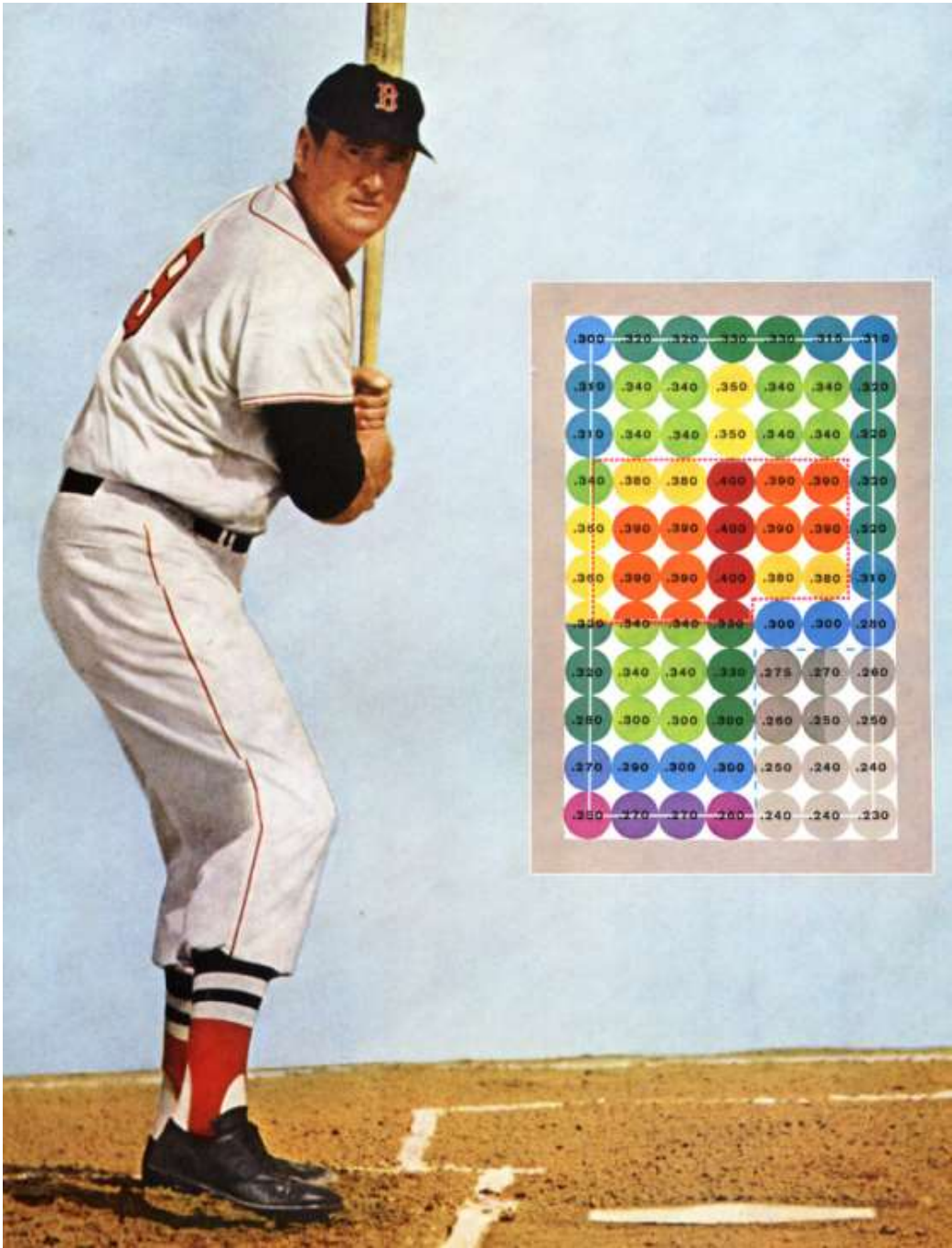
前几天我在有线电视上看到泰德威廉姆斯(Ted Williams)的节目，他提到了一本书叫 **《The Science of Hitting》** (1986 《击球的科学》)。书中有一幅他在节目中提到的击球框架图，上面有很多小方块，都是好球区的一部分。在他最喜欢的区域，方格显示打击率为 40%，这反映出他认为如果只在该区域挥棒，他将打出的打击

率。打击率低一点的外围，仍在好球区，但打击率降到了 26%。当然，如果 he 已打出两个好球，他就会挥棒击出 26% 的好球，否则他就会等待 he 所说的"甜蜜区"内的好球。我认为同样的方法也适用于投资。

你的甜蜜区域，因为你的商业经验，你每天看到的东西，你的天赋等等，会和他的不一样。此外，我敢肯定，你在我的甜蜜区(可乐更容易)，会比我在你的甜蜜区(技术更难)会打得更好，只是因为它们通常都是明显更胖的球。作为一个网络初学者，我总是觉得，当我发送任何电子邮件时，它将消失在茫茫网络中，我不希望我所知道的一切都会发生这种情况(我喜欢确定性)。

加油，HUSKERS 队。

沃伦巴菲特



巴菲特致股东的信 1997

1998 年 2 月 27 日, BRK: \$33900-46000

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

本公司 1997 年的账面价值增加 80 亿美元, A/B 股每股账面价值增长 34.1%(标普 33.4%), 自现任管理层接手的 33 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 25488 美元, 年复合成长率约为 24.1%。

(在年报中所有的数据都适用于伯克希尔 A 级普通股, 这是本公司在 1996 年以前流通在外唯一的一种股份, B 级普通股只拥有 A 级普通股经济利益的 1/30)

看到我们高达 34.1%的超高回报率, 大家可能忍不住要高呼胜利口号继续前进。不过若是考虑到去年股市的表现, 这并不是什么伟大的胜利: 任何一个投资人都可以在股市飙涨中大赚一票, 就像 1997 年发生的那样。**牛市中, 大家一定要避免像一只自鸣得意的鸭子在暴雨后夸夸其谈的错误**, 以为是自己高超的泳技让他冲上了天。一只拥有理性思维的鸭子反而会在大雨过后, 仔细观察池塘里其他的鸭子都在什么位置。

那么我们这只鸭子在 1997 年的表现又如何呢? 报表显示虽然去年我们拼命的向前划, 不过到最后我们发现其它被动投资标普指数鸭子的表现一点也不比我们差, 所以总结我们在 1997 年的表现是: 正常的呱呱叫而已!

当股市正热时, 相较于标普 500 指数, 我们比较吃亏, **因为指数或共同基金不必负担税收成本**, 他们可以直接将税负转嫁到投资人的身上, 与之相反的是, 伯克希尔去年必须认列高达 42 亿美元的联邦所得税, 这相当于我们年初账面价值的 18%。

由于伯克希尔将永远需要负担企业所得税, 所以为了要证明我们存在的意义, 它就一定要能够克服税负这个先天的障碍。不过很显然, 伯克希尔的副董事长兼我的合伙人查理·芒格, 跟我很难每年都克服这个障碍打败指数。当然就长期而言, **我们预期能够适度击败指数, 这也是大家衡量我们表现的最低标准**。我想我们应该不会要求大家采用芝加哥小熊队球迷的佛系哲学, 在面对连续几个战绩不佳的赛季时, 自我调侃说: 有什么好沮丧的? 谁都可能有一辈子。

帐面价值的增加当然不是经营伯克希尔的最终目标, 因为**真正重要的是每股内在价值的增长**, 虽然在伯克希尔通常两者会以相当接近的幅度增长, 1997 年的情况便是如此: 得益于 GEICO 保险爆炸性的成长, 伯克希尔的内在价值(远高于帐面价值)以接近帐面价值成长的幅度增加。有关"内在价值"等名词的解释, 请大家参阅股东手册, 手册中阐述了本公司与所有者相关的商业原则, 这些信息对伯克希尔所有股东都相当重要。

在过去两年的年报中，查理和我提供给各位一张我们认为最能够评估伯克希尔内在价值的表，在下表这个更新版本中，我们跟踪了内在价值息息相关的两个关键指标。第一列是我们每股的投资金额(包含现金与等价物)，第二列则是在扣除利息与经营费用之后，我们的税前每股经营性收益(但未扣除所得税与购买法会计调整数)，不包含来自第一列投资所实现的所有股利收入、利息收入与资本利得。事实上，若是把伯克希尔看成两家公司话，一家是持有所有投资组合的投资性业务，另一家是经营旗下所有业务并负担全部成本的经营性业务。

年度	每股投资规模	税前每股经营收益
1967	41	1.09
1977	372	12.44
1987	3910	108.14
1995	22088	258.20
1996	28500	421.39
1997	38043	717.82

对于那些无视于我们 3.8 万名辛勤奉献员工的存在，而武断地将伯克希尔当做是一家投资公司的权威人士，应该要请他们看看第二列的数字，打从 1967 年我们进行第一次的并购开始，本公司的税前收益已从当时的 100 万美元成长到现在的 8.88 亿美元，这还是包含了伯克希尔全部的费用：660 万美元的企业运营费用、6690 万美元的利息支出，以及 1540 万美元的股东指定捐赠款，虽然这其中有一部分是与投资活动相关的支出。

下表是这两个部门每十年的成长率：

十年期	每股投资规模	税前每股经营收益
1967-1977	24.6%	27.6%
1977-1987	26.5%	24.1%
1987-1997	25.5%	20.8%
1967-1997 年化增长率	25.6%	24.2%

回顾 1997 年伯克希尔两个业务部分都缴出漂亮的成绩单，每股投资金额增加了 9543 美元，约 33.5%；而每股经营收益则增加了 296.43 美元，约 70.3%，需要指出的是，我们的巨灾再保险业务的运气不错(后面还会在详加说明)，同时 GEICO 保险的表现甚至优于以往，这使得 1997 年的经营表现超乎当初的预期，甚至超过我们对 1998 年的预期表现。

我相信未来不管是投资收益还是经营收益，其成长速度一定会向下滑落，对于任何负责资本配置的人而言，成功必然导致衰退。我个人的投资历史说明了这一点，回想当初我在 1951 年进入哥伦比亚大学拜在格雷厄姆名下时，只要抓住能够赚到 1 万美元的投资机会就能让我的投资绩效超过 100%，不过时至今日，一笔能赚 5 亿美元的成

功投资个案，只能为伯克希尔的业绩增加 1%，也难怪个人在 1950 年代早期的投资绩效会比接下来几十年的年度绩效高出 30%，而查理本身的经历也很相似，**不是我们变笨了，而是因为我们目前的规模实在是太大了**，现在任何一项重大进展都会因为庞大的规模而显得微不足道。

当然只要我们运营的子公司以及作为被动投资者的公司具有长期光明的远景，我们绝对能够因此受益。此外**我们有幸拥有一支兼具卓越能力与专注力的经营团队。大家要知道这些经理人本身大多都已经很富有了，根本就不需要靠伯克希尔这份薪水过活。他们辛勤工作的动机不是名利，纯粹是冲着那份成就的喜悦而来。**

虽然对于现有的投资组合感到相当满意，但是我们也对于陆续进来的资金找不到理想的去处而感到忧心。目前不管是收购整家公司或是单一股票的市场价格都过高，但我并不是要预言股价将会下跌，我们对此完全没有任何看法，这样说的意思只是要提醒大家，未来新投入资金的预期回报将会大大减少。

在这种情况下，我们试着运用职棒传奇明星 Ted Williams 式的纪律。他在《The Science of Hitting》一书中解释说，他把击球区域划分为 77 个球区，每个球区相当于一个棒球的大小。只有当球进入最佳的球区时，他才挥棒击球。因为只有这样做，他才能维持 40% 的超高打击率，而要是最差的球区，也就是好球区之外击球，将会使得他的打击率骤降到 23% 以下。换句话说，**只有耐心等待超甜的好球，才是通往名人堂的大道，而好坏球照单全收的人，迟早会面临被降到小联盟的命运。**

如果它们真的处于好球区，那么目前迎面朝我们而来的投资机会大多只在好球区边缘。此时如果选择挥棒，我们将陷入低回报。要是我们选择放弃不打，则没有人敢跟你保证下一球会更好，或许过去那种吸引人的超低价已不复存在。**所幸我们不必像 Ted Williams 一样，当面对不在好球区的投球，可能因为连续三次不挥棒而遭三振出局。只是光是扛着棒子站在那里，日复一日，也不是一件令人感到愉快的事。**

非常规性投资

有时我们的资金不一定能够找到最理想的去处，也就是那些经营良好、价格合理、具备经济护城河的企业，这时我们通常会将新资金投入到低质量的短期金融工具上，有时我们也会冒些风险去投资其它另类机会。显然，我们相信我们的替代投资更有可能实现盈利而非亏损，但我们也意识到，**这样的投资并不能提供以有吸引力的价格投资优秀企业获得回报的确定性。**我们知道此类投资一定会赚钱，唯一的关键在于何时能够遇见。通过另类投资，我们认为我们也能赚钱。但我们也意识到，有时会遭遇巨大损失。

截至年底，我们总共有三项非常规投资，首先是 1400 万桶的原油期货合约，这是我们在 1994-1995 年间所建立 4570 万桶原油的剩余部位，预计在 1998-1999 年陆续到期，目前未实现盈利约有 1160 万美元，而已经结仓的 3170 万桶原油合约总共为我们贡献了 6190 万美元的税前收益，会计原则规定期货合约必须依市价评估，因此这些合约所有未实现的损益皆已反应在我们年度或每季的财务报表上，当初我们之所以会建立这些仓位，主要考量是未来交付的这些石油价格似乎有些低估。至于现在的市场状况我们则没有任何意见。

至于第二项非常规投资是白银，去年我们一口气买进总共 1.112 亿盎司的白银(约 10 亿美元)，以目前的市价计算，1997 年总共贡献 9740 万美元的税前收益，某个角度来说，这仿佛又让我回到过去，记得在 30 年前，我因为预期美国政府货币将自由化(美元黄金脱钩)而买进白银，自此之后，我便一直追踪贵金属的基本面，只是并没有其它的买进动作。直到最近这几年，银锭的库存突然大幅下滑，查理跟我得到一个结论，那就是白银的价格应该要稍微向上调整以维持供需平衡，需要指出的是，通货膨胀的预期不在我们计算白银价值的考虑范围之内。

(每年白银市场供应缺口 1.5 亿盎司，市场需求约 8 亿盎司，但只有 5 亿盎司是矿山生产的，而且还是冶炼的副产品，另有 1.5 亿回收，主要是来自照相工业，几年前 10-20 亿盎司白银库存以及消耗殆尽，白银作为副产品，供应没有弹性，而需求刚性，白银供需缺口已经足够大，价格必定上涨弥补供应不足)

第三项也是最大的非常规投资是 46 亿美元按摊销成本计的长期美国零息债券。这些债券不支付利息，相反的是以通过折价发行的方式向债券持有人提供回报，因此这类债券的价格会因市场利率变动而大幅波动。如果利率上升，持有零息债券的人可能损失惨重，反之若利率下跌，投资人就可能因此大赚一笔。自 1997 年利率大幅下滑以来，我们的未实现税前收益高达 5.98 亿美元，由于我们以市场价格认列这些证券，因此这些收益已全数反应在公司年底的账面价值上。

当然不好好持有现金类投资而去投资零息债券不是没有风险的，这种基于宏观经济分析的投资绝对不敢保证 100%成功。不过查理跟我绝对会运用我们最佳的判断能力，大家可不是请我们来混日子。当我们认为胜算颇大时，我们就会大胆地去做一些非常规的投资，当然万一不小心失败时，还请大家多多包涵。就如同克林顿总统一样，我们绝对与各位感同身受，因为芒格家族有 90%的资产放在伯克希尔，而巴菲特家族更高达 99%以上。

我们如何看待股市波动

小测试：如果你打算一辈子吃汉堡维生，自己又不养牛，那么你是希望牛肉价格上涨或是下跌呢？同样的要是你会频繁换车，自己又不是卖车的，你会希望车子的价格上涨或是下跌呢？这些问题的答案很显然显而易见。

最后我再问各位一个问题：假设你预估未来五年内可以存一笔钱，那么你希望这期间的股票市场是涨还是

跌？这时许多投资人对于这个问题的答案就可能是错的，虽然他们在未来的期间内会陆续买进股票，不过当股价涨时他们会感到高兴，股价跌时反而觉得沮丧，这种感觉相当于当你去买汉堡吃时，看到汉堡涨价却欣喜若狂，这样的反应实在是没有什么道理，只有在短期内准备卖股票的人才应该感到高兴，准备买股票的人更期待股价的下滑。

对于不希望卖出股票的伯克希尔股东来说，这样的选择再明显也不过了。首先就算他们将赚来的每一分钱都花掉，伯克希尔也会自动帮他们存钱，因为伯克希尔会通过将所赚得的收益再投资于其它的生意和股票，所以只要我们要买进这些投资标的的成本越低，他们将来间接所获得的回报自然而然就越高。

此外，伯克希尔许多重要的投资公司都持续不断地回购自家公司的股份。在这种情况下，股票价格越低对我们越有利，因为这代表同样的一笔钱可以买进更多的股份，从而间接提高我们持股的比例，举例来说，过去几年可口可乐、华盛顿邮报与富国银行皆以非常低的价格大量买回自家股票，其所带来的效益要比在现在的高价再进行有利的多。

每年年底，大约有 97%的伯克希尔股东会选择继续持有本公司的股份，这些人都是储蓄爱好者(股票收藏爱好者)，所以每当股市下跌时，他们都会感到高兴，因为这代表我们以及被投资公司的资金可以作更好的运用。

所以，当你看到“投资人在股市暴跌中损失巨大”的新闻头条时，你的脑海应该将其改成“股市暴跌不投资的人损失巨大，而投资的人赚翻了”。虽然记者常常忘记这样的真理，不过只要有卖方就代表会有买方，一方损失就代表有另一方会得利，就像他们在高尔夫比赛常讲的：每一个柏忌推杆，都会有人在暗自高兴。

当初我们靠着在 1970-1980 年代股价低迷时所做的一些投资，确实让我们赚了不少，这是一个对股市短暂过客不利，却对股市长期住户有利的市场。近几年来，我们在那个年代所做的一些投资决策陆续获得了验证，不过现在我们却找不到类似的投资机会。身为企业资金的积蓄者，伯克希尔致力于寻找资金合理配置的方法，不过以现在的状况来看，我们可能还需要一段时间才能再找到真正让我们感到兴奋的投资机会。

保险业务营运-概览

真正令我们感到兴奋的是保险业务，GEICO 保险正处于爆炸性的成长阶段，而且这种情况预期还会继续维持下去，在进一步说明之前，让我们先解释一下何谓浮存金，以及如何来衡量它的取得成本，因为除非你对于这个课题有所了解，否则你根本就不可能有办法对伯克希尔实际的价值做合理的判断。

首先在保险公司的营运中，浮存金是一项我们持有但不属于我们的资金，浮存金的产生原因在于，保险公司在真正支付损失理赔之前，一般会先向保户收取保费，在这期间保险公司会将资金运用在其它投资之上，当然这样的好处也必须要付出代价，通常保险业者收取的保费并不足以覆盖最后支付出去的相关赔付与运营费用，于是保险公司便会发生承保损失，这就是浮存金的成本，而当一家公司取得浮存金成本，长期而言低于从其它渠道取得资金的成本时，它就有存在的价值，否则一旦保险业务取得浮存金的成本若远高于货币市场利率时，它就像是一颗酸柠檬。

需要特别注意的是，由于损失成本必须依靠估算，所以保险公司对于承保结果有相当大的自由度，这使得投资人很难正确地衡量一家保险公司真正的浮存金成本。估计错误，通常是无心，但有时却是故意，与真实的结果往往会有很大的差距，而这种结果直接反映在公司的损益表上，有经验的行家通常可以经由公司的准备提列情形发现重大的错误，但对于一般投资大众来说，除了被迫接受财务报表的数字之外，别无他法，而我个人常常被这些经过各大会计师事务所背书的财务报告所吓到，至于就伯克希尔本身而言，查理跟我在编列财务报表时，都尽量采取最保守的做法，因为就我们个人的经验而言，保险业所发生的意外，通常都不是什么好消息。

不过如同下表中的数字所显示的，伯克希尔的保险业务可说是大获全胜，表中的浮存金，系将所有的损失准备、损失费用调整准备与未赚取保费加总后，再扣除应付佣金、预付并购成本以及相关再保递延费用等。相对于我们的保费收入总额，我们的浮存金规模算是相当大的，至于浮存金的成本则决定于所发生的承保损益而定，在某些年度，就像是最近五年，由于我们有承保收益，所以换句话说，我们的资金成本甚至是负的，光是持有这些资金我们就已经开始让我们赚钱了。

年度	承保损失	平均浮存金规模	浮存金近似成本	长期政府债券收益率
1967	盈利	17.3	<0	5.50
1968	盈利	19.9	<0	5.90
1969	盈利	23.4	<0	6.79
1970	0.37	32.4	1.14	6.25
1971	盈利	52.5	<0	5.81
1972	盈利	69.5	<0	5.82
1973	盈利	73.3	<0	7.27
1974	7.36	79.1	9.3	8.13
1975	11.35	87.6	12.96	8.03
1976	盈利	102.6	<0	7.30
1977	盈利	139.0	<0	7.97

1978	盈利	190.4	<0	8.93
1979	盈利	227.3	<0	10.08
1980	盈利	237.0	<0	11.94
1981	盈利	228.4	<0	13.61
1982	21.56	220.6	9.77	10.64
1983	33.87	231.3	14.64	11.84
1984	48.06	253.2	18.98	11.58
1985	44.23	390.2	11.34	9.34
1986	55.84	797.5	7.00	7.60
1987	55.43	1266.7	4.38	8.95
1988	11.08	1497.7	0.74	9.00
1989	24.40	1541.3	1.58	7.97
1990	26.65	1637.3	1.63	8.24
1991	119.59	1895.0	6.31	7.40
1992	108.96	2290.4	4.76	7.39
1993	盈利	2624.7	<0	6.35
1994	盈利	3056.6	<0	7.88
1995	盈利	3607.2	<0	5.95
1996	盈利	6702.0	<0	6.64
1997	盈利	7093.1	<0	5.92

自从 1967 年我们进军保险业以来，我们的浮存金规模 71 亿，每年以 21.7%复合成长率增加，更棒的是，这些资金完全没有成本，事实上还让我们赚了钱。讽刺的是，就会计原则而言，浮存金在会计报表上属于负债，但实际上，这些负债对于伯克希尔而言，其价值远高于列在帐上的其它股东权益。

虽然在 1998 第一季几项重大合约到期后，我们拥有的浮存金会略微减少，但就长期而言，我们还是预期浮存金会大幅成长，同时我们也相信取得浮存金的成本仍然会继续维持这种令人满意的态势。

巨灾再保险业务

然而有时候我们浮存金的成本也会突然大幅上扬，主要的原因在于我们从事的巨灾再保险业务，本身属于保险业中变动最大的一种险种。从事这类业务，我们将保单卖给其它保险公司与再保公司，以分散他们面临超大型意外灾害所可能承担的风险，事实上，伯克希尔是有经验的公司最喜爱往来的对象，因为他们深深知道当有"大事"真正发生时，所有巨灾保险的承保业者都会面临财务实力的严峻挑战，而伯克希尔无疑的是同业之最。

而由于真正重大的灾害并不是每年都发生，所以我们的巨灾业务极有可能在连续几年赚大钱后，突然又发生重大的损失，换句话说，我们这项巨灾保险业务到底有多吸引人可能要花上好几年才有办法看得清，不过大家必须明了，所谓的重大损失的年头不是可能会发生，而是肯定会发生，唯一的问题是它什么时候会发生。

去年我们在巨灾业务的表现还算不错，全世界一整年都没有发生足以造成重大损失的大型灾害，也就是说基本上一整年收到的所有保费都自动落到我们的口袋里。只是事情并不如想象中完美，有许多不知情的投资人，并非基于本身对于保险承保的认识，而是在业务人员的怂恿推销之下，进场买进一种叫做“巨灾债券”的有价证券，事实上这根本就是一个误导性的名词，真正的债券是指到期后发行人有义务支付债券款，然而这种债券，本质上其实是一种给予买方一种附有条件限制的承诺支付合约。这种拐弯抹角的做法，主要是推销人为了规避，禁止未经政府许可的实体从事承保业务，而衍生出来的产品，而业者之所以将它取名叫做债券的原因在于这样的做法可以吸引不知情的投资人，承担远比其表面上还高的许多的风险。

这些商品若未经过仔细的价格核算的话，很可能会形成极高的风险，更严重的是灾害保险通常还有一个特点，那就是问题要经过许久之后才会慢慢地浮现。我举个例来说明，2 颗骰子要掷出 12 点的机率约为 $1/36$ ，现在假设我们一年只掷一次，每次可以收取 100 万的赌注，但一旦掷出 12 点时身为庄家的你必须支付 5 千万美元，或许刚开始你会以为这 100 万美元得来全不费工夫，甚至有 75.4% 的机率保证你在前十年都不必付出一毛钱，但最后你会发现就长期而言，接受这样的赌注对庄家来说实际上是亏大了，甚至有可能让你倾家荡产。

在玩这种骰子游戏时，其机率还很容易计算，但是要说到估算大型飓风与地震的发生机率的难度就高出的多了，我们自己能做的最多也只是估计一个大约的范围，然而缺乏详细的信息，加上大型的灾害本来就很少发生，正好让一些有心人士有机可乘，通常他们会雇用一些砖家对有意投资这类债券的客户讲解其发生损失的可能性，而这些所谓的砖家玩得根本就是一种无本生意，因为不论他估算的到底准不准，事先都可以拿到一笔定金，更令人讶异的是，回到前面的主题，你会发现无论赌注有多高，专家永远会告诉你掷出 12 点的机率不是 $1/36$ ，而是 $1/100$ 。平心而论，我们必须强调这些砖家可能真的认为自己的看法是对的，这虽然让人不忍予以苛责但却更加凸显他们的危险性。

越来越多的资金涌入投资这类巨灾债券，使得巨灾的投保费率大幅下滑，其结果可能真如其名，终将导致巨大的灾害，为此我们大幅减少 1998 年在这方面的业务量，还好我们先前已签了好几件长期的合约使得冲击相对减小，其中最大的两件在去年的年报中已向各位报告过，一件是佛罗里达的飓风险，另一个是与加州地震局 CEA 签订的加州地震险，在最坏的状况下，我们必须承受的损失是税后 6 亿美元，这也是 CEA 保单规定的上限，虽然这个数字看起来很大，但占伯克希尔市值的比例也不过只有 1%，当然我必须再强调的是，只要保费合理，我们很愿

意大幅提高最坏状况的风险上限。

伯克希尔的巨灾保险业务在阿吉特·贾恩的努力下，从无到有，对伯克希尔可谓贡献良多，阿吉特一方面有拒绝价格不合理保单的勇气，一方面又有创造力去开创新的业务，他可以称得上是伯克希尔最珍贵的资产之一，我觉得他不论从事什么行业都可以成为那一行的明星，还好他对于保险业还算是相当有兴趣。

保险业务：GEICO 保险及其它主要保险

去年年报我提到 GEICO 保险的托尼·莱斯利(Tony Nicely)以及他优异的管理技能，不过我要是早知道他在 1997 年的表现，我可能会试着去用更好的形容词，现年 54 岁的 Tony 在 GEICO 保险服务已有 36 年之久，在去年更达到个人事业的巅峰，身为公司的 CEO，他将远景、能量与热情传递给公司上上下下的每一个人，激励他们不断地超越巅峰。

我们运用好几种方法来衡量 GEICO 保险的表现，首先是自愿性加入汽车保单数量的净增加数(也就是不包含州政府强制分配给我们的保单数)。第二，长期汽车保单业务的盈利状况，是指那些持续一年以上，已经过了初次取得成本而开始赚钱的保单，1996 年有效保单的数量成长了 10%，当时我曾告诉大家这是相当令人兴奋的一件事，因为这是 20 年来的新高，不过到了 1997 年，有效保单数量的成长率又大幅跃升为 16%!

下表是新加入自愿性保单以及有效保单数量的统计：

年度	新加入自愿性保单	增长率	有效保单数量	增长率
1993	354,882		2,011,055	
1994	396,217	11.7%	2,147,549	6.8%
1995	461,608	16.5%	2,310,037	7.6%
1996	617,669	33.8%	2,543,699	10.1%
1997	913,176	47.8%	2,949,439	16.0%

当然任何一家保险公司都可以不顾承保品质而快速的成长，然而 GEICO 保险本年度的承保利润却是保费收入的 8.1%，这数字远优于一般同业水准，确实这数字也远高于我们本身的预期，我们原先的目标是将低成本营运所贡献的盈利回馈给我们的客户，仅保留 4%利润率，基于这样的信念，我们将 1997 年的保险费率再度略微调降，同时在明年有可能也会采取相同的做法，当然最后的费率还须参酌保户本身状况以及居住的地区，我们最终还是希望费率的改变可以合理地反映每位驾驶人发生损失的预期概率。

GEICO 保险并不是近年来唯一取得好成绩汽车保险业者，去年整个产业获得高于原先预期的盈利能力，但这种好光景很难维持下去，因为来自同业激烈的竞争很快地就会压缩盈利的空间，然而面对可能的发展，我们胸有

成竹，就长期而言，艰困的市场环境有利于低成本营运的业者生存，这也是一直以来我们努力维持的竞争优势。

去年我也曾跟各位报告过，GEICO 保险员工为自己挣得高达年薪 16.9%的奖金，同时也解释只有两项简单的参数计算出这个比例，那就是保单的成长率与长期业务的盈利状况，我还说由于 1996 年的表现实在是超乎预期以致于原先预估支付奖金的图表，因不够使用而必须加大，不过到了今年新的图表竟然又不够用，为此我们再度提高上限，总计全公司上上下下的 10500 名员工，一共可以领到相当于年薪 26.9%的奖金，总金额高达 7100 万美元，当然这两项参数，同时也适用于包含 Tony 在内的数十位高级经理人的奖金红利。

在 GEICO 保险，我们支付薪资红利的方式很能够获得劳资双方的认同，我们颁发的是红利奖章而不是乐透彩券，伯克希尔旗下的子公司员工的薪资回报与母公司的股价一点关系都没有，因为前者并没有能力直接影响后者，相反地，我们将子公司的薪资与各部门的各自表现完全绑在一起，因为后者的成败必须由前者负全部的责任，当某业务部门的表现杰出时，就像 GEICO 保险去年的情况一样，查理跟我乐于签发大额支票。

不过 GEICO 保险 1998 年的承保利润很可能会下滑，但是保单数量应该还会继续成长，我们已准备好加紧油门，GEICO 保险今年预计的营销费用将突破一亿美元的大关，这数字比起 1997 年要增加 50%以上，截至目前为止，我们的市场占有率约为 3%，预计在未来的十年内还会大幅增加，整个汽车保险市场的大饼相当可观，每年约有 1150 亿美元的市场规模，预估将有上千万的驾驶人因为将保单转移到我们这边而节省相当可观的保费。

在 1995 年的年报中，我曾经提到我们欠 Lorimer Davidson 一个大人情，1951 年初的某个周六，一个 20 岁的毛头小子不请自来，招呼都没打就冒冒失失闯入 GEICO 保险公司总部，他深入浅出地介绍 GEICO 保险以及行业的来龙去脉。Davy 后来也成为该公司的 CEO，并与我维持长达 47 年亦师亦友的情谊，没有他的慷慨和智慧，伯克希尔也没有办法靠着 GEICO 保险的成功而获得巨大回报。事实上，如果我没有遇到 Davy，我可能永远也不会了解整个保险行业。多年来，保险业务在伯克希尔的成功中发挥了如此关键的作用。

Davy 去年已高龄 95 岁，旅途奔波对他来说是一件很辛苦的事，不过 Tony 跟我还是会尽量说服他参加今年的股东大会，好让大家能够藉这个机会好好地感谢他对伯克希尔所做的贡献，希望我们能够如愿。

当然，我们其它直接保险业务，虽然规模比 GEICO 保险小得多，但去年缴出来的成绩单同样惊人，国民保险传统业务的承保利润率高达 32.9%，同时也贡献出相较于保费收入高比例的浮存金。累计过去三年，这个由 Don Wurster 领导的保险部门平均利润率为 24.3%。另外在由 Rod Eldred 领导的住宅保险业务(Home-State)，在必

须吸收地区业务扩大的运营费用下，仍然缴出 14.1%的承保利润率，累计最近三年的利润率为 15.1%。此外，伯克希尔的工伤赔偿保险业务在加州的 Brad Kinstler 主持下，虽然面临困难的环境，但产生承保损失的程度相对轻微，平均三年的承保成绩是正的 1.5%。还有由 John Kizer 领导的中部州保险在保费收入缔造新高的同时，也贡献相当不错的承保盈利。最后是我们 1996 年收购的堪萨斯银行家保险，Don Towle 的表现甚至超过我们当初设立的高标准。总计下来，这五家保险子公司平均的承保利润率是 15.0%，两位 Dons 加上 Rod、Brad 及 John，为伯克希尔创造了可观的收益，而且我们也相信后势可期。

报告收益的来源

下表显示伯克希尔报告收益的主要来源，在这张表中商誉的摊销数与购买法会计调整数会从个别被投资公司分离出来，单独加总列示，之所以这样做是为了让旗下各事业的收益状况，不因我们的投资而有所影响，过去我一再地强调我们认为这样的表达方式，较之一般公认会计原则要求以个别企业基础做调整，不管是对投资者或是管理者来说，更有帮助，当然最后损益加总的数字仍然会与经会计师查核的数字一致。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以百万美金计	1997 年	1996 年	1997 年	1996 年
保险承保：巨灾再保险	283.0	167.0	182.7	107.4
保险承保：其他再保险	-155.2	-174.8	-100.1	-112.4
保险承保：GEICO	280.7	171.4	181.1	110.2
保险承保：其他直保	52.9	58.5	34.1	37.6
保险投资：净投资收益	882.3	726.2	703.6	593.1
Scott Fetzer + Kirby+图书	118.9	121.7	77.3	81.6
布法罗新闻	55.9	50.4	32.7	29.5
飞安公司	139.5	(1)3.1	84.4	(1)1.9
家具业务	(2)56.8	43.8	(2)32.2	24.8
珠宝业务	31.6	27.8	18.3	16.1
喜诗糖果	58.6	51.9	35.0	30.8
鞋业集团	48.8	61.6	32.2	41.0
金融业务	28.1	23.1	18.0	14.9
购买法会计调整	-104.9	-75.7	-97.0	-70.5
(3)利息费用	-106.6	-94.3	-67.1	-56.6
股东指定捐赠	-15.4	-13.3	-9.9	-8.5
其他(制服)	60.7	73.0	37.0	42.2
经营收益	1715.7	1221.4	1194.5	883.1
出售资产和已实现证券收益	1111.9	2484.5	707.1	1605.5
所有实体-收益合计	2827.6	3705.9	1901.6	2488.6

注：(1) 飞安公司从 1996 年 12 月 23 日取得之时算起 (2) 家具业务包含明星家具 1997 年 7 月 1 日以后的收益

(3) 利息费用扣除金融业务利息支出。

总的来说，我们旗下的运营业务的表现远优于一般的同业，尤其是 Helzberg 钻石在渡过令人失望的 1996 年之后，盈利状况大幅提升，Helzberg 公司的总裁 Jeff Comment 在 1997 年初断然地采取各项措施，带领整个公司在重要的圣诞旺季大有斩获，而截至今年上半年为止，销售状况依旧强劲。

一般人可能没有意识到我们众多旗下业务的表现是多么的杰出，虽然相较于其他已上市的同业，布法罗新闻报或是斯科特费泽的盈利表现看起来并不突出，不过大家要了解，大部分的上市公司通常会将 2/3 以上的收益保留不分配以帮助企业保持成长，但是伯克希尔大部分的子公司却将所赚取的收益 100% 的送回总部，以促进伯克希尔进一步的成长。

事实上，这些上市公司的收益对于其盈利表现有累积效果，相较之下，我们的子公司却没有这方面的帮助，然而就长期而言，这些子公司上缴的资金对于伯克希尔在其它地方的盈利能力却有极大的贡献，布法罗新闻、喜诗糖果与斯科特费泽三家公司，这几年来上缴的收益总计高达 18 亿美元，而我们也得以好好地运用这些资金，所以我们对于这些经理人的感谢绝不仅止于帐面上所看到的那些收益数字而已。

在年报中你可以找到依照一般公认会计原则编制各个业务部门详细的信息，另外你还可以找到经过重编，依照伯克希尔四大部门的信息，这是查理跟我能够完整呈现伯克希尔现况的模式，我们的目的是希望能够换位思考，提供大家所有，假如我们作为投资者想看到的必要信息。

透视收益

我们认为报告收益很难表现伯克希尔实际的营运状况，部分原因在于列示在本公司帐上的股利收入，事实上仅占被投资公司收益的一小部分，其实我们并不要求收益一定要分配，对我们而言，我们更重视未分配的那一部分，因为他们极可能为我们创造出更高的价值，原因很简单，因为我们的被投资公司往往有机会以更高回报率再投资，既然如此又何必一定要强迫他们把收益分配回来呢？

为了要更真实的反应伯克希尔实际的经营状况，于是乎我们运用了透视收益的概念，这个数字总共包含(1)前段所提到的报告收益，加上(2)主要被投资公司的保留收益，按一般公认会计原则未反应在我们公司帐上的收益，扣除(3)若这些未反应的收益分配给我们时，估计可能要缴的所得税。在这里我们所谓的经营收益系已扣除资本利得、特别会计调整以及其它非经常性的项目。

各位可以从下表看出我们是如何计算出 1997 年透视收益的，不过我还是要提醒各位这些数字只不过是估计

数，很多都是基于简单的判断，(被投资公司所分配的股利收入已经包含在保险业务的净投资收益项下)。

伯克希尔主要投资公司	伯克希尔应占 所有权 ⁽¹⁾	伯克希尔应占 留存收益 ⁽²⁾
美国运通	10.7%	161
可口可乐	8.1%	216
迪士尼	3.2%	65
房地美	8.6%	86
吉列公司	8.6%	82
华盛顿邮报	16.5%	30
富国银行	7.8%	103
伯克希尔主要投资留存收益合计		743
(3)对留存收益的假设税		-105
伯克希尔报告的经营收益		1292
伯克希尔透视收益合计		1930

注：(1) 不包括可分配给少数股东权益的股份(2) 以年平均持有股权比例计算(3) 通用的税率为 14%，这里是伯克希尔收到现金股利时的平均税率

1997 年的收购活动

1997 年我们同意买下明星家具(Star Furniture)与国际冰雪皇后(Dairy Queen 在 1998 年初完成)，两家公司都完全符合我们的标准：**业务易于理解、拥有绝佳的竞争优势，并且由杰出的经理人管理。**

明星家具的交易有个相当有趣的故事，每当我们跨足一个原本我们不熟悉的产业，我都会习惯性地问一问新加入的合作伙伴：除了你们以外，还有没有像你们一样的企业？早在 1983 年我们买下内布拉斯加家具店时，我就问过 Blumkin 家族这个问题，当时她告诉我全美其它地方还有三家不错的家具零售商可以考虑，不过很可惜在当时没有任何一家有出售的意愿。多年后，Blumkin 家族的 Irv Blumkin 得知当初获得推荐的三家公司之一 R.C.Willey 威利家具 CEO 比尔·柴尔德(Bill Child)有意出售，我们立刻把握良机促成交易，这项收购在 1995 年的年报已向各位报告过，事后我们对这笔交易也很满意，Bill 是完美的合作伙伴，当然我也不忘问问 Bill 相同的问题，请他推荐其它杰出的同业，结果得到的答案与 B 夫人所说的一致，其中一家就是位于休斯顿的明星家具，只是随着时光的流逝没有一家有意愿出售。

而就在去年年度股东会的前一个周四，所罗门公司的董事长鲍勃·德纳姆(Bob Denham)告诉我明星家具的大股东兼 CEO **梅尔文·沃尔夫(Melvyn Wolff)**想跟我谈谈，应我们的邀请，Melvyn 光临奥马哈参加了年会，并且对于伯克希尔的印象不错，而于此同时，我也看了明星家具的财务报表，一切正如我所预期。几天后，Melvyn 与我再度在纽约碰面，前后只花了两个钟头的会谈就达成了交易，而如同先前与 Blumkin 家族及 Bill Child 的经历一

样，我不需要再去查核租约、员工雇用合约等，我知道我正在和一位具有正直人格的人打交道，这样就足够了。

虽然 Wolff 家族与明星家具的关系可以追溯到 1924 年以前，但是该公司直到 Melvyn 跟他妹妹雪莉·图明 (Shirly Toomin 在广告设计方面特长帮助明星家具在竞争中脱颖而出) 在 1962 年接手经营后才有起色，时至今日，星辰总共有 12 家分店，其中 10 家在休斯顿、另外 2 家在奥斯丁与布莱恩，还有一家新店即将在圣安东尼奥开业，我想十年后明星家具规模是现在数倍我一点都不会感到意外。

下面的一则故事充分说明 Melvyn 与 Shirley 是怎么样的人：当明星家具正式宣布出售公司时，他们同时也公布将支付一笔大额的红利给所有帮助公司成功的人士，范围包含公司上上下下所有的员工，而根据交易的合约内容，这笔钱将由 Melvyn 与 Shirley 自掏腰包，查理跟我相当赞赏即将与我们共事的合伙人能有这样的举动。

明星家具的交易案在 7 月 1 日正式完成，而在之后的几个月，明星家具本来已经表现相当不错的营收又继续大幅成长，Melvyn 与 Shirley 将会出席今年的股东年会，届时希望大家能够前来与他们见见面。

另一个并购案：国际冰雪皇后 DQ，总共有 5792 家门店，分布在全球的 23 个国家，除了 34 家是自营店外，其余皆为加盟，此外还有 409 家 Orange Julius 加盟店与 43 家 Karmelkorn 店，其中有 190 家门店同时提供三种甜品选择。早期冰雪皇后的命运多舛，在 1970 年代，来自明尼阿波利斯集团 (Minneapolis Group) 的约翰·穆蒂 (John Mooty) 与鲁迪·路德 (Rudy Luther) 接手了该公司，新的管理层面对的是由前任遗留下来混乱的加盟合约以及不合理的融资计划所造成岌岌可危的窘况，所幸在接下来的几年内，新管理层导正了这种乱象，并且对外扩张新增了许多营业点，让公司经营逐渐步入正轨。



<Star Furniture Co.> www.starfurniture.com

1912 年明星家具公司创建于德州，三个人创始人合伙购买了一匹马和一辆马车用来运送家具。他们很成功，从家具配送服务发展成为美国最具竞争力的家具零售商之一。1918 年，一名叫 Boris Wolff 的俄罗斯移民来到美国寻找机会。1924 年，他攒下足够的钱买下了一家家具店 1/4 的股份。尽管经历了战争、萧条和衰退，明星家具仍然生意兴隆。到 1950 年，明星家具已经有了 6 家分店。1962 年，Boris Wolff 决定将公司的股份传给他的孩子梅尔文·沃尔夫 (Melvyn Wolff) 和雪莉·沃尔夫·图米姆 (Shirley Wolff Toomim)。为了帮助公司发展，Wolff 家族决定将公司出售给伯克希尔。1997 年 7 月，明星家具公司正式成为伯克希尔子公司，在德州经营着 10 家门店 (其中 7 家在休斯顿，1 家在奥斯汀、布莱恩和圣安东尼奥)，年销售额 1.1 亿美元，在全国家具销售排名第四，是德州经营时间最久的家具店。明星家具提供最好的风格和质量，在当地市场是首选的家居和床垫零售商。2012 年，公司庆祝成立 100 周年。2019 年，公司 Cypress 分店开业。



<Dairy Queen Corp> www.dairyqueen.com

DQ 是 Dairy Queen 的首字母缩写，意为“冰雪皇后”。1938 年，美国人麦卡洛 McCullough 尝试制作冰淇淋新产品。1940 年，第一家 DQ 冰淇淋店在美国伊利诺伊州的乔利埃特开业。由于创始人麦卡洛先生喜欢把母牛称作“乳品行业的皇后”，冰淇淋店因此而得名。这就是今天的 DQ。DQ 的冰淇淋产品极其丰富，共有 5 大类 28 个品种，其中又以“暴风雪”和“脆皮蛋糕”极具特色。暴风雪是 DQ 冰淇淋中最大的系列产品，包括草莓、樱桃、巧克力脆、菠萝、核桃脆、奥利奥、mm 豆、芝麻腰果等 8 种不同的口味。它的质地和特殊类型是该系列主要特征：它是甜点而非饮品，只能用勺吃而无法用吸管吸。DQ 的明星产品“暴风雪”诞生于 1985 年，仅诞生第一年就在全美售出超过 1.75 亿杯，更是一直享有“倒杯不洒”的神奇美誉。自 1992 年登陆中国，2012 年十周年已超过 500 家门店。加盟条件：前期费用约 100 万（加盟费 20 万，保证金 10 万，装修 25 万，设备 45 万），另需按月支付市场推广费（营业额 5%）和品牌使用费（营业额 6%），签约期为十年。

去年夏天 Luther 先生过世，他的股份因而必须对外出售，而在这之前经由威廉布莱尔公司(William Blair)的 CEO 迪克·基普哈特(Dick Kiphart)的介绍，使我得以结识 John Mooty 与冰雪皇后的 CEO 迈克·沙利文(Mike Sullivan)，且这两人让我印象相当深刻，也因此伯克希尔可以趁此机会与冰雪皇后合并，而我们也提出与之前并购飞安国际公司时相同的条件，提供冰雪皇后股东换成现金或股票两种不同的选择(1997 年 10 月 DQ 股价约 24 美元，合并对价为 27 美元现金或 26 美元 BRK 股票，合计 5.85 亿美元，1997 年 Q3 财报 DQ 净资产 1.95 亿，净利润折合全年约 0.4 亿，每股收益 1.76，收购估值 PE=15，PB=3。过去十年 DQ 收入年化增长 7.7%，净利润年化 9.6%，毛利率 30%，净利率 9%)，其中换成伯克希尔股份的条件略低于现金，因为我们更倾向于大家尽量选择现金，不过即便如此，总共也只有 45%的股东决定领取现金。

在这次的交易中，查理跟我稍微发挥了一下对于产品的知识，查理他几十年来固定光顾位于明尼苏达州卡斯湖与贝米吉的冰雪皇后，而我则是奥马哈冰雪皇后的常客，我们等于是“把钱花在嘴巴上”。

自我检讨

我已经提到，我们在收购中强烈倾向于使用现金，而不是伯克希尔股票。一项对记录的研究会告诉你原因，如果把我们的所有使用股票的并购案加在一起(扣除早期的多元零售与蓝筹印花两个案子不算)，你会发现我们的股东所得的结果可能比我们不作这些交易还要糟糕。虽然说出来让我很伤心，不过我还是必须承认，**每当我发行股票，就等于是让股东们亏钱。**

不过有一点要澄清的是，之所以会如此绝对不是因为我们遭到卖方的误导或是在被买下后不用心经营，相反的，这些卖方在交易谈判当时皆坦诚布公，同时也很努力经营事业。

主要的问题在于，**我们原本就已经拥有的绝佳企业组合，因此不论拿什么新的东西来换都不划算**，也就是说每当我们发行新股用来并购新的企业时，就等于是间接减少我们原本拥有的绝佳企业的股权比例，不论是只有部分股权的可口可乐、吉列刮胡刀及美国运通，或者是旗下所有的经营业务皆是如此。在运动场上有一个例子可以

充分说明我们所面临的难题，对一只棒球队来说，挖到一位打击率高达 35%的选手肯定是件令人欣喜的事，除非是你必须被迫用一个打击率高达 38%的球员去交换。

正因为目前我们的球员名单已布满了打击率 38%的高手，所以我们总是希望尽量用现金来进行并购，而事实证明我们的成绩远高于预期，从 1967 年的国民保险公司开始，接着是喜诗糖果、布法罗新闻报、斯科特费泽以及 GEICO 保险等等，这些企业在我们用现金买下之后的表现非常出色，它们也为伯克希尔带来了巨大的价值，这实在是远高于我们当初的预期。

我们相信实在是很难将我们现在拥有的业务与其管理层交换出去，我们现在的处境与圆桌骑士团成员 Camelot Mordred 刚好相反，王后 Guenevere 说他一定可以找到理想的伴侣，因为世上所有人的条件都比他还好，但是对伯克希尔来说，要找到足以匹配的伴侣实在是难上加难。

所以，大家可以预见的是，**在未来查理跟我将会越来越不愿意以发行新股的方式进行并购**，要是遇到非如此不可的情况时，也就是被并购者坚持要拿股票的时候，我们也会附带提供一个比较优越的现金对价，以促使更多的股东选择领取现金。

此外当我们并购上市公司还会遇到另一项问题，那就是如果我们提供被并购者任何溢价的话，必须要能够符合以下两项条件其中之一，要么就是相对于对方伯克希尔的股价被高估；要么就是两家公司合并后所赚得的收益高于两家独立营运时的收益。关于这个问题，就过去的经验，伯克希尔的股价很少被高估，相对地以目前的市场状况，实在很难再找到其它股价相对被低估的公司。至于另外一个可能性，**也就是所谓的协同效应，通常都很不切实际，我们顶多能期望被并购的事业在被买下之后的表现跟之前一样好就不错了，因为加入伯克希尔不代表营收就能够自动增加或成本就能够自动地减少。**

事实上，被收购方还有一些以股票期权充当薪资补充方案的公司，在我们买下之后，其帐列成本往往会暴增（但并不会影响实际真实的成本），在这种情况下，被收购方过去的盈利被高估了，因为他们所采取的完全忽略期权发行成本的会计惯例，在我们看来是完全错误的。因此，**当伯克希尔买下一家有股票期权的公司时，我们会立刻将其更换为与原来股票期权相当的现金补偿方案，如此一来，被收购方真实的薪资成本方能显露出来，以反应公司真实的盈利状况。**

伯克希尔在并购上市公司所采用的原则也是所有买家必须考量的因素，支付收购溢价对任何收购方都没有意

义，除非是以下特殊的情况：a)相对于被收购方，其股价被高估；b)两家企业合并后所赚取的利润高于原先单独的利润。可以预见的是，收购方通常会坚持第二种观点，因为很少有人愿意承认自己的股票估值过高。然而**贪得无厌的收购方，以比印钞票还快的速度印股票的这群人，最后却默认了自己的股价确实被高估。通常他们玩的就像华尔街版的连锁信游戏。**

有些合并案确实可以发挥协同效应，但通常买家所付出的代价过高。在另一些合并中，预期节省的成本与营收增加的效益最后被证明是一场空。不过有一点可以确定的是，不管这个并购案多么的不合理，只要 CEO 有强烈的意愿，其内部的员工与外部的专家顾问都能够拿出一份看似合理的评估报告来支持其立场，只有在童话中才有人敢大胆地告诉国王他没有穿衣服。

股票投资

下表是伯克希尔市价超过 **7.5 亿美元**以上的股票投资。

股份数量	公司名称	成本	市值	成本/股
200,000,000	可口可乐	1,298.9	13,337.5	6.5
48,000,000	吉列	600.0	4,821.0	26.4
49,456,900	美国运通	1,392.7	4,414.0	28.2
63,977,600	房地美	329.4	2,683.1	5.2
6,690,218	富国银行	412.6	2,270.9	61.7
21,563,414	迪士尼- 微减	381.2	2,134.8	17.7
23,733,198	旅行者集团- 所罗门转股	604.4	1,278.6	25.5
1,727,765	华盛顿邮报	10.6	840.6	6.1
	其他	2,177.1	4,467.2	
	合计	7,206.9	36,247.7	

注：成本以税务为基础，比 GAAP 的账面成本少 18 亿美元。

今年我们大概**减持了 5%左右仓位的投资组合**，大幅减持了一些市值未达到披露门槛的股票(**卖出麦当劳**)，此外也适度减持了一部分详细披露的股票仓位，主要是为了调整债券与股票投资之间的比例，以响应我们在每个市场看到的相对价值的认知，1998 年将继续这种调整。

不过有一点必须强调的是，报表上显示的投资部位，有部分是 GEICO 保险保险公司 Lou Simpson 所做的决策，Lou 独自管理将近 20 亿美元的股票投资组合，当然其中有些部位与我重叠，但通常他的投资动作与我有别。

虽然我们从来不去试图预测股市走势，但我们确实试着大约评估其合理价位。记得在去年的股东会时，道琼指数约为 7071 点，长期国债的利率为 6.89%，查理跟我就曾公开表示，如果符合以下两点条件，则股市并未高

估：1)利率维持不变或继续下滑，以及 2)美国企业继续维持现有的高股东权益回报率。现在看起来，利率确实又继续下滑，这一点算是符合条件，另一方面，股东权益回报率仍旧维持在高位，换句话说，若这种情况继续维持下去，同时利率也能够维持现状，则一般来说没有理由认为现在的股市过于高估，不过从保守角度来看，股东权益回报率实在很难永远维持在现有的这种荣景。

记得 1979 年的夏天，当时的股票市场便宜的股票垂手可得，为此我特地在福布斯写了一篇文章，名为《当市场一片欢腾时，你将付出高昂的价格》，当时市场弥漫着怀疑与悲观的情绪，不过当时我的观点认为这种现象投资人应该要感到高兴才对，因为悲观的情绪使得许多公司的股价跌到相当吸引人的价位，不过**现在看来我们似乎已经快要达到乐观的共识了**，当然这不代表现在就不能买股票，近年来美国企业的盈利大增，现在的利率水准不断下降，企业赚取的每一美元收益比起过去都更有价值。然而，现在股票的价格水平，已经严重地脱离的格雷厄姆一再强调的安全边际，这是聪明投资哲学的基石。

去年年报我花了相当多的篇幅谈到我们最大的持股可口可乐，虽然目前可口可乐仍然继续扩大其在全世界饮料市场的霸主地位，不过很不幸的是，该公司总裁 **Roberto Goizueta 却在去年十月因肺癌过世**，因为他的存在，可口可乐才有如此出色的表现。在他死后，**我逐一阅读了他过去九年来给我写的上百篇的书信笔记**，这些书信确实可以做为如何成功经营企业与人生的最佳教材。

在这些书信中，Roberto 展现出高瞻远瞩的见识，总是将重点放在如何增进可口可乐股东的权益，Roberto 很清楚他要将公司带往何处，以及要如何才能到达目的地，同时了解为何这样的方法最适合所有的股东，当然更重要的是他对于达成这样目标抱持着强烈的渴望，有一张他手写给我的字条最能充分说明当时他的心境(对了，我跟 Olguita 提到有关于她常常讲的"痴迷"，我个人比较喜欢你的说法"专注")。就像是所有认识 Roberto 的人一样，我会永远怀念他！

一如他对于公司的关心，Roberto 早就安排好接班的问题，他认为 Doug Ivester 是接手的最佳人选，与他共事多年的经验足以确保在公司领导高层更迭的同时，公司的运作不致受到任何的影响，相信在 Doug 的领导之下，可口可乐仍能一本初衷勇往直前。

〈桑迪-威尔 Sanford Weill 和旅行者集团〉

1933 年威尔出生在纽约布鲁克林一个犹太裔制衣工人家庭。1955 年，他从康奈尔大学毕业，进入华尔街做信差。1960 年，拿着从母亲那里借来的 3 万美元，他同三个合伙人开办了一家经纪公司。十年间经过数次蛇吞象式兼并收购(第一家是大自己数倍的海登-斯通公司 Hayden Stone)，成为仅次于美林公司的全美第二大券商，并更名为希尔森经纪公司(Shearson)。1981 年，威尔将他一手培植起来的希尔森卖给了美国运通。1983 年美国运通收购雷曼公

司，威尔成为希尔森-雷曼证券公司 CEO。

1985 年，美国运通希望将旗下经营不善的消防员基金保险公司通过管理层 MBO 方式出售给威尔。(Fireman Fund，于 1863 年在美国旧金山创立，在美国提供个人和商业财产意外伤害险产品。10%利润支付给牺牲的消防员寡妇和孤儿。)于是威尔从 GEICO 挖来了杰克-伯恩(JackByrne)管理该保险公司，威尔派助手杰米-戴蒙(JamieDimon)联系巴菲特，希望他能介入这次交易一起管理消防员基金，虽然巴菲特和伯恩共事多年，对于其离开巴菲特并没有感到惋惜。由于巴菲特的介入，美国运通决定放弃 MBO 而选择公开出售消防员基金，并任命伯恩出任 CEO。巴菲特作为私人顾问加入董事会，作为回报，消防员基金为巴菲特旗下的 WESCO 金融公司提供了一份利润丰厚的再保险合同。出局的威尔一怒之下带助手戴蒙离职，他把怒火撒到巴菲特身上，自此，巴菲特成为威尔的敌人。

1985-1986 年，有 13 个月威尔一直处于失业的状态，他们在研究巴尔的摩商业信贷公司。1986 年，他们一起出资接管了该公司。当时美国《财富》杂志为威尔撰写的一篇题为《不可多得的管理者：桑迪-威尔》把威尔的管理才干展露得淋漓尽致。商业信贷公司的两位财政主管读到这篇文章时简直如获至宝。他们甚至没来得及与自己的上司商量就迫不及待地去登门拜访了桑迪-威尔。他们的目的就是说服桑迪-威尔将商业信贷公司从数据控制公司手中买下来。桑迪-威尔在美国运通任职时就知道数据控制公司的老板早有意卖掉商业信贷公司，但因交易细节两方没能达成最终协议。1986 年 11 月，数据控制公司在股市公开市场中抛售了 82%的商业信贷公司的股票，这无疑等于是给岌岌可危的商业信贷公司雪上加霜。不久商业信贷公司的单股价由 20.5 美元暴跌至 5 美元。威尔花了 10 个月时间耐心地对商业信贷公司的市场资产、经营管理和服务质量做了全方位的调查。透过扑朔迷离的尘雾，威尔确信自己找到的是一块高纯度的金矿，压抑已久的冒险家的野心又一次在他心中急剧膨胀。不久，桑迪-威尔与数据控制公司达成了转让协议。他个人投资 700 万美元购买了商业信贷公司的股票，并成为商业信贷公司 CEO。年仅 30 岁的戴蒙也成为商业信贷公司的 CFO。

1986 年，当商业信贷公司在国内站稳脚跟后，威尔用 15 亿美元的现金和股票与杰拉尔德-特赛集团属下的 Primerica 公司合并，Primerica 公司旗下主要业务是 Smith Barney 公司。1990 年，威尔决定把卖给美国运通的希尔森赎回来。1993 年，美国运通剥离希尔森，随后威尔将希尔森与 SmithBarney 公司。1993 年，威尔收购了旅行者保险公司(TheTravelersCorp)，公司更名为旅行者集团。1996 年，SmithBarney 净利润达到 8.89 亿美元，占了旅行者集团总利润的 37%，希尔森的回归将旅行者集团推向了一个史无前例的巅峰。

1997 年，Smith Barney 以 90 亿美元兼并了美国第五大投资银行所罗门兄弟公司，新组建的 SalomonSmithBarney 一跃成为美国第二大投资银行，巴菲特终于摆脱了所罗门的纠缠，并收获不菲的回报。

1998 年，旅行者集团与花旗银行合并，诞生了庞大的新花旗帝国，威尔与花旗原 CEO 约翰-里德共同执掌新花旗。合并不久，戴蒙和威尔失和并离开花旗，结束了长达 17 年的搭档关系。2001 年，戴蒙前往芝加哥，接手美国第一银行。2004 年，摩根大通以 580 亿美元收购美一银行，合并后规模仅次于花旗集团。戴蒙出任 COO。2006 年，杰米-戴蒙正式接替威廉-哈里森成为摩根大通新 CEO。据说，摩根大通当时的 CEO 威廉-哈里森之所以收购美国第一银行，其中一条重要原因就是选择了杰米-戴蒙作为其接班人。由于摩根大通对于次级贷款及其衍生品的谨慎态度，2008 年，戴蒙领导的摩根大通成为全美唯一一家没有受到次贷危机波及的银行。

可转换优先股

两年前，我曾经就 1987 到 1991 年间进行的五项可转换优先股投资做了一番现况报告，在报告出具的当时，我们卖出了冠军国际部分的持股实现小部分的盈利，剩下的四项投资中，吉列与第一帝国早已转换成普通股，并享有高额的未实现盈利，而全美航空与所罗门兄弟则发生严重的经营问题，这两项投资让我不得不哼起一首乡村歌曲的歌词，"要是你不离开，我又怎么会想念你呢？"

而就在报告发布之后，所有四项投资的价值皆大幅增加，吉列与第一帝国的普通股股价飙涨，与公司的经营基本面一致，截至年底，当初我们在 1989 年投入吉列的 6 亿美元已经增值为 48 亿美元，而在 1991 年投入第一帝国的 4 千万美元，则已增值至 2.36 亿美元。

在此同时另外两个后半段，也已起死回生，其中所罗门最近决定并入旅行家集团的举动，终于让长久以来饱受苦难的股东获得的回报，伯克希尔所有的股东，包含我个人在内，实在是亏欠 Deryck Maughan 跟 Bob Denham 太多了，首先要感谢他们在 1991 年所罗门爆发丑闻时，拯救公司免于倒闭，之后更让公司恢复以往的活力，使得公司得以风光地嫁给旅行家集团，我常常说，我渴望与我喜爱、信任与崇拜的经理人共事，Deryck 与 Bob 正是这样绝佳的组合。

虽然伯克希尔投资所罗门的最终成果到目前仍未定案，所幸目前的情况要比我两年前预期要好得多，回顾过去，我觉得投资所罗门的经验令人感到刺激有趣同时又具教化意义，虽然我在 1991 到 1992 年间的感觉就好像是一个戏迷曾这样写到："要不是因为坐到一个不幸的位子，我就能够好好地欣赏表演了，因为它正对着舞台"。

另一方面全美航空的重生过程近乎奇迹，熟悉整个投资过程的朋友都知道，个人在这项投资上获得了前所未有的胜利，一开始买进这家公司的股票就是一项错误，后来又反悔打算以半价出售再度犯了第二次的错误。

两项改变促使该公司得以东山再起：1)查理跟我辞去该公司董事的职位，2)斯蒂芬·沃尔夫(Stephen Wolf)接任成为该公司 CEO，还好后者才是公司真正能够重生的主因，否则我们的脸可就丢大了，Stephen Wolf 的表现对整个航空业而言，可说是意义非凡。

当然全美航空还有很长的一段路要走，不过存活下来应该不是问题，也因此该公司在 1997 年顺利地偿还积欠我们的优先股股息，还包含延迟付息的额外赔偿，该公司的普通股股价更从原来的 4 块钱，一举涨到目前 73 块钱的新高。

我们持有的优先股已在 3 月 15 日被要求赎回，不过受惠于该公司股价大涨，原本一文不值的转换权现在却变得价值不菲，可以肯定的是我们现在持有的全美航空普通股将为我们创造极高的盈利，当然还要先把我的胃药的钱给算进去。当然，这笔收益有点胜之不武。下次要是我再度干下什么愚蠢的投资决策，伯克希尔的股东肯定知道该怎么做了，没错，记得打电话给 Wolf 先生。

除了可转换优先股，我们在 1991 年还通过私募的方式投资了三亿美元的美国运通俗称"Percs"的股票，这种证券基本上算是一种普通股，只不过在投资的前三年我们可以领取一笔特别的股利，条件是期间我们因为股价上涨所带来的资本利得将受到限制，然而即便如此，这笔投资还是因为本人的英明决策而获利不菲，当然其中也包含一些运气的成份，比例约是 110%(剩下的才是本人的能力)。

根据约定我们的 Percs 必须在 1994 年 8 月以前转换成普通股，而就在前一个月我还一直在考虑是否应该在转换期限到期以前把这项投资给处分掉，当时考量的是虽然美国运通总裁 Harvey Golub 表现相当优异，他总是有办法将公司的潜力发挥到极致(这点从一开始便不断地获得证明)，只是这种潜能还是面临严重的挑战，那就是美国运通来自于以 Visa 为首的其它信用卡发卡公司激烈的竞争，在衡量各种利弊得失之后，我还是倾向于把这笔投资提前给处分掉。

还好我走狗运，就在要做决定的那个月，我正好到缅因州和 Hertz 租车公司总裁 Frank Olson 一起打高尔夫球，Frank 是一位相当优秀的经理人，因为业务的关系相当熟悉信用卡的行业，所以打从第一洞开始我就一直追问他有关这行业的种种问题，到了第二洞的果岭时，Frank 已经让我完全相信美国运通的企业卡是一项绝佳的生意，所以当下我就决定不卖了，等到后九洞时，我更决定加码投资，于是在回来的几个月后，伯克希尔已经拥有该公司 10%的股权。

现在我们光是在美国运通的投资潜在收益就有 30 亿美元，当然这一切都要感谢 Frank，不过我们俩人共同的好友 George Gillspie 却直说我搞错应该要感恩的对象了，他强调要不是因为他安排这次的球会，并且把我跟 Frank 放在同一组的话，也不会有今天这样的成果。

给股东的季报

在去年的年报中，我曾经向各位透露由于邮寄季报的费用大幅增加，同时要将季报寄给那些不是用本名登记的股东有其困难性，所以征询大家是否可以接受直接将季报与年报公布在公司网站上，取代原先印制与邮寄报告的做法，虽然只有少数的股东响应，但长期以来具有科技恐惧症的我很明白还是有少数想要年报信息的股东，不习惯通过网络取得相关的信息，我完全能够体会他们的想法。

考虑到大幅增加的印刷费用，最后我们还是决定除非股东有特别要求，我们才邮寄印好的季报，所以若你也愿意要一份书面的季报，请填写年报上所附的申请表格，同时在此也提醒所有的股东，我们还是会继续邮寄年报给所有的股东。至于喜欢利用计算机上网的股东们，一定要到我们公司网站的首页看看，里面包含大量有关伯克希尔现况的信息，同时还有 1977 年到现在为止所有的公司年报，此外网站上还有对旗下其它子公司的网站连结，经由这些网站大家可以更了解子公司的产品信息，有的甚至可以通过网络直接下单购买。

根据证监会法令的规定，我们必须在每季结束后 45 天内申报季报，而通过网络公开信息的主要原因之一是我

们希望如此重大的讯息可以以完整而不经媒体消化过滤的方式，在股市收盘后实时地传达给所有关心本公司状况的股东，因此我们决定在往后每季的最后一个周五，今年分别是 5 月 15 日、8 月 14 日及 11 月 13 日向证监会申报季报，并在当天晚上将相同的信息同步公布在公司的网站上，此举将能够使得伯克希尔所有股东，不管是以本人或挂名的方式持有，皆站在同等的地位之上，另外，我们也预计在 1999 年 3 月 13 日周六将年报公布在网站上，并在同一时间将年报邮寄出去给所有的股东。

股东指定捐赠计划

大约有 97.7% 的有效股权参与 1997 年的股东指定捐赠计划，总计约 1540 万美元捐出的款项分配给 3830 家慈善机构，详细的名单参阅附录。累计过去 17 年以来，伯克希尔总计已按照股东意愿捐赠高达 1.131 亿美元的款项，除此之外，伯克希尔还通过旗下的子公司进行捐赠，而这些慈善活动都是早在他们被我们并购以前就进行数年(除了先前的老板自行本身负责的个人捐赠计划之外)，总的来说，我们旗下的关系企业在 1997 年总计捐出 810 万美元，其中包含 440 万美元等值的物品。每年都有一小部分的股东由于没有将股份登记在本人的名下，或是没能在 60 天的期限内，将指定捐赠的表格送回给我们，而没办法参加我们的指定捐赠计划，对此查理跟我感到相当头痛，不过我们必须忍痛将这些指定捐赠剔除，因为我不可能在拒绝其它不符合规定股东的同时，还破例让这些人参与。想要参加这项计划者，必须拥有 A 级普通股，同时确定您的股份是登记在自己而非股票经纪人或保管银行的名下，同时必须在 1998 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 1998 年的捐赠计划，当你收到表格后，请立即填写后寄回，以免被丢在一旁给忘记了。

年度股东大会

今年伯克希尔的 Woodstock 狂欢节将在 5 月 2 日至 4 日举行，整个大会将在 5 月 4 日周一的年度会议召开后落幕，去年的年会在 Aksarben 体育馆召开，所有的工作人员及参与的来宾对于当天的会场都相当满意，唯一美中不足的是，在年会的前一天，我的嗓子沙哑了，当时几乎要如了查理的愿，只不过隔天当我恢复原本的声音时，在一旁的查理几乎要崩溃。去年的股东会总共有 7500 位股东出席，分别来自全美 50 州以及包含澳洲、巴西、以色列、沙特阿拉伯、新加坡与希腊等在内的 16 个国家，我想即使今年我们的股东人数又大幅增加，加上其它几个备用的房间，应该可以容纳超过 1.1 万名以上的人员参加，会场备有足够的停车位，音效也不错，就连座椅坐起来也很舒服。

大门会在周一早上 7 点开放，在 8 点半会播放由我们的财务官 Marc Hamburg 精心制作具世界级水准的伯克希尔电影短片供大家欣赏，中午休息半小时，让精疲力尽的人可以去吃点东西，整个会议将一直进行到下午 3 点半，查理跟我很喜欢大家提出的各种问题，所以记得准备好你要问什么。

再一次我们在会场外大厅备有伯克希尔各式各样的产品供大家选购，虽然我不是特别的用心，去年我们再度打破记录，总共搬走了 2500 磅的糖果、1350 双的鞋子以及价值超过 75000 美元的《世界百科全书》与相关出版品，外加 888 组由旗下子公司 Quikut 所生产的小刀，同时我们也接受预订一种新款的服装，上面印有伯克希尔的 Logo，结果总计卖出 1000 件各式 polo 衫、毛衣与 T 恤，在今天的股东会，我们还将推出 1998 年全新系列产品。

GEICO 保险公司再度会派出地区最优秀的业务员，在会场设立摊位，接受股东询问有关汽车保险的信息，记得去看看你是否能在汽车保险费上省一笔钱，我们估计至少有 40% 的股东可以因此而节省不少保费，我之所以没说 100% 的原因在于，每家保险业者对于风险的估计都不同，有些保险公司对于居住于某些特定地区的居民与从事某些特定职业的客户有偏好，不过我仍然坚信我们提供给一般民众的费率通常都低于其它全国性的业者，在随年报附赠的 GEICO 保险资料中，大家将可以看到我们提供给来自全美 38 州股东最高 8% 的折扣费率，至于其它州的股东也接受开放申请取得不等的折扣。

后面附有股东会开会投票的相关资料，跟各位解释如何拿到入场所许的识别证，由于预期会有相当多的人与会，我们建议大家最好先预订机位与住宿，美国运通(电话 800-799-6634)将会很高兴为您提供相关安排服务，如同以往，我们会安排巴士接送大家往返各大旅馆与会场之间，并在会后接送大家到内布拉斯加家具店与波仙珠宝店或是到饭店与机场，当然你可能会觉得如何有一辆车就更方便了。

占地 75 英亩的内布拉斯加家具店主馆距离会场约 1 英里远，营业时间平日从早上 10 点到下午 9 点，周六从早上 10 点到下午 6 点，周日则从中午开到下午 6 点，在 5 月 1 日到 5 日期间，股东持随股东开会通知单附赠的点券到内布拉斯加家具店购买各类商品，将可获得员工价的优惠。平时周日不营业的波仙珠宝，特地在 5 月 3 日股东会当天会为股东与来宾开放，从中午开到下午 6 点，去年在周六股东会前一天，我们缔造了历史次佳的记录，仅次于 1996 年，我认为去年的下滑有点反常，所以希望大家都能前来共襄盛举，证明我的看法的对的，查理会在现场接受大家的签名，当然大家如果拿波仙的发票给他签，他会更高兴，另外选择在前一天或后一天前往参

观的人，记得表明伯克希尔股东的身份，相信波仙的总裁 Susan Jacques 会给各位最热情的接待，有一点我必须特别说明的是，Susan 在 1997 年表现相当优异，她实在是所有老板心目中最理想的专业经理人。另外在周日天下午我们也会在波仙珠宝店外面的大厅举办一场桥牌大赛，现场桥牌界的传奇性人物 Bob Hamman 也将出席，接受各路英雄好汉的挑战，记得来参加，秀秀你的牌技给 Bob 看看。

我个人最爱的 Gorat's 牛排馆为了伯克希尔股东年会破例在周日开门营业，去年为了消化 1100 位预订的席次，只有 235 个座位的 Gorat's 牛排馆从下午四点开始营业，一直到半夜一点半，所以已经预订座位的人，要是临时无法光临，请记得一定要打电话取消订位，因为 Gorat's 如此尽心尽力的为我们服务，这是我们可以给他们最起码的回报，今年该餐厅从 4 月 1 号开始接受预订(电话 402-551-3733)，去年由于我的喉咙有问题，所以必须提早离开，但今年我一定会到 Gorat's 好好享用我最喜爱的丁骨牛排加上双份的牛肉丸。

吃完牛排后，查理跟我还会赶到位于道奇街 114 号的冰雪皇后冰淇淋摊，在整个奥马哈地区总计有 12 家冰雪皇后，但是 114 街却是最适合接待大量群众的地点，在店的两旁有好几百个停车场供大家使用，同时该店也会延长假日营业时间到晚上 11 点，以接待所有前往光顾的伯克希尔股东。114 街的分店目前由 Coni Birge 与 Deb Novotny 两姊妹所经营，系由她们的祖父于 1962 年在当时还是市中心外围的现址创立，在 1972 年由她们的母亲接手经营，Coni 与 Deb 则是第三代的经营者，Jan、Coni 及 Deb 在周日晚上将会在现场为大家服务，希望大家可以去和她们见见面，若是大家挤不进 Gorat's 的话，也可以尝尝两姊妹亲手做的汉堡，八点整我将会出现享用我喜欢的冰风暴圣代，这是个人特调的秘方，当然你也可以要求冰雪皇后照我的配方给你来一份，这可是只有在股东会当天才对外提供的独家秘方。

在前一天 5 月 2 日周六晚上，Rosenblatt 体育馆将会有一场奥马哈皇家队对 Albuquerque Dukes 队的比赛，一如往年厚颜无耻的我会利用拥有该球队 25%的特权，站上投手丘担任首发，不过今年我保证各位一定会有新的感受。过去几年，可能是受到现场观众喧闹声所影响，我总是不顾捕手对我所做出的暗号，虽然他一直要求我投出拿手的变化曲球，但我总是极力反抗，结果总是投出软趴趴的快速球，最快的球速也不过是每小时 8 英里(这还是在顺风的情况下)。其实我之所以不愿意投曲球背后有极大的隐情，大家或许知道，Candy Cummings 在 1867 年发明曲球的时候，曾在国家联盟引起极大的效应，这种球路使得他每个球季至少可以赢得 28 场胜投，但是这样的投球方式也立刻引起最高当局的严厉批评，当时的哈佛校长 Charles Elliott 对外宣称，我听说今年哈佛

棒球队靠着一位专门投曲球的投手赢得冠军，有人还告诉我，这种曲球基本上是一种欺骗打者的行为，我必须说的是，哈佛从来不教人这种骗人的勾当。而自从我知道 Elliott 校长的教诲之后，我就一直小心翼翼地避免使用到我这种杀人无数拿手的曲球，不过现在已经到了忍无可忍的地步了，我决定再度使出我的杀手锏，周六晚上大家记得光临球场，让你们见识一下我这魔球的威力。

股东会资料将告诉大家如何取得球赛入场的门票，里面同时包含一本旅行小手册，介绍本地热门的旅游景点，当然也包括 12 家冰雪皇后在内。欢迎大家在 5 月莅临资本主义的摇篮奥马哈，也预祝大家玩得愉快。

沃伦·巴菲特 董事会主席



DQ 首席执行官 John P. Gainor 与巴菲特共进午餐

Price is what you pay. Value is what you get.

在投资中，应该支付比所获得价值更低价格。

Price is what you receive. Value is what you deliver.

在商业经营中，应该提供比你产品或服务标识的价格更有价值的东西。

将额外的价值让渡给客户，是一种高效的经营策略。

伯克希尔股东大会实录 1998

1998 年 5 月 4 日 Aksarben 体育馆 1 万人

开场白

巴菲特：早.....早.....我是沃伦·巴菲特，伯克希尔的董事长，这是我的合伙人。这个极度活跃的人是查理·芒格。

(笑声)我们会像以前一样做，我们会很快地开完商业会议，然后我们会回答一些问题。中午我们大概会休息 30 分钟左右，这期间你可以吃午饭，我们会一直到 3:30。我们的会议也会在一些房间里转播，所以现在在这些房间的人可以在午间休息后来大厅，那时我们会有足够的空位。在 3:30 前，我们会尽量回答所有的问题。我们有 11 个区域，其中 10 个在大厅里。这里有一张小地图，我马上就能在上面找到方向。

让我们看看。我想我们现在可以开始进入会议流程了。顺便说一句，这部电影上映前我没看过，但在最后一场演出中，我们其中的一位导演在演讲。(掌声)我们很好的降低了伯克希尔的成本。(笑声)

.....会议流程(董事会介绍，会议记录及已发行股份，董事会选举等).....

巴菲特：现在，我们将按区域进行，我想你们可以看到谁在管理每个区域——是的，我看到各个区域已经有了一个数字。请只问一个问题。我能想到的唯一——一个我们不会讨论的是我们在买卖什么，或者可能在买卖什么，除此之外我们很乐意谈论你想到的任何事情。让我们直接进入第 1 区，从这里开始...

股东问答开始

1、市盈率的解释

股东：祝你们在奥马哈度过美好的周末。我是 Mike Asale，来自纽约。我想问沃伦和查理一个问题，是什么使一家公司的市盈率相对于同行业的其他公司有所上升。作为投资者，我们能否找到相对市盈率和收益都能够提高的公司或者行业呢？再次感谢你们让我度过了一个美好的周末，感谢你们与股东们分享你们的才华。

巴菲特：谢谢(掌声)。这很简单，市盈率(相对市盈率)之所以上升，是**因为人们预期**，相对于其他证券而言，行业或公司的前景比以往任何时候都要好。这可能是合理的，也可能是不合理的。**绝对市盈率随着盈利能力(或预期盈利能力)的上升而上升**，盈利能力是投资大众对未来股本回报率(ROE)的看法，也是对利率变化的反应。实际上，从 1982 年开始，特别是最近几年，利率下降推高了股票价格。(这几年)公司利润也增加了。最近，美国企业的股本回报率(ROE)大幅提高。而且人们也开始更相信这一点。因此这推高了绝对市盈率水平。然后，在所有股票

的范围内，当人们对某一特定的业务或某一特定的行业更有热情时，他们就会推高该股票或行业的相对市盈率。

查理，你想说些什么吗？

芒格：他还问道，你如何预测市盈率的这些改善？

巴菲特：这部分问题由你来回答。(笑声)

芒格：在这里，我想说的是，**如果我们的预测比其他人的好一点，那是因为我们试图减少预测。**(掌声)

巴菲特：我们也尽量不做任何困难的事情，我认为这样你也能获得不错的回报。这和奥运会跳水比赛不一样，在奥运会跳水比赛中，他们有一定程度的**难度系数**，如果你能做一些非常困难的跳水动作，如果你做得好，成绩会比你做一些非常简单的动作更高。

但在投资领域并非如此。只要你做得好，哪怕是最简单的一次跳水也能赚到钱。如果你从泳池边上跳下去，干净利落地入水，就能得到同样的回报率，那你就没有理由去尝试那些转体三周半的动作了。(笑声)因此，我们寻找的是一英尺高的栏杆，而不是七英尺或八英尺高的栏杆，并试图通过跳过这些高杆来创造一些奥运纪录。你跳过一英尺的铁栏就能赚到钱，这也很不错。

2、有效市场假说"污染"了商学院

股东：早上好。我的名字叫乔·莱西。我来自德克萨斯州奥斯汀。在这个时代，高等院校的商学院把你说成是一种反常现象，他们鼓吹有效市场假说，说你不可能跑赢市场。那么人们如何能够像你找到本·格雷厄姆作为导师一样，去寻找合适的老师呢？(这样子)就可以问这些老师一些关于价值投资的问题。

巴菲特：据我所知，佛罗里达大学开设了几门课程，梅森·霍金斯给了他们一大笔资金。我相信他们正在教授一些有用的东西，而不是有效市场。我知道哥伦比亚大学有一门很好的课程，吸引了很多客座教师。我偶尔去那里教书，同时也有一些价值投资实践者这么做。因此，我认为，与 15 或 20 年前的大学相比，有效市场理论现在不那么神圣了，但它仍在商学院广泛传播。但我认为，与 10 或 20 年前相比，你可以在现在商学院提供的课程中发现更多的多样性。正如我建议，你不妨看看这两所学校。

你知道，价值投资真的很有用。如果你有一个商船公司，如果你所有的竞争对手都认为世界是平的，你知道，这是一个巨大的优势，因为他们不会带任何货物去他们认为会掉下去的地方。所以我们应该鼓励大学里教授有效市场理论。(笑声)我对此感到很惊讶。

好像凯恩斯曾说，大多数经济学家在思想上一成不变，他们让他们在研究生院学到的东西伴随一生。(笑声)

结果是，你花了数年时间获得金融博士学位，你学到了很多理论，其中有很多数学知识，这是一般外行人做不到的。你就成了一个大祭司。你在这些想法上投入了大量的自我意识，甚至捆绑上了职业安全感。这会让你在思维上变得很难后退。我认为这在一定程度上污染了大学里的投资学教育工作。查理？

芒格：我认为污染是巨大的。(笑声)但这种趋势正在减弱。好的理论最终会成功。

巴菲特：是的。"异常"这个词我一直觉得很有趣。你知道哥伦布被众人视作一个异常，我想，也持续了一段时间。"异常"意味着一些学者无法解释的东西，但他们往往没有重新检验他们的理论，而是简单地将任何这类证据视为异常而丢弃。

我认为，当你发现与之前所珍视的信念相矛盾的信息时，你就有了一种特殊的责任去审视它，并且应当迅速地审视它。我想查理告诉我达尔文做过的一件事是——每当他发现任何与之前的信念相矛盾的东西时，他知道他必须马上把它写下来。因为达尔文觉得人类的大脑是会有条件地拒绝相互矛盾的证据或事实。除非他很快地把它白纸黑字写下来，否则他的大脑很快就会把它赶出去。查理比我更了解达尔文。也许他能解释清楚。

芒格：我不了解达尔文，但我确实觉得这个理论很有趣。其中一位极端有效市场理论家多年来一直将沃伦解释为运气异常。他认为沃伦得到了6个西格玛的运气(6个标准差极其稀有的运气)。然后人们开始嘲笑他，因为六个西格玛级别的运气是很夸张的。所以他改变了他的理论。我猜，沃伦现在有6-7个西格玛的能力吧。(笑声)

巴菲特：不。我宁愿有6个西格玛的运气。(笑声)

芒格：沃伦唯一舍不得离开的是他的六个西格玛。(笑声)

3、"时间是糟糕生意的敌人"

股东：我的名字叫沃伦·海斯(Warren Hayes)。我来自伊利诺斯州的芝加哥。我从《杰出投资者文摘》等出版物上了解到(Outstanding Investor Digest, OID)，许多优秀的价值投资者正在购买高质量的跨国日本公司，而这些公司的交易价格低于净营运资本账面价值。你同意价值投资在日本存在吗？你会考虑买一些吗？

巴菲特：亨利·爱默生，OID的出版人，就在这里，所以我要吹捧一下。我读了OID，这是一本非常好的出版物。我读过一些关于日本证券的评论。我们研究了所有主要市场的证券，当然也研究了日本的证券，特别是最近几年日经指数的表现远远低于标准普尔指数。比起你在OID中读到的那些人，我们对这些股票的热情要低得多。

在日本企业的大部分领域，股本回报率(ROE)都很低。

通过拥有一家股本回报率很低的公司来致富是极其困难的。你知道，我们总是根据一个企业的资本收益来衡量它做了什么。我们想做好的生意。你真正想要做的是在 10 年后成为好的企业，更好的企业。我们想以一个合理的价格购买它们。

很多年前，我们放弃了所谓的“雪茄烟蒂”投资方式，也就是你试图找到一家真正很糟糕的公司，有着极低极低的售价，以至于你认为它还剩下一口免费的好烟。(笑声)而且你知道，我们过去常常捡起很多湿漉漉的雪茄烟蒂。有段时间，我的投资组合里全是它们。里面还有免费的泡芙。我从中赚钱了。但是，首先，这并不能投入很多钱；其次，我们并没有发现周围有很多吸引我们的雪茄烟蒂。

但这些公司的股本回报率很低。如果你的公司的股本收益率是 5%或 6%而且你持有很长一段时间，你在投资方面就不会做得很好。即使你一开始买的时候很便宜。时间是糟糕生意的敌人，是伟大生意的朋友。如果你的公司的股本回报率是 20%或 25%，而且长期如此，时间就是你的朋友。但如果你把钱投入低回报的行业，时间就是你的敌人。你可能很幸运地选择了它被别人接管的确切时刻。但是当我们买股票的时候，我们倾向于认为我们将拥有它很长一段时间，因此我们必须远离那些股本回报率低的公司。查理？

芒格：是啊，买一家你真希望它在破产前就能清算的公司并不是那么有趣。(笑声)

巴菲特：我们也有过这样的经历。我曾拥有一家无烟煤公司股票——可能在座的有些人不知道无烟煤是什么。我们还有过三个铁路公司、风车制造商。查理，我们还有什么宝贝？

芒格：纺织品(伯克希尔)。(笑声)

巴菲特：对，对，纺织品。我怎么没有想到。(笑声)信不信由你，伯克希尔是个错误。我的意思是，我们投资伯克希尔，是因为从数据上看，它很便宜，就像 60 年代早期的一般投资一样。而在过去的 10 年里，这家公司赚的钱还不到零——在收购后的头十年里，它有一个巨大的净损失。它的销售远低于营运资本，所以它是一个雪茄烟蒂。我们本可以在一个中立的基础上做我们后来做的事情，而不是在一个消极的基础上——实际上在中立的基础上我们会做得更好。但是经营伯克希尔这个过程很有趣。

4、芒格想要“一个我们能理解的好生意”

股东：你好。我叫马丁·魏根，来自马里兰州贝塞斯达。再次感谢你们的来信和投资原则，它们对经营生意的

小商人有很大的帮助。我的问题是，去年你说你脑子里有筛选标准，可以帮助你快速分析企业。你的筛选标准是如何考虑技术的快速变化对企业与客户沟通、接受订单等方式的变化的影响？

巴菲特：嗯，我们确实有自己的筛选标准，有时候那些筛选标准会让那些和我们讨论业务的人非常恼火，因为我们真的可以在十秒钟左右仅依靠我们的这些筛选标准，就对 90% 以上的所有事情说“不”。我们对管理层也有一些筛选标准。

但关于技术的问题很简单。涉及到快速的技术变化，那就往往不能通过我们的筛选标准。我的意思是，如果一项投资的重要组成部分是技术因素，或者我们认为未来的技术可能会损害现有的业务，那我们会把它看作是需要担心的事情。因此，它通过不了我们的筛选标准。

我们想要我们能理解的生意，这就过滤掉了很多东西。(笑声)我们希望他们成为好的企业，我们想让管理层成为我们相处得很舒服的人——这意味着管理层需要一定的能力和正直的品格。我们可以很熟练的运用我们的筛选标准。在我们的生活中，我们已经听过很多这样的故事，它们是多么神奇——你可以变得非常有效率，在很短的时间内完成 95% 的想法。查理？

芒格：没错，我们首先必须有一个结论——这是一个好生意。其次，这必须是一个我们能理解的好生意。就是这么简单。所以，所有的这些筛选标准，都是针对我们自身缺乏天赋(无法理解)所设定的。(笑声)

巴菲特：我们的筛选标准也很久没有因此改变了。(笑声)

5、伯克希尔内部“有很多不同的人才”

股东：嗨。我是艾伦·麦克斯韦。我住在美丽的热带岛屿奥马哈。(笑声)

巴菲特：这就是阿克萨本。这是内布拉斯加州的拼写。(笑声)

股东：在座的每个人都在想同样的问题。在你们两人看来，下一个沃伦·巴菲特是谁？

巴菲特：查理？下一个查理·芒格是谁？我们先来试试。这是一个更难的问题。(笑声)

芒格：我们对芒格没有太大需求。(笑声)我不认为只有一种方法可以在生活中取得成功，我们的继任者，在适当的时候，可能会在许多方面有所不同。他们可能会做得更好。

巴菲特：顺便说一句，我们公司里有很多人，其中一些今天就在这个房间里，还有你们在屏幕上看到的那些人，他们在各种能力上都比我和查理强。我是说有很多不同的天赋。今天在座的这位可能是世界上最好的桥牌手

(沙伦·奥斯伯格 Sharon Osberg)。即使查理和我夜以继日地练习，如果她每周花十分钟打桥牌，她也会打得比我们好。还有各种各样的智力活动，出于这样或那样的原因，一个人比另一个人更擅长。

我们有一些人在经营我们的企业，如果让查理和我来管理这些企业，我们根本无法做得像他们那样好。所以我们有很多不同的人才。我们要负责的两件事是，我们必须让有能力且已经很富有的人，有动力继续做那些他们不需要因为经济原因做的事情。就是这么简单。这是你们每个人都能想到的一个问题，你稍微思考一下就能明白：如果你已经很富有，已经不需要这份工作但你却去工作了，你就会想明白是什么促使你去工作。为什么你会从床上跳起来，对那天要去上班感到兴奋呢？然后我们试着把它应用到和我们一起工作的人身上。

其次，我们必须分配资金。现在，我们必须比十年前分配更多的资金。目前这项工作很艰难。但有时它很容易。它在未来的某些时候会很容易，在未来的某些时候会很困难。伯克希尔还有其他人可以分配资金。查理？

芒格：不。

6、卖出股票的理由之一

股东：早上好。我的名字是杰德·库里。我来自马里兰州盖瑟斯堡。谢谢你分享你的智慧。我的问题是，你用什么标准来卖出股票？我知道你是怎么买的，但我不确定你是怎么卖的。

巴菲特：最好的办法就是买一只你不想卖掉的股票。这就是我们要做的。当我们收购整个企业时，我们的确是这样想的。我们买下了 GEICO 保险、喜诗糖果、布法罗新闻.....我们买这些东西不是为了转售。我们想要做的是买一笔生意。如果我们余生都能拥有它，我们会很开心，我们也希望能拥有这样的一笔生意。

同样的原则也适用于有价证券。你可以获得有价证券的额外选择权。在某种情况下，你可以增加持股。这显然更简单——我们不可能拥有超过 100% 的公司，但是如果我们拥有 2% 的公司，并且我们喜欢它，在给定的价格下，我们可以增加并拥有 4% 或 5%。这是一个优势。

有时候，如果我们需要资金转移到另一个行业，就像去年那样，我们会减持一些股票，但这并不意味着我们对这些业务持负面看法。我的意思是，我们认为他们是很棒的企业，否则我们就不会拥有他们。如果我们需要钱买其他东西，我们就会卖掉 A。

我 1951 年买的 GEICO 保险的股票，然后 1952 年卖掉了。在 1976 年 GEICO 保险遇到经营困难之前，它的价值是我 1951 年所付价格的 100 倍甚至更多。但是如果我一直持有，那我就没有钱做别的事情。所以如果你需

要钱买别的东西，你就卖。

如果你认为不同类型的公司之间的估值有些不一致，你也可以卖出。我们去年已经用这种方式做了一些修整。但这很可能是个错误。我的意思是，如果遇到了一桩伟大的生意，真正要做的，就是紧紧抓住不放。查理？

芒格：没错。但是卖出最理想的方式是，当你找到你更喜欢的东西的时候。这难道不是理想的卖出原因吗？

巴菲特：顺便说一下，理想的买入理由是，你喜欢的东西正在以你愿意购买更多的价格出售。在过去的一些情况下，我们应该多做一些这样的事情。但这就是有价证券的魅力所在。如果你遇到了一个很棒的生意，你确实会周期性的遇到加倍投资的机会，或者遇到类似的事情。如果股票市场的价格卖得比现在便宜得多，我们可能会收购更多我们已经拥有的业务。这些我们已经拥有的业务，肯定是我们首先要考虑的。因为它们是我们最喜欢的业务。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

7、做你自己的决定

股东：早上好，巴菲特先生，芒格先生。我叫罗恩·怀特，来自爱荷华州的爱荷华市。我对新公司一直很感兴趣。去假设一家总部位于奥马哈、银行资产仅为 50 亿美元的公司将在电信领域取得成功，这合理吗？

巴菲特：我认为一个拥有 50 亿美元银行存款的新公司可能比大多数新公司都好。(笑声)像初生的詹妮弗·盖茨一样。(笑声)(Jennifer Katharine Gates, 此时刚满 2 岁，是比尔盖茨长女)

我想你可能指的是由我们当地的一家公司创立的公司，由我们的董事沃尔特·斯科特经营，他来自 Kiewit 公司，办公地点在 3 楼。我可以告诉你，这家公司的管理能力很强。我也相信你的话——这家公司在银行里还有 50 亿。(巴菲特打趣)但是你必须对股票做出自己的判断。我知道查理不会对此发表评论。(笑)

8、我们没有任何战略规划

股东：早上好。这是来自内布拉斯加州奥马哈市的莫·斯坦兹博士。过去你经常说保险业务是伯克希尔投资组合中最重要的业务。这是真的吗？请问第二重要和第三重要的分别是什么？我还想问一下，查理为今年的年报选择的封面颜色是真的吗？

巴菲特：真是查理选的吗？(笑)他啥都没干呢。是我选的颜色。(笑声)这是对内布拉斯加州橄榄队和汤姆·奥斯本的致敬，你们也看到了。(掌声)顺便说一句，汤姆的风格很低调。而几年前，鲍比·鲍登(Bobby Bowden)在林肯

公司工作。鲍比说他们第一次约会时，南希打了汤姆三巴掌。然后有人问，“他有那么好欺负吗？”她说：“没有，我只是想确认一下他是否还活着。”(笑声)汤姆在过去有一段时间是比较保守的，虽然最近几年不是那么保守，但是当时有人说他做的最鲁莽的事情就是吃了一些过期二天的奶酪。(笑声)但的确是我选择的颜色。这是一个令人难忘的问题。(笑声)

关于保险业务，我们已经说过，保险业务将是伯克希尔最重要的业务。我们在很多很多年前就说过，事实证明确实如此。当我们买下所有的 GEICO 时，它显然给予了我们很大的帮助。就目前看来，保险业将是伯克希尔最重要的业务。

关于第二和第三重要的是：如果就收益而言，飞安公司是第二大收益来源。但我们并不这么考虑问题。虽然我们的主要业务是保险，但我们真的从我们所有的业务中得到了很多乐趣。我昨天在波仙珠宝和冰雪皇后那里就玩得很开心。所以在某种程度上，这将是一个意外。在未来的十年里，谁将最终成为第二、第三或第四大业务板块，这将取决于机遇。我们对某些业务进行出价——或者进行谈判，如果这些业务成为伯克希尔的一部分，可能会成为非常大的业务。这种情况将来还会发生。

所以我们在伯克希尔没有预先确定的行动方案。我们没有战略规划部。**我们没有任何战略规划。我们对我们认为的机会做出反应。如果这是一项我们能够理解的业务，特别是如果它规模很大，你知道，我们很乐意把它排在第二位。**查理？

芒格：我还想自豪地说，我们没有使命宣言。

巴菲特：我们的确没有。(掌声)事实上，很难想象我们拥有什么。(笑声)我相信你们都知道。我们从来没有顾问。我们尽量让事情变得简单。我们总部还有 12 个人。我们现在大约有 4 万人在伯克希尔工作。我们希望增长很多，但我们不希望在总部增长。(笑声)

9、千年虫不是问题

股东：我叫帕蒂·巴菲特，来自新墨西哥州的阿尔伯克基。

巴菲特：我喜欢你的名字。(笑声)

股东：谢谢。您认为 2000 年千年虫问题对美国股市和全球经济会产生什么影响？

巴菲特：我收到了不同的关于千年虫的报告，但是我认为我们的情形很好。我想，这方面你可能不会想相信

我，但是你可以相信我们的经理们。这花费了我们一些钱，但并不是为千年虫做大量的准备。你知道，在我担任董事的公司里，我听到一些相当可观的数字。这些数字在它们的年度报告中，并被描述为合规成本。

但是那些比我知道得多的人告诉我，他们认为最薄弱的环节可能在政府部门。他们似乎认为，就他们相对于商业部门的地位而言、就他们在 2000 年前达到的目标而言，在一些国家、州和地方政府以及外国政府的领域，这些政府部门确实落后了。这不是我个人的判断。但是有人说，在千禧年的午夜前 5 秒打电话要非常小心，因为你可能会被收取 100 年的费用。(笑声)你知道，这很有趣。

我不认为它会对伯克希尔产生任何实质性的影响，我当然有一种感觉，那就是这个世界将很容易度过它。但它正在转变——对一些公司来说，这是昂贵的，对政府来说也将是非常昂贵的。查理？

芒格：我发现这是一个很有趣的问题。你知道，2000 年的到来是可以预测的。(笑声和掌声)

巴菲特：没错。其实早在 1985 年我们就知道 2000 年要到来了。(笑声)想想看，一群智商为 160 的人会产生这样的问题，这很有意思，不是吗？(笑声)这就是为什么我们坚持做简单的事情。(笑声)

10、法律需要限制企业竞选开支的"军备竞赛"

股东：我的名字叫克里斯汀·查姆。我来自伊利诺斯州的斯普林菲尔德。我是伯克希尔的骄傲股东。(掌声)我听说了一些你关于控制竞选开支的想法。你能告诉我们更多关于你在这个问题上的想法和努力吗？谢谢你！

巴菲特：我加入了杰里·科尔伯格(JerryKohlberg)——这是我的个人行动。与伯克希尔没有任何关系——这是杰里·科尔伯格牵头的。大概有 30 来个人，大部分是商人。它采取了一种立场——非常支持对竞选资金进行披露，因为我个人认为，就企业对竞选的支出而言，军备竞赛才刚刚开始。在上次选举中，这个数字翻了一番。

但是政治影响力——我不是说买选票，我的意思是在华盛顿或其他州的首府.....**在过去，政治对企业的影响力一直被低估**。我的意思是，政府在这个国家对大多数公司都非常重要。但令人惊讶的是，影响力是如此便宜就可以买到。但价格正在上涨，而且还会继续上涨。我认为这并不容易——如果你是一家企业的经理，你拥有 1% 的股份的十分之一，而且你所处的企业受到政府的严重影响，我不认为告诉你的董事会你将采取不干涉的方式是很容易的。因此，我认为在这个领域需要立法，目前已经提出了一百多个竞选资金改革法案。每个人都想把自己的名字印在钞票上。他们只是不想让它通过。(笑声)

约翰·麦凯恩一直在为此努力。我认为这是我们必须面对的问题，因为这将是一场争夺影响力的钱包之战。如

果我在经营另一家公司，而我的竞争对手在花钱吸引潜在的立法者，或实际的立法者的注意，他们要想获得一个我自己不会去做的重要职位是非常困难的，因为我的董事会和股东可能会问我，他们为什么想要这个职位。

基本上来说，**我们很幸运，能在一个相对不受法律影响的行业里工作**，尽管我们今年要交很多税。我两年前说过，整个美国只要 2000 个能缴纳与伯克希尔相同税款的实体，而这就能解决整个美国的预算问题。你不需要缴纳社会保障税。你什么都不需要。我想今年我们还能这样说。我认为，如果你把我们的税收乘以 2000，你将超过整个联邦预算，包括社会保障和其他一切。

所以你可能会说，“你为什么不在华盛顿游说，让公司的资本利得率和个人一样高？”或者别的什么，但我们基本上还没玩过那种游戏。我们感到非常幸运。我会这样说。**在这个国家，我宁愿自己成为一个庞大的纳税人，也不愿成为一个需要政府养的人。**（掌声）

我的意思是，如果在这里有人，想和一个在退伍军人医院工作的人交换位置，或者和一个在 19 岁之前就有了几个孩子母亲并且从政府那里拿到了支票的交换位置，（如果你想你的税收程度和他们一样）你知道，我不想这样。我很高兴交税。

11、生活的秘密在于弱竞争

股东：早上好，Patrick Rown 来自北卡罗来纳州夏洛特市。我看到美国银行业的股本回报率在过去几年里大幅上升，一些主要银行的有形资产回报率也有所上升。这让我怀疑，这些回报在短期内还是在长期 5 年或 10 年后是可持续的？

巴菲特：这是价值 64 美元的问题。因为股本回报率达到了前所未有的水平，尤其是这位先生所提到的有形股本回报率，尤其是银行业的有形股本回报率。然后问题是，如果它们是前所未有的，它们是否不可持续？我们当然更愿意可持续，但查理和我可能会认为，**我们的投资行为，不会以这种高股本回报率可持续为前提。**

20%以上的有形资产回报率，以及更高的有形资产回报率。比如在银行业，很多公司的有形资产回报率接近 30%。现在的问题在于，一个名义 GDP 增长 4-5%，而实际 GDP 增长 3%的体系，企业利润能持续 20%的增长吗？如果它们保留了大部分收益，它们当然可以做到全部保留（讽刺语气）。那么企业利润占 GDP 的比例将上升到非常夸张的地步。所以在这种情况下，你要么必须有巨额的资本支出，要么回购股票，要么分红，或者收购，这将使资本水平在行业间保持合理的一致性。假设每家公司都保留了所有收益，它们的股本回报率为 20%，你根本

无法维持下去，你不可能让企业利润年复一年地以 20% 的速度作为经济的一部分增长。

就回报而言，这个世界比我们预想的要好，所以我们以前的判断错了。我们现在不做预测，但我们不会在假设这些回报能够持续的基础上买股票。我们去年告诉过你，如果这些回报是持续的，并且利率能持续保持在现在水平或继续下降，那么目前的股票价格总体上是合理的。我们仍然相信这一点。但这是两个很大的假设。在我看来，里面一个特别重要的变量就是，这么高的股本回报率和有形资产回报率是不可持续的。这与传统的经济学理论相悖，因为传统经济学理论认为它们是可持续的。查理，你觉得怎么样？

芒格：我认为，股本回报率的增长很大程度上是由于杰克·韦尔奇(Jack Welch)的观点越来越受欢迎。韦尔奇认为，如果你不能成为某一行的领导者，那就离开它。如果行业里参与竞争的人更少，股本回报率会上升。此外以非常高的价格回购股票变得越来越流行，如果你通过回购股票来保持足够低的股本，那么你可以获得任何你想要的股本回报率。为什么？在某种程度上，这将是企业(回购股票)态度的缓慢变革。

但沃伦是对的。企业不可能在有大量的收益被保留的情况下，持续的获得这样高的股本收益率。

巴菲特：一个有趣的问题是，如果你有 500 个杰克·韦尔奇，他们管理着财富，而他们是克隆的，他们管理着所有的财富 500 强公司，美国企业的股本回报率会比现在高还是低？如果你有 500 名出色的竞争对手，他们可能都是理性的(弱竞争)。但事实并非如此，他们会很聪明，他们会一直做正确的事情(强竞争)，但是有一种自我中和的效果，就像有 500 名国际象棋专家或桥牌专家一样。如果他们聚在一起参加比赛，仍然会有很多失败者。因此，我们根本不清楚，如果所有美国企业的管理水平都大幅提高(不考虑与外国企业的竞争)，股本回报率是否会大幅提高？他们很可能会把事情搞砸。

在某种程度上，这在证券市场很容易发生。如果你的智商是 100，而其他所有人的智商都是 80，那么投资证券市场比投资其他所有人的智商都是 140 的地方，要好得多。所以，生活的秘密就是弱竞争。(笑声)

有人问：你是怎么打败鲍比·菲舍尔(象棋冠军)的？除了玩象棋，你和他玩别的游戏。(笑声)你就是这样打败杰克·韦尔奇的。你可以和他打任何赌，除了做生意，尽管他也是一个很好的高尔夫球手，我想特别指出来这一点。(笑)几个月前，当我看到他在一个非常艰难的球场上时，他打出了 69 杆。杰克每年打 70 或 80 轮高尔夫球，偶尔打出低于标准杆的成绩，但他仍在通用电气工作。他是个很棒的经理。但如果 500 强的管理人都是杰克·韦尔斯，我不确定在这个国家股票会更值钱。

12、推荐书单

股东：我是来自明尼阿波利斯的本·诺尔。首先，我想感谢你们过去每年给股东们写的信，以及芒格先生几年前给南加州大学的研究生们做的演讲。我从中学到了很多东西，不仅在投资方面，而且在我作为一名企业经理的日常工作中。我想知道你是否能帮我整理一下我的暑期阅读清单，并提供一些额外的建议，供我阅读投资和管理领域的书籍，而不仅仅是格雷厄姆和费雪等人的标准书籍。

芒格：我最近读了一本新书两遍，我很少这样做。那本书是贾雷德·戴蒙德 Jared Diamond 的《枪炮、病菌和钢铁：人类社会的命运》(Guns, Germs, and Steel)。这是一本了不起的书。这个人的思维方式在商业上很有用。他的大脑总是问为什么。他很擅长想出答案。我认为这是我读过的同类作品中最好的一部。

巴菲特：我最近读了一本简单一点的书(笑声)。我甚至不确定书名。当我读这本书的时候，不怎么注意书名，但它有点像《爱因斯坦语录》(The Ultimate Quotable Einstein)。我的意思是，这些年来他写了很多评论，读起来很棒。《费马大定理》(Fermat's Enigma, Simon Singh)这本书讲述的是发现答案的故事。那是一本非常有趣的书。我在纽约的时候，我们的一个瑞典股东给了我一本，我很喜欢。

12、更高的利率会伤害到房地美和房利美

股东：马克·拉比诺夫。我是来自澳大利亚墨尔本的股东。先生们，我们持有大量的房地美和房利美股票，你们都知道，他们在过去利率上升时受到了很大的伤害。我在想你是否认为将来利率上升时还会受到伤害？

巴菲特：关于房地美和房利美在利率方面的问题，它们并不像人们以前认为的那样对利率敏感。这是一种特别的商业模式。我有一种感觉，如果利率非常低，那么其投资组合中会有巨大的换手率，然后如果利率急剧上升，即使他们有各种方法来保护自己不受利率情况的影响，但我认为这可能会变得非常困难。我想(他们的投资组合在交易时)会有点拥挤。顺便说一句，对于为什么不会发生我说的这种情况，它们可能有很好的答案，因为它们一直在担心和测算各种利率情景。这是它们的工作。

但我认为，从某种意义上说，非常低的利率更像是一个长期的威胁。因为如果你的投资组合中充斥着——比如说 4% 的抵押贷款或类似的东西，然后你的利率大幅上升，在一段时间内，即便你在对冲方面做了什么，这都将是相当痛苦的。查理？

芒格：我没什么要补充的。

巴菲特：这就是储贷业务的情况，实际上你看 25 年前或任何时候，结果都是像我说的那样。房地美和房利美还有其他功能，它们有很多优势，但它们有储贷业务，只是规模非常大。它们以非常特殊的方式，从数以百万的储户那得到他们的钱。但基本经济学也总有一些相似之处。

13、不要担心困难时期："这很有趣"

股东：简·贝尔，来自得梅因。自从我成为伯克希尔股东以来，我一直参加这些会议。这是我的第二次。(笑声)

我是一家咨询公司的合伙人和所有者，我们告诉我们的客户和潜在客户，我们设计的解决方案让他们夜不能寐。

巴菲特先生，从你作为投资者的角度来看，是什么让你夜不能寐？

巴菲特：这是个好问题。我总是问我们子公司的管理层，以及任何新的投资人。我想知道他们的噩梦是什么。安迪·格鲁夫在他的《**只有偏执狂才能生存**》(Only the Paranoid Survive)一书中谈到了竞争对手的制胜法宝。所以说，如果你只有一颗银弹，你会向哪个竞争对手开火？这是个不错的问题。你的问题更宽泛一些。如果你只有一个你想要摆脱的烦恼，那会是什么？

我们真的不担心。当我们有资金分配时，我们会尽我们所能，有时很容易就可以做到。但有时候却几乎是不可能的。但我们不用担心，因为世界一直在变化。如果我们在业务中有什么担心的地方，我们会纠正它。你知道，我们可能在加州地震中损失 10 亿美元。但我并不担心，尽管我有个妹妹住在加州。我告诉她，如果狗开始打转之类的事情，要赶快打电话给我。(笑声)

如果你担心某件事，你要做的就是纠正它，然后继续睡觉。在伯克希尔，我想不出任何让我担心的事情。这并不意味着我有什么好主意——去合理的分配我们所拥有的大量资金。有时候我对此也无能为力。我只能继续寻找我能理解的东西，然后用这些钱做点什么。如果没有机会，那我也不会乱把钱花掉。我们很期待看看明天、下周、下个月和明年会发生什么。查理，你在担心什么？

芒格：在我观察沃伦的 30 多年里，我想说的是，让你晚上不睡觉的原因只能是因为你病了。除此之外，沃伦喜欢投资。我也喜欢投资这个游戏。即使在别人看来很艰难的时期，这也很有趣。

巴菲特：的确很有趣。(笑声)这可能是某种程度上，我们对艰难时期的定义与其他人不同，但我们对艰难时期的看法就像现在，**当市场大幅下跌或诸如此类的事情发生时，我们并不觉得这是艰难时期。**所以我们玩得很开心。(笑声)我们不是说困难是瘟疫或其他什么，但实际上，**伯克希尔的股价是涨是跌对我们都没有影响。**我们正在

想办法让公司在未来几年变得更值钱，如果我们想出来了，股票就会自动增值，所以——通常当股票下跌时，意味着其他东西也在下跌。对我们来说，这是一个更好的配置资金的机会，而这就是我们的业务。所以你不会看到我们担心。也许我们应该担心吧——"什么，我担心？"(自言自语，笑)

14、我们试着思考：什么是重要的，什么是可知的事情

股东：我叫保罗·尹，来自加州洛杉矶。沃伦·巴菲特先生，查尔斯·芒格先生，我是非常钦佩你们两位的人之一。我有两个问题。问题 1：您对未来十年世界金融商业环境的看法。问题 2：在未来十年的全球经济竞争里美国的地位如何？谢谢你！

巴菲特：你问了两个大问题，但恐怕你只能得到很小的答案。(笑声)这不是不尊重。但是我们不怎么考虑这些事情。我们只是在寻找好的生意。顺便说一句，我们过去对这些问题的看法并不准确。

我们试着思考两件事。我们试着去思考那些重要的和可知的事情。现在，有一些重要的事情是未知的。在我们看来，你提出的这两个问题都属于这个范畴。有些事情是可知的，但并不重要。我们不想让这些让我们的头脑变得混乱。所以，我们想说："什么是重要的，什么是可知的？"然后，在这两个问题中，我们可以把哪些行动转化为对伯克希尔有益的行动。真的有很多重要的话题查理和我都不知道，所以我们不去想它们。在未来十年的商业或竞争环境中，我们对世界将会是什么样子有自己的看法，但我们认为我们的看法不太准确。

但我们确实知道可口可乐 10 年后的样子，或者吉列 10 年后的样子，或者迪士尼 10 年后的样子，或者我们的一些运营子公司 10 年后的样子。我们很关心这个。我们对此想了很多。我们希望我们对具体企业的前景判断是正确的。如果我们是正确的，其他的事情就不那么重要了。如果我们开始关注你在思考的这两个问题，那我们就会错过很多重要的东西。

我以前用过这个例子——可口可乐在 1919 年上市。上市第一年每股 40 美元，然后第一年下降了 50%多一点，到了年底，股价降至 19 美元。当时有瓶装商合同的一些问题、糖的问题，当时有各种各样的问题。如果你有完美的远见，你会看到世界上最大的经济萧条即将到来，甚至当时的社会制度都受到了质疑。你会看到第二次世界大战。你会看到原子弹和氢弹。你会看到各种各样糟糕的东西的发生。你总能找到理由推迟购买可口可乐的股票。但重要的不是看到这一点。最重要的是，要看到他们今年每天要销售 10 亿份甚至更多份 8 盎司的瓶装饮料。如果一个人每天能让全世界的人快乐十亿次(2021 年每天 20 亿瓶)，那么他就应该靠做这件事赚到钱。

从 40 美元，跌到 19 美元，如果加上股息再投资，那现在股价肯定超过 500 万美元。如果你对其他这些问题的看法，在某种程度上阻止了你形成对公司未来更重要、更特定的看法，你就会错过一段美好的时光。这些才是我们所关注的事。查理？

芒格：我们正在预测未来的潮流，不管它们是什么，我们试着预测一些东西将在未来很确定的事。

15、《价值线》的财务信息是完美的企业快照

股东：早上好，我是《价值线》(ValueLine)的马克·格斯坦。巴菲特先生，考虑到你的时间安排很丰富，你和芒格先生是如何审视股票市场的所有选择的？

巴菲特：事实是我们甚至不知道我们购买《价值线》付了多少钱。查理和我都在各自的办公室里都买了这份期刊，我们从中获得了难以置信的价值，因为它让我们以最快的方式看到了大量的关键因素，这些因素告诉我们，我们是否对一家公司感兴趣。它也给了我们一种很好的定期更新的方式。《价值线》有大约覆盖 1700 只股票，每 13 周更新一次。这是一个很好的方法来确保你没有忽略一些东西——如果你能快速回顾一下，它所呈现的快照是我们获取各种企业信息的一种极为有效的方式。

我们不关心评级，这对我们没有任何影响。我们也不寻求意见。我们在寻找事实。但我还没有找到一个更好的方法，包括在网上闲逛或其他什么，能让我快速获得信息。从《价值线》上，你能得到关于公司的大部分关键信息，而浏览价值线的时间可能不会超过 30 秒，目前我没有其他任何一个系统能像它一样好。查理？

芒格：我认为《价值线》的图表是很棒的。我很难想象一项工作做得比那些图表上的好。大量的信息以非常有用的形式展示出来。如果我在经营一所商学院，我们会用《价值线》的图表进行教学。

巴菲特：查理所说的图表，并不是指股价走势图。他的意思是指，所有的有用的信息都列在股价图下面的详细的财务信息里。你可以看一下。股价走势图对我们来说毫无意义，尽管它可能会吸引我们的眼球，但这仅限长期以来表现出色的企业而言。价格走势与我们做的任何决定无关。价格本身是非常重要的，但是无论股票是涨是跌，或者成交量是多少，或者诸如此类的事情，就我们而言，这些没有任何用，我们并不在意。

但股价图下方 10-15 行的财务信息中，如果你对商业有一定的了解，这是一个完美的“企业快照”，它可以很快告诉你，你在看的企业有怎样的商业特征。

16、保险公司的合并并没有伤害到 GEICO

股东：大卫·温特斯，来自新泽西州的山区湖泊。随着保险业的整合，您认为这将如何影响伯克希尔的保险业务和浮存金的长期发展？恕我冒昧，但请问你认为你对待伙伴的关系和公平交易的政策，对你的投资回报是增加还是减少了呢？谢谢你！

巴菲特：现在，保险业在逐渐整合，这已经发生了一段时间了。这些年来有一些大的合并。保险行业现在有了一些新的发展。我们提到了巨灾再保险债券，其实它们根本不是债券。但这(对我们的保险的发展)是有影响的。但我要说的是，伯克希尔没有发生任何我认为有害的合并，无论是对我们的 GEICO 业务，还是对我们的再保险业务。我认为，**任何实体的合并都不会改变 GEICO 的竞争状况**。有再多的保险公司合并，也不会成为影响 GEICO 的竞争状况的因素。GEICO 独立运作的方式是极具竞争力的，而成为任何其他组织的一部分都不会使它受益。

而我们的再保险业务则更具机会主义色彩。这并不是整合，它只是由于竞争对手对风险缺乏恐惧，尤其是巨灾再保险业务，竞争对手的产品价格可能完全不足，就像我在年报中的例子中说的那样。但无论如何，巨灾再保险业务在很长一段时期内似乎都是有利可图的。现在可能会有更多这样定价不足的情况的发生，在保险这个舞台上可能会有更多这样的事情发生。

不过，我们有一些非常棒的保险业务。我必须告诉你，我认为你不必太担心我们将来在保险方面的表现。今天有很多 GEICO 的人在这里。我希望你有机会见到他们。在 GEICO 有洛里莫·戴维森(Lorimer Davidson)。我真希望他能来，但戴维已经 95 岁了。几个月前我去拜访过他，对他来说，四处走动是不容易的。但他建立了一家轰动一时的公司，却一度遭遇挫折。杰克·伯恩让它回到了轨道，托尼·奈斯利让它以每小时 100 英里的速度在轨道上运行，而且速度一直在加快。所以我们在 GEICO 做得很好。查理？

芒格：我没什么要补充的。

17、“优秀公司”应该回购股票

股东：来自纽约的比尔·阿克曼。对于一家公司来说，用其资金去回购股票是否存在一个不合适价格？比如可口可乐在 40 倍 PE 的时候进行的回购，这是明智的使用资金的做法吗？

巴菲特：如果你用市盈率来计算，以那样的价格回购股票，听起来价格非常高。但我想说的是：可口可乐已经存在了 112 年了，在这 112 年任何时段里，可口可乐回购其股票都是非常明智的。在我看来，可口可乐是我能理解的企业中，世界上最好的大型企业。我的意思是这是一个很棒的生意。

我们喜欢可口可乐回购股票，我们的兴趣上升。1988 年我们收购可口可乐时，持有该公司 6.3% 的股份。几年之后我们实际上增加了一点。但如果他们没有回购股份，我们现在可能拥有可口可乐 6.7% 或 6.8% 的股份。事实上，通过回购，我们拥有可口可乐的 8% 多一点。今天，全世界将会有 10 亿份 8 盎司的可口可乐产品销往世界各地。拥有 8% 的股份，那就是 8000 万份，6.8% 是 6800 万。因此，伯克希尔在世界各地额外销售了 1200 万份可口可乐。而每一份的可乐我们的盈利都超过一美分，所以，你知道，这让我有点兴奋。(笑声)

我能告诉你的就是，我赞成可口可乐回购股票。我更愿意让他们以 15 倍的市盈率回购股票，但当我考虑其他使用资本的方式时，我仍然认为这是一种非常好的资本使用方式。也许有一天他们能以 20 倍的收益买到它，如果他们能买到，我希望他们能借很多钱，以这样的价格买到很多。然后我认为，如果可口可乐能在未来 20 年内，采取一致标准的回购方式，那 20 年后我们的日子会好过一些。

我不认为许多公司都是这样。我认为出于很多愚蠢的原因，回购已经成为一种盲目的时尚。我不认为所有人回购股票都是合理的。比如，我们看到有些公司发行大量的低价期权，然后它们回购股票的价格却要高得多。我六岁的时候开始读有关投资的书，我想我读到的第一件事就是，低买高卖。但是这些公司，通过他们的期权，他们低卖高买。他们的公式和我学的不一样。所以对于有些公司回购的价格，我们是不赞成的。当我们拥有一家出色企业的股票时，我们喜欢回购，即使是以可能让你流鼻血的价格回购。这通常是一个很好的政策。查理？

芒格：我认为答案是，任何一家公司的股价都有可能涨到非常非常高，以至于公司回购股票都是愚蠢的。你甚至可能遇到回购的滥用。在股市崩盘前，Insull 公用事业公司疯狂地购买自己的股票，以推高股价。最后就像一个巨大的庞氏骗局。在回购上，有各种各样的可能，但是那些真正伟大的公司以高 PE 进行回购，那也是明智的。

巴菲特：我们在 GEICO 的股权从 33% 上升到 50%，而我们没有花一分钱，因为 GEICO 正在回购股票。我们从中获益匪浅。但显然，当价格更低时，我们受益更多。比如，我们在华盛顿邮报公司的股权，就从 11% 增长到 17%。但《华盛顿邮报》、可口可乐或其他任何一家公司，现在的回购都没有像过去那样有较大的折价。但我仍然认为，在许多情况下，回购这种资本分配方式可能是对许多人最好的。

18、伯克希尔的浮存金有一个负成本

股东：我叫哈奇·弗农。我来自马里兰州巴尔的摩市。我的问题和浮存金有关。你在年度报告中说过，你过去也曾说过，对伯克希尔来说，浮存金的价值大于同等数量的股东权益的价值。我想知道你能否解释一下那句话。

这是因为相对于股东权益的估算成本，浮存金的成本是如此之低？还是说这句话背后还有其他原因？

巴菲特：不是。这是因为我们 70 亿美金的浮存金的成本是负的。如果我们的浮存金每年要花费我们几个百分点作为成本，那即使浮存金是随时可供我们使用，我们也不会有年报里的结论。伯克希尔的浮存金的成本小于 0，这意味着我们的保费的获取是有利润的。

如果我们退出保险业务，放弃 70 亿美元的浮存金，代之以 70 亿美元的股东权益，那我们明年的资金就会比目前情况下少，尽管我们的净资产看起来会比现在高 70 亿美元。我说过，如果我们要做这个决定——如果我们有机会退出保险业务，作为这个决定的一部分，70 亿的负债将从我们的资产负债表上消失，因此我们的权益将增加 70 亿，而不涉及税收，我们将拒绝这个提议。所以很明显，我们认为这 70 亿美元负债，当它被视为保险业务的一部分时，就实际经济价值而言，它根本不是负债。

当然，关键不在于当前的浮存金是多少，也不在于当前的成本是多少。关键是 10 或 15 年后的浮存金是多少，而 10 或 15 年的获得成本是多少。我们将非常努力地增加浮存金的数量，并把成本控制在接近我们目前水平的水平。如果能做到这一点，它就会成为一项非常有吸引力的业务。GEICO 在这方面做得很好，但是我们还有其他的保险业务，它们在这方面也很重要。未来我们可能还会获取其他的保险业务。查理？

芒格：如果浮存金能够一直增长，那会是一件很棒的事。我们的保险业务真的很棒。除了拥有这种非凡的盈利能力，它比大多数保险公司遭受重创的可能性要小得多。所以我认为它更安全，并且优点更好。

巴菲特：这听起来可能很奇怪，但我们并不认为在加州地震中损失 10 亿美元就真的会使我们遭受重创。我的意思是，就这部分损失于整体业务而言影响非常小。有很多保险公司的风险敞口比这更大，但实际上并没有因此得到足够的回报。你们并没有看到具体的情况，但是任何一家公司，如果在佛罗里达、长岛或得克萨斯州海岸拥有大量的房屋保险业务，那么它的风险敞口可能是我们十亿美元的许多倍，而且它甚至没有因为承担这种风险而获得适当的或特别的回报。

19、日本可能的抛售美国债券没有影响

股东：我叫玛丽·塞姆勒，来自华盛顿州西雅图。日本是美国国债的主要持有者。在日本经济陷入困境的情况下，你认为日本会将其在美国的投资套现以拯救自己吗？为什么？为什么不？

巴菲特：这是非常有趣的问题。这是关于外国人如何投资的问题。让我们假设日本或任何其他国家决定出售

一些美国国债。我们假设日本，或者其他国家，决定出售他们持有的一些美国国债。如果他们卖给美国公司或公民，他们会得到什么回报？他们会收到美元。他们会用美元做什么？你知道，他们无法离开美元系统。如果他们卖给法国人，法国人会给他们一些东西作为回报。那么现在就是换成法国拥有美国国债。但实际上，只要我们美国存在赤字——一个巨大的贸易赤字，美国接受了商品，并向外国人提供一些债券作为交换。我的意思是，当交换任何东西的时候，总的来说，他们寄给我们的东西比我们寄给他们的要多得多。我们可以给他们一张借条，我们可以给他们政府债券，我们可以给他们在美国的投资.....但他们必须是这个国家的净投资者，而我们是他们商品的净消费者。这是一个相互的概念。因此，我不能理解，一个外国政府是如何抛售其持有的政府债券，而没有获得其他类型的资产作为交换，而且这些资产可能会对另一个市场产生影响的。

在经济学中，你总想问的一个问题是"然后呢？"(在其他领域这么问也是一个好主意)，因为交易总有另一面。问问你自己，如果你是一家日本银行，你出售了价值 10 亿美元的美国国债，作为交换，你得到了什么？如果你坚持问下去，我认为你不会担心外国政府会抛售美国国债。这不是一种威胁。查理？

芒格：如果我拥有日本，我会希望大量持有美国国债。你是在一个没有太多自然资源的岛国上。我认为日本政府的政策对日本非常明智，如果他们抛售所有美国国债，我会感到非常惊讶。

巴菲特：如果他们是我们的净出口国，他们有什么选择？想想看。如果他们送过来的货物比我们送过来的多，他们必须得到一些东西作为交换——事实就是如此。有一段时间，他们以进口电影作为交换(笑声)，他们以纽约的房地产作为交换。我的意思是他们有选择资产的权利，但是他们没有选择是否得到一些投资资产作为回报。对我来说，一个方程有两面这一事实的讨论是如此之少，这让我很惊讶。但我想，如果从另一个角度看，它可能会成为更好的新闻标题吧。

20、巴菲特一定程度上支持社保资金投资股市，芒格却不同意

股东：这是来自密歇根州底特律的约翰沃恩博士。内布拉斯加州参议员鲍勃克里提议，私人投资占当前工资税的两个百分点。我引用他的话，"人们想要的不仅仅是转移支付。他们想要的财富。"你赞成这个建议吗？如果你这么做了，你会推荐被动投资如指数投资，还是推荐主动投资，你和查理会不会尝试一下？(笑声)

巴菲特：我和鲍勃克里谈过这个问题，鲍勃很喜欢让每个人都参与到美国经济中来，并从中获得利益。正如你们所知，他提议，每年给出生的 350 万左右的孩子一小笔补助，然后再建立一些账户。参议员莫伊尼汉最近与

克里共同提出了一些建议。

我个人不希望看到任何大额的社会保障，莫伊尼汉说的是 2%。实际上，我提出的想法是，在 12%和一小部分中，也许 2%，由受益人，也就是社会保障参与者选择，可以投入到其他体系中，但这之后，他们只能得到基本社会保障福利的 5/6。我不认为你能把它降低到这个水平以下，因为你不希望人们在 65 岁时，或者在未来更年长的 70 岁，没有安全足够的社会保障。我不想把它降低到目前效益的 5/6 以下。

我认为这是一个非常合理的话题来讨论你是否想要取那 2%，然后，让人们建立一个帐户，也许免税，也许是 IRA 类型的帐户，这样他们就可以同时拥有财富和保障。但我不想让保障变得太少。我想我不会想要从美国公众中把一支销售人员队伍解放出来，只是因为某种程度上我们强制拿出 2%去做投资。我不认为这是好事。查理？

芒格：我没有你那么热情。(笑声)换句话说，你的消极或保守的态度比我的积极得多。我认为，让政府参与进股市并增加股票价值的想法——比如在日本，我们现在已经尝到了这种滋味。日本政府一直在使用邮政储蓄系统，并年复一年地大量购买股票。**我不认为我们需要把政府引入股票市场。**(掌声)

21、商学院对资本成本有点"语无伦次"

股东：我是戴尔·马克斯，来自伊利诺斯州帕克大学。我有一个问题要问你们每个人。给查理提个简短的问题，给沃伦提个长一点的。我问查理的问题是，从商学院的角度来看，伯克希尔的资本成本是多少？我想问沃伦的问题是，我一直在上网看雅虎财经，里面会给你一些公司的建议。当我搜索伯克希尔的时候，它显示没有人推荐伯克希尔(笑声)——尽管事实上可能有一千个人在这里佩戴着"我爱伯克希尔"的标语。当然我也穿上了我的。但是缺少雅虎的建议是什么原因呢？

巴菲特：顺便说一句，我们也不推荐看雅虎。(笑声和掌声)但我会让查理先回答第一个关于资本成本的问题，这个问题困扰了人们几千年。

芒格：我发现，现在大多数商学院的教学方式有点"语无伦次"。是我问了这个问题，却得到了"语无伦次"的答案。我认为这是个愚蠢的问题，我没有一个好的答案。沃伦，当我们不断收到资金，并要进行再投资的时候，伯克希尔的资本成本是多少？

巴菲特：实际上只有两个问题，但你不需要数学答案。

第一个问题是，当你拥有资本时，是保留还是返还给股东更好？当你不能用这些资本创造超过一美元的价值

时，最好将其返还给股东。这是第一个问题。如果你通过了这个检验标准，你认为你可以用剩下的每一美元获得超过一美元的价值，那么你只需要寻找你觉得最可靠的东西，就能保证最大的回报。因此，**我们的资本成本实际上是由每留存一美元创造超过一美元价值的能力来衡量的**。如果现金在你们手上可以获得比在我们手上更高的回报，那么我认为我们的资金成本已经超过了你的资本成本。

一旦我们认为我们可以做到这一点，那么问题就是，我们如何才能做到最好？坦率地说，我在商学院看到的所有东西——我还没有找到任何改进这个公式的方法。你可能会遇到的麻烦是，**许多管理层不愿向股东分配资金，他们会认为自己会比实际情况做得更好**。但这可能是有风险的。管理层完全可以通过雇佣一群人，来提出一些资金成本来证明他们持有资金是合理的。如果有必要的话，他们就会这么做。

关于推荐股票的问题，这些年我们很少有股票推荐。回想 1965 年，我想不出有多少券商报告在推荐伯克希尔。我根本就没要求什么券商报告。我们不希望伯克希尔以尽可能高的价格出售股票，我们也不希望吸引那些因为别人推荐股票而购买股票的人来伯克希尔。

我们更喜欢那些自己搞清楚自己为什么想买伯克希尔的人。**如果他们因为认可这是他们想去的餐厅而进入这家餐厅，那他们更有可能留下来(而不是有人吹捧这家餐厅)**。这就是我们的方法。所以我们没有采取任何鼓励措施。我认为即使我们这样做了，我们可能也不会得到很多券商的推荐。如果你是一名经纪人，伯克希尔可不是一只可以发财的好股票。(笑声和掌声)

芒格：我认为在市场上机构推荐这么少的一个主要原因，是伯克希尔被认为很难大量购买。(笑声)

巴菲特：我们有一些很好的机构作为股东，包括一个由我们的好朋友经营的机构，但坦率地说，有一群个人股东对我们来说更有趣。如果我们赚到了钱，那么它就会给人们的生活带来变化，而不是仅仅一个季度内的业绩的数据变化这么简单。**我们认为个人股东更有可能加入并认可我们的想法，即只要我们呆在这里，就会一直和我们在一起。这就是我们看待企业的方式。很少有机构以这种方式看待投资，坦白地说，我们认为，与个人投资者相比，它们往往不那么理性。**

22、地震可不知道你能得到多少保险金

股东：早上好，先生们。我是休史蒂·文森，来自亚特兰大的股东。我的问题涉及到公司的巨灾再保险业务。你已经回答了其中的一些问题，但我想请你详细说明一下。你已经表明巨灾再保险是公司最重要的业务。我的问

题是，你认为巨灾债券和巨灾衍生品对公司的浮存金和浮存金的增长有什么长期影响？我知道，这些金融工具对风险的错误定价并不会真正影响你对业务的定价方式，但我想知道，你认为它会如何影响业务的规模？我记得几年前，巴菲特先生你说过，你永远不会比你最愚蠢的竞争对手更聪明。可这些都是潜在的愚蠢竞争者。

巴菲特：你说的没错。(笑声)但我想在一件事上加个星号。我们说保险将是我们最重要的业务。我们并没有说巨灾再保险业务将是我们最重要的业务。巨灾再保险一直是我们业务的重要组成部分，未来多年可能仍然是一个重要的部分，但它远没有 GEICO 重要。

关于这点，我想说一两句。但就像我在年报中所阐述的那样，巨灾再保险行业的定价可能是错误的。你可以把它的价格定在应有价格的一半。我在报告中使用了一个例子，说明你是如何对一项你应该合理承保的保单进行错误定价的。比如说，每年你收到了 150 万美元的保险金，承保的金额是 5000 万美元，期限是 10 年——在某件事情发生的概率是 36 分之 1 的情况下，每年你应该得到将近 150 万美元的保险金。我说过，如果你把它的价格定在每年 100 万美元，那你会认为，你可以在 10 年期间内赚 70% 多的利润。有趣的是，如果你以这个价格为它定价，你会认为你在 70% 以上的情况下都能赚到钱，因为当你在为非常罕见的事件承保时，你可以完全错误地定价，但很长一段时间内都不知道。

巨灾再保险债券打开了这个领域的大门。你总是会遇到愚蠢的竞争对手的问题，但是在对冲基金的例子中，他们买了一些这样的东西：当有利润而没有飓风的时候，基金经理在一年中获得 20% 的利润；当发生飓风或地震的时候，他不承担损失。这个时候，你就更有可能遇到愚蠢的竞争对手，特别是那些基金有限合伙人。

因此，这很可能是一个竞争因素，使我们的业务量大幅下降。这不会改变我们的定价策略。你要记住的是，地震并不知道你得到了多少保险金。(笑声)我的意思是地震无论如何都会发生。在圣安德列亚斯断层上可不会有人说：因为我只收取了 1% 的保险费，所以我们每 100 年才会发生一次地震。(笑声)地震可不是这样说好的。因此，未来几年，我们在巨灾再保险业务上的业务量可能会大幅减少。我们的这两类业务保单还将持续几年。但就新业务而言，我们将做得少得多。

不过，到目前为止，GEICO 是我们保险业务中最重要的部分。截至 4 月 30 日的前 12 个月中，GEICO 的有效保费增长了 16.9%。去年末，我说过这个数字是 16%。一年前，我告诉过你是 10%。在那之前的一年，我想是 6% 左右。它的增长正在加速，在全国范围内，GEICO 应该比现在拥有更多的家庭客户。在我看来就是这样的。这

将是我们保险业务的重要组成部分。

但随着时间的推移，我们可能还会以其他方式从事保险业务。如果你严于律己，你应该找到一些赚钱的方法，但这并不总是一成不变的。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

23、巴菲特想要的只有年度报告

股东：你好。我是史蒂夫·戴维斯，从旧金山来。我想听听你对如何理解公司年报的建议。你在年报中寻找什么、什么是重要的、什么是不重要的，这些年来你从成千上万的报告中学到了什么？谢谢你！

巴菲特：我会告诉你，我读了很多很多报告。我们从我们认为可以理解的公司的报告开始。所以我们希望阅读我们能理解的年报，我每年都读上百篇。然后我们从报告中看到管理层是否在告诉我们想知道的事情。

当我们发现一个管理层确实告诉了我们这些事情，而且是用坦率的态度——就像一个子公司的经理会对我们坦诚一样，用我们能理解的语言交谈，这肯定会改善我们对投资这样一家企业的感觉。在某种程度上，反过来会让我们感到厌烦。所以，如果我们读了一些公关式的官样文章，你知道，如果我们只看到了很多图片，但没有说明事实，这对我们对企业的态度会有一些影响。

当我们读完年度报告时，我们想要比刚拿到报告时能更好地了解公司业务。这对管理层来说并不难，如果他们想这么做的话。如果他们不想这样做，我们认为这是决定我们是否想成为他们十年左右的伴侣的一个因素。

我们从阅读年报中学到了很多。例如，可口可乐公司过去多年的年报是一份信息量极大的文件。如果我和罗伯托·戈伊祖塔，或者现在的道格·伊维斯特交谈，他们会告诉我有关公司的事情，他们告诉我的不会比我读那份年报得到的更多。我们根据年报买进了那只股票。在购买我们的股票之前，我们购买可口可乐并不是基于与可口可乐高层的任何对话。我们只是根据年报，加上我们对业务运作的了解，才买下了它。查理？

芒格：是的。如果你的年报中，有一堆标准化的流行术语，使得年报看起来像是来自同一家咨询公司，那我认为这是一个很大的失误。这并不是说参考一些咨询报告来写年报是错误的。但我认为，对于一种坦率、简单、连贯的报告来说，年报有很多东西值得说。

巴菲特：每个企业都有问题，我们只要经理及时告诉我们就行了。我们希望在我们经营的企业中也能做到这一点。事实上，我们很少给我们的经理提建议，但是我们经常说的一件事就是，马上告诉我们坏消息。我不明白

为什么谈公司的坏消息，对一家上市公司的经理来说不是一个好建议。

随着时间的推移，我确信这是最好的政策。但很多公司，比如，有投资者关系沟通方面的人，他们总是迫不及待地想要推出他们认为是好消息的东西。他们的态度是：他们有一群动物需要喂养，他们会一直喂它们想吃的东西。随着时间的推移，动物们学乖了。所以我们试图远离这样的企业。

芒格：你很少在年报中看到这样一句话：这是一个非常严重的问题，我们还没有完全弄清楚如何处理它。(笑声)但是相信我，大多数情况下这是一个准确的陈述。(此时巴菲特暂时离开)

24、芒格在可口可乐和百事可乐的对决中独树一帜

股东：我想知道您对可口可乐的长期增长和百事可乐最近提高与可口可乐竞争能力的努力有什么预测？

芒格：哎呦，只有我了。(笑声)我预计，与百事相比，可口可乐将继续增长。(巴菲特回来坐下，掌声)

巴菲特：我不在的时候他在干什么？你说什么，查理？我知道我刚刚是在冒险。(笑声)问题是什么？

芒格：我说，长期来看，我预计可口可乐的增长会比百事可乐要好。

巴菲特：这就是我们为什么让他年复一年地继续工作的原因。(笑声)有一次，在查理一个感觉到特别自信的时刻，他对我讲了关于 RC 的同样的事情。(笑声)

25、忽略可口可乐收购资产的 PE

股东：蔡斯，德克萨斯州休斯顿市。第一个问题是关于目前美国上市公司的收益质量和你对收益质量的评价。第二，请问你觉得应该按照怎样的 PE 去收购资产？比如罐装资产？谢谢。

巴菲特：好吧，就拿第二个问题来说，比如可口可乐，罐装系统资产的交易是一个长期战略的附带问题。在我看来，这个长期战略到目前为止已经取得了巨大的成功，而且还将取得更多的成功。在重新配置罐装系统的过程中，比如在向相对不发达的市场扩张的过程中，已经并且将会有很多罐装资产的交易。其中一些产生了巨大的收益。一些产生了小的收益。我在评价可口可乐时忽略了这些。

分析可口可乐的两个重要因素是单位销售价格和市场份额。如果可口可乐的市场份额上升，并且单位销售价格增长迅速，随着时间的推移，你将在可口可乐公司赚到钱。在全世界各地已经有饮料市场的地区，人们可以购买各种饮料。可口可乐已经在世界各地收购了一些这样的公司。当你看到已经卖出了 1 亿罐的可乐时，你会想，也许可口可乐每年会增加到销售 15 亿罐，这才是真正的价值增长。这是价值的巨大增长。对可口可乐公司来说，

这才是最重要的。如果你认为可口可乐公司 15 年或 20 年后的销量将是目前销量的几倍，而你认为除可口可乐以外的其他饮料的量将大幅减少，那么你已经走得够远了。所以我不会关注资产收益。我把它们从未来中去掉。

至于收益的质量，查理和我认为，从一个重要方面来说，美国公司的收益质量下降了。这不是因为政策改变了，而是**因为股票期权的缘故，收益质量的下降太明显了。**

有一些我们已经评估了可能我们会购买的公司，在我们的收益计算中，它们的实际每股收益可能比披露的少 10%。这并不一定是世界末日，但在估值方面的差异是显著的。**因为在会计准则下，股票期权的成本是不会被披露的。**因此，我们认为，一家每年授予大量股票期权的公司所报告的盈利质量，要比不存在这种情况的公司差得多。很多公司都属于这一类。

可口可乐的收益很容易计算出来。只要算出他们在每个地区从运营中赚了多少钱，你就会看到随着时间的推移，每个地区的收益都在上升。地区增多，竞争对手的份额下跌。没有比这更简单的了。

GEICO 也是一样的。关键因素是有效的保单数量和每个保单的承保代价。正如年度报告所指出的那样，这正是我们支付员工工资的方式。根据这两个变量的变化，我们在公司内部从下到上支付给他们工资。我们不谈论 GEICO 的每股收益，也不谈论投资收益。我们不会偏离轨道，因为在很长一段时间内，这两件事将决定 GEICO 的业务前景。而 GEICO 的分析思路和可口可乐是一样的。

26、本杰明·格雷厄姆和巴菲特将如何教授投资

股东：你和芒格先生都曾反复说过，你不相信我们的大学正在正确地教授企业估值方法。作为哥伦比亚商学院的博士生，这让我感到困扰，因为再过几年，我将加入教授企业估值方法的行列。我的问题并不是你是否会在教授企业估值方法时，将来自格雷厄姆、费雪或芒格的讲座等资料教授给学生。我更关心你在教授企业估值方法这门课上，有什么建议吗？

巴菲特：我很幸运。我有一个很棒的老师，本·格雷厄姆，我们在那里上过一门课，至少有一个同学和我一起参加了。他让投资变得非常有趣，因为我们所做的就是走进那门课，我们评估公司。他和我们玩各种各样的小游戏。比如有时他会让我们用一大堆数字来评估 A 公司和 B 公司，然后我们会发现 A 和 B 是同一家公司在不同的历史时期。然后他玩了很多小游戏让我们思考什么是关键变量以及我们是如何偏离轨道的。

我记得有一次，本和查理、还有我，还有其他九个人，1968 年左右在圣地亚哥见过面，当时他给我们所有人

做了一个小测试，我们都认为自己很聪明——但实际上我们都不及格。这就是他教我们的方法，一个聪明的人可以玩好他自己的游戏，并且在愚弄人方面可以做得很好。

如果我在教一门关于投资的课程，就会有一个接一个的价值评估的案例，试着找出那个特定行业的关键变量，并首先评估它们的可预测性，因为这是第一步。如果有些事情是不可预测的，那就忘掉它。你知道，你不必对每个公司都是对的。在你的一生中，你必须做出一些好的决定。重要的是，找到一个你真正知道的关键变量时——哪些是最重要的变量——并且你已经真正明白了它们。

在我们做得不错的地方，查理和我做了十几个与净资产相关的重大决定，但都没有达到很大的规模。我们知道我们是对的，它们没有那么复杂。我们关注的是正确的变量，而这些变量占主导地位。我们知道，即使我们不能把它移到小数点后 5 位或者其他类似的位置，但总的来说，我们的判断是对的。这就是我们要找的投资机会。这就是我要试着教学生去做的，我不会试图教他们去相信他们能做到不可能的事。查理？

芒格：如果你打算教企业估值方法——如果你希望教的是像人们给房地产估价那样，比如你可以选择任何一家公司，然后让你的学生在学习了你的课程之后，给你一个关于这家公司的价格，并且将这个价格所蕴含的未来前景，和它目前的市场价格相比，然后做出选择.....我认为你是在尝试不可能的事情。

巴菲特：可能在期末考试中，我会选择一家互联网公司，我会说期末考试的问题是，“这个值多少钱？”任何给我答案的人，我都会给不及格。(笑声)

芒格：没错哈哈。

巴菲特：这样打分也比较容易。(笑声)

27、Wesco 不是伯克希尔的缩小版

股东：我记得去年在《纽约时报》上有一篇文章，把 Wesco 金融公司视为伯克希尔的 C 类股份，我想知道你对此有何评论。第二个问题是，如果我给你开一张伯克希尔拥有的运营业务的支票，需要多少钱？

巴菲特：需要很多钱。(笑声)查理是 Wesco 金融方面的专家，所以我想让他谈谈，他在这方面很有口才。

芒格：我们总是说，按每单位账面价值计算，Wesco 金融公司的价值远低于伯克希尔公司，实际上市场也在说同样的话。它并不是伯克希尔的缩小版。这是历史性的意外。

巴菲特：显然，我们希望 Wesco 能做得很好。我们拥有 80%的股份，我们对那里的合伙人有着强烈的感

情，尤其是彼得斯一家。20 多年前，他们邀请我们加入，并相信我们能够管理他们的大部分资金，让我们买下控制权。所以我们对它有强烈的信任。

与伯克希尔相比，Wesco 金融遭受了损失，原因之一是，任何想要免税并购的公司，都希望来到伯克希尔(换股并购，交换伯克希尔的股票)。不幸的是，事情就是这样。我们主要是在寻找大规模的生意，而这些大生意将更适合伯克希尔。我们希望得到适合 Wesco 金融规模的生意，几年前我们有一个非常好的生意，这要感谢罗伊·丁斯代尔给我指明了正确的方向。我们为 Wesco 金融公司增加了堪萨斯银行家担保公司，这是一颗宝石。由唐·托尔管理，他做得很好。但不幸的是，这是个例外。因为如果出现了飞安公司这样的规模，它就不适合 Wesco。因此，我们将为 Wesco 金融公司尽最大努力，但事情的本质是，大部分好机会都将流向伯克希尔。查理？

芒格：关于伯克希尔旗下所有运营子公司的价值，答案是你必须自己算出来。(笑声)

巴菲特：顺便提一下，我们提供的信息是，你对它的判断应该和我们的一样好。对布法罗新闻报、喜诗糖果、飞安公司或冰雪皇后的估值并不神秘。所以我们得到的信息是一样的。如果我们没有向你提供任何有关伯克希尔重要子公司的重要信息，我们愿意提供给你，因为我们认为你有权获得这些信息。它使您能够对各个部分进行评估。由于伯克希尔现在的总规模，就市值和我们持有的一些头寸而言，规模较小的子公司真的不可能产生那么大的影响。但我们同样喜欢他们。我喜欢我们从事的所有业务，也喜欢经营这些业务的人。

我们在公司内部对子公司的态度没有区别。但就对伯克希尔的估值的实际影响而言，在计算伯克希尔的价值时，到底价值是 X，还是 X 减 1000 还是加 1000，其实并没有太大区别。但现在每股 1000 美元变化，代表市值已经超过了 10 亿美元，10 亿可是一大笔钱。

28、买伯克希尔还是买伯克希尔持有的股票？

股东：我想问，比起投资伯克希尔持有的股票，投资伯克希尔有什么优势？

巴菲特：好吧，很多人都会选择其中一种，而有些人两者兼而有之。但是你必须自己做决定。我们不会花太多时间告诉你伯克希尔正在做的每一件事，在我们进行的过程中，可能会有一些变化，在伯克希尔可能会发生一些事情，我想你在其他地方复制这些事情会有困难。

但另一方面，你知道，如果你几年前把所有的钱都投到可口可乐，你可能会比把钱投到伯克希尔做得更好。所以我们不会去建议人们该如何使用他们的钱。实际上，我们并不是通过伯克希尔的投资组合行动来寻求成为投

资顾问的。查理？

芒格：令人惊讶的是，我们讨厌别人跟着我们抄作业，跟着我们买我们买的东西。(笑声)

巴菲特：这无关个人。

29、推动牛市的三个因素

股东：你好，巴菲特先生，芒格先生。我叫罗伯特·麦考密克，来自内布拉斯加州霍尔德雷吉。我想知道，你认为过去几年股市的上涨在多大程度上归功于婴儿潮一代为退休而进行的投资？

巴菲特：我不认为这有什么关系。我个人认为有两大因素。一个是**股本回报率的提高**，这是推动股价上涨的一个根本因素。二是**利率下降推高了股价**。最后，**股价上涨本身的赚钱效应带来了买盘**。它不会永远持续下去，但在某种程度上，如果你有这些推动它前进的潜在因素，它会创造自己的上涨的动力。因此，我认为这三个因素中的前两个是基本的，第三个是牛市确实会自己创造的市场因素——在这方面，我想你已经看到了一些证据。

我不认为任何具体的投资者——比如 401(k)养老金或者其他什么投资者，可以单独推动牛市本身。但我确实认为**资金正在涌入共同基金**，例如，因为人们看到这些基金有非常好的历史业绩。这确实吸引了投资者。人们想搭上财富快车。顺便提一下，我认为他们中的很多人都有非常不切实际的期望。查理？

芒格：是的。我想在过去的 18 年里，以过去的任何标准来衡量，股票的投资业绩是惊人的高，对吗，沃伦？

巴菲特：对。自 1982 年以来，道琼斯指数已经上涨了十倍，标准普尔指数也差不多。市场上有很多很多资金，而且总是有更多的参与者。每天都有一些人进入市场，因为他们觉得错过了机会；或者仅仅是因为他们有一个愉快的投资经历，而使得他们比以前更有钱了。就你应该期望从投资中得到什么而言，过去的经验并不意味着什么。如果你以正确的价格拥有或购买了企业，并且从那时起企业表现良好，那你会在你的投资中做得很好。

芒格：我想我们几乎可以保证，你不会再有 18 年的 17-18% 的年回报率了。

30、巴菲特和芒格在“偷懒”方面不相上下

股东：你好。我是来自佛罗里达州棕榈滩的 Tubby Stayman。我知道你很喜欢打桥牌。请告诉我，你每隔多久会投入进这个美妙的游戏中？除了上网，你一周玩几次？

巴菲特：我们应该把它写进年度报告，因为它可能是一个重要的因素。(笑声)我可能一周至少玩十个小时，也许更多一点。我也没有因此得到任何技巧上的改善，所以这是相当令人沮丧的，但它给我带来了许多乐趣。而打

桥牌的时间一定是来自平时的阅读时间。我认为这还没有对伯克希尔造成伤害，但这可能是因为伯克希尔总体上处于一个缓慢发展的时期。如果市场下跌很多，我保证减少我在打桥牌上花的时间。(笑声)查理？

芒格：嗯，我可能一周玩三四个小时。但我不在互联网上玩。

巴菲特：不过他经常打高尔夫球。承认吧，查理。我们在偷懒的时间差不多。(笑声)

芒格：嗯，是的。(笑)

31、为迪士尼与首府/ABC 广播的会计准则做辩护

股东：我叫凯里·布莱克(PH)，来自佛罗里达州西棕榈滩。如果艾斯纳在观众席上，请恕我直言，迪士尼公司最近遭到了一些批评，主要是来自纽约一所州立大学的会计学教授，批评的内容涉及迪士尼收购首府/ABC 广播的交易以及他们对这笔交易的解释方式。基本上，这位教授的意思是说，迪士尼不知怎么搞的成立了一个贿赂基金，并把这笔钱花在与这个贿赂基金的合并上，而不是用在盈利上。如果你熟悉这种批评，我想知道你怎么看？如果你不知道，你熟悉迪士尼对首府/ABC 广播公司的收购方式吗？

巴菲特：是的，我很熟悉。实际上，写这篇文章的安倍·布里洛夫，总的来说，是我钦佩的一个人。安倍在三、四周之前给我写了一封信，邀请我到 he 任教的一所大学演讲。我给他回了信，告诉他我做不到，因为离我要去的地方不近。我告诉了他，他问我关于迪士尼的事。我告诉他我不同意他的观点——我欣赏安倍试图让会计反映经济现实的做法，但我和他在某些方面并不完全一致，尽管我们在其他方面会达成一致。

我不认为迪士尼是一个难以评估的非常复杂的企业。我的意思是，当首府广播公司收购 ABC 的时候，他们做了一些会计上的调整，在某种程度上，这些调整会被冲掉。如果你在会计上的某一项卡住了，那你可以从之前的持有成本中把它们冲销掉。也许之前的管理层当时也应该把它们冲销掉。但我不这么认为——我认为在迪士尼，你现在看到的就是你得到的。查理？

芒格：我对迪士尼的会计工作没什么意见。安倍·布里洛夫是个很棒的人。他有很好的幽默感，而且他通常会和正确的恶魔战斗，但是我不认为 he 应该批评迪士尼的会计。

巴菲特：我们当然不同意安倍的观点，但就像我说的，我同意查理，他是个好人。但是我们完全不同意 he 关于无形资产摊销的观点。所以我们会说，如果迪士尼对无形资产的摊销计入费用，不管它是什么，大概每年 4 亿美元，而无形资产是不能税前扣除的，我们会把它作为收入的一部分。因此，在调整时可能会有一些正负之处，

但我要说的是，当你把无形资产的摊销加回去时，我们可能会认为，迪士尼未来几年的经济收益很可能会超过公布的收益。

我认为财务会计准则委员会正在研究的无形摊销问题应该改变。我认为它完全扭曲了经济现实，并且影响了人们是否应当用购买会计法(purchase accounting)或合并会计法(pooling accounting)，人们总想做各种各样的技巧，试图使用合并会计法。而且，在同一个交易中，不应该在报告的数字上产生那样的差异，因为，不管是通过购买会计或合并会计进行记账，两者是完全相同的一个经济实体。

但我见过一些管理层，其中一些我很熟悉，他们是基于合并会计的基础上去开展工作；而如果是私营企业，他们会以购买会计为基础。我觉得这太疯狂了。我认为，如果会计迫使人们做一些疯狂的事情，那么现在是会计审视自身的时候了。(掌声)在我们看来，迪士尼的净经济收益，比公布的收益要高一些。

32、我永远也不会有足够的知识去买科技股

股东：早上好，芒格先生和巴菲特先生。我叫普拉卡什·普拉姆，来自明尼阿波利斯。科技行业似乎有很大的价值，满足你投资的大多数标准和哲学，除了简单标准。比如 IBM，微软，惠普，英特尔。你将来会考虑投资这个行业的公司吗？

巴菲特：答案是否定的，这可能是相当不幸的，因为我一直是安迪·格鲁夫和比尔·盖茨的崇拜者。你知道，我希望我把这种钦佩转化为金钱的支持。但事实是，我不知道未来微软或英特尔会在哪里——我不知道 10 年后的世界会是什么样子。

我不想参加一个我认为其他人比我更有优势的比赛，即使我可以把我所有的时间都花在思考未来一年的技术上，我也不会成为全国第 100 名、第 1000 名或第 10000 名最聪明的人。所以这是一个 7 或 8 英尺高的杆，我无法跨越。有些人可以跨越它，但我不能跨越它。无论我怎么训练，我都无法跨越它。所以，有人会赚很多钱的事实并不困扰我，真的。我的意思是，也许有人用可可豆赚了很多钱，但我对它们一无所知。

我对很多领域一无所知，对很多事情并不了解。如果查理和我，花一年的时间来研究某样东西，并能够掌握足够的信息，使得我们的判断比其他人更好，那这将是一个非常有效的工作。但这不会发生在科技领域。这完全是浪费时间。对我们来说，在容易的击球区挥杆要好得多。查理？

芒格：不管沃伦认为自己对科技了解多少，我想我比他知道得更少。(笑声)

巴菲特：顺便说一句，这可能不是真的。查理比我懂得多一点——他比我更能理解现实世界中的一些事情。

33、我们错过了股票回购的良机

股东：早上好。我是默里·卡斯，来自安大略省马卡姆。首先，不顾我牙医的劝告，我想感谢你昨天晚上给我免费的可乐和冰淇淋。(笑声)今天早上早些时候，巴菲特先生，你提到你喜欢可口可乐这样的好公司回购他们的股票。同样，我拥有一家很棒的公司的股票，那就是伯克希尔。那我应该期盼你回购伯克希尔的股票吗？

巴菲特：嗯，这很有趣，也许我们应该买回一些股票，但是通常在那个时候我们可以买一些对我们也有好处的东西。也许当我们买可口可乐的时候，我们可以买回我们自己的股票。在某种程度上，它的交易量并不大。

但我认为，我们在不同时期错失了回购股票的良机，这种批评不无道理。我们以后再看。如果这看起来是用钱最好的办法，那就是我们应该做的。在过去，我对伯克希尔的看法可能还不够乐观，特别是与我们用金钱做的其他事情相比。比如我们花在购买 GEICO 上的钱，所有这些都被证明是一笔很好的投资。

但我们从未想过提高杠杆率。那不是我们的游戏。所以我们从来不想借很多钱来回购股票。我们可能会建议其他人这样做，但这不是我们自己的风格。我们所有的钱都在公司里。我们几乎拥有所有朋友和亲戚的钱。所以，我们从来没有想过要把这家公司当作一个拥有 100 只股票的投资组合来去做杠杆化。

但是说我们没有在本应回购的时候回购股票，这是一个合理的批评。我们发行了一些本不应该发行的股票 (Dexter 鞋业)，这也是一个合理的批评。查理？

芒格：我同意这两种说法。

34、推广“微笑列车”的中国人

股东：我来自中国。现在我在密歇根有一家公司。我想在中国销售可口可乐、GEICO 和一本名为《奥马哈巫师：沃伦·巴菲特的投资哲学》(The Wizard of Omaha: The Investment Philosophy of Warren Buffett)的小书。让他们在所有的村庄、城市、小城镇进行销售，我想让这成为现实。Yeah！

芒格：干杯！(掌声)巴菲特：干杯！下一个问题。(笑声)

股东：我还没有开始问问题呢。(笑声)

巴菲特：看来你只是热身，(笑声)他们告诉我，当你状态良好的时候就离开舞台，但是你错过了机会。(笑声)

股东：我是伯克希尔的股东，我花了 6% 的净资产永久投资于伯克希尔。

巴菲特：明智的决定。(笑声)

股东：我猜我做得比谁好？比尔·盖茨。我注意到 1995 年比尔·盖茨和你在中国乘的是一条慢船。但我想坐快车回家。

工作人员：这位股东，你有什么具体的问题吗？

股东：你要打断我了吗？没问题，看看其他投资者。我可是从很远的地方来的。

工作人员：OK。请问你的问题吧。

股东：OK。我知道，我对于你而言，是个麻烦。(笑声)

工作人员：不是的。请问你的问题吧。

股东：但我来这里是有原因的。因为我赚了一些钱，我要去坐微笑列车。昨天，或者前天，在棒球赛上，我问沃伦·巴菲特先生："你听说过微笑列车吗？"他说："没有。"我回来是为了回应这是一列微笑列车。("微笑列车"是美籍华人王嘉廉于 1999 年在美国发起并正式注册的非盈利性慈善组织。这个组织的宗旨是为贫困的唇腭裂患者实施矫治手术。王嘉廉是 Computer Associates 的创始人)

巴菲特：好的，谢谢你。但我认为你已经问过你的问题了。

35、为什么巴菲特买了白银

股东：早上好，或者下午好。我是马特·施瓦布。我来自纽约。实际上我对去年购买白银有一个问题。当你宣布它的时候，你说你相信白银会在一个更高的价格上重新建立供需平衡关系。我只是想知道你能不能更详细地讲讲这些基本原理是什么。我的意思是，我们已经读了很多资料，比如关于电池技术和其他的東西。

巴菲特：我们没有关于白银的新用途或类似用途的内幕消息。即使在这种情况下你也可以拿到这些数字，虽然它们并不精确，但我认为它们总体上是准确的。从公开数据中可以看出，白银市场总体需求非常接近一年 8 亿多盎司(主要来自照相、工业用途和装饰性珠宝类用途)。但每年只有 5 亿盎司左右的白银被生产出来，尽管未来几年还会有更多。然而，大部分的白银都是在开采黄金、铜和铅锌矿床过程中产生的副产品，因此，由于它是副产品，它对价格变化没有很好的反应，因为很明显，如果你有一个铜矿，你从那里产出了一些白银，但你对铜的价格比白银更感兴趣。因此，有 5 亿盎司左右是矿山生产的；有 1.5 亿盎司左右是回收的白银，其中很大一部分来自照相废水的回收有关；近年来，每年大约有 1.5 亿盎司的缺口，这些缺口已经被市场上的库存满足了，这些数字

都不是很精确的。

几年前，白银库存可能有 10 亿到 20 亿盎司，但现在已经消耗殆尽。没有人知道确切的数字，但毫无疑问，库存已经大幅减少。这意味着目前的银价并没有在供应和使用之间产生供需平衡，这是通过新开采的白银和回收的白银来衡量的。最终，一些事情会改变这种情况。现在，它可以是减少使用，也可以是增加供应，所以可能会带来价格的变化。这种不平衡已经足够大了，尽管有一些新的白银产能正在投产，而且数码成像的威胁可能会减少白银的使用，特别是在未来的摄影中。但我们认为，**白银供需缺口已经足够大，以至于它将继续消耗现有白银库存，直至需要一个新的价格来建立均衡。**由于开采副产品的性质，使得供给无弹性，由于需求的性质，相对无弹性，我们不认为价格变化会很小。

这很有趣，因为白银长期以来一直受到人为的影响。你看过那部电影，你知道，是关于威廉·詹宁斯·布莱恩的，他是《奥马哈世界先驱报》的编辑，也是内布拉斯加州的国会议员，他的哥哥是内布拉斯加州的州长，他可是拥有大量的白银。

金和银以前的比例是 16 比 1 的比例，我想，这可以追溯到艾萨克·牛顿，当时他是皇家铸币局局长，他也是牛顿力学的专家。查理知道的。但在一段时间内，这个比例有一种神秘的意义，也许没有任何意义。

(18 世纪在市场中流通的银币，往往都是被剪了角，磨损严重的那种，而好的银币，则都被民众藏着，不流通。这就是“劣币驱逐良币”法则的由来。牛顿利用他科学家的知识，提高了银币的铸造技术。但仍然抵挡不住民众对银币剪边锉角“劣币驱逐良币”的热情，银币仍不断地退出流通领域。1717 年，牛顿建议不在用白银铸币，同时将黄金价格定为每盎司 3 英镑 17 先令 10.5 便士。这是一个划时代的决策，从此，黄金价值正式与英镑面值挂钩，建立了真正意义上的货币金本位制度)

1934 年，政府通过了一项法案，叫做 1934 年的白银购买法案，令人惊讶的是，在当时白银的产量和使用量都很低的情况下，该法案人为地抬高了白银的价格。美国政府最终积累了 20 亿盎司白银。当时的需求是每年两亿盎司，也就是 10 年的供应量。因此，在一段时间内，价格被人为抬高。

(1934 购银法案规定，美国政府在世界上高价大量收购白银，直到白银占美国国家货币储备四分之一，或白银市场价达到每盎司 1.29 美元为止，而当时纽约市场银价为每盎司 0.45 美元。其要点是放弃金本位，使美元贬值，货币准备金改为“三金一银”，为达到这一比例，就得高价购买 13 亿盎司白银。这样，它在金银的储备量上，均可居世界首位，即可“实现垄断世界金融之大权，藉以执世界盟主之企图”，又可提高民众白银的购买力，摆脱经济危机。)

到了 1960 年代初，又变成了人为压低的 1.29 美元的价格，当时我可以看到美国政府的库存正在减少，有点类似于现在的库存减少。尽管林登·约翰逊和政府表示不会将白银妖魔化，但他们确实将白银妖魔化了，随后白银价格大幅上涨。这就是我们购买白银的最后一个目的，但从那以后，我一直在跟踪这些数字。

亨特兄弟的白银操纵案，市场上大量的银器变成了银锭，其中包括许多银币。于是，他们又一次通过将价格推高到人们开始将其熔解的程度来大幅增加供给。白银在 60 多年的时间里发生了多次错位，导致白银的价格受到大量库存积累和减少的影响。

〈亨特兄弟白银操纵案〉

由于白银是电子工业和照相工业的重要原料，威廉-亨特和尼尔森-亨特兄弟俩图谋从操纵白银的期货价格中获利。1973 年尼尔森-亨特开始在中东购买白银现货，同时在纽约和芝加哥的期货市场上买进白银期货。1973 年 12 月亨特家族已经购买了价值 2000 万美元的白银现货，并以每盎司 2.9 美元的成本购买了 3500 万盎司的白银期货，这使他们成为全世界最大的白银持有人之一。期间黄金的价格飞涨到每盎司 500 美元，而白银只涨到了 11 美元左右。金银比从 25 倍扩大到 45 倍。当市场知道亨特家族在为白银“做庄”，大量投机者涌入，白银的价格从 11 美元上涨到 20 美元，然后 30 美元，到了 1979 年年底突破 40 美元！黄金和白银的比价下跌到 12 倍左右，创下历史新低。到了 1970 年代末期尼尔森-亨特直接控制的白银现货可能达到几亿盎司，而当时全球白银交易量也不过每年 2000 万盎司左右，这足以让任何一个国家的央行颤抖！1980 年 1 月 21 日，白银涨到了它的历史最高价：每盎司 50.35 美元。在短短 12 个月里，银价上涨了 8 倍；从 10 年前算起，银价上涨了 25 倍。这是人类历史上第一次出现一种商品拥有如此漫长、如此骇人听闻的大牛市！此时，白银生产厂商迅速开启了寻找新银矿的计划，许多早已关闭的银矿又重新开采。普通居民也翻箱倒柜找出所有白银作为原材料的器物毫不犹豫地送去熔炼，制作成标准银块到市场上卖出。亨特家族和他们的沙特投资者现在成为了市场上唯一的大买家。虽然花费了数亿美元的自有资本，并且举债超过 2 亿美元，可是亨特家族仍然无法完全控制白银。为了制止操纵行为，芝加哥交易委员会决定提高白银合约保证金，这意味着亨特家族必须补充大量的资本。虽然亨特家族在白银市场上已经巨额盈利，但那毕竟只是账面盈利，而不是现金，所以他们不得不通过借贷的方式补充保证金。而此时，美联储主席沃尔克为了遏制通货膨胀，决定大幅度紧缩银根，提高贷款利率。亨特家族又从银行家那里借进了 8000 万美元，相当于同期美国全国新增贷款的 10%！看到亨特家族软硬不吃、坚持做庄，纽约商品交易所颁布了一条临时规定：从即日起，禁止建立新的白银期货合约，只允许旧合约的平仓。这意味着亨特家族再也无法从期货市场上买进任何白银。这是压死骆驼的最后一根稻草，亨特家族崩溃了。1980 年 3 月 27 日在期货界被称为“白银周四”。仅仅几天前还在高位运行的白银期货，跌到了 10 美元的低点。除了欠经纪人保证金之外，亨特家族还向银行和金属交易商累计借贷 8 亿到 10 亿美元，现在尼尔森-亨特就算是砸锅卖铁也凑不出这么多钱了。亨特家族卖掉整个家族产业都不可能立即还清债务，由此将导致一系列银行破产，美国经济也将受到严重打击。形势严峻，美联储和美国 ZF 不得不紧急介入，沃尔克说服美国各大银行组成集团，向亨特家族提供价值 11 亿美元的长期贷款。作为代价，亨特家族拱手让出了许多油田和炼油厂的股权，并且把亨特家族最成功的企业——普拉斯德石油公司抵押给银行集团。1981 年以后，随着白银产量的扩大，白银期货和现货价格不断下跌，亨特家族手中剩余的几千万盎司白银大幅度贬值，亨特兄弟于 1987 年申请了破产保护。作为石油巨头和赛马王子的亨特兄弟从新闻中消失了，他带着 10 亿美元来到华尔街和芝加哥，最后变得一文不名。

我们现在认为，或者说去年夏天我们开始买它的时候，我们认为我们买它的价格，不是一个均衡价格，迟早价格要恢复——不过我们不认为它是迫在眉睫的，因为我们不会等到事情迫在眉睫才进行行动。虽然我们打算买很多白银，但我们并不想买太多，以免真正扰乱市场。我们无意重演了商品市场的狩猎场景。所以我们想确定我们没有买那么多白银。但我们喜欢它。查理？

芒格：好吧，我认为这整件事对伯克希尔未来的影响，将不亚于沃伦打桥牌。(笑声)我们有这样一种业务，每隔 30 年或 40 年，你就可以用 2% 的资产做一些事情。这没什么大不了的。事实上，这让沃伦觉得很有趣——(笑声)但不要做适得其反的事情 (笑声)

巴菲特：这让我感觉很好，这让我对人们周末拍的那些照片感觉更好。它们都用一点白银。(笑声)

芒格：至少它展示了一些能给我们上有趣一课的东西。想想要花三、四十年的时间来思考一件事，等待一个机会来运用你 2% 的资产。(笑声)恐怕我们就是这样的，这可能对很多人来说是一项无聊的活动。

巴菲特：是的，还不到 10 亿美元。相比 150 亿的可口可乐。它的规模很小。美国运通都有接近 50 亿美元。

芒格：至少它展示了工作中的人性。(笑声)我要补充一句，他的性格很特别。(笑声)

巴菲特：这是一个来自合伙人的支持。芒格：是的。(笑声)

36、我只和学生说话

股东：我的家庭是 B 类股东。谢谢你发行这些股票。我有一个观察和一个问题。你的 B 类股正在这个国家创造一种新现象。这些新股不仅吸引了我的婴儿潮一代，也吸引了 X 一代和你们的孙辈。我的问题是，你们的下一代希望听到你们用一种他们能理解的语言讲述你们的投资纪律、你们的生活方式，以及你们如何把财富回馈给社会的理念。谢谢你！

巴菲特：谢谢。(掌声)嗯，我很感激，我要说的是我唯一的演讲——我收到了很多要求，也许是因为我没有做。但是我收到了很多要求，包括我们的很多经理，关于贸易协定，各种各样的要求。

但我只和学生们交谈。我试着和大学生交谈，虽然我也和高中生交谈。只要有合适的日程。我只是认为，如果你要花时间和一群人一起聊天，与其娱乐大家，不如和你想谈论的那群人聊天。

查理和我从不犹豫，所以我们就这么做了。查理做了几次演讲。几年前我从南加州大学给你们发了一个，但最近有另一个，我想每个人都会从阅读中受益。所以，它被转载在《杰出投资者文摘》上，但如果你给查理写信，我肯定他会寄给你一份。

37、如果被迫选择，我们会继续经营业务

股东：大家好，我是 David Oosterbaan。我来自密歇根州卡拉马祖。这是一个关于伯克希尔的假设问题。我想这需要一点想象力。情况是这样的，美国司法部裁定伯克希尔必须立即一分为二。你和芒格先生必须决定保留哪一部分。你可以选择有价证券、可口可乐、吉列、迪士尼等，也可以选择保险和私人企业。你选择哪一个，为什么？

巴菲特：这个问题对我来说很简单。任何时候我都会选择经营企业，因为它更有趣。我也在投资中度过了一

段美好的时光，但我喜欢与真实的人打交道，就企业而言，他们是一个具有凝聚力的单位，可以随着时间的推移而成长，而且你知道，我希望我们拥有所有的迪士尼、可口可乐或吉列，但我们不会。如果我必须放弃其中一个，我会放弃有价证券。但这不会发生，所以我们会在这两个领域都发生，我希望我的余生都能在这两个领域中度过。查理？

芒格：如果我不在这个舞台上，我就会有麻烦了。(笑声)

巴菲特：那我们都将陷入困境。

38、即使我们的前 25 名高管都死了，我们也不会有事

股东：你好，芒格先生和巴菲特先生。我的名字是杰瑞冈萨雷斯。我的问题是，如果伯克希尔的第二个接班人是查理·芒格，或者你说过的第三个接班人 GEICO 的首席执行官，你对他们有什么建议？

芒格：在适当的时候，这家公司的管理层会发生变化。恐怕我们没有办法解决这个问题。(笑声)除了确保我们有好的选择和一些适当的系统，我们还没有为未来的管理而烦恼。沃伦打算无限期地活下去。(笑声)

巴菲特：当然。(笑声)虽然我必须说，在我最后一个生日有人问我多大了。我说："那你为什么不数一下蛋糕上的蜡烛呢？"他说他是被炎热赶走的(笑声)，但我们不会心甘情愿地离开。

董事们知道是谁，他们有一封信说我们认为谁应该在运营和投资配置方面接替我们。随着时间的推移，这些字母也会发生变化。我并不担心我 99% 以上的遗产将会持有伯克希尔的股票，也不担心基金会最终会得到这些股票。所以我一点也不担心。我想不出一个地方我需要它。包括我对我们的经理们的评价，他们可以介入，做我和查理做的事情。谁知道呢，他们中的一个甚至可能懂科技。(笑声)

芒格：我认为，如果 25 位顶级经理同时死亡，这个地方的前景将非常悲观。

巴菲特：这不是我们打算进行的实验。(笑声)

芒格：但我没有理由认为它不会继续做得很好。它们被精心地组合在一起，以保证一定的安全。

巴菲特：对。实际上，如果有选择的话，我们这个计划感兴趣的是从 3 号人物到 23 号人物。(笑声)

39、"诚实只会为你做这么多"

股东：我是来自加利福尼亚核桃溪的劳尔。谢谢巴菲特先生，谢谢芒格先生，谢谢你们的陪伴。我要是十年前就知道这件事就好了。你不仅是最伟大的，而且是最诚实的。我想把我 99% 的财产都捐给伯克希尔，我一定会

的。我想问的问题是，你如何计算公司的内在价值？基于内在价值，在我看来，伯克希尔在这样的价格下看起来很划算，尤其是基于其预期收益。这是真的吗？最后一个问题，只是为了好玩。你对 Qwest 这样的电信公司 ipo 怎么看？他们似乎在开业时就涨了 50%。投资这些有意义吗？非常感谢。

巴菲特：查理，你想回答这个问题吗？

芒格：内在价值，我们给你事实，你做出自己的结论。我喜欢你认为我们是诚实的，但是，你知道，如果我们继续哄抬我们的股票价格，诚实在未来对你的帮助就有限了。（笑声）

巴菲特：是的，我们从未接受过考验。我们很幸运。我们从来没有在真正想拥有一样东西的时候失手过。你知道，谁能想象如果你的家人在挨饿或者什么？我可以补充一句，伯克希尔试图继续把我们立于永远不会被考验的位置。

关于内在价值问题。根据定义，内在价值是任何金融资产从现在到世界末日产生的现金流的现值。这**说起来容易做起来难**，但是当我们看到可口可乐的时候，我们会想到这一点。**我们认为，评估可口可乐未来的现金流比英特尔这样的公司要容易得多。**对我们来说更容易。安迪·格鲁夫或许比可口可乐更擅长搞清楚英特尔。

伯克希尔的复杂之处在于，我们没有业务能自然吸纳所有流向我们的现金，因此，在某种程度上，它依赖于可用的机会，以及当现金如潮水般涌入时所使用的聪明才智。有些企业对现金有自然增长的需求。实际上，随着时间的推移，随着业务的扩张，英特尔很自然地会使用现金。许多企业都是这样做的。但是伯克希尔没有自然的现金需求。

我们有一些企业需要使用大量现金。比如飞安公司今年将购买大量的模拟器，这些模拟器的成本很高。但就可用的资源而言，**我们必须想出新的用途和新的使用现金的方式。**这使得估值工作变得更加困难，经典的案例是一个供水或供电公用事业公司，在那里可以投入现金，然后回报或多或少是在一个狭窄的范围内得到保证的，然后很容易计算出未来的预期回报。

但伯克希尔并非如此。我们有非常好的业务，包括直接拥有的和部分拥有的。而这些企业将在很长一段时间内表现良好。但是我们总是有新的现金流入，有时我们对这些现金有很好的想法，有时我们没有。这确实让你在计算内在价值方面的工作变得更加困难。

40、对于芒格来说，"多元思维模型就是游戏"

股东：早上好。我叫弗兰克·高维奇。我是来自加拿大安大略省伦敦的股东。我的问题是问芒格先生的，与他的模型有关。这个问题与市场估值有关。我知道我不会得到一些关于未来的预测，因为那不是你的风格。我很好奇的是，在你试图了解这些历史估值相当高的市场时，有没有什么具体的思维模型值得你思考？为什么要用这些模型呢？第二个问题是关于巴菲特先生的，和税收有关。如果你能够交易你投资组合的一部分，至少以免税的方式，比如 401(k) 计划，或者在加拿大的 RSP 计划，你会更积极地交易吗？

芒格：我的脑中有多个思维模型，然后把现实带入多个模型运行。我认为通过一两个模型来看待现实世界是一场完美的灾难。有句古老的谚语说："对于只拿着锤子的人来说，每一个问题看起来都很像钉子。"(笑声)这不是我们的系统。所以我不能坐在这里，脑子里把所有的模型都想一遍，尽管模型并不多。但多元思维模型是关键。

巴菲特：关于税收的问题。如果我们不征收资本利得税来管理伯克希尔，我认为我们的做法不会有多大不同。我不认为这会有什么影响——当然，它不会使我们积极地进行交易。我们拥有自己想拥有的企业。我们不拥有它们，因为税收限制了我们出售它们。正如我之前提到的，我相当肯定我们今年至少要缴纳 10 亿美元的所得税。我们可能不会，但在我看来，我们将支付 10 亿美元。

我可以做一些至少可以推迟的事情，来避免现在支付那十亿美元的税款，或者说其中的八亿美元，我当然可以什么都不做来实现。但这对我来说不是什么大问题。这对我来说从来都不是什么大事。我第一次缴所得税是在我 13 岁的时候，所以我想我当时被洗脑了。但我也不太介意交税。我个人认为，相对于社会提供给我的东西，我的税率太低了，而且，你知道，我没有把任何自愿支付给国税局，我想让你明白这点。(笑声)但我真的喜欢交税。我是说，我不想和任何人交换位置，仅仅是因为他们的税收情况比我好。所以税收问题并不困扰我。

41、寻找那些热爱生意胜过金钱的企业家

股东：巴菲特先生，芒格先生，我叫桑吉夫·米尔查达尼，来自波士顿的股东。首先，感谢你们两位所做的一切。我有两个问题。巴菲特先生，对你来说，你显然有一些筛选标准，可以像挑选股票一样筛选人才。你能告诉我们一些筛选原则是什么吗？

巴菲特：关于筛选人方面？

股东：对的。你有能力激励那些有很多钱的人继续工作。你需要什么筛选标准来找出这些人是谁？

巴菲特：嗯，这是一个非常关键的问题，因为当我们收购企业的时候，我们没有准备经理人。我们不会以这

种方式购买企业。我们的办公室里并没有很多 MBA。

芒格：感谢上帝。(笑声)

巴菲特：而且，我并没有许诺他们会有各种各样的机会或任何东西。实际上，我们需要他们对我们所购买的企业继续进行管理。大约四分之三的情况下，经理是所有者并且获得了数千万甚至数亿美元，所以他们根本不需要继续工作。

当我们并购他们的时候，我们必须决定他们是爱生意还是爱钱。我并不是在道德上判断是热爱事业好还是热爱金钱好，我们不是在做道德判断。但对我来说，知道两者中哪一个是他们的主要动力是非常重要的。我们非常幸运地找到了那些热爱自己事业的人。因此，就我们而言，我们所要做的就是避免任何事情会削弱这种对企业的热爱，或者让其他条件变得如此难以忍受，以至于他们克服了对企业的热爱。我们有很多人在为我们工作，他们在经济上根本没有工作的需要，但他们可能比世界上 95%或更多的人都想要工作，他们这样做是因为他们喜欢击球，他们热爱工作。

在这方面我们几乎没有任何错误。并且，查理和我也已经确定了一些人(排除了一些人)，就向我们提出的出售建议而言，我们觉得他们确实更喜欢钱而不是生意。他们对这个行业有点厌倦了。你知道吗？他们可能会向我们保证，他们会继续这样工作，并且他们会真诚地这样做。但事情往往会在六个月或一年后发生，他们会对自己说，"为什么我要为伯克希尔这样做？"

我不能确切地告诉你我们在心理上是如何筛选它们的，但是我认为，如果你已经进行这样的筛选有一段时间了，你也能有一个很高的概率来得出和我们相似的结论，就像你可以谈论人类行为的其他方面一样。我并不是说你可以找 100 个人来研究他们，分析他们的性格或类似的东西。但我认为，你可以看到极端情况，比如那些只会给你带来麻烦的情况，或者那些只会给你带来快乐的情况，我认为你能很好地识别它们。查理？

芒格：我认为这很简单。你只需要和有正直、智慧、经验和奉献精神的人合作，而这正是企业运作良好所需要的，这些年来，我们非常幸运地与这群了不起的伙伴合作。我认为，在这方面很难做得比我们做得更好。看看这个地方。我的意思是，真的，你们年轻人看看这个地方。看看这些生活中，有多少人在生活中的大部分时间，都在延迟满足中度过。这是一群非常有趣的人，你们这些股东。(笑声)

巴菲特：每当查理和我的糖果吃完的时候，我们会休息。(笑声)我们会让大家都吃点东西，如果你们想留下

来的话，我们会在这里待到 3:30，我们 12:30 再回来。今天上午和我们在一起的人已经够多了，我们感谢你们这个周末来到这里。我们和你一起度过了一段美好的时光，我非常感激。

* * * 下午场 * * *

1、什么时候买房子？

股东：你好。我叫尼尔森·阿拉塔，来自南加州。我有个问题。它与内在价值或任何股票无关，而是更多的关于房子。(笑声)我还很年轻，没有房子，我正在考虑不久的将来买房子。为了做到这一点，我需要支付首付，这意味着我可能要卖掉我的股票。我想知道你是否能提供一些，关于什么时候是买房的最佳时机，以及你对应该付多少首付、买房时机与利率，以及可用现金和股票市场的关系的一些见解。(笑声)

巴菲特：查理马上就会给你答案。我只讲一个故事，当我结婚的时候，我们一开始确实有 1 万美元，我告诉苏西：你知道，现在有两种选择，这取决于你。我们要么买一所房子，用完我所有的钱，但这样做会把我的钱都花光，就像木匠的工具被别人拿走了一样。(笑)或者你可以让我来做点事儿，说不定哪天，我甚至会买一栋比原来更大的房子。所以她非常理解这一点。我们一直等到 1956 年才买房。我们可是 1952 年结婚。我决定买房子的时候，首付大约是我净资产的 10%左右，因为我真的觉得我想把这些钱用在其他地方。但在当时是一种完全不同的投资环境。实际上，如果你有房子想买，我绝对相信你只要出去走走就能买到。但实际上，当你这么做的时候，你可能在做一个 7%或 8%的投资。你知道，你必须从中找出你自己的最优解。查理可能有更好的建议。他是一个大房主(笑声)，这是一个有两个意义的词。

芒格：我认为买房的时候正是你需要房子的时候。(笑声)

巴菲特：你什么时候需要房子呢？

芒格：我也有一些过时的想法。单身的人，我不在乎他们有没有房子。(笑声)

巴菲特：查理，如果你结婚了，你什么时候需要一个？(笑声)当你妻子想要一个房子的时候，你就需要一个房子。(笑声)

芒格：是的。我想你说得很对。(笑声)

2、关于高管薪酬：巴菲特训斥耗费巨资收购的平庸之辈

股东：我是拉尔夫·贝德福德，来自亚利桑那州凤凰城。我的问题与伯克希尔无关，但如果各位先生能解释一

下多数上市公司支付的过高工资奖金、额外津贴、董事费用和其他福利的正当性和合理性，我将不胜感激。(掌声)

巴菲特：我会这么说。在我看来，最过分的不一定是高昂的薪酬。真正让我困扰的是，公司为平庸的管理付出了大量现金，这种情况经常发生。在我们的子公司中，我们没有因为业绩优异而支付大量现金的争吵。同样的，在上市公司中，有一些经理人通过疯狂的并购把公司的市值推高了数十亿美元，比其他任何公司的市值都要高，公司会为此付很多钱。但有的经理人，就像首府广播公司的汤姆·墨菲，薪资多少这对他来说并没有什么不同。他以一种合理的方式为公司进行了巨额投资，同时他还不愿意带领公司承担市场可能承受的风险，即使如此，他仍会告诉你，他的薪水已经足够所需。

但我为不合理的薪酬体系所困扰，而当平庸的经理人拿到大笔资金时，我尤其感到不安，当他们为自己设计，对公司来说非常昂贵的薪酬系统时，我感到很困扰。也许部分原因是为了让自己在公司看起来很公平，因为他们自己想要更多的期权，所以他们觉得如果他们在整个公司范围内广泛地提供期权会更好。他们设计了一个不符合公司股东逻辑的薪酬系统，仅仅是因为他们想要一个远超他们个人贡献的薪酬系统。支出大笔的钱作为薪酬，就其本身而言，并没有困扰我。我并不是说经理人不配高薪酬，我不介意为优秀业绩表现付出很多钱。

在体育领域、娱乐领域薪酬问题已经被解决了，但在商业领域，那些拥有 20% 击球率的人，以及那些作为一名艺人无法吸引观众的人，竟也已经解决了薪酬问题。我觉得这很无耻，但我可以告诉你，你对此无能为力。这个薪酬系统自食恶果。管理层会查看其他公司高管的聘用书，我想每位 CEO 都会这么做。他们说，如果乔·史密斯值 X，那我就得值更多。他们会告诉董事们，"你们肯定不会聘用低于平均水平的人，所以你们怎么能付给我低于平均水平的工资呢？"然后咨询师们就进来了，并逐步提高薪水。

这种情况不会消失。就像我们之前讨论的竞选资金改革一样，手握开关的人是这个体系的受益者。当一个人的手握在开关上，并从这个薪酬系统中获得了巨大的好处，甚至是不成比例的好处时，要改变这个系统是非常困难的。查理？

芒格：我想报告一下，范德比尔特最初的表现甚至比伯克希尔的人还要好。他没有拿任何薪水。他认为他作为一个股东拿工资有失身份。不过，恐怕那个理想时代已经随他而去了。(笑声)

巴菲特：是的，查理和我——我们的董事每年的薪水是 900 美元，但我告诉他们，他们每小时都在赚大钱，因为我们不让他们那么努力工作。(笑声)但是查理和我没有想清楚，当我们确定每年 900 美元时，他们也决定了我

们的工资(笑声)，所以我们没有按照标准程序，也就是把责任推给董事们，而董事们应该把责任推给你们。

芒格：我确实认为，随着事态的不断升级，这将对整个国家产生有害影响，因为人们普遍认为，美国的企业高管薪酬过高。这对一个文明来说不是一件好事，因为经理人被认为没有公平地对待他们所管理的企业。

巴菲特：是的。(掌声)

芒格：至于那些提供薪资建议的公司顾问，我只能说出卖灵魂对他们来说也算是一个进步。(笑声)

3、B 类股票"计算得尽可能好"

股东：我是丹·布鲁姆，来自华盛顿州西雅图，途经马萨诸塞州剑桥市。我想问一下，B 类股的发行是否达到了您在创建时宣布的目标。

巴菲特：我想说的是，考虑到我们面临的其他选择，就是那些迫在眉睫的信托基金，它会以高额的前期佣金，高额的年费，不良的税收后果，以及，很可能是对历史业绩的错误陈述，把那些对证券知之甚少的人吸引进来。作为一个选择，我认为 B 类股是我们能做的最好的事情，我对它的结果感到很满意。

你知道，我们其实并没有打算发行它，因为我们不喜欢说服任何人来购买我们的股票。但我不认为我们现在这群人会因为 B 类股和 A 类股股东的混合而减少。我们在场的不仅仅只有 A 类股东。

B 类股已经尽可能地解决了我刚刚说的这个问题。我希望，我们没有用任何不合理的期望来引诱任何人。这是查理和我最担心的事情。从历史记录来看，这种情况很难不发生，我知道这会在很大程度上影响到信托基金的销售。这就像从伯克希尔开始犯了一个错误。我们很享受事情的进展，我们和 B 股东组成了一个很好的团队，我们对目前的情况很满意。查理？

芒格：我们想对我们认为是臭名昭著的金融计划采取严厉措施，我们做到了。(笑声)

巴菲特：我认为我们出售 B 类股的方式是为了吸引那些真正长期关注 B 类股的人。我们尽我们所能去劝阻那些认为他们很快就能赚很多钱的人。我认为我们吸引了一群新的股东，而他们的观点和我们之前的股东非常相似，这就是我们希望的。

4、伯克希尔的最小投资

股东：我叫艾伦·雷克，来自匹兹堡。我首先要感谢苏珊·雅克昨天的鸡尾酒，我希望她在波仙珠宝的销售业绩不错。我的问题是，年报中你没有披露任何市值低于 7.5 亿美元资产的细节，而且随着小盘股相对大盘股价值的变

化，伯克希尔或个人可能会把小盘股溢价缩水视为机遇吗？

巴菲特：我们不担心一支股票是小盘股还是大盘股，到目前为止，我们伯克希尔已经到了这样一个程度：任何低于一定规模水平的股票都不会引起我们的兴趣，因为它对我们的业绩不会有太大影响，所以，我们不会因为公司是小盘股、或者是某些特定行业、或者是某些直接面对消费者的公司，就会觉得这是一个投资机会。

所以，我们投资披露的分界点或多或少设置在我们认为是会对我们业绩造成显著影响的点上。而这不是 SEC 定义的，我们可以拥有比 SEC 定义的小盘股更高的上限。但我们认为，**当资产占比低于 2%左右时，报告持仓情况不会影响任何人对内在价值的计算，也不会让他们对我们的经营方式有深刻的认识，但这将更多地是为那些希望借机赚钱的人服务**，所以我们会把门槛向上抬升。

由于我们的规模，我们永远不会投资那些资本规模只有 5 亿或 10 亿美元的公司，因为我们无法投入太多的资金。虽然偶尔我们会碰巧在一起。但我们正在寻找至少能让我们投入 5 亿美元的东西，按 5 亿股占 5%的仓位计算的话，那这个公司的市值应该为 100 亿美元。这种限制在一定程度上伤害了、或者说将会伤害、正在伤害我们的表现。如果伯克希尔在所有方面都是目前规模的 1/100，拥有运营业务，但规模仅是目前的 1/100，我们的前景将会比目前的状况要好。查理？

芒格：我没什么要补充的。

5、桑迪·威尔是一个非常非常好的经理

股东：我的名字是汤姆康拉德，我来自弗吉尼亚州的麦克莱恩。首先我要感谢巴菲特和芒格先生，感谢你们每年回答我们的问题。我发现自己早上 5 点就站在门外，我不会为任何人这样做。(笑声)我很高兴能再次听到你回答我的问题。我有两个问题。一个是，对于旅行者公司，以及他们与花旗银行的合并，你对桑迪·威尔(Sandy Weill)的管理有信心吗？

我的第二个问题是，你在之前的几次会议上说过，“多元化是对无知的保护”。而且您还说，一个投资者一生只需要三家伟大的公司。现在，我投资了这三家公司：可口可乐、吉列和迪士尼。但我没有问你，就直接投资了第四家公司。第四家公司，我投资了辉瑞。我只是想知道你对制药行业的看法，以及您是否觉得在这个行业里有一些很棒的公司？非常感谢。

巴菲特：首先，我们认为桑迪·威尔是一个非常非常好的经理。我的意思是，他的历史记录很清楚。在华尔街

管理公司并不容易，而桑迪在那里做得很好，在其他类似的领域也一样好。所以，他已经证明了自己。他自从从控制数据公司(Control Data)买下了商业信贷公司，他建立了一家很棒的公司。虽然公司本身质地一般，但这需要真正的管理技巧。

6、医药指数基金可能是不错的选择

巴菲特：关于医药，我们完全错过了。我们不知道如何挑选这个行业内的家公司，但是我们确实已经认识到医药行业的机会，却没有做任何事情。医药行业作为一个整体，代表了一个能够实现良好股本回报率的群体，在这个群体中，以指数化进行投资可能是有意义的。有一阵子确实买了一家，但那只是小钱。我们有能力确定的是，医药行业随着时间的推移有可能获得很高的利润。但我们没有能力在这个行业里挑选家公司。查理？

芒格：是的，我们愚蠢地搞砸了。(笑声)

巴菲特：我们以后还会搞砸很多事。(笑声)

7、权利下放给子公司管理层

股东：下午好。我叫马特·洛夫乔伊，来自肯塔基州列克星敦。很高兴，我不是顾问。(笑声)巴菲特先生，我有一个关于你的经营管理风格的问题。在我看来，主流媒体将你的非公开运营企业的重要性降到最低。当你考虑这些公司的资本配置时，你有让经理们提交年度经营计划吗？如果是这样，你是否会与这些经理正式会面，看看你能在多大程度上跟踪这些计划的进展？

巴菲特：这是个好问题。答案是我们可以每年和他们中的一些人见面，我们可以半年和其他人见面，但是我们没有任何正式的制度，我们永远不会有一个正式的制度。我们不要求任何经理参加任何会议。我们没有要求向总部提交运营计划。有些公司自己会制订运营计划，有些则没有。但相同的是，它们都是由有着出色记录的人管理的，不过他们有不同的击球风格。我们不会仅仅因为别人拿球棒的方式不同，或者用了不同重量的球棒，或者其他类似的东西，就对一个安打率是 37.5%的人进行说教。

我们相信，无论是在现在还是在将来，我们就让他们去做他们过去成功的事情。不同的人有不同的风格。我们都有自己的风格，你知道吗？我们有喜欢讨论的经理，我们有喜欢走自己的路的经理。我们有的经理都是照本宣科、工作效率高，同时我们也有一些经理做事情让人意想不到。大多数经理可能每个月都有财务报表，但我们也有其他经理没有这么做。这真的不是问题。我们想要的是优秀的管理者，至少通往商业天堂的道路不止一条，我

们有很多人找到了不同的途径。

我们有特定的要求，因为我们是一家上市公司，还有 SEC 的要求和国际税收服务协调。但我们从未对任何运营管理层施加任何自上而下的压力。他们有的是管理公司的 MBA，也有从未读过商学院的管理人。人才是稀缺的商品，当你找到人才，而他们有自己的做事方式时，我们让他们自己做——我们也很高兴让他们这么做。我们希望他们按照自己的方式去做。我们不想改变这点。查理？

芒格：是的，事实是我们分散了经营业务的管理权力，几乎到了完全放弃的程度。(笑声)我们不认为我们的体系适合所有人。但这个体系适合我们，也适合那些加入我们的人。我们不会对其他人的方式提出批评，比如艾默生电气或其他公司，它们有自己的运营计划，并将季度业绩与运营计划进行比较等等。但这不是我们的风格。

巴菲特：是的，我们把钱集中起来(笑)——我们把其他的东西都集中起来，但是——

举个例子，艾尔·乌尔茨基在这里。他在 1951 年创办了飞安公司，我不知道他今年会在模拟器上花多少钱，但很可能是 1 亿美元左右。如果我花几个小时和他在一起，我也不能教他如何分配资本。这是荒谬的。这是在浪费他的时间，对我来说也是一种傲慢的行为。我也不担心艾尔如何分配这笔钱。不过，与我们的大多数业务相比，这是一项不同寻常的资本密集型业务。

还有一些情况，我会和管理层聊细节聊的比较详细，因为这时候我往往会很享受和一个长时间经营公司的人一起工作。阿吉特和我几乎每晚都会谈论再保险业务。你知道，我并没有提高他做决定的质量，但这很有趣——我喜欢听他说，他也不介意讨论，所以我们每天就聊一下。这只是因为每个人之间的化学反应有所不同。

随着我们增加管理人员，我们将适应他们。我们在一定程度上使我们的会计制度去适应他们。现在，我们确实有一些 SEC 和国税局提出的要求。但我们的经理了解他们的业务，他们知道如何经营它们。但如果他们不这样做，我们就会对经理做点什么，我们不会尝试建立一堆制度去规范子公司的运作。

8、最好的生意是每年给你越来越多的钱，而不付出任何或者很少代价

股东：下午好，先生们。我叫乔治·唐纳，来自印第安纳州韦恩堡。我的问题是评估一个公司的内在价值，尤其是像你提到的资本密集型公司。我想到的是像麦当劳和沃尔格林(Walgreens 药店连锁)这样的公司，但也有很多其他公司的运营现金流非常健康，而且还在不断增长，但这些现金流会被新建商店、餐厅或新工厂的巨额支出略微或完全抵消。我的问题是，你如何估计未来的自由现金流？而长期美国国债的收益率在 6% 左右，你如何贴现这

些现金流呢？

巴菲特：我们以长期利率贴现只是为了在所有业务中有一个衡量标准。我们打算投资一家公司的时候，他们不会因为现金流而获得我们的信任，他们只会因为每年剩下的净现金而获得我们的信任。当然，如果他们再投资明智，即使你不得不再贴现几年，未来现金流的增长应该会抵消这些投入，否则他们就不是明智的投资。最好的生意是每年给你生产越来越多的现金，而不付出任何或者很少代价。我们有一些这样的公司。

第二，好的企业也会返给你越来越多的现金。即使需要投入更多的资本，但是你再投资的回报率是非常令人满意的。最糟糕的业务是增长非常快的业务，你实际上是被迫增长，被迫留在游戏中，你以非常低的回报率重新投入资本。有时人们在这些行业里并不知情。

但在折现方面，在计算内在价值方面，你要关注预期产生的现金然后把它折现回来。在我们的例子中，我们使用长期国债利率，这并不意味着你需要支付通过计算得出的现值的金额，长期国债利率只是用来作为一个共同的比较标准。这意味着，如果有人在未来 5 年将所有现金流进行再投资，他们最好能在未来获得一些非常大的数字。因为总有一天，一项金融资产必须返还给你现金，以证明你现在为它付出的现金是合理的。投资本质上是一种艺术，现在就把钱拿出来，期望未来能得到更多的钱，然后在某个时间点能更好地兑现。

本杰明·格雷厄姆在他的课上，我们经常谈论他所谓的冻结公司。冻结公司是一家公司，其公司章程禁止向股东支付任何款项，只能被清算或出售。

芒格：有点像好莱坞制片人。(笑声)

巴菲特：是的。问题是，这样的企业值多少钱？这是一个理论上的问题，但它迫使你思考商业到底是什么。商业就是今天就把钱投出去，以后再赚回来更多的钱。查理？

芒格：我确实认为你提出了一个有趣的问题。因为有一类企业，其最终会返还现金的愿望往往是一种错觉。我认为，在这些企业里，你不断地注入资金，然后突然就不管用了(倒闭了)，没有现金回来。而让我们的生活变得有趣的是，在尽量避免这些公司的时候，选择了另一种会让你身无分文的生活方式。(笑声)

巴菲特：我们认为完全没有意义的一个数字就是所谓的 EBITDA(息税折旧摊销前利润)。大多数拥有大量固定资产的企业，其产生的现金流大多数需要被重新投资，以保持其竞争力和市场地位。而忽略这些潜在必须要投入的现金流，只关注 EBITDA 这个数字，毫无疑问是特别愚蠢的。这个数字在近十年来，已经被华尔街滥用了。

芒格：高盛学会用 EBITDA 来衡量，并不是因为投行圈的功劳。使用你知道的毫无意义的评测方法，然后在错误的假设上添加额外的推论，这可不是聪明的表现。不过，一旦每个人都在胡说八道，它很可能就会成为标准。(笑声)

9、选择股票的标准

股东：你好。我是布伦南维奇奥，来自奥马哈市西北高中的金融学院。你能解释一下你选择股票的标准吗？

巴菲特：选择股票的标准实际上就是看企业的标准。我们正在寻找一种我们能理解的业务。这意味着他们销售的产品，我们认为我们能够理解，或者我们能够理解竞争的本质——随着时间的推移，会出现什么问题。

然后，当我们找到企业时，我们试图找出它的未来的前景，是否未来 5 年、10 年或 15 年它的赚钱能力可能是好的或者变得更好，是差的或者变得更糟。我们试图评估它的未来的现金流前景是变好还是变坏。

然后，我们试着决定是否和一些我们觉得舒服的人在一起。

然后，我们试着为我们之前看到的東西确定一个合适的价格。

正如我去年说的，我们所做的很简单，但不一定容易。我们脑海中的清单并不复杂。知道自己不知道的是最重要的，但有时这并不容易。在我们看来，预测未来，在很多情况下是不可能的，而在有些情况下是很困难的，有些情况是相对简单的，我们要找的是相对简单的。

这就是我们的想法。如果你想在奥马哈买一个服务站，或者一个干洗店，或者一个便利店，把你毕生的积蓄投资在那里，经营一家公司，你也会考虑同样的事情。你会考虑竞争地位，5 到 10 年后会是什么样子，你将如何经营，谁将为你经营，你要付多少钱。这正是我们看股票时所考虑的，因为股票只不过是公司的一部分。查理？

芒格：当金融学被恰当地教授时，它应该从容易的投资决策的案例中学习。我经常引用的一个例子是国家收银机公司的早期历史，它是由一个狂热的人创建的，他购买了所有的专利，拥有最好的销售团队和生产工厂。他是一个非常聪明的人，对收银机业务充满热情。当收银机发明时，收银机业务对零售业来说是天赐之物。那可是相当于石器时代的药品。如果你读过美国国家收银机公司首席执行官帕特森(Patterson)早期撰写的一份年度报告，你就会发现，他是个天才的狂热分子。非常有利的定位，因此，投资决策变得很容易。

如果我教金融，我会收集 100 个这样的案例。这就是我的教学方式。

巴菲特：我们有这份年报。你说的那是什么时候发生的？1904 年还是？查理？但这确实是一个经典的报告，

因为帕特森不仅告诉你，为什么他的收银机的价值是他卖给别人的 20 倍，而且他还告诉你，如果你想和他竞争，你就是个白痴。(笑)这是一个经典报告。

芒格：任何一个聪明的人读了这份报告后都会意识到，这个家伙不可能会输。(笑)

10、巴菲特和芒格喜欢有年代感的公司

股东：我叫罗伯特·罗兰，来自英国伦敦。我整个周末都和妻子在奥马哈度过蜜月的第一站，我注意到你是一个怀旧资产的买家。我能问一下怀旧是否是你的筛选标准之一吗？(巴菲特笑)美国还有这样的资产可以购买吗？如果没有，我能建议你去英国吗？(笑声)

巴菲特：我不想打断你们的蜜月。(笑声)但如果你能寄给我一份长期怀旧的公司名单，我们可能会喜欢。因为查理和我倾向于用诺曼·洛克威尔式的思维方式(Norman Rockwell，将美国传统价值观用画笔画了出来)。没错，我们喜欢的公司确实有一个像洛克威尔所画的传统角色，就像《周六晚邮报》里的人物。它们有个性。

我认为，它们是那种公司，**当人们加入公司时，往往希望在那里度过余生，而不是把它当作简历上的东西。**的确有这样的企业。如果你看看我们在过去三、四年里收购的企业，你会发现这些企业和创建它们的人都具有真正的特点。**这就是为什么创建它们的人会坚持经营下去，并强烈地认为要正确地运营它们，即使经营这些企业对他们自己没有任何经济上的回报。**

所以，如果你有一份在英国的长期怀旧的公司名单，而且你在度完蜜月后还有精力的话，给我写信吧。(笑声)

11、A 类股和 B 类股几乎是同等的投资选择

股东：下午好。我叫约书亚·安德鲁斯，来自奥马哈西北高中，金融学院。我代表金融学院感谢你们的门票。今天我们有 33 人出席。我们有机会玩一个全国性的游戏，投资挑战。名单上有 BRKA 和 BRKB，你能解释一下这两种股票的区别吗？

巴菲特：伯克希尔 A 股和 B 股的区别就在于 A 股可以在任何时候以 1:30 比例转换为 B 股。B 不能转换成 A，所以转换是单向的。B 的经济价值正好是 A 的 1/30，所以任何时候只要 A 类股从红利、清算、合并、或类似的事情中得到任何形式的钱，如果你从 A 类股得到的 30 美元，那你将从 B 类股得到 1 美元。

两个不同之处在于，按比例而言，B 类股的投票权是 A 股 1/200，而且 B 类股不参与伯克希尔指定捐款计划，原因很简单，因为股东太多非常难以管理。当我们行 B 类股时，我们指出了这两个不同点。

B 类股的卖价永远不应该超过 A 类股的 1/30，当 B 类股的卖价略高于 A 类股时，套利就会进来，人们买 A 类股，把它转换成 B 类股，然后卖掉 B 类股，偶尔 B 类可能会比 A 类低一点，因为它不能兑换成 A 类股。但我认为，作为一个实际问题，你可以把 A 类和 B 类视为非常等价的投資选择。实际上，它们之间没有显著的差异。

12、年轻人如何为未来做准备

股东：我是来自金融学院的赵辛娜。你会给我们年轻人一些建议，让我们为未来做好准备，像你一样成功吗？(笑声)

巴菲特：如果你对商业感兴趣，我认为你应该在 20 岁出头的时候学习所有的会计知识。**会计是商业语言。**现在，这并不意味着它是一种完美的语言，所以**你必须知道会计语言的局限性**，以及它的所有方面。所以我建议你学会计。如果你对投资感兴趣，首先我会选择读会计课程。我建议你，在兼职或其他方面，**在一些企业工作。**

没有什么比观察企业如何运作更能帮助你在未来对企业做出判断。你知道，当你明白什么东西是非常有竞争力的，什么东西是不那么有竞争力的，以及为什么会这样，所有这些都增加了你的知识。所以我会读很多书。我会大量阅读有关投资的书籍，并获得同样多的商业经验。我会与商界人士讨论业务，找出他们认为是什么让他们的业务运作正常，或者他们在哪里存在问题，及其原因。我觉得你应该尽可能从各方面去学习。如果它让你兴奋，你会做得很好。我认为，虽然某些活动吸引了不同的人，但如果你对生意感兴趣，我猜你会做得很好。如果你懂商业，你就懂投资。投资只是资本配置方面的业务决策。祝你一切顺利。查理？

芒格：年复一年地减少你的花费，这也是个小问题。

巴菲特：我们已经掌握了。(笑声)

芒格：是的。如果你坚持下去，这真的很有用。

巴菲特：查理很快就有了孩子，但当他还是律师的时候并没有赚大钱。你在出去成家之前存下的任何一块钱，以后都可能值 10 美元，因为你可以把它存起来。储蓄最好从年轻时就开始，因为在你有了真正的家庭后，储蓄就变得困难了。因为不管你喜不喜欢，支出都会随之而来。所以，我先为自己工作，然后把钱存起来。我很幸运，我不用支付自己的大学学费。如果我必须付学费，我可能就不会去上大学了。但是我能把我十几岁时所赚的所有钱都存起来，最后那些钱被放大了很多倍。当我第一次开始卖证券时，我赚的钱在一定程度上被家庭占用了。所以早点开始存钱吧。很多都是习惯，而**早点存钱是一个很好的习惯。**

13、海外也没便宜货

股东：我是托尼·奥斯尼特，来自纽约。鉴于目前缺乏投资机会，你认为自己会投资于美国以外的地区吗？哪些公司管理良好、易于理解并在不断发展？

巴菲特：如果我们发现你描述的这些公司，它们的价格只要有一定的吸引力，我们完全愿意买下它们。所以答案是肯定的。在某种程度上，我们将放眼全球，而不管美国的市场状况如何。现在，这个国家的市场估值在大多数主要国家都是相当匹配的。目前世界各地大一点的股票市场都出现了牛市。所以不幸的是，如果美国市场增长了两倍，而其他市场保持不变，那对我们来说是件好事，然后我们很有可能在海外找到新的投资机会。我们没有主动在国外去寻找这样的机会，但我们确实一直在寻找你说的那类公司。我们并不愿意在国外投资。我们最大的三家控股公司美国运通、吉列和可口可乐，我们持有的市值约为 250 亿美元，这三家公司都在海外拥有主要业务。就可口可乐和吉列而言，它们的大部分收入来自海外。所以我们很感兴趣，在国外的很多领域都有比美国这里更好的发展机会。**但当我们环顾世界时，并没有发现什么便宜货。**

14、慈善基金的持股出售不会影响股价

股东：我的名字是亨利·艾伦，来自纽约马马罗内克。我的问题有点微妙，与我的家庭和继承人有关，而不是与我自己，因为我比你们年长几十岁。你对继承权和遗产规划一直都很坦率，但是那些接受巨额捐赠的人或慈善基金，如何在不过度压低股价的情况下获得他们需要的流动性(卖出变现)？

巴菲特：我不认为股票的供应和需求会对股价有什么影响。从具体的角度来说，我们假设伯克希尔的 3% 的股份将会增加供应。但我不认为这有什么区别。**真正起作用的是企业的前景。**

如果我的慈善基金会今天开始运作，它将不得不每年捐出基金会价值的 5%。如果伯克希尔不支付股息，这意味着它将不得不每年出售 5% 的股份。我不认为伯克希尔的股价会有实质性的不同。如果有一个卖家，在这种情况下，每年要出售的股份占比伯克希尔股本的 2%，我不认为会有实质性的不同。如果上述情况发生，那么情况可能也不会有不同。正常而言，每年应该有合理数量的交易，而不会对股票价格产生实质性的影响，或者股票价格因为某种非自然的原因而受到支撑。所以我不会担心这个。我们有一个股东在一年半前去世了，他拥有公司 1.75% 的股份。他的股份大概六周左右就卖出去了，他们当时从这笔交易中收到了大约 2.5 亿美元。我对此并不担心。关键因素是这些企业的前景如何？在纽约证券交易所，有各种各样的公司，它们都是非常不错的公司，每年有 30-

40%的股票换手，如果这些公司是有价值的就不会有太大的不同。如果每年 10%的换手与目前 3%的换手相比，伯克希尔的股价也应该不会有太大的不同。查理？

芒格：我同意。我认为，如果巴菲特基金会每年出售 5%的股份，目前根本不会有任何问题。

巴菲特：可能是一周 500 股左右。但如果对我们这样的规模的上市公司来说，如果每周没有 500 股 A 类股的交易需求，那么很可能当时的价格是有人为错误的。

芒格：但是我刚刚和苏茜一起吃过午饭，在我看来她并没有面临任何死亡的危险。(笑声)

巴菲特：只有当我们俩都不在人世了，慈善基金会才会发挥作用。我当然希望如此，而且我认为我还有很长的路要走。

芒格：你们这些人有更重要的事情要担心。(笑声和掌声)

15、巴菲特最喜欢的描述其投资哲学的书

股东：我叫吉姆·霍华德。我来自印第安纳州的锡拉丘兹。我的问题是，玛丽·巴菲特(Mary Buffett)所著的《巴菲特法则》(Buffettology)一书，是不是都公正地展示了你在评估一家企业的收购时所使用的计算方法？还是这位女士只是简单的写了一本书？

巴菲特：这本书是两位作者写的。我想说的是，从一般意义出发，这本书符合我的投资哲学。但确切地说，这不是我想写的那种书，但我也不反对他们写这本书。实际上，我认为通过阅读伯克希尔的报告，你会比其他任何方式都更了解我们的投资理念。我认为在叶史瓦大学卡多佐法学院(Yeshiva Cardozo)举办研讨会的拉里·坎宁安(Larry Cunningham)做得最好。实际上，在某种程度上，他把伯克希尔写的各种东西以最好的组织形式，重新构建成我们投资哲学：《巴菲特致股东的信：投资者和公司高管教程》。

芒格：他昨天就在这卖书呢。这本书非常实用。

巴菲特：是的，昨天他在波仙珠宝外面卖。拉里做得很好。你知道，我和这件事没有任何关系，但是我真的认为，他在按主题组织方面做得很好，我的意思是，所有这些事情我每年都写，查理也一直在写。如果要我选一本关于我的投资哲学，它很可能就是我的选择。

16、任何时期卖出好公司都是个错误，我们乐于定期自我反省

股东：首先我要感谢鲍勃·哈曼(Bob Hamman 世界上最好的桥牌手)的到来，这是天才的安排。你曾经拥有迪

士尼，然后卖掉了它。我想你们在 70 年代也拥有广告公司——然后你把它卖了。我们能深入了解一下你为什么
要卖掉它们吗？

巴菲特：我不确定我能不能给你一些关于这种想法的见解。(笑)我们从这样一个事实开始，当我 11 岁的时
候，我在 38 美金的时候买了 3 股城市服务公司优先股，然后它涨到了 200 美金，但是我在 40 美金的时候卖掉
了，所以，我抓住了每股 2 美元的利润。(笑声)

我们卖过的所有公司后来都涨了，甚至有些公司后来涨得比其他的公司更厉害。当然，迪士尼在 60 年代的出
售是一个巨大的错误。我应该一直买，然后把它忘了，然后一直持有。这种情况发生过很多次。我们认为我们出
售的任何东西都应该随后上涨，因为我们拥有的和拥有过的都是好企业。但我们可能会卖掉它们，因为我们需
钱来买其他东西，但我们仍然认为它们是好的企业。我们认为随着时间的推移，好的企业会变得更价值。实际
上我能想到的所有我过去卖掉的公司，都可以在将来以更高的价格卖出去，那可以赚更多的钱。我希望这种情
况会继续下去。这不是苦恼的来源。但是我必须说，卖掉迪士尼是一个错误。事实上，自从我们卖掉迪士尼以来，
广告公司也做得很好。现在，也许其中一些钱进入了可口可乐或其他公司，所以我不担心这个问题。

坦白地说，如果我在顶部卖出一堆股票，我会感到担心，因为这实际上表明，我在实践一种更大的傻瓜式投
资方法。我认为随着时间的推移，这种方法不会持续成功。我认为，最成功的投资者，如果他们真的卖出股票，
他们卖出的股票最终会涨得更高，因为这意味着他们一直在买入好公司的股票。查理？

芒格：我很高兴提问者带来了这种谦逊，因为提醒自己的错误真的很有用。(笑声)我认为我们在这方面做得很
好。我的意思是，我们会在心里不断地为自己的错误反省。而这是一个很好的心理习惯。沃伦可以告诉你他每股
卖了多少美分，并与当前的价格进行比较。这实际上伤害了他。(笑声)

巴菲特：这实际上并没有伤害我。(笑声)

事实是，你只是继续做正确的事情。但只要你不被它冲昏头脑，对每件事都做事后检查，然后说出来，这是
很有教育意义的。每一个收购决定，还有很多诸如此类的事情，都应该有事后检查。现在，大多数公司不喜欢对
它们的资本支出进行事后评估。多年来，我担任过很多公司的董事，他们通常不会花很多时间做事后检讨。他们
花了很多时间来告诉你收购会有多棒，或者资本支出会有多好，但他们不喜欢那么认真地看结果。

芒格：想想看，如果董事会成员坐下来，说"现在我们要花三个小时来检查我们所有愚蠢的错误，以及我们犯

了多少错误", 那是会多么神奇。

巴菲特: 然后在那之后, 薪酬委员会将开会(笑声)——这种情况不会发生。(笑声)

芒格: 没错。

17、我们不依赖政治或宏观经济的发展做预测

股东: 我叫凯勒, 哈佩尔·凯勒, 来自俄勒冈州波特兰市。两个问题, 一个是个人问题。很明显, 今天有很多很多人都在这里。我想知道投资行业真正的创始人之一, 菲利普·凯瑞特(Philip Carret)今天是否也在这里?

巴菲特: 好吧, 我来回答——

股东: 他的许多朋友和崇拜者都会祝福他。

巴菲特: 菲尔, 一周前他还在这里。菲尔 101 岁了, 1924 年写了一本关于投资的书《投机的艺术》, 我认识菲尔大概有 46 年了。菲尔已经开了好几年的会了, 今天也会来, 但他五六天前摔断了髌骨。但是他发出了一个信息, 他明年肯定会在这里。(笑声)他也会的。(掌声)菲尔是我心目中的英雄。祝福他!

股东: 第二个问题。和本·格雷厄姆有关。随着时间的推移, 他改变了自己的估值标准。当他买不到低于账面价值的股票时, 他改变了自己的标准, 因为环境发生了变化。今天的世界似乎与 1989 年苏联解体时大不相同。甚至他们也在跌跌撞撞地走向自由市场经济。俄罗斯黑手党就是一个反常的例子。现在世界上只有一个超级大国, 美国。我们必须非常感谢那些让我们走上自由市场经济道路的人。现在, 自由市场经济已经走出了瓶颈, 它也不会再回到过去。并且自由市场经济, 似乎正在全球范围内扩张和加速。随着世界贸易的扩大, 这是否会导致对衡量投资的历史标准的重新评估?

巴菲特: 我的回答是, 我对此表示怀疑, 但我也不知道。但我不认为冷战的结束会成为我评价企业的一个因素。发生了各种各样的事件, 它们的影响, 就被量化而言, 是很难计算的, 很难在一个复杂的经济方程中孤立任何一个变量。因此, 从现在开始的 10 年世界将如何运转, 或者说企业的权益回报会如何, 我不知道所有影响它们的变量是什么。显然, 现在人们非常看好这些回报将继续下去。但我不会依赖于冷战已经结束这一事实, 或世界各地任何政治或经济发展情况来做出这样的预测。

我不知道如何预测美国企业们未来的收益。当我回顾过去所有伟大的历史事件时, 没有什么能给我多少线索, 告诉我哪些事件将标志着美国的企业们的盈利能力会产生重大变化, 查理?

芒格：我想你提出了一个非常有趣的问题。如果世界其他地区变得更加繁荣，如果它们都采用自由市场经济，那么哪些投资可能会做得最好？我认为，可口可乐和吉列等公司很可能受益于当今第三世界国家经济的大繁荣。而我不太确定很多其他企业是否也是如此。

巴菲特：是的，我们喜欢我们的国际业务。就像我之前说的，我们的三大控股公司都有来自国际方面很大一块业务。在我看来，毫无疑问，可口可乐在美国以外的市场将比在美国增长得更快，吉列也是如此，美国运通或许也是如此。这就是我们对这些企业的评价。

在 1989 年以前，我也是这么想的。我的意思是，很难估计它们在世界各地的会怎么发展。但拥有吉列或可口可乐这样的产品是一种优势，它们证明了这样一个事实：吉列和可口可乐在世界各地都非常畅销，人们渴望这些产品，而且没有人能找到比这两家公司在各自领域做得更好的方法。它们卖的是便宜的产品，所有这些都是对我们有利的。但就股票的总体表现预测或美国企业未来的盈利能力而言，冷战结束这类事件对我帮助不大。

18、子公司经理从不事后诸葛亮

股东：你好。我的名字是巴特利科恩。我只是想谢谢你让我度过了一个愉快的周末。我的问题是，你买了冰雪皇后(DairyQueen)之后，我听说所有的商店都在卖可口可乐。但是昨天我去内布拉斯加州家具市场的时候，他们说不收美国运通卡。我的问题是，你们是鼓励子公司和你们拥有股份的公司使用彼此的产品，还是让子公司的管理层来管理做决定？

巴菲特：这个问题问得好。它确实告诉你一些关于伯克希尔的运作方法。我们告诉每个子公司以它们认为最适合它们经营的方式经营它们的业务。例如，波仙珠宝和喜诗糖果用美国运通，而家具市场则没有。在其他领域也有很多类似的情况。如果美国运通的哈维·格鲁伯——他为我们做了一件非常出色的工作——如果他想或者让他的代表和我们任何子公司的任何人谈谈，我们都支持这样做。但我们永远不会告诉子公司经理应该光顾哪个供应商或类似的事情。

一旦我们开始为经理们在这方面做决定，我们就会对运营负责，而他们不再对运营负责。他们对自己的运营负责，这意味着他们有权做出决定。他们应该做对子公司最有利的事，这取决于任何其他想和他们做生意的公司来证明为什么这对他们最有利。这就是伯克希尔的做法。我认为总的来说，我们的经理喜欢这样。所以他们不会被批评，也不会有人在职位上比他们高(除了我们)。我总是收到一些人的来信，他们试图越过我们的经理，他们想

让我们说这个广告公司应该被利用或者诸如此类的话。这在伯克希尔行不通。他们必须和企业的经理打交道，我们不会绕过他们直接去干预公司运营。查理？(掌声)

芒格：我喜欢你的回答。这给了沃伦很多时间，可以在总部阅读年度报告。(笑声)

19、烟草公司在劳资协议中将遇到的麻烦

股东：你认为在烟草劳资协议方面可能会发生什么，你认为应该发生什么？其次，麦当劳和冰雪皇后是类似的企业。你收购冰雪皇后和处置麦当劳之间有关系吗？谢谢你！

巴菲特：第二问题的答案是，它们没有关联。它们有一些相似之处，但也有很多不同之处。汉堡王和麦当劳会更相似。冰雪皇后更像是一个小众市场。

就观察其动态而言，烟草协议是有趣的。因为在劳资谈判中总会有一个问题，那就是当你作为一个经理，你会有一个劳资谈判，在谈判结束时，你作为管理层是要承担很多义务的，而工会基本上没有，因为工会将对此进行投票(义务太多是通不过的)。事情就是这样。我是说，烟草公司是逃不掉它们的义务的。在谈判中，你被束缚而对方不被束缚，这一点也不有趣。

尽管这并不完全符合烟草行业的实际情况，但对烟草公司来说，这听起来像是麻烦——不管你是否觉得他们应该有这样的麻烦，但对我来说，当烟草公司它们受到约束，而另一个方面不受任何约束时，这听起来更像是麻烦。在那里有很多政治考虑，同时也非常紧迫。我不觉得这是一笔划算的交易。

我不认识任何参与其中的烟草公司高管。我不知道他们为自己被束缚而对方没有被束缚而感到多么痛苦。但我可以从劳资谈判中告诉你，这不是一个愉快的地方，也不是一个非常好的战略位置。查理？

芒格：我觉得我在这方面没有什么专业知识。

巴菲特：我觉得我也没有。(笑声)

20、巴菲特谈遗产："足够做任何事，但还不够什么都不做。"

股东：大家好，我是杰米·麦克马洪，来自阿拉巴马州伯明翰市。我希望，巴菲特先生和芒格先生，你们都能扩展一下你们对遗产的看法，以及对你们的继承人可能产生的正面和负面影响。以及作为一个商人、投资者和家長，你们能做些什么来减轻这些负面影响。

巴菲特：我想凯瑟琳·格雷厄姆当时引用了她父亲的话，几年前，她说过：如果你很富有，那么留给你的孩子

的财富，最好是足够让他们做任何事情，但又不足以让他们无所事事。我觉得这个想法并不坏。如果你说的是不太富有的人，我不会有涉及继承体系的看法。但是考虑到大多数人都是面临这个问题，对于不太富有的人，把遗产留给孩子是完全可以的。

但我非常相信精英统治。如果我用消费税之类的东西来设计这个继承体系，我可能会让继承成为一种消费形式，而这种消费将会被课以重税。因为我不相信，仅仅是因为你恰好出生在正确的子宫里，你就有权过一种完全不同的生活，与那些在子宫选择方面没有那么幸运的人完全不同。(笑声)但在我自己的例子中，我遵循"足够让他们做任何事，但不足以让他们无所事事"的原则。

我很幸运，我在历史上正确的时间，以正确的方式，在这种市场经济中做得很好。比尔·盖茨曾告诉我，如果我是几千年前出生的，我就是某种动物的午餐。(笑声)你知道，我跑得不快。(笑声)不同的资产，在不同的时间，是有不同的作用。我要补充的是，我不擅长打冠军桥牌，也不擅长下冠军象棋，也不擅长成为篮球明星或其他什么。碰巧我在一个擅长资本配置的领域获得了疯狂的回报。这并不意味着我比任何人或任何事都更有价值。这只是说明我很幸运。那么，这种善于选择子宫的运气，是否能让好几代人在这个世界上无所作为呢？你知道，我对此有一些保留意见。这就是我对遗产继承的看法。但是查理有一个更大的家庭，他可以给你一个更好的答案。

芒格：我认为，在资本主义制度下，应该征收遗产税。一旦征收并缴纳了遗产税，每个人在自己的遗嘱安排中想做什么就完全取决于自己。我很少看到有人被钱毁了。我所见过的许多身无分文的人，如果没有钱，那他们早就身无分文了。(笑声)

我认为在法国大革命之前，过着法国贵族生活的人所占的比例总是很小。还有很多贪婪的人，想从继承这笔钱的无能之辈手中抢走这笔钱，我不认为我们有必要担心。当他们的钱越来越多的时候，统治世界的是一群无能的人。所以我喜欢相当数量的慈善，当然一些遗嘱性质的慈善也可以。但我觉得这是人们必须做出的个人选择。

巴菲特：他们的确可以做出自己的选择。

21、一个没有被高估的市场需要两个条件

股东：我是来自加州欧文市的 Samuel Wong。我有两个问题。第一个问题，你认为今天的美国市场被高估了吗？第二个问题，考虑到伯克希尔今年的股价已经上涨了很多，你今天会买吗？如果是的话，假设我有一个 20 岁的孩子，他有 15 万美元要投资伯克希尔，而你直到 5 年后才需要这笔钱，你会推荐购买 A 类股、B 类股，还是

两者的组合？谢谢你！

巴菲特：如果你决定购买伯克希尔，我认为你购买 A 股还是 B 股并没有多大区别。但我们不会就人们是否买进或卖出伯克希尔给出任何建议。我们从来没有，这是一个我们不想进入的游戏。

就市场是否估值过高的问题，基本上，就像我们去年在这里的年度报告中所说的那样。如果满足两个条件，一般市场就不会被高估。在我们看来，这两个条件是，1)利率保持在或接近当前水平、或继续下降；2)美国的企业盈利能力保持在目前水平、或接近目前水平。这实际上是前所未有的。

正如我们所指出的，这是一些很乐观的假设。许多在伯克希尔年报之后发表的文章也会问：巴菲特的意思到底是什么？嗯，我刚刚说的就是这个意思：如果满足这两个条件，我认为市场并没有被高估。如果这两项条件中的任何一项被严重违反，我认为它最终将被高估。我不知道答案，所以我把它写成这样。

在任何给定的时间，都很难预测和知道什么估值水平是合理的。你一定要知道什么时候会出现某些危险的情况。当然，如果你预测的答案是：股价在这个价位上没问题。那你一定会得出这个结论：在目前的利率水平上，公司的收益水平很可能会维持下去。这是你必须自己去寻找的结论。但我不认为这个结论是显而易见的。

22、留存收益没有确切的公式

股东：下午好。我叫斯坦利·哈蒙，来自波士顿。你曾说，只有公司在能创造超过 1 美元市值的前提下，才应该投入 1 美元做资本支出。我在想，你是怎么确定的？它是否基于 A)资本的历史回报率；B)对公司竞争地位的定性判断；C)资本收益的定量预测；还是 D)？

巴菲特：这是基于你提到的所有这些因素以及更多其他因素。但最终我们可以说，到目前为止，我们保留的每一美元都是有价值的，因为总的来说，这些美元创造了超过一美元的市场价值。事实上，现在很多公司都这么说，因为事情发展得很好，这是一种情况。但如果在三四年后，你发现我们保留的美元并没有创造更多的价值，那么在那时候，我们就该好好考虑是否应该开始分红。但几乎所有想要保留资金的管理层都会将其合理化，他们会说："我们要用我们保留的资金做一些很棒的事情。"而我们认为应该对此进行回顾检查。这就是为什么在年报中，在基本规则中，我建议回顾检查这些预测的有效性。

查理和我，如果你今天问我们，我们从今天的收益中保留的那一美元，我们今天的用途是否会产生超过一美元的价值，答案是否定的。但我们确实认为，根据历史，未来几年我们的前景会更好的可能好于 50%或远远超过

50%，我们将有机会做到这一点。但这并不确定。查理？

芒格：我没什么要说的。

23、伯克希尔股价比大多数公司都能反映公司的内在价值

股东：再次感谢您几年前制作的这本股东手册。我发现它很有用，经常使用。两个问题：你能告诉我关于股东手册中的陈述："账面价值的增长百分比可以很好的反映内在价值的增长百分比"，这是否仍然适用？而你现在拥有了更多的企业，尤其是像 GEICO 保险和飞安公司这样的企业，这意味着这账面价值和内在价值之间的差距可能已经缩小了吗？

巴菲特：不，这两家公司多年来的业绩表现相当不错。与大多数上市公司的记录相比，我想说，在过去 33 年左右的时间内，我们的市场价格与内在价值的关系比我们所观察的 80%或 90%的公司都要密切。但这并不意味着它总是这样。有时候，市场价格会超过内在价值的变化，而有时候，很明显它会落后。所以它还远远不够完美，但比大多数公司都好。理想情况下，我们希望它能完美地跟踪它。如果我们以私人公司的形式经营这家公司，我们每年见一次面，为股票设定一个价格，让它每年交易一次，查理和我负责设定这个价格，我们会尽量设定一个接近内在价值的价格。在我们能做到的范围内，这将是一个完美的跟踪。市场不是那样的，市场会对很多其他事情做出反应。市场很棒，但在我们看来，它并没有变得更完美。但我们仍然认为，伯克希尔的股价比大多数公司更能跟踪这一趋势。

24、KKR 出售吉列股票"对我们毫无意义"

股东：我是来自纽约的伊丽莎白·克鲁兹。我有一个关于吉列的问题。吉列的另一个重要投资者 KKR 最近出售了吉列超过 10 亿美元的股票，这些股票是他们通过吉列收购金霸王获得的。既然 KKR 也是一位成功的投资者，你是否认为这是吉列未来前景的一个负面信号，尤其是在 Mach3 剃须刀推出前夕？你认为他们对剩余股份的计划是什么？

巴菲特：我想他们已经公开声明了，吉列收购的金霸王股份是由一个特定的投资基金持有的，我不知道是哪一年成立的，但是的确是某一年成立并计划在某一时刻解散。这些股票，不管是金霸王的还是吉列的，都是在规定期限内的某一时刻进行处理的。我认为 KKR 做出的这个决定，在他们其他股票上也做出了同样的决定，从现在到他们合作的最后期限，可能会有三家左右的公司上市。为什么他们选择任何一个特定的日期，取决于他们和他

们的顾问。这对我们毫无意义。我的意思是，如果他们没有那种基金，而他们决定出售，这对我们也不会有任何影响。我想如果我们决定出售，对他们的情况不会有任何影响。

我们形成自己的价值观念独立于其他人的想法。但就 KKR 而言，他们对拥有这些股份的合伙公司有一个终止日期，从现在到终止日期，他们必须以这样或那样的方式处理这些股份，以他们拥有的股票数量，他们将进行几次出售。顺便说一句，Mach3 非常棒。我从十月份就开始用它了。所以亨利不是根据 Mach3 决定卖掉那只股票。(笑声)

25、不拆分意味着“更好的股东阶层”

股东：我是来自加州棕榈泉的古德曼。你们曾经说，有很多股票会上涨，最终会下跌。我的问题是，你认为伯克希尔在不久的将来会不会拆分 A 类股？(笑声)

巴菲特：这很简单，不！我们没有拆分 A 类的计划。实际上，我们让那些想把 A 类拆分的人，自己拆分成 B 类。任何拥有 A 类的人可以在任何时间把股票按 1:30 分割成 B 股。(笑声)查理？

芒格：不，我想你说的很好。(掌声)

巴菲特：我们真的认为，从伯克希尔的长远利益来看，**我们坚持不拆分的政策使公司和股东受益。**这没什么戏剧性的。但总的来说，在现场来看，我们的股东比当伯克希尔以每股 3 美元、或者每股 30 美元、甚至每股 300 美元的价格出售时的股东要多得多。

26、账面价值不是我们考虑的因素，日本企业 ROE 没有改善之前就不会有好的回报

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我叫杰克·萨顿，来自纽约。我有两个问题。日本股市被比作 1974 年的美国股市。与美国股市相比，日本股市的市净率非常低，投资于一篮子日本股票或一只日本股票指数基金难道没有意义吗？问题二：伯克希尔倾向于投资利润率高、股本回报率高的公司。伯克希尔对航空业的投资似乎与这些原则相去甚远。你能详细说明伯克希尔为什么投资航空业吗？将来会考虑在航空业进行新的投资吗？

巴菲特：我要回答第一个问题。我不知道确切的数字，**日本股票的市净率低于美国股票，原因很简单，因为日本公司的账面利润远低于美国公司。收益决定内在价值，而不是账面价值。账面价值不是我们考虑的因素。未来的收入是我们考虑的一个因素。**正如我们今天早上早些时候提到的，很多日本公司的收益都很差。

现在，如果你认为日本企业的股本回报率将大幅上升，那么你就会赚很多钱——我的意思是，如果你是对

的，那你会从日本股票中赚很多钱。但日本企业的股本回报率一直相当低，这使得较低的市净率非常合适，因为盈利是用市净率来衡量的。如果一个公司的盈利是账面价值的 5%，并且未来它的盈利水平会保持在 5%，那我不想以账面价值买它。因此，较低的市净率对我们毫无意义。我们对此并不感兴趣。

事实上，相对于账面价值而言，我们不太可能去看那些出售价格较低的公司，而会去看那些出售价格较高的东西，因为很有可能前者是一家糟糕的公司，而后者是一家好公司。

关于第二个问题，我记得我们从来没有买过航空公司的普通股。我们的投资只是相当于把钱借给全美航空 (USAir)，期限为 10 年，但我们有转换成普通股的权利。现在看起来，我犯了一个可怕的错误。但我们在一定程度上得到了保护。当我们购买我们的股票时，它的股价是每股 50 美元左右。我们没有兴趣以 50 或 40 或 30 或 20 美金的价格购买它的股票。随着时间的推移，我们现在有机会以 4 美金去购买。(笑声)我们从来没有买过全美航空、联合航空、达美航空或其他任何航空公司的股票。这不是一件使我们感兴趣的事。

以转换为普通股为特权，借钱给它们很有意思，虽然成功了，只是我们很幸运，因为史蒂夫·沃尔夫出现了，他真的把公司从破产的边缘拯救了出来。但我们不太可能投资航空公司，尽管我们不介意借钱给很多我们不会购买普通股的公司。我的意思是，这可能会再次发生在不同的行业，包括航空业。

查理，你对航空公司和日本市场有什么看法？

芒格：那次投资经历对我们来说非常不愉快。净资产就这么消失了。它是开始是 15 亿，然后它就变成了 1 亿，最后现金用完了。这是一次非常不愉快的经历。(笑声)

我们试着从这些经历中学习，但我们学得很慢。我想什么事都有可能发生。毕竟，我们连白银都买了。(笑声)我们从来没有在另一个国家做过大的交易。事实上，我们几乎从未在一个大的行业中发挥过作用。

巴菲特：如果要我们投资日本股市，我们必须得出这样的结论：日本企业的股本回报率将明显提高，而不是保持现在的股本回报率，但目前我还没有任何证据。如果别人有这种感觉，我不会反驳他们。除非发生这种情况，否则你无法从日本股市获得良好的回报。你不能从 5-6% 的 ROE 上赚很多钱。我看了很多报告，但我现在看不到盈利能力的改善。

现在，也许一切都会改变。有传言说，日本已经实施了一项小规模临时减税措施，而目前日本的企业税率非常高。在美国，税率曾经是 52%，现在是 35%。所以，可能会发生一些事情来增加公司利润，但我对此没有任

何特别的见解，我想任何看过相关报告的人也不会有。

芒格：还有一些关于企业文化的读物需要阅读。在美国，当股东和公司其他人必须选一方承受损失时，一般会选择公司的其他人。而在日本，这是一个不同点。他们认为生活的主要目的是保持一些蒸汽锅炉公司在一个特定的社区，不管股东遭受多少损失。我认为，在国外很难像在我们自己国家一样去评判企业文化。

27、"我们只对价格和价值感兴趣"

股东：我是来自北卡罗莱纳州雪松山市的伊冯娜·埃德蒙兹。你经常将伯克希尔的表现与标准普尔 500 指数进行比较，这非常有用，也非常有趣。但我还没有看到标普 500 指数与伯克希尔收盘价之间的相关性系数。了解这两个变量之间的相关性系数的程度将非常有帮助。如果你有的话，能告诉我们是什么吗？如果你没有，请你考虑一下以后计算一下相关系数好吗？

巴菲特：这是可以计算的，但我不认为它会有什么意义。它是一个历史相关性系数，你知道，我不愿意让人们参与其中。我先试着指出，年度相对绩效比较的局限性，因为我们过去能够做的事情在今天是不可能做到的。我在我的年度报告中提到，到目前为止，伯克希尔相对表现最好的 10 年是 50 年代。现在，我不认为这是因为我当时聪明得多(笑)，我很不愿意接受这一点。

嗯，相关性系数大概是每年 40% 多点。但这与今天无关。发表相关系数或基于它进行计算将会产生误导。我不知道你会在伯克希尔和标普指数之间的具体关联上发现什么。你可能会发现很多相关性，也可能不会发现太多。你会发现它与可口可乐之间的内在价值，以及与一些类似的股票的相关性。但我不认为这是未来特别有用的信息。我们不反对你们去计算，任何人都可以做一下计算。但它对我们没有任何用途，如果我们不认为它对我们有用，我们就不会把它作为可能的有用信息提供给股东。

而我们确实认为，**计算标准普尔的年度回报率有一定的意义**，因为它是人们投资的另一种选择。这不是要我们去买标普指数。随着时间的推移，你会看到我们有一些优势，你会知道，我们贡献了什么？我们的管理增加了什么价值？我们认为，我们有责任去和标准普尔对比，即使我们不愿意。但对我们这样一个纳税实体来说，与标普 500 指数的非税后计算结果相比，这是一个艰难的挑战。

但我们不关心 beta 之类的东西。这对我们没有任何意义。我们只对价格和价值感兴趣。这就是我们一直关注的，任何一种市场行为或类似任何事情都没有任何意义。我不知道伯克希尔今天是什么价格，我也不能告诉你它

在 1983 年或 1986 年的今天卖多少钱，我不在乎它卖多少钱。真正重要的是 10 年后的情况。我确实关心，从现在开始的 10 年里，伯克希尔会在哪里，这是所有关注的焦点。查理？

芒格：是的，如果我们是被动的股东，我们会以我们希望的形式发布数据。我们不认为相关性系数会对我们有帮助。

巴菲特：我们不认为任何与成交量、价格走势、相对强弱等相关的事情有什么作用。当我十几岁的时候，我经常研究这些东西。我一直根据它进行计算，并记录图表，甚至写了一两篇文章。但它没有给我带来任何作用。

芒格：这么多年来和沃伦打交道的一个令人愉快的事情是，他从来没有谈论过相关性系数。(笑声)如果相关性不是那么极端，你用肉眼就能看出来。沃伦没有计算出来。(笑声)

28、当心那些必须强制再投资的公司

股东：我的问题是你之前提到的，公司该如何每年在他们的业务中再投资一定数量的现金来保持竞争优势？如果有人说，最好的企业不仅能产出大量现金，还能将其再投资于更大的产能。但我认为，矛盾之处在于，一家公司进行扩张性资本支出的机会越好，它们作为现金消耗者而非现金创造者的形象就越糟糕。你用了什么具体的方法来计算维持资本支出是多少？你是怎么计算一个公司该花多少现金？你在吉列或其他你研究过的公司中使用过什么方法？

巴菲特：如果你看看吉列或可口可乐这样的公司，你不会发现它们的折旧有多大的不同。暂时先不考虑摊销，只考虑折旧和必须的资本支出。如果我们进入恶性通货膨胀时期，或者你也可以假设一些不存在的例子。

总的来说，折旧费用对于大多数公司来说是合理的，可以用来代替必需的资本支出。这就是为什么我们认为，用财务报表上的收益加上无形资产的摊销通常能很好地说明盈利能力，而且我从未想过，为了保持竞争地位，吉列是否需要多花 1 亿美元，或少花 1 亿美元。我想这个幅度甚至比它报表所记录的折旧还要小得多。

航空公司就是一个很好的反例。在航空公司，你必须不停地花钱。如果投资有回报，你得疯狂地花钱；如果投资没有回报，你也得疯狂地花钱。这只是游戏的一部分。即使在我们的纺织行业，为了保持竞争力，我们也需要花费大量的钱，而当我们把钱花完的时候，没有任何明显的赚钱前景。这些都是真正的陷阱。它们以这样或那样的方式维持生存，但它们仍很危险。

而在喜诗糖果，我们希望能够花费 1000 万、1 亿、5 亿美元，并获得与过去类似的回报。但不幸的是，这里

没有好的方法能做到这一点，**这不是一个能通过投入资本就产生利润的行业**。我们会继续寻找。在飞安公司，需要通过投入资本来创造利润。你需要投资更多的模拟器，需要训练更多的飞行员，因此需要资本来创造利润。但在喜诗糖果并非如此。

在可口可乐，特别是当新的市场出现的时候，在中国或者东德或者类似的地方，可口可乐公司自己会经常进行必要的投资来建立装瓶基础设施以迅速占领这些市场。你甚至不需要计算它们，你只知道你必须这么做。你有一个很棒的生意，你想把它传播到世界各地，你想充分利用它。你可以计算投资回报，但就我而言，这是浪费时间，因为你无论如何都要这么做，而且你知道随着时间的推移，你想去主导这些市场。最终，你可能会随着市场的发展，把这些投资投入到其他灌装系统中，因为你不想等着传统的灌装商来做这件事，你想在那里自己干。

顺便提一下，讽刺的是，当柏林墙倒塌时，可口可乐进入东德市场，在那里，可口可乐产自敦刻尔克，这有某种讽刺意味。也许你会从中得到乐趣，特别是对于一些年长的股东。查理，你有什么要说吗？

芒格：沃伦在很久以前就说过，**好的企业和坏的企业之间的区别通常是，好的企业会做出一个又一个简单的决定，而坏的企业会给你一个可怕的选择，并且让你很难做出决定，这真的会奏效吗？它值这么多钱吗？**

如果你想要一个系统来确定哪个业务是好业务，哪个业务是坏业务，那么只需看看哪个业务一次又一次地让管理层烦恼就行。比如对于我们来说，决定在加州的一个新的购物中心开一家新的喜诗糖果商店并不难，很明显，这将会成功。这就是简单的决策。另一方面，如果公司有很多的决策摆在你的办公桌上，那非常糟糕。总的来说，这些企业运作得并不好。

巴菲特：我在可口可乐董事会已经有 10 年了，我们有一个又一个的项目，都有一个投资回报率。但这对我来说并没有太大影响，因为到最后，你所做的任何决定，都巩固并扩大了可口可乐在全球的主导地位，这个行业正在以惊人的速度增长，而且具有巨大的潜在盈利能力，你的决定将是正确的，你的员工会很好地执行这些决定。

然后查理和我进入全美航空，决定也来了。问题是，投资人是否知道，你买的是东方号，还是别的什么？你花光了所有的钱。然而，只是要想玩这个游戏——保持交通流量和连接乘客。你必须不断做出这些决定——你是否要在某个机场多花 1 亿美元。航空公司它们很痛苦，因为它们一次又一次没有任何真正的选择，同时它们也没有任何真正的信念，能让它们坚信，这些选择和投入会在以后转化为真正的回报。

一种游戏是强迫你投入更多的钱，而不知道你手里拿的是什么牌，另一种游戏是你有机会投入更多的钱，因

为你知道你一直都是赢家。查理：我们为什么要投资全美航空？(笑声)我们本来可以买更多可口可乐的。

29、伯克希尔已准备好面对逆境

股东：我叫巴库·帕特尔。我来自纽约北部。我的问题是，伯克希尔准备好应对 1929 年那种大萧条了吗？或者像日本那样的长期熊市？在这些情况下，它会同样成功吗？

巴菲特：我们可能和任何一家公司一样，对逆境做好了充分的准备，因为伯克希尔是建立在可持续发展的基础上的。我们将在 20 年的时间里受益于在这 20 年里周期性地出现一些糟糕的市场。这并不意味着我们希望它们发生，也不意味着它们就会发生。我们通过良好的资本配置来赚钱，一般股票市场越低，我们的资本配置就越好。所以我们做好了充分的准备，但我们并不期待这种情况的发生。查理？

芒格：是的，我们不会把所有的东西都卖掉，然后等着崩溃，然后再买回去。另一方面，我们的组织结构使我认为，未来 20 年的许多动荡将帮助我们，而不是伤害我们。我的意思并不是说经济进入下行周期会很愉快，但这是游戏的一部分。

30、我们永远不会对伯克希尔的股票给出建议

股东：我叫皮特·班纳，来自科罗拉多州博尔德。首先，巴菲特先生和芒格先生，感谢你们今天的真诚慷慨。伯克希尔昨日收盘时，A 股价格约为 6.9 万美元，或上周五的收盘价为 6.9 万美元，B 股价格约为 2300 美元。你觉得这个价格是过高，还是过低，还是合理？

巴菲特：我们永远不会对伯克希尔的股票给出建议。你知道，这取决于那些想买卖它的人，我们所说的任何事情都很容易被放大，而人们几个月后就会采取行动，谁知道它会产生什么问题，所以无法回答。

芒格：如果我们每天都发布一份声明，“现在是买进的时候了，现在是卖出的时候了”，这将是非常奇怪的。我们是特立独行，但我们可不会像这样特立独行。(笑声和掌声)

31、乔治·伯恩斯拥有长寿基因

股东：艾琳·芬斯特，来自俄克拉荷马州塔尔萨市。首先我要感谢你给你的股东选择他们自己的慈善机构的机会。其次，我非常担心你的健康，因为你的饮食(笑声)——

巴菲特：艾琳，我正在吃这些是我们的产品。(笑声)

股东：你吃了很多肉、糖果、冰淇淋，还有可乐。(笑声)我想知道你的医生怎么说。(笑声)

巴菲特：我的医生说我一定非常依赖我的基因。(笑声)我告诉你，查理和我都很健康。如果您从事人寿保险业务，我可以向您保证，您会乐意按标准费率给我们写信的。(笑声)

芒格：你知道吗，当乔治·伯恩斯 95 岁时，他们问他，“你的医生对抽这种又大又黑的雪茄怎么看？”他说：“我的医生早死了。”(笑声和掌声)

巴菲特：乔治 97 岁的时候，我和查理在希尔克雷斯特乡村俱乐部和他打桥牌。他身后有一个大牌子，上面写着：“95 岁以下的人禁止吸烟。”(笑声)事实上，在他 95 岁的生日派对上，他邀请了 5 个非常漂亮的年轻女孩，她们用一个蛋糕和所有的东西来迎接他。他把它们一个接一个地看了一遍，然后说，“哦，姑娘们，”他说，“我 95 岁了。你们其中一个明天必须回来。(笑声和掌声)最近几年我们对乔治·伯恩斯更加看好。(笑声)

32、我们会无限期地等待

股东：我叫休伯特·沃斯。我来自加州的圣芭芭拉。今天早上早些时候，你曾说过，如果股市下跌，你上网的时间就会减少，因为你会很忙。这进一步加深了我对伯克希尔的印象，它的现金流非常庞大，但在过去 12 个月里，你的投资可能比以前更少了。如果我说的情况存在，那么等待有吸引力机会的价值又意味着什么呢？你愿意等多久？这对投资大众自己的习惯又有什么影响？

巴菲特：你是对的，我们在好几个月的时间里都没有发现任何可以谈论的股票。至于我们等待多久的问题，我们会无限期地等待。我们不会为了买东西而买任何东西。只有当我们认为我们得到了一些有吸引力的东西时，我们才会买。顺便说一句，如果东西只便宜 5-10%，那不会有什么实质性的改变。

我们不知道这个上涨周期什么时候结束。正如我说过的，如果股本回报率保持不变，那么这些估值是完全合适的。但即便如此，它们也丝毫没有让人垂涎三尺，因此，如果回报保持在当前水平，我们不会觉得自己错过了什么——尤其是当回报保持在当前水平时。因为在我们看来，如果这些水平是正常的，但投资它们仍然不会产生巨大的回报。但这并不意味着短期内市场就会表现糟糕。市场无所不能。你看看市场的历史，你就会看清楚所有正在发生的事情。

我们没有时间表。如果钱越积越多，那就越积越多吧。当我们看到一些有意义的事情时，我们愿意采取非常迅速、规模非常大的行动。但我们不愿意对任何在我们看来不符合事实的事情采取行动。你不会因为行动而得到回报，你只会因为正确而得到回报。查理？

芒格：是的。对于新买股票来说，这只是偶尔沉闷时光的延伸，在投资生涯中，这并不是什么大的悲剧。在这样一个时代，也有可能发生其他事情。我的意思是，我们的箭筒又不是只有一支箭。

巴菲特：我们以前也曾按兵不动。最具戏剧性的是 60 年代末和 70 年代初。在很长一段时间里，当你回首往事时，它似乎并没有那么长。但当你正在经历它时，它似乎也很长——就像拔牙之类的。对此，你又能做些什么吗？企业未来的表现，不会因为你坐立不安、决定要买东西而变得更好。我们会等到找到我们喜欢的东西。我们会喜欢我们能大幅度挥杆的时刻。这就是我们的风格。

33、房地产投资远不如股票投资

股东：拉里·佩考斯基，来自新泽西州米尔本。伯克希尔似乎从未进行过任何真正的、纯粹的房地产投资(不包括运营公司可能拥有的设施)，除了威斯科金融公司参与了加州的住宅项目。我想知道，你是否曾经研究过房地产交易，并试图使用与经营公司相同的筛选标准，即竞争优势和资本回报率。如果不是，这是因为能力圈的缘故，还是你对房地产不感兴趣？

芒格：这是一个我们有着几十年完美记录的领域。在我们接触过的几乎所有与房地产有关的业务中，我们都表现得相当愚蠢。每次我们有多余的地，当我们都不想让其他开发商不公平地占我们的便宜时，我们都不会去发出土地竞标；但如果我们发出竞标出让部分土地，然后把钱投到我们有专长的领域，我们的日子会更好一点。比如我开发的那块住宅用地，就是因为我不想让当地政府以他们想要的方式占我便宜。我真希望我让他们这么做了。(笑声)我们在这次交易中，有可靠的失败记录。(笑声)

巴菲特：有趣的是，我们确实了解房地产。查理最开始就是从房地产起家的。(笑声)

芒格：我们很擅长。但我们能够更好地理解其他事情。因此，我们在房地产市场大赚一笔的机会很低。

巴菲特：是的。我们已经看过很多东西，但是因为价格没有引起我们的兴趣而放弃，特别是考虑到我们的资金规模。我 21 岁的时候想买个小镇。当时美国政府在俄亥俄州有个小镇要出售，如果当时我买下了，那结果会很好。但我们对这个领域不感兴趣，我们在这个领域也并没有看到巨大的回报。就像查理说的，我们一直没有很好地解决多余的土地问题。幸运的是，与伯克希尔的净资产相比，这些资产并不十分重要。

34、耐克我们无可奉告

股东：下午好。我叫弗雷德·科斯坦诺，来自密歇根州底特律市。我的问题与耐克有关。耐克是一家面临一些

短期问题的公司，但它是一家有着出色业绩的伟大公司。菲尔·奈特和比尔·盖茨的相似之处在于，他是一个营销天才，工作非常努力。制造运动鞋是一项利润很高且非常简单的业务。你如何看待耐克？

巴菲特：我认为菲尔·奈特是一位出色的经营者。他是一个竞争者。他在耐克赚了很多钱。但就我们对股票的看法而言，你知道，我们对所有这些观点都保密。

35、巴菲特并不认为食品中的脂肪会引起诉讼

股东：大家好，我是埃德·克林顿，来自伊利诺伊州芝加哥市。我想知道关于烟草诉讼的事。现在也有一些关于高脂肪食物的评论。你认为烟草诉讼会导致高脂肪食品诉讼的形成一个新趋势吗？

巴菲特：我不认为这两者有任何相似之处。但是查理，你对此有什么不同的看法吗？

芒格：我认为传统的侵权制度特别不适合解决所谓的烟草健康问题。所以我认为这整件事有点像疯帽匠的茶话会。我们坐在远处静静的看。

36、强劲的经济需要大量的信贷

股东：我是弗雷德·本奇，来自密苏里州吝啬鬼附近。鉴于当前美国经济的健康增长和稳定，以及过去五年左右的时间里，你对克林顿政府给予了多少信任(如果有的话)，以及为什么？

巴菲特：我把功劳归于沃克尔，很大程度上归功于沃克尔。我把功劳归于里根。功劳也归功于格林斯潘和鲁宾，我也相信克林顿，我认为第一个税单非常重要。它以一票之差获得通过。所以我认为这有很多值得赞扬的地方，我认为你可以把它归功于到很多地方。查理可能不那么仁慈。让我们来看看。(笑声)

芒格：我对这个国家的经济改革方式没有太大的不满。我认为这比我们所有人预测的要好得多。

37、费雪的调查方法是如何改变巴菲特

股东：我的名字是特拉维斯·希思。我来自德克萨斯州的达拉斯。我的问题是关于菲利普·费雪所说的闲聊调查法。当你发现了一个业务，你认为需要进一步调查时，一般你需要花多少时间呢？

巴菲特：这个问题的答案是，现在我几乎什么时间都没花，因为我过去已经这样做过了。资本配置的一个好处是你做的很多事情都是累积的，这样你就能从之前做的事情中获得持续的回报。到目前为止，我对伯克希尔的大多数可能感兴趣投资的公司都相当熟悉。当我开始的时候，在很长一段时间里，我经常做很多菲利普·费雪所描述的方法。

我遵循他的闲聊调研方法，但我不认为你能做太多。现在，在你准备对某件事深入调查时，你应该先有 80% 左右的认识。我的意思是，你肯定不希望用费雪的方式去追踪每一个想法，所以你应该先有一个强有力的假设。就像一个篮球教练在街上碰到一个七英尺高的人，然后你才会开始对他各方面开始感兴趣：你必须弄清楚你是否能让他留在学校，他是否身体协调，以及诸如此类的事情。这些都是费雪的调查方法所要求的细节。

我相信，当你对整个行业，尤其是公司有了一定的了解后，你会发现，没有什么比先读一些相关的资料，然后走出去，和竞争对手、客户、供应商、前雇员、现在的雇员等等进行交流更有意义的了。你会学到很多。并且走出去调研应该是最后的 20% 或 10%。这种方式不会让你太累，因为你一般都是从一个你认为经济状况良好的公司开始——在那里他们看起来像 7 英尺高，然后你可能想用一個会否定你最初草率的假设的角度去开始调查。或者如果你证实了你的假设，那你的认识可以更强烈。

早在上世纪 60 年代，我就在美国运通做过类似的事情，而实际上，这种调查法极大地增强了我对美国运通这种感觉，我买的股份越来越多。如果你和一群业内人士交谈，问他们最害怕什么竞争对手，为什么害怕他们，诸如此类的问题。你知道，他们会用安迪·格鲁夫的银子弹来对付谁等等，你会学到很多。当你进入这个行业的时候，你可能会比业内的大多数人更了解这个行业，因为你会带着一个独立的视角去看这个行业，你会倾听每个人说的每件事，而不是带着这些先入为主的观念进来，过一段时间后，只是听你自己的真相。

我建议你这么做。但我不再经常这样做了。我近几年只做过几次，我也曾在年度报告中谈到——当我们决定保留美国运通，并决定在 1994 年换普通股的时候，我和弗兰克·奥尔森谈话的时候我用的是费雪的调查方法。我找不到比弗兰克·奥尔森更好的人了。弗兰克·奥尔森，经营着赫兹租车公司，在联合航空公司有丰富的经验，天生就是一个营销家。我的意思是，他很懂生意。当我问他美国运通卡有多强大、它的优点和缺点是什么、谁会在它之后出现等等问题时，他可以在五分钟内给我一个答案，并且这将比我在数小时或数周的调查研究完成的更好。在美国运通这个案例中，你可以向别人学习。而弗兰克就是美国运通的使用者。弗兰克在经营赫兹汽车时，曾经以 X% 的价格向美国运通付费。而弗兰克其实并不喜欢付钱，那他为什么要付钱给美国运通？如果他付的比 Master Charge 或 Visa 多，他为什么要付更多？那么付那么多钱，他能做些什么呢？你只需要一直问问题。

我想洛里莫·戴维森在视频中解释了这一点。我非常感谢他这样做，因为这对他说来说是一次真正的努力。但那确实是我 1951 年在华盛顿拜访他时所做的，因为我想弄明白为什么人们会选择 GEICO 而不是他们已经在保险的

保险公司，以及这种优势有多持久。你还能利用这个机会问什么？我问了他很多问题，而他给了我很棒的答案。

这次对话，在很大程度上改变了我的生活。所以在这一点上，除了戴维，我没有什么好感谢的。

对于费雪的调查方法，这就是我的建议。

38、真正的考验是获取内在价值

股东：我是来自加拿大多伦多的理查德·隆托克。我有个问题要问你们。巴菲特先生，伯克希尔在 1997 年的收益不及 1996 年。你打算在 1998 年做些什么来提高收益？(笑声)芒格先生，我看到你和巴菲特先生整天都在吃糖果，喝可口可乐。你将来打算做什么广告吗，就像 Dave Thomas 做 Wendy's 那样？(笑声和掌声)

巴菲特：你认为我们中的哪一个应该这么做？(笑)现在到你说话，查理。

芒格：我们还不够老，不能演好一个广告。(笑声)我们想要做的是，让一个 110 岁左右的人在这里开心地吃着喜诗糖果来回答这些问题。这真的很有帮助。

巴菲特：就收益而言，美国公认会计准则公布的最终收益对我们来说毫无意义。现在，我们公布的透视收益确实有一定的意义，但即使是这样，也必须考虑是否发生了巨灾再保险的理赔事件，或者 GEICO 是否有一个异常好的一年。我们在年报中试着提到这些因素。但我们确实希望，随着时间的推移，我们的透视收益确实会以合理的速度增长。我们的最终收益包括资本收益，我们可以用任何我们想要的数字来报告这些收益，而我们对伯克希尔是否实现这些资本收益毫不在意。但国税局是这样做的，这就是为什么我们今年可能会给他们 10 亿美元或更多。但就衡量我们的进步而言，这些数字毫无意义。通过透视收益可以说明一些问题。这张表，前几页，显示了账面价值相对于标准普尔指数的变化，这说明了一些问题，并不完美。真正的考验是，随着时间的推移，内在价值的增长。这没有确切的数字，但到目前为止，查理和我都认为它令人满意，但我们 also 认为过去的增长速度是不可重复的。

39、"我们更喜欢别人所说的风险"

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我的名字是 Keiko Mahalick，我是沃顿商学院的 MBA 学生，但请不要因此而反对我。

巴菲特：我们不会。(笑声)我从来没有过那么高的学历。我是一名本科生。(笑)

股东：你能解释一下在你的现金流评估过程中，你是如何区分不同类型的企业的吗？例如，在对可口可乐和

GEICO 估值时，你如何解释它们的未来现金流风险的差异？

巴菲特：我们不担心传统意义上的风险，也就是沃顿商学院教你的那种风险。(笑声)但这是个好问题，相信我。如果我们能完美地预见到每一项业务的未来，无论是运营有轨电车还是销售软件，都不会有什么不同，因为从现在到审判日，我们所衡量的所有现金，都是属于我们的。公司所从事的行业没有任何意义，除了它可能告诉你一些关于产生现金的能力差别。但一旦现金变得可自由分配，行业差异对现金的质量就没有任何意义了。

从本质上看，风险是一种对未来业务的判断。换句话说，如果我们认为，我们只是不知道未来会发生什么，这并不意味着它一定有风险，这只是意味着我们自己不知道，这对我们来说是有风险的。但对于了解业务的其他人来说，这可能没有风险。如果是这样，我们就放弃。我们不会试图预测我们不了解的事情。我们不会说，“我们不知道会发生什么，所以我们将它折现率定为 9%而不是 7%”，这个数字甚至我们自己都不知道。这不是我们的方法。我们认为，一旦它通过了这个门槛测试，即我们对某件事相当确定，那么同样的折现因子往往适用于所有事情。当我们购买这些企业，我们试图只做我们非常确定的事情。

所以我认为所有的资本资产定价模型——以及其推理比如不同的风险调整回报率等等——我们认为这是无稽之谈。而我们确实认为，如果我们不确定未来会是什么样子，那么在这种情况下，试图去做出价值评估，也是毫无意义的。我们不认为你可以因为说它更有风险，而用更高的贴现率来弥补。所以我不认为如果我用更高的贴现率是有意义的。这不是我们处理事情的方式。查理？

芒格：是的。这种对企业股价波动性的强调，我们只是认为是无稽之谈。这么说吧——只要赔率对我们有利，同时我们不会冒险把整个公司都押在一笔投资或任何类似的事情上，我们就不会在意结果的波动性。我们想要的是有利的赔率。我们认为，随着时间的推移，伯克希尔的波动性影响会自行消失。

巴菲特：如果我们对一项业务的经营结果非常有信心，我们宁愿它有高波动性，而不是低波动性。如果我们知道最终的结局会是什么，我们会比单纯的从生意中赚到更多的钱，这主要来自于市场的反弹。

例如，如果人们对喜诗糖果的月度收益做出反应，它可能在一年中的 8 个月里亏损，然后在 11 月和 12 月发财。如果喜诗糖果是一家上市公司，并且人们会对此作出反应，那它的股票变得非常波动，而那对我们来说将是非常棒的，因为我们会知道这一切都是无稽之谈。我们会在 7 月买进，1 月卖出。

显然，事情不是这样的。但是当我们看到一个我们非常确定的行业，而全世界都认为因为它的盈利会有升有

降，因此它的股价将表现得非常不稳定。你知道，我们喜欢这样。这比低 Beta 什么的要好得多。所以我们认为，我们实际上更喜欢其他人所说的风险。当我们买下《华盛顿邮报》的时候，它在几个月的时间里下跌了 50%。最好的事情发生了。没有比这更好的了。

从本质上讲，企业经营要稳定的多。一家电视台和一个强大的、占主导地位的报纸，它们其实一个稳定的生意，但它们可能是一个不稳定的股票。从投资的角度来看，这是一个很好的组合。

40、选择不同的合伙人对你每天工作的心情有巨大影响

股东：首先，你能告诉我们你买卖麦当劳的决定有什么逻辑吗？我的第二个问题是关于你用过的一个术语。你谈到了伯克希尔股东的素质。你如何定义这种能力，它到底有什么不同？

巴菲特：嗯，这很重要。我们对高素质团队的理念就是和我们一样。(笑声)这并不完全是在开玩笑，因为我们基本上想让股东们像我们一样看待企业。因为我们要四处奔走，有什么比让一群人对我们有完全不同的期望，用不同的方式评估我们更糟糕的呢？如果你要发行一定数量的股票。比如你准备发行 120 多万股的 A 类股。这每一股都有自己的主人。现在，你是愿意让那些了解你的业务、了解你的目标、以你同样的方式衡量你的人来拥有它们，还是愿意让他们拥有相反的东西？

随着时间的推移，和与你合得来的人在一起会产生很大的不同。所以这对我们企业的运营来说是一个重要的优势。当你有一个这样的团队时，它会导致价格和内在价值之间更一致的关系，因为他们了解自己和企业，他们不可能在任何一个方向上做傻事。在这种情况下，我们的关系会比一群认为评估生意最重要的是下个季度的收益的人要更加稳固。

关于麦当劳的问题很简单，你知道，它是一个杰出的企业，我们不会在买的时候谈论它，我们不会在卖的时候谈论它。查理？

芒格：对管理层来说，股东是什么人会造成什么不同影响，我的答案是：在资本主义的受托关系中，股东并不是一群无名小卒，而是具有责任和义务的。难道你不想对你喜欢的人而不是你不喜欢的人，去承担自己的这种责任吗？(掌声)

巴菲特：是的，假设你在经营一家公司，你可以从三个合伙人中选择。一是你最喜欢的慈善机构；一是美国政府；还有一种是你在家乡里能想到最糟糕的人……我的意思是，选择不同的合伙人，会对你每天工作的心情有巨

大的影响。

41、"获得比你支付的钱更多的质量"

股东：是的，我叫史蒂夫·杰克。我来自南加州。我的问题是关于质量和价格的。我参加了三次年会，每年都能听到可口可乐的好消息。但据我所知，过去三年你没有购买可口可乐的任何额外股票，尽管该股表现不错。如果投资者的投资期限相对较短，比如三到五年，你认为投资者应该在质量和价格之间分别给予多大的权重？

巴菲特：如果你的投资周期是 3-5 年——首先，我不建议这样。因为如果你认为你买入就是要在 3-5 年后卖出，那投资就会变得很愚蠢。对待任何投资的最好方法是：如果我要永远拥有它，把我所有的家庭净资产都投进去，我会有什么感觉？

如果你说的质量是指，企业在未来一段时间内所能实现的业绩的**确定性**，表现为其最终可能的业绩变化范围相当狭窄，这就是我们喜欢购买的企业。我只能说，我们愿意为此支付一个合理的价格，而这在某种程度上取决于利率是多少。

在过去的一年里，我们没有为我们喜欢的业务找到合适的价格。同时我们也并不觉得持有它们会不舒服，以至于我们想把它们卖掉。大约五年前，我们曾加仓过一次可口可乐，可以想象，我们还会再加仓一次。加仓比单纯的卖掉更容易理解。这就是我们对大多数企业的看法。去年我们确实做了一个决定，当时我们认为债券是比较有吸引力的，我们减持了一些小额持股，以便对债券作出更大的投资。查理？

芒格：你谈论的是质量和价格。投资游戏中，总是同时考虑质量和价格。关键是要获得比你支付的钱更多的质量。就是这么简单。

巴菲特：但这并不容易。

42、没有兴趣分拆子公司上市以获得更高的市场价值

股东：各位下午好。杰夫·柯比来自新泽西州格林村。请您就向股东提供的免税分拆业务发表一下看法。尤其是对于"与成为伯克希尔的一部分相比，您旗下的一家非上市公司将在 IPO 后获得更高的市场价值"的观点，您对此有何看法？

巴菲特：在伯克希尔公司的历史上，有些时候，伯克希尔公司的某些组成部分作为单独的公司出售时的市盈率可能比它们对整个伯克希尔公司的贡献还要高，不过我不认为现在的情况会是这样。而我们对分拆的反应将是

——即使我们认为子公司存在某种直接的市场估值优势，基本上拆分也不会引起我们的兴趣。

我们喜欢伯克希尔目前拥有的业务及其各组成部分。我们希望增加这类业务的规模。随着时间的推移，我们将增加这类业务的规模。通过拆分，创造很多小型上市公司的想法，以便我们可以在短期内获得更多的市场价值，这对我们来说没有任何意义。查理？

芒格：这会增加很多摩擦成本和管理费用。我不知道有谁规模像我们这么大，开销却比我们低的。我们喜欢这样。(掌声)

巴菲特：是的。目前，我们的税后运营成本已经下降到我们净资产的 0.5 个基点。现在许多共同基金的这个比率是 125 个基点，这意味着它们的管理费用资本化比率是我们的 250 倍。(笑声)

芒格：他们所拥有的只是一堆有价证券，而我们拥有的是这些证券加上企业。

巴菲特：是的。顺便说一句，我们不需要更高的运营费率了。

芒格：沃伦，我们可以更低一点。(巴菲特笑)我们可以把它降得更低。

巴菲特：是的，我知道。我知道。(笑声)查理，你认为他们(伯克希尔董事会)的年薪应该是 500 美元而不是 900 美元，对吗？我听到前排的人有意见了。(笑声)

43、股东们推动了内布拉斯加州家具市场和波仙珠宝的销售

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我很好奇，你能不能告诉我们内布拉斯加州家具市场和波仙珠宝这个周末做了多少生意吗？第二，你对投资汽车工业有兴趣吗？如果现在不感兴趣，你对这个行业未来的看法会发生什么变化？

巴菲特：第一个问题，我不知道家具市场周末发生了什么，但我知道那里有很多股东。我收到了一份口头报告。正常情况下，家具市场的变化会更小，它是一家平均每天收入 80 万美元的公司。昨天对它来说是一个大日子。我们的股东很有影响力，但不会像他们在波仙珠宝那样具有影响力。波仙珠宝今年的销售是去年的两倍多，他们度过了重要的一天。(笑声)

我们觉得汽车行业很有趣。很多年前，它是经济中的主导因素，或者说是压倒一切的因素。虽然现在它的规模缩小了不少，但它仍然是一个非常重要的行业。这是一种任何人都可以跟踪的行业。你能对其产品和竞争的产品有所了解，这个房间里的每个人都大致了解这个行业的经济特性。但我们从未觉得自己比别人更能理解它。因

此，我们看到汽车公司的市盈率有时非常低，而且事后看来，它们的价格非常有吸引力，但我们从来没有真正感觉到 5 年后在这些汽车公司中，谁能比现在获得更多的利润，或者谁能比市场预期的获得更多的利润。这并不在我们的能力圈内。查理？

芒格：我同意。

44、波仙珠宝和 GEICO 网上销售大有可为

股东：大家好，我是斯科特·路德，来自明尼苏达州的黄昏草原。十年后，波仙珠宝作为面向消费者的零售部门 2C，不是面向公司的部门 2B，你希望在其日常运营基础上改变的三件事是什么？其中哪一项你最想改变？

巴菲特：在波仙珠宝我不会想到要改变哪三个部分，但波仙珠宝是我们几个业务中，可能会在互联网浪潮下有巨大潜力的子公司。我不知道这是否会发生，但毫无疑问，我们的线上运营部分的毛利率要比蒂芙尼或其他上市珠宝公司要低得多。我们给客户省了更多的钱。而我们的运营成本比上市公司低得多。在互联网上，我们的运营成本是 15-20%，在某些情况下也会超过这个数字，但我们的运营成本比所有的公开竞争对手都要低。所以我们能做很多事情。珠宝是一项昂贵的商品，所以省钱变得非常重要。就像汽车保险一样，省钱变得非常重要。

现在，人们对珠宝商最大的疑问就是，“你该信任谁？”这是一个大多数人买珠宝时都会觉得很不舒服的地方。我认为伯克希尔的声誉可以帮助人们感到舒适。我认为全国各地客户的体验就像他们看到的那样。因此，我认为互联网在传播和促进对波仙珠宝在全国范围内的声誉方面，可以对其提供重要的帮助。因此，波仙珠宝可能会有很大的增长，而互联网可能是其中很大的一个影响因素。

我们正在做的是向全国人民传达这样一个信息——他们可以让我们寄六件珠宝给他们，他们可以好好看这些珠宝而不需要面对任何具有高压销售技巧的销售人员，他们可以在自己家里比对价格，决定想买什么。我认为消费者们会和我们合作得很好。现在很多消费者受益于这一点。但随着时间的推移，我们服务的客户可能会是现在的 10 倍、20 倍、甚至 50 倍。我认为我们应该在这方面非常努力。

显然，GEICO 也有通过互联网实现销售的可能性。互联网是你为消费者提供极好的交易的地方。但其中一个问题是，你该如何与消费者交流？你知道，互联网提供了更多可能性，但问题是世界上的每个人都会去那里，为什么他们要点击你而不是其他竞争对手的链接呢？事实上，伯克希尔的名字可能会在这方面有所帮助，尽管 GEICO 的名字非常有名。我在年度报告中说过，我们今年将花费 1 亿美元主要用于 GEICO 推广。我们会花更多

的钱。GEICO 的品牌潜力非常非常大。我们打算在这方面不断推进。查理？

芒格：话虽如此，如果互联网对我们的一些业务有所帮助，那么为什么 CD-ROM 和个人电脑的结合就会给我们的世界图书的业务带来巨大的冲击呢？科技并不都是正面的。

45、麦当劳 vs 冰雪皇后

股东：我是来自瑞士苏黎世的 Jorge Gobbi，我的问题是关于食品企业的，主要是麦当劳和冰雪皇后，它们在固定的投资领域是否存在较大差异？如果是，你能解释一下吗？

巴菲特：是的，两者有很大的不同。麦当劳或许直接拥有其全球三分之一的门店。我不能告诉你确切的比例，但如果他们有 23000 家分店，那他们直接拥有成千上万家门店并经营着它们。然后剩余的门店，麦当劳拥有很高的分成比例并将其租给他们的加盟商——他们的特许经营商。所以他们在世界各地的实体设施上进行了非常大的投资，获得了非常好的回报。

冰雪皇后集团(Dairy Queen)包括橙汁朱利叶斯(Orange Julius)拥有 6000 多家门店，其中只有 30 多家由该公司运营，当中还有一些是合资的。因此，两者在固定资产上的投资存在显著差异。加盟商或其房东的固定资产投资，显然对冰雪皇后意义重大。但这对于作为特许经营权授予方来说并不重要，因此相比麦当劳，冰雪皇后的固定资产规模相对较小。

在大多数情况下，冰雪皇后会从加盟商的销售额中获得 4% 的提成(月销售额 4% 作为品牌使用费，中国加盟条件是 6% 品牌使用费 + 5% 市场推广费)，而在麦当劳的这个比例要更高，并且还有租金收益等等。麦当劳从拥有这些店中赚了很多钱。

因此，这是两种截然不同的经济模式。它们最终都取决于加盟商的成功。我的意思是，对加盟商而言，你必须有一个良好的业务模式，并且随着时间的推移，这对母公司而言也需要是一个良好的业务。两家公司都要应对这种情况。查理？

芒格：我没有什么要补充的。当你停下来思考，你就明白，为一群加盟商提供一个全国公认的品牌、质量控制和各种令人满意的商业帮助时，其实提成 4% 并不算多。

巴菲特：如果你纵观整个行业，4% 处于行业较低水平。但它运行得很好。

芒格：之所以吸引我们，部分原因是冰雪皇后对特许经销商收取的费用很低。

巴菲特：一个成功的加盟商，销售收入会远超其有形资产上投资。很明显，我们希望加盟商这样，随着时间的推移，我们就会有一个成功的企业。我们想要加盟商赚钱，想让他们创造的收入超过他们投入的资金。这就是我们的目标。

46、和伯恩家族一起赚钱

股东：我的名字是**帕特里克·伯恩(Patrick Byrne)**，我是股东之一，今年我从俄亥俄州辛辛那提回来，想问一个问题，看看我能否让你们在一个问题上产生分歧。我选择了教育作为一个投资领域，在那里我感觉可以看到你们投资生涯早期的一些机会。

首先，关于教育问题，我想表示简短的感谢。我很幸运，在 70 年代末，我的父母做出了明智的选择，买了一些伯克希尔的股票，并把它作为我和我的兄弟们的大学教育基金，这基本上支付了我们的高等教育费用。我想一定有成千上万像我们一样的人，用你们俩创造的财富来支付我们的教育费用，我们欠你们的。不过，我们最好还是不上大学，把伯克希尔的股票存起来。(笑声和掌声)

在教育问题上，米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman 芝加哥学派代表人物，获得了 1976 年诺贝尔经济学奖，《自由选择》第六章:我们的学校出了什么问题)说过，"如果你真的关心美国的贫困、关注女性和少数族裔面临的劣势等等，你能为治愈美国做的唯一——件事，那就是办好公共教育系统。"巴菲特先生，你在公开场合非常支持这点，并做了很多事情。而我相信芒格先生在公共教育方面也做了很多。但我注意到，去年，在这个年度会议上，芒格先生或者你们两人，当然都批评了高等教育的某些方面，比如商学院。我觉得，芒格先生和您是否都太过于催毛求疵了呢？我想知道你们是否同意弗里德曼的观点，以及你们认为公共教育的重要性，以及我们可以做些什么来改善它。

巴菲特：帕特里克·伯恩是杰克·伯恩的长子，**杰克·伯恩(Jack Byrne)**在 1975 年 GEICO 保险公司陷入困境时，通过挽救该公司而为我们赚了一大笔钱。事实上，我在一个周三的晚上，大约 8 点的时候，在华盛顿见到了帕特里克的父亲，当时 GEICO 几乎就要被宣布破产了。那天晚上我和他谈了大约三个小时，第二天我就出去买了 500 股或者大约 1000 股 GEICO 的股票。我们可能给伯恩家赚了很多的钱，但他也给我们赚了很多钱。

帕特里克 1998 年来到辛辛那提**费区海默**公司担任临时 CEO(1 年半后 2000 年离职)，他的工作非常出色。他的哥哥马克，将于 6 月 30 日在伦敦和百慕大建立一个大型业务部门(西部资本对冲基金，从事固定收益证券套利

业务，巴菲特投入 2.7 亿美金，2000 年，马克·伯恩成为通用再保险证券交易部 CEO 负责衍生品业务，马克是巴菲特的教子)，并且我们将成为他在这两个地区的一个非常大的合作伙伴。他家三兄弟还剩下一个哥哥，他目前正在加州打高尔夫球。但如果情况变得艰难，我们也会尝试招募他。

查理，你准备了这么长时间，你对教育有什么看法呢？

芒格：我当然同意弗里德曼的观点。很难找出一个比美国教育更值得解决的问题，如果我们能解决这个问题，尤其是在教育水平较低的地方，那里的失败是如此可怕，尤其是在许多大城市。所以我的答案是——是的，我认为公共教育这是一个严重的问题，需要解决。当然，对于什么是最好的解决方法，这是一个巨大的争论。我对大城市的学校认为他们能够自己解决这个问题持怀疑态度。换句话说，我非常同情那些说我们可能不得不去做其他选择的人，比如教育金代金券制度。(掌声)激励机制在某些地方变得如此糟糕，以至于你无法简单修正它。它需要革命。沃伦，你对大城市的公立学校比较乐观——

巴菲特：我并不一定更乐观。不过，我觉得，如果没有一个面向全体人民的良好公立学校体系，民主就是一种嘲弄。(掌声)因为有太多不平等。而这不仅仅是钱的不平等。但是我的意思是，我的孩子们，无论他们继承了什么钱，或者你的孩子们，无论他们继承了什么钱，与那些父母双方都在努力维持生计、或者单亲、或者生活在贫困中的孩子们相比，这是如此的不平等。如果你通过给那些阶级更高的人，提供比给那些选择错误子宫的人更好的教育来强调这种不平等，我认为一个富裕的社会不应该容忍这种行为。

这并不意味着它很容易解决。因为我已经说过很多次了——不幸的是，一个好的公立学校系统就像童贞，它可以被保存，但不能被修复。这很难，特别是当你有一个糟糕的系统的时候。你很难做很多事情。因为在这种情况下，富人都选择退出公立教育系统，他们对公立教育机构的代金券发行不那么感兴趣，他们对 PTA(学校家长联合会)不那么感兴趣，他们对别人孩子的结果不那么感兴趣，所以他们都选择退出这个系统。让富人接受一种教育体系，让穷人接受另一种教育体系，让穷人变得越来越穷，这让我感到，除了加剧不平等和未来由此产生的其他问题外，我们什么也没做。所以我不知道该如何改进这个系统。但我确实相信，如果你有一个良好的公立学校体系——就像我们在奥马哈所做的那样，你必须尽你最大的努力来维持这种体系，这样，富裕的祖父母或父母就不会有动力说，“我喜欢平等的理念，但我更爱我的孙子或孩子，所以我要把他从公立学校体系中拉出来。”否则你就会看到富人的出走，只留下那些没有能力做出这种选择的人。

我喜欢竞争的想法，我认为一个好的地方制度确实创造了一个更好的公共制度——我认为我们在奥马哈就遇到过这种情况。但是我认为教育金代金券制度，如果它仅仅是给每个人额外的一笔钱，仅仅意味着穷人可以从公立学校系统中得到 X 美元的补贴，但是穷人和富人的差别仍然存在——不管差别是什么。比如用高尔夫代金券打个比方。我打高尔夫球，但我不经常打，假如我在奥马哈乡村俱乐部打球，你可以有一个高尔夫代金券制度，这样奥马哈的每个人都可以通过每年给每个人一千美元来打高尔夫球，他们从而获得更多的机会进入奥马哈高尔夫俱乐部。但这只是意味着我的账单会减少 1000 美元，但对一个在公共教育上学的人来说，这仍然不起作用，因为他仍然无法达到与我完全平等的水平。我不认为有什么比这更重要的了，我完全同意查理的观点。我认为前八年级——你知道，之后的教育你可以忘掉——如果你前八年级能够顺利毕业，那么好的事情就会发生。如果你没有，因为你已经过了那个阶段了，事情是不会发生改变的。

我赞扬沃尔特·温伯格捐出的 5 亿美元。我认为在这个领域很难看到结果。但如果你发现一些事情正在产生效果，那我认为它应该在其他地方复制。芝加哥的一位同事说，工会在做出公共教育调整方面造成了相当大的麻烦，但他背后有政治影响力，可以克服其中一些麻烦。这应该是国家的头等大事。我们有钱让这个国家的每个人都接受良好的教育，问题是，我们能执行吗？这也是我希望像帕特里克这样的好人能做的事情。查理？

芒格：当一件事物明显地不能履行它被一个文明所赋予的功能时，仅仅是靠不断地把越来越多的钱投入到一种失败的模式中，这不是芒格系统。所以，我完全赞成去最糟糕的地方，那里有失败，不妨尝试一种新的模式。而且我也不会因为只有穷人才有代金券而烦恼。我认为我们必须在我们最困难的学校做点什么来改变。我觉得继续这样下去太疯狂了。

巴菲特：我并不反对这个观点。

芒格：但这是一个会失败的可怕地方。部分问题在于意识形态。即使你设立了一个规则，规定判断改革是否成功的结果并不只是看可以被追踪的学习成绩，但你知道，受意识形态影响的人会无视这种结果。(掌声)我们应该做有效的事情。

巴菲特：我的意思是，在奥马哈，这很管用。问题是，一旦它超过了下坡的某个点，一旦有太多的人退出公立教育系统，那就没办法了。

芒格：我是奥马哈公立学校的学生，在我那个年代，上私立学校的人是因为在公立学校里根本学不会。这仍

然是今天德国的情况。我的意思是，私立学校是为那些不能上公立学校的人准备的。我更喜欢这样的系统。但是一旦这个系统的很大一部分明显地失败了，我认为你必须做些什么。你不能只是不停地重复没有用的东西。

巴菲特：嗯，我同意这一点。帕特里克，你得到答案了吗？(掌声)

47、"事实上，你可以拥有你想要的名声。"

股东：我叫凯文·墨菲，来自加州卡马里洛。我的问题是，当你判断一个人是否诚实时，你会寻找什么？

巴菲特：凯文，这是个好问题。总的来说，查理和我能很好地处理我们看到的情况，但我们必须有一些行为的证据在我们面前。即使在某些职业中，我们也希望能找到比其他人表现更好的人。但是如果我们和某人一起工作几个月或者更长时间，就判断他们的表现而言，我认为我们可以得出一个相当高的击球率。

在所罗门，在那些与我积极合作的人中，我认为我能够很快地把那些让我感觉很好的人和那些让我比较紧张的人分开。至于你该如何准确地发现这一点的，当你把午餐钱放在他们的桌子上，凯文，也许你会很快发现(笑声)，但是，我们喜欢的人当中，一个经典的例子就是像汤姆·墨菲那样的人——他们一直在竭尽全力确保你得到更好的结果。这并不意味着他们没有竞争力。我的意思是，如果你为了钱或者类似的东西和他打高尔夫球，你知道，他最不想赢。但是有些人，他们不把他们没有做过的事情归功于自己。事实上，他们只告诉你一些他们可能做过的事情上他们功劳。随着时间的推移，你会在判断人是否诚实上有一些感觉。

查理，你有什么好的指导方针吗？

芒格：是的。我认为人们在生活中留下了记录。所以，像你这样年纪的人应该知道，当他 22 岁或 23 岁的时候，他将会留下相当多的记录，世界将会了解你。所以，我认为过往的记录非常重要。如果你早早开始，试着在一些简单的事情上有一个完美的记录，比如诚实，那你就在通往成功的路上走得很好。(掌声)

巴菲特：詹尼·阿涅利(Gianni Agnelli 意大利之王，掌控菲亚特集团尤文图斯俱乐部等)有一次告诉我，他说："当你长大时，你就拥有了你应得的声誉。你可以这样尽早开始。"但是当一个人 60 岁左右的时候，他们很可能就会拥有他们应得的名声。事实上，你可以拥有你想要的名声。如果你列出别人身上所有你欣赏的东西，你会发现几乎所有你列出的你欣赏和喜欢的人身上的东西，它们都是你可以拥有的品质。你应该尽快开始这样做。这不就是本·富兰克林干的吗，查理？

芒格：没错。我总是说，你想得到一样东西最好的方法，就是让自己配得上。

48、预计 2000 年不会出现投资问题

股东：我是南希·斯尔尔，来自乔治亚州亚特兰大。今天早上有人问你一个关于千年虫的问题。您预计千年问题会对经济或我们的公司造成负面的财务影响吗？如果是，您正在考虑什么样的财务策略？

巴菲特：我认为我们的公司不会有大问题。如果人们在 1980 年或 1985 年没有预见到它的到来，那么到 2000 年他们也不会完美地解决它，你可以相信这一点。但我不认为这对伯克希尔会造成任何影响。我认为你可能会在政府领域看到一些问题。你知道，也许两三年内他们都找不到你的纳税申报单。（笑声）谁知道呢？

49、麦当劳将保留其房地产业务

股东：在你对麦当劳的描述中，有一种感觉，那就是麦当劳有一项伟大的事业，其中有两项很好的事业。问题在于房地产业务，他们无法获得与特许经营业务相同的回报。你曾经是麦当劳的一个重要股东。我的问题是，解决方法是如此显而易见，但你为什么不推动一个解决方案，在冰雪皇后也创造同样的机会呢？

巴菲特：我不知道具体细节。但我的猜测是，在全球拥有 2.3 万家门店的情况下，**我认为将房地产业务与特许经营业务分开是非常困难的**。我想他们可以走另一条路。但我并不是说这条路更好。事实上，我认为他们在拥有和控制这么多房地产方面很可能走的是正确的道路。我只是觉得问题会比较麻烦。当然，你不会想把它卖掉然后再租回去，因为在我看来，这样做不会带来更多的价值。把它分拆成房地产信托之类的公司，然后在 100 多个国家开展业务，再加上所有的特许经营安排，我认为这将是一个非常非常大的问题。我不想自己解决这个问题。我认为你应该把麦当劳看作是一个非常好的企业，但相对于房地产部分，它很可能将继续以目前的模式存在。尽管我认为他们已经发出信号，他们将减少对新房产的投资——这在一定程度上减少了与所有权相关的投资。麦当劳有 2.3 万家分店，并且其每一个经营者，相信他会做出最好的安排。这将是一项巨大的工作，我不确定最终会创造多少额外的价值。查理？

芒格：是的，麦当劳这些年的净资本回报率很高，尽管他们拥有很多房地产。我认为他们这样做是无可非议的。他们有最好的记录。

巴菲特：在我看来，这个估值倍数和房地产分割的时候并不会太大的不同。我的意思是，如果你把所有的房地产以某种方式分开，你可能会从中得到多一点。但我觉得这没什么大不了的。

50、伯克希尔持有证券的组织方式"很差"

股东：我是来自蒙大拿米苏拉的瑞秋·怀特。在午餐休息时间，我听到一些人谈论双重征税，以及它如何影响伯克希尔的投资理念。所以我想知道你能不能谈谈这个问题。我不确定我是否理解了。如果你能解释一下这是否会影响你的投资。

巴菲特：我们的持有证券的组织方式非常糟糕。如果你要重新开始做我们做过的大部分事情，你可能不会以公司的形式来做，或者和我们一样。刚刚那位先生所说的与麦当劳有关的加盟形式，到目前为止，就部分流入的现金所涉及到的税收方面，那种组织形式更适用于伯克希尔。

如果我们拥有可口可乐的成本是 12-13 亿美元，而其市场价值是 150 亿美元，那我们不会出售它。因为如果卖掉它，我们将为这笔订单支付近 50 亿美元的资本利得税。这意味着 150 亿变成了 100 亿。现在，如果这 100 亿反映在伯克希尔的价值中，并且你在我们买可口可乐的时候买了伯克希尔的股票，那么你要交第二笔税，以反映了可口可乐税后的升值。因此，在你和直接持有证券之间设立一家公司(本例中伯克希尔)，是一种非常不利的持有证券的方式。如果我们以合伙人的身份运行，情况就不会是这样了。我经营伯克希尔类似我曾经经营多年的巴菲特合伙公司，我们在个人层面就只有一项税收。在某种程度上，我们拥有很多证券，而且随着时间的推移，我们在这些证券上有很多利润，那我们的股东相当于以一种不利的方式持有这些证券。但现在，我们还有浮存金，公司形式帮助我们拥有大量浮存金，这是一个很大的优势。相比你可以选择直接拥有或通过合伙公司拥有，通过公司去拥有这些证券是不利的。我们被困住了。

这么多年来我们都是这样。我们不打算做任何事情。如果我们想说的话，我们可能什么也做不了。这对我们的业绩是一种拖累，相比之下，如果我们以合伙公司的形式经营，情况会怎样呢？比如劳合社的辛迪加就没有这个问题。一些在百慕大经营的保险公司可能没有那么严重的问题。当然，合伙制企业没有这个问题，因为它们拥有证券。但这是我们生活的现实，我们要付很多税。查理？

芒格：我们没有办法解决企业所得税问题，这对间接拥有证券的人来说是一个很大的劣势。到目前为止，我们已经很好地克服了这个障碍，但我们还需要继续努力。

巴菲特：自从个人税率降至 20%而我们的公司税率为 35%以来，这已经成为一个更大的劣势。如果我们从股票上赚一美元，那它会变成 65 美分，而考虑到你是通过伯克希尔拥有这些证券，那么从 65 美分，减 20%，就变成了 52 美分。而如果你直接持有股票，你会得到 80 美分。而当我们拥有 GEICO 并且它没有和我们合并的时候，

那情况就更极端了。GEICO 有资本收益的同时，我们在 GEICO 中也有相应的资本收益，等等。

你的组织结构确实很重要。但通常一旦你进入一个特定的结构，你就会深陷其中，就像我刚刚在麦当劳的问答中指出的那样。

芒格：从某方面而言，我们在公司层面有很长时间的持仓，那么这种真正的数学劣势会被缩小。

巴菲特：是的，如果我们没有在公司结构中运营，我们可能无法获得目前的浮存金，因此浮存金也是一个抵消因素。但是如果有选择的话，我们喜欢有浮存金并且没那么复杂的结构。(笑声)

51、尽职调查毫无用处，而且没有抓住重点

股东：下午好。我叫弗雷德·斯特拉斯海姆，来自奥马哈。我有一个关于你们调查方法的问题。我在你的年度报告，看到关于你购买明星家居(Star Furniture)的事。据我所知，巴菲特先生，你只看了一小段时间的财务报告，然后你会见了梅尔文·沃尔夫先生两个小时，就达成了一项协议。并且你写你不需要检查租赁合同，制定雇佣合同等等。我认为大多数公司，在进行收购的时候，会觉得有必要做大量的法律尽职调查，比如检查租赁合同，检查未披露的环境责任，或者可能面临的诉讼威胁。我想问的问题是，你有被你自己的调查方法伤害过吗？

巴菲特：如果我们受到伤害，只会因为我们在判断企业未来的经济前景时犯了错误，而这与尽职调查毫无关系。我们认为人们通常所说的“尽职调查”，在大多数情况下，实际上是一种官样文件。这是大公司必须的过程。他们觉得他们必须经历这些。在我们看来，他们往往忽略了真正重要的东西，那就是评估他们交往的人，以及评估企业的经济效益。这占一笔交易的 99%。

你可能会遇到环境责任问题。甚至有百分之之一的情况，你可能会发现不好的租约。我问梅尔文，“你有什么不好的租约吗？”这是最简单的方法。我可以把所有租约通读一遍，然后仔细阅读每一句话，但这不会发现问题。检查租赁合同并没有任何影响。你知道，那些调查根本不重要。我们做了很多糟糕的交易。例如，1966 年，我们买下了科恩百货公司的运营部门。但它有优秀的员工，但我们在商业经济方面错了。我想不起有什么时候，其他人所说的尽职调查能够避免一笔对我们不利的交易。

30 年来都没有。我曾经当过 19 家上市公司的董事，但你知道，他们关于尽职调查的想法是派出律师，让一群投资银行家来做陈述等等。我认为这是非常分散注意力的，因为董事会坐在那里，而所有人都被这一切迷住了，每个人都在报告这是多么美妙的事情，他们如何检查专利等等。

没有人真正关注五到十年后公司的发展方向。你知道，在一桩交易中，商业经济学的判断占 99%。而其他
人，可能是为了保护自己。我认为他们经常把尽职调查当做一根拐杖来完成他们想要完成的交易，当然所有的专
业人士都知道这一点。所以相信我，他们回来的时候都很勤奋，不管是否尽职尽责。(笑声)我们不是尽职调查的粉
丝。我不知道这些年来我们做了多少笔交易，但我想不出任何传统尽职调查与之有关的事情。

通常和我们打交道的人，通常会先告诉我们不好的事情，然后再告诉我们好的事情。1969 年，我们和罗克福
德的吉恩·阿贝格，就收购伊利诺斯州国民银行和信托公司达成了一项协议。我在几个小时内就搞定了，我是说，
吉恩不可能隐瞒什么坏事。接下来的十年里，当我去那里的时候，每次我去吃午饭的时候，他都会指出我们在镇
上拥有的一些没有登记在册的建筑，或者是一些我们拥有的基金会，里面有他没有告诉我的钱。他甚至还给了我
一些钞票，其中一张放在我的口袋里，他还坐在那里，这些钞票是我们银行发行的，是我们自己的钱，他从来没
有告诉过我。我们可以把它们像纸娃娃一样剪下来。我的意思，吉恩不是那种会亮出底牌的人。(笑声)这些都是我
们经常打交道的人，我敢肯定，梅尔文和他的妹妹雪莉·图明(Shirley Toomin)完全符合这种描述。

芒格：哈佛法学院演讲 1998

1998 年 4 月 24 日

查理芒格在哈佛法学院毕业 50 周年聚会演讲《专业人士需要更多的跨学科技能》

今天，为了纪念我们以前的教授，我想效仿苏格拉底，玩一个自问自答的游戏。

我将提出并简单回答五个问题：

- (1)，职业人士是否需要增强跨学科技能？
- (2)，教育是否已提供了足够的跨学科知识？
- (3)，对于大部分的软学科而言，什么样的跨学科教育才是可行、最好的？
- (4)，过去 50 年来，学术界尖端领域在提供最好的跨学科教育方面的进展如何？
- (5)，什么样的教学实践才能加快这种进度？

我们从第一个问题开始：职业人士需要增强跨学科技能吗？

为了解决这个问题，我们首先得明确跨学科知识是否会提升专业认知。决心纠正偏离的认知，必定先要探明造成这种错误认知的原因。萧伯纳笔下的一个人物曾如此解释职业缺陷：所谓职业，不过是蒙骗外行人的阴谋。早年的情况证明萧伯纳的诊断是千真万确的。让我们追溯到 16 世纪，当时占统治地位的神职人员因为威廉·廷道尔把《圣经》翻译成英文，就把他活活烧死在柱子上。

萧伯纳低估了问题的严重性：他认为这主要是因为专业人士出于自私而故意使坏。更重要的是，专业人士的潜意识层面复杂的心理倾向经常会导致可怕的后果，其中有两个倾向尤为突出：

- (1)激励机制造成的偏见，一种先天的认知倾向，认为对他们有利的东西必将对客户或者整个文明社会有利。
- (2)锤子倾向，源自一个谚语："对于一个拿着锤子的人来说，他眼中的任何问题都像钉子。"

纠正锤子倾向有一个对策，如果一个人拥有多学科技能，也就是说，他就掌握多种工具，因此将会限制由于锤子倾向带来的认知倾向度。此外，如果他能从实践心理学中学到一个道理——不管是自己还是其他人，若为了避免人生走上偏离的轨道，毕生都必须跟上面提到的两种倾向做斗争——那么，在通往普世智慧的道路上，他就跨出了建设新的一步。

如果 A 是一个专业教条，B 则是来源于其他学科的超级有用的概念。显而易见，掌握 A、B 两者的效果通常要比单纯掌握 A 的优秀。有人提出不愿意掌握 B 的原因只有一个：他需要掌握 A 以及生活中有其他更紧急的事要做，学习 B 似乎不切合实际。稍后我将阐述这种理由的不明智性，至少对大多数有天赋的人来说是如此。

第二个问题很简单，在此就不花过多的时间来阐述。我们的教育太过局限在一个学科，但许多重大问题都是

跨学科的，如果不运用跨学科的知识来解答，就相当于一个桥牌手把所有的注意力都集中到将牌上，对其他任何因素都不予关注。这种疯狂行为就像疯帽匠的茶会一样愚蠢，职业实践中这种现象屡见不鲜。更糟糕的是，多年以来，人们认为各种人文科学——就是一切没有像生物学那么基础的学科——彼此之间是相互独立的。

我们年轻的时候，学术界壁垒森严、拉帮结派、排斥异己的情况非常严重。一些德高望重的教授就对此大为震惊。怀特海(Alfred North Whitehead)早就对此大加鞭挞，他称之为"致命的学科间壁垒"，用严厉的口吻为人们敲响了警钟。自此，怀特海的观点越来越得到大家的认同，而一些顶尖教育机构为改变这种学科分离的状况在增强扩学科教育方面取得了令人瞩目的成效，并涌现出一些在多学科交叉处奋勇战斗的勇士们，如哈佛大学的威尔森和加州理工大学的莱纳斯·鲍林。现代学术界在跨学科教育方面比过去做的更好，这是正确选择。

至于第三个问题，我们目前要达到的目标是什么？精英教育中多学科教育的最佳形式是什么？这个问题很简单，只要检验一下我们最为成功的专业教育，从中筛选出最重要的元素，然后把这些要素综合起来，最终将获得圆满的解决方式。

为了找到最佳的专业教育模型，我们不能去没有竞争压力的教育学院之类的学校去找，因为他们深受上面提到的负面心里倾向以及其他不良的风气影响，我们应该到哪些对教育质量要去最严格、对教育结果的检查最严密的地方去找。这就把我们带到一个合乎逻辑的地方：大获成功并在今天已成为必修课的飞行员训练。(我认为，如果像哈佛大学这样的高等学府能够多多借鉴飞行员培训，它肯定将做得更好)。同其他职业一样，飞行驾驶中要面临的"锤子效应"会带来巨大的危险，我们不希望任何一个飞行员在应对"X"危险的时候，脑子里仅仅只有"X"的模型。考虑到种种原因，我们必须严格按照"六因素系统"来培养飞行员。

(1), 所接受的正规教育的广度足以让他应付飞行实践中几乎所有可能遇上的问题。

(2), 所接受的必要的专业教育不仅能让他顺利通过一两项测试，而且能够让他应付自如地实践问题，甚至能同时处理一至两个复杂的危险状况。

(3), 像一个优秀的代数学家，他必须学会正向和逆向思考，还必须学会何时把注意力放在期待的效果上，何时放在避免错误上。

(4), 他的训练内容应根据学科的不同合理分配，以追求未来实践错误损失最小化。针对实践中最重要的内容，进行强化训练，达到灵活运用的地步。

(5), 必须养成检查"清单"的习惯。

(6), 接受最初的训练之后，必须常规性的保持对这些知识的掌握：经常使用飞行模拟器，防止应对罕见和重要问题的知识在长期闲置后变生疏。

这样一个涵盖六因素的合理系统对单一学科的要求很高，因为它下的赌注也很高，它与人类思维的深层结构相吻合，是必须掌握的。所以，我们期待能增强问题解决能力的教育必须具备以上六要素，当应该在这些内容上

进一步扩展，否则，还有什么其他更好的做法呢？

综上所述，在试图把优秀学生培养成优秀人才的经营教育中，如果想取得最佳结果，我们必须让学生学习大量的跨学科知识，持久的掌握能够应用自如的必要的实践技能，能在必要的情况下应用自如、灵活变通；能正向思考，也能逆向思考，正如代数中的逆向法一样；还能让习惯性的"清单"检查成为知识系统的一部分。

为了获得处事智慧，别无他法，也没有更简单的方法。这个任务乍看起来覆盖面积很广，让人望而生畏，似乎难以完成。但如果从一下三个因素通盘考虑，完成它并不是不可能的事情：

首先，从"必备技能"的定义看，我们认为，不能苛求每个人对天体力学的掌握达到与拉普拉斯并驾齐驱的地步，也不必苛求大家在其他知识领域也达到如此精湛的水平。实际上，每门学科真正重要的内容数量并不多，相互之间的影响也不复杂，考虑到说耗费的时间和人力，对大多数人来说，掌握多学科的重要知识并不是不可能的。

第二，在精英教育中，我们拥有足够多的天赋和时间。毕竟接受教育的是百里挑一的智力超群的人，而一般说来，教育他们的老师要比学生还要优秀。我们有 13 年充裕的时间，足以把这些百里挑一的尖子生培养成职业新手。

第三，逆向思考和使用"检查清单"很容易学习——在飞行员中是如此，在日常生活中同样如此。

此外，我深信我们能够增强跨学科的技能——就像一个从阿肯色州来的家伙相信洗礼的作用一样，他说："我亲眼所见。"我们也曾亲眼目睹过一些人——现代的本·富兰克林式的人，他们接受正规教育的时间少于目前大量优秀的年轻人，但获得了大量的跨学科综合知识；从而使他们在本专业的表现更加出色，而非翰加糟糕，尽管他们花了不少时间分心去学本专业以外的知识。

既然我们具备了那么多优秀的教师、学生和时间，又有许多跨学科大师的成功典范，而今我们未能把"锤子倾向"带来的破坏最小化，显然说明了这样一个道理：如果你满足于现状，就不能在人文科学的众多领域集大成；如果你在改革的困难面前畏首畏尾，也不会成功。

下面到了第四个问题：从毕业以后，精英学府在提供最好的跨学科教育方面取得了什么进展？

答案是：在此期间他们尝试了许多，改变教学方法，提供更多的跨学科教育，在犯了不少错误之后，现在的情况已经比以前好多了。但是，我们期待的变革还有待进行，路途漫漫，任重而道远。

比方说，如果来自于不同学科的教授相互合作或者一位教授能在不同的学科中融会贯通，将对人文科学领域大有裨益。但出现了一种调整的方法，而且效果还不错，它称为"补充法"或称为"拿来主义(take what you wish)"的措施，这种方法鼓励任何一种学科从其他学科随意选择需要的内容。它备受推崇的原因是因为回避了学术争论，以及在单一学科中固步自封引起的蠢行——而这正是我们现在致力于改正的。

不管怎么说，在"拿来主义"越来越普及的今天，许多人文科学领域都减少了锤子倾向带来的负面影响。比如说，由我们的同学罗杰斯·费雪牵头，法学院从其他学科知识中融合了谈判技巧。费雪睿智的谈判书籍畅销了 300 多万册，他的成就可能是我们中的翘楚。法学院引进了大量有效的经济学，甚至是一些行之有效的博弈论，通过更有说服力地阐述如何竞争，推动了反垄断法的实施。

经济学也从生物学家那里引进了"公用品的悲剧"的模型(tragedy of the commons)，发明了一个可以与亚当斯密"看不见的手"共存的邪恶的"看不见的脚"。目前还出现了行为经济学，试图从心理学领域需求帮助。

但是，像"拿来主义"这样一种消极的实践注定不会人人满意，事实上，在它所造成的最糟糕的结果中包括了几种变化：(1)在一些文学领域消化了弗洛伊德学说；(2)把它引进了极端的政治意识形态领域，不管是左翼还是右翼，这使得极端主义者要想获得客观的品质就像重获童贞一样困难；(3)许多法学院和商学院采用了生搬硬套的有效市场理论，这些有一个所谓的专家在解释伯克希尔公司的成果时，总是加入运气的标准差，知道连续 6 个这样的标准差的解释后，他遭到了其他人的嘲笑，被迫改变了观点。

此外，即使能避免这些精神错乱的行为，"拿来主义"仍有一些严重的缺陷。比方说，人文科学借鉴自然科学的概念时，往往是没有指出这些概念是怎么来的，有时候还给他们取了新名字，根本没搞清楚这些借鉴来的概念的重要程度。这样的实践(1)类似于一个乱七八糟的文件整理系统，削弱对现成知识的综合理解和成功应用；(2)使人文科学无法出现像莱纳斯·鲍林那样能系统的利用物理学科来改进化学研究那样的成果。所以还应该出现另外一种更好的方法。

下面转到最后一个问题：在尖端人文科学中，什么样的行为将能够加快学科一体化的进展，答案很简单：

首先，应强制性推出一些必修课而不是选修课，必要课程的指定者自己首先应该必须掌握跨学科中的重要知识并会灵活运用。无论要培养的人是未来的跨领域问题的解决者还是未来的飞行员，这个论断都是成立的。比如说，在律师培养中必须要求掌握心理学和会计学，但在今天的许多高等学府却没有提出如此的要求。这应归咎于

课程设计者心智的狭隘，他们自己也不了解什么是必需的和不可缺少的，所以不能改进这方面的不足。

第二，学生应该增强有助于解决跨学科问题的实践，包括一些像驾驶飞行模拟器那样的机会，以免技能长年闲置而遗忘。有一个例子，记得是在几十年前，哈佛商学院一个聪明但有点离经叛道的教授，很有意思。这个教授给出的测验题是关于两名不问世事的老妇人的，她们刚刚继承了一家生产品牌鞋的英格兰鞋厂，但为一些严重的商业问题所困扰，教授具体说明了她们碰到的难题，然后让学生们在充分的时间内思考对策并写出来。各位同学积极献计，但最终得到的分数都不太理想，但有一名同学的分却遥遥领先。这个独特的答案是什么呢？非常简短，大体如下："她们所处的行业 and 所处的地方竞争非常激烈，再加上当前的的问题非常棘手，通过聘请外人来化解问题不是明智的选择。考虑到其中的难度和无法避免的代理成本，她们应及时脱手这家鞋厂，或许应该卖给一家拥有最高边际效应优势(marginal-utilityadvantage)的竞争者。"这个独树一帜的答案不是基于学生刚刚从商学院学习到的东西，而是建在更为基础的概念上，比如代理成本和边际效应是从大学生心理学和经济学知识中挪用而来。

亲爱的哈佛大学法学院 1948 届的毕业生们，如果我们当时也时不时有这样的测验，今天该会有多大的成就啊！

巧合的是，许多精英私立学校目前很有远见卓识地在七年级的学科中采用了这种跨学科的教育方法，而许多研究生院却没有受到启发。这也是怀特海所说的教育"致命的学科间壁垒"又一个让人遗憾的佐证。

第三，大多数人文科学职业学校应该充分发挥商业期刊的作用，如《华尔街日报》，《福布斯》和《财富》等。这些周刊的内容精彩，还能充当飞行模拟器的功能：他们的报道往往涉及错综复杂的原因，这将会增强学生的实践能力。有时候，这些期刊海能为学校课程引进新的模型，而不仅仅停留复习旧知识的层面。既然学生们希望优化自己的判断，把毕业后众生追求的内容从学校就开始实践，何乐而不为呢？我认识的一些具有优秀判断力的商界人士中，没有任何一个人为修复智慧系统而不利用这些期刊。既然如此，学术界为什么不模仿呢？

第四，当大学偶尔有职位孔雀，需要招人时，应避免任用那些政治意识形态过分极端的教授，不管是左翼还是右翼。学生也应该避免受政治意识形态的影响。学科一体化的最佳形式需要客观的品质，但这正是这些激情澎湃的人身上所缺少的东西，如果思想被意识形态所禁锢，很难在高难度的知识融合方面取得卓越的成就。在我们那个时候，哈佛法学院的教授们曾列举出一个意识形态导致愚蠢行为的典型例子。当然，他们说的是耶鲁，当时

不少哈佛人都认为他们试图重点引进一种特殊的政治意识形态，以此来提高法律教育的水平。

第五，人文科学中应该加强模仿自然科学中基本结构相结合的模式(fundamentalorganizingethos, "四门基本学科结合", 包括数学、物理、化学和工程学), 这种做法值得仿效, 自然科学毕竟拥有不少优势, 比如说产生了两个最好的成果: (1)避免了单一学科的狭隘性; (2)使得大量跨学科知识更容易被应用, 并取得良好的结果。比如物理学家费曼很快就发现了橡皮环是那次航天飞机失事的罪魁祸首。之前这种做法曾被借鉴到边缘学科中且卓有成效, 比如说, 生物学始于 150 年前, 内容描述较混乱, 没有与深层理论相结合, 它逐步借鉴了自然科学的精髓后取得了显著的成效。新一代的生物学家逐步学会了运用更好的思维模式, 他们掌握了一系列的模型, 学会了思考"为什么", 所以, 对于远远没有生物学基础的学科来说, 拒绝学习自然科学中的精髓确实让人费解。这里我列举出所谓的基本结构模式的精髓:

(1) 根据基础性不同为学科排序, 并按照学科的基础性来使用它们。

(2) 不管你喜欢与否, 必须要灵活应用并能常规地应用这四门基础学科中最基本的内容, 对于比自己的专业更为基础的学科要给予特别的关注。

(3) 在吸收不同学科的只是时, 要弄清楚知识是怎么来的, 而不是违背"经济原则", 只要有可能, 首先通过自己或其他学科中更为基本的原理对现象进行解释。

(4) 如果第 3 个步骤不能产生有用的新观点, 那就应仿照已有的经验进行假设和尝试建立新原理, 但不能使用与旧原理相互冲突的新原理, 除非你能证明旧原理是错误的。

与人文科学当前常见的作法相比, 自然科学中的基本结构模式更为严格, 这让我联想到飞行员训练, 飞行员训练能够取得巨大成功, 绝对不是偶然的。现实是最好的老师。自然学科不是"拿来主义"的风格而是"不管喜欢与否都必须自如运用"。在跨学科合理组织的基础上, 学习这些知识就成为一项强制性的任务: (1)跨学科知识学习中必须要进行归因; (2)必须偏向于最基本的解释。

这种道理太过简单, 似乎没什么用, 但在商业界、科学界, 有条往往非常有用的古老守则, 它分两步: (1)找到一个简单的、基本的道理; (2)必须认真踏实地按照这个道理去行事。这样做好处多多, 我以自己的例子来加以证明:

就读于哈佛法学院前我接受过的教育很少, 散漫的工作习惯, 没有任何学位, 虽然 Warren 先生执意反对我入学, 但在我家的世交庞德的周旋下, 我最终被录取了。高中阶段我上过一门愚蠢的生物学课程, 全靠死记硬背, 只学到了一些关于草履虫和青蛙解剖的知识和"原生质"这样荒谬的概念——但从此之后, 这个概念就彻底冲人们视野中消失了。直到今天, 我再也没有参加过任何化学、经济学、心理学或者商务的课程。但我很早曾受过基本的物理和数学知识, 我花了很多精力, 全神贯注地吸收自然科学中基本结构模式的精髓, 并不断运用到一些

人物科学学科中。在此过程中，我竭力让文件整理系统(organizingguideandthefilingsystem)符合跨学科中必要的生活智慧。所以，我的一生就是一个教育试验田，一个很好的掌握了自己专业的人在非常广阔的学术领域试验这种基本治学精神与方法的可行性和有效性。

当我试图用非正式教育的方法修补以前教育的不足时，把基本结构模式的精髓作为导航，以普通人的毅力奋斗，这给我带来了不少惊喜，成效大大出乎我的意料。例如，我本来没打算学习心理学，但是这种基础治学与方法却引导我掌握了大量的心理学知识，给我带来了很大的好处，这些好处值得我改日专门来讲一讲。

我尽量在最短的时间内回答完问题，结束今天的演讲。

在此过程中最耐人寻味的一点是，尽管对于不少智者和接受过高等教育的人来说，我今天讲的内容是老生常谈，毫无新意。但我揭露出的现象出现在人文科学的尖端领域仍然存在，这些领域内的教授都养成了学科分化的思维型习惯，即使更好的思维模型摆在对面的过道上，他们也对此无动于衷。这种荒唐的结果表明人文科学院系的激励机制是很成问题的。错误的动机是主要原因，正如约翰逊博士曾一针见血地指出，如果真理和一个人的利益背道而驰，真理很难被吸收。如果是激励制造成的话，矫正无疑是可行的——因为激励机制可以改变。

我今天以亲身经历来证明，对于人文学科领域教育机构现在这样的顽固地容忍单一学科的狭隘，不但是毫无必要的，而且也是没有好处的。如果让我来解决的话，我认为约翰逊博士的方法是可行的。请别忘了约翰逊博士描述的学术界那种由于懒惰而无知的状况时所使用的字眼，约翰逊曾形容这样的行为是种“背叛”。

如果责任不能驱使人们去改善这种情况，还可以考虑利益。对于法学院或者其他学术领域来说，用跨学科的方法来解决常见或不常见的问题，将获得无法估量的回报，就像查理·芒格一样。此过程既有乐趣又有成就，我推荐给大家的这个愉快的精神领域将让你乐不思返。离开就像是切断自己的双手。

巴菲特：华盛顿大学谈话 1998

1998 年 7 月 20 日

以下是 1998 年在华盛顿大学的一场精彩对话，对话的两人即是常年盘踞在全球富豪榜前两位的比尔盖茨和巴菲特。在这场颇具历史意义的尖峰对话中，两位大富翁分享了各自对成功和创新的理
解、1995 年两人同行中国的原因，以及在同一场技术革命浪潮中，两人选择的
两条截然相反的路径。

Q1：你们是如何走到现在这一步的，成为比上帝还富有的人？

巴菲特：就我而言，答案非常简单，成功与智商无关，关键在于理智。我一向将智商和天赋看作汽车的马力，而最后输出功率的大小则取决于理智。许多人开着 400 马力的汽车却只发挥出 100 马力的功率。"最佳状态"应该是：200 马力的车百分之百地发挥出 200 马力的功率。

首先，不要自己给自己设置障碍。我有一个小小的建议：先选择一个你最崇拜的人，并写出你崇拜的原因及他身上的优点；然后再选出你最厌恶的人，并写出使你厌恶的地方。只要经过一段实践，你所崇拜的对象的优点就会渐渐地成为你自己的，假以时日，就会全部成为你自己的了。习惯的枷锁，开始的时候，它轻的难以察觉，直到后来，却重的无法摆脱。像我这个年纪，已经无法再改变任何习惯了。但其实，从现在开始起的 20 年里，只要你坚定地开始实践，便会养成某种习惯。

盖茨：我非常赞同巴菲特刚才对于习惯的一番高论。幸运的是，我在很小的时候就接触到了计算机，这大概就是我成功的缘由及秘密所在。尽管当时计算机非常昂贵，功能开发也有限，但还是令人神往。一些朋友和我几经探讨之后，一致认定：这个神奇的芯片技术将会发展成为人人都能掌握的东西。基于这点"先见之明"，计算机刚刚兴起时，我们就进入了这一领域，并倾注了大量心血，因此，我们创建的公司才在这场天翻地覆的巨大变革中得以成为中流砥柱。非常幸运的是，现在这场革命仍处于初始阶段。

Q2：你们怎样定义成功？

巴菲特：成功就是快乐，快乐是我安身立命之本。我庆幸生命里的每一天都做着自己喜欢的事情，和自己欣赏的人一起工作，我也没必要和令我作呕的人合作。我跳着踢踏舞去上班，到了办公室以后，总觉得自己如同躺在沙发上绘制着天花板。

这简直太有趣了。工作中唯一不喜欢的事情就是，我偶尔必须解雇某个员工，这种事每三四年发生一次。

有人说，成功是得到你想要的东西，而快乐是满足于自己拥有的东西。我不知道在这一句话中，哪一点更适用于我，但我的确知道自己不会去做任何别的事情。

我想建议你们，**当你们出去工作时，要与你钦佩的人共事**，在他们的组织里工作，因为这将令你兴奋。有些人会这么说："我准备先去干 10 年，尽管我真的不是很喜欢这份工作。然后我就去干这个....."这有点像储存你的性能力留待年老色衰之时，实在不是什么好主意。我一直为这些人担忧。

我曾经拒绝了一些本来可以接受的交易，原因就是我不喜欢那种不得不与某些人共事的感觉。**我不愿见到任何装模作样的人，不愿与自己不喜欢的人纠缠不休，这就像纯粹为了钱而结婚一样。**无论如何，这可能都是糟糕透顶的主意。不过，如果你已经非常富有，还要这样做，那绝对是神经有问题，是不是？

盖茨：我同意，关键在于你能否从自己每天的工作中得到乐趣。对于我来说，这种乐趣是与非常有魅力的人共事，致力于解决新问题。每当解决一个新问题，我们都会觉得："嗨，我们又获得了一点点成功。"我们相当谨慎，不会过多地纠缠在已有的成就上，因为我们对自己的要求也越来越高。

Q3：你们做出的最好的经营决策是什么？

巴菲特：最好的经营决策基本上就是参与合伙经营。与投资有关的一件令人愉快的事情是，你不需要很多交易就能取得成功。如果从商学院毕业时，每人获得一张有 20 个孔的打孔卡，每做出一项投资决定就打一个孔，这个孔就是你们将获得的全部东西。**如果能做出 20 项很好的投资决定，就能变得非常富裕，而且根本不需要 50 个好主意。**

盖茨：在今天早晨用早餐时，我们还在讨论哪个投资决定是巴菲特所做过的最糟糕的。这不是件容易的事情，不过，我们最终还是根据一些衡量标准确定，买下伯克希尔哈撒韦公司可能是最不理想的一个。

巴菲特：这就是我常说的"捡烟蒂"投资法。你看到地上的烟头，虽然脏兮兮的不堪入目，但它还有一息尚存，而且是免费的。这就是买下伯克希尔时的真实情况：其售价低于营运资本，但这是一个十分可怕的错误。我犯过各种各样糟糕的错误，并为之付出了数亿美元的代价。我从不遗憾没有收购微软公司，因为我不了解这家企业，我也不了解英特尔公司。可是，有一些企业我还是了解的，房利美就是其中之一。**我虽然做出了投资这家公司的决定，但根本没有执行。**我们原本能赚上数十上百亿美元，但我们没有赚到。传统的记账方式没办法记录下我们本应赚到的钱。

盖茨：决定与保罗·艾伦一起创业或许是我做出过的最好的经营决策，其次是聘用一个朋友——史蒂夫·鲍尔默，他一直是我最主要的经营伙伴。有一个你完全信任并忠诚于你的人，你们有着相似的眼光，而且他具有各种

不同的技能，他还能对你有所制约，这是非常重要的。

巴菲特：多年以来，我也有这样的合作伙伴，他就是查理·芒格。不过，**你必须得习惯芒格的表达方式**。芒格经常说，我所做的每件事情都是愚蠢的。然而，实际情况是，如果他说，这么做确实很愚蠢，我知道他说的是真的；但如果他只是说，这么做很愚蠢，我就当他投了赞成票。

Q4：创建一家新公司风险极大。你们如何确定创建一家新公司的最佳时机？

盖茨：当年创立微软时，我太兴奋了，以至于没有考虑任何相关风险。我有可能倒闭，但我具备一系列非常专业的技能，即便公司倒闭，我也会很容易找到工作。无论如何，如果准备创办一家公司，便需要有足够的精力，能使你有自信克服冒险所带来的后果。同时，我不认为你们有必要在创业阶段就开办自己的公司。为一家公司工作并学习它们如何做事，会令你受益匪浅。以我们自己为例，我和保罗·艾伦总是怕别人先我们一步，但结果往往是，我们延迟了一年又一年。事实上，很多事情就是因为有些滞后才未能早些启动，但在起跑线上多做准备似乎对我们也非常重要。

Q5：你们两位都是各自行业的创新者。你们对创新的定义是什么？

巴菲特：实际上，在自己的工作中，我不怎么进行创新。我只有两项职责：一项是**分配资金**，另一项是帮助 15 或 20 名高级管理者，**使他们在没有任何经济顾虑**的情况下，以极大的热情投入到工作当中。如果说我做的是这两件事，那么，他们做的事就是创新。

盖茨：技术行业有许多曲折的变化。或许根本原因就在于，这是一个如此有趣的行业，所以没有一家公司会故步自封。IBM 公司将永远在技术上比任何公司更占优势，但它错过了技术发展道路上的几个转折点。因此，你每天早晨醒来时就应该考虑："嗯，我们一定要竭尽所能，不再错过今天技术发展道路上的重要转折。"

然而，有时我们确实感到措手不及。比如因特网出现时，我们把它作为第五或第六件优先考虑的事。可是，紧接着我们就认识到，因特网比我们的战略规划发展得更迅速、更深刻。因此，作为领导者，我必须营造一种危机感。这种危机每隔三四年就会发生一次。**你必须认真倾听微软公司内部所有聪明人的意见**。这就是像我们这样的公司必须吸引许多具有不同思维方式的员工的原因。**我们必须容忍许多不同的意见，也必须识别正确的意见，并给予支持。**

Q6：信息时代的到来，使社会发生了革命性剧变。你们认为有哪些国家和公司为此做好了最充分的准备？

巴菲特：仔细想想，在 15 年以前，这个国家甚至对其在世界上的竞争力有一种自卑情结。

盖茨：但现在，美国已处于非常领先的地位，整个信息技术的第一受益人，首先就是美国人。在诸如新加坡、中国香港和斯堪的纳维亚半岛瑞典这样的国家和地区，人们采用信息技术的速度大致与我们相同。在韩国以及中国的许多地区，我们看到计算机难以置信地进入了收入水平很低的家庭，因为那里的人们坚信，计算机是帮助他们的孩子获得成功的工具。整个世界将大大地受益于计算机的普及。可以预见的变化是，你的收入水平将不是取决于你来自哪个国家，而是取决于所受教育的程度。

巴菲特：一开始我并没有领悟到这将是一次巨大的技术革命。这次技术革命将以激动人心的方式改变世界，而且速度飞快。然而，颇具讽刺意味的是，我们对待技术革命的态度与盖茨是截然相反的。我在技术革命中寻找商机。**我关注的中心是不变的东西**。比如，我看待因特网的方式是，尽力确定一个行业或一个公司会受到因特网怎样的损害，或者如何被因特网改变。然后，我就要尽力避免这种情况发生。但这并不意味着，我否认能从这种变化中赚取很多钱，我只是不认为我会是那个人。

以箭牌口香糖为例。我不认为因特网将改变人们咀嚼口香糖的方式。而且我认为，因特网不可能会改变，可口可乐将会是人们最偏爱的饮料之一，以及人们是否或者如何刮胡子的习惯。因此，**我们正在寻求的是可预测的东西**，而在盖茨所做的事情中发现不了这种可预测的东西。作为社会的一员，我赞同他所做的事情；但作为一名投资者，我始终以警惕的眼光看待这些技术变革。

盖茨：在这一领域，我与巴菲特的看法十分一致。我想，许多技术股票的价格应该略低于诸如可口可乐公司和吉列公司这样的股票，因为我们正在经历着规则的彻底变化。

Q7：你是否感受到高科技的发展提升了商业领域的效率，你愿意加大对科技方面的投入吗？

巴菲特：我坚信高科技在企业效率方面起到了非常大的推动作用。不过，问题是：比如，我找到了一条复制杰克·韦尔奇(通用电气 CEO)的成功之路，并且拷贝了 499 个“韦尔奇”。韦尔奇继续经营他的通用电气公司，另外的 499 位占据了《财富》500 强的其他席位。如此的《财富》500 强在 5 年之后会不会带来更高的股本回报率呢？

答案没有那么简单。**因为如果你制造了 500 个杰克·韦尔奇，他们之间会形成一种竞争关系，如此一来，可能会拉低整个美国商业界的利润率水平**。然而，如果这些人并非那么精明，而只有一个杰克·韦尔奇和他们竞争，情

况则会大不相同。如果管理水平迥异，那么获得超高利润率的概率也会大为提高。

商业上的很多事情，包括高科技行业，**就如同一场盛大的乐队沿街演出，如果你想观看演出，就不得不踮起脚尖，而 30 秒之后，其他人也都踮起了脚尖，尽管你的双腿累得几乎抽筋，却还是很难看到想看的盛况。**当创新取得进步时，资本主义似乎自行失效了。这简直是太棒了，因为这意味着一切都会变得更好。不过，**真正的难题在于，如何在踮起脚尖的同时又不让别人注意到你？**

Q8：如果你们不在了，你们的公司会发生什么？

巴菲特：我死后大约 5 年内，公司将一切正常。即使我在今夜死去，人们不会喝不到可口可乐，不会放弃刮胡子，不会少吃喜诗糖果或者玛氏士力架，或者不会出现任何诸如此类的情况。这些公司拥有非常好的产品和杰出的管理人员，只要确保有人坐在伯克希尔的最高位置上，分配资金，并确保手下的各级管理者是合适的。我们已经确定了做这些事的人选，我们的董事会也知道他们是谁。事实上，我已经发出了一封说明应该做什么的信，我还准备了另一封到时将发出的信，这封信以“今天我死了”开头，接着会说明公司的计划。

Q9：是什么促使你俩于 1995 年一起前往中国的？

盖茨：我们有许多理由前往中国，但部分是为了休息和娱乐。微软公司已经在投资中国的市场。虽然每年在中国售出大约 300 万台计算机，可人们并不为软件付钱。不过，**总有一天他们会为此买单的。而且，如果他们想使用盗版软件，我们希望他们盗版我们的软件。在他们变得有点上瘾之后，在今后 10 年内的某个时候，我们将设法解决如何收钱的问题。**

巴菲特：在中国，我度过了一段非常美好的时光，而且还证实了我的一种预想，中国将是可口可乐的大市场。我对那儿的每一个人说，可口可乐的作用就像是一种催欲剂。

Q10：你们如何运用自己的影响力去感染那些成功人士甚至还没那么成功的人去回馈社会？

巴菲特：我来提供另一条可供参考的思路。假设现在是你出生前的 24 小时，这时出现了一个基因，而且它告诉你：“你看起来像位成功者。你可以制定经济法则、社会法则以及其他任何在你和你的子女人生中将要面临的法则。条件是：你不知道将要出生在一个富有的还是贫穷的、非裔美国人还是白人的家庭里，你也不知道自己将是男是女，体格健全还是羸弱，聪明还是愚钝。”你所知道的，就是你将是 58 亿个球中的一个。你要面对的是“卵巢彩票”游戏。这对你来说，将是人生中最重要的一件事，你自己却无能为力。你的命运也远不是你的学习成绩或者

人生中其他经历所能决定的。那么，你希望你的法则所形成的系统是什么样的呢？

你想要的系统应该能带来更多的商品和服务。这个世界上有那么多人，你希望他们生活得好，你希望自己的后代们比自己生活得更好。你想要的系统应该是让比尔·盖茨、安迪·格鲁夫和杰克·韦尔奇一直工作下去，甚至到他们不能工作的年岁。你希望最有才能的人每天工作超过 12 小时。同时，你也希望你的系统可以照顾到那些不太完美、缺乏运气的"球"。你不希望人们在年迈时担忧自己生病了该怎么办，或者对晚上回家的路充满恐惧。你梦想中的系统是，在某种程度上，人们都不再恐惧。而你用自己赚的钱做什么将另当别论。

在你完成这个流程的过程中，每个人都可以提供不同的意见。所以，我建议你们来玩玩这个小游戏

芒格：财务总监联合会演讲 1998

1998 年 10 月 14 日

1998 年 10 月 14 日芒格在加州圣塔莫尼卡米拉马尔喜来登酒店向基金会财务总监联合会发表的演讲，该联合会的使命是分享投资知识和投资经验，培养强大的人脉，以便能够彼此帮助，在必须作出投资决定的时候分清良莠。它的成员是美国大多数大型私立基金的投资总监和财务总监，这些人掌管的资产大概有 1300 亿美元。由康拉德希尔顿基金会、业余运动员基金会、J 保罗盖蒂信托基金会和里奥弘多纪念基金会赞助。会议的主题是关注目前处于高位的美国大市值公司的股票市场，并探索这个市场的可能替代品。

它有助于人们理解查理的名言："说起来挺伤心的，但确实不是每个人都喜欢我。"演讲中，查理非常幽默然而毫无恶意地抨击了被他的听众奉为主臬并付诸实践的理论。查理向来热心慈善事业，他本人的慷慨捐赠便是明证；但在这里，他想要将慈善机构从其错误的投资文化中挽救出来。

查理认为，基金会应该成为社会的楷模，这意味着它们必须抵制浪费的、无益的投资实践。他为听众提供了两个选择：天才政治家本杰明富兰克林的模式，或者臭名昭著的基金经理伯尼康非德的模式(土耳其裔基金经理，1960 年代发生的共同基金庞氏骗局的主角)。查理回忆起自己年轻时担任有限合伙投资公司经理的往事，一如既往地自我嘲讽和自我反省：从前的查理芒格为这些年轻人提供了一种可怕的职业榜样。他似乎想说明，如果查理能够从那种状态下成功转型，那么听他演讲的那些基金经理也可以走上同样的道路。

今天我来这里演讲，是因为我的朋友约翰·阿尔古要求我来。约翰很清楚地知道，与你们邀请的其他演讲者不同，我本身没有什么东西需要推销，因而我讲的内容，可能会跟包括慈善基金在内的大型机构的现行投资实践格格不入。所以我要是在演讲中得罪各位，你们应该去找约翰·阿尔古算帐，他的老本行是打官司，说不定会感到很高兴。

(约翰阿尔古 John C. Argue，既是生意人，也是慈善家。多年以来，他是洛杉矶的阿尔古、皮尔森、哈比森和梅耶斯律师事务所的高级合伙人，曾对洛杉矶获得 1984 年奥运会举办权起到关键作用。他还是南加利福尼亚大学校董会的成员，2000 年成为该会的主席。)

长久以来，大型慈善基金的常规做法是在不借债的情况下把大部分资金投在那些可流通的美国证券上，主要就是股票。这些股票是由一家或很有限的几家投资顾问公司帮助挑选出来的。但近年来出现了一种越来越复杂的倾向。有些基金会追随像耶鲁大学这样的基金会，努力向伯尼·康非德式的"基金中的基金"靠拢。这是一种令人吃惊的发展。很少有人能够预料到，在康非德锒铛入狱之后很久，一些主流大学仍然用康非德式的方法来管理慈善基金会。

(伯尼康非德，出生在土耳其，后来移居美国，在 1950 年代成为一名共同基金的销售员。1960 年代，他在瑞士注册了一家叫做"投资者海外服务公司"(IOS)的基金集团，开始推销他自己旗下的基金。他雇用了几千名销售员，这些人在欧洲各国，尤其是德国，上门推销基金。IOS 募集了 25 亿美元的资金，康非德就靠这些钱过着挥金如土的生活。)

现在有些基金会聘请的顾问不是少数几个，而是许许多多。这些基金会先请一批顾问，然后再让他们来挑选最好的投资顾问，帮忙把资金配置到各个不同的领域，确保不会因为偏好国内证券而忽略了外国证券，复核那些投资顾问声称的业绩是否真实有效，保证原定的投资风格得到严格的执行，还有就是，根据公司理财教授有关波动性和贝塔系数的最新理论，进一步提高本来就已经很分散的投资多元化程度。

但尽管有了这些极其活跃、貌似什么都懂的选择顾问的顾问，个体投资顾问在选择股票的时候，仍然相当依赖于第三级顾问。这第三级顾问主要是投资银行聘用的证券分析专家。这些证券分析专家领取巨额的薪水，有时投资银行为了争夺他们，开出的年薪高达七位数。聘请他们的投资银行通过下面两个来源收回这些薪水：

(1)证券买家产生的**手续费和交易价差**(包括基金经理收取的回扣，也就是所谓的"软美元")；

(2)某些公司为了答谢投资银行让证券分析家极力推荐它们的证券而向投资银行缴纳的**服务费**。

这个过程很复杂，但有一点是确定无疑的，那就是**这里面缺乏全面的道德约束**。别的不讲，就以无杠杆(借贷)的普通股票而言，每年要支付给各级各类投资顾问的**投资管理成本**，以及频繁地买进卖出产生的**交易摩擦成本**，能轻而易举地**占到基金账面价值的 3%**。这些成本并不会在传统的会计报表中出现。但这是因为会计本身有问题，而不是因为这些成本不存在。

下面我们来做一道简单的算术题：假设基金是赌徒，它们每年交给赌场荷官的费用是起始资金的 3%，每年在剔除荷官的费用之前的实际收益是 17%。近些年来，基金的平均收益确实有 17%，但谁也不能保证这些基金能够永远享有这个回报率。如果几年之后，未来通过股票指数化投资得到的年均实际回报率下降到比如说 5%，而荷官费用不变，永远是最初的 3%，哪怕对实际收益非常一般的赌徒来说也是如此，那么一般基金将会遭遇一段非常漫长的、令人不舒服的资产缩水期。毕竟，5%减去 3%再减去 5%的捐赠(注：按美国法律规定，慈善基金会每年必须将不少于本金 5%的钱用于基金会的慈善事业)意味着基金每年的资产要缩水 3%。

总的来说，所有股票投资者将必须忍受这样的情况：他们每年赚的钱有一部分落进了荷官的口袋。这是不可避免的命运。同样不可避免的还有，在支付了荷官费用之后，正好有一半的投资者的收益率将会低于平均线，而这条平均线(未来)完全有可能落在一般和糟糕之间。

(卡尔布劳恩 Carl Braun 是查理钦佩的工程实业家，他在 1976 年自费出版了一本叫做《客观会计法》的小册子，分发给他的员工看。布劳恩在这本小册子中有许多一针见血的评论，比如他说："会计师只会把容易拿到的数字算进去，而未能去寻找那些真正重要的数据。")

由于人类的本性，绝大多数人会忽略我提出的这些担忧。毕竟，早在基督出生之前几个世纪，德摩斯梯尼就曾经说过："一个人想要什么，就会相信什么。"说到对前景和自身才能的评价，人们往往如同德摩斯梯尼预料到的，表现得太过乐观，乐观到荒唐的程度。例如，瑞典有一项严密的调查表明，90%的汽车司机认为他们的驾驶技术在平均水平线之上。而那些成功的推销员，比如说投资顾问，则会让瑞典司机都相形见绌。实际上每个投资专家都公开声明他的业绩高于平均线，尽管事实恰好相反。

但你们也许会想，我的基金会至少在平均线以上啦。它规模很大，聘请最好的人才，用客观的专业态度谨小慎微地处理投资问题。对此我想说的是，**过度的所谓专业态度，往往会给你们造成极大的伤害。恰恰是极其仔细的过程，常常会造成人们对他们所得到的结果过度自信。**

通用汽车最近刚刚犯了一个这样的错误，那可是一个 lolapalooza 级的。它打算生产一种舒适度堪比五人座轿车的越野车，可是由于专业过度，在进行了一系列漂亮的消费者调查之后，决定只给这款车设计两扇车门。它的竞争对手没那么专业，但它们亲眼看到五个人是如何上车的。除此之外，它们还发现人们已经习惯了舒适的五座轿车有四扇车门，而且，**生物通常偏好固定的活动模式，以便最大程度地节省精力，也不喜欢长久以来享有的好处被拿走。**当回顾通用汽车作出这个造成数亿美元损失的决定时，人们脑海中浮现了两个词汇，其中一个就是“哎哟”。

那个叫做“长期资本管理公司”的对冲基金，同样**对它那高负债率的投资方法太过自信，所以最近它破产了，虽然它的高层管理人员的智商肯定超过 160。聪明而勤奋的人未必不会因为过度自信而犯灾难性的专业错误。因为他们往往以为自己拥有超人的才华和方法，而给自己选择了一些更困难的航程。**

在思考中格外谨慎不全是好事，有时居然会造成格外的错误，这种情况当然令人烦恼。但大多数好东西都有讨厌的“副作用”，思考也不例外。要消除思考的副作用，最好的办法是向那些最优秀的物理学家学习，他们会系统地批判自己。诺贝尔奖得主理查德·费曼下面这句话很好地概括了这些物理学家的态度：“**首要的原则是你必须别欺骗自己，因为自己是最好骗的人。**”

但假设有个基金非常现实，能够像费曼那样思考，可却担心它的无借债投资组合，在除去各种投资成本之后，其回报在未来不可能超过标准股市指数。它现在采用的就是那种变成“基金中的基金”的方法，频繁地买进卖出，聘请了一些自以为他们的水准在平均线之上的投资顾问。那么这个忧心忡忡的基金该作出什么选择才能改善未来的投资业绩呢？

至少有三种现代选择：

- 1、该基金可以解雇它的投资顾问，减少投资的次数，转而对股票进行**指数化投资**。
- 2、该基金可以**效仿伯克希尔**，长期持有少数几家备受敬仰的国内公司，不过多地进行交易，从而把年均管理成本降低到资本总额的 0.1%。在这个过程中，当然也可以采纳一些外部的建议。**顾问费支付方只需要适当地控**

制投资顾问机构中那些聪明人，这样仆人才会变成主人的有用工具，而不是在疯帽匠的茶话会式的错误激励机制下为自己谋取私利。

3、除了对流通股进行非杠杆式(无借债)投资之外，该基金还可以投资一些有限责任的合伙制公司(私募基金)，包括如下几种业务：对一些处在初创期的高科技公司进行非杠杆式投资，利用财务杠杆对其他公司进行并购，依据相对价值策略对股票进行杠杆式投资、杠杆式趋同交易，以及对各种债券和衍生品的奇异交易策略。

基于指数化投资推动者给出的那些显然正确的理由，我认为对于当前正在进行非杠杆式股票投资的普通基金而言，选项(1)是一种更为明智的选择。对于那些每年的管理成本超过总资产的1%的基金来说更是如此。当然如果每个人都转而投资指数基金的话，它的表现就不可能都这么好了。但它的良好表现可以在未来持续很长时间。

至于选择(3)，也就是通过有限责任合伙制公司进行投资，基本上不在今天这次演讲的范围之内。我只想说，芒格(家族)基金会不会采取这种投资方式，我还想简单地谈谈我对杠杆收购基金(LBO)的两点看法。

我对杠杆收购基金的第一点看法是，如果未来的股票指数表现很糟糕，由于要跟两批人(一批是管理人员，一批是杠杆收购基金的普通合伙人)分钱，用很高的财务(举债)成本收购整个企业未必比投资股票指数好。本质上来说，杠杆收购基金所做的比用抵押贷款去购买可流通的股票只是稍好而已，一旦未来的股票市场表现很糟糕，用以收购公司所借的债务将会造成灾难性的后果。如果这种糟糕的表现是由于整体的经济环境不景气，那么后果就更严重了。

(长期资本管理公司是一家成立于1994年的对冲基金，其创办人是一位声誉极佳的华尔街债券交易员和两位诺贝尔经济学奖得主，他们开发出一些复杂的数学模型，利用债券套利发财。1998年，在所罗门兄弟公司不再从事债券套利和外国金融恐慌的共同影响之下，长期资本管理公司连续两个月出现了亏损，由于负债水平极高——当年年度负债1250亿美元，该公司很快陷入了困境。不到几个月，这家基金就损失了将近20亿美元的资金。美联储被迫为该基金提供了紧急援助，以免整个美国经济的流动性发生连锁反应。这次大失败提醒金融界要注意流动性风险的严重性。《赌金者：长期资本管理公司的升腾与陨落》(When Genius Failed)是一本关于这次事件的图书，后被翻译成多种语言。)

我的第二点看法是，现在对杠杆收购候选项目的争夺越来越激烈。比如说，许多公司都想通过财务杠杆收购优秀的服务性企业，但光是通用电气下属的信贷公司，它每年可用于收购的钱就超过100亿美元，而且这100亿美元完全是借来的，利息只比美国政府支付的利息高一点点。这种情况已经不是普通的竞争，而是过度的竞争。现在大大小小的杠杆收购基金非常多，大多数钱满为患，激励机制使它们的普通合伙人热衷于花钱收购。除了通用电气之外，其他公司也通过举债和发行股票来募集资金，在市场上竞买优秀企业。

总而言之，杠杆收购(LBO)领域隐藏着两大风险：

一是，在经济大环境不景气的时候，流通股容易引发灾难性的后果；

二是，现在的竞争过度激烈。

我自己曾经开过一家有限责任的合伙制公司(私募基金)，但由于时间限制，我没办法多谈。剩下的时间我们来谈谈选项(2)，也就是基金会要更多地模仿伯克希尔的投资实践，长期持有少数几家公司的股票，几乎从不买进卖出。那么我们要问了，基金的投资要多元化到什么程度才好呢？

正统的观点认为，对于那些不需要投资指数的聪明人来说，高度分散的投资则是必须的。我对这种观点持怀疑态度。我认为这种正统的观点错得很厉害。

在美国，一个人或一个机构，如果用绝大多数财富来对三家优秀的美国公司进行长期投资，那么肯定能够发大财。这样一个所有者，为什么要在乎其他投资者在某个时刻的业绩比他好还是坏呢？如果他像伯克希尔一样，理性地认为，由于他的购入成本更低，更为关注长期的绩效，而且把大量的资金集中投资在几个他最喜欢的选择上，那么他的长期收益将会非常出色，他就更不会关心这样的问题了。

我的观点更为极端。我认为在某些情况下，一个家族或者一个基金用 90%的资产来投资一只股票，也不失为一种理性的选择。实际上，我希望芒格家族能够大体上遵守这样的投资路线。而且我发现，到目前为止，伍德拉夫基金会 90%的资产仍保留其创办人当初提供的可口可乐股票，事实证明这种做法是很明智的。假如所有美国基金会从来没有卖掉它们的创办人的股票，那么现在来计算它们取得的成绩应该很有意思。我认为绝大部分会比现在好得多。你们也许会说，那些分散投资的做法只是为尚未发生的灾难投保。我的回答是：这个世界有许多事情比某个基金丧失相对影响力更加糟糕；而富裕的机构跟富裕的个人一样，如果想要得到最好的长期结果，应该做许多自我保险的工作。

(罗伯特伍德拉夫 Robert W. Woodruff, 1889 年出生在佐治亚州，父亲是一家大型信托企业的董事长。他学业并不出色，但进入职场之后，很快获得成功。虽然他最早是做汽车销售的，但在 33 岁那年，他掌管了可口可乐公司。他将一个规模很小的软饮料制造商和灌装厂打造成世界知名的大企业。晚年极其热心于慈善事业，创办了一个以他的姓氏命名的大型基金会。他的个人信条很好地解释了他一生中取得如此巨大的成功的原因："如果一个人不在乎功劳记在谁身上，那么他的成就和地位就不可限量。")

此外，这个世界的好事并不全是由于基金会的捐赠而做成的。更多的好事是由基金会投资的公司通过日常经营完成的。有些公司做的好事比其他公司多得多，因为它们能为投资者提供高于平均线的长期回报。如果有个基金会把大量的资金集中投给一家它仰慕甚至热爱的企业，我认为这种做法既不愚蠢，也不邪恶，更不违法。实际上，本杰明·富兰克林就要求依照他的遗嘱而创办的慈善组织采取这种投资实践。

伯克希尔的股票投资实践还有一点值得拿出来进行比较：到目前为止，伯克希尔几乎不直接进行海外投资，而现在基金会的海外投资很多。

关于这种背道而驰的历史，我想说我同意彼得·德鲁克的观点：跟其他利益相比，以及跟大多数其他国家相比，美国的文化和法律制度特别照顾股东的利益。实际上，在许多国家，股东权益并没有得到很好的保护，有许多东西比股东权益更重要。我想许多投资机构低估了这个因素的重要性，也许是因为人们很难用现代的金融工具来对它进行定量分析。但有些因素并不会因为“专家”无法很好地理解而失去它们的重要性。总的来说，相对于对国外的企业进行直接投资，我倾向于伯克希尔通过投资类似可口可乐和吉列那样的公司参与全球经济。

最后，我将会给出一个具有争议的预测和一个具有争议的看法。

这个具有争议性的预测是，如果你们更多地采用伯克希尔的投资方法，从长远来看，你们不太可能会后悔，即使你们不会有沃伦·巴菲特免费为你们工作。伯克希尔倒有可能会后悔，因为它将会面临许多聪明的投资竞争对手。但伯克希尔不会真的因为你们变聪明之后能够与我们一较短长而后悔。我们不吝于和别人分享我们对现实的总体看法，因为我们只想要我们能够获取的成功。

现在越来越多的基金采用这些高成本的复杂投资方法，我的具有争议性的看法实际上是另一个反对现状的理由。即使我的怀疑是错误的，这些方法真的能够取得很好的收益，如此的赚钱活动也很有可能会产生严重的反社会效应。情况必定如此，因为这种活动将会加剧现在出现的一种有害的趋势，美国越来越多的有道德感的青年才俊醉心于收益丰厚的资产管理及其随之而来的现代摩擦，而对那些能够给别人带来更多价值的工作则不屑于顾。资产管理人并没有树立起良好的榜样。从前的查理·芒格为这些年轻人提供了一种可怕的职业榜样，因为与他从资本主义得到的好处相比，他对文明作出的回报还不够多。

我并不推荐使用这些方法，而是建议基金采用一种更有成效的办法，就是对少数几家广受赞誉而且名副其实的国内公司进行长期的集中投资。为什么不模仿本杰明·富兰克林呢？毕竟，他在为公众服务方面效率非常高。他也是一个非常优秀的投资者。我认为他的模式比伯尼·康非德的模式更好。你们应该选哪个是显而易见的。

巴菲特收购 LTMC 要约 1998

1998 年 9 月 23 日

长期资本管理公司(Long-Term Capital Management)2.5 亿美元收购要约副本

致: Mr. John Meriwether Chief Executive Officer

地址 Long-Term Capital Management, L.P. One East Weaver Street Greenwich, CT 06331-5146

Dear Mr. Meriwether:

根据以下交易结构, 合伙公司拟以 2.5 亿美元的价格收购 LTMC 公司(及其附属公司和子公司, 统称 LTMC)的资产。买方将是一家有限合伙公司, 其投资者将是伯克希尔 30 亿美元、AIG 美国国际集团 7 亿美元和 GS 高盛集团 3 亿美元(或各自的关联公司)。所有资产的管理将由合伙公司全权控制, 并将有序地移交到合伙公司。

本次投标书还需满足以下条件

1, 本文所述有限合伙公司将不承担 LTMC 在被合伙公司收购之前的任何活动所产生的任何负债。

2, 目前向 LTMC 提供的所有融资将按照目前的条款和条件保持有效。

不得向任何人透露参加投标者的姓名。如果名字泄露, 投标将失效。

本次竞标将于纽约时间 1998 年 9 月 23 日下午 12:30 截止。

真诚的

BRK:Warren E. Buffett, AIG:Maurice R. Greenberg, GS:Jon S. Corzine

如何书写清晰的 SEC 披露文件

1998 年 8 月

这本手册以及 Levitt 主席鼓励在披露文件中使用“浅显易懂的英语”的整个努力，对我来说都是好消息。40 多年来，我一直在研究上市公司提交的文件。很多时候，我无法解读文件中到底说了些什么，更糟糕的是，我不得不出文中什么都没说的结论。如果公司律师及其客户遵循本手册中的建议，我的生活将变得更加轻松。

有几种可能的解释可以解释为什么我和其他人有时会对会计说明或契约描述感到困惑。也许我们根本不具备技术知识，无法理解作者想要表达的意思。或者，作者根本不明白自己在说什么。此外，在某些情况下，我怀疑一个肆无忌惮的发行人根本不希望让我们理解它认为触及法律义务的主题。

然而，最常见的问题可能是，一个用心良苦、见多识广的作者却无法将信息传达给聪明、感兴趣的读者。在这种情况下，呆板的专业术语和复杂的文章结构通常是罪魁祸首。

本手册告诉您如何摆脱这些妨碍有效沟通的障碍。按照本手册的指导进行写作，您会惊奇地发现，您的读者会认为您变得更加聪明了。

一个虽不新颖但却有用的建议：在写作时要考虑到特定的人。在撰写伯克希尔的年度报告时，我假装是在与我的姐妹们交谈。我很容易想象出她们的样子：虽然她们非常聪明，但并不是会计或财务方面的专家。她们能听懂简单的英语，但专业术语可能会让她们感到困惑。我的目标很简单，就是我们角色互换，向她们提供我希望她们提供给我的信息。要取得成功，我不需要成为莎士比亚；但我必须有提供信息的真诚愿望。

没有兄弟姐妹可以写信？借我的：就以“Dear Doris and Bertie”开头。

巴菲特：佛罗里达大学演讲 1998

1998 年 10 月 15 日

该演讲是由 Graham-Buffett 教学基金会赞助的系列演讲的第一场，该基金会于 1997 年由 Mason Hawkins (佛罗里达大学 1970 届毕业生) 捐赠 100 万美元成立。来源 <https://www.intelligentinvestorclub.com/>

主持人：Graham-Buffett 课程对本学院非常重要，因为它使我们能够吸引那些希望拥有类似投资和管理视角的学生，巴菲特先生、霍金斯先生以及在他们之前的本杰明格雷厄姆都曾成功运用过这种视角。它非常简单，但有时会在我们大学复杂的分析中丢失。这个观点就是，你必须了解你所投资、工作的企业的基本经济情况。你必须保持清醒的头脑，不被群体或一时的狂热所左右。你必须学习并坚持商业估值的基本原则。从长期来看，这种有纪律的方法往往会带来成功，更重要的是避免巨大的失败。希望在佛罗里达大学，我们能够成功地传达这些原则，并为最优秀的学生以及最优秀的雇主创建一个项目。我们感谢霍金斯先生捐赠的 100 万美元，并在今天分享他的想法。

霍金斯：在过去的 30 年里，他是我非常钦佩的人。此外，他也是我们每个人都可以效仿的榜样。我很荣幸向大家介绍我们一生中最优秀的长期投资者巴菲特先生。

巴菲特：(手持麦克风)测试，1 百万、2 百万、3 百万。

我先简单说几句，把大部分时间留下来回答大家的问题。我想聊聊大家关心的话题。请各位提问的时候一定要刁钻。你们问的问题越难才越好玩。什么都可以问，就是不能问上个月我交了多少税，这个问题我无可奉告。

各位同学，你们毕业之后未来会怎样？我简单说说我的想法。

各位在这所大学能学到大量关于投资的知识，你们将拥有成功所需的知识。既然各位能坐在这里，你们也拥有成功所需的智商，你们还有成功所需的拼劲。你们大多数人都会成功地实现自己的理想。但是最后你到底能否成功，不只取决于你的头脑和勤奋。我简单讲一下这个道理。

奥马哈有个叫彼得·基威特(Pete Kiewit)的人，他招人时就看三点：品行 integrity、头脑 intelligence 和勤奋 energy。他说一个人要是头脑聪明、勤奋努力，但品行不好，肯定是个祸害。品行不端的人，最好又懒又蠢。我知道各位都头脑聪明、勤奋努力，所以我今天只讲品行。为了更好地思考这个问题，我们不妨一起做游戏。

各位都是 MBA 二年级的学生，应该很了解自己周围的同学了。假设现在你可以选一个同学，买入他今后一生之内 10% 的收入。你不能选富二代，只能选靠自己奋斗的人。请各位仔细想一下，你会选班里的哪位同学，买入

他今后一生之内 10% 的收入？你会给所有同学做个智商测试，选智商最高的吗？未必。你会选考试成绩最高的吗？未必。你会选最有拼劲的吗？不一定。因为大家都很聪明，也都很努力，我觉得你会**主要考虑定性方面的因素**。好好想想，你会把赌注压在谁的身上？也许你会选你**最有认同感**的那个人，那个**拥有领导能力**，能把别人组织起来的人。这样的人应该是**慷慨大方的、诚实正直的**，他们自己做了贡献，却说是别人的功劳。我觉得让你做出决定的应该是这样的品质。找到了你最钦佩的这位同学之后，想一想他身上有哪些优秀品质，拿一张纸，把这些品质写在纸的左边。

下面我要加大难度了。为了拥有这位同学今后一生 10% 的收入，你还要同时做空另一位同学今后一生 10% 的收入，这个更好玩。想想你会做空谁？你不会选智商最低的。你会想到那些**招人烦**的人，他们可能学习成绩优秀，但你就是不想和他们打交道，不但你烦他们，别人也烦他们。为什么有人会招人烦？原因很多，这样的人可能**自私自利、贪得无厌、投机取巧或者弄虚作假**。类似这样的品质，你想想还有什么，请把它们写在刚才那张纸的右边。

看看左右两边分别列出来的品质，你发现了吗？这些品质不是把橄榄球扔出 60 米，不是 10 秒钟跑完 100 米，不是相貌在全班最出众。左边的这些品质，你真想拥有的话，你可以有。这些是关于行为、脾气和性格的品质，是能培养出来的。在座的各位，只要你想要获得这些品质，没一个是你得不到的。

再看一下右边的那些品质，那些令人生厌的品质，没一个是你非有不可的，你身上要是有了，想改的话，可以改掉。大多数行为都是习惯成自然。我已经老了，但你们还年轻，想摆脱恶习，你们年轻人做起来更容易。常言道，**习惯的枷锁，开始的时候轻的难以察觉，直到后来却重的无法摆脱**。这话特别在理。

我在生活中见过一些人，他们有的和我年纪差不多，有的比我年轻十几二十几岁，但是他们染上了一些坏习性，把自己毁了，改也改不掉，走到哪都招人烦。他们原来不是这样的，但是习惯成自然，积累到一定程度，根本改不了了。你们还年轻，想养成什么习惯、想形成什么品格，都可以，就看你自己怎么想了。

本·格雷厄姆，还有他之前的本·富兰克林，他们都这么做过。本·格雷厄姆十几岁的时候就观察自己周围那些令人敬佩的人，他对自己说：**我也想成为一个被别人敬佩的人，我要向他们学习**。格雷厄姆发现学习他敬佩的人，像他们一样为人处世，是完全做得到的。他同样观察周围遭人厌恶的人，摆脱他们身上的缺点。

我建议大家把这些品质写下来，好好想想，把好品质养成习惯，最后你想买谁 10% 的收入，就会变成他。你

已经确定拥有自己 100% 的收入，再有别人的 10%，这多好。你选择了谁，你都可以学得像他一样。

我要讲的道理讲完了，下面聊聊大家感兴趣的，请各位提问吧。

1，学生：请谈谈您对日本的想法？

巴菲特：我对日本的想法？我不研究宏观问题。我就想啊，伯克希尔可以在日本以 1% 的利率借到十年期的贷款，1% 的利率！我就琢磨了，我 45 年前听了格雷厄姆的课，一辈子都在研究这些东西，我要是用点心，收益率应该能超过 1% 吧？应该能做到吧？

我不想承受汇率风险，所以我必须投资以日元计价的标的，只能投资日本房地产或日本公司，收益率超过 1% 就行，因为我的资金成本就是十年期利率 1%。我一直在找，还一个都没找到，你说有意思不？日本公司的股本回报率很低，大多数公司的股本回报率只有 4-6%。如果你投资的公司本身都不赚钱，你也很难赚钱。

有的人能做到。我有个朋友，沃尔特·施洛斯，当年我们都为格雷厄姆打工。我一开始买股票就这么买的，买那些股价远远低于营运资金的股票，从定量分析上看非常便宜的股票，我把这种投资方法叫捡烟头。在大街上四处溜达，看哪有烟头可捡。最后发现了一个，上面带着口水，看起来很恶心，但是还能抽一口，于是弯下腰把它捡起来，免费抽了一口。有的股票和别人扔的烟头一样。捡起来免费抽一口，扔掉，然后继续在大街上四处溜达接着捡。一点都不体面。**捡烟头的投资方法管用，但是用这种方法买的都是资产回报率很低的生意。**

时间是好生意的朋友，烂生意的敌人。如果长期持有一个烂生意，就算买得再便宜，最后也只能取得很烂的收益。如果长期持有好生意，就算买得贵了一些，只要长期持有，还是会取得出色的收益。

我现在在日本没找到值得买的好生意。或许日本公司需要改变一下文化，**管理层应该更注重股东利益，更注重提高股票的回报率。**别说现在日本的大多数公司收益率很低，连日本经济繁荣的时候，也是如此。真是很奇怪，日本有不少公司占领了巨大的市场，却没几个值得投资的。日本公司把生意做得很大，但是股本回报率太低，最后就出问题了。我们在日本还没有投资。只要日元保持 1% 的利率，我们会接着找。

（日本企业的平均 ROE 水平低于欧美企业。一般认为主要原因是净利率较低。国内市场的饱和和引发激烈的价格战和新兴市场的低成本竞争，以及较高的能源成本和税收负担，导致整体净利率不高。高企的员工成本也是一大因素，日本企业往往更加注重员工福利和社会责任，可能会将更多的利润用于员工薪酬、培训和发展，以及社区贡献，而不是直接回馈给股东。另外僵化的劳动制度导致企业从低收益项目撤退时解雇人员非常困难。以下因素也可能是净利率过低的原因：过度追求顾客需求以上的品质和功能、过度追求顾客定制化、商品和产品的生命周期过短、商品和产品的种类过多、做出项目与商品的选择以及市场撤退的决策过慢、白领阶层的生产力过低、过度追求用自己的技术和资源，而排斥其他渠道的技术和资源等。日本企业在供应链中不认可只提高自家特有利润的风气、长期交易关系中佣金长期均一化的倾向、在基础生活层面的高成本结构等也被认为是低利润率的原因。第二，日本的许多企业集中在资本密集型行业，如汽车制造、电子设备和重型机械等，这些行业需要大量的固定

资产投入，导致资产周转率较低。许多日本公司采取长期投资策略，重视研发和技术创新，以及市场渗透和品牌建设，这些都需要大量的前期投资，短期内可能不会显著增加利润。第三，自 1990 年代以来，日本经历了“失去的十年”，经济增长缓慢通货紧缩，日本企业倾向于保持较高的现金储备和较低的财务杠杆。虽然这降低了财务风险，但同时也限制了通过债务融资来提升 ROE 的可能性。从 2015 年开始，在股东大会上行使决议权的机构股东服务 ISS 公司制定了一个标准：如果企业过去五年的平均 ROE 未达 5%，他们可以反对最高管理层包括董事长和总经理的任命。在这种情况下，越来越多的日本企业试图确保 ROE 不低于 5%，基本达到或高于 8% 的平均值。)

2，学生：有传言说您是救赎长期资本管理公司的买家之一，到底发生了什么，能给我们讲讲吗？

巴菲特：最新一期的《财富》杂志，封面上是鲁伯特·默多克，其中有一篇报道，讲了我们是如何参与的。这件事非常耐人寻味。说来话长，我从我们开始参与时讲起。那是一个周五的下午，我收到了一个电话，说长期资本管理公司出大事了。那天晚上我要参加我孙女的生日聚会，然后要飞到西雅图，和盖茨一家乘船游览阿拉斯加，行程是 12 天。后来，我在船上，和外界联系很困难。之前我也接到过几次电话，但在周五下午接到的那个电话里，我知道真是出大事了。我认识长期资本管理公司的那些人，和其中一些人还很熟，我临时接手所罗门的时候，他们中的很多人当时都在。长期资本管理公司要崩盘了，周末美联储派人进驻。从那个周五到下一周的周三，美联储纽约分行组织了一次纾困行动，希望在联邦政府不出钱的情况下能拯救长期资本，但是没成功。我非常积极地参与这件事，但是船在峡谷之间航行，根本没信号，我对看风景毫无兴趣。船长说往那边航行，也许能看到熊和鲸鱼。我说哪有卫星信号往哪开。

周三上午我们给了一个报价。在和美联储纽约分行的比尔·麦克唐纳谈过之后，我们出价 2.5 亿美元买入长期资本的净资产，此外还将注资 37.5 亿美元，其中伯克希尔出资 30 亿，AIG 出资 7 亿，高盛出资 3 亿。我们提交了方案，但是只给对方很短的时间考虑。我们要买的是 1000 亿美元的证券，价格瞬息万变，但我们的出价是固定的，所以不可能给对方很长时间。最后是投行的人把交易谈成了。

这件事非常耐人寻味。长期资本管理公司的由来，相信在座的大多人知道，实在太令人感慨了。约翰·梅里韦瑟、艾瑞克·罗森菲尔德、拉里·希利布兰德、格雷格·霍金斯、维克多·哈格哈尼，还有两位诺贝尔奖桂冠得主罗伯·默顿和迈伦·舒尔兹，把他们这 16 个人加起来，他们的智商该多高，随便从哪家公司挑 16 个人出来，包括微软，都没法和他们比。

第一，他们的智商高得不得了。第二，他们这 16 个人都是投资领域的老手。他们不是倒卖服装发的家，然后来搞证券的。他们这 16 个人加起来，有三四百年的经验了，一直都在投资这行摸爬滚打。第三，他们大多数人都几乎把自己的全部财产都投入到了长期资本管理公司，他们把自己的钱也投进去了。他们自己投了几亿美元，而

且智商高超，经验老道，结果却破产了。真是让人感慨。

要让我写一本书的话，书名我都想好了，就叫《聪明人怎么做蠢事》，我的合伙人说我的自传可以叫这个名字。但是，我们从长期资本这件事能得到很多启发。长期资本的人都是好人。我尊重他们。当我在所罗门焦头烂额的时候，他们帮过我。他们根本不是坏人。但是他们为了赚更多的钱，为了赚自己不需要的钱，把自己手里的钱，把自己需要的钱都搭进去了。这不是傻是什么？绝对是傻，不管智商多高，都是傻。为了得到对自己不重要的东西，甘愿拿对自己重要的东西去冒险，哪能这么干？

我不管成功的概率是 100 比 1，还是 1000 比 1，我都不做这样的事。假设你递给我一把枪，里面有 1000 个弹仓、100 万个弹仓，其中只有一个弹仓里有一颗子弹，你说：把枪对准你的太阳穴，扣一下扳机，你要多少钱？我不干。你给我多少钱，我都不干。要是我赢了，我不需要那些钱；要是我输了，结果不用说了。这样的事，我一点都不想做，但是在金融领域，人们经常做这样的事，都不经过大脑。

有一本很好的书，不是书好，是书名好。这是一本烂书，但是书名起得很好，是沃尔特·古特曼写的，书名是《一生只需富一次》。这个道理难道不是很简单吗？

假设年初你有 1 亿美元，如果不上杠杆，能赚 10%，上杠杆的成功率是 99%，能赚 20%，年末时你有 1.1 亿美元，还是 1.2 亿美元，有区别吗？没一点区别。要是年末你死了，写讣告的人可能有个笔误，虽然你有 1.2 亿，但他写成了 1.1 亿。多赚的钱有什么用？一点用没有。对你、对你的家人，对别人，都没用。要是亏钱了的话，特别是给别人管钱，亏的不但是钱，而且颜面扫地、无地自容，把朋友的钱都亏了，没脸见人。

我真理解不了，怎么有人会像这 16 个人一样，智商很高、人品也好，却做这样的事，一定是疯了。他们吃到了苦果，因为他们太依赖外物了。我临时掌管所罗门的时候，他们和我说，六西格玛的事件、七西格玛的事件伤不着他们。他们错了。只看过去的情况，无法确定未来金融事件发生的概率。他们太依赖数学了，以为知道了一只股票的贝塔系数，就知道了这只股票的风险。要我说，贝塔系数和股票的风险根本是八竿子打不着。

会计算西格玛，不代表你就知道破产的风险。我是这么想的，不知道现在他们是不是也这么想了。说真的，我都不愿意以长期资本为例。我们都有一定的概率会摊上类似的事，我们都有盲点，或许是因为我们了解了太多的细枝末节，把最关键的地方忽略了。亨利·考夫曼说过一句话："破产的有两种人，一种是什么都不知道的，一种是什么都知道的。"说起来，真是令人扼腕叹息。

同学们，引以为戒。我们基本上没借过钱，当然我们的保险公司里有浮存金。但是**我压根没借过钱**。我只有 1 万块钱的时候都不借钱，不借钱不一样吗？我钱少的时候做投资也很开心。我根本不在乎我到底是有 1 万、10 万，还是 100 万。除非遇上了急事，比如生了大病急需用钱。

当年我钱很少，但我也没盼着以后钱多了要过不一样的生活。从衣食住行来看，你我之间有什么差别吗？我们穿一样的衣服，我们都能喝天赐的可口可乐，我们都能吃上麦当劳，还有更美味的 DQ 冰淇淋，我们都住在冬暖夏凉的风子里，我们都在大屏幕上观看橄榄球赛。你在大电视上看，我也在大电视上看。我们的生活完全一样，没多大差别。要是你生了大病，会得到良好的治疗。如果我得了大病，也会得到良好的治疗。我们唯一不一样的地方是我们出行的方式不同。我有一架小飞机，可以飞来飞去，我特别喜欢这架飞机，这是要花钱的。除了我们出行的方式不同，你说有什么是我能做，但你做不了的吗？

我有一份我热爱的工作，我一直都在做我喜欢的工作。当年我觉得赚 1000 美元是一大笔钱的时候，我就喜欢我的工作。同学们，**去做你们喜欢的工作**。要是你总做那些自己不喜欢的工做，只是为了让简历上的工作经历更漂亮，那你真是糊涂了。有一次，我去做一个演讲，来接我的是一个 28 岁的哈佛风的学生。我听他讲完了他的工作经历，觉得他很了不起。我问他：以后你有什么打算？他说：等我 MBA 毕业后，可能先进一家咨询公司，这样能给简历增加一些分量。我说：你才 28 岁，已经有这么漂亮的工作经历了，你的简历比一般人的漂亮 10 倍。你还接着做自己不喜欢的工做，不觉得有点像年轻的时候把性生活省下来，留到岁数大的时候再用吗？

或早或晚，你们都应该开始做自己真心想做的事。我觉得我说的话，大家都听明白了。各位毕业之后，挑一个自己真心喜欢的工作，别为了让自己的简历更漂亮而工作，要做自己真心喜欢的。时间久了，你的喜好可能会变，**但在做自己喜欢的事的时候，早晨你会从床上跳起来。**

我刚从哥伦比亚大学商学院毕业，就迫不及待地希望立刻为格雷厄姆工作。格雷厄姆说我要的薪水太高了，我说我不要工资。我一直骚扰他。回到奥马哈后，我做了三年股票经纪人，一直给格雷厄姆写信，告诉他我发现的投资机会。最后，我终于得到了机会，在他手下工作了一两年。那是一段宝贵的经历。

总之，我做的工做始终都是我喜欢的。**你财富自由之后想做什么工做，现在就该做什么工做，这样的工做才是理想的工做。做这样的工做，你会很开心，能学到东西，能充满激情。每天会从床上跳起来，一天不工做都不行。**或许以后你喜欢的东西会变，但是现在做你喜欢的工做，你会收获很多。我根本不在乎工资是多少。

不知怎么，扯得有点远了。总之，如果你现在有 1 块钱，以为将来有 2 块钱的时候，自己能比现在过得更幸福，你可能想错了。你应该找到自己真心喜欢做的事情，投入地去做。别以为赚 10 倍或 20 倍能解决生活中的所有问题，这样的想法很容易把你带到沟里去。**在不该借钱的时候借钱，或者急功近利、投机取巧，做自己不该做的事，将来都没地方买后悔药。**

3，学生：您喜欢什么样的公司？

巴菲特：我喜欢我能看懂的生意。**先从能不能看懂开始，我用这一条筛选，90%的公司都被过滤掉了。**我不懂的东西很多，好在我懂的东西足够用了。世界如此之大，几乎所有公司都是公众持股的。所有的美国公司，随便挑。首先，有些东西明显知道是自己不懂的。不懂的东西就不能做。

有些东西是你能看懂的。可口可乐，是我们都能看懂的，谁都能看懂。可口可乐这个产品从 1886 年起基本没变过。**可口可乐的生意很简单，但是不容易。我不喜欢很容易的生意，生意很容易，会招来竞争对手。**

我喜欢有护城河的生意。我希望拥有一座价值连城的城堡，守护城堡的公爵德才兼备。我希望这座城堡周围有宽广的护城河。护城河的表现形式有很多。

我们的汽车保险公司 GEICO 的护城河是低成本。汽车保险是必须买的，每辆车都要买一份。我们没办法让一个人买 20 份车险，但是他必须买一份。人们买车险看的是什么？看服务和价格。在大多数人眼里，各家保险公司的服务大同小异，所以**人们买车险最后主要看价格。因此我们必须是成本最低的**，这是我们的护城河。只要我们的成本比竞争对手又低了一些，我们的护城河里就多了一两条鲨鱼。如果你拥有一座漂亮的城堡，不管什么时候，总会有人来进攻，要把城堡从你手里抢走。我希望要的城堡是我能看懂的，而且城堡周围要有护城河。

30 年前，伊士曼柯达的护城河和可口可乐的护城河一样宽。那时候，你想给自己六个月大的孩子照一张相，希望 20 年后，50 年后，相片还能一样清晰。你不是专业的摄影师，不知道照片到底能不能保留到 20 年或 50 年之后，只能选择最值得信赖的胶卷公司。你要拍的照片对你有很重要的纪念意义，不能马虎。柯达公司承诺今天拍的照片在 20 年到 50 年后仍然栩栩如生。30 年前，柯达深受人们的信任，柯达拥有护城河。柯达拥有的是心理份额，市场份额算什么，我说的是心理份额。柯达的黄色小盒子在整个美国、在全世界所有人的心里都有一席之地，人们都知道柯达是最好的。这是用多少钱都买不来的。后来，柯达的护城河还在，但是却被削弱了。这不是乔治·费舍尔的错，乔治做得很好，但柯达的护城河变窄了。柯达眼看着富士攻了过来，富士不断地蚕食柯达的护

城河。柯达眼看着富士成为奥运会的赞助商。过去在人们心目中，只有柯达才能配得上拍摄奥运会，富士把柯达的光环抢走了。富士抢了柯达的声誉，也抢走了柯达在人们心目中的份额。富士逐渐开始和柯达平起平坐。

可口可乐没这样的遭遇。现在可口可乐的护城河比 30 年前更宽了。可口可乐的护城河，你看不到它每天在加宽。但是每次可口可乐在某个国家投资开一家新工厂，新工厂不赚钱，要 20 年后才能赚钱，它的护城河都会变宽一点。万事万物都无时无刻不在发生微小的改变，不是朝一个方向，就是另一个方向。十年后，我们就能看到明显的区别。我经常对伯克希尔子公司的管理者说，加宽护城河，要往护城河里扔鳄鱼、鲨鱼，把竞争对手挡在外面。这要靠服务、靠产品质量、靠成本，有时候要靠专利或营业地点。我要找的就是这样的生意。

在哪能找到这样的生意呢？我从那些简单的产品里寻找好生意。像甲骨文、莲花、微软这些公司，我搞不懂它们的护城河十年之后会怎样。盖茨是我遇到过的最优秀的商业奇才，微软也拥有巨大的领先优势，但我真不知道微软十年后会怎样，无法确切地知道微软的竞争对手十年后会怎样。

我知道口香糖生意十年后会怎样。互联网再怎么发展，都不会改变我们嚼口香糖的习惯，好像没什么能改变我们嚼口香糖的习惯。肯定会有更多新品种的口香糖出现，但白箭和黄箭会消失吗？不会。你给我 10 亿美元，让我去做口香糖生意，去挫挫箭牌的威风，我做不到。我就是这么思考生意的。我自己设想，要是我有 10 亿美元，能伤着这家公司吗？给我 100 亿美元，让我在全球和可口可乐竞争，我能伤着可口可乐吗？我做不到。这样的生意是好生意。你要说给我一些钱，问我能不能伤着其他行业的一些公司，我知道怎么做。

我寻找的是简单的生意。它们很容易理解，当前的经济状况良好，管理层德才兼备，这样的生意，我能大概看出来它们十年后会怎样。有的生意，我看不出来十年后会怎样，我不买。一只股票，假设从明天起纽约股票交易所关门五年，我就不愿意持有了，这样的股票，我不买。我买一家农场，五年里没人给我的农场报价，只要农场的生意好，我就开心。我买一个房子，五年里没人给我的房子报价，只要房子的回报率达到了我的预期，我就开心。人们买完股票后，第二天一早就盯着股价，看股价决定自己的投资做得好不好。糊涂到家了。

买股票就是买公司，这是格雷厄姆教给我的最基本的道理。买的不是股票，是公司的一部分所有权。只要公司生意好，而且你买的价格不是高得离谱，你的收益也差不了。投资股票就这么简单。要买你能看懂的公司，就像买农场，你肯定买自己觉得合适的。没什么复杂的。这个思想不是我发明的，都是格雷厄姆提出来的。我特别走运。19 岁的时候，我有幸读到了《聪明投资者》。我六七岁的时候就对股票感兴趣，11 岁时第一次买股票。我

一直都在自己摸索，看走势图、看成交量，做各种技术分析的计算，什么路子都试过。后来，我读到了《聪明投资者》，书里说，买股票，买的不是代码，不是上蹿下跳的报价，买股票就是买公司。我转变到这种思维方式以后，一切都理顺了。道理很简单。所以说，我们买我们能看懂的公司。

在座的各位，没有看不懂可口可乐公司的，但是某些新兴的互联网公司呢，我敢说，在座的各位，没一个能看懂的。今年在伯克希尔的股东大会上，我说要是我在商学院教课，期末考试时，我会出这样的题目，告诉学生一家互联网公司的信息，让他们给这家公司估值。哪个学生给出了估值，我就给他不及格。(笑)我不知道怎么给这样的公司估值，从人们每天的行为看，他们觉得自己能做到，买互联网公司更刺激。有的人把买卖股票当成看赛马娱乐，那无所谓了。但是如果你是在投资的话，投资是把资金投进去，确定将来能以合适的收益率收回资金。无论什么时候，都要知道自己在做什么，这样才能做好投资。但**必须把生意看懂了**，有的生意是我们能看懂的，但不是所有生意我们都能看懂。

4，学生：您在前面讲到了要看懂生意，讲了买股票就是买公司。您还提到了，投资一家公司要获得合适的回报率。您只说了一半，到底该花多少钱买一家公司呢？您如何决定一家公司的公允价格？

巴菲特：多少钱买合适，很难决定。一家公司的确定性如果不是特别高，我不买。但是确定性特别高的话，价格一般都不便宜，实现不了多高的回报率。一件事，谁都做得到，凭什么有每年 40% 的回报率？**我们想的不是怎么获得超高的回报率，而是始终牢记永远不亏钱。**

1972 年，我们买了喜诗糖果。当时喜诗每年能卖出 1600 万磅糖果，每磅售价 1.95 美元，每磅利润 0.25 美元，税前利润是 400 万美元。我们花了 2500 万买到了喜诗，喜诗**用不着投入资本**。我和我的合伙人查理在研究这家公司的时候，我们特别看好的一点是，**它有定价权，有提价的潜力**。1.95 美元一盒的糖果，能否轻松提价到 2 美元或 2.25 美元呢？如果能卖到 2.25 美元，每磅多赚 0.30 美元，按 1600 万磅的销量，能多赚 480 万美元，2500 万美元的买入价很合适。

我们投资这么多年，从没请过咨询公司。我们眼中的咨询是去喜诗的店里买一盒糖果，尝一尝。我们确切知道的是，**喜诗在加州拥有心理份额，喜诗在人们心中很特别**。加州的每个人心中都有喜诗糖果，人们对喜诗糖果的印象特别好。情人节送女孩一盒喜诗，会得到女孩的吻。如果被女孩扇一巴掌，我们就没生意可做了。只要送喜诗能得到女孩的吻，我们就在人们的心中拥有一席之地。**人们一想到喜诗糖果，就想到亲吻。只要我们能**

们心中稳固这个形象，我们就能提价。

1972 年买入喜诗之后，我每年都在圣诞节的第二天 12 月 26 日提价，因为圣诞节正是我们大卖的时候。今年我们能赚 6000 万美元，我们能卖出 3000 万磅，每磅赚 2 美元。还是那家公司，还是一样的配方，什么都没变，我们今年能赚 6000 万美元，喜诗还是用不着投入一分钱资本。10 年以后，喜诗会赚更多的钱。在这 6000 万美元里，有 5500 万美元是圣诞节之前的三个周赚的。我们公司的主题歌是"耶稣基督真是我们的好朋友"。

喜诗是个好生意。这个生意最关键的地方在哪呢？大家想一下。大多数人买盒装的巧克力不是为了自己吃，而是作为礼物送人，在别人过生日或者节日到来的时候，送给别人。每年的情人节是我们全年销售额最高的一天。圣诞季是我们全年销售额最高的一季。女人们买喜诗糖果为圣诞节做准备，她们会提前买，购买时间是圣诞节前的两三个周。男人在情人节当天买喜诗。男人们在开车回家的路上，收音机里传出了我们投放的广告。内疚、内疚、内疚，男人们左右变道，心里非常不安。听到了我们的广告，他们不带一盒喜诗回家都不敢进门。所以每年的情人节是我们全年销售额最高的一天。

多亏了我的聪明才智，现在喜诗每磅售价 11 美元，假设另一种糖果每磅售价 6 美元，多年来，你的妻子心里装满了对喜诗的良好印象，你能想象这样的情景吗？情人节那天，你走进家门，把一盒糖果递给你妻子，说："亲爱的，今年我买了便宜货。"这根本不行。喜诗拥有提价的潜力，人们对价格不是特别敏感。

再想想迪斯尼。迪斯尼的一部电影售价大概是 16.95 美元，要不就是 18.95 美元。全世界的人，特别是全世界的母亲们，心里都对迪斯尼有好感。我一说迪斯尼这个名字，在座的各位脑海里都能浮现出一些东西。要是我说环球影业或者二十世纪福克斯，大家脑子里不会出现什么特别的东西。但是我一说迪斯尼，各位脑子里会有一种特别的感觉。全世界都如此。假设你在带几个小孩子，希望每天能给他们找点事做，让他们老实一会，自己好清静清静。大家都知道小孩子能把一个电影看二十遍。你去音像店买电影。你会拿 10 部电影，坐在那把每一部都花一个半小时看一遍，决定哪部适合小孩观看吗？不会。假设有一盘卖 16.95 美元，但迪斯尼的那盘卖 17.95 美元，你知道，选迪斯尼那盘错不了，所以你就买迪斯尼的了。有的事你不想在上面花时间，不会精挑细选。这样的话，迪斯尼的每部电影能多赚一些，而且卖得更火。因此，迪斯尼做的是特别好的生意，竞争对手很难赶上迪斯尼。如何才能打造一个在全世界与迪斯尼分庭抗礼的品牌？梦工厂现在正在做这件事。如何才能取代迪斯尼在人们心目中的地位？怎么才能让人们脑子里想到的是环球影业，不是迪斯尼？能让家长走到音像店里选环球影

业，而不是迪斯尼吗？这些都做不到。

在世界各地，人们一想到可口可乐，就想到快乐。无论是在哪，迪斯尼乐园、世界杯、奥运会，人们快乐的地方都有可口可乐。开心快乐和可口可乐如影随形。不管你给我多少钱，让我成立个皇冠可乐公司，让全球的 50 亿人爱上皇冠可乐，我做不到。不管怎么折腾，不管用什么办法，打折促销、周末活动，都动不了可口可乐。我们要找的就是这样的生意，这就是护城河。

要把护城河变得越来越宽。作为喜诗糖果的经营者，要想尽一切办法保证人们送出喜诗糖果作为礼物时，收到礼物的人会很开心。要保证盒子内的糖果的质量，要重视糖果销售人员的服务。我们在旺季的时候忙得要命。人们集中在圣诞节前几周和情人节当天购买，要在店铺外面排很长的队。假设下午五点的时候，我们的一位女售货员把最后一盒糖果卖给最后一位顾客，这位顾客前面有二三十人，已经等了半天。如果我们的售货员对最后这位顾客微笑，我们的护城河就变宽了。如果她对最后这位顾客咆哮，我们的护城河就变窄了。这是我们看不见的，但它确实每天都在发生，这是我们能否让护城河更宽的关键。要重视产品的整个生产和销售环节，保证人们一想到喜诗糖果，就有喜诗糖果与快乐同在的感觉。这是这个生意的精髓。

5，学生：有的公司单看财务数字很贵，您买过这样的公司吗？投资中，定量分析和定性分析各占多少？

巴菲特：最值得买的公司，是那些你觉得从数字上看很贵，舍不得买，但还是很想买的公司。这说明你太看好这家公司的产品了。这样的公司不是别人抽剩了、扔掉的烟头，而是让人难以抗拒的好生意。

我曾经买下了一家生产风车的公司。生产风车的公司，绝对是烟头，真的。我买的特别便宜，我买的价格只有营运资金的三分之一。我们从这笔投资里赚钱了，但是这个钱只能赚一次，不能重复赚。买这样的公司，盈利是一次性的。投资不能一直这么做，我已经过了那个阶段了。我还买过电车公司，各种各样的烟头都捡过。

在定性方面，我在电话里和对方聊几句，就能把定性因素搞明白。我们买入的所有公司，我们花在分析上的时间都只有五分钟、十分钟左右。今年我们收购了两家公司，其中 GeneralRe 是一笔 180 亿美元的交易。我都没去过 GeneralRe 的总部，希望它不是一家皮包公司。(笑)别只有几个人在那边，每个月编一些数字发给我，我从来没去过这家公司。ExecutiveJet 是一家共享租赁喷气飞机的公司，我收购它之前，也没去这家公司看过。三年前，我为我的家人购买了一项飞机租赁计划中 1/4 的飞行服务。我体验过这家公司的服务，感觉它发展的相当好。我看完它的财务数字，就决定买了。

一门生意，要是你不能一眼看懂，再花一两个月的时间，你还是看不懂。要看懂一门生意，必须有足够的背景知识才行，而且要清楚自己知道什么，不知道什么。这是关键。我常说的能力圈就是这个意思，要清楚自己的能力圈。每个人都有自己的能力圈，重要的不是能力圈有多大，而是待在能力圈的范围之内。

如果主板中有几千家公司，你的能力圈只涵盖其中的 30 家，只要你清楚是哪 30 家，就可以了。你要对这 30 家公司特别了解，不是说你要读很多东西，做很多功课，才能把它们弄明白。我年轻的时候，为了熟悉各行各业的公司，做过大量功课。我做功课的方法是和菲利普·费雪学的，所谓的“四处闲聊”的方法。我出去调研，和公司的客户聊，和公司的前员工聊，有的时候还和供应商聊，只要能对了解公司有帮助的人，我都找他们聊。我总是找业内人士请教，如果我对煤炭行业感兴趣，我会把煤炭公司都跑一遍。我问每个 CEO：“要是你只能买一家煤炭公司的股票，除了你所在的公司以外，你会买哪家的？为什么？”把得到的信息拼凑起来，经过一段时间，就能把这个行业弄明白。特别有意思，每次问关于竞争对手的问题，得到的回答都差不多。我会问：“要是你有一颗银子弹，可以用它干掉一个竞争对手，你会干掉谁？为什么？”通过这个问题，能了解行业中的佼佼者是谁。任何一个生意，里面都有很深的学问。

我年轻的时候挑我觉得自己能看懂的公司，下了很大功夫，现在用不着重新做功课了。这是做投资的一个好处，不是一出来什么新东西，就一定要跟着学。愿意学的话，也可以。我的意思是，如果你 40 年前看懂了箭牌的口香糖生意，今天你还是能看懂这门生意。这些东西，不会因为时间的改变，就能变出什么新花样来。经过积累，脑子里自然会形成一个数据库。

有个叫 Frank Rooney 的人，他经营了 Melville 公司许多年。他岳父去世了，留下了 H.H.Brown 制鞋厂。Frank Rooney 请高盛把这家鞋厂卖出去。有一天，他和我的一个朋友在佛罗里达州打高尔夫球，随口和我朋友说到了这件事。我朋友说：“你可以打电话问问沃伦。”他打完球之后给我打了电话，我们聊了五分钟，这笔交易就成了。但是我早就知道 Frank 这个人，也了解这门生意。我大概了解鞋厂这个生意，所以我能做这个决定。在定量方面，我必须决定多少钱合适。价钱行就行，不行就不行。我从来不谈来谈去，不讨价还价。我觉得对方的出价合理，我就买。要是不合理，买不到我也不在意，还是和以前没这家公司时一样开心。

6，学生：可口可乐的公告称第四季度盈利会下降，亚洲金融危机对可口可乐有何影响？

巴菲特：我看好可口可乐。在今后 20 年里，可口可乐在国际市场的增长速度会远远超过在美国的增长速度。

按人均饮用量计算，可口可乐在美国也会增长，但是它在国际市场上增速更快。现在它面临一段艰难的时期，可能三个月、可能三年，谁都说不好，但是不会是 20 年。全世界的人都在努力工作，人们发现可口可乐很便宜，从自己每天的工资里拿出一丁点就能买一罐，我是一天喝五罐。

1936 年，我花 25 美分买 6 瓶可口可乐，然后拿出去卖 5 美分一瓶。那时候一瓶 6.5 盎司，瓶子的押金是两美分，零售价是 5 美分一瓶。现在一罐 12 盎司的，要是周末促销时买，或者买量贩装的，12 盎司的可口可乐还不到 20 美分。所以说，现在买一盎司可口可乐，价格只有 1936 年的两倍多一点。人们收入水平越来越高，可口可乐这个产品却越来越便宜。人们当然喜欢了。可口可乐有 100 多年的历史，在市场上占据统治地位，但是在全球 200 多个国家，可口可乐的人均饮用量每年都在增长，太了不起了。

可口可乐的销售额能达到几百亿美元，真正的秘诀是可口可乐有一个特点，这家公司的所有可乐产品都有这个特点，我喜欢可口可乐这个名字，所以把它们统称为可口可乐。可乐没有味觉记忆。9 点钟喝一罐、11 点钟喝一罐、1 点钟喝一罐、5 点钟喝一罐，5 点钟喝的那罐和早晨喝的一样好喝。

奶油苏打水、根汁汽水、橙汁、葡萄汁，这些都不行，这些饮料喝多了会腻。大多数食品和饮料都这样，吃多了或者喝多了会觉得腻。喜诗糖果就是。每次喜诗糖果新员工上岗的时候，公司都告诉他们所有糖果可以随便吃。第一天，他们使劲往嘴里塞，一个周以后，他们就不怎么吃了，好像得自己花钱买一样。因为巧克力吃多了会腻，很多东西都会腻。可口可乐没有味觉记忆，全世界很多人都喝很多可乐，很多美国人一天喝五罐，健怡可乐的话，一天能喝七八罐，其他饮料都不行。这就是为什么可口可乐的人均饮用量如此之高。

地球上这个区域或者再向北一些的区域，人均饮水量是每天 64 盎司，这 64 盎司可以都换成可口可乐，一开始就喜欢喝可乐的人，喝多少都不会腻。换成别的都不行，整天吃一样东西，没多长时间就会有些恶心。这是很关键的一点。如今，可口可乐每天在全球卖出 18 亿瓶，这个数字每年都会增加。可口可乐的销量在每个国家都会增长，在每个国家的人均饮用量都会增长。20 年后，可口可乐在国际市场的增长速度会超过美国市场，我更喜欢可口可乐的国际市场，它在国际市场上增长潜力更大。

目前，可口可乐在国际市场遇到了暂时的困难，但这根本算不上什么事。可口可乐是 1919 年上市的，当时它的股价是每股 40 美元。1880 年代，钱德勒家族在可口可乐上市之前用 2000 美元把这个生意买了下来。1919 年，可口可乐的发行价是 40 美元。一年后它的股价是 19 美元，一年内下跌了 50%。你可能把这当成天大的事，

又是担心蔗糖价格上涨，又是担心装瓶商发难，什么都担心。你总是能找到各种理由，说当时不是买入的最佳时机。几年后，又出现了大萧条、二战、蔗糖定量配给、核武器危机，等等，总是有不买的理由。但是，要是你当年花 40 美元买了一股并把股息再投资，现在都值 500 万美元左右了。

只要是好生意，别的什么东西都不重要。只要把生意看懂了，就能赚大钱。择时很容易掉坑里。只要是好生意，我不管那些大事小事，也不考虑今年明年如何之类的问题。美国在不同时期都实施过价格管制，再好的生意都扛不住。政府实施价格管制的话，我没办法在 12 月 26 日提高喜诗糖果的售价。价格管制，我们不是没经历过。但是，政府实施价格管制不会把喜诗糖果变成烂生意，价格管制总有结束的一天。美国在 70 年代初就有过价格管制。好生意，你能看出来它将来会怎样，但是不知道会是什么时候。看一个生意，你就一门心思琢磨它将来会怎么样，别太纠结什么时候发生。把生意的将来能怎么样看透了，到底是什么时候，就没多大关系了。

7，学生：能否讲讲您在商业中犯的错误？

巴菲特：对于我和我的合伙人查理·芒格来说，我们犯过的最大的错误不是做错了什么，而是该做的没做。

在这些错误中，我们对生意很了解，本来应该行动，但不知道怎么了，我们就在那犹豫来犹豫去，什么都没做。有些东西我们不明白就算了，但有些东西是我们能看明白的，本来可以赚几十亿、几百亿的，却眼睁睁看着机会溜走了。我本来可以买微软赚几十亿，但这不算数，因为我一直搞不懂微软。但是医药股，我本来是可以赚到几十亿的，这些钱是我该赚到的，我却没赚到。当克林顿当局提出医疗改革方案后，所有的医药股都崩盘了。我们本来可以买入医药股大赚特赚的，因为我能看懂医药股，我却没做这笔投资。80 年代的时候，我本来可以买入房利美大赚一笔，我能看懂房利美，但是我却没买。这些都是代价几亿美元或几十亿美元的错误，在按一般公认会计原则编制的报表中体现不出来。

至于各位能看到的错误，几年前我买入全美航空优先股是个错误。当时我手里闲钱很多。手里一有闲钱，我就容易犯错。查理让我去酒吧喝酒去，别在办公室里待着。但我还是留在办公室，兜里有钱，就做了傻事。每次都这样。当时我买了全美航空的优先股。没人逼我，是我自己要买的。现在我有一个 800 热线电话，每次我想买航空股，就打这个电话。电话那边的人会安抚我。我说："我是沃伦，又犯了想买航空公司的老毛病。"他们说："继续讲，别停下，别挂电话，别冲动。"最后那股劲就过去了。

我买了全美航空以后，差点把所有钱都亏进去，真是差一点全亏了。我活该亏钱。我买入全美航空，是因为

它是一只很合适的证券，但它的生意不好。对所罗门的投资也一样。我根本不想买它的生意，只是觉得它的证券便宜。这也算是一种错误。本来不太喜欢公司的生意，却因为喜欢证券的条款而买了。这样的错误我过去犯过，将来可能还会犯。最大的错误还是该做的没做。

当年我只有 1 万美元的时候，我从里面拿出 2000 美元投入到了辛克莱加油站，结果赔进去了。我这笔投资的机会成本到现在都有 60 亿美元了，多大的错误啊！每次伯克希尔股价下跌，我都感觉心里好受一些，因为我投资加油站的机会成本随之下降。那可是 20% 的机会成本。

我想告诉大家，人们总说通过错误学习，我觉得最好是尽量从别人的错误里学习。不过，在伯克希尔，我们的处事原则是，过去的事就让它过去。我的合伙人查理·芒格，我们一起合作 40 年了，我们从来没红过脸。我们对很多东西看法不一样，但是我们不争不吵。我们从来不想已经过去的事。我们觉得未来有那么多值得期待的，何必对过去耿耿于怀。不纠结过去的事，纠结也没用。人生只能向前看。

你们从错误里或许能学到东西，但最重要的是只投资自己能看懂的生意。如果你像很多人一样，跳出了自己的能力圈，听别人的消息买了自己毫不了解的股票，犯了这样的错，你需要反省，要记得只投资自己能看懂的。你做投资决策的时候，就应该对着镜子，自言自语："我要用每股 55 美元的价格买入 100 股通用汽车，理由是....."自己要买什么，得对自己负责。一定要有个理由，说不出来理由，别买。是因为别人在和你闲聊时告诉你这只股票能涨吗？这个理由不行。是因为成交量异动或者走势图发出了信号吗？这样的理由不行。你的理由，一定是你为什么非要买这个生意。我们恪守这个原则，这是本·格雷厄姆教我的。

8，学生：能否谈谈当前脆弱的经济形势和利率问题？对将来的经济形势怎么看？

巴菲特：我不研究宏观问题。投资中最紧要的是弄清什么事是重要的、可知的。如果一件事是不重要的、不可知的，那就别管了。你刚才说的宏观东西很重要，但是我觉得是不可知的。

看懂可口可乐、看懂箭牌、看懂伊士曼柯达，这些是可知的。大家都能看懂这些生意，这些生意是可知的。看懂了公司的生意之后，还要看你得出的估值、公司的价格等等。我们在决定买不买一家公司时，从来不把我们对宏观问题的感觉作为依据。我们不看关于利率或公司盈利的预测，看了没用。

1972 年我们买了喜诗糖果，后来没多久尼克松就实施了价格管制，即使我们提前知道了，又能怎样？我们错过喜诗，花 2500 万买下来了，现在它一年的税前利润就有 6000 万美元。有的预测我们根本不会，我们不想因

为这样的预测而错过明智的投资机会。宏观问题相关的东西，我们根本不看不听不理睬。一般的咨询机构的套路是这样的，先把他们的经济学家拉出来溜两圈，讲一些大的宏观格局，然后自上而下地分析。我们觉得那些都是胡扯。就算阿兰·格林斯潘和罗伯特·鲁宾一个在我左耳朵边，一个在我右耳朵边，悄悄告诉我他们今后一年会怎么做，我都不为所动，我该出多少钱买 ExecutiveJet 或 GeneralRe，还是出多少钱，我还是会我行我素。

9，学生：和身处华尔街相比，住在偏远的小城市有什么好处？

巴菲特：我在华尔街工作过一两年，我在东西海岸都有朋友。我喜欢拜访他们。每次和他们见面，都能得到一些灵感。但**思考投资的最佳方法还是独自一人待在房间里，静静地想。要是这样不行，别的办法也都没用。**

在任何类似市场的环境中，你都很容易受到影响，做出过激的反应，华尔街是个典型的市场环境。在华尔街，你觉得每天不做点什么都不行。

钱德勒家族花了 2000 美元买下了可口可乐公司，选中了可口可乐这样的公司，别的什么都不用做了，该做的事就是不做别的。1919 年都不应该卖，但是钱德勒家族后来把他们的股票卖了。你该怎么做呢？**一年找到一个好的投资机会，然后一直持有，等待它的潜力充分释放出来。**

在一个人们每五分钟就来回喊报价的环境里，在一个别人总把各种报告塞到你面前的环境里，很难做到持有不动。**华尔街靠折腾赚钱。你靠不折腾赚钱。**要是在座的各位每天都相互交易自己的投资组合，所有人最后都会破产，所有的钱最后都会进到中间商的口袋里。换个做法，你们都持有一般公司组成的投资组合，50 年里你们都一动不动，最后你们都会很有钱，你们的券商会破产。

券商像这样一个医生，他让你换药的次数越多，他赚的越多。他要是给你一种药，把你的病根治了，他只能做成一笔买卖，一笔交易，然后就没了。如果他能让你相信每天换各种药吃对健康有益，这对他有好处，对卖药的有好处，你会亏很多钱。你的身体好不了，还会破财。

任何刺激你瞎折腾的环境，都要远离。华尔街无疑就是这样的环境。我回到奥马哈之后，每半年都去大城市一次。我每次都列一个清单，把自己要做的事写下来，比如要调研的公司等等。这些路费都没白花，该做完的事，做完了，我就回到奥马哈思考。

10，学生：伯克希尔和微软都不派息，您怎么看？

巴菲特：伯克希尔将来也不会派息，这个我敢保证。买了伯克希尔的股票，只要做一件事：把伯克希尔的股

票放到保险箱里，每年拿出来抚摸一番。打开保险箱，拿出来，摸一摸，然后放回去。摸一摸，会有极大的满足感，我一点不夸张。

问题的关键是，**我们能否让留在伯克希尔的每一块钱以较高的速度增长，让钱生钱。**这是我们的任务。我和查理·芒格，我们自己的钱也在里面。我们从不从伯克希尔拿多少工资，也不要期权，只想着怎么让留在伯克希尔的每一块钱以较高的速度增长。这项工作越来越难了，我们管理的资金越多，困难越大。假如伯克希尔的规模只有现在的 1%，我们的收益率会高很多。我们经营伯克希尔是为股东经营的，但不是为了给股东派息而经营的。

目前我们赚到的每一块钱，留在公司而没派发的每一块钱，我们都让它生成了更多的钱。把钱留在伯克希尔，可以赚到更多钱，派息的做法不明智。即使每个股东收到股息都不用交税，伯克希尔派息也是错误的做法，因为现在伯克希尔留下的每一块钱能赚来更多的钱。我们保证不了将来也能做到，总有一天会到头的。让资金持续增长是伯克希尔的目标，我们只用这一个标准衡量我们的表现。

我们不在乎我们的办公楼有多大，员工有多少。我们的总部有 12 个员工，占地 3500 平方英尺，伯克希尔一共有 45000 名员工，我们会将这一切保持不变。我们衡量自己的标准是公司的表现如何，只有公司表现好，我们才会得到奖赏。说真的，现在比以前难多了。

11，学生：您刚才提到了找到好机会之后，一直持有，等待潜力充分释放出来。怎么才能知道一笔投资的潜力充分释放出来了？

巴菲特：**最理想的情况是，买的时候，你觉得根本不会有卖出这一天。**我买可口可乐的时候，不觉得它 10 年或 50 年后就奄奄一息了。可能会发生意外，但是我觉得概率几乎是零。我们特别想买入我们愿意永远持有的公司。我们希望买伯克希尔股票的人，也像我们这样想。我希望买伯克希尔股票的人打算永远持有。他们之后可能改变想法，但是我希望他们在最初买入的时候想的是永远持有伯克希尔。我不是说买股票只有这一种买法，只是希望我们能吸引到这样的投资者，不想让自己的投资者变来变去。

我衡量伯克希尔的标准是它的无为。如果我是一所教堂的牧师，教众每个周末都换一半，我不会说："太好了，看看我的教众，流动性多高，周转率多高。"我希望教堂里每个周末来听讲的都是同一批人。我们在买公司的时候也是这个思维方式，**我们想买自己愿意永远持有的公司。**我们现在找不到很多这样的公司。

我刚开始做投资的时候，找到的投资机会特别多，钱很少。在发现了更便宜的股票之后，为了买下来，总是

要从手里的股票中挑一个最不看好的卖出去。现在不一样了。我们希望自己买入的公司，现在看好，五年后一样看好。如果找到了大规模的收购机会，为了筹措资金，我们可能进行一些卖出交易，有这样的問題は好事。

不管买哪家公司，我们买的时候都不设定价格目标。例如，我们是 30 买的，从没想过涨到 40、50、60 或 100 就卖了，从来没这样过。当年的喜诗糖果是一家私人公司，我们花 2500 万买下来了，买了之后就没想卖。我们没盘算说，要是有人出 5000 万，我们就把喜诗糖果卖出去。看一家公司不能总想着多少钱卖出去，看一家公司正确的思维方式是，长期来看，这家公司是否能越来越赚钱？如果答案是能，别的问题都用不着问了。

12，学生：请讲一下您为什么投资所罗门公司，还有拯救长期资本管理公司？

巴菲特：那笔投资是 1987 年 9 月份做的，那年道指上涨了 35%，我们卖了很多股票，当时所罗门这只证券的收益率有 9%。我那时候钱很多，觉得很难找到合适的机会投出去。我不喜欢所罗门的生意，不会买它的普通股，但是我看上了它的可转换优先股，觉得很合适。我就是这样投资的所罗门，但我觉得我做错了。这笔投资的结果最后还好，但这是一笔我不该做的投资。我应该等待，等到一年后买入更多的可口可乐，或者就按当时的价格买入可口可乐，虽然它当时的股价很高。这是我犯的错。

至于长期资本管理公司那笔投资，先从套利说起吧。我们经过长期投资经验的积累，熟悉了套利这种操作。我做了 45 年的套利，在我之前，格雷厄姆做了 30 年的套利。可惜的是，做套利投资，我必须守在电话旁边。因为需要掌握市场的最新动向，我必须亲自在办公室指挥操作，现在我不想做这样的工作了。除非是有特别大的套利机会，而且是我能看懂的，否则我不会在套利上花时间了。在我的投资生涯中，我可能做过 300 多笔套利。套利是个好生意，是非常好的生意。

长期资本管理公司的仓位极其分散，但是在所有存在风险的资金中，前十大持仓的资金占了 90%。我对这十大仓位中的品种有些了解，虽然没到了如指掌的程度，但是凭我的了解，我比较有把握，要是折扣够大的话，我愿意买，而且我们也有耐心长期持有，挺过去。里面有些品种可能会亏钱，但是概率是站在我们一边的。我明白这里的门道。我们还有一些仓位，所占比重不大，因为这些投资的规模大不起来。

这里面涉及收益率曲线的变化以及新老国债的差异，这些东西你接触证券市场久了就学会了，这些不是伯克希尔的主要利润来源，只占我们每年收益的 0.5% 左右。做投资时间长了，积累的知识多了，就能赚到这样的钱，算是锦上添花吧。我最早做的一笔套利交易中，一家公司宣布股东可以用股票换可可豆。那是 1955 年，我买了这

只股票，用股票换来了提取可可豆的仓库凭单，把可可豆卖出去赚了一笔钱。当时我正好遇到这个机会，以后再也没有碰上这样的机会，40 多年了，我还没等到下一个可可豆交易机会，根本没有，要是有的话，我肯定会记得。长期资本管理公司搞的套利规模特别大。

13，学生：请讲讲您对分散投资的看法？

巴菲特：这个要看情况了。如果不是职业投资者，不追求通过管理资金实现超额收益率的目标，我觉得应该高度分散。我认为 98-99% 的投资者应该高度分散，但不能频繁交易，他们的投资应该和成本极低的指数型基金差不多。只要持有美国的一部分就可以了，这样投资，是相信持有美国的一部分会得到很好的回报，我对这样的做法毫无异议。对于普通投资者来说，这么投资是正路。

如果想积极参与投资活动，研究公司并主动做投资决策，那就不一样了。既然你走上研究公司这条路，既然你决定投入时间和精力把投资做好，我觉得分散投资是大错特错的。那天我在 SunTrust 的时候，说到过这个问题。要是你真能看懂生意，你拥有的生意不应该超过六个。要是你能找到六个好生意，就已经足够分散了，用不着再分散了，而且你能赚很多钱。我敢保证，你不把钱投到你最看好的那个生意，而是再去做第七个生意，肯定会掉到沟里。靠第七个最好的主意发家的人很少，靠最好的主意发家的人很多。

所以，我说任何人，在资金量一般的情况下，要是对自己要投资的生意确实了解，六个就很多了，换了是我的话，我可能就选三个我最看好的。我本人不搞分散。我认识的投资比较成功的人，都不搞分散，沃尔特·施洛斯是个例外，沃尔特的投资非常分散，他什么东西都买一点，我说他是诺亚，什么东西都来两个。

14，学生：怎么才能区分可口可乐这样的公司和宝洁这样的公司？

巴菲特：宝洁的生意非常好，它拥有强大的分销渠道和大量知名品牌。要是你问我，我要是把我的所有资金都投入到一家公司，20 年不动，我会选宝洁还是可口可乐，其实宝洁的产品线更多元化，但是比较起来，我认为可口可乐的确定性比宝洁的确定性高。要是我在二十年里只能投资宝洁一家公司，我可以接受。

宝洁可以入选我最看好的公司中的前 5%。宝洁不会被竞争对手打垮，但是从将来 20-30 年看，在宝洁和可口可乐之间，我更看好可口可乐的销量增长潜力和定价权。

现在可口可乐提价不太容易，但是你想想，每天卖出 10 亿多瓶，一瓶多赚 1 美分，一天就多赚 1000 万美元。我们拥有可口可乐 8% 的股份，其中 80 万美元的利润是伯克希尔的。可口可乐可以提价一美分，这个不难，

我觉得可口可乐涨一分钱也不贵。现在可口可乐在大多数市场中提价还没到时候。但是，假以时日，可口可乐每卖出一瓶能比现在赚得更多。我敢肯定，20 年以后，可口可乐每卖出一瓶能赚得更多，而且可口可乐的销量也会比现在增加很多。我不知道可口可乐涨价能涨多少，销量能增加多少，但是我知道它的售价和销量都会往上走。

宝洁的主要产品，在市场占有率、销量增长潜力方面都不如可口可乐，但是宝洁的生意也是好生意。如果我在 20 年里只能把我家的所有资产都投入到宝洁这一只股票中，我可以接受。我可能更看好一些别的公司，但是这样的好公司太少了。

15，学生：您愿意买入麦当劳，持有 20 年吗？

巴菲特：麦当劳有许多有利因素，特别是在国外市场。麦当劳在国外的很多地方比在美国更好。**这个生意其实是越来越难做的。**麦当劳向小孩子赠送玩具，小孩子喜欢去麦当劳，大人们一般不愿意天天都吃麦当劳。人们今天能喝五罐可乐，明天还能喝五罐。**麦当劳的快餐生意不如可口可乐的饮料生意好做。**快餐行业在全球规模巨大，要是一定要从里面选一家公司的话，选麦当劳没错。麦当劳的竞争优势是最强的。大人们不是特别喜欢吃麦当劳，但是孩子们很爱吃，大人们也还可以，但是不是特别喜欢。**麦当劳这几年的促销活动越来越多，它越来越依赖促销，而不是靠产品本身卖得好。我还是更喜欢产品本身卖得好的生意。**

我更喜欢吉列，人们买锋速 3 是因为他们喜欢锋速 3 这个产品本身，不是为了得到什么赠品才买的。我感觉吉列的锋速 3 这个产品，从根本上来说更强大。应该是这样。我们持有不少吉列的股份，每天晚上，想想一两亿男人的胡子都在长，你睡觉的时候，男人们的胡子一直在长，你就能睡得很踏实。再想想，女人们都有两条腿，这更好了。这个方法比数绵羊管用多了。要找就找这样的生意。

麦当劳就不一样了，总要想着下个月搞什么促销活动对付汉堡王，要担心汉堡王签下了迪斯尼，自己没签下来，怎么办？虽然麦当劳这样的生意也能做得很好，**但我喜欢那些不靠促销打折也能卖得好的产品。**麦当劳是好生意，但是不如可口可乐。比可口可乐还好的生意本来也没几个。麦当劳的生意还是很好的。从快餐行业选一家公司，我会选 DQ 冰淇淋。不久之前，我们收购了 DQ 冰淇淋，所以我厚着脸皮在这说 DQ 的好话。

16，学生：您如何看公用事业行业？

巴菲特：我花了很长时间思考这个行业，因为这个行业可以投入大量资金。我还考虑过整体收购公用事业公司。奥马哈有个人就经营着一家名叫 CalEnergy(中美能源)的公用事业公司。**这个行业里，有一点我还没太搞明**

白，我不知道放松管制对行业会产生什么影响。我能预见到的是，失去了垄断保护，许多高成本生产商陷入困境，大量价值会被毁灭。

我确定不了谁会成为受益者，能得到多少好处。显然，能源生产成本低的，水力发电成本为 2 美分/度电的公司，拥有巨大优势。成本虽然低，但是能赚到多少钱？除了自己周围的区域，能覆盖的市场有多大？这些东西我还不清楚，还不确定这个行业十年后会怎样。但是我会接着想，一旦想明白了，需要行动，我就行动。我觉得我能看懂公用事业公司，用户需求是确定的，现在公共事业公司很便宜，这些我都知道。我就是不知道十年后谁会赚钱，所以我还没投资。

17，学生：为什么今年大盘股跑赢了小盘股？

巴菲特：我们不管一家公司是大盘、小盘、中盘、还是超小盘，我们不管这些东西。我们只考虑这么几点：这家公司的生意我们能不能看懂？这家公司的管理层我们喜不喜欢？这家公司的价格是否便宜？

从管理伯克希尔的角度出发，我们要将 GenRe 大概 750 亿到 800 亿美元的保费用于投资，这么大的资金量，我只能买大公司，所以我只想投资五个生意。如果我投资的是 10 万美元，我才不管什么大盘、小盘呢，我就找我能看懂的公司。

总的来说，过去十年里，大盘股所代表的公司业绩特别好，远远超出了人们的预期。这十年里，美国公司的股本回报率高达 20% 左右，十年前哪有人想到大公司的股本回报率能有这么高，这还是大公司的平均水平。因为利率较低，而且大公司的资本回报率较高，所以大公司的估值得到了巨大提升。把美国所有公司当成一只债券，以前它的收益率是 13%，现在增加到了 20%，自然更值钱了。这几年大公司的收益率很高，能不能一直保持下去就不定了，我对此持怀疑态度。因为我们的资金量太大，我投资的时候受规模限制，否则的话，我根本不考虑公司的大小。我们买喜诗糖果的时候，是花 2500 万美元买的。现在要是能找到一个喜诗糖果这样的公司，别看我们规模这么大，我还是愿意买。重要的是确定性。

18，学生：请讲讲您对房地产证券化的看法？

巴菲特：房地产债务证券化工具大量涌现，现在已经成为资本市场的一大顽症。住宅抵押贷款还可以，但商业地产抵押贷款证券已陷入停滞。我觉得你想问的应该是资产证券化的问题。以公司的形式持有房地产非常不利。如果是个人持有，只需交一次税，但通过公司持有，还要交纳公司所得税，以公司形式持有要交两遍税。何

必这样呢？这样做的话，要从收益里拿出一大笔钱交税。

房地产投资信托基金(REITs)是一个途径，用不着交两次税，但是这些基金的运作需要费用。假设投资房地产获得的收益率是 8%左右，买 REITs 的话，算上股票期权等各项成本，从收益率里扣掉 1%到 1.5%，这样投资房地产的收益率也没多高了。或许钱少的人，比如只有 1000 美元或者 5000 美元，想投资房地产的话，可以买 REIT，但是如果你有 100 万美元或 1000 万美元，最好是自己直接买房产投资，用不着找中间商，把利润分给他们一份。总的来说，我们在房地产领域没发现特别看好的投资机会。

有的时候人们看不懂一些大型房地产公司，以德克萨斯太平洋房地产信托为例，它有 100 多年的历史，在德州有几百万英亩的土地。它每年将这些土地的 1%卖出去，拿 1%卖地的收入计算自己的价值，说自己被市场严重低估了。要是你真拥有这么多土地，你就明白了，根本不是那么回事。土地没那么容易流通。你想从土地里拿出 50%或 20%卖出去，这办不到。土地连流动性不足的股票都不如。很多人根本不知道拥有一家房地产公司，要运作大片的土地有多难，所以他们给很多房地产公司的估值很离谱。在今天的市场上，REITs 表现很差，将来人们不看好它们的时候，它们的价格甚至会远远低于它们持有的土地，这太有可能了。到那时候，REITs 可能值得考虑。

问题是管理层愿不愿意清算，他们可能会和投资者对着干，舍不得他们的收入和福利，和股东产生利益冲突。有的 REITs 的管理层口口声声说它们的资产多优秀，被低估的多严重，背地里却在卖自家的股票，你说怪不怪？这不是自相矛盾吗？他们说自己的股票 28 美元很便宜，然后却在 28 美元大量卖出，明显的言行不一致。

不过，我们在关注房地产行业。查理和我都能看懂房地产生意，什么时候出现大的投资机会，我们愿意投资。如果长期资本管理公司的情形出现在了房地产领域，我们愿意出手，问题是别人也会抢着出手，所以价格很难让我们动心。

19，学生：您是否更喜欢下跌的市场？

巴菲特：我不知道市场会怎么走。我更愿意看到市场下跌，这是我的一厢情愿，市场该怎么走还怎么走。市场不懂我的感受。要投资股票，这是你必须首先学会的一个道理。你买了 100 股通用汽车，一下子，你就对通用汽车有感情了。它跌了，你很生气，你会说："要是涨到我的成本价，我就又能高兴起来了。"它涨了，你可能说："我多聪明啊，我真是太爱通用汽车了。"这些情绪都来了。

股票哪知道你买没买它，它就待在那，不管你买没买，也不管你多少钱买的。不管我对市场产生什么感情，

它都不理我，没有比市场更铁石心肠的了。在今后十年里，在座的各位都是要净买入股票的人，而不是要净卖出股票的人，各位都应该希望股价更低。

如果今后十年里，你是吃汉堡的，不是养牛的，你肯定希望汉堡的价格下降。如果你常喝可口可乐，但是没有可口可乐的股票，你会希望可乐的价格下降，希望周末去超市的时候，可口可乐能有促销。去超市买可乐的时候，你希望可乐便宜，不希望可乐贵。

纽约股票交易所就是一个可以买到各种公司的大超市。你要买股票，你希望出现什么情况？你希望这些股票一直跌，这样你才能买的更合适。等到二三十年之后，当你要把积累的钱拿出来花的时候，或者你的子女帮你花的时候，那时候你才希望股价高。格雷厄姆在《聪明投资者》的第 8 章中讲到了对待股市波动的态度，还有讲安全边际的第 20 章，我认为在所有关于投资的著述中，没有比这两章更重要的了。

我是 19 岁的时候读到第 8 章的，我一下子豁然开朗，明白了我前面讲的那些东西。但是我是看了这本书才明白的，不是自己想明白的，是格雷厄姆在书里讲的。要不是看了这本书，可能再过 100 年，我还是觉得股价上涨好。我们希望股价下跌，但是我不知道市场会怎么走，过去从来不知道，将来也不会知道，我根本也不往这上面想。股市大跌的时候，我更仔细地查看有什么值得买的，我知道大跌的时候更容易买到好货，更容易把钱用好。

20，学生：如果能重新活一次，为了让生活更幸福，您会怎么做？

巴菲特：希望我的回答，大家听了不会觉得不舒服。要是我重新活一次的话，我只想的一件事，选能活到 120 岁的基因。我其实是非常幸运的。我经常举一个例子，觉得可能会对各位有启发，所以花两分钟时间讲讲。

假设现在是你出生前 24 小时，一个神仙出现了，他说："孩子，我看你前途无量，我现在手里有个难题，我得设计你出生后生活的世界，我觉得太难了，你来设计吧。你有 24 小时的时间，社会规则、经济规则、政府规则，这些都给你设计，你还有你的子孙后代都在这些规则的约束下生活。"你问了："我什么都能设计？"神仙说："对，什么都能设计。"你说："没什么附加条件？"神仙说："有一个附加条件。你不知道自己出生后是黑人还是白人，是富有还是贫穷，是男人还是女人，是身体健壮还是体弱多病，是聪明过人还是头脑迟钝。你知道的就一点，你要从一个装着 58 亿个球的桶里选一个球。"我把这个叫卵巢彩票。你要从这 58 亿个球里选一个，这是你一生之中最重大的决定，它会决定你是出生在美国还是阿富汗，智商是 130 还是 70。选出来之后，很多东西都注定了。你会设计一个怎样的世界？

我觉得用这种思维方式可以很好地看待社会问题。因为你不知道自己会选到哪个球，所以在设计世界的时候，你会希望这个世界能提供大量产品和服务，你希望所有人都能过上好日子。你会希望这个世界的产品越来越丰富，将来你的子孙后代能越过越好。在希望世界能提供大量产品和服务的同时，还要考虑到有的人手气太差，拿到的球不好，天生不适合这个世界的体系，你希望他们不会被这个世界抛弃。

我天生非常适合我们现在的这个世界。我一生下来就具备了分配资金的天赋。这其实没什么了不起的。

如果我们都被困在荒岛上，永远回不来，我们所有人里，谁最会种地，谁最有本事。我再怎么说我多擅长分配资金，你们也不会理我。我赶上了好时候。盖茨说，要是我生在几百万年前，早成了动物的盘中餐。他说："你跑不快，也不会爬树，什么都不行，刚生下来就得被吃了。你生在今天是走运。"

我确实是走运。在座的各位，可以问问自己，假如这有个桶，里面装着 58 亿个球，代表全世界的所有人，你先把自己的球放进去，然后别人从里面随机拿出 100 个来，让你从中选择一个，你愿意把自己的球放回去吗？

在这 100 个球里，大概有 5 个是美国人，95 比 5。要是你还想做美国人，得选中那 5 个球中的一个。其中一半是男，一半是女，你愿意选什么？其中一半是智商低于平均水平，一半是智商高于平均水平。你想把自己的球放回去吗？你们大多数人应该都不愿意放回去，再从那 100 个里面再选一个。既然如此，在座的各位，你们相当于承认自己是全世界的所有人中最幸运的 1%。

我自己就这么想的。能出生在美国，我觉得自己很幸运。当我出生的时候，出生在美国的几率是 50 比 1。我为我有好父母感到幸运，我为我的一切感到幸运。我感到幸运，我天生适合市场经济，我的才能在这里得到回报实在太高了。很多人和我一样是优秀的公民，他们有的带领童子军、有的在周末讲课，他们支撑着和睦幸福的家庭，但是他们的天赋和我的不一样。我运气实在太好了，我希望还能有这么好的运气。

既然我运气这么好，我就要把自己的天分发挥出来，一辈子都做自己喜欢的事，交自己喜欢的人。只和自己喜欢的人共事。要是有人让我倒胃口，但是和他走到一起，我能赚 1 亿美元，我会断然拒绝，要不和为了钱结婚有什么两样？无论什么时候，都不能为了钱结婚，要是已经很有钱了，更不能这样了，你们说是不是？我不为了钱结婚。我还是会一如既往地生活，只是不想再买全美航空了！

谢谢！

巴菲特：内布拉斯加教育论坛演讲 1999

1999 年 1 月

巴菲特：测试，一百万，两百万，三百万...

我想和你们聊聊你们的财务未来，希望这些数字在未来对你们每个人都适用。

现在我想先提出一个问题，而不是仅仅讲几分钟然后进行问答，因为我想谈谈你们关心的问题，但我希望你们先思考一下这个问题：如果你们今天走出这里，我说我想买下你们未来收入的 10%，今天我会给你们一张支票，从今天起你们要给我你们收入的 10%，你们会收我多少钱呢？

我要买你们的收入 10%，顺便说一下，我可能会选择最低出价，所以要小心。

如果你们考虑一下这个问题，你们会意识到今天我会给你们一张支票，你们可以随意支配这笔钱，但从今天起你们必须给我你们收入的 10%。我认为任何一个人要价少于五万美元都是很愚蠢的，尽管还需要几年你们才会开始赚钱，所以我会有几年的不赚钱，但之后我会开始从你们的收入中赚钱。

如果你们考虑清楚，你们中的大多数人会要价远远高于此，而且这是对的。幸运的是，我没有和任何人达成这种交易，所以没有拿走任何人的 10%，但是我认为五万美元是最低限度，如果你们今天认为 10% 值五万美元，那意味着你们今天的价值是五十万美元，因为 10% 的你值五万美元现金。这是你们拥有的最大的金融资产，它比你们是否决定买股票、债券、投资共同基金或自己选择股票都要重要得多。

你们目前最大的金融资产无疑是你们未来几年通过自身努力所创造的价值。所以，如果你们关注自己的财务未来，就应该关注你们自己，因为无论你们的 10% 值 5 万美元、100 万美元、还是 300 万美元，这些都在很大程度上取决于你们在未来几年的表现。

在座的所有人都具备在生活中取得巨大成功的聪明才智和精力，关键是你们如何利用它们。如果你们有一台 200 马力的引擎，你们能否充分发挥出 200 马力的潜能？还是只有 100 马力，或 50 马力？

有两件事情可能会阻碍你们充分发挥潜力，其中之一是缺乏教育，但这对在座的大多数人来说可能不会发生。如果你们缺乏教育，无法获得体面的教育，那么无论你们的潜力有多大也无从发挥。第二件同样重要的事情是你们的习惯，你们如何对待自己。当我雇佣员工时，我们会看三点：品行、头脑和勤奋。但如果他们没有第一点品行，其他两点会害了你们。如果你雇佣一个不诚信的人，你希望他又笨又懒，不是吗？你最不希望的是他既

聪明又勤奋。聪明和勤奋只有在诚信的基础上才能起作用。

但好在你们可以自己决定这一点。你们无法改变自己的智商、投掷距离、跳跃高度或肤色，但你们可以选择拥有任何人的诚信。如果你们将诚信与智慧和活力结合起来，你们会取得非凡的成果。如果你们没有将其结合，你们的潜力会大部分未被利用。

我给你们一个简单的测试来思考你们想要培养的习惯，因为你们可以拥有任何习惯，可以懒散，可以准时，可以迟到，可以诚实，也可以投机取巧。这些选择都由你们自己做，没有人会替你们决定。

我建议你们和我玩一个小游戏，想一想你们最想成为的人，也许是你们的同龄人，也许是稍微年长的人，但挑选出你们最敬佩的人，你愿意和他交换身份的人，然后写下你敬佩他的原因，就写在一张纸上。

再想一想你最不愿意交换身份的人，你觉得最令人厌恶的人，写下你厌恶他的原因。那个人让你非常反感，把这些写在纸的另一边。

然后看看那张纸，你会发现左边列出的都是你在别人身上钦佩的品质，他们带给生活的品质：开朗、慷慨等等。你会发现这些品质你自己也可以拥有。这很简单，你只需要努力培养这些习惯，并且早早养成这些习惯，它们会伴随你一生。

另一方面，你会发现让人反感的品质：自私、讨厌、自负，这些都是没有人必须要拥有的。如果你发现自己有这些品质，可以尽早摆脱它们。所以，我的建议是，写下一份你钦佩的品质清单，以及你鄙视的品质清单，然后决定你要培养哪些钦佩的品质，如果你能在年轻时做到这一点，这些习惯会伴随你一生。

如果你在五六十岁时再做这个练习，可能效果就不那么明显了，因为那时习惯已经太根深蒂固了，但如果你早点开始，行为就会变成习惯。如果你在两三年后再做这个练习，你会发现你最钦佩的人是你自己，这在某些情况下可能有点危险，但并不是坏事。你希望自己成为一个你喜欢的人，而不是一个你不喜欢的人。所以，早早培养这些习惯，你基本上不会出错。

再给你们一个小建议，这是前面建议的延伸，然后我们就进入问答环节。

关于金融方面的一个具体建议，我会说，避免使用信用卡，彻底忘掉它们。我们有一些发信用卡的业务，美国公众非常喜欢信用卡，但如果你开始累积信用卡债务，你将支付 18%或 20%的利息，而你无法通过这种高利率贷款来改善你的财务状况。如果你能以 18%或 20%的利率借出钱，你可以赚很多钱，如果你能找到愿意以这个利

率借钱的人，但你不总是处于财务上的劣势。

我很幸运，在我毕业时存了大约一万美元，那一万美元后来值了几百万，因为在你有了家庭和一切开销后，费用就会滚滚而来。但那些是我的工作资本，因为我一直领先一步。如果你在某个时候欠了一万美元，并支付18%或20%的利息，你将永远无法摆脱困境。

我的一个合伙人说，他只想知道自己会在哪里死去，这样他就永远不会去那里。在金融方面也是一样，你要提前知道你不想去哪里，并避免去那里。

我每天收到大约十二封信，这些信是来自遇到严重问题的人，他们有两个主要原因。其中一个原因是一些人遇到了健康问题，他们或他们的家人遭受了某种灾难性的疾病，这对任何家庭来说都是一件可怕的事情，他们累积了无法支付的账单，只有社会才能解决这个问题，这是纯粹的不幸。另一个原因是信用卡债务累积，他们面临破产或曾经破产，现在欠了一大笔钱，他们连利息都付不起，更不用说还本金了，我的信件中有一半来自这种人，而这种问题是避免的。

灾难性的疾病是无法避免的，但信用卡债务是自己造成的，避免陷入困境比摆脱困境要容易得多。如果你累积了大额的信用卡债务，你很可能会终生陷入财务困境。另一方面，如果你能领先一步，即使规模很小，让钱通过投资滚滚而来，所以我的建议是，如果你不能支付，就不要买，让自己处于能够支付任何东西的位置。

1，听众：你会如何建议那些不一定进入高薪职业领域的人，比如表演艺术或音乐，如何建议我们在财务上跟上其他人？

巴菲特：嗯，市场体系确实在某些活动中支付得不多，可能与这些活动的重要性不相称。以教学为例，教师的薪水并不高。但教育有什么能比教师更重要的呢？你需要像关心你孩子的老师一样关心其他事物，比如你的会计师或者其他事物，或者谁是世界重量级冠军之类的，但是教育领域的薪水并不高。

是否要进入某些领域，这是一个基本的选择。对于许多人来说，是否要选择追随自己热爱的事业，还是选择追求赚取更多金钱，这是一个基本的选择。我认为，**一般来说，选择追随自己的兴趣是值得的。**

我很难找到这样的人，当他们到了我这个年纪，会说他们一生都热爱他们的工作，觉得非常有价值，但因为没有赚很多钱而感到遗憾。我从未遇到过有人对我说，他们希望进入其他领域，即使不喜欢那样的工作或觉得那样的工作不很有成就感，但能赚很多钱。所以，我认为你不会遇到这种情况，我会建议你去做任何让你感到兴奋的

事情。这可能会比你想象的更有利可图，除非你在这过程中养成了某些糟糕的习惯，几乎所有人在美国都能赚到足够的钱过得不错，而在这个国家，过得不错实际上已经是非常好了。我当时有一万美元时很开心，我现在仍然住在我 41 年前买的房子里，我当时喜欢那栋房子，现在也喜欢那栋房子。

如果你有一份合理的工作，你会在麦当劳吃饭，而我也会在麦当劳吃饭，所以我们在吃方面是平等的。事实上，我希望吃乳品皇后，也许你来乳品皇后会见到我，我们都可以点菜单上的任何东西，我们都负担得起。你会穿和我一样的衣服，我的西装会更贵，但穿上后看起来还是便宜货，我们看起来会差不多。

我们都会住在类似的房子里，我住在 41 年前的那栋房子里，它在冬天很暖和，夏天很凉爽，很舒适。你会住在类似的房子里，房子有 50 个房间或客房并没有太大区别，这些可能只会带来麻烦，比如你需要操心花园工的问题。我去过一些人的家，他们的房子价值可能是我房子的 200 倍，但我在那些房子里不会更快乐，反而会更不开心，因为有更多的事情需要担心，还有大量的仆人和管理问题。

我们会开类似的车，实际上你可能会开更好的车，我的车已经有八年了，我不知道现在值多少钱，但它能让我四处走动，我很满意。我们会看同样的电视，使用类似的电脑，唯一的区别是我们长途旅行的方式。我会坐更舒适的飞机，而不是西南航空，这就是唯一真正的区别。

除此之外，我每天做我喜欢的事，希望你也每天做你喜欢的事。我和愉快的人一起工作，希望你也能和愉快的人一起工作。这一天有 24 小时，那就是我们花时间的地方。因此，巨大财富与体面的收入在实际意义上差异很小，为了巨大财富而牺牲你喜欢做的事和原则是一个巨大的错误。

2，听众：你认为你的成功更多是归功于自己还是别人的帮助和教导？

巴菲特：我在生活中非常幸运。如果你告诉我谁是你的榜样，我可以很好地预测你的未来。我有正确的榜样，我在生活中非常幸运，我的榜样从未让我失望，从我的父亲开始，还有一些在商业上的英雄，所以我很棒的老师，有些是正式的老师，有些是非正式的老师，通过直觉或榜样来教我。

如果没有这些人，我的生活肯定会大不相同。如果我出生在别的地方，我的生活会完全不同。我 1930 年出生，当时在世界上每 50 个出生的人中有一个是在美国出生，所以我出生时就赢得了 50：1 的概率，我要是出生在阿富汗或者秘鲁，我可能会一塌糊涂。我赢得了出生那天的彩票，因为我出生在这个国家，你也是。你不太可能在美国出生的概率可能是 40：1，比你在中国出生的概率高五倍，比你在印度或其他地方出生的概率高四到五

倍，在那些地方，发挥你的才华会更困难。

我们都赢得了彩票，这纯粹是运气。我出生在这个时候也很幸运，我擅长资本分配，但在其他社会或很多年前并不如此。我朋友比尔·盖茨说，如果我出生在几千年前，我会成为某些动物的午餐，因为我跑不快，爬不了树。这些才华现在没人需要，但在某个时候可能很重要。顺便说一句，比尔会成为动物的早餐，他跑得也不快。

无论如何，我们是幸运的。想象一下，如果你在几百年前出生，拥有完全相同的才华，那些才华会带你走多远？今天的普通人生活得比 100 或 150 年前最富有的人好得多。我很幸运，有很棒的父母，我在奥马哈长大，有很好的公立教育系统，他们给我奠定了基础，即使我后来几次走偏了，他们的教育仍然帮助了我，因为我在奥马哈的小学教育非常好，尤其是玫瑰山小学。我之所以有那样的教育，部分原因是当时女性受到极大的歧视。当时女性可以做教师、秘书或护士，基本上就这些，所以有一半的美国人才被限制在少数职业中。

我一生都很幸运，我所做的事情是否比一个好老师或一个好护士的重要，我认为这是值得商榷的。在美国这样的市场经济中，它有巨大的回报，但那是偶然，与我的任何内在能力无关。

3，听众：技术在推动世界经济方面发挥了巨大的作用，您对未来技术产业的预测是什么？它在世界经济和美国经济中的未来角色是什么？

巴菲特：毫无疑问，它正在颠覆世界，已经开始了，但才刚刚开始，它发展得非常快。

我在 1991 年 7 月 15 日遇见了盖茨。和朋友庆祝后，我去了华盛顿邮报，后来她带我们去拜访盖茨家族，他试图教我高科技，但效果还不如教猴子好。我真的听不太明白，但他是个好老师。他告诉我，当时他说你头脑中有一个关于世界的模型，这个模型认为时间和距离是非常有限制性的因素，但他说这些已经不再是限制因素了。他说，与世界各地的人交流或传播信息的成本将几乎为零，这在当时是革命性的想法，但现在已经非常普遍，仅仅八年时间，它就爆炸性地增长。

高科技、信息技术，无论你怎么称呼它，正在改变世界，并将以非常大的方式改变它。我们昨天宣布收购了波士顿地区的一家家具零售商，我必须考虑互联网对家具零售的影响，这些变化将是巨大的。昨天我和全国各地的人玩桥牌，但实际上我和全世界的人玩桥牌，我只需要坐在电脑前，旁边放些爆米花，穿着卡其裤和毛衣，在 30 秒内就可以和全世界的人玩桥牌，基本没有成本。这和以前安排奥马哈四个人的桥牌游戏完全不同，因为有人想打高尔夫，有人想看棒球，这就大不相同了。这改变了很多事情。

我们非常幸运，美国在这个领域领先世界，很难说谁是第二名。十五年前，这个国家有自卑情结，当时人们担心德国人和日本人会拥有一切，制造所有的钢铁和汽车、电视机，而我们只能翻汉堡。这种情况在短短 15 年内发生了巨大变化，这在很大程度上归功于信息革命。

这是世界上最重要的行业，而美国在这个行业中的位置是不可思议的，我们一直在推进这一位置。所以，我认为这预示着世界未来的光明，也预示着这个国家的未来更加光明。

4，听众：年轻人如何确保他们的财务未来？

巴菲特：这并不复杂，**首先要充分利用自己的才能**。你未来 20 年的收入是 X 还是 2X、3X，将取决于你如何充分利用已拥有的才能，而不是你拥有了多少才能。**你的最佳财务未来是你自己的能力和利用这些能力的潜力，这些无法被夺走，也无法被征税**。让我惊讶的是，表现优秀的人在经营业务时会立刻显现出来。当我刚毕业时，我以为每个人都会那样，但实际上不是。大多数人像梦游一样度过生活。如果你不那样，你会脱颖而出。因此，**你的财务未来最大的因素是你自己**。

除此之外，**还要储蓄**，要在储蓄方面保持领先而不是落后，不管你怎么做。我送过报纸，在百货公司工作，卖过高尔夫球，有过弹球机业务，我做了很多事情，使我在毕业时积累了约一万美元。虽然现在一万美元不如当时值钱，但有任何积蓄使你领先而不是落后是非常重要的。

如果你在生活中要与一群人进行百米赛跑，如果你能在枪响时领先 10-15 码，而不是落后 10-15 码，这将对比赛结果产生巨大的影响。因此，拥有一些净资本，不管是股票还是债券，在我看来并不重要，但在毕业时没有债务是巨大的优势。通过送报纸或兼职工作，给自己积攒一些钱，这样当机会来临时，你已经准备好了。

你初入职场时，如果你在起点上领先，而不是落后，那么你就要避免通过购买大量物品而让自己陷入还贷的困境，比如你通过(信用卡)支付 20%利息去购买一堆东西。

5，听众：随着教育成本的不断增加，学生们在大学毕业后如何应对债务问题？

巴菲特：这是个很难的问题。我想我会尽快还清债务，并在上学之前尽量少负债。我要说的是，我在商业领域的经验告诉我，高价的商业教育与便宜很多的教育相比，差别并不大。我在内布拉斯加大学林肯分校完成了我的最后一年大学课程，之前在沃顿商学院读了两年。我在内布拉斯加大学学到的东西和在沃顿学到的一样多，并不是说沃顿不好，而是我在内布拉斯加大学有很好的教授。因此，我不会假设我在州内花几千美元接受教育和在

其他地方花大量钱接受教育之间有很大的区别。

教育中很大一部分是自学的，尽管需要有人引导正确的方向。安德鲁·卡内基在图书馆方面为这个国家做了很大的贡献，我曾花很多时间在图书馆里，现在有了互联网，这一切变得更容易了。因此，获取信息变得更加方便，并不需要每年花 3 万或 3.5 万美元去上一些名校来获得教育。

如果你要学习会计(可能是商业中最重要的课程)，我认为你在内布拉斯加大学和哈佛学到的会计知识是完全一样的。我不会为商业教育负担巨额债务。当然，如果你是医学等需要大量资金投入的专业，可能无可避免地需要负债，但你必须自己做出决定。我会尽量减少负债，并计划好如何在毕业后五年内处理这些债务，否则我会三思而后行。

6，听众：您对建立非营利组织 NGO 有什么建议？

巴菲特：我一直尽量避免建立非营利组织。不过，这取决于我想实现什么目标。例如，如果是医院，情况会有所不同。建立非营利组织需要有经验和参与其中的人，但这很大程度上取决于你的目标。

7，听众：我知道您非常积极参与社区活动，我想知道你认为这对个人生活有多重要，为什么？

巴菲特：我不认为我非常积极参与社区活动。我做了一些事情，但没有很多。你在奥马哈的市民榜样应该是沃尔特·斯科特，他比我参与得更多，他的前任彼得·基维特也是如此。我的问题是，我太喜欢我所做的事情，以至于它占据了我的大部分时间，但我的家人非常积极参与各种社区活动，特别是我的孩子们。

我觉得你最终会做你想做的事情。我从未遇到过任何一个参与社区活动并不享受其中的人，他们都会觉得这是非常有价值的经历。参与建设某些东西总是很有趣，你会享受其中。如果你对政治感兴趣，找到你认同的政治理念或政治家，并投入其中，你会感到很有自我满足感。因此，我的建议是，遵循你的直觉。

8，听众：我想知道您认为未来我们面临的最大的经济问题是什么？

巴菲特：我不认为你们会面临巨大的经济问题。我认为你们会生活在一个平均生活水平明显高于上一代或两代人的社会。这是这个国家的历史，它是一个了不起的国家。想想看，我们只有世界人口的 4.5%，但我们创造了世界上 53% 的公开交易公司的价值。

这个国家总是表现得很好，就像在股票市场上，**买一个即使傻子也能经营的好企业，因为迟早会有一个傻子来经营，这似乎也是这个国家的历史。**我们经历了许多问题，但每一代人都生活得比上一代更好。这是因为储蓄

使人们能够创造新的工具，做得更好，同时也因为我们的环境让人们更好地发挥潜力。

当然，这个系统并不完美，实际上远非完美，但它比其他任何地方都要好。这个国家没有某个官员在控制着大企业，而是由像杰克·韦尔奇这样的人在管理，这使得生产力大大提高。生产力是生活水平提高的原因，所以任何能让杰克·韦尔奇这样的人管理企业的系统都具有巨大的优势。因此，我认为你们有一个光明的未来，你们不会面临战争，你们在物质回报方面有比历史上任何一代人都更好的未来。我希望我能和你们交换位置，但可能会有几个人愿意和我交换。

9，听众：我想知道您或盖茨先生是否担心 Y2K(千年虫)对经济或股市的影响？

巴菲特：我很高兴你提到别人，因为我是最后一个理解 Y2K 的人。我不知道为什么这个麦克风能工作，不知道为什么灯会亮。我打开电视开关时只能祈祷，这一切都超出了我的理解。但我会说，我认识的最聪明的人大部分认为这在美国将是一个非事件。我不能代表全世界，但我认为你会在 1 月 1 日醒来，发现世界没有改变。

我们拥有一家公司叫 Executive Jet，我们有大约 1400-1500 名客户，他们和我们共同拥有飞机。我们有 160 架飞机在飞行，我很感兴趣的是，有多少人在 1 月 1 日凌晨 12:01 预约使用飞机。我自己对在 1 月 1 日飞行完全不担心，我希望到时候我在准备观看哈斯克队的比赛。

10，听众：我想知道您如何决定投入时间和金钱的项目？

巴菲特：我喜欢找到经济前景好的企业。那么什么是好的经济前景？好的经济前景意味着企业有某种护城河，使其产品、服务或位置比其他类似产品更具吸引力。

过去三四十年来，销量最高的糖果棒是士力架。人们在购买糖果时不太会随意尝试不同的品牌，因为他们花 50 美分或更多购买的东西是要吃进嘴里的，不会轻易换成其他品牌。我们喜欢那些我们可以预见在 10-15 年内会在哪里企业。我不知道信息技术企业在 10-15 年后会怎样，但我知道士力架在 10-15 年后会仍然畅销。比如，瑞士糖的口香糖也不会有太多创新，互联网也不会让人们停止咀嚼口香糖。

我们寻找那些具有可持续竞争优势的产品，这种优势使得产品在市场上独一无二。我们也寻找诚实能干的管理者。找到诚实能干的人比找到长期表现良好的企业要容易得多，有些看似会长期优秀的企业最终也会消失。

我们不需要找到很多这样的企业，每年找到一个就很好了。你不需要上百个优秀的投资理念，只需要几个。最重要的是纪律，而不是智商。投资不需要 150 的智商，感谢上帝，也不需要 140，也不需要 135，可能需要

115，但你需要纪律。你必须等到你看到合适的机会再出手，因为投资中没有被动的出局。在棒球中，如果你只喜欢腰部上方两英寸的球，投手可以投稍低的球，你会因没有挥棒而三振出局，因为你找不到喜欢的球。而在投资中，你可以一直等待合适的机会。

如果报纸上说通用汽车 68 美元，通用电气 115 美元，通用动力 63 美元，如果你不喜欢这些价格，你可以不出手。你可以每天等待，投资没有被动出局。当你决定购买时，如果出错了，那就是一次失误。但这是一个美妙的游戏，因为没有被动出局。你可以等待一个月、六个月、一年或两三年，直到你真正知道你在做什么，直到你喜欢价格和管理团队，然后再出手。你一生中只需要几次这样的出手。

我们选择企业时，会坚持自己理解的领域。可能有很多很好的投资机会我不理解，比如可可豆明年会怎样，或者原油价格会怎样，但我不需要知道这些。我只需要知道我知道的东西，知道我的理解范围，也就是我所说的“能力圈”范围。如果我只能评估世界上 5% 的企业，那也没问题，我就在这 5% 内寻找机会。

大多数人在投资中出问题是因为，他们没有纪律，他们听说别人赚钱就心痒痒，觉得自己比邻居聪明，为什么邻居靠交易互联网股票赚了钱买了新车，而自己不行？答案是：长期来看，你会亏钱。

如果你频繁交易股票，难以保持纪律。每次买东西时，你应该能够写下一页纸，说明为什么要买，比如“我买通用汽车 65 美元，买通用电气 150 美元，是因为……”你应该写下理由。如果你不能填满这张纸，比如只是因为昨晚在鸡尾酒会上有人告诉你，那不够好；或者因为经纪人告诉你，那也不够好。

你必须有一个认为这是明智投资的理由。买农场或公寓时也是如此。如果你买一个每英亩 1000 美元的农场，你会说“因为我认为每英亩能赚 60 美元”，这种逻辑才是合理的。如果玉米以某种价格销售，大豆也以某种价格销售，产量达到某个水平，你可以计算出相应的收益。这与购买企业的原理是一样的。

当你购买股票时，实际上是在购买企业的一小部分。这是投资中最重要的一点，当你购买股票时，你其实是在购买企业的一小部分，如果你以一个对整个企业来说合理的价格购买，你就能赚钱；如果不是，长期来看，你就赚不到钱。

11，听众：今天社会的道德标准最终会影响我们的商业行为，您认为这会如何影响我们作为美国青年的成长？

巴菲特：我觉得很难在时间上量化道德标准的变化。无论何时何地，我们都可以找到社会行为中的巨大缺陷

和优点。总体而言，我认为我们在这个国家的制度化道德标准方面取得了进步。比如，奴隶制度的废除、女性在一个世纪前还没有选举权、以及她们在继承权等方面的不平等，还有所得税的建立等等，这些都显示了我们在道德标准上的进步。当然，我们还有很长的路要走，但我相信我们正在朝着正确的方向前进。如果 40 年后的社会比现在更加道德化，对在座的每一个人都是有利的。美国在民权运动中的进步就是一个例证，电视对此进行了戏剧化的表现，使得那些远离现场的人也开始关注，虽然进步可能缓慢，但我们在朝着正确的方向前进。

12, 听众：由于股市目前处于高位，我们现在介入是否明智？还是应该等待股市回调一些再入市？

巴菲特：我不能告诉你现在是否应该购买股票，但我认为储蓄很重要。如果你对股票感兴趣，可以尝试购买一些。**在纸上进行模拟操作和真实操作是不同的体验，亏钱的经验也会让你更好地了解自己。**我 11 岁时买了第一支股票，那时候我买了 3 股城市服务公司的优先股，价格是 38 美元，后来跌到 27 美元，这件事至今仍历历在目。

通过尝试和分析，我在股市摸爬滚打了很多年，19 岁时读到格雷厄姆的《聪明的投资者》，这本书对我产生了深远的影响。**过去的经历让我准备好接受格雷厄姆的理念，这也改变了我的财务生活。**

伯克希尔：集团企业的终极折让

1999 年 1 月, PaineWebber, Alice Schroeder

我们已经发起了一项针对伯克希尔哈撒韦公司"诱人"评级的研究。伯克希尔哈撒韦公司看起来经常能获得终极的集团企业折让(conglomerate discount): 投资者忽视了这家公司中成功经营着的业务, 而是以封闭式基金的方式来对其进行评估。在这份报告中, 我们列举了另外三种评估伯克希尔的方法, 这些方法表明, 给予该公司账面价值溢价的评估是合理的, 就像其他任何一家有着长期持续盈利增长历史的企业一样。伯克希尔在配置资本时最先考虑的一直都是 100%拥有一家自己认为具有吸引力的经营性企业, 而不是仅仅通过在公开市场的股票投资只拥有这样一家公司的部分股份。今天, 我们认为该公司是一家有着规模巨大的投资组合的经营性公司。

伯克希尔全球雇员约 4.5 万名, 业务范围涵盖销售飞机部分所有权到生产真空吸尘器。

伯克希尔 1997 年预计的营业收入为 174 亿美元, 在《财富》500 强企业中排名第 75 位。剔除投资收益后, 其经营收益为 15.18 亿美元, 排名第 54 位。

伯克希尔主要是一家财产和责任险公司。在其 186 亿美元的预计营业收入和 15 亿美元的营业利润中, 79%来自保险业务。按保费收入计, 伯克希尔的保险业务在美国排名第四; 按盈余计[surplus]则排名第一, 按市值计排名第二。根据 1997 年预计的收入和收益计, 伯克希尔的保险业务将在财富 500 强中排名第 100 位和第 67 位。

伯克希尔的非保险业务, 剔除股息和利息带来的所有收益后, 按 1997 年预计的收入和收益计, 将在《财富》500 强中排名第 391 位和第 243 位。

在本报告中, 我们将从四个不同的角度评估伯克希尔的业务: 基于市值的来源; 经营性业务的角度; 资本配置机器的角度; 以及作为具有"良性循环"这一持续竞争优势的良好运营企业的收购者、经营者和建设者的角度。

BRK 股票的表现一直非常出色。在过去 33 年中, 该股只有 4 年的表现低于标普 500 指数。这种超额收益的复利效应更令人印象深刻: 1965 年投资于 BRK 的 1 万美元, 到 1998 年 12 月 31 日已价值 5100 万美元, 而标普指数为 13.3 万美元。

我们使用三种方法对伯克希尔的估值进行了详细审查: 基于浮存金的估值、基于账面价值的估值和基于盈利的估值。我们还提供了敏感性信息, 以便读者调整我们的假设。我们认为, 基于保守假设, BRK 目前的内在价值为每股 9.1-9.7 万美元。对于伯克希尔投资组合中的股票估值, 如果按市值进行大幅折让, 则这一数字将降至 6.7-9.2 万美元(取决于折让程度)。因此, 在当前的估值下, 我们认为 BRK 的股价隐含了巨大的安全边际。

最后, 我们将在本报告中详细讨论伯克希尔的经营性业务, 尤其是保险业务, 我们认为这些业务对于投资者来说更难以理解。我们还审查了航空业务, 包括最近收购的 Executive Jet, 我们预计这家公司将成为推动伯克希尔增长的另一个关键动力。

概述

我们已开始研究伯克希尔并给出有吸引力的评级。伯克希尔似乎经常获得终极集团企业折让：投资者忽视了该公司成功运营的业务，将其视为封闭式基金。在本报告中，我们提出了三种替代方法来评估伯克希尔公司，这些方法表明给予超过账面价值的溢价是合理的，就像其它任何一家具有长期持续盈利增长历史的运营企业一样。

我们与投资者的讨论让我们相信，许多人都是伯克希尔的研究者(或自封的专家)。我们的目标不是要赢得"伯克希尔竞赛"，在这一点上我们认输。相反，我们第一次从保险分析师的视角去研究伯克希尔。如果我们能帮助投资者了解这家重要的美国公司，并为有关伯克希尔估值的思想体系做出贡献，那么我们的目的就达到了。请考虑以下几个因素：

伯克希尔全球雇员约 4.5 万名，业务范围涵盖销售飞机部分所有权到生产真空吸尘器。

伯克希尔 1997 年预计的营业收入为 174 亿美元，在《财富》500 强企业中排名第 75 位。剔除投资收益后，其经营收益为 15.18 亿美元，排名第 54 位。预计 1999 年剔除投资收益后的经营收益为 19.45 亿美元，这意味着伯克希尔在经营性收益方面是全球最大的公司之一。

伯克希尔主要是一家财产和责任险公司。在其 186 亿美元的预计营业收入和 15 亿美元的营业利润中，79%来自保险业务。

按保费收入计，伯克希尔的保险业务在美国排名第四；按盈余计[surplus]则排名第一，按市值计排名第二。根据 1997 年预计的收入和收益计，伯克希尔的保险业务将在财富 500 强中排名第 100 位和第 67 位。此外，由于所有这些业务都是收购而来，从盈利的角度来看，剔除商誉后，伯克希尔的排名更高。

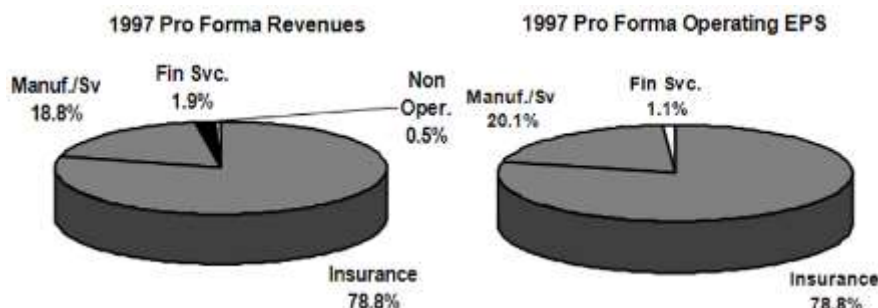
GEICO 是美国第七大汽车保险公司，在所有保险公司中排名第 18 位。我们预计它今年的有效保单将增长 20%，是行业增长率的四倍多。根据 1997 年的盈利情况，GEICO 一家公司将在财富 500 强中排名第 227 位。

根据保费和盈余计算，通用再保 GeneralRe 是美国最大的直接承保再保险公司，也是全球第三大再保险公司。GeneralRe 直接和间接拥有欧洲一家主要的大型再保险公司科隆再保险公司(CologneRe)约 82%的股份，同时还拥有其他重要的保险业务，如大型超额和盈余险保险公司 GeneralStar Indemnity、另类市场子公司 Genesis Insurance、新近收购的劳合社代理机构 D. P. Mann、投资服务提供商 NewEngland 资产管理公司，以及著名的航空承保管理公司 U. S. Aviation Underwriters。

除了 GEICO 和 GeneralRe 保险公司之外，伯克希尔自己的保险业务也很重要。特别是国民保险公司 National Indemnity，在 AjitJain 的管理下，1997 年承保了近 10 亿美元的保费，是巨灾或高层级超额巨灾再保险产品，以及结构化结算和其他产品的最主要的承保人。这些产品的高赔付评级，大规模资本要求，以及愿意承担巨大的波动性成为是其竞争优势。

伯克希尔的非保险业务，剔除股息和利息带来的所有收益后，按 1997 年预计的收入和收益计，将在《财富》500 强中排名第 391 位和第 243 位。

1998 年，伯克希尔被《财富》杂志评为"美国 and 全球最受尊敬的十大公司"之一。

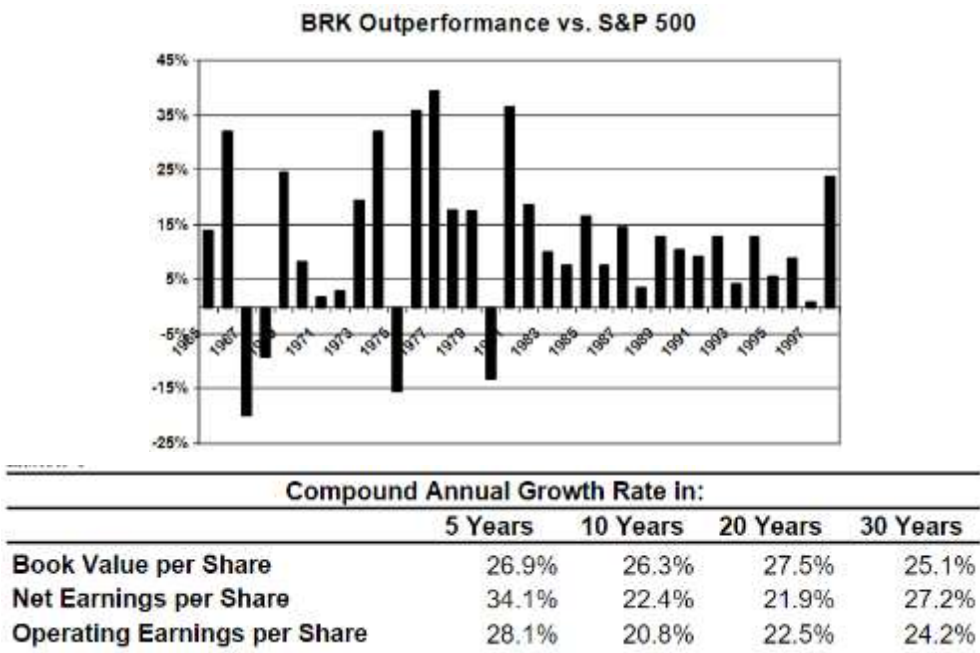


作为一只股票，伯克希尔的表现一直非常出色。在 1998 年，伯克希尔的股价上涨了 52.2%，而同期标普指

数上涨了 28.6%，领先指数 23.6%。

在过去的 33 年中，伯克希尔的 d 股价只有 4 年跑输标普指数，而且从未有过下跌的年份。这种跑赢大盘的复利效应更令人印象深刻：1965 年投资伯克希尔 1 万美元，到 1998 年 12 月 31 日已增值到 5100 万美元，而如果这笔钱投资于标普指数，则价值 13.3 万美元。

这种股价相对跑赢指数优异的原因很简单：伯克希尔是通过异常强劲、持续的业绩增长实现了这一点。



伯克希尔是一家与众不同的公司，可能是世界上最受关注却又最让人看不懂的公司，因此本报告采用了不同的评估方法。我们假定读者对公司的背景有所了解，并熟悉沃伦巴菲特和查理芒格，但管理层的背景和公司的历史将在本报告稍后部分简要讨论。我们从四个基本角度来审视伯克希尔：市值；经营性业务；资本配置机器；以及作为拥有可持续竞争优势的"良性循环"的良好运营企业的收购者、管理者 and 建设者。但首先谈两个简短但必要的话题外话。

我们跟踪股票的方法

我们认为，BRK 最适合价值导向的长期投资者，因此本文公布了估值信息，但没有为该股设定具体的目标价格。从长期角度来看，我们认为 BRK 目前值得给予"有吸引力"评级，因为其交易价格低于我们认为的内在价值。

如果股票价值与我们认为的内在价值相比出现明显的高估或低估，我们将下调或上调股票评级。但是，如果估值没有发生重大变化，我们不打算频繁更改评级。我们强调，我们对内在价值的估计并没有得到伯克希尔公司任何人的认可。事实上，我们希望读者将我们的估值工作视为一个框架和"工具包"，以激发他们自己的思考过程，

而不是试图规定该股票应如何估值。

其次，我们将公布年度经营收益估算(不包括已实现的投资损益)，因为这是华尔街遵循的惯例。然而，伯克希尔保险战略的一个重要部分是接受巨大的短期收益波动，以换取卓越的长期回报。此外，资产配置随时可能发生重大变化。这些变化可能会对投资收益产生重大影响，因为潜在的资本增值，要与现金收益，或被收购业务的经营收益进行比较权衡。

因此，我们认为对经营性收益的短期估算并不重要(3-5 年的衡量期更有意义)。我们不打算在研究中把重点放在盈利估计值的偏差上。同样，我们也不会公布季度估计值，因为我们认为季度估计值并不是衡量该公司业绩的合适标准。

伯克希尔接下来将会做什么？

我们不知道。请不要问我们。我们不打算就此问题向管理层提问，也不试图从任何其他渠道“解读其中的玄机”。因此，我们对巴菲特和芒格可能计划买入或卖出的股票完全不了解。当我们想知道市场走向或哪些股票有吸引力时，我们会听从 PaineWebber 自己的市场策略师 Ed Kerschner 或其个别行业分析师的意见。简而言之，我们的研究方法仅适用于伯克希尔这家公司，并不适用于投资其他股票。

从市值的角度看伯克希尔

了解伯克希尔公司的一个简单方法是将其市值分配给两个主要业务：经营性业务和股权投资业务。如下图所示，截至 1998 年 12 月 31 日，伯克希尔的总市值为 1058 亿美元，其中约 290 亿美元为伯克希尔的主要股权投资(扣除我们估计的未实现收益递延税项负债的一半，以调整 BRK 股票投资组合的极低周转率对现值的影响)。这部分是下图中较深的阴影区域。其余 72.5%的市值与公司的经营性业务有关，主要是保险业务。从这个角度看伯克希尔，很难将其定性为事实上的封闭式基金。

该图还突出了 BRK 股票走势的一个特点。1998 年初，由于担心亚洲经济增长放缓，可口可乐和吉列公司的股票遭受重创。伯克希尔股票从 7 月份的周最高点跌至 9 月份的周最低点，跌幅高达 26%。为了了解下跌的原因，我们构建了一个伯克希尔主要持仓股票的加权指数，并与伯克希尔的股票走势进行了比较。该指数从 4 月份的周最高点下跌到 9 月份的周最低点，跌幅高达 30%。

然而，如下图所示，这些股票只占伯克希尔市值的四分之一左右。因此，我们认为，如果伯克希尔股价表现

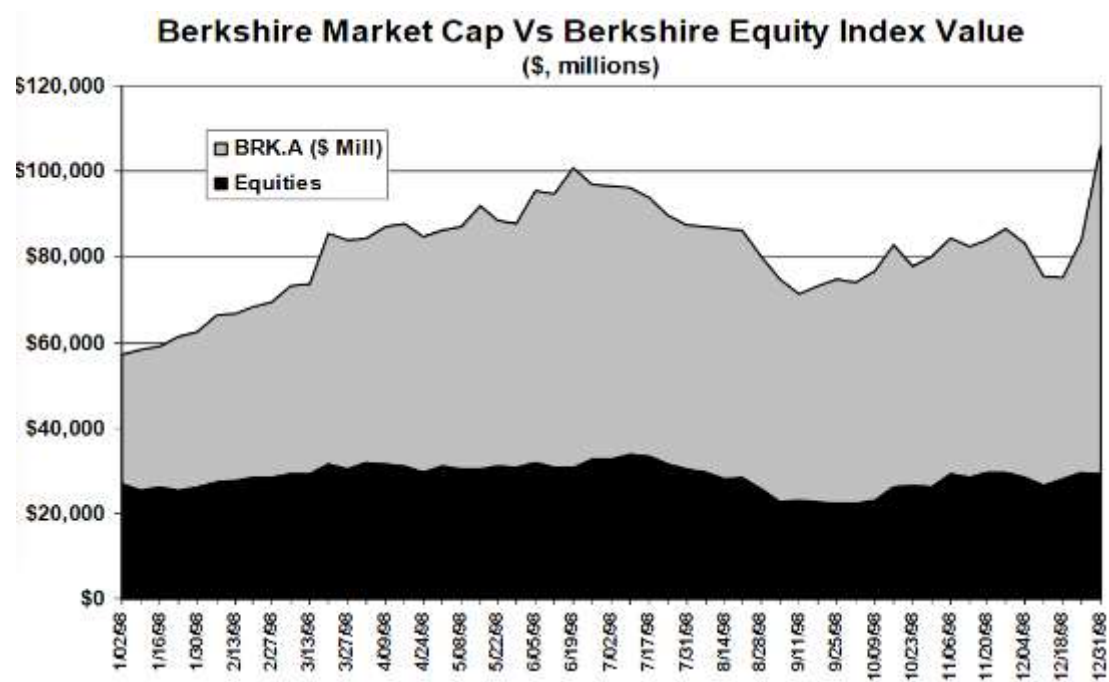
理性，其股票不会如此紧密地跟随指数。事实上，我们认为应该根据公司的长期运营的基本面来对其进行估值。

我们认为，伯克希尔股票不应被视为等同于一只按其所持股票比例交易的封闭式基金，还有其他一些原因。

伯克希尔可以获得基金经理无法获得的投资机会。例如，BRK 可以收购另一家企业 100%的股份。而且，正如本文后面所讨论的，伯克希尔是"首选投资者"，许多好的投资机会都是先到奥马哈，然后其他人才有机会下手。

伯克希尔拥有来自其经营性业务的自由现金流可以用于投资，以及保险业务的资金杠杆作用。这是伯克希尔与其他投资基金的一个重要区别，因为后者的可投资资金来自于公开市场募资和外部投资者的新资本。

伯克希尔是少数几个在市场下跌时仍能获得资金的投资者之一。其他投资者，包括共同基金，可能也希望利用同样的市场机会，但在这种市场情况下很可能无法获得可投资资本。事实上，一些资产管理公司会清算持仓，以应对赎回提款。无论股票市场发生什么变化，伯克希尔都不会像许多基金经理那样面临流动性问题。而且，凭借其 AAA 级信用评级，伯克希尔实际上可以利用杠杆效应，以极低的资本成本最大限度地提高投资回报。这使得伯克希尔股票成为熊市中的对冲工具。

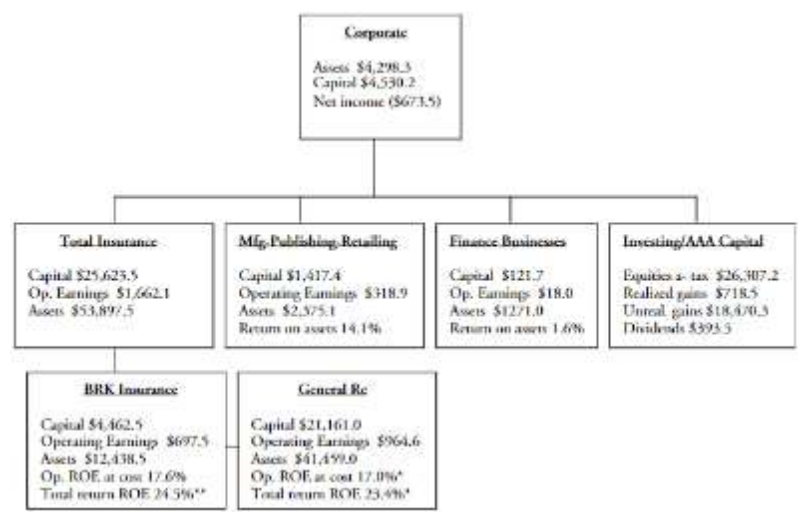


从经营性业务的角度来看伯克希尔

投资者似乎不愿意将伯克希尔看作是一对非常聪明的人，将大量资本投资股票。该公司经常被认为是封闭式基金的代表。当我们分析伯克希尔时，我们看到的是一个综合企业集团，包括一系列全资运营企业，以及在其他管理良好的公司中的少数股权。

不过，与大多数企业集团不同的是，伯克希尔并不试图在不同业务部门之间创造"协同效应"。伯克希尔投资的

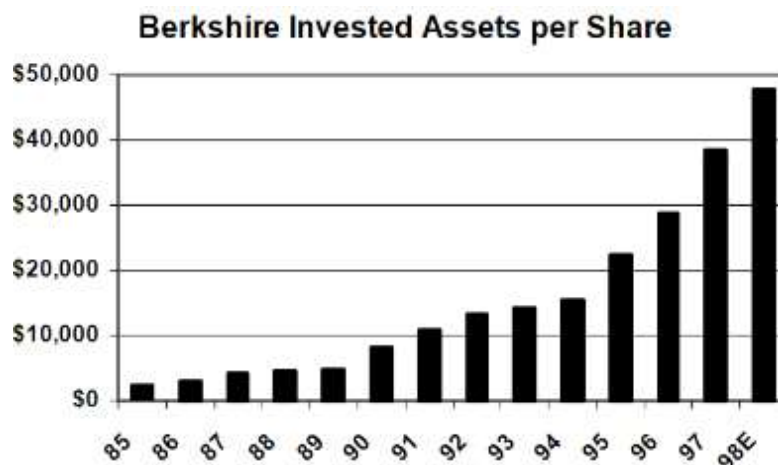
每家公司都必须符合严格的标准(稍后讨论)。以下伯克希尔的示意图是我们根据 1997 年底 GeneralRe 的预估数字 (以十亿美元为单位)而绘制的：



*历史不包括伯克希尔收购的商誉。 **五年均值。
注：由于公司 Operating earnings 包括运营费用，因此并不能加总。
当被问及如果伯克希尔被拆分为两部分： 有价证券投资和保险及其他运营业务， 他会保留哪一部分时， 巴菲特答道： "这个问题对我来说很简单。 任何时候我都会选择运营业务， 因为它们更有趣。 我在很喜欢投资。 但我喜欢与企业中的真实人物打交道， 因为他们是一个有凝聚力的整体， 可以随着时间的推移不断发展壮大"。 ——1998 年股东大会， 引自《杰出投资者文摘》。

占主导地位的保险业务
即使在收购通用再保 GeneralRe 之前， 伯克希尔的经营性收益也主要来自保险业。 现在， 剔除已实现和未实现的投资收益， 79%的收益(1997 年预估)来自保险业务。 保险业务还提供了用于投资的"浮动金"， 这是伯克希尔的一种低成本杠杆。 我们将在后文详细讨论伯克希尔的保险业务。 请注意， 我们上面的表述将与保险相关的商誉下推到该部门。

投资业务
上图将伯克希尔的资产、 负债和收益分为四个板块(而不是公司所展示的三个)。 我们增加了一个投资板块， 因为与同行相比， 保险业务的资本化程度过高， 而且其收益很难在"独立"的基础上确定。 为了与后文讨论的"虚拟资本"概念保持一致， 我们将我们认为可用于承保但目前未使用的资产和收益作为投资板块的一部分。 我们分配给保险业的资本约等于固定收益投资(只是巧合)， 也是我们认为该公司作为一家独立公司运营时需要持有的资本(不是最大或最佳杠杆， 而是我们认为评级机构可能会接受的 A 级评级公司的资本)。



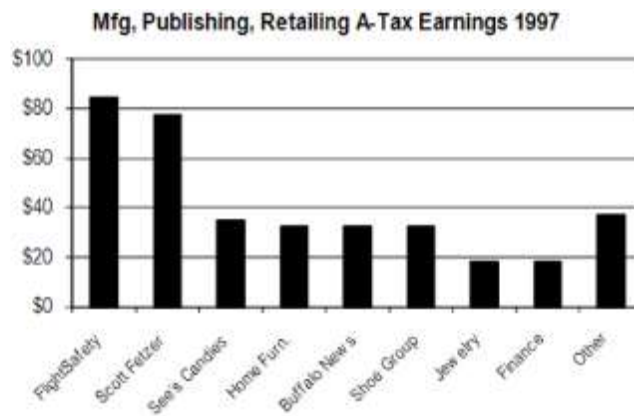
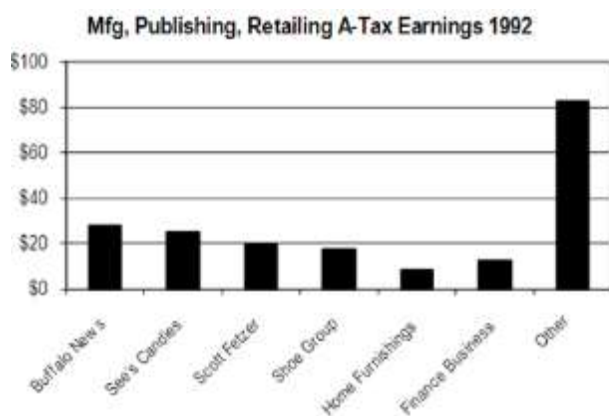
评级影响

通过创建一个投资部门，我们实际上将 AAA 评级以及支持该评级的相关资本分配给了该部门。这为我们看待伯克希尔提供了一个有趣的视角，没有任何一家 AAA 级保险公司能够像伯克希尔公司一样，将其"面值"资本通过投资以赚取 BRK 所获得的回报。任何其他获得 AAA 评级的保险公司都不得不将资本主要用于投资高等级债券，而这些债券无法获得股权投资最低回报率。这也是 GeneralRe 与伯克希尔合并的背后原因之一。从我们的角度来看，以产生股权回报率的投资方式来支持 AAA 评级所需的资本的能力，是伯克希尔支柱的一个非常重要的部分。

制造、出版和零售业务

在过去的五年中，这一部分业务发生了很大变化。1992 年，喜诗糖果、《布法罗新闻报》、ScottFetzer、家居用品、金融业务和鞋业集团这六大业务板块的税后收益总和只比其他所有全资业务的总和高出约 35% (伯克希尔公司没有提供这些业务的具体财务信息)。

到 1997 年，伯克希尔收购了 FlightSafety 飞安公司，"其他"部分也有所缩减，因为 WorldBook 公司和 Kirby 公司被 ScottFetzer 公司重新归类。(因此，以下单独列出的业务收入约为未单独列出的其它全资业务收入的十倍)。



按美元计算(不包括商誉摊销和收购时发行的股票), 该业务板块的经营性收益总和的年复合增长率超过 62%。Dairy Queen 公司(于 1998 年 1 月收购)和 Executive Jet 公司(于 1998 年 7 月收购)在 1996 财年的税前利润为 5,680 万美元, 由于要在年度报告中列出 1998 年全年的数字后才能报告, 因此未在上表中列出。

FlightSafety 是全球最大的飞行员培训公司, 也是伯克希尔最大的非保险业务; 1998 年, 伯克希尔收购了 Executive Jet 公司, 该公司是飞机部分所有权租赁业务的开创者和主导者。我们相信, 这些航空服务业务将共同引领伯克希尔的非保险业务。FlightSafety 和 ExecutiveJet 都拥有伯克希尔认为对其独资企业最有吸引力的特质: 巨大的规模经济、强劲的现金流以及压倒性的市场支配地位, 以至于竞争对手望而却步。

飞向未来的航空业务

当被问及如何更好地评估相对于账面价值的内在价值时, 巴菲特答道: "你们应该重点关注我们的航空业务"。——1998 年 9 月 16 日, 特别股东大会

FlightSafety 飞安公司

1997 年 BRK 以 15 亿美元的股票和现金收购 FlightSafety, 是收购 GeneralRe 之前最大的一笔收购。该公司利用先进的模拟器和培训设备, 为航空公司、企业专机和政府客户, 提供飞行员和轮船操作员的高科技培训。FlightSafety 是伯克希尔 1997 年除保险以外最重要的单项业务, 占非保险业务税后收益的 28% (不包括利息和商誉摊销)。1997 年 FlightSafety 的净收益为 8,440 万美元, 与 1995 年 8,450 万美元的净收益相当。

FlightSafety 由飞行员 Al Ueltschi 创立于 1951 年, 他抵押了自己的房子创办了这家飞行员培训公司。公司于 1968 年上市, 并在伯克希尔股东的建议下被伯克希尔收购。FlightSafety 为 Airbus 空客公司、Bell 贝尔直升机公司、Boeing 波音公司、British Aerospace 英国航天公司、Raytheon 雷神公司、Sikorsky 西科斯基公司、Learjet 里尔喷气机公司、Lockheed 洛克希德公司、Cessna 塞斯纳公司、Gulfstream 湾流公司和其他各种类型的飞机提供培训项目。该公司与波音公司有一个价值 2 亿美元的培训合资企业。

FlightSafety 公司的目标是: "满足航空公司最严格的培训要求, 并以低于航空公司内部培训部门的运营成本来实现这一培训目标。一旦他们分析了我们服务的成本效益, 我们预计会有更多的新老航空公司邀请我们为他们提供培训服务。我们相信, 未来机组人员培训外包将成为航空公司的标准做法....."

——A. L. Ueltschi 总裁, FlightSafety1995 年股东年度报告

该公司拥有典型的伯克希尔式的"护城河", 约 90%的市场份额、与主要客户签订的长期(如 10 至 15 年)合同、高昂的资本支出要求(这是初创竞争对手的进入壁垒), 以及先进技术和市场声誉的额外进入壁垒。

FlightSafety 凭借其规模经济效应(包括自建模拟器和培训设备的优势), 能够以极具竞争力的价格提供最优质的培

训服务，这方面是机队所有者无法节省的。与 Executive Jet 一样，FlightSafety 的客户往往会放弃自己培训，转而向 FlightSafety 购买服务，从而以更低的价格获得更高的培训质量。

如下图所示，由于 FlightSafety 的利润率高达 36% 以上，尽管有高昂的资本支出，它仍能产生大量现金。1992-1995 年，FlightSafety 通过分红和股票回购向股东分配了 2 亿多美元资本。因为其占据主要市场份额，坐拥高现金流，而且不受竞争影响，FlightSafety 几乎是伯克希尔的理想企业。

Executive Jet 公务专机

伯克希尔于 1998 年 8 月以 7.25 亿美元收购了 ExecutiveJet 公司。ExecutiveJet 具有许多与 FlightSafety 相同的特点。它是世界领先的飞机部分所有权销售商，拥有约 75% 的市场份额。ExecutiveJet 的客户购买公务专机部分所有权(预付款)，并支付飞机维护和飞行成本。飞机的售价与客户支付的零售价相同，但客户却能获得许多优势：只需提前六小时通知，即可在全国任何地方预订公务专机。客户在任何时候都不必担心飞机的位置；客户只"按需购买"，如果只需要四分之一或八分之一的飞机所有权，就没有理由承担整架飞机的费用。他们还可以避免飞机占用资金。客户还可以根据自己的需要逐年改变拥有飞机的所有权比例；客户可根据需求变化"升级"或"降级"不同型号的飞机，而无需处理旧飞机的转售问题；以及客户可避免维护、招聘、培训和调度方面的行政负担和成本，并确保获得训练有素的飞行员和机组人员。

部分所有权行业是公司 CEO-Richard Santulli 发明的。该业务的价值主张是以极具吸引力的价值为客户提供服务(日程安排、专业的机组人员、始终如一的准时服务)。部分所有权的财务结果令人信服：购买 ExecutiveJet 部分所有权可以消除客户的转售风险，避免在飞机上占用资金，并降低行政成本，因为客户只购买他们需要的所有权(根据客户占用飞机的时间)。

ExecutiveJet 目前管理着 140 架飞机，每年至少购买 45 架新飞机。该公司 1997 年的未完成订单总数为 129 架，价值 26 亿美元，占当年所有公务专机订单的 31%。自 1997 年以来，该公司的未交货订单大幅增加。1997 年，ExecutiveJet 的公务专机销售量占全球飞机交付总量的 9%。

ExecutiveJet 是某些飞机的最大客户(如 Gulfstream 湾流公司的最大分销商)。我们预计该公司 1998 年的收入将达到或超过 10 亿美元，而 1997 年为 9 亿美元。飞机所有权销售收入正在增长，但随着客户基础的扩大，飞机销售收入在总收入中所占的份额将逐渐减少，因为每个客户都提供飞行收入(每小时的飞行费用和每月的维修费

用)。

此外，现有客户平均每 3.5 年购买一架新飞机的部分所有权，因此即使不增加新客户，公司的销售规模也会持续增长。管理层根据新增和流失的客户来评估业务的成功与否。自 1987 年成立以来，公司只流失了 1000 多名客户中的一小部分，一般都是由于客户自身的财务问题。老客户占公司新销售额的 75%。

我们认为，ExecutiveJet 就像吉列公司一样。销售飞机部分所有权就像销售剃须刀，而维护费和飞行费则是“刀片”。公司对飞机收取合理的价格，但从长远来看，卖“刀片”会赚得更多。实际上，ExecutiveJet 的业务让伯克希尔在未来几十年都能获得类似年金的现金流。

从另一个角度看，ExecutiveJet 是伯克希尔又一个典型的具有规模经济效益的“护城河”业务；建立一个新的全球飞机租赁网络的成本将高得令人望而却步(巴菲特认为“会造成数亿美元的损失”)。ExecutiveJet 唯一的竞争对手是两家飞机制造商：Raytheon 雷神公司和 Bombardier 庞巴迪公司。这两家制造商只提供一种品牌的飞机，通常更专注于将飞机部分所有权客户转化为整机购买者，这影响了他们的营销和服务方式。ExecutiveJet 还是五家主要公务机制造商中四家最大的非军事客户，这使其拥有强大的购买力，从而获得相应的优惠条件，提高了公司的利润率。

该公司在一个重要方面与伯克希尔其他全资子公司不同。ExecutiveJet 是一家高增长企业。根据机队每年新增的飞机数量，ExecutiveJet 的年增长率超过 30%。公司已开始进军欧洲，最终将进军拉丁美洲和亚洲，并计划通过超音速飞机网络将各大洲连接起来。从客户的角度来看，越是昂贵的飞机，部分所有权的成本优势就越大。例如，四分之一份额的超音速飞机与整架 Hawker 飞机的价格相同，这对于在各大洲开展业务的公司客户来说是一个很好的权衡。

我们预计，ExecutiveJet 将与 GEICO 保险一起，成为伯克希尔未来几年内生性增长的主要驱动力。主要的风险和增长制约因素是建立与增长相匹配的服务能力。其他风险不大。该公司的规模已经超过了竞争对手可能构成严重威胁的地步，与供应商之间有良好的取消条款，在经济衰退的情况下，即使部分客户流失，随着整机所有者“降级”购买部分所有权，该公司也会实现增长。

伯克希尔的其他业务

伯克希尔还拥有许多其他企业，它们通常都是其行业中的低成本、大规模供应商(Borsheim's、NFM 家具商场)，或者是具有定价权的优秀品牌(喜诗糖果、布法罗新闻报)。

喜诗糖果是伯克希尔"收购"的第一家品牌企业(总计 2500 万美元)，它向巴菲特和芒格证明了品牌和定价权的重要性。我们参观了 Borsheim's 和 NFM，会见了 Borsheim's 总裁 Susan Jacques 和经营 NFM 的 Blumkin 家族成员之一 Irv Blumkin。这些企业的规模和范围几乎令人目不暇接。

Borsheim's 于 1989 年被伯克希尔从 NFM 创始人 Blumkin 家族中的另一位成员手中收购。作为除 Tiffany 纽约店之外美国最大的珠宝店，Borsheim's 利用其成本优势大幅打折，并通过邮购的方式销售。该珠宝店的产品种类繁多、质量上乘、独一无二，对于任何考虑购买一件高档珠宝的人来说，都不虚此行(个人补充：尽管 Borsheim 的商品种类繁多，非常漂亮，而且我们对其卓越服务有着亲身体验，但参观 Borsheim 是我们研究伯克希尔时唯一令人失望的经历，因为我发现我为丈夫去年圣诞节收到的一块手表多花了很多钱)。对于小件商品，或者为了方便起见，Borsheim's 会免费为您邮寄精选商品。您只需将不想要的珠宝退还，他们只会收取您保留的珠宝费用。

NFM 是家居用品业务的旗舰，该部门还包括 R.C.Willey 家居和 Star 家居公司。与其说 NFM 家居商城是一家商店，不如说它更像一座小城市，目前占地 72 英亩，并计划进行扩建。在仓库的地毯区走一圈，普通人一天的运动量就够了。参观老爷钟表部门就像在钟表森林中漫步。该商城的地理覆盖范围已经扩大到奥马哈市周边几小时车程范围内的任何人，如果他们要购买电子产品、电器或家居用品，到这里来购买保证不虚此行。除了这些商品外，您还可以从该商城为你的房子购买地毯、瓷砖和油漆。基本上，一旦您买了房子，您所需要的其他东西几乎都可以从伯克希尔以折扣价买到，完全是一站式购物(NFM 创始人 Rose Blumkin 在与巴菲特就地毯部门的管理发生争执后辞职，成立了一个新的商场来竞争，这说明了即使是远期风险也需要考虑。当 99 岁的 Rose 回到公司时，巴菲特要求她签署一项竞业禁止条款。)。

International Dairy Queen 国际乳品皇后

1997 年 10 月，伯克希尔同意以 5.85 亿美元的价格收购 Dairy Queen 公司。收购价格向现金略有倾斜，以鼓励 IDQ 股东接受现金出价；然而，超过半数的股东选择了 BRK 股票，考虑到交易于 1998 年 1 月 7 日完成，这是一个明智的决定。DairyQueen 与麦当劳不同，公司几乎不拥有房产。该公司约 5,800 家商店的特许经营费是"

年金等价物”，这是另一种拥有忠实顾客群的现金流业务。Dairy Queen 在 1996 财年的税前收益为 5680 万美元，与喜诗糖果的利润规模相当。

伯克希尔的两家“问题企业”是 World Book 世界图书公司和鞋业集团(Dexter 鞋业于 1993 年以 4.2 亿美元的 BRK 股票被收购；伯克希尔对于使用股票收购的厌恶一定是因为这家公司而加剧。该公司拥有 H.H.Brown 和 Lowell 鞋业)。前者已今非昔比，由于个人电脑和互联网的兴起，它在国内的新书销售量已大不如前；后者尽管拥有强大的品牌和盈利历史，但其盈利因国外的竞争而大幅下降。

鞋业集团加入了伯克希尔偶尔犯错的行列，根据管理层的说法，这些错误包括：1)放弃了一些本应抓住的投资机会；2)早期投资于“烟蒂股”和伯克希尔哈撒韦纺织厂等资本密集型企业；3)偏离风格(如投资全美航空优先股)，但没有成功；4)所罗门兄弟公司作为一项投资最终成功了，但巴菲特在这一过程中花费了大量的时间和精力。

在本文中，我们将不再讨论其他非保险业务，如喜诗糖果、Kirby 真空吸尘器和布法罗新闻报。这些优秀的盈利企业中，大多数都刚刚达到伯克希尔收购的最低盈利门槛(2500 万美元)。伯克希尔每年都会在年报中披露这些企业的业绩，除此之外，伯克希尔只披露不包括商誉摊销和利息在内的税前和税后收益的详细信息。这些业务总计约占伯克希尔在 1997 财年营业收入的 18%(未分配商誉摊销和利息费用)。在完成收购 GeneralRe 之后，这一比例将有所下降。

巴菲特：“一套《世界百科全书》价值 600 美元，不过有人想出了用 25 美分就能买到的办法”。
——1998 年 9 月 16 日

公司分部

我们将剩余的资产、收益和资本置于“公司分部”，该分部主要由债务、非保险商誉、非保险投资、股东出资和管理成本组成。保险商誉的下降和将债务置于公司层面，导致公司“资本”占用最小化。伯克希尔业务的多元化不适合为财报列报目的而将债务下放到运营层面。我们可以将公司分部归入投资板块，以解决这一问题，但债务显然也在为其他业务提供资金，因此我们倾向于单独列示投资板块。

从资本配置机器的角度看伯克希尔

从概念上讲，我们认为伯克希尔是一家创造并再投资资本的企业，其投资回报率始终高于投资者通常获得的回报率。事实上，可以说沃伦巴菲特在 SternStewart 出现之前就完善了经济增加值(EVA)的概念(为了方便起见，我们使用了 EVA 术语，尽管伯克希尔使用了自己的术语来描述它的资本管理方法)。

“奇怪的是，如果一家企业赚到了一定数额的钱，而其他一切都相同，那么它的资产越少，它的价值就越高，

这是一个真正的矛盾。这在会计账簿上是看不出来的。"

"真正理想的企业是不需要任何资本投入就能运营的企业，因为事实已经证明，资本无法让任何人在商业中获得竞争优势。这些才是伟大的企业。"

"在一个伟大的企业里，你不需要任何资本投入"。

——巴菲特在斯坦福商学院客座演讲(1990年4月18日)

EVA 背后的理念是，投资必须为其使用的资本收费：巴菲特很早就明白了这一点，尽管他继续经营伯克希尔纺织厂多年，因为该厂不消耗现金，而且出于对工人、管理层和传统的尊重，他限制了资本使用，而不是不加选择地将资本投入一个永远无法弥补资本成本的企业。从那时起，伯克希尔收购的每一项业务都从资本成本角度进行了合理化调整，任何多余的资本都被转移到其他地方，以提高生产效率，增加回报。

巴菲特："价值投资和增长投资是一体的。增长是价值的一部分。是同一方程式的一部分。增量资本的回报率是其关键"。——1986年股东大会，引自《杰出投资者文摘》。

如今，伯克希尔集合了许多以适当回报创造资本的企业(如喜诗糖果)，以及其他消耗资本但产生正 EVA 的企业(如 Flight Safety 和 Executive Jet)。如果无法通过 100%购买一家产生正 EVA，并符合伯克希尔其他投资标准的企业来投资，那么这些资本就会被投入到其他地方。

巴菲特："如果一个生意每年都能给你带来越来越多的收益，而你却不需要投入任何资金，或者只需很少的投入，那么这个生意就太棒了。我们有一些这样的企业。如果一个生意需要资本投入，而你把钱再投资的回报非常令人满意，那么这个企业也是非常优秀的。最糟糕的生意是增长很快的生意，而你被迫增长只是为了不被淘汰，并且你再投资的回报率非常低。有时，人们身在其中而不自知"。

——1998年股东大会，引自《杰出投资者文摘》。

公司的少数股权投资也没有忘记 EVA 背后的基本概念。我们相信，根据 SternStewart 于 1998 年 11 月 9 日发表在《财富》杂志的一篇文章[<America's Greatest Wealth Creator>](#)，可口可乐、吉列、美国运通和迪斯尼都产生了可观的正 EVA，这并非巧合。然而，根据 SternStewart 的计算，巴菲特的金融服务投资在 EVA 规模上的表现却不尽如人意。

EVA=税后经营性利润 NOPAT-资本成本 WACC，MVA=市值-投入资本(股本+债务+留存利润)

(正如我们在之前的研究中所指出的，我们认为 Stern Stewart 计算金融服务业特别是保险公司 EVA 的方法，需要大量的改进，才能被认为是可信的。使用这种方法无法对天气敏感的公司进行有意义的分析，而系统地低估索赔准备金和高估账面价值的公司将获得有利的分数，尽管在经济上这是错误的答案。这种方法不利于为总回报进行投资的保险公司，也不利于承保业务线较长并持有巨额损失准备金的公司。与其他行业不同，财产意外保险中的 MVA 市场增加值和 EVA 之间的相关性极低，尽管两者应该相互跟踪，但这证实了这些问题)。

为了说明伯克希尔的资本使用方式，我们使用伯克希尔的分部数据，来估算每个分部产生的收益中，用于业

务再投资的金额。下表显示了结果。我们使用的方法非常不精确。例如，我们是通过分析剔除股息和投资价值变化后的资本变化，来估算再投资金额；可能还有其他变化(如与收购有关的变化)，我们无法将其计算在内。不过，作为一般指引，我们认为这种方法是合理的，它清楚地表明企业的大部分经营性收益并没有再投资于企业，而是被母公司用于其他方面，这与大多数公司保留收益的做法相反。

从良性循环的角度看伯克希尔

虽然伯克希尔的业绩记录无可争议，但投资者想知道的是，这样的记录是否能持续，以及如何持续(注意，伯克希尔自己也曾警告说，历史的高回报是不可持续的，但相对于市场的超额收益是可持续的)。

伯克希尔业绩的可持续性并不是一个学术问题，因为这是股票估值的直接依据之一。我们相信，业绩的驱动因素在很大程度上是可以识别和评估的；巴菲特和芒格的天才之处在于设计了一个能够持续创造股东价值并将其制度化的系统。通过这一过程，他们创造了一个"良性循环"，即过去的正确决策为未来的正确决策创造了机会。

查理芒格：我在沃伦很年轻时听他说过，好企业和烂企业的区别在于，好企业会让你做出一个又一个简单的决定，而烂企业则会让你带来可怕的选择，这些决定极难做出。.....判断好企业和烂企业的方法之一，就是看哪家企业一次又一次地让管理层做出蠢事，哪家企业一次又一次地让管理层愉悦地做出无需思考的决定。

——1998 年股东大会，引自《杰出投资者文摘》

我们之前经常使用"良性循环"的概念，因为它非常适合保险业：一家拥有成本或承保优势，且管理得当，避免了重大损失的保险公司，使得管理层和资本能够在这个周期性行业的适当时刻抓住机会。在行业周期中较为有利的时刻，使得公司获得更大的边际收益，从而为公司在竞争更为激烈的时期进一步取得优异业绩奠定了基础。

以下是我们认为与创建伯克希尔"良性循环"最相关的一些业绩要素。其中一些是独一无二的，因此应成为该股票的主要投资考虑因素：

合伙关系

我们始终认为，管理层及其态度是投资一家保险公司最重要的一个因素。伯克希尔管理层从任何意义上都将股东视为自己的合伙人。高级管理层只领取微薄的薪水，而且到目前为止，其净资产大部分都投资于该公司。公司没有股票期权计划或其他员工福利来稀释股东价值。巴菲特曾表示，他个人 99%的净资产都直接投资于该公司。巴菲特和芒格与其他股东按比例直接分担公司的任何损失。

股东认同(Buy-in)

管理层投入了大量时间和精力，持续且清晰地阐述其管理理念。此外，伯克希尔通过践行其所信奉的原则，

兑现了对股东的承诺，管理层也坦率承认自己不常犯的错误。因此，该公司拥有无与伦比的股东忠诚度，并能以极大的灵活性为股东的长期最佳利益行事。我们认为，这使得伯克希尔在收购方面具有竞争优势，因为它可以从长期的视角下做出决策，而收购的范围并不局限在上市公司的层面。

巴菲特的才能在很大程度上是一种性格方面的天赋：耐心、自律和理性……从这个意义上说，巴菲特的性格和职业生涯就像一种关于投资和美国商业的公开教程。

——Roger Lowenstein《巴菲特传》

透明且专注

伯克希尔每一个业务部门的每一个人，都明确专注于增加股东价值这一唯一目标。除了少数管理上值得注意的经验教训以外，伯克希尔只投资于那些极度专注且经营着极具竞争力的优质业务的公司。一旦伯克希尔收购了一家公司，此后所有的激励机制都会调整为专注于改善运营，而不是其他方面。运营经理在伯克希尔的整体公司战略或资本配置中不扮演任何角色；既不要求也不鼓励跨部门的协同效应(尽管 NFM 家具商场安放有喜诗糖果车)。伯克希尔没有分散注意力。每个人都明白自己的使命，并专注于本职工作。

说到自己是 NFM 家具商场创始人 Rose Blumkin 的老板时，巴菲特说：我的意思是，任何一个能让 95 岁的老太太每周为他工作七天的人都不必感到羞耻”。——引自 1990 年 4 月 18 日《杰出投资者文摘》

简单

多年来，管理层花费了大量时间来确定他们不想投资的领域以及不想拥有的企业类型。巴菲特和芒格愿意放弃不符合这些标准，但可能是潜在的好点子，因为他们相信，在他们感兴趣并能够理解的投资领域中，有足够多的好点子。作为交换，他们有更多的时间花在重要的事情上。他们也不认为有许多点子值得付诸行动。从伯克希尔股东的角度来看，这种理念不仅降低了风险，也提高了伯克希尔投资成功的概率。

巴菲特：我们做的一切都非常简单，尽管不一定很容易。我们脑海中的检查清单并不复杂。知道自己不知道什么很重要，但有时这并不容易。在我们看来，大多数情况下都无法看清未来，有时则相对困难，但有时却相对容易。这些就是我们要寻找的机会。

——1998 年股东年会，引自《杰出投资者文摘》。

芒格(关于积极的高换手股票投资)：思考过多不全是好事，还会带来额外的错误……大多数好东西都会有不希望看到的'副作用'，思考也不例外。

——1998 年 10 月 14 日在基金会财务官小组的演讲

安全边际

大多数情况下，安全边际被描述为在一项投资中相对价值的大幅"折扣"，这一折扣旨在弥补投资者对业绩的预期出现错误的意外情况。然而，我们认为伯克希尔还采用了另一种方式，即使用概率分布来衡量风险。要符合投

资的条件，概率分布必须符合正态分布，或是向伯克希尔有利的方向倾斜。因此，如果概率分布的不利端，存在无法量化的"尾部"，即使概率分布的有利端，也就是潜在回报，绝大多数对伯克希尔有利，管理层也不会承担这种风险。每一种潜在的损失，都必须是可量化和可理解的，而不是杠杆化的，或受制于重大的未知外部事件的影响。伯克希尔在每项业务中，都在寻找"地震般风险"。

我们认为，这就是为什么管理层在投资中没有基于量化模型并回避对冲衍生品策略，对超级灾难再保险等风险较高的业务收取足额保费，并对地震等事件的总体风险敞口设定偿付限额。因此，伯克希尔所拥有的每项业务或资产，在一个合理持有期内本金损失的概率都很低。这种特性在保险公司中并不多见，因为他们的杠杆率通常比投资者意识到的要高，而且很难获得与他们所承担的风险相称的回报。

此外，我们认为，伯克希尔认为自己所拥有企业的管理层能够提供额外的安全边际。巴菲特和芒格经常评论说，他们只希望投资于那些拥有非常正直管理层的公司，他们可以相信这些公司管理层说的话，以及这些公司的财务报告，这些报告中只会出现一些无心之过。

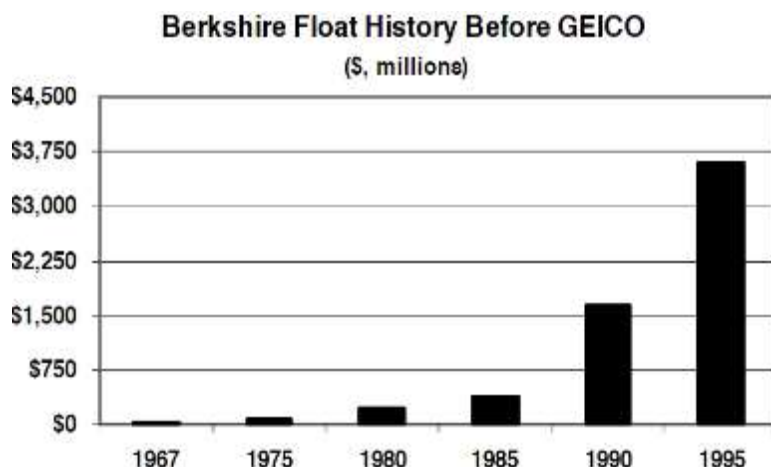
巴菲特：我们认为，遭遇困境或厌恶的小概率事件，无法被高概率获得的超额收益所抵消。如果你的行为是理性的，你就一定会获得良好的回报；在大多数情况下，杠杆只会加速事态的发展。查理和我从不急于求成：我们享受投资的过程远远超过投资收益，尽管我们也经历过这样的过程。——1989 年年报

资本配置

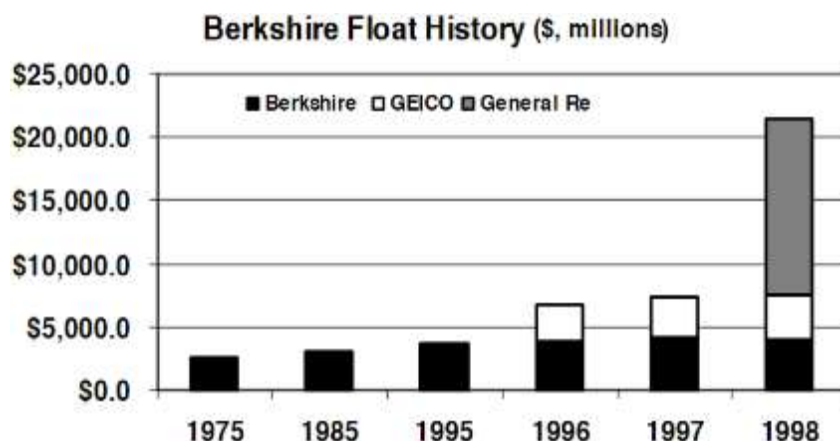
每一分钱的投资都有一套严格的标准。只要有可能，伯克希尔更倾向于以合理的价格购买更多自己已经持有的资产。新的投资需要更高的安全边际。其业务应当产生高回报并产生多余资金。如果企业的现金流无法以高回报重新部署到其业务中，那么伯克希尔将重新配置到其它业务中。

资本成本

伯克希尔拥有 AAA 评级，这降低了公司的债务融资成本并获得了低廉的股权融资成本，而且公司还可以获得大量且不断增加的低成本保险"浮存金"，浮存金虽然归属他人但伯克希尔可以用来投资，通过提供额外的低成本(实际上是负成本)杠杆来源，进一步降低了公司的实际资本成本。



上图显示了伯克希尔在收购 GEICO 之前的浮存金增长情况。1968-1997 年，伯克希尔的浮存金年复合增长率达到 22.5%。下图是叠加了 GEICO 和 GeneralRe 两家保险公司的浮存金。伯克希尔收购 GEICO 后浮存金几乎翻了一番。收购 GeneralRe 后，浮存金几乎增长了三倍。



按百分比计算，这 2 大块浮存金将整个 29 年期间的平均年化增长率提高到 33.6%。收购这些浮存金的成本略高于伯克希尔内部创造的浮存金，这是因为收购 GEICO 和 GeneralRe 支付了溢价；这些额外成本包含在为收购这些公司支付的商誉中。

不受约束的投资领域

伯克希尔是唯一一家投资领域不受限制，且能最大程度灵活配置资本的保险公司。由于伯克希尔在投资和资本运作方面的卓越记录，内布拉斯加州保险部门、评级机构和投资者为伯克希尔提供了其他保险公司无法获得的投资自由。这使得伯克希尔可以将未用于保险业务的任何资本进行投资，以获得股权投资回报，从而消除了超额资本回报率过低的“负担”。由于没有任何竞争对手拥有或可能在合理的时间范围内取得与伯克希尔类似的投资记录，我们相信这是一个压倒性的、实际上是永久性的竞争优势。

虚拟资本

伴随着不受约束的投资领域而来的是“虚拟资本”。典型的保险公司被要求主要以投资级固定收益类证券来支持其赔偿准备金。此外，从实践的角度，典型的保险公司在任何时候都必须保持比其承保业务量可能需要的更多的资本。不用说，在这种情况下，保险公司很难从资本中获得股权类回报。（保险公司必须按足够索赔的利润率来承保，这在当今已经很少发生了，或者以其准备金负债的平均理赔模式衡量，能够从经济上产生有吸引力的回报的利润率承保。该行业的总体资本回报率约为 7%，远低于资本成本和假设的风险水平。）

然而，伯克希尔可以将其所有资本投资于其选择的任何投资领域。保险业务的所有资本都可以为伯克希尔赚取股权类回报。

首选救助投资人

伯克希尔使自己成为企业主的“首选救助投资人”，这些企业主希望在不受干扰的情况下专心经营自己的公司，同时将自己从资本募集、资本配置和投资者关系中解放出来。对于那些真正敬业、专注于运营的经理人来说，伯克希尔是其理想收购者。因此，那些从未向其他人展示过的投资机会，伯克希尔可以优先选择。

此外，伯克希尔有能力立即为各种想法投入资本，无需委员会流程或详尽的招股说明书，这意味着好的投资想法会首先进入奥马哈。我们认为：1)伯克希尔通常只会收购那些只希望自己被收购一次(而不被转售)的企业；2)没有人能第二次从伯克希尔那里得到更好的价格。这也使伯克希尔在收购企业时拥有强大的竞争优势。

长期定位

很少有公司拥有真正着眼于长期利益的股东。因此，公司必须对盈利进行“管理”，并偶尔做出不经济的决策，以避免投资者的短期期望落空。

据我们所知，伯克希尔是唯一一家股东完全以长期利益为导向的公司。这为公司提供了竞争对手所不具备的灵活性，我们认为这是公司的一大竞争优势。管理层本身总是着眼于长期视角，从不为短期利益而损害伯克希尔股东的长期最佳利益。

巨灾再保险业务就是最好的例子，该业务的其他参与者成立了上市公司，其资本专门用于巨灾再保险。这让公司丧失了灵活配置资本的能力，迫使他们在周期不可避免地下滑时进行多元化承保。但伯克希尔可以将资本用在其他地方，因此只需按自己的条件承保业务即可。

巴菲特：投资是世界上最伟大的事业，因为你永远不必挥杆。你站在本垒上，投手就会向你投来 47 美元的通用汽车，39 美元的美国钢铁，即使你不挥杆也没有人会叫你三振出局。

除了等待机会，没有任何惩罚。你整天都在等待你喜欢的投球；然后，当外野手都睡着时，你就站起来去

球。——1974 年 11 月 1 日《福布斯》

竞争优势

伯克希尔的非保险业务预计将拥有某种"护城河"或竞争优势,使其能够在尽可能长的时间内抵御竞争。就被动投资而言,这通常是一个特许经营品牌(如可口可乐、吉列、美国运通)。不过,全资子公司通常在市场份额或成本优势方面拥有某种压倒性的竞争优势。

让沃伦感到骄傲

巴菲特经常说,他的工作就是每天早上跳着踢踏舞上班,配置资本,并为那些独立富有的经理人寻找继续工作的理由,让他们为伯克希尔的股东们付出难以置信的努力。从来没有人知晓他是如何做到这一点的。不过,我们注意到,我们采访过的每家企业的每一位管理者都会不经意地提到,他们希望"让沃伦感到骄傲",让他知道,他在投资这家企业或那个人时,做出了正确的决定,并为此深感高兴。巴菲特身上的某些特质引起人们做出了这种反应。

我们的模型

收益和账面价值增长假设

虽然我们认为短期盈利估计对伯克希尔这样的公司而言毫无意义,但我们还是出于比较的目的,对年度经营性收益(不包括已实现的投资损益)进行了预测,并以此来计算每股账面价值的复合收益率。根据对 1999 年和 2000 年营业利润的下列主要假设,我们预测 1999 年和 2000 年的短期利润增长率分别为每股 15.6%和 24.4%(历史平均增长率为 22%)。预计 1999 年和 2000 年每股现金经营收益分别增长 35.2%和 19.0%。

非保险业务增长约 10%;

GEICO 的保费收入每年增长 18%,1999 年的综合比率为 95.7%(比 1998 年的估计值高 2.7%),2000 年综合比率为 96.2%。综合比率上升主要是广告费用增加 1%,其余部分则反映了行业定价的下降。

我们维持以前的 General Re 模型,但假设如下:1)每年收回约 1.5 亿美元的追溯性保费;2)由于公司有能力接受更大、更多样化的风险,未来两年保费收入增长将达到 5%,好于行业整体水平;3) General Re 持有的 50 亿美元的股票投资组合中,约 20 亿美元投资于期限相对较短的固定收益类证券(我们假设,尽管余下部分最初转入短期固定收益类证券,但很快将会转入股权类投资,从经营性收益的角度看,这是一个较为保守的假设);4)随着公司转向更多的市政证券,投资组合的实际税率在两年内平均下降 100 个基点;5)成本率比我们之前的假设上升了 1%,以反映期权激励计划向现金计划的转换。在这些假设中,保费收入增长的假设对收益几乎没有影响,但投资和税收假设却有重大影响。

加权平均 A 类等价流通股为 151.52 万股。

在估算账面价值增长时,我们假定股票市场的价值在未来两年内每年增长 5%,包括股息的再投资(与 PaineWebber 投资策略小组的观点一致,与我们自己每年增长 10%的长期假定相反),而且伯克希尔股票的表现

超过股市 500 个基点。将这一增量以及再投资收益和每年约 10 亿美元的增量浮存金所带来的 10% 的增值加在一起，1999 年和 2000 年的账面价值增长率分别为 10.4% 和 7.7%。长期来看，如果股票市场增长 10%，伯克希尔将更多资本配置在股票资产上，我们预计账面价值的复合增长率约为 15%。

集中投资

股权集中投资对伯克希尔作为一家保险公司取得成功的重要性怎么强调都不为过。例如，下表比较了财产保险行业的投资资产回报率和相对规模：

伯克希尔承保的保费占该行业总保费的 1.7%，但截至 1997 年底，它持有的股票几乎占整个财产保险行业权益类投资的 24%。这些股票约占伯克希尔保险子公司保单持有人盈余的 85%，而一般财产保险公司的这一比例为 44%。

相对于固定收益类证券而言，由于伯克希尔高度集中于股票，其法定投资收益率仅为 2.6%，而同行业的法定投资收益率为 5.8%。然而，对总回报的影响远远抵消了这一点。伯克希尔投资资产的总回报率达到 21.8%，而同行业的平均回报率为 9.2%。此外，伯克希尔在整个历史上都取得了类似的回报，而不仅仅是在股票牛市期间。

芒格：我们从经营储蓄和贷款业务转向持有房地美股票的经验，证实了我们长期以来一直坚持的一个观点，那就是在一生中的少数几次机会中，如果能够做好准备，迅速采取大规模行动，做一些简单而合乎逻辑的事情，往往会极大地改善一生的财务业绩。如果一个人怀着一颗好奇的心，不断地寻找和等待投资机会，喜欢在涉及多种变量的投资机会中进行诊断比较，当那些数量有限的重大的机会出现时，他便能够清晰地辨认出这些机会。然后，所需要做的就是，在赔率极为有利的时候，利用过去的谨慎和耐心所带来的可用资源，愿意下重注。

——1998 年 Wesco 金融股东大会

伯克希尔的一个不同寻常之处在于其股票投资组合的集中程度。伯克希尔并不是唯一一家采用类似投资方法的保险公司(截至 1998 年 9 月 30 日，Cincinnati Financial 公司将其股东权益的 127% 投资于集中的股票投资组合，Reliance Group 信实集团在过去几年中通过类似的策略使其有形账面价值的复合增长率远高于同行业，但目前已不再采用这种策略)。不过，我们认为伯克希尔在以下两方面做得最明显：1) 在很长的时期内实现了可持续的稳定回报；2) 获得股东、评级机构和监管机构的认可。我们认为，这种认同是伯克希尔特许经营权的重要组成部分，因为与其他保险公司相比，它赋予了公司无与伦比的灵活性。

巴菲特：分散投资是对无知的保护。相对于股市而言，如果你想确保你不会遭遇任何不利，你就应该买入指数..... 但如果你知道如何评估企业价值，那么拥有 50 只股票、40 只股票或 30 只股票可能是疯狂的行为，因为一个人所能理解的优秀企业很可能没有那么多。

——1996 年股东大会，引自《杰出投资者文摘》

内在价值之谜

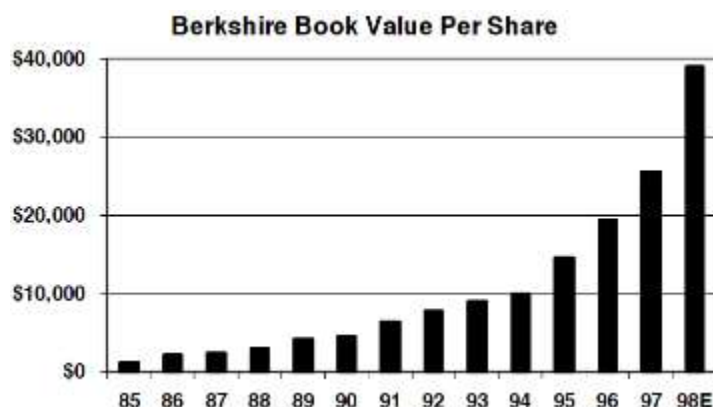
投资者历来难以评估伯克希尔的内在价值。尽管巴菲特和芒格多年来提供了定量信息并给出了一些建议，以帮助投资者得出自己的估值，但是管理层有意不提供估值。

事实上，巴菲特和芒格对其股票交易价位的唯一表态是，他们希望股价与内在价值保持一致，既不明显偏高，也不明显偏低。偶尔，他们也会表示是否认为其股票的估值大致在这个范围内。一些投资者将伯克希尔的内在价值与账面价值挂钩(将账面价值视为封闭式基金净资产价值的代表)，并将超出部分赋予"巴菲特溢价"，而这种溢价通常被归因于某种神秘感。

巴菲特和芒格曾表示，他们不认为伯克希尔的账面价值与内在价值相关，只是账面价值的增长速度应与内在价值的增长速度大致相同。然而，账面价值与内在价值相关这一事实并不排除股票交易价格比账面价值溢价的可能性。账面价值的增长之所以能代表内在价值的增长，是因为伯克希尔一直能以高回报将资本进行再投资(换句话说，它的 EVA 一直很高)。因此，从理论上讲，伯克希尔的内在价值增长与企业的投入资本成正比。然而，大多数像伯克希尔一样能持续产生有利资本回报的企业，其交易价格都比账面价值高，以反映所有者将分享不断增长的未来收益的预期。

关于伯克希尔为何不公布内在价值，巴菲特回答道：首先，我们不知道确切的内在价值，尽管我们可以在一定范围内做出理智的猜测..... 到目前为止，最难计算的价值是我们的保险业务(此时 BRK 还没有收购 GEICO 和 GeneralRe，这两家保险公司的内在价值更高，也更容易估值)。这并不意味着它没有价值。尽管它对伯克希尔估值的影响可能比喜诗糖果或世界百科全书更大..... 在 1960 年代，据我所知只有一家公司定期公布其公允价值。那就是 Bill Zeckendorf 经营的 Webb&Knapp 公司。在每一份年报中，他都会精确到小数点后几位地列出他认为公司的价值。而且总是比公司的售价高出很多。这种做法一直持续到公司破产。我们曾想以 1 美元的价格做空他们的股票，但正如我们的一位朋友(Marshall Weinberg)指出的那样，这太像从煎饼上跳下来了..... 我认为，那些倾向于这样做的人，也就是那些倾向公布自己的股票有多值钱的人，你应该对他们保持警惕。

——1991 年年度股东大会，引自《杰出投资者文摘》



我们对伯克希尔内在价值的看法

我们自己对伯克希尔内在价值的看法是，伯克希尔的内在价值是由保险业务和非保险业务的价值之和组成。

我们并不像按"共同基金"为导向的分析那样对伯克希尔的资产进行单独估值。相反，我们将投资组合视为保险业务

的一部分进行估值。我们采用了基于浮存金的估值方法，我们认为这是对伯克希尔进行估值的最合理的方法。对于那些喜欢纯粹以账面价值或盈利为评估方法的人，我们也同时采用了这些方法。由于许多投资者对伯克希尔的估值有自己的看法，因此在下面的章节中，我们不仅提供了推理的细节，还提供了足够的敏感性信息，以便投资者根据自己的增长和其他假设调整估值。

基于浮存金的估值法

保险分析师一般通过估算收益和预测未来账面价值来对保险公司进行估值，并根据相对股本回报率为收益和账面价值分配溢价。分析师还隐含地考虑了盈利的波动性以及实际账面价值可能低于宣称的账面价值(因为偿付准备金提列不足)的风险。我们自己的方法包括两个额外因素：1)为长期回报而进行投资的保险公司的溢价，以及 2) 现金收益，我们没有将商誉摊销计入成本，因为我们认为商誉摊销是并非实质上的成本。不过，我们也将累计摊销加回账面价值，因此在计算资本回报率时，进行了收购的企业必须达到更高(也更现实)的要求回报率，即原始投资资本的现金回报率。

在对伯克希尔进行估值时，我们还使用了另一种工具——浮存金

什么是浮存金？浮存金是保险公司代表索赔人保管的资金数额。在支付索赔之前，保险公司可以使用浮存金来赚取投资收益。从这个意义上讲，浮存金可以被看作等同于债务。与债务一样，浮存金也为企业提供了赚钱的资本，并承担融资成本。但与债务不同的是，只要保险公司不缩减规模，浮存金就永远不会被“偿还”。从这个意义上说，浮存金不是负债，但在资产负债表中却作为负债列示。对于能够以合理成本获得浮存金，并永久持有的保险公司来说，浮存金实际上是一种资产，而不是负债。

巴菲特：如果有人出价 70 亿美元向我购买 70 亿美元的浮存金，而且我不必为收益缴税，代价是我必须永远退出保险业务，永远不能参与任何类型的保险业务竞争，我会接受这样的提议吗？答案是不会。这并不是因为我宁愿拥有 70 亿美元的浮存金，也不愿意拥有 70 亿美元的现金。而是因为我预计这 70 亿美元的浮存金将会持续增长。——1996 年股东大会，引自《杰出投资者文摘》。

从浮存金上赚取的利润与获得浮存金的成本之间的价差，决定了浮存金的价值。然而，与债务不同的是，浮存金的成本是不确定的。浮存金的规模也是变动的。浮存金可以增长，但增长率难以预测。这两个不确定因素，加上第三个不确定因素，即通过公司实体获取浮存金资产所带来的额外税收负担，使浮存金的估值变得非常复杂。下文将进一步讨论这些复杂因素。但至少，如果以低于无风险利率的成本获取和持有浮存金，那么显然，每一美元的浮存金就具有正价值。

为什么保险分析师通常不对浮存金进行估值？

尽管浮存金的投资收益是大多数保险公司未来收益的主要来源，但保险分析师通常不会对浮存金给予明确的估值。大多数保险股的交易价格高于账面价值，而这种溢价的很大一部分与浮存金的价值有关。事实上，浮存金获得成本与投资回报率之间的价差，与保险股价相对于账面价值的溢价之间存在很强的相关性。具有同等浮存金增长率的公司，如果在历史上以相对于浮存金的投资收益率更高的成本去获得浮存金的保险公司(如 CAN 保险)，或因为频繁调高准备金提列标准，而给浮存金的成本带来不确定性的保险公司，则其股票交易价格相比账面价值的溢价往往较小。一直以较低成本获得浮存金的保险公司，往往以较高的账面价值溢价进行交易(如 AIG、GeneralRe)。

巴菲特：浮存金本身并不是一种恩赐。我们可以向你展示许多保险公司，他们认为产生浮存金是件好事。结果他们在承保方面损失惨重，如果他们从来没听说过保险业务，他们会过的更好。我们的工作就是越来越多的获取保险浮存金，但最重要的是要以低廉的成本获得它。这就是我们的工作。

——1996 年股东大会，引自《杰出投资者文摘》

分析师的问题是，很少有保险公司能够在必要的较长时间内，以低成本生产浮存金，从而将浮存金的成本的不确定性降低到可接受的水平。百慕大的 ACE 公司和 XL 资本公司提供了有趣的例子。它们的历史浮存金成本非常低。然而，这两家公司都成立于 1980 年代中期，其历史不足以使用明确的“浮存金评估法”对股票进行估值，特别是考虑到最近的多元化努力。不过，我们相信，随着时间的推移，如果这些公司能够保持骄人的承保业绩，它们应该能够获得比其他保险股更高的溢价。

为什么我们可以对伯克希尔的浮存金进行估值？

在收购 GEICO 保险之前，使用浮存金法对伯克希尔进行估值是可能的，但我们很可能不会使用这种方法，因为考虑到该公司的业务组合，我们无法对浮存金评估法感到满意。

然而，20 多年来，GEICO 保险一直以极低的成本生产浮存金。此外，其低成本浮存金的来源可追溯到该公司的低成本优势，我们认为这种优势是可持续的。因此，我们认为按照浮存金成本法对 GEICO 保险进行估值是合理的。

多年来，国民保险公司和伯克希尔的其他保险业务通过其长尾业务，如工伤赔偿、结构化结算、超额损失再保险合同和限额再保险，产生了大量浮存金，占伯克希尔收购 GeneralRe 之前浮存金规模的一半以上。

过去 50 年来，General Re 通用再保险公司的综合比率一直略高于 100%。毫无疑问，通用再保可以采用浮存金法进行估值。此外，将通用再保并入伯克希尔后，该公司的浮存金规模基本上增加了两倍。

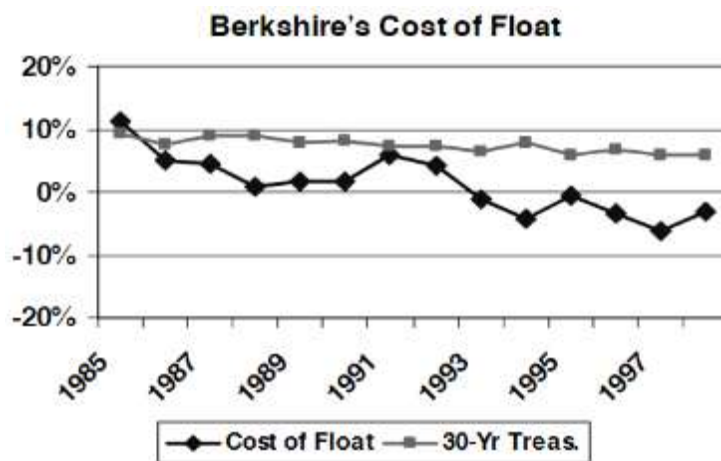
因此，我们认为，如果不分析该公司的浮存金价值，就无法理解和评估伯克希尔的内在价值。

在介绍我们对伯克希尔浮存金估值之前，先对基本的财务概念和数学进行概念性的描述可能会有所帮助。

巴菲特：如果你能预见到我们未来 20 年的浮存金，如果你能对浮存金的规模和成本进行估算，并计算出浮存金的获得成本与无风险政府债券收益之间的差额，你就可以将其折算成净现值。

——1992 年股东大会，引自《杰出投资者文摘》

先从最简单的概念性例子开始，投资者应该愿意支付不超过无风险利率的费用，来使用一年的浮存金。例如，投资者愿意支付最高 5 美元借入 100 美元，并以 5% 的回报率进行投资。再进一步说，投资者应该愿意支付不超过浮存金本身的金额，以获得以无风险利率永久投资浮存金的权力。例如，投资者愿意支付 100 美元，以获得以无风险利率永久投资 100 美元的权利。在这个盈亏平衡点上，所支付的 100 美元而放弃的收益，将正好抵消借款带来的投资收益。从保险投资者的角度来看，只要保险公司不缩减规模或清算，保险公司实际上就有能力进行永久投资，或足够接近永久投资，以至于在数学上无关紧要。



现在开始讲三个复杂一点的概念。

第一个复杂概念是浮存金的成本。如果投资者偶尔必须支付高于无风险利率的额外费用才能使用浮存金，该怎么办？估值显然会扣除这笔费用。额外的"费用"是综合比率提高的结果，它使浮存金成本高于无风险利率，对大多数保险公司而言，额外的"费用"的不确定性，意味着无法对浮存金进行估值。只有当公司证明其浮存金成本是可预测的，并且低于在无风险利率下的投资收益时，对浮存金进行估值才是合理的。就伯克希尔而言，这一标准已经满足。我们的估值公式包含了一个预期的长期平均浮存金成本费用。

第二个复杂概念是浮存金规模的增长。投资者会为未来可能增长的浮存金规模支付更高的价格，因为投资收益会逐年增加。然而，对于周期性保险行业中的大多数公司来说，估计未来浮存金规模的增长是很困难的。此外，在将期限拉长至永久的计算中，历史增长率会导致不切实际的高估值，甚至是离谱的估值。为了解决这个问题，我们进行了三段式计算，如下图所示。在前五年，我们估计伯克希尔的浮存金将以每年 15% 的速度增长。这相当于预测的保费收入增长率的 75%，而 GEICO 保险的浮存金在过去就是按这样的速度增长的(我们的假设是，鉴于其卓越的增长率，GEICO 保险将代表伯克希尔除通用再保以外的大部分保险业务。然而，到 1995 年，在收

购 GEICO 之前，伯克希尔自己的保险浮存金规模以每年 21.0% 的复合率增长。虽然这一历史速度是不可持续的，但伯克希尔的浮存金规模应该能够以比整个保险业更快的速度增长)。下一个五年，我们假设伯克希尔的浮存金将按 11.25% 增长，即 15% 增长率的 75%。我们假设通用再保的浮存金将在前十年内，每年增长 5%，因为它获得了与伯克希尔相关的协同效应。

为了检验第一个假设是否合理，我们假设美国汽车保险市场每年增长 4%，并使用这些增长率预测了 2008 年 GEICO 保险的市场份额。2008 年 GEICO 的市场份额将达到 13.5%，略高于 Allstate 目前的市场份额，也落在我们对 GEICO 保险在这一时期的预期范围之内。通用再保的浮存金将比现在大约多出三分之二。巴菲特曾表示，他预计通用再保的规模将在 10-15 年内翻一番。我们用浮存金来代表保险公司的规模，是因为我们认为伯克希尔看重的是浮存金的增长而不是保费收入的增长，并据此“激励”管理层。

第三个复杂概念与税收有关。为了产生浮存金，伯克希尔必须通过保险公司运营，而保险公司是一个对股东的资本造成双重征税法人实体。巴菲特曾评论说，对于伯克希尔的股东来说，这些公司税成本约为浮存金的 1%。在估值中，这一成本应该从产生浮存金的保险资本中扣除。

基于浮存金的估值

估值

在估算出十年后的浮存金规模之后，我们计算出浮存金最低的估计投资收益(无风险利率减去预期承保损失或浮存金成本)，然后用第 11 年及以后的无风险利率和预期增长率的差额将该收益资本化。十年后我们假定 GEICO 的浮存金增长率比预期 3% 的 GDP 增长率高出 1%，GeneralRe 的浮存金增长率等于预期 3% 的 GDP 增长率。

请注意，在下面的计算中，我们假定 GeneralRe 每年的浮存金成本比其长期历史平均水平高出 1%。管理层估计，将 GeneralRe 的股票期权计划转换为现金计划的成本将使承保业绩增加约一个百分点。

此外，我们假设 GEICO 和 BRK 保险的综合比率为 100%。但实际上，汽车和超级巨灾险业务必须以长期盈利来承保。在浮存金价值的基础上，我们再加上有形账面价值、伯克希尔估计的年末递延税项负债的 50%(以反映这样一个事实，即根据公司投资的低换手率策略下，该负债的时间价值低于其名义价值)，以及伯克希尔非保险业务的价值(根据 1999 年 FirstCall 的盈利预测，使用了 26.5 倍市场市盈率，如下文所述)。

非保险业务

伯克希尔涉足从航空培训到家具零售的方方面面。其中一些企业具有强劲的增长潜力，而另一些企业则是高股本回报率的业务，这些企业产生的现金超过了内部增长所需的现金，并将多余的资金用于伯克希尔的投资。这些业务在 1997 年的总收入为 37.35 亿美元。在过去十年中，这些企业的每股经营收益增长了 20.8%，这还不包括所有的投资收益。拉长到 20 年和 30 年，业绩表现更好一些。综合来看，它们的收益在财富 500 强中排名第 243 位。对于一家盈利持续增长超过 20% 的《财富》500 强企业，您愿意为其支付多少钱？

使用股息贴现模型计算 20% 的增长率会得出一个荒谬的估值，因为理论上计算出的伯克希尔规模，最终会超过整个美国的 GDP。如果我们假设伯克希尔能以低于其资本成本 50 个基点的速度永久增长，那么我们得出的价值将超过 310 亿美元，相当于 100 倍的市盈率。显然，公开市场不会支付这个价格(除非我们将公司更名为 e-Berkshire.com)。

为了进行比较，我们使用了 1999 年估计收益的市场倍数，得出的价值为 90 亿美元。然而，考虑到标普 500 指数的盈利增长速度，远远低于伯克希尔的历史增长速度，这些企业应该获得比市场倍数更高的溢价，因此这可能是正确估值的底部。从根本上说，高增长率是因为所有业务的股本回报率都很高，任何多余的资本都会以正的 EVA 进行再投资。

(由于标普倍数是所有标普指数公司估值的加权平均值，因此顶级公司的估值通常高于该平均值)。

对假设和我们没有假设的事情的敏感性分析

我们的一些假设是保守的。我们提供了敏感性分析，以便读者可以调整估值。

GEICO 的保险业务

在过去十年中，GEICO 的法定综合比率平均为 96.5%，在此期间，GEICO 经历了较高的利率环境，包括多年来承保了一些利润较低的业务，如房屋保险。在此期间，公司由不同的管理层运营，没有伯克希尔的支持。我们相信，如果 GEICO 在目前的条件下运营，其业绩会更好。

尽管如此，我们还是采用了 100% 的综合比率假设，部分原因是近期汽车保险市场的竞争日趋激烈，部分原因是按照 GEICO 的增长率，新业务的收购成本会增加综合比率的负担，因为业务组合会向新保单倾斜。然而，从长远来看，如果 GEICO 的综合比率如此之高，我们将感到惊讶。在计算中并没有考虑继续扩大其“利差”。

伯克希尔的其它保险业务

总的来说，我们认为，由于伯克希尔自身的承保业务(不包括 GEICO)，历来比我们假设的更赚钱，因此用于确定浮存金利差的 100%综合比率是保守的。伯克希尔总的浮存金成本(包括 GEICO)每变动 1%，每股价值变动 8,423 美元。

GeneralRe 通用再保的保险业务

虽然 GeneralRe 历史上的承保综合比率略高于盈亏平衡点，但大部分浮存金都是在利率和通货膨胀率高企的时期产生的，而利率和通货膨胀率对长尾再保险公司的综合比率影响尤其大。在今天的利率环境下(或 6.5%的利率环境下)，我们预计平均综合比率将低于历史平均比率。

我们还假设，由于新激励计划的成本，综合比率将上升 1%，但事实上，情况可能恰恰相反。作为伯克希尔公司的一部分，GeneralRe 应逐步转向更高级别的超额再保险交易，这将带来更好的承保利润率。如下文所述，GeneralRe 的浮存金成本每变动 1%，每股价值变动 4,562 美元。

投资业务

我们并不打算在这里给予伯克希尔的投资技巧更多赞美。

我们使用的 6.5%投资回报率是估计的长期国债收益率，而不是股票收益率(虽然这高于当前的无风险利率，但我们不认为当前利率代表长期平均预期利率。此外，还存在一个补偿因素，因为我们为两家公司使用的投资利率和无风险利率之间的平均“利差”远低于历史平均水平，而历史平均水平是在通胀率和利率较高时期形成的)。此外，伯克希尔的业绩表现历来优于股票市场。如下所述，浮存金利差每变动 1%，每股伯克希尔股票的价值变动约 12983 美元。

非保险业务的价值

1999 年非保险业务的估计收益(不包括利息和股息)每变动 1 倍 PE，伯克希尔每股价值就变动 224 美元。

增长

这两家公司在前十年中每增长 1%，每股价值就增加 14201 美元。

在头十年之后，改变浮存金增长率有一些特殊的、重要的考虑因素：

伯克希尔的浮存金增长率(包括 GEICO，但不包括 GeneralRe)，在第十年后到永久每提高 0.5%(即从超过 GDP 的 1.0%增加到超过 GDP 的 1.5%)的影响，每股 BRK 股票增加 30,881 美元。

十年后，GeneralRe 的浮存金增长率每提高 0.5%(即从 3.0%提高到 3.5%)对每股 BRK 股票的影响为 4,561 美元。十年后，GeneralRe 的浮存金增长率提高 1%(达到 4.0%)，对每股 BRK 股票的影响为 12,771 美元。

用于计算这两个敏感性假设的公式是非线性的，因此，例如 0.5%的变动不能通过加倍来确定 1%变化的影响。此外，增长率越接近无风险利率，价值估算的可靠性就越低，因为利率的每一个微小变化都会对得出的价值产生巨大影响。

当增长率接近无风险利率时，理论值接近无穷大，但"树木不可能长到天上去"。由于经济学的基本局限性，我们不建议将伯克希尔增长率提高 0.5%以上，将通用再保的增长率提高 1%以上。

投资者可以通过多种方式，最终导致成长股当前的增长率下降，所有这些都会带来重大的预测问题……对于成长股，不加批判地使用传统的贴现公式尤其可能是危险的，因为……成长股代表了长期投资的终极目标。

——《成长股与彼得堡悖论》Growth Stocks and the Petersburg Paradox，大卫杜兰德 David Durand，《金融杂志》，1957 年 9 月

十年后，我们的示例中显示的增长率是我们最放心的增长率。我们假设伯克希尔浮存金的增长速度可以略高于 GDP 的主要是因为，除了业务的基本前景外，还在于如果我们对这些保险业务的假设被证明是错误的，伯克希尔还可以从其他的保险业务实现增长。然而，仅仅因为十年后的浮存金永久增长率相差 1%，GeneralRe 与伯克希尔之间的浮存金价值，就会产生巨大差异，这应该提醒投资者注意，伯克希尔并不是一家"一成不变"的企业，当其中一家运营公司的增长达到自然极限时，它会继续保持适当的股本回报率，但所产生的多余资本会被用于投资其他增长前景更好的业务。因此，我们认为伯克希尔比一般公司更接近永久增长企业的定义，尽管这种企业并不真正存在。

Estimated Value of BRK -- Float Method				
	Estimated Float			
	BRK	GRN	Total	
12/31/98	\$7,800.0	\$16,000.0	\$23,800.0	
1999	\$8,970.0	\$16,800.0	\$25,770.0	
2000	\$10,315.5	\$17,640.0	\$27,955.5	
2001	\$11,862.8	\$18,522.0	\$30,384.8	
2002	\$13,642.2	\$19,448.1	\$33,090.3	
2003	\$15,688.6	\$20,420.5	\$36,109.1	
2004	\$17,453.55	\$21,441.5	\$38,895.0	
2005	\$19,417.08	\$22,513.6	\$41,930.6	
2006	\$21,601.50	\$23,639.3	\$45,240.7	
2007	\$24,031.67	\$24,821.2	\$48,852.9	
Est. float after ten years(1)	2008	\$26,735.23	\$26,062.3	\$52,797.5
Investment return (2)	6.5%	6.5%		
Cost of float (3)	0.0%	2.0%		
Spread = (2) - (3)	6.5%	4.5%		
Tax burden	1.0%	1.0%		
After tax spread on float (4)	5.5%	3.5%		
Income on float/year 11 = (1) * (4)	\$1,470.4	\$912.2	\$2,382.6	
Discount rate	5.3%	5.3%		
Growth rate	4.0%	3.0%		
Capitalization factor (5)	1.3%	2.3%		
Value of float -- end of yr 10 = (4)/(5)	\$117,635.0	\$40,541.3	\$158,176.3	
Present value @ RFR	\$70,186.38	\$24,188.79	\$94,375.2	
Insurance capital			\$42,895.1	
Less: Estimated GRN goodwill			(\$13,000.0)	
Plus: 50% of deferred tax liability			\$5,000.0	
Value of noninsurance businesses @ 26.5X Earnings			\$8,992.8	
Total Value			\$138,263.1	
Per Share			\$91,253	
Sensitivity Per Share to Assumptions:				
1% Change in Growth Rate of Float (1st Ten Years) =			\$14,201	
1% Change in Cost of BRK Float =			\$8,423	
1% Change in Cost of GRN Float =			\$4,562	
1% Investing Performance Over Risk Free Rate =			\$12,983	
Source: Company financial information and PaineWebber estimates.				

Source: Company financial information and PaineWebber estimates.

基于账面价值的估值

虽然过于简单化，但账面价值是保险投资者常用的衡量价值的方法，而且我们认为，鉴于伯克希尔的储备金相对于保险行业的保守性，账面价值尤其适合伯克希尔。巴菲特曾评论说，账面价值并没有什么神奇之处，他并不认为这是一个有用的估值标准。然而，保险投资者倾向于将其作为最常见的估值起点，因为保险公司的盈利能力非常容易受到操纵，而且难以确定。

如前所述，大多数保险股的交易价格较账面价值有溢价。通常，溢价的大小与公司的股本回报率高度相关。如前所述，我们认为以低成本持续产生浮存金的能力是决定溢价的主要因素。然而，能够做到这一点的公司，只要资本管理得当，通常都能获得较高的资本回报率。因此，这种区分实际并不明显。

在此背景下，与其他保险公司相比，伯克希尔可以采用账面价值法进行评估。任何比较显然都是有缺陷的，因为伯克希尔没有真正的可比公司，其保险和投资记录以及价值更高的非保险业务无出其右(这种比较甚至非常困难，因为在我们的评估中，伯克希尔收购了通用再保险后，现在拥有了业内最好的两家特许经营公司。这对其他保险股的估值有着有趣的启示)。但我们认为，缺乏可比性只会低估而不是高估伯克希尔的价值。

我们认为，AIG 是最佳的可比公司，因为它拥有优秀的管理人才、管理层高度集中的所有权、长期成功的业绩记录、积极的业务发展势头和全球机遇。然而，AIG 与伯克希尔之间也存在显著差异。

还有一些公司在某些方面与伯克希尔相似。虽然伯克希尔拥有的资本超过了其目前用于承保的资本，但大多数保险公司也拥有大量超额资本。例如，Cincinnati Financial 辛辛那提金融公司与伯克希尔非常相似，因为其投资组合集中在少数股票上，这些股票的总市值超过其整个市值的 100%(有趣的是，辛辛那提公司从未被视为伯克希尔那样的封闭式共同基金)。

芒格：规模还有另一种优势。在一些企业中，事物的发展本质就是，逐级向一家公司的压倒性优势发展……这往往会导致赢家通吃的局面。例如，杰克韦尔奇(Jack Welch)进入通用电气公司时，他说：让它见鬼去吧。我们要么在我们进入的每一个领域成为第一，要么成为第二被淘汰……这是一个非常艰难的决定，但我认为，如果你考虑的是股东财富最大化，这是一个非常正确的决定。——1994 年在南加州大学演讲，引自《杰出投资者文摘》。

Book value-based valuation

Comparison of Selected Publicly Traded Companies to Berkshire Hathaway (as of 1998 Q3)								
Company		Op. ROE at cost	Ttl Return ROE at mkt	Tangible BVPS	Tangible BVPS ex URGL	Cash Op. ROE (ex Goodwill)	Ttl Return ROE (ex Goodwill)	Price / Book 12/31/98
Berkshire Hathaway	BRK			\$27,828	\$14,956	10.6%	24.5%	2.8 X
Amer. Intl. Group	AIG	14.9%	15.8%	\$24	\$22	14.9%	15.8%	3.9 X
Allstate	ALL	20.8%	22.2%	\$20	\$15	20.8%	22.2%	1.9 X
Cincinnati Financial	CINF	11.8%	19.2%	\$29	\$12	11.8%	19.2%	1.3 X
General Re	GRN	16.5%	18.5%	\$102	\$69	16.8%	18.8%	1.8 X
Progressive	PGR	20.0%	22.9%	\$33	\$33	20.1%	23.0%	5.1 X
XL Capital Ltd.	XL	12.2%	18.6%	\$27	\$27	12.7%	19.1%	1.8 X
Average		16.0%	19.5%	\$39	\$30	16.2%	19.7%	2.6 X

上表是伯克希尔与其他财产保险公司(包括收购前的通用再保险)的价格与账面价值关系对照表。

我们认为，AIG 是最佳的可比公司，因为它拥有优秀的管理人才、管理层高度集中的所有权、长期成功的业绩记录、积极的业务发展势头和全球机遇。如上表所示，高股本回报率与高市净率呈正相关。由于伯克希尔的资本回报率一直是同类公司中最高的，因此我们认为伯克希尔应该获得高于账面价值的溢价，达到保险公司的高端水平。

下表显示了看待伯克希尔公司"账面价值"的三种方法：有形账面价值、GAAP 账面价值(包括商誉)以及有形账面价值加上保险"浮存金"。我们强调了我们认为最合理的价值。

Book Value Method:	Book Value	Price/Book			
		200%	250%	300%	Average
Estimated tangible book/share	\$27,828	\$55,656	\$69,570	\$83,484	\$69,570
Plus goodwill/share	\$11,214				
Estimated GAAP book/share	\$39,042	\$78,085	\$97,606	\$117,127	\$97,606
Float/share	\$15,741				
Tangible book plus float/share	\$43,569	\$87,137	\$108,922	\$130,706	\$108,922
Average of highlighted values:			\$89,409		
Average of all methods:					\$92,033

Source: Company financial information and PaineWebber estimates.

我们认为，伯克希尔应该在有形账面价值的最高值范围内进行交易，因为有形账面价值低估了伯克希尔的价值，忽略了其宝贵的保险“浮存金”价值，也没有考虑商誉，而商誉在伯克希尔无疑是有价值的。我们认为，如上表所示，有形账面价值的 300%是最低合理估值。

我们认为，根据美国通用会计准则(GAAP)的账面价值(包括商誉，但不考虑浮存金价值)，该股票的估值至少应处于区间的中间位置。

最后，我们至少会根据有形账面价值加浮存金，对伯克希尔进行下限估值。这一估值为浮存金价值提供了安全边际。不过，请记住，在基于浮存金价值的估值中，我们估计一美元的浮存金价值要高于其名义价值。

由于浮存金和商誉之间存在重复因素，因此同时包含浮存金和商誉的估值不包括在内。伯克希尔的大部分预估商誉来自 GeneralRe 和 GEICO 的保险业务，这反映了它们的浮存金价值。

基于收益的估值

我们的第三种估值方法考察的是伯克希尔的收益，包括其在被投资公司“透视收益”中所占的份额。1997 年，伯克希尔的主要被投资公司报告的税后“透视收益”为 6.38 亿美元(不包括 Travelers 公司的透视收益，因为我们认为 Travelers 公司在 1998 年和 1999 年不会包括在内，所以我们省略了该公司的透视收益)。

下表说明了基于收益估算的最低和最高价值。我们对伯克希尔非保险业务收益的市盈率估价介于 1999 年估计收益的 26.5-30 倍之间。我们将保险业务分为 GEICO 保险和其他保险业务，GEICO 应获得溢价估值。我们对 GEICO 的估价在 128-145 亿美元之间，我们认为，相对于与其最接近的同类公司 Progressive 前进保险公司来说，这是一个合理的溢价。其他保险业务的估值在 230-260 亿美元之间。相比之下，GeneralRe 收购前的市值为 180 亿美元，根据公布的收购价计算，收购价值为 220 亿美元(我们还没有听到任何人说该收购价格过于慷慨)。

我们的估值中包括伯克希尔总回报投资业绩超出市场回报的增量。这相当于预测超额收益对平均长期资本收益的影响。一些保险公司多年来非常成功地实践了总回报投资，并通过其股票投资组合为股东创造了可观的增量价值。我们在估值分析中使用股票的总回报率来捕捉这种方式创造的价值。其他公司则纯粹为了收益而投资，我们对这些公司的估值不包含任何增量投资因素。

在下表中，我们对公司年末股票投资组合的预期价值，采用了比标普 500 指数高出 400 个基点的最低值，和比标普 500 指数高出 700 个基点的最高值。相比之下，伯克希尔在过去 5 年中的平均跑赢市场 6.4%，过去 10 年

中的平均跑赢市场 8.0%，过去 20 年中的平均跑赢市场 10.7%，过去 30 年中的平均跑赢市场 11.8%。虽然随着公司规模的扩大，跑赢市场变得更加困难，但收购 GeneralRe 的浮存金应能极大地克服这一劣势。

我们使用市场倍数来计算总回报投资增量。从数学上讲，如果收益流的增长速度比股票市场收益快 700 个基点，其现值表明市盈率为 46.3 倍。虽然这听起来很惊人，但它只是反映了复利的力量。鉴于伯克希尔的业绩记录，我们并不认为我们的超额收益假设不切实际，但使用市场市盈率会增加保守的因素。

Earnings-Based Valuation	-----Low Estimate of Value-----				-----High Estimate of Value-----		
	1999 Earnings	P/E	Value	Per Share	P/E	Value	Per Share
Noninsurance earnings	\$496.8	26.5	\$13,166.5	\$8,689.7	30	\$14,905.4	\$9,837.44
GEICO	\$485.0	26.5	\$12,852.5	\$8,482.5	30	\$14,550.0	\$9,602.85
Other insurance earnings	\$1,448.2	16	\$23,171.4	\$15,292.9	18	\$26,067.9	\$17,204.53
Berkshire cash operating earnings	\$1,945.1	19	\$36,337.9	\$23,982.7	21	\$40,973.3	\$27,041.97
Look-through earnings	\$748.3	26.5	\$19,830.0	\$13,087.6	40	\$29,932.0	\$19,754.81
Investing incremental value	\$1,665.16	26.5	\$44,126.7	\$29,123.2	26.5	\$76,055.0	\$50,195.52
Total	\$4,358.52		\$100,294.6	\$66,193.4		\$146,960.3	\$96,992.30

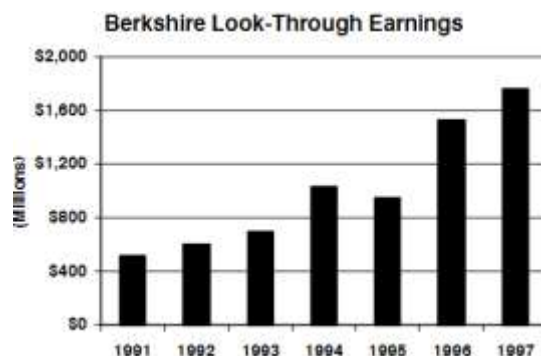
Source: Company data and PaineWebber estimates.

透视收益

收益估值的最后一个因素与透视收益有关。当伯克希尔持有一家公司的股份不足 20%，因此不采用权益法核算其投资时，就会采用透视收益估值。按照权益法，伯克希尔将获得其对应的收益份额。然而，根据对低于 20% 的被投资公司采用的成本法，伯克希尔只确认收到的股息。这对那些保留大部分盈利用于再投资或通过回购股票而不是分红来分配盈利的公司尤其不利。用市盈率计算透视收益是计算伯克希尔价值增量的合理方法。

GAAP 会计准则使用 20% 的界限来区分对被投资方有重大影响和无重大影响的投资者。一家在多元化投资组合中只拥有许多公司一小部分股权的公司，显然不应该将其在这些经营收益中所占的份额记入自己的名下。然而，大型股权投资是伯克希尔运营战略的基础，伯克希尔通常也有董事会代表。我们认为，可以公平地说，伯克希尔对其被投资公司的活动具有一定程度的影响力。因此，在对股票进行估值时，我们会考虑"透视收益"。

下图展示了"透视收益"的近期历史，但有两点需要注意：1)1995 年的"透视收益"没有披露，是由 PaineWebber 估算的；2)伯克希尔并不总是将每项大型投资都包括在内，因此每年的数字并不完全一致。尽管如此，总体趋势还是显而易见的。



我们对伯克希尔的被投资公司采用了 25-40 倍的 FirstCall 预期透视收益估值。伯克希尔旗下公司往往以高于市场的估值进行交易。我们认为，市场正在捕捉一些基于盈利的估值法捕捉不到的东西，即这些公司的特许经营价值，以及其稳定盈利增长预计将持续的时间长度。

之前基于盈利估值法显示的低估值，与基于账面价值和浮存金估值之间的差异，主要归结为伯克希尔的股权投资，在基于盈利的低位估值中，没有按照市场价格估值。伯克希尔的交易价格一般不会大幅低于其公开持有股票的价值。因此，我们认为，基于收益的低位估值，凸显了当前市场的低效率。对于希望以低于其股票投资组合实际交易倍数的价格购买伯克希尔股票的投资者来说，该股票目前应该具有吸引力。

比尔盖茨：我认为科技股的估值倍数应该比可口可乐和吉列等股票的倍数低很多，因为它们会受到规则变化的影响”。——《巴菲特与盖茨论成功》，1999 年 1 月 17 日，公共广播系统。

伯克希尔的保险业务

伯克希尔的保险业务包括 GEICO 保险、其汽车直保业务、由国民保险公司(NationalIndemnity)经营的超级巨灾再保险业务，以及其他业务，包括商业卡车运输、公共汽车风险、奖金保险、内陆海运货物、异常或大型财产保险风险、犯罪和职业责任保险(通过 Kansas Bankers Surety 堪萨斯银行家担保公司承保)、工伤赔偿(通过 Cypress Insurance 赛普拉斯保险承保)、结构化结算、信用保险(通过 Central States Indemnity 中部州保险承保)、意外和健康保险以及其他类型的再保险。国民保险公司还通过 Homestate 公司在几个州承保标准商业险。国民保险公司通过 90 家总代理销售其保险产品。

Berkshire 1997 Market Share by Line		
	NWP	Market Sh.
Credit A&H	\$25.9	9.0%
Reinsurance	\$820.2	7.0%
Auto liability	\$2,228.9	3.1%
Auto physical damage	\$1,292.1	2.7%
Other	\$249.4	N/M
Total	\$4,616.6	1.6%

按保费计算，GEICO 保险是伯克希尔迄今为止最重要的保险业务。然而，近年来，由于实际赔付率低于长期预期水平，超级巨灾业务对盈利的贡献不成比例。

伯克希尔的再保险业务是一项难以归类的业务。1997 年，国民保险承担了 8.360 亿美元的再保险(法定承保保费)。其中 55.6%来自伯克希尔的六大客户，包括排名第三的 GeneralRe。这些业务的性质各不相同。有些是超级巨灾保险，有些是高等级超额再保险，有些是财务导向型再保险。预计随着时间的推移，GeneralRe 业务的损失不会对伯克希尔产生任何影响，因为 GeneralRe 将只会持有保费不会扩张。

Composition of BRK's Insurance Business			
Earned Premiums	1995	1996	1997
GEICO	-	\$3,091.6	\$3,481.8
Property cat	\$260.0	\$268.0	\$309.9
Other	\$697.5	\$758.2	\$969.4
	\$957.5	\$4,117.8	\$4,761.1
Percent Change			
GEICO			12.6%
Property cat		3.1%	15.6%
Other		8.7%	27.9%
		N/M	15.6%
Business Mix			
GEICO		75.1%	73.1%
Property cat	27.2%	6.5%	6.5%
Other	72.8%	18.4%	20.4%
	100.0%	100.0%	100.0%

其他大额保险合同可能会为买方带来不同的目标；例如，签订 Farmers 合同的初衷是为了降低公司的经营杠杆。1998 年，该合同不再续签，因为公司的经营杠杆已经降低到足以允许 Farmers 保留这项业务。因此，伯克希尔每年的再保险费可能会有很大变化。

其他一些大额保险合同是与 GeneralRe 的竞争对手签订的，它们未来的业务量可能会受到交易的影响；然而，再保险公司通常与伯克希尔合作，部分原因是国民保险是满足再保险公司独特需求的唯一合适的能力来源。此外，有些合同可能有很大的限制要素，其中浮存金要转给客户。因此，合同的经济效益可能与保费数额不符。

Reinsurance Premiums Assumed					
	1997	% of Ttl	1996	% of Ttl	% Change
Farmers Insurance Exchange	\$183.9	22.0%	\$184.2	26.8%	-0.1%
American Re	\$97.7	11.7%	\$97.1	14.1%	0.6%
General Re	\$90.0	10.8%	\$68.5	10.0%	31.4%
Employers Re	\$54.8	6.6%	\$59.0	8.6%	-7.1%
Munich Re	\$29.8	3.6%	\$39.0	5.7%	-23.6%
Lloyd's of London	\$8.8	1.1%	\$34.0	4.9%	-74.1%
Other	\$370.9	44.4%	\$206.6	30.0%	79.5%
Total	\$836.0	100.0%	\$688.3	100.0%	21.4%

为什么是保险业务？

财产保险既不是一个令人兴奋的行业，也不是一个充满活力的行业，更不是一个不断增长的行业。事实上，这是一个产能严重过剩的行业，目前正面临着严重的问题。然而，伯克希尔刚刚大幅增加了对这一业务的投资。除了显而易见的原因，包括：1)一项资产的价格具有吸引力，而股票市场不愿意为其支付全部价值；2)能够产生更多的浮存金。伯克希尔为什么要这么做呢？

巴菲特:如果美国的管理层都大幅改善,那么股本回报率就会好很多,这一点目前并不清楚.....

投资的秘密之一就是竞争不激烈。

我之所以更深入地了解一些业务的细节,只是因为我与管理这些业务的人共事了很长时间,而且我乐在其中。例如,我和 Ajit Jain 几乎每天晚上都在谈论再保险。我根本没有提高他的决策质量。但这是个有趣的游戏,我喜欢听,他也不介意谈论。

——1998 年年度股东大会,引自《杰出投资者文摘》。

我们认为答案是,某些管理极其出色的保险公司,尽管其业务特点并不令人振奋,但却取得了持续诱人的回报。而且,经营良好的保险公司会产生资本,而不是消耗资本。这对伯克希尔来说总是很有吸引力。

此外,保险业的特点是缺乏定价和保证金信息透明度,而且经常出现幼稚的资本和不合格的管理。这些因素抑制了盈利能力,但也使保险业成为应用博弈论的理想领域。在保险业中,即使"博弈"的结果是集体亏损,一家公司也能把牺牲他人的利益当作是成功。奇怪的是,同一家公司通常能够年复一年地做到这一点,而其他公司却从未成功过。

没有什么比修复一家表现不佳的保险公司更难的了,而一家表现出色的保险公司则拥有难以打破的"盈利文化",再次出现"良性循环"。这些特点充分发挥了伯克希尔的优势。例如,伯克希尔拥有的公司所具有的优势,使这些公司的表现优于同行业,比如 GEICO 保险具有成本和优质服务的优势,再保险业务拥有智力资本、风险偏好和金融资本的优势。

伯克希尔会收购更多保险公司吗?

鉴于伯克希尔收购了通用再保险公司(GeneralRe),以及巴菲特对保险业的持续关注,许多人都在问伯克希尔是否可能收购其他保险公司。一般来说,我们不打算猜测伯克希尔可能或不可能收购什么公司。不过,为了记录在案,我们确实对保险业有一些总体看法。我们认为,伯克希尔愿意拥有少数其他具有特许经营权的保险公司,而且我们怀疑很快就会出现此类收购。过去两个明显的候选者(但从未被收购)是州立农业保险公司(StateFarm)和 USAA 保险公司。不幸的是,我们认为 USAA 不太可能转为公开股票并出售自己。现在伯克希尔拥有了 GEICO 保险,我们认为它不会再收购另一家个人保险公司,除非 USAA 的管理层被雷击中,从而创造了一个机会。

(USAA 保险公司, United Services Automobile Association 联合服务汽车协会,1922 年 6 月 20 日由 25 名美国陆军军官在德克萨斯州圣安东尼奥甘特酒店成立,最初被称为美国陆军汽车协会。1924 年,当其他美国军事服务的委任军官有资格成为会员时,更名为联合服务汽车协会。1928 年,内部派系争夺公司控制权威胁到了公司的长期生存能力。最终成员同意从外部聘请一位领导人,Ernest Hinds 少将成为总经理。Hinds 维持了公司的稳定性,并一直工作到 1941 年去世。作为一种自我相互保险,当时保险公司认为他们作为军官是高风险群体,因而无法购买汽车保险。USAA 已经扩展到为过去和现在的武装部队成员、军官和入伍军人及其家人提供银行和保险服务。USA 是直销概念的先驱,它的大部分业务是通过互联网或电话进行的,使用员工而不是代理人。1960 年代,其大部分业务都是通过邮件进行的。在 1960 年代后期,USAA 开始从邮件向基于电话的销售和服务过渡。1978 年开通免费电话,1999 年 6 月通过其网站开通互联网销售和服务。1960 年代开始提供房主和人寿保险,1970 年代开

始提供经纪和投资管理服务，1980 年代开始提供银行服务。2009 年 9 月至 2013 年 8 月期间向平民提供受限会员资格。此会员资格提供了使用 USAA 的投资产品、大多数银行存款产品和人寿保险的机会。由于资格限制，非军事成员的汽车和财产保险单不包括在内。2020 年 5 月嘉信理财以 18 亿美元完成收购 USAA 的投资管理和经纪账户。)

我们认为，很少有其他保险公司能满足伯克希尔以极低成本持续产生浮存金的特点。美国国际集团(AIG)规模太大，不适合出售。Chubb 丘博保险可能被认为是一个候选者，但我们认为，除了伯克希尔之外，其他公司会愿意为 Chubb 的特许经营权支付更高的价格。一般来说，我们不会在报告中花时间猜测伯克希尔可能会买什么。目前，最有可能的答案是"什么都不买"。

关于 USAA 的客户忠诚度。

巴菲特：USAA 像是一座教堂。(1998 年 11 月 24 日)

GEICO 保险：高效运营

按保费计算，GEICO 是美国第七大汽车保险公司，1997 年的总体市场份额为 3.1%，与 USAA 和 Progressive 保险公司不相上下。1998 年，我们预计 GEICO 的份额将上升到约 3.5%。根据其较高的增长率，我们预计到 1999 年，GEICO 将成为美国第五大汽车保险公司和最大的直接承保人(不通过代理人直接向被保险人销售保险)。此外，鉴于其独特的战略，我们预测到 2008 年，GEICO 将成为美国三大汽车保险公司之一。

我们认为，自从被伯克希尔收购以来，GEICO 已经从一家杰出的保险公司发展成为一家非凡的公司。根据 1997 年的保险费(不包括投资收入)，GEICO 在财富 500 强中排名第 279 位。就其本身而言，我们对 GEICO 的估值至少为 1998 年估计法定收益的 28 倍，即 120 亿美元(每股 BRK 股票 8100 美元)。与此相比，最接近 GEICO 的可比上市公司是 Progressive 保险，其目前的市值超过 110 亿美元。

我们认为，Progressive 的估值通常应低于 GEICO 保险，因为：1)它主要是一家代理承保公司，正在开发更有价值的、类似于 GEICO 的直销渠道；2)其资本回报率限制将阻止其在一个周期内快速增长(见下文讨论)；3)Progressive 主要是一家非标准汽车保险公司，这是一项有吸引力的业务，但其特许经营保费低于构成更大市场的 preferred 保险和 standard 保险。(风险等级 Preferred>Standard>Substandard，等级越高保费越低)

我们认为伯克希尔与 GEICO 合作的故事非常精彩：GEICO 是巴菲特在 1951 年师从本格雷厄姆时亲自买入的一只股票(当时格雷厄姆为 GEICO 董事长，于是他在公司总部与 Lorimer Davidson 进行了著名的访问)。1976 年，GEICO 因早年产品定价过低而濒临破产，巴菲特买入了大量 GEICO 股份。

GEICO 由 USAA 保险公司的会计师 Leo Goodwin 于 1936 年创立，他模仿 USAA 向军官直销的策略，将目标锁定在美国政府雇员身上。GEICO 在首次盈利后的 35 年里一直保持盈利，直到 1970 年，联邦工资和价格管制

以及无过失保险对公司造成了冲击。

不准确的准备金导致公司产品定价不当，1975 年 GEICO 损失了 8500 万美元。董事会解雇了现任管理层，新任 CEO-Jack Byrne 迅速采取行动，通过将费率提高近 50%、削减成本和重新核保业务，挽救了公司，使其免于破产。与 Jack Byrne 会面后，巴菲特开始在公开市场购买股票。他还与哥伦比亚特区保险专员交涉，在关闭 GEICO 之前给予其更多时间，并参与了 GEICO 继续经营所需的再保险计划。

作为资本结构调整的一部分，Jack Byrne 聘请所罗门兄弟公司(SalomonBrothers)承销 7600 万美元的股票发行。伯克希尔以每股 9.2 美元的价格购买了发行股票的 25%，进一步增加了其在 GEICO 的所有权。

1976 年后，GEICO 恢复盈利。受其低成本结构、直销和汽车业务潜力的吸引，伯克希尔保留了投资。到 1995 年，通过 GEICO 的股份回购，伯克希尔在 GEICO 的股份已增至 51%，但由于与哥伦比亚特区监管机构签订冻结协议，伯克希尔并未将该公司视为受控投资。

在经历了"濒死体验"之后，GEICO 以优异的利润率和增长率重新获得了优秀汽车保险公司的地位。GEICO 一直是个创新者，1941 年 GEICO 首次收购了汽车修理厂，二战后 GEICO 将目标锁定在退伍军人身上，并充分利用了婴儿潮。然而，在 1980 年代，GEICO 并没有抓住汽车保险业的机遇。由于管理层担心重蹈 1970 年代的覆辙，公司的内部文化回避了增长战略。

1995 年新任 CEO-TonyNicely 开始执行一项更专注的战略，摒弃了所有非生产性业务线，GEICO 全力以赴，开始真正挖掘其作为直销商的增长潜力。

1996 年初，为了应对这些变化，伯克希尔收购了 GEICO 剩余的股份，该公司继续采取更加以增长为导向的战略。1988-94 年间，GEICO 的净承保保费增长速度比同行业快 3.8%左右，而从 1995 年到 1998 年(估计值)，GEICO 的增长优势扩大到 10.7%。自 1995 年以来，GEICO 的续保保费增长率逐年上升。

GEICO Written Premium Growth vs. Industry						
	1995	1996	1997	1998E	-----Average-----	
					1988-94	1995-98
GEICO	12.8%	13.7%	16.9%	20.0%	9.8%	15.8%
Auto Insurers -- Total	5.3%	5.6%	5.4%	4.0%	6.0%	5.1%
Difference	7.4%	8.0%	11.4%	16.0%	3.8%	10.7%

Source: Company financial information, A.M. Best, and PaineWebber estimates.

直接承保人：致力于进一步渗透市场

在过去五年中，直销商在行业保费中所占的份额并没有显著增加，这主要是因为另一个主要的直销商 USAA

在此期间并没有增长。虽然自 1930 年代以来，直销就已成为汽车保险行业的一部分，但直到最近，直销的重点要么是亲密性团体，如退役军官或政府雇员(USAA 和 GEICO)，要么是紧紧围绕在某一地理区域内(20 世纪)。因此，美国直销市场的真正潜在规模尚不得而知。不过，目前约 10%的市场渗透率似乎还有很大的增长空间。

只有两家主要的直接承保人 GEICO 和 USAA，在 1996 年 GEICO 开始努力之前，这两家承保人都没有尝试积极发展。在英国等其他一些国家，直销所占的份额要大得多。直销的吸引力在于它能为消费者节省大量费用。虽然许多客户愿意为获得私人代理而支付更多费用，但直觉上，这些客户的比例不可能是目前的 90%或接近 90%。

我们认为，"婴儿潮"之后的一代人越来越愿意为自己的购买决策负责，他们更看重快捷服务、便利性和独立性，互联网购物等现象就体现了这一点。随着人口结构的变化，接受直销的客户比例可能会增加。

如下表所示，直接承保人尽管能够给予较大的折扣，但其综合比率一直高于一般的大型个人保险公司(我们将 HoraceMann 视为直接承保人，因为其代理人面向的客户群类似于 USAA 类似的亲密团体)。

PP Auto Liability Combined Ratios by Year				
	1994	1995	1996	1997
Direct Writers	103.6%	94.1%	89.8%	90.8%
Captive Agency Writers	104.7%	101.1%	98.4%	100.8%
Independent Agency Writers	97.9%	105.3%	103.4%	101.5%
All Companies	100.2%	102.5%	100.2%	99.5%
Direct Writers:				
20th Century Insurance Group	113.0%	88.5%	89.8%	79.3%
GEICO	99.3%	97.5%	91.3%	95.7%
Horace Mann Insurance Group	99.6%	97.1%	84.7%	86.8%
USAA	102.6%	93.1%	93.3%	101.3%

Source: Statutory financial information and PaineWebber estimates.

我认为，越来越明显的是，在市场上，直接承保人和代理承保人之间确实存在着差距，而且这种差距确实在不断扩大... 我们现在的判断是... 批发市场内的汽车业务对任何人来说都不再是一种有效的经营方式... 在过去的一年里，非标准个人汽车保险业务的性质发生了变化，[由于直接承保人有能力通过大量的技术投资和较低的价格来扩大市场份额]，我们无法在全国大部分地区的新游戏规则下获利。——1999 年 1 月 11 日，《BestWeek》援引 Penn-America Group 首席执行官 Jon Saltzman 的话，描述了他退出非标准汽车市场的决定。

原因在于这些公司的费用结构极具竞争力，如下所示。独立代理承保人已无法用更好的损失经验来抵消高昂的费用。值得注意的是，GEICO 和 20thCentury 保险公司的费用率还受到沉重的营销成本的影响，这也是这两家公司高速增长的原因。例如，据我们估计，1998 年 GEICO 在广告方面的支出占其综合费用率约 3%。按同行业中更为典型的增长率计算，这些公司的费用率优势将会更大。

PP Auto Liability Expense Ratios by Year				
	1994	1995	1996	1997
Direct Writers	13.2%	13.3%	13.5%	13.9%
Captive Agency Writers	20.5%	20.3%	20.4%	21.7%
Independent Agency Writers	26.7%	26.9%	25.0%	25.0%
All Companies	23.1%	23.2%	22.2%	22.5%
Direct Writers:				
20th Century Insurance Group	8.4%	9.6%	10.0%	9.8%
GEICO	14.1%	13.7%	13.9%	14.8%
Horace Mann Insurance Group	19.4%	19.9%	19.2%	19.3%
USAA	11.0%	10.1%	10.9%	11.8%

Note: Expense ratios exclude policyholder dividends.
Source: Statutory financial information and PaineWebber estimates.

GEICO：汽车保险业的 Borsheim's 家族

自伯克希尔收购 GEICO 剩余股份以来，公司的战略在直接承保人乃至整个行业中都是独一无二的。我们将 GEICO 视为汽车保险业的 Borsheim's。与伯克希尔的珠宝公司 Borsheim's 一样，该公司利用其低成本结构和规模经济优势，在全国市场上吸引了越来越多的业务份额。通过这种低成本战略，Borsheim's 已发展成为美国第二大珠宝商，管理层相信，该公司在单一地点的经营规模已位居美国第二。

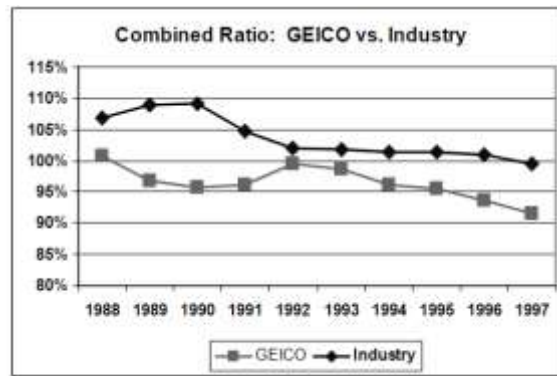
在现任管理层的领导下，GEICO 的战略得到了明确和细化，这样管理层就不会被多元化的冲动所干扰，也不会随股票市场或保险周期的变化而改变业务重点。

GEICO 修改了薪酬计划，将重点放在关键的价值驱动因素上，并加强和奖励取得正确成果的人。我们认为，任何其他公开上市的保险公司都不会或不可能模仿这一计划，原因我们将在下文中解释。也没有迹象表明任何非上市公司有这样做的动机。

GEICO 根据所实现的增长率和成熟业务的盈利能力向管理层支付薪酬。这一战略包含几个微妙的概念：

1)只对成熟业务的盈利能力进行衡量。因此，管理层可以在市场营销和第一年的损失率上持续投入，而不会对薪酬产生任何影响。由于股东的限制，上市公司不会这样做。2)管理层被大力"激励"，以发展和建立规模效益所固有的特许经营价值。薪酬计划使 GEICO 能够在竞争激烈的行业周期性压力下保持增长。3)季节性业务的利润必须高于行业平均水平。这意味着，管理层不仅必须发展呼叫中心，以处理不断增加的新申请量，还必须建立与续保业务增长相适应的服务能力。我们认为，服务方面的限制是制约增长的主要因素。

在过去的十年中，GEICO 的综合比率平均比同行业高出 7.2 个百分点，仅在 1992 年和 1993 年这两年，即薪酬方案改变之前，比同行业高出不到 5 个百分点。



Source: Company financial information and PaineWebber estimates.

虽然汽车保险是一种大宗商品业务，不像软饮料业务那样具有品牌定价权，但知名度确实在一定程度上传递着特许经营的价值。在其他条件相同的情况下，顾客更愿意购买熟悉的、具有良好形象的品牌。

当业内其它公司在实现增长方面遇到困难时，GEICO 的增长战略却取得了成功。例如在 1998 年前 8 个月，GEICO 的有效保单(PIF)增长率为 19%，管理层表示全年增长率应为 20%。通过近似计算，GEICO 第四季度有效保单数必须增长约 22%才能实现这一目标。此外，管理层还指出，它预计增长将在目前的水平上保持或加快。

巴菲特：可口可乐...经常会进行必要的投资，以建立装瓶基础设施，并迅速利用[新]市场...你知道你必须这样做。你有一项出色的业务。你想把它推广到全世界。你想尽可能快、尽可能充分地利用它。如果你愿意，可以计算一下投资回报。但在我看来，计算只是在浪费时间。因为你无论如何都要这么做，你知道你想长期主导这些市场”。——1998 年年度股东大会，引自《杰出投资者文摘》

尽管增长速度加快，但据我们了解，“转化率”(签订保单占电话咨询的百分比)保持不变，客户投诉率保持不变，续保率和损失率(根据可比续期保单的年限计算)保持不变。这表明新业务的质量与 GEICO 现有保单的质量相当。此外，我们还独立调查了各州的保险部门，包括 GEICO 最大的大多数州，并注意到该公司的投诉率一直处于行业最低水平。

由于其质量标准得以维持，我们预计 1999 年 GEICO 的营销预算将再次增加。此外，只要该公司遵循这一战略(伯克希尔不可能改变这一战略)，我们认为没有理由不继续增长一段时间。鉴于该公司在成本方面的优势，我们预计其加大的营销力度应能转化为有效业务的增长，并能维持在目前的水平上。

例如，如果 GEICO 在未来五年的有效保单 PIF 年增长率约为 20%，随后五年的 PIF 年增长率为 15%，假定该行业的 PIF 年增长率为 4%，那么该公司十年后的市场份额将达到 13.5%。虽然这个目标很激进，但考虑到 GEICO 独特的战略，我们认为这并非不合理。此外，这与巴菲特对该公司的评价是一致的，而且将比 Allstate 保险目前的份额高出约一个百分点。这将使 GEICO 成为美国第二大汽车保险公司。

我们预计到 1998 年年末，GEICO 的账面保单将增加 100 多万份，有效保单将超过 350 万份。GEICO 从

1990 年代中期开始专注非标准和标准市场的增长，由于公司已经占据了很大一部分 Preferred 市场，因此 Substandard 和 Standard 市场的增长应继续高于优先市场的增长。

我们应该注意到，有效保单 PIF 增长与保费增长并不相同，因为保险费率变化会影响后者。目前，费率正在下降，因为保险公司将近期一些异常有利的保险经验回馈给了投保人。因此，在短期内，保费增长应滞后于 PIF 增长。PIF 增长是更重要的数据，因为它决定了 GEICO 的长期市场渗透率。在一个周期内，保费增长大致等于 PIF 增长加上通货膨胀。

巴菲特：去年，该行业实现的利润远远好于其预期或能够维持的水平。激烈的竞争很快就会大大压缩利润空间。但我们对此表示欢迎：从长远来看，严峻的市场有利于低成本运营商，而我们正是低成本运营商，并打算继续保持这一地位。——《1997 年年度报告》

如下表所示，GEICO 的增长来自于向新州的地理扩张以及在其最大州的渗透率的提高。例如，在 1997 年 GEICO 排名前十的州中，只有四个州的五年复合增长率高于 GEICO 的平均增长率。然而，这四个州市场中的两个，纽约州和佛罗里达州是 GEICO 最大的市场，也是有望持续增长的目标市场。1997 年，GEICO 在纽约州增长了 14.4%，在佛罗里达州增长了 20.7%。然而，去年增长最快的是北卡罗来纳州(59.5%)、威斯康星州(34.0%)、亚利桑那州(37.9%)和明尼苏达州(34.9%)，但这些州的初始保费基数较小。

GEICO Top States and Growth, 1991 to 1997					
	1991	% of Total	1997	% of Total	CAGR
New York	\$376.0	19.4%	\$763.8	21.8%	15.2%
Florida	\$252.4	13.0%	\$554.2	15.8%	17.0%
Maryland	\$222.5	11.5%	\$347.4	9.9%	9.3%
Virginia	\$180.9	9.3%	\$261.0	7.5%	7.6%
Texas	\$140.5	7.2%	\$187.4	5.4%	5.9%
California	\$105.4	5.4%	\$160.6	4.6%	8.8%
Connecticut	\$79.8	4.1%	\$125.9	3.6%	9.5%
Georgia	\$94.3	4.9%	\$128.7	3.7%	6.4%
Louisiana	\$43.8	2.3%	\$88.6	2.5%	15.1%
Illinois	\$22.0	1.1%	\$59.1	1.7%	21.9%
Total	\$1,940.5	100.0%	\$3,498.6	100.0%	12.5%

Source: Statutory data and PaineWebber estimates.

房主保险怎么办？

GEICO 并不直接承保房主保险，而是将客户转介绍给 Travelers 保险。房主保险往往是一种"福利性产品"，消费者认为有权以低廉的价格购买。不幸的是，由于过去几十年沿海风险敞口的增加，如果收取反映真实风险的保费，在某些地区将无法投保。其他风险较低地区的消费者越来越不愿意补贴这一不断增加的客户群，这就使得保险公司不得不买单。当 GEICO 认识到房主保险无法赚钱时，它退出了这一业务。

芒格：许多人身险公司在承保房主保险时，现在都能算出，如果我们遇到四倍于 Andrew 飓风这样的情况时(这很容易发生)... 他们的损失会超过许多公司所能承受的范围... 而一旦陷入这种愚蠢的境地，这些人身险公司就会很难受，因为他们不能说，'哎呀，我改变主意了...' 他们一这么说，保险专员就会说，'哎呀，我是民众的代表。我不在乎你们的风险。我不希望看到愤怒担心的房主对我大喊大叫。' 因此，保险专员往往会以一种极不公

平的方式去照顾投保人的利益，而不管这对保险公司有多不公平。因此，除非你愿意完全离开这个州，否则这些保险公司一旦犯了错(进入房主市场)，就很难再停止承保了。

——1994 年 Wesco 股东大会，引自《杰出投资者文摘》

然而，从商业角度来看，许多客户喜欢从同一家保险公司购买房主保险和汽车保险，而且这往往是有利可图的客户。因此，最好能够同时提供这两种产品。然而，使用 Travelers 保险会使 GEICO 依赖于另一家公司的定价和对业务的需求，而且还是竞争对手。

(在 1976 年 GEICO 濒临破产，公司急需获得再保险救助，但 State Farm 和 Travelers 拒绝救助。许多保险公司试图避免过度依赖再保险或类似安排，因为这会使他们在关键时刻变得脆弱。)

以 GEICO 目前的市场份额来看，Travelers 保险的安排似乎并不不利于增长。但在未来的某个时候，GEICO 可能不得不做出艰难的选择，进入房主保险市场。巴菲特曾表示，在适当的情况下，他愿意重返房主保险市场。伯克希尔目前有 40 多万房主客户转介给 Travelers 保险，大约 15% 的客户需要这种产品。如果需要重新进入房主保险市场，GEICO 可以终止转介计划。

我们认为，在 GEICO 的市场份额至少达到目前水平的两倍之前，这个问题对公司来说并不重要；隐含的意思是，我们的估值模型并不要求公司在短期内成为一家房主保险公司。

GEICO 的浮存金

如下表所示，在过去十年中，GEICO 的浮存金收益平均每年增长 10.8%，随着公司保费的持续增长，这一增长速度应该会加快。此外，GEICO 的浮存金的成本是负的，在此期间，该公司实现了 3.5% 的平均承保利润，与国债收益率相比，这是一个显著的正利差。因此，尽管车险业务属于短尾业务，每 1 美元保费产生的浮存金相对较少，但 GEICO 高于平均水平的增长和持续较低的浮存金成本使其成为一个卓越的价值创造者。

然而，即使 GEICO 的浮存金增加了，它对伯克希尔的重要性却降低了。每当伯克希尔进行涉及股票要素的收购时，每股伯克希尔股票内含的平均 GEICO 浮存金就会下降。

然而，低成本的浮存金及其伯克希尔配置资本的强大能力，是伯克希尔获得可观回报的重要经济要素。我们认为，这也是伯克希尔有意收购拥有庞大浮存金储备的通用再保险公司的原因之一。如下图所示，GEICO 的浮存金目前约占伯克希尔总浮存金的 42%。收购通用再保险公司后，伯克希尔的总浮存金将增加约三倍。

GEICO Float and Cost of Float										
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Estimated float (\$, millions)	\$1,462.7	\$1,582.0	\$1,717.7	\$1,916.2	\$2,132.6	\$2,291.6	\$2,480.2	\$2,717.4	\$2,871.9	\$3,091.9
Growth rate	30.1%	8.2%	8.6%	11.6%	11.3%	7.5%	8.2%	9.6%	5.7%	7.7%
Cost of float	0.7%	-3.1%	-4.2%	-3.6%	-0.5%	-1.3%	-3.9%	-4.4%	-6.4%	-8.4%
GEICO float per BRK share	\$1,276	\$1,380	\$1,499	\$1,672	\$1,856	\$1,945	\$2,106	\$2,307	\$2,331	\$2,509
BRK Float	\$1,497.7	\$1,541.0	\$1,630.0	\$2,070.0	\$2,510.0	\$2,624.7	\$3,066.6	\$3,607.2	\$6,702.0	\$7,300.0
% Change		2.9%	5.8%	27.0%	21.3%	4.6%	16.5%	18.0%	6.2%	8.9%
GEICO % of Total	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	42.9%	42.4%

Source: Company financial information, A.M. Best, and PaineWebber estimates.

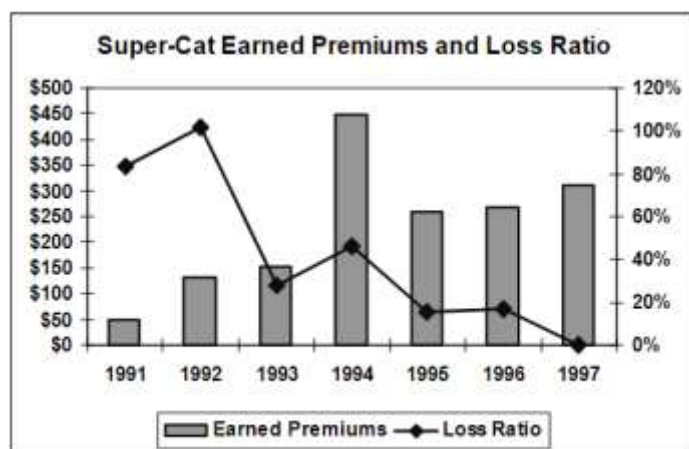
巨灾再保险

伯克希的国民保险公司(National Indemnity)是针对灾难事件的高超额再保险市场的领导者。该公司通过向那些被其超大承保能力和无与伦比的高赔付级所吸引的客户销售产品，来解决保险产品的大宗商品属性问题。这必然意味着伯克希尔不参与竞争更激烈的大宗商品化交易，并允许其承保规模根据现有机会进行大幅调整。

巴菲特：如果你觉得每天都要投资，你就会犯很多错误。这不是那种生意。你必须等待机会。保险也类似。
——1996 年年度股东大会，引自《杰出投资者文摘》

国民保险公司将在任何单一灾难事件中承担高达 10 亿美元的税前风险(由于伯克希尔在收购通用再保险公司后拥有了更大的风险组合和更大的资本基础，我们预计这一限额还会提高)。1994 年是伯克希尔的巅峰之年，该公司赚取了 4.47 亿美元的巨灾险保费，并获得了 2.4 亿美元的承保利润。1997 年，由于这项业务的竞争大大加剧，保费收入大大减少，仅为 3.099 亿美元，但由于全球气候条件极为有利，承保利润达到 2.83 亿美元。

伯克希尔没有按产品线分配承保费用，因此我们不知道巨灾险业务的综合比率或承保利润。不过，假设该产品线的承保费用率不超过 15%(可能偏高)，我们估计伯克希尔自 1991 年以来的平均综合费用率约为 55%，其中包括 1992 年的损失率为 101.5%的 Andrew 飓风。



Source: Company financial information and PaineWebber estimates.

伯克希尔甚至在 1994 年遭受 Northridge 地震巨额损失时还实现了承保盈利。当然，这比长期平均预期结果要好得多。如果采用同样的假设，1991 年以来的累计税前承销利润将超过 8.65 亿美元，估计每股 BRK 股票价值

为 371.75 美元，这还没有考虑额外积累 8.65 亿美元浮存金进行投资对投资回报的影响。

尽管 1997 年的业务量略有增加，但由于竞争的原因，我们预计巨灾险业务量在一段时间内将继续下降。市场仍在疲软，甚至价格纪律没有伯克希尔那么严格的保险参与者，也在退出市场的某些部分。自 1994 年 Northridge 地震以来，还没有发生过重大损失事件。此外，虽然该产品对信用敏感，但在市场疲软的情况下，高赔付级的投标差价缩小(high claims-paying 是指超出固定限额之外部分的保险赔付，比如赔付 20-30 亿范围的索赔)。因此，伯克希尔发现，虽然公司愿意承担巨额损失风险并且信用可靠，但越来越难以获得与之相适应的保险溢价。

巴菲特：我们没有像保险公司通常所做的那样去分散风险，我们是让风险集中。——《1991 年致股东信》。

最后，另一家 AAA 级保险公司州立农业保险(State Farm)最近与百慕大的 RenaissanceRe 再保险公司联合设立了一个 30 亿美元的再保险机构。该机构将为非美国市场承保每起事故最高 5 亿美元的最高级超额巨灾再保险，并与伯克希尔公司直接竞争。从 State Farm 的角度来看，其既定战略是实现业务多元化和资本杠杆化。虽然该机制肯定能实现后者，但其对多元化的影响并不明显。潜在的损失肯定会多元化，但该机制只能提供更多的保费，对保费风险分散的影响不大，却使 State Farm 面临巨大的增量巨灾风险。

即使考虑到 State Farm 通过信用证和止损再保险将风险资本化(从而避免投入实际资金和降低投资收益率)，我们对其资本边际回报率的估计也低于 1.5%。换句话说，State Farm 将近 30 亿美元的资本置于巨额风险之中，以赚取投保人资本的额外 100-150 个基点(1-1.5%)。与上市公司不同的是，State Farm 的管理层可以这样做，因为他们不需要赚取资本回报率，他们使用的是"别人的钱"，属于投保人的钱。

巴菲特：在我们认为价格合适的情况下，我们总是可以大规模承保几乎所有类型的财产意外险...当然，当其他人急于开展业务时，我们也会承保，但在这种时候，我们往往发现自己的价格高于市场。实际上，我们为保险买家和经纪人提供了大量的备用承保能力。

全国最大的家族拥有的保险经纪公司之一的掌门人，长期以来一直是伯克希尔的股东...他自然会尽最大努力为客户服务。同样自然的是，当 1987 年保险市场急剧疲软时，他发现其他保险公司的价格比我们愿意提供的价格还要低。他的反应是：第一，把所有业务都放到其他保险公司；第二，购买更多的伯克希尔股票。他说，如果我们的价格真的有竞争力，我们会接到他的保险业务，但他不会购买我们的股票。

——《1987 年致股东信》。

在很长一段时间内，我们预计对超额巨灾险产品的需求将会增加。在未来 20 年内，预计全球天气模式将造成高于平均水平的损失，全球经济的日益增长将提高保险价值，从而增加对该产品的长期需求。随着损失恢复正常，周期性的定价压力最终将得到缓解，特别是在伯克希尔擅长的较高层级。然而，在短期内，我们预计国民保险公司的业务将萎缩，除非发生重大灾难。

由于伯克希尔公司的资本实力无与伦比，在市场上长期保持领先地位，并有能力迅速做出承保决定，因此，我们预计伯克希尔将继续保持市场领先地位。投资银行将巨灾险证券化的努力也是潜在的竞争来源，但迄今为止，证券化的准备时间长、成本高，阻碍了证券化市场的蓬勃发展，证券化市场的资本提供者从未经受过实际损失的考验。此外，GeneralRe 再保险的客户关系可为国民保险公司提供稳定的业务来源。

通用再保险公司 GeneralRe

在回答股东关于拓展其他保险业务的问题时，巴菲特表示：我们愿意考虑各种保险业务，但我们发现其中大部分业务都没有意义(不挣钱)。未来 10 到 15 年，我们会做其他事情。这是必然会发生的。但我不能告诉你会有什么。就价值而言，我们要做的最大的一件事可能就是收购 GEICO。我们还会做其他事情。但谁知道会是什么呢？——六周后，伯克希尔宣布收购通用再保险公司。

尽管在美国主要再保险公司中，GeneralRe 再保险公司或许拥有最传统的文化，但它已不再是"你父亲的再保险公司"。作为伯克希尔的一部分，GeneralRe 再保险公司拥有得天独厚的优势，在新的全球再保险市场上，该公司在战略上处于有利地位，能够应对并抓住不断变化的机遇。公司的使命宣言并未提及再保险，而是指出公司的目标是"成为客户风险评估和风险转移解决方案的首选提供商"。

在再保险公司中，GeneralRe 的承保文化也许是无与伦比的，我们相信它长期以来的优异回报记录足以说明一切。它是为数不多的在承保和管理方面表现出诚信的保险公司之一，而这正是伯克希尔在拥有保险公司时所注重的两点。如下表所示，考虑到财产意外险行业固有的波动性，以及再保险公司的业务是吸收其客户主保险公司的过度波动性，GeneralRe 的业绩稳定性令人惊讶。

General Re Growth						
	5 Years	10 Years	20 Years	30 Years	40 Years	50 Years
Average combined ratio	101.0%	101.4%	102.8%	102.2%	101.3%	100.4%
CAGR, Invested assets/share	19.6%	16.2%	16.9%	16.3%	14.8%	13.6%
CAGR, Book value/share	16.1%	14.9%	16.3%	16.1%	14.5%	13.5%
CAGR, Net premiums/share	22.7%	10.7%	12.6%	13.6%	13.2%	11.7%

Source: Company financial information and PaineWebber estimates.

下表中有个值得注意的特点，即保费收入是变动最大的项目。再保险公司通过投资和控制承保结果来赚钱。虽然保费增长为未来的投资收益提供了动力，但从长远来看，每年的大幅变化的保费对再保险公司的业绩影响并不大。然而，综合比率的波动则是另一回事。国内综合比率平均略低于 100%，而国际综合比率略高于 102%，随着国际再保险市场转向超额再保险或非比例再保险，GeneralRe 的管理层已承诺，随着时间的推移使这一水平与国内业绩保持一致。



Source: Company financial information and PaineWebber estimates.

GeneralRe 再保险公司以其在超额意外再保险领域的专长以及在临时再保险领域特许经营权而闻名全球：

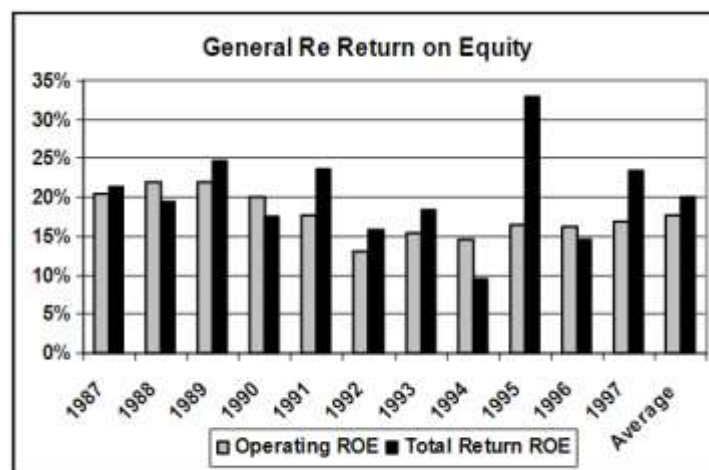
GeneralRe 是出色的临时再保险承保人，也是少数几家在这一技术性极强的业务领域拥有足够规模的公司之一。

(临时再保险 Facultative Reinsurance，是再保险的一种形式。原保险人与再保险人之间无再保险合同关系，原保险人对特定保险业务有再保险需要时，临时与再保险人谈判要求再保险，再保险条件由双方约定。通常临时再保险用于所开不稳定的业务，或合同再保险中未规定的业务[或不愿列入合同]及超出合同限额的业务。临时分保是对固定分保的一种补充，往往由于业务数量较少，对保险的时效和限额事先难于掌握，单独安排合同也不经济，才不得不采用临时分保形式。临时再保险签约后在短期内[一般 30-40 天]就需给付保费。这类业务一般不扣准备金，也不计算纯益手续费。这种再保险业务，通常用于保险公司的承保金额超过其自留额及合约再保险金额的总和时才有必要。其分保的金额，通常为其超过合同部分的全数。该业务所付保费的数额一般要较合同分保高，这是因为双方没有预先订立合约的原因。)

该公司是国内最大的再保险公司，通过自营团队向客户群进行销售，客户群主要是利用该公司的承保和咨询专长的规模较小的区域性客户。GeneralRe 再保险公司还拥有美国第四大超额和剩余保险承保人 General Star Indemnity，以及提供另类市场服务的 Genesis Insurance。最后，GeneralRe 再保险公司还拥有衍生品批发交易商 GeneralRe Financial Products、再保险经纪公司 Herbert Clough、航空风险管理公司 U.S. Aviation Underwriters 和专业投资服务提供商 New England Asset Management。

GeneralRe 再保险公司约 45%的保费来自海外，其中包括公司持有 82%股份的被投资方 CologneRe 科隆再保险公司的保费，CologneRe 再保险公司是世界上历史最悠久的再保险公司，也是总部设在德国科隆的一家大型国际再保险公司。通用再保险公司于 1994 年收购了 Cologne Re 再保险公司的大部分股份，使其首次在国际上占有重要地位。GeneralRe 再保险公司在欧洲的战略是利用不断增长的意外险市场，以及从传统的低利润比例产品向超额再保险形式(包括临时分保产品)的转移。该公司目前在 30 多个国家开展业务。投资 Cologne Re 再保险公司的另一个战略利益是该公司的主要人寿和健康保险业务，我们估计 1998 年的保费收入将达到 13 亿美元。

GeneralRe 再保险公司的资本回报率远远超过同行业，对保险公司而言极具吸引力。最后，该公司在与伯克希尔合并时带来了约 160 亿美元的浮存金，这对伯克希尔来说是一种低成本杠杆。



Source: Company financial information and PaineWebber estimates.

伯克希尔和通用再保险按部就班的合并

巴菲特在宣布 GeneralRe 交易时提到了"协同效应", 他很少使用这个词, 事实上, 他曾指出, 管理者有时会这个词来为过高的收购价格辩护。但在我们看来, 毫无疑问, GeneralRe 交易创造了非常真实的协同效应。正如巴菲特在宣布交易的新闻发布会上所评论的那样, "我们正在创造 Fort Knox"。我们认为, 这是对交易结果的绝佳描述。谁不想拥有 Fort Knox 呢?

巴菲特: 在 10 到 15 年内, 我们将以相当大的优势成为世界再保险市场的第一名。——1998 年 9 月 16 日。
收购通用再保险公司是伯克希尔自其早期作为一家苦苦挣扎的纺织厂以来的所有传奇历史中的分水岭事件。
——Andrew Kilpatrick, 《Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett》(1998 年版)。

伯克希尔和通用再保险合则两利, 分则两伤。伯克希尔可以利用通用再保险的业务开展一些业务, 而通用再保险作为一家独立的公司则无法做到这一点。同时, 通用再保险也为伯克希尔带来了重要而独特的资产。最后, 两家公司在许多方面都有着共同的文化, 尤其是在对承保诚信和资本管理的高度重视方面。

General Re and Berkshire Hathaway: The Synergies Are Enormous		
	GRN	BRK
BRK can do things GRN can't:	<ul style="list-style-type: none"> Has excess capital vs. today's needs "Conservative" investing focus Can't underwrite mega-risks Must buy retrocessional cover Cannot manage to lowest tax rate Must focus on quarterly volatility Rating agency capital constraints 	<ul style="list-style-type: none"> World's best capital allocator Can allocate capital without constraint Mega-risk transfer for mega-profits No longer needed; increases earnings Can manage to lowest tax rate Investors not sensitive to volatility Now removed
And BRK gains significant assets:	<ul style="list-style-type: none"> Generates float at a low cost Exceptionally strong client franchise Mostly long tail casualty reinsurance Enormous float added to BRK Strong base of intellectual capital Owens major E&S writer Only acquirable global reinsurer Captive distribution system World's best facultative franchise 	<ul style="list-style-type: none"> Can put it to work at a higher return No overlap; loves to buy franchise Direct auto and cat reinsurance Loves float Concentrated, at the reinsurance level No overlap, high ROE business Acquires unique asset High value vs. BRK broker system Another unique asset
The companies share a common culture	<ul style="list-style-type: none"> Underwriting-centered culture Total return investing focus Preference for direct distribution Businesslike and nonpromotional 	<ul style="list-style-type: none"> Excels at pricing unusual risks The ultimate in total return GEICO—premier direct auto insurer Just like Buffett himself, and BRK

过剩的资本：通用再保险公司拥有超过了它的需要资本，而伯克希尔能够通过收购其他业务和购买股权来配置资本。

专注于"保守"投资：与所有财产保险公司一样，通用再保险公司实际上必须将支持其运营的大部分投资于高等级固定收益投资。然而，作为伯克希尔的一部分，将随着时间的推移，公司索赔准备金以外的所有资本，按照巴菲特和芒格认为合适的方式重新部署和投资到股票上。如果不用于再保险业务，其资本将以"虚拟资本"的形式存在，即通过投资获得股本回报。

可以承保巨额风险：尽管再保险业务本身涉及承担客户的波动性风险，但通用再保险公司的投资者仍期望它能实现平稳的季度经营收益趋势。但伯克希尔则没有这种限制。

取消再保险保护：作为一家上市公司，通用再保险公司需要通过使用分保再保险来抑制季度收益的波动。根据该公司向再保险公司分出的未偿损失总额约为 20 亿美元计算，我们估计这种做法造成的税后投资收入损失约为每年 1 亿美元，即 1998 年每股损失 1.25 美元。通过取消分保，通用再保险公司将保留更多的保费，这将为伯克希尔提供更多的投资浮存金。

税收优势：除再保险外，通用再保险公司没有多元化的稳定收入来源，因此必须投资一定水平的应税证券，以在损失率飙升时抵御替代性最低税。由于该公司现在将成为伯克希尔合并报税的一部分，因此这一限制已不复存在。此外，更大比例的资本可以投资于股票，而股票的复利可以递延纳税。

收益波动：由于不再受季度和年度收益波动问题的限制，通用再保险公司可以承担和保留更大的风险。

评级机构的资本限制：通用再保险公司现在可以无限制地获得资本，无需维持"票面资本"以支持其 AAA 级债务和偿付评级。

专注：GeneralRe 的管理层将能够集中精力实现业务增长和以低成本生产浮存金的关键战略目标。其他干扰因素，从华尔街的盈利预期、评级机构、SEC 报告到使用过剩资本的必要性都已消除。由于投资职能转移到了伯克希尔，管理层和员工可以专注于诚信承保和客户关系。观察 GEICO 修订后的激励计划为该公司带来的成果，可以看出这种工作重心的改变对 GeneralRe 来说将是非常积极的。

自由现金流：通用再保险公司目前每年带来约 10 亿美元的经营现金流，而这些现金流以前是通过分红和股票

回购重新分配给股东的。以保险浮存金的形式产生现金流的能力，即使在当前竞争激烈的再保险市场条件下增长率不高，对伯克希尔来说也是一种收益。如果根据现金流来评估伯克希尔为通用再保险公司支付的价格，伯克希尔在没有任何协同效应的情况下，最初的现金“投资回报率”为 6.8%。随着时间的推移，这一收益率将随着公司保费基数的增加而增长。

卓越的客户特许经营权：通用再保险拥有 1000 多家国内客户，其中大多数已与公司合作多年，甚至数十年。

主要业务是意外再保险：伯克希尔公司的再保险业务主要以巨灾险或短尾保险为主，与此不同，通用再保险公司主要承保意外再保险，尤其是在美国。意外险业务的专业性是少数拥有成功业绩的公司的特许经营权。此外，意外险再保险的赔付期较长，可最大限度地产生浮存金。

巨大的浮存金：收购通用再保险公司后，伯克希尔的浮存金增加了两倍，使可浮存金投资总额增加 160 多亿美元。此外，与伯克希尔的业务相比，通用再保险公司的业务具有更长尾的准备金，因此浮存金在保费增长中所占的比例增加得更快。因此，通用再保险公司可以比短尾业务以更快的增长速度增加浮存金。

智力资本：通用再保险公司是再保险技术领域的领导者，通过获取衍生品业务方面的专业知识，并通过其新英格兰资产管理业务对综合风险管理技术做出重大承诺，为新兴的风险转移解决方案做好了准备。

专属分销机构：直销客户利润最高，业务持续率高。这些客户属于再保险人，而不是经纪人，经纪人可以随时将业务转给其他再保险人。虽然分销平台之间的区别越来越不明显，而且大多数再保险人现在都接受经纪人的业务，但除浮存金之外，收购中价值最高的资产是 GeneralRe 的客户关系及其分销系统。

最近的收购 D.P.Mann

1998 年秋天，通用再保险公司宣布收购 D.P.Mann 公司，该公司是伦敦劳合社最成功、也是仅存的独立管理代理人之一。我们认为，这项交易主要表明，通用再保险公司需要在世界第三大再保险市场伦敦建立一个更加统一和重要的平台。此前，通用再保险公司在伦敦有多家公司，但没有“旗帜”公司的身份，也没有在市场核心劳合社设立分支机构。我们不会过分解读 D.P.Mann 是一家经纪市场公司这一事实，因为劳合社的业务只能通过经纪商完成，如果想在规模巨大的劳合社市场上有所作为，就必须通过这些中介机构。

巴菲特：我认为可以公平地说，劳合社的问题帮助我们。因为劳合社声誉卓著，20 年前，它是各种大型异常风险的首选，通常也是终选。而事实上，自那以后劳合社失去了一些光彩，这对我们很有帮助……伯克希尔拥有的资本可能比劳合社所有公司加在一起还要多。——1996 年年度股东大会，引自《杰出投资者文摘》

伯克希尔为什么要收购通用再保险公司？

一些观察家认为，伯克希尔收购通用再保险公司是为了使其投资组合从债券转向分散，因为巴菲特认为过去的股票收益是无法复制的。我们认为，很难找到比斥资 220 亿美元收购一家财产保险公司风险更大、成本更高的投资组合分散方式了。然而，从数学角度看，这笔交易确实使伯克希尔的投资组合远离了债券，而巴菲特对股票估值的担忧，以及对不断增加的资本规模进行再投资的困难是有充分证据的，而且几十年来一直有据可查。

我认为，道琼斯指数不太可能在任何重要的时间段内，像过去七年那样暴涨，而且，如前所述，我认为我们相对于道琼斯指数的回报率不可能保持在迄今为止的水平上。——1964 年 1 月 18 日，巴菲特合伙公司致合伙人信

亮眼的回报率(更好的我们有一个夸张的回报率)加上大量新资金的加入，使我们今年的期初资本达到 4364.5 万美元.....过去，我曾多次提出增加资本是否会损害我们的投资业绩的问题.....我现在觉得，我们更接近于增加规模可能被证明是不利的地步。——1966 年 1 月 20 日，巴菲特合伙公司致合伙人信

尽管这项投资对伯克希尔的投资组合产生了短期影响，但从长远来看，收购通用再保险公司将大大增加伯克希尔最终的股票投资敞口，实际上增加了其再投资难题(必须进行越来越大的投资才能产生相同的增量回报，从而缩小了可选的投资范围)。由于管理层是在睁大眼睛的情况下做出这一决定的，我们认为这次收购从根本上说是对投资机会的乐观看法。原因如下：

通用再保险公司资本过剩，伯克希尔必须将所有这些新获得的过剩资本重新部署到回报率更高的业务中。此外，通用再保险公司还将以盈利和保险"浮存金"的形式产生大量新资本，伯克希尔必须在未来对这些资本进行再投资。管理层对浮存金的热情丝毫不减。根据这项交易，伯克希尔的每股投资资产从 1997 年底的 38,586 美元增加到 1998 年底我们估计的 50,000 多美元。固定收益证券只是过剩资本投资的临时选择。为了实现股票回报，伯克希尔最终必须找到其他投资方式。

尽管如此，我们并不认为伯克希尔面临任何增加股票投资组合的压力，原因有以下几点：

首先，巴菲特和芒格先生从来不会受到任何压力。此外，他们首选的资金用途是 100%收购一家运营企业，而不是上市公司的一部分。巴菲特曾表示，从长远来看，他相信机会会不断出现，他要用资本"猎象"。第三，从长远来看，伯克希尔的业绩是通过偶尔做出重大决策实现的，而不是通过不断交易来略微跑赢市场。因此，如果过一段时间才动用这笔资金，并不一定会对公司的长期业绩产生任何影响。

通用再保险公司的风险

当被问及是否对业务、管理、竞争或周期有任何担忧时，巴菲特表示没有。然而，通用再保险公司拥有全球性的衍生品业务，由于其与世界信贷和支付系统非常接近，因此会面临系统性风险。另一方面，General Re Financial Products 在 1997 年秋季的亚洲危机和 1998 年夏季的对冲基金危机中安然度过。

GeneralRe 期权计划的过渡和关键员工的留用也是一个风险。期权是 GeneralRe 公司文化的重要组成部分，但伯克希尔采用的激励计划与之不同。员工薪酬结构的调整对于维持特许经营权和"激励"员工朝着正确方向，以实现伯克希尔的目标、增加低成本浮存金都很重要。

第三，GeneralRe 日益面临着一个艰难的选择，即如何协调其自有分销系统与只能通过其他分销渠道(如经纪人)获得的商机。为了实现增长和满足买方对不同分销方式的偏好，公司最终可能会允许其他分销渠道更广泛地进入公司。然而，在任何情况下，我们预计直销仍将是最主要的营销方式，因为它所创造的特许经营价值高于任何其他方式。GEICO 采用的是 100%自营直销，而伯克希尔则倾向于尽可能直接接触其最终用户客户。(GeneralRe 过去曾尝试过经纪人渠道：它曾拥有一家经纪人再保险公司 NorthStar Re 再保险公司，该公司从未像通用再保险公司那样盈利，最终于 1994 年被出售给 W.R. Berkley；1993 年，该公司成功创立了百慕大灾难再保险公司 Tempest Re，该公司通过经纪人进行营销，最终出售给 ACE Limited。)

最后，GeneralRe 的公司战略是，随着国际市场成为更成熟的再保险购买者，将其触角伸向国际市场，向公司擅长的超额产品过渡。GeneralRe 于 1994 年收购了科隆再保险公司，虽然没有出现明显的问题，但由于再保险市场疲软，加上时间有限，现在评价这次合并是否成功还为时过早。成功执行国际战略是 GeneralRe 收购的一个风险。

管理和继任

关于他何时退休，巴菲特：大约在我死后五到十年。——引自《福布斯》，1992 年 10 月 19 日。

尽管巴菲特比美国国际集团 AIG 的掌门人 Hank Greenberg 年轻五岁，但这个话题并不令人愉快，而且经常出现。先说最重要的一点：如果巴菲特明天就英年早逝，伯克希尔的股票就会下跌，不管内在价值会受到什么影响。这是不容否认的事实。

由于我们不知道 25 年后谁将掌管伯克希尔，投资者在投资时应考虑到这一点。然而，我们的估值中包含的增长假设并不包括任何"巴菲特溢价"，这表明该股票的价值被严重低估。此外，我们的两个估值参数并不预测未来投资的超额收益，而第三个基于盈利的方法则假设超额收益低于历史水平。

巴菲特表示，他不会退休，在他去世后，他的角色将被分工：一个人负责投资和资本分配，另一个人负责运营，"有人负责监督，但不会插手太多，以确保你拥有合适的经理人，并公平对待他们"。我们认为，GEICO 保险的 Lou Simpson 很可能负责投资，因为他目前是伯克希尔唯一被允许进行投资的人，而且巴菲特在股东信和年度

会议上也强调了这一事实以及他的出色表现。

据我们所知，在伯克希尔公司，唯一一个对资本配置决策有深刻见解的人(除了芒格)是负责管理国民保险公司的 Ajit Jain。这是因为，与可以变现的股权投资不同，签订国民保险公司再保险合同的每一个决定，都需要在特定时期内部署资本。因此，需要了解在此期间放弃的资本的替代用途。如果他在组织中的作用在某个时候扩大，我们也不会感到惊讶。

鉴于伯克希尔公司的业务划分，以及管理人员之间缺乏交叉培训，谁来管理运营就更难评估了。巴菲特和芒格曾表示(比如在 1996 年的股东大会上)，这个人已经在公司内部了。伯克希尔拥有许多杰出的运营经理人。

标准普尔指数

伯克希尔公司不在标普 500 指数之列。事实上，标普的首席经济学家曾表示，标普对伯克希尔的唯一担忧是 B 股在指数重新平衡时的流动性。我们相信，一旦在 GeneralRe 合并后进行适当计算，这种担忧将被证明是微不足道的。此外，随着时间的推移，随着 A 股拆分为 B 股，以及收购中使用 A 股转换为 B 股来支付，B 股的数量也在不断增加。

从长期来看，我们认为股票交易符合公司的内在价值，因此，在多年的持有过程中，指数问题并不重要。不过，我们认为有两个因素值得投资者关注：希望跑赢指数的机构如果持有 BRK，可能会更容易一些，因为 BRK 是一只大型、流动性好的股票，在历史上一一直跑赢指数。我们认为，伯克希尔不可避免地会在某个时候被纳入指数。如果届时能获得溢价，我们会提前买入股票。

伯克希尔 A 股和 B 股

每股伯克希尔 A 股可以兑换 30 股 B 股。但是，B 股不能重新组合为 A 股。除了 30 比 1 的兑换比例外，B 股与 A 股的其他区别如下：B 股只有 A 股 1/200 的投票权，其经济价值不变。B 股不参与伯克希尔的慈善捐助计划，在该计划中，A 股股东可以指定伯克希尔捐助的慈善机构。我们认为伯克希尔不会拆分其 A 股。不过，为了防止“伯克希尔单位信托”再次受到威胁，我们认为 B 股最终可能会被拆分。不过，这一点无法保证。

伯克希尔公司及其管理层简史

巴菲特在成为投资奇才之前就是一位商业奇才，伯克希尔的成功在很大程度上归功于他作为商业管理者的高超技能。五岁时，他就在自家门前摆摊卖 Chiclets 饼干。六岁时，巴菲特以 25 美分的价格购买了六罐可口可乐，

并以每罐 5 美分的价格出售，从而拓展了自己的事业。他可能是世界上有史以来最早熟的送报路线经理，14 岁时就经营了五条送报路线，每天送出多达 500 份报纸。他对报纸和媒体的终生兴趣后来催生了《布法罗新闻》的所有权、对《华盛顿邮报》以及 CapCities/ABC(现迪斯尼)的投资。巴菲特先生 11 岁时买了第一支股票 Cities Service。1945 年，14 岁的巴菲特从自己的努力中积攒了 1200 美元，并将其投资于内布拉斯加州的一个农场。巴菲特从哥伦比亚大学获得商业学位，师从本格雷厄姆，之后回到奥马哈，在父亲的经纪公司工作。他销售的第一支股票是 GEICO。他还在奥马哈大学教授了一门"投资原理"课，之后回到纽约，实现了在本格雷厄姆的投资公司格雷厄姆纽曼公司工作的梦想。格雷厄姆退休后，巴菲特回到奥马哈，开始利用家人和朋友的资金以及从他人处筹集的资金组织投资合伙企业。1961 年，巴菲特直接收购了他的第一家公司 DempsterMill Manufacturing，这是一家风车公司，巴菲特聘请了一位才华横溢的运营经理 Harry Bottle，成功地将这家公司扭亏为盈。这家风车公司至今仍是巴菲特的笑谈对象，他用"雪茄烟蒂"的方式投资那些只剩一"口"价值的企业。到 1962 年，巴菲特合伙公司的业绩已经非常出色，巴菲特将他的五家合伙公司合并为一家，更名为 Buffett Partnership, Ltd.，最低投资额为 10 万美元。如今，巴菲特每天早上跳着踢踏舞去上班，思考伯克希尔应该如何分配不断增长的资本和可投资的浮存金，并努力让他的运营经理们(其中四分之三的人身价超过 1 亿美元)对工作保持足够的热情，每天早上来上班，为伯克希尔付出 110%的努力。(摘自 Roger Lowenstein, 《Buffett: The Making of an American Capitalist》)

巴菲特的合伙人查尔斯芒格是一位多面手：除了是洛杉矶 Munger,Tolles,&Olson,LLP 律师事务所的首席合伙人外，他还是 Wesco Financial 的 CEO，并经营着一家法律出版公司 Daily Journal Corp.，此外他还是伯克希尔的副董事长。芒格是土生土长的奥马哈人，在哈佛大学获得法律学位，但没有完成本科学业。巴菲特和芒格是经由巴菲特合伙公司的一位投资者介绍认识的，两人一拍即合。

1929 年，几家据说早在 1806 年就成立的纺织企业合并，并更名为 Berkshire Fine Spinning Associates, Inc.，1930 年代，伯克希尔的精纺纱的产量约占全国产量的四分之一，使用的电力约占整个新英格兰地区的 1%。虽然在 20 世纪早期利润不高，但第二次世界大战重振了公司的前景，战后的一些年里公司一直保持盈利。公司一直运营到 1955 年，当时新贝德福德的一家纺织品制造商 Hathaway Manufacturing Co.并入伯克希尔公司，成立了 Berkshire Hathaway Inc.。哈撒韦公司由 Horatio Hathaway 创立于 1888 年。著名守财奴"华尔街女巫"Hetty Green 是公司的原始股东之一。尽管伯克希尔哈撒韦公司拥有 1 万名员工和近 600 万平方英尺的厂

房，但其财务记录却十分糟糕。(1954 年，后来的美国财政部长 Nicholas Brady 和工厂老板 Howard Chace 的侄子在哈佛大学写了一篇关于企业前景的高级论文，并因此出售了他的股票)。在合并后的 9 年中，伯克希尔的股东权益从 5140 万美元下降到 2210 万美元，原因是累计经营亏损 1010 万美元，支付了近 700 万美元的股息，并回购了约 1310 万美元的股票。公司资产减少了一半。合并时工厂 80% 的工人被解雇。1962 年，巴菲特将"雪茄烟蒂"理论应用于伯克希尔哈撒韦公司，并买下了控股权。他提拔 Ken Chace 管理公司，并设法改善公司业绩。1967 年，伯克希尔以 860 万美元收购了奥马哈的保险公司 National Indemnity Co.。

1966 年，随着股市飙升，巴菲特合伙有限公司不再对新投资者开放。1967 年，随着"勇往直前"岁月的继续，合伙公司降低了投资目标：以前的目标是每年跑赢市场 10%。现在的目标是 5%。尽管如此，到这一年年底，合伙公司还是跑赢道琼斯指数 17%。1968 年，合伙公司的业绩甚至比道指高出了 50%。但到了 1969 年，巴菲特越来越相信自己无法在一个火爆的市场中成功投资，于是合伙公司被清算，只保留了两项投资：多元零售公司(Diversified Retailing)和伯克希尔哈撒韦公司。1973 年，股市崩盘，伯克希尔开始利用其资本以低廉的价格收购股票。剩下的就是伯克希尔的历史了。

风险因素

管理层继任：我们已在上文详细讨论了这一问题。

股票市场：长期来看，与固定收益投资相比，股票市场应能为伯克希尔的资本提供更具吸引力的税后复合回报。不过，任何时期都可能出现波动，投资者在考虑股票投资期限时应牢记这一点。

再分配：目前，汽车保险业的监管环境相对宽松。然而，州立法机构有时会成为再分配主义者，试图限制汽车保险公司的利润，以获得选民的青睐。总有一些州会出现这样的问题，而全国性的趋势、重要州的重大运动或联邦的重大倡议会产生限制利润的效果，这才是重大的风险。

通货膨胀：保险业饱受通货膨胀之苦，因为它无法迅速对产品重新定价，以弥补不断上涨的成本和早先售出保单索赔成本的增加。伯克希尔的定位比大多数公司都要好，因为它有使用资本的其他方式，而且能够投资股票。然而，通货膨胀对任何保险公司来说都是一个风险。

保险市场：财产保险行业正处于一个漫长的疲软周期，伯克希尔可能会因此出现增长放缓或盈利下降的情况。在整个周期中，我们并不认为这会使伯克希尔的股东处于不利地位，因为这种时期总是以承保产能的退出和

获取超额回报的机会而告终。不过，同样，潜在投资者需要考虑他们的时间跨度，因为该行业正处于下行周期。

整合 GeneralRe：留住通用再保险公司的关键员工对合并的成功非常重要。一名高级管理人员已经离开公司，加入另一家保险公司。我们预计会有一些人员流动，这在任何合并中都是很自然的，但我们认为，伯克希尔留住重要员工至关重要。留住这些员工的关键之一是尚未公布的新激励计划。

汽车市场的竞争：汽车市场开始出现费率下降，预示着竞争将加剧，盈利能力将下降。由于业务的短尾性质，汽车行业的衰退周期往往比其他保险领域更具自限性。然而，该业务已集中于拥有大量资金的大型公司。与上文提到的周期性问题类似，在周期过程中，GEICO 应该会成为赢家，因为其较弱的竞争对手会被淘汰出局。但这对投资时间跨度有影响。

资本市场趋同：证券化市场的发展可能会抑制 GeneralRe 和 National Indemnity 的增长机会。迄今为止，这只是口头说说而已，对于这些公司所青睐的难度更大、风险更高的产品来说，证券化的成本实际上比再保险更高，而且执行起来更麻烦、更不及时。

如需更多信息，敬请垂询。

巴菲特：我不想对估值发表评论，但我可以告诉你，爱丽丝是一位一流的、认真的分析师，她花了很多时间研究伯克希尔，并可能撰写了伯克希尔历史上第一份全面的报告，至少是广为流传的。有趣的是，在她真正发表关于公司的报告之前，我们的市值已经达到了 1000 亿美元，但之前却无人跟踪。爱丽丝对保险业务很了解。她是会计出身。所以，她懂数字。她在报告上做了很多工作。我推荐它作为一个工具包。但我对估值不做任何评论。

附录：EVA & MVA

【关于鼻祖巴菲特的表述】

1979 年信：我们的评估标准是：衡量每一美元的留存收益是否能为股东带来至少一美元的市值。（这个指标背后隐含的是 10% 的再投资回报率，一美元投资 10% 的盈利能力资产估值 10PE 为一美元）

1981 年信 Equity Value-Added 分段：过去数十年来，即使一家公司的股本回报率只有 10%，便能被归类为「好生意」，也就是说，当我们把一美元投入到这家公司，逻辑上可以预期市场价值将会超过一美元。因为当时长期应税债券收益率约为 5%，免税债券则约 3%，一个以 10% 回报运营资本的生意，显然比被动出借资本更值得溢价。尽管加计资本利得税和红利税后，公司赚取的 10% 回报到了投资者手中仍然有 6-8%。股票市场认同这个道理，在过去的一段时间，一家平均股本回报率达到 11% 的美国企业，其交易市价远高于账面价值，平均每一美元账面价值卖到 1.5 美元 (PB=1.5)，这样看大多数企业还都算是「好生意」，因为企业的回报远远超过那些长期被动资金的回报，总的来说，股权投资产生的价值增值是相当可观的。

EVA 绩效评价系统是美国著名的思腾思特公司(Stern Stewart & Co.)创始人 1990 年提出于 1991 年创立。《财富》杂志(1993 年 9 月 20 日)刊登《EVA 创造财富的关键》<[The Real Key To Creating Wealth](#)>一文对 EVA 进行了完整表述。按照 Stern Stewart 公司的定义, EVA 是指企业税后净经营利润减去投入的全部资本(主要包括计息债务资本和股东投入的资本)成本后的余额。其计算公式为: $EVA = \text{税后调整净经营利润(NOPAT)} - \text{调整投入资本成本(或机会成本 } WACC \times TC) = \text{投资资本} \times (\text{投入资本回报率 ROIC} - \text{加权平均资本成本 } WACC)$, 从公式不难看出, EVA 可以用来衡量企业的经营利润是否足以补偿所投入的全部资本成本。EVA 最重要的是要创造超过资本平均成本以上的那一部分价值才算绩效。换言之, 人力资本必须创造超过资本平均成本以上的价值, 才算企业的经营绩效。通过 EVA 的方式, 可以有效区分价值创造者, 维系者, 毁灭者。价值创造者 $EVA > 0$, 表明公司管理者在经营中为股东创造了价值, 股东获得了比其投入资本所要求的最低风险报酬高的价值。价值毁灭者 $EVA < 0$, 显示了公司管理者没有创造出股权资本所要求的最低报酬, 尽管在这种情况下, 损益表上可能显示出利润为正数, 也可能为负数, 但不管怎样, 由于 $EVA < 0$, 都表明公司管理者并没有创造出真正的利润, 而是在毁灭股东的价值。价值维系者 $EVA = 0$, 表明公司管理者只为股东创造出了所需求的最低的风险报酬。从定义可以看出, EVA 这个指标与股东财富最大化紧密相连, 因此, 它比其他任何指标都能体现企业财务状况的指标。另外, EVA 指标还具有预测的功能, 它与市场价值增值(Market Value Added MVA)具有密切的关系, 预示着企业 MVA 的升降和涨跌。当公司的 EVA 为正值且呈不断的上升趋势时, 该公司的市场价值就上升; 如果公司的 EVA 为负值或呈下降的趋势, 即使财务报表和有关的分析考核指标所显示的获利状况良好, 则该公司的市场价值也会下跌。

早在 1980 年代中期, EVA 指标还没有公开提出时, 作为公司治理和业绩评估的标准, 以可口可乐等公司为代表的一批美国公司就开始尝试将 EVA 作为衡量业绩的指标引入公司的内部管理之中, 将 EVA 最大化作为公司目标。以可口可乐公司为例, 该公司从 1987 年开始正式引入 EVA 指标, 实践中可口可乐公司通过两个渠道增加公司的 EVA: 一是将公司的资本集中于盈利能力较高的软饮料部门, 逐步摒弃诸如意大利面食、速饮茶、塑料餐具等回报低于资本成本的业务; 二是通过适当增加负债规模以降低资本成本, 成功地使平均资本成本由原来的 16% 下降到 12%。结果, 从 1987 年开始可口可乐公司的 EVA 连续 6 年以平均 27% 的速度上升; 股票价格也在同期上升了 300%, 远远高于同期标准普尔指数 55% 的涨幅。可口可乐公司的总裁 Coizucta 将公司取得的巨大成果归功于 EVA 指标的引入。1990 年代, 在上述公司的成功经验示范效应下, 许多大公司也相继引入 EVA 指标, 其中包括美国邮政署、惠尔普(Whirlpool)、CXS 铁路公司等。在 Stern Stewart 公司的推动下, 从 1993 年开始, 《财富》杂志每年对 1000 家上市公司推出根据 Stern Stewart 公司计算的 EVA 值排序的《SternStewart Performance 1000》。1994 年该公司将 EVA 发展成为一种财务管理模式, 并分别在美法英加澳等国注册了 EVA 商标, EVA 得到正式确立。EVA 在国外许多公司, 如孟山都、宝洁、美国通用电器、联邦速递、索尼、西门子、加州退休养老基金等 400 多家世界著名公司得到广泛应用, 并逐渐成为一种全球通用的衡量标准。由于大型跨国公司的全球性经营活动具有相互影响力, 加之 Stern Stewart 公司为代表的管理咨询公司在全球进行大力推介, EVA 被《财富》杂志称为“当今最为炙手可热的财务理念”。美国管理之父彼得德鲁克在《哈佛商业评论》上撰文指出: “作为一种度量全要素生产率的关键指标, EVA 反映了管理价值的所有方面……”作为 90 年代在国外发展起来的一种新的绩效评定方法, EVA 为评价上市公司经营绩效提供了一个新的思路 and 新的解决方案。2001 年 3 月, 该公司在中国成立思腾思特(中国)分公司(Stern Stewart China), 推行 EVA 管理系统。当年 8 月该公司与《财经》杂志社合作, 自 2000 年起推出了“中国上市公司财富创造和毁灭排行榜”。2003 年 9 月, 该公司在中国推广 EVA 管理系统失败, 《财经时报》当时报道说, 外资咨询水土不服, 思腾思特挥别中国。

EVA 在明确资本成本后, 衡量的是人力资本的增加值, 而不是企业的利润。例如以 6% 的资本平均成本计, 如果企业经营团队占用了 1000 亿的资产, 那必须资本先扣除 60 亿, 只有创造超过 60 亿以上的价值才算人力资本带来的价值增值, 人力资本就可以参与分享。这种核算方式, 为人力资本参与分享企业的利润提供了理论依据。华为公司在“贡献利润”核算后, 通过虚拟现金流量让各利润中心承担资产责任。华为将净现金流入 KPI 考核指标体系和激励利润中心的奖金公式后, 就建立起基于虚拟现金流的资产责任。各区域和利润中心就开始关注回款、关注资产利用效率、关注集团融资利息和外部财务成本, 不再一味冒进和向集团索取资源。EVA 通过其奖励计划, 使企业管理者在为股东着想的同时, 也像股东一样得到报偿。EVA 的奖励计划的主要特征: 只对 EVA 的增加值提供奖励; 不设临界值和上限; 按计划目标设奖, 按照公式确定业绩指标; 设立奖金池, EVA 奖金池不封顶, 鼓励不断突破目标, 持续做多奖金池, 加强激励效果。这样的奖励计划使得管理者更关心公司业绩的改进。同时奖金池的提取规则是延期支付、以丰补欠, 促使经营者长期持续做好业绩。华为用 EVA 的内核有效激励了一批核心骨干。但 EVA 不鼓励以牺牲长期业绩的代价来夸大短期效果, 如削减研发费用 and 市场营销费用的短期行为, 而是鼓励企业进行能给企业带来长远利益的投资决策, 如新产品的研发支出、人力资源的培训和教育费用、市场营销费

用等。EVA 反对在当期直接扣减的会计处理方法，而要求先予以资本化，在以后合理的期限内予以摊销。这种做法减少了管理人员为获得当期较高的 EVA 而削减此类支出的动机，有利于防止经营者短期行为的发生，鼓励他们做出能为企业带来长期业绩和发展的行动。EVA 特别适合轻资产及人力资本密集型企业，有利于推行利润分享机制的企业。EVA 为经营者分享企业的利润提供了理论依据。

〈一〉创造财富的真正关键

《财富》杂志，Shawn Tully，1993 年 9 月 20 日

在丰硕业绩的激励下，管理者和投资者开始使用一种名为“经济增加值”的工具，窥探企业价值的核心所在。

如果你几乎可以查看任何企业的运营情况，并立即知道它的价值是增加了还是减少了，你会怎么做？如果作为管理者，你可以利用这种方法来确保你的业务（无论规模大小）都在增值呢？如果作为投资者，你可以用它来发现比大多数人更有可能高涨的股票呢？如果大多数经理人和投资者都不使用这种方法，而使用这种方法能给你带来明显的竞争优势呢？

有这样一种方法，但你必须尽快行动起来，抓住你的竞争优势，因为它正在迅速流行起来。它有多种名称，取决于你与哪位用户或哪家咨询公司交谈；麦肯锡和其他公司都在生动地传授这一概念。纽约市的 Stern Stewart & Co. 公司是这一概念的杰出推广者，该公司称其为经济增加值或 EVA。它是当今最热门的金融理念，而且越来越热门。原因很简单，只要看看文末的图表就知道了。按照 EVA 理念经营企业的管理者，其公司的价值大幅提升。了解 EVA 并知道哪些公司采用了 EVA 的投资者也变得越来越富有。可口可乐、AT&T、桂格燕麦(Quaker Oats)、Briggs & Stratton、CSX 铁路等备受推崇的大公司对这一概念趋之若鹜，也就不足为奇了。AT&T 的财务主管 William H. Kurtz 说：“EVA 在 AT&T 最近决定以 126 亿美元收购 McCaw Cellular 的过程中发挥了重要作用。AT&T 今年将把 EVA 作为衡量业务部门和经理业绩的主要标准。桂格燕麦首席执行官 William Smithburg 解释说：“EVA 使经理们像股东一样行事。这是 1990 年代真正的企业信仰”。

那么，EVA 是什么呢？简单地说，EVA 只是衡量企业实际盈利能力的一种方法。它之所以能说明问题，是因为它考虑到了一个传统衡量方法所不包括的因素：经营资本的总成本。资本是指在重型设备、房地产、计算机和其他购买后预计将在一段时间内具有生产力的东西上占用的所有资金，加上所谓的营运资本，主要是现金、存货和应收账款。EVA 只是税后营业利润（一种广泛使用的衡量标准）减去年度总资本成本。可口可乐公司首席执行官 Roberto Goizueta 是一位财富创造冠军，他是这样解释的：“我们筹集资金来生产浓缩糖浆，然后以营业利润出售。然后我们支付资本成本，股东将差价收入囊中”。事实证明，这句话意味深长。令人难以置信的是，大多数企业集团、事业部和部门都不知道他们占用了多少资本，也不知道这些资本的成本是多少。诚然，借贷资本的成本显示在公司的利息支出中。但股东出资的股权成本通常不会出现在任何财务报表中，而股本是非常昂贵的资本。在管理者弄清这一切之前，他们无法知道自己是否支付了所有成本，是否为公司增加了价值。

要知道，虽然 EVA 很容易成为当今企业财务的主导思想，也是商业界谈论最多的思想之一，但它远非最新的思想。恰恰相反：赚取高于资本成本的利润是企业中最古老的理念。但是，就像希腊的辉煌在黑暗时代被遗忘，到文艺复兴时期才被重新发现一样，EVA 背后的理念也常常在日益黑暗的会计泥潭中迷失。管理者和投资者在看到它时就像看到了启示。如果你过去五年一直在 CSX 铁路公司工作，你也会这么想。CSX 首席执行官 John Snow 于 1988 年在公司引入了这一概念，他说：“EVA 不仅仅是理论上的，我们如何使用资本决定了市场价值”。Snow 需要操心的资本很多，他有一支由牵引机车、集装箱和轨道车组成的庞大车队。他面临的最严峻挑战来自于快速增长但利润率较低的 CSX 多式联运业务，即用火车将货物运送到等候的卡车或货轮上。算上所有的资本成本，多式联运业务在 1988 年亏损了 7000 万美元。换言之，其 EVA 为负 7000 万美元。Snow 下达了最后通牒：在 1993 年之前使 EVA 达到收支平衡，否则就将其出售。此后，货运量增长了 25%，但集装箱和轨道车的数量却从 18,000 个下降到 14,000 个，而集装箱和轨道车代表着大量的资本支出。过去，集装箱和轨道车在两次运行之间要在码头停放两周，但 CSX 的经理们开始将它们视为昂贵的闲置资本后，就想出了在五天内将它们送回铁轨投入使用的办法。这并不是什么火箭科学。但在 EVA 之前，没有人做过，也没有足够的动力去做。公司还将牵引机车数量从 150 台减少到 100 台，减少了 7000 万美元的资本占用。怎么减少的？在从新奥尔良到佛罗里达州 Jacksonville 的线路上，以前有四台机车为时速 28 英里的列车提供动力。但是，列车在午夜到达时，远早于它们被卸载到卡车或货轮上。在 EVA 必要性的推动下，CSX 决定仅用三台机车以 25 英里/小时的速度运行列车，三小时后到达，仍然有足够的时间在凌晨四五点卸货。较慢的列车速度和生产率提升完成了 Snow 的挑战。联运公司去年的 EVA 为 1000 万美

元，1993年有望翻三番。华尔街已经注意到了这一点：Snow推出EVA计划时，CSX的股价为28美元，而最近的股价为75美元。

在另一个资本密集型的汽油发动机制造企业中，情况也类似。在1990年引入EVA之前，Briggs&Stratton是一家等级森严的公司。与大多数公司一样，该公司在发动机业务中没有公司级别以下(部门级)的利润中心，也不知道每个部门的EVA，而且几乎所有的零部件都是自己生产的，这让该公司引以为豪。如今，总部对生产割草机发动机、水泵和其他产品的五个部门给予了广泛的支持。每个部门都了解自己的EVA，这种了解使得外包节省了大量成本。公司正在逐步淘汰用于水泵和发电机的最大发动机的生产，从而释放了因生产这些发动机而无利可图的资金。负责工程的执行官JohnShiely说："EVA的纪律使我们做出了正确的决定"。现在，它以更低的成本从三菱公司购买优质发动机。模塑塑料和其他部件曾经由公司内部小批量制造，现在则由供应商大量生产。1990年，Briggs&Stratton公司的资本回报率只有可怜的7.7%，远远低于12%的资本成本。通过集中精力攻克这一难关，公司刚刚跨越了这个障碍，股票市场为之喝彩：股价从1990年的20美元跃升至最近的80美元。

EVA最强大的特性之一是它与股票价格的紧密联系。这两个数字呈现出明显的同涨同跌趋势。美国电话电报公司AT&T长途业务首席财务官JamesMeenan说："我们计算了1984年的EVA，发现它与股票价格几乎完全相关"。股价对EVA的追踪远比对每股收益、营业利润率或股本回报率等流行指标的追踪要密切得多。这是因为EVA显示的是投资者真正关心的问题：投入资本的净现金回报，而不是通过会计规则这一往往会扭曲的视角来观察的其他类型的业绩。例如，1984-1989年间，IBM的每股现金流和每股账面价值都有了可观的增长。但任何人只要看一下该公司在此期间的EVA，就会对发生的事情有更清楚的认识。

因此，投资者对致力于增加EVA的公司青睐有加，这是可以理解的。管理着260亿美元资产的奥本海默资本公司(OppenheimerCapital)高级副总裁EugeneVesell说，"我们喜欢投资使用EVA和类似衡量标准的公司。赚取高于资本成本的回报是我们看世界的方式"。在过去十年中，奥本海默平均年收益率为17%，远高于标准普尔500指数。EVA不仅适用于工业企业。一般来说，它也适用于服务行业。有几类公司需要对基本的EVA分析进行特殊调整。例如：自然资源和土地公司，以及其他资产增值而非贬值的公司。

AT&T公司首席执行官Robert Allen正在将最终的企业巨头分解为精益运营单位。其驱动工具就是EVA。直到最近，AT&T公司只提供了六家大型集团的资产负债表，如长途电话服务和电话设备。但还有几十家公司销售从电话机到免费800号码等各种产品和服务。在集团层面上，各家长途服务公司所使用的资本被集中在一起。由于没有一家服务公司知道自己使用了多少资本，因此没有一家服务公司知道自己是否降低了资本成本，从而为AT&T增加了价值。Allen的解决方案：从去年他开始鼓励经理们将业务划分为类似独立公司的利润中心。长途电话集团现在由40个单位组成：销售800电话、电话营销和公用电话等服务。从交换机设备到新品开发，每个单位使用的所有资金都记入其资产负债表。效果惊人，Meenan说。"所谓的'好'不再是正的经营收益，而是只有当你超过了资本成本时才是'好'的"。一些企业发现，他们多年来一直公布负的EVA。现在他们要在艰难的时间表上跨过这道坎。

可口可乐公司的Goizueta是美国最热心的EVA支持者之一，早在1987年在全公司正式引入EVA之前，他就对资本回报率赞不绝口。Goizueta坐在他那间充满古董的亚特兰大办公室里，用红色的可口可乐杯子喝着热气腾腾的浓咖啡说道："我是一个非常注重回报的人"。他在可口可乐最新的年度报告中对EVA进行了清晰而有说服力的描述。周末，Goizueta躺在绣有他最喜欢的标语"现金流最大者获胜"<THE ONE WITH THE BIGGEST CASH FLOW WINS>的头枕上，翻阅其他公司的年报，寻找令人印象深刻的回报率。他用简单的比喻来提炼EVA："当我经常打高尔夫时，我的平均成绩是90分，所以每个洞都是5标准杆。我看待EVA就像看待打破标准杆一样。在可口可乐，我们的成绩远远低于标准杆，但却增加了很多价值"。为此，Goizueta采取了双重策略。首先，他将资金集中在利润丰厚的软饮料业务上："正如劫匪Willy Sutton在谈到银行时常说的那样，钱就在那里"。他抛弃了各种生产意大利面、速溶茶、塑料餐具、海水淡化设备和葡萄酒的企业。所有这些企业的投资回报率都只有7%或8%，远远低于其资本成本。软饮料的收益要高得多，因此可口可乐去年的资本收益率高达29.4%，几乎是其成本的2.5倍。其次，Goizueta把重点放在提高回报率上，其速度远远超过资本成本。其中一个工具就是杠杆。1980年代初，可口可乐几乎没有债务。对于可口可乐昂贵的股权(在高通胀时期成本要高得多)，Goizueta增加了成本较低的借款，将平均资本成本从16%降至12%。与此同时，他还鼓励企业利用现有资金做更多的事情，或者用更少的资金做更多的事情。与1982年的52家工厂相比，现在公司40家工厂生产的浓缩糖浆更多。可口可乐公司首席财务官Jack Stahl说："我们甚至用廉价的塑料容器取代了昂贵的金属浓缩容器"。这一切的结果：在过去五年里，可口可乐的EVA平均每年增长27%。自Goizueta于12年前接手以来，可口可乐的股价从3美元涨到了43美元。

要了解EVA如何从上到下改变一家公司的态度和行为，不妨看看桂格燕麦(QuakerOats)。在桂格公司于1991年采用EVA概念之前，其业务只有一个压倒一切的目标，那就是增加季度收益。为了实现这一目标，他们大肆挥霍资本。他们在每个季度末提供大幅价格折扣，因此工厂加班加点生产大量佳得乐Gatorade、Rice-A-Roni、100%

天然谷物和其他产品。经理们带头加班加点，因为他们的奖金取决于每个季度营业利润的提高。这种有害的做法被称为“渠道压货”(trade loading 因为它向贸易商或零售商压货)，许多消费品公司最终承认这种做法损害了长期回报。一个重要原因是这种做法需要大量资金。提高销售额需要许多仓库(资本)来存放大量临时库存(更多资本)。但谁在乎呢？桂格公司的经营业务在内部会计中不支付资本费用，所以他们几乎没有注意到。直到 EVA 的出现，问题才暴露出来。他就是现年 55 岁的 William Smithburg。他性格外向，喜欢系条纹吊带和华丽的领带，1981 年 43 岁的他成为桂格公司 CEO。他是一个体能爱好者和激烈的竞争者，喜欢打手球和撸铁。Smithburg 正在利用 EVA 追求一个崇高的目标：将桂格公司从一个小公司转变为与家乐氏(Kellogg)和通用磨坊(General Mills)齐名的食品行业最赚钱的公司之一。他说：“我们最大的问题是使用了太多的资金”。桂格公司采用了一种名为“可控收益”的 EVA 方法(controllable earnings)，在伊利诺伊州 Danville 一家生产早餐谷物和零食的庞大工厂里，这种方法节省了大量资本。直到去年，该工厂在每个季度初的运营都很松懈，计划采购、生产和交货都是为了在季度末实现大幅增长。在每个季度即将开始时，工厂会开始在仓库中堆满两到三个月的包装盒、塑料包装以及燕麦片和巧克力片等配料。它需要大量库存，因为它的大部分产品都是在六周内迅速生产出来的。随着产品的推出，桂格公司在 15 个仓库里堆满了成品。公司总部承担了这些库存的成本，并鼓励经理们保持大量舒适的库存。身材魁梧、留着大胡子的工厂经理 Steven Brunner 说：“我过去一直把库存当做免费的”。为了平抑波动并节省资金，桂格公司在截至 1992 年 6 月 30 日的财政年度结束了疯狂的渠道压货，取消了通常的年终促销活动。可想而知，公司股价瞬间暴跌。从季度收益争夺战中解脱出来后，丹维尔工厂开始削减营运资本，并在内部账目中为原材料和成品库存支付了巨额资本费用。结果：桂格公司关闭了 15 个仓库中的 5 个，每年节省工资和资本成本 600 万美元。Brunner 说：“可控收益让我像个企业家”。正如 Smithburg 所预测的那样，长期战略正在取得成效。“我们知道客户会回来的，当他们回来时，我们的资本成本要低得多了”。可控收益也在蓬勃发展。最重要的是，公司股价上涨了 30%，最近达到 65 美元。

由于 EVA 衡量的是价值创造，而且可以在公司的各个层级进行计算，因此它是许多管理人员获得报酬的理想基础。它为一个熟悉的过程提供了一个全新的视角。大多数公司都是根据高管在预算基础上的表现来确定奖金的；最常见的目标是营业利润的增长百分比。但预算基准有一个明显的缺陷：管理人员有动力去谈判一个容易被超越的目标。亚特兰大 Equifax 信息服务公司的执行副总裁 Derek Smith 说：“谈判过程漫长而艰难。经理们不愿意追求高薪，而是有动力去追求低薪”。大多数计划还通过设定上限来约束管理人员。例如，威斯康星州布鲁克菲尔德的 Harnischfeger 工业公司将所有高管的奖金限制在基本工资的 40%，只有六名高管除外。该公司将于 11 月改用 EVA 薪酬计划。

这种计划通常包括两个熟悉的部分，即奖金和股票奖励，但以新的方式加以应用。奖金目标每年自动确定为 EVA 增长的百分比，确定方法是将去年的目标(如 10%)与去年的结果(如 20%)相加取平均值。这样，今年的目标就定为 15%。奖金没有限制。但是，如果经理人运气好，因商业周期的波动而获得丰厚的奖金呢？公司通常会将部分超额奖金存入“奖金池”，并在随后的三年内发放。如果经理未能继续完成目标，他或她的“奖金池余额”就会缩水。一些 EVA 公司反对按公式设定目标。可口可乐和桂格公司与经理们协商 EVA 目标。桂格公司总裁 Philip Marineau 说：“变数太多了。例如，有些企业刚刚起步，投资巨大，需要一个特殊的时间表来实现正的 EVA”。不过，Marineau 说，与旧制度相比，制定具有挑战性的目标要容易得多：“薪酬制度促使经理们达到更高的目标”。

薪酬的第二部分即股票激励计划，也是不同寻常的。根据定义，股票期权是一种没有损失的薪酬安排，而管理人员却要冒真金白银损失的风险。CSX 铁路公司的计划显示了该计划是如何运作的。1991 年年中，160 名经理接受了公司以市场价 48.325 美元向他们出售股票的提议。他们支付了 5% 的现金；余额部分公司将以 7.9% 的利息借款给他们。该计划将于明年 7 月结束，届时经理们可以将股票兑现。如果股价高于 69 美元，CSX 公司将免除贷款利息和 25% 的本金。否则，他们将不得不支付贷款利息，甚至可能亏损。但随着股价最近达到 75 美元，这种情况似乎不太可能发生。股东们不会抱怨。

EVA 功能强大，适用范围广泛，因为它最终并没有规定要做什么。如果它试图这样做，就不可避免地会在某些不可预见的情况下搁浅。相反，它是一种观察和了解企业业绩真实情况的方法。许多管理者和投资者通过这种方法第一次看到了重要的事实。总的来说，他们验证了 EVA 的基本前提：如果你了解了真正发生了什么，你就会知道该怎么做。

提升 EVA 的方法

如何提高经济增加值(EVA)并不复杂。它是资本回报率的基本衡量标准，提高它的方法只有三种：

1, 在不动用更多资金的情况下赚取更多利润。你可能会花很多时间考虑如何做到这一点；削减成本是当今最受欢迎的方法。这无可厚非，但专注于此往往会让公司忽略提高 EVA 的其他方法。2, 使用更少的资本。在实践中，这往往是采用 EVA 的公司认为最有效的方法。可口可乐公司用塑料容器代替成本较高的金属容器盛装浓缩糖

浆。CSX 公司想出了用 100 辆机车代替 150 辆机车的办法。桂格公司重新安排了生产计划，减少了所需的仓库数量。如何处理节省下来的资金？公司可以通过提高股息或股票回购将资金返还给股东等等。3. 将资金投入其它高回报项目。这就是增长的意义所在。只要确保这些项目的收益高于其所需资本的总成本。

你的 EVA 是多少？

经济增加值(EVA)概念的威力来自于这样一个洞察力，即只有将真实的资本成本计算到所有动用的资本上，才能知道一项业务是否真正创造了价值。公司内部的大多数运营部门和一些公司本身都不知道这两个数字是多少。发现这一点非常有趣，而且往往令人吃惊。

问题 1：您的资本的真实成本是多少？

你知道借贷资本的成本；至少在短期内，它不是你支付的利息，并根据其可减税性进行了调整(从长远来看，情况会更复杂，我们暂且不谈)。但股东提供的股本呢？由于不需要支付利息，你可能会认为它是免费的。但事实并非如此，它的成本远远超出了许多管理者的想象。你的真实股权成本是指如果你的股东投资于与你的风险差不多的公司组合，他们可以获得的价格增值和股息。这就是经济学家所说的机会成本。许多经理人抵制这种想法：如果我不每月开支票，这怎么会是真正的成本呢？如果你的反应是这样，那么请从股东的角度考虑一下，他把钱给了你，而不是可口可乐、伯克希尔哈撒韦公司或麦哲伦基金。如果你没有像他们那样成功地使用他的钱，而且也没有表现出这样做的任何希望，他就会通过卖出你的股票来收回他的钱，从而使你的股票价格下跌。其他投资者也不会愿意提供任何资金。因此，只要你没有至少与投资者的机会成本相匹配，你就会被遗忘。Talton Embry 是一位 EVA 爱好者，他所在的纽约投资公司持有许多大公司的股份：“对许多经理人来说，资本是免费的。但对那些把钱交给他们的投资者来说，这可不是免费的”。那么，今天的股票成本是多少呢？长期以来，股东在股票上获得的回报平均比长期政府债券高出 6% 左右。在债券利率约为 6.3% 的情况下，股票的平均成本为 12.3%，但股票波动较大的公司的股票成本要高得多，而股票较为稳定的公司的股票成本则较低。假设您既使用债务资本，也使用股权资本，那么成本就是两者的加权平均值。

问题 2：您的经营中占用了多少资金？

即使你不知道答案，你也知道它包括什么：你为房地产、机器、车辆等支付的费用，再加上营运资本。但 EVA 的支持者认为还有更多。贵公司花在研发上的钱呢？用于员工培训的钱呢？这些都是需要多年才能得到回报的投资，但会计规则规定不能这样处理，必须称之为支出，就像你花在电费上的钱一样。EVA 的支持者说，忘掉会计规则吧。出于内部目的，把这些东西称作它们的本来面目：投入资本。没有人知道它们的使用寿命是多长，所以尽你所能去猜，比如说五年。这比称它们为开支更真实。回答完这些问题后，您就可以用问题 2 中的资本乘以问题 1 中的比率，得出您运营中资本的美元成本。现在，计算 EVA 就变得简单了。从最常见的管理标准经营收益开始，减去税收，再减去资本成本。剩下的就是您的 EVA。

如果是正值，那么恭喜你，你的经营正在创造财富。如果是负值，你刚刚知道你的业务正在破坏资本。你最好尽快解决这个问题。具体方法参阅上一节。不要以为资本成本高就是坏事。看看 Anheuser-Busch 公司和 Spiegel 公司的 EVA。关键不在于你有多少资本，而在于你如何管理资本。

亿美元	税后经营性收益	资本成本	EVA
Anheuser-Busch	经营性收益 17.56-税收 6.17 =11.39	WACC11.3%*总资本 80 =9.04	2.35
Spiegel	经营性收益 1.88-税收 0.69 =1.19	WACC11.1%*总资本 16 =1.78	-0.59

WACC: 11.3% = 67% 股权 @ 14.3% + 33% 债务 @ 5.2%

WACC: 11.1% = 37% 股权 @ 18.3% + 63% 债务 @ 6.8%

〈二〉美国最佳财富创造者

《财富》杂志, Laura Walbert, 1993 年 12 月 27 日

https://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1993/12/27/78788/index.htm

这些公司并不总是规模最大的，甚至也不是最赚钱的。

但是，一种创新的绩效衡量标准却能显示出谁是佼佼者，谁是失败者。

衡量企业成功的最佳标准是什么？哪个数字最能说明公司经营的好坏？通常的候选指标销售额、净利润、股东权益回报率、市值等传达了重要的信息，但也有缺陷，有时会把表现不佳的人描绘成明星，反之亦然。现在，

纽约 SternStewart 咨询公司(由 Joel Stern 和 Bennett Stewart 创立)设计了一种衡量标准,看起来是用单一数字表达企业成败的最佳方式。这一衡量标准被称为市场增加值(MVA),它显示了管理者履行其最重要职能的情况:增加投资者委托给他们的资本的价值。

这个概念很简单。首先把所有投入公司的资本加起来,包括股东出资、债券融资、银行借贷、以及累计留存收益。然后,通过对比公司已发行股票的可变现市值和债务,来了解市场今天是如何评估公司的。如果公司的市值大于投入的所有资本,那么它的 MVA 就是正数。这意味着管理者完成了他们的工作,他们创造了财富。但在某些情况下,公司的市值实际上小于投入的资本,这些公司的 MVA 为负,则他们的管理者毁掉了财富。这种方法正在被广泛接受。美国电话电报公司(AT&T)、可口可乐公司(Coca-Cola)、桂格燕麦公司(QuakerOats)、斯科特纸业公司(ScottPaper)、全美保险公司(Transamerica)等数十家公司都密切关注其 MVA 情况。主要投资者也是如此。加州公务员退休基金(Calpers 千亿美元资产)首席执行官 Dale Hanson 说:"例如,在 IBM, SternStewart 的方法早就证明了这些问题"。哈佛商学院教授 Michael Jensen 说:"创造价值才是正确的目标,而不是增加销售额或员工人数,甚至不是增加利润。这不是股票创造价值的原因"。

那么,哪些公司最善于创造财富呢? Stern Stewart 公司研究了总市值最大的 1000 家非金融公司,并计算了它们的 MVA。这里列出了其中最大的 200 家公司,以及它们在 1000 家公司中的排名。结果很有启发性。沃尔玛是冠军,为投资者创造了 641 亿美元的财富。IBM 则以-237 亿美元的市值排名垫底。也就是说,IBM 的市值比投入该公司的资本少了 237 亿美元,这是财富毁灭的惊人表现。

由于 MVA 随市值变化而变化,它当然也会随着股市的波动而变化。有时一只股票可能会因为华尔街的追捧而毫无理由地暴涨。同样当华尔街感到绝望时,股票也会大幅下跌。市值增值还可能因通货膨胀而失真;例如,通用电气公司的一些资本是在一个多世纪前投入公司的,而微软公司的资本则不超过 15 年。实际上,这种扭曲并不像看起来那么严重,因为旧资产的低成本被其维护和高成本所抵消。

然而,最能说明问题的是 MVA 的趋势和关系,而不是简单的数字。例如:

—美国最成功的汽车制造商是克莱斯勒(第 405 位),其 MVA 为 5.59 亿美元。而福特(第 998 位)和通用汽车(第 999 位)仍然是令人印象深刻的财富破坏者,其 MVA 为负数。

—你不需要很多资本就能产生可观的市值增值。埃克森公司和微软公司排名第 11 和第 12 位,股本回报率相差无几。然而,埃克森公司用 786 亿美元的投入资本创造了 222 亿美元的 MVA,而微软公司仅用 24 亿美元的资本创造了 210 亿美元的 MVA。

—唯一与沃尔玛 MVA 相差无几的零售商,不是它的日用百货竞争对手凯马特(Kmart)或西尔斯(Sears),而是排名第 14 位的家得宝(HomeDepot)。

—计算机硬件行业真正的明星是惠普公司(第 45 位)。数字设备公司(Digital Equipment)毫不意外地排在第 997 位。

MVA 的评估角度凸显了其他业绩衡量标准的不足,其中特别强调了普通股市值。例如,通用汽车公司的总市值(1992 年底)为 750 亿美元,远远高于可口可乐公司的 580 亿美元。然而,通用汽车是通过吸收更多的资本,然后将其中的大部分资本毁灭,才达到这个市值的。相比之下,可口可乐则是一个巨大的财富创造者。

这份榜单让各个公司处在合适的排名位置。MVA 是 EVA 的近亲,越来越多的公司开始用这个概念来衡量业绩(见 9 月 20 日《财富》杂志)。EVA 是一个年度数字,是公司的税后净经营性利润 NOPAT 减去企业资本成本 WACC。听起来很简单,但许多公司甚至不知道自己的真实资本成本。没有这方面的知识,他们就无法知道自己是否真的在创造价值,从而增加其 MVA。博思艾伦咨询公司(Booz Allen Hamilton)的 Richard Spitzer 说:"我对 EVA 的使用和适用性深有感触。如果你的 EVA 做得很好,它就应该在股东回报中得到体现"。AT&T 公司对此表示赞同,并将 EVA 作为衡量业务绩效的主要标准。该公司通信服务集团首席财务官 Jim Meenan 说:"当你试图提升股东价值时,正确的问题是,你什么时候才能赚取资本成本?如果你都无法赚到资本成本,你就是在消耗股东价值"。

请注意, EVA 衡量的是一家公司过去一年的成功,而 MVA 是前瞻性的,反映的是资本市场对一家公司前景的评估。这有助于解释一些看似奇怪的现象。当 AT&T 的 EVA 为负值时,其 MVA 为什么能排名第七?答案是市场正在透过 EVA(虽然仍为负值,但近年来已大大改善)展望该公司更光明的未来。同样,那些 EVA 为负值的自然资源公司,比如埃克森 Exxon、杜邦 Du Pont、Atlantic Richfield 公司,是如何仍然获得巨额正 MVA 的?答案是大多数公司的资产都会随着时间的推移而贬值,但这些公司尚未开发的自然资源却不会。由于油田未被开采,油田中储存的资本可能会越来越值钱,而不是越来越少,虽然 EVA 计算无法捕捉到这一点,但 MVA 却可以。同样,正在积极扩张或进行收购的公司,或者刚刚经历了糟糕一年的公司,可能会出现 EVA 为负,而 MVA 为正的情况。

由于 MVA 和 EVA 将注意力集中在资本上,有时会让管理者对资本的使用产生戒心。这种态度是错误的:只要资本的收益大于成本,管理者就应该尽可能多地使用资本。尽管这一原则听起来显而易见,但有时管理者们却无

法理解，他们坚持认为每个新项目都能提高公司的资本回报率。仔细研究发现，这一要求毫无意义。

沃尔玛的资本回报率从 1987 年的 25% 下降到 1992 年的 18.8%。但沃尔玛在此期间的 EVA 翻了一倍多，MVA 从 121 亿美元猛增到 641 亿美元。这是因为沃尔玛的资本基础增加了两倍多。SternStewart 公司高级合伙人 Bennett Stewart 解释说："尽管资本回报率在下降，但它们是在更大资本基础上赚取的，因此 EVA 上升了"。

艾默生电气公司 (Emerson Electric, 第 35 位) 研发副总裁 Charles Peters 也认为，一家公司必须关注 EVA，这是一种美元的衡量标准，而不仅仅是回报率"。毕竟，在微小的投资上获得巨大的增量回报并不会显著增加股东的财富。艾默生是 EVA 理论 20 年的忠实信徒，也是 MVA 排行榜上的佼佼者。Charles Peters 说，"这种方法迫使你不仅要获得高回报，还要求以适当的回报率进行投资"。

对大多数人来说，MVA 是一种全新的、有时甚至是令人震惊的企业绩效观察方法。然而，它最大的价值或许在于，它把关注重点放在商人最古老、最基本的角色上：归根结底不是作为企业管理者，甚至不是作为企业领导者，而是作为资本的管家。

《SternStewart Performance 1000》

SternStewart 公司在计算一家公司的 MVA 时，股票市值加上债务减去已投入公司的资本。如果结果为正，则表明公司创造了多少财富；如果结果为负，则表明公司破坏了多少财富。什么是经济增加值 EVA？公司的 EVA 是指公司在某一年的税后净经营性利润 NOPAT 减去该年的资本成本 WACC*TC。资本成本是债务成本加上经常被忽视的股权成本，适用于年初的资本总额。注意：股权成本比债务成本高，而且往往比你想象的要高得多。EVA 为正值的公司赚取的收益高于其资本成本，从而创造了财富。如果投资者预期这种情况会持续下去，那么公司的市值增值就会为正。与股本回报率、现金流增长、每股收益增长或任何其他传统指标相比，EVA 预测市值增值更为可靠。

〈三〉美国最佳财富创造者

《财富》杂志，Shawn Tully, 1994 年 11 月 28 日

https://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1994/11/28/79997/index.htm

它们并不总是你所期望的公司

越来越多的管理者和投资者正在使用一种创新的方法来衡量谁才是真正的佼佼者

说来奇怪，但大多数人寻找美国最佳经理人的方法都是错误的。他们问的都是有关企业成功的传统问题：谁的每股收益 EPS 增长最快，谁的股本回报率 ROE 最高，谁的市值(公司所有流通股的总价值)最大？这些问题的答案固然能给人以启发，但也会让初学者看起来像纯种马，反之亦然，因为它们忽略了一个基本因素：管理者用来创造奇迹的资本成本。现在，越来越多的管理者和投资者开始认可一种不同的衡量标准。它被称为市场增加值 (MVA)，看起来是目前评估公司履行其为股东创造财富这一基本使命的最佳方法。用可口可乐公司 CEO 罗伯特·戈伊苏埃塔 (Roberto Goizueta) 的话说："这是一种记分方法。为什么大家都不使用它，这对我来说是个谜"。可口可乐在随附的 MVA 榜单上名列第二，标志着 Goizueta 成为美国的财富创造冠军之一。

MVA 衡量标准由纽约 SternStewart 咨询公司设计，通过拷问资本主义最基本的问题来衡量经理人：贷款人和股东提供给他们的资本，他们增加或减少了多少价值？这个概念既基本又古老，但成千上万的经理人显然没有认真思考过这个问题，因为它表明，许多看似蒸蒸日上的公司实际上表现不佳。为了计算 MVA，SternStewart 公司将一家公司在其生命周期内从股票和债务发行、银行贷款以及留存收益中获得的所有资本加起来。公司还会做进一步调整，例如将研发支出资本化，作为对未来收益的投资。然后，SternStewart 公司通过检查公司股本和债务的价值，研究市场对公司资本运用情况的评价。

总市值(投资者可以取出的金额)与投入资本(投资者投入的资金)之间的差额就是 MVA。如果市值增值大于零，说明公司为股东创造了财富。但如果市值增值为负数，就像福特汽车和苹果电脑等著名企业那样，公司就犯下了商业上不可饶恕的罪过，即毁灭了投资者的资本。MVA 正在赢得管理者的广泛认可。可口可乐、美国电话电报公司 (AT&T)、惠而浦 (Whirlpool) 和桂格燕麦 (Quaker Oats) 多年来一直在密切关注他们的市场增加值 MVA，或与 MVA 关系密切的经济增加值 (EVA)。现在，这一指标又吸引了大批新的皈依者。就在过去一年里，礼来公司 (Eli Lilly)、乔治亚太平洋公司 (Georgia-Pacific)、宝丽来公司 (Polaroid)、斯普林特公司 (Sprint)、特立丹公司 (Teledyne) 和天纳克公司 (Tenneco 芒格投资过) 都已接受 MVA 或 EVA 作为衡量公司业绩的最佳标准。Sprint 公司 CFO 阿特·克劳斯 (Art Krause) 说："与衡量会计业绩的 EPS 不同，MVA 衡量的是真正的经济表现"。投资者也很热情。管理着 300 亿美元资金的奥本海默资本公司 (Oppenheimer Capital) 董事总经理 Eugene Vesell 说："我们挑选公司时首先要看的是，他们是否以 EVA 为目标？与 EPS 或 ROE 等指标相比，我们更倾向于 EVA"。

根据定义，MVA 将随着股市的波动而变化。劣质公司可能会在市场上上涨中获得巨大的 MVA 增值，但这种收益可

能只是昙花一现；而表现强劲的公司，如果股价暂时陷入低谷，则可能会无端损失 MVA。这份榜单的最佳用途是研究其中的趋势和关系，为管理者揭示惊喜和宝贵的经验。

今年有三大主题。第一个主题：来自各行各业的一批表现出色的企业以惊人的规律性主导着排行榜。在高管的管理下，它们似乎不受市场偶尔的萧条、艰难的商业周期或价格战的影响。排名第一的是通用电气公司，它在 1993 年底的 MVA 高达 560 亿美元，比去年增加了 130 亿美元。可口可乐公司以 530 亿美元 MVA 位居第二，比去年增加了 30 亿美元。去年排名第一的沃尔玛以 460 亿美元 MVA 位居第三。股价的暴跌使沃尔玛 MVA 减少了 180 亿美元，但该公司仍是美国迄今为止最成功的零售商，其 MVA 是排名第二的家得宝公司(Home Depot)的三倍多。

第二个主题是医药和某些品牌商品营销商的麻烦。多年来，这些公司一直占据着榜单的前列，其 MVA 持续大幅增长。默克(Merck)、辉瑞(Pfizer)和强生(Johnson)等制药公司仍占据榜单前 20 名中的 6 个席位。但在 1993 年，该行业的整体 MVA 下降了惊人的 320 亿美元，降幅达 19%。仅默克公司的 MVA 就减少了 130 亿美元。受廉价非专利品牌(沃尔玛自营品牌)竞争的影响，食品行业的 MVA 下降了 150 亿美元，降幅达 16%。家乐氏(Kellogg)、沙拉生活(SaraLee)和通用磨坊(General Mills)都损失惨重。菲利普莫里斯公司(Philip Morris)陷入烟草价格战，其 MVA 从 490 亿美元下降到 290 亿美元。

第三个主题：一些常年的劣质公司、运输业巨头和工业公司卷土重来，受挫的计算机硬件制造商也重新崛起。强劲的国内经济和活跃的出口，再加上艰难的成本削减，这些都是复兴的导火索。CSX 运输公司(采用 EVA 分析法)引领了一波铁路行业激动人心的复苏。在钢铁行业，伯利恒(Bethlehem)和纽柯(Nucor)大幅提高了他们的 MVA。汽车行业的进步最为显著。通用汽车公司(第 998 位)和福特公司(第 996 位)仍然徘徊在榜单的末尾，原因很简单，这两家公司已经深陷泥潭，MVA 的大幅增长几乎无法改变它们的排名。通用汽车的制造业增值增加了 140 亿美元，福特汽车的制造业增值增加了 90 亿美元，尽管它们仍然深陷 MVA 负值区域的泥潭。迄今为止表现最好的汽车制造商是克莱斯勒。自 1989 年以来，MVA 从 33 亿美元增加到 41 亿美元。就连 IBM 也在反弹。在 1989-1993 年创纪录的财富毁灭期间，它的 MVA 抹去了 430 亿美元，从榜首跌至倒数第一。今年，它又有了令人瞩目的飞跃，MVA 从-240 亿美元增加到了 170 亿美元。惠普公司(Hewlett-Packard)是计算机硬件领域的克莱斯勒公司，在这个近来不断摧毁资本的行业中鹤立鸡群。去年，惠普公司的 MVA 为 74 亿美元，比 1992 年增加了 11 亿美元。

与 MVA 相关，EVA 衡量的是公司每年创造的财富。它被定义为经营性净利润 NOPAT 减去产生该利润所需的资本成本 WACC。将 MVA 视为市场对未来每年 EVA 流量的折现估值。年复一年地创造巨大、正值的 EVA 是让投资者致富的关键。为了创造市值增值，AT&T 和可口可乐等公司使用 EVA 来指导管理决策，如是否建立新工厂、收购竞争对手或出售业务部门。提高 EVA 的关键并不在于销售额的成倍增长，甚至也不在于提高股本回报率。关键在于持续投资于回报高于资本成本的项目。Goizueta 指出："只有当你投资的回报率高于你的投资成本时，你才能变得更富有"。人人都知道这一点，但很多人似乎都忘记了。EVA 最大的卖点在于它能密切跟踪市值的涨跌。可口可乐的 EVA 增长了 983%，其股价自 1983 年以来也增长了 900%。礼来制药部门总裁 Sidney Taurel 说："EVA 与我们股价之间的相关性非常好。对于传统的衡量标准，如传统的资本回报率或投资回报率，我们没有看到这种相关性"。

这份清单为希望提高 EVA 和 MVA 的经理人提供了很多建议：

一由于任何能产生高于资本成本回报的项目都会提高 EVA 和 MVA，因此，只要新投资是符合 EVA 检验标准的最佳投资，就不一定要避免那些预计回报率低于目前平均回报率的投资。沃尔玛将越来越多的资金投入到了具有正 EVA 的项目中，从而取得了成功，而它的管理者和投资者并没有因为回报率不再像早年那样丰厚而感到困扰。沃尔玛的投入资本回报率 ROIC 从 1988 年的 25% 下降到 16%。然而，它的 EVA 却翻了一番，达到 11 亿美元，MVA 激增了三倍，达到 460 亿美元。

一在新经济时代，你不需要大量的资本来建造财富之塔。微软公司就是一个很好的例子，它仅用 29 亿美元的投入资本就创造了 190 亿美元的 MVA。越来越多的公司专门从事产品设计或营销，而把制造工作交给外部承包商。这种模块化模式可以降低资本需求，使 MVA 成倍增长。斯奈普饮料公司(Snapple Beverage)最近接受了桂格燕麦(Quaker Oats) 17 亿美元的收购要约，该公司将大部分生产外包给地区装瓶公司。这一做法帮助 Snapple 将 2.13 亿美元的资本转化为 30 亿美元的市值增值。

一如果管理得当，资本密集型行业仍然可以表现出色。美国电话电报公司(AT&T)、美国电信公司(GTE)、南方贝尔公司(BellSouth)和贝尔大西洋公司(Bell Atlantic)都投入了大量资本，但每个公司的 MVA 都排在前 25 位。与各行各业一样，节约使用资本可以决定成败。惠普公司的投入资本与销售额比率为 75%。IBM 的情况就不一样了：它的比率是 110%。

一如果你的 EVA 很强劲，但 MVA 却在下降，市场可能会发出警告。这就是制药业的现状。股市正在告诉制药公司，它预计竞争会削减虚高的价格，从而严重侵蚀未来的 EVA。同样的道理，如果市场认为未来会有巨大收益，往往会以高额的 MVA 来奖励一般程度的 EVA。通用电气去年的 EVA 只有 4.18 亿美元，不到其 MVA 的 1%。然而，通

用电气的 EVA 正在快速增长，而且市场预计未来几年还会有巨大增长。

一不要被自然资源公司地下的 EVA 所蒙蔽。埃克森石油公司和美孚石油公司尽管 EVA 非常糟糕，但却拥有诱人的 MVA。它们的石油和天然气储量代表着巨额的资本，但与大多数会贬值的资本不同，这些资本很可能会升值。市场预计，这些储量未来将产生巨额收益，最终超过资本成本。

将可口可乐公司与百事可乐公司进行比较，就能明显看出 MVA 的威力。从表面上看，百事可乐至少和可口可乐一样成功。自 1988 年以来，百事可乐的销售额增长了 102%，而可口可乐的收入仅增长了 73%。百事可乐是迄今为止规模较大的公司，收入达 250 亿美元，而可口可乐只有 140 亿美元。在过去五年里，百事可乐的每股收益增长了 73%，超过了可口可乐。然而，可口可乐的市值为 530 亿美元，是百事可乐 220 亿美元的两倍多。换句话说：到目前为止，可口可乐管理得更好，为股东创造了更多的财富。原因很简单。百事可乐需要 200 亿美元的资本才能实现销售额和每股收益的大幅增长。而可口可乐仅用 79 亿美元就创造了更大的利润。百事可乐公司将资金投入在必胜客等利润率较低、资本密集型的业务上。可口可乐则坚持不懈地专注于浓缩软饮料这一高回报业务。

对于管理者来说，这个信息是明确的。太多的公司表现地好像资本(尤其是股权资本)是免费的。未来不属于执着于利润和销售增长的管理者，而是属于那些牢记 MVA 基本信条的管理者：谨慎、创造性地管理资本是创造财富的关键。

MVA 榜单

你认为自己了解美国表现最好的公司吗？下面列示了按市场增加值(MVA)排名的美国最大公司，MVA 是衡量这些公司在多大程度上建立或摧毁了投资者的资本。你喜欢或讨厌的公司可能不会排在你期望的位置。名单后附有索引。什么是市场增加值 MVA？Stern Stewart 公司计算一家公司的市场增加值 MVA 的方法是，将股票市值加上债务减去已投入公司的资本。如果结果为正，则表明公司创造了多少财富；如果结果为负，则表明公司破坏了多少财富。公司的 EVA 是指公司在某一年的税后净经营性利润 NOPAT 减当年的资本成本 $WACC \times TC$ 。资本成本是债务成本加上经常被忽视的股权成本，近似于年初的资本总额。注意：股权成本比债务成本高，而且往往比你想象的要高得多。什么是 MVA 榜单？本榜单中的 350 家公司是《SternStewart Performance 1000》榜单中最大的公司，该榜单是对总市值最大的 1000 家美国公司的分析。这里给出的 MVA 排名显示了每家公司在 1000 家公司中的排名。MVA 截至 1993 年 12 月 31 日。EVA 和排名是 1993 年的数据。排名第一的通用电气 MVA 在过去三年中增长了一倍多。MVA 的秘密配方可口可乐通过专注于浓缩软饮料提高了其 MVA。快速下滑的苹果公司从一个令人瞩目的财富创造者变成了财富毁灭者。从困境中驶出的通用汽车是榜单中 MVA 增长幅度最大的，但它仍然是财富的净毁灭者。

《The Stern Stewart Performance 1000》由 SternStewart 制作。如需免费获得完整排名，请将您的姓名、地址和电话号码寄至 SternStewart, 40 West 57th Street, New York, 10019。有关 EVA 和 MVA 的更多信息，请致电 212-261-0600 联系 Ade Batista。

<四>美国最伟大的财富创造者加上最糟糕的财富破坏者

《财富》杂志，Shawn Tully，1998 年 11 月 9 日

https://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/11/09/250849/index.htm

通用电气(GE)、可口可乐(Coke)和微软(Microsoft)是最值得击败的三家公司

在 90 年代的一系列管理口号失效或消退之际，还记得流程再造和合理规模吗？这个概念就是经济增加值 EVA，所有这三个都要求公司将其作为指导原则。通过一个简单的衡量标准，EVA 回答了商业中最基本的问题：管理层是在为股东创造财富还是在毁灭财富？价值 1350 亿美元的养老基金 Calpers 的高级投资官罗伯特·博尔特(Robert Boldt)说："会计基准无法完成这项工作。只有 EVA 能真实反映价值创造的情况"。

事实上，《财富》杂志的年度财富创造者排行榜显示，出色的 EVA 业绩如何为股东创造了成堆的市场增加值(MVA)或巨大收益。简而言之，EVA 通过让美国公司回归本源，帮助它们大大改善了管理。实际上，EVA 远非新生事物，而是金融理论的长期支柱之一：除非公司的利润高于其资本成本，否则无论会计收益看起来有多好，公司都没有为股东赚钱。

1980 年代，美国电话电报公司(AT&T)、伊士曼柯达公司(Eastman Kodak)和其他数十家公司都忘记了遵循这一简单的格言。相反，他们将大量资金浪费在了疯狂的多元化上，结果导致公司业绩增长迅猛，股价一落千丈。

纽约咨询公司 Stern Stewart 说服或者说提醒 CEO 们，为了推动股价，他们不应该不惜一切代价增加利润，而应该让利润的增加速度远远高于他们增加新资本(如厂房和库存)的速度。该公司的创始人 Joel Stern 和 Bennett Stewart 将这些超高收益称为 EVA，然后将这一概念进行包装，向客户展示如何利用 EVA 来激励经理人和选择投资项目。

今年的榜单是在《财富》杂志一篇文章发表五周年之际发布的，这篇文章向公众介绍了这种全新的、开创性的公司运营和评判方式。《财富》揭示了大多数经理人所不知道的事情：可口可乐公司 CEO 罗伯特-戈伊苏埃塔 (Roberto Goizueta) 是一位狂热的 EVA 迷，正是 EVA 引导 Goizueta 放弃了不相关的业务，从更少的工厂挤出更多的可乐糖浆，并普遍建立了一个价值储备。哈佛商学院的 Michael Jensen 说：《财富》杂志的报道真正让 EVA 成为领先的管理工具。

此后，EVA 一发不可收拾。虽然 Stern Stewart 公司已将这个词注册为商标，但它并没有垄断这个概念。现在，几乎所有人都在吹捧这一基本概念，包括麦肯锡 McKinsey、毕马威 KPMG 和安永 Ernst & Young。EVA 不仅改变了管理者经营公司的方式，也改变了华尔街为公司定价的方式。在过去三年里，瑞士信贷 Credit Suisse，第一波士顿 First Boston 和高盛已经指示他们的分析师不再强调每股收益和股本回报率等指标，而更倾向于 EVA。这一转变使他们与 Oppenheimer 奥本海默基金和 Calpers 加州公务员退休基金等基金经理保持一致。EVA 也是 Calpers 用来编制美国年度表现最差公司名单的标准之一，去年的名单包括软件制造商 Sybase 和网络管理公司 EDS。Calpers 要求其中一家落后公司 (Boldt 没有透露是哪一家) 采用 EVA。该公司同意了。

EVA 只是税后年度经营性利润 NOPAT，减去资本成本 WACC 的特别费用。这项费用纠正了标准会计中的一个明显漏洞。在财务报表中，公司无需为股权资本支付任何费用。股权资本看起来就像免费的，但它实际上非常昂贵。为了从投资者那里筹集资金，公司的回报必须至少与股东从一篮子具有相同风险的股票组合中 (指数) 赚取的收益相当，比如每年 12%。这就是股权资本的成本。如果公司不能至少赚取资本成本 (包括债务成本)，就无法继续吸引新的投资。

因此，会计利润的计算过程就像打排球时把球网放下来。而 EVA 则能让它恢复原状。公司需要为其使用的所有资本支付一笔不菲的费用，包括留存收益和发行股票的融资所得。Stern Stewart 公司还对标准会计进行了许多其他调整，如将研发费用作为一项投资资本化，而不是每年将研发成本计入费用。扣除资本费用后剩下的，也就是股东真正的利润，也就是 EVA。剔除所有扭曲因素后，EVA 对股价的解释能力远远强于 EPS 或股本回报率 ROE，因为这两者都不包括股权资本的费用。

下面的列表还突出了 MVA，即市场对 EVA 强劲增长的回报。换句话说，MVA 是市场根据对未来 EVA 的预期，在投资者投入的资金之外给予公司的溢价。计算方法是将股东和债权人投入的资金相加，包括发行股票和债券的融资以及留存收益。然后从公司股票和债券的当前市值中将其减去，其差额就是 MVA。

当然，即使是经营出色的公司，其 MVA 也会随着整个股市的波动而起伏。事实上，去年的大涨给好公司和坏公司都带来了大量的 MVA。但从长远来看，优秀的管理才能产生巨大的、正向的 MVA。随附的名单证明了这一点。通用电气、可口可乐和微软三家公司在最近的两份榜单中占据了前三名，不过通用电气今年的第一名被可口可乐挤掉了。通用电气做了一家公司应该做的事情：凭借杰克韦尔奇 (Jack Welch) 的管理才能，通用电气 (截至去年 1 月 1 日) 将投资者的 590 亿美元资金转化为 2550 亿美元的总市值；两者之间的差额为 1960 亿美元的 MVA。相比之下，通用汽车公司则让人想起了一个笑话：赚小钱的最简单方法就是从花大钱开始。投资者累计投入了 750 亿美元的资金。如果他们将通用汽车的股票和债券套现，他们只能得到 610 亿美元；通用汽车公司的 MVA 为 -139 亿美元，这意味着财富被摧毁了。

英特尔和微软的对比研究令人着迷。英特尔公布的 EVA 为 48 亿美元，比微软多 20 亿美元。但其 MVA 却比微软低 540 亿美元。展望未来，投资者打赌英特尔将无法保持其 EVA 优势。原因何在？他们认为，英特尔将面临来自 AMD 或美国国家半导体公司的竞争，而微软将面临来自 Novell 等竞争对手的竞争。与此同时，微软则是高科技领域的可口可乐公司，拥有源源不断的 EVA。微软和英特尔都没有正式使用 EVA，但它们在 EVA 公司视为一门科学的领域却是天生的行家里手：以少量的资本创造了巨量的财富。

今年夏天,我们看到一些所谓的"明星股"的股价出现了大幅回调,这些股票直到最近还引领着美国的牛市。例如,吉列公司的股价在过去几周内下跌了五分之一。尽管如此,过度的牛市似乎还很健康,整体指数几乎没有受到影响。这引发了市场对领导层更迭的猜测。这些增长型股票的持久性让我们对将它们视为市场领导者持谨慎态度,但有一些令人信服的理由说明,它们应该暂时退居次席。

其中许多公司都采用一种经济增加值(EVA)。可口可乐公司在 1994 年 12 月 1 日出版的一本名为《EVA 问责制》的小册子中阐述了这一方法的精髓:"EVA 衡量的是每年经济利润的增长情况",因为"经济利润是公司的税后净营业利润(NOPAT)减去营业资本费用(WACC)"。由此可见,公司可以通过提高利润或缩减资本占用,或通过两者的结合来增加 EVA。股票市值的变化与 EVA 的变化相关,而 EVA 是以公司的投入资本回报与资本成本之间的差额来衡量的。例如,好时食品公司(HersheyFoods)对美国主要食品公司盈利能力的研究发现,1993 年,康尼格拉(ConAgra)公司的 EVA 差值最低,估值也最低,而箭牌(Wrigley)公司的 EVA 差值最高,估值也最高。这说明了一个简单的道理:提高"价差"可以提高市值。好时食品公司采取了增加 EVA 的战略,其市值也随之增加。

近年来,对创造最大经济价值 EVA 的公司给予的估值变得更加慷慨。现在,即使是不产生经济利润的公司,其交易价格(市值)也比其投入资本溢价 70%。我们预计盈利能力强的公司估值会下降,原因有二:首先,从企业低效业务中榨取的增量较少;其次,盈利能力最强的公司很可能会吸引新的竞争者进入其领域。大多数券商研究都没有意识到增长放缓和收益递减的双重威胁,他们倾向于将过去的业绩线性外推到未来。这使我们得出结论,高回报的公司很可能吸引过高的估值。

然而,估值并不是我们唯一担心的问题。我们更担心的是由 EVA 考虑因素决定的企业战略,对企业运营模式可行性的潜在影响。这些战略的重点是提高利润率,同时减少资本占用。这种方法就其本身而言是没有问题的,但它将增长置于企业优先事项的什么位置就不清楚了。如果一个新项目的回报与资本成本之间能产生正差额,那么企业管理者就有动力保住利润。因此,以 EVA 为导向的公司毫无疑问会开展那些回报更快速的项目。然而,我们怀疑这种方法歧视筹备时间长的项目,尤其是涉及未知领域的项目。如果波音公司在 1960 年代就使用 EVA 法,它还会花费巨额成本开发 747 巨型喷气机吗?总的来说,我们认为不会。

该方法及其对公司运营模式的影响还有两个方面值得我们关注。首先,我们认为这种方法会刺激企业提高税后经营利润。只有通过削减关系企业健康的关键开支(过分消减开支),或通过制定高于股东长期价值最大化的销售价格(过分涨价),才能实现这一目标。其次,我们注意到 EVA 的旗手们对回购自己的股票表现出明显的热情。我们通常支持股票回购,这是向股东返还现金的最节税的方式。令我们担忧的是现在回购股票的价格。例如可口可乐公司正在以大约 50 倍收益的价格回购股票。这真的是对股东资金的最佳利用吗?在我们看来,这很像 2%的投资回报率。令人奇怪的是,自诩将所有投资成本资本化的 EVA 方法却没有考虑到公司"投资"自己股票的成本。

据《经济学家》报道,推广 EVA 的 SternStewart 咨询公司承认,"如果使用得过于简单",这种方法可能会限制增长。我们认为这种情况正在发生。例如,好时食品公司在 1994 年采用 EVA 后,资本支出从 1992 年最高峰时的 2.5 亿美元减少到每年约 1.5 亿美元。作为消费品企业生命线的广告费用也有所下降。在过去十年中,广告费用占销售额的比例从 7.5%下降到 6.4%。然而,在 1992 至 1996 年间,该公司却花费了 7.63 亿美元回购股票。好时公司的行为与亨氏公司相比简直是小巫见大巫,到 1995 年,亨氏公司的广告预算占销售额的比例几乎减少了一半。这些公司似乎在减少对其品牌的投资,而此时股票市场却对其未来收益给予了更高的评价。在我们看来,这似乎不太正确。

按照传统的会计标准,盈利能力很强的公司可能会发现,由于 EVA 措施鼓励削减成本和提高价格,它们在未来的销售增长方面受到限制。然而,柏林墙倒塌后,许多这样的公司都获得了进入新市场和供应新客户的难得机会。在这样的背景下,我们希望企业牺牲利润以扩大客户群。但几乎没有迹象表明它们会这样做。如果一份玉米片的成本高于普通中国、印度或印尼的人均日收入,他们就很难成为玉米片的忠实消费者。可以说,利润率和会计回报率(如资产回报率)应该是十年来的最低点,而不是我们今天看到的历史最高点。(降价抢市场会影响 EVA)

EVA 型管理系统的支持者一致认为,最重要的不是盈利水平,而是盈利的方向。因此,我们仍然认为,价值投资领域的公司中蕴藏着最好的投资机会。从低水平提高公司盈利能力不仅比较容易,而且投资者现在对价值型股票的预期非常悲观,尤其是与所谓的成长型公司相比。新的企业衡量标准(如 EVA)肯定会像在成长型领域一样应用于价值型领域,而且在我们看来这会取得更好的效果,利润改善与低估值的结合可能是一种令人兴奋的组合。正因为如此,我们在美国的投资仍然集中在价值型市场。

巴菲特致股东的信 1998

1999 年 3 月 1 日, BRK: \$46000-70000

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

本公司 1998 年的账面价值增加 259 亿美元, A/B 股每股账面价值增长了 48.3%(标普 28.6%), 自现任管理层接手的 34 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 37801 美元, 年复合成长率约为 24.7%。

通常当公司的账面价值一年能够成长 48.3%时, 大家应该要高兴的手舞足蹈, 但今年不行, 还记得德国音乐天才瓦格纳吗? 他的音乐曾被认为盛名难副。我想伯克希尔在 1998 年的进展, 虽然表面上看起来进步巨大, 但实际并没那么好, 主要的原因在于在增加的 48.3%账面价值当中, 绝大部分来自于因并购交易所发行的新股。

再进一步说明, 由于我们公司目前的股价远高于帐面价值, 这意思代表每当我们**溢价发行新股**, 不管是现金增资还是换股合并, 都会立即**大幅拉高我们每股的帐面价值**, 但实际上我们没有因此多赚进半毛钱, 而真实的情况是, 这类交易并**不会立即提升我们每股的内在价值**, 我们所得到的跟我们所付出的只能算是大致相等。而就像我与合伙人查理·芒格不厌其烦, 但却一再强调的真正重要的是内在价值的增加而非帐面账面价值的增加。虽然伯克希尔 1998 年的内在价值也大幅成长, 但绝不到帐面账面价值增加 48.3%的那种幅度, 不过尽管如此, 我还是必须强调, **目前的内在价值仍远高于帐面账面价值**。(有关"内在价值"等名词的解释, 请大家参阅股东手册, 手册中揭示了本公司经营的宗旨, 也包含了许多对伯克希尔股东相当重要的信息。)

展望 1999 年, 我们拥有有史以来最佳企业与经理人的黄金组合, 我们在 1998 年买下的两家公司, 分别是通用再保险(GeneralRe)与公务机航空(ExecutiveJet), 它们在各方面皆是一流的(后面还会详加说明)。而原来拥有的企业表现更是超乎我个人的预期, GEICO 保险再一次获得傲人业绩, 当然也有不好的消息, 几家我们拥有大笔投资的大型上市公司经营下滑, 这是当初我们没有预期到的, 因此我们股票投资组合的绩效表现不如同期标普 500 指数, 还好这些公司所发生的问题都只是暂时的, 查理跟我都相信他们长期发展的远景还是相当的乐观。

在最近三年的年报中, 我们提供了我们认为最能够估计伯克希尔内在价值的一张表, 在今年更新的版本中, 我们以拟制的方式将通用再保险的数字加入其中, 也就是假设该公司自年度一开始就为我们所拥有, 第一栏的数字代表我们持有的平均每股投资金额(包括现金与类现金, 但扣除金融子公司通过金融产品持有的证券), 第二栏则是每股在扣除利息与经营费用之后, 伯克希尔来自本业的经营收益(但未扣除所得税与购买法会计调整数), 当然后

者已经扣除了所有来自第一栏投资所贡献的股利收入、利息收入与资本利得，事实上，从这张表可以看出，若是把伯克希尔分拆成两家公司的话会变成怎样，一家是持有我们投资组合的投资公司，另一家是经营旗下所有业务并负担全部成本的经营性公司。

年度	每股投资规模	税前每股经营收益
1965	4	4.08
1967	41	1.09
1968	53	2.87
1975	159	-6.48
1977	372	12.44
1978	465	12.85
1985	2443	18.86
1987	3910	108.14
1988	4,876	145.77
1995	22088	258.20
1996	28500	421.39
1997	38043	717.82
1998	47647	474.45

下表是这两个部分每十年的成长率

十年期	每股投资规模	税前每股经营收益
1968-1978	24.2%	16.2%
1978-1988	26.5%	27.5%
1988-1998	25.6%	12.5%
1968-1998 年化增长率	25.4%	18.6%

回顾 1998 年，我们每股的投资规模增加了 9604 美元或 25.2%，不过每股经营收益却减少 33.9%，主要原因是通用再保险(如先前所说，在今年以拟制的方式并入伯克希尔)，这家公司拥有相当大的投资部位，这使得我们每股的投资金额大幅增加，不过另一方面，该公司在 1998 年也产生了承保损失，这又拖累了我们的每股经营收益表现，事实上，要是我们没有买下通用再保险，我们当年的每股经营收益可能还能维持小幅增加。

虽然某些特定的并购案与经营策略会影响到其中某一栏数字，但我们还是尽量让两栏数字能够均衡发展，不过有一点可以确定的是，我们未来的成长率将远不及过去所创造的水准，伯克希尔现在的规模实在是大到我们很难再做出任何重大的突破，若是你不这样认为，你应该去从事销售工作，而不是去教数学(请永远记住，世界上只有两种人，一种会算术，另一种不会)。

现在我们可以掌控的账面价值高达 574 亿美元，这数字居所有美国公司之冠，(如果埃克森和美孚石油合并成

功，我们将会让出宝座)，当然这并不代表伯克希尔实际的价值，对于股东来说，公司总市值才是最重要的，就这点而言，通用电气与微软的市值就是伯克希尔的三倍以上。总而言之，账面价值代表着一家公司经理人可以运用的资金，就这方面而言，伯克希尔的规模无疑是相当可观的，

不过，说归说，查理跟我还是希望能够尽力让公司的价值在未来以每年 15% 的平均速度成长，这是我们认为可能达到的极限，在往后的日子，有时我们可能可以超过 15%，但也很有可能远不如这个标准，甚至可能会变成负的，而使得我们平均成长率往下拉，另外大家要知道，所谓每年平均 15% 的成长率代表在往后的五年之内，我们的账面价值必须要成长 580 亿美元，如果没有几个轰轰烈烈的大案子的话，是绝对不可能办的到的，像卖卖爆米花这种小生意可不行，而现在的市场环境也不利于我们寻找合适的大象猎物，不过我们可以向大家保证一定会全神贯注。

不管未来会如何，有一点我可以向各位保证的是，只要我还在，我都会将我个人 99% 以上的身家放在伯克希尔，至于能够维持多久？我则是希望能够效法忠诚的民主党员 Fort Wayne，临终时还表示希望死后能够葬在芝加哥，好就近参加党的活动，所以我也在办公室事先选好了一个好位置，以后可以用来摆我的祭坛。

随着经济实力的增长，我们雇用员工的人数也同步增加，我们现在拥有 47566 位员工，其中包含 1998 年并购通用再保险后并进来的 7074 人，以及内部增聘的 2500 人，而为了服务新增加的 9500 个人手，我们的总部人员也从原来的 12 人扩编为 12.8 人(0.8 指的不是查理或是我本人，而是我们新请的一位会计人员，一个礼拜工作四天)，尽管这是组织浮滥的警讯，但是我们去年税后总部开支却只有区区 350 万美元，大概占我们管理总资产的一个基点(万分之一)还不到。

税务

我们规模扩大最直接的受惠者就是美国国税，今年光是伯克希尔与通用再保险已经支付或即将支付的**联邦所得税就有 27 亿美元**之多，这笔钱足够供美国政府支应半天以上的开销。也就是说，全美国只要有 625 个像伯克希尔及通用再保险这样的纳税人的话，其它所有的美国公司或 2.7 亿美国公民都可以不必再支付任何的联邦所得税或其它任何形式的联邦税(包含社保或房产税)，所以伯克希尔的股东可以说是竭尽所能。

对于查理跟我来说，向国税局签发后面有一长串零的大额支票一点都不会感到困扰，伯克希尔身为一家美国企业，以及我们身为美国公民，得以在美国这个伟大的国家繁荣发展，这是在其它国家所不可能达到的，我想，

如果我们生在世界上别的角落，那么就算是我们再怎么努力的逃避税负，我们也不可能像现在这么富有(也包含生活上的其它层面)，从另一个角度来说，我们感到很幸运能够支付一大笔钱给政府，而非因为我们残障或失业，要靠政府三不五时来救济我们。

伯克希尔的纳税情况常常引起外界的误解，首先资本利得税对我们并不太有利，企业不论是资本利得或是其它正常的营利都必须支付 **35%的所得税**，这也就是说同样情况下，伯克希尔的长期资本利得税负担要比一般个人要高出 75%以上。

另外还有一种误解，认为我们可以将 70%以上的股利收入列为免税收入，事实上这种适用于大部分美国企业的优惠，仅适用于伯克希尔旗下非保险公司所持有的股票，可惜我们大部分的股票都是由保险公司所持有，这部分的免税比例就只有 59.5%，当然这仍然代表每一块钱的股利收入比起其它一般的应税收入来得有价值。

伯克希尔去年真的是卯起来为国税作贡献，像是去年的通用再保险合并案，我们就付了 3000 万美元给美国证监会作为发行新股的手续费，这金额创下了证监会有史以来的新纪录，查理跟我对于证监会为所有投资人所做的努力感到崇敬，只是如果能用其它方法来表示敬意就更好了。

GEICO 保险

好的理念加上好的经理人，最后一定可以获得好的成果。这样的完美组合在 GEICO 保险身上获得最佳的印证，通过直销大幅降低成本的汽车保险，搭配像托尼·莱斯利(Tony Nicely)这样优秀的经理人，很显然的全世界再没有其它人可以像 Tony 可以把 GEICO 保险经营的这样好，他的直觉毫无偏差、他的能量没有上限，而他的执行力完美无暇，在严守承保纪律的同时，Tony 所带领的团队正以超高的速度攻占市场占有率。

这样的速度更因我们的薪酬计划而加快，通常的直销保单是指，不通过代理或中介直接由保险公司与客户接洽的业务，这需要一笔相当大的**前置费用**，也因此第一年刚接到的保单通常都没有什么利润，不过要是客户在接下来年度能够继续续约的话，公司将享有极高的盈利。在 GEICO 保险，我们不希望这一成本阻碍本公司的员工积极开拓新业务，所以我们**特别将第一年业绩排除在薪酬计算公式之外**，我们将 50%员工奖金与分红基于续保业务的盈利，也就是投保期超过一年以上的保单，另外的 **50%则是根据公司保单数量的成长情况**，这也是我们正加紧油门全力冲刺的指标。

1995 年当伯克希尔还没有完全买下 GEICO 保险时，该公司每年的营销预算是 3300 万美元，并有 652 位电

话销售员，到了去年，公司的营销预算增加为 1.43 亿美元，电话销售员的人数也增加至 2162 位，这些努力所得到的成果可以从下表该公司新接保单与有效保单数字中看出端倪。

年度	新加入自愿性保单	有效保单数量
1993	354,882	2,011,055
1994	396,217	2,147,549
1995	461,608	2,310,037
1996	617,669	2,543,699
1997	913,176	2,949,439
1998	1,317,761	3,562,644

展望 1999 年我们将继续增加营销预算到至少 1.9 亿美元，事实上伯克希尔对于 GEICO 保险在新业务取得上的投资是没有上限的，只要我们可以帮公司建立起能够为客户提供更好服务的各种措施。

而也正是因为新客户第一年的高额成本负担，许多关心短期利益的公司都回避此类投资，不管这些投资对公司建立长期价值是如何的有益，但是我们的盘算就不一样了，我们只是很简单的去评量现在所投入的每一块钱在未来是否能产生高于一块钱的效益，如果估算出来确实有利，那么就算是花再多的钱我也开心。

当然 GEICO 保险成功的原因决不仅于低价与强势的营销，索赔的处理也要公正、快速、友好，这里有一个客观的数据可说明这点，在业务量居我们首位的纽约地区，保险主管机关最近公布 GEICO 保险在 1997 年前五大汽车保险公司当中，其投诉比率是最低的，其比例甚至远低于其它四家同业平均数的一半。

GEICO 保险 1998 年的承保利润率达到 6.7%，超过我们当初的预期，事实上是远高于我们所能想象的程度，我们的成绩反映出产业间普遍存在的一种现象，近几年来，汽车意外发生的频率与程度都比以往减轻许多，也因此我们立刻反应调降 3.3% 的费率，预计在 1999 年还会降得更多，虽然这个举动马上使得我们的利润率下降，但我们的目标至少是 4% 或甚至更低，不过不论如何，我们相信 GEICO 保险的利润率还是远比同业要好的多。

由于 GEICO 保险 1998 年优异的绩效与盈利能力，利润分享和奖金数字亦跟着水涨船高，总计 1.03 亿美元，约占年薪的 32.3%，由公司全体年资超过一年以上的 9313 位员工共同来分享，这个数字在全美所有公司当中比例可以说是最高的，(此外员工还受益于公司支持的退休金计划)。

虽然公司分红计划中的成长能力应该还会继续维持，但考量到盈利能力在未来几乎可以肯定会逐渐下降，所以 32.3% 的比例可以说是破天荒的新高，当然我们预期这两项因子在未来的十年内仍然会是分红计划中扮演极为重要的角色，不过对于我们的同仁来说，成长还代表着另一个意义，去年总计有 4612 位员工获得晋升。

虽然 GEICO 保险的绩效数字是如此的令人印象深刻，但是我们仍然还有相当大的成长空间。GEICO 保险 1998 年的市场占有率确实大幅提升，但也只不过从 3% 增加为 3.5% 而已，换句话说相较于我们现在服务的每一个保单客户，等于还有十个在外面等待我们去给他们提供服务。

有些正在读我们年报的人很可能就属于这类的人，在每个来征询 GEICO 保险保单费率的人当中，平均有 40% 的人会发现，通过我们投保能为他们省下一笔钱，而之所以不是 100% 的原因在于每家保险业者对于风险的判断估计都有所不同，有些保险公司对于居住于某些特定地区的居民或从事某些特定职业的客户有偏好，不过我仍然坚信我们提供给一般民众的费率通常都低于其它全国性的业者，在随年报附赠的 GEICO 保险资料中，大家将可以看到我们提供给来自全美 40 州股东最高 8% 的折扣费率，所以记得打电话给我们试一试。

管理哲学

在这段我还有一个广告要打，这广告主要是要写给上市公司的经理人看的。

在伯克希尔我们一直认为要教像 Tony 这样杰出的经理人如何经营公司是一件相当愚蠢的事，事实上要是我们一直在背后指指点点的话，大部分的经理人可能早就干不下去了(坦白说他们大多根本就可以不必要再靠工作过活，75% 以上的人都已经财务自由了)，他们可以说是商场上的强打者马克·麦奎尔(Mark McGwire, 棒球明星)，根本就不需要我们去指导他如何拿棒子或何时挥棒。

尽管如此，由伯克希尔掌控企业所有权，甚至可能让这些经理人有更好的发挥。首先，我们去掉所有 CEO 必须面对的一般繁文缛节和没有生产力的活动，我们的经理人可以全心全意的安排自己个人的行程，第二，我们给予相当明确简单的任务指示，那就是一、像自己拥有公司一样的心态来经营，二、把它当作是你跟你家人在全世界仅有的资产来看待，第三、在有生之年内，你没办法将它卖掉或是让别人给买走。我们告诉他们完全不要被会计帐面方面的考量来影响到其实际经营上的决策，我们希望经理人了解什么才是最关键紧要的事。

很少有上市公司的经理人可以如此自在的经营公司，这是因为大部分公司背后的股东往往只着重短期的利益。然而，伯克希尔几十年来一直拥有相当稳定的股东基础，他们有其它上市公司少见的长期投资眼光，事实上，这些股东打算一直持有伯克希尔至死方休，也因此旗下的经理人可以用一辈子的时间来经营公司，而不用为了下一季的盈利情况来烦恼，当然这绝不代表我们就不关心公司经营的现况，事实上，这点也相当的重要，只是我们绝不希望为了追求短期的盈利而被迫牺牲掉公司长远发展的竞争优势。

我想 GEICO 保险成功的经验再次显示出伯克希尔经营模式的优越性，查理跟我从来就没有指示 Tony 该怎么做事，我想以后也不会，我们的工作就是提供给他一个绝佳的环境，让他能够彻底发挥才能去做该做的事，他不需要把时间耗费在无意义的董事会、新闻采访或与金融分析师会谈上，此外他也不必担心公司的融资问题、信用评级或坊间对于公司盈利的预期。由于我们特殊的股权结构，他也知道这样的经营模式至少可以继续持续几十年，在这样自由的环境之下，Tony 跟他所带领的团队就可以将 100%的心思花在应付外在多变的竞争环境上。

所以如果你同样也在管理一家盈利稳定的大型企业，并且向往在像 GEICO 保险一样的经营环境下蓬勃发展的话，建议你先看看我们报告后段的并购标准，然后打个电话给我，我保证一定会很快可以回复，而且除了查理之外，我不会把这件事告诉其它任何人。

公务机航空公司(EJA, Executive Jet Aviation Corp)

想要了解 EJA 的无限潜力，你必须要先了解其业务特性，它专门出售部分企业行政专机所有权给客户，并为众多所有人维护保养机队，EJA 的 CEO 理查德·桑图里(Richard Stantulli)设想了一种飞机使用的革命新方法，于是发挥其个人绝佳的胆识与才能让其创意成真，在 1986 年开创了公务机共享所有权这个新兴行业。

按照公务机部分所有权计划，你购买的是 EJA 提供各系列飞机中所有权的一部分，比如说一架公务机 1/8 的所有权，这样你便可获得该飞机每年 100 个小时的飞行时数，但不包含飞机停机的时间，而且你还有权在五年内自由分配将这些时数，每个月要扣除一些管理费和按小时收取的飞行成本。然后，你只要提前几个小时通知我们，EJA 就可以在全美指定的 5500 座机场为你安排好飞机或者提供另一架同样好的飞机，换言之，这种便利性跟你打电话叫出租车一样的方便。

NETJETS®

利捷航空<Netjets> www.netjets.com

1986 年，美国高盛董事 Richard Santulli 经过复杂的计算，发明了私人飞机产权共享模式，开创了一个飞机管理的时代。接着收购了成立于 1964 年的 Executive Jet Aviation 公司，后更名为 Netjets 公司(NetJets Inc.)。巴菲特 1993 年成为 Netjets 的客户，放弃乘坐商务航班。他经过 3 年的观察，1996 年出资收购了 Netjets，仍由 Richard 担任 CEO。Netjets 自 1986 年一直是世界上最大的飞机产权共享公司，也是最大的公务机公司。这一模式的核心是飞机多人使用冲突解决方案和责任免除，按照美国的节假日和习惯，一个机队由 4 架飞机组成，每架飞机由 8 位产权人共享每年的冲突有 23 次。如果由 4 位产权人共享每年的冲突将有 8 次。Stantulli 统计了所有公务机飞机时间、乘客地理分布、季节、每天出行时间、飞机故障概率等数据，建立了一个数学模型并得出结论：每出售 20 架飞机还需要准备 5.25 架自有飞机(20%自有)，才能满足 98%的顾客在相同时间提出的重叠需求，如果要确保 100%顾客需求得到满足，那么公司利润将荡然无存。公司提供从 6 座轻型、9 座中型、11 座大型、15 座远程等各种喷气公务机型，包括塞纳斯，猎鹰，湾流，达索和波音五家制造公司，不同机型价格相差很大。比如：一架 7 座塞纳斯飞机 1/8 的所有权代表使用者可以飞行 100 小时，顾客需要为此支付 137 万美元(飞机折旧成本)，以及每月 9600 美元管理费(地面维护等间接成本)和按小时收取的飞行成本(人工油料等直接成本)。NetJets

后续推出分时租赁(无飞机购买费用,以25小时为单位购买)和飞行小时卡模式。世界排名最靠前的公务机公司无一不是产权共享的模式,比如Flight Option, Flexjet, TAG Aviation。2017年GE公司宣布,退出全部自有的飞机,只保留产权共享和飞行权益,即飞行小时卡,以提高效率降低成本。

我是在四年前头一次听说 Netjets(共享飞机所有权业务被称为 Netjets®, 2002 年 EJA 公司更名为利捷航空 Netjets), 是从我们旗下布朗鞋业经理人 Frank Rooney 哪里听说的, Frank 常常使用这项服务, 并对其相当满意, 于是他建议我可以和 Rich 碰个面, 看看是否让我的家人也加入。结果 Rich 前后只花了 15 分钟的时间, 就说服我买下一架 Hawker1000 型飞机 1/4 的所有权(也就是每年 200 小时), 从此之后, 我的家人在经过 900 个飞行小时, 300 次旅程之后, 亲身体会到 EJA 是一个多么友好、高效与安全的运营方式, 并毫无疑问地爱上它, 所以在我知道我们有可能收购 EJA 之前很久, 我就为 EJA 做了一次推荐广告。不过我确实跟 Rich 提到, 如果他有意愿卖出的话, 记得随时打电话给我, 而幸运的是, Rich 真的在去年 5 月份打电话给我, 我们很快就达成这笔 **7.25 亿美元的交易, 其中现金与股票各半。**

EJA 目前已是这个行业规模最大的公司, 拥有超过 **1000 位的客户**以及 **163 架的飞机**, (其中包含 23 架由 EJA 自有或租来的核心飞机, 约 14%, 用来确保在订位需求最强劲时还能保持最高品质的服务), 安全性当然是任何飞行运营中最重要的考量, 而 Rich 旗下 **650 位的飞行员**每年都要到飞安国际公司(伯克希尔旗下全世界最大的飞行员训练公司)接受至少两次广泛的飞行训练。对我来说我能做的都做了: 我已经卖掉了伯克希尔的专机, 现在将与 Netjets 的机组同事一起, 完成我所有的商务和个人飞行。

在这个行业成为领导品牌是我们的一个很大优势, 我们的客户因为我们遍布全美各地的机队而受惠, 这使得我们可以提供无与伦比的服务, 同时, 我们受益于高网络覆盖率而大幅降低飞机停在地面的时间。另一个令客户无法抵挡的致命吸引力是我们提供了各式各样的飞机, 从波音、湾流、Falcon、Cessna 到雷神, 相较之下其它两家飞机制造商经营的竞争对手, 只能提供自家生产的飞机。事实上, Netjets 就好象是一位医生, 可以为每个患者提供其所需的所有药物。而我们的竞争对手, 为所有客户提供的只有自家品牌。

实际上我们有许多客户, 包含企业与个人, 同时拥有不同种类的飞机部分所有权, 以应付不同场合所需不同的机型, 举例来说, 一个客户可以拥有三种飞机各 1/16 的所有权(也就是每架各 50 小时的飞行时数), 这等于只要花一架飞机成本的一小部分, 就拥有一个虚拟机队。更重要的是, 不仅仅是中小企业可以从这种分享服务中受益, 目前已经有一些大企业利用 Netjets 服务来补充自身机队调度的不足, 这为他们节省了大量资金, 既可以满足高峰时的飞行需求, 又可以在飞机闲置时去执行其他飞行任务。

当一架飞机被用来仅供个人使用，有一个很大的争议那就是，要么是由现在的客户买单，要么是由其后代来买单。这也是我最敬爱的阿姨 Alice 在 40 年前，问我是否应该买一件貂皮大衣时，我回答她的话："阿姨，你花的不是自己的钱，而是你的继承人的"。

EJA 正以爆炸性的速度成长，1997 年，占全球公务机飞行订单的 31%，不过 Rice 与我都认为飞机共享所有权的潜力根本还未充分的被挖掘，如果目前有成千上万的人认为拥有一整架飞机 100% 的所有权是明智的(从经济学的角度，一家飞机每年必须使用 350-400 个小时)，那么一定会有更多人需要拥有部分飞机的所有权。

Rich 除了身为一位杰出的经理人之外，本人也非常风趣幽默，就像是我们旗下大多数的经理人一样，Rich 根本就不需要靠工作来过活，Rich 之所以愿意全心全力地投入在 EJA，完全因为这是他的孩子，他想看看自己能够走多远，当然我们都已经知道最后的答案，不论是从文字上还是形象上都是永远。

另外给伯克希尔董事会们一个小暗示，去年我光是在波仙珠宝与 EJA 的花费就是我个人薪水收入的 9 倍以上，所以大家可以想象到只要给我一点小小的加薪，保证会对伯克希尔集团企业的生意有太大的提升。

通用再保险(GenRe, General Reinsurance Corp)

12 月 21 号我们完成对通用再保险公司 220 亿美金的并购案，除了拥有这家全美国最大的财产险再保险公司之外，这家公司还拥有世界上历史最悠久的科隆再保险公司(Cologne Re)82%的股权(包含预计准备要买进的股份。2003 年通用再保险支付法国安盛保险公司 8.17 亿完成了交易，持股比例提高到 89%)，两家公司共同为所有险种提供的再保险服务，并在全世界 124 个国家开展业务。



<Gen Re> www.genre.com

通用再保险(Gen Re)是美国一家领先的财产、意外和人寿、健康再保险公司，总部位于康涅狄格州斯坦福德。其分支机构和办事处遍及世界各地。Gen Re 起源于 1921 年，当时两家挪威公司 Norwegian Globe 与 Norwegian Assurance 合并，并采用公司名称 General Casualty and Surety Reinsurance Corp。1923 年，美国投资者收购 General Casualty and Surety Reinsurance Corp 并更名为通用再保险(General Re Corp)。1954 年，公司成立第一家专业伤亡再保险部门，1956 年开设了北美分公司。1950 年代，通用再保险公司开始拓展国际再保险业务，1960-70 年代扩展到国际市场。1980 年，通用再保险在纽交所上市。1998 年 6 月 19 日伯克希尔宣布收购计划，按双方当日股价通用再保险股东可以按 276 元每股兑换伯克希尔股票，而 6 个月交易完成后，兑换价已经跌至 204 元，伯克希尔相当于 160 亿，换来通用再保险 10 亿年利润，240 亿资产(190 亿债券和 50 亿股票)，其中约 150 亿浮存金。伯克希尔仅发行 22%股份，净资产增加五成，总资产翻倍。2003 年通用再保险和科隆再保险(Cologne Re)开始以 Gen Re 品牌全球营销。2009 年，通用再保险完成收购科隆再保险并更名为通用再保险。2021，公司庆祝在北美成立 100 周年和历史悠久的科隆再保险 175 周年。

几十年来，通用再保险代表的是再保险行业的品质、诚信与专业，而在罗恩·弗格森(Ron Ferguson)的领导之

下，这个招牌更加获得肯定，关于通用再保险的专业，伯克希尔实在没有太多的东西可以给他们，反倒是他们应该有很多的东西可以教我们。不过我们仍然相信通用再保险加入伯克希尔将在许多方面受益，而在往后的十年内，通用再保险的盈利情况应该可以比合并之前要好的许多，而我们的自信心完全建立在我们能够提供通用再保险一个可以完全自由发挥其经营优势的环境。

让我们花一点时间来了解，为何通用再保险自己运营没有办法像加入伯克希尔后那样发挥其优势，再保险的需求大部分来自于直保保险公司，他们想要规避大型的意外损失导致的盈利大幅波动，事实上，再保险公司就是靠吸收直保保险公司想要规避的波动性而获得利润。

讽刺的是，一家上市的再保险公司必须要同时接受股东以及外界评估其盈利稳定的检验，因此收益波动过大将会影响其金融市场的债信评级和股票市场的市盈率估值。就算就长期而言，这家公司可以期望获得令人满意的平均回报。市场的短期需求有时却可能导致再保险公司因此犯下重大的错误，包含被迫放弃原先接下的一大部分业务(业界一般称为转分保)，或者仅仅因为可能给盈利带来太大的波动性而放弃上门的好生意。

不过伯克希尔却很愿意接受这样的波动性，只要就长期而言，它的预期回报能够有好的表现。更重要的是，伯克希尔可以说是资本的诺克斯堡金库，也就是说任何收益的剧烈变动一点也不会影响到我们的债信评级，也因此我们有能力也有意愿签下并自留没有任何上限的再保保单，事实上，过去十年来，我们早已运用这个优势建立起强大的巨灾再保险业务。

而通用再保险可以提供给我们的是营销渠道、技术背景与管理技能，让我们得以将原本拥有的资本优势更充分运用到保险业的每一个层面，尤其是通用再保险与科隆再保险现在可以加速进军国际市场，这块市场是大家看好将呈现高成长的处女地，而就像合并案的公告说明书中所强调的，伯克希尔将为通用再保险带来税收与投资上的优势，但是更重要的原因还在于，通用再保险的优秀管理层将可以在既有的基础上，摆脱原有的种种束缚，尽情地发挥其成长潜能。

伯克希尔将会承担管理通用再保险投资组合的工作(但科隆再保险不包含在内)，除此之外我们并不会干涉通用再保险的承保业务，我们只是很简单地要求他们继续维持原有的承保原则，同时利用伯克希尔强大的资本实力以及对收益变动的超强忍受力，增加自留业务的比例、扩大现有产品线、增加业务区域。就像是我们一再强调的，我们宁可接受波动剧烈的 15%，也不要稳健平顺的 12%。

相信只要给他们一点时间，Ron 跟他的团队一定能够将通用再保险的潜力发挥到极致，我跟他结识多年，彼此之间也一直维持有再保险业务上的往来。事实上，通用再保险在 1976 年 GEICO 保险当初东山再起的过程中，扮演极为重要的角色。Ron 跟 Rich 两人都将出席今年的股东会，希望届时大家可以过来跟他们两位打声招呼。

财产意外险的经营哲学

随着通用再保险的加入以及 GEICO 保险业务的突飞猛进，大家越来越有必要对如何评估保险业有更多的了解，其中主要的因素有(1)这个行业所能产生的**浮存金规模**(2)以及获得它的成本(3)最重要的是这两个因素的**长期展望**。

首先浮存金是一项我们持有但却不属于我们的资金。在保险公司的营运中，浮存金产生的原因在于保险公司在真正支付损失理赔之前，一般会先向保户收取保费，在这期间保险公司会将资金运用在其它投资之上，当然这样的好处也必须要付出代价，通常保险业者收取的保费并不足以覆盖最后支付出去的相关损失与费用，于是保险公司便会发生承保损失，这就是浮存金的成本，而**当一家公司取得浮存金成本，就长期而言低于从其它渠道取得资金的成本时，承保业务就有存在的价值**，否则一旦保险业务取得浮存金的成本若远高于货币市场利率时，它就像是一颗极酸的柠檬。

有一点必须特别注意的是，**因为损失成本必须依赖估算，所以保险业者对于承保业绩有相当大调节的空间**，连带使得投资人很难正确地衡量一家保险公司真正的浮存金成本，估计误差，通常是无心的，但有时却是故意，与真实的结果往往会有很大的差距，而这种结果直接反映在公司的损益表上，有经验的行家通常可以经由公司的准备提列情形发现重大的错误，但对于一般投资大众来说，除了被迫接受财务报表的数字之外，别无他法，而我个人常常被这些经过各大会计师事务所背书的财务报告所吓到，至于就伯克希尔本身而言，查理跟我在编列财务报表时，**都尽量采取最保守的做法，因为我们发现，保险业所发生的意外，通常都不会是什么好消息**。

下表中所显示的数字是，伯克希尔进入保险业务 32 年以来所贡献的浮存金，其中 1998 年包含通用再保险的巨额浮存金在内。在这张计算浮存金的表中，我们将所有的损失准备金、损失费用调整准备金、再保险假设和未赚取保费加总后，再扣除应付佣金、预付并购成本、预付税负以及取得再保险业务的相关递延费用，得出浮存金的数额，弄清楚了吗？相对于我们的保费收入总额，我们的浮存金部位算是相当大的。

年度	承保损失	平均浮存金规模	浮存金近似成本	长期政府债券收益率
1967	盈利	17.3	<0	5.50

1968	盈利	19.9	<0	5.90
1969	盈利	23.4	<0	6.79
1970	0.37	32.4	1.14	6.25
1971	盈利	52.5	<0	5.81
1972	盈利	69.5	<0	5.82
1973	盈利	73.3	<0	7.27
1974	7.36	79.1	9.3	8.13
1975	11.35	87.6	12.96	8.03
1976	盈利	102.6	<0	7.30
1977	盈利	139.0	<0	7.97
1978	盈利	190.4	<0	8.93
1979	盈利	227.3	<0	10.08
1980	盈利	237.0	<0	11.94
1981	盈利	228.4	<0	13.61
1982	21.56	220.6	9.77	10.64
1983	33.87	231.3	14.64	11.84
1984	48.06	253.2	18.98	11.58
1985	44.23	390.2	11.34	9.34
1986	55.84	797.5	7.00	7.60
1987	55.43	1266.7	4.38	8.95
1988	11.08	1497.7	0.74	9.00
1989	24.40	1541.3	1.58	7.97
1990	26.65	1637.3	1.63	8.24
1991	119.59	1895.0	6.31	7.40
1992	108.96	2290.4	4.76	7.39
1993	盈利	2624.7	<0	6.35
1994	盈利	3056.6	<0	7.88
1995	盈利	3607.2	<0	5.95
1996	盈利	6702.0	<0	6.64
1997	盈利	7093.1	<0	5.92
1998		22762.0		

平均浮存金规模年化 25.4%的成长确实令人印象深刻，不过真正重要的是取得浮存金的成本，如果成本过高，那么浮存金的成长就可能变成一项诅咒而非幸福。

在伯克希尔我们的记录算是不错的了，32 年来我们的平均成本远低于零，总的来说，我们享有相当多的承保收益，也就是说我们在持有一笔大额且不断成长的资金的同时，还能获得额外的收益，这是世界最佳。虽然就会计原则而言，浮存金在会计报表系属于负债，但实际上，这些负债对于伯克希尔而言，其价值远高于帐列的等量的股东权益，而只要我们在承保上能够持续维持盈利的话，这些浮存金的价值就远胜于帐上的账面价值。

在往后的几年内，伯克希尔浮存金的成长速度可能会略微减缓，再保险的市场相对低迷，在这行商业竞争关系的变动相当缓慢，也因此占我们总浮存金将近 2/3 的通用再保险浮存金在可见的未来很难有重大的进展，不过我们仍然预期伯克希尔浮存金的成本相较于其它同业能够维持相当低的水准。

报告收益的来源

下表显示伯克希尔报告收益的主要来源，在这张表中购买法会计调整数会从个别被投资公司分离出来，单独加总列示，之所以这样做是为了让旗下各业务的收益状况，不因我们的投资而有所影响，过去我一再地强调我们认为这样的表达方式，较之一般公认会计原则要求以个别企业基础做调整，不管是对投资者或是管理者来说，更有帮助，当然最后损益加总的数字仍然会与经会计师查核的数字一致。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以百万美金计	1998 年	1997 年	1998 年	1997 年
保险承保：巨灾再保险	154	283.0	100	182.7
保险承保：其他再保险	-175	-155.2	-114	-100.1
保险承保：GEICO	269	280.7	175	181.1
保险承保：其他直保	17	52.9	10	34.1
保险投资：净投资收益	974	882.3	731	703.6
Scott Fetzer + Kirby+图书	137	118.9	85	77.3
布法罗新闻	53	55.9	32	32.7
飞安公司	(1)181	139.5	(1)110	84.4
家具业务	72	(2)56.8	41	(2)32.2
珠宝业务	39	31.6	23	18.3
喜诗糖果	62	58.6	40	35.0
鞋业集团	33	48.8	23	32.2
冰雪皇后	58		35	
通用再保险	(3)26		(3)16	
金融业务	205	28.1	133	18.0
购买法会计调整	-123	-101	-118	-94
(4)利息费用	-100	-106.6	-63	-67.1
股东指定捐赠	-17	-15.4	-11	-9.9
其他(制服)	34	60.7	29	37.0
经营收益	1899	1721	1277	1197
出售资产和已实现证券收益	2415	1106	1553	704
所有实体-收益合计	4314	2827.6	2830	1901.6

注：(1) 包含公务机航空 EJA 自 1998 年 8 月 7 号之后的收益；(2) 包含明星家具自 1997 年 7 月 1 日之后的收益；(3) 通用再保险 GeneRe 自收购之日 1998 年 12 月 21 日开始；(4) 利息费用扣除金融业务利息费用；

大家绝对可以以我们旗下优秀的经理人为荣，他们几乎都能够在各自产业所能允许的情况下创造出最好的盈

利，同时还能继续强化企业长期的竞争优势，总的来说，他们已为所有的股东创造出数十亿美元的价值。

举例来说，在 1994 年的年报中，我曾经向各位提到 Ralph 在斯科特费泽的杰出表现，只是我万万没想到的是那时还只能算是他的热身阶段，去年在没有任何借款的情况下(除了其财务子公司的保守借款外)，靠着 1.12 亿美元的账面价值，竟缔造出创纪录的 9650 万美元的惊人税后收益。

时至今日，伯克希尔有一大群杰出的明星经理人，就像 Ralph 等在各自的业务也都是一方传奇，其中很多人是在我们买下公司时，就已经加入了我们的行列，不过近年来我们也从内部发掘出不少人才，而最近在并购通用再保险与 EJA 之后，更让我们的梦幻队伍声势大振。

查理跟我在伯克希尔的工作其实很简单，主要的任务就是资金分配，即便是如此我们的态度也不是那么的积极，其中有一个原因在于，做的多不代表得到的多。事实上，在投资与并购领域，疯狂的行为往往会适得其反，也因此查理跟我通常都只是静静地等待电话铃响。

当然我们的经理人也非常的努力，且成效显著，而很自然的，他们也希望自己的努力可以得到公平的对待，只是金钱的回报并不足以解释他们为何能有这样杰出的成就，主要的动力还在于，每个经理人都想要了解自己所带领的企业到底能够发挥到怎样的境界。为此，查理跟我谨代表大家向他们致上十二万分的谢意。

在年报中你可以找到依照一般公认会计原则编制，详细的各部门信息，另外你还可以找到经过重编，依照伯克希尔四大部门编列的信息，这是查理跟我认为最能够完整呈现伯克希尔现况的模式。通常接下来这一段应该是报告完整透视收益，但是由于通用再保险的并购案发生的时点接近年底，所以不管是历史性或拟制性的 1998 年的盈利数字都已无关紧要，在明年的报告中，我们会再恢复完整透视收益的计算式。

投资业务

下表是伯克希尔市价超过 7.5 亿美元以上的股票投资。

股份数量	公司名称	成本	市值
200,000,000	可口可乐	1,298.9	13,400
50,536,900	美国运通-增持	1,470	5,180
96,000,000	吉列-1 拆 2	600.0	4,590
60,298,000	房地美	308	3,885
63,595,180	富国银行-1 拆 10	392	2,540
51,202,242	迪士尼-减持	281	1,536
1,727,765	华盛顿邮报	10.6	999
	其他	2,683	5,135

	合计	7,044	37,265
	太阳信托 SunTrusts		508
	通用动力 GD		454
	房利美 Federal		427
	第一资讯 FirstData	GEICO	395
	美国合众银行		296
	M&T 银行		263
	甘尼特 Gannett		256
	耐克 NIKE	GEICO	253
	花旗集团		253
	AIG		228
	纽柯钢铁 Nucor		180
	大湖化学	GEICO	160
	TCA 线缆-清仓	GEICO	144
	Manpower 人力派遣清仓	GEICO	92
	旅行者集团-清仓	两倍收益	
	麦当劳-清仓		

成本以税务为基础的，比 GAAP 的帐面成本少 15 亿美元

今年我们稍微提高了在美国运通的持股，至于其余另外两项重大的股票投资则维持不变，不过在此同时我们也大幅出脱其余一些较小的投资部位，在这里我也必须承认，嗯！我在 1998 年做的一些举动事实上导致我们的利得不增反减，尤其是过早决定卖出麦当劳使得我们损失惨重，也就是说如果去年我在股票交易时间一动也不动的话，大家可能会更好过一点。

到年底，我们手上持有超过 150 亿美元的类现金(包含一年内到期的优质债券)，抱着这么多现金耐心等待机会让我们感到相当不自在，但我们宁愿让这 150 亿美元烂在我们口袋，也不要让他们轻轻松松落入他人手里。当然查理跟我还是会继续去寻找合适的大型股票投资，当然要是能来一个真正的企业并购案会更好，以消化我们手上过剩的流动资金，不过到目前为止，我们还没有发现任何潜在的目标。

当整个合并案正式完成之后，我们立刻要求该公司卖出手头上所有的股票投资(就像之前提到过的，不包含科隆再保险的投资组合)，通用再保险随即将手上超过 250 种以上的证券清仓，为此还缴了 9.35 亿美元的税，这个干净利落的清仓动作充分反应查理跟我在经营与投资上的基本原则，我们不替过去决策背书。

去年我打破从来不主动公开投资组合的惯例(除非法令有特别要求)，告诉大家我们最近参与的三项非常规投资，之所以会这样做主要有几个原因，第一，关于白银投资，监管机构提出的一些问题，让我们感觉他们希望我们能够公开承认这项投资的存在；第二，零息债券的投资仓位够大，我们希望股东知晓该投资对公司账面价值的

潜在影响；第三，我们只是要让大家知道，三不五时我们还是会做出一些与以往大不相同的投资动作。

不过就像是我们在股东手册一再提到的，我们认为主动披露特定的投资动作不会给公司带来任何的好处，因此，除非我们再度在某些特别的项目有非常大笔投资，我们将不会再向各位报告我们在某些非常规投资的有关事项。当然，我们还是会定期向大家报告去年我们清仓的或是新增的某些投资部位。

我们这种**对投资"即使不实也不评论"**的做法，既让一些有意搭顺风车的人无法得逞，也能达到保护股东利益的目的，因为如果我们不断地公开讨论所有的投资细节，将会严重损及各位所持有的伯克希尔股份的价值，同时我也要提醒大家通常媒体报导有关我们的投资动向往往都是错误的，相信他们话的人请自担风险。

会计问题：第一部分

我们与通用再保险之间的并购案反映出会计原则一直以来存在的一个重大瑕疵，眼尖的股东在阅读合并相关的股东文件时，应该都会发现其中有一项不寻常的项目，在制式的损益表中，清楚说明了合并对两者 1997 年的合并收益的影响，其中有一项薪资费用因为合并而增加了 6300 万美元。

我必须特别强调一下，这个科目并不代表查理跟我的原则发生了任何重大的改变(他还是乘坐经济舱出行，并引用富兰克林的话)，同时也不表示通用再保险本身的会计政策有何疏失之处，该公司业已完全依照一般公认会计原则运作。相反，形式上的调整是因为，**我们正用一个现金奖励计划取代通用再保险长期以来的股票期权计划。**新奖励计划将通用再保险经理人的激励性薪酬**与他们的经营业绩挂钩**，而此前与这些**经理人利益息息相关的是公司的股价**，现在，他们的回报完全要看他们各自负责业务的绩效表现。新计划与终止的认股期权计划对公司员工来说具有相同的经济效益，也就是说在相同的表现之下，公司给予员工奖励是同样的，只不过原先大家预期可以获得的股票将以现金取代，至于先前已经发放的期权则予以保留。

虽然两项计划在经济实质上相当，但我们实施的现金奖励计划在会计帐面上却相当不利，这种爱莉丝梦游仙境的结果主要是因为，现有的会计原则在计算公司盈利时，根本上忽略认股票期权的成本，虽然期权成本早已成为许多大企业庞大且不断增加的负担。事实上，会计原则给予公司经理人一个相当弹性的空间，若你以现金形式支付员工回报，就必须计入成本，但若你以另一种期权形式支付则不必。因此，员工股票期权已经到了过度泛滥的地步就不足为奇了。然而，一面倒地采用期权方式对公司的股东利益却非常不利，虽然我承认，如果期权结构合理，有时候是可以成为一种理想补偿和激励高级经理人的好方法，只是大部分的时候，他们通常过于慷慨，严

重损及原有股东利益，并不适合作为一项好的激励工具。

不过不管股票期权到底有怎样的优点，有关它们的会计处理原则实在是太离谱，试想今年我们预计投入 1.9 亿美元在 GEICO 保险汽车保险的广告之上，假若我们不支付现金而改以同等价值的伯克希尔股票期权作为给予厂商的对价，那么有没有人会跳出来讲伯克希尔的广告怎么就可以不花一毛钱，难道它不应该反应在公司的会计帐簿之上吗？

或许 Berkeley 大主教(大家或许还记得他是一位哲学家，他曾经提到一棵倒在无人迹深山中的大树的笑话)会真的相信会计师没有发现的成本就代表它不存在，不过要查理跟我接受这样的概念实在是有点困难，当我们考虑要投资一家有发行期权的公司，我们会先将这家公司报告的收益适度向下修正，直接扣除若对外公开发行这些期权所能得到的对价。同样的，要是我们准备要并购一家公司时，我们将会再评估中计入替换原有期权计划的成本，然后等到合并案正式完成后，我们会立即将相关成本反应在会计帐面上。

在期权问题上与我意见不一致的读者，此时在心理上可能会抗议我将发给员工期权的成本跟对外公开发行的股票期权划上等号。诚然，在这些争辩中，员工期权有时会被回收，使得股东权益受损的程度有可能会减小，公开发行的期权则不会。同样，员工在行使期权时，公司也会获得税收抵免，公开发行的期权也没有这项好处。但在相反一面，员工期权的转换价格常常会做修正，比起公开发行的期权来说，所付出的代价更为高昂。

还有人认为，对于员工来说，有限售期的员工期权与公开交易的期权相比，其价值要来得低。然而这一事实并没有降低公司发行不可转让期权的成本，就像是公司配给员工的配车，虽然限制员工只能作为公务使用，但是这并不能降低公司买车的成本。

近年来，查理跟我会对带有期权的**账面收益向下修正**，通常将每股收益数字砍去 5%，砍 10%的情况也不少见。有时向下调整的幅度太大，以致于影响了我们的投资决策，导致我们要么卖出要么放弃买进。

几年前，我们就曾提出至今还没有得到解答的三个问题："如果期权不算是一种补偿的话，那它又算什么？而如果给予员工的补偿不算是一种成本的话？那它又算什么？而如果成本不必列入损益表计算收益的话，那么又应该把它们摆到哪里去呢？"

会计问题：第二部分

管理层在员工股票期权会计问题上所扮演的角色很难是正面的，近年来，许多 CEO 与会计师极力反对美国财

务会计准则委员会 FASB 试图将期权计入成本的做法，反对者甚至动员国会议员参与游说，甚至将这种收益虚增提升到国家利益的层次。

尽管如此，我认为有些管理层在公司重组与合并的会计处理上的行为更糟，很多**管理层故意操纵损益数字欺骗投资人**，正如 Michael Kinsley 曾经批评华府所说的：**真正的丑闻不是那些违反法律的，而是那些完全合法的行为**。在以前通过财务报表，很容易可以分辨一家公司的好坏。如 1960 年代末掀起一波被騙徒称之为“大胆且富想象力的会计”的热潮。这种做法在当时受到华尔街人士的热烈追捧，因为他们从来都不会让人失望。不过在当时大家都知道谁是老千。而且值得称道的是，几乎所有受到崇敬的美国大公司基本上都洁身自好。

近年来，道德逐渐沦丧，虽然许多大企业还是坚持走正道，但越来越多所谓高格调的经理人，（就是那种你要把女儿许配给他或请他担任遗嘱执行人的人），渐渐认为玩弄数字以满足华尔街预期的做法没有什么大不了的。事实上，**有许多经理人不但觉得这类操纵收益的行为很正常，甚至是他们的工作责任之一**。

这些经理人一开始往往就认定他们的主要工作之一是让公司的股价越高越好，（关于这点我们实在不敢苟同），而为了撑高股价，他们可以说是无所不用其极地在公司的运营上冲刺，但是**当运营结果不若预期时，他们就会诉诸难以想象的会计手法**，要么“制造”出想要的收益数字，要么为未来的收益数字创造条件。

而为了让这样的行为合理化，这些经理人常常表示，如果公司股票的价格不能合理反应其价值，则公司股东的权益将会受损，同时他们还辩称，在运用会计诡计来获得想要的数字的时，他们只是在做其他人都在做的事，而一旦这种“人人都在做”的态度确立后，道德上的顾虑就消失殆尽了，Gresham 之子称这样的行为叫做：**糟糕的会计会驱逐好的会计**。

有一种会计科目叫做“重组损失”，在法律上虽然合法但却通常被用作操纵损益的工具。在这次特别设计的骗局中，通常公司会**将多年来累积的成本在单一季度一次性提列损失**，而这个季度必定让投资人大失所望。有时候，公司则是为了将过去虚假不实的收益一次性出清，或是为虚增未来年度的收益预先做准备。不管怎样，这些做法的主要前提都是基于这样一种心理：华尔街只关心未来年度的收益高于预期的五分钱，却一点也不在乎公司当季的收益少了五美元。

这种将**所有的垃圾在当季一次性出清的做法**，跟高尔夫球场上一种大胆投机的得分方法类似，在球季一开始，取巧的高尔夫球员忽略自身的实际实力，先在计分卡上填上最糟糕的成绩（柏忌、双柏忌、三柏忌），结果一算

下来可能有 140 杆之多。建立这个储备之后，接着他再跑到高尔夫俱乐部给教练表示他想要调整一下不理想的挥杆，然后等到他再度回到球场上时，他就专挑打的好的洞的成绩，而不好的部分则全部归到先前所预留的储备中。结果五回合下来，他的成绩就变成 140 杆、80 杆、80 杆、80 杆、80 杆，而不是本来的 91 杆、94 杆、89 杆、94 杆、92 杆。不过对华尔街的哪些人来说，他们根本就不管最前面的 140 杆，因为那不是正常情况下的表现，然后直接把这位选手归类为平均 80 杆的高手(而且成绩还相当稳定)。

而对于这种喜欢预先作弊的球员来说，这种策略会有一种变体。这位球员与一位能够配合的球童单独比赛，也就是会计师，好让他可以将不好的洞数往后递延，顺利地先拿下四局 80 杆，使得这位球员可以得到表现杰出且稳定的运动家称号后，然后再交出第五局的 140 杆球卡，用一场大洗澡纠正前面的欠账。他随便应付几句抱歉的话，但他不会退还之前在俱乐部比较加分卡时赢得的金额。而这位球童，不用我们说，当然是深得老板的心，不怕下次得不到主人的惠顾。

不幸的是，现实中使用这些惯用作弊伎俩的 CEO 往往习惯于玩这种把戏，毕竟与其花费时间在辛苦练习上，还不如轻轻松松在计分卡上动动手脚，要说服他们放弃不玩可能比登天还难，他们这种行为不禁让我想到法国文豪伏尔泰对于性实验的评论：一回生，二回熟。(伏尔泰一次到妓院去体验生活，事后有人问他感觉如何，他回答说，第一次去还算是哲学家，但要是再去的话，可能便会成为堕落者)。

在并购领域，重组已被提升至艺术的层次，经理人现在越来越习惯通过合并来操控公司资产与负债的价值，以使得公司未来的收益能够平稳地虚增。事实上，在交易的时候，大型的会计师事务所偶尔也会建议公司来点小会计戏法(当然有时也可能会搞的很大)。而在得到领路者的引诱，一流的人格往往会屈服于三流的伎俩，CEO 实在是很难拒绝会计师所提出让公司未来收益好看一点的美意。

财产意外险业有一个很好的例子可以作为说明，当一家公司取得另一家财产险公司时，买方通常会顺势大幅补提大量的损失准备金，这项举动只会凸显以前损失准备提拨不足的问题。虽然你会发现这种精算调整的时机与整个交易签字的时点是如此令人惊异的巧合。更重要的是，这样的举动等于是为以后损失准备回冲，以增加公司未来盈利数字所预埋的伏笔。

不过伯克希尔从来都不会干这类的勾当，如果我们真要让你们失望，那么宁愿是真实的盈利情况而不是会计手法。在我们所有的并购案当中，我们皆让损失准备的数字保持在当初我们发觉时的水准，因为一直以来与我们

共事的保险业务经理人都很了解自己本业的状况，同时在财务报表的编制上也都坦诚布公。所以，如果是在这些并购案进行的同时，还发生负债大幅增加的状况的话，那么就代表这些美德其中之一出现了问题，或者说并购方为虚增未来收益预留的后路。

这里有一件真实的故事充分说明美国企业普遍存在的一种观点。有两家大型银行的 CEO，其中有一位主导了很多并购案，在不久前参与了一项友善并购的讨论(虽然后来并没有成功)，正当这位经验丰富的并购老手侃侃而谈合并后可能的种种好处时，突然被另一位 CEO 的问题给打断：那不是意味着高额的成本吗？我想可能不下十亿美元吧！这位老练的银行家毫不迟疑的回答到：这正是我们要做这笔交易的原因，而且我们想把它搞的更大。

根据巴尔的摩 R.G.协会初步的统计，光是 1998 年宣布或认列的特别费用，包含重组费用、研发费用、并购费用以及减值费用等共计 1369 项，加总的金额就超过 721 亿美元。这真是一个惊人的数字。相比之下，1997 年财富 500 大企业的总盈利也不过是 3240 亿美元而已。

显然，现今许多经理人对于编制正确报表的藐视态度可说是商业界的一大耻辱，正如我们先前所提到的，会计师在导正这种偏见方面几乎没有什么作为。尽管理论上会计师应该要把投资大众当作是他们的老板，但他们却选择向那些有权决定会计师人选并发放薪酬的经理人卑躬屈膝(唉！正所谓拿人手短)。

不过告诉各位一个大消息，在现任主席 Arthur Levitt 的带领下，证监会似乎有意要好好地整顿美国企业的种种不当行为，在去年 9 月的一次历史性演说中，Levitt 呼吁大家停止"收益管理"，他一针见血地指出太多的企业经理人、会计师与分析师参与这种大家心知肚明的骗局，接着他又开门见山地提出一项指控，当经理人得到太多的机会来操纵收益的同时，其人格也随着消失殆尽化成幻影。我强烈建议大家读一读 Levitt 主席的演说内容(你可以在 www.sec.gov 上找到)，同时共同声援他致力于导正美国企业向股东们提供真实财务报告所作的努力，Levitt 这项工作或许相当艰巨，但也很难再找到其它任何比这个更重要的任务了。

给股东的报告

伯克希尔的官方网站 www.berkshirehathaway.com 成为取得本公司信息的最重要来源，除非事先要求，否则我们每季的季报都只通过网站对外公布，当然我们还是一如往来将每年的年报邮寄给各位股东，里面也包含了申请寄发 1999 年季报的申请表格。在编写报告时，查理跟我秉持两个简单的原则：1)我们希望能够提供各位你我立场互换，我们希望各位能够提供给我们的所有信息；2)我们希望这些信息能够在同一个时间到达各位手上，而通

过网络使得我们第二个目标得以更容易地达成。

今年我们预计分别在 5 月 14 日、8 月 13 日及 11 月 12 日将季报公布在公司的网站上，另外也预计在 2000 年 3 月 11 日周六将年报公布在网站上，并在同一时间将年报邮寄出去给所有的股东。同时我们也会立即将相关的信息公布在我们的网站上，也就是说你不需要依赖经过报章媒体消化过的二手消息，而可以轻轻松松在家通过计算机直接读到最原始的内容。虽然本人对计算机一窍不通，但是我还是很高兴地向各位报告，我们旗下的事业，包含 GEICO 保险、波仙珠宝、喜诗糖果以及布法罗新闻在内现在皆已通过网络从事大量的商务活动，同时我们也开始在网站上销售相关的年金产品，这项业务主要是由阿吉特·贾恩所负责开发，他个人在过去十年来为伯克希尔贡献了大量的收益，每当查理跟我休息时，阿吉特还是无时无刻不在为伯克希尔想出增进价值的方法。

股东指定捐赠计划

大约有 97.5% 的有效股权参与 1998 年的股东指定捐赠计划，捐出的款项总计约 1690 万美元，详细的名单参阅附录。累计过去 18 年以来，伯克希尔总计已依照股东意愿捐赠出高达 1.3 亿美元的款项，除了之外，伯克希尔还通过旗下的子公司进行捐赠，而这些慈善活动都是早在他们被我们并购以前就进行多年(先前的老板自行本身负责的个人捐赠计划之外除外)，总的来说，我们旗下的关系企业在 1998 年总计捐出 1250 万美元，其中包含 200 万美元等值的物品。想要参加这项计划者，必须拥有 A 级普通股，同时确定您的股份是登记在自己而非股票经纪人或保管银行的名下，同时必须在 1999 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 1999 年的捐赠计划，当你收到表格后，请立即填写后寄回，以免被丢在一旁给忘记了，逾期恕不受理。

年度股东大会

今年伯克希尔的 Woodstock 狂欢节将在 5 月 1 日至 3 日举行，只是我们面临到一个问题，去年总计有超过 10000 名的股东来参加我们的股东年会，而如今我们股东的人数又增加了一倍，这使得我们很难预估今年到底会有多少股东与会，为了安全起见，我们特别订下可容纳 1.4 万名观众的 Aksarben 体育馆，另外外加 5 千个座位的 Holiday 会议中心，而奥马哈地区的股东们为了尽地主之谊，也特地将场地的前排座位让给远道而来的股东(很多都来自海外)，至于大奥马哈地区的股东则采取先到先选的方式入座，如果 Aksarben 体育馆的门票发光了，就会开始发放 Holiday 会议中心的门票给奥马哈地区的股东。而万一要是两个场地还不够，查理跟我就会将正式会议前的时间分成两部分，此外，在两个会场我们都准备了展示品、伯克希尔特别制作的影片、大型的电视屏幕以

及麦克风，等到中午休息时间，许多与会者陆续离开 Aksarben 体育馆后，此时坐在 Holiday 会议中心的股东就可以利用简短的五分钟时间参观一下会场，然后一直待到会议结束，会后我们也备有巴士接送没有开车的股东。大门会在周一早上 7 点开放，同时照例在 8 点半会播放由我们财务长 Marc Hamburg 精心制作具顶级水准的伯克希尔 1999 年电影短片供大家欣赏，扣除中午短暂的休息时间，整个会议将一直进行到下午 3 点半。

后面附有股东会开会投票的相关资料，跟各位解释如何拿到入场所许的识别证，由于预期会有相当多的人与会，我们建议大家最好先预订机位与住宿，美国运通(电话 800-799-6634)将会很高兴为您提供相关安排服务，如同以往，我们会安排巴士接送大家往返各大旅馆与会场之间，并在会后接送大家到内布拉斯加家具店与波仙珠宝店或是到饭店与机场，当然你可能会觉得如何有一辆车就更方便了。

在 Aksarben 体育馆的会场我们也将备有伯克希尔全系列的产品供大家选购，另外我们也会把其中最热门的商品陈列在 Holiday 会议中心，去年我们再度打破记录，大家总共买走了 3700 磅的糖果、1635 双的鞋子、1150 组 Quikut 小刀以及 3140 件伯克希尔的衣服与帽子，另外也卖出 26944 美元的《世界百科全书》与相关出版品以及 2000 颗上面印有伯克希尔 Logo 的高尔夫球，老实说，查理跟我对于这样的成绩并不太满意，不过我们相当有信心今年一定能够再度刷新所有品项的记录，而我们 1999 年全新的服装也将在会议期间公布，所以请大家在看过我们的样式之前，暂且将今年的治装费保留住。冰雪皇后也将再度在现场摆设摊位，同时将所得全数捐给儿童希望联盟，去年我们总共卖出 4000 根 Dilly、雪花棒以及香草/橘子口味的巧克力棒，此外 GEICO 保险公司会再度派出各地区最优秀的业务员，在会场设立摊位，随时提供股东们汽车保单的报价，在大多数的情况下，GEICO 保险都可以提供给你一个相当优惠的股东折扣，各位记得问看看是否能帮自己省下一笔钱。这次的会议还有另一位主秀，那就是 79 英尺长 12 英尺宽满配的波音 737 商务机展示座舱(简称 BBJ)，这是 Netjet 最新推出的产品，这架飞机飞行时长可达 14 个小时，可搭载 19 位乘客，并附有一个卧室、一间办公室以及两套淋浴设备，预计在 2000 年春季加入服务客户的行列。BBJ 在 5 月 1 日到 3 日期间，将会陈列在 Aksarben 体育馆的大厅入口处，不想排队的人最好提早在周六或周日去参观，记得随身携带你的支票本，以备一时心动的不时之需。

占地 75 英亩的内布拉斯加家具店多层复合式建筑距离 Aksarben 体育馆约 1 英里远，营业时间平日从早上 10 点到下午 9 点，周六及周日则从早上 10 点到下午 6 点，内布拉斯加家具店 1998 年单店的营业额高达三亿美元，提供各式各样的产品，举凡家具、电子产品、小家电、地毯以及计算机，全部都以超低的价格供大家选购，

在 4 月 30 日到 5 月 4 日期间，股东只要持随股东通知附赠的优惠券到内布拉斯加家具店购买各类商品，都可获得员工价的优惠。平时礼拜天不营业的波仙珠宝，特地在 5 月 2 日股东会当天会为股东与来宾开放，从中午开到下午 6 点，去年在股东会的那一个周末，我们缔造了历史最佳的记录，业绩比前一个年度增长一倍，周日单日销售额打破历史记录，查理臭屁的认为这完全要归功于当天他在现场接受大家用发票索取签名的缘故，当然我对于这样的推论持保留态度，我不认为这是成功因素中的重要因子，在去年周日短短 8 个小时的营业时间内，波仙总共开出了 2501 张的发票，数学好的人可以掐指一算，这约等于每 11 秒钟开出一张发票，不过请大家千万不要对查理客气，务必让他签名签到手抽筋。怕挤的股东可以选择在周六(早上 10 点到下午 5 点半)或周一(早上 10 点到下午 8 点)光临波仙珠宝，记得向波仙的总裁 Susan Jacques 表明你伯克希尔股东的身份，如此她才能够给各位股东周末的优惠价，Susan 在 1983 年从每小时时薪 4 美元的业务员做起，并在 1994 年成为公司的 CEO，这项人事调整事后证明是我一生中最佳的管理决策之一。

桥牌爱好者请屏息以待，桥牌界的传奇性人物 Bob Hamman 将会在周日下午出席在波仙珠宝店外面大厅举办的一场桥牌大赛，Bob 打牌从来不用整理牌堆，嘿嘿！或许这就是我为什么一直打不好的原因，当然现场还会有其它高手出现与大家一起打牌。我个人最爱的 Gorat's 牛排馆为了伯克希尔股东年会破例在周日开门营业，虽然去年 Gorat's 牛排馆从下午四点开始营业，一直到半夜一点半，但是餐厅还是被拥挤的人群给挤爆了，以致于让许多股东等候多时，今年我们将减少订位人数，事先没有订位的人请勿前往，当然股东也可选择在周、周六或下周一前往，该餐厅从 4 月 1 日后才开始接受预订(电话 402-551-3733)，识途的老马都知道要点丁骨牛排加上双份的牛肉丸。奥马哈金钉鞋队(原奥马哈皇家队)将于 5 月 1 日周六晚上在 Rosenblatt 体育馆对上爱荷华州的小熊队，去年本人技惊四座的变化球，将会再度出现在投手丘上，不过今年我还预计祭出新练的上飘球，对于许多人将伯克希尔股东会视为投资金融界而非体育界的盛事，我感到相当的气愤，相信等到世人看过我的上飘球后，应该就能导正大家这种错误的观念。股东会资料将告诉大家如何取得球赛入场的门票，以及有关本次会议期间大量的旅游信息，在此我也特别呼吁经由并购通用再保险而新加入的 6 万名股东，一定要来见见其它伙伴。

在年报结束前，我一定要再感谢一下在伯克希尔企业总部与我一起共事的 11.8 位工作伙伴，这个团队除了平时要处理旗下数十家经营业务繁杂的租税、法律与行政事务之外，同时还非常有效率且热心地管理许多特别的事务，包含了上千次的不厌其烦的回答，以下就是他们在 1998 年所做的一些工作。

(1) 6106 位股东指定捐赠给 3880 个慈善机关团体。

(2) Kelly 与 Marc Hamburg 处理超过 1.75 万件股东会出席证，外加 3200 件棒球赛的订单与支票。

(3) Kelly 与 Marc Hamburg 负责制作、导演整个 Aksarben 秀，包含安排各个子公司所做的演示文稿、准备短片，有时还要协助来宾解决交通与食宿的问题。

(4) Debbie Bosanek 满足了 46 家采访媒体机构各种不同的需求(其中还包含 13 家外国媒体)，同时一如往常地协助我处理所有日常事务。

(5) Debbie 及 Marc 负责整理股东会报告并负责 16.5 万份年报的制作与发送(今年份数将增加至 32.5 万份)。

(6) Marc 负责处理 95% 以上的细节，同时更重要的是完成两件重大并购案的后续处理工作 Kelly、Debbie 以及 DebRay 非常快速地处理成千上万要求寄发年报及相关财务信息的回函。

虽然我们只支付 11.8 人份的薪水，但我们所得到的成果却相当于 100 位人力的付出，对于这支 11.8 个人的团队，我衷心地致上个人的感谢之意。

沃伦·巴菲特 董事会主席



1999 年 4 月，沃伦·巴菲特在法国巴黎出席 Netjets 活动

1999 年 3 月 29 日

致：Robert P. Miles

地址：4532 W. Kennedy Blvd. #275, Tampa , FL 33609-2042

Dear Mr. Miles:

感谢您的来信。巧合的是，就在这个周末，我在 Fool.com 上看到了您的新书《101 Reasons to Own the World's Greatest Investment》(伟大的事业，上财，2008)。您似乎得到了很多其他读者的好评。

你写的任何关于伯克希尔的文章都没问题，你显然非常了解这家公司。我很乐意在您的新书上签名，但我不确定我们是否能在购物中心碰面。也许最好的办法是您寄给我一本，我会很乐意为您签上名字。

祝愿您的新书项目一切都非常顺利。

致以最诚挚的问候

真诚的

沃伦·巴菲特

罗伯特迈尔斯(robertpmiles.com)毕业于美国密歇根大学，是 Tampa 市的作家、企业家、自由撰稿人和专业演讲家。多年来，他一直是伯克希尔的股东，他是少数几个获准进入巴菲特办公室并与之共进私人午餐的人之一。迈尔斯还著有《巴菲特的 CEO 们》(The Warren Buffett CEO: Secrets from the Berkshire Hathaway Managers, 2001)一书，沃伦巴菲特在给股东的年度致股东信中强调了这一点。此外 2004 年还著有《Warren Buffett Wealth: Principles and Practical Methods Used by the World's Greatest Investor》。

《Reflections of a Billionaire CEO: How to See You in the Image》的主题演讲已经在 20 多个国家进行。他还是 Nightingale 音频节目《How to Build Wealth Like Warren Buffett: Principles and Practical Methods Used by the Worlds Greatest Investor》的作者和主持人。

伯克希尔股东大会实录 1999

1999 年 5 月 3 日 Aksarben 体育馆 1.5 万人

开场白

巴菲特：早上好。很高兴有这么多人来参加会议。我想，这说明了你把自己当成伯克希尔的主人。我们要抓紧时间开完常规会议。然后查理和我会在这里呆六个小时来回答你们的任何问题，或者直到我们的糖果吃完为止（笑声）。我们在许多角落都有员工。角落里坐着的人也可以提问。顺便说一句，如果你还没有弄明白的话，我左边这个超动力的明星是我们的副主席查理·芒格。（掌声）

现在我们要把常规会议的内容讲一遍。在我们开始董事选举之前，我想说一句话。与通用再保险(General Re)合并的有关材料中，我们有个声明，意图是让通用再保险的 CEO 罗恩·弗格森(Ron Ferguson)加入伯克希尔的董事会。这个提议被延长了，现在依然有效——在他和我有生之年都会有效，我们希望让 Ron 加入伯克希尔董事会。他经过考虑，决定不在董事会任职。这是因为，他大体上同意我对董事会的看法：董事会可以限制你买卖股票的行为。例如，如果你在六个月的时间内完成自身公司股票的买卖，那么你就会自动陷入麻烦——你必须将买卖获利以一种非常特殊的方式，返还给公司。这意味着你的薪酬体系已经向全世界展示了。在工资的扣除方面，可能会有一些税收限制。所以，罗恩在委托书公布前通知我，他希望推迟决定是否加入董事会。

我可以告诉你，查理和我曾在不同的董事会任职，这让伯克希尔付出了巨大的代价，因为你在很多方面都受到束缚，即使你对任何实质性的东西都不知情，无论是正面的还是负面的——事实是，这可能是你造成的，这也会极大地限制公司的投资行动。我们要强调的是，不要试图进入太多的董事会。查理和我只在伯克希尔有重大投资的公司担任董事。有时，正是这些原因让我们接受了一份原本并不打算从事的工作，正如有关所罗门兄弟公司的那部电影所展示的那样。所以，这个提议在任何时候都是 100%对罗恩开放的。如果他改变主意，他就会进入董事会。而这就解释了今天上午采取的行动与代理材料中所描述的可能发生的情况之间的差异。

.....大会流程(董事介绍，会议议案，董事会选举，管理者团队介绍等).....

股东问答开始

1、我们只着眼于企业本身，并不预测股价走势

股东：我叫 Tim Spear。我来自英国赫特福德郡。我想问，在本·格雷厄姆《聪明投资者》一书中，他用前两

章讨论了市场当时的水平，以及当时的市场环境下做投资是否安全。我想知道你对今天的市场有什么看法？

巴菲特：查理和我不考虑市场环境。Ben 也不怎么喜欢。我认为他犯了一个错误，偶尔试图给它估价。我们着眼于单个企业本身。我们不认为股票是在纸上摆动着、附有价格图表的小纸片。我们认为股票是企业的一部分。的确，在目前，我们很难找到我们都喜欢的公司，我们也很难找到我们喜欢的管理层——并且他们的价格很有吸引力。所以，我们在市场上没有找到满足我们投资规模的大公司。

无论如何，这都不是对股市的预测。我们不知道市场今天、下周、下个月或者明年，股市是否会上涨。我们确信，我们只会购买我们认为有价值的东西——就我们为伯克希尔所获得的价值而言。当我们找不到东西的时候，钱就会堆积起来。但当我们确实发现了一些东西，我们就会迅速出击。据我所知，还没有人通过预测市场本身的走势来赚很多钱。但我确实认识很多人，他们在挑选公司方面做得很好，并以合理的价格购买它们。这就是我们希望做的。查理？

芒格：你怎么能说得更好呢？(笑声)

巴菲特：是的，但问题是你能否说得更好，查理。(笑声)

2、预计通用再保险的浮存金短期内增长会比较缓慢

股东：大卫·温特斯，新泽西州山区湖区。你能否给我们一些提示，关于伯克希尔旗下的通用再保险的浮存金的增量价值，以及从长期来看，通用再保险的浮存金的增长潜力？

巴菲特：该公司的浮存金目前归伯克希尔所有，它是我们的全资子公司。不过它部分浮存金归属于科隆公司(Cologne)——通用再保险和伯克希尔仅持有其 83% 的流通股。目前，我们在通用再保险和科隆的总投资资产接近 240 亿美金。而就像我说的，科隆的 83% 是我们的，17% 是别人的。

但我想说的是，通用再保险对伯克希尔的增量价值是零。因为我们没有给通用再保险带来任何东西，而通用再保险自己的投资也不会给它们自己带来任何东西。我们认为，在很长一段时间内，通用再保险的浮存金会有重要的增值。但是这个价值什么时候会出现或者发展到什么程度，是我们无法掌控的。就任何能增加浮存金价值的管理技能而言，我们目前没有给两家公司带来任何好处。但我希望随着时间的推移，我们会起到帮助。

第二个问题，关于浮存金的增长，通用再保险和科隆的浮存金增长在短期内肯定会非常缓慢。从增速来看，GEICO 的浮存金增长将是显著的。我们的再保险业务没有 GEICO 那样的增长潜力。而且，再保险业务未来的增长

要慢得多，因为它有更长期的合同承诺——人们不愿意更换再保险公司。人们的确应该如此。我们同意这一点。

在 60 亿的总保费收入和 140 亿的浮存金规模下，除非总保费收入在未来显著提高，否则浮存金不会显著增长。我认为随着时间的推移，这将会发生。但这在短期内不会发生。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

3、关于长期资本管理公司 LTCM 和会计制度

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。谢谢你又举办了一个精彩的周末。我的名字是车伟宇。我是来自奥马哈的一位自豪的股东。去年最有趣的金融新闻之一是对冲基金长期资本管理公司(LTCM)几近倒闭。我想听听您和芒格先生对这些私人合伙公司如何运作的看法，您对 LTCM 公司交易的看法，以及美联储为拯救这笔交易而进行的干预。

巴菲特：在你看的那部纪录片里，我在黄石公园当老忠实喷泉在喷发的时候，我正在打电话，而比尔试图让我看喷泉.....那次旅行的大部分时间都是在与纽约方面讨论竞购 LTCM 公司。顺便说一下，那张照片的标题叫做老头儿和喷泉。(笑声)我们从阿拉斯加开始，然后我们正坐船沿着峡谷往下走。船长说，我们去那里看海狮吧。我说，我们就呆在这里吧，这有卫星信号。因为我一直在打电话。查理当时是在夏威夷。在那段时间里，我们没有机会交谈。我不想用一件小事来打扰他，比如竞购 1000 多亿美元的证券。不过我当时找不到他。所以我们处于一个尴尬的境地。我想，如果我当时在纽约，或者查理当时在纽约，我们的竞标可能会被接受。

在过去的三、四天里，一个特别委员会发布了一份报告，该委员会代表了美国证监会、美联储、财政部和商品期货交易委员会。它只描述了导致竞标的一小部分事件。我记得在第 14 页，它提到了我们的交易失败。但交易失败并不是因为我们这边的原因。实际上，我们对 LTCM 公司资产负债表上 1000 多亿美元的资产和超过一万亿美元的衍生品合约进行了坚定的投标。你知道，当时的市场价格波动非常剧烈。对于这么多资产，我们认为我们在 45 分钟或一小时内的出价相当不错。我不认为其他人会像我们这样出价。

但无论如何，LTCM 的人士认为他们无法接受这一出价。因此，纽约联邦储备银行有一群人，主要是投资银行，在那天下午，面对 LTCM 不能或不会接受我们的出价的前景，他们安排了另一项收购安排，并投入了额外的资金。这很有趣。如果你读过那份由这四个迫在眉睫的机构联合撰写的报告，我想在第一页，它说第一个所谓的对冲基金成立于 1949 年——这是一个普遍适用于像 LTCM 公司这样的实体的术语。

我可能在过去的一年里读过或听过 50 次，尤其是在去年。当然，这根本不是真的，我之前甚至指出过一两次。但早在 1920 年代，本·格雷厄姆和杰瑞·纽曼就拥有一只经典的对冲基金。我曾经为一家叫做格雷厄姆-纽曼的公司工作过，这是一家受监管的投资公司，格雷厄姆-纽曼公司是一家投资合伙公司，我认为，他们有 20% 的利润分成，就是现在所谓的对冲基金。如果你在任何地方读到对冲基金的概念起源于 1949 年，而且和 A.W. 琼斯有关，那不是一段准确的历史。我曾经经营了一个，在现在通常被称为对冲基金的公司。但我可不喜欢那个称呼，我把当时这合伙公司称之为投资合伙关系，但它会被现在的人们称为对冲基金。查理在 1963 年到 1975 年左右也经营了一家类似的合伙公司。

这类合伙公司在过去一段时间非常流行。现在有数百家这样的公司。当然，**成立对冲基金对任何一个基金经理来说都很有吸引力**——因为如果你做得很好，**或者即使你做得不好、但市场走的很好，你可以通过经营这样一家基金赚很多钱**。刚刚发表的这份报告对这次拯救行动并没有特别严厉的评论。我想《巴伦周刊》最新一期可能会对一组大型基金的第一季度的业绩进行回顾，你们会看到成百上千的对冲基金。**这些基金里有很多钱，这是一个巨大的激励因素**。如果你经营一家公司，就会有巨大的动力去吸引更多的资金。当这种情况出现在华尔街时，可以肯定它们不会消失。查理？

芒格：有趣的是这些人们非常有才华。然而，他们却惹了很多麻烦。我认为这也表明美国一般金融体系涉足衍生品是不负责任的。在全球范围内流动的数万亿美元债券价值中，存在着太多的风险。那里没有像商品市场那样的清算系统。我不认为这是衍生品市场的最后一次动荡。

巴菲特：这很有意思，因为有 16 个非常聪明的人在 company 里。在排名前 16 位的人当中，平均智商可能比你找到任何公司的人都要高。他们每个人都有几十年的经验，在 LTCM 公司所投资的这类证券的运营方面，他们合计拥有数百年的经验。在任何情况下，他们都很有钱。这里有非常聪明、非常有经验的人用他们自己的钱运作。实际上，在 9 月的那一天，他们破产了。对我来说，这绝对是令人印象深刻的。

有一本书的书名是《你一生只需要富一次》，这是一个伟大的书名，但这不是一本很好的书，它是由沃尔特·古特曼写的，但那是很多年前的事了。但题目表达的意思是对的——你只需要变得富有一次。为什么有些非常聪明的人，会**冒着失去一些对他们来说非常重要的东西的风险，去获得一些完全不重要的东西**呢？增加的钱对他们来说没有任何效用。而**他们亏掉的钱却对他们很重要。更重要的是，声名狼藉**。

所以，在任何实际意义上，损益比都是难以置信的，这就像玩俄罗斯轮盘赌。我的意思是，如果你递给我一把左轮手枪，里面的六颗弹仓只放一颗子弹，你说："扣一次一百万美元。"我说："不。"然后你问："你的价格是多少？"答案是**出任何价格我都不会玩。**

当你已经很富有的时候，不应该付出任何代价去冒险，尤其是结果会面临失败或尴尬或之类的事情。但是人们却经常这样做。LTCM 公司的人，就这么做了。一些非常富有的人输掉很多钱并破产，那是**因为杠杆。如果没有借来的钱，你几乎不可能破产。**

正如你所知，在伯克希尔，我们从来没有真正用过借来的钱。如果我们用得更多一点，我们会更加富有。但是如果用的更多，我们可能会遇到麻烦。这没有好处。你知道在某一年里为了增加 2% 收益而用了杠杆的代价是什么吗？那会是冒着真正失败的风险。但是一些非常聪明的人会这样做，而且他们会一直这样做，将来也会继续这样做。只要这种杠杆工具依然存在，人们就会被吸引过去。尤其是会吸引那些没什么可失去的人，而这些人是在用别人的钱(指基金经理)。

例如，在 LTCM 公司的案例中，**他们实际上找到了绕过保证金要求的方法**，显然，这些方法是合法的。查理在衍生品方面提到了这一点。因为**风险套利**是查理和我以这样或那样的形式从事了 40 年的生意，我们很了解。通常情况下，当你预计会发生并购或其他事情时，你会投入资金买入股票做多，然后做空某只股票。

通过衍生品，人们已经知道如何做到这一点，并且基本上不需要投入资金，只要双方签订一份衍生品合约。正如你们所知，美联储颁布了一些保证金要求，我相信，这仍然要求购买股票时支付 50%。但如果你以衍生品的形式安排交易，这些要求就不适用了。这些数十亿美元的股票头寸，本质上，是由使用衍生品合约的人百分之百承担的。这就带来了麻烦你知道，99%的情况下它是有效的。但是，你也知道，**83.3%的情况下，在俄罗斯轮盘赌中也是有效的。但当没有收益来抵消损失的风险时，83.3%或 99%是没有意义的。查理？**

芒格：我认为还有第二个因素使情况变得危险。那就是积极参与衍生品、利率互换等交易的会计基础非常薄弱。我想摩根银行是最后一个拒绝在会计上妥协的银行。但**他们最终转向了宽松的会计准则，这是那些分享衍生品交易利润的人所青睐的会计准则。而这正是他们喜欢自由会计的原因。**因此，他们得到一个不负责任的清算系统和一个不负责任的会计制度——这不是一个好的组合。

巴菲特：摩根大通在 1990 年前后**改变了他们的会计方法**，我不确定具体是什么时候，所罗门可能更早一点。

这绝对是合规的，是公认会计准则。但它能把**利润前置**，与此同时，如果你再**给员工支付一定比例的利润作为奖金**，那你会得到一些非常有趣(糟糕)的结果。

4、评估伯克希尔内在价值的"正确方法"

股东：你好。我是丹·库尔斯(Dan Kurs)，来自佛罗里达州博尼塔斯普林斯。你为投资者提供了许多线索，以帮助他们计算伯克希尔的内在价值。我曾试图用伯克希尔的透视收益的折现值来计算公司的内在价值。我翻阅了伯克希尔的透视收益，并将 GEICO、巨灾再保险业务和通用再保险的正常收益进行调整。然后，我假设伯克希尔的透视收益将在 10 年内平均每年增长 15%，在 11 年至 20 年期间每年增长 10%，同时透视收益在第 20 年之后停止增长，从第 21 年以后开始的透视收益都等于的第 20 年的。最后，我将这些预期的透视收益的折现率设为 10% 并进行折现，以获得对伯克希尔内在价值的估计。我的问题是，这是一个合理的方法吗？有没有一种无风险利率可以用？比如，鉴于伯克希尔的未来现金流的可预测性，用 30 年期国债利率作为折现率。请问在这里使用哪种利率可能更合适？谢谢你！

巴菲特：这个问题问得好。因为这就是我们看待其他企业的方式。投资就是今天把钱拿出来，将来某个时候再拿回来更多的钱。问题是，要预测多久的未来，要多少钱、多少贴现率才能决定你要付多少钱？

我想说的是，你已经完整阐述了这种估值方法，我自己也不能说得更好了。你想要一个确切的数字，无论你是假设收益第一个十年增长 15% 还是第二个十年增长 10%，我都不会对这些具体数字发表评论。但你的方法是正确的。

考虑到目前的利率，我们现在可能会用更低的折现率在评估任何企业。这并不意味着一旦我们使用这个折现系数，我们就会支付根据这个算出来的现值的金额。但我们将利用这一点来**建立不同投资选择之间的可比性**。所以，如果我们观察 50 家公司并进行你刚才提到的那种计算，我们可能会用长期政府利率来折现它。但是我们不会简单支付我们折现后得到数字。我们将从这个数字中寻求适当的折扣。但不管你是用一个更高的数字然后进行折现，还是用我们的数字再寻找更大的折扣，实质上这都没有什么区别。

你的方法是正确的。而你剩下要做的就是输入正确的数字。你刚刚说到，根据我们的线索，我们试图提供所有我们认为有用的信息，来评估伯克希尔的内在价值。在我们的报告中，我想不出我们遗漏了什么。即使查理和我离开一年后，你们也能重新审视形势，评估业务。在我看来，我们发表的报告中没有遗漏任何东西。

现在，伯克希尔的一个重要因素，也就是你所说的第二个因素，是因为我们保留了所有的收益。并且随着时间的推移，我们的浮存金在增长，这使得我们有相当多的现金可以投资。**真正重要的是，我们使用这些留存收益和增长的浮存金进行投资，这将是决定我们内在价值增长速度的重要因素。**

在很大程度上，股市发生的事情是我们无法控制的。也就是说，这取决于我们所处的市场。所以，如果我们的留存收益，加上浮存金，两者在今年有 30 亿美元左右。而这 30 亿美元是否得到了很好的、令人满意的利用、或根本没有使用，实际上这在很大程度上，取决于外部因素。在某种程度上，这也取决于我们的精力和洞察力等等，但外部市场环境对再投资收益率的影响很大。

你对伯克希尔的估值和我们的一样好。而如果我们遇到有利的外部环境，你对内在价值的计算，应该会比我们根据过去一年的外部环境情况估算得到更高的结果。查理？

芒格：是的。在过去的几十年里，我们有大约有 100%——可能是超过 100%的账面价值投资于有价证券，并且拥有许多优秀的全资子公司。而且，我们总是有一个非常吸引人的市场来投入我们的新增资金。现在我们仍然有很棒的生意，但是我们的新资金怎么投资有些困难。但是，有一堆可爱的钱并不麻烦，真的。(笑声)我可不认为在这种情况下，家里会有眼泪。(笑声)

巴菲特：查理，你有没有遇到过不讨喜的钱？(笑声)

5、互联网将产生巨大的影响，但很难预测谁是赢家

股东：早上好。我叫罗纳德托厄尔。我来自纽约布鲁克林，非常感谢你们盛情款待我度过这个美好的周末。我的第一个问题和零售业有关，特别是百货公司和普通商家。在不涉及具体公司的情况下，我想请问一下您对这个行业的长期增长前景和盈利能力有什么看法？我的第二个问题是，考虑到这样一个事实，在购买一份报纸或成为一名报业的投资者的时候，很难不受到据称是互联网电子商务(尤其是直接面向消费者的)指数式增长的冲击，而这可能会侵蚀这些报业零售商的营业收入。即使我们假设收入减少 5-10%，但考虑到营收增长对任何企业都至关重要，尤其是实体零售商，它们的固定开支比例很高，你能给这个行业的公司的 CEO 提供什么建议呢？如果基于上述情景，请问您对该行业的中长期前景有何看法？

巴菲特：这也是个好问题。显然，互联网将对零售业产生重要影响。这将对某些零售形式产生巨大影响。这会改变它们，也许会给它们带来革命性的改变。我认为在其他一些领域，互联网的影响会小一些。**但无论何时我**

们买进一家公司、或者无论何时我们持有一家公司的时间长了，我们都在努力思考这家公司在 5 年、10 年或 15 年后会是什么样子。

我们认识到，在许多零售形式中，互联网很可能构成这样或那样的威胁，以至于我们根本不想进入这个行业。我的意思是，我们并不能完美地估算它。但我们认为，有一些零售业务受到了威胁。但我们不认为这会发生在家具零售业，我们在这个行业有三家重要的公司。我们可能错了。但到目前为止，家具零售业不会受到伤害，这是我的判断。

在各式各样的零售业中，互联网已经开始取得一些进展。但这才刚刚开始。互联网将在许多领域成为一股巨大的力量。但它肯定会成为零售业的一股巨大力量。现在，它可能在某些领域对我们有益。我希望互联网能给波仙珠宝(Borsheims)带来很大的好处。你们注意到在前面的电影中我们谈到了 borsheims.com 将于五月上旬上线。网站上现在已经有东西了。你将在一个月内看到一个新的版本。你可能会说，在线上珠宝零售业，你可以点击数以百万计的东西，10 年后，谁将在网上珠宝零售中扮演重要角色？我认为，将有两家公司具有巨大的优势。

我认为蒂芙尼会有这样的优势，但我们没有蒂芙尼(Tiffany)。但我想说的是，当你有成千上万的选择时，品牌的名字将意味着很多很多。人们必须信任某人。而我认为蒂芙尼的品牌是人们会信任的。我认为波仙珠宝有一个人们会信任的名字。同时，波仙珠宝卖的珠宝比蒂芙尼的便宜很多。所以我认为，那些有价格意识的人，同时也想和他们信任的珠宝商打交道的人，会越来越多地在互联网上找到通往波仙珠宝的网站。同时我认为，喜欢蒂芙尼蓝色盒子的人，随着时间的推移，也会找到去蒂芙尼的路。并且他们会付更多的钱。但我认为人们不会购买其他 X 品牌的珠宝，也不会在网上购买高档珠宝。

所以，我认为，对于波仙珠宝所拥有的品牌，以及公司持续对该品牌的精心培育，互联网为波仙珠宝提供了一个在成本上获得优势的机会，而这一优势与商店位置也有关。同时，波仙珠宝也因为互联网，进入了世界各地人们的家庭。我认为，这样的公司应该会繁荣起来。

互联网对我们其他公司的影响会使我有点担心。我担心它们会受到各种各样的损失。而 GEICO 将成为互联网的一大受益者。我们已经通过它发展了大量的业务。如果我要购买任何零售企业的股票，无论是购买股票还是购买整个企业，我都会认真考虑人们将试图通过互联网来做些什么。

你知道，互联网影响的将是专注于零售业的商业地产。如果互联网销售占总零售额的 5%，同时考虑到在互联网

网上房租基本上是免费的，我是说，你可以通过互联网在世界上的每个城镇拥有一家商店，而不需要支付任何租金。如果我有很多零售店面需要对外租赁，那我会考虑很多的。查理？

芒格：我认为预测技术变革是很棘手的。它要么会毁掉一些生意，要么不会。我年轻的时候，百货公司有很多垄断优势。A，他们在市区，电车线在那里会合。B，他们垄断了循环信贷的发放。C，他们在各种天气下都能一站式购物，没有其他人可以这么做。在互联网影响下，它们失去了这三个优势。

在过去几十年以来，它们一直经营良好。但未来，它们要么自己发生变革，要么就会被互联网毁灭。蓝筹印花的印花业务被世界经济的变化摧毁了。我们的世界图书业务已经受到了个人电脑、CD-ROM 等的严重损害。我们同意，互联网对实体零售业是一个很大的风险。但要做出信心十足的预测并不容易。

巴菲特：对，如果你去 16 号街和法南街，也就是电车轨道曾经经过的地方，那是城里最好的商业地产。人们签了 100 年或 50 年的租约。看起来没有比这更安全的了，因为他们不打算移动电车线路。唯一的问题是他们移动了有轨电车。人们只是把它们变成了垃圾。而有轨电车曾经似乎是非常持久的生意。

无论是芝加哥的马歇尔菲尔德(Marshall Field)还是纽约的梅西百货(Macy's)，大型百货公司的优势在于商品种类之多令人难以置信。你可以找到 300 种不同类型的线轴，你可以看到 500 种不同的婚纱，或者别的什么。市中心的商店有 100 万平方英尺，甚至 200 万平方英尺，都是大型商场。然后购物中心出现了。当然，购物中心实际上创造了一个由许多商店组成的商店。因此，你拥有了数百万平方英尺的土地，并且你仍然拥有令人难以置信的品类多样性。

而互联网的出现使得互联网变成了你电脑里的一个商店，它也有各种各样令人难以置信的产品。在我看来，有部分零售业的商品不太适合线上销售，而有部分却非常适合。但查理正确的是，你很难准确预测结果会如何。我预计，汽车零售业将在一些重要方面发生改变。在很大程度上，受互联网的影响，但我不能准确地预测这将如何发生。我不认为 10 年或 15 年后情况会和现在相同。

6、巴菲特赞扬了分析师爱丽丝·施罗德 Alice Schroeder

股东：和其他许多人一样，去年我怀着极大的兴趣阅读了爱丽丝·施罗德对伯克希尔的分析《伯克希尔：集团企业的终极折让》。她将自己的分析描述为投资者的工具包。我想知道你是否在她的工具箱里发现了什么实质性的缺陷。尤其是她提出的基于浮存金的估值模型。你对此有何看法？

巴菲特：我不想对估值发表评论。但我可以告诉你，爱丽丝是一位一流的、认真的分析师，她花了很多时间研究伯克希尔，并可能撰写了伯克希尔历史上第一份全面的报告，至少是广为流传的。有趣的是，在她真正发表关于公司的报告之前，我们的市值已经达到了 1000 亿美元，但是(之前却无人跟踪)。爱丽丝对保险业务很了解。她是会计出身。所以，她懂数字。她在报告上做了很多工作。我推荐它作为一个工具包。但我对估值不做任何评论。查理？

芒格：我没什么可以补充的。

7、不同的薪酬计划，但是它们的目标是相同的

股东：你好。我是马丁·维根 Martin Wiegand，来自马里兰州的 Chevy Chase。我要感谢你们这个周末的盛情款待以及你们在年度报告中与我们分享的智慧。作为一个小商人，我所做的最棘手的工作之一就是把公司的利润分给产生利润的员工。请您就如何将伯克希尔子公司的利润分配给产生这些利润的员工发表评论，并分享您的想法。而芒格先生，您在这方面有什么建议吗？

巴菲特：我们很高兴你能来这里，马丁。我和马丁的父亲一起上了高中和大学的头几年，他今天也在这里。所以，如果你有机会见到马蒂、珍妮和小马丁，跟他们打个招呼。

就我们的薪酬安排而言，我们所拥有的不同子公司之间的薪酬安排差别很大。我们现有的企业，在我们购买它们之后，我们尽可能少地干预它们的文化。其中一些公司的文化与其他的文化非常不同。你们之前见过的 B 夫人，你可以想象，她会在任何与她有关的生意上留下非常深刻的印象。我们有很多非常有才华的经理，他们设计出了他们认为最适合他们公司的系统。

如果一个公司有一个股票期权计划，我们会设立一个基于业绩的计划取代它，它比任何期权计划都更清楚地与公司的业绩挂钩。我们将设计一个预期成本等于期权计划预期成本的方案。我们会试着使成本相等。我们试着让它变得更加合理，从所有者和员工的角度来看都是如此，我们要根据企业的表现来决定回报的方式。

你可能在我们的年度报告中，读到我们是如何在 GEICO 制定一个与我们的目标相联系的薪酬计划的。但基本上，这个是[首席执行官]托尼·奈斯利在制定计划方面的工作。我的意思是，他和我对什么是重要的想法是一样的。他开发了一个薪酬系统，并适用于整个地区的每个人，而这个系统是基于实现他认为重要的目标和我们认为重要的目标。

如果你去伯克希尔的任何子公司你可能会发现，他们的薪酬计划除了期权以外，与我们收购之前的计划非常相似。他们都有成功的生意。人们有不同的方式。有些人用左手击球，有些人用右手击球，而有些人站在出球位置，有些人把击球区挤得满满的。他们都有不同的风格。我们经理的风格已经在他们自己的业务中证明是成功的。我们保持同样的经理。所以，我们不尝试从上面叠加任何系统，除了我提到的。我们确实喜欢按业绩支付薪酬的想法。我的意思是，这是一种基本的方式，并且每个人都说他们喜欢那样。但在很多情况下，他们设计的薪酬系统，不管发生什么都能盈利。所以我们一直不愿意这么做。查理？

芒格：是的，我认为重要的是股东们要意识到，在人事管理方面，我们可能比美国任何一家像我们这样规模或更大的公司都更加分散。我们没有一种强加于运营业务的总部文化。我们的企业有自己的经营文化。我认为在我能想到的每一种情况下，这都是一种很棒的文化。所以我们就不管他们了。这对我来说很自然。(笑声)

巴菲特：查理说我们没有总部文化。有时人们认为我们没有总部。(笑声)在伯克希尔，我们没有人力资源部，我们没有法律部门，我们没有投资者关系，我们没有公共关系.....我们没有那种东西。我们有一群全明星在外面做生意，就像我们在屏幕上展示的那样。我们让他们把钱寄到奥马哈(笑声)，但是如果他们要求，我们甚至会给他们一张邮票。(笑声)但除此之外，我们就不去掺和了。因为那将是愚蠢的。

让我感兴趣的是，当我刚开始经商时，我对激励人们的因素有很多先入为主的想法，但你可以发现，某些公司拒绝根据个人情况支付明星薪酬。他们更喜欢把自己看作一个团队，他们更愿意有一个团队支付的概念。

你也可以看到其他人更倾向于个人。实际上，查理也许能从律师事务所的角度告诉你。我的意思是，一些律师事务所的文化比其他律所更以明星为导向。而且，你知道，你在这两个地方都看到了成功，不是吗，查理？

芒格：当然。我不记得有人从伯克希尔的一家子公司转到另一家公司。这是非常罕见的。

巴菲特：是的，我们不会这样尝试。我们只是在每一块土地上都做了一件好事——我们只是假设如果让他们自己主动去做，他们会做得最好。

8、低成本的浮存金为投资创造了资金

股东：我是布莱恩·菲利普斯，来自乔治亚州的切卡莫加。我的问题是，对于保险公司来说，如果你能用浮存金进行廉价融资，那为什么要发行定价合理的债券？

巴菲特：对我们来说，最好的融资方式就是廉价的浮存金。而现在，大多数保险公司不会产生廉价的浮存

金。所以，在保险行业有很多公司，他们的浮存金成本使得扩大他们的业务变得没有吸引力。我们的保险公司在浮存金成本方面有很好的经验。我们将以最快的速度去发展浮存金。

现在，我们没有兴趣发行债券，因为我们手头的钱太多了，我们不知道该怎么做。我们手头的钱来自于低成本的浮存金。但如果在未来某些时候，当情况变得非常有吸引力，在我们利用了所有来自浮存金和留存收益的资金进行投资后，我们仍然看到了非常好的机会，那我们很可能在市场上借入适量的资金。虽然这比我们的浮存金成本要高。但它仍将逐步带来收益。在这种情况下，我们也会争取更多的浮存金。但我们不会在浮存金耗尽时就停止投资。我们会借适量的钱继续。不过，我们永远不会借入巨额资金。查理？

芒格：嗯，我同意。

巴菲特：OK。你们可以看出，为什么我们会保持合伙人关系这么久了。(笑声)

9、少量的资金更容易获得高回报

股东：你好。我叫霍华德·洛夫。我来自旧金山。总的来说，非常感谢这个周末，尤其是这次会议。最近，在沃顿商学院的一次演讲中，巴菲特先生指出，你谈到的是规模过大的问题，我对此表示赞赏和理解。但是当地报纸援引你的话说——如果你的投资金额接近 100 万美元，那你会很有信心，你可以获得 50% 的复利回报。对于我们这些没有背负 1000 亿美元问题的人(笑声)，你能谈谈你将考虑哪种类型的投资，以及在今天的市场中你认为存在什么显著的投资机会吗？谢谢你！

巴菲特：我想我说的话，可能被错误地引用了。我想我说过，我每两年聚一次的这个小组，以及我对这个小组的成员的调查：他们认为他们在用 10 万、100 万、1 亿、10 亿或其他金额能够获得多少的复利回报。我在访谈中，指出了我每隔几年就会和这 60 个人聚在一起，去讨论他们的回报预期是如何迅速下降的。这是真的。

我想我能说出六个人，他们认为如果他们需要的话，他们至少可以用 100 万美元一年赚到 50%，而这只是他们的期望。他们必须把全部注意力放在数字和工作上。我认为这些人无法以这样的速度复利 1 亿或 10 亿美元。

如果你仔细看每一件事，你会发现在你的能力圈范围内，有一些小证券，你能理解它的业务，我认为你偶尔会发现市场上有一些套利的机会。我认为，用很少的钱投资，就有机会获得很高的回报。但当货币持续复利时，这种优势很快就消失了。因为从一百万到一千万，就预期的投资收益率而言，它会急剧下降。因为你很难发现足够多的、能让你赚很多钱小型投资机会。而在今天，你没办法在这一类别中找到满足我们规模的东西。你们自己

去找吧。破坏寻宝游戏不是我们的风格。

目前的事实是，我不再寻找这类小型的投资机会了。偶尔，我也会遇到一些机会，但不是我主动去来找他们的。我在寻找伯克希尔可以投资的东西，而这排除了所有这类小型投资机会。查理？

芒格：嗯，我同意。但我也想说，就我们在 40 多年前所做的投资，在某些方面，比你们将要做的要简单。和你们相比，我们过得很轻松。但我们过去的回报率仍然是可以做到的，只不过现在更难了。你必须知道得更多。我的意思是，过去只要仔细阅读穆迪手册，你就可以发现一些以 2 倍 PE 出售的公司，这种方法现在对你来说是行不通的。

巴菲特：它能行得通。只是你现在找不到。(笑声)

10、"高得惊人"的股本回报率(ROE)

股东：我叫乔纳森·勃兰特。我来自纽约市。沃伦，你在 1977 年写道，美国公司的股本回报率和账面价值增长率趋向于约 13%，不管通货膨胀环境如何。经过期权费用的调整和非经常性费用，并考虑到越来越频繁的收购所支付的高市盈率，你认为 13% 的数字仍然大致正确吗？

另外，如果上市公司的股票期权计划无法用基于现金的绩效激励计划替代，你会建议投资者用什么量化方法来费用化评估这些公司的期权授予？换句话说，你如何得出伯克希尔今年年报中提到的 5-10% 的收益稀释率？稀释率有可能比这还要高吗？谢谢你！

巴菲特：好的。谢谢你，约翰。就像马丁·维根一样，乔纳森·勃兰特是我一个非常好的朋友的儿子，我们在那里共事了几十年。乔纳森现在是 Ruane Cunniff & Goldfarb 的分析师，非常优秀。但当他大约四岁的时候，我在他家和他的父母一起吃晚饭。他建议我，晚饭后，他说，"下象棋怎么样？"我看着这个四岁的孩子。我说，"我们要打钱吗？"(笑声)他说，"说出你的赌注。所以，我后退了一步，然后我们坐了下来。大约走了 12 步之后，我发现我遇到了致命的麻烦。所以，我建议他该上床睡觉了。(笑声)"

关于股本回报率的问题，他说的没错。早在 1977 年，我为《财富》杂志写过一篇文章，我或多或少地谈到了这个数字，13% 的股本回报率一直在回升，我解释了为什么我不认为它受到通货膨胀的影响，当时通货膨胀是一个热门话题。但事实并非如此。在最近的几年里，标准普尔的收益报告数据非常高，尽管你已经有了这些非常可观的重组费用，每个管理层都喜欢告诉你这不算在内。然后，他们会给出过去或未来的错误的各种理由。每隔三

四年，他们都想让你忘记犯的这些错误，就好像它没有任何意义一样。我更喜欢他们这样说："嗯，你知道，我们去年每股总共赚了一美元，但是我们告诉你我们实际上真正赚的是两美元。另一美元并不算数。"

我们从未在伯克希尔遇到过这样的费用计提，将来也永远不会。这并不是说我们在经营时没有需要花钱的地方。但我们不要求你们忘记这些成本。即便考虑到期权成本和重组费用等因素，过去几年的股本回报率也令人意外地高。在资本主义社会中存在一个真正的问题，如果长期利率是 5.5%，那么股本回报率(ROE)是否可以长期稳定在 18%或是 20%。有很多公司都在含蓄地向你承诺，通过他们所说的利润增长或者其他各种方式，他们将维持以 20%以上的速度盈利。你知道，我对这些说法持怀疑态度。但我们将拭目以待。

11、公司沉迷于"腐败"的股票期权会计制度

巴菲特：我们如何对股票期权评估成本的问题很简单。如果我们看一下一家公司在 5 年期间发行的期权，然后除以 5——因为发放的期权是不定期的。如果有什么理由认为这似乎不合适，我们可能会用别的方法。但我们试着算出平均期权发行价格是多少。然后我们对自己说，"如果他们把这些期权作为认股权证出售给公众，公司能从这些期权中得到多少钱？"他们可以向我出售世界上任何一家公司的期权。我愿意为任何公司的期权付出一些代价。我们会看看这些期权的公平市场价值是多少，如果它们是可转让的期权。不过它们实际上一般是不可转让的。上市公司的员工有时会对他们的期权重新定价，而如果你的是公开期权，你就不会这样做。

因此我们认为，发行期权对股东的成本是，如果将这些期权变成认股权证并将其公开出售或作为期权出售，股东将获得什么，这是一种补偿成本。

你可以去一家每年都有很多期权的公司试试，告诉这些员工你不会再给他们期权了，你会付给他们同样多的钱。他们会说，"你拿走了我的一部分收入。"我们认为，如果你拿走了一部分收益，那么让我们把它显示在利润表中，并把它显示为成本。因为向员工发行期权需要一种代价。

事实上，很多审计师在很多年前就同意了这个观点。但他们开始受到来自客户的压力，客户们说，"哎呀，你知道，如果我们报告了成本，那可能会损害我们的收益。"审计人员屈服了。几年前，他们向国会施压。我认为这是一个丑闻。但是它发生了。

在评估一项业务时，我们要考虑，我们是要买下整个业务还是买下一部分——我们要计算出发行这些期权的成本，以及公司是在每年什么时候发行这些期权的。如果他们重新定价这些期权，我们会计算出这一薪酬政策的

成本，因为这是从我们投资者的口袋中支出的。我认为如果人们忽视这一点，那是相当愚蠢的。

我认为这将暂时不会改变。将期权成本排除在利润表之外，那上市公司会继续按百分比发行越来越多的期权，而不让其冲击利润本，并只在股市下跌时重新定价，这样做对美国企业的利益太大了。但这并不意味着它是正确的。查理？

芒格：是的，我甚至认为，在美国大公司里不进行理性、诚实的会计处理根本就是错误的。重要的是不要让小的腐败开始出现，因为它们会变成大的腐败。然后你就有了既得利益者，他们会为使这些利益永久化而斗争。当然，有很多很棒的公司发行股票期权。股票期权属于很多优秀的员工，他们能靠着股票期权挣很多钱。但话虽如此，美国的会计制度是腐败的。而且会计腐败不是一个好主意。

巴菲特：一旦开始，你就会发现问题的症结所在。这很像竞选资金改革。如果你放任它很长一段时间，这个系统就会变得如此根深蒂固，参与者就会变得如此依赖它，以至于会有一个巨大的选民群体，**他们会像魔鬼一样战斗，不管情况的逻辑如何，阻止任何改变。一旦你让大量的重要玩家从任何一种腐败中获益，那你将很难改变它。**这就是为什么它应该尽早改变。几十年前，当股票期权最初被提出时，改变它的会计核算方式要比现在容易得多。因为现在基本上美国公司都离不开它。

这并不意味着我们反对期权本身。如果我和查理今晚就去世了，那在这里将有两个新面孔，但他们很久以前没有从收购伯克希尔公司中获益。不过因为他们对整个公司负有责任，那么以某种反映整个公司繁荣的方式向他们支付薪酬是恰当的。用伯克希尔的期权支付给冰雪皇后的员工、或者明星家具或我们任何一家子公司的员工，仅仅因为他们对一个特定的子公司负有责任，那这将是疯狂的。在这种情况下，可口可乐股价的走势可能会让他们的努力付诸东流。这是不合适的。以一种反映了整个伯克希尔经营成果的方式，向一个对整个伯克希尔负有责任的人支付薪酬，并不是不合适的。

一个合理设计的期权系统，将会与你所看到的有很大的不同，因为它将会更加理性，对于一两个对全局负有责任的人来说是很有意义的。查理和我对此不感兴趣。但我想你们可能会在这里看到两个继任者，我希望 50 年后，以合适的期权进行激励是合适的。

但是任何期权制度，首先，不管市场价格如何，都**不应该包括给出一个低于现在卖出价的期权。**因为一旦管理层掌握了控制权，他们就能做出决定。这个**期权应该反映资本成本。**目前，很少有公司的期权制度反映了资本

成本。如果我们坐在这里，每年把所有的钱都投入到生意中，实际上，我们是在用你们的无息收入，在增加未来我们自己的收入。因此我们认为必须有资本成本，才能有一个合理设计的期权系统。管理层对此不感兴趣。期权顾问对此不感兴趣，因为这不是他们的客户想要的。查理，你现在可能也有点紧张了吧？

芒格：不，我已经受够了。(笑声)

12、为什么巴菲特在 1969 年解散了他的合伙公司

股东：我是来自内布拉斯加州滑铁卢市的毛罗斯-斯宾塞。大约 30 年前，你解散了与巴菲特的合伙公司，称自己与市场脱节，担心永久性的资本损失。考虑到目前的市场和估值水平，如果现在伯克希尔是一家由 100 名合伙人组成的合伙公司，而不是一家公司，你会像 30 年前那样考虑解散它吗？如果不是，为什么不是呢？这在当时是正确的决定吗？

巴菲特：如果我们的活动仅限于有价证券，而我只有不到 100 名合伙人，当我们用这种类型的资金运作时，我们能做的确实有限。我会告诉合伙人，让他们来做决定。这很简单。我们现在还没到那个地步。首先，我们有很多很棒的生意。而这些业务的价值将会增长，在某些公司，价值的增长会非常显著。

这不是一个可行的方法。当我们找不到投资机会时，人们宁愿去做别的事情，他们有他们自己的方式脱离这种合伙关系。当然，相对于他们多年前投入的资金，他们可以获得溢价离开。如果我现在经营一个有价证券投资组合，并且仅限于此，我会非常小心地向我的合伙人解释，我在这个市场上赚钱的能力有多么有限。然后我会让他们做任何他们想做的事。有些人可能想退出，有些人可能想留下来。

1969 年，当我关闭合伙公司的时候，首先，在寻找投资方面我遇到了和现在类似的情况。其次，我真的觉得在当时，过去 13 年的经历提高了人们的期望值，这让我很不舒服。而我无法抑制这些期望。当时我真的觉得在我的合伙人那里工作很不舒服，尽管他们可能会理解地点头说：我们真的知道为什么你赚不到钱，而其他人在赚。我不认为我想要面对来自内部的压力。在管理伯克希尔时，我没有感受到任何这样的内部压力。查理？

芒格：是的，我认为 1969-70 年和现在有一些相似之处。但我不认为这意味着 1973-74 年就在我们面前。我们无法预测这点。你可以说沃伦在 1969 年关闭基金是非常成功的。然后在 1973-74 沃伦又带着钱重新回归。我认为我们不太可能再那么幸运了。

巴菲特：是的，回头看，这听起来很简单。从 1969-73 年是很长一段时间。但你可能还记得，漂亮 50 在

1972 年达到了顶峰。尽管它们在 1969-70 年期间有一段时间出现了下跌，但市场恢复得非常强劲。但你知道，这是游戏的一部分。从 1973 年开始，很长一段时间股市都保持着便宜的状态。

在股市中，你会发现乐观和悲观的浪潮。它们永远不会像以前那样简单重复，但它们总会以某种形式出现。这并不意味着因为我们预计股市会下跌，所以我们坐拥大量现金。我们一直在寻找投资机会。我们现在正在和人们谈论我们可以花费大量金钱的事情。但在这段时期，投资要困难得多。

13、巴菲特的音乐世家

股东：早上好，我叫珍娜。我来自纽约长岛。我在看你的年度报告。在里面你提到了瓦格纳和一些我从未听过的西部乡村歌曲。我只是想知道什么样的音乐会影响你。你打算拍 MV 吗？(笑声)

巴菲特：我想从我之前在电影中的表现来看，我认为我没有任何天分。但我有一个音乐世家。既然你问了，我就告诉你，我儿子彼得最近的 CD 在外面的迪士尼摊位有售。彼得三月份在这里的公共电视上有过非常成功的经历，之后还会巡回演出。而我妻子非常喜欢音乐。但我不认为我在这方面有什么前途。

到目前为止，还没有人让我去演出。(笑声)我的意思是，我参加过很多音乐会的介绍部分，但很少参加安可部分。我喜欢各种各样的音乐，我一直都喜欢音乐。我们开始在房子周围唱教堂赞美诗。1942 年，我的两个姐妹今天也在这里，她们和我一起参加了一个 15 分钟的节目，在当时奥马哈首屈一指的广播电台 WOW 上。我们唱了《美丽的美国》。我的父亲在这个项目的支持下当选为国会议员。(笑声)我们喜欢把我们父亲的成就据为己有。你可以在会议结束时见我的姐妹们。查理，你喜欢什么样的音乐？

芒格：我同意的一件事是，如果我们要让沃伦主演，那应该会是一部音乐剧。沃伦直接演戏可不行。(笑声)

14、发现一个伟大的行业并不能保证你一定能赚钱

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。我叫杰克·萨顿，来自纽约布鲁克林。谢谢你主持今天的会议。就通信类股而言，由于蜂窝通信和互联网的发展，某些股票的收入和收益增长有望大幅高于平均水平。以美国电话电报公司(AT&T)和诺基亚(Nokia)为例，这两家公司赚取了可观的利润率和 ROE，从财务角度来看，它们似乎符合伯克希尔的标准。伯克希尔是否对通讯领域的股票进行了评估？你会考虑在将来的某个时候在这个领域投资吗？

巴菲特：毫无疑问，通信领域发生了令人惊奇的事情。你提到 AT&T 很有趣。因为 AT&T 在过去 15 年的 ROE 一直非常非常低。现在，他们一次又一次地受到特别指控，但他们说，"不要算这个。"但从 ROE 方面来说，

如果你计算 AT&T 过去 15 年的 ROE，它一点都不好。虽然 AT&T 是这个领域的领导者。但到目前为止，所发生的一切伤害了他们，至少相对于他们的竞争而言，伤害远远大于帮助。

我们董事会里有个叫沃尔特·斯科特的人，他就坐在第一排，他对这方面了解得更多。他曾经试图向我解释这些正在发生的变化。周六我们骑车去看足球比赛，沃尔特会耐心地向我解释，就像他在和一个六年级的孩子说话一样。问题是他车里有个四年级的学生，那就是我。(笑声)所以，我从来没有搞明白它。但是沃尔特，他在 MFS 和 Level3 都做得很好。

我认为，对于理解通讯公司的人来说，尤其是理解的相当早的人，他们很可能会赚很多钱。在奥马哈这个小镇上，参与其中的人赚了很多钱。但我不是他们中的一员。我并没有给这个游戏带来任何我认为在任何方面都优于其他参与者的见解，而且在很多情况下，我甚至无法与其他参与者相提并论。

赚钱和发现一个好行业之间有很大的区别。本世纪上半叶美国最重要的两个行业——可能是世界上最重要的两个行业——那就是汽车工业和飞机工业。如果你早在 1905 年左右就预见到汽车或者飞机会给世界带来什么，你可能会认为这是一种很好的致富方式。但是，很少有人是靠汽车工业发家致富的。在那段时间里，通过参与航空业而致富的人可能更少。每天有数百万人飞来飞去，但是通过它们赚了钱的人的数量非常有限。

无数资本已经在破产中损失了。**这是一桩糟糕的生意，但这是一个了不起的行业。**因此，你并不一定要把一个行业的增长前景等同于你通过参与该行业而获得的个人净资产增长前景。查理？

芒格：这让我想起了第二次世界大战的时候，我认识的两名空军军官，他们当时没有什么事要做。有个将军来拜访。他对其中一个说，“琼斯中尉，你是做什么的？”他说，“我什么也没做。”他转向第二个。他说，“你是做什么的？”他说：“我帮助琼斯中尉。”(笑声)这就是我对通信投资的贡献。(笑声和掌声)

巴菲特：剩下的时间你可以叫我琼斯中尉。(笑声)顺便说一句，有些人感谢我们提供这次会议。我想感谢你们，因为我认为我们有全国最好的股东大会。会议的质量绝对与股东的质量成正比(掌声)。没有你们的这种参与，我们将一无所有。我真的很感谢你们。来到这里对你们很多人来说都是很大的努力。我为此感谢你们。

顺便说一句，我们的计划是中午休息。他们有很多食物可以选购。(笑声)然后我们会在 30 分钟或 45 分钟后回来，这取决于外面的队伍。然后我们下午再开会。而那些不在大厅里的股东，如果你们想过来加入大厅，下午会有足够的座位给大家。然后查理和我将继续到 3:30 左右。

15、你是否厌倦了做沃伦·巴菲特？

股东：巴菲特先生，早上好。我是艾伦·麦克斯韦。我住在奥马哈。当你走在街上，人们会回头看你。你是否厌倦了做沃伦·巴菲特？如果你能再回来，你想成为沃伦·巴菲特吗？(笑声)

巴菲特：我想我可能想成为 B 夫人，她活到了 104 岁(笑声)，顺便说一句，我想她的葬礼上有三个兄弟姐妹。都是相似的基因。你不用担心家具市场。

我的答案是不。虽然你会在会议前后的几天里看到很多宣传，但是我的生活仍以一种非常平淡的方式继续着。我玩得很开心。我每天都过得很开心。我 25 岁的时候玩得很开心。但我现在也有很多乐趣。我想，你知道，如果我的健康状况保持良好，情况就会一直这样。因为，我可以做我想做的。我可以和我喜欢、钦佩和信任的人一起工作。没有比这更好的了。查理？你想回来演琼斯中尉吗？(笑声)

芒格：我想很少有人会为了别人而改变自己。我们都想玩自己的游戏。

16、商誉成本应该留在账面上

股东：我是利亚姆·奥康纳。我来自爱尔兰的克里郡。我必须承认，这里的阳光比地球的另一边要多一点。我想知道，今天，你能否解释一下商誉的会计处理。你在报告中提到了几个方面，包括你的所有者原则，以及与通用再保险目前合并的情况。在我看来，世界上有几种不同的会计方法来处理商誉，比如通过摊销，或者直接计提。事实上，像这样的合并，会扭曲资产负债表。我想知道，在你看来，你会推荐一种更合适的商誉核算方法吗？其次，我想直接问查理，为什么不把商誉和股票价格联系起来，把股东权益分成无形和有形两部分，而无形部分是公司账面价值和股票价值之间的差额？

巴菲特：我回答第一个问题。这是一个很好的问题，关于商誉以及商誉的会计处理。我写过这个题目。我想那是 1983 年的年报。伯克希尔网站可以看到旧的信件。你们将会看到一场关于我认为应该如何处理商誉的讨论。并且在这之后，我们在《股东手册》中讨论过。

简单地说一下，在英国，商誉会立即被计提，因此它永远不会出现在账面价值中。并且也没有后续的费用。在制定会计准则的时候，我会把所有的收购都视为购买会计(Purchasing Accounting)。实际上，我们在伯克希尔都是这么做的，没有例外，**我会把所有的收购都视为购买会计**。我会建立经济商誉，因为当我们购买通用再保险时，**我们是在为它的经济商誉买单**。当我们买 GEICO 或者一架公务机的时候，我们也是如此。我把我们的这些购

买，称之为经济商誉。我认为，它应该留在资产负债表上，以反映你为购买它所花的钱。但我不认为它应该被平摊。我认为，如果它永久性受损，而且明显失去了价值，那就应该在那个时候计提。

但总的来说，就我们自己而言，我们现在拥有的经济商誉远远超过了我们最初账面上的投资金额。因此，我们的经济商誉的数额很大，远远超过了摊销后账面上的余额。我不认为对伯克希尔的商誉收取摊销费用是不合适的，我认为这样做是合适的。自我们收购以来，这些企业中的大多数都提高了它们在经济上的商誉，在某些情况下，商誉的增长幅度相当可观。但我认为，获取成本应该计入资产负债表。这是我们为它们付出的代价。我想应该在资产负债表上被记录下来。我认为会计方面即将发生的变化不太可能符合我在这里提出的建议。但是我认为这是解决这个问题的最合理的方法。

我认为，因为购买会计和合并会计有很大的区别，所以有些公司会做一些非常愚蠢的事情。我曾与一些经理交谈过，他们自己在一笔交易中使用公司的股票，并进行各种各样的操作，以实现合并会计的方法，仅仅是由于他们认为购买会计在经济上是愚蠢的。他们不使用购买会计的方式，因为这可能会产生摊销费用。你知道，他们私下里对此非常坦率。但他们在公共场合对这件事说得不多。查理？

芒格：我认为沃伦主张的是最好的制度。也就是说，将商誉设定为资产，一般情况下不摊销。或者在很多必需的情况下进行合理的摊销。我认为这个问题没有一个简单的答案。而由于这些变化，在企业实践中有很多疯狂的扭曲。澳大利亚有牛仔会计，而欧洲有这种“一笔勾销”的会计方法，你们会怎么称呼它呢？Half-Cowboy 会计。也许还有采矿促进者会计。我们认为的会计制度应该比这更好。

17、“我们不是做白衣骑士的”

股东：我叫迈克，来自奥马哈。有人说你是投资界的白衣骑士，因为你把公司从敌意收购中拯救出来。你现在有没有想要帮助的公司？你能说出那些公司的名字吗？（笑声）

巴菲特：你有一部手机可以用来下单吗？（笑声）我的答案是不。我们真正想买的是很棒的生意，或者至少是非常好的生意。我们希望他们是我们喜欢的管理层。我们希望价格有吸引力。我们不是做白衣骑士的。我们的业务是投资那些在我们看来合理的东西。我想我还没有接触过任何与此有关的人。

我们确实偶尔会遇到这种情况，当有人出价收购我们也想要收购的公司的时候。他们会说，“你想要报价超过它吗？”对此，我们的回答总是否定的。查理？

芒格：嗯，我们很擅长说“不”。(笑声)

巴菲特：查理甚至比我做得还好。

18、中国的投资机会

股东：早上好。我叫马特·哈弗蒂。我来自堪萨斯城。20 年前，中国在国内进行了市场经济改革。从那时起，我相信中国从这一经济体系中获益，会比历史上任何一个大国都要多。我还相信，这种势头，再加上中国的规模和人口结构，将使其在未来几十年成为世界上最肥沃的经济环境。尽管如此，有许多中国公司的业务简单易懂、过去 10 年的销售额每年增长 20%，同时价格是去年利润的 5 倍或更低。你对直接投资中国公司的风险和回报有何评价？

巴菲特：我对中国公司了解的不多。但是，**如果我能收购那些股本收益率为 20% 的公司，同时能够重新利用大部分资本再投资，而且它们的市盈率为 5 倍，并且我对盈利的质量感到满意，我会说这将是一个有趣的领域。**

就那些符合你所提到的标准的公司而言，伯克希尔要想参与其中并盈利，我的猜测是，这个领域还不够大。另一个问题是，你能否从美国买入刚刚说的这些公司，我认为中国可能会有很多问题。但我想说的是，任何时候你能买到**真正的好企业——我们将其定义为资本回报率很高却以 5 倍市盈率交易的企业，同时，你相信公司的收益的质量，并且，他们可以重新利用这些收益的很大一部分，以 20% 的回报率再投资。**你知道，如果你的评估是正确的，那你会赚很多钱。查理？

芒格：我对中国了解不是很多。(笑声)

巴菲特：但这并不是要以任何方式、任何形式来抨击中国。如果你能识别出这样类型的企业，在这样的领域里很可能会有机会。我们自己只是感到自己不是很了解这些企业。这并不意味着，你会遇到麻烦，或者其他更熟悉那里经济的人会遇到麻烦。所以，我鼓励你看看在这方面的专业知识，然后你会做得更好。在我看来，如果你描述的条件确实存在，而且你能找到合适的公司，你在投资方面的表现会比在美国市场好得多。

19、我们更喜欢收购公司，但股票更便宜

股东：早上好。我的名字叫弗雷德·卡斯塔诺，来自密歇根州东角。我很感激这个机会。随着伯克希尔的规模变得非常大，我们是否可以预计，未来的主要投资将以完全收购的形式进行，比如通用再保险这种类型的收购？或者你会考虑在股票市场上分一杯羹吗？

巴菲特：我们不想细嚼慢咽。但是，我们愿意不时地在股票市场上大吃一顿。我们一直想收购整个企业。但人们似乎从来没有真正相信过这一点，这可以追溯到我们购买喜诗糖果、布法罗新闻或国民保险公司 NIC 的时候。但**收购整个企业一直是我们的首选**。只是我们发现，很多时候，我们可以用更多的钱，通过在股票市场上购买股票，来获得更多的利润，而不是通过谈判购买。就两者的实操性而言，可能会有一些不同。往往在谈判购买上，几乎不可能买到好东西。

你永远不会在一个糟糕的市场环境下，通过协商购买一家企业，但在一个疲软的股票市场中，你可以通过股票的方式来购买。**通过谈判购买下好东西，是很难发生的**。这是因为对方太在意价格了。

而在 1973-74 年的股市中，你面对的是边际卖家。不管他们为公司设定的价格是多少，你都可以买。1974 年，不可能以 8000 万美元买下整个华盛顿邮报。但是我可以从一群人那里买 10% 的股份，他们只是在计算 beta 系数或者做类似的事情。当时的市场非常糟糕。以这样的估值购买一部分是有可能的。你永远不会在谈判中买到这种东西。

我们总是对大型谈判交易更感兴趣，而不是购买股票。但我们可能不会找到一种方法来使用我们所有的钱。我们偶尔会有机会把大笔的钱投入到有吸引力的业务中，我们通过股票市场购买 5%、10% 的公司股份或类似的东西。查理？

芒格：我猜测在接下来的五年里，我们将两者兼顾。无论是整个企业，还是根据股市的大起大落进行买卖。

巴菲特：我同意这一点。我们会继续努力。我们暂时在这两个领域都没有发现很多机会。我们更有可能在谈判中找到机会，但这不会是什么大买卖，因为我们不可能在谈判中得到任何大的优惠。在今天的状况下，我们更有可能找到我所说的公平交易机会，而不是在股票市场上。但我同意查理的观点。在接下来的五年里，我想你会看到我们两方面都做得很好。

20、没有很多钱却"很富有"(wealthy)

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。我叫简·贝尔，来自爱荷华州得梅因。在回答之前的问题时，你提到了非常非常富有的人们。在我看来，有钱(rich)和富有(wealthy)是有区别的。我猜你认为自己两者都拥有。请问哪个对你更重要？

巴菲特：我想我们可以让你来定义一下。我不想在这里听起来太像克林顿总统(笑声)，但是我们可能会问你，

如果你能够真的定义什么是"有钱", 什么是"富有", 这样我就能区分它们了, 那么我想我们可以给你一个更好的答案。

股东: 在我看来, rich 就是拥有一大笔钱。而富有并不一定意味着有很多钱。

巴菲特: 那它等于什么呢? (笑声)我想我明白你的意思。但我还是想让你在我给你答案之前把它弄清楚。打个比方, 你可以在健康方面富有。我同意你的观点, 没有什么比健康更重要的了, 尤其对你自己和你的家人来说。这是毫无疑问的。当财富到了一个水平之后, 钱就没有多大影响。我把这些告诉来听我演讲的大学生。我的意思是, 他们基本上和我过着同样的生活。(笑声)你知道, 我可以向你保证, 我们吃同样的食物。(笑声)我们的衣服没有什么重要的区别。我们开的车根本没有什么重要的区别。我们坐在电视机前看橄榄球超级杯之类的比赛并没有什么不同。真的没有什么不同, 他们夏天有空调。我在冬天有空调和暖气。我们几乎把日常生活中任何重要的事情都等同起来。我所做的一件事就是我的旅行比他们好得多, (笑声)你知道 NetJets, 所以我比他们更容易旅行。他们生活中的其他事情, 我和他们之间没什么区别。

接下来你要谈的是健康和谁爱你。我的意思是, 你想要有足够的食物能让你一天吃三顿饭, 能在相当舒适的环境中睡觉, 等等这类的事情。而这些东西这里的每个人都有。根据你给出的定义, 有些人显然比其他人富有得多。如果你这样定义的话, 这显然不是用他们的净资产来衡量的。我不反对这个定义。我可能不会用财富这个词来描述它。但我肯定会称之为幸福或类似的东西。查理? 他已经在思考了。(笑声)

芒格: 当然, 生活中有很多事情比金钱更重要。尽管如此, 有些人还是会感到困惑。我和一个男人打高尔夫球。他说, "健康是什么? 你不能用钱来买回健康。"(笑声)

巴菲特: 我有没有告诉过你们, 查理的双胞胎兄弟, 他经常和他一起打高尔夫球? (笑声)顺便说一句, 我什么时候都选择要健康。

芒格: 我也是。

巴菲特: 在我看来, 在工作中最重要的是你和谁一起工作。如果你每天工作 8 个小时, 最重要的不是你赚了多少钱, 而是你在这 8 个小时里的感受, 与你交往的人, 你所做的事情有多有趣, 诸如此类。我认为自己在这方面非常幸运。我做的都是我想做的事。我愿意和身边这群人一起做这件事。如果你让我放弃相当大一部分的净资产, 要么是为了多活几年, 要么是为了能在这几年里做我想做的事, 你知道, 我马上就会去做。

21、医药股“我们搞砸了”

股东：大家好，我的名字是 McCallBang。我来自佛罗里达州中部。我的问题是，去年有人问了关于制药公司和婴儿潮一代的问题。你说要把个别公司单独挑出来是很困难的。我相信芒格先生简洁地说过你们在投资医药股这件事上搞砸了。我想知道的是，1992-1993 年间医药监管政策对整个医药行业似乎造成了伤害，这是否在某种程度上影响了你在这个领域做出投资？还是只是因为这个行业的不可预知性？现在的一些关于医药的政治因素，是否让你对医药行业的未来感到担忧呢？我明白，你们会担心制药公司不得不在华盛顿花一大笔钱以保持公司的增长。我想知道你的想法，特别是你是否对未来制药公司要面临的监管感到矛盾？

巴菲特：如果我们能以低于市场估值倍数的价格买入一批领先的制药公司，我想我们马上就会这么做。正如你提到的，我们在 1993 年有机会做到这一点。我们没有这么做。所以，我们确实搞砸了。因为很明显，制药行业作为一个整体，将做得很好。它有你列举的一些威胁，比如监管等等。但是，每个行业都有一些问题。制药行业已经有足够的优势了，在我看来，你所提到的威胁不应该导致证券以低于市场的估值倍数出售，但当时它们确实发生了。

现在，情况不再是这样了。我们在现在的价格是不会买的。但是，我们认为制药公司它们作为一个群体，是很好的企业。我确实认为很难选出优胜者。你知道，如果我真的买了它们，我会买一组领先的公司。但我不会以现在的价格买它们。查理？

芒格：我想说的是，制药行业为消费者带来的好处几乎超过了美国的任何其他行业。在我的一生中，人们发明了一种神奇的抗生素，它阻止了如此多的死亡和家庭悲剧。我认为这个国家非常明智地建立了一个体系，让制药公司可以赚到几乎是天价的钱。而我认为制药行业的巨额利润对我们大家都有好处。

23、为什么巴菲特会购买某些公司的少量股份

股东：早上好，巴菲特先生，芒格先生。我叫 GaryRastrum，来自奥马哈。我的问题是，我记得我在某个地方度过，你在纽约交易所购买了每家公司至少一股的股票，以获得年度报告。这是真的还是过去的事了？如果这是真的，你如何跟踪所有的信息？

巴菲特：你说得部分是对的。很多年前，我确实买了很多公司的一股。而我将得到 8 美分和 10 美分的股息支票。(笑声)过去，我常常用这些股息支票来支付我的桥牌损失，把它们给那些只赢了我一美元的人。然后就再也没

有人叫我打桥牌了。(笑声)所以我采用了一个新计划，我买了很多公司的 100 股股票。

实际上，我是通过基金会买的，这样我就不会在交所得税的时候发疯了。我猜，可能会有几百家公司。所以，并不是每家公司我都购买了。但至少有几家公司我想成为注册股东，为了确保我能及时收到邮件。我确实留着它们。即使我失去了兴趣，我也很少卖掉它。所以，我会继续买更多公司股票。我只会买 100 股我想跟踪的东西，但我也可能会买 100 股他们所有竞争对手的股票——我也会一直阅读这些公司的资料。让源源不断的信息从桌子那边进来是有好处的。

刚刚这个问题让我想起了一个观点，我想在这里简单地提一下。除非股东们在周六，到我们指定的网站上阅读年度报告，否则股东们将会在非常不同的时间收到属于他们的伯克希尔年度报告。那些以自己名字持有股份的人很可能比那些以街道名字持有股份的人更快地得到这些报告。从我们的立场来看，很不幸的是，我们大约 90% 的股东，他们的股票都是以街头的名字持有的。现在，我们会把年度报告打印出来。然后我们把这些寄给有登记的股东，他们一般都是以自己的名义持有股票。我们把剩下的寄到他们的经纪人或银行家让我们寄去的地方。但是有 90% 的报告都被寄去了新泽西的一个地方，但这不是我们能控制的。如果美林、嘉信理财或富达把名单交给负责邮寄报告的公司。我们会把那些年度报告发回给他们。明年，我们可能会想办法把它们印得更集中一些。但这些年度报告一出来，我们就无法控制了。所以我们的股东会在不同的日期收到他们的报告，就像我说的，我不希望这样的事情发生。这意味着，在发送你的股东大会会议门票的申请方面，我们今年的很多人，可能直到 4 月 10 日，都还没有收到他们的年度报告。他们想知道他们的票是否被确认了。所以如果你方便的话，你最好以自己的名字购买股票。这对很多人来说并不方便。我理解这一点。但是，如果你这样做，你会得到我们更可靠、更及时的报告。如果你有以街道名字登记的股票，我强烈建议你查询我们明年的年度报告的预期公布日，然后点击我们的主页。因为那样你就会像其他股东一样，很快地得到信息。

我们非常希望有一个公平的竞争环境。我们希望每个人都能在市场关门的时候，尽可能同时获得这些信息。我们认为这是有道理的。如果我们是合伙公司，我们就会这么做。但街道名称的分布有些不稳定，这是一个问题。这就是为什么，当我想要跟踪——比如说所有制药行业的公司时，我会买每一家公司的 100 股股票，并把它们以基金会的名义记下来。这样子邮件会直接寄到我在奥马哈的办公室。

24、许多公司有"欺骗性会计"

股东：我是罗拉·威尔斯，来自佛罗里达。你最近在报纸上说，一些大公司用有问题的会计使他们的运作看起来更有利。您愿意更具体地介绍这些情况吗？

巴菲特：只要我还活着我们不会那么做，我实行的是一种以身作则、以德报德的政策，查理和我都觉得某些做法非常可悲。它们不局限于一个或几个大公司。但是，如果我们看一些具体的例子，我们在争论改变的时候可能会效率较低。首先，它们可能与其他数百家公司，或至少数十家公司没有太大的不同。其次，那些对世界持批评态度的人，会发现这个世界对他们的批评很快就来了。我认为，从某种意义上说，恨罪恶，爱罪人，对我们更有好处。所以，我们将继续指出罪恶，但我们不指名罪人。查理？

芒格：沃伦，我想她是想让你说出这些做法。

巴菲特：哦，好吧，这些做法是我们曾经说过的一些事情。这些做法与会计费用有关。它们这样做的目的是，在一个特定的时期内，将许多原本在未来需要逐步入账的费用放在当期进行入账，这么做会使得未来的盈利变动更平滑或者稳定增长。有很多这样的事情正在发生，而它们已经做了很多年了。现在市场上，根据支出和收入的确认时间不同来玩会计游戏，已经成为一种时尚。

在亚瑟·莱维特(Arthur Levitt)的领导下，美国证监会正齐心协力地让美国企业改正自己在这方面的行为。我对莱维特在这方面的努力极为钦佩。但那只是因为有人踢了他们的屁股。坦白地说，在证监会变得更严厉之前，在我看来，审计机构在这方面做得还不够。

我认为，就隐藏和最小化薪酬费用而言，特别在股票期权上。现在公司可以在利润表中记录期权成本，但你并没有看到大量的人这样做。实际上，他们在脚注中进行标记的方式，在我看来是很有欺骗性的，因为他们试图做出各种假设，目的是将利润表的影响最小化。但股东付出的成本才是最重要的。股票期权，这是薪酬成本，就我们而言。它被很多公司最小化了。在合并会计而不是购买会计的两种会计制度下，我在这方面看到了很多欺骗性的会计。购买会计调整存在虚假会计。这些就是我们要讨论的。查理？

芒格：是的。这种大型的会计洗澡行为，被严重滥用。

巴菲特：我们可以指名道姓，但我们不会。但是，我们亲眼看到，那些管理人员说他们只是在做其他人都在做的事情。事实是，他们现在这么做是因为其他人都在这么做。

它需要一些外部力量，在这种情况下，可能是 SEC 来清理这一行为——它本应该是审计师做的。因为一旦这

种监管起作用，那些说“我要光明正大地做这件事”的人，将突然在资本市场上处于劣势。这些公司会被惩罚。但这些人会说：为什么我要通过做一些事情来惩罚我的股东呢，从法律上讲，我可以做一些其他的事情。查理？

芒格：我没有什么要说的。

25、我们保险公司的财务实力是一大优势

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。我叫罗伯特·麦克卢尔，我和我的妻子住在新加坡。我的问题与保险有关。在 1994 年的年度报告中，你说了以下几句话。我引用一下，“一个谨慎的保险公司将希望它对真正的大灾难有绝对的保障——比如长岛 500 亿美元的风暴损失，或者加州类似的大地震。但是保险公司也相当清楚，这类会造成本身财务需要支持的灾害，同样也有可能导致许多再保公司自顾不暇而破产，所以它们不太可能笨到将保费付出后，却换得无法兑现的承诺。因此，伯克希尔可以确保在不可预期的天灾发生时，仍然有拿得出钱来理赔的稳当保证，就成为我们最佳的竞争优势。”

你认为你所描述的竞争优势是完整的吗？或者说，在过去 5 年里，随着通用再保险的合并，以及巨灾再保险行业发生的变化，这种情况得到了改善？

巴菲特：我想说的是，伯克希尔兑现承诺的声誉——当然是更强的声誉——比以往任何时候都更强。伯克希尔作为再保险公司，具有卓越的地位，在任何可以想象的自然灾害发生后，再保险公司都是最确定要付出巨大代价的。这种声誉如今比以往任何时候都更强，而通用再保险的声誉也在被收购之后增强。

我认为这种声誉所固有的商业优势非常重要。我不能确切地告诉你与 1994 年相比情况如何。但我可以告诉你这很重要。当我们为其他非常大的保险公司进行再保险时，不管是直接保险公司还是大型再保险公司，声誉比为小公司进行再保险要重要得多。规模较小的公司可能更少关注这一点。我们可能会在本周为一家非常重要的再保险公司承保一份非常大的保单。我不认为他们会想从其他人那里承保。我是说，可能它们还会找几家，他们也可以决定不从我们这里买，但这只会在他们不想买的情况下发生。

我认为在最近这个例子，他们会成为伯克希尔的客户。我不认为他们会列出 10 位再保险公司的名单。这些保险公司都太聪明了。因为这是一个非常高级别的保单。如果一旦要求兑付，有许多公司的支票将会无法兑现。但毫无疑问，伯克希尔的支票将会兑现。所以，声誉很重要。伯克希尔的商业优势是显著的。它能转化成许多保单。我认为这是伯克希尔将拥有的永久优势。

我认为 5-10 年里，尤其是在承保了一笔巨额的巨灾再保险保单之后，它将是伯克希尔的一大块资产，但我们终将面临兑付。而在保险或再保险行业，没有多少人能真正做到这一点。当非常大的保单需要兑付时，我们应该只有很少的竞争者。查理？

芒格：我认为你说的完全正确。

26、GEICO 和 ExecutiveJet 提升了内在价值

股东：我是来自英国的理查德·科里。请问您在报告中提到的内在价值获得巨大收益的主要因素是什么？我之所以这样问，是因为投资组合和运营利润的每股收益都不高。你说发行股票用于收购并没有增加每股收益。

巴菲特：去年我们确实大幅增加了每股的浮存金，即我们增加了每股的投资资产。我想说的是，在 GEICO 的业务中，年底的价值远高于年初。那是我们年初最大的子公司。如果说有什么不同的话，那就是 GEICO 的竞争地位在不断提高。

我认为 ExecutiveJet 是一家非常适合伯克希尔的公司。我们为此花了一大笔钱。但 10 年或 15 年后，它将成为一家非常非常大的公司。我几乎可以肯定，作为伯克希尔的一部分，它会比其他公司更快地实现这一目标。作为伯克希尔家族的一员，ExecutiveJet 会保持多年的领先地位，甚至可能会比其独立经营时更大，虽然它独立运作也能做的不错。我的意思是，**它的管理非常棒。它起步很早，他们拥有你能想象到的最服务型的公司。**所以，如果没有我们，它会做得很好，但我认为，如果有我们，它会做得更好，更快。所以，我认为在航空领域，当然最主要的是在保险领域，我们在内在价值上获得了巨大的提升。除此之外，我们还有更多的每股可投资资产(浮存金)去进行投资。我对去年内在价值发生的事情感觉很好。问题是我们该如何年复一年地这么做。查理？

芒格：基本上，我们有很多很棒的生意。我们的浮存金一直在增长，我们在有色证券方面也有很好的记录。这些都没有消失。

27、没有必要"培养"潜在的巴菲特接班人

股东：你好。我的名字是伊莱亚斯·肯纳。我来自纽约。巴菲特先生，感谢你让我度过了这个周末。我在周六的球赛上遇见你，昨天在戈拉特家。每一次对我来说都是巨大的荣誉。我的问题是：巴菲特先生，你会挑选一个更年轻的男性或女性作为你的法定继承人吗？如果是的话，你什么时候会这么做？我说的年轻，是指一个比你小 15 到 20 岁的人。当然，我没有抱怨。你是世界上最好的。

巴菲特：比以前年轻 15 或 20 岁要容易得多。(笑声)现在世界上很大一部分人口符合条件。我们有足够的人手来接管伯克希尔。这完全没有问题。他们的名字已经在董事们的信件中提出来了。它们都随时待命。当然，这两个人究竟是谁(也可能是一个人)，将取决于我和查理什么时候离开。我的意思是，如果我们 10 年前写这封信，它可能会和今天不一样。15 年后可能会有所不同。所以，我们的死亡或丧失行为能力，以及死亡发生的时间，将决定谁将是这封信中现在的人。但是这些人不需要从现在就专门开始培养。他们一直都在，随时待命，第二天早上就可以接管伯克希尔，我想你会对他们的工作很满意的。这就是为什么我不担心，我 99% 的净资产都在伯克希尔，我不想把它卖掉。如果我知道我下周就要死了，我也不会想在下周把它卖掉，我死后也不想卖。我对伯克希尔的业务、管理人员和继任者感到满意。但我只是不想让他们太早接手。(笑声)查理？

芒格：实际上，我认为，就我们伯克希尔公司的情况而言，公司文化延续的前景要比其他大多数大型上市公司的公司文化延续的前景要高。即使沃伦今晚就退休，你不要指望伯克希尔会改变运营方式。不过我确实认为，继任者的现金会分配得不那么好。但就像我在过去的股东大会上说的，这太糟糕了。(笑声)

巴菲特：这就是我们没有公共关系部门的原因。(笑声)

芒格：顺便说一下，我不认为这项工作会做得不好，我只是认为它不会像沃伦做得那么好。

28、一种在不扰乱市场的情况下将伯克希尔纳入标准普尔 500 指数的方法

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。我是 Cary Flecker，来自佛罗里达惠灵顿。巴菲特先生，很高兴再次见到你。最近，很多人都在说伯克希尔是最大的还没有被纳入标准普尔 500 指数的公司。对于伯克希尔是否应该包括在内，以及为什么要包括在内，你们有什么看法？谢谢你！

巴菲特：自从通用再保险公司的交易宣布以来，我们经常被问到这个问题。如果你和标普的人交谈，我想他们会说关于流动性的观点——我想他们至少有一位代表公开地说过。这可能是因为 6-7% 美国的投资基金是指数化的。随着时间的推移，这个数字，或者说占比会有所上升。我看到一篇相反的文章。但我认为他们错了。在我看来，指数基金的数量正逐月上升。因此，如果你明天将伯克希尔纳入该指数，实际上，你将得到一个购买该公司 6-7% 股份的市场指令，即一天买入 10 万股。而如果伯克希尔的股票，明显地像一些股票已经加入指数时那样急剧上涨，那就不好了。我们已经看了一些新加入指数的公司的名单，其中一些公司的股价大幅上升。这对伯克希尔的影响会比普通股票更大，因为我们的股票被牢牢持有。大多数人都不想卖。

对此有三个解决方案，其中一个就是不把我们放在指数里。在美国，我们可能是最重要的公司之一，特别是考虑到在市场价值和许多其他因素方面，但我们不在指数中。因此，如果你想把伯克希尔或类似的公司纳入该指数，同时又不出现疯狂的市场失常，你可能会遇到以下两种情况之一。这是正在发生的事情，越来越多的其他公司被加到指数中，同时也有更多的钱去配置指数。

第一，你可以让公司同意，当它被加入指数时，公司自己卖出的股票数量大约等于指数基金买入时所产生的数量。换句话说，如果我们新提供 10 万股股票——大致相当于在加入指数时我们需要被购买的股份，那将抵消指数基金的买盘影响。唯一的问题是，我们不想在伯克希尔出售 10 万股或 1 万股或 100 股股票，除非我们能很好地利用这笔钱。这是不可能发生的。(掌声)所以我们不会这样做仅仅是因为我们想要在一个指数中。

另一种可能，我相信这是在澳大利亚使用的，我认为它是澳大利亚最大的人寿保险公司 AMP，将 AMP 的股票逐步纳入指数。这将逐步增加伯克希尔股票的权重。我想以后，他们可能会对所有的股票都这么做，在 12 个月内逐步增加权重。第一个月的权重是 1/12，第二个月的权重是 1/12，以此类推。这意味着，实际上，对于伯克希尔大约 0.5% 的股份，每个月在市场上要被交易一次。

我不认为这会有什么特别的破坏性。因为一旦你知道这一阶段即将到来，市场就会有一些预期，这样你就不会看到股市随后出现大幅上涨和下跌。我认为这是一种合乎逻辑的方式，但标准普尔公司迄今还没有这样做过。他们可能有各种各样的理由，各种各样不愿意那样做的好理由。

现在，如果指数化继续增长，你很快会看到 15% 的资金被指数化。我认为他们将不得不想出一些类似于我提到的这两种方法中的一种，否则它将对市场造成太大的破坏。那会很有趣。我知道，美国在线(AOL)自从一段时间前被引入标普指数以来，表现得非常好。我认为情况可能是这样的：如果你做空那些在标普效应出现后被加入标普的公司，过程中，你可能会发现这些股票的表现会低于预期，因为一个人为的买入指令的影响会逐渐消失。

我想一定会发生什么事。我认为**指数化远远超出了任何人的预期**，包括标普、我和查理。我认为它的发展是有原因的。想想看，随着它的持续发展，它将对市场产生越来越大的影响，但标准普尔可能不会对它那么兴奋，指数基金也不会对它那么兴奋。所以，可能会有一个解决流动性问题的办法，而这个问题在伯克希尔可能特别严重，但在整个市场上都是普遍存在的，特别是当股票被添加进来的时候。

如果他们采取某种解决方案，比如他们采取逐步加权的解决方案，伯克希尔将是标准普尔指数的一个非常合

理的候选人。标准普尔公司做什么对我们真的没有影响。只要标普指数在将我们纳入指数时，不产生巨大的市场影响，我们就不会对标普指数感到不满意。

另一方面，你知道，我们爱我们的股东。我不认为我们可以通过指数基金来改善这个群体。我们想看看会发生什么。这对我们来说没什么大不了的。但我们想确定的是，如果我们加入了，这对市场来说不是什么大问题。但是我不希望股票在一天内涨到 2 万美元，仅仅是因为市场上有 10 万股的买单，然后股价又慢慢地回到本来应该在的位置。但是那天卖股票的人可能会喜欢它。没有人能从中受益，除了那些短期内卖出股票的人。而他们不是我最关心的群体。查理？

芒格：我猜伯克希尔最终会被纳入标准普尔指数。有人会很明智地找到解决办法。可能不会很快。但是会有这么一天。

29、我们需要什么来进行国际收购

股东：我叫詹姆斯·克劳斯，来自纽约。巴菲特先生和芒格先生，今天我们已经听到你们谈论了美国以外的一些国家。我的问题是，如果你直接投资美国以外的股票，你对当地的市场有什么要求？我指的是会计系统的透明度，市场的广度和流动性，股东的权利，货币的稳定性。如果你能提到其中几个国家，那就太好了。对于这些国家的公司来说，你认为表 20F 中包含的对美国公认会计准则的调整是否真的有意义？

巴菲特：答案是你提到的大部分要点，我们都会感兴趣。我们必须排除任何市场不够大的可能性。我们希望至少在任何一项投资上投入数亿美元，我们认为至少 5 亿美元。不过我们对此有例外。这就排除了很多公司。

会计透明度和会计准则方面，我们关心这一点，但我们可以在心理上做出调整。在某些方面，我们认为，在某些国家的会计制度比美国这里好。所以，只要我们了解当地的会计系统，我们就会在脑海中寻找相同的贴现模型，来计算未来几年公司会产生多少现金，以及需要投入多少。这和我们在美国这里的计算是一样的。在美国，我们没有严格遵循公认会计准则。所以会计差异不会困扰我们，只要我们理解这些会计差异。税收的细微差别，你提到的公司治理可能会有所不同。如果我们认为公司治理远不如这里，我们就必须对这一事实做出调整。

我想说的是，在大多数主要国家，那些拥有足够大的股票市场的国家，我们完全可以持有其头寸，我们有可能投资于它们中的任何一个。我们不排除日本、德国、法国、英国等主要市场。

现在，重要的是要认识到，在世界所有的股票市场中，大约有 53% 的市值是在美国市场。而美国仅有 4.5% 的

世界人口。但是，世界上所有上市公司的市值中有 53%是在美国的。所以，我们在这个蛋糕上占了很大的份额。

但只要我们谈论的市场足够大，能够让我们投入真正的资金，我们就非常愿意看到蛋糕的其余部分。查理？

芒格：正如沃伦所说，到目前为止，我们还没有做太多。但我们没有规定不能这么做。(笑声)

30、尽管可口可乐的市盈率和美元走强，但仍看好该公司

股东：早上好，巴菲特先生。我叫 Jean-Philippe Cramers，来自英国伦敦。我有一个关于可口可乐的问题。第一个问题是，你担心可口可乐的盈利会继续受到新兴市场疲软和未来几年美元走强的影响吗？第二个问题是，可口可乐 35 倍市盈率。你担心利率可能上升吗？如果你不担心利率上升，这与你对通货膨胀的看法有关吗？谢谢你！

巴菲特：就美元的强势而言，这意味着以外币计算的利润不会转化为那么多美元，我们对此没有什么大的感觉。如果我们对美元的走势有强烈的感觉，相对于日元，欧元，英镑，或者其他货币，我们可以通过大量外汇买卖来实现这些观点。我们不知道美元会走向何方。我脑子里也没有任何关于买或卖可口可乐的决定，与对美元走势的预测有关。可口可乐的盈利受到了过去几年美元走强的影响，尤其是美元兑日元走强，你知道，美元兑日元从 80 多美元跌至 140 多美元。这是一个巨大的打击，从这些利润中日元兑换成美元。而美元的强势通常会受到伤害。但展望未来，我对此没有任何预测。

世界各国的繁荣符合可口可乐的利益。我的意思是，他们将从世界各地日益繁荣、生活水平日益提高中受益。我想我们会在 10 年或 20 年内看到这一点。我认为人们对可口可乐的偏爱只会促进可口可乐产品的发展。所以，**我关心的是市场份额，然后是我所说的心智份额。**换句话说，与 10 年前或 20 年前相比，人们现在对可口可乐的看法如何？10 年后他们会怎么想？

可口可乐在世界范围内拥有惊人的市场份额。世界上几乎每个人对可口可乐的产品都有自己的看法，而且绝大多数人都赞同可口可乐的产品。你不能想到其他三家类似可口可乐这样的公司。就产品的那种无处不在的良好感觉而言，我想不出第三家公司。**我们用售出的可乐罐数和市场份额来衡量。**我们希望能卖出更多的可乐。我们希望随着时间的推移，竞争对手的市场份额能够减少。10 年，15 年，20 年后我会给出同样的答案。我想那时候可乐的销售量会大得多。

虽然从去年下半年开始，可乐销量的增长开始放缓，并持续到今年第一季度。但这在过去时有发生。在我看

来，你知道，这不是一个重要的项目。它可能是股票在 6 个月或 1 年内走势的一个重要项目。但**我们关注的是 10 年后**，可口可乐也关注的是 10 年后。现在，我们拥有可口可乐 8.2% 的股份。10 年后，我们可能会拥有更大的比例，因为他们可能会回购一些股票。

关于可口可乐的市盈率，就像世界上几乎所有其他领先公司一样，给我们的印象的是，它们给我们的印象都是相当高的。这并不意味着它们会下降。但这确实意味着，与市盈率很低时相比，我们购买更多此类优秀公司股票的热情有所下降。

理想情况下，我们希望随着时间的推移收购更多此类公司。我们了解他们的业务。我的猜测是，至少在未来 10 年的某个时候，我们很有可能会购买更多的可口可乐、吉列、美国运通或其他一些我们拥有的优秀公司的股票。一般来说，我们不喜欢高市盈率。但是，我再次强调，这并不意味着它们会下降。这只是说就我们过去的投资而言，我们被宠坏了。我们希望自己再次被宠坏。查理？

芒格：如果对你来说，**重要的是你认为可口可乐 10 年甚至更久之后会是什么样子，那你不会真正关注这个或那个国家的短期经济发展、也不会关注汇率或者其他类似的事情**。它们并不能真正帮助你做出 10 年或 15 年的预测。这就是我们要做的。所以，**我们已经排除了所有这些噪音**。如果你纵观全局，我们认为可口可乐是很棒的。

巴菲特：在世界上的大公司中，很难找到比这更好的公司了。很明显，有些公司从规模小得多的基数起步，它们可以发展得更快。但很难想象还有比可口可乐更稳固的业务了。

31、关于伯克希尔对白银的投资，没有什么可说的

股东：前段时间我读到你在买白银。我从来不知道你为什么买白银。

巴菲特：我们在 1997 年的年度报告中报道了购买白银的特殊原因。这是我们进行的三笔非常规投资的一部分。其中一项投资的规模足够大，所以我们觉得人们应该了解它。然后，我们觉得我们的股东应该知道，我们有时会做一些他们从过去的年度报告中可能想不到我们会做的事情。所以我们公布了这三种非传统投资。但在今年的报告中，我们已经声明，除非发生以下两件事之一，否则我们不会公布这些投资的名称：一是它们的**规模**达到了你应该特别了解的程度，以便评估我们在伯克希尔所做的事情；或者是我们已经做出的**承诺**。很明显，如果情况变得需要我们公布，那我们也会立刻公布。以白银为例，一年多前，有一个重要的监管机构表示，他们更希望我们主动报告。虽然我们没有被要求这么做。但是，无论如何，我们希望在这方面进行合作。所以，我们公布

了。但我们在今年的报告中表示，如果没有这些因素，我们将不会就非常规投资提供更多细节，就像我们不会就常规持股提供更多细节一样。

我们确实说过，我们已经改变了前一年报告中描述的某些非常规投资。我们也说我们已经进入了几个新的项目。所以，我们在做一些你们大多数人或者你们所有人都不知道的事情。但是他们没有足够的规模，以至于它们以任何实质性的方式，影响到你的投资。查理？

芒格：我没什么要补充的。

32、千年虫电脑问题不会是什么大问题

股东：早上好，巴菲特先生。我是韦恩·朗，加拿大多伦多人。去年，当你被问及 2000 年计算机问题时，你表达了对成本超支和联邦政府准备工作的一些担忧。我们两国政府今年的状况要好得多。你能不能告诉我们你目前的想法，比如你对我们公司的收入、供应链或股市的影响有什么担忧？

巴菲特：去年我也告诉过你，我并不认为自己是这方面的专家。我要告诉你们的是，这是我在审计委员会工作时学到的，或者和比我聪明得多的人交谈时学到的。但这并不意味着他们是对的。因为 15 年前他们没有谈论这个问题，而 15 年前他们本应该谈论这个问题。我的总体感觉是，我们要担心的那部分世界状况其实相当好。千年虫在很多地方都花了很多钱。这也花了我们不少钱。而有些公司，花费了很多钱。但我不认为这有什么大不了的——我也可能错了。与一年前相比，我现在不那么担心它会成为一件大事。查理，你还有什么要补充的吗？

芒格：不，我没有什么要补充的。

33、日本经济下滑对伯克希尔没有影响

股东：早上好。我的名字是鲍勃·布鲁尔。我来自内布拉斯加州林肯市。我只是想问你，你认为日本持续的经济动荡在未来 5 到 10 年内会如何影响全球经济和美国股市？

巴菲特：嗯，查理和我不擅长这些宏观问题。但我想说的是，日本的问题一直存在，在金融市场和银行体系中已经存在一段时间了。因此，我看不出它为什么会对世界其他地区产生比过去几年更大的影响。在过去的几年里，它对美国的影响确实很小。

关于我们明天早上买什么或卖什么，宏观根本不是我们思考的因素。如果我们明天得到了一个好生意，除非它直接参与其中，而且它的主要业务在日本。但如果它是在美国的业务，那就不是我们会考虑的事情。我们会考

虑具体的业务。我们并不太在意那些来来去去的事情。最后，其实只是看我们对一家企业的预测是不是正确的。

就拿喜诗糖果来说吧。我们是 1972 年买的，看看 1973 年和 1974 年发生了什么。这个国家经历了什么石油危机、通货膨胀，以及诸如此类的事情。假设 1972 年，有人要做一笔 10 年期的投资。此时，长期利率是 15%。同时道琼斯指数此时是 570 或 560。那不是重点。重要的是这种花生脆的味道就像它的味道一样，这太棒了。(笑声)随着时间的推移，我们可以得到更多的钱。所以，在 1972 年，我们买下喜诗糖果的时候，它税前赚了 400 万美元。该公司在 1971 年的营业额为 6200 万美元。

我们不想在购买企业时考虑错误的事情。这也适用于有价证券，就像我们购买 100% 的业务一样。如果我们对企业的预测是正确的，那么宏观因素不会产生任何影响。如果我们对业务的判断是错误的，宏观因素将无法拯救我们。查理？

芒格：我认为日本有趣的事情对一个公民来说也很有趣。这是一个主要的工业国家。我们了解凯恩斯主义经济学和其他一切。当经济开始滑入大衰退时，它就会一直走下去，挣扎着，一直走下去。年复一年，你把利率降到几乎为零，你就会产生巨大的预算赤字。经济依然低迷。我认为这对世界经济学家来说非常有趣。我不认为他们中的任何一个人会预测到，像日本这样现代化的国家能够收缩得如此之久。

我认为，造成这种局面的原因是土地价格和证券价格的极度繁荣，以及包括银行在内的金融系统，在会计操作和金融体系监管方面的腐败。我认为这对世界来说是一个有趣的教训：不要让大量的“污水”进入会计和监管体系是多么重要。市场上的许多愚蠢行为，人们是无能为力的。

巴菲特：人们一直在说，“为什么日本不刺激经济？”好吧，日本把短期利率降到了零、长期利率为 2%。这应该会刺激。(笑声)但是并没有起作用。查理说，这有点违背了古典凯恩斯主义理论。但是在 1930 年代，我们国家也有同样的问题。我们在 30 年代后半段把利率降了下来，然后起作用了。

芒格：我认为，美国的极度繁荣可能与所谓的财富效应有关，股市不断上涨。但人们认为这个因素比实际情况影响要小。

34、分析师的覆盖不会影响伯克希尔的股票

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。我叫杰夫·莉莉，来自科罗拉多州丹佛市。我的问题是这样的：在过去的几年里，我读到你们两位被引述的言论都是不关注股价的日常走势，也不太关心伯克希尔是涨是跌。现在伯

克希尔有了分析师的覆盖。也许是你要求的，也许是你默许的。我的问题是，这是否反映出你对股价的关注发生了变化，或者你对投资者关系的理念发生了变化，以及你是否认为分析师的报告会对未来的股价产生影响？

巴菲特：我们对股票价格的态度没有改变。我们关心的是以我们所能达到的最高速度建立伯克希尔的每股内在价值，这与我们提出的其他一些原则是一致的。我们非常希望股票价格能保持在一个区域内，这个区域偏离内在价值不会太大。因为内在价值本身是无法精确计算的，你不会期望它精确到小数点后两位。

但我们不希望股价在与内在价值相关的任何方向上变得疯狂。当我们与通用再保险达成交易时，这吸引了更多分析师和机构投资者的关注，因为通用再保险的股东群体绝大多数是机构投资者。因此，金融机构必须决定是继续投资还是卖掉。我们知道，我们最终会拥有更多的机构股东。爱丽丝·施罗德对我说，在合并会议前，她说有一群机构来开会。我喜欢这点。事实是，这些机构对自己的投资足够认真，所以来看看伯克希尔到底是怎么回事。我想，他们中的一些人要求和管理层坐下来了解一下，这也许是他们董事会的要求。所以，我们花了一个小时左右的时间和与她组织的一群人在一起。他们来到了奥马哈。但这是我最后一次接触机构投资者。我们不会与机构投资者举行特别会议。但我们绝对欢迎他们来参加这个会议来获取所有发布的信息。

坦率地说，我认为有一两个对伯克希尔很熟悉、思路清晰、做足功课的分析师是非常有用的。这是一个加分项，因为这意味着我们不需要重复这么做了。实际上，如果机构想和某人谈论通用再保险收购这事儿，他们不会打电话给我。因为他们不太可能给我打电话。他们可以打电话给爱丽丝或者其他分析师。这是完美的。我们有一个免费的信息办公室，注意这不是投资者关系，因为这被有些人认为，这是有人在给你的股票打气，但至少我们现在有一个免费对外公布信息的办公室。你知道，免费是我的天性。（笑声）

人们会问，“你想要个人股东吗？还是你想要机构所有者？”我们想要的我们的所有者，我们希望他们与我们的长期目标、我们的衡量标准、我们的时间范围以及诸如此类的东西保持共同看法。我们希望人们能够安心地拥有伯克希尔，我们不希望人们某种程度上因为不同的原因而拥有伯克希尔，我们不希望他们拥有伯克希尔的原因与我们的不同。我们不想要那些担心季度收益的人。我们不想要那些担心股票拆分的人。我们不希望人们周期性地对股票感到兴奋。我们对此不感兴趣。因为这只是意味着我们必须在未来保持这种生活方式。这不是我们现在想要的生活方式，也不是我们未来想要的生活方式。

我们真正想要的是一群人，就像在座的各位一样，他们坐下来阅读、思考、理解他们在进行投资。这不仅仅

是一个小小的股票代码。他们购买的是一家企业的一部分。他们知道这是什么生意。他们知道我们如何思考，他们知道我们如何衡量自己。他们对此很满意。他们可以是个人，也可以是机构。一旦他们成为我们股东，我们喜欢让他们一直成为我们股东。所以我们的态度没有改变。华尔街的覆盖范围有了变化，同时华尔街的覆盖范围是有限的，我想对于一家市值 1100 亿或 200 亿美元的公司来说，应该是有限的。

35、公务飞机公司的优势(ExecutiveJet)

股东：早上好。我叫马克·拉比诺夫，来自澳大利亚墨尔本。我想知道你是否能给我们谈谈公务飞机业务，现在这是伯克希尔的很大一部分。我认为我们仍在向它们投入大量资金。我想知道，你在年度报告中把这两项合并在一起了。我希望，也许你能帮我们弄清楚你对每个部门的股本回报率有什么期望。

巴菲特：是的，飞安公司有更高的资本敏感性。因为每个模拟器都要花钱。我们每年都会增加一些模拟器。所以，你可以看看我们并购他们之前的数据，在我们进入后，在原先的规模上进一步扩大是合理的。但飞安公司的股本回报率不会大幅上升或下降。因为我们的模拟器培训价格与模拟器的成本有关。因此，不会有更高的股本回报率，也不应该有更低的股本回报率。飞行安全公司的股本在增长，因为这是一个不断增长的公司，我们每年都在培训越来越多的飞行员。但这是相当稳定的。

公务飞机公司处于其发展的早期阶段，尽管到目前为止，它在该领域处于领先地位。我们在欧洲这样的地方进行了大量的投资。如果有投资机会的话，我们会加快速度。最终，我们的客户会拥有这架飞机。因此，我们投资了一个核心机群，以补充客户的飞机。但从本质上讲，它不是一个资本密集型企业，每天都有大量资金在流动。现在我们将有 140 架左右的客户的飞机，这些飞机的总价值肯定是 15 亿美元或更多。我们已经订购了 70 亿的飞机。但是我们会把这些飞机卖给我们的客户。最终，这将是一个资本回报率非常高的企业。我们仍然会在核心机群上投资，我们会有一些机库之类的设施。但我们的客户是主要的资本投资方。我要指出的是，如果客户自己去购买整架飞机，他们总投资会少很多。但通过我们进行分期，他们也会得到实惠。

* * * 下午场 * * *

1、通用再保险的好处在未来几年内不会显现出来

股东：我叫查理·辛克。我来自北卡罗来纳州的列克星敦，从口音就能听出来。我的问题与通用再保险有关。这么多年来我一直在读你的信，我一直在努力学习该如何投资保险公司。你购买通用再保险，我知道是因为浮存金，但你认为它的浮存金可以进一步增长吗？但现在看来，浮存金也没有特别显著的增长，你买它是因为你觉得你可以在投资上做得更好？我还读到，那些似乎试图遵循伯克希尔模式的公司正试图购买更多数量的股权，这是你关注的东西吗？这就是我的问题。

巴菲特：你说的前两部分是正确的。我们当然不认为短期内浮存金会快速增长。浮存金的确发生了变化，实际上浮存金在第一季度略有下降。而且，当保费达到 60 亿美元左右时，潜在的保费赔偿会保持在一个平稳的比例，这很可能会导致浮存金以一个稳定的比例增长。因此，**保费增长需要一段时间，才会使得浮存金增长**。保费必须大幅增长，才能对浮存金产生重大影响。正如我所说，这在短期内不会发生。不过我们预计浮存金将在较长时期内保持增长。我们预计通用再保险公司在国际市场的增长速度可能会比在国内市场快得多。从经营角度、技术角度、管理角度来看，通用再保险的声誉是很好的，而伯克希尔的资本实力将进一步增强这一点。因此，我们认为通用再保险的声誉可能会在未来几年不断提高，保费收入也会随之增加，但至少在未来几年内，它们的保费不会爆炸性增长。

我们在早些时候的问答里谈到，我们认为未来有机会更好地利用浮存金。但它现在仍然不是我们可以掌控的加仓时机，一年后可能也不是。但我们认为，在未来的某一天，它会是。我们还指出，作为伯克希尔的一部分，通用再保险可能会有一些税收优惠。所以这是有好处的。但它们都不会对 1999 年产生影响，2000 年很可能也不会产生影响。

我们显然认为，如果把通用再保险计算在内，10 年后伯克希尔的每股价值将比我们没有达成这笔交易时更高。但我们并不认为一年或两年的情况就是这样。但这是我们基于 10 年的判断。查理？（笑声）

芒格：我想说的是，如果我们在通用再保险的浮存金投资上，在未来能获得像过去平均水平一样的回报率，那么它将会非常出色。如果你回顾一下我们在历史上对伯克希尔浮存金的使用情况，如果有人将它展开，那将是一项有趣的研究。

2、技术变革不利于投资

股东：下午好。我叫格雷格·卡扎，来自密歇根州奥克兰县。我要感谢你们两位绅士这个周末的盛情款待。我

的问题是通货紧缩的。您能否解释一下，技术进步和生产率提高是如何影响我们持有的非固定收益资产，尤其是保险资产的？

巴菲特：你的问题似乎是想问，技术进步是如何影响通货膨胀率的？我听到艾伦·格林斯潘对此发表了很多有趣的评论。我认为这在某种程度上让他感到困惑，但他也认识到，有一些重要的、难以衡量的因素导致通货膨胀没有按照大多数人的预期发展，比如就业率下降、经济繁荣等等。他认为这在某种程度上归因于信息技术世界正在发生的变化，但同样是不可估量的。

低通胀率对固定收益投资来说是好事，但从长期来看，这已经在长期利率上很大程度得到了反映，现在长期利率大概是 5.5%。就宏观经济因素而言，它现在看起来确实像是一个近乎完美的世界。这可能是导致人们热衷于股票的一个原因。这一定是一个原因。从通货膨胀的角度来看，这是一个很好的理由，这也是债券自 1982 年以来表现良好的一个很好的理由。我不知道这对未来意味着什么。

但我相信，美国在信息技术方面，是遥遥领先于世界其他国家的。作为一个非专家，在我看来，我们远远领先于世界上的其他国家。我们拥有领先的公司，资金在不断流入 IT 行业，人才也在不断流入 IT 行业，很难想象谁排在第二位。我认为这在很大程度上帮助了这个国家。但我不知道如何衡量它。查理？

芒格：我想说的是，伯克希尔的业务，比一般业务来说。从平均而言，不太可能被新技术淘汰。新的钢头工作鞋？我不认为这项技术会有重大变化。(笑声)我认为我们比其他公司有更多的基础的、难以被淘汰的东西。

巴菲特：正如我们在报告中提到的，我们认为从社会的角度来看，所有这些活动都是非常有益的。我们自己的重点是努力寻找那些在一般情况下是可预测的企业，比如 10 年、15 年或 20 年后它们的发展状况。这意味着我们正在寻找的企业，一般来说，不会受到太多变化的影响。我们认为，变化对投资过程的威胁大于机遇。这与大多数人现在看待股票的方式截然相反。除了少数例外，我们对改变作为一种赚大钱的方式不感兴趣。我们正在寻找缺乏改变的行业里的公司，这些公司在这些缺乏变化的行业里已经赚了很多钱的，并且他们在未来会赚得更多。所以我们把变化看作是一种威胁。每当我们看到一个企业，如果我们看到很多变化，十有八九，我们会把它过滤掉了。

当我们看到一些我们认为很有可能在 10 年或 20 年后看起来和现在一样的东西时，我们对预测它更有信心。可口可乐仍然在销售一种非常非常类似于 110 多年前销售的产品，它的分销的基础和与消费者的沟通，以及其相

关的很多东西，都没有改变。你 50 年前对可口可乐的分析现在也可以很好地被应用。我们在这类生意上比较得心应手。**这意味着我们错过了很多非常大的赢家，但我们无论如何也挑不出那些最终的赢家(我们不懂)**。这也意味着我们很少有大输家，而随着时间的推移，这是很有帮助的。

芒格：是的，花生脆也没有什么技术上的变化。(笑声)

巴菲特：他们最好不要改变它。(笑)我们喜欢它本来的样子。

3、股票不可能以同样的速度增长

股东：我叫 EstherWilson。我住在内布拉斯加州的南苏城。我丈夫和我会在 80 年代初有一些新钱。我们有一个 50 岁的女儿，她将继承我们的一切。我的问题是，我还有一个收益率在 4%左右的共同基金，其利息是免税的。我想知道有没有更好的投资方法？(笑声)

巴菲特：这些都是很难回答的问题。我经常遇到我的朋友，他们在特定的时间一次性收到一笔钱。而且，你知道，查理和我对那些在投资过程中并不积极的人，如何去投资大笔资金这件事并没有很好的答案。就像我们之前说的，**如果我们现在处理的是小规模的资金，我们就会开始研究一大堆非常小的投资机会**，并研究一些我们可能知道如何在小规模资金范围内该做的事情。

但对于希望在 20 年或 30 年时间内拥有股票的普通投资者来说，我们认为，**定期投资于某种非常低成本的资产池(很可能是指数基金)，这可能和其他投资建议一样有重要意义——降低交易成本很重要。**

你知道，我的净资产几乎 100%都在伯克希尔。我对此很满意，因为我喜欢我们拥有的企业。但是，你知道，我不是以现在这个价格购买的伯克希尔。所以我从来不推荐任何人买卖它。查理，你有什么推荐吗？

芒格：如果在座有人认为，用一大笔新资金就能很容易地想出一个一针见血的投资方案，我希望他们能过来告诉我是什么。(笑声)这个我们没有解。现在对我们来说比以往任何时候都要困难。

巴菲特：1974 年我为《福布斯》写了一篇文章，观点是关于当时股票几乎必须比债券更具吸引力，而 1969 年的情况正好相反。不过现在回头看，债券也不是那么没有吸引力。我是说，你可以时不时地说你在股票上的投资物超所值，或者有时候你可以说你的钱在固定收益投资上得到了很大的回报。不过你现在不能这么说，那你该怎么办？你知道吗，**就拿到的新资金而言，我们发现自己只是坐着不动，然后继续寻找新的投资机会。**

现在我们不得不考虑能容纳更大资金规模的投资机会。我想如果我们用的是更小规模的的资金，我们比现在

更有可能找到一些东西。就像查理说的，我们真的没有什么好建议。我希望我们能为你做些什么。

芒格：从美国最近的经验来看，**储蓄和投资的实际长期回报率一定会继续下降**，特别是从最近的股票的相关经验来看。世界的财富不能以人们在美国股票市场习惯的那种速度增长。美国股市不可能永远跑赢全球财富的增长。总的来说，**我们应该降低对未来的期望**。

巴菲特：是的，必须要降低投资收益率的期望。我们之前提到过，**美国股市的市值占全球股市市值的 53%**。**如果美国 GDP 以每年 4-5% 的速度增长，而通货膨胀率达到 1-2%，那将会是一个非常棒的结果。而我认为企业的实际利润增长并不会比这个速度要更快。利润占 GDP 的比例已经很高了，你不可能一直让企业利润以高于 GDP 的速度增长。**否则，最终它们将超过 GDP。就像有人说纽约的律师比人还多。(笑声)

如果说利润可以超过 GDP，你就会遇到一些数学上的问题。所以，如果你处于这样一种现实情况：你对公司利润增长的最大期望是在未来几年里达到 4-5%，那么你怎么能认为，股票也就是公司利润的资本化，能以每年 15% 的速度增长，这种情况是合理的呢？坦白地说，这是无稽之谈。股市的平均涨幅不会一直都达到 15% 或类似的水平。我不愿意让他们用数学的方法告诉我，如何整体地做到这一点。(因为这不可能)

前几天我看了财富 500 强的总市值。他们一年赚 3340 亿美元，在去年末市值达到 9.9 万亿美元，现在至少有 10.5 万亿美元。**从长远来看，投资者唯一能赚到的钱，就是企业赚到的钱。**这没有添加其他任何东西，政府也不会往里添加什么——没有其他人再往这个罐子里放钱。而人们只从这个罐子里拿钱，这包括摩擦成本、投资管理费、经纪佣金等等。3340 亿美元就是所有的投资收益。我的意思是，如果你想种田，你从农场得到的只是农场生产的东西。如果它每英亩产生 50 美元的纯利润，你就能得到 50 美元的纯利润。没有任何东西能把它变成某种神奇的形式。如果你现在拥有财富 500 强公司的所有公司，如果你拥有 100% 的股份，你将赚 3340 亿美元。如果你花了 10.5 万亿美元买它，这不是一个很好的投资回报。然后你问自己，“这利润 5 年后能翻倍吗？”**3340 亿美元它不可能在 5 年内翻一番，特别是在 GDP 每年增长 4% 左右的情况下。就美国经济的经验而言，这种情况不会发生。**在任何时候，当你涉及到这些事情的时候，如果你从数学上追溯并遇到一些荒谬的事情，那你最好在一定程度上改变预期。查理？

芒格：有两句名言。一个是，“**如果一件事不能永远持续下去，那它最终会停止。**”(笑声)另一个是从我的朋友弗雷德·斯坦贝克那里借来的，我想他就在这里：“**那些希望在有限的地球上真正实现财富永久增长的人，要么是精**

神病，要么是经济学家。”(笑声)

4、“最好的贡献”是低成本的产品和服务

股东：晚上好。我的名字是 SharukoiChin。我来自爱荷华州得梅因。虽然我们一直在讨论一家公司在过去的几年里帮助我们获得了多少回报，而且对未来也是如此，但我相信有很多人关心我们为社会付出了多少。先生们，请与我们分享一下你们的理念和公司政策，以及伯克希尔在慈善事业和慈善事业方面做了多少？谢谢你！

巴菲特：年度报告中的一些数据与此有关。我们做的一件事并不完全是自愿的，我想我们去年上缴联邦政府 26 亿美元所得税。(掌声)我不确定。但我看了通用电气、微软和一些大公司——我们可能比任何其他美国公司缴纳了更多的联邦所得税。但你们也不要太相信我的话，因为可能沃尔玛支付的更多。如果沃尔玛支付的更多，我不会感到惊讶。我确实看了几家规模最大的公司，我们的确支付了比通用电气或微软更高的税款，这两家公司的市值都是我们的三倍。据我所知，股东指定捐款计划大约是 1800 万美元，然后我们在其他公司的报告中详细说明了捐款情况。

我会从另外一个角度阐述。以 GEICO 为例，它提供一种比竞争对手更有效的个人汽车保险。如果 15%是一个合理的指标，表明它为人们节省了多少钱，那么 GEICO 的 40 亿美元的保费收入中，消费者通过更有效的分销方式节省了超过 6 亿美元。这就是 GEICO 管理层精心打磨的艺术。实际上，我认为，以更经济的方式提供人们想要的商品和服务，对任何一家公司这也是一种衡量对社会所做的贡献的手段。与它们所缴纳的税款和他们实际做的企业慈善事业相比，这也是非常重要的一部分。

我们不相信把应当由伯克希尔把所有者的钱捐出去——伯克希尔不能作为他们的代表，把他们的钱捐给慈善事业。我们认为股东应该自己干，这是他们的钱。如果有 10 个人合伙，如果我是管理合伙人，我觉得我不应该为其他 9 个人的慈善事业做决定。我会让他们自己做决定。我们认为，公司一般不应该向 CEO 的宠物慈善机构捐款。我们在伯克希尔就不这样做。我们会让股东来指定(掌声)，谢谢你们。

想想看，我们能做出的最好的贡献，理想的方式是在 10 年或 15 年的时间里，找到一种方法，把人们想要的商品和服务，以比以前更低的成本交付给他们。查理？

芒格：我赞赏提问者渴望得到这个问题的答案，“在这个游戏中难道没有比赚钱更多的东西吗？”以及“难道我们不应该考虑我们所欠的回报以及我们将会得到什么回报吗？”

在芒格的案例中，我认为 100%的收益都会回报社会，而原因与巴菲特的案例不同。你知道，有句老话说：老查理留下了多少钱？答案是：我相信他什么都没留下。(笑声)本质上，人生的一切都要以这样或那样的方式还回去。你不能把它带走，这是人生的铁律。我认为重要的是思考你为别人做了什么，你为自己的生活或公司树立了什么样的榜样。我确实认为伯克希尔在这方面做得很好。在适当的时候，当我们进入以巴菲特命名的大型慈善机构时，我猜这也会做得很好。我相信在未来，这会得到很好的运作。

5、没有对石油或白银的"洞察力"

股东：大家好，我是来自纽约的迈克尔。首先，我想和芒格先生讲话。芒格先生，很高兴能和你以及巴菲特先生在一起。我理解你们对非常规投资的保密。但是巴菲特先生和芒格先生，您能告诉我您对石油和白银市场状况的看法吗？

巴菲特：查理，他问你。(笑声)

芒格：我们已经说过，我们不会对大宗商品投资发表评论。但在这一点上我要反悔一下。最终石油价格将会上涨。(笑声)但这并不意味着你现在就可以通过购买它赚钱，特别是算上利息因素后。

6、有线电视系统：前景远大，但收效甚微

股东：我叫 Merritt Belisle，来自德克萨斯州奥斯汀市。我知道，伯克希尔还对华盛顿邮报进行了大笔投资，后者拥有许多服务于非主要大城市的有线电视网络，最近还对 TCA 有线电视进行了投资。首先，我希望得到你们关于有线电视业务的评论。另一个是关于你如何让孩子处理和继承金钱的哲学。

巴菲特：关于有线电视的问题，我们拥有华盛顿邮报公司大约 17%的股份，我相信他们大概有覆盖 70 多万家庭。大多在较小的城市，这是一笔好生意。正如你所知，有线电视的价格在去年左右一直在飞速上涨。但从华盛顿邮报的角度来看，这是个坏消息，因为华盛顿邮报本来是有线电视的净买家，而不是卖家。

这非常非常像我们对股票和股价的态度。当有线电视价格上涨时，这对华盛顿邮报公司来说不是好消息，因为华盛顿邮报公司将投资资金。随着时间的推移，它将成为一个现金流机器。如果它想把钱投到有线电视上，有线电视价格下降比上升要好得多。

TCA 是路易·辛普森购买的，他在 GEICO 管理着一个单独的股票投资组合，所以我从未读过 TCA 的年报。我对此一无所知。如果他还拥有这笔投资，那这是路易所管理的 GEICO 的投资，这根本不属于我的管理范围。

这是我应该提到的一点，因为，媒体会时不时地报道说伯克希尔或说我在购买 X、Y 或 Z。有时这是真的，但有时不是真的，因为文件是代表与我们有关联的其他实体提交的，而我对他们的行动一无所知。几个周前，我看到一家公司报道说——我不知道是说我还是说伯克希尔——我想应该是在说我以个人名义在购买一家名为 Omega 的房地产投资信托公司。我从来没听说过。但这个故事出现在不同的地方。好吧，我可以向你保证，我没有向联邦政府提交任何表格，说我在购买那只股票，尽管你可以从某些媒体的报道中推断出来。

但我认为，其他一些实体，比如通用再保险旗下的新英格兰资产管理公司，可能需要定期报告他们的行为。由于通用再保险归伯克希尔所有，而新英格兰资产管理公司是通用再保险的一部分，我不知道他们到底购买了什么。所以我要提醒大家，一般来说，对于我或伯克希尔正在购买或出售的资产的新闻报告要小心一点。

而你问的第二个问题我不太喜欢回答。(笑)查理，你想帮我解决这个问题吗？

芒格：我认为人们对有线电视的未来更感兴趣。(笑声)我们已经证明，在正确预判有线电视的未来方面，我们缺乏能力，而这让我们赚了很多钱。我们已经选择了不直接投资有线电视，尽管回想起来，似乎有很多很明显的东西。

巴菲特：有线电视在这里已经有 30 年左右的历史了。有线电视根本没有从投资资本中获得特别的回报。但它总是有更高回报的承诺，它有这样的承诺，那就是你不必像现在这样一直投钱给它。目前人们认为，相对于投入的资本而言，有线电视将获得不寻常的回报。人们相信这个不寻常的回报不是相对于它们的购买价格，而是相对于有线电视的固定资产投入本身。正如我所说，事实并非如此。但有线电视节目却很赚钱。有线电视节目，在资本投资方面赚了很多钱。但就电缆设施的实际投资而言，资本投资如此之大，开发系统的支出如此之大，以致于迄今为止的回报并不大。就现在有线电视系统的价格而已，人们相信这些投入最终将开始迎来巨大的回报。

巴菲特：关于孩子继承财产。坐在前排的是少数派观点。(掌声)。我想当我 18 岁左右的时候，我对这个问题的看法改变了。(笑)在那之前，我一直认为这是个好主意。

实际上，我非常相信精英统治。我认为这其中的一部分原因，是人生的起点是不一致的，这取决于他们是否幸运地出身于正确的家庭。我从不认为社会中的某一员会从财富继承中受益，虽然在很多情况下，孩子们会从中受益——尽管我认为这更成问题。由于财富的巨大转移，从一代一代地转移到另一代。我更愿意看到个人拥有的天赋的程度决定了他们在这个世界上所掌握的资源、以及他们影响他人生活和指挥他人劳动的能力，而不是仅

仅凭幸运的选对了娘胎。查理对此会有不同的看法。

芒格：是的。我更愿意让这个世界把后代打倒。(笑声)

巴菲特：查理相信应该跨越命运。

芒格：我认为后人们不需要太多帮助。(笑声)

巴菲特：查理相信，只要你确信他们会搞砸这件事，就应该把它传下去。(笑声)

芒格：沃伦，如果你停下来想想过去的伟大财富——如果你回到 1900 年、1870 年，你知道——请告诉我哪些人拥有巨大的权力，仅仅因为他们是那个家族的第四代。虽然他们中的一些人生活得非常好，但他们没有管理这个世界。

巴菲特：我想说，洛克菲勒家族的影响力比他们的名字只是普通的洛克要大得多。(笑声)

芒格：嗯，我认为你举得这个例子是对的，但你选择的可能是最强大的一个家庭。现在它分散在 60、70、80 个洛克菲勒家族中，我想确实有四五个兄弟有着不同寻常的世俗影响力。我必须说，在这种情况下，我认为他们处理得很好。

7、避免科技股："我们会为确定性出价很高"

股东：我叫艾伦·尼根，来自弗吉尼亚莱斯顿。我知道你喜欢听成功的故事，但你不喜欢购买高科技产品。但在我看来，就拿微软来说，10 年后他们将继续从事软件开发，就像 10 年后可口可乐仍将销售糖水一样。我想知道的是，当某些公司，比如高科技公司，似乎其前景是可以预测的时候，你为什么会有这种感觉。而且在 90 年代初，你提到你要收购一家制药公司，在我看来，这也是一家高科技公司。这就是我的问题。

巴菲特：我想我们说过，对于制药公司，我们不知道该如何选择。我们本以为整个行业会做得很好。考虑到 1993 年制药公司的情况，你不可能买到与 93 年制药公司销售水平相当的高科技公司。

关于你问题的第一部分，我认为，预测可口可乐在软饮料领域的相对实力，比预测微软在软件领域的实力要容易得多。这并不是要攻击微软。如果我必须押注于任何人，我肯定会押注于微软，如果我必须押注，我会下重注。但我不用打赌。我对科技世界的看法并不像对软饮料世界那么清晰。而对软件非常熟悉的人很可能会有与你相同的观点。如果他们确实有更丰富的知识，并以此采取行动，他们有权从高级知识中赚钱。这没什么不对的。

而我知道我没有那种知识，我确实认为，如果你对商业有几十年的普遍了解，你会认为这些公司所在的行业

比软饮料行业更难预测。也可能是，对于这个行业我们不太确定能赚多少钱，但如果你是对的，回报会很大。但
我们非常愿意为确定性出一个高价。这就是我们行事的方式。

同时，不要贬低他人做出这些决定的能力。当我第一次见到比尔·盖茨时，那是在 1991 年，我说，“如果你要在荒岛上呆上 10 年，你必须把你的股票投在两家高科技公司，你会选哪一家？”他列举了两支非常好的股票(微软英特尔)。如果我把它们都买下来，我们赚的钱会比我们现在赚的多得多，甚至比买可口可乐赚的多。你知道，
不同的人理解不同的生意，重要的是要知道哪些是你能理解的，以及什么时候你能在我所说的“能力圈范围”内行事。
软件业务不在我的能力圈范围之内，我也不认为它在查理的能力圈范围之内。查理？

芒格：嗯，我当然同意这一点。我认为还有一些有趣的问题是关于我们整个领域能走多远。喷气式飞机以低于音速飞行，在很长一段时间内，它技术是相当稳定的——大型波音客机跟二三十年前差不多。很多这样的企业都非常依赖技术的发展，为人们提供越来越多的服务。以制药行业为例，如果他们从未发明出更多的制药产品，这将是一个糟糕的行业。我也不知道一旦你有了无限的带宽和更多的选择，会发生什么。

在某种程度上，我突然意识到，
任何人对这个领域的兴趣都可能过了头。我不知道那个点在哪，是 20 年后还是 30 年后，但它会对我有一点影响。

巴菲特：在整个美国，你知道，这是目前为止世界上最繁荣的国家——整个美国，大约有 400 家公司，税后年盈利达 2 亿美元。在这 400 家公司中，你能说出它们的名字。如果说银行，你可以说花旗集团、大通银行和富国银行，你可以举出 10-15 家。如果说消费品，你会说宝洁、可口可乐和吉列，你可以说出一大堆。你几乎可以在这 400 家公司当中说出 350 个。

如果未来五年内，名单不再是 400 个，而是 450 个或 475 个，其中有很多现在的盈利在 1.5-2 亿左右。所以最终很可能会有 20 家左右的公司，不知道会从哪里冒出来。现在，如果你看看这些预期未来每年能够稳定盈利 2 亿美元或更多的公司，你会发现在高科技领域有几十家，但这些公司中有很大部分的前景并不会达到人们的期望。我不知道是哪些公司，但我知道一年赚两亿美元的公司不会有很多很多，而且他们现在的股价需要他们赚那么多钱甚至更多，能赚那么多钱并不经常发生。

生物技术在几年前风靡一时，这些公司中有多少每年能赚两亿美元？几乎没有。
在资本主义社会，要想在生意上赚很多钱并不容易。竞争对手每天都在看你在做什么，并试图找到一种更好的方法来做这件事，比如定价比

你的产品更低，或者推出更好的产品，等等。只有少数公司挑战成功了。

美国在经历了几十年的经济发展之后，我们有大约 400 家公司达到了一个市值 30 亿美元的公司所需要的盈利水平。事实上，一些公司在上市当天就获得了 30 亿美元的市值。你可以想象这是有多么的不合理。

8、不要"在你真正喜欢的公司里进进出出"

股东：你好。我叫拉里·惠特曼，来自北达科他州的米诺特。你已经暗示了可口可乐和吉列目前的估值，以及它们未来的巨大前景。但是在过去的一年里，这两家公司的股价都从高点下跌了 30-50%。在你的安全边际标准得到满足并允许你购买更多公司股票之前，请问它们还要跌多少？第二个问题，迪士尼与首府/ABC 广播公司的合并是否如你所希望的那样顺利，你认为迪士尼的未来前景是否发生了变化？

巴菲特：第一个问题，这是一个关于可口可乐和吉列的好问题，因为很明显，我们考虑的是我们最熟悉的业务和我们所致力于的领域。但这两家公司都没有下跌到让我们乐于投入新资金的价格。但我们很开心能拥有这些企业，而且在未来很长一段时期内，我们也会很开心拥有它们。股市涨跌是市场过去和现在一直发生的事，即使当它们遇到比预期更严峻的商业环境时，它们的股票也没有跌到让我们为之兴奋的价格。

查理，你想评论一下还是回答第二个问题？

芒格：一般来说，对大多数投资者来说，长期而言，试图在你真正热爱的公司里进进出出并不是一个好主意。我们很满足于和我们最好的资产一直在一起。

巴菲特：多年来，人们一直试图让伯克希尔这样做。我有一些朋友认为股票价格有些时候是有点过头了。他们想把它卖掉然后以更便宜的价格再买回来。这很难做到。你必须做出两个正确的决定：你必须先卖对，然后再买对，而且通常你还得在这期间交些税。如果你进入了一个很棒的行业，最好的办法就是坚持下去。

可口可乐和吉列的管理层都经历了失望，低于一年半前或一年半前的预期，也低于我们的预期。但这将随着时间的推移而必然发生。这种情况在我们的一些独资企业中时有发生。但有时他们的表现也比我们预期的要好。要知道，并不是所有的公司都会沿着一条漂亮的、笔直的、光滑的线向上。

你提到了首府广播公司。例如，首府广播公司在部分地区做得非常好。但在有线网络业务中，如果你回顾 30 年前，看看哪个公司一直处于领先地位，你会发现，没有人能无限期地保持领先或垫底。正如我之前提到的，这是一个充满竞争的世界。有时你的竞争对手会做正确的事，或者你自己做了错误的事，世界环境的变化等等，所

有这些都能打断趋势线。

从刀片和剃须刀行业的长期趋势来看，去年没有发生任何变化，这是我在吉列所说的"确定性"。吉列从事的其他业务，与刀片和剃须刀业务不属于同一类别。幸运的是，可口可乐的整个业务几乎都在软饮料领域，软饮料业务几乎占了可口可乐的百分之百。但我认为，无论是刀片在剃须刀业务中的地位，还是可口可乐在软饮料业务中的地位，都不会改变我对它们长期未来的看法。

9、通缩不太可能发生，但对债券持有人来说是好事

股东：我是来自伊利诺斯州皮奥里亚的史蒂夫·科恩博士。您刚才谈到了变革的威胁。你能否对通缩的威胁发表评论？如果通缩真的发生，对经济、伯克希尔和个人投资决策可能产生什么影响？

巴菲特：我认为通缩是非常不可能的，但是我错了。在过去的十年或更长的时间里我一直都错了，至少在这段时期内，通货膨胀是被控制的。如果你向我展示过去世界上将要发生的所有其他事情，我在 10-15 年前也不会预见到通货膨胀能被控制，我本以为我们会有更多的通货膨胀，所以我很难想象一个美国经历通缩的世界。但是，你知道，我在预测这方面的记录并不好。

再说一次，我们没有花很多时间考虑宏观因素。如果你遇到通缩，那就意味着，资本在升值，所以你需要更低的资本名义回报率才能在通缩的情况下保持与通货膨胀情况相同的水平。所以通缩是不平等的——对投资者来说是好事，因为货币的价值会增值，货币的购买力增强了。但这也会产生其他后果。我认为不太可能遇到通缩。我在宏观预测方面没有任何出色的记录，如果真的发生了，事实上我不知道会产生什么影响。查理？

芒格：你已经看到了日本的通货紧缩，这对那里的人们来说非常不愉快。另一方面，这并不是一场灾难。我的意思是，不像 30 年代的美国。

巴菲特：实际上，在日本，如果你持有长期债券，你会从通货紧缩中获得巨大的财富，因为你的债券的价值会随着利率的下降而急剧上升。然后这些钱，反过来，会有更多的购买力。所以，如果你碰巧是几年前持有以更高息票率发行的较长期债券的人，这对你有利。这大概在美国也行得通。如果我们真的陷入持续的通缩，我猜测那些持有长期债券的人——即使是以 5.5% 利率价格去购买债券的人，也会发现他们在财富上的地位比持有大多数持有其他资产类别的人有了显著的改善。

10、市场是"相当"有效的，但有效市场理论是"愚蠢的"

股东：你好。我是默里·卡斯，来自安大略省马卡姆。首先，巴菲特先生，芒格先生，我要感谢你们每年在这些会议上如此慷慨地花费时间。巴菲特先生，学术界的许多人都说你很幸运，或者说你是一个统计学上的例外。芒格先生，我不知道他们叫你什么。(笑声)

巴菲特：你可以随意猜测他们怎么称呼他。(笑声)

股东：我知道你不喜欢预测股票市场，但也许你会对有效市场理论的支持者和价值投资者之间的辩论将如何演绎很感兴趣。你认为两方之间会有和解吗？我指的是商学院教的东西。

另外，你们是否指定了接班人，他们也是统计学上的例外吗？

巴菲特：(笑声)我们希望他们会是例外，并且，他们可能会显得比我们更在状况外。

如果你在 markets 呆了很长一段时间，你就会发现，市场是非常有效的。市场在不同资产类别之间定价是相当有效的，同时，在评估特定业务方面也是相当有效的。但是，**市场相当有效并不足以支持有效市场理论方法进行投资，也不足以支持学术界的所有分支。**

如果你相信有效市场理论，并学习了有效市场理论，并在 10 年、20 年或 30 年前就采用它——我记得它在 20 年前达到顶峰，那将是一个可怕的、可怕的错误。这就像要学习地球是平的一样。你的人生将会有有一个错误的开始。而现在，它在学术界非常流行。这几乎成为一个教师职位所必需的信念。所有的高级课程都是这么教的。有一个涉及到其他投资问题的数学理论就是围绕着它建立起来的，所以，如果你走到它的中心并摧毁了它的关键的那一部分，这就意味着那些花了很多年很多年读博士的人，会发现他们周围的整个世界都崩溃了。我想说的是，在过去的一二十年里，它已经很大程度上名誉扫地了。现在，你不会听到人们像 15 或 20 年前那样谈论它。

但总体而言，市场在大多数方面都相当有效。比如现在你就很难找到没有有效定价的证券。但有些时候这又相对容易。但是现在，这很困难。

在商学院，我不知道这到底是有多么的神圣不可侵犯。当然，当我到处和商学院谈话时，你会得到这样的印象，那就是人们很少像 15 或 20 年前一样，把它看作是毫无疑问的教条。佛罗里达大学现在开设了一些评估企业价值的课程。密苏里大学也正在研究。同时我认为，有效市场理论的权威人士可能不再像 10 或 20 年前那样，对演讲和研讨会等活动有同样的需求。

这很有趣。有效市场理论的信念很难被动摇，特别是现在已经有这么多金融圈的人在使用它了。这对他们来

说是如此的具有挑战性，你知道，如果让他们在 30 或 40 岁的时候，不得不回过头来说，"到目前为止我所学到的，以及我教学生的那些东西，都是愚蠢的。"这对人们来说并不容易。查理？

芒格：马克斯·普朗克，伟大的物理学家，曾说过，即使在物理学中，老派也不接受新思想。在适当的时候，新思想会盛行起来，旧的卫道士们会因为固守着过去的愚蠢然后逐渐消失。这就是绝对有效市场理论所发生的。迎接他们是一个尴尬的场面，他们很快就会消失。(笑声)认为市场是合理有效的，或大致有效的人，当然是绝对正确的，并且这将对我们有长期吸引力。

巴菲特：尽管你认为这样做大体上是有效的，但在学术界对你没有任何帮助。你不能围绕它建造任何东西。人们想要的是他们所谓的优雅理论。但它就是行不通。

投资就是评估企业的价值，这就是投资该干的事。你坐在那里，试图弄清楚一家公司的价值。如果低于这个数字，你就买。但你在美国找不到一门关于如何评估企业价值的课程，你却可以找到各种各样的课程——关于如何计算 beta，或者其他的类似的事，因为这是老师知道该怎么教的，但他不知道如何评估一家企业的价值。

这门重要的评估课程却没有被教授，因为它很难教。我认为本·格雷厄姆在哥伦比亚大学教得很好，我很幸运在几十年前遇到了他。但如果你让一个普通的金融博士来评估一家企业的价值，他就遇到麻烦了。如果他不能对公司进行估价，我不知道他该如何投资。因此，他更容易采用有效市场理论——这对他而言要容易得多。

在有效市场理论中，试图评估企业价值是没有意义的。因为如果市场是有效的，它会完美地评估它们。我从来不知道你在学完那门课的第二天说了些什么(笑声)。我的意思是，你走进教室说：一切都很有价值，下课了。所以，这让我很困惑。

但我鼓励你去定价低效的市场寻找。顺便提一句，伯克希尔在很长一段时间内的定价效率都很低。它并没有出现在报价屏幕上(没有上市交易)，如果你问一个学者该如何评估它，他们不会知道具体要看什么。

11、伯克希尔未来的增长取决于浮存金的规模 and 成本

股东：我的名字是肯·舒文斯坦。我来自纽约市。首先，非常感谢这个伟大的投资教育论坛。您曾告诉我们，伯克希尔的一个关键变量是它的浮存金数量、成本以及它的增长速度。你能不能帮我们梳理一下，目前伯克希尔公司的浮存金金额是多少，在未来 10 到 20 年的时间里，它的增长速度的目标是什么？因为，我看你为通用再保险和伯克希尔提供的历史数据，就浮存金的规模 and 成本而言，它的增长速度非常快：有 10-20% 的增速。如果你能

评论一下我们对未来的期望，那就太好了。

巴菲特：这是个很重要的问题。但是我不知道如何给你一个好的答案。自 1967 年我们进入保险行业以来，它的增长速度比我想象的要快得多。我没有预料到它会这样发展。我没想到我们会有机会买下 GEICO。我更不知道我们会买到通用再保险，所以很难预测。

我们试图做的是，**尽可能快地发展廉价的浮存金**。这有时候很容易，有时候不可能。如果你在 30 年前问我这个问题，我可能会给你一个并没有得到很好证明的答案。所以，我现在不知道该如何给你答案，除了告诉你：伯克希尔的一个非常重要的目标是，**在保持非常低的成本的同时，以最快的速度获得尽可能多的浮存金**。

我得再次重申，浮存金的增速是起伏不定的。当然，它的成本会很低，但是它的增长率不会是稳定的。关于浮存金，这是我们一直在考虑的事情，无论是在我们的经营决策中，还是在一些重大的资本承诺决策中。我们知道，如果我们能用**相对较少的成本**解决如何发展伯克希尔的问题，伯克希尔将变得更有价值。

我们总是把我们所做的事情列出来，但人们基本上似乎忽略了这一点：我们无法维持过去实现的增长率，因为我们的规模太大了。但这是查理和我一直在想的事情。**我们有很多的好公司来帮助我们成长。但我们的这些好公司不可能一直保持过去那样快的速度成长**。我们可能会有机会做一些能增强我们内在价值的事情。如果我们有机会，而且价格合适，我们会把这些好公司好机会加进去。如果我们不这样做，我们将在内部尽我们所能，让我们的公司好好成长。但你要问的问题是，伯克希尔在未来 10 年内在价值的增长是多少，这将在很大程度上取决于我们的浮存金的增长率，以及实现这一增长率的浮存金成本。查理？

芒格：如果我们以过去 30 年同样的速度发展浮存金，你可以确信一件事：当你仰望天空，东方会有一颗璀璨的星星。(笑声和掌声)

12、伯克希尔不进入人寿保险是因为不想与别人分享投资收益。

股东：我是来自加州纽波特海滩的大卫·利维博士。伯克希尔一直在投资房产险、意外险和再保险业务。我注意到，除了年金，你一直在回避人寿保险业务。你是否——你是否打算投资人寿保险业务？另外，我还有第二个问题，那就是伯克希尔 A 股和 B 股的关系，目前，B 类股的股票折价约 3%至 4%。我还注意到一些人在做空伯克希尔 A 类股和 B 类股。您能否评论一下？

巴菲特：在人寿保险业务上，我们对人寿保险业务没有偏见，我们在人寿保险业务上通过通用再保险公司取

得了相当大的进展。正如你提到的，我们在年金方面有一些业务。

寿险业务的问题在于利润不高，你可以看看大公司的记录，该领域的许多运营活动在某种程度上都与股权投资有关。查理和我从来没有想过要为别人管理股票。我们希望对股权投资的唯一兴趣就是伯克希尔公司本身。所以，我们不想身兼两职。我们永远不会涉足共同基金管理业务或任何类型的投资管理业务，因为如果我们要管理 200 亿或 300 亿美元的投资管理业务，当我们有一个好主意时，我们可以投入 10 亿美元。但这时候我会很头疼，我们该投入谁的钱？

所以，我们宁愿只戴一顶帽子。我们希望这顶帽子是伯克希尔公司的。我们不想向其他人承诺：只要支付 0.5% 或 1% 的费用，他们就能得到我们最好的创意，而这些创意是属于伯克希尔。如果我们不承诺这样做，就会误导人们。所以，任何涉及到股权投资的事情——这是目前人寿业务的一个重要组成部分——都是我们不愿意参与的事情。如果你看网上公布的定期寿险的费用——我们已经看过了，即使不考虑佣金，我们也很难理解它怎么这样定价。但人寿保险也是我们理解的业务。所以，如果我们认为它有合理的盈利能力，我们会非常愿意从事人寿保险业务。查理，在我讲 A 类股和 B 类股之前，你想对人寿保险业务做些评论吗？

芒格：没有。我们没有那些结构化的解决方案，这有点像年金业务。我们做的寿险业务主要是年金，而且成本很低。

巴菲特：任何想购买非股权相关年金的人都应该去我们的网站，在产品安全等权重方面，你会发现一个非常有竞争力的产品——因为我们是一个低成本的运营。如果你购买它是为了 30 年后获得回报，你从伯克希尔公司肯定会获得回报，而从其他公司不一定会获得回报。我们的产品很有竞争力，但这项业务规模不大。

至于 AB 股的问题，我几个月前写了一些东西，贴在了网站上。显然，B 的最大价值是 A 的 $1/30$ ，因为你总能把 A 转换成 30 股 B。B 可能会比 A 的 $1/30$ 的价格稍高一点，然后才会达到在两者之间套利的水平。当 B 的价格超过 A 价格的 $1/30$ 的时候，如果溢价的比较多，那我会买入 A 然后拆分后卖给你 B。套利利润是可以获得的，根据市场运作方式，大部分利润将由专业人士获得，因为他处于进行此类交易的佳位置。

但是 B 的价值永远不会超过 A 的 $1/30$ ，它的售价也永远不会超过 A 的 $1/30$ 特别多。另一方面，B 不能转换成 A，所以它多是打折出售。几个月前，我在网上发表了我的看法，我认为，当 B 卖得更便宜的时候，我个人更愿意买 B 而不是 A。如果它以 A 价格的 $1/30$ 出售，那它是在平价基础上出售，我宁愿买 A，因为你总是可以往一

个方向走，而不能往另一个方向走。我认为，如果你考虑下一个 10 年，在相当大的概率下，B 将会以 A 价格的 1/30 出售。而在一段时间内，它会以适度的折扣出售。当折价在 3-4% 之间时，我认为这是一个很大的折扣。如果我自己不用交税，我可能会卖掉 A，然后买 B。但对我来说，在经济等价物 B 上多赚 3-4% 是不现实的。我知道一些免税的投资者确实做过这种套利的事情。

但从长远来看，我们将一如既往地严格按照招股说明书中的规定对待 B 股。A 和 B 有两个不同之处。一个是相对的投票权。另一个是股东指定捐款计划。而在其他所有方面，B 都将与 A 被同等对待。尽管查理和我拥有很多 A，但我们没有 B，我们认为 B 股东是 100% 平等的，除了我们在发行时列出的，与 A 股东的那两个差异。

我们将始终以 1:30 的比例对待 A 和 B 之间的关系。我们有时候会遇到一些特殊的不按照比例标价的情况。但当人们没有这样做，我们也从来不会为此感到高兴。我们总是想平等的对待股东。查理？

芒格：我完全同意你的说法。

巴菲特：关于做空的问题，实际上，是否有人做空任何股票并没有什么区别。如果你在 A 和 B 之间套利，而 B 卖的比 A 高一点，你可能会买一些 A 做空一些 B。同时，你可能会推迟转换因为你可能会认为 B 可能会打折更多，而这个时候你做的就不是套利了。

查理和我多年来运用了很多技巧，在其他类似的证券上进行套利。但做空不会以任何方式伤害我们伯克希尔，这没有任何区别。我不在乎是否有人在 A 类上做空了 1000 股或 10 万股，你知道，**有人在任一时刻卖出，那就同时有人在买进。你做多还是做空，对我们没有任何影响。重要的是伯克希尔的内在价值。如果我们以合理的速度增加伯克希尔的价值，做空者将睡不着了。**（笑声）

13、投资建议：自己动手，尽早开始，独立思考

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我叫格兰特·摩根，来自纽约。早些时候，你已经承认现在的投资和商业环境比你刚开始创业时更加困难。我的问题是，如果你在 30 岁出头重新开始，在今天的环境下，你会做些什么不同的或相同的事情来复制你的成功？简而言之，巴菲特先生，我怎样才能赚到 300 亿美元？（笑声）

巴菲特：尽早开始。（笑声）查理总是说，最重要的是我们开始在一个有很长的坡道的山顶上，尽早堆这个小雪球。我们很年轻的时候就开始滚雪球了。当然，**复利的本质是它这个行为就像在滚雪球。关键是要有一个很长的坡，这意味着要么从很年轻的时候开始，要么就是活得足够久。**

如果是在投资领域，我也会这么做。如果我今天从学校毕业，有 1 万美元可以投资，我会立刻开始。我会直接开始浏览公司年报。我可能会把重点放在规模较小的公司上，因为那将适合用较小的金额开始，而且小公司更有可能在投资领域被忽视。但就像查理之前说的，这不会像 1951 年那样(资料不足)，现在你可以翻一遍股票手册，发现所有的东西都跃入你的眼帘。

但这是唯一的方法。我的意思是，你必须开始买公司，或者公司的一小部分股票。你必须以有吸引力的价格买它们，你必须买好的公司。从现在开始一百年后，在投资方面，这个建议将是一样的。就是这么简单。你不能指望别人为你做这件事。我的意思是，别人不会告诉你那些美妙的小型投资。这不是投资该有的方式。

1951 年 1 月，当我第一次访问 GEICO 时，我回到了哥伦比亚大学。在那一年剩下的时间里，我去了 Blythe&Company(一家阿联酋投资咨询公司)，实际上，我去了另一家领先的保险公司 Geyer&Co.。而且，当时我认为我已经发现了 GEICO 这家奇妙的公司，我想看看这些专门投资保险股票的伟大投资公司是怎么说的。他们说我不知道我在说什么。你知道，他们对 GEICO 一点都不感兴趣。

你必须跟随自己的脚步——你必须学习你所知道的和你所不知道的。在你所知道的领域内，你必须非常积极地追求它，当你发现它时就付诸行动。你不能四处寻找与你意见一致的人。你甚至不能环顾四周，让人们知道你在说什么。你知道，你必须自己思考。如果你这样做了，你会发现很多东西。查理？

芒格：是的。对大多数人来说，这个过程中最困难的部分是最初的 10 万美元。如果你的起点是零，那么对大多数人来说，筹集 10 万美元是一场漫长的斗争。而我想说的是，那些相对快速到达目的地的人，如果他们非常理性、对机会非常渴望、并且能够稳定地大幅减少支出，那他们就会投资成功。我认为这三个因素非常有用。

14、巴菲特是如何学习保险业的

股东：巴菲特先生和芒格先生，非常感谢你们的盛情款待。我叫伊冯娜·埃德蒙兹，来自佛罗里达州的圣彼得堡。感谢你们花这么多时间回答我们的问题。我有两个有关保险的问题。首先，我怀疑我们很多人对保险的了解不如对股票的了解，我想知道你能否在伯克希尔网站上为我们提供一些参考资料，帮助我们增加对保险的了解。

第二个问题可能与第一个问题有关，我只是不明白这个事实，但《华尔街日报》在 3 月 19 日发表了一篇文章，题为《当保险公司扔掉垃圾时，有些人就得背黑锅》。其中的“有些人”包括伯克希尔。文章指出，许多保险公司将不赚钱的保险业务交给了科隆再保险公司或其他类似的公司。长话短说吧，据我所知，目前拥有科隆保险公

司大部分股份的公司是通用再保险公司，其助理总法律顾问表示，一家保险公司在竞争激烈的市场中，通过在其专业领域之外承保新的业务来寻求增长，而科隆再保险的专业领域是人寿再保险。

格雷厄姆先生可能会接着说："首先，不要做你不懂的业务。此外，适当的控制承保新业务在保险业务中至关重要。最后，如果一个商业机会好得令人难以置信，那么它很可能是真的。"如果这是事实，你能告诉我们这是怎么发生的吗？我们正在采取什么措施来防止这种情况再次发生？伯克希尔股东的最终成本可能是多少？因为据我所知，科隆事件只是冰山一角。

巴菲特：这些都是好问题。让我们先看第一个问题，伯克希尔网站有一个参考文件列表，有一些可以帮助你理解保险的东西。但我听起来你已经很了解了。(笑声)我想不出我读过的关于这个主题的好书。

1951年1月的一个周六早上，我和一个叫洛里默·戴维森的人一起度过了四个小时左右的时间，向我解释GEICO是如何运作的。这是一个了不起的教育，它让我如此感兴趣，不仅对GEICO如何运作，而且对它的竞争对手如何运作，这个行业如何运作，我开始阅读很多其他公司的报告。我从来没有在学校上过关于保险方面的一门课。我什么都不记得了。我不知道课本上写的是是什么。它对我没有任何价值。所以我从来没有真正的保险背景。你知道，我们家没有人从事保险业。在我和戴维谈之前，我真的没有想过这件事。我去那里的唯一原因是因为我的偶像本·格雷厄姆，在《名人录》中被称为GEICO的董事长——你知道，他曾经也是旧金山市场街铁路公司的董事长。幸运的是，我没有去市场街铁路公司，而是去了GEICO。(笑声)

而我自己的保险教育来自于阅读大量的报告。如果我重新开始，如果我对保险行业一无所知，而我想发展一些专业知识，我可能会阅读周围每家财产保险公司的报告。我会回过头去找到最好的行业手册看看。我只会做大量的阅读。我以前曾去林肯的保险部门看会议报告和审查报告，他们会让我填写一些申请表格，而我会一直问他们要这些(笑)，要拿到这些报告，他们必须走到国会大厦的地下室最下面，帮我找出来。但是他们没有太多别的事可做，所以他们总是很乐意去做。这就是我学习保险的方法。通过这种方式来学习是一个很有成效的领域。我真的认为类似的学习方式仍是现在最好的方法。另外，**你也可以读一些分析师的报告。**坦率地说，我认为你可以通过阅读伯克希尔20年来的年报中的保险板块学到一些东西。我想这会教你一些保险经济学的知识。所以，我会通过阅读来做这件事。此外，**如果你能找到一个对这个行业很了解的人**，愿意花时间和你谈谈，他们可能会缩短你的学习时间，在这方面给你一些帮助。

15、对通用再保险来说，Unicover 联合保险公司的损失是“罕见的失误”

(1998 年，科隆再保险公司通过一家声誉不佳的保险公司参与了美国的一项雇员收入再保险项目，这家公司被称为联合保险公司，也就是目前的克莱格伍德管理者公司。但是，这一保险项目却遭到了意外的挫折，公司不得不拨付 2.75 亿美元的资金用做未来赔偿准备金。其他许多保险公司也参与了联合保险公司的保险项目，尽管他们还尚未公布各自的潜在损失，但是，总的损失金额估计会高达 10 亿美元。很多公司因为这一事件对联合保险公司提起了诉讼。通用再保险公司在美国的分支机构——科隆人寿再保险公司也因为参与这一项目而遭受了巨大的损失。对于这一事件，《福布斯》杂志(2000 年 1 月 10 日)是这样报道的：“联合保险管理者公司是纽约南部一家从事保险业务的中间商，他们通过签订雇员收入险把风险转嫁给保险商和再保险商。联合保险公司的约翰·帕勒特及其经纪人让三家承保人——科隆人寿再保险公司、通用再保险公司的一个分支机构和菲尼克斯家庭人寿与太阳人寿公司——承担了这一保单的绝大部分费用。令人难以置信的是，这三家再保险商仅仅收到了全部保费的 40%，这意味着他们需要为 1 美元的保费收入承担 4 美元的亏损和费用。他们显然低估了未来需要为此付出的代价。但是，这个危机四伏的恶作剧还远未结束，而且似乎一直在蔓延着，一些来自不同地区的经纪人和由原始保险衍生的保险商也纷纷加入到这一项目中。但是，整个链条终于在 1998 年底出现了断裂。太阳公司已经听到外界纷纷扬扬地传言着有关再保险业务量过大的消息。他们开始逐渐意识到公司很可能要面对巨大的损失，后来的损失总额被定位在 9.1 亿美元左右。在 1999 年初，太阳公司和菲尼克斯公司先后退出与联合保险公司进行的这项合作，并拒绝与对方继续进行其他交易。他们向联合保险公司返还了保费收入，拒绝支付赔偿金。科隆再保险公司也开始拒绝接受对方的其它业务，但是却不得不为此支付索赔金……沃伦·巴菲特在 1998 年收购通用再保险公司的时候，似乎根本没有意识到这项雇员收入保险项目所面临的风险……”。

1999 年，通用再保险集团为每 1 美元的保费收入支出了 1.25 美元的索赔补偿金。在澳大利亚悉尼发生的前所未有的冰雹以及同年其他几次严重的自然灾害，包括中国台湾地区 and 土耳其发生的地震和欧洲地区出现的暴风雨，导致通用再保险集团出现了严重的亏损。1999 年圣诞节前夜发生的一场暴风雨袭击了法国，给凡尔赛地区很多世界著名的公园造成了严重的破坏。狂风以每小时 100 公里的速度席卷了这片面积为 200 公里的田园，造成 25 万棵树中的 1 万棵树被连根拔起。凡尔赛地区 80% 的珍稀树种遭到毁灭性的破坏，其中一些树木已经有 200 多年的历史，这些树木根本无法承受这场暴风雨的打击。这场暴风雨摧毁了法国境内大约为 3 亿棵的树木，占法国全部 80 亿棵树木的 70%，给这个国家近 3/4 的公园和森林带来了难以弥补的损失。

通用再保险集团也是人类历史上最严重的一次家庭火灾险的承保人，这场大火发生在纽约地区，距离纽约城以北 50 英里贝特福德的维斯特切斯特郡，这个住所以前曾经属于著名音乐制作人托米·莫托拉和美国著名歌手玛丽亚·凯丽的。这场大火使整个房屋化为灰烬，给通用再保险公司带来了 2000 万美元的损失。这所房屋目前的主人是住在附近的尼尔森·佩尔兹，他是特里亚克化妆品公司的首席执行官，该公司同时经营着阿尔比公司、斯奈普尔公司和皇冠可乐公司。更让他们感到雪上加霜的是，通用再保险公司同年还为好莱坞五部电影的票房销售收入提供了保险，其中包括芭芭拉·史翠珊的《双面镜》，而这五部电影无一例外地遭受了挫折，导致通用再保险公司的亏损又增加了 1 亿美元。分析师爱丽丝施罗德说：“对于一部好莱坞电影的票房收入来说，保险商的赌注就下在他们有可能比为电影制作人提供融资的银行了解更多的信息。”

巴菲特在 1999 年的伯克希尔公司年度会议上说，围绕这一事件的各种法律纠纷要真正将出头绪也许还需要几年的时间。他认为，这一合同所牵涉的赔偿金额很有可能在 2.75 亿美元左右，具体数字可能会随着情况的变化而有所变动。到 1999 年底为止，伯克希尔公司按照这个数字已经为该合同留存了 2.75 亿美元的储备金。他进一步补充说，这些问题很复杂，同时还涉及一系列决策失误和信息不完善带来的问题。此外，通用再保险集团在 1999 年度的收入已经出现了下跌，导致伯克希尔公司的股票市值已经低于面值。同时，巴菲特还马上以 6300 万美元的成本用现金红利支付计划取代了通用再保险集团原来实行的股票期权计划。巴菲特说：“以前这些管理人员所关心的是通用再保险的股票价格，但是现在，他们的收入将取决于自己的工作业绩。”)

巴菲特：第二个问题，就是大家所说的 Unicover 保险事件——使得科隆再保险专门成立了科隆人寿公司，并计提了 2.75 亿美金的准备金。首先，我想说的是，对于这项业务的整体损失，2.75 亿美金仍然是乐观的估计。换句话说，这可能只是整个行业损失的冰山一角，因为还没有其他保险公司承认有任何损失。这是非常让人吃惊的。相信我，未来还有很多其他的损失。

我们说我们将损失 2.75 亿。而我认为这是一个比较好的估计。但我认为，还有很多人会损失惨重——他们必须损失大笔钱。除了我们之外，还得有人在那上面损失一大笔钱。因此，我们看到的报道可能只是行业的冰山一角。我不认为这只涉及通用再保险或伯克希尔公司。这是我们今天对损失的最佳估计。如果这个估计有变化，我会通过季度报告让你知道，或者我们会有一些公告——如果它真的很重要，但我现在不会这么认为。我向你们保证，我们会如实向你们报告，随着时间的推移，这种损失是如何发展的。

从现在起的 10 年内，Unicover 事件中的损失的分配可能不会得到完全解决。我以前在保险和其他领域见过这种事情，尤其是在保险领域——有很多当事人，有很多愚蠢的指控，有很多关于欺诈的指控，有很多虚假陈述的指控——有对一切的指控。涉及的人太多了，需要确定的事实太多了。会有很多诉讼。这将需要很长时间来解决诉讼。最终，损失将由某个人来承担。我们最乐观的估计是 2.75 亿。在未来的几个月或几年里，我们可能会发现更多其他各方的参与——我们也可以发现很多事情，因为会有很多诉讼，不过这不一定涉及我们。但作为一个观众，我们会了解到发生了什么。

很不幸的是，我们自己的保险业务也有类似的情况。20 多年前，在国民保险公司中曾涉及到一些与此相似的赔偿问题。这在当时来说，对我们是非常昂贵的。虽然这并没有让我们损失数百万美元，但这恰恰发生在道琼斯指数下跌 600 点左右的时候，而我们当时不知道损失会有多大。因此，这使得我们在投资股票时必须比在其他情况下更为保守。所以传统的会计方法永远无法弥补我们的损失。

它被称为 Omni 事件(近似案例)。就像我说的，我肯定它也有很多不同之处，但也有一些相似之处。这是令人分心的事情，很明显，有一些错误的信息的被混合进来了。而所有这些问题都必须解决。我们现在最好的猜测是，当这一切都结束后——可能是 10 年后，15 年后——2.75 亿美元将是我们的损失。而这肯定不是确切的数字。但就像我说的，如果有任何理由向上修正这个数字，我们会及时通知你。

保险的本质就是你会不时地得到令人不快的意外。 Loews 洛斯保险公司在上世纪 70 年代初收购了 CAN 保险控股公司。就在最近几年，有一个新的情况发生了，而那是在 50 年代后期承保的。我记得，这造成了 15 亿美元的损失而保险费只有几千美元。我还记得，GEICO 在承保一本上世纪 80 年代初的商业书籍上损失了 6000 万美元，当时这本书的总保费不到 20 万美元。**这其中有多少是愚蠢，有多少是欺诈，谁知道确切的数字？**

当你读到的东西好得让人难以置信的时候，你就会觉得很有道理，通常都是这样的。但在保险行业，你可能

会遇到一些非常不愉快的意外。不幸的是，这不会是最后一次。它不会发生在同一个地方，不会以完全相同的方式发生。但保险的特性的其中一面就是，意外总是令人不快的。当你在承保个人汽车保险或其他类似的东西时，不会发生这样的事情。当你承保一份 10 年、20 年、30 年后索赔突然出现的商业保险时——我想我们就有一份这样的工伤索赔报告，那是一家小型的工人公司，它的历史可以追溯到 20 多年前、25 年左右。在过去的一年左右，它就这么突然出现了，而且要花很多钱。所以，在这个行业里，“惊喜”可能来得很大，也可能来得很晚。即使有良好的管理，这也会发生。但如果管理得当，你就不会有那么多“惊喜”。查理？

芒格：这个问题问得好。想象一下，如果有人问如何接受教育——谁知道如何教育人们？这就像你用鼻子去蹭狗的鼻子来教育它一样。(笑声)总的来说，这是一个愚蠢的错误，那是一个业余爱好者的错误。但这并不意味着通用再保险突然间就变成业余爱好者了。这只是一个罕见的失误，就像伯克希尔一样，我们认为 Omni 事件也是一个罕见的失误。从那以后我们就没有再重复过了。是吗，沃伦？我想不出一个。

巴菲特：不过再强调一下，我们不知道未来我们会不会重复犯这个错误。也许这些事情稍后会再次出现。不过，查理的问题的答案是，我们此后没有重复类似的错误。(笑声)

芒格：是的，这是一个愚蠢的、业余的错误。这些事情确实会发生。我们不认为这反映了世界上最好的通用再保险的智力水平突然下降。这只是偶尔发生的事情之一。这些错误也有好的一面，它会让你更加小心。像那样撞在鼻子上确实能让你重新集中注意力。

巴菲特：这将产生怎样的成本还有待观察。因为就承保的内容而言，它还没有完全得到解决。在 Omni 事件下，我们在一段时间内对事实存在重大争议，虽然最终我们收回了相当数量的钱，但有很长一段时间我们无法收回这笔钱投资。所以，关于这次事件的最终结局，我们预计在一段时间内不会有答案。但是根据我们现在所知道的，计提 2.75 亿美元作为准备金是合适的。这个数字可能还会上升，也可能下降，这取决于我们发现的事实。

16、伯克希尔不太可能回购股票

股东：我的名字叫 Mike Seeley，来自新泽西州的 Summit。请您重新考虑一下伯克希尔的股票回购问题好吗？今天，我们听到了您对伯克希尔公司股价的评论，在过去，该公司的股价一直没有得到有效的定价。我们知道现在有更多的股票发行。我好奇的是，现金的积累是否会让你花更多的时间寻找对 10 年前景更放心的投资情况。谢谢你！

巴菲特：关于回购股票的问题，我曾经说过，有时我们的股票定价很低。虽然在某些情况下，我们是错误的。但我们总是觉得，在伯克希尔低估的时候，还有其他证券的定价更低。当伯克希尔在 1974 年以每股 50 美元的价格交易股票时，我可能认为它很便宜。但当我看到整个华盛顿邮报公司以 8000 万美元的价格在交易时，我认为它显然价值 4 亿美元。不过我不认为伯克希尔当时的股价会像华盛顿邮报那样被低估。这在很多时候都是正确的，有一段时间，我认为伯克希尔的股价被低估了，甚至严重低估了，但与此同时，我发现了其他我觉得更有吸引力的东西。就像我说的，很多时候我都看错了。我们买自己的股票会比买我买的东西好(Dexter 鞋业)。

如果我们手头有钱，而且我们认为伯克希尔的股价被严重低估，并且我们没有找到其他与钱有关的东西，那么回购伯克希尔的股票显然是有道理的。我认为，在这个市场上，大多数公司都很难做到这一点，尽管回购可能正接近历史最高水平。**但我认为，对大多数公司来说，目前回购并没有太大意义。**我不认为他们回购能得到多少回报，因为我们自己都不想买那些股票。我指的是美国很多公司的股票。然而，与 20 年前相比，企业现在对回购股票的热情要高得多。20 年前，企业从回购中获得的回报要高得多。

回购股票是一个我们将永远考虑的选择。但我们不太可能这样做，除非我们认为它的价格被大大低估了。因为在做回购决定时，我们想要一个很大的折价幅度——我们不想花 95 美分、94 美分、或 93 美分买一张 1 美元的钞票。但在某种程度上，如果我们不把钱用于其他用途，我们会开始感到兴奋。查理？

芒格：我没什么可补充的。

17、良好的声誉将有助于我们开展电子商务业务

股东：下午好。我是来自加州斯坦福的维斯·瑟曼。你之前提到了互联网上品牌的力量。我真的想不出比伯克希尔更好的品牌了。展望未来，你有没有想过如何使用伯克希尔的名字，在互联网上进一步建立声誉？

巴菲特：这是一个非常好的观点，它可能具有真正的价值。它可能已经对我们与之相关的品牌有一些价值。我确实认为，像其他一些品牌一样，与伯克希尔相关的 NetJets 项目、波仙珠宝、伯克希尔人寿等这些品牌会得到提升。我认为还有很长的路要走。

但我想你说得很对，互联网加强了人与人之间的信任。我的意思是，你越来越远离面对面的交易——原本你可以第二天再去商店，或者第二天再和卖东西给你的人聊聊，然后得到一些折扣或优惠。**你必须越来越信任一个你永远见不到的人。**我认为你是对的，如果伯克希尔表现得当，它可以获得比一般公司更大的信任声誉。当我们

正确地把它与我们的一些品牌联系起来，这些品牌就会通过这种联系得到提升。我想了很多关于你所说的，还有我们的经理们也是在思考。我们打算在未来利用这一点。

这很有趣。如果你看看那些与人做生意却没有面对面互动的公司，它们要么是品牌公司本身，要么是与零售商之类的中介机构。过去，你有戴尔电脑；现在，你有亚马逊。GEICO 现在和 370 万保单持有人做生意，在今年结束之前，它将和将近 450 万。未来，GEICO 可能是与 40-80 亿的人做生意，而这些人从未见过 GEICO 的任何**人。但就直接面向消费者的业务而言，我们是美国最大的公司之一。**我们的客户是平均每年支付 1200 美元左右的人。我们和客户有一种直接的联系。当人们谈论亚马逊的时候，人们会说，在那里人们买了 X 美元的书。但我们有一种更直接的联系，人们往往年复一年地与我们保持联系。这是建立在信任的基础上的。我的意思是，这并不取决于隔壁的邻居是谁——如果他们有问题知道可以去依靠谁。这是基于这样一个事实：**他们相信这家位于华盛顿哥伦比亚特区的公司将来会有出色的表现。**

这是一笔巨大的资产，而且每天都在增长。我们每天都在增加投保人，他们和我们签约，而他们从来没有见过公司的任何人。这已经是一笔很大的财富了。在我看来，未来 10 年，这个数字将会扩大许多倍。伯克希尔为一个接一个的像 GEICO 这样的公司提供了保护伞，人们信任它，并多年来，我们在很多家庭中渗透了伯克希尔这个品牌。在我看来，随着越来越多的业务是在间接或直接的基础上与消费者进行，这种品牌声誉的力量应该会增强。我们必须非常聪明地考虑如何使其增长最大化。查理？

芒格：我没什么可补充的。

18、管理、护城河、以及未来收益的确定性

股东：你好。我叫大卫·泽尔克，目前住在华盛顿州雷德蒙德市，我在那里为你的一个好朋友工作。所以，如果我因为周一请了一天假而惹上麻烦，也许我给你打个电话，你可以替我说句话。

巴菲特：如果你的请假我们无须付回报，那我们不会抱怨。（笑声）

股东：没错，那是我的假期。我的问题是，你们两个是如何给某些无形资产赋值的？我知道你们在评价公司的时候会看这些无形资产。任何读过你文章的人都知道，你在寻找伟大的管理和经济护城河。正如你所说的，这些能让公司能够提高价格和利润。我希望你能和我们一起深入探讨，告诉我们，对你来说，什么是伟大的管理和经济护城河的标志。此外，当你评估公司的价值时，你是否试图为这些管理、护城河和其他无形资产以具体数字

进行估值？如果是这样，你能给我们说说你的想法吗？最后，我对如何选择折现率很感兴趣。我是你商学院的校友，我也学了一堆关于 beta 的垃圾。我刚刚听你说，将折现率定为国债利率。我不确定我的理解这是否正确，我想请你谈谈你们的折现率。我真的很感激你能给我们尽可能多的关于你想法的细节。

巴菲特：我们认为，就国债利率而言——就像我之前说的，这并不意味着我们认为：一旦我们在国债利率上折现了一些东西，得到了一个价格，这个价格就是正确的。我们使用国债利率只是为了获得跨时间和跨公司的可比性。但从马蹄铁公司赚到的一美元，与从互联网公司赚到的一美元是一样的。一美元的价格不会因为它是来自于一家互联网公司或来自一家马蹄铁公司，而有任何不同。一美元就是一美元。而我们的贴现率，反映了对未来现金流的不同预期，但它们并没有反映出任何差异——无论是来自于市场所热衷的东西还是其他东西。

护城河和管理层是价值评估过程的一部分，因为它们根植于我们的思维，即我们对未来预期的现金流的数量有多大的确定性。你知道，就商业价值评估而言，这是一门艺术，最后使用公式计算只是为了简单化。

举个例子，假设你和我都在研究口香糖业务——我们没有箭牌，所以我经常在课堂上使用箭牌做案例。首先选择一个你认为口香糖销量增长的数字，一个很可能在未来 10 年或 20 年都将会保持的增长数字。请告诉我，你对箭牌的定价灵活性有多大的预期？箭牌市场份额大幅下降的风险有多大？你可以思考所有这些。这就是我们所一直在做的。也就是说，在这种情况下，要评估护城河：我们要评估价格弹性，因为它与护城河以某种方式相互作用；我们要评估未来单位需求变化的可能性；我们要评估管理层是非常聪明地使用他们手里的现金，还是非常愚蠢地使用现金的可能性。所有这些都进入了我们对未来现金流的评估。投资的效果将取决于未来 10 年或 20 年这家公司的现金流的发展状况。

今天早些时候有个问题，对伯克希尔可能会发生什么做出了某些假设。这个估值公式完全正确，而使用什么数字是另一个问题，但公式是正确的。而护城河就在其中。如果你有一个足够大的护城河，你就不需要那么多的管理能力。你知道，这又回到了彼得·林奇(Peter Lynch)的那句话：他喜欢收购一家好到连傻瓜都能经营的公司，因为迟早会有个傻瓜经营它。(笑声)

他和我说的是一回事。他说他真正喜欢的是一个有很棒护城河的公司，在那里，护城河不会发生任何变化。这样的企业并不多。所以你要参与评估所有的潜在因素。

这罐可口可乐不是樱桃味的，而是普通版的——这小小的一罐可乐，周围有一条很棒的护城河。甚至在这个

罐子里也有护城河。可口可乐做了一些研究表明，有多少人仅仅通过抓住容器就能识别出被蒙住眼睛的产品。在这方面，没有多少公司能像可口可乐那样做得好。在这种情况下，你的产品是有思想的。世界上有 60 亿人，虽然我不知道他们中有多少人认为可口可乐是好的，但这仍将是一个巨大的数字。问题是，十年后的销量数字会更大吗？对那些已经是消费者的数十亿人来说，可口可乐在他们心智的印象会更好一点吗？这就是商业的全部。如果这样发展下去，你就有了一个伟大的事业。我认为可口可乐很可能会以这种方式继续发展，但这只是我自己的判断。我认为这是可口可乐的一条巨大护城河。我认为，最重要的是，它还有一个很棒的管理层。

我认为世界各地的公司情况都不一样，但是没有公式能精确地告诉你，护城河有 28 英尺宽 16 英尺深，等等。你必须了解业务。这让学者们抓狂，因为他们知道如何计算标准差，但这并不能告诉他们什么。真正有意义的是，你是否知道护城河有多宽，它未来是否会进一步扩大或缩小。查理？

芒格：你对学术方法的批评不够。(笑声)投资组合管理，公司财务等等的学术方法，非常有趣。这很像 LTCM 公司。这么聪明的人怎么会做这种傻事呢？然而，事情就是这样。

巴菲特：你知道，为什么聪明人会做傻事吗？这是非常重要的，因为我们有很多聪明的人与我们一起工作。如果我们能避免做所有愚蠢的事情，那结果会出人意料的好。在某种程度上，伯克希尔的业绩是很不错的，这不是因为我们做了很多杰出的事情，而是我们做的愚蠢的事情可能比大多数人要少。但是为什么聪明的人 would 做违背他们自身利益的事情，这确实令人费解。查理，告诉我为什么。(笑)

芒格：你可以说，最糟糕的学术废话发生在大学的文科学院。在那里，如果你问这个问题，"哪一种心态最可能对一个人的幸福、对他人的贡献造成损害？哪一种心态最糟糕？"答案是——某种偏执的自怜。没有比这个答案更让人无语的了。现在整个文科学院，都想让每个人都觉得自己是受害者。而你正花钱送孩子去他们教这些玩意儿的地方。(讽刺口气)令人惊讶的是，这些非理性的想法是如何潜入这些显赫的地方的。我喜欢伯克希尔会议的原因之一是，我发现那些愚蠢的人越来越少了。(笑声和掌声)

巴菲特：芒格把我排除在外。(笑声)

19、伯克希尔的 B 类股会较 A 类股有一定折扣

股东：我叫盖洛德·汉森。我来自加州的圣芭芭拉。我是伯克希尔的新手投资者，因为我去年 11 月才开始投资。如果这是一个典型的年会，我将会在每年 5 月这个周一在这里度过余生。(笑声)

巴菲特：我们很高兴你能来。谢谢。(掌声)

股东：现在我很自豪终于拥有了伯克希尔 B 股，我是一个价值投资者。但我可能在购买 A 或 B 的问题上犯了一个小错误。我密切关注我的投资，我确实相信买进和持有。我根本不交易。我持有了一些我在 10-15 年前买的公司，现在还在持有，我赚了很多钱。但我每年 12 月 31 日都会对我的投资组合进行分析。我看了看伯克希尔 A 股，又看了看伯克希尔 B 股，分别是在 1 月 1 日和 4 月 23 日。自 1 月 1 日以来，A 股的股价上涨了 10%，而 B 股则上涨了 5.3%。我不喜欢这样。我必须承认，我不打算购买标价为 7.7 万美元的股票。但在这个例子中，因为我买了相当一部分的 B 股，这使得我的每股增值比 A 股少了 4.7%——我必须让巴菲特给我解释解释。(笑声)还有一个问题。你提到 30 乘以 B 股的价格会等于 A 股的价格。但如果我把 4 月 23 日 B 股的每股价格 2474 美元乘以 30，会得到 74220，但是 A 股的价格是 77000。现在我想知道是我愚蠢呢？或者巴菲特先生您能不能给我一些聪明的答案。

巴菲特：如果你阅读了我们的资料，其实我们在网上的资料或者 B 股的发行说明书里，都解释了所有的事情——A 股总是可以转换成 30 股 B 股。A 股最多只能以低于 30 股 B 类股一点的价格出售，否则，套利就会发生。但它不会反过来套利。毫无疑问，虽然 B 股的价值永远不会超过 A 类股的 1/30，但它的价值可能会更低，因为转换不会反向进行。年末时，我没有看价格，但显然 A 和 B 几乎相等，或者像你说的可能相等。在这个水平上，我们说如果你拥有能够买至少 30 股 B 股的资金，那你最好买 A 股，因为你总是可以把它转换成 30 股 B 股。在没有溢价购买的情况下，你就不可能亏钱。同时，如果 B 股与其价值不一致，那你就能套利。B 股在大部分时间会对 A 股折价，这取决于这两种证券的供需情况。但 B 股的溢价不会高于 A 股，因为这时会发生转换套利。我们已经有很多 A 股转换为 B 股。例如，我个人曾在网站上说，当 B 股较 A 股溢价超过 2% 时，如果是我，我宁愿买 B 股。但如果低于 2% 的溢价，那我可能会买 A 类股，因为此时，我认为你总是有权利往一个方向走，而没有权利往另一个方向走。正如我之前所预测的，未来 10 年，你会发现很多个月这两支股票会以 1:30 的关系平价交易。同时，你也会发现有很多个月，B 股会以一定的折价进行出售。当买小额股票的人是股票的积极买家时，他们会把 B 股价推升到 A 股转换成 B 股的位置——这意味着 B 股以比 A 股非常非常低的溢价卖出。当你发现人们倾向于更大的买家，也许是机构买家时，A 类股会倾向于溢价卖出。与 4 月 23 日相比，我猜测两者的差价会缩窄一点，当时两者大概是 3.5% 的差价吧。我会使用我在网站上坚持的指导方针，尽管它没有什么神奇之处。这将是当前的事

实。我的意思是，如果 B 股卖 2500，A 股卖 75000，两者是 30 比 1 的关系，而此时你正要买了至少 75000 美元的股票，那我建议你买 A 股——因为第二天，如果你想，你可以把它转换成 30 股 B 股。而你不能买 30 股 B 类股然后把它转换成 1 股 A 股。在你买 B 股的那天，我不知道你是不是在打折的时候买的。因为去年的大部分时间里，它都没有打折出售。今年大部分时间 B 股都在打折出售。有时它会以平价出售，有时会以折扣价出售。查理？

芒格：如果你当初比较这两只股票时决定买进较低的价格那只，那你就错了。(笑声)

巴菲特：如果他购买了至少 30 股——

芒格：是的。如果你买了至少 30 股。现在 B 股相对于 A 股的折价率已经很低了，沃伦说他会持有 B 股，还有什么比这更简单的吗？(掌声和笑声)

巴菲特：我们会努力让 A 股和 B 股都能很好地发挥作用。(笑)但是，你应该理解这两者之间的关系。当我们提出这个问题的时候，我们试图非常清楚地说明这一点，我们有一页专门讲这一点的。我们把这个放到了网站上因为我收到了一些质疑这个的邮件。人们显然不明白，所以我把这个放到了网站上。如果你点击我们的主页，你会看到一些其他的参考资料，你可以点击进去，上面写着 A 股和 B 股的相对情况，我希望这是清楚的。

20、“一般的保险公司将继续保持非常普通的水平。”

股东：大家好，我叫 JohnLoo，来自纽约。首先，我要感谢你们两位，感谢你们通过年度报告和各种公开发表的演讲，为我提供了令人难以置信的教育。上周我本想把我的学费支票寄给你，但是我决定买更多的贵公司的股票。我希望你能原谅我。

巴菲特：不，你学得很好。(笑声)

股东：我的问题主要围绕目前的保险业。目前，保险行业产能过剩的情况时有发生。同时似乎有一种国际整合的趋势。而且，美国的寿险公司似乎也有去除互助型保险的趋势。我想知道您是否能给我们一些您对保险业未来面貌的看法。

巴菲特：你说的这两种趋势确实存在。我不认为合并通常能解决很多问题。我的意思是，如果你有两家糟糕的公司，你把它们放在一起，你通常会有一家很大很糟糕的公司。(笑声)所以我不太赞成合并，我的理论是，你有一家非常平庸的公司，你要从其中一家挤出成本。但根据我的观察，它并不是这样的。但合并仍将继续，寿险公

司的去互助化也将继续。

我们可能以某种方式，在其中扮演某种角色，这并非不可能的，尽管这在我们的优先级中排名并不高。但在这个行业里，我学会了永远不要排除任何可能性——因为确实发生了一些事情，使得我想收回之前的一些言论。

保险赢家将是那些拥有特许经营权的人，这些特许经营权的基础是专业人才、出色的分销体系、管理技能，甚至是有效利用浮存金的能力。

就像 GEICO 这样的公司，它与特许经营相结合，建立了一个优越的分销体系。我们有一种低成本的个人汽车保险方式，它是面向所有人的。而 USAA 在向一个专业群体(军人)提供低成本保险方面做得很好。在某种意义上，GEICO 实际上来自 USAA。利奥·古德温(Leo Goodwin)和他的妻子莉莲(Lillian)都受雇于 USAA。莉莲于 1936 年创建了这家公司。我记得利奥是公司的一名主管。GEICO 的想法来自于 USAA，当是他们把它限制在一个特定的类别里(公务员群体)。而我们现在把它提供给全国的每个人，除了我们不能在新泽西或马萨诸塞州提供，因为我们不能想出任何办法在那里赚钱。在一个特定的城市地区，特别是在大洛杉矶地区，在成为一个低成本的经营者的方面，20 世纪公司做得非常出色。但就全方位、全地理、全职业的运营而言，我认为 GEICO 是美国最好的运营。更棒的是，全国各地的消费者都同意这一观点。GEICO 去年的投保人增加了 20.8%。今年截至 3 月 31 日的 12 个月里，保单持有人的比例上升了 22.5%。这些数字都很棒，基数和增速都在加速。随着时间的推移，会带来很好的保险业务。

我认为一般的保险公司将保持非常平均的水平，正如你所指出的，这个行业有大量的资本。这个行业的新进资本比明智利用这些资本的业务机会还要多。然而，它不会消失。你没有看到行业整合会带走很多资本，你也没有看到大规模的回购或类似的事情。资本一直都存在，它一直会寻找使得保费增长的方法。但这实际上在一定程度上损害了通用再保险公司的利益，因为这意味着直接保险公司希望保留更多的保费份额，这样他们就可以在原有资本的基础上显示出更多的增长。

我认为，总的来说，我们在这个行业处于非常有利的地位。我认为在接下来的几年里，个人汽车行业将会更加艰难。但坦率地说，我期待着它，因为我认为它可能为我们提供更快增长的机会。我们能够提供非常非常棒的汽车保险业务。同时，我们有非常好的管理来利用这一点。当他们今天退出的时候，我们就会有特殊的承保政策。(笑声)查理？

芒格：我没什么要补充的。

21、中国：可口可乐和吉列有巨大增长潜力

股东：下午好，谢谢。我叫保罗·沃斯。我来自堪萨斯州威奇托。我的问题是，对于伯克希尔旗下的消费者特许经营公司，尤其是可口可乐和吉列，你认为哪些新兴市场的未来十年单位销售额增长潜力最大？是什么经济、政治或社会变革促成了这种增长？其次，美国的股票市值占全球的 53%，你认为这接近顶峰吗？同时，你认为哪些国家的总市值增幅最大？

巴菲特：我希望我接下来的回答能让你满意。第一个问题，我认为可口可乐仍有巨大的空间。在一个拥有世界上最多人口的国家，在人均消费很低但增长很快的中国，可口可乐有巨大的潜力。因此，我很容易预测：如果没有一些巨大的动荡或真正的意外，中国将是可口可乐在世界上任何上规模的国家中增长最快的市场——这很可能是正确的。但这是基于这样一个事实：有大量的人明显喜欢可口可乐，他们的消费量还很低，这需要更多的灌装基础设施——这些基础设施将为这种增长提供便利。

吉列的情况则有所不同。现在人们已经开始刮胡子了，吉列所做的就是升级他们的剃须体验。所以世界各地的刀片质量都有很大的差异。当你购入更高端的型号，吉列会把它们叫做剃须系统。结果是，随着人们可支配收入的增长，他们会消费升级。他们享受到更愉快的剃须体验，而且他们的剃须效果比他们被迫使用廉价产品时更好。随着世界各地的繁荣，随着生活水平的提高，这两家公司都拥有巨大的机遇。吉列的刀片和剃须刀业务只占其整体业务的三分之一，而可口可乐只有软饮料，因此它们的受益程度会有所不同。在未来的几年里，它俩的受益程度有所不同。

但我几乎可以向你们保证，10-20 年后，这两家公司在我提到的这些领域的业务都会比现在多得多。我也不能给一些精确的数字。我们不会一个一个国家去分析它们的市场空间，那将是浪费时间，因为我也不知道具体的答案。但你知道，吉列和可口可乐不会坐以待毙。但我非常肯定的是，这两家公司都将大获成功——我不愿在这里或世界其他任何地方与它们中的任何一家竞争。我是说，它们已经胜券在握。查理？

芒格：我同意你说的一切。我想补充一点，如果我确信美国在全球市场资本中的份额将从 53% 下降到 40%，我也不知道如何通过购买外国证券来赚钱。

巴菲特：对，我们就是不这么做。你知道，几年前新兴市场曾风靡一时。在美国，每个机构里都会有一些人

得到提拔，特别是当他们说"我要管理一个新兴市场基金"的时候——他们觉得自己必须参与其中，他们的投资顾问告诉他们必须参与。我们认为这一切都是无稽之谈。到最后，你只需要自己思考你所知道的和你所不知道的，然后去你想去的地方。会有一些带着行业名字、国家名字的产品被设计出来。但你知道，这些产品是设计来卖给人们的，而且通常是在错误的时间卖给人们的。

芒格：伯克希尔的游戏就是找到一些聪明的事情去做，而不是要对世界上发生的每件事都保持关注。

巴菲特：没错。

22、芒格推荐了一本关于巴菲特的书

股东：大家好，我叫埃弗雷特·普里。我来自佐治亚州亚特兰大，我有两个问题。一个是关于芒格先生的，在我们永不停歇的努力下，芒格读书俱乐部超越了奥普拉读书俱乐部。我想知道你是否能给我一些建议。

第二点，在制药行业早期，政府监管或政府拨款的威胁带来了合理的市场机会。我想知道你是否觉得现在的烟草业正在经历这种情况，或者这对烟草业是一个更大的威胁？

芒格：第一个问题，罗伯特·哈格斯特朗(Robert Hagstrom)给我寄了他最新一本关于巴菲特的书的章节，书名是《巴菲特的投资组合》(The Buffett Portfolio)。我没有读这本书，因为我认为他的第一本书《巴菲特之道》是一本值得尊敬的书，但对人类知识的贡献并不大。(笑声)后来他寄给我的第二本书一个完整的版本，我读了它，我惊讶地发现它不仅写得很好，而且对人类对投资过程的思考做出了相当大的贡献。我建议你们都买一本哈格斯特朗的第二本巴菲特著作。我注意到机场在大力宣传这本书，它不会为你挑选任何股票，但如果你理性地思考的话，它确实说明了投资过程是如何真正运作的。

今年我非常喜欢的另一本书是《洛克菲勒传》(Titan:The Life of John D. Rockefeller, Ron Chernow)，它是约翰·D·洛克菲勒的原著传记，是我读过的最好的商业传记之一。这也是一个非常有趣的家庭故事，是一本非常棒的书。我不知道有谁读过这本书而不喜欢它。所以我肯定会推荐约翰·D·洛克菲勒的最新传记第一部。

第三本书，是对我一两年前推荐的《枪炮、病菌和钢铁》这本书主题的重新推荐，这本书是生理学家对人类经济史的观点。这是一本很棒的书。如今，哈佛大学一位名誉历史学教授也在研究同样的领域，他对经济学和科学的了解远远超过一位普通历史学教授。这给了他更好的洞察力。他的书是对亚当·斯密书名的模仿，书名是《国穷国富》(The Wealth and Poverty of Nations)，作者的名字叫 David S.Landes。

关于烟草我不知道沃伦怎么想，但我认为，**烟草面临的立法威胁是非常严重的**，而我对如何预测这一威胁一无所知。

巴菲特：我想说的是，目前对烟草的威胁与 1993 年对药物的威胁之间没有可比性，烟草公司的问题与制药公司的问题有着天壤之别。没有人反对制药业。人们只是在定价、分销等方面有不同的想法。但烟草是另一回事。你可以自己想想。

就书籍而言，我建议你们很多人都去读这本书，这本书的历史可以追溯到一年多以前，如果你没有读过凯瑟琳·格雷厄姆的自传**《我的一生略小于美国现代史》(Personal History)**，我会推荐这本书，它是一本很棒的书。这是一本非常诚实的书。这是一个迷人的故事。我的意思是，这种生活在政治、商业和政府中随处可见。

几个月前，约翰·博格(**John C. Bogle**)**《共同基金常识》(Common Sense on Mutual Funds)**一书在投资界问世，我肯定会向所有人推荐这本书。John 是个诚实的人，他很了解这一行。如果共同基金投资者听从他的建议，他们每年将节省数十亿美元。他说的跟事实一模一样。所以，如果他让我给这本书写个简介，我很乐意效劳。

23、预计互联网将产生"巨大影响"，但很难从中选出赢家

股东：下午好，巴菲特先生，下午好，芒格先生。我叫莫尼什·帕伯莱，来自芝加哥地区。巴菲特先生，我要感谢你这么多年来真知灼见。你回信的速度如此之快，一点一点地给我回信，我感到特别惊讶。我有一个关于能力圈的问题想问你。我有一个想法，芒格和你都非常了解 Kleiner Perkins(凯鹏华盈是一家美国风险投资公司)的早期风险投资模式，目前他们对互联网领域的关注是非常看好。我的观点是，我认为你完全有能力明白他们在做什么，就像你了解喜诗糖果或 ExecutiveJets 的经理人一样。所以我的问题是：有了互联网，我认为我们看到了过去 500 年来人类从未见过的变化。我们还未曾看到像这样戏剧性和深刻的事情会发生在我们身上。

假设，KleinerPerkins 的 JohnDoerr 找到你，说他们要启动，比如说，一个 10 亿美元的早期或后期互联网投资基金，而 KleinerPerkins 将负责管理，你会考虑参与那个投资吗？如果在你的能力圈范围内，并且它提供的条件看起来很有吸引力？

巴菲特：我同意你所说的第一部分。我不确定互联网是否一定会成为过去 500 年商业世界中最重要的。但我认为很有可能是这样。我们去年甚至前年讨论过这个，互联网是一个巨大的发展。但是，我想说的是，查理和我都理解早期投资/推广的过程，我们的理解可能和其他人一样。我们没有参与。有些事情我们甚至不喜欢它。但我

们能理解。查理？(笑)

我想说：不。我们没有兴趣投资于这个基金。我们并不一定要考虑互联网。毫无疑问，如果你正处于发展的早期阶段，尤其是如果你在这方面有成功的名声，但在现在这种情况下，这不会有多大影响，因为整个互联网领域已经疯狂了，你将在下一个阶段，或者再下一个阶段的融资销售中，你会赚很多钱。但是，就挑选那些将会表现出色的企业而言——不是表现出色的股票，我认为在互联网世界中，这并不一定那么容易。

我想说的是，如果你让这个领域的一些顶尖公司说出排在它们身后的五家公司，或者是接下来的十家公司，并预测其中一家公司六七年之后的收益，比如说，2 亿美元——这是我设定的门槛，我不太确定，他们是否能够给你一个名单，我认为他们没办法列出一个。

这并不意味着 Kleiner Perkins 作为早期投资者赚不了多少钱，因为他们可以靠卖给了下一个群体赚钱。但最终，他们必须作为企业获得成功。少数人将会成为成功的商人。互联网将对世界产生巨大的影响。但我不确定这是否会使投资决策变得容易。查理？

芒格：至少对我们来说，这不是一个容易的投资决定。这就是我们所追求的。

巴菲特：是的。我们永远不会把你的钱交给别人。你知道，如果我们要失去你作为伯克希尔股东的钱，我们自己也会失去它。然后我们会回来看着你的眼睛告诉你，我们是如何失去它的。我们不会说因为风投这个游戏太难，所以我们就要把你钱交给别人打理。你可以自己把钱给别人，你不需要通过我和查理这样的中间人来帮你。

一直有人给我们提供这样的机会。比如在过去的几天里，我收到了一个电话，关于参与某个基金的事情，你应该非常了解，他们总是说什么第一阶段，第二阶段，第三阶段。他们的想法是让更多的人以两倍的价格进来，也许是仅仅这基金涉及到我们的名字，而这将导致人们支付更多更高的价格，它们想做诸如此类的事情。我们不会玩那个游戏。

我们不会把钱交给别人管理。这是你的钱。你让我们来管理。我们将管理它。如果你决定不让我们管理它，你就自己决定把它交给谁。我们不会成为它的中间人。如果我们自己不明白一些事情，我们就不会去找别人来为我们做。无论如何，这个世界并不是以这种方式运作的。通常情况下，你很可能最终会落到推广人员的手中，而不是真正懂得如何赚钱的人手中。

24、卖出麦当劳的决定很糟糕，但我们的投资总体来说是好的

股东：来自纽约的彼得·肯纳。下午好，沃伦，查理。(股东信中提到的尼古拉斯·肯纳的父亲)很高兴见到你们。我想问一下，当你决定出售麦当劳的时候，你的思维过程是怎样的，或者和我们分享一下你的想法。

巴菲特：彼得，这一定是查理的主意。(笑声)顺便说一句，彼得的家族四代人都和我们一起生活。他们都很棒的人，我想补充一句，他爸爸是个很棒的人。

你知道，我说卖掉它是个错误，并且这的确是个错误。我只是为了坦诚起见才这么说的。我不认为这是一个很正确的卖出决定，也不是一个很好的交易。但我不认为它属于我们想要在这个世界上拥有的为数不多的八家或十家企业。我们的这个决定让你付出了 10 多亿美元的代价。查理？

芒格：你想让我给你擦鼻子吗？(笑声)你一个人干得不错。(笑声)顺便说一下，这在伯克希尔是一个很常见的作法。我们确实是在自讨苦吃。我们甚至不需要肯纳夫妇的帮助。(笑声)

巴菲特：我们相信伯克希尔的事后诸葛亮。我的意思是，我们是真的相信——当我经营合伙公司的时候，我经常做的一件事就是把所有的卖出决定和所有的买入决定进行对比。仅仅做出买入决定成功是不够的，他们必须做出比买入决定更好的卖出决定。经理人往往不愿去看他们一两年前向董事会详细提出的资本项目或收购的最终结果。因为他们并不希望实际情况与预测的结果相矛盾。这就是人性。

但是，我认为，如果你能够回头看看你所做的每一个重要的决定，看看哪些是正确的，哪些是错误的。你需要了解，你的击球率是多少。如果你的平均击球率太低，你最好把决定权交给别人。这样你就是一个更好的管理者或者投资者，查理，想再给我擦鼻子吗？

芒格：NO。

25、我们看过一些医疗企业

股东：今天下午，通过各种各样的问题和评论，我们提到了"信任"这个词，而伯克希尔和旗下子公司都具有这点。我们也提到了"健康"，而健康是很重要的，健康高于一切。鉴于伯克希尔在保险业的竞争力，以及医疗保健服务行业相对低迷，尽管整个行业的动态会有所不同，但伯克希尔在投资或收购医疗业务方面究竟考虑了什么？

巴菲特：查理经营着一家医院，所以我想让他谈谈这件事。

芒格：我们已经看过一些了。我们在混乱中看到了世界上所有重要的东西。但到目前为止，它似乎还没有满足我们的条件。

巴菲特：是的。我现在不知道我想和谁在医疗行业同行。我不是在谴责这个行业的人，我只是说我不知道。我还没不够了解。因为我想要以合理的价格和高质量的运营人员以及高素质的员工一起工作，我认为这很重要。但我们还没有看到这一点，但这并不意味着我们已经对整个领域进行了调查。

芒格：在这个领域里，有相当大比例的笨蛋在描绘与现实不同的现实。这让事情变得更加困难。

26、研究公司的过程就像新闻调查的过程

股东：我是来自宾夕法尼亚州的 Shavertown 的 Eric Tweedie。对于我们参观过的所有正在运营的企业，我想表达我们的感激之情，他们非常热情好客。事实上，当我们在机场参观公务机公司时，旅行给我留下了深刻的印象，我妻子想买一架飞机。(笑声)

巴菲特：她叫什么名字？她叫什么名字？(笑声)

股东：我不会说.....(芒格快说！笑声)美国运通没能成功在我信用卡上刷走 50 万美元。(巴菲特笑)不过下次你见到他们主席时，可以代我谢谢他。刚都是开玩笑的，但是我的问题基本上是关于投资的方法。我已经用自己的钱投资股票大约 10 年了。总的来说，我的成绩还算不错。然而，在这个过程中，我给自己上了一些非常痛苦和昂贵的课。例如，1990 年，我以 5500 美元的价格购买了伯克希尔的股票，3 个月后，我以 8000 多美元的价格卖出了这些股票，并为自己迅速而精明的盈利而暗自庆幸。(笑声)今年早些时候，我以 7 万美元的价格买回了同样的股票。(笑声)我打算用我的余生来拥有它。(笑声)所以你可以看到我在成长。(笑声)

我的问题是，我没有接受过会计和金融方面的正规教育。我想从你那里得到一些建议，关于自我教育的方法和一份基本文本的阅读清单，很明显，从伯克希尔的年度报告开始。谢谢你！

巴菲特：谢谢你，特别是你对我们运营公司员工的评价，因为他们非常棒。他们早上五点就在这里。我的意思是，他们在这个周末做了大量的工作。他们很高兴。我在周六的午餐时间见过他们所有人，我的意思是，他们让人印象深刻，而且你知道，我为他们感到骄傲。经理们应该为他们带来的员工感到骄傲。我希望你们有机会亲自感谢尽可能多的人。顺便说一句，在喜诗糖果的专柜你会找到 Angelica Stoner，她和我们在一起 50 年了，你知道，她从加州跑过来帮我们卖花生糖，她做得很开心。(掌声)

你问的问题很好，你想知道，在会计和金融方面，自学的最好方法是什么？

我从很小的时候就对它很感兴趣，我最初的方法是去奥马哈公共图书馆，把所有关于投资主题的书都找出来

读。这个过程中我也学到了很多不真实的东西。我对绘制股价图表购买股票非常感兴趣。(笑)我通过大量的阅读来完成，但是对我来说这很容易。因为，阅读对我来说就像去看棒球比赛之类的。说到具体的会计教材，我想你可能想读一些更好的，甚至是已经发表的杂志文章或者报纸上的文章。上面有一些关于会计的好观点。

查理，你能想到什么具体的或我们能推荐的东西吗？

芒格：我想，我们俩从伟大的商业杂志中学到的东西比我们在其他任何地方学到的都多。这是一种获得丰富商业经验的简单快捷的方法，只需要浏览一个又一个问题，涵盖各种各样的业务。如果你养成了这样的思维习惯，把你正在阅读的内容与正在展示的基本思想结构联系起来，你就会逐渐积累一些投资方面的智慧。我认为，如果你不大量阅读，就不可能成为一个能力圈范围广泛的优秀投资者。我认为没有一本书能帮你做到这一点。

巴菲特：是的。你可能会考虑挑选 5-10 家你觉得非常熟悉他们产品的公司，也许是这样，但不一定对他们的财务状况和所有这些都非常熟悉。找出一些公司的相关信息，这样至少你能够了解些什么，如果你了解他们的产品，你就知道这个行业本身发生了什么。然后，你可以得到很多年度报告。你还可以通过互联网或其他方式，获取所有已经在上面写了 5 年或 10 年的杂志文章。让自己沉浸其中，就好像你要去为公司工作，或者他们把你聘为公司 CEO，或者你要买下整个公司。我的意思是，你可以用任何一种方式来观察它。

当你熬过这一关的时候，问问自己：还有什么是我不知道却需要知道的？

回到很多年前，我总是四处走动，和竞争对手交谈，和公司的员工交谈，问一些类似的问题。事实上，当我第一次在 GEICO 见到我的朋友洛里默·戴维森时，我就是这么做的。我一直在问他问题。这就是调研的本质。你知道，如果我对 ABC 公司感兴趣，我会问其中的一个问题，我会去 XYZ 公司，试着多了解一些。现在，你能得到的信息是太多了，你还要学会去辨别它。

本质上，你是一名记者。我的意思是，这个过程很像在报道新闻。如果你问了足够多的问题——安迪·格鲁夫在他的书中谈到了银子弹。你对竞争对手说：如果你有一颗银子弹，你只能用它射穿你的一个竞争对手的脑袋，你会选谁？为什么？随着时间的推移，如果你问这样的问题，你会学到很多东西。

你问 XYZ 行业的某个人，你说：如果你要离开公司 10 年，你必须把所有的钱都投到你的一个竞争对手身上，或你的一个竞争对手的股票，而不是你自己的公司，你会投哪个？为什么？不停地问，问，问。你必须以某种方式对你得到的答案进行交叉验证分析，但是你的头脑中要有很多东西，然后你就可以用它们来重新规划你自

己的思考——为什么你要这样或那样评估这个公司。

会计，你只是需要慢慢来。你甚至可以选修一些这方面的课程。但最重要的是弄清企业是如何运作的。

我会怕谁吗？如果我们经营 GEICO，我们会担心谁？我们为什么要担心他们？我们想让谁来解决这个问题呢？我是不会告诉你的。(笑声)你一直在问这些问题，然后你去找出他想把银子弹射过去的人。就像谁唤醒了 Irving Berlin 歌里打动人心的号手？这就是你的方法。

你将一直在学习。你可以和现在的员工、以前的员工、供应商、用品供应商、分销商、零售商交谈，有客户，各种各样的人，你会学到很多。这是一个新闻调查过程。最后，你想写成故事，你就像在做新闻工作。六个月后，你想说 XYZ 公司值这么多钱，你就可以开始写成故事。有些公司很容易写故事，而另一些公司则很难写故事。我们试着寻找那些简单的。查理？

芒格：对于以简介摘要形式列出的上千家大型企业的历史，我认为《价值线》是一个好工具，那一大本真的讲述了很多关于我们最好的公司的历史。

巴菲特：是的。如果你看一下，有 1700 个。每一页你会看到在股本回报率方面发生了什么，在销售增长方面，市场份额方面看到所有发生的事情。然后你问自己：为什么会发生这种事？谁让它发生的？未来 10 年会是什么样子？因为这才是你真正想要弄明白的，不是价格历史图表，而是关于商业演进的历史图表。你会试图在脑海中打印出未来 10 年的《价值线》。有一些公司，你可以做一个合理的预测工作，还有一些公司预测就太难了。但这就是游戏的意义所在。如果你对它有一些偏好，它可以是很多乐趣。这个过程和你得出的结论一样有趣。

芒格：当然，当他谈到结论的原因时，他说的是什么——这是最重要的问题。这不仅适用于投资。它适用于整个人类经验。如果你想变得聪明，你必须不断问的问题是：为什么？为什么？为什么？为什么？你必须把答案和深层理论的结构联系起来。你必须知道主要的理论。这有点费力，但也很有趣。

28、通过不干涉子公司，让其自身创造价值

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我是 Patrick Wolff，来自马萨诸塞州剑桥市，即将来自旧金山地区。像世界上许多想了解商业的人一样，我读了你们写给股东的所有信件。和在座的许多人一样，我对这家公司印象深刻，所以我买下了它的一部分。但我必须承认，在研究伯克希尔的过程中，有一个因素我不是很理解，如果你能解释一下，我会很高兴。

问题是，伯克希尔是如何为制造服务和零售部门的各类全资公司增加价值的？我问这个问题的原因是，正如你今天上午早些时候所说的，在谈判达成的收购协议中，以低于公司实际价值的价格收购公司是非常困难的。因此，如果伯克希尔想通过收购内布拉斯加州家具或喜诗糖果等出色的公司来创造价值，或者收购我们拥有的任何其他出色的公司，那么伯克希尔肯定会以某种方式增加价值。你能解释一下我们是怎么做的吗？

巴菲特：在某些特定的情况下，通用再保险是最近的一个例子，我们在收购说明书中列出了，为什么我们认为加入伯克希尔会有合理的机会增加通用再保险的价值。我们考虑了各种各样的原因，比如关于合理使用浮存金的能力、税收优势、以及在世界范围内更快执行的能力等等。在这种情况下我们已经讲过了。

对于像 ExecutiveJet 这样的公司，你很可能会认为，与伯克希尔公司合作，会让 ExecutiveJet 在那些有能力购买部分所有权飞机的人的脑海中，以更快的速度出现在人们的脑海中。

但是通常情况下，特别是在一些特定的情况下，我们会带一些东西给伯克希尔。总的来说，我们今年给伯克希尔带来的最大好处的，是我在今天的年度报告中谈到的 GEICO。在很多情况下，与公司所有者不是伯克希尔相比的情况相比，**我们能让优秀的管理者把更多的时间和精力花在他们最擅长的事情上，花在他们最喜欢做的事情上，花在对所有者来说最有成效的事情上。**换句话说，我们为他们提供了一个非常理性的所有者——他希望他们把所有的时间都花在对企业有价值的事情上，并消除经营上市公司时经常带来的外在干扰。

大多数上市公司的 CEO 他们所做的各种事情上浪费了至少三分之一的时间，而这些并没有为公司增加任何东西——在很多情况下，他们甚至在减少公司价值。因为他们试图取悦不同的股东，浪费时间与他们在一起，这会让公司倒退。但是我们把这些不利因素都去除了。所以，我们认为我们可以为任何企业创造一个最好的所有权环境，坦白地说，这是可能存在的——而不是你自己 100%地拥有这门生意。这也和我们喜欢的生活方式有关，因为我们不想到处跑，参加很多会议，做大多数人做的事情。这是一个显著的优势。

作为伯克希尔的子公司，GEICO 的增长速度可能比它保持独立时快得多，尽管它是一家非常独立的公司，而且还会继续独立下去。我认为，GEICO 的价值将会增加数十亿美元，远远超过如果它作为一家上市公司时所会发生的情况。现在我们还没有教管理人员如何对保险风险进行正确分类，或者如何更好地运行广告，或者任何类似的东西。我们只是让他们把百分之百的时间花在重要的事情上。这在美国商界是很少见的。查理？

芒格：只是没有一个庞大的总部员工来告诉子公司该做什么——这对我们收购的大多数子公司都有帮助。他

们不需要应付很多从总部过来的人，也没有很多不必要的往返航班，等等。所以，我想说的是，我们所做的大多数事情，都不会产生适得其反的效果。这种不干涉有巨大的价值，至少对加入我们的管理者和企业来说是如此。

巴菲特：有很多总部的人必须亲眼看到才会相信，在很多公司运作中，一大群人的职务的存在与他们对其他人员的干涉程度有关。但我们不会碍事。我们是持感激态度的所有者，我们是知识渊博的所有者。我们知道什么时候有人做得很好，什么时候他们做得很好，什么时候行业环境非常艰难。比如，我们可以看看我们的鞋子业务。而且你知道，他们现在处于艰难的行业环境中。我们有一些非常棒的人。我们对此有足够的了解，所以我们不会仅仅通过一堆数字来判断人们是否在做正确的事情。

所以，我们是知识渊博的所有者，我们没有一个人在总部的工作是到处告诉我们的经理如何管理他们的人事关系部门，或者如何管理他们的法律部门，或者其他十几件事。因此，人们不仅有更多的时间来做有成效的事情，而且我认为他们可能真的很感激自己能够获得独处。我认为，你从他们的努力中得到的要更多，因为我认为你对工作的热情也会被他们影响而增加。在一个大公司里，人们对自己所做的事情充满热情，这种情况并不总是发生。但我认为，在伯克希尔这种情况相当多。查理？

芒格：不需要补充了。

29、衍生品为虚无缥缈的利润承担了巨大风险

股东：先生们、大家好，我是来自奥马哈的大卫·巴特勒。一个评论和两个简短的问题。评论是关于年度报告。我以阅读大量的年度报告为生，我以这样的假设开始：我要花 20-30 个小时来研究 5 年年报和季报，通过大量的数字来了解公司到底是如何运作的。与伯克希尔相比，它的透明度非常高，诚实地让人耳目一新，看到会计以一种清晰的方式呈现并且不试图掩盖事实也让人耳目一新。因此，作为股东和投资者，我非常感谢你们的努力和高质量的年度报告。我认为，我们应该为此向巴菲特和芒格鼓掌(掌声)。现在我有点拍马屁了。(笑声)

巴菲特：是不是剧情要反转了？(笑声)

股东：是啊。我担心通用再保险的衍生品业务。现在，资产负债表上的数字显示有 4 亿美元的净资产，但也有一些非常棘手的衍生品，比如掉期、互换等。我知道，在过去，你没有使用过这些类型的杠杆衍生品，我想知道现在这种情况是否会改变。其次，关于内在价值的计算，当你和芒格先生考虑内在价值时，很明显，很大一部分是有价证券投资组合。你认为有价证券的内在价值，该以他们的市场价值计入呢？还是以他们的透视收益的形

式计入内在价值？或者是否有一个单独的内在价值的计算方法？有什么方法使得有价值证券的内在价值，能够纳入整个伯克希尔的内在价值计算中？

巴菲特：我先回答第二部分。在内在价值方面，我们倾向于用我们思考事物的方式来使用市场价格，尽管有时我们觉得我们拥有的证券价值远远超过它们的持有价值。我们已经提过一两次了。1970 年代中期，如果你回顾一下我们 1975 年的年度报告——也可能是 1974 年——我们在市场上对证券估值。我在报告中说，我们真的认为这些证券的价值比它们现在的售价高很多。这对别人来说是不寻常的话，如果你了解我，对我来说也是不寻常的。当时我说，在审视伯克希尔的内在价值时，我很乐意把这些东西记在脑子里。我不会在公众面前这么做，但我会心里这么做。但在大多数情况下，我们倾向于认为市场价值是它的代表，就是我们当天买卖的价格。如果我们认为它们与内在价值的关系高得离谱，我们可能会采取一些措施。当然，在最近几年它们在我们自己的脑海里，也没有低到让我们想要特别标记它们的程度。

关于衍生品业务的问题，这是一个很好的问题——因为它涉及到大量的资产负债表数字和大量的表外数字与所赚的钱有关，尤其是与所赚的钱与所使用的资本有关。而信用担保，长期的性质，所有这些都使我们确实想要一直努力研究。这是一个人们可能会遇到麻烦的行业，当会计工作进展顺利时，他们也可能遇到麻烦。

我记得当查理和我在所罗门公司的时候，被错误标记的衍生品头寸已经持续了很长一段时间，这些头寸非常重要。我们并没有发现，但其他人最终发现了它。这需要花很多钱给审计人员来检查。查理，我说的对吗？查理是审计委员会的成员。

芒格：最糟糕的错误是账簿失控了，不是在衍生品部门，而是有数百万美元的错误。

巴菲特：但是我记得我们发现了错误。在 2000 多万美元头寸的基础上。

芒格：是的。两者都有。

巴菲特：在某些情况下，因为合同变得如此复杂，以至于评估合同价值的人不理解它们，至少部分不理解它们。当人们可以在一张纸上写下几个数字，却在很长时间内没有任何东西易手，他们的回报，你知道，下个月和今年，取决于他们给一堆不真实的东西加上了什么数字——这些数字在很长时间内不会实现。特别是当你担保信用或类似的东西时。

所以，你观察到的是非常正确的，当数字与利润的比例很大时，你需要非常仔细地观察，因为如果有什么出

错了，它可能会在相当大的范围内出错，而你并没有因为承担这种风险而得到很多回报。

另外，我非常感谢你对年度报告的评价。随着时间的推移，公司的业绩可能会让你失望。我的意思是，这并不完全在我们的控制之内。我们会努力的，但我们不能保证。但是无论是在我们的账目上，还是在报告的坦率上，我们不应该让你们失望。对于报告能否做到坦率，这是在我们的控制之下。我们可能不喜欢我们必须告诉你的事情，但在会计或坦白方面不可能有失败的理由。

如果我们告诉你我在某项业务失败了，那是因为我们真的在这项业务上没做好。我们在经营业绩方面失败的原因有很多，有些在我们的控制之内，有些则不在我们的控制之内。这是可能发生的。如果是这样，我们会告诉你。但我们会非常努力地确保你看到的商业形式和我们看到的商业形式完全一样，我们不会粉饰，我们不会夸大事实。在很大程度上，我们会通过看我们处理遇到的问题的方式，来评判我们自己。我们也会努力做好运营工作。查理，你还有什么要补充的吗？

芒格：NO。

伯克希尔投资 Allied Domecq PLC.

<美联社-伦敦>1999年4月19日，Allied公司披露，伯克希尔持有2280万股(约2.2%)，合计1.25亿英镑(约2亿美元)联合多美股份(Allied Domecq PLC.)，该公司拥有众多消费品牌如Dunkin' Donuts咖啡连锁，Baskin-Robbins冰淇淋连锁和百龄坛(Ballantine)苏格兰威士忌、Beefeater杜松子酒、Kahlua利口酒、Sauza龙舌兰酒等全球最知名的酒类品牌。根据伦敦证交所(LSE)的规定，在拥有一家公司3%的股权之前，不必披露任何股权。Allied目前正与Whitbread(WTB)就其3500家英国酒吧部门可能以36亿美元的价格出售进行谈判。Allied还正在就其英国零售业务的处置进行谈判，但不包括Dunkin Donuts和Baskin Robbins连锁店。2005年法国保乐力加以140亿美元收购了Allied Domecq。

沃伦巴菲特投资知名消费品牌吸引了忠实的追随者，他们认为他是世界上最精明的投资者之一，相比互联网股票，巴菲特对投资Coca-Cola、Gillette和Dairy Queen更为熟悉。这项投资是巴菲特向爱尔兰啤酒制造商Guinness PLC.公司投资2.65亿美元后的再次海外投资。

巴菲特太阳谷演讲 1999

1999 年 7 月

太阳谷峰会简介：自 1980 年代以来，美国知名投资银行家赫伯特·艾伦在爱达荷州的太阳谷(Sunvalley)举行的媒体高峰会，就已成为媒体、科技以及投资大亨界的一大盛事。太阳谷峰会是在每年 7 月份为期一周的会议，在此期间，一些有影响力的人物将受邀参加。那些分别在政治、经济、科技等领域有很大的影响力的大佬将云集美国爱达荷州太阳谷参加一年一度的太阳谷峰会，这既是一次媒体大腕的交流会，同时也是各界人士交际的场合，还将促成商业交易。1999 年巴菲特为太阳谷峰会做闭幕演讲，以下为演讲节选。〈滚雪球〉

朋友们，我今天想谈论一下股票市场。我会讨论一下股票的定价，但是不会对它们下个月或下一年的波动进行预测。估值不是预测。短期内，市场是投票器；而在长期，市场是称重机。重量最终才是有价值的，但是短期内，数量很重要。这是一种非民主的投票，也不会进行文化测试决定投票资格，这些你们都了解。

巴菲特按下一个键，在大屏幕上播放幻灯片。巴菲特不精通电脑，此时，听众席上的比尔·盖茨屏住了呼吸，直到第一张幻灯片展示后，他才松了一口气。

道琼斯工业平均指数

1964 年 12 月 31 日，874.12 点

1981 年 12 月 31 日，875.00 点

巴菲特走到屏幕前，开始进行解说。

在这 17 年的时间里，经济规模增长了 5 倍，《财富》500 强企业销售额的增长超过 5 倍。然而，在这 17 年里，股票市场完完全全落在了后面。当你们投资的时候，你们所做的事情是延迟消费，现在把钱投出去，在一段时间之后会获得更多的钱。关于投资，只存在两个真正的问题：**一是你想得到多少回报，二是你想什么时间得到回报**。伊索称不上是一位金融家，但是他说过**"一鸟在手胜过双鸟在林"**。不过，他并没有提到时间。

利率——借贷成本——是对"时间"的定价。**金融领域的利率就如同物理学当中的重力**。利率变化，所有金融资产，包括房子、股票、债券的价值都会发生变化，就如同鸟的价值会波动一样。这就是为什么有时手里的鸟比林子里的鸟值钱，有时林子里的鸟比手里的鸟值钱。

巴菲特说话音调平稳，带着鼻音，吐字快得如连珠炮，他将伊索和 1990 年代的大牛市联系到了一起，而他认为这个牛市纯属瞎闹。利润的增长远远低于前期，但林子里的鸟却变得昂贵，因为利率处于低水平。利率水平如此低，想持有现金的人数在减少。因此，投资者正在向林中鸟支付闻所未闻的价格。有时，巴菲特会将其称为"贪婪作祟"。

听众席里坐满了 IT 业的领头人物，在从大牛市中获得大笔财富的同时，他们也改变着世界。此刻，他们坐在那里，一言不发。投资组合里充斥着各种估值过高的股票，而他们的公司股票处于资产组合的第一线。他们认为这是很了不起的事。这是新模式，互联网时代的黎明时刻。他们的态度是，巴菲特没有资格说他们贪婪。巴菲特这个聚敛钱财数年、几乎不往外拿的人，这个从车牌就能看出其"节约"的吝啬鬼，这个将大部分时间用于思考如

何赚钱的人，这个打破 IT 泡沫、没搭乘 IT 列车的人——正在往他们的香槟里吐口水。

巴菲特继续他的发言。

只有三种方式，股票可以保持一年 10%或 10%以上的增长。一是利率下降，保持在历史低位。二是投资者在经济中所占有的份额高于历史水平，而非雇员、政府以及其它主体(股东效益和社会效益之间的分配比例)。还有就是经济的增速开始快于正常情况。诸如此类的乐观假设被巴菲特斥为"痴心妄想"。

有些人并不认为整个市场会繁荣，他们只是认为自己能够从中挑选出胜利者。巴菲特解释说，虽然创新可能让世界摆脱贫困，但是历史上创新的投资者后期都没有以高兴收场。他一边说，一边像乐队指挥那样挥舞着手臂，成功地换上了另一张幻灯片。

这张幻灯片上的内容来自于一份长达 70 页的清单，里面包括了美国所有的汽车公司。这清单上面有 2000 家汽车公司：汽车是 20 世纪上半叶最重大的发明。它对人们的生活产生了巨大的影响。如果你在第一批汽车诞生的时代目睹了国家是如何因为汽车而发展起来的，那么你可能会说，"这是我必须要投资的领域。"但是，在几十年前的 2000 多家汽车企业中，只有 3 家企业活了下来。而且，曾几何时，这 3 家公司的出售价格都低于其账面价值，即低于当初投入公司并留存下来的资金数额。因此，虽然汽车对美国产生了巨大的正面影响，但却对投资者产生了相反的冲击。

巴菲特放下清单，把手放进口袋说道：有的时候，找出失败者要容易得多。我想，在此之后，大家能得出显而易见的结论。你应该做的事就是卖空经营不好的公司。

巴菲特点击了一下，一张相关的幻灯片跳了出来：

美国经营不善的企业数量
1900 年——1700 万
1998 年—— 500 万

坦白说，我很失望，因为巴菲特一家在这期间都没有进行卖空。其实，一直都有经营失败的公司。

听众中有一些人轻笑起来，虽然声音不大。他们的公司可能正在亏钱，但是他们心里都确信自己是胜利者。超新星在遥远的天空闪耀着星光。毫无疑问，某一天，他们将在史册上留下美名。

巴菲特再点击一下，又出现一张幻灯片。

现在我们再来看看 20 世纪另一项伟大的发明：飞机。从 1919 年到 1939 年，美国约有 200 多家航空公司。想象一下，当你处在小鹰号时代(莱特兄弟的飞机名字)，你是否能预见航空业的未来发展。你可能会看到一个你做

梦都想不到的世界。不过，假设你有此远见，你预见到所有这些人要么希望坐着飞机走亲访友，要么希望离家远走高飞，或者你预见到了任何可以在飞机里做的事。然后，你决定这就是你要投资的领域。

历史上，对航空企业的所有股票投资都赚不到钱，和几年前的情形如出一辙。事实上，截至 1992 年，所有航空公司的合并净利是零，没错，连一毛钱也没赚过。

因此，我想告诉你们：我真的宁愿这么想——当我回到小鹰号时代，我会有足够的远见和"见义勇为"的精神，把奥维尔·莱特给打下来。但我没做到，我有愧于未来的资本投资人。

下面又是一阵轻笑。有些人开始对这种毫无新意、过时的例子感到厌烦，但是出于尊敬，他们继续听巴菲特讲下去。这时，巴菲特开始谈论网络新贵们所处的行业。

"推广、宣传新行业是好事，因为新行业很容易推销出去。而要推销现存的产品则非常艰难。相比之下，推销没什么人懂的产品要容易得多，即使是亏损的产品，因为不存在量化的要求。"

这番话直接针对席上听众，很有杀伤力。

但是，你知道，人们还是会不停地投资。这让我想起一个关于石油勘探商的故事。这人死后到了天堂。

上帝说，"我核对过你的情况，你符合所有条件，不过有一个问题。我们这里有严格的居住区法律规定，我们让所有石油勘探商待在一个区域。你也看到了，这里已经完全满了，没地方给你了。"

这位石油勘探商说："你不介意我说句话吧？"

上帝说："不介意。"

于是石油勘探商把手拢在嘴边，大声叫道："地狱里发现石油了。"结果可想而知，地狱之门开了，所有的石油勘探商们开始直往下冲。

上帝说："这真是一个妙计，那么，你进去吧，就跟在家一样，随意些。这片地方都归你了。"

这位石油勘探商停了一会儿，然后说："不，我想我还是跟他们一起吧，毕竟，空穴不来风啊。"

这就是人们认识、感受股票的方式。人们很容易相信"空穴不来风"这个道理。

这番话引起一阵不大不小的笑声，然后笑声戛然而止，因为听众一下明白了巴菲特的话中之意——他们就跟石油勘探商一样没脑子，听信传言，跑到地狱去找石油。

巴菲特的话锋一转，回到林中鸟。"根本就不存在新模式，股票市场的最终价格只反映经济的产出。"

巴菲特换上一张新幻灯片，图表显示出过去几年的市场价值已经大大超过了经济增长。

巴菲特说，这意味着之后 17 年时间的市场状况不会比 1964~1981 年的情况好多少，在这段时间，道琼斯指数完全没有增长。"如果我必须给出这段时间最有可能的收益率，那可能是 6%。"不过，最近 Gallup 公司的调查显示，投资者们预期的股票收益率为 13~22%。

巴菲特走到投影幕前，浓密的眉头动来动去，他指着一张有一对赤身男女的漫画——摘自一个关于股票市场

的传奇故事《客户的游艇在哪里》。漫画上男人对女人说："有些事儿没法对一名处女说清楚，无论是说给她听还是拿图片给她看。"听众听明白了，意思就是买互联网股票的人被忽悠了。但大家都僵硬地坐在那儿，一声不吭。没人笑得出来，连轻笑、窃笑都没有。

巴菲特回到讲台，展示了从伯克希尔带来的"糖果包"。

"我刚买了一家叫利捷航空的公司，它出售部分所有权的喷气机。我本想送你们每人一架湾流 IV 型飞机的 1/4 股。但当我到飞机场时，我意识到对你们大部分人来说，这实在是太委屈你们了。"

这个时候，大家笑了起来。巴菲特继续说："作为替代，他准备送你们每人一个珠宝商用的小型放大镜，用来看看彼此太太手上戴的戒指——尤其要注意看第三任太太的。"

此话颇有点睛之效，听众席上的人大笑起来，鼓掌欢呼。但随后人们又不做声了。一股怨气在整个房间暗暗涌动。在 1999 年太阳谷年会上，关于股票市场过度膨胀的演讲就像是对一屋子名声不好的人宣扬贞洁。巴菲特的发言也许对听众产生了吸引力，让他们坐在椅子上不离去，但是，并不意味着他们会示弱。

不过，有些人认为他们听到了重要的事情。"很了不起，这是关于股票市场的基础教程，一节课就蕴含了一切。"这是盖茨的想法。手握资金的投资经理也发现这次演讲令人感到安慰、心情舒畅。

巴菲特举着一本书向大家示意：

这本书对 1929 年狂躁的股市进行了细致深入的分析，充满了智慧。埃德加·劳伦斯·史密斯的《普通股的长期投资》(Common Stocks as Long Term Investments)一书证明了股票收益总是高于债券。史密斯发现了 5 个原因，但是其中最新颖的一个原因是，**公司可以保留一部分盈利，然后以同样的回报率进行再投资**。这就是收益再投资。于 1924 年的创新理念。但是，正如我的导师本杰明·格雷厄姆以前一直说的：**好主意带给你的麻烦多于坏主意。因为你会忘记好主意是有限制条件的。**

凯恩斯在他的书的序言中写道：**用历史的眼光对未来进行预测，是非常危险的事。**

巴菲特赞同这一观点：人们不能因为前几年股票价格的加速上涨就以此类推。

"现在，还有没有什么人没被我挖苦到？"他反问了一句，没人举手。"谢谢各位！"巴菲特以此结束了发言

巴菲特的信条是"表扬一个人，批评一类人"。他并不是故意要把演讲弄得这么挑衅和倒胃口，因为他也非常在意别人怎么看他。他并没有对始作俑者指名道姓，他认为这些人不会把他的笑话当回事。巴菲特的观点论述强而

有力，几乎可以说是无懈可击，以至于他认为，即使是有人不喜欢他的观点所传递的信息，他们也必须要承认其威力。听众们所感受到的所有不适均未被明确地表达出来。之后，巴菲特一直回答提问，直到会议结束。人们开始起立，对他的演讲报以掌声。无论他们对巴菲特的演说持何种态度，无论以什么标准衡量，这次演讲都堪为体现功力之作。

在投资行业，5年的杰出成绩足够表现出不凡的成就，巴菲特在这个行业浸淫了44年，一直处在第一流的位置。但是，随着纪录的拉长，问题也在一直逼近：巴菲特什么时候会停止脚步？他会宣告结束其主导支配地位吗？或是会发生某项重大变动颠覆其位吗？有些人认为，现在是时候了。也许可以用个人电脑这样的发明，再加上像互联网这样具有说服性的某项技术，来说服或反驳巴菲特。但是，巴菲特显然对可以免费获取的信息置之不理，而且无视新世纪正到来的现实。当人们礼貌客套地说“沃伦，演讲非常精彩”的时候，这些年轻的名流们其实心不在焉，对巴菲特的观点不以为然。

重点不在于巴菲特错了，而在于他最后被证明是对的，但他对未来投资的严肃预期和他传奇的过去形成了如此鲜明的对比。在巴菲特早期辉煌的日子里，股票价格很便宜，巴菲特把股票一把一把地积攒到一起，几乎就他一个人注意到了地上无人问津的金苹果。而随着时间的推移，障碍越来越多，进行投资、保持优势发现人所未见的价值，这些事情的难度都在增大。因此，既然现在是新生力最登场的时间，何必在意那个对他们进行说教的巴菲特是何许人？何必理会那个声称他们会断送牛市、挣不到钱的人呢？

太阳谷后记：

这是巴菲特一生中最难熬的一段时间。1999年夏天，《时代》周刊公然在封面羞辱巴菲特：“沃伦，究竟哪儿出了问题？”沃伦巴菲特是网络股最大的看空者之一，但是事实似乎证明他这次真的看错了。从1999年下半年开始，网络股好像成了唯一的热门股。可口可乐？听起来似乎是上个世纪的名词了。

巴菲特在1999年度股东信中自我批评道：“我唯一的功课是资本配置，而1999年我这门功课的成绩是‘D’。”伯克希尔1999年的净利润从去年的28亿美元骤降到15.6亿美元，这主要是因为巴菲特的重仓股表现差劲：冰雪皇后，GEICO保险，可口可乐，迪士尼和美国运通。这些股票在1999年的表现只能用“恶心”来形容，在科技股疯涨100%的年代，它们却在下跌。1999年初，伯克希尔的股价曾到达80300美元，到了2000年初却只有50900美元，下跌近40%。巴菲特反复默念：“我知道市场会变化，我只是不知道变化的时间。”

自2000年1月起，原本被追捧的互联网股票突然被大量抛售，并最终引发了整个纳斯达克市场的崩溃。纳指在2000年3月10日触顶后回调，2001年9月21日跌至1423点，跌幅72%。2002年10月9日，纳指报收1114点，较历史高点下跌了近78%。这期间，亏损、退市、甚至破产的上市公司和基金公司不计其数。

这一次，股神又笑到了最后。巴菲特是一位真正不随大流的智者。但是，他并不是刻意为之，他只是不在乎他人的评价。不在意他人的评价，是作为投资人的重要特质。具备这种特质，就算你不从事金融投资行业，依然可以帮助你摆脱日常的虚荣和焦虑，成就自信、从容而淡定的人生。

巴菲特谈股市 1999

1999 年 11 月 22 日,《财富》巴菲特 7 月太阳谷演讲稿

最著名的投资者表示,股票不可能达到公众的预期回报。至于互联网呢?他指出,很少有人通过汽车和航空这两个正在转型行业致富。伯克希尔董事长沃伦巴菲特几乎从未公开谈论股价的总体水平——无论是在他著名的年报中,还是在伯克希尔拥挤的年会上,还是在他罕见的演讲中。但在过去的几个月里,巴菲特四次谈到了这个话题,以分析性和创造性的方式阐述了他对股票长期未来的看法。《财富》杂志的 Carol Loomis 在 9 月份听取了巴菲特的一群朋友(她就是其中之一)的最后一次演讲,并观看了 7 月份艾伦公司(Allen & Co.)在爱达荷州太阳谷(Sun Valley)为商界领袖举行的第一次演讲的录像带。卢米斯从这些即兴演讲中(第一次是以道数 11194 点进行的)提炼出了巴菲特所说的话。巴菲特对此进行了评论,并作出了一些澄清。

股市投资人最近的期望可能有点过高。让我来解释理由,当然这难免让我碰触到股市这敏感的话题。不过要说明一点,我并不是要预测它下一步怎么走。在伯克希尔我们通常只专注于分析具体公司的价值,很少去管整个股市的高低,至于要预测股市下周、下个月或是明年会怎样,那更是不敢想。实际上股市通常会有好长一段时间偏离其实际的价值,虽然总有一天一切还是会回归基本面。所以,接下来我要讲的,如果正确的话,将会与所有美国投资人未来的投资绩效大大有关。

首先让我们定义何谓投资。其实它的定义很简单,但却常为人们所遗忘,那就是现在先投入一笔钱,未来一段时间后再拿回更多的一笔钱,当然还要先扣除在此期间的通货膨胀。现在就让我们回到 34 年前,你会发现前 17 年与后 17 年有着神奇般的巧合与对比,看看当时股市的状况。

道琼斯工业指数

1964 年 12 月 31 日 874.12 点

1981 年 12 月 31 日 875.00 点

即使是像我这种很有耐心、注重长期投资的人也看得出,头 17 年间指数没什么变动!然而同一期间实际的经济社会却起了很大的变化,美国的 GDP 成长了 370%,财富 500 强的销售额(当然组成公司会有变动)成长近 6 倍,但奇怪的是道琼斯工业指数竟待在原地踏步。

为了要搞清楚这到底是怎么一回事,我们必须先看看影响投资结果的两项重要变数:**利率与盈利**。

利率之于投资就好比地心引力之于物体,比率越高,向下牵引的力量也越大。任何投资都必须先与无风险的政府公债作比较,投资政府公债的回报,即收益率的高低,会连带影响到其他投资的价值。**债券投资就是一个很明显的例子,其价格会随着收益率的波动而作反向变化。**至于其他投资工具,如股票与房地产等,则由于还有其他变数,影响不会那么地明显,但它仍像是地心引力般无所不在。

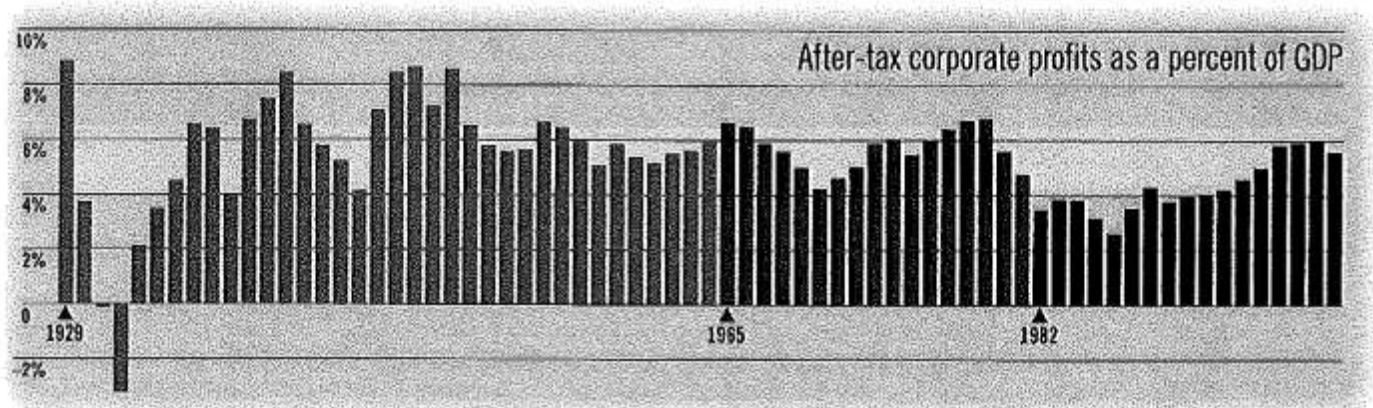
在 1964-1981 年间,政府长期公债的利率呈现大幅走扬的态势,从原先的 4%飙到最后的 15%,这仿佛是要

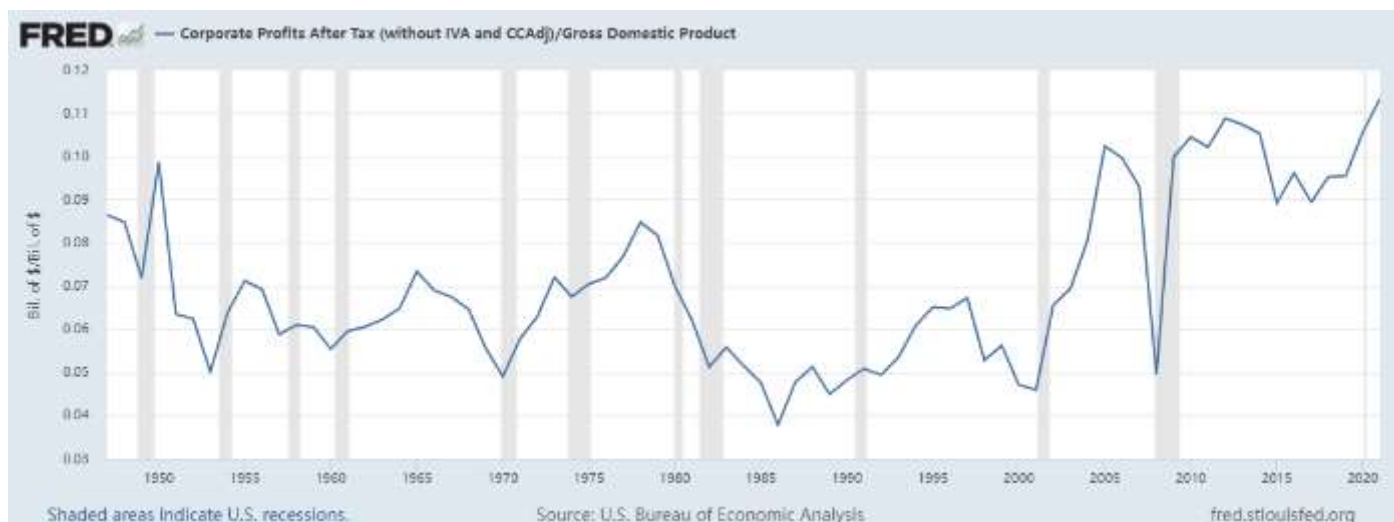
人们在 3 倍的地心引力下生活，对所有投资的评价来说，简直是无法承担之重，当然最引人瞩目的首推股票的价格，这间接解释了为何这段期间，指数一动也不动。

另外一个原因是美国企业的盈利。美国企业盈利占 GDP 的比重(利润/收入)，在 1932 年达到巅峰之后大幅滑落，到了 1950 年代开始在 4-6.5% 的区间盘整，紧接着在 1982 年滑落到 3.5% 的低点。所以，事后看来当时的股市投资人同时面临两项负面因素的煎熬：盈利大幅下滑，而利率一飞冲天。但投资人一般的心理，总会将目前所面临的情况，投射到对未来的看法里。这好比是，开车不看前方却猛盯着后视镜。人们认为企业盈利将持续低迷、利率也会一直维持高位。这再次解释了为何即使 GDP 已成长了近 4 倍而股市却还在原地踏步。

不过接下来的 17 年，情况却发生大逆转。大家或许记得美联储 FED 前任主席沃克尔就任时是多么地不受欢迎，但看看他之后在提升经济与抑制通胀方面的各项英雄事迹，如何使得利率走势产生大逆转，假设你在 1981 年投资 30 年期票面利率的美国政府公债 100 万，到了 1998 年年底在收益率降为 5% 的情况下，你的投资将增值为 8,181,219，约为 13% 的回报率。当然利率的下降对于股价的推升也有相同的效果，若同一期间你以相同的钱投资道琼斯工业指数，你将得到 19,720,112，约为 19% 的回报率。这在历史上是前所未有的成绩，甚至比在 1932 年股市大崩盘时的最低点投资还要好。

不过值得注意的是，同期 GDP 的增长却不到 3 倍，而盈利占 GDP 的比率(利润率)由于利率走低影响的发酵，提高为 6%。这两个投资人最在乎的变数的转变，解释了为何第二个 17 年美国股市大涨超过 10 倍(道琼斯指数从 875 一路攀升到 9181)。





当然也要加上市场的心理因素。一旦牛市开始启动，人们发现自己不管用什么方法都能赚大钱，所有人突然发觉自己不买股票根本是大错特错时，大家早已变成著名俄国心理学家巴甫洛夫实验下的那条狗，只要听到纽约证券交易所早上 9 点半的钟响就知道有东西可以吃。事实证明他们的信心一天比一天强，直到最后甚至坚信这一切都是老天爷所赐，从天上掉下来的一样，回顾来时的路，他们对未来更是充满了瑰丽的期待。今年 7 月由潘恩韦伯证券公司(Paine Webber)公布的调查显示，投资经验不到 5 年的菜鸟投资人预期未来 10 年的年平均回报率竟高达 22.6%，而即使是有 20 年以上投资经验的老鸟，也认为应该有 12.9%。

只是接下来我要提的事可能会泼大家一大盆冷水，我认为若参考前述变数的话，未来股市的投资回报率可能连 12.9%的边都沾不上。个人认为合理的推估应该是，假设 GDP 年增长率为 5%(3%实质成长率+2%通胀率)，事实上这已是最乐观的估计，而利率没什么变化，则股票的价值将不会有什么变动。当然，你还可假设股息回报率高一点，但事实上以目前的股价水准，股息所占的比重已大不如前，而通过市场回购自家股票来提高每股收益也没什么用，因为同时也会有许多公司通过初级与次级市场大量地释出股票与期权。

所以，回到之前的推论——5%的 GDP 增长率，这将大大限制了股市投资人未来的回报。你不能一直预期年化投资回报率一直维持在 12%。当美国企业的利润率顶多只能达到 5%时，若是非要我挑一个最有可能的结果，假设利率维持不变，通胀率维持在 2%左右(当然有可能上下变动)，加上高昂的摩擦成本，我想投资回报率最多勉强可达 6%，我是指对股东整体的投资人而言，而如果说这个预估是错误的话，只有可能向下调整的份儿。

此外你还必须考虑到一点，未来的回报与现下的股市水平有绝对的关系，让我们来看看你现在投入美国股市到底能得到什么，以下是财富 500 强企业(事实上 500 强等于就是美国企业的缩影)在 1998 年的两项重要数字：

盈利：3343.35 亿美元，市值：99072.33 亿美元。(1999 年 3 月 15 日)

当我们在看这两项数字时，必须注意的是，盈利包括通用汽车(GE)分割子公司所得的 160 亿，以及州立农业保险公司(StateFarm 是美国最大的财产险公司)因属互助企业而无参考市值。此外，美国企业也未将股票期权的成本自盈利中扣除，当然也包括一些不具经济效益的减值冲销，事实上是可以加回实质盈利的，但不管以上那些例外情形，大致上，**美国股市投资人等于，每年花 10 万亿美元赚取 3300 多亿美元的盈利。**

有一点要特别注意的是，股市投资人总的来说不可能从股市多赚一毛钱，除非这真的是企业真正赚得的。当然聪明如你可能会说，我可以买低卖高赚取差价。但假设财富 500 强企业合并成一家公司，而所有投资人都拥有一小部分股权，则前述的作法只会将股价越炒越高，但却没有一点实质的经济效益，真正要靠的还是企业的实质盈利，让可以分的饼变得大一点，此外还要考虑交易成本。我把它称之为摩擦成本，在现实社会中可是高得惊人，除了经纪人赚的佣金差价，政府抽的税收与经理人的管理费，不要有意无意地把这些投资上的成本排除在计算投资回报之外，根据我个人的估计，光这些玩大风吹的成本，一年大概就要超过 1000 亿美元，等于是花 1/3 块饼来决定如何去分那剩下的 2/3。

所以我认为实在很难找到一个有说服力的理由来证明，接下来的 17 年的股市投资报酬像过去 17 年的表现那样好，今天如果投资人真想要在未来的十年甚至于二十年要有类似的投资报酬率，则我认为至少要有以下三项变数来配合方有可能：

利率必须要再往下降。若政府公债利率能由现在的 6%继续降到 3%，则光是如此就等于让所有的股票价值增加一倍，当然若你真得预期利率会这样，或甚至降到像日本的 1%一样，建议你赶快去投资债券或利率选择权。

企业获利占 GDP 的比例必须再提高。曾经有人半开玩笑地根我说，纽约的律师多到比人还多，这跟企业获利会超过 GDP 的意思一样，当你发现个别因素的预期成长率会一直超过总体的成长率时，事实上你已犯了数学上的错误，若你乐观的认为企业获利占 GDP 的比重会一直维持在 6%的水准，那我会认为你未免有点过于天真了，一个主要原因在于产业的过度竞争，另外一个原因牵涉到公共政策议题，若企业投资人想要分食更多的美国经济大饼，等于是其他的团体只能分到更小的一块饼，这肯定会引发政治问题，基于此点个人认为社会资源的大幅重分配是不太可能发生的。

具有信息的优势。关于这点可能有人会很乐观的认为，虽然别的投资人整体上或许会步履蹒跚，但是他自己会是赢家。这在早期信息封闭的时代或许真有那么一回事，只要找到明显的赢家，跟着趋势跑，便能乘风破浪。

不过我还是建议你回过头来看看过去世纪初曾经改变整个国家的产业会有启发性——汽车业与航空业，先说汽车业，这里有一页(70 页当中的一页)美国汽车与卡车制造业者的名单，总计约 2 千多家的业者，其中有一家姑且叫伯克希尔汽车，另一家叫奥马哈汽车。当时若你具有足够的见识，你一定会说我们的未来在这里，但时至今日，看看这些公司经过多年的竞争厮杀后，却仅剩三家汽车公司，所以这是一个对美国影响深远的一个产业，也是对所有投资人影响深远的一个产业(虽然与当初预期的完全不同)。

你可以很容易就体会到汽车产业的重要性，却很难从他身上赚到钱，不过从另一个角度来看，有时在这种革命性的产业反而比较容易找出输家，比如马匹就是很明显的例子，坦白说我很惋惜为何我的老爸当初没有看空马匹，因为当时在内布拉斯加州我们很容易就可以靠买卖马匹来图利。

美国马匹数量：1900 年为 2100 万；1998 年为 500 万。

另外一个本世纪革命性的产业就是航空业，一个让投资人想到其美丽远景便口水直流的新兴产业，为此我特地跑去找当初所有的飞机制造商的资料，发现在 1919 到 1939 年间，大约有 300 家公司之多，但到现在可能只剩几家还能苟延残喘，这里有最近二十年宣告破产的 129 家航空公司名单，大陆航空甚至聪明到名列该名单两次。截至 1992 年止，所有航空公司的合并净利润是零，没错连一毛钱也没赚过。我在想假设当初莱特兄弟的小鹰号头一次起飞时我也在其上，我一定会设法将他弄下来。我觉得，卡尔·马克思对资本主义所造成的伤害可能还远不及莱特兄弟。对于其他深深改变美国人生活但对投资人却没啥好处的辉煌产业，诸如收音机与电视等，我不再赘述，不过我倒是要下一个结论，那就是投资的要旨，不在于评估这个产业对社会有多大的影响，或是他有多少的成长性，而在于个别公司有多少的竞争优势，且更重要的这种优势能维持多久！一种具有重重保护的产品或服务才能真正为投资人带来甜美的果实。(持续的垄断才是投资的关键)

最后我不免想到 17 年后的人们会是个怎样的状况，或许经过 17 年的摧残，届时他们的心情又会跌到谷底。不过还好，那应该只是因为当初他们期望太高而引发的失望所致。企业实质的获利应该会比表面上看起来好很多，而其所创造的财富将会平静的流入每一个美国家庭，使得他们能够享有比今天更好的生活水平！

by 沃伦巴菲特和卡罗尔卢米斯(Carol Loomis)

英文原文：<https://fortune.com/1999/11/22/warren-buffett-on-stock-market/>

巴菲特致股东的信 1999

2000 年 3 月 1 日, BRK: \$70400-56100

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

本公司 1999 年的账面价值增加 3.58 亿美元, A/B 股每股账面价值增长了 0.5%(标普 21%), 自现任管理层接手的 35 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 37987 美元, 年复合成长率约为 24.0%。

数字显示出我们 1999 年的业绩完全是不理想的, 这也是个人历年来表现最差的一年, 不管是从绝对数字, 或是与标普 500 指数比较皆是如此, 当然相对数字是我们比较在意的, 只不过长期来看, 较差的相对数字, 其绝对数值肯定也不会好到哪里去。

即使是顽皮豹克鲁索探长也知道, 谁是去年真正的犯人: 没错! 就是我本人。而我个人的表现让我想起一位成绩单上满是 F 跟一个 D 的四分卫, 偏偏又遇到一个体谅人的教练轻声说到: 孩子, 我想你把太多的时间放在单一的科目之上了。

我所指的单一科目就是"资金配置", 而很显然的我在 1999 年所获得的成绩就只有 D, 除此之外表现最惨的要算是伯克希尔的股票投资组合了, 至于该为这件事负责的, 除了少部分的投资是由 GEICO 保险公司的路易·辛普森 (Lou Simpson) 管理外, 其余全部都要归咎于我本人, 我们几个大型的投资标的, 由于本身 1999 年的经营情况不佳, 导致公司股价表现远落后于大盘, 不过我们仍然对它们所处的产业情有独钟, 同时也愿意继续与它们同在, 只是它们的挫败严重影响到我们去年的表现, 而且也不确定何时才能够回归正轨。

伯克希尔 1999 年积弱不振的表现, 更导致公司的股价大幅下滑, 相较之下, 1998 年的股价反而表现的比本业还好, 去年可以说是刚好相反, 直到年报发布之日止仍是如此, 当然就长期而言, 公司股价的表现大致上还是会与本业的表现相当。

尽管去年表现不佳, 不过伯克希尔的副董事长兼我的合伙人查理·芒格, 跟我本人仍然预期伯克希尔未来十年内在价值的成长率应该可以略微超越标普 500 指数同期的表现, 当然这种事没人敢打包票, 不过我们依旧愿意以我们所有的身家作为担保。大家应该都知道, 我个人的身家有 99% 以上都放在伯克希尔, 我跟我妻子从来就没有卖过一张伯克希尔的股票, 而且除非哪一天真的不够钱花, 否则我们永远不会考虑出售任何一张股票。

请注意我说的是"略微"超越标普指数, 因为对伯克希尔来说, 大幅超越标普 500 指数的情况已经成为历史,

当初能够有这样的成绩，主要是因为那时不管企业或是股票的价格都相当低廉，而我们的资本规模相对也较小，那使得我们比现在有更多的投资机会可供选择。

此外，我之所以对伯克希尔未来的表现如此有信心的原因在于，我认为标普指数在未来 10 年 20 年的表现将远远不如 1982 年以来的表现。事实上，在我们看来，这是确定无疑的。在最近的财富杂志我发表了一篇文章解释这种无可避免的缘由，在年报后面我也附了一份供大家参考。

我们的目标是经营好现有的业务，这项任务之所以很容易是因为我们拥有优秀的管理层，同时努力收购更多可与我们现有业务相媲美，且具有相同竞争优势和优秀管理层的新业务。1999 年我们在这方面大有进展，不但买下了乔丹家具(Jordan)，同时还签约买下了中美能源大部分的股权。在报告的后段我还会详加介绍这两家公司，不过有一点我要强调的是，这两项并购案伯克希尔全部皆以现金进行交易，没有发行任何新股，虽然这样的交易方式可遇不可求，但却也是查理跟我比较偏好的。

内在价值指南

接下来我要谈谈常常提到内在价值的概念，这是一个我们在进行企业并购与股票投资时，使用的一个很关键的衡量标准，尽管远非精确。有关这方面的详细讨论，以及其它投资与会计名词概念，请参阅我们的股东手册。

在最近四年的年报中，我们提供了我们认为可以最能够估算伯克希尔内在价值的一张表。在该表今年的更新版本中，我们跟踪了内在价值的两个关键组成部分。第一栏数字列示了，我们拥有每股的投资金额(包括现金与类现金，但不包括金融产品业务中持有的证券)。第二栏数字列示了，我们在扣除所有利息与经营费用之后，从伯克希尔经营业务中获得的税前收益(未扣除购买法会计调整)，也不包括所有来自第一列投资所贡献的股利收入、利息收入与资本利得。事实上，从这张表可以看出，若是把伯克希尔分拆成两家公司的话会是什么样子，其中一家公司负责持有我们的投资部位，而另一家公司负责经营旗下所有业务并承担企业全部成本。

年度	每股投资规模	税前每股经营收益
1965	4	4.08
1967	41	1.09
1968	53	2.87
1969	45	4.39
1975	159	-6.48
1977	372	12.44
1978	465	12.85
1979	577	13.07

1985	2443	18.86
1987	3910	108.14
1988	4,876	145.77
1989	7,200	108.86
1995	22088	258.20
1996	28500	421.39
1997	38043	717.82
1998	47,647	474.45
1999	47,339	458.55

下表是这两个部分每十年的成长率

十年期	每股投资规模	税前每股经营收益
1969-1979	29.0%	11.5%
1979-1989	28.7%	23.6%
1989-1999	20.7%	——
1969-1999 年化增长率	25.4%	——

1999 年，我们每股投资金额变化不大，但是每股经营收益却因为几个重大的负面因素而大幅滑落。我们大部分的经理人都得到 A 级以上的评价，大幅扩大了各自业务的内在价值与显示在资产负债表上的帐面价值之间的差额。不过可惜的是，这一切的努力通通都被通用再保险巨大的(且我认为是反常的)承保损失给抵消掉了。此外，GEICO 保险的承保收益也如预期地下滑，虽然其整体表现仍然远远超越当初我定下的严格目标。

展望今年我们预期承保收益不会有显著改善，虽然 GEICO 保险的内在价值应该会以令人满意的幅度增长，但其承保成绩几乎肯定会滑落。原因在于车险业者在 2000 年整体的表现肯定会更糟，而且我们将大幅**增加营销费用**。至于通用再保险，我们已**开始调高保费**，只要 2000 年不要再发生重大的意外灾害的话，该公司的承保损失应该大幅减少。不过保费调整的效果要完全显现，可能需要一段时间，所以，可以预期的是，通用再保险明年的承保成绩肯定也不会好到哪里去。

你应该知道，财报中有一个项目会定期扩大内在价值超过账面价值的差额，那就是商誉摊销，它每年作为固定费用从经营收入中扣除，目前这一金额约为 5 亿美元。该费用使得我们作为资产列示的商誉科目的会计数字逐年递减，同时也减少了我们的账面价值的金额。这是一个与真实经济商誉无关的会计问题，因为真实经济商誉价值在大多数年份都稳定增加。而就算是真实的经济商誉价值维持不变，每年固定提列的商誉摊销费用也会使得内在价值和帐面价值之间的差距日益扩大。

虽然我们无法给各位一个伯克希尔内在价值的确切数字，甚至是近似值，不过查理跟我可以向各位保证，实

际的数字绝对远远超过 578 亿美元的帐面价值。许多业务比如像布法罗新闻报与喜诗糖果的**内在价值大概是帐面价值的 15-20 倍之间**，而我们的目标是让所有子公司继续扩大这样的差距。

别处读不到的经营故事

伯克希尔的经营团队在几个重要方面与众不同。举个例子来说，这些经理人大部分都已经相当有钱，靠自己经营的事业而发家致富。他们之所以愿意继续留在工作岗位上，并不是因为缺钱或是有任何合约上的限制，事实上伯克希尔并没有跟他们签订任何契约。相反，**他们之所以辛勤工作，完全是因为他们热爱自己的事业**，而我之所以谨慎地使用“他们”这个字眼，是因为这些经理是这些业务的真正负责人，不需要到奥马哈做演示汇报，也不需要编制预算到总部核准，也没有关于资本支出的繁复规定，我们只是简单地要他们经营自己的业务，就像是他们家族祖传的唯一事业一样，并将在下一个百年保持这种态度即可。

查理跟我和旗下经理人相处的模式，与我们和股东们相处的模式一致，那就是**换位思考**，试着尽量站在对方的立场为大家设想。虽然我本人早就可以不必为了钱而工作，不过我还是很喜欢现在在伯克希尔所做的一切，原因很简单，**因为这让我很有成就感、可以自由的去做我认为应该做的事，同时让我每天都有机会与欣赏及信赖的人一起共事**。所以，为什么我们的经理人，在各自产业卓然有成的大师，一定要有不同的想法呢？

在与伯克希尔母公司的关系上，我们的经理人通常恪守肯尼迪总统曾说过的名言：不要问国家为你做了什么，要问你为国家做了什么？去年一个最明显的例子是犹它州家具业的霸主威利家具(R.C.Willey)，伯克希尔是在 1995 年从 Bill Child 家族买下这家公司的。Bill 跟他大部分的经营团队都是摩门教徒(Mormons)，也因此他们的门店周日从来不开张。这样的惯例实在是不适合用在做生意上，因为对大部分的顾客来说，周日正是他们外出血拼购物的大好时机。不过尽管如此，Bill 还是坚守这项原则，而且将这家店从 1954 年他接手时的 25 万美金营业额，一路成长到 1999 年的 3.42 亿美元。

Bill 认为 R.C.Willey 应该也能够在犹它州以外的地区成功开拓市场，因此在 1997 年我们计划在爱达荷州(Idaho)首府博伊西(Boise)设立一家分店，不过我还是相当怀疑这种周日打烊的经营策略，能否在陌生的地区抵抗当地竞争地位牢固的对手，每周七天无休的强力竞争。当然由于这是 Bill 负责经营的事业，所以尽管我对这点持保留态度，但我还是尊重他的商业判断与宗教信仰。

Bill 后来甚至提出一个非常特别的提案，那就是他愿意先花 900 万美元，**以私人的名义买下土地，等建筑物盖**

好，确定营运良好之后，再以成本价卖回给我们。如果销售额低于他的预期，那么公司可以不必付出一毛钱。当然这样他个人必须独力承担庞大的损失，对此我告诉 Bill 很感谢他的提议，但若伯克希尔想要获取投资的回报，那么它也必须同时承担可能的风险。Bill 没有多说什么，只是表示如果因为个人的宗教信仰而使得公司经营不善，他希望能够独力承担这个苦果。

这家店后来顺利于去年 8 月开幕，立即造成当地的轰动，Bill 随即就将产权移交我们，其中包含一些地价已高涨的土地，并收下我们以成本价开出的支票，还有一点必须特别说明，对于两年来陆续投入的资金，Bill 婉拒收取任何利息。

从来就没有一家公开发行公司的经理人会这样做，至少我个人没有听说过，所以各位不难想象能够与这样的经理人共事，让我每天早上上班时都雀跃不已。

附带一提的是，在八月简单的开幕仪式之后，一个月后我们在 Boise 举行了盛大的开业仪式，自然我也受邀参加剪彩(我必须强调看来你们的董事长还是有点用处的)，在致词时我告诉在场的来宾销售状况远超过我们当初的预期，让我们成为爱达荷州最大的家具店，远远将其它同业抛在脑后，而等到致词快结束时，我突然想起来，当初决定在 Boise 开店的，正是我的主意。

财产意外险的经营哲学

保险是我们最主要的本业，当然其它事业也相当重要，想要了解伯克希尔，你就必须知道如何去评估一家保险公司，其中主要的关键因素有(1)这个行业所能产生的浮存金数量(2)以及获得浮存金的成本(3)最重要的是这些因素的长期展望。

首先浮存金是一项我们持有但却不属于我们的资金，在保险公司的营运中，浮存金产生的原因在于保险公司在真正支付损失理赔之前，一般会先向保户收取保费，在这期间保险公司会将资金运用在其它投资之上，当然这样的好处也必须要付出代价，通常保险业者收取的保费并不足以覆盖最后支付出去的相关损失与费用，于是保险公司便会发生承保损失，这就是浮存金的成本，而当一家公司取得浮存金成本，就长期而言低于从其它渠道取得资金的成本时，它就有存在的价值，否则一旦保险业务取得浮存金的成本若远高于货币市场利率时，它就像是一颗极酸的柠檬。

有一点必须特别注意的是，因为损失成本必须依赖估算，所以保险业者对于承保结算的成绩有相当大伸缩的

空间，连带使得投资人很难正确地衡量一家保险公司真正的浮存金成本，估计错误，通常是无心，但有时却是故意，与真实的结果往往会有很大的差距，而这种结果直接反映在公司的损益表上，有经验的行家通常可以[通过检查公司的准备提列情形发现重大的错误](#)，但对于一般投资大众来说，除了被迫接受财务报表的数字之外，别无他法，而我个人常常被这些经过各大会计师事务所背书的财务报告所吓到，1999 年有许多保险业者宣布，[对先前不当提列准备金而导致投资人形成错误决策的骗术进行调整](#)，不过在伯克希尔，我们在提列准备金时，都尽量采取最保守的做法，不过我还是要警告大家，保险业所发生的意外，通常都不会是什么好消息。

下表中所显示的数字是，伯克希尔自取得国民保险公司经营权，进入保险业务 33 年以来所贡献的浮存金(其中传统业务包含在其它主险项下)，在这张计算浮存金的表中(相对于收到的保费收入，我们持有的浮存金部位算是相当大的)，我们将所有的损失准备、损失费用调整准备、再保险预先收取的资金与未赚取保费加总后，再扣除应付佣金、预付并购成本、预付税负以及取得再保业务的相关递延费用，得出浮存金的数额，弄清楚了吗？

年度	GEICO	通用再保险	其他-再保险	其他-直保	合计
1967				20	20
1977			40	131	171
1987			701	807	1508
1997	2917		4014	455	7386
1998	3125	14909	4305	415	22754
1999	3444	15166	6285	403	25298
2000	3943	15525	7805	598	27871
2001	4251	19310	11262	685	35508

浮存金持续成长虽然很重要，但是取得它的成本却更关键，多年以来，我们的承保损失一直控制在相当低的限度，这代表我们浮存金的成本也非常的低，有时甚至还有承保收益，这等于是由别人付费让我们来保管他们的资金，我们在 1998 年实现了承保收益，不过很不幸，[1999 年又发生了 14 亿美元的承保损失](#)，[这使得我们浮存金的成本一下暴增到 5.8%](#)，令人庆幸的是，其中有一笔 4 亿美元的损失，将可以在未来十年内提供给我们一笔高额的浮存金，当然其它的损失就让人觉得不太愉快，这样的成绩很明显的让人无法接受，除非再发生重大的天灾人祸，我们预期 2000 年的浮存金成本将会下降，不过任何的下降都必须面临 GEICO 保险强力营销计划的阻拦，关于这点在后面我还会再详细叙述。

1999 年，通用再保险录得 10 亿美元承保损失。为每 1 美元的保费收入支出了 1.25 美元的索赔补偿金。1998 年，科隆再保险公司通过声誉不佳的联合保险公司参与了克莱格伍德管理者公司的一项雇员收入再保险项目，但是，这一保险项目却遭到了意外的挫折(实为庞氏诈骗)，总的损失金额估计会高达 10 亿美元，公司不得不拨付 2.75 亿美元的资金用做未来补偿金。很多公司因为这一事件对联合保险公司提起了诉讼。联合保险公司是纽

约南部一家从事保险业务的中间商，他们通过签订雇员收入险把风险转嫁给保险商和再保险商。联合保险公司的约翰·帕勒特及其经纪人让三家承保人：科隆人寿再保险公司、菲尼克斯家庭人寿、太阳人寿公司承担了这一保单的绝大部分费用。令人难以置信的是，这三家再保险商仅仅收到了全部保费的 40%，这意味着他们需要为 1 美元的保费收入承担 4 美元的亏损和费用。他们显然低估了未来需要为此付出的代价。这个危机四伏的恶作剧一直在蔓延，一些来自不同地区的经纪人和由原始保险衍生的保险商也纷纷加入到这一项目中，通过不断再保险给其他公司获利。整个链条在 1998 年底出现了断裂。太阳公司听到外界传言有关再保险业务量过大的消息，他们开始逐渐意识到公司很可能要面对巨大的损失。在 1999 年 2 月，太阳公司和菲尼克斯公司先后退出与联合保险公司进行的这项合作，并拒绝与对方继续进行其他交易。他们向联合保险公司返还了保费收入，拒绝支付赔偿金。科隆再保险公司也开始拒绝接受对方的其它业务，但是却不得不为此支付索赔金。

1999 年圣诞节前夜发生的一场暴风雨袭击了法国，给凡尔赛地区很多世界著名的公园造成了严重的破坏。这场暴风雨摧毁了法国境内大约为 3 亿棵的树木，占法国全部 80 亿棵树木的 70%，给这个国家近 3/4 的公园和森林带来了难以弥补的损失。

1999 年在澳大利亚悉尼发生的前所未有的冰雹以及同年其他几次严重的自然灾害，包括中国台湾地区和土耳其发生的地震和欧洲地区出现的暴风雨，导致通用再保险集团出现了严重的亏损。

1999 年一次严重家庭火灾给通用再保险带来了 2000 万美元的损失。这场大火发生在纽约以北 50 英里贝特福德的维斯特切斯特镇，这个庄园曾经属于著名音乐制作人托米·莫托拉和美国著名歌手玛丽亚·凯丽的。目前的主人是住在附近的尼尔森·佩尔兹，他是特里亚克化妆品公司的 CEO，该公司同时经营着阿尔比公司、斯奈普尔公司和皇冠可乐公司。

1999 年通用再保险还为好莱坞五部电影的票房销售收入提供了保险，其中包括芭芭拉·史翠珊的《双面镜》，而这五部电影无一例外地遭受了挫折，导致通用再保险公司的亏损又增加了 1 亿美元。分析师爱丽丝施罗德说："对于一部好莱坞电影的票房收入来说，保险商的赌注就下在他们有可能比为电影制作人提供融资的银行了解更多的信息。"

能够取得这笔免成本的浮存金要归功于许多人，这其中贡献最大的当属阿吉特·贾恩，他对于伯克希尔贡献的价值实在是难以估算，在他的任期间，从无到有一手建立起伯克希尔的再保险业务，如今不但持有 63 亿美元的浮存金，同时每年还维持稳定的承保盈利。

在阿吉特的身上，我们看到一位核保人员如何运用智慧将风险合理的定价，能够理性回绝无法衡量的风险，同时又能勇敢地接受高额但合理的保单，严守纪律拒绝任何不合理定价的微小风险，我们很难在一般人身上找到这类的特点，而要三者合一更是绝无仅有。

阿吉特全心全力投入的巨灾再保业务，这是损失发生及不稳定，但一旦发生即非常惨重的险种，可以肯定的是，阿吉特绝对将面临比其它险种变动更大的状况，所幸到目前为止，伯克希尔在这类业务的运气还算不错，但即便如此，阿吉特的表现依然可圈可点。

其它规模较小但同等重要的"其它保险"营运一样为伯克希尔增添了许多内在价值，总结过去五年来，这群保险公司为我们贡献了 1.92 亿美元的承保收益，外加上表所显示的浮存金，在保险世界里，能够有这样的成绩实属不易，这都要感谢 Rod、Brad、John、Don 等人。

就像是先前我曾提过的，通用再保险 1999 年的承保绩效相当的惨烈，虽然投资收益足以让这家公司免于亏

损，我们的**保费定价实在是过低**，不管是国内或海外业务皆是如此，虽然目前情况已有改进但却**尚未完全矫正过来**，不过就长期而言，我认为这家公司应该还是能够稳定地贡献低成本的浮存金，目前在通用再保险以及其位于科隆的子公司，经理人的绩效奖金多寡完全取决于浮存金成长速度以及其取得成本，这同时也是股东们最重视，也是决定公司价值的几项主要数据。

虽然再保业者都有一套相当明确、合理的奖励计划，但实在是能很保证每年都能够有亮丽的成绩，再保险是变动相当大的产业，不管是通用再保险或甚至是阿吉特都**很难免除同行杀价竞争的不当行为**，不过通用再保险拥有营销渠道、承保技巧、企业文化等优势，加上在伯克希尔强大的财务支持之下，极有潜力成为全世界盈利最佳的再保险公司，当然要达到这样的目标绝对需要时间、精力以及纪律，相信罗恩·弗格森(Ron Ferguson)及其经营团队绝对能够完成这个目标。

GEICO 保险(1-800-847-7536/GEICO.com)

GEICO 保险 1999 年的成长十分惊人，原因很简单：一个绝佳的经营想法由最优秀的经理人托尼·莱斯利加以落实，当伯克希尔在 1996 年初买下 GEICO 保险时，我们立刻把钥匙交到 Tony 的手上，请他把这家公司当作是自己拥有的一样的心态去经营，接下来就看他的表演，大家可以看一看他的成绩单。

年度	新加入自愿性保单	有效保单数量
1993	346,882	2,011,055
1994	384,217	2,147,549
1995	443,539	2,310,037
1996	592,300	2,543,699
1997	868,430	2,949,439
1998	1,249,875	3,562,644
1999	1,648,095	4,328,900

1995 年，GEICO 保险花了 3300 万美元在营销活动之上，旗下拥有 652 位电话咨询顾问，去年公司预算提高为 2.42 亿美元，顾问人数增加为 2631 人，这还只是刚起步而已，展望 2000 年还会大幅的成长，营销预算预计会突破 10 亿美元，只要我们确认每一块钱都花在刀口之上，同时自信有能力顺利处理蜂拥而至的生意。

就目前而言，有两项因素会影响到保单取得成本，不利的是现在**每增加一个询问电话的单位成本**比过去大大提高，媒体曝光率虽然增加，但询问的响应却相对减少，也就是说在我们与竞争对手同时卯足全力加强宣传时，**每家公司的每段广告所贡献的询问电话也同步递减**，所幸这种负面效果因为我们成交率(每通询问电话真正成交的比率)稳定地增加而减少，总的来说，我们**新保单的取得成本虽然增加，但还是远低于同业的水准**，而更重要的

是，我们**续约保单的营运成本更是全美保险业者当中最低的**，这两项极重要的竞争优势应该可以继续维持下去，别人或许可以抄袭我们的营运模式，但他们绝对没有办法复制我们的经济规模。

上表显示 GEICO 保险的**保单续约率正在下降**当中，这其中有两个原因造成此种假象，第一，过去几年来，我们的产品组合重心已从原先续约率本来就比较高的**指定保户(公务员)**，转成续约率普遍比较低的**标准与非标准保户(普通大众)**，虽然名称不同，但三者的盈利水准差异不大。第二，新保户的续约率通常都比长期保户的续约率来得低许多，而因为近年来我们的业务成长快速，所以**新保户的比重相对提高**，在扣除这两项因素之后，我们的续约率其实变化不大。

去年我就曾向各位表示 1999 年 GEICO 保险以及整个保险业界的承保利润率将会下滑，事后证明确是如此，过去几年来由于意外发生的频率与严重性出乎意料的低，所以整个业界得以享有不错的利润率，而同行也因此**陆续调降费率反应**，只是好景不常，最近损失又有逐步上扬的趋势，所以要是 2000 年的承保利润率再下滑 3% 的话，我们一点都不会感到意外。

此外，保险业还有两项因素可能使得意外发生的频率与程度加剧而受到伤害。第一是，**费率的反应通常需要一段时间**，一方面是法律规范的限制，一方面是新费率要等到旧合约到期后才能开始实施。第二，许多保险同业由于几年来损失成本普遍高估，所以累积的**损失准备金回冲**的结果，使得财务报表上收益看起来还不错，不过这些额外多出来的准备金已损耗的差不多了，**后续能够支撑收益数字的准备金数量将极其有限**。

为了奖励员工的辛劳，自 Tony 以下，GEICO 保险都利用惟二的两项数据当作评估绩效与奖金分红的标准，一是**保费收入增长的比率**；二是**续约保户(泛指投保超过一年的客户)的承保盈利表现**。1999 这年两项数字都十分优异，因此我们加发了相当于 **28.4%** 年薪的奖金(金额合计 1.133 亿美元)给公司所有的员工，Tony 跟我一向很乐意签发这类支票。

在伯克希尔，我们希望奖励规定不但明了易懂，且与我们希望同仁努力完成的目标方向一致，签发新保单的成本相当的高(而且如同刚刚提到的，还有越来越高的趋势)，也因此如果将这部分的成本列入计算奖金的公式当中，这正是我们在入主 GEICO 保险前公司管理层的做法，此举无异让员工认为取得新保单是对他们的一种变相惩罚，虽然这明明对伯克希尔来说是很有益处的一件事，所以我们站出来告诉员工，请大家放心，公司会为新保单所付出的成本买单，**甚且把保户增长率也当作是奖励公式的一部分**，员工得以因为这类新增加但不赚钱的保单而

获得奖励，当然要是有人能够降低续约保户维持成本的，同样也能获得奖励。

虽然我们大举投入广告活动，但我们新保单的主要来源还是来自于**原来保户的口碑相传**，因为他们对于我们的服务与价格感到满意而向其它人推荐，去年私人理财杂志 Kiplinger 曾经发表一篇文章，贴切的说明 GEICO 保险在消费者心中满意的程度，该杂志总计在访问了 20 个州立保险部门后发现，**GEICO 保险的投诉比率最低，而且远低于主要竞争同业的平均数。**

由于我们已建立了不错的口碑，所以未来很有可能我们每年**只要花 5 千万美元的广告费就可以维持既有的保单数量**，但那仅仅是大胆的猜测，永远没有人知道其正确性，因为 Tony 仍然会持续地踩着强力广告的油门(而我也会插一脚)，不过有一点我必须强调的是，在 2000 年的 3-3.5 亿广告预算以及更多投资在销售顾问、通讯设备等花费当中，有绝大部分并非必要支出，但我们之所以仍然愿意投入，主要就是希望在提升保费收入成长的同时，还能维持甚至**加强美国人心目中 GEICO 保险对于承诺必赔的形象。**

就我个人观点而言，我认为这是伯克希尔能够做的最好投资，经由大量广告，GEICO 保险可以直接与更多的美国家庭建立起直接的关系，年复一年每个家庭平均提供 **1100 美元的资金**给我们运用，这使得我们在众多销售各式各样产品的公司当中，成为全美最畅销的直销产品之一，而随着我们与更多的美国家庭建立起长期的关系，现金更将源源不绝的流入(在这里完全不靠网络)，去年随着 GEICO 保险的客户数量增加到 766,256 人，包含经营利润以及浮存金增加就贡献了 5.9 亿美元的资金。

过去三年以来，我们在**汽车保险的占有率从原先的 2.7%提高到 4.1%**，无疑地我们属于全美许多家庭的，甚至可能是你们家的，打个电话给我们试看看，大约有 40%的人在看过我们的费率之后，会发现可以为他们省下一大笔钱，我之所以没说 100%的原因在于，每家保险业者对于风险的估计都不同，有些保险公司对于居住于某些特定地区的居民与从事某些特定职业的客户有偏好，不过我仍然坚信我们提供给一般民众的费率通常都低于其它全国性的业者，在随年报附赠的 GEICO 保险资料中，大家将可以看到我们提供给来自全美 40 州股东最高 **8%的折扣费率**，至于其它州的股东也接受开放申请取得不等的折扣。

在这里很遗憾地向各位报告，**GEICO 保险前董事长 Lorimer Davidson**，于去年 11 月去世，享年 97 岁，对于 GEICO 保险来说，戴维是带领公司跃上台面的企业巨人，而对我个人来说，他是我的偶像，亦师亦友，在过去年度的报告中，我不只一次的提到他对我个人的关照，很显然的要是没有他，我个人的一生可能要完全改观，

Tony、Lou Simpson 与我在去年八月还曾经去拜访他，对于他当时的记忆力还佩服不已，尤其是有关 GEICO 保险的点点滴滴，一直以来，他就是 GEICO 保险公司的头号支持者，我们将会永远地怀念他。

航空服务业

我们旗下两家航空服务公司：飞安国际(FSI)以及公务机航空(EJA)都是各自行业的领导者，EJA 所推出的 NetJets 共享计划，专门出售并为客户管理其拥有的专机部分所有权，目前的占有率超过其它两家主要竞争对手的总和，FSI 则专门培训机师(也包含其它专门运输人员)，其规模是其它最大竞争对手的五倍。

这些公司另外还有一项特点就是到目前为止，都还是由原来的创办人在经营，阿尔·乌尔斯基(Al Ueltschi)在 1951 年以 1 万美元创立 FSI，而理查德·桑图里(Rich Santulli)则是在 1986 年开创飞机部分所有权事业，这两位都是相当杰出的企业家，目前他们早已不需要为了钱而工作，不过现在依然在自己的岗位上兢兢业业地让自己创立的公司继续发扬光大。

虽然两家公司所领导的产业相当类似，但却有很不相同的竞争形态，FSI 需要相当密集的资金，光是一台飞行模拟器就要耗资 1500 万，现在我们拥有 222 台，而且每一台模拟器，一次只能训练一位飞行员，这意味着每一元营收所要投入的资本支出相当的高，也因此要维持一定的投资回报，经营毛利一定要足够高，去年我们在 FSI 和其持股 50%的附属子公司飞安波音的资本支出合计达 2.15 亿美元。

相对的由于 EJA 的飞机所有权属于客户，当然我们也必须投资一部分资金取得核心机队的所有权以维持高档的服务水准，举例来说，在 EJA 每年最忙碌的感恩节后的那个周日，简直就把我们给忙坏了，由于 169 架飞机分别属于 1412 位所有权人，许多人都想在当天下午 3 点-6 点使用飞机，所以我们绝对有必要准备额外自有的飞机，好让每个客人在任何时候到达任何他想要到的地方。

当然大部分的飞机还是属于客户所有，也就是说，只要有合理的税前收益，股东的投资回报就会相当可观。现在我们客户拥有的飞机价值超过 20 亿美元，后续我们陆续又下了许多飞机定单，金额总计 42 亿美元，确实目前限制公司营运成长的主要因素就在于飞机数量，现在我们的定单约占全世界公务机制造交货量的 8%，我们希望能够再提高这个比重，虽然 EJA 在 1999 年增加的供给量有限，但其固定的营收，也就是客户每个月固定按飞行时数缴交的管理费仍然成长了 46%。

共享公务机行业还在刚起步的阶段，EJA 目前在欧洲尚在累积经济规模当中，长期而言我们将计划进军全世界

的市场，当然要这样做，必须再投入相当大的资本，相当相当的大，不过只要值得，我们都愿意，对于我们与客户而言，规模经济是最关键的因素，**只有在全世界各地拥有最多飞机的公司才能提供给客户最好的服务**，"买下部分所有权，你就能拥有整个机队"，在 EJA 将不只是个梦。

EJA 还享有另外一个非常重要的优势，那就是它的两家**主要竞争对手都只是国际飞机制造业者的子公司**，所以它们被迫只能提供母公司制造的飞机，虽然这些都是好飞机，但竞争对手却因此大大受限于机舱形式以及能够提供的**机种用途过于单一**，相较之下，EJA 则能够提供由全世界**五大飞机制造公司所生产的全系列飞机**，所以我们可以给客户任何他想要的飞机形式，而不是被动接受其母公司的飞机。

去年在年报当中，我曾经形容我的家族自从 1995 年来买下 1/4 的(也就是每年 200 小时)的霍克 1000 型飞机所有权的愉快经验，不久之后，我又再接再厉签约买下一架 Cessna V Ultra 型 1/6 的所有权，现在每年我在 EJA 以及波仙珠宝的花费大概是我年薪的 10 倍，如此大家可以据此推算你可以负担的底限在哪里。

去年，伯克希尔有两位外部董事也与 EJA 签约买下部分所有权，(可见我们付给他们的酬劳过高)，我可以向大家保证我们付出的价格与得到的服务和其它客户并无二致，在 EJA 我们推行"最惠国待遇"政策，没有人可以得到特别的对待。

现在赶快加入我们的行列吧！因为 EJA 已经通过最严格的考验，连查理都已经签约了，再也没有比这个更能说明 EJA 提供的服务所代表的价值，记得打电话 1-800-848-6436 索取申请部分所有权的表格。

不管是 GEICO 保险或者是 EJA，我们新客户的来源主要还是来自于现有客户的转介绍，事实上，在飞机部分所有权计划中有 65%的新客户是来自于现有满意公司服务的老客户所推介。

1999 年的并购活动

我们的并购行动发生的形态一向很类似，在别公司，高级主管通常亲自与投资银行家一起寻求可能的并购机会，所运用的**拍卖程序相当制式化**，在过程中银行业者准备的帐册让我想到童年时代读到的"超人"漫画，只不过华尔街版换成，**一家本来平淡无奇的公司，进到了投资银行特地准备的电话亭后，摇身一变成了一跃升天，收益成长飞快的超人，而抵挡不住卖方帐册所叙述的神力，并购案饥渴成痴的买方，就像是具有冷艳外表的露易丝，立刻融化在其膝下。(投资银行的过度包装)**

而在这其中最有趣的是，这些资料所显示**未来几年的收益预测**都相当明确，不过要是你问问编造这些报表的

银行业者，他们自己银行下个月的收益预估，他会马上露出警戒的神色告诉你，产业与市场的状况是如何变化多端，以致于他无法妄下定论。

以下有一则故事我忍不住想补充，故事发生在 1985 年，有一家非常大的投资银行受委托负责出售斯科特费泽公司，然而在经过多方的推销后却仍无功而返，在得知这样的情况后，我立即写信给斯科特费泽当时的总裁 Ralph Schey 表达买下该公司的意愿，在这之前我从来没有与 Ralph 见过面，不过在一个礼拜之内我们便达成协议，可惜令人遗憾的是，在该公司与投资银行所签订的意向书中约定，一旦公司顺利找到买主便须支付 250 万美元给银行，即便最后的买主与该银行无关也要照付，事后我猜想，或许是该银行认为既然拿了钱，多少都应该办点事，所以他们好心地将先前准备的财务资料提供一份给我们，收到这样的礼物时，查理冷冷地响应说：“**我宁愿再多付 250 万美元也不要看这些垃圾。**”

在伯克希尔，我们精心设计的并购策略很简单：就是静静地等待电话铃响。可喜的是，有时还真管用，通常是先前加入我们集团的经理人，间接给我们做了示范宣传，建议其周遭的好朋友可以如法炮制。

在这里我不免要提到我们的家具事业，两年前我回想到当初在 1983 年我是如何买下**内布拉斯加家具店**，以及如何通过 Blumkin 家族与**威利家具**(1995 年)及**明星家具**(1997 年)结缘的经过，就我个人而言，这些经验实在是棒极了，伯克希尔不但得到了三家杰出的家具零售业务，同时也让我得以认识全天下最好的朋友。因此自然而然地，我就不断地询问 Blumkin 家族、Bill 及 Melvyn 身旁有没有像你们一样好的人，他们异口同声的回答都是住在新英格兰地区的塔特尔曼兄弟(Tatelman)，以及他们优秀的业务**乔丹家具(Jordan's Furniture)**。

终于在去年我见到了 Tatelman 兄弟巴里和艾略特(Barry-Tatelman,Eliot-Tatelman)，很快地我们就签下并购合约(据营业额估计约为 2.5 亿美元)，如同先前的三次并购案，这也是一家家族企业，时间要追溯至 1927 年，当时由两兄弟的祖父塞缪尔在波士顿市郊创立，之后在两兄弟合力经营下，不但成为当地家具业的龙头，更进一步跃升为新罕布什尔州以及马萨诸塞州最大的家具零售店。

Tatelman 兄弟不光只是贩卖家具或者是管理店面，他们还提供上门的顾客一种全新的消费经验，他们称之为“娱乐购物”，合家光顾的客人不但可以见到各式各样的商品(产品展厅)，同时还可**享受一段愉快的时光(主题乐园)**，这样的经营成果无疑让人印象深刻，乔丹家具拥有全美每平方英尺最高的销售额，如果你家住在波士顿地区，衷心建议你可上门看一看，尤其是位于纳提克市新开幕的那一家(Natick 店于 1998 年 4 月 17 日开业，面积

1.1 万平米，拥有展厅空间+狂欢节/波旁街主题)，记得要带钱！（类似运动天堂迪卡侬）

Barry 与 Eliot 堪称谦谦君子，就像是伯克希尔旗下其它三家家具店一样，当他们顺利把公司卖给伯克希尔之后，他们决定至少为店里的每位员工加发每小时 0.5 美元，乘以他们在该店入职时间的分红，总计最后的金额是 900 万美元，全部由两兄弟个人而不是伯克希尔的口袋支付，记得当时两兄弟在签支票时手还在发抖。

我们旗下每一家家具店都是当地首屈一指的业者，目前我们在马萨诸塞州(波士顿的乔丹家具)、新罕布什尔州、德克萨斯州(休斯顿的明星家具)、内布拉斯加州、犹它州(盐湖城的威利家具)以及爱达荷州等地的市场占有率都是第一，去年明星家具的 Melvyn 连同他妹妹 Shirley 又再下两城，成功在圣安东尼奥以及奥斯丁大展身手。

没有一家家具业的经营能够像伯克希尔一样，这是我个人的乐趣，也是各位盈利的关键所在，菲尔兹(W.C.Fields)曾经说过：是女人让我迷醉酒吧，可惜我一直没有机会好好谢谢她。我不想犯下相同的错误，在此我要感谢 Louie、Ron、Irv 等人，是他们让我得以与家具业结缘，而且毫无疑问地引导我组成现今的梦幻组合。

接下去要报告的是第二个并购案，这件案子系通过我多年的好朋友，Level3 通讯公司 CEO，同时也是伯克希尔的董事沃尔特·斯科特(Walter Scott)牵线而成，Walter 个人也拥有相当多的人脉，其中他在一家能源企业中美能源公司拥有相当多的股份，同时也担任该公司的董事，去年九月我们共同出席一场在加州举行的研讨会，Walter 不经意地问我是否有兴趣投资中美能源公司，在当时我就直觉地认为这应该是一个很好的主意，回到奥马哈之后，我看了一下中美能源的相关资料，并与 Walter 及中美能源才能兼具的 CEO 大卫·索科尔(David Sokol)短暂地见了两次面，当场我就表示，只要价位合适，我想成交的可能性很高。



<Level 3 Communications Inc> www.level3.com

Level3 通讯公司是一家经营通讯光缆的企业，沃尔特·斯科特在 1979 年成为皮特基维特 CEO，在 1995 伯克希尔股东大会期间，倾听了比尔盖茨关于互联网的重要演讲后，于 1998 年在奥马哈成立该公司，并持有 5%股份。公司先后投资几十亿美元建设了一条 1.9 万公里的光纤网络。2000 年初股价达到 130 美元高位，第二年科网股破灭后，股价暴跌至 1.5 美元。跟其他公司一样，债务缠身的 Level3 站在破产边缘。2002 年 7 月，伯克希尔投资 1 亿美元购买 9%利率的可转换债券，转股价 3.41 美元。2003 年以 7 美元左右转股卖出。由于沃尔特兼伯克希尔董事，巴菲特为避嫌，同时推荐东南资产管理公司 CEO 马森·霍金斯投资 3 亿美元，伯克希尔只占 20%。巴菲特在接受新闻采访时说：有时我们会偏离自己的能力圈，Level3 就是一例，但是我敢打赌，我认为我非常了解他们的能力。就像人们不了解珠宝，更了解珠宝商一样。巴菲特更了解公司的管理层。2017 年 11 月 2 日 CenturyLink 公司(1978 上市纽交所代码:CTL)以 240 亿美元现金和股票收购 Level3 通讯公司。2020 年 9 月 15 日 CenturyLink 宣布转型，并更名为 Lumen Technologies。2022 年 8 月 22 日 Lumen 公司宣布将美国业务 Centurylink 品牌资产以 75 亿美元出售给 Apollo Global。

并购电力能源公司由于牵涉到包含 1935 年制定的《公用事业控股公司法》在内的各种行政法规而显得有些复

杂，因此我们必须设计一个交易，以避免伯克希尔取得多数的控制权，最后决定由我们出资购买 11%固定收益的证券，加上部分普通股与可转换优先股的特殊组合，把伯克希尔对中美能源的表决权压在 10%以下，同时又能持有该公司 76%的经济权益，总计全部加起来的投资金额预计超过 20 亿美元。(最终 33 亿占 80.2%)

而 Walter 也以具体的行动来支持这项合并案，他与他的家人同样投入了大笔的资金买进更多的中美能源股份，累计投资的金额超过 2.8 亿美元，这使得他成为拥有该公司控制权的大股东，我想再也找不到比他更适合这个职位的人了。虽然在能源业务有许多法规的限制，但我们极有可能在这个产业投入更多的资金，如果真的实行，这个数字铁定十分可观。

(1935 年《美国公共事业控股公司法》是为制止控股公司内部机构重叠，管理混乱，滥发证券现象，保护投资者、消费者和公众利益，美国于 1935 年颁布的一项法规。该法授权 SEC 监督公用事业控股公司的财务、组织机构和经营活动，以保证公用事业为社会公众服务。该法要求控股公司组织机构一体化与公司简化。一体化的标准是将控股公司的经营限定在一种综合公共事业体制中。控股公司系统内的任何子公司，其资金结构与经营方式不得使控股公司内部的组织结构复杂化；在向控股公司的证券持有人分配投票权时，不得有失公平。控股公司及其子公司进行证券和公用事业财产的收购，须经 SEC 批准。控股公司申请发行证券，SEC 要对证券的发行进行分析评估，以确认发行是否符合该法规定的条件，并须经 SEC 批准。

1999 年夏，伯克希尔联合美国房地产咨询公司出资 5 亿美元收购阿克公司旗下红顶旅馆 (Red Roof Inn) 145 家旅店，其余 177 家旅店暂不出售，这 145 家旅店又返租给红顶旅馆。这种旅店出售回租协议，相当于一种融资交易，在旅馆行业非常普遍。阿克公司之前刚刚出售第六旅馆 40% 的旅店，融资 10 亿美元。)

并购案的会计处理

再一次，我要对会计原则发表一些看法，这次是有关并购案的会计应用，到目前为止，这也是一项争议性相当高的议题，在所有事件尘埃落定以前，甚至连国会议员都有可能介入干涉(这听起来令人感到不寒而栗)。

当一家公司被并购，通常一般公认会计原则(GAAP)容许两种截然不同的会计处理方法：一种是购买法；另一种是权益合并法，要运用权益合并法，交易的标的必须是股票，至于购买法则使用现金或股票皆可，但不论如何，管理层通常很排斥使用购买法，因为在大多数的情况下，公司的会计帐上会因此多出一项叫做“商誉”的会计科目，而商誉日后还要分年摊销，意思是说，在合并完成后，公司每年都要提列一笔为数庞大的商誉摊销费用列为损益数字的减项，而且时间可能长达数十年，相对地，权益合并法就没有这样的麻烦，可想而知这种方法广受一般高级经理人的欢迎。

如今财务会计准则委员会(FASB)有意取消权益合并法之运用，此举让许多高级经理人为之跳脚而群起反对，可以预见双方将会有一场激烈的纷争，为此我们必须站出来发表个人的意见，首先我们同意许多经理人认为商誉摊销根本就不切实际的说法，大家可以在 1983 年年报的附录找到我个人对这件事的看法。

对于强制规定摊销的会计原则，通常导致与现实严重不符，从而引发相当麻烦的问题，因为大部分的会计原则虽然无法准确地反应出实际状况，但最起码差异不大。举个例子来说，折旧费用的提列虽然无法完全地反映出实体资产价值减损的真实情况，但这种做法至少与现实发展的方向相一致，固定资产本来就必然会逐渐减损。同样的，存货提列跌价损失费用、应收帐款提列呆帐费用，以及保固责任提列准备都是反映潜在成本的合理做法，虽然这些费用成本难以准确的计算出来，但确实也有加以估计的必要。

但相对的，经济商誉在许多情况下，并不会减损或消失，事实上在大部分的案例中，商誉不但不减反而会随着时间的累积而增加，在某些特质上，经济商誉反而类似土地，两者的价值都会上下波动，但何时会增加，何时又会减少却不一定。以喜诗糖果的例子来说，在过去的 78 年来，其品牌价值以不规则但快速的速度成长，而只要我们经营得当，其品牌价值增长的态势很有可能再继续维持 78 年。

为了避免商誉不当的摊销，伟大的经理人们宁愿选择拥抱不当的权益合并法。这项会计创意源自于两条河川在汇流后就不必分彼此的概念，在这种观念下，一家被另一家更大公司并购的公司并不算是被"买下"的(虽然他们通常会得到相当的合并溢价)，从而推论合并的过程并没有商誉会产生，自然而然也就没有随后令人感到麻烦的商誉摊销发生，反而应该要把这两家公司当作一开始就是一体的来看待。

有点咬文嚼字，事实上这与合并背后所代表的事实真相却大不相同。毫无疑问，既然有交易，就一定有并购方与被并购方，不管你怎么修饰交易的条件细节，一定有一方是被另一方买下。其实很简单，只要你问问交易双方的员工，谁是征服者，而谁又是被征服者，就知道是怎么回事了，绝对不会搞混。所以从这个角度来看，财务会计准则委员会(FASB)的坚持绝对是正确的，在大部分的并购案中，绝对有买卖的性质存在，当然确实也有对等的合并个案发生，但出现的机率实在是少之又少。

查理跟我始终相信，应该有一个与现实相接轨的方法，可以既满足 FASB 想要正确的反应买卖交易实质，又满足经理人反对商誉不当摊销的呼声。我认为，首先并购公司应该要以公平市价认列其投资成本，不管是支付现金或是股票，当然在大多数的情况下，公司帐上会出现大笔的经济商誉，但我们应该让这项资产继续保留在会计帐上，而不是分年摊销，以后若公司的经济商誉真得有减损的情况，这不是没有可能，那么就按一般判断资产价值是否需要减值的方式去评估。(商誉入账，定期评估是否减值)

如果我们提出的方案获得采用，预计将会追溯适用，以使得全美的并购会计处理原则都一致，而不是像现在

一样乱象纷呈。可以预见的是，一旦这项方案开始施行，**经理人一定会更审慎地处理并购案，小心评估到底应该使用现金还是关乎股东长远利益的股票，而不光只是看合并后的会计帐面损益而已。**

在买下乔丹家具的过程中，我们采用能够让伯克希尔股东未来的现金流量极大，而报告收益最小的方式，为此伯克希尔决定使用现金买下资产，**此举让我们可以在分 15 年摊提商誉费用时得到租税的抵减，而减税的效益，等于是让公司未来几年的现金流量明显的增加，相较之下，使用股票进行并购就没有这项好处，一次抵销的商誉损失是无法用来抵税的，两者之间的经济实质差异再明显也不过了。**

从并购者的经济角度来看，最不划算的交易方式就是以股换股的做法，不但租税上没有任何好处，买方还要付出高额的并购溢价。而若买方之后再把这家公司卖掉，即使实际上公司承担庞大的经济损失，卖主还是要负担高额的资本利得税(税率往往高达 35%以上)。

不过在伯克希尔我们也曾用过非**租税最佳化**的方式，主要的原因在于卖方基于某种原因的坚持，当然基本上我们也认为这样的规划还算合理，**但是我们绝对不会因为要让帐面数字好看而牺牲任何的租税利益。**

报告收益的来源

下表显示伯克希尔报告收益的主要来源，在这张表中商誉的摊销数与购买法会计调整数会从个别被投资公司分离出来，单独加总列示，之所以这样做是为了让旗下各事业的收益状况，不因我们的投资而有所影响，过去我一再地强调我们认为这样的表达方式，较之一般公认会计原则要求以个别企业基础做调整，不管是对投资者或是管理者来说，更有帮助，当然最后损益加总的数字仍然会与经会计师审计的数字一致。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以百万美金计	1999 年	1998 年	1999 年	1998 年
保险承保：再保险	-1440	-21	-927	-14
保险承保：GEICO	24	269	16	175
保险承保：其他直保	227	17	14	10
保险投资：净投资收益	2482	974	1764	731
金融业务	125	205	86	133
飞安公司	255	(1)181	132	(1)110
Scott Fetzer +Kirby+图书	147	137	92	85
布法罗新闻	55	53	34	32
家具业务	(2)79	72	(2)46	41
珠宝业务	51	39	35	23
喜诗糖果	74	62	46	40
冰雪皇后	56	58	35	35

鞋业集团	17	33	11	23
购买法会计调整	-739	-123	-648	-118
(3)利息费用	-109	-100	-70	-63
股东指定捐赠	-17	-17	-11	-11
其他	33	(4)60	20	(4)45
经营收益	1085	1899	671	1277
出售资产和已实现证券收益	1365	2415	886	1553
所有实体-收益合计	2450	4314	1557	2830

注：(1) 包含 EJA 自 1998 年 8 月 7 号之后的收益 (2) 包含 Jordan's 家居自 1999 年 11 月 13 号之后的收益 (3) 利息费用扣除金融业务利息费用 (4) 包含通用再保险 1998 年内的 10 天

回顾 1999 年，我们旗下的制造、零售与服务业的表现几乎接近完美，Dexter 鞋业除外，不过该公司的问题不在于经营管理，就工作上的经验、活力与认真而言，Dexter 与其它子公司优秀的经理人毫无二致，主要的原因还在于我们的制造工厂位于美国本土，缺乏成本竞争优势，总计 1999 年，在美国 13 亿双的鞋子消耗量中，93% 来自于进口，廉价的劳工成本是主要的关键因素。

若再加上布朗鞋业，我们是美国本土最大的鞋类生产商，我们仍将尽力维持这样的局面，我们的美国工厂拥有最忠诚，且最有经验的工人，我们希望能够保留每一个职位，但尽管如此，**为了保持弹性，我们不得不开始从海外寻找潜在的代工来源，也因此在下表年度帐上提列减值调整的损失。**

几年前，在全美拥有 200 家分店的 Helzberg 钻石，为了恢复原有高毛利而在营运上做了许多调整，在 Jeff Comment 的领导下，目标顺利达成，利润率快速的回升，同样的在鞋业，我们拥有 Harold、Peter、Frank 以及 Jim 担纲，我相信在未来几年内也能有相同的成果。

此外在这里要特别提到喜诗糖果，因为它去年的**经营利润率高达 24%**，自从我们在 1972 年以 2500 万美元买下该公司以来，它已为我们贡献了 8.57 亿美元的税前净利，而尽管公司营运维持高成长，本身却不需要额外的资金加以支应，有鉴于 Chuck Huggins 过去优异的表现，我们在买下该公司的第一天起就把公司交给他负责，而他对产品品质与亲切服务的坚持，让顾客、员工与股东都受益良多。

Chuck 的表现一天比一天好，记得他接手喜诗时的年纪是 46 岁，公司的税前收益(单位百万美元)大概是他年纪的 10%，如今他高龄 74 岁，但这个比率却提高到 100%，在发现这个有趣的数字之后，我们把它称之为 Huggins 定律，现在查理跟我只要想到 Chuck 的生日快到时，就暗自窃喜不已。

有关其它关联企业的信息大家可以在年报后文找到，包含依照一般公认会计准则编制的各部门信息，此外你还可以找到经过重编，依照伯克希尔四大部门编排的信息(非按一般公认会计准则编制)，这是查理跟我认为最能够

完整呈现伯克希尔现况的模式。

透视收益

我们认为报告收益很难表现伯克希尔实际的营运状况，部分原因在于列示在本公司帐上的股利收入，事实上仅占被投资公司收益的一小部分，其实我们并不要求收益一定要分配，事实上对我们而言，我们更重视未分配的那一部分，因为他们极可能为我们创造出更高的价值，原因很简单，因为我们的被投资公司往往比母公司更有机 会把资金投入到高投资回报的用途之上，既然如此又何必一定要强迫他们把收益分配回来呢？

为了要更真实的反应伯克希尔实际的经营状况，于是乎我们运用了完整透视收益的观念，这个数字总共包含 (1)前段所提到的报告收益，加上(2)主要被投资公司的保留收益，按一般公认会计原则未反应在我们公司帐上的收益，扣除(3)若这些未反应的收益分配给我们时，估计可能要缴的所得税。在这里我们所谓的经营收益系已扣除资本利得、特别会计调整与企业其它非经常性项目。

各位可以从下表看出我们是如何计算出 1999 年透视收益的，不过我还是要提醒各位这些数字只不过是估计数，很多都是基于简单的判断(被投资公司所分配的股利收入已经列在上表的经营收益之内，大部分包含在保险业务的净投资收益项下)。

伯克希尔主要投资公司	伯克希尔应占 所有权(1)	伯克希尔应占 留存收益(2)
美国运通	11.3%	228
可口可乐	8.1%	144
房地美	8.6%	127
吉列公司	9.0%	53
M&T 银行	6.5%	17
华盛顿邮报	18.3%	30
富国银行	3.6%	108
伯克希尔主要投资留存收益合计		707
(3)对留存收益的假设税		-99
伯克希尔报告的经营收益		1318
伯克希尔透视收益合计		1926

注：(1) 不包括可分配给少数股东权益的股份(2) 以年平均持有股权比例计算(3) 通用的税率为 14%，这里是伯克希尔收到现金股利时的平均税率

投资业务

下表是伯克希尔 1999 年市价超过 7.5 亿美元以上的股票投资。

股份数量	公司名称	成本	市值
------	------	----	----

200,000,000	可口可乐	1,298.9	11,650
50,536,900	美国运通-增持	1,470	8,402
96,000,000	吉列	600.0	3,954
60,298,000	房地美	294	2,803
59,136,680	富国银行	349	2,391
1,727,765	华盛顿邮报	10.6	960
	其他	4,180	6,848
	合计	8,203	37,008
	第一资讯 FirstData 减持	GEICO	542
	美国合众银行-加仓 1 倍		509
	太阳信托 SunTrusts		457
	安达保险 Chubb 建仓		446
	Dun&Bradstreet 建仓		358
	房利美 Federal 减持		338
	迪士尼-减持 7 成	十年五倍	335
	Jones 时装建仓	GEICO	329
	耐克 NIKE	GEICO	304
	甘尼特 Gannett		297
	通用动力-减持		262
	花旗集团-加仓		449
	Shaw 通讯公司建仓	GEICO	248
	M&T 银行		211
	Liz Claiborne 时装建仓		184
	AIG 减持		161
	大湖化学-微增	GEICO	163
	纽柯钢铁 Nucor 减持		92
	GATX 租赁建仓		89
	TCA 线缆-清仓	GEICO	
	Manpower 人力派遣清仓	GEICO	

(1999 年 6 月，比利时法国发生可口可乐中毒事件，管理层反应迟钝导致严重的信任危机，10 月可口可乐 CEO 道格拉斯·伊维斯特 Douglas Ivester 提出辞职，并获得 9700 万遣散费。)

1999 年我们只做了些许的变动，如同先前我曾提到的，去年有几家我们拥有重大投资部位的被投资公司其经营状况令人不甚满意，尽管如此，我们仍然相信这些公司拥有相当的竞争优势，可协助其继续稳定经营下去，这种可以让长期投资有不错成果的特点，是查理跟我还有点自信可以分辨得出的地方，只是有时我们也不敢百分之百保证一定没问题，这也是为什么我们从来不买高科技股票的原因，即使我们不得不承认它们所提供的产品与服务将会改变整个社会，问题是：就算是我们再想破头，也没有能力分辨出在众多的高科技公司中，到底是哪一些公司拥有长远的竞争优势。

不过我必须强调，不懂高科技一点都不会让我感到沮丧，毕竟在这个世界上本来就有很多产业是查理跟我自认没有什么特殊的经验，举例来说，**专利权评估、工厂制程与地区发展前景等，我们就一窍不通**，所以我们从来不会想要在这些领域妄下评论。

如果说我们有什么能力，那就是**我们深知要在具竞争优势的范围内，把事情尽量做好，以及明了可能的极限在哪里(最差会如何)**，而要预测在变化快速产业中经营的公司，其长期的经营前景如何，很明显的已超过我们的能力圈范围之外。如果有人宣称有能力做类似的预测，且以公司的股价表现做为左证，则我们一点也不会羡慕，更不会想要去仿效。相反的，**我们会回过头来坚持我们所了解的东西**，如果不幸偏离轨道，那也一定是不小心的，绝非着急想要给出合理的解释，还好可以确信的是，伯克希尔永远有机会找到它能力圈范围内可以做的事。

目前我们拥有的这些好公司的股票价格其实不甚吸引人，从另外一个角度来看，我们认为它们的本质比起股价表现要好得多，这也是为什么我们并不急着增加持股，尽管如此，我们也没有大幅降低持股仓位，**如果要在股价令人满意但有问题的公司，与股价有问题但令人满意的公司作选择，我们宁愿选择后者，当然真正会引起我们兴趣的，是那种公司令人满意，同时股价也令人满意的标的。**

我们对于目前大盘的股价表现，与先前对于本身持股投资组合股价的看法一致，我们从来不会想要试图去预测下个月或下一年度的股市走势，过去不会，现在也不会，不过如同我在附录的财富杂志文章中指出的，股市投资人现在对于目前持股所能产生的未来可能的投资回报实在是显得过于乐观。

我们认为企业盈利的成长幅度，很大程度与一个国家的国内生产总值(GDP)的成长率有关，而我们估计目前**GDP 的实际增长率大概只有 3%左右，此外再加上 2%预估通货膨胀。当然，查理跟我对于 2%的通货膨胀率没有特别的信心**，但这至少是市场上一般的共识：通胀保值债券(TIPS)的利率大约比标准政府公债低 2%左右。当然如果你感觉通货膨胀可能比这个数字还高，你大可以买进 TIPS 和放空政府公债来获利。

而如果公司盈利增长果真与 GDP 预估的 5%增长走势相当，那么大家在对美国企业进行评价时的预期，就不可能过于乐观。若再加计配发的股利，那么你可以得出的**预期股票回报率，可能远低于大部分投资人过去几年的投资绩效以及未来几年的投资预期(12%)**，而如果投资人的期望能变得更实际一点，我相信总有一天他们一定会，则股市将会进行一波相当大程度的修正，尤其是投机气氛特别重的那类股票。(科网股)

总有一天伯克希尔会有机会将大量的资金再度投入股市，这点我们相当有信心，不过就像有首歌的歌词是这

样："不知在何处？不知在何时？"当然要是有人想要试着跟你解释为何现今股市会如此的疯狂，请记住另一首歌的歌词："笨蛋总是为不合理的事找理由，而聪明人则避而远之"。

股票回购

最近有一些股东建议伯克希尔可以考虑从市场上回购公司的股份，通常这类的要求合情合理，但有时候他们背后的逻辑却有点奇怪。

只有在一定条件下公司回购股份才是明智的，首先，公司在扣除短期周转所需之外，还有多余的资金，包括现金与合理银行借贷额度在内。其次，公司发现其股价远低于其以保守估算的内在价值。关于这点我还有一点补充：股东必须还有足够信息来对公司进行评价，否则的话，公司内部人极有可能运用信息不对称的现象，以偏低的价格买到公司的股份，从而占不知情股东的便宜。我们在极少数的情况下见过这种情形发生。当然一般而言，大部分的公司通常都会诱使股东把股价拉高而非压低。

我提到的公司资金需求大概有两种情况：第一种是必须资本支出，公司要维持其根本的竞争优势而必须做出开支(如 Helzberg 钻石店的重新装潢)。第二种是可选资本支出，旨在促进业务增长，管理层期望每投入一块钱能够创造出高于一块钱价值(如 R.C.Willey 家具在爱达荷州新开设的分店)。

当一家公司的资金超过前述的资金需求，一家以成长导向的公司股东可以考虑买进新业务或是回购自家公司股份。如果公司的股价远低于其内在价值，回购股份通常最有利，在 1970 年代，投资大众就曾大声呼吁公司的管理层采取类似的做法，不过当时却很少有公司响应，大多数情况下，真正实施回购的公司事后被证明使其股东更为富有，而为多余资金另外找出路的公司则惨不忍睹，确实在 1970 年代(以及以后断断续续好几年)，我们专门寻找那些大规模回购自家股份的公司，因为这种举动通常暗示着，这家公司的股价被低估了，同时又拥有相当注重股东权益的管理层。

不过这种情况已成昨日黄花，虽然现在买回自家股份的公司比比皆是，但我们认为大部分的背后都隐含着—个令人鄙夷的动机，那就是为了要拉抬或支撑公司股价，这当然有利于在当时有意出售股份的股东，因为他们能够以不错的价格顺利出场，不管他的背景或出售的动机是什么，不过留下来的股东却因为公司以高于内在价值的价格买回股份而蒙受其害，以 1.1 美元的价格买进 1 块钱美钞的生意很明显的并不划算。

查理跟我承认，我们只对于一部分股票的内在价值进行估算还有点自信，但这也只限于一个价值区间，而绝

非一个伪精确的数字。尽管如此，在我们看来，许多公司目前以高价买回股份的举动，等于是以牺牲留下来的股东的利益为代价，让卖出股份离开的股东占尽便宜。当然站在公司的立场来看，大部分的主管对于自家公司有信心也是人之常情，但他们其实比我们更知道公司的一些内情，不管怎样，这些买回的举动总是让我认为压根就不是为了想要增进股东权益，而只不过是管理层想要展现自信或者一窝蜂跟进的心态而已。

有时有的公司也会为了抵消先前低价发行的认股期权而买回股份，这种高买低卖的策略跟一般投资人无知的做法并无二致，但这种做法绝不像后者一样是无心的，这些管理层好象相当热衷于这种对公司明显不利的举动(对自己却很有利)。

当然发放认股期权与买回股份不见得就没有道理，但这两码子事绝不能混为一谈，一家公司要决定买回自家的股份或发行新股，一定要有充分的理由，如果只是因为公司发行的认股权被行使或其它莫名其妙的原因，就要强迫公司以高于内在价值的代价买回股份，实在是没有什么道理，相反的，只要公司的股价远低于其合理的价值，则不管公司先前是否发行过多的股份或期权，都应该积极买回流通在外的股份。

在过去，伯克希尔确实有一段期间错过了回购自家股份的机会。一方面是由于我本身对于伯克希尔的评价本来就比较保守，也因为当时我将大部分的注意力放在如何将资金更有效地运用在其它方面之上，此外，由于伯克希尔本身的交易量太少，实在是很难有机会买回足够的量，也就是说想要通过买回伯克希尔股份提高公司内在价值的可能性实在是很低。举例来说，假设我们有机会以低于内在价值 25% 的价格买回 2% 流通在外的股份，也只不过是让公司每股的内在价值增加 0.5% 而已，更何况还要再考量把这些资金运用到其它更能够创造价值的其它用途之上所代表的机会成本。

在我们收到的这些信件中，有的仅仅是要求我们对外释放买回股份的讯息，以藉此拉抬公司股价(或阻止股价进一步下滑)，但其实一点也不关心公司的内在价值，我们认为若是这些人明天就打算出售股份，那么这样的想法还算合理，至少就他本身立场而言。然而，要是他根本就没打算卖出持股，则他应该祈祷公司的股价进一步下滑，好让我们有机会可以进场买回足够的股份，这是伯克希尔唯一有可能藉由买回股份以增进股东权益的情况。

除非我们认为伯克希尔的股价远低于其保守估算的内在价值，否则我们不会考虑回购股份，我们也不会发表任何意见来影响股价的高低走势，(我从未在公开或私人的场合告诉任何人该买卖伯克希尔的股份)，相反的我们会设身处地的提供信息给所有的股东，也包含可能加入的潜在股东，藉此评估公司的内在价值。

最近当 A 股的股价跌落到 4.5 万美元以下时，我们一度曾考虑要开始回购股份，不过后来我们还是决定再等等看，至少等股东们有机会看到年度报告后再说，而如果我们真的要买进，我们将不会经由纽交所(NYSE)下单，我们只会接受那些直接找上门的卖单，因此如果你有意卖出股份，请要求你的经纪人直接打电话 402-346-1400 给 Mark Millard，成交之后，经纪人可以第三市场或在 NYSE 申报，若有 B 股愿意以 A 股 2%以上的折价卖回，我们也很乐意接受，但 A 股低于 10 股或 B 股低于 50 股的交易恕不受理。

请注意一点，我们绝对不会为了要阻止伯克希尔股价下滑而回购股份，我们之所以会这样做，完全是因为我们认为这样的资金运用对公司最有利，毕竟回购股份对提高公司内在价值的未来回报率影响实在是有限。

股东指定捐赠计划

大约有 97.3%的有效股权参与 1999 年的股东指定捐赠计划，捐出的款项总计约 1720 万美元，累计过去 19 年以来，伯克希尔总计已依照股东意愿捐赠出高达 1.47 亿美元的款项，除此之外，伯克希尔还通过旗下的子公司进行捐赠，而这些慈善活动早在被我们并购以前就行之有年的(先前的老板个人负责的捐赠计划之外以外)，总的来说，我们旗下的子公司在 1999 年总计捐出 1380 万美元，其中包含 250 万美元等值的物品。

想要参加这项计划者，必须拥有 A 级普通股，同时确定您的股份是登记在自己而非股票经纪人或保管银行的名下，同时必须在 2000 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 2000 年的捐赠计划，当你收到表格后，请立即填写后寄回，以免被丢在一旁给忘记了，逾期恕不受理。

年度股东大会

今年资本家的 Woodstock 周末狂欢节将与以往的形态略有不同，由于前几年年会固定的举办地点 AkSarBen 体育馆即将关闭，所以今年我们将移师市政礼堂(Civic Auditorium 位于首都街双树饭店旁)，全奥马哈地区大概只剩这里拥有足够我们使用的空间。由于市政礼堂位于奥马哈的市中心，可想而知要是我们于周末期间在那里举行股东会，铁定会造成停车与交通的梦魇，因此我们决定在 4 月 29 日周六举行股东会，大门会在早上 7 点开放，同时电影短片照例会在 8 点半播放，正式会议则从 9 点半开始，扣除中午短暂的休息时间，(市政礼堂外备有各类点心摊)，整个会议将一直进行到下午 3 点半。

后面附有股东会开会投票的相关资料，向各位解释如何拿到入场所许的识别证，由于预期会有相当多的人与会，我们建议大家最好先预定机位与住宿，美国运通(电话 800-799-6634)将会很高兴为您提供相关安排服务，如

同以往，我们会安排巴士接送大家往返各大旅馆与会场之间，并在会后接送大家到内布拉斯加家具店与波仙珠宝店或是到饭店与机场，当然你可能会觉得如何有一辆车就更方便了。

今年由于市政礼堂的预定时间已提早被定走，所以我们被迫将时间改成 4 月 28 日，但明后年的股东会我们仍将按照惯例在 5 月的第一个周六举行，不论如何，市政礼堂应该能够满足我们的需要，因为周围拥有足够的停车位，同时提供的与会者空间将较以往宽敞许多，而我已成功克服了本身的商业坚持，我将保证各位在市政礼堂可以买到伯克希尔一系列的产品，去年的记录是大家总共买走了 3059 磅的糖果、16155 美元的世界百科全书与相关出版品、1928 双 Dexter 鞋子、895 组 Quikut 小刀以及 1725 颗上面印有伯克希尔 Logo 的高尔夫球和 3446 件伯克希尔的衣服与帽子，我相信今年的成绩一定会更好。去年我们开始试着推出 EJA 公务机共享服务，今年的周六与周日，在奥马哈机场，我们仍将展示一系列的机队供大家参观，请到市政礼堂向 EJA 的业务代表洽询参观的事宜。冰雪皇后也将再度在市政礼堂现场摆设摊位，同时将所得全数捐给儿童希望联盟，去年我们总共卖出 4586 根 Dilly、雪花棒以及香草/橘子口味的巧克力棒。此外，GEICO 保险公司会再度派出各地区最优秀的业务员，在会场设立摊位，随时提供股东们汽车保单的报价，在大多数的情况下，GEICO 保险都可以提供给你一个相当优惠的股东折扣，各位记得将自己现在的投保资料带来，看看是否能帮自己省下一笔钱。最后阿吉特·贾恩跟他的同事也会在现场受理巨额无佣金年金与责任保险的服务，其最高上限是你在别的地方所找不到的，记得找阿吉特聊聊如何帮你自己及家人规避 1000 万美元以上的潜在风险。

内布拉斯加家具店位于道奇街与太平洋街，新扩建的大卖场占地 75 英亩，营业时间平日从早上 10 点到下午 9 点，周六及周日则从早上 10 点到下午 6 点，提供各式各样的产品，举凡家具、电子产品、小家电、地毯以及计算机，全部都以超低的价格供大家选购，内布拉斯加家具店 1999 年单店的营业额超过 3 亿美元，以奥马哈区区 67.5 万都会人口而言，实在称得上是个商业奇迹，在 4 月 27 日到 5 月 1 日股东会期间，股东只要持随股东大会通知单附赠的优惠券到内布拉斯加家具店购买各类商品，都可获得员工价的优惠，自从这项优惠推出以来，销售业绩十分惊人，以去年股东会的五天期间，内布拉斯加家具店的营业额高达 798 万美元，较前两年分别增加 26% 及 51%。波仙珠宝在全美单店营业额仅次于纽约曼哈顿蒂芙尼的珠宝店，在股东会期间将会有两场专为股东举办的展览会，第一场是在 4 月 28 日的鸡尾酒会，时间从下午 6 点到晚上 10 点，第二场大型售卖活动则在 4 月 30 日举行，从早上 9 点到下午 6 点，当天查理跟我也会出席，在现场接受大家凭发票索取签名，在周四到周一的股

东会期间，波仙都将提供股东特惠价，所以如果你希望避开周五晚上到周日的拥挤人潮，你可以在其它的时间上门光顾，记得表明股东的身份，周六我们会营业到晚上 7 点，波仙的经营毛利要比其它主要竞争对手要低 20% 以上，所以请大家准备好席卷我们所有的商品吧！

照例桥牌界的传奇性人物 Bob Hamman 将会在周日下午出席在波仙珠宝店外面大厅举办的一场桥牌大赛，除此之外还会有其它桥牌高手与股东们同乐，去年由于参加人数比预期多，造成牌桌不够，今年我们将改善这个问题。国际象棋两度冠军 Patrick Wolff 也会再度在会场蒙眼与所有挑战者对奕，他向我透露，他从来没有这样与四位以上的对手下棋，不过他今年会试着挑战同时对付五位甚至是六位对手，如果你也是个棋迷，记得到现场找 Patrick 挑战，但在下棋前记得要确定他的眼睛是否真的蒙住了。

我个人最爱的 Gorat's 牛排馆为了伯克希尔股东年会破例在 4 月 30 日周日开门营业，从下午 4 点开始营业，一直到午夜，请记得事先预定，周日若没有定位的人请勿前往，要预约请在 4 月 3 日以后打电话(402-551-3733)，若定不到当天的位子，也可以试试其它晚上，每个周我都会到 Gorat 做一次品质检查，而我可以向各位保证它的丁骨牛排加上双份的牛肉丸仍然是全美之最。

按照往例棒球赛将于周六晚上在 Rosenblatt 体育馆举行，今年奥马哈金钉鞋队将对上爱荷华小熊队，记得早一点来，因为重头戏在一开始就会出现，去年有参加的人都知道，本人一开球就把球砸在 RnieBanks 的身上。这样的结果证明这是运动界期待已久的大对决，在前面几次不痛不痒的投球之后，(当然是因为我还没有使出绝招，只是不知道我的绝招何时才会出现！)，我狠狠地将球砸到 Ernie 的背上，好让他知道谁才是老大，Ernie 立刻冲向投手丘，我也不甘示弱往本垒板前进，可惜的是在正面对决之前，两人早已精疲力竭。Ernie 对于他去年的表现感到非常不满意，所以整个冬天都在研究比赛时的录像带，大家可能知道，Ernie 在小熊队时代拥有生涯 512 支全垒打的惊人记录，现在据可靠消息指出，他已经找到我投球的弱点，准备在 4 月 29 日当天挥出第 513 支全垒打，不过我也不是弱鸡，准备将我拿手的上飘球加以改良，记得到现场观赏这场精彩的大对决。不过我也已经得到 Ernie 的保证，不会回敬我飞奔而来的滚地球，因为我实在是没有能力躲过，我的反应神经跟伍迪艾伦一样差，据说他曾经被一辆用两人手推的车子撞到。

股东会资料将告诉大家如何取得球赛入场的门票，以及有关本次会议期间大量的旅游信息，股东会场见！

沃伦·巴菲特 董事会主席

伯克希尔股东大会实录 2000

2000 年 4 月 29 日 市政礼堂 1 万人

开场白

巴菲特：我要做的第一件事就是感谢所有帮助我们的人。正如你在电影中看到的，我认为，在那个时候，我们可能有 45000 名左右的员工在伯克希尔工作，其中总部有 12.8 名员工。我们现在大概有 6 万人，而总部还是 12.8 人，他们负责整个会议的召开。我们从内部审计人员那里得到了帮助，我们也从我们所有公司的人那里得到了极大的帮助，他们非常努力地工作来展示他们的产品。我们希望你们不仅要去拜访他们，而且要光顾他们，我们会给你们充足的时间去做这件事。正如你所看到的，我为这部电影招募了我的家人，我想感谢他们。我要特别感谢 Kelly Muchemore 和 Marc Hamburg 在这方面所做的工作。这是一个真正的大项目(掌声)。

很多公司都有一个专门的部门来做这件事，在伯克希尔，由 Kelly 负责处理 25000 份股东大会参会申请，并与参展商协调一切，这是一份非常棒的工作。现在，我们按照我们的常规。我们确实在 11:45 有一个惊喜，并不是查理会说什么——那将是一个很大的惊喜(笑声)，但是我们会在 11:45 给你一个小惊喜。

我们的计划的会议时间是 9:30-12:00。开完会后，我们就开始回答您的问题。我们将绕着房间按顺序提问。我们有 10 个区域，可能只会用其中的 8 个区域。我们在 8 个区域的每个地方都有麦克风，你们可以走上前去提问问题。我们会在 12 点中场休息，下面会有食物，你也可以从我们这里买些东西。我们会在 12:45 左右重新开始，我们会尝试回答你们的任何问题。然后在 3:30 结束。

我们收到的参会请求和去年差不多，但是今年的组合有所不同。你们大多数人都知道——我们改变了地点和时间，因为 AkSarBen 要关闭了。所以，这次会议的流程有点不同。奥马哈人对我们股东大会门票的需求比往年高得多。当然，你们以前听我说过，我们对这些数字有点怀疑，因为我们知道，很多自称来自奥马哈的人，出于身份原因，并不是这样的(笑声)，所以我们不能像通常那样给出地理上的分类。

.....大会流程(董事介绍，会议议案，董事会选举，管理者团队介绍等).....

股东问答开始：

1、伊索寓言的投资启示：一鸟在手等于二鸟在林

股东：我叫 SteveYates，来自芝加哥。我是伯克希尔的股东，今年是我第六年来参加这个会议。我想感谢您

这么多年来给予我的时间和建议。你们很伟大。我还要感谢那些今年卖掉伯克希尔的优秀人士，他们给了我们一个机会，让我们以极低的价格买入更多这家全球最伟大的公司。(掌声)

巴菲特：我们会转达您的谢意。(笑声)

股东：我持有过一只股票。每过一个季度，该公司的盈利、销售收入以及现金流都有上升，公司的市场份额也在不断上升，但其股价却在下跌。这家公司五年平均复合增长率达到 60%，静态市盈率只有 4 倍。这是一只成长型股票还是只价值型股票？能否给我们讲解一下您对成长和价值的定义？

第二个问题是，这个公司生产销售休闲车，而目前娱乐和休闲行业的发展态势很好。您认为该公司对伯克希尔公司而言存在投资机会吗？

巴菲特：我们在过往的年报中已对价值、成长这个问题进行过阐述。它们并非企业截然不同的两个方面。任何一家企业的价值等于其未来现金流的折现值.....所以，如果你能准确地估计企业未来所产生的现金流，你就能算出该企业目前的精确价值是多少。当前影响企业价值的重要因素，还包括以高额回报率使用额外资本的能力，绝大多数被定义为成长型的公司都具有这种特征。然而，我们对价值和成长并不作区分，我们把任何一家企业看作是一个价值命题，企业的成长潜力只是企业估值的一部分。实际上，这个道理非常简单。

你们猜猜看，历史上第一个投资初级读本写于何时？据我所知，第一个投资初级读本是伊索(古希腊寓言作家)在公元前 600 年写的，他曾说过"一鸟在手等于二鸟在林"。顺便一提，伊索并不知道那时是在公元前 600 年。他很聪明，但没那么聪明。(笑声)伊索讲出了一些关键点，但他并未讲透。因为与此相关的观点会引申出其他一系列问题。他的名言是个投资等式方程：一鸟在手等同于二鸟在林。但他并未明确指出，你将会在何时获得林中的两只鸟，也没讲到，你应该以何种利率水平进行衡量。

但是要是他考虑到这两个因素，可以说他在 2600 年前就给出了投资的精确定义：你愿意以手中的一只鸟进行交换，这就是投资。即现在你以现金进行投资。接下来的问题是，作为一个投资决策，你必须评估灌木丛中有多少只鸟。你可能认为有两只鸟在灌木丛中，或者三只鸟在灌木丛中，你必须决定它们什么时候出来，什么时候得到它们。假定利率是 5%，而你将在 5 年后得到两只鸟，也就是说，树林中的两只鸟要胜于目前手中的一只鸟。你愿意选择后者，你愿意现在就把鸟卖掉，然后希望在 5 年后得到两只鸟——因为如果你选择五年后获得两只鸟，相当于五年的年均复合收益率为 14%，而目前的利率只有 5%。但是，如果目前利率是 20%，你就不会愿意选择

在 5 年后获得两只鸟。你会认为这种选择的吸引力不够——因为以 20% 的利率水平，你选择持有目前手中的一只鸟，并让其以复利增长，那么你在五年后将得到多于两只的鸟。

这与成长性有何相关呢？通常来说，成长性就是指你在未来可以在灌木丛中得到更多只的鸟，但你仍必须决定在何时得到这些鸟。同时，你**需要以当前的利率水平进行衡量，你也必须将其与其他灌木丛对比**，以及与其他方程式相比。这就是投资的含义。判断特定的树林中有多少只鸟、你会在何时得到它们以及目前的利率水平是多少——这就是有关投资价值的决策。

当我们购买股票时，我们总是从购买整个企业的角度来考虑，因为它使我们能够以商人的身份思考，而不是以股票投机者的身份。假定有一家公司，前景很好，你以 5000 亿美元的价格买入，但目前该公司不支付任何股利。假定你认为 10% 是比较合理的回报率水平，如果今年这家公司不向你支付股利，明年才开始支付。那么，该公司从明年开始，每年需要向你支付 550 亿美元的永续股利。如果该公司从第三年才开始支付股利，那么，它每年需要支付 605 亿美元的永续股利，才能支撑其目前的价格水平。

你等待树林中出现鸟的时间越长，你就必须获得更多的鸟。就这么简单。

当人们以整个企业价值 5000 亿美金的估值，买入其 100 股股票时，我怀疑他们是否认真考虑过他们所作出的投资决定。举例而言，假定公司第二年才开始支付股利，你希望每年获取 10% 的回报。如果你付出了 5000 亿美元，那么今后每年公司需要向你支付的股利是 550 亿美元。为了达到这个目标，这家公司每年赚取的税前利润必须达到 800 亿美元。看看目前世界上有哪些公司赚取了税前 800 亿美元的利润、或者 700 亿美元、600 亿美元、500 亿美元、400 亿美元甚至 300 亿美元。你找不出一家。

因此，要想让你从那片特定的灌木丛中得到足够多的鸟，让你认为放弃手中的这只鸟是值得的，就必须在盈利能力方面做出相当惊人的改变。谈到我们是否愿意以 4 倍市盈率的价格买入一家好的企业，我想甚至查理也会感兴趣的。让我们听听查理的看法。

芒格：我想知道那是什么。(笑声)

巴菲特：他正希望你问这个问题。这家伙把他所有的净资产都投在了这只股票上(笑声)，他的听众都被俘虏了。请告诉我们这是什么。你得告诉我们。我们恳求你。(笑声)你们想知道公司的名字吗？

股东：这个公司是 NationalRV(旅行车生产商)。它的总部在加州，生产销售休闲汽车。

巴菲特：很好，我们现在有一群人，他们手里拿着鸟，我们来看看他们是怎么做的(笑声)，在 NationalRV 面前会有何反应。查理，对价值和成长你有要补充的吗？伙计们，仔细听听他的看法。

芒格：我同意所有明智的投资都是价值投资。相比所付出的，你需要获取更多的东西，这就是关于价值的判断。然而你可通过多种不同的方法，获取比你所支付的更多的东西。你可采用过滤器对投资品种进行筛选，如果你投资的是价值低估的公司，但这些公司尚未优秀到你能将其存放到保险箱 40 年，但它们的价格被低估了，那么你就必须一直不停地换股票。当这些公司的股票价格到达你认定的内在价值时，你需要卖出它们并且寻找其他的投资目标。这也是一种积极的投资。寻找少数几家伟大的公司然后持有不动，因为你能正确地预测其未来前景。这种投资方式是我们所擅长的投资方法。

巴菲特：一般电影是 G 级的(大众级，适合所有年龄段的人观看)，但我们不是，对吧，查理？

2、芒格谈网络股："旁氏骗局加上互联网的外衣，如果你把葡萄干和屎混在一起，它们还是屎。"

股东：早上好，先生们。我叫韦恩·彼得斯。我来自的地方，我们那的女人被称为鸟。(笑声)我有两个小问题。首先，对于投机行为，有些人可能会说，在高科技和互联网领域投机行为猖獗，你能谈谈你对投机行为对整体经济可能产生的影响的看法吗？第二，你花了多长时间来完善你的下坠球，我们今晚要去看吗？

巴菲特：我不认为我想透露我今晚的球路。(笑声)厄尼·班克斯可能在观众席上，我知道他在城里，但我不能那么告诉你。但今晚你会看到它，你可以用任何你喜欢的方式描述它。

任何时候出现投机泡沫，市场最终都会自动矫正。格雷厄姆说得对，股票市场从短期看是投票机，从长期看是称重机。企业未来产生的现金流决定其在市场上的价值。但这可能需要很长的时间来证明。

这是个很有意思的命题。如果一家公司最终并不赚钱，却在市场上以 100 亿或 200 亿美元的价格频繁交易，最终并未创造出财富。倒是通过交易转移了一大笔财富。我想你会看到，当我们回顾这个时代，你会看到这是一个巨大的财富转移的时期，但最终唯一的财富创造是通过企业创造出来的。

这没有什么魔法。如果一家一文不值的公司以 200 亿美元的价格交易，每天换手 5%，相当于每天有人从另外一些人那里拿到了 10 亿美元，但投资者作为一个整体并未得到任何东西。尽管他们每个人都感觉变得更加富有。这是个很有意思的现象。他们作为一个整体自身无法变得更富有，除非公司的价值增长能使投资者变得更加富有。这跟连锁信诈骗(收信人须转交他人的信)的原理是样的，如果你在连锁信链中属于较早的收信人，即使连锁

信本身不创造财富，你仍能赚钱。由于存在摩擦成本——信封、邮资等等，所以在连锁信游戏中，有些财富被毁灭了。同样，**交易成本也毁灭了部分财富，这些财富都来自投资者的口袋。**

狂热总是不时出现的——而且不仅仅是在股票市场。我们这里也曾有过类似的狂热。20 年前，内布拉斯加州的农场就出现过一次投机狂热。当时一英亩产值不超过 70 或 80 美元的土地价格炒到高达 2000 美元，而那时市场利率高达 10%。那时以高价购买土地的投资者，以及基于土地价格发放大量贷款的内布拉斯加州银行，都遭受了巨大的损失。但在狂热中，每个人都认为购买土地的前景无限美好——因为每个农场的交易价格总比一个月前的价格要高。针对农场的趋势投资非常盛行。

最终，**起决定作用的是其内在价值。但投机狂热通常会持续很长一段时间。**当市场上有大量的参与者参与投机游戏时，投机成为那段时期内无可辩驳的真理。但投机无法永久持续。泡沫崩溃是否会冲击经济？或者像 1920 年代末那样，或者可能只是某个行业的泡沫崩溃，并不会殃及其他行业。谁知道呢？但 5-10 年后，你就会很清楚。查理？

芒格：我认为我们使用“可悲的过度”(Wretched Excess)这个词的原因是它的确会带来悲惨的后果。如果你把连锁信或庞氏骗局的数学原理，和一些合法的技术结合起来，比如互联网的发展，你就会把一些不幸的、非理性的、有不良后果的东西和一些有良好后果的东西混在一起了。但是，你知道，**如果你把葡萄干和屎混在一起，它们还是屎。**(笑声)

巴菲特：这就是他们让我写年度报告的原因。(笑声)

3、评估互联网对伯克希尔公司业务的威胁

股东：我叫托马斯·卡迈。我今年 10 岁，就读于加州肯特菲尔德的巴克希学校。我做股东已经两年了。这是我第三次参加年会。以下是我的问题。我知道你们并不投资于科技公司，不过，你们担心网络会冲击你们现在所投资的一些公司吗？比如华盛顿邮报或者富国银行？谢谢您！

巴菲特：这是一个非常好的问题。你知道，我可以把钱退还给你。(笑声和掌声)我们可能还没有遇到过比这更好的问题。我希望查理能根据你的年龄给你一个满意的回答。(笑声)

我们不买科技公司并非基于宗教信仰。只是我们尚未找到这样一家科技公司足够了解以致于我们愿意为它付出多少价钱——即我们对其 10 年后的发展前景有足够的把握，从而能作出理性的决定。换句话说，**我们不清楚这**

片树林未来 10 年会如何以及里头会有多少只鸟，以至于我们无法决定目前我们愿意放弃多少只鸟，来参与它的未来。正如查理所说的，科技行业中会产生一些伟大的公司，但我们不知道如何对它进行估值。

你说得非常正确，我们必须时刻思考科技领域的发展是否会威胁我们目前投资的企业，我们如何应对这些挑战并利用科技行业发展创造的机会。这是一个非常重要的问题，未来几年这会变得更加重要，这涉及到我们公司的很多业务。

例如，你提到了《华盛顿邮报》。在离奥巴马哈更近的地方，我们在纽约布法罗拥有一家名为《布法罗新闻》的报纸。我们全资拥有它。因此，我们可以就我们应该如何对待互联网，做出我们自己的决定。管理这家公司的 Stan Lipsey 今天也在现场，我和他已进行过多次长时间的交谈——甚至昨天也谈了很久，关于我们应该通过网络做什么、别人正在做什么、网络如何威胁我们、以及我们该如何应对这些威胁等等。

在我看来，报纸行业正面临网络的巨大挑战。网络在传递信息方面非常有效，我们的一个产品《世界百科全书》也是如此。15 年前，百科全书可能是年轻人甚至包括像我和查理这种希望查找某个专题的人所希望的最好工具。《世界百科全书》是一个了不起的产品。但出版百科全书需要涉及砍树、造纸、装订、印刷等等，此外还涉及快递费用。四五百年来，书籍一直是将信息从收集者传递到使用者的最有效方法。而互联网的出现极大地改变了这一切。我们已第一时间感受到，网络在传递信息方面带来的显著改善。

报业不像百科全书那样易受互联网的冲击，但也面临网络的巨大挑战。互联网消除了传递成本，而我们的发行收入有很大一部分要支付给运送者，我们还需支付巨额印刷费用，等等。现在，互联网几乎可以无成本地传递信息。这是对报业的一个巨大挑战。我觉得这很有趣，因为报纸行业的人对此有点精神分裂。他们已经看到了这一点。他们感到害怕。他们想尽了办法，试图以某种方式进行应对竞争。他们中的一些人，继续以某种程度上反映了 20 年前就存在的经济状况的价格去购买报纸。但在我看来，很明显这种现象已经越来越少了。我认为他们有点自欺欺人。

我们所投资的行业最终都会受到网络的影响，但可口可乐受互联网的影响可能不会很大，剃须刀行业也是如此。尽管可能有人认为其销售或其他环节受到网络的影响会很大，但我认为这种可能性很小。我们拥有的其他企业，比如保险公司，即 GEICO 保险公司，受到网络的影响会很大。随着时间的推进，这对我们会是个很大的优势。对此我并不感到惊讶。我们持有的零售企业或多或少会受到一些网络的影响，但这是一个变化。这将是改变

世界获取信息方式的变化。与目前大多数娱乐和信息传递方式相比，它的成本低得令人难以置信。但也可能存在一些机会。查理？

芒格：他问我们是否担心互联网会损害我们的一些业务，我认为答案是肯定的。(笑声)

巴菲特：随着时间的推移，我越来越欣赏这些简短的回答。(笑声)非常感谢你来参加股东会。顺便一提的是，你远远走在我的前面。我 11 岁时才第一次买入股票，现在你比那时的我有很大的领先优势。祝你好运！

4、无一亏损更多是运气

股东：沃伦和查理，早上好。我是莫·斯宾塞，内布拉斯加州滑铁卢。1999 年，伯克希尔的净资产实现了 0.5% 的正增长。这意味着，自目前的管理层 35 年前接手以来，伯克希尔每年都实现了正收益，平均年收益为 24%。包括你经营巴菲特有限责任公司的那些年，你已经连续 48 年实现了正收益，并且没有一年出现过亏损，每年的复合回报率接近 26%。我们谨代表伯克希尔的长期股东，从我们的钱包角度感谢你们。(掌声)

巴菲特：谢谢。我希望你的问题不会是我们是否能继续这样的表现，你有其他问题吗？

股东：不是。我的问题是，你能不能以高于 0.5% 的收益率圆满结束这个千禧年？(笑声)

巴菲特：我也很希望我们能做到这一点。实际上，我投资业绩最好的时期是在合伙公司之前的日子，因为那时我管理的资金非常少。但是一年的期限没有什么神奇的。如果你以半年的时间来衡量，我会有多个负收益率的时期。如果我能活得足够长的话，未来很多年我们可能是负收益。我们的投资记录没有一年是下跌的，从某种程度而言这只是侥幸。股票价格往往以一种与其内在价值无关的方式上下波动，所以那完全是侥幸。我们今后不可能保持每天、每周、每月或每年都实现正增长，但我们必须每年报告经营业绩。

事实上，地球绕着太阳转，与大多数商业活动、或投资的结果，或诸如此类的事情并没有完全联系。但我们必须每年报告经营业绩，我只是从这个角度关心年度的经营业绩。但实际上，在评估我们的经营业绩时，我并不关心这些年度数字。

1999 年，我的资本分配工作做得非常糟糕，部分原因在于我们的某些核心持股企业表现不佳。去年可口可乐和吉列的表现不好，但未来它们将取得良好的业绩。几年前，我将可口可乐的软饮料业务和吉列的剃须刀业务称之为“必定成功的生意”。而现在它们占有的市场份额，要比历史水平更大，今年它们的销售量创了新高。但某些因素影响了它们去年的业绩，其股价也受到了影响。但我仍愿意把可口可乐的软饮料业务和吉列的剃须刀业务，看

作是未来"必定成功的生意"——它们将随着时间占据更大的市场份额。吉列拥有全球超过 70%的刀片和剃须刀业务，这是一个非凡的份额。可口可乐占据了全球软饮料市场的 50%，这远远超过了 10 亿份(每份 8 盎司)。每天 10 亿份中，其中 8%是由伯克希尔所拥有的，因此每天有超过 8000 万份 8 盎司的软饮料被人们消费，而伯克希尔从中获得了经济利益。实际上，根据伯克希尔的说法，我们拥有世界上超过 6%的刀片和剃须刀业务。而且它会不断上升。所以从长期角度而言，我并不担心这些企业未来的前景。它们也会不时遇上经营不佳的年份，那时我们的业绩表现看起来就不理想。查理？

芒格：我们的优势尚未消失。所以请给予我们时间，我们已做好充分的准备。

巴菲特：是的。给予我们机会，我们会做好其他的工作。

5、我们希望"每笔交易都有数学优势"

股东：我叫 GregBlevins，来自肯塔基州的 Bargetown。在今年的年报中，你提到 Ajit 在判断风险方面具有杰出的才能。想到伯克希尔公司所具有的不不断提升内在价值的能力，我认为你在判断风险方面的能力，至少与你估算内在价值的能力一样重要。你愿意谈谈你对风险的看法吗？

巴菲特：我们认为商业风险是指从现在起 5 年、10 年、15 年后可能发生的破坏、改变或削弱我们目前认为存在于企业中的经济实力的事情。有些企业的风险根本不可能计算出来——至少我们不可能计算出来——然后我们就不去想它。

我们非常厌恶风险。但从商业角度而言，我们并非完全的风险厌恶者。举例而言，假定打赌今天加州发生地震，我愿意冒损失 10 亿美元的风险下这个赌注(即根据这个风险开出一张保单)。只要数学的概率总体上使我们处于有利的地位，我并不会为此而烦心。但从进行一系列交易的角度而言，我们是非常厌恶风险的。换句话说，我们希望在每笔交易中都占有优势地位。而且我们愿意在一生中进行足够多的交易，不管单笔交易的结果如何，总体的预期结果则几乎是确定的。

当我们分析企业时，我们尽力寻找目前就很优秀的企业，并且思考可能会发生什么错误。如果我们考虑到会有很多的因素足以使企业变坏，那我们就会撇开它。我们不会承担许多不可把握的风险去投资企业。但这并不意味着我们不会疏忽犯错误，我们也会犯错。但我们不会在判断企业存在很大风险时，故意或者自愿地陷入其中。

接下来是你们之前可能听我介绍过的——企业的周围拥有怎样的"护城河"。我们把任何一家企业看作一个经

济的城堡。而城堡会受到掠夺者的攻击。在资本主义环境下，你应该预期到甚至希望资本主义体系以如下方式运作：任一城堡(如剃须刀、软饮料等等)的外部有数以百万计的拥有资本的人，在想方设法从你手中夺去城堡并占为己用。问题是：**你的城堡外有什么样的护城河来保护自己？**

喜诗糖果在它的城堡外有很坚固的护城河，Chuck Huggins 从 1972 年起负责守护它的护城河，并且每年都在加宽它的护城河。他在护城河中投放了鳄鱼、鲨鱼、水虎鱼，这使得人们要游过它的护城河并攻击它变得越来越难。这样人们干脆就不去攻击它了。

所以，**我们根据"护城河"、它加宽"护城河"的能力以及其不可攻击性作为判断一家伟大企业的主要标准。**而且我们告诉企业的管理层，我们希望企业的护城河每年都能不断加宽。这并不是非要企业的利润要一年比一年多，因为有时做不到。然而，如果企业的"护城河"每年不断地加宽，这家企业会经营得很好。

回到你的问题，当我们看到一家企业的护城河非常薄弱时，这个企业的风险是很大的。我们不知道该如何评估它，因此就干脆不去管它了。我们认为，我们的所有企业都拥有很坚固的护城河，而且我们的管理层还在不断地加宽护城河。查理？

芒格：你怎么能说得那么好呢？(笑声)

巴菲特：来，吃点花生脆。(笑声)

6、保险天生吸引诈骗，我们会有惊喜和惊吓

股东：我叫休·史蒂文森。我是亚特兰大的股东。我的问题涉及到公司在通用再保险收购前后的活动。我记得你曾经说过，在保险业，几乎所有的意外都是负面的。我想知道的是，考虑到该公司在长期经营保险方面的经验，你能告诉我们 Unicover 现在的情况吗？为什么依照通用再保险的经验 and 公司的经验，它还是发生了？是他们没有预见到？还是我们没有预见到？公司做了什么？我知道他们已经为这种情况准备了一大笔钱。他们计划如何在未来运作来防止这些事情发生？如何提前发现它们，并在未来的这种情况下加强公司的竞争优势？

巴菲特：Unicover 诈骗事件是在去年 2 月左右被发现的。这是一个愚蠢的错误，这是不应该发生的。很多人都犯了同样的错误，但这并不意味着我们应该犯同样的错误。当这个错误被发现时，我们设立了 2.75 亿美元的储备，这个储备看起来仍然是正确的。Unicover 取得了相当多的进展，这些进展更好地界定了其承保范围，并解决了许多与之相关的问题。但看起来还是有 2.75 亿美元的失误。这是一个很大的错误，但我们以前犯了更大的错

误。1970 年代中期有一个可能会让伯克希尔付出代价、或者付出很高的机会成本等等的错误，因为我们不知道情况会有多糟——如果没有发生这样的错误，伯克希尔现在的市值至少会增加 10%。查理，你不这么认为吗？(国民保险公司 OMNI 诈骗事件)

芒格：你说的没错。

巴菲特：我们犯了一个错误，现在的价值是 80 亿或 90 亿美元。这让我们付出了代价。

芒格：是的，尽管当时我们只花了不到 400 万美元。

巴菲特：尽管如此，但我们不确定它是否有 400 万，所以它在其他方面也束缚了我们的手脚。在保险行业，你总是会得到惊喜或惊吓。现在，对优秀管理的测试是你会得到多少惊吓，你不可能没有惊喜或惊吓。如果你回顾一下我们的历史，你会发现几年来我们的浮存金花费了我们很多钱。但你还会看到，在过去 33 年左右的时间里，它一直是一个非常非常有吸引力的行业。

但我们也遇到过这样的情况，我们的名声会引起问题。我记得，国民保险公司在德克萨斯州遇到过一起诈骗案，当时有个人在利用我们。他在外面承保担保债券——关于学校建设的担保债券。他说他代表国民保险公司和合同方的收益，当然，我们从来没有听说过这个人。但是，如果你在德克萨斯州的一个学区里，那里有一所半完工的学校，你要做的选择是，是让纳税人出更多的钱？还是你遇到这个家伙，他说自己有明显的保险代理权，因此，我们应该为一项我们从未听说过的保单买单？这个保单是由一个我们从未听说过的人承保的，对一所我们从未听说过的学校。你知道，这最终会付出代价的。所以惊吓十有八九是令人不快的。我们将会有更多类似的案子。去年我们又发生了一件不该发生的事。但它们确实发生了。

随着时间的推移，通用再保险的表现也非常出色。我知道去年再保险生意不好。情况比我们想象的还要糟。但这无关紧要——如果你告诉我通用再保险今年年底的数字，我们还是马上就会达成同样的协议。我认为随着时间的推移，保险业对伯克希尔来说将是一项非常非常好的业务，它将继续带来惊喜。我们可以随着时间的推移扩大规模。事实上，你们有些人可能没有注意到，但我们上周刚刚宣布了另一项小规模保险收购。

这是一个艰难的领域，一般保险公司的业绩会很差。我们有一些业务非常特殊的保险公司，我们确实认为，随着时间的推移，我们将以非常非常有吸引力的成本收购和利用浮存金。尽管它的成本不会像过去那样低于零。在某些行业中，试图将浮存金成本保持在零是很疯狂的，因为在浮存金成本是 1%或 2%的情况下，拥有两倍的钱

比在浮存金是 0%的情况下拥有一半的钱要好得多。

但我们会完全承认——Unicover 是一个惊吓。但我不知道在我们从事保险业的 33 年左右的时间里，我有过多少这类的惊吓。顺便说一句，其中一个惊吓，为我们带来了难以置信的好处。自从我第一次来到华盛顿，甚至在那之前，我就认识了 GEICO 的洛里默·戴维森。但是他们在 70 年代早期犯了一个错误，导致 GEICO 濒临破产。但幸运的是，在哥伦比亚特区有一位名叫 Max Wallach 的保险专员，他看到了它的复苏，这个错误让我们赚了很多很多的钱。所以错误有时也是有用的。查理？

芒格：尽管如此，这可能是最令人恼火的赔钱方式，就是被一个明显的谎言所欺骗。但它确实发生了。我不认为这种情况会再次发生。

巴菲特：我不这么认为。(笑)我想说的是，在任何 20 年内或类似的任何时期，我们都不太可能得到一个巨大的惊喜。通常它会通过我们过去观察到的 3-4 种明显的欺诈手段中的一种或变种形式出现，它们会重新出现。我不得不说，在保险行业有很多人是“不诚实的”，因为这是一种你交付一张纸，然后有人递给你钱的产品。这引起了人们的兴趣。你知道，你甚至不需给他们一个显眼的酒吧(笑声)或者任何东西作为交换。他们给你很多钱，你只给他们一张小纸条。当然，当你进入再保险之类的行业时，你把那张小纸片交给别人，然后让他们给你钱。一路走来，你会看到经纪人因为掩盖了项目中的一些弱点而得到大笔的钱，有时他们甚至可能参与其中。所以这是一个天然吸引诈骗的领域。通常他们会一次又一次地以各种形式回来，这对我来说很神奇。

所以，我想说的是，在任何十年的保险期内，我们都会有一两个惊吓。这几乎是不可能避免的。我们试图将其最小化，但我不想用我的生命打赌，我们已经看到了这些 Unicover 式的诈骗类型里的最后一种情况。它们总是有一点点不同，所以不会被轻易发现。查理，你不觉得我们会看到另一个吗？(笑)

芒格：也许是这样，但是从一个类型到另一个类型要花很长时间，也许我会在下一个新的诈骗类型出来之前先发现……(笑声)这些诈骗艺术家中其中有一个——沃伦曾让我在几年前见过他，他说他有一个非常棒的主意。他说：“我们只对水下的混凝土桥梁投保火灾险，这就像从婴儿身上拿走糖果。”(笑声)

巴菲特：我们是婴儿吧？(笑声)

芒格：我看着他的眼睛。我以为他在开玩笑。他不是开玩笑。这些人相信这种东西。

巴菲特：事实是，查理和我能看清与我们打交道的每一个人，我们也会筛选出一些非常诚实的人。我想我们

也许可以把那些荒唐的建议过滤掉。因为它们确实有相似的特征。

实际情况是，你招聘某个人进入保险领域，他渴望承保业务，或者他受到某些人的青睐，比如对此非常擅长的中间商。他们和那些销售垃圾股票的人是一样的，他们拿着高额提成，会想方设法把你的钱骗走。这些年来很多销售人员发现，通过销售具有远大前景的假冒产品，他们这样做比销售棒棒糖可以赚更多的钱。

7、巴菲特 50 年代合伙公司的规则和费用

股东：早上好，巴菲特先生，早上好，芒格先生。我叫莫尼什·帕伯莱，来自伊利诺斯州朗格罗夫。巴菲特先生，一段时间以来，我一直是你的学生和门徒，尤其是芒格先生。我非常认真地采纳了你们关于资本配置的理论，我经营业务的方式，以及我的投资组合，我对目前的结果非常满意。我的问题与 1950 年代最初的巴菲特合伙公司有关。在与有关您的各种书籍中，有一些关于合伙公司规则和合伙公司费用的相互矛盾的数据。我想要了解的是，有些书暗指的是有保证收益的原则——我认为每年有 6% 的保证收益，然后超出部分你拿了 25%，合伙人拿 75%。在某些情况下，他们谈论的是 4% 的保证收益，而在某些情况下，他们说没有保证收益。我希望你能澄清这一点。

巴菲特：好吧，我们就长话短说吧，因为我不确定大家对此有多少兴趣。但从来没有任何保证收益。有一种保证就是我不会徇私——合伙公司没有 1% 的管理费，也没有对冲基金现在通常有的那些东西。在一段时间后，我告诉人们，基本上我会把我所有的资本都投入其中。因此，对于合伙人而言，我给他们了一个保证——我们拥有共同的命运。但从来没有任何关于投资原则的保证。

最初，这一切都是偶然开始的——在 1962 年 1 月 1 日，11 个不同的合伙公司合并成巴菲特合伙公司之前。在这 11 个不同的合作伙伴中，他们有不同的一些分配安排——这基于有限合伙人的偏好。我给他们三四个不同的选择，不同的家庭做出了不同的选择。当我们把它们组合在一起的时候，我们确定了每年 6% 的优先回报，加上我可以提取 25% 的利润，同时会要求把不足 6% 的部分在以后年份盈利后优先补足。没有人得到任何保证收益。查理的合伙关系要好得多。我记得他是可以提取三分之一的利润，是吗？查理？（笑声）

芒格：是的，但我们规模较小。我们和巴菲特合伙公司不一样。（巴菲特笑）

8、美国运通并非“不可战胜”，但是“价值巨大”

股东：巴菲特先生，芒格先生，早上好。我的名字是皮特班纳，我来自科罗拉多州博尔德。你在 1996 年的年

报中说过，类似可口可乐和吉列这种公司可被称之为“必定成功的企业”——你刚才也重申了这个看法。你对美国运通也是这么看吗？你认为它是一家“必定成功的企业”吗？

巴菲特：我想澄清一个观点。实际上，我并不认为任何一家公司会是“必定成功的企业”，而是我把这种商业模式——它们在软饮料、剃须刀行业的主导地位或者竞争优势视作是“必定成功的”。我认为，拥有一项绝佳商业模式的企业面临的危险，在于试图进入不那么诱人的商业领域。

就某种程度而言，吉列公司这一两年表现不佳并非由于它的剃须刀产品表现不好，而是它在其他行业的投资不好。这就是风险。当一家拥有一个绝佳商业的公司开展另一个中庸的生意时，通常的结果是经营后者的不良声誉，盖过了它经营前者的卓越成绩。

我们总是基于消费者品牌心智份额，而非市场份额来分析问题。因为如果在消费者中拥有了品牌地位，企业的市场份额自然会上升。可口可乐在全球 75% 的人群中可能都有较强的品牌地位。而加州的每个人可能对喜诗糖果都有较强的品牌心智。经营的关键在于今后能让更多的人对你的公司树立品牌心智。如果我们做到了这一点，其他一切都会变得很简单，消费品企业都能理解这一点。

美国运通是个很有趣的案例。美国运通一直以来在人们心目中拥有特别的地位且备受欢迎。举例而言，在 1930 年代初许多银行倒闭时，美国运通的旅行者支票实际上替代了银行的许多产品。普遍受欢迎意味着当美国运通销售旅行者支票时可以收取额外的费用。许多年来，美国运通的另外两个主要竞争对手是现在的花旗银行(第一国民城市银行)和美洲银行。美国运通对于旅行者支票可以收取 1% 的费用，而其他公司做不到这一点。尽管美国运通比竞争对手收取更高的费用，但它 60-70 年以来始终占据全球市场 2/3 的份额。如果你的产品能比竞争对手收取更高的价格，并能保持甚至扩大市场份额，你在人们心目中必须拥有特别的品牌地位。当信用卡出现的时候，同样的事情也发生了。最初美国运通进入信用卡领域，是因为它认为它的旅行者支票会面临激烈的竞争，他们认为信用卡将会成为替代品。因此他们不得不进入这个市场。这是一个防御性举措。

信用卡的出现是由 Ralph Schneider、Al Bloomingdale 等几个人提出“大来俱乐部”的主意而产生的。大来信用卡最早在纽约开始流行并于 1950 年代中期开始在全国发展。美国运通对此非常担忧，担心人们会开始使用这些信用卡而非旅行者支票。那时还没有人听说过 Master、Visa，或者类似的东西。但是人们要用这些卡来代替旅行支票。因此美国运通开始进入信用卡领域。与此同时，“大来俱乐部”已经拥有签约的餐厅，不少人已持有大来信

用卡，而那时还没有美国运通信用卡。尽管大来俱乐部的信用卡业务起步最早，但美国运通很快进入这个行业，并能比竞争对手收取更高的费用，且市场份额在不断上升。因此，当面对不同产品选择时，在消费者中有较强品牌地位的产品无疑具有很大的优势。这显示了美国运通的竞争实力，也说明它在消费者心目中具有品牌地位——这也是为何我在 1964 年买入了美国运通的原因。

当你取出你的美国运通卡，而不是你的大来卡，也不是当时的第三大竞争对手的全权代办卡。当时还没有 Visa。你可以看到这种优势占据了上风。我们买入了 5% 的股份。当时对我们而言这是一笔很大的投资，那时我管理的资金只有 2000 万美元。你可以看到，这笔投资的核心思想，美国运通的消费者特许经营权并没有丢失。后来，美国运通进入了其他行业，他们收购了消防员基金保险公司。而且在某种程度上，他们让 Visa 和其他信用卡公司获得了发展。虽然美国运通仍占有很高的行业地位，但份额逐渐在下降。

我认为，Harvey Golub(美国运通 CEO)等公司管理层在巩固和加强公司实力方面做得非常不错。他们最近推出了 Black Card(百夫长黑卡)每张售价 1000 美元，这种新卡获得了很大的成功。今年通过美国运通卡消费的金额将近 3000 亿美元。想象一下，即使在今天，3000 亿美元仍是个巨大的数字。美国运通卡的平均费率是 2.73%，而 Visa 和万事达卡的费率要比美国运通卡低了一个百分点。所以相比竞争对手，美国运通卡在 3000 亿美元的卡消费额上就多了 3 亿美元的收入。有了这 3 亿美元，美国运通可为客户做更多的事情。

我不会用“不可战胜”这个词，但我要说的是，美国运通这个名字，有着巨大的价值，而且很有可能随着时间的流逝而变得越来越强大。我认为他们所经历的一切表明，他们可能会遭受重创，然后东山再起。但我不认为你会想要用这种方法来测试。顺便说一句，这是我们在企业中寻找的东西之一。如果你看到一个企业经历了很多逆境但仍然做得很好，这告诉你企业潜在的强大实力。

一个典型的例子是美国在线 AOL。四五年前，我记得有一段时期美国在线遭遇许多问题困扰，它遭到很多客户投诉。但美国在线的客户数量每月仍然保持增长。这是一家很好的企业。如果一家企业遭遇客户的批评但仍保持客户数量的增长，它已经通过了我心目中对理想企业的一个测评。

你会认为美国运通在某种程度上已显示出相同的特质，但它仍存在不少动荡因素。所以，有时候，你会发现这是对企业实力的一个有趣的测试。同样，可口可乐也曾在欧洲遭遇困扰(1999 欧洲中毒事件)，但后来以更强大的优势重新占据了市场。你会通过这些危机事件，看到这些企业背后的强大实力。很显然，这种特质能很好地说

明企业"护城河"的深度及不可攻击性。查理？

芒格：嗯，我认为搞砸美国运通比搞砸可口可乐和吉列要容易得多。但这是一个非常强大的行业，拥有它是一件很棒的事情。

巴菲特：我们现在持有美国运通 11% 的股份。按照美国运通卡年消费额 3000 亿美元计算，我们伯克希尔公司名下的卡消费额就有 330 亿美元。美国运通卡的消费额仍保持快速的增长，今年第一季度持卡人数和卡消费额增长得很快。我认为，我们 11% 的持股价值会变得更大。很难想出有什么因素能阻挡这个趋势。

芒格：Costco 公司是一家很有意思的企业。它与美国运通达成一个交易，在 Costco 公司推广使用美国运通卡。我认为这是美国运通做的非常聪明的一件事情，美国运通是一个非常具有进取心的企业。

巴菲特：查理是 Costco 公司的董事，Costco 公司绝对是家传奇性的公司。我们以前本应买入 Costco 公司，查理当时就赞成买入 Costco 公司，但我搞砸了.....

9、关于业务的周期性

股东：我的名字叫金喜婉，来自加州圣地亚哥。首先，我要感谢你们两位。我的问题也与成长和价值有关。你看看这个国家的企业，它们中的大多数都具有不同程度的周期性。当然，某些业务比其他业务更具有周期性。所以，当你购买一家公司或投资于一只新股票时，你是否曾经——比如，如果一家公司在经济低迷时期出现亏损，我们就不会购买的。如果它的盈利开始下降，我们就不买了。但如果盈利增长放缓，那么我们就可以考虑看一看并进行投资了。就这个周期因素而言，你们有没有一个具体的临界点？同时，当你购买一家企业时——如果以当前的市盈率衡量，你是否有一个临界点？假设，如果市盈率大于 15、16，我们就不会买这家公司，不管未来收益会增长多少。所以基本上，我的问题是关于成长和价值。

巴菲特：我们必须直接回答你的问题——我们没有临界点。

我们不是用绝对的方式来思考的。再说一次，我们试着去思考灌木丛中有多少只鸟。有时候，显示的数字可能是负数。我们做过的最好的一次收购是在 1976 年，当时我们购买了 GEICO 保险 1/3 的股份，而当时 GEICO 正在亏损，而且注定在不久的将来会亏损很多。而且，它们亏损的事实并没有影响到我们，但我们认为我们看到的未来与当时的情况明显不同。如果一家公司因为某种我们理解的原因正在赔钱，而且我们认为它的未来将会大不相同，那么我们丝毫不会为此而烦恼。同理，如果一家企业在赚钱——我们认为根本就没有 P/E 可以作为临界

值，你可以为赚钱的生意支付非常非常高的市盈率。

我们把所有这些都视为企业。例如，我们在欧洲的公务机公司 NetJets 就在亏损。我们预计在欧洲建立公司会让我们赔钱。这是否意味着，如果你拥有 NetJets 整个公司的 100% 股份是坏事呢？或者如果 NetJets 是一家上市公司，你拥有 3% 的股份，是件坏事呢？不。在某些重要的方面，有各种各样的因素使得未来看起来与现在大为不同。而我们考虑的大多数因素，都与我们预期未来不会发生太大变化的事情有关。

美国运通就是一个很好的例子。当我们在 1964 年买下它的时候，一个叫 Tino DeAngelis 的诈骗犯给它们带来了难以置信的麻烦(Tino 用海水冒充色拉油骗取银行贷款)。这是其中一个因素，在一段时间内，似乎它可以导致公司破产。如果你对 Tino 当年从公司骗取的贷款或与之相关的法律费用进行分析，你的投资将面临重大损失。但问题是，美国运通 10 年或 20 年后会是什么样子？我们对此感觉很好。

所以没有任意的临界值。我们关注的焦点是，从现在到辉煌到来的这段时间内，这项业务能带来多少现金？实际情况是，如果你能够估计 20 年左右，那这个终端结果到底是什么数值，就不那么重要了。不过在你的脑海中，你确实想要一笔现金流，能够在 20 年的时间里，以合适的利率贴现，然后与你现在的支付的价格相比，这个折现值是有意义的。这就是投资的意义所在。查理？

芒格：答案几乎和你所指的完全相反。如果我们能弄明白一门生意——这门生意的前景是美好的、但却被可怕的数字所掩盖，同时这些数字会在别人的头脑中造成临界点——那这门生意对我们来说是非常理想的。

巴菲特：在我们的历史上，有几次这样的机会让我们赚了很多钱。(GEICO，布法罗...)

10、投机一下科技股？如果我们不理解，就不会

股东：我的名字叫盖洛德·汉森，来自加州圣巴巴拉——芒格把他那艘价值数百万美元的大船放在了那里。(笑声)巴菲特先生，我想先用一根湿面条给你和查理鞭十下，不是因为 1999 年，也不是因为你或我们的净资产发生了什么，而是因为你把股东宠坏了，让他们期望从 1965 年开始每年增长 25%。然后是糟糕的 1999 年，它打击了我们所有人。我算了一下，巴菲特先生，您在 1999 年损失了 100 亿美元。所以我想我们对您不必过分推崇。我敢肯定，股东们损失了数千美元。有些人在 1999 年损失了数百万美元。

在 1998 年 11 月读了你的传记之后——不幸的是我之前并不知道你，我在 1998 年 11 月 24 日开始投资伯克希尔。当然，我是个可怜的小投资者，所以我在 2308 美元买了你的 B 股。然后，由于市场下跌，我在 12 月 4 日

2229 美元又买了一些。然后我在 2000 年 1 月 24 日以 1689 美元的价格买了，我相信平均成本法，我已经这样做了大概 30 年了。我很高兴地说，我 1 月份的投资增长了 15%，所以最糟糕的时期可能已经过去了。现在，我读了你的年度报告，我想要称赞你，那是我认为在全世界创造的最简单、最有趣的年度报告。我希望你们继续这样的表现。(掌声)

随着科技、电脑、电子产品和软件改变了我们整个世界，我必须承认，我个人投资了四款科技电脑软件和激进的成长型共同基金，弥补了我 1999 年在伯克希尔上的全部损失。(笑声和掌声)作为股东，我们要求你们努力工作，你们可能只是做点投机——比如只是拿出 10%投资于科技股，这是否太过分了？

我读了你的年报，你说“预测哪些企业会破产、哪些会胜出确实很困难”，对此我表示理解。但难道你们就不能选出一些科技公司吗？(笑声)今年我又在成长类科技股投资上挣了 100%以上的利润。

巴菲特：对我们认为无法理解的企业，我们不会花一分钱。而我们对理解的定义是我们能评估该企业未来 10 年的发展前景。但是，我们很高兴我们这里有一位投资科技股做得很好的人。如果他有名片，你们可以随时跟他一起投资。(笑声)我们会在参展商区给你一个展位。任何想要这样做的人，都可以通过你或者你选择的任何人自由地去做。现在，有很多人说他们能做到。也许他们能，也许他们不能，也许你能分辨出哪些能、哪些不能。

不过，我们知道如何赚钱的唯一方法是尝试和评估企业。如果我们无法评估一家碳钢企业，我们就不会买入。但这并不表明它不是个好企业，也不表明它没有安全边际。这只是说明我们不知道如何去评估它。

各种各样的人会通过多种我们所不明白的方式去挣钱，这是一个自由的世界。但是，希望通过我们投资科技股来挣钱的人会犯一个很大的错误。现在有这么多人说他们知道如何投资科技股，你尽可选择他们，为何非要让查理和我去做这种事呢？

刚才你提到我们损失了一大笔钱，但查理和我并不会因为股价变化而觉得变得更加富有或贫穷。我们的判断是基于企业的价值变化，我们根据企业的价值而非股价来评估我们的财富增长——因为股价对我们来说没有任何意义。股价变动对很多人来讲有很多意义，但对我们来讲没有那么多。

除此之外，想象一下，试图以股票价格出售成千上万的股票。我们总能以公司的价值卖掉公司——但我们不打算这么做，我们不能以一定的价格卖掉我们的股票。所以，我们完全根据对我们的资产价值的评估，来看待我们的净财富。根据上述方法计算，我们的净财富在 1999 年略有增长。股价是涨是跌对我们来说不会有任何差别。

我们把它当作没有任何报价。因为我们不知道股票的走势。如果企业以合理的增长获得更高的价值，随着时间的推移，股票价格也会随之上涨。但这并不一定是周复一周，月复一月，年复一年。1999 年对我们而言是糟糕的一年，但股价并没有以任何完美或接近完美的方式进行调整。

我们也有过好年景，当股票价格被高估的时候。事实上，我们完全根据企业价值的增长情况来评估我们的表现。基本上我们把投资的企业看作是存在市场报价的私人企业，如果使用这个报价方便的话，无论是购买更多的股票还是类似的东西，我们都可以这样做。但**市场报价并不会影响我们对企业价值的看法**。查理？

芒格：通常来说，如果你已拥有了一大笔财富，而**别人找到了另一种你不理解的更迅速的赚钱方式，对此你不应感到痛苦。人的一生中，比被甩在后面但仍拥有巨额财富更坏的事多的是。**（笑声）

巴菲特：你能举几个例子吗？（笑声）不，查理（笑）

我同意你的看法。1970 年代末，尽管每英亩土地的产值没有任何变化，但内布拉斯加州的农场价格可能涨了三倍多。难道我们现在应该为没有一开始就投资农场感到郁闷吗？还有 1950 年代大幅上涨的铀类股票。回顾过去，你会找到很多这类事件，但这没有任何意义。我们不参与这类游戏。请相信我——我们也知道如何制造连锁性投机。这类事情我们已见过很多次了，**我们了解这类游戏，只是这不是我们参与的游戏。**

11、利率汇率很重要，但不会让我们变的富有

股东：早上好，巴菲特先生，芒格先生。我的名字是 Stacy Braverman。我今年 15 岁，来自纽约南塞托克特。昨天很高兴见到你，巴菲特先生。我特别欣赏你对互联网股票的建议。（笑声）两年前我买了 B 股，当时我决定要存点钱上大学。当股价跌破 1500 时，我决定去看看函授的课程。（意指股价跌了）

巴菲特：也许你能获得奖学金呢。（笑声）

股东：所以我很高兴看到现在一切都回到了正轨。我的问题是，很多你投资的公司，比如可口可乐和吉列，似乎在美元疲软、利率下降的时候表现得更好。这似乎与现在的情况相反。那么，考虑到这一评估结果，伯克希尔将如何利用目前的经济状况？

巴菲特：这是个好问题。如果我们认为我们知道美元将会怎样，或者利率将会怎样，我们只会参与那些商品的交易，或者直接参与期货交易——但实际上，我们不会这么做。换句话说，如果我们认为美元会大幅贬值，我们会购买其他货币——现在我们不会有这种想法。如果真的发生这种情况，以美元计算，可口可乐可能会从中受

益，但相比通过间接投资拥有大量国际汇率敞口的公司，直接进行汇率或利率操作的效率要高得多，我们可能会直接交易货币。我们对此并没有思考太多。因为拿货币来说，如果你看一下日元的交易价格，自二战以来，从 360 到最低 70 多？然后又回到 140 多。现在好像是 105。我想表达的意思是，这种变化是巨大的。

但我们更感兴趣的是，是否会有更多的日本人喝可口可乐。随着时间的推移，**我们在预测这一点上比预测日元走势上做得更好**。如果可口可乐能满足越来越多的人对饮料的需要，我们可能会从这些人的购买力中获得合理的百分比，因为他们有权喝可口可乐，或者剃须，或者其他什么东西。所以，随着时间的推移，如果世界的生活水平以一种不规则的方式一点一点地提高，而我们提供了世界想要的东西，我们最终会得到我们的美元份额。

季度与季度之间，或者年与年之间，由于汇率的变动，这种变化的方式对我们来说真的没有任何影响。单季度的盈利报告或许会有所不同，但就可口可乐未来 10 年或 20 年的发展趋势而言，我认为，**将重点放在汇率走势上，而不是产品本身，将是一个巨大的错误**。日本提供了一个很好的例子，因为日元从 360 到 70。虽然这是一个令人难以置信的汇率变动，它甚至会在短期内，甚至会在商业领域产生影响。但长远来看，真正让可口可乐在日本变得强大的是，**日本人在很大程度上接受了它们的产品**。可口可乐建立了一个巨大的优势——例如，自动售货机的存在。实际上，日本市场与世界其他所有市场都有很大的不同，因为很大一部分交易是通过自动售货机产生的。我的印象是，在日本全国超过 200 万台自动贩卖机中，我们可能有大约 90 万台或 100 万台自动贩卖机。所以我们拥有了巨大的优势。这有点像这个国家的广告牌。另外，我们有一个很棒的产品，Georgia Coffee，它在那边**市场份额很大**。这就是我们关注的东西，因为这是我们能理解的。

我们不知道货币在周与周、月与月、年与年之间的走势。我们总是试着去弄清楚什么是已知的，什么是重要的。货币可能很重要，但我们不认为它是可知的。其他的事情并不重要，但却是可知的。但**真正重要的是什么是可知的，什么是重要的**。

可口可乐的一个众所周知且重要的事实是，世界上越来越多的人将消费软饮料，而且年复一年都在这样做，**可口可乐将获得更多市场份额**，相对于它给人们带来的快乐，这种产品非常便宜。可口可乐在 30 年代，当我还是个孩子的时候，我花了 25 美分买了 6 瓶，然后以 5 美分的价格卖出。在可口可乐，一瓶 6.5 盎司的可乐只要 5 美分。现在你可以在超市买到一罐 12 盎司的可乐，每盎司的价格不超过 30 年代的两倍。**多年来，你不会发现有多少产品具有这种价值。这就是我们关注的。**

利率和外汇汇率，虽然在短期内可能很重要，但它们真的不会决定我们是否会随着时间变得富有。实际上，近几年来购买股票的最佳时机，一直是在利率极高的时候。把钱投入短期国债看起来是一件很安全的事情，你可以在 80 年代早期以很高的利率投资国债——实际上利率最高达到了 21.5%。尽管这看起来很吸引人，但这恰恰是错误的做法。在那个时候买股票更好，因为当利率变化时，它们的价值变化更大。查理？

芒格：我们对所有此类宏观事情都有一种刻意的、不可知论。这让我们把注意力集中在企业身上。如果你和我们一样懒，这是一个很好的思考方式。(笑声)

12、10 年后，我们"很可能"拥有 M&T 银行的股票

股东：杰瑞·朱克，加利福尼亚州洛杉矶。早上好，老板。(笑声)注意到今年的年度报告的主要投资，我看到你对两家公司的评论。排名第一的是 M&T Bank，这是该榜单上的一个新名字，但并不完全是一个家喻户晓的名字，至少在西海岸是这样。第二家公司，绝对是一个家喻户晓的名字，但在今年的榜单上却没有出现，那就是华特迪士尼公司。

巴菲特：我们对持有的股份不做太多评论，特别是在买卖方面，但是我们今天请到了 M&T 长期担任 CEO 的鲍勃·威尔默斯。鲍勃，你能站起来吗？他应该在这的某个地方。他在这里。(掌声)

鲍勃是一个了不起的商人，一个了不起的银行家，一个了不起的公民。我认识他很久了。是我们布法罗新闻报斯坦·利普西的好朋友。鲍勃经营着一家让查理和我睡得很舒服的银行。

有人曾经说过，**银行比银行家还多，这是一个值得思考的问题**。但是，相信我，鲍勃是个银行家，他为布法罗市做了很多事情。**他拥有很多股份**，在很大程度上，**他是用自己的钱买的**，而不是股票期权。他拥有美国最大的 100 家银行之一的所有权。这对我们来说是一个非常有吸引力的行业，我们对此非常满意。10 年后，鲍勃还会在这里，我希望我还在这里。我们可能会拥有 M&T 银行。

迪士尼公司，**我们的股份低于我们应该报告的临界值**，不过我们拥有它的一部分。我们认为迪士尼是一个很棒的公司。迈克尔·艾斯纳在这方面做得很好。

正如我们在年度报告中所写的那样，随着股市总体上开始变得越来越高估，我们已小幅削减了股票仓位。我们认为，未来 10-15 年，股票的总体回报率不会非常令人兴奋，因此我们更多希望收购企业。我们去年买了一些。我们上周在保险领域宣布了一个收购计划。我们还得到了另一个小的收购，我们已经与某人达成了协议。这

些都是非常小的。但如果是这个规模的 10 倍或 20 倍，我们会很高兴的。随着时间的推移，**相对于直接投资有价证券，你会看到更多收购的案例。**查理？

芒格：对，关于股票，我认为《财富》杂志的那篇巴菲特的文章绝对是所有人的必读之物——我们今年发给伯克希尔股东了。事实上，读两三遍是一件好事。那篇文章的想法听起来很简单，人们有他们必须理解的理论。但我认为世界比这更复杂。我认为，就人们投资股票所获得的回报而言，我们最终会降低预期。

我认为如果你对生活有非常不合理的期望，生活会变得更加悲惨。把你的期望控制在合理范围内要好得多。**把期望降低到一个合理的水平要比取得超人的成就容易得多。**

巴菲特：这就是为什么当我的孩子们听到我要给他们每人 300 美元的时候，他们几乎要发狂了。(笑声)

13、我们"永远不会有传统的股息政策"

股东：我叫蒙特·莱夫霍尔兹，来自内布拉斯加州的奥马哈。我有两个问题。伯克希尔对派息的理念是什么？在未来什么情况下伯克希尔会派息？

巴菲特：这个问题问得好。我们在 1969 年支付了红利，查理？每股 10 美分。我不记得了，但它在记录里有写。我们很可能支付非常高的股息，或者根本不支付股息。因为我们的想法是，我们是否能够以一种回报率再次使用资金——在某种程度上，即我们留存的每一美元创造超过一美元的市场价值。显然，如果我们保留的一美元，而按现值计算，它的价值超过了一美元，那么用它分红是愚蠢的。

跟税收无关。假设这是一个免税的社会。到目前为止，我们的股息政策也是完全一样的，不管对股息、资本利得或其他任何东西征税，或者我们是否完全免税。因为我们保留了钱，到目前为止，我们觉得如果我们保留一美元，用它来购买其他企业，或者不管它是什么，它在现值基础上将变得比一美元更值钱，当我们看四年后，它的折现价值会远高于一美元。

但任何类似的决定都是主观的。随着时间的推移，你会得到一个客观的测试，看我们是否达到了这个目标：我们是否真的创造了比留存收益更多的价值，我们是否创造了额外的价值。如果这种情况发生变化，那么我们就把钱还给股东。这可以通过回购，也可以通过分红，但我们没有理由把价值 90 美分的一美元留在公司里。

有些公司这样做了，但他们并不是故意这样做的。他们可能有更高的抱负，但他们没有实现。我认为，我们会相当客观地试图弄清楚，通过保留收益，我们究竟是在创造价值，还是在破坏价值。

我们永远不会有传统的股息政策。我的意思是，把你收入的 20%，或者 10%，或者 30% 固定用于分红的想法让我们觉得很荒唐。你可能会让你自己处于这样一个境地，你不得不这样做是因为，你在人们的脑海中建立了这些期望，但这是没有任何逻辑可言的。

逻辑是很简单的。如果你用留存的 1 美元创造了超过 1 美元的价值，你为什么要把它支付出去呢？这是一个非常简单的股利哲学，在过去的年度报告中，我们已经解释过它的逻辑。就其原则而言，我没有看到任何改变。但很明显，我们不会每周都做一个情况评估，去评估我们是否能在那一周或者那一个月以更高的回报率投资我们的资金。但从对未来几年的合理预期来看，我们是否认为可以将留存收益用于更有利的用途，这是我们的衡量标准。查理？

芒格：沃伦所说的合乎逻辑的股息政策有意思的地方在于，如果你去美国所有顶尖的商学院，所有顶尖的经济学系，所有的公司金融学教授——这不是他们教授这门课的方式。换句话说，我们基本上是在说我们是对的，而其他学术界人士都是错的。(笑声)

巴菲特：我们喜欢这样做。(笑声)

14、我们从不出售企业，也很少出售股票

股东：我是来自香港的 Mark Chere。巴菲特先生，我想问你几个问题。第一个问题是伯克希尔拥有多少家保险公司？

巴菲特：让我先来回答这个问题，然后你接着问第二个问题。我们拥有大量的保险公司，因为在很多情况下，一个特定的战略或一个特定的业务是通过多个公司进行的。我们前几天宣布收购的公司其实是一家企业，但它有三家公司。但如果我们有 20 家保险公司或其他公司，我也不会感到惊讶。也许 25-30 家，谁知道呢？我们有 9-10 个基本的保险业务由一个特定的管理者负责，但是有很多州适用于保险公司的法律是有不同的法规。为了实现一个运营目标，在一个管理者下运营多个公司通常是有利的。业务最大的三家是通用再保险和 GEICO 保险，以及阿吉特·贾恩运营的国民保险公司再保险业务。然后我们还有一个由五家不同的公司组成的传统保险团队，他们都是很不错的企业，但规模没有我提到的三家那么大。请继续你第二个问题。

股东：谢谢。我的主要问题是关于你的买卖标准。你已经写了很多，关于你在购买一家公司时使用的标准，不管是全部收购还是部分购买，其他人也写了很多。但就我所知，你几乎没有写过任何关于出售你已经购买过的

公司的标准。我想知道你能不能概括一下，你今天出售一家公司时可能用到的标准？最简单的说法是：你是否同意菲利普·费雪的观点，他说出售一家公司或者是出售一只股票有两个理由？

第一个理由是，当你发现自己在分析中犯了一个错误，公司并不是你想的那样。

第二个是当公司内部发生了变化，管理层发生了变化，等等，以至于它不再符合你最初的标准。

这些是你应用的原则吗？还是你会说有不同的原则？谢谢你！

巴菲特：我很高兴你提到了菲利普·费雪，因为他有一个了不起的头脑，也是一个非常了不起的投资者。他现在可能已经 90 多岁了，但是他在 60 年代早期写的几本书都是经典著作。我建议在座的每一位对投资感兴趣的人，都应该读一读这两本 60 年代初的书。他是个好人。40 年前，我去了他在旧金山的办公室，一个很小的办公室。他还很热心地花时间来接待我。我是他的超级崇拜者。

根据基本规则，我们在出售自己控制的企业时所使用的标准，在年度报告中已经得到了明确表述。因此，就我们所拥有的企业而言，自 1983 年以来，我们每年都制定同样的基本规则。事实上，在那之前的几十年里，我们一直在想这些。我们有一个你们应该明白的怪癖，我们希望我们的股东明白，如果我们现在拥有的业务，即使我们得到的报价远高于它的经济价值，我们也没有兴趣出售它。

你知道吗，我们不会仅仅因为我们得到了一个昂贵的价格，就断绝我们和已经收购企业之间的关系，尽管我们有时也有机会这样做。实际上，我们这样做可能对我们收购企业时有帮助。因为过去几周我承诺收购的两家公司，都非常关心自己是否找到了一个永久的家。通常那些用心经营了 30 年、40 年或 50 年的人关心这个问题。而华尔街很多人并不关心这个。

这是我们在购买企业时要考虑的因素之一。我们看着企业主，问他："你喜欢你的生意吗？"实际上，我们常常问自己："他是喜欢这里的生意，还是喜欢这里的钱？"喜欢钱没有错。事实上，如果他们大多数人不喜欢钱，我们会失望。但**就首要的是爱钱还是爱生意而言，这对我们来说很重要。**

当我们找到一个即热爱他们的生意也喜欢钱，但更热爱他们的生意的人的时候，我们对他们来说是一个非常理想的家，因为我们是他们唯一能打交道的人。我们的规模庞大，并且我们可以承诺他们，伯克希尔将永远参与到他们的生意中去，并且能够兑现这个承诺。我告诉卖家，唯一能欺骗他们的人就是我。但在伯克希尔里，永远不会有顾问走进来说，"我认为你最好这样做。"在伯克希尔，你永远不需要对华尔街进行回应："为什么你不这么做那样做？你应该进行拆分....."这些都不会发生。我们可以百分百确定地告诉他们，如果他们决定加入伯克希

尔，在很长一段时间里，那这个决定将是他们公司的最终决定。除非基本规则中所描述的这两种极其不寻常的条件出现，否则我们不会出售经营业务，即使有人可能会给我们报出远远超出其合理价值的价格。

关于股票的问题是，我们不太赞同菲利普·费雪的卖出观点，但我们非常接近。我们喜欢在那些我们认为企业很稳固、有经济优势的公司里买股票，这样我们就可以永远和它们在一起了。

但是今天早些时候你已经听到我谈论报纸业务。我想，在 20-25 年前，在一个单一报业的城镇，查理和我可能认为日报是你找到的最可靠的投资。我们可能会认为一个与电视有关的电视台是你找到的最可靠的。它们非常坚固。在过去的 20-25 年里，事态的发展在一定程度上改变了这一状况，甚至在很大程度上改变了这一状况。所以，我们偶尔会重新评估 10 年前和 10 年后的经济特征，我们可能会得出不同的结论。

在我投资的前 20 年或者更长的时间里，我的卖出决定几乎总是基于这样一个事实：我找到了另一种我渴望购买的东西。我的意思是，我在 45 年前以 3 倍的 PE 卖出股票，然后以 2 倍的 PE 买入股票，因为我总是缺钱。现在，我没有主意了。(笑声)我有很多钱但是没有好想法，而且我不确定哪一个更好。你觉得呢，查理？(笑声)

芒格：我认为，当你有 50 年的时间还有更少的钱的时候，你的生活要好得多。(笑声)

巴菲特：查理，我仍然认为我还有 50 年的时间。(笑声)你想再详细谈谈出售股票的标准吗？

芒格：我们几乎从不出售一项经营性业务。当它发生时，通常是因为我们遇到了一些无法解决的麻烦。

15、很多公司的薪酬计划就像一位农场主把一群老鼠放进粮仓一样

股东：你好，我是来自马里兰州切维蔡斯的马丁·维甘。即使您对自己的资本配置得分只打了"D"，但我代表股东，基于你会计上的诚实、长期投资的视角以及举办年度会议，很乐意给您打个"A"。

巴菲特：谢谢。(掌声)我和马丁的父亲一起上学。很高兴在这里见到你。

股东：谢谢。下面是我的问题。通用再保险公司的竞争对手们是否给予了其管理层和雇员一个合理的激励方案，还是说他们采用了与通用再保险公司类似的方案？这是否是它的一个可持续竞争优势呢？

巴菲特：我认为我们有合理的薪酬计划——我们的目标当然是这个，我们不关心惯例是什么。随着时间的推移，我们将选择那些自己是理性的人，他们对自己在理性激励的计划下展示自己的能力有信心，并且他们真的喜欢在那种环境中工作。

谁不想得到免费的彩票呢？如果有人愿意在午餐休息时间买一些彩票免费送给我，我会欣然接受的。但我不

认为这与我在伯克希尔公司的未来经营表现有任何关系。所以，我们尽力制定出合理的薪酬方案。顺带一提的是，我们与我们的管理层在制定薪酬激励时从未遇到过什么问题。在我刚刚提到已经同意买入的两家公司中，我们将制定合理的薪酬方案，这与他们过去的做法会有所不同。尽管在我看来差异并不太大。

我认为，在 GEICO 保险公司采取一种比过去更加合理的薪酬方案，将成为一个巨大的优势，这种优势只会使得公司更加强大。在 GEICO 保险这么大的公司里，你不可能与所有人直接进行交流。然而，所制定的薪酬方案却起到了这种效果。这向他们表明我们认为衡量生产力和绩效的合理方式是什么。随着时间的推移，成千上万的人认同了这种理念。这是推动他们达成我们目标的最佳方式。

另一方面，如果把股票市场将如何变化作为你的批判标准，我认为，人们会本能地认为他们得到的是彩票。过去三四个月你们在科技股上已看到这种情形。你会发现，在股价低迷时发行的大量各类期权并未被重新定价，因为他们并不想承担会计后果。这些人基本上都知道他们得到了彩票。而且，你知道，市场对科技股的态度决定了它们的股价走势，而不是它们自己的业绩。想象一下，有些人在伯克希尔很小的岗位上工作得非常卖力，却想着由巨大的市场市值来决定他们的回报，这非常荒谬。

但 GEICO 保险的员工，他们的努力很可能会影响到我们获得的保单持有人的数量或保单持有人的满意度。如果我们能在此基础上找到合理的支付他们薪酬的方式，那我们就能与他们的工作步调更加一致。他们知道这样更有意义。所以，我希望我们的竞争同行们在薪酬方面做出各种荒唐的事情。他们做得越荒唐，我们的日子会过得越好。我们在留住管理层方面做得非常成功，在此方面，我想美国找不出比伯克希尔公司更幸运的同样规模的公司。部分的原因在于我们有合理的薪酬方案，部分的原因也在于我们管理层所做的杰出工作。我们拥有世界上最佳的团队。查理？

芒格：我们与现实世界的很多惯例很不合拍。当我读很多公司的年报时，经常被一些公司的很多做法所激怒，而伯克希尔公司的年报中不存在这种情况。不少公司不计任何成本和贡献就承诺给雇员在 60 岁以后享有永久的免费医疗，或是承诺一对年轻夫妇在其中一个死亡后给予另一个永久的免费医疗——我想不出有任何关心股东利益的人能够作出这样的承诺。在薪酬方面，传统的公司行为有很多疯狂之处。但是，如果习惯决定了什么是理智的，什么是疯狂的，我们就是怪人。我的意思是，我们是不寻常的例子。

巴菲特：我认为这是非常潜意识的。但有时最高层的人，想要得到一大笔钱的欲望会通过组织被金字塔化。

如果他们将要基于彩票的表现获取回报，他们觉得应该给予每个人彩票，尽管是采取逐级递减的给予方式。他们确实这么做了，而这得到了普遍的认可。他们雇用的薪酬顾问就会说，“其他公司的人拿到了更多的彩票，所以我们应该增加一些。”但高级管理层所发生的事会令人难以置信。如果一个 CEO 对他的公司说，“为了在这里工作，我想在未来 10 年内得到价值 3 亿美元的标普指数期货期权。”人们会觉得非常难以容忍，他们会说，“那有什么办法呢？”在实际中，如果他们得到的是公司股票的期权，而期权价值在未来 10 年只是由于标普指数上涨而上涨，他们认为这是非常容易接受的。

目前关于薪酬的巨大差异出现很多争论，在我看来，现在困扰美国公司 CEO 的主要差异是富人与超级富人之间的差异，嫉妒似乎不断推动着公司采用很多期权计划。薪酬实际已失去控制，但这种状况不会发生什么变化。事实上，公司的 CEO 拥有控制权。我清楚地知道在薪酬委员会任职的人的处境，而我自己也在薪酬委员会担任过委员.....实际上，你不要指望能改变什么。

芒格：现代公司的很多薪酬计划所起的作用，就像一位农场主把一群老鼠放进粮仓一样。

16、我们忽略我们投资的股票的账面价值

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。我的名字是拉姆·塔莱卡，来自德克萨斯州的糖地。自 1987 年以来，我一直是伯克希尔的股东，一直在为搞明白公司真正的内在价值而奋斗。我们已经看到，随着时间的推移，账面价值的变化是伯克希尔内在价值变化的一个重要指标。而从绝对值上说，你已经说过很多次了，内在价值远远超过账面价值。在计算伯克希尔的账面价值时，我们的部分持股企业，如可口可乐和吉列，是按市值计算的。账面价值的这一部分会随着市场情绪的变化而波动，这种波动常常是非理性的。你认为，使用透视收益的计算方法来计算透视账面价值，就像你用来计算透视收益一样，是跟踪内在价值变化的一种更好的方法吗？事实上，去年 8 月我曾给您写过一封信，我很高兴收到您的回信，您亲自告诉我这种方法是有意义的。

我的问题是，这种方法真的能让你更好地衡量伯克希尔的内在价值吗？如果是这样的话，你会考虑将它发表在年度报告中吗？谢谢你！

巴菲特：谢谢你的问题。我想说——我不知道你写信给我的时候怎么说的，我回信的时候怎么说的，但是，透视账面价值实际上没有多大意义。

最好的企业、真正了不起的企业，其实并不需要账面价值。我们想要收购的企业，是那种将会产生越来越多

的现金，而不需要保留现金再投资的企业——现金的积累会随着时间的推移而增加账面价值。

不可否认的是，在任何时候，有价证券的价格都不能很好地反映其内在价值。不过，它们在显示内在价值方面要比这些公司的账面价值好得多。伯克希尔的内在价值，在某种程度上通过账面价值得到了更好的反映，但它仍然不是一个很好的指标。但在方向和趋势上，随着时间的推移，账面价值在某种程度上是有效的，但账面价值并不能替代内在价值。

在我们这个例子中，当我们开始接手伯克希尔的时候，公司的内在价值低于账面价值。我们公司在 1965 年初还没有达到账面价值。因为你不可能以账面上的价格出售资产。并且没有人能够计算出未来的现金流，来估算这些资产的账面价值。现在，我们拥有的企业确实比账面价值值钱得多。这是逐渐发生的。这很明显，有好几年我们的内在价值增长超过了我们的账面价值，才有了今天的成就。

对伯克希尔来说，账面价值是个不错的起点，但它离终点还很远。它也不是任何公司的起点——无论是华盛顿邮报、可口可乐还是吉列。账面价值是我们会忽略的一个因素。我们关注的是一家公司在投资资产上能赚多少钱，以及它在增量投资资产上能赚多少钱。但是账面价值，我们不去想。查理？

芒格：我认为这显然是正确的。（笑声）

17、市场把股东的无知转化为货币的能力到了史无前例的地步

股东：你好，先生。我叫丹·希恩。我来自加拿大多伦多。首先，我想感谢你们让我度过这个周末。对我来说，这变得越来越重要，因为越来越难找到一个关于股市的理性讨论。我想本周末的交流对我们绝大多数人来说如沐春风。我经常提到的一个人是本杰明·格雷厄姆。现在我所担忧的是他所提到的 1929 年及 1930 年代早期的情景，在那种环境下安全边际不复存在。我想知道你们认为未来几年市场将会如何演变，以及你们对目前所作的投资决定有多大程度的忧虑？

巴菲特：我们通常认为，在市场上可以看到任何事情。随着时间的推进，你在市场上会看到历史上发生的一切。过去我们看到不少一文不值的公司，在市场上以几十亿美元的价格交易。有时，我们也看到不少由有才能的人管理的公司以其内在价值的 20-25% 的折扣在市场上交易。所以，我们已经在市场上看到过，今后也将继续会看到所发生的一切。随着时间的推进，市场会不断出现荒唐的事情。这就是市场的本质。诀窍在于，有时你必须利用市场上出现的某些荒唐事件，且你不能被某些荒唐事件所吞噬。

因为疯狂的人们会在一段时间内自己创造真相，而你必须明白，这种真相会让人们感到愉快——这也是它们发生的原因。如果你在市场上呆了足够长的时间，你会看到所发生的一切事情。

在目前的市场中，我们看不到有价值大幅低估的情况。也许这种投机狂热只发生在市场的某个特定领域，但我们并没有在其他领域看到一些难以置信的低估。市场发生的一切可能会导致今后几年出现价值低估——或者可能不会，坦率地说我也不知道。目前市场上有大量的资金追逐于其中，以至于即使出现价值低估的公司，可能也会被以收购的方式将其价格迅速矫正。

我们偏好寻找以其内在价值的一半折扣交易的企业。但目前找不到。不过，我们倒是看到许多公司以高得离谱的估值水平在交易。过去我们也经历过这样的时期，我们感觉几乎所有的公司都以极其低估的价格被抛售。而目前市场走向另一个极端，绝大部分时间里，市场会处于这两个极端的中间区域。然而，市场会不时地趋向某个极端。如果我们能找到许多大小适中、以其内在价值一半价格交易的公司，我们会喜不自禁。但我们现在找不到这样的机会。对吧，查理？

芒格：我认为目前市场处于一个非同寻常的时期。很难想象，居民住宅和股票价格在短时期内增长如此之快，市场上充斥着大量的热钱。很难想象历史上还有这样的时期。

巴菲特：更令人惊奇的是.....不少企业在市场上能以几十亿美元的价格交易(我们今年看到不少这类企业)，而企业本身可能无法从外面借到 1 亿美元的资金。由于这些企业是公开上市的，所以它们的所有者可凭借其薄薄的股票就从市场上融到几十亿美元——因为这类企业拥有很高的估值。如果是私人企业，这类企业可能筹不到其目前融资额的 5%。这类情形过去也出现过，但目前的程度达到了历史上的极端——可能包括 1920 年代末。目前市场与那时相比并非完全相同，但极端程度是一致的。查理？

芒格：我想，目前可能是现代资本主义体系下曾经出现过的最极端的情形。在我一生中，我认为 1930 年代出现了英语国家 600 年来最严重的萧条。现在我们看到了现代资本主义所能创造的另一面。这与 1930 年代一样极端，只是方向不同——失业率为零、投机盛行等等。这也是个令人惊奇的时期。

巴菲特：预测未来的结局并不容易。然而这倒提醒我们一定要回避某些东西。毫无疑问，在去年，那种把股东的无知转化为货币的能力到了史无前例的地步，这并不意味着投资机会。你同意这点吗，查理？(他点了点头)

18、产业变迁我们无能为力

股东：早上好，先生们。我是戴维·温特斯(David Winters)，来自新泽西州的山区湖泊。很感激能在周六参加 2000 年伯克希尔盛典，特别是我们这些周一准备跳着踢踏舞去上班的人。(巴菲特笑)你知道，在过去的 30 年左右，伯克希尔一直是保险业务的重要参与者。随着通用再保险的收购和 GEICO 范围的扩大，公司已经转变为一个主流的保险公司。随着时间的推移，这种转变将如何带来增长和低成本？我想问的是，如何避免沦为平凡？

接下来是在未来 10 年里，伯克希尔的报纸是否有能力成功转型到新的互联网世界，尤其是《华盛顿邮报》的独特内容？谢谢你！

巴菲特：这两个问题都很好。我先回答你的第二个问题。如果你从全国排名前 50 的报纸中进行转型的话，那我认为布法罗新闻也会做得很好。而前 50 名的表现如何确实是一个悬而未决的问题。但是，在我看来，**行业因素会压倒任何具体的战略。因为任何策略在网上拷贝太容易了。这是互联网的问题之一。**这也是资本主义的问题之一。我想说的是，如果你开了一家很成功的餐厅，会有人来调查清楚你的菜单是什么，以及关于经营餐厅的所有事情。然后他们会尝试在一个更好的地点，或以一个更低的价格复制……这就是资本主义的本质，而这对消费者来说非常棒。互联网强化了这一过程。它给了世界上每个人一个小房子。在互联网里，这里没有黄金地段。它真的在很大程度上改变了世界。

如果你在 1920 年代在奥马哈的第 16 街和法纳姆街和伍尔沃斯街——那是有轨电车交汇的地方——城里没有比那儿地段更好更好的房地产了。我不确定现在的名义美元价值是否和 1920 年代一样高。顺便说一句，当时这种优势看起来会是永久性的。毕竟，谁会去破坏有轨电车轨道呢？

而现在，轨道已经没那么重要了。互联网带来的经济资源的流动，真的很不可思议。报业将尝试并找出如何在新媒体中成为一个非常重要的信息源。它可能在一定程度上解决了这个问题，但经济状况仍然很糟糕。从历史上看，报纸产业结构是这样运作的：**一旦你进入了大多数家庭，那即使其他人就能拿出更好的纸，但这也不会对你造成不利。**当你有这样的产业优势时，即使把你的白痴侄子放进去，他也会做得很好。除非这种不同的媒介出现，否则什么事也不会发生改变。

现在你可以加入一个天才，而这是否会造成任何不同是一个没有答案的问题。我认为这是很值得怀疑的。如果你有一份报纸，那你就能够做到你能想到的所有事情——幸运的是，**你可以获取所有其他人能想到的事情，因为你可以快速复制它们。**它可能在产品方面起作用也可能不在产品方面起作用。它可能在产品方面起作用，而在经

济方面仍然不是很好。老实说，我不知道这个问题的答案。

不过，我们会全力以赴——比如在布法罗新闻竭尽全力。我不认为其他人会得到比我们更好的结果。我不知道其他人的结果将是什么，以及它将如何工作。置身事外、对正在发生的事情视而不见，这将是疯狂的。因此，当这一切结束时，我们将尽最大努力实现良好的经济状况。但在我看来，现在还没人知道事情会如何发展。

关于我们的保险业务是否会沦为平凡的问题——在保险行业，沦为平均水平是不好的。随着时间的推移，保险业的平均水平会变得很糟糕。从很多方面来看，保险行业和普通商品差不多。如果你只是平均水平，那你的生意会很糟糕。你可能一瘸一拐地走下去，因为在这个行业里会一直有很多资本进入，保险行业本身不是一个好行业。但我认为，在 GEICO 和通用再保险以及我们其他的保险业务中——我们没有平均水平的保险业务，而且这个行业的发展方式并没有强迫我们或者引导我们去做普通的业务。

我认为，我们给各位带来的是一些很特别的保险业务，远比平均水平要好很多。在某些时期我们的保险业务会比其他时期贡献得更多，并且 GEICO 保险、通用再保险或国民保险的再保险业务中也会有所不同。但在我看来，这些都远不止行业的平均水平。根据一般的定义，平均水平是不够好的。而另外一个问题是，平均水平并不会消失。所以在某种程度上，这是一种锚定效应，即使是熟练的操作员也能做到这一点。我认为随着时间的推移，保险对我们来说将是一项非常好的业务。查理？

芒格：是的。每隔一段时间，我们就会有一桩生意濒临破产。比如印花业务，现在已经从它的峰值下跌了 99.75%，而我们除了把所有的钱拧出来再乘以 100 外，什么也做不了。(笑声)

巴菲特：实际上，在 1960 年代末，我们每年在印花业务上大约赚了 1.2 亿美元，在我们这个领域的主导地位远远超过全国的 S&H。通过巧妙的管理，查理和我对细节的持续关注，我们已经把公司的年营业额从 1.2 亿降到了 30 万左右？

芒格：实际比这少多了。(笑声)

巴菲特：我们本想把销售图表放在这里，然后把它倒过来给你看，但是效果不太好。

芒格：我认为这是事物的本质，一些企业会消亡。在某些情况下，你不应该与之斗争。在某些情况下，没有合乎逻辑的答案，除了把钱拧出来，然后投去别的地方。

巴菲特：是的，这对管理层来说也很困难。事实上，他们几乎从未正视过这个问题。这是非常非常罕见的。

但这是合乎逻辑的。在私人企业中，你可以理解人们为什么要面对它。在一家上市公司，如果你采用经理的等式，他或她忽略这个事实要比接受它要好得多。

19、竞争优势比短期利润更重要

股东：我叫马克·拉比诺夫，来自澳大利亚墨尔本。你已经强调了围绕企业的护城河或可持续竞争优势的重要性。我的问题是关于这方面的。哈佛大学教授迈克尔·波特对此做了详细的研究。你觉得他的工作有用吗？你能推荐其他的信息来源吗？

巴菲特：我从未真正读过波特教授的著作，尽管我看过很多媒体对他的报道，也知道我们是以类似的方式来看待企业的。所以我无法向你推荐特定的某本书或其他研究，但我估计他写的东西对投资者而言会非常有用。而且我最近刚看到一些对他的评论，他提出的**可持续竞争优势才是一个企业的核心**——我能告诉你们的是，这正是我们所认为的。如果你每年评估一家企业，你想问自己的第一个问题应该是：**企业的竞争优势是否更加强大、更具有持续性，这比某个特定年份企业的盈亏情况重要得多**。所以我建议你们要多读你们认为有用的东西。

实际上，评估企业最好的方法，是**去研究已经成功的企业家，并问问自己他们是如何成功的、为什么成功的**。剃须刀是个利润很高的产品，而且未来 100 年内对它的需求不会有任何减少。**为何这个行业没有新的进入者呢？那些剃须刀企业有什么样的护城河？**

如果你的企业很挣钱，通常很多人会想进入这个行业。如果你在镇上有一家服装店并经营得不错，有人会在你的隔壁开另一家服装店。剃须刀行业是个全球性的行业，未来的需求没有任何问题，但**人们并没加入新的竞争**。所以我们也喜欢以这种方式问自己。

为何州立农业保险公司 State Farm 面对拥有众多代理和雄厚资本的许多竞争对手，仍能取得巨大的成功？乔治·迈哈尔只是伊利诺斯州的一位退休农场主，在他 40 多岁时创立了该公司，挑战了资本主义的戒律。这个公司没有发行股票，更没有股票期权，没有巨额回报，有点像半社会主义企业。他的成就之一是从那些早已创业的竞争对手那里夺取了 25% 的市场份额。

我们相信你们应该研究这种成功企业。你们也应该研究内布拉斯加家具商场这种企业——B 夫人拿出 500 美元创业，使之成为全世界最大的家具商城。这类企业有其成功之道，**什么因素促使他们如此成功以及形成强大的竞争优势呢？这才是投资的关键**。如果你能发现成功的关键——特别在其他人没有发现时——你就发现了金矿。

我们关注的焦点就在于此。查理？

芒格：是的，**每一家企业都试图把今年的成功转化为明年更大的成功。从今年开始，他们在各个方面都充分利用了自己的优势，试图让明年变得更好。**微软就是这么做的，年复一年，年复一年，它碰巧大获全胜。而且很难看出为什么微软是有罪的——至少对我来说，因为他们一直在努力改进产品，使明年的业务地位比去年更稳固。(掌声)如果这是一种罪过，我希望伯克希尔的每个子公司都是罪人。(笑声)

巴菲特：是的，是的，是的。我们承认自己有罪。(笑声)这个时候，我们来个小插曲。这条影片展现了伯克希尔重要管理人员日常的样子。这是新西的芭比娃娃。从未对外展示过，它将在参展商会场的低楼层那儿。信不信由你，我们又想出了三个像这位年轻女士一样的人。她们会在那里接受你的命令。不过我们现在不能发货，因此我们不会收你的信用卡费用，直到它们可以发货，我想大概是在 9 月左右吧。但是我们希望我们的股东是第一个尝试这个新产品的人。不过模特可不包括在内。(笑声)

* * * 下午场 * * *

1、大多数公司隐藏股票期权的真实成本

股东：我叫 Steve Check。我来自加利福尼亚的科斯塔梅萨。我在评估公司已采用您的建议，将公司所报告的盈利扣除股票期权的回报成本。当我阅读公司年报时，通常会发现公司采用 Black-Scholes 模型估计期权成本。但不同公司采用 Black-Scholes 模型所作的假设非常不同，这些假设包括无风险利率、预期的期权期限(即使期权已标明有明确期限)以及预期波动性。这让我很困惑。计算期权成本的最佳方法是什么？您认为 Black-Scholes 模型是适当的吗？如果是的话，我们该如何设定那些假设条件呢？

还有一个小问题：当一些公司，比如上周的微软，这类公司遇上股价低时会重新发行大量的股票期权，我们如何估算它的未来盈利呢？

巴菲特：根据我个人的经验，我能告诉你的一点是，**公司总是试图用最小的金额来估算期权成本**——即使期权成本并不影响利润表。所以他们喜欢把期权的期限大大缩短，即使期权的实际期限在 10 年以上。我想，最适当的方法，是对公司将会发行的平均期权数量进行一个较为合理的估计。通常来说，如果你想得到较精确的估计，

应该计算公司在公开市场出售期权所能卖的金额——因为这是公司把期权卖给雇员而非在公开市场出售的机会成本。你通常会发现，期权成本显然取决于股息率、波动性等等因素，但如果你在公司发行期权时将公司市值的 1/3 作为执行价格，那就是发行期权的可预期成本。我们倾向于将该预期成本与实际成本进行比较。这是我们如何分析期权的方法。

如果我们每年在伯克希尔公司价值 1 亿美元的股票上发行期权，在我们这种情况下，如果没有股息，发行这些期权每年至少要花费 3500 万美元。我们回想，如果我们给别人 3500 万现金，作为某种结果导向的成绩的补偿，虽然这样做有点扯。当然，这并不是绝大多数管理层计算期权成本所采用的方法，但至少这是我的经验。我们会想，我们可以把这 3500 万美元用在一个更以股东为导向的方式上，在这种方式下，富有生产力的员工肯定会得到良好的结果，而不是由变化莫测的股价决定。

我想你会看到很多期权重新定价。每个人都说不重新定价他们的期权，直到他们真的这样做了。有意思的是，可看看 Consecro 公司(美国一家保险公司)是否愿意让其管理层破产，这将很有趣。这些管理层拿贷款购买公司股票并让公司对贷款提供担保，该公司最初说他们会履行这些贷款，看看他们是否会这么做。在大多数情况下，我想说他们不会这么做，尽管我不知道 Consecro 公司会怎么做。

关于管理层期权的一个常见说法是：如果情况对管理层有利，他们就会执行这些期权；如果不利，他们会采取其他的回报方式。而在最早批准期权激励时并没有这么清楚地说明。查理，你有什么要补充的吗？

芒格：相比较我来说，沃伦的批评态度显得有些保守。(笑声)

巴菲特：我们要把葡萄干排除在这个特别的分析之外(笑声)。我们不如来看下一个问题。顺便一提，我们认为，如果一家公司要在未来 10 年的时间内给出相当于公司股份 10-15%的期权，那这就相当于买入一栋房子、同时让卖房者享有未来 10-15%的上涨收益。或者就像买了一块油田，给了某人 10-15%的免息优惠。它改变了这个财产的价值。毫无疑问。你可以试试这样去出售房子，"我想保留 15%的未来收益"，并问问买家是否愿意支付同样的价格。

在给予期权时，公司的价值就减少了。尽管有些公司采取的是每隔三五年大量发行一次期权，绝大多数公司采用的做法是每年发行相当部分比例的期权。你可以很容易地计算出期权的成本。他们不希望股东知道期权是有成本的。这就是为何他们在国会面前反驳，阻止会计准则要求真实反映期权的成本的原因。伽利略在许多年前遇

上同样的处境，但最终他赢了。所以我们会的(笑)。

2、穆迪的护城河是个"狠角色"

股东：我是来自新泽西查塔姆的丹尼斯·让·雅克。首先，我个人要感谢您在百忙之中抽出时间定期走访全国各地的 MBA 学生。事实上，我认为你多年前访问哈佛商学院是我个人理性的觉醒。我的问题是关于 D&B 邓白氏的 (Dun&Bradstreet，世界著名的商业信息服务机构)。许多学者认为，决定一家企业可持续竞争优势的两大因素，是**新进入者的威胁**以及互联网等技术进步带来的**替代威胁**。我的问题是，穆迪公司及其母公司邓白氏集团的护城河有多深？

巴菲特：关于我们的可能交易的投资，我们不想讲得太多。我觉得穆迪公司的护城河要比其运营母公司要更宽、更深、更有效，即相比其母公司，**穆迪公司是一家更强大的特许权公司**。这并不是说母公司不能成为一家更好的企业，在某些情况下母公司可能会有更大的提升空间。但如果你认真考虑可能会遭遇的不利情况，我想你会认为**穆迪是比其母公司更具特许权价值的公司**。查理？

芒格：我非常同意。穆迪公司有点像哈佛——后者是**一个能不断自我强化的组织**。(笑声)我想，即使现在对哈佛有什么不当管理，它仍能做得很好。

巴菲特：如果你将哈佛商学院的年入学费用降低 1 万美元，市场对它的需求很可能会减少。这完全与直觉相反。**因为哈佛商学院的名声不仅能自我强化，而且也使得每年收取高昂的费用成为一种必须。**

所以你尽可把从经济学基本知识中学到的供给需求曲线抛在一边。我上商学院的时候经常会有一点乐趣。因为我问他们，好生意的定义是什么，然后我们就开始讨论这些东西。我会告诉他们我所见过的最佳企业是哈佛商学院或者斯坦福商学院。**因为商学院收取的价格越高，想进商学院的人会越多，学生们会认为商学院更加物有所值。商学院具有不可思议的优势。**(笑声)

我非常感谢你对我的评价。你知道，我很幸运有一个非常非常好的老师，那就是在哥伦比亚大学的本·格雷厄姆。他不需要每周固定去一次哥伦比亚大学，他往往只是在周四下午，跟我们一群人讲话。所以，我真的觉得，我很享受这种传递的感觉。我在这方面没什么独到的见解。但是我有一个很棒的老师。和学生交谈很有趣。

如果你和一群跟我同龄的人聊天，什么都不会发生。他们只是想各种娱乐放松一下。(笑声)但是他们总是想要预测之类的东西。所以我在他们那什么都做不了。我宁愿和学生交谈。谢谢你们的到来。

3、能源和运输需要大量资本投入，但结果并不好

股东：我叫杰瑞德·普莱塞勒。我 15 岁，来自圣路易斯。你是否考虑投资能源和运输公司，比如那些经营燃料电池或者环保能源的公司？如果是的话，你会不会因此而取代你目前可能持有的任何其他能源类投资，比如你最近收购的中美能源(Mid American Energy)？

巴菲特：我想说，在能源和运输，从非常宽泛的意义上来说，都是我们至少有机会了解的东西。在这些领域，我们会考虑投资。**我们可能不会把它与新技术联系起来。**我们会期盼，中美能源公司的人一直在思考这个问题。但是查理会比我做得更好，因为他有不同的背景，无论如何，在评估新技术方面，他会考虑得更好。我一点也不擅长这方面。但这些领域，就资本投资而言，规模是很大的。所以它们是非常大的领域。

其次，我们可能认为我们有能力评估未来几年里，许多能源和运输公司的发展潜力。这些就是我们要考虑的。当然，正如你提到的，我们对中美能源进行了投资。**对他们所交付的产品而言，我怀疑技术是否会在短期内产生巨大的变化。**但是，如果即将发生变化，我认为我们的管理层将非常善于提前发现变化，并以适当的方式加以利用。而我自己不会承担这个任务。查理？

芒格：从历史上看，我们在这两个领域的投资都做得很少。重要的是，过去是未来的一个很好的向导。

巴菲特：从历史上看，在运输领域，我的意思是，这是一个糟糕的行业，无论是在航空公司还是铁路。如果你去铁路运输部门看看收入、看看资本投资，**你会发现，产生增量收入所需的资本是非常可怕的。**

另一方面，在这种游戏中，企业也没有其他选择。因此，许多铁路公司**将花费数亿美元进行扩张，而它几乎不会改变营业收入。**要想营业收入发生变化，往往是通过收购或合并。航空公司，你会看到相反的情况。你会在营业收入方面看到这个巨大的变化，但是同样的，它也大量的资本投资和却只有很少的回报。所以，这不是一个伟大的行业。

大多数行业需要大量的资本投资，并且大多数时候，随着时间的推移，它们的结果并不好。但也有很多例外。但如果你发现一家企业每年都要不断投入巨额资金，那么他们这样做总是有理由的。但 5 年、10 年或 20 年后的最终结果，通常不是很好。查理？

4、可口可乐 CEO 道格·伊维斯特的巨额离职计划

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我叫鲍勃·奥登，来自华盛顿州西雅图。我想说的是，首先，来到奥

马哈是多么的美好，这里的人让我感觉很舒服。我希望你们俩对这次会议的热情不减当年。芒格先生，顺便说一下，我期待着你的书出版。

我的问题与道格·伊维斯特(Douglas Ivester)的遣散费有关，考虑到他担任首席执行官的时间很短，而且他从罗伯特·戈伊祖塔的一些强劲业绩中接过了大权，而道格·达夫特(Douglas Daft)则把他从糟糕的业绩中解脱了出来，该如何解释呢？

我有个朋友，他从事可口可乐的装瓶和分销业务，并从装瓶商的世界杂志上剪下了这篇关于遣散费的文章。他说如果他是道格·伊维斯特，如果他得到这遣散费，那他也会退休(笑声)，9740 万的股票，2000 年到 2002 年每年 300 万，2002 年到 2007 年每年 200 万，从 2007 年到他的余生每年 140 万。我不明白他是怎么做到的。不管怎样，考虑到伯克希尔的高管薪酬还没有涨——也许 97 年获得加薪的 CFO 是个例外，在这个问题上，你到底是怎么决定的？你是否支持它？

巴菲特：不，我们的 CFO 每年都加薪。但是你问我是否支持。是的，我可以告诉你，我支持它。因为我在可口可乐 8%的股份中持有 35%的股份，我个人支付了这笔遣散费的近 3%。我个人支付的遣散费可能比世界历史上任何一个人都多。(笑声)我不是委员会的成员。但我要说的是。随着时间的推移，道格·伊维斯特为可口可乐公司做了很多很棒的事情。道格，很多年以来，当罗伯托管理公司的时候，他也和唐·基奥一起工作，是他们两人给我的第一手资料。而我不在亚特兰大。但毫无疑问，罗伯托是可口可乐一笔巨大的资产，他构想并实施了许多事情，其他人可能因此得到更多的赞誉。你描述的大部分东西在他去世的时候都在合同里。这些交易、限制性股票，所有这些，在很大程度上都是在罗伯托担任首席执行官期间，在罗伯托的推荐下发生的。

道格·达夫特对可乐的热爱，他对可乐的了解——他生活、吃饭、呼吸着可乐。但在我看来，道格·达夫特是最合适的人选。所以，改变发生了。而这并不是因为道格·伊维斯特缺乏贡献。这并不是因为他作为公司的 CFO 期间没有做出什么伟大的事情。但我认为道格·伊维斯特他在接任 CEO 时并不合适。你知道，罗伯特因肺癌突然去世后，是他接管了公司。而当时并没有任何合适的选择。他是罗伯托亲手挑选的接班人。很难想象在那个时候还会有别人会被选中。于是，几年后，我们做出了一个决定，让道格·达夫特来管理公司，这样公司会发展得更快更好。所以，我们在遣散费上做了一笔交易。就像我说的，我付的钱比任何人都多。所以这并不完全是学术性的。考虑到一些其他的因素，我认为这对可口可乐公司来说绝对是正确的决定。也许未来我会把它们写进书里。我不

想一件一件地为小事辩护。但是我认为可口可乐的股东们将会在未来的一段时间里，会通过当时所做的事情而获得数十亿美元的收益。这并不容易做到。查理，你还有什么要补充的吗？你也花了不少钱。

《可口可乐帝国：一部资源掠夺史》《可口可乐传：一部浩荡的品牌发展史诗》

罗伯特戈伊苏埃塔/郭思达 (Roberto Goizueta)

美国耶鲁大学化学专业

1954 年，古巴哈瓦那可口可乐公司的技术部门工作

1960 年，携妻子逃离了古巴，进入了美国可口可乐公司

1981 年，接任可口可乐公司总裁兼 CEO

1982 年，引入减肥可乐，成为经典可口可乐之后的第二大单品

1985 年，引入的新可乐 (New Coke) 一败涂地

1982 年，以 7.5 亿美元收购了哥伦比亚电影公司

1989 年，以 15.5 亿美元将该公司出售给索尼公司

1997 年 10 月 18 日，美国可口可乐公司董事长罗伯特·戈伊苏埃塔，因肺癌引起并发症去世，终年 65 岁。

小赫伯特·艾伦 (Herbert Allen Jr.)

1962 年，毕业威廉姆斯学院

1966 年，接替哥哥成为艾伦投资公司总裁，专门从事企业并购

1973 年，艾伦公司购买了哥伦比亚影业控股权

1982 年，艾伦公司发起太阳谷会议，可口可乐公司 7.5 亿收购了哥伦比亚电影公司，小赫伯特·艾伦加入可口可乐董事会

唐纳德基奥 (Donald R. Keough)

1981-1993，担任可口可乐公司总裁、首席运营官 COO 和董事，CEO 郭思达副手

1993 年，担任投资银行艾伦公司的董事长

2004 年，再次当选可口可乐公司总裁。

著有《管理十诫》

道格拉斯·伊维斯特 (Douglas Ivester)

美国佐治亚大学财务专业

1979 年，进入可口可乐担任财务总监助理

1983 年，出任财务总监

1989 年，出任可口可乐公司欧洲分部的总裁，柏林墙于当年 11 月份倒塌之时迅速占领东德市场

1990 年，出任可口可乐美国本土的总裁，一年内每周六上午向全球营销主管学习市场营销

1994 年，伊维斯特出任总裁和营运总监，管理日常事务(可口可乐公司的五大洲地区总裁和全球营销主管向他报告)，戈伊苏埃塔负责可口可乐的整体战略规划

1997 年 10 月 23 日，道格·伊维斯特就任第 10 任可口可乐公司董事长，同时辞去其所担任的总裁一职。

1999 年 6 月，可口可乐遭遇了历史上最大的一次召回事件

1999 年 10 月，危机公关欠妥不堪压力提出辞呈。

道格拉斯·达夫特 (Douglas Daft)

1969 年，可口可乐做计划员

1977 年香港远东地区市场计划经理

1984 年中国、新加坡和印尼业务的地区总裁

1988 年日本分部总裁

1991 年亚特兰大总部任太平洋地区集团总裁

2000 年 2 月 17 日出任可口可乐公司总裁

2004 年 2 月 19 日

任职期间，可口可乐公司进行了大刀阔斧的改革，目的是向其在全球的 200 个销售市场放权。代价是让数以千计的人失业，其中包括几位资深经理。加强了和可乐罐瓶提供商和其海外经销商的关系。一手解决了公司黑人员工控告可口可乐种族歧视的案件。

内维尔·艾斯戴尔 (Neville Isdell)

美国哈佛大学

1966 年，远赴赞比亚当地的可口可乐装瓶厂工作，先后进入澳大利亚、菲律宾等分公司工作，辗转五大洲、145 个国家

1985 年，出任中欧公司总裁

1995 年，出任大欧洲集团总裁

1998 年，可口可乐饮料公司担任董事会主席

2001 年，退休

2004-2007 年，临危受命复出出任可口可乐总裁

著有《长期价值：百年可口可乐的经营策略》

〈可口可乐信任危机〉

1999 年的 6 月，比利时的 120 位市民在喝完他们的可乐之后，都出现了不同程度的呕吐，头晕头痛，中毒的迹象。同样的情况也发生在法国，他们受害的人数是 80 多人。可口可乐公司出面后，先是查清楚了这两个地方可乐出现问题的地方：比利时是因为包装瓶加注的二氧化碳受到污染，而法国则是因为储藏车间杀菌剂污染了外包装瓶。随后，他们收回了比利时和法国的部分产品，注意只是部分。他们的总部高层管理思想全部出了问题，没人在这个时候认识到事情的重要性，他们没有积极措施的发布，只是在自己的官网上发表了一份正规到只有专家才能看清楚的专业词汇，他们的公司没有人站出来道歉，没人表示关切。民众们一看可口可乐这副态度，一下子就把所有的炮火都对准了它，而百事可乐这时候可高兴坏了，他们开始抢占可口可乐空缺和退出的市场。

此时的比利时政府刚刚因为之前发生的一个食品安全事故受到了民众的严厉批评，眼下他们正在想着如何向人们重新展示自己的形象呢？而可口可乐却有干了这样的事情，这不是硬生生的往枪口上撞吗？他们立刻下达了一个措辞严厉的文件，要求他们必须收回所有的可乐并停止销售，而法国政府一看当然也不能认输，也要求他们照办。而媒体在一边疯狂煽风点火，不断追进报道，可口可乐的百年招牌一下子就被架在了火上。

这时候的可口可乐的总部才知道了事情的严重性，1999 年 6 月 17 日，董事会主席和 CEO 道格拉斯·依维斯特立刻就赶到了比利时开了新闻发布会进行道歉，他们许诺每个比利时的家庭都会得到一瓶可口可乐，6 月 18 日他们又花了不少的钱才把自己的道歉信登满了比利时各大媒体的头条。与此同时，可口可乐公司宣布，将比利时国内同期上市的可乐全部收回，尽快宣布调查化验结果，说明事故的影响范围，并向消费者退赔。可口可乐公司还表示要为所有中毒的顾客报销医疗费用。可口可乐其他地区的主管，如中国公司也宣布其产品与比利时事件无关，市场销售正常，从而稳定了事故地区外的人心，控制了危机的蔓延。此外，可口可乐公司还设立了专线电话，并在因特网上为比利时的消费者开设了专门网页，回答消费者提出的各种问题。比如，事故影响的范围有多大，如何鉴别新出厂的可乐和受污染的可乐，如何获得退赔等。整个事件的过程中，可口可乐公司都牢牢地把握住信息的发布源，防止危机信息的错误扩散，将企业品牌的损失降低到最小的限度。随着这一公关宣传的深入和扩展，可口可乐的形象开始逐步地恢复。不久，比利时的一些居民陆续收到了可口可乐公司的赠券，上面写着："我们非常高兴地通知您，可口可乐又回到了市场。"孩子们拿着可口可乐公司发给每个家庭的赠券，高兴地从商场里领回免费的可乐："我又可以喝可乐了。"商场里，也可以见到人们在一箱箱地购买可乐。中毒事件平息下来，可口可乐重新出现在比利时和法国商店的货架上。从第一例事故发生到禁令的发布，仅 10 天时间，可口可乐公司的股票价格下跌了 6%。据初步估计，可口可乐公司共收回了 14 亿瓶可乐，中毒事件造成的直接经济损失高达 6000 多万美元。比利时的一家报纸评价说，可口可乐虽然为此付出了代价，却赢得了消费者的信任。

芒格：总的来说，基于它对公司主要负责人的离职补偿方式，我认为美国公司制造如此多的敌意是错误的。

但这个增加的补充条款确实让人抓狂，在我看来，这是很愚蠢的。我已经看到公司在他离开后，准备帮助他填报

未来 10 年的纳税申报单等等。总的来说，我认为这给股东留下了糟糕的印象。我认为美国企业这么做是疯狂的。

这些该死的投资顾问竟然给客户推销这种玩意。(笑声)

巴菲特：我同意查理的看法。我们在伯克希尔没有类似的合同，没有这些条款，经营一家公司其实非常容易。我们有很棒的管理者。我们之间有一些东西可以叫做契约——我们已经和他们达成了协议，我们做出了补偿安排等等。但我不记得有任何一个和我们在一起的人，曾经请过律师让我们落实到纸面上。过去我们这样做的效果很好。就像查理说的，让一个 CEO，带着一份 20 页的合同，和一个律师一起出现，这有点让人抓狂。但这已

经成为标准的操作程序。一旦你有了一个大的上市公司，里面有委员会、委员会的顾问，而这些顾问，通常是由公司的管理人员挑选的——他们会看看其他人在做什么，然后说，“嗯，其他人就是这么做的。所以我要这么做。”我认为过去 20 年的代理陈述，来源于人们看到竞争对手或在一些类似的公司的代理陈述后，然后对他们的律师说：“好吧，Joe Blow 得到了这个。那为什么我不能拥有它？”情况只会变得更糟。

我从未见过薪酬顾问进入一家上市公司，提出一项净降低薪酬成本的计划。我看到各种各样的人从公司离职却赚了很多钱。但市场上往往没有人愿意以半价、四分之一或十分之一的价格雇佣他们。我想说的是，这显然不是一个市场体系。CEO 薪酬不是一个市场化体系。它不需要经过市场检验。我不知道你是怎么想的。但这似乎并没有给股东带来太多困扰。

芒格：噢，沃伦，我觉得这让他们很烦恼。只是他们感到无能为力。

巴菲特：是的，但机构股东可以改变薪酬顾问体系。我猜测，排名前 30 位的机构可能控制了美国三分之二的大公司。但他们似乎并不那么在意。实际上，他们通常把时间花在我认为是无关紧要的事情上。他们谈论其他事情。他们例行公事的参与公司治理，坦率地说，这与公司的表现毫无关系。他们似乎忽视了这些问题。

但你知道，我们有足够的人才来经营伯克希尔。所以很遗憾，我们不能在这方面为这个规则的改变做出贡献。我们将一直理性地管理伯克希尔。我们没有聘请薪酬顾问。我们也没有失去任何一位重要的管理人。

5、我们不需要经济学家

股东：我是黛安·瑞恩，来自堪萨斯州的 Prairie Village。这是我第四年参加股东大会了。我想说，每一年，我都觉得我学到了更多。我的问题是，您认为今年全球经济会出现通缩趋势吗？如果有，你的投资建议是什么？

巴菲特：戴安，我对宏观经济问题不在行。我已经证明了，在过去的 20 年里，我对通货膨胀过于担心。幸运的是，这并没有什么不同，事实上我在这一点上的判断是错的。所以我并不认为我的判断比你的好，在评估未来全球价格方面。我的观点是，世界不会陷入通缩。但是，我并没有因为我过去的经济预测赢得任何星星。我的经济预测的好处是，即使我做了预测，我自己也不会注意它们。（笑声）

我们选择投资的方式就是不考虑宏观因素。查理和我观察一家公司，要么全盘买下它，要么通过股票市场买下它的一部分，但对于宏观我们从不参与讨论。我的意思是，我会经常和查理打电话。最近几个月我就和查理打了两通电话。我们经常会谈论一些事情，但我们不讨论任何宏观的东西。我们一直以来就是这样对待宏观的。

我最近看到很多银行合并。它们一直想证明合并可以带来成本的降低。但如果它们不是一开始就渴望合并和想把规模做大，他们其实无会削减成本。我一直在想，为什么银行削减成本的时候，不把经济学家给裁掉？我总是很好奇，为什么最初它们要请经济学家做预测？是因为他们做了什么特别的贡献吗？经济学家走进来说，"我认为今年的 GDP 将是 4.6%而不是 4.3%。"那又怎样？银行都应该尽力把每一笔贷款都贷出去，应该以尽可能低的成本吸收存款，应该尽可能地削减成本.....而这些经济预测与银行的经营业务都无关。但是，这种宏观预测很流行，每家银行都有自己的经济学家和经济预测部门。当一个大客户来的时候，他们会带经济学家一起去吃午饭，而我总觉得他说的都是一堆废话。

所以，如果哪天我们在伯克希尔有一个经济预测部门，那就卖空我们的股票吧。(笑声)查理？

芒格：.....(一直在吃花生脆)

巴菲特：哦，好的。查理的答案是，他宁愿吃花生脆。(笑声)

6、学习你所欣赏的人的优秀品质

股东：巴菲特先生，芒格先生好。我的名字是亚伦·韦克斯勒。我来自加利福尼亚的圣玛丽亚。我的问题分为两部分。第一部分是，当你和比尔·盖茨有一个电视节目前一段时间，你被问及的人有不同的榜样。你说，"如果我知道一个人的榜样，我可以很好地描述他是什么样的人，他有什么样的未来。"巴菲特先生，我的榜样是沃伦·巴菲特。你觉得我有机会吗？(笑声)

巴菲特：我希望你选择我的依据是你希望自己能活到高龄。我想这就是我在年会上带来的意义。(笑声)

拥有正确的榜样是值得的。我很幸运，在我很小的时候，我就有了一些英雄，随着我的成长，我还培养了更多的英雄——他们都很棒。他们从未让我失望。它会让你经历很多。我认为，很自然地你会模仿那些你确实尊敬的人，尤其是如果你在足够早的年龄就这么做。所以，如果你能影响一个 5 岁、8 岁或 10 岁孩子，给他树立正确的榜样，这将产生巨大的影响。当然，事实上，每个人的榜样都是从他们的父母开始的。所以父母将会对他们产生巨大的影响。如果父母是一个很好的榜样，我认为这对孩子来说将是一个巨大的好处。我认为有正确的榜样比生活中其他很多事情都重要。就像我说的，随着年龄的增长，我学到了更多的东西。它会影响你的行为。我对此深信不疑。如果你想要多进步一点，这取决于你的个性，比你崇拜的那个人。

我在课堂上告诉学生，我告诉他们，"选出你最崇拜的人，然后坐下来，把你崇拜他们的原因写下来。然后试

着找出为什么你不能拥有那些相同的品质。"虽然很多你崇拜的人他们没有能力把一个橄榄球扔 60 码远、或者高速跑 100 码，或者有其他类似的能力。但**这些榜样的个性、性格、气质，都是可以模仿的**。但是你得早点开始。因为长大以后很难改变自己的行为。反过来想其实也可以。根据查理的理论，你可以找到你不喜欢的人，然后说，"我不喜欢这些人的什么地方？"然后你可以检视自己。你知道，这需要一点性格的力量。你可以看看自己的内心，然后说，"我身上有这样的东西吗？"本·格雷厄姆做到了。本·富兰克林做到了。这并不复杂。

你可以更简单地尝试找出你觉得值得钦佩的地方，然后决定，你真正想要钦佩的人是你自己。你要做到这一点，**唯一的方法就是模仿你欣赏的人的品质**。查理？(掌声))

芒格：是的。同样，也没有理由只寻找活着的榜样。其实，过世的杰出者是最好的榜样。而且，如果你想要的只是一个榜样，你最好不要把自己局限于活着。一些最好的榜样已经去世很久了。(笑声)

巴菲特：查理读过的传记可能比在座的几个人加起来还多。然后他把这付诸实践。正如之前有人提到的，珍妮特·洛尔今年晚些时候将出版一本 **《Damn Right》2003(查理芒格传)**。这样你就能读到查理生活中的所有秘密。(掌声)

7、巴菲特和芒格对管理美联储没有兴趣

股东：下午好，先生们。我是来自内布拉斯加州奥马哈的 GaryBradstrom。我的问题是，如果艾伦·格林斯潘决定退休，那份工作被提供给你们，你们会接受吗？

巴菲特：嗯，我可以很快的告诉你我的答案是：不！(笑声)我想查理会给你他的答案。

芒格：我会更快地说"不"。(笑声)

巴菲特：我们给了你非常明确的答案。当然，仅仅这一点就会使我们失去在美联储工作的资格。(笑声)艾伦曾对一位参议员说的，他说："既然你把我的话说得如此准确，你一定是误解了。"(笑声)

我想你在生活中找不到一份对我们俩都有吸引力的工作。事实是，我们玩得太开心了。我是说，我们有世界上最好的工作。**一年中的每一天，我们都与我们喜欢、欣赏和信任的人一起工作。我们想怎么做就怎么做**。我们应该对此付钱，其他一些 CEO 也应如此，我们都应该付钱才能得到这份工作。这真的很有趣。我经常想，如果你有一个密封的信封，你让薪酬委员会来填写他们会付多少钱来改变这个职位，然后你让 CEO 也来填写他在离开公司之前会给自己多少薪酬，我想这两者之间会有一个巨大的差距。

我的意思是，这里面有各种各样的可能——从你想到的有趣的问题开始，做有趣的事情，每天做不同的事情，这很有趣。这份工作你做得再好不过了。而获得回报只是蛋糕上的糖霜。我自己在生活中也没见过这样的工作。查理，你有什么要补充的吗？查理有很多其他工作。他经营着一家医院和其他一些东西。他可以告诉你它的奇妙之处。查理？

芒格：有句老话说"他像财政部长一样在货币贬值前夕撒谎。"我从来不想做一份要求说谎的工作。(掌声)

8、伯克希尔是"商业博物馆"

股东：巴菲特先生，芒格先生，我叫诺曼·伦特罗普。我来自德国波恩。非常感谢您昨天和今天耐心的倾听、回答和分享。我从 1992 年起就是股东了。这是我的第一次会议。我是受罗伯特·迈尔斯(Robert Miles)《拥有伯克希尔的 101 个理由》(101 Reasons to Own the World's Greatest Investment)一书的启发来到这里的。我听说你选择优秀人才的原因是，这是对事业的热爱，而不是对金钱的热爱。现在伯克希尔越来越多地收购公司，我想听听你对公司理念的看法。在这个问题上，你如何确定这管理层对公司是真爱，以及你如何挑选人。

巴菲特：这是个好问题。我不知道该怎么回答。也许查理会在我跌跌撞撞的时候想要回答。

在判断人方面，我想我能做得很好。但是我不知道如何告诉别人如何用这些标准来选择经理：他们到底是喜欢这个行业还是他们喜欢钱？这一点是非常非常重要的。因为我们会一直关注这一点——如果你周围的人只喜欢钱，他们会做一些我们不愿与他们有联系的事情，你可能会在上市公司看到。

另一方面，如果他们喜欢这个生意，我们要告诉拥有者，"你们家族 50 年来一直用心经营这个企业，也许你们的父母，甚至祖父母都是如此。"我们正在收购的企业之一是第四代接班人。事实上，我曾经在 1967 年对杰克·林沃尔特这样说过。我对杰克说，"你想把这个卖了吗？你真的想就这样处理掉你的公司？这可是你的创作，你的画。或者你想让某个 26 岁的信托人员在你死后的第二天做这件事？"由谁来处理这幅他自己创作的杰作，对他来说是很重要的。我告诉他，如果他们想把它放进我们的博物馆，我们会确保，它不会被转手，它会得到适当的尊重，你可以继续画它。我们不会告诉你用红色代替黄色或用其他类似的颜色。即使它现在已经是一个杰作，但你可以继续添加创作。所以我们认为，我们是商业的大都会博物馆，我们可以得到真正优秀的作品来陈列在我们的博物馆里。但是，如果我们做同样的事情，我们必须为这些商业画家提供我们想要的那种博物馆。

对有些人来说，这根本不算什么。我是说，他们只想拍卖他们的生意。而且他们可能会在过去的一两年里对

自己的数据做一点手脚，粉饰一番，然后再把它卖掉。很多人在做各种各样的类似的事情。他们雇佣了一些投资银行家，他们假装自己得到了其他人的出价，以抬高价格。这是很多人的标准程序。无论是什么价格，我们对购买他们的股份都没有兴趣，因为我们不希望在我们的余生中与那些愿意这么做的人在一起。

如果有人热爱他们的事业——正如我爱伯克希尔一般，这是我在一段时间内创造的"一幅杰作"——那它对你来说是有意义的。有些人喜欢装饰他们的家，有些人喜欢各种不同的东西，比如高尔夫球等等。而我们中的一些人从创业中获得了成功。那对于这个企业而言，它最终找到了什么样的家，那是非常重要的。

在很多情况下，总有一天，会因为遗产税，或者因为孩子们相处不好，或者其他什么，人们需要做些什么的时，但往往创始人或管理层，他们不想就这样把它拍卖掉，而我们伯克希尔正是一个很好的家。我想我能很好地看出创始人卖掉生意的动机是什么。到目前为止，我们做得很好。我们当然犯过错误，这是毫无疑问的。

而在某种意义上，我认为这些年创始人们得到的越来越少。一般来说，我们对创始人感到失望的情况非常非常少。我们有时在经济上是错误的，但那是我们的错误，不是他们的。我们很少看错人。我希望我能给你一个清单，然后你可以把它记下来，"这个人喜欢钱。他将在六个月后离开。而这个人热爱这个行业。所以，只要我让他去做他喜欢的工作，欣赏他所做的一切，公平对待他，他就会尽可能地留在这里。"

查理，你有什么办法把这些人分开吗？

芒格：我认为我们的文化非常古老。换句话说，我认为我们的文化是本·富兰克林和安德鲁·卡内基那种非常老式的文化。伯克希尔令人惊讶的是，这些非常过时的想法仍然行之有效。你能想象安德鲁·卡耐基找一个薪酬顾问或者一个投资银行家来告诉他是否应该再买一家钢厂吗？(笑声)我们很少被模仿。我们正在模仿一个已经过去很长一段时间的行为。但是，我不认为我们收购的很多企业都像我们一样古怪和过时。我希望我们继续这样做。

巴菲特：查理，他们就坐在那里。(笑声)

芒格：是的，是的。但是我认为企业是有标准的。比如喜诗糖果就有自己的标准，它有自己的个性。维护标准是很重要的一部分。

巴菲特：查理说中了一件事。让投资银行家或其他人来评估你将要购买的业务，这种想法让我们觉得很愚蠢。如果你对一家公司的了解还不足以让你决定是否自己购买它，你最好把它忘掉。这没有道理。(掌声)你让一个投资顾问进来，如果你买了，他会得到一张很大的支票，如果你不买，他会得到一张很小的支票，这显示了他对

人性的信仰，这会让查理和我感到紧张。(笑声)

这是你提出的关键点。坦率地说，如果我认为我们有什么擅长的，**我认为我们非常擅长你所说的判断人，这是资本配置的重要组成部分。因为我们没有能力自己管理企业。**我们需要有人管理业务，我们从那些留下来的人那里得到了很多，他们为我们做了很多工作。这也让生活变得容易多了。

9、没人能看清科技企业的未来

股东：我在内布拉斯加大学奥马哈分校任教。我教戏剧，这也是世界上最伟大的工作。我不得不说，我喜欢你们每年的“演出秀”。非常感谢。我有很多问题要问这些坐了三四个小时的人。我有三个不相干的问题。

巴菲特：好吧，但我们一次只回答一个。

股东：说到这些科技股，你说你不了解它们。但我不能想象你真的不理解它们。

巴菲特：哦，我们了解它的产品，我们了解它对人们的影响。我们只是不知道 10 年后的它是什么状况。我的意思是，你可以理解所有的品类——你可以理解钢铁、你可以理解房屋建筑。但如果你看着一个房屋建筑商，试着想想它在 5 年或 10 年后会变成什么样子，它的经济效益会如何，那是另一个问题。我想说的是，**这不仅仅是要理解它的产品、理解它的渠道，还要理解 10 年后它会如何——这是我们所考虑的。**

股东：我理解，我并不是在要求你去投资科技股，我很高兴你没有，否则在过去的几个月里，我可能会出现心脏病。

巴菲特：我们也会。

股东：所以你的预测是你不会试图去理解科技股。你认为它的未来是不可理解的吗？是这样吗？

巴菲特：**我看到的每一家企业，我都会思考它的经济特征。这是我的天性。这也是查理的本性。任何其他人向我谈起一家企业，我都会思考它的商业逻辑。**实际上，当安迪·格罗夫和鲍勃·诺伊斯(英特尔创始人)在 1968 年、1969 年开始创立英特尔时，我就认识诺伊斯了。所以，并非我们不去尝试理解科技股，只是我们无法理解科技企业，**我们看不清它们的未来。**对我们来说，有许多事情超出了我们的理解范围。

股东：你认为没人可以真正理解未来 10 年科技企业的发展前景？

巴菲特：是的。巧合的是，我的朋友比尔·盖茨也这么说。实际上，鲍勃·诺伊斯或者安迪·格罗夫也会这么认为的。我与安迪·格罗夫曾作过长时间的交谈，他们不会愿意就你选出的 10 家科技企业未来 10 年的发展前景写下书

面的预测。他们会说，"这太难了。"

股东：第二个问题，和第一个问题无关的。但是我今天已经听到这个问题好几次了。它每年都会出现。我想换个说法。假设你走出这栋楼，被一辆公共汽车撞了——在这样的时刻，你会给持有伯克希尔股票的人什么样的建议？

巴菲特：这是对我的终极考验。因为我的财产有 99.75% 投资在伯克希尔。考虑到已经做出的安排，考虑到我们所拥有的企业，考虑到我们现有的管理人员，我会觉得很舒服。但没有人会比我受那辆卡车的影响更大，更不用说在其他方面了(笑声)。这是我脑海里的第一个想法。这对我来说比其他任何人都重要。我对目前现状很满意。董事们对这个问题也会和我一个态度。但世界将继续前进。生意还会继续。我认为你们将得到很好的管理。

10、收购《奥马哈世界先驱报》不感兴趣

股东：考虑到你对报纸的评论，我们可以假设你可能不会买《奥马哈世界先驱报》吗？

巴菲特：我认为这是一个合理的假设。但不管我对报纸的看法如何，这可能是真的。因为他们不会卖。

查理，你有什么要补充的吗？

芒格：《奥马哈世界先驱报》的故事很有趣。事实是，如果沃伦在 20-25 年前收到《奥马哈世界先驱报》的报价，他肯定会欣然接受。现在他不想要了。这并不是因为经济原因。

巴菲特：没错，这是毫无疑问的——我从来没有得到过，也永远不会得到。它的所有权已经确定了，但查理说的是真的。如果它仍然属于个人所有，而且出于经济原因，他们想把它卖给我，我也是不会买的。由于其他原因，我不想买它。

芒格：但是你现在不会想买它，因为一旦你买下，你以后的生活会更不愉快。并且会有更多的人来找你。

巴菲特：拥有《奥马哈世界先驱报》对人生没有任何好处。(笑声)

正如查理所说，现在已经不是 30 年前我们所想的方式。

芒格：没错。

巴菲特：这就是我们现在想的。

11、互联网对社会有利，对企业不利

股东：嗨，我是霍华德·温斯顿，来自伊利诺伊州芝加哥市。我想感谢查理和你的盛情款待。我的问题是，伯

克希尔多年来一直从低成本的浮存金中受益匪浅。你认为互联网会使保险业务竞争更激烈、从而提高你的浮存金成本吗？

巴菲特：这个问题问得好。在我看来，互联网不太可能增加伯克希尔的浮存金成本。它将对我们的保险业务的不同方面产生不同的影响。它将在某种程度上改变保险业，但我不能确切地告诉你是什么。要知道，任何一种渠道模式都会受到一些改变渠道的经济因素的影响，就像互联网一样。所以毫无疑问，它会产生影响。我认为，最终，我们在保险集团中所拥有的竞争优势将不会受到互联网的伤害。我认为我们的浮存金成本不会有太大的变化。但也有可能我是错的。

总的来说，我认为对保险公司来说，宏观经济环境不会有太大的改变。经济状况现在不太好。我认为经济会在一个范围内波动。不过，我认为我们的竞争优势不会被削弱。但我认为我们未来的浮存金成本，将会比过去更高。但这是出于互联网以外的原因。我仍然认为，随着时间的推移，我们的资金成本会很有吸引力。

这对我们来说是个好生意。我不认为这对一般公司来说是一个好生意。查理？

芒格：你的问题中隐藏着一个奇妙的问题——**通过互联网提高竞争效率，互联网是否会让美国公司的经营更加困难，这意味着竞争更激烈，资本回报率更低？我猜答案是肯定的。**

巴菲特：我猜也是。我想说的是，总的来说，对社会来说，互联网是一个美好的东西。对于资本家来说，这可能是一个完全的负面影响。

芒格：因此，你们所有人都可以高兴地看到，**物种的进化会对你们的投资前景产生不利影响。**（笑声）

巴菲特：在我们这个年龄，我们愿意做出这样的牺牲。但我们在你这个年龄，不会这么想。（笑声）

顺便说一句，有很多东西值得思考。如果你分析互联网，你会认为它更有可能降低美国企业的盈利能力，还是说会改善它。它将提高美国商业的效率。但是，**过去也曾有各种各样的事情提高了美国商业的效率，却没有使它变得更有利可图。我认为互联网很可能就属于这一类。**到目前为止，它提高了美国企业的货币化价值（科技股被热炒）。但互联网最终将遵循基本的经济学原理。我认为，这更有可能使美国企业总体上的价值，低于在其他情况下的价值。

芒格：顺便说一句，（热炒科技股）其实很明显，但却很少有人了解。（笑声）

巴菲特：是的。（笑声）

12、攀比和代理人问题助长了 CEO 过高的薪酬

股东：下午好。我叫汤姆·盖纳，来自弗吉尼亚州里士满。在目前的市场环境下，来自城堡内部对优秀企业的攻击似乎与来自外部竞争对手的攻击一样厉害，比如管理层采取基于股票期权的巨额回报，本杰明·格雷厄姆说过"即使是一个很小的洞，也能使巨轮沉没"。现在看来洞变得越来越大。您认为有什么因素能促使现状发生变化吗？这是否已成为一个日益严重的问题？

第二个问题是，您作为可口可乐和吉列公司的董事，是否在尝试改变这些做法？您预期能取得多大的成功？他们让你加入薪酬委员会了吗？

第三个问题是，如果这些回报是不合理的，伯克希尔公司是否从中受益了呢？谢谢你！

巴菲特：把城堡继续比喻下去的话，**我们不仅得寻找个坚固的经济城堡，也要寻找负责守护城堡的优秀武士。因为这非常重要，他正是负责往护城河扔鳄鱼、不断加宽护城河的人。**

一个问题是，"这个武士守卫城堡能得到多少？"我想，通常来说，在伯克希尔公司你会得到很公平的回报。我们拥有很多个城堡，而且我们尽力付出公平的回报。但是我认为，**简单在城堡的主人和保护护城河的骑士之间做划分是不公平的，很难想象今后的薪酬实践会朝城堡主人有利的方向发展。**

薪酬刚性上涨的影响令人难以置信。在美国，没有一个薪酬委员能有机会听到一位薪酬顾问说："我认为，你们的管理层应该与你们签订协议，获取较低的薪酬。"如果没人希望拿到较低的回报，那薪酬的中值就会不断上升。这些人每年至少碰面一次，他们只是端坐在那里，会有其他公司派出的代理投票人**选出薪酬最高的一个方案**，其后他们会说，"好的，我们需要至少不差于这个的管理层薪酬方案。要不我们如何吸引人才呢？"**薪酬只会刚性上涨。**我想这是事实。股东要理解这些现实状况。

不计伯克希尔的子公司，我在 19 家公司的董事会担任董事。我最近参加的一次薪酬委员会是在所罗门公司。我们是三个人，另外两个委员非常不错。所罗门公司的盈利要比去年低 1 亿美元左右，而公司薪酬增长了一大部分。在会上我说无法同意这个方案，所以我投了反对票.....但是有 2 票赞成，结果是 2:1，另外两个人应该是非常理性的，他们说，"我们怎么才能留住这些人呢？我们怎么能批评我们的管理层呢？"我只是在一个薪酬委员会任职，他们看到我的所作所为后，一切就结束了。

所以**事实上，你改变不了什么。**我有一位备受尊重的企业家朋友，他刚离开一个薪酬委员会，他们不会把你

从薪酬委员会踢出去，他们只是不再提名推荐你。他只是在薪酬委员会问起有些不能容忍的相关问题，就遭到了委员会其他人的极力反驳。他们会说，“噢，我们喜欢你的主意”或者“你的考虑很有创造性”，“**但我们不想听到你对薪酬的看法**”。这很容易理解。

有时你会遇上某些特殊的例子，比如，管理 Fastenal 公司(全美最大螺丝代理商)的人就非常杰出，但绝大多数很普通。我不认为这只是金钱问题，有时是自我主义在作怪，**这些人就是不能忍受看到那些比他们做得差的人拿到了更多的回报。这种攀比是无止境的，这很容易理解。这类似于电影演员的排名**，人们关心的是与其他演员相比，谁排在最前面。只不过在公司中，他们比较的是回报。我很怀疑这种状况会自我改善，查理？

芒格：是的。我们很有信心地预期这种状况会更加恶化，而且这对某些大公司的消极股东而言是非常不利的。有一个地方我们具备优势：**我们自有的文化和理念不同于其他企业，确实吸引了一些拥有优秀企业的人**。我们不时找到一些企业家，**我们是他们唯一可接受的买家，他们跟你们一样，不喜欢那些大公司的文化**。这使我们具备了一个优势。

巴菲特：你问我们对所投资公司的薪酬实践如何积极地发挥作用。我们不会光坐在这里，只是说说我们在其他董事会上所说的话。我们会尽力以一种自己认为完美的方式来经营伯克希尔公司，也希望可能有人会把它当作公司的一种典范。**但是到处去公开批评别人并不会起什么作用。所以我们憎恨罪恶，但喜欢罪人**。不过这没有多大作用。

13、很难预测人口结构将如何影响市场

股东：下午好，沃伦和查理。我的名字是 Erras。我来自加拿大马尼托巴省的温尼伯。我是第一次来内布拉斯加州的奥马哈，第一次听你们现场直播。我的问题是关于你去年 11 月在《财富》杂志上发表的一篇文章，你在那篇文章中谈到了公司收益和市场回报的文章，为股票和市场水平描绘了一幅非常暗淡的前景。

现在，在加拿大和美国，我们看到了人口老龄化，而更重要的是，大部分人口在同一时间达到了储蓄的顶峰。加拿大和美国的大部分人，特别是 22-55 岁的人，都担心他们没有足够的钱来支付退休费用，更别说他们自己会如何了。这是一个重大的危机。因此，我想，这部分人将会投资股票，而不是固定收益工具，以获得必要的长期回报率来为他们的退休储蓄提供资金。许多人呼吁在未来 5 年、10 年、15 年通过股票和共同基金向市场注入大量资金，从而推高市场价格和市场水平。**许多人预测股市将出现有史以来最大的增长**。你能够单独地对这一潜

在趋势有什么看法吗？或者可以结合你在《财富》杂志那篇文章中所说的话？非常感谢。

巴菲特：说实话，我并不是无礼，但坦率地说，我们并不认为这有什么意义。（笑声）

私人储蓄率，现在并不高。其实它不需要很高。总的来说，**我们的社会保障体系，就是将社会的总产出，在退休的人和工作的人之间做分配。**退休的人在退休之前，也在一直工作。无论年轻人还是老年人，在他们的退休年岁里，对他们来说最重要的一件事就是蛋糕一直在变大。这样就很容易解决退休金不够的问题。

我说的"缺乏生产力"没有任何贬义。它只与谁在可雇佣年龄、谁不在有关。我们的社会将会做得非常好，因为它能够在人们缺乏生产力的时候照顾他们。很明显，**随着人们寿命的延长，退休年龄应该有一个转变。毫无疑问，在定义什么年龄是有生产力的，的确应该有一个转变，**因为 65 岁退休是在 1930 年代决定的。而我认为这种情况，已经改变了。

现状是，我们的蛋糕一直在变大，这使得问题变得简单。这并不容易，但在我看来，30 或 40 年后，这将比 30 或 40 年前更容易。因为在商品和服务的人均效率方面，会有更大的进步，**还在工作的人可以以一种比过去更容易的方式，照顾那些"缺乏生产能力"的人和老年人。**而低水平的产出效率给社会带来了压力。我的意思是，当你得到非常少的产出，或者在分配上的巨大差异，你会给社会带来真正的压力。**一个产出以每年 3% 的速度增长、人口以每年 1% 的速度增长的社会，将比 20 年、30 年、50 年、100 年前的社会，压力要少得多。**

我认为，我们将不需要"储蓄大繁荣"。目前的储蓄率对美国来说还不错。查理？

芒格：一般来说，你可以说股票有两种不同的价值。第一种估值就像小麦的价值一样，取决于它对小麦使用者的实际效用。还有第二种股票估值方式，也就是对伦勃朗的作品(艺术家)的估值方式。在某种程度上，伦勃朗的画的价值很高，因为在过去，它的价格一直在上涨。

不过，**一旦你将大量具有"伦勃朗"特色的投资方式运用在股市，并以大规模的退休金制度强制购买股票，那按照过去的历史，你就可以以非常高的价格卖出股票，并且这种情况会持续很长时间。**这就是生活如此有趣的原因。目前根本不清楚事情会如何发展。目前甚至还不清楚利率水平会是多少。在座的各位都不希望看到 3% 的利率再次长时间持续下去。但这是有可能发生的。这将对股票价格产生巨大影响。你生活在一个你无法真正预测这些宏观经济变化的世界。

巴菲特：你可以说储蓄的增加会降低资本回报率。**资本越多，资本回报率就越低。**但我不认为它会帮助你做

任何关于购买生意的决定。实际上思考宏观这些事情，我们对此有点偏见。但你仍会找到各种各样的人给你做分析。这也是很多书本的内容。因为每个人都喜欢预言和书。所以你也可以去做的。

芒格：在回答这个问题时，你会发现我们的行为就像我的一位老哈佛法学教授那样。他常说："让我知道你有什么问题。我会试着让它对你来说更困难。"(笑声)

14、巴菲特：关于我如何投资的最好的书

股东：我叫 Eric Tweedie，来自宾夕法尼亚州的 Shavertown。再次感谢你们的精彩会议。去年开会时，我妻子在附近的一家商店买了一本巴菲特前儿媳写的《巴菲特法则》(Buffettology)，这本书写得很好，很有意思。它还试图勾勒出沃伦·巴菲特的投资方式。我的问题是，我不知道你们中有谁熟悉它的内容或者读过它。如果是这样的话，你认为书中说的，是一种很好的投资方式吗？你可以评论一下。

我的第二个问题与此相关，我想知道巴菲特先生能否谈谈你为什么要购买马萨诸塞州的最初的纺织厂，这是否代表了你的一个早期的阶段，那时你是一个严格的格雷厄姆式价值投资者，而不是你现在的投资风格。

巴菲特：我想说，关于我的投资研究，最有代表性的书可能是拉里·坎宁安编撰的《巴菲特致股东的信》，因为他基本上是把我的话按照更有条理的方式重新编排了一下，他是从几年前开始编撰的。他书中汇集的东西最能代表我的观点。

另外，在我们网站上有 20 多年的年报，还有《财富》杂志上的文章，各种各样的东西。这可能是一个偏见。但是我认为，我自己写的这些观点写得比第三方的人好。但是具体好与坏，我还是应该让你来做决定。但我确实认为拉里做得很好，他收集了一些资料，然后按主题重新排列，这样比年复一年的阅读要容易得多。事实上，你很快也会有一本关于查理的书要读《Damn Right》2003(查理芒格传)。

我们在年度会议上说过，我们在年度报告中说过，我们确切地说过我们在投资中应该做什么。有些书，试着把上述资料中的观点单独拿出来，这往往是因为人们在寻找机械的东西或者公式。但在这些背后还隐藏着一些东西，但我不认为这些书能很好的表达。查理，你读过这些书吗？

芒格：噢，我略读了那本书。我认为这些年来我们所做的，并不是很难做到。这并不难解释。说了这么多，做了这么多，我想很多人就是不明白。(笑声)正如塞缪尔·约翰逊(Samuel Johnson)说过的一句名言："我可以给你一个论点，但我不能给你一种理解。"(笑声)

15、伯克希尔从三个可怕的灾难开始

巴菲特：第二部分是什么？

股东：我只是想问你能否谈谈你为什么要买下伯克希尔纺织厂？

巴菲特：这就是我不记得的原因。(笑声)

股东：另外，有人拍了拍我的肩膀，让我不要忘记让你们把今年的推荐书目给大家。

巴菲特：我要推荐一本关于查理的书。但我也会让查理推荐一个。

当初购买伯克希尔是一个可怕的错误，也是我的错误。没有人逼我这么做。那是我们过去常说的一种**雪茄烟蒂式的投资方式**，我们四处寻找可以免费吸一口的东西。你知道，它很潮湿，还有点恶心，但它是免费的。(笑声)

而伯克希尔当时的股价低于营运资本，而且有要约定期回购股票的历史。第一次买入我想应该是每股 7.5 美元。事实上，当时我在办公室里让经纪人买入 2000 股。在我看来，这类投资定期会收到一份回购报价。它很可能是接近于净营运资本——可能是每股 11 或 12 美元。我们将在收到报价时出售。我们还有其他证券。我们当时就这样又买了一些股票。然后，我有一次遇到了西布里·斯坦顿，他当时正在经营伯克希尔。他告诉了我，让我成为了知情人，所以我什么都做不了，但他说他在考虑做一个要约收购。他想知道我们的出价是多少。我记得我说：“11.375”。他又对我说：“好吧，如果我们有一个出价 11.375 的要约，你会接受吗？”我说：“好的，我会的。”因为我是内幕知情人，所以，在一段时间内，我不能对股票做任何事情。但后来他提出了收购要约。我记得，我打开信封，是 11.25——具体数字我可能记不清楚了。但我记得，这个价格比他告诉我的和我同意的少了 0.125。我觉得那很讨厌。我很不高兴。然后我买了很多股票。肯·蔡斯主导了这一切。他的父亲有一些家庭成员，他们不是他的直系亲属，而是有血缘关系的家庭成员，想要卖掉一部分。然后我们就买了。不久之后，我们控制了这家公司。所以，**如果当时西布里出价再高 0.125 的话，我们就不会买下伯克希尔了**。蓝筹印花公司也发生了类似的事情，事实上，后来还发生了类似的事情。

如果我们不买下伯克希尔，我们的情况会好得多。因为那样的话，像国民保险等公司，我们就不会在一个有很多其他股东的上市公司中买入，我们会在合伙公司中私下里把它买下来。我们的合伙人会有更大的兴趣。因此，随着时间的推移，伯克希尔绝对是一个错误的投资工具，因为它并不适合用来收购一大批出色的公司。我们有点被它绊倒了，但我们还是继续前进。而当我解散合伙公司时，我把钱都投入了伯克希尔。因为这似乎是最简

单也是最好的方法。我坚持了下来。我非常喜欢它。我很高兴事情就这样解决了。

从经济角度来看，这并不是最好的办法。用它来建立一个企业是错误的。但也许，在某种程度上，这让它更有趣了。查理，你还有什么要补充的吗？你可以告诉他们蓝筹印花公司的故事。(笑)

芒格：不，一个这样的故事就足够了。(巴菲特笑)但有趣的是，一个错误的决定竟然如此奏效。我们做过很多这样的错误决定。但我认为，这是生活中值得记录的重要组成部分。你无法避免错误的决定。如果你能迅速识别出它们，并采取相应措施，你就能经常化险为夷，就像伯克希尔所发生的那样。沃伦从纺织业中榨取了大量资本，并进行了明智的投资。这就是为什么我们都在这里的原因。

巴菲特：伯克希尔是由三家公司合并而成的：多元零售、蓝筹印花和伯克希尔公司。那是三个基石。多元零售公司的投资始于 1966 年，我们在巴尔的摩买下了一家叫 Hochschild Kohn 的百货公司，随着时间的推移，这家公司消失了。幸运的是，在 1970 年，我们把它卖给了通用超市。而蓝筹印花公司，我们已经告诉你有关的故事。所以，我们从三个灾难开始，把它们放在一起，但效果很好。(笑声)但是在这样的基础上展开工作是一个错误。在这方面不要以我们为榜样。从一个好的业务开始，然后不断增加好的业务。

芒格：但是如何快速识别错误并采取行动，我们可是一个很好的例子。

巴菲特：没错。

16、巴菲特永远不会用伯克希尔的股票换黄金

股东：下午好，巴菲特先生，芒格先生。来自纽约的 Kathleen Lane。我知道你不喜欢推测未来。我很欣赏你不会这么做，但有些人会。例如，埃德加·凯西(Edgar Cayce 睡眠预言家)就是其中之一。他不预测股票和投资。但如果他有，他可能会去你今天早上说的那片农田。他有一个梦想，在 2158 年，奥马哈将位于美国西海岸。你知道海滨房产的情况。所以这是个不错的选择。

巴菲特：如果发生这种情况，对我们的巨灾保险业务来说将是件好事。(笑声)

股东：正如你们之前所说，我们生活在一个特殊的时代，尤其是在经济上。你会不时地听到有关全球金融市场即将崩溃的灾难场景，有人说，我们所知道的世界将产生重大变化，有人说，未来世界的资源将更好地以确保我们基本生存的前景来衡量，而不是以其作为投机商品的价值来衡量等等——这就是农田再次发挥作用的地方。没有人比你们投资做得更好，即使你的投资方式不是这样，我也会和你一起投资，因为你很诚实。我来这里是想

问你，你会告诉一位单身母亲怎样把她持有的伯克希尔股票换成金币吗？会在什么时候，在什么情况下？

巴菲特：我无法想象把我的股票换成金币。

我宁愿相信一些优秀的企业的内在价值——这些企业是由优秀的经理人经营的，他们销售人们喜欢买的产品。要知道，人们已经喜欢买很长一段时间了，然后用他们未来的努力、他们的工资，去买喜诗糖果，或者可口可乐，或者其他的东西。而不是从南非挖出一些金块，然后送入诺克斯堡(FortKnox 全美最安全的金库)，你知道，在经历了运输、保险和其他一切之后，价格将飞涨。(笑声)我从来没有对黄金真正感到兴奋过。我的父亲是一个非常热衷于金本位的人。我在一个崇尚黄金的家庭长大，即使不拥有黄金，但我已经给过它机会了。

我一直不明白黄金的内在价值是什么。你知道，我们会在波仙珠宝卖给你一些，但我永远不会用股票去交换。**用"生产性"资产去交换"非生产性"资产的想法对我来说很陌生。**

就预测市场而言，它一直都有市场。人们喜欢听预言。如果我说我今天要提供一些预测，我们估计会有 100 万人在这里。我的意思是，他们渴望在高级俱乐部或策略会或其他什么地方得到预测和演讲。人们就是喜欢这点。这就是整个行业建立的基础，你知道，从华盛顿出来的人们喜欢谈论政治预测，而我根本没有在报纸上读到这些。因为**各种预测基本上只是空虚填充剂。**

你提到了埃德加·凯西。本·格雷厄姆很了解他。但我从来没见过他说他的东西有用。世界上将会有一些巨大的惊喜。这是毫无疑问的。但我不认为押注于某个特定的市场是一个非常明智的策略。事实上，在超级巨灾方面我们乐意与它对赌。我们确信，在未来 50 年里加州将发生 7.0 级或更大的地震。但我们不知道它会在哪里、在什么时候发生。如果明天发生这样的事，我们也愿意为此出一大笔钱。因为人们确实担心灾难。在这种情况下，这种预测是完全正确的，具有保险价值。但在我们看来，**预测根本不是正确度过经济生活的方式。**查理？

芒格：我想，一个单身母亲想要拥有黄金的时候，可能是她面临 1939 年在维也纳的犹太人那样的情况，或者类似情况——你可以想象，在某些情况下，某种形式的可运输财富比如黄金，会比其他任何东西都有用。但如果这些极端条件，我认为黄金毫无用处。

巴菲特：**除了逃离这个国家，很难想象还有什么别的事情能让黄金作用巨大。**不过，查理和我都没有想过要逃离这个国家。尽管如此，我必须说，我认为有一件事是应该受到谴责的，那就是那些在美国赚了很多钱的人，然后离开美国，去另一个税务管辖区或类似的地方避税。但我有点疯狂。我真的不介意交税。(掌声)虽然有很多合

理的原因，但这样精心安排的人，往往并不住在他们的税务管辖区。你知道，那不是我的榜样。

17、伯克希尔的浮存金来源成本都不一样

股东：你好，沃伦，查理。两个问题。有没有人蠢到把伯克希尔以每股不到 4.5 万美元的价格卖给你？

巴菲特：我们没有回购任何股票。

股东：我的第二个问题是关于浮存金的。对伯克希尔来说，上市的大部分时间浮存金的成本都很低，可能除了去年以外，其他年份的成本都为零以下。当你从内在价值的角度考虑浮存金时，你心中是否有一个想法——当你增加新的浮存金时，它将增加多少伯克希尔的内在价值？

巴菲特：我们有时会有意识地以一定的成本增加浮存金。有时则获得免费的浮存金。实际上，**我们每笔浮存金的成本都不一样**。在过去的一两个月里，我们进行了一些交易，**我们将接受一些成本高于零的浮存金**。但这我们可以接受，这些浮存金不可能以零成本获得它。与此同时，我们也在创建接近零成本或成本为负的浮存金。所以很明显，如果这是我们获得浮存金的唯一方式，那我们愿意接受成本略低于国债利率的浮存金。我们不想因为一笔交易而提高整体浮存金的成本，因为这会对其他交易产生影响。

关于浮存金，如果你看一下我们的历史记录——我们未来的记录可能不那么好，重点是获取它的成本以及浮存金的绝对增长额。如果你告诉我，**我可以增加以 3% 的成本增加 500 亿美元的浮存金，那我会毫不犹豫的接受**。同时，任何时候，我都愿意以零成本增加 100 亿美元。在保险行业，我们有很多方式来增加我们的浮存金。通常，这些方式之间不是互相排斥、非此即彼的。相信我，我们花了很多时间思考这个问题。只要我们继续经营伯克希尔，我们会继续这样做。这是我们战略的重要组成部分。查理？

芒格：我很惊讶我们的浮存金能够做得这么好。我已经从内部观察了很长一段时间。这是一件非常美妙的事情，以低于国债利率的成本，产生了数百万、数十亿、甚至百亿美元的浮存金。这让其他人太羡慕了。

巴菲特：当然，**在获取浮存金上我们是充满竞争的**。有很多人也在以类似的方式思考这个问题，并且可能观察到了我们所做的一切。就像资本主义的其他一切一样，这里充满了竞争。

我们认为我们在几个非常重要的方面有优势。我们认为，就我们所知，**这种优势是可持续的**。我们将尽我们所能推动这一进程。然后我们会看到它的走向。10 年或 20 年前，我根本不知道我们现在会发展的这么好。但我们确实发现，如果你每天都来，就像伍迪·艾伦说的，你接电话，读报纸，时不时地，你会看到一些有意义的事

情。我们也只是偶尔会发现它们。

我们现在困难的部分，是找到相对于我们目前的规模而言，能够产生足够影响的投资机会。如果我们经营的是一个非常小的企业，我们会发现很多事情是很有意义的。

18、芒格谈 WESCO 的继任

股东：来自纽约的 JamesPan。我有一个关于威斯科金融公司的问题，它是你们控股 80%的子公司，我有几个问题。第一个问题是，我上次检查的时候，它低于内在价值。鉴于威斯科金融公司的大部分资产都与房地美捆绑在一起，而房地美未来几年的内在价值可能会在 20%左右的增长，你将如何处理内在价值与当前价格之间的差距，以及两到三年后内在价值会是多少？威斯科金融公司是否有接班人计划，或者有类似的轮岗计划？

巴菲特：查理是威斯科公司的老板。所以这个问题他来。

芒格：我们几乎没有关注威斯科公司股票的价格。对于威斯科金融公司的股东来说，通过购买几股威斯科金融公司的股票而获得任何有意义的收益的机会是如此之小，以至于我们都懒得去想它。对于接班人，我想说，我们正逐渐地使我变得如此无用以至于我不会被想念。(笑声)

巴菲特：是的，顺便说一句，你提到威斯科公司的内在价值被严重低估了。我不确定是不是这样。查理，你在这方面比我更在行。

芒格：当然没有很大的差距。而且，我们不会花很多时间去想那些几乎不赚钱的事情。(笑声)

19、芒格：EVA 评估是“胡说八道”和“中世纪神学”

股东：大家好，我叫 JasonTang，来自密歇根州的特拉弗斯城。在我提问之前，我想知道你们明天 9：30 会来这里回答更多的问题吗？(笑声)我的问题是，我最近读了一本书，《追求价值》，作者是来自 SternStewart 咨询公司的 BennettStewart。我想和你们谈谈，对不同的估值方法怎么看？尤其是 EVA(经济增加值)，以及它该如何和其他指标相比？那个价值基准更有效？比如 P/E，或者市净率，或者市销率。我注意到这本书中使用的语言和你们写作中使用的语言非常相似。如果可以的话，我想请你们谈谈 EVA。

巴菲特：查理，你来谈谈？

芒格：我认为 EVA 有太多的“胡说八道”和废话。(笑声)

巴菲特：我知道他会这么说。我觉得这是 EVA 应得的，我只是自己也不想说。

芒格：关于经济增加值的评估，我们一遍又一遍地说，本质是要把留存美元变得更有价值。而 EVA 的分析，却倾向于将毫无意义的资本成本概念纳入其中。这让它听起来很时髦。一个公司赚取了巨大的资本回报，让自己在 EVA 方面有一个很好的很长的记录，这是正确的。但现在学术界评估的 EVA，作为一个整体来看的话，是没有意义的，就像中世纪的神学。(笑声)

巴菲特：我喜欢查理刚刚说的第二段话。(笑声)

20、关于微软和比尔·盖茨

股东：下午好。我叫斯图尔特·哈特曼，来自爱荷华州的苏城。首先对不起，我要感谢两位允许伯克希尔的几名员工北迁跳槽到苏城。我现在与科里·雷恩和马克·西斯利合作。他们都很棒。你在训练他们方面做得很好。

巴菲特先生，你认识比尔·盖茨好几年了，和他在一起的时间可能比在座的各位都要长。你愿意和我们分享一下你们的关系是如何开始的，以及你们和盖茨先生的关系是如何发展的吗？

考虑到他的垄断优势，你认为他能在政府和州政府目前的反垄断诉讼中为公司辩护吗？在你看来，政府和各州获胜并将他的公司分割成小块的几率有多大？另外我想我该问一下芒格先生，我们能不能了解一下公司的白银头寸以及它的未来？(笑声)谢谢芒格先生给我打开了投资的大门。

巴菲特：好吧，他也可以关闭它们。(笑声)就比尔要做的事而言，我真的不太想评价。事实上，我认为对于微软将要做什么，他和史蒂夫·鲍尔默都直言不讳。所以我不想尝试重新措辞，修改它或做其他任何事情。因为他们知道自己在说什么。我相信他们的话。我真的不应该给它加任何东西。

我遇到了比尔，因为我的好朋友梅格·格林菲尔德是《华盛顿邮报》的社论版编辑(凯瑟琳·格雷厄姆密友)，她喜欢华盛顿州，在那里长大。10 多年前，她给我打过一次电话。她问，“我能在华盛顿买第二套房子吗？我会把我所有的财务信息发给你。”我说：“梅格，你不需要。”实际上，任何问我他们是否买得起东西的人都能买得起。而那些不问我的人永远买不起。所以我对她说，“去做吧。这会让你开心的。”她照做了。一两年后，她想让我过去看看在我温和的鼓励下她做了些什么。所以我去那里参观。那是 1991 年 7 月 4 日的周末。他们在岛上举行了展览，她想让我看到一切。当时，她还带了几个人一起。而且，梅格还是比尔父母的朋友。所以我们去了那里，去了胡德运河，在我回来的时候我们还顺便去看望他们的父母。我认为当时比尔不想来。但是凯·格雷厄姆来了。比尔想见见她，他当时估计不想见我。然后我们就一见如故了。我们玩得很开心。他给我展示了很多很多东西。他

是一个很棒的老师。我们聊了几个小时。我们很投缘。我觉得他说的话很有意思。从那以后，我们一直过得很愉快。我们一起打桥牌和高尔夫球。所以我可以告诉你，他在这些比赛中很有竞争力。但是我不能告诉你任何关于微软的事情。我不太了解。如果我不知道任何私人的事情，谈论它是不对的。查理，你认识比尔。

芒格：是的。但我也不想替别人说话。只不过，在即将到来的反垄断案件中，我碰巧非常同情微软。(掌声)

至于白银，我只能说，到目前为止，这是一段沉闷的旅程。(笑声)

巴菲特：我想说的是微软的案例。我已经向之前问过这个问题的几个新闻机构表达了我的看法。20 年前，这个国家对自己在世界经济秩序中的地位确实有一种自卑感。我们当时认为，我们会失去我们的钢铁工业和汽车工业。我们真的不太明白美国是如何融入这个世界的，在某种程度上，日本人和德国人，都在抢我们的饭碗。你们很多人都太年轻了，不知道这些。但在座的很多人会记得这一点。我们对这个国家的经济状况感到非常沮丧。

然后信息时代到来了，我们的科技业刚刚席卷了世界。我们目前是第一，我很难想象谁会是第二。在某种程度上，我应该说，它促成了国民情感的一种改变。虽然我们繁荣的哪一部分是由它造成的，没有人知道。但我想房间里的每个人都会同意它的重要性。在未来的几年里，这个时代将会变得越来越重要。它将推动世界上发生的很多事情，让这个国家成为世界的领导者。就像我说的，你甚至看不出谁排在第二位。我们还在更快地前进，以增加领先优势，带来各种各样的好处。我想我们已经有了—一些很好的东西，以至于用其他方式修补它们可能没什么意义。在我看来，我不想拿着一把斧子，去分割一家在很大程度上推动这个国家前进的公司。我不喜欢去“修补”成功。要知道，(微软)这是一个重要的成功，这是一个非常重要的成功。

对于科技行业，查理和我可能不知道该怎么做，所以我们去买那些 10 年或 15 年后可能会表现很好的公司。我们确实知道一些公司会在未来做得很好——它们会给社会带来巨大的好处，即使它会让企业利润减少，但会让社会更有效率。这是一个巨大的优势。我希望在这个国家拥有世界上最高效的产业，尽管相对于效率较低的体系，这可能会降低资本回报率。我想我们俩谁都不会愿意去折腾那些有用的东西。

芒格：如果你从爱国的角度来看，我们在收音机、音响、电视机等产品上完全失败了，在许多其他地方也完全失败了，在其他主要产业上输给了日本和其他国家的人，我们终于在一个全新的、美妙的领域——软件领域取得了巨大的领导地位，而这个领域是全世界都需要的。而从美国政府领薪水的人有一个聪明的想法：他们应该大幅削弱我们正在大胜的领域。(掌声)事实上，他们晚上回家时，他们还会为自己感到骄傲。(笑声)

21、GEICO 受益于较小的全行业利润率

股东：下午好。来自纽约的乔·莱文森。你在今年的年度报告中提到，GEICO 所面临的经营环境，尤其是在定价方面，今年会变得更加艰难。我在想，GEICO 在过去几年里所面临的这种艰难的环境，是周期性的吗？还是说，这里有一些更结构性的东西值得我们关注？

巴菲特：事实上，过去几年的情况非常好。所以我认为这更像是一种常态的回归。整个汽车保险行业的持续利润远远比我五年前预测的要高。这个行业在一段时间内非常非常幸运。顺便说一句，这对我们来说不一定是好事。我们本可以赚更多的钱。但是这个行业也有一个大的保护伞——效率较低的竞争者仍然能赚到钱。我们觉得行业低利润是可以接受的。但我们不喜欢在一个行业上有一个大的保护伞，我们希望效率最高的是那些做得好的企业，效率较低的是那些有很多问题的企业。

因此，我们对汽车保险业务的利润率下降并没有感到不满。我们认为它们本来就应该下降。只要我们能以低于 100 的综合成本率去增加投保人，我们会继续这样做。而且我们很乐意这么做。我们不会在 2000 年赚到和 1999 年一样多的钱，1999 年也不如 1998 年。但就我们而言，那已经很好了。因为随着时间的推移，我们将成为低成本的生产者，而这是我们的目标。我认为，我们有很多事情都在朝着我们的方向发展，使我们能够做到这一点。随着时间的推移，一个庞大行业的低成本生产商会做得很好。

接下来的问题是，我们新吸引投保人并把他们变成我们的客户，是要花钱的。同时，我们还得把他们留住，而我们每年都会失去一些。在某种程度上，这是一个沙漏问题。但这些都是等式的一部分。GEICO 的经营基本上是好的。就整体盈利能力而言，它已经不如几年前那么好了，因为整个行业已经没有了“保护伞”。那把伞要离开了。而它的离开，完全没有伤害到我们。

第二件事是，正如我在报告中指出的那样，与几年前相比，我们在开展调查方面花费更多。我们知道情况会是这样。从现在开始，三年以后的花费会比现在多。我们相信这部分费用最终会降低。我们认为，我们可以以更低的成本吸引投保人，然后以比大多数竞争对手(如果不是全部的话)更低的成本运营企业。我们打算继续努力。

在年度报告中，我说这个行业的盈利可能会比去年下降 3%。如果预测正确的话，那么 1200 亿保费的 3% 就是 36 亿美元的差额。这一点也不困扰我们。事实上，我们不仅会看到行业恶化 3%，而且最重要的是，我们会花更多的钱来招揽生意，这将使我们的数据在短期内变得更糟。

最后，我们觉得，我们用低成本的方式吸引回来的保费，会比一些电子零售商更有吸引力——他们花费了大量的现金，但吸引的顾客远远少于我们。我甚至敢说，他们的客户留存率会低于我们的客户留存率。我们有一个非常好的商业模式。虽然不像几年前那么好了，但这可能比几年后的情况要好。而我认为，它仍然远远优于大多数竞争对手的商业模式。我们的 GEICO，是一台很棒的赚钱机器。

我们有个很棒的管理者 Tony Nicely——他是世界上最擅长经营这项生意的人。他从 18 岁起就在那里了，他早就对如何经营公司了如指掌。我认识 Tony 很多年了。我从来没听他说过不合理的话。这一点也很有趣。如果你找一群智商 140 的人，他们的实际表现是很不平衡的。他们中有 90% 的时间会说很多有意义的话，而在 10% 的情况下，他们的表现会让人发疯。而托尼说的和做的每一件事都是有意义的。他对伯克希尔来说是一笔巨大的资产。他的商业能力非常非常强大。查理？

芒格：我没什么要补充的。

22、中美能源：很“不错”，但不是“非凡”的回报

股东：下午好，巴菲特先生，芒格先生。我叫安德鲁·索尔。我来自纽约。如果你不介意的话，把你的注意力转移到中美能源。你说过你有多尊重那家公司的管理层。如果可以的话，你能详细阐述一下，你所看到的中美能源公司的长期竞争优势，你认为十年后的公司会是什么样的？你希望还是打算让中美能源公司成为美国成本最低的电力供应商？

巴菲特：对于你们这一代人，就付出的内在成本而言，回报并不会特别高。如果你有一组电厂，在美国，它们是相对低成本的发电方式。但是如果其他人有水力发电站或者其他有内在优势的东西，能够使它们比我们在爱荷华州用煤发电更便宜，那就去试试吧。作为一个电厂，它的位置相对较好，但是与其他竞争对手相比，要求我们显著地改变发电成本，我们无能为力。

你不应该期望在一个向全国几乎所有消费者出售一种必需品(如电)的企业中获得非凡的利润。公用事业行业背后的整个理念，是不允许超额利润。但就我们的角度来看，我们认为这是一个非常好的业务。但是，这不是那种可以大放异彩的投资。可以想象，我们将有机会在这个领域做一些非常大的事情，而在某些时候，仅仅因为它是一个大的领域。在这个领域，你可以开出一张 50 亿美元的支票。这可不是简单的糖果生意。

但我们是否这样做取决于很多因素，包括监管限制。因为这个行业有很多规则，它是从 1935 年的公共事业控

股公司法案开始。但我们可能有办法做一些非常大的事情。我们有正确的管理来做这件事。我们有足够的资金来做这件事。我们会看看会发生什么。

我们确实认为**大卫·索科尔(Dave Sokol)**已经证明了他的能力，在他运营的这段时间里，他提出了很多关于做各种有意义的事情和各种项目的想法。虽然不是每个项目每件事情都能够成功，但是他的击球率非常高。像这样的好头脑，随着时间的推移，我们期待他会产生更多的想法。中美能源在我看来，很可能会得到一个非常可观的回报。但我们不应该期望获得非凡的回报，因为这不是那种生意。查理？

芒格：我没什么要补充的。

23、我们的资本实力决定，浮存金投资股票没有限制

股东：巴菲特先生，我叫约翰·谢恩，来自田纳西州的纳什维尔。我想感谢你们取得的成绩，也感谢你们为企业树立的榜样。我的问题是关于浮存金以及它们是否可以被投资于普通股。在过去的几年里你已经被问过这个问题了，有一次是我问的，有一次是另外一个股东问的。但是我想知道你是否可以更详细一点。如果我没记错的话，你曾经说："是的，你可以将浮存金投资于普通股。"我认为这是一个重要的问题，因为它影响了浮存金的内在价值。如果浮存金被锁定为固定收益，那它的价值就是固定的。但如果它可以在某一时刻进入股市，显然它的价值要高得多。我很难理解的是，在这种情况下，你是如何有办法保证，投保人的利益会得到保护？比如有一种情况，你把所有的浮存金都投资在一个估值很低的市场上，但市场估值会变得更低。这仅仅是你拥有的资本规模，以至于你认为这种情况是极不可能的吗？还是你会用未来的保费收入，来支付索赔？或者说你会借钱来偿还债务吗？如果你能提供一些细节，也许我们可以更有信心，我们想听听，你是怎么想的。

巴菲特：浮存金的投资不仅仅只限于固定收益证券。**在任何给定的时间段内，任何我们认为最有价值的东西都可以使用浮存金进行投资。我们能这么说，而其他保险公司不能这么说，是因为我们有大量的资本，加上其他与保险业务无关的赚钱能力。因此，我们可以将全部资金投入股市。**我们在过去有过这样的经历，或者类似的经历。我们还可以在经营企业中大量使用浮存金。我们可以在任何有意义的地方使用它。**我们能够做到这点的唯一原因是我们拥有非凡的资本。我们没有太多的债务。**

我们经营企业的方式，或者说思考方式，可能与 90%的管理层不同。我们用合并会计的角度去查看资产，仅有几个小的例外。我们会去看看资产和负债两方面，并且不会考虑任何特定资产和负债之间的关联。我们在伯克

希尔的工作，就是以尽可能低的成本获得负债。我们想要得到我们能得到的所有负债，而且需要尽可能便宜地实现，再加上大量的资本。另一方面，我们希望所有的资产都能得到尽可能明智的利用。你知道，我们没有将资产一侧的 10 亿美元资产与右侧的 10 亿特定负债进行匹配。虽然有一两个例外，但那是我们被要求这么做的。这就是基本的方法。

所以，当查理和我想到伯克希尔的时候，我们在想，我们怎样才能以尽可能低的成本获得尽可能多的资金，在不超越我们的能力圈范围的情况下，随时随地的支付给任何人？那么，我们如何以一种对资产最满意、回报最好的方式进行投资呢？通常是投资股票。过去也是如此，不过有时，我们找不到机会。但毫无疑问，这就是我们的目标。而且，在几乎所有情况下，浮存金都可以像自有资金一样可用。我们不会在头脑中区分它们。

这种灵活性给了我们一些优势，相对于我们的竞争对手，也许是相当大的优势。查理？

芒格：是的，你可以在迄今为止的成功中看到，我们过去曾使用过这一优势。我们希望在未来继续使用它。

24、LizClaiborne 和 JonesApparel 公司(品牌服装)的投资

股东：大家好，我是 KevinPilon，来自康涅狄格州的辛斯伯里。我只想说，我真的很期待查理的书。我希望这本书能包含他发表的演讲——关于你需要理解并在生活中持续应用的多元思维模型。

我有两个问题。第一个问题是，我想听听你对投资 LizClaiborne 和 JonesApparel 等品牌服装公司的看法。第二个问题是，我想知道你是否会在当前的喧嚣中评论房地美的未来。正如你们所知，今年又有了新的问题——比如房地美 30 年期债券的回购、如何寻找新的基准、以及财政部说的"房地美的债券没有得到政府的充分信任和信用支持"等。

Liz Claiborne 美国著名中产阶级女性时装品牌，主要是设计与行销广泛的女装、男装与配件产品，适用的场合则从正式场合到休闲的穿着都有。公司成立于 1976 年，拥有全美最大的销售网络，旗下拥有 40 多个品牌。

Jones Apparel Group, Inc. 是美国最大的服装集团之一，总部位于纽约，旗下产品包括女士职业运动装、套装和礼服、休闲运动装及男士、女士和儿童牛仔装、女鞋及饰品。公司寻求多品牌战略，包括 Jones New York, Nine West, Evan-Picone, Rena Rowan 和授权品牌 Lauren by Ralph Lauren 和 Polo 牛仔服。

巴菲特：在这些问题上，我们不能帮你太多。因为我们可能有一些观点，但它们可能是我们不想谈论的事情。你说的 LizClaiborne 和 JonesApparel 的投资，是由 GEICO 的路易·辛普森做出的决定。路易为伯克希尔旗下 GEICO 保险管理着一个独立的股票投资组合。但很明显，这也是属于伯克希尔的一部分。这个投资组合超过 20 亿美元。在某种程度上，它的规模可以根据路易想做的而变化。路易完全靠自己。而他的回报是基于投资组合的表现。他做决定，买进卖出，完全不跟我交流，而这是我们喜欢的方式。

有时候，我们的决定会有重叠，而很多时候我们的投资决定却不一样。但是，举个例子，当我第一次了解 JonesApparel 的时候，我从来没有读过公司的年报。我不知道它们到底是做什么的。但那是路易的"孩子"。他很擅长资本分配。并且他是我百分之百信任的人。我知道他投资的一般标准，和我的很相似，但不是完全一样。他对商业很熟悉，和我的很相似，但不完全一样。他管理着一个很好的投资组合。这让我的工作更容易了——我不需要把那 25 亿美元加到我本身投资就有困难的其他公司上。

LizClaiborne 的情况有点不同。有一个周末，我接到一个电话，说有人要把它的一部分股权卖掉，问我有没有兴趣。我记得，我们是周一早上在伦敦买入的。它从未在任何交易所的新闻中被报道。我甚至不太清楚这是怎么发生的。但是有经纪人在那里安排了交易。他们有一个非常非常好的经营记录。他们自己也在买进自己公司的股票。而且我喜欢他们经营的生意。它不是可口可乐式的企业，也不是吉列式的企业，甚至也不是美国运通式的企业。但是我们以一个非常有吸引力的价格得到了这些股票。结果很好。

关于房地美的问题，坦率地说，我不想深入讨论。因为这其中涉及到了很多政治。但查理，你有兴趣嘛？

芒格：我想我可以像你一样不回答。

巴菲特：好的。(笑声)

25、通货膨胀有利于能提价的企业

股东：来自纽约 Croton 的 GareshPaku。我有几个问题。首先是关于继任问题。我只是无法想象你会允许别人在你的画上画画。所以，你们接班计划的性质是不是更像是博物馆的看门人？还是更活跃的人呢？

巴菲特：它会更加积极。我最不想要的就是一个看门人。我不希望那成为我的遗产。

股东：第二个问题是关于通货膨胀的。虽然我很欣赏你对具体业务的关注，也很欣赏你坚持不去预测，但我们非常幸运，通胀率连续走低。我想，有这么多钱在房地产、股票和其他资产之间流动的情况下，你是否会担心通货膨胀？这会对伯克希尔的保险业务产生什么影响？以及你能做些什么来防范这些风险？

巴菲特：就预测通货膨胀率而言，我的记录是很糟糕的。所以，这不是我们做决定时需要考虑的问题。最大的危险在于——通货膨胀的加速将导致保险业务中更多的美元交易量。更多的美元交易量基本上对我们是有帮助的，即使在定价上可能会有滞后，但定价最终会赶上所有这些通货膨胀。所以，如果不考虑我要提到的下一个因素，通货膨胀对 GEICO 这样的机构不一定是有害的。

当你持有较长期的负债时，比如通用再保险目前的情况，通货膨胀会影响到那些在 5-10 年前就已经产生的负债，而这些负债可能会以现在的美元重新结算。很明显，这以一种不可预测的方式增加了偿还债务的成本。而对 GEICO 这样的机构来说，通货膨胀的危险在于，在通货膨胀期间，人们会对所有东西的价格上涨感到愤怒。

面对通货膨胀，有些事情人们可以接受、有些则不行。还有一些事情，是人们觉得自己可以接受，但实际上他们却无法承担。其中之一，就是上涨的保险费用。当人们看到他们年度预算时，他们可能会对汽车保险费用占当中的一大部分感到非常不安。因为平均而言，一份昂贵的汽车保险单对每个人都有影响，几乎对这个国家的每个消费者都很重要。此时，立法机构可能会面临很大的压力，要求保险公司采取各种措施限价，在很大程度上改变这种情况。这种措施不会减少相互碰撞的汽车数量，也不会减少造成的伤害或其他任何事情。但这将是一种限制保险公司取得更高盈利的措施。人们会对保险公司的盈利感到不满。这也可能反映出，保险公司要达成为解决成本急剧上升所需的的增长，本身就存在困难。所以我认为，通货膨胀对汽车保险业务是不利的。

我想当我第一次对 GEICO 感兴趣的时候——那是在 1951 年，我在《我最喜欢的证券》栏目里写过："我认为他们大约有 17.5 万份保单。而它们大概承保了 700 万份保单，每份保单大概 40 美元一份。"现在，如果我们现在的承保保单是 40 美元一份，根据我们的保费数量，公司的价值会比现在的价值低很多。不管怎么说，它最终从 40 美元的平均价格涨到了 1100 美元的平均价格，与此同时，并未发生什么重大风险。

通过通货膨胀和一个伟大的商业模式的结合，如果它在这个过程中没有被摧毁，并且能够继续以美元计算，那么它将变得更有价值。不过，我更喜欢一个没有通货膨胀的环境。随着时间的推移，这对整个世界都有好处。这就是我们希望的方向。

到目前为止，我们是否会有这样一种毫无根据的恐惧——即过去 15 年存在的那种状况可能会导致通货膨胀的再次爆发呢？到目前为止，它还没有。我和你一样不知道接下来会发生什么。查理？

芒格：我也什么都不知道。(笑声)

26、国际扩张：有趣但不容易

股东：下午好，先生们。我叫齐克·特纳，目前正在印第安纳州泰勒大学完成我的大四学业。再过四个周，我就离开那里了。作为一个学习金融的人，我非常感谢您对学术界投资教学的评论。金融在这方面还有很长的路要走——我这样说只是希望现在很少有研究生招生官在听。但如果可以的话，我确实想对所有那些有智慧和胆量在

学院里教授价值投资、远离有效市场理论的教授说声特别的谢谢。我真希望本杰明·格雷厄姆还在教书。

关于技术及其在商业模式中的发展，人们提出了许多问题。我认为最大的影响可能是**经济的全球化**。这已经并将继续对我们今天所知的商业模式产生重大影响。现在，除了某些增长机会外，这可能对喜诗糖果或内布拉斯加州家具商城等公司的影响较小，但对吉列和可口可乐等公司产生了、而且可能还将继续产生巨大影响。而这些公司在国际市场上占有重要地位。

我的问题是，在国际扩张的情况下，你们的方法有什么变化吗？我特别感兴趣的是，在理解商业模式、理解经济未来以及与国际形势相关的经济风险方面是否有更大的困难？此外，您是否积极寻找全球投资机会？

巴菲特：很显然，我们喜欢那种**现在就是好企业、并且能以类似的商业模式进行大幅国际化扩张的公司**。对于任何在美国已经存在了很长时间的企业来说，在世界其他地方可能都比在美国有更多的机会。

可口可乐在美国国内做得很好，在国际市场的发展速度更快，吉列也是如此。因为我们国内是个更加成熟的市场，所以**我们喜欢能够全球化的产品**。

有些产品能很方便地走向国际市场，有些则不能。这是个不可思议的世界。可口可乐就能很方便地渗透国际市场，吉列刀片也是如此，但糖果似乎不能。英国卖的是 Cadbury 吉百利糖果，美国卖的是 Hershey 好时糖果。有些产品要渗透国际市场难度很大。

事实上，在这个国家，这对我来说太神奇了。这是一个流动的社会，人们一直在搬家，但是我们都在看同样的电视和其他东西。我很惊讶地发现，胡椒博士(Dr. Pepper)在达拉斯市超市的份额是 18%，而它在波士顿却只有 0.6%，两者相差 30 倍。在一个国家怎么可能有这种差别呢？同样，皇冠可乐(Royal Crown Cola 世界第三大可乐公司)在芝加哥的市场占有率为 3%，而在底特律只有 0.1%。这两个城市相距只有几百公里，两地的居民并无什么大的差别，而且皇冠可乐在这两个城市经营了至少 50 年以上。存在如此巨大的差别确实令人难以置信，因此，**即使在同一个国家里，也很难进行预测。**

如果我拥有胡椒博士公司，胡椒博士在达拉斯市超市的份额是 18%，而它在波士顿却只有 0.6%.....这会让我发疯的。所以，**预测同一个产品在不同市场如何渗透是很难的**。喜诗糖果公司在美国西部特别是加州有很高的渗透率，我们知道它是最好的糖果公司。但即使喜诗糖果在加州有大把的钱可挣，我想它也应该开始在纽约或费城开拓市场。不过我们还不清楚该怎么做，虽然我们已作过不少努力。

所以我们对于地域的扩张总是很有兴趣，不管是在美国还是在其他国家。然而，地域扩张并不像看起来那么简单，但当你有扩张的机会时，一定要牢牢把握住。

我们曾不时地买入其他国家的股票。有一次我读到关于德国一家企业的介绍，第二天我就给那个企业家写了封信。我从未见过他，但他拥有一家很好的企业。看来他可能是我喜欢的那类企业家，所以我就给他写了封信，现在我还未收到他的回信，也许我会很快收到。如果他给我回信并愿意跟我们做交易的话，我想我们会买入他的企业。

我们愿意在对其公司治理体系、税务等等能理解的任何一个国家里投资企业，我们不可能对 200 多个国家做到全部了解，但我们愿意在一些国家中投资企业。几年前我们分析过日本一家很大的企业，我认识的一位投资者买入了它，取得了很好的收益，可惜我们错过了。我们将继续在国际市场寻找机会，这具有重大的意义——因为我们有大量的资本需要投资。我们更可能在美国本土找到投资机会，但总有一天，我们会在美国之外的市场发现巨大的投资机会。查理？

芒格：我没什么要补充的。

27、扩大 GEICO 业务的支出很重要

股东：我是约翰·贝利，来自马萨诸塞州波士顿。你在年报中评论说，去年 GEICO 的营销费用中只有一部分是用来维持这个业务的。这似乎触及了所有者收益的核心，在这一部分中，您可以通过这一观察很好地评估现有业务。你可以直接衡量投资在新业务上的资金。似乎你应该能够对你可能感兴趣的其他业务做出类似的观察。

因此，你能否以此为出发点，来举一些例子，比如你如何看待企业的边际投资机会或边际资本回报率？在你的投资决策中，你给予现有业务的价值多少权重？

巴菲特：正如我们之前解释的那样，我们正在寻找方法，以创造比我们投入的每一美元更多的价值。我们希望创造 3 美元或 4 美元的价值。但如果我们只能得到 1.10 美元，那我也满足。我们偶尔也做出 0.9 美元的投资决策。当你开始应用这种思维的时候，这些都不是那么精确。

我在报告中使用了 GEICO 的例子，是因为它规模足够大，所以对股东来说是有意义的。我们一直在做的事情是，在短期内投入了我们一些营销的钱，但我们认为随着时间的推移会产生更多的价值。这个数字大小不是我们目前在 GEICO 所做的规模。我们也有可能会有更大的规模。所以，我认为列出这些数据是很重要的，尽管我无法

做到精确。当我说，你知道，维持目前的业务可能要 5000 万美元，说实话，我不知道那个精确的数字——它可能是 7000 万美元、也可能是 3000 万美元，还有可能比我的预测更离谱。但这是我能做出的最好的猜测。我认为股东们有权做出自己的最佳猜测。他们有权知道我们除了维持现有规模花费的成本外，还为未来的业务额外花费了多少。但很明显，这部分营销费用，我们没有列在资产负债表做资本化。

GEICO 到目前为止，是最具戏剧性的。我们在其他地方没有类似的支出。但我们正投入大量资金，例如，将 NetJets 带到欧洲。我们今年和明年都会增加它的资本支出。一旦情况开始好转，我们就会去亚洲，花更多的钱。我所有的决定都是这样做出的。不过，他们根本不在 GEICO 的规模这个级别。

我们想在报告中告诉你，与企业规模相关的任何信息。这对查理或我来说都很重要。如果我们正在阅读报告，但不参与业务，你们该如何弄清楚我们的投资是关于什么的。这就是我们写年度报告的目标。

顺便说一句，我很高兴我在这方面有所进展。因为今年确实有很多股东拿到报告的时间比往年还要晚。现在，那些寄给以本人名字注册持有者的年报，在年报印刷到达奥马哈的几天后就被寄出，放到了他们的邮箱里。而且似乎很顺利。以街区为名字的持有人，他们的数量是注册持股人的十倍，所以我们这里说的是剩下 90% 的持股人。过去，他们从新泽西的一家公司得到他们的报告，这家公司被他们的经纪人指定先从我们这里获取报告，然后再重新邮寄给他们。在这个过程中，我们付给这些人相当多的钱。我们把这些报告交给他们是很及时的。我们每天，或者一天内不止一次地询问，看看他们是否已经把我们的年度报告寄出去了。

今年我们收到了很多投诉，说人们没有收到，而你本以为他们会收到。我们知道新泽西的这家公司何时收到的，但我们不确定他们什么时候把年报再寄出去的。我们也不知道邮局到底发生了什么。邮件发出的数量和前几年差不多。但是，实际收到显然要晚一些。我们只能说，我们很抱歉，但目前我们没有更好的方法。而以自己的名义拥有伯克希尔公司的投资者，总是会在报告出现在互联网上的几天后，在邮箱里收到。这点我们可以向你保证。我们无法向您保证这些街道名持有者何时能收到他们的报告，因为我们不处理这些邮件。据我所知，没有其他公司经营。查理，你有什么要补充的吗？

28、互联网对 GEICO 和汽车保险定价的影响

股东：嗨，巴菲特先生和芒格先生。我叫 Will Obendorf。我来自加州旧金山，今年 11 岁。我是伯克希尔六年的股东。我的问题是，GEICO 的可持续竞争优势是什么？我的另一个问题是，互联网对汽车保险行业的定价有

什么影响？

巴菲特：我们会把你的名字寄给人力关系部门，或者其他什么部门。我们想雇用你。(笑声)

GEICO 的可持续竞争优势是，成为提供优质保险服务的低成本生产商。市场中有很多公司提供良好的服务。因此，这并不能将我们与众多竞争对手区分开来。拥有低成本是至关重要的。有些公司专门针对特定群体的投保人推出产品，但有些较小的群体，如 USAA，则拥有非常好的成本率。因此，在他们所专注的领域，他们与我们的竞争非常非常激烈。在洛杉矶有另一家公司，叫 21 世纪保险，它的成本率和我们的一样。所以他们在那个地理区域内极具竞争力。我认为在全国范围内没有其他公司经营的比我们更好。不过，我们不在马萨诸塞州或新泽西州开展业务。但在其他 48 个州，我们可以为每个人提供报价。

对于一个经营范围广泛的保险公司——特别是汽车保险，我们的竞争优势必须是低成本。现在，我们也必须像其他人一样善于区分不同类型的司机所带来的风险。换句话说，我们必须能够选择那些比平均水平更好的驾驶员。我们必须了解谁有可能是低于平均风险水平的驾驶员。而能够做到这一点，将这些人区分开来，将是一种竞争优势。我认为许多公司在这一点上基本趋于平等。因此，成本率的确是竞争的关键。我们非常关心成本，就像查理提到的好市多公司在零售方面的做法一样。好市多计算出他们的费用比率为百分之零点一。这很重要。这就是竞争优势。如果可能的话，我们必须维持并扩大这个竞争优势。

关于互联网的问题，刚才已经说过，这将是非常重要的。显然，这对 GEICO 来说已经很重要了。并且它将变得越来越重要。互联网对保险业很重要。因为当你有了互联网，你就会出现这样一种情况：有人想要为一辆车投保，他可以点击到一个网址，去找到那个对应的费率是多少。人们可以点击到别的地方去看看费率是多少。实际上，他们可以到处购物，而不用从一个地方到另一个地方，不用开车在城里到处跑，也不用给很多中介打电话。他们可以在他们的家里做这件事。这使得我们成为低成本公司变得非常重要。我认为，随着时间的推移，互联网也将是我们的一个优势。一方面，我认为它使品牌非常重要。因为我们认为，人们总是把 GEICO 放在选择范围中。如果你有一个没人听说过的 XYZ 公司，没人会想要点击它。GEICO 的品牌已经为全国人民所熟知，我们花了很多钱让它变得更加熟悉。你问了两个很好的问题。我认为我们在这两个方面都做得很好。谢谢你！

29、我们会做房地产交易，但价格必须合适

股东：下午好，伯克希尔先生和哈撒韦先生。(笑声)我叫安东尼·普利斯特，我来自华盛顿特区。几个月前，我

在《华尔街日报》上看到一则广告，上面说，"伯克希尔希望看到超过 1 亿美元的房地产融资机会。"我很好奇你在这个领域的想法、关于房地产领域你的一些目标。你能谈谈你可能做过的任何交易吗？唐纳德·特朗普是否给你打了电话？(笑声)

巴菲特：我不认为唐纳德·特朗普会给我们打电话。在过去的几年里，我们在房地产领域达成了三笔交易。它们属于 1 亿美元以上的类别。如果我们能找到合适的机会，我们愿意投入数十亿美元。或者什么都不会发生，这取决于市场。很多地方都有抵押贷款部门，或者房地产部门。他们往往有一个预算，然后他们在预算范围内把钱花光。同时，他们还有一群人常常无所事事。这不是我们伯克希尔的运作方式。如果交易是正确的，我们将做数十亿美元的交易。如果交易不太好，我们也不会勉强。有机会的话，我们会审视每一笔交易。

迈克·戈德伯格负责这项工作。我们之间经常讨论。他就在我隔壁的办公室里。如果他听说了一笔交易，你知道，我们会讨论几分钟。首先，我们会知道这笔交易是否通过了第一个阈值，然后我们继续讲第二个和第三个。但是我们不会在事情上浪费很多时间。我们不关心我们是否达成另一项协议。如果条件合适，我们愿意。这则广告引发了一些质疑，但这质疑并不是来自于唐纳德·特朗普。

交易中有一两个现在还在进行。我们来看看它们是否有效。从本质上讲，房地产交易比我们通常做的事情需要更长的时间才能完成。事实上，我买一家公司的速度通常比我们做房地产生意的速度还快。这就是我们的工作方式。我们对已经达成的三笔交易非常满意。它们是用钱的好方法。我希望我们能找到更多。但如果我们不这么做，我也不会不高兴。查理，你有什么要补充的吗？查理是我们的房地产专家。

芒格：没有。

巴菲特：顺便说一句，尽管有传言，但我们不会为查理造船提供资金。(笑声)

30、伯克希尔不是"基金"

股东：大家好，我叫 Joel。我是弗吉尼亚大学的本科生。我有两个问题。我的第一个问题是，你认为你的基金结构对它的长期成功有多重要？在过去几周，其他一些传奇投资者，比如朱利安·罗伯逊(Julian Robertson 老虎基金)、斯坦利·德鲁肯米勒(Stanley Druckenmiller)，已经被迫关闭或重组他们的基金(做空科技股巨亏)，因为他们处于一种业绩不佳、随后出现赎回、然后表现更差的恶性循环之中。

你是否认为，由于你的基金是一家上市公司，而不是像老虎基金和量子基金那样的私人合伙公司，伯克希尔

的组织结构保护了你的企业不受类似命运的影响？或者换一种说法，你认为，如果老虎基金或量子基金的结构像伯克希尔那样，它们今天可能还会经营下去吗？

巴菲特：我们认为自己与老虎基金的生意一点关系都没有。我是说，他们是在管理证券业务。我们做的事情和他们不一样。多年前，**当我还在经营合伙公司时，它更符合老虎基金他们的风格**，尽管我的合伙公司，离他们所做的还很远。但它的结构更像他们所做的。而现在，尽管我们收购了企业的控股权，但我们的运作更加专注于证券，我们不在乎我们拥有的是股票还是债券，无论是现在，还是在接下来的 20 年里。但仅持有它们，这不是我们的目的。我们不是基金。我们是一家运营企业，能够产生大量资本，并利用这些资本购买其他企业的全部或部分资产。我们更喜欢整体收购。但我们有时也会投资证券。这就是为什么我不认为账面价值那么重要的原因，尽管它在一定程度上，特别是早期，是有一定的重要性的。

但是，10 年后，我们可以很容易地**让我们拥有的企业代表伯克希尔公司 90% 的价值**，剩下的 10% 的价值由证券代表。或者我们可以很容易地用证券来代表 60% 或 70% 伯克希尔的价值，这取决于市场如何发展。我希望它以前一种方式发展。但我也完全愿意走另一条路。但它与你所说的那种基金没有任何关系。

从税收的角度来看，与那些人相比、与我在 60 年代的情况相比，**我们的组织结构很差**。(对冲基金只有 15% 资本利得税)但这是我们做的决定。我们或多或少被困住了。如果你要持有证券，伯克希尔模式不是一个好的税收结构。但随着时间的推移，我们可能不会拥有那么多证券。查理？

芒格：嗯，我确实认为，**在相对绩效游戏中，那些试图吸引所谓热钱的人，生活在一个与我们完全不同的世界**。我的意思是，**索罗斯最后不愿意看到很多人在高科技股票上赚很多钱，而自己却不参与其中，但大部分做空的人都失败了**。我们非常愿意让一些我们不理解的事情继续下去，即使很多人赚了很多钱，我们却没有。

巴菲特：是的，**我们不是证券公司**。我们目前持有大量证券。从现在起 5-10 年后，我们可能会拥有很多。但这并不是伯克希尔的宗旨。理想的情况是，我希望我们能把所有的资金投入到我们喜欢的业务中去。但这是不可能发生的。这太艰难了，因为我们找不到价值数十亿美元的企业来收购。我们找到一些。但它们规模都很小。

31、我们不会收购一家对自己撒谎的公司

股东：我是来自芝加哥的 PaulTomasik。我的问题是关于理智和诚实，以及你在公司中弘扬这两者的行为。特别是在通用再保险公司中，这是一家管理良好的大型上市公司。如果你在这样的公司中宣扬理智和诚实，一开

始，也许你会有偏差，就像你说的那样。尤其值得一提的是，伯克希尔是第一家将 Unicovert 核销的保险公司，而怡安则将其推到了 2000 年(怡安是世界上领先的集风险管理咨询、保险经纪和再保险经纪公司)。

你能给我们一些提示，谈谈你是如何在一个公司中宣扬理智与诚实的吗？有人在我耳边低语，他们想知道查理的阅读书目。我猜他们看完了《枪炮、病菌和钢铁》。

巴菲特：首先，我们真的不想购买任何我们认为缺乏这种品质的公司的股票。因为我们真的不相信通过购买公司，可以改变他们。但我们可能会改变一点薪酬制度或类似的东西。我不会指名道姓，但是有很多公司，如果我们加入他们，我们不会在他们的运作方式上有任何改变。但我们的确对他们的运作方式感到不舒服。

我们试图购买那些我们认为与我们非常相似的组织。即使我们没有买下通用再保险，他们也会很快意识到 Unicovert 的损失。但有些人却不是这样。他们不需要我们的督促就能实现这样的目标(理智和诚实)。我们希望这样的人加入我们——他们已经是那种能面对现实的人，他们会告诉我们真相，同时，这也是告诉他们自己真相。这更重要。一旦你的公司开始欺骗了自己——有很多这样的公司，我认为你会遇到各种各样的问题。整个公司的人都会知道，员工也会接受管理层为人处事的一些原则。尤其是在金融机构中，那就是一种慢性死亡。我们不会买那些我们认为有问题的东西，然后再去纠正它。因为我们不懂。查理和我在一些有这种问题的公司工作过。最终，你会明白，这是不可纠正的。问题实在太多了。查理？

芒格：我认为你说的对，我们没有改进通用再保险的行为准则，因为他们早已经有和我们一样的行为准则。

关于阅读清单，很不幸，去年我没有读过一本我认为好书的书。

巴菲特：查理，你认为你读过多少书？他读了很多书。

芒格：我不算数。其中一些，我浏览得很快。但是去年真的没有读到一本好书。像《枪炮、病菌和钢铁》这样的书并不是每年都有。顺便说一句，那个家伙在某种程度上有点疯狂。

巴菲特：看来很难从查理那里得到 A。(笑声)

32、伯克希尔在再保险方面的竞争优势

股东：你好。我叫詹姆斯·阿姆斯特朗，来自宾夕法尼亚州的匹兹堡。谢谢你邀请我们。我想请您谈谈再保险业务以及它在未来 10 年或 20 年的前景。在伯克希尔，我们通常会收购那些在一定程度上不受新竞争对手轻易进入和大宗商品类定价影响的企业。我们希望企业拥有特许经营权、几乎没有替代品、能够抵抗周期性因素，等

等。而再保险业务具有许多与我们通常寻找的特征相反的特征。这个行业有很多过剩的产能、我们被竞争者的非理性和不明智的定价决定所阻碍，等等。对我们来说，要证明通用再保险是一笔好的投资，我们需要更好的承保收入。我们还需要价格稳定。但在一个全球流动性巨大的世界里，资本流动非常迅速，它们从一个地方转移到另一个地方，为什么再保险业务不会逐渐演变成一个糟糕的业务，最终所有超额回报都在竞争中消失。在我看来，再保险行业的价格永远不会稳定很长时间，因为新进入者出现了，并向该业务不断投入资本。

所以我想请你们谈谈通用再保险是如何运作的。同时，让我们对再保险业务在未来 10 年或 20 年的发展有一个大致的了解。谢谢。

巴菲特：好的。你说得很对。事实上，我们在伯克希尔从事再保险业务已经 30 年了。很明显，这是一个我们非常关注的行业。我们有时会因此而受到伤害。但总的来说，我们做得非常好。我们做得非常好的原因是我们有一位非常出色的经理，阿吉特·贾恩，我也曾给大家说过。他管理着我们的再保险业务。阿吉特是一个很好的例子，说明一个有头脑、有精力、有纪律、有气质、有资本的人可以做成一件事。

这不是世界上效率最高的行业。它永远不会成为世界上最高效的企业，因为它不是严格意义上的精算。**超额回报将不会被竞争消除。**有些人会在这个行业中获得非常低的回报。有些人在生意中被消灭。这意味着，就单个保险公司的结果而言，会有很大的偏离。

我们认为在阿吉特的管理下，无论是在国民保险公司，还是在通用再保险公司，我们都有优势，所以我们的回报会比平均水平高很多。我们两家公司都有可能在任何一年遇到麻烦，也有可能特定的几年内遇到麻烦，但在我们看来，就伯克希尔的业绩而言，这两家公司的表现都将好于平均水平，也将超过令人满意的水平。

你知道，我现在无法向你证明。但我可以告诉你过去几年发生了什么。我不认为再保险行业的情况与几年前有什么不同。这个行业总有很多资本，总会有愚蠢的竞争对手。在 1985-1986 年期间，人们觉得很穷不接业务。**但这并不是真的缺乏金融资本。消失的是心理资本。人们只是很害怕。很明显，那是开展业务的最佳时期。**现在保费价格好一些了。**但总有人会对风险做出错误的评估。**当他们错误地评估风险时，我们的工作就是和他们谈业务合作。

与通用再保险相比，阿吉特在国民保险公司的业务更容易做到这一点，因为通用再保险与许多客户有长期关系。当你的竞争对手提供的价格太低时，你该怎么做？你已经和他做生意 50 年了，所以，更换保险公司是一个非

常艰难的决定。有时候，他们可能会做一些被贴上"必然是道德败坏的"标签的事情(意思是赚钱赚得很狠)。查理总是说，只要不是一直是道德败坏的，那他不介意偶尔做做这种交易。这个行业的人，尤其是打电话给客户的前线人员，他们总是想维护客户关系。但作为所有者，我们倾向于强调赚钱。多年来，通用再保险在维持一段长期关系与确保获得足够回报的原则之间取得了很好的平衡。去年做的并不完美。我还要补充一句，要想完美地完成这项工作，是非常困难的。

我认为，无论是在阿吉特的运营下的国民保险业务、还是通用再保险本身，我们这两项业务将会做得很好。就我们得到的保费而言、和竞争对手相比，我们都会做得很好。但偶尔会有非常糟糕的一年。要知道，明天可能会发生什么大事，比如东京地震之类的。但，这就是我们得到保费的原因啊。如果有纪律地定价，以20年来看，我们业绩就不会差。如果我们定价不自律，随着时间的推移，我们会被淘汰。查理？

芒格：我认为，再保险业务乍看起来那么像大宗商品业务，但实际上并不像。它不像一般的交易。从保费支付到赔款最终支付的时间间隔是如此之大，因此客户对保险公司会有两个主要顾虑：第一，保险公司愿意支付其实际赔款的意愿；第二，保险公司支付其实际赔款的能力。我认为我们在声誉和实力方面都有很大的优势。

巴菲特：是的，我们的声誉优势极其强大。实际上，我想不出伯克希尔或通用再保险无法赔付的案例。我们从来没有遭受过人们起诉，然后在法庭上与我们对簿公堂之后得到钱之类的事情。这不是本质问题，也不是我们对待再保险交易的态度。

另外，我们有一个巨大的态度优势。因为我们没有必要，仅仅为了维持我们现在的规模，就不顾成本去承保业务。我们伯克希尔根本就没有确定的规模目标。而在大多数保险公司，情况并非如此。

我们在收到结果和看到结果时都会给大家报告，我认为这也让我们对业务的各个方面都更加真实。我们还有大量资金做后盾。因此，我们可以大量承保有吸引力的业务，并始终将这些客户留存。所以我们在业务上有很多优势，这些优势给我们带来了比竞争对手更丰厚的回报。这些回报我无法形容，因为我也不知道竞争对手会获得什么，但这无关紧要了，重要的是，我们在这个行业有着无与伦比的优势。

投资就是现在投入资本，以期未来收回更多的钱

投资一家公司就像投资一口油井，要依靠专业分析，判断未来还能产出多少石油，还能产出多久。

芒格：我们不介意投资一些正在衰落的生意。毕竟，每个投资油井的人都是在购买一个未来某个时候将会下降到零的生意。他们只是希望从中赚到足够的钱，以补偿他们所投入的资本。

芒格：2003 年的金融大丑闻

2000 年夏

会计行业在公司述职中扮演了为虎作伥的角色，查理通过这篇虚构的宽特技术公司为主角的道德寓言剧，宣泄了他对此现象的愤怒。这篇讲稿是查理在 2000 年夏天度假时亲手写下的，他预测将于 2003 年浮出水面的丑闻提前败露了，直到今天仍是重要的话题。这家虚构宽特科技公司早期原型，有点像查理非常钦佩的布劳恩工程公司(Carl F. Braun Engineering)，后期公司经历了许多真实公司共有的弊病和重创，特别是股票期权的致命缺陷。查理记录了领导层的更换如何导致非常成功的公司变成平庸的企业甚至更糟糕——一家声名狼藉、关门大吉的企业。当新管理层采用现代的金融工程技巧，特别是启用了股票期权的激励制度却没有将股票期权算作公司的成本时，一切都完了。莎士比亚的戏剧《亨利四世》中说："我们首先要做的是杀掉所有的律师。"曾是律师的查理可能会反对这个主意，但如果要杀的是会计师呢？那就……

芒格：我写这篇文章的初衷并非为了预言 2003 年的情况。它是一篇虚构作品。除了有关加尔布雷斯教授的内容，任何与真实的人物或企业雷同的情节均属巧合。这篇文章的用意是提醒人们留意现代社会中的某些行为和信念系统。

2003 年爆发的金融大丑闻，使得宽特科技公司(QuantTech)突然间声名扫地。

宽特科技这时已经是全国最大的纯工程企业，这是其传奇般的工程师创始人阿尔伯特·贝索格·宽特多年苦心经营的成果。2003 年之后，人们开始把宽特科技的故事当做一出两幕的道德剧。第一幕是伟大的创始人宽特的时代，被看做是道德高尚的黄金时代。第二幕是这位创始人的后继者的时代，被视为道德沦丧的时代，在这个时代的末期，宽特科技变得跟索多玛与蛾摩拉差不多(《旧约》所载的两座罪恶之城)。

这篇记录将会清楚地展示，宽特科技从好到坏的转变并不是在其创始人于 1982 年去世后突然发生的。1982 年之后，该公司仍保留了许多好的作风，而早在 1982 年之前许多年，宽特科技所处的金融文化环境就已经出现严重的问题了。

要理解宽特科技的故事，我们最好把它当做一出经典悲剧，在剧中，只是一个漏洞就遭到了命运女神的惩罚。这个漏洞就是该国对职工股票期权的特殊会计处理。宽特科技和它的国家成了受害者。这次金融大丑闻的情节就好像是悲剧作家索福克勒斯(Sophocles)笔下的悲剧。

1982 年去世的时候，阿尔伯特·贝索格·宽特为他的继任者和造物主留下了一家非常繁荣和有为的公司。宽特科技惟一的业务是设计新型的发电厂，这种小型发电厂能够改善电力供应，而且超级清洁、超级节能，备受世界各国欢迎，给该公司带来了不菲的设计收入。

在 1982 年，宽特科技占据该行业的龙头地位，营业收入为 10 亿美元，而盈利高达 1 亿美元。它的成本主要是支付给参与设计的技术员工的薪酬。直接的员工薪酬成本占到营业收入的 70%。在这里面，30%是基本工资，40%是依据创始人设计的一套复杂方法计算出来的奖金。所有薪酬都以现金支付。该公司没有股票期权，因为宽特先生认为对股票期权的法定会计处理方式"软弱、腐败和令人鄙视"，他不想企业做糟糕的账目，正如他不想做糟

糕的工程设计。除此之外，这位老先生还坚持严格依据业绩标准来给个人或项目小组发放巨额的激励性奖金，而不愿意像其他公司那样采用股票期权作为激励机制，因为他认为那种做法是不可取的。

在我们的故事中，宽特科技是一家虚构的工程公司，它经历了许多真实公司常见的弊端——特别是没有在会计报表中正确地反映出职工股票期权成本的致命伤。

1940 年 11 月 7 日，华盛顿州 Puget 河 Tacoma 湾上第一座悬索桥垮塌，原因是施工不合格，该地区常年刮大风，设计方却没有正确地考虑到风振这个因素的影响。当时该桥才通车几个月。

然而，即使在这位创始人的制度之下，大多数把毕生心血奉献给宽特科技的员工也已经变得富裕起来，或者肯定会变得富裕起来。之所以如此，是因为那些员工和其他不在公司任职的股东一样，也从市场上购买宽特科技的股票。这位创始人一直认为，他的员工既然拥有足以设计发电厂的聪明才智和自律意识，当然会通过这种方式来好好为自己谋利。他有时候会**建议员工去购买宽特的股票**，但也就到此为止，不会表现出更多的家长作风。

等到 1982 年他去世的时候，宽特科技**完全没有债务**，如果不是为了提高公司知名度，不管业务增长多快，它的**运营根本就不需要股东的资金**。然而，老先生相信本杰明·富兰克林的名言“空袋子很难竖起来”，他想要宽特科技巍然屹立。**他热爱他的企业和同事，总是希望手里持有大量的现金等价物，以便发生不测时有充分准备，或者遇到机会时能够抓得住。**所以到 1982 年，宽特科技持有 5 亿美元的现金等价物，大概是年收入的 50%。

1982 年的宽特科技不但拥有**健康的财务报表和行之有效的企业文化**，还拥有**一个快速变化、快速增长的行业中的关键技术**，只要继续采用老先生的方法，在未来 20 年，它的年均利润必定可以达到收入的 10%，而年收入增长必定可以达到 20%。在这 20 年之后，从 2003 年开始，在很长一段时间内，宽特科技的利润将会继续保持在年收入的 10%，而年收入的增长速度将会下降到每年 4%。但没有人能够准确地预言这段不可避免的收入增长缓慢期将会从什么时候开始。（净利率保持 10%，1982-2002：增长 20%，2003-未来：增长 4%）

老先生为宽特科技设定的利润分配制度非常简单：他**从来不派红利**，而是把所有**利润转换成现金等价物累积起来**。

任何有经验的股票投资者都能看到，1982 年是购入拥有大量现金的宽特科技的良机，当时它的**市盈率只有 15 倍**，而且尽管它的前景非常好，整个公司的市值只有 15 亿美元。既然公司前景很好，市值为什么很低呢？这是因为在 1982 年，其他很棒的股票的市盈率也只有 15 倍，甚至更少，这也是因为当时的**利率很高**，而且持股人此前多年的投资回报率相当令人失望。

宽特公司在 1982 年的低市值造成的后果之一，就是令那些董事感到不满意，老先生刚刚去世，他们就开始蠢

蠢欲动。如果这个董事会很明智，他们会利用手头所有的现金和外面借来的资金大量买进宽特科技的股票。然而，这样的决定并不符合 1982 年常见的企业经营智慧，所以董事会作出了常见的决策。他们从宽特科技之外聘请了新的首席执行官(CEO)和财务总监(CFO)，这些人来自一家实行员工股票期权激励计划的公司，该公司市盈率是 20 倍，尽管其资产负债表比宽特科技差很多，利润的增长速度也没有宽特科技那么高。宽特科技的董事们聘请这两位新的高层管理人员的意图很明确，就是希望尽快提高公司的市值。

宽特科技新上任的管理层很快意识到，他们很难更快地提高公司的年收入，也很难增加宽特科技的利润率。创始人在这两方面已经做到了尽善尽美。新上任的管理层也不敢改变运作得如此之好的企业文化。因此，新管理层决定启动他们所谓的“现代金融工程技术”，迅速采用各种尽管存在争议但又合法的手段以提高财务报表上的盈利，先从简单但是重大的改起。

命运弄人，这种让宽特科技的创始人原本极其憎恶的股票期权记账方法，现在却让新管理层的工作变得十分轻松，而且最终将会毁掉宽特科技的声望。

当时美国通常的会计做法是这样的，假如，先给了员工认股权，公司便可以将股票低于市场价卖给员工，折让给员工的部分就相当于现金(如果员工同时将股票以市场价格立刻卖掉的话)，但在做账的时候并不用记为薪酬支出，从而不会影响年报披露的盈利。

虽然这种特别奇怪的记账方法遭到某些最聪明正直的会计师的反对，但会计行业还是采纳了，因为大多数企业的管理人员，不同意会计师将他们从行使股票期权中得到的收益算入公司成本，那样的话他们任职的公司的利润就会下降。会计行业在做出这个特别怪异的决定时，竟然奉行的是那些跟富裕的资深会计师截然不同的人所奉行的准则。这项准则通常是那些食不果腹、无权无势的人遵守的：“谁给我面包吃，我就给谁唱歌。”

幸运的是，税务部门并没有像会计行业那样采用这种特别怪异的记账方法。税务部门拥有基本的常识，理所当然地将行使股票期权获得的收益视为薪酬成本，在计算企业所得税的时候会把这部分减去。

宽特科技的新管理层精通金融业务，他们一眼就看出，只要使用这种特别怪异的记账方法，再加上完善的所得税征收制度，宽特科技会有极大的机会，只要采取非常简单的做法，就能增加其年报上披露的利润。宽特科技每年大量的成本，本来就是发放给员工的激励性奖金，这为“现代金融工程技术”提供了千载难逢的良机。

厄普顿·辛克莱(Upton Sinclair)：让人们去理解那些跟他们的利益冲突的事情是很难的。

例如，管理层可以很容易看出，如果 1982 年的宽特科技，用行使员工股票期权得到的利润，代替它那四亿美元的激励性奖金成本，同时，用省下来的奖金，加上员工为股票期权支付的金钱，来回购所有因行使期权而增发的股份，其他一切保留不变，那么 1982 年宽特科技的年报披露的利润将会上涨 400%，从 1 亿美元上涨到 5 亿美元，而流通股的份额仍跟原来一样！所以在管理人员看来，最正确的做法就是，用员工行使股票期权的盈利来取代激励性奖金。那些精于计算的工程师怎么会介意他们的奖金到底是现金还是现金等价物呢？只要管理层愿意，作出这样的替换安排似乎没有什么困难的。

然而，新管理层也很容易可以看出，他们在推行新把戏的时候必须小心谨慎，有所约束。很明显，如果他们在某一年推行新把戏的力度太大，那么可能会引起会计人员的抗议，或者遭到其他方面的敌视。这无异于杀死一只会下很多金蛋的鹅，至少对管理层来说是这样。毕竟，他们非常清楚地知道，他们的把戏能够增加年报披露的利润，只是因为他们把真实的盈利和伪造的盈利相加而已。因为通过这种把戏，在年报上增加的盈利并不会给宽特科技带来真正的经济效应，只会带来那种临时的虚假效应，这跟虚报期末存货造成的虚假效应是一样的。新的 CEO 私下把这种迷人的、谨慎的做法称为“明智的克制型造假”。

“正确的做法是永远别让错误的会计开始”

1991 年，金融会计标准委员会提议将员工股票期权的部分真实成本视为支出。由于遭到企业界和国会的强烈反对，这项提案最终被大大缩水，仅仅要求公司在备注中有所披露。然而，目前美国通行的会计准则要求，员工股票期权的部分真实成本在损益表中必须被记为支出。查理对此持怀疑态度：“等到股票期权被行使时，账目上记录的总成本往往比实际发生的总成本低很多。此外，那部分记到盈利下面的成本通常被故意用不正当的办法降低了。这种事情是很难杜绝的。正确的做法是永远别让错误的会计开始。”

显然，新管理层也认识到，用行使员工股票期权的利润来取代奖金的做法不能一蹴而就，应该在未来多年里逐渐实施。他们私下管这种谨慎的方法叫做“细水长流”计划。他们认为这个计划有四个优点：

第一，每年虚报一点利润，被发现的概率比虚报大量利润要低。

第二，虽然每年虚报的利润不多，但经过多年累积，这个“细水长流”计划将会产生巨大的长期效应，而且也不容易被发现。那位财务总监私下恬不知耻地说：“如果我们每年只在葡萄干里掺入一点点大便，这样的话，就算最后出现了一大堆大便，可能也不会有人发现。”

第三，对于公司外部的会计师来说，一旦包庇过几份显示利润有增长但包含了少数造假成分的财务报表，而不包庇同样虚报利润增长的财务报表，他们可能会觉得非常难为情。

第四，通过实施“细水长流”计划，宽特科技的管理层可以防止丑闻或者更为严重的事情发生。

其他公司实施的股票期权计划比宽特科技更加大方，所以如果有人提出异议，管理层可以解释说，适当地实行员工股票期权计划有助于吸引和留住人才。实际上，考虑到这种怪异的股票期权记账方法对企业文化和股市热情的影响，这种说辞往往是正确的。

1947年1月13日邓肯·利托菲尔牧师在阿瑟·安达信葬礼上的讲话：你们必须遵守他为这家事务所设定的原则，必须维护他的声誉。你们不能打着他的旗号去做坏事。我敢保证，如果你们不遵守他的原则，他宁愿这家事务所倒闭。他给你们留下了巨大的信誉。你们的机会很好，你们的责任也很重大。

具备上述四个优点的“细水长流”计划明显是个好方法，宽特科技的管理层现在只要决定每年增加多少虚假利润就行了。这个决定也是很容易做出的。管理层首先考虑三个他们想要满足的合理条件：

首先，他们希望这个“细水长流”计划能够持续不断地实施 20 年。

其次，他们希望在这 20 年里，宽特科技每年披露的利润增长幅度都差不多，因为他们认为，如果宽特科技每年年报披露的利润增长都很稳定，那些代表机构投资者的理财分析专家将会给予宽特科技的股票较高的估值。

第三，为了维护年报披露的利润的可信度，他们不想引起投资者的怀疑，所以即使在第 20 年，宽特科技从设计发电厂得到的利润率也不会高过 40%。

第四，确定这些要求之后，管理人员计算起来就简单了，因为他们已经估算出宽特科技的收入和盈利将会在未来 20 年里每年增长 20%。管理人员很快决定利用他们的“细水长流”计划，让宽特科技的披露利润每年增长 28%，而不是像该公司的创始人老老实实在地报出 20%。

就这样，这个“现代金融工程”大骗局逐渐将宽特科技推向悲剧的下场。人类历史上没有几个臭名昭着的大骗局能比这场骗局干得更漂亮了。根据会计师核准的年报，宽特科技的利润每年增长 28%。除了少数几个公认的不切实际、过于迂腐、愤世嫉俗的怪物之外，没有人批评宽特科技的财务报表。

该公司的管理层继续执行创始人从不分派红利的做法，这很大程度上维护了宽特科技年报的可信度，人们相信它每年的盈利增幅确实达到了。在那种通常破坏现实认知的巴甫洛夫联想反射效应的影响之下，认为宽特科技拥有大量现金等价物的人们万万不会想到其年报披露的部分利润竟然是伪造的。

庞氏骗局：现代金融工程技术最著名的例子之一是 1919 年在波士顿发源的庞氏骗局。卡尔洛·“查理”·庞兹 (Carlo "Charles" Ponzì) 声称他有能力利用国际邮政票据套利，许诺 90 天可盈利 50%，吸引了数以千计的投资者。为了建立信用，他把新投资者的钱作为利润返回给旧投资者——这是典型的金字塔骗局所用的花招。庞兹很快就募集了数百万美元的资金。1920 年，《波士顿邮报》刊发文章质疑庞兹的做法，于是有关方面对庞兹展开了独立的审计。审计表明这是骗局，投资者要求退钱。到最后，平均每个投资者只收回了 37% 的资金，庞兹被判了几年有期徒刑。1920 年代末期，出狱后的庞兹死不悔改，又开始兜售佛罗里达州一些毫无价值的土地。

因此，在“细水长流”计划实施了几年之后，宽特科技的管理层自然想要让该公司年报披露的每股盈利继续以

28%的速度增长，同时大幅度地虚报公司持有的现金等价物的增长。这种办法取得了很大的成效。等到这个时候，宽特科技公司股票的市盈率已经非常高，通过不匹配地逐步增加购股权持有量，公司管理层开始相应减少用现金支付奖金，或者相应减少现金回购宽特科技的股票。管理层很容易意识到，这种改变极大地完善了他们最初的计划。这不但使得他们虚报盈利的做法，因现金加速增长而变得更难以察觉，而且还为宽特科技引入了庞氏骗局效应或者连锁信效应，给包括管理层在内的现有股东带来了切实的好处。

在这个时候，管理层还解决了最初的计划中的另一个漏洞。他们发现，由于宽特科技虚报的盈利以每年 28% 的利润增长，而作为税前利润的一部分，宽特科技缴纳的所得税相对税前利润税率却逐年下降。这显然会招致他们不想看到的质疑和批评。这个问题很快被消除了。外国的许多发电厂都是由政府出资兴建并归政府所有的，宽特科技很容易说服某些外国政府支付更高的设计费，只要宽特科技额外交给这些外国政府的所得税比增加的设计费多一点点就可以。

信任，但去证实。有一个好办法可以查证企业年报中披露的利润是否属实，那就是将年报中披露的好消息和该企业实际缴纳的所得税进行比较。由于管理层不愿给美国税务局看他们用来糊弄股东的注水报表，所以企业的表格中“支付所得税的现金”一栏往往更为准确、更为忠实地反映了该企业的真实盈利。

最后，宽特科技在 2002 年的年报中披露，该公司的利润为 160 亿美元，收入为 470 亿美元，包括大量由现金等价物产生的利息收入，而这些现金有相当一部分来源于这些年净增加的股份。现在宽特科技持有的现金等价物达到了惊人的 850 亿美元，大多数投资者认为一家拥有如此之多现金的企业每年能够赚到其年报披露的亿美元的利润也不是不可能的。在 2003 年，宽特科技的市值高达 14000 亿美元，是其 2002 年披露利润的 90 倍。

如果让人选择增长速度的话，所有人会选几何级数，可惜地球上的资源是有限的。但是，所有人类对几何级数增长的过度追求，在一个有限的地球上，最终都以惨痛收场。2003 年，宽特科技在这两个方面都失败了。

到 2003 年，宽特科技的真实盈利能力只以每年 4% 的速度增长，因为公司的销售收入增长速度已经下降到 4%。这时宽特科技没有办法避免让其股东大失所望——主要是机构投资者。股东的失望使宽特科技的股票价格直线下跌，一下子跌去了 50%。股票价格的暴跌反过来又促使人们重新审视宽特科技的财务报告。最后，终于人人都看清楚了，原来该公司绝大部分的利润都是伪造的，而且这种大规模的故意篡改已经持续了很多年。这导致宽特科技的股票继续狂跌，等到 2003 年年中，宽特科技的市值只剩下 1400 亿美元，和六个月前的高峰期相比，90% 的市值蒸发了。

几何级数增长：与直觉背道而驰

为了让年轻的学生领略复利的魔力，有位教师提出了一个有趣的方案：

"我打算给你两个选择，但选中之后不能改变主意，所以选之前仔细考虑。第一个选择是，我每天给你 1000 美元，连给天，你拿到钱之后随时可以花。第二个选择是，我第一天给你一美分，第二天给你两美分，第三天给你四美分，每天给你的钱是前一天的两倍，这样持续 30 天，但你必须等到 30 天结束之后才能用这笔钱。"

年轻人想到连续一个月每天有 1000 美元可以花就很心动，他可不想一个月后口袋里只有一堆分币可以用，所以他选择了第一个。他的选择明智吗？按照第一个选择，年轻人总共可以得到 3 万美元。按照第二个选择，复利的魔力将会使总数达到 5368709.12 美元。

这是一家非常重要的公司，从前它广受推崇，很多人都买了它的股票，所以它的股票价格暴跌了，总共有 13000 亿美元的市值消失了，这给人们带来了巨大的痛苦。宽特科技的丑闻败露之后，公众和政界自然把满腔怒火都发向了宽特科技，尽管这个国家最好的发电厂依然是由该公司那些值得尊敬的工程师设计的。

怒火并没有只烧到宽特科技就熄灭。它很快蔓延到其他公司，其中有些公司明显也犯了跟宽特科技相同的错误，只是严重程度有所不同。公众和政界的怒火就像引发它的行为那样，很快就变得不可收拾。这次金融丑闻不仅令投资者血本无归，而且还引发了严重的经济衰退，就像 1990 年代日本经济在企业界长年累月做假账之后陷入萧条那样。

这次大丑闻之后，公众对各种专业人士非常反感。当然，遭到最多谴责的是会计专业人士。制定会计师准则的机构的缩写是"F.A.S.B"(Financial Accounting Standard Board 金融会计标准委员会)，现在每个人都说这四个字母代表"Financial Accounts Still Bogus"(金融会计还做假)。

经济学教授也遭到非议，人们责怪他们未能敲响警钟，没有提醒公众注意广泛的做假账行为将会给宏观经济带来的糟糕后果。传统经济学家是如此令人大失所望，乃至哈佛的约翰·加尔布雷斯理应获得了诺贝尔经济学奖。毕竟他曾经预言大规模的、尚未败露的公司舞弊行为将会对经济产生极大的刺激效应。人们发现 2003 年之前的情况跟加尔布雷斯的预测差不多，而且随后那些年里，那种情况果然导致经济陷入了大衰退。

下面是著名经济学家约翰·肯尼思·加尔布雷斯(John Kenneth Galbraith)的名言集锦：

"我们都认为悲观是智力超群的标志。"

"美当然没有绝对的标准。所以追求美才会如此有趣。"

"如果你什么都不想做，那么你就去开会吧。"

"经济预测的惟一功能是让占星学变得令人尊敬。"

"现代的保守主义者从事的是道德哲学中最古老的活动，也就是说，他们要为自私寻找一个超级漂亮的道德借口。"

"许多美国人死于食物过多，而非死于食物太少。"

"当面临要么改变想法、要么证明无需这么做的选择时，绝大多数人都会忙于寻找证据。"

"那些走运的人总是说他们过得幸福是因为他们的道德很高尚。"

"难道你不明白吗，'让一家企业停泊在废话当中，和让它驶入麻烦的思维之海比起来，是一种好得太多、太多的做法。'"

"有权势的人总是宁愿拿全副身家去冒险，也不肯舍弃一点利益。"

"在任何大型组织里面，和多数人一起错比一个人对安全得多。"

由于美国国会和证券交易委员会(SEC)的许多成员都是律师，而这些律师参与起草的财务披露法规现在都被视为是漏洞百出，所以每个周都有关于"律师"的新笑话。其中有一个是这样的："肉贩说：'律师的声誉最近下跌了好

多啊。'收银员说：'他们的声誉本来就只有薄饼那么点，哪有好多可以跌啊。'"

但公众对专业人士的敌视并不仅限于会计师、经济学家和律师。许多向来洁身自好的专业人士的声誉也遭到了"池鱼之殃"，比如说工程师，他们根本就不懂得在这个国家已经泛滥成灾的金融诈骗。到最后，许多对这个国家有益的、也是它未来的福祉所需的行业都遭到了广泛的、不明智的仇视。

这时，天庭采取了行动。目睹一切的上帝本人改变主意，决定提前审判 2003 年金融大丑闻这桩令人伤心的案子。他召唤来他的首席大侦探，并说："史密斯，我要公正严明地处理这件事，你去把那些最应该为此负责的罪人带进来。"

但史密斯带来的是一群**证券分析专家**，多年以来，这些人一直为宽特科技的股票摇旗呐喊。大法官感到很不高兴。"史密斯，我不能对低级的认知错误进行最严厉的处罚，这些错误大部分由**俗世的标准激励制度引起，是在下意识的情况下发生的。**"

接下来，史密斯带来了一群**美国证券交易委员会的委员**和一些**位高权重的政治家**。"不，不，这些人受到许多令人遗憾的力量的左右，他们也是**身不由己**，你指望他们遵守正确的行为规范是不合理的。"

首席侦探这下以为他终于明白了。接着他把那些在宽特科技落实他们的"现代金融工程"的**高层管理人员**给抓来了。"你差不多抓对了。"大法官说，"但我要你带来的是造孽最深的罪人。这些**管理人员当然会遭到严厉的处罚**，因为他们**作奸犯科**，毁掉了那位伟大工程师的遗产。但我要你抓的是那些很快会被打入地狱最底层的混蛋，那些本来可以轻而易举地阻止这次大灾难的人。"

首席侦探终于真正明白了。他记得地狱最底层是为背叛者准备的。所以他现在从炼狱带来一群老人，这些人在世时曾是**各大会计师事务所杰出的合伙人**。"这就是你要的**背叛者**，"首席侦探说，"**他们在处理员工股票期权时采用了错误的记账方法。他们在一个高尚的行业中身居高位，那个行业的职责和你差不多，都是通过设定正确的规则，来帮助社会正确地运转。才华出众、锦衣玉食的他们居然故意造成如此明显可预测的谎言和欺骗，真是罪无可赦。他们完全知道他们的所作所为是极其错误的，然而他们还是执迷不悟。由于司法系统受到商界的影响，你开始误将他们判得很轻。但现在你可以把他们送到地狱的最底层啦。**"大法官被这通慷慨陈词镇住了，沉默了片刻。然后他安静地说："干得好，你是我忠诚的好仆人。"

芒格：慈善圆桌会议讲话 2000

2000 年 11 月 10 日

1970 年代成立于华盛顿特区的慈善圆桌会议是一个由捐赠人构成的非正式组织，其宗旨是通过各种方法来改善个人和社区的处境。目前，参加慈善圆桌会议的成员超过 600 名。这次演讲是在 2000 年 11 月 10 日帕萨迪纳慈善圆桌会议上发表的。《基金会新闻和评论》的佐迪·科尔蒂斯对查理的评价让查理的家人和好友感到很意外，她说查理很像“一位友好的老伯伯，为人十分幽默风趣”。

查理这次演讲的目标跟上次演讲相同，也是为了让基金会少犯错误，教它们如何进行有效的投资，尽量减少浪费。查理指出，许多基金会经常作出不明智的举动，是因为“没能理解它们自身的投资操作和大环境之间的密切关系”，不理解自身的投资操作也是整个大环境的一部分。查理可不是那种会给人留情面的人，他大胆而坦率地要求他的听众别再无知下去了，因为他们的无知已经危及各个基金会和那些依赖它们的人。查理自造了“捞灰金”这个词（意思跟挪用公款差不多），用它来解释层层多余的投资经理和投资顾问剥夺基金会财富的现象。

今天我在这里要谈的是美国股市上涨带来的所谓“财富效应”。

首先我要坦白相告，“财富效应”是学院派经济学研究的内容，我从来没有上过哪怕一节经济学课，也从来没有通过预测宏观经济的变化而赚到一分钱。然而我认为，大多数拥有博士学位的经济学家低估了基于普通股的“财富效应”在当前这种极端情况下发挥的威力。

现在每个人都同意两个观点：第一，当股价上涨时，消费意愿会跟着上涨，而当股价下跌时，消费意愿也会跟着下跌；第二，消费意愿对宏观经济而言至关重要。然而，对于“财富效应”的规模和时机，财富效应和其他效应之间的相互关系，包括像股价的上涨会促进消费的增加，而消费的增加则会催动股价的上涨这样明显的道理，各个专业人士的意见并不一致。当然啦，即使消费保持平稳，股价上涨也能提升企业的盈利，因为股价上涨之后，退休金成本的累积也会下降，之后股价趋向于进一步上涨。因而，“财富效应”涉及许多复杂的数学谜题，尚未像物理学理论那样被理解得清清楚楚，我们也没有能力做到这一点。

有两个原因使得目前美国股票价格上升造成的“财富效应”特别有趣。第一，当前大量上市公司的股价突飞猛进，而且股价上涨的速度比国民生产总值快多了，这种情况是史无前例的，所以相关的“财富效应”肯定也是前所未有的惊人。第二，日本过去 10 年来的情况让经济学界感到震惊，使得人们极其担心“财富效应”反向作用引发的经济衰退。

日本的金融界非常腐败，该国的股票和地产价格在很长一段时间内涨幅极大，和美国相比，其实体经济增长的幅度也很大。但随后资产的价格急剧下跌，日本的经济一蹶不振。在此之后，日本这个现代经济体开始努力地、长时间地将它学到的各种貌似正确的凯恩斯理论和货币政策派上用场。许多年来，日本政府不但背负了巨额的财政赤字，而且还将利率一直保持在接近零的水平线上。尽管如此，年复一年，日本的经济依然没有起色，因

为日本人的消费意愿对经济学家们的任何招数都无动于衷。日本的股票价格也始终低迷。日本这种前车之鉴足以让每个人坐立不安，假如同样的事情在美国发生，财富大幅缩水的慈善基金将会抱怨自己生不逢时。有人认为日本的糟糕局面在很大程度上是由日本特殊的**社会心理和腐败**造成的，我们应该希望这种说法是正确的。这样的话，美国的经济才多少有点安全可言。

好了，现在假定受股票价格影响的消费意愿是很重要的课题，而且日本的衰退让人感到担忧。那么美国的股票价格对经济产生了多大的影响呢？如果让经济学专家主要依靠美联储收集的数据来进行分析，他们的结论可能是这样的：**股票价格拉动消费的"财富效应"并没有那么大**。毕竟，抛开退休金不算，美国家庭净资产在过去 10 年来增长的幅度可能还不到 100%，平均每个家庭的资产仍然不是很多，而且流通的市值可能还占不到扣除退休金之后的家庭净资产的 1/3。除此之外，美国家庭的股票资产的集中程度高得几乎不可思议，那些超级富豪的消费和他们的资产是不成比例的。不算退休金的话，**最富裕的 1%的家庭可能拥有大约 50%的股票市值，而最贫穷的 80%家庭可能只拥有 4%。**

根据这些资料以及过去股票价格和消费支出之间不太明显的关系，专业经济学家很容易得出下面的结论：就算每个家庭将其股票资产的 3%用于消费，过去 10 年的这次持续的、史无前例的股价大涨每年对消费支出的拉动也不到 0.5%。

我认为这种经济学思考跟现实有很大的脱节。在我看来，这些经济学家所用的数据是不对的，他们所提的问题也是不对的。让我这个彻底的门外汉斗胆提出一种更好的解释。

首先，有人告诉我，由于操作上的困难，美联储的资料收集并没有正确地考虑退休金的影响，包括 401(K)计划(美国私人企业中流行的养老计划)和其他类似计划的影响。这种说法可能是对的。假设有个 63 岁的牙医，他的私人退休金帐户里面有价值 100 万美元的通用电气股票。这些股票的价值上涨到 200 万美元，这位牙医觉得自己发财了，于是他把那辆非常破的雪弗兰卖掉，用当前很普遍的优惠价格租了一辆全新的凯迪拉克。在我看来，这位牙医的消费就明显体现出很大的"财富效应"。我怀疑在许多使用美联储资料的经济学家看来，这只是牙医在挥霍无度而已。而我认为这位牙医，还有许多像他一样的人，**他们之所以大手大脚地花钱，是有一种强大的、跟退休金相关的"财富效应"在作祟。因此，我认为当前退休金计划造成的"财富效应"远远比以往大，绝对不可以忽略。**

另外，传统的经济学家在思考过程中往往漏掉了"黑金"("bezzle")的因素。让我来重复一下：黑金。

黑金这个词跟贪污有关，哈佛大学经济学系教授约翰·肯尼斯·加尔布雷斯用它来指，在尚未败露的贪污中得到的金钱。加尔布雷斯发现，**黑金对消费有非常强烈的刺激作用**。毕竟，贪污者花钱更大手大脚，因为他的钱来得更容易，而且他的雇主的支出将会一如既往，因为雇主尚不知道其财产已经被"偷"走了。

但加尔布雷斯并没有铺开他的洞见，他满足于(在经济学思考上)提供一些牛虻式的刺激。所以我打算进一步发挥加尔布雷斯的"黑金"概念。正如凯恩斯指出的，在依靠劳动换取收入的原始经济中，当女裁缝把一件衣服以 20 美元的价格卖给鞋匠时，鞋匠就少了 20 美元可以消费而女裁缝则多了 20 美元可以用。**总消费支出并没有受到 lollapalooza 效应的影响**。但如果政府印刷了另外一张 20 美元的钞票，用它来买一双鞋，鞋匠多得到了 20 美元，可是没有人觉得自己的钱变少了。当鞋匠下次再买一件衣服的时候，上一个过程就重演了，不会无休止地持续放大，但会产生所谓的**凯恩斯乘数效应，这是一种促进消费的 lollapalooza 效应**。同样地，和同等规模的诚实交易相比，**尚未败露的贪污得来的钱对消费的刺激效应更大**。加尔布雷斯是苏格兰人，喜欢深刻地提示生活的世态炎凉。毕竟，这个苏格兰人还热衷于接受命中注定、无法改变的婴儿诅咒这样的荒唐想法。我们大多数人并不喜欢加尔布雷斯的观点。但我们不得不承认，他有关"黑金"的看法基本上是正确的。

加尔布雷斯无疑发现了由于"黑金"的增加而出现的凯恩斯乘数效应。但他在这里就停下了。毕竟"黑金"不可能增长到非常大，因为大规模的贪污迟早会被发现，被吞的钱迟早要吐出来。因而，**私人"黑金"的增加跟政府的消费不同，它并不能在相当长的一段时间里驱动经济向上发展**。

加尔布雷斯认为"黑金"对整体经济的影响显然有限，他没有顺理成章地追问：是否有些东西起到的作用跟"黑金"相同，而且它的数额足够大，也不会短时间内自我消亡？我对这个问题的答案是肯定的。我将会像加尔布雷斯那样，也来生造几个词：第一个是"灰金"，代表作用跟"黑金"相同的东西；第二个是"捞灰金"，用来描述创造"灰金"的过程；第三个是"灰金客"，专指那些"捞灰金"的人。然后我将会指出，一个重要的"灰金"来源就在这个房间里。我认为你们这些人恰恰创造了大量的"灰金"，因为在处理你们所持有的大量普通股股份时，你们在投资管理上采用了许多不明智的措施。

如果一个基金，或者其他投资者，每年将 3% 的资产浪费在多余的、不带来任何收益的管理成本上，而其管理的股票投资组合正处于急速上涨的阶段，那么它仍然会觉得变富裕了，尽管浪费的钱不少；**而那些得到被浪费的 3% 的人虽然其实是"灰金客"，却认为他们的钱是通过正当渠道赚来的**。这种情况起到的作用跟那些尚未败露的、

肆无忌惮的挪用公款差不多。这个过程能够自我维持很长的时间。而且在这个过程中，那些得到 3%的人貌似在消费自己赚来的钱，但他们花的钱其实是来自一种隐藏的、由股票价格上涨带来的"财富效应"。

这个房间里许多人饱受岁月的摧残——我指的是我这一代人和下面一代人。我们倾向于认为勤俭节约、避免浪费是好事情，这种作风给我们带来了很多好处。可是长久以来，经济学家认为非理性的花销是成功经济不可或缺的一部分，这让我们感到既困惑又不安。我们不妨把**非理性的花销叫做"傻子消费"**。讲完"傻子消费"之后，接下来我要向你们这些老派价值观持有者讲的是"捞灰金"——跟挪用公款起到相同作用的行为。

一大早跟你们讲这些可能不太好。但请你们相信，我并不喜欢"捞灰金"这个话题。我只是认为现在"捞灰金"的行为很普遍，给经济造成了很大的影响。而且我也认为人们应该认清现实，即使并不喜欢它；实际上，当不喜欢它的时候，就更应该认识清楚。我还认为人们应该高兴地接受通过仔细思考而无法破解的悖论。即使在纯数学领域，他们也无法解决所有悖论；我们更应该明白，有许多悖论是我们不管喜欢与否，都必须接受的。

趁这个机会我想提一句，刚才我说投资机构每年将 3% 的资产浪费在股票投资管理上，但许多机构浪费的远远不止这个数字。在我向那些基金会财务总监发表过讲话之后，有个朋友寄给我一份有关共同基金投资者的研究报告摘要。这项研究的结论是，在一段为期 15 年的时间里，**一般共同基金的投资者年均回报率是 7.2%，而这些股票基金同期的年均回报率是 12.8%(可能是扣除成本之后的)**。不管基金扣掉成本之后，每年的收益比股票市场落后多少个百分点，在此之上基金投资者的**每年实际收益同基金本身的回报率相差超过 5%**。如果这份共同基金研究大体上是正确的，那么慈善基金像共同基金个人投资者频繁更换投资经理的做法就很成问题了。

如果这份开放基金研究提到的收益差确实存在，那么它非常有可能是由下面这种不明智的做法引起的：不断地**解雇业绩落后的投资经理，把他们选中的股票彻底清仓**，然后再聘请新的投资经理，给他们施加很大的压力，要他们**重新买进**一些股份。

这种超快速的卖出买进无助于改善客户的投资结果。一直以来，我对这份报告中所提出的问题深感烦恼。我如实地描述的现象看起来太过可怕，以至于人们往往认为我言过其实。接下来呢，新出现的情况会比我这种令人难以置信的可怕描述来得可怕得多。怪不得芒格对现实的看法总是不会广受欢迎。这也许是我最后一次受邀向慈善基金会发表演讲。

当前美国所有公司的职工股票期权高达 7500 亿美元，由于不断有旧的期权变现，不断有新的期权加入，这笔

财富的总数是不固定的，但总是不停地增长。如果再考虑到职工股票期权管理中的"捞灰金"行为，和普通股相关的"财富效应"对消费的刺激作用就更大了。目前标准会计规则不把股票期权当做公司成本，在这种腐败会计行为的助长下，由职工股票期权引起的"财富效应"实际上是"灰金"效应。

接下来，考虑到标准普尔指数每上涨 100 点，股市总值就增加 1 万亿美元，再加上与所有"捞灰金"行为相关的凯恩斯乘数效应，我认为宏观经济的"财富效应"比普遍认为的要大得多。

股票价格造成的总"财富效应"确实非常大。而很不幸的是，股票市场会因过度投机而出现巨大的、愚蠢的疯涨。股票有些部分像债券，对其价值的评估，大略以合理地预测未来产生的现金为基础。但股票也有些部分像伦勃朗的画作，人们购买它们，是因为它们的价格过去一直都在上涨。这种情况，再加上先涨后跌的巨大"财富效应"，可能会造成许多祸害。

让我们通过一次"思维实验"来弄清楚这个道理。英国有个大型的退休基金曾经买进许多古代艺术品，打算 10 年后抛售。10 年后它确实抛售了，赚的利润还过得去。假如所有退休基金用全部资产来购买古代艺术品，只买古代艺术品，那最终会给宏观经济带来什么样的糟糕结果呢？就算只有一半的退休基金投资古代艺术品，难道结果不也会很糟糕吗？如果所有股票的价值有一半是疯狂哄抬的结果，这种情况不是跟半数退休基金的资产都是古代艺术品一样可怕吗？

我认为现在的股票价格被非理性地抬高了，这种观点与你们曾经从那些误人子弟的教授那里像聆听福音一样恭恭敬敬地学到的"有效市场"理论恰好相反。你们那些误人子弟的教授，太过信奉经济学中的"理性人"假设，对心理学中的"非理性人"理论则所知甚少，也缺乏实际的生活经验。人类跟旅鼠一样，在某些情况下都有"集体非理性"的倾向。这种倾向导致聪明人产生了许多不理智的想法，做了许多不理智的行为——比如说出席今天会议的许多基金会的投资管理实践。如今每个机构投资者最害怕的事情就是它的投资实践和大家的不同，这是很可悲的。（人们可以把 1990 年代股市盛行的当天买进卖出(T+0)的做法视为"集体非理性"的典型。）

好啦，在这个早餐会上，我不自量力的分析就到这里。如果我是正确的，和以前的更大的繁荣时期相比，当前的经济繁荣更大地受到与普通股相关的各种"财富效应"的影响更大，其中有些"财富效应"令人感到恶心。如果是这样的话，当前经济繁荣的程度越高，将来股票下跌的幅度就会越大。那些经济学家也许终将认识到，当股票市场的上升和下跌被人们当做趋势时，股票市场下跌给选择性消费带来的压力，就大于股票市场上升时带来的拉

力。我认为经济学家要是愿意借鉴其他学科最好的思想，或者只要更加仔细地观察日本的情况，他们早就会明白这个道理了。

说到日本，我这里也想提出一个想法，我认为从非常长远的角度看，经济活动中可能存在一种“道德效应”。比如说，当年威尼斯之所以盛极一时，完全得益于复式簿记法对当时道德行为的推动；与此相反，目前做假账的情况泛滥成灾，从长远来看，这最终将会造成严重的恶果。我的建议是，当金融界的情况开始让你们想到索多玛和蛾摩拉(《圣经》中记载的两座罪恶之城，被上帝用天火焚烧毁灭)，你们就是再怎么想参与其中，也必须恐惧由此带来的可怕下场。

最后，我认为我今天的演讲，以及我上次对一些基金财务总监所作的演讲，并不是为了让慈善基金会掌握一些投资技巧。如果我的看法没错，几乎美国所有基金会都是不明智的。因为它们没能理解自身的投资运作和大环境之间的密切关系。如果是这样，情况可不太妙。生活中有个粗略的道理是这样的：如果一个机构在复杂的大环境中有一方面做得不够好，那么它其他方面也非常有可能做得不够好。所以我们不但需要改善基金的投资实践，而且也要提高基金捐赠的智慧。有两个古老的法则能够引导我们：一个是道德的法则，一个是谨慎的法则。

道德的法则来自赛缪尔·约翰逊(Samuel Johnson)，他认为，对于一个身居要位的官员而言，保持可以轻易消除之无知，就是在道德责任上的渎职。谨慎的法则是一句广告中蕴含的道理：华纳和史瓦塞公司有句机械工具广告语说：“需要新的机器而尚未购买的公司，其实已经在为它付出代价了。”我相信这个规则对于思想工具来说也同样适用。如果你们缺乏正确的思想工具，你们，以及你们试图要帮助的人，就已经深受你们这种可以轻松消除之无知的毒害了。

赛缪尔·约翰逊名言

1. 身教胜于言教。
2. 每天读上五小时的书，人很快就会变得渊博起来。
3. 一个人只应该读自己想读的书，如果把读书当作一个任务那就收效甚微。
4. 习惯之链的力量很弱，因而往往感觉不到，但一旦感觉到了，它已是牢不可摧的了。
5. 几乎每个人都将自己的一部分生命浪费在试图表现出来某些自己并不具备的品格，或赢得某些自己无法享有的喝采上面。

巴菲特致股东的信 2000

2001 年 2 月 28 日, BRK: \$56100-71000

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

本公司 2000 年的账面价值增加 39.6 亿美元, A/B 股每股账面价值增长 6.5%(标普跌 9.1%), 自现任管理层接手的 36 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 40442 美元, 年复合成长率约为 23.6%。

(在年报中所谓的每股数字系以 A 级普通股近似数为基础, 这是本公司在 1996 年以前流通在外唯一的一种股份, B 级普通股则拥有 A 级普通股 1/30 的权利。)

总的来说, 伯克希尔在去年的表现还算不错, 不管是每股账面价值还是内在价值的表现都超越标普 500 指数 (-9.1%), 虽然这样的说法略显主观, 但我们认为伯克希尔每股内在价值的成长甚至超过账面价值的成长, (不管是投资学或是会计学, 内在价值都是相当关键的一个名词, 有关内在价值详细的说明, 请参阅股东手册)。

去年我们一口气完成八件并购案, 其中有两件从 1999 年就开始谈, 这些案子的金额总计高达 80 亿美元, 所有资金完全来自自有资金, 没有任何举债, 其中 97%是以现金支付, 其余 3%则是股票, 所以流通在外股份仅增加 0.3%, 这八家企业的年营业额合计高达 130 亿美元, 雇用员工 5.8 万名, 更棒的是目前我们手上的现金依然满满, 随时准备再买下更大的公司。

不要太着急, 后面我还会再详细跟各位报告合并案的内容, 在这里, 我要向各位报告, 展望 21 世纪, 我们将大举进军砖块、地毯、隔热品与油漆等实体的尖端产业。

另一方面, GEICO 保险的保户成长速度出现停滞的现象, 取得新保单的成本越来越高, 去年我曾跟各位保证说我们所投入大笔广告经费超值, 事实证明我的判断是错误的, 在后文我们还会再仔细检讨原因。

另外还有一项几年来一直存在的负面消息, 那就是目前我们的股票投资组合的价位还是没有太大的吸引力, 我们确实拥有一些质地不错的股票, 但这些公司的股价大多已合理反应其价值, 所以在未来很难再有爆发性的投资回报, 这绝非单一现象, 目前整体股市的长期前景并不像一般人想的那么乐观。

最后还有一项每年都会发生的坏消息, 伯克希尔的副董事长兼主要合伙人查理·芒格以及我本人, 相较于去年又都老了一岁, 所幸比起其它美国大企业来说, 伯克希尔的主要经理人老化的速度可以说要慢得多(年度/年龄), 而且这种差异以后还会越来越大。

就长期而言，查理跟我还是一样把伯克希尔每股内在价值成长的速度，锁定在**稍微超过标普 500 指数的目标**上，如同前面那张表所示，虽然只是每年几个百分点的差异，但只要能够持之以恒，久而久之也能产生不少的差距，当然每年为了达到这个目标，我们都必须固定再为伯克希尔增添几家好公司，并让原先就已经拥有这些好公司的价值保持成长，同时还要避免流通在外的股数继续大幅膨胀，个人觉得要做到后两点没有太大问题，但第一点则真的要碰运气。

在这里要特别感谢两组团队让我去年的工作一如既往的轻松愉快，首先，我们旗下事业的经理人依然继续坚守岗位表现杰出，完全不用我操心，(当然这本来就不是我的专长)，使我可以将大部分的心思放在如何分配资金之上。我们旗下的经理人是**非常特殊**的一群，在大部分的公司，真正有能力的部门经理很少安于本职工作，他们通常渴望能够尽快晋升成为总裁，不论是在现在的公司或跳槽到别家公司都可以，而要是他们不积极争取，他个人以及其同事，反而会认定他为懦夫。

在伯克希尔，我们所有的明星经理人都乐在本身的工作，一份他们想要而且期望能够终生拥有的事业，也因此他们可以完全专注在如何把这份他们拥有且热爱事业的长期价值最大化，如果这份事业成功了，也就等于他们自身成功了，他们一直与我们同在，在伯克希尔过去 36 年来，还没有听说过任何一位旗下事业经理人自动跳槽离开伯克希尔的。

还有另外一群伙伴，我要深深致上谢意，那就是伯克希尔企业总部的员工，在新并购的八个事业加入之后，我们全球的员工总数增加到 11.2 万人，为此查理跟我的态度稍微软化，答应让**总部人员编制增加一名**至 13.8 人(查理总是提醒我富兰克林的名言，为山九仞，功亏一篑)。

这一小群精英再次创造了奇迹，2000 年他们一口气处理了八件并购案大大小小各项事宜、应付例行法令、行政规范与税务申报(光是申报书就厚达 4896 页)、让总计 2.5 万名股东出席的股东会圆满落幕并正确无误地发出股东指定捐赠的支票给 3660 家慈善机构，除此之外，对于一家集团营业额高达 400 亿美金、股东超过 30 万人的大公司，其日常行政事务有多少可想而知，说到这里，有这 12.8 人在身边感觉真好。我实在是不应该领薪水，而要付薪水。

2000 年的并购案

在伯克希尔，我们的并购策略极其简单：那就是静待电话铃响。可喜的是，现在电话好象有点应接不暇，原

因在于有越来越多的公司及其经理人慕名而来想要加入伯克希尔的行列，关于我们并购公司的标准请参见后文。

接下来让我详细向各位报告过去 14 个月以来，我们到底买进了哪些公司，先说两件从 1999 年就开始谈，并于 2000 年完成的交易，（本表并未包含旗下子公司零零星星所买下规模较小的个案，通常它们都会被统一纳入个别子公司的营运报告中）。

（2000 年 9 月 14 日，内布拉斯加家具商城宣布收购衣阿华州得梅因(Iowa, Des Moines)最大的家具公司筑家者家具公司(Home Makery Furniture)，包括旗下位于温特塞特的伍德马克工厂，以及地板材料生产商弗洛斯公司。该公司创立于 1974 年，销售中等价位家具和家庭娱乐产品。旗下拥有得梅因市 8 万英尺平商场，厄本代尔市(urbandale)拥有一个 17 万平的商城和一个 13 万平的销售中心。）

第一个并购是中美能源 76%的股权，在去年的报告中，我就曾提到，由于行政法规限制我们对该公司的控制权，所以我们只能通过长期投资权益法，将该公司的经营收益与股东权益纳入母公司的财务报表之上，事实上要是能够将该公司的财务数字充分反应在母公司的帐上，则伯克希尔的营收将至少增加 50 亿美元以上，当然损益数字并不会有任何变化。

1999 年 11 月 23 号我收到由布鲁斯·科特(BruceCort)署名的传真，后附一篇刊登在《华盛顿邮报》有关科特商业服务公司(CORT Business Services)收购失败的新闻，事实上，除了名字巧合之外，BruceCort 与 CORT 公司完全没有关系，这位先生是一位二手飞机经纪商，巧合的是，他本人还曾经在 1986 年卖过一架飞机给伯克希尔，在这张传真之前，我已经有十年没有跟他有过任何接触。

在此之前，我对 CORT 公司一无所知，但我马上打印出该公司申报的 SEC 文件，一看之下大喜过望，就在当天，我向 Bruce 表示我对该公司很有兴趣，并请他立即帮我安排与该公司 CEO 保罗·阿诺德(PaulArnold)会面，不久后 Paul 跟我在 11 月 29 号碰面，当下我就知道我们很有可能会成交，那是一家朴实无华的好公司，有一个出色的经理人，同时价格也合理(当然多多少少受到先前流标的影响)。

CORT 拥有 117 个展厅，是全美"以租养租"(rent-to-rent)办公室家具租赁行业的领导者(也用于公寓临时居住者)，必须说明的是，这个业务与分期付款式购买不同(rent-to-own 先租后买)，后者通常向信用不良收入有限的人出售电子产品及家具。我们很快地通过持有 80%股权的子公司 Wesco 以 3.86 亿美元的现金买下 CORT，大家可以在 Wesco 公司 1999 年和 2000 年的年报中找到更多有关 CORT 运营细节，查理跟我都很喜欢与 Paul 一起共事，而 CORT 的表现更超乎我们的预期，我们算是押对宝了。



2000年1月14日，伯克希尔旗下WESCO公司宣布以4.67亿美元现金收购科特家具租赁公司，其中包含了0.83亿债务。科特家具租赁公司成立于1972年，位于弗吉尼亚州费尔法克斯(Fairfax County, Virginia)，不断发展其以租养租的租赁模式，于1995年上市交易，是全美最大的住宅和办公家具租赁公司，80%的500强企业是其客户。公司也为展会和会议场所提供家具租赁服务。家具在经历3次租赁后，会送到清洁中心维护处理。公司在全美35个州设有117个展厅，85个清洁中心，79个仓库。1999年初，管理层提出以26.5美元私有化，期间几家同行也提出过报价，但股东并不感兴趣。期间路易·辛普森买入该公司20万股，家人10万股。11月29日，伯克希尔以28美元每股收购该公司。此后三年，陆续又投入6100万美元收购了一系列小型企业以扩展业务，同时消灭了5000万负债。1999年公司营收3.5亿，前9个月净利润约2100万美元。2000年净利润约3300万美元。2001年因911事件业绩下滑至1300万美元。2002年下降至240万美元。2003年亏损630万美元。2003年，科特收购了光谱公寓搜索公司，并与旗下搬家公司合并一跃成为行业老大。

去年初，通用再保险的罗恩·弗格森(Ron Ferguson)帮我联络上鲍勃·贝里(Bob Berry)，其家族49年来一直拥有美国责任保险公司(U.S. Liability Insurance)，这家保险公司连同其它两家姊妹公司，属于中等规模、声誉卓著的特殊险保险公司，套句保险业界的行话，那是好又多的业务，而Bob在与我接触之后，也同意以一半股票，一半现金的方式进行交易。

近几年来，都是由汤姆·纳尼(Tom Nerney)为Berry家族经营这家公司，不论是成长速度或是盈利能力的表现都相当突出，Tom本身更是精力充沛，不但亲自认养四名小孩(其中有两个来自俄国)，他本身还担任教练执教一支来自费城的青少女篮球队，这只球队去年拥有62胜4败的辉煌战绩，并在AAU全国锦标赛中夺得亚军。

好的财产意外险公司本来就不多，但我们却拥有不少，这超过我们应得之份，美国责任险公司的加入，无异为我们更增添辉煌。

本布里奇珠宝公司(Ben Bridge)是另外一件靠电话成交的个案，在这之前我们双方连面对面谈话都没有，埃德·布里奇(Ed Bridge)跟他的堂兄乔恩·布里奇(Jon Bridge)共同经营这家位于西海岸拥有65家分店的珠宝公司，Ed是巴内特·赫兹伯格(Barnett Helzberg)的好朋友，1995年我们向Barnett买下Helzberg珠宝。在听到Bridge有意出售公司之后，Barnett立刻强烈建议伯克希尔买进，于是Ed打电话向我说明公司营运的状况，同时送了一些报表资料过来，双方就此成交，这次是一半现金，一半股票。

该公司1912年由手表匠塞缪尔·西尔维曼(Samuel Silverman)在西雅图市中心创立，后来他将公司卖给女婿本·布里奇，1937年将公司给转交给儿子Herb及Bob经营，1950年代开设了第二家店，1960年代，他们开始扩展到西部的购物中心。之后家族又将公司传给他们的儿子Ed与Jon，他们已是第四代经理人了，其家族在当地享有非凡的盛誉。过去七年来，该公司的营业额分别成长了9%、11%、13%、10%、12%、21%及7%，这个记录真是惊人。如今，公司由丽莎管理，她是布里奇家族的第五代经理人。

对于该家族而言，公司的运作能否一如往常至关重要，没有人愿意坐视其它珠宝连锁商趁虚加入，并用协同效应和降低成本等馊主意让公司营运走下坡(虽然大家可以预知根本不会奏效，但还是一定会被要求试看看)，所以我明确告知，仍由 Ed 及 Jon 负全责，他们也知道我说话算话，毕竟本人还有自知之明，要我负责经营一家珠宝专卖店，铁定会是一场灾难，虽然我的家人买珠宝买到可以获颁黑带的荣衔。令人敬佩的是，Bridges 家族将出售公司的所得，与协助公司成功的数百位员工一起分享，我们很荣幸可以与这样的家族及公司建立关系。

Ben Bridge

<Ben Bridge Jeweler, Inc.> www.benbridge.com

本·布里奇珠宝(Ben Bridge Jeweler)是一家珠宝和钟表零售商，在美国西部 11 个州经营 70 多家连锁店。BenBridge 珠宝是美国第 12 大珠宝零售商。公司大部分门店位于购物中心，公司被视为有价值的租户。BenBridge 珠宝是一家家族企业，由 BenBridge 家族的第四代领导。伯克希尔拥有该公司所有权。

1912 年，最开始的 BenBridge 珠宝只有一家零售门店。钟表制造商塞缪尔·西尔弗曼(Samuel Silverman)在西雅图(Seattle)市中心开了一家店，开始了一项将持续一个世纪的珠宝生意。店面上没有他的名字，公司传给他的女婿本·布里奇(Ben Bridge)，他在 1922 年成为这家店的合伙人，那一年他与 Samuel 的女儿萨莉·西尔弗曼(Sally Silverman)结婚。1927 年，Samuel 出于健康原因决定搬到加州，他将自己在这家商店的股份卖给了女婿。Ben 买下岳父的股权，并将商店更名为 Ben Bridge Jeweler，开创了 BenBridge 家族零售珠宝时代。

BenBridge 珠宝有两个代代相传的显著特点。从 1927 年 Ben 完全拥有所有权开始，严格遵守只从公司内部提拔员工的政策，这一做法使公司成为珠宝行业中员工流动率最低的公司之一。所有的管理和行政职位，都是从一开始就在销售岗位工作的员工中提拔填补的，这一规则也适用于 Bridge 的家庭成员。另一个特点是该公司对扩张的保守态度。虽然 BenBridge 珠宝最终发展成了一家连锁店，但该公司极其谨慎地进行扩张，小心翼翼避免扩张过快而导致财务资源过度紧张。该公司的保守增长方式是由家族长辈灌输的。Ben 独自创业的头十年，为了生存下去，经历了严峻考验。1930 年代脆弱的经济状况 BenBridge 珠宝近乎宣布破产，他进入了一个再也不想进入的处境。当时供应商要求付款，有一段时间 Bridge 无法没钱满足他们的要求。Ben 最终还是连本带利，全额偿还了债务，但在他逃离大萧条的蹂躏后，这种痛苦的经历并未消失。他的孙子 Ed Bridge 在 2003 年 8 月 1 日接受《国家珠宝》采访时说道"他再也不想欠别人钱了"。

Ben 的儿子 Herb Bridge 和 Robert Bridge(Bob)，继承了财务谨慎和保守增长的经营特质。当家族企业从西雅图市中心向外迈出第一步时，兄弟俩积极参与了其中。1950 年，公司在华盛顿州 Bremerton 附近开设了第二家零售店。Bob 管理着 Bremerton 店，而他的兄弟 Herb 和父亲 Ben 经营着西雅图旗舰店。起初，这家新店表现不错，复制了西雅图店开业前两年的成功。然而，在最初的成功之后，销售额下降，再也没有回到以前的水平。后来，Bridge 家族意识到，他们缺乏协调多门店经营所需的专业知识，但在 Bremerton 店的销售低迷之际，家族企业面临着更为紧迫的个人问题。对于一个以团结著称的家族来说，1950 年代初出现的紧张局势，代表了一个不同寻常的不和睦时刻。Bob 觉得自己的 Bremerton 店，离西雅图店的繁华太远了。在西雅图店里，Herb 正在经历自己的挫败感，他和父亲在商店的管理问题上意见发生分歧，无法就日常管理决策达成一致。Herb 的沮丧情绪越来越大，促使他打算去别处寻找工作。1955 年，他通知父亲，他将搬到丹佛(Denver)，零售珠宝商 Zale 在那里为他提供了一个职位。得知儿子打算离开后，Ben Bridge 召开了一次家庭会议，正如 Ed 在 2003 年接受《国家珠宝》采访时所述，"他把钥匙放在桌子上，说：孩子们，我走了。然后就走了出去。"在早些时候的采访中，Ed 表示，"Ben 不想成为那个把家庭拆散的人，他希望家族企业成为一家联合企业。"在 Ben 决定将公司交给年轻的儿子一代后，Herb 和 Bob 开始共同经营这家珠宝公司。在他们的管理下，该公司重新考虑扩张，尽管他们需要十多年的时间才能做出进一步行动。Bremerton 店的业绩问题，让兄弟俩对开立新店特别谨慎，但在 1960 年代的一次令人鼓舞的经历中他们获得了信心后，他们的谨慎有所减弱。一开始，百货公司零售商 J. C. Penney 要求 Bridge 兄弟管理公司在西雅图地区门店的珠宝部门。Bridge 兄弟同意，在接下来的几年里，他们获得了 J. C. Penney 管理连锁店的策略和实践的第一手知识。兄弟俩还学到了如何在错综复杂的购物中心环境中经营，BenBridge 珠宝的大部分扩张将在接下来的几十年中进行。在磨练了与管理多门店运营相关的管理技能后，Bridge 兄弟准备再次扩张。1968

年，他们在位于西雅图和 Tacoma 塔科马之间的 Southcenter 购物中心开设了下一家店。在接下来的十年中，Ben Bridge 珠宝发展成为一家小型连锁店，到第四代孙辈 Bridge 们加入公司时，已发展出 6 家连锁店。

Ben Bridge 的第三代成员是堂兄弟 Ed 和 Jon Bridge，他们将带领公司进入 21 世纪。Bob 的儿子 Ed 是第一个正式加入公司的人，尽管 Ed 和 Jon 在童年和青少年时期都在帮助打理家族企业。例如，Ed 在该公司位于西雅图市中心的旗舰店扫地板，擦亮银饰。Ed 从华盛顿大学工商管理专业和会计专业毕业后，于 1978 年开始从事销售工作，当时该公司正计划在华盛顿 Olympia 市开设第 6 家门店。他在销售部门只呆了几个月，就意外得到了晋升。1978 年 12 月，公司 CEO 在任职 29 年后，毫无征兆地宣布退休。Bob 让他 22 岁的儿子负责 BenBridge 珠宝的财务。在担任公司 CEO 几年后，Ed 于 1981 年开始负责公司的销售活动。他的 CEO 职位交给了他的堂兄 Joe Bridge，他是 Herb Bridge 的儿子，他在服役后于 1981 年加入了公司。尽管他们的父亲仍然控制着公司，但在 Ed 和 Jon 帮助下，公司进行了十年的扩张。1980 年在俄勒冈州 Portland 开设了第一家跨州门店。1982 年进入加州市场，在 San Mateo 开设了另一家门店。整个 1980 年代，公司继续保持保守的扩张方式，但这十年的扩张却大大提高了其市场地位，连锁店从 1980 年的 7 家发展到 1990 年的 39 家。大部分门店扩张都在加州，1990 年代初，公司已在加州有 20 家店。这一刻也标志着，从 Herb 和 Bob Bridge 到 Ed 和 Jon Bridge 的控制权的交接。1990 年 9 月，BenBridge 珠宝公司的日常管理权正式移交给 Ed 和 Jon。当第四代 Bridge 接手时，公司的门店遍布华盛顿州，并延伸到俄勒冈州、加州、阿拉斯加州和夏威夷。根据 1990 年《Puget Sound 商业杂志》援引的行业估计，该公司 1400 平方英尺的门店，平均年销售额在 120-200 万美元之间，连锁店整体年销售额至少为 4500 万美元。1990 年代前 5 年的扩张计划要求，每年增加 3-4 家店，但前提是市场条件和预期地点理想。Ed 在 1992 年接受《Puget Sound 商业杂志》采访时解释道：我们在 90 年代面临的最大挑战，将是说'不'。1990 年代，Ed 和 Jon Bridge 否决了大约六个潜在扩张地点，但公司谨慎的做法并没有妨碍其在这十年中增加大量新店。1998 年，公司在 9 个州新开了 56 家连锁店。1999 年，Ben Bridge 珠宝已在 11 个州经营了 62 家连锁店。

在过去的 15 年中，Ben Bridge 珠宝实现了 15% 的年化收入增长，公司的财务表现令人钦佩，但公司高管心生一些担忧。这些担忧与领导层的继任、遗产继承以及可能削弱公司的遗产税有关。像他们的父亲和祖父一样，Ed 和 Jon 开始认真思考公司的未来发展，希望公司在他们离开后能继续运营。两人讨论了公司一系列解决方案，包括上市转为公众公司的想法，但 Ed 最终听从了珠宝行业同事的建议，给巴菲特打了一个电话。1999 年 12 月，当 Ed 打电话时，他希望巴菲特有兴趣收购 BenBridge 珠宝，主要是因为巴菲特倾向于让现有的管理层在几乎不受干扰的情况下运作。令 Ed 惊讶的是，巴菲特对他的提议很感兴趣，因为 BenBridge 珠宝的盈利和增长记录吸引了巴菲特，并将该公司视为他拥有的另外两家珠宝连锁店 Borsheim 珠宝公司和 Helzberg 钻石公司的理想补充。交易于 2000 年 5 月完成，伯克希尔成为这家已有 88 年历史的企业的新所有者。

2002 年，Ben Bridge 珠宝庆祝成立 90 周年。被巴菲特收购后，这个家族企业的情况基本保持不变，Bridge 家族对稳定和谨慎扩张的奉献精神巩固了公司的实力。到 2003 年，该公司在西部 11 个州运营 71 家商店，最近的扩张计划是继续在德州开设分店，德州已拥有 8 家零售店。2002 年公司开始销售 Ben Bridge 认证的品牌钻石，以及加拿大的钻石品牌 IKUMA。Ed 在 2003 年接受《国家珠宝》采访时解释道，"我相信品牌，但它们必须是有意义的品牌。我仍然希望我们推广的两个最重要的品牌是我们的店名和柜台对面销售人员的名字。"在 Ben Bridge，我们为我们 90 年来为社区提供最有价值的珠宝而感到自豪，特别专注于个人关爱服务。我们对专业精神的承诺，意味着我们拥有比北美任何其他珠宝商更多的美国宝石协会注册珠宝商和认证宝石专家。我们希望您不仅仅将我们视为一家珠宝店，而是要把我们当作您的私人珠宝商，我们期待着帮助满足你们对所有精美珠宝的需求。请接受我们的邀请，我们 70 多家零售店以及我们的在线商店欢迎您的光顾，体验来自 Ben Bridge 真正的个人服务的乐趣。来源：《International Directory of Company Histories》

同年七月，我们买下西部牛仔靴子的领导厂商**贾斯汀工业公司(Justin Industries, Inc)**，旗下品牌包含

Justin、TonyLama、Nocona 及 Chippewa，同时他们也是德州以及邻近五州建筑砖块的主要制造商。

这一次我们的并购之旅实属偶然。5 月 4 号我收到一位署名 Mark Jones 的传真，我根本就不认识这个人，他提议伯克希尔可以参与并购一家不知名的公司，我回传真给他，表示除非是极少数特例，否则我们不跟别人一起参与投资，不过要是他肯把资料送给我们参考，事后若并购成功，我们愿意支付他一笔介绍费，他回复说这家神

秘公司叫做 Justin，于是我便到沃斯堡(FortWorth)与该公司 CEO 约翰·罗奇(John Roach)及创办人兼大股东约翰·贾斯汀(John Justin)会面，不久之后，我们顺利以 **5.7 亿美元的现金收购**。

John 非常热爱 Justin 公司，但却由于严重的健康问题不得不自公司退休，(后来他更不幸在隔年二月去世)，John 是位优秀的市民、企业家以及人士，所幸他还培养了两位杰出的经理人，Acme 制砖公司的哈罗德·梅尔顿(Harold Melton)和贾斯汀靴业(Justin Boot)的兰迪·沃森(Randy Watson)，两人各自独立经营这两家事业。



<Justin Brands, Inc.> www.justinbrands.com

1877 年，Herman Joseph Justin 在德州 Gainesville 的 Norton 鞋店做学徒，并很快学会了制鞋的手艺。1879 年，他搬到了德州西班牙堡的 Chisholm Trail。每年会有 600 万头牛在这里交易。那时候靴子一点也不合脚，牛仔们穿着很不舒服，H. J. Justin 开始给他们定做靴子。他的靴子坚固耐用，舒适合脚，有高高的靴筒保护双腿，深得西部牛仔的喜爱。1889 年铁路建成后，H. J. Justin 将家族和企业迁往德州的 Nocona，以利用蓬勃发展的市场。1908 年，他寻求儿子 John 和 Earl 的帮助，H. J. 贾斯汀父子公司成立，1915 年，贾斯汀靴子每双 12 美元，在 36 个州和 5 个国家销售。1918 年 H. J. Justin 去世，三个儿子 Earl, John, Sam 接管了这家公司，并将总部迁至 Fort Worth。1948 年 John Justin 的儿子 John Justin Jr. 收购了这家公司。1924 年销售额突破 20 万美元，1952 年，销售额突破 100 万美元。随着公司发展，业务扩展到田径鞋，系带鞋，牛仔皮带和帽子等。贾斯汀品牌一直是牛仔靴的代名词。1968 年，Justin 与 Acme Bricks 制砖公司换股合并成立 Justin Industries。1973 年贾斯汀收购了诺斯兰出版公司。1976 年收购飞翔建筑材料公司。2000 年 8 月 1 日，伯克希尔以每股 22 美元，5.7 亿美元的现金总价收购了贾斯汀公司。旗下制砖企业 Acme 是贾斯汀的主要利润来源，其拥有 60 年以上的黏土储量，此外还有 6000 万美元养老金资产。贾斯汀工业公司 Justin Industries 包括：Acme 建筑品牌：美国国内领先的面砖制造商 Acme Brick Company；西南地区领先的混凝土砖石制品生产商 Fatherlite Building Products Corporation；得克萨斯州主要的陶瓷和大理石地板及墙砖分销商 American Tile Supply Company。贾斯汀鞋业品牌：Justin Boot Company、Nocona Boot Company、Tony Lama Company 和 Chippewa Shoe Company。

Acme 制砖公司的规模稍大，22 座工厂每年生产出超过 10 亿块砖，大约占全美砖块总产出的 11.7%，砖块业务有其区域性限制，在**其经营的区域 Acme 享有垄断地位**，当德州人被问到知名砖块的品牌时，75%的人会想到 Acme，只有 16%想到第二名，(在买下这家公司之前，我竟连一个砖块品牌都不知道，各位知道吗？)这种品牌的认同度不仅仅归功于 Acme 的产品品质，更深深地反映出该公司几十年来深耕地方服务的成果。

而我忍不住要指出，伯克希尔管理层的思想还老顽固地深陷在 100 年前，是世界为数不多既有互联网业务，又涉足制砖业务的企业之一，另一方面进入 2000 年，我们旗下的 GEICO 保险也经由网络做生意，但是后来又增添了 Acme，我敢保证伯克希尔的这项举动将使硅谷的那帮人目瞪口呆。



<Acme Brick Company> www.brick.com

Acme 制砖公司成立于 1852 年 10 月 6 日。公司创立的这一天也是创始人的生日。1876 年公司迁到了德克萨斯州。1884 年成立了自己的砖厂。1891 年，公司的砖被评为优等商品。1901 年有了自己第一个广告。之后公司也收购了

其它砖厂。1994 年公司开始涉足瓷砖市场，成为德克萨斯州领先的瓷砖销售商和零售商。公司现在已经成为更加坚固的集团，从各种建筑用砖，防火砖，地砖，到玻璃，瓷砖，产品已经多样化发展了。公司拥有优质的制砖知识和经验，而且提供 100 年质量保证。

六月，全世界最大的地毯制造商**萧氏工业(Shaw Industries)**的 CEO 鲍勃·萧 Bob Shaw，带着其伙伴朱利安·索尔(Julian Saul)一起来见我，同行的还有一位正与 Shaw 洽谈合并的公司 CEO，后者因为石棉案面临潜在庞大的诉讼赔偿，而合并交易能否成功要看这些或有负债能否通过保险来解决。两位主管拜访我的目的是希望伯克希尔能够提供他们一张保单以协助他们解决合并后所有未来潜在的石棉索赔成本，我向他们解释道，虽然我们可以签发的保单金额比任何其它保险业者都来得大，但却不可能签出金额没有上限的保单。

Bob 跟 Julian 当场决定要是连我们都不敢下重注，赌被并购者潜在的风险，那么他们也不干，双方的交易最后因此告吹，不过在此同时我对 Shaw 企业却产生浓厚的兴趣，几个月后查理跟我与 Bob 会面敲定伯克希尔买下该公司的细节，其中有一条相当重要的条款，那就是 Bob 和 Julian 都将继续持有 Shaw 企业最少 5%的股权，此举让我们可以与这个业界最优秀的经理人一起共事，如同 Bob 跟 Julian 过去几年来辉煌的战绩，在 1998 年联手之前，他们各自都在在地毯界建立了规模庞大的成功事业。

Shaw 的年**营业额高达 40 亿美元**，而我们则持有该公司 87.3%的股权，除了既有的保险业务营运之外，Shaw 成为我们目前最大的生意，现在如果有人要从我们身上踩过去，我们一点都不会介意。



<Shaw Industries Group, Inc> www.shawinc.com

萧氏工业集团在 1946 年成立，起初为一家叫星染料公司(Star Dye)的小企业，Robert Shaw 和 J. C. Shaw 的父亲克拉伦斯·萧(Clarence Shaw)在 1946 年买下该公司，之后公司开始生产床单和小地毯。在 1958 年，罗伯特·萧(Robert Shaw)成为公司 CEO，当时该公司由两兄弟所拥有，销售额为 30 万美元，公司发展急剧扩大。1967 年，成立控股公司(Philadelphia Holding Co.)收购创立于 1846 年的费城地毯公司。1971 年，控股公司更名为萧氏工业集团上市，此时公司销售额约 4300 万美元，员工约 900 名。1972 年，Shaw 通过收购新发现工业(New Found Industries)来生产自己的纱线供应，迈出了垂直整合的第一步。1973 年，为提高连续染色工艺的潜力，Shaw 又收购了一家最先进的连续染色工厂(Elite Processing)。1982 年，Shaw 创建了自己的卡车运输子公司，极大地提高了向全国零售商发货的质量和速度，并大幅扩大了对小型独立零售商的直接销售，提供更好的服务，降低了他们的成本。1983 年收购了 6 家纱线纺纱厂，使 Shaw 公司的纱线供应完全由自己提供，进一步推进了其纵向一体化。并开始建设区域配送中心，累计 20 个。1985 年，萧氏工业集团首次亮相财富 500 强，其拥有超过 5 亿美元的销售额和近 5000 名员工。1987 年，Shaw 收购了西点佩珀雷尔地毯(WestPoint Pepperell)，收购了 Cabin Crafts 和 Stratton 品牌，公司的销售额增加了 40%。1992 年 shaw 收购 Salem Carpet Mills 公司，使 Salem 地毯和 Sutton 萨顿品牌的销售额增加了 25%。Shaw 收购了 Amoco 公司聚丙烯纤维生产设施，成为世界上最大的聚丙烯纤维制造商。1998 年，与皇后地毯合并(Queen Carpets)，Queen 由 Harry Saul 成立，它是纺织行业的领导者。儿子朱利安·索尔继续担任公司总裁，直到 2006 年 6 月才退休。1999 年，集团拥有 40 亿的销售额。2000 年 9 月 6 日，伯克希尔以每股 19 美元现金总价约 23 亿美元收购了世界最大地毯制造商 87%的股份，公司当日股价为 12.79 美元，并承担 9 亿美元债务。2002 年伯克希尔以 4505 股 A 类/7063 股 B 类股票总价约 3.55 亿美元收购了管理层手中持有的剩余股份。

2002 年 Shaw 开设了新的、最先进的层压材料制造工厂。这是 Shaw 进军硬质表面地板制造的第一步。2003 年 Shaw 完成了对 Dixie 集团在北乔治亚业务的收购，收购了 Carriage Carpet、Bretlin 和 Globaltex 等品牌。2006 年，Shaw 收购了 Evergreen Nylon Recycling 的 100% 股权，Evergreen 尼龙回收是位于佐治亚州奥古斯塔的尼龙回收业务。Evergreen 工厂使用专利技术将消费后的尼龙地毯转化为新的尼龙纤维。Shaw 将位于田纳西州南匹兹堡的一家原纱线厂改建为工程硬木制造厂。该工厂后来扩建，生产 EPIC 硬木，并拥有公司最先进的硬木生产设施。2006 年，万斯·贝尔 (Vance Bell) 被任命为 Shaw 的新 CEO，兰迪·梅里特 (Randy Merritt) 被任命为总裁。2007 年，收购了安德森硬木地板 (Anderson)。2009 年，Shaw 收购了 Sportex 建筑服务公司，这是一家致力于运动场地表面处理的领先人造草坪公司。同年与 DAK Americas 合资成立了美国最大的塑料瓶回收设施。2011 年，Shaw 收购了西南绿地公司 (Southwest Greens)。2012 年，Shaw 在中国设立地板展厅，2013 年南通工厂成立，这是 Shaw 在亚洲的第一家制造工厂。2016 年 Shaw 收购了 USFloors 地板公司。2017 年 Shaw 收购了 Tricycle Inc.，这是一家技术创新公司，使 Shaw 的商业业务能够在地毯采样模拟和数字工具方面引领行业。2021 年，Vance Bell 宣布即将退休，Tim Baucom 任命 Shaw 新任 CEO。萧氏工业集团现为全球住宅和商业市场提供地毯、弹性、硬木、强化木地板、瓷砖和石材地板产品以及人造草坪。在全球拥有超过 2 万多名员工，公司总部设在佐治亚州道尔顿。年销售额超过 50 亿美元。

7 月，**本杰明·摩尔涂料公司 (Benjamin Moore Paint)** 的董事鲍勃·德纳姆 (Bob Denham) 打来电话询问伯克希尔公司是否有兴趣收购该公司。我是在所罗门公司认识鲍勃的，他在那里担任过一些困难时期的法律总顾问，我对他非常尊敬。所以我的回答是“多给我一些信息”。

8 月底，查理跟我和理查德·鲁布 (Richard Roob) 及伊万·杜普伊 (Yvan Dupuy) 碰面，两人分别是 Moore 涂料公司前任和现任 CEO，我们与他们一见如故，也很欣赏这家公司，当场我们就开出 **10 亿现金** 的条件，到了 10 月份，该公司董事会通过这项交易案，而我们则在 12 月完成交易，Moore 涂料公司生产油漆已有 117 年的历史，并拥有数千家的独立经销商，这也是公司最珍贵的资产。请记住下次买油漆时指名该公司的产品。

<鲍勃·德纳姆 (Bob Denham)>

Bob Denham 是芒格托尔斯奥尔森律师事务所的合伙人，在担任所罗门公司的董事长和 CEO 之后，于 1998 年重新加入该事务所成为合伙人，就战略和财务问题向客户提供咨询。Denham 于 1991 年 8 月底加入所罗门公司，担任所罗门公司及其子公司所罗门兄弟总法律顾问，并于 1992 年 6 月成为所罗门公司的董事长兼 CEO。在加入所罗门公司之前，Denham 已经在芒格律师事务所工作了 20 年，其中包括担任管理合伙人 5 年。Denham 以优异的成绩从德克萨斯大学毕业，在那里他被选为优等生。他于 1968 年获得哈佛大学政府硕士学位，1971 年获得哈佛法学院法学博士学位，以优异成绩毕业，并担任《哈佛法律评论》案例与发展编辑。Denham 是加州，美国和洛杉矶县律师协会的成员。Denham 是罗素塞奇基金会和詹姆斯欧文基金会的董事会成员，也是洛杉矶好撒玛利亚人医院的信托人。他还是美国注册会计师协会职业道德执行委员会的公共成员。Denham 目前担任墨西哥经济发展雪佛龙、公共事业管理局和《纽约时报》的董事会成员。Denham 曾在威斯科金融公司和 UGL 有限公司担任董事。2007 年 12 月起担任橡树资本董事。



Benjamin Moore®

<benjaminmoore & Co.> www.benjaminmoore.com

本杰明摩尔涂料公司位于新泽西州蒙特韦尔，1883 年爱尔兰移民 Benjamin Moore 兄弟在纽约布鲁克林创办摩尔兄弟公司。1892 年推出新配方产品 Muresco，迅速成为当时市场最受欢迎的调和漆之一。1907 年，美国本杰明摩尔涂料设备精良的新工厂在新泽西州纽瓦克市正式落成，公司聘请化学家正式成立研发部。1930 年代邀请多位女演员扮演公司形象大使 [贝蒂·摩尔小姐]，在专题广播节目中为人们提供装修装饰建议。1968 年成功剔除涂料内的“铅”成分；1970 年成功剔除涂料内的水银和重金属成分；1978 年解决工业废水处理问题。1982 年，研制出了世界上第一台电脑配色系统。电脑配色系统改变了传统的人工配色操作，这是美国本杰明涂料行业领先的又一证明。1999 年销售额约 7.8 亿美元，在涂料行业七百家排名第三，最大竞争对手是 Sherwin-Williams 和 PPG 工业。公司没有债务，ROE 超过 25%，毛利率很高，较低的资本支出要求。并拥有知名的品牌和持股的优秀管理层。2000 年 11 月

5 日，伯克希尔宣布以 37.82 美元收购，总价超过 10 亿美元。公司有 3500 多名员工，8000 多平方米的实验中心，10 个不同的实验室。在北美有 5 家制造工厂 22 个中心仓库，超过了 7500 家门店，产品行销欧洲亚洲，中东及加勒比海地区等全球 75 个国家。使用该品牌涂料可调配出近 3300 多种颜色，名副其实的彩色专家。该品牌涂料高度环保，完全符合欧美严格的环保健康指标。在连续多年的消费者投票中，该品牌都被选为最值得信赖的绿色环保健康型涂料。产品原料讲究，产品性能优越。以 100% 高强度丙烯酸为原料，色粉的化学性质稳定，所用的纯树脂及胶质均为最好等级，并以最先进的防污防尘配方和技术制造。使用本杰明涂料最短 1 小时可触摸，24 小时后即可入住，30 天完全固化。使用周期长，通常卧室 15 年，大厅 10 年左右，所以长期看来，节约了人力、时间及翻新费用，节约了成本。

最后在 12 月底，我们同意以 18 亿美元买下**佳斯迈威公司(JohnsManvilleCorp, JM)**，这家公司过去几十年来创造了令人难以置信的传奇，因业务太过丰富就不详述了，其中以石棉产品最为著名，当时因为石棉引发广为人知的健康问题而导致该公司在 1982 年申请破产。

之后破产法庭为受害人成立了一个信托基金，其中最主要的资产就是 JM 的多数股权，而该信托基金为了要分散其资产配置，于是在去年 6 月同意将该公司卖给一位杠杆并购买家，只是后来由于该买家无法顺利取得融资而使得交易告吹。12 月 8 日周五交易正式宣布取消，周一，查理和我打电话给该信托基金的 CEO 鲍勃·菲利斯 (Bob Felise)，提出一个无融资的全现金报价，隔天受托人投票接受我们的提案，并于一周后正式签订契约。

JM 是全美商用与工业隔热材料的生产商，同时在屋顶系统与其它工业产品也占有相当大的市场，该公司的年营业额超过 20 亿美金，同时也享有不错的盈利能力，当然业务有明显的周期性。该公司的 CEO 杰瑞·亨利(Jerry Henry)一年前本已宣布退休，但在这里我很高兴向各位报告，查理跟我已经成功说服他继续留下来。



<Johns Manville Corporation> www.jm.com

JM 佳斯迈威公司是美国一家保温材料，屋顶材料，防火材料等建筑产品生产商，该公司成立于 1858 年，总部设在科罗拉多州丹佛市。Johns Manville 是由两个早期的建筑产品制造商合并而来。1858 年，21 岁青年亨利·沃德约翰(H. W. Johns)已经获得屋顶和保温产品专利。他在纽约市创立了 H. W. Johns Manufacturing 公司。1885 年，C. B. Manville 在威斯康星州成立 Manville Covering 公司。1901 年，两家公司合并成为 H. W. Johns Manville 公司。在 1926 年，该公司更名为 Johns Manville 公司。在 1930 年代，著名的实业家 Lewis H. Brown 曾担任公司的 CEO。1958 年，公司收购了总部设在俄亥俄州 Toledo 玻璃纤维公司，公司是石棉制品的全球领导者(石棉瓦、石棉屋顶和石棉水泥管等)，正是此次收购案埋下隐患。1981 年，Johns Manville 更名为简单的 Manville。1982 年，公司由于石棉伤害遭到客户前所未有的索赔，超过 1.6 万件诉讼案，根据美国破产法第 11 章公司申请破产。1985 年，停止石棉产品生产。1988 年，公司经历复杂的破产重组，成立了一个健康信托基金，彻底剥离的公司和石棉索赔的关系。该信托拥有公司 76% 控股权，每年向大约 100 万受托人支付 2.5 亿赔付金。1995 年为了创造良好公司形象更名为 SKLO 遭到多数人反对。1997 年该公司更名回 Johns Manville，该品牌就像可口可乐一样深入人心。十年间大约 50 家公司与公司谈过收购意向。2000 年，一家杠杆收购公司提出以 30 亿总价收购公司，巴菲特开始买入准备套利。后来，因融资问题收购失败。信托公司提出公司分红 1.5 亿来解决自身的资金问题，但这会增加公司的资金压力。在 CEO 杰瑞·亨利(Jerry Henry)进退两难之际，巴菲特提出了收购意向，宣布以每股 13 美元，22 亿总价以现金支付(约是收入 1 倍，3.26 亿现金流的 7 倍)。通过此举，信托公司大约获得 15 亿美元现金以及税务减免，15 亿美元将在未来提供稳定的赔付现金流。2001 年，正式成为伯克希尔全资子公司。2004 年，杰瑞退休，史蒂夫(Steve Hochhauser)成为公司 CEO。在 2007 年的夏天，托德拉巴(Todd Raba)接替史蒂夫，托德来自于伯克希尔另一家公司中美能源控股。2012 年，玛丽莱恩哈特(Mary Rhinehart)为公司新任 CEO，此前她是公司 CFO，并在该公司工作超过 33 年。新泽西州曼维尔镇以公司名称命名，它在该镇拥有一家大的制造工厂。现

在公司全球拥有 48 家工厂，约有 8000 名员工。

去年并购案之所以会蜂拥而现，主要有两个经济原因：首先，许多经理人跟老板都预见到自己公司的业务短期内即将放缓。事实上在我们这次买下来的公司当中，确实就有好几家今年的收益将会较 1999 年或 2000 年走下坡路，考虑到每个产业都会有周期性，这种下滑对于我们并无影响。只有在投资银行做的推销 PPT 中，收益才会无止尽地成长。我们不在乎这短期的波动，真正重要的是长期的结果。当然有些人会比较看重短期的成败，而这反而能增加卖方出售的意愿或降低其它潜在买家的竞争意愿。

第二个能让我们在 2000 年这么顺的原因，是去年垃圾债券市场状况日益低迷，由于前两年垃圾债券投资人逐渐降低他们的投资标准，以不合理的价格买进许多体质不佳的公司债，这种对标准的松懈在去年大量违约激增中的充分体现。在这种状况下，习惯靠融资并购企业的投机者(也就是仅仅用少量本金并购的人)，便很难再借到足够的钱，而且就算能够借到，其成本也不便宜，也因此当去年有公司对外求售时，杠杆并购者(LBO)的积极性锐减。由于我们习惯以买下整家公司股权的方式投资，所以我们的评估方式没有太大的改变，这使得我们的竞争力大幅提高。

除了这两项有利于我们的经济因素之外，我们现在在进行并购时享有越来越大的优势，因为伯克希尔通常都是卖方的首选买方，虽然这无法保证交易一定能谈成，一方面还要看卖方是否能接受我们的报价，一方面也要看我们喜不喜欢这家公司的业务以及其管理层，但无可否认确实对交易的进行大有帮助。

另外我们还发现卖方是否在意公司将来的归属其实相当重要，我们喜爱与那些钟爱公司，而不只是斤斤计较出售公司能够得到多少钱的人往来，(当然我们也明白没有人会不爱钱)，当我们意识到有这样的情节存在时，通常代表了这家公司拥有相当重要的特质：诚实的帐务、产品的自信、客户的尊重以及一群专心一致的忠实员工，反之亦然，当一家公司的老板只一味地想要卖一个好价钱，但却一点都不关心公司卖掉后的下场，那么你会经常发现公司被过度包装以期高价出售，尤其当他是靠借钱买下这家公司时，而当一家公司的老板对自己公司和员工漠不关心时，他们的行为往往也会影响整个公司的态度与行事作风。

要知道一家经典企业是由一个企业家终其一生，有时甚至是好几代，以无微不至的用心与努力才能建立起来，对于老板来说，接手的人是否承续过去辉煌的历史是相当重要的一件事，关于这点，查理跟我相当有信心，伯克希尔绝对可以提供这些企业一个美满的归宿，我们相当重视对于这些企业创办人所作的保证，而伯克希尔的控股结构绝对可以确保我们的承诺顺利落实，当我们告知 John Justin 他的企业总部仍将留在 FortWorth 或保证

Bridge 家族他们的公司绝不会与其它珠宝公司合并时，我们可是绝对说到做到。

就像是伦勃朗画作一样珍贵的公司，与其让信托人或不肖的子孙把它拍卖掉，还不如由画家本身选择其最后的归宿，这几年来我们与有这样认知的人士有过非常多愉快的经验，并让这些感觉一直延续到这些企业上，至于拍卖出售的生意，就留给别人吧。

(伦勃朗·哈尔曼松·凡·莱因 Rembrandt Harmenszoon van Rijn, 1606-1669 年) 欧洲 17 世纪最伟大的画家之一，也是荷兰历史上最伟大的画家。伦勃朗一生留下 600 多幅油画，300 多幅蚀版画和 2000 多幅素描，几乎画了 100 多幅自画像，而且几乎他所有的家人都在他的画中出现过。其画作的拍卖价格达数千万美元。)

财产意外险的经营哲学

保险是我们最主要的本业，当然其它事业也相当重要，想要了解伯克希尔，你就必须知道如何去评估一家保险公司，其中主要的关键因素有(1)这个行业所能产生的浮存金数量(2)以及获得浮存金的成本(3)最重要的是这些因素的长期展望。

首先浮存金是一项我们持有但却不属于我们的资金，在保险公司的营运中，浮存金产生的原因在于保险公司在真正支付损失理赔之前，一般会先向保户收取保费，在这期间保险公司会将资金运用在其它投资之上，当然这样的好处也必须要付出代价，通常保险业者收取的保费并不足以覆盖最后支付出去的相关损失与费用，于是保险公司便会发生承保损失，这就是浮存金的成本，而当一家公司取得浮存金成本，就长期而言低于从其它渠道取得资金的成本时，它就有存在的价值，否则一旦保险业务取得浮存金的成本若远高于货币市场利率时，它就像是一颗极酸的柠檬。

有一点必须特别注意的是，因为损失成本必须依赖估算，所以保险业者对于承保结算的成绩有相当大伸缩的空间，连带使得投资人很难正确地衡量一家保险公司真正的浮存金成本，估计错误，通常是无心，但有时却是故意，与真实的结果往往会有很大的差距，而这种结果直接反映在公司的损益表上，有经验的行家通常可以通过检查公司的准备提列情形发现重大的错误，但对于一般投资大众来说，除了被迫接受财务报表的数字之外，别无他法，而我个人常常被这些经过各大会计师事务所背书的财务报告所吓到，许多保险公司的损益表与资产负债表上布满了许多地雷。不过在伯克希尔，我们在提列准备金时，都尽量采取最保守的做法，不过我还是要警告大家，保险业所发生的意外，通常都不会是什么好消息。

下表中所显示的数字是，伯克希尔自取得国民保险公司经营权，进入保险业务 34 年以来所贡献的浮存金，(其中传统业务包含在其它主险项下)，在这张计算浮存金的表中(相对于收到的保费收入，我们持有的浮存金部位

算是相当大的), 我们将所有的损失准备、损失费用调整准备、再保险预先收取的资金与未赚取保费加总后, 再扣除应付佣金、预付并购成本、预付税负以及取得再保业务的相关递延费用, 得出浮存金的数额, 不要紧张, 这不是什么考试!

年度	GEICO	通用再保险	其他再保险	其他-直保	合计
1967				20	20
1977			40	131	171
1987			701	807	1508
1997	2917		4014	455	7386
1998	3125	14909	4305	415	22754
1999	3444	15166	6285	403	25298
2000	3943	15525	7805	598	27871
2001	4251	19310	11262	685	35508

对于 2000 年的浮存金成长我们感到相当欣慰, 但却对其成本不甚满意, 一直以来, 我们浮存金成本通常都维持在接近于零的低水准, 好的时候, 还能享有可观的承保利益, 来弥补像 1984 年那样糟糕的年度, 当年的资金成本高达 19%, 不过 2000 年我们的承保损失却高达 16 亿美金, 这使得我们的浮存金成本飙高至 6%, 除非再发生什么重大的灾难, 否则我们预期 2001 年的浮存金成本将会大幅下降, 主要的原因是通用再保险已经逐渐开始调高价格, 至于 GEICO 保险虽然规模较小, 但也应该会有同样的情形。

相较于其它保险同业, 伯克希尔现在有两项相当罕见但却越来越重要的因素影响到其浮存金的成本, 首先, 目前正遭受巨大承保损失的部分保险公司, 通过再保险将很大部分业务转嫁我们, 这会影响我们当期的收益表现, 但另一方面也让我们在未来几年有更多的浮存金可以运用, 而在保单第一年的记录损失后, 以后年度将不会再有这方面的成本。

只要保单的价格合理, 我们乐于接受这类先苦后甜的结果, 在 1999 年所有的承保损失当中, 有 4 亿美元(约占总损失 14.4 亿的 27.8%)是来自于这类的业务, 至于 2000 年则有 4.82 亿美元(约占总损失 14 亿的 34.4%), 我们无法预测以后每年能够接到多少这类的业务, 不过只要有业务, 金额通常都不小, 而也由于这类的交易往往会严重影响到我们的损益数字, 所以只要发生我一定会向各位报告。

其它再保业者对这类业务往往没有多大兴趣, 因为他们根本就无法接受其财务报表突然出现重大损失, 即便可以确定此类业务长期的结果相当不错, 所以在拿我们的承保结果跟其它同业做比较时, 要特别注意这一点。

在我们的承保结果中还有一个影响更大的科目, 也是你在别的地方找不到的, 那就是我们假设一家公司想要

把过去已经发生的损失，但损失金额还不能确定的业务处理掉，比如说，有家 XYZ 保险公司在去年向我们买了一张保单，约定我们必须支付前 10 亿美元的损失和损失调整费用，这些费用来自 1995 年及更早年份发生的事件。这些合约的金额有可能相当大，当然不论如何，我们肯定会设定一个赔付上限。我们在 2000 年签了几件这类的合约，预计 2001 年会签下更多。

依据一般公认会计原则，这类**追溯型的保险**对于当年度的损益不会有任何的影响，但是，我们的报表因此增加了一项叫做**"假设再保险递延费用"**的资产科目，**将收到的保费收入与估计将支付的理赔损失**(当然在此之前已预先提列准备金)的差额计入，之后我们再将这项递延费用资产**按年摊销，并作为相应的承保损失计入损益表**，大家可以在季报与年报的管理层讨论中看到从这些交易中承担的相关损失数字，依其特性，这类的损失会持续发生很多年，甚至达几十年，当然作为补偿，我们获得了大笔浮存金的使用权。

很明显，此类附带年度成本的浮存金，并不像许多预期能够产生承保收益的业务保单所产生的浮存金更令人满意，尽管如此，**追溯再保险对我们来说，仍然算是不错的买卖。**

综合以上因素最后得到的结果是：a)我预期未来浮存金的成本依然会非常有吸引力；b)但由于追溯再保险每年必须提列的费用，因此浮存金可能没有办法像以前一样完全没有成本。当然很明显的，这些浮存金对我们到底是好是坏，除了当初取得的成本外，我们如何高效的运用浮存金也同样重要。

而我们追溯再保险业务几乎完全由阿吉特·贾恩(Ajit Jain)一手包办，每年照例我都会给他褒奖一番，实在是很难去估计阿吉特在伯克希尔所代表的价值，大家除了关心我的健康之外，更应该关心他的健康。

去年，阿吉特光靠着一家英国的主要保险公司的追溯再保险，就替我们收到 **24 亿美元的再保险费**，这有可能历史最大一笔保费。之后，他又接了美国大联盟德州游骑兵队一张巨额保单，投保强打者亚历克斯·罗德里格斯(Alex Rodriguez)可能终身残疾的风险，喜爱棒球的人士都知道，A-Rod 曾以 2.52 亿美元的天价签约费创下纪录，我想我们的这张保单应该又创下了失能险的保额记录，此外我们也受理了许多运动明星的保险。

(2000 年初，白山保险集团和国民保险公司达成一致，为英格兰国家再保险联合公司承保环境险，包括 1987 年之前所有风险，1993 之前已经发生的风险，1996 年之前所有主要责任损失。现在每 1 美元保费收入，约承担潜在 2 美元赔付损失，要尽可能拉长赔付支付时间，降低赔付金额。)

此外阿吉特也展现他多才多艺的天份，去年秋天他与一家网络公司 Grab.com 协商定出一张相当有趣的保单，该公司成立的目标是希望吸引数百万的网友到其网站，并从其中挖掘出有用的数据资料给营销公司，而为了要吸引网友上门，Grab.com 推出了一个 10 亿美元的彩票抽奖(约等于 1.7 亿美元的现值)，万一真的有人中奖

时，由我们保证支付这笔款项，当然网站上也强调得到这笔奖金的机会微乎其微，事后证明没有人得到，但在当时中奖的机率并非全无可能。

(Grab 是一家互联网彩票抽奖网站，为了吸引人气，抛出的 10 亿奖金也是有史以来最高金额。伯克希尔旗下的国民保险公司负责承保，保费为 700 万。任何参与抽奖人员从 1-77 的数字中的全部猜中 7 个数字(77 选 7，概率= $\frac{7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 \times 1}{77 \times 76 \times 75 \times 74 \times 73 \times 72 \times 71} = 24$ 亿分之一)，中奖人可以马上领取奖金 1.75 亿美元，或者按 40 年以分期付款的形式领取 10 亿奖金：前 20 年每年 500 万，后 10 年每年 1000 万，再后 9 年每年 2000 万，第 40 年一次性领取 6.2 亿。第一次抽奖活动中没人全部猜中 7 位数字，但是有位护士赢得了 40 年每年 2.5 万分期付款的 100 万美元奖金。伯克希尔支付 10 亿奖金的概率是巨灾赔付概率的 1%，基本属于坐享其成。)

签下这类的保单，我们将可以预先收到为数可观的保费，但同样也必须面临潜在的重大损失，所幸**概率上对我们有利**，并不是所有的保险业者都爱玩这种游戏，因为他们没办法利用再保险来克服这样的不愉快感，由于每一张保单都不尽相同，甚至有的独一无二，保险公司无法通过标准的再保险安排来规避偶尔发生的重大损失，也因此几乎所有的保险公司 CEO 在经营此类业务时，都必须面临这种概率不大但却又不容忽视可能深深影响单一季度收益数字的风险，没有任何一位经理人愿意向董事会或股东会解释这中间的原因，这简直是有如芒刺在背。不过对于查理跟我本人而言，只要数学概率合理，我们根本就不在乎其对报告数字有何影响。

至于通用再保险，情况变得比以前好多了，罗恩·弗格森(RonFerguson)加上乔·布兰登(JoeBrandon)与 TadMontross 以及一班能干的团队在 2000 年采取了许多纠正措施，让公司的盈利回到过去的水平，虽然我们的定价还无法完全修正过来，但对于盈利情况最差的那部分业务，我们已大幅调整价格或干脆舍弃掉，如果 2001 年没有再发生什么重大的天灾人祸，通用再保险的浮存金成本可望大幅下降。过去的几年对罗恩和他的团队来说一点都不顺畅，但是他们已经做出了艰难的决定，查理和我为他们鼓掌。通用再保险有几个重要而持久的业务优势。更好的是，它拥有能最大限度地利用这些优势的经理人。

总的来说，其它规模较小的保险业务在 2000 年产生了可观的承保收益，同时一如过去十年来持续贡献大量的浮存金，如果把这些公司视为一家独立的企业，那么他们绝对可以称得上是一家经营绩效优异的保险公司，而因为这些事业隐身在伯克希尔如此庞大的事业体中，外界无法理解他们的努力与成就，但至少我个人能够深深地体会地，去年我感谢过 Rod Eldred, John Kizer, Don Towle 和 Don Wurster，今年则还要再加上美国责任险的 Tom Nerney 以及加州 Cypress 保险的新任主管 Michael Stearns。

大家可能会发现过去我常称赞的 Cypress 保险公司的前任主管 Brad Kinstler 已不在上述的名单当中，那是因为我们位于辛辛那提的费区海默制服公司需要一位新的经理人(临时 CEO 帕特里克·伯恩离职去经营 Overstock)，

所以我们特地拜托 Brad，在伯克希尔我们很少调动经理人，不过现在看来我们应该要再多试一试，因为 Brad 在新职务上表现相当优异，就如同他原来在 Cypress 的表现一般。



Overstock 电商 www.overstock.com

1997 年，D2 折扣直销电商公司 (D2-Discounts Direct) 成立。当时电商泡沫破灭，大量电商公司苦苦挣扎甚至走向破产，一片萧条反而催生了 D2 这类依靠低价收购破产公司的库存产品并集中打折出售来盈利的折扣电商平台。成立时 D2 年营收约为 50 万美元，但盈利不好，创始人寻求出售公司。1999 年帕特里克收购了 D2 公司 60% 的股份并担任 CEO，其父出任董事长，同年 D2 更名为 Overstock，经营范围以折扣家具、生活杂货和家居装饰品为主，此外还包括珠宝。2000 年帕特里克从费区海默离职。2002 年 Overstock 登陆了纳斯达克。2003 年 Overstock 在墨西哥成立了子公司。2004 年 Overstock 推出在线拍卖网站，营收达到了 4.95 亿美元，一时间风头无两。

从 2005-2018 年，Overstock 的营收从 7.99 亿美元增长至 18.22 亿美元；近五年增速有所下降，从 2013 年的 18.65% 下滑至 2018 年的 4.41%，2017 年还出现了负增长。很大程度上，近五年的负增长与 Overstock 的业务转型有关。2011 年，Overstock 劲敌 Wayfair 将旗下旗下 240 多个购物网站整合，成为一家一站式家居电商，在此后的几年中逐渐扩大市场占有率。自 2013 年起，Wayfair 营收开始高速增长，双方差距逐渐拉近。Wayfair 于 2014 年上市，并于 2015 年取得 22.50 亿美元的营收，彻底超过了 Overstock。Wayfair 和 Overstock 都依托于互联网销售，但从客户定位来看，是两种截然不同的消费方式和生活方式，Overstock 的落败，折射出消费者不再满足于单纯地购买折扣商品“薅羊毛”，而更多地追求品牌为他们提供的生活方式，这可以被理解为美国视角下的消费升级。帕特里克于 2013 年底对加密货币燃起了热情，2014 年 Overstock 成为第一家接受比特币付款的主要零售商。此后又开发了一个名为 Medici 的区块链和金融科技的商业应用平台，2016 年被更名为 tZERO。转型为 Overstock 的盈利能力带来的伤害是巨大的，2017-2018 年，Overstock 共亏损超过 3 亿美元。2019 年 5 月，Overstock 宣布暂缓出售零售业务的计划，“重新关注盈利能力”。2019 年 8 月，帕特里克被传涉入“通俄门”，因为他从 2015 年起与一名来自俄罗斯的研究生 Maria Butina 建立了恋爱关系，因此从 Overstock 辞职。不久，投资人对 Overstock 提起了集体诉讼，原告声称直到帕特里克离职当日才知道他在一周前就已清算自己持有的股票。

GEICO 保险(1-800-847-7536/GEICO.com)

下表是用来显示 GEICO 保险成长幅度的一张表，去年我很兴奋地向各位报告我们 2000 年在广告营销的大笔投入，并强调每一分钱都结结实实花在刀口上，事实证明我错了，我们额外广告投入的经费并没有为我们增加咨询电话，而且平均每个咨询电话的成交率几年来也首度下滑，这些不利的进展使得我们平均每张保单的取得成本大幅增加。

年度	新加入自愿性保单	有效保单数量
1993	346,882	2,011,055
1994	384,217	2,147,549
1995	443,539	2,310,037
1996	592,300	2,543,699
1997	868,430	2,949,439
1998	1,249,875	3,562,644
1999	1,648,095	4,328,900
2000	1,472,853	4,696,482

事后悔恨犯下的错误固然不对，但勇敢承认并虚心检讨原因却大有帮助。虽然这种景象在美国企业的内部高

层会议上并不常见，查理跟我本人几乎很少看到有人会诚心诚意的检讨一项错误的决策，尤其是跟并购案有关，唯一著名的例外是华盛顿邮报认真客观地检讨三年前的一项失败的并购案，除此之外，就只看到大家对成功的案子歌功颂德，至于愚蠢的决定则只字未提，置之不理。

这类错误投资最后的下场往往是在财报上放进大规模重组费用中或一次性注销，这些费用被认为是非经常性的。专业经理人最喜欢这样搞，这使得近年来这类费用，反而成为一般公司的损益表上的常客，至于它发生的原因则没有人愿意花时间去深究，当谈及公司的失败案子时，CEO 通常将它们归类为无性生殖。

回到 GEICO 保险的检讨，去年**成本大幅增加主要归咎于四个原因**，而且所有因素都以某种方式作出了贡献。

首先，我们的**广告频率过高**，在某些媒体的曝光实在是过度频繁，大家知道大量且密集通过媒体传递讯息的效果绝对是递减的，同样在有线电视，一个小时内连续第三波的广告，其效果绝对比不上第一波。

其次，**所有优质客户可能都已经被我们给捡光了**，很明显的，虽然愿意经由电话直销投保的客户群分布甚广，但不论如何，**老年人就是不愿通过电话这种渠道投保**，当然时间站在我们这一边，这种排斥感终究会消退，新一代乐于接受新事物的年轻人，很快就会发现通过电话直销投保可以为他们省下大笔的保费。

另外一个肯定会降低成交率的因素是 GEICO 保险的**投保资格审核趋严**，去年不管是事故发生的频率与严重性都提高，使得某些地区的费率变得不合理，在这种情况下，我们必须**提高承保的标准，同时提高费率**，这两项变动使得我们产品相对于其它对手的竞争力略微下降。

当然我必须强调，对于大部分打电话上门投保的顾客来说，他们是可以省下一大笔钱，不过比起过去可以省下 200 美元，现在只能省 50 美元，其吸引力确实大不如前，所以费率提升使得我们的价格与其它同业相近，也会影响我们在客户间的接受率。

最后，财产险的竞争格局产生了一项重大变化，那就是目前排名第一市占率约 19% 州立农业保险 State Farm 提价速度相当缓慢，虽然他的成本的增加幅度肯定与其它同业不相上下，州立农业保险公司去年的承保损失率(包含回馈保户的退佣)高达 18%，相较之下 GEICO 保险则只有 4%，即便如此我们浮存金的成本也高达 6.1%，这种结果当然不令人满意，事实上我们预计长期浮存金成本仍会低于零，我们估算州立农业保险公司 2000 年的浮存金成本将高达 23%，而当市场上最大的玩家愿意忍受如此高的经营成本，其它业者的处境就可想而知了。

不过这仍然无损于州立农业保险公司身为美国企业最伟大的传奇故事之一，我不断建议商学院应该把这家成

功的企业列为课堂的教材，因为他的成功过程有许多方面与学术教条相悖，**研究反例是相当有用的学习方法**，虽然并不是所有人都喜欢在学术殿堂中热烈地把它拿来讨论。

州立农业保险公司成立于 1922 年，由伊利诺伊州一位 45 岁半退休的农夫(George J.Mecherle)所创立，当初他就是为了与纽约、费城与 Hartford 长期垄断的傲慢保险业者对抗才成立州立农业保险公司的，相对于前者拥有资本、信誉与渠道等强大优势，**由于州立农业保险公司是互助模式**，所以他的董事与经理人不得拥有股份，因此在早期高成长时期，无法通过上市获得资本，同时他们也没有一般公司认为吸引优秀经理人必需的认股期权或高额薪水。然后到最后，州立农业保险公司竟击败所有竞争对手，事实上截至 1999 年，该公司的有形账面价值仅次于其它四家美国大企业，如果你想知道他们是如何办到的，想办法买本《**The Farmer from Merna**》看看。

尽管州立农业保险公司有其优势，GEICO 保险的商业模式更佳，其营运成本相当低，这个特点在一个销售一般商品化的产业中尤其重要，GEICO 保险这项竞争优势早上 1951 年，我还是一个 21 岁的学生时便是如此，当时我便因此为这家公司着迷，并认为随着时间的推移，他的市场占有率以及盈利绝对能够稳定提升，当然如果州立农业保险公司决定继续忍受现在这样的承保损失的话，GEICO 保险的成长势必将受到影响而减缓。

GEICO 保险公司的 CEO 托尼·莱斯利(Tony Nicely)，依然还是老板们梦寐以求的经营长才，他所作的一切都切中要点，当意外发生时，他从来不会像其它经理人一样将时间浪费在妄想逃避或扭曲事实上，2000 年开始，**他大举砍掉不具成本效益的广告**，展望 2001 年若有必要他仍将继续维持相同的做法，(虽然我们依然会维持大量的媒体曝光率)，若有需要，Tony 绝对会大幅的调涨保费价格，他每天都盯着报表，永远不甘落于人后，想要从竞争对手那边扳回一城，我们绝对是 Tony 的好帮手。

过去我曾经向各位说明，GEICO 保险的利润分享计划主要依据两项因素：保费收入增长率和续约保户的承保盈利表现。尽管面对 2000 年的产业逆境，我们仍然发出了约 8.8%年薪的奖金，金额约为 4070 万美元。

GEICO 保险在伯克希尔的未来仍将扮演相当重要的角色，由于其最低的营运成本，它能够以最便宜的方式提供美国大众购买最高品质的保险产品，这家公司所提供的服务在各项消费者调查报告中一直名列前茅，这样的组合将可确保公司继续维持成长与盈利的态势。

近几年来，越来越多的驾驶人知道在 GEICO 保险投保可以省下大笔的保费，我们仍将继续大力宣传直到所有美国人都知道我们的价值所在为止。

股票投资

下表是伯克希尔 2000 年市价超过 10 亿美元以上的股票投资。

股份数量	公司名称	成本	市值
200,000,000	可口可乐	1,298.9	12,188
151,610,700	美国运通-1 拆 3	1,470	8,329
96,000,000	吉列	600.0	3,468
55,071,380	富国银行	319	3,067
1,727,765	华盛顿邮报-百倍	10.6	1,066
	其他	6,703	9,501
	合计	10,402	37,619
	Costco-建仓		879
	穆迪 Moody's-建仓		617
	美国合众银行-减持		539
	Jones 时装-加仓	GEICO	507
	M&T 银行-加仓		456
	第一资讯 FirstData 减持	GEICO	450
	太阳信托 SunTrusts		418
	GATX 租赁-加仓		366
	Shaw 通讯公司-加仓	GEICO	353
	Block H&R 税务-建仓		319
	Dun&Bradstreet	GEICO	310
	耐克 NIKE	GEICO	310
	甘尼特 Gannett		297
	大湖化学-加仓	GEICO	260
	花旗集团-减持		229
	Liz Claiborne 时装		204
	GAP 服装-建仓	GEICO	204
	GPU 天然气-建仓	GEICO	181
	希悦尔包装 SealedAir 建仓		149
	纽柯钢铁 Nucor 加仓		138
	Torchmark 保险-加仓		80
	房地美-清仓	十年十倍	
	迪士尼-清仓	十年五倍	
	房利美-清仓		
	安达保险 Chubb-清仓		
	AIG-清仓		
	通用动力-清仓		

在 2000 年我们几乎将所有房地美与房利美的持股出清，同时利用 15%的资金买进几家中型的公司以及一些

高收益的债券(少部分属于垃圾债券等级)，另外加码一些优先顺位的高等级抵押证券(Finova)，目前我们的投资组

合并没有便宜货，虽然对于这样的投资组合我们感到满意，但却没有什么可以令人期待的地方。

许多人以为股票是伯克希尔投资时的第一选择，这样的想法不太正确，自从 1983 年我们首次公开经营原则以来，我们就一再声明，我们偏爱买下整家公司而非部分股权，其中一部分是私人理由，那就是我喜欢与经理人一起共事，他们是一群高水平、有才干同时忠诚度高的伙伴，而我必须坦言他们的商业行为远较一般上市大公司的经理人还要理性，更以公司股东的利益为重。

当然除此之外还有一个重大的财务理由，而且是跟税负有关，根据税法规定，持有 80% 以上的股权比起拥有少数股权对伯克希尔要有利的多，当一家完全由我们持有的公司税后赚了 100 万美元，这笔钱将全数纳到伯克希尔的口袋里，而不会被征股利税，而且如果子公司将收益全数保留，之后再把这家子公司出售(当然伯克希尔是不可能做这样的事)，那么就算保留收益卖价超过 100 万美元，我们也不必为此支付任何的资本利得税，原因在于我们在税法上的成本，已包含我们先前买下该公司所支付成本，以及以后年度所有的保留收益。

这与我们一般单纯持有上市公司的股票有相当大的不同，如果我们持有一家一年赚 1000 万美元公司 10% 的股权时，则我们依比例分得的 100 万美元将必须负担额外的州政府与联邦所得税，那包含(1)大约 14 万美元股利税(我们大部分的股利税率为 14%)；(2)最少 35 万美元的资本利得税，如果这 100 万没有分配，而事后我们又把该公司处分(我们适用的税率约在 35% 左右，但有时也可能接近 40%)，当然只要我们不处分该项投资，这笔税负将可以一直递延下去，但最终我们还是必须支付这笔税金。事实上政府可以说是分享我们利润的主要合伙人之一，只是投资股票政府要分两次，当我们拥有至少 80% 的股份时政府只能分一次。

扣除税负因素，我们分析评估股票与企业的方式并无二致，事实上，公元前 600 年某位先知头一次揭示这个原理，虽然他可能也没有能力预知当时是公元前 600 年，这个评估所有资产投资的估值方式从来就未曾改变。

神谕就在伊索寓言里，这个历久弥新但不太完整的投资观念，就是"一鸟在手胜过二鸟在林"，要进一步诠释这项原则，你必须再回答三个问题：你如何确定树林里有鸟儿？它们何时会出现，同时数量有多少？无风险利率是多少？(我们认为是美国长期公债的利率)，如果你能回答以上三个问题，那么你将知道这个树林最高的价值有多少，以及你占有这些鸟儿需要付出的最大成本。当然小鸟儿只是比喻，真正实际的标的还是美元。

伊索的投资寓言除了可以进一步扩大来解释美元投资，也一样可以适用在农业、油田、债券、股票、乐透彩券以及工厂等，就算是蒸汽引擎的发明、电力设备的引用或汽车的问世一点都不会改变这样的定律，就连互联网

也一样，只要输入正确的数字，你就可以为世上所有的资金可能去处的吸引力进行排名。

一般的估值准则，诸如股利回报率、市盈率、市净率甚至是成长率，都与估值无关，除非他们能为一家企业未来现金流入流出的数量和时间提供线索。事实上，如果一项投资早期的现金流出大于之后的现金流入折现，那么这种成长就是价值破坏。有些市场的分析师与基金经理人信誓旦旦地将"成长型"与"价值型"列为两种截然不同的投资典型，可以说是非常无知，那绝不是真知灼见。成长只是价值要素之一，在评估价值时，可能是正面，也可能是负面。

可惜的是，虽然伊索寓言的公式与第三个变量利率相当简单易懂，但要弄清楚另外两个变量却有相当的困难，想要明确算出这两个变量根本就不可能，求出两者可能的范围倒是有可行的办法。

只不过范围过大，通常无法得出有效的结论，而且对树丛最终出现鸟儿的数量估计越保守，所得出的价格相较于价值就越低，(我们姑且把这个现象称之为 IBT：低效树丛理论)。但可以肯定的是，投资人除了必须对于一家企业的商业模式有充分的了解外，还要具备独立思考的能力，以便得出论据坚实的肯定结论，除此之外，投资人既不需要聪明绝顶，也不需要什么歪理学说。

另一个极端，在很多时候，即使是最聪明的投资人都没有办法作出小鸟确实会出现的确定性，即使是在最宽松的假设下仍是如此，在检验新公司或是快速变化的行业，这种不确定性尤其明显，在这种状况下，任何投资都难脱投机的嫌疑。现在，投机关注的重点不是一种资产将会产生什么，而是下一个人将会为此付出什么。投机既不违法，也不道德，也不违反美国精神，但这不是查理和我想玩的游戏。我们没有带任何东西参加聚会，所以我们为什么要带任何东西回家呢？

投资和投机之间的界限从来都不明确，当最近所有市场的参与者都取得成功时，这条界限变得更加模糊。再也没有比大笔不劳而获的金钱更能让人失去理智。在经历过这类令人陶醉的体验之后，再理性的人也会像参加舞会的灰姑娘一样被冲昏了头，他们明知在舞会中待得过久，南瓜马车与老鼠终将现出原形。换句话说，继续将大笔的资金投入到投机的活动之上血本无归的机率就越来越高，但他们还是舍不得错过这场盛大舞会的每一分钟，所有人都打算继续待到最后一刻才离开，但问题是这场舞会中的时钟根本就没有指针！

去年我们对于这种非理性繁荣大加批评，这实在是太不合理了。投资人的预期回报已经超过可能回报的数倍，一份普惠证券公司(Paine Webber)在 1999 年进行的调查报告显示，当投资人被问到自己预期未来十年内的年

平均投资回报有多少，答案平均是 19%。这显然是不合理的预期，对整个美国商业来说，2009 年的树林中根本就不可能藏有这么多鸟儿来提高这样的回报。

更疯狂的是，市场参与者对于一些长期而言明显没有太多价值或毫无价值的公司，给予了极高的估值，然而投资人依然被持续飙涨的股价所迷惑，不顾一切地将资金蜂拥投入到这类企业，这情形就好象是病毒一样，在专业机构与散户间广为散播，引发不合理的股价预期幻觉，与其企业本身应有的价值明显脱钩。

伴随着不切实际市场而来的还有一种叫做“价值创造”的荒唐说法。我们承认过去数十年来，许多新的年轻公司确实为这个世界创造出许多价值，未来还会出现更多。但是，那些终其一生不赚钱甚至是亏钱的企业，根本是在摧毁价值而不是创造价值，无论期间他们的市值曾经有多高。(疯狂创造价值的张磊)

在这些案例中，真正发生的只是财富移转的效应，而且通常都是大规模的。部分厚颜无耻的推销人员利用根本就没有半只鸟的树林，从社会大众的口袋中骗走数十亿美元，这其中也包含他们自己的朋友与亲人，事实证明泡沫市场创造出泡沫公司，这些公司的设计，更多是为了赚走投资人手中的钱而不是帮投资人赚钱。通常这些幕后推手的最终目标是让公司上市，而不是让公司赚钱。归根结底，这些公司的商业模式只不过老式连锁信骗局的现代版，而靠手续费维生的投资银行家就成了专门送信的帮凶邮差。

然而任何泡沫都有一根针在等待。当泡沫被刺破，不可避免的会有一大票菜鸟学到教训。首先，不论是什么东西只要有人要买，不管质量的华尔街都会拿来销售。第二，投机看似简单，其实非常危险。

在伯克希尔，我们从来没有妄想要从一堆不成气候的公司中，挑出幸运儿，我们自认没有这种超能力，这点我们绝对有自知之明。相反的我们试着遵循 2600 年来既有的古老伊索寓言，耐心研究某些树丛里到底有多少鸟儿，以及他们出现的时机。(或许以后我的孙子可能会把它改为五个电话簿上的女孩，不如一个敞篷车上的女孩)，当然我们永远没有办法精准预估一家公司每年现金流入与流出的状况，所以我们试着用比较保守的角度去估算，同时将重心锁定在那些即使业务发生意外也不会让股东遭受严重损失的公司上。即便是如此，我们还是常常犯错，别忘了，我就是那个曾经自称是相当熟悉印花票、纺织、制鞋以及二流百货公司商业模式的人。

近来，我们最看好的树林要算是经协议买下整家公司的并购交易，这种方法确实让我们感到相当满意，不过大家要记住，这类的交易顶多让我们有一个合理的回报，想要有超额的回报一定要等到资本市场非常惨淡，整个企业界普遍感到悲观之时，机会才会出现，目前我们离那种状况还很远。

报告收益的来源

下表显示伯克希尔报告收益的主要来源，在这张表中商誉的摊销数与购买法会计调整数会从个别被投资公司分离出来，单独加总列示，之所以这样做是为了让旗下各事业的收益状况，不因我们的投资而有所影响，过去我一再地强调我们认为这样的表达方式，较之一般公认会计原则要求以个别企业基础做调整，不管是对投资者或是管理者来说，更有帮助，当然最后损益加总的数字仍然会与经会计师查核的数字一致。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以百万美金计	2000 年	1999 年	2000 年	1999 年
保险承保：再保险	-1399	-1440	-899	-927
保险承保：GEICO	-224	24	-146	16
保险承保：其他直保	38	22	24	14
保险投资：净投资收益	2747	2482	1929	1764
金融业务	556	125	360	86
飞安公司	213	225	126	132
中美能源 76%	197		109	
零售业务	175	130	104	77
Scott Fetzer + Kirby+图书	122	147	80	92
购买法会计调整	-881	-739	-843	-648
(4)利息费用	-92	-109	-61	-70
股东指定捐赠	-17	-17	-11	-11
其他(制服)	39	25	30	15
经营收益	1699	1085	936	671
投资资本性收益	3955	1365	2392	886
所有实体-收益合计	5654	2450	3328	1557

去年，我们旗下的制造、零售与服务业的表现都相当不错，唯一的例外是制鞋业，尤其是 Dexter，为了让所有的制造工厂尽量留在美国境内，我们付出了极大的代价，即便我们之后经营方式做了一番调整，但 2001 年仍将是辛苦的一年。

事后看来，我在 1993 年斥资买下 Dexter 根本是个错误，更惨的是当时我还是用伯克希尔股份换来的，为此我们在去年将当初买入 Dexter 产生的所有商誉一次性注销了，虽然部分商誉在未来可能有机会转回，但就目前而言，该公司的商誉可说是一毛不值。

不管从经营上还是人品上，我们制鞋业务的经理人都称得上是一流的，他们在一个非常艰难甚至是痛苦的行业里奋力工作，即便他们个人的经济状况并不需要这么做，为此我衷心地佩服并感谢他们。

更令人高兴的是，我们继续在两项航空服务业务中处于领导地位，一个是培训飞行员的飞安国际公司(FSI)，

另一个是共享飞机所有权的公务机航空公司(EJA)，两家公司目前依然由其杰出的创始人在经营着。飞安公司的 Al Ueltschi 现年 83 岁，仍在全力工作。虽然我不喜欢股票分割，但我计划在 Al 达到 100 岁时，把他的年龄 1 分为 2(如果成功了，猜猜下一个会是谁)。

2000 年我们投资 2.72 亿美元在购买飞行模拟器上头，今年的投资金额也约当此数，有谁胆敢说每年的折旧费用不算是真正的成本的，应该请他到飞行模拟器公司打工，让他知道**每一分折旧都跟薪资或原料成本一样真实，每一年我们都必须投入约当于折旧金额的资金在更新设备上，以维持既有的竞争优势，而如果我们想要成长的话，就必须再投入额外的资金**，对于 FSI 而言，其目前成长的前景依然可期。

另一方面，成长更快速的是 EJA(其飞机的部分所有权业务称之为 NetJet)，Rich Santulli 是背后主要的推手。去年，我告诉大家 EJA 在 1999 年每月固定的管理费加上飞行时数收入成长了 46%，到了 2000 年成长幅度增加为 49%，我也曾向各位报告说**这个行业的毛利不高**，所以能够存活的家数不多，去年 EJA 的利润率确实相当微薄，部分的原因是因为我们正在努力扩展欧洲的业务当中。

不论成本有多高，**只要是为了安全考量，EJA 愿意不惜血本**，在任何情况下，我们都会坚持这项政策，因为这其中还掺杂有个人的因素在里头，包含我本人、夫人、小孩、姊妹、高龄 94 岁的阿姨、伯克希尔的所有董事(除了一位例外)以及其它 9 位主要经理人都是 NetJet 的常客，在这里我要特别为 Rich **维持飞行员一年平均达 23 天高时数训练**的坚持给予掌声，此外我们的**飞行员一年平均都维持 800 小时以上的飞行时数以强化本身的飞行技巧**，同时每位飞行员只固定飞一种机型，这意思是说，他们不必常常在不同种飞机之间换来换去。

虽然 EJA 的业务依然**受限于有限的飞机供应数量**，但是 2001 年至少有 50 架飞机会加入服务的行列，这约占全世界公务机出厂数量的 7%，我们有信心可以继续在这个行业中维持领先的地位，不管是以飞机数量、服务品质以及安全可靠性的来说，皆是如此。

有关其它旗下企业的信息大家可以在后文找到，包含依照一般公认会计准则编制的各业务信息，此外你还可以找到经过重编，依照伯克希尔四大部门编排的信息(非按一般公认会计准则编制)，这是查理跟我认为最能够完整呈现伯克希尔现况的模式。

透视收益

我们认为报告收益很难表现伯克希尔实际的营运状况，部分原因在于上面所列示在本公司帐上的股利收入，

事实上仅占被投资公司收益的一小部分，为了要更真实的反应伯克希尔实际的经营状况，于是乎我们运用了完整透视收益的观念，这个数字总共包含(1)前段表格所提到的报告收益，加上(2)主要被投资公司的保留收益，按一般公认会计原则未反应在我们公司帐上的收益，扣除(3)若这些未反应的收益分配给我们时，估计可能要缴的所得税。在这里我们所谓的经营收益系已扣除资本利得、特别会计调整与企业其它非常态的项目。

各位可以从下表看出我们是如何计算出 2000 年透视收益的，不过我还是要提醒各位这些数字只不过是估计数，很多都是基于简单的判断，(被投资公司所分配的股利收入已经列在了前面表格的经营利益之内，大部分包含在保险业务的净投资收益项下)。

伯克希尔主要投资公司	伯克希尔应占 所有权(1)	伯克希尔应占 留存收益(2)
美国运通	11.4%	265
可口可乐	8.1%	160
房地美	0.3%	106
吉列公司	9.1%	51
M&T 银行	7.2%	23
华盛顿邮报	18.3%	18
富国银行	3.2%	117
伯克希尔主要投资留存收益合计		740
(3)对留存收益的假设税		-104
伯克希尔报告的经营收益		1779
伯克希尔透视收益合计		2415

注：(1) 不包括可分配给少数股东权益的股份(2) 以年平均持有股权比例计算(3) 通用的税率为 14%，这里是伯克希尔收到现金股利时的平均税率

详实客观的财务报告

在伯克希尔，所谓详实的报告代表着今天如果角色互换，我希望各位能够提供所有我们想要知道的信息，这包含了目前经营的重大信息以及 CEO 对于公司长远发展的真正看法，当并辅以相关的财务资料。

当查理跟我在阅读财务报告时，我们对于人员、工厂或产品的介绍没有多大兴趣，提到**息税折旧摊销前收益 (EBITDA)更是让我们不寒而栗**，难道管理层真的认为牙仙子会为资本支出买单吗？**对于那些模糊不清的会计原则，我们一向抱持怀疑的态度，因为管理层通常都会藉此掩盖来一些事实**，此外我们也不想读那些由公关部门或顾问所提供的资料，我们希望能够由 CEO 自己亲自解释实际发生的状况。

对我们来说，公平的报告意味着我们 30 万股东可以同时得到相同的信息，至少能够尽可能地做到，因此，我们通常将季报与年报在周五收盘后通过网络统一对外公布，如此一来，股东们与所有关心伯克希尔的投资人都可

以及时的得到重要的讯息，同时在周一开盘之前，有足够的时间吸收消化相关的信息，今年我们的季报分别会在 5 月 12 号、8 月 11 号及 11 月 10 号周六公布，至于 2001 年的年报则会在 3 月 9 号公开。

对于证监会主席小亚瑟·莱维特(Arthur Levitt,Jr.)近来大力打击企业如癌症般扩散的选择性披露的做法喝采，确实近年来许多大企业引导分析师或大股东的收益预期刚好符合公司本身的收益预期(或只差一点)几乎已成常态，通过选择性地披露信息，不论公司是如何挤眉弄眼，投机性的机构与投资顾问因此得到比以投资为导向的投资者更多的内部信息，这实在是一种堕落的行为，不幸的这在华尔街与美国企业间广受欢迎。

由于 Levitt 主席为投资人所做的努力，美国企业现在才得以被要求要公平对待所有的股东与投资人，同时我们也为这些 CEO 与公关部门基于被动而非主动才这样做感到羞耻。

最后站在这个肥皂箱上，我再发表一点个人的看法，那就是查理跟我认为 CEO 预估公司未来成长率是相当危险且不当的，他们通常是在分析师与公关部门要求下才这样做的，但我认为他们应该要坚决抗拒，因为这样做通常会惹来许多不必要的麻烦。

CEO 自己心中有一个目标不是件坏事，甚至我们认为 CEO 公开发表个人心中的愿景是很好的一件事，如果这些期望能够附带合理的条件，但如果一家大公司公开的宣称每股收益长期可以维持 15%的年成长率的话，那肯定会招致许多不必要的麻烦。

其原因在于这种高标准只有在极少数的企业才有可能做得到，让我们做一个简单的测试，根据历史记录，1970 年与 1980 年代，在 200 家收益最高的公司当中，算算到底有几家在此之后能够继续维持 15%的年收益成长率，你会发现，能够达到这个目标的公司少之又少，我可以跟你打赌，在 2000 年盈利最高的 200 家公司当中，能够在接下来的 20 年年平均成长率达到 15%的公司，绝对不超过 10 家。

过高的预估不但造成没有根据的乐观，麻烦的是此举还会导致 CEO 行为的腐化，这么多年来，查理跟我已经看过很多 CEO 不专注于本业而热衷于运用一些非经济的手段来达成他们先前所做的收益预估，更糟的是，在用尽营运上的各种手段之后，被逼得走投无路的经理人最后还会运用各种会计方法无所不用其极的做假帐，这种会计骗术会产生滚雪球效应，一旦今天你挪用以后的收益，明天你就要变本加厉地挪用以后的收益，到最后从造假演变贪污，(毕竟用笔偷钱要比用枪抢钱要来得容易得多了)。

查理跟我对于那些习惯以绚丽的收益预估吸引投资人的 CEO 所带领的公司，总是报以怀疑的态度，或许少数

的经理人确实能说到做到，但大部分的经理人最后都变成无可救药的乐观派，甚至可以说是骗子，不幸的是，投资人实在是很难事先分辨出他们到底是在跟哪一种人打交道。

过去我就一再警告大家千万不要将你在外面听到或读到有关伯克希尔的任何消息信以为真，即使这消息来自最具权威的新闻单位也一样，错误报导的杀伤力确实相当高，特别是它们是从令人崇敬的媒体人士口中传出来的，因为读者与观众一向倾向相信这些渠道所传出来的讯息。

有关伯克希尔错误讯息最离谱的是刊登在 12 月 29 号华尔街日报的一则新闻，那是一份一直以来我认为相当有用的报纸，在当天的头版上(而且是头条)，刊登了一则简短的讯息，以肯定的语气报导伯克希尔正大举买进 Consecro 与 Finova 的公司债，这条消息又导引读者到投资理财专栏的专题报导，在那篇文章的第二段，华尔街日报再一次毫无保留的指出伯克希尔正积极买进 Consecro 与 Finova 的公司债，并强调金额已达数亿美元之谱，只有到了文章的第 18 段(那时文章已换到新闻的内页)，文章才含蓄地表示买进 Consecro 的消息是由熟悉内情的人士所透露。

嗯！这篇报导不太对，没错，我们确实**买进 Finova 的公司债与银行债权**，只是金额与报纸所说的有很大的出入，而但到目前为止，伯克希尔公司以及我本人从来就没有买进过 Consecro 任何的股份或者是债券。

《华尔街日报》派驻芝加哥一位记者长期跟踪伯克希尔，其报导既准确又认真。至于这一次，这则"独家新闻"则是该报一名驻纽约记者的作品。我想 29 号当天应该就是他相当忙碌的一天，因为下午他又在 CNBC 重复相同的报导，很快，其它受尊敬的新闻媒体，仅仅依靠《华尔街日报》开始旅鼠般争相报导相关新闻，其结果竟造成了 Consecro 的股价当天爆量大涨，成为当天纽交所成交最活跃榜单第九名。

在这个故事所有迭代的过程中，我从来没有读到或听到"谣言"这个词，显然，记者和编辑们通常以谨慎使用语言而感到自豪，但他们就是不愿意在他们的报道中使用这个词。但是，什么样的描述更准确呢？当然不是通常的"消息来源说"或"据报道"。然而，一个题为"今日谣言"的专栏，这实在是很难让新闻媒体将之与自我形象等同，这些新闻从业人员可能会觉得刊登这类明显的错误就好象是 L'Osservatore Romano(该报专门追踪教宗与教廷的讯息)开辟了一个八卦专栏一样。这些媒体机构确实经常广泛报导各种未经证实的谣言，不管他们用了多少借口作推托。最起码，读者应该读到诚实的用语——一个警告标签，以保护投资者的财产健康，这就好象香烟盒上都会印有吸烟有害健康的警句。

美国宪法第一修正案允许媒体自由刊登或发表任何信息，但新闻学的第一项原则却要求媒体在判断此真义时

必须要小心谨慎。

Finova 金融公司<Finova Group Inc> www.finova.tech

Finova 是一家提供中小企业金融服务的控股公司，通过其主要的子公司 Finova Capital 开展日常运作。1992-1999 年的 8 年间，主要从事放贷业务的 Finova 超常规扩张，总资产从 26 亿美元扩张至 136 亿美元，利润从 490 万美元增长至 2.15 亿美元。Finova 贷款主要投向二手飞机之类的交通资产。在 1990 年代的十年间，Finova 依靠利差大发其财。1999 年，这一利差约为 5%，比普通银行高出了 1-2%，其在二级市场的估值约为有形净资产的 1-3 倍。和其他商业银行不同，Finova 并没有存款。其源源不断的放贷资金来源包括商业银行的短期商业票据、投资级别的债券、银行贷款及资本市场融资。其超常规的增长归因于激进的收购策略和信贷政策。Finova 的放贷对象主要是中、小型公司，这些借款公司的信用评级游离在银行和融资公司可接受的评级之外。尽管 Finova 及覆盖 Finova 的分析师均宣称，其贷款政策较为保守。从中、小额贷款金额能够分散集中贷款风险的角度，这一说法有一定道理。Finova 大多数借款人的借款金额在 1200-2000 万美元之间，放贷对象中只有 100 家是上市公司，这的确极大地降低了放贷风险。但实际上，Finova 实施的放贷政策风险高于同行。比如，Finova 要求借款公司以其资产做抵押，并以抵押资产价值的 65-90%进行放贷。这一比例高于同行，但其放贷利率却并未高于同行。表面上看，Finova 50%的贷款实行浮动利率，随着贷款利率的升高，其所获利差是在扩大的。但实际上，Finova 的模式导致其无法抵御经济周期更迭的冲击。随着互联网泡沫爆发，经济环境恶化，Finova 遭受重创。2000 年 5 月 8 日，Finova 雇佣瑞士信贷第一波士顿帮助其渡过难关，其措施包括出售公司。2000 年 11 月 9 日董事会决定停止支付利息。由于无法清偿到期的 5 千万债务，引发了对 110 亿美元的银行贷款和债券等高级债务的交叉违约。交叉违约是有助于债权人利益保护的制度设计，一旦债务人在某一笔债务上发生违约，那么其所有其他债务均可视为违约。2000 年 12 月 8 日，Finova 的股价已从 1998 年巅峰时的 60 多美元下探至 0.56 美元/股。2000 年亏损 9.39 亿美元。2000 年末，Berkshire、橡树资本等私募基金开始陆续买进 Finova 债权。Finova 当时约有 110 亿美元的债务流通在外，伯克希尔以面值 67%的价格，买下了其中的 13%共约 14 亿美元，包括 3 亿美元的银行债权和 11 亿美元的公开发行债券。这一时机把握极好，该公司 2004 年 8 月 11 日到期、票面利率 7.25%的 100 面值的债券价格，在 2000 年 11-12 月，下探至 56 美元左右。市场预估 Finova 将难逃破产的命运，但确信在清算 Finova 之后，债权人可以收回的金额将超过当初投资的成本。2001 年 3 月 7 日，Finova 集团、Finova 资本以及 7 家子公司申请破产保护，是当时美国历史上第八大破产案。穆迪称：这是自大萧条以来最大的公司违约案例，债务额几乎相当于当时受压资产策略基金总规模的一半。Finova 破产实体总共有 124.5 亿美元资产和 113.8 亿美元债务(47 亿银行贷款和 64 亿债券)。于是橡树资本就联合 Leucadia 公司向 Finova 提出一项解决方案。该提案经过修正后的过程为：每位债权人可以先拿到面额 70%的本金及利息，另外 30%则领取利率 7.5%的分期应付票据；而为了让 Finova 顺利支付这 70%的本金，Leucadia 跟 Berkshire 合资成立 Berk-adia，由新公司向 FleetBoston 为首的 17 家银行联合体借入 56 亿美元，再转借给 Finova，并由其取得 Finova 资产第一顺位的抵押权；Berkshire 提供 Berk-adia 借款金额 90%的保证，剩下的 10%则由 Leucadia 负责担保，Berkshire 同时为这 10%第二顺位的保证人。Berk-adia 获得了对 Finova 资产的优先抵押权，伯克希尔居于受偿首位。在 Berk-adia 支付银团利息与收到 Finova 的利息收入之间有 2%利差，这 2%的利差 90%归 Berkshire，10%归 Leucadia。而截至 2002 年，贷款余额为 39 亿美元。至 2005 年，其贷款余额仅剩 5.06 亿美元。

<Leucadia 公司>参见《23 位杰出企业领导者致股东信》P95

其它事项

去年年报我们检讨企业并购时是否能使用"权益合并法"的论战，看起来两方的论点各有其立场，但也有各自的缺点，在此之后，我们欣然见到财务会计准则委员会 FASB 提出了一个替代方法让我们觉得相当满意。如果这个提案获得采用，以后我们每年将可以不必再提列大笔的无形资产摊销费用，我们的报告收益也因此更能够真实反映实际的经营状况，虽然这些都不会影响到伯克希尔本身的内在价值，但身为公司的董事会主席，我个人将可因此

不必在这一方面再多费唇舌。后面我附赠了一篇刊登在杰出投资人文摘(IOD)上的文章，是查理在去年五月

Wesco 股东年会的谈话内容，查理在企业经营与股票投资方面的见解一向比我更深刻，而我个人更从他身上受益匪浅，阅读他的评论绝对有助于你对伯克希尔的了解。

1985 年我们买下斯科特费泽，买到的不但一家公司，还附带一位优秀的经理人 Ralph Schey，当时 Ralph 已 61 岁，对大部分注重年龄而非能力的公司来说，Ralph 为其服务的时日可能已不多。但是在伯克希尔却正好相反，Ralph 之后又在斯科特费泽待了 15 年，直到 2000 年底他正式退休为止，在他的领导的期间，相较于当初 2.3 亿美元的买进成本，该公司前前后后总共贡献了 10.3 亿美元的收益给伯克希尔，而我们又利用这些资金再买进其它的企业，算下来，Ralph 为伯克希尔所贡献的价值可能已超过数十亿美元。身为一位专业经理人，Ralph 绝对可以列入伯克希尔的名人堂，查理跟我本身欢迎他的加入。

又到了怀旧时间，50 年前，我在哥伦比亚大学师从格雷厄姆，在此之前的十年，我一直盲目地从事股票分析、买进卖出的动作，但当时的成绩却是平平。从 1951 年起我的投资绩效开始改善，并非我改变了饮食或运动习惯，唯一的改变是其间增加了格雷厄姆的理念，当时在大师面前沉浸几个小时的学习效果远远大于我个人过去十年来的独自摸索。除了是一位伟大的老师，格雷厄姆更是一位难得的挚友，他对我的恩情比天高比海深。

股东指定捐赠计划

大约有 97% 的有效股权参与 2000 年的股东指定捐赠计划，捐出的款项总计约 1690 万美元，有关本计划详细的信息请参阅附录。累计过去 20 年以来，伯克希尔总计已依照股东意愿捐赠出高达 1.64 亿美元的款项，除此之外，伯克希尔还通过旗下的子公司进行捐赠，而这些慈善活动都是早在他们被我们并购以前就进行多年(先前的老板自行本身负责的个人捐赠计划之外除外)，总的来说，我们旗下的关系企业在 2000 年总计捐出 1830 万美元，其中包含 300 万美元等值的物品。想要参加这项计划者，必须拥有 A 级普通股，同时确定您的股份是登记在自己而非股票经纪人或保管银行的名下，同时必须在 2001 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 2001 年的捐赠计划，当你收到表格后，请立即填写后寄回，以免被丢在一旁给忘记了，逾期恕不受理。

年度股东大会

去年我们将股东年会举办的地点移到市政礼堂，结果令人相当满意，今年 4 月 28 号周六我们将再度在这里聚会，大门会在当天早上 7 点开放，同时电影短片照例会在 8 点半播放，正式会议则从 9 点半开始，扣除中午短暂

的休息时间，(会场外备有三明治等各类点心)，除了中午休息时间外，查理跟我本人会在现场回答大家各类问题直到下午 3 点半为止。在未来几年内，市政礼堂将是我们唯一的选择，而为了解决交通与停车问题，我们只能在周六或周日举行，以避免平日的交通阻塞，所幸在不久之后，奥马哈将会有有一个大型的新会议中心落成，拥有宽敞的停车场，等到这个会议中心完成之后，我会再发问券询问大家将会议时间改回周一的看法，届时我们将以股东投票人数而非股权比例来决定。后面附有股东会开会投票的相关资料，向各位解释如何拿到入场所许的识别证，由于预期会有相当多的人与会，我们建议大家最好先预定机位与住宿，美国运通(电话 800-799-6634)将会很高兴为您提供相关安排服务，如同以往，我们会安排巴士接送大家往返各大旅馆与会场之间，并在会后接送大家到内布拉斯加家具店与波仙珠宝店或是到饭店与机场，当然你可能会觉得如何有一辆车会更方便。

今年由于我们又新加入了许多公司，所以我不再详细说明在现场会提供什么产品供大家选购，总之从糖果到砖块应有尽有，不过有一项新产品值得特别向各位推荐，那就是 **Bob Shaw 专门以查理的形貌所设计 3x5 的地毯**，很显然的若这款地毯销售情形不佳而迫使我们降价的话，查理的面子可能会挂不住，所以请大家千万响应支持他。GEICO 保险公司会再度派出各地区最优秀的业务员，在会场设立摊位，随时提供股东们汽车保单的报价，在大多数的情况下，GEICO 保险都可以提供给你一个相当优惠的股东折扣(大约 8%)，各位记得将自己现在的投保资料带来，看看是否能帮自己省下一笔钱。周六在奥马哈机场，我们仍将展示一系列的机队供大家参观，请到市政礼堂向 EJA 的业务代表洽询参观的事宜，如果你股东会买了一大推相关产品，我相信你一定也需要用自己的飞机把它们带回家。位于道奇街与太平洋街的内布拉斯加家具店，再度会有伯克希尔周特价，我们将特别提供给股东原先只有员工可以享有的优惠价，我们在四年前首次推出这种促销活动，营业额更一举从 1997 年的 530 万美元成长到 2000 年的 910 万美元。想要享有折扣记得在 4 月 25 日周三到 4 月 30 日周一间采购，并出示股东识别证，在这期间的特卖活动也适用于许多原本从不打折的顶级品牌，这可是为了股东会才特别破例，我们很感谢他们的配合，内布拉斯加家具店的营业时间平日从早上 10 点到下午 9 点，周六及周日则从早上 10 点到下午 6 点。

波仙珠宝的全美单店营业额仅次于纽约曼哈顿蒂芙尼的珠宝店，在股东会期间将会有两场专为股东举办的展览会，第一场是在 4 月 27 日周五的鸡尾酒会，时间从下午 6 点到晚上 10 点，第二场大型售卖活动则在 4 月 29 日周日从早上 9 点到下午 6 点。从周四到下周一的股东会期间，波仙都将提供股东特惠价，所以如果你希望避开周五晚上到周日的拥挤人潮，你可以在其它的时间上门光顾，记得表明股东的身份，周六会营业到晚上 7 点，波

仙的经营毛利要比其它主要竞争对手要低 20%以上，所以买得越多省得越多，这是我的家人告诉我的。

照例在周日下午波仙珠宝店外面大厅将举办的一场桥牌大赛，桥牌界的传奇性人物 Bob Hamman，由于今年要到非洲所以无法出席，不过他已经承诺 2002 年一定会再度出席。国际象棋两度冠军 Patrick Wolff，也会再度会在会场蒙眼与所有挑战者对奕，去年他一口气同时与六位对手下棋，并获得全胜。如果你认为这还不够看，今年的波仙奥林匹亚棋艺大赛将新增世界双陆旗两度冠军 Bill Robertie，双陆旗的赌注通常都不小，所以记得把你的伯克希尔股票带来。

我个人最爱的 Gorat's 牛排馆为了伯克希尔股东年会破例在 4 月 29 日周日开门营业，从下午 4 点开始营业，一直到晚上 10 点，请记得周日事先若没有订位的人请勿前往以免向隅，要预约请在 4 月 2 日以后打电话(402-551-3733)，若订不到周日的位子，也可以试试其它晚上，如果你点的是丁骨牛排加上双份的牛肉丸的话，你就有资格被称作是美食家。例行的棒球赛将于周六晚上 7 点在 Rosenblatt 体育馆举行，今年奥马哈金钉鞋队将对上纽奥良西风队，RnieBanks 将再度勇敢地站上打击区面对我的快速球(据说球速约在 95 英里/月)。去年我的表现未达最佳状态，我投了五次才勉强丢出一记好球，相信我，当你在投手丘上却找不到本垒板时的感觉有多孤单，最后我勉强挤出一记好球，Ernie 将之击到左外野，在我被拉出球场后，许多运动记者问我对上 Ernie 时作何感想？我引述 Warren Spahn 在被 Willie Mays 击出全垒打时所说的话(那是 Willie 大联盟的第一发全垒打)："这真是一个好的开始。"今年的剧情将会不太一样，我将不会再透露我的球路，我只能说 Ernie 今年要面对的将是与以往截然不同的球路。股东会资料将告诉大家如何取得球赛入场的门票，以及大量有关奥马哈的旅游资讯，股东会期间将有许多活动，所以一定要来参加资本家的伍斯达克嘉年华会。

沃伦·巴菲特 董事会主席

<巴菲特慈善午餐>

苏珊在旧金山一直是 Glide 基金会的义工志愿者，积极参与各项慈善活动。在苏珊的强力推荐下，原本对慈善事业并没有兴趣的巴菲特逐渐被打动。巴菲特先是在筹款活动中捐赠私人用品，苏珊又提议巴菲特用午餐的形式捐赠时间，用个人名气扩大基金会的影响力。2000 年，Glide 基金会第一次拍卖"巴菲特午餐"，巴菲特亲自到现场为活动站台。前三年采用的是现场拍卖模式，拍卖价分别是 2.5 万、2 万和 2.5 万。2003 年起，午餐拍卖改在 eBay 进行，影响力越来越大。除去因为疫情 2020 年 2021 年停办，至 2019 年，巴菲特午餐共举办了 20 届，总共筹集资金 3420 万美元。筹集来的资金悉数都捐赠给了 Glide 基金会，通过这一机构为穷人和无家可归者提供食物、医疗、住房、托幼、职业培训等慈善服务。20 届慈善拍卖总共有 4 位中国人成功中标，分别是步步高的创始人段永平 62 万、赤子之心中国成长投资基金创办人赵丹阳 211 万、天神娱乐董事长朱晔 234 万和波场 TRON 创始人孙宇晨 456 万。此外对冲基金半岛资本的创始人 Ted Weschler 以 262 万美元连续拍下 2010 年和 2011 年的巴菲特午餐。2011 年 11 月，Weschler 注销了自己的基金公司，加入伯克希尔担任投资经理，协助管理巴菲特数千亿美元的投资资产。2022 年，最后一届巴菲特午餐以 1900 万美元天价完美收官。

伯克希尔股东大会实录 2001

2001 年 4 月 28 日 市政礼堂 1 万人

正式的商务会议

巴菲特：Andy Heyward，如果你在这里，你可以站起来，我想大家会想说声谢谢。（掌声）

我们还要介绍另一位客人。在为所有伯克希尔股东，特别是为查理和我，做了令人难以置信的工作之后，Ralph Schey 今年退休了。我相信 Ralph 和 Luci 在这里。如果你们能站起来，股东和我想说声谢谢。（鼓掌）

Scott Fetzer 是我们做过的最好的收购之一，但它之所以是最好的收购之一，是因为 Ralph。而我们现在拥有的许多其他公司，我们的股权是 Ralph 多年来提供的利润而收购而来的。所以，非常感谢，Ralph。

现在我们将进入正式流程。我将快速走一遍。我是沃伦巴菲特，公司的董事会主席，我欢迎你们参加这次 2001 年的股东年会。我首先将介绍出席的伯克希尔的董事。当我说出你的名字时，如果你愿意请起立。首先，当然是我左边的查理。然后是 Howard Buffett，我们的歌唱家 Susan Buffett，Malcolm G. Chace，Ronald L. Olson，Walter Scott Jr.，今天和我们在一起的还有我们的审计师 Deloitte & Touche 公司的合伙人。他们可以回答你们关于他们公司对伯克希尔公司账户的审计的问题。Forrest Krutter 先生是伯克希尔的秘书，他将对会议的进程做书面记录。Becki Amick 小姐被任命为本次会议的选举检查员。她将证明董事选举中的投票数。本次会议的指定代理持有人是 Walter Scott Jr. 和 Marc D. Hamburg。我们将处理会议事务，然后宣布正式会议休会。之后，我们将开始回答你们可能提出的问题。秘书是否有一份关于已发行的、有投票权的、在会议上有代表的伯克希尔股票数量的报告？

Forrest Krutter：是的。正如本次会议通知所附的委托书所显示的那样，在 2001 年 3 月 2 日，即本次会议的记录日期，共有 1,343,041 股 A 类伯克希尔普通股流通，每股有权对会议上审议的议案投一票，还有 5,505,791 股 B 类伯克希尔普通股流通，每股有权对会议上审议的议案投二分之一票。其中，1,116,384 股 A 类股和 4,507,896 股 B 类股由截至 4 月 26 日星期四晚上返回的委托书代表出席本次会议。

巴菲特：谢谢你。这个数字代表了法定人数，因此我们将直接进行会议。首先是宣读上次股东大会的会议记录。我请 Walter Scott Jr. 先生发言，他将向会议提出一项动议。

Walter Scott Jr.：我提议取消对上次股东会议记录的宣读。

巴菲特：我听到了吗？（声音：赞成）。动议已经提出并得到支持。是否有任何意见或问题？我们将以语音表决

的方式对这项动议进行表决。所有赞成的人说"同意"。反对者说"不"。(声音：赞成)。好的，结束。(笑声)

该动议获得通过。本次会议的第一项议程是选举董事。如果出席会议的股东希望撤回之前送来的委托书，并在选举董事时亲自投票，您可以这样做。此外，如果出席会议的任何股东没有提交委托书，并希望获得选票以便亲自投票，您可以这样做。如果您希望这样做，请在过道上向会议官员表明您的身份，他们将为您提供选票。希望得到选票的人请表明身份，以便我们能够分发选票。我现在请 Walter Scott Jr.先生在会议上提出一项关于选举董事的动议。

Walter Scott Jr.：我提议选举 Warren E. Buffett, Susan T. Buffett, Howard G. Buffett, Malcolm G. Chace, Charles T. Munger, Ronald L. Olson, Walter Scott Jr.为董事。(声音：我支持这项动议)。

巴菲特：有人提议并附议，是否有其他提名？是否有任何讨论？提名已经准备好了，可以采取行动了。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在选举董事的选票上做记号，并允许将选票交给选举监督员。请各位代理人也向选举监督员提交一份关于选举董事的选票，按照他们收到的指示投票。Amick 小姐，当你准备好了，你可以报告了。

BeckiAmick：我的报告已经准备好了。根据截至上周四晚间收到的委托书，委托人的选票对每个被提名人都投了不少于 1,126,480 票。这个数字远远超过了与所有流通的 A 类和 B 类股份有关的总投票数的大多数。特拉华州法律要求的精确票数证明，包括代表持有人针对在本次会议上交付的委托书所投的额外票数，以及在本次会议上亲自投票的票数(如有)，将交给秘书，与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amick 小姐。上述人士已当选为董事。下一个议题是由伯克希尔公司的股东 Bartlett Naylor 提出的提案。2001 年 4 月 20 日，Naylor 先生通知我们他将撤回他的提案。因此，我们将不在本次会议上提交该提案。在商务会议休会时，我将回答你们可能提出的与伯克希尔公司业务有关的问题，但不要求在本次会议上采取任何行动。在我们休会之前，是否有人要在本次会议上提出其他事项？如果没有，我请小沃尔特-斯科特先生为本次会议提出动议。

Walter Scott Jr.：我提议休会。

巴菲特：休会的动议已经提出并得到支持。我们将以语音方式进行表决。是否有任何讨论？如果没有，所有赞成的人说"同意"。反对者说"不"。(声音：赞成)。会议休会。(鼓掌)

我老了是不是越来越慢了？(笑声)。现在，我们有八个麦克风被分区放置。我们前面两个，远处是 3-4 号，再到后面这个区域，然后前面是 7-8 号。如果你有问题，就到麦克风前，在麦克风前排队，我们将继续轮流提问直到中午。然后我们将休息一下，然后我们将在 12:30 左右再次开始，一直到 3:30。

股东问答开始

1、伯克希尔的未来

巴菲特：我们有一位特别的嘉宾。4 月 5 日，我收到了马克·帕金斯(Mark Perkins)的来信，信中提到了他的女儿。她 11 月就四岁了，她的女儿玛丽埃塔想问第一个问题。坦率地说，我接受四岁孩子的所有问题，而查理是负责回答这些问题的人(笑声)——我们这样搭档已经存在了一段时间了。玛丽埃塔，如果你有麦克风的话，你能问一下你的问题吗？(小女孩吱吱呜呜，最后她母亲帮忙问的问题)

股东：实际上，她的的问题是，她说她现在三岁了，她说，"伯克希尔有大把的钱，那我们现在应该投资什么呢？这样她就能在上大学时有足够的资金？"

巴菲特：伯克希尔很想收购同样高品质的公司，拥有同样高品质的管理层，并且价格与我们在过去 16-18 个月里收购的 8 家公司的价格一致。我们的第一个偏好已经持续了几十年，尽管我想说大多数观察家似乎没有意识到，但是我们的第一个偏好**总是购买优秀的运营企业**。最近我们在这方面的运气更好一些。

我们还拥有大量有价证券。我们买了很多这样的东西，比如，在 70 年代中期，我们就做得很好。但是，从有价证券中赚钱的环境却一直不那么友好。坦率地说，我们更喜欢与拥有和经营企业相关的活动。所以我们希望，玛丽埃塔，在你准备上大学的时候，我希望我能做到——首先，我希望我还活着。(笑声)除此之外，我希望我们能再增加 40 家左右的企业——大约 14 年后就能为你准备好了。我还希望我们能拥有现在所有的生意。我希望我们不会有更多的流通股。至少别发行太多的流通股。如果我们能把这些都做完，我想你也许就能上得起大学了。

查理，你有什么要补充的吗？

芒格：没有。(笑声)

巴菲特：玛丽埃塔，生活中有些事情你可以完全做好提前预判。(笑声)

2、科技行业比不上制药行业

股东：早上好，巴菲特先生，芒格先生。就像你之前提到的那样，如果你想用伯克希尔的 A 股换 30 股伯克希

尔的 B 股，这算是为了避税吗？另外，我想问你一个你以前听过的问题，但是是在一个稍微不同的背景下。几年前，你说你在 1993 年前后没有购买大型制药公司的股票是个错误。你提到了它们对社会的价值，以及它们惊人的增长、高利润率和巨大的潜力。你说，虽然你不知道哪些公司会做得最好，但你可以在这个行业做些什么，因为(当时从股价看)整个行业都被摧毁了。同样的词语，包括那些不知道哪些企业将会随着时间的推移而占据主导地位的词语，是否也可以用来描述另一个最近被摧毁的行业？我说的这个行业就是科技业。

你如何看待这两种投资：1993 年的制药股和现在的科技股，两者情况有什么不同使得前者对伯克希尔来说是一个好机会，而后者却不是？

巴菲特：查理回答了所有关于错误的问题，所以我将把第二个问题交给他。(笑声)

芒格：我个人认为，**制药行业的未来比高科技行业的未来更容易预测**。在制药行业，几乎每个人都做得很好，一些公司做得非常好。但在高科技领域，很多公司却永远的消失了。

巴菲特：我想说的是，对我们来说，科技行业作为一个整体，到底是一个值得买入的股票，还是一个被低估的股票？这一点对我们而言，并不明显。然而，我们应该有足够的知识认识到，**制药行业作为一个整体，被低估了**。随着时间的推移，大量的制药行业在股本回报率方面的记录要远远好于科技行业，而且参与者获得这些回报的比例也很高。我不认为这两者具有可比性。

巴菲特：你的第一个问题是关于转股中的税务处理。你想问的可能是卖掉 B 股买入 A 股的情况。

实际上，你拥有 A 股，然后把它换成 30 股 B 股，这不是应税交易，因为在这种情况下不存在出售股票的行为。除非 B 股有很大的折扣，否则没有理由卖掉 A 然后买 B，但我不会就此给出税收建议，我认为当国税局谈论避税的情况时，税法指的是“本质上相同的”的证券。不过，我认为，如果你持有 A 股并在亏本的时候出售，然后用 30 股 B 股代替原来的持仓，国税局至少有资格提出这个质疑。如果你第二天买回了一股 A 类股票，那么即便你发生了亏损，那么你的理由就会更充分。如果你实现了一个收益，你将没有理由——你知道，国税局这个时候不会担心避税的问题。你不能通过转股从 B 股转到 A 股，但你可以通过在市场上出售 30 股 B 股然后买 1 股 A 股。如果这样做是亏本的，我认为国税局可以辩称它们本质上是相同的，但你也可以反驳。查理？

芒格：不，不，我想国税局会赢。

巴菲特：是的。如果有一笔作证的费用，查理可能还会去陈述证据。(笑声)

3、伯克希尔没有受到州立保险监管机构的阻碍

股东：我是丹·布鲁姆，来自华盛顿西雅图。作为一家保险控股公司，伯克希尔在 GEICO 或其他保险子公司开展业务的每个州都受到保险监管部门的监管。这对你们的运营有任何影响吗？在这种情况下，你对政府监管有什么独到或明智的见解吗？

巴菲特：伯克希尔本身并不是一家保险公司，但它拥有很多保险公司。当然，它还拥有许多其他公司。作为保险公司的控股公司，保险公司确实受其所在州的监管，所以它并没有使得伯克希尔放慢任何收购的步伐。然而，根据《公共事业控股公司法》，当局被指示根据该法令关注控股公司的活动。在银行业务中，在某种程度上，会对我们产生影响。在保险行业，对控股公司的监管相对较少。所以，这并没有使我们在这一领域放慢脚步。但最近在公用电力事业领域我们似乎遇到了相关监管。

1935 年颁布了一项法令，《公共事业控股公司法》，首字母缩写是一个好听的词，PUHCA。(笑声)这一法案之所以被载入史册，是因为要针对 1920 年代的控股公司——尤其是由山姆·因苏尔(Sam Insull)创办的公司——但还有其他公司。有很多弊端都与控股公司有关。这个法案在 1930 年代通过是可以理解的。它在当时达到了一个和谐社会的目的。

坦率地说，我不认为限制伯克希尔收购其他公用事业公司有任何实现和谐社会的意义。我们最多可以购买 5% 的股票。但在过去的一两年里，如果没有相关法规的话，我们很可能收购了整个公用事业公司。所以**我们受到了公共事业控股公司法规的限制**。而在我看来，**我们没有受到任何州关于保险法规的限制**。查理？

芒格：没什么可补充的。(笑声)

4、"今日之痛，明日之利"的保险业务

股东：史蒂夫·布隆伯格，芝加哥人。我有两个问题。关于再保险合同，你们在报告中已经讨论了这些保险合同的细节，特别是一些人说的"态势良好的损失"部分，报告里指出它在 2000 年产生了 4.82 亿的损失。我们需要一份年度计划表，披露所有当前和过去此类交易的累计摊销费用，以做出调整，以反映经济现实？

巴菲特：有两种不同寻常的交易，你提到了一种，我称之为"今天的痛苦，明天的收获"的交易，或者是好的暂时亏损型交易。正如你所描述的交易，我们在当前年度记录了一笔相当大的损失，然后我们在未来很多年里都可以使用的浮存金，并且没有后续的费用。

关于这些合同，重要的是我们应该告诉你，特别是每季度、每年，或任何属于这一类的重要项目。正如你提到的，我们去年有超过 4 亿这类的"损失"。前一年我们这一块也有相当大的业务量。我们今年的业务量还不算太高。在第一季度，可能有一个 1200 万左右的费用。如果它们很重要，我们会告诉你。

你在脑海中应该做一次调整。你应该把它视为不同于我们所经历的任何其他类型的承保损失，因为实际上，我们愿意参与这些。第一年我们承受了损失，因为会计要求我们这样做。在合同有效期内，我们希望赚钱。而我们的经验是，我们确实在赚钱。但我们会告诉你任何重要的项目，这样你将能够作出浮存金成本的调整。

我去年报告的浮存金成本是 6%，这是很高的。虽然这不是无法忍受，但是这个成本是非常非常高的。在这 6% 的成本中，大约有四分之一来自于这些扭曲当年成本数据的交易。因此，实际上我们的浮存金成本——如果我们不愿意参与这些交易，将会是 4.5%。我应该告诉你们，我预计我们的浮存金成本在没有超级大灾难的情况下(发生 200 亿以上的理赔)，今年会有大幅度的下降。在第一季度，我们的年化浮存金成本可能会略低于 3%。我认为趋势是朝着这个方向发展的，在不出现特大灾难的情况下。实际上，我预计今年浮存金的成本会大幅下降。

但如果我们承担一些"今天承担痛苦，明天迎来收获"的交易——目前我们没有任何计划——但如果我们承担这些交易，那么它将反映在我们的浮存金成本中。而我们将继续展示这种交易的影响。查理？

芒格：是的，我认为几乎所有优秀的企业都有这样的情况，他们会让今天看起来比今天的实际情况更糟糕，目的是为了明天更好。所以，我认为这些交易是股东的朋友。

巴菲特：我们还有第二种类型的交易需要完成，我们在报告中也描述了这种交易追溯保险合同，它也会产生大量的浮存金，但是会计规则会将这笔交易的成本分摊到合约期内。这些数据并没有扭曲当前年度的数据，但它们确实有贯穿这个浮存金合约期内的每年费用。我们目前每年这类交易的费用超过 3 亿美元。但同样，这也是一种我们心甘情愿、充满热情地参与其中的一种交易。虽然这伴随着每年的一些费用。

因此，当你看到我们第一季度的年化浮存金成本为 3% 时，它可能包括了 8000 万美元左右有关追溯保险合同的费用，这也是报告中描述的第二种保险合同类型。我知道这个会计或者交易，对你们中的一些人来说像是希腊文。但它们对伯克希尔来说很重要，所以我们想在年报中为那些想自己计算内在价值的人列出它们。

5、"真正的代价.....是错失的机会"

股东：各位早上好，我是杰·帕克。我来自华盛顿州。这个问题是关于错误的，我想我的问题应该直接问芒格

先生。芒格先生，你最近犯的商业错误是什么？为什么会发生这个错误？(笑声)

巴菲特：我要做一下笔记。(笑声)

芒格：伯克希尔公司历史上最严重的错误是疏忽。它们不会出现在我们的数据中。它们体现在机会成本上。换句话说，我们对于大部分机会，都把握住了。但现在回想起来，**我们都知道那些我们本该做却没做的事，是我们错得太离谱了。**对于股东而言，这都是为我们历史上错误付出代价最大的人。要知道，很少有管理层对机会成本做过多的思考或讨论。

巴菲特：可能是数十亿的机会。(笑声)

芒格：是的。我们一直这样错过。(笑声)

巴菲特：有些人可能会说，我们在这方面做得越来越好了。(笑声)

芒格：我不想提及具体的公司，因为我们可能会在适当的时候，再次购买它们，并有机会以我们想要的价格购买。但实际上，在生活中的任何地方、在公司的经营中，真正的成本是机会成本。这可是一大笔钱。当我年轻一些的时候，有人卖给了我 300 股 Belridge 石油公司的股票。任何一个傻瓜都知道不可能亏钱，赚钱的可能性很大。我买了它。三天后那个人又给了我电话，要卖给我 1500 股。但这一次，我不得不卖掉一些东西才能去买那些该死的 Belridge 石油。(我没有买。)如果你查一下，这个错误让我损失了 2 亿美元。而这一切都是因为我不得不去出售一些东西，这有点不太方便。伯克希尔也做过这种事情。而我们从来没有忘记它。(笑声)

巴菲特：是的。我想补充一点，当我们谈到因为遗漏的错误时(我们有很多、而且有些是非常严重的遗漏)，我们并不是指错过了一些我们的朋友经营的股票，或者我们知道它的名字，而它从 1 变成了 100。(微软?)那没有任何意义。**我们只考虑我们能力圈范围内的错误。**因此，如果有人知道如何在可可豆上赚钱，或者他们知道如何在软件公司或其他地方赚钱，而我们却忽略了这一点，对我们而言，这并不是一个错误。

错误，是当它是我们理解的东西，而我们却站在那里盯着它，什么都不做。或者更糟的是，我们本可以做一件大事，但最终却做了一件非常小的事情。查理优雅地提到了这一点，他说当我吮拇指的时候常这么做。(笑声)我们有时会对那些我们很了解的业务感兴趣，却没有下重手。这可能是因为我们开始购买，价格上涨了一点，我们等待着，希望能以最初的价格得到更多。过去有很多类似的情况。(沃尔玛?)

这些都是巨大的错误。当然，传统的会计方法根本不考虑这些因素。但是他们在我们的记分簿里。

6、完全不担心与糖有关的产品的责任

股东：我的名字是约瑟夫·拉普雷。我来自明尼苏达州的明尼阿波利斯。近年来，烟草公司被迫为推销其不健康但随意的产品而支付巨额赔偿金。我的问题分为两部分。

首先，可口可乐、喜诗糖果、冰雪皇后或其他任何销售健康程度有问题的非必需产品的企业，其潜在的类似损害责任是否会降低其内在价值？并不是我不喜欢这些产品。第二，总的来说，你们是否担心买者自慎原则可能受到的侵蚀会破坏合同的法律基础？谢谢你回答我的问题。

巴菲特：你所描述的产品，我已经用了 70 年了(笑声)，所以他们可能会拉我来作证，他们并不会造成太大的损害。我认为一般人一年要吃 550 磅干重的食物，我想其中大概有 125 磅左右是由各种形式的糖组成的。如果你反对吃糖——我的意思是，它几乎存在于你所拥有的每一种产品中，也碰巧存在于可口可乐中，也碰巧存在于喜诗糖果中，它几乎存在于你所拥有的每一种产品中——我的意思是，糖占美国人消费的 20% 以上。你知道，美国人的平均寿命一直在增长。所以，我一点也不担心与这些公司有关的产品责任。

一般来说，产品责任是原告律师的沃土。我们买进一些生意，也有意识地放弃了一些生意，因为我们担心潜在的产品责任。除非有某种立法解决方案，否则你会看到越来越多的 GDP 被用于责任赔偿。立法是否会有任何改变，我不知道。但是，你知道，这里有很大的发挥空间。

它有点像彩票，这面对这些律师而言很有吸引力。因为如果一个律师能在有限的时间内，甚至是合理的时间内进行“赌博”——他有可能得到 1000 万到 2000 万美元的回报，在某些情况下，甚至可能得到数亿美元，那这会是一张不错的彩票。谁知道成为陪审团成员的 12 个人会是什么人？

就像我的一个律师朋友说的，他说，“林肯说，‘你可以在一段时间欺骗所有的人，也可以一直欺骗一些人，但不可能一直欺骗所有的人。’”他说，“(作为律师)我只是想找 12 个可以一直愚弄的人。”(笑声)你知道，律师要做的，目的就是要“摇中彩票”。在一个“唯利是图”的国家里，这种可能性是相当大的。就产品责任的评估而言，这是我们所从事的任何业务中一个非常令人担忧的问题。查理？

芒格：尤其有害的是律师协会的政治权力不断增加。如果你是一个州的最高法院法官，那么在大多数地方，你是终身制的。至少，如果你想一辈子呆下去，你就可以一辈子呆下去。有一件事可以让你离开法院，那就是激怒一些重要的人。我认为这反而激励了法庭上的滥用行为。美国的法官们并没有像他们应该做的那样严厉，至少

我没有看到(掌声)，我也没有看到很多迹象表明情况正在好转。不过在德州，他们改善了德州的最高法院，而最高法院确实需要改进。所以，生活中偶尔也会有一丝希望。

巴菲特：我们在做保险和购买企业的决定时，对查理所说的那种糟糕情况的可能性持非常悲观的态度。可以预见，这一趋势将会加速，但这只是我们在做决定时建立安全边际的一种自然方式。

不要因此担心喜诗糖果、冰雪皇后或可口可乐。你知道，如果你长时间看报纸，上面会告诉你"老人家要少吃盐"我总是被警告要注意这一点。但我吃了很多盐。我不知道答案是什么，但我感觉棒极了。(笑声)

7、我们不会为了拥有现金而拥有现金

股东：早上好。我是来自安大略省马卡姆的 MurrayCass。在评估潜在投资时，金融界在很大程度上依赖于市盈率。当你购买一家公司时，你当然不仅要考虑未来的现金流，还要考虑公司的财务状况等。说到财务状况，我主要指的是现金和债务。但市盈率既不考虑现金，也不考虑债务。偶尔，你会看到一家公司的自由现金流始终为正，而其交易价仅略高于其现金价值，这实际上等于放弃了未来的收益。在这种情况下，除非对现金和债务进行调整，否则市盈率看起来严重高估。

菲利普·费雪的书《保守投资者高枕无忧》中说，比起负债累累的公司，我更喜欢现金充裕的公司。可从那以后我就没睡好。当他评论说"囤积现金是罪恶的"时，我真的被弄糊涂了。相反，他写道，"公司要么好好利用现金，要么把它分配给股东。"我能听听你的想法吗？

巴菲特：有时我们现金充裕。很多时候我们没有足够的现金。查理和我，我记得在 1960 年代末，当银行信贷非常困难的时候，我们在中东寻找资金。你还记得吗，查理？

芒格：是的，但他们想让我们用第纳尔(dinars)来偿还。(笑声)

巴菲特：是的，那个想让我们用第纳尔的人，也是那个决定这些东西价值的人。(笑声)我们对于在借款那天与他会面，并让他在那天决定汇率并不是特别兴奋。(笑声)

但显然，我们每天都在寻找配置现金的方法。我们不可能只为了拥有现金而拥有现金。我的意思是，我们永远不会认为我们的现金头寸应该是 X%。坦率地说，我认为华尔街策略家们提出的这些资产配置的东西(大约 60% 的债券和 30% 的股票)完全是胡说八道。(掌声)

所以，我们想让我们所有的钱都在企业内正常的运作。但有时我们找不到它们、有时现金(出乎意料地)流入、

有时我们出售一些东西，使得我们手头的现金比我们希望的要多。如果周围的现金比我们想要的多，往往意味着我们有 10-15% 的现金资产。我们想要现金被充分使用，但我们不会仅仅为了使用它而使用它。近年来，我们倾向于大量持有现金，但并不是因为我们想要现金本身，(而是因为找不到投资机会)。

在 1970 年代中期，你知道，我们四处搜刮我们能找到的每一分钱来买东西。我们不喜欢过多的杠杆，也永远不会喜欢。在伯克希尔我们永远不会借很多钱。这不是我们的风格。但随着时间的推移，如果现金不断增加，你会发现我们会很不高兴。我认为，不管怎样，我们最终都会找到使用它的方法。查理？

芒格：我没什么要补充的。

8、相比成本结构，我们更关心的是竞争优势

股东：早上好。我叫马克·迪克森，来自佛罗里达州的萨拉索塔。我要感谢你们为我们大家提供了这个会议。这是美妙的。在过去的 20 年里，你对一些与可口可乐、富国银行、洛克伍德有关的成本数据都非常专业——特别是像可口可乐的铝和糖的成本，以及所有这些相关的数据都非常具体，这些数据关系到可口可乐的瓶装生产线成本。你能提供包括你最近几年购买的一些东西的一些具体的数字吗？

巴菲特：嗯，他们的成本有很多不同的特点。直接比较是非常困难的。我的意思是，我们有像飞安公司这样的服务业公司。ExecutiveJet 公务机公司也是属于一个服务业公司。而且，在许多这样的公司里，最大的成本就是人力，我们需要这些人。在飞行安全公司，我们在模拟器上投入了很多钱。今年我们将在模拟器上投入 2 亿多美元，就像去年一样，所以我们在那个行业有很大的资本开支。然后我们有很强的人力成本，因为我们在培训飞行员，这需要人与人之间的交流。NetJets 是公务机公司的一部分，它也非常注重人力资源。我的意思是，在这方面，我们绝对不比那些与我们客户打交道的人好多少。

而进入像地毯行业这样的行业，也许你的收入中只有 15% 会被员工成本占据。你会是一个很大的原材料买家，比如你买了很多纤维等等。所以不同的行业的成本，会有很大的不同。当我们在保险行业，我们需要支付未来的索赔。这是我们最大的成本。很明显，这涉及到估算，因为有时我们会在 5 年，10 年或 20 年后支付索赔。甚至我们有时要到 20 年后才会知道。所以，成本这一点，很难在商业中进行概括。

如果你从事的是零售业务，也就是我们主要经营家具和珠宝的业务，那么你所采购的物品显然是非常重要的成本。在这些行业中，我们完全不生产自己的产品。然后，第二个成本，当然是劳动力。

但在买入一门生意时，我们对成本没有任何概念。我们想买什么时，并不是基于他们的成本是如何细分的。我们真正追求的是持久的竞争优势。我的意思是，这就是我们一直在想的事情。然后，很明显，我们想要的是一流的人才来管理这个业务，因为我们自己不会管理它们。这就是我们考虑的两个因素。

我们想要了解成本结构，但是很多公司的成本结构查理和我可以理解——也有很多我们不能理解。我们并不真正关心我们是否购买了一个劳动力密集的业务，还是一个原材料密集的业务，还是一个租金密集的业务。我们真正想了解它的是：为什么比竞争对手有优势。查理？

芒格：在某种程度上，我们看的很粗略。如果你每年利用 3%成本的浮存金，并且用浮存金去购买每年盈利 13%的企业，我们已经发现这是一个很好的策略。(笑声)

巴菲特：我们可是花了很长时间才认识到这一点。(笑声)

顺便说一句，我期待在没有发生特大灾难的情况下，3%的成本数字在不久的将来会下降。但一场大灾难可能会改变这一切。我的意思是，如果你遇到一个 500 亿美元的保险灾难，比如东京地震、加利福尼亚地震、佛罗里达飓风——这正是我们的业务要承担的风险。你可能知道，我们是加州地震管理局投保的最大的再保险公司。我有一个来自卡梅尔的妹妹，当猫狗开始打转的时候，她会打电话给我。(笑声)所以我们始终面临着一些可能改变的事情。但在没有发生特大灾难的情况下，我们所有的保险公司都在朝着正确的方向发展。我预计这种情况还会持续一段时间。然后在某种程度上我期待着它发生逆转。这样回答有帮助吗？(笑声)

9、航空公司必须使成本与竞争对手保持一致

股东：早上好。我是 Martin Wiegand，来自马里兰州的 Chevy Chase。

巴菲特：很高兴你能来这里，Martin。(笑)

股东：谢谢。感谢公司安排的股东周末活动，感谢你们对股东和公众的引导和教育。我的问题是，大航空公司正在谈判劳动合同。他们声称无法将上涨的劳动力成本转嫁给客户。在年度报告中，你说 ExecutiveJet 发展迅速，业绩不错。ExecutiveJet 似乎能够将不断上涨的劳动力成本转嫁给客户。这是因为 ExecutiveJet 有一个合理的薪酬计划，使员工的工资与收费服务保持一致吗？如果答案是否定的，那么为什么在航空公司陷入困境时，ExecutiveJet 却表现出色呢？

巴菲特：航空公司的大问题不在于他们的员工薪酬是多少。真正的问题是，当航空公司运营时，你的成本水

平与你的竞争对手不一致。

当你认真分析航空公司的时候，首先，你会看到航空公司的经营数据，你会从每英里座位的成本开始。然后根据产能利用率计算出每座位英里的收益或成本。你可以看看劳动力成本或其他成本。与几年前相比，航空公司的燃油成本明显上升。只要你比你的竞争对手更有效率，你的成本不高于你的竞争对手，公司就会继续飞行。当你的成本与你的竞争对手不一致时，就会出现这种情况。

几年前我和查理是 USAir 全美航空的董事，我们每座位英里的成本远远高于竞争对手。在东部的一些短途航线上，我们没有竞争对手，这很好。但是当西南航空公司进入我们的领域时，他们比我们有成本优势。根据我的记忆，他们的成本可能低于每座位英里 8 美分，而我们的成本可能是每英里 12 美分。你知道，这样下去，你最终会失败的——也许今年他们可能不会失败，但他们将在明年或后年最终失败。如果你在达美航空或联合航空或其他公司经营一家大型航空公司，如果你的成本比如劳动力成本，与其他主要竞争对手持平或更低——这对你来说比绝对水平重要得多。

而 NetJets 的服务并不是为了与联合航空或美国航空等竞争而设计的。它有不同的竞争对手。我认为我们有一支非常强大的飞行员队伍。我们希望他们生活和工作都感到快乐，除了薪酬以外，我们还有很多其他方式去激励他们。总的来说，我们想公平地支付他们的薪酬。以我们的飞行员为例，在很多情况下，对他们来说，能够住在他们想住的地方，能够按照我们提供的班次工作，是非常重要的。因此，我们通过许多其它方式吸引他们，而不是与联合航空或美国航空进行薪酬竞争。

在一个同质化商品的行业里，比如机票，你不能承受比你的竞争对手高很多的人工成本。随着时间的推移，你最终是无法承受的。你可以逃避一段时间，但最终低成本的人会打败你。这是资本主义的本质。查理？

芒格：航空公司工会真的很强硬。有趣的是，看到一群拿着和飞行员一样的薪水的人，他们的工会组织是如此的严苛。在航空公司这种类似于大宗商品类型的业务中，工会的存在，使得这个行业真的很难。

而且，任何一家航空公司如果长时间停飞，都会对公司的经营和未来前景产生相当大的影响。这是一个非常艰难的行业。即使在以前，乘坐火车旅行也是一种非常艰难的赚钱方式。乘飞机旅行并没有什么不同。我们希望我们的服务更受顾客欢迎，而不是一个座位比另一个座位更便宜。

巴菲特：是的，ExecutiveJet 的部分所有权并不是普通的商品业务。我的意思是，人们非常关心服务和安全

保障。我不认为如果你买了一个降落伞，你会想要这个降落伞必须是低价的。

芒格：没错。(笑声)

巴菲特：现在大型商业航空公司都拥有数百万乘客。我想我们可以认为，这些大型商业航空公司，在服务和安全方面有很多相似之处。但是，**如果你所处的行业不能持续很长时间的罢工，你基本上就是在和你的工会在玩一场博弈游戏。**因为如果你倒闭，他们也会失去工作。这有点像，定期的在玩"老鹰捉小鸡"或类似的游戏。

这中间包含了很多博弈理论。**在某种程度上，你越弱，你的谈判地位就越好。**因为如果你非常虚弱，即使是很短的罢工也会让你破产。谈判桌另一边的人明白这一点。然而，如果你有足够的实力，谈判的另一方就会更努力地给你压力。

在一个你不能罢工的行业里工作并不是一件有趣的事情。我们在 1980 年代早期就遇到过这样的情况，当时我们在布法罗和物流公司之间有一场生死搏斗。当我买布法罗新闻的时候——实际上是查理的蓝筹印花买的。他在暴风雪中被困在那里，他觉得很无聊。于是他打电话给我说："我该怎么办？"我说："好吧，你还是去买份报纸吧。"(笑声)我们陷入了这场斗争。但是当我们买下布法罗新闻的时候，我们有两个关于管理层的问题，第一个我不能告诉你。但第二个是工会罢工问题，我们会见了主要的工会领袖，我们告诉他们，"看，如果你们罢工相当长的一段时间，我们就破产了。你知道，你可以让我们的投资变得毫无价值。所以在写这张支票之前，我们真的想看看你的眼睛，看看你是什么样的人。"最终，我们对这些人感觉很好，他们都是好人。1981 年左右，一个非常非常小的工会——可能只有不到 2% 的员工，因为一个问题而罢工，而其他 10 几个工会并不同意他们的观点。他们进行了罢工，其他工会也开始观察。你可以想象，如果他们在一个强烈支持工会的布法罗进行罢工会怎么样。我记得，他们在周一发动了罢工。其他一些工会的领导人眼里含着泪水，因为他们知道这会让我们破产。坦白地说，我只是站在公司的角度，然后我说，"看，如果你一天之内回来，我知道我们是有竞争力的。如果你一年后回来，我知道我们将没有竞争力。"当时我对罢工的人说，"如果你足够聪明，知道问题的关键，你可以推动我们前进。然后，我们有生意，你有工作。你比我更聪明。所以，你先回家想想吧。"他们周四回来了，我们又变得很有竞争力了。我不能强迫他们工作，但如果他们决定罢工太久，我们报纸就破产了。

这就是那种情况，偶尔，你会发现自己身处其中。我想说，航空业就是一个很好的例子——人们发现自己会周期性地陷入这种境地。查理，到你了。

芒格：嗯。股东们可能有兴趣知道，相对于我们 NetJets 项目的竞争优势，另一架包机在 Aspen 坠毁的那天，NetJets 根本拒绝飞往 Aspen。人们会记得类似的事情的。

巴菲特：没错。

10、伯克希尔的优势和一大劣势

股东：早上好，先生们。来自新泽西山区湖泊的大卫·温特斯。谢谢你主持"Woodstock 音乐节"。(笑声)

尽管伯克希尔公司规模庞大，股价高企，但它似乎拥有巨大的长期优势。公司灵活的结构、不可赎回的资本、大量的自由现金流和不断改善的保险基本面，使伯克希尔能够充分利用潜在的资产价格下跌和金融市场的混乱，而大多数投资者既没有钱也没有冷静的头脑去购买。我的思路对吗？

巴菲特：我认为，在某些方面，你是对的。但我们也有缺点。但随着时间的推移，我们在收购企业方面拥有一些重大优势。我认为，对于相当数量的私人公司和上市公司，我们将是优先购买人。我们的支票能够兑现(笑声)。人们知道，当我们达成一项协议时，它就会完成，而且会以比任何人都快的速度完成。它不会受到任何形式的重新考虑或融资困难。因为我们资本实力雄厚。

比如，我们收购了约翰斯·曼维尔(Johns Manville 美国一家保温屋面材料供应商)，因为另一个集团有财政困难。被收购方想知道，他们是否可以像以前那样经营自己的企业。他们关心这一点，很多人都关心这一点。我们拥有的所有权结构可能比任何公司都要稳定，或者比国内任何接近我们规模的公司都要稳定。这对人们很有吸引力。我们没有压力去做傻事。你知道，如果我们做傻事，那是因为我们自己在做傻事，并不是因为有人强迫我们这么做。这些都是伯克希尔显著的优势。

我们最大的缺点是规模。也就是说，以我们现有的资源，要使一家价值 1000 亿美元的公司的市值翻一番要比让一家价值 10 亿美元的公司的市值翻一番要难得多。但我希望我们不会成为一个价值十亿美元的公司，并享受所有这些好处。(笑声)事实上，我希望，我们能拥有一个大规模公司才能够拥有的痛苦。所以，我们正在正确的轨道上。而我们能否实现是另一个问题。但我们每天都带着这些优势投入战斗。查理？

芒格：是的。这不是伯克希尔的最完美的时期。现在投资的竞争越来越激烈。我看不到任何改变的迹象。

巴菲特：人们将来肯定会做傻事。这是毫无疑问的。我可以向你保证，未来 20 年在某个时候，人们会在股票市场上做一些特别愚蠢的事情。接下来的问题是，当这种情况发生时，我们能做些什么吗？

尽管如此，我们仍倾向于收购企业。这才是我们真正享受的。当查理提到"最完美的时期"时，我想我们应该在这里打开喜诗糖果的花生脆，我衷心推荐。(笑声)

11、"没有成长型股票或价值型股票"

股东：早上好。来自内布拉斯加州滑铁卢的 MoSpence。你经常说价值和成长是一枚硬币的两面。你能详细说明一下吗？你更喜欢低价出售的成长型公司，还是成长前景温和甚至更好的价值型公司？

巴菲特：实际上我认为你可能误解了我的意思。但我真的说过，**成长和价值是不可区分的。它们都是同一个等式中的一部分。**或者说，成长是价值等式的一部分。因此，我们的立场是，不存在成长型股票或价值型股票。但华尔街通常将它们描述为两种截然不同的资产类别。

通常来说，成长对价值是积极的。但只有当它能通过现在增加资本、以一个比当前利率高得多的速度、在未来可以增加更多的现金可用性的时候，成长对价值才是积极的。

我们会考虑我们将购买的任何企业，我们会想未来会发生什么，会产生多少现金，或者投入多少现金。比如我在飞安公司提到的，我们今年将购买价值 2 亿美元的模拟器。我们的折旧可能在 7000 万美元左右。我们将在折旧基础上另外投入 1.3 亿美元到这个业务中。这可能是好事，也可能是坏事。它是成长型企业。这是毫无疑问的。年底我们会有更多的模拟器。但这是好是坏，取决于我们在这段时间里增加的 1.3 亿美元收入。

所以如果你告诉我，你的公司将会发展到天上去不是更好吗？我不知道答案。但这到底好不好，要直到我知道增长带来的经济意义是什么才能知道，**也就是今天你要投入多少，以后你会从今天的投入中收获多少。**

最典型的例子就是航空业。自奥维尔·莱特(Orville Wright)小鹰号起飞以来，航空业一直在增长。但这种增长是最糟糕的事情。但这对美国大众来说是件好事。**但增长一直是航空业的祸根，因为越来越多的资本投入了该行业，但回报却不足。**而今天喜诗糖果的增长非常好，**因为销售更多的糖果只需要相对较少的新增投资。**

成长，我在一些年度报告中讨论过成长是等式的一部分，但是任何人告诉你，**"你应该把钱投在成长型股票或价值型股票上"，这些人都是不懂投资的。**除此之外，他们都是很棒的人(笑声)。查理？

芒格：我认为公平地说，伯克希尔公司总部的员工人数非常有限，而且都很老了(笑声)，**我们特别倾向于那些不需要管理层再次精明的在业务中投入大笔资金的企业。**

换句话说，如果我们以合理的价格收购那些由好管理层经营的好公司，那么你们这些人很有可能在没有总部

更多管理的情况下，让我们繁荣几十年。你可以说，在某种意义上，这就是成长型股票投资。

巴菲特：如果你从 1965 年开始就要求华尔街将伯克希尔公司按年分类，这是成长型公司还是价值型公司，是成长型股票还是价值型股票，谁知道他们会怎么说。但是，真正的问题是，**我们现在试图投入资本来获得更多的资本，我们现在试图投入现金来获得更多的现金**。如果你这样做，生意显然会增长。你可以称之为价值，也可以称之为成长。但它们不是两个不同的类别。当我听到人们说“现在是时候从成长型股票转向价值型股票了”之类的话时，我就会退缩，因为这根本说不通。

12、给年轻人的建议：投资自己

股东：你好。我是来自加州尔湾的 StevenKampf。我今年 10 岁，这是我连续第四年在这里，我是如何拥有股票的呢？是我爸爸教我开始自己创业的。我用赚来的钱买了伯克希尔的股票。在学校里，他们不会教你如何赚钱和省钱，在高中或大学里不会。所以我的问题是，你打算如何教育这些孩子？

巴菲特：这个问题问得好。(掌声)听起来你自己也可以做得很好。而且，你知道，10 岁的时候，你已经远远超过我了。不幸的是，我直到 11 岁才买了第一支股票，所以我的起步很慢。(笑声)

真正需要的是，(财商教育)你在一些课堂里能找到它，而在另一些课堂里找不到它，但是它的确需要教师来解释这个主题。查理会说本·富兰克林是这方面最好的老师。但是，在我看来，你一般是从你的父母那里学来的。在这方面的教育，父母甚至可以比老师做更多的教育。

我偶尔有机会和学生们交谈。我告诉他们的一件事是，他们自己有多么宝贵的资产。我愿意付给任何聪明的学生 5 万美元来换取他未来 10% 的收入。这意味着他未来能创造 50 万美元的资产。而他如何利用这 50 万美元的资产，来发展自己的思维和才能，是非常重要的。**在年轻的时候，你能做的最好的投资是投资在你自己身上**。在我看来，你在这方面做得很好。我为此向你表示祝贺。

尽管如此，在整个学校里，我并没有什么大范围授课的计划。我们在内布拉斯加州有一个一年一度的学生聚会，来自全州所有的高中。这是一两天的经济学教育。我认为这是一个非常好的项目。但我认为，如果你继续做你正在做的事情，你可能会成为其他学生的榜样。查理？

芒格：恩，我想插一句忠告。听起来你很有可能成功完成你的目标。但这并不一定是一个好主意。

如果你一生中所做的一切都是通过被动地持有一小片一小片的纸(股票)而早早地致富，而你一生中只在这一点

上做得越来越好，那你的一生就是失败的一生。生活远比只是被动积累财富更重要。(掌声)

巴菲特：我认为这个孩子，在两方面都会做得很好。

13、互联网"为人们提供了一个将他人的希望转化为金钱的机会"

股东：早上好。我叫托马斯·卡迈 ThomasKamay。我今年 11 岁，来自加利福尼亚州的肯特菲尔德。这是我的第四次年会。去年，我曾问过互联网可能会如何影响你的一些持股。自从许多互联网公司破产以来，你对互联网的看法有什么变化吗？

巴菲特：这个问题问得好。我认为，对大多数零售商来说，互联网可能不像几年前那么有竞争力了。例如，如果你看看那些在互联网上的珠宝商，在很多情况下——至少在一些情况下，几年前他们的估值非常高。这意味着，全世界都在打赌，他们将成为传统珠宝零售商的有力竞争者。而我认为这种威胁已经大大减少。我认为在家具行业也是如此。在这两个行业中，那些总估值达数亿美元的非常著名的互联网公司很快就消失了。

我们认为互联网对我们的某些业务来说是巨大的机遇。比如 GEICO 在互联网业务中继续以显著的速度增长。喜诗糖果的线上业务今年增长了 40%，去年也比前年增长了很多，而且还在增长，而且还会继续增长。所以互联网是一个机会，但我认为你可以把几乎所有的商业创意放在互联网上转化为财富。比如，许多人通过互联网向公众宣传而转化为财富。但随着时间的推移，只有少数人能通过互联网持续产生现金收益而积累财富。因此，我认为，互联网可能对我们的零售业务构成威胁的程度上发生了重大变化。在我看来，这是我们其他企业的一个机会，在这一点上没有改变。查理？

芒格：沃伦，你和我曾经从事过杂货的采购和送货业务。这是一件可怕的工作。一百年来，它几乎不能养活一个家庭，所有人每周工作 90 个小时。有些人想到了通过未来的潮流把它变成了一个伟大的互联网创意。这只能被称为疯狂。而它吸收了很多聪明的人。

巴菲特：是的，查理说的是臭名昭著的巴菲特父子杂货店，它一百年来几乎没有让我们家可以养家糊口。直到我们雇了像查理这样的人来当奴隶。(笑声)我以前常开送货卡车，送货效率很低。那时候，人们会打电话告诉我们他们要的定单。直到现在，我们还是会用铅笔和定货单把它们记下来，而不是把它们打到电脑上。当我们开着卡车运货的时候，我们和 Webvan 的成本是一样的(红极一时的线上杂货送货公司，2001 年破产)。

实际上，互联网为人们提供了一个将他人的希望转化为财富的机会。有些人能够抓住数百万人的贪婪和梦

想，并将其转化为即时的现金，实际上，它是通过风险投资和股票市场来实现的。在这个过程中，有很多钱从容易上当受骗的人转移到了推广者身上。但迄今为止，纯粹的互联网企业创造的利润非常少。这对公众来说是一个巨大的陷阱。查理？

芒格：我没什么要补充的了。

14、我们没有一个收购的战略规划

股东：FrankGurvich，来自多伦多，安大略。很高兴看到所有的年轻人都在问问题。今年我甚至有了自己 11 岁的孩子马修。首先，我想把我妻子的口信转达给你，巴菲特先生。她说：谢谢你，巴菲特先生，谢谢你去年给弗兰克带回来的亲笔签名。不过坦白地说，你亲笔签名的 Borsheims 盒子里的那枚戒指要珍贵得多。

巴菲特：如果你愿意，你可以再买一枚戒指。(笑声)

股东：我的问题和伯克希尔的未来有关。1994 年，美国公共广播公司(PBS)在弗拉格勒商学院(Flagler Business School)对你进行了视频采访。我相信你说过伯克希尔不是一家保险公司。现在情况似乎不太一样了，我想保险公司的收购将为杰斯曼(Johns Mansvilles)和中美能源未来的发展提供资金支持和稳定。但我希望你和查理能给我们描述一个未来的展望，比如说，20 年后，伯克希尔会有什么不同？并且从现在的情况来看，伯克希尔是否还有一些不那么明显的问题，需要解决？感谢你们在过去的一年中为我们所做的一切。

巴菲特：嗯，谢谢。我想你也应该给你妻子再带一枚戒指。(笑声)谢谢。

我不记得是不是在 1980 年的年度报告中，但至少在 20 年前，我们说过我们认为保险将是我们最重要的业务。我们不知道它会变得如此重要。但我们一直认为，保险可能是我们最大的业务。现在，它还不是我们就业人数最多的业务，但它是我们收入最高的业务。我们希望随着时间的推移，它会变得更大。虽然我们已经拥有的业务会自然增长，但我们还没有想明白怎么让保险业务做得更大的实际方法和路径。

但我们会继续收购。有时候，几年之后，我们会进行一次大的收购，也可能几年后我们会进行一些小的收购。我们会做任何事情。我的意思是，如果会议结束后有一通电话，并且电话背后能带来一个有趣的收购，那它就会完成。我们没有一个收购的战略规划。查理和我不会坐在一起制定战略，或者讨论各种行业的未来，或者做任何类似的事情。我们不这么做。我们没有任何研究报告、我们没有员工负责.....我们没有这些。

我们试着看在这个领域我们能够得到什么。我们试着去寻找我们理解的东西。只要我们认为他们有持久的竞

争优势、我们喜欢他们的管理，并且价格合理。比如，两三年前我们根本不知道，我们会成为世界上最大的宽幅地毯公司 shaw 工业 87%股份的所有者。

我们只是不计划这些事情。但我可以笼统地告诉你，20 年左右以后，我们将拥有更多的企业。我认为 20 年后保险业务对我们来说肯定会比现在更重要、规模可能更大，我认为这也可能是我们最大的业务。但这种情况也可能会改变。比如，我们明天就可以做一笔 150-200 亿美元的交易，那我们就会在这个行业已经有很大的规模。

我们现在没有比 1965 年我们买下纺织厂时更多的战略规划。我是说，我们的纺织生意很糟糕，但我买的时候并没有意识到它有多糟糕。但你知道，我们必须开始尝试以明智的方式配置资金。而从我 11 岁开始，我就一直在投入资金。我的意思是，投资是我们的事业，我们享受它。

我们会有投资机会。但你的公司规模越大，那你得到的机会就越少。查理？

芒格：我认为几乎可以肯定的是，从现在开始的 20 年里，伯克希尔的每一股背后都将有更多的实力和价值。我还认为，并且绝对可以肯定的是，伯克希尔每年的进步百分比将远远低于过去。

巴菲特：这是毫无疑问的。

15、巴菲特的胆固醇水平

股东：早上好，巴菲特先生，芒格先生。我叫加里·拉德斯托姆，来自奥马哈河畔市。我从 93 年开始就是股东了，我喜欢其中的每一分钟。因为我的胆固醇有点高，医生给了我降低胆固醇的药物。每次我听到你喜欢吃什么，沃伦，它让我想知道你的胆固醇水平是多少(笑声)——或者你是否担心它。我想这里的每个人都希望你和我们在一起很长一段时间，所以你有没有考虑过服用这种新药物来降低你的胆固醇水平？(笑声)

巴菲特：我知道这个数字，但我不记得了。我的医生告诉我，“我的胆固醇有点高”，但如果他说有点高，这意味着它不是那么高，因为他总是试图推动我在生活中做出一些改变。我有一个很棒的医生，因为我已经五年没有见到他了(笑声)。而且那些家伙花了我很多钱。(笑声)去年我很幸运，那纯粹是一次意外，是我出城时吃了别的药引起的反应，然后他逮到我，羞辱我做了一次体检。这是非常幸运的，因为我的结肠里有一个息肉，可能会在几年内造成麻烦。如果你问我的医生，他会希望我做一些改变，但他也会说，我的预期寿命可能比 70 岁的普通人要长得多。

你知道，我没有任何压力，我的压力是零。现在，我每天都可以做我喜欢做的事情。同时，我身边都是很棒

的人，所以，生活中的很多问题对我来说根本不存在。我不抽烟，不喝酒，关于这个问题，我们就到此为止吧。

(笑声)所以，如果你是一家人寿保险公司的保险承保人，你会认为我比一般人要好得多。你也会认为查理比一般人好。我当然也可以稍微改变它，我可以大幅地改变我的饮食或其他生活习惯。但这种情况不太可能发生。

事实上，生命中最重要的事情，除了你能活多久以外，就是你父母能活多久。当我妈妈 80 岁的时候给她买了一辆健身自行车。(笑声)她骑了 4 万英里。当时，我告诉她注意饮食，做所有这些有益于身体的事情。最后，她活到了 92 岁，所以你知道，她也尽了自己的一份力，而我给了她健身自行车帮她锻炼。查理？

芒格：我有一本书推荐，这对于所有担心沃伦的健康和寿命的股东，将是非常有益的。这就是马特·里德利 Matt Ridley 的《基因组》(Genome)，他多年来一直是《经济学人》杂志的科学编辑。如果 Ridley 是对的，沃伦的预期寿命将会很长。那些给别人带来压力而不是自己承受压力的人之间，存在着非常有趣的关联。(笑声和掌声)

自从我认识沃伦之后，他就一直处于这种状态(给别人压力)。(笑声)

Ridley 引用的数据非常有趣。这是一本极好的书。当然，我推荐的是一本畅销书，他们在机场有卖。它叫做《基因组》，如果你同意这本书的科学原理，你会对沃伦的未来感到很乐观。

16、对养老基金不切实际的投资预期

股东：我叫 CharlieSink。我来自北卡罗来纳州。巴菲特先生，你去年在《财富》杂志上发表的文章非常好。我想知道你对美国企业未来的利润率和股本回报率有什么看法。我还想听听你对一些企业的看法，这些企业现在有巨额的存货冲销，你对此有什么看法？

巴菲特：在那篇文章中，我谈到了美国企业利润占 GDP 的比率(利润率)远远超过 6%的可能性。从历史上看，这一比例一直在 4-6%之间。而我们最近企业的利润占比已经到了 6%。

除非你认为，作为整个国家经济产出的一部分，利润将在这块蛋糕中占据更大的份额——而且要记住，只有当其他部分在某种程度上缩水时，利润才能在这块蛋糕中占据更大的份额，这一部分就是你指的个人收入或诸如此类的这类东西。所以，我认为在一个资本主义社会中，企业利润占 GDP 的比率为 6%是完全合理的。

在我看来，这两种说法都不奇怪。因为 4-6%利润率，会吸引大量的资本。因为如果你赚了那么多钱，股本回报率就会很高。另一方面，我认为在社会上整体很难达到 10-12%的股本回报率水平，因为这对大众来说是不公平的分配。但是，我看不出在不久的将来，企业利润占 GDP 的比例会有任何理由有所下降。但即便下降了，我相信

在某一时刻，企业利润率会回升。我认为未来 10 年里，你会看到一个和我猜测非常相似的画面。

如果这是你的假设，并且你已经将这些利润以相当高的 PE 倍数资本化了，那么你不得不说你必须得出这样的结论：美国企业的价值增长将与 GDP 的增长保持一定的关系，而这一关系不会比 GDP 的增长高多少。如果你们预期有几个百分点的通胀率，那你们大多数人估计企业价值的增长，可能是一年增长 5%。我不会改变我对美国企业盈利能力的看法。我不会改变我对股票价格和利润之间关系的看法。无论如何，我会得出类似的结论。

有趣的是，有些类似的关系在几十年前还很流行。如果你买的股票 PE 是 20 倍左右，那么你实际获得的收益率就是 5%左右(1/PE)。而如果你现在买股票，那么在发生摩擦成本之前，你的股票市盈率 66，收益率可能只有 1.5%。所以相同的股票产生的回报会更小。

我认为，股票投资是在未来 15-20 年里每年赚取 6-7%的完美方式。同时我认为，任何希望每年赚 15%的人，或希望他们的经纪人或投资顾问能赚这么多钱的人，都是生活在一个梦想的世界里。

尤其让我感兴趣的是，当股票的前景要好得多的时候，养老基金使用的股票投资预期回报率假设通常为 6%左右——我甚至在 70 年代末写过关于这一点文章。而现在，当股票的前景变得更糟时，大多数养老基金却在他们的计算中都在用 9%或更高的投资回报率，我不知道他们如何在投资上获得 9%或更好的回报率。但我也知道，如果他们改变投资的假设，那它将使得它们赖以收管理费的盈利大幅下降。他们可不想这么做。因此，他们很可能将继续使用现在的投资假设，而我认为这是非常不现实的。对于那些在财务状况中有很大养老金成分的公司，在他们的损益表中，这可能是相当重要的影响因素。我很想知道，未来几年养老基金是否会因为他们的假设而出现严重的资金短缺，同时，他们会以多快的速度改变这些假设。投资咨询公司根本没有强迫他们这么做。这是非常有趣的。投资咨询公司说的都是他们想听的话，这对我们来说可不是什么新闻。但事实就是这样。

第二个问题是关于存货冲销的。你知道，这完全属于“财务大洗澡”的范畴，而这正是管理的趋势——当一些坏消息来的时候，试图把所有已经发生的坏消息放到一个季度或一年里，甚至把他们担心将来会发生的坏消息也一起放进那一年里。这会导致会计上的欺诈。美国证券交易委员会(SEC)曾试图在这方面采取相当强硬的态度，但我的经验是，希望这么做的管理层通常能够找到一些应对的方法。管理层往往更关心自己想要报告的数字，而不是某个季度或某一年实际发生了什么。查理？

芒格：是的，养老金会计由于做出这些不合理的投资假设而陷入丑闻。显然，这是人性的一部分。

由于普通股的回报率在相当长的一段时间内都处于高位，所以养老金管理人他们就据此推断，未来普通股的收益率将继续保持高位。这就产生了大量的报告收益，在养老金支出方面，而这些纸面收益并没有带来足够现金流入的，而且甚至很可能根本没有获得现金流入。这不是一个好主意，有趣的是，很少有公司管理层像山姆·高德温(Sam Goldwyn)那样回应：别把我也包括在内。你可能会认为，将会有更多的人会说：这是一种卑鄙的记账方式，我不会参与。相反，现实情况是，在这些优秀顾问的帮助下，每个人都随波逐流。

巴菲特：除了我们接管的养老基金，我不知道是否会存在其他情况，让养老基金减少他们的假定投资回报。你可能认为，如果利率能够下降几个百分点，那么就能实现假定投资回报率。利率对债券持有人、对浮存金都是有影响的。但我相信，大多数大公司都采用 9%或更高的投资回报假设。这是针对长期政府利率低于 6%、或者高评级公司 7%的债券利率情况下作出的。他们不知道如何在债券市场实现 9%的收益率。他们也不知道如何在抵押贷款市场获得贷款。而我也不认为他们知道如何在股票市场上得到它。但如果他们改变投资假设，就会导致他们的收益下降。就像我说的，我不知道有哪家大公司在考虑这个问题。我也不知道哪个主要的精算顾问建议管理层这么做。大多数管理层，他们宁愿不去思考它。

芒格：他们做事情的方式，就像他们生活在地震断层上，而断层每年都在增加压力，并且他们预测没有地震的时间越长，发生地震的可能性就越小。这是一种极其愚蠢的地震保险。(笑声)

而目前对养老基金进行规划和核算，是一种愚蠢的做法。愚蠢，并且很不恰当。

巴菲特：如果你和管理层或董事会讨论这个问题，你绝对不会得到任何职位。

芒格：不，他们眼里只会有呆滞的敌意。(笑声)

17、公务机航空在未来几十年内还会有很大的发展空间，不会成为成熟业务

股东：早上好，先生们。来自澳大利亚墨尔本的 Marc Rabinov。我有一个关于我们两项主要业务的问题。首先，是关于公务机航空(ExecutiveJet)，一旦这成为一个成熟的业务，我想问，它的净利润率应该在 5%左右吗？第二，我们现在的保险业务有可能以 10%的速度增长吗？

巴菲特：嗯，谁都说不准。我的意思是，我不认为公务机航空所在的行业会在几十年内成为一个成熟的行业。它还有很大的发展空间。目前我们在美国有 2000 多名客户。而我们在欧洲有 100 多个客户。随着时间的推移，我们可能面对的是成千上万的企业和个人客户。我们会经历很长的成长时间。

全球每年大概只生产 700 架公务机。这还仅限于想买单架飞机的人。而在未来五年内，这种产出不会有太大变化。就我们飞机的交货时间表而言，我们每年可接待约 600 名客户。我们无法改变飞机产能这一点——我们无法将其翻倍。尽管我们还有定单，飞机在未来一两年内根本无法满足供应。但我想说，公务机要成为一个成熟的业务还需要很长一段时间。

现在我们进入欧洲，当我们在欧洲取得进展后，我们会转移到亚洲。随着时间的推移，我们将业务搬到拉丁美洲。因此，我认为，我们将在很长一段时期内显著发展这一业务。当公务机航空这个业务变得成熟，或接近成熟时，如果你说的是 5% 的税后利润率，我会说这可能是一个合理的数字。但我们还远远没有考虑到这点。这纯粹是推测。

第二个问题，在我们的保险业务中，我们增加了我们的浮存金，然后我们收购了一些企业来增加浮存金。今年，除非有一笔大的交易失败或者其他什么，我当然希望我们的浮存金至少增加 25 亿。这接近今年年初的 10%。这是一个理性期望。但是它是否能以每年 10% 的速度增长，我不清楚。

但你知道，美国财产意外险行业的总浮存金应该不会超过 3000 亿美元。伯克希尔现在接近整个美国浮存金的 10%，但我不认为美国整体的浮存金，会以 10% 的速度增长。当你和我们一样在这块蛋糕上占有很大的份额时，可能很难维持 10% 的增长率。但我们正在尽一切可能让浮存金增长。这是一个非常重要的目标。但我们更大的目标是保持低成本。我认为，除非世界以某种方式发生变化，否则在未来 25 年里，我们不可能看到我们的浮存金保持 10% 的复合增长。但我们会尽我们最大的努力提高我们的浮存金规模，至少在不久的将来，按照你说的速度成长。查理？

芒格：嗯，我当然同意。从长远来看，这是不可能发生的。浮存金增长会很好，但不会那么好。（巴菲特笑）

巴菲特：但是我们对发生的事情感到惊讶。当我们在 1967 年收购了杰克·林沃尔特的公司，我的记忆里杰克的浮存金规模不到 1500 万美元。我们有没有想过今年我们可能会达到近 300 亿呢？我们做梦也没想到。但是我们会一直做下去。在很长一段时期内，它不可能以很高的速度增长，因为我们现在占的份额太大了。一开始我们什么都不是，但随着时间的推移，我们不断地攫取更多的份额。我们喜欢这样，但不能永远这样增长下去。

芒格：是的。我们所说的是低成本浮存金。如果采用高成本的浮存金对我们有利的話，浮存金增长的数字可能会更高。

巴菲特：在非常特殊的情况下，如果我们看到了不寻常的使用它的好方法，我们可能会采取一些成本更高的浮存金。但是，大多数情况下，我们甚至不愿意去获得它。我们当然不希望经营我们企业的人考虑这些。因为你

知道，保持低成本是保险游戏的秘籍。

任何人都可以去获取浮存金。但如果我们给我们的经理们一个明年产生 50 亿美元浮存金的目标，那他们可以在一分钟内完成。不过我们未来几十年将为此付出代价。你可以承保愚蠢的保单。愚蠢的保单有无限的市场。当

第一笔保费来了，保险公司管理层往往非常愉快，但那是最后一次他们看到新入保费了。从那以后，一切都完了。这可不是我们的人生目标。

18、GEICO 关注美国而不是全球扩张

股东：我的名字是 KjellHagan。我是在日本东京工作的挪威人。我很满意我的家庭 95%以上的积蓄都在伯克希尔。我有两个问题。在我的工作中，我见过很多欧洲和日本的保险公司。我认为 GEICO 的商业模式比欧洲和日本的大多数主要的保险公司都要好。我认为 GEICO 在欧洲和亚洲会非常成功。所以我想听听 GEICO 在欧洲和亚洲开展业务的看法和计划。

第二给问题关于可口可乐，我注意到可口可乐在日本的广告市场份额相对较低，尽管他们是当地最大的市场参与者，拥有 30%的市场份额，而第二大市场份额为 15%。不过，我认为可口可乐在广告上太过廉价，因此损害了其长期地位。我想知道的是，可口可乐的管理层是否把广告战略放在了足够重要的位置，是否有足够的进取心。我想听听你对此有什么看法。同时，我也非常感谢你们的这次的安排以及你们所创造的美好的公司。

巴菲特：非常感谢。很明显，当你在这个国家，有一个像 GEICO 一样运作良好的商业模式，并且它继续运作良好。当具有作为一个低成本经营者的根本优势时，我们会考虑每一种可能的方式，并且我们会想方设法去扩展它。但这是非常困难的。我的意思是，自从利奥·古德温在 1936 年创立公司以来，管理层已经尝试了各种方法，把公司扩展到其他领域，这些努力在某些方面取得了一定的成功，比如人寿保险，但是后来他们还是放弃了。但这仍然是一个扩张的想法。

我们在美国有大约 4%的市场份额。这个市场够大了。当我们看到在其他国家开展业务需要更多的人力资源，我们在这方面已经研究了很多，这可能是我们将来会做的事情。但考虑到欧洲和亚洲市场比较僵化的市场经济，我们感到进入这些市场的获得预期收益是很不容易的。还有相关的成本、时间，我们只是觉得把这些资源集中在

美国会更好。

这根本不是资本的问题。我们可以马上投入资本，比如我们正在欧洲的 NetJets 公司就这样做。不过除此以外，我们还要付出人力成本、财务成本。但财务成本一点也不困扰我们。人力成本是一个真正的问题，因为它涉及到查理的机会成本。我们有才华横溢的经理人，但我们的数量有限。我宁愿让托尼·奈斯利和比尔·罗伯茨以及他们的团队，专注于如何以合适的速度在美国获得更多的市场份额，而不是现在就开始在欧洲或亚洲的项目。

你的问题是个很好的问题。我可以向你们保证，我们一直都在思考这个问题，并将继续思考这个问题。我们试图扩展地理范围。可口可乐一直是世界上在地理扩张方面最成功的公司。我们试着让喜诗糖果来做这件事，但收效甚微。我们已经尝试了各种各样的方法，因为通过喜诗糖果试验，相对便宜。我们认为喜诗糖果的扩张最终应该会起作用，只是我们还没能使它起作用。总的来说，这是个很好的问题。

关于可口可乐在日本做广告的问题。如你所知，可口可乐在日本的市场占有率很高。日本是一个有趣的市場，因为通过自动售货机出售的软饮料比例远远高于世界上任何地方。而美国排在第二远远落后。在世界上的其他地方，很少有人使用自动售货机。我不知道广告在日本的具体情况，道格·达夫特现在是可口可乐的 CEO，他在亚洲有着丰富的背景。亚洲是他大部分职业生涯的所处地。

我们有一个新的广告活动即将到来。你可能会读到可口可乐将在营销上花费超过 3 亿美元，这是超出正常的巨大的花费。我不能告诉你具体的国家的市场情况是什么。不过，如果日本不是其中很大一部分，我会很惊讶，因为日本可是可口可乐的巨大市场。查理？

芒格：我没什么要补充的了。

19、伯克希尔的石棉索赔敞口；州立农业保险公司没有回报要求

股东：你好。我是 SteveRosenberg。我来自密歇根州的安阿伯。首先，我要感谢你们两位是杰出的榜样。我一直都很尊敬你们俩。我的第一个问题是再保险。我相信你比任何人都愿意承保更大的再保险保单，但你仍然坚持要为你的责任设定上限。我想知道，你投资的公司接触石棉，你对此有没有限制？还是说你们对此事没有限制的，尤其是涉及到连带责任的时候？

我的第二个问题是关于汽车保险的。我想知道的是，州立农业保险公司(StateFarm)作为一家互助保险公司的组织形式是否有助于弥补其更高的成本结构，因为从长期来看，它似乎只需要保持偿付能力，而不需要向投资者

提供足够的资本回报？

(石棉索赔案是美国 20 世纪最大的责任保险索赔之一。80 年代，美国的造船业和建筑材料业的工人几乎有 20% 面临石棉沉着病和呼吸道疾病的威胁，有 2 万多人患了这些疾病而向生产商要求支付损害赔偿。这种索赔至今还在不断地涌来，其中大部分索赔控告的是美国最大的石棉生产商曼维尔公司，他是石棉产品最主要的供应者。索赔包括人身伤害、财产损失和其它有关费用，估计金额高达 1 亿亿美元。因为分保的原因，受石棉索赔影响的保险公司几乎遍及全世界，受害最深的当数劳合社，进入 2000 年，它还在为 1930 年代承保美国石棉产品而受到石棉污染案的索赔。)

巴菲特：第一个问题，关于石棉索赔。据我们所知，**我们还没有向任何一家接触石棉的公司投入大量资金。**

我们在 USG 有少量资金，其主要子公司美国石膏公司(U.S.Gypsum)接触石棉。但这只是很小很小的一笔投资。

这是我唯一能想到的。我们放弃了几笔除石棉隐患外在各方面都颇具吸引力的交易。但这就像对一个 120 岁的人说，"你身体很好，除了你已经死了。"(笑声)

所以我们不会靠近石棉。现在，在我们的追溯保险合同方面，我们正在接管那些大量接触石棉的公司的债务。在这种情况下，我们假定那些风险敞口——那些合约将得到全额支付。我的意思是，**我们不做任何石棉成本会减少的假设，但我们确实在限制它们的规模。**

有几件事是保险公司不能限制的。比如，你不能限制工伤赔偿损失的上限。**再保险人可以这么做，但作为直接保险人你却往往不能这样做。**比如，在英国的汽车保险，它的赔款就没有上限。我认为他们没有人认为这是很严重的，直到他们最近发生了一起严重事故，一辆汽车对一辆火车造成了一些不可思议的损失。

有几个领域的保险是没有上限的。在我们的案例中，我们在英国承保了一些车险，在加州承保了一些工伤赔偿保险。但一般来说，在再保险业务中，你承担的责任是有上限的。很明显，当我们收购通用再保险的时候，他们有石棉相关债务，因为他们过去签了些再保险合同，但**再保险公司对无限保单的承保非常谨慎。**

我们的**总承保上限已经很高了**。我们是最大的保险人之一。如果有人想找人承保一个很大的、或者一个不同寻常的理赔额的保单，他们应该直接给我们打电话。因为世界上没有其他人会像我们一样行动迅速。但我们承保的保单规模不是无限的。

有趣的是，在我们看来，那些已经对其直接保险业务做了再保险的保险公司的**最大的风险敞口，是他们没有投保必要的巨灾再保险**。想象一下，如果你把所有保单的 10% 或 15% 放在长岛或佛罗里达的房主身上，那这实际上是一个会让你大吃一惊的灾难保险。如果你是房地美或房利美，你为这些地区的数百万人提供抵押贷款担保，而他们却没有投保灾难保险——比如加州地震险或佛罗里达的飓风险(在其他地方不太可能发生地震)，那你就是在

冒巨大的风险。这种巨大的风险，远远超出了我们所能承担的。但不幸的是，你并没有因此而得到保护。

就拿密苏里州的**新马德里区**来说，就在地图的角落里。那是**美国三次最大地震的发生地**，并且它们在时间上是有关联的。在有记载的历史上，那里发生了美国最大的三次地震。所以，**当各种各样的风险会以巨大的方式聚集在一起，这是很多公司根本没有考虑到的。**我不知道房地美或房利美，是否要求所有他们在新马德里 300 英里半径内投保的房屋，都要有地震保险。在不可思议的事情发生之前，这种事情永远不会出现在人们的脑海里。但在**保险行业，意想不到的事情总会发生。**

作为竞争对手，州立农业保险是一家互助公司，拥有巨额净资产。你说他们是高成本的经营者。但他们实际上是相对低成本的经营者。但它们远不如 GEICO 那么便宜。但与保险行业的许多人相比，**他们的成本较低。**当然，它们没有盈利能力的要求，部分原因是它们过去做得很好，积累了大量收益。

对于州立农业保险多年来所做的事情，我基本上只能说好话。他们可以在一定程度上**用过去汽车保单持有人的利润补贴现在的汽车保单持有人。但当一家有盈利要求的上市公司与一家互助公司竞争时，情况总是如此。**当我们进入这个行业的时候，我们就知道这一点了。**还有很多其他的互助保险公司，他们的运作并不没有高资本回报的要求，这是真的。**但如果我是州立农业保险，我可能会像他们一样。我一点也不会批评他们。查理？

芒格：我也不批评州立农业保险。它是美国最有趣的商业故事之一。它可以发展到现在这样的规模，拥有和现在一样好的分销系统，这是一个令人钦佩的公司。事实上，伯克希尔已经从州立农业保险购买了保险。不过不是汽车保险。(笑声)

巴菲特：GEICO 的成本结构仍然较低。GEICO 是一个伟大的商业杰作。我们在这方面投入了大量资金，因为它非常有吸引力。而且，正如我在年报中指出的那样，我们去年的增量投资与前几年的增量投资产生的结果不一样。我们发现在目前情况下很难在我们愿意的基础上发展业务。但这是一个很好的生意，它有一个很好的商业模式，我不会用任何东西来交换。

20、没人会赶上 NetJets

股东：嗨，巴菲特先生，芒格先生。我叫丹·希恩，来自加拿大奥克维尔。在谈到 GEICO 时，你经常谈到它作为一个低成本直销商和浮存金投资的优势。我的问题是，与竞争对手相比，你如何控制索赔成本，而不是通过良好的承保？有些人可能在承保端偷工减料，但我相信你不会这么做。不过，这可能会让他们在承保利润率端有一

些优势。我的第二个问题是，你说过，"很难比你最笨的竞争对手更聪明。"在这个问题上，你对《华尔街日报》最近刊登的一篇文章有什么看法？谢谢你！（一些大型航空公司扩展业务至 Netjets 的共享飞机所有权业务）

巴菲特：我不担心服务行业中最愚蠢的竞争对手。随着时间的推移，客户会发现这一点。

我们在共享飞机所有权业务上有巨大的优势。我们现在有 265 架飞机在飞行，你可以提前 4 小时内通知，然后在 5500 个机场中的任何一个使用我们的服务。我们在欧洲为美国客户提供飞机、我们也为欧洲客户准备了飞机。在我看来，没有人会在这项业务上赶上我们。我们过去在这个行业有一些愚蠢的竞争对手，他们会持续"失血"。不过在某种程度上，我们比他们有更多的"血"。

GEICO 车险是一个迷人的业务，因为有些人有非常不同的事故发生倾向。当然，大多数人认为他们能做的比平均水平更好。发生事故的倾向部分取决于你开了多少英里。显然，从不把车从车库开出来的人不会发生事故，不管他们的驾驶技术如何。如果你每年只开 10 英里，那无论你和谁在一起都很安全。这和里程数有关系，也与其他所有事物有关系。

在保险领域，诀窍在于，能够计算出变量而又不需要有太多的变量。你仍然需要让人们填写表格，但你不会想要一些实际上毫无意义的信息。关键是找出你需要问的关键问题，以决定把人归为哪一类，以确定他们发生事故的倾向。

现在，在人寿保险行业，即使是查理和我也发现，你越老，你在特定年份死亡的可能性越大。这不是唯一的因素，但每个人都明白，年龄越大，死亡风险越高。他们还学到了一些其他的东西。他们了解到女性比男性寿命长。这并没有涉及到为什么或其他原因的判断。所以，如果你要给产品定价，你要考虑到这一点，同时还有很多其他的因素。你甚至可能知道胆固醇是有害的——而这在预测死亡率方面是有区别的。

但是在汽车保险行业，有很多变量与一个人每行驶一英里发生事故的频率相关。你和一大堆人相处的时间和经验越多，你就越有优势。你问的问题越多，你就能越容易从中得出结论。州立农业保险公司有大量的信息。我想，他们的保险精算判断应该比其他公司要好，因为他们有更多的数据记录，有更多的车和司机。

我认为，我们与近 500 万投保人打交道的经验使我们能够明智地承保。但是每一天，我们都在寻找一些变量来告诉我们更多的信息。比如，信用记录良好的人比信用记录糟糕的人更适合开车。

为什么？我们不太关心为什么，因为它不会有帮助。我们真正需要知道的是，这两个因素是相互关联的。我

们一直在寻找相关性，我们试图避免虚假的相关性，谁都可以这样。相关性是不断在变化的。竞争对手一直在努力寻找。但是我们比五年前做得更好，而且五年后我们会比现在做得更好。

当我们进入一个新的州的时候，我们只有非常少的投保人，信息不多。一般来说，有些因素比所有其他因素都重要，但**有些因素，只有在新的州里呆久了才能学到**。知道吗，当其他条件都一样时，如果你是一个大城市里的司机，而不是在一个非常偏远的地区开车，那里的其他车辆的密度非常低，那你的事故率不会非常低。如果你是这个县唯一一个有车的人，那你肯定不会有碰撞事故。所以，**承保时的询问很重要**。

快速、公正地解决索赔是非常重要的，因为真正没有受伤的人在与律师交谈越来越多时，会感觉越来越糟糕。你知道，理赔是经营好财产损失业务的重要组成部分。我能告诉你们的是，在 GEICO，我们非常努力地思考这些事情，我们每天都会思考它们。查理？

芒格：对于美联航公司(United Airlines)宣布的共享飞机所有权计划，我觉得这很有趣。美联航的一名高级飞行员现在年薪约为 30 万美元，外加花式福利，包括退休金。他的工作时间非常有限，一个月只有几个小时。在长途海上飞行中，他有一半时间是睡在舒适的铺位上。**这种文化在共享飞机行业是行不通的**。也许他们认为招募新的飞行员或其他什么会有改善。我不知道他们为什么这么高福利，但我不会那么做的。

巴菲特：他们也还没有这样做，但是很多航空公司已经组织了第二家子公司来处理通勤航班和所有这些事情。当子公司的飞行员开始将他们的利益与母公司的飞行员进行比较时，这确实会产生问题。我的意思是，他们试图通过这样做来降低成本结构。但我猜，如果你想要建立一个共享飞机所有权的公司，你可能不会想要和一个在其他领域有着极高成本的人合作。

广告活动也会很有趣；放弃头等舱旅行吧，正确的开始旅行。这将是很有趣的。我想告诉你们，我们在共享飞机所有权业务中有竞争对手，其中最大的两家公司是飞机制造商的子公司。你可以理解为他们之所以进入这个行业的原因，但这行业并不是一个容易的行业。坦率地说，我们的方案是最好的。

21、类似对冲基金的头衔只是为了招揽资金

股东：Michael Wong，圣地亚哥，加利福尼亚。首先，我要感谢你们两位。我的问题是，当你开始创业的时候，为什么你选择合伙公司的方式而不是共同基金？另外，你能推荐一本好书吗？一本关于如何建立投资合伙公司，如何服务客户等等的书吗？

巴菲特：我不知道有什么关于开始合伙公司或对冲基金的书。你知道吗，查理？

芒格：没有，但是人们似乎可以在没有书的情况下创造它们。(笑声)他们的激励措施非常可怕。

巴菲特：是的。有一件事，我们两个人都很感兴趣，就是人们为什么这么想要得到一些流行的东西。很多人认为，只要给某个东西冠个头衔，就能让每个人变得更聪明，或者能从中赚钱。我想说的是，私募基金、国际投资基金、对冲基金——所有这些在华尔街得到推广的胡扯(宣传)都不会有神奇的魔力。有些产品会变得很容易被推广，通常是因为其他人最近取得了成功，而新进入者会根据过去少数人的成功来推广目前的新产品。他们采用他们认为会吸引资金的噱头，但如果他们在房子前面挂一块写着"对冲基金"的招牌，或者他们有一块写着"资产配置公司"之类的招牌，这不会让任何人变得更聪明。因为这种形式并不能创造出人才。

回到这门生意上。我 50 年代曾在一家封闭式共同基金的投资公司工作过。事实上，今天在这里有一个人，他是我朋友的一个朋友，我们两个在那里工作，我们两人就占了整个公司的 40% 的人手，因为有另外三个人，而他们的职位都比我们高很多。这家公司就是格雷厄姆-纽曼公司(Graham-Newman)。它是一家受监管的投资公司。它大约有 600 万美元的资产，这在当时似乎是一笔大买卖。格雷厄姆是世界上最著名的投资者之一，他管理的基金有 600 万美元。还有一个姐妹公司叫纽曼-格雷厄姆公司，他们以今天所谓的"对冲基金"的方式运作，也就是合伙分享利润。当我在 1956 年离开那里回到奥马哈时，我们最初只有 7 个人，其中有几个人就在这里。他们问我：你想管钱吗？我说：嗯，如何管钱就是我在格雷厄姆-纽曼公司学到的。所以我建立了一个小小的合伙公司，然后几年后，我遇到了查理。他想，如果我这么做能赚钱，他会赚更多(笑声)。所以他自己也成立了一个合伙公司。这是我们精心设计的策略，我们都开始了自己的合伙公司。查理？(笑)

芒格：是的，对冲基金行业的规模之大令人吃惊。他们现在在这个问题上有了共识。而早在 1920 年代末，你就可以学习如何管理一个证券组合。这些东西会掀起巨浪。我并不是说对冲基金是不正当的，但我想说，对冲基金这种流行玩意儿会引来巨浪，走向极端。沃伦，现在对冲基金里有多少钱？

巴菲特：规模非常大，不过我想，几个季度后它们的规模就会比以前小一点。(笑)

我愿意投入大量资金去打赌，从今天开始，到未来 15 年，如果你把所有对冲基金加在一起，合伙人的回报率不会达到 10%。如果你非要逼我赌，那么我会赌一个更差的回报数字。

芒格：然后你有了伯尼·康菲尔德的主意，做一个产品，叫做"基金中的基金"(FOF)。有些人希望通过为他人选

择对冲基金而获得报酬。伯尼·康菲尔德做得并不太好。

巴菲特：在一段时间内，这对伯尼来说很有效，但对他的投资者来说就不那么有效了。(笑声)

22、小额投资会带来更大的机会

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。我是来自马萨诸塞州丹弗斯的 Michael Zenga。去年，巴菲特先生非常慷慨地邀请这个小镇的乐队参加了玫瑰碗游行，所以你在我们镇上是一个非常受欢迎的人。巴菲特先生，当我上周在吉列的年会上遇到你时，我想问你这个问题，但我哽咽了。现在没有压力了，那我开始吧。(笑声)

从 1956 年到 1969 年，你们在投资回报率上取得了职业生涯中最好的成绩。年化回报率 29%，而道琼斯指数只有 7%。你当时的做法与现在不同。你寻找了大量被低估的股票，而不太关注有利的竞争优势，然后很快卖掉了它们。随着你的资本规模的增长，你转向购买那些被低估的优秀公司，这些公司具有良好的长期经济效益。我的问题是，如果你今天投资一小笔钱，你会用哪种方法？

巴菲特：我想我会用我现在所使用的方法，去寻找那些我认为相对于其未来所产生的现金流的贴现金额而言，以最低价格出售的企业。与我现在可能的投资机会相比，如果我的资金规模不大的话，我施展的空间将是巨大的。你提到 1956-1969 年是我投资最好的时期。事实上，我最好的时期是在那之前。那是我在 1951 年初认识本·格雷厄姆之后不久，在 1950-1960 年，我平均每年能达到 50% 的复合回报率——我认为它们每年比道琼斯指数高出 37%。但是，当时我的钱非常非常少。当时，我可以找到将大量可以投资的生意。比如在当时，我发现有一两家我可以投入 1 万或 1.5 万美元的公司，它们非常便宜。显然，随着资金规模的增加，各种可能的投资机会开始急剧减少。在那个时代，这样做的时机也更好。

但我认为，如果你可以投资的钱很少，背景也与我和查理完全一样，想法也一样，能力也一样——你知道，我认为你会挣很多钱。但一旦你开始把钱投入到大型企业中，你预期回报的曲线就会急剧下降。这是自然而然的事情。当你开始做一些你可以投入数百万美元的投资时，你会面临很多竞争。虽然，它们看起来不像我刚开始投资的时候。刚开始我可是一页一页地翻阅穆迪手册。当时，我可能翻阅了 2 万页的穆迪工业、交通、银行和金融手册。我翻了两遍。实际上，我看了里面每一家企业，但有一些生意我看不仔细。不过，这不是一个投资数千万或数亿美元实际可行的方式。所以我想说，如果你刚开始的钱很少，而且你真的对生意感兴趣，愿意去做，你会找到机会的。在我看来，这是毫无疑问的。我们会找到一些东西可以投资。而与我们用大量资金所能投资的公

司相比，这些机会能带来非常大的回报。查理？

芒格：我认为这是对的。如果聪明的人不能从别人那里得到钱，**同时管理的资金规模不大，也许应该在非常不知名的股票中寻找定价错误的机会。**这个世界太小了。对一个人来说，也许这是一种成功的方式，但这是一个漫长的过程。

巴菲特：不幸的是，大多数聪明的人，在华尔街工作的人认为他们可以通过这样或那样的方式更容易地赚到更多的钱——比如他们可以通过利用别人的钱、或者以某种方式为别人提供服务来赚钱。

希望和贪婪的货币化，是一种赚大钱的方式。现在，以对冲基金为例。上个月我接到几个朋友的电话，他们对投资一无所知，毫无疑问都投资失败了。有一天，其中一个朋友打电话给我说：我正成立一个小型对冲基金。而他说的可是 1.25 亿美元规模。这些人觉得，有 1.25 亿美元的规模，那就应该投资 1000 万美金到什么投资品上。但如果你看一下这个人在过去 20 年里的日程安排，你会认为他应该修剪草坪。(笑声)

但他还是会筹集到 1.25 亿美元。这让我很惊讶，人们在牛市中，仅仅是把钱扔来扔去，仅仅是因为，他们认为投资这事很容易。当然，这也是他们几年前对互联网股票的看法。明年他们还会考虑其他事情。

近年来华尔街赚的最多的钱，并不是靠出色的业绩，而是靠出色的推广。查理？

芒格：我想说得言辞更强烈一些。我认为当前的场景是糟糕透顶的。我认为有太多的狂热，有太多的人在追逐容易赚到的钱。同时，关于投资有太多误导性的销售材料，电视上强调炒股赚钱的新闻太多了。

23、强大的制度力量不愿意费用化股票期权

股东：来自芝加哥的罗伯特·皮顿。尊敬的沃伦·巴菲特和尊敬的查理·芒格，我觉得以这样一种方式向你们发表讲话是恰当的，它反映了你们两人在为你们的股东、你们的员工以及社会的福祉所发挥的巨大价值。(掌声)

我想咨询的领域是股票期权。如你所知，并已在过去的报告中写过，许多公司一直利用财务会计准则委员会 (FASB) 中不完善的规则，来获取股票期权所带来的好处。特别是，公司不需要在损益表上支出它们，也不需要资产负债表上把它们列为负债。我的问题是，你们中有谁在帮助 FASB 在这个问题上改变当前立场吗？

巴菲特：查理，你来回答吧。你在这个问题上有发言权。

芒格：我们不喜欢这种会计，我们称之为“腐败”，至少我不喜欢。我不认为这个词会太强烈。**我认为利用会计欺诈得到一个管理层想要的结果，这是一种“腐败”。**也就是说，我不认为我们俩会花很多时间和 FASB 斗争或者尝

试创造一个更好的 FASB。我们不可能治愈世界上所有的疾病。

巴菲特：我们写过它，也谈论过它。很明显，你已经学会了。大约四年前，当这个问题成为一个积极的议题时，密歇根州参议员卡尔·莱文(Carl Levin)是和我们同样感受的人之一。当然，FASB 的感觉和我们一样。但是美国商界给国会带来了难以置信的压力。他们试图向 FASB 施压，但没有结果，所以他们说，"我们不会让 FASB 制定会计准则，我们会让国会制定会计准则。"我认为这本身就是个坏主意，但我认为，他们有很多支持者。他们的确得到了大量的支持者。

印第安纳州议会在 1890 年代提出了一项法案。要将数学术语 π 的值改为整数 3，而不是 3.1415.....(笑声)提出这一法案的议员说，印第安纳州的学生们很难应付这么长的、没完没了的小数。如果是 3 就简单多了。他认为他们应该颁布这条法规。上面这个例子，和更改会计准则相比，我认为是很合理的。相比之下，美国国会将要做的是告诉人们，因为它的其中一个论点是，"如果他们不得不记录这笔钱为费用，那这将使得创业公司变得非常困难。"如果他们还得付电费，那就更难办了。我的意思是，这些就是你在国会上会得到的论点。

我想，查理在这方面可能比我强，但我认为 40 或 50 年前的会计师事务所与我们的立场是一致的。

但是每个客户都会施加压力，你知道，他们不想在报告中列支员工期权为公司费用。他们更不愿报告支付给他们的管理层的(期权)费用，如果用传统的会计方法记录，那些期权费用可能是巨大的——并且列为费用可能是令人讨厌的。但如果它在年报的表格中消失了，人们就不会太在意。

所以，**改变它的唯一方式，也是公司治理问题改变的唯一方式——那就是 15-20 家大型机构投资者在这方面联合起来支持。**我们写过相关文章，我当时甚至还和一些参议员谈过。但是他们中的一些人有存在同样的问题，因为他们也做了一些没有增加多少价值的事情但得到了巨额的报酬。所以，他们不倾向于吸引人们关注——特别是他们涉及到查理所说的，"腐败"的薪酬制度。

总的来说，我认为它会继续下去。这是一个迷人的课题。但机构投资者似乎更注重形式，而非实质。他们会对一些小事情喋喋不休，这些小事与他们的经济回报没有任何关系。而在股票期权方面，则对他们自身利益而言非常重要。他们所在的机构是实际支付这些成本的人，并且无论这些成本是否被记录在案，这些成本都是客观存在的。但美国企业的管理层不会主动改变立场。财务顾问也永远不会改变他们的立场。毕竟顾问得到报酬，是为了鼓励普通人去关注其他的公司，而非顾问所服务的公司，而且这个趋势还在继续。所以，我认为除非机构投资

者联合起来这样做，否则你不会看到改变。

就像我说的，我收到了一些调查问卷，问关于董事会或提名委员会该如何组成。而这些都不会对企业业绩产生任何影响。比如，我收到一份表格，上面说他们想要一份按性别划分的董事名单。我说："据我所知没有。"(笑声)但这些都问题的关键。查理？

芒格：我也不符合按性别划分的要求啊。(笑声)

24、任何公司都不应预测年增长率为 15%

股东：我是来自亚特兰大的 Steve Casbell。我的问题与吉列有关。你认为他们试图以利润增长 15%以上为目标，会不会让他们陷入目前的库存问题？还有金霸王电池的收购。我知道，当时你们俩都不是这个交易的最大支持者。我只是想知道你现在的感受。

巴菲特：我认为这是一个错误。我已经说过了。我认为任何公司预测每年 15%的利润增长都是错误的。但很多人都是这样。首先，除非美国经济以每年 15%的速度增长，否则任何 15%的数字最终都会追上整个美国经济。这样的预测没有意义。也很少有大公司能做到 15%的年化收益增长，这是不可能发生的。

你可以看看《财富》500 强，如果你选择其中任何一家有盈利记录的公司，而你想要从中选出 10 家在未来 20 年内平均增长 15%或更高的公司，我敢打赌，你名单上超过一半的公司不会成功。我认为这是一个错误，正如我在年度报告中所说的，我认为这将导致人们在会计方面做过多手脚。我认为这会使他们改变商业行为。

你知道，我不是在挑吉列的毛病，但我可以告诉你，如果你看看那些已经这么做的公司，你会发现很多公司都犯过这样的错误。金霸王并没有向吉列的管理层所希望的那样发展。投资银行给公司做的路演，那些路演现在看起来很傻。查理？

芒格：我认为这种事情经常发生。它将继续发生。这是这个金融系统的一部分。

我看到更多的人预测未来收益将高速增长，而不是更少的人。我想说是，虽然有些人做出了克制欲望的承诺，但那是很少的人。这是分析师们希望听到的。

巴菲特：这是投资者关系部门希望管理层说的话。你知道，这会让他们的工作和生活更轻松。因为他们往往不必在 5 年或 10 年后做同样的事情(这是短期目标而不是长期目标)。如果我们预测伯克希尔有 15%的增长，假设以相同的增长速率，15%增长意味着 5 年后，伯克希尔将达到 2000 亿市值。10 年后，将达到 4000 亿。15 年，

8000 亿。20 年后就变成了 1.6 万亿。这个数字将变得很疯狂。

如果你有一家公司的市值是 4000 亿或 5000 亿——你可以想象一下，以未来现金流折现的方式，以 15% 的贴现率来实现它。如果你有一家公司今天不给你分红，而它的售价是 5000 亿美元，你知道，一旦它给你 15% 的分红回报，那今年就得给你 750 亿。但如果它今年不给你 750 亿，那它明年必须给你 865 亿。如果明年不这样做，它必须在第三年给你近 1000 亿。这些数字是惊人的。

某些市场估值所包含的含义，你知道，真的是属于《格列佛游记》之类的，难以想象的。但人们却非常认真地对待它们。一年半前，人们对企业的估值是 5000 亿美元——对增长的要求是年复合 15%，这意味着在数学上几乎没有任何计算方法可以让你证明，你的这些估值是合理的。查理，到你了？

芒格：我在另一个场合说过，在某种程度上，股票的定价像伦勃朗的画作(Rembrandts)——这些画作不会根据人们从画作中获得的价值进行出售。伦勃朗画作的价格是基于伦勃朗的画在过去持续升值的事实。当你对股票有这样的估价时，一些疯狂的事情就会发生。债券要理性得多，因为没人相信支付固定利率的债券能冲天而上，但对于股票，它们的表现一定程度上就像伦勃朗的作品。随着人们以越来越高的价格购买越来越多的伦勃朗作品，伦勃朗的价格也会越来越高。不妨假设你用"伦勃朗的画作"填满美国所有的养老基金。

我想说，"在买下伦勃朗的画作 20 年后，这难道不会造成一个地狱般的混乱吗？"在某种程度上，股价通常会变得非理性，这是不是有点像养老基金用伦勃朗的画作填了一半？我认为这些都是好问题，值得思考。

巴菲特：不过，一旦它开始这样运作，人们就会对推动伦勃朗的画作的价格产生极大兴趣。它有一种自我实现的正向反馈趋势。

25、"人们推断过去的方式很愚蠢"

股东：巴菲特先生，芒格先生，我是乔·舒尔曼。我是一个来自马里兰州牛津市的股东。谢谢你们的精彩会议。为了让伯克希尔盈利有机会以每年 15% 的速度增长——如果我们能做到这一点，至少在未来几年，那很明显，由于盈利和浮存金的重新分配，现有的业务不需要以每年 15% 的速度增长。

我想问的是，你希望现有业务以什么样的速度增长，才能达到我所描述的总体增长率？你认为达到这个目标的概率是多少？

巴菲特：我认为伯克希尔盈利在很长一段时间内实现复合 15% 的增长的可能性非常接近于零。这根本不值得

去计算。我们会尽我们最大的努力，我们也会从中获得很多乐趣。这不是一件我们做起来会感到无聊的事情。我们非常倾向于——尽我们所能，以合理的方式，用我们能够理解的方式增加伯克希尔的收益。但随着时间的推移，以 15% 的增速去增长，这是不可能发生的。

你提问中很正确地指出，我们不需要从现在的业务中去做。我们会一直购买新业务，就像我们不能仅从 1965 年的纺织业务中去做一样。我们必须随机应变。总的来说，我们现在的业务是很好的。它们也会运营得很好，虽然它们不会以每年 15% 的速度增长，但我们会从这些业务中取得良好的成果。我们也会做一些额外的收购，这也会使得我们的盈利得以增长。顺便说一句，我们不可能在一段时间内保持 15% 的增速，而且我们也不认为美国的任何大公司都能做到。

不过，**的确会有一些公司在很长一段时期内都能做到**，但要预测《财富》500 强中哪一家最终会成为一家、两家或三家，将是非常困难的。如果以基数较低的大公司为例，**500 家公司中也不会超过几家**。

我认为我们的方法很好。我认为拥有一群优秀的企业、并投入大量的现金，使它们继续成长，并且由优秀的人管理……然后在这些基础上，有时以缓慢的速度、但不时地以良好的速度，增加更多的同类企业，而不是依靠增加流通股(大肆收购)。我认为对于我们这样规模的公司来说，这是一个很好的商业模式。但它会产生什么，我们拭目以待。查理？

芒格：我当然同意，**用每年 15% 的增长来推断未来，这种可能性几乎是不可能的**。总的来说，美国的投资者们应该大大降低他们的期望值。包括养老基金。人们推断过去的方式是愚蠢的。不是有点笨，是非常笨。(笑声)

巴菲特：仔细想想，这是一个重要的信息。没有人会因为批评养老金的投资方式而获益，但却有很多人因为采用现在养老金的投资方式而获得不少经济利益。如果你听财经世界或读财经新闻——你不会得到一个类似于我们的信息，因为这背后有很大的利益。这种利益、金钱是人们变得杰出的原因，或者它是让人们在投资领域变得杰出的原因——无论是你上电视节目，管理资金，还是试图通过资金来吸引资金，等等。

如果你是一名精算顾问，你坚持让你提供精算报告的公司使用 6% 的假设投资回报率，那我不认为你会有客户。所以，在我看来，**顾问们几乎不可能在理智上保持诚实**。你不这么认为吗，查理？

芒格：是的。我们镇上有一个非常聪明的投资顾问，他说：几年前，一些风险套利公司会告诉他的客户，'我们知道如何年复一年地赚 15%'。要是几年前，每个人都会回答，'这不可能'。但在现在这种市场气氛下，他们会

说，'那又怎么样？'你知道，谁会对那可伶的 15%感兴趣？

巴菲特：很明显，在早期的市场环境中，实现 15%的投资回报，是比较容易的，因为当时绝大多数资金没有被吸引进来。

芒格：一般来说，**降低期望值比其他任何方式都能带来更多的幸福**。这群人有很高的期望简直是疯了。适度的期望对我们所有人都有好处。

26、对 USG 的投资不予置评(U.S.Gypsum)

股东：早上好。我叫肯·戈德堡，来自马萨诸塞州的沙伦。几个问题之前，你提到了公司在 USG 的投资。我知道该公司是怎样的——鉴于石棉风险的暴露，你是如何看待这笔投资的？你是否认为公司足够便宜，并且随着时间的推移，石棉风险的暴露在可控范围内，因此这笔投资是合理的？另外，你是否认为，在最坏的情况下，如果暴露在石棉风险中的子公司破产了，其余的实体企业就会与之绝缘，而这些企业本身就值得投资？

芒格：让我来回答这个问题。我想我们不想评论。(巴菲特笑)

巴菲特：是的。这部分大概只是伯克希尔的 0.1%。但正如查理所说，这太接近于提供股票建议了。但我会告诉你他们的石棉风险很严重，他们也会第一时间告诉你们相关事项。

(USG 是美国石膏板龙头，创立于 1901 年，总部位于芝加哥，市占率高达 25%，但并非垄断，并无定价权。巴菲特 1999 年开始买入 37 万股，2000 年大规模买入 650 万股。因石棉诉讼，债务成本不断上升。2001 年开始两次宣布破产，在巴菲特努力下，2006 年走出破产保护，巴菲特认购 1057 万股新股提供资金。2008 年认购可转债后持股上升至 4339 万股，持股比例上升为 31%，自此以后未再增持，该行业的变化极度缓慢。2013 年恢复盈利。2017 年 11 月，德国 Knauf 提出每股 40.10 美元收购 USG 被拒。2018 年 6 月达成协议，Knauf 以每股 44 美元整体估值 70 亿美元完成收购。历时近 20 年，BRK 累计投入 8.36 亿盈利 10 亿退出，投资回报属实糟糕。)

* * * 下午场 * * *

1、"保险浮存金是伯克希尔一笔巨大的资产"

股东：大家好，我是来自密歇根州特拉弗斯市的 JasonTank。第一个问题是，如果你不感兴趣的话，我相信你能很快回答出来。我知道沃尔特·斯科特是董事会成员，他也是一家名为 Level3 通讯公司的董事会成员，这家公司所在的行业发生了很多变化，股票价格直线下跌。我想你可能和他详细谈过那笔生意的经济情况。你对那笔生意有过什么兴趣吗，尤其是以现在的价格？

第二个问题是，如果你把伯克希尔看作一个投资组合，你会发现它的全资子公司包括全资企业、有价证券、普通股和债券。在过去的几年中，浮存金成本几乎为零或负数，如果你剔除浮存金的杠杆效应，如果投资组合减去杠杆部分，你认为你的账面价值在过去 30 多年里会以多快的速度增长？我们的收益率中是不是有 5%或 6%是由保险浮存金的杠杆部分提供的？

巴菲特：我不认为会有 5%或 6%的影响，但浮存金的确对我们非常有用。实际上，我从来没有做过计算。你很可能是对的，不过 5%或 6%可能有点偏高了。5%或 6%的收益率，那意味着我们这些年来账面价值增长的 25%都归因于保险浮存金。

不能把保险公司的浮存金 100%的看作是权益，我们之前已经说过很多这方面的事了。不过对我们而言，很大程度上我们的浮存金等同于股票，因为我们原有的权益水平非常高，所以我们可以这样做(把浮存金投资股票)。这方面，你得自己计算一下。

我们认为**浮存金一直是伯克希尔的一项巨大资产**。我们认为它将继续是一项巨大的资产。我们寻找每一种可能的方式来增加低成本的浮存金。

我们去年增加了小规模浮存金——这是一家位于费城的超额收益航运保险公司。到目前为止，这家公司的效益非常好。公司由一个很棒的人在经营。另一方面，我们也在费城增加了点浮存金。我只看了它的第一季度数据，我们有很不错的承保利润，我们增加了浮存金。这非常棒。

我们将继续努力。这是一个大资产，伯克希尔拥有很多公司——几乎没有其他公司像我们这样，通过投资其他业务，并把它作为一个资金来源，来投资于其他业务。

关于 Level3 通讯公司的问题，我显然不能回答。不过我可以告诉你，你有两个非常聪明和高品位的人，沃尔特·斯科特和吉姆·克劳。但我对这个行业了解不多。就算我了解，我也不会说的。查理？

芒格：我和你一样，不能说。(笑声)

巴菲特：你可以不和我一样。(笑声)

2、美国企业未来提高 ROE 使用了会计花招

股东：我是来自堪萨斯城的 John Golob。我有一个关于你上午问答的一个补充问题，你上午曾对养老金投资组合的回报做出过于乐观的假设，财务报表可能会被扭曲做出评论。如果你相信年度报告中公布的会计报表，你

就会发现美国企业的股本回报率高得惊人——比欧洲高，比历史水平高，比日本高。我想问一下，你认为这些高点完全可以归因于会计欺诈吗？除此之外，还有什么根本的原因可能使美国的回报率高于欧洲或历史水平吗？

巴菲特：从某种程度上说，美国的回报率比世界其他地方都要高，至少在发达国家是这样。我想说的是，这不完全是由于会计欺诈所致。我认为缺乏对期权成本的诚实核算是一个因素。但是，除了我和查理可能不同意的会计活动外，美国企业做得很好。我对其他发达国家的回报率并不是很了解，但我的印象是，就盈利能力而言，美国企业远远高于发达国家的平均水平。我不知道为什么会这样。

不过我认为，美国的企业，以及整个美国的体制，反映出的精英主义比许多国家都要多。我认为精英管理最有效。我认为阶级之间的流动，是精英体制的另一面。精英体制确实会让杰克·韦尔奇得到职位，不管杰克是否在经营通用电气，或者安迪·格鲁夫是否在经营英特尔，还是山姆·沃尔顿是否在经营沃尔玛。我认为如果你把这些人放在大多数国家，他们会做得很好。但我不认为他们会做得像这里一样好。我认为，他们所做的很好，已经在很大程度上惠及了美国经济。所以我不会把这一切都归咎于会计欺诈。

养老基金会计，这在一些公司非常适用。当然，大多数新公司没有养老金。过去二三十年才成立的公司更倾向于采取各种利润分成或 401(k) 计划。我认为，在第二次世界大战之前，那些接受养老金的老工业企业在很大程度上是受到了刺激的，当时超额利润税达到了 90%。启动养老金计划并为其提供大量资金的动机是巨大的，因为政府实际上为你 90% 的养老金义务提供了资金。因此，在养老基金的创立过程中，存在了一个巨大的繁荣时期。这里指的是钢铁、汽车以及当时所有的大型工业。查理？

芒格：是的。与其说是会计欺诈，不如说是有意为之的金融实践。拿通用电气举例。这是一种蓄意增加财务杠杆的行为，这让它有了出色和应得的声誉。通用电气有意增加股票回购，尽管他们支付的价格是账面价值的数倍。回购这种作法对财务报告中的股本回报率(ROE)产生了神奇的影响。而冲销眼前的一切和各种异常费用的过程也产生了同样的效果，这是通过将过去的成本分摊到未来将要实现的收益中实现的。

把所有这些因素加在一起，美国的股本回报率更高，部分原因是管理层有意将公司描述为资本使用异常高效，这意味着它的股东权益回报率很高。想想我们能把伯克希尔的股本回报率提高到多高(你就明白了)。我的意思是，如果我们使用足够的杠杆，我们可以得到几乎任何你想要的数字。

巴菲特：是的，我们可以在没有股本的情况下实现它。

芒格：我们可以在股东权益为零的情况下经营伯克希尔。然后人们可能会说，“天啊，这些老家伙终于学会如何管理这该死的东西了。”(笑声)把权益降为零不是我们的目标。但在其他公司，**为了使报告的股本回报率良好，有些管理层会故意尽可能地压低净资产。**

巴菲特：是的。提问者可能已经看到——如果你看一下标准普尔过去 15 年的数据，就会发现它们在非经常性费用之前和之后都有所反映。这两个数字之间有很大的区别。美国商界常常喜欢把(不利的)资产一笔勾销，说那不算数。当然，这会降低所有者权益。它实际上也常常有益于提高未来的每股盈利，因为你撇去了在未来几年里可能会影响到利润表的成本。

芒格：事情的真相是，有部分管理者对公司的财务结构和运作进行了精明而正确的管理，但另外一部分管理者可能会演变成一种会计“花招”。

3、在你十几岁的时候存钱，并且保持好奇心

股东：嗨，巴菲特先生。我叫马洛里·马歇尔。我今年 11 岁，来自内布拉斯加州的科尔尼。我有两个问题。

首先，我爸爸想知道你们有没有像我这么大的孙女。(笑声)

巴菲特：你有多少股股票？然后我才告诉你。(笑声)

股东：还有，你对我们这一代的年轻人有什么投资建议？

巴菲特：嗯，我有一个和你差不多大的孙子，不过他可能会想找一个更年轻的女人(笑声)，所以我会向他提到你。嗯，如果你对金融问题感兴趣，首先，你必须要有有一份工作。在这方面我很幸运，因为我爸爸为我支付了学费。如果他没有，我可能不会接受高等教育，特别是需要我自己支付的话。所以我在 21 岁的时候就存了 1 万美元。这是一个巨大的领先优势。如果我做不到这点的话——你知道，我的第一个孩子在我 22 岁的时候出生了。如果你幸运地生活在一个你的父母会照顾你经济负担的家庭，那么在青少年时期存钱会容易得多。因为你以后的每一块钱都值得赚 10 或 20 块钱。

所以，**如果你对金融感兴趣，尽早投资是非常有用的，尽早获得知识也是非常有用的。**如果你 11 岁的时候有兴趣来参加这样的会议，我会说你已经在正确的路上了。**如果这种兴趣能持续下去，我就会去读财经出版物。凡是****我感兴趣的，我都会读。**比如，我想知道科尔尼镇周围的企业是如何运作的。人们通常喜欢谈论来了解谁在科尔尼镇有好生意，在某种程度上，你也可以让人们和你交谈，来了解为什么他们是好生意。

了解那些倒闭的企业以及它们倒闭的原因。不断积累知识。这就是我和查理所在的行业的美妙之处，一切都是可以累积的。我 20 岁时学到的东西在今天仍然有用。不一定每天都是这样。但它总归是有用的。你会在头脑中建立一个数据库，随着时间的推移，它会给你带来回报。但是你必须有一点钱来进行投资——所以，没有什么比提前存钱更好的了。记住远离信用卡，别提前消费。随着年龄的增长，如果你的思维沿着这条轨迹，你会得到很多乐趣。查理？

芒格：嗯，我很高兴看到有人这么早就表现出了要出人头地的兴趣。走在前面肯定没有错。(笑声)

巴菲特：实际上，她可能也有个最好的主意，就是通过知道我孙子的名字来获得成功。(笑声)

芒格：好吧，那我可以给这位年轻女士一些建议。在你们感情升温之前，你应该仔细看看双方父母和四个祖父母。(笑声)

巴菲特：给查理写信，告诉我们结果如何。(笑声)

4、GEICO 的保单留存率

股东：我是杰克·赫斯特，来自宾夕法尼亚州费城。我有三点感谢要说。首先，感谢美国运通公司在过去三次为我安排预订时所做的出色工作。第二是感谢您对年度报告的关注。没有什么比那份报告中的统计数字更容易理解的了，报告的内容也非常精彩。第三是你们对世界图书和德克斯特鞋等陷入困境的企业的关心和支持，我很高兴它们幸存了下来。德克斯特鞋将关闭位于缅因州米洛的工厂，这对股东有利。并且它们给了员工足够的时间，因为杰克逊实验室(JacksonLabs)扩大了业务规模，他们开始找到工作，并且富达(Fidelity)为该地区带来了 6000 个工作岗位。现在，如果德克斯特鞋业的员工马上被解雇，他们将有比原来更好的就业机会。

第二点是关于 GEICO 的问题。在你的年度报告中有一个很棒的表格，显示了过去七八年每年签发的保单金额和年底的有效业务价值。一般来说，在一年的年底，有效业务价值等于年初有效业务价值的 95%，再加上当年新签发保单金额的 60%。这一比例一直保持不变，直到去年，2000 年底的有效业务价值等于 2000 年新签发保单金额的 24%，再加上 1999 年底有效业务价值的 95%。我很好奇奈斯利先生是否问过，首先，"为什么第一年的保单和续保的保单之间有这么大的差异？"以及"为什么在 2000 年会出现这样的中断？"

巴菲特：我先回答最后一个问题，关于 GEICO。新签发保单贡献率主要受两个因素的影响。

第一个因素是，由于低级业务、标准业务和优先业务(就风险而言)之间的混合。换句话说，我们在这里做一个

计算，我们有 75%左右的生意是在优先业务的类别。但我们这类高于标准的业务的增长的很快——特别是过去的三、四年里。到去年为止，与优先业务相比，另外两类非优先业务的保单留存率要低得多，这几乎是两种不同的业务。因此，在优先业务和其他两个非优先业务结构的任何变化，都将极大地改变**总体保单留存率**。

第二个因素是，第一年的流失率比第二年要高得多，第二年又比第三年流失率要高，等等。换句话说，如果**你的高于标准的业务已经存在了五年或更长时间，那么你的留存率就会非常非常高**。

在过去的几年里，我们增加的新业务比之前几年增加的要多。我们有了更高百分比的新业务，也有更高百分比的非优先级业务，这两种情况都会使总流失率比看起来更高。即使按业务类别和业务年龄分类时，这种流失率看起来也并没有太大变化。确实我们在优先业务中的留存率也下降了 1%左右。所以实际上你会看到，**我们的优先业务比我们的非优先业务更强大，这是最大的区别**。

现在，我们的新生意不太好。目前这种情况正在发生。你现在看到的是一种相反的趋势。截止到今年，我们的优先业务的总保单持有人有所增加，但我们的非优先业务都下降了。**你从这些数据中得出的结论，只反映了业务结构和业务年限的变化，而不是留存率的(根本)变化，尽管实际上我们优先业务的留存率实际上有一个小的下滑**。一年前我们曾触及过这个问题，我应该在以后的年度报告中更好地解释这一点。

另外，我同意你对美国运通公司员工的看法，他们做得很好。我们把问题交给了他们，比如人们要怎么来，他们住在哪里等等。我们得到了当地美国运通公司的大力帮助。坦率地说，他们做得太好了，我们都没想过。我们只是建议人们使用美国运通。我对他们所做的工作表示祝贺。谢谢你！（掌声）

5、通用再保险与伯克希尔再保险业务之间的"真正协同"

股东：我是 ChipMann，来自明尼苏达州明尼阿波利斯。再次感谢这种开放式的问答环节。你已经谈论了一些关于你所承保的巨灾再保险的风险。您能否分享一下您对扩大通用再保险的竞争优势和规模优势的想法，能不能更多地提及他们的历史特许经营权，以及他们将承保的合同类型？

巴菲特：通用再保险和科隆再保险，与国民保险公司历史上的再保险业务有很大不同。

国民保险公司与他们的分配制度完全不同。他们在一种完全不同类型的再保险业务中有着丰富的经验知识，这是我们在国民保险中所无法积累的。通用再保险没有(科隆再保险也没有)承担我们愿意承担的风险，因为在他们加入伯克希尔之前，他们的财务状况跟我们是完全不同的。所以这对我们来说是一个机会，有两个原因，在这两

方面我们可以比通用再保险赚更多的钱。

第一，我们可以在第一分保中承保更大的份额，这部分分保业务其他保险公司已经承保了很多年了，并且其他公司给这个业务起了一个很时髦的名字叫做“**转分保**”(retrocessionals，再保险人将风险再次分保)。第二，他们有**分销能力**，而这很可能有能力为我们带来很多我们可能看不到的巨大风险。

但总的来说，科隆再保险与伯克希尔的联姻**确实有真正的协同效应**。你已经指出了，实际上这点有两个方面。我们还没有充分利用。我们可能 10 年内都不能完全发挥。

但在我和通用再保险、科隆再保险的经理们看来，我们已经有更多的机会，这仅仅是因为伯克希尔愿意承担比世界上任何人都要多的风险。尽管我们认为有些人会不知不觉地冒更大的风险。但就具体的合同而言，我认为我们比世界上的任何公司的规模都更大、反应都更快。我们确实可以在一个小时内给出答案，而其他公司一个月都不知道该怎么做。这应该是我们在这个世界上的一个优势。查理？

芒格：我没什么可补充的。

6、商学院在教授投资方面有很大缺陷

股东：我叫 EthanBerg。我来自马萨诸塞州的剑桥，我要感谢你们提供的教育，尤其是年度报告。我有三个简短的问题。很多年前，你写信给你的朋友杰里·奥兰斯，说你申请哥伦比亚大学商学院，因为他们有一个非常好的商学院，并且有像格雷厄姆和多德这样的大人物。如果你现在正在考虑读研或读商学院，你会选择哪些个人或教授？第二个问题是，一个朋友想知道你对混凝土、水泥和骨料行业的看法。

第三个问题来自我妻子。你之前提到过，如果有人买降落伞，他们不会因为售价低而购买。这周我们看到你开着一辆旧车到处逛——如果今天买这辆车的话，可能会以相对较低的价格买到。那么，作为对你的健康感兴趣的人，她想知道你是否考虑过一辆更新的、有更多安全气囊的汽车呢？(笑声)

巴菲特：事实上，我之所以选择这辆车，正是因为它两边都有安全气囊。这是一个很重要的因素。另外，这可能是第一辆使用安全气囊的汽车。实际上我认为，我的车既重又有安全气囊，这是安全的两个主要因素。我不认为会有一辆更安全的车一定被制造出来。开着又大又重的卡车也许更安全些，但我还没准备好。毫无疑问，在购买汽车上，我对它的看法和购买其他任何东西一样。我可能要花半天的时间来完成买车、阅读车主手册之类的事情。虽然这只是花费半天的时间，但我可不想白白浪费我的时间去熟悉新车。如果能在 30 秒内开出一张支票，

并且能立刻换辆同款新车，那我很乐意现在就去做。我对现在这辆车非常满意。我只是不想浪费时间去熟悉、去选出一辆新车。在对我没有任何好处的时候我不喜欢交易。但是你知道，如果有一辆更安全的车我会开着它。

混凝土、水泥和骨料这些生意，查理可能比我懂得更多。我们曾经研究过这类企业。事实上，我们甚至曾经拥有过一些该行业的股份，因为这是一个可以理解的业务。这是一个有大量产能过剩的行业，特别是某些地区。这些都是很基本业务。特别是在一个稳定的价格、有低成本的能力和有利的位置的原材料等——那我们就会投资。事实上，查理和我在 10 年或 15 年前讨论过一个类似的。

芒格：是的。

巴菲特：相当多。查理对此相当熟悉。另一个问题是什么？

芒格：他想知道一个年轻人应该上什么样的商学院。

巴菲特：好的。我想说，我认为布鲁斯·格林沃尔德在哥伦比亚大学的课程非常好。他接触了很多价值投资的实践者。所以这门课很实用。我认为布鲁斯很好。他有一本新书可能在未来六个月左右就会出版。

此外，在佛罗里达大学，有一些与价值投资相关的课程。我想密苏里大学也有一个。所以我建议你至少看看密苏里大学、哥伦比亚大学和佛罗里达大学的课程。也许找最近的一些毕业生做一些比较，看看他们有什么样的经历。你可以找到他们聊聊，我认为这是评价一个地方的最好方法。这三所学校至少有一些课程，根据课程目录，听起来你可能会感兴趣。查理？

芒格：绝大多数商学院教授的证券投资组合理论，都不是我们所相信的，也不是许多年前本·格雷厄姆教给沃伦的。这只是我们对商学院态度的一小部分。另外，斯坦福还有一个价值投资课程——叫杰克·麦克唐纳？

巴菲特：是的，那是研究生院。

芒格：有趣的是，我认为这是整个斯坦福商学院最受欢迎的课程——他们有某种打分系统。然而，我问杰克感觉如何，他说他感到孤独。他的课程是最受欢迎的，但在整个教授生涯中，可以说，杰克·麦克唐纳只是一个特殊的小团体。但最重要的是，如果你去商学院，你会学到很多我们不相信的东西。（笑声）

巴菲特：鲍勃·柯比(Bob Kirby)有时也会进来和杰克一起工作。在投资方面，鲍勃有很好的头脑。这不是世界上最容易进入的学校，这是一个研究生水平的学校。但是，正如他们所说，在教学世界中，偶尔也会有一些小小的反常现象。你真正想要的投资课程是如何评估一个企业。这就是投资的意义所在。如果你不知道如何评估企

业，你就不知道如何评估股票。

如果你看一下课程的内容，你就会发现很少有关于如何评估一个企业的价值的课程。剩下的部分，可能是数字，或者希腊符号之类的。但那些对你没有任何好处。但最后，你必须决定，这个企业的价值是4亿美元、6亿美元还是8亿美元。然后将其与价格进行比较。这就是投资。我不知道还有什么其他的投资方式，你知道，过程基本上就是这样的。

但商学院没有教过这些内容。它没有被教授的原因是因为，老师也不知道如何教授它。我是说，因为他们不了解自己，所以他们就教一些“没有人知道任何事”的东西，这就是有效市场理论。(笑声)如果我教物理，我会想出一个没人知道的理论，因为这是我度过这一天的唯一方法，你知道吗？(笑声)但是我很好奇那些真正伟大的大学是如何在这方面运作的。如果你拿到了一份录取通知书，你就能进入商学院，而因为你签了字，商学院的教授想要你怎么思考，你就要怎么思考。如果他们认为世界是平的，你最好也认为世界是平的，你知道吗？你们的学生最好在考试时回答世界是平的。总的来说，这个国家的商学院课程，有点可悲。

芒格：我认为商学院在会计方面做得很好，人力资源管理也不错。我认为他们在很多方面都做得很好。但他们错过了一个巨大的改善商业管理专业的机会。如果你学会思考如何聪明的做好投资，与那些不懂得该如何做好投资的人相比，你就会成为一个更好的企业家。因此，由于他们在教授投资方面做得如此糟糕，从而错失了改善商业管理专业的大好机会。

巴菲特：是的，查理和我经常看到首席执行官们，在某种意义上，他们不知道如何去考虑他们正在收购的公司的价值。然后，他们会出去雇佣投资银行家。你猜怎么着？投资银行家告诉他们应该做什么。告诉他们什么会得到20倍估值，不做会得到N倍估值。猜猜这个建议是怎么出来的。

当一个企业的经理感到无助时，他不会大声说出来，但在资产配置问题上，他的内心却感到无比无助。这可是一个真正的问题。我认为，在学习如何思考企业估值方面，商学院没有给他们提供任何真正的帮助。这就是我们写和谈论它的原因之一，因为它们存在缺陷。

7、信用卡债务是疯狂的

股东：我叫马丁·米切尔。我来自加州贝克斯菲尔德。我的问题有两部分，是关于债务的。我们知道，个人债务可能是毁灭性的。作为一个整体，你是否担心美国消费者目前负债累累，成为一个问题？

第二个问题，您是否认为我们与其他国家的贸易逆差值得关注？

巴菲特：关于债务的第一个问题，我认为很难把消费者作为整体来回答。我每天都收到生活中遇到问题的人的来信。**他们的问题不是健康就是债务**。通常，债务与健康有关，你知道吗？对他们来说，借钱是很容易的事，但他们已经入不敷出了，那对他们来说一切都完了。毫无疑问，美国消费者总体上负债更多。

但我认为，要得出它是否构成严重问题的结论是非常困难的。你知道，大多数人都拥有直接或间接的资产，这些资产增值巨大，尤其是在房地产和一些证券领域。随着盈利能力的提高和持有资产的增加，人们背负债务的能力更强。但就整个世界而言，我不能给你一个有用的答案。

除了我们的股东群体之外，**我经常给年轻人提建议：不要一开始就落后于形势**。欠债是很疯狂的，因为你很难摆脱债务。虽然我们所有的业务都支持信用卡，其他的零售商也是如此。但是信用卡债务——试图以 18% 的利率借钱，并且认为你会在生活中获得成功，这种想法是行不通的。他们可以使用信用卡，但我敦促他们在开始恶性循环之前还清，因为太贵了。

查理和我不能借 18% 成本的资本赚到钱。我的意思是，我们正在寻找浮存金，因为我们根本不想为资本支付 5% 的利息。所以我很同情那些负债的人。一旦你进去了，就很难出来了。我的意思是，查理会引用一些本·富兰克林的观点。事实上，你现在想给一些吗？（笑声）

芒格：哈哈，不了。

巴菲特：他肯定很乐意，但是我把他引入歧途了。

关于贸易赤字的第二个问题，非常有趣。因为当你出现贸易赤字时，你所做的就是用这样或那样的资产来交换商品，而不仅仅是出口商品。因此，实际上，你是在出售农场的一小部分，这样国家就可以消费大于生产。如果出现净贸易赤字，那么这个国家的消费总量就会多于产出。

如果你是一个非常富有的国家，你甚至看不到赤字。因为如果你有一个数千亿美元的贸易赤字，当与一个价值 40 万亿左右的经济体相比，贸易赤字微不足道。但你每年都在用农场的一小部分，来换取比只靠农场产出的食物生活的更好的生活。

如果你有良好的记录，你可以用借据。如果你是一个有着糟糕记录的国家，你就不能使用欠条。所以他们必须用货币来表示他们的债务。当然，他们不可能发行大量的货币，人们也不想接受弱势货币。因此，一个弱小的

国家不可能不这么做，除非它从专门为此设立的机构那里获得特殊类型的贷款。

在这个国家，我们几乎可以做任何我们想做的事情，因为我们不没收私有财产，而且我们也没有摧毁一种人们多年来接受的货币。但我基本上认为，在足够长的时间内，巨大的贸易逆差对美国来说是一个重大的负面影响。你不会看到这个影响，但它会日复一日，周复一周，月复一月的积累下去。最终，如果你为了一些小饰品或者其他你想要的东西而交易，你就会卖掉你的资产变现。幸运的是，我们几年前交易的一些资产，比如电影制片厂和其他一些东西，对方就在交易中占了便宜。

但总的来说，**年复一年的巨额贸易赤字对美国来说可不是一个好政策。**查理？

芒格：如果你交易的是小饰品，或者消费品，或者其他什么东西，那的确如此。但是，当一个发展中国家用贸易赤字来建设发电厂，这可能是一件很聪明的事情。事实上，美国曾经这样做过。

巴菲特：是的，我们在铁路方面做了很大的努力。

芒格：但是在现代条件下，我们是看起来像喜欢巨大贸易逆差的两个人吗？（笑声）

巴菲特：没有。修建铁路是一回事，买收音机和电视机是另一回事。我的意思是，这取决于你得到了什么。但总的来说，我们在消费品方面存在贸易逆差。随着时间的推移，这不是一个大的加号（优势）。

8、满意的卖家可以成为我们重要的宣传员

股东：下午好。我是来自弗吉尼亚州亚历山大市的吉姆·海斯。我要感谢你和贾斯汀先生把他的杰作带给了伯克希尔。问题是，你会不会很快就找不到那些满足收购规模、且满足继续投资回报标准的私有公司？

巴菲特：嗯，这是个好问题，因为卖给我们公司的人可以选择在其他地方出售企业或上市。

从前，似乎有足够多的人在 50 年或 100 年的时间里满怀激情地建立了企业，并且他们的父母和祖父母也确实关心他们的最终命运，而不仅仅是仅满足于把企业卖出。我们时不时地会找到这类企业。我想，未来我们会继续看到这类收购机会。

你确实提出了一个有趣的问题。在整个经济中有多少这样的价值在 10 亿美元以上的企业？我希望有更多这样的企业，但现在的数量已经足够了。所以我想，**我们可能会以平均每年收购两家企业的速度去增加。**

我的意思是那些真正足够大规模的公司，我们想要的是 100-150 亿美元的收购。而很少有私有公司属于这一类。同时，在那些属于这一类的公司中，你必须找到一个不打算进行拍卖出售的老板。我们对拍卖不感兴趣。如

果有人想拍卖他们的公司，我们不会那么兴奋，因为我们需要管理者在我们收购之后再继续经营它。而且，如果这是他们看待自己生意的方式，我们可能会得到更多不愉快的惊吓，这可不是我们过去使用的收购标准。查理？

芒格：这种情况有两个方面要注意。一个是，会有足够的企业吗？第二，我们将从其他买家那里遇到多少竞争？我们的优势在于，如果你是那种喜欢今天这个房间里的文化的企业主，那么没有人会像我们一样。其他人都不同的道路上，有着不同的文化。(掌声)看看你们。这种文化很流行，至少在某些群体中。当然，将来也会有像过去一样喜欢这种文化的人，他们也会对加入这种文化感到满意。

巴菲特：到目前为止，我们在国际市场上还没有任何进展，但我们希望这种情况能够改变。

大约一个月前，我在欧洲，很多人问我，我们在欧洲的业务前景如何。然后他们说，“你知道，为什么你什么都没买？”我说，“电话从来没有响过。”(笑声)我不知道他们是否认为这是一个聪明的答案，但是我在很多地方都留下了我的电话号码，你知道吗？每次我一有机会，我就给出那个电话。也许电话会响。

我相信，如果我们能像过去 5 年在美国一样，出现在欧洲的“优秀买家”的雷达屏幕上，我们会收购到几家公司。只是现在他们不考虑我们。在美国，也有很多人也不把我们当回事，但现在比 5 年前或 10 年前的情况好多了。事实上，我们有相当比例的收购是直接或间接来的，因为我们在过去进行了的几次收购都很成功，卖家很满意。我想，很难找到一个不喜欢和我们打交道的人。被我们收购的企业的老板，他们和同行业的其他人都是朋友。我们现在听到的收购机会更多了，因为我们实际上有一支招募队伍，他们已经和我们做过生意了。

这很像 NetJets。虽然我们在 NetJet 的广告上花了很多钱，但是我们 70%左右的生意还是来自于和我们在一起的老板。到目前为止，他们就是我们最好的销售人员。顺便说一句，我就是这样被介绍到这个行业的。今天在这里的弗兰克·鲁尼在 1995 年 1 月左右告诉我他与 NetJets 的良好经历。那就是我加入的时候。如果弗兰克没有告诉我，也许再过六年的现在，我也不会去调查这个行业。你知道，我可能只是会草草的翻过那几页广告。但当弗兰克说“你应该调查一下”时，我照做了。这就是我们在收购方面所希望遇到的。在某种程度上，我认为我们确实如此。但我们希望它规模可以更大，我们希望它在地理范围上比现在要更广泛。

芒格：当我还是一名律师的时候常说：任何律师所拥有的最好的商业成就就是他已经完成的工作。类似地，伯克希尔最优秀的企业家可能就是我们已经拥有的商业实践。这就是推动新企业加入我们的原因，对吧，沃伦？

巴菲特：当然，的确如此。

芒格：这是一个非常过时的想法。你只需要好好利用你已经拥有的东西，然后更多的同样的东西就会到来。

9、伯克希尔为何出售其持有的房地美(FreddieMac)和房利美(FannieMae)股份

股东：我叫 SteveSondheimer。我住在芝加哥，今年 14 岁。我是第三代股东，我的问题是，我注意到你卖掉了我们在房地美的股份，你认为这个行业有什么风险？

巴菲特：你是乔的孙女吗？

股东：是啊。

巴菲特：哦，太好了。我们拥有数量惊人的第二代、第三代甚至第四代股东，对此我很高兴。我不认为有很多公司处于这种状况——特别是在证交所上市的大公司。

没错，我们去年卖掉了房地美和房利美的股票。而且，随着它们业务的展开，我们对它的某些方面感到不那么放心了。虽然，我们所看到的风险可能根本不会伤害到这些公司。但是**由于它们开展了这些(衍生品)业务，它们整体的感觉让我们比以前更不舒服。**

我要强调的是，**我们并不是因为担心政府会对房地美和房利美实施更多监管，而做出的卖出决定。**华尔街偶尔会对更多政府监管的前景做出负面反应，而股票有时会因此做出短期反应。但这不是我们卖出的理由。我们卖出，是因为我们感到风险状况有了一些变化。查理？

芒格：是的，但这可能是我们的一个特点。我们尤其容易对金融机构感到不安。

巴菲特：我们非常敏感。无论这个风险是在银行、保险公司还是所谓的政府支持企业——比如房地美和房利美。**仅仅通过数据，你会觉得金融机构有太多你不知道的东西，如果有什么东西让我们有点困扰，那就是"我们永远不知道这是不是冰山一角。"**

"这并不意味着这只是冰山一角"。至少在银行或保险公司是这样。我们已经看够了金融机构的自以为是了。如果我们感觉到它正在发生，那我们就会想：要么我们永远也看不到它，要么直到为时已晚。

我们与它们分道扬镳，并祝愿它们一切顺利，**我们并没有暗示它们做错了什么。只是我们不能 100%肯定，**他们在做我们喜欢的事情。在金融行业，当我们遇到这种情况时，这和购买一个公司的产品、或者购买一个零售业务是不同的。在这些行业中，你可以很早就发现问题。**但当你发现金融机构的问题时，那就太晚了。这是"野兽"的本性(贪婪)。**查理？

芒格：是的。金融机构在努力表现很好的时候往往会让我们紧张。(笑声)这听起来很矛盾，但事实就是如此。

巴菲特：在大多数情况下，金融机构不会因为现金不足而陷入困境。其他行业，你却可以提早发现这一点。

但一家金融机构可以超越这一点，即使它们仍有充裕的资金，它们仍可以超越偿付能力的临界点(而陷入困境)，我们在 10 年前就看到有很多这样做的银行(加州银行业危机)。

10、很难说护城河是不是更难预测了

股东：下午好，巴菲特先生，芒格先生。我叫乔治·布鲁姆利，来自北卡罗来纳州达勒姆。我们经常考虑根据迈克尔·波特的五力模型来评估公司(竞争对手、新进入者、顾客、供应商和替代产品的地位)。当你说你要找的公司要保护宽而深的护城河时，你的表述要简单得多。为了完成对一家公司的估值，我们都在寻找合适的未来现金流。这需要对企业的竞争地位进行定性评估，才能准确地预测这些未来收益。

我想请教你，竞争的本质、分销系统、技术，甚至客户的变化都是动态的变化，这是否使得准确预测未来的现金流变得更加困难？未来，拥有护城河的优质企业会比过去更加罕见吗？如果是这样的话，这是否让少数真正存在护城河的公司变得更有价值了呢？

巴菲特：你对投资过程的描述很好。你是哪个乔治？你是弗雷德的儿子，还是上一代人？

股东：我是乔治三世。我的父亲也在这里。

巴菲特：好的，很好。你问的问题完全正确。我们确实认为，在我所理解的范围内，或者在我所读过的波特所写的东西中，我们在商业方面的想法基本上是一致的。我们称之为护城河。他把这些都写进了一本书，但这就是我们所处行业的不同之处。(笑声)

我和查理对此可能有不同的看法。我不认为美国的商业中，护城河的数量或可持续性在 30 年或 40 年里发生了巨大的变化。现在，你可以看看西尔斯、通用汽车以及类似的公司，很多人认为它们的业务周围有一些很宽的护城河，但结果却不是这样。以西尔斯为例，竞争者沃尔玛出现了。

而我们所考虑的生意，我认为我现在看到的护城河，对我来说，就像我 30 年前看到的护城河一样可持续。但我认为有很多行业很难评估护城河。这些都是快速变化的行业。与以前相比，现在变化相对缓慢的行业少了吗？我不这么认为，但也许查理会。查理？

芒格：我认为那些古老的护城河正在消失，而一些新的护城河比旧的护城河更难预测。我觉得越来越难了。

巴菲特：终于有你觉得难的事了。(笑声)这就是伯克希尔的灵活性。

我认为这是一个很好的问题。我真的不知道，查理也许是对的，也有可能我是对的。我认为这是一个很难计算的问题。不管有护城河的企业是更少了还是更难找到，这仍然是我们在伯克希尔尝试做的。这就是我们所做的一切。我们对经理的指示——我们没有预算，我们没有各种汇报系统或其他任何东西。但是我们告诉经理人不仅要保护，还要扩大护城河。**如果你把护城河扩大，其他一切就自然都来了。**

11、衍生品如何成为“潜在炸弹”

股东：我是来自洛杉矶的比尔·格雷厄姆·沃伦，你让外部股东了解伯克希尔的金融业务成为可能。但有一个，对我来说，很难理解，那就是金融产品业务，我猜，它涉及到衍生品交易。考虑到你和查理对金融业务的担忧，你能帮助我们解决这个问题吗？

巴菲特：比尔，我想你说到点子上了。这是一件很难理解的事情。**如果你拥有它，你也会很难理解它，更不用说阅读别人的年度报告了。**我猜，大多数拥有复杂或广泛衍生品业务的人——实际上大多数 CEO 可能也不理解这一点。**我不知道他们中有多少人在晚上睡不着觉。**

实际上，在金融产品中，你在这一行看到的收入，以及你在资产负债表中看到的项目，是很多东西的组合。它有来自通用再保险的有价证券，以及一些其他的业务。这里面有结构化的结算业务，而这是很容易预测和理解的业务。这里面实际上还有一些我做的交易业务。这不是我们通常的投资业务，但我认为它可能涉及固定收益相关的业务。它可能涉及对各类固定收益证券进行套利或半套利。它不涉及任何股权套利——那些不在里面了。

我想说，查理和我都不完全清楚、甚至在很大程度上不清楚衍生品行业的情况。这是一种公正的批评。现在，我们有一个既聪明又值得信任的人**马克·伯恩**(杰克·伯恩的大儿子)在那里工作。我们对这个人感觉很好。在衍生品涉及到的众多行业中，我们并不是完全的了解。在通用再保险，我想我们大概有 **17000 张合约没有结束**。并且，这些合约以各种方式在相互作用。我不认为查理和我能够搞明白衍生品的产品说明书。我们的心思不在那上面。这意味着，我们要与那些一心只想着产品的人相处得非常融洽。我要告诉你们，没有人比马克·伯恩更让我觉得舒服(交给他去搞明白吧)。对我们来说，这不是一个传统类型的生意。

另一方面，去年我们在一些与衍生品无关的业务领域赚了不少钱。这些都在我的直接控制之下。所以我觉得还好。**结构性结算业务是利润较小的领域**，但它为我们赚了些钱。它现在没有什么吸引力，但可能在未来再次出

现。我们可能还会遇到其他金融方面的问题。但如果我们被困在什么东西里，那估计就是我在负责的。查理？

芒格：这其中包括了我所说的沃伦·巴菲特除了普通股投资以外的的古怪消遣(笑声)

巴菲特：多的可以出本书了。(笑声)

芒格：虽然我相信结果会是难以预测的，但我还是觉得很舒服。我想我们对马克·伯恩也有一些奇怪的个人想法，我对此很满意。当你进入可能被称为更标准化的衍生品交易业务时，老实说，我比大多数人更不喜欢它们。

巴菲特：这已经比之前少了很多啦。(笑声)我们认为这个领域潜力巨大，但却充满风险。因为如果你有几个人在这个行业，很多情况下，他们可以得到基于前端潜在利润的报酬，但让 100 个人参与进来是很危险的。我相信，你会发现有些人会因为他们的所作所为而最终使得这个业务崩溃。

我们有过这样的例子：一年或两年前，在电力工业中，爱迪生公司的一家子公司，通过预测它们业务的账面盈利能力来给员工报酬。这是华尔街的套路，它却被引入了公用事业行业。你可以猜猜什么事情会发生。因此，预先付一大笔钱给那些你在 15 年或 20 年内都不知道结果的人，这是很危险的。而这却是商业中相当标准的做法。我是说，当我在所罗门的时候，这是标准的做法。就像我说的，这会导致崩溃。这并不是完全的类比，但罗杰·洛温斯坦(Roger Lowenstein)写的《赌金者》(When genius failed,长期资本管理公司的覆灭)值得一读，因为它触及了我们所描述的查理和我所担心的一些问题。

芒格：是的，衍生品业务有一个非常严重的问题，那就是透支利润报表。这是一种会计处理不当。它使太多的利润提前确认。这是一种不合理的乐观，但这是该领域的人想要的，因为这样的会计处理给他们带来了更高的收入。这在本质上是一个不负责任的体系。这是会计行业让文明社会失望的另一个例子。

巴菲特：查理是所罗门公司的审计委员会成员——我们还发现了有一个单一的头寸被错记了将近 2000 万美元，是吗？查理？

芒格：哦，是的。但故意的错误标记并不是主要问题。主要的问题是整个会计制度是错误的。整个会计制度过于乐观。这就像出租车行业采用 30 年作为折旧期限一样荒谬。

巴菲特：这就像承保一份很长的保险，并预付一笔很大的佣金，而这笔佣金是基于 10 年后的预期利润，而这个预期利润还是由卖保险的人所设置的。在金融行业，有些活动确实很危险。当你接近这种情况时，你要非常小心。实际上，马克一直在实行一种薪酬制度，这种制度可以缓解这一点，但这与许多机构的做法大不相同。虽然

你可以试着改变它，但也很难脱离行业规范去开展业务。

芒格：还好伯克希尔的会计处理比这个国家的标准衍生品会计处理要保守得多。感谢上帝。

12、GEICO 的投资组合由路易·辛普森"自主管理"

股东：我叫斯科特·蒂尔森。我来自马里兰州的奥因斯米尔斯。先生们，你们已经说过很多次了，路易·辛普森是在独立自主的基础上管理 GEICO 投资组合的。作为一个投资经理，辛普森先生拥有哪些独特或卓越的品质使他赢得了你们的信任票？

其次，伯克希尔投资于私人企业以及公开交易的证券。尽管评估公共和私人企业所需的技能可能是相同的，但辛普森先生是否也具备谈判私人交易所需的额外经验和技能？

巴菲特：是的，我认为他可以。但我希望他不要很快就接到电话。(笑声)

路易·辛普森聪明、细心、专业、有经验。所以他确实自主管理了几十亿美元。他会自己买东西。有时候直到我看了月报表或在报纸上看到它，我才会知道它们。这很好，你知道吗？他不知道我在做什么。我不知道他在干什么。有时，我们会看上同一只股票，所以在这种情况下，我们会尝试协调互相的买卖。

顺便说一句，你偶尔会读到一个新闻标题——虽然往往不是一个非常大的标题，但媒体上会说，"巴菲特正在购买 XYZ 公司"。但实际上，有时候它应该说，"辛普森买 XYZ 公司"。我们提交给 SEC 的报告不一定会告诉读者是我们中的哪一个做出了决定，因为即使报告显示是 GEICO 买了什么东西，它也可以被我买进去，然后各种原因被放在 GEICO 旗下。你也可以猜到，路易可以买一些东西并把它放在国民保险或其他伯克希尔公司名下。但有些报道说是伯克希尔公司做的，实际上是由路易独立完成的。

虽然投资中的大部分，是我做的。但路易的投资记录和我一样好。路易会知道如何评估企业，无论是私人谈判还是公开证券，但我现在并不急着把伯克希尔的投资大权交出去。(笑)

13、伯克希尔对 Finova 的另类投资(破产重组)

股东：下午好。我叫 Scott Croy。我来自伊利诺伊州的芝加哥。巴菲特先生，你能描述一下今年早些时候伯克希尔投资 Finova 集团的情况吗？Finova 的投资似乎"撞墙上"了(不太顺利)。

巴菲特：是的。这比撞墙还糟糕。它们已经到破产法案第 11 章了。(笑声)但这显然是经过深思熟虑的。

(美国破产法第 11 章是在法庭的保护之下在满足债权人债权要求之前，给予公司时间重组其业务或资本结构。与传统意义上的破产或清算(第 7 章)不同，进入破产法第 11 章破产保护程序的公司，业务照常进行，且其目标是通过这一程序产生一个有持续发展力的、财务更健康企业。)

Finova 是一家老牌的财务金融公司，其资产规模已增至约 130-140 亿美元。然后就在一年前，现在，遇到了资金困难。当你经营着一个高度杠杆化的金融企业而你遇到融资困难时，它们很快就会使你陷入困境。"信任"是真正的懦夫——我的意思是，信任一遇到麻烦就消失殆尽了。在金融行业，你经常要为旧债务再融资，比如商业票据之类的。因此，当你在金融业务中遇到麻烦时，就不会有蜜月期。我们甚至在过去也见过大公司，比如 70 年代克莱斯勒金融公司等等，当信心消失时，公司的任何地方都可能受到打击。

（《艾柯卡自传》1979 年艾柯卡成为克莱斯勒的 CEO，他成功说服了美国政府向克莱斯勒提供了 15 亿美元的联邦贷款，挽救克莱斯勒免于破产，巴菲特通过投资垃圾债大赚一笔。彼得林奇投资其股票困境反转赚 10 倍。）

大约一年前，Finova 受到了影响。很明显，几个月后，Finova 要么被出售，要么被重组。我认为有人试图把公司卖给其他金融公司，甚至它当中的一些投资组合已经被卖掉了。但是最终他们没有做成。

去年当债券开始下跌到我认为非常有吸引力的价格时，我认为，如果他们破产了，它账面上的资产比它账面上的债务要大很多，于是我们就开始购买债券。于是我们公开了我们的购买。我们购买了 14.28 亿美元面值的债券或银行债务。在 Finova 总计 110 亿欧元的债务中，我们持有面值为 14.28 亿美元。我们以当时和现在看起来都很有吸引力的价格买了这些。

很明显，现在他们要么卖掉，要么破产。随着时间的推移，情况变得越来越清楚，他们没有找到买家。因此，他们很有可能在今年早些时候宣布破产。原因之一是他们不想用仅有的现金来偿还给明天到期的债权人，从而使得那些在晚些时候到期的债权人得不到偿付。

我们想，也许该有人会带着重组计划来。当时，在我们看来，他们非常接近于违约了。所以我和 Leucadia 一起，在一个叫 Berkadia 的合资企业里，提出了我们自己的计划并做了一个交易。他们现在已经在破产法案第 11 章了，而且很快就会有一些计划提交给法庭，然后法院会做出决定，最终会有一个计划提交给债权人批准。查理可能比我更了解破产是如何运作的，尽管我认为他没有任何个人经验。

我们将会有一个计划，这个计划已经在媒体上概述过，并且将会在一周内提交给法院，到时候你们可以读到它。然后我们会看看是否有其他的事情发生。我的意思是，可能会有其他人带着一个计划进来。我们的计划也可能被批准。如果我们的计划获得批准，它将涉及一项重大的额外投资，以便向目前的债务持有人支付首付款。然后我们会看看会发生什么。

我们对 Berkadia 感觉很好。我们认为，在有效管理现有资产方面，Berkadia 的 Leucadia 部门给我们带来了

很多好处。当一个实体破产时，它的处理方式会有很大的不同。破产会造成大量的资产浪费。也许会有一种相当有效的方法来处理它。我们认为 Berkadia 的安排将使资产价值最大化。我们认为这很重要。但我们要看看会发生什么。我想我们的处境会好起来的。查理？

芒格：这是非常有趣的交易。你会希望有更多这样的事情发生(重组)。

巴菲特：会有的。(笑声)

芒格：不。我的意思不是会有更多的破产清算，而是会有更多的破产遵循这种重组的处置方式。我认为这是一种非常聪明的模式，也是一种非常干净、简单、迅速的清理公司混乱的方式。我希望世界上的其他人也能像我一样感受到这一点，希望法官和其他相关人士会说，“感谢上帝”，我们希望这个法案能够通过，我们希望更多类似的事情发生。

巴菲特：顺便说一句，这正是我们在所罗门公司试图做的事情。我的意思是，我们试图以一种不同寻常的方式来应对公司危机。我们希望，如果这能得到一个好的结果，那将成为人们在未来问题中可能会倾向于选择的解决方式——因为将来总会有各种问题发生。我们现在是 Finova 最大的债权人。我们在里面的钱比谁都多，我们的兴趣主要不在于获得费用或延长破产或诸如此类的事情。我们希望获得尽可能多的资产变现。成功或失败的结果所带来的差距，可以用数十亿来衡量。

14、GEICO 的路易·辛普森购买了伯克希尔投资组合中的 Gap 股票

股东：下午好。我是来自纽约长岛的 ClaudiaFenner，我有两个问题。首先，作为一个 Gap 的超级粉丝，我想知道为什么在这个时候你觉得 Gap 被低估了。第二个问题，如果你能直接回答我的丈夫，作为一个股东，你是否同意，今天下午在波仙珠宝买一件大礼物就像把钱从一个口袋里拿出来，放到另一个口袋里？(掌声)

巴菲特：我会让查理处理第二个问题。(笑声)他是我们伯克希尔的消费专家。

Gap 是我之前谈到的一个很好的例子，因为我认为全世界都认为是我决定在伯克希尔购买 Gap 的股票。实际上，这完全是路易的投资。我想我还没有读过 Gap 的年度报告。我对此一无所知。我是说，你可能比我知道得多，我希望路易比我知道得多。(笑声)这不是我看过的公司。

路易可以考虑规模较小的证券。就总市值而言，他比我灵活，因为我的最小投资是 20 亿美元。他可以处理 2 亿美元的头寸，有时是 1 亿美元的头寸。我偶尔也会这么做，因为我碰巧碰到了它们。但我真的在寻找我们可以

投入 10 亿或 20 亿甚至更多的东西。而路易的潜在买家范围比我的更大。这可能是件好事。因为他会看到我看不到东西。所以你得问问路易关于 Gap 的事。查理，给她一点关于波仙珠宝的建议吧。(笑声)

芒格：我认为当你为你爱的女人买珠宝时，可能不应该考虑太多的经济因素。(笑声和掌声)

巴菲特：我也会这么说，真的。要知道，你正在和一个平时一般不这么做的人聊这个问题，不过要让我出主意，我会说：就后来发生的事情而言，我从来没有买过一件令我后悔的珠宝(笑声)。

如果这不是推销的话，我不知道什么才是推销了。(笑声)

15、为什么 GEICO 不能给每个人更好的定价

股东：我是马特·理查兹。我来自马里兰的帕克顿。去年在这个会议上，有一位先生站起来恳求你，"巴菲特先生，投资一些科技股来提高我们的回报。"我想感谢你今年没有这么做。(掌声)

我的问题是关于 GEICO 的。15 年来，我一直是 USAA 的优先客户。

巴菲特：你会和 USAA 公司相处的很好。它们是很棒的公司。

股东：但我更愿意成为我部分拥有的公司(伯克希尔)的客户。不幸的是，在过去的五年里，由于一次事故和两张超速罚单，他们不会接受我作为一个投保人。我不知道，对于 GEICO 而言，我们是不是一群尚未开发的客户？GEICO 在决定是否接受他们作为客户时，难道不能考虑到他们最新的风险水平吗？

巴菲特：利奥·古德温，他在 1936 年创办了 GEICO 保险，被称为政府雇员保险公司。利奥实际上是 USAA 的重要雇员，他的妻子莉莲也是，他们都来自 USAA。在那个时候，他们把客户限制在军队里的军官，那是一个优先级的客户群体，历史证明已经证明了。利奥想把客户扩展到其他他觉得也有类似特征的人群，而 USAA 对此并不感兴趣。这就是他成立政府雇员保险的原因。他觉得，该地区发生事故的概率与军队中的级别是有密切关系的，因此他以此作为承保的一种优先特征。他是对的。这是一个引人入胜的故事。

两三年前有一本关于 USAA 的好书，讲述了整个故事。我们很难夺走 USAA 的优先客户。而他们也很难抢走我们的优先顾客。但 USAA 也有一些我们谈到过的州立保险公司的特质。我记得，它有超过 60 亿美元的累积收益。这些年来积累的 60 亿为现在的投保人服务，这对他们来说是一笔巨大的财富。

事实上，他们把你作为首选客户可能意味着你符合它们的承保要求。我的意思是，他们的承保能力很好。你知道，我们有各种各样与超速罚单或交通事故等相关的类别作为筛选特征。总的来说，这些特征是未来事故可能

性的良好预测器。但这只是总体上的。这就像说，"因为我已经 70 岁了，所以我有 X% 的几率会死去。"但它并没有具体说我将会发生什么。不过，这确实意味着，如果你要为 10 万名 70 多岁的老人提供保险，这就是你应该提出的最佳价格。我们也有这些预测因素。

过去的驾驶记录是一个重要的预测因素。但是你和 USAA 有很长的历史。他们，很可能因为历史原因，把你留在了优先的客户层级。而我们是根据过去对 500 万投保人的调查得出的筛选标准，因此我们无法跳出这些标准直接来观察你的驾驶情况。我们必须查看我们得到的信息，如果上面写着超速罚单或交通事故，它确实会导致不同的分数被应用。所以在价格上，我真的不能给你更好的了。不过，我觉得你会是个好客户。如果 USAA 生你的气，记得回来看看我们。

16、用波动率衡量风险简直是疯了

股东：我是来自洛杉矶的 Bob Kline。华尔街经常通过季度或年度业绩的波动性来评估某一特定证券的风险。同样，用波动性来评估基金经理的风险。我知道你们不同意这种方法。我想知道你能否给我们一些细节，关于你是如何得到风险的概念的，你是如何衡量风险的，以及你是如何处理风险的？

巴菲特：是的，我们认为用波动率来作为衡量风险的一个标准，这简直是疯了。商学院之所以使用它是因为授课的人想要量化风险。但事实是，他们根本不知道如何在商业中衡量它。

关于如何评估一个企业，这将是我们的课程的一部分。另一部分，是关于企业的风险有多大？我们考虑每一笔生意。而我们的风险与几种可能性有关。一个是永久性资本损失的风险。另一个风险是我们投入的资本回报不足的风险。它都与波动性完全无关。

比如，喜诗糖果的糖果业务将出现亏损取决于复活节何时到来，但在今年的四个季度中，有两个季度会出现亏损。所以这一年的收益波动很大。不过这可是我知道的风险最小的生意之一。你可以找到各种各样的好公司，它们都有很大的波动性和很好的盈利，但这并没有使他们成为糟糕的企业。同时，你也可以找到一些波动性非常小的、但实际上却很糟糕的生意。如果波动衡量风险是有意义的，那你可以做一个什么都不做的生意，你知道吗？它的结果不会随着季度而变化，对吧？所以，把波动转化为风险是没有任何意义的。

查理，你还有什么要补充的吗？

芒格：这就提出了一个有趣的问题，一个如此聪明的教授怎么能想出如此愚蠢的想法并将其传播到全国？(笑

声)这是一个非常有趣的问题。

巴菲特：如果有人开始和你谈论贝塔系数，你知道，赶紧把你的钱包拉上拉链。(笑声)

17、禅宗佛教的价值在于低期望值

股东：我是来自中国的 BrianZen。作为一个可口可乐的瘾君子(笑声)，我很高兴向你们——我们全球的首席推广官——汇报，北京的可口可乐和奥马哈的味道一样好。我们成立一个投资俱乐部，但其名称以.com 结尾，信不信由你，这个名字是为了警示互联网泡沫的疯狂。

作为一名曾经的禅僧，今天我想拜访一下金融界的佛祖。(笑声)我们发现苏珊·巴菲特夫人曾经给她的姐妹会送过佛教禅宗书籍。这可能就是为什么她总是面带祥和的微笑，因为她对生活的期望很低，根据佛陀的说法，生活充满了苦难。但芒格先生曾告诉我，苏珊会微笑是因为你，作为丈夫，表现超出了她对你原本较低的期望。

芒格：没错。(笑声)

巴菲特：是的。她父亲的期望更低。(笑声)

股东：不管怎样，我的问题是，苏珊也把那些禅宗书送到你的办公室或卧室了吗？如果你读过这些书，你认为这对你的投资有帮助的关键思想是什么？谢谢你今天给我们带来的金融启示。

巴菲特：谢谢。我把那些书送给了查理，让他来回答。(掌声)

芒格：事实上，我倾向于追随孔子。(笑声)我认为这个房间充满了儒家价值观，你知道吗？如果儒家的第一法则则是孝道，尤其是要对年长者尊敬，那你就能明白我为什么喜欢这个制度。(笑声)

18、资本成本和机会成本

股东：下午好，我叫凯文·特鲁伊特，来自芝加哥。我有三个问题。芒格先生，在去年的股东大会上，你说你不认为资本成本的概念有真正的经济意义。你能解释一下为什么吗，你会做什么来代替它吗？

我的第二个问题是问巴菲特先生的。你已经阐述了一个遇到偶然的伟大的想法的重要性。事实上，你是怎么知道你什么时候有了一个伟大的想法的？

我的第三个问题，巴菲特先生，你谈到了特许经营和可持续竞争优势的重要性。家乐氏(Kellogg)和金宝汤(Campbell's Soup)这样的公司，大多数人都会说它们有这些品质。然而，随着时间的推移，这些品质由于消费者口味的改变而丧失。是什么让你确信同样的事情不会发生在可口可乐和吉列身上？

芒格：首先是资本成本。显然，在商业中考虑成本是很重要的。很明显，机会成本是一种经济学理论，也是一种生活中会运用的理论，这也是非常重要的。我们一直都有这种基本的想法。当然，资本不是免费的。你可以算出借钱的资本成本。或者至少你能算出贷款成本。

但是理论家们必须发展出一些关于股权成本的理论。在那里，他们简直疯了。他们说，如果你有一些了不起的生意，你在投入资本的基础上赚了 100%，那么你的资本成本就是 100%。因此，你不应该再去寻找任何一个只能带来糟糕的 80% 的回报机会。这种想法来自于资本资产定价模型等等，我一直认为这是愚蠢的。

伯克希尔的资本成本是多少？我们当然有这个该死的资本。它在不断的增加。它的成本到底是多少？你知道吗？其实你有非常好的、过时的理论，比如机会成本？**在任何给定的时间，当我们考虑一项投资时，我们必须将它与当时最好的替代投资进行比较。**我们有非常好的、过时的思想，它们都是非常基本的，但是它们对这些现代理论家来说还不够好。他们发明了所有这些荒谬的数学，最后得出的结论是，赚钱最多的公司拥有最高的资本成本。我只能说，这些理论不是为我们准备的。现在，这个问题的另一半留给了巴菲特。

巴菲特：是的，你会发现，资本成本比 CEO 所承诺的任何交易的回报低了 0.25 个百分点。(笑声)这其实非常简单。我们三个关于使用资本的考虑，这里不考虑我们是否想借钱的情况，因为我们通常不愿意这样做。

第一个大的问题是，把钱付给股东比留在公司里更有意义吗？就此衍生的一个小问题，如果我们把钱花出去，是通过回购还是通过股息？**我们是否应当以股息的形式发放红利，检验标准是，我们留存的每一美元能否在公司内创造超过一美元的价值。**你永远不知道确切的答案。但到目前为止的结果来看，答案是肯定的。我们认为我们可以做到，但这只是我们的希望。过去的历史在某种程度上证明了这一点，不过，这并不是必然如此的。

一旦我们想明白了这点，那我们就会接着思考第二点，我们是否要回购股票？很明显，**如果你能用很大的折扣，以保守计算的内在价值，买到你的股票，而且你能买到合理的数量，这就是资本应当正确使用的方式。**

最后，剩下的第三个问题就是风险，**如果你有资本，并且你认为你可以创造更多的美元，那你该如何承担最少的风险下创造更多的美元？**

这就涉及到了商业风险。但它不需要计算波动性。我不知道喜诗糖果以股票波动率来标示的风险，因为自 1972 年以来，该公司的股票就没有再对外发行了。但这是否意味着我无法确定一家企业的风险有多大，仅仅因为我们没有每日报价？不。**我可以通过观察企业和它所处的竞争环境等来确定它的商业风险。**

因此，一旦我们想明白了应当如何配置资本，以便为留存的每一美元创造超过一美元的现值，那么剩下的问题就在于做你能找到的最聪明的事情。我们所做的每笔交易的成本，都是用在某一特定时间的次优交易来衡量的。这个次优交易包括我们是否应该在原有业务的基础上增加投入。

我在各种各样的公司董事会上过听过关于资本成本的讨论，但我从来没有找到任何有意义的东西，除了他们在商学院学到的东西和投资顾问们所谈论的东西，大多数董事会成员都会点头，却不知道到底发生了什么。这就是我自身关于资本成本的经验。

19、"伟大的想法"需要足够的准备

巴菲特：现在，让我们来谈谈伟大的想法，当你有了一个伟大的想法时，你就会知道的。但我不能确切地告诉你，当时你的神经系统或大脑发生了什么。但是这些年来，我们很少有大的、好的想法。我不知道你们认为我们职业生涯里总共共有多少想法？也许是 25 个或者更多？

芒格：如果你把伯克希尔前 15 名投资都拿走，那我想你们大多数人就不会在这里了。(笑声)

平均来说，好的想法大概每两年一次。

巴菲特：是的，每一两年一次。有时会有很多，比如 1973-74 年。但问题是，对我们来说，现在的"大想法"意味着规模要大。我的意思是，必须要有数十亿美元才能让伯克希尔的发展有很大的起色。我想说的是，50 年前，当我翻开穆迪手册时，一旦我想到一个伟大的想法时，我当时马上就会知道。我从那些报告中找出了保留了 50 年前的"伟大的想法"——因为它们太明显了，太不可思议了。这种情况在当时时有发生。

1951 年 1 月底，我遇到了洛里默·戴维森，他和我一起花了四到五个小时向我解释 GEICO，我知道这是个好主意。可能是 10 个月后，我为《商业与金融纪事报》"我最喜欢的证券"专栏写了一篇文章。显然，这是一个伟大的想法。当我发现西方保险证券公司时，我也知道这是一个伟大的想法。但我不能为此投入数百万美元，实际上当时我也没有数百万美元，所以，对我而言并没有什么区别。我们在这之后遇见了"伟大的想法"。

我们也必将遇到。如果我们有一个正常的寿命，我们未来仍会遇见"伟大的想法"，但关于未来，我不能以确切的方式告诉你我脑子里到底发生了什么，比如像那些闪烁着霓虹灯广告招牌一样，上面写着，"这是一个伟大的想法。"实际上，我有一个真正的投资体系。(笑声)我得到一个真正伟大的想法，我打电话给查理，他只说"不"，而不是"这是我听过的最糟糕的想法"。但如果他只是说"不"，那这很可能就是一个伟大的想法。

芒格：我们生活中有个游戏——当你得到一个稀有的好主意的时候，你能够识别它，我认为这是你需要很长时间准备的。俗话说得好："机会留给有准备的人。"我认为你不可能在两分钟内教会人们如何做好准备。这就是游戏规则。

巴菲特：我们在 40 年前学到的东西将帮助我们认识到下一个"伟大的想法"。

芒格：让我们回到机会成本。目前正在使用的全国大一经济学课本，几乎就在第一页。它说，"所有聪明的人都应该首先考虑机会成本。"这显然是正确的。但是，基于机会成本来教授商业是非常困难的，而教授资本资产定价模型要容易得多——你只需输入数字，然后输出数字。因此，人们教的是容易教的，而不是正确的。

这让我想起了爱因斯坦的名言。他说，"每件事都应该尽可能简单，但不要太简单了。"

巴菲特：这句话我记下来了。(笑声)

20、大型零售商正在攻击大型品牌护城河

巴菲特：你还问了一个关于特许经营的有趣问题，提到了金宝汤和家乐氏。我不是这方面的专家，但我想说的是，根据我多年来的一般观察，这些问题来自两个不同的方面。

我认为家乐氏，即食谷类食品的问题并不在于口味或消费模式的改变，我认为他们可能只是把价格推得太高了，以至于他们失去了市场份额，并失去了他们认为自己拥有的护城河。这不是因为通用磨坊谷物、通用食品谷物或者诸如此类的产品的出现造成的。如果你的定价真的不合理，人们会把小麦或葡萄坚果和家乐氏玉米片归为一类，那么你就会失去市场份额。一旦你开始失去市场份额，就很难再收回来。

我认为金宝汤的问题更多的与生活方式有关。我想它已经变得有点不适应现在的生活方式了，也许比 40 年前更不适应了。

我这里没有软饮料的消费数据，但我敢打赌，在 110 年里，软饮料的人均消费在历史上几乎每年都在增长。我的意思是，它现在占美国液体消耗接近 30%。如果一个美国人平均每天要喝 64 盎司的液体，那么，就有约 18 盎司是软饮料，其中又有 43%是可口可乐产品，也就是每天 8 盎司的可口可乐。换句话说，在美国的男人、女人和孩子的水分摄入中，有 1/8 来自可口可乐的产品。

实际上，自从软饮料被发明以来，全世界的人均消费量都在上升。我想说，这一趋势几乎不可能在全球范围内逆转。在那些人均消费量一年是 64 盎司的国家里，可口可乐有很大的潜力。在很多国家里，可口可乐的人均消

费是美国的 1/50。

现在，**你可以把价格提高了**。我的意思是，这取决于你所在的国家的情况，这甚至取决于你所在国家的具体地区的情况。如果你在可口可乐和自有品牌产品之间建立了较大的差异，那么你就会在某种程度上改变人们消费模式。这种差异不是很大，但已经足够让其他人不想进入了。

这很有趣。咖啡的消费量每年都在下降，但这不影响人们所谈论的星巴克的发展。**如果你看看这个国家的咖啡消费量，如果你看看这个国家的牛奶消费量，你会发现人均消费量一直在下降，一年又一年，一年又一年，一年又一年。**我认为，**人们一旦习惯了，就会很清楚地知道他们喜欢喝什么，当然价格需要合适。**

有趣的是，当我 1930 年出生的时候，一瓶 6.5 盎司的可乐要花 5 美分，同时你需要在瓶子上放 2 美分的押金。现在你买一个 12 盎司的罐装可乐或者更大的产品，如果你在周末去超市买的话，你每盎司的花费可能是 1930 年(70 年前)的两倍多一点。将其与几乎任何产品的实际价格进行比较，除了原材料之外，比如拿它和汽车、房子、**或任何东西相比，可口可乐它的价格几乎没有上涨。**当然，我认为人均收入的增长对此有贡献。

查理，你怎么看麦片和浓缩汤？

芒格：我认为这些例子说明护城河使得竞争对手的敌意变弱了。**问题的关键在于产品的下游渠道变得更加集中和更加强硬。**我的意思是，**大型食品杂货连锁店现在有很大的影响力。**然后再加上沃尔玛、好市多超市、山姆超市，家乐氏夫妇面对的是一个不同于三四十年前的世界。

巴菲特：是的，**品牌和零售商之间总会有一场战争，因为零售商希望自己的名字成为品牌。**而且，如果人们对好市多或沃尔玛的信任超过他们对品牌的信任，或者与品牌信任程度相当，那么品牌的价值就会从产品本身转移到零售商身上。

这种情况持续了很长时间。我所知道的第一个案例是在 1930 年代的 **A&P(大西洋-太平洋食品超市)**。我相信 A&P 是这个国家最大的食品零售商。他们也是私有品牌的推动者。比如 AnnPage，我想那是一个很大的私人品牌。他们觉得他们可以说服 1930 年代的消费者，他们的品牌要比 DelMonte 这样的品牌，还有 Campbell's 这样的品牌要更好。当时的人们一度以为他们会赢得那场战争。谁知道呢？我不知道是什么因素导致了后来 A&P 的下降，但它是很戏剧性的。曾经有一段时间，这是一个伟大的美国成功故事，但后来却成了一个伟大的美国失败故事。查理，到你了。

芒格：山姆俱乐部和好市多俱乐部的实力已经非常强大了。今天早上早些时候，当我在书上签名的时候，一个非常漂亮的女人走过来对我说她想谢谢我。我问："为什么？"她说："是你让我从好市多(Costco)买到我穿的这条连裤袜。"我之前曾说过，好市多能够让所有人都能在好市多的门店里买到一件品牌为恒适的连裤袜，这是多么神奇。这在 20 年前是不可能发生的。

巴菲特：查理，如果她都和你商量应该去哪里买裤袜，我猜当时她一定很绝望。(笑声)

21、卖空很"诱人"，但"非常痛苦"

股东：大家好，我是来自新罕布什尔州汉诺威的 DaveStaples，我有两个问题要问你。首先，我想听听你对卖空证券的看法，以及你最近或投资生涯中的具体经历。

我的第二个问题是，你如何在你已经确定要购买的证券中建立仓位？以 USG 为例，我相信你以每股 14-15 美元的价格购买了大量仓位。当然，在 18-19 美元的时候，你肯定也认为这是一项合理的投资。为什么是 14-15 这些神奇的数字？现在跌到了 12 美元左右，你还会继续增持吗？你如何决定你最终的仓位是什么？

巴菲特：我们不能谈论任何具体的证券，所以我们的购买技巧很大程度上取决于我们交易的证券种类。有时可能需要很多个月才能买到。有时却可以做得很快。有时付出是值得的。而有时则不是。事实上，你永远不知道当你在做这件事的时候应该使用什么正确的方法，但是你可以根据你过去的购买行为做出最好的判断。但是我们不能讨论任何具体的问题。

关于卖空，这是一个值得研究的有趣项目——因为它毁了很多。这是那种你会破产的事情。

鲍勃·威尔逊，有很多关于他和度假村国际集团的著名故事。他做这件事没有破产。事实上，他后来做得很好。但卖空时你的损失是无限的，这与做多时你可以确定你已经付出了代价的情形，是完全不同的。

卖空这是诱人的。在你的投资生涯中，你会看到更多被严重高估的股票，而不是被严重低估的股票。证券市场的本质就是偶尔向天空推销各种各样的东西，所以证券经常会以 5-10 倍的内在价值进行出售，而且很少会以 20%或者 10%的内在价值进行出售。因此，你会发现，在估值过高方面，价格和价值之间的差异要大得多。所以你可能认为做空更容易赚钱。我只能说，这不是我的游戏，我也不认为这是查理的游戏。

这是一个非常非常艰难的业务，因为你面临着无限的损失，也因为那些高估股票的人，经常处于推动者和骗子之间。这就是为什么他们会这么做。一旦股价到了那里，他们也知道如何利用这种估值来提升公司的价值。因

为如果你有一只股票以 100 美元的价格出售，它的价值是 10 美元，很明显，发行大量股票是你的兴趣所在。如果你这样做，当你做完所有的发行后，最终价值可以是 50 美元。

事实上，**有很多连续进行资本运作并股价上涨的股票，都是基于管理层会继续这样做的隐含假设。**如果他们这样做了一次，以 100 元的价格发行了很多股票，使其价值达到 50 元，此时价值是 50 元，那人们会说：这些人很擅长这个。我们付 200 或 300，然后他们可以再做一次。通常情况下，管理层的想法并不那么清晰。但这就是很多增发股票的基本原则。如果你已经有一个成功的项目，那你可以在发起人没有想法之前就花光所有的钱。

最终，做空几乎总是有效的。我是说，这些年来我们一直想去做空的对象中，最终的击球率会是非常高的，但是你要一直坚持做空，最终的结果才会非常好。但这是非常痛苦的，根据我的经验，做多赚钱要容易得多。

我遇到过一种情况，实际上，是一种套利的情况。当我 1954 年搬到纽约的时候，大概是 1954 年 6-7 月发生了一种必然会发生的套利交易。但其中有一个技术上的问题，我总感觉缺了点什么。在很短的一段时间里，那感觉就像去年秋天的 Finova 的交易。这是非常不愉快的感觉。

在我看来，**你不可能做空赚到很多钱，因为你不可能让自己承受巨大的损失。**查理，你呢？

芒格：本·富兰克林说过，“如果你想要痛苦，那就在复活节借一大笔钱，然后在大斋节时偿还。”同样的，做空某样东西，而它价格却一直在上升，因为这时候有人在以一种不正当的方式推销它，那么你就会一直在赔钱，直到他们要求你补充更多的保证金。

在你的生活中有那么多的烦恼是不值得的，在其他地方少点刺激地赚钱很难吗？

巴菲特：无论如何，它都不可能达到伯克希尔所要求的规模。我的意思是，你永远不可能为了对伯克希尔的整体价值产生真正的影响而花那么多钱来做这件事。所以做空，这不是我们考虑的事情。

这很有趣。我有一份《纽约时报》，那是**北太平洋铁路角力事件**那天的副本。在这个案例中，两个对立的商业巨头各自拥有北太平洋铁路公司 50% 以上的股份。当两个人各自拥有超过 50% 的股份时，事情就会变得很有趣。(笑声)北太平洋铁路公司的股票，在 5 月 9 日那一天，从 170 元涨到 1000 元。它是以现金的形式出售的，因为你必须在那天持有这些凭证，而不是通常的结算日。还有《纽约时报》的头版(顺便说一句，那时候它只卖一便士，它的通货膨胀率比可口可乐还高)，就在这篇报道旁边，它讲述了新泽西州纽瓦克市的一位酿酒商因为这件事在当天接到了追加保证金的通知。他跳进一大桶热啤酒中死了。所以做空这事对我来说真的从来没有吸引力，你

知道，这意味着我金融生涯的结束(笑声)。谁知道呢？

总的来说，做空是没有好处的。实际上，在那个时期，你可能会觉得很有趣。在最新一期的《纽约客》上，有一个关于泰德·特纳的有趣故事，还有一个关于海蒂·格林(Hetty Green)的故事。早在 1880 年代，海蒂·格林就是伯克希尔哈撒韦公司的创始人之一，海蒂·格林的财富一直在增加，她也许是世界最有钱的女人。在美国她肯定已经很有钱了，也许某个女王在国外更有钱。但是赫蒂·格林只是用一种缓慢的、老式的方式做到了这一点。我怀疑海蒂历史上到底有没有做空过什么。因此，作为海蒂·格林的精神后裔，我们在伯克希尔将远离做空。顺便说一个有趣的事。当我读到这个故事的时候，我几乎可以肯定，海蒂她伪造了一份遗嘱，试图从她姨妈那里筹集一些可观的钱。这是一次非常非常著名的审判，在 1860 年或 1870 年。虽然他们最终战胜了海蒂，但她还是成为了这个国家最富有的女人。

<海蒂·格林(Hetty Green)>

海蒂·格林，绰号“华尔街女巫”，是 19 世纪时的一位女商人和金融家，被称为“美国最富有的女人”，同时也被吉尼斯世界纪录命名为“世界上最大的吝啬鬼”。1834 年出生于美国马萨诸塞州的一个富裕家庭，她父亲拥有一支庞大的捕鲸船队，靠捕鲸获得了巨大财富，接着又在华尔街股市上成倍地放大了自己的财富。母亲身体不好，所以大部分时间海蒂都是和外祖父在一起。6 岁时，她开始为视力退化的外公朗读财经时报，经常与外公探讨时报内容；8 岁时，她在银行给自己开了一个账户，开始用零花钱进行投资；11 岁时，海蒂曾经被送到一所女子学校，这所学校信奉一种哲学：如果富人的孩子没有学会节俭，那么很快就会变穷。在这所学校，如果上一顿饭没有吃干净，那么下一顿就只能饿着；13 岁时，她开始学习管理家族的账目；整个青年时期，她都在不断学习和实践最前沿的商务知识。有一年海蒂冬季到纽约度假，父亲给她 1200 美元让她买衣服，她却拿其中的 1000 美元买了债券。可以说海蒂从小就是被按照家族财产继承人来培养的，她的父亲和外祖父希望她有管理能力管理自己的财务，不必依赖他人。1864 年父亲去世，30 岁的海蒂继承了价值 750 万美元的资产。她不顾家人反对，把一大笔钱投资在了内战债券上。海蒂的姑姑西尔维亚没有孩子，去世时留下了 200 万美元的遗产。海蒂伪造了一份遗嘱，声称自己是其财产的唯一合法继承人，和其他表兄妹打起了官司，五年后输了官司。33 岁那年，海蒂嫁给了百万富翁爱德华·格林，海蒂要求爱德华签署婚前协议，同意海蒂财产与爱德华无关，这个婚前协议保证了海蒂对自己财产的所有权。海蒂和丈夫财务分开，各自进行投资。海蒂向处于危机中的银行和城市发放高息贷款，投资房地产，买卖铁路债券，她是个投资高手，一年内从债券投资中获得的收益高达 125 万美元。她从不碰自己不熟悉的行业，她曾说过“我从来不买工业股票，我喜欢铁路和房产，在决定任何一项投资之前，我会努力寻找关于这项投资的任何一点信息，赚钱其实没有多大窍门，你需要做的就是低买高卖，你要节俭，要精明，还要持之以恒。”1885 年爱德华破产了，海蒂拒绝帮他偿还债务。1902 年爱德华死于心脏病，海蒂就换成了一身黑寡妇打扮，穿着黑裙子，戴着黑面纱。报纸上开始称她为“华尔街女巫”。作为一名在男人掌控的行业之中脱颖而出的女士，海蒂总是能吸引大量的媒体关注。媒体对她的吝啬有很多报道。为了避税，同时转移媒体或潜在强盗的注意力，海蒂经常搬家。每天睡觉时，她都把银行保险箱的钥匙系在腰上，手上再拴上一把枪。海蒂不断在出租的房子和便宜的酒店里换来换去，并且通常使用假名。她一直努力避免被认作是纽约居民，因为那样她就不得不缴纳纽约的税费，虽然她常常穿着破旧的黑衣裙出现在华尔街的银行里，银行曾提出给海蒂安排一间办公室，但她怕引起税务人员的注意，只肯用大堂里的空桌子，甚至干脆就坐在地板上看信件、剪息票。有时，海蒂会自带午餐，通常是燕麦粥，把它放在暖气片上加热。她曾经胳膊夹着 20 万美元的见票即付的债券出现在她在的纽约银行里，这种债券相当于现金，她是乘坐公共汽车来的。她还曾经花半个夜晚在马车上寻找从信中掉落的两分邮票。然而在她发疯似的寻找这张邮票的几个小时里，她的财富产生的利息就有 700 美元，相当于一个中等家庭的年收入。海蒂对自己很吝啬，有人说她从来不用热水，也不打开暖气，衣服都是破得不能再破才换新的。她一儿一女，给孩子们穿的衣服都是二手货。一次，她的儿子摔断了腿，海蒂带他去了一家给穷人治病的免费诊所。在医生认出她并索要钱财的时候，她离开了医院。她儿子的腿后来因为感染而不得不截肢。对于向她女儿西尔维亚求婚的人，海蒂都不

认可。她认为这些人是为了她的钱。西尔维亚 38 岁的时候，海蒂终于同意她嫁给马修·威尔克斯。马修是阿斯特家族的继承人之一，约有 200 万美元的财产。海蒂要求马修签署婚前协议，放弃继承西尔维亚财产的权力。马修签了协议，作为回报，海蒂给了他 5000 美金。海蒂晚年的时候得了疝气，需要手术。她觉得 150 美元手术费太贵了，宁可一直生活在痛苦中，就这样坚持到 1916 年去世，享年 81 岁。海蒂去世后留下价值约 1 亿美元的遗产(相当于今天的 25 亿美元)，而当时美国的国内生产总值也就 498 亿元。如果 1916 年就有《福布斯》财富排行榜的话，那么她轻而易举就能排进前 20 位，时至今日，她还是美国历史上最富有的 40 个人之一，并且是其中唯一一位完全靠自己的努力而成功的女性。1961 年，她女儿西尔维亚去世时，把相当于现在 4.43 亿美元的遗产，全部捐给了慈善机构。

<北太平洋铁路公司争夺战>

1901 年，哈里曼在谋求北太平洋铁路公司控制的一小段铁路时遭到了拒绝，他认为那段铁路会威胁到他所拥有的铁路的运营。于是，和很多有气魄的老板一样，哈里曼决定通过收购北太平洋铁路公司来永久地解决这个问题。与哈里曼合作的银行家是雅各布·谢弗，而北太平洋铁路公司的老板希尔是摩根银行的重要客户。雅各布·谢弗很快介入了这场股票争夺战，摩根银行岂能袖手旁观，两家铁路公司的战斗变成了两个财团的战争。股票抢购战号角吹响。而在两大银行家介入之前，北太平洋铁路公司的股票已经上涨了一个月，投资者们按照以往的经验预测，股价不可能一直涨上去，很多人开始卖空，期待着可以从股票的下跌中得利。空头们都在盼望股价下跌。但当他们意识到这是摩根和谢弗两个银行家的较量时，一切都太晚了。他们只能抛出自己手中的其他股票，然后以高价购买北太平洋铁路公司的股票来履行合约。为了争夺控股权，两大寡头不惜血本，疯狂地捕捉市场上剩余不多的每一只股票。一个经纪人为了将 500 股北太平洋铁路公司的股票运到纽约，甚至不惜专门雇了一列火车。在最疯狂的 5 月 9 日，北太平洋铁路公司的股票从开盘的 170 美元一度涨到 1000 美元。恐慌迅速蔓延。由于北太平洋铁路公司股票的价格不断上涨，空头们不得不大量抛售其他公司的股票来高价购买北太平洋铁路公司股票以履行合约。在巨大的卖压下，其他股票的价格出现雪崩。1901 年 5 月 10 日刊登那篇关于啤酒商自杀消息的《纽约时报》的头版，通栏标题是“弱市中的灾难与毁灭”，内容如下：华尔街市场发生了史无前例的大恐慌，无数财产付诸东流。最终，参战的各方达成一致，决定制定计划采取行动以缓和令人痛苦的局势。摩根的非凡之处不仅在于可以果断地祭出“重组世界”的大手笔，也可以在关键的时候果断地妥协。远在欧洲的摩根授意他的手下和雅各布·谢弗签订了“紧急停战协定”。两家银行宣布不再购买北太平洋铁路公司的股票，同时允许所有的空头以 150 美元的价格平仓，把很多人又从破产的边缘拉了回来，血战在一天之内戛然而止。可怜的啤酒商人，如果再犹豫一天，就可以坐在啤酒桶外继续喝自己的啤酒了。接着摩根又添神来之笔，成立北方证券公司，把希尔和哈里曼撮合到一起，组成控制美国东西大动脉的超级铁路公司。

<泰德·特纳>

1997 年 5 月，美国乔治亚州企业家、亿万富翁泰德·特纳与一家经纪公司达成了一项交易安排，双方约定特纳有权以最低每股 19.815 美元的价格向该经济公司出售其持有的时代华纳公司(Time Warner)的股票，而经纪公司则有权按照最高每股 30.45 美元的价格购买相同数量的同样股票。这是一个典型的领口期权组合(collar)，因为它规定了特纳所持有的 400 万华纳股票的价格上下限。该交易的实质，是在保有标的资产的情况下，通过两个期权的组合同时进行一买一卖的操作(可以是买看涨卖看跌，也可以卖看涨买看跌)。这样可以把标的资产的风险控制在一定价格区间，或者仅规避特定价格区间的风险。领口期权组合是一种海外市场上常见的对冲策略。特纳有权以至少 19.815 美元的价格出售这些股票，这样就保证了他买股票时不会亏得太惨；但是，这么做的代价就是，他得放弃 30.45 美元以上的溢价。换句话说，19.815 美元是他的保底价格，但是他最多也就能卖到 30.45 美元了。2000 年 1 月 10 日，美国在线(AOL)与时代华纳公司正式宣布合并，时代华纳按 1:1.5 置换 AOL 股票，其股票价格从 27 美元迅速上涨至 92 美元，几乎三倍于 30.45 美元。按照约定，特纳以每股 30.45 美元的价格上限赚了不少钱，一般人肯定都觉得这不错了，还要啥自行车。但是，AOL 给的收购溢价太多了，相较于没有领口期权安排时特纳能拿到的全部收购价，他在这种对冲策略下“损失”了将近 2.5 亿美元。好在特纳不差钱儿，这 400 万股票只占他总持股数的 4%。之后 2002 年，AOL 出现了 542.2 亿美元的大幅亏损，创下了美国历史上季度亏损的最高纪录。2003 年，AOL 亏损额更高达 987 亿美元，市值蒸发近 1000 亿美元。到 2009 年 12 月，时代华纳正式剥离 AOL，AOL 市值跌至 30 亿美元。2015 年，AOL 被 Verizon 以 44 亿美元收购退市，永远的离开了我们的视线。

22、伯克希尔“忠诚效应”的价值

股东：大家好。我是 JamesHalperin，来自德克萨斯州达拉斯。我从 1995 年开始就是股东了。我感觉很

好，谢谢你。我的问题与伯克希尔所谓的永久性持股有关，也与在做投资决策时，你是否以某种数学的方法计算出了伯克希尔的持有行为，对公众投资者忠诚度的声誉的价值？

假设你有足够的信心，认为百事或宝洁的现金流增长速度将快于可口可乐或吉列。并且不考虑股票的重置成本(处置原有股票需缴资本利得税)，你会卖掉可口可乐，买入百事可乐吗？如果没有信心，为什么没有？在做此类决定的时候，你是如何评估伯克希尔的行为，对公众投资者忠诚度的声誉的影响呢？

巴菲特：我认为这是一个非常好的问题。

我认为我们不太可能得出这样的结论——比如你提到宝洁和百事或其他一些主要的消费品公司会比我们现在拥有的公司做得更好。我们很可能在别的公司做出额外购买的投资决策。

实际上，如果查理或我作为伯克希尔的代表进入一家公司的董事会，那我认为我们几乎不可能交易他们的证券。它会产生很多问题。人们会认为我们知道一些我们不知道的事情。特别是如果我们想卖出它，人们会质疑我们是否在公司内部发现了一些大众所不知道的东西。所以一旦我们进入董事会时，我们就真的放弃了投资中大量的流动性。所以我根本就没想过要按你说的去做，如果我只是一个管理公司的资金经理，我可能会做得很好。

当然，在年度报告附赠的所有者手册的基本规则中，我们已经明确地说过，就我们购买的业务而言，它们是非卖品。昂贵的价格是诱惑不了我们的。我们提出的例外情况，与我们认为存在永久性现金损失的业务有关，或者与我们有劳工问题的业务有关，我也在今天早些时候说过，我们可能会在布法罗新闻上看到这种情况。但除此之外，我们不会仅仅因为我们需要可以把钱用在别的地方，就会对我们的公司不感兴趣了。

你知道吗，我不能真正深入我的内心问自己，然后告诉你其中有多少，是因为我认为这将有助于我们在未来购买企业？还是因为如果我们那样做只是我的自然倾向——比如当我和某人做交易时，我对他们对我的行为很满意，因此我想要坚持下去。实际上，可能两者都有，你知道吗？我不想去衡量这两者孰轻孰重。我对第一种感觉很满意，对第二种感觉也很满意。

我只是觉得这太疯狂了。如果我自己拥有伯克希尔的全部股份，我就不会想着与那些信任我、喜欢我、对我非常公平的人做交易。我不会想要通过来回做交易，使得自己的资产在很大规模的基础上，再获得 5% 以上的更高的收益。我认为那是一种疯狂的生活方式。我不希望我经营一家上市公司的事实，导致我的行为方式让我感到不舒服。如果我们是一家私营公司的话，我也会这么说。

但我也觉得，作为股东，你们有权知道这是我的一个癖好。因此，我把它列出来，并且已经列出来 20 年了，作为一种你应该理解的东西，作为一个投资者或者潜在投资者，你必须了解的东西。

我相信随着时间的推移，它会帮助我们进行收购。不管这是否以某种方式补偿了查理所说的机会成本(这偶尔有利于我们)，我不知道，这是我永远无法计算的。查理？

芒格：嗯，我倾向于计算它，至少是粗略地计算。到目前为止，忠诚效应是我们生活中的一个加分项。

巴菲特：你认为这在有价证券和私人企业中都是正确的吗？

芒格：噢，不。我不认为许多上市公司的忠诚效应会像私人公司那样重要。

巴菲特：你可以说我们成为公司董事是一个错误，因为我们放弃了大量的投资灵活性，因为我们是董事。不过毫无疑问，我们就是这样做的。如果你只是想赚钱，你不会想成为任何公司的董事。这也是毫无疑问的。

23、对伯克希尔公司文化将延续下去的信心

股东：来自俄克拉何马州克莱摩尔的汤姆·哈里森。下午好先生们。谢谢你让我度过了一个愉快的周末。

我的问题是问巴菲特的。我天生就有点悲观，我经常做一个噩梦，梦见《华尔街日报》的一个标题写着："巴菲特去世"。

巴菲特：他们可能会说得更优雅一点(笑声)，但总有一天，这个标题会出现。(笑声)

股东：当然，查理也不年轻了。(笑声)

考虑到这些问题，你能不能在你的年度报告中更详细地介绍一下继任问题？我为我问这个问题道歉。

巴菲特：哈，没有理由道歉。我的意思是，我每隔几年就会问我们的经理这个问题。

大约每两年，我给他们寄一封信，我说，"如果你今晚去世，我希望你明天早上告诉我什么？"你知道，因为我也必须做出同样的决定，而我不是每天晚上都和他们聊天。所以我希望他们每隔几年给我写一封信，告诉我他们对这个主题的看法：他们认为谁应该接替他们，或者是否有几个候选人，他们的优点和缺点分别是什么。我有这方面的资料。而且，你有权得到关于继承者或相关问题的答案。因为这是买入一项生意的一部分。

我可以告诉你，没有人比我对这个话题更感兴趣了。查理也有类似的兴趣，因为我们的净资产大部分都在伯克希尔。另外，我们在这个行业已经付出了一生的努力。我们俩都希望伯克希尔能够获得最终的成功。我们喜欢到目前为止发生的事情，我们想证明伯克希尔的模式是可以的不依赖于像我们这样的人，我们实际上希望它可以

被制度化。查理和我，我们都知道谁会接替我的工作，也有可能是两份工作：一份是有价证券的投资，一份是经营具体企业业务。

我们希望确保这种文化得到保持。我认为伯克希尔的文化太强大了，很难改变。除此以外，以我现在在伯克希尔的股权状况，也可以阻止这种改变发生。无论如何，我都认为伯克希尔的文化不会有改变。

至于谁来接替我，那要看我什么时候离开。我没有必要告诉你今天会是谁。这样做没有任何好处，而且 20 年后的情况可能也不一样。我是说，20 年前，很明显是查理。但因为他的年龄，现在不会是查理了。继承者现在会是别人了。15 年或 20 年以后可能会有其他继任者。我们对继承者的情况很满意。

就股票所有权状况而言，我对公司的稳定性感到非常满意，因为在未来很长一段时间内，这是有保障的。我们对现有的经理和现有的文化感到非常满意。你知道，最终继承者会被点名。

我想我已经提过，当他们打开那个信封的时候——所有的信封内容都已经被关键人物知道了——但是当他们打开那个信封的时候，第一个指令会是，“再给巴菲特测一次脉搏”。(笑声)

如果我没安排好，那还是会有一个非常优秀的接班人。查理？

芒格：**最主要的防御手段是：拥有那些或多或少会自动运作良好的资产。**我们有很多这样的资产。

在一定程度上，如果你拥有非常**优秀的管理人员**，并且还有非常**优秀的人才系统制度**来吸引优秀的管理人员，那么，在现有的管理人员离开后，公司仍会有很强的发展势头。可我必须要说，**我不认为我们的继任者会像沃伦一样善于分配资金。**(响亮的掌声和笑声)

巴菲特：那可不一定。我们在 10 年前做了一个小测试，当时我在所罗门公司工作了 9 个月零 4 天，而在这期间，伯克希尔一切都很顺利。我们的经理们不需要我们，而**我们必须分配资本，同时我们必须确保他们得到公平对待。**除了在资本配置方面，我们都不是在伯克希尔总部做的决定。这一点很重要。我们的运作在某方面上是半自动的。而另一些，有时确实需要一些想象力或类似的东西。在 1991 年的 9 个月零 4 天里，当时主要是所罗门公司在我的脑海里，而伯克希尔不在。可公司一切都照常进行。我们现在比十年前强大得多。

我 99% 的财产都是伯克希尔的股票，这让我感觉很舒服。我认为这是一个明智的持有，最终，我的股份会为基金会所有。而我知道，在基金会得到它的时候我不会在场。

24、“我们不想谈论白银”

股东：你好，巴菲特先生，芒格先生。我叫马特·阿纳。我来自亚利桑那州的图森。今天很高兴来到这里。

我的问题可能属于查理·芒格古怪投资活动的范畴。但考虑到伯克希尔以前投资白银的经验，你对目前白银市场有何看法？你如何分析这个市场？你确定银的均衡价格了吗？如果是这样，你愿意和我们分享这个价格，或者向我们解释你是如何决定的吗？

芒格：简而言之，我们不想谈论白银。(笑声)

巴菲特：是的。我们不会对石油或任何东西的价格做出任何预测。均衡价格是今天的价格。但一年后或五年后，均衡价格会有所不同。但我们不能告诉你具体是什么。

25、电力管制的放松导致了严重的电力短缺

股东：你好，巴菲特先生和芒格先生。我叫鲍勃·奥登，来自华盛顿州西雅图。考虑到目前的政治氛围，在电力公用市场，政客们似乎在安抚他们的选民，而不是考虑价格和数量这类的常识.....即使可能废除《普赫卡法》(PUHCA laws)，这些法律也可能在几年后恢复，再加上或减去政客们可能凭空想出来的任何其他法律，然后将投资置于风险之中.....但与中美能源公司目前所做的相比，似乎参与这些市场并没有什么风险。

巴菲特：查理，你是加州居民。(笑)

芒格：当然，电力生产是一个巨大的产业。它不会消失。我们在能源领域可能还会做一些其他的事情，这一点也不是不可想象的。这是一项非常基础的业务。

你说的没错，就电力而言，加州是一团乱麻。同时我想说，它反映了这个国家教育系统的一个根本缺陷，那就是很多聪明的人、各种各样的人，比如公共事业主管、州长、立法者、新闻工作者的领袖，他们很难认识到，**与电力系统最重要的是，需要产能过剩。**这是个很难的概念吗？(笑声)

每个人都明白，如果你要建一座桥，你不想要一座只能承受 2 万英镑的桥。你想要一座能承受比最大负荷大得多的桥。**这种安全边际在桥梁建设中非常重要。电力系统也是类似的。**那么，为什么所有这些聪明的人，都忽略了一个最明显和最重要的因素，而把它搞得一团糟？我给你的回答当然是另一个问题。正如我的一个老教授常说的，"让我知道你的问题是什么，我会试着让它对你来说更困难。"(笑声)

巴菲特：对我来说，查理显然是对的。有趣的是，从全社会的角度来说，一个电力系统可能需要有三个目标，你会希望你的电力事业成为这样：

首先，是你希望它能合理有效地运作。

其次，因为在很多情况下，它确实具有垄断的特征，所以你会想要一些能产生公平的回报，而不是巨大的回报——但这个回报率需要足以吸引资本。

第三，你需要这个安全边际，就是充足的供给。

当你有很长的时间来创造供给时，也就是增加发电能力，你必须有一个系统来奖励那些履行了增加额外电力供给的人。一个受监管的系统就能做到这一点。当你给人们所投入的资本回报，使得当他们投入的资本稍微多一点，也就是有了更多的发电量和用电安全边际，他们也能因此得到回报时，这样他们就会一直保持适度扩张，使得总的发电能力总是比实际需要多 15-20%。

这种监管和垄断性质的弊端之一是，它没有激励效率的作用。监管机构试图以各种方式来激励，但如果有人能够从他们所投入的资本中获得回报，就很难激发出巨大的效率。因此，公共事业监管机构一直担心有人只是在建造任何东西，然后得到国家允许的最高回报(而缺乏效率)。

但是我想说的是，由于管理上的疏忽而产生的问题，与由于电力生产能力不足，而产生的问题相比，根本不值一提。我作为一个局外人的观点是，加州在法规的约束下，公用事业公司有动机拥有额外的发电能力，因为他们可以获得可观的回报——一种能吸引资本的回报。然后他被迫抛售了一半的发电能力或类似的东西，他们以账面价值的几倍把它卖给了一群人，这些人现在只是不受监管的发电机(意思是产能被闲置了)。因为他们不希望有太多的电力供给，他们对减少电力供应很感兴趣。

你完全改变了等式，因为这个家伙现在已经有了一块解除管制的资产，而为此他支付了 3 倍的账面价格，现在他必须从 3 倍的账面价格上获得回报，就像这个家伙在管制环境下在 1 倍的账面价格上的获取的正式收入一样。因此，他不会建造额外的发电能力，因为这样做只会降低电价。你知道，他希望事情进展顺利。

在我看来，这已经造成了一种情况——在这种情况下，企业的利益在很大程度上偏离了社会的利益。这对我来说毫无意义。我认为旧的制度更具有社会意义。

让人们获得良好的回报，而不是巨大的回报，但这个回报应该足以吸引资本，这种回报一般是建立在一定的投资动机上的，目的是保持在产能方面的领先地位——因为你无法对产能进行细致的调整，并且一般都能在产能方面领先一段时间。

随着政治力量的反复，我认为你最好有一个鼓励建立额外生产电力能力的电力系统。因为你不知道太平洋西北部会有多少降雨，你也不知道有多少水力发电，你不知道天然气价格会怎样。因此，燃气轮机运行是否有利就很重要了。总的来说，旧的系统确实比我们现在或多或少陷入的半放松管制的环境要好一些。查理，你怎么看？

芒格：即使是旧的系统也遇到了一些麻烦，因为每个人都有“邻避综合症”：“我不希望它在我的后院”，每个人都希望任何一个新电厂都不要在家附近。如果每个人都这么想，如果政治体制意味着阻挠者总是要去阻挠，那么这在一些地方，你就会陷入深深的麻烦。

如果你让那些不讲理、以自我为中心的人做出所有类似的决定，你很可能会因此缺乏足够的电力供应。而那是个错误。我们在炼油厂可能也会犯这样的错误。你知道，在过去的一段时间里，我们没有多少新的大型炼油厂。所以这种情况可能再次发生。

巴菲特：话虽如此，还是需要更多的发电能力。我的意思是，电力行业将会持续增长，它将需要大量资本。而我们应该有办法参与其中，在电力行业中，让我们获得合理的资本回报。我们不会期望获得很高的资本回报。但是我们很乐意这么做。我们有大量的资本，我们会在这个行业中感到舒适。只要我们不为别人的发电能力付出难以置信的代价，并且不要让人们对他们的电费感到非常不安，我们就不会觉得这些风险是不合理的。

在这个国家，如果你有一个公用事业工厂，它原来的价格是 X，然后你出去鼓励企业家以 3X 的价格购买，那你就不能指望公用事业价格会下降——比如电价。在我看来，这是一个非常基本的错误。我可能不完全理解它。

26、好的商业模式能弥补糟糕的管理吗？

股东：下午好。我叫帕维尔·贝金。我来自白俄罗斯的明斯克。我有两个问题。在我向你们提问之前，我想说，谢谢你们推荐我阅读《聪明投资者》，这是一本很棒的书，它在一夜之间极大地重塑了我，我要感谢你。

我的第一个问题是，假设我是一家公司的老板，该企业拥有持久的竞争优势和卓越的商业模式，并由有能力的人经营。然后，我开始注意到，管理层开始做一些远非明智的事情。那么，作为所有者，作为投资者，我应该怎么做呢？我应该试着告诉他们应该如何经营企业吗？或者我应该坐视不管，因为卓越的商业模式应该能够克服糟糕的管理？

第二个问题是，经验在投资业务中有多重要？我是指你在这一行获得的实际经验，而不是通过阅读本·格雷厄姆、彼得·林奇或者你的书籍，从那里获得的经验。这些就是我的问题。

巴菲特：关于你的第一个问题，你是否认为你已经控制了公司，或者你只是拥有了一种可交易的证券？

股东：是的，假设我拥有，比如说，20%的有价证券。

巴菲特：好的。看起来在第一种情况下，你所描述的情况不是假设。(笑声)

我想说的是，查理和我在说服正派、聪明的人们改变他们的行为方式方面的经历是很糟糕的，我们认为这些人做了不明智的事情。你同意吗查理？还是不同意？

芒格：这比贫穷更糟。(笑声)

巴菲特：是的。所以我想说的是，与其和那些会用你的钱做愚蠢的事情的人一起经营一门好生意，不如出去和那些你认为他们会和你一起做明智的事情一起经营一门好生意。我是说，你有这个选择。

现在，你也可以尝试说服他们改变主意。但这是非常非常困难的。我的意思是，你知道，这是我们 50 年来一直面临的问题。最初，我们面临的处境是，甚至没有人知道我们到底是谁，或者诸如此类的事情。现在，随着时间的推移，我们已经获得了一定的地位，也许是足以和他们谈论这个问题。我们已经写了关于这个主题的文章。我们发现我们还是没办法改变太多。我的意思是，当人们想做什么的时候，他们就想做什么。他们成为一家公司的 CEO 不是为了让一些股东告诉他们"你最近的想法是愚蠢的"。这不是那种能登上顶峰的人。

所以我会说，考虑到处理少量的股票会更容易卖出和买入之类的事情，这作为一种投资技巧，也许也可以作为一种在生活中避免压力之类的技巧：与你相处融洽的管理层在一起更好。简单地说，这比在一个伟大的企业里，管理人员一心想做一些对你来说没有多大意义的事情，要好得多。查理？

芒格：嗯，我当然同意这一点。

27、积累经验很重要，投资理念的方向更重要

巴菲特：第二个问题我想大概是，我们的实际商业经验与书本经验相比，对我们有多大帮助？

股东：嗯，你知道，如果你看看一个刚刚在投资行业工作了两年的人和一个已经在投资行业工作了 10 年的人。比如说，已经工作了两年的人，读了很多关于本·格雷厄姆的理念，你的理念，还有彼得·林奇的投资理念。那么你认为只有两年经验的人可能比第二个人做得更好吗？

巴菲特：嗯，如果一切都是平等的，不考虑你所拥有的经验的多少，我认为这些经验可能是有用的。但实际上，这不会是平等的。

不过，更重要的是，我认为，你认真思考了两年的东西比你练习了 10 年的东西更重要。如果在投资理念上有分歧，我宁愿与我在投资哲学上同步的人在一起。如果在投资哲学上两者同步，并且其中一个人有 10 年的经验，如果他从业 10 年而不是仅仅从业两年，那么他对更多企业的了解可能会更多一些。

但最重要的是，他们需要一开始就头脑清醒，特别是在如何评估企业和如何看待股票方面。不管他们是把它们看作是企业的一部分，还是把它们看作是一张纸片，你可以通过他们对图表的看法、对投资策略的看法或类似的东西来了解很多情况。查理和我在 50 年的时间里学到了很多关于很多企业的东西。但我要说的是，在第二年的年底，我们对新事物的判断可能和今天一样好。但我认为，比起了解特定商业模式的具体细节，见识过更多的人类行为和类似的事情会更有帮助。查理？

芒格：是的，我观察沃伦很长一段时间了，我想说的是，随着他年龄的增长，他的表现实际上越来越好了。不是在高尔夫或者很多其他活动上(巴菲特笑)，但是作为一个投资者，他更好。(笑声)我认为这很了不起。这表明，经验的积累很重要。

巴菲特：是的，这在某种程度上有助于了解很多商业情况。我的意思是，查理谈到了模型，这是你在观察的基础上自己构建你自己的模型。如果你足够认真的话，你的模型会越来越好，因为你花了更多的时间去观察，而不是仅仅试图让一切都符合你在最初几年看到的東西。

28、伯克希尔的股票推荐将是“巨大错误”

股东：大家好，我是来自华盛顿特区的 Richard Marvel。我的问题与伯克希尔的内在价值有关。你已经多次声明，你希望股票既不被高估，也不被低估，这样人们花在持有证券上的时间就代表了从证券中获得的收益——在这段时间内的经营成果。然而，由于伯克希尔由不同的企业组成，伯克希尔非常难以评估。而且，正如我们去年看到的，当你提供一点指导时——在去年的年报中，你说当股价达到每股 4.5 万美元时，你考虑过买入，但认为这是不公平的——直到年报出来，每个人都有同样的信息。虽然我也意识到，你并不认为有一个特定的“精确”数字，但你会考虑给出关于买入或卖出方面的任何指导吗？

巴菲特：答案是我们真的不会。就我们打算回购股份这件事而言，你可以将其理解为，从剩余股东的角度来看，这样做是有吸引力的。至少在我们看来，我们肯定不会支付高于内在价值的价格，我们不会让退出的股东受益，而让继续持有的股东受损。所以，你可能可以得出这样的结论。

但除此之外，我们更希望伯克希尔的股价波动远低于现在的水平。因为我们希望的理想情况是，**每一位投资者在持股期间的经历和收获，都与公司业务的进展或退步成正比。**我认为，多年来，与大多数公司相比，我们已经相当接近这一目标。但市场的本质是这样的，合理的接近，反而可能是最好的。

显然，我们不知道伯克希尔的确切内在价值。如果我们自 1965 年以来写下了秘密数字，回头来与实际情况相比，它们中的一些数字可能现在看起来很愚蠢。我认为伯克希尔实际上比大多数企业更容易估值，因为我们已经给了你所有的信息，至少这些信息对我们而言自己去做估值是比较重要的。然后，**你必须做出的最重要的判断，就是未来资本配置的好坏。**

相对来说，你很容易可以计算出我们大多数企业的现值，然后问题就变成了：当钱进来的时候，我们该怎么处理？资本配置好坏将对 10 年后的内在价值产生巨大影响。而这将在很大程度上取决于我们未来 10 年的经营环境。这里面会有很多运气。我认为有可能会有好运气。但谁知道呢？

我们建议买入或卖出股票都是错误的。我是说，你怎么能让每个人都立刻去做呢？这会让人丧失主见。你当然也不会告诉一个人其他人的优点或缺点。因此，我们真的没有办法谈论，我们是否认为这只股票应该买入还是卖出。但在某种程度上，**在回购上，显然我们是给了股东一个隐含的判断。**查理？

芒格：是的。我很喜欢这种方式。如果你把我们一起经历的这段时间做个平均，我们已经非常接近让我们的股票价格追踪其内在价值的目标了。它有时会领先一点，有时会落后一点，但平均来看，它的效果很好。

29、本杰明·格雷厄姆的“拣烟蒂”策略现在行得通吗？

股东：下午好。我的名字是 Martin O'Leary，我来自德克萨斯州的休斯顿。我的问题是，在您今年的年度报告中，在致股东的信中，您指出，您是在 50 年前遇到本杰明·格雷厄姆的，他对您的生活产生了重大影响，尤其是对您的投资成功产生了重大影响。此外，你过去曾说过，《聪明投资者》是迄今为止最伟大的一本关于投资的书。书中的核心观点之一是，如果你购买了一组股票，比如 10 只或 20 只，其交易价格为净流动资产的 2/3 或更低，那么你将获得安全边际的保证，以及令人满意的回报率。

今天，如果你发现有 10 或 20 只股票的交易价格占流动资产账面价值的 2/3，你会倾向于为自己的投资组合而不是为伯克希尔购买这些股票吗？

第二个问题，既然我提到了这本书，我想知道您和芒格先生最近在读哪些书，并会推荐给大家。谢谢。

巴菲特：关于你的第一个问题，如果你能找到一个这样的组合，你可能会得到很好的结果，但我不认为你现在能够找到。这并不是因为随着时间的推移，企业自身的来个良好发展，而是因为在这样的组合中，可能会有相当数量的企业资本运作，比如管理层将其私有化，或反向收购或诸如此类的事情。**但现在几乎不可能找到这些股价低于营运资本股票。**如果你进入一个市场，那里有很多这样的公司，那你还有可能会发现，很多优秀公司的股票价格也会非常便宜。**而我们更倾向于买入一笔即便宜又美好的生意。**

我不认为你会找到大量的低于净营运资本股票了。因为在他们真正达成这种情况之前，就会有太多的钱来促进交易。但那是一种技巧。那是 50 年前。沃尔特·施洛斯还在这里吗？沃尔特，你在吗？如果你在就站起来。50 年前，当我遇到本·格雷厄姆时，我认识了**沃尔特施洛斯**。我知道沃尔特今年来现场了，不过可能因为他已经知道了我会说些什么，所以他可能已经离开了。但实际上，沃尔特从事的证券业务，更接近原始的——他现在的合伙公司已经经营了 46 年。他投资最多的类型的股票，正是本杰明在那些日子里谈论的股票类型。而且他有绝对轰动的记录，比那些通过上电视节目升职、或者所有做这类事情的人的记录要好得多。他主要投资于我倾向于称之为“烟蒂”的公司。你知道，你会得到一支免费的烟，并且它们不会有什么花费。这就是所谓的投资于低于净营运资金类型股票的情况。沃尔特在相当长的一段时间里(46 年)，有一个非常非常棒的纪录。所以我认为，如果你发现了这样的一组股票，并将其作为一个组合进行投资——格雷厄姆总是强调要进行组合投资，因为当你与糟糕的公司打交道时，你会希望有一定数量的公司被收购或私有化，这时你最好有一个投资组合。

然而，**如果你和优秀的公司打交道，你只需要几个公司。**但我认为，如果你再次回到 50 年前的那个时期，我们会非常活跃。但我们很可能不会投资在这类烟蒂中。查理？

芒格：是的。还有另一个原因。在过去，如果企业停止运营，你可以把营运资金放进股东的口袋里。如今，你可以从所有的重组费用中看出，当事情真的变得一团糟时，那么会是其他人拥有大量的营运资本而不是股东。现在整个文化都变了。如果你在法国做点业务，但是厌倦了，就像**玛莎百货**(Marks&Spencer)那样，法国人会说：你想把你的资本从法国夺回来，这到底是什么意思？这个生意里可是有法国工人。他们也不在乎。当企业不再适合你的时候，他们不会说：这是你的流动资金，拿回去吧。**他们反而会说，这是我们的周转资金(你不能拿走)。**在这一点上，整个文化都发生了变化。虽然不都是这样，但这类投资更多是格雷厄姆时代的作品。一个时代的投资特质并不能完美地转化为另一个时代，原因有很多。

巴菲特：当时 Ben 也有公布一份名单，我忘了是 1951 年版的《证券分析》还是 1949 年版的《聪明投资者》，但有一份公司名单。有 Saco-Lowell，有 Marshall-Wells，有 ClevelandWostedMills，有 Foster Wheeler，所有这些公司都是低于净营运资本公司，当时它们以 3-4 倍的 PE 进行交易。如果你买了一组这样的股票，你会做得很好。但是，你肯定不会在今天任何规模的公司中看到这种情况。我看到过几家科技公司以低于现金的价格出售股票。但这是因为它们打算要用这笔钱，所以那笔钱可能一两年后就不再存在了。从某种程度上来说，在当时本的名单上，这是一种不同于现在的投资。

芒格：关于读过的书，我提到过一本书《基因组》(Genome)。《基因组》是讲 23 个物种的基因故事，这是一本完美的令人惊叹的书，非常有趣。我花了很长时间才把重音放在第一个音节上。但这是一本了不起的书。有个股东给我寄了一本书，你们中不会有很多人喜欢，是 Herbert A. Simon 写的，《赫伯特西蒙自传》(Models of MyLife)。这是一本非常有趣的书，适合特定的学术类型。(诺贝尔奖+图灵奖+心理学奖，学渣逆袭之路)

巴菲特：我以前可能推荐过，但如果你没有读过凯瑟琳·格雷厄姆的《我的一生略小于美国史》(Personal History)，我想你会发现这是一个引人入胜的故事。更令人惊讶的是，这是一个诚实的故事。你知道，如果我写我的自传，我会看起来像阿诺德·施瓦辛格(笑声)，但她对所发生的事情非常诚实。这真是一个传奇。

芒格：这是一本好书。我发现那本由珍妮特·洛尔写的关于我的书《Damn Right》查理芒格传，在发行过程中有一个非常有趣的故事。我注意到相当多的人买了那本书，并给每个后代送了一本。他们认为，如果他们这样做，后代的行为会更像他们的父母。看看这是否可行会很有趣。如果是这样的话，它的销量将超过圣经。(笑声)

巴菲特：你们别抱太大希望(笑声)

30、国会应该放松对公用事业的资本限制

股东：下午好。我是来自纽约市的 LauraRittenhouse。我想说很高兴来到这里。几年前，你非常热情地谈到了竞选资金改革，我想知道，鉴于最近与华盛顿另一个问题相关的事态发展，你是否可以评论一下你对此的看法。您对废除 PUHCA 法案的通过有何期待？我知道参议院小组委员会最近有一些活动。

最后一个问题要问查理，你会如何将内在投资的原则应用到房地产上？

巴菲特：好的。关于 PUHCA 法案，我没有妨碍立法行动的记录。

但我想说的是，在当前情况下，人们对电力行业公共问题的意识，如雨后春笋般增加。所以我认为国会可能

更容易接受，他们需要做一些事情来确保电力供应充足的想法。我认为他们中的一些人可能会认为 PUHCA 法案是资本进入该行业的一个障碍，而资本可以有很多的来源。**解决电力供应不足这个问题需要资本。**

现在，他们也不需要通过让伯克希尔做更多的事情来解决这个问题。但如果说伯克希尔有数十亿美元可供投资，这可能会带来未来电力供应的净增长，这个想法并不疯狂。因此，我认为现在废除或作出重大改变的可能性肯定比几年前要高得多。因为政治家可不喜欢面对限电的情景。我的意思是，他们可以试着把责任推到别人身上，而且他们很可能会准确地把责任推到别人身上。但是，如果这个国家电力耗尽，公众至少会部分指责政治领导人，因为它还没有足够努力去建造发电机。

你知道，我们可以制造所有我们需要的发电机来提供充足的电力。我们也可以建立输电线路等等。但你确实需要资本流入这个行业。我想说，PUHCA 法案在很大程度上限制了这种流动。

竞选财务改革，你和我一样都读到过。你知道，我非常钦佩麦凯恩和法因戈尔德所做的一切。我不认为这是灵丹妙药。我的意思是，**金钱将会想方设法购买政治影响力。**

但目前的情况，在我看来，已经完全失控了，顺便说一句，与美国国会，甚至公众的意图完全不同步，因为在 1907 年，国会说过，而且从未改变过，**公司不得向联邦选举捐款。**而在 1947 年，他们对工会也有同样的说法。然后，他们在 1970 年代初颁布了竞选立法，后来经联邦选举委员会解释，**使公司和工会能够在无限规模上做国会认为他们根本不应该做的事情。**政治家们最初并没有真正理解其中的潜力。我记得第一个打电话给我的人，参议员候选人，打电话给我要求捐款，那大概是在 1985 年左右。他对此感到有些尴尬，并在如何将这笔钱用于竞选活动等问题上摇摆不定。他向我要了一笔钱，这在法律上是非法的，除非我是通过捐款。这种情况已经发展到这样的地步，我有第一手的资料，有人要求我提供 100 万美元或更多的捐款，而这些捐款是永远不会被报道的。我们永远不会被要求报告它。我认为这是对体制的曲解。

我认为我们会得到一些重大的改进。我认为这是可能的。因为麦凯恩在公众中建立的信誉，以及他不愿放弃这个问题的事实。但我对它改变美国民主的整个进程或任何类似的东西不抱希望。但我希望，政府的监管系统至少能定期得到检查和监管。查理，她有个问题要问你。

芒格：我在竞选资金改革方面的问题是，我害怕职业政客继续留任，就像我害怕特殊利益集团用钱来保护自己一样。我也不知道改革到底会如何进行。

我刚到加州的时候，我们有一个半腐败的、兼职的立法机构，由赛马场、酒吧和酒类经销商等把持。人们走上前去，用妓女之类的招待立法者。回想起来，比起我现在的全职议员，我真的更喜欢那个政府(笑声)。

我只是更怀疑自己，是否有能力预测我将会喜欢哪些改革的结果，以及我愿意用哪些改革，来换回以前的罪恶(即改回原来的政策)。

巴菲特：Laura，你还有一个问题，是不是？是问查理吗？

股东：这是一个关于内在价值投资原则应用于房地产的问题。

芒格：哦，我生命中的这段时期已经过去了很久很久了。与房地产投资相比，我更喜欢商业投资。

巴菲特：好的。已经 3:30 了。股东会后将在这里举行每年一次的董事会议，请董事们留下来。



2001 年 4 月 28 日伯克希尔股东大会期间

巴菲特在奥马哈 Rosenblatt 体育场亲自挥棒击球

Wesco 股东大会 2001

以下内容节选自 2001 年在帕萨迪纳市威斯科金融召开的股东会上芒格答股东问。

1, Wesco 和伯克希尔

股东：芒格先生，一小时前有人问我 Wesco 值多少钱。我说我不知道。Wesco 现在市值有 20 亿美元，并持有 10 亿美元的现金，它未来的回报在很大程度上取决于如何配置这些现金。你能告诉我们你打算如何投资这笔钱吗？特别是，您和巴菲特先生长期以来一直在说，伯克希尔不断扩大的资本规模是其未来回报率的一个锚。你们也说过，某些资金规模较小的投资者可以获得非常高的回报率。那么，你为什么不用 Wesco 作为你进行小型投资的平台，比如巴菲特先生有时在他的个人投资账户中所做的投资？

芒格：沃伦每周要花 70 个小时思考投资问题(每天 10 小时)，我们说的并不是他个人投资账户中的投资。他做这些投资是为了在不打桥牌的时候自娱自乐。即使 Wesco 拥有如此多的现金，也很难打好这场比赛。

你只需做好头脑的准备，当机会出现时，能迅速行动。我们花了几个月的时间，买下了所有能买的可口可乐股票，才买到了 10 亿美元的可口可乐，这相当于公司 7% 的股份。买够重要的仓位是非常困难的。

2, 关于 Wesco 的竞争优势

我们没有天生的竞争优势。我们接了更多的保险业务，主要来自通用再保险 GeneralRe。科特家具 Cort 和精密钢材公司 PrecisionSteel 发展势头也很好，但我们必须通过自己的智慧找到未来的优势。我们在 Wesco 没有足够的临界质量和动能(规模优势)，所以，投资者把赌注押在管理层身上。

我们有一点优势可以帮助我们：**在建立企业的过程中，至少有一些企业是充满人情味的，一些拥有企业的人也非常热爱它们。他们不愿意卖给一个会把企业打扮得花枝招展的金融买家。**当我们收购一家公司时，我们不会对成功的企业做出改变。因此，对于 Justin 这样的卖家来说，伯克希尔是他唯一可以接受的买家。

如果你想要我们这样的文化，如果这里没有，我不知道哪里有。从这个意义上说，我们比几年前更强大了，因为我们的知名度更高。我不认为通用电气会在这方面赶超我们。因此，**我们很可能拥有以合适的价格购买合适企业的竞争优势，但不会是以极好的价格购买神话般的企业。**外面有太多的竞争和资金，有很多收购专家。现在企业债务开始紧张，这对我们有帮助。如果不是这样，伯克希尔就不可能收购 Johns Manville。

3, Wesco 的历史和未来

我们收购 Wesco 时，它的市值为 4000 万美元。现在是 20 亿美元。我们经过了漫长的努力，终于取得了令

人尊敬的成果，虽然比不上伯克希尔或微软公司，但生活中总有人能做得更好。

由于复杂的税务原因，Wesco 是一个历史性的意外(伯克希尔只拥有 Wesco 公司 80.1%的股份，而且其股票仍在上市交易)。我猜测它最终会由伯克希尔全资拥有，但当你们保持这种对股票的热情时，很难做到这一点。

4, CORT 公司

CORT 将通过收购和在现有市场上扩张不断发展壮大。它会做得很好，就像企业租车公司一样。它们都有非常好的文化、服务和激励制度。CORT 与供应商关系良好。当对金融体系有信心情况下，资本主义会运作得更好。

5, 通用再保险公司 General Re

这是世界上最好的再保险业务之一。它拥有强大的分销网络和文化，这是一种充满智慧和纪律的文化。它看到了伯克希尔没有看到的再保险机会。他们在这个行当运营了很久，拥有巨大的竞争优势。它的优势在于他们更聪明，能看到更多的机会。我不认为它未来的回报会那么好，但长期来看，每年 2-3%相对优势的复利是巨大的。

再保险很有意思。很多人进入这个行业是因为钱。因为这些收入丰厚的再保险经纪，向他们推销业务时，能把愚蠢的想法说得天花乱坠。天啊，这太危险了！非常聪明的人也会做出非常愚蠢的投资。就连 GEICO 和 GenRe 这样的保险公司有时也会中招。

曾经我们的保险准备金提列不足，但更多时候是提列过于保守。因此，伯克希尔尤其是 Wesco 公司，一直在转回一些准备金。

没有人愿意像伯克希尔那样去承保加州的地震保险，但我们喜欢这样的业务。我们不能因为地震从未发生过，就认为不会发生。这种保险没有精算科学，只有粗略的判断。我们只是尽量保守一些。

6, 关于汽车保险定价

我认为汽车保险的费率正在上调。在过去的 6-7 年里，这几乎是一门太好的生意。

7, State Farm 保险公司

State Farm 是世界上最赚钱的保险公司之一。这是一个荣誉、老式、高尚的地方。他们正直诚信，技术精湛。例如，在公寓保险方面，他们是最好的。他们在印第安纳州，没有复杂的薪酬计划，没有股票期权，也没有夸夸其谈的经纪人，但他们击败了竞争对手。我们钦佩他们。

他们非常有钱。所以，如果他们决定进行汽车保险价格战，我无法预测他们何时会停止。不过我们的 GEICO

保险公司有更好的模式。

8, 当保险公司股份化(转为非互助模式)时, 投保人是否受到公平对待?

答案一般是 NO。真是出人意料。如果一家保险公司的综合比率非常稳定, 那么它很可能是个骗子公司。如果一家公司的准备金一直不足, 这也是一个坏兆头。有时候, 你可以通过管理层看出财报数字是不是真的。例如, Mercury General 公司的 George Joseph 就是一个天才, 你知道他报表的数字是真的。

9, Wesco 和伯克希尔的低效税收结构

在 Wesco 和伯克希尔, 我们没有任何神奇的避税方法。通过保险浮存金, 我们可以获得一些递延税收优势。

在 C 公司中拥有房地产和证券是一件多么糟糕、税收低效的事情。我们去年出售房地美时缴纳的巨额税款就是一个例子。如果我们是合伙企业, 你就不必支付这笔税款。这是非常困难的。

(C-Corporation 股份有限公司, 如 Wesco 和伯克希尔。Limited Liability Company 有限责任公司, 此类公司无需双重纳税, 只通过股东纳税。芒格说过他见过的最愚蠢的行为都是为了避税。)

我们是偶然进入这个税收结构中。在一场灾难来临之前, 我们买下了一家注定要倒闭的纺织厂(伯克希尔)和一家加州的储贷公司(Wesco 旗下的互助储贷公司)。这两家公司都是以清算价值的折扣价买下的。对在座的许多人来说, 结果是美好的, Wesco 的市值从 4000 万美元增长到 20 亿美元。但这是愚蠢的投资。

这种税收结构非常低效和糟糕。如果我们购买像精密钢铁公司这样的独资企业, 情况就会好得多。

10, Walter Scott, Level3 通信公司, 伯克希尔在电力领域的投资

Walter Scott 拥有有史以来最好的商业记录之一。人们在新的光纤网络上投入了大量的资金, 而现在却发生了互联网泡沫破裂, 导致 Level3 公司的股票下跌。我认为这并不意味着 Walter Scott 不是一个好商人。

伯克希尔在中美能源的电力投资, 包括在爱荷华州的一个电网系统和英国的一个输电系统。它做得非常好。

我不会因为这些好成绩, 就把能力外推到一个新领域上(Level3)。我们的投资要保守得多。电力是一个巨大的领域。加州的电力短缺是非常愚蠢的。这是一个能够获得合理的回报的投资机会, 我们会努力的。

(Walter Scott 出生于 1931 年, 2021 年去世。其父亲是奥马哈建筑巨头 Kiewit 基维特公司的一名工程师。Scott 和巴菲特是中学同班同学。1953 年, 他从科罗拉多州立大学获得工程学学位。1979 年 Kiewit 公司创始人之子 Peter Kiewit Jr. 去世后, Scott 接任基维特 CEO 一职, 并推动 Kiewit 进入电信、光纤和发电厂, 1998 年退休。1999 年 Scott 与巴菲特联合收购了中美能源公司, Scott 持有中美能源 6% 股份。在伯克希尔资金的支持下, 中美能源收购了美国和加拿大公用事业公司以及天然气管道, 并在风能和太阳能领域投资了数十亿美元, 最终形成了一个庞大的能源帝国。据估计 Scott 个人财富超过 42 亿美元。Scott 还是 Giving Pledge 的首批签名者之一。捐赠誓言是巴菲特和比尔盖茨及梅琳达说服全球亿万富翁将大部分财富捐给慈善事业的一项努力。2016 年 Scott 向母校捐赠了 5330 万美元, 这是该校有史以来最大的一笔捐赠, 该校以 Scott 的名字命名了工程学院。)

11, 加州能源危机

加州能源危机对学校、高管和两党来说，都是一个耻辱。耻辱已经够多了。我们罪有应得。这是极端愚蠢和冷漠造成的悲惨结果。(别兜圈子了，芒格先生。告诉我们你的真实想法)。对于其他州的电力公司来说，我们就像是煤矿中的金丝雀，他们会说：天啊，这些家伙帮了我们一个大忙！。这是监管机构需要做的基本工作：减少污染、加强保护，并在费率中加入正确的激励措施。而在现代学术界，没有羞耻感。人们被灌输了太多 Beowulf 思想(瑞典祖先基特人的英雄)，却无法从纸袋里思考问题。

(2000 年加州正值兴旺繁荣时期，蒸蒸日上的自由经济与不断增长的人口使加州的电力消耗与日剧增。曾受到严格监管的电力行业在 90 年代开始从垄断引入竞争，但电力供应量以及政策配套并未及时跟进。一时间，加州供能紧张，电价飞涨，甚至于不得不施行停电管制。2000 年 6 月，电力市场批发价格增至\$100/MWh，较 1999 年 12 月\$29.71/MWh 的价格翻了近三倍；而激增的电价在 2000 年的 12 月更是触及了\$376.99/MWh 的顶峰。与之相伴的，是加州多处大面积供电紧张，停电、断电频发，电力系统濒临崩溃。电力的供给紧缺再加上加州漏洞百出的电力政策，给了当时如日中天的安然公司非法暴利的机会。著名纪录片《安然：房间里最聪明的人》当中有描述当年安然公司的能源交易员是如何联手电厂操纵市场：安然交易员在电力供需最紧俏时，直接打电话给电厂拉闸断电。此时加州的供能来自多达 700 座电厂，而加州政府认为这还远远不够。频繁停电自然引起了民愤，迫使加州政府推行了一项简单粗暴的解决方案：建造更多的发电厂。2001 年一系列电力工程如浪潮般席卷全加州。2001 年 7 月，加州州长 Gray Davis 表示：长期的解决方案在于建设高于我们所需的供电产能。接下来 15 年，加州陆续建造了超过 500 座发电厂。到 2020 年时，加州发电产出将超出需求量 21%。技术进步也使得设备效率大幅提升，居民屋顶太阳能板开始大规模的出现在家庭的房顶上。随着越来越多的电厂落成投产，但电力需求却停滞不前，于是发电机组开始闲置，闲置产能创新高。到 2015 年，加州的大多数发电厂的产能利用率不到 30%。连续数年的需求锐减使得很多电厂被迫停业。从运转到关闭仅 15 年，远低于其预计寿命的 30 至 40 年。加州公用事业委员会现任会长 Michael Picker 曾于 2016 年 5 月表示：冗余是可靠性的重要一环... 过度建设发电系统，时刻保持多余的发电能力，正是我们提升可靠性的方式。)

12, Finova 公司

我们以前从未做过这样的事情，所以没有模式可循。我们认为，我们的出价为 Finova 的债权人树立了一个好榜样，这是一个光荣、明智的交易。它对债券持有人公平，而我们就是最大的债券持有人，并为股票的回升留出了一定的安全边际。它带来了具有正确激励机制的优秀管理层。当然会有一些抱怨，但如果其他人提出同样的报价，我会感到惊讶。我希望每一个我们投资垃圾债券投资的地方，都有人提出像我们这样的报价。

13, 为什么不开放加盟特许经营的喜诗糖果店？

开一家新的喜诗糖果店几乎不需要任何资本。我们自己的资本几乎没有任何成本。如果像一些资金匮乏的煎饼店那样去开特许经营店，那就太疯狂了。为了控制产品的质量，我们喜欢自己去开店。

14, 箭牌公司 Wrigley

箭牌是一家伟大的企业，但这并不能解决回报的问题。因为以有利的价格购买伟大的企业是非常困难的。

15, 零售业和 Costco

如果我在商学院教书, 我会带大家先学习零售业, 因为它很容易理解。零售业非常简单。有四五种模式。我是 Costco 的董事。零售业很容易理解。**在世界历史上, 很少有零售公司能以 12% 的利润率取得成功。他们靠的是商品的高周转来弥补其低利润率的。**Costco 拥有正确的企业文化。他们从内部提拔管理人员。这是一个工作的好地方。我认为, 在仓储会员店模式中, Costco 比 Sam's 会员店经营得更好。两家公司未来都会做得很好, 但我预测 Costco 会做得更好。我不知道为什么商学院不教这个, 但我会教很多不同的东西。

16, 保守的本性

伯克希尔听起来是个令人惊奇的地方。我们要比在许多其他公司更加能够承受打击。我们从未像其他人那样艰难地前行。我不想回到过去, 我们曾经生活艰难。我们有许多股东大部分的财富就是伯克希尔股票, 他们也不想回到过去。就我们正在做的生意而言, 我们已经非常富有, 没有必要去冒险。

我们在收购中回避"协同效应"一词的原因是, **人们经常夸大了协同效应可能带来的益处。**不错, 协同效应是存在的, 但是有太多的虚假承诺。伯克希尔到处都是协同效应, 我们并不回避协同效应, 只是对协同有所要求。

我们并不急于挥杆。我们完全愿意等待像样的投资机会出现。

在某些时期, 我们很难找到好的投资机会。我们正处于这样一个时期。

沃伦回答投资决策是或否的速度, 快得惊人。

17, 未来投资的回报: 现金流和伦勃朗

沃伦在 1999 年发表在《财富》杂志的文章中, 他描述了过去 18 年中的两个时期。在第一个时期, 市场基本持平。最近的一段时期则令人惊叹。沃伦说, 本质而言, 两位数的回报不可能一直持续下去。因此, 个人股东和养老基金应该降低期望值。我猜他在未来很长一段时间内都是对的。未来 15-18 年的回报率将大大降低。

长期来看, 未来股票市场普通投资者正常预期回报为 6%。如果我是错误的话, 那可能是因为一个很糟糕的原因。有些股票象债券一样卖出去, 定价是基于未来现金流的; 又有些像伦勃朗的画一样, 定价是基于过去它们曾经上涨和现在依然时尚的事实。如果它们未来更像是伦勃朗的画那样交易, 股价就会上升, 但是难以持久。鉴于此, 很难预测未来的上涨会有多久、多高。

如果股价今后每年上涨 15% 的话, 将会出现一个巨大的"伦勃朗效应"。这可不好。看看发生在日本当的情

况，股票的市盈率达到 50-60 倍。这导致了 10 年的经济衰退。虽然我认为这是个比较特殊的案例。

我想我们不会遇到极端的"伦勃朗现象"，未来股票回报率预计将约为 6%。

包括 AT&T 或 IBM 的养老基金。IBM 刚刚将其养老金的预期收益率调高到了 10%。(公司可以对那些构成养老基金价值的假设进行调整，这会影响报表净利润)。许多公司设定的预期回报率是 9%，我们认为 6%更为现实一些。他们可能相信该假设，他们是诚实的人，但是他们潜意识地相信这个回报率是因为他们希望相信它。这会导致利润变好，因而可以促使股价上涨。会计师对此沉默无言的原因，正如俗语所说"拿人家的手短，吃人家的嘴软。"我想你们或许被美国的会计数字愚弄了。我不认为这是故意的欺骗，但看起来却可能是这样。

18, 伯克希尔的回报率

伯克希尔过去的纪录几乎是荒谬可笑的。鲁伯特·默多克说，如果伯克希尔使用一半的杠杆，公司规模会是现在的五倍。伯克希尔和 Wesco 将来的回报率不会像过去的那么好。唯一的区别正是我们接下来要告诉你的。如今，看起来好像把股价搞上去已经成了公司 CEO 理所当然的责任。这导致了各种各样的愚蠢行为，我们会有话直说的。我很高兴自己资产的 90%都是伯克希尔的股票。我们会努力使之在不承担过多风险和不使用杠杆的情况下，取得合理的回报。如果我们做不到这点，那可就糟透了。

伯克希尔所收购的公司将会有 13%的税前回报率，也许更多。资金是来源于保险浮存金，资本成本只有 3%，这真是笔好买卖。这也是伯克希尔的股东不必太失望的原因。伯克希尔未来的增长不会像过去那么好，但仍然是家很棒的公司。你们不应该买 Wesco 的股票来代替伯克希尔。沃伦在伯克希尔年会上说，他希望自己的业绩能略微好于市场。15%将是一个很好的数字，所以目标是 6%-15%之间。你和我们处在同一条船上。

现在股票的收益率为 1.5%(67 倍 PE)，交易价格是账面价值的 4-5 倍(4-5 倍 PB)，相对于可口可乐和吉列这样的估值而言，远不如以更低的价格购买更具吸引力。你最近看到的只是一个疯帽匠茶话会。

如果你和我一样，经历过 1973-74 年，甚至 1990 年代初的大熊市，那时要想退出乡村俱乐部都要排队等候，那时你就知道事情有多么艰难。如果你活得够久，你就会看到这一点。

(疯帽匠是《爱丽丝梦游仙境》中的大反派角色 Jervis，他出身一个帽匠世家，对帽子有着异常的偏执，并收藏各式各样不同的帽子，当然也会去抢夺稀有高价的帽子类的东西。)

19, "非经常性"费用的滥用，购买法与合并法会计(Purchase/pooling)

如果每年都会像闹钟一样有规律地发生，还说什么"非经常性"费用呢？

问题是，完全相同的交易却有不同待遇。这太疯狂了。要求所有收购都采用购买会计的提议是完全合理的。伯克希尔在收购 Dexter 鞋业时犯了一个错误。当我们发现需要减记后，我们将它入账，并从收益中扣除了一笔费用。不同的是，我们没有说这是一次性或不寻常的费用，我们只是将其计入损益表中。

20，金融业的杠杆

金融业的杠杆已经变得如此庞大。我们一直在把它推向更高更远。例如，我们现在新车租赁已经达到 36 个月，并保证高残值。你还能把消费信贷推得多远？我们不喜欢这样。我们不喜欢将信贷推向极端。我们不喜欢菊花链式的股票促销。不过，伯克希尔最大的持股公司之一就是美国运通，所以我们认为它前景广阔。

我们对杠杆型金融企业的状况感到非常担心。如果他们开始讨论风险管理(风险怎么低回报怎么好)，这会令我们感到不安。我们要比其他人更早地对此感到焦虑和不安。我们为此拿出了很多钱做准备。这就是我们的行事方式，你们会习惯于此的。我不想将自己置身于批评 FreddieMac 的位置。它们拥有我所知的最好的运营纪录，它们的风险管理是很优秀的。

21，HMO 医疗保险模式

医疗成本预计为 X，但实际上是 10 倍。人们忘记了结果带来的激励效应。**激励措施具有超强的影响力。**

原来的医疗系统是以成本加成为基础的。例如，一项检查在医生办公室不能报销，但在医院可以报销，于是医生将病人转到医院进行检查。这对医生和医院有利，但对病人和纳税人不利。因此，系统转而采用 DRG 模式(医疗服务提供者就某种疾病/问题获得固定金额的报销)，这在一定程度上控制了成本。然后，又改成了 HMO 模式，这确实控制了成本。憎恨 HMO 模式的人应该认识到，这是对完全失控的医疗系统的必要回应。

是的，HMO 模式有拒绝提供必需医疗服务的动机，这种行为简直难以启齿，但从来没有人赞扬 HMO 模式防止了不必要的、有害的手术，否则医生就会这么做。

22，家族基金会接手后，家族控制企业的衰落

不要混淆相关性和因果关系。几乎所有伟大的纪录最终都会衰落。即使没有家族基金会的所有权，你提到的那些公司诸如《Reader's Digest》、家乐氏公司 Kellogg's 等公司也会逐渐萎缩。我认为伯克希尔的基金会将是一个优势，因为文化将得到延续。我们仍将收购由热爱他们企业的人经营的优秀企业。

23, 关于理财经理

我们有许多高智商的人，他们投入了大量的时间精力试图战胜市场。与过去相比，这是一个庞大的群体，人数是过去的 4-5 倍。他们拥有新的工具：对冲基金、LBO 基金、风险投资 VC、国际投资等。从本质上讲，有些人会成功。但我认为，大多数人的业绩不会很好，即使是相当稳健、团结一致的人。

很自然会有更多的人投身于资金管理行业。资管和投资银行业的收入非常可观，就像蚂蚁吃糖一样。对男人来说，从事资产管理比从事物理研究有巨大的吸引力，而且也更容易。

我认为这是不可避免的，但也是可怕的，这是整个人类文明的灾难。我感到有些羞愧。我从精明的投资中获利，这本身并不能让我感到满足。为了赎罪，我教书育人，并努力树立榜样。如果我的人生经历成为人们追求股票被动所有权的榜样，我会非常痛恨的。我认为这样度过的人生是灾难性的人生。我认为，如果你能帮助建立一些东西，那会是更好的职业。我希望自己能建立更多的东西，但我被诅咒太擅长选股了。

人是其才能的囚徒。你可以笑，但我敢打赌，这个房间里有很多人都是天赋的囚徒。这往往是人类的通病。

24, 乐观的悲观

芒格先生，我最近读到了一份妙佑医疗中心(MayoClinic)的研究，该研究表明乐观者活的时间要比悲观者长 20%。我很担心是因为在上周末伯克希尔电影里，您被称为"异人"。改过自新，重新开始对您来说是否已经太晚了？如此，我们是否还能尽可能多地受益于您卓越的投资才能？

芒格大笑着说：是否存在乐观的悲观呢？我就是这种类型的。

25, 关于石棉诉讼

这是当前最有趣的事情之一。它既影响到公民，也影响到投资者。

石棉有许多美好的品质。但当健康风险变得很明显时，JohnsManville 等主要使用石棉的公司掩盖了这一事实，并通过侵权制度理所当然地受到了重创。但其他公司只使用了少量的石棉，例如在刹车片中或 USG 的石膏中。由于刹车片中含有少量石棉，福特公司已拨出 17 亿美元用于支付索赔。这类用途对社会有好处，而且风险很低。我不清楚这类用途所造成的损害。索赔律师协会很快就把任何像 JohnsManville 这样的公司赶进了破产程序，然后又对那些不知道自己做错了什么的公司穷追猛打。

几乎所以这些现象都是烟草公司造成的。现在有一大类人提出索赔，但却没有任何症状。这部分人占赔付金

额的一半以上。你可以争辩说，向这些索赔人支付赔偿金是一个错误。这是来自敲诈的公司。在得克萨斯州，有的法官在原告律师协会的掌控之中，有的陪审团则唯唯诺诺地顺从。这让法院变成了一个敲诈系统。原告唯一能记住的名称是仅有的两家有赔付能力的公司，这难道不有趣吗？律师、工人等在撒谎，垃圾科学被接受，这对社会有好处吗？这是国家的耻辱。我不知道它什么时候停止。

我认为 USG 遭遇的事情，是对一个荣誉公司进行的不光彩的抢劫。我不认为他们应该被赶下台，但我不想对此做出预测。当明显的欺诈行为大规模发生时，制度是否健全？我认为不是。而且还会蔓延。**人们会得到激励。这就是为什么索赔不断出现的原因。如果你想要蚂蚁，就在地板上放些糖。**

(一位股东问芒格在这个问题上是否态度过于严厉)。

我还不够严厉！一旦有人从这一制度中获益，并利用金钱影响法官和政客，你就真的搞砸了。这种局面很难解决。如果我们有意愿的话，这本来是比较容易避免的，但现在要解决这个问题难上加难了。

正如本富兰克林曾经说过的：一盎司的预防胜过一磅的治疗。

学校也有类似的情况。多年前，在奥马哈，贫困的少数族裔学生大量涌入，白人纷纷逃离。很明显，奥马哈中央高中正在向 100% 的低收入少数族裔学生倾斜。如果出现这种情况，奥马哈就没有适合少数族裔就读的好高中了。这种情况在其他地方都发生过。但在奥马哈，一群黑人要求在奥马哈中央高中设立反黑人配额，这一要求获得通过，并挽救了这所学校。这是一个精彩的故事，但悲剧的是它只发生在奥马哈。

你可能会认为公立学校的衰退是我们一生中最主要的不幸之一。我们缔造了世界历史上最伟大的成功，同时也带来了世界历史上最大的失败之一。**很多局面如果你放任不管，我不知道怎么才能扭转。**

26, 关于遗产税

就我个人而言，我反对按目前的税率征收遗产税，因为它迅速提高到了 55%。它打击了汽车经销商、水管工等的业主。我认为应该提高免税额。在我们疯狂的民主制度下，我们会得到一个合理的结果，这似乎很可能发生。对于数亿美元的遗产，我对这一税率没有意见。我个人对遗产税没有意见。

27, 关于海外投资

我们并没有因为任何战略上的考虑而被迫出国投资。据我所知，我们没有听取任何财务规划师的建议。我们在美国收购有着更大的比较优势，因为我们很有名。但我们没有总体规划，我们是个人机会成本驱动型投资者。

28, 关于利率预测

沃伦和我在这方面都没赚过一分钱。

29, 多元思维模型

如果你从正确的教育中获得了正确的思维模型，你就会知道。我们有经验丰富的人，拥有正确的思维模型。

你不想成为一个第一次做复杂手术的外科医生的病人。我拥可口可乐为例讲述的思维模型的演讲很失败。人们要读上两三遍才能读懂它。即便如此，人们也只能在已经一知半解的情况下才能理解它。

30, 关于畅销书《The Money Masters》

John Train 是一位才华横溢的作家，但对投资过程的见解中规中矩。

(《金钱的主人》1988 年，作者 John Train，书中介绍了 9 位投资大师的投资策略，包括格雷厄姆，巴菲特，菲利普费雪，道富投资的 Paul Cabot，期货专家 Stanley Kroll 《克罗谈投资策略》，成长投资之父 Thomas Rowe Price 《投资成长股》，逆向投资 John Templeton 《邓普顿教你逆向投资》，Loews 保险创始人、纽约大学捐赠基金管理人 Larry Tisch，大空头 Robert Wilson。)

31, 珍妮特洛尔撰写的《Damn Right》(查理芒格传)

我不想这么做。我觉得弊大于利。我喜欢保密。但一旦她明确表示，无论有没有我的参与她都会写，那么合作显然是个正确的决定。我喜欢上了 Janet Lowe，她是一个非常优秀的人。这本书让我有机会传播我的一些想法，而不必亲自动手。有一个观点认为，每当你认为某件事或某个人正在毁掉你的生活时，那个人就是你自己。受害者心态会让人崩溃。我喜欢到处传播这些东西。老生常谈并不意味着它们不正确。事实上，我喜欢说：如果是老生常谈的，那就是正确的。

32, 芒格的著作

对于你们这些受虐狂，我最近在斯坦福法学院教了一门课，并汇编了 6 篇文章，前面的箱子里有复印本。

这本由芒格私人印刷的小册子名为《芒格与投资有关的讲话》。其中包括：关于多云思维模型《1994 年南加州大学演讲》；抨击基金的投资行为《1998 年财务总监联合会讲话》；提醒科技股泡沫《1999 年巴菲特谈股市》；关于投资的摩擦成本《2000 年在慈善圆桌会议早餐会讲话》；《2003 年金融大丑闻》，一家名为 QuantTech 的假想科技公司的期权会计；《2000 年 Wesco 年会纪要》。

巴菲特：佐治亚大学演讲 2001

2001 年 7 月 18 日 Terry 商学院

乔治：早上好，欢迎大家。世界上最伟大的投资家来到你的校园是一种荣誉。对于商学院来说，没有比这更好的了。沃伦巴菲特是伯克希尔的董事长，该公司是一家控股公司，其投资范围从 GEICO 保险、美国运通和可口可乐，到其家乡内布拉斯加州奥马哈的波仙珠宝。巴菲特先生被誉为“价值投资者之神”和“投资游戏中的迈克尔乔丹”。1955 年，他用自己的 100 美元开始了他的第一个投资合伙公司。几年后，他开始投资马萨诸塞州一家陷入困境的纺织厂伯克希尔哈撒韦公司。通过伯克希尔，他开始将资金投入到其他业务中，主要是保险，这为更多的投资带来了现金流，众所周知，这些投资确实取得了很好的业绩。

伯克希尔公司 1965 年的股价约为 18 美元，如今的交易价格约为每股 69100 美元。我想我要去买 500 股。随着时间的推移，公司的年化业绩是标普 500 指数的两倍多，伯克希尔今天的价值超过 1000 亿美元。但是，巴菲特先生因其朴实无华的风格和崇高的成就而闻名。他已成为价值投资的拥护者，并因摒弃公司双关语而成为传奇人物。在 CEO 中他是少有的乐于承认错误的人。三年前，他在年报中写道，如果他什么都不做而只是去看电影，伯克希尔业绩会更好。相信我，自 1965 年以来，这样的年份并不多。

在过去几年的网络股热潮中，伯克希尔骄傲地甚至是蔑视地缺席了，现在泡沫破灭了，我们都知道，笑到最后的是沃伦巴菲特。在最近的致股东信中，他写道：我们进入了砖块、地毯、隔热材料和油漆等尖端行业，以迎接 21 世纪的到来。请尽量控制您的激动情绪。你知道，**就我个人而言，读他的信是一种快乐。这本身就是一堂商业课。我鼓励你们，只要有机会，就拿起一封仔细阅读。你会学到很多东西。**

他的智慧和独到见解备受推崇，一些投资者购买伯克希尔的股票，就是为了能在他传奇的年会上听到他的演讲，他称之为“资本家的 Woodstock 音乐节”。他并不经常发表演讲，今天我们非常幸运地邀请到了他。可口可乐公司的 Earl Leonard 和我们杰出的驻场领导给了很多帮助，我们非常感谢 Earl 帮助安排这次活动。非常感谢。

我们今天的形式主要是问答。巴菲特先生将在开始时发表一些简短的讲话，然后我们将进入他的问答环节。我们将在这里设置一个麦克风。我们正在录像，所以希望大家使用麦克风。请开始在那边排队提问。请大家热烈欢迎奥马哈的先知——沃伦巴菲特。

巴菲特：测试，100 万，200 万，好的。我今天从内布拉斯加州来，你们可能都熟悉我们，主要是我们的橄榄球队。我们的队员头戴白色大头盔，上面有红色的‘N’。有一天我问我们的一个首发队员：‘N’代表什么？他说”

知识”。我们对他们很苛刻。我的意思是，你不能因为是橄榄球运动员就在内布拉斯加州一帆风顺。他们主修农业经济学，所有球员都有两道期末考试题。第一题是：老麦克唐纳有什么？有一天，他们把这个问题抛给了一个潜在的 Heisman 奖获得者。他开始冒汗，最后他眼睛一亮说：农场！教授当然很高兴，你不想让 Heisman 奖获得者不及格吧。于是他说：现在，你已经赢了一半。还有一个问题。农场怎么拼？现在这家伙真的开始冒汗了，他看着天花板，环顾四周。最后他的脸亮了起来说：Ee-i-ee-i-oh！所以今年要注意这个家伙，他会很有活力的。

我很想谈谈您的想法，所以我们马上要进行问答。有几个问题我总是被问到。你知道，人们总是问：那我出来后应该为谁工作？我有一个非常简单的答案，我们可能会随着时间的推移来详细说明，但是，**你知道真正要做的事情是，为一些你钦佩的机构或个人工作。**我的意思是，你不能仅仅为了简历看起来不错，或者因为起薪高一点，就去做一份过渡性的工作，这是很疯狂的。

前不久我去哈佛演讲，一个非常好的年轻人在机场接我，他是哈佛商学院的学生。他说：“我在这里读本科，然后为 X、Y 和 Z 工作，现在我来到了这里。如果我现在去一家大型管理咨询公司工作，我的简历会更完美”。我说：“你想做这个吗？”他说“不想，但那是完美的简历”。我说：“那**你什么时候开始做你喜欢的事？**”他说，“总有一天我会的”。我说：“你知道吗，**你的计划在我看来，就像是为你的晚年积攒性生活。这没什么意义。**”

我对那群人说：“**你们最崇拜谁，就去为谁工作。你不会得到一个坏结果。你早上会从床上跳起来，你会做的很开心。**”几个星期后，院长打电话给我。他说：“你跟那些孩子说了什么？他们都想成为自由职业者”。所以，你得稍微收敛一下我这个建议。先跟我玩一会儿游戏，然后我们再回答你的问题。

我想让你假装我给了你一个很好的提议，我告诉你，你可以从你的同学中任选一个，在这里学习了一段时间后，你们现在可能对彼此都很了解了。你有 24 小时考虑，你可以从你的同学中任选一个，你可以得到他们余生收入的 10%。我问你，在决定选其中哪一个同学时，你脑子里会想些什么？你不能选他父亲最有钱的那个，那不算。我的意思是，你必须择优选取。但你可能不会选班上成绩最好的人。

我的意思是，在班级中获得最高分并没有错，但这并不能成为一个大赢家与其他人区分开的特质。想想你会选谁，以及为什么。我想你会发现，当你通过一些测试时，你会选择一些人，你们都有能力，否则你们不会在这里。你们都很勤奋。我的意思是，勤奋和智慧在这里贯穿整个班级。但你们中的一些人将会成为更大的赢家。

有趣的是，这些品质都是自己创造的。我的意思是，这不是你有多高。不是看你能不能把足球踢出 60 码。不

你是否能在 10 秒内跑完 100 码短跑。这不是你是否是房间里最漂亮的人。这是本富兰克林 Ben Franklin 或童子军编码员或其他什么人身上所具有的一大堆品质。我的意思是，**这些品质是正直 integrity，诚实 honesty，慷慨 generosity，它是愿意付出更多，这些品质都是自我选择的品质。**

然后，如果你看看记分牌的另一面，因为我设置这些免费礼物和精灵笑话总是有陷阱的，所以，你还必须卖空你的一个同学，并支付他们所做工作的 10%，这是游戏最有趣的部分。那么，你认为谁在班上表现最差呢？这可不止这些，再多想一想。再说一遍，这不是成绩最差的人或诸如此类的人。而是在品格方面表现不佳的人。

我们在招聘员工时看重三点。**我们看重智慧 intelligence，我们看重主动性 initiative 或勤奋 energy，我们看重品格 integrity。如果他们没有后者，前两者就会扼杀你，因为如果你找到一个没有诚信的人，你就会想要他们既懒惰又愚蠢。**我的意思是，你不希望他们身上有勤奋的苗头。这就是第三种品质。

但是，这些品质都是你的选择。你知道，你无法改变你过去的生活方式，但你可以改变你现在的生活方式。这就是你现在在这些优秀品质或糟糕品质上养成的习惯。我的意思是，一个人总是把自己没有做的事情归功于自己，总是想走捷径，让人无法信任。归根结底，这些都是习惯模式，而养成正确习惯的时候正是你这个年龄。我的意思是，现在上高尔夫课对我没有什么好处。如果我在你这个年龄的时候上高尔夫课，我可能会成为一个不错的高尔夫球手。

但是，有人曾经说过：**习惯的枷锁，开始的时候，它轻的难以察觉，直到后来，却重的无法摆脱。**我经常看到这种情况。我看到一些人在五六十岁的时候，他们的习惯模式是自我毁灭的，他们真的无法改变，他们被这些习惯所束缚。但你们现在没有被任何东西束缚，所以。当你写下你想买 10%的那个人的品质时，看看那个清单，问问自己，清单上有什么是我做不到的吗？

答案是没有。当你看看你卖空的人，看那些你憎恶的品质，如果你在自己身上看到任何这些品质：利己主义，自私自利，不管它是什么，你都可以摆脱它。这不是注定的。如果你遵循这个思路，本富兰克林和我的老师本格雷厄姆在他们十几岁的时候就这样做了，本格雷厄姆环顾四周，他说：我能崇拜谁？他希望自己受到尊敬，他说："我为什么钦佩这些人？**如果我因为这些原因钦佩他们，也许其他人也会我的相似行为而钦佩我。**"于是他决定自己要做一个什么样的人。如果你能遵循这个原则，最终你就会成为你想购买 10%的人。我的意思是，这就是最终的目标，也是在座的每个人都可以实现的目标。布道到此结束。

现在我们来谈谈你的想法，你可以问任何问题。我唯一不会告诉你们的是我们在买卖什么。我甚至都不告诉我自己。我是说我把它写下来，然后就像可口可乐的配方一样。只有两个人可以进入信托部门，并找出他们是什么，我不知道这两个人是谁，所以。我们不谈论我们的交易，但其他任何事情都可以谈论。私人的，商业的，任何你想谈的。实际上，问题越刁钻，我就越感兴趣。所以，不要顾虑我的感受，我的意思是直接放马过来。

我想我们有一个麦克风，这是唯一的麦克风还是这边也有一个？

系主任：这是这里唯一的麦克风。要提问，您需要走到这个麦克风前。

巴菲特：过来排队吧，我就是 Regis Philbin(美国脱口秀主持人，是美国电视史上出境时间最长的纪录保持者，被形容是"最勤劳的主持人")。

我有一个老式的信念，那就是我只能期望通过我所理解的事情来赚钱。当我说'理解'时，我并不是指理解产品的功能或类似的东西。我指的是理解未来 10 年后或 20 年后企业的经济状况。

一般来说，我知道 10 年后箭牌口香糖的经济状况。互联网不会改变人们咀嚼口香糖的方式，也不会改变人们嚼哪种口香糖。如果你拥有口香糖市场，并拥有 Doublemint、Spearmint 和 Juicy Fruit，这些品牌 10 年后仍会存在。因此，我可以准确地指出箭牌的数据，但如果我试图展望这样的事情，我不会有太大的偏差。

评估这家公司是不是属于我所谓的'我的能力圈范围'。我要了解他们做什么，我要理解他们商业模式，我要理解他们业务的竞争优势。可能有各种各样的公司拥有美好的未来，但它们不在我的能力圈内。

在我过去的演讲中，我随身携带了一份长达 70 页印刷紧凑的清单，上面列出了 2000 家汽车公司。如果在 20 世纪初，你就能看到汽车对这个国家的影响，以及它对你的子孙后代生活的影响等等。它改变了美国的面貌。但是，在这 2000 家公司中，基本上只有三家幸存下来。而且期间它们多次表现糟糕。

那么，您如何从 2000 家中选出这 3 家优胜者呢？我的意思是这并不容易。回顾过去很容易，但展望未来就不那么容易了。因此，你可能完全正确地认识到汽车行业的大发展，但事实上，你可能无法预测它会产生多大的影响。如果你买下所有的公司，你就不可能赚到钱，因为该行业的经济特征并不容易看清楚。

我总是说，最简单的办法就是找出失败者。在 1905 年左右，当你看到汽车将会发生什么的时候，你真正应该做的是做空马车。1900 年有 2000 万匹马，现在大约有 400 万匹。所以很容易找出失败者，你知道失败者是马车。赢家是汽车。但 2000 家汽车公司几乎都倒闭了，还有一些公司被合并等等。1920-30 年代，道指中有三家

汽车公司：Studebaker、NashKelvinator 和 Hudson Motor。现在，这些名字对我来说都很熟悉，也许其中一些对你来说也很熟悉，但它们并不生产汽车。他们没有赚到钱。但它们曾一度名列道琼斯 30 指数，是美国商业界的贵族。但他们却被打败了。因此，在一个精彩的行业中找出赢家的经济特征并不容易。

在北卡罗来纳州，Orville 和 Wilbur 起飞了，或者我猜是 Orville 起飞了，Wilbur 在旁边看着。我会是 Wilbur，但是，如果你能在那时看到航空业的未来，以及这将如何改变一切，你一定会大吃一惊。从那时起，人们偶尔会感到兴奋。但是，如果 Kitty Hawk 有一个资本家，他应该把 Orville 击落，因为它除了让投资者赔钱外，什么也没做。仅在 1920 年代和 30 年代，就有 400 多家飞机公司。奥马哈有，内布拉斯加有，我们曾是飞机制造业的硅谷，但它们都消失了。这是一个可怕的行业。到 1991 年底，如果把所有航空公司的总收益加起来结果是负值。自 Orville 和 Wilbur 起飞以来，数十亿资金涌入航空业，乘客数量逐年上升。航空业的重要性逐年增加，但没有人赚到钱。所以，考虑到经济后果，航空业非常糟糕。

电视行业也是如此，我认为美国每年销售 2000 万到 2500 万台电视机。我认为没有一台是在美国制造的。你会说，电视机制造商，多好的生意。1945-50 年代，几乎没有人有电视机。现在每个人都有多台电视机。在美国，没有人在电视机生产上真正赚到钱，他们都倒闭了。你知道 Magnavoxs、RCAs，所有这些公司。1920 年代的收音机也是如此。1920 年代有 500 多家公司生产收音机。同样，我认为目前美国还没有一家收音机制造商。

可口可乐是 1884 年在雅各布斯药房还是什么地方，一个家伙发明的东西。这么多年来，有非常多的仿制品。117 年后的今天，可口可乐公司每天在全世界销售大约 11 亿份 8 盎司装的可口可乐，不全是可口可乐还有雪碧和其他一些产品。

因此，理解一个企业的经济特征与预测一个行业会做得很好是完全不同的。所以，当我看到互联网企业或科技企业时，我会说这是一件了不起的事情，我喜欢玩电脑，我从亚马逊订购书籍和各种东西。但我不知道谁会赢。除非我知道谁会赢，否则我对投资不感兴趣；我只想玩玩电脑。

确定自己的能力圈范围是投资中最重要的事情。重要的不是你的能力圈有多大，你不必成为所有事情的专家，但是知道你所知道的，以及你所不知道的能力圈的边界在哪里，并保持在这个能力圈范围内是非常重要的。创办 IBM 的汤姆沃森 Tom Watson 在他的书中说："我不是天才。但我在某些领域很聪明，而且我一直待在这些地方"。这就是关键所在。所以，如果我能理解一些事情，并坚持在那个领域，我就会做得很好。而如果我不理解

某些东西，却因为邻居们在谈论、股票在上涨等一切而兴奋不已；我开始在能力圈外鬼混，最终我会被打败，我肯定会被打败。现在让我们开始回答问题。

1, 关于内在价值

观众：你好，巴菲特先生。我有两个简短的问题。第一个是您如何找到一家公司的内在价值？

巴菲特：内在价值是这样一个数字：如果你能洞悉未来，并能预测从现在到死亡该企业会给你产生的所有现金，按适当的贴现率贴现，这个数字就是企业的内在价值。换句话说，现在进行投资并投入资金的唯一原因是为了日后获得更多资金，对吧？这就是投资的意义所在。

现在，当你看到债券时，当你看到美国政府债券时，你很容易知道你将得到什么回报。债券上就写着。上面写着何时支付利息。上面写着什么时候返还本金。因此，很容易计算出债券的价值。如果利率发生变化，债券的价值明天也会发生变化。现金流是印在债券上的，但现金流不会印在股票上。分析师的工作就是把代表企业权益的股票，转换成债券，然后计算出该股票未来将会支付的回报。

当我们为 Shaw 购买新机器来生产地毯时，这显然就是我们所考虑的，你在商学院会学到这一点。但对于大企业来说也是一样。如果你今天购买可口可乐，该公司的市场售价约为 1100-1500 亿美元。问题是，如果你有 1100-1500 亿，你今天是否愿意拿出这笔钱来换取可口可乐公司在未来 2-300 年给你带来的收益？

随着时间的推移，贴现率不会有太大的变化。这是一个他们会给你产出多少现金的问题。这不是一个将有多少分析师推荐它的问题，也不是一个股票成交量有多大的问题，也不是一个图表看起来像什么的问题，而是一个它能给你产出多少现金的问题。无论是购买农场、公寓房还是任何金融资产都是如此。石油就在地下，你现在投入现金是为了以后获得更多的现金回报。问题是你能得到多少，什么时候能得到，你有多大把握？当我计算一个企业的内在价值时，当我们购买企业时，无论我们购买的是一个企业的全部还是一小部分，我总是认为我们购买的是整个企业，因为这是我的方法。我看着它，然后说，这个企业将产出什么，什么时候产生？

当然，你真正想要的是，企业能够用赚到的钱再投资，并在再投资过程中赚取更高的回报。我的意思是，伯克希尔从未向其股东分配过任何东西，但随着我们所拥有的企业价值的增加，其分配能力也会增加。我们可以在内部进行复利计算，但真正的问题是，伯克希尔现在的售价是 1050 亿左右。如果你现在要以 1050 亿的价格买下整个公司，我们能从中分配多少现金给你？按现在的利率水平，现在分配现金是明智的吗？

这就是问题所在。**如果你不能回答这个问题，你就不能买股票。**如果你愿意，你可以在股票上赌博，或者让别人去买它。但是，如果你不能回答这个问题，比如我不能回答互联网公司的问题，还有各种各样的公司我都不能回答这个问题。但我只会远离那些公司。

观众：那么你有公式来寻找某些公司的内在价值吗？我是说，你有一个数学系统吗？

巴菲特：这只是一个未来现金的折现值。

2, 关于确定性

观众：第二个简短的问题是，您为什么不把您的一套公式或策略写下来，以便与其他人分享？

巴菲特：我想我确实写过这方面的文章。如果你阅读过最近几年的年度报告，事实上，在最近的年报中，我使用了伊索寓言描述我刚才一直在谈论的内容。因为伊索是公元前 600 年的人，他很聪明，但还不够聪明知道那是公元前 600 年，这需要一点远见。但伊索在乌龟和野兔，以及所有其他的事情之间，他花时间来描述鸟。

他说"一鸟在手胜过两鸟在林"，现在这句话还不够完整，因为问题是，你有多大把握确定灌木丛中有两只鸟，你要等多久才能得到它们？现在，他可能知道这一点，但他没有时间，因为他还有其他的寓言要写，必须继续下去。但在公元前 600 年，他已经完成了一半。

这就是投资的全部内容：灌木丛中有多少鸟，你什么时候得到它们，你有多大把握？

现在，如果利率是 15%，粗略计算，你必须在五年内从灌木丛中得到两只鸟，才能与手中的鸟相等。但是，如果利率为 3%，你可以在 20 年内得到两只鸟，那么放弃手中的鸟仍然是有意义的，因为这一切又回到了对利率贴现的问题上。问题是，你往往不仅不知道树丛中有多少只鸟，而且就互联网公司而言，树丛中根本就没有鸟。但是，如果你给他们的鸟在他们手里，他们还是会拿走。

但实际上，我已经写过类似的文章，并大量借鉴了 2600 年前伊索写的东西，我的阅读进度太落后了。

3, 关于投资错误

观众：早上好。我知道您因投资成功而闻名，但我很好奇在您的人生中是否有什么特别的时刻，或者您犯过什么特别难忘的错误或失败，您从中学到了什么，以及您对在座的学生在面对挫折时是否有什么特别的建议。

巴菲特：是的。我犯了很多错误。最大的错误，不一定是最大的错误，但购买伯克希尔本身就是一个错误，因为伯克希尔是一家糟糕的纺织企业。我买得很便宜。本格雷厄姆教导我买东西要以定量为基础，四处寻找便宜

的东西。我是在 1940 年或 1950 年学到这一点的，它给我留下了深刻印象。

于是我四处寻找我所谓的二手雪茄烟蒂的股票。购买烟蒂股票的方法是，你走在街上，四处寻找雪茄烟蒂，然后你在街上发现了一根看起来很糟糕、湿漉漉、丑陋的烟蒂，只剩下最后一口。但你把它捡起来吸了一口。真恶心，你把它扔了，但它是免费的。我是说它很便宜。然后你四处寻找另一支湿漉漉的只剩一口的烟蒂。

我多年来都是这么做的。这是一个错误。虽然这样做可以赚到钱，但无法投入大额钱来赚钱，买到好生意要容易得多。所以，现在我宁可以合理的价格买一个好企业，也不愿意以一个好价格买一个平庸的企业。

但在那些日子里，我买的是便宜的股票，而伯克希尔股价低于每股营运资本。你免费得到了工厂，你免费得到了机器设备，你以折扣价得到了库存和应收账款。因为便宜，所以我买了。20 年后，我仍在经营一个糟糕的企业，这笔钱并没有产生复利。

你真的很想拥有一个优秀的企业，因为时间是优秀企业的朋友。你可以不断复利，它不断做更多的生意，你不断赚更多的钱。时间是糟糕生意的敌人。我本可以卖掉伯克希尔，也许可以清算它，快速赚取一点小钱，你知道的。但继续做这种生意是个巨大的错误。

所以你可以说我从这个错误中学到了一些东西。我本来可以做的更好。我在伯克希尔所做的就是不断购买更好的企业。我开始了保险业务、喜诗糖果、布法罗新闻报等等各种各样的事情。如果我用一个全新的公司来做这些事情，而不是用伯克希尔作为平台，我会做的更好。现在我从中获得了很多乐趣。我的意思是，生活中的一切似乎都会变得更好，所以我对此没有任何抱怨，但这是一件愚蠢的事情。

我在 1989 年购买了全美航空的优先股。我开出的支票墨迹未干，公司就陷入了亏损，再也没有摆脱亏损。我的意思是这真的很愚蠢。我现在有一个 800 电话，每当我想买航空股票时就打这个电话。幸运的是，我可以在凌晨三点给他们打电话，我拨通后说：“我叫沃伦，我是个航空迷。我想买这个东西”。然后他们就会说服我。有时要花几个小时，但这是值得的，相信我。如果你想买航空公司的股票，打电话给我，我给你 800 电话，因为你不会想这么做的。

但是，就我们最终的结果而言，我们很幸运成功了。但购买伯克希尔是一个愚蠢的决定，完全是我的决定。就机会成本和最终成本而言，我做过的最大的一个错误是，在我 20 岁左右的时候，我和一个与我一起参加国民警卫队的人合资，买了 Sinclair 加油站的 50% 权益。当时我大约有 1 万美元，我投入了 2000 美元，结果全赔了。

所以，那是 20%，这意味着现在该加油站的机会成本是 60 亿美元，对于提供擦窗户和挡风玻璃之类服务的加油站来说，这是一个很大的代价。因此，实际上我更愿意伯克希尔倒闭，因为它降低了错误的机会成本。

但我们所犯的最大错误是我犯的，而不是我俩犯的。到目前为止，**我所犯的最大错误是疏忽不作为，而不是故意犯的错误。我的意思是，我知道该做的事情，它们在我的能力圈范围之内，而我却在吮拇指。**事实上这些才是最让人伤心的。它们不会经常出现。例如，20 年前，房利美出现一些问题时，我可能因为吮吸拇指而让伯克希尔损失了至少 50 亿美元，或者接近 50 亿美元。我们本可以近乎不花钱买下整个公司。

如果是微软，我不会担心，因为我对它一无所知。**微软不在我的能力圈范围之内。**因此，我没有任何理由认为我有能力从微软或可可豆或其他东西中赚钱。但我知道我确实足够了解房利美，但我搞砸了。这些错误在传统会计中从未显示出来。但我知道我放弃投资的代价。这些都是很大很大的错误，我犯了很多错误。我有时会抵制诱惑，除非我在年度报告中告诉你，否则你是不会知道的，因为这在传统会计中是不会显示出来的。

但是，**不作为比犯错更严重。人生中的重大机遇必须抓住。**我们做的投资并不多，但当我们有机会做一些正确而重要的投资时，我们必须去做。即使是小规模地去做，也和根本不去做一样是个大错误。当机会来临时，你一定要抓住，因为你不会得到 500 个好机会。如果你从这里的学校毕业后得到一张打孔卡，上面有 20 个打孔，而你每做一个投资决定都会用掉一个打孔，那么你会变得非常富有，因为你会认真思考每一个决定。

我的意思是，我去参加一个鸡尾酒会，有个人谈到一家公司，他甚至不知道公司是做什么的，或者连名字都叫不出来。但他们上周赚了钱，还有另一家类似的公司。如果你的卡上只有 20 个孔，你就不会去买它。在股市中，尤其是牛市中，有一种诱惑，尤其现在买卖股票是如此的容易，比以往任何时候都容易，因为你只需要在网上点点按钮就能完成操作。也许它上涨了一个点，你会为此感到兴奋，第二天你又买了一个，等等。这样做时间一长，你就赚不到多少钱了。但是，**如果你有一张只有 20 次打卡机会的打孔卡，你一辈子都不会再得到另一张，那么你在做每一个投资决定之前都会考虑很久。你会做出好的投资决定，也会做出大的投资决定，甚至可能一辈子都用不完 20 个打孔。**但你也根本不需要 20 个孔。是吗？

4，关于卖出

观众：巴菲特先生，早上好。在您关于犯错误和类似错误的评论中，您能谈谈您的卖出纪律吗？当你在一个位置，你觉得它不再是好的。当你最终放弃它时，你使用什么标准？

巴菲特：好的。这些年来卖出情况发生了变化，当我起步的时候，我的想法比钱多得多。我的意思是，我会非常仔细的翻阅《穆迪手册》，一页一页地看，然后重新一页一页地看。我在里面找到了一些我可以理解的股票，它们的市盈率是 2 倍，甚至 1 倍。当你只有 1 万美元时，这可能有点令人沮丧，而如果你又不喜欢借钱的话，因为我从不喜欢借钱。因此，我的想法总是比我的钱多，所以我不得不卖掉我最不喜欢的东西，去买一些对我有吸引力的新东西。很长一段时间我都处于这种状态。

我们现在的的问题是，钱比想法多。所以，如果你看看我们的年度报告，在我们的官网上。你会在后面看到一个叫伯克希尔经济原则的东西，我相信这是为我的合作伙伴制定的。他们是我的合伙人。我不把他们看作股东，而是把他们看作合伙人。他们将是我一生的伴侣。因此，我要告诉他们我的想法。如果他们不同意我的想法，没关系，但我不想让他们对我失望。

所以我说，就我们的控股业务而言，无论别人出多少钱，我们都不会卖。我的意思是，如果有人出三倍的价钱，比如喜诗糖果、布法罗新闻报、波仙珠宝，不管是什么，我们都不会卖。我这样做可能是错的。我知道如果我拥有伯克希尔 100% 的股份，我知道我没有错，因为这就是我想要的生活方式。我已经拥有了我可能需要的所有资金，这只是改变了报纸上我的讣告和基金会拥有的资金数字。仅仅因为有人向我挥舞一张大额支票，就与我喜欢的人，以及哪些认为伯克希尔是他们一个永久的家而加入我的人断绝关系，就像因为有人挥舞一张大支票而卖掉我的一个孩子一样。所以我不会这么做，我想告诉我的合作伙伴我不会这么做，这样他们就不会对我失望。

对于某些股票，我们越来越多地采用这种方法。现在，如果我们长期缺乏资金，但又有各种机会，我们可能会采取不同的方法。但是，我们的倾向是不卖东西，除非我们真的感到沮丧，也许是因为管理层，也许是我们认为企业的经济特征发生了很大的变化，这种情况才会发生。但我们不会仅仅因为它看起来价格太高而卖出。但也有个别可能卖出，因为你不可能做到 100%，但这就是我们运作的原则。

我们现在每年至少产生 50 亿现金，所以每周就有 1 亿。我们在这里谈了半个小时，我什么还没做呢。所以，真正的问题是你如何聪明地把它投资出去，如果我们是卖东西的，那就需要卖出更多。也许有一天这种情况会发生变化。有的合作伙伴、股东、合伙人会说：如果喜诗糖果能卖到价值的三倍，为什么不卖呢？这就是为什么我想在他们加入我们之前，确保他们知道我是怎么想的。我的意思是，他们有权知道这一点。

但你想一想，如果你要结婚，你希望婚姻能够长久，不一定是幸福的婚姻，也不一定是 Martha Stewart 会

谈论的婚姻，但你希望婚姻能够长久。您希望配偶具备哪些品质？如果就一个品质，你会寻找聪明的吗？你会追求幽默的吗？你会追求个性的吗？你会追求漂亮的吗？都不是，**你会寻找低期望值的。如果你们的期望值都很低，这样的婚姻才会长久。我希望我的合伙人对我的期望值偏低，因为我希望婚姻能够长久。**当他们在伯克希尔加入我们时，这是一场经济上的婚姻，我不希望他们认为我会去做一些我不会做的事情。这就是我们的指导原则。包括婚姻以及其它这些建议都是免费的。下一位。

(Martha Stewart 玛莎斯图尔特 1941 年出生在新泽西州一个贫苦的波兰后裔家庭，大学时就开始勤工俭学，为香烟、肥皂和啤酒广告做过模特。她曾是美国最早的女证券经纪人之一。1971 年市场暴跌股市低迷，她失业又回到家庭，在康涅狄格州购买了一处安静的庭院开始居家生活。生活的压力迫使她不得不在家寻找工作。她开始为有钱人办家庭野餐会，布置餐桌，设计客厅，一家家打电话寻找商机。后来她把自己在烹调和家庭布置的经验逐渐总结起来出版成杂志，陆续创办《玛莎生活》《玛莎婚礼》《玛莎儿童》《玛莎宝宝》，后来又创办自己的电视节目《玛莎生活》《玛莎厨房》，1991 年，她与时代华纳公司合作，出版了著名的家居顾问杂志《Martha Stewart Living》，杂志固定读者达 210 万。她出版的杂志快销一时，又成为电视采访的常客，迅速打响家务专家的名气，并与零售业帝国 kmart 签订利润丰厚的协作契约，行销她设计的一系列家庭产品，使她成为美国、英国和澳大利亚家喻户晓的人物。1997 年成立生活多媒体公司，统合自己的所有事业，1999 年，玛莎将以自己命名的公司在纽交所上市。股票一上市价格就扶摇直上，使她变成亿万富婆。2001 年上市公司年收入达近 3 亿美元。她本人拥有公司超过 63% 的股份，成为美国最富有的人之一。2005 年，玛莎因涉嫌股票内部交易，被判有罪，刑期五个月。在监狱里，她的整个生活都不一样了。但她经受住了 30 年的转折与成功，牢狱之灾似乎成了一种平常的生活。她经历了一切，工作失败，创业失败，婚姻也报销了。她刚出狱就迫不及待地回归工作。2012 年，重新登上 CEO 的位置。她说：我能靠我的意志弄弯钢铁，只要我足够努力，我能做成任何事情。)

5，关于避税天堂

听众：早上好，巴菲特先生，我有一个关于投资评估的问题。有声音说近年来，公司使用避税天堂的情况似乎越来越多，像 UPS 等声誉卓著的公司都卷入了与国税局的避税冷战。我们知道，这些交易大多是人为的，为了能从中获利。从投资者的角度来看，他们所投资的公司卷入这些税务庇护所，你认为这对投资者有利吗？如果是这样，你认为在报表附注中披露这些交易会有帮助吗？

巴菲特：我不确定我是否百分之百理解了，你能再说一遍吗？

听众：我再重复一遍，如果你认为你投资的公司或任何人参与了避税投资.....

巴菲特：我从来没用过避税天堂。

听众：不，我没这么说。我问的是，如果你知道有公司参与的这种短期有利可图的避税活动，你认为这对投资者有帮助吗？

巴菲特：有完全合法的避税方式。我的意思是，我们过去是这样做的，现在也是这样做的，我们是最早一批申请低收入住房税收抵免政策的公司之一。事实上，我曾与第一任布什总统会面讨论过这个问题。这在一定程度

上有利于我们。这对伯克希尔来说并不是什么重要的因素，我是说，从伯克希尔的整体价值来看，这只是个微不足道的因素，但这是国会规定的税收优惠。我不会称之为庇护所。这是国会决定愿意为企业提供的税收优惠，因为他们认为这是创造低收入住房的最佳途径。因此，考虑到我们参与的活动，这并不是我们所做的事情的一个重要因素。但这种避税方式并没有错。

如果你想逃税，那就是完全不同的游戏了。到那时，他们就该进监狱了。但某些企业、某些保险公司在百慕大重新注册成立。你可以省下很多税。你必须满足我们不愿意满足的某些其他限制，但如果我们愿意满足这些其他限制，我们搬到百慕大并不违法或不道德。但我们不会这么做。税法就是一本规则手册，你要遵守这些规则。我认为，人们所做的一些违反规则的事情非常接近欺诈，有时甚至接近欺诈的界限。如果他们这样做了，我认为他们应该受到起诉。但那是另一个游戏。

顺便说一句，在过去的五年里，我可以说，避税方面的推动力度更大了，这确实是我早些时候的经历。我认为现在这种情况在最近一两年有所减少，但几年前，一些审计公司曾非常积极地进行营销。其中，即使是按百分比向审计师支付收益，我认为这些避税行为也相当可疑，尤其是当他们购买法律意见时。所以，如果你在做这些事情时被抓到，你就可以说，好吧，我依赖的是这个法律意见，因此我不应该去坐牢，只要补交税款就可以了。

因此，我不知道有任何与我们有关联的公司做了这样的事情，但显然，如果他们做得太过分，我们也不想出现在那里。

6，关于慈善

听众：我很好奇，你们现在有这么多拥有巨额的财富，你们如何看待慈善事业的现状？

巴菲特：实际上，我这周要去可口可乐公司的总部，然后飞往西雅图，与那里的联合劝募组织(United Way group)会谈。我相信，西雅图联合劝募组织的人均募捐额在全国联合劝募组织中是最高的。比尔盖茨也会到场。我们将共同讨论。他的母亲非常积极地参与慈善事业，但比尔每年要捐出超过十亿美元，以后还会有更多，但现在就有十亿美元。这很有趣。我的意思是，他非常理性地看待这件事，他见多识广。

事实上，我想他在医学领域的主要顾问是亚特兰大疾控中心的研究员，比尔每个月要读 15 本这方面的书。我的意思是，他可以吸收这些内容。我可没那么快做到。但他说，他想用 10 亿美元每年尽可能多地拯救生命。因此，这是他的目标。就像其他企业的资本回报率一样，这也是他的基础衡量标准。他说，我每年要花 10 亿美元，

这能拯救多少人的生命？因此，他在非洲的疫苗和艾滋病问题上投入了大量精力。这是非常理性的。

我个人认为，在我和妻子死后，我 99% 的净资产都将捐给基金会。就我而言，我的财富是从社会中获得的。它将归于社会。我给我的受托人写过一封信，我的受托人很少。在我看来，如果你有一大堆受托人，他们就会把自己同质化，变成最小公分母，因为你在一个房间里有 30 个人，而且都是有名望的人。但他们都有自己的母校。他们都有自己的医院。这就成了一个大的权衡游戏。这将是一个小的国会。所以我的受托人很少。我不给他们任何具体的信息，因为我告诉他们，他们在地面上的判断会比我在地下六英尺的指示更好。我不愿意这么想，但这是事实。因此，我告诉他们，社会问题是那些没有自然资金支持来源的问题，或者是那些非常棘手、非常难以解决的问题。因此，我告诉他们，如果他们花大钱去解决某个非常重要的问题，却因为要解决棘手的问题而失败了，我根本不会去缠扰他们。

当我购买企业时，我买的是非常简单的企业。但社会的大问题之所以是大问题，是因为它们很难解决。所以他们挥棒打出了坏球。我在生意场上挥棒很容易，但他们挥棒时，却不得不面对糟糕的坏球。但我告诉他们，我希望他们尝试着去做。如果他们失败了，我一点也不担心。我告诉他们，如果他们这里给 100 万美元，那里给 100 万美元，那里又给 100 万美元，他们会睡不着觉的，因为我会一直缠扰着他们，我会每晚都回来。因为我不希望使用滴眼药水的方式去做慈善。我希望他们能够运用自己的判断力，去看看那些没有自然资金支持的重要问题。你知道政府会提供资金，这很好。我是说他们应该资助重要的问题，但我们不需要扮演政府的角色。在我看来，私人慈善机构的作用就是资助那些没有自然资金支持的事情。这正是比尔正在做的。

没有人可以通过情感呼吁，让全世界数以百万计的儿童接种上疫苗。它不会牵动任何人的心弦。你不能靠用捐赠者的名字来命名建筑去筹集资金。我的意思是，这不是那种可以在情感基础上筹集资金的事情。以情感为基础筹集资金并没有错。但是，这个问题不会因为资助者的反应而得到解决。但比尔是在回应他心目中最重要的事情，那就是拯救生命。他并不关心他的名字是否出现在一幢大楼上，也不关心是否发生了什么，或者是否有人知道这件事。我的意思是，比尔得到公众关注只是因为他资金的规模。但他不在乎这些，我向你保证。

这就是我的理念，我得到这笔钱并不是因为我是个超级优秀的人，也不是因为我比其他人为社会做了更多的贡献。我只是以正确的方式，在某个特殊的时刻，出生在美国。我的意思是，我非常兴奋于投胎在一个巨大的资本主义社会，这不是我的功劳。我天生就适合投资，在某种程度上，我比其他人更擅长资产配置，就像其他人更

擅长其他各种事情一样。我和太阳谷的两位老师在一起，他们为社会所做的比我还多，而这个市场体系对此却毫无帮助，他们什么都没有。市场体系为我做了各种各样的事情。

盖茨说，如果我出生在 5000 年前，我一定会成为一些动物的午餐，因为我跑不快，也不会爬树等等。我知道那只动物在追我，然后我说等等，看我如何分配资产...这没有任何卵用。所以你知道，我现在出生在这里，只是因为是非常非常幸运。我 1930 年出生时，出生在美国的几率是 50 比 1。这是一个可怕的赔率。然后我就被投胎到了美国。如果我被丢到秘鲁或中国的某个地方，我是说，我就没有机会了。所以，在我看来，社会奖给我的财富应该回归社会。如果你足够幸运，被丢进一个你的特殊才能会带来巨大回报的社会，你知道那只是运气。幸运并没有错。我并不为此感到内疚或其他什么，**但我觉得我现在做的事情很有趣，我觉得这些钱应该回馈社会，而且应该尽可能聪明地回馈社会。而明智做到这一点的最佳方式就是由高品格、高智商的人来进行管理。**你不知道十年后、二十年后、三十年后会出现什么问题。但我确实知道，如果我有少数高品格、高智商的人那就妥了，当然高品位更重要。

如果你给我额外的 20 点智商，但在高智商让我去作弊，我是不会接受的，因为有太多的机会，可以让人去投机耍滑，我的意思是，人们的思想会被颠覆，他们做事会为了自己的利益，而不是机构的利益。所以，我真的希望有超高品格的人来做这件事。我已经找到了他们，我认为，这些钱可能会做很多好事，即使它可能会做的不那么好，但如果有好处，它们会在某个领域运作，这些好事可能不会做的非常好。

7, 关于股市波动

听众：我只是想知道，与 1920 年代的股市相比，最近股市的繁荣和萧条，有很多不同之处，也有很多相似之处，这些相似之处让人们得出结论，股价在未来一段时间内将会低迷。你同意那些不同意那些？

巴菲特：整个 20 世纪都非常有趣。对美国来说这是一个不可思议的世纪。

比如人均 GDP，想想人均水平。有时他们会谈论我们与欧洲的 GDP 对比，但如果他们的人口每年不变，而我们的人口每年增长 1%，那么最终，你有一个比值。因此，20 世纪美国的人均 GDP 增长了 610%。实际上，从质量上来讲，它的增长远不止于此，因为你无法真正衡量，比如医学或其他方面的某些事情和改进，但只是从数量上来看，它每十年都在增长，包括 1930 年代的十年。因此，在这 100 年里，美国公民的生活状况基本上在逐年改善。1930 年代增长了 13%。最好的十年是二战期间的 1940 年代，增长了 36%。最糟糕的十年是一战期

间，你可以做一些类比，但你可能会在类比上遇到麻烦，但无论如何，这是一个漫长的变化时期。

有趣的是，在这期间股市出现了六次大的剧烈波动。有三次大牛市三次大熊市。1900-21 年，道指从 66 点涨到 71 点，20 年间涨幅不到 10%。每年不到 0.5%。股息也只有 0.5%。所以它基本没动。从 1921-29 年，正如你所指出的，它从 71 点上升至 1929 年 9 月的最高点 381 点，货真价值的 5 倍。显然，在此期间，国家的福祉并没有增长 5 倍。而在这最初的 21 年里，国家福祉的增长远远不止 10%。因此，你们的发展很不平衡。

从 1929 年 9 月到 1948 年底，道指从 381 点跌至 180 点左右。道指腰斩了。这就是漫长的 18 年。但在此期间，人均 GDP 却一直在上升，直到经济状况表现良好。从 1948-65 年，道琼斯指数又从约 180 点上升到接近 1000 点。再一个 5 倍，这远远超出了实际经济能力。从 1965-81 年，道指持续下跌。但人均 GDP 还在增长。然后，我们又经历了本世纪最后一段时期，它的涨幅非常大。如果以整个百年来计算，则上升了 180 倍。每 1 千美元变成了 18 万。但是，43 年零 9 个月的时间是三个巨大的牛市。而 56 年零 3 个月的时间是停滞期。这一切都发生在一个经济状况良好的时代。你知道，年复一年，年复一年。56 年零 3 个月的时间里，道琼斯指数净跌了几百点。剩下的 43 年零 9 个月的时间，道琼斯指数从 66 点升至 11000 点。

所以你会对自己说，怎么会有这样一个国家，它做得越来越好，越来越好？人们生活得很好，每一代人都比上一代人生活得更好。但你有这些巨大的变化。几次大涨和长期停滞 20 年，这意味着很长一段时间什么都不做。答案是，投资者的行为方式非常情绪化，即他们在牛市期间会非常兴奋，看着后视镜说，我去年赚了钱，今年我要赚更多的钱，所以这次我要借钱。或者邻居说，去年我不在的时候，那个邻居比我还笨，竟然赚了很多钱，所以我今年也要去。所以，他们总是在往后视镜里看。当他们从后视镜中看到，过去几年已经赚了很多钱时，他们就会继续投入，不断推高价格。当他们从后视镜中看到没赚到钱时，他们就会说，这真是个糟糕的地方。因此，他们并不关心底层业务发生了什么。这令人震惊，但也带来了巨大的机遇。这就是巨大的机遇。

我的意思是，从投资意义上讲，我经历了大约一半的时期。从 1965-1982 年，我经历了漫长的停滞期，我是说共 17 年。1979 年，我为《福布斯》写过一篇文章。我只是说，这怎么可能呢？1970 年，养老基金将 100% 的新增资金投入股票，因为他们对股票情有独钟。之后，股票变得又便宜了很多，他们记录降到最低，1978 年，他们投入了新资金净额创纪录只有 9%。

当股票价格大幅下跌时，人们的反应非常奇特，因为他们是人，当别人兴奋时他们也会兴奋。别人贪婪时他

们也会贪婪，别人恐惧时他们也会恐惧，而且他们还会继续这样做。在股市中，你会看到你一辈子都不会相信的事情。随着时间的推移，这个国家和股市都会做得很好，但你会看到这些巨大波动。如果在整个过程中你能够保持客观，如果你能在气质上脱离群众，你就会变得非常富有。而且你不需要非常聪明。我敢肯定。但你知道，这不需要智商，这需要某些气质，你得有能力不受影响坐在那里去读一些东西。

1950 年我刚开始创业的时候，我会找到一些两倍市盈率的東西，它们都是非常体面的企业，人们都想在这些公司找到工作，每个人都知道它们会一直存在下去。他们不会以 2 倍市盈率的价格购买，而当时的利率是 2.5%。

我 21 岁时开始销售证券，堪萨斯城人寿保险公司(Kansas city life insurance co.)恰好是奥马哈一家相当知名的公司。如果他们向你销售人寿保险，他们卖给你的保单有一个 2% 的利息假设。堪萨斯城人寿公司股票的市盈率不到三倍。如果你买了这只股票，就能获得 35% 的收益。公司的稳健性毋庸置疑。我去找了当地的代理商，我想我还能卖给他几股股票呢。我是说，我不明白这个人他把自己的一生都投资在这家公司上了。我去找了当地的代理商，我们已经和他合作了 20 年。他叫 Moosa，我说，Moosa 先生，你以 2% 的价格出售这些保单，你可能有几个自己的家庭成员，你可以买进这家公司，你每个月的工资都靠他们，你的这些人寿保单的受益人的未来也靠他们，你卖给他们是 2% 的利率，但你的投资回报是 35%。你也知道，股票并不是什么好东西。我无法向你推销，我是个糟糕的推销员。我的意思是，投资你必须从这里开始，但这件事让我大吃一惊。我有时会想，我是不是疯了。但类似的事情又发生了。我的意思是，1964 年，道指收于 864 点。然后在 1981 年，也就是 17 年后，它收于 865 点，17 年间它只增加了一个点，几乎没有什么上涨。你简直无法相信，在那段时期，人们对此是有多么的沮丧。但你知道，人们的生活变得更好了。因此，一些毫无意义的事情可能会持续很长时间。但是，它们终究会结束。

我的意思是，互联网方面，你让这些公司以数十亿美元的价格出售，但实际上却没有任何赚钱的前景。这是一个泡沫。但是 Herb stein 曾经说过，任何不能永远持续下去的事情都会结束。它看起来很漂亮，但下一次尤其要仔细想想，你想做什么。当你因为股票涨了很多，你的邻居赚了钱什么的，而想做什么事情的时候，尤其要想想这一点。你必须坐下来，客观地思考一下，我是否会买下这整个生意。一家互联网公司发行了 1 亿股，每股 100 美元，就是 100 亿美元，它值 100 亿美元吗？如果它值 100 亿美元，明年就能给你带来 7 或 8 亿美元。如果明年不给你 7 亿或 8 亿，后年就得给你比这多 10% 的钱，而且还得继续给。能做到这一点的企业并不多。

人们都快疯了。当然，这也很有趣。这就像他们挂在经纪人办公室的牌子一样：留下喝一杯，但别宿醉 (Avoid hangovers. Stay drunk!)。我的意思是，继续玩下去很有趣，但要想取得好成绩，就必须做理智的事。

8, 关于美联储的政策

听众：早上好，先生。我想知道你对美联储及其最近采取的行动有何看法。你觉得他们已经做了足够的工作来促进经济的发展了吗？

巴菲特：随着时间的推移，我也成了艾伦格林斯潘的粉丝。我认识他很久很久了。我们一起在 CapCities 董事会工作过。Allen 是个非常非常聪明的人。在我看来，他的动机完全是为了美国、美国人民。所以，你不能有一个更好的人在那里了。他可能面临的问题是，由于他的任期与这轮令人难以置信的牛市相关，即使他不会为此邀功，但人们可能会因为美联储的重要性而普遍联想到这一点。他们可能会把这件事和他联系起来，所以如果事情不顺利，他们可能也会责怪他。但我认为他的政策总体上是非常好的。

关于美联储，你必须明白一件事，那就是它并不像人们想象的那么强大。它的刹车比油门更好用。当美联储想踩刹车时，我们会撞向挡风玻璃。我的意思是，经济出了问题，他们可以踩刹车。保罗沃尔克(Paul Volcker)做到了。他通过踩刹车抑制了恶性通货膨胀。但我的意思是，当他在 1980 年左右那段时间踩刹车时，人们憎恨它，他因此被钉在十字架上，但他的做法是正确的。他能够做到，他一个人做到了。这是唯一的办法，因为通货膨胀正在加速。这是当时唯一需要的东西，但这么做通常不受欢迎。格林斯潘踩刹车更难了，因为他是如此的出名，没人希望他踩刹车。他正逐步采取措施。

但他踩刹车，不一定会得到同样的结果。这可能会有所帮助，但还有无数其他变量在起作用。正如你在日本看到的那样，你知道，你可以把利率降到零，但你无法刺激任何东西。因此，日本人并不是没有读过我们读过的经济学书籍。我的意思是，他们读过凯恩斯，他们读过他所有的书。所以，我们并不比他们聪明多少。我们没有任何他们不知道的秘密，但他们不知道推动经济的增长。你知道，在过去的五年里，他们的 GDP 一直没有实现增长，经济问题依然存在。因此，宽松的货币并不能解决一切问题。

格林斯潘很可能会因为他没有解决一切问题而受到指责，但他也没有能力去解决这个问题。他可以通过各种方式提供帮助。但我认为不可能有比他更好的人选了。我认为他目前所做的事情是正确的，但正确的事情可能并不像人们希望的那样有效。

在经济学中，你总是想问，然后呢？你会在报纸上读到，如果日本开始出售我们的政府债券，或者如果他们抛售美元，会发生什么？他们不能抛售美元，没有人能抛售美元。你至少要持有美元资产，因为如果日本人想出售我们的政府债券，他们会卖给我们，你知道，他们会在美国获得定期存款或活期存款，或者卖给他们美元资产。如果他们卖给法国人，他们可能会从法国人那里得到一些资产，但现在法国人拥有了这些美元资产。

我的意思是，要想减少外国在美国的投资，唯一的办法就是改变这种状况，让他们在美国的消费多于我们在他们那里消费的。我的意思是，当我们从日本购买一台电视机时，如果我们从他们那里购买的电视机比他们从我们这里购买的同等消耗品还多，那么我们会给他们一些投资类资产，无论是现金还是美国政府债券、股票、电影制片厂、房地产或其他不同的东西，以此来实现交易平衡。只有当我们开始出现贸易顺差时，这种情况才会逆转，而我们离贸易顺差还差得很远。

因此，从逻辑上讲，如果你读过经典经济学，你就会相信我们的货币近年来会走弱，现在正在走弱，但还有其他因素在起作用，这也是经济学的问题之一，**因为从来就不只有一个变量起作用。通常有数以百计的变量，它们的运作在不同的时间产生不同的影响。**我的意思是，这不像是物理公式。我想，如果你研究过海森堡原理或类似的东西，就会明白这一点(不确定性原理 Uncertainty principle 是海森堡于 1927 年提出的物理学原理，其指出：不可能同时精确确定一个基本粒子的位置和动量)，但年复一年，公式中有很多相同的变量，但这些变量的相对重要性，以及它们之间如何相互作用从来都不完全相同，我们发现了这一点，日本人发现了这一点，每个人都发现了这一点。而外汇或美元货币的价值，以及货币的利率正在挑战你基于历史的预期。

但正如有人所说，如果历史是完美的指南，你知道，福布斯 400 强都会是图书管理员。他们只要翻翻书，就会知道所有答案，但历史不会重演。正如马克吐温所说，历史不会重演，但总会惊人的相似。我的意思是，很多事情会再次重现，但不会以同样的方式。多年以后，我们就会完全明白美元为何会有现在的表现，但我认为，如果美元不再那么强势，对美国来说将是有益的。

9, 关于创业者规模太小是不是一个劣势

听众：巴菲特先生，感谢您能回答我的问题。我的问题与小企业有关，我的家族从事卡车运输生意已有 50 年。当你谈到航空业所有的并购以及正在发生的事情，以及很多小企业被逐出市场时，你怎么看那些像在座的学生一样想创办小企业的人，也许他们想从某种商品类型的企业开始，但随着企业规模的扩大和效率的提高，小企

业如何与这些巨人竞争？

巴菲特：在许多领域，小企业都拥有优势，而有些业务领域，规模具有巨大优势。我的意思是，你不会想成为一个小小的碳钢生产商。而当一种小型钢铁厂(mini-mills)出现，并学会如何比旧式炼钢方法更有效地利用废钢时，他们实际上占据了优势。

在某些业务中，规模是一个巨大的优势。但最大的航空公司依然没有在竞争中胜出。西南航空就是其中之一，他们最初只有几架往返于休斯顿和达拉斯之间的飞机。他们现在已经变得更大了，但他们的野心并不是成为最大的公司。他们购买燃油的价格可能和美联航一样便宜，而且在规模小得多的时候可能也是如此。

沃尔玛是一个典型的例子。在 25 年或 30 年前，谁能想到沃尔玛的今天呢？我的意思是，西尔斯百货在芝加哥拥有一幢 100 多层的大楼，其资金来源比山姆沃尔顿便宜得多。山姆沃尔顿的信用也不如西尔斯。每个供应商都想与西尔斯合作。没人听说过山姆。每一个房地产开发商在开发新的购物中心时，都会先去找西尔斯百货，山姆在这方面被打的很惨。这家伙从阿肯色州本顿维尔出发。随着时间的推移，他干翻了西尔斯，他直接杀死了它。采购的劣势、借贷的劣势、房地产的劣势，**他们唯一的优势只有山姆沃尔顿**。他的能力最终激发了数十万人的工作热情，让他们长期坚持做正确的事情。

因此，我对小企业普遍持有同样乐观的态度。现在，在某些领域，规模是非常重要的。但我看不出规模小有什么缺点。在伯克希尔我们有 11.2 万员工，我们在佐治亚州的员工人数比美国其他任何州都多。我们在道尔顿附近雇佣了很多，我们在 GEICO 雇佣了很多。我们有意与我们的 11.2 万员工一起工作，我不知道有多少业务单位，但肯定有很多。而我们总部只有 13.8 人。顺便说一句，我不是那个 0.8，我是完整的那个，但我们确实有一位女性每周只工作四天。这就是我们总部的全部，虽然有 11.2 万人，市值 1050 亿美元，但我们有意保持总部的规模最小。我们认为，我们希望他们拥有对客户最敏捷的反应能力，这将使他们从根本上抵消一些，比如说规模带来的最强的采购能力或其他方面的影响。

我们在犹他州拥有一家家居饰品公司 (R.C.Willey)，经营威利家居的是一位名叫 BillChild 的经理人。大约一周前，《财富》杂志以“商业之神”为封面故事对他进行了报道。事实上，比尔就是最好的例证。比尔从他岳父手中接过这家公司时，它的年营业额是 25 万美元。然后，在犹他州他所在的这个行业，我们的业务量超过了一半，但他实现了近 4 亿美元收入。他通过思考客户的需求来建立了这家企业，他与西尔斯竞争，他与大型家具商 Levitz

家具竞争，他跟所有人都在竞争。但他从早上起床的那一刻起，满脑子想的都是如何照顾好我的客户？这就是他胜出的原因。

我们在奥马哈有一家 NFM 家具商场，你们有些人可能听说过。它是世界上最大的家居用品商店。在 SMSA(标准都市统计)只有 65 万人口的奥马哈，它在一个占地 72 英亩的地方创造了 3.25 亿美元的收入，而这恰好相当于该地区每个男人、女人和孩子各 500 美元，它甚至超越了这一点。这项业务的创立，来自于一位 1921 年走出俄国的女士在 1937 年投资的 500 美元。她出走俄国上了一艘花生船并在西雅图上了岸，她的脖子上挂着英文标签。她一句英语也不会说。美国红十字会查看了标签，上面写着"爱荷华州道奇堡"，他们把她送到了爱荷华州道奇堡。她在那里待了两年无法掌握当地语言。她说她觉得自己像个傻瓜。所以她来到阿尔玛，因为那里还有其他的俄罗斯裔犹太人，她至少可以找人聊天。她的小女儿弗朗西斯开始上学了。弗朗西斯晚上回家后，会教妈妈她当天在学校学到的单词。这就是这位名叫罗斯布鲁姆金的女士学习英语的方式，她的女儿从幼儿园就开始教她单词了。她通过每次寄出 50 美元一个人的方式，把七个兄弟姐妹一个个从俄罗斯接过来。她通过卖旧衣服和其他商品，把自己的七个兄弟姐妹父母都带到了美国。

到 1937 年，也就是她来到这里 16 年后，她攒下了 500 美元。她坐上火车，去了芝加哥的美国家具市场，那是一个令人印象深刻的庞大市场。她聪明绝顶，但她的思维方式在某种程度上像个农民。她看到这栋建筑后，决定将公司命名为内布拉斯加家具超市。她进去买了价值约 2000 美元的商品。在回奥马哈的路上，她一直在担心，因为她欠了 1500 美元。而她只有 500 美元的资产。所以她去了奥马哈。她把自己家里的床、沙发、冰箱都拿出来快速出售，这样她就能拿到钱，以便按时还款。她从那时起就开始创业。但没有供应商愿意卖给她产品。她上了四次法庭，因为地毯生产商试图阻止她打折销售。她走进法庭，告诉法官，因为她想出了各种办法，用各种不正当手段从别人那里买到这些东西，她让别人帮她采购。她说，你看，我花了 3 美元一码买这块地毯。Brandeye 的售价为 6.98 美元。她说，我只卖 3.98 美元。法官你告诉我，你想让我抢劫别人多少钱？她为自己辩护。法官第二天就向她买了一块地毯。这是真的，报纸都报道了。我是说，这真是太不可思议了。Brandeis 是奥马哈的大型百货公司，但它倒闭了，她让所有人都失业了。

有趣的是，她一直工作到 103 岁。她 89 岁时把生意卖给了我。她没有审计报告。一天下午，我带了一张支票去找她，因为我知道她想做点什么。我说，B 夫人，钱在这里，我不需要审计报告，你只需要告诉我你要不要接

受这笔钱。她说，自从 1937 年欠了那些人的钱后，我就再也没欠过钱。她说，这一切都是自由无负债的。她从未看过资产负债表，她也不知道会计术语的含义，但她了解生意的本质。我告诉她，我说我宁可相信你说的话，也不要六大或八大顶级审计公司的审计报告。她一直工作到 103 岁。她享年 104 岁。她的葬礼上有她的三个姐妹，她们都还活着。她的儿子现在在那里工作。他已经 82-3 岁了。但有趣的是，她不识字，不会读也不会写。如果你告诉她这个房间是 68 英尺乘 43 英尺，她会告诉你有多少平方码。她这辈子都没上过学。她会告诉你 590 码和 580 码的价格是多少。而且她会加上税。她会因为喜欢你的长相而打一点折扣。

这就是你无法与之竞争的东西。这就是你无法复制的东西。你无法在通用汽车将这个人制度化，并把这种动力带到企业中，日复一日地这样做，并为他们的客户着想。这就是她所做的一切。此外，在这个过程中她也养育了四个孩子，你不能错过这些人。如果你是一个创业者，在某些领域你做不到这一点，因为这里有规模优势。但在大多数领域，你不必因为规模而担心自己做不到。在大多数领域，你都会胜出。比如 Bos Shaw 的所作所为令人震惊。30 年前，没有人听说过 Shaw 地毯。他拥有全国 40% 的地毯生意。因此，这是一个充满机遇的领域。我不了解卡车运输的具体情况，但我祝愿你一切顺利。你不会在很多领域处于劣势，如果你规模很小，其实你反而有优势。谢谢。

乔治：巴菲特先生，非常感谢你今天与我们分享你的智慧和想法，这些都是精彩的故事。我们真的很荣幸，也很高兴能有这个机会更好地了解你。在结束之前，我想感谢几位为后勤工作提供帮助的人、副院长 Bob Gatewood、校友关系部主任 MarieGarrison。谢谢你们两位，谢谢我们的通讯主任 DavidDodson 为此做了大量的工作和努力。感谢你们所做的一切。Earl，再次感谢你的帮助，使这一切成为可能。

巴菲特先生，我们有一份临别礼物送给你，但在向你展示它是什么之前，需要先了解一下它的来龙去脉。在您最近写给股东的年报中，您谈到了在进行收购时需要注意的一些事项。你谈到的其中一件事就是所有者。你要寻找那些关心自己企业卖给谁的所有者。这对你来说很重要。我想引用您报告中的一段话。当一个商业杰作是由其所有人一生或几代人的精心呵护和卓越才能创造出来的时候，对所有主来说，托付给什么样的公司来延续其历史，应该是非常重要的。再往下你说，对于商业的画家来说，亲自选择其永久的归宿，比让一个遗产受托人或对经营企业不感兴趣的继承人拿去拍卖要好得多。我们相信，这些话很多也适用于你们。你也创造了一个商业杰作。你们俩人创作了一个伦勃朗画作。

今天我们所看到的是一幅轻松愉快的画像，一个轻松愉快的人物形象，我们希望它能捕捉到您职业生涯中的一些商业里程碑，我们也希望它能捕捉到您今天所展示的一些机智幽默。

这幅画的作者是我们的一位好朋友，也是一位住在这里的知名艺术家 Allen Campbell。艾伦和我们在一起，他今天将帮助我们揭开它的神秘面纱。有请艾伦。

艾伦：谢谢你，巴菲特先生，我希望你能保持你的幽默感，在阅读你的公司报告时，你的幽默感深深地吸引了我。这是你和你的公司以及你的价值观的写照。当 Marie Gersh 和我的女朋友，也就是这里的校友会主任告诉我你要来的时候，我读到了你关于伦勃朗的评论，似乎你可以每天仰卧在那里用自己的语言在伯克希尔上作画。顺便说一下，我有个弟弟是你们的公务机的飞行员。这幅画的原型是非常著名的伦勃朗自画像。(鼓掌)

乔治：感谢大家今天的到来和参与。这是一次精彩的活动。非常感谢。谢谢。



巴菲特：保险业的 FDIC 2001

2001 年 9 月 19 日 《华盛顿邮报》

我从事的是保险业务，在过去的几个月里，这是个代价高昂的行业。这让我所经营的伯克希尔付出了高昂的代价，因为我做了一件非常愚蠢的事：允许伯克希尔为一场巨大的灾难损失提供保险，而没有收取保险费。我们不假思索地承担的风险是恐怖主义造成的损失。

鉴于我的失误程度，我很幸运：我们估计伯克希尔 9 月 11 日的损失"仅"约 23 亿美元。到目前为止，这比我们在一次灾难中的损失还要多，但实际损失可能比预估还要大得多。事实上，如果本拉登拥有核武器，那么大部分保险业都可能因此而破产，伯克希尔也不例外。在这种可怕但并非不可能发生的核灾难情况下，保险损失可能高达 1 万亿美元，超过全球所有财产保险公司的净资产。

只有资源几乎无限的实体才能承担几乎无限的潜在损失。私营部门不存在这种经济物种。只有美国政府符合这一条件。华盛顿在一定程度上接受了这一提议。美国国会现在正竭力建立某种行业政府联盟，为恐怖主义造成的损失提供保险。所有相关人员的动机都是令人钦佩的，但我认为目前正在考虑的行动会对我们的社会产生令人不安的影响。

一些提案限制了政府的责任，但却给行业留下无限的风险。这些提议是行不通的：如果让保险公司承担无限责任，他们必然会拒绝续保，因为他们认为这有可能导致他们破产。

同样糟糕的是，目前正在考虑的所有提案都将根据风险敞口进行定价。也就是说，如果一家企业位于高风险地区，它将被要求支付高昂的保险费用。基于风险的定价通常是公平和可取的。在伯克希尔，我们经常采用这种方法。但在这种情况下，它将产生反社会的后果。

例如，对于纽约市的标志性或关键性财产而言，每 1 美元投保价值的恐怖主义风险可能是人口较少地区财产的 10 倍或更多。但大城市是我们社会的核心。我们不希望它们在极为不利的保险费用负担下凋零。事实上，它们的繁荣符合美国的利益。在恐怖分子对我们发动的战争中，我们主要城市的公民几乎肯定要承担超出正常水平的人身风险。我们不应该让他们也付出沉重的经济代价。

在我看来，如果我们将联邦存款保险公司 FDIC 作为保险业的发展模式，我们就能找到解决这一社会问题的办法。68 年前成立 FDIC 公司的理由非常明确：美国迫切需要消除银行挤兑及其引发的金融恐慌。在 FDIC 公司成立之前，银行倒闭的风险由储户承担，而储户却没有办法转移风险。由于两个原因，储户和他们的银行都无法将风

险转嫁给私人保险公司：首先，涉及的金额太大；其次，损失是相关的，即几家银行的倒闭往往会引起连锁反应，好银行与坏银行一起倒闭，造成巨大的经济损失。幸运的是，FDIC 保险的出现结束了这些对我国经济的惩罚性破坏。

目前，撇开即将到期的保单不谈，数百万企业主、个人、房东和贷款人承担着恐怖袭击的经济风险。保险公司不会主动承担风险，我们以前很笨，但我们已经学会了。但是，让这数百万承担风险的人自己承担这个负担是不对的：这将是自我保险，其造成的经济扭曲将使我们的社会陷入困境。谁还会在大城市建造摩天大楼，谁还会为摩天大楼贷款？或者说，一家没有保险的熟食店怎么可能开在标志性办公大楼的旁边？

如果我们采用 FDIC 公司的模式来处理恐怖主义问题，那么保险业将不被允许从保险中赚取一分钱。相反，将对所有保险征收保费税，支付给美国财政部。这将产生公平的效果，将与恐怖主义相关的成本分摊到整个国家，就像我们分摊国防开支一样。

如果像我所建议的这样制定一项提案，新法律应严格限制将责任归咎于某些相关方的私人诉讼，例如航空公司。我们应该希望财政部仅向受害者支付财产、生命或直接收入损失的赔偿金，而不必担心过错。法律还应涵盖战争损失。战争和恐怖主义都有能力造成私人保险公司根本无法承担的损失。大多数现有保单已经排除了战争责任，但并非所有保单。

有些人会争辩说，FDIC 公司的保险模式是对私营部门的社会主义入侵。大多数人肯定会对 FDIC 本身提出同样的论点，然而，该机构如今却被普遍认为是大有裨益的。问题曾经是银行挤兑和经济恐慌，我们找到了创新的解决方案。如今，问题是恐怖主义及其对保险成本的反复无常的影响，我们需要一个具有同等效力的解决方案。

巴菲特：给全体经理人备忘录 2001

2001 年 9 月 26 日

致：伯克希尔经理人(全明星)

过去几周对我们所有人的个人生活和许多人的商业活动来说都是艰难的时期。

在伯克希尔，我们估计 9 月 11 日的保险损失为 22 亿美元。我们称之为“猜测”，因为这仅仅是猜测。许多年后，我们才能在一个很小的误差范围内告诉全世界真实的数字是多少。

很大一部分损失发生在我们的美国保险公司，其余损失发生在德国和英国实体。由于我们定期支付巨额美国所得税，我们将承担美国业务的 65% 的成本；政府将承担 35%。许多保险公司的损失不会以这种方式减轻，有些可能无法生存。尽管我们的大部分损失将很快得到赔付，但责任领域的大额赔付将需要相当长的时间来解决。即使收回税款，我们的损失也是巨大的。不过，伯克希尔可以轻松承受。长期以来，我们一直从事巨灾险业务，我们在财务和心理上都做好了应对灾难的准备。这不会是我们最后一次遭受灾难，尽管我们热切希望未来的灾难是自然原因造成的，而不是人为的。(我们也希望它们的规模较小)。

您在经营企业时应该做什么？就像您一直在做的那样：**拓宽护城河，建立持久的竞争优势，取悦您的客户，坚持不懈地降低成本。**除了保险定价和保险范围之外，几乎所有的经营决策在一个月前都是合理的，而在今天也是合理的。

就我而言，我将继续寻找合理的收购，并继续管理我们的资源，使伯克希尔继续成为直布罗陀般的金融磐石。我确信我们正处于一次经济衰退中，可能是一次相对较深和较长时期的衰退，但这是商业生活的一部分，我们已经做好了准备。

简而言之，您负责管理，我负责操心。这样的分工过去对我们很有效，将来也会继续有效。

一如既往地感谢你们所做的出色工作，是你们让我的工作变得如此轻松。

沃伦巴菲特

P. S. 如果您愿意，请与您的任何同事分享此信息。

巴菲特：对话内大商学院 2001

2001 年秋

周二早晨，我如约来到巴菲特的办公室。他带我参观了他的办公室。我看到了他儿时纳税申报表，肥皂剧剧照，美国运通以及富国银行的原始股票凭证，还有他收集的两台可口可乐饮料机、一个大型的 Dairy Queen 冰淇淋圣代等，这些纪念品都代表着伯克希尔的生意。他期待着有机会与商学院进行座谈。

Cynthia：您的家族与内布拉斯加州大学很有渊源，您的父母都是这里毕业的吧？

巴菲特：1869 年，我的曾祖父在奥马哈开了一家杂货店。他的子女都是内布拉斯加州大学毕业的。我父亲是大学校报的编辑。我母亲的祖父是内布拉斯加州一份报纸的创办人。我母亲 12 岁的时候就会使用排版机，她上了大学以后，自然也进入了校报工作，并因此结识了我父亲。

Cynthia：能回忆一下您在内布拉斯加州大学学习的情况吗？

巴菲特：这是一段宝贵的经历。在我印象中，我遇到的最好的老师是教会计的雷·戴恩(RayDein)。商学院的学生都应该懂会计，**会计是商业的语言。不懂商业的语言，无法在商业世界中驰骋。会计这门语言，在商业中实在太重要了，一定要融入骨髓。**经济学应该成为每个人的背景知识，因为它是世界运转的方式。

Cynthia：您刚开始上的是另一所大学，后来转到了内布拉斯加州大学，您如何评价您在这里接受的教育？

巴菲特：**在我上大学的几年里，除了在哥伦比亚大学师从本·格雷厄姆学习的一年以外，最让我难忘的就是在内大的学习生活。**内大的老师们深深地吸引了我，没有一门课让我失望。我跟教授们关系密切，在内大教授们亲自给本科生讲课，在我之前上的那所大学(宾大)，讲课的都是研究生。我有一件印象特别深的事。有一天，内大颁发 500 美元的 NathanGold 奖学金。结果，只有我一个人申请了。我自动获得了这笔奖学金。

我父亲其实希望我申请哈佛商学院。我坐了 10 个小时的火车，去了芝加哥，面试官让我回去，过两年再来。我当时 19 岁。我坐了 10 小时的火车回去，不知该怎么向我父亲交待。那年 8 月份，在翻阅杂志的时候，我发现本·格雷厄姆在哥伦比亚大学任教，那时申请入学已经很晚了，我写信联系了哥大的校长，后来被录取了。

Cynthia：您是一个经常制定目标的人吗？您上学的时候经常给自己制定目标吗？

巴菲特：我年轻时就对商业感兴趣，希望将来能做生意。这是 1950 年我在内大上学时的账本，我做高尔夫球生意，我有 44 美元现金和与别人合伙买了一辆汽车一半的租金，我还开了一个股票账户，但是我年龄不到，是用我姐姐的名字开户的。开始学习时年龄越小越好。任何了解复利的人都会明白这一点。

Cynthia：看起来，您那时的目标都是和赚钱有关的。

巴菲特：我喜欢做生意的过程。赚钱是做生意的目的之一，但真正的乐趣来自做生意本身。

Cynthia：当您研究一个生意是否值得投资时，您主要关注哪些方面？

巴菲特：首先，要透彻地理解这个生意的经济状况好不好，其次，要研究管理生意的人怎么样。管理层一定要热爱自己的生意，像艺术家全神贯注地绘画一样投入到公司管理。我的工作就是不打扰他们，只是给他们提供更大的画布、更多的画笔，画是他们的作品。公司领导者的态度决定整个公司的态度。领导者不在乎，基层员工也不上心。领导者尽心尽力，整个公司都有一股劲头。

Cynthia：您认为公司管理层人本身是非常重要的条件，对吗？

巴菲特：是的，不能靠合同条款，还是得管理层让人放心才行。

Cynthia：内大商学院很注重培养学生的领导力和商业道德。请问您认为商学院的学生应该如何培养领导力并树立正确的价值观念？

巴菲特：父母是每个人的第一任价值观导师。每个孩子都追随自己的榜样，学错了就坏了。父母是孩子天生的榜样。孩子们自然而然地效仿自己的父母，父母的价值观正确，孩子的价值观一般也错不了。学校强调价值观教育的作用是让价值观正确的孩子继续走正路，让走偏的孩子回到正轨。

Cynthia：您认为杰出的领导力和正确的价值观在商业中有何作用？

巴菲特：我见过很多成功人士两者都没有，我也见过很多成功人，但绝大多数成功的人具备杰出的领导力和正确的价值观，他们都是我钦佩的人，也是我特别想与之交往的人。诚实是最好的策略。在回过头来衡量自己是否成功的时候，一个人应该选择什么作为标准？每个人肯定都有一些自己追求的东西，但是如果少了别人的关爱和尊敬，再大的成功都是失败。这是你必须得到的东西，别人的尊重、别人的爱，用多少钱都买不来。所有得到别人敬爱的人，没一个失败的。

Cynthia：我们的学生大多数都具有正确的价值观念，我们商学院的做法是让他们接触一些道德问题，免得他们今后在职业生涯中遇到类似问题时被绊倒。我们希望他们理解这些问题，并理解他们可以用自己的标准影响周围的人。您觉得这样的方法有效吗？

巴菲特：做一件事，是否遵循了正确的价值观，有个很简单的小测验：想想自己怕不怕这件事如实地出现在第二天的报纸头条上，被所有人都知道。如果问心无愧，那可以做。如果感到犹豫，那可能不该做。

Cynthia: 您经常谈英雄, 请问谁是您的英雄?

巴菲特: 我非常幸运的遇到了自己英雄。我的第一个就是我父亲。我的英雄从未没让我失望。我十三四岁的时候, 搬到了华盛顿。那段时间, 我很迷茫, 离家出走过、偷过东西, 但后来改过来了, 因为我有榜样的正确引导。人们总是模仿自己的榜样, 找错了榜样, 就学坏了。人总是向自己敬佩的人学习, 和自己敬佩的人越来越像。不谨慎挑选自己追随的榜样, 很容易误入歧途, 给你自己带来麻烦。

Cynthia: 再问您一个关于科技的问题。您说过, 您对投资科技公司不感兴趣。我们商学院在课程中很注重科技与电子商务, 我们认为学生需要了解科技在管理、营销以及财会中的作用。请问您如何看待科技在当今商科教育中的重要性?

巴菲特: 我喜欢科技给世界带来的改变, 我自己也在享受科技发展带来的好处。我只是觉得, 把眼光放到十年以后, 看透口香糖、软饮料的前景更容易, 挑选科技公司中的赢家更难。这只是我在投资中的观点。美国是世界科技的领导者, 科技将驱动美国在未来取得更大发展。

Cynthia: 我们认为商科的每一门课程都要学习科技。我们并没单独开设电子商务专业, 而是认为科技应当融入每门课程。科技改变了会计, 改变了商业的方方面面。

巴菲特: 科技是一个工具。一个商学院的毕业生不知道科技对商业的影响, 不具备跟踪科技发展的意识, 那是说不过去的。科技孕育着商业的未来。科技改变着世界。假如我在当今的时代创业, 我一定特别重视科技。

Cynthia: 您认为在当今的时代学生们是否有必要考取 MBA?

巴菲特: 如果对商业感兴趣或有志从事商业, MBA 学位是非常有用的。话说回来, 真正重要的是, 学生要真正带着兴趣去课堂上学习才行。以会计课为例, 如果认为会计课枯燥无聊, 为了毕业不得不学, 那就没有任何意义了。任何一门课都可以令人着迷。掌握会计就像掌握一门新的语言, 可以有很多乐趣。学习要带着发现探索的态度, 探索自己未知的领域。会计是商业的 Rosetta 石。

经济学也是特别有意思的一门课。经济学教材的第一页就讲了人类如何应对无尽的需求, 并创造满足各种需求的系统。这是特别有用的知识, 告诉了我们这个世界是如何运转的。商业是世界的一小部分, 这个部分很容易理解, 不像黑洞那么复杂, 黑洞离我们很远, 商业是我们日常生活中的东西, 我们可以通过学习商业了解世界运转的规律。学生们十八九岁的年纪, 正是探索世界、认识世界的好时候。20 世纪, 美国人均 GDP 增加了 6 倍。6

倍啊！为什么这发生在美国，没发生在别的地方？美国是宇宙中很小的一部分，也是很重要的一部分，**先把美国搞清楚，然后再用掌握的规律去探索发现其他一切，一生必将丰富多彩。**

Cynthia：您当下有何目标？是否仍然有希望实现的目标？

巴菲特：伯克希尔是我的画板。**我的目标是让伯克希尔成为受人尊敬的公司。**与其他公司相比，我们伯克希尔的行事风格独树一帜，我感到很自豪。我的搭档查理·芒格说**伯克希尔有教化作用，是一个具有教育意义的平台。我们的做事方式和其他公司不同，有了伯克希尔，人们可以比一比，看看商业上普遍的做法是否合理。**

Cynthia：我们商学院有 3200 名学生，他们正在为日后走上商业之路做准备。请您给他们提些建议。

巴菲特：**我总是告诉学生们如饥似渴地学习。大脑的存储空间是用不完的，用尽全力学自己感兴趣的东西。每个人都只能年轻一次，再也不会有这样的学习机会了。**和学生交流的时候，我经常问他们一个问题：在你 16 岁的时候，一个精灵出现在你面前，说可以给你一辆梦寐以求的车，但这辆车要开一辈子。你怎么对待这辆车？我的答案是，我要一遍一遍地读使用手册，直到能背下来，想尽一切办法把这辆车保养好。**一个人 16 岁的时候，只有一个大脑和一个身体，这就是一辈子的全部。**

Cynthia：对于刚刚开始职业生涯的学生，请您也给他们一些建议。

巴菲特：**追随你所热爱的。**一份工作，如果违背自己的价值观或让自己觉得不舒服，还去做，这是疯狂的。**一份工作，能早晨从床上跳起来去做，浑身充满干劲，这才是最好的工作。**我自己一直有这种感觉。

Cynthia：我们的学生都特别想知道您在招聘的时候关注哪些方面？您看重哪些特点？

巴菲特：看三个方面：头脑、勤奋、品行。头脑用不着特别聪明，只需要相当聪明就行。Ray Kroc 就很聪明，他将其与良好的商业原则，对商业的热情，以及对特定业务的热情结合在一起。每个商学院的学生都够聪明、够勤奋。品行不是生下来注定一成不变的。学生们还年轻，他们可以决定自己想在 60 岁时成为什么样的人。年轻时不培养高良好的品行，老了也好不了。**习惯的枷锁，开始的时候，它轻的难以察觉，直到后来，却重的无法摆脱。年轻人可以训练自己的习惯。不妨选一个自己敬佩的人，问问自己敬佩他哪些方面，或许他慷慨、正派、善良，以自己敬佩的人作为榜样。**

Cynthia：谢谢您的宝贵时间。我们商学院以您为荣。

巴菲特：谢谢。

巴菲特谈股市 2001

2001 年 12 月 10 日,《财富》巴菲特 7 月太阳谷演讲稿

迎接投资者的将是什么呢?是另一轮轰轰烈烈的牛市,还是新一轮更让人倒胃口的熊市?有趣的是,这一问题的答案可能归结于三个简单的因素。在这篇报道中,全球最著名的投资者将谈到究竟是什么因素在推动着市场的运行,以及是否市场的运行规律应让你感到紧张。

两年前,《财富》杂志以"巴菲特先生谈股市"为题刊登了伯克希尔主席沃伦巴菲特于 1999 年 7 月艾伦公司太阳谷年会上发表的一篇演讲(1999 年 11 月 22 日刊),巴菲特很少就股市话题公开发表讨论。当时他主要谈到了美国投资者所经历过的两个连续但表现迥异的时期,并表示,他相信股市回报率注定大幅下降。因道琼斯指数已经从他发表那篇演讲时的 11194 点跌至如今的 9900 点左右,没有人对巴菲特的观点提出质疑。对于黯淡的盈利前景、一场无经验战争以及低沉的消费者信心,股市似乎正在作出反应,我们现在该何去何从呢?还有谁能较巴菲特更适合回答这个问题呢?

沃伦巴菲特在 2001 年 7 月于同一个地点,即爱达荷州太阳谷的艾伦公司(Allen & Co)年会上为企业执行官们发表了第二篇演讲。在这次演讲中,这位著名的股神重提当年谈论过的话题,在加入新数据的同时也提出了一些新的观点。在《财富》杂志卡罗尔卢米斯共同努力下,巴菲特将这篇演讲整理成以下文字,这为今年的投资指导开了个好头。以下是"巴菲特先生谈股市"的最新内容。

上次我谈到这一话题是在 1999 年,当时我将之前的 34 年分割成两个 17 年,其中的一个 17 年是荒年,而另外一个 17 年是丰收年,这两个时期有着惊人的对称性。这里先谈第一个 17 年。如你所见,在这段时期内,道琼斯指数只上涨了 0.1%。

道琼斯工业平均指数

1964 年 12 月 31 日: 874.12 点

1981 年 12 月 31 日: 875.00 点

再看一下接下来的 17 年。这段时期内的股市经历了一轮难以置信的牛市。这轮牛市在我上次谈到时已经接近尾声(尽管当时我并不知道何时结束)。

道琼斯工业平均指数

1981 年 12 月 31 日: 875.00 点

1998 年 12 月 31 日: 9181.43 点

你无法用 GNP 增长的差别来解释为何这两个时期内的股市表现会有如此大的差异。在第一个 17 年内,虽然是在熊市时期,但 GNP 的增长实际上是第二个 17 年内的 2 倍多。(GNP 仅国内收入, GDP 包含国外收入)

GNP 增长

1964-1981 年: 373%

1981-1998 年: 177%

那么该如何解释这一现象呢?我的结论是,市场之所以会有如此截然相反的走势是因为两个经济变量出现了显著的变化,且相关的心理上的力量也对市场变化最终带来了影响。

这里我需要提醒你们有关"投资"的定义,这一定义虽然简单但却常为人们所遗忘。投资指的就是现在先投入一

笔钱，然后在未来拿回更多的钱。

由此引出了影响股价的第一个经济变量——利率。在经济学中，**利率就像是真实世界中的万有引力**。在有时候，在所有市场，在世界所有地方，利率的微小变化都会改变所有金融资产的价值。你可以从债券价格波动中明确地看到这一点。但这一规则也适用于农田、石油储量、股票以及其他任何一种金融资产。且利率变化对价值的影响可以是巨大的。如果利率为 13%，未来从投资中获得的 1 美元的现值，远远不及利率 4% 环境下 1 美元的现值高。以下是这 34 年中几个关键日期的利率。在前 17 年中，这些利率大幅上升，这对投资者而言非常不利。在第二个 17 年中利率大幅下降，这对投资者是福音。

利率：长期政府债券
1964 年 12 月 31 日： 4.20%
1981 年 12 月 31 日： 13.65%
1998 年 12 月 31 日： 5.09%

另外一个关键的变量就是**投资者期望从所投资的公司中获得多少回报**。在第一个 17 年内，由于企业盈利不佳，投资者的这种预期大幅下降。到 1980 年代初，美联储主席保罗·沃克尔(Paul Volcker)所采取的强力经济政策事实上把企业盈利能力推升至 1930 年代以来的最高水平。

关键在于，在第一个周期，投资者对美国经济丧失了信心。他们展望未来，相信未来被两个负面因素困扰。首先，他们不看好企业的盈利。其次，当时的高利率让那些微薄的收益进一步打折扣。这两个因素一起导致股市在 1964-1981 年间陷入了熊市。虽然那段时期内的 GNP 有了很大增长。美国企业在不断成长，但是投资者对这些企业的估值却正在下降！

随后这两个因素发生了逆转，在 GNP 增长放缓的同时，股市却出现了飙升。首先，企业盈利大幅上升；其次，利率大幅下降，这让未来的 1 美元盈利的现值变得更加值钱。这两个因素都是大牛市真实而强大的推进剂。我提到的一个心理因素也恰巧起了作用：投机交易爆炸性增长，而这仅仅是因为人们看到了市场此前的表现。稍后，我们将研究病态和危险的一幕幕将再次出现在我们面前。

两年前，我认为有利的基本趋势已经走到了尽头。如果市场要从当时的点位继续大幅上升，那么需要长期利率进一步大幅下降(这种可能性总是存在)或者企业盈利需要大幅改善(这在当时看来似乎不大可能)。如果你看一下 50 年来的企业税后利润与 GDP 的比率，你就会发现这一比率通常在 4-6.5% 区间内，超过 6.5% 的情况非常少见(在 1981 年低点时这一比率约 4%)。在盈利情况非常好的 1999 年和 2000 年，这一比率依然低于 6%，今年可能

会跌破 5%。

你已经有了我对两段截然不同的 17 年周期的解释。问题是，股票市场的过去能在多大程度上能告诉我们股市的未来？为了启发答案，我先回顾一下整个 20 世纪。众所周知，这个世纪是美国的世纪。我们发明了汽车、飞机、收音机、电视机和电脑。这是一段令人难以置信的时期。确实，按美元计，美国人均产出的实际增长达到了惊人的 702%(扣除通货膨胀的影响)。

当然，20 世纪也包括了一些艰难的年份，比如 1929-1933 年的大萧条时期。但是美国的人均 GNP 每隔 10 年都会出现大幅增长，你会发现一个令人吃惊的现象：作为一个国家，我们在 20 世纪持续取得进步。因此，你可能会认为，美国的经济价值也会以相当一致的节奏增长，至少用美国的证券市场来衡量会是如此。(在 20 世纪早期美国人均 GNP 的增长较慢。但是如果你把美国看作一个股票，总体而言，它应该是快速成长股。)

美国从未停止增长

年度	人均 GNP 增长率
1900-10	29%
1910-20	1%
1920-30	13%
1930-40	21%
1940-50	50%
1950-60	18%
1960-70	33%
1970-80	24%
1980-90	24%
1990-00	24%

但事实并非如此。我们从之前对 1964-1998 年间市场走势的讨论中已经知道，经济和股市之间的相关性已经被彻底打破。整个 20 世纪也是如此。例如在 20 世纪初，即 1900-1920 年间，美国快速崛起，对电力、汽车电话的应用出现了爆炸式的增长。然而，股市表现沉闷，年回报率仅为 0.4%，跟 1964-1981 年间的表现相似。

道琼斯工业指数：

1899 年 12 月 31 日：66.08 点
1920 年 12 月 31 日：71.95 点

接着我们迎来了繁荣的 1920 年代，道琼斯指数在 1929 年 9 月触及 381 点，涨幅达到 430%。而在随后整整 19 年道琼斯指数跌去了一半，最低为 177 点。但是 1940 年代的人均 GDP 增长了 50%，是 20 世纪增长最快的 10 年。之后美国股市最终迎来了长达 17 年的牛市，股市上涨了 5 倍。接下来就是在一开始时便予以讨论过的两个时期：1964-1981 年的熊市，以及随之而来的 1982-1998 世纪大牛市。

从另外一个角度来看 20 世纪，我们可以看到，美国股市经历了 3 个牛市，历时 44 年，期间道琼斯指数上涨

了超过 11000 点。而在其余的 56 年内，美国股市出现了 3 次熊市。在那 56 年内，美国经济取得了长足的发展，但同期的道琼斯指数却下跌了 292 点。

怎么会这样呢？在一个国家欣欣向荣、人人努力赚钱的国度内，怎么会出现 3 个长期而痛苦的熊市呢？不考虑股息分红，这 3 个熊市会让你亏钱。答案就在于投资者反复犯的错误——即我之前提到过的一种心理因素：
人们习惯性的被后视镜所误导，且多数情况下只关注刚刚才发生过的事情。

20 世纪最初的一段历史生动地展示了这种短视行为。在 20 世纪的前 20 年内，股票通常比高等级债券收益率更高。这种关系在如今看来有些怪异，但在当时却像是一条公理。股票以高风险而闻名，因此，如果没有获得溢价，为什么要买股票呢？

一个名叫埃德加·劳伦斯·史密斯(Edgar Lawrence Smith)的人在 1924 年写了一本书。这是一本薄薄的书，最初没有人知道这本书的存在，但最终它将给市场带来史无前例的影响。该书名为《普通股的长期投资》(Common Stocks as Long Term Investments)，史密斯在书中对截至 1922 年的 56 年内的股价波动进行了研究。史密斯带着如下假设开始了研究工作：在通货膨胀时期，股票表现更好；而在通缩时期，债券表现更好。这是一个完全合理的假设。但请看一下本书一开始写的一段文字："这本书是对一个失败的记录——事实未能支持这一预先作出的假设。"史密斯继续写道："然而，所罗列的事实似乎值得进一步展开研究。如果这些事实无法像事先预期的那样证实假设，那么应该敞开胸怀跟着这些事实走，看看最终能得出怎样的结论。"

史密斯是一个聪明的人，他完成了世界上难度最大的事情。查尔斯·达尔文常说：无论何时，当他找到一个与他珍视的结论所相反的事情时，他有义务在 30 分钟之内写下这些新的发现。否则他的大脑就会拒绝这些不一致的信息，就像身体对植入体内的器官有排斥反应一样。人类本能的趋势就是坚守自己所相信的东西，尤其是在近期的经历强化了他们的这种信仰时——正是这一我们自身的缺陷导致了长期牛市和熊市中所发生的一切。

为了陈述史密斯的发现，我将在此引用一位传奇思想家约翰·梅纳德·凯恩斯的话(John Maynard Keynes)。在 1925 年，凯恩斯对史密斯的这本书发表了一番评论，该书因而一举成名。凯恩斯在评论中写道："也许史密斯先生最重要的观点，也是最具创新的观点就是，经营良好的工业企业通常不会将所有的利润都分配给股东。即使不是年年如此，他们也会在利润丰厚的时期留下部分利润，并将这些利润再次投入业务。如此便创造了一种复利因素(凯恩斯加注斜体)有利于稳健的工业投资。"

就是这么简单。这甚至不是什么新闻。人们当然知道企业不会拿出所有的利润。但投资者从来没有想到这意味着什么。虽然如此，史密斯说：**为何股票往往会打败债券呢？一个主要原因就是企业保留了利润，而这些留存利润用于再投资，从而产生了更多的利润，当然也创造了股息。**

这一发现引发了一轮史无前例的大牛市。史密斯这一洞见激发了投资者的热情，他们争相涌入股市，并预期双重回报：股票收益率高于债券，并且经济增长将加快。对美国公众而言，这一新理解就像古人发现了火种一样。但很快这些人便被火烧伤了。随着股票价格不断被推高，股票的收益率第一次低于债券，并最终迫使股票收益率大幅低于债券。接下来发生的事情应会让读者感到似曾相识：仅仅是股价上涨如此之快，便成为了人们冲入股市抢购的主要动力。1925 年少数人以正确的理由购买股票，1929 年多数人以错误的理由购买股票。

敏锐的凯恩斯在 1925 年的评论中就已经预期到了这种反常情况的发生。他写到：**"根据过去的经验来推断未来是危险的做法，除非能从过往的历史中找出广义的原因。"**他指出，如果你不能做到这一点，那么你可能会掉入预期的陷阱：**只有当一切条件都与过去完全相同时，期待的结果才会在未来重复出现。**当然，凯恩斯脑海中的特殊情况来自于史密斯覆盖了半个世纪的研究，即股票的收益率通常高于高等级债券。

投资者在 1920 年代时所犯的巨大错误，此后以这样或那样的形式反复出现了多次。我们已经看到，1920 年代股市狂欢对公众的影响一直持续到了 1948 年。此时美国的内在价值远超过之前的 20 年，股票收益率是债券收益率的 2 倍多，而股价却仅为 1929 年巅峰时的一半。毫无疑问产生史密斯伟大成果的条件再次出现。虽然这些情况在 1940 年代末时非常显眼，但投资者被 1930 年代初的痛苦经历的吓坏了，谨防自己再度遭受痛苦。

不要认为只有小投资者才会犯下**太过关注于后视镜的错误**。让我们来看看由专业人士管理的养老基金近几十年来的表现。1971 年正值"漂亮 50"年代，对市场感觉良好的养老基金经理人，将超过 90% 的净现金流投入到了股市，这在当时是创纪录的投入。在随后的几年内，股市暴跌，股价变得越来越便宜。养老基金经理人随后又做了些什么呢？他们停止买入股票，因为股价变得更便宜了！

私人养老基金净现金流投资股票占比：

1971 年：91%

1974 年：13%

这是我永远也无法理解的一件事。就我个人口味而言，我打算在自己的余生一直吃汉堡。当汉堡的价格下跌时，我们会在巴菲特家高唱"哈利路亚"。当汉堡价格上涨时，我们则会哭泣。多数人在购买生活中的任何一样东西时都是这种心理——除了股票。当股票价格下跌，你可以用钱买入更多的时候，人们却不再喜欢它们了。

当养老基金经理人也做出这种行为时，这种行为尤其让人感到困惑。按理养老基金经理人应是有着最长远眼光的投资者。这些经理人无需为明天、明年或者未来 10 年内的资金发愁。因此他们完全有理由坐下来放松一下。此外，因为他们不是在使用自己的资金进行投资，原始的贪婪不应扭曲他们的决策。他们应当只考虑哪些事情是最合理的。然而，他们表现的就像是业余选手，不过他们工资照拿，就好像拥有特殊的专业技能一样。

在 1979 年当我发现市场上到处都是可以尖叫着购买的股票时，我在一篇文章中写道："养老基金经理人依然将眼睛盯在后视镜上，并继续做着错误的决定。这种方法在过去已经被证实将付出昂贵的代价，而这一次他们也将付出同样的代价。"确实如此，因为"现在的股价水平应当能产生远高于债券的长期回报"。

看一下 1972 年的情况，当时养老基金经理人依然在买入股票：年末道琼斯指数收于 1020 点，平均账面价值相当于 625 点，账面收益率为 11%。6 年之后，道琼斯指数下跌了 20%，账面价值却上涨了 40%，账面收益率为 13%。或如我当时写道的："1978 年养老基金经理人不愿买入股票，而现在的股价明显低于 1972 年，但当时他们买入股票却创历史新高。"当时我写这篇文章的时候，企业长期债券的收益率为 9.5%左右。因此，我问了一个显而易见的问题："20 年以内，1999 年到期的美国主要企业发行的 9.5%利率债券所带来的回报，比以账面价值购买而账面回报率可能高达 13%的类似道琼斯指数的回报，更高吗？"这个问题不言自明。

如果你在 1979 年读了这篇文章，你可能会感到痛苦，也许会在 3 年内感到非常痛苦！当时我并不擅长于预测股价短期的走势，现在依然如此。我从来都不知道股市在未来 6 个月、1 年或者 2 年内，会发生什么。

但我认为很容易便能看到长期内将会发生的事情。格雷厄姆向我们讲述了其中的原因："短期内，市场是台投票机，但长期而言，市场却是台秤重机"。恐惧和贪婪在投票机上扮演重要角色，但在称重机上却没有作用。

在我看来，在 20 年的时间内，不难看到 9.5%利率的债券的回报，不可能超过这种被成为道琼斯的"伪装债券"，这种"伪装债券"就是以低于票面价值(即账面价值)买入、能获得票面价值 13%回报率的道琼斯股票。

让我来解释一下什么是"伪装债券"。你们多数人都知道，债券有固定的到日期，并会支付一系列的小额息票。例如，利率为 6%的债券每隔半年会支付 3%的息票。

而股票不同，是享有企业未来收益的金融工具，收益形式包括股息、回购股票或者在公司出售或者清算之后进行清偿。这些收益实际上就相当于"息票"。随着股东的更迭，获得这些"息票"的所有者也将发生变化。但股东作为一个整体，其总回报将取决于获得这些息票的多少和时间。估算这些细节就是投资分析的全部工作。

然而，对于个股来说，衡量这些"息票"的多少非常困难。不过，对一组股票来说相对容易。正如我提到过的，在 1978 年，道琼斯指数的平均账面价值为 850 点，账面收益率为 13%，13%的收益率只能作为一个基准，不能保证获得。如果你当时愿意在一段时间内投资股市，你实际上购买的就是一种债券，而且在 1979 年，这种债券的购买价格很少超过面值，本金为 891，且非常有可能获得相当于本金 13%的息票。

如此回报怎么能不比 9.5%的债券要高呢？基于这一点，股票的长期业绩一定会跑赢债券。在我职业生涯中的多数时期皆是如此。但正如凯恩斯所提醒我们的那样，股票的优势并不是必然的。**只有当具备了特定的条件之后，股票才会获得这种优势。**

让我再来谈一谈另一个关于养老基金中的从众心理——养老基金经理人的利己主义可能强化了这种心理。下表列出了 4 家知名公司(这些公司是我所能选取的许多企业中的典型代表)，他们在计算每年应该为养老基金支付多少费用(或者贷记收益)时，所使用的养老基金资产的预期回报率。对养老基金的预期回报越高，企业公布的盈利就会越高。这就是养老基金会计的工作方式——为了简便起见，我希望你们能相信我。

养老基金预期回报率假设			
公司	1975	1982	2000
埃克森石油	7.0%	7.8%	9.5%
通用电气 GE	6.0%	7.5%	9.5%
通用汽车 GM	6.0%	7.0%	10.0%
IBM	4.8%	5.5%	10.0%
长期政府债券收益率	8.0%	10.4%	5.5%

如图所示，1975 年的预期是温和的：埃克森公司的预期为 7%，通用电气和通用汽车的预期为 6%，IBM 的预期不足 5%。这些预期的怪异之处在于，按资者当时可以购买回报率为 8%、能随时兑现的长期政府债券。换句话说，这些公司可以将所有的投资组合都投资于回报率为 8%的无风险债券，然而却使用了更低的回报预期。到 1982 年时，这些公司小幅调高了对养老基金的预期，最高的预期为 7%左右。但现在你可以买到回报率为 10.4%的长期政府债券。实际上你可以通过购买被称为"STRIPS 债券"而获得 10.4%的再投资收益保证并锁定收益几十年。实际上，你的傻侄子也能管理这些退休基金，并获得高于公司所用的预期投资回报。(STRIPS 称为本息分离债券或零息债券，美国财政部 1985 年为满足对零息债券的需求而设计的)

在政府债券回报率接近 10.5%的情况下，为什么企业会假设养老基金回报率为 7.5%呢？答案就是他们**再次犯下了听从后视镜误导的错误**：那些在 1970 年代初经历过"漂亮 50"崩盘的投资者，依然能感受到那段时期内的痛楚，他们在考虑投资回报时没能跟上市场的发展。他们无法做出必要的心理调整。

现在快进到 2000 年，此时长期政府债券的回报率为 5.4%。那么这 4 家公司在 2000 年的年报中对养老基金的回报作出了怎样的预期呢？他们使用了 9.5%甚至 10%的回报假设。

我喜欢打赌，并愿意同这 4 家公司的任何一位 CEO、精算师或者审计人员打赌，在未来 15 年内，他们的平均回报率无法达到他们所假定的水平。光通过数学计算就能得出这一结论。一个基金的投资组合中，很有可能 1/3 投资于债券，假定这是一个保守的债券组合并有一个不同的到期日，那么这些债券的投资回报率不会超过 5%。那么为了获得 9.5%的预期回报率，该基金 2/3 的股票投资组合的平均回报率必须超过 11%。这是一个非常大胆的假设，尤其是基金需要支付高昂的投资费用。

然而，这种大胆的假设却能给公司财务报表创造奇迹。通过使用这些预期回报率，这些公司公布的盈利数据大幅高于使用低回报率假设时的盈利。那些设定这些回报率的人当然不会有所损失。在这场游戏中扮演重要角色的精算师对未来的投资回报率一无所知。然而，他们知道的是，客户希望获得高预期投资回报率。只有让客户快乐才能永远留住客户。

我们是在讨论大公司吗？我们来看一下通用电气，这是美国最有价值和最受崇拜的公司，我也是它的超级崇拜者。几十年来，通用电气极其出色地管理着自己的养老基金，它对养老基金的回报率预期在企业界中很具代表性。我以这家公司为例是因为这是一家杰出的企业。

如果我们再回到 1982 年，当时通用电气认列了 5.7 亿美元的养老金支出(Pension Charge)，这相当于该公司损失了 20%的税前利润。去年，通用电气认列了 17.4 亿美元的养老金贷记收益(Pension Credit)，相当于该公司税前利润的 9%，这是电气部门 6.84 亿美元利润的 2.5 倍。17.4 亿美元是一大笔钱。将养老金回报假设调低至足够低的水平，你将会剔除大多数的养老金贷记收益。

通用电气和许多其他公司的养老金收益，都归功于 1987 年美国财务会计准则委员会 FASB 所颁布的一条规则，从那时开始，具备合理假设并获得所需基金业绩的公司可以将养老金贷记收益，列示在损益表上作为收益。根据高盛的统计，去年标准普尔 500 中有 35 家公司的养老金贷记收益在利润中的比重超过了 10%，尽管在许多情况下，他们的养老金投资价值出现了缩水。

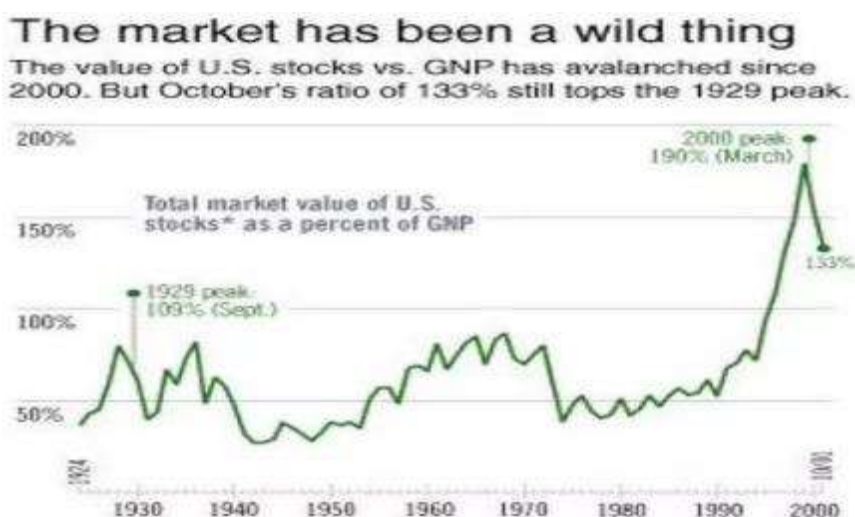
不幸的是，虽然养老金预期回报假设极其重要，但这一话题几乎从未在公司董事会上予以讨论(我自己是 19 家公司的董事会成员，但从来没有听到过有哪家公司认真讨论过这一话题)。现在对这一话题的讨论非常有必要，

因为那些按照辉煌的 90 年代的业绩所设定的预期回报假设，达到了极端的程度。我建议你去问问一家拥有大型固定收益养老基金的公司的首席财务官，如果将养老金预期回报率调低至 6.5%，需要对公司利润作出怎样的调整。如果你希望刻薄一点的话，问问这家公司在 1975 年股票和债券预期回报率均远高于当前的情况下，他们养老金期望回报假设是多少。

2001 年的企业年报即将发布，看看企业是否已经调低了养老金预期回报率假设将是件有趣的事情。鉴于近期的回报非常糟糕，且未来的回报也不会有所起色，我认为任何选择不调低养老金预期回报率假设的人，无论是公司 CEO、审计人员还是精算师，都将冒着因误导投资者而遭到起诉的风险。作为董事会成员，如果不质疑这种乐观的假设，那他就是失职。

我们上个世纪的经历已经证实，**市场将周期性地出现极端非理性行为，这意味着那些希望取得好成绩的投资者，最好能学会如何应对下一轮非理性行为的爆发。**要想在非理性环境中保持理性，投资者需要一种解药，我认为这种解药就是定量分析法。如果你采用了定量分析，你不一定会成为卓越的投资者，但也不会陷入疯狂。

从宏观角度来看，定量分析法并不一定要非常复杂。下图起始于 1924 年止于 2001 年，显示了过去 80 年美国市场上所有公开交易的股票市值占美国经济 GNP 的百分比。虽然这个比率在揭示你所需知道的事情上有一定的局限性，但它可能是衡量股市任一时点估值水平的最佳单一指标。你可以看到，近两年前，这一比率上升至史无前例的水平，这应该是一个非常强烈的警示信号。



如果投资者想以快于企业增长速度的水平获得财富，那么这一比率需要不断上升。如果 GNP 将以每年 5% 的速度增长，而你希望上市公司市值增长 10%，那么你需要这一比率直线上升突破上限，而这是不可能的。

这张图在我看来，如果上市公司总市值占 GNP 的比率(类似于 PS 市销率概念)在 70-80% 附近，买入股票将

会很安全。如果这一比率达到 200%，就像 1999 年和 2000 年中的一段时期内一样，那么买入股票就是在玩火。

你们可以看到，这一比率目前为 133%。

尽管如此，与我在 1999 年谈论股市时相比，这一比率已经大幅下降了。我当时预测，美国投资者在未来 10 年或者 20 年内也许能从股市中取得 7% 的年回报率(包含股息，并预期通胀率为 2%)，这是一个粗略的数字，尚未剔除诸如佣金及手续费等摩擦成本。我想净回报率可能会是 6%。(企业利润/GDP 的比率约 6%)

今天的股市"汉堡"比以前更便宜了。美国经济获得了增长，而股市却在下跌，这意味着投资者的投资回报率正在上升。我现在预计长期的投资回报率将有所提高，剔除成本之后可能会达到 7% 左右。这是一个不错的回报率了，除非你依然根据 1990 年代的回报率来推导你未来的预期。

沃伦·巴菲特，卡罗尔·卢米斯

杰夫贝索斯(Jeff Bezos)谈巴菲特

对互联网狂热持怀疑态度的亚马逊创始人兼 CEO 贝索斯说：巴菲特正在传播福音。

沃伦巴菲特在这几页上没有提到互联网。但他确实谈到了另外两个转型行业，这两个行业长期以来未能给投资者带来回报：汽车业和航空业。只有傻瓜才会忽视他含蓄的警告：很多人将在互联网股票上损失惨重。亚马逊公司创始人兼 CEO 贝索斯去年 7 月在爱达荷州太阳谷参加赫伯艾伦(Herb Allen)的商业领袖聚会时，被巴菲特的演讲深深吸引，他向巴菲特询问了未能成功的汽车制造商和飞机制造商名单。贝索斯说："当新兴产业成为一种现象时，很多投资者都押错了宝。在谈到巴菲特那份长达 70 页的汽车卡车制造商目录时，他补充说："我注意到，几十年前，在公司名称中使用'Motors'是一种惯例，就像今天每个人都使用'dotcom'一样。我想，这两者之间的相似之处很有趣。对于贝佐斯这样的亿万富翁来说，这一点尤其有趣，因为他曾担任对冲基金经理，对股票估值颇有研究。贝索斯还是个历史迷，他喜欢谈论大约 5.5 亿年前的寒武纪生命大爆发，当时多细胞生命催生了前所未有的物种变异，随之而来的是一波物种灭绝的浪潮。贝索斯说，从这个角度来看，巴菲特关于破产企业的类比"引起了深刻共鸣"。现在，贝索斯正在传播巴菲特所说的福音，并敦促亚马逊员工每天都要保持警惕地奔跑。"他说："我们仍有机会成为电子商务行业的一个失败者。"

巴菲特致股东的信 2001

2002 年 2 月 28 日, BRK: \$71500-75600

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

公司 2001 年的账面价值减少 37.7 亿美元, A/B 股每股账面价值下降 6.2%(标普下跌 11.9%), 自现任管理层接手的 37 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到现在的 37920 美元, 年复合成长率约 22.6%。

过去 37 年, 每股内在价值成长的速度一直高于账面价值增加的幅度, 不过时至 2001 年情况可能有所改变, 有关内在价值的说明请参见股东手册, 我建议新加入的股东多看看这本手册, 如此方能对伯克希尔的一些主要经营原则有所了解。

两年前, 在 1999 年的报告中, 我曾提到当时: "我们经历了有史以来最差的业绩表现, 不论是从绝对或相对的角度来看", 我还说: 我们比较重视相对的结果", 这个观念从我在 1956 年 5 月 5 号成立第一个投资合伙公司时就已成形, 犹记得当天晚上, 我与 7 位创始有限合伙人开会时, 我给了在场的每个人一张便条, 上面罗列了一些"基本原则", 其中有一条是这样写的: "我们的业绩到底好不好, 要看整体股市表现而定", 一开始我们是以道琼斯工业指数为标竿, 后来则改用接受度较高的标普 500 指数, 自 1965 年以来的比较记录列示在年报的首页上, 去年伯克希尔以 5.7%的相对优势胜出。

有些人并不认同我们将重点摆在相对数字的做法, 认为"相对绩效并不保证就能获利", 但如果你抱持与查理跟我本人一样的观念, 预期标普 500 指数长期的绩效应该会相当不错的话, 则就长期而言, 只要投资人的绩效每年都能比它好一点, 其回报自然而然也颇为可观, 就如同喜诗糖果那般, 虽然一年四季营运波动很大(基本上每年夏天它都是在亏钱), 但依然利润丰厚, 无论绝对数字波动多大, 拥有它保证可以让你躺着收钱。

虽然去年我们企业的整体表现还算令人满意, 但我个人的表现却刚好相反, 我本身管理伯克希尔大部分的股票投资, 其成绩却乏善可陈, 而且这情况已经维持好几年了, 更要命的是, 我竟允许通用再保险在没有安全边际的情况下承保业务, 而 911 事件的发生正好把我们逮个正着, 后面我还会向大家报告我所犯的错误, 以及我们要如何来改正它。

另外还有一条 1956 年的基本原则, 现在看来依然适用, 那就是: 我个人不敢保证绩效", 不过查理跟我可以向各位保证, 在持有伯克希尔股票期间所得到的效益, 绝对会与我们本身的相同, 我们不会靠领取奖金或股票期权等方式, 使得我们所得到的利益高于各位。

此外，我也将继续将个人 99%以上的身家财产摆在伯克希尔上面，我和我内人过去从来就没有卖过任何伯克希尔的股份，而且以后也没有打算要卖。查理跟我对于近年来的常见情况感到相当不耻，许多让公司亏损累累的经理人，创始人和公司高层，竟然能够带着丰厚的利润弃股东们扬长而去，这些人在公开场合鼓励投资人高价买进公司股份的同时，自己却暗中将股票抛售到市场上，有时使用极其隐蔽的方式，**这些可耻的企业经理人简直把股东当作是馅饼而非伙伴。**

虽然**安然公司(Enron)已经成为企业舞弊案的典型案例**，但这种贪婪的行为在美国企业当中却绝非特例，就像我个人就曾听过一个故事，显示经理人心中普遍存在对待股东的一种心态，在一场宴会上，有位美丽姣娇的女士走到一位 CEO 的面前，用那性感的嘴唇说到："只要你想要，我愿意为你做任何事！"，只见这位总裁立刻毫不犹豫地回答说："那好，请重新定价我的股票期权！"

最后再补充一点看法，那就是往后伯克希尔将很难再重现以往的盛况，虽然查理跟我仍然会竭尽全力争取平均水准以上的表现，且永远不会感到自满，无奈现今有两个环境条件已与过去截然不同，在以前我们可以很容易的就买到许多物美价廉的公司及股票，同时我们当时运用的资金规模也比现在少得多，许多年以前，一个 1000 万美元的好案子就可以为我们创造奇迹，比如说 1973 年对华盛顿邮报或 1976 年对 GEICO 保险的投资，然而时至今日，就算是 10 个这样的案子，每个 3 倍的增值，也仅仅能让伯克希尔的账面价值增加 0.25%而已，我们需要像大象般的大案子才有可能使得账面价值大幅成长，只不过这样的机会实在是少之又少。

从好的方面来看，我们拥有一个强大的经理人阵容，(大家可以在 **Robert P Miles 刚出版的新书《沃伦巴菲特的 CEO 们》** (The Warren Buffett CEO, 2001)中，读到更多有关他们的事迹)，此外，他们所经营的业务，其竞争力在各自的产业中，在很大程度上都是数一数二的，他们的能力、精力与忠诚度都属最优秀，个人经营伯克希尔 37 年以来，旗下还没有任何一位经理人离开我们跳槽到别家公司的。

我们的明星经营团队在 2001 年又增添了一群生力军，首先我们完成了收购两家从 2000 年就开始谈的公司：萧氏工业(Shaw Industries)，佳斯迈威(Johns Manville)。此外又买下了另外两家公司：迈迪科工业公司(MiTek Industries)，XTRA 运输设备租赁公司，同时还有两个正在进行的收购：乐森卓尔木艺公司(Larson-Juhl)刚刚收购完成，以及债权人批准后很快将完成收购的，水果布衣服饰公司(Fruit of the Loom)。所有这些业务都由聪明、经验丰富、值得信赖的 CEO 所领导。

此外，去年所有的并购案全部皆以现金买断，这代表我们的股东可以不必牺牲原先就拥有优秀企业的任何权益，同时还能成为这些新加入公司的所有者，往后我们仍将继续维持这个策略，在想尽办法增加现有优秀企业的价值，以及寻找新的优秀企业加入的同时，还能不轻易的增加流通在外的股份。

2001 年的并购案

就在去年股东会的前几天，我收到从圣路易寄来的一个大包裹，里面装了一块看不出做何用途的金属块，包裹里还有一封信，来自 MiTek 公司的 CEO 吉恩·图姆斯(Gene Toombs)，他解释说 **MiTek 是专门制造该产品的世界级领导厂商**(mii.com)，是用来做屋梁的连接板，他进一步表示 MiTek 的英国母公司因自身债务问题有意出售这家公司，他认为伯克希尔应该是最合适的买家，我相当欣赏他写这封信的语气，所以当下打电话给他，几分钟的谈话，我就发觉他是属于我们类型的经理人，而 MiTek 也是我们想要的公司类型，于是我们向其英国母公司提出了 4 亿现金收购要约，没多久后就正式成交。

Gene 所带领的经营团队对于公司相当有信心，并希望参与收购，所以最后我们安排 **MiTek 团队 55 位成员购买了 10%的股权**，每人最低的投资金额为 10 万美元，**其中很多人都是靠借钱参与投资的**。这些没有认股期权的经理人真的称得上是公司的拥有者，完全站在股东的立场设想，他们真正愿意与公司同甘共苦，自己承担资金成本，也没有办法让自己的认股价格重新修正，他们付出的就是赖以生活的全部。查理跟我欣赏 MiTek 存在的这种高格调、真正的企业家精神，我们相信这绝对可以创造出多赢的局面。



<MiTek Industries, Inc., www.mii.com>

MiTek 工业公司，总部设在密苏里州蔡斯特菲尔德，在全球 100 多个国家开展业务。在个人住宅市场，MiTek 是工程连接器，建筑五金，工程软件和服务，以及计算机控制的机械桁架组件市场的领先供应商。MiTek 的主要客户是为住宅建筑市场生产预制屋顶和地板桁架，以及墙板部件的制造商。MiTek 还向商业批发商和组装零售店销售建筑五金。在商用市场，公司向商用建筑行业提供产品和服务。商用产品包括幕墙系统、砖石锚固系统、轻型钢框架产品、专用高性能钢框架连接的工程服务和通风市场的综合管道系统、商业、机构和工业市场的定制空调系统、设计和供应与核安全相关的暖通空调系统和部件、商业应用的能源回收和除湿系统、以及用于分配和制造设备的预制、定制结构夹层和平台。

1955 年，一位名叫 John "Cal" Jureit 的工程师发明了钢钉连接器，并获得了专利。钢钉连接器是第一种用于木桁架的金属冲压齿连接器板，不需要额外的钉子紧固。

1956 年，Jureit 创立了一家金属连接板冲压公司 Gang-Nail Systems, Inc.，发明并销售装配机械，并为那些为房屋制造预制木屋顶桁架的公司提供工程服务。

1960 年，密苏里州圣路易斯市的商人沃尔特·莫伦巴(Walter Moehlenpah)扩大了他的液压业务，也就是众所周知的莫伦巴工业公司(Moehlenpah Industries Inc.)。他通过为自己的穿孔齿连接板申请专利进入住宅房地产市场，以制造预制桁架。以 Cal Jureit 和 Gang-Nail Systems 为模型，Moehlenpah 还制造了应用连接器板的机械，并在非洲、澳大利亚、加拿大和欧洲建立了业务。

1972 年, Moehlenpah 的公司(现在称为 Hydro-Air Engineering)在通用电气(General Electric)大型计算机上安装了桁架程序, 允许全国各地的制造商通过远程终端访问该程序, 使客户能够从数十种标准设计中进行选择或输入特殊的几何图形。

1982 年, 在一次房地产深度衰退期间, 海德鲁空气工程公司(Hydro Air Engineering)陷入了困境。时任拉尔斯顿普瑞纳(Ralston Purina)副总裁的保罗·科尔内尔森(Paul Cornelson)从 Moehlenpah 家族手中收购了 Hydro Air Engineering, 并开始实施变革, 使公司再次盈利。在此过程中, 科尔内尔森从客户处了解到, Hydro Air Engineering 提供的用于设计桁架和生成生产文件的软件是其作为供应商价值的关键。当科尔内尔森考虑到软件和技术对客户价值时, 他想创造一个新的身份, 将技术带入公司的名字。因此, 他组建了母公司 MiTek Industries, Inc., 并成为董事长兼首席执行官。

1987 年, MiTek 与英国公司 Bowater PLC 组建合资企业收购了 Gang-Nail Systems。Gang-Nail Systems 和 Hydro Air Engineering 继续在同一所有权下运营, 但在市场上是独立品牌。

1990 年, MiTek 启动了一个新的软件项目, 采用了当时微软 Windows 平台, MiTek 开发了 MiTek2000(后来更名为 MiTek20/20), 这是第一个本地微软视窗桁架设计程序, 具有多用户、多任务、图形用户界面。

1991 年, Hydro-Air Engineering 和 Gang-Nail Systems 运营公司合并为一个品牌: MiTek Industries, Inc.。这是 Hydro-Air Engineering 和 Gang-Nail System 首次作为一个品牌 MiTek 上市。

2001 年, 在 MiTek 即将被 Bowater 公司出售之际, MiTek 董事长 Gene Toombs 致电伯克希尔沃伦·巴菲特, 讨论收购 MiTek 的可能性。7 月 31 日, 伯克希尔 **1.98 亿美元现金+2 亿美元借款**收购 MiTek。巴菲特称: 与整个房屋建造成本相比连接件业务价格便宜, 承包商关心的是可靠性而不是价格。互联网不会改变这个行业。

2002 年, MiTek 收购蒂洛克建筑材料公司。与 Detrick 成立 Akis 金属框架公司。

2003 年, MiTek 收购生产传输系统公司进入墙板行业, 该公司是北美最大墙板机械和材料加工系统供应商。

2003 年, MiTek 收购桁架设备商大西洋自动化公司。蓄电池制造商 TBS 工程公司。

2006 年, MiTek 在密苏里州的圣查尔斯开设了一个 17.76 万平方英尺的工厂, 作为一个制造、研发和培训中心。

在整个 2000 年代, MiTek 继续进行关键收购, 使其针对住宅和商业建筑市场的解决方案范围多样化。

2013 年, MiTek 收购建筑构件提供商 Cubic Designs 把业务扩展到新的终端市场, 推出高度定制、严格设计和预制结构的钢产品。Cubic Designs 创立于 1986 年, 总部位于威斯康星州新柏林, 是设计、预加工和安装自定义工作平台和结构夹层的领先企业, 这些产品用于分销、加工、制造、航空航天领域和其他类型的操作设施。

2013 年, MITEK 集团收购了 Benson 公司。本森实业则是全球领先的幕墙设计公司, 为高端商业、酒店、住宅、政府机构制造和安装单元式幕墙系统。本森实业始建于 1926 年, 在俄勒冈州波特兰市。过去三十多年中, 本森实业以无与伦比的工程装配和项目管理能力赢得了一些全球最突出的幕墙工程, 包括世界贸易中心、纽约的联合国秘书处, 以及新加坡的滨海湾金沙酒店, 并受到一致好评和认可。

2022 年, MiTek 收购美国威斯康辛州的一家名为立方设计的公司, 后者主要设计和生产钢结构独立夹层平台。立方设计公司的产品广泛应用于制造业、仓储等领域, 其客户包括 3M、可口可乐、通用汽车以及亨氏等。)

2000 年初, 我的好朋友朱利安·罗伯逊(JulianRobertson)宣布将结束其投资合伙公司: 老虎基金, 除了四项主要的持股投资之外, 其余的投资将全部予以清算, 其中之一就是 XTRA 公司(持股 27%), 一家货柜卡租赁业务的领导企业, 于是我打电话给 Julian 问到他及公司的经营团队是否有意将整家公司出售, Julian 建议我直接联络 XTRA 的 CEO **卢·鲁宾(LewRubin)**, 后来我们两个人相谈甚欢, 可惜的是双方似乎很难达成交易(1998 年 Julian 曾以 19 亿美元报价出售给阿波罗管理公司失败)。

之后到了 2001 年 6 月, Julian 打电话给我表示他决定出售 XTRA 的股份, 于是我恢复与 Lew 的谈判, 终于 XTRA 的董事会接受了我们的提案(13 亿美元, 5.78 亿现金+7.1 亿债券融资), 该提案通过截止日期为 9 月 11 日的公开收购要约完成。这项公开收购案包括一项例行条款, 约定买方有退出的权利, 如果在收购截止日前, 股市有重大异常的变化, 谁也没想到 9/11 当天, Lew 竟经历了一次难忘的痛苦经历, 一开始, 他有一位在纽约世贸中

心上班的女婿下落不明，其次，他很清楚我们有权取消整个收购案，所幸最后故事有个圆满的结局，Lew 的女婿侥幸逃过一劫，而伯克希尔则如原先预期完成了收购案。货柜车租赁业是一项周期性业务，不过它仍是一个我们预期长期能够获得合理回报的行业，Lew 为伯克希尔带来了新的人才，我们期望将来能够扩张在租赁业的布局。



<XTRA LEASE, INC. www.xtralease.com>

XTRA 租赁公司总部位于密苏里州圣路易斯，是一家领先的运输设备租赁公司，品牌为 XTRA Lease®。XTRA 管理着一支由大约 9 万辆拖车组成的多样化车队，分布在美国的 48 个基地。车队中有长途公路货车、仓储拖车、底盘、保温厢式货车和平板拖车。XTRA 是北美最大的长途公路拖车租赁商，占 25% 市场份额。客户为了满足自身业务的周期性、季节性和地理需求，并作为购买设备的替代选择而租赁运输设备。因此，作为客户边际产能的提供者，XTRA 车队的利用率和经营业绩也具有周期性。此外，运输供应商也经常使用租赁来最大化资产利用率和减少资本支出。通过维护这支庞大的车队，XTRA 能够为客户提供广泛的设备选择和快速的响应时间。美洲地区是全球最主要的拖车租赁消费市场，市场份额占比超过一半。就类型而言，长期租赁的市场份额超过 65%。在应用领域，消费品和零售的市场份额占 45% 以上。全球前三大拖车租赁(Trailer Leasing)厂商包括 TIP Trailer Services、Ryder、XTRA Lease，共占有约 50% 的市场份额，其中最大的厂商是 TIP Trailer Services，市场份额超过 23%。2001 年 7 月 31 日，伯克希尔以 13 亿美元(5.78 亿现金和 7.1 亿债券融资)收购了 XTRA 租赁公司。此次收购是在经济增长缓慢，运输市场需求低迷时期进行的，为一个失宠的资产支付了一个公平的价格。作为一家卡车和货运集装箱租赁公司，XTRA 需要频繁借款，加入伯克希尔，可以享受到 AAA 级的信用等级，而之前仅仅是 BBB 级。此举使公司资本成本降低，还增加了业务量，提升了公司收益。2003 年，XTRA 收购了美国租赁公司拖车业务。里程碑设备公司旗下 3600 辆联运卡车并入 XTRA 公司。

12 月 3 日我接到乐森卓尔公司(Larson-Juhl)的老板克雷格·庞齐奥(Craig Ponzio)的电话，该公司是美国订制相框的领导厂商，Craig 是在 1981 年买下这家公司的(上大学期间在其制造工厂工作过)，自此公司的营业额从 300 万美元成长到 3 亿美元，虽然在 Craig 打电话给我之前，我完全不知道有这家公司的存在，不过几分钟的谈话令我感到我们很有可能达成交易，他对于企业业务坦率直言，同时也在乎买方的来历背景，至于所提价格也相当合理，两天之后，Craig 跟公司总裁史蒂夫·麦肯齐(Steve McKenzie)来到奥马哈，前后只花了 90 分钟双方就达成共识，并于十天后正式签订合约(2.25 亿现金收购)。Larson-Juhl 为全美 1.8 万家相框装裱店提供服务，同时也是加拿大及欧洲大部分地区的领导厂商，我们期望在不久的将来还有类似的并购机会。



<Albecca Inc. www.larsonjuhl.com.au>

1973 年，Craig Ponzio 加入一家位于的西海岸小型画框制造商 larson 画框公司，1981 年，他买下这家公司，当年销售额约 300 万。1988 年，收购了 juhl 公司，合并成为 larson-juhl 公司，后更名为 Albecca Inc.，总部位于佐治亚州诺克斯市，在美国、加拿大和其他 12 个国家开展业务，品牌以 Larson-Juhl 为主。Albecca 设计、制造和销售一系列高质量的品牌定制框架产品，包括几千种木材和金属框架、纤维板、泡沫板、玻璃等框架产品。作为其框架产品的服务补充，公司还提供艺术品印刷和实现服务，公司的服务能使 85% 的客户在第二天拿到他们订购的画框，公司经营网店高达 1.8 万个，销售部门每年需要给客户打 6 次电话，在推销和分销方面投入，以及对低价格的高度敏感让竞争对手望而却步。Larson-Juhl 在 1995 收购法国的水烫金工作室，成立于 1903 年拥有超过 100 年历史。2001 年 12 月 17 日，伯克希尔以 2.23425 亿现金收购了 Craig Ponzio 全部股份。2010 年，Larson-Juhl 国际公司收购澳大利亚框架和图形行业的领先供应商 Megawood 公司，总部设在布里斯班，其家族所

有者 AlexMacDonald 和 SueStephens。Megawood 打造了一系列世界上最知名的品牌产品，如 Nielsen Bainbridge、Cassse、Epson、Hot Press&Gunnar，其员工和管理层的经验和奉献精神帮助 Megawood 取得了行业领导者的市场地位，领先于新的市场变化概念和产品。2019 年，Larson-Juhl 国际公司更名为 Larson-Juhl 澳大利亚公司。



在我写这封信的同时，鲜果布衣的债权人正在考虑接受我们的收购报价，这家公司由于负债过于沉重加上管理不当，在几年前宣布破产，而事实上，在许多年以前，我个人也曾与鲜果布衣有过接触的经验。

1955 年 8 月，当时我还是纽约一家投资公司，格雷厄姆-纽曼公司仅有的五位员工之一(包含三位经理加上二位秘书)，当时格雷厄姆-纽曼控制了费城里丁煤铁的公司(P&R)，该公司专门生产无烟煤，拥有多余的资金、可抵扣的税务亏损以及日益下滑的业务，在当时我将个人有限资金的大部分投资在这家公司上头，此举充分反映我对本杰明·格雷厄姆，杰瑞纽曼(JerryNewman)以及霍华德纽曼(HowardNewman)三位老板投资哲学的信仰。

当 P&R 决定以 1500 万美元从 JackGoldfarb 手中买下联合内衣公司时，这种信仰获得了丰厚的回报，联合公司(虽然它只是被授权生产的厂商)当时专门生产鲜果布衣的内衣，该公司拥有 500 万美元的现金，其中 250 万美元是 P&R 支付的并购款，另外每年约 300 万美元的税前收益，将因 P&R 本身亏损部位而得到免税的好处，另外更棒的是在剩下的 1250 万美元尾款当中，有整整 900 万美元是支付的免付利息的票据，由联合公司日后年度收益超过 100 万美元时提拨半数支付，(真是令人怀念的往日时光，每当想起这类的交易就让我雀跃不已)。后来，联合公司进一步买下鲜果布衣的商标权，同时跟着 P&R 并入西北工业，鲜果布衣后来累计的税前收益超过 2 亿美元。约翰·霍兰德(JohnHolland)是鲜果布衣营运最辉煌时期的经营者，然而 John 却于 1996 年宣布退休，之后的管理层开始大幅举债，资金被用来并购了一堆没有效益的公司，公司最后终于宣布破产，John 随后被重新聘用，并对于营运进行大幅改革。在 John 回来之前，交货混乱，成本激增，与主要客户之间的关系日益恶化，而 John

在陆续解决这些问题之后，也开始裁减公司不当的冗员，将员工人数由 4 万人减为 2.3 万人，简言之，他又让鲜果布衣恢复往日荣光，只是外在的产业环境竞争却日益激烈。

在鲜果布衣进入破产程序之后，我们提出了一项收购提案，其中并无任何融资计划，且有效期间长达数月，不过在此同时我们也坚持几项特殊的条款，首先我们要求在接手之后，John 必须继续担任公司的总裁，因为在我们看来，John 跟鲜果布衣的商标是该公司最主要的资产。

在这项合并交易中，我得到昔日老板兼好友，现年 61 岁的米基纽曼相当多的帮助，我们的友情常在。

我们旗下的子公司在去年也进行了几项补强收购(bolt-on)，其中有一件我一定要提，去年十二月，Frank Rooney 打电话给我表示布朗鞋业正打算以 70 万美元买下 Acme 靴子的存货及商标权。这听起来好象没什么大了，但你知道吗？Acme 是继 P&R 之后的第二件并购案，时间大约是我在 1956 年春天离开格雷厄姆-纽曼公司之前不久，当时的交易价格是 320 万美元，其中也包含无息票据支付，买下了年营业额 700 万美元的公司。而在 P&R 与西北公司合并后，Acme 持续成长跃居全世界规模最大的靴子制造商，每年的获利是当初 P&R 投资成本的好几倍，不过后来该公司的营运还是不可避免的逐渐走下坡，乃至于残存的资产被我们所买。

在格雷厄姆与多德所写的《证券分析》一书中，开头引用 Horace 的一句名言，"现在已然衰朽者，将来可能重放异彩；现在备受青睐者，将来却可能黯然失色。"在我头一次听到这句话的 52 年后，我个人对于这句话描写企业与投资真理的赞赏日益增加。



鲜果布衣公司<Fruit of the Loom Inc. www.fotlinc.com>

1851 年，Benjamin Knight 和 Robert Knight 兄弟在 Rhode Island 的 Warwick 买下一家生产棉纺织品工厂。1871 年，Fruit of the Loom® 被注册为商标，使其成为世界上最古老的品牌之一。1938 年，创建于 1926 年的联合内衣公司，购买了鲜果布衣 25 年的专利使用权，开始生产该品牌内衣。1940 年，他率先开始以多条打包的方式卖男士内裤。1955 年，虽然只是授权商，但他自掏腰包，让联合内衣公司成为首家在有线电视网上做广告的内衣制造商，使得"鲜果布衣"作为内衣品牌知名度暴涨。1955 年，费城里丁煤铁公司以 1500 万美元从 Jack Goldfarb 手中买下联合内衣公司。巴菲特在费城里丁煤铁上投入了个人大部分身价(约 35000 美元)并获利不菲。1961 年，联合内衣公司的规模已经超过授权商鲜果布衣布，为了避免授权到期后的风险，费城里丁买下了"鲜果布衣"的商标权。1968 年，费城里丁将鲜果布衣卖给了西北工业集团。1985 年，出身雷曼兄弟公司的威廉法雷杠杆收购手法买下西北工业集团，更名为法雷集团。1987 年，鲜果布衣登陆纽交所募资 5.65 亿美元。在经理人 John Holland 的管理下，税前年销售收入超过 20 亿美元。1996 年，John Holland 退休，鲜果布衣是美国最大的内衣和 T 恤制造商，占据 1/3 男性内衣市场。1999 年，新任管理者大肆举债杠杆收购，债务高达 16 亿，总资产约 24 亿，净资产约 8 亿，由于受到来自亚洲的廉价纺织品冲击，每况愈下，已无力偿还债务，鲜果布衣正式申请破产保护。2001 年，巴菲特以面值的 50% 购入了鲜果布衣 10% 的优先级债券，破产期间利息照付，收益大概是 15%。2002 年，伯克希尔以净资产的出价 8.35 亿美元现金(扣除优先债券投资收益后约 7.3 亿美元)，击败黑石集团和 TPG 集团竞得鲜果布衣。

2006 年，鲜果布衣以 6 亿美元的价格收购了罗素品牌集团，巩固了内衣主业，又补入罗素田径、布鲁克斯、斯伯丁等运动品牌，进入相近的体育用品行业，在更宽广的领域内继续追求着基业长青。160 多年后的今天，鲜果布衣已经成为一家全球性的内衣和休闲服装企业，在全球拥有超过 2.8 万名员工。鲜果布衣五颜六色的 t 恤和内衣被世界各地的消费者所熟知，它的名字是质量、价值和风格的代名词。

除了这些补强收购，我们的经理人仍然不断的寻找内部自我成长的方法，关于这一点，这里有一则两年前我告诉各位 R.C.Willey 向北进军爱达荷州 Boise 的后话，大家应该还记得，R.C.Willey 的董事长 Bill Child 想将业务拓展到犹他州以外的地区，他的公司在当地的年营业额超过 3 亿美元，(Bill 在 48 年前接手时的营业额只有 25 万美元)，这家公司是在违反传统零售原则，坚持周日不营业的情形下达成垄断地位的，然而我还是很怀疑这项原则是否也能在爱荷华州 Boise 或是任何犹他州以外的地方成功推行，毕竟周日是许多消费者出外血拼的日子。

Bill 当时坚持要做一件非同寻常的事情，那就是他将自己投资 1100 万美元成立 Boise 分店，然后等分店经营顺遂后，再以成本卖回给伯克希尔(而且不算利息)，而如果经营万一失败，Bill 将自行负担一切损失，而正如我在 1999 年年报中提过的，该店事后证明相当成功而且还在持续壮大。

在 Boise 分店开张后不久，Bill 又建议可以向南到拉斯维加斯试试看，这次我则抱持更怀疑的态度，我们怎么可能在这个规模如此大的城市开店，同时还在竞争对手大发利市的周日打烊，不过受到 Boise 经验的鼓舞，我们还是决定进军邻近拉斯维加斯的新兴城市亨德森(Henderson)。

结果是：这家店的营业额打破 R.C.Willey 其它连锁分店的销售记录，业绩比当地所有的竞争对手都还要好，是我原先预期的两倍，在进行几个礼拜的试卖会后，我受邀在 10 月的正式开幕仪式莅临剪彩，而如同我在 Boise 时一样，向在场来宾暗示这是我个人的构想。

不过此举显然无效，现在每当我对于零售业侃侃而谈时，公司的人一定会说，喔！那 Bill 又是怎么想呢？(不过我必须先说明我最后的底线，如果他敢提议周六也休息就给我走着瞧)。

财产意外险的经营哲学

我们最主要的业务就是保险，当然其它事业也相当重要，想要了解伯克希尔，你就必须知道如何去评估一家保险公司，其中主要的因素是(1)保险业务所能产生的浮存金数量(2)以及获得浮存金的成本(3)最重要的是这两个因素的长期前景。

首先浮存金是一项我们持有但却不属于我们的资金，在保险公司的营运中，浮存金产生的原因在于，保险公司在真正支付损失理赔之前，一般会先向保户收取保费，这个间隔有时会持续许多年。在这期间保险公司会将资金运用在其它投资之上，当然这样的好处也必须要付出代价，通常保险业者收取的保费并不足以覆盖最后要支付

出去的损失赔偿与运营费用，于是保险公司便会发生承保损失，这就是浮存金的成本，而当一家公司取得浮存金成本，就长期而言低于从其它渠道获得资金的成本时，它就有存在的价值，否则一旦保险业取得浮存金的成本远高于货币市场利率时，它就像是一颗极酸的柠檬。

根据过去的记录显示，伯克希尔一向能够以很低的成本取得浮存金，确实在伯克希尔经营的这些年来，有半数以上的年头，浮存金的成本甚至低于零，也就是说，这实际上等于是因为持有别人的资金而获得了收益，然而过去这几年，我们的浮存金成本大幅飙涨，2001 年尤其恐怖。

下表中所显示的数字是，伯克希尔自取得国民保险公司经营权(其中传统业务包含在其它主险项下)，进入保险业务 35 年以来所贡献的浮存金，在这张计算浮存金的表中，(相对于收到的保费收入，我们产生的浮存金规模是相当大的)，我们将所有的损失准备金、损失费用调整准备金、假设再保险预先收取的资金与未赚取保费加总后，再扣除应付佣金、预付并购成本、预付税款以及再保业务相关递延费用，得出浮存金的数额，弄清楚了吗？

年度	GEICO	通用再保险	其他-再保险	其他-直保	合计
1967				20	20
1977			40	131	171
1987			701	807	1508
1997	2917		4014	455	7386
1998	3125	14909	4305	415	22754
1999	3444	15166	6285	403	25298
2000	3943	15525	7805	598	27871
2001	4251	19310	11262	685	35508

去年我曾告诉各位，除非发生什么重大的灾难，否则我们浮存金的成本将从 2000 年的 6%高位下降，当时我心里只想到的是自然天灾之类的意外，但怎么也没想到，发生的竟是 911 恐怖袭击事件这样的人祸，它造成保险业有史以来最重大的损失，也让我们的浮存金成本大举飙高到 12.8%，这是自 1984 年以来最惨的记录，而且大部分的责任，在后段我还会再详加解释，要归咎于我们自己。

如果没有发生重大的灾害，我个人再度预期，明年度我们的浮存金成本将会大幅降低，我们确实极需要降低成本，所有保险公司都一样，几年前，4%的浮存金成本还算可以忍受，因为当时政府的公债利率是其两倍以上，而股市预期也能提供相当不错的回报，然而时至今日，丰厚的投资回报已无处可寻(至少我们无法找到)，短期基金的收益率低于 2%，在这种情况下，我们旗下所有的保险事业，都必须能够创造出承保获利才能称得上是好公司。除了去年的年报曾详加介绍过的追溯再保险业务，虽然目前给我们带来 4.25 亿美元的承保损失，但就长期而言却

有相当吸引力的经济效益。

保险承保原则

当财产意外险公司以浮存金成本来判定公司的好坏时，很少有公司的成绩可以令人感到满意，而有趣的是，与许多其他行业不同，规模或品牌并非保险公司获利的关键，事实上许多最大最有名的保险公司其业绩表现大多平平，这个行业最要紧的是承保的纪律原则，真正成功的公司必须坚守以下三项重要原则：

1，他们只接受能够正确评估的风险(坚守在自己的能力圈范围内)，在谨慎评估所有相关因素，包含最微小的损失可能在内，然后得出这些风险的预期利润。这些公司从来不以市场占有率为意，当竞争对手为抢夺客户而接受愚蠢的报价或不合理的理赔条件时，乐观以对而不会跃跃欲试。(能够评估风险才能正确定价)

2，要严格限制承保的业务，以避免公司因为单一事件或其连带事件而遭受损失聚合，从而影响公司的偿付能力，同时不遗余力地寻找任何看似不相关的风险之间，彼此可能的潜在关联。(能够评估业务才能规避风险)

3，他们避免涉入可能引发道德风险的业务，不管其费率多么诱人，不要妄想坏人身上占到任何便宜。虽然大部分的客户都是诚信和道德的，所以不要同少数有道德瑕疵的人做生意，通常事后证明代价高昂，其成本远比想象高的多。(避开特定人群躲开诈骗风险)

911 事件清楚表明，通用再保险对于第一条与第二条规则的执行极其不力，在设定费率及评估总体聚集风险时，我们不是忽略就是低估了大规模恐怖事件发生的可能性，那是一项相当要紧的承保因素，偏偏我们竟把它给忽略了。

举例来说，财产险在制定价格时，我们通常都会参酌过去的经验，只预期可能会遇到过去发生诸如飓风、火灾、爆炸及地震等灾害，不过谁也没有想到产险史上最大的理赔损失(在加上其它相关的业务中断理赔)与上述原因都没有任何关系，简言之，财产险所有从业人员都犯下了最基本的承保错误，那就是只专注于过去的经验，而未顾及真正暴露的风险，其结果导致我们在承担巨大的恐怖主义风险的同时，却没有为此收取任何一分的保费。

当然经验是承保大部分风险最有用的出发点，举例来说，保险公司在承保加州地震险时，绝对必须了解过去一百年来，当地地震规模在里氏六级以上发生的次数，虽然这些信息无法告诉你明年发生大地震的确切概率，或者是可能发生的地点，但统计数字是有用的，特别是当你正在承接一个全州的地震险保单时更是如此，就像国民保险最近几年所得那样。

不过在某些时候，运用过去的经验当作依据来制定保费价格，不但毫无用处，有时反而相当的危险。举例来说，牛市中后期，董事及高管的责任险(D&O)实际上发生重大损失的机率少之又少，当股票价格上涨，很难找到适合的目标起诉，而此时会计欺诈及管理舞弊通常不会引起太多的注意，在此种情势下，业者在高限额的 D&O 保险经验肯定相当不错。

不过此时，正是风险暴露可能爆炸的时候，通过离谱的公开募股、收益操控、连锁信式的股票操纵以及一些令人生厌的举动等行为大举出笼，然而等到股价暴跌时，所有的罪恶都将浮现，给投资人带来数千亿美元的损失，而决定这些损失，到底该由小额投资人，还是大型保险公司来承担的陪审团，将对保险公司造成打击，其裁决与牛市时的裁决毫无关系，此外，只要出现一个大案子，就有可能导致以后案件的和解费用大幅增加，因此若真要考量暴露的风险，D&O 超额保险(是指保险业者及再保业者将支付超过上限的所有损失)的正确费率极有可能是现行依照经验所订保费的五倍以上。

保险业者往往会发现所忽视的新风险暴露的代价相当的高昂，而若是遇到恐怖活动这种情况，更可能造成保险公司实质上的破产，没有人知道今年在主要大城市发生核爆炸的可能性有多大(甚至是连环爆炸，假若恐怖份子一旦有能力制造一颗的话就铁定不会就此止步)，也没有人能评估，今年或某一年，致命的生化武器被大量运用(比如说通过空调系统)进入办公大楼及工厂的机率有多高，诸如此类的恐怖袭击有可能造成天文数字的员工理赔。

以下是我们所知道的：

a，这类震慑人心灾难的可能性，现在虽然很低，但绝非没有可能。

b，这种可能性正在以一种不规则且难以衡量的速度逐渐增加当中，随着仇视我们的敌人渐渐掌握伤害我们的信息及资源，恐惧的心理或许会随着时间的慢慢淡化，但危险却依然存在，对抗恐怖活动的战争永远不会结束，我们能够得到最好的结果是让问题控制在一定程度之下，对于铲除仇视我们的狂热份子绝无根治之道。

c，到目前为止，保险及再保险公司仍然不自知地承担以上我提到的这种无法预估风险的财务后果。

d，在最坏的状况下，有可能产生 1 万亿美元的经济损失，保险业将被崩溃，除非经营者能够将恐怖攻击风险承担的上限大幅压低在一定的水准以下，我想只有美国政府才有能力承受如此大的重击，如果政府不愿意积极地担下此重大责任，任由人民负担所有的风险，则只有等灾难真的发生之后，再由政府出面来收拾残局。

或许有人会问，为何我没有在 911 事件发生之前，就提出这项警讯？遗憾的是，我确实有想到了这一点，但

可惜的是我并未将想法转化为具体的行动，关于这点我严重违反了诺亚的原则："能够准确预测下雨不重要，重要的是要去建方舟"，我等于是让伯克希尔以相当危险的风险水平运营，尤其是通用再保险，而且我必须承认，截至目前我们没有拿到对应保费的许多风险仍停留在我们账上，所幸这种风险已随着时间慢慢减少。

在伯克希尔，有一点必须说明的是，多年以来我们一直有强烈的意愿承担比其他业者更多的风险，即便是现在也是如此，前提是只要保费合理，对于单一事件我们愿意承担最多 20 亿到 25 亿美元的可能损失(就像是 911 那样的损失规模，只可惜那时我们没有收到一毛钱的保费)。

事实上，我们愿意承担巨额赔付损失的意愿，使得我们拥有巨大的竞争优势，伯克希尔拥有大量的流动资产、极高的非保险业务收益、有利的租税结构，以及愿意承受收益上下波动的优秀股东阵容，这种独特的组合，让我们可以承担远比其它竞争对手更高的潜在风险，长期而言，接受这类巨型风险肯定有利可图，尽管它们会周期性地带来糟糕的一年。

目前我们的底限是愿意承接一些有关恐怖袭击事件的保险，包含少数非相关的限额极高的保单，但我们绝不愿意让伯克希尔暴露于我们无法妥善处理的风险之下，我们会将整体的风险部位控制在一定程度之内，不论外在的市场竞争状况如何都一样。

2001 年保险业务的运营

多年以来，我们旗下的保险业务提供了大量低成本且不断增长的资金，为伯克希尔的增长提供了大部分动力。查理跟我都认为这样的态势仍将继续维持下去，谁知道我们竟在 2001 年跌了一大跤，主要的原因就在于通用再保险的承保亏损。

过去我一再保证，通用再保险的承保一向是有纪律的，事实证明我看错了，虽然管理层的意图是好的，但公司还是违反了前面我提到的三项原则，更为此付出极大的代价，其中一个失败的主要原因就在于损失准备金提列不当，在后段我还会再详细说明，从而因此严重低估了某些尚在销售的保单成本，对许多企业来说，搞不清楚自己的成本会在任何业务中造成相当严重的问题，在长尾再保险中，多年的无知将会加剧和延长定价的严重不足，不了解成本结构就像是一颗不定时的炸弹。

此外，通用再保险过于热衷追求或留住业务，即便所有人都知道要小心谨慎地承接业务，但还是很难让有才干又肯努力的经理人克制战胜竞争对手的欲望，但如果胜利的定义是争取市场份额而非利润的话，那么麻烦就随

时准备上门，勇敢地说 NO，是任何保险从业人员字典里应该必备的一个字。

虽然听起来有点过度乐观，不过我还是向各位保证通用再保险(以及其子公司科隆再保险)的承保纪律目前正在以适当的紧迫性恢复当中(更换管理层)，**乔·布兰登(Joe Brandon)**已在九月被任命为通用再保险的新任 CEO，再加上**新任总裁 Tad Montross** 皆致力于转亏为盈，去年秋天，查理跟我在读杰克韦尔奇的新书《**杰克韦尔奇自传**》(Jack: Straight from the Gut, 快买一本)，在经过讨论后，我们都认为 Joe 拥有许多杰克谈到的特点，他相当聪明、有活力、经验也够，同时对本身及组织都有深切的自我期许。

当它还是一家独立的公司时，通用再保险就相当出色，如今它又有伯克希尔带来的巨大优势，有了这一额外优势加上承保纪律逐渐恢复的情况下，我们认为通用再保险应该可以成为伯克希尔最重要的资产之一，我预期 Joe 跟 Tad 一定办得到。

在国民保险的再保业务方面，**阿吉特·贾恩**继续为伯克希尔增加巨大的价值，只靠着 18 位同仁的协助，阿吉特管理全世界最大(以资产计)的再保险业务之一，而若以承担的整体风险来算，更是全世界第一，自从他 1986 年加入以来，对于他承接的所有保单，我知之甚详，但我**从来没有发现他违背前述三项原则**，虽然他严格的纪律无法保证绝不会发生承保损失，但他确实**可以避免愚蠢的错误，这就是关键，就像是我们投资时一样，保险业者想要有优异的长期绩效，靠的不是少数的成功个案，而是如何持续避免做出愚蠢的决定。**

自从 911 事件发生之后，阿吉特就变得异常忙碌，在我们**承接且全部自留**在公司帐上的保单，主要有(1)南美洲炼油厂损失超过 10 亿美元以上的 5.78 亿美元意外险；(2)数家国际航空公司 10 亿美元恐怖份子攻击事件不得撤销第三方责任险；(3)北海石油平台 5 亿英镑恐怖袭击及恶意破坏的财产意外险，以及其他保险公司超过 6 亿英镑以上自留或再保损失；(4)芝加哥 Sears 大厦包括恐怖袭击在内超过 5 亿美元以上的重大损失险；此外我们也接了许多项超大型的意外险，例如世界杯足球赛以及 2002 年冬奥会等，但不论什么情况下，我们都尽量避免会发生连锁反应大量累积损失的保单，比如说，我们不会对单一大城市大量的办公及住宅大楼承保，除非核爆及后续可能引发的火灾损失能够排除。

提到承接巨额保单的速度，没有人可以比得上阿吉特，在**911 事件发生之后，他的快速反应，就变成一个极其重要的竞争优势，当然还有我们引以为傲的财务实力。**某些再保险同业，尤其是那些习惯将大部分的风险转嫁给其它再保险公司(转分保)保险人的情况都相当凄惨，而且很有可能无法在承受第二次巨灾的发生，**当转分保产生**

致命的连锁关系时，一个薄弱环节就可能导致全面的崩溃。因此，当保险业者在衡量其再保险安排的合理性时，必须谨慎地对整个链条的保险公司进行压力测试，并深切地思考在非常困难的经济状况下一旦发生巨灾损失的情况下该如何自保。毕竟只有在退潮时，你才能够发现到底是谁在裸泳，在伯克希尔，我们将所有的风险自留，独立承担绝不依赖他人，而不论世上发生什么问题，我们的保单保证永远都能够兑现。阿吉特的业务量会起起落落，但他的承保原则绝不改变，他在伯克希尔的价值永远不可限量。

我们目前最大的直保业务 GEICO 保险再 2001 年取得重大进展，这要归功于 CEO 托尼·莱斯利(Tony Nicely) 及所有同仁的努力，毫无疑问，Tony 是我们心目中的明星经理人。

GEICO 去年的保费收入成长了 6.6%，浮存金净增加 3.08 亿美元，并贡献了 2.21 亿美元的承保收益，这代表去年我们在帮别人保管 42.5 亿资金的同时，还有一笔额外的收入，虽然这笔浮存金不属于伯克希尔所有，但却可以为我们运用，进行各项投资。

2001 年 GEICO 唯一让我们失望的是保户的数量没有增加，我们的优先级保单(约占总保户的 81%)成长了 1.6%，但标准型与非标准型的保单则下滑了 10.1%，总的来说，有效保单数量减少了 0.8%。

最近几个月，新保单业务有所复苏，我们的电话销售成交率正在攀升之中，网络销售稳定成长，因此我们预期 2002 年的保单数量至少将可维持些许的成长，Tony 跟我都急于想要投入比去年 2.19 亿美元还要多的营销预算，但直到目前为止，我们仍然找不到有效的方法。在此同时，我们的营运成本依旧远低于其它主要的竞争对手，我们的价格相当具吸引力，而我们的浮存金依旧不须成本且持续成长当中。

去年我们其它直保保险公司依旧表现出色，由 Rod Eldred, John Kizer, Tom Nerney, Michael Stearns, Don Towle 和 Don Wurster 等人带领的各家保险事业，总计贡献了 5.79 亿美元的保费收入，较 2000 年成长了四成，浮存金则增加 14.5% 为 6.85 亿美元，外加 0.3 亿美元的承保收益，总的来说，这些公司堪称全美最好的保险公司之一，展望 2002 年他们的前景依然可期。

损失调整和保险会计

不当的名词是正确思考的敌人，当一家公司或基金经理人使用诸如"EBITDA"(扣除利息税负及折旧摊销前的利润)及"Pro-Forma"(备考财务报表)等名词时，通常代表他们意图引导你错误地接受某些严重偏差的概念，(在高尔夫比赛中，我的成绩通常拟制性地低于标准杆：由于我确定的计划来重组我的推杆过程，因此我只将到达果岭以

前的杆数列入计算)。

在保险业的会计制度中，“**损失调整**”是被广泛使用的术语，而且具有严重的误导性，首先，根据定义：保险公司提列的**损失准备金**，并不是提拨以备雨天不时之需的资金，实际上它应该是一个**负债科目**，如果能经由合理地估算，这项负债代表，保险公司在财务报表截止日，**已经发生，但所有损失尚未支付的可能金额**(包含所有相关费用)。在计算损失时，保险公司除了**已经被正式告知**必须支付的损失外(未决赔偿准备金)，还必须包含那些**尚未被告知的潜在损失**，后者通称为 IBNR(未报案准备金)，代表已经发生但尚未告知的损失，事实上，在某些情况下(比如涉及产品责任或员工贪污)，被保险人本身甚至还不知道损失已经发生了。

对于保险公司来说，实在是很难事先去准确地算出这些已告知及未告知意外事件的最终成本，但以合理的准确性估算的能力却至关重要，否则保险业的经理人将无从得知本身真实的经营成本，从而制定合理的保费。

GEICO 在 1970 年代发生的经营危机，就是因为它连续好几年严重低估了损失准备，因而大大低估了其产品的成本，导致公司在不知情的状况下，以不当的价格出售其保单，卖得越多，亏得就越多。

当保险公司日后发现，之前报告的**损失准备金明显低于真实的潜在赔偿时**，公司便将“损失调整”这个科目搬出来，这些以前年度遗留下来的准备金缺口，却必须在实际发现的年度报表上认列，这正是 2001 年通用再保险身上所发生的事情：以前年度没有记录的总计 **8 亿美元的损失缺口**令人震惊，一次性在去年的财务报表上确认并计入当期损益。我可以向各位保证，这个数字应该是相当中肯的了。然而，多年来的准备金提列不当，让我们误以为我们的成本远低于实际数字，这又导致我们后来保单定价不当。除此之外，过度高估的利润，又让我们为此支付额外的奖金以及更早的缴纳所得税。

因此我们强烈建议废除“损失调整”这个会计科目，以及另外一个类似的丑陋科目“**损失准备强化**”(你能想象一家保险公司因为发现其先前提列的准备金过高，在回冲损失准备金时，使用“损失准备削减”的字眼呢？)。表面上，“损失调整”告诉投资人，某些自然，不可控制的事件在最近年度发生，至于“损失准备强化”则暗示损失准备金已被适当地补提增强。然而事实却是，管理层在先前的损失估计中犯了错误，导致以前年度的收益不实，损失本身并没有任何改变，它一直都在哪里，改变的是管理层对于损失的认知(或是在管理层明知故犯的情况下，最后终于承认其所犯的错误)。

我认为关于这种现象更贴切的名词应该是“**未能及时发现的损失成本**”或者可以简称为“哦哦”。必须说明的是，

损失提列不足是财产意外险行业普遍存在的严重问题。在伯克希尔，我们就曾在 1984 年及 1986 年告诉大家，我们发生过的估计不足问题。不过总的来说，我们的损失准备金算是相当的稳健保守。

损失严重提列不足的现象在经营状况不佳的保险公司尤其常见。事实上，保险业的会计可以说是一项自我评分的考试，对于保险公司向审计会计师提交的报表，通常都不会得到什么异议，（会计师要的通常是一个保证书，万一数字发生重大偏差，可以用来撇清关系），一家面临财务困难的公司，通常对于自我评分的要求都不会太高，以免真得经营不下去，毕竟没有人会想要替自己签下处以死刑的判决书。

而且就算公司有足够的诚意，还是很难保证能够适当地提列损失，我曾经说过一个关于一位旅居海外人士的故事，话说有天他的姐姐告知父亲过世的消息，他回复表示可能无法回到家乡参加父亲的葬礼，不过倒是愿意负担所有的丧葬费用，后来他果然收到一张 4500 元美元的帐单，二话不说他立即付清，可是谁知随后两个月，他又各收到一张 10 美元的账单，当第三个月收到时，他不解的询问姐姐到底是怎么一回事，他姐姐回复道："哦！我忘了告诉你，爸爸的西装是租来的。"

在保险业经营中，有许多这类"租来的西装"，有时候这类的问题甚至会隐藏数十年不被发现，就像是石棉责任赔偿问题，忽然病毒般的暴露出来。虽然这项估计工作有点棘手，但管理层有责任适当的将所有可能性列入考量，保守稳健绝对有其必要，当损失理赔部门的经理走进总经理的办公室说到"猜猜刚刚发生了什么事？"他的老板，如果是老兵，应该知道肯定不会是什么好消息，保险世界的意外，对于收益的影响通常不会非常一致。

也由于存在着这种估算经验的偏差，所以当有人盲目地建议，财产意外险的损失准备由于反应的是未来必须支付的款项，所以在经过现值贴现后，应该会小于实际的负债。我个人认为这种想法有点可笑。当然如果能准确的提列损失准备金，按贴现或许是可以接受的。但由于各种不可抗力的因素，比如两个存在已久的问题，保单条款的任意延伸以及医疗通货膨胀，使得损失准备金长期以来处于提列不足的状况，贴现只会让原来存在的问题变得更加严重。此外，还将为那些倾向于造假的公司提供一种新的工具。

我必须说，告诉一家在获利边缘挣扎的保险公司总经理可以通过折现将损失准备不足的影响降低，其结果就好象是一位父亲告诉自己 16 岁的儿子可以自由地享受正常的性生活一般，我想两者都不需要这种拔苗助长。

报告收益来源

下表显示伯克希尔报告收益的主要来源，在这张表中商誉的摊销数与购买法会计调整数会从个别被投资公司

分离出来，单独加总列示，之所以这样做是为了让旗下各事业的收益状况，不因我们的投资而有所影响，近年来我们在商誉摊销的费用相当庞大。从今以后，一般公认会计原则将不再要求商誉必须摊销，此举将提高我们的帐面收益(虽然实质的经济收益一点变动都没有)，并大幅简化这部分的报告。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以百万美元计	2001 年	2000 年	2001 年	2000 年
保险承保：再保险	-4318	-1416	-2824	-911
保险承保：GEICO	221	-224	144	-146
保险承保：其他直保	30	25	18	16
保险投资：净投资收益	2824	2773	1968	1946
金融业务	519	530	336	343
(1)建筑产品	461	34	287	21
航空服务	186	213	105	126
中美能源 76%	600	197	230	109
零售业务	175	175	101	104
Scott Fetzer(不含金融业务)	129	122	83	80
(2)Shaw 工业	292		156	
其他业务	179	221	103	133
购买法会计调整	-726	-881	-699	-843
利息费用	-92	-92	-60	-61
股东指定捐赠	-17	-17	-11	-11
其他	25	39	16	30
经营收益	488	1699	-47	936
投资资本性收益	1320	3955	842	2392
所有实体-收益合计	1808	5654	795	3328

注：(1)包括 AcmeBrick2000 年 8 月 1 日之后，BenjaminMoore2000 年 12 月 18 日之后，JohnsManville2001 年 2 月 27 日之后，以及 MiTek 自 2001 年 7 月 31 日之后的利润。(2)shaw 自 2001 年 1 月 8 日收购之日开始算起。

以下是 2001 年我们非保险业务相关的重点摘要：

我们的制鞋事业营运(包含在其它业务当中)税前亏损为 4620 万美元，其中布朗鞋业和 Justin 靴业的利润被 Dexter 的亏损所淹没。至于 Dexter 鞋业，我当初的三项决定，让大家损失惨重：(1)决定购买；(2)决定用股票交换；(3)在明显需要做改变的時刻迟疑不决。我实在很想将这些过错推到查理身上(或者其它任何一个人都可以)，但无奈这确实是我的错，Dexter 在我们正式买下的前后几年，确曾享受过几年的好光景，尽管一直到面临海外低成本产品的激烈竞争，当时我认为 Dexter 应该有能力解决这样的问题，但我的判断却错的离谱。

现在我们将 Dexter 的营运重任交付给布朗鞋业的 Frank Rooney 和 Jim Issler，这些人在伯克希尔表现优异，即便在鞋业剧烈的产业波动下，仍能运用各项技巧生存下来。在 2002 年的前半段，Dexter 仍将受到先前所

签订不赚钱的合约所影响，但在那之后，我们的鞋业有望回到合理的获利水准。

我们持股 76%的中美能源公司，在 2001 年的表现相当不俗。该公司必须承担大笔的商誉摊销费用，但预期 2002 年获利仍将大幅成长，因为依照一般公认会计原则，以后这类摊销成本将不再出现。

去年中美能源买下位于英国的输电业务，其中包含拥有 210 万用户的约克郡电力(Yorkshire Electric)，目前我们在英国拥有 360 万的用户，在全英排名第二，此外我们在爱荷华州、加州及菲律宾都拥有重大的发电设施。(用北方电力公司天然气资产换取输电业务，将 2 个毗邻供电区域连成一片形成规模效应)

说来各位可能会相当惊讶，中美能源旗下还拥有全美第二大的房产经纪商美国家庭服务公司，我们在许多大城市都处于领导地位，尤其是中西部的城市，最近还买下了亚特兰大及南加州几家相当大的中介公司，去年以当地知名的品牌经营，我们总共处理了 10.6 万多件的房屋交易，成交总值高达 200 亿美元。RonPeltier 为我们建立了这项业务，而且计划在 2002 年及以后的几年，继续收购更多的中介公司。(www.homeservices.com)

即便在景气衰退的大环境底下，我们的零售业在 2001 年的表现仍可圈可点，其中珠宝业的单店平均营业额虽然下滑了 7.6%，税前收益率由 2000 年的 10.7%下降为 8.9%，不过投入资本回报率仍然相当的高。至于家具业务的单店营业额则维持不变，税前利润率依然保持在 9.1%的高位，整体的投入资本回报率依旧相当出色。不论是在珠宝或是家具业务，我们仍然持续扩张，其中要特别提到的是内布拉斯加家具目前正在兴建一座 45 万平方公尺超大的旗舰店，预计在 2003 年秋天落成，届时将可服务堪萨斯的广大地区，虽然有 BillChilds 成功的反证在前，我们还是决定在周日开张营业。

至于我们在 2000 年底进行的几项并购案，Shaw 地毯公司、JohnsManville 隔热材料公司及 Benjamin 油漆公司，都顺利圆满地渡过了与我们在一起的第一个年头，查理跟我在买下它们的当时，就知道 BobShaw、JerryHenry 及 YvanDupuy 都是其所在产业的能手，但现在我们更感谢他们为我们所做的一切，这些建筑业务公司去年总计为我们实现了 6.59 亿美元的税前收益。

在年度结束的不久之后，我们又以 4740 股的伯克希尔 A 股(或等值的 B 股)买下 Shaw 工业剩余的 12.7%少数股权(约 3.5 亿估值 28 亿)，就是说我们已持有该公司 100%的股权。Shaw 工业目前是我们非保险的最大事业，在未来也将在伯克希尔扮演重要角色。

2001 年的航空服务多数收益都来自我们的飞行员训练子公司飞安公司，虽然去年投资 2.58 亿美元购置飞行

模拟器和其他固定资产，股东投资回报率因而略有下降，但其收益仍成长了 2.5%。我 84 岁的老友 Al Ueltschi 继续以当初在 1951 年用 1 万美元创立公司时，同样的热情与毅力来经营公司。如果我在股东会上让 Al 跟一群 60 几岁的老先生坐在一起，你可能分辨不出他来。

911 事件发生之后，商业飞机训练业务受到严重影响，而且截至目前为止依旧没有改善的迹象，不过我们的主要业务商务及一般飞行的训练则维持在近乎正常的水准，并有可能继续维持成长。展望 2002 年，我们预计斥资 1.62 亿美元新购 27 台飞行模拟器，远超过我们一年的 9500 万美元的折旧金额，我们欢迎那些爱用 EBITDA 作为真实收益的人士来为我们买单。

去年我们的 NetJets 飞机部分所有权业务卖出了创纪录的飞机架数，同时管理费收入及小时服务费也大幅成长了 21.9%，但即便如此，相较于 2000 年的小赚，其营运还是呈现小幅亏损，虽然我们在美国的业务有获利，但这些收益却不足以弥补我们在欧洲发生的亏损。若以我们客户拥有的飞机价值来看，NetJets 的占有率大概超过整个行业的半数，因此我们推断其他竞争对手亏损会更大。

要维持高等级的飞行安全和服务水准，其代价肯定相当高昂，这种情况在 911 事件发生之后更是加剧，不过不论成本有多高，我们还是努力在这些方面成为产业趋势的领导者，对于服务丝毫不打折扣的坚持早已深植在该公司总裁兼飞机部分所有权创始人 Rich Santulli 的基因里，于公于私，我个人对于 Santulli 的执着皆感到相当欣慰，我相信巴菲特家族是全世界使用飞机部分所有权时数最频繁的家庭，去年整个家族的飞行总时数超过 800 个小时。大家不必怀疑，我们所使用的飞机与机组员与其它所有客户并无二致。

在 911 事件发生之后，NetJets 的订单曾经出现短暂爆增的情况，但不久之后其销售速度就回到正常的水准，每位客户平均使用的时数甚至略微下滑，我想这多少跟经济景气不佳有些关联。

由于 NetJets 在行业的领导地位，使得我们及客户皆受益良多，目前我们拥有遍布全美 300 架飞机，让客户在很短的时间内就能得到想要的服务，这种特性让我们可以大幅减少飞机停在地面上的成本。

我们拥有的规模经济等优势让 NetJets 在面临竞争时拥有强大的优势，只是在过去几年略占上风的竞争环境下，这些优势也顶多只能让我们获得少许利润。

在金融及金融衍生品业务方面，我们目前包含 XTRA、通用再保险证券(衍生品部门目前正处于退出模式)以及其它一些规模比较小的业务，这一业务的大部分资产与负债，来自我个人亲自管理的一些固定收益策略，包括高

流动性的 AAA 高级有价证券。这部分业务只有在市场符合某些特定状况存在时才有用，过去以来一直为我们贡献不错的回报，展望未来几年内，仍将维持这样的态势。

股票投资

下表是伯克希尔 2001 年市值超过 5 亿美元以上的股票投资。

股份数量	公司名称	成本	市值
200,000,000	可口可乐	1,299	9,430
151,610,700	美国运通	1,470	5,410
96,000,000	吉列	600	3,206
53,265,080	富国银行-略减	306	2,315
24,000,000	穆迪评级	499	957
1,727,765	华盛顿邮报	11	916
15,999,200	H&R Block 报税服务-加仓	255	715
	其他	4,103	5,726
	合计	8,543	28,675
	Costco-减持 7 成		255
	Jones 时装-减持 5 成	GEICO	287
	M&T 银行		489
	第一资讯 FirstData-减持 5 成	GEICO	380
	太阳信托 SunTrusts-减持		364
	GATX 租赁		239
	Shaw 通讯公司-加仓	GEICO	466
	Dun&Bradstreet 减持 5 成	GEICO	185
	耐克 NIKE-减持	GEICO	277
	甘尼特 Gannett		245
	大湖化学	GEICO	169
	Liz Claiborne 时装-减持 7 成		49
	GAP 服装-加仓 1 倍	GEICO	209
	希悦尔包装 SealedAir-减持		153
	Mueller 穆勒工业-加仓		107
	Torchmark 保险		82
	石膏板 USG-建仓		37
	美国合众银行-20%清仓		
	花旗集团-微亏清仓		
	纽柯钢铁-微亏清仓		
	GPU 天然气-清仓	GEICO	



布洛克税务公司 (H&R Block Inc. NYSE: HRB, www.hrblock.com, www.blockadvisors.com)

1955 年, Henry W. Bloch 和 Richard A. Bloch 两兄弟创立了 H&R Block, 公司专门从事所得税申报, 包括线下办公室申报, 网上申报和虚拟税务申报准备。如今, 该公司在全球拥有约 12000 家零售办事处, 已经在全球范围内准备了超过 8 亿份报税表, 公司的税务专业人员平均有 10 年的经验, 可以应付各种各样的税务情况, 是世界领先的税务申报服务公司。在 2021 年度, 我们在美国运营了 9271 个办事处, 准备了 2160 万份美国纳税申报单, 其中合并收入 34 亿美元, 连续业务净收益 5.902 亿美元。Block Advisors 是 H&R Block 的子公司, 它通过提供专业的税务准备和其他相关服务, 帮助小企业主和个体户减轻负担, 让你感到自信和轻松。无论你是一个企业的一个或有一个小团队, 我们已经帮助数以百万计的个体经营者和小企业主。Spruce 品牌是 H&R Block 建立的一个非银行的金融技术平台, 特别适用于那些想要用钱的人, 设置储蓄目标, 获得自动现金返还。

H&R Block 是一家多元化的公司, 旗下子公司提供税务服务、投资咨询、抵押贷款和商业服务及产品。50 年来, 我们一直在发展与数百万税务客户的关系, 我们的战略是扩大这些关系。我们的税务服务部门(Tax service)为美国、加拿大、澳大利亚和英国民众提供所得税申报表准备和其他与税务申报表有关的服务和产品。我们还通过 H&R Block Financial Advisors, Inc. (HRBFA 公司) 提供投资服务和证券产品。我们的抵押贷款服务部门通过 Option One Mortgage Corp. (Option One 抵押贷款公司) 和 H&R Block Mortgage Co. (HRBMC 抵押贷款公司) 提供全方位的住房抵押贷款服务。RSM McGladrey Business Services, Inc. (RSM 商业服务公司) 是一家主要服务于中型企业的国家会计、税务和咨询公司。2004 年 10 月 26 日, 我们发行了价值 4 亿美元的 5.125% 利率的高等级债券。2005 年 6 月 8 日董事会宣布, 从 2005 年 8 月 22 日起, 将公司普通股的股票一股拆分成两股。



<穆迪 Moody's> www.moody's.com

穆迪公司成立于 1900 年, 由 John Moody 创立, 位于美国纽约曼哈顿, 在 1909 年首创对铁路债券进行信用评级。1913 年, 穆迪开始对公用事业和工业债券进行信用评级。1970 年首次发布欧洲债权评级。1972 年开始发布商业票据评级。1974 年首次发布银行控股公司债权评级。1975 年美国 SEC 认可穆迪公司、标准普尔、惠誉国际为"全国认定的评级组织"(NRSRO)。1984 年开始提供结构性金融产品评级, 随后扩大到存款评级。1990 年, 彭博终端开始提供我们的评级研究。2000 年, 穆迪公司在纽交所上市, 代码 MCO。2002 年收购风险量化模型公司 MKV。2005 年收购领先的独立经济研究和数据服务提供商 Economy.com。2006 年收购领先的结构化融资分析和监控软件开发商 Wall Street Analytics, Inc.; 收购中国诚信国际信用评级公司 CCXI 少数股份。2007 年收购以色列信用评级机构 Midroog LTD 多数股份。2008 年收购世界领先的银行业风险和绩效管理软件开发商 Fermat International; 收购英国金融培训服务机构 Enb Consulting Limited; 成立穆迪分析公司, 整合全球金融情报和分析工具。2010 年收购加拿大金融培训服务机构 Canadian Securities Institute; 收购商业地产违约和回收风险分析机构 Commercial Mortgage Metrics。2011 年, 收购金融研究和分析服务外包机构 Copal Partners 多数股份, 并通过该公司收购投资研究和分析机构 Amba Research。收购领先的保险风险管理建模工具供应商 Barrie&Hibbert Limited。2014 年, 收购基于云计算的领先贷款平台 WebEquity Solutions; 收购领先的资产证券化数据分析解决方案企业 Lewtan Technologies。2015 年收购拉美领先的信用评级机构 Equilibrium。2016 年投资自动化数据收集和商业智能解决方案供应商 Finagraph; 收购全球领先的寿险精算软件供应商 GGY。2017 年收购全球商业情报和公司信息供应商 Bureau van Dijk; 投资网络安全评级供应商 SecurityScorecard; 收购众包商业地产数据平台 CompStak。2018 年, 收购美国商业地产数据供应商 Reis, Inc.; 投资基于 AI 的实时分析的创新供应商 QuantCube Technology; 投资专注于网络安全和数据恢复的智库 Team8 Partners; 收购智利评级机构 ICR Chile。2019 年收购环境社会治理研究机构 Vigeo Eiris 多数股份; 收购物理气候风险相关分析供应商 Four Twenty Seven, Inc.; 投资为中国提供 ESG 数据分析服务的 SynTao 少数股份; 收购资产管理和养老社区风险分析科技公司 RiskFirst。2020 年收购反洗钱尽职调查服务公司 Regulatory Data Corp。

穆迪公司是著名的债券评级机构, 在全球有 800 名分析专家, 1700 多名助理分析员, 在 17 个国家设有机构, 纽交所代码 MCO。穆迪公司是信用等级和评估服务的提供商; 信贷, 资本市场和经济研究, 数据和分析工具; 支持财务风险管理活动的软件解决方案; 定量得出的信用评分; 学习解决方案和认证服务; 离岸金融研究和分析服务(该业务在 2019 年第四季度因出售 MAKS 而被剥离); 公司信息和商业智能产品。穆迪投资服务公司最初是邓白氏(Dun & Bradstreet)的子公司, 2001 年邓白氏公司和穆迪公司两家公司分拆, 成为独立上市公司。2008 次贷金融危机期间, SEC 曾表示, 穆迪投资者服务机构(Moody's Investors Services)对高风险投资产品的评级导致金融危机的发生, 2010 年 8 月 31 日, SEC 做出决定, 已拒绝对其提起欺诈指控。SEC 称, 做出这样的决定, 仅仅是因为它认为自己缺乏对穆迪的外国子公司提起民事指控的权力。



邓白氏公司 (Dun & Bradstreet, D&B) www.dnb.com

Dun & Bradstreet 的历史可追溯至 1841 年，由 Lewis Tappan 创立，当时公司的主要业务是为零售商及批发商调查客户的信用度。1859 年公司由 Robert Dun 接管。1886 年，他的一本名为 Dun's Book 的书中罗列了世界上一百多万种行业的信息资料。1900 年出版了全球第一本证券手册。1933 年，公司与竞争对手合并后改名为 Dun & Bradstreet。1963 年发明了邓白氏编码。1975 年建立了美国商业信息中心。1990 年起提供完整的商业信息服务。2000 年起致力于电子商务的发展。随着时代的进步，Dun & Bradstreet 也扩展了其信息服务的范围，这种变化在七十年代尤为明显。在合并了一些业务后，Dun & Bradstreet 开始设立一些分公司，著名的有 ACNielsen, Cognizant 以及 1998 年独立的 R. H. Donnelley。2001 年，邓白氏集团公司进行改组，把邓白氏公司和穆迪公司两家公司分拆，分别成为独立的上市公司。

Dun & Bradstreet 称自己为“最大的‘商业信用、营销、采购、应收款管理及决策支持信息’供应商”。具体地说，Dun & Bradstreet 提供了 4930 万家美国或跨国公司的信息。这些信息的来源各不相同，包括商业合同、商业访问、应收款资料、电话公司、州长、律师以及 861 家报纸和新闻机构。为了验证这些信息，公司开发了 DUNS 系统 (Data Universal Numbering System)，以 9 个数字代表一种行业。除了使用 DUNS 系统核实资料以外，Dun & Bradstreet 还希望将该系统用于营销及采购领域。Dun & Bradstreet 25% 的收入来自 Moody's Investor's Service 公司，该公司为全球 70000 家公司及 60000 种金融债券提供信用评估。正如财富杂志所说的：“Moody's 是低成本，高要求地评估业内其他公司信用度时必不可少的。”自 1980 年以来，Moody's 的收入每年都在增长。公司管理层预计公司未来的年增长率至少 10%。公司的主要服务有信用调查，应收款管理，营销信息，增值产品，证券信用级别评估，财政信息服务。公司的主要竞争者包括 Bloomberg, McGraw Hill, Reuters, Thompson Corporation。

我们的投资组合在 2001 年几乎没有什么变动，总的来说，我们主要的投资部位近几年来的表现乏善可陈，有些本身的营运本就不尽理想，然而查理跟我还是相当喜爱这些公司的本业经营现况，不过我们也不认为现在这些投资组合的股价有受到任何的低估。

我们对于持有股票保留的态度与我们对于当前股市未来十年内的前景不表乐观的看法相一致，我在 7 月份 Allen 公司举办的会议中的演讲，表达了个人对于投资股市的看法，(早在两年前的太阳谷会议中我就已经表达过类似的看法)，同时在同年 12 月 10 日的财富杂志中有关于个人看法的修正版，我也将之检附在年报之后，各位也可以在公司的网站上 www.berkshirehathaway.com 看到财富杂志 1999 年的文章。

查理跟我相信就长期而言，我们仍看好美国企业的发展，但目前股票的价格注定了投资人只能得到一般的回报，股市的表现已有好一段时间优于公司本身的表现，而这种现象终将结束，市场不可能永远超越企业本身的发展，我想这将让许多投资人大失所望，尤其是那些股市新手。

对于一些喜欢奇怪巧合的人来说，这里就有一个特别的：大泡沫在 2000 年 3 月 10 日正式结束(虽然我们实际要等到好几个月后才发现这项事实)，纳斯达克指数当天创下 5132 点的历史新高(现在约为 1731 点)，而在同一天，伯克希尔的股价 40800 美元则以自 1997 年以来的最低价收盘。

2001 年我们在垃圾债券市场的活动较以往频繁，但我们必须强调，这类投资并不适合一般投资大众，因为在多数情况下，这些垃圾往往名副其实，我们从来没有买过一般投资人最热衷的初次发行的垃圾债券，因为一旦发生违约，其损失必定惨重，有许多债券投资者最后仅能收回一小部分的资金，有的最后甚至变成废纸，使得投资人血本无归。

尽管风险颇大，我们不时还是可以找到极少数能够引起我们兴趣的垃圾债券，而且到目前为止，个人过去 50 多年的垃圾债投资经验还算不错，在 1984 年的年报中，我们曾提到当初投资经营发生状况的华盛顿公共电力系统公司债，而这些年来我们也陆续介入其它有问题的公司债，诸如克莱斯勒金融(《艾柯卡自传》)、德州石油及 RJR 纳贝斯克(《门口的野蛮人》)等公司，事后这些公司也都能重返光采，然而如果我们一直积极投入垃圾债券市场的话，总有一天我们会发生损失。

不过偶尔买进一些问题债也有可能让我们钓到大鱼，在鲜果布衣宣布破产的初期，我们以相当于面额 50% 的价格买进该公司的债券与银行债权，该公司的破产案相当特殊，因为公司并未停止支付优先级债权的利息，这等于让我们获得了约 15% 的当期收益，目前我们持有鲜果布衣优先级债权 10% 的比例，最后我们很有可能收回相当于面额 70% 的本金，经由这笔投资，我们等于间接降低了整个并购案的投资金额(约 1 亿)。

在 2000 年底，我们开始陆续买进 FINOVA 公司的债权，那是一家发生问题的财务金融公司，而此举又间接促成了另一笔投资案，FINOVA 当时约有 110 亿美元的债务流通在外，我们以面额 2/3(67 元)买进了其中约 13% 的债权，我们预估这家公司将难逃破产的命运，但确信在清算这家公司之后，债权人可以收回的金额将远超当初投资的成本，该公司在 2001 年初违约，于是我们联合 Leucadia 公司向 FINOVA 提出一项破产重组方案。

这个提案后来经过修正(过程简单说明如下)，每位债权人可以预先拿到面额 70% 的本金(以及所有利息)，至于剩下的 30% 则用利率 7.5% 的分期应付票据支付，而为了 FINOVA 顺利支付这 70% 的本金，Leucadia 跟伯克希尔合资成立了一家新公司 Berkadia，通过 FleetBoston 向银团借入了 56 亿美元贷款，然后再将这笔资金转借给 FINOVA，并由其取得 FINOVA 资产第一顺位的抵押权，伯克希尔则为 90% 的 Berkadia 借款提供担保，剩下的 10% 则由 Leucadia 担保，伯克希尔则为第二顺位的保证人(我简单说明清楚了吗?)。

在 Berkadia 付给 FleetBoston 的利息费用与收到 FINOVA 的利息收入间，有 2% 的利差，这部分利差 90% 归伯克希尔，10% 归 Leucadia，截至我写年报为止，这笔借款规模还剩下 39 亿美元。

在 2001 年 8 月 10 日通过的破产计划中，伯克希尔同意以面额 70% 的价格买下 FINOVA 预备发行总额 32.5 亿美元 7.5% 利率的分期付款票据中的 5 亿美元，(在这之前，我们已先收到 4.268 亿美元，这是我们先前投资 13% 债权所收回的本金)，我们这项报价除了几项特殊的状况外，在 2001 年 9 月 26 日前都有效，其中一条就是纽约证券交易所在报价期间不会关闭，谁知后来竟发生 911 事件，于是我们马上取消这项提案。

FINOVA 许多贷款的价值系于二手飞机资产，在 911 事件发生后，这些资产价值大为减损，而其它应收帐款价值在该事件发生后也产生相当大的质变，也因此 FINOVA 的本质与前景已不若当初我们向破产法庭提案时那般，尽管如此，我们还是觉得整个交易对伯克希尔来说还算有利，Leucadia 对于 FINOVA 日常的营运付全责，我们一直对于其主要经理人精细的商业判断能力与管理才能印象深刻。

又到了似曾相识的时间了，早在 1965 年，当我管理的投资合伙公司控制了伯克希尔时，公司主要的往来银行是波士顿的第一国民银行以及纽约花旗银行，不过在此之前我个人与这两家银行并无往来。后来到了 1969 年，当伯克希尔有意买下伊利诺伊州国民银行和洛克福德信托公司时，我们当时需要 1000 万美元的资金，于是我连络这两家银行，花旗银行方面没有任何响应，但第一波士顿银行却立即派了两位代表到奥马哈，他们明确表示愿意提供并购所需的资金，并且稍后会制定细节。

在这之后的 30 年内，我们几乎从不向银行借钱，(债务对伯克希尔来说不过是一个普通的名词而已)，不过到了去年二月，当我们在规划 FINOVA 的融资架构时，我再度打电话给位于波士顿的这家银行，当时的第一国民银行已经改名为 FleetBoston，该银行的总裁 Chad Gifford 的响应与当初 1969 年 Bill Brown 及 Ira Stepanian 一模一样："你会拿到资金，我们稍后制定细节"。

事情就是这样，由 FleetBoston 组织了一个 60 亿美元的银团贷款案(结果实际上有 4 亿没有用到)，立刻得到全世界 17 家银行的超额认购，所以如果你需要 60 亿美元的资金，可以打电话给 Chad，只要你的信用等级是最高的 AAA 等级。

关于投资还有一点要说明，媒体经常报导说"巴菲特正在买进"这支或那支股票，其中大多是媒体经由伯克希尔向主管机关申报的文件中推敲出蛛丝马迹，这些报导有时正确，但有时伯克希尔申报的交易也有可能是 Lou Simpson 的杰作，他个人独立管理 GEICO 旗下 20 亿美元的投资部位，Lou 不会告诉我，他正在买进或卖出什么股票，而通常我是在每个月结束后几天看到投资月报表时才知道他的交易活动，当然 Lou 的投资哲学与我非

常相近，但通常我们买进的股票截然不同，主要的原因在于他管理的资金相较于伯克希尔规模小了许多，因此他可以投资一些小型公司。哦！当然我们之间还有一点不太相同，那就是他的投资绩效比起我来要好太多了。

慈善捐赠

关于慈善捐赠，伯克希尔所采取的做法与其它企业有显著的不同，但这却是查理跟我认为对股东们最公平且合理的做法。首先，我们让旗下个别的子公司依其个别状况决定各自的捐赠，只要求先前经营该企业的老板与经理人在捐赠给私人的基金会时，必须改用私人的钱，而非公款。当他们运用公司的资金进行捐赠时，我们则相信他们这么做，可以为所经营的事业增加有形或无形的收益，总计去年，伯克希尔的子公司捐赠金额高达 1920 万美元。至于在母公司方面，除非股东指定捐赠外，我们不进行任何其它形式的捐赠，我们不会依照董事或任何其它员工的意愿进行捐赠，同时我们也不会向巴菲特家族或芒格家族相关的基金会捐款，虽然在买下公司之前，部分公司就存在有员工指定的捐赠计划，但我们仍支持他们继续维持下去，干扰成功的公司文化并不是我们的作风。为了落实股东们的捐赠意愿，每年我们都会通知 A 股股东的合法登记人(约占伯克希尔总股本的 86.6%)每股指定捐赠的金额，每人至多指定三家慈善机构，由股东指名慈善机构，伯克希尔则负责付款，只要国税局 IRS 认可的慈善机构都可以捐赠。去年在 5700 位股东的指示下，伯克希尔捐出了 1670 万美元给 3550 家慈善机构，自从这项计划推出之后，**累计捐赠的金额高达 1.81 亿美元。**

大部分的上市公司都回避对宗教团体的捐赠，但这却是我们股东们最偏爱的慈善团体，总计去年有 437 家教会及犹太教堂名列受捐赠名单，此外还有 790 间学校。至于包含查理跟我本人在内的一些大股东，则指定个人的基金会作为捐赠的对象，从而通过各自的基金会做进一步的分配运用。

我每周都会收到一些批评伯克希尔慈善捐赠支持计划生育的信件，这些信件常常是由一个希望看到抵制伯克希尔产品的组织所策划推动，这些信件的措词往往相当诚挚有礼，但他们却忘了最重要的一件事，那就是做出此项捐赠决定的并非伯克希尔，而是伯克希尔的股东。这些股东的意见可谓是非常分裂，举例来说，关于堕胎这个问题，股东群中支持与反对的比例与美国一般民众的看法比例相当，我们必须遵从他们的指示，不论他们决定捐给计划生育或者是生命之光，只要这些机构符合税法 501(c)(3)的规定。这就等于是我们支付股利，然后由股东自行捐赠出去一样，只是这样的形式在税负上比较有利。不论是在采购物品或是聘用人员，我们完全不会有宗教上、性别上、种族上或性取向上的考量，那样的想法不但错误，而且无聊，我们需要我们能找到的所有人才，而

在我们能干又值得信赖的经理人、员工与供货商当中，充满了各式各样的人士。

想要参加这项计划者，必须拥有 A 级普通股，同时确定您的股份是登记在自己而非股票经纪人或保管银行的名下，同时必须在 2002 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 2002 年的捐赠计划，当你收到表格后，请立即填写后寄回，逾期恕不受理。

年度股东大会

今年的股东会将在 5 月 4 日周六举行，地点还是在市政礼堂，大门会在当天早上 7 点开放，同时电影短片照例会在 8 点半播放，正式会议则从 9 点半开始，扣除中午短暂的休息时间(会场外有供应三明治等各类点心)，查理跟我本人会在现场回答大家各类问题直到下午 3 点半，记得将你的问题准备好。

至少在明年以前，位于市中心的市政礼堂仍将是我们唯一的选择，而为了解决交通与停车问题，我们只能在周六或周日举行，以避开工作日的交通阻塞，所幸在不久之后，奥马哈将会有一个新大型会议中心 Qwest 落成，拥有宽敞的停车场，等到这个会议中心完成之后，我会再发问卷调查来询问大家将会议时间改回 2000 年以前在周一开会的惯例，届时我们将以股东投票人数而非股权比例来决定(当然这并非一般的做法，各位休想按照此做法选出新任总裁)。

后面附有股东会的相关资料，向各位解释如何拿到股东会入场及其它活动必须的识别证，至于有关机位、住宿、租车等预订服务，我们很高兴与美国运通(电话 800-799-6634)再次签约为您提供相关安排，每年他们都为大家提供非常好的服务，在此谨代表大家向他们说声谢谢。

如同以往，我们会安排巴士接送大家往返各大旅馆与会场之间，并在会后接送大家到内布拉斯加家具店与波仙珠宝店或是到饭店与机场，当然即便如此你可能会觉得如果有一辆车会更方便。

今年由于我们又新加入了许多公司，所以我就不再详细说明在现场会提供什么产品供大家选购，总之从糖果到砖块应有尽有，当然还有内衣，假设鲜果布衣的并购能在 5 月 4 日以前顺利结案的话，我们也会在现场销售鲜果布衣的最新款式，保证让你在街坊邻居间成为时尚领导者，记得一次买个够。

GEICO 公司会再度派出各地区最优秀的业务员，在会场设立摊位，随时提供股东们汽车保单的报价，在大多数的情况下，GEICO 都可以提供给你一个相当优惠的股东折扣(大约 8%)，这个特别优惠在我们有营业据点的 49 州中的 41 州都有效，各位记得将自己现在的投保资料带来，看看是否能帮自己省下一笔钱。

周六在奥马哈机场，我们仍将展示一系列的机队供大家参观，请到市政礼堂向 EJA 的业务代表洽询参观的事宜，如果你股东会买了一大堆相关产品，我相信你一定也需要用自己的飞机把它们带回家，如果你真的买下飞机的部分所有权，我们还会附赠几个大行李箱。

位于道奇街与太平洋街的内布拉斯加家具店，再度会有伯克希尔周特卖，我们将特别提供给股东原先只有员工可以享有的优惠价，我们在五年前首次推出这种促销活动，营业额更一举从 1997 年的 530 万美元成长到 2001 年的 1150 万美元。

想要享有折扣记得在 5 月 2 日周四到 5 月 6 日周一间采购，并出示股东开会证明，在这期间的特卖活动也适用于许多原本从不打折的顶级品牌，这可是为了股东会才特别破例，我们很感谢他们的配合，内布拉斯加家具店的营业时间平日从早上 10 点到下午 9 点，周六及周日则从早上 10 点到下午 6 点。

波仙珠宝-全美单店营业额仅次于纽约曼哈顿蒂芙尼的珠宝店，在股东会期间将会有两场专为股东举办的展览会，第一场是在 5 月 3 日周五的鸡尾酒会，时间从下午 6 点到晚上 10 点，第二场大型售卖活动则在 5 月 5 日周日举行，从早上 9 点到下午 6 点，从周四到周一的股东会期间，波仙都将提供股东特惠价，所以如果你希望避开周五晚上到周日的拥挤人潮，你可以在其它的时间上门光顾，记得表明股东的身分，周六我们会营业到晚上 7 点，波仙的营业毛利要比其它主要竞争对手低 20 个百分点以上，所以买得越多省得越多，(这是我的家人告诉我的)，记得来到现场，让我们替你的荷包减减肥。

周日下午，我们照例会在波仙珠宝店外面大厅为股东们举办的一场桥牌大赛，邀请多位世界级桥牌顶尖高手与大家同乐，Hamman 兄弟及莎伦·奥斯伯格(Sharon Osberg)预期都将出席，另外 Patrick Wolff-美国棋两度冠军，也会再度在会场蒙眼与所有挑战者对奕，去年他一口气同时与六位对手下棋，今年他将同时挑战七位对手。最后，两度世界双陆旗冠军 Bill Robertie，也会莅临测试各位双陆旗的实力，记得周日到现场参加奥林匹亚棋艺大赛。我个人最爱的牛排馆 Gorat's 为了伯克希尔股东年会破例在 5 月 5 日周日开门营业，从下午 4 点开始营业，一直到晚上 10 点，请记得，周日没有事先预定请勿前往，要预约请在 4 月 1 日以后打电话(402-551-3733)，若周日订不到位子，可以试试其它晚上，记得要点丁骨牛排加双份土豆饼，如此人家就知道你是老粉。

例行的棒球赛将于周六晚上 7 点在 Rosenblatt 体育馆举行，今年奥马哈皇家队将对上奥克拉荷马红鹰队，去年为了仿效贝比鲁斯的传奇挥击，我弃投从打，在奥马哈出身的选手-Bob Gibson 站上投手丘后，我当场被吓坏

了，因为 Bob 以内角上飘球著名，谁知道他最后投出的竟是正中直球，那时只见我用力使出马奎尔式的挥击，击出内野方向的软弱滚地球，我并没有往一垒跑，因为以我这个年纪，只适合在桥牌桌上驰骋。

我不确定今年球场会发生什么事，记得到现场体验惊奇，股东会资料将告诉大家如何取得球赛入场的门票，所有决定参加股东会的股东将会收到一大本册子，

大量有关奥马哈的旅游信息，股东会期间将有许多活动，所以一定要来参加资本家的伍斯达克嘉年华会，并到市政礼堂参与资本主义的盛宴。

最后我要感谢伯克希尔企业总部(占地约 5246 平方英尺)那群最棒、生产力最高的员工，是他们让我的工作轻松愉快，伯克希尔去年增加了 4 万名员工，使得员工总数增加到 11 万人，为此**总部人员编制增加一名成为 14.8 人**(虽然我试图说服 JoEllenRieck 将她的每周上班天数从 4 天改为 5 天，不过我想她还是喜欢当那个 0.8)。以我们目前的规模，为了要顺利处理好所有的日常业务，同时还要加上伯克希尔特有的一些活动，诸如股东盛会及指定捐赠计划等，我们绝对必须有一群特别的人，而可以肯定的是我们已经找到了合适的对象。

沃伦·巴菲特 董事会主席



伯克希尔股东大会实录 2002

2002 年 5 月 4 日 市政礼堂 1.4 万人

正式商务会议

巴菲特：今天到场的还有德勤会计师事务所的合伙人，我们的审计师。他们可以回答你可能提出的有关他们对伯克希尔账目的审计的问题。伯克希尔的秘书 Forest Crute 将对诉讼程序作书面记录。在这次会议上，BeckiAmick 小姐被任命为选举监察员。她将证明在董事选举中所投的票数。会议的指定代理持有人是 Walter Scott Jr.和 Marc D. Hamburg。我们将进行会议事务，然后正式休会。在此之后，我们将回答您提出的问题。

关于慈善捐款、堕胎和人口过剩的股东提案：

下一项是伯克希尔的一位股东 Gloria Jay Patrick 提出的提案，她拥有两股 B 类股。Patrick 女士的动议在股东大会材料里，她要求公司避免作出某类慈善捐款。董事们已建议股东投票反对此项建议。我们现在请 Patrick 小姐或她指定的人提出她的建议。Moshe 先生在一区的麦克风前提出建议并就建议发言。请说吧？

史蒂文·莫舍(Steven Moshe)：谢谢你，巴菲特主席。如果这有点不合群，我道歉。我叫史蒂文·莫舍。我是人口研究所的主席，这是一家非营利组织，致力于证明人是终极资源，是我们作为投资者不可或缺的一种资源，并揭穿关于人口过剩的炒作，《纽约时报》称之为"20 世纪的神话之一"。当然，我们现在生活在 21 世纪。我在《华尔街日报》和其他刊物上写过关于人口即将减少的文章——没错，我说的是人口减少。我说这一切，是为了解释伯克希尔的股东 GloriaPatrick 为何要求我在本次会议上介绍她的行动，即以下提议。我还有另外一个身份：我有九个孩子。如果人们对此感到震惊时，我会提醒他们，我的孩子们总有一天会缴纳他们的社保。当然，如果你投资伯克希尔的股票，你就不需要社保。我将提出决议案，然后，在主席的允许下，花几分钟时间解释为什么有必要这样做。

以下是理由及建议：慈善捐款应有助于提高股东价值。可我们的公司依赖于人们购买我们所拥有的不同公司的产品和服务。而目前，伯克希尔正向参与人口控制和堕胎等有争议活动的团体提供资金。由于我们的这些慈善捐赠，我们的公司遭到了 Life Decisions 国际组织和 Pro Vita Advisors 等投资相关组织的抵制。

基于上述理由，我的决议案如下：要求公司停止这类慈善捐赠。让我迅速地逐点说明这些问题。大家都知道，股东的钱是委托董事会为股东谨慎投资的。我想大家都会同意，正如决议案所述，慈善捐款应有助于提高股东价值。实际上，这已经是伯克希尔对其运营子公司的政策。正如巴菲特主席在去年的主席信中所说的，"我们相

信我们的经理人，会以一种为他们所管理的业务带来相应的有形或无形利益的方式来做捐赠决定。我们投资这家公司不是为了把钱捐给别人最喜欢的慈善机构。"我想你也同样同意，像人口控制和堕胎这样的活动是有争议的。事实上，一些慈善资金已经捐给了计划生育组织，该组织每年在美国实施了近 20 万例堕胎(掌声)并通过其在世界各地的人口控制项目实施了无数的堕胎。现在，我们认为堕胎是剥夺一个人的生命，但即使你不同意这一基本观点——实际上你必须同意，这些持续抵制伯克希尔的产品不是一件好事。其次，伯克希尔就像整个经济一样，依赖于人，这应该是不言而喻的。生产我们拥有的各种公司的产品和服务的是人，购买这些产品和服务的是人。现在，你可能认为世界上人口过剩，而我们永远不会劳动力短缺，但这是不正确的。世界上有一半的国家，包括拉丁美洲、非洲和亚洲的国家，现在的出生率低于更替率。欧洲和日本人口正在减少，每年装进棺材的人比装进摇篮的宝宝还多。人口死亡可能会缩小经济蛋糕。我们已经在日本和一些欧洲国家看到这种情况。日本持续的经济低迷在多大程度上可以直接归咎于缺乏年轻人来推动经济发展？人口死亡还可能使经济发展几乎不可能。俄罗斯在经济上难以站稳脚跟。为什么？因为它的人口结构持续崩溃，每年失去一百万人。在不久的将来，这些问题将蔓延到更多的国家。因此，向计划生育组织提供慈善捐款不符合伯克希尔的利益。这样的项目不是在为人类的未来投资，而是在损害人类的未来，为未来的经济增长设置路障。对于那些为计划生育提供资金的人来说，全球范围内的股票回购是不可能的，因为这样的计划将掠夺世界上未来的消费者和生产者，并有缩小经济蛋糕的危险。

让我给你一个具体的例子来说明我的意思。伯克希尔拥有冰雪皇后。现在，泰国有 103 家冰雪皇后。但是，由于大规模的计划生育运动，泰国现在的出生率低于更替水平，而且还在下降。这意味着它的幼童群体正在缩小。在未来的岁月里，家庭会越来越少，人口最终会下降。现在，你可能会认为泰国的孩子太多了。但是，对于冰雪皇后来说，有太多的孩子是坏事吗？冰雪皇后表示，冰雪皇后的概念特别吸引"年轻家庭"，但由于计划生育，泰国和冰雪皇后的未来将会有更少的年轻家庭。因此，我敦促你们对这项决议投赞成票：让我们决定伯克希尔不再做这类慈善捐款。最后一点。如果你们双方都继续目前的做法，根据股东的指定提供慈善捐款，我敦促你们所有人指定 501(c)(3)s，就像人口研究所一样，它们试图帮助穷人他们自己发展，而不是简单地试图通过计划生育来减少他们的人数。主席先生，感谢你给我这次发言机会。(掌声)

巴菲特：谢谢。我们有没有时间讨论这个动议？好的，我们有。有没有进一步的讨论？有没有人想在麦克风前说话？(等待了一会儿)不错。如果没有进一步的讨论，我们将由阿米克小姐报告投票结果。如果有人想亲自投

票，他们可以举手并提交，但我们将有阿米克小姐的初步报告。我的报告已经准备好了。根据上周四晚收到的委托书，股东代理人投票表决，28452 票赞成议案，1014353 票反对议案。(掌声)由于反对该动议的票数超过所有发行在外的 A 类及 B 类股份相关票数的大多数，该动议已告失败。特拉华州律所要求的精确计票的证明将交给秘书，并与本次会议的记录放在一起。谢谢你，阿米克女士。这个提议失败了。在常规会议结束之后，我将回答你们可能提出的与伯克希尔业务有关的问题，但不会在本次会议上要求采取任何行动。在我们休会之前，还有谁有进一步的事情要做吗？如果没有，我请沃尔特·斯科特先生在会议上提出一项动议。

沃尔特·斯科特：我提议本次会议休会。

巴菲特：还有人有异议吗？休会的动议已经提出并获得附议。我们将通过语音投票。有没有讨论？如果不是，所有赞成的说赞成。都说不？会议结束了。谢谢。(掌声)

当我们回答问题时，我们将依次通过不同的区域。现在，在我们开始回答问题之前，有几个特别的嘉宾我想要确认一下，因为人太多了，我没有机会确认所有的特别嘉宾都在这里，但是我们很快就会知道。

第一位客人，我非常希望他在这里。他本计划来这里。那是 48 年前大约是 6 月我收到了本·格雷厄姆 (Ben Graham) 的一封信，当时我一直缠着他找工作，纠缠了大约三年都还没得到，然后他说，“下次你来纽约的时候，来和我谈谈。”所以，十个小时后我到了那里。我没有 NetJets 的飞机，所以花了一点时间。我去见了 Ben，他给了我一份工作，我当场就接受了。我没有问工资是多少，也没有问别的，一两个月后，我的家人就来找我了。我的女儿已经出生了，苏茜也怀上了霍华德。我们搬回了那里，我去了格雷厄姆-纽曼公司 (Graham-Newman) 工作。我有三个老板——本·格雷厄姆、杰里·纽曼和米基·纽曼。米基比我大十岁。米基是公司取得巨大成功的主要因素——他管理着这个地方——1954 年我回到那里时，这家公司还不是那么成功：当时叫费城和雷丁煤铁公司 (P&R, Philadelphia & Reading)，米基负责费城和雷丁煤铁公司。我在那里待了大概一年后，一个叫杰克·戈德法布的家伙走进办公室，我真的不知道发生了什么。我在 P&R 公司有相当一部分净资产，所以我很感兴趣，但杰克·戈德法布和米基基本上都是闭门造车。但当他们出现时，格雷厄姆-纽曼公司控制的 P&R 公司已经收购了联合内衣公司 (Union Underwear)，后者是当时获得“鲜果布衣” (Fruit of the Loom 美国著名内衣品牌) 生产许可的的制造商。而且，正如我在年度报告中所说的，这是一笔非常非常有吸引力的交易，米基做了很多很好的交易。这些年来，米基和我见过面，也谈过几次，不是很多，但我们会见面。几年前，当“鲜果布衣”破产时，米基打

电话给我，问我："你打算怎么做？你应该做点什么。"他帮了我很大的忙，特别是把我介绍给了约翰·霍兰德，他是"鲜果布衣"的负责人，是公司的一笔巨大的财富。米基在这方面给了我很多深刻的见解。试图收购一家破产的公司是令人沮丧的，当我对破产程序感到灰心丧气时米基会温和地鼓励我。所以我相信，今天，我们有米基·纽曼和他的儿子比尔(我最后一次见到他的时候，他还是一个红头发的孩子)。米基和比尔，如果你们在这里，如果你们能站起来，那就太好了。现在，让我们看看他们是否来了。他们来了。让我们把聚光灯打在他们身上。(掌声)从这里我看不出比尔是否还是红头发。但米基已经 81 岁了，信不信由你。你见到他都不会相信。多年来，他给了我们巨大的帮助，也是我们的好朋友。他在过去的一年里为我们取得了很大的成就。我认为，如果没有米基，我们不会有"鲜果布衣"，特别是在我们进行这个收购过程的时候，是他推着我走。

我也希望我们今天在一起，再说一次，我在会议之前没有机会见到他们，但是 ScottFetzer 公司的拉尔夫·谢伊(Ralph Schey)和露西·谢伊(Luci Schey)在这里吗？拉尔夫和露西？他们在吗？是啊，他们在那里。(掌声)拉尔夫是伯克希尔名人堂的成员。多年来，拉尔夫在 ScottFetzer 公司为伯克希尔公司创造了巨大的价值。如果不是因为拉尔夫在 ScottFetzer 的管理获得了利润，我们就无法购买一些公司，比如"鲜果布衣"。所以我很高兴他和露西能加入我们。(掌声)

我相信，而且我希望我们有拉里和多洛雷斯·布兰登(Larry Brandon, Dolores Brandon)。他们在这里吗？他们在那里。让我们把聚光灯打在他们身上。(掌声)多洛雷斯(Dolores)也被称为"Dutchy"，但在伯克希尔总部，我们称她为"SaintDutchy"，因为她几年前生下了乔·布兰登(Joe Brandon)，而 Joe 一直在通用再保险为我们做着出色的工作。他于 9 月初接任。这真的会成为我们的头号资产。自从 9 月乔接管以来，发生了很多事情。我认为，在我们的保险业务中，你将看到一些了不起的结果，特别是在通用再保险公司。我给 Dutchy 写了一封信，我说，"你知道，你为我们做的太棒了，但是我有点像一个农民，走进鸡窝，拿出一个鸵鸟蛋，对母鸡说，我不喜欢抱怨，但这就是竞争对手正在做的。"(笑声)好吧，我有点斥责她没有生双胞胎，因为如果她有一个双胞胎兄弟和乔一起，那我们就会将拥有世界。但她回信告诉我她真的已经尽力了。她有七个孩子，其中五个从事保险业务，她有 19 个孙子。所以，我们现在就有人在路上试图为这些孙子们报名(笑声)，如果你有机会，你知道，告诉她，她的"多产"生涯还没有结束。(笑声)

最后，我们今天请到了制作这幅精彩漫画的人。任何能把我打扮成詹姆斯·邦德的人都是非常勇敢的。而且，

安迪·海沃德(Andy Heyward)有一家名为 DIC 娱乐的公司，它是儿童节目的领先制作商。当你在周六早上打开电视时，你会看到他的作品。安迪把这个产品放在一起。他派人去奥马哈。他什么都做。这是他的剧本他的作品。他用自己的时间用自己的钱，这是他对伯克希尔会议的贡献。这真是太棒了。我必须告诉你们，今年秋天，安迪将会有一部 40 集连续剧，我想名字叫做“自由的孩子”(Liberty's Kids)。每周五天，每天四点半在公共广播中播出。这真的是美国的故事。据说它将通过本·富兰克林印刷厂三个年轻学徒的眼睛来讲述，查理会喜欢，但查理还不知道这个。它将观察美国民主和宪法的演变，所有这些都与安迪的创造性人物有关，但它将使用其他各种人的声音。我受宠若惊。我要扮演詹姆斯·麦迪逊。我们有西尔维斯特·史泰龙，比利·克里斯托，乌比·戈德堡。而查理将会崩溃地发现——我想它的沃尔特·克朗凯特将会是本·富兰克林。我认为这可能是因为查理坚持要太多的钱或什么的。(笑声)但是，这将是一个精彩的系列故事。我很期待。从今年秋天开始，它将播放一整年，然后它将在下一年再次播放。对于美国儿童和美国成年人来说，这将是一部非常非常棒的作品。我打算自己看。通过本·富兰克林的这三个年轻学徒的眼睛，这将是这个国家如何形成的故事。所以，安迪和他的儿子迈克尔在这里，如果安迪和迈克尔愿意站起来，我想亲自帮他们一把。安迪，你在哪里？(掌声)他们肯定在会场的某个地方。(掌声继续)

我们还有很多其他的特别嘉宾，但他们都在我们的经理人区。你在屏幕上看到了他们。他们是让这个地方运转的人。今年我们的演员阵容比以往都要强大，未来还会继续壮大。这是一家经理人的公司。而且，你知道，我们承认我们在总部做的很少，就像你在电影里看到的那样。我想，我们伯克希尔现在有大概 13 万雇员，在世界各地从事各种职业的人。而且，我认为当他们来到这里时，他们会有一种感觉，那就是他们也在为这一边的真实的人工作。他们能看到真正的主人。我们有一些机构股东，但我们现在有 35 万个人股东，我可以说，我们的股票换手率，比美国任何其他大型公司的股票周换手都要低。这意味着，实际上，我们有更多我称之为真正的所有者，他们想要与我们拥有的那种经理人合作。查理和我都为他们感到骄傲。

一季度业绩

现在我们马上进入提问环节。我想我应该给你们更新一下，特别是第一季度的保险方面，因为去年保险业务花了我们很多钱。这是我们的主要业务。这将永远是我们的主要业务。这是一个非常非常大的生意，而且还会变得更大。而且，去年有一些特殊的事件，我们自己也有一些失误，使得去年的保险业很糟糕。我们去年的浮存金花了我们将近 13% 的成本，这是很大一笔钱。这不是我们的最糟记录。在 80 年代有一段时期，我们遇到了更多

的困难。但我认为并且我知道市场已经发生了变化。在某种程度上，这是文化上的一个变化。而且，我认为，除非发生一些真正的特大灾难(我们稍后将讨论这些可能性)，我认为我们在保险业务上做得很好。如果我们能看看第一个图表，我认为它会是第一季度的保险承保结果。你会看到第一季度发生了两件好事。一是我们的浮存金净增加了 18 亿美元。那可是一大笔钱啊。二是第一季度的浮存金不仅没有成本，而且我们还获得了 10 亿美元的收益。我不认为世界上有任何公司，在浮存金基础上有接近的我们这样的承保收益。我们实际上以很低的承保利润率实现了这一目标。因此，所有的子业务都为此做出了贡献。(掌声)我们的目标是以最低成本或零成本获得越来越多的浮存金。在过去有几年里，我们一直实现了承保利润，这意味着这些钱的使用基本上是免费的，甚至比免费更好。但去年我们经历了非常糟糕的一年，而在那之前的几年也是一般般。但我认为，我们未来几年的浮存金成本，除非我们陷入一场特大灾难，我认为(成本)应该是相当令人满意的。现在，你会注意到在底部有一个注释，有点偏技术性的，但它在伯克希尔是一个足够重要的项目，为了理解我们的浮存金成本，我想我会花一分钟时间来讨论它。如果你觉得听不懂也可以过得很幸福，而不用去理解我接下来要解释的内容。如果你不了解它，你甚至可能过上更幸福的生活。(笑声)当我看着那些理解它和不理解它的人时，我不确定哪个群体更快乐。(笑声)

我们承保了很多追溯再保险。在追溯再保险中，如果一家公司与另一家公司合并，他们可能会来找我们，他们想要为自己的债务设定上限，或者从过去的事件中更好地定义它们。因此，他们可能会来找我们说：我们希望你们承担所有的损失，这些损失是在 1990 年以前发生的。我们认为我们欠了 10 亿美元，我们还没有支付这段时间之前的损失，但我们想保护自己，比如说，最多损失 20 亿美元，或类似的数字。因此，他们给我们开了一张支票，我们接手承保他们过去在特定时期和特定金额内的损失，这被称为追溯再保险。而且，当我们这样做的时候，会计上会产生一种费用，这种费用将随着时间的推移在未来发生。这不是你每天都会遇到的会计，我们在过去已经解释过了。正如你所看到的，在第一季度，我们获得的 2000 万美元的承保利润是在扣除了 1.12 亿美元的摊销费用之后。因此，如果一家公司进来说，“我们希望你为我们过去发生的损失提供高达 15 亿美元的保险，我们将为此给你 10 亿美元”。在资产负债表上我们将借记 10 亿美元的现金，借记 5 亿美元的递延费用，然后我们将贷记一个 15 亿美元的保险准备金负债。我们设立了 5 亿美元的递延费用，我们在一段时间内分期偿还，因为我们预计将支付索赔。而在我们应该以多快的速度摊销债务方面，我们有很大的调整空间。我们尽量保守。我们对何时支付这些索赔以及支付多少进行了估计，并尝试在合理的期限内进行摊销。我有另一张幻灯片，显示这些摊销

费用将如何随着时间的推移。我们将把这些幻灯片放到网上，因为我们觉得我们的股东应该理解这些摊销费用对承保利润的影响。在 2002 年，我们将为此支付 4 亿多美元。现在它已经融入到公司的财报数字中了。如果我们有 200 亿的保费，那就是相当于大约 2% 的费用。因此，为了使我们的浮存金不产生成本，我们必须在其他地方多赚 4 亿多美元的保费，以抵消这一损失。正如你所看到的，我们在第一季度就做了，我们会看看是否全年都这样做。并不是很多公司都做这种生意，但这对我们来说是一个大项目，所以我真的希望所有的股东都能理解它，出于这个原因，我们会把它放在互联网上。我要强调的是，在所有这些合同中，我们都规定了责任上限。因此，在很大程度上，许多此类合同往往主要是由石棉引起的负债。但当你读到关于石棉索赔加速等报道时，对我们而言，所有这些合同的赔付数字是有限的。所以，真的别太担心我们是否会支付(过多的)石棉索赔，或我们是否要支付(过多的)旧的汽车责任索赔。问题关键是我们对支付速度的估计是否正确。在某些情况下，我们可能会支付比我们的最高限额更少的钱。不管怎样，这对那些以前不理解这一点而感到不高兴的人来说是可行的，现在他们很高兴知道这是如何运作的。(笑声)

最后一个比较容易理解的问题是，我们在年度报告中谈到了我们对 GEICO 如何恢复增长的预期。正如你们所看到的 PPT，增长速度，虽然不是几年前的增长速度，但和去年相比已经有了相当大的转变。GEICO 以合理的方式恢复了增长。我们计算出每个优先级的投保人对我们来说至少值 1000 美元，所以如果我们一个月有 4 万名投保人，在我们看来，就能创造了 4000 万美元保费收入。当然，我们还有浮存金的收益，等等，这是附带的。

在第一张幻灯片上，你会注意到，GEICO 在第一季度获得了可观的承保利润，所以它的所有浮存金都是免费的，而且它的浮存金还在继续增长。你们看到了我们的一个小松鼠广告，我很喜欢——我们收到的咨询并不比一年前多很多，但我们接到的咨询比例显著提高了。我们的增长一直在加快，我们的保单终止率已经大幅提高(新客户占比升高)，并且老投保人的留存率也在逐月提高。因此，就增加业务而言，我们有两个相当有利的趋势。

第三，增加更多客户的咨询，这是我们正在做的事情，如果我们能想出明智地使用它的方法，我们很乐意在上面花很多钱。但是，留存率的增加，保单终止率的增加，这两者都导致了 GEICO 非常不错的增长。在我们所有的类别中，在优先类别、标准类别和非标准类别的业务中都有增长，而去年，后两者都有所下降。

好了，正式的介绍到此为止。现在，我们将接入不同的区域接受提问。我向一区的一位年轻股东承诺，他可以问第一个问题，我们现在已经准备好进入一区了。

股东问答开始

1, 我们卖出可能是买入逻辑发生变化或者发现更好的股票

股东：巴菲特先生和芒格先生，你们好。我叫大卫·克莱恩·罗迪克，来自伊利诺伊州林肯郡。谢谢你让我问第一个问题。我想说我很遗憾你的朋友格雷厄姆夫人去年去世了。我的问题是：你曾经说过，你最喜欢拥有一只股票的时间是永远的。然而，你在拥有麦当劳和迪斯尼不久后就卖掉了它们。你如何决定什么时候永远持有，什么时候卖出？还有，你和芒格先生穿的是鲜果布衣内衣吗？(笑声和掌声)

巴菲特：查理？(笑声)我想我最好回答这个问题。我可以明确地回答。我穿着鲜果布衣。我不确定查理是否有穿。你愿意回答吗？(笑声)

芒格：我已经很长时间没有买新内衣了，所以我的穿着很不得体。(笑声)

巴菲特：他其实是在等折扣，别让他骗了。(笑声)嗯，这是一个关于卖出的非常好的问题。可我们并不是天生就想着卖出。另一方面，自 1973 年以来，我们一直持有《华盛顿邮报》的股票。而且我从未卖出过伯克希尔的股票，我是在 1962 年买的第一批股票。我们从 1988 年就开始持有可口可乐的股票。自 1989 年以来，我们一直持有吉列的股票。自 1991 年起持有美国运通股票。实际上，我们之前在 60 年代也曾买过美国运通和迪士尼。所以，有些公司是我们熟悉的。

我们通常是这样决定卖出的——**如果我们需要钱买别的东西，我们会卖出**——但在过去 10 年或 15 年里，这并不是问题。40 年前，我的卖出都是因为我找到了我更喜欢的东西。**我讨厌卖掉我所拥有的股票，但我也懒得借钱，所以我会不情愿地卖掉我认为非常便宜的东西，去买更便宜的东西。**那时候我的想法比钱多。现在我有更多的钱，而不是想法，这是一个不同的等式。所以现在我们的卖出——需要我们**重新评估生意的经济特征**。换句话说，如果你持有我们卖出的某只股票，那很可能是因为——在我们收购这家公司时，我们可能对公司的长期竞争优势有一种看法，而现在我们可能已经改变了这种看法。这并不意味着我们认为该公司将进入一个灾难性的时期或类似的情况。我们认为麦当劳前景光明。我们认为迪斯尼有一个美好的未来。但我们可能认为，**他们的竞争优势并不像我们最初做出决定时想象的那么强大**。这可能意味着我们当初的决定是错误的。但这**也可能是我们错了**——**他们现在的优势和以前一样**。但是，出于某种原因，我们认为，这些优势可能已经在某种程度上被削弱了。

一个典型的例子就是报纸行业。我的意思是，在 1970 年，我和查理在看报纸生意。我们觉得这是一个坚不可

摧的专营权。我们仍然认为这是一笔相当大的生意，但我们不认为 2002 年的特许经营权与 1970 年是一样的。我们也不认为 2002 年电视台网络的特许经营权与 1965 年是一样的。而这些信念是逐渐改变的。谁知道它们是否精确或正确呢？但总的来说，这就是我们现在做出卖出股票的主要原因。如果我们进入了一个非常便宜的市场，在我们买了很多很多股票之后，我们可能会卖掉一些我们认为很便宜的东西，去买一些更便宜的东西。但现在还没到时候。查理？

芒格：我没什么好补充的。

巴菲特：这句话他已经练习了好几个周了。(笑声) 好的，让我们进入第二区。

2、浮存金成本比其规模更重要

股东：我是来自马萨诸塞州波士顿的约翰·贝利，我希望我不是在让你重复你的保险介绍，但我有一个关于我们的浮存金增长的问题。有一种越来越流行的分析，人们预测未来很多年浮存金的增长，以确定我们的保险业务的价值。但我想问更根本的问题，我们现有的浮存金存量每年以相当快的速度流失。为了保持浮存金规模，我们必须通过我们的行动来获取新的浮存金。然后下一步，为了实现(浮存金规模)增长，我们需要更多的新的浮存金。因此，我想请您谈谈非 GEICO 保险公司的保险业务的特点，这些特点能够让我们期待未来浮存金会以合理的成本实现大量的替换和增长吗？你能够给我们点信心吗？

巴菲特：是的，从某种意义上说，**浮存金有点类似于石油生意**。我的意思是，每天都有一些人去索赔——问题是，你发现的石油比你那天生产的多吗？这是非常重要的。这是一个很好的问题，你知道，什么是浮存金的持续性？浮存金的成本是多少？增长的可能性有多大？它真的会流失吗？正如你在幻灯片上看到的，我们有 370 亿美元以上的浮存金。我认为我们的财产意外险业务有更多的浮存金。另外，浮存金中的一小部分是通用再保险公司的**寿险和健康险业务，但规模非常小**。所以，当你看到这 370 亿美元时，基本上你看到的是财产险的浮存金。我相信这比美国任何一家公司的规模都大，我没有查过瑞士再保险公司和慕尼黑保险公司，但它可能比世界上任何一家的规模都大。

现在，如果你去 30 街和哈尼街，在奥马哈，你会看到国民保险公司的大楼。1967 年我们从 Jack Ringwalt 手中买下公司时，就是这栋楼，当时它可能有 1200 万美元的浮存金。当时，我不知道那 1200 万，会在今天变成 370 亿。有时候我真的不知道这是怎么发生的。但无论如何，它做到了，而且，我们不希望人们只专注于我们保

险业务的增长。我们希望他们也关心于“智能增长”(intelligent-growth, 即一种商业复制能力), 而我们可以在 GEICO 保险或任何其他机构这样做。我认为, 从商业的角度来看, 告诉一群保险经理人走出去, 让他们去主动追求更大的成长, 这是一种自杀行为。所以, 你可能会问, 如果没有来自总部的推动, 这 375 亿的浮存金将如何实现更多增长? 我的答案是——就像我在过去 30 多年里对你所说的那样——我不知道。但我可以告诉你, 我们的浮存金的流失率比世界上任何一家公司都要少。我们的浮存金的期限更长, 因为它来自于这些追溯再保险和长尾再保险, 以及诸如此类的业务。因此, 我们的浮存金的流失率比世界上任何一家公司都要少, 但(如果没有新的浮存金进来)它的确会慢慢流失。这是一个长寿油田, 但我们每天都在开采。如果让我来赌三年后或者五年后浮存金是高还是低, 我肯定会赌它会更高。事实证明, 几十年来, 它以非常显著的速度增长。但我不想强迫任何人去刻意去追求。我们的浮存金第一季度增长了 18 亿美元。此外, 现在, 我们的保险业务有一些特殊的交易——我们似乎很吸引特殊的交易。对伯克希尔来说, 没有什么比至少保持浮存金规模更重要的了, 但我想说的是增长方面——是的, 它会增长的, 并且是以低成本的方式增长。去年浮存金的增长对我们一点好处都没有。在 2001 年让我们损失了很多钱——它让我们损失了 12.8%。我们没有办法用 12.8%成本的资金来赚钱。但如果我们能像第一季度那样, 免费获得浮存金, 我们将大赚一笔。对你的问题的回答是, 在不知道任何细节的情况下——我不能向你承诺任何细节——我认为浮存金更有可能增长而不是减少。我去年在股东大会上说过, 美国财产意外险业务的浮存金是 3000 多亿美元, 我以为我们的市场份额正在悄悄地接近 10%。不过, 我后来被纠正了。弗格森向我指出——他把数据发给了我: 美国财产意外险业务的浮存金远远超过 4000 亿美元。但即便如此, 我们还是占全国浮存金规模的 8%或 9%, 或者类似的数字。不过很明显, 我们不能像 1967 年开始时那样, 在这样的基础上以同样的百分比增长。但我仍然认为我们仍然可以使它增长。查理?

芒格: 是的, 我认为提问者也意识到, 以很低的成本快速增加浮存金是极其困难的。它是几乎是不可能的。但我们还是打算这么做。(笑声)

巴菲特: 不过, 在这两个变量中, 最重要的事情是专注于以非常低的成本获得浮存金。如果我们以零成本, 或者非常低的成本获得 370 亿美元, 那如果我们不用这些钱赚钱, 我们会感到羞耻。我的意思是, 资金已经交付给我们了, 然后就看查理和我怎么用这笔钱了。因此, 重要的是浮存金的成本, 而不是浮存金的规模, 尽管很明显, 我们希望它能够增长, 我们也将尽我们所能来确保这一点。

3、石棉索赔中律师拿走大部分利润，简直是诈骗犯

股东：早上好，先生们。我叫休·斯蒂芬森。我是来自亚特兰大的股东。我的问题是关于石棉侵权责任案件。这似乎是一个越来越严重的问题，(受到影响的)包括越来越多的公司，包括道琼斯 30 种工业股票中的许多公司。您认为伯克希尔在运营和保险业务方面存在哪些风险和机遇？而且，如果你们两个负责为整个问题撰写或构建解决方案，你们会怎么做？

巴菲特：好的，我会让查理回答大部分问题，我们都对此做了很多思考。我认为查理的想法更好，甚至可能更广泛。正如我在一些追溯保险合同中提到的，石棉是责任的一大部分，但它真的没有任何区别，除非它更多影响付款速度而不是付款金额。我们在**所有这些类型的合同上都有上限**。所以，在年度报告中有一个关于石棉总量和环境责任的数字。与其他一些保险公司相比，这个数字可能看起来相当大，但大多数情况下，是有上限的。而且，这是一件好事，因为石棉问题会继续发酵。我们去年在这个会议上谈到了这个问题，我说无论你认为它有多糟糕，它都会变得更糟，情况会变得更糟。你提出了一个非常好的观点，即许多被认为是，或曾经被认为是，与石棉诉讼绝缘的公司，现在正在以某种方式被拖下水。这种情况也不会停止。

具有讽刺意味的是，**石棉诉讼实际上为伯克希尔带来了一些机会，比如收购那些即将破产的公司，却可以免除承担它们的石棉债务**。我们确实这样做了——尽管事件发生在 1970 年代的早期，但 2002 年我们买下了约翰斯·曼维尔(JohnsManville)，在我的记忆中，这是一家真正的大公司，但它破产了，也被迫承担起石棉赔付的责任。那发生在 1980 年代初。随后，他们的律师实际上将公司及其债务的很大一部分交给了原告，从而免除了自己的责任。一年前我们就说，那都是过去的事了。但是，如果不是因为 20 多年前开始的一些石棉诉讼，我们可能不会拥有约翰斯·曼维尔公司。实际上，可能会有更多的公司因为石棉问题而被迫破产。但这确实是美国企业界的毒瘤。而且这个数字还在增长。我想还是让查理来谈吧。

芒格：嗯，美国的石棉责任问题已经演变成一种非常不利的状况，这里面**存在大量的欺诈行为**。错误的人得到了钱，**而安排诈骗的人(律师)获得了巨大的利润**。所以这不是一个好的情况。对于那些受到严重伤害的人来说，这也是一种债务，因为**那些没有价值的索赔拿走了太多的钱**，反而使得没有足够的钱赔付给那些受伤最严重的人。最高法院实际上已经邀请国会介入并制定解决方案，但是，由于原告的应急费用限制，国会拒绝采取任何行动。这不是一个好的情况，如果你能做些什么(改变)，我会鼓励你这样做。

巴菲特：查理，你认为五年后会是什么样子？

芒格：如果有一个建设性的解决方案，我会感到惊讶。我想我们会有更多像现在这样的麻烦。

巴菲特：这麻烦也是巨大的。我的意思是，你们中的一些人可能持有一些公司的股票，而这些公司有**巨大的潜在负债**。也许在几年前，他们不认为他们有这些负债。但是，他们正在想方设法把几乎所有人都拉进来。而且，当我们收购企业时，这也是一个问题，因为我们的财力雄厚。一家小公司可能不值得我们投入大量时间在一个偏投机的想法上，因为这会让我们和一堆公司或人建立某种联系——你知道，**会有很多公司和成千上万的人声称自己因为石棉问题而生病了**。而如果伯克希尔公司参与进来，事情会变得更有趣。所以，(石棉诉讼问题)这对美国公司来说是一个真正的问题，他们实际上还没能拿出一个解决方案。我记得当时有一个解决方案，但最高法院不允许。对吧，查理？

芒格：没错。

巴菲特：是的。我们将非常小心，无论是在我们的保险业务，还是在我们的收购的所有这一切中，我们要尽量避免不必要的石棉的责任。从过去的情况来看，我一点也不担心我们的保险业务。我并不是说我知道确切的数额，但这个问题不在我的考虑清单之首。但是**不管怎样，你都会遇到一个原告律师，在除了石棉问题以外，还会试图把人类的任何不幸变成对一个有钱的人的索赔**。霉菌也是如此。比如，你可能已经看到了艾德·麦克马洪 (Ed McMahon) 正在起诉他的保险公司，为他房子里的霉菌索赔 2000 万美元。真希望我能弄到那种霉菌。(笑)

芒格：你可能可以。

巴菲特：是的。(笑声)我希望你指的是房子。(笑声)

(2001 年 6 月，梅琳达巴拉德因自己价值 300 万的房屋发现一些霉菌，保险公司治理 2 次没有改善后起诉州立农业保险公司，陪审团判给她 3200 万美元 (600 万房屋损失，500 万精神损失，900 万律师费，1200 万罚款)。900 万的律师费让律师行业从业眼冒金光，500 万精神损失费让房屋主人闻风而动。著名主持人爱德华·麦克马洪宣称霉菌使自己生病，并害死自己的狗，他起诉保险公司赔付 2000 万美元。由于可以从赔偿款中获得 1/3 以上律师费，律师开始大打广告，积极寻找家里发现霉菌的客户。有的律师事务所甚至聘请专家学习霉菌知识。一时之间，霉菌成了摇钱树。2001 年，德州霉菌索赔案激增至 6 万起，与漏水损失有关的赔偿金额上升 10 倍。美国案例法的激励作用，让所有人都向保险公司伸手要钱。霉菌索赔案的快速增长对保险公司产生重大影响，农业保险公司当年在德州亏损 6 亿美元，其中 2 亿跟霉菌有关。由于损失巨大，保险公司申请提高保费金额并将霉菌列为除外责任，遭到了各方的反对。由于形式不见好转，2001 年 9 月，公司宣布要退出德州保险市场。面对事件的升级，政府意识到要调整规定，随后政府将霉菌损失上限定为 5000 美元。2002 年 3 月，允许霉菌作为除外责任。霉菌索赔事件影响广泛，保险公司的损失最终会落到消费者头上。保险公司要么提价，要么退出市场。保险费用要么上升，要么没有保险可买。没有保险银行就不提供贷款，染过霉菌的房子很难出售。保险公司的退出会导致市场会陷入混乱。政府的监管也从坚决维护消费者利益转为给保险公司一些灵活性。)

4、如何挑选股票指数基金

股东：早上好。我叫特德·弗里德曼。我来自俄亥俄州的辛辛那提。你在 1996 年的年度报告中说，大多数投资者会发现，拥有普通股的最佳方式是购买收费最低的指数基金。两个问题。首先，有很多不同的指数基金持有不同的股票篮子。你会使用或推荐什么标准来选择合适的指数基金？第二，标准普尔 500 指数的市盈率明显高于历史平均水平。投资者在购买该指数时应使用什么基准？

巴菲特：是的，我想说的是，就指数基金而言，我会**选择一个非常广泛的指数**。我会选择**标准普尔 500 指数**，只要我不是一次把所有的钱都投进去。如果我要在 20 年或 30 年的时间里，**以相对相等的金额投资于一只指数基金**，我会选择一只基金——我知道 Vanguard 的**成本非常低**。我敢肯定有一大堆其他人也这样做。我只是还研究过这个领域。但我会非常小心所涉及的成本，因为他们所做的一切就是为您购买该指数。我认为，购买这些指数基金的人，平均而言，会比购买那些成本更高的基金的人获得更好的结果，因为这只是一个数学问题。如果机构管理的资金比例很高，很多机构收取大量费用，而其他机构收取少量费用，它们将获得非常相似的增长结果，但投资者获得的净收益会有所不同。

我向你们所有人推荐阅读——约翰·博格(John Bogle)在过去五年里写了几本书《共同基金常识》《投资稳赚》，我忘了书名，但它们都是非常好的书，任何投资基金的人都应该在投资之前阅读这些书；或者如果你已经投资了，你仍然应该阅读这些书。这就是你需要知道的关于基金投资的一切。

所以我会选择一个广泛的指数，但我不会在任何一个时候投一大笔钱进去。相反，我会在一段时间内做这件事，因为指数基金的本质是——我认为美国的生意在很长一段时间内都会做得很相当好，但我不知道如何选择赢家，也不知道如何选择赢的时机。这没什么不对的。我没有足够的知识来择时。偶尔，我认为我知道如何选择一个赢家，但这种情况不是很经常。显然，我当然不能通过浏览整个公司列表，然后说“这是赢家，这不是”，来选出最终的赢家。因此重要的是，如果你总体上认为，认为长期投资企业是一个合理的选择，那么你就应该长期投资，而不是在一个特定的时间内，投下一大笔钱。**至于什么时候应该或不应该做，我认为在这方面没有很好的标准**。我不认为市盈率可以决定这件事情。我也不认为市净率、市销率——我不认为有任何一个指标我可以给你，或者其他人可以给你，然后告诉你现在是买股票或不买股票的好时机。投资没那么容易。这就是为什么你会选择指数基金，这就是为什么你会在一段时间内购买的原因。投资真的不是那么容易的。你不能靠看杂志来知道什么时候投资，你也不能通过看电视知道。当然，你会喜欢有人告诉你，“如果 P/E 是 12 或以下或某个数字，你买，

如果他们是 25 或以上，你卖。”但事实并非如此。投资是一个比上述过程更复杂的事情。投资并不是那么简单的。所以，如果你购买指数基金，你是在保护自己，因为你不知道这些问题的答案，但你认为你可以在不知道这些问题的答案的情况下做得很好，只要你能清楚地认识到这一事实。

如果你是一个年轻人，你打算在一段时间内把一部分收入存起来，我会说，那就挑选一个代表非常广泛的指数——而我可能会使用标准普尔 500 指数。但我认为，如果你并不满足于只投资于标准普尔 500 指数——如果你认为“这次应该是小盘股跑得更好，那次应该是大盘股跑得更好，或者这只外国指数会跑的更好”——一旦你这样做了，你就进入了一场你不知道的游戏——坦白地说，实际上，你并没有准备好。这是我的建议。查理？

芒格：我认为他的第二个担忧是，普通股的价格可能会变得非常高，而此时如果你购买指数基金，你就不能期望有很好的表现。我不认为我会活到有可能发生这种情况的时候，但现在我认为这在未来的确可能会发生。

巴菲特：也许你说的是，指数可能会达到一个水平，而且必须在很长一段时期内保持这样的水平。

芒格：他们可能会在那里，并在那里呆很长时间。

巴菲特：在这种情况下，你可能会赚到 3-4%。但无论如何，在这种情况下，还有比这更好的办法吗？

芒格：在日本，就发生了这样的事情，在过去 13 年左右的时间里，持有一个不错的指数的回报是负的。这么可怕的事会在这里发生吗？我是说，这可能吗？我想答案是肯定的。

巴菲特：在日本，其他的投资选择是在银行存款，或者持有日本债券，而它们的利率在 0-1% 或 1.5% 之间。所以，如果所有东西的利率都变得很低，这意味着股票的价格会变得很高。那就意味着，你生活在一个与 20 或 30 年前不同的世界，到那个时候，我预计资本通常会得到更好的回报。

芒格：我必须说，我们糖果的包装非常好。(芒格此时打开了一个花生糖)

巴菲特：是的。(笑)通常他这样做不太正式，但他今天表现得很好。

芒格：我们在保护花生糖的完整性。

巴菲特：确实如此。任何含有黄油的东西，你知道，从你制作它的那一刻起，品质就开始走下坡路了(保质期越来越少)。因此，为了达到查理和我所坚持的质量标准，包装必须与众不同。(笑声)

5、911 事件对保险承保的影响

股东：巴菲特先生和芒格先生，我的名字是托马斯·梅。我今年 12 岁。我住在加州肯特菲利普德。这是我的第

五次年会。我知道你因为 911 事件损失了很多钱。但我想知道，911 如何改变了你的生活和你的投资策略？

巴菲特：这是个好问题。我认为，从某种意义上说，情况正在发生变化，而且，这让这个国家的每个人都意识到恐袭的这种可能性。我们经历了世界大战，我们大多数人都觉得在美国境内可以受到相当程度的保护。但我一直很担心——查理可以证明。特别是现在有了核武器，**袭击更有可能是恐怖分子发动的，而不是由另一个国家宣布的某种战争行为。911 事件让每个人都意识到，人类并没有进步——特别是在多年来他们如何对待彼此之间的行为方式方面。**而现在，人们在以这样或那样的各种理由，给他们所憎恨的人造成伤害的能力方面却取得了巨大的进步。在很长一段时间以来，这种情形一直在恶化。从前，在这个世界上，如果你不喜欢某人，你最多只能向他们扔石头。这种情况持续了几千年，然后它进入了你可能会讽刺地描述为**更先进的国家的阶段**。在过去的 50 年里，它呈指数级增长。现在那些狂妄自大的人，或者精神病患者，或者宗教狂热分子，或者其他什么人，他们以某种不合理的方式憎恨别人，现在他们有能力造成更多的伤害，比几十年前更多的伤害。911 让每个人都意识到了这一点。人们过去可能是在潜意识里明白，但并不经常去想这事儿(恐怖袭击)。但现在，他们会更认真地去想它，它对他们来说也变得更真实。而这并没有真正改变我的看法——我的意思是，在某种意义上，你知道，世界上有成千上万的人恨我们(美国)。虽然他们中的大多数对此无能为力。但是，一些人总是试图做一些事情。过去他们可以使用的工具，最极端的就是在中东出现的人体炸弹。而现在，恐怖分子的能力更大了——令人难以置信的更大的能力——疯狂的对人们造成伤害。这就是现实。

在商业方面，在你的问题中，显然，对伯克希尔影响最大的领域是保险。在 911 之前，尽管我们认识到那些我称之为精神错乱的人的行为可能造成巨大的金钱损失，但我们并没有真正以这样一种方式来承保合同——即**要么为承担这种风险获得回报，要么排除这种风险**。换句话说，我们没有为此做任何准备。我们已经排除了战争的风险。我的意思是，我们知道我们已经看到了 40 年代在英国发生的事情，所以我们考虑到了一些我们中的一些人亲眼看到的事情，但**我们没有考虑到一些我们知道是可能的、但我们只是没有看到的事情**。在某种程度上，这就是人类的状况。自 911 以来，**保险行业的每个人都认识到，他们有一些风险敞口还没有收取保费，他们要么必须排除这些风险敞口，要么必须收费。我们已经改好合同了。**当然，我们必须做的第一件事是，我们有很多已承保保险，让我们暴露在这种风险中，而且这些保险中的大多数从不同的时间点开始算，都需要持续一年以上。虽然很多风险在很大程度上已经消失了，但它们并没有完全消失。我们做的另一件事是提供新的保险。我们已经**出售**

了相当大数量的恐怖主义保险，其中赔付范围排除了生化核袭击 NCB，即核武器、化学和生物袭击，以及核爆炸后的火灾(Nuclear,Chemical,Biological)。而且，我们可以对这种恐怖主义有相当大程度的风险暴露，因为它不会聚集(同一时间发生)。比如这次，它发生在世贸双子塔，以一种几乎是最极端的方式——这几乎是非 NCB 类型的最极端的方式。但我们可以在整个大纽约地区排除 NCB 的情况下获得数百亿美元，但我们不能有数千亿美元的风险暴露(例如核活动)，因为一旦有一两个恐怖袭击行动，那就可能会摧毁保险业。如果我们对此进行赔付，它也会毁了我们。所以，我们对此承保的很少——我们确实承保了一点，因为我们可以接受可能会损失 10 亿或 20 亿美元。但我们因为承担风险而得到适当的回报，这就是我们所从事的行业。但我们不能因此损失 500 亿或 1000 亿美元。所以，我们只承保了一点。我们承保了一些涉及核、化学或生物武器袭击的风险，但是总的来说，我们正在承保的恐怖主义保险和我们已经承保了相当多的保险中，已经排除了这些特定的风险。

拿生物武器袭击来做例子。从保险的角度来看，这怎么可能是重要的事情呢？很多人都没有意识到，世贸中心的损失，是历史上最大的工伤赔偿损失(因公死亡赔偿)。很多人认为 911 袭击只是财产的损失，但最终近 3000 人死亡，而他们在死亡时正在工作，因此，这些保费将由工伤赔偿保险支付。如果同样的事情发生在洋基球场，而他们都在观看棒球比赛，他们就不会被涵盖在工伤赔偿内。所以这在某种程度上是偶然的。但这是有史以来最大的工伤赔偿损失。现在，如果你试图在这个国家造成巨大的破坏，你可以找到一种生物制剂——应该有人在研究这种制剂，它可以被注入大型工厂、大型办公楼的通风系统或其他地方，你也可能会造成工人的赔偿损失。你知道，结果会完全让你难以置信。而任何从事这类工作的人，你必须预计到他们会尝试在有成千上万人工作的地方做一些(糟糕的)事情。它可以使世贸中心的损失看起来微不足道。所以，基本上，我们必须保持警惕，控制我们在这类事情上累积了多少风险。

过去，就物理风险而言，保险公司总是对他们将在海岸线上为多少房屋投保保持警惕，保险公司也不希望在圣安德烈亚斯断层上有太多的房屋或工厂，这是因为因为他们认识到这具有风险聚集的可能性。但现在，你必须考虑人类可能会以灾难的方式计划的事情，而这将有聚合的可能性，这是自 911 事件以来，保险界的想法中新引入的东西。我可以告诉你，我们想了很多。虽然社会后果比保险赔付糟糕得多，但我们必须考虑如何支付我们的索赔。因为如果我们真的做了什么愚蠢的事情，危及到了伯克希尔的净资产。我们不仅无法支付那场灾难中人们的索赔，而且还有其他 15 年前受伤的人——比如截瘫患者，我们要为他们的余生支付赔偿金。(一旦这种情况发

生)我们就无法支付那些款项。而我们不会那样经营我们的生意。查理？

芒格：是的。在某种程度上，911 让我们变得不那么软弱、愚蠢和草率，就像我们在面对一些明显的现实时一样，这是一个加分项。当然，我们对所发生的一切感到遗憾，但**我们现在应该更加明智地面对现实**，对此我们一点也不遗憾。加强安检等让我们所有人都有不便，以及收紧移民程序的做法等等，早在几年前就应该做了。

巴菲特：感谢上帝，**投资最重要的不是高智商**。我的意思是，重要的是**现实主义和纪律**。如果你现实而自律，你不需要特别聪明就能做好投资。同样的事情也适用于保险承保。这并不是什么神秘的科学，并不是只有少数人才有机会成功，或只有少数人才有能力成功的科学——数学与此无关。对概率和所有这些的理解，一种直觉的理解，这很重要。但它不需要操纵数字的能力——你知道，你可以不用微积分就能做到，你可以做到——你真的可以做到，只要你对算术有很好的理解，并且对概率有很好的理解。

正如查理所说，从投资的角度来看，如果说我们有什么与众不同的特点，那就是在现实主义和纪律方面。通常这就意味着找到你不知道的东西(然后不去碰它)。在保险承保中，也是一样的。你必须对你能理解什么和不能理解什么，以及你能承保什么和不能承保什么，持有现实的态度。而且你必须有纪律，拒绝各种你没有得到适当回报的服务。911 事件让我们深刻地认识到这些教训，并可能在某些情况下重新定义了什么是适当的回报(即保费定价)。

6、银行很多，银行家很少

股东：你好。我的名字是埃弗里特普里。我来自亚特兰大。我想请您评论一下银行股相对于标准普尔指数的市盈率倍数。与标准普尔指数相比，它们似乎处于 30-50 年来的相对低点，我在想，这是否是市场的结果——市场对银行的预期增长率的想法发生了变化，或者市场认为风险发生了变化。在 40 年代、50 年代、60 年代，他们的估值倍数通常是标准普尔的一倍以上，而现在他们可能是这个水平的一半。

巴菲特：是的。哈里·基思(HarryKeith)过去在这方面有很多数据，但我不怎么想这方面。我的意思是，**一家企业的合适的估值倍数，将取决于你该企业股本回报率(ROE)和增量资本回报率(ROIC)方面的预期，而不是相对于标准普尔指数的表现。**

如果你有两家企业——我们会假设标准普尔是一家企业，而标准普尔股票回报率为 X，并且可以以 Y 的回报率配置额外的资本，然后你将其与任何其他企业进行比较，这就是你该如何确定哪一种更便宜的方式。**我不会把**

所有银行都归为一类。我的意思是，我们这间屋子里有约翰·福莱恩斯(John Forlines)，他经营着北卡罗来纳州的花岗岩银行(Bank of Granite)，几十年来，他们在不承担任何真正风险的情况下，从资产中赚取了 ROA=2% 的利润。这是一个了不起的记录。然后还有其他银行，这些银行的经营者把银行搞得一塌糊涂。30 年前，约翰·邦廷(John Bunting)的第一宾夕法尼亚银行(First Pennsylvania)也很不错，我认为他们不是一个同质的群体。我们持有几家银行的股票。我们拥有 M&T 银行的股票，今天在楼下有一个展厅。我们也有富国银行的股票。我们认为这些机构与其他企业有所不同。这又回到了之前的问题。人们总是想要一个神奇公式。他们去找聪明的投资者，他们认为，在某个地方他们会给我一个小公式，然后我可以把这个公式代入，然后就可以赚很多钱。但事实并不是这样的。你要做的是看一家企业从现在到审判日(企业终止经营)之间会产生多少现金，然后以适当的利率折现，再比这低得多的价格买进。而且，不管钱是来自银行，还是来自互联网公司，还是来自砖头公司，钱都是一样。现在的问题是，互联网公司或银行或砖块公司的经济特征是什么，它们会告诉你这些公司在未来很长一段时间内会产生多少现金。关于 M&T 银行和其他银行，你知道，我会得出一个非常不同的答案。所以，我不想有一个单一的衡量标准，或者一个相对的 P/E。我认为相当多的银行的价格已经很合适了。

我们在 1969 年买下了一家银行的全部股份。我们在伊利诺伊州的罗克福德买了一家银行。你知道，在两到三年的时间里，查理和我去看了六家银行。我们四处跋涉，我们发现了一些非常古怪的银行，但我们喜欢。它们的特点是资产方面的风险很小，它们在存款方面的资金成本非常便宜。就连查理和我都能理解。顺便说一句，价格也很低。然后他们在 1969 年通过了《银行控股公司法》，他们扼杀了我们进一步收购银行所有股份的机会。所以，我们会研究银行。未来我们还会不时持有银行股。我们可能会买其他银行的股票。

我们也看到各种各样的银行破产。夏皮罗(M.A. Schapiro)他说，“银行比银行家多。”如果你想一想，你就会明白我的意思。(笑声)有很多人以非常不明智的方式经营银行，但这为其他人创造了机会。随着时间的推移，很多银行都消失了。比如在布法罗，在鲍勃·威尔默斯(Bob Wilmers)经营 M&T 银行的地方，有其他一些非常有声望的机构在走下坡路。很多都发生在 80 年代末 90 年代初。

我不会去寻找像相对市盈率这样的单一指标来决定投资什么。你需要真正寻找你了解的公司，并且是你那些你可以在很长一段时期内看到从生意中产生的现金的公司。然后，如果你能以大幅低于其现金折现价值的价格买到它，那就够了，这与其从事什么生意，没有任何关系。查理？

芒格：是的，我认为提问者甚至可能问错了人。我认为，沃伦和我未能正确诊断银行业。我认为，我们低估了可能出现的总体良好结果，因为我们的确非常担心**非银行家掌管银行时可能会做什么糟糕的事情**。

巴菲特：有很多银行，在过去的五到六年里，以有形账面价值计算，这些银行的股本收益率(ROE)超过了20%。你可能会认为，对于一个行业来说，交易像货币这样的一般商品是很困难的，当然，银行会辩称，货币不是商品——但它有很多类似商品的特征。你可能会认为，**在一个长期利率为 6%甚至更低的世界里，获得 20%的回报是非常困难的**——虽然这种情况没有发生，但这种情况很难持续下去。从某种意义上说，我们错了，**有些银行从有形资本中赚到了比查理和我认为可能的多得多的钱**。我认为，在某种程度上，他们做到这点，是因为他们的股本回报率 ROE 比二三十年前的情况要高得多。平均而言，**他们每一美元的权益所创造的美元比 30 或 40 年前人们认为的要多**。但是，不管他们怎么做，许多银行已经获得了近年来非常高的股本回报率。而且，如果你在权益上获得足够高的回报，然后你还可以以同样的速度继续使用更多的股本(不过这也很难做到)，复利的增速是非常快的。但银行业作为一个整体，**在有形资产上的 ROE，远远超过那些近几年来看起来更有魅力的企业的 ROE**。查理，你对此还有什么想法吗？

芒格：不，我再说一遍，我们没有诊断出实际发生的情况，甚至更糟的是，我们没有改变。(笑声)

巴菲特：更糟糕的是，我们不会改变。(笑声)

7、会计欺诈和 EBITDA 的弊端

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。我叫安德鲁·索尔，是来自纽约市的股东。我有两个问题。第一个问题，我想直接问芒格先生。关于现金流量分析，鉴于许多公司故意编造现金流量数字的做法，在一些电信公司中出现了这种情况，它们将同类交换视为产品销售。你如何查出这种类型的欺诈？除了获得法务会计学位，你会建议股东、个人投资者做些什么来揭露这种类型的欺诈？第二个问题是，说得轻松一点，你们两位先生今年会向股东推荐哪些你喜欢读的书？

芒格：如果你想要一些简单的方法来避免被世界上的骗子欺骗，那我认为，你的要求的太多了。如果你停下来思考一下，你会发现**很多有才华的人都是故意去做诈骗的**，然后慢慢地去做，因为这种文化把他们带到了那里，诈骗变得非常复杂，而且他们做得非常巧妙。我认为**在生活中获得智慧的一部分就是避免被骗子欺骗**。所以我认为你问了一个很好的问题，但我不认为有任何简单的答案。但我认为**有很多领域你可以放弃，因为那看起来**

有太多的欺诈行为。我想我们经常这样做，不是吗，沃伦？

巴菲特：是的。在过去的 20 年里，我们被骗了多少次？

芒格：嗯，我们被骗的次数太少了——应该说真的是少得惊人。

巴菲特：是的。

芒格：我总是说，带领我们前进的人将拥有一间不起眼的小办公室和谦逊的风度，而他们也不会是那种欺骗别人的人。

巴菲特：查理他会随身携带本·富兰克林的自传，我是说，这是个很好的问题。这很难回答。但我要告诉你，我们没有、我们也不会经常受骗。现在，这可能意味着我们也错过了很多其他的机会。另外，你提出了关于现金流的问题。我想说的是，当人们开始谈论 EBITDA 的时候，我们无论如何都不会根据 EBITDA 进行买入，不管是通过购买股票还是通过收购整个公司的形式。如果我们把世界上所有谈论 EBITDA 的人和世界上所有没有谈论 EBITDA 的人放在一起，第一组人中会有更多的欺诈，并且从百分比上看，两组人会有非常大的差距。我是说，这只是问题刚刚开始。这对我来说很有趣。如果你看看一些非常成功的公司，沃尔玛、通用电气、微软，我认为这个词从来没有出现在他们的年报中。所以当人们都开始谈论这类事情时，要么他们试图以某种方式欺骗你，要么他们在很大程度上欺骗了自己。

芒格：或者两者都有。

巴菲特：是的。那经常发生。我的意思是，如果你开始去骗别人，那么，过一段时间你就会自己骗自己。这就是为什么一些互联网股票的人，会和他们呆在一起。如果有人认为你关注的是息税折旧摊销前利润(EBITDA)，那么他们可能会安排一些事情，目的是让这个数字看起来比实际要大。不管怎么说，它都会比实际要大。我的意思是，这个数字的背后有很大的意义。拿电信行业来说，在很多情况下，它们花掉了账面上的每一分钱。但却没有被归为现金流。我的意思是，现金实际上正在流出。但是你可以看一下报表，里面有数十亿美元的贬值等等，比如利息就是一种现金支出。实际上，税收也是一项现金开支。如果有人告诉我们，就息税折旧摊销前利润 EBITDA 而言，在税前赚很多钱是有意义的——那么只要你提前把钱花出去就能获得折旧费用增加。这可是最糟糕的一种费用开销啊。我们寻找浮存金，在那里我们得到钱，然后可以延迟支付。但折旧的发生是因为你先购买了一项资产，然后再做扣除。因此，通过提前把钱花掉，然后在利润表上确认折旧金额，进而提升 EBITDA，这是最

糟糕的一种费用开销。当你真正赚钱的时候，当折旧在某个时候用完的时候，你就开始交税了。因此，EBITDA 的使用范围之广令我惊讶，我想说的是，有些人试图粉饰财务报表，以吸引那些对这样一个数字印象深刻的人。实际上，至少对查理和我来说，许多骗子看起来就像是骗子。现在，我们已经发现了一些上市公司多年来的大量欺诈行为，但我们没有做空他们。几年前，你知道，屋顶塌了。首先，他们通常会告诉你一些好得不真实的事情。他们告诉你，因为这样或那样的原因，非常平庸的企业是很好的企业。或者只是有这个想法(并没有付诸行动)。你觉得这会是真的吗，查理？

芒格：嗯，有时候这是非常明显的。来自英格兰的麦克斯韦(Robert Maxwell)，他的绰号是"跳票大王" (The Bouncing Czech)。在他破产前三周，所罗门积极地从他那里寻求更多业务，沃伦和我都是董事会成员。这显示了外部董事的影响力有多大。想象一下，给一个绰号是"空头支票"的人贷款。如果你把它写成讽刺作品，人们会说它太极端了，不好笑。(笑声)

巴菲特：查理和我有一种跟踪世界上的"麦克斯韦"的爱好，因为他们给出了很多相同的信息。我的意思是，麦克斯韦是一个经典案例，但在华尔街那里，他们一次又一次的被骗——可见华尔街对他们没有合适的过滤机制。只要他们能够发行证券和收到佣金，华尔街就会喜欢这种人。查理和我无法阻止所罗门与麦克斯韦达成协议，直到他破产前的最后 30 秒——沉入海底，永不翻身。

芒格：我们并没有因为辛普森、巴菲特和芒格都是所罗门董事会成员而阻止 First Normandy 的 IPO。

巴菲特：是的。首先，First Normandy 在加州有伪造记录，他声称拥有包括伯克希尔在内的一系列证券。他打算上市，而所罗门公司向他示好。而这个记录，你知道，完全是胡扯。我认为他们实际上公开募资了一天左右，然后 SEC 就撤回了它。

芒格：虽然他们开始募资了，但他们在钱实际发生易手前就被终止了。但有一个非常尴尬的插曲。我们(巴菲特、辛普森、芒格)抗议这种明显的疯狂行为，但所罗门告诉我们，承销委员会已经批准了该业务(即推卸责任)。

巴菲特：我认为，所罗门也没有对自己承销委员会作出任何改变。(笑)在人类的世界里，我们是一个快乐的群体，不是吗？



罗伯特·麦克斯韦(RobertMaxwell)1923年6月10日生于捷克斯洛伐克山区的一个农村小镇,取名为亚伯拉罕·莱伊克·霍克(JanLudvikHoch),父母是犹太人。他家境贫寒,一生中只上过三年学。15岁,他从德军集中营出逃,参加了捷克的抵抗运动,后又辗转法国,并受了枪伤。但他的父亲、哥哥、三个姐妹及祖父母均未能逃出法西斯的魔掌。二战期间,他先到法国,然后到英国,并改名为RobertMaxwell,在那里他成为了一名英国军官,并参加了诺曼底登陆。他以欧洲流亡者的身份为英国军队效力,并赢得了军功十字勋章与英国公民身份。

1946年,战后年仅23岁的Maxwell就职柏林出任情报官员。此时,英国政府筹备了一个看起来不太可能实现的项目,为Maxwell提供了绝佳的契机。英国的顶尖科学家们一致认为:英国的科研水平世界一流,可是对应的学术出版却相当疲软。政府提供的解决方案是,英国老牌出版社巴特沃斯(Butterworths,高管层都是前英国情报人员,现属于爱思唯尔Elsevier)与声望极高的德国出版社施普林格(Springer)结盟,为的就是依靠后者的专业性。巴特沃斯可以借机学习期刊发行的盈利模式,英国科学界也可以更快地发表成果。Maxwell帮助施普林格将学术论文发往英国,并在从中开启了自己的事业。

1951年,巴特沃斯出版社一度考虑放弃结盟计划,此时,Maxwell为巴特沃斯和施普林格分别注入了价值13000英镑的股份,自己也凭此争得了公司的控制权,并将结盟后的新出版社命名为帕加马出版社(Pergamon Press Ltd)。随着科学事业的不断壮大,科学总编Rosbaud灵敏地捕捉到,急需出版新的期刊来报道新领域的研究。传统期刊出版机构臃肿、低效,还常常因为学术界内部关于学科边界的争论而畏手畏脚。Rosbaud则不受此约束。他只需找准并说服某一领域的顶级学者,该领域亟需一份新期刊来更好地展示科研成果;接下去只要任命这位学者为该期刊的主编就大功告成了。之后,帕加马便将新期刊开放给大学图书馆征订,这也意味着,他们瞬间就到手了大把的政府经费。Rosbaud率先构思出带领帕加马走向成功的运作方式。

1955年,Maxwell与Rosbaud参加了在日内瓦召开的核能源安全使用大会。Maxwell在会场附近租了一间办公室,频繁出入研讨会与官方聚会,期间不断邀请科学家在帕加马发表会议论文,同时与他们签订独家合约,旨在为各路期刊招募专业编辑。1956年,这对搭档最终还是闹翻了,Rosbaud离开了公司。

1959年,帕加马已经发行了40种期刊。(1959年,帕加马的对手爱思唯尔旗下只有10种英文期刊,10年后才发行到50种。)6年后,期刊总数达到150。这让Maxwell在产业中遥遥领先。Maxwell一直坚持使用宏大的期刊名,他最喜欢的名称便是《国际XX期刊》。帕加马的前副主席PeterAshby称这为“公关策略”。这一细节也深刻反映了,科学界乃至整个社会对科学的态度都发生了转变。进行国际合作、在国际平台上发表自己的研究成果成了科学家积聚声望的新手段,而Maxwell早已在其他人意识到这一名声效应之前就垄断了市场。苏联于1957年发射了第一颗人造卫星Sputnik,西方科学家埋头在航空领域奋力赶超时,竟发现Maxwell早在10年前就与俄罗斯科学院谈妥,牢牢掌握了英文版的独家发行权。

1970年代,RonaldSuleski负责运营帕加马日本分部,他告诉我:日本科学界当时为用英文发表论文而苦恼不已,所以他们大方地允许Maxwell免费使用他们的研究结果。Maxwell的成功来源于他把握住了学术期刊的特点:理解和复制每一项研究都要耗费数年时间。当同期竞争者抱怨Maxwell搅乱市场时,Maxwell已洞察到,这个市场近乎无限。创办新刊《核能》(Journal of NuclearEnergy)不会抢走NorthHolland旗下《核物理》

(NuclearPhysics)的生意,因为每一篇论文包含的都是一项独一无二的发现,每一篇都不可替代。若有重磅的新期刊面世,科学家只会要求所在大学的图书馆一并订阅。所以,如果Maxwell发行的期刊数量是对手的3倍,那么他的收益也是对方的3倍。Maxwell改变了出版业,但日常的科研工作几乎没变。绝大多数科学家仍将自己的论文投稿给相应的学术期刊,Maxwell乐意发表任何一篇(甚至所有)经他手下编辑评估、认定为足够严谨的学术论文。然而在1970年代中期,出版机构开始介入实际的科研工作,由此,科学家的事业评定与发表论文牢牢绑定在一起,商业利益开始强烈驱动研究转向。正如Maxwell所预见的,竞争不会拉低期刊售价。

1975-1985年,期刊的平均价格翻了一倍。据《纽约时报》报道,1984年《大脑研究》(BrainResearch)定价为2500美元,1988年则涨到了5000美元。同年,哈佛大学图书馆因为订阅学术期刊的预算超支高达50万美元。如果说Maxwell精于扩张,那么爱思唯尔可以说是长于巩固。购得帕加马旗下400多份期刊后,爱思唯尔已拥有1000份学术期刊,成为全世界毫无争议的科学出版之最。

1982年,牛津联足球俱乐部曾经面临一次无法偿还巴克莱银行债务的危机,Maxwell接管了俱乐部化解了危机。

1984年,麦克斯韦通讯公司收购了镜报集团(MirrorGroup)旗下六家报纸的出版商,其中包括耸人听闻的小报《每日镜报》;

1989年,将麦克斯韦通讯公司的平衡向美国倾斜,收购了伯利兹国际语言教学公司、麦克米伦图书出版商和官方航空指南。

1990 年，创办了总部位于伦敦的英文周报《欧洲人》(European)，该报在欧洲各地发行。

1991 年，收购了陷入财务困境的《纽约每日新闻报》(NewYorkDailyNews)，成为自愿登上头版的英雄。

然而，这个金融帝国已经摇摇欲坠。债务超过利润。他出售了 Pergamon 的部分股份，并将镜报集团的股票上市。他秘密地从他的两家旗舰上市公司和员工养老基金中抽取了大约 12 亿美元，以防止他的帝国崩溃。

1991 年 11 月 5 日，他神秘地从他的豪华游艇上消失了，尸体在大西洋上被发现，可能是自杀。麦克斯韦去世后，《欧洲人》停止出版，麦克斯韦通信公司在美国申请破产，并在英国请求法院保护。他的两个儿子被指控与他们的父亲结盟进行欺诈性金融交易。他死后受到英国首相梅杰、以色列总理沙米尔等政治家的高度评价，并被安葬于耶路撒冷的橄榄墓地。Maxwell 的突然死亡给他的媒体帝国倒塌于致命一击，一连串的公司丑闻接踵而来。80 年代中期 Maxwell 从养老基金中获得资金的激进的经营手法使得 Maxwell 通讯公司债台高筑。1992 年，Maxwell 通讯公司在英美申请破产保护。几乎与此同时，信用与国际商业银行(Bank of Credit and Commerce International, BCCI)宣布破产，损失了数十亿美元以上。PollyPeck, 英国一家著名的纺织品公司，在获得当年年度正常利润后却突然于次年宣布破产。一系列财务丑闻拖跨了许多知名上市公司。

8、我们等待那些无需动脑的决定，迅速决定收购拉森-朱尔(Larson-Juhl)

股东：晚上好，我来自德国。我的名字是诺曼·雷霍夫(NormanReinzhoff)。我当了 10 年的股东。我要感谢你们，先生们，感谢你们长期以来的表现。我给你带了两块我最喜欢的德国巧克力。一块给你，巴菲特先生。一块给你，芒格先生。明天我会在牛排馆给你。

巴菲特：我只是好奇它一镑能卖多少钱？(笑声)

股东：顺便说一下，这不是你两年前写信给的巧克力公司。它大约一周前以很低的价格卖出。

巴菲特：哦。

股东：但我想这还是可以弥补的。(笑声)我的问题是关于你刚才描述的气味。我的意思是，你在以前的股东大会上告诉我们，如果管理层爱钱，就不要投资它。如果他们热爱自己的工作，最好是每天都来办公室跳踢踏舞，而且他们做的其他一切都是正确的，那么就投资它吧。这与圣经的真理产生了共鸣："不是金钱本身，而是对金钱的热爱，才是万恶之源。"作为一个曾经使普鲁士成为所有王国中最大的王国的原则，也就是为了工作而工作的精神。你在今年的报告中告诉我们，你在与控股股东交谈不超过 90 分钟后就收购了一家公司。我想知道这是一种经验的智慧吗，就像你所描述的那样？还是说，在与业主进行 90 分钟的交谈之前，你会做更多的背景工作？整个过程是怎样的？你会做背景调查或者与竞争对手交谈吗？总部的其他人也为你工作吗？这整件事是怎么运作的？

巴菲特：这是一个很好的问题。你所建议的一切都很有意义。与竞争对手交谈，与前员工交谈，与现在的员工交谈，与客户交谈、与供应商交谈，所有这些都是菲利普·费雪 40 多年前在一本书中列出的，这些年来我们已经做了相当多的工作。而查理和我，和你说的尽调过程所做的完全一样。

12 月的一个周一，我接到了克雷格·庞齐奥(CraigPonzio)的电话。它是关于一家生产定制相框的公司。我以

前从未听说过这家公司。我以前从未听说过克雷格。我和他通电话的时间不超过 15 分钟。他今天应该在这里，但他的妻子最近病得很严重，但克雷格和我谈了也许 20 分钟吧。这就是我们的调查方式与别人的不同之处。他介绍了什么是定制相框——定制相框图片业务是如何运作的，这并不复杂。你知道，在那之前，我这辈子都没想过这个问题。我把一些照片裱起来——你知道，我四处走动(笑)。但这并不难——我的意思是，如果你思考 30 秒钟——那么你就会在某种程度上了解这个行业的经济状况。全国有 18000 家左右的装裱者。这是个小生意。但你要和成千上万的人打交道。现在，要面对成千上万的客户，对你来说什么是重要的？他们一年做 25 万，或者 30 万，或者 40 万美元的生意，他们有客户定期来门店——比如我每三个月，或者每六个月来一次，说，“我想要在这里做一个相框”，然后他们可能会问我想要什么样的框架，或者我可能会让他们决定。这在很大程度上是一种服务业务。克雷格从 1980 年左右开始，以 300 万美元的销售额，建立了一个公司，对这 18000 名左右的装裱者做出了巨大的回应。他们一年要拜访客户五到六次。第二天，当他们订购的时候，他们就可以得到了约 85% 的框架。这就是那种生意的价值所在。你知道，你不是在给三巨头提供汽车零件。实际上，有各种各样的东西赋予了它独特的经济特征。所以克雷格告诉了我，就像我说的，不超过 20 分钟。他告诉我价格，投入的资本，他给了我一些数字。我知道在和他谈话时，我知道和他做交易是合理的，所以我说，“你什么时候能来？”那是在一个周一。他说：“我周三早上会到。”然后，他和史蒂夫·麦肯齐(Steve McKenzie)一起来了，他今天也在这里，我鼓励你们见见他。我想当时他们九点到的，十点半离开，我们握了手。我本来希望今天或明天能见到克雷格，但因为他妻子生病，我不能去了。

但是我之后就没见过克雷格了。因为，你知道，他得到了这笔钱，他知道他做的这一笔交易，有他想要的理由——他想把它卖给一个肯定会成交的人，并且那个人会是一个好老板，同时，在那里工作的人不会因为他的离开而担心(失去工作)。他带着一大笔钱离开。你知道，很多人带着一大笔钱离开，但他们留下了员工不管，他们不在乎发生什么。但克雷格在乎，我能看出来。而这对我来说是一个很大的优势。你知道，我还没有去过他们的总部。我计划去他们的总部。史蒂夫，我道歉。但我明白这门生意的本质。大多数好的企业，你可以在很短的时间内理解它们是什么，除非它们是一种你永远无法理解它们是什么的企业。同时，市场上还有很多其他的生意，即使你花了很多年，你仍然不会明白到底是怎么回事。我不知道从现在开始，哪一家美国汽车公司将迎来最好的 10 年。即使我花了一整年时间与福特、克莱斯勒和通用汽车的经销商交谈，与供应商交谈，与开车的人交谈，我仍

然不知道 5 年或 10 年后会是什么样子。但我知道你不能破解我们的定制相框业务。我的意思是，**当你不能提供像我们一样好的框架，你不能像我们一样提供远程服务时**，那么你就无法找到一种方法去回应那 18000 名在这个行业的人，并想出一种方法来将他们的业务转移到你这里。所以这是个好生意。克雷格是百分之百的投入——我的意思是，他告诉了我他想从这个生意中得到什么。他想要现金。你知道，那很适合我们。这没什么复杂的。我是说，你也可以把交易拖很长时间。但这又有什么意义呢？我是说，如果你想要做交易，那你就得做交易。查理？

芒格：是的。如果你停下来想一想，当一家大型上市公司收购另一家公司时，通常的结果是——也许在三分之二的情况下，**对收购公司来说是一笔糟糕的交易，但人们却花了大量的时间来做这件事**。我们收购了所有的这些企业，几乎没有花时间去做了这些事情，平均而言，它们取得了很好的效果。这是为什么呢？这是个好问题。答案是，**我们等待那些无需动脑的决定。我们不会尝试去做那些困难的事情**。

巴菲特：我们对此特别擅长。

芒格：是的。**我们有耐心等待**。然后，我们是如此的与众不同——实际上在美国有很多企业，他们更愿意把生意卖给我们，而不是其他人。这对我们很有帮助。

巴菲特：我刚刚看到一家对大公司的评论。它在最近五年内进行了 10 次收购。这 10 笔收购中的每一笔都事先进行了尽职调查和所有的胡说八道，他们可能有投资银行家在帮忙算帐和诸如此类的事情。2001 年，这 10 家被收购公司中没有一家达到——甚至接近——购买时的预期。总的来说，这 10 家公司的收入仅为 2001 年预计收入的四分之一。换句话说，**预测是实际收入的四倍。这是一家有战略的公司，你知道，收并购部门有很多人与投资银行家一起进行尽职调查，它们一直都是这样**。但你知道吗？10 家公司中就有 10 家公司遭遇了惨败。而且你必须问自己，你怎么能做出这样的决定？因为在那段时间里，世界也没有进入大萧条或类似的时期。**他们买到了那些被设计出来要卖给他们的东西，而这满足了管理层的一些虚荣心和管理层的一些看法——而管理层对自己往往有很多误解**。

如果你只是等着绝佳的击球机会，那么事情就没那么复杂了。而最成功的击球不一定是别人做的傻事或类似的事情，因为人们不会那样做。人们来找我们，都是有原因的。因为他们通常想要一个交易：a)他们想要一个他们肯定可以完成的交易。b)如果达成交易——他们想要一个让公司里所有人都满意的交易。我相信，在约翰斯·曼维尔(JohnsManville 因石棉赔偿破产)宣布伯克希尔是买家时，全场都会起立鼓掌。我之前已经见过很多次这种场面

了。员工们都很关心。如果你在一家公司工作了 20 年，你知道老板的家族会越来越老，而他们有一些问题需要解决，相信我，公司里的人一定会在走廊里谈论这件事。当这家人卖掉公司的时候会发生什么？员工们都担心这一点。对他们来说，得到一个答案，让他们在公司宣布易手的那天晚上都能睡个好觉，这对一些所有者来说，意味着很多。而这对其他一些业主来说毫无意义。我想我们从来没有从金融运营商那里收购过企业。你能想到什么吗，查理？

芒格：我想不出来。你知道，曾经有人在法律体系中，将地狱定义为一个没有正当程序和正义的地方。我们就快实现这一点了。同样，在企业界，如果你没完没了地进行尽职调查，却没有任何判断力，那么你就是在描述一个企业的地狱，至少对拥有企业的人来说是这样。

9、巴菲特对冷冻人体的公司不感兴趣

股东：巴菲特先生，我叫卢克·诺塞克，来自加州帕洛阿尔托。我想说的第一件事就是谢谢你在过去几年里把我从互联网股票里救了出来。事实上，我在互联网股票中失去了很多，但你在很大程度上拯救了我。我在 2000 年末买了伯克希尔。实际上，这不仅仅是投资股票的问题。更多的，我可以向你学习，学习你的投资哲学和你的性格。在我职业生涯的开始阶段，有这样一位导师是非常鼓舞人心的。(掌声)我认为这对我们所有人来说都是非常鼓舞人心的，我想，在你近 50 年的投资职业生涯中，你一直在不断超越巅峰。我希望这种情况能持续很长一段时间。我很想看到下一个 50 年。考虑到目前的医疗技术，我不知道这是否可能——但我有一些朋友在生物技术领域工作，他们参与了一些公司的工作，这些公司做的是所谓的冷冻人体。我很好奇你有没有听说过。这是一个过程——在人们快死的时候把他们冷冻起来，并且——

巴菲特：不要让我太早参与这个。(笑声)

股东：实际上，在法律意义上来说，是在去世之后。但即使风险很大，且成功的可能性很小，即使折现率在很长一段时期内很高，我想知道你是否研究过这个问题？你会不会考虑或思考这种可能性？再次感谢你的服务和过去 50 年的经验教训。

巴菲特：嗯，我很欣赏这个建议，它可能没有太多的负面影响。(笑声)

芒格：但需要大量的电力才能让你永远保持冷冻状态。(笑声)

巴菲特：没关系。我们在中美能源公司批发电力。(笑声)我们支持任何能延长我们工作年限的东西。我必须

说，71 岁的我没发现有什么能比现在的工作更多的乐趣了。我觉得查理的精神状态也很好，所以我们很幸运能从事我们所从事的行业。我的意思是，如果我们是一个运动员，那你知道，基本上你是受到年龄限制的。但是，在投资行业里，年龄真的没有任何问题。我的意思是，只要我能举起电话(笑)，听到克雷格在另一端，或者如果我听不到他，我让他告诉查理，他可以转告我。在你的一生中，投资是一件非常容易的事情。我们很幸运。

10、鲜果布衣：好公司需要一个好的管理层

股东：早上好。我叫帕梅拉·哈林顿，住在内布拉斯加州的奥马哈。我的问题是关于你在“鲜果布衣”的投资。你能否告诉我们，这种投资如何与你的经营哲学相契合，以及你对有进入壁垒的企业的偏好？谢谢。

巴菲特：是的。嗯，“鲜果布衣”遇到麻烦有两个原因。一是他们借了太多的钱。他们借了大约 10 亿或 2 亿美元，实际上还不止于此，因为他们参与了一些表外交易等等。所以，从财务角度来说，这是一家失控的公司。与此同时，他们也遇到了很多管理上的问题。但我们不会继承资本结构，也不会继承导致运营问题的管理层。但是，令我们非常高兴的是，我们将继承一个在最近一段时期的罪孽之前，在很长一段时间里在经营业务方面做了令人难以置信的工作的管理层。而且，我们提出了一个条件——我认为人们可能从来没有对破产法院的提议提出过条件——我们说我们的出价不依赖于融资。如果战争爆发，我们的出价也会是最好的。但是我们确实把它建立在约翰·霍兰德可以经营公司的条件上(John Holland)，因为在“鲜果布衣”过度杠杆和疯狂经营的困难之前，约翰在经营业务方面做了出色的工作。现在他愿意回来，这对我们来说非常重要。“鲜果布衣”可能占了男士市场的 40-45%。这是一款拥有高质量形象的产品。它在很大程度上被非常重要的零售商所接受，即使他们被破产之前和破产初期发生的事情所困扰，但零售商们喜欢在他们的商店里有像“鲜果布衣”这样的产品。而且它是一个非常基础的产品。所以，它非常适合我们。现在，管理层只需考虑如何尽可能高效地打造品牌和运营工厂。还有一些工厂的重新调整，就像与很多纺织厂有关的事情一样。这绝对是一流的生意。而且，你知道，我们想在女性市场上获得更多的份额。我们也想在男士市场上获得更多的份额。你知道，如果我们需要在收购后参与几年的管理，那我们不会花一美元买下它。那将是一场灾难。曾经有一段时间，我们遇到过类似的一场灾难。但幸运的是，这有点像 70 年代中期的 GEICO 保险公司。我的意思是，GEICO 保险公司是一家了不起的公司，但有一段时间管理不善。但它的竞争优势依然存在，你必须做的是摆脱不善的管理，回到基本业务上来。查理？

芒格：是的，我没有任何关于这个主题要谈的东西，但我刚才好像忘了回答我们会推荐什么书的问题。我今

年推荐的两本书都是伯克希尔的股东寄给我的，他们认为我可能会喜欢这两本书，"天哪，他们说对了"。

第一本叫《冰河时代》(IceAge)，它描述了过去几十万年的冰河历史，以及他们如何发现发生了什么以及为什么会发生。我认为这是我读过的最好的科普类书籍。它已经在英国出版，并将于今年秋天在美国出版。现在机场的 PDWaterhouse 有大约 20 本，他们搜罗了整个加拿大。所以，我向你们推荐这本书，但我想你们中的很多人都需要得等到秋天了。另一本书是《苏格兰：现代世界文明的起点》(How the Scots Invented the Modern World)，这是我一直感兴趣的话题，讲的是一个小小的、贫穷的、人口很少的凯尔特民族如何从贫穷开始，对世界产生了如此巨大的有利影响。当然，这也和爱尔兰人有关，他们是一个有着不同宗教信仰的相似种族。这是一本很棒的书。我忘了作者的名字(Arthur Herman)，但我向大家推荐这两本书。

巴菲特：我也会推荐一本书，可能听起来有点自私，但无论如何我认为你们中的很多人会喜欢读关于伯克希尔公司经理人的书。鲍勃·迈尔斯(Robert P. Miles)出版了一本书《巴菲特的 CEO 们》(The Warren Buffett CEO: Secrets from the Berkshire Hathaway Managers,2001)，讲述了管理你的资金的人。而且，我认为你不可能有一个更好的团队。因此，如果你想了解他们，我会鼓励你去了解他们。这样子，我想你会更喜欢你的投资，特别是在你读了关于我们经理人的书之后，而不是仅仅读了查理和我写的东西。

11、如何交到"对的"朋友

股东：巴菲特先生和芒格先生，你们好。我的名字是 JesseSpong，今年 12 岁，来自加州。这是我连续第二年出席。我父母带我来这里向你学习。我的问题不是关于钱。是关于友谊的。你们是如何长期保持朋友和商业伙伴关系的？在选择真正的朋友和未来的商业伙伴方面，你对像我这样的年轻人有什么建议？谢谢。(掌声)

巴菲特：1959 年，当查理和我相遇时，戴维斯家族介绍我们认识，他们预测在 30 分钟内，我们要么无法忍受对方，要么就会相处得很好。实际上，戴维斯做出了一个相当深刻的分析，因为你有两种性格，在某些情况下都有支配的倾向。但我们很合得来。我们有过分歧，但我记得 43 年来我们从未发生过争吵。然而，我们都有强烈的意见，但有时并不是同样强烈的意见。但事实是，我们在一起有过很多乐趣，我们也会继续有很多乐趣，基本上没有什么能改变这一点。因为他在加州，我在奥马哈，所以地理位置远反而效果可能更好，我不知道。(笑)

芒格：嗯，你问的问题很好，因为沃伦和我都认识一些非常成功的商人，他们在地球上没有一个真正的朋友。也理应如此。(笑声)

巴菲特：确实如此。

芒格：他们这样不是生活的方式。如果通过问这个问题，你是在问我怎样才能找到合适的朋友，那么你的问题是非常正确的。如果你努力成为对的人，我想你会认识到你所值得拥有的朋友，然后当你遇到对的朋友后，你所要做的就是坚持下去。

巴菲特：真正的问题是，你喜欢别人的什么？我是说，你想从朋友那里得到什么？如果你仔细想想，你会发现，有些人身上的某些特质让你钦佩，让你觉得很讨人喜欢，让你想和某些人相处。然后看看这些品质，并对自己说，“这些品质中哪一个是我身体上或精神上不曾拥有的？”我的意思是，只有当某些品质吸引了你，如果你拥有了它们，它们才会吸引其他人，这才是合理的。其次，如果你发现别人身上有某些令人厌恶的东西，不管他们是自吹自擂还是不诚实，不管是什么，如果这让你反感，那么如果你拥有这些品质，那肯定也会让别人反感。这些都是个人的选择。你知道，在你的 DNA 里，每个人的品质是有限的。它们是个人的选择。它们也是习惯。我的意思是，如果你在早期有吸引人的习惯，你以后也会有。如果你有一些让人反感的习惯，当你 60 或 70 岁的时候，它们也是不会自己消失的。所以这不是一个复杂的方程。我记得，本·富兰克林曾经做过类似的事情。他是不是列出了他所钦佩的品质，然后就着手去学习、去获得它们吗？

芒格：当然。他和你一样，都是为了钱才这么做的。(笑声)

巴菲特：它们并不相互排斥。

芒格：呵呵。

12、投资中你不需要的一样东西

股东：你们好。我是来自伊利诺伊州芝加哥市的股东 KevinHewitt。巴菲特先生，自从我第一次在 1982 年出版的《福布斯》400 强第一版上读到关于你的报道，我就一直在关注你的职业生涯。我读了你的简介，我也读到了格雷厄姆的书《聪明投资者》。从那时起，我开始关注其他成功投资者的职业生涯，比如沃尔特·施洛斯(Walter Schloss)、比尔·鲁安(Bill Ruane)、理查德·雷恩沃特(Richard Rainwater)、罗伯特·巴斯(Robert Bass)和爱德华·兰伯特(Edward Lampert)。根据我的观察和我的坚定信念，在你和这些非常成功的投资者的职业生涯中，尽管他们明显具有高水平的智力，其中一些人还上过全国最好的学校，但这些人，包括你自己，都不是天生的伟大投资者。他们中的每一个人，包括你自己，都学会了成为一个伟大的投资者。格雷厄姆从他自己的经历中吸取了教

训。而你，比尔·鲁安，沃尔特·施洛斯，都是格雷厄姆的学生。而理查德·雷恩沃特从你、比尔·费舍尔、查理·艾伦和雷丁·格雷厄姆那里学到了很多。罗伯特·巴斯和爱德华·兰伯特又从理查德·雷恩沃特那里学到了东西，我想他们很可能也从格雷厄姆和费雪那里学到了东西。

这些观察让我得出这样一个结论：尽管聪明绝顶，尽管天生才智可能对投资有所帮助，但我得出的结论是，伟大的投资者是培养出来的，而不是天生的。您和芒格先生是否同意这一结论？如果是，为什么？若否，原因为何？如果你同意，你会建议那些想成为伟大投资者的人做些什么事情？另外，如果一个人想要成为一个伟大的投资者，你认为他应该具备什么样的精神特质？非常感谢。

巴菲特：是的，我基本上同意你所说的。我想说的是，我不知道在多大程度上这是天生的，或者说是学来的，例如把自己从人群中分离出来的能力，但这是你需要的一种品质。我完全同意你的观点，高智商并不是必须的。我的意思是，你根本不需要非常聪明就能做好一个投资者。我想说，你说的完全正确，我首先从格雷厄姆那里学到了很多，我还从费雪那里学到了一些东西，我还从查理那里学了很多。证据就在我的档案里。

从 11 岁到 19 岁，我在读加菲利浦德·德鲁，爱德华兹和马吉，杰拉尔德·M·勒布，还有各种各样的技术分析的书。我是说，我读了每一本关于投资的书，但我做得一点都不好。当时我没有真正的投资哲学。我尝试过很多东西。我玩得不亦乐乎，但我没赚到钱。1949 年，我在内布拉斯加大学读书时读了《聪明投资者》，这实际上改变了我对投资的整个看法。它真的做到了，基本上，它告诉我把股票看作是生意的一部分。现在，这似乎是显而易见的。你知道，从某种意义上说它是一块罗塞塔石碑(Rosetta Stone 意指投资的基石)。一旦这个理念进入你的内心深处，你会意识到你买卖的不是在图表上上下波动的东西，或者人们递给你的小纸条告诉你"买这个，因为它下周会涨，或者它会分拆，或者股息会增加"等等。这个理念就是，你买的是一家企业，一门生意。你现在已经为继续理性地思考投资打下了基础。你并不需要高智商才能做到这一点。

不过我确实认为，某些气质可能是天生的，也可能是后天习得的，并可能随着你的成长经历而得到强化。但它会随着你的人生经历以各种方式得到强化，这是非常重要的。我的意思是，你必须面对现实。你必须准确地定义你的能力圈范围。你必须知道你不知道什么，而不是被它所诱惑。同时，你必须对金钱感兴趣，否则你不会擅长投资。但如果你非常贪婪，这将是一场灾难，因为贪婪终将战胜理性。但我认为，我读过的那些书确实塑造了我对商业和投资的看法。我认为它们现在同样有效。在过去的 25 年里，我什么都没看过，我读了很多的书。但在

投资的基本方法方面，我没有发现格雷厄姆和费雪投资基本方法有任何改进，即把股票看作是生意，然后思考如何才能做成一笔好生意。真的，这就是投资的全部意义，以及格雷厄姆所说的安全边际，等等。

这不是一个复杂的过程，但肯定需要一种纪律。它要求你与流行的观点隔绝。你不需要注意到它们，因为它们没有任何意义。所以你不能听很多人告诉你很多事情，因为这只是浪费时间。你最好自己坐下来想一想。比如，没有分析师的报告告诉你如何分析定制框架的制造商。因为对分析师而言，这样不会有任何好处。但你必须考虑他们的业务特点和生意特征，以及他们可以从所使用的资本中获得什么，投资其实就是思考诸如此类的事情。我会读格雷厄姆和菲利普·费雪的书。然后阅读大量的公司年度报告，并思考业务特点和生意特征，并尝试思考哪些业务是我了解的，哪些是我不了解。你不需要了解所有的东西。你只需要忘了那些你不明白的。查理？

芒格：是的，我有更深层次的概括性的思考。如果你有强烈的兴趣想知道事情为什么会发生，你总是试图弄清楚这个世界为什么会发生或为什么不会发生，通过这种思维模式，然后保持很长一段时间，就可以逐渐提高了你应对现实的能力。如果你没有这样的想法，我想你可能注定会失败，即使你有很高的智商。

巴菲特：我想说的是，我们发现投资结果与智商之间的相关性相对较小。并不是说有一大群 80 智商的人在那里击球成功，但是有各种各样的高智商的人却投资失败了。然而，从某种意义上来说，研究高智商的人为什么失败，然后排除这些因素，看看你自己是否能排除这些因素，并留下对自己有用的信息。这样做可能更加有趣。因为就像查理常说的，“我只想知道我会死在哪里，然后我永远不会去那里。”(笑声)如果你研究那些破产的人，那些高智商的人，并问他们为什么会破产，你会看到在大多数情况下存在的某些相似的(糟糕的)特征。你只需要确保你不拥有这些特征。或者如果你拥有这些特征，你可以尝试摆脱它们或以某种方式控制它们。

〈理查德雷恩沃特〉(Richard Rainwater)

在美国投资界，雷恩沃特因屡次成功抄底起死回生的行业而被誉为点金圣手。但在与罕见的脑部疾病斗争六年之后，这位白手起家的得克萨斯批发商之子，2015 年 9 月 27 日于美国家中悄然离世，享年 71 岁。1944 年出生于中产之家的雷恩沃特，在孩童时期即表现出精明的商业头脑。13 岁时，他揽下一份送报纸的差事，但与巴菲特在奥马哈自己送报不同，得州的雷恩沃特采取的策略是自己当工头雇其他少年送报，只从中收成 20%。中学毕业后，雷恩沃特进入得克萨斯大学学习数学，之后他又在斯坦福大学拿到 MBA 学位。在毕业之时，就立志要成为赚大钱的人，在没有预约的情况下跑到高盛在纽约的办公室毛遂自荐，成了高盛在得州的一名证券交易员。工作第一年，他就和搭档赚得近 20 万美元的佣金提成。但斯坦福的校友人脉才是雷恩沃特财富生涯的幸运基石。因为和石油大亨巴斯家族的希德·巴斯一起上过几门课，雷恩沃特获得了巴斯家族的赏识，受邀为其管理家族资产。1970 年，雷恩沃特辞掉了高盛的工作，正式成为巴斯家族的资产组合管理人。

初生牛犊不怕虎，雷恩沃特最初的投资极不成功，用他自己后来的话说，当时每一笔投资都“赔得一分不剩”。雷恩沃特开始意识到投资方法论的重要性，为此他花了一段时间寻访巴菲特等投资名师，并且开始研究价值投资之父格雷厄姆的著作。失败是成功之母。寻访后的雷恩沃特领悟到了投资专一的重要性，并建议将巴斯家族的投资集中到房地产、对冲基金以及套利交易等方向。在接下来的时间里，雷恩沃特取得了惊人的成功：他管理的巴斯家族资产在 1970 年只有 5000 万美元，但到了 1986 年他自立门户离开时，这笔资产暴增至 40 亿美元。在管

理巴斯家族资产的十几年中，雷恩沃特逐步发展出一套个性化的投资理论。虽然同样坚持低买高卖的原则，但雷恩沃特并不像传统价值投资者一样只追求低价股，而是更多关注商业周期，并寻找那些目前处于麻烦之中、但前景光明的行业。此外，一旦确定要进入某个行业的某家公司，雷恩沃特绝不会买完股份就作壁上观，相反他会主动介入公司管理经营，从实质上控制公司，不达投资目标绝不甘休。对迪士尼的投资堪称这一方法论的典型实战。在上世纪 80 年代初，迪士尼因为经营不善而导致营收连续下滑，股价也大幅缩水。雷恩沃特评估了迪士尼的财务状况，他发现，虽然迪士尼出现经营问题，但其股价已经在公司真实价值之下。此外，迪士尼债务较少，拥有的大量独一无二的动画资源更是一个未充分开发的宝藏。狩猎目标确定后，巴斯家族闪电收购了迪士尼 10% 的股份，之后又安排传奇 CEO 迈克尔艾斯纳执掌公司帅印。之后的故事众所周知：迈克尔艾斯纳担任迪士尼舵手长达 21 年，在此期间，迪士尼公司的市值从不到 20 亿美元的小公司发展成最高千亿美元市值的全球企业。

1986 年，为巴斯家族工作十几年的雷恩沃特自立门户，投资生涯亦更加光辉。秉承已经被证明有效的投资方法论，雷恩沃特对石油、医疗以及房地产等领域展开重点投资。在油价跌至 9 美元一桶之时，雷恩沃特开始收购钻井企业，在医院经营频频亏损之时，他大肆收购医院组建新医疗集团，在得州房地产濒临崩溃时，他以真实价值三分之一的价格购买房地产。这些问题资产经过一系列兼并重组以及管理整顿后，市场价值迅速攀升，而雷恩沃特要做的，无非就是在一个合理的价格进行交易。这种投资方式收益显著，雷恩沃特公司前五年的年均收益率高达 70%，而滚雪球式的投资也最终使雷恩沃特成为了福布斯富豪榜上的常客。在为数不多的公开演讲中，雷恩沃特说自己的成功投资秘诀不过三个词：“时机，时机，时机”。在他看来，投资重要的是要清楚什么时候上车，什么时候下来。雷恩沃特被华尔街誉为“美国最精明的投资者之一”，然而由于其行事低调，不喜媒体曝光，并不为大众所了解。不过，低调的外表之下隐藏的是他出色的社交能力与深厚的政商人脉。他与布什家族交往紧密，布什家族财富在上世纪 80 年代的积累，与当年他的大力协助密切相关。另外，与他当年一起进行医疗投资的合伙人斯科特如今是佛罗里达州长。1991 年，雷恩沃特与小他 10 岁的投资银行家达拉摩尔结为伴侣。这是雷恩沃特的第二次婚姻。据说，两人的结婚典礼简静，雷恩沃特对达拉的结婚誓言是“我像爱投资一样爱你”，而达拉则回应说这是“无与伦比的赞扬”。雷恩沃特的第一任妻子是自己的中学同学，两人在分手前生育有三位子女。第二任妻子达拉摩尔作风强悍，在结婚后逐步成为雷恩沃特公司业务的主持者，目前身家同样超过 20 亿美元。

<爱德华兰伯特>(Edward Lampert)

ESL 投资公司 CEO，华尔街著名的对冲基金经理。1988 年至 2008 年，兰伯特的投资年化收益率超过 20%，并以 30 亿美元身家跻身全美超级富豪行列。1962 年 7 月 19 日，兰伯特出生在美国一个中产阶级家庭。父亲是一个在纽约工作的律师，爱德华与父亲感情甚笃。1976 年，兰伯特的父亲因心脏病突发逝世。这成为了少年兰伯特不断努力追求成功的动力源泉。他的母亲回忆道：“他开始真正地担负起生活的责任，他意识当生活已经发生了改变，而我们现在不得不为自己的生计而努力了。”兰伯特的祖母从小培养了他对投资的兴趣。祖母坚持每周收看有关华尔街的投资理财电视节目，并投资像可口可乐那样大量分红的股票。兰伯特 10 岁起就坐在祖母身边，听她读报纸上的股票报价和谈论她的投资。当兰伯特九年级时，他就开始阅读上市公司的报表和金融书籍。兰伯特在耶鲁大学主修经济学。求学期间，他担任了诺贝尔奖获得者詹姆斯托宾教授的研究助理，并积极寻找那些能够帮助他事业成功的良师益友。兰伯特还是耶鲁投资俱乐部的成员，负责投资管理耶鲁校友的捐赠。1983 年，兰伯特进入高盛公司，开启了他的投资生涯。兰伯特当时在高盛公司极富挑战性的风险套利部门供职。事件套利往往需要他分析一些刚刚宣布的消息，如公司收购等，并在几分钟内判断收购是否能获得成功，继而作出相应的投资决策。这段经历教会了兰伯特如何在信息不全的情况下进行分析，判断风险。1987 年，兰伯特告诫公司同事股市已经被高估，因此他所在的部门把股票持仓降低了 30%，避免了在后来 10 月股灾中的部分损失。1988 年，25 岁的兰伯特毅然从高盛辞职。在另一位投资家雷恩沃特的帮助下，他获得了 2800 万美元的种子基金成立了 ELS 对冲基金，并赢得了一些实力雄厚的客户，如媒体大亨大卫格芬(David Geffen)、戴尔电脑创始人迈克戴尔(Michael S. Dell)等。和巴菲特一样，兰伯特也偏爱投资那些商业模式简单易懂、价值被严重低估并在未来能产生大量现金流的企业。1989 年，兰伯特还专程拜访过巴菲特，在 90 分钟的交谈中，他向巴菲特请教了他的投资理念。1997 年，他开始收购汽车地带公司(Auto Zone)的股票。1999 年，兰伯特的股东份额达到 15.7% 后，他获得了一个公司董事局的席位。当时公司管理层试图削弱他的权力，兰伯特却毫不退让，CEO 亚当斯很快离职，并对外宣称自己主动退休。2002 年，兰伯特开始逐渐建仓西尔斯百货，2005 年正式控股西尔斯百货，建仓的理由跟今天梅西百货的状况非常相似，公司每股商业地产的价值高达 150 美元，而股价仅仅只有 50 美元不到，这样说明市场完全忽略了其商业地产的价值。2003 年，凯马特这家全美第三大连锁零售公司濒临破产时，兰伯特以不到 10 亿美元的代价获得了该公司的控制权，在随后的 18 个月里，他对公司进行了大刀阔斧的改革，并推动凯马特把旗下的 68 家店铺出售给家得宝(HomeDepot)和西尔斯百货(Sears)，从中套现的 8.45 亿美元几乎相当于凯马特破产时 8.79 亿美元的价值。与此同时，他还积极提升凯马特的品牌价值，他向 GAP 公司的前任 CEO 请教服装销售经验，还聘请了 GAP

前任商务主管和设计主管，大大提升了公司形象和盈利。在兰伯特的努力下，凯马特公司的股价在 18 个月内从 15 美元飙升到了 96 美元，公司市值也达到 86 亿美元。2004 年，凯马特已经有了 30 亿美元现金和 38 亿美元累计退税额(accumulated tax credits)。公司董事会赋予了兰伯特用公司现金投资其他企业的权利，这使得凯马特成为兰伯特收购企业的工具。当时《商业周刊》指出，"如果说那个衰落的纺织企业伯克希尔哈撒韦是巴菲特的跳板，那么凯马特就是兰伯特的跳板。"2005 年，兰伯特将凯马特和西尔斯公司合并，建立当时全美最大的连锁百货商店。主动型管理和其他对冲基金经理不同，兰伯特深入参与被投资企业的管理，并且在现金管理和风险控制上显得更为积极和谨慎。2007 年，短短 4 年，西尔斯百货的股价上涨了将近 10 倍。兰伯特希望凯马特的神奇在西尔斯百货再次上演，结局却是凄凉的，当年西尔斯公司的利润下滑 47%。2008 年，西尔斯百货第一季度亏损了 5.6 亿美元。2008 年，《纽约时报》指出，虽然兰伯特没有披露其对对冲基金的业绩，但估计在 2007 年缩水了 26%。2009 年，随着销售情况的好转，加之运用降低成本等方式，兰伯特使得西尔斯扭转了亏损局面。短暂的复苏并没有为西尔斯集团找到真的出路。2018 年 10 月 18 日，西尔斯集团申请破产，成为美国百货业最悲情的一天。但也许这只是假象，兰伯特把部分优质资产从西尔斯集团剥离，包括他控制的地产公司 Seritage Growth Properties (NYSE: SRG)，后者 2015 年从西尔斯集团剥离，成为西尔斯集团的最大客户，并向约 230 间 Sears 和 Kmart 门店收租，该地产公司拥有伯克希尔这一顶级股东，兰伯特和 ESL 持有 Seritage 36% 的股份。Seritage 发布声明称，西尔斯集团关闭门店的物业已经找到新租户，租金是西尔斯集团支付的 3-4 倍。这一笔争议巨大的投资是否真的亏损我们不得而知，但 57 岁的兰伯特依然继续在华尔街谱写他的传奇。爱德华·兰伯特的投资方式酷似巴菲特，偏爱投资那些商业模式简单易懂、价值被严重低估并在未来能产生大量现金流的企业。兰伯特倾向于主动型管理，深入参与被投资企业的管理，并且在现金管理和风险控制上显得更为积极和谨慎。兰伯特的投资理念很简单：1、选择内在价值严重低估的企业。从他收购的手法来看，选择的主要是能够产生巨大未来现金流的企业或者拥有巨大隐性资产的企业。2、取得投资公司的控制权。与一般的股市投资者不一样，兰伯特的投资更倾向于买下公司，而不是买入股票。3、深入管理。在取得控制权之后，通过优化管理使扭转公司颓势，公司盈利的同时，出售部分资产套现获利。这种方式为其带来了丰厚的利润，也奠定了他在华尔街的地位，但人无完人，兰伯特也无法管理好所有的公司，最具争议的西尔斯集团就是其投资生涯的败笔，虽然我们不能武断的说他的这笔投资是失败的，但是如果他如巴菲特一样选择更有经验的管理者来管理，也许西尔斯不会走向破产之路。成也萧何败萧何，兰伯特的这种方式使其成为炙手可热能与巴菲特并论的基金经理，但也使其走向无法回头的深渊。

13、可口可乐的市场份额不会下降

股东：我叫史蒂夫·帕蒂斯，是洛杉矶的股东。早上好，沃伦和查理。我想谈谈国内的可乐生意。在我看来，可口可乐已经不再像前首席执行官郭思达(Roberto Goizueta)经常说的那样，我们无法控制人们在零售店里买什么软饮料。但在公共场所，包括餐饮服务，我们似乎可以控制。我们都听说过可口可乐公司与美国橄榄球联盟(NFL)、美联航(United Airlines)以及新兴餐饮品牌巴哈新鲜墨西哥烧烤(Baja Fresh Mexican Grill)之间的官司。可口可乐也失去了与主要或次要的棒球联盟、大学和高中供应商的合同。此外，据我了解，我们的竞争对手百事公司 Pepsi 连续三年都是增长最快的国内饮料公司。我的问题是，可口可乐的愿景改变了吗？我认为可口可乐的国内业务部门处于迷失方向的看法正确吗？

巴菲特：不，我不会说这是正确的，但我理解这个问题的原因。事实是，两种主要的可乐都可以在市场中贩卖，并与奥运会或迪斯尼世界或其他任何项目有关，但如果仅仅从这些合同的角度直接考虑的话，那将会损失很多钱。但多年来它们之间一直有某种联系。我的意思是，**可口可乐想成为人们快乐的源泉，他们想要在人们的心中享有快乐。**而这种快乐，往往是和体育赛事、迪斯尼乐园等联系在一起。但是最终，你能有决心**不惜任何代价**

去和他们中的每一个场景联系起来吗？答案显然是否定的。

有趣的是，大约五年前，可口可乐从百事手中夺走了委内瑞拉市场。委内瑞拉是世界上少有的几个百事领先的国家之一，这是因为西斯内罗斯(Cisneros)家族很早就在那里发展了百事业务。所以，在那里百事可乐拥有 70%或 80%的份额。但在一次类似午夜突袭的行动中，可口可乐公司收购了西斯内罗斯公司(Cisneros)，并在一夜之间将其全部改装成可口可乐公司的产品，他们派出波音 747 做运送——他们想要一个惊喜，他们只是扭转了委内瑞拉的整个局势。实际上，这是否会被证明是明智的呢？这是另一个问题，因为他们花了很多钱来做这件事。但无论如何，百事公司感到非常不安。

然后，在内布拉斯加州大学的饮料灌装权上，很快就出现了交锋。而大学，正如你所知道的，很乐于做出这类竞标活动，因为这有某种好处。百事公司参与竞标内布拉斯加州大学的灌装权，并且对内布拉斯加州大学灌装权的报价，是全国大学的平均标准的两倍，比如宾夕法尼亚州立大学。我觉得他们在内布拉斯加州这么做是想痛击可口可乐。我觉得内布拉斯加州大学真的应该给我每年大约 500 万美元，因为如果不是因为我在内布拉斯加州的话，我不认为百事公司会这样做。现在，问题是，可口可乐的人打电话给我，他们说，你知道，"你想让我们反对这件事吗？"我说，不。我的意思是，让内布拉斯加大学的每个人都喝可口可乐是很好的，但是如果我们能让更合适的价格，让宾夕法尼亚州立大学的每个人都喝上可口可乐，那么它可能会更显价值。常常会有这样一种情况：一家公司可能会对某个项目出价过高，特别是如果他们在最近失去了一个项目的情况下。

不过在奥运会这样的事情上，我认为柯达公司犯了一个巨大的错误。大约 20 年前，他们让富士夺走了洛杉矶奥运会的独家冠名权，然后它让富士在一定程度上与柯达在人们的认知上势均力敌，而过去柯达一直独家拥有这一点。现在，富士和可口可乐、IBM 以及其他一些顶级公司都在冠名了奥运会。这对柯达公司而言，在商业上是个错误。最终，从客观的定量角度来看，你会为这些华而不实的招牌付出过高的代价。但如果你认为你必须拥有它们，那就太愚蠢了。

可口可乐，实际上也适用于百事可乐——可乐在美国人均消费中的比例总体上有所下降。而百事可乐的损失要比可口可乐大得多。让百事保持良好表现的，基本上是激浪系列产品(MountainDew)。百事公司的激浪是一款非常成功的产品，在碳酸软饮市场上获得了一定的份额。在这个房间里的人平均每天喝 64 盎司的液体，而碳酸软饮料只占其中的不到 30%，另外啤酒和牛奶各占 11%或 12%。它们都比 10 年前有所下降。同时碳酸软饮料价格

大幅上涨。瓶装水的价格有所上涨，但真正上涨的只有两类，一类是 10 年前的碳酸软饮料，另一类是瓶装水。咖啡的人均消费量明显下降。你认为星巴克已经越来越普及了，但咖啡人均消费量在不断下降。如果你看看可口可乐，在美国消费的近 30% 的碳酸软饮料中，当中可口可乐占了 43% 的份额。这个份额比最高点低了零点几个百分点，但份额比五年前高了，比十年前高了。实际上，在第一季度，它也做得很好。所以，我肯定可口可乐并没有失去市场活力。

道格·达夫特(Doug Daft)本质上是一个营销人员，他和唐·基奥(Don Keough)来自同一个部门，但不会再有另一个唐·基奥了。但道格是同一类型的人。我觉得他和产品很合拍。如果我必须打赌，我会赌可口可乐的市场份额不会下降，无论是碳酸软饮料领域还是液体摄入领域。我的意思是，Dasani(可口可乐旗下瓶装水)去年的增长大约是 95%，第一季度大约是 60%。这些都是巨大的收获。而百事可乐的 Aquafina(百事可乐旗下瓶装水)起步较早，但可口可乐几乎已经缩小了这一差距。可口可乐具有一个非常非常强大的营销体系。世界上没有比这更好的了。我不认为可口可乐已经失去了他们的注意力或竞争优势。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

巴菲特：你也可以试试香草可乐。下个月就出来了。

14、建立经济护城河需要多少时间？

股东：早上好，巴菲特先生，芒格先生。我叫杰瑞·麦克劳林。我来自加州的圣马特奥。首先，我想感谢你们在年度报告、信件和这些对话中所付出的努力。我学到了很多，他们很棒，这就是为什么我跨越半个国家之遙来到这里。(掌声)你曾说过，伟大的公司是那些拥有经济护城河的公司，我理解这句话的意思是可持续的竞争优势。企业是在具有可持续竞争优势的情况下起步，还是必须在很长一段时期内得到发展？然后，你认为企业成功发展可持续竞争优势的基础是什么？在这些中，你认为哪些是最持久的，哪些是最不持久的？

巴菲特：嗯，有时它们可以发展得很快。比如说微软，在操作系统方面，是一个相对快速的发展。但这是一个爆炸式发展的行业，而且变化非常快。另一方面，如果你回到在 1921 年开始运营的 See's Candy，没有几十年的时间的积累，你都不可能建立一个可持续的竞争优势，至少是可识别的竞争优势。我是说，你一次开一家店，那么最开始是没人听说过你，直到后来才有几个人听说过。盒装巧克力是一种人们可能一年买一次或两次礼品，只适用于节日或其他重要场合。所以，你不会仅仅因为你做出了一盒非常棒的巧克力，就可以在几年内把自己的

产品嵌入加州人的头脑中。所以这取决于行业本身的发展方式。沃尔玛在相当短的时间内完成了一项出色的工作——一项令人难以置信的工作。但即使是他们，你知道，他们也不断的在小城镇里学习，他们持续进步，并在过程中改进了他们的技术。但我想说的是，在新的行业中可能会有一些东西。我想说的是，NetJets 拥有可持续的竞争优势。这个行业是在 1986 年理查德·桑图里(Rich Santulli)有了这个想法后才兴起的，在那之后的很多年里，它还处于起步阶段，我的意思是完全的起步阶段。但他已经建立、正在建立和正在加强的，是可持续的竞争优势。但这在很大程度上取决于你所在的行业。可口可乐，1886 年，在佐治亚州亚特兰大的雅各布药房，当时是约翰·彭伯顿(John Pemberton)无意中发明的一种产品。那一天，他有可持续的竞争优势吗？如果他知道，那现在看，他就搞砸了，因为不久之后他就以 2000 美元的价格把专利卖给了阿萨·坎德勒(Asa Candler)。然后，他成功了。这花了几十年的时间，然后当时还有成千上万的竞争者，而且，你知道，当时他们一次只能粉刷一个谷仓，一次只设计一个《周六晚邮报》的广告。还有，在第二次世界大战期间，艾森豪威尔将军去找伍德拉夫先生，说，“我想让每个美国军人都能喝到可乐。”他说，“我想要一些东西，让他们想起家乡。”因此，他在世界各地建立了许多可口可乐灌装厂。这是一个巨大的推动力。但那是在该产品发明大约 60 年后。所以建立竞争优势，在某些产品上需要很长时间，但我可以看到世界上的某些地区在很短的时间内就建立了巨大的竞争优势。我想说的是，在动画长片方面，例如，沃尔特·迪斯尼就做到了。在《白雪公主》(Snow White)和其他几部电影之后，他花了一段时间才赚到钱，但他很快就建立了迪士尼(Disney)，而且在相当长的一段时间里，这个领域没有其他公司。查理？

芒格：是的，有很多不同的模式可以创造可持续的竞争优势。但也有一些模式，你可以非常快的失去竞争优势。问问安达信会计师事务所(安达信会计师事务所(Arthur Andersen)，成立于 1913 年，曾经是全球最大的会计师事务所，2002 年因安然事件被迫退出审计业务)吧。不久以前，这在美国有很好的名声。不过，我认为失去箭牌口香糖的好名声比失去安达信会计师事务所的好名声更难。我认为，随着时间的推移，人们获得了一些非常显著的竞争优势。而投资过程中最大的麻烦是，它们往往是如此明显，以至于股票以非常高的价格出售。

巴菲特：士力架(Snickers)成为排名第一的巧克力棒可能已经有三四十年了。

芒格：是的，在俄罗斯，事实证明每个人都喜欢士力架。

巴菲特：你如何真正做到这一点？你知道，我们做糖果，我们很想取代士力架的地位，但很难想出办法来击败他们。我的猜测是，它们将在 10 年后的糖果棒中继续排名第一，而且这一领域的排名不会有太大变化，如果你

想想你是如何选择口香糖的——如果五年前你在嚼绿薄荷味口香糖，那么在今天你买一包口香糖，它很可能是绿薄荷味。有些事情你会尝试很多，但有些事情一旦你觉得开心满意，你就不会再瞎折腾了。而且，如果你观察自己的习惯和周围人的习惯，你很快就会明白这一点。但还有另一种情况——通常，如果某样东西可以很快获得竞争优势，你也必须担心它会很快失去这个竞争优势。我的意思是，当一个行业处于不断变化的时候，有很多人认为他们是幸存者，或者他们将会蓬勃发展——而事实证明往往并非如此。

15、可口可乐和吉列在各自领域几乎不可战胜

股东：巴菲特先生，我叫皮特·丹纳，来自科罗拉多州的博尔德。我也要感谢你们两位带来的一切。我听到了你对可口可乐的回答——关于可口可乐的问题。在几年前的年度报告中，你将可口可乐和吉列描述为“不可战胜的两大品牌”。在百事可乐成为强劲竞争对手的今天，你是否仍然认为可口可乐是“不可战胜的”？另外，关于美国运通公司，鉴于去年美国运通公司的财务业绩，您现在如何看待美国运通公司？

巴菲特：是的，我认为我使用的术语是“不可避免的”，实际上，但它非常接近于同一件事。我想当我发表这一声明时，我说的是软饮料中的可口可乐或刀片和剃须刀中的吉列。我的意思是，我没有将它们扩展到整个企业投资组合，特别是在吉列。但在刀片和剃须刀业务中，吉列是不可战胜的。吉列目前在全球刀片和剃须刀业务中占有 71% 的市场份额。想想看。我是说，71%。这个产品每个人都知道它是做什么的，你知道，他们知道它在哪里销售，他们知道这是一个高利润的业务。而所有人都知道，如果他们能打败吉列，他们就能赚到钱。但他们不能打败吉列，它现在占据的份额是 71%。这个比例现在可能比我在年报中写的时候还要高一点。实际上，可口可乐现在的全球市场份额比我五年前写这篇文章时要高一些。

我想说的是，5 年或 10 年后，如果吉列或可口可乐在各自的领域失去了市场份额，我会感到惊讶。可口可乐大约卖出了世界上半的软饮料，软饮料的人均消费量基本上每年都在增长，而人均收入也每年都在增长。所以你得到的这些增长，在第一季度可能是 4-5%，但我想去年是 3%。但是，当你占据了半个世界，而世界人口以略低于 2% 的速度增长，你却可以从像软饮料这样普遍的产品中获得 3% 或 4% 的增长，那么你已经做得很好了。在我看来，人们认为一家公司的利润每年可以增长 15% 或 18% 是很疯狂的，特别是当我们的业务占据了全球一半的市场时。这些业务也会得到好的增长，但我想他们不会一直以 15%、12% 或 10% 的速度增长。

可口可乐的生意做得很好。几年前，人们对这些企业的估值变得疯狂，我认为，对于这些企业出售时的估

值，我们通常持一些谨慎的措辞。但是，吉列在刀片和剃须刀行业占 71% 的份额，而在有一些国家是 90%。在美国，也是 70% 左右的份额。这些是人们每天使用的东西的巨大市场份额。在美国，平均每个男人、女人和孩子每天喝 8 盎司多一点的可乐——实际上是每天 9.5 盎司——在他们摄入的 64 盎司液体中。好吧，很明显，你不会从这些领域中获得快速的增长。但可口可乐和吉列基本上都取得了很好的进展。

人们被股票冲昏了头脑——我认为，他们可能受到了太多的乐观刺激，不仅是被华尔街，甚至是被公司的公告——所暗示的潜在收益方面。你知道，在某个地方，不可能有一家非常大的公司，每年增长 15% 或 18%——这在世界上是不可能的。我们也不希望任何人认为伯克希尔可以做到这一点，因为我们无法从一个非常大的基数上做到这一点。这个世界不允许这样。但它确实允许取得合理的进展。可口可乐和吉列，在那些我说他们是不可战胜的领域，做得非常好。

不过吉列在收购方面表现不佳，这是显而易见的。吉列(Gillette)收购金霸王(Duracell)的结果是，吉列把公司 20% 多的股份给了金霸王，而它的业绩远没有管理层或投资银行家在交易达成时所认为的那么好。查理？

芒格：关于最后一个例子，我想说的是，这是正常的结果。当你有一家很棒的企业，你发行它的股票来收购另一家企业，我想说，当中的几乎三分之二都会变成一个糟糕的想法。

巴菲特：GEICO 就是一个很好的例子。GEICO 是一家很棒的公司。非常棒，一天比一天更棒，它由世界上最好的经理托尼·奈斯利(Tony Nicely)在经营。在过去的 20 年里，GEICO 涉及了至少三个我能想到的其他保险业务领域。他们参与了 Resolute 保险公司，这是一家 80 年代中期开始的再保险公司。而这是一场灾难。他们也参与了另外两个，南方的什么，还有一个以 M 开头的。我不知道它们为什么要这么做。我的意思是，GEICO 有非常好的保险业务，但现实世界里，并没有那么多好的保险业务。但这两个都不算什么。你知道，他们在某个时候把它们卖掉了。但为什么当你有一个非常棒的生意时，你要重新开始一个或购买两个明显平庸的生意呢？而这并没有给整个公司带来一丝好处？但管理层——想要这样做是非常正常的。GEICO 的管理层这样做也并不是什么大罪过，因为我们一次又一次地看到这样的事情发生。我可以告诉你：查理和我没有那样的欲望。我的意思是，我们想买一些简单的东西。我们不需要通过做一些非常困难的事情来证明我们的男子气概。

但我想很多管理层都觉得这是必要的。

烟草公司就是这么做的。烟草公司有这些伟大的业务，然而你知道，这让他们恼火，他们喜欢认为自己是商

业天才，所以他们会出去买其他的业务，而这些其他的业务，通常做得并不好。我不是说他们一开始就应该从事香烟生意，但他们不是商业天才。他们的成功，只是因为他们通过销售一种让人上瘾的产品赚了很多钱。这并不能使他们成为商业天才，所以他们想用其他方式来证明这一点，在很多情况下，他们买下了其他企业，然后摔了个大跟头。查理，你对烟草公司还有什么要补充的吗？

芒格：没有，但是我认为很多人都是在上市公司里升到高层的，他们从事过销售、或者工程，或者药物开发，或者诸如此类的工作。而一旦你坐上了最高领导的位置，你就会自然而然地认为你现在什么都知道了。至少，你会想该如何从这些优秀的员工和所有这些外部顾问那里获得智慧，而这些顾问现在都在你身边。所以我认为，人们做出非常糟糕的收购决定，是非常正常的。我想说，大多数时候的确是这样。

16、保持理性，避免认知偏差

股东：我叫保罗·托马西克，来自伊利诺伊州。如果你不介意的话，我想谈谈你的想法。在你发给所有股东的《财富》杂志的文章中，你提到了达尔文的一项实践，即当他发现与既定结论相反的东西时，他会迅速把它写下来，因为大脑会把它推出去。如果你读《物种起源》，达尔文非常小心地避免欺骗自己。他非常小心地提问和回答这些难题。这是一种反馈机制，你已经学会了他的一种反馈机制，以避免欺骗自己。所以这两个问题是这样的：如果你观察，你自己如何思考，查理如何思考，物理学家如何思考，数学家如何思考——你往往会看到相同的模式。你需要运用逻辑。你专注于逻辑。但逻辑是不够的。你必须避免欺骗自己，所以你建立了反馈机制。所以第一个问题是，你是这么看的吗？你的思维方式就像数学家、物理学家和其他一些杰出的商人一样，讲究逻辑，并谨慎地使用反馈机制？第二个问题是关于其他的反馈机制。你的合作伙伴——坐在你旁边是一个很好的反馈机制。当你和查理·芒格搭档时，很难欺骗自己。

巴菲特：对。也很难愚弄他。（笑声）

股东：这不是意外。这个会议也是一个层面的反馈机制，你写年度报告信的方式是一个反馈机制。你们可以就你们开发的其他反馈机制发表意见吗？谢谢。

巴菲特：嗯，你提出了两个非常好的建议。毫无疑问，查理不会接受我说的任何话，而其他很多人会。你知道，这就是这个世界的运作方式。当你有一个伙伴告诉你，“你的思维有问题”，那这是很棒的事。

芒格：不过这种事不常发生。

巴菲特：毫无疑问，人类的思维——人类最擅长的是解读所有新信息，目的是使他们先前的结论保持不变。这是一种每个人似乎都掌握了才能。我们又该如何防范呢？实际上，我们并不能完美地实现它。我的意思是，查理和我犯了很大的错误，因为实际上，我们也不愿意重新审视一些事情。但你知道，这很正常。但我认为年度报告是一个很好的反馈机制。我认为，报告自己的情况，并诚实地提交报告，无论是通过年度报告还是通过其他机制，都是非常有用的。但是，我想说的是，一个不屈从的合伙人，并且他自己非常有逻辑，你知道，这可能是你能拥有的最好的机制。我想说的恰恰相反，要想重新审视问题，你必须确保自己不会陷入其中。

我想说的是，典型的公司组织是这样设计的：CEO 的意见、偏见以及以前的信念，会以各种可能的方式得到加强。我的意思是，你身边的员工知道你想做什么，所以你不会得到很多相反的想法。大多数员工，如果他们知道你想要收购一家公司，他们会给你推荐。不管你的最低回报率是多少，如果它是 15% 的内部回报率——很少有交易能达到这个水平，或者是 12%——他们会带着他们觉得你想要的任何东西回来。如果你的公司是这样组织的，让你有一群披着各种头衔的马屁精，那么你会保持你之前的结论不变，你会得到任何你想要的东西，并不管你的偏见是什么。董事会会不会对此进行太多检查。我见过很少很少的董事会能在对 CEO 很重要的事情上，站出来对 CEO 说，“你不会成功。”你说到点子上了。我们在这个房间里的所有人都希望阅读新的信息，并让它证实我们所珍视的信念。我的意思是，它只是人类系统的一部分。在投资和商业领域，这可能是非常昂贵的。而且，就像我说的，我认为我们伯克希尔有一个很好的组织架构。我认为，美国大多数公司的组织架构都不够好，以避免落入你所说的陷阱。查理？

芒格：是的，我认为即使是在非常痛苦的时候，愿意扭转方向也是有帮助的。当我们坐在这里的时候，我认为伯克希尔是美国唯一一家不经营衍生品业务的大公司。我们最初的决定是允许通用再保险的衍生品承保继续，而推翻这一决定是一件非常不愉快的事情，但我们完全愿意这样做。而没有其他人会这样做。但很明显，至少对我来说，如果说美国的衍生品会计处理是污水，那绝对是对污水的侮辱。（笑声）

巴菲特：我支持这一点。我可能不会选择那些确切的词，我们甚至可能不会用这些词来描述我们为什么摆脱了它，但是——在今年的第一季度，我们将有 1.6 亿多美元的减值来自衍生金融业务。这将在 8800 万美元的损失之后，从通用再保险金融产品衍生品中撤出的又一步。

你知道，那些损失就在那里。其中一些是停工损失，且有大约 3000 万是遣散费之类的。但事实是，衍生品会

计处理在这个国家是绝对可怕的，有很多公司不愿意面对如果他们真的退出会涉及到什么。你看到的是安然公司的衍生品会计正在以一种非常重要的方式逐渐消失。相信我，这不是一笔利润，除非破产法庭允许他们撤销某些合同。在安然这样的地方，**没有什么地方比衍生数据更有可能伪造数字了。他们根据模型进行记账**，他们做了所有这些事情。**你给了一大群交易员创造收入的能力**，仅仅是通过把小数字写在一张没有人能真正检查的纸上，那么它最终可能会失控，它一定会失去控制的。所以我们决定，咬紧牙关，然后摆脱它。

顺便说一句，如果我们继续保持衍生品业务，那我们就会报告 8800 万美元的损失。甚至可能会报出一点小利润什么的，但是，最后，亏损还是会存在的。而且很有可能还会有更多的亏损。因为一旦你进入衍生品领域，最长的合约可能会有 40 年左右。在衍生品上签了 40 年合同的人，你知道，就在那一周，他就可以得到回报。而且，这当中会有一大堆假设，关于 40 年后这一切将如何实现。我想，**你不可能设计出比这更糟的制度了**。最后，你知道，当我们收购通用再保险时，我们并不想进入衍生品这个行业，而我们现在正在退出的过程中。但在这样的事情中，你很难快速地抽身离开。我是说，这有点像地狱。进去很容易，出来很难——非常难。(笑)

* * * 下午场 * * *

开场白

巴菲特：你听过我们在这里谈论我们的管理者的重要性。然而，偶尔，查理和我自己也参与管理。我们通常会很谦虚，不会宣称自己取得了任何伟大的成就。但我们有一个相当令人难以置信的表现，因为查理也参与了它，30 多年前，我们接管了这里。正如你所看到的，我们接手的时候是它的营收是 1.2 亿美元，现在是 4.6 亿美元一年。但我们可能会在未来几年中反弹。(笑声)那是一家也有很多浮存金的公司，它吸引了我们，这就是蓝色印花公司(BlueChip)。尽管蓝筹印花是斯佩里和哈钦森(Sperry&Hutchinson)的仿制品，斯佩里和哈钦森是全美最大规模印花交易的主要发明者，它们的历史可以追溯到 19 世纪。但如果你仔细想想，S&H 的绿色印花或蓝筹印花，它们与飞行常客的里程积分有许多相似之处。你知道，它们唯一的区别是，如果你在杂货店买了很多印花，那么你不得不收集好它们，把它们放在一本书里。而现在，这一切都是电子完成的。但它基本的业务模式与飞行常客里程积分非常相似，而后者对美国公众的影响令人难以置信。但不知何故，我们没能像常客里程完成电子化一般完成转变。我们还没有做出转变——让我们这么说吧，我们没能把它的形式从邮票转变到公众想要接受的形式。但我们每年仍从整个加州获得 4.7 万美元的收入，所以这看起来是一个不错的开始。(笑声)查理和我继续把大

部分时间花在这件事上。(自嘲，意思是其他业务交给伯克希尔旗下的经理人)

1、股东通过慈善事业分享财富

股东：我的名字是莫特·诺夫利。我来自俄亥俄州的克利夫兰。我是和我的妻子艾瑞斯一起来的，她于 1986 年创办了自由女神像收藏者俱乐部(StatueofLibertycollector'Club)。我想亲自告诉你伯克希尔对我来说意味着什么。拥有了它，我们就成了克利夫兰的慈善家。事情是这样的，我们卖掉了所有其他的股票。拥有它们从来都不是一件有趣的事，因为我永远也不能理解为什么我的股票下跌了，而 CEO 的奖金却上涨了。所以，我摆脱了它，我们拿出了所有的钱，我们正在为克利夫兰的孩子们做一些事情。5 月 16 日，我们将派出一个小组(掌声)谢谢，连续十年，我们将送一群来自克利夫兰市立学校的孩子，他们通过在班级和社区中的出色表现赢得了旅行，前往密歇根州迪尔伯恩的亨利·福特博物馆和格林菲利普德村。这对他们来说很有趣，对我们来说也很有趣。我们在凯霍加国家公园为露营者投资了一座建筑，希望我们能够帮助俄亥俄州东克利夫兰的一座图书馆增加藏书，这座图书馆真的需要一切可以得到的帮助。所以，我希望各位先生，你们有更多、更多年的健康，我们有机会看到你们在这个舞台上，或者任何舞台上，只要你们愿意，多少年都可以。我向你们俩致敬。

巴菲特：谢谢。(掌声)伯克希尔的股东数量之多，数量之大，令人惊叹，尤其是奥马哈地区的股东，也许不是特别多——因为他们曾经都是合伙人，其中很多都是 70 多岁左右的人。但是已经有很多东西已经脱离了股票。事实上，有人建议某个人可以写一本关于伯克希尔股东的一些事情的书。我相信你们很多人都知道 Don 和 MidOthmer 的例子。Don 去了奥马哈的中央高中。MidOthmer 的母亲，MattieTopp，是一个很棒的女人，我在 20 或 21 岁的时候开始做证券经纪人的时候，她是我的顾客，当时她经营一家服装店。你知道，他们留下了大约 7.5 亿美元捐给了 4-5 个慈善机构，其中一个在内布拉斯加大学。还有各种各样的事情。我很高兴听到你在克利夫兰所做的。

2、很难挑选制药业中的赢家

股东：大家好，我是来自加拿大多伦多的 JenniferPearlman。巴菲特先生，在 1998 年，有人问你对制药行业有什么看法，当时你的回答是，你认为没有对该行业采取一篮子方法是一个错误。我在想，既然现在制药行业的估值已经大幅缩水，你是否可以重新考虑这个问题。此外，考虑到医疗保健支出超过了通货膨胀，而且该行业存在重要的护城河，我想知道您是否可以与我们分享您对整个医疗保健行业的看法。

巴菲特：查理在这方面可能比我做得更好，但可以肯定的是，随着时间的推移，作为一个行业，这是一个非常非常好的生意。如果你把它的总资本和它在一段时间内赚到的钱都算进去，它是一个非常好的生意。我们确实犯了一个错误，你的记忆是 100%准确的，就像我们——我们之前的会议上所说的，因为我们应该采取一揽子的方法。我们确实买了一点点，但这几乎比什么都不买更糟糕。那是 93 年的事，简直让人恼火。这是我们可以理解的行业，虽然我们不会对具体的公司有很好的见解。所以，如果我们做一些事情，我们会更倾向于在全行业的基础上做。很难对单个公司进行评估。如你所知，百时美施贵宝(Bristol-Myers)最近栽了个大跟头，就连默克(Merck)也跌了回来。因此，很难选出赢家。但我们没有理由不对这个行业采取一揽子策略。在某种估值水平上，这将是我們非常认真考虑的事情。如果它发生了，我们可以投入很多钱，这对我们来说是另一个好处。查理？

芒格：嗯，我的意思是，上一次没有做对。下一次我们很可能也做不对。(笑声)

巴菲特：我不知道他午餐吃了什么。(笑声)

3、可口可乐及其瓶装厂的会计处理

股东：菲利普·麦考(Phil McCaw)，来自康涅狄格州格林威治。你能否讨论一下，您如何考虑可口可乐公司各瓶装厂的资产负债表与母公司的关系，以及您是否将各种监管控制问题视为可口可乐的潜在问题？

巴菲特：某些可口可乐装瓶公司变得非常杠杆化，这些公司通常都是并表的公司。因此，可口可乐母公司当然变得非常杠杆化——它一开始的杠杆化程度就相当高，最近变得更加杠杆化。他们的业务是坚实、稳定的，但盈利能力也并不高。因此，它可以采取杠杆提升收益，因为在某种意义上来说，它的盈利能力不会有巨大的下跌，但它同时也是一个很难大幅提高利润率的业务。所以，如果大部分资金用于偿债，你知道，这是你在评估股权价值时必须考虑的因素。装瓶业务是一个相当资本密集型的业务。平均而言，你可能会花费 5-6% 的收入在资本支出上，仅仅是为了保持不变。在一家企业中，在折旧、利息和交税之前，每一美元可能会产生 15 美分的利润，将其中的 5 或 6 美分用于资本支出是一个相当健康的比例。在百事可乐装瓶公司也是如此。这就是装瓶业务的本质。这就是为什么我更喜欢糖浆业务，而不是装瓶业务的原因。它的资本密集程度较低。我认为装瓶业是一个非常体面的行业。但这不是一个很好的行业，因为竞争非常激烈。我的意思是，在任何一个周末，城里的大超市，比如沃尔玛或其他地方，都会推出各种可乐促销，而这将完全取决于价格。在周末，很多人会根据价格从一种可乐换到另一种可乐。这使得灌装商的生意变得艰难。但这是个体面的行业。但就可口可乐公司本身而言，随着时

间的推移，它的装瓶厂会做得非常好。他们必须赚到足够的钱，才能维持这种资本支出，并赚取合理收益。如果他们遇到了麻烦，那很可能是因为他们为一个灌装厂支付了太多的钱，那就很难了。还有关于可口可乐的第二个问题吗？

股东：我很好奇，当你看到 FASB 对这类问题提出相关会计要求时，你是否会关心自己的合并报表？

巴菲特：这对我们来说真的没有任何区别。我的意思是，最后，可口可乐公司，在我看来这是毫无疑问的，可口可乐公司需要一个成功的装瓶团队，才能作为糖浆制造商繁荣发展。装瓶业务的盈利能力将也能够支撑这一点。而且可乐糖浆业务的资本要求相对较低，所以他们赚的大部分钱都可以用于分红或股票回购。但在可口可乐，没有人会把钱花光，他们的装瓶厂，基本上也不会把钱花光。因此，这根本不是一个大的资产负债表问题。无论这些数字是合并的报表还是其他的形式，经济本质上基本上是一样的。我的意思是，任何情况下最终数字都不会缩小。合并和不合并虽然会显示出不同的比率，但这真的不会改变基本经济实质。查理？

芒格：我不认为它在基本经济层面上改变了什么。但我认为理想的情况是，在世界上，你不会仅仅为了让外表看起来好看而专门改变自己的资产结构。

巴菲特：我们非常关注我们企业的资产负债表、经济状况和现金状况的实际情况，所有这些都是企业的实际情况。有时我们认为会计反映了现实，有时我们不这样认为。对我们来说，这始终是一个很好的起点，但我的意思是，在美国有一些公司——至少有一家公司，至少在去年，在其养老金计划中使用了 12% 的投资回报假设，还有一些公司使用低于 6% 的投资回报假设。我们在看同一家公司的会计报表时，特别是如果养老基金是一个大的组成部分，那么我们会看看，它使用 12% 和 6% 的假设是否合理？但是，在我们看来，我们认为使用 12% 假设的公司不可能比使用 6% 假设的公司更好地利用他们的养老基金。事实上，我们甚至可能认为使用 6% 的那个公司可能会做得更好，因为我们可能认为他们对世界的认识更现实。所以，我们从公司的会计数据开始，但我们已经有了自己的模型，我们知道它们具体是什么样子。我们 100% 拥有的企业也是如此考量。他们中的一些有的有一些债务，有的一些债务都没有，这种情况部分原因是因为历史遗留的。最终，我们得到了适用于他们的同样的衡量标准，无论他们是否碰巧在自己的资产负债表上有一些债务。因为最终，我们不会愿意在伯克希尔有太多的债务。所以，具体会计而言，数字放在哪里并没有什么区别，因为我们都要支付我们所欠的一切，无论它在哪里。虽然不管是 A 公司还是 B 公司都有一点负债，而这几乎是一个意外。

4、新的商誉不能摊销

股东：我叫亚当·丘，来自俄亥俄州哥伦布市。我就读于俄亥俄州立大学。我的问题是，你对商誉会计新准则有何评论？

巴菲特：是的，关于商誉的新标准的问题。实际上，可能是 2000 年的年度报告，甚至可能更早之前的。但我们在年报里说明了，我们认为更好的处理商誉的会计制度，即**商誉不应摊销**，公司的合并应使用"购买法会计"入账。这很可能就是会计处理最终的结果。所以，现在的商誉会计规则与我们所认可的规则是一致的。但过去在很长一段时间里不是这样。你可能会说，我们认为正确的会计方法不符合我们的利益——因为总有些人不愿意收购企业，仅仅因为他们会承担商誉费用。而我认为这对我们没有任何影响。我们只是关注潜在的经济实质。**因此，我们可能会在购买企业中面临更多的竞争**。因为现在，有竞争力的买家不再需要面对商誉的摊销，而这在过去可能会困扰他们，但这并没有困扰我们。我认为目前的商誉会计规则是有道理的。查理？

芒格：嗯，我同意。

5、保险公司的薪酬计划存在很多可怕的错误

股东：我是 Martin Wiegand，来自马里兰州的 Bethesda。感谢您主持了这次精彩的、有建设性的股东会议。也感谢你经营伯克希尔的方式，为美国和世界企业树立了榜样。你让我们以身为股东为荣。我的问题，伯克希尔及其竞争对手的薪酬计划是否与他们发行的定价错误的保单有关？如果是这样，伯克希尔或其竞争对手是否改变了他们的薪酬计划，以正确定价这些保单呢？

巴菲特：顺便问一句，我想我去年也问过你这个问题，你是我认识的马丁的儿子还是孙子？

股东：儿子。

巴菲特：好吧。这很好。我和马丁的父亲是高中同学。事实上，你的芭芭拉阿姨和我也是高中同学。她和我约会了一次，然后我们就这样结束了。(笑声)不是因为我没有再约她出去。(笑声)而是因为我开着灵车把她接走去约会。这有点...(笑声)

我认为薪酬计划会导致很多愚蠢的事情，但我要说的是，在伯克希尔的保险公司，我根本不认为我们的问题是由薪酬计划引起的。我们在这里谈论的是通用再保险公司，因为这是我们遇到问题的地方。我认为通用再保险进行了一次非常成功的行动，并且这次行动持续了很长时间。我认为过去有一些偏离，也许是因为竞争对手在某

些领域也有很大的偏离，而我们为此付出了代价。但我认为，设立合理的薪酬计划这点，并没有与我们渐行渐远。应该要有**理性的薪酬计划**。我们在通用再保险有一个合理的薪酬计划，它与之前的薪酬计划非常相似。所以我不认为这是问题所在。**这在投资界是很难的，当别人的表面功夫做的看起来很好，但你知道，实际上他们变得越来越愚蠢。对很多人来说，不随波逐流、不做同样的事情是很难的。**

这发生在投资中，但也发生在保险中。你知道，保险是一个竞争激烈的世界，你的员工每天都在那里，他们与瑞士再保险、慕尼黑再保险、雇主再保险以及所有这些竞争对手在竞争。你很努力地争取客户，客户说，“我想和你在一起，但竞争对手说如果我去他那里，我就不用做这个或那个，或者我的保单可以再便宜一点”，或者其他什么类似的事情。你知道，这很难拒绝。在某些情况下，**离开甚至可能是一个错误**。所以，我认为可以称之为“文化漂移”。我不认为这是一转变，但它是一个漂移。这在一定程度上是**由公司的经营环境造成的**。我花了好大的劲才把它改变回来。就我们现在所拥有的东西而言，它可能比以往任何时候都强大，但我不会把它归因于薪酬制度。**但我见过很多令人憎恶的薪酬制度，导致各种我认为不符合股东利益的行为**。但我们在伯克希尔没有太多这样的机会。查理？

芒格：是的，我认为如果你在美国谈论一般的股票期权计划，你会看到很多可怕的行为。毫无疑问，它们在其他地方做了很多贡献。但总体而言，它们是否利大于弊，我不知道。我认为，特别是，如果你有一家公司，一个人已升为 CEO，并且他现在拥有公司数亿美元的股票。几十年来，他一直忠于公司，而公司也一直忠于他，当他已经老了的时候，他**让董事们每年给他一份很好的股票期权，以保持他对公司的忠诚，以及他对事业的热情，我认为这很疯狂。**

巴菲特：当他离开公司时，再授予期权怎么样？

芒格：我也认为这是不道德的。(掌声)我认为，如果你在高管 60 多岁时给予他们股票期权，你也不会改善梅奥诊所(MayoClinic)的外科医生或 Cravath,Swaine&Moore 的合伙人的行为。我的意思是，**到那个时候，你应该已经有了坚定的忠诚，你应该更多地考虑为公司树立一个正确的榜样，而不是你是否为自己再拿一个亿。**(掌声)

巴菲特：是的，我们有一个案例。我们继承了一些期权计划，因为我们并购的公司有这些计划。在某些情况下，以当时的现金价值作结算；而在某些情况下，计划可以继续，这视情况而定。但在伯克希尔，有些期权的持有人意外地赚了更多的钱，你知道，这不是故意的，但它发生了。**在通用再保险公司的经营贡献导致伯克希尔内**

在价值下降的时期，持有通用再保险公司股票期权的人却赚了更多的钱。在大多数情况下，我们大多数业务的经理基本上都交出了很好的经营结果，而我们在通用再保险公司的经营结果很糟糕，但通用再保险公司通过期权获得的资金，却远远超过了所有其他实体的总和。但这是一个意外，而这就是问题所在，它可能导致极其反复无常的薪酬安排，而这与人们的表现无关。在某些情况下，他们因此获得了巨大的利益，而在其他情况下，人们做了伟大的工作，但他们的努力被股价所否定(意思是股价太低无法行权，以至于薪酬收益不佳)。

在伯克希尔，对于我和查理的继任者来说，任何在伯克希尔处于最高职位的人都有责任为整个公司分配好资源。为旗下的经理人制定一个合乎逻辑的期权计划，这将是有意義的，但需要他们要对所发生的事情负责。但一个合乎逻辑的薪酬期权计划，每年都应该要有资本成本。我们不分红，那凭什么免费从你们那里拿钱？我们可以把薪酬直接放在储蓄账户里，而这不需要我们做任何事情，期权就会增值。比如 10 年期的固定行权价格期权将为运营该公司的人带来巨大的价值——如果他们有很大的期权份额，那么经理人只需要将钱存入储蓄账户或购买政府债券，他们的期权价值就可以获得巨大的增值。因此，在我看来，必须要考虑一个资本成本因素，以使选择公平，这样才能在某些情况下有意义。同时，期权不应以低于公司内在价值的价格被授予出去。一位首席执行官说，“你知道，当有人来到这里想要收购这家公司，我的股票价值在合并时低得离谱”，但随后，他就以相同的价格授予自己一个期权，而他刚刚还说这价格低得离谱。这件事让我很困扰。所以如果有人说，“我们今年不想以低于 30 美元的价格出售这家公司，因为它以后的价值会高得多，你知道，我的想法是期权应该是 30 美元，即使此时股票价格只有 15 美元。”要不然，你就可以因为股价相对价值较低而获得一个溢价收益。而我从来没有对此感到太兴奋过。查理，你对期权有什么进一步的想发吗？

芒格：在这个问题上，我们与美国其他公司的做法非常不同，你知道，我们可能听起来像是强尼一号的音符 (JohnnyOneNotes，俚语，指五音不全不善歌唱的人)，但我认为我们从未对讨论这个话题感到厌倦。(笑声)在美国，企业薪酬方面存在很多可怕的错误。而使用股票期权的系统，理论上来说，它们真的不需要任何成本，这造成了大量的过度投资。而这种过度行为对国家是不利的。你知道，亚里士多德说，当人们看到不同的结果，并基本上认为它们是公平的，那么整个系统就可以工作得更好。当很大一部分人认为公司的薪酬制度不公平时，这显然对整个国家是不利的。(掌声)

巴菲特：不过，改变是很难的，因为基本上，公司的首席执行官们都在做着改变。我是说，他们控制了整个

过程。你可以有薪酬委员会等等，但作为一个实际问题——我已经在 19 个上市公司的薪酬委员会工作过，查理也在其中很多委员会工作过。最终，CEO 们往往会得到他们想要的东西。他们想要的东西(指期权)每年都在增加，因为他们看到同行其他人每年都得到更多。这是一种棘轮效应，同时各种顾问们煽风点火。这很难改变。而现在，公司的 CEO 纷纷涌向华盛顿，做各种各样的事情试图说服、威胁你的民选代表，不要把期权费用计入到利润表中。事实上，我认为这是一种耻辱。因为，你知道，这个群体在这个体系下过得很好，但他们不想期权费用记录在利润表上，但这显然是薪酬费用，因为他们知道(一旦这么做的话)，他们可能就无法行权得到这笔薪酬了。就这么简单。它不是基于任何更复杂的东西。(掌声)

6、浮存金规模并未限制投资，股票价格太高会限制

股东：下午好。我是大卫·温特斯，来自新泽西州山地湖。巴菲特先生和芒格先生，感谢你们主持价值投资者的“伍德斯托克音乐节”(Woodstock)。我知道这对每个人来说都很有趣，我想对你们来说也很有趣。假设低成本浮存金的增长和过去的过错不会阻碍浮存金规模的增长，那么浮存金的规模是否会带来一些限制，以至于会影响到未来投资的分配？比如使其转向更高质量的固定收益债券，而不是投资于可以随时间增长的股票票息(即股票)或套利？除此之外，如果股市整体估值下降，那么伯克希尔似乎处于非常有利的位置。

巴菲特：嗯，我认为答案是，如果估值下降，我们可能处于相当有利的位置。这是个好问题。如果你有 370 亿美元的浮存金，你会不会比你用 5 亿或 10 亿美元进行常规投资时受到更多的限制，就像我们不久前那样？只要你有巨大的资本头寸(我们现在有，将来也会继续有)，只要你有很强的外部盈利能力(我们现在有，将来也会继续有)，我认为我们就不会受到太大的限制。我的意思是，相对于我们在很长一段时间内看到的任何一种支付模式，我们总是希望有一个显著的流动性水平。但我们未来还是会在独立于保险业务外，拥有如此多的资本和如此强大的盈利能力，并拥有如此多的流动性，以至于我们真的能够随心决定应如何配置资产。简单地说，就是把资产配置在我们看到的拥有最好的潜在回报并几乎没有风险的地方。有时候，我们认为股票在极其便宜的时候几乎没有风险。我们现在没有看到这种情况，但我们可能会再次看到。我不认为到时候我们会受到很大的限制。查理？

芒格：是的，我们的限制不是来自于浮存金结构，而是来自于对股票普遍缺乏热情。我们增加债券的持有只是一种默认选项。

7、黄金价格不是评估企业价值的因素

股东：尊敬的巴菲特先生和芒格先生，我叫阿德里安·库尔，是一名来自香港的股东。感谢您一如既往的领导和激励。听你说话总是很棒。如果可以的话，我想问两位先生一个问题，分为两部分。也许我可以在你回答完第一部分后再问第二部分。问题的第一部分与你在我们的股东材料中所包含的 12 月 10 日的《财富》文章有关。在这篇文章中，你提到人们不能用国民生产总值 GDP 增长的差异来解释市场回报的显著差异。然而，人们可以用利率来解释这种分化。我的第一个问题是：主席先生，如果你看看你所提及的两段时间，即 1948-1964 年及 1964-1981 年期间的黄金价格，我怀疑这种解释(通过黄金价格来解释市场回报的显著差异)是否更清楚？我认为合乎逻辑的原因是，1948 年道指为 177 点——是 1929 年 381 点水平的一半，这是因为如果以美元黄金计价的话美元贬值了 71%——从每盎司 20.5 美分贬值到每盎司 35 美分，在考虑到你提到的 1940 年代创纪录的 50% 投资收益后，这将使得道指现在的公允价值达到 166 点。

巴菲特：是的，我在一个经常谈论黄金的家庭长大——我的姐妹们也在这里。所以这些年来我一直在思考这个问题。我真的不认为黄金的价格与企业的估值有任何关系。它可能反映了在特定时间内这些企业的价格所发生的某些事情。但我不会考虑这点——我的意思是，黄金价格不会以任何方式、形状或形式进入我的思维，不会影响我今天、一年前、十年前或明天对一家企业的估值。当我们看 Larson-Juhl，这笔定制相框公司的交易时，我不会把它与黄金联系起来。黄金不会是我们考虑的一个因素，它并不比其他商品更重要。但你知道，它对一些人有一定的影响——但我们不认为它是一项有趣的投资，我们也不认为它是评估其他投资的标准。查理？

芒格：是的，沃伦说得对，一般来说，利率在决定股票价值方面非常重要。我认为他说黄金非常不重要也是对的。

巴菲特：问题的第二部分呢？

股东：谢谢你，先生。我问题的第二部分是：鉴于你对黄金的假设，如果你考虑到美元对黄金的价值大幅下降，假设下降 40% 或更多。考虑到 1929-1948 年和 1964-1981 年这两个时期黄金与美元贬值的正相关关系，而与你所研究的另外两个领域的负相关，你是否愿意调整你对未来十年普通股的 7% 的预期年回报率？同时，你能不能评论一下你对其他所有主要资产类别的预期回报率，比如债券，房地产？你认为哪一个能为投资者提供最好的价值？非常感谢。

巴菲特：好吧，除非在特殊情况下，我的预期利率——我对债券的预期收益率就是债券在给定时间产生的。

我不认为我比债券市场更聪明。现在，你可以说，**当这些利率上下波动时，这是否意味着我的折现标准在上下波动？**答案非常接近于“是”。我的意思是，我不知道债券的正确利率是多少。我想如果有——我对经济前景与投资回报之间的相关性非常谨慎。我的意思是，我花了几年的时间在这类事情上——我尝试将股票价格与世界上的一切联系起来。

但最终，**一家企业或任何经济资产在其生命周期内，都将以现金的形式产生价值。**如果你拥有油田，拥有农场，拥有公寓——比如说有了油田，关键就是你能从油田中得到什么。但不管它是什么，它都值得产出石油的折现价值。然后你必须对未来即将产出的石油的数量和价格作出估计。在农场，你可以对作物产量、成本和价格进行估算。而公寓，你要对租金和运营费用做出估计，以及它能持续多久，以及人们何时会建造其他新的公寓，未来哪种公寓会让潜在的租户会觉得更好，等等。**但所有的投资都是为了将来收回更多的钱。现在，有两种方法来把钱拿回来。一种是从资产本身会产生什么考虑，这是投资。另外一种是其他人以后会付你多少钱，而不考虑资产的产出，我称之为投机。**所以，如果你关注的是资产本身，你就不会关心报价，因为资产会为你产生资金。这就是整个社会所有人将从投资该资产中获得的東西。然后还有另一种看待它的方式，那就是认为明天有人会为它付钱给你，即使它毫无价值。这只是一种赌博。

当然，社会整体最终也不会从中得到任何好处，但**一个群体的收益是从另一个群体的损失中获取的。**当然，在几年前的泡沫中，这种方式运行到了极致。当时人们买入的所有这些东西都不会产生任何回报，但是在短期内发生了大量的财富转移。作为投资，你知道，它们是一场灾难。而**作为财富转移的手段，它们对某些人来说是极好的。**对于处在财富转移另一端的其他人来说，它们就是灾难。**我们不关心某样东西是否有报价，因为我们不会带着把它卖给别人的想法去买它。**我们看的是业务本身会产生什么。我们在 1972 年买了喜诗糖果。它的成功是因为它随后产生的巨额现金。而这并不是基于我每天给经纪行的人打电话说，“我的喜诗糖果的股票价格多少？”这就是我们处理任何投资的思维方式。

在利率预测上，我的记录不是很好。几年前，我买了一些房地产投资信托，因为我认为它们被低估了。为什么我认为它们被低估了？因为我认为，就这些公司拥有的资产而言，它们可以生产 11% 或 12% 回报。而我认为 11% 或 12% 的回报率是有吸引力的。现在 REITs 的售价更高了，你知道，它们就不像以前那么有吸引力了。但你只要看看每一种资产类别、每一家企业、每一个农场、每一个房地产投资信托基金，无论它是什么，然后说，“随

着时间的推移，它们可能会产生什么？”这就是它的价值所在。它可能会在**不同的时间以非常不同的价格出售，但这只是意味着一个人对另一个人的利润**，这不是我们的游戏。查理？

芒格：是的，普通股的价格难以预测的原因是，一个**流动性很强的普通股市场**时不时会在市场的各个领域或**整个市场中制造出一个庞氏骗局**。换句话说，你有一个自动的过程——**人们被吸进去**，其他人进来，因为它上个月或去年的回报不错。它可以一直到一个完全荒谬的估值水平，**并且这个估值水平可以持续相当长的时间**。试图预测这类事情，有点像庞氏骗局。如果你愿意的话，如果你花费精力在普通股的估值中，从本质上来说，这将是**非常非常难预测的**。但正是这一点使得**做空股票变得非常危险**，即便是在股价被严重高估的情况下。很难知道除了已经存在的估值过高之外，它们还会被高估到什么程度。我不认为你会通过观察黄金价格或任何其他相关性来预测市场中的庞氏骗局效应。

巴菲特：查理和我，我们可能已经就至少 100 家公司达成了一致，我们认为这些公司是骗子，你知道，它们的价格就是泡沫。不过**如果多年来我们一直做空这些股票，我们现在可能已经破产了。我们在做空这一点上正确的概率，可能只有百分之一。真的，很难预测查理所说的庞氏骗局会走多远**。在大多数情况下，这不是一个真正意义上的骗局，因为它并不是由一个人所炮制的。**这是一种自然现象**，似乎得到了销售人员、投资银行家和风险资本家等人的悉心培育。但他们不会坐在一个房间里解决问题。它只是以某种方式**利用了人类的天性**，它创造了自己的动力，然后最终它破裂了。**没有人知道它什么时候会破裂，这就是为什么你不能做空**，至少我们没有发现做空这些东西是有意义的。但它们是可识别的。你知道你面对的是这些疯狂的事情，但你不知道它们能到多高，或者什么时候会结束。而那些认为自己能做到的人，有时也会在里面参与游戏。有一些人认为可以利用它获得好处，关于这点也是毫无疑问的。你不一定要有 200 的智商才能看到这样的一段时期，才能想出如何将大笔财富从别人手中转移到你手中。你只需要知道，最近几年，这是一种大规模的现象。这不是资本主义令人钦佩的一面。

8、股票期权作为补偿不是罪恶的，但必须记为费用

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我的名字是 HoNam(pH)，我来自加利福尼亚州的旧金山。我有一个问题，与你刚才谈到的一个问题有关，即关于股票期权是否应该计入费用并反映在公司损益表上的争论。在目前的制度下，由于行使期权稀释了每股收益，股东承担着股票期权的负担。作为发行股票期权的公司的股东，我认为我可以接受，**特别是在创业型公司**，它们可能没有足够的现金从更大的竞争对手那里吸引人才，或者是在有

年轻员工或低级别员工的情况下，**如果不使用期权，他们没有现金购买股票**(以分享公司的经营成果)。我有两个问题。如果公司被要求支付股票期权费用，这会影响损益表，这会导致股票期权影响的重复计算吗？第二个问题是，如果股票期权的使用在很大程度上被取消，这是否会影响有助于**推动创新和增长的创业型公司的竞争力**，并在股东和员工之间创造更多的分界线？

巴菲特：第一个问题是，没有必要重复计算。举个例子，假设一家公司发行了 100 万股股票，每股售价 100 美元。假设授予 900 万股股票的期权——我们会假设得极端一点——授予价格每股 100 美元。那么在那一刻，你已经给了管理层未来 90% 的好处。我们再这里举的是一个非常极端的例子。而这对股东来说是一个巨大的成本。现在，非常有趣的是，如果股票以每股 100 美元的价格出售，那么公司完全摊薄后的收益与当年的基本收益完全相同，因为**摊薄的收益根本不计算在当年的基本收益里**。如果股票以高于每股 100 美元的价格出售，除非售价为高于 100 美元的部分和回购股票的支出之和，否则都没有考虑摊薄效应。因此，不存在重复计算。你可以发行那 100 万股，以 100 美元/股的价格再发行 900 万股股票的期权，这一事实无疑会导致公司价格实际跌至远低于 100 美元/股的水平，而按照目前公认会计原则报告稀释收益的方式，则不会显示收益的稀释。

第二个问题是，如果你费用化期权，是否会阻碍期权的应用。好吧，你知道，当人们发行期权的时候，人们提出的论点是，这比给人们现金补偿对公司的好处更大。特别是对于年轻的和即将成立的公司来说，这可能比现金补偿更方便。但事实上，你正在做的事情，是以一种比现金支付更有效的方式支付回报给人们，因此你不应该记录付款——我从来都认为这是正确的。**我不反对在某些条件下的期权**。我从来没有采取一刀切的立场，认为期权是有罪的，或诸如此类的事情。**我只是说它们是一种开销。为了让人们了解你的真实盈利水平，你应该记录所有的支出**。如果一家公司不能诚实应对，你知道，我认为它们最终会遇到麻烦。就像我们说过的，你可以用期权的形式向我支付保险费。的确会有很多公司，我会很乐意接受期权，并给予他们承保。我甚至会接受高于市场价格的期权。如果给我一个 10 年期期权，行权价仅比其市值高 50%(特指好公司)，我们将接受这个期权——背后代表了适当数量的股票——并用它来代替现金。但这意味着，我们得到的东西的价值比同等数量的现金更好，而我们认为以期权形式支付给我们的公司对应的产生了费用。我们得到了一些有价值的东西，他们放弃了一些有价值的东西，这就是我们的收入和他们的支出。我认为，**所有反对期权费用化的人，都是那些知道一旦费用化，他们就可能得不到那么多期权的人**。你知道，他们希望现金不要被花掉，但他们不能侥幸逃脱——

芒格：是的。(笑声)

巴菲特：如果你有一条会计规则，规定 CEO 的薪水不应以现金计算，相信我，CEO 们会努力维护这条规则。我的意思是，因为他们会觉得如果不把钱花出去，他们会得到更多的现金，期权也是一样的。这是另一个我很感兴趣的论点，我前几天刚读过相关资料，他们说，"好吧，期权太难估值了。"现在，我已经以各种形式回答了这个问题，但是我注意到，**戴尔电脑公司有大量的看跌期权**，这会让他们在看跌期权上花费很多钱。如果一家公司说，"我们无法计算出期权的价值，因此我们不能费用化它们"，而同时又在交易价值数十亿美元的期权，那么他们就是在说，"**我们在购买或出售数十亿美元的期权，但我们不知道如何评估这些东西的价值。**"这让我觉得有点似是而非——就像他们说的，**有点脱节，认知失调**。查理？

芒格：是的，例如，**我完全不反对风险投资公司中的股票期权**。但是著名的风险投资家所提出的观点，即"不将股票期权费用化是合适的，因为如果你将其费用化，就会将股票期权重复计算"，这是一个疯狂的观点。**股票期权既是一种费用，也是一种稀释，这两个因素都应在适当的会计核算中加以考虑**。正如风险投资家约翰·杜尔(John Doerr)所反驳的那样，他公开表示："如果这是我工作的一部分，我宁愿在妓院弹钢琴谋生。(笑声)"

巴菲特：我们总是在下午得到些好观点。(笑声)但我希望孩子们都睡了。

9、很难预测泡沫破裂后会发生什么

股东：下午好。我叫鲍勃·巴登，来自纽约的罗蔡斯特。芒格先生，今天早上，在讨论指数基金时，你用了日本的例子作为一个主要指数长期表现不佳的真实例子。事实上，从 60 年代早期到 70 年代中期，标准普尔 500 指数的实际跌幅超过 60%。你能讨论一下你用来考虑通货膨胀或通货紧缩对你的投资决策的影响的心理模型，以及在未来十年发生通货膨胀或通货紧缩的可能性吗？

芒格：嗯，这个问题部分容易，部分困难。**如果利率大幅上升，显然会导致股价大幅下跌**。在你所说的美国的那段时期，就发生了很多这样的事情。日本的有趣之处在于，我认为没有人会认为，一个主要的现代凯恩斯主义民主国家，在工程、产品质量、产品创新等方面普遍存在良好的文化，会有一段时间在没有大萧条的情况下，在 13 年的时间内出现负回报。我认为——它会在利率下降的时候，而不是上升的时候。我认为这是如此新奇，以至于过去的模型完全无法预测它。但我认为这些异常现象总是非常有趣，我认为美国人认为在阿根廷发生的事情、在日本发生的事情永远在美国是完全不可想象的。这种想法是疯狂的，它们并非完全不可想象。

巴菲特：日本的股票价格有巨大的泡沫，而现在利率几乎为零。随着时间的流逝，这个国家并没有消失。人们每天都在工作，你知道，日经指数现在的价格是几年前的三分之一。这是个有趣的现象。

芒格：以及政府在整个时期都在尝试巨大的财政刺激。

巴菲特：我认为，后泡沫时期，取决于泡沫有多大，以及有多少人参与其中，但我认为，后泡沫时期可能会产生的后果不是每个人都能够很好的预测的。

10、格雷厄姆的对冲模型

股东：大家好，我是史蒂夫·罗森伯格。我 22 岁，来自密歇根州安阿伯市。很荣幸来到这里。首先，我要感谢你们两位，你们为我和其他许多人树立了英雄和积极的榜样。比起你的成功本身，我更尊重你无与伦比的正直。我有三个小问题要问你。首先是像我这样的年轻人如何发展和定义他们的能力圈范围。第二个问题涉及创造性会计规则，在多年来那些拥有巨大增长和成功的故事中所起的作用。我马上想到了 GE、泰科(Tyco)和 IBM，但我希望您也能讨论一下与可口可乐有关的问题。一些人说，他们决定将体系中的大部分资本投入剥离给资本回报率低的灌装厂，这是一种创造性的会计处理形式。另一方面，其他人反驳说，乍看之下，比如说市净率指标，可口可乐的估值实际上并没有看起来那么高，因为上市公司基本上赚取了整个体系中所有的经济利润。我的最后一个问题是，你是否可以评论一下 A.W.Jones 模型，即同时做多/做空股票模型。我明白，像伯克希尔这样规模的资金采取这种策略是没有意义的。但在我看来，在组合中做空似乎也令人难以置信的有说服力，因为它们甚至给出了做空的内在结构和数学回报。我在想，你能不能再多说一点，为什么你会在一篮子的 100 个骗局中输钱。

巴菲特：是的，这是一个有趣的问题。我们将以相反的顺序开始。很多人会想到 A.W.琼斯(A.W.Jones)，他曾经是《财富》杂志的撰稿人，在 60 年代初或大约那个时候，甚至是 50 年代末，他开发了最著名的对冲基金。对于一些听众来说，A.W.Jones 最初的想法是，他们将做多和做空的数量大致相等，并拥有一个市场中性基金，这样市场的走向就不会产生任何影响。随着时间的推移，他们并没有真正坚持下去。我甚至不确定 A.W.琼斯是否说过他们会这么做。但是他们，你知道，有时他们会做多 140%，做空 80%，所以他们会有 60%的净多头，或者其他什么。在此期间，他们并不是市场中性的，但他们确实是根据做多似乎价格过低的股票和做空价格过高的股票的理论来操作的。就连美联储，在几年前的一份关于长期资本管理公司的报告中，也将 A.W.Jones 誉为对冲基金理论之父。

正如米基·纽曼知道的，如果他还在这里的话，我想是在 1924 年，本·格雷厄姆建立了本杰明·格雷厄姆基金，它完全是按照这些原则设计的，它甚至使用了配对证券。换句话说，他会研究通用汽车和克莱斯勒，然后决定他认为哪一家的价值相对于另一家被低估了，然后做多一家，做空另一家。所以，这个想法——让他得到了一定比例的利润。它拥有当今对冲基金的所有特征，除了它是在 1924 年成立的。我不知道本是不是第一个这样做的人，但我知道他比美联储认为是第一个这样做的人早了 30 年，而且许多人现在还在谈论 A.W.琼斯(A.W.Jones)是第一个。本并不觉得这特别成功。他甚至在他的书里写了一些——关于他用这种方法遇到的问题。在我的记忆中，有相当高比例的配对投资效果很好。他是对的。被低估的价格上涨，而被高估的价格下降——或者说两者之间的价差缩小了。但是四次中的一次，或者不管是什么，他错了，损失的钱比他之前正确的三次的平均收益要多得多。我所能说的是，我一生中做空过股票，在 1954 年有过一次特别痛苦的经历。即使是十年后再看，我也没想明白，当初我做空的理由哪里有问题。但仅从 10 周后的观点来看，我肯定是错了，这恰好是与我投资所相关的时期，在此期间，我的净资产蒸发了，我的流动资产流动性变差了，等等。所以，我能告诉你的是，通过做空赚钱，这非常困难。

当然，有趣的是，A.W.Jones 是 1960 年代末的宠儿。卡罗尔·卢米斯(Carol Loomis)在这里，她写了一篇文章名为《The Jones Nobody Keep Up With》。这是一篇非常有趣的文章，但 1979 年没有人写关于 A.W.Jones 的文章。我是说，这是因为有些地方出了点问题，他的行为有很多副作用。事实上，卡尔·琼斯、迪克·雷德克里夫都没能按照他们事先设定好的轨迹行事。在很多很多偏离轨道的人中，他们中有很高比例的人都死于自杀，这些人包括出租车司机、后来的工作——所有的一切。这些人是——有一本 60 年代末写的书，里面有很多图片。我不记得它的名字了，但它展示了所有这些人的肖像，这些人在对冲基金业务中非常成功，但他们没有推出第二版。所以，这很艰难。从逻辑上讲，它应该是有效的，但数学上——你不能做空很多东西。但如果你有钱的话，你可以一直买到最后。甚至如果需要，你可以买下整个公司，但你不能做空整个公司。

一个叫罗伯特·威尔逊的人，他的故事很有趣。他是一个非常非常聪明的人，他有一次去了亚洲旅行，做空了国际酒店集团(Resorts International)或者是玛丽·卡特的油画(Mary Carter Paint)，它那时候还叫这个名字。但在他回到美国之前，他损失了很多钱。他是个很聪明的人，他做空股票赚了很多钱，但只需要一个错误就足以致命。随着股票的上涨，你需要越来越多的钱作保证金。当一只股票下跌时，如果你最初是做多，并且不是用保证

金买的，你并不需要越来越多的钱。你只需坐下来，看看你的投资决定到底是对还是错。但你不一定能坐下来看看自己做空一只股票的做法是否正确。我想我会让查理对此发表评论，然后再回答你的其他两个问题。

〈罗伯特·威尔森 Robert Wilson〉

华尔街做空之神 Robert Wilson 于 1969 年合伙创立了 Wilson&Associates 互助基金专营做空业务。他曾在 1978 年对国际酒店集团的逼空之战中几乎全军覆没，被福布斯称为“现代史上最惨烈的逼空大战”。1978 年 5 月，他在国际酒店集团在大西洋城开设第一家赌场后，对其建立了 2 万股空仓。他当时的想法是，随着越来越多的赌场进驻大西洋城，随着后来的赌场越来越华丽，国际酒店集团将面临激烈的竞争。虽然市场走势从一开始就与他的押注相反，但 Wilson 表现得非常淡定。他告诉福布斯：我正在被钉上十字架，但我可能做更多空仓。当年秋天，国际酒店集团的股价从 19 美元蹿升至 190 美元。在此期间，Wilson 却在环球旅行，他去了挪威、香港、澳大利亚等地。而在 1978-1979 年，整个华尔街都陷入了对赌博/赌场股票的狂热投机之中。Wilson 的经纪人最终成功地说服他接受约 3 千万损失平仓离场。1986 年他选择了退休，专注于自己的慈善事业，捐助多个艺术组织和慈善机构，其晚年生活也十分节俭，2013 年因中风之苦跳楼自杀，他将遗产捐赠给了环境保护事业。虽然他在华尔街以做空见长，但却是价值投资理念的坚持拥护者。

亚当斯密 Adam Smith 采访罗伯特·威尔森 Robert Wilson

AS：约翰·邓普顿居住在巴哈马他自己的花园豪宅里，沃伦巴菲特生活在奥马哈，他们两个都认为远离纽约让他们避免了每天超载的信息量。您是如何在纽约这样的环境下生存下来的？

RW：首先我会觉得无论生活在巴哈马或者奥马哈，我都会感觉很无聊。其次，我所有的成就都是在我来到纽约后获得的。与他们那些杰出的绅士不同，我不是一个依赖原创思想的人，我对其他金融家的想法更感兴趣。在这个行业，纽约的聪明比其他任何地方都多。我认为我跟他们最大的区别在于我是一个派生思考者。

AS：很多人认为您不能一直跑赢大市，但是您却做到了，那您的投资理念是什么呢？

RW：我的理念是去投资收益快速增长的股票，同时做空收益迅速收缩的股票。我喜欢做一些大起大落的投资，比如在短时间内具有巨大潜力暴涨或者暴跌的投资。我经常告诉那些给我投资建议的股票经纪人：如果他们没有暴跌 30% 的潜力，我就不会买。我对负面下跌风险不大的股票不感兴趣。如果它的下行风险有限，那么上行潜力也有限。所以我的投资风格是从相对平静的生活寻找充满刺激的一种方式。

AS：您怎样寻找收益率高速增长的公司呢？

RW：我倾向于坐在我的办公桌前等待经纪人的电话，我会支付他们很高的佣金。

AS：但收益率暴涨的公司，股价不应该已经水涨船高了吗？怎么还没有基金公司找到他们呢？

RW：只有当市场对某只股票的评价发生转变的时候，才有机会赚到钱。我会专注那些收益还没开始上升的股票，或者收益已经开始好转但之后会继续加速增长的股票，市场对他们的评价必须向好的方向走，才能保证赚到钱。如果购买一只股票单单是因为过去三年的收益中每年都增长了 30%，这样是不会赚大钱的，因为当收益增长放缓的时候，股票的价格会大幅下跌。

AS：那您给我讲一下做空方面的经历吧，您难道没有做空失败过吗？

RW：有过，在 70 年代股市趋势大幅度下跌的时候，我做空了大概一千种不同的股票，但其中有 5 只股票亏损巨大。当时我觉得做空能力就像神一样，只要是我选中的股票，那只股票价格就一定会下降。这种骄傲自大会发生在所有人身上，在华尔街尤为常见，因为我们金融界，经常一段时间百发百中，一段时间一无所获。无论我们错了多少次，只要有一段时间百发百中，就觉得自己太牛了。由于过于骄傲自大，我损失了很多钱，还登上了华尔街日报的封面。我一直渴望登上华尔街日报的头条，但没想到是这样的方式。

AS：如果一个年轻人问您，他该怎么做才能在未来的几十年中累积一大笔财富，您会跟他说什么呢？

RW：金钱是抽象的说是世界上最重要的东西，但对于大多数人的来说，金钱并不是生活的唯一。

AS：在您的心里，对于您的投资生涯有没有什么目标？

RW：我想赚十亿美元。我不确定能否做到，但我会尽力尝试。结果不重要，重要的是过程。

芒格：嗯，他问了关于创造性会计的问题，并指出了某些公司的名字。我不会同意所有这些公司都是明显有罪的，尽管我确信整个集团都有重大的罪孽。创造性会计是对文明的绝对诅咒。你可以说，人类最伟大的发明之一是复式记账法，这样我们就可以更好地管理经济事务。这最早是意大利北部由一名僧侣发明传播的。任何让这

个伟大的体系变成某种欺诈和愚蠢的工具，从而破坏僧侣的本意，都会给这个国家造成巨大的损害。现在，我认为在一个民主国家，往往需要一个大的丑闻才能引起足够的改革。安然事件可能会带来一些有利的后果，因为这肯定是在很长一段时期内见过的最令人厌恶的错误商业文化的例子。特别有趣的是，它最终接纳了很多你不会想到他们会陷入漩涡的好人。我认为我们总是会遇到安然式的行为，但在未来几年可能会有所缓和。

巴菲特：这是一个关于会计和经济利益分配的问题，利润到底应该在装瓶业务中还是在可乐糖浆的生产中？我刚刚读完可口可乐泛美分部和巴拿马分部的年度报告，这两家是拉丁美洲的两大瓶装公司。我想说的是，他们赚的钱相当可观。但拥有可口可乐的商标会赚更多的钱。它不是生产糖浆的工厂。而这正是可口可乐商标是巨大的价值所在。这个商标也是喜诗糖果的巨大价值所在。你知道，那些都是非常大的资产。我想说的是，作为一家灌装厂，你可以赚很多钱。多年来，许多灌装商都变得富有。但如果让我在拥有商标和拥有装瓶业务之间选择，我宁愿拥有商标，但这并不意味着装瓶业务是一项糟糕的业务。灌装厂的赚钱能力是建立在商标的基础之上的。我的意思是，这就是为什么装瓶系统是有价值的原因，因为它有权出售带有可口可乐商标的产品，这种产品可是每天都有数以亿计的人进去点名要。显然，分销该产品的权利价值不菲。我不认为在这类事情上有任何会计问题。如果可口可乐公司不拥有任何一家装瓶厂的股份，但即使可口可乐对自己的灌装厂没有任何利益关系，我认为可口可乐的经济状况也会和它们现在的情况也会非常、非常相似。我的意思是，灌装厂仍然能够借到很多钱，仅仅因为它们与可口可乐公司有合同关系，这很重要，这将使它们能够通过销售产品赚到可观的钱。但它们赚的钱不会像你拥有可口可乐商标时赚的钱多。这就是它的工作方式。第一个问题是什么？

股东：这是像我这样的年轻人如何定义和发展一个能力圈。

巴菲特：哦，是的，这是个好问题。我想说的是，如果你对自己的能力圈范围内的事情有疑问，那就不是你的能力圈。换句话说，我会看下企业的名单，我敢打赌你可以理解一个可口可乐装瓶厂，你可以了解可口可乐公司，你可以理解麦当劳，你也可以在一定程度上理解通用汽车公司，但你可能无法对它进行估值。有各种各样的生意，你当然可以理解沃尔玛，同样也可以理解好市多，但这并不意味着你是否能够决定价格应该是多少。如果你买入了你的朋友正在买入的东西，或者你听其他人都说会赚很多钱而买入，而你不知道它到底是干嘛的，你也不确定你是否理解——那并不是你的能力圈。你知道，我的意思是，乖乖呆在能力圈里混，总比小心翼翼的在钢丝绳上行走要好。你会在这个圈子里找到很多东西。能力圈小并不可怕。我想说我的能力圈范围很小，但也足够

大了。你知道，我总能找到一些东西。当有人向我提到 Larson-Juhl 定制相框公司的时候，那是在我的能力圈范围之内。我以前甚至没有想过，但我知道它就在我的能力圈里。我是说，我可以立即评估类似这样的生意。前几天我接到一个大型金融公司的电话，我理解他们的工作，但我不理解公司内部发生的一切，我也不确定我是否能够在独立于使用伯克希尔的信用以外，持续地为它提供资金，等等。因此，即使我能理解他们所做的每一笔交易，我也不认为整个企业或其运作一定在我的能力圈范围之内。查理？

芒格：是的，我认为如果你有能力圈，你几乎会自动地感觉到能力圈的边缘在哪里。因为毕竟，如果你不知道它的边界，它就不是你的能力圈。所以，我认为你问了一个几乎能自圆其说的的问题。我猜你知道自己完全有能力在你熟悉的各种领域做什么。但确实有很多其他的领域，在那些圈子里很多事情会超出你的深度认识。我的意思是，如果你没有接受过任何训练，你就不会尝试和鲍比·菲舍尔下棋或者在高空飞人上做特技。我猜你很清楚自己能力的界限在哪里。我想你可能也很清楚你想把边界延伸到哪里。你必须通过努力，包括练习来扩展边界。

巴菲特：当然，伯克希尔的一个缺点是，查理和我，我们的圈子基本上是重叠的，所以你根本不会得到两个更大的、完整的能力圈，但这就是伯克希尔的方式。这可能也是我们相处得这么好的原因。

11、地球承载力需要安全边际

股东：先生们，下午好。我叫韦恩·彼得斯，来自澳大利亚悉尼。我的问题进一步涉及今天上午提出的关于控制人口的决议。首先，我能不能说我投了反对票，我想这就是民主社会的美好之处？然而，令人关注的是，这位先生暗示世界人口已经减少，或者正在减少。我读了查理去年推荐的加勒特·哈丁(Garrett Hardin)所著的《生活在极限之内》(Living With in Limits)一书后，我有一种感觉，也了解到去年人口增长了大约 1.7%，即大约 6700 万人。在我看来，这相当于澳大利亚人口的 4 倍，从长期来看，如果你说的是 500 年或 1000 年，这显然是一个惊人的增长速度。言外之意，我猜测人口增长问题很可能是巴菲特基金会关注的重点。今天下午我想问你的问题是，你如何看待目前正在处理的这一关键问题？

巴菲特：是的，好吧，人口预测就是这样，它们是预测。多年来，它们一直是出了名的不准确。提出动议的这位先生提到了《纽约时报》最近的一篇报道。有一些预测，基于不同国家在不同经济条件下的生育率以及生育率的变化，我的意思是，你可以做出各种各样的预测。我不知道上面的答案。在任何时候都没有人能够准确预测。不过我想，地球的承载能力比人们过去想象的要大得多，但有一些量确实与承载能力有关。它可能是可扩展

的，但它不是无限扩展的。我想说的是，相对于人口承载能力估计偏低的风险，远远小于人口承载能力估计偏高所带来的危险。由于我们不知道一百年后的承载能力是多少，我认为，一般来说，人类的利益在于确保人口不会过多。如果是这样的话——据我所知，估计不达标并不会受到很大的惩罚。有一个古老的比喻：如果你要在一艘宇宙飞船上航行一百年，虽然你知道在飞船有充足的补给，但你不知道到底有多少，那么在需要多少人填满飞船的问题里，你可能会犯估计偏低的错误。我的意思是，如果你认为它可能容纳 300 人，那么我不认为你实际会让 300 人在那里。我想你会让大约 150 或 200 人在那里。你会认为你只是不知道，飞船是不是肯定会在一百年后回来。你不会知道后面有多少补给。所以你要小心，不要让人口超过你所乘坐的飞船的承载能力。我们在一辆名为地球的飞船里。我们不知道它的承载能力。但我们已经知道，它比马尔萨斯或几百年前的人所认为的承载能力要大得多，但这并不意味着它是无限的。我可以向你们保证的一件事是，几周前在《纽约时报》上发表的预测，不会是 50 年后或 30 年后的预测。这不是那种事后可以改正的事情。我的意思是，你不会到处去试图故意减少人口。防止人口增长比事后试图纠正要好得多。加勒特·哈丁在这方面有一些有趣的东西。查理？

芒格：我想说的是，整个争议很有趣，因为双方都不理解对方的模式。

但总的来说，在人口预警方面，在生态方面，他们总是低估了现代文明增加承载能力的能力。他们越是执着于人口承载力被低估了，那么他们学到的东西就越少。那不值得称赞。而另一方也有同样的愚蠢。我认为这只是人类的普遍状况。这是一个复杂的、有争议的话题，人们对此感受强烈，但他们的知识更新得很慢。我只是认为现在的讨论，将是目前你能看到的最远的路。

巴菲特：我认为一个 150 亿人居住的世界，平均来说，比 50 亿人居住的世界有更好的行为方式的机会是很低的。但你知道，我们永远也找不到测试这种可能性的方法。但这就是我的直觉。

12、降低预期，未来仍然美好

股东：我叫伯特·弗洛斯巴赫，来自德国科隆。首先，各位先生，感谢你们所做的工作，感谢你们质朴的投资哲学，在德国也有越来越多的人遵循这种哲学。我的问题是关于现实主义的重要性。如果芒格先生早些时候提到的股市前景黯淡成为现实，考虑到伯克希尔的规模——小规模投资对整体并没有多大的影响，那么请问你认为未来 10 年或 20 年，浮存金的实际回报率会是多少？

巴菲特：嗯，我希望我知道答案。我唯一能告诉你的是，回报率将比过去 20 年都要少。但我认为，与大多数

替代方案相比，这将是令人满意的。但我不知道替代方案是否会产生一年 4%或 8%的回报。但我不认为他们会每年有 15%的回报。我认为，如果我们获得非常低成本的浮存金(我认为我们应该、也必然会获得)，那么我认为我们应该会不断获得以合理的条件收购企业、而不是耸人听闻的条件收购企业的机会。

过去几年我们在债券市场上做过几次这样的事情。虽然我们没有赚取巨大的财富，但我们还是赚了相当多的钱。我们将看到在股票市场出现一些类似的变化。我认为，总的来说，我们可以有一个我们不会感到羞愧的回报，但我们不会接近过去那么高的回报。我们认为，未来 20 年的股票回报率不会很糟糕。我们只是认为，那些期望我们重复在 1982-1999 年期间实现的回报率的人将会非常失望。但是未来赚 6-7%并没有什么错。我的意思是，在一个通胀率相对较低的世界里，你知道，资本应该享有多少额外的回报？谁能说说？如果你不断增加投资资金，然后你获得的回报比这高得多，那么随着时间的推移，你会在整体国民收入中占一个很夸张的比例。所以，我认为我们会有机会做一些让我们满意的事情，但问题是这些事情是否能够让你满意。查理？

芒格：嗯，我当然不能再提高回报率目标了，但这不会阻止我试着说些什么。(笑声)我认为，在当前条件下，一个人所能做的最明智的事情之一，就是把对过去投资成就的预期降下来，当然，这包括对伯克希尔股票的预期。我想这就是成熟和理智。说了这么多，我喜欢我们的模式，我喜欢我们现有的东西，我也喜欢最近的新的投资。我认为我们在过去有很多乐趣，也取得了一些成就，我猜我们会继续这样做。我只是站在这里，然后在大部分时间，向你们其余的人表明，也许你们还能再忍受沃伦 10 年，(笑声)我正在尽我所能做到最好。(掌声)

13、纪律比地点更重要

股东：下午好。我想谈谈保险方面的问题，这是伯克希尔的核心。1998 年，当我们收购通用再保险时，他们有一个劳合社(Lloyds)的财团，当时叫 DPMann，现在叫 Faraday。此外，在 2000 年，我们收购了马尔伯勒房屋经纪公司(MarlboroughAgency)。我想听听你对劳合社现状和未来的看法，以及我们对劳合社市场的投入。

巴菲特：是的，我们确实有一个现在被称为"Faraday 财团"的组织。实际上，我们对他们承保总量有所削减，我想现在可能只有几年前在 30%左右了，现在的水平已经到了 90 年代中期。因此，实际上，我们通过 Faraday 对伦敦市场的投入要大得多。我认为，我们在这个投入范围内，我们会做得很好。但最终，不管业务是在伦敦还是在华盛顿都不重要。实际上，有一段时间，阿吉特住在奥马哈，这是一个全球市场，假设你有能够支付索赔的良好声誉，有足够的资本，并且愿意采取行动，在世界上每一个地方你都能做业务。

这真的很像投资。无论你在伦敦或奥马哈或纽约，你都可以投资。**你住在哪里并没有什么区别。重要的是你的能力和纪律。**你需要去观察成千上万种不同的事情，并从中选择一个方向去做。因为你知道，在保险业中你可以做任何事情。我的意思是，如果我们打开闸门，我们可以在一个月内承保数百亿的保费，但这种事不会发生。外面有很多生意。外面也有很多投资机会或投资选择。**问题是，你对什么说 YES，对什么说 NO。**这应该由你能够评估的东西来决定。在保险行业中，**有时候即使保单条款很有吸引力，也要防止在某些时候可能给你带来重大损失聚合风险。**我们并不特别认为伦敦市场还是美国市场更好。如你所知，我们在德国还有一个分部，而地点并不是解决问题的关键。**关键是每天做出承保决定时，让他们接受他们能理解的风险，并适当定价，避免不适当的聚合，以及处理好在与不诚实的人打交道时偶尔出现的问题。**但前两项是每天都很重要的。

在劳合社(Lloyds)可以这样做，在奥马哈也可以这样做。我的意思是，国民保险公司位于 30 街和哈尼街交界处，它并没有任何地理优势，但它在直保业务上做得很好。自从杰克·林沃尔特在 1941 年成立以来一直如此。在座的有些人可能认识杰克·林沃尔特，他是我一个非常好的朋友。但杰克·林沃尔特并不是一个保险天才。我猜他从来没有看过精算方面的书，甚至没有想过。但他是一个聪明的家伙，有足够的判断力。杰克在几乎所有情况下都坚持做自己理解的事情，并确保自己承担的风险能够得到适当的回报。他把竞争对手打得落花流水，就是那些在哈特福德已经存在了一百年的人，即使他们拥有庞大的机构组织、大量的资本、精算师以及各种数据。**问题的关键在于，他们没有像杰克那样的纪律。这就是根本差别所在。**所以，我不会把保险业务和地理位置联系起来。

我希望能接触到世界上尽可能多的业务，并通过具备我所谈到的纪律的人来处理这些业务。如果我们在全世界范围开展业务，人们会出于这样或那样的原因找到我们，通常是因为我们的资本状况或我们愿意承担波动性，无论他们来自哪里，代表我们的人都将坚持使用我们所讨论的指导方针，那我相信我们就会做得很好。你知道，我希望人们与我们有更多的交集，**我希望这种交集发生在有这种纪律的人身上。**查理？

芒格：是的，保险业务很像伯克希尔的投资业务。如果你把巨大的风险敞口大幅下降，那么你就有机会做出相当多的正确决定。

巴菲特：我认为我们现在正在做这些事情。你可以明年再来看看我们做得怎么样。

13、人生建议：照顾好你最重要的资产

股东：我是 LowellChrisman(pH)，来自亚利桑那州凤凰城。我退休了，现在在一所高中教高年级学生。我希

望他们今天能在这里听到你的声音。我在兼职教这些人投资课程。我去上的第一堂课，他们让我教他们如何为退休做准备。我想知道你会建议我在这门课中包括哪两三件事。

芒格：沃伦哪里知道什么是退休？(笑声)

巴菲特：是的。我们甚至都没想过。现在，让我给你一个建议。几周前，我在内布拉斯加州卫斯理公会大学和一群高中学生交谈时，也谈到过这点。我告诉班里的年轻人，他们大概十六七岁左右，如果他们像我十六岁时一样，你知道，我只想着两件事。第一，马丁的姑姑芭芭拉不和我出去，所以我只好沉迷于汽车中。(笑声)我试过开灵车，但没用。

让我们假设一个精灵出现在你面前，当你 16 岁的时候，精灵说，"你明天早上得到任何你想要的车，它会被一个大的粉红色丝带绑起来，它可以是任何你说的品牌——它可以是劳斯莱斯，可以是捷豹，可以是雷克萨斯，只要你说出来，那辆车明天就会在那里，而你欠我一分钱。"听过精灵的故事后，你会问精灵，"这有什么条件？"精灵说，"好吧，只有一个条件。就是你明天早上要买的那辆车，**你梦想中的那辆车，是你这辈子唯一能买到的车。所以你可以选一辆，但仅此而已。**"不管你梦想中的车叫什么，第二天早上你就得到了那辆车。现在，你会怎么做？如果你知道这是你余生中唯一的一辆车？我想，在你把钥匙放进点火器之前，你会把车主手册读大约 10 遍，然后你会一直把它放在车库里。你知道，你换机油的频率会是手册上告诉你的两倍。你会把轮胎打好气。如果你身上有小划痕，当天你就把它修好，这样它就不会在你的爱车身上生锈了。

换句话说，你要确保你 16 岁时的梦想之车在 50 岁或 60 岁时仍然是你的梦想之车，**因为你把它当作你一生中唯一的一辆车。**然后我会建议你在菲尼克斯的学生，希望他们**拥有完美的头脑和身体**，而那就是他们在 40 岁、50 岁和 60 岁时将拥有的头脑和身体。确切地说，这不是一个为退休做准备的问题，而是为退休后的生活做准备的问题。他们应该认识到照顾和**最大限度地发挥头脑的重要性**，他们**需要以某种方式照顾好身体**，那么，当他们到了 50 岁、60 岁或 70 岁时，他们就拥有了真正的资产，而不是一些生锈的、过时的、可以被忽视的东西。但等他们 60 岁或 70 岁时再想这些就太晚了。**你不可能把车修回原来的样子，你只能维护它。**但就心灵而言，随着时间的推移，你可以在很大程度上增强它。**你的学生最重要的资产是他们自己。**

一个从大学毕业的人，假设身体状况一切正常，我会很乐意付给他可能是 5 万美元以交换他们余生收入的 10%。这意味着，如果他们口袋里一分钱都没有，只要他们有好的头脑和好的身体，他们就值 50 万美元。现在，

他们自己本身比他们所拥有的任何其他资产都要重要得多，除非他们在继承遗产或其他方面非常幸运，但绝大多数情况下，他们的主要资产就是自己。他们应该像对待与自己无关的其他资产一样对待自己的主要资产。如果他们这样做，他们现在就必须开始考虑，**他们需要养成保持和增强资产的习惯**，只有这样，当他们 60 岁时，他们将拥有一辆非常好的车(头脑和身体)。如果他们不这样做，他们只会拥有一个空洞的躯壳。查理？(掌声)

14、为什么伯克希尔不会为机场提供警卫？

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我是乔治·布鲁姆利，来自北卡罗来纳州达勒姆。有理由认为，**评估一项业务的最关键因素是建立竞争优势的可持续性**。让我们假设我们已经掌握了一些真正独特的公司的相关知识，这些公司拥有足够的实力来战胜竞争对手，因此我们可以相对确定地估计未来的现金流。我承认，走到这一步绝非易事，而且，**一个不受制约的侵权制度(TortSystem)背后的不确定因素**，甚至有可能把这种合理的分析颠倒过来。但通过诉讼当事人和诉讼代理人的一些行为，企业所有者对未来的现金流和合理估计的终值的估计可能会降至零。我的问题是，聪明的投资者应该如何尝试将这种不确定性纳入他们对潜在投资机会的估值中去呢？

巴菲特：查理是律师，所以我会让他告诉你如何保护自己不受同胞的伤害。

芒格：我认为，作为一名投资者，**放弃某些存在太多问题的业务领域是完全合理的**。我对加州的工伤赔偿保险几乎就是这种感觉。换句话说，**侵权制度演变成了一种非常不公平、非常疯狂的东西**，以至于我几乎愿意把它抛在脑后。我认为现实世界里有很多这样的领域。我和另一位同事曾经控制了一家公司，该公司发明了一种更好的警察头盔。我们告诉他们不要去制造它。我们告诉这家公司，把这个专利卖给那些不怕判决的人(judgment-proof，意思是到法庭告你并拿到了判决书的人，原告债主没有方法从你身上拿到分毫)，或者卖给警察——我们想让警察拥有头盔，但我们不想制造它。我认为，**对于已经很富有的人来说，参与侵权制度很愚蠢**。我认为你可以找出它们是否存在，然后避开它们。不过我不认为侵权制度会很快得到修正。

巴菲特：是的，实际上，乔治·吉莱斯皮今天就在这里。他和我 20 年前都是平克顿安保公司(Pinkerton)的董事，我们拥有平克顿相当大比例的股份，尽管它是由家族基金会控制的。但当时一个有趣的问题是，我们是否愿意在机场提供警卫。如果你仔细想想，**涉足为机场提供警卫的业务绝对是疯了。如果我们选择了提供警卫，我们可能会负更多的责任**。但是，如果我们在飞机起飞的波特兰机场提供警卫、或者给洛根的登机口提供一名警卫、或者负责提供其他地方的警卫，那我们可能要承担数十亿美元的责任。你知道，**人们会对我们穷追不舍，因为我**

们有很多钱，我们会有属于我们自己的员工。人们会说，如果不是因为你的安保，(911)这些人就不会死，其他的一切也不会发生。对我们来说，这样的生意是疯狂的。当恐怖分子在他的地下室操作炸了整个机场，即使有警卫也没有任何区别，因为恐怖分子是那种不怕判决的人。所以，这实际上是一个可能会阻止更负责任的人、甚至梦想从事这种业务的人的制度。不幸的是，我想说的是，自 1980 年以来，当我们在平克顿公司思考这类事情时，这种推理适用的企业范围可能已经扩大到了很大的程度。有很多事情是一个富有的公司不应该做的，因为如果他们做错了就会付出代价。或者即使有人怀疑他们错了，他们也会付出代价。这与处于不同经济环境中的人所承受的是不成比例的。这绝对是侵权体系对提供特定服务和产品的人的逆向选择。我不知道任何答案，除了避免它。

巴菲特：乔治，你还有另外一个问题吗？

股东：是的，简单地说一下，你能给我们介绍一下 Finova 交易的最新情况吗？

巴菲特：嗯，Finova 交易在年度报告写了。实际上，Finova 的年度报告也涉及到这一点。我想你们大多数人都知道它的条款。我们担保了原本将是 60 亿美元的贷款，使债权人能够在 Finova 破产中获得很大比例的偿付。在 60 亿美元中，我们只记录了 56 亿，因为 Finova 的支付速度比较快。Finova 是一个失败的金融公司，一个非常大的公司，我们在这个行动中与 Leucadia 合作。他们有管理责任，他们做得很好。实际上，我们对 60 亿美元贷款的 90%，即 56 亿美元的贷款有 2% 的优先认购权。所以，如果它是 60 亿，我们每年预计将有 1.08 亿的账面价值计入，而它会逐渐下降。现在贷款余额降到 32 亿。不久前，我们大约以 5 亿美元的价格出售了一批特许经营应收账款给通用信贷(GECredit)。所以风险敞口已经降到了 32 亿，当然 2% 的优先认购权也减少到 32 亿的 2%。9/11 之后，Finova 的许多资产都是飞机，但它们不是最新的飞机。在大多数情况下，Finova 也不是最大的承租人。所以 Finova 的飞机投资组合受到了很大的冲击，还有其他与度假物业相关的应收账款之类的东西，它们也受到了任何影响旅游的因素的影响。因此，9 月 12 日的投资组合价值比 9 月 10 日要明显地低。在我看来，我们的 32 亿是有保障的，我认为这几乎是 100% 的事。然后在它下面还有一组债券，也就是破产时剩下的债券，其中 70% 得到偿付，30% 没有。我们拥有剩余的那部分在 13% 左右。这些债券的价值将远低于我们去年夏天所认为的价值。我们以 67 美分的价格买入了我们的头寸，我们已经获得了 70 美分，加上这 30% 债券，再加上我们获得了 Berkadia 贷款的优先认购权。所以我们拿回了所有的钱，还有一些，我们买的债券，我们拿到了 Berkadia 贷款的优先认购权，但谁知道随后发生 911 事件。我们非常、非常有可能在整个交易中赚一大笔钱，但不会像我们去

年夏天认为的那么多。我们对 Leucadia 处理事情的方式感到非常满意，但由于 911 事件，今天的投资组合没有那么大的价值。查理？(Finova 破产案：清算前火中取栗：优先债投资)

芒格：是的，这是格雷厄姆的安全边际原则的一个有趣的应用。尽管出了很多我们没有预料到的问题，但我们正走出困境。

巴菲特：是的，随着时间的推移，我们应该会赚到数亿美元，虽然很多都出了问题。但是我们，就像查理说的，我们**买入的时候是有安全边际的**，事实证明我们需要安全边际。

16、"很难找到真正被错误定价的房地产"

股东：我是鲍勃·克莱恩，来自洛杉矶。我想知道你是否可以让我们了解一下你的投资过程，你在一个特定行业的投资方式？我想知道你是否可以用房地产作为例子。我知道，多年来，房地产在伯克希尔的投资组合中一直不是很大的一部分。我想知道，这是不是因为你把房地产看作是一种商品？还是因为来自房地产的现金流往往比来自其他行业的现金流更容易预测，因此，它往往不太可能被错误定价，因此不太可能在房地产中找到极好的交易。所以，我想知道我们是否可以听听你和查理讨论房地产的优点，告诉我们它会如何发展。

巴菲特：嗯，就像我们所有其他的谈话一样。查理他会在大约 15 分钟内说"不"(笑声)**我会根据他在"不"中所投入的情感程度来判断他是否真的喜欢这个交易。**(笑声)但是，我们在房地产方面都有相当多的经验，查理早期的钱都是在房地产上赚的。第二点是更重要的一点。**房地产不是一种商品，但我认为它的定价往往更准确**，尤其是发达的房地产市场在大多数时候的定价更准确。现在，**在储贷危机时期(RTC)**，当你进行大量的交易、**同时房屋所有者们实际上在很大程度上并不想要成为一个真正所有者**，他们不知道他们到底拥有什么.....那么，你将有很多错误的定价。我知道这个房间里有一些人靠这个赚了很多钱。**但在大多数情况下，你很难找到真正被错误定价的房地产。**我的意思是，当我看房地产投资信托基金 REITs 目前从事的交易时，你会得到很多关于这类事情的信息，它们非常相似。但这是一个竞争激烈的世界，他们都知道在芝加哥或任何地方的甲级办公楼将会产生多少现金流。虽然他们可能因为一些不寻常的事件被证明是错的，但事实证明，大多数情况下，**在房地产领域，很难与大多数人的传统智慧进行争论。**但偶尔也会有一些特殊情况出现，你知道，这时候在这个领域可能会有很大的机会。但如果它们出现，那肯定是因为在房地产融资方面，可能会因为这样或那样的原因出现了很多混乱。我们已经给一些房地产做了融资，但你必须有足够的资金，才能对任何重大的错误定价全面出击。查理？

芒格：是的，我们在这个领域与经验丰富的房地产投资者相比没有任何竞争优势，如果我们是用自己的钱来经营，我们也不会有任何竞争优势。如果你是像我们这样的公司，根据《国内收入法》C 章的规定纳税，那么在房地产收入和房地产所有者对收入的使用之间，还有一层额外的公司税。因此，就其性质而言，对于那些根据《国内收入法》C 章纳税的人来说，房地产往往是一项非常糟糕的投资。因此，考虑到我们拥有这样税务结构并在该领域没有什么洞见，这意味着我们几乎不花时间思考房地产。然后，回顾我们过去实际做过的房地产投资，比如持有多余的房地产并试图出售，我想说我们在这方面的记录很糟糕。

巴菲特：是的，正如查理所说，由于我们在税收条件的劣势，加上拥有更好税收条件的人购买这些资产的竞争天性，我们不太可能带来任何真正有趣的东西。尽管如此，我想说，在某种程度上，在储贷协会危机的日子里，我们错过了机会。我的意思是，当时的市场效率很低且缺乏资金时，如果我们当时准备好了的话，我们可以赚很多钱。我们实际上有几笔交易非常有趣，但与我们的总资本相比并不重要。

芒格：当尔湾公司(IrvineCo)变得可以被收购的时候，我们做出了慎重考虑。但这是我能记得的唯一一个我们认真考虑过的大问题。

巴菲特：是的，我记得那是在 1977 年左右。美孚石油公司对此很感兴趣，你知道，唐·布伦最终为此组建了一个团队。这种事情有可能时不时发生，但总发生的可能性不大。



<尔湾公司(Irvine Co)>www.irvinecoinc.com

1860 年代，James Irvine 从西班牙和墨西哥人手里得到了建设尔湾农场的土地，整个农场拥有广阔的橘子林和胡桃、鳄梨、利马豆和绵羊等物产。1894 年成立尔湾公司(Irvine Co)，将牧场逐渐转换为农田、橄榄园及橙橘等果园。1947 年 Myford Irvine 接掌公司，并开始将牧场部分土地出售。Myford 1959 年去世，詹姆斯·尔湾二世负责公司运作。1950 年代，洛杉矶开始向南部发展，为尔湾地区的发展提供了契机。同时，加州大学也有在这里建设新校区的意向。1959 年尔湾公司以 1 美元出售了 4.05 平方公里的土地作为加州大学尔湾分校的校区，而加州政府也捐出了 2.025 平方公里的土地，尔湾开始作为一个“城市”进行发展。1960 年威廉·佩德拉设计出围绕尔湾加州大学分校规划的新社区，能容纳 10 万居民，沿海岸覆盖 121.5 平方公里的土地。1964 年，橘郡政府批准这一规划，1965 年，尔湾加州大学校园正式启用，1970 年时，“西尔湾工业区”对外开放。1971 年 12 月正式成立尔湾市。与一般的新城市开发由政府推动不同，尔湾就是由这个家族企业“尔湾公司”负责开发、发展和运营的。当年老尔湾先生买地时，平均每英亩 0.25 美元；如今尔湾住宅面积每平方英尺中位价格是 483 美元，如果换算成英亩，每英亩住宅用地价值超过 2000 万美元。即便从 100 多年的时间遥望回去，8000 万倍的土地增值也是不可想象的。1977 年尔湾公司发生财务危机被一家财团收购，这一交易导致了尔湾地区开发规模的缩小，而且尔湾的规划和设计功能也从公司里分离出来。1980 年代末，尔湾的开发接受环保主义的理念，保存了超过农场一半以上的开放空间，大约 178.2 平方公里的农场土地被规划为自然栖息保护地，24.3 平方公里的土地用于公园和开放空间。城市发展主要围绕在这些自然栖息保护地、公园及开放空间进行布局。今天美国最大的区域性私营地产开发公司之一，物业遍布美国东、西海岸，握有的物业面积相当于五个纽约曼哈顿。公司现任掌事人 Donald Bren 坐拥

152 亿美元，是美国最富有的地产开发商，身家超过川普。60 多年来，尔湾的教育成就卓越。IUSD(尔湾联合学区)成为加州第一学区，总体规划将小学设在社区中间，以鼓励家长参与和社区合作。尔湾联合学区的考试成绩、大学准备和教师资格在同行中名列前茅，最近被在线数据分析公司 Niche 评为橙郡第一学区。尔湾最突出和最吸引华人的便是顶尖的教育资源，几乎所有的小学、中学和高中都是加州的蓝丝带学校，连续多年被评为美国最佳教育系统之一。除了加州大学尔湾分校，该市还有 15 所社区大学。在加州所有的社区学院中，IVC 的四年制大学的转学率最高。南加州大学、佩珀代恩大学、查普曼大学和其他大学的卫星校园也为居民提供了获得学士、学士、硕士或博士学位的机会。尔湾成为加州首屈一指的文化社区，尔湾居民中高学历人口多，72%的居民持有学士学位或更高学位，在美国名列前茅。32%的居民拥有硕士或以上学位，在美国排名第二。这吸引了三分之一的《财富》500 强企业的办公室进驻。

17、Black-Scholes 期权模型

股东：大家好，我叫约瑟夫·勒普雷(Joseph Lepre)。我是来自明尼苏达州明尼阿波利斯市的股东，感谢您给我这个提问的机会。巴菲特先生，你今天早些时候提到，你愿意出售保险，以换取股票期权。如果可能的话，您能否描述一下股票期权的估值方法，特别是在没有市场定价数据的情况下，对期权进行估值？

巴菲特：是的，我可以计算出我愿意为一个私人企业的期权支付多少钱。我可以计算出我能为上市公司的期权支付多少钱。后者可能会更容易一点。另外，我也可以算出我会为公寓或农场的期权支付多少钱。我有一个朋友，当我 20 岁的时候，我们一起制定了一个很大的计划，我们要出去在当时的奥马哈市之外选择农场。我们想，如果我们给一个农民一小笔钱，这笔钱大概约等于他的年收入，然后他可以在未来以当时市价双倍的价格出售他的农场，你知道，那时候他会很乐意接受以双倍的价格出售他的农场。这大概率能够成功。要知道，每个期权都有价值。假设我有一栋价值 X 的房子，如果你给我几美元，让我给你一个 10 年可以按照 2X 价格出售的期权，那我不会接受，因为我会考虑到通货膨胀以及其他各种各样的可能性。**所有的期权都有价值。获得期权的人通常比提供期权的人更了解这一点。**我现在不是在谈论股票期权，而是在其他领域。

让我们看看像玛氏糖果公司(Mars, Inc.)这样的未上市公司。我是否愿意拥有一份期权，一份以特定价格购买玛氏公司部分资产的 10 年期期权？当然，我会的。如果我和玛氏公司签了一份大额保单，我可以用它来代替现金。但我想他们不会同意。你知道，如果你从我这里购买房屋保险，如果你想给我 10 年的房子期权，我会用它来代替保费，那么我会很高兴。我将自己计算一下价值，**而不会使用 Black-Scholes 期权定价模型**，尽管在很多情况下这可能是最好的方法。但就我自己的情况而言，我可能会选择我自己的方法。

我们已经买卖了一些期权。事实上，在 6 月 3 日，如果标准普尔 500 指数收于 1150 点或以下，伯克希尔将获得 6000 万美元。两年前，当标准普尔指数有 1400 点左右的时候，根据 6 月 3 日的期权——大概有 4 亿美元的名义价值，我们同意如果标普指数上升到 2000 点——比当时的现价要高 42%左右，那么交易对手将获得一定

的利润。同时，如果指数下跌范围在 5-20%之间，**我们在看跌期权可以获得利润**。当时用传统方法计算期权价值的人认为，这是一种无现金交易——我们发出的看涨期权的价值等于我们收到的看跌期权的价值。

你知道，我的想法和他们不同。因此，我们不会盲目地接受由诺贝尔奖得主的计算结果所决定的期权价值。相反，你知道，我们实际上在一些方面加入了自己的判断。有些企业会在 10 年的期权上得出与通过布莱克-斯科尔斯模型计算出来相同的价值，而我们会为其中的一些期权支付不同的价格，而且可能是显著不同的价格。但我们愿意为任何期权出价。你知道，这是世界价格变化的本质，也是经济条件变化的本质。**期权是一种参与改变的机会，除了你支付的最初的期权费外，你不需要放弃任何东西**。许多人似乎并不明白这一点，但相信我，那些获得股票期权的人确实明白这一点。而给予他们的人，也就是股东，实际上是由这样一个群体代表——他们在给予高管期权的时候，没有任何真正的发言权，并且他们有时并没有完全意识到给予高管的是什么。

想象一下，在离这里几英里远的地方有两个农场出售。然后你对那家伙说，“你想要多少钱？”他们都说一英亩一千美元，但一个人说，“但是每年，我想你给我一个期权，我想让你把这按照一千美元计价的土地的 2%还给我。所以，在 10 年后，这个农场未来 20%的收益将属于我，而你却承担了将来所有的不利因素。”那我的问题来了，你到底要买哪个农场？没有期权的还是有期权的？我想答案不是很复杂。当我们说我们将以期权代替现金时，我们是非常认真的。顺便说一句，**给我们这些期权以代替现金支付保险费的公司，必须以它们给我们的期权的公允价值来记录费用支出**。但他们唯一不需要记录为费用的项目却是工资支出的期权。但如果它们以期权的形式作为他们支付给我们的费用，如保险费、账单、租金等待，它们必须把这笔期权费用记作成本费用。但当期权涉及到 CEO 的薪酬时，或者涉及到其他也喜欢期权的人时，这些公司管理层却没有将其记录为成本费用，这是因为他们通过竞选捐款，让国会屈从于他们的意愿(政治献金影响监管)。查理？

芒格：是的，Black-Scholes 期权定价模型的团队确实因为发明了期权估值公式而获得了诺贝尔奖，但这个公式不是用来给 CEO 的股票期权估值的，而是针对一般意义上的期权。如果你对这家公司一无所知，除了股票交易的历史记录、股息支付记录，**如果期权期限很短，那这是估算期权价值的一个很好的方法**。但是，**如果这是一个长期的期权，你认为你知道未来将发生什么，那通过 Black-Scholes 模型，这是一个疯狂的方式来评估期权的价值**。华尔街上有许多智商在 150 以上的人，他们用 Black-Scholes 模型来评估那些不应该被纳入模型的期权。所有的美国公司都在使用 Black-Scholes 期权定价模型，在会计报表的脚注中为股票期权定价，他们这样做是因为

这个模型可以得出最低的成本数字。

巴菲特：嗯，他们不仅这样做，而且他们**假设的期限小于期权的实际期限**。我的意思是，他们会尽其所能使得会计数字好看，我也参与了这些讨论。**他们会想尽一切办法让这个数字看起来尽可能低**。就这么简单。

芒格：他们首先使用了一个虚假的过程来确定数字。所以，这是一个疯子的茶话会，唯一——一直不变的就是，整件事情是令人厌恶的。(笑声和掌声)

18、投资银行家是"社会的幸运儿"

股东：我是 John Golob，来自堪萨斯城。我现在大部分时间是退休状态，但还在堪萨斯城的密苏里大学教授金融市场课程。我总是告诉我的学生，我在伯克希尔的会议上学到的投资知识，比我在沃顿商学院从教授那里学到的要多得多。(掌声)我有一个关于投资银行的一般性问题。现在，鉴于你和所罗门的关系，我总是对你对这个行业的态度感到惊讶。不知怎么的，我觉得你认为他们的主要社会价值，就是对不必要的混乱收取很高的费用。我想知道你是否对投资银行在美国金融中的总体影响有什么看法——他们的影响是上升了还是下降了呢？我不想成为盲目乐观的人，但我可能希望像安然那样的崩溃会减少，也许人们不一定会相信投资银行的话，但投资银行他们提供的一些建议，的确会产生影响。

巴菲特：我认为安然公司肯定会在各个领域产生一些有利的影响。在某种程度上，它让人们更仔细地观察各种实体的行为，以及诸如此类的事情。不过，我认为安然事件对美国经济有利。而事实是我们的资本系统，尽管有各种过度和错误，但无论如何，我们这个国家**以占世界 4.5%的人口，占据了全世界股票市场价值的 50%多**。所以，我对美国的资本系统是如何发展的并不持否定态度。**而我确实对某些人在这个系统中的行为持否定态度，但他们在任何系统中都会表现得很糟糕。这就是人类的状况**。但是，查理和我仍然认为**我们应该批评我们认为不适当的事情，但我们不会以任何方式、形式批评整个系统**。市场经济体系是推动这个国家发展的巨大的经济机器。我想说说市场经济体系。事实上，我认为市场经济体系对这个国家的繁荣负有实质性的贡献。因此，我心目中没有市场制度的代替品。但我确实认为，**从人类的整体来看，它产生了极其不公平的结果，而这在很大程度上应该通过税收制度来纠正**。我不认为它应该是任何可比较的财富分配系统。不过我认为，政府试图分配所有财富的想法让我觉得很疯狂。但是，市场经济体系让像我这样的人，赚了这么多钱，因为我知道如何分配资金。你知道，这与一位伟大的老师或护士、癌症患者相比，我比他们都好。我的意思是，**市场经济体系只是在这个特定的时间**

对拥有这种特殊技能的人进行了奖励。这对我来说很好。但在一个真正繁荣的社会里，应该有一些纠正的方法。

因为在我看来，在一个极其繁荣的经济体中，繁荣的普及完全是由发挥作用并从市场体系中获得巨大回报的技能决定的。所以，这就是为什么我相信累进税制的原因。

我想说的是，特别是在投资银行方面，有一次我和一位投资银行家站在一起，他看着窗外，说："你看。"他说："在你所视范围内，没有人在进行任何形式的生产活动。"我说："是的，这似乎也是他们非常认真对待的一项任务。"(笑声)在一个充满了大量的钱——比如 14 万亿的市场价值的体系里，在那里，人们花别人的钱，并且你花得越多，有时你会得到更多的回报——以及所有这类事情。我认为不同的人对国家的最终贡献是不同的，但我没有更好的制度来代替它(笑声)。我认为我们应该对此进行大量的修补。我认为一国的税收体系应该是分配财富的更好的方式。当我们要求人们去打仗时，你知道，我们不会让赚钱最多的人说，"好吧，因为他们从社会中受益最多，所以我们会派他们去，让他们上前线"。我们作为这个国家的公民，我认为应该在很多方面，确保那些没有得到很好照顾的人——让他们分享整体市场的繁荣。我认为这是他们应得的。真的，而像我这样的人不应该，你知道——以现在这个世界的方式来对我进行补偿，这没有任何意义。

如果我出生在孟加拉国，这一切就不会发生，如果我出生在 200 年前，这一切就不会发生。我又要讲一个精灵的故事。想象一下，在我出生前 24 小时前，有一个人和我的 DNA 一模一样，就在我身边，他也将 在 24 小时内出生。精灵来到我们俩面前说，我们现在要进行一场竞标。"出价最高的人将来出生在美国，而出价最低的人将来出生在孟加拉国。请问你要付出你将来的收入的百分之多少，来换取出生在美国的选择？"我想我的出价会很高。(笑)这将是一个有趣的测试，我认为拿我自己的能力与我所将要发展的环境相比，看看哪个更重要。所以，我觉得我很幸运很幸运。但我认为我们应该想办法照顾那些不那么幸运的人。投资银行家应该把自己视为社会上幸运的一部分。你知道，他们所做的并没有错。为美国企业筹集资金是一件好事。我只是觉得他们的薪水应该与他们实际为社会做出的贡献有关，我觉得他们现在的薪水太高了。同时，我认为社会赋予我的也太多了。查理？

芒格：是的，但我认为，在过去的 30 或 40 年里，投资银行的整体文化已经恶化了。记得吗，很久以前，我们发行了一小笔债券，沃伦？

巴菲特：是的，600 万。

芒格：那是多元零售公司时期。我们有来自奥马哈和林肯的高级投资银行家。他们非常关心他们的客户，他

们关心的是，是否能拿回他们的钱。他们对契约中的每一条条款都大惊小怪，他们讨论我们是否真的运行良好。

所以，我们经历了一个非常令人敬佩的过程。

巴菲特：是的，我们在那里被他们筛选来筛选去。

芒格：我们被筛选了，而且是聪明的筛选。让我们通过这事儿可能不太明智，但这是一个明智的过程。(笑)我想说的是，**华尔街的文化最近越来越倾向于，任何能赚钱的东西都想办法搞上一票儿。**

巴菲特：是的。华尔街关心的是，“能把它卖出去吗？”这就是问题所在。

芒格：“**你能把它卖出去吗？**”**这是关于道德测试。**这不是对投资银行业的充分考验。而且——

巴菲特：过去也有两类投资银行家——有那些做了筛选和那些没做筛选的。然后有一个非常低级的投资银行家，其实他们本质上是推销证券，无论这些证券它们是什么。**曾经华尔街里有高尚的人，但他们已经消失了。**

芒格：是的，所以高级金融标准的恶化并不是件好事。它会有所好转吗？你当然希望如此。

巴菲特：你可以看到为什么我们在所罗门如此受欢迎。(笑声)

芒格：但公平地说，我们从所罗门获得了非常有效的投资银行服务。

巴菲特：确实如此。那倒是真的。比如，当我们发行 B 类股时，我们制定了规则。平时他们不一定会这样做，但那一次他们按照我们要求的方式做得很好。我们说我们不希望人们对股票进行炒作，我们想要支付很低的佣金，我们将根据市场需求发行，这样就没有人会对售后行为感到兴奋——因为人们往往认为我们发行 B 类股是一个好事而不经思考就购买，我们制定了一系列我们认为合理的规则，所罗门公司在这方面做得很好，完全按照我们的要求去做。按照我们的标准，它是成功的。所以，我会说他们在这种情况下做得很好。

芒格：那些这样做的工作人员，他们非常喜欢做这件事。他们以前从来没有做过这样的事。

巴菲特：确实如此。是啊。我们在几秒钟内就改变了我们的观点。(笑声)

芒格：嗯，但这其中有一个教训。某些类型的客户得到的服务质量高于其他类型的客户。事实上，**有许多客户根本就不应该被投资银行服务**，然而他们却被服务了。

巴菲特：你在说 FirstNormandy 的那个家伙吗？(笑声)芒格：是的。

巴菲特：你能想象那个人进门的样子吗？这简直让你大吃一惊。他后来进了监狱。

芒格：他的妻子是他的高中老师，比他至少大 20 岁。

巴菲特：查理在这类事情上的意见比我多，但请继续。(笑声)

芒格：这种情况有足够的特殊性。(笑声)不过他是个男人，她是个女人，所以我也不会觉得这有什么奇怪的。

19、收购 Dexter 是个错误

股东：下午好。我是来自马萨诸塞州切姆斯福德的 Mike Envine。我在年度报告中注意到，你为 Dexter 德克斯特鞋业进行了减值，并将其交由 H.H.布朗鞋业管理。我回想了一下，我相信在 1985 年你写了关于你关闭纺织品生意的过程。我想知道你是否能详细说明这种情况有何不同。我相信你曾指出，在纺织行业，尽管管理出色，但不可能从资产中获得良好的经济回报。

巴菲特：我们在德克斯特鞋业身上损失了一大笔钱，这得感谢我做的一个愚蠢的决定，也许还有几个愚蠢的决定。我的意思是，**这是一个正在快速走向海外的业务**。在美国，一年卖出的鞋子接近 12 亿双——我永远也想不出他们是怎么得到那个数字的。我的意思是，我大约每五年换一双(笑)。但是平均每个男人、女人和孩子都有四双鞋。我不知道为什么，但就是这个数字。但是，现在**大概只有 5%的鞋子仍在美国制造这个国家制造的**，这个行业成千上万的工作机会随之转移到了海外。如你所知，这个国家的纺织业几乎被摧毁了。当你遇到像伯灵顿纺织厂这样的公司破产的时候，他们花了很多钱来保持他们的工厂的设备是最新的，这是一个很棒的公司。但最终，**如果你每小时的工资是别人的 10 倍，你就很难获得成功**。现在**家具制造业也是如此**。我们的家具零售商的企业，像 Bill Child，厄夫·布鲁姆金现在会经常**去东方采购**，我们的很多家具都来自于那里。而这一趋势正以一种非常明确的方式继续发展。

股东：我想知道 Dexter 鞋业是否还有希望，或者它是否会走上与纺织品相同的道路？

巴菲特：Dexter 鞋业现在是 H.H.Brown 的一部分，它销售的产品绝大多数都是国外生产的。而 H.H.Brown 销售的大量产品都是在美国以外生产的，尽管他们仍然在美国生产很多产品。我们将有一个重要的鞋类生意。关于鞋类生意——我们从 Dexter 鞋业那里得到了一些无利可图的合同，它们将持续到下一个季度。但我们在第一季度的鞋类生意中赚了相当多的钱。贾斯汀鞋业赚钱了。随着时间的推移，我想我们的鞋类生意会好起来的，但它不会成为一个富矿。我们的鞋类生意有非常好的管理，H.H.Brown 有很好的管理，贾斯汀鞋业也有很好的管理。我预计，我们未来将拥有可观的、利润合理的鞋类业务，但我们无法做到 100%、90%或 80%的鞋是在美国国内生产的。从另外一方面来说，我犯了一个很大的错误——我使用股票的方式进行支付。查理？

芒格：有一点很重要。这表明，**无论你多么努力地建立避免错误的系统，即使你很努力的保持在你的能力圈范围内，你仍然会犯错误。**我想我可以自信地保证，这不会是我们最后一次犯错。

巴菲特：好的，我们来看一下蓝筹印花公司。(笑声)但你知道，你可能也会考虑一下其他问题。我们在缅因州的 Dexter 鞋业有很多工人，我们在 H.H.Brown 工厂也有很多工人。虽然我们在经济上受到了一点打击，但我们可以通过一些政府债券或类似的交易策略来弥补，这不需要付出太多的努力，也不需要太多的脑力。当你想到**关闭工厂对那些花了一生时间学习一门手艺的人的影响**时，你知道，对那些生活在那些地区的人，关闭工厂这并不是因为他们自己的过错，他们的工作做得很好，他们做得很棒，他们是具有生产力的，但最终，由于他们的人力成本是海外工厂的 10 倍或更多，即使这些工人没有得到很好的回报，但他们的薪酬已经是 10 倍于世界上的其他地方。所以，我们的减值并没有真正为经济状况的变化付出代价。

这针对于那些在 Dexter 鞋业工作的人，那些在伯灵顿纺织厂工作的人，或者任何在工作逐渐消失的地方的地方的人。这不是征收高额关税或其他类似措施的理由。但是，如果你曾在我们的纺织厂工作过，就像很多人多年前做的那样，而且你已经 60 岁了、并且只会说葡萄牙语，那么再培训也不会有多大作用。或者如果你在缅因州的 Dexter 鞋业工作，你已经 58 岁了。那么再培训有点毫无意义。所以，在这种情况下，我们还算是幸运的。当你只了解一个行业时，尤其是如果你住在一个小镇上，而这个小镇没有很多其他的就业机会或其他任何东西，这对你来说是很困难的。所以，**我们在会计上只有一个小小的冲销，而他们的生活却有一个巨大的变化。**

20、逆向投资者认为伯克希尔的年报太短

股东：我是杰克·赫斯特，来自费城。我有三个问题，首先，我要感谢你们让我有机会在博斯海姆或内布拉斯加州家具市场，本杰明·摩尔购物。你们有很棒的人在那里工作，我对我在那些公司购买的产品感到非常满意。

巴菲特：哦，好的，谢谢你。我代表管理层感谢你们。在这些公司工作的人都很棒。

股东：我同意这一点。你从年度报告中删去了不少内容。一定有什么上帝的旨意，限制在 72 页以内。但我知道你是否可以把这些删减的内容放在互联网上，比如关于 GEICO 保险公司的很棒的表格，它的续保政策和承保新政策，以及报告末尾关于业务类别的 4 页纸——在那里你把保险业、金融业、制造业中分开单列，还有你对透视收益的讨论。我认为这对了解伯克希尔这家公司是非常有价值的。

巴菲特：好的，我很感谢你的建议。我不知道 72 页是不是一个神奇的数字，或者当我写到大约 11000 字的

时候，但偶尔我们确实会做出关于如何编辑年报的决定。例如，透视收益似乎并不那么重要，因为这对于任何感兴趣的人来说，粗略计算它们都相当容易。但你知道，如果我写了 15000 字，我就会把它们写进去。所以，我很感谢你的建议，我不认为有人会指责我写的报告太短(笑声)。当然，在互联网上可以发布任何东西，我们会在周一上午股东大会的开幕式之前发布我们能够给你的任何材料，这样每个人都能够清楚我们要谈的资料。我们努力给你们汇报一切——我的意思是，**我真的很想在年报中涵盖那些对我来说很重要的事情，我也会站在你们的角度来思考。**我们尽量把它控制在几页之内，但我很高兴你想要更多。(笑)

股东：好的，我的第三个问题是——3 月 1 日，《华尔街日报》对道琼斯 30 种工业平均指数成分股的审计服务相关费用和其他审计服务相关费用进行了分析。发现非审计费用数额与市值之间似乎存在反向关系，并且该因素与公司五年盈利复合增长或五年总回报之间也存在着反向关系。而对于那些非审计费用与市值比率最低的公司来说，其年利润增长率为 10%，年总回报率为 18%。而另一类公司，其每年利润增长率 5.2%，年总回报率仅为 11%。是不是因为这些非审计费用是非生产性的，所以它才导致这个结果？或者，这只是一种偶然，一种虚假的波动？还是有什么关系？

巴菲特：我不知道这个问题的答案。我没看到你说的相关数据。但这并不完全出乎我的意料，因为**我们喜欢关心费用都花在哪里。**我想杰克·韦尔奇(Jack Welch)在他的书里说过：没有一家公司会因为过快地削减开支而破产。当你看到管理层挥霍无度时，你知道，我认为总体而言，**挥霍无度的这类公司对股东的贡献会远不如另一类公司**，但我没有统计方法证明这一点。我不知道有什么方法——我不知道你该如何建立一个样本，以证明这一点。但你说的话并没有吓到我。现在，我们试图监控伯克希尔的所有支出。我认为，在我们的子公司，我们的经理在这方面做得非常好。我认为我们的审计成本，相对于企业的规模和所有这些，我认为是相当低的，尽管它们不像几年前那么低。但这是我们关心的事情，我可以向你保证。我不想基于任何一种类似的统计方法，去做出买卖股票的决定，即使在他们所谓的回测中看起来很好。查理？

芒格：我们的审计成本之所以这么低，原因之一是**我们有一种让一切变得简单的热情。**我们不想让审计变得困难。我们喜欢简单。如果你拿喜诗糖果公司来说，每年 12 月底，整个公司的存货和有形资产都会变成现金，它**就好像是一个农场，一到每年 12 月，所有的收成都会被卖掉。**我的意思是，**一个白痴可以审计好喜诗糖果公司而不会惹上麻烦。**(笑声)在伯克希尔有很多像喜诗糖果公司一样的公司。这真的很难搞砸。

巴菲特：我们不喜欢复杂的会计。我的意思是，我们确实喜欢能产生现金的东西。安然就是一个很好的例子。安然事件中的怪诞，在我看来，毫无疑问过去几十年来，审计师一直在不恰当地遵从客户的意愿，而且随着他们的发展，甚至到了他们开始向并购等业务的人提出我认为相当可疑的会计建议的地步，以便让他们的数据日后看起来更好。我亲眼见过这类事情。所以，我认为尽管审计师应该为股东工作，但他们得到了太多回报，所以他们为管理层工作。但我认为，安然事件可能会把他们往回推，甚至推至相反的方向。因此，我认为安然将对审计产生明显的有益影响，这是必要的。

芒格：嗯，这将明显有助于减少一名审计师。(笑声)

巴菲特：是的，这是一个有趣的问题，查理和我可能在这一点上存在分歧。我不知道安达信雇佣了多少人，但我想这是一个巨大的数字。很明显，安达信的弱点和罪责远远超出了我们在所罗门看到的任何东西。但是，对于拥有 8000 名员工的所罗门来说，如果因为一个人的不良行为，以及在报告方面的失误和所有这一切，导致 8000 人在生活中陷入混乱，失去工作，这将是一个耻辱，这是一个很大的错误，其他的人没犯错误。我不知道，查理，你是怎么想的，你知道，安达信公司最底层的 4 万人他们真的和碎纸机或休斯顿办公室之类的事毫无瓜葛？我的意思是，在很多情况下，他们的生活真的发生了变化。

芒格：我认为这是非常不公平的，在这些情况下完全不应该发生。但即便如此，我认为没有失败的资本主义，正如有人曾经说过的，就像没有地狱的宗教。我认为，当情况变得如此糟糕，整个系统缺乏足够的控制反馈机制——安达信显然没有一个良好的整体控制系统。我认为，资本主义可能应该接受所有这些个案中的这种不公平，让公司倒闭。

巴菲特：查理，假设你和我在伯克希尔做了一件非常糟糕的事情。那你对十三万人有什么感觉？

芒格：你会为他们感到难过，这是毫无疑问的。但我告诉你，伯克希尔不会倒下。以我们的组织方式，伯克希尔不会倒下。沃伦，无论 you 做什么，都不会破坏子公司的价值以及子公司的未来(掌声)。你可以伤害自己的声誉，可以伤害控股公司层面的声誉，但不能破坏他们的生计。我们的组织方式非常好。

巴菲特：但我们可以把他们的生活搞得一团糟，我的意思是，如果他们失去了资金。

芒格：这不太可能发生。

巴菲特：我的意思是，我同意你关于他们应该倒闭，但你知道——

芒格：这不是很容易——安达信作为一家专业的合作伙伴，特别容易伤害到自己的名誉。但是，如果你是一个专业的合作伙伴，那么你应该格外小心你接的客户，以及你为他们付出了多大的努力。我最欣赏的律师事务所都有相当严格的风险控制的文化。我认为，在我们所处的这种世界中，以任何其他方式运作都是疯狂的。

21、没有挑选优秀投资者的公式

股东：我叫 RheonMartins，来自南非开普敦，大约 10 年前，我就成了您的忠实粉丝和热心读者。1999 年，我获得了 MBA 学位，因为我在所有课堂讨论中都引用了你的话，所以我得到了沃伦·巴菲特的绰号。我想学的只是如何评估一只股票的价值，以及如何考虑股价，但遗憾的是，我相当失望地发现，我们的 MBA 课程并没有真正教授这一点。巴菲特先生和芒格先生，我的问题是：如果你必须从一群年轻、聪明的人中预测谁会是优秀的投资者，这些人与你的投资理念相同，并拥有你之前提到的现实主义和纪律，你希望了解这群人中的哪些特点或工作习惯？为了确保你的预测最有可能是正确的，你会在每个因素上放多大的权重？

巴菲特：这个问题对我来说太简单了，所以我会让查理来回答。(笑声)

芒格：我认为公平的答案是，我没有能力回答这个问题。

巴菲特：我认为你这是完全正确。我的意思是，如果你问我，你应该如何选择一个妻子，我会说，需要 18% 的幽默，12% 的外表，还有 17% 的父母因素……我不能给你公式，但我认为你会做出正确的决定，你知道——(笑声)我想，如果查理和我身边有十几个非常聪明的 MBA 学生，他们的成绩都很好，我们花一些时间和他们在一起，我想我们会有一个合理的机会从这个群体中挑选出一些人，他们可能不一定是第一名，但就他们的实际表现而言，他们会处于前 25%。但是我不能告诉你具体怎么做，你知道，我不能写出一个软件程序或者任何能让你做到这一点的东西(我无法量化)。

你知道，我在所罗门遇到了一些麻烦，在那个周六的早上，好像是 8 月 17 日，我不得不选一个人来管理这个地方。有一打左右的人都认为他们就是那个人，或者说他们中的一些人认为他们就是那个人。这些人都有很高的智商，他们在投资银行和其他方面都有丰富的经验，我——你知道，最后，我不得不选择一个。我要说的是，我确实选对了。但我当时能百分之百确定这是正确的吗？嗯，也许不是，但我很确定我选对了。我不能告诉你怎么做到的——有人问，“好吧，你问了他们什么？你是如何评价的？”等等，因为当时我只有 3 个小时的时间。而且，我也不知道该怎么问。我的意思是，我不能写出一系列你应该问别人的问题。而且，你知道，其中一些评价

标准可能是肢体语言和其他类似的东西。这里面有很多变数。但我想，最终，如果你在那个位置上，你会选择和我一样的人。你必须在三个小时内选一个人。但是你要让我量化给你看，我做不到。查理？

芒格：是的，当导致成功的原因有很多种时，就会出现这些异常现象。比如，你有两个人，他们都会获得同样的成功，一个人在 A 方面非常好，在 Z 方面很糟糕，另一个人在 Z 方面非常好，在 A 方面很糟糕。然后他们的评价是平等的。你想问哪个因素最重要？答案是，在这种情况下这无所谓。当你有多个因素导致成功时，一个因素的强大往往会弥补另一个因素的弱点。而这些因素可能会有很大的不同。我认为，投资界充满了凭借各种才能取得成功的人。

巴菲特：我们明年会努力做得更好。

22、为什么喜诗糖果不会在好市多销售？

股东：下午好。我的名字是凯瑟琳多尔，来自明尼阿波利斯，明尼苏达州。这是我第一次来这里。感谢你主持今天的会议。随着 9 月 11 日以来政治、金融和公司的发展，我每天都感谢你们这样正直的人和你们的经理们仍然在管理我的遗产资金。而我认为，品格和诚信是最重要的标准。这样我晚上能睡个好觉。我有两个问题。第一个是给芒格先生的。何时才能在明尼苏达州布鲁明顿市的美国购物中心设立一个永久的喜诗糖果门店，而不是售货亭呢？(笑声)我相信，这是全国最大的室内购物中心，每年接待成千上万的国内外游客。提示一下，当其他国家的人来看我们的时候，你可以把喜诗糖果卖给他们。此外，既然芒格在好市多 Costco 持有股份，Costco 的门店是否有可能销售喜诗糖果？我对他的回答很感兴趣。我们可以在我们的体系里面销售相关的产品。我将等待他的回答，然后向巴菲特先生提出第二个问题。

芒格：对于你的问题，我简单的回答是，在我们的分权制度下，这种决定应该由喜诗糖果的负责人，也就是在座的查克·哈金斯做出。今天下午的会议他可能不会在这里。他可能对我们的会议兴趣有限，但查克可以回答这些问题。他知道很多关于糖果的事。

巴菲特：我们在美国购物中心确实有一家 Helzberg 珠宝公司。它经营得很好。

我要补充的是，我们在离开西部对外拓展喜诗糖果业务的过程中，也不像我们最初购买喜诗糖果时所希望的那样好。我的意思是，就整体结果而言，我们已经做得很好了，但这对我们来说很有趣。现在，请记住，没有人真正通过贩卖零售盒装巧克力赚钱——通过他们自己在美国的零售店，除了喜诗糖果。我的意思是，在美国，盒

装巧克力的人均年消费量为英镑。所以，这不是一个大生意。事实是有成百上千的公司，包括一些比喜诗大得多的公司，都失败了。而且真的没有人在其他地方赚到钱。Russell Stover 通过一个不同的分销渠道销售(高档巧克力礼品供应商，在美国最大连锁药店 Walgreens 和零售连锁店 Kroger、Walmart 等售卖)，赚了很多钱，但没有人找到通过自己开零售商店销售的方法。我们在西部找到了一种方法，但我们还没有找到在其他地方这样做的办法。这让我很恼火，也让查克很恼火，就这一点而言，我们找不到解决方法，而它的模式在西部是如此成功。但答案是，你可以看看阿齐布尔德糖果(Archibald)，它的债券卖 50 美元。他们在加拿大拥有 Fanny Farmer、Fannie May 和 Laura Secord。在这个国家，这是一个非常艰难的生意，因为美国人不买太多的盒装巧克力。而他们是总是很高兴得到它作为礼物。这个房间里的每个人都希望得到一份礼物，他们可能会在这里买它，但你通常不会走在街上或走在商场里，为自己买它。它通常是一份礼物，或者通常是在节日的时候。所以，当我们进入位于美国其他地区的非常成功的购物中心时，我们做得并不像你想象的那么好。我们在全各地开设了假日商店，实际上是售货亭，我们在圣诞节期间有 50 家商店，而它们远离我们的主场。我们从中赚了一些钱，但如果我们全年都在那里，我们就不会赚钱。我向你保证，我们已经思考了 30 年，因为这是一个很棒的行业。这是一个很好的问题，因为美国购物中心就是一个明显的例子。虽然你会认为喜诗糖果可以在美国购物中心赚钱，不过房东西蒙地会很难对付，但我们可以想办法解决。我们的 Helzberg 珠宝在那里做得很好，我不确定糖果店是否可行，但我们可以试一试，就因为你问了这个问题。我会和恰克谈谈的。(笑声)查理，Costco 怎么样？

芒格：Costco 有自己的决定，喜诗也有自己的决定，我不会考虑这个问题。

巴菲特：好的，那我来讲讲。(笑声)我们不希望人们打折我们的糖果，这很简单，就像劳力士不希望人们打折他们的手表一样。(笑)我们的零售价格已经很便宜了，我们也不会通过任何其他分销渠道——喜诗在任何分销渠道都不会打折。Costco 对此毫无兴趣，我不怪他们。我的意思是，Costco 是基于给人优惠的价格作为自己的竞争力。这很好，上帝保佑他们，而且，你知道，我们会从 Costco 买东西，但我们不会销售价格是产品完整性的一部分的产品——我们不会通过分销系统销售喜诗糖果——而在 Costco 的整个经营模式中，折扣是必须的。

Costco 是一家很棒的公司，喜诗糖果也是一家很棒的公司，不过两者永远不会相遇。(笑声)

股东：很有逻辑性。我的第二个问题是给巴菲特先生的。因为我是一个新股东，因为这是我第一次来这里，我不知道这个问题以前有没有人问过。如果在你们的公开资料中提到这个问题，我可能会忽略它，所以请原谅

我。这是关于 A 股和 B 股之间的关系。在小册子的第一页，它写道："A 类股票每股有权投一票，B 类股票每股有权投 1/200 票。"因此，每股投票权重的计算方法为 200 股 B 类股份相当于一股 A 类股份的一票。然而，传统上，B 类股票的价格是 A 类股票的 1/30。鉴于 B 类股股东购买的是与 A 类股股东相同的公司和资产，而且无论购买哪种股票，都是使用美元计价的，因此，股票的投票权重和价格关系大致成比例，如果这个关系为 1/30 或 1/200，那么这是合乎逻辑的。因此，我的问题是，为何 B 类股的**投票权重是 1/200，而不是 1/30**？或者反过来说，为什么 B 类股的定价不是 A 类股的 1/200？

巴菲特：是的，谢谢。这是个好问题。你可能不知道发行的历史，但我们发行了 B 类股，它们只是普通股，所以我们把旧股改名为 A 类股。但我们的确在七八年前发行了 B 类股。我们这样做是为了回应一些人，特别是费城的一位同行，我们觉得他会诱使那些根本不了解伯克希尔的人**以一种非常昂贵的方式持有伯克希尔的小部分股份**，并且可能是根据历史记录出售的，而我们认为这并不能代表未来可能发生的情况。换句话说，我们被一些人干扰了，他们看到了一个机会，可以**用我们的股票作为工具，从那些无知的人身上赚很多钱。而我们却要在随后为那些人的不幸买单**。比如他们会遇到税收问题和各种行政成本问题，等等。所以，为了避免这种情况，我们发行了 B 股，而这实际上让那个家伙破产了，因为 B 类股对投资者而言是一个更好的工具。**原来那个家伙发行的伯克希尔的替代品，可以为他自己带来巨大的利润**。B 类股以前是不存在的，当我们发行它的时候，我们把它和 A 类股做了两个区别。首先，我们想创造一个较低的每股价格，所以我们在 A 类股价格的 1/30 的基础上进行发行。当时，它的售价约为 1100 美元左右，因为 A 类股的售价在 3 万美元左右。但我们在招股书上——这是一份在其他方面非常不寻常的招股书，我们在招股书上写道，我们将只用两种方式区分股票。一个是投票权，因为我们实际上并不想发行股票，也不想改变太多的投票的情况。第二种方式是在指定的慈善捐款方面，A 类将继续享有这个权力，而 B 类将不参与。而 B 类不参与的原因是因为数量会达到一个管理上的噩梦的程度。今年，我们在 A 类股上指定了 18 美元的捐赠金额。而我们有很多一股的 B 类股的持有者，那么这将是 60 美分。这根本就没有任何意义。所以我们只是说，如果你买 B 类股，你买的这个工具在经济上等于 A 类的 1/30，但在投票上，它不等于 A 类的 1/30，因为我们不想改变投票权比例那么多。它有一个微小的经济差异，因为它没有参与慈善捐款计划，这相对于整个资本来说是一个非常小的项目，但它仍然代表伯克希尔的一部分。你会注意到我们的 A 类和 B 类，与其他拥有不同投票安排的公司相比——我前几天刚看过一家公司，相对于经济利益，有投票权股票的溢价是

10%或 12%，或者类似的。这是因为人们认为，如果公司卖掉了，或者类似的事情发生，拥有 A 类的人会得到比 B 类的人更好的待遇。查理和我曾经处于这样一种情况，我们因为这样的关系而受到了伤害。我们将把 B 类股完全视为 A 类股。除了在发行的时候，我们会把这两件事作为区别对待。A 类股和 B 类股都是伯克希尔的一部分。实际上，你知道，就两年后的会议何时举行而言，这种投票没有意义。我的意思是，我会了解人们想要做什么，但我认为，在这方面，我认为它应该对大多数人来说是最方便的，而不是对大多数股份来说。A 类和 B 类没有什么不同，因为你们都是独立的个体，我想要的是最适合自己的。但就投票权和慈善捐赠而言，它们是以这种方式设置的，并且将保持这种方式。一旦它们发行了，我们就不会改变这两种股票的关系。我们不会让其中一方相对于另一方受益，但这是两者的条件。查理？

芒格：是的，**我们不得不发行 B 类股来挫败这个混蛋发起人的野心。** (笑声)然而，我们不想把 A 类股拆分成一小部分。虽然拆分可以让这个混蛋感到沮丧，但会迫使我们进行我们不想要的股票拆分。所以，我们创造了一种有这两个小缺点的投资工具，这种投资工具让我们的大部分资本都投在了传统的 A 类股上，同时也挫败了发起人。这是历史的巧合。这是生命的意外。

巴菲特：A/B 类之间的关系非常稳定。如果折价低到或者高到——我认为曾在一小段时间内超过了 4%，但是一般来说，B 类是以平价或略微低于平价的价格出售的。事实上，A 类股会转换成 B 类股，而这一般不会发生，除非 B 类股达到平价。所以，我认为它的效果很好。我们支持它，我不认为任何人会因此而处于不利地位。

23、白银的租赁并不影响其价格

股东：我正在读来自纽约的马克·雷西格诺的问题。"自从 10 年前第一次听说你，我就非常崇拜你。到目前为止，我唯一的遗憾是，我的两个孩子都是女孩，所以我不能给他们取名为沃伦。"

巴菲特：沃伦内拉(Warrenella)怎么样？(笑声)

股东：这可能行得通。现在，白银租赁抑制了价格，从而使其无法反映基本面，这种说法有什么道理吗？

巴菲特：哦，你总是听到这样的话。我可不这么认为。最后，它在哪里销售的问题将会受到周围环境的影响。人们对卖空感到不满，他们对**生产商的远期销售**感到不满，他们对租赁等诸如此类的事情感到不满。但最终，**如果白银变得紧张，它的价格就会上涨。如果不紧张，租不租真的没有太大区别。**这就像公司对自己股票的空头头寸感到不安一样。我甚至有几个人写信给我，因为会有一些——我不在乎伯克希尔的股票是被做空了 1000

股，还是被做空了 30 万股，这真的没有任何区别，因为总有一天，做空的人必须买入，你知道，这是市场的一部分。租赁白银之所以会发生，是因为有些人手头有一些白银，他们更愿意将其租赁给需要使用它的人，以获得少量收入。但正是因为这些白银本来就闲置着，所以现在可以出租。我认为，随着时间的推移，在定价方面，这真的没有太大的区别。查理？

芒格：我没什么好说的。

24、巴菲特批评美国广播公司关于柯比真空吸尘器的报道

股东：我的名字是杰里米勒，来自伊利诺伊州高地公园的股东。我不想让这次会议以失败告终，尽管我可能会这样做。(笑声)在我说这些之前，我想做一个积极的声明。自从我退休以来，我参加了好几次股东大会。我只希望有什么办法能让大多数 CEO 参加。他们可能不明白发生了什么，但我只是想让他们看看股东大会应该如何处理。(掌声)现在我的问题继续，今天早上，我不得不在柯比的展台(Kirby)把一些家伙骂走。几周前，伯克希尔的名字上出现了一个污点，其魅力出现了一个小裂缝。我不知道你有没有看过这个节目？

巴菲特：是的，我看到了这个节目。这很有趣，因为它关注的是一些人的所谓的销售行为，**这些人不是为我们工作，而是为经销商工作**，就像销售员为福特的经销商工作一样。特别是，它在谈论他们如何向老年人销售。有趣的是，十多年前，我们制定了一项政策，据我所知，这是全国唯一一项类似的政策，任何人，**包括任何 65 岁以上的人，如果买了柯比吸尘器，在一年 11 个月零 29 天内任何时间因为任何原因感到不开心，都可以告诉我们，他们可以毫无异议地拿回他们的钱**。我不知道还有哪个耐用消费品在这个国家卖得这么好。有趣的是，他们采访的那个家伙，他说他的母亲买了一个吸尘器，并对此非常不满意，不过她实际上已经使用了这个产品 8 或 9 个月，并获得了全额退款。这个事实在节目中没有提到，甚至我们有这个政策的事实也没有提到。我真的认为这是非常出色的新闻工作。(嘲讽语气)我可以理解你对这个节目的反应，因为在这个节目之前，ABC 新闻曾多次指出，这个政策是存在的。在过去的一年里，有 300 多人，如果他们给了我们一个以旧换新的机会，11 个月后他们决定不这么做了，那我们就会把他们的钱还给他们，再加上一台和他们给我们的那台机器相当甚至更好的机器。但节目中却对此只字不提。所以，我并不认为这是美国广播公司新闻业的伟大时刻。

Wesco 股东大会 2002

以下内容节选自 2002 年 3 月 8 日在帕萨迪纳市威斯科金融召开的股东会上芒格答股东问。

1, 说衍生品会计处理是下水管道, 那就是对下水管道的污染

股东: 在伯克希尔年会上, 你评价了衍生品的会计处理。你能否给我详细介绍一下衍生品会计处理中存在的问题? 你的评价衍生品会计处理比下水管道还差劲, 而且伯克希尔也不再将衍生品交易作为常规业务。

芒格: 最初交易的衍生品主要是利率互换。在利率互换交易中, 你同意在一定的时间段内支付固定利率的利息, 同时收到有信誉的借款人支付的浮动利率的利息, 反之亦然(一方用固定利率交换浮动利率, 另一方则相反。交易中不涉及本金, 仅仅是交换利率)。这样的合约价值经常会随着利率曲线的变化而剧烈变动。而且由于内在的交割延迟, 同样的合约风险也会因为签约者的信誉等级不同而呈现巨大的差异。

即使不考虑信用风险, 如果你签署的是裸露合约(即没有本金保护), 你也可能在这样的合约上损失惨重。因此, 如果没有违约风险存在, 他们每个月会在支付本金固定利率 $X\%$ 给对方, 同时收到对方支付浮动利率 $X \pm Y\%$ 。在原始的会计处理中, 每个月的 $Y\%$ 会被记入会计账簿的月收入。这样, 会计账户看起来就像是一个储蓄账户。

然而, 交易者不能断言他们已经赚到了他们在这类合约中想要的所有收益。而且, "裸露"的交易者必须接受公允的评估。所以, 交易者有时就会去说服会计, 也就是让本该对合约比较明白的人, 去相信这些不可替代的合约的市场价格, 能够在审计师的检查下由交易者保持公允合理。然后, 账面利润像兔子一样翻番, 衍生品交易也类似地膨胀。最后, 即使是摩根银行这样的最终大宗合约持有者, 也会屈服于压力保留交易, 并看着利润不断增长, 这得益于不可替代合约按所谓的"市场价值"计算的会计准则, 然而这其中包含着巨大的清算风险。随之而来的是, 越来越宽松和乐观的会计标准, 再也不如以前了。

最终的结果是五花八门、子虚乌有的资产进入了全美国主要机构的会计报表。披露的各种各样由各大会计师事务所认可的盈利, 在所谓的会计准则下却并非真正通过这些衍生品得来的盈利。会计师写下了 800 多页的繁杂规则的 FASB 准则(联邦会计准则委员会)以规范这些事情。如果你很腐败, 你可以按照安然公司那样做或者类似的方式, 如果你不是很腐败, 唉, 来自于你所在的人事系统的压力, 仍然会迫使你陷入大量不当交易和糟糕报表的深渊。所以说衍生品会计就是下水管道, 然而这样说对污水来讲是不应该的侮辱.....

你可以开始看看这场闹剧将如何收场。安然拥有被其审计师美化过的衍生品报表。当然, 当他们拿到钱后, 就消失了.....衍生品交易所创造的利润从来都是不真实的。我们本来不应该允许会计师和 FASB 审核账目, 董事

本来永远也不应该建立制度去激励人们制造实际上不存在的利润，但是，董事们在纠正由财务总监和审计师美化过的会计报表方面有多在行呢？

所以，情况变得一塌糊涂，而且也难以解决.....如果我是对的，终会恶有恶报，绝无坦途。大家最好控制一下投资节奏，以便考虑接下来由于美国衍生品市场所带来的大麻烦.....

对我来说，显而易见(总是显而易见)，这个衍生品交易系统是很荒谬的，整个系统都疯狂了。就普通的交易来讲，比如政府债券，你必须立即支付，而且我的报价也不比别人的好到哪儿去，因为两个报价都会很快地清算。

但是那些衍生品账簿的清算，却被一再地延迟、延迟、再延迟。随着市场和信用的变化，人们的欠账变成一个无比巨大的数字.....而且大量的交易没有任何担保。即使有些附带担保条款，也只是美好的愿望。没有一个穿衣服的人会说：我是空手套白狼。所以，如果你对面的小子正想打全垒打但却麻烦缠身的时候，你可能会有一大笔不妙的应收账款。我认为富有的人也参与其中是件疯狂的事。

现在，如果你是一个衍生品交易者但并不是在玩自己的钱，那么是件很不错的事。但是像伯克希尔这样的公司，进行衍生品交易就有点疯狂了。而且我认为现在的大银行的所作所为也很疯狂。此外，银行监管者也好像是在打瞌睡而不是在履行他们的职责，如果我是对的话。

2，我们不为美国运通沮丧

股东：我知道你并不乐意谈及伯克希尔持有的个股。但是你是否觉得，2001 年美国运通充分披露了在衍生品和垃圾债券上面造成巨大损失方面的信息？它们披露了公司所有实质性问题吗？

芒格：美国运通确实有些效果不佳的投资。他们也确实有些小错误激怒了他们和美国运通的股东。然而，我对了解到的美国运通的情况是否满意呢？我想答案是肯定的。我们从未认为他们应该以我们同样的方式去处理投资。我们都是成年人了。此外，我们也会犯错误，也会退步。所以，我们并未对美国运通感到沮丧。

3，华尔街扭曲的激励机制意味着行为至多达到中等

股东：你久经沙场，可否给我们说说你对华尔街伦理道德的看法？我是很想知道伦理道德是在 1960 年代或之前高歌猛进的 1920 年代就这样差劲了，还是华尔街的道德如今在诚信方面又达到了新低？

芒格：好的。一般来讲，我认为，**在我的有生日子里华尔街的道德水平距离完美越来越远了**。我年轻的时候，在帕萨迪纳(Pasadena)这样的小城里交易证券的通常方法是，通过柜台市场购买然后加上 5% 的利润去卖给慈

祥的小老太太——加价是不对外讲的。你可能在教堂里碰到那位老太太并凑上去告诉她你在帮助她，然后你就通过无风险的交易获得了 5% 的利润。我一向认为这是不道德的。

但是关于证券承销的标准，我还是认为过去要比现在好些。**我觉得现在通常的标准是把所有能卖的东西都卖了，而且人们只是考虑如何能够不择手段地把事情做成了。**这是个可怕的变化。

如果你能够回到梅隆(Mellons)掌控第一波士顿的时代，他们有各种各样的不会去做的事情(禁忌)，即便如此，他们仍然取得了很好的收益。这是个理想得多的投资银行运营方式。

虽然在证券行业仍然有许多高水平的聪明人，可能在座的就有许多。但是，我猜他们中的许多人都在一定程度上不得不为了顾客的利益而和他们自己的公司展开斗争。**这的确是个难以保持良好伦理道德的行业。**你可能会碰到个正要靠每月的佣金提成给孩子付学费的家伙，而现在又是月末了，这是 Susan 阿姨的账户，呵呵，你看，一些小动作就发生了。有太多的诱惑会导致不当行为.....设想一下，当你给出差别巨大的佣金水平时，卖普通的股票 A 可以得到 X% 的佣金，而卖隐含巨大风险的 B 可以得到 10 倍 X% 的佣金.....我想也很自然，华尔街的道德水平会滑落到中等乃至更差。伦理道德在华尔街早已沦落。

即使如此，华尔街仍有不凡之人。伯克希尔和 Wesco 从华尔街得到的服务就相当出色。但是我觉得你不应以此来评判华尔街。我不认为你这辈子会因为沒有和圣母玛利亚通奸而倍受赞誉。(众人笑)难的是，将提供给我们的同样服务也提供给其他人。我们是比较难缠的主儿。

让分析师成为股票承销部门的托儿这样的事情某种程度上经常发生。但是最近情况看起来变得有些疯狂了，因为这样做获利实在太丰厚，比如互联网泡沫之类。但是，我们看起来将会从目前糟透了的行为中有所收敛。

但是我们会拥有高尚的伦理道德吗？我不这么认为。激励机制对顾客来讲是扭曲的。证券公司依靠销售一些佣金只有每股 2 分钱的股份之类的事情是赚不到钱的，但是公司可以通过承销那些分析师高度赞扬的股票而大赚一笔。**我们很难对分析师行为高尚抱有过高期望，这就是现实。**

要建立给 A 报酬的激励机制，却告诉人们你想要 B，这样往往会导致很多 A。这并不是说华尔街没有聪明的、可敬的人，有还是有的.....

4，董事一般就一项工作，那就是投赞成票

股东：说到公司治理，我很好奇一家大型上市公司的董事实际上对董事会有多大的影响力？我记得你说过当

你、巴菲特和辛普森都在所罗门董事会的时候，如果发生的事情和预想的相反那是最好的了。在可口可乐的年报上显示的养老金资产的预期回报率是 8.5%。我记得你和巴菲特说过如果再低一些会感觉更好。那么里面有脱节吗？董事们实际上做了什么呢？(众笑)

芒格：我可以通过一个故事来回答这个问题。我们的一个好朋友乔·约瑟芬，一个才华横溢的好人，他说过：我曾被邀请加入到西北电讯的董事会，这也是他们要我做的最后一件事。(众笑)

提案送上来后董事就只投票赞成，我担心这是一般美国企业文化所期望的.....有时候，CEO 知道董事会会有一些专家，也会在他犹豫不决的时候主动咨询其他专家，但是最终 CEO 还是倾向于自己作决定。一般来讲 CEO 不太喜欢推翻自己的东西，这很容易理解.....所以，即使我们是控股大股东，在董事会上影响也很小。

现在，不时会有人很看重我们，私下会问我们一两个问题。但平均来看，CEO 还是做他们想做的，而董事会只是说"同意"，其他情况很少见，CEO 法则就是文化的运行方式。现在的公司治理文化就是这样。在这样的文化下，沃伦和我很庆幸能够和这么多睿智的 CEO 共事。

5，检查清单需要根据自己的知识结构归纳总结

股东：你早先对评论了一些金融机构的风险。我想把它与你和巴菲特在去年奥马哈年会上的评论，以及你所说的因为一些令你不安的原因而卖出房利美和房地美的事情结合起来。你把它比作冰山，只可以看到有冰在水上面，但却不知道水面下的冰在何处。在衍生品的账目之外，在年报中还有其他痕迹可寻吗？

芒格：事实上许多金融机构有许多方法使自己走向地狱。你可以疯狂地借贷；你可以投入到一无所知的商业领域；你可以以极高的价格实施并购；你可以高度运用杠杠，但是，一阵小风就足以使你深陷困境。所以，坦白地说，金融机构中的问题要比衍生品里的多得多。毕竟，金融机构在衍生品出现之前就已百病缠身了。所以我对预测未来的麻烦可没什么简单的处方。

一般来讲，我认为你需要一个心理账户，我称之为清单检查清单。你要拿一个有价值的"模型清单"并且认真检查执行：这里对吗？那里对吗？如此不断反复。在你完成了许多部分组成的检查清单程序之后，你就做了一个明智的形势分析尝试。如果有两三个重要项目未在你的清单上得到确认，那么，如果你是个飞行员，你就会坠毁。同样，如果你分析一家公司时没有进行足够的程序检查，你做的就很可能是一项糟糕的投资。

所以，一般来讲，我认为你头脑里已经有了一连串模型，也习惯了在检查清单中使用他们。这很明显。那

么，我问一下，在座的有多少人在大学里被教导应该以这样的思维来处理问题？有人举手吗？那里有一个，好的，有一个。你在哪里就读的？(麻省理工学院 MIT)。

MIT！看看.....我们又看到了科学气质的价值。这也是为什么我认为人们非常有必要接受些科学教育的原因。所有对孩子或孙子有影响的人都应将这些牢记于心。如果他们能搞点科学，就让他们去做吧。顺便说一下，这个来自 MIT 的先生可不是预先安排的，碰巧了。整个房间里只有一位先生举手，他已经有了正确的思考方法，他哪里来的？MIT。你们能够想象我们会从艾姆赫斯特(Amherst)学院诗歌系的人那里学到什么吗？

股东：你提到了心理账户和检查清单。你能和我们分享一下你作投资决定前的检查清单吗？

芒格：我没有时间无休止地谈论这个问题。清单因公司及行业而异，并不是一成不变的。但就一般的考虑过程而言，我的责任是拿到一组与深度模型相关的检查清单并运用这些清单进行思考，这就是我给你们的建议。我可不能轻率地说：有三条，如果你照着做，就没问题。此外，即使有人很权威地告诉你一个检查清单，你也不要放在心上。只有当你自己归纳或总结出来的时候.....那个检查清单是你自己在脑子中勾画出来的，这样你就可以在你的余生中使用了。科学教育好就好在它强调令人信服的推演和好的归纳。

6，经验需要自己摸索，别人无法取代

股东：什么时候我们可以决定一只股票值得买进呢？比如，我在关注 Smithfield 食品。它是世界上最大的猪肉生产商。净资产回报率为 20%，10 倍市盈率。管理层没有薪酬过度。Tyson 公司准备溢价收购它的几个肉类加工公司。而且它正在回购股份。在什么情况下我可以认为我能够确信地作出购买的决定呢？

芒格：哦，这是个绝好的问题。但我不能告诉你什么时候可以买些肉类公司。这可不是因为我知道却不愿告诉你。如果你想成为一个投资者，你应该在投资之前对游戏规则有所了解。如果你希望保持长时间的循序渐进，那么我的经验是：在你差不多能够确信胜算在握时再开始投资。

通过工作、纪律和实践，证明自信，最终养成良好的行为习惯。没有捷径让你可以找到大师并通过耳语得到答案。就像学习打好高尔夫球一样，你已经有了点天分，那就好好学吧。

7，巴菲特即使没有碰到我也会是一个伟大的投资家

股东：巴菲特说过他从你身上学到了很多。能告诉我们你觉得你主要教给了他些什么？

芒格：你应该知道巴菲特对朋友从来不吝美言。沃伦在投资之初，就站在了投资大师格雷厄姆的肩膀之上。

格雷厄姆在 1930 年代大家都远离股票时，已经开始在废墟之上寻找宝藏了。所以他能够购买一些与每股资产价值相比价格低的甚至有些荒谬的股票。通过购买极其便宜的股票并等待随后的反弹，他很少的本钱在不短的时间里取得了 20%左右的收益。他经常投资于一些资质平庸但股价明显低估的公司，对格雷厄姆来说，买入深度折价资产的方式很不错。他要的是简易的判断，因为他是一个伟大的老师，他希望通过教授这些简单的投资方法来帮助普通人。因为巴菲特是这个系统的发明者教导出来的，而这个系统对发明者来说运行得很好，而且这个系统在巴菲特年轻的时候也长期取得了良好的效果，巴菲特即使没有碰到我也会成为一个伟大的投资家。

因此，对于**资金应该投资于那些能够在长期取得高额资本回报的公司**这一理念，巴菲特接受起来要比我稍微慢一些。虽然实际上格雷厄姆的大部分财富来自于投资的伟大生意：GEICO 保险公司，但这不是他投资体系的组成部分。他对此不愿多谈。**他说，很奇怪他教了一辈子的投资方法，但是却以另外一种方法赚到了大部分的财富。如果说我曾经帮助了巴菲特的话，那就是我不像他那么崇拜格雷厄姆。**

8，我们寻找的是价格低估的优秀公司

股东：当你研究巴菲特的投资历史，特别是在他遇见格雷厄姆的理念之前，你可以看到他尝试了不同的投资方式。在他逐步成为一名投资家的过程中，很明显，先是受到格雷厄姆体系的影响，而后是菲利普·费雪。那么你又是如何逐步成为一个投资家的呢？

芒格：即使我们现在所处的时代不同了，但是我们依然在应用格雷厄姆的基本投资准则，也就是寻找价值超过你所支付价格的股票。但重要的是，我们现在试图寻找的是，**在一个细分领域内，价值低估的公司应该是"良好或优秀的公司"**。这种特殊的方法对格雷厄姆来说有些异类，他总是习惯于在不同的、不为人注意的角落里寻找投资目标。我想现在你依然可以通过格雷厄姆的方法挣钱，也就是通过极其低廉的价格购买一些垃圾公司。但是这种方式仅适用于规模不大的资本，而且需要缴很多的利得税。

这种方式现在对我们不太适用了。我们的变化是自然而然的，我们应该抛弃这些枷锁。

9，没有格雷厄姆，巴菲特也会成为伟大的投资家

股东：你能否想象一下，如果巴菲特没有遇到格雷厄姆的投资理念？他是会自我成长呢，还是会师从他人？如果你没有碰到费雪的理念又将怎样呢？

芒格：巴菲特如果没有遇到格雷厄姆的话，将会成为更伟大的投资家吗？答案是肯定的。而且我认为，**巴菲**

特是比格雷厄姆更伟大的投资家，他成为整个投资派别的奠基人并非依赖于格雷厄姆。但格雷厄姆依然是位伟大的导师，这是他一个不小的功劳。

我认为巴菲特成为一个伟大的投资家并非仅仅由于天性以及他的兴趣和态度。我认为即使巴菲特没有遇到包括我在内的这些伙伴，他仍将成为一个伟大的投资家，他一定会脱颖而出。他经常对身边很多人给予很多帮助，但是他在许多不同的环境下即使没有这些人依然做得很优秀。当然，我不认为你让他站在芭蕾舞台上然后说，“沃伦，好好表演吧”(众笑)，这种情况下他不会表现得很好。他的良好表现需要一个需要高智商、量化分析和确定性风险的领域。在这些领域，如果时间够久的话我想沃伦会表现得类拔萃。

10，我们最大的差别是管理的资产规模不同

股东：没有两个投资家是一样的，即使他们的投资哲学是一样的。我很有兴趣听听你认为巴菲特、辛普森先生和你对投资的看法有什么差别。

芒格：巴菲特、辛普森和我有什么不同？不太多。目前我们非常相似。事实上，GEICO 保险的路易·辛普森先生刚好也在这里。他回答这个问题可能比我更合适。

辛普森：查理，事实上这个问题在公众广播公司的一次访问中我也曾被问到过，《巴菲特的 CEO 们》一书的作者 Bob Miles 把我和巴菲特归为一类，但我认为沃伦是希望我想怎么做就怎么做。

而且事实上我认为你、沃伦和我之间主要是规模的不同，我们在 GEICO 管理大约不到 25 亿美元的资产。你所管理的资产要更多，几倍于我。我们具有照看相对于伯克希尔来讲小得多的资产的优势。如果我们发现一些规模在 2-2.5 亿美元的投资机会，它们对我们会有很大影响。而在伯克希尔，则需要大得多的标的。对我来讲，这就是最大的不同。

芒格：这的确是个大的差异。或者是因为管理的资产规模较小，或是因为辛普森先生更加睿智，他的投资业绩这几年要比我们的好。

11，市场风险无法规避，但市场波动性应该成为你的朋友

股东：在年度会议上有些争论，一个人是否可以通过不断交易并关注数学家和经济学家提供的的数据而完全消除市场风险。市场风险可能像他们声称的那样被消除掉吗？

芒格：好的，我不认为过度的交易能够提升业绩，即使对天才来说。我有个在八十多岁去世的亲戚，而我不

认为他有过什么损失。他一生大概只做了八件事，他从一只小袋子开始，如果没有把握的事情，他就不去做。他活得很好，去世时也很富有。我认为，对大多数人来讲，如果没有太大天灾都会过上差不多的富有生活。这需要很多判断、很多纪律以及没有过度的交易。通过这种方法，我觉得很多聪明人都能够消除人生的多数风险。

在证券交易中，通过公式进行频繁交易的方式从来没有打动过我，而且我认为对大多数人来讲也并非合适。风险规避很少会因为过度活跃而最大化。

12，许多奇怪的事情会不断发生而却没人能够预测

股东：你和巴菲特先生会参照利率对股票估值。如果我们处于一个零通胀和利率为 2% 的环境，你是否会调高对股票的估值呢？你觉得利率接下来会到多低？

芒格：就利率来说，由于影响因素太多故而十分复杂。利率对我们给股票估值来说重要吗？当然重要。但是我却没办法给你具体的公式。

关于利率的一个现实例子是大家都应该考虑一下日本的情况。有趣的是几乎日本每一家保险公司都已陷入实质性破产的窘境。原因就是他们承诺支付给保险客户 3% 的利息。现在，谁能想象保险公司会因为承诺支付 3% 利息而陷入破产困境？但日本的利率跌到了接近 0% 的水平，他们年复一年地承受着股权投资的负回报率折磨。

毫无疑问，类似的事情会对在座的大家产生剧烈的影响。而且导致这种状况的极其有趣的环境至今对日本来说仍未好转。沃伦在过去的四五十年里反复说过，许多奇怪的事情会不断发生而却没人能够预测。

试问有人预测到日本的人寿保险公司会仅仅因为没人能够取得 3% 的收益而陷入破产困境吗？有人预测到如果他们试图通过投资股票解决问题却只能得到负的回报率吗？想一下你是否愿意 13 年来股票收益为负，而利率只有 1%？这对在座的许多人来说都是不可思议的。从没有见到过这样的时代。然而，不可思议就意味着不可能发生吗？我不这么认为。奇怪的事情经常发生。

13，股价波动应该成为你的朋友，你应该建立起越跌越买的自信

股东：在奥马哈你说过，如果你觉得做错了事情赶快改变你的决定是很重要的。如果你买了一只股票然后它就持续不断地下跌，但你却不知道是什么原因导致的，而且在消息面上也没有什么变化。你如何能够知道自己作出了错误的决定以及何时准备卖出呢？

芒格：几十年来，当我们购买了股票而它却不断下跌的时候，我们的方法通常是不断地买进、买进、再买

进。我们也不喜欢一块的时候买，而五毛的时候却不愿意买的理念。但例外的是，如果某些影响价值的事情改变了，或者你意识到你犯了错误的时候，这时候你就该马上作出改变，卖出，然后做点别的事情。

但是总的来说，**你应该在投资判断中建立起越跌越买的自信。你应该让股价的波动成为你的朋友而不是敌人。**如果市场价格的变动方向成为你买卖的指导信号的话，你就是在运用和我们不同的投资方法。

14，财富效应是个重要的驱动力，但并非唯一

Chris Davis(Davis Selected Advisers 公司)：当数以万亿计的国民财富在几年内灰飞烟灭，让我惊奇的一件事是，财富效应的逆向效果似乎比我预想的要小得多，我曾以为美国运通或 Foundry 或其他消费会大受影响。我想知道你是否认为股市财富的缩水将持续产生影响，还是认为短期内累积的损失所带来的影响会逐渐消逝？

芒格：Davis 所说的财富效应是指消费随着股价的涨跌而兴旺或萧条的情况。很明显，现在是存在财富效应的，也就是说当股价上涨时人们都会感到更有钱了，就会扩大消费，反之亦然。我曾经对几个基金会的管理人员说过，如果用我非传统的方式来描述的话，**我认为财富效应要比许多经济学家认为的大得多**，而且在过去两年的股市大跌之前的繁荣时期更是非常重要。我不会改变我对此的看法。

现在 Davis 实际上是在问：在股市上损失了巨额财富之后，为什么人们仍然维持着一个较高的消费水平？我对此的回答是：**股市的财富效应是消费的一个驱动力，是具有重要影响的一个重要因素。但也不是超级重要因素或者唯一驱动力。美国政府在过去的两年里，每年都将政府支出提高了 10%！这样的做法最近的也是几十年前了。所以就有了另外一个对消费影响巨大的因素。**

当然，降息有助于保持房产需求的增长，这也是整个财富效应的一个重要组成部分。当邻居们的房子售价越来越高的时候，人们也会感觉更加富有了。所以，我认为有一些反向的作用会减缓股价下跌带来的影响。

如果你注意一下当 Level3 公司的股价狂飙 90%以上时，奥马哈波仙珠宝店的销售，你就会发现财富效应的巨大作用了。而且那里还有许多价值百万以上的房子在出售。当巨额的账面财富消失时也会有负的财富效应。但是财富效应只是当前起作用的经济因素之一而已。

许多人仅仅试图通过观察某一个指标来预测宏观经济，诸如金价、利率或就业率的趋势等等。我总觉得这是无意义的。如果你可以用多因子复杂点的系统，那么你应该尽力综合考虑所有因素，而不是仅仅考虑一个.....

15，我不喜欢过度的消费信贷，这让很多人成为信用卡的奴隶

股东：是否消费信贷的标准已经放松到了危险的程度了呢？消费者是否过度运用财务杠杆？有什么模型或者准则能让我用来搞懂这个看起来很普通的问题吗？

芒格：我不知道，你问错人了。我更喜欢的是在这方面走在前列的德国的做法，二战后的岁月里，德国实际上没什么消费信贷。德国人会一直储蓄，直到有足够的钱买一些东西为止。所以德国的人均 GDP 也增长得很快。如你所料，这才是芒格喜欢的类型。

美国走了一条不同的道路，我们开展消费信贷一年比一年难。有时候，我们会陷入普罗维登这样的公司的麻烦中。最终是否会因为过度推行消费信贷而导致某些经济紊乱呢？我认为答案是肯定的。消除消费信贷泛滥的过程总是痛苦的。我不喜欢消费信贷以美国的这种方式发展。这不是我的偏好。一旦你习惯于用每年增加 5% 的消费信贷的方法来推动国民经济增长，那么，等到(消费信贷率)增加到了极限，你又该怎么做？这令我很不安。

人们曾经很容易地通过消费信贷获取“财富”(借钱装富)，我相信许多人的确是这么做的。如果你能够通过某些途径拥有一些奴隶，你就发财了。如果你能够找到一种方法，使得许多人努力地工作以支付给你 36% 的利息，假设他们有财力支付 36% 的利息而又没有财力归还本金，那么通过这些人赚钱就像拥有奴隶一样。

我不喜欢这样，但这就是我们现实的世界。然而，我不会去花时间号召大家更多地使用高利率信用卡。这不是我的风格。但这是不明智的。或许世界会因此变得更好。然而，无论如何，我不会比富兰克林更喜欢它。

总之，我这里没有模型能够告诉你大麻烦是否或者何时会来临。

16，持有房地美，我们明显有点不安

股东：我的问题是关于你致股东的信，特别是关于“其他营运收入”.....如果回到 2000 年的春夏之交，美联储主席格林斯潘和我认为来自路易斯安那州的布鲁议员在关于美国政府对房地美和房地美信用评级背后隐含的支持问题上制造了许多噪音。这是关于何时卖出价值 15 亿美元的房地美股份的问题.....考虑到好的投资机会并不常有，考虑到我们的现金总是比找到合适的投资机会要多，考虑到因为出售股份我们丢掉了大笔应付税金形式的政府贷款，考虑到你曾反复说过你不会卖出股票，除非有关该公司的一些基本面情况发生了变化，如果不是太令你尴尬的话，你能否告诉我们为什么作出卖掉房地美的决定呢？我之所以这样问的原因是这导致了大量的投机，但是就我所知，并没有什么确定的答案。

芒格：我们持有这只股票已经有些年头了，而且收益也很不错。总之，沃伦和我面对带有高额杠杆的金融机

构时都有些不安，除非我们 100%确信一些不幸的事不会侵蚀我们的企业文化。很明显，我们有些不安。这就是我们的做事方式。我们不会号称洞悉这个世界.....

我有个成功经营大型企业多年的朋友，几年前他坚决地开掉了一个大的供应商。供应商问：为什么要开掉这个大供应商呢？这个老板回答说：你让我感到不安。换句话说，老板担心这个供应商会给他带来麻烦。他也并不确信他是对的。但他会想：我已经是个有钱的老头了，我干吗还要感到不安呢？恐怕我们也是这样。(众笑)

斯蒂芬·威廉姆(威廉姆投资顾问公司)：当房地美的政策发生变化并且你卖出了股份时，我很想知道伯克希尔在投资机会日渐枯竭的情况下，是否到了需要采取一些更激进的行为以保护自身利益的关头？你认为这会发生吗？你难道不认为你可以施加较大的影响吗？

芒格：嗯，我们不知道关于尊重房地美运营和房地美管理失误方面我们是否正确。所以我并不认为这是事实。卖出仅仅是令我们感到不安。我们是否会征集委托代理权呢？答案是否定的.....

17，我们的会计处理要比多数保险公司更保守

股东：我要感谢你去年对会计处理的评论以及你给我们分享的故事。你帮助我的家庭在去年秋天免受蛊惑，我的证券经纪人建议我卖空伯克希尔的股票并买入安然。(众鼓掌)今年我的问题是：你说过保险损失成本必须依赖估算，所以保险业者对于承保业绩有相当大的调节空间，连带使得投资人很难正确地衡量一家保险公司真正的浮存金成本。伯克希尔对于损失准备提列尽量采取保守且一贯的做法。首先，你是如何量化保守的会计方法对伯克希尔绩效的影响程度的呢？此外，我们对损失的会计处理与其他同类保险公司相比又如何呢？

芒格：应用在威斯科和伯克希尔的保险会计方法。一般来讲，我们认为我们要比多数保险公司更为保守。也就是说，在过去的时间里，我们有时候对准备金多估计了些，有时候又会少估计了些。在过去的四五年里，由于我们高估了可能的损失，我们将不少钱冲回了利润。

通用再保险公司过去一两年对准备金的评估都有点低。几乎每家美国的保险公司都这么做的。损失总会回到传统的水平。这也是通用再保险公司去年计提大量超额准备的原因。不考虑这些细节，我预计长期平均来看，我们不仅仅只是为了比其他人更保守，我们也会因此取得成功的.....

保险仍将是一个竞争激烈的行业。我在伯克希尔的年会上说过，专业的公司销售再保险，最普通的结果也不会太差。所以当我说我们会做的比较好的时候，我是说我们可能会处于最好的 10%左右的行列。你们需要判断你

是否认为这是恰当的估计，或者是不合适的狂妄之想。

至少我们有个稍微不太一样的运营态度。**我们会愿意去做些其他人不愿做的事。**你还记得当 GEICO 保险以前陷入困境时我们收购它的事吗？Jack Byrne 请求新泽西州适度上调保险费率。监管者却大玩政治手腕，给出了很低的总费率。第二天，Byrne 宣布 GEICO 将离开新泽西州。GEICO 从未在新泽西州修改过承保政策。几乎没有人这么做。后来，有些保险公司随我们而去。而新泽西州也没有对费率提高很多。

就像我在奥马哈说的，我们是美国为数不多的采用衍生品会计账目的公司。当我们收购通用再保险后，我们继承了一个衍生品交易账目。我们不喜欢这个东西，但是我们想或许我们可以出售整个或一部分或者其他。没什么大不了的，而且我们现在也还留着这个账目。所以我们愿意做些不太令人愉快的事。而且如果你希望你的保险承保经营得更好的话，这样做有助于你保持良好的心态。

股东：通用再保险的准备金在被伯克希尔收购前后有什么变化吗？这对我们有什么影响？

芒格：嗯，他们一直以来都在努力地做好通用再保险。而且实际上在美国每个人都错估了艰难时期的准备金。一些普通的力量蔓延到了几乎每个人身上。

你可能会想，成为伯克希尔的子公司后，曾经不错的准备金会变得更好了。但这不是我们的原因，这是通用再保险的新任 CEO 乔·布兰登的功劳。他非常希望在保险业经营一种，既符合通用再保险的传统同时又符合伯克希尔传统的企业文化。一般来讲，我们对保险业的经营持适度乐观的态度。

18，再保险行业是一个需要专业人才才能经营地好的行业

股东：大约在三年前的伯克希尔年会上，我问了你和巴菲特一个问题。大意是：由于伯克希尔总是寻找那些高资本回报且具有独特的竞争优势的企业，为什么我们会收购充满流动性且无太多竞争壁垒的再保险企业呢？我想你的回答是再保险不像以往那样，现在更多的是一般企业了，它的资产负债表与伯克希尔有很大的不同，通用再保险的代理网络也是如此。但是今年的年会上，你指出，你对于再保险的安全投资没有如你所料地发生感到惊讶，不考虑 911 事件。所以我的问题是，为什么没有呢？你三年前的答案和你现在的想法还一样吗？或者你另有考虑？最后，有其他什么因素起作用了吗？

芒格：首先，我仍然认为我们在再保险业具有一些优势，**因为人们相信我们的偿付意愿和财务能力要远高于其他保险公司。**所以我认为，再保险行业不完全是一般企业。其次，我认为我们拥有一些其他保险公司所没有的

专业人才。但是仅仅仰赖专业的人才是有风险的。拥有一系列具有合法竞争优势地位且稳定可靠的企业则会安全得多。但是哪里有许多价格合理的这类企业呢？我认为我们在再保险业拥有一些独特的能力。而且我认为我们凭借这些独特的能力赚了不少钱，今后也会如此。

我很高兴我们拥有再保险企业。但我认为再保险业对很多人来说是个竞争非常激烈的行业，我特别要正告大家，再保险业不是一个不需要动脑子的行业。这是一个只有我们能够好好动脑子才能够继续为大家服务的行业。

19，乔布兰登正在重建通用再保险

股东：在最近的年会上，巴菲特说通用再保险的企业文化有一些改变，但是核保准则仍然保持不变。这是一家拥有超过 3000 名员工的企业。如何能够这么容易地重建核保准则？这其中经历了怎样的过程？改变核保准则有新的 CEO 就够吗？或者这是个长期的过程？对此你是怎么认为的呢？

芒格：很明显，在沃伦的层面上，他仅仅是通过 CEO 来管理。通用再保险的 CEO 是一个需要用企业文化来完善核保准则的人。我们没有改变通用再保险的企业文化，这是 CEO 的工作。通用再保险的企业文化曾经是现在也是很好的企业文化，这就是：世事艰难，所以要做得更好一点。我能说些什么呢？我们认为正在变得好起来。我们对乔·布兰登也充满敬佩。他就是那个要做这件事的人。

如巴菲特所说，伯克希尔的投资如此分散，我们一直在放权。很明显，我们在各个位置安排了有能力的人，伯克希尔就像一个充分授权的系统。如果像巴菲特这样年纪的老板能够拥有一个这样的系统的确不错。这样的企业文化可以长久持续下去，因为权力分散到了那些渴望拥有这些权力的人手中。

20，股东：许多年前，财经媒体报道说，当初购买通用再保险时，巴菲特压根就没咨询你的意见。我想知道你对此的看法，这是真的吗？

芒格：当我听说时，通用再保险的交易已经过去很长时间了。沃伦说的是对的，未来这种事还会有很多。

21，劳合设糟透了，现在正在改善

股东：几年前，伦敦劳合社丑闻正是新闻的焦点。很多不同的方案都试图拯救劳合社。我们这些并非保险业内的人士从未听说这件事的最终结果。相较于丑闻之前的劳合社，现在的劳合社怎么样了呢？伯克希尔对此是否也提供过帮助呢？

芒格：现在劳合社已经有很大改观.....但是劳合社的一些道德规范却变得很可怕。这都是由不恰当的激励、权

利割据、灰色收入和长达三小时还配备大量酒精饮料的午餐导致的。劳合社的文化实在是糟透了。所以劳合社陷入了巨额理赔损失、丑闻和诉讼等等麻烦之中。

今天怎么样？要好多了。劳合社已经改造成为一个好的保险运营机构了吗？非也。未来如何？不得而知。大家知道，伯克希尔和劳合社有一些有前景的合作，但对我们的资产而言，涉及的金额不是很大。

22，未来存在很多不确定性，但我们会比其它公司好得多

股东：个人理解，浮存金有好几类.....它们都是良性的和高度可预期的。另一方面，从高额的财产意外险浮存金来看，我记得你和巴菲特曾多次说过意外再保险业几乎总是令人讨厌的。当你应用历史的知识、又长又宽的心理模型表格和精算研究等方式去对保单定价时，我个人认为仍然存在许多过去不能预测的事情，也永远无法预测。我一直担心千年一遇或万年一遇的洪水会在今后 10 年内发生。911 事件是一个数据点，但是我不认为它涵盖了所有可能的不同结果。所以即使当你排除掉 NCB(核化学生物)方面的风险，我认为仍然有许多过去没有发生过的事情可能发生。而且，智者千虑，必有一失。所以，当你拥有 380-400 亿美元的浮存金并且有确定的假设时，我不知道当这些假设不存在时情况将会怎样。

芒格：好的，当然，**人生中从出生到去世，有许多你不可能预测的事情发生。企业同样也是如此。**有谁两年前能够预测到政府会突然由巨额财政盈余变为财政赤字，又有谁能够预测我们会把联邦预算在两年里连续每年提高 10%？谁又能预测到恐怖袭击包括那两座大厦的倒塌？当然，许多人也不会想到网络股的疯狂会以崩盘结束。但是，许多不可预测的事情还是会发生，我们也概莫能外。许多无法预测的事情还是发生在了我们身上。

但是无论发生什么，我们都努力安排我们的事务，我们不会被迫"从头再来"一遍(破产)。我有一个来自类似垄断行业的朋友，他说：我已经走过一次了，我不想从头再来了。我们很努力地运营我们的公司，所以无论发生什么，我们从头再来的概率都是很小的。我认为我们要比许多人更加警惕可能发生的怪事.....我认为这保护了我们。但是我不认为任何人能够绝对保证一点错误也不犯。我想从头再来不太可能发生在我们身上，我们的投资比较分散。我认为我们在许多理赔准则里的条款上更为仔细。我们更加关注保险的整体风险。

此外，我认为许多事情我们还是具有相当的预见性的。让我们来看看德克萨斯州制砖公司，他们从巴比伦时期就开始制砖了。现在砖块在美国已经不是建筑结构材料了。砖块只是外墙材料，而且是一种很好的外墙材料。许多人都喜欢。消费量看起来是建筑的固定比例。我们拥有所有的砖场并且试图在这个领域内做好，不用关心结

构材料市场的变化。可以预测我们的制砖公司将会做得不错吗？我觉得可以。我们倾向于购买那些我们认为结果是可预测的东西。我们并不知道它将来确切地会怎么样。但是我认为结果大体不错是可以预见的。许多保险公司并没拥有许多制砖或类似的业务。

许多人重仓持有伯克希尔股票，占到了个人所有财富的一半甚至更多。我们实际上很看重这些。当然，对威斯科来说也是如此，虽然我认为这里不太普遍。我们没有忘掉现实。所以答案就是生活没有保证。但是我认为我们要比许多地方要好点，我们关注许多非致命性的因素。我想优秀的商业文化在伯克希尔运行良好。

23, 恐怖主义愈演愈烈

股东：巴菲特先生说他认为可以肯定的是某个时候.....我们将遭遇毁灭性事件，可能是被嫉妒或仇恨我们的狂热分子用核化学或生物武器打击，我认为这会毁掉美国的.....你是怎么看这场战争的？我真的认为是一场在我们的文明和国家与那些我确信是仇恨我们的人之间的战争。在我看来，他们不择手段而且一点也不怕死。结局会怎样呢？你认为这会对我们的文明有什么影响呢？其次，对我们的企业有什么影响呢？继续向前？

芒格：我想沃伦是对的。从长期来看，许多我们不愿看到的事情会发生。在座的每一位最终都将在某个时候逝去。在某个时候，美国将不再引领世界，不再是世界上最重要的国家。每一个曾经是世界第一的国家都依次交出了指挥棒。所以从长远来看，麻烦总会来到。

沃伦仅仅是说在某个时候，我们将会经历国内这样那样的剧烈动乱，我们还没有看到规模最大的恐怖袭击行为，我们应该具有当灾难来临时努力阻止并减小其危害的意识.....

我觉得近年来我们对恐怖主义风险的处理实在是糟糕透了。一个有阿拉伯名字的人来到美国学习主要航线的飞行技术，他说：我不关心怎么起飞或者着陆，我只是想知道怎么驾驶一会儿。某个官僚对此写了点批注给另外一个官僚，然后什么事都没发生.....发生这样的事就是机制的问题。当然，机制问题不会凭空消失，因为官僚机构就是这么做的：他们把管理范围进行了细分，综合起来后，它们的作用往往很差劲。这也正是我们在风险降低方面正在发生的事。情况现在变得好点了，但是我们亦然感觉恐怖。我希望有更加完善和安全的身份识别卡系统。我不会在寻找和驱逐非法移民过程中过多应用。实际上我想让世界以比现在对风险进行更多规避的方式来运转。

但是我们生活在一个喜欢顺其自然的社会。而加拿大的情况更糟。加拿大实际上是欢迎恐怖主义的。加拿大实际上在说：恐怖主义分子来了，然后轻松穿过我们与美国的边界。对待这样的家伙我们应该做得更好。悲哀的

是由此导致的突如其来的 911 事件，才使得我们对最根本问题的觉醒。但这就是事情的本原.....

顺便说一下，我不认为恐怖主义的风险仅来自中东地区。我想你也许会碰到个本地的比隐形炸弹人还恐怖的疯子。在这个国家有太多的风险。**我觉得我们应该更多地关心他们并更加睿智地与他们相处。**

24，当找不到好股票时，我们就买债券。但所有好东西最终都会消失

股东：2001 年年底的时候，伯克希尔大约持有价值 410 亿美元的债券。我猜是政府债券。但是从年报上看，这些债券属于可出售类别的。你能解释为什么伯克希尔要做这些债券交易吗？

芒格：好的，伯克希尔以两种方式持有债券。其一，我们在保险公司的投资组合中持有债券，因为我们没有发现具有足够吸引力的股票，因此我们默认的选择就是债券。大体上，我们去年默认的选择是抵押债券。所以许多债券都是这一类的。我们也购买美国政府债券。我们也时不时地购买一点垃圾债券。这是我们在找不到喜欢的股票时的一种投资方式。

另外一种债券的投资方式是在我们伯克希尔的金融业务分部，是我称之为"巴菲特多样化的金融行为"的一部分。我不认为在会计科目中有这样的一个名字，但这却是它本来的样子。当沃伦操作的时候，我就喜欢看看结果。在没有太多风险和耽误时间的情况下，过去几年我们赚了几亿美元。所以，我们有了这个特别的科目。

25，关于 Finova 的投资

股东：在伯克希尔的年报中，有些巴菲特对 Finova/Berkadia(与 Leucadia 的合资公司)的评论。这仅仅是临时的投资还是这些资产会永远留着？

芒格：这是个暂时的投资。但无论 911 事件是否发生，Finova 都会按照既定的方式去运营。许多航空类资产的价值在 911 之后都大打折扣。但是我认为会好起来的。我认为伯克希尔从头到尾会赚几亿美元，但假如没有发生 911 事件，会赚更多。这只是个临时的投资，这只是伯克希尔历史上的一朵小浪花而已。

26，伯克希尔最终会更大更好

股东：这是个很普通的问题。伯克希尔最终能够成长到多大呢？有哪些因素限制了伯克希尔的增长呢？

芒格：嗯，增长的主要限制是这是个有限的世界而竞争又是如此激烈。因此，所有大的资本最终都发现，要想变得更大无异于人间地狱，即使它们曾经拥有长时期的超额回报。我还记得当 IBM 还是世界的可爱蓝筹股时的情景，而在过去的 20 年里，IBM 在之前高增长的基础上艰难前行。在有限的世界里，**大资金最终会只能获得低得**

多的回报率。

生活乐趣繁多皆因"最终"是个模棱两可的词，他可以是指 15 年也可以是指下个星期。有许许多多的不同理解。从我个人来讲，我认为伯克希尔最终将比现在要大得多，也要强得多。它是否能够为以现在股价买进伯克希尔股票的股东带来满意的回报是另外一回事。我们过去经常保证的一件事就是未来要比过去差很多。

27, 伯克希尔会纳入标普指数

乔治·布鲁利三世(橡树价值基金)：我的问题是关于伯克希尔被纳入标普 500 指数的事。很多年前当伯克希尔收购通用再保险时，巴非特被问起伯克希尔是否以及什么时候会被纳入标普 500 指数，他当时的回答是会的，但不知道什么时候。你可否给我们更新一下对此的思考历程以及你认为这件事的利弊？

芒格：好。正是像你这样的人们让标准普尔公司不愿把伯克希尔纳入指数。如果伯克希尔是由一些大型、交易量高的机构持有，它现在就会被纳入指数了。但是如果你深入了解一下伯克希尔股东的情况后会发现，许多人已经持有许多年而且近期也没有计划抛售，标准普尔害怕把伯克希尔纳入指数是担心出现一个大的价格暴涨。这会很令人尴尬，而且对所有人都没有好处。迟早他们会找出解决的办法的。

我们会进入指数的，但我不认为明天就能进去。

28, 我们不会在计算 Wesco 的内在价值

股东：芒格先生，你过去总是在年报中给出 Wesco 的内在价值，但是在过去的两年里你却没有这么做。能告诉我们为什么吗？

芒格：嗯，我们对此厌倦了。我们也不再为威斯科以远高于内在价值的价格出售而烦恼了。我们开始这么做是因为一些人被所谓威斯科的股票要比伯克希尔的好之类的观点蒙蔽，说什么因为威斯科规模比较小，这简直是一派胡言。我们不喜欢我们的股价涨得太高。我们喜欢股价达到应有的适当高度就行了。但是对不应得的高报价，就我们自身而言，是不愿看到的。所以我们倾向于在这个时候给狂热的现实泼点冷水。

你还记得吗？当时伯克希尔的招股说明书中说道：我们不建议任何人购买这只股票。如果我们的孩子、家人或朋友问道我们是否会买它，我们会告诉他们不会。我想尽管我们给大家泼了冷水，人们还是购买了数以万计的股份。但是我们竭尽全力使之冷却了下来.....

29, 富兰克林的一生堪称传奇，学习他让我变得更好

股东：像你一样，我也是本杰明·富兰克林的崇拜者。我很好奇，你认为他对世界的最大贡献是什么呢？

芒格：嗯，这很难回答，因为有趣的是富兰克林的涉猎范围十分广泛。实际上，我认为我们从没有按不同领域去看待富兰克林。他是最好的作家，最好的发明家，最好的科学家。他无疑是国家的奠基人之一，也是最好的立法者之一。他是最好的哲学家之一。很多很多。他还能演奏四种不同的乐器(他还发明了一种乐器，称之为玻璃口琴 Armonica)。他还发明了许多东西包括我现在戴的双焦眼镜。当然，也许是生活的意外，他还位居一个伟大而繁荣国度的缔造者之列。其他事情还有，他帮助建立了宾夕法尼亚大学。**富兰克林从一个贫穷的、自学成才的学徒起步，一生的成就令人敬畏。他的一生堪称传奇。**

但是我要说，**将他一生作为榜样是最大的贡献。**很难说一个方面比另一个方面更重要。比如说，一些人会说如果没有富兰克林从法国筹集的巨额资金我们将不能赢得独立战争。这也许是对的。但这是否意味着这是富兰克林最主要的贡献呢？如果这是他所有的贡献，现在还会有人记得他吗？我不这么认为。我认为以他一生为榜样有很大的作用，而且会在历史长河中发挥作用。**就我个人而言，因为学习了富兰克林也变得更好了。**

30，科学教育非常重要，特别是在科学领域之外

贝弗林：下午好，芒格先生，我是来自瑞典的彼得·贝弗林 Peter Bevelin。

芒格：哦，很高兴见到你.....你害我花了好几千块钱.....贝弗林先生是送我《冰河世纪》一书的股东。后来我又花了好几千块购买此书送给朋友。这是我读过的最好的书之一。我把它推荐给了伯克希尔的股东。今年夏天它将在美国出版。所以当你站起来的时候我心情很复杂，因为我担心你会再送我一本其他的书。(众笑)

贝弗林：什么使你对科学家的方法产生兴趣了呢？是否有些真正启蒙的想法影响了你对商业和人生的看法？

芒格：大家知道，我与诸位相比，所受的科学教育非常有限。我早先认识到，数学是我搞懂生活的必备语言的重要组成部分，我靠天性学会了它，然后就忙于作业和游戏之中了。但是真正对我科学进行启蒙的是，当我开始学习大一物理的时候。**就像爱因斯坦发现欧几里得几何时被迷住一样，当我看到牛顿物理学时，多么完美的预测、多么准确，一下就迷住我了。**所以我观念的变化主要是受这段经历的启蒙影响。

我觉得每一个有学习能力而又没有自尊危机的人，都应该被要求去学习点**物理学**。这也是我们最好的私立学校现在正在做的。我去年曾在纽约的一个教会女子学校做过一个演讲，实际上，这所学校要求每个不愿学物理的孩子必须学习，这种管理学校的方式非常令人佩服，**因为你通过具备理解科学的能力，而得到的思维习惯，是非**

常非常有用的。

我发现科学很有趣一部分是因为即使不当科学家，你也能学会很多东西，哪怕是从来没有上过的课程上面。生活中的热力学常识就是一个好例子。我不是说你可以用方程来描述它，但这却是个关于相互关系的好例子。如果你不懂得些热力学基本知识的话，你可能很难搞懂整个生物系统是怎么运行的(熵增定律)。许多人不愿意费劲去学点热力学知识，我觉得是不对的。

我家附近的煤气公司几年前购买了一家房地产开发商。这家开发商曾支持的一位发明家说他计划从海水中提取氢以得到便宜的能源，然后他们就投入了很多钱到这个项目中去。现在如果他们来找我，或者即使在我年轻的时候，我也会告诉这个客户找别的律师去吧.....我宁可少挣点钱也不愿帮助开展这种疯狂的茶话会。这是不可行的。从其他途径获取更多能量是违反热力学第一定律的，但是那些受过教育的人们还是签下了合约并让人们浪费所有的金钱.....类似的事情在美国不断上演，所以我认为科学教育是极其重要的。我认为科学意识在科学领域之外作用甚大。顺便说一下，现在这已经是主流的观点了，除了在那些应该被隔离在实践决策之外的人们中间.....

31，如果你不自欺欺人，你就有了巨大的优势

股东：我想回头说物理学和一个伟大的物理学家，理查德·费曼。你知道他吧？知道他的一些故事吧？而且，你提起他说过的"别自欺欺人"，这是很重要的。这话出自费曼的一篇名为"草包族科学"的演讲稿，我想这原本是在毕业典礼上讲的。他在其中指出科学的关键就是，确信你没有自欺欺人。

芒格：这就是为什么我们之中像贝弗林这样的人会这么爱科学，因为科学要比其他法则更努力地不去欺骗自我。这很好，这也是科学教育如此重要的原因所在。我觉得费曼是个非常独特的人。他的个人生活在许多方面都比较混乱。但是他在科学和对科学真理之爱等方面都极其理性。他是独一无二的。

不自欺欺人是你可能拥有的最好的品德之一。他在科学领域之外能够大显身手的原因正是因为这难能可贵的品质。如果你能够在这方面做好就是个巨大的优势。

32，股东：你最近可否读到一些可能让我们普通人感兴趣的书籍？

芒格：是的，我已经推荐了这本由苏塞克斯大学的天文学家和他的妻子所写的《冰河世纪》(Ice Age, John Gribbin)。这是一部伟大的科普作品。它会令你体会科学的威力。如果你买了之后发现不喜欢，你应该把它给你家里的其他人，因为如果你不喜欢，那是你能力有限，而你家里的其他人会有助于避免这些局限。

另一本我很喜欢的书，也是一位股东送给我的，书名是《苏格兰：现代世界文明的起点》(How the Scots Invented the Modern World, Arthur Herman)。这是另一本由教授所写的书。生活在美国，我经常想，有意思的是苏格兰人竟然具有这么大的影响。气候恶劣而且资源贫瘠土地上的百万穷苦民众对世界的影响竟然如此之大，我只能说苏格兰民族的作为是伟大而重要的成就。我曾试图对此找个理论解释，但是我没有看到对这个问题的系统分析，而这位教授做到了.....在座的肯定有不少是带有苏格兰血统的。从这个意义上说，在座也有很多爱尔兰人，我将其看作是相同基因血统，不同信仰。所以从这个意义上说，爱尔兰人在读一本苏格兰人如何影响世界的书时其实也在读关于他们自己的书。这是本很棒的书。这是个很有趣的关于少数穷苦人产生非凡影响的故事。

这本书中有一个地方作者提到了亚当·斯密。他引用了两位与斯密同时代的伟大思想家的话。一位是德国伟大的哲学家康德，他说：在德国无人能与亚当·斯密比肩。伏尔泰更是说道：在法国我们没有一个人可以和亚当·斯密相提并论。尽管艰难困苦，苏格兰民族依然靠非凡的精神崛起。

33, 法律行业有太多的错误，太多的律师助纣为虐

股东：由于安然的陨落，而其他又有一些公司正要或将要步其后尘，已经有许多关于证券业和会计师行业的讨论，但是我很少看到，至少是在媒体上很少看到关于律师行业以及行业串通或欺诈的讨论。你能否谈一下法律行业以及他们的角色将会如何变化？

芒格：嗯，我认为法律行业里错误不少。许多律师事务所接受他们不应该接受的顾客。有许多法律业务都是那些成功的律师所不应该去做的，不管他们是为了荣誉还是私利.....拒绝特定的顾客类别或特定的人，是理性人生的一部分。领先的法律事务所总是过于犹豫而不能拒绝客户或减少客户。而且我觉得太多的律师在助纣为虐，从某种意义上说，律师文化现在开始恢复了一些，这是件好事。

会计行业肯定也存在同样的问题。几大会计师事务所为了收取成功费，在向客户承诺保密的情况下进行虚假避税，这是很可恶的。如果你允许这样的伦理道德出现在你的会计师伙伴身上，你还能指望你的审计师值得信赖吗？还能指望你的合伙人不骗你吗？我认为道德问题是具有传染性的，他们会扩散得到处都是。我相信许多行业都包含许多非常令人遗憾的事。会计行业的情况这么糟糕主要是由于两个因素：极度自大；堕落的速度非常快。

当会计师出错的时候会直面很多的法律和责任，而律师事务所却可以逍遥法外。我们有个经验法则：律师可以为任何人辩护，无论采取什么方式或为客户做什么事情都不会给律师招致过多的责任或荣誉问题。

还好，情况在改变。现在，人们开始起诉律师了。所以风险已经改变。当丑闻发生时，律师也会加入会计师的队伍成为控诉的目标。这对律师行业来讲是个不受欢迎的改变，但这可能是喜忧掺半的事。

（再没有哪个行业被允许起草管制自己的法律，而且由终审法院对这些法律进行解释的了。这些律师构成了我们立法机构和法院的主体。正如谚语所说：**权力腐败——绝对权力导致绝对腐败。**）

股东：我坚持认为法律行业应该着重于公正优先和追查坏人。而我发现当前普遍的观点是无论客户是否有罪都不计成本地为客户辩护，也就是客户第一，公正第二。你对此怎么看呢？

芒格：所有法律学院地传统答案是这样的：给一个即使有错的人一个好律师，让他与另外一个好律师辩论，然后得出一个无偏的判决或陪审团认为正确的决定，通过这样的系统来保证总体上的判决公平。这个理论是这样的：如果你有一个非常有才的律师并让他帮助 John Dillinger 为他第 42 次抢劫银行作无罪辩护，那么你就是在帮助正义。这就是法律行业的逻辑。

态度方面还有些东西要说，比如，当正直的亚当·斯密为英国士兵辩护时，面对愤怒的群众……律师应该乐于为弱势群体服务的观念历史悠久。

就个人而言，我认为帮助卑鄙富人的友善之念早已过时。我从来没有通过为无耻之徒辩护或帮助他们做不当之事换取过一丁点好处。我认为主要的律师事务所如果像我一样考虑问题，这个世界会好很多。

但这只是一面之词。教给律师的传统观点是：能够做到像约翰·柯克伦(美国著名橄榄球球星辛普森杀妻案的律师)为 O.J.辛普森所做的那样最好了。有一个老笑话：什么是一个刑事辩护律师一生中第二快乐的时候？答案是：当他使一个清白的人被宣判无罪的时候。

34，股东：我很乐意听你讲述或者被问到威斯科、伯克希尔或经济之外的话题，谈谈美国年轻人在大学和中学接受的错误教育吧。我想知道，如果你是美国的统治者的话，哪些事情是你认为应该纠正的大错误？

芒格：嗯，我肯定会纠正我们城市学校系统的错误教育。我觉得这对我们公众来说是个灾难。我认为这个灾难如此之大的原因之一是，很难处理这个系统已经制造出来的问题。但很艰难并不意味着不可能。有些在我们公立学校里成绩不好的孩子在和其他人在一起时却做得很好。

在大学教育方面，我想我会改变很多人。在自然科学、工程学、生物学和医学方面还好。但是在其他的学科还是存在很多错误的。在一次谈话中，我提到了写过关于“致命的不沟通”的学术规则的艾尔弗雷德·诺思·怀特海。人们来到这些小的院系，然后挑一些相似的人加入他们，根本没想着要去看看他们的点子是否和现实相符，甚至

包括他们的产出。大学是诸多现代文明出现麻烦的共谋。但是没一个人觉得他们曾经误人子弟。(笑)他们觉得如果一个人取得了博士学位，并且教授了系里学生们相信的那些东西，不管发生什么，他就算是已经对下一代人尽到了责任。顺便说一下，即使在世界上最伟大的大学里也是如此。

美国有世界上最好的大学.....然而，当你到商学院、法学院和社会学系时，你会发现那儿有太多的错误。而且人们对那些错误还引以为傲，学术界并不为他们的错误感到有罪。

在学术界之外有许多同样的事情发生。这么多公司出现问题的原因是他们变得官僚化了。每一个官僚机构都只管自己的一亩三分地，很少有人能够全面地看问题。我想类似的事也发生在安达信和安然身上。安达信不像是家到处充斥恶棍的公司。企业文化出了问题会把好人都拖下水。

我认为营造一种好人没有好下场的文化是很容易的。所有的政府部门，甚至是慈善基金会都是严重机能不良的。他们经常做不到实事求是，所作所为也通常是帮助内部的一小撮人。

35，股东：我是伯克希尔的股东，也是一位教育工作者。我想对你的评论谈点看法。从教 21 年，我也的确同意教育系统是失败的。但是，我是个认真的教育工作者。我的问题是：你已经 78 岁了，当你关注经济趋势或者一家想要收购的公司时，你会用电脑吗？或者你是侧重于以来年报、书籍和报纸等等？

芒格：毫无疑问，如果我们少了像刚才那位发言的女士一样的人们，我们的教育系统会恶化得更快。我用电脑吗？还没有。我刚在我办公室装了一台，但是显示器还是黑白的。我几乎不打字，这是我的严重错误之一。我会学会用电脑吗？我们拭目以待吧。

一般来讲，我是个我称之为 Thomas Hunt Morgan 学派的追随者。他是历史上最伟大的生物学家之一，他运用在“果蝇室”的有限资源做出了许多基因方面的成果，先是在哥伦比亚大学，然后是加州理工学院。当摩根到达加州理工学院时，他做了件不寻常的事。他禁止在生物系使用弗里登计算器，这可是那个时代的计算机。加州理工的每个人都在无休止地用弗里登计算器做各种各样的统计相关性分析等许多事情，但是摩根把它给禁了。

他们问道：干嘛要这样呢？他说：我现在的处境就像是 1848 年的一个淘金者，在河床沿岸寻找运用常识就可以捡到大量的金块。只要能够这么做下去，我就不会运用稀有的资源去淘金。那么，这也是我生活的方式。

如果你能够运用常识就把事情做好了，你就永远不必去淘金了。

巴菲特：股票期权与常识 2002

2002 年 4 月 9 日,《华盛顿邮报》A18 版

1994 年,7 位身材瘦弱的会计专家,他们聪明且经验丰富,一致认为,授予公司员工的股票期权是一项公司费用。6 名拥有类似资历、身材肥胖的注册会计师一致宣布,这些期权薪酬不是这样的。

真的是腰围而不是智力决定了一个人的会计原则吗?是的,确实如此。几乎可以肯定的是,金钱方面的肥胖,解释了国会投票表决结果的分歧。

确认期权费用化的 7 位支持者是财务会计标准委员会(FASB)的成员,他们的年收入为 31.3 万美元。他们的六个对手是当时的六大会计师事务所的管理合伙人,这些会计师事务所的收入是他们的公共利益同行的好几倍。

在这场对决中,六大会计事务所巨头受到了企业 CEO 的怂恿,他们为了使公司的报告收益,人为的保持在高位,不惜拼命地掩盖巨额且不断增长的期权成本。在安然(Enron)财务舞弊曝光之前,会计界受到客户的广泛影响,他们的审计师非常乐意为企业提供帮助支持。

国会议员们决定对这场争斗进行裁决,毕竟,谁能更好地评估会计准则?然后人们看到公司的 CEO 和他们的审计人员冲进了国会大厦。这些势力完全把反对派击垮了。美国参议员以 88 票赞成、9 票反对的表决结果宣布,期权薪酬是无成本的,无需计入费用。这让他们许多最大的竞选捐款人欣喜若狂。达尔文本可以预见这个结果:最胖者生存。

应当强调的是,这一论点并不是关于各种期权的使用。当时,公司可以像现在一样,以他们希望的任何方式奖励员工。他们可以用现金、汽车、去夏威夷旅游或其他选择作为奖励——只要是他们认为能最有效地激励员工的任何方式。

但这些其他形式的奖励必须被记录为一项费用,而期权以极其不成比例的金额奖励给高管,却根本没有被计入费用,过去是,现在仍然是。

希望保持现状的 CEO 们提出了几个理由。一个是期权很难估值。这简直是胡说八道:我已经买卖期权 40 年了,知道它们的定价非常复杂,但计算设备的使用寿命比这困难得多,这个困难使得年折旧费仅仅是一个猜测。然而,没有人认为,这种不精确性会导致一家公司记录折旧费用失去其必要性。同样,美国企业的养老金费用也是根据各种各样的假设计算的,注册会计师通常允许管理层选择任何假设。

相信我,CEO 们知道他们的期权价值多少钱。这就是为什么他们为之而战。

还有人认为，期权不应该记录为企业费用是因为，它们不涉及公司的现金支出。但授予限制性股票也不会导致现金支出，但此类授予的价值却经常被列为费用。

此外，当公司发行期权时，会有一个隐藏的、但非常真实的现金成本。如果我的公司伯克希尔，以今天的市场价格给我 1000 股 A 股的十年期权，那么它就是用一个至少 2000 万美元现金价值的资产来补偿我。如果公司在市场上出售此类期权，它今天就会收到这笔钱。对于公司来说，给员工一些可以换成现金的东西，跟给员工现金的结果是一样的。顺便说一句，当员工获得期权的那天，他可以进行各种市场操作，立即变现为现金，即使他公司股票的市场价格低于期权的行权价格。

最后，那些反对期权费用化的人，提出了我称之为“有用的童话故事”的论点。他们表示，由于国家需要年轻的、创新型的公司，其中许多公司是大型的期权发行者，如果将期权薪酬称为一种费用支出，从而影响这些新兴企业的报告“收益”，这将损害国家利益。

那么，既然现金薪酬也会影响年轻、有前途的公司的报告“收益”，为什么还要将其作为一项费用支出而记录入帐呢？实际上，为什么不让这些公司发行期权来代替现金支付水电和租金，然后假装这些费用也不存在？伯克希尔出售给美国企业的许多商品和服务，我们将很乐意接受以期权代替现金支付。

在伯克希尔，当我们收购的公司包含员工期权，我们通常会取消期权计划。当这样一家公司与我们谈判出售时，它的管理层理所当然地希望我们提供一个新的基于业绩的现金计划，以替代失去的期权补偿。这些经理人和我们不费吹灰之力就能计算出消失的计划给公司带来的成本。当然，在进行替代时，我们记录了一大笔费用，即使被收购的公司从来没有记录其期权计划的成本。

公司告诉股东，期权比现金更能吸引、留住和激励员工。我相信这是真的。这些公司应该继续发行期权。但是他们也应该像考虑其他费用一样考虑这项费用。

以卡尔·莱文(Carl Levin)和约翰·麦凯恩(John McCain)为首的一些参议员，现在正在重新审视如何恰当地计算各种期权问题。他们相信，美国企业，无论大小，都能经受住诚实的报告考验，继安然-安达信舞弊事件之后，同样如此。

我认为国会干涉会计准则通常是不明智的。不过，在这件事上，国会制定了一个不恰当的标准，我为它们返回犯罪现场重审而欢呼。

这一次，国会应该听取那些瘦弱的会计师们的意见。他们的思维逻辑很简单：

(1)如果期权不是一种薪酬形式，那它们是什么？

(2)如果薪酬不是一项费用，那它是什么？

(3)如果费用不应该计入收益的计算中，那么这些费用又该放在何处呢？

《巴菲特也会错》第八章，关于期权的滥用

未来伯克希尔的继任者很有可能会经由股票期权获得大量的报酬。——沃伦巴菲特，2004

多亏媒体大肆报道了像安然以及世界通信这样的公司丑闻和破产事件，才使得员工股票期权(Employee Stock Options)变成了一个热门话题。实际上，这些丑闻与股票期权没有多大关系，而大多是由于各种会计舞弊导致的。但是投资者和高层决策者逐渐将股票期权视为一种贪婪的象征，这使得高管薪酬(executive compensation)水平肆无忌惮地上升。巴菲特是站出来严厉声讨高管薪酬的人物之一。

要想弄清楚这几年首席执行官薪酬的变化，只要比较首席执行官薪酬以及普通员工薪酬之间的差异就行了。詹姆斯里达(James Reda)是一位高管薪酬以及企业管理顾问，同时也是《薪酬委员会手册》(Compensation Committee Handbook)一书的作者，这是给那些决定大公司首席执行官薪酬的董事们用的一本参考指南。据里达透露，追溯到1970年代，首席执行官的薪酬最多可达到普通员工薪酬的20-25倍。但在21世纪初，他们的薪酬竟疯涨至员工薪酬的400倍，其中大部分原因是由于股票期权以及其他长期激励政策。

在1990年代股市出现长期牛市，股价大幅上涨的时候，很少有投资者关心CEO薪酬问题。只要股价上涨，他们就高兴。但是一旦牛市终结，账面亏损严重时，投资者就会开始注意首席执行官们的报酬。当他们看到即使股价大跌，首席执行官们还是可以获得成百上千万美元的报酬时，他们就会感到无比恼火，就算是那些非营利机构的高管们也不能幸免于难。

纽交所(当时还属于非营利机构)的前CEO理查德格拉素(Richard Grasso)是911恐袭事件后重振股市的英雄，但是当他那高达14亿美元的“递延薪酬”(deferred compensation)被披露后，公众愤怒地对其展开了声讨。然而由于股票期权政策，一些企业高层获得的薪酬甚至比他还要高得多。甚至是那些身陷丑闻被迫辞职的高管，在被扫地出门之后仍然可以带走八九位数的巨额报酬。

在股市繁荣时期，股票期权总免不了被严重滥用。一些公司就像分糖果一样分发股票期权——特别是对顶级的管理者(如首席执行官以及首席财务官)。有些公司则在股价下跌时取消现有的股票期权，而后立即用一个新的较低的行使价格代替——这种行为通常被称为“重新定价”(repricing)。更糟糕的是，有些公司甚至隐瞒真实的授权日(grant date)，而选择过去某个股价较低的、对他们更有利的日期代替——这种行为被称为“日期回溯”(backdating)。然而，日期回溯直到股市繁荣终结后很多年才能被发现。尽管一些专家声称期权日期回溯只是另一种支付薪酬的合法形式，但前美国SEC主席哈维皮特(Harvey Pitt)还是被指控进行回溯日期公开欺诈(outright fraud)。

一些评论家呼吁完全禁止股票期权，但包括巴菲特在内的另外一些人则坚持强制性将股票期权列为费用才是防止期权滥用的适当解决之道。大部分公司都没有在收益表中将他们股票期权的隐含成本列为费用，这是因为他们不是必须这么做。追溯到1994年，当美国国会讨论这一问题时，最终决定让公司拥有自己的期权。企业既可以选择在收益表中将员工股票期权列为费用，也可以简单地将股票期权的预期价值放在财务报表的脚注里。因为股票期权费用化会减少盈余，那我们就不难理解那些首席执行官以及首席财务官们会做何种选择了。

为了弄清这一错综复杂的问题，我们必须首先了解股票期权到底是什么。其实股票期权只是一种权利而已。具体讲，它是给予所有者在一定期限内以一种事先约定的价格购买公司股票的权利。股票期权可以在期权交易所参与交易，任何投资者都可以对其任意买卖。但员工股票期权不可以参与交易，它们被授予特定个人并且所有权不具有可转移性，而且它们的有效期限也要比交易所买卖的期权长很多，一般会长达10年之久也不过期。

每个人都知道股票期权在发放的时候是有价值的，但是当决定它的具体价值时往往会遇到一些问题。这是因为，没有人知道公司的股价是否会上涨或者上涨多少，而且就算可以克服这种估价障碍，何时将期权费用化也会引发争议。

股票期权值多少

几十年前，费希尔布莱克(Fischer Black)、迈伦斯科尔斯(Myron Scholes)以及罗伯特默顿(Robert Merton)这3位学者试图找出计算股票期权价值的方法。当然，那些交易所买卖期权的市价可以直接被看到，它是最后一个买者愿意付或者最后一个卖者愿意出的价格。然而这3位经济学家想弄清的是股票期权的理论价格。他们的研究需要具备很高的数学水平。令人们惊叹的是，他们从物理学的传热准则方程式(heat&exchange equation)中推导出了一种可以计算股票期权的方程式，即布莱克-斯科尔斯期权定价模型(Black&Scholes option pricing model)，用它可以完美地估算出频繁交易的股票期权的当前价值。

然而，像Black-Scholes期权定价模型这样的理论定价模型，很难对有效期很长的非交易性员工股票期权进行估计。而且Black-Scholes期权定价模型需要用到一种衡量波动的量，即当期标准差(instantaneous standard deviation)。这种波动很难把握，更别提用它来进行估算了。其实，一些批评者经常会指控一些企业为了最小化期权衍生价格(derived value)以及它对盈余造成的影响，而蓄意压低当期标准差的估算量。

企业每年都会在向美国证券交易所提供的10-K年度报告中，提供它们的员工股票期权计算值，并且会说明这一数据的计算过程。这些说明通常都是绕来绕去，非常之复杂，很容易让人混淆。比如说，霍尼韦尔(Honeywell)的10-K报告中可能会包括Black-Scholes期权定价模型、隐含波动性、蒙特卡罗模拟(Monte Carlo simulation)以及美国政府公债收益率曲线。但不止是霍尼韦尔一家企业这样，所有发行员工股票期权的大型公司的10-K报告中，都会出现这样的说明。

关键的问题是，对员工股票期权进行估价真的是太难了。尽管估算出一个精确的价格几乎是不可能的，但巴菲特2002年发表在《华盛顿邮报》上的一篇文章中指出，尽管估算员工股票期权的价值很难，但并不是说不能做出一个合理的估价。他说，会计师会对许多事物进行估价，其中包括为折旧之用估计算机器的使用寿命。[《股票期权与常识》(Stock Options and Common Sense)，《华盛顿邮报》，2002年4月9日，第A18页]。

然而，折旧并不是一个恰当的例子。当工厂购进一台机器时，它的价格是一定的。虽然在特定年份的费用不那么确定，但是机器的实际成本是确定的。

对股票期权来说，它的价格都是企业估计出来的。分发股票期权时，对它价格的估算从不具备任何程度的确定性。事实上，股票期权的实际成本在员工多年后对它有购买权时，才能显示出来。如果因为某些原因它一直都没有机会进入交易——比如说，股价一直未上涨——那它就没有价值。

但巴菲特在《华盛顿邮报》上的文章中指出，股票期权是薪酬的一种形式，薪酬是一种支出，而支出费用应该算在收益里面。这是典型的巴菲特逻辑——简单、一针见血并使人信服。然而现实要复杂得多。

我们不妨举这个例子：假如你在一家很有前景的小公司获得了一份工作。你的职位的现行年薪是10万美元。但人事经理以现金流紧张为由，只付给你9万美元的薪酬。为了弥补差额，你可以获得1000股的股票期权，它可以每股20美元的行使价格在当前市场上交易。

多亏巴菲特和他的盟友们在2000年股市崩溃后成功向国会请愿，才使核算规则有所改变。其结果是，现在各公司在分发股票期权时必须对其进行估价，并作为期权支出这一项记录在收益表中。现在再也不能简单地将估算价格缀在财务报表的脚注上了。假设通过布莱克-斯科尔斯期权定价模型或其他理论方法的计算，你现在的雇主分发给你的股票期权每股仅值5美元，那在收益表中公司的这项支出就应该记为5000美元。

现在假设你和其他雇员工作都很努力，使该公司获得了巨大成功，以至于在你上任并接受公司的股票期权几年后，该公司的股价一路飙升至每股100美元。由于你有权利以每股20美元的价格买进股票，所以你可以获得的收益是相当可观的。当你行使期权时，你付给公司2万美元，就可获得1000股普通股。因为股票售价是每股100美元，如果你立即卖掉手中的股票的话，就可以获得10万美元的回报。你的税前利润就是8万美元，足以弥补当初接受这一职位的低薪资。这听起来是桩不错的买卖，不是吗？

但这种方法会伴随很多问题。首先，公司支付了多少钱以及这些股票期权最终花了公司多少钱，二者完全是两码事。股票期权的实际经济成本是股票市场价格与你购买它们时实际花费的差额。公司原本可以以10万美元的价格将这1000股股票在市场上出售，然而，它却以23美元的价格卖给了你。所以，你获得的那8万美元的利润只是公司和其他股东的机会成本。当然，这只是公司对这些年来付给你较低薪酬的弥补而已。

而且就算能获得机会成本，也未必能变成现金成本。如果公司的现金紧张，只能发给你库存股票(Treasury stock)，或者未发行但已授权的股票，那事情就会完全颠倒过来。当你行使股票期权时，公司的现金流就会增加2万美元。但是如果公司在以每股20美元的价格将它分发给你之前，必须以每股100美元的价格从公开市场上收购，那公司实际上就有8万美元的现金流出。无论如何，只要股价大幅上涨，公司对当下发行的股票期权的估价都会低于它们的实际成本。

如果股票期权一直没有被行使，那就会出现完全不同的问题。假设你在由于某些原因而没有行使股票期权之前就辞职了，或者你仍然任职，但是由于公司业绩衰退，而使股价下跌了，那你的期权就会因到期而变得一文不

值。就算在分发这些期权给你时，公司支出了 5000 美元，这些期权对公司来说也是一文不值。实际上，由于你同意接受每年 9 万美元而非 10 万美元的年薪，使公司每年节省了 1 万美元。但是按照现在的核算规则，公司是不能撤销那 5000 美元的费用的。在这样的情况下，公司的支出就夸大了股票期权的实际成本。

讽刺的是，一旦股价下跌，股票期权的实际成本就会少于它的实际支出。但是一旦股价上涨，它的实际成本就会远远大于实际支出。如果股价上涨，所有股东都会获利——不止是获得股票期权的雇员。

真正让投资者们耿耿于怀的是，那些高管往往在股价上涨时行使他们的股票期权，然后在股价下跌之前将它们卖出。这是 20 世纪 90 年代到 21 世纪初期股市由牛转熊时，他们惯用的方法。也有一些人彻底反对股票期权的使用，因为他们认为它会鼓励高管们操纵股价，或者实施风险很高的计划。比如说，一些高管可能会为了使他们的股票期权值钱，而故意隐瞒坏消息。或者他们会在账上要花招，人为地抬高股价——直到他们可以行使股票期权，卖掉手中的股票，获得非法收益为止。

真正的问题在于滥用期权

在上面的例子中，公司支出了 5000 美元，但我们知道，如果股价攀升至每股 100 美元，那股票期权的实际成本将更高。经济学家伯顿马尔基尔(Burton Malkiel)和威廉鲍莫尔(William Baumol)2002 年在《华尔街日报》专栏上发表的一篇文章中指出，就算在行使股票期权时将它们支出是正确的，但由于股价涨得越高，收益也就越多，这时这种做法就是错误的。这并不是说马尔基尔和鲍莫尔认同在股票期权的发行当日就将它们支出，他们不是这个意思。他们强调，真正的问题是滥用股票期权，而这一问题靠支出期权是解决不了的。他们担心支出股票期权会鼓励滥用。马尔基尔和鲍莫尔建议使用恰当的以业绩为基础的股票期权。

同样，企业家约翰多尔(John Doerr)和弗雷德里克史密斯(Frederick Smith)在 2002 年《纽约时报》专栏中发表的一篇文章指出，股票期权不应该被支出。他们解释道，企业已经公布了稀释每股收益(diluted earnings per share)，它是在假设股票期权已经行使的条件下，用净收益除以已发行股票(shares outstanding)得来的。所以，支出期权加上已发行股票的期权属于重复计算，这样一来就错误地记录在了财务报表上。多尔和史密斯还指出，期权支出限制了股票期权的使用，加大了企业寻找人才以及协调雇员和雇主之间利益的难度。

但是，巴菲特对这两个结论都不认同。他坚信期权支出对解决很多与滥用相关的问题很有帮助。他不认为支出期权会阻碍它的使用。但是由于巴菲特对这个问题往往都是直言不讳地发表评论，使得很多投资界人士都认为他轻视了股票期权的作用。很多投资者觉得巴菲特的真正目标是彻底消除对股票期权的使用。他是美国国内最大的一家公司的首席执行官，但他自己从不接受股票期权。而且，媒体几乎没有报道过他对这一问题的正面看法。

然而，事实并不是这样。巴菲特从来都不反对股票期权的使用。实际上，他说过："由于大众不断地曲解股票期权问题，所以我在这里郑重强调，包括财务会计准则委员会(FASB)、一般投资者以及我本人在内，从来就没有人主张限制股票期权的使用。"他还指出："未来伯克希尔的继任者很有可能会经由股票期权获得大量的报酬。"

很多评论者听到这些话都感到很惊讶。实际上，巴菲特认为只要机制合理，股票期权可以变成一种激励薪酬的恰当方式。尽管他反对行权价固定的股票期权的使用，但是他不反对使用那些行权价周期性改变以反映留存收益变化的股票期权。如果行权价是固定的，那企业高管们在股市牛市时，很容易就能获得报酬。但是浮动的行权价就能给那些创造价值的高管们以适当的奖励。

巴菲特同时也认为，应当限制高管们卖出股票的时间。他指出，允许他们通过行使期权购买股票之后立即就卖出是不对的。毕竟，一旦卖出了股票，他们就失去了像所有者那样思考和行动的动力。强制雇员在行使股票期权之后抱持住手中的股票，这听起来完全合乎情理，但现实比想象的要复杂得多，原因是行使期权必须要纳税。如果要限制他们卖股的权利，那只有让美国国税局(IRS)改变一下纳税政策才行。首先，应该将纳税时间延迟到股票真正卖出之后。其次，要将期权行使之后股价出现的任何收益或损失都考虑在内。实际上，很多怀有诚意的员工在 21 世纪初股价下跌时，都付出了沉重的代价。他们都像巴菲特鼓励的那样，在期权行使之后还抱持着手中的股票。但是股价下跌之后，他们一个个都损失惨重，一些人的纳税金额甚至超过了他们所持股票的价值。

巴菲特对如何建立合理的期权机制的看法是有道理的。我强烈建议公司董事会采纳他的建议，因为这些建议大部分都有利于减少期权滥用现象。但是，股票期权被授予之时就将其支出，这条建议是不合理的。我们在本章前面的内容中提到过，很多专家都确信，授权时就列支期权成本不仅会降低财务报表的准确性，还会阻碍期权的行使。

巴菲特指出，用股票期权奖励员工并没有错。它是一种完美而且有效的酬金方式，对协调员工和股东的利益大有帮助。毕竟，员工越是身在其中，就越能像股东那样思考问题，而且会为了公司的成功而更加努力工作，也会用长期而不是短期的眼光去观察股票上涨的情况。

巴菲特抱怨与股票期权相关的滥用也是应该的。肆无忌惮地授予高管们期权，在股价下跌之后对期权进行重新定价，为了得到更高的行权价而回溯日期以及由于不透明化引发的一系列滥用现象都是不对的。有些甚至是违

法的。

巴菲特也批判了另一种人们经常忽视的滥用方式：股票回购(share buybacks/repurchases)。对很多喜欢股票回购的投资者来说，这一论调对他们无疑是当头棒喝。一般来说，巴菲特认为当经理人不能找到一项价值最大化的投资项目时，企业应该返还现款给股东。返还现款给投资者的方法是分红或者股票回购。当管理者确信股票的卖价低于其内在价值时，进行股票回购是一种很好的方法。然而巴菲特警告说，员工股票期权薪酬制给高管们一种错觉，即在股价被高估时，他们仍然认为股票回购是一种好方法。这是因为通过减少已发行股票的数量以及增加每股收益，进行股票回购会极度抬高股价。通过股票回购，高管们实际上能够抬高他们的股票期权价值。

但是巴菲特对股票期权使用次数所造成的影响的看法是错误的。实际上，正像很多经济学家指出的那样，在监管者要求期权支出之后，企业马上就会发行较少的股票期权。毫无疑问，很多评论者对这一结果都会拍手称道，但其实这是不应该的。对那些大型的利润高的公司来说，支出期权并不是什么大不了的事，他们最多从财务报表中将每股股价降低几美分。而且，大公司可以用其他方式支付员工薪酬，比如，付给员工更多现金和较少的股票期权，这些他们完全负担得起。但是，对小公司来说，支出期权就会出现問題。特别是对那些刚起步、尚未盈利并且几乎没有现金流的小公司，这更是一个大问题。过去的小公司强烈依赖股票期权吸引并留住那些有才能的员工。但是现在，由于期权必须支出，小公司想吸引有才能的员工就难上加难了。

到目前为止，这一问题尚无定论。强制股票期权支出似乎可以减少滥用现象，但是它也让用期权支付薪酬的方式变得不那么常见了。现在，大小公司都在寻找能够激励并补偿员工的新方法。只有时间可以证明一切，看期权支出到底是那些支持者口中的万能药，还是扼杀全美大部分革新企业家的狗皮膏药。

本章要点

高管薪酬过高现象已经成为一个热门话题。首席执行官以及其他高层管理人员的巨额薪酬都来自于股票期权以及其他激励方式。要想知道任何公开上市公司的高管的薪酬，请上 SEC 的网站并查找 Form DEF 14A 这一项。它可以避免你错误地投资那些支付过高薪酬给高管的公司。

用 Black-Scholes 期权定价模型可以完美地估算出频繁交易的股票期权的当前价值。但它很难对有效期很长的非交易性员工股票期权进行估价。虽然有不足，但这个模型通常就是被用于估算前一种股票期权的价值，所以还是有一定作用的。查看 SEC 的 10-K 这一项，找出所要投资的公司的股票期权价值，并弄清它是用什么方法进行估算的。如果一家公司的季度期权相关支出仅达到每股几美分的话，千万不要对它进行投资。

经过.com 泡沫的“洗礼”之后，巴菲特和他的盟友们成功向国会请愿，要求在授权时支出股票期权。巴菲特希望这项要求可以防止股票期权的滥用。的确，近年来与期权相关的薪酬滥用现象明显减少了。但是作为交换，股票期权的使用次数变得越来越少了。这一趋势使那些现金流量少的刚起步的小公司越来越难以吸引有才能的员工。新的核算规则要求支出股票期权，这使那些资本雄厚的大型公司比刚起步的小型公司具有明显优势。鉴于此，请考虑在你的投资组合中增加大型股。

现在的公司发行的股票期权越来越少，但这并非巴菲特的本意。实际上，巴菲特确信只要机制得当，股票期权是奖励高层管理者的相对完美的方法。而且他主张对行权股票的出售做适当的限制。寻找那些股票期权行权价具有浮动性以及制定了恰当奖励高管方法的公司。还有那些对行权股票的出售做适当限制的公司也可以归入您的考虑范围内。

巴菲特：哥大商学院演讲 2002

2002 年 5 月 9 日

2002 年 5 月 9 日星期四晚上，哥伦比亚商学院价值投资研讨会，邀请沃伦巴菲特和沃尔特施洛斯(Walter Schloss)作为演讲嘉宾，布鲁斯格林沃尔德教授(Bruce Greenwald)担任主持人，BigPimpyGuy 有幸参与其中，以下是他的笔记。(我并不保证所有内容都完全准确，但我认为我至少捕捉到了所有内容的正确含义)。

如果说沃伦巴菲特是价值投资领域的 BabeRuth(美国职业棒球运动员，原效力于红袜队，1918 年被卖到扬基队，发下圣婴诅咒，他带领扬基取得多次世界大赛冠军，是美国职棒史上 1920、30 年代的扬基强打者，曾经连续三次打破大联盟全垒打纪录，1936 年入选棒球名人堂)，那么 86 岁的沃尔特施洛斯就是 Ty Cobb(美国棒球名人堂球员。当他 1928 年退休时，他是 9 项美国职棒纪录的保持者。他也是首届棒球名人堂得票率最高的球员)和 Satchel Paige(非裔棒球选手，美国职棒大联盟史上曾经出赛和第一次出赛年纪最老的球员，他最后一次在大联盟出场比赛时已 59 岁)的结合体。巴菲特提到了施洛斯过去 47 年的非凡业绩。施洛斯声称在此期间的年化税前回报率为 20.9%。Greenwald 随后指出，负责去介绍一个显然不需要介绍的人是一种多么奇特的感觉。他称巴菲特为“投资界的 Rose Blumkin”。巴菲特接过话筒，在谈到施洛斯的长寿时，巴菲特说他希望人们在他的葬礼上说：“天哪，他太老了！”他说他结婚已 50 年了，并说和苏茜结婚是“唯一比参加格雷厄姆课程更好的事情”。接下来是提问，他对任何与业务或个人相关的问题都敞开大门。看过巴菲特演讲的人都知道，这些问题都很常规的，但让演讲变得有趣的是巴菲特的回答方式。在长达 2 个多小时的问答过程中，巴菲特一直靠着桌子站着，身边放着樱桃可乐。

1, 关于期权：我们知道你不喜欢期权，但你拥有的公司呢？

巴菲特只知道有两家公司将期权费用化(SFAS123 允许这样做，但由于显而易见的原因，很多公司并没有这样做)，它们是 Boeing 波音公司和 Winn-Dixie 公司(一家总部位于佛罗里达州的零售超市连锁店。公司成立于 1925 年，目前在美国东南部的十个州拥有超过 500 家门店)。目前曼哈顿一家公司正在投票决定期权是否费用化。在大多数情况下，期权并不能很好地提供正确的激励措施。在伯克希尔的所有子公司中，GenRe 的员工在过去几年中从期权中获得的收益，远远超过伯克希尔其他员工。GenRe 惨淡的业绩表明期权激励是多么的反复无常。具体到伯克希尔，给予任何人期权都没有意义。子公司经理影响业绩的任何行为都会被整体业务组合的变动所淹没。伯克希尔子公司经理人的薪酬安排是在几分钟内制定并达成一致的，不需要薪酬顾问。在各个领域，薪酬计划都很疯狂。

巴菲特有一个信封，上面写着他的继任者的名字。(这张纸条上写的第一句话就是“再检查一下我的脉搏”。)期权对巴菲特来说是合理的，因为他负责 BRK 的整体业务。这些期权的两个关键特征是：授予的行权价等于内在价值或市场价值的较大值。它们将包括资本成本效应，因此行权价格应逐年上升。一般来说，期权是很糟糕的。期权本身并没有什么问题。在巴菲特有限合伙公司中，他有期权：也就是任何超过 6% 的回报的 25%。但是，他没有工资，而且这些期权包括资本成本。

2, 《华尔街日报》最近的排版形式的变化(有点向《今日美国》靠拢)是否会侵蚀其护城河?

WSJ 是一个有趣的案例。30 年前，道琼斯公司拥有全球金融信息。他们没有竞争对手。当时，大多数报纸都是按地域划分人口的。而 WSJ 的编辑通过按兴趣划分人口，将发行量从 5 万份增加到 150 万份。他们的读者群具有惊人的人口统计学特征。在过去的 30 年里，金融信息一直是一个增长型行业。但道琼斯错过了这一机遇。他们的业务被 CNBC 和彭博社 Bloomberg 抢走了。他们变得非常自满。15 年间，他们从《财富》“最受尊敬公司榜单”的第 2 名跌至第 200 名左右。

巴菲特将其比作经典可口可乐对新可口可乐。1980 年代，百事可乐在全美开展“百事可乐挑战赛”，并取得了胜利。可口可乐的人不愿承认这一点，但在 1985 年，百事可乐把他们逼得走投无路。在口味测试中，美国人总是会选择更甜的产品。百事可乐的热量比可口可乐高，而且更甜。因此，可口可乐决定增加一些甜度/卡路里来与之竞争。在推出新可乐之前，他们在 30 万人口中进行了测试，涵盖了所有可能的人群。百事可乐利用了新可乐，称新可乐的推出是对老可乐的产品召回。实际上，百事可乐在这一天宣布公司放假，并在新可乐正式发布的前一天投放了广告：哪个家伙眨眼了。事实证明，可乐配方非常神秘。只有两个人知道它，它被锁在 SunTrust 银行的保险库里等等。实际上，可口可乐可以生产百事可乐，百事可乐也可以生产可口可乐。您可以分析出配方。百事可乐曾一度打算推出一款名为 Savannah 可乐的产品，其配方与老可乐相同。他们面临的唯一问题是配方中的一种成分难以获得，因为几乎整个生产过程都被可口可乐公司收购了。渐渐地，他们获得了这种成分，并在两周内推出了这款产品，而此时可口可乐公司终于答应恢复生产经典可口可乐。

就像喜诗糖果一样。在东部地区，喜诗糖果的知名度并不高，但在加州，3300 万人都会对喜诗糖果的名字产生反应。当加州人把一块喜诗糖果放进嘴里时，他们会非常愉悦。当你告诉他们这是喜诗时，他们会更加喜欢。这就是体验过程中所有想法的结合。

几年前，可口可乐公司的 CEO 在谈到一种自动售货机可以根据天气变化改变价格，在炎热的天气里提高价格时，惹上了麻烦。[巴菲特：至少说得像你在寒冷的天气里降价一样。]如果每份 8 盎司饮料价格提高 1 美分，而每天的供应量超过 10 亿份，那么每年就有 40 亿美元的收入，而这一切都是因为每份提高 0.01 美元。在人们心目中保持良好的印象至关重要。

(注：关于谈到可口可乐的"感觉"有多么重要，以及当人们想到可乐时会联想到什么。事实上，当人们说 RC 可乐时，没有人会有什么反应，但说到可口可乐时，我们每个人都会有某种反应。百事可乐一直在盲测挑战中击败可口可乐。新可乐在盲测中一直击败老可乐。然而，出于某种原因，当可口可乐改变配方时，人们却大为光火。这就是可乐理念的根深蒂固。)

3，关于年会上有关核攻击的评论，伯克希尔保险公司是如何适应的？

伯克希尔承保的恐怖主义保险可能比其他任何人都多。令人吃惊的是，这些保险几乎都是在核生化战 NCB 除外责任范围内销售的。也有一些保单没有排除 NCB 责任，但数量不多。不排除掉 NCB 责任，很多保险伯克希尔无法承保。世界贸易中心恐袭事件是史上最大的工人赔偿事件，大约 18 亿美元的工人赔偿索赔。前几天，伯克希尔承保了一份时效性地震保险，只有在地震发生在早上 6 点到下午 6 点之间才会赔付。1994 年的 Northridge 地震本来是一起巨大的工伤事故，但它发生在凌晨 4:30。

关于他对美国大城市遭受核攻击的预测：明年发生任何事情(NCB)的可能性都很低，但未来 10 年，发生的可能性会增加，世界上有很多人憎恨我们，而且技术也在不断进步。未来 50 年发生的可能性几乎可以确定。在 1960 年代初，只有两个国家拥有核能力，而我们却差点搞砸了。现在这种可能性更大大了，因为拥有核能力的人更多了。(注：几年前有一部关于古巴导弹危机的电影《Thirteen Days》)

4，BRK 有快速交易和握手成交的历史。基于安然式的财务欺骗是否发生了变化？

没有发生变化。巴菲特谈的是如何与定制框架制造商 Larson-Juhl 完成交易。他接到电话，并在电话上谈了 20 分钟，听取了财务状况和价格，然后卖家飞到奥马哈。"我从未见过这家公司。我希望它就在那里"。巴菲特模仿了一些骗子："嘿，这个月我们应该向沃伦报告什么数字？这是一项伟大的生意，价格不是购买定制相框的一个因素。有大量的小型框架企业，仅在奥马哈就有几十家。LJ 为他们提供服务，通常在一天内交付产品。"我可以给你 1 亿美元(我不会真那么做)来建立一个公司来与之竞争。你无法做到。它的规模不会翻番，但它是一项伟大的事业。我可以看到该业务的持久优势。你不能把它搞砸"。我们只是没有花很多时间研究交易。这就像教授有效市场理论课。你第一天走进教室，然后说"所有东西的价格都是正确的"。然后呢？你还需要说什么？你不需要那么多时

间。如果机会不是一目了然，那么经过一年的尽职调查也不会一目了然。(以克莱斯勒和福特为例)。

然后又进入了 Mars 士力架和箭牌的例子。士力架 40 年来一直是最畅销的糖果，也许 10 年后仍会如此。如果你 10 年前还在嚼薄荷口香糖，那么今天你仍然在嚼。这些都是伟大的企业。如果你走进一家商店想买士力架巧克力棒，而柜台后面的人给你提供了一款价格只要 5 美分巧克力棒，同样的口味，同样的粘度，但它叫 Joe's 巧克力棒，你肯定不会买。

尽职调查他们是否有不良租约，或坏账准备金是否过低，等等这些都无关紧要。重要的是持久的竞争优势。

5，您认为目前的科技股有价值吗？它们是否有永恒的价值？伯克希尔会在哪些领域投资科技股？

如果我们可以展望 5-10 年，看到持久的竞争优势和高 ROE 增长的可能性，那将是我们的投资方向。我们并不反对投资科技股。(事实上，我甚至不知道是否有宗教反对投资科技股。)

如果干草堆都是金子做的，就没有理由在草堆里捡金针。

1993 年，你可以很有把握地买入制药行业。也许你无法找出一两个赢家，但整个行业的经济效益都非常好，而且你知道不会有新的公司来彻底颠覆默克 Merck 或先灵葆雅 ScheringPlough。

6，您能谈谈您没有成功的投资吗？

错误往往是疏忽造成的，而不是故意造成的。不是错过英特尔或微软，而是那些你了解的业务却无所作为的情况。"吮吸拇指"通常发生在他以 x 美元买入一只股票，而这只股票涨到 x+1/8 美元时，买入陷入停滞。房利美就是一个例子。疏忽导致伯克希尔损失数十亿美元。

我们在全美航空上几乎损失惨重。"当支票上的墨水快干时，他们开始不断亏损"。还有所罗门的投资。还有 911 保险损失，不是因为它是一场灾难，而是因为承保时，恐怖主义风险没有包含在保费中。

管理中最大的错误就是没有认识到，非常聪明的人也会做蠢事。比如 LTCM。如果一个组织开始获得动力，就不可能阻止他们。这种情况经常发生在收购中。如果通过的回报率为 84.3%，那么该交易的回报率预计为 84.4%。如果 CEO 想要它，它就会发生。

7，当您观察您所收购公司的企业家时，您会注意什么？您对潜在的企业家有什么建议？

我们寻找激情。巴菲特谈了一会儿飞安国际的创始人 Al Ueltschi。与他们坐下来谈谈，看看他们是喜欢生意还是喜欢钱。我们从未从金融交易员手中购买过企业。我们从未参加过拍卖。如果一个人拍卖他的生意，我们就

不要他/它。爱钱没有错，只是不适合我们。

8, 作为业内最优秀的专业人士, 您是否仍在不断进步?

(Greenwald 把这个问题解释为"你还能胜任这份工作吗? ")

投资是很好的工作, 因为你一直在建立自己的数据库。每年你都会增加一点新的东西进去, 而另一端并不会有太多泄漏。投资中的一切都是可累积性的。当他今天听到某件事情时, 它在某种程度上与多年经验建立的模型相吻合。购买 GEICO 是巴菲特现有数据库的结果。"我了解内衣业务", 所以收购鲜果布衣 Fruit of the Loom 的决定并不艰难。(注: 这是巴菲特"无尽职调查"投资现象的不可分割的一个组成部分。他们不一定在交易前进行尽职调查, 正是因为他们每天都在通过增加数据库对公司和行业进行抽象版的尽职调查。)

9, 石棉赔偿似乎正在加速?

破产公司的索赔正在加速。对于未破产的公司, 赔付率实际上没有变化。伯克希尔有一些在正常业务过程中产生的石棉索赔(很多来自 GenRe 保险), 还有很多来自追溯保险的索赔。这些交易取决于付款时间。伯克希尔在保费要求和递延费用核算方面都比较保守。大多数石棉保险的索赔都是有限额限制的保单。总体而言, 付款速度略低于预期。到目前为止, 结果完全令人满意。

10, 在内衣业务中, 你从 Hanes 的所有者 Sara Lee 身上看到了什么其他人没有看到, 现在仍然没有看到的? 您认为鲜果布衣的 EBITDA 如何? 目前哪些股票比较便宜?

基本上, 息税折旧摊销前利润 EBITDA 一文不值。就内衣业务而言, Hanes 和鲜果布衣占据了很大的市场份额。有一些高端产品如 CalvinKlein、Jockey, 但这两家公司控制着大众市场。SaraLee 奉行轻资产战略。我们控制着鲜果布衣的资产。你不可能购买另一个版本的鲜果布衣, 因为如果你购买了 Hanes, 就等于购买了 SaraLee 的其他资产组合。鲜果布衣的税前收益达到 1.3-1.4 亿美元也不会感到惊讶。同样, 我们讨厌 EBITDA。折旧是最糟糕的支出, 甚至可以称之为卑鄙, 这是一种反向浮存金。

谈到什么股票最便宜, 这听起来像是一个非常理论化的问题。我不会回答这个问题。

谈到他们如何保持交易的私密性。至于热点是哪些公司, 巴菲特永远不会购买光鲜亮丽的股票。金钱并不知道自己是从哪里赚来的。如果您赚到同样多的钱, 但却付出更多的钱, 那么为一家光鲜的公司付出更多的钱是没有意义的。你完全可以以更低的成本从一家平淡无奇的公司赚到同样多的钱。

11, 关于不良债务吸引力的一般性问题

不良债务本质上并无好坏之分。鲜果布衣是以大约五折的价格买入的。这是一种非常不寻常的债务，因为它在破产程序期间一直支付利息，所以 BRK 从中获得了大量现金。关于 Finova 的交易：他们在 Finova 即将破产之前买下了它，但他们知道 Finova 即将破产。关键是如何评估其应收账款组合(约 140 亿美元)，巴菲特估计了应收账款的最坏情况，并以此确定了收购价格。

比较这两家公司，**Finova 的关键在于对应收账款组合的评估。鲜果布衣的关键在于对品牌的评估。**与普通股相比，不良债权需要更多的专业知识。在有些债务问题上是可以赚钱的。(在这一点上，巴菲特和施洛斯重提了宾州中央铁路破产案，显然在那里每个人都发了财。这两个人都记得非常详细。)

我们从未购买过刚刚发行的垃圾债券，因为华尔街有特殊的销售策略。我们是在它们陷入困境时才购买的。

12, 您如何看待公司出于税收原因在海外重新注册？

我不喜欢这样。我不喜欢那些在美国赚钱却在海外不纳税的人。有一个人试图让自己成为大使，这样他就可以全职住在美国，但仍然是外国公民。我想，如果有这样的机会，我们是不会抓住的，就像我想，如果有 100 万美元，我是不会走进银行拿走的。但是，在事情发生之前，你永远不会知道。所有大型会计师事务所都提供税务筹划，但我们对此不感兴趣。我们的纳税申报很简单。

关于税率：想象一下，在你出生前 24 小时，你和一个双胞胎同时出生，一个在美国，一个在孟加拉国。你会将未来收入的多大比例用于在美国出生？很可能是相当高的比例。美国提供了非同寻常的优势。

13, 备考收益(Proforma earnings)并不好。但是你怎么能不考虑备考收益的情况下，去看待像 BRK 这样发生了 911 事件的公司？

你需要着眼于长期结果，但你不能忽视管理层犯错的事实。多看看公司的经常性的盈利能力是不是有变化。看看最近这个季度。这是保险业最温和的一个季度，什么都没发生。任何地方都没有巨灾发生。你不会看到保险公司在报告良好业绩时说："如果不考虑异常低的索赔水平，我们本季度实际上会报告亏损"。

评估伯克希尔有两个关键点：未来 10 年内，目前的运营公司将产生多少现金？未来 10 年里，这些现金将被用来投资什么有趣的事情？

14, 关于伯克希尔的海外投资

我们希望在海外找到与我们拥有的类似企业。到目前为止，我们还没有找到。2 个问题：在好的企业中，大多数都在美国，因此国外的企业并不多。我们在海外的知名度不高，因此很难接到主动打来的电话。

提到可口可乐 80%的收益来自美国以外地区。我们现在拥有 15-20 只股票。其中 3 只股票完全在美国境外。我们很乐意以我们所拥有的股票的价格全部拥有这 3 支股票中的任何一支。

一个问题是披露报告要求非常严格。在美国，你必须在获得一家公司 5%的股份时披露持仓。如果你是一家保险公司，你必须在获得一家公司 10%的股份时披露，如果你获得的股份在 5-10%之间，你可以等到年底再披露。在其他国家，这一门槛较低。在英国，持有 3%的所有权要求披露，因此我们的买入是有限的。

15，在投资合伙公司中，缺乏对所投资企业的管理控制如何影响决策？

反正我们的影响力很小，即使作为董事也是如此，所以没什么大不了的。作为董事，你很少能改变航向，也不能经常试图改变航向。受邀参加聚会的人如果经常在聚会上打嗝，就会发现自己不再受邀。

即使是 100%控股的公司，我们也会接受管理层做出的那些，我们自己不会做出的决定。从长远来看，这些决定可能至少与我们本来会做的决定一样好。更重要的是，它允许经理们将公司视为“他们自己”的企业。如果我在他的身后做决定，你认为拥有 10 亿美元伯克希尔股票的 Al Ueltschi 会愿意继续经营他的企业吗？

16，您为什么不在价格极高的时候卖东西？

我们不会以任何价格出售喜诗糖果，即使有人出价 3-4 倍于它的价值。为什么？这是我们的怪癖。我们很少有机会与好的经理人建立联系。当我们建立联系时，我们不喜欢把它交给别人而毁掉它。小额股权则不同。巴菲特有限合伙公司则不同。巴菲特的工作是尽可能多地赚钱。现在，他的工作是以一种令人愉快的方式，经营一家表现良好的企业，并希望取得良好业绩。他的目标不再是在任何情况下榨取最后每一美元。

巴菲特还谈到了不卖出企业的名声的好处。当一个人建立一个企业时，他是在建立自己的杰作。如果我们购买这幅画，我们提供的是悬挂它，而不是买下它后迅速卖给别人。我告诉潜在卖家，他们可以选择将画作交给伯克希尔，我绝不会告诉他们增加蓝色颜料或减少红色颜料，而只是将其悬挂起来。伯克希尔就是公司博物馆。你的选择是把它挂在博物馆里。

17，利率极低。您设定的最低基准是多少？

问得好。我希望税前利润达到 13%。在过去几年中，我们进行了大约 8-10 次收购，我认为这些收购的税前

收益率将达到 13%。有时利率 20%，13%回报率是不能接受的。但相反的情况并不容易获得。

我不能随意降低要求的回报率。我宁愿要 1.75%的短期回报率，也不愿意购买回报率为 8-9%的股票或公司，因为我将永远持有这些股票或公司。这些回报率现在还不错，但足够多的这样的收购，你最终会得到一个非常普通的业务。因此，在这种低利率环境下，我们现在有大量资金投入债券。**要么我们期待获得更多的好机会，要么环境将发生变化。**顺便说一句，环境终将发生变化。金融市场的疯狂行为由来已久。你们都还年轻，你们会看到这些事情重演。巴菲特讲了一个故事，说他有一份很老的报纸，一个酿酒师因为过度使用保证金引起的麻烦，在一桶热啤酒中淹死了自己。这些事情还会发生。你会有很多发财的机会，即使现在的环境看起来不像。

18, 描述 H&RBlock 的竞争优势

几年前，他们曾有过一个令人失望的季度，但其特许经营权并未受损。市场推动价格下跌。每个人都知道 H&R。**提到报税，就会想到 H&R。这里有多少人能说出第 2 名。没几个。**(显然 Cendant 公司算一个)。要多少钱才能击败它们，唯一的办法就是彻底改变税法(例如，改征消费税)。我们愿意以比我们买下的部分高出 75%的价格买下整个公司。

19, Greenwald 最后一个问题，我们不再使用第一版《证券分析》。不使用第一版我们错过了什么？

历史的视角。人们会继续做蠢事。第一版的历史感很好。

历史也许不会重演，但它是总是惊人的相似。(马克吐温 History doesnot repeat itself, but it rhymes.)

投资有三件事很关键：

- 1, 安全边际是绝对必要的。
- 2, 将股票视为一项业务。我花了 8 年时间购买股票，却从没有这样想过。巴菲特从 11 岁开始买股票了。
- 3, 对市场要有正确的态度。市场是为您服务的，而不是指导您的行动的。太多的人被市场所左右。

巴菲特：谁是真正的账房先生

2002 年 7 月 24 日

如今，人们对企业盈利报告和 CEO 的信誉产生了信任危机。这是有道理的。

多年来，我一直对大多数公司报告的盈利数字缺乏信心。我指的不是安然 Enron 和世通 WorldCom 这两家公司，它们都是彻头彻尾的欺诈行为。相反，我指的是 CEO 使用合法但不正当的会计方法来夸大报告收益。

最明目张胆的欺骗发生在股票期权会计和养老基金收益假设方面。这两个领域的不正当手法令安然和世通的造假相形见绌。

在计算直接影响其收益的养老金成本时，标普 500 股票指数中的公司目前使用高达 11% 的投资收益率假设。所选择的回报率非常重要：在许多情况下，收益率 1% 的上调将使公司的年度报告收益增加 1 亿美元以上。因此，许多 CEO 选择过于乐观的假设也就不足为奇了，即使他们的养老金资产业绩表现糟糕。这些 CEO 根本无视这一令人不快的现实，而他们乐于助人的精算师和审计师则会为公司选择的任何回报率假设提供帮助。多方便啊：客户 A 采用 6.5% 的回报假设，获得了干净的审计意见，而客户 B 也是如此，选择了 11% 的回报假设。

所有这些都挺糟糕，但更大的罪过是期权会计。期权是许多公司的巨大成本，也是高管的巨大利益。这就难怪他们会拼命避免将期权作为费用计入收益。几乎所有的 CEO 都毫不脸红地告诉他们的股东，期权是没有成本的。

对于这些 CEO 们，我有一个提议：伯克希尔将向你们出售保险、地毯或我们的任何其他产品，以换取与你们自己授予的期权相同的期权。这一切都是免费的。但你真的认为当你交出期权换取地毯时，你的公司不会产生成本吗？或者你真的认为对期权进行估值太困难了，这也是你不将期权计入成本的借口之一？如果您真的持有这些观点，请给我打电话。我们可以做笔大生意。

CEO 们经常声称期权没有成本，因为期权的发行是无现金的。但是当他们这样做的时候，他们忽略了一个事实，那就是许多 CEO 经常将养老金收益计入他们的收益，尽管这个项目并没有给他们的公司带来一毛钱。他们还忽视了另一个现实：当公司向其高管授予限制性股票时，尽管没有现金转手，但这些授予通常会被适当地计入费用。

当公司给予员工一些有价值的东西以换取他们的服务时，这显然是一项报酬支出。如果费用不属于收益表，那么它们到底属于哪里呢？

为了在这些方面洁身自好，CEO 不需要"独立"董事、监督委员会或绝对没有利益冲突的审计师。他们只需要做正确的事。正如艾伦格林斯潘 Alan Greenspan 上周有力宣称的那样，CEO 的态度和行为决定着公司的行为。

事实上，国会和 SEC 的行动有可能制造烟幕，阻碍真正的会计改革。参议院本身就是公司能够回避期权费用化的主要原因。1994 年 5 月 3 日，参议院在参议员 Joseph Lieberman 的领导下，迫使财务会计准则委员会 FASB 和当时的 SEC 主席 Arthur Levitt 放弃将期权计入费用的规定。Levitt 先生曾说过，他对这次退缩的后悔程度超过了他在担任主席期间所做的任何其他举动。遗憾的是，现任 SEC 领导层似乎无意纠正这一问题。

我不相信国会制定会计规则。但是，参议院在 1994 年为一切皆可行的报告制度放水，它现在应该关闭闸门。与其举行听证会和大发牢骚，为什么参议院不取消 1994 年的行动，从而解放会计准则委员会呢？

CEO 希望得到尊重和信任。只有当他们值得被尊重时，他们才会被尊重，也应该被尊重。他们不应再谈论一些害群之马，而应反思自己的行为。

最近，有几家公司的 CEO 站出来采用诚实的会计。但大多数公司仍在直接或通过行业协会花费股东的钱财，来游说反对真正的改革。他们口口声声说原则，但对大多数人来说，他们的动机是钱袋子。

为了股东和国家的利益，CEO 应该告诉他们的会计部门，今天就停止记录虚假的养老基金收益，并开始记录所有的薪酬成本。他们不需要研究或学习新的规则就能做到这一点。他们只需要采取行动。

巴菲特致股东的信 2002

2003 年 2 月 21 日, BRK: \$74800-72750

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

公司 2002 年的账面价值增加 61 亿美元, A/B 股每股账面价值增加 10.0%(标普下跌 22.1%), 自现任管理层接手的 38 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元增长到现在的 41727 美元, 年复合增长率为 22.2%。

从任何角度来看, 2002 年都是丰收的一年, 后面我会再详加说明, 以下是几点总结:

1, 整体经济不景气, 但伯克希尔旗下所有非保险事业表现异常优异。十年前, 我们非保险事业年税前收益为 2.72 亿美元, 时至今日, 在持续扩张零售、制造、服务以及金融事业版图之后, 我们一个月就能赚到这个数。

2, 2002 年我们旗下保险事业的浮存金大幅增加了 57 亿美元, 累积达到 412 亿美元。更棒的是, 2002 年度运用这些资金的**成本仅为 1%**。浮存金再度回到低成本状态, 让人感觉真好, 特别是刚经历过惨淡的三年之后。伯克希尔的再保险部门以及 GEICO 保险在 2002 年都大放异彩, 而通用再保险的承保纪律也已恢复。

3, 伯克希尔并购了几项重要的新事业, 其产业竞争力在各自的业界均数一数二, 经理人也都很出色。这是我们制定「进入」策略的两个关键要素, 第三个要素是合理的价格。不过不同于杠杆收购者(LBO)及私募股权投资公司, 我们并没有「退出」策略——我们买进以后, 就会一直留着。这也是为什么伯克希尔往往成为众多卖方及其经理人心目中的首选, 有时甚至是唯一的选择。

4, 我们的股票投资组合表现超越了市场上大多数的指数。对于负责管理 GEICO 保险资金的 Lou Simpson 路易·辛普森来说, 这是司空见惯的事, 但对我而言, 却是在经历过好几个悲惨的年头后, 终于迎来可喜的转折。

这些有利的因素在 2002 年来了个大会师, 使得我们的帐面价值增幅大幅超越标普 500 指数 32.1 个百分点。这样的成绩有点反常: 查理和我至多只是希望伯克希尔能平均每年稳定地超越指数几个百分点就好。我想在以后的某些年度, 极有可能会看到标普指数大幅超越我们的表现。事实上, **在强劲的牛市期间这种情况几成定局, 因为我们的普通股投资占总资产的比例已大幅下降**, 当然也由于这样的转变, 让我们在类似 2002 年这样的股市走低之际, 相对来说取得不错的表现。

关于去年的结果, 我还有一点要补充。如果你经常阅读最近几年上市公司的财务报表, 你会发现满是所谓**"备考盈利"**这类的报表——这种报表所显示的收益数字往往都远高于经过会计师签证的查核数, 而公司的 CEO 会告诉股东们: "不要算这个, 不要算那个, 只要算那些会让收益数字好看一点的就好了。"这种"把糟糕的全忘掉, 只

记得那一点点好"的报告方式一年接一年地出现，管理层根本不会因此感到脸红。

(备考盈利报表：在遵循谨慎性原则基础上，基于特定的业绩报告、经营计划、投资计划、盈利准则等材料，结合最佳估计假设做出的对特定企业的盈利预测。具体：剔除偶然性/一次性项目(非经常收支，偶然投资收益，公允价值变动损益汇兑收益等)，记入非现金项目(折旧摊销递延税款，利息支出，非流动资产减值损失等)。)

我们还没有看过有哪家公司的备考盈利报表，其收益是低于会计师查核数字的。现在就让我们来小小创造一下历史：去年按备考盈利来算，伯克希尔的收益数字低于实际报告的数字。这是因为去年有两项有利因素确实让我们的财报数字更加好看。

第一，由于 2002 年没有发生什么重大的灾难，所以伯克希尔(以及其它保险业同行)赚取的承保利润比一般正常的年度更多。而在情况相反的年份里，比如遇到飓风、地震与其它人为灾害的时候，许多保险同业往往会声明「要是」没有发生意外事件的话，本来可以赚到多少多少。意思是说，由于这类大灾难很不寻常，所以在计算"真实"的收益时就不应考虑在内。这根本就是骗人的一派胡言。**要知道「意外」损失本来就是保险业司空见惯的事，而且绝对必须要由公司背后的股东来买单。**不论如何，我们因为这样的备考盈利声明，将在各类保险业报告上记得一笔。由于去年我们没有遇到什么重大的灾难，所以实有必要将帐面收益向下调整，以算出"正常合理的"承保绩效。第二，2002 年的债券市场特别有利于我们金融产品部门的策略运作。这类策略的利得在未来一两年内很可能会逐渐缩减，甚至完全消失。

所以呢.....在"扣除"这几项有利的短期因素后，我们去年实际的税前获利应比实际报告值减少约 5 亿美元。当然，我们也很开心多赚这些钱。正如喜剧演员 JackBenny 杰克·本尼在一次获奖后所说的："我实在是不配得到这个奖项，但我还得了关节炎呀，那不也不应该得嘛。"

伯克希尔旗下一直有一大群杰出的经理人为我们打拼着，且其中绝大部分都已经可以不必再为这份薪水工作，但他们依然坚守岗位，38 年来还没有任何一家子公司的 CEO 离开伯克希尔跳槽到他处上班。包含查理在内，目前我们共有 6 位经理人的年龄超过 75 岁，预期 4 年后还会再增加 2 名，那就是 BobShaw 鲍勃·肖跟我本人，我们现年都是 72 岁，我们的观念是：**实在是很难教会新狗玩老把戏！**(Its hard to teach a new dog old tricks)伯克希尔的 CEO 们都是各自行业的佼佼者，并把公司当作是自己的一样在经营。我的工作很简单，就是尽量不要妨碍他们，并好好地运用他们所赚来的收益资金。

我遵从的管理模式源自一个叫做 EddieBennett 的球童。1919 年，年仅 19 岁的 Eddie 开始在芝加哥白袜队干活，当年度白袜队立刻就打进世界大赛，第二年艾迪跳槽到布鲁克林道奇队，果不其然，又让道奇队赢得世界

大赛。之后不久，这位传奇性的人物发现苗头不对，于是转换门庭于 1921 年到了纽约洋基队，结果扬基队当年就赢得了队史上第一座世界大赛冠军。自此 Eddie 仿佛预知接下来会发生什么事，决定安顿下来。结果扬基队在往后的七年间，五度赢得美国联赛的冠军。或许有人会问，这跟管理模式有什么相干？很简单——**想要成为赢家，就是与其他赢家一起共事**(To be a winner, work with winners)。举例来说，1927 年，Eddie 因为扬基赢得世界大赛(当年棒球界传奇人物贝比鲁斯也在阵中)而分到 700 美元的奖金，这笔钱大约相当于其它球童一整年的收入，结果 Eddie 总共只工作 4 天就拿到手(因为当年度扬基队四连胜横扫对手)。Eddie 很清楚地知道：**他如何拎球棒并不重要，重要的是他能为球场上最当红的明星拎球棒才是关键**。我从 Eddie 身上学到很多，所以在伯克希尔，我就经常为美国商业大联盟的超级强打者拎球棒。

并购活动

去年我们的打击阵容又增添了好几位强打者，两个 2001 年就开始谈的并购在去年完成：全美高级定制画框的领导厂商 Albecca 阿尔贝卡，经营乐森卓尔品牌(Larson-Juhl)；以及鲜果布衣公司(Fruit of the Loom)，全美约有 1/3 的男士及儿童内衣系由该公司制造，当然该公司还销售其它服装。

两家公司都由相当优秀的经理人管理，阿尔贝卡有史蒂夫·麦肯齐(Steve MacKenzie)，而鲜果布衣则有约翰·霍兰德(John Holland)，后者在 1996 年自该公司退休，三年前又重新加入以挽救该公司免于毁灭的命运。他今年 70 岁，现在我正努力说服他跟我同进退(目前我个人计划死后 5 年再办理退休，并且有可能会视状况予以延长)。

此外，去年我们另外又完成的其它两件规模较小的并购案，不过两家公司加起来的年度税前获利超过 6000 万美元，虽然两者所处的产业竞争都相当激烈，但却同样拥有相当的竞争优势，使得我们的投资依然能够维持不错的回报率。这两位新成员分别是：CTB——全世界鸡猪等农畜养殖设备的领导厂商；Garan——童装生产厂商，旗下著名品牌是 Garanimals®。两家公司的经理人过去都拥有令人印象深刻的成绩，CTB 的维克·曼奇内利(Vic Mancinelli)，Garan 的西摩·利希滕斯坦(Seymour Lichtenstein)。

至于在 2002 年开始进行的并购案中，规模最大的是欢乐大厨(The Pampered Chef, TPC)——这也是一家拥有辉煌历史的传奇公司，时间回溯到 1980 年，当时 34 岁的多丽丝·克里斯托弗(Doris Christopher)还是一位芝加哥郊区的家政教师，与先生育有 2 个小女儿的她，完全就没有任何商业经验，为了要补贴家庭微薄的收入，她想到运用本身最拿手的绝活——烹饪，她在想是不是可以推销厨房用具来做点生意，这是她自己认为身边最派得上

用场的东西。为了要创业，多丽丝利用寿险保单质借了 3000 美元，这也是她仅有的一次资金投入，然后到大卖场进行一趟采购之旅，买了一大堆烹饪餐具，然后回到家里的地下室展开事业。她的计划是集合一群女性友人到其朋友家里进行展示，记得在第一次出发公开展示的路上，多丽丝几乎要说服自己放弃打道回府。所幸当晚她所遇到的女性朋友们相当喜爱她及她的产品，总共买了 175 美元的东西，TPC 于此诞生，在她的先生 Jay 的帮忙之下，多丽丝头一年总共做了 5 万美元的生意，22 年后的今天，TPC 的年营业额高达 7 亿美元，共有 6.7 万名餐饮顾问。我自己也曾经参加过 TPC 的宴会，很轻易地就能发现这个行业成功的原因，公司的产品大部分都是独家专用、造型设计优美且深具实用性，而餐饮顾问的经验丰富且非常热心，这使得与会的每一位客人都尽兴而归，赶快上 pamperedchef.com 网站看看如何才能就近参加她们所举办的派对。两年前，多丽丝找到现任 CEO——谢拉·奥康奈尔·库帕(Sheila O'Connell Cooper)加入，以分担管理重责，两人在八月联袂来到奥马哈与我会面，我前后只花了 10 秒钟的时间就确定我想要这两个人加入我们的团队，当下双方就签订合约，能够与多丽丝和谢拉在一起共事，伯克希尔的股东实在是再幸运也不过了。



加兰童装公司<Garan Inc>(www.garanimals.com)
加兰童装公司成立于 70 年代，总部位于纽约，主要为 0-5 岁儿童设计、制造、进口和销售服装，他们的童装上常常带有一系列卡通动物图案，孩子们穿上既新鲜又可爱。产品以自有童装品牌 Garanimals®和客户私人品牌为主。公司的业务安排由位于美国、中美洲和亚洲的子公司开展。并由位于美国的销售中心组织销售活动。Garanimals 品牌 87%主要通过沃尔玛销售，其宣传口号"Big on cute, Small on price—非常可爱，非常低价"，因为他们的童装最低价只要 4 美元。2002 年 7 月，伯克希尔以每股 60 美元总金额 2.7 亿现金收购加兰公司。2001 年销售收入 2.6 亿美元，净利润 2260 万美元，并且没有长期负债。过去 5 年，销售收入年增长 12%，每股收益年增长率 27%。管理层持有 20%股份并继续留任。



<CTB Inc>(www.ctbinc.com)
CTB 公司总部位于美国印第安纳州米尔福德 Milford，是一家全球领先的农业系统和解决方案的设计、制造和销售商，是世界最大的家禽养殖系统和谷物存储系统供应商。服务范围包括农产品、家禽养殖加工设备、乳制品以及其他食品。CTB 在世界各地设有工厂，并通过遍布全球的独立分销商和经销商网络为客户提供支持。CTB 的竞争对手众多，大部分制造商和供应商只生产少量竞品，有两家供应商的产品与 CTB 的全系列产品展开竞争。竞争主要集中在产品的价格、价值、声誉、质量和设计，以及分销商、经销商和制造商提供的客户服务方面。CTB 的产品主要由镀锌钢、钢丝、不锈钢和高分子材料制成，CTB 领先的品牌、分销网络、多样化的产品线、产品支持和高质量的产品使其能够有效地参与竞争。
1952 年，Chore-Time 设备公司成立于俄亥俄州 Alliance。
1957 年，Brock 制造公司成立于印第安纳州 Milford。

1972 年，并购位于阿拉巴马州 Decatur 的 Pockman Cage 公司
1976 年，CTB Inc 成立。公司由两个主要品牌 Chore-Time 和 Brock 的首字母缩写而成。
1980 年，CTB 收购了 Swish Watering 公司。
1983 年，CTB 成立了 Chore Time Brock International，在海外推广和销售 Chore-Time 和 Brock 产品。
1996 年，CTB 与 American Securities Capital Partners 合资，组建了 CTB International Corp
1997 年，CTB 收购了位于密苏里州堪萨斯城的谷仓制造商 Butler Manufacturing 公司，该公司于 1907 年成立。
1998 年，CTB 收购了位于密苏里州安德森的孵化器和加热器制造商 Sibley Industries, Inc 公司，以及猪饲料和通风产品生产 Staco, Inc 公司。
1999 年，CTB 收购了位于马尔德海姆的领先的家禽和猪饲养和供水系统制造商 Roxell N.V. 公司，并在阿肯色州增设了办事处。
2000 年，CTB 收购了粮食装卸设备商 ABC Industries 公司。
2001 年，CTB 位于安德森、密苏里州和斯普林代尔的工厂合并为敏捷制造公司 (Agile mfg, Inc.)。
2002 年 8 月 19 日，伯克希尔以每股 12.75 元总计 1.8 亿美元现金收购 CTB 公司。公司拥有 1300 名员工，2001 年公司销售规模 2.3 亿美元，净利润 1400 万美元。2004 年，CTB 收购了领先的养猪设备制造商 Swine Service Specialists, Inc. 公司。
2006 年，CTB 收购了位于以色列的 Yan Agro Logic (1988) Ltd. 公司的控股权，该公司是温度控制器、饲料和家禽称重系统以及其他集成系统的制造商。
2008 年，CTB 收购了位于德国的生猪养殖设备制造商 B. Mannebeck Landtechk GmbH 公司，该公司生产电子母猪饲喂和其他饲喂系统、动物友好型畜栏和板条箱以及塑料地板等养殖设备。
2010 年，CTB 收购了伊利诺伊州 Rantoul 市的 Shore Sales of Illinois, Inc. 公司，公司设计生产的水分测试仪，用于谷物、种子、咖啡、面粉、加工和农贸市场。
2010 年，CTB 收购了位于密歇根州 Ironwood 和威斯康星州 Two Rivers 的 Ironwood-Plastics, Inc. 公司，这是一家为工业、汽车、农业和电子市场提供高度工程化精密模压塑料部件的领先供应商。
2010 年，CTB 成立了 CTB 来西亚公司，这是一个亚洲的物流中心，以更好地为该地区的客户服务。
2012 年，CTB 收购了 Martin Industries, Corp. 及其相关子公司的资产，这些公司位于爱荷华州的得梅因和谢菲尔德以及印第安纳州的文森斯。该公司是 LeMar 和 Riley 品牌的谷物处理设备和相关结构设计和制造商。
2012 年，CTB 收购了荷兰领先的家禽加工设备的设计和制造商 Meyn Holding B.V. 公司。
2016 年，CTB 收购了荷兰领先的无笼层房屋系统设计师和制造商 Volito Group B.V. 公司。
2016 年，CTB 收购了丹麦领先的食物定制加工设备解决方案集成商 Cabinplant A/S 的 80% 股份，并在波兰、德国、西班牙和美国拥有近 300 名员工。公司于 1969 年成立于 Haarby。2015 年公司销售额 4300 万美元。
www.cabinplant.com
2016 年，CTB 收购了 Serupa SAS 和 Mafrel SAS 的母公司 Holding Hamon Développement 公司，这是一家领先的家禽饲养，加工厂和工业建筑设计和制造商。
2018 年，CTB 通过 Cat Squared 公司收购了 M-Tech International 公司的控股权，Cat Squared 是全球领先的食物加工软件解决方案提供商。该公司总部位于阿肯色州康威。



<Pampered Chef> (www.pamperedchef.com)

Pampered Chef 公司是一家全球性的多层次营销公司，提供一系列厨房工具、食品和烹饪书，用于家庭烹饪。1980 年，家庭经济学家和教师多丽丝·克里斯托弗 (Doris Christopher)，在 8 年的全职妈妈生涯中断后，渴望重新回到工作岗位。她凭借企业家精神和从保险单上获得的 3000 美元贷款，利用自己的个人和专业知识，决心使家庭烹饪更容易和更方便，通过在家中厨房聚会时示范烹饪技术，她开始销售高质量的厨房工具。今天，在她家地下室创办的 Pampered Chef 公司，已发展成为一家拥有 6.5 万名独立厨房顾问的公司，每年举办超过 100 万场厨房聚会，参加人数超过 1200 万。多丽丝被认为是美国最伟大的企业家成功故事之一，获得过无数奖项。她著有两本书：《The Pampered Chef: The Story of One of America's Most Beloved Companies》和《Come to the Table: A Celebration of Family Life》。

中美能源控股公司 (MEHC)

去年伯克希尔通过持股 80.2% 的中美能源进行了几项重要的并购案，由于公用事业控股公司法 (PUHCA) 限制我们只能拥有该公司 9.9% 的投票权，所以我们无法将中美能源财报，完全并到伯克希尔财报之中。尽管受限于投票控制权的限制，使得中美能源现在的资本结构有点奇怪，但该公司仍然是伯克希尔非常重要的一部分，目前它

的资产总额达到 180 亿美元，并成为伯克希尔非保险事业收益的主要来源，展望未来，其成长依然可期，

去年中美能源买下了两条重要的天然气管线，第一条是科恩河管线(Kern River, 4.5 亿现金+承担 5.1 亿债务)，从怀俄明州到南加州方向共 926 英里，每天运送 9 亿立方英尺的天然气，且目前我们又另外投资 12 亿美元进行扩充(700 英里)，预计在今年秋天完工后，运输能量可增加一倍，届时将可满足 1 千万家庭用户所需。第二条路线则是从美国德州西南部一路延伸到中西部奥马哈地区，全长 16600 英里，名为北方天然气的管线(Northern Natural Gas)，这项并购案更是引起奥马哈地区居民的注意，传为企业美谈。

自从 1930 年代初期，北方天然气公司一直是奥马哈地区著名的企业之一，由地方上流社会的领导人士所经营，不过该公司在 1985 年(1980 年改名为国际北方公司 International North，曾一度遭受 John Irwin 创建的 Brookside 公司的敌意并购)被规模不到它一半的休斯敦天然气所并购(Houston Natural Gas)，该公司当时曾宣布将让总部继续设在奥马哈，并让原 CEO 继续留任。只是不满一年，这些承诺就被打破，休斯敦天然气的原任总裁接掌总裁职位，总部也搬到休斯敦，更有甚者，连公司名称都被后来新继任的总裁肯尼斯·雷(Ken Lay)改名为安然公司(Enron)。时光飞逝，话说到了 15 年之后的 2001 年，安然公司营运发生重大困难，被迫向另一家能源公司 Dynegy 能源公司借钱 15 亿美元，并以北方天然管道这条管线作为质押担保品，结果不久之后，因无法还款这条管线的所有权就移转到 Dynegy 公司的名下，只是没想到 Dynegy 公司过不了多久也发生严重的财务问题。中美能源在 7/26 周五接到 Dynegy 公司打来的电话，对方希望将这条管线立即变现以取得现金，我想他们算是找对人了，紧接着在 7 月 29 日，我们就签订了一项合约(9.28 亿现金+承担 9.5 亿债务)，就这样北方天然公司终于回到家乡的怀抱。

早在 2001 年初，查理跟我压根就没想到，我们会介入能源管道业务的经营，不过在完成肯特河管线扩充案之后，中美能源所运送的天然气，将占全美使用量的 8%，而在这之后，我们仍将继续寻求大型的能源事业投资案，虽然在能源产业，PUHCA 依然对我们还有诸多限制。

几年前，中美能源在无意中，发现自己介入不动产中介业的经营，只是后来我们大幅扩张这方面的业务却绝非意外，更有甚者，我们有意在未来继续拓展营运规模。我们将之称为美国家庭服务公司 HomeServices，虽然依照地区的不同，我们以取得当地据点时的原名称对外经营，比如说奥马哈的 CBS 不动产、明尼拿波里市的 Edina 不动产、Des Moines 的 Iowa 不动产等，在多数我们有营运的大城市中，我们都是市场的领导者。

HomeServices 现在是全美第二大的住宅不动产中介商，我们去年参与了总值 370 亿美元的不动产交易案(包含单边或双边)，较 2001 年增加了一倍，大部分的成长动力来自于我们在 2002 年进行的三项并购案，其中最大的一件是保德信加州不动产(PrudentialCaliforniaRealty)，该公司是 LosAngeles、Orange 及 SanDiego 等地区最大的经营者，去年促成的不动产成交总额高达 160 亿美元。该公司的 CEO 罗恩·佩提耶(RonPeltier)在相当短的时间之内，就让 HomeServices 公司的营收及获利大幅成长，虽然这个行业的周期波动性相当的大，但是我们仍然想要继续进行并购扩张。

中美能源的 CEO 大卫·索科尔(Dave Sokol)及其搭档格雷格·阿贝尔(Greg Abel)，现在已成为伯克希尔珍贵的资产，他们是梦想创造者，更是优秀的经理人，伯克希尔已准备好要投入大量资金到中美能源，相当期待 Dave 与 Greg 会如何运用这些资金开疆辟土。

财产意外险的商业模式

我们最主要的本业就是保险，当然其它事业也相当重要，想要了解伯克希尔，你就必须知道如何去评估一家保险公司，其中主要的关键因素有(1)这家公司所能产生的浮存金数量，(2)以及浮存金的获取成本，(3)最重要的是这些因素的长期前景。

首先浮存金是一项我们持有但却不属于我们的资金，在保险公司的营运中，浮存金产生的原因在于保险公司在真正支付损失理赔之前，一般会先向保户收取保费，在这期间保险公司会将资金运用在其它投资之上，当然这样的好处也必须要付出代价，通常保险业者收取的保费并不足以覆盖最后支付出去的相关损失与费用，于是保险公司便会发生承保损失，这就是浮存金的成本，而当一家公司取得浮存金成本，就长期而言低于从其它管道取得资金的成本时，保险业务就有存在的价值，否则一旦保险事业取得浮存金的成本远高于货币市场利率时，它就像是一颗极酸的柠檬。此外，近年来不断下降的利率趋势已经将过去可以承受的承保损失转变为负担，使得保险业务举步维艰。

根据过去的记录显示，伯克希尔一向能够以很低的成本取得浮存金，确实在伯克希尔经营的这些年来，有半数以上的年头，浮存金的成本甚至低于零，也就是说这实际上等于是别人要付费请我们帮他们保管资金，然而最近这几年，我们的成本大幅飙涨，2001 年尤其恐怖，资金成本大幅飙涨至 12.8%，其中半数归因于世界贸易大楼损失，回顾过去，我们在 1983 到 1984 年间，也曾有过更悲惨的记录，便宜的浮存金绝非凭空而降。

下表中所显示的数字是，伯克希尔自取得国民保险公司经营权，进入保险事业 36 年以来所贡献的浮存金，(其中传统业务包含在其它主险项下)，在这张计算浮存金的表中，(相对于收到的保费收入，我们持有的浮存金规模是相当大的)我们将所有的损失准备金、损失调整准备金、已承担再保险的持有资金、未到期责任准备金加总后，再扣除相关应付账款，预付并购成本、适用于已承担再保险下预付税款和相关递延费用，从而得出浮存金的数额，明白了吗？

百万	GEICO	通用再保险	其他再保险	其他保险	合计
1967				20	20
1977			40	131	171
1987			701	807	1,508
1997	2,917		4,014	455	7,386
1998	3,125	14,909	4,305	415	22,754
1999	3,444	15,166	6,285	403	25,298
2000	3,943	15,525	7,805	598	27,871
2001	4,251	19,310	11,262	685	35,508
2002	4,678	22,207	13,396	943	41,224

去年我们的浮存金成本约为 1%，不过从前我就曾说过，大家千万不要被这样的结果冲昏了头，那完全是因为 2002 年没有发生什么重大的天灾人祸所致，总有一天，我们会让碰到某些大灾难，届时我们的浮存金成本将激增。此外 2002 年我们的绩效受到下列因素影响：(1)痛苦的补提通用再保险以前年度未提列的损失准备金，(2)追溯再保险业务每年固定必须摊销的损失成本(在后面还会有详细的说明)。这两项成本金额总计 17.5 亿美元，约为浮存金的 4.6%。可喜的是，2002 年我们整体的承保收益相当不错，这使得我们在提列以上损失之后仍接近损益两平。除非再发生什么重大的灾难，否则我预期 2003 年的浮存金成本将可以压得非常低，甚至有可能在零以下，在以下保险营运概述中，各位将可以看到我为何那么乐观。长期而言，我相信我们的承保绩效一定可以超越同业的平均水准，从而让我们以最低的成本取得投资所需的资金。

保险事业运营

如果我们的保险事业长期以来想要产生低成本的浮存金，必须要做到以下几点：(a)必须有毫不妥协的纪律承保，(b)稳健保守地提列损失准备金，(c)避免那些看起来"不可能发生"意外所累积的风险敞口影响到公司的偿付能力。除了一家公司以外，我们其它所有主要的保险事业大致都能严守这些原则。这个例外正是通用再保险，所幸去年该公司进行了许多的改进动作，现在我很高兴地向各位报告，在 JoeBrandon 的领导以及 TadMontross 的协

助下，该公司在以上提到的这几点皆有重大的进展。

当我在 1998 年同意伯克希尔并购通用再保险时，我以为该公司一直谨守以上所列的三项原则，因为我已追踪该公司营运达数十年，也发现到其历史承保纪律相当一致，同时损失准备金提列也相当保守。在合并当时，我并未发现通用再保险的承保标准有任何下滑。

不过事后证明我的判断大错特错，通用再保险的文化以及作风在近年来已彻底的变质，管理层和我本人在内却不自知，这家公司的当前承保**定价严重不当**。此外，通用再保险还不知不觉地累积了致命的风险，例如，恐怖份子就有可能连续引爆大规模的核弹来攻击美国，虽然发生这样灾难的机率微乎其微，但保险公司却绝对必须谨慎地将风险限制在让公司的财务坚如磐石的境地，以防万一这种不可能的事情意外发生。事实上，如果通用再保险没有合并进伯克希尔的话，单单世贸中心袭击事件的损失就足以危及公司的经营。

911 世贸中心恐袭事件的发生，严重地暴露了通用再保险营运上的盲点，这是我早该注意却偏偏没有注意到的一点，所幸我的运气还算不错，有 Joe 跟 Tad 在身边，他们刚被赋予更大的权力，并渴望迅速纠正过去的错误。他们知道该做什么，而且他们做到了。虽然保险契约有时间递延性，不过 2002 年整体的结果还算令人满意，虽然我们仍未将核子生化等事故(NCB)累积的风险降到可以忍受的限度之内，但目前这个问题已成过去式。

在另外一方面，通用再保险的承保态度也已做了彻底的转变，目前整个团队都明白，我们只愿意承保定价合理的业务，无论对承保业绩造成什么影响。**Joe 跟 Tad 只根据通用再保险的获利能力考核自己，至于规模大小则完全不作数**。最后，我们正尽一切努力**准确地提列损失准备金**，如果我们做不到这一点，那么我们可能根本就不知道我们真实的成本，任何一家不了解自家公司成本的保险业者，将来肯定会遇到大麻烦。

记得在 2001 年底，通用再保险试图将以前年度已发生但未支付的提列损失准备金补足，但事后证明我们做的还差得很远，因此，该公司在 2002 年不得不再补提 13.1 亿美元以修正以前年度的估计错误。当我再次回顾通用再保险被发现的准备提列错误时，我突然想到有一首乡村歌曲的歌词形容的相当贴切：真希望现在的我仍然不知道，以前我不知情的那段往事。

我向各位保证，未来我们的首要任务就是**避免损失准备金提列不足**，但我无法保证一定能做到。财产险经理人大都倾向少提损失准备金(多记利润)，而想要克服这种糟糕的心理偏差，他们必须将其特殊的心态做个调整，说起来或许你会讶异，这完全与精算专业无关。同时，再保险人在合理提列准备金方面比直接保险人面临的困难多

得多。不过即便如此，伯克希尔的损失准备金提列这点做得还算不错，而我们也决意让通用再保险比照处理。

总的来说，我相信通用再保险倒闭的风险已被排除，现在已准备好为伯克希尔贡献大量无成本的浮存金，该公司仍然拥有过去我一再提到的竞争优势，同时在去年它又获得另外一项重要的竞争优势，那就是其它三家原本同列 AAA 最高信用评级的全球主要竞争对手，都在去年至少被一家评级机构调降一个评级，在这些保险巨头当中，唯有通用再保险一路维持 AAA 评级，再没有其它特点比这个更重要了。相较之下，一家世界级的大型再保公司，通常名列保险经纪人推荐给客户的首选，目前已近乎暂停支付损失理赔金，包含那些有效且到期的部分。该公司积欠数百家保险公司高达数十亿美元的理赔金，这些保险公司必须面临大幅冲销应收款的命运，「便宜」对再保业来说，绝对是愚蠢的交易，当保险业者今天将资金付给再保业者以换取十年、二十年后的保障承诺时，唯有跟实力最强的再保业者打交道，才有可能避免无谓且有时甚至危及企业生存的风险。伯克希尔的全体股东应非常感谢 Joe 跟 Tad 在 2002 年为我们所做的一切，他们去年一整年特别的辛苦，当然这一切的努力都是值得的。

在 GEICO，2002 年所有的事都再顺利也不过了，好到甚至让我们无法置信，成长的幅度相当可观，获利也相当突出，保户续约率持续提升，同时业务生产力也大幅跃升，而且这些现象在 2003 年依然继续维持。

感谢 TonyNicely 为我们所做的一切，认识他的人都知道，他跟 GEICO 结缘已达 41 个年头，当时他的年龄只有 18 岁，而他的成绩有目共睹，他一向对于能为客户节省保费感到相当自傲，相较于其它保险业者，GEICO 平均每年可为保户省下 10 亿美元的保费，同时他也对 GEICO 提供的服务相当有信心，根据业界的一项调查，GEICO 目前名列消费者满意度第一名，同时他更对旗下 19162 位同仁引以为傲，去年这些同仁因为优异的表现，总共为自己赚取了相当于 19%底薪的奖金，最后他也对持续为伯克希尔贡献稳定成长的获利感到自豪。

1996 年在我们完全买下 GEICO 时，它的年度保费收入约为 29 亿美元，去年这个数字增加到 69 亿美元，而后续成长依然可期，其中尤以网络营销最具潜力，去年这个部门成长率高达 75%，记得到 GEICO.com 看看(或电 800-847-7536)，在大部分的州，股东都可以得到 8%的特别折扣。

关于 GEICO 在 2002 年的收益有一件事要附带报告，这件事突显了保险公司绝对只能与最好的再保公司开展业务的重要性。话说 1981-1983 年间，当时负责经营 GEICO 的经理人决定要在商业防护及产品责任险上试试身手，这类风险看起来似乎不大。事实上，公司在当年也不过收取了约 305 万美元的保费，并将几乎全部保费——298 万美元投保了再保险以限制损失在小范围内，GEICO 仅留下区区 7.2 万美元作为承担自留风险的对价。谁知

这一小口苹果竟让公司留下了难以抹灭的惨痛经验，总计 GEICO 后来为此承受的损失高达 9410 万美元，约当所收取净保费的 1300 倍。在这笔损失中，来自 deadbeat 再保险公司无法收回的应收账款是 9030 万美元(其中包含 2002 年认列的 1900 万损失)，便宜实在是没好货啊！

阿吉特·贾恩(Ajit Jain)领导的再保险部门是我们去年浮存金成本之所以能够压得这么低的主要原因，如果伯克希尔的年报必须要摆年度风云人物照片，那肯定会是 Ajit，而且一定要用彩色的！从 1986 年开始，Ajit 的部门，截至目前已经为我们累积了 134 亿美元的浮存金，这是其它业者前所未有的成绩，而雇用员工人数不过 20 人，更重要的是，他还享有承保收益。如果各位再将我之前提到过的几项会计因素考虑进去，这样的利润就更显得难能可贵，所以各位请准备好你们的大力丸(如果你对会计借贷事项没兴趣，可以跳过后面两段不看)。

2002 年 Ajit 的承保收益达 5.34 亿美元，其中已包括所承担 4.28 亿美元的追溯再保险损失。这一业务领域，我们承受其它保险业者已经发生损失但尚未履行完毕的义务，这类损失通常早在几十年前就已经发生，但理赔金到现在却还没有付完，(举例来说一件 1980 年发生的石棉职业灾害，但现在可能还持续按月支付终生的理赔金)。在这类协议中，由保险业者一次支付一大笔保险费给我们，但金额仍远低于我们将来预期要付出的总数。而我们之所以愿意这样做，原因在于：a)我们赔付的金额仍有其上限，b)在理赔金真正付出之前，持续时间往往长达数十年以上，我们得以运用这笔资金投资。在我们受理的 66 亿美元的石棉及环境伤害损失准备金中，有 80%是有上限的合约，因此其损失成本不至于无限制飙升。

当我们签下一张追溯再保险保单时，我们立即将保费收入入帐，并把预期会发生的损失提列准备金，至于两者的差额则以一项资产科目"DCRA 递延费用-已承担再保险"入帐，这金额通常都不小，截至年底，资产负债表中的这个科目，金额高达 34 亿美元，之后我们会按这笔资产的预计年限分年摊销，并列为损益减项，2002 年的摊销金额高达 4.4 亿美元(含通用再保险部分)，这些承保损失是我们事先就预期到的必然科目，但即便报告收益因此受到拖累，Ajit 去年依然缔造了可观的承保收益。

不过我们想要强调的是，我们在 Ajit 营运的业务中所承担的风险是巨大的，甚至远高于世界上任何其它保险业者所承担的风险。因此，单一事件可能导致 Ajit 在任何一季或任何一个年头的业绩出现巨大波动，不过这一点一点也不会让我们感到困扰，**只要我们收到的保费合理，我们乐于承担那些别人避之唯恐不及的短期损益变动**，在伯克希尔，我们宁愿赚取业绩波动 15%的投资回报，也不要稳定的 12%回报。各位如果在股东会上遇到 Ajit，

记得献上深深的一鞠躬。

伯克希尔其它规模较小的保险公司其表现同样突出，合计浮存金增加了 38%，并贡献了 3200 万美元的承保收益，约当保费收入的 4.5%，如果这些公司加起来，可以堪称为全美最好的保险公司之一。不过除了这些好消息外，我们在加州退休基金的经营绩效却惨不忍睹，关于那边的业务我们还有许多工作要做，同时提列准备金也严重失真，直到我们确信找到如何做好这些业务之前，否则我们宁愿维持目前较小的规模。感谢 RodEldred、JohnKizer、TomNerney、DonTowle 及 DonWurster，让 2002 年成为美好的一年，是他们让各位在伯克希尔的投资平添许多价值。

报告收益的来源

下表显示伯克希尔报告收益的主要来源，大家或许已经发现，2002 年的购买法会计调整数大幅减少，其原因在于 GAAP 会计原则已经过修正，不再要求商誉必须摊销，此举将使得我们的帐面收益增加，只是这对实质的经济收益一点影响也没有。

报告收益的主要来源	税前收益		税后收益(伯克希尔应占)	
以百万美元计	2002 年	2001 年	2002 年	2001 年
保险承保：通用再保险	-1,393	-3,671	-930	-2,391
保险承保：伯克希尔集团	534	-647	347	-433
保险承保：GEICO	416	221	271	144
保险承保：其他直保	32	30	20	18
保险投资：净投资收益	3,050	2,824	2,096	1,968
(1)服装鞋类	229	-33	156	-28
(2)建筑产品	516	461	313	287
金融业务	1,016	519	659	336
航空服务	225	186	133	105
中美能源 80%	613	565	359	230
家具珠宝零售业务	166	175	97	101
ScottFetzer(不含金融业务)	129	129	83	83
(3)Shaw 工业	424	292	258	156
其他业务	256	212	160	131
购买法会计调整	-119	-726	-65	-699
利息支出	-86	-92	-55	-60
股东指定捐赠	-17	-17	-11	-11
其他	19	25	12	16
经营收益	6,010	453	3,903	-47
投资资本性收益	603	1,320	383	842
所有实体-收益合计	6,613	1,773	4,286	795

注：(1)服饰业务包括 2002/4/30 以后的鲜果布衣和 2002/9/4 以后的加兰童装。(2)建筑业务包括 2001/2/27 以后的 JohnsManville 和 2001/7/31 的 MiTek。(3)Shaw 工业从 2001/1/8 收购之日起。

以下是 2002 年我们非保险事业相关的重点摘要

中美能源 2002 年的收益稳定成长，展望明年仍将维持这一态势，不论是现在还是将来，收益的成长主要来自于先前提过的并购案，中美能源为了取得并购的资金，已由伯克希尔买进该公司发行 12.73 亿美元的次顺位公司债(此举使得我们累计持有这种年息 11%的债权达到 17.28 亿美元)，另外我们还投资了约 4.02 亿美元的普通股，总计伯克希尔现在持有(在完全稀释基础下)中美能源 80.2%的股权，该公司详细的财务报表请参阅后文。

去年我曾向各位报告，Dexter 鞋业是造成我们鞋业大幅亏损的元凶，在 H.H.Brown 鞋业的 FrankRooney 及 Jimlssler 的努力下，现在 Dexter 的营运已回归正轨，尽管解决问题耗费了不少成本，但去年鞋业仍然赚了 2400 万美元的利润，较 2001 年的亏损，大幅增加了 7000 万美元。主管 Justin 的 RandyWatson 也为这一次转变贡献良多，在缩减资本开支规模的同时，大幅提高了利润率。**鞋业是一项艰困产业**，好在我们拥有最优秀的经理人，而且我也相信在未来我们一定能够赚取合理的投资回报。

去年对于家具及珠宝零售业来说，算是平平的一年，但我们旗下事业的表现却相当不错，在我们旗下八家公司当中，表现最好的当属位于 DesMoins 的美国家庭服务公司 HomeServices，才华洋溢的 Merschman 家族缔造了优异的营业额与获利记录。内布拉斯加家具商场 NFM 将于今年八月在 Kansas 开立一家全新的大型购物中心，总面积高达 45 万平方英尺，它将成为全美单店营业额第二位的家具店，仅次于其位于奥马哈的旗舰店，我希望住在堪萨斯地区的伯克希尔股东能够一起莅临开幕剪彩(当然以后更要继续惠顾)。

我们住宅建筑相关业务：Acme 砖块、Benjamin 油漆、JohnsManville 屋面材料、MiTek 房梁材料及 Shaw 地毯等业务，去年总计贡献了 9.41 亿美元的税前收益，其中要特别提到的是 Shaw 地毯的表现，其税前收益从 2001 年的 2.92 亿美元大幅提高到 2002 年的 4.24 亿美元，BobShaw 及 JulianSaul 堪称经营高手，去年地毯的价格涨幅平均不过 1%，但 Shaw 本身的生产力提升以及绝佳的成本控管使得该公司的毛利率依然大幅提高。在伯克希尔我们特别强调成本意识，我们的模范是一位准备刊登丈夫讣文的寡妇，报社告诉她每登一个字要 25 美分，于是她要求刊登「Fred 死了」，但报社又表示每则至少要七个字，于是这位哀伤的妇人回复到，那就改为「Fred 死了，售高尔夫会员卡」。

航空服务去年的收益略微成长，但那纯粹是因为我们出售持股 50%的飞安-波音公司股权所获得 6000 万美元

特别收益的关系，扣除这项收益，我们飞行员训练业务的收益略微下滑，主要反应商务飞行业务的下滑，飞安公司的训练业务依旧是这个产业的最高标准，而我们预期未来几年将会持续成长。至于公务机部分所有权 NetJets 的营运，我们在这行大幅领先市场上其它三家同业，FAA 的记录显示我们 2002 年的市场占有率高达 75%，这代表客户购买或租赁我们飞机的总金额是其它三家同业的三倍，去年我们的机队飞行里程数高达 1.327 亿海里，搭载客户到全世界 130 个国家。

我们的优势完全要归功于 Netjets 的 CEO 理查德·桑图里 RichSantulli，他在 1986 年开创这个行业，至此之后，他便展现不屈不挠的决心提供最顶级、最安全的服务，Rich、查理跟我本人一向坚持必须培养足堪信赖的机队与机组人员，因为我们自己本身的家人就经常使用搭乘。虽然 NetJets 的营业额在 2002 年创下新高，但该公司仍然处于亏损状态，美国地区确有小赚但仍抵不过欧洲地区的亏损，总的来说，专机所有权这行业在去年亏了不少钱，而可以肯定的是 2003 年大概也是这样的光景，**养机队实在是一项很沉重的负担。**

就长期而言，经济现实终将站在我们这一边，主要是考量私人专机仍是许多大企业必备的商务工具，而对于这些公司来说，NetJets 无疑是他们最主要或次要的飞机供应厂商。利用我们的飞机，很多公司每年都可以轻易省下数百万美元的开支，有些大公司节省的金额甚至可以数千万美元，更重要的是，搭配我们的飞机，这些公司可以大幅增加自己的飞机调度弹性，只要持有一小部分的飞机所有权，客户甚至可以同时使用好几架飞机，此外，经由我们提供的机队组合，一位客户可以视状况自由选择 12 种不同机型，(我有一个姐姐拥有一架 Falcon2000 部分所有权，她经常利用它往来夏威夷与美国本土之间，但由于血液里同样拥有巴菲特家族的基因，她也经常转换选用比较经济的 CitationExcel 在美国境内短程的旅行)。NetJets 的用户名单证明了我们能够提供给大企业的种种好处，以通用电气为例，由于其公司本身就养着庞大的机队，因此相当了解应该如何有效率地运用其飞机，事实上，它正是我们的最大客户。

我们的财务及金融产品部门涵盖了各式各样的营运，其中包含一些信用评级很高的固定收益债券，这类交易在 2002 年的获利特别高，我们预期这方面的高收益还会持续一阵子，但就长期而言，这部分的收益终究会日渐下滑，甚至消失殆尽。这其中还包括我们 Berkadia 在 Finova 的投资，回报特别令人满意，但现金流也以极快速度消失(这项交易在去年的年报就详述过)，我们的合资伙伴 LeucadiaNational 公司以相当高超的技巧来管理这项业务，并极愿分担远超过其份的重担，我个人也很愿意将这重担分给它们，并期望在将来可以与 Leucadia 共同参与

更多的交易。

从负面的角度来看，财务金融部门的业务也包含了通用再保险证券，这是衍生性金融商品的买卖业务，这个业务去年税前亏损了 1.73 亿美元，这个成绩其中也包含了一部分迟迟未认列的错误损失，虽然当时依照一般公认会计原则，那样的做法相当正常，事实上对于衍生性金融商品，人们必须施以特别的关照，不管是其所运用的会计原则或者它对个别公司或整个经济社会可能造成的潜在问题。

金融衍生品交易

对于衍生性金融商品以及其它附带的交易，查理跟我的看法完全一致，我们认为不论是对参与交易的双方或者是整个经济体系而言，它们就像是一颗颗定时炸弹！

在丢出这个爆炸性的看法后，请容我稍后我再详加说明，现在让我先稍微解释一下衍生性金融商品，虽然这类的解释相当空泛，因为这个名词代表着相当广泛的金融交易，基本上，这类交易工具要求货币在未来的某个日期进行易手，其金额决定于某个或数个关键指标，包含利率、股价或汇率等。举例来说，假设你做多或做空标普 S&P500 指数期权合约，那么你等于已经参与一项非常简单的衍生性金融商品交易，你的回报取决于未来指数的变动。衍生性金融商品合约期有长有短，有时甚至可能超过 20 年，其价值的变化则系于许多变量。除非衍生性金融商品交易有抵押或是担保，否则其最终的价值还必须取决于交易对手的信用履约能力。虽然在交易正式结算之前，交易双方都会在各自己的损益表上记录盈亏，且金额通常巨大，即便实际上无需换手一分钱。

只要是人类想象力能够想到的，都可以被列为金融衍生品的交易标的。举例来说，当初在安然 Enron，就有新闻纸和宽带的金融衍生品，虽然要在许多年后才会结算，但此类交易还是可以列入到公司的帐上。或者说你想要签一个合约，预测内布拉斯加州 2020 年双胞胎出生的数目，没有问题，只要你肯出价，保证你一定找得到有人肯跟你赌。

当初我们在买下通用再保险时，该公司有一家附属的通用再保险证券公司，这是一家金融衍生品经纪商，查理跟我认为它具有相当的危险性，所以并不想保留这个部门，于是我们试图将这个部门出售，但并没有成功，最后只好将它慢慢清算。但想要关闭一个金融衍生品部门，谈何容易，想要摆脱它的纠缠可能要耗费许多个年头，虽然我们正逐日降低所暴露的风险。事实上，再保险业与衍生品交易有点类似，两者都像是地狱一样，并没有多大的进入障碍，但想要退出却难如登天。一旦签了约，你就摆脱不了它，有时甚至要等到几十年后，才突然冒出

来要你支付一大笔钱，确实也有些法子可以让你将风险转嫁给别人，但大多数的做法还是无法让你免除连带责任。再保险业与衍生品交易另一个共同特点就是两者的帐面收益通常都有过度高估的情况，这是由于目前的收益大多系于许多未来的变量，而其正确性却需要很多年后才能揭晓。

犯下衍生品交易错误的人通常是诚实的，但这种诚实仅反映，人类对自己的承诺持乐观态度的倾向。而衍生品交易的双方有极大的动机在会计核算上进行欺诈，因为这些负责买卖衍生品的人士，其部分或全部回报往往取决于按市价结算的帐面收益，但现实的情况是，那个所谓市场价格根本就不存在，比如前面的双胞胎对赌合约，取而代之的是“数学模型结算”，这种替代性的做法完全是恶作剧。一般来说，由于合约牵涉多个变量再加上远期的结算日期，使得交易双方不得不大量使用幻想假设。以我们刚刚提到的双胞胎案例来说，订立合约的双方可能使用截然不同的定价模型，使得交易双方多年内同时享受可观的帐面收益，在极端状况下，所谓的「按模型结算」极可能堕落为「按鬼话结算」。

当然，不论是内部的稽核人员或者是外部的会计师，也会审查这些数字，但要弄懂可不是一件容易的事。举例来说，通用再保险证券截至 2002 年年底(在决定彻底关闭它的 10 个月后)仍有 14384 件有效合约流落在外，交易对象遍布全世界 672 个对手，每一项合约的价值都会随着一个或好几个变量的变化而随时上下变动，其中有一些变量光是看了就令人觉得头皮发麻。想要对于这些交易组合进行估值，就算是专业的会计师，也往往会有不同的意见与看法，评价难度本身早已超越学术性论证。近几年来，有好几件大规模的欺诈案及疑似舞弊案都是缘自于衍生品交易。以公用能源事业来说，许多公司利用衍生品交易来创造帐面巨额的获利，直到他们试图将资产负债表上与衍生品相关的应收款项转换成为现金科目时，利润大跌。至此“按市价结算”真正沦为“按鬼话结算”。

我可以向各位保证，在金融衍生品合约中的记账错误，绝对无法让交易双方的帐对得平。几乎不例外的，他们要么偏袒有机会得到百万奖金的业务员，要么青睐特别希望帐面拥有亮丽的数字的 CEO，或兼而有之。而最后往往是奖金支付给业务员，CEO 则从认股期权中获利颇丰，直到很久以后，股东们才会发现所谓亮丽的财报数字根本就是一场骗局。

金融衍生品交易的另一项问题是，它们可能加剧一家公司，因一些毫不相关的因素而遭遇困境。这种滚雪球效应之所以会发生，主要在于许多金融衍生品合约都要求对方一旦其信用评级遭到调降时，必须立刻提供质押担保给交易对方。大家可以想象一下，当一家公司面临困境而被调降信用评级的同时，衍生性金融交易却又立即登

门要求提供事先完全没有设想到且金额庞大的现金抵押品时的情景，此举可能让公司进一步陷入流动性的危机，而通常这又会让公司的信用评级再度向下调降，恶性循环的结果可能导致一家原本好好的公司因此垮台。

金融衍生品交易也有可能造成多米诺骨牌效应的风险，这是因为许多保险业及再保险业者习惯将风险分散给其它保险公司，在这类的情况下，来自许多交易对手的巨额应收账款往往会随着时间的推移而增加。以通用再保险证券公司来说，虽然已经经过将近一年的清算，目前仍有高达 65 亿美元的应收款项流通在外。交易的一方或许对于自己相当有信心，认为其巨额的信用风险已经经过适度的分散，因此不会发生任何危险。然而在某种特殊状况下，一个外部事件导致 A 公司的应收帐款发生问题，从而影响 B 公司，乃至一路到 Z 公司的应收款。历史教训告诉我们，在太平盛世时的小问题，往往以做梦也想不到的方式相互关联，最终导致危机的爆发。

在银行体系中，早期问题演变为连锁反应的严重性是美联储成立的主要原因之一，在美联储成立以前，弱势银行倒闭有时可能会对一些原本体质还不错的银行造成突然没有预期到的流动性压力，导致它们跟着出现问题，美联储于是建立一道防火墙将有问题的金融机构隔绝开。但是在保险业或是衍生性金融商品交易，却没有类似中央银行的控管机制来防止骨牌效应的发生，在这些产业，一家原本体质不错的公司很有可能因为其它公司发生问题而受到拖累，当一个行业中存在这种连锁反应的威胁时，就绝对有必要尽量降低彼此间的牵连，这正是我们目前在再保业采取的做法，同样也是我们选择退出金融衍生品交易的原因之一。

许多人声称衍生品交易可以有效降低系统风险，通过这类交易让原本无法承担特定风险的人可以将风险移转到他人身上，这些人认为衍生品可以稳定经济、促进贸易、消除个人参与者的障碍。就微观层面而言，他们的说法或许确是事实，在伯克希尔，我有时也会参与一些大规模的衍生品交易以促进某些投资策略进行。然而查理跟我本人认为，从宏观经济的角度来看，这却是相当危险，而且风险更有日益加重的趋势，大量的风险，尤其是信用风险，目前已逐渐累积在少数几家衍生品交易商身上，而且彼此的交易更是相当频繁，这使得一家公司在发生问题后，将很快地传染给其它公司，到最后这些交易商将积欠非交易商的交易对手巨额欠款，而这些交易对方，如我刚刚提到的，由于彼此关系过于紧密，将导致一个单一事件让他们同时出现问题，(比如说电信产业的崩溃或者商业电力项目的价值大幅减损等)，当问题浮现时，关联度过高可能引发严重的系统性风险。

事实上，在 1998 年大量从事杠杆化和衍生品交易的对冲基金长期资本管理公司 LTCM 就搞得美联储焦头烂额，最后不得不火速组织紧急援助，在随后的国会听证会中，美联储官员坦承当初若非他们介入，LTCM 未完成的

交易，很有可能对于美国资本市场的稳定造成极严重的威胁，换句话说，美联储之所以甘冒大不讳打破惯例介入干预，完全是因为领导层害怕类似的事件会传导到其它金融机构的身上进而引发**骨牌效应**，而这次的事件虽然导致大部分固定收益市场一度瘫痪达数个周之久，但个人认为，这远远不是最坏的状况。

在所有衍生品中，全收益掉期互换是 LTCM 经常使用的工具之一，这类的合约使得该公司可以运用 100% 的杠杆在各种市场进行套利，也包含股票市场。举例来说，合约的一方 A，通常是一家银行，必须投入百分之百的资金买进股票，而在此同时，合约的另一方 B，在不投入任何资金的情况下，约定在未来的某个日子时，将收到银行 A 实现的任何收益或支付银行 A 的任何损失。**这类全收益交换合约竟然连保证金都可以不需要**。除此之外，其它种类的衍生品也严重削弱了监管机构抑制杠杆的能力，以及对银行保险及其它金融单位风险的控管。同时，即便是经验老道的投资者及分析师在看到这类布满衍生品交易公司的财务状况时，也束手无策，记得当查理跟我自己看完几家大型银行有关衍生品交易冗长的财务报表附注时，**我们唯一可以确定的是我们根本就不晓得这些金融机构到底承担了多少的风险**。

衍生品交易魔鬼现在已从潘多拉瓶子中窜出，而这类交易的种类和数量还会继续以各种不同形式倍增，直至这个祸害所造成的危害为众人所知时为止，对衍生品危险性的认识已经渗透到电力和天然气行业，在几个重大事件爆发导致衍生品交易急速减少。然而在其它产业，衍生品交易却照样毫无节制的急速扩张中。**到目前为止，各国央行及政府依然没用找到有效的方法来控制甚至监控这些合约所带来的风险**。

查理跟我相信伯克希尔依然是所有股东、债权人、保户及员工最坚强的财务堡垒，我们对于任何可能的潜在重大风险都保持警惕，或许对于长期性衍生品的大量交易，以及巨额膨胀的**无担保应收款项**的保留态度，让我们看起来有点过虑了，但我们还是认为，**衍生品是大规模毁灭性金融武器，具有潜在的致命危险**。

股票投资

下表是伯克希尔 2002 年市价超过 **5 亿**美元以上的股票投资。

股份数量	公司名称	成本	市值
200,000,000	可口可乐	1,299	8,768
151,610,700	美国运通	1,470	5,359
96,000,000	吉列公司 Gillette	600	2,915
53,265,080	富国银行	306	2,497
1,727,765	华盛顿邮报	11	1,275
24,000,000	穆迪公司 Moody	499	991

15,999,200	H&R Block 税务服务商	255	643
6,708,760	M&T 银行	103	532
	其他	4,621	5,383
	股票投资合计	9,164	28,363
	第一资讯 FirstData	GEICO	398
	太阳信托 SunTrusts		330
	GAP 服装-加仓	GEICO	310
	耐克 NIKE-加仓	GEICO	267
	甘尼特 Gannett		261
	铁山数据-建仓	GEICO	264
	美标公司-建仓	GEICO	230
	Shaw 通讯公司	GEICO	226
	大湖化学	GEICO	166
	GATX 租赁		168
	Costco-减持		147
	希悦尔包装 SealedAir-减持		123
	Dover 工业-加仓	GEICO	117
	Comdisco 零售-建仓		113
	Torchmark 保险-减持		71
	石膏板 USG		55
	Mueller 穆勒工业-减持		68
	中国石油-建仓		4
	Liz Claiborne 时装-清仓		
	Jones 时装-近清仓	GEICO	32
	Dun&Bradstreet-近清仓	GEICO	37

在股票投资方面，我们依旧没有什么动作，查理跟我对于伯克希尔目前主要的持股组合越来越感到满意，一方面由于被投资公司的收益逐渐增加，同时其估值反而下滑，不过现在我们还是无意增加持股仓位，虽然这些公司的前景都相当不错，但截至目前为止，我们还是不相信他们的股价低估了。我们认为，这种看法也大体上适用于股票市场。尽管股市连续三年下跌，相对大大增加了投资股票的吸引力，但我们还是很难找到真正能够引起我们兴趣的投资标的，这一令人沮丧的事实证明了，网络大泡沫时期估值的疯狂。而很不幸的，狂欢之后所带来的宿醉截至目前而止仍然尚未完全消退。

查理跟我现在对于股票退避三舍的态度，并非天生如此，事实上，我们非常喜欢投资股票，我是说如果可以合理的价格购买的话，在我个人 61 年的投资生涯中，大约有 50 个年头以上，都有这样的机会出现，我想以后也还会有相当多类似的机会，只不过，除非是我们发现，至少可以获得税前 10% 回报率的概率相当高时(即税后 6-7% 的回报)，否则我们宁可在旁观望，虽然必须忍受短期闲置资金不到 1% 的税后回报，但有时成功的投资本来就

必须要有耐性。

所幸，去年我们得以将部分资金运用在一些不错的**垃圾债券及债权投资**之上，至去年底我们在这方面的累计投资金额增加了 6 倍，达到 **83 亿美元**。投资垃圾债券跟投资股票在许多方面相当雷同，两者都需要评估价格与价值比，并在成千上万个标的中挑选出少数**风险/回报比率**最佳者，当然两者在原则上也有许多明显的不同，在投资股票时，我们预期每一笔投资都会成功，因为我们专注于少数几家**财务稳健、具备竞争优势并由才干诚信兼具的经理人所经营的公司**上，如果我们以合理的价格买进这类公司时，损失发生的机率通常非常小。事实上在我们经营伯克希尔的 38 年当中(扣除通用再保险与 GEICO 的投资)，投资收益的跟亏损的比例约为 100 比 1。但在投资垃圾债券时，我们面对的**企业体质就比较差了**，这些公司通常都**背负大笔的负债**，同时所处产业的**投资回报率都相当低**，此外**管理层的素质有时也有问题**，其利益有时甚至与债权人相冲突，因此我们预期这类投资难免会出现亏损，所幸到目前为止，我们在这个领域的投资绩效还算相当不错。

公司治理

长久以来，管理层的能力与诚信就必须受到严密的检视，事实上，在 2000 多年以前，耶稣基督就曾对这个议题发表过看法，他在路加福音 16：2 提到：「一位财主叫管家来，请你把所管的事情交代一下，因为你不再是我的管家了」。过去 10 多年来，**企业管理层的责任感和管理能力日渐萎缩**，在网络泡沫巅峰时期，这些特质不再受到人们的重视，当公司股价上涨的同时，经理人的行为规范却向下沉沦，这使得 90 年代末期，那些高格调的 CEO 几乎遇不到同路人。

不过必须注意的是，大部分的 CEO 就像你很高兴让他们成为你孩子资产的受托人或像是邻居般亲切的好好先生女士。然而近几年来，这里面有太多人在职场上的表现却每下愈况，不但表现平庸，还假造数字藉以榨取高额不当的利益。这些原本体面的人士，遵循的不过是 MaeWest 生涯规划：**曾经我是位白雪公主，但如今我已随波逐流。**

理论上，公司董事会本应预防这类恶劣行为的发生，最近一次我在 1993 年的年报上曾提到过董事们应尽的责任，(若有需要，可向我们索取这份年报，或者通过网络下载)，当时我曾表示「**我认为董事会应该表现得像一个因事缺席的大股东一样，他们应该以一切适当的方式确保这位虚拟大股东的长期利益不会受到损害**」，这句话的意思是，董事会绝对不能容许公司存在一个平庸或甚至是差劲的经理人，不管他是如何讨人喜欢。董事们应该要是

一位年轻的辣妹在下嫁给 85 岁的亿万富翁时，被问到：「如果我身无分文的话，你是否还会爱我？」时的反应一样，这位年轻女郎回答说：「虽然我爱你，但我会更想念你」。

在 1993 年的年报中，我也曾说过董事的另外一项责任：「要是能干的管理层过于贪心，不时地想要从股东的口袋里捞钱，那么董事会就必须适时地出手制止并给予警告」，只可惜自从那以后，尽管经理人过度伸手的行为已司空见惯，但却不见有人出面制止。

为何一向英明且睿智的董事们会如此惨败呢？其实问题并不在法律层面，董事会本来就应该以捍卫股东利益为最高职责，我认为真正的症结在于我所谓的「董事会氛围」。

举例来说，通常在充满和谐气氛的董事会议上，几乎不可能讨论到是否应该撤换 CEO 这类严肃的话题，同样令人尴尬的是，董事也不可能笨到会去质疑已经由 CEO 大力背书的并购案，尤其是当列席的内部幕僚与外部顾问皆一致地支持他英明的决策时，（他们若不支持的话，可能早就被赶出去了），最后，通常由高薪的顾问组成的薪酬委员会，在报告将给予 CEO 大量的认股期权时，任何提出保留意见的董事，通常会被视为像是在宴会上打嗝一样地失礼。

这些沟通困难促使外部董事在 CEO 不在场的情况下定期开会，这是一项正在实施的改革，我非常赞同。不过我也怀疑，增加任何的治理规定以及建议，其所必须付出的金钱与其它成本，能否与因此所得到的利益相当。目前外界大声疾呼的“独立董事”制度，理论上，公司绝对必须要有思想与言论上独立的董事存在，但他们同时也必须具有丰富的商业经历、关心公司的态度，并以股东利益为导向，我在 1993 年就曾提到，这是我个人认为绝对必要的三项特质。

过去 40 多年来，我曾经担任过 19 家公开上市公司的董事（伯克希尔不算在内），同时至少跟 250 位以上的董事进行过互动，他们其中多数都符合目前“独立董事”的标准，但这些董事大多至少缺乏我所提到的三项特质之一，因此，他们对于股东利益的贡献微乎其微，甚至常常有害股东的利益，这些人虽然正派且学识渊博，但对于产业的了解却极其有限，同时也不会站在股东的立场去质疑愚蠢的并购决策或不合理的薪资回报。我必须遗憾地补充说，我自己的行为也经常达不到要求：当管理层在做出有违股东利益的提案时，我常常选择沉默以对，在这种情况下，和谐感战胜了独立性。

现在我们进一步来探讨丧失独立性的现象，来看一个涵盖数千家公司的 62 年的案例研究，自从 1940 年以

来，联邦法令规定投资公司(其中绝大部分为共同基金)大部分董事必须独立，原本的要求是 40%，目前则提高为 50%，但无论如何，共同基金的董事会组织运作一般都符合独立性的条件。这些董事及整个董事会有许多敷衍了事

的职责，但实际上只有两项重要职责：一是找到最优秀的基金经理人，一是协调争取最低的管理费。我想当一个人

在为自己寻求投资的协助时，这两项目标应该是最要紧的，代表其他投资者的董事们应该有完全相同的考量。然而实证显示，这些独立董事在这方面的表现却是令人感到叹息。

成千上万的投资公司董事会每年都会聚会行使投资人赋予他们的重大责任，即为其背后所代表的数百万投资人选择适当的基金管理人来管理其身家财产。年复一年，基金 A 的董事们选择经理 A，基金 B 的董事们选择经理 B 等等.....这是一个僵尸般的过程，完全是对管理的嘲弄。当然偶尔也会有董事会造反，但大部分的时候，就算现任的基金经理人的表现再差劲也一样视而不见，我想，等待这些独立董事提议寻找其它合适的基金经理，恐怕连猴子都能写出莎士比亚歌剧了。当然，这些人在处理自己的资产时，只要发现苗头不对，他们会立刻另觅贤能，但他们作为受托人帮他人管理资产时，他们却从来没有想过要这样做。

当一家基金公司，我们姑且称之为 A 公司，被一位经理人 B 以极高价位买断时，弥漫在这个系统内的伪善气氛就会被特别凸显，这时我们立刻可以发现这些独立董事们终于开始"自我反省"，认为 B 先生才是最佳的基金经理人，尽管 B 先生不是今天才存在这个业界(其实是被刻意忽略)，而且通常很不凑巧的，B 先生在自 A 先生手中买下 A 公司后，其薪资价码肯定比原本的薪资水准高得许多，我想主要原因在于，为了取得 A 公司，B 先生已经投入巨资，而 B 现在必须通过 A 股东支付的费用来补偿这一成本，A 股东事实上成为交易的一部分。

如果想要多了解基金公司的内幕，建议各位读一读 John Bogle 的著作《共同基金常识》。

几年前，我的女儿受一家大型的基金机构的邀请担任该公司的董事，担任董事的回报非常可观，大概可以让她的年收入一下子增加 50%以上，关于增加的部分，这是一个激励，该基金会告诉你，她完全能胜任。在法律形式上，她将会是一位独立的董事，但接洽她的基金经理骨子里真的会认为她能够独立地提供任何有用的建议吗？当然不。然而我也很自傲的跟各位报告，她果然很独立地拒绝了这项优越的提案，当然该基金也绝对不愁找不到有人来替代(倒是令人惊讶的该基金并未更换基金经理人)。

投资公司的董事同样也没有能够好好地投资人协调争取合理的管理费，就像是很多美国大企业的薪资委员会未能将该公司总裁的薪资限制在合理的范围内一样。我想如果是你我受命委托，我可以跟各位保证，我们绝对

可以轻易地跟绝大多数共同基金的现任的基金经理谈判，大幅降低其所收取的管理费。而且相信我，如果董事被告知可以分到节省下来的部分所得，我保证管理费用一定降翻天，然而在现有制度下，降低管理费对于独立的董事们来说一点好处都没有，但却又是基金经理人最在乎的地方，所以很明显的胜负立判。当然对于一只基金来说，找到一位好的基金经理要远比降低管理费重要的多，但不论如何，两者都是董事最主要的职责，只是在谈到这些最重要的责任时，数万名独立董事，六十多年来的经验显示，他们的成绩实在是惨不忍睹。不过他们对于自己的权益倒是保护的不错，即便是担任同一基金公司旗下不同基金的董事，其酬劳也高达六位数。

当基金经理非常在乎，而董事们却漠不关心，这时就需要有一股强而有力的反制力量存在，但偏偏这却是今日公司治理最缺乏的元素，想要能够摆脱平庸 CEO 的纠缠，寻找真正的能人取而代之，股东们，尤其是大股东必须要站起来有所行动。公司治理并没有那么困难，近年来股权的集中程度有增无减，机构投资法人在面对问题发生时，可以很容易依照其意志提出解决方案。只要 20 家甚至更少的大型投资机构联合采取行动，就可以有效地改革任何一家公司的企业治理程度，只要不把票投给那些容忍恶劣行为发生的董事就成了。就我个人的看法，唯有采取这种的团结一致的行动才可能让企业治理获得明显的改善。

不幸的是，某些大型的投资机构根本上存在着“玻璃屋”的问题，声称可以从其它地方着手加强企业治理。比如说，它们一想到董事会要来严密检视其绩效及管理费时，就感到惊惧不已，但先锋基金的 John Bogle、Davis 投资的 Chris Davis 及 Legg Mason 的 Bill Miller 现在都站出来引导 CEO 朝向公平对待股东的路上迈进，而如果退休基金以及其它信托基金也能够站出来支持这些人，个人相信这些机构在未来一定可以得到更佳的投资回报。

辨别改革真伪的最好方法就是看看 CEO 的待遇回报，经理人一般都会欣然同意董事会的多元化，证明向 SEC 提交的文件，并依规范遵循一些没有太大意义的作业程序，然而多数经理人真正会反对的，还是如何争取对自己最有利的待遇及福利。近年来，薪酬委员会经常在顾问的建议下温顺地摇尾巴，就是那群由股东们付高薪却不懂得效忠其主之流，如果你不清楚这群人到底是站在那一边，那么它们肯定不是跟你一边的。确实每一个委员会在委托书中都会被 SEC 要求说明其回报的缘由，但其用词遣字往往是由公司律师或者是公关部门事先安排好的例行法律用语。

这类代价高昂的游戏实在没有存在的必要，董事们不应担任薪资委员会成员，除非他们能够代表股东们争取权益，同时他们必须说明对于经理人回报的看法以及如何来评估其绩效。此外，在代投资人管理资金时，他们必

须像是在处理自己的金钱一样用心。1890 年代，美国劳工联盟创盟主席 Samuel Gompers 形容劳工组织的主要目标就是"我要更多"，1990 年代美国企业的 CEO 们采用了相同的口号，而最终的结果往往是 CEO 们累积了大量的财富的同时，股东们却遭受重大的财务损失。董事会必须阻止这样的盗窃行为，虽然支付高薪给表现真正优秀的经理人本是天经地义的事，但如果不是那么一回事的话，董事们就有必要大胆说"够了"，否则，如果近年来这类夸张的薪资待遇成为日后薪资底限，那岂不是荒唐之极，因此，薪资委员会实有必要再好好重长计议一番。

目前正在修正并几乎肯定会通过的法令，要求伯克希尔的董事会进行改组，在原董事基础上增列符合"独立性"法规的独立董事，为此我们认为还必须增加另外一项相当重要但也不是那么绝对的测试，以认定其独立性。我们将选拔拥有重大真正所有权益的董事，也就是说其本人或家族投资购买的，而不是由伯克希尔认股权给予的股份，以确保其真正会为了自身的权益而不是名望或董事酬劳来决定其行为。

这其中又牵涉到常常被忽视的董事回报问题，上市公司董事的年平均收入达到 5 万美元以上。让我感到困惑的是，我们的董事会成员罗恩·奥尔森(Ron Olson)可能被认为不独立，理由是他的董事回报只占他从伯克希尔获得的巨额律师费收入中的很小一部分。而其他多数董事在面对这笔超过其年收入 20%以上的金钱时，是如何维持其独立性的？就如一位投资公司 saga 所说的，一位收入严重依赖董事费的董事，而且非常希望被邀请加入其他董事会以赚取更多费用，他很有可能不敢得罪 CEO 或其它董事成员，因为后者对于前者在公司业界的名声有相当大的影响力，而如果监管机构认为高额金钱会影响到独立性(事实也确是如此)，那么他们也忽略了一大群可能的罪犯。在伯克希尔，为了避免董事回报占其个人收入的比例太高，我们仅象征性地支付一点回报。此外为了不让董事们规避公司发生重大经营意外的风险，我们不向他们提供高管和董事责任保险，这是一种非正统的做法，多年来为我们的股东节省了数百万美元，基本上，我们希望董事们的行为想法跟在处理自家财产一般小心谨慎，而不只是着眼于董事回报，这是查理与我本人在身为伯克希尔经营者的心态一致，我们这样的做法同样也适用于伯克希尔的董事们。

为了寻找新任董事，我们会先从现有股东名单中着手，挑选个人或家族长期拥有数百万美元伯克希尔股份的股东，因为达到标准的这些人很自然的已经符合前两项测试，也就是他们关心伯克希尔，同时也以股东权益为导向，至于第三项测试，我们将挑选具有丰富商业经验的人士，这点的困难度相对就较高。最后，巴菲特家族成员也将继续留在伯克希尔的董事会中，但这并不代表他们在我死后会接手经营伯克希尔，也不会另外领取其它额

外的回报，他们主要的目标是替所有公司经理人与股东，确保未来在其它 CEO 接替我之后，伯克希尔能够继续保有其特有的企业文化。当然任何董事会的变动都不会影响到查理跟我经营伯克希尔的方式，我们还是会像过去一样，**重实质而不重形式**，并且尽量避免董事会把时间浪费在形式上的问答上，伯克希尔董事会最主要的任务就是决定查理跟我日后的继承人，这才是他们将来真正应该要做的。截至目前为止，我们的董事会监督的是一家以股东权益为主要导向的企业，始终按照伯克希尔经营原则运行，这也是我一向督促新进股东必读的原则，而我们的目标也是找到同样关心这类原则的新任董事。

审计委员会

审计委员会没有能力进行稽核，**唯有公司外部独立的会计师才有能力**判断公司管理层提交的收益报告是否可疑，没有正视这项现实而只是将焦点放在审计委员会组织架构和章程的任何改革终将徒劳无功。就像是我们先前讨论过的，近年来太多的经理人在公司的营运数字上动手脚，**不管是会计帐上或是营运统计皆是如此，这些手法表面上通常是合法的，但实际上却严重误导投资人，审计人员通常都相当清楚这些欺骗手法，然而他们选择保持沉默，所以审计委员会最主要的职责就是让会计师吐露他们所知道的事实。**

要达成这项任务，委员会必须确定会计师勇于冒犯管理层，而不是误导委员会。但很遗憾近年来会计师的想法作为却刚好相反，**他们往往把公司的 CEO，而不是股东或董事当作是客户**，这是工作关系的自然结果。同时会计师也很清楚，不论公司的报表数字如何，CEO 与 CFO 保证会支付审计费用，并且有权决定是否由原会计师继续从事审计业务及其它服务，而最近修正的法规依然无法改变这一根本的现实。想要打破这种暧昧的关系，唯有靠审计委员会明白地告诉会计师，让他们清楚地了解**如果不将所发现或怀疑的事实说出来，他们将承担大笔罚款。**

我个人认为，审计委员会可以通过向会计师提出以下四个问题来达到这个目的，同时必须将他们的回复记录下来，并向股东报告，这四个问题分别是：

1、如果今年是由贵会计师**单独负责本公司的财务报表编制**，那么会计师编制的报表会不会与现在管理层准备的报表有所不同？不论是重大或不重大的差异，都必须答复，如果贵会计师的做法有任何不同，则应披露管理层的观点以及会计师的回复，然后由审计委员会来评估现实的状况。

2、如果贵会计师**是一名投资人**，那么你是否认为已经收到了你认为了解这家公司报告期内的财务经营状况所需的所有必要信息？直接回答是或不是。

3、如果贵会计师是**本公司的 CEO**，那么你认为本公司是否已经遵循了所有必要的内部审计程序？如果没有，是哪边有差异，以及其原因是什么？

4、贵会计师**是否知悉管理层存在财务操纵**，比如将公司的收入或费用从一个报告期，挪移到另一个报告期的目的或举动，不管是会计帐面或者是营运统计上？

我相信如果审计委员会能确实询问会计师以上四个问题，那么其组织架构(这是大多数改革的重点)就一点也不重要了，此外，这样的做法可以大大节省时间和成本。当会计师被推上火线，保证他们会乖乖负起职责，但如果让他们静静地躲在角落，嗯！届时你就知道结果如何。

我们列举的这些问题必须要**财务报表正式对外公布的前一周提出**，这段时间应该足够让委员会了解会计师与管理层之间的差异在哪里，并把问题解决。因为如果时间太紧，将会面临财报发布在即，但会计师与委员会却还在沟通的窘境，这将使委员会迫于压力沦为橡皮图章的老路。**时间越赶，准确度就越差**。事实上我个人认为，SEC 最近缩短财报公布的时程的做法，将严重影响到股东们收到的财务信息品质，查理跟我认为这样的规定根本就是个错误，应该立即加以改正。

我们这四个问题最主要的优点在于，它们将能够**发挥防范于未然的效果**，一旦会计师了解到审计委员会将会要求他们肯定地为管理层的行为背书，而不是默许管理层的行为，会计师就能够在事情刚发生的初期就出面制止，让有问题的数字不在会计帐上出现，可能的牢狱威胁保证会发生效用。

去年 9 月，《芝加哥论坛报》就安达信会计师事务所刊登了四天连载，详细报导近年来安达信是如何让会计准则与审计质量腐化到如此地步。十几年前，安达信事务所出具的意见可以说是业界的金字招牌。在事务所内部，由一群菁英组成的专业准则小组(PSG)，不管面对来自客户多少的压力，仍坚持财务报表必须诚实编制，为了坚持这项原则，**PSG 在 1992 年坚持期权本就应该列为费用的立场**。然而曾几何时，PSG 在另一群“呼风唤雨”的合伙人推动下，对于此立场做了 180 度的转变，他们相当清楚客户心里最渴望的东西：那就是亮丽的收益数字，不论实际的状况如何。而许多 CEO 也极力反对将期权成本列为费用，因为他们相当清楚，如果这些高额期权成本如实反应在公司帐上的话，他们渴望已久的大笔期权将会大幅缩水。

在安达信立场转变后不久，独立会计准则委员会(FASB)以 7 比 0 的票数通过将期权成本列为费用。不出所料，各大会计师事务所和一大群 CEO 蜂拥华盛顿向参议院施压企图废掉 FASB，到底是哪一个单位最适合来处理

会计问题啊！抗议者的声音通过大笔的政治献金放大了，讽刺的是这些捐款正是来自被欺瞒股东所拥有的公司资金，这实在不是文明社会应该有的现象。

可耻的是，参议院竟以 88 对 9 票通过反对期权列为费用，几位著名的参议员甚至扬言解散 FASB，如果它依然坚持原来的立场(真是好有独立性啊!)，当时的 SEC 主席小阿瑟·莱维特(Arthur Levitt,Jr.)，他一向也是股东权益的捍卫先锋，后来表示当时迫于压力向国会及企业低头，是他在担任 SEC 主席任内最感到遗憾的一件事，(有关这件遗憾的往事，相关的细节可参考 Levitt 所写的好书《Take on The Street》(散户至上,中信 2005)。

在参议院成为其囊中物，而 SEC 又处于劣势的情况下，美国企业了解到他们在会计方面已经是天下无敌，就这样「我高兴什么都可以」收益报告的新时代于是到来，更理想的是，还有知名的大会计师在后面推波助澜。随之而来的放荡行为很快就成了大气泡的空气泵。

面临来自参议院的威胁，FASB 也从原来的立场退缩，转而采取「自我要求」的荣誉制度做法，声明费用化为优先但也容许公司根据需要忽略此成本不计。令人沮丧的是，在 S&P500 大公司当中，共有 498 家选择采取比较不理想的方法，好让他们的报告收益好看一点，想钱想疯了的 CEO 们当然很高兴最后的结果，FASB 赢得了面子，而他们却赢得了里子。

在我们 1992 年的年报当中，我们提到了许多 CEO 不体面的自肥行为，我说：企业菁英冒着失去他们在社会重大议题公信力的风险，这是他们本来拥有相当发言份量的领域，当他们在大力鼓吹让自己夺取不合理利益的做法令人难以置信。这种公信力沦丧的现象已经发生，目前 CEO 们最大的任务是如何重拾美国大众对他们的信任，而站在国家利益的立场，他们绝对有必要这样做，但如果我们看到的是，一再自以为是的言论、无意义的政策声明、董事会与委员会形式上的改组，那么一切的努力终将徒劳无功。相反的，我认为 CEO 们必须将管理作为一种生活方式，并将其股东视为合作伙伴，而不是待宰羔羊。现在是 CEO 们起而行之的时候了。

给投资人三个衷心的建议，第一，特别提防会计帐务有问题的公司。如果一家公司迟迟不肯将期权成本列为费用，或者其养老金投资预期假设过于乐观，千万要小心。当管理层在人们可见的方面降低标准，那么在幕后很有可能也是如此，厨房里绝对不可能只有一只蟑螂。

大力鼓吹 EBITDA，亦即扣除利息税负及折旧摊销前收益的观念更是一项危险的举动。这意思好象说折旧根本就不是费用的一种，因为它是非现金费用，并不影响到现金的流出，这根本就是一派胡言。事实上折旧是一项特

别不引人注意的费用支出，因为它的现金支出是在取得的资产还未发挥效益之前就预先支付的。想象一下，在年初你就预先支付公司所有员工未来十年的薪资回报，就好象是支付现金购买一项耐用年限达十年之久的固定资产一般，那么在接下来的九年之间，所有的薪资回报都将变成一项没有现金支出的费用，会计上系做为预付费用的减项。在这种状况下，不知道还有没有人敢说后九年所记录的费用只不过是会计上的形式而已呢？

第二，**复杂难懂的财务报表附注通常暗示管理层不值得信赖**。如果你根本就看不懂附注或管理层的说明解释，这通常代表管理层压根就不想让你搞懂，安然公司在某些交易的过程说明，到现在还让我相当困惑。

第三，**要特别小心那些习惯夸大盈利预测及增长预期的公司**。企业很少能够在一帆风顺、毫无意外的环境下经营，所以收益也很难按照当初预计般稳定成长，当然除了投资银行家的招股说明书。

目前查理跟我不仅不清楚明年我们旗下事业到底能够赚多少钱，我们甚至不知道下一季的数字，所以我们相当怀疑那些常常声称知道未来会如何如何的 CEO，而**如果他们真的每次都能达到收益目标，我们反而更怀疑这其中有鬼，那些保证能够达到目标的管理层，总有一天会被迫去造假。**

股东指定慈善捐赠

大约有 97.3%的有效股权参与伯克希尔在 2002 年的股东指定捐赠计划，捐出的款项总计约 1650 万美元。累计过去 22 年以来，伯克希尔总计已依照股东意愿捐赠出高达 1.97 亿美元的款项，除了之外，伯克希尔还通过旗下的子公司进行捐赠，而这些慈善活动都是早在他们被我们并购以前就行之有年的(扣除先前的老板自行本身负责的个人捐赠计划)，总的来说，我们旗下的关系企业在 2002 年总计捐出 2400 万美元，其中包含 400 万美元等值的物品。想要参加这项计划的人，必须拥有 A 级普通股，同时确定您的股份是登记在自己而非股票经纪人或保管银行的名下，同时必须在 2003 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 2003 年的捐赠计划，当你收到表格后，请立即填写后寄回，以免被丢在一旁给忘记了，逾期恕不受理。

年度股东大会

今年的股东会预计在 5 月 3 日周六举行，地点仍将选在市政礼堂，大门会在当天早上 7 点开放，同时电影短片照例会在 8 点半播放，正式会议则从 9 点半开始，扣除中午短暂的休息时间，(会场外有供应三明治等各类点心)，除了中午休息时间外，查理跟我本人会在现场回答大家各类问题直到下午 3 点半，记得将你的问题准备好。后面附有股东会开会投票的相关资料，向各位解释如何拿到股东会入场及其它活动必须的识别证，至于有关机

位、住宿、租车等预订服务，我们很高兴与美国运通(电话 800-799-6634)再次签约为您提供相关安排，每年他们都为大家提供非常好的服务，在此谨代表大家向他们说声谢谢。一如往来我们会安排小巴士往来会场与旅馆之间，同时在会后小巴士还会载大家回旅馆或是到内布拉斯加家具店、波仙珠宝店及机场等地，当然即便如此你可能会觉得如果有一辆车会更方便。

今年伯克希尔各项产品及服务的展示场地将会比以往更大更好，所以请大家准备好大大地血拼，我想大家应该会特别喜欢 TPC 的摊位，在那里你很有可能会碰到 Doris 及 Sheila。GEICO 公司会再度派出各地区最优秀的业务员，在会场设立摊位，随时提供股东们汽车保单的报价，在大多数的情况下，GEICO 都可以提供给你一个相当优惠的股东折扣(大约 8%)，这个特别优惠在我们有营业据点的全美 49 州中的 41 州都有效，各位记得将自己现在的投保资料带来，看看是否能帮自己省下一笔钱。周六在奥马哈机场，我们仍将展示一系列的机队供大家参观，请到市政礼堂向 EJA 的业务代表洽询参观的事宜，如果你股东会买了一大堆相关产品，我相信你一定也需要用自己的飞机把它们带回家，甚至如果你真的买下飞机的部分所有权，我个人也亲自确定你收到一个 Fruit of Loom 生产的大行李箱。位于道奇街与太平洋街的内布拉斯加家具店 NFM，再度会有伯克希尔周特卖，我们将特别提供给股东原先只有员工可以享有的优惠价，我们在 6 年前首次推出这种促销活动，营业额更一举从 1997 年的 530 万美元成长到 2002 年的 1420 万美元。想要享有折扣记得在 5 月 1 日周四到 5 月 5 日周一间采购，并出示股东会证明，在这期间的特卖活动也适用于许多原本从不打折的顶级品牌，这可是为了股东会才特别破例，我们很感谢他们的配合，NFM 的营业时间平日从早上 10 点到下午 9 点，周六及周日则从早上 10 点到下午 6 点，在今天的周六，我们将有一个股东会特卖会，时间从下午 6 点到下午 10 点，我本人也将出席，顺便吃点热狗配配可乐。全美单店营业额仅次于纽约曼哈顿蒂芙尼的波仙珠宝店，在股东会期间将会有两场专为股东举办的展览会，第一场是在 5/2 周五的鸡尾酒会，时间从下午 6 点到晚上 10 点，第二场大型售卖活动则在 5 月 4 日周日举行，从早上 9 点到下午 5 点，记得请查理在你的收据上签名。从周四到周一的股东会期间，波仙都将提供股东特惠价，所以如果你希望避开周五晚上到周日的拥挤人潮，你可以在其它的时间上门光顾，记得表明股东的身分，周六我们会营业到晚上 6 点，波仙的营业毛利要比其它主要竞争对手要低 20% 以上，所以买得越多省得越多，(这是我的老婆跟女儿告诉我的)。

周日下午，我们照例会在波仙珠宝店外面大厅为股东们举办的一场桥牌大赛，邀请多位世界级桥牌顶尖高手

与大家同乐，Bob Hamman、Sharon Osberg、Fred Gitelman 及 Sheri Winestock 都将出席，另外 Patrick Wolff-美国棋两度冠军，也会再度在会场蒙眼与所有挑战者对奕，去年他一口气同时与六位对手下棋，而且头一次落败，(不过他还是赢了其它五个对手)，不过事后他已加紧练习，计划重新展开连胜的记录。此外，Bill Robertie-史上惟二赢得两度世界双陆旗冠军的人，也会莅临测试各位双陆旗的实力，最后今年将会有一位新面孔-Peter Morris，他是 1991 年世界拼字大赛的冠军，Peter 这次将一口气挑战五位对手(当然他无法蒙眼)，并允许其对手查阅字典。此外在会场我们也将测试各位的歌喉，我的好朋友来自费城的 Al Oehrle 将会在现场以钢琴做伴奏，任何歌任何 Key 都行，我内人苏珊跟我本人将会为大家开唱，她的歌声相当不错。我个人最爱的牛排馆-Gorat's 为了伯克希尔股东年会破例在 5 月 4 日周日开门营业，从下午 4 点开始营业，一直到晚上 10 点，请记得周日事先若没有订位的人请勿前往以免向隅，要预约请在 4 月 1 日以后打电话(402-551-3733)，若订不到周日的位子，也可以试试其它晚上，记得老练一点地点了骨牛排加上双份的牛肉丸。很可惜今年将没有棒球赛可以看了，在我的快速球时速降到 5 英里之后，我就决定要高挂钉鞋，所以周六晚上大家在 NFM 见。

明年我们的股东会将会移师到奥马哈新落成的 Qwest 会议中心召开，这项变更将得以使我们自由选择周六或周一举行，只要大多数的股东同意，利用会议通知后附的选票，请选择你个人的偏好，当然最好是你未来有可能参加再投。我们将按股东投票的人头数而非股数来决定在周六或周一开会，也就是说持有一股 B 股的股东其投票权将与持有大量 A 股的股东一样，如果投票数过于接近，我们将以外县市来的股东意愿为优先考量。再一次提醒大家，只有在将来有可能出席股东大会时，才建议你参与投票。

沃伦·巴菲特 董事会主席

伯克希尔股东大会实录 2003

2003 年 5 月 3 日 市政礼堂 1.9 万人

开场白

巴菲特：(掌声)谢谢。我们保证不唱歌。(笑声)早上好，很高兴你们都来了。

让经营伯克希尔变得有趣的一点是，我们看到了真正的股东。我们的股票由个人持有、而不是由机构持有的比例，可能比美国几乎任何一家大公司都要高。这就是我们喜欢的方式。我们喜欢当你来的时候，我们看到你，你买我们的产品。你知道，楼下还剩下一些东西(笑声)，所以在会议期间，当查理说话的时候，随时可以离开(笑声)，去楼下买一些东西。

现在，我们将一如既往。首先，我要特别感谢安迪·海沃德。安迪，请你站起来好吗？(掌声)安迪就是这样一个人，他来了。(掌声)安迪做了这些动画，他找的沃尔特·克朗凯特和比尔·盖茨，并且这是他写的脚本。他让查理和我去录音。他的表演真是太棒了。去年我提到了一个电视节目，叫做《自由之子》，这是一部连续剧，我想大概有 40 集。它讲述了美国建国的故事，这是一种奇妙的学习历史的方式。我自己也看了很多次，这让我回想起我早期的日子，小学和高中。我认为，安迪为美国和这个国家的父母们做了很多，在制作这本书的过程中，他做出了真正的贡献。我预测，一百年后，人们将会观看《自由之子》。所以，我真的很要向安迪·海沃德致敬，一定要在电视上看。还有安迪，谢谢你的精彩演出。(掌声)

现在，我们将按照通常的程序，在三四分钟内从容不迫地完成正式的会议流程。(笑声)然后，我将发表一些评论，实际上，是关于我们的业务，然后，谈谈以及几项收购，然后我们将用剩下的时间，除了午餐的休息时间，直到下午三点半，我们将在这里回答您的任何问题。我们在不同的区域都有麦克风，我们将继续进行，并尝试获得每一个——任何在你脑海中的问题，开始吧，我会回答简单的问题，查理会回答棘手的问题。(笑声)

正式商务会议

现在我们将进行正式的业务部分，他们为我写了一个小剧本，我将完成这个。会议现在开始。

哦，我应该在这里介绍查理，不是说他需要介绍。(掌声)但是自 1959 年以来，查理和我一直是这样或那样的合作伙伴。我们都在奥马哈长大，但那时我们并不认识对方。我们都在同一家杂货店工作。我们有过类似的经历，我们发现我们两个人都不喜欢努力工作。(笑声)如果你去西部文化遗产博物馆，他们刚刚开放了一个杂货店的展览。这是一个永久性的展览，实际上，我很喜欢它。查理比我早几年在那里工作，但直到我 28 或 29 岁时我们

才真正见面，查理比我大几岁，现在也是。(笑声)而且我们以某种方式已经在一起工作 44 年了。我们从来没有争吵过。我们有时会在一些事情上产生分歧。你必须学会校准查理的回答。当我问他是否喜欢某样东西时，如果他说“不”，那就意味着我们把所有的钱都投进去了。(笑声)如果他说，“这是我听过的最愚蠢的想法”，那就是我们所做的更温和点的投资。然后你必须校准他的回答，但一旦你学会这样做，你会得到很多智慧。

我们的董事们也来了，我会介绍他们。如果你们在我叫到你们名字的时候站起来，然后你们可以保留你们的掌声，直到他们都站起来。Susan T. Buffett、Howard G. Buffett、Malcolm G. Chace、Ronald L. Olson 和 Walter Scott Jr.，以及 Charlie。这些是伯克希尔哈撒韦公司的董事。(掌声)

正如我们在年度报告中提到的，我们将增加一些符合我在报告中提出的四项测试的董事。我们可能在明年内将增加一些董事。无论何时我们被要求这么做，我们都会去做。在伯克希尔董事会，我们有像你一样投资了很多自己的钱的人。他们的成败取决于伯克希尔的表现，而不是他们的董事津贴或其他东西。因此，他们将被选为董事会成员。他们会因为在公司的利益而被选中，而这几乎是由他们的持股来保证的。他们将由他们的股东取向来选择，我认为他们的持股就会产生这样的结果。也许在下次会议之前，他们还会是董事会成员。

今天到场的还有德勤会计师事务所的合伙人，我们的审计师。他们可以回答你可能提出的有关他们公司对伯克希尔账目的审计的适当问题。我可以说，几乎任何问题都是合适的。伯克希尔公司的秘书 Forrest Krutter 先生，他将对会议过程做书面记录。在本次会议上，Becki Amick 小姐被任命为选举监察员，她将对董事选举的计票结果进行认证。本次会议的指定代理人持有人是 Walter Scott Jr. 和 Marc D. Hamburg。我们将处理会议事务，然后休会——正式会议休会。之后，我们将考虑您可能提出的问题。

巴菲特：会议的第一项议程是选举董事。如出席的股东欲撤回先前送交的代表委托书，并亲身就选举董事投票，则可这样做。此外，如果任何出席的股东没有提交委托书，并希望亲自投票，您可以这样做。如果您希望这样做，请向过道中的会议官员表明您的身份，他们将向您提供一张选票。请希望投票的人表明身份，以便我们分发选票。我现在请 Walter Scott 先生向大会提出有关选举董事的动议。

沃尔特·斯科特：我提议 Warren E. Buffett、Charles T. Munger、Susan T. Buffett、Howard G. Buffett、Malcolm G. Chace、Ronald L. Olson、Walter Scott Jr. 当选为董事。

巴菲特：对我来说听起来不错。沃伦·E·巴菲特(Warren E. Buffett)、查尔斯·T·芒格(Charles T. Munger)、苏

珊·T·巴菲特(Susan T. Buffett)、霍华德·G·巴菲特(Howard G. Buffett)、马尔科姆·G·蔡斯(Malcolm G. Chace)、罗纳·德·L·奥尔森(Ronald L. Olson)和小沃尔特·斯科特(Walter Scott Jr.)当选为董事已获提议和支持。还有其他提名吗？有没有讨论？提名已准备就绪，可以采取行动。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在董事选举上标记他们的选票，并允许将选票交付给选举监察员。请受托代表持有人根据其收到的指示，向选举检查员提交一份有关选举董事、投票及受委代表的选票。阿米克小姐，当你准备好的时候，你可以发表你的报告。

巴菲特：下一项是伯克希尔股东 Christopher J. Fried 提出的一项提议，他拥有两股 B 类股。Fried 先生的动议载于委托书中，并规定股东要求公司允许拥有至少 7 股 B 类股票记名股票的 B 类股东有资格参与股东指定捐款计划。董事们建议股东们投票反对这项提议。我们现在请弗里德先生或他指定的人介绍他的建议。

克里斯·弗里德：谢谢你，巴菲特先生。早上好，各位股东。我的名字是克里斯·弗里德，我在这里提交一份股东提案。该提案旨在将股东指定慈善计划扩大至包括 B 类股股东。首先，我要说的是，在我们的“股东手册”中，有一句话我想在此时引用。“尽管伯克希尔是公司性质的，但我们的态度是伙伴关系。查理·芒格和我把我们的股东看作是所有者伙伴，把我们自己看作是管理伙伴。”“我们不认为公司本身是我们商业资产的最终所有者，而是将公司视为股东拥有资产的渠道。”考虑到这一点，我提出以下建议供表决。

这一提案将把股东出资计划扩大到拥有至少 7 股 B 类股票的 B 类股东。根据我的建议，每股 B 类股票将分配到价值为 A 类捐赠率 1/30 的股票。目前，A 类股票的价格为 18 美元，相当于 B 类股票每股 60 美分。按照最低 7 股记名股票的要求，一名 B 类股东将捐赠不少于 4.20 美元。

这一数字很重要，因为考虑到通货膨胀因素，捐款率将与最初 1981 年发起股东提案指定计划时的捐款率相同。我知道，拥有 A 类股票有一定的好处。然而，这些额外待遇应仅限于投票权和将 A 类股票转换为 B 类股票的能力。因此，我认为将股东指定计划扩展至 B 类股东是合适的。如果伯克希尔要真正遵循——真正遵循它所宣扬的公司是所有股东的合伙公司，那么 B 类股东必须有权至少有权选择参加股东指定贡献计划。因此，我请求伯克希尔的股东们在这件事上投赞成票。谢谢你的时间。

巴菲特：谢谢你，弗里德先生。你说得很对，查理和我确实把我们的股东视为合作伙伴，我们从一开始就是这样。事实上，从某种意义上说，伯克希尔是从几个合伙公司发展而来的。查理和我都有合作关系，我们在某些方面进行了投资。而且我们原来的很多合作伙伴作为股东仍然和我们在一起。但合伙公司有合伙协议，当我们几

年前发行 B 类股票时，我们提出了合伙人的相关条款。A 类和 B 类在经济上非常相似，但它们并不完全相同。当我们把这些股票发行给一组新的合伙人，B 类合伙人时，我相信我们解释的很清楚，A 类和 B 类到底有什么区别。它们在投票权方面存在差异，A 类可以转换为 B 类，但不能转换 B 类为 A 类。在股东指定捐款计划中也有不同。自从我们六七年前发行这些股票以来，我们实际上与 A 股和 B 股股东达成了一项协议，即我们将按照发行时的解释对待这两类股票。因此，如果我们要改变投票、转换比率或股东指定捐款计划，我们实际上将改变自 B 类股发行以来已经达成并被公认为已经达成的交易。由于某些原因，人们优先购买 A 类股而不是 B 类股。人们出于其他原因购买了 B 类股。但他们的依据是，我们将遵守我们在发行这些股票时所说的话。我们不会从 B 类股那里拿走任何东西，我们也不会从 A 类那里拿走任何东西，我们将按原样管理。在未来，你知道，我的持股集中在 A 类股。但是 A 类永远不会比 B 类有任何优势，除了我们在发行 B 的时候列出的那些。如果告诉 A 类股和 B 类股之间的经济关系正在发生变化，尽管变化很小，但有利于 B 类股的利益而不利于 A 类股，这实际上对 A 类股股东是不公平的，尤其是对 B 类股发行后买进的 A 类股股东来说。我们不会这样做，所以这就是为什么我们建议投反对票。查理，你想补充点什么吗？

芒格：好的，所有这些都是真的，把指定捐赠计划降低到所有 B 类的成本将是一个非常低效的过程。

巴菲特：是的，这就是原因，当我们发行 B 类股的时候，我们就预料到了。所以，虽然指定捐赠计划看起来对 B 类股公司的价值很小，而对公司的成本却很大，因此我们在最初的招股说明书中，以及随后的每一份年报中，都很清楚地说明了这一点。所以这就是我们的打算——我们永远不会为了让 A 类比 B 类受益而做出任何改变，除非在最初的招股说明书和随后的所有年度报告中做出了解释。弗里德先生的动议还有第二次机会吗？

如果我们没有时间怎么办，查理？

芒格：它挂了。

巴菲特：好的。我想它就这么挂了。(笑声)但是，提出这样的东西并没有什么不合适的(听不清)。我是说，我完全理解你在想什么。但我认为你必须考虑对两个阶层的公平。

巴菲特：我想我们要休会了。在那之后，我们将讨论我们讨论过的问题，我也会告诉你一些关于业务的情况，因为年度报告已经出来了。

沃尔特·斯科特，你要在会议前提出动议吗？

沃尔特·斯科特：我提议休会。

巴菲特：附议？休会动议已经提出并获得附议。我们将通过语音投票。有没有讨论？如果不是，所有赞成的说，"赞成。"所有反对的人都说"不"。会议休会。(笑声和掌声)

巴菲特：现在，我想向大家介绍几件事情的最新情况，然后我们将继续提问。我们有八个麦克风放置在这里的礼堂周围，我们将按顺序绕圈进行提问。

伯克希尔的收购

1, 从沃尔玛收购麦克莱恩(McLane)

巴菲特：我们今年已经完成了两笔收购。你可能在今天早上的报纸上读到过，但在中部时间昨天早上 7:45，我们从沃尔玛公司购买了麦克莱恩(McLane)。麦克莱恩是一家大型批发商，客户包括便利店、快餐餐厅、沃尔玛、剧院和餐馆。今年它可能会完成 220 亿美元的业务。所以它是一个非常庞大的企业，在全国各地都有配送中心，有很多运输设备。我相信，大约从 1990 年开始，沃尔玛就拥有了麦克莱恩。在沃尔玛拥有它的期间，它有了大幅的增长。它由一位了不起的经理经营，他今天和我们在一起，他就是 Grady Rosier，Grady 把业务从 30 亿增加到 220 亿左右。

出于自身非常好的理由，沃尔玛想要专注于他们做得非常好的业务，它通过高盛和公司，与我们进行了接触，讨论了关于伯克希尔收购麦克莱恩的可能性。

这对双方都很有意义，因为沃尔玛在自己的业务中非常清楚如何利用资本，而且在他们自己的业务中面临很多机会。麦克莱恩这对他们来说是一种副业。另一方面，由于沃尔玛对麦克莱恩的所有权，导致某些本应理所当然地成为麦克莱恩的客户的人，他们反而不想与麦克莱恩做生意，因为他们可不想与竞争对手做生意。

我们计划很快见到所有这些人，并给他们说，"很快情况不再是这样了，你们可以在晚上睡个好觉——因为你们与我们做生意，而不必担心你们的竞争对手沃尔玛会受益。"

上周四，沃尔玛的一位代表来到奥马哈，他是沃尔玛的 CFO。我们在一两个小时内达成了协议，然后握手。当你和沃尔玛握手的时候，你就达成了交易。因此，截至昨天上午，我们已经达成了一份合同(14.5 亿美元)。我们可以期待，在短短几周后，麦克莱恩将成为伯克希尔的一部分。

目前，在 12.5 万家左右的便利店中，它为其中大约 3.6 万家提供服务。如果你拿全国 50 家最大的连锁便利

店来说，它与这些公司做了 58% 的生意。它向每家便利店平均每年销售大约 30 万件或略多一点的产品，然后这些产品再转售给消费者。它还为大约 1.8 万家快餐餐厅提供服务，而这些餐厅主要属于百胜餐饮集团，其旗下品牌有：塔可钟(TacoBell)、必胜客、肯德基集团。随着发展，它将有更多的人服务。所以我们很高兴。

如果你们中的任何人有机会见到 Grady，或者如果你们中的任何人拥有一家便利店，请上前一步，我们将很高兴给你我们的名片。(笑声)你知道，沃尔玛知道我们会是一个好老板，他们知道我们会对在麦克莱恩工作的人有好处。他们知道我们的支票会兑现，我们不会提出一个投资计划，然后遇到融资困难，或试图在以后的合同上动手脚。这是做生意的理想方式，我们很高兴将麦克莱恩加入伯克希尔公司集团。

很明显，**这是一项利润非常微薄的业务**。我的意思是，当你的销售额达到 220 亿美元时，你一边有好时、玛氏和像这样的上家，另一边有 7-11 和沃尔玛这样的买家，他们不会在中间留下太多利润给你。但你必须为他们提供有价值的服务，才能赚到 **1%税前利润**。但麦克莱恩知道怎么做。这是一项非常高效的业务，它将继续为供应商和客户带来价值。

2，克莱顿房屋(ClaytonHomes)的收购

巴菲特：另一项正在进行中的收购是克莱顿房屋。克莱顿房屋是移动房屋制造业的佼佼者，这次收购的方式很有意思。在过去的五年里，来自诺克斯维尔的田纳西大学的大约 40 名金融专业的学生每年都会来到奥马哈，他们在奥马哈获得了很多乐趣。他们会去家具市场。下午，他们来到基威特广场(KiewitPlaza)，有 40 名左右的学生和他们的教授阿尔·奥克西尔(AlAuxier)与我开了一次会。我们只有几个小时的课堂时间，还有一群很棒的学生。通常在课程结束时，他们会给我一个足球或篮球——他们在田纳西大学有一支很棒的女子篮球队，所以我们在一起会很开心。事实上，一年前，当他们出现的时候，比尔·盖茨碰巧也在城里。所以我介绍他做代课老师，这是他一直想要的职位。(笑声)学生们大吃一惊。今年他们来的时候，有 40 个左右的学生，我们在基威特广场一起度过了几个小时的美好时光。在过程中，他们给了我一本书。这是**吉姆·克莱顿(JimClayton)的自传《First A Dream》**，他创办并经营了克莱顿房屋，并取得了巨大的成功。那本书的开头语写得很好。我也向学生们和教授提到，我是克莱顿的崇拜者。我曾以其他方式跟踪了解移动房屋制造业，但并不总是那么成功，我也看到了克莱顿所做的一切。所以我说我期待着读这本书，我确实读了。然后我打电话给凯文·克莱顿——吉姆·克莱顿的儿子，凯文是公司的 CEO。我告诉他我是多么喜欢他爸爸的书。我说，我们在奥马哈还有一点钱(笑声)，如果他们决定做什么，我

们会感兴趣的。我还建议了我们可能感兴趣的价格。几个电话之后，我们达成了协议。我并没有去过诺克斯维尔。你知道吗，我看了一些移动房屋。我还建议我的家人买一个。(笑声)但那笔交易就是以这种方式达成的。在伯克希尔，事情往往就是这么发生的。

你知道，在这种特殊情况下，要么只是电话响了，要么就是我们拿起电话。当时，移动房屋制造业陷入了严重的麻烦，非常严重的麻烦，因为信贷条件恶化了。在四五年前，整个行业在疯狂地使用信贷。**当你疯狂地赊账时，你会遭受很大的损失，这就是那个行业发生的事情。**你们中的一些人可能知道 Conseco，它最终提供了价值 200 亿美元的移动房屋制造业的房屋信贷，由于这个和其他一些原因，他们陷入了大麻烦。我们持有一些垃圾债券的奥克伍德(Oakwood)破产了，它是这个行业的一家大公司，而这个行业中其他几家最大的公司都亏损严重。移动房屋制造公司已经失去了将他们出售房屋时获得的应收账款证券化的能力。因此，整个行业都陷入了困境。去年，可能有 16 万个新的成品住宅售出，但也有大约 9 万个签了回购协议的移动房屋被收回，这极大地抑制了市场。就像我说的，**资金来源已经枯竭。**很多借钱的人都离开了这个领域。因此，对于像克莱顿这样的强者，尤其是当他们有伯克希尔这样的金融资源支持者时，这对他们来说，应该是一个很好的领域。

在美国，大约 20%的新建单户住宅是移动房屋制造类型的。我们可以以每平方英尺约 30 美元的价格把你安置在其中，如果你把它与其他现场建造的房屋相比，这是一笔不小的交易。克莱顿房屋他们可以提供 2500 平方英尺的房子，有两层楼，对此，我表示很惊讶。而在过去的 30 或 40 年里，这是很难的，这一行业发生了很大的变化。**即使是竞争对手也会承认，克莱顿房屋的运作方式显然是该领域的一流水平。**

但即使对克莱顿来说，**融资也变得越来越困难。**我的意思是，从借贷的角度来看，整个借贷环境在移动房屋制造业方面受到了严重打击，人们已经发誓要永远放弃它们。而在今年 2 月，克莱顿房屋发行了一笔证券化的产品，但他们必须保留更多的底层资产。所以这是一个好的婚姻，这是一个对我们、对他们都有用的婚姻。我们将来应该会合作得很好。

一季度经营状况

巴菲特：我还没有最终的第一季度数据，我们会把它放在网站上，这样在周一开盘之前，每个人都能得到信息。但是，正如你所知，经济一直很不景气，很长一段时间都发展得很缓慢。这很有趣，我在股东信中写道，在 911 事件之后，我们正处于经济衰退中，这在当时并不是普遍公认的事情，我当时认为这场衰退将比大多数人预

期的时间更长、程度更深。而实际情况是，自 2000 年末以来，住房和汽车市场表现相当不错，但经济的其他领域却一直萎靡不振，而且还在继续。在此期间，我们将联邦基金利率大幅降至 1.25%。查理和我没有预料到我们在有生之年可能会看到这种情况，甚至可能会更低。我们现在有巨大的预算赤字，但生意仍然不景气。

因此，我们的非保险业务在第一季度总体表现不佳。我们的保险业务做得非常好。当第一季度报告发布时，我们将显示约 2.9 亿美元的税前承保利润，这是在扣除约 1.4 亿美元的追溯保险的费用后，我相信你们中的许多人不会喜欢会计，关于这方面的收购成本，我所能告诉你们的是，许多公司不承担这笔费用，但我们愿意承担，因为它给我们带来了好处。但我们的 2.9 亿美元税前承保利润是在这笔费用之后。我们的浮存金可能至少增长了 13 亿美元，所以我们的浮存金达到了 425 亿美元左右。这意味着人们正在让我们使用这笔钱。正如我在第一季度所说的那样，使用这笔钱不仅没有让我们付出任何代价，而且实际上，人们付钱让我们使用这笔钱，我们希望他们继续这样做。(笑声)我不认为我们的浮存金从这一刻开始会增长太多。查理上次说它不可能快速成长，但很可能会继续增长。关于这点我不知道他是否会改变看法，但我真的认为我们的保险业务状况非常好。

我们拥有一些世界上最好的保险业务。GEICO 的保费收入在第一季度增长了 16%多一点，在 4 月份增长了 17%。它第一季度的承保利润约为 6%。多亏了乔·布兰登(Joe Brandon)和塔德·蒙特罗斯(Tad Montross)的出色工作，通用再保险(GenRe)实现了大逆转，在第一季度实现了承保利润。阿吉特·贾恩赚了那么多钱，我都不想告诉你。(掌声)当你让查理鼓掌的时候，你就知道他给我们赚了很多钱。(笑声)我们的主要业务，特别是美国责任险公司和国民保险公司(U.S. Liability and National Indemnity)的主要业务，以及我们的 Home-state 公司，他们都做得非常好。但我无法想象会有一群比我们更好的公司或管理者，而且他们现在都运转良好。

你永远不知道保险业会发生什么。我的意思是，加州或东京可能会发生 8.0 级地震，密苏里州的新马德里也可能会发生，就像几百年前那样。它可能发生在明天，今年夏天可能会有巨大的飓风，无论怎样。

有一段时间，通用再保险是个累赘，但现在不是这样了。我认为，我们有一个极好的机会，在未来五年左右的时间里，我们的承保成本会非常低，甚至可能是零成本或负成本的浮存金——这会是非常明显的。现在，这并不意味着浮存金成本不会波动。但如果你把它平均一下，我想我们的浮存金的价格会非常便宜。你知道，就像(电视名人)玛莎·斯图尔特(Martha Stewart)会说的那样，"白白拥有 425 亿是一件好事。"(笑声)

现在，我想我们已经谈到了第一季度是一个不错的季度。总的来说，这是我们有史以来最好的经营收益。现

在，我们的资本比以往任何时候都多，但无论如何，这将是一个好的季度。我估计我们的运营利润将达到 17 亿美元左右。我们也有一些证券收益，但我不把它们计算在内，因为它们每个季度都在变化，我们不关心这点。但我们从直接运营的角度来看，一季度的税后利润约 17 亿美元。我向你保证，我们不会改变这个数字。有很多公司这样做，但现在比几年前少了。(笑声)所以，我们要把问题提出来。查理，关于收购或运营，你还有什么要补充的吗，或者其他你想说的吗？

芒格：嗯，我讨厌成为一个乐观主义者，但是过去几年，我们确实为伯克希尔增加了很多精彩的业务。这是一些令人愉快的生意。

巴菲特：各位，这就是你能从他那里得到的一切。(笑声和掌声)

股东问答开始：

1、NetJets 前景光明但今年无利润

股东：早上好。我是来自北卡罗来纳州达勒姆市的乔治·布鲁姆利。我的第一个问题与公务机公司 EJT 有关。收购 EJT 已近五年，这是在一个截然不同的经济和地缘政治环境下的一次收购。在一个变化如此之大的行业中，您使用什么业务指标来衡量成功？自收购以来，这些指标发生了哪些变化？欧洲业务的前景如何，这些前景有没有改变？虽然竞争对手在规模和范围上都无法与 EJT 匹敌，但它们对竞争环境有何影响？最后，请您解释一下商业模式的长期方面吗？因为许多喷气式飞机在这类项目中已经过时了。

巴菲特：好的，乔治，我在大学里回答的问题比这少。(笑声)但乔治的叔叔(弗雷德·斯坦贝克)是我婚礼上的伴郎，所以他可以得到他想要的一切。

正如你将在第一季度看到的那样，NetJets 出现了严重亏损。很大一部分损失是由于飞机的减记造成的，因为他们在交易中称之为二手(pre-owned)飞机。我喜欢称它们为用过的(Used)飞机。他们在移动房屋中也做了同样的事情，所以他们称它们为二手(pre-owned)房屋而不是用过(Used)的房屋。

但无论如何，撇开委婉的说法不谈，现在二手飞机市场，以及整个公务机市场，都非常疲软。二手飞机市场上出售的飞机比三年、四年或五年前多得多。这将影响到新飞机的生产——已经影响到了。它影响到二手飞机的定价，我们已经从离开该项目的人手中买回了飞机，我们这样做，并将继续这样做。我们在市场下滑时购买了其

中一些飞机，我们对这些飞机进行了减记。你会在我们的第一季度报告中看到，我相信这可能是我们唯一亏损的业务。这是一个受欢迎的产品，这是一个不断增长的业务，在我看来，这将是一个非常大的业务。我们每天都能看到我们承揽了很多业务，客户也在不断加入了我们。这个行业主要有三个竞争对手。我认为，公平地说，他们在运营中损失了大量资金，他们忘记了他们自己的飞机可能出现的任何跌价。

我们从联邦航空局得到的注册和出售飞机的人的数据——我们的市场份额一直是最大的，但在过去几年里急剧上升。就飞机的价值而言，这个份额上升到了大约 75%。我们说的是四家公司市场的 75%。从净增加的飞机的角度来看，它的份额甚至更高——换句话说，很多飞机被卖出去了，但承租回来的飞机反而少了。在美国，如果没有这一次减记，它将实现非常、非常温和地盈利。在欧洲，我们正在损失大量资金。尽管两个地区的人口数量相似，但欧洲公务机数量大约是美国的十分之一，我指的是该行业所有的飞机。

所以我们从一个很小的地方发展起来，并且发展得很快。没人会和我们较量。这是一种高端航空服务，在我看来，在多年后，这项服务将成为全球非常大的业务的一部分。我想没人能跟在我们后面。所以我认为需要整体来看。在欧洲飞行的里程中，有大约一半来自美国人。这些年来，这只会变得更大，因为每个月我们的机主数量都在显著增加。我们这里有来自马奎斯(Marquis)的人，他们已经成为我们的客户，然后他们转卖了 25 小时的飞行时长。最近几个月，他们每月增加 40-50 个客户。所以这是一个受欢迎的服务，它将是一个更大的业务。

我认为在某个时候会有一场洗牌，也许很快就會发生。你可以看看雷神公司(Raytheon)的招股说明书或者 10K，你会发现一些关于他们运营的有趣信息。你不难搞清楚到底发生了什么。我不知道什么时候行业会发生洗牌。但我可以向你保证，我们的地位不会动摇。(笑声)查理，你想评论一下吗？

芒格：不(笑声)

巴菲特：他会对盈利的业务发表评论。这个行业长期的商业模式是——基本上，我们相信，也许 10 倍于现在与我们一起飞行的人数将在未来几年与我们一起飞行。我们拥有最好的服务，最好的飞行安全记录，以及最好的安全和安保政策，这些将使我们在该领域占据主导地位，而人们将为服务支付适当的价格。我们看到了这方面的各种证据。但在我看来，NetJets 今年不会盈利。

2、"我们真正想要的是 0 成本的浮存金"

股东：早上好。我是来自澳大利亚墨尔本的 MarcRabinov。先生们，我有两个相关的问题，基本上都与浮存

金有关。正如你所指出的，浮存金已成为我们资产基础中非常大的一部分。假设我们的保单持有人继续与我们续约，并且我们保持对综合比率的控制，那么在计算伯克希尔的内在价值时，我们能否将浮存金算作潜在股本？与此相关的问题是，鉴于我们在这一领域的份额仍然比较低，我们能不能期望浮存金能够在未来 5 到 10 年内以每年 10% 的速度增长？谢谢。

巴菲特：嗯，我希望它能增长 10% 左右，我确实相信它很可能会盈利。

一季度末我们的浮存金大约为 425 亿美元。我认为，美国财产意外险行业的整个浮存金可能大约在 5000 亿美元。所以我们的份额可能在 8-9% 这个范围内。当然，我们也有一些财产险保费在国外，但是世界上很大一部分的财产险业务是在美国。当我们在 1967 年开始的时候，我想我们可能有 1200 万的浮存金。所以从 1200 万到 420 亿，坦率地说，让我很吃惊。但同时，未来要实现显著的百分比增长将变得更加困难。

我们喜欢增长的想法，但我们真正想要的是 0 成本的浮存金，这是我们的目标，而增长根本不是最重要的。我的意思是，我们的经理对此获取 0 成本的浮存金负有责任，而不是提供更多的浮存金。我认为他们有责任提供有利可图的浮存金。这一直是我们心中的关键。如果它实现了，我们会高兴。但我们会知道它是否会出现。

关于你的问题的第一部分，如果确实可以不花一分钱获得 425 亿美元，或者更好的是可以获得利润，那么它对我们的效用就像是股权。不过，你不可能在清算时实现它，这是必然的。因为清算时你会发现它根本不属于你，你也没办法对此进行打折，这要看具体情况。所以我不是在告诉你如何来计算它——你是否用它来计算内在价值，关于这点，你必须自己做出决定。但是，它对我们的效用，相当于是 425 亿美元的资金来自于不需要发行普通股的股本。这也是我们一直热衷于此的原因之一，我们已经这么做有 36 年了。

这对我们来说是一项伟大的事业。我们时不时地离开赛道。你知道，我们在 80 年代初偏离了轨道，在 70 年代中期遇到了一两个问题，我们在通用再保险也遇到了几年的问题。所以，这并不是自动产生的。我认为，对于大多数从事财产险业务的公司来说，财产险业务并不是一项伟大的业务。这像是一种大宗商品交易，而其规模很大。因此，我不认为大多数上市公司会以有吸引力的成本获得浮存金。我们必须是个例外。但我们有一些出色的公司和一些出色的经理人，我真的相信，我们将以比业界低得多的成本获得我们的浮存金。这就是我们的目标。

例如，如果 GEICO 今年继续以 16% 的速度增长，就会增加 10 亿美元的保费收入。好吧，现在 GEICO 产生的浮存金没有在通用再保险产生的多，但它确实产生了浮存金。所以 GEICO 的浮存金会增加。我会以我的生命打

赌这一点会发生。但我们的某些其他交易本质上更具机会主义性质，浮存金甚至可能会缩水。如果浮存金缩水，只要我们能产生承保利润，我就没意见。哪里有利可图我们就去哪。查理？

芒格：是的，在目前利率这么低的情况下，我们辛辛苦苦建立起来的浮存金在短期内对我们来说不值那么多钱。毕竟，如果我们手头有 160 亿美元的现金，但回报率却很低，那怎么办？因此，以美元计价的增量浮存金现在看起来并不那么有利。但我们有一个更长远的观点。我们认为，最终，我们会做得比 2% 的利率回报好得多。

巴菲特：查理，我们看起来没法用这 160 亿美元赚到 2%。(笑)顺便说一句，一季度末我们有大约 160 亿美元的现金，这不包括金融业务中的任何现金，因为就其效用而言，金融业务的现金并不属于我们，它被借来的钱抵消了。但除了金融业务，我们有 160 亿美元的现金和现金等价物，我们还有很多债券和类似的东西。在这 160 亿美元中，你知道，我们可能得到的是大约是 1.75% 的回报(当时的国债收益率水平)，这就是 160 亿美元的税后利润，而这并不会让我们垂涎三尺。(笑声)

但是你知道，我们宁愿把钱闲着，也不愿遇到麻烦。我们很可能会使用这些钱收购。沃尔玛昨天就公布了一个数字，他们卖出了一家小型货运公司，再加上他们卖给我们的麦克莱恩，这两公司加起来大约有 15 亿美元。我们会花钱的，但钱也会不断进来。如果我们在第一季度赚了 17 亿美元，那么这 17 亿美元几乎都是现金。在此基础上，我们又增加了约 13 亿美元的浮存金。所以，浮存金的增加加上留存收益，不算证券收益，可能会达到 30 亿美元。现在我们可能没法继续保持这个数字的增长，但还是会有很多钱进来。我们会有机会部署它们。如果我们以低于零或更低的成本获得它，它在某种程度上，会非常接近于股权资金的作用。

3、Black-Scholes 期权定价模型是"疯狂的"

股东：早上好，先生。我的名字是休·斯蒂芬森。我是来自亚特兰大的股东。您过去曾指出，您不认为期权定价的 Black-Scholes 模型的波动率基础是正确的。当您在业务中使用这些期权或在市场上看到这些期权时，您将如何评估这些期权，您能与我们分享吗？

巴菲特：是的，查理和我一生都在思考期权。我的意思是，我猜查理在小学的时候就在想这个问题。(笑声)而且你知道，你根本不需要理解 Black-Scholes 模型，但是你必须真正理解期权的价值。你必须了解发行期权的成本，而这在某些领域是非常不受欢迎的话题。

任何期权都有价值。比如说，我在 1958 年花了 31500 美元买了一栋房子。让我们假设房子的卖家对我说，"

我想要一份期权，行权价在 20 万美元，永久有效(现在无需付款，在将来的某一天付 20 万美元)。”好吧，如果我答应他了，那么这在当时看起来不会花我多少钱(在未来可不一定了)——期权是有价值的。任何期权都是有价值的，这就是为什么在商业事务上有点圆滑的人，会更倾向于得到期权而不是其他。我说的可不仅仅是股票期权，我在谈论的是有权购买任何东西的期权。实际上，他们获得的期权远低于市场价值。

Black-Scholes 模型是衡量期权市场价值的一种尝试，它在某些变量中会出现偏差。它所包含的最重要的变量可能是基于相关资产过去的波动性。而过去的波动性并不是价值的最佳判断标准。如果你看过伯克希尔股票的 5 年期期权——在不同的时期，伯克希尔股票的贝塔系数都相当低，正如他们所计算的那样。贝塔系数是衡量过去波动性的指标。伯克希尔的波动性较低，但这对于任何真正了解业务的人来说，并不意味着它的期权价值低于贝塔系数较高的股票。

多说一句，贝塔系数是一种衡量标准，学术界的人总是喜欢给相当简单的事物起希腊名字，这样他们就有了一种神职人员的感觉(笑声)，你知道，这就像是牧师在用拉丁语交谈。我的意思是，这有点俗。

我认为查理去年说的是——特别是对于长期的期权，Black-Scholes 模型可能会给出一些愚蠢的结果。它对事物进行了错误定价，它只是一个机械化的系统。证券市场中任何机械化的系统都会不时地对事物进行错误定价，正如我去年提到的，我们做了一个很大的交易，这基本上是因为交易对手在另一边使用 Black-Scholes 模型和市场价格做出的计算，我们作为他们的对手方，去年赚了 1.2 亿美元。我们喜欢别人用机械公式来定价的想法，因为虽然他们可能在 100 次中有 99 次是正确的，但我们不需要玩这 99 次，当我们有不同的看法时，我们只玩 1 次。查理，你想评论一下吗？

芒格：是的，我认为 Black-Scholes 模型是一种对价值一无所知的评价体系。如果你不知道任何与价值有关的东西——换句话说，如果价格告诉你所有可以知道的东西，那么 Black-Scholes，在非常短期的基础上，是一个很好的猜测，比如 90 天期权对某些股票或其他股票中的价值进行猜测。一旦你有了长期的期权，或者你面对一些潜在的、极端的未知因素，使用 Black-Scholes 模型就是非常疯狂的。很多人使用它只是因为他们想要某种机械化的系统。在好市多，在相当短的行权时间内，我们既发行了 30 美元的股票期权，还发行了 60 美元的股票期权。Black-Scholes 定价模型认为我们的以 60 美元作为行权价发行的期权的价值，要远高于我们以 30 美元作为行权价发行的期权的价值。好吧，这太疯狂了。

巴菲特：但我们喜欢一定程度的疯狂。(笑声)

芒格：是的，这对沃伦来说是好事，他获得了额外的 1.2 亿美元。所以他比我更喜欢这种疯狂。(笑声)

巴菲特：如果你能把想要使用 Black-Scholes 模型的人送到我们在基威特广场的办公室(Kiewit Plaza)，如果他愿意使用该模型为 3 年内的 100 个期权定价，并让我们在这些期权中挑选进行交易，我们会付给你真金白银。

因为，正如查理所说，这是一个对价值一无所知的东西。在很多事情上，我们都是一无所知的人，但时不时地，我们会发现一些我们认为自己知道的东西，在这种情况下，任何使用机械公式进行定价的人都会遇到麻烦。但期权有价值。我们在某种程度上，也是发行了期权，比如去年当我们发行 4 亿美元的债券的时候，我们知道我们在发行这些债券时放弃了什么。我们在发行这些债券时的息票实际上是负的，但那是因为我们放弃了某种期权价值。但你需要知道，期权并不是一个真正免费的或负成本的融资工具，因为期权是有价值的。

4、"疯狂"使用股票期权作为员工薪酬

股东：大家好，我是马丁·威甘(Martin Wiegand)，来自马里兰州的 Bethesda。首先，我要感谢你们，以及所有在这里工作的麦克风和工作人员，感谢你们举办这个美好的股东周末。我们欣赏你的努力。(掌声)

巴菲特：谢谢你，马丁。

股东：我的问题是关于一家公司如何让员工薪酬与股东利益保持一致。查理·芒格在《杰出投资者文摘》的一次采访中引用了联邦快递(FedEx)的成功案例。在报纸上，我们都读到了美国航空公司、伯利恒钢铁公司和许多其他公司的错误做法。我发现关于谈论薪酬体系的文章少之又少。你能和我们分享一下你是在伯克希尔公司取得成功的吗？还有，你的老高尔夫教练和赛马场朋友，鲍勃·德怀尔，问我你是否愿意和我们分享你在肯塔基赛马会上的选择。(笑声)

巴菲特：鲍勃和你在一起吗，马丁？

股东：不，他坐在中间。

巴菲特：哦。高中的时候，鲍勃和我确实是在赛马场呆了很长时间。他不仅是伍德罗·威尔逊高中的篮球教练，也是高尔夫教练。每当我想去参加比赛时，他就会给我的其他老师写一个借口，说我们必须去参加高尔夫球队。(笑声)然后我们会去查尔斯镇，或者哈弗尔德格雷斯，或者皮姆利科或者别的什么地方。后来他就改邪归正了。(笑声)鲍勃和我们在一起真好。他以著名的三号铁杆击球而闻名。在那个年代，他被称为"Trolley Wire"。

查理，你想不想谈一点关于薪酬的事？

芒格：股东们都知道，我们的制度与大多数大公司的制度不同。我们认为它不那么反复无常。股票期权制度会意外地给一些人非常慷慨的奖励。在一些特殊的时期，它还会剥夺一些员工的合理回报——尽管那些人做出了巨大的贡献，但最终却一无所获。所以除非我们(在收购的时候)继承了它，否则我们永远不会使用它。我们肯定是市场中的少数——远低于 1%，对吧？

巴菲特：这是我们想要的，对吧？有趣的是，我们伯克希尔继承了一些股票期权，它们主要是在通用再保险的交易中。不得不说的是，最终这些期权是相当有价值的。如果通用再保险仍为一家独立的公司，那这些期权它们就不会有价值。它们实际是从伯克希尔其他部门表现良好的事实中获利，而这些钱流向了拥有这些期权的人，而这些人在这段时间内并没有给伯克希尔的业绩带来任何好处。这不是对任何人的指控——至少不是对通用再保险的员工的指控，这只是对代表我们对像彩票一般的期权系统的控诉。

因为正如你们所知，**期权持有者从留存收益中获益，而不是从股息中获益。这可能使他的利益与股东的利益完全相反。**因此，我们认可按绩效支付薪酬，但我们 also 认可将绩效与被衡量人的实际合理控制表现所挂钩。而我们把伯克希尔整体业绩的期权授予给一个只经营 1% 业务的人，这真是太疯狂了。

我想说的是，在过去五年里，你可能已经看到很多美国公司的错误薪酬支出——比之前的一百年更多。这是非同寻常的。90 年代创造的财富，就像之前一样。但 90 年代出现了前所未有的财富转移。而且，你知道，你不能责怪人们想要利用它来赚钱。你知道，如果有人想走过来给我半打内布拉斯加州彩票的彩票，我会接受的。但这与我如何经营伯克希尔毫无关系。

实际上，查理和我认为，当我们使用各种类似的激励计划时，一个设计合理的期权制度，包括资本成本和其他一些因素，并将其与相关人员的表现联系起来，我们认为这是有意义的。但是把期权发出去，告诉人们在 10 年内他们可以免费搭车，然后重新定价——你知道，**如果你的股票下跌，他们的股票不会下跌**，而他们的期权价格会下跌。你知道，这不是我们理想的薪酬体系。

芒格：是的，如果我们的方法大体上是正确的，那么它就具有相当重要的意义。因为这自然意味着，在美国，超过 99% 的公司薪酬体系都非常疯狂。我想强调的是，伯克希尔并不是狭隘的。**我们有各种各样的激励机制，人们可以赚几千万，也可以赚几亿。因此，我们并不反对奖励那些做出巨大贡献的人。但是一个基本上是反**

复无常的薪酬体系，并且也不能很好地反应每个人和每个活动的成果，我们只是认为这种薪酬体系是疯狂的。

巴菲特：我们喜欢看到与伯克希尔有关的人赚钱，只要他们同时也在为你赚钱。这很简单。但是我们不想让他们从你的钱里搭便车。(掌声)

薪酬是一个有趣的话题，我打算明年写一些关于它的文章。但是，你知道，用股票期权作为员工薪酬方面不是一个市场体系——我的意思是，公司的公关人员会告诉你，“乔·史密斯的薪酬是由市场机制决定的，他就像一个棒球运动员与老板谈判”，或诸如此类的事情。但薪酬系统不同于一个棒球运动员与老板谈判。你知道，棒球运动员与花钱雇佣棒球运动员的人进行谈判，球队的老板会计算他需要从自己的口袋拿出多少钱，以获取一个更好的球员。但是，当你在一家美国大公司成立薪酬委员会时，你会发现，在谈判桌的一边有人对薪酬数额有着巨大的兴趣。而坐在桌子另一边没有被选中的人，因为他们是董事会的杜宾犬(指这些薪酬委员会的人忠于董事会而非股东利益)，相信我，他们的所做作为，很多时候就是我的朋友汤姆·墨菲所说的“吃人的嘴短”。我的意思是，对于坐在桌子一边的人来说，某人得到 10 万股或 100 万股限制性股票几乎毫无意义，而对于坐在桌子另一边的人来说，却意义非凡。几乎在美国商业中的每一次谈判中，谈判的双方是公平的。但是在高层的薪酬方面，你不会得到一个对等的谈判。当你来到工会时，你会有一种同等的谈判地位——资方想要压低价格，而工会想要得到更多的钱。这才是真正的谈判。你知道，在美国商业中有很多其他真正的谈判，但很多很多公司的薪酬谈判根本不是真正的谈判。管理层聘请了薪酬顾问，我从来没有见过薪酬顾问进来说，“我们应该降低这个家伙的工资。”我也从来没有见过一位公司的薪酬顾问走进来说，“你为什么不能摆脱这个笨蛋？”(笑声)你知道，我的意思是他们不可能都是完美无缺的。但是，你能想象如果一个公司的薪酬顾问做了这些，还能得到下一次任命吗？这是不可能的。所以这是一个糟糕的系统，需要改进。而且它可能会得到一点改善。正如我在今年的年度报告中所写的，薪酬改革是对企业改革的严峻考验。

因为坦率地说，美国的首席执行官们，他们并不关心他们的董事会是否多元化或不多元化，或诸如此类的事情。在很多情况下，他们只关心自己赚了多少钱。而股东，尤其是持股比例较大的股东，必须提供一些反作用力，否则你会得到你在过去 20 年中所得到的——在薪酬水平上，高层与底层的人相比，有一个巨大的差距。而且，经营企业的人的薪酬与支付他们薪酬的股东的业绩之间也存在脱节。所以，行动起来吧，股东们。(掌声)

5、低通胀率有助于投资者，但要保持低预期

股东：早上好。早上好，我叫马特·绍尔(MattSauer)，来自北卡罗莱纳州的 Durham。在 1977 年《财富》杂志一篇题为《通货膨胀如何欺骗股票投资者》的文章中，你指出，企业的盈利就像债券息票一样，因此会受到高通胀率的负面影响。由于当时的高通胀率，你假设了这样一个世界：12%的公司盈利将在税后降至 7%，在考虑通货膨胀后，实际将降至 0%。几年来，你一直对股市前景感到悲观，我们认为其中很大一部分与极端的起始估值有关。如果说 1977 年的通货膨胀对投资者绝对不利，那么今天的经济中相对缺乏通胀，对股票所有者来说，不至少是一个加分项吗？在你关于投资者可能会对股市的表现感到失望的警告中，是否也有未来通胀预期的成分？

巴菲特：毫无疑问，**没有通货膨胀对股票投资者来说是有利的**。我的意思是，在我看来，如果长期处于低通胀率或接近无通货膨胀的状态，如果我们以类似的价格购买，那么你从拥有美国企业中获得的实际回报，将高于长期处于高通胀的状态。我不认为这有什么问题。因为那篇文章解释了如何对名义收益和虚拟真实收益征税。

因此，你的问题是，哪个时期对投资者更有利——任何长时期的低通胀时期对投资者都更有利。

正如你所指出的，这个问题在预测股票投资者的回报方面，是一个起点。我预计，回报不一定会这么低。与 1982 年至 1999 年的长期牛市期间人们最初认为的回报率相比，它们只是适中的回报。

盖洛普公司(Gallup)当时与普惠(PaineWebber)公司合作进行了一些民意调查，现在他们把调查交给了瑞银华宝(UBSWarburg)，显示了人们对股票市场的预期。我记得，当时人们预期的回报率上升到了 14%或 15%。他们认为，在低通胀环境下，他们将获得 14%或 15%的收益。你知道，那是在做梦。

在一个低通胀的环境中，6%或 7%的收益没有任何问题。低通胀是好事。在低通胀环境下，GDP 会增长多少？如果你有 2%的通货膨胀，3%的实际增长，那么就是 5%的名义 GDP 增长。如果 GDP 以这样的速度增长，随着时间的推移，企业利润将以或多或少这样的速度增长。如果公司利润以每年 5%的速度增长，这些公司利润的资本化(PE)的价值，可能会在一个正常的起点上，在长期内以这样的速度增长。加上股息，你将得到 6%或 7%的回报，这不包括摩擦成本。投资者承担了大量的摩擦成本，通常占了他们投资的 1.5%或 2%。他们本不需要承担，但现实就是这样。所以，这个数字并不坏，只是对那些习惯了、或期待非常高的回报的人来说很不好，特别是站在 1998-1999 年，人们看着后视镜的时候。查理？

芒格：我的总体态度只是比沃伦稍微消极一点。(笑声)

巴菲特：各位，你们已经听到了。(笑声)这不是世界末日。我的意思是，实际上，如果拥有美国企业的人得到

了 5%到 6%的蛋糕。现在经济蛋糕是 10 万亿美元，将来有一天会是 20 万亿美元。但无论从哪个角度看，我都不觉得这很疯狂。他们是大量的商品和服务提供给提供资本的人，他们拥有一亿多的劳动力，他们使用你的资本，正在努力为你提供一切。如果你面临低通胀的话，我认为这是一个相当不错的实际回报。

如果陷入高通胀环境，正如我在 1977 年所写的那样，对投资者来说，你很容易知道，你真正的回报是一个非常非常低的数字，甚至可能是负的。通货膨胀可以欺骗股票投资者，就像我当时写的那样，我用了 7000 字来解释为什么，如果还有人对这篇文章感兴趣，我很乐意给你寄一份。但在很长一段时间内，通货膨胀是唯一一件可以将投资者的业绩总体转化为负面数据的因素。这是投资者的敌人。查理，你有什么新的想法吗？

芒格：我认为，在这些问题上，你也不会从经济学专业人士那里得到完美的帮助。他们有一定的标准公式。对一位经济学家来说，当一个制造业的工作岗位流向中国时，这就意味着生产率的大幅提高。如果你问一个人，假设美国所有的制造业工作都流向了美国。那是不是效率提高得有点多了？答案是否定的。但在主要的大学里，人们这样思考实际上是会得到回报的。(笑声和掌声)

巴菲特：当然，如果所有的经济学理念都被输出到中国，在这一点上，一个新的见解就会出现。(笑声)

6、经理们决定自己的工作

股东：杰克·赫斯特，来自费城。我有一个关于经理们的问题，还有一个关于保险业务的评论和问题。如果我们有更多的子公司和更多的经理，那么这个会议就更有意思了。我也认为更有教育意义，因为你可以和他们互动。你是否从经理们那里得到反馈说他们喜欢来这里，他们从会议中得到了什么？

巴菲特：嗯，我们有一些经理和我在这里，但我们不要求任何人必须来。我的意思是，我们的经理们，很少、很少来开会。我没有名字，我甚至不能告诉你他们是谁。但你知道，如果他们喜欢，他们就会来。当然，他们中的许多人在场馆外有业务，他们向你出售东西，他们中的一些人会在这方面提供帮助。

但你知道，我们有一群了不起的经理。他们经营着自己的生意，他们在做自己的事情方面非常出色，我们不会妨碍他们。我们实际上并不要求他们做任何事情，除了为股东们工作。

我希望你今天在这里见到他们中的一些人，你知道，在这里的那些人显然喜欢与股东互动。他们的加入很有意思，我很享受，我想他们很多人都喜欢来这里。在楼下工作的人，他们是自愿来的。他们喜欢见到股东，他们喜欢聊聊自己的公司，他们有很多可以炫耀的东西。我希望你们看到他们的时候会感谢他们，因为你们知道，这

对他们来说是很大的努力。我今天早上六点就到了这里，但还有人比我早到很多，他们昨天还在为这件事做准备。我想亲自感谢他们。查理？（掌声）

芒格：我不认为来参加这次会议的经理们是在学习新的技巧。我们的大多数经理都知道与他们的业务相关的所有诀窍。但这是一个非常有趣的地方，而且一年比一年有趣。让它变得有趣的部分原因并不是不光彩，我认为人们喜欢成为其中的一部分。

巴菲特：是的，在一些方面，我们的经理偶尔会合作。有时，子公司 A 的经理会直接与其他一些人进行联系，而不是通过在奥马哈的我们。他们会说，你知道，“你为软件付了多少钱？”或“你为 UPS 付了多少钱？”或不管是什么，以及“如果我们共同努力，我们能做更好的业务吗？”有时候我们会省下一些钱，有时候还是一大笔钱。但奥马哈从来没有制定过这样的规则，也从来没有监督过。这仅仅是因为 A 经理决定给 B 经理打电话，你知道，可能是因为他们喜欢彼此；可能是因为他们可以使自己的业务运营得更好，所以有时必须通过合作；有时也可能只是在这里或那里有一个想法。但在伯克希尔，没有什么规定的组织制度，规定员工必须去合作。

7、人均 GDP 的增长才更重要

股东：我是来自波士顿的约翰·贝利。我想问一下我们的消费业务，问一下消费者的总体情况。据我所知，在过去 30 年左右的时间里，中等消费者的收入增长速度仅略高于通胀水平，总体上远低于 GDP 增速。收入不平等达到 400 年来的最高水平。中产阶级的终生收入的现值增长缓慢。然而，他一生的负债规模，如医疗、住房、教育和退休，却在不断膨胀。因此，消费者的经济净财富可能比他们想象的要低。为了应付这种情况，中产的男人让他们的妻子去工作，用房子和信用卡作抵押借钱。所以我认为这可能会对消费企业的可持续性产生一些影响。我看到我们最近买了一批消费企业，我们怎么考虑这个问题？有没有我们应该考虑的潜在的风险？

巴菲特：总体而言，美国消费者的状况有所改善，但与 10 年前相比并没有显著改善，但比 20 年前好一些。但你说得很对，在这段时间里，就人们在经济财富上的进步而言，存在着相当大的不平等。我们对此没有特别的想法。我的意思是，我们不会根据对未来事物的一些广泛预测来决定我们买什么业务。

我们认为，随着时间的推移，美国会做得很好。事实上，我们确信，随着时间的推移，它会做得很好，我们的孩子会比我们活得更好。我的孩子们会说这并不难。（笑声）他们和他们的孙子会生活得更好。你知道，这就是美国的历史。我相信，在 20 世纪，人均实际收入增长了 7 倍。那是巨大的成就。我记得，在电话发明 40 年

后，从纽约打一个 3 分钟的叫号电话到旧金山要花 18 美元。而在当时，18 美元已经超过了美国的平均周薪。想象一下，当你想要你的女儿接电话时，如果有个小孩在电话的另一端接起电话，那你的整个周薪都没了。所以，这个国家的人民将在十年后变得更好，但我们不是伯克希尔的未来预测专家。

我要告诉你的是，就我们的消费者业务而言，目前，它们非常疲软。我们的家具业务、珠宝业务、糖果业务、以及一些日常与消费者打交道的业务普遍表现疲软，它们第一季度的收益有所下降。

你必须知道的是，人们其实并不太关注 GDP。但你提到了 GDP，我认为我们现在处于衰退中，已经持续了两年多了，但不是一个巨大的衰退。当政府谈论 GDP 时，我们往往会先说 GDP 上升了 2%。但是，这个国家的人口每年增长超过 1%。所以**人均 GDP 才是最重要的，人均 GDP 已经非常接近没有任何增长**。但在某种程度上，GDP 的计算中包括支付给那些当你上飞机时，让你脱掉鞋子检查的人的薪酬，这算是额外的警力，它们是我们不想要的商品和服务。GDP 的计算包括了所有这些没有真正转化为这个国家人们真正想要的商品和服务，而这些都会被纳入 GDP 的计算中去。如果机场有 20 名警卫，而不是 3 名警卫，这也将计入 GDP。但这是否会让你对自己每个月的薪水支出感觉好一些呢？可能不会。当你卷入一场战争，比如你把飞机扔进大海，你知道，制造那些飞机的成本，也是 GDP 的一部分，但这对你的家庭没有任何帮助。

因此，就我所说的"理想的 GDP"而言，我想我的猜测是，在人均 GDP 的口径上，在过去几年里并没有新的增长，因为我们将资源转移到了其他东西上，而这些东西并没有真正转换为你家庭的财富。当你每天拿起经济报告的时候，你会发现并没有很多评论，是关于 GDP 质量的。查理？

芒格：是的，你提到的关于不平等的数据往往掩盖了一个基本而重要的事实。如果一直是相同的家庭处于金字塔的顶端，人们就会对当前的不平等产生强烈的不满。当杜特家族(Dutt)倒闭时，有人(Shiv Dutt)通过建立 PamperedChef 公司实现了阶级的跨越。从某种意义上说，就平等而言，一些奇妙的事情正在发生，尽管最后大众看起来是毫无进展。但如此大的阶级变化让人们认为整个体系更公平了。(掌声)

巴菲特：不过，实际上在这一点上，我们不希望成为搅局者。(笑声)30 或 40 年前，我们更倾向于阶级的流动。(笑声)

8、巴菲特是从实践中学习会计

股东：我的名字是约翰·弗罗伊登伯格。我来自德国。我想知道你最喜欢的会计书。谢谢。(笑声)

巴菲特：我已经很久没有读过会计书了。我记得我上大学的时候读过芬尼的书。我一直很喜欢会计。对于任何一个做生意的人来说，基本上都缺乏足够的会计知识。但我不太了解最新的讲解会计书籍。也许查理最近一直在读这些书。实际上，我希望，如果你长期阅读伯克希尔的报告，你可能会学到一些关于会计的东西。

一旦你了解了会计的基本知识，你就可以通过阅读好的商业文章来处理会计问题、会计丑闻之类的事情，你可能会学到更多的会计知识。我的意思是，你真正需要知道的是你需要知道数字是如何组合在一起的？它的基本原理是什么？然后你必须知道可以运用这些做什么。你可以从了解一家企业的原始会计数字开始，但你必须在此基础上带来一些额外的东西。我想不出任何关于会计主题的好书。我想我读了很多好的杂志文章，这些文章在过去的几年里丰富了我的知识。我读了很多年度报告，看到人们可以用会计做什么。

正如我之前所说，如果我不理解，我想可能是因为管理层不想让我理解。如果管理层不想让我明白，那可能是出了什么问题。我的意思是，人们通常不会在没有目的的情况下混淆数字。当你遇到这种情况时，最好的办法就是远离。查理？

芒格：是的，如果你问沃伦他知道哪些关于会计的好书，那就像问他有哪些关于呼吸的好书一样。(掌声)这意味着，你要从学习会计记账的基本规则开始，这有点像加减法的基本规则。然后你必须花费大量的时间，才能将会计与真实的世界联系起来，这是一个终生的过程。

9、许多信用保险公司为了私利放弃原则

股东：纽约市的比尔·阿克曼(Bill Ackman 知名投资者)，我的问题是，你能否评论一下保险公司通过销售信用衍生品来承担信用风险，以及这些衍生品的会计处理是否充分？您能否解释一下，尽管金融担保保险公司是这些衍生品的卖家，它们的杠杆率超过 140 比 1，而它们承担的风险具有很强相关性，但它们的评级却与伯克希尔的 AAA 评级相同？

巴菲特：问的好，我认为你应该去标准普尔或穆迪工作。关于信用保险或某种信用担保的问题，这已经变得非常流行。事实上近年来，它在普通保险公司、财产意外险公司中很受欢迎。我想说的是，在大多数情况下，参与这项业务的人并不知道他们在做什么。

在保险行业中，卖保单很容易——这是保险行业的诅咒，这也是它的好处之一。人们给你一大笔钱只是为了让你写的一个承诺。你写在那张纸上的东西非常重要，但是，看起来很容易到手的钱，会诱惑你去做非常非常愚

蠢的事情。15 或 20 年前，也就是 80 年代中期，奥马哈的互助保险公司(Mutual of Omaha)，至少在某种程度上是世界上最大的健康和意外险协会，决定进入财产意外再保险业务。他们签订的合同并不多，但在非常、非常、非常短的时间内，他们的结果是几十年来积累起来的所有资产账面价值的一半化为乌有。

如果你愿意在保险业做蠢事，那么世界会发现你的。(笑声)你可以在大西洋中央的一艘划艇上，只需低声说出"我愿意承保这个"，然后说出一个愚蠢的价格，你就会有经纪人游向你，他们甚至会露出鳍。(笑声)这是很残酷的。如果你愿意做傻事，就会有人站出来，他们会主动找到你，你也会提前拿到现金，这是很容易理解的。你会看到很多现金，当时你不会看到任何损失，你会继续这样做，因为你在一段时间内不会看到任何损失。所以你会承担的风险越来越多，你知道，最后屋顶就会塌下来。

我在年度报告中提到了 GEICO 保险公司如何在 80 年代初为几份保单收取了 7 万多美元保费，他们对其中的大部分进行了再保险，只保留了 7 万美元，当时他们认为自己只是在摘樱桃。到目前为止，因为这 7 万多美元的保单，我们已经损失了 9300 万美元。这些保单我们最多能赚七万多，却不知道最多能损失多少。但我知道 9300 万已经引起了我的注意。(笑声)

当你进入到这样的比赛时，你绝不能犯错误。正如你所提到的，这是一个或几个相互关联的错误，因为这些事情是相互关联的，几个错误就能耗尽你一生的储蓄。而当你正确的时候，你会赚几分钱，而当你错误的时候，你会损失惊人的数目。

在信用保险中，很多人都会根据评级来对信用进行担保。他们说，"好吧，我们将对一大批 A 级评级的信贷进行担保，或者我们将对这些涉及 A 级评级的信贷进行结构化安排"。他们会使用大量的研究，数据会追溯到 30 年代，然后表明每年大约会有 X% 的 A 级信用违约，做一系列的回测。但问题是，违约的相关性。当事情变得糟糕时，所有的违约都会相互关联，从来没有人想到会有这样的联系。

在债务领域，你会有一大堆违约，比如说，电信或能源公司，因为它们的评级都差不多。但它们之间有很大的相关性，你无法做到分散投资，很多人没有意识到这一点，他们实际上正在集中投资。没有什么比未识别的风险聚集更致命的了，但这种情况一直都在发生。

所以，我们看到，有人担保将 BAA 信用提升为 AAA 信用，它们可能会担保 10-15 个基点。然而，市场收益率的息差可能是 100 个基点。我们认为这并不明智。

我想说的是 AAA 评级。虽然他们的赔付评级为 AAA，但我认为，他们不具备一般意义上的 AAA 评级。我想，美国只剩下 8-9 个 AAA 级公司，伯克希尔就是其中之一，但保险公司中，我相信只有美国国际集团(AIG)在列，还有六家其他公司。因此，这些公司在信用方面与伯克希尔不在同一级别，也不应该被认为是同一级别。但我要说的是，在某种程度上，你可能会在 140 比 1 的信用保险中遇到很多麻烦。查理？

芒格：是的，他还问了会计的质量问题。至少在我看来，美国衍生品交易的会计质量仍然很糟糕。它的可怕之处在于它过于乐观。而最可怕的地方之一是，当你涉及到对未来的信用额度的担保时，那涉及到未来好几年。这类事情只会让人们在他们的假设和审计数据中变得非常乐观。人们关注的是审计后的数字，而不是背后的现实。因此，如果会计的质量是糟糕的，那么背后的商业决策也是糟糕的。我认为当我们坐在这里的时候，这种情况正在发生。

巴菲特：是的，在过去几年里，美国有几十家保险机构或交易机构以衍生品形式签署了信用担保合同，事实上，规模巨大。我可以向你保证，事实上每一份合同，在第一个周里，不管是谁承保的，都能给保险公司确认某种收入，而有人会因为承保的每一份合同而得到一点钱。你知道，这其中的许多合同将会变得很糟糕，如果以一个类别来说，这将是一个可怕的类别。但从来没有有人在签订合同时就记录一笔损失，他们就是不愿这么做。如果我们有人帮我承保这类保险，那么现在早就会有这么多这样的合同，然后在 10 秒钟后，我会付钱让别人把它们从我手中买走(倒贴钱卖出去)，这样我就会把它们看作是一种潜在的内在损失。

没有人会记录衍生品合约的内在损失。事实上，我发现有两个衍生产品做市商是很不寻常的，做市商 A 和做市商 B 做了一笔交易，做市商 A 记录了一笔利润，做市商 B 也记录了一笔利润。而如果是 20 年的合约，这种情况更为普遍。我很想生活这样的世界里，但我还没有找到。

10、我们试图展望"遥远的未来"

股东：嗨，早上好，查理，沃伦。来自圣马特奥的杰瑞·麦克劳克林。我现在坐在音乐厅。我们离你们两个的照片只有 12 英尺远，这很有趣，但喜诗糖果显得太大了。

巴菲特：音乐厅里有多少人？

股东：我们可能想让警察来估计一下，但我想说应该有几千人。无论如何，让我们继续前进，希望我能够问两个问题。第一问题是，在我们经营的小的品牌公司时，我们看到我们在员工福利上的支出增加了很多。尤其是

医疗保险，它一涨再涨。在几年前和现在的媒体上，你会听到医疗危机即将到来，以及雇主提供医疗保险的成本越来越高的讨论。我想这也是很多伯克希尔子公司经理人的想法。我想知道你们两个是否认为，就成本而言，“危机”这个词用得对吗？看起来我们的 GDP 中更大的比例将用于医疗保健。这是因为我们认为我们的医疗保健越来越好，还是真的只是一种通货膨胀？

第二个问题是，冒着你认为我们都是一群疯子的风险，大厅这边的几个人让我问你，沃伦，你是否真的在考虑在某个时候被低温冷冻？(笑声)我想，希望在遥远的未来。

巴菲特：我们去年就有回答过类似的问题。

股东：是的，去年问这个问题的那个人让我为他做一个后续的调查。

巴菲特：我是看起来离我需要低温冷冻的时刻更近了吗？(笑声)

股东：最后一个问题是，当你们看着公司并考虑未来的收益时，你们有什么经验法则吗？一般来说，你认为你相信的公司、你了解的行业，你能展望多远的未来？是 5 年，还是 10 年？还是你真的认为你可以用那种永续增长率来计算企业价值吗？谢谢。

巴菲特：如果我们认为我们即将要被“低温冷冻”了，那我们就不会计划得那么远。(笑声)。但你知道，我们愿意永远拥有这些企业。所以，我们想要的是，**一家将在未来几十年里，拥有某种竞争优势的企业**，我们不会转卖它们的。我们最好拥有一些不仅现在是好的、而且会一直好下去的东西。因此，我们不会收购呼啦圈公司或宠物摇滚(PetRock)公司，我们也不会收购那些我们认为，**需求将出现巨大爆炸式增长、但我们不知道谁会成为赢家的行业中的公司**。所以，我们尝试尽可能看得远。

11、芒格：医疗保健占 GDP 的 15%"并不疯狂"

关于医疗保健成本，在 15 年或 20 年前，我们召开了一次会议，这是伯克希尔的唯一一次全公司管理人员会议，大多数管理人员参加了会议，当时我们的管理人员要少得多，我们在会上讨论了各个公司在医疗保健成本方面的做法，因为当时医疗保健是我们成本结构中增长最快的部分。如今，至少在过去几年里，工人的赔偿成本以及其他一些与健康无关的保险成本，可能会比医疗成本上升得更快，但医疗成本对我们来说是巨大的。在大多数情况下，**需要为每个员工支付 6000-7000 美元**，并且上升速度很快。

你知道，**医疗成本是美国经济通货膨胀的一部分，我们无法解决，我们的员工也无法解决**。原材料成本也是

通货膨胀的一大部分，比如我们第一季度的能源成本就比较高。但医疗成本不断的增加是个问题，我还没有很好的答案。查理经营着一家医院，他对卫生系统的了解比我多得多，所以我们听听他会说些什么。

芒格：我想说的是，医疗服务的质量，包括制药业的质量，已经有了很大的提高。当然，成本也很高，但美国是一个富裕得多的国家。我认为，如果美国把 GDP 的 15% 花在医疗保健上，这并不疯狂。如果到了 16% 或 17%，我也不会认为这是世界末日。当然，最终会有一个点，显得我们花这么多钱在医疗保健是不明智的。

巴菲特：你认为，如果我们在医疗保健上的支出是 13% 或 14%，而其他似乎拥有相当好的医保体系的国家的支出却是 7% 或 8%，相对于他们，我们的钱花得值吗？

芒格：当然，他们从 7% 中获得的每美元价值比我们从 15% 中获得的每美元价值更高。但这是不是意味着我们花 15 块钱就疯了？我也不知道。我猜不是。但我没有看到任何迹象表明它不会继续上涨。

巴菲特：我不知道我们在这方面的支出占比有多少，我们从不把伯克希尔各个公司的数据汇总起来，因为这不会有任何意义。但我们在医疗保健上花了很多钱。在某些州，这个比例远远高于其他州，这和你所处的地区有关，位置不同，支出就有很大不同。

12、巴菲特：付出和得到爱才是真正的成功

股东：巴菲特先生和芒格先生，你们好。我是 Justin Fung。我今年 13 岁，来自加州。这是我连续第三年出席。首先，我想祝你身体健康，这样我们就可以在未来的许多年里继续来到奥马哈。(掌声)

巴菲特：谢谢。

股东：谢谢你去年回答了我关于友谊的问题。我今年的问题是，你如何定义成功和幸福？他们有关系吗？如何才能做到这一点呢？谢谢。

巴菲特：嗯，我告诉大学生们，当你们到了我这个年纪的时候，如果你们希望你爱的人真的爱你们，那么你们就是成功的。我的意思是，查理和我认识一些人，他们有很多钱，经常举办纪念晚宴，他们的名字也出现在建筑物上，但事实是，并没有人喜欢他们，即使他们的家人、他们家族的人，也不喜欢他们。你知道，这很可悲。

不幸的是，爱是你买不到的东西。查理和我说过很多次，如果我们能买到价值一百万美元的爱，这会比变得可以被人爱更令人欣喜。(笑声) 但事情并不是这样的，你知道吗？被爱的唯一方式就是让自己变得值得被爱。我不想在你 13 岁的时候告诉你这一点，但这件事的好处当然是，你得到的总是比你付出的多。

我不知道是奥斯卡·汉默斯坦(Oscar Hammerstein)还是谁说过, "铃不响就不算铃, 歌不唱就不算歌。心中的爱不该藏在心里, 直到你把它送出去, 爱才算爱。"基本上, 你得到的总是比你送出去的多。如果你不付出, 你就得不到。这很简单。我不知道我的同龄人中有谁受到很多人的喜爱, 有一天晚上我们一起吃饭, 唐·基奥(Don Keough)也在那里, 每个人都喜欢唐基奥, 你知道, 这是有原因的。

我认识的人中, 如果一个人没有得到周围人、同事、家人和邻居的爱, 那么他就谈不上成功, 或者说他感受到的并不是成功。我不知道当人们知道不受人喜爱的时候, 他们是怎么想的, 但我不敢相信他们会对此感觉良好。所以这事很简单。你不能脱离爱而存在。如果你付出爱, 那你得到的会比你付出的更多。这是最好的事情。

查理, 你在说什么? (笑声)

芒格: 你不会想要像一些加州的电影制作人那样, 他们说"葬礼规模太大了, 因为每个人都想确定他已经死了没有"。(笑声)还有一个类似的故事, 牧师在葬礼上说, "难道没有人站出来为死者说句好话吗?"沉默了很久, 最后一个人站起来说, "好吧, 他的兄弟更糟糕。"(笑声)

巴菲特: 听着, 我会这么说。看看周围比你年纪大的人, 你知道, 你不会看到一个不快乐的人被周围的人爱着。我的意思是, 这个房间里的大多数人都会在经济上做得很好。而我交谈过的大多数大学生都会在经济上表现良好。随着年龄的增长, 他们中的一些人将很少会有真正的朋友; 而另一些人, 他们付出的还远远不够。而我一直在我身边看到这类事情的存在。所以, 这就是我们今天的建议。(掌声)

13、总起来我们是从定量朝着定性方向前进; 竞争优势一旦失去很难再回来

股东: 大家好, 我的名字是凯文·特鲁伊特(Kevin Truitt), 我来自伊利诺伊州芝加哥。巴菲特先生和芒格先生, 感谢你们为你们的股东和合作伙伴举办了这次精彩的活动。我非常享受和喜欢来这里。我从中受到了很多教育, 因为这里的人都很棒。我有三个问题, 希望是简短的。前两个问题是问您和芒格先生的, 第三个问题是问您的。我的第一个问题是, 芒格先生, 你在很大程度上让沃伦放弃了本·格雷厄姆的烟蒂投资法。据说, 购买喜诗糖果教会了你们要购买好企业。你是在什么时候意识到购买好企业是一个更好的长期投资策略的? 在你和沃伦的讨论中, 是什么让你说服他朝那个方向前进? 巴菲特先生, 在芒格收购好企业的理由中, 是什么说服你放弃了投资烟蒂股的方法, 并朝着芒格的方向前进?

我的第二个问题是, 在您和芒格先生的经历中, 有没有听说过一家公司在失去竞争优势后又重新获得了竞争

优势，或者取而代之？巴菲特先生，我要问你的第三个问题是，在您职业生涯的早期，理查德·雷恩沃特 (Richard Rainwater) 找到你，问你如何才能成为一名成功的投资者。你能告诉我们他问了你什么，以及你又告诉了他什么吗？谢谢。(掌声)

巴菲特：最后一个问题，我完全不记得了。我是说，雷恩沃特给我打过几次电话，但我真的不记得和他的对话了。那是很多年前的事了，我可能也说过同样的话，就好像我在这次会议上被问到的问题一样。所以这么多年来我和雷恩沃特真的没有联系过。我想我曾见过他一次，我们也打过几次电话，仅此而已。

查理，你想回答第一个问题？

芒格：是的，我认为，我是沃伦·巴菲特的伟大启蒙者，这一说法有些神话色彩。(笑声)

沃伦不需要太多的启蒙，但我们都一直在学习，所以我们五年前的那个人，不如现在在场的那个人明智。

喜诗糖果确实给我们俩上了精彩的一课。如果我告诉你整个故事，你会得到教训的。如果喜诗糖果再多要 10 万美元，沃伦和我就走了。我们当时就是这么傻。

巴菲特：实际上是一万多。(笑声)

芒格：我们没有走的原因之一是，当我们做出这个美妙的决定时，我们不打算多付一分钱，艾拉·马歇尔 (Ira Marshall) 对我们说，“你们这些家伙疯了吧。有些东西你们值得多付点钱。”她指的是生意的质地。“你们低估了生意的质地。”沃伦和我并没有像他们在很多地方那样行事，我们听取了批评意见。所以我们改变主意了。

这对任何人来说都是一个很好的教训。建设性地接受批评的能力是很重要的——好吧，想想我们从接受一个批评中赚了多少钱。如果你把我们从收购喜诗糖果中学到的间接影响计算在内，你可以说，伯克希尔的建立，在一定程度上是通过从批评中学习。不过现在，我们今天不想再要更多的批评了。(笑声)

巴菲特：(除了公司质量以外)我们也喜欢吃花生糖。(笑声)

查理曾解释道，我从本·格雷厄姆那里学到了投资，并从中受益匪浅，**格雷厄姆是一位专注于定量方面的投资者。但他并没有忽略定性方面，他说你可以在定量方面赚到足够的钱，这是一种更有把握的做事方式，可以让你识别雪茄烟蒂。他说，定性更难教，也更难学，它可能比定量需要更多的洞察力。此外，定量方面已经工作的很好，所以为什么要(在定性方面)更努力呢？在小范围内，你知道，这是一个非常好的观点。在某种程度上，格雷厄姆的背景与我不同，我对这位了不起的老师印象深刻，这是有原因的。但正如我们所指出的，以公平的价格收购**

一家出色的企业，比以较高的价格收购一家出色的企业更有意义。

但定性方面查理真的做到了——不仅仅是艾拉·马歇尔，查理比我开始投资时更强调定性。多年来，我们已经改变了我们的关注点，或者说我已经改变了我的关注点，查理早已经这么做了。当然，我们也从所见所闻中学到了东西，当你观察了 50 年的企业，了解它们的一些事情并不难，比如在哪里可以赚大钱。

现在，你问这是什么时候发生的？这是非常有趣的。因为即使你有了一个新的、重要的想法，旧的想法仍然存在。所以(脑海里)有这种闪进闪出的东西。我的意思是，我们从雪茄烟屁股到出色的公司之间并没有一条鲜明的红线。但我们朝那个方向前进，偶尔也会后退，因为雪茄烟屁股能赚钱。但总体而言，我们一直在朝着越来越好的公司的方向前进，现在我们已经拥有了一批优秀的公司。

就竞争优势而言，失去然后重新获得的例子并不多。在财产保险公司，我有一个朋友总是想买下糟糕的公司，他的想法是把它们变成好公司。我就问他，你知道，"在过去的一百年里，你在哪里看到过，一个糟糕公司变成好公司的？"GEICO 保险公司在 70 年代初陷入困境，但它有一个很好的商业模式。它确实偏离了轨道，但这不是因为模式走错了路，而是因为他们开始错误地承保，并疯狂地增长，以及诸如此类的一些事情。但基本的商业模式仍然是它的基础。

你可能会说，有一家公司失去了竞争地位，然后它会以一种不同的方式卷土重来。这实际上是百事可乐。它当时的广告语是"五分钱的价格，两倍的容量，百事可乐，您的可乐"。他们的销售是以数量为基础的，事实上，你可以以五分钱的价格买到广告的两倍。二战后，当成本大幅上升时，他们就失去了这种优势。所以，百事可乐的成功基本上是靠改变了他们的营销方式，这是非常非常少见的。但你必须承认这一点。

在某种程度上，吉列在 30 年代失去了它的竞争地位，在他们所谓的便士刀片和其他产品的竞争中失去了市场份额，然后在接下来的 10 年左右，当他们的市场份额大幅上升时，又以一种非常大的优势重新夺回了它。

但一般来说，如果你失去了竞争地位就再也回不来了。帕卡德汽车公司(Packard)在 1930 年代中期推出了跑车，当时凯迪拉克都没有跑车。有一年它们产品的定价更低端了，然后高端形象就再也没有回来。那一年，他们的销量猛增，因为当时每个人都想拥有一辆帕卡德，而现在你可以拥有一辆更便宜的跑车。但他们再也没有恢复过这种高端形象。某些百货公司也这样做了。它们原本有一个高档的形象。特别是如果你有一个很好的高端形象，通过这样或那样的促销后，进入低端市场，那你总是可以刺激你的销售。但这样很难再回到高档市场，你已

经看到一些很棒的百货公司有这个问题，或者专卖店有这个问题。查理，你有什么想法吗？

芒格：没有。

14、烦躁的性格是长期表现的敌人

股东：嗨。我是布鲁斯·吉尔伯特(Bruce Gilbert)，来自纽约市的股东。大约四、五年前，我把我家族的全部都投入了伯克希尔。在过去的四、五年里，股票价格一直很稳定，我经受住了 2000 年的考验，当时我的朋友们赚了 50%，而我的投资亏损了 50%。但我不得不承认，当我去年读到你在《财富》杂志上发表的文章，你提到伯克希尔的股价很贵时，我感觉很糟糕。现在，我有时会把时间花在找乐子上，研究伯克希尔的价值。但在晚上，我也可能在担心和烦恼中醒来。我知道你最近谈了很多关于事物的定性和定量方面的问题。我想我会希望你，以你的自我反思的立场、从你自身的度量标准来看，是什么导致了你认为伯克希尔的股票价格昂贵呢？具体是什么价格，什么价值？当你说贵的时候，你怎么看伯克希尔和它的股价？

巴菲特：我不记得那篇文章的确切措辞，但我可以肯定，我在那篇文章要表达的意思是，我认为拥有伯克希尔比拥有标准普尔指数更有吸引力。我很肯定，我告诉了那篇文章的作者(卡罗尔卢米斯)。所以我说我更喜欢投资于伯克希尔而不是指数。我当然很高兴我的 99%净资产在里面。我从来没有卖出过一股，我会持有它直到我死的那一天，以及死后相当长的一段时间，我一点也不会感到不舒服。(笑声)

但一段时间以来，我其实不认为股票便宜。我从来不想鼓励任何人购买伯克希尔或任何其他股票——特别是在过去几年，因为我觉得我们市场有一个很大的泡沫。我认为，最近几年伯克希尔的价值有相当大的提升，我认为查理也是这么认为的。如果我有机会把我的伯克希尔股票，在免税条件下换成标准普尔 500 指数，或者任何共同基金或任何其他东西，你知道，我压根不会考虑这个方案。但这并不意味着伯克希尔的股票是便宜的。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

巴菲特：我记得我们从来没有建议过购买或出售伯克希尔股票。我们曾经说过，我们将回购股票，这有一定的潜在信息。我们说过，在其他时候我们不会购买股票，但这并不意味着我们会出售股票，在当时的情况下，我们只是不会购买它们。实际上，我们不仅不推荐购买或出售伯克希尔，也不推荐任何其他特定的股票。

我们只是偶尔给出我们的观点，关于我们对股市水平的看法。但我确实认为，如果你回去看看那篇文章，我想你会发现，我说过我一般更喜欢股票。

芒格：我确实认为，培养一种能够拥有股票而不感到烦恼的气质，那需要很长时间。烦躁的性格是长期表现的敌人。

巴菲特：如果你每天晚上睡觉前都想着股票的价格，那么在一段时间内，你几乎不可能在股票上取得好成绩。我的意思是，查理和我，我们思考的是它们的价值(而非价格)。但如果他们明天关闭证券交易所，我们会很高兴。就像电影《甜心先生》里一样，被经纪公司开除后，Dick Grasso 不高兴，Jerry Maquire 也不高兴。

而这根本不会影响我和查理。我们会继续卖砖、卖冰激凌、卖糖果、卖保险。你知道，很多人都有私人公司，而他们从来没有得到一个报价。我们在 1972 年买了喜诗糖果。从那以后，我们就再也没有关于它的报价。这会不会让我们想知道我们该如何处理喜诗糖果的股权？不，因为我们知道公司的业绩。所以你关注公司业绩没有错，而关注股票的价格像是一个炸弹，因为这实际上意味着你认为股票市场比你知道的更多。现在，如果你认为股市可能比你知道的更多，那么你不应该炒股。股市是为你服务的，而不是指导你的，所以你需要对价格和价值形成自己的想法。如果价格变得更便宜，你有资金，从逻辑上讲，你应该买更多，我们一直就在这样做。

坦率地说，我们犯错误的地方是我们关注价格/价值比，然后我们开始购买，然后价格上涨了一点，我们就退出不再购买了。你知道，就像查理提到的，我们差点在喜诗糖果上就这么做了。几年前，类似的错误发生在沃尔玛股票上，这造成了我们 80 亿美元的潜在损失，仅仅因为其价格上涨了。你知道，当我们购买的东西价格上涨时，我们并不高兴。我们希望他们跌下去，跌下去，跌下去，这样我们会继续购买更多，希望我们不会把钱花光。当然，那是另一回事。查理？

15、AAA 评级不会导致我们做任何蠢事

股东：嗨。David Anglin，来自密苏里州路易斯。谢谢你的周末，非常好。这里总是很有趣。根据《经济学人》(The Economist)的一篇文章，AAA 评级对再保险公司来说是非常重要的品质。瑞士再保险公司(Swiss Re)和慕尼黑再保险公司(Munich Re)失去了 AAA 评级。格宁再保险公司(Gerling Re)也是。伯克希尔的再保险业务会不会无意中暴露在更高的风险之下，因为它现在是一家主要的再保险公司，尽管它实行非常严格的承保纪律，但仍拥有 AAA 评级。

巴菲特：不，AAA 评级不会增加我们的风险，因为它不会影响我们的业务。它可能会影响我们的信用。我的意思是，从逻辑上讲，我们应该首先得到生意，最后才得到评级。我们是再保险公司，从现在起 5 年或 10 年后，

我们肯定会保证赔付。我的意思是，我们有合同，我们对很多截瘫患者承诺，他们指望我们在未来 50 年里仍向他们付款。那些坐轮椅的人，你知道，他们可能在吸氧，或遭遇各种各样的东西。他们仅仅依赖于一张小纸片，上面有我们的签字，上面写着我们将支付他们的余生。这对名字在上面的人来说非常非常重要。但这不应该导致我们做任何愚蠢的事情。AAA 评级只是意味着，关心未来承诺安全的人应该来找我们。

但我们完全没有理由因为慕尼黑或瑞士再保险失去 AAA 评级，就以任何不同于现在的方式承保。这只是意味着我们有更多的选择。过去一年或一年半时间里，很多公司都失去了 AAA 评级。我可以向你保证，随着这些公司失去 AAA 评级，我们在通用再保险的承保业务一直在大幅收紧，现在它需要收紧。通用再保险有很棒的承保文化，从历史上看，它在大多数年份都有这种文化，在我看来，它曾经有所偏离，但我认为现在它又回来了。所以我认为你不必为此担心。查理？

芒格：嗯，我当然希望我们是比慕尼黑再保险公司更好的保险承保商。

巴菲特：好吧，让我们不要指名道姓。(笑声)不，不，慕尼黑是个好公司。(笑声)

伯克希尔的规则是，我们按名字表扬，按类别批评。(笑声)

我确实认为慕尼黑是一家很好的公司，但坦率地说，他们失去了 AAA 评级，因为相对于账面价值而言，他们在股票资产方面风险敞口太大，我认为他们可能同意这一点。但他们在保险方面有非常强大和重要的地位。我们与慕尼黑再保险公司有很多业务往来，并将继续这样做。但顺便说一句，我们不会和其他人做生意。我的意思是，世界上有一些非常弱的再保险公司，如果发生重大自然灾害，或者发生重大金融灾难，在我看来，有一些再保险公司将无法赔付。我们对我们的事务管理的很好，所以我们总是能够赔付。

16、一直计划行使科隆再保险的购买期权

股东：早上好，先生们。我叫奥拉夫·海涅，来自德国。不出所料，我有一个关于德国再保险市场的问题，与前面的问题非常吻合。当你收购通用再保险时，我相信你也继承了科隆再保险的大量股份。在你给股东的上一封信中，你暗示一家大型再保险公司可能陷入困境，人们普遍认为是刚刚提到的格灵再保险公司。大约一个小时前你还提到，德国在保险方面有点拖后腿，(笑)如果我理解正确的话。

巴菲特：我不是那个意思，相信我。(笑声)

股东：好的，但这有助于表述问题。

巴菲特：好的，为了回答你的问题，我们假设是我说的——(笑声)——是的。但我没说出来。

股东：现在，通用再保险决定对另一家德国再保险公司科隆再保险公司的剩余股份行使看涨期权。我的问题很简单，是什么促使你这么做？

巴菲特：是的，这是个好问题。这是错误的报道——媒体有点误导。真正发生的是，我不知道是 6 年前还是 7 年前，通用再保险从控股股东那里获得了科隆再保险的一些股权，其余部分则是看跌期权和赎回期权安排。基本上这是一个分两步走的交易，但我不知道他们为什么进行这种分两步走的交易。因此，我们一直在考虑行使科隆再保险的股票期权。因为如果我们不行使，他们也会行使。我们买下了科隆再保险是既成事实。我们在六、七年前已经做出了决定，我们已购买了相当大比例的科隆再保险。当期权执行完时，我们最终将有大约 89% 的股份，但我们没有继续行权。我们现在这样做并没有什么新鲜的。我记得，看跌期权和赎回期权的安排，将从今年开始生效。因此，这是必须要开始行权的一年，而且我们是一直计划要做。在 2003 年我们对科隆再保险没有新的判断，也没有新的决定。它反映的只是 1996 年或 1997 年作出的一项购买决。科隆再保险是通用再保险不可分割的一部分。我的意思是，根据这份购买合同，我们一直都知道，我们最终将拥有 89% 的股份。几年前我们与通用再保险管理层坐下来达成协议的那一刻起，我们就一直在思考行权问题。因此，媒体暗示，今年发生的这笔交易中会有一些新的东西，但实际上并没有。

17、伯克希尔有可能回购，但可能性不大

股东：早上好——巴菲特先生。这是阿布舍克·达尔米娅(Abhishek Dalmia)，来自阿吉特·贾恩先生的土地，印度。

巴菲特：如果你在那里有更多像阿吉特这样的人，把他们送过来。我们需要他们。(笑声)

股东：对。我的问题涉及公司自由现金的分配。问题是，在什么情况下，伯克希尔会考虑将资金用于股票回购计划，而不是留着用于未来的收购？谢谢。

巴菲特：是的，这是一个很好的问题，我们在几年前讨论过这个问题。事实上，我认为我们 1999 年的年度报告是在 3 月 12 日周五晚上或周六早上发布的。就在这一天，纳斯达克创下历史高点，伯克希尔创下历史低点。第二天早上在互联网上我们说，我们可能会在这些价格水平上回购回购，但我们希望你们先拿到年度报告。但纳斯达克再也没有达到 5100 点的水平，伯克希尔再也没有达到 41000 美元左右的水平。

我们在 20 年前就说过，我们的偏好是收购企业，我们希望增加高质量的生意，让管理人员的素质与我们已经拥有的相当，并且价格合理。这是我们的首选。如果我们认为伯克希尔被严重低估，而且我们认为用这笔钱收购企业的可能性很低，我们会回购股票，我们可能无法回购大量股票，但只有在我们认为股票的售价明显低于内在价值时，我们才会回购股票。

内在价值没有什么神奇的数字。内在价值是一个范围。查理会说出一个与我所说的不同的数字，但如果我们现在把它们写在一张纸上，我们的范围会很相似。但它们不会完全相同。因此，我们会留下一个很大的安全边际，并希望在一个是明确的折扣下回购，对我们来说，希望是我们可能计算出的内在价值的较低水平。回购不是我们的首选。当我们可以为伯克希尔增加好的业务时，我们更愿意增加这类业务，我们喜欢这样做。但如果我们可以通过回购增加每股的内在价值我们将回购股票。我们已经向所有股东提供了关于价值的相关信息，这样我们就不会把任何东西强加给他们，他们拥有与我们相同的信息。

我认为这不太可能发生，我们不会在这样的时候找到机会来回购。但它未来可能发生，在 2000 年 3 月它几乎要发生了，然后事情发生了非常非常突然的转变。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

18、能源领域市场巨大，中美能源将继续增长

股东：早上好。我叫肯·戈德堡，来自马萨诸塞州的沙伦。您对中美能源公司的长期愿景是什么？具体来说，假设废除了《公共事业控股公司法》，您有兴趣收购的资产类型是什么，发电、输电还是配电类型的资产？

巴菲特：是的，中美能源已经是伯克希尔的重要组成部分。我想说的是，它很可能会变得更大。如果 1935 年颁布的《公共事业控股公司法》被废除，它将更容易变得更大。PUHCA 名字很好听。(笑声)它是 1935 年颁布的，以回应山姆·英苏尔(Sam Insull)等人在 1920 年代的所作所为。

但我真的觉得 PUHCA 现在已经很过时了，尤其是 68 年后。我认为我们为公用事业领域带来了一些东西。事实上，我认为我们在去年买进的公司，如果我们没有迅速采取行动，很可能有几家公司现在就会破产。所以不管有没有废除，我认为它有合理的机会被废除。但不管废除与否，现在已经很大的中美能源公司将会变得更大。它可能会变得更大。

现在，就我们将购买哪种资产而言，我们没有任何明确的偏好，例如，是否将是天然气管道、或者是否将是

国内公用事业、或者可以想象是我们感觉良好的某个国家的公用事业。我们会随着事情的进展来看待问题。我们随时准备行动。我想说的是，今年我们肯定会看到几笔大交易。我们是否能完成一件事取决于竞争，取决于卖家，以及诸如此类的一些事情。但中美公司会发生一些事情——你知道，不管是今年，还是明年，还是后年，我们都会有一些机会做一些有意义的事情。

而能源业务的本质是，需要大笔的资本投入。我的意思是，这些不是汽水摊，是数十亿美元的资产，所以这将是巨大的领域。我们有极好的管理，我们有两个经理人在经营，大卫·索科尔(Dave Sokol)和格雷格·阿贝尔(Greg Abel)，他们是很棒的企业家。

顺便说一句——我应该公开提到这一点，他们所做事情给伯克希尔带来了巨大的财富，而这与中美能源没有任何关系。他们在工作日、在周末花了大量时间和精力，把中美能源自己做不了、但伯克希尔可以的事情整合在一起。他们没有为此得到一分钱，中美能源也没有为此得到一分钱。因此，他们为伯克希尔所做的贡献，远远超过了他们作为中美能源经理人所做的贡献。所以这是一笔了不起的资产。(掌声)我们喜欢在他们的想法背后投入资金，你会看到一些事情发生。查理？

芒格：嗯，真正有趣的是，这个领域市场非常大。这是一个巨大的领域。现代文明需要的一样东西就是能源，所以如果没有更多的行动，我们会非常失望。

19、巴菲特宁愿付钱做喜欢的工作

股东：我是来自德国波恩的 Norman Rentrop。巴菲特先生和芒格先生，我要向你们表示感谢，并提出一个问题。感谢你们让我们股东与你们平等投资，伯克希尔几乎没有管理费，也没有绩效费。(掌声)当我把我持有伯克希尔的 10 年期间与一家私募股权基金进行比较时，我完全意识到了这一点。在同样的 10 年时间里，这家私募股权基金在扣除费用前的收益率为 19.8%，扣除费用后的收益率只有 11.2%。(巴菲特笑)现在我的问题是，早在 1950-60 年代你拥有一家合伙公司时，巴菲特先生，你要求并得到了每年 6% 以上收益的 25% 的绩效费。

巴菲特：正确。

股东：是什么原因让你们把绩效费换成了我们今天不收绩效费？给予比接受更有智慧吗？(笑声)

巴菲特：请再说一次。(笑声)

股东：您觉得从收取绩效费到不收绩效费的转变，是不是非常值得赞赏？这对你个人意味着什么？

巴菲特：嗯，我很感谢你所说的话。我会付钱让自己得到这份工作。我会为此付很多钱。为什么？如果我能和我喜欢的人一起工作，得到和他们一样的结果，并最终赚到许多钱，那我为什么要对他们做一些进一步的收费呢？当我在 1956 年开始这段合作关系时，我的生活状况发生了重大变化。我猜我的姐姐多丽丝(Doris)可能是这里唯一的原始合伙人。多丽丝，你能站起来吗？她于 1956 年 5 月 5 日加入，然后，那些人给了我钱。但那时我确实也需要钱。我确实得到了一个超额回报，我认为这是公平的。不过，我没有拿任何管理费。我从来没有收取过这个费用。今天，大多数经营对冲基金的人每年收取 1%的管理费用，然后再收取一定比例的利润。这不是我干的事情。1962 年后，我确实把所有钱都投进去了，这样一来，不利的一面就等于有利的一面。

但我一直觉得他们是合作伙伴。最初我们进入伯克希尔时，伯克希尔是由合伙公司拥有的。因此，如果我从伯克希尔公司拿了薪水，那么我实际上是在双重提成，因为我实际上就会在合伙人参与之前，从伯克希尔获得资金。坦白地说，当我掌管伯克希尔的时候，我已经赚了我一生所需要的钱。你知道，我宁愿和我的伙伴们得到同样的结果，也不愿我得到不同的结果。把它切换到伯克希尔不会有什么不同。也许有一天，它会让我的基金规模会变得更大。你知道，但赚更多钱那又怎样？我更喜欢我现在的的生活方式。查理？

芒格：好的，你提出了一个非常有趣的问题，如果你回头看，它有很多相似之处。安德鲁·卡内基(钢铁大王)总是非常自豪，因为他的大部分财富都是在没有从卡内基钢铁公司拿到任何薪水的情况下赚来的。约翰·D·洛克菲勒(石油大王)一生几乎不拿薪水。多年来，最初的范德比尔特(铁路大王)一直以靠分红生活、不拿薪水为荣。这是不同时代的共同文化。你意识到所有这些人都有成为创始人的心理，也许这就是影响沃伦的东西。

巴菲特：查理，是什么影响了你？查理也什么都不拿，所以——

芒格：我很高兴摆脱了根据业绩表现收取费用给我带来的心理压力。我想沃伦也是。如果你在与他人的关系中非常认真，而且你不喜欢让人失望，那么如果你得到了丰厚的绩效奖金，你将会遭受更多的痛苦。所以我认为这对我们来说是一个巨大的优势，所以我想我们应该感谢你。(掌声)

巴菲特：比尔·盖茨从来没有在微软拿过期权，他只拿很少的薪水。你会发现它很有趣。他接受低工资的唯一原因是，如果未来某个时候出现糟糕的一年，他希望能够在要求其他人削减工资的同时自己也同样接受降薪。这就是原因，他认为这微不足道。比尔是一个非常保守的人，但他只是认为某一年会有糟糕的一年。如果他要求别人削减 5%的薪水，他希望能削减自己薪水 90%。但他从来没有接受过微软的期权，我相信微软 CEO 史蒂夫·鲍尔

默(Steve Ballmer)也没有。他们和他们的股东一起致富，而不是靠股东致富，这是我们欣赏的态度。

20、对衍生品系统性风险的温和警告

股东：早上好。我是惠特尼·蒂尔森，来自纽约市的股东。当你采取我认为是史无前例的步骤，在《财富》杂志上提前发布年度信的一部分时，伯克希尔的忠实拥趸们议论纷纷，这封信主要关注衍生品的危险——你称之为“金融大规模杀伤性武器”。我有两个与此相关的问题，巴菲特先生，你能告诉我们《财富》杂志这篇文章是如何产生的吗？你是不是想引起人们对你强烈认为对我们的金融体系构成巨大风险的事情的额外关注？

第二个问题是给你们俩人的，虽然你们对衍生品发出了警告，但信贷市场总体上出现了大幅反弹。这是反映了投资者对这些系统性风险缺乏关注，还是由其他因素造成的？

巴菲特：第一个问题，我的朋友卡罗尔·卢米斯是《财富》杂志的编辑，同时也是伯克希尔年度报告的编辑。没有她我们就不能发布报告。我的意思是，她不仅是世界上最伟大的商业作家，也是世界上最伟大的编辑。因此，当我把报告交给她编辑时，她和我谈到对衍生品部分感兴趣，她希望它会有更广泛的受众，而不仅仅是在伯克希尔的年报。我认为，从伯克希尔的业绩本身来看，发布这篇报导，基本上与伯克希尔的业务没有任何关系。除了里面有通用再保险证券有参与衍生品的历史以外，不会以任何方式违背公平披露原则。所以把它放在《财富》杂志上的主要原因是我希望有更多的读者。

查理和我认为，在某个时候，也许在三年后，也许在五年后，也许在 20 年后，也很可能永远不会，会有一个很低，但不是微不足道的概率，衍生品可能会以一种主要的方式，成为一个系统性风险，也可能是由其他一些现象引起的。我们认为，随着衍生品变得越来越复杂，随着其使用的增加，问题会越来越严重。这一点市场没有得到充分的认识。因此，这是对金融世界的一种警告——我们希望是一种温和的警告，这些事情可能会非常麻烦。

当然，过去两年我们在能源领域也看到了这一点。它几乎摧毁了、或者说摧毁了某些本不该被摧毁的机构。我们也看到，在 1998 年，整个金融系统几乎瘫痪，特别是在信贷市场，你知道，仅仅是由于长期资本管理公司的交易行动——它不是完全基于衍生产品，但如果没有衍生产品就不会陷入那么多麻烦。

所以这是一个没人知道该怎么做的课题。查理和我不知道如何监管它，但我们认为我们有一些经验，看到了该公司在该领域的具体危险，我们认为我们对可能出现的系统性问题有一些了解。你知道，人们真的不会去想它，直到它发生。但在金融世界中，有些事情在发生之前最好想清楚，即使它们发生的概率很低。我们一直在思

考，伯克希尔面临低概率巨大风险的情景。我的意思是，我们不希望伯克希尔公司出什么大问题。因此，我认为，我们会考虑很多人没有考虑到的事情——只是因为我们担心这一点。

当我们想对大众说点什么时，我们首先想到的是世界金融体系的衍生品。我们在所罗门和通用再保险都有一些经验。查理是所罗门公司的审计委员会成员，他在审计委员会中看到了一些与交易本身有关的东西，尤其是衍生品，这让他想知道为什么世界上的人会做这样的事情。我会让查理详细说明的。

芒格：是的，在工程领域，人们对系统的安全性要求很高——核电站就是一个极端的例子。在金融领域，在衍生产品领域，似乎没有人在乎安全。他们只是让它不断膨胀、不断膨胀、不断膨胀，在交易的数量、交易的规模方向膨胀。而这种膨胀是由虚假账目所造成的，在这种账目中，人们假装在赚钱，其实他们并没有真正在赚钱。我认为这是非常危险的，我的看法比沃伦更消极：如果我再活 5 年或 10 年，如果我们没有遇到一些重大的打击，我会感到惊讶。

巴菲特：他们一直在宣传为系统的参与者剥离风险、为整个系统降低风险，有时是以一种相当突出的方式。我想说的是，我认为他们早就越过了降低系统风险的临界点，现在他们提高了风险。事实是，可口可乐公司无法承受他们所面临的外汇风险，或他们所面临的利率风险，以及所有这类事情。但当可口可乐公司开始裁员，而世界上所有其他大公司也开始裁员，虽然只裁减相对较少的员工，这也加剧了系统中存在的风险。

你根本没有摆脱风险，你只是把风险转移了，而且转移到了少数人身上。这些参与者之间存在巨大的相互依赖性，在某种程度上，央行和所有类似机构都容易受到这些机构弱点的影响。当查理和我在所罗门时，你知道，他们不喜欢我们提出警告，因此，我们没有这样做。我们规模太大了所以我们不能倒闭，但事实是，如果所罗门在那个时候倒闭，该系统其余部分的问题很可能会很严重。它们可能相当重要，谁知道它们会是什么。

当你开始将风险集中在高杠杆的机构中，并且这些机构与其他几个类似的机构有交集，它们都承担着同样的风险，交易部门都有同样的动机，因为它们可以获得越来越多的即时利润，所以他们从事越来越深奥的交易，这么做就是在自找危险。这也是我这次写这篇文章的原因。这不是一个预测，而是一个警告。

21、经理人是爱企业还是爱钱非常重要

股东：早上好，我叫 HoNam，来自加州旧金山。关于你如何评价你的经理人，我有两部分的问题。在你的年度报告中，你写道，伯克希尔拥有“从优秀到卓越”的企业，聘用“从卓越到卓越”的经理人，我们对此表示感谢。

当你聘用一名经理，或者评估你想收购的企业的管理团队时，你会寻找哪些品质？

你们中的一些管理者是企业家，他们在商业模式还未被证明时就开始白手起家，他们中的一些人接手时企业已经表现的很好。一位伟大的企业家与一位管理者有什么不同，后者可以很好地运营一家已经成立的公司，但可能无法从头开始创业，或无法改变商业模式，找出使得公司成功的办法？

巴菲特：是的，我们喜欢对自己的业务有激情的经理人。当我们收购一家企业时，我们必须问自己，"他们是爱钱还是爱企业？"如果他们喜欢钱，这没有什么错，但他们可能不会在一两年后继续为我们经营业务。

我认为一个不同之处是，创建自己的企业的人，即企业家，平均而言，会对这些企业有更大程度的热情，而那些几年前刚被聘入的人，他们往往认为自己在几年内通过转售企业而获利离开。

你会发现两个阵营都有例外。但我们很幸运地遇到了一些企业家，他们热爱自己的企业，就像我热爱伯克希尔一样。我的意思是，他们不会让任何事情发生在他们的生意上。你知道，他们会告诉我，如果他们在运营中搞砸了什么事情，请我不要插手。在某种意义上，他们知道自己是伯克希尔的一部分。但他们几乎是出于某种热爱，而把它们当作自己的生意，而我们就喜欢这样。你知道，当我们看到它(企业家热爱企业胜过金钱)的时候，我们就能发现它。我们也可以避免它。

我前几天刚收到一封来自一位投资银行家的邮件，内容是关于某人想要转售他们几年前收购的企业。虽然他们没有以某种方式篡改数据以提高出售的可能性，但你知道，这对投资银行家来说是一块肥肉。如果这对他们来说是一块肥肉，你知道，我该拿它怎么办？

所以，如果我们对他们对企业的热情做出正确的判断，他们就会继续经营。他们可能在银行里有很多钱，但他们将继续为我们经营企业，因为他们热爱这些企业。他们真的和我一样有动力。你知道，我对于我能拿多少钱都无所谓。在我的脑海里，我认同伯克希尔的表现。我真的不关心世界其他地方如何看待伯克希尔的表现。当我们几年前看起来业绩和股价的步调不一致时，这对我来说真的没有任何区别，只要我对伯克希尔的表现感觉良好。这就是我每天衡量我所做的事情的方式，不是通过观察股价，而是通过观察生意上发生的事情。

而我们有一群这样有激情的经理。在我看来，就经营业务而言，如果你能找到一种方法来衡量其中所包含的激情，我认为这个国家不可能有一家公司，能与我们在伯克希尔所管理的规模相媲美。随着时间的推移，这也许是偶然的，但它真的几乎是独一无二的。我认为它是独一无二的。查理？

芒格：嗯，思考最重要的是什么，是激情还是能力，这是非常有趣的。当然，伯克希尔到处都是对自己的事业有着特殊激情的人。我想说的是，也许激情比脑力更重要。

巴菲特：是的，如果他们有激情但不称职，他们就不会接触到我们。我的意思是，除非他们有能力，否则他们不会做好企业。但问题是，在某种程度上，他们是对钱有激情，还是对他们的生意有激情。他们都喜欢钱，他们喜欢钱的部分原因是，钱能让他们建立自己热爱的事业。但当我们开始为一家企业投入大量资金时，我们不会看到一个不称职但充满激情的经理。因为他们很久以前就在经营中被淘汰了，所以我根本不需要淘汰这些人。但我必须淘汰那些想要兑现一大笔薪水，然后离开去做其他事情的人。就像我说的，我们很幸运。

但我们确实看到很多很多的企业，是运营投资基金类型的人拥有的。很明显他们成为了股东，但他们增加了杠杆，他们在会计上玩了许多游戏。你知道，他们虽然进来了，但他们还是想卖掉它。有趣的是，这种收购通常都是由那些认为自己会继续做这样的收购的金融运营商做的。

* * * 下午场 * * *

开场白

巴菲特：好的。我们下午没有开场电影，所以我们马上开始。希望每个人都能找到自己的座位。CFO 马克·汉堡(MarcHamburg)建议我，一定要把上午可能没有说清楚的事情先说清楚。关于我们给你的第一季度的数字：首先，我们有 160 亿的现金或现金等价物，这是正确的。我们的税前承保利润为 2.9 亿美元。我可能说错的是，我们有 10.7 亿美元的税前经营收益。巧合的是，我们也有非常接近 10.7 亿美元的税后证券收益。我们的经营收益，不包括证券收益的话，是税前约 10.7 亿美元。

1、广泛阅读建立大脑数据库，等待会心一击

股东：奥利弗·格劳萨，来自奥地利维也纳。我的问题有两部分。因此，第一部分是，你如何获得一些优秀的投资理念，并取得如此成功？你看什么特别的报纸或行业杂志吗？还是参观公司的总部或任何子公司？你会使用哪些信息来源，比如书籍、价值线、标准普尔、穆迪、路透社、彭博、DataStream、公司年报、互联网等，来获得对一家公司的正确印象？

第二部分，如果你认为像《华盛顿邮报》、GEICO 保险或吉列这样的公司拥有非常有竞争力的产品，在你最终决定投资这家公司之前应该采取哪些步骤？你会阅读哪些出版物来获得对产品的最佳了解？还有公司的资产负债

表和损益表有多重要？非常感谢您。

巴菲特：谢谢。也许第一部分和第二部分是一个问题。(笑声)

我们读了很多书。我们阅读日常出版物、周刊或月刊、年度报告、10-K、10-Q。幸运的是，投资行业是一个知识可积累的行业。你在 20 岁或 30 岁时学到的一切，可能会在成长过程中有一些调整，但你学到的一切都会构建成一个永远有用的知识库。你知道，我读过很多书，查理也读过很多书，我们可能还会读很多书。但我读了很多 10-K，读了很多年报。40 年前，我和管理层谈了很多。我过去常常出去，时不时地去旅行，真正拜访的公司可能有 15 或 20 家。我已经很久很久没这么做了。我发现我们所做的一切，几乎都是通过公开文件找到的。

当我出价购买克莱顿房屋公司(ClaytonHomes)的时候，我从来没有拜访过这家公司，从没见过这些人。我是在电话里说的。我读过吉姆·克莱顿的书。我看了 10-K。我要了解这个行业的每一家公司，我看了所有的竞争对手。我试着去理解这个行业，而不是有任何先入为主的观念，而且有足够的信息来评估大量的企业。

我们不认为与管理层交谈特别有帮助。管理层经常想来奥马哈和我谈话，他们通常有各种各样的理由说他们想和我谈话，但他们真正希望的是我们对他们的股票感兴趣。那从来都没有用。在大多数情况下，管理层并不是最好的报告方。财务数字告诉我们比管理层告诉我们的要多。因此，我们没有花费很多的时间与管理层交谈。当我们收购一家企业时，我们会查看他们的历史业绩记录，以确定管理层的情况，然后我们想从个人角度评估他们，正如我之前所说的，他们是否会继续为公司工作。

我们不关心任何人的预测。我们甚至不想听到关于他们的情况、关于他们将来要做什么。我们从来没有发现这样的东西有任何价值。只需要一般的商业知识，那就是什么是有效的、什么是无效的。随着时间的推移，你会学习到很多东西。查理？

芒格：是的。你掌握的基础知识越多，我想你需要掌握的新知识就越少。这个游戏很像那个蒙着眼睛下棋的家伙。他对棋盘上正在发生和之前发生的一切都有记忆。因此，关于阅读什么出版物，我不知道，沃伦。我是不愿意放弃《华尔街日报》。

巴菲特：哦，你也不愿意放弃《布法罗新闻报》。

芒格：是的。(笑声)

巴菲特：但是你需要阅读大量的金融资料。事实上，《纽约时报》的商业版比 25 年前好多了。你会想读《财

富》，你知道的。你需要看很多年度报告。你真的需要在你的头脑中有一个数据库，这样你就可以通过看数字来判断你在看什么类型的业务。

"它被高估了"我们从不看任何分析师的此类报告。我的意思是，我不认为我读过分析师的报告，如果我读过，那是因为没有有趣的报纸。(笑声)我不明白人们为什么要这么做。外面有很多公开数据。

而且，投资的美妙之处在于你不必在每件事上都正确，这真正让投资游戏变得伟大。你不需要对世界上 20% 的公司或 10% 或 5% 的公司都是正确的。你只需要每一两年得到一个好主意。我曾经对马障碍赛非常感兴趣，我希望鲍勃·德怀尔还在这里。你可以赢得一场比赛，但你不能赢得所有比赛。你可以对一家公司做出一个非常有利可图的投资决定。

我讨厌被比较。如果有人给我标普 500 指数的所有股票，让我必须对它们在未来几年相对于市场的表现做出一些预测，那我不知道怎么做。但也许我能在那里找到一家我认为我有 90% 概率是正确的公司。这是股票投资的一个巨大优势，你只需要在你一生中很少的事情上是正确的，并且只要你不犯任何大错误。

芒格：有趣的是，至少 90% 的专业投资管理公司的思维方式和我们完全不同。他们认为，如果他们雇佣了足够多的人，他们就能更好地决定辉瑞或默克在未来 20 年是否会做得更好。他们认为他们可以研究每只股票，所有的 500 只股票，并拥有广泛的多样化。10 年后，他们将远远领先于其他人。当然，他们不会成功。

很少有人有这样的想法：只专注于寻找少数投资机会。

巴菲特：是的。你要等待「会心一击」。泰德·威廉姆斯(Ted Williams)在一本名为《The Science of Hitting》的书中写到了这一点。他说，要成为一名优秀的击球手，最重要的事情就是，要等待最佳击球点的投球。我总是说，要想成为一个好的商人，获得良好声誉的方法是收购一家好的企业。(笑声)这比接手一桩糟糕的生意，然后展示你在这方面有多出色要容易得多，因为我很少看到有人这么做。

2、混乱的市场可能创造巨大的投资机会

股东：下午好。大卫·温特斯，新泽西的山地湖。再次感谢您举办伯克希尔周末。真是太棒了。现在的利率是两代人以来最低的。总体而言，股票估值仍然很高。伯克希尔拥有可观的自由现金流、短期债券投资组合，而你是低市盈率、高质量私营企业和少数股票的买家。假设应对经济衰退的刺激性经济政策最终会导致利率上升，或许还会导致股票价值下降，那么伯克希尔似乎很有可能从中受益。你会对此发表评论吗？另外，你们双方是否担

心投资者对伯克希尔的企业集团结构理解不足，从而对股票定价不当？

巴菲特：首先回答第二个问题，我们希望后者不是真的，因为我们尽了最大努力来解释。我的意思是，我在年度报告中写了 14000 字，这导致我的某些家庭成员问我是否按字数获得回报。(笑声)我们希望你们能理解伯克希尔，这就是为什么我们要开这种会议，这就是为什么我们要花很多时间写年度报告。我们试图从你的角度告诉你一些信息，我们假设我们和股东的位置是相反的。我们认为，阅读年报必须对商业和会计有一些了解，但如果不了解，那阅读年报就没有什么帮助，特别是在帮助他们理解我们的经营业务方面。这是真的。如果他们对此有一些了解，我们已经向他们提供了，如果查理和我是股东所需要的信息，以便我们对伯克希尔公司估值有一个粗略的想法，我们希望股东了解这一切是怎么回事。你知道，伯克希尔有很多公司，但你是否了解每一家公司的细微差别并不重要。在许多情况下，对所发生的事情进行总体分析就足够了。

就我们如何定位而言，你知道，我们有 160 亿美元的现金，不是因为我们想要 160 亿美元的现金，也不是因为我们预计利率会上升，或因为我们预计股票会下跌。而是因为我们没有看到任何东西，能让我们想要放弃持有这些现金，我们觉得我们的现金已经够多的了。但我们会投资出去的，我们在一个周一的上午在合适的业务上进行了投资。如果我们能找到我们喜欢的股票，或者如果我们能找到我们喜欢的垃圾债券，我们也会投资。就像去年就找到了一些垃圾债，但今年根本找不到，因为价格发生了巨大变化。

所以，我们从来没有真正的定位过自己身处何处。当我们每天来到办公室的时候，我们只是想做最聪明的事情。如果没有什么明智的选择，现金是默认的选择。查理？

芒格：就未来的机会而言，问题是，未来是否有可能出现像 1973-74 年或 1982 年那样的机会？我想，即使是出现股市普遍令人垂涎的时候，沃伦和我都很有可能活不到那一天了。如果是这样的话，伯克希尔就不会有很多不需要动脑筋的机会了。我们将不得不以我们最近一直在做的方式继续前进，这并不是很糟糕的。

巴菲特：但这不是不可能的，我们会得到一些令人垂涎的机会。你永远不知道在市场会发生什么奇怪的事。随着时间的推移，市场的表现将令人难以置信。你提到了利率，你知道，在日本，10 年期债券的收益率为 0.625%，还不到 1%。我不认为 20 年前在我们的年会上有任何人——当然包括查理和我自己，谁会想到一个运行着巨大的赤字的国家的 10 年期债券，会以 0.625% 的利率出售。我是说，你会这么说吗，查理？(笑)

芒格：我可能会的。但奇怪的事情发生了。

巴菲特：奇怪的事情发生了。

芒格：但对投资者来说，这种情况发生在日本也可能发生在美国。这不是不可想象的。我们可能会在相当长的一段时间里，那些普通的、聪明的、分散的普通股投资者，在使用昂贵的付费顾问后，表现也不会很好。

巴菲特：但你可能会说，如果我们警告过的、也不希望发生的事情在衍生品中发生，这可能会在某些领域为我们创造巨大的机会。你知道，这很可能不会对社会有好处，但它很可能最终对我们有好处，比如你遇到一个混乱的债券市场。去年垃圾债券市场有些混乱，因为有很多垃圾债券的发行速度远远超过了投资它们的资金的流入速度。今年的情况正好相反，你有大量资金涌入垃圾债券基金。大约每周 10 亿美元，这改变了整个价格形势。世界并没有改变太多。只是混乱让市场转向了这些工具。

3、内在价值非常模糊，必须将未来竞争导致收益下降纳入分析

股东：你好。保罗·托马西克，伊利诺伊州桑顿。我想回到格雷厄姆和价值投资模型这个话题上来讨论。关于你，查理和格雷厄姆，有趣和特别的是他们的自律。难以置信的自律。如果你看着这个模型，并试图思考如何呈现它来教别人自律，我认为你必须在两个方面对它进行微调。这就是我想让你评论的。

首先是内在价值。人们一直在讨论如何计算内在价值。但在实践中，我认为你会发现一个数字，保证低于内在价值，有 99% 的可能性。一个经典的例子是在 2000 年，你说你会在 4.5 万美元的时候回购股票。你不是说伯克希尔的内在价值是 4.5 万美元。你说的是明显更多。任何以低于 4.5 万美元的价格买下它的人都对你心存感激。

另一个方面是模型中隐藏的假设。假设一旦你发现了一只价值型股票并购买它，需要其内在价值未来不会下降。这是分析的第二部分。因此，即使你发现了一只价值型股票，你仍然没有做完所有的工作。你需要分析，内在价值在未来是不是会下降。尤其是公司管理层损害内在价值的行为非常常见。这在伯克希尔没有发生过，尽管我不想对此发表无保留的评论，因为我看到你们正在重新调整管理，所以我们不知道有多少内在价值消失了。所以，如果你能评论这两件事。你计算的内在价值，是一个绝对正值吗？也就是方程中的求出的数值？即使你发现一只股票的卖价低于内在价值的下限，你还会做第二部分的功课，分析内在价值在未来会下降吗？谢谢。

巴菲特：是的，如果我的体重轻 20 磅左右，我会觉得自己更有资格谈论自律，(笑声)但是目前我们将忽略这一点。你问题的第二部分，关于内在价值未来是否会下降。实际上，如果你计算的内在价值反映了未来现金流的折现值，那就应该考虑到这样一个事实，即某些企业未来的盈利会比现在少。这并不是说它们的内在价值会下

降，因为你现在就应该把它纳入你的计算中。但是，正如我们过去多次指出的那样，内在价值非常重要但也非常模糊。在我们认为概率最高的业务中，我们尽最大努力使得我们的预测具有相当高的可能性，这就排除了各种各样的公司。这挺不错的。

我们会说它是一种类似于天然气管道的东西。在管道中出现大惊喜的可能性应该相对较小。这并不意味着他们的是零，但他们相对较小。现在让我们假设你有一条天然气管道，要么天然气供应将减少，要么有竞争性的管道存在，它们可能会试图夺走你 10 年前签订的并在两年后到期的合同，因此你将不得不降价。我会说，两年后，当你不得不降价时，内在价值并没有比今天下降，前提是今天你是否正确地计算了它，并考虑到未来的利润率将低于今天这一事实。我们最近查看了一条管道，我们认为他们将很容易受到竞争价格压力的影响——因为存在通过其他管道向其市场输送天然气的替代方式。计算过程并没有不同，但计算结果是完全不同的。就管道业务而言，管道是将天然气从一个市场输送到另一个市场的低成本方式，并且管道仍将是低成本的运输方式。但事实并非如此，如果计算得当，你可以预测未来运营年份的价格的下降，你不会等到你到了那天才去预测它。

你知道，查理有一点很出名——他说他只想知道他会死在哪里，所以他永远不会去那里。(笑声)

这是商业预测的一部分。我的意思是，我真的从来没有看过投资银行家的报告。我希望有一天能看到一家这样的公司，即使当我看到它提供的业务的收益在下降时，我仍能坦然接受。许多企业的收益下降了，它们最终会下降的。但我看到了很多的无稽之谈，他们在报告里计划了未来 10 年里，企业的收益总是上升。这不是真实的世界。你必须分析业务，有些业务将面临巨大的竞争压力，而这些压力在今天并不存在。我们在 Dexter 鞋业犯了这个错误，我们收购了一家税前盈利 4000 万美元左右的企业。我们认为未来会和过去一样好，可我们错得不能再错了。所以，这种认为未来不会存在竞争的预测是严重错误的。你知道，竞争是生意的一部分。

我会告诉你，财富 500 强中 20% 的企业 5 年后赚的钱可能会比现在少很多——但我不知道是哪 20%。这就是比赛的意义所在。计算出这些未来的现金流可能是什么，当你觉得你不能在这方面做出合理的估计，你就要去看下一家公司。查理？

芒格：是的。我们有这种简单、老式的纪律，沃伦将其比作 Ted Williams 在等待一次会心一击。我不了解沃伦，但如果你对我说，“查理，你可以像其他人一样从事理财业务，你可以按照指数来衡量你的表现，让顾问来选择那些正在向委员会评估你的顾问……”我会很讨厌这样。我会把它看作是被戴上了枷锁和桎梏，正是这个体系阻

碍了我传递价值。沃伦，你对此有何感想？

巴菲特：我们不会这么做的。事实上，我们从来没有做过。当我在 1956 年 5 月 5 日成立合伙公司时，我给七个有限合伙人分发了一份叫做《基本原则》的东西。然后，我说，"这些是我能做的，这些是我不能做的。还有一些事情我不知道我能不能做，但也许我能做。"这段《基本规则》其实很短。但是一旦你开始做一些你知道你不能做的事情，最终会导致问题。如果有人告诉我，我必须跳 7 英尺高，我们会把它降到 4 英尺。(笑声)

如果有人告诉我，在日落之前我会被枪杀，我会立刻冲出去买一件防弹背心。(笑声)

芒格：是的，一般的资金管理体系要求人们假装他们能做一些他们不能做的事情，并假装喜欢他们实际上不喜欢的事情。我认为这是一种可怕的生活方式，但回报很高。(笑声)

4、房地美房利美和系统性衍生品风险

股东：嗨。我是来自堪萨斯城的约翰·戈洛布。我有一个关于衍生品的后续问题。在媒体聚焦于你年度信中的评论后，房利美负责人站起来说，好吧，巴菲特先生的批评不适用于房利美，因为，首先，我们有市场定价的、简单的衍生品。其次，我们需要衍生品来防范利率风险。我想，考虑到 80 年代储贷行业的情况，这似乎是合理的。所以第一个问题是，你对雷恩斯先生的反驳是什么？我第二个问题是关于你对衍生品和系统风险之间联系的担忧。房利美和房地美在这个问题上扮演了特别突出的角色吗？谢谢。

巴菲特：是的。我很尊重弗兰克·雷恩斯。我认为他在房利美干得不错。我不太了解情况。正如你所提到的，问题在于像房利美或房地美这样的机构，或者过去的储贷机构，在匹配(或接近匹配)资产和负债方面存在这个问题，这是抵押贷款工具固有的问题。他们之所以会有这个可怕的问题，这在许多机构中都存在，是因为抵押贷款工具的可选性。在抵押贷款工具中，特别是随着时间的推移，如果你买了一笔抵押贷款，或者你向别人放出抵押贷款，如果它是一笔糟糕的交易，你将持有其 30 年；如果它是一笔好的交易，那么你却只持有其 30 分钟。

买家——也就是办理抵押贷款的人，以随时以相对较低的成本取消交易。随着时间的推移，公众对此越来越敏感，所以他们更快地为很小的利差进行再融资。

很多年前，在加州有一种叫做"转售即还"的条款(due-on-sale clauses，抵押人若在抵押期间将抵押楼房转售，则其所欠的借款会自动实时到期，必须立即偿还)。因此，缩短抵押贷款预期期限有很多方法。

但这是一个根本性的问题，当你以一种非常长期的方式操作借来的钱时——这就是标普所做的、房利美和房

地美所做的，你有这种非常长期的工具，但它也可以是非常短期的。如果它变得对你有利，利率下降，你会想要保持这个状态；或者，如果利率上升，而没有人愿意再融资，它就会变得非常长期。在这种情况下，如果你经营一家大型机构，或者是一家规模较小的机构，但它的杠杆率很高，你就会想方设法使负债期限尽可能地与资产期限相匹配，并采用各种方法来保护自己免受交易对手(实际上也就是你的资产)的影响。那不容易做到。

房利美和房地美以及其他机构，试图通过各种类型的衍生工具，以及通过他们自己发行的债务等等其他东西来实现。他们非常聪明，他们做到了，比查理和我做得更好。但本质上，这不可能是完美的。

在某些情况下，你会得到和你想象很大的差距，这是你在金融市场上担心的事情，它并不经常发生，但真正摧毁人们的事情是学者们所称的六西格玛或七西格玛事件，他们觉得这些事情基本上是不应该发生的。而西格玛是一种描述它们在任何给定时期内发生的概率的方法。金融市场并不适合在此基础上建立模型。你知道，他们大部分时间都这样，直到它不起作用。当它不起作用的时候，混乱就开始了。金融市场中发生的六西格玛事件，或者说理论上的六西格玛事件，比任何概率曲线研究所能得出的都要多。当你有缺口或不连续性时，当市场关闭时，不管是什么，这些都是导致机构倒闭的原因。

在我看来，无论如何，如果危机发生的话，衍生工具都会加剧危机发生的可能性和破坏的程度。再说一次，我们不认为我们能从数学上告诉你这类事情的概率是多少，我们认为，如果有人告诉你，那是在开玩笑。有对冲基金的经理坐下来告诉我，他们有 28% 的概率在 30% 到 40% 之间，得出所有这些确切的数字。如果有人想出金融方面的确切数字，那就小心了。所以，我想说的是，如果我在管理房利美或房地美，我会试着去接近真相，我会想要非常清楚那里发生了什么，我会了解我面临的风险这个基本问题。我可以向你们保证，弗兰克·雷恩斯非常了解他的资产的潜在可能。如果我是通过衍生工具或其他工具来做这件事的，我会努力将这种可能带来的麻烦降到最低。然后，我会非常担心交易对手是谁，因为任何时候如果有人承诺，如果你发生了可怕的事情，他们会付给你一大笔钱，你最好非常确定他们能够付钱而且会付钱，因为发生在你身上的可怕事情可能会给他们带来可怕的事情。你知道，这在保险行业时有发生。这就是为什么可收回的再保险是一项危险的资产(临时再保险)。

这将发生在衍生品市场。当长期资本管理公司在一种资产上遇到麻烦时，他们会在很多资产上遇到麻烦，而与他们做生意的其他人也会在同样的事情上遇到很多麻烦。这就是为什么美联储介入了他们从未想过会介入的事情。他们的介入本质上是一种解决办法，顺便说一句，这可能是正确的做法。但对一些鲜为人知的对冲基金来

说，在那之前，世界上几乎没有人听说过它们，它们已经开始威胁到美国金融体系的稳定。查理？

芒格：嗯，我认为你指出交易对手方风险的说法是正确的。我的猜测是，房利美和房地美都相当聪明，他们考虑了很多不同的情况，如果所有的交易对手都付款，他们就会没事，或者接近没事。我敢打赌，他们也会考虑交易对手支付的比我们估计的价格更低的可能性。我认为，很多交易对手的行为方式比房利美和房地美危险得多，而且，交易对手可能会因此陷入麻烦。他们可以将这种麻烦转化给那些认为自己已经对冲了风险的人。

巴菲特：抵押担保机构也是如此，它们承担了部分风险。房利美和房地美是非常复杂的机构。但如果你过于依赖他人，在金融历史上的某些时期，**世界上所有复杂的东西可能都救不了你，最好的办法是依靠自己的资源。**在伯克希尔，这基本上就是我们的经营方式。也许这样更安全，但是，你知道，查理和我已经够有钱了。我们可不需要彻夜焦虑。

5、伯克希尔没有很大的货币风险

股东：我的名字是 Joseph Lapray。来自明尼苏达州明尼阿波利斯市。谢谢你给我这个提问的机会。在去年的会议上，芒格先生发表了一段评论，大意是，美元有一天可能会发生类似于阿根廷货币最近发生的崩溃，这是不可想象的。我担心的是，如果美元相对于外币的价值暴跌，伯克希尔的保险业务可能会发现自己不得不为替换以大幅升值的外币计价的资产买单。我有两个具体问题。首先，伯克希尔是否有办法保护自己免受可能的货币崩溃所引发的通货膨胀的影响？第二，你对个人投资者如何保护自己免受货币风险有什么想法吗？谢谢。

巴菲特：是的。我先请查理评论一下，他说的是不是跟这位先生去年说的完全一样。

芒格：嗯，我没有预测美国会像阿根廷一样下地狱。(笑声)我的预测是，根据过去和最近的经验，这里可能会发生各种不可想象的事情。总的来说，伯克希尔的负债是以美元计价的。我们根本没有巨大的外汇风险敞口。

巴菲特：你知道，我们至少有几十亿美元，以其他货币计价的负债，但我们也有非常多这些货币的资产。因此，我们不会日复一日地考虑欧元资产与欧元负债的匹配问题。但总的来说，我们也不会偏离正常轨道。我的意思是，我们在世界各地没有很多其他货币的负债，它们只与美元资产相匹配。我们的大部分资产和负债，绝大多数，将以美元计价。但是你知道，我们将会有几十亿欧元的债务，以及对应的的资产。因此，我们的规模不大，我们在伯克希尔没有很大的货币风险。

现在，如果你谈论美元的价值急剧下降，你知道，如果我们有大量的美元资产，我们都面临这种风险。我个

人并不担心美元相对于其他货币贬值太多。但我认为，在未来 20 年或 30 年的某个时候，这个国家可能会再次出现严重的通货膨胀。世界上的其他国家也可能出现这种情况。在许多其他国家，这种情况可能比在美国发生的可能性更大。但通货膨胀对一个经济体来说始终是一个潜在的危险。我总是认为通货膨胀在任何时候都处于待机状态，特别是就人类的行为而言、就立法机构和政府的行为而言，它总会有卷土重来的原因。因此，我认为，在未来 20 年或 30 年的某个时候出现高通胀的可能性并不低。我希望这不会发生。查理？

芒格：嗯，**从长期来看，几乎所有货币都会完蛋**。换句话说，它是一种产品，就像罗马帝国的货币，它叫德纳留斯还是什么？只是到目前为止，你拿着的是英镑美元。如果你想想在 200 年后，美国的一些政客会毁了货币吗？我想答案是肯定的。但我不会预计在不久的将来会发生什么可怕的事情。但如果情况真的恶化，阿根廷就会开始没收股东的财产。如果这种情况开始发生，而政府正在这样做，我们可能无法保护你。(笑声)

巴菲特：在我看来，这听起来像是一种紧张的笑声。(笑声)

6、收购机会像滚雪球一样不断增加

股东：嗨。我是来自印度的 Gautam Dalmia。先生们，如果让我把你们带回投资生涯的起点，我想潜在的收购机会会更难获得。我想问你们的问题是，你们如何确保有足够好的交易机会，可以从中进行选择？第二个问题是，伯克希尔的子公司没有退休金制度，这对留住和激励作为高级管理层潜在接班人的员工有何影响？

巴菲特：关于交易流程的第一个问题。这是一个我不太喜欢的术语，因为确切地说，我们不认为他们是交易。这有点过于强调买什么，卖什么了。但我们确实喜欢收购机会。实际上，这只是为了让我们在应该接到电话的时候接到电话。这类公司并不多，因为我们讨论的是规模较大的企业。我们说的是热爱自己事业的业主。

这种情况偶尔会发生，但一年可能会发生几次。我认为在现在的美国，我们接到的电话占我们应该接到的电话的比例相当合理，但在 20 或 30 年前却不是这样，当时我们没有任何消息，因为我们更多地被视为一家上市的证券公司。我们只是没有那么出名。

很明显，它是自食其力。如果我们收购的公司，而我们收购它们的人对这笔交易感到满意，你知道，我们将听到更多人的电话。我们在 1983 年买下了第一家家具店。这真的导致了另外四笔交易，因为第一笔交易中的人很高兴，他们与我们讨论了第二笔交易。然后第二笔交易里的人很高兴.....所以，你知道，这就像复利，查理总是把复利描述为，"在一个非常大有湿雪山坡的山顶上，从一个雪球开始，然后让它滚向山下。"收购业务有点像这种情

况。我们已经走了大约 38 年了，从雪球的长度来看，这是一座很高的山。到目前为止，它的速度非常快，大小也很合适，还能吸引大量的雪。这对我们来说很好。

在美国之外，我们似乎不在雷达屏幕上，所以我们似乎没有太多的收购机会。但我们在美国已经够多了。这不是一种常规的活动，在某种意义上，我可没有一周一次的收购机会。你知道，我可能一个月都听不到一个收购机会。但那些我们想要听到的，我想大多数，我们现在都接到了电话。我认为我们现在接到的电话比例比以往任何时候都要高。你知道，这都是好事。如果我们能在这个国家之外做同样的事情，这也将是一个加分项。但这个国家是个大市场，我们会试着进一步把伯克希尔传播的更远。查理，另一个问题是什么？

芒格：他谈到了一些交易流程，有一个普遍的假设，那就是你坐在桌子后面，人们带来了一个又一个绝佳的机会，你最终从 100 个机会中选择了两个，这肯定很容易。在过去两三年里，这一直是风险投资界的态度。我们早期没有这些，我们在寻找自己的证券。我们只是看了看公开市场上有哪些证券。当我们开始收购公司的时候，肯定有超过 20 年了，我们每年收购的公司不超过一家或两家。

巴菲特：是的。收购相当少。我们当时也没有钱进行大规模的交易。当我们以 400 万美元的价格收购联合零售公司时，当我们收购科恩商场时，这对我们来说，是一笔大交易，我记得，当时我们必须借入 600 万美元来收购。而国民保险公司是 700 万，国民火险公司是 170 万。我的意思是，那是我们在那些日子里唯一能做的。所以这个雪球是在下山的过程中滚起来的。我们希望还有很长的坡和很多很湿的雪，我们正在寻找。

芒格：但公平地说，我们一直在寻找这些机会。我们不是坐在办公桌后面，等着某个佣金推销员进来，给我们机会签上我们的名字。我想不出我们早期买的任何东西是这样的。沃伦，你去找了杰克·林沃尔特？

巴菲特：好的，杰克·林沃尔特，国民保险公司的经理人，在座的有些人知道，杰克是一个非常有趣的人，也是我的一个朋友。杰克每年都会有 15 分钟想卖掉国民保险公司。因为有些事会让他发疯，比如一些索赔之类的事情。(笑声)所以，每年他都会有 15 分钟想要卖掉公司。我的一个朋友查理·海德(CharlieHeider)今天可能也在这里，每年都会花 15 分钟跟我讨论杰克发疯的现象。(笑声)我告诉海德，如果你发现了他处于这个特殊的阶段，请告诉我。有一天，他打电话说，"杰克准备好了。"(笑声)我说"好吧，让他过来。"于是，他在中午来了，我们在 15 分钟之内达成了协议。(笑声)这绝对是真的。这是一个很吸引人的故事，我们真的在 15 分钟内就做成了。虽然杰克做了这笔交易，但他真的不想这么做，而且他还想一度反悔。在我们握手之后，他对我说，"好吧，我想你需要

审计过的财务报表。"如果我同意了，他会说："那太糟糕了。我们不能达成协议。"(笑声)所以，我说，"我不想看审计过的财务报表。它们是交易中最糟糕的。"(笑声)然后杰克对我说，"我想你会想让我把我的保险中介公司也卖给你吧？"我说，"杰克，在任何情况下我都不会买这些中介公司。"我想让他卖掉这些机构，但如果我同意了，他会说，"好吧，我做不到，沃伦，我们一定是误解了对方。"所以，我们继续这样了三四个回合。最后，杰克放弃了，把公司卖给了我。他是一个值得尊敬的人，我认为他真的不想卖。但在 19 日，我们在海德的办公室见了面，我想，道格拉斯和杰克大约晚了 10 分钟才拿到国民保险公司的 700 万美元。他迟到了大约 10 分钟，因为他在找停车计时器，上面还剩几分钟。(笑声)那时我就知道他是我喜欢的类型。(笑声)

芒格：但无论如何，这个过程并不容易。实际上，任何交易，只要你坐在桌子后就有美妙的交易流程和体验，那么你就处在一个非常危险的位置上。

7、没有电信股票，但可能有其垃圾债券

股东：先生们，我的名字是吉姆·麦克斯韦。我来自内布拉斯加州的奥马哈。我想知道，现在电信行业有没有什么东西吸引你，或者有没有什么特定的公司吸引你？更重要的是，我想问一下环球电讯公司。他们现在在破产法庭。美国军方使用它们进行通信。有两家公司想从破产法庭买下他们的资产。一家是中国公司。一家是来自新加坡的公司。美国政府说不行，他们不想让中国控制环球电讯的资产，主要是因为军事安全。上周，这家中国公司退缩了。新加坡公司已经介入并表示，"我们将购买 80% 的股份，而且现在可以买到了。"但是，如果这笔交易通过，环球电讯公司将不会落到美国人手里。我担心的一部分是，如果这个买家的关系是友好的，他们愿意在一起，我可以看到一种可能性，新加坡公司以后会把它的部分卖给中国公司。你有没有考虑过从破产法院买下资产，这将是一次大甩卖？如果没有，为什么不？我认为这对伯克希尔有利。此外，这对美国和未来几代人都有好处。我建议这是你们的公民义务，先生们。(笑声)

巴菲特：嗯，我希望我不会因为没有这样做就离开而被逮捕。(笑声)坦率地说，我根本不知道如何评估未来的电信公司。这并不意味着我完全不明白他们在做什么。我大概对他们的工作有一点了解。但就预测该行业未来的经济前景而言，比如这个或那个玩家在未来 5 年或 10 年后看起来会是什么样子，我根本不知道。我认为，看起来三四年前认为自己知道的人也不知道，我可以补充，但那是另一个问题。查理，你对电信业务了解多少？

芒格：比你少一点。(笑声)

巴菲特：他有麻烦了。(笑)我们没有任何想法。你知道，如果你拿出一个名字，南方贝尔(SBC)，威瑞森 Verizon，我不知道 5 年或 10 年后这些企业怎么会合并在一起。我的意思是，我知道人们会在 5 年、10 年、15 年或 20 年后嚼着箭牌口香糖，吃着好时巧克力棒或士力架巧克力棒。他们会用吉列刀片，他们会喝可口可乐。随着时间的推移，我对每一家公司的盈利能力都有一些想法。

我完全不知道电信是怎么发展出来的。我不会相信任何告诉我他们知道的人，因为，你知道，五年前他们会告诉我什么？所以，这只是一个我不懂的游戏。有各种各样的事情我不明白。比如，我不知道可可豆明年会做什么。我是说，如果我这么做的话，很多事情就会简单得多。如果我了解可可豆的情况，那么我就可以把我所有的钱都投资在可可豆上，这比在伯克希尔经营一大堆生意要简单得多。而且，我不担心我不知道的事情。我担心的是对我所知道的事情的确定程度。而电信不属于这一类。

芒格：大多数情况下，伯克希尔公司在其历史上购买了几十家几乎不会失败公司的普通股。但有时，伯克希尔只是进行了一场明智的赌博，虽然失败的可能性很大，但成功的可能性更大，因此这场赌博值得一赌。我认为，公平地说，到目前为止，电信属于这一类。

巴菲特：是的。我们可能会买一些垃圾债券。事实上，我们在几个行业都有投资垃圾债券。但正如我在年报中指出的，我们预计垃圾债券会出现亏损。我们预计，在考虑了所有的可能性后，我们将有一个体面的结果，也许比体面更好。但我们预计会有损失，因为我们所打交道的机构已经证明，它们在运营中没有很大的安全边际。有时，我们要处理的是非常可疑的管理层。

我想说的是，在环球电讯的历史上，你曾有过这样的经历，尽管现在投资并不依附于资产。但通常在这个领域，当人们的杠杆率很高时，有时他们会受到诱惑去做一些本来不会去做的事情。显然，这在垃圾债券领域已经发生了，而且永远都会发生。但这正是我们预计会有重大损失的原因，而实际上，我们有过损失但损失并没有那么大。相信我，我们还没有看到垃圾债券的最大损失。但我们也会从它们中的一些身上赚到很多钱。这是一个不同的领域。这就像是一个承保产品不合格风险的保险人，虽然有更多的事后赔付，但你仍可以收取保费，这样就可以了。但一般来说，当我们收购企业时，我们希望购买优质“风险”。我们不想买下 100 家企业自己经营，其中 15 家一无所有，其他 85 家将负责善后。这不是我们经营伯克希尔的方法。



1877 年，电话之父亚历山大·贝尔基于自己的发明，注册成立了一家公司，并将其命名为贝尔电话公司。

1885 年，贝尔电话公司专门成立了一家做长途电话业务的子公司，取名为美国电话电报公司 AT&T (American Telephone & Telegraph)。

1925 年，AT&T 华特·基佛德收购了西方电子公司 (Western Electric) 的研发部门。在这个部门的基础上，成立贝尔电话实验室公司。

1984 年，美国司法部依据《反托拉斯法》拆分 AT&T，分拆出一个继承了母公司名称的新 AT&T 公司 (专营长途电话业务) 和七个本地电话公司 (贝尔七兄弟分别是：大西洋贝尔、西南贝尔、西部贝尔、太平洋贝尔、南方贝尔、亚美达科和纽新公司)。通话价格到 1980 年代末已下降了 40%。

1995 年，负责制造交换设备的西方电气公司独立出来，成为朗讯公司。

1995 年，西南贝尔改名为南方贝尔 SBC 公司。

1997 年，SBC 公司成功兼并位于旧金山市的太平洋贝尔。

1997 年，贝尔大西洋 BNTR 公司收购 NYNEX 公司，成立亚特兰大贝尔 BellAtlantic 公司。(NYNEX 公司由新英格兰电话电报公司 NETC 和纽约电话公司 NYNY 组成)。

1999 年，SBC 公司兼并美国中西部的亚美达科。

2000 年，亚特兰大贝尔 BellAtlantic 与 GTE 独立电话公司合并成立威瑞森公司 (Verizon)。

2002 年，康卡斯特 Comcast 斥资 475 亿美元收购 AT&T 广播电视系统的所有资产。

2004 年，Sprint 以 350 亿美元巨资收购 Nextel，成为美国第三大移动运营商。

2005 年，SBC 收购了 AT&T 之后，继续保留了 AT&T 的名字。

2006 年，完成对南方贝尔并购，耗资 860 亿美元。

2006 年，朗讯被法国阿尔卡特以超低价收购，成立了阿尔卡特朗讯。

2015 年，阿尔卡特朗讯被诺基亚收购。原公司的信息处理子公司，被独立出来，成为 NCR 公司。贝尔实验室一拆为二，一半归了朗讯，另一半改名为香农实验室。

2015 年，威瑞森通信公司 Verizon 宣布会以每股 50 美元或总价 44 亿美元收购美国在线 AOL。

2018 年，AT&T 又以 854 亿美元的价格，收购全球第三大无线电视、影视制作及娱乐公司时代华纳，震惊全球。

2020 年，美国第三大无线运营商 T-Mobile 265 亿美元并购第四大运营商 Sprint。))

8、购买 Level3 的可转换债券是"押注于人"

股东：我叫皮特·班纳，来自科罗拉多州的博尔德。首先，巴菲特先生和芒格先生，我们大多数人都认为你们是我们的英雄，为此感谢你们。(掌声)考虑到您对技术的普遍厌恶，我想问是什么促使您投资 1 亿美元于 Level3 通讯公司的可转换债券？如果我可以问第二个问题的话，那我想知道，你是否仍然认为可口可乐是你曾经描述的那样"不可战胜的"。

巴菲特：是的。先回答第二个问题。我认为，自从我这样描述可口可乐以来，我谈到了他们控制软饮料市场并且不会以任何方式失去市场份额的可能性，它们会随着时间的推移而增长。你知道，每年都是这样。我认为可口可乐产品的全球市场份额从来没有比现在更高过，我也没有看到未来会有什么改变。

这是一个巨大的分销系统，自从 1886 年以来，当时约翰·彭伯顿在亚特兰大的雅各布药房，第一次提供了第一瓶可乐后，可口可乐这个品牌进入了越来越多的消费者的脑海。它在人们的脑海中，它的产品在世界各地，它

会接触到更多的人，也会在他们的脑海中更牢固。随着时间的推移，他们对于可乐的饮用量应该会再增加一点。

所以，我不知道世界上怎么会有人可以击败可口可乐。

就 Level3 通讯公司而言，我们喜欢这里的人。我们认为他们是聪明人，但他们欠了太多的钱，他们也意识到了这点。所以他们在解决这个问题的方式上，做了一些非常聪明的事情。你知道，**我们把赌注压在人身上**。

查理对物理世界的了解比我多得多，但我还没了解过电信行业。我和他们没有任何工作关系。我不能理解他们。所以，我对技术不是很了解。我想在这方面我可能永远不会理解。我的意思是，你可以解释给我听，我也可以在一些测试中反刍它，但我不会真正理解它。**但我想我理解相关人员，我们非常愿意打这个赌**。这与我们通常做的不同，但我们做到了，我们很高兴我们做到了。查理？

芒格：没什么好说的了。

9、马克·伯恩的对冲基金价值资本公司(ValueCapital)

股东：我是 SteveRosenberg，来自密歇根州西布卢姆菲尔德，现居纽约。巴菲特先生，你和查理所代表的价值观以及你们至高无上的正直都是一种激励。感谢你们两位作为如此杰出的榜样。(掌声)我有三个小问题要问你。第一个涉及到价值资本公司(ValueCapital)，你们初步披露的 FIN46 似乎表明，其所使用的杠杆大约是 30 至 35 倍，它的总资产的 200 亿美元，而权益只有 6000 万美元。在不透露任何特定策略的情况下，考虑到你对高杠杆企业的风险厌恶、你对尽快关闭通用再保险证券部门操作的热情，我们看到除了它占比不到 1%的伯克希尔权益，以及是马克·伯恩(MarkByrne)在运营它之外，你如何考虑这笔投资的呢？

第二个问题涉及房屋制造业。鉴于这似乎是一种卖方高度分散、产能过剩、融资方面容易出现重大问题的一般商品制造业，你能否就你对该业务基本经济状况的热情发表更多评论？以及它还有什么额外的优势，即使伯克希尔的优势在于融资，那为什么我们不只是坚持提供贷款，而是涉及制造呢？

第三个问题涉及到金融企业的证券化收益，年度报告的大额收益表明，信贷链条中的某个地方存在信用风险的错误定价，这或许是类似于你所说的债券市场中的 BB 级和 AAA 级利差之间的脱节？谢谢。

巴菲特：你为什么不再更详细地阐述一下关于证券化的第三点呢？我不确定我能够完全明白你的意思。

股东：事实上，通常你会看到证券化的收益而不是损失。一直都是这样。这是否表明，当你单独考虑它时，存在有人支付太多，没有考虑到信用风险的情况，即没有正确地评估这个风险。

巴菲特：是的。不错。总共三个问题。

正如你提到的，价值资本公司由马克·伯恩运营。我们和伯恩家族一起赚了很多钱。我们和杰克·伯恩一起赚钱，我们喜欢马克和帕特里克，查理和我非常熟悉他们。马克是一个非常非常聪明的人，他实际上经营着一家专门从事全球固定收益证券的对冲基金。马克和他的家人在价值资本公司中投入了大量的钱，但我们在里面占 95% 左右，但我们不以任何方式担保他们的债务。马克经营的杠杆程度低于该领域的大多数人，但与我们在伯克希尔的经营方式相比，杠杆太高了。这对我们来说没问题。我们不会用我们 100% 的钱来做这事，不会用我们 50% 的钱做这事。但我们认为这是一个合理的生意，就像马克经营的那样，无论上是上行市场还是下行市场，他就是这样做的。他是一个非常正派的人，也是一个非常聪明的人。所以，我们对此很满意。这些数字可能需要合并到我们的资产负债表中。我们现在在第一季度报告中已经全部披露了。而且，实际上，我们有 6 亿多美元的留存收益是马克为我们所赚取的，作为一项投资，我们对此感到很放心。我们不认为这是伯克希尔业务的一部分，虽然从综合财务报表上看上去是我们做的，但事实并非如此，我们只是有限合伙人。我们之间有一个公司。而我们不能保证他们会做什么。我们很高兴马克管理这笔钱，尽管他这样做，就像你说的，在固定收益策略中，涉及到很多衍生品，涉及到借款。但我已经看过了这些头寸，它们对我来说都有意义。这是有道理的，因为马克是个非常聪明的人，钱对他的意义比对我们大得多。所以，我们觉得没问题。

我们不喜欢财务合并的想法，从某种意义上说，我们认为它会使我们的财务数据不能代表实际发生的情况，但会计准则就是会计准则，我们会按照它们要求的做。查理，你想不想评论价值资本公司？

芒格：不。(笑声)

10、克莱顿房屋是房屋建造业的一流玩家

巴菲特：好的。第二个问题。关于房屋建造业。你知道，现在几乎每个人都在房屋建造业亏损，而克莱顿正在赚钱。就多年来的运作方式而言，他们的商业策略要健全得多。他们做的一件事是，**大部分房子都是通过自己的零售渠道出售的**。他们自己大约有 297 个左右的零售店。那些销售经理和克莱顿基本上是对半分成的。因此，他们要对自己的所有成本负责。所以，不像几年前的房屋建造业，制造商会把房子，也许是平面图，卖给经销商。然后，如果经销商可以在抵押贷款上找到某种买家，那么他就可以借也许是票面金额的 125% 或 130% 的资金。如果他能有足够好的信用记录，甚至会有一些首付折扣。而这种情况是灾难产生的原因。

但在克莱顿，购买房屋所产生的利润或损失，会一直记录持续到债务全部付清为止。因此，如果一个经销商的首付比例不足，或把房屋卖给不应该卖给的人，这将是他自己的问题，他需要对房屋进行回购，得自己卖掉，还要把损失记在自己的账上。这在经销商层面产生了一种完全不同的行为，这与许多其他房屋制造商发生的情况不同。但这不是一件容易的事。而克莱顿做法是正确的。事实上，如果你读了吉姆·克莱顿的自传，他在书中讲述了他在印第安纳州买下第一套房子时的一些趣事，他描述了关于房屋制造商的行为，人们用来获得融资的一些方式。这些活动在很大程度上为房屋制造公司和为经营抵押贷款融资的人带来了回报。

克莱顿基本上是做对了，他们会继续做对。即便如此，整个房地产制造业在融资方面还是存在污点，我认为克莱顿是唯一有能力进行资产证券化的公司。而且，正如我之前所说，如果没有我们，他们就无法像一年前那样进行资产证券化。这是一个有大麻烦的行业。我认为我们会做得很好，因为我们是一流的球员。他们已经有了合理的组织架构，这些组织架构有着正确的激励机制，这是整个体系都需要的。伯克希尔会让他们更强大，因为我们不会进行证券化，我们会把它留在投资组合中。

第三个问题，你提出的证券化的收益观点基本上是正确的，当你看到一家公司在证券化上有很多收益时，你应该有点怀疑。我不想谈更多的细节，因为这是一个会计问题。查理？

芒格：我对此也没有什么要补充的。

11、通用再保险不需要商誉减值

股东：菲利普·麦考(Phil McCaw)，来自康涅狄格州。你能评论一下自从你购买它以来，通用再保险的商誉减值情况吗？你是如何考虑的？

巴菲特：当然。问题在于，如果你以高于有形资产的价格收购一家企业，那么你就形成了商誉。如果在未来的任何时候，该商誉减值，你应该而且必须，在会计处理得当的情况下，计提一个商誉减值。你需要在利润表上计入减值。我们对通用再保险抱有很大的好感，因为这是我们有史以来最大的一笔收购。我们花的钱比净资产多得多。所以问题的关键是，商誉是否受到了损害。

当然，如果单看 1998-2001 年，通用再保险的运营或多或少代表了未来的经营情况，你会说这肯定需要一个大额商誉减值。关于这点，我同意你的看法。但我认为，由于通用再保险现在由有能力的经理人在运营，现在他们正在努力，这要感谢我们在公司新找到的几位伟大的经理人。我认为，通用再保险现在的价值比我们收购它的

时候更高。它的浮存金已经大幅增加，我认为随着时间的推移，你会看到浮存金接近零成本。

实际上，还有一件事应该提一提。在看了我们 10-Q 的草稿后我认为我们应该把这个放进去。直到今年，通用再保险仍将雇员的薪酬准备金以 4.5% 进行折现(少提准备金)，这一点并不保守。收购后我们继承了这种情况。但现在我们已将其折现率更改为 1% 来计算公司的薪酬准备金。因此，与前几年和我们继承的方法相比，今年的会计更加保守，保守幅度相当大。因此，如果我们继续采用旧的 4.5% 进行折现，您所看到的财务数字会更好一些。在我看到的 10-Q 的草稿中，这一点并不在其中。Marc Hamburg，我认为我们应该把这一点写进去。查理？

芒格：是的。这种会计问题在伯克希尔公司内部非常普遍。我们对周围那些依赖于过于乐观的会计的人所做出的可怕的商业决策感到非常震惊，以至于我们一直都在寻找机会，让我们的会计变得非常保守，比其他人更保守。我们认为这保护了我们的商业决策，以及我们的金融信用。我不知道人们为什么要尽可能的粉饰自己公司的经营成果。如果大家都能够诚实的汇报公司经营成果，那该多好。

巴菲特：是的，通常人们认为财务报告的透明度在这些年来都有所改善。但我觉得 1960 年的财务报表比 2000 年的要好得多。坦率地说，在很多方面，我认为，在 1960 年代的财务报告，展现给我的关于公司真正的运营情况，比现在的公司展现给我的要更多，尽管在 1960 年代的财务报告中细节少得多。而我们真正要谴责的是通过会计手段来解决经营问题的做法。你知道，通用再保险在 1980 年代中期遇到了一些问题，当时所有人都遇到了问题，他们开始对员工的薪酬储备金进行折现。你知道，这只是权宜之计，但就像海洛因一样。只要你上了车，再想下车并不容易。查理和我一次又一次地看到了这一点。不管结果可能是什么，人们认为他们将可以通过会计游戏来解决一些经营问题。他们常常受到公司 CFO 的鼓励，有时，他们也会受到大牌审计师的鼓励，以某种方式，玩一些数字游戏。这种情况总会找上你。你最好立即面对现实，采取任何必要的操作步骤来解决问题。或者，如果你不能解决它们，就放弃它们。但不管你怎么摆弄这些数字，它永远不会起作用。尽管我猜如果你是 64 岁半并打算在 65 岁退休，那么这样做可能会变得很诱人。(笑)

12、各种有问题的会计

股东：先生们，下午好。来自教堂山的安迪·马里诺，途径波士顿。你反对使用其他衡量盈利能力指标，如作为衡量业务表现的 EBITDA 指标。同时，你们经常提到一些企业的普遍公认会计准则不完全反映经济实际情况，暗示有必要进行适当调整。除了你最近在年度报告中所说的忽略折旧的愚蠢之外，你能详细谈谈你对其他衡量财

务报告的指标的看法吗？在你看来，EBITDA 利润被用来作为现金流的简略方法是否太频繁了，还是重新编制会计数据的整个概念令人怀疑？如果有的话，哪些修订可能是适当的？什么可能被视为危险信号？谁在做这些调整对你来说重要吗？分析师、出于自身目的的投资者或公司管理层，应该如何看待这些信息？

巴菲特：是的。在大约一年前，也就进行会计变更之前的几年里，我们经常说不应该计入商誉摊销。这是公认会计原则的要求，但我们每年都告诉你，事实上，这不是真正的经济支出。我们在计算自己的收益时，在计算我们将为企业支付的费用时，忽略了它。我们不关心是否有商誉项目，因为它与经济现实无关。所以，在伯克希尔，我们一直很愿意告诉股东忽略某些事情。如果他们不同意我们的观点，他们可以看 GAAP 的数据。但我们认为，他们被无形资产的摊销误导了。这并不意味着我们认为所有的无形资产都是好的，但我们确实觉得这是一个武断的决定，根本没有任何意义。

很明显，正如我们已经谈到的，我们觉得疯狂的养老金收益率假设在很多情况下导致人们记录虚幻的收益。因此，当我们认为在经济分析中有比 GAAP 数字更重要的数据时，我们愿意告诉你。

不过，不把折旧视为一种费用，让我们觉得这绝对是疯了。因为**我能够想到的折旧不是一项真正开支的企业真的很少**。即使在我们的天然气管道业务，在某些时候它们也需要维修，此外，在某些时候它们也会变得过时。我们知道，200 年后源头气田那将不会再有天然气。**折旧是真实的，这是最糟糕的一种支出。因为它是一种"反向浮存金"**。你知道，你在获得收入之前就把钱花光了。而你没有任何现金，没有任何收入。任何不把折旧视为一项开支的管理层，都生活在一个梦想的世界里，但他们当然会被鼓励这么做，投资银行家会跟他们讲 EBITDA 利润。然后，**某些人通过误导投资者，让他们相信 EBITDA 利润是很重要的，从而积累了大量财富**。当我们看到一些公司说，"嘿，我们不交任何税，因为我们没有任何收入用于纳税，也不计算折旧和所有这些"，你知道，在我们看来，很多时候这非常接近于欺骗游戏。他们想给我寄有 EBITDA 的报表时，我就会告诉他们，"只有当你告诉我你所有的资本支出时，我才会看那个数字"。我认为，如果我要进行资本支出，很少有企业我可以年复一年地花费比折旧少得多的钱，并保持企业的经济实力。**所以我认为 EBITDA 是一个让很多投资者花了很多钱的术语。**

你在电信领域看到了。他们花钱太快了，可他们不能让投资者足够快地把钱送进来。然后他们就假装折旧不是真正的开支。那是胡说八道。我的意思是，那不能更糟了。这一代投资者从小就相信这一点。

我们伯克希尔今年的支出将超过我们的折旧，我们前年去年花的钱比折旧还多。**折旧是一项真正的开支，就**

像设备的开支一样。要知道，你得先把钱花掉，这是真正的现金支出，而不是非现金支出。我的意思是，现金不见了，折旧是现金的延迟记录。我不明白，怎么会有人把它变成一种衡量收入的指标。查理？

芒格：是的，我认为你会理解任何使用 EBITDA 这个词的演讲，如果每次你看到这个词，你只需把它替换为"扯淡收益"。(笑声和掌声)

巴菲特：各位，我知道他迟早会这么做。他熬过了上午，但从来没有熬过一整天。(笑声)

芒格：提问者还问了这个问题，"还存在哪些大的会计问题"？真正的存在巨大麻烦的(lollapalooza)是养老金会计，以及在某种程度上退休后的潜在医疗负债。这些数字在美国被低估了，而且是非常大的数字。

巴菲特：我看了财务报表，你也看到了过去几个月的情况，公司记录的养老金收益以数亿计，而于此同时，他们的养老金计划却有数十亿资金缺口。而且，他们根本就不想面对现实，因为这会使得他们的利润承受打击。这和股票期权费用是一样的，他们用股票期权来支付员工薪酬。但是，我们给经理人支付现金奖金，如果我们不必将现金奖金记录为支出，那我们可能也会喜欢采用这种会计，但这不是真实的情况。我的意思是，股票期权也是一种我们付钱给别人的方式。你可以说，"好吧，那你为什么不把它放在脚注里，像期权费用一样，把它从利润表中去掉"，这也是一种替代方式。

但答案是，一群非常在意他们的股票涨到不合理的价格的人，至少在我们看来，如果他们发现他们可以不在利润表中计算薪酬费用，那么他们或许可以让股票更容易实现上涨。而且，你知道，为什么不把所有的费用都写在脚注里呢？那么利润表只要记录"销售收入"，然后在净利润上记录同样的数字就可以了。然后把所有的费用都记在脚注里。(笑声)他们一本正经地说，"因为脚注里有写，所以每个人都应该知道这点，我们不需要在利润表中计入它"。你知道，高智商的人会为自己的私利找借口，这很让人吃惊。

查理还有另一种解释，来解释为什么人们会否认期权费用的真实性，因为人们的自我意识涉及到他们自己的记录。查理？你想详细说明一下吗，不要指名道姓。(笑声)

芒格：不，我在这个问题上太累了，我已经研究了几十年了。用这种方式来管理文明是如此糟糕。在基础会计上犯错误，就像在建造桥梁时，犯工程错误一样。特别是当我看到有名望的人提出这些完全荒谬的论点——他们的结论是，把期权进行费用化会计处理是不可想象的。

巴菲特：或者说给它们估值太难了。

芒格：嗯，因为它太难估值了，或者天知道是什么原因。而他们中的很多人，都是你会很乐意把你女儿嫁给他的人。(笑声)

巴菲特：是的，他们很富有，这是其中一个原因。(笑声)

芒格：然而，事情的真相是，**他们在疯狂和扭曲之间徘徊**。(笑声)

巴菲特：那就把他们列在"待决定名单"里。(笑声)这真是令人震惊。有趣的是，现在四家审计公司——他们被称之为审计中的最后四家，(笑声)我很高兴他们做到了。我向他们脱帽致敬。但他们现在说，他们真的认为期权是一项费用开支。

这让你想起了宗教改革时期发生的事，特别是当它们被一个又一个争论占据的时候，大家对结论有前后摇摆不定的时候。事实上，我记得有个著名的布雷教区牧师，他曾在天主教和路德教派之间来回摇摆，就像这个在德国的小镇的人来回摇摆一样。最后，镇上的人聚集起来，他们对牧师说，"我们对神学的一切感到困惑，这是可以理解的，我们真的不太了解它，所以我们来回摇摆。我们觉得你作为一个牧师，也会不停地来回摇摆，这有点恶心。难道你没有原则吗？"牧师说，"我有一个原则，那就是继续担任布雷区的牧师"。(笑声)

我想我们在审计行业已经看到了一点，但我认为他们现在实际上已经找到了真正的宗教，所以我不想坐在这里批评他们。你知道，现在有四家公司，在 1993 年游说反对将期权计入费用，而最近他们却写信给财务会计准则委员会 FASB，说期权应该被计入费用。我不知道在这个世界上，为什么有些东西在 1993 年不是一项开支，而在 2003 年却是一项开支。当然这不适用于水电费或原材料或诸如此类的东西。但**这就是人性**。

13、投资决策依据的是机会成本，而不是资本成本

股东：嗨。山姆·基德斯頓，我是马萨诸塞州剑桥市的股东。我有几个小问题。首先，除了你投资任何公司的一般标准外，你投资银行的标准是什么？随着时间的推移，你对投资银行的总体看法发生了变化吗？

第二个问题是，就贴现率而言，你觉得在当前的无风险利率下使用资本成本合适吗？你之前提到过你做了一种伪债券套利，你能具体说明一下你在这方面做了哪些交易吗？

巴菲特：哦，你想要知道我们周一早上的买卖吗？(笑)我们不会谈论具体的策略，但显然它们是有利可图的，否则我们就不会做它们，而且我们认为如果我们谈论它们，其他人可能会复制它们。顺便提一下，我们已经指出，这些债券策略的寿命不长。这并不意味着我们以后在情况需要时不会重新使用这种策略。它们不像从喜诗糖

果或者从鲜果布衣等公司上赚钱的方法。这些债券是我们在某些时候可以参与的一种**特殊的"机会主义"投资**。

关于银行业，如果你能不追随潮流，不产生大量不良贷款，银行业在这个国家一直是非常好的业务。当然，自第二次世界大战以来，没有陷入困境的银行的股本回报率(ROE)一直非常高。在这个国家，有一些银行是相当大的，有形资产的回报率可能有 20%。当你认为你在交易像钱这样的商品时，这对我来说相当令人惊讶。所以，我想说的是，我对银行业的高利润率没有被竞争夺走感到惊讶，特别是涉及到像钱这样的一般商品。查理？

芒格：嗯，你的意思是，公平地说，在某种程度上，我们把预测搞砸了，因为银行业比我们事先估计的要好得多。实际上，我们从银行赚了几十亿美元，我们通过美国运通赚得更多。但基本上，我们错误地评估了它。我们没有想到它会像它实际表现出来的那样好。**我唯一的预测是，我们将继续这样的失败。**（笑声）

巴菲特：这是相当不寻常的，尤其是在一个低利率的世界里，你会发现金融机构基本上在做几乎相同的事情，A 与 B 与 C 竞争，**没有谁有很大的竞争优势，但它们都从有形资本中获得非常高的回报。**

部分原因是他们将贷款与资本比率推到了比 30 或 40 年前更高的水平，但尽管如此，他们还是获得了高回报率。**他们在资产端就能获得更高的回报率，而且他们有很高的杠杆效应，所以产生的资本回报率非常高。**

某些银行陷入麻烦是因为他们在贷款方面犯了大错误，但在这个行业，你并不必然会陷入麻烦。我的意思是，如果你保持头脑清醒，这可能是一个很好的生意。

关于贴现率的问题，当你谈论我们的资本成本时，这是值得提出来的，因为查理和我根本不知道我们在伯克希尔的资本成本是多少，坦率地说，我们认为整个概念有点疯狂。但这是商学院教的东西，你必须能够回答这些问题，否则你就不能从商学院毕业。

如果我们仔细观察的话，我们不会以这种方式买卖企业，但我们在处理资金方面有一个非常简单的方法。你知道，我们只是寻找我们能找到的最聪明的事情去做。如果我们手头有现金，但就投资证券而言，如果我们发现某资产的价值是 50%，而我们持有另一资产的价值是 90%，我们很可能会从一种资产转移到另一种资产。我们将利用我们所拥有的资本，做我们所能做的最聪明的事情。因此，**我们衡量了相互间的替代方案**，我们衡量了股利替代方案，我们也衡量了股票回购替代方案。但我从未见过对我有意义的资本成本计算。你呢，查理？

芒格：从来没有。这是一件非常有趣的事情。如果你看一看经济学中最有影响力的大一新生课本，那是由哈佛大学的格雷格·曼昆(Greg Mankiw)写的，他在第一页上写道，**"聪明人根据机会成本做出决定"**。换句话说，**是你**

的选择和机会决定你对时间或金钱该如何使用，这关系到你是否采取行动。当然，这在不同的时间和不同的公司会有很大的不同。我们倾向于根据我们的机会成本来做出所有的财务决策，就像他们在大学一年级经济学课程中所教的那样。而世界上的其他地方已经开始了一些疯狂的尝试，他们认为他们可以创造一个标准的公式，那就是资金成本。他们甚至为一些古老而富有的企业设定了所谓的股权资本成本。这是一种非常惊人的精神失常。

巴菲特：是的。(笑声)

14、中石油投资，慈善捐赠的原因

股东：嗨。我叫凯伦·卡利什，来自圣路易斯路易区。我想我是今天第一个提问的女性。(掌声)我已故的叔叔，在贝雅投行(RobertW.Baird Co)的比尔·希尔，第一次为我们家买了伯克希尔，当时是 337 美元。我非常感谢你们两位，因为我已经在圣路易斯建立了一个基金会，然后把钱捐出去。我把它给了阅读和识字项目。但我对巴菲特和芒格的慈善哲学和实践非常好奇。我的第二个问题与中国有关。你们最近投资了中石油，我很好奇你们对中国的看法。

巴菲特：好的，第二个问题，我认为，我们有关于五家国外公司的股权投资，这些公司注册地在美国以外，主要或完全在美国以外经营。我们不会列出我们所有的投资。我相信，我们去年列出了所有 5 亿美元以上的交易。我想可能是从几年前的健力士(Guinness)开始，我认为我们从来没有一个公司达到了伯克希尔应该报告的门槛，尽管我们拥有一些。香港证券交易所最近刚刚改变了他们的要求，你必须报告在香港证券交易所上市的任何公司的 5% 的控股。而我们持有的中石油股份占所谓的 H 股的 13%。中国政府拥有该公司 90% 的股份。H 股占 10%。几年前他们把这部分卖给了公众。所以我们只拥有 H 股中的 13%。这次披露是一个偶然，我们被要求报告这一特定的持有。就像我说的，我们还拥有四家左右的美国以外的公司。

我们不会对中国做出任何重大判断。你可能比我更了解中国。我们只是看着世界各地的投资，我们试图买入我们认为最有价值的东西。我们可能稍微倾向于我们所投资的公司在美国，并且我们可能对某些国家有强烈的偏好或强烈的偏见。我们认为美国是最好的，因为我们在这里最了解。我们了解税法 and 所有这类事情，以及企业文化等等。但我们认为其他一些国家实际上与美国相当。我们会有一大堆我们在任何情况下都不会去研究的东西，因为我们对它们的还不够了解。但是，我们认为我们非常了解中国的石油行业。在价格相对于我们认为未来的现金流折现价值而言，我们就会作出购买的决定。但这不是什么大事。因为香港交易所的特殊规则，如果你拥有某

一百分比的东西，比如说只是整个公司的 10%，那你就必须报告它。中国政府牢牢控制着中石油。我的意思是，如果我们和中国政府一起投票，我们两个就能控制中石油。(笑声)

关于慈善事业的问题。查理，你想先发言吗？

芒格：我认为，公平地说，我们两人都感到，**非常幸运的人对整个文明，甚至对他所属的国家都负有责任。**不管你是随你自己的行动而捐赠，还是像伯克希尔的方式那样适度地捐赠，在适当的时候给予大量的捐赠，我认为这是个人的喜好问题。我会更理解第二个立场，因为我不愿意把我所有的时间都花在别人向我要钱上。我也不认为沃伦可以忍受它。是吗，沃伦？

巴菲特：我们甚至都不要尝试。我们还是别试了，查理。(笑声)我的计划可能有 25 年了，这在历史上是有记录的，而且它没有改变，基本上在我自己或我妻子去世的晚些时候，我们会将所拥有的一切都捐给慈善机构。我的意思是 99% 的遗产，这是相当大的一部分。我的孩子们在这里，但我不会把它精确到小数点后 8 位。(笑声)

但是，为什么不呢？这样想吧。让我们假设，我不是单胎出生的，而是在子宫里，旁边有一个一模一样的双胞胎、相同的 DNA，一切都一样，无论是个性、工作倾向还是其他什么方面。我们是同卵双胞胎但不是指查理，可能看起来像他(笑声)，就这样，我们在娘胎里有两个受精卵。这时候，一个精灵出现了。精灵说，“我有个提议给你们俩。你们将在 24 小时内出生。你们有同样的天赋，一切都一样，而你们中的一个将出生在奥马哈，另一个将出生在孟加拉国。我会让你们两个决定谁在孟加拉国出生，谁在奥马哈出生。我的方式是竞价，你们中出价最高的人在死后将自己的遗产捐给社会，谁就可以在美国出生。”

那我想，你的赌注肯定会 100% 下在出生在美国。然后你会遇到所有这些美好的东西，你知道，你一生都在努力工作，你做了所有这些美好的事情。好吧，想象一下如果我出生在孟加拉国。你知道，我走在大街上说，“让我来做资本配置吧，这是我能够展示的我的能力。”(笑声)我可能会死于营养不良。我可能不会熬过最初的几个月。查理和我工作的社会，我们更幸运。我的意思是，当我们出生时，我们出生在美国的几率是 50 比 1。所以我们中大奖了。基本上，我们已经拥有了所有的乐趣，与优秀的人一起工作。显然，金钱为生活中许多有趣的事情打开了大门。最后，它又回到了社会。

就像查理说的，它可以一辈子都用分期付款的方式捐赠给社会，它也可以在你死后一次性捐赠。在某种程度上，我把两者混合在一起，但我非常重视一次性捐赠。你知道，那就是它的归属。我的意思是，**没有理由让一代**

又一代的小巴菲特，现在的和下一代，在一百年后的，继续控制社会的资源，仅仅因为他们出生在正确的子宫里。你知道，这算哪门子正义？所以我们所作的，基本上是只是回归社会而已。(掌声)

我的孩子们在那里鼓掌吗？你们是认真的吗？(笑声)

15、许多伟大的企业无法通过资本再投入赚取复利

股东：你好。我叫 AlexRubalcava，是洛杉矶的股东。我有一个关于你想收购和投资的企业的财务特征的问题。巴菲特先生，在你的报告和其他文章中，你说你喜欢收购那些能够利用大量资本获得高回报的企业。在阅读你的文章和演讲时，芒格先生，我看到你在《杰出投资者文摘》和其他出版物上说，你喜欢投资于只需要很少资本的公司。我在想，这些说法是不是有矛盾，或者它们是同一枚硬币的两面？如果你能用伯克希尔公司详细解释一下，那就太好了。

巴菲特：当然。这是个好问题。

理想的企业是能够获得非常高的资本回报，并且能够以这种高回报持续使用大量资本的企业。我的意思是，这变成了一个复利机器。因此，如果你可以选择，如果你能把一亿美元投入一家公司，而这家公司的利润是投入资本的 20%，比如说 2000 万美元。理想情况下，它将能够在下一年从 1.2 亿美元中获得 20% 的利润，以及在下一年获得 1.44 亿美元，以此类推。随着时间的推移，你可以以相同的回报率不断地重新配置资本。但这样的企业非常、非常、非常少，这是真的。不幸的是，好的企业，拿可口可乐或喜诗糖果来说，它们不需要太多资本。

增量资本不会产生任何回报，比如一些伟大的无形资产所产生的基本回报。因此，我们会更喜欢可以在盈利的基础上继续重新投入资本的企业。我的意思是，我们希望现在有一项业务能在 1 亿美元的基础上赚取 20% 的利润。如果我们再投入 10 亿美元，它就能多赚 20%。

但就像我说的，这种生意太少了。有很多企业有这样的承诺，但我们几乎从未看到过它们实现它们的承诺。有过几次，但不多。大多数大公司都能赚很多钱。但它们不会有大量的机会来用增量资本来赚取高回报。

你知道，我们可以在喜诗糖果投入 X 的资金并赚很多钱，但如果我们投入 5X，我们也赚不到更多的钱了。我们可以在布法罗新闻上获得高回报，但如果我们试图让投入金额扩大到 5 倍，我们也赚不到更多的钱了。他们只是没有机会利用增量资本。我们期待他们可以做到，但他们没有。

所以，我们将从理论上更偏好那些能够用增量资本来赚取高回报、赚取越来越多的钱的企业。但你所看到的

是，我们收购的企业，很大程度上，获得了良好的资本回报，但在很多情况下，它们的新增资本回报率非常有限。对于增量资本，它们没办法赚取像它们在原有业务上的高回报率。

现在，我们在伯克希尔的结构的一个好处是，我们可以对那些在其业务中获得良好回报的、但没有机会在增量资金上获得类似规模的回报的企业，我们可以调动它们产生的这些资金来收购更多的企业。

以报纸出版行业为例，这个行业多年来一直是一个非常棒的行业——投入的资本获得了惊人的回报。但如果你出去收购其他报纸，你必须付出非常昂贵的价格，而且你没有获得很大的增量资本回报。但从事这一行业的人觉得，他们唯一懂的生意就是报纸出版或这样或那样的媒体，所以他们觉得自己的投资选择有限。而我们可以把钱转移到任何回报更高的地方，这是我们结构的一个优势。而我们是否做得好是另一个问题，但在这方面，伯克希尔的这种结构是非常有利的。

以我们的好生意喜诗糖果为例，自从 1972 年以来，喜诗糖果已经为我们创造了大概 10 亿美元的税前利润。如果我们试图在糖果生意中使用这种方法，随着时间的推移，我们会得到糟糕的回报。但因为我们把它产生的资金做了很好的利用，它使我们能够在一段时间内收购一些其他企业，这是我们结构的一个优势。查理？

芒格：是的。如果你经营一家不错的企业，但不是非常好的企业，它们往往被分为两类。

第一种情况是，它所报告的**全部利润在年底都以现金收益的形式存在**。你可以把它从生意中拿出来，即使没有这些资金，它的生意也会做得很好——就像把它留在生意中一样。

第二种情况是，它能产生所投入资本的 12% 的回报率，但从来没有任何超额现金。这让我想起了老朋友约翰·安德森的二手建筑设备生意。他常说，“在我的生意里，每年都会盈利，但这些**利润都躺在院子设备里**”。有很多这样的企业，只是为了维持下去，维持现状，从来没有产生任何现金。这项业务不能让总部把所有的现金都拿出来投资到其他地方。我们讨厌这种生意。你不认为这是一个公平的说法吗？

巴菲特：是的，这是一个公平的说法。我们希望能够调动现金，让它找到最佳用途。而且，你知道配置资本是我们的工作。有时我们会找到好的用途。我们有很多伟大的企业，如果我们的每一个伟大的企业都有办法以很高的回报率配置额外的资本，这将是很棒的。但我们没有看到这种情况经常发生。

而且，坦白地说，它不会发生——比如吉列有一个很棒的剃须刀和刀片业务，它非常棒。但它不可能把在剃须刀和刀片业务上赚到的钱再投入赚取更多的资金。因为这项业务不需要那么多资本。虽然它们必须投入一些资

金，但与利润相比，这只是杯水车薪。

于是，人们就想出去收购其他企业，当然，这也是查理和我在面对这种情况时所做的，但我们认为，总体而言，美国的企业在重新部署资本方面的平均成功率并不高。然而，这是我们每天都在做的事情。从某种意义上说，我们对让我们走到今天这一步的程序进行了抨击。这样说公平吗，查理？(笑)

芒格：当然。这一直让我很担心。我不喜欢成为这样一个例子，大多数人尝试并遵循它却得到糟糕的结果。我们试图通过这些负面评论来避免这一点。(笑声)

巴菲特：无论如何，我们都会发表负面评论。(笑)

16、克制自己的有钱人名人效应

股东：我是来自佛罗里达州温特公园的威尔·格雷夫斯。我是韦伯斯特大学的研究生讲师。我想向巴菲特先生提两个问题。我很欣赏巴菲特的平易近人。他让我们在这里感到很温暖。我能叫你爸爸吗？

巴菲特：是的。(笑声)

股东：我有一个关于国家财政状况的问题，还有一个关于国家财富的问题。9月11日，你出现在"60分钟"节目中，这相当于为国家服务，这花了你宝贵的时间，放弃了你的私人生活，当时你只讲了几句关于股市的话，人们不应该过于激动，也不应该担心长期投资。我想知道的是，你是否会考虑再次出现在"60分钟"节目中，讨论一下社会保障的问题？我花了很多时间与非营利组织打交道，你能够从穷人那里听到的愤怒是，科技对他们工作的替代，以及过去几年的科技行业超额利润。他们有一个恶性循环，很多人因为科技成为千万富翁，而当时的穷人甚至连最低工资都没有提高。如果你想想像这样的人，他们的净资产只有1000美元或更少，只是作为一个例子，想象一下他们是什么样子的，在未来，被迫成为可怕的投资者，因为美国政府强迫他们交一种叫做社会保障基金的东西，并且他们不能退出，可他们只能得到糟糕的回报。我想知道的是，当我们有一个候选人时，无论当时是谁，你是否会考虑，说你不想把一小部分社会保障基金投入到股票市场中，因为这是一个有风险的建议？你是否会拿出你的投资记录，在《60分钟》节目中说："我不这么认为"。这是第一个问题。

第二，我想请求你们一件事，因为我发现自己在过去的三个周里陷入了某种困境。上周的最后一天，我和大约2万人一起去了柏树花园。有位女士发了15000张传单。几个周后，我将和柏树花园的朋友们一起去见杰布·布什州长。我们有一个网站 FriendsOfCypressGardens.org，目的是试图阻止开发商砍掉国宝级柏树花园的树木。

我的问题是，你会不会考虑联系你的小儿子吉米·巴菲特(JimmyBuffett)，以某种方式帮助我们？不一定是金钱方面的。我们可能只需要一些联系，在那里你可能会帮助到我们。

巴菲特：我可能被要求联系最多的是比尔·盖茨，但我总会接触到各种各样的人。我的意思是，每个人都塞给我信封，里面装着信，把东西送到办公室，然后说："你能帮我找这个人吗？"他们所能得到的答案是否定的。我基本上不会向我的朋友提出任何要求。我以后也会这么做。(掌声)

因为我永远不会知道他们在做什么。我不了解他们真正的感觉。我的意思是，至少从我的角度来看，这是一场我不可能进入的游戏。当《华盛顿邮报》的出版人凯瑟琳·格雷厄姆还活着的时候，你知道，每个人都因为这样或那样的原因想要找她。他们都有自己的理由。坦白地说，他们想利用我来让她，或者吉米·巴菲特，或者任何人，对他们正在做的事情说"YES"，部分原因是他们觉得他们不想让我说"NO"。坦率地说，我只是不想把我的友谊用于那个目的。即使是我坚信的事情，我自己也不会去做。他们可能知道我在做什么，如果他们想了解，那没问题。但我不记得我曾经要求过任何人帮忙或为我自己做任何事情。我的意思是，我所做的都是有记录的，而且，如果其他人也想学的话，没问题。但我从来没有参加过这样的荣誉晚宴，他们向伯克希尔公司的所有供应商和所有人发出邀请，然后开始对他们说，"我们在向沃伦致敬"。好吧，如果他们想尊重我，那很好，但我不希望他们因为我那些有钱的朋友而尊重我。我的意思是，如果他们找我帮忙，是因为我有很多有钱的朋友，我不认为这是一种荣耀。所以，我不会那么做。

关于公共政策问题，在9月11日，通用前CEO杰克·韦尔奇(JackWelch)、前财政部长鲍勃·鲁宾(BobRubin)和我去了那个节目，我偶尔会做这些事情。我也写过一些评论文章。事实上我想我经常受到诱惑写了一些我没有发表的东西。但我确实认为，一个非常富有的人，在任何事情上都是对的，这是不合理的。

听了我们今天的演讲，你可能会想，这里有两个人，他们喜欢把一切都搞砸。我们对几乎每件事都有自己的看法。但我觉得我只是写了一些东西，你知道，我写过关于竞选财务改革的文章，我也写过关于税收的文章。我会做更多这样的事情，但我会试着控制自己，因为"我很有钱，所以我是对的"这类东西，我认为不太合适。我知道当我在别人身上看到我不喜欢的东西时，"我是个名人，所以，你必须认同我说的每一句话"，在某些时候这让我感到厌烦。但就像我说的，我已经做了，而且肯定会有一些场合，当我越过了我的门槛，想要说些什么的时候，人们可能会忽略它或以其他方式。而且我认为在这类事情上有一些过度曝光的危险，我想你已经在某些人身上看到

了。查理？

芒格：沃伦，你是否同意强迫社保基金的某一部分进入股市是一个好主意？

巴菲特：不，我不会。其实我不会同意这位先生提出的。我认为，实际上社保基金对这个国家的劳动人民来说是一件了不起的事情。**这是两代人之间的契约，这不是保险。**它把家庭的概念扩展到整个美国，如果你在为这个国家生产时，你的年龄在 X 到 65 岁之间，社会将为你的余生提供一些基本的收入水平，我认为年龄上限应该延长。我认为一个富裕的社会应该这样做。所以，当你有一个 10 万亿美元的社会时，我们应该这样做。（掌声）

芒格：我同意。我认为，你可以说，社保基金是我们拥有的最成功的政府项目之一。可人们把它当作纯粹的灾难或类似的东西来对待，我不同意人们的观点。但**我也不会把它投入到普通股中。**我认为，就我们目前的工作方式而言，社会保障基金制度运作得相当好。

巴菲特：是的，在这个国家我们应该给每一个过着合理的富有成效的生活的人提供基本的收入。他们不用担心自己能活多久，活到 90 岁还是 100 岁。人老了确实会担心。这是一群为国家做出过贡献的人，当我们需要捍卫我们国家的时，他们去打仗，他们在各方面都表现得像个好公民，但他们只是碰巧没有能力像查理和我一样赚很多钱。我认为他们需要一个基本的保障水平，**像我们这样的代际契约的社保制度——这真是一个宏伟的想法，而且我认为，这个国家会因此变得更好。**当告诉人们可以节省 500 美元或 1000 美元投入到股票中时，很多人就此去游说华盛顿，你知道，**其实他们都是争着来管理这笔资金。**几年前大家都认为这是一个伟大的想法，坦率地说，我认为这是一个非常糟糕的想法。查理？（掌声）

芒格：我比你更不喜欢它。（笑声）

17、简单的薪酬计划，不需要薪酬顾问

股东：下午好。我叫拉维·吉拉尼。我来自印度新德里。我对管理政策有疑问。由于你们遵循不同的管理政策，我想知道这些政策对管理层和 CEO 的激励有何影响。芒格曾提到，在资本对企业并不重要的情况下，你往往会把一部分收益作为奖金分给 CEO。你还提到，提高标准对你的投资工作没有好处。显然，在一段时间内，固定收益的价值可能会逐渐降低。我的问题分为四个部分。

第一，考虑到上述情况，您能否给出一个伯克希尔子公司薪酬政策的例子来说明您对高管薪酬的看法？

第二，尽管你确实改变了子公司的资本使用，并相信将奖励与底线业绩挂钩，但芒格并不尊重经济增加值这

一概念。我们能否听听您对 EVA 作为一种监控和奖励公司业绩的工具的看法？

第三，你在为 CEO 制定薪酬政策的时候会有限制吗？还是会让自己更多的参与进去？

最后，你的 CEO 没有退休年龄限制。它会影响到 CEO 职位以下员工的士气和动力吗？

巴菲特：查理？(笑声)他知道这个问题是为你准备的。

芒格：嗯，第一，你是对的。在一个企业几乎不需要资本的地方，我们倾向于根据收益来奖励管理层。一旦企业开始需要资本，我们往往会在薪酬体系中加入资本因素。我们没有任何一个标准系统。它们都是不同的，是基于历史和环境的偶然事件。但当资本是一个重要因素时，我们当然会将其考虑在内。

至于对士气的影响，就我所见，伯克希尔子公司的士气相当不错。伯克希尔的经理们几乎从未离开过。我猜我们的人员流动率和我们的股东的流动率一样低。是吗，沃伦？

巴菲特：哦，我确信这一点。此外，“不退休政策”对我的士气很有好处。(笑声)还有查理的。

你还问了 EVA 的事。我们不会梦想使用这样的东西，尽管我认为实际上我们的一些子公司可能会以某种方式使用它。所以，子公司 CEO 为自己以下的人制定薪酬政策，而且他们有各种各样的薪酬系统，因为我们有各种各样的业务。坦率地说，我们在薪酬方面从未遇到过大问题，因为我认为，我们的安排是合理的。**当资本是业务的重要组成部分时，我们就对资本收取费用。如果它是业务中不重要的一部分，我们就不会插手。**

我们不想把事情弄得比需要的更复杂。所以，我们不会尝试一些比如各种各样的小改进，或聘请薪酬顾问会来告诉你需要这样做，因为这是他证明他自己的高额收费的合理的方式。第二年，他也会来修补一下，然后再下一年，以此类推。

我们的薪酬制度非常简单。我们的一些业务非常出色，所以在员工获得绩效奖金之前，我们对员工的工作表现有很高的标准。我们的另一些业务非常艰难，它们的进入门槛要低得多，但达到这个门槛所需的管理人才与其他业务的门槛一样高。这并不是那么复杂。在过去的 38 年里，**我们从来没有一位 CEO 自己离开我们去另一家公司，除了少数几位由我们自己做出了决定，但很少。**

薪酬不是像制造火箭那样的科学，但人们会希望你认为它是。当你读到这些管理层代理声明时，你会对他们所做的感到震惊。我的意思是，代理声明比年度报告更厚，因为他们在谈论人们的薪酬。我看到了 CEO 投入的所有时间和精力，坦率地说，这样做是值得的。然后他们创建了整个薪酬部门，把所有的时间都花在参加关于薪酬

方法的会议上，他们有顾问，这就变成了一个产业。它不会自我解体。我的意思是，**当你得到一个庞大的官僚机构参与决定各种薪酬和一切，它永远不会消失**，除非你做点什么。我们遇到的任何官僚机构都是如此。

但我们在伯克希尔没有太多的官僚作风。我认为，毫无疑问，我们的**"不退休政策"**意味着，那些渴望成为一家企业 CEO 的人，如果看到我们一些公司的 CEO 高达 65 岁、70 岁、75 岁，他们很可能不会留下来。我的意思是，我们自然不会培养出很多二号人物，因为我们不能向他们承诺，一号人物会被淘汰出局。但从我们的立场来看，只要一号不出门，那就很好。我们偶尔需要更换管理人员，但这是非常偶然的。我的意思是，在预期的基础上，即使我们拥有所有的子公司，我们可能每 18 个月就会面临一次管理继承问题。我们还有其他各种各样的业务。所以这对伯克希尔来说不是什么大事。

芒格：是的。我们会用到 EVA 中一些隐含的概念。例如，**基于机会成本的最低投资回报率**。这是完全合理概念。但对我们来说，这个评估系统连同它所有的标签和行话，有很多我们不需要的包袱。我们只是使用 EVA 中所隐含的最简单的东西。

巴菲特：是的。坦率地说，我们可以每年花一百万美元聘请顾问，只为了在五分钟内得到答案。我的意思是，它不是那么复杂。但你能想象，一位顾问走过来说："我为你准备了一份只有一段的薪酬计划吗？"然后他们就会给你寄一笔账单吗？当然不是。所以，他们必须把事情搞复杂，我们可不相信这一点。我们想要的东西是很容易理解的，我们只是从来没有遇到过问题。

我们从我们的 CEO 那里得到了好的结果。我们从经理那里得到好结果的主要原因是，他们的"击球率"超过了 40%。他们喜欢达到 40%的击球率，然后获得合理的薪酬。事实上，他们也做到了。**但对他们来说，40%的击球率才是人生中最重要的事情**。你知道，这就是我们的感觉。**如果我们在经营业绩上取得了很好的成绩，那么回报就是附带的**。薪酬对我们的经理来说不应该是偶然的，这必须是公平的，没有人愿意在一个感觉自己受到不公平待遇的环境中工作。这不会是一个复杂的程序。而且我们对我们控制下的企业做出了非常具体的规定。我们不会根据布法罗新闻的表现向喜诗糖果的员工支付回报，反之亦然。我可以向你们展示美国公司中许多疯狂的薪酬制度的最终效果，这真的是正在发生的事情。

18、巴菲特同意大型券商持有他的股票

股东：下午好。我是来自马里兰州克拉克斯维尔的保罗·巴特菲利浦德。你在年度报告中写到了衍生品的系统

性危险，以及衍生品的增长。一个例子是六西格玛事件，它可能会对金融机构和其他公司(可能包括经纪公司)的偿付能力和运营造成多米诺骨牌效应和危险。你认为这是否会建议个人投资者不要以经纪公司持有股票？

巴菲特：查理，他们是如何在某种程度上解决了这个问题。1970 年代初，华尔街出现了一些多米诺骨牌效应。我认为，当然，一些经纪公司的失败，在一定程度上导致了其他公司的失败。

这不是一个典型的多米诺骨牌情况，当然，如果你回到这个国家的一百年前，**我们在银行中有多米诺骨牌效应**。任何时候，你有金融机构，然后它们在许多方面相互关联，并有大量的应收款和应付款、余额与一切，你总是有多米诺骨牌效应的危险。**这是保险行业的一个因素**，这也是银行业务中的一个因素。

我认为在经纪业务中会少一些。我认为，如果你在任何大型证券交易公司的现金账户中持有证券，我不会担心。我有很多个人证券，都在一个非常大的股票交易公司，这并不困扰我。但我的意思是，很明显，有一些小公司是不可靠的类型。我甚至不知道保证金账户的所有规则。但如果有人有权再抵押你的证券，而他们自己陷入麻烦，但有一个 SIPC 保护，我不知道 SIPC 是什么。

芒格：这不是无限的。你也有责任。

巴菲特：是的，我认为这是这样的。我会再三考虑是否把我所持有的证券再抵押给别人。至于现金账户。我想现金账户是分开的，不是吗，查理？

芒格：是的。

19、投资管理基金试图管理国家养老金

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我叫约翰·诺伍德，来自得梅因。感谢你今天提供这个发言的机会。我有两个问题，一个是作为个人投资者的问题，一个是作为国家居民的问题。第一个与内在价值有关。你能提供一些额外的关于伯克希尔年报和计算股票内在价值的笔记吗？我有点糊涂了。第二个问题与公共部门投资有关。例如，爱荷华州正在考虑设立一个 10 亿美元的价值基金。如果你代表公众负责这笔钱的投资，你会采用什么样的指导方针、策略和建议？在代表股东与代表公众时，是否存在任何重大差异？谢谢。

巴菲特：是的，如果你愿意的话，请详细说明一下，因为我不熟悉那 10 亿美元，爱荷华州是否真的代表人民创建了一个 10 亿美元的基金来投资股票？

股东：这就是提议的内容。

巴菲特：是吗？哦。查理，你怎么看？这对我来说是个新问题。

芒格：我认为这是一个相当愚蠢的想法。(笑声和掌声)

巴菲特：是的。他住在加州。所以我才让他回答。我就住在这里的边境，所以...(笑)我的意思是，我猜爱荷华州没有任何债券债务，所以他们可能不会开设保证金账户。但我认为，大多数州或市政层会希望让公民自己投资，而不是为了建立一个股票基金而向人们征税。所以这对我来说是个很新奇的想法。查理？

芒格：在加州，**投资管理合伙公司肯定会利用各种政治献金，进入管理国家养老基金的骗局**，等等。这不是一个美丽的场景。如果爱荷华州能够抑制它，那么我认为他们会更好。

关于内在价值的问题，我们已经在报告中写过了。我不认为还有什么可说的。我的意思是，任何金融资产的内在价值，就是从现在到审判日这段时间内产生的现金流，在所有不同资产之间以一个相同的利率进行折现。石油开采权、农场、公寓、股权、商业公司.....甚至一个柠檬水摊位，都是如此。你必须决定哪种业务你认为你可以理解得足够好，从而做出某种合理的计算。它不是科学的，但它的确具有内在价值。我的意思是，**计算是模糊的这一事实并不意味着这不是思考问题的正确方式。**

在伯克希尔，你会遇到两个问题。我们现在拥有的企业值多少钱？由于我们重新部署他们产生的所有资本，你必须弄清楚你愿意假设我们用这些资本做什么？

你可以回顾一下。大约 35 年前，人们可能低估了公司所产生的资本的用途，所以如果你现在回头看，这部分资本看起来非常便宜。但我们现在处于一个完全不同的游戏中，我们拥有大量的资本。你必须做出判断，我们创造的数十亿、数十亿、数十亿美元现金，是否会以一种能够在以后创造更多现金的方式进行资本配置。这也是查理和我所想的，但我们不能给出任何预测。查理？

芒格：是的，我认为我们的报告，考虑到企业目前构成的复杂性，在让股东计算内在价值方面，伯克希尔比我所知道的任何类似企业都要好。所以，我认为我们比其他任何人都做得好，而且我们是很认真地做这一点。如果你问，"我们会在这方面改进吗？"我不这么认为。

巴菲特：我们一直在努力做你说的事情，我的意思是，我们也给了我们自己想要的的数据。我们不知道内在价值的答案，这是你必须自己思考的问题。当我们购买麦克莱恩(McLane)时，当我们购买克莱顿房屋时，我们都会这么做。**当我们购买任何东西时，我们试图展望未来的经济，并问自己："随着时间的推移，这项业务能产生**

什么样的现金？我们对此有多大把握？购买价格与此相比如何？”

如果我们觉得我们得到了一个数字，我们必须对我们的预测感觉相当好，但一般不会感到完美，因为没有人确切地知道答案。我们必须对我们的预测感觉良好，然后我们必须有一个合理的购买价格。我们在两个方向都得到了一些惊喜。事实上，如果你回头看的话，我们实现了比我们当初预期更多的惊喜。但从现在开始，我们很难再遇到惊喜了，主要是因为规模，也因为世界的竞争更加激烈。查理？

芒格：我没什么要补充的。

20、芒格：侵权诉讼制度“疯了”

股东：我叫维克·坎宁安。我是来自康涅狄格州威尔顿的股东。我之前听到了你们关于“突然离开”的评论。但实际上，我觉得你们两个人，利用你们作为投资者的影响力来倡导变革的方式令人钦佩。你知道，你对股票期权费用的直言不讳的评论，促进了富有成效的讨论，不仅在全国的公司董事会，更重要的是在国会山。目前，这个国家的民事侵权支出占 GDP 的比例持续上升，我认为其中很多都是非生产性支出。这有没有什么意义——就像现在，你知道，他们正试图把触角伸向其他地方，不仅是烟草公司，还包括像麦当劳这样的消费品公司，甚至可能还有可口可乐。你是否会利用你的巨大影响力，试图让国会为这个国家进行某种全面的侵权改革而感到内疚？

巴菲特：嗯，我对你所说的表示同情。我想说的是，与原告律师的影响力相比，我们的影响力根本不值一提。毫无疑问，在某种程度上，当你看到我们的侵权制度给社会带来的摩擦成本时，你会感到震惊。但查理是个律师。他可能会比我更聪明地告诉你如何修改，因为也有很多事情是错误的。

看到很多似是而非的股东诉讼被提起，这有点让人恼火，有很多这样的事情。仅仅因为他们知道 D&O 责任保险(董事及高级经理人员责任保险)往往会支付赔偿金，而不担心经历诉讼的麻烦，这有点令人愤怒。我们不会付钱，但很多美国的公司会。所以，这是一个游戏。而从事这种活动的人，你知道，我认为在很多情况下，不是因为追求正义，而是因为这是一种该死的有利可图的游戏。还有，你知道，那些付钱的人，这通常不是出自他们自己的口袋，所以又回到了这个问题上——双方人民的利益缺乏平等。

但是，当我看到美国公司发生的一些事情时，我当然也不想完全解雇原告的律师，因为我认为已经发生了一些可怕的事情，我认为人们应该为此付出代价。我只希望是那些犯错的人付钱，而不是那些 D&O 保险承保商，因为当 D&O 承保商付钱时，或者当公司付钱时，这个成本就会变得“社会化”。现在，那些做错事的人很少会自掏

腰包。查理，请告诉我，我们该如何改善侵权制度？

芒格：嗯，如果你定义的侵权制度包括员工赔偿制度，我想你会得到可怕的滥用。在加州，好市多的薪酬支出中有约三分之一是员工的薪酬，有三分之二是员工赔偿费用。加州是一个制度化的骗局。诉讼产业链上有着欺诈性的脊椎指压治疗师、欺诈性的律师，等等。他们给企业带来了巨大的负担。当然，这些员工最终会离开。

我有一个朋友，他从德克萨斯州关闭了一家工厂，在那里他的工伤赔偿费用超过 30%，然后把它搬到了犹他州的奥格登，在那里它变成了 2%。因此，如果允许欺诈行为发生，它就会建立在自身的基础上。还有那些喜欢骗子的律师和说客。还有脊椎指压治疗师，天知道还有什么。所以，这是个大问题。而在加州，情况变得如此糟糕，我猜会有一些改革，即使三分之二的立法机构是民主党。

巴菲特：就股东的身份而言，你会期待改变什么？

芒格：嗯，那就更难了，因为如果你把原告律师中最差的律师也算上，有一半的时间他们会起诉行为恶劣的人。现在，他们在诉讼过程中，正如你所说，在社会化的基础上浪费了很多钱，这些钱并没有真正来到受伤害的人手中。所以，他们就像一个从公众那里得到巨额回报，然后继续公开骂骂咧咧的人。但可以肯定的是，在这些案件中，很多对原告律师叫嚷的被告做了一些非常令人遗憾的事情。所以，我认为很难弄清楚应该做什么。

现在的制度太疯狂了，我不知道该如何改进。如果你能指望政府是理性和公平的，你可以很容易地改善它，但你如何做到这一点？

巴菲特：你会不会让那些在董事和高级管理人员案件中成为被告的人自己支付部分费用？

芒格：我认为，如果没有 D&O 保险，美国公司将会有很大的改善。我们的保险公司中关于 D&O 保险的费用是零。(掌声)如果没有 D&O 保险，我认为人们会表现得更好。相反的观点是，你永远也找不到任何有钱的人愿意在董事会任职。但我的猜测是，即使考虑到这个问题，该制度也将比目前的情况更好。

21、想要从破产案收购资产赚钱是很难的

股东：John Goss 来自佛罗里达州基韦斯特。你去年提到你对收购破产公司感到沮丧。从你过去的经验来看，你对法院不允许就你在伯灵顿工业公司的出价收取分手费感到惊讶吗？

(伯灵顿工业破产时，巴菲特意欲出价收购伯灵顿工业的地毯业务，作为 Shaw 地毯的补强收购。)

巴菲特：这是个好问题。我们向法院提交了标书。管理层同意了我们的报价，我们在伯灵顿工业公司破产时提交了投标。我们的出价是 5 亿美元左右。我们提出了一笔所谓的分手费，我想应该是 1400 万美元。现在，当我

们提交 5 亿美元的出价时，我们的出价必须保持好几个月。因此，实际上，通过出价，我回到了我之前关于期权价值的陈述。我们要价 1400 万美元，我们告诉伯灵顿的债权人，在未来大约四五个月的时间里，他们可以以我们的出价卖给我们债权，或者在更长的一段时间里，他们可以获得更多的钱。在我看来，这是一个非常低的看跌期权的价格。事实上，这是一个不适当的价格，但在破产程序中这已经成为一种惯例。

但法院说，我们收取的分手费(或者我称之为认沽费)太高了，所以他们设立了一个新的竞标程序，这将导致伯灵顿在几个月后被出售给遵循这个新程序的人。坦率地说，我认为 1400 万美元是很低的，但是在很多情况下，这个数字大约在我们允许的范围内。但在破产的情况下，我们绝不会同意为那样的风险敞口支付那么多钱。这没有任何意义。这个世界变化太多了。

如果你看看纽交所所衡量的企业价值，你会看到一年内的波动幅度超过 100%。不过在一个艰难的行业，用 2-3%的资金成本去锁定未来可以以固定价格投入比如 5 亿或数亿美元，这没有多大意义。我这么做了，但是被拒绝了。在这个破产程序中，我们将出价 5 亿美元，而我们的出价必须(在一段时间内)保持不变，我们可不会参与这样一个破产程序。那么，如果世贸中心发生了灾难，或者加州发生了地震，或者证券交易所暂停交易，或者发生了各种各样可怕的事情，而我们的收购出价就在那里——我们却只为此收取了 5 百万美元左右的分手费。你知道，这对我来说毫无意义。

所以，虽然我们现在已经做了两次，但要想从破产中买东西还是很困难的。不过在我们的两笔交易中(Finova 和鲜果布衣?)，我们都得到了很好的结果。但后来我们的第三次尝试，涉及到了伯灵顿工业，我们花了相当多的时间和金钱来促成这个出价。一周又一周过去了，这花了我们很多钱，但却没有被接受。所以，你知道，当我看到这些经历时，我对自己说，与沃尔玛达成交易要容易得多，在那里我与他们交谈一个小时，我们握手，我们达成了交易。看看我们在过去一年中所做的其他交易，我们在一两天内收购了北方天然气管道，或者我们在几天内收购了 KernRiver 天然管道，或者我们收购的各种企业。而破产的情况，我认为走破产程序这可能是必要的。我的意思是你必须遵守破产法。但我想说的是，这是一种非常尴尬的收购方式。如果我们提交的投标将持续许多个月，而人们却可以只通过支付 1%的费用，就可以超过我们，那我们将不会作出许多出价。查理？

芒格：我们知道，从我们的角度来看，没有 2%的承诺费的交易是不合理的。法院有不同的看法，他认为数字应该是不同的。谁知道呢。我们会看到一切是如何解决的。

22、买股票我们喜欢重仓买进

股东：先生们，来自澳大利亚悉尼的韦恩·彼得斯。我的问题是关于股票投资组合权重的调整。首先，你能描述一下你在决定新投资的组合权重水平时的思考过程吗？现在，我所指的是**有价证券**。第二，你对潜在权重调整的想法。根据你的记录，很明显与现在不同的是，在较早的日子里，平均而言，你要么持有股票，要么就没有股票，尽管偶尔你会加仓或减仓。

芒格：我没有完全理解这个问题。

股东：查理，我刚才想问的是，你如何对一项有市场价值的证券投资做出初始头寸的安排，比如 5%，10%，15%。也就是最初，你决定进入一笔投资的头寸是多少？

芒格：嗯，我们通常不喜欢小仓位。

巴菲特：是的，**我们喜欢下重注**。我的意思是，如果我们想通过股票市场投资一项业务，我们希望投入大量资金。你知道，我们不相信投资一点这个和投资一点那个的分散说法。因此，在我们目前的规模下，我们主要受限于我们实际想要投资的数量的可获得性，而不是基于总投资组合的某个百分比的限制，我们不会用这种方式限制自己。对我来说，很难想象我们会放弃买入哪只我们心仪的股票，除非是因为我们将触及 10% 的持股限制，因为在这种情况下，我们会被限制短期交易，或者成为内幕人士或诸如此类的事情。但我们几乎从未想过要放弃买入心仪股票的想法。不是吗，查理？

芒格：除非价格上涨，否则我们不会。

巴菲特：是的。当然，这也是我们犯下大错的地方。实际上我犯了大错误。在我们的能力圈范围内，我们有足够的知识去买一些东西，我们本可以买很多股票的(沃尔玛)，但是它上涨了一点，然后因为价格的原因我们就退缩了。我们不会因为我们不想投入超过 X 美元而退缩。如果我们找到一个我们想投入 5 亿美元的想法，如果我们能投入 30 亿或 40 亿美元，我们可能会更高兴。好的想法太少了，一旦你找到它们，你就不能吝啬。

芒格：是的，在勉强避免了不愿意为喜诗糖果支付更高价格的错误之后，我们又继续犯了几次同样的该死的错误，在有价证券方面。我们显然学得很慢。(笑声)

巴菲特：这也让我们损失了很多、很多、很多亿美元。

芒格：这些都是数十亿美元的机会成本。它们不会出现在财务报表上，但伯克希尔公司总部的愚蠢决定所造

成的损失是惊人的。(笑声)

巴菲特：说得好。(笑声)

23、我们心中有一个最低贴现率门槛(10%)，低于门槛就不投资

股东：大家好，我是史蒂夫·卡斯贝尔，来自亚特兰大。我的问题涉及利率。当你在低利率时期计算一家企业的内在价值时，就像我们目前所做的那样，你会使用更高的贴现率来考虑未来更高的利率吗？另外，你有没有看过一家公司的自由现金流收益率相对于当前利率的情况？如果我也能得到你对股息税削减的看法。如果出现奇迹，政客们理性思考，取消了股息税，伯克希尔会支付股息吗？

巴菲特：关于贴现率的问题，我们使用相同的贴现率。我的意思是，在理论上我们将对所有证券使用相同的贴现率，因为如果你真的知道它们将产生的现金那就可以了。我们在估计一些公司的现金回报时可能会更加保守，但我们将使用的贴现率是一个常数。现在，就我们的现状而言，我们不想利用短期利率为 1.25% 作为贴现率，来说明能给我们带来 3-4% 的收益会是一笔好交易。因此，我们心中有一个最低贴现率门槛，低于这个门槛，我们就不愿意投入资金。我们不愿意给出这个门槛值，无论利率是 6% 还是 7%，或是 3% 还是 4%，或者是 1% 的短期利率。我们只是不想在低利率的情况下进行长期投资，仅仅因为它们预期回报率比短期利率或低政府利率好一点。所以，我们心中有最低的门槛。我不能准确地告诉你我们的门槛值是什么，但它们比目前的政府利率要高得多。而在其他时候，我们会很高兴拥有政府债券，这只是因为我们觉得他们提供了足够有吸引力的利率。

当我们在考虑一项业务时，我们考虑的是永远持有它。我们希望确保我们能获得足够的资本回报。我们并不认为我们现在能够获得的短期利率回报是足够的，我们宁愿坐下来再等待一段时间。而不是稍微让步，开始满足于 30 年的较低利率，仅仅因为 30 天的利率是如此之低。

关于股息税——你知道，我以前举过一个例子，就是我和我的秘书向联邦政府缴纳的税收比例大致相同。现在，我比她缴纳更多的所得税。我支付的边际税率比她高一些。但她交的社会保障税比我多得多，因为我只交第一笔，依据的是 7 万还是 8 万的收入交税。所以，她向政府支付了一定比例的收入，在我们为她在公司付的钱和她自身实际付的钱之间，我们付了收入的 12% 或 13%。因此，我们每年都要向联邦政府缴纳相当比例的收入。

如果伯克希尔要宣布 10 亿美元的股息，我的份额是 3.3 亿美元，而且是免税的，就像布什政府的人最初建议的那样——重点是“免税的”。我的意思是，我们在伯克希尔有很多应税收入，我可能要向联邦政府支付我收入的

10%。现在，我可以提出一个论点，即公司结构不应决定税率。子公司 S，子公司 C，或合伙公司，税法在它们之间应该是中立的。我过去也提出过类似的观点。但是我不能在我的脑海里说，"我天生好运，我出生时就被赋予了某种特定的方式，使我能够赚很多钱"。坦率地说，在 1930 年，就赚钱的可能性而言，生为男孩比生为女孩更好。可能现在也是，但程度不同。我的意思是，我会把我一年收入的 10%交给联邦政府，而我的秘书也会这么做，我认为这是不公平的，特别是从社会回馈给我的角度来说。(掌声)所以我不支持布什计划。查理？

芒格：嗯，我同意你的看法。即使你假设，如果政府从来没有对公司收益进行双重征税，整个经济会运行得更好，但我认为这并不是一件很明确的事情。但即使你这样假设，**我认为当你生活在一个充满嫉妒和怨恨的民主国家，最幸运的人几乎不交所得税，我认为这是不可接受的。**我认为在这些安排中必须有一些公平，即使有一些理论上的争论，认为(如果免税的话)经济可能会以其他方式更好地运行。

巴菲特：是的，很明显，现在有一些个人退休账户，对那些分红不多的人来说非常有用。他们获得了很长一段时间税收递延，这有巨大的好处。你知道，免除股息的最大好处是我和查理这样的人。这不会刺激经济。这会刺激我们，(笑声)这将导致我们把收入的很小一部分送到华盛顿，特别是与在我们鞋厂工作的人相比。然后在未来，你的孙子会问，"爷爷，你在战争期间做了什么？"我不知道这是不是我想向他们解释的。

24、为什么伯克希尔投资回报的门槛是 10%？

股东：下午好。我是帕特里克·沃尔夫，来自弗吉尼亚州阿灵顿。查理，我忍不住要告诉你，我其实就是那个蒙着眼睛下棋的家伙。所以，我希望明天不会在那里见到你。(笑声)

实际上我有一个两部分的问题。我想请你阐述一下你是如何看待机会成本的。我想我会详细阐述最后一个问题。首先，在年度报告中，你明确表示，你希望普通股的税前股本回报率达到 10%。我想你之前谈到了你是如何从 5%到 6%的税后回报中建立起来的，然后加上一层通胀，再加上一层税收。我的第一个问题是，如何调整不同时期的要求回报率？例如，当利率较高时。你会在不同时期寻找不同的股票溢价回报吗？

我的第二个问题是，沃伦，你刚才说，你实际上将适用于股票相同的贴现率。我相信你们知道，现代金融实际上建议你不应这样做，你应该考虑现金流的时机，特别是与一般市场的协方差。刚刚你已经强调了一点，当你想到风险的时候，**你认为风险主要是指：随着时间的推移，你会得到你预测的现金流吗？**如果你从贴现现金流的角度来考虑，这是分子风险，你的结果不言自明，我想在座的每个人都必须承认，这可能是思考风险的一种非

常有效的方式。但考虑现金流的时机也有一个真正的经济成本。这可能是一个小得多的成本，但它仍然是一个真正的成本。例如，我可能会建议你考虑一下某人在两份工作之间做决定。这两份工作完全相同，而且每个人期望从每份工作中赚到同样多的钱，但有一点不同。不同的是，一份工作在经济不景气时会给他更高的薪水，而另一份工作在经济景气时会给他更高的薪水。现在，如果他问你哪份工作更有价值，我猜你会告诉他在经济不景气的时候会给他更高薪水的那份。原因是，如果他想通过兼职或做其他事情赚更多的钱，当经济好转时就会容易得多。这就是现金流与整个市场的协方差背后的基本逻辑。这是一个真实的成本，尽管它很难衡量，即使它的风险比分子风险小，得到实际现金流的风险，因为它是一个真实的成本，我想你们必须考虑一下。所以，我的第二个问题是你是怎么想的？如果你决定不这么做，为什么？

巴菲特：现在，首先，我想说，帕特里克，我们很感谢你的到来，因为帕特里克在周日自愿参加比赛，到现在，我不知道有多少年了，但这已经很多次了。现在，我想他在同时和六个人一起玩，蒙着眼睛，听完这个问题你就能理解他是怎么做到的了。(笑声)帕特里克，(桥牌冠军)鲍勃·哈曼，然后今年，(拼字游戏冠军)彼得·莫里斯和(西洋双陆棋冠军)比尔·罗伯蒂，都来了。在周日，我们有这些非凡的人才。对于那些喜欢玩各种游戏的人来说，他们会花一个下午的时间来玩，并且不求任何回报。所以，我们真的很感激你，帕特里克，我期待着明天你会不会从你的眼罩里偷看。(笑声)

关于机会成本和我们提到的 10% 的问题。你知道，基本上这就是我们准备放弃的数字。我们不想购买实际预期低于 10% 的股票。现在，无论短期利率是 6% 还是 1%，都是如此。我们只是觉得，在这个水平以下的投资回报，投资将会变得非常草率。我们要补充的是，我们认为，很明显，我们仍将获得至少在 10% 回报率水平以上的投资机会，甚至可能大大高于这一水平。所以，这只是我们退出游戏的一个门槛。而且是武断的。我们没有任何科学研究或任何东西。但我敢打赌，在未来的很多年里，我们或你们将能够找到你们或我们所理解的股票，这些股票的回报率有可能达到 10% 或更高。

现在，一旦你在这个范围内找到一组股票，且不考虑我们所拥有的巨额资金的问题，那么我们只需购买最有吸引力的股票，这通常意味着投资那些我们觉得最可靠的，这是一个实际的问题，只是有一些企业拥有的经济特征，使他们的未来前景，远远超出其他公司、也远比其他公司更可预测的。市场中有各种各样的企业，你根本无法预测他们会赚多少钱，对于它们你只需要忘掉它们。但是，随着时间的推移，我们变得非常偏爱那些我们认为

可预测性高的业务。但我们仍然希望能够达到 10%的门槛回报率，不过无论如何，这并不是很好的税后回报率。

查理，你想先评论一下问题的这一部分吗？

芒格：是的。我认为在最后的分析中，我们所做的一切都会回到机会成本。事实上，在相当大的程度上，我们在猜测我们未来的机会成本。沃伦基本上是说，他猜测，他将有机会在适当的时候，把钱投入到相当有吸引力的回报率中，因此，他不会就现在在较低的回报，浪费大量的资金。但这也是机会成本计算。如果利率或多或少地永久稳定在 1%或类似的水平，沃伦将重新评估他对未来机会成本的看法，他将改变这些数字。就像经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)说的那样，"当你改变对事实的看法时，你会怎么做？好吧，你会改变你的行为"。但至少到目前为止，我们心中存在的障碍，基本上是它们所隐含的未来的机会成本。

巴菲特：目前，我们的 160 亿美元现金只能获得税前 1.25%的回报，也就是一年 2 亿美元。我们可以非常容易地购买 20 年后到期的政府债券，然后获得大约 5%的收益。所以，我们可以把每年 2 亿的收益，很容易改为每年 8 亿。我们现在做出的决定，正如查理所说，我们最好暂时接受 2 亿美元，理论上我们会找到一些能给我们带来 10%或更好收益的东西，而不是每年承诺的 8 亿美元收益。否则我们可能会发现，在一年或一年左右的时间里，当更好的机会出现时，我们遭到了更大的损失。尽管它不是非常科学的。但我能告诉你的是，在实践中，它似乎运行得很好。

芒格：多年前，当沃伦经营一家合伙公司时，在某种程度上，我经营的合伙公司也是以同样的方式运作的，我们含蓄地做了你所建议的事情，那就是合伙公司的一部分是所谓的事件套利投资。而且，当市场总体上处于低谷时，这些投资往往会偶尔产生回报。而这些另类投资将更多地模仿一般市场。所以，我们在 40 年前就在做这个学术理论规定的事情。但是我们没有使用现代的行话。

巴菲特：是的，我们对一直有大量资金流入有一些偏好。但我们确实进入了具有巨大波动性的保险交易，这可能意味着一大笔钱可能一次性或在很短的时间内流出。我们不会为了平滑而放弃很多预期更高的回报，但如果你给我们一个选择，要么钱每周都会稳定的进入，要么同样的钱的现值，以一种我们不知道何时流入的方式流入，那么，我们会选择更平滑的方式。但是，如果你给我们一个更高的现值、而波动更大的选项，那么我们将选择这个。而这通常是我们的选择，我的意思是，我们通常会有这样的选择。市场中的其他人非常看重平滑性，而在我们看来，我们确实获得了不稳定回报(相对于平稳回报)的价差收益。

我们正在承保百事可乐正在举办一场比赛。他们将在九月进行一次开奖活动。比赛会经历很多小阶段，但最终，会有一个人有千分之一的机会赢得 10 亿美元。这 10 亿美元的现值可能是 2.5 亿美元。如果谁能最终获胜，我们将为此付钱。我们不介意支付 2.5 亿美元，只要我们得到适当的回报。即使这会在那个特定的一周也许两周造成很难看的现金流，我们也愿意。(笑声)

我们愿意假设这一笔付款会发生，而世界上很少有人这么做。即使是那些能够承保得起的人。我们甚至可以接受假设它的现值为 25 亿美元，那我们想要获得更多的保费来让承担这一点，但查理和我，如果我们得到足够好的保费，我们会同意对其进行承保的。不过，我们不会为了 250 亿美元做这件事。但对于其他金额我们会做一些事情，因此，我们接到了很多这类事情的电话。随着时间的推移，这是比面包和黄油更有利可图的生意。它可以让你在抽签的时候对看电视节目产生强烈的兴趣，确保知道谁抽到了号码。(笑声)查理，你有什么要补充的吗？

芒格：是的，一旦你谈到了机会成本，并考虑了个人的处境和个人的能力，你就完全脱离了现代金融。而这就是我们所做的。我们根据自己的情况和能力，尽可能聪明地做出这些猜测和决定。我认为根据别人的情况和能力来做这件事是很疯狂的。



Omaha Civic Auditorium

沃伦在担心什么 2003

2003 年 3 月 3 日 《财富》杂志

自 1965 年以来，沃伦巴菲特每年都会给伯克希尔股东写信。早年他遵循传统格式，但在 1976 年加入美国 SEC 企业信息披露咨询委员会后，他决定(用他的话说)"认真"与股东沟通。1977 年，他做出了另一个重要决定：聘请《财富》杂志的卡罗尔卢米斯(Carol Loomis)担任他的编辑，她是巴菲特的朋友，也是伯克希尔的长期股东。巴菲特说她是无价之宝，"非常友善、非常乐于助人、非常严厉"。

在致股东信中，巴菲特在讨论衍生品之外，还谈到了股票、现金和垃圾债券的诱惑。去年，我们.....能够对一些"垃圾"债券和融资进行明智的投资。总体而言，我们在这一领域的投资增加了六倍，到年底达到 83 亿美元。

投资垃圾债券和投资股票在某些方面是相似的：这两项活动都要求我们进行价格/价值计算，并扫描数以百计的证券，以找到极少数具有吸引力的回报/风险比的证券。但这两门学科之间也有重要区别。在股票投资中，我们期望每一个投资都能顺利实现，因为我们专注于融资保守、具有强大竞争优势、由能干和诚实的经理人经营的企业。如果我们以合理的价格买入这些公司，亏损应该是很少见的。事实上，在我们管理公司业务的 38 年中，我们在伯克希尔管理的股票(即不包括在通用再保险 GenRe/科隆再保险 Cologne 以及 GEICO 保险管理的股票)的收益超过亏损的比例约为 100:1。

在购买垃圾债券时，我们面对的是那些边缘化程度更高的企业。这些企业通常负债累累，所处行业的资本回报率往往很低。此外，管理层的素质有时也值得怀疑。管理层的利益甚至可能直接与债务人的利益背道而驰。因此，我们预计在垃圾股中偶尔会出现大额亏损。但迄今为止，我们在这一领域的表现还算不错。

我们在股票方面的投资仍然很少。查理和我对我们持有的伯克希尔主要被投资公司的股票越来越满意，因为其中大多数公司的盈利增加了，而估值却下降了。但我们并不倾向于增持。虽然这些企业前景良好，但我们还不认为它们的股价被低估了。

我们认为，同样的结论也适用于一般股票。尽管三年来股价不断下跌，普通股的吸引力大大提高，但我们仍然发现很少有股票能引起我们的兴趣。这一令人沮丧的事实证明了大泡沫时期达到的疯狂估值。不幸的是，宿醉可能与狂欢成正比。

查理和我今天表现出的对股票的厌恶绝非先天性的。我们喜欢持有普通股，只要能以有吸引力的价格买到。在我 61 年的投资生涯中，有 50 年左右的时间提供了这样的机会。以后还会有这样的年份。然而，除非我们看到

至少 10%的税前回报(公司税后为 6-7%)的可能性非常高, 否则我们将保持观望。由于短期资金的税后回报率不到 1%, 袖手旁观并不好玩。但是, 成功的投资偶尔也需要无所作为。

在致股东的信中, 巴菲特讲述了他在 1998 年收购 GenRe 再保险公司时继承的衍生品业务, 现在退出的困难。他还得出结论, 衍生品合约的爆炸性增长可能已经造成了严重的系统性风险。Loomis 建议巴菲特在《财富》杂志上发表他关于衍生品的部分。查理芒格和我对衍生品及其交易活动的看法是一致的: 我们认为它们是定时炸弹, 对交易双方和经济体系都是如此。

在表达了这一想法之后, 让我来解释一下衍生工具, 尽管解释必须是一般性的, 因为这个词涵盖了极其广泛的金融合约。从本质上讲, 这些工具要求在未来某个日期进行资金转手, 金额由一个或多个参考项目决定, 如利率、股票价格或货币价值。例如, 如果您做多或做空标普 500 指数期货合约, 那么您就是一个非常简单的衍生品交易的一方, 您的收益或损失来自于指数的变动。衍生品合约的期限长短不一(有时长达 20 年或更长), 其价值通常与多个变量挂钩。除非衍生品合约有抵押或担保, 否则其最终价值还取决于合约对手的信用度。与此同时, 在合同结算之前, 交易对手会在当期损益表中记录利润和亏损, 通常数额巨大, 而不会有一分钱的转手。

衍生品合同的范围仅受人类(有时似乎是疯子)想象力的限制。例如, 在安然公司 Enron, 新闻纸和宽带衍生品在未来许多年后才结算, 但却被记入账簿。或者说, 你想写一份合同, 推测 2020 年在内布拉斯加州出生的双胞胎数量。没问题, 只要出个价, 你很容易就能找到一个愿意交易的对手。

当我们收购 Gen Re 时, 它还附带了 General Re Securities, 这是一家衍生品交易商, 查理和我都不想要它, 认为它很危险。然而, 我们试图出售该业务的努力失败了, 现在正在终止它。但关闭衍生品业务说起来容易做起来难。我们需要很多年才能完全退出这项业务(尽管我们每天都在减少风险敞口)。事实上, 再保险业务和衍生品业务是相似的: 就像地狱一样, 两者都很容易进入, 但几乎不可能退出。无论在哪个行业, 一旦你签订了合同, 可能需要在几十年后支付大笔款项, 你通常就会被它套牢。诚然, 有一些方法可以将风险转嫁给他人。但大多数此类策略都会让您承担剩余责任。

再保险和衍生产品的另一个共同点是, 两者产生的报告收益往往被严重夸大。之所以如此, 是因为目前的收益在很大程度上是基于估计值, 而估计值的不准确性可能在很多年后才会暴露出来。

错误通常是诚实的, 反映的只是人类对自己的承诺持乐观态度的倾向。但是, 衍生品交易方也有巨大的动机

在会计核算中作弊。衍生品交易者通常根据按市价计算的"收益"获得报酬(全部或部分)。但通常并不存在真正的市场(想想我们涉及双胞胎的合同),而是采用"按模型计价"。这种替代可能会带来大规模的问题。一般来说,涉及多个参考项目和较远结算日期的合同,会增加交易对手使用虚假假设的机会。例如,在双胞胎的情况下,合同双方很可能使用不同的模型,使双方在许多年里都显示出可观的利润。在极端情况下,"按模型计价"会退化为我所说的"按神话计价"。

当然,内部和外部审计人员都会审查这些数字,但这并不是一件容易的工作。例如,General Re Securities在年末(经过10个月的收尾工作后)有14384份未到期合同,涉及全球672个交易对手。每份合同的正负值都来自一个或多个参考项目,包括一些复杂得令人难以置信的项目。对这样一个投资组合进行估值,审计专家很容易就会诚实地提出大相径庭的意见。

估值问题远非学术问题:近年来,衍生品交易助长了一些大规模欺诈和近乎欺诈的行为。例如,在能源和电力公用事业领域,一些公司利用衍生品和交易活动来报告丰厚的"收益",直到他们试图将资产负债表上与衍生品相关的应收账款转换成现金时,才发现屋漏偏逢连夜雨。"按市值计价"变成了真正的"按神话计价"。

我可以向您保证,衍生品业务中的标记错误并不对称。几乎无一例外的是,这些错误要么偏向于觊觎数百万美元奖金的交易员,要么偏向于希望报告可观"收益"的CEO(或两者兼而有之)。奖金支付了,CEO从期权中获利。直到很久以后,股东们才知道所报告的收益是假的。

衍生产品的另一个问题是,它们可能会加剧公司因完全无关的原因而陷入的困境。之所以会产生这种叠加效应,是因为许多衍生品合约要求信用降级的公司立即向交易对手提供抵押品。试想一下,如果一家公司因整体的困境而被降级,其衍生品立即启动要求,对该公司的现金抵押品提出了意想不到的巨大需求。满足这一需求的需要会使公司陷入流动性危机,在某些情况下可能会引发更多的降级。这一切都会成为一个螺旋,导致公司崩溃。

衍生产品还产生了菊花链风险,这与保险公司或再保险公司将其大部分业务再保险给其他公司的风险类似。在这两种情况下,来自许多交易对手的巨额应收账款往往会随着时间的推移而积累。(在Gen Re Securities,我们仍有65亿美元的应收账款,尽管我们已进入清算模式近一年)。参与者可能认为自己是谨慎的,认为他的大额信贷风险是分散的,因此并不危险。但在某些情况下,导致A公司应收账款坏账的外生事件也会影响到B到Z公司的应收账款。历史告诉我们,危机往往会导致问题以更平静时期无法想象的方式相互关联。

在银行业，对“联动”问题的认识是美联储系统成立的原因之一。在美联储成立之前，弱小银行的倒闭有时会给先前强大的银行带来突如其来和意料之外的流动性需求，导致它们反过来倒闭。现在，美联储使强者免受弱者的困扰。但是，没有中央银行负责防止保险或衍生品行业的多米诺骨牌倒塌。在这些行业中，基本面稳健的公司可能仅仅因为产业链下游其他公司的困境而陷入困境。当一个行业内存在“连锁反应”威胁时，应尽量减少任何形式的联系。这就是我们开展再保险业务的方式，也是我们退出衍生品业务的原因之一。

许多人认为，衍生品减少了系统性问题，因为无法承担某些风险的参与者能够将风险转移到更强大的手中。这些人认为，衍生品起到了稳定经济、促进贸易和消除个别参与者风险的作用。而且，从微观层面来看，他们所说的往往是对的。事实上，在伯克希尔，我有时会参与大规模的衍生品交易，以促进某些投资策略。

然而，查理和我认为，宏观形势是危险的，而且越来越危险。大量的风险，尤其是信用风险，已经集中在相对较少的衍生品交易商手中，而且这些交易商之间的交易非常广泛。其中一家出现问题，其他几家也会很快受到牵连。此外，这些交易商还被非交易商对手方拖欠巨额债务。正如我所提到的，其中一些交易对手之间的联系，可能会导致他们同时因单一事件(如电信业的内爆或商业电力项目价值的急剧下降)而陷入困境。当联系突然出现时，可能会引发严重的系统性问题。

事实上，1998年，长期资本管理公司(Long-Term Capital Management)这一单一对冲基金的杠杆化和衍生品交易活动引起了美联储的严重担忧，以至于美联储匆忙策划了一场拯救行动。在后来的国会证词中，美联储官员承认，如果他们不进行干预，一家不为公众所知、只有几百名员工的 LTCM 公司，其未完成交易很可能会对美国市场的稳定构成严重威胁。换句话说，美联储之所以采取行动，是因为其领导人担心，如果 LTCM 的多米诺骨牌倒下，其他金融机构可能会发生什么。而这一事件虽然使固定收益市场的许多部分瘫痪了数周，但远不是最坏的情况。

LTCM 使用的衍生工具之一是总收益掉期，这种合约可以在包括股票在内的各种市场上实现 100% 的杠杆效应。例如，合同的甲方(通常是银行)投入全部资金购买股票，而乙方不投入任何资金，但同意在未来某个日期收取银行实现的任何收益或支付任何损失。

这种类型的总收益掉期让保证金要求成了笑话。除此之外，其他类型的衍生品严重削弱了监管机构控制杠杆率的能力，并使其无法全面掌握银行、保险公司和其他金融机构的风险状况。同样，即使是经验丰富的投资者和

分析师，在分析大量参与衍生品合约的公司的财务状况时也会遇到重大问题。当查理和我读完详细描述各大银行衍生品活动的长篇脚注时，我们唯一明白的是，我们不知道该机构的风险有多大。

现在，衍生品的精灵已经从瓶子里出来了，这些工具的种类和数量几乎肯定会成倍增加，直到某些事件清楚地表明它们的毒性。在电力和天然气行业，人们已经意识到了这些工具的危险性，重大事故的爆发导致衍生工具的使用急剧减少。然而，在其他领域，衍生品业务仍在肆无忌惮地扩张。中央银行和各国政府至今仍未找到有效的方法来控制甚至监控这些合约带来的风险。

查理和我相信伯克希尔应该是一个财务实力的堡垒，为了我们的股东、债权人、投保人和员工。我们努力警惕任何形式的特大灾难风险，这种姿态可能会让我们对数量激增的长期衍生品合同和大量未抵押的应收账款过于担忧。然而，我们认为，衍生品是大规模杀伤性金融武器，其潜在的危险是致命的。

巴菲特：股息巫术 2003

2003 年 5 月 20 日 《华盛顿邮报》A19 版

年度福布斯 400 富豪榜表明，除了偶尔出现少数变动，富人确实越来越富有了。尽管如此，参议院上周投票决定为富人积累更多财富提供更多帮助。参议院决定，个人获得的股息应在 2003 年免税 50%，2004-2006 年 100%免税，然后在 2007 年再全额征税。参议院在设计这些"之"字形税制时所表现出的思维灵活性令人叹为观止。不过，参议院所做的努力也是显而易见的：如果这些修改获得通过，税收的天平将进一步向富人倾斜。

作为非濒危物种的一员，请允许我举例说明目前的天平是如何平衡的。我向联邦政府缴纳的税款，包括我的雇主伯克希尔哈撒韦公司为我缴纳的工资税，约占我收入的比例约 30%，与我们办公室接待员缴纳的税款比例大致相同。我的情况并非特例，跟许多富人一样，我的收入是资本利得和普通收入的混合体，我也没有受到避税措施的影响，而且我从未使用过避税措施。因此，我的工资、投资和资本利得收入的税率要比我们的接待员略高一些。但她缴纳的工资税占收入的比例要比我高得多。

她并没有抱怨：我们都知道，我们很幸运出生在美国。但我更幸运的是，我一出生就具备资本配置的天赋，在过去的半个世纪里，这是我在这个国家所拥有的宝贵能力。这种价值大部分归功于美国，而不是我。如果我和这位接待员都出生在孟加拉国，情况就会大不相同。在那里，我们各自才能的市场价值并没有太大差异。

现在参议院表示，股息领取者应免税。假设这项措施获得通过，伯克希尔哈撒韦公司(现在不分红)的董事们因此决定明年分红 10 亿美元。我持有伯克希尔 31%的股份，将获得 3.1 亿美元的额外收入，不需要再缴纳一毛钱的联邦税，我的税率将下降到 3%。而我们的接待员呢？她仍需缴纳约 30%的税款，这意味着她为政府反恐、发动战争和养老等方面活动所缴纳的税款比例约为我的 10 倍。让我再说一遍：她的总体联邦税率将是我的 10 倍。

在我年轻的时候，肯尼迪总统曾要求美国人为我们的国家"付出任何代价，承担任何负担"。面对这一挑战，如果伯克希尔的股息免税，我将支付的 3%的联邦总税率似乎有点低。政府官员说，我钱包里突然多出的 3.1 亿美元会刺激经济，因为我会将这笔钱用于投资，从而创造就业机会。但他们很容易就忘记了，如果伯克希尔留着这笔钱，它也会投资同样的金额，从而创造就业机会。

参议院的计划邀请公司(实际上是命令它们)在很大程度上扭曲它们的行为。如果该计划得以实施，股东们就会理所当然地要求他们所拥有的公司在 2003 年不再支付股息，因为 2003 年的股息将被部分征税，而在 2004 年支付这些暂停的股息，因为 2004 年的股息将被免税。同样在 2006 年，即该计划的最后一年，公司应支付正常股息

的两倍，然后在 2007 年完全避免支付股息。

总之，很难想象还有什么比参议院制定的时间表更愚蠢的了。事实上，老布什总统就给这类活动起了个名字："巫术经济学"(voodoo economics)。操纵税制改革的颁布和结束日期是安然式的会计，而最近要求公司公布诚实数字的国会，现在应该认真审视自己的做法。

削减股息税率的支持者认为，此举将刺激经济。当然，由于目前政府巨额且不断增长的赤字，大量的刺激措施应该已经在路上了。对于是否有必要在这方面采取更多行动，我没有强烈的观点。

但如果是这样的话，就不要对直接持有大量股票的人减税。通过 401(k)持有股票的小额投资者已经享受到了税收优惠。相反，应该给那些既需要又愿意花钱的人减税。颁布一个社会保障税"免税期"，或为低收入人群提供固定金额的退税。向 31 万个急需资金的家庭发放 1000 美元，其对经济的刺激作用远远大于向我发放同样的 3.1 亿美元。

当你听到减税的言论时，请记住，给某一类纳税人"减税"，现在或以后其他人就必须增加同等的负担。换句话说，如果我得到了减税，其他人就要付出相应的代价。政府无法为整个国家提供免费午餐。但是，它可以决定由谁来为午餐费买单。上周，参议院把该法案交给了错误的一方。

股息免税的支持者喜欢把批评者说成是阶级斗争的鼓吹者。但事实是，对我的阶级而言，他们的建议促进了阶级福利。

沃伦巴菲特是多元化控股集团伯克希尔哈撒韦公司的 CEO，也是《华盛顿邮报》公司的董事，该公司持有伯克希尔股份。©2003 年《华盛顿邮报》公司

芒格：论学院派经济学 2003

2003 年 10 月 3 日

查理在加州大学圣塔巴巴拉分校发表这次演讲那天，本书的编辑连续 12 个小时跟他在一起。我们当天的行程是这样的：从洛杉矶驱车两个小时过去，午饭，演讲前会议，演讲，演讲后招待会，最后到甲骨文集团的财务总监杰夫亨利家吃饭。查理当时尽管离 80 岁生日只有几个月，但还是表现得像个不知疲惫的大师。他在那天表现出来的犀利、耐力和幽默令人惊叹和敬佩。查理这次演讲的内容可以被当成芒格方法的综合理论。查理在演讲中整合了许多他从前讲过的思想，有条有理地将它们糅合成一种连贯的哲学，奉献给他的听众。当天的听众是该名牌大学经济系的师生，向他们表达对软科学中缺乏跨学科研究的现状的惋惜及改进的方案，是再合适不过的了。

我已经粗略地列出了我这次演讲的提纲，依照这个提纲讲完之后，我就来回答你们的提问；只要你们愿意听，我就会一直讲下去，直到有人把我拖到我该去的地方。你们也许已经猜到，我答应来演讲，是因为这几十年来，我对如何让各门软科学学科之间更好地进行对话这个主题非常感兴趣。当然，从许多方面来讲，经济学都是软科学中的皇后。它应该比其他软科学出色。我认为和其他软科学学科相比，经济学在跨学科研究方面做得更为出色。但我认为经济学的跨学科研究做得还是不够好，所以我愿意在这次演讲中谈谈它的不足之处。

由于我要谈的是学院派经济学的优点和缺点，所以你们有权知道一个有趣的事实：我从来没有上过一节经济学课。你们可能会觉得奇怪，我既然这么毫无资格，怎么还敢大言不惭地发表这次演讲呢？答案是，我在胆量方面是黑带水平。我天生就胆大。就我所知，有些女人在花钱方面是黑带水平，她们天生就会花钱。而我呢，我得到的是胆量黑带。

但是呢，有两种特殊的经验让我拥有一些有用的经济洞察力。一种经验来自伯克希尔，另外一种来自我个人的教育经历。当然，我在伯克希尔的经历是很有趣的。当沃伦接管伯克希尔的时候，公司的市值大约是 1000 万美元。现在距当年已经有四十几年了，伯克希尔的流通股比当年多不了多少，但市值达到了大概 1000 亿美元，增长了一万倍。由于多年以来伯克希尔的业绩持续增长，很少有投资失误的例子，这最终引起了关注，人们觉得沃伦和我可能在微观经济学方面有一些独到的看法。

曾经有位获得诺贝尔奖的经济学家在很长的一段时间里如此解释伯克希尔的成功：

起初，他说伯克希尔能够在流通股投资上打败市场，是由于一个运气西格玛，因为在他看来，除了靠运气，没有人能够打败市场。这种僵化的有效市场理论在当时各个经济学院非常流行。人们学到的理论是没有人能够打败市场。接下来，这位教授随后又引入了第二个西格玛、第三个西格玛、第四个西格玛，到最后，他总共用到了六个西格玛的运气，引起了人们的嘲笑。于是他的解释扭转了 180 度，他说：仍然是六个西格玛，但那是六个西格玛的能力。这段令人非常悲伤的历史证实了本富兰克林在《穷理查年鉴》中说过的话：**如果你想要说服别人，**

要诉诸利益，而非诉诸理性。这人改变了他的愚蠢观点，是因为再不改的话，他就要吃亏了。

在加州大学洛杉矶分校的朱利斯·斯坦因眼科研究所 The Jules Stein Eye Institute，我也观察到同样的情况。我曾经问："你们为什么用一种完全过时的白内障手术来治疗白内障呢？"那个人对我说："查理，这种手术很容易教呀。"后来他不再使用那种手术，这是因为几乎所有病人都用脚投了反对票。这再次说明，如果你们想要改变别人的想法，要诉诸利益，而非诉诸理性。

伯克希尔取得了非凡的业绩，但我们从来毫不留意僵化的有效市场理论。我们也从来不曾留意从这种思想派生出来的各种理论。人们将这些学院派经济学理论用于公司理财，进而演变出诸如资产定价模式等等荒谬的理论，我们从来不去注意。鬼才相信只要投资高波动性的股票，每年就能获得比市场平均回报率高七个百分点的收益呢。

然而说了你们也许不信，就跟朱利斯·斯坦因眼科研究所的医生一样，人们一度对这样的理论深信不疑。相信的人得到了回报，于是这理论就传播开了。现在仍有许多人相信。但伯克希尔从来不曾留意过它。现在我想，更多的人倾向于我们的看法，那种认为市场完美无瑕的思想是愚蠢的。

我向来非常清楚地知道，股票市场不可能是完全有效的，因为我十来岁的时候经常去奥马哈马会，那里用彩池投注系统。我发现，如果马会拿走 17%，有些人输掉的钱总是远远少于他们全部赌注的 17%，而有些人输掉的钱总是多于他们全部赌注的 17%。所以奥马哈马会的彩池投注系统并非完全有效。所以我并不接受股票市场完全有效、总是能够创造合理的价格的说法。实际上有记录表明，有些人精通马匹和赔率，确实能够靠赌马赚钱。能够做到这一点的人不多，但国内总有些人能够做得到。

接下来谈谈我个人的教育经历，这很有趣，因为我受过的正统教育不多，而我性格中的独特性最终让我拥有了一些优势。不知道怎么回事，我从小就有一个多学科的大脑。如果篱笆那边，在别人的学科里有更好、更重要的思想，我就无法乖乖地呆在我自己的学科里。所以我就四面八方寻找那些真正有用的重要思想。没有人教我那么做，我天生如此。我还天生喜欢寻根究底。如果遇到难题，这是常见的事情，我就会努力去摸索，如果失败了呢，我就会先把它放在旁边，然后再回来对付它。我花了整整 20 年才搞清楚邪教如何招揽教众以及这种方法为什么有效，但大学的心理学系到现在还没搞清楚，所以我走在它们前面。

反正我有这种想弄清楚各种问题的倾向。二战让我参军服役，于是我在服役期间学习了一些物理学知识。空

军兵团把我送到加州理工学院，打算把我培养成气象学家，所以在那里我学到更多的物理学。当时我非常年轻，在那里掌握了硬科学中基本的全归因治学方法。那对我来说非常有用。下面我就来解释这种治学方法。

依照这种治学方法，你必须领悟所有比你自己的学科更加基础的学科的所有重要思想。只有掌握了那些最基础的知识和原理，你们才能够清清楚楚地解释问题。而且你们要永远承认你们所用的基础知识来自哪个学科；当你们使用物理学的时候，你们要说你们是在使用物理学。当你们使用生物学的时候，你们要说你们是在使用生物学。诸如此类。我很早就明白这种治学方法能够让我的思想变得有条有理。我强烈怀疑它在软科学领域，也会像在硬科学领域那么有效，所以我就抓起它，终生把它用于软科学领域和硬科学领域。对我来说，这是个非常幸运的想法。

让我来解释一下硬科学领域是多么严格地遵守这种治学方法。物理学里面有一个常数，一个很重要的常数，叫做波尔茨曼常数，你们可能已经对它很了解了。有趣的是，发现波尔茨曼常数的人并不是波尔茨曼。那波尔茨曼常数现在为什么以波尔茨曼命名呢？因为和那个最先发明这个常数的可怜虫相比，波尔茨曼使用更为基础的物理学知识，以更为基础的方法得出了这个常数。硬科学的知识组织模型提倡知识应该尽可能简化，所以如果有人以更为简洁的方法阐明一个原理，这个原理最初的发现者就会被历史遗忘。这是正确的。我认为波尔茨曼常数确实应该以波尔茨曼命名。

波尔茨曼常数(Boltzmanns Constant, 1.380649×10^{-23})路德维希·波尔茨曼 Ludwig Boltzmann, 1844—1906, 奥地利物理学家，它界定了绝对温度和理想气体每个分子所含的动能之间的关系。一般而言，气体分子的能量与绝对温度直接相关。当温度上升，每个分子的动能就会增加。气体受到加热时，其分子就会迅速地移动。如果气体被装在体积恒定的空间里，这种运动就会使得气压升高。而如果气压保持不变，这种运动会使气体的体积增加。

反正在我个人的历史和伯克希尔的历史中，伯克希尔完全无视一度在学院派经济学中非常流行的有效市场教条，也无视这种教条在公司理财方面的衍生理论——这些应用结果简直比经济学中的有效市场教条还要愚蠢，却不断地取得巨大的经济成就。这当然鼓舞了我。

最后，我的特殊经历使我胆敢在今天来到这里，因为至少我年轻时并不完全是个蠢货。在哈佛大学法学院的第一年，我们班里有很多人，我的成绩是第二名。我向来认为，虽然总是会有很多人比我聪明得多，但是在思维游戏里面，我未必会落后于他们。

下面我开始来谈学院派经济学一些明显的优点。学院派经济学第一个明显的优点是它生逢其时、生逢其地。许多学科都是因为这个原因而获得好名声的。两百年前，在技术发展和各种文明制度的推动之下，文明世界的人

均产值每年的复合增长率达到了 2%。而在那之前的几千年里，它的增长率就比零多了一点点。当然，经济学是在这种巨大的成功里面成长起来的。经济学部分地推动了这种成功，部分地解释了它。所以，学院派经济学很自然地得到了发展。后来，所有计划经济都崩溃了，而那些自由市场经济或者半自由市场经济都蓬勃发展，这增加了经济学的声望。如果你们想要在学术界发展，经济学是一门非常热门的学科。

经济学总是比其他软科学更加强调跨学科研究。它总是从其他学科吸取所需的养分。在格里高利·曼昆撰写的教材中，我们可以发现，这位经济学家从其他学科吸取所需养分的本领已经非常高明了。我肯定是美国少数在那本《经济学原理》刚出版时就买下来的商人之一，因为那本书先得了一大笔预付稿费。我想弄清楚那个家伙到底做了些什么，能够取得这么大的一笔预付稿费。所以我就这么凑巧把曼昆这本为大一学生写的教材给看完了。书中列举了许多经济学原理：机会成本是一种超级力量，所有希望获得正确答案的人都可以使用。还有，激励机制也是一种超级力量。

最后还有“公用品悲剧”的原理，这个原理是由我的老朋友，加州大学圣塔巴巴拉分校教授加勒特·哈丁提出的。哈丁为经济学引入了一只邪恶的无形之脚，它足以和斯密那只做好事的无形之手相提并论。我认为哈丁的理论使经济学变得更加完善。哈丁当年向我介绍他的理论时，我就知道他这个“公用品悲剧”理论迟早会被写进教科书。你们看啊，二十年过去了，它终于被写进了经济学教材。曼昆这种借鉴其他学科、吸取哈丁的理论和其他有用知识的做法是很正确的。

加勒特哈丁 Garrett Hardin，1915 年出生于达拉斯，他本科就读的是芝加哥大学，从斯坦福大学获得生物学博士学位。1946 年，他成为加州大学圣塔巴巴拉分校的教员。他的文章“公用品的悲剧”已经成为生物学中的经典。几十年来，他的哲学理论和政治立场影响了众多有关堕胎、移民、外国援助和其他话题的辩论。

格里高利·曼昆 N.Gregory Mankiw，在普林斯顿大学研究经济学，从麻省理工学院获得博士学位，目前在哈佛大学任教。2003 年，他被任命为经济顾问委员会的主席。

经济学的另外一个优点是，它从一开始就吸引了软科学领域最优秀的人才。和学术界其他学科的研究者相比，经济学家入世更深，对社会产生了巨大的影响，比如说经济学家乔治·舒尔茨博士(美国经济学家，曾任美国劳工部长、财政部长、国务卿等职)就曾经三次进入美国内阁，拉里·萨默斯(美国经济学家，曾任奥巴马总统首席经济顾问，美国财政部长、哈佛大学校长等职)也曾被委任为内阁大臣。所以经济学在学术界是很受欢迎的。

此外呢，经济学从很早的时候就吸引了人类历史上一些最杰出的作家。以亚当·斯密为例，他是极其出色的思想家和极其出色的作家，乃至在他那个时代，德国最伟大的知识分子伊曼纽尔·康德直截了当地声明，德国没有人

像亚当·斯密那么厉害。伏尔泰的措辞则比康德还要直接和犀利，听到康德的话之后，他立刻说："哦，法国甚至没有人可以拿来跟亚当·斯密比较。"所以经济学从一开始就拥有一些非常伟大的学者和一些非常伟大的作家。

史密斯之后，经济学领域也诞生了许多伟大的作家，比如说约翰·梅纳德·凯恩斯。我总是喜欢引用他说过的妙语，他对我的生活有很大的启发。至于当代，如果你们去看看保罗·克鲁格曼的文章(Paul R. Krugman，美国犹太裔经济学家，2008年诺贝尔经济学奖获得者，普林斯顿大学教授)，你们将会佩服他文笔的流畅。我并不赞同他的政治立场，我的政见与他相反，但我喜欢这个人写的文章。我认为保罗·克鲁格曼足以跻身当今最优秀的杂文家之列。所以呢，经济学总是能够吸引到这些了不起的作家。他们非常优秀，他们巨大的影响力远远超出了经济学的学科范畴，这在其他学科中是很罕见的。

好啦，赞美的话就说到这里，下面要谈的是经济学的不足之处。我们已经认识到经济学在许多方面都比其他软科学学科更加出色。它是文明社会的辉煌成就之一。

为了公平起见，现在应该简单地谈谈学院派经济学的少数缺点。

经济学有哪些缺陷呢？

1，致命的自闭，导致"铁锤人综合症"，常会引起经济学家过度强调某些可以量化的因素。

我认为经济学有九个不足之处，其中一些是由一个大的整体缺陷派生出来的。经济学的这个大的整体缺陷就是它的封闭性。怀特海曾经指出，学科各自孤立的情况是致命的，每个教授甚至并不了解其他学科的思维模型，将其他学科和他自己的学科融会贯通就更别提了。

我想怀特海讨厌的这种研究方法有一个现代的名字，那个名字叫做神经研究法。这种做法是很神经的。然而和大多数其他学科一样，经济学也太过自闭。

怀特海提出了著名的过程哲学，这种观点认为宇宙的各种基本要素是一些经验场合。在他看来，具体的客观存在物实际上是这些经验场合的延续。通过对经验场合进行分类，某些像人类这么复杂的事物都可以被定义。怀特海的观点演变成过程神学，这是一种理解上帝的方法。

这种缺陷会引发我所说的"铁锤人综合症"。那个名称来自下面这句谚语：在只有铁锤的人看来，每个问题都非常像一颗钉子。在所有行业、所有学科和大部分日常生活中，这种做法会让问题变得一团糟。铁锤人综合症能够把人变成彻底的白痴，而治疗它的惟一良方是拥有全套工具。你们不能只拥有一把铁锤，你们必须拥有所有的工具。你们拥有的方法必须不止一种。你们在使用这些工具的时候，应该把它们列成一张检查清单，因为如果指望在需要的时候合适的工具会自动冒出来，那么你们将会错过很多好机会。但如果你们掌握了所有的工具，并在头

脑中把它们排列成一张检查清单，那么你们将会得到许多用其他方法得不到的答案。所以弥补这种让阿尔弗雷德·诺斯·怀特海感到十分苦恼的缺陷是非常重要的，有些思维窍门能够帮助你们完成这项工作。

不仅在经济学领域，实际上在其他各种领域，包括商业领域，这种特殊的"铁锤人综合症"都是很可怕的。商业领域的"铁锤人综合症"真的很可怕。你们拥有一个复杂的系统，它吐出来许多数字，让你们能够测量某些因素。但还有些别的因素特别重要，可是你们没有相关的准确数据。你们知道它们很重要，但就是没有数据。实际上，每个人都会(1)过度强调那些有相关数据的因素的重要性，因为它们让人们有机会使用在高等学府学来的统计学技巧，并且(2)不把那些可能更加重要但没有相关数据的因素考虑在内。这是我终生试图避开的错误，我从来不后悔自己这么做。

已故的托马斯·汉特·摩根是有史以来最伟大的生物学家之一(美国著名遗传和胚胎学家，创立现代遗传学"基因学说"，1933年获诺贝尔生理学及医学奖)，当年他在加州理工学院任教，他使用了一种非常有趣、非常极端的方法，以免犯下下面的错误：过度强调那些被测量因素的重要性，而低估那些无法被测量的因素的重要性。当时没有电脑，科学界和工程界所用的电脑代替品是弗莱登计算器。托马斯·汉特·摩根在加州理工学院生物系禁止使用弗莱登计算器。有人说："摩根博士，你到底在搞什么鬼啊？"他回答说："我就像一个在1849年的萨克拉门托河 Sacramento River 边寻找黄金的人。虽然才智有限，但我能够弯腰捡起大金块。只要能够捡到大金块，我就不会让我系里的人浪费稀缺的资源，用矿金开采的方法去找金子。"这是托马斯·汉特·摩根终生奉行的宗旨。

我也采用了相同的办法，我80岁了还没有做过矿金开采。而且看起来我这辈子，正如我希望的那样，不用做这种该死的矿金开采。如果我是一个物理学家，特别是一个学院派物理学家，我将不得不做一些统计工作，做那种矿金开采的事情。但只要拥有几种管用的思维窍门，不断地用托马斯·汉特·摩根的方法去解决问题，那么在生活中，你们无需矿金开采，也能取得惊人的成就。

矿金开采 placer mining 的效率远远低于芒格偏好的"弯腰捡起大金块"的方法，它是一种在露天矿场用水枪或者挖掘设备将细小的贵重矿物从大量的泥土中淘洗分离出来的方法。这种采矿方法的英文名称来自西班牙语单词 placer，本义是"沙滩"，也指冲积层矿床中发现的贵金属或其他贵重物品(特别是黄金和宝石)。

2，没有采用硬科学基本的全归因治学方法。

曼昆研究经济学的方式的错误之处在于，他吸收了其他学科的知识，却没有指出这些知识的来源。他并没有给他借鉴的知识贴上物理学或者生物学或者心理学或者博弈论或者其他这些知识所属的学科的标签，并没有完全指出这些基础知识的来源。如果你不这么做，那就像经营企业时使用了一种糟糕的文档归类方法。这削弱了你的

能力，让你无法做最好的自己。曼昆十分聪明，虽然他的方法不完善，但还是做得很出色。他取得的进展比其他任何教科书作者都大。但要是采用了向来给我很大帮助的硬科学的治学方法，他能够变得更加出色。

我给曼昆这种借鉴其他学科知识却不指明出处的方法起了一个名字。我叫它"拿来主义"，有时候我叫它"吉卜林主义"Kiplingism。我之所以管它叫吉卜林主义，是因为吉卜林有一首诗是这样写的："当荷马拨弄他灿烂的竖琴时，他早已听过人们沿着陆地和海洋的歌唱；凡他所需用的思想，他便采撷自己用，和我一样！"曼昆用的就是这种方法。他只是拿过来。这比不拿好得多。但它比吸取所有学科的精华、指出借鉴内容的来源并尽可能化繁为简地使用所有知识的方法差得多。

3，物理学妒忌。

我把经济学的第三个缺陷称为物理学妒忌。这个名词参考了西格蒙德·弗洛伊德的术语："阴茎妒忌"。弗洛伊德是世界上最愚蠢的白痴之一，但在他那个年代很受欢迎，而且阴茎妒忌这个概念也变得很流行。

采用有效市场理论教条是物理学妒忌给经济学造成的恶果之一。如果你们根据这种错误的理论进行推理，那么你们将会得到的结论是，任何公司购买它自己的股票都是不正确的。因为按照这种理论的说法，股票的价格是完全有效的，不可能有便宜可以占，证明完毕。

麦肯锡有个合伙人以前念的商学院采用了这种疯狂的经济学推理方式，并把这种理论教给了他。这位合伙人后来被《华盛顿邮报》聘请为顾问。当时《华盛顿邮报》的股票价格特别低，就连大猩猩也能算出来每股的价格只有其价值的五分之一。但他对自己在商学院学到的理论深信不疑，认为《华盛顿邮报》不该购买它自己的股票。幸运的是，沃伦·巴菲特当年是《华盛顿邮报》的董事会成员，他说服董事会回购了超过一半的流通股，这给剩下的股东带来了超过十亿美元的财富。所以至少有一个地方曾经很快地干掉这种错误的学术理论。

我认为经济学可以避免许多由物理学妒忌引起的这种麻烦。我是希望经济学采用硬科学的基本治学方法，养成指明其借鉴知识的来源的习惯，但我并不希望它由于物理学妒忌而渴望一种无法达到的准确度。大体上来说，那种包括波尔茨曼常数在内的准确而可靠的公式是不可能在经济学中出现的。经济学涉及的系统太过复杂。渴望做到物理学那么精确不会给你们带来任何好处，只会让你们陷入麻烦之中，就像麦肯锡那个可怜的傻瓜顾问。

我认为经济学家要是多点关注爱因斯坦和莎朗·斯通，本应可以做得更好。要经济学家关注爱因斯坦比较容易理解，因为爱因斯坦说过一句著名的话："一切应该尽可能简单，但不能过于简单。"这句话有点同义反复，但是它

非常有用；有个经济学家也说过一句同义反复的话，可能是赫伯·斯坦因(美国经济学家，曾任尼克松总统和福特总统的首席经济顾问)，我很喜欢他那句话："如果一件事情无法永远延续下去，它最后就会停下来。"

经济学家之所以应该关注莎朗·斯通，是因为有人曾经问她是否有过阴茎妒忌之类的烦恼。她回答说："绝对没有。我自己的东西已经够让我烦恼的了。"

当我说起经济学这种虚假的精确，即追求可靠的、精神的公式的倾向，我想起了阿瑟·拉弗尔(美国经济学家，以拉弗尔曲线闻名，曾任里根总统经济顾问)。他的政治观点跟我一样，但在经济学研究方面，他有时采用了错误的方法。他的麻烦在于追求虚假的精确，那可不是一种研究经济学的成熟方法。

拉弗尔这些人遇到的情况让我想起了一位来自乡下的参议员，在他的州议会上提出了一项新法案。他想要通过一项法律，把圆周率 π 改为 3.2，以便小学生更容易进行计算。你们可能会说这太荒唐了，现实总是比我告诉你们的更加荒唐。拿拉弗尔之类的经济学教授和这样一个乡下参议员相比太过份了。但我认为我算是给这些教授留了情面的。至少那个乡下参议员打算把圆周率确定为 3.2 的时候，他犯的错误比较小。但如果你们在经济学这么复杂的系统中试图达到虚假的精确，你们引起的错误最终就会比那个不称职的麦肯锡合伙人在担任《华盛顿邮报》顾问时所犯的错误还要糟糕。所以呢，经济学应该模仿物理学的基本治学方法，但是永远不应该追求像物理学公式那么准确的理论。

4，太过强调宏观经济学。

我的第四点批评是，经济学界太过强调宏观经济学，而对微观经济学的重视程度不够。我认为这是错误的。这就像不懂解剖学和化学，却想要掌握医学一样。除此之外，微观经济学是很好玩的。它能够帮助你们正确地理解宏观经济学，它就像耍杂技那么好玩。与之相反，我并不认为人们研究宏观经济学能够得到那么多乐趣。最重要的原因是，他们经常犯错，因为他们想要理解的系统实在是太复杂了。

为了让你们领略微观经济学的魅力，我打算来解决两个微观经济学问题。一个比较简单，一个有点难。第一个问题是这个：伯克希尔刚刚在堪萨斯州的堪萨斯市开了一家家具和电器商店。在伯克希尔开这家店的时候，世界上最大的家具和电器商店也是伯克希尔开的，它每年销售 3.5 亿美元的产品。这家开在一个陌生城市的新商店刷新了这个纪录，每年销售额高达 5 亿美元。从它营业的那天起，3200 个停车位总是满的。女顾客不得不在女洗手间外面排队，因为建筑师并不懂得生物学。那家店取得了巨大的成功。

内布拉斯加家具城是由俄罗斯移民罗斯·布卢姆金在 1937 年创办的(1893-1998，又被称为 "Mrs. B"，巴菲特

倍加推崇的传奇商人)，最早的经营地点是奥马哈市的一个地下室。它的经营策略很简单，就是“低价销售和说真话”；顾客很支持这家商店，促使它迅速增长。到 1994 年，这家奥马哈商店已经发展成占地 27 英亩、经营面积多达几十万平方英尺的大商店。2003 年，这家商店在堪萨斯市开设了面积达到 70 万平方英尺的新店；它可能是全美国最大的独立家具店。

好了，现在我来向你们提问。请告诉我这家新商店迅速获得成功、销售额比全世界其他家具和电器商店都要高的原因？让我来替你们解答吧。这是一家廉价商店还是一家高价商店？在陌生城市开设一家高价商店不会马上获得成功。那需要时间。第二，如果它每年流转的家具高达 5 亿美元，那么它肯定是一家硕大无朋的商店，因为家具的体积都很庞大。大型商店的特点是什么呢？它提供大量的选择。所以除了是一家提供大量选择的低价商店，这还能是什么呢？

但你们可能会有疑问，为什么以前没人开这样的商店，轮到它来当第一家呢？答案同样很明显：开这么大的商店需要一大笔钱。所以呢，以前没人开过。所以你们很快就知道答案。只要懂得一些基本的道理，这些看起来很难的微观经济学问题就能够迎刃而解。我喜欢这么轻松而又能带来许多回报的思考方式。我建议你们大家也应该更好地掌握微观经济学。

现在我来给你们出那个有点难的问题。中西部地区有一家莱斯·施瓦布轮胎连锁店(Les Schwab Tire Centers Inc.)，过去 50 年来，它慢慢取得了成功，并开始崭露头角，能够与大型轮胎公司的直营店相互竞争。这些大公司生产所有型号的轮胎，就像固特异 Goodyears 等等。这些制造商当然会照顾它们自己的直营店，拥有很大的成本优势。后来呢，勒斯·施瓦伯又先后面临罗巴克·西尔斯 Roebuck Sears、好市多 Costco 和山姆俱乐部 Sams Club 等折扣商店的竞争。尽管有这么多对手，现在施瓦伯每年的销售额还是达到了几亿美元。勒斯·施瓦伯先生目前已经八十几岁，没有受过教育，却完成了这样的壮举。他是怎么做到的呢？我看你们很多人想不明白吧。让我们从微观经济学的角度来考虑这个问题。

《Les Schwab Pride in Performance: Keep It Going》

莱斯施瓦布 Les Schwab，1917-2007，出生在俄勒冈州的本德市。二战期间，他在空军服役，退役后回到俄勒冈州，买下了 OK 轮胎店。在他的经营之下，这家小店的销售额从每年 3.2 万美元提高到了 15 万美元。1950 年代，施瓦伯开始在靠近太平洋的西北部地区开设分店。通过一系列创新措施，包括利润分成、“超市式”的产品选择、独立于轮胎制造商等政策，该公司目前开设的分店超过 300 家，每年销售额超过 10 亿美元。

施瓦伯赶上了什么潮流吗？你们刚提出这个问题，答案就冒出来了。日本人原来在轮胎行业毫无地位，现在他们做得很大。所以施瓦伯这个家伙肯定很早就赶上了卖日本轮胎的潮流。接下来呢，这种缓慢的成功必定有其他原因。很显然，这个家伙能取得如此成就，肯定做了许多正确的事情。而在他所做的这些正确事情里面呢，他必定拥有曼昆所说的那种激励机制带来的超级力量。他肯定有一套非常棒的激励机制来驱动他的员工。必定有一

套很好的员工选择系统。他必定非常善于做广告。他确实是。他是个艺术家。日本人的轮胎生意做得那么成功，他肯定是率先出售日本轮胎的。一个成功的生意人必须做对很多事情，并用良好的制度来保证不会犯错。同样地，这个问题的答案也不难得到。但这种特殊的成功背后还有其他原因吗？我们聘请一些商学院毕业生，他们解决问题的能力并不比你们出色。也许这就是我们很少聘用商学院毕业生的原因吧。

我该怎么解决这些问题呢？很明显，我会利用我大脑里的搜索引擎，核对我的检查清单，我运用了某些在大量复杂系统中都非常有用的近似运算法则，这些运算法则的原理差不多是这样的：极度的成功很可能是由下面这些因素共同造成的：

- 1，将一到两个因素最大化或者最小化。例如，好市多或者我们的家具电器商店。
- 2，增加一些成功的因素，以便取得更大的成效，这种成效的提高通常是非线性的，让人想起有关临界点或者物理学中的临界物质的理论。结果通常是非线性的。你们只要再增加一点点物质，就能得到一种 lollapalooza 效应。当然，我这辈子都在寻找这种效应，所以我对那些能够解释这种效应如何发生的模型特别感兴趣。
- 3，将几个优点发挥得淋漓尽致。例如，丰田或者勒斯·施瓦伯。
- 4，顺应某些重大的潮流。例如，甲骨文。顺便说一句，我在今天的招待会上认识了甲骨文的财务总监杰夫·亨利，但我在认识他之前就说过甲骨文的好话了。

总而言之，我建议你们在解决问题时使用一些快刀斩乱麻的运算法则，你们必须学会正向地和反向地使用它们。让我来给你们举个例子。我经常用一些难题来考我的家人。不久之前，我给家里人出了一个难题，我说："美国有一项运动，这项运动是一对一的，会举办全国冠军比赛。有一个人获得两次冠军，但是中间隔了 65 年。"现在，"我说，"说出这项运动的名字。"我看你们许多人又是一脸茫然。我家里人也被这个问题搞糊涂了。但我有个儿子是物理学家，他养成了我欣赏的思考方式。他马上得出了正确的答案，以下是他的推理过程：

这不可能是需要手眼协调的运动。没有 85 岁的老人家能够赢得全国台球巡回赛冠军，赢得全国体育冠军就更别提了，总之不可能。他认为也不可能是国际象棋，因为那太难了。国际象棋的规则太过复杂，而且下棋需要很大的耐力。但西洋跳棋是有可能的。他想："找到啦！只要经验足够丰富，哪怕你已经 85 岁，也能成为这项运动最好的玩家。"当然，他的答案是正确的。

反正我推荐你们使用这种解决问题的方法，遇到问题要进行正向思考和逆向思考。我还建议学院派经济学要

更好地研究我在这里展示的这些非常细小的微观经济学问题。

5, 经济学的综合太少。

我的第五个批评是经济学中的综合太少了, 不但没有综合传统经济学之外的知识, 也没有综合经济学内部的知识。我曾经向两个不同的商学院班级提出下面这个问题。我说: "你们已经学习了供给和需求曲线。你们懂得在一般情况下, 当你们提高商品的价格, 这种商品的销量就会下跌; 当你们降低价格, 销量就会上升。对吧? 你们学过这个理论吧?" 他们全都点头表示同意。然后我说: "现在向我举几个例子, 说明你们要是想提高销量, 正确的做法是提高价格。" 他们沉默了非常久。在我提出这个问题的两所商学院里, 也许 50 个人里面只有一个人能够举出一个例子。他们认为, 在特定的条件下, 人们会认为价格较高的商品质量也较好, 所以提高价格能够促进销售。

比如奢侈品, 提高价格能够改善奢侈品的"炫耀"功能, 销量有时会因此而增加。顾客也有可能认为价格更高的产品质量更好。

我的朋友比尔·伯尔豪斯遇到的情况就是这样的。他曾经担任贝克曼仪器公司的老总 Beckman Instruments, 那家公司生产的是一种复杂的产品, 这种产品如果运转失灵, 就会给顾客带来重大的损失。它不是油井底的泵, 不过你们把它当成油泵就好理解啦。他的产品虽然比其他公司的产品更好, 但是销售情况很糟糕, 他发现原因在于这种产品的售价太低了。这促使人们认为它是一种劣质的玩意。所以他把价格提高了大约 20%, 销量立刻就上去了。

但在这两所现代的商学院, 50 个人里面居然只有一个人能够举出一个例子——其中一所还是很难考上的斯坦福商学院。而且没有一个人能够给出我欣赏的主要答案。(查理对这个问题的完整解答可见"我没有什么要补充的"第六篇。)假如你们提高价格, 并用额外的钱来贿赂其他公司的采购经纪人呢? 这么做有效吗? 微观经济学里面还有其他办法可以提高价格并用额外的销售收入来促进销量增长吗? 这样的办法当然有非常多, 你们只要开窍就能想得到。就是这么简单。

最典型的例子来自投资管理行业。假如你们是某个开放式基金的经理, 想要卖出更多的份额。人们通常会得出下面的答案: 你们如果提高佣金, 最终的买家所得到的基金份额自然就会降低。所以你们要是提高每份基金的价格, 就等于是出卖最终的客户。而你们可以利用额外收取的佣金来贿赂客户的交易经纪人。你们通过贿赂使

得经纪人背叛他们的客户，用客户的钱来购买高佣金的产品。这种做法至少为共同式基金增加了一万亿美元的销售量。

这种策略可不是人性美好的部分，我想告诉你们，我这辈子非常彻底地避开了这种策略。我认为你们在生活中并没有必要去推销那些你们自己永远不会购买的东西。即使那是合法的，我也不认为那么做是一个好主意。但你们不应该完全接受我的观点，因为那会让你们有找不到工作的风险。你们不应该接受我的观点，除非你们甘愿冒着只能在少数几个地方找到工作的风险。

我认为我那个简单的问题引起的反应足以表明人们很少综合地去思考经济学问题，哪怕他们受过高等教育。那些问题很浅显，答案十分容易得出。然而，那些人上过四门经济学课程，入读商学院，智商都很高，写了许多论文，但他们却一点综合能力都没有。之所以发生这种情况，并不是因为那些教授知道如何综合各种知识却不传授给学生，而是由于那些教授本身也没有好好掌握综合能力。他们接受的不是一种综合的教育。我记得凯恩斯或者加尔布雷斯说过一句话(John Kenneth Galbraith 加拿大裔美国经济学家，曾任美国驻印度大使，两次获得总统自由勋章)，经济学教授的思想是最经济的。他们终身使用的是他们在研究生院学到的一点点知识。

第二个和综合相关的有趣问题涉及经济学中两个最著名的范例。第一个是李嘉图提出的贸易中的比较优势原理，另外那个是亚当·斯密的图钉工厂。当然，这两者都能极大地提高人均经济产出，都能将各种职能分配到那些非常善于执行这些职能的人手里。然而，它们也有很大的差别：前者的图钉工厂是中央计划的极端典型，它的整个系统是由某个人设计出来的；而后者，也就是李嘉图的相对优势，则完全是自发的国际贸易自动产生的后果。

大卫李嘉图(David Ricardo, 1772-1823)出生在伦敦，14岁时开始跟随他父亲在伦敦股票交易所工作。他家财万贯，所以很早就洗手不干了，在英国议会谋得一个席位。阅读了亚当斯密的《国富论》之后，他对经济学产生了兴趣，对该领域做出了许多重要贡献。人们通常认为比较优势理论是李嘉图提出来的。比较优势理论解释了为什么两个国家之间的贸易是有益的，哪怕其中一个国家制造的产品比另外一个国家便宜得多。这个道理最早是由罗伯特托伦斯(Robert R. Torrens, 1780—1859，英国经济学家、军人，1834年南澳大利亚殖民地开拓者之一)在1815年一篇谈论小麦贸易的论文中提出来的，但李嘉图在1817年的著作《政治经济学及赋税原理》(The Principles of Political Economy and Taxation)中解释得更加清楚。

亚当斯密在1776年出版的《国富论》中记录了他的一家图钉工厂观察到的现象。那家工厂只有10个人，却每天能生产48000颗图钉，因为它实行了专门化的劳动分工。如果每个工人要独自完成制造图钉的所有工序，那么他每天只能制造20颗图钉，整个工厂的总产量只有每天200颗图钉。斯密不吝赞美地指出，这家实行专门化劳动的图钉工厂极大地提高了生产力，代表了经济发展的方向。

约翰凯恩斯(John Maynard Keynes, 1883-1946)凯恩斯的父亲是剑桥大学的经济学讲师，他本人是一名社会改良主义者，所以他似乎注定要成为伟大的经济学家和政治思想家。1936年，他出版了《就业、利息和货币通论》，他认为政府应该在高失业的时期采取各种方法刺激需求，比如说增加对公共设施的投入。这本书是现代宏观经济学的基础。

当然，只要体会到综合的乐趣，你们就会立刻想："这些事情相互影响吗？"它们当然相互影响，相互之间有很

大的影响。而这是现代经济系统如此强大的原因之一。许多年前我就亲眼见到过一个几种因素相互影响的例子。伯克希尔当年拥有一家信贷公司，这家公司贷款给一家就在好莱坞公园赛马场正对面的酒店。后来那个地方发生了变化，到处充斥着流氓、强盗和毒贩子。他们为了筹集毒资，甚至把墙壁上的铜管拧下来卖钱，酒店周边有许多带枪的人在晃荡，没有人敢到这家酒店住。我们前后两三次没收了这家酒店，贷款眼看是收不回来了。我们似乎遇到了一个无法解决的经济学问题，一个微观经济学问题。

喏，我们原本可以去找麦肯锡，或者一群哈佛大学的教授，那样的话我们将会得到一份十英寸厚的报告，阐述各种方法，建议我们如何让这家位于糟糕城区的失败酒店走出困境。但我们没有那么做，而是在酒店外面拉了一条标语，上面写着：“出售或出租”。有个人看到标语，于是来找我们。他说：“你们要是能够改变区域用途许可，让我能够把停车场改建为高尔夫球推杆练习场，我就愿意花 20 万美元来装修你们的酒店，并通过贷款高价把它买下来。”“可是你总得让旅馆有停车场啊，”我们说，“你是怎么想的呢？”他说：“不用。我的业务是从佛罗里达用飞机把一些老年人送过来，让他们住在机场附近(好莱坞公园离洛杉矶国际机场很近)，然后用大巴将他们送到迪斯尼乐园和其他地方，再把他们接回酒店。我不在乎周边的环境有多么糟糕，因为围墙以内可以满足客人的所有需求。他们只需要早上坐大巴出发，傍晚再回来就可以了；他们不需要停车场，他们需要的是高尔夫球推杆练习场。”所以我们和这个家伙做成了这笔生意。这件事情运转得非常顺利，我们收回了贷款，什么问题都解决了。

很明显，这是一个李嘉图和图钉工厂发生相互影响的例子。这个家伙设计用来娱乐老年人的奇怪系统纯粹是图钉工厂式的，而找到这个拥有这种方法的家伙则纯粹是李嘉图式的。所以这些事情发生了相互影响。这只是一个综合考虑问题的简单例子。如果你们想要弄清楚私有企业应该承担哪些职能，政府应该拥有哪些职能，哪些因素确定了这些职能分工，那就变得更难了。

在我看来，每个高智商的经济学专业毕业生都应该能够坐下来，写出一篇十页长的、相当有说服力的、综合这些思想的论文。我敢拿出一大笔钱来跟你们打赌，如果我在美国所有经济学系进行这样的测验，考生们交上来的综合论文肯定是一团糟。他们将会在文章中提到罗纳德·科斯。他们将会谈到交易成本。他们将会想起他们的教授教给他们的一点可怜知识，并把它写出来。但说到真正能够把各种知识综合起来，我可以自信地预言，大多数人不会做得非常好。

罗纳德·科斯 Ronald Coase 出生在伦敦的郊区，12 岁就初中毕业，两年后考进了伦敦大学。他获得了法学和经济学双学位，开始研究交易成本。科斯 1951 年迁居美国，在布法罗大学开始了他的学术生涯。1964 年他跳槽到芝加哥大学，并在那里担任教授，一直到退休。1991 年，科斯获得了诺贝尔经济学奖，他获奖的主要原因之一是

他在 1937 年发表的著作《企业的本质》。

顺便提一下，如果你们有人愿意尝试，那么请加油。我想你们会发现这很难。我来告诉你们一件与此相关的有趣事情，那就是诺贝尔物理学奖得主、发现了普朗克常数的伟大物理学家普朗克曾经研究过经济学。他后来放弃了。有史以来最聪明的人之一普朗克为什么要放弃经济学呢？答案是，他说："经济学太难了。你想尽办法，得到的结果却总是无序而不确定的。"这满足不了普朗克追求有序的愿望，所以他放弃了。如果普朗克早就明白他在经济学里面永远得不到完美的秩序，我敢自信地预言，你们也将会得到相同的结果。

顺便提一下，有个关于马克斯·普朗克的虚构故事非常著名：得到诺贝尔奖之后，到处都有人邀请他去开讲座，他有个司机，专门开车送他到德国各地演讲。司机把讲座的内容给背下来了，所以有一天，他说："喂，普朗克教授，你何不跟我换个角色呢？"于是他走上讲台，发表了演讲。演讲结束后，有位物理学家站起来，提出一个极其困难的问题。但司机早已胸有成竹。"好吧，"他说，"慕尼黑这么发达的城市，居然有市民提出如此简单的问题，这让我太吃惊了，所以我想请我的司机来回答。"

在现实世界，弄清楚你何时是"马克斯·普朗克"、何时是"司机"是很关键的。如果无法合理地回答下一个问题，那么你就缺乏真正的本领，非常有可能处在你的"能力圈"之外。

马克斯·普朗克生于 1858 年，他父亲是一位法学教授，他本人 21 岁就获得了博士学位。他早期研究的是热力学，后来对辐射产生了兴趣。有了这些研究做铺垫，他自然而然地研究起辐射光谱中的能量分布。普朗克对能量放射的研究对物理学而言是至关重要的，后来被称为"量子物理"。1918 年，他获得了诺贝尔物理学奖。

6，对心理学的极度无知及其造成的负面后果。

好啦，现在我要来讲第六个缺陷，这个缺陷其实也是由于对跨学科研究不够重视而造成的：对心理学的极度无知及其在经济学中造成负面影响。在这里，我想要给你们出一个简单的问题。我善于提出简单的问题。

假如你们在拉斯维加斯拥有一家小赌场。赌场里面有 50 台标准老虎机，它们的外表和功能都是相同的。它们的返还率是一模一样的，需要返还硬币的图案组合也一样。它们以同样的比例出现。但这些老虎机里面有一台无论你把它们摆到哪里，当你每天营业结束检查这些机器时，这台机器所赢的硬币总是比其他机器多 25%。我相信你们肯定能够回答这个问题的。这台赢更多钱的机器有什么特别的地方呢？有人能够回答吗？

男生：更多人玩它。

芒格：不，不，我想知道的是，为什么会有更多人去玩它。这台机器的特别之处在于，人们利用现代的电子技术，使这台机器的"近似中奖"率更高(在玩老虎机时出现接近中奖的组合)。和正常的机器相比，这台机器会更多

地出现 bar、bar、柠檬，bar、bar、葡萄的情况，这会促使玩家下注下得更重。这个答案很难得到吗？很容易的。明显存在着一个心理因素：那台机器能够引发某种基本的心理反应。

如果你们了解各种心理因素，如果你们在头脑中把它们列成一张检查清单，那么你们只要核对这张清单，然后肯定会找出那个能够解释这种现象的因素。没有任何其他方法能够有效地完成这项任务。那些没有掌握这些解决问题方法的人不会得到这些答案。生活就像踢屁股比赛，如果你们想要成为一个独腿人，那么欢迎你们来找我玩。但如果你们想要像有两条腿的壮汉那样成功，就必须掌握这些方法，包括在了解心理学的前提下对宏观和微观经济学进行研究。

为了证明这一点，我下面来谈谈某个拉丁美洲国家是如何整顿停滞不前的经济的。那是拉丁美洲的一个小国家，这个国家偷盗成风，所有人都喜欢行窃。他们挪用公司的公款；他们偷走社区里一切能弄到手的东西。经济自然停滞不前。但这个问题被解决了。这个案例我是在哪里看到的呢？我愿意给你们一点提示。它并不在经济学刊物上，我是在心理学刊物上看到这个案例的。那个国家出现了一些聪明人，他们使用了一些心理学方法，然后就解决了这个问题。

我认为既然有了这些解决经济问题的漂亮案例，还有这些能够解决许多问题的简单技巧，而假如你们是经济学家，却不知道如何解决和理解这些问题，那是说不过去的。你们为什么要对心理学无知到不明白有些心理学方法能够解决你们自己遇到的经济问题呢？

在这里，我想要给你们一条极端的指令。这条指令甚至比硬科学的基本组织性治学方法还要严格。这是塞缪尔·约翰逊提出来的。实际上，他说如果一个学者能够通过少量的工作轻轻松松地去掉自己的一个无知，却不去做，那么这个学者的行为就等于背叛。这是他的原话，“背叛”。所以你们能够明白我为什么喜欢这些东西。他说如果你们是学者，那么就有责任努力让自己别成为白痴，所以你们必须尽量完善你们的知识体系，尽可能地消灭自己的无知。

7，对二级或者更高级别的效应关注太少。

接下来谈谈第七个缺陷：对二级或者更高级别的效应关注太少。这个缺陷是相当容易理解的，因为结果会产生结果，而结果的结果也会产生结果。这变得非常复杂。以前我是一名气象学家，这种现象让我感到非常苦恼。不过和经济学相比，气象学的问题太过简单了。

当年有些专家，包括一些拥有博士学位的经济学家，对最早的医疗保险法的成本进行了预测。他们表现得极其无知，只是把以往的成本相加起来就完了。

他们的成本预测的误差达到了 1000%。他们计划的成本还不到实际发生的成本的 10%。他们实行了各种新的激励机制之后，人们的行为便会根据激励机制发生变化，于是实际发生的医疗费用跟他们预测的完全不同。医学界会发明一些昂贵的新疗法，它向来如此。一大群专家怎么会犯下如此愚蠢的错误呢？答案：他们为了轻松得到结果而把问题过度简化了，那就像把圆周率改为 3.2 一样！他们选择了不去关注后果的后果的后果。

这种思考错误很常见，在学术界看来，生意人在微观经济学问题上所犯的 error 更加愚蠢。商界也不乏类似于医疗保险成本预测的蠢事。比如说你们拥有一家纺织厂，有个家伙找上门来说："哇，这难道不是很好吗？我们发明了一种新型纺织机。它能够极大地提高生产效率，如果买下它，只要纺织品价格维持不变，只需三年就可以收回成本。"于是你在 20 年间不停地买进新型的纺织机，而你的利润率依然只有 4%；你什么好处也没有得到。答案是这样的：并不是新技术没有发挥作用，而是经济规律决定了，新纺织机带来的好处只会落到那些购买纺织品的人手里，而不是落进拥有纺织厂的那个家伙的口袋。一个人只要选修过大一的经济学课程，或者曾经上过商学院，怎么可能不明白这个道理呢？我认为教育机构是在误人子弟。否则的话，这种蠢事就不会经常发生。

我通常不会使用正式的可行性报告。我不让人们帮我做可行性报告，因为我不喜欢办公桌上乱糟糟的，但我总是看到有些人很愚蠢地去起草可行性报告，许多人觉得它们有用，不管它们有多么愚蠢。在美国，丢一份愚蠢的可行性报告在办公桌上是一种有效的销售技巧。投资银行家更是精于此道。我也从来不看投资银行家的可行性报告。沃伦和我曾经收购过一家公司，卖方请一个投资银行家做了详细的研究。那份可行性报告有这么厚。我们只是把它扔到一边，仿佛它是死尸。他说："我们为它花了 200 万美元。"我说："我们不用这类报告。从来连看都不看。"

不管怎么说，正如医疗保险的例子所表明，基于某些深层的心理学原因，所有人类制度都会被钻空子，而且人们在钻空子的博弈游戏中表现出了高超的技巧，因为博弈原理有这么大的潜力。社会制度的人并不懂得如何防止钻营。加利福尼亚州的工伤赔偿制度就是这样。人们在利用制度漏洞的博弈游戏上已经出神入化了。在利用制度漏洞的过程中，人们变得越来越狡猾奸诈。这对文明社会有好处吗？这对经济表现有好处吗？当然没有。那些设计了有漏洞可钻的制度的人应该被打入地狱的最底层。

我有个朋友，他的家族控制了大约 8% 的货柜拖车市场。他刚刚关掉了他在加利福尼亚州的最后一家工厂，他在得克萨斯州还有一家工厂，那家情况更糟糕。在他的得克萨斯州工厂，工伤赔偿成本占到了总薪酬支出的 10% 以上。制造货柜拖车本来就没什么利润。所以他把工厂关掉，迁到犹他州的奥格登市。奥格登市生活着大量需要养活一大家子的虔诚的摩门教徒，他们从来不钻工伤赔偿制度的漏洞。现在工伤赔偿成本只占到总薪酬支出的 2%。

难道和摩门教徒相比，在他的得克萨斯工厂上班的那些拉美人天生就不诚实和道德败坏吗？不是的。罪魁祸首是那些立法机构。这些机构的许多成员是从法学院毕业的，可是他们却通过了鼓励欺骗的法律；他们不认为自己的所作所为对文明社会有极大的破坏作用，因为他们并没有考虑到说谎和欺骗造成的二级后果或者三级后果。所以呢，这种情况随处可见，就像日常生活的其他部分一样，经济生活中也充满了欺诈。

哈佛大学经济学系的维克多·尼德霍夫的故事是一个利用制度漏洞的绝佳例子。维克多·尼德霍夫是一名警官的儿子，他必须在哈佛大学取得甲等成绩。但他并不想在哈佛大学认真学习，因为他真正喜欢的事情有四件：一、和大师级的对手玩西洋跳棋；二、不分日夜地用他非常精通的扑克牌进行豪赌；三、继续蝉联他已经连续好几年拿到的美国壁球冠军；四、成为最好的业余网球选手。

这样一来，他可以用于在哈佛大学拿到甲等成绩的时间就不多啦，所以他选择了经济学系。你们原本可能以为他会选择法国诗歌。但是别忘了，这个家伙能够参加西洋跳棋冠军赛。他觉得以他的智商，玩弄哈佛大学经济学系根本不在话下。确实如此。他发现该系的研究生承担了大部分原本应该由教授完成的乏味工作，他还发现，由于要成为哈佛大学的研究生特别难，所以这些研究生都非常聪明，做事有条不紊，而且十分勤奋。那些教授很需要他们，也对他们心存感激。

所以，正如人们根据那种叫做“互惠倾向”的心理因素可以预料到的，在研究生上的高级课程中，教授们给出的分数总是甲等。所以维克多·尼德霍夫什么课都不选，专门选哈佛大学经济学系那些最高级的研究生课程，当然啦，他每门课程都得到了甲等的成绩，而且几乎没有去上过一节课。当时哈佛大学的人还以为这学校又出了一个天才呢。尽管这个故事很荒唐，但这种办法确实有效。尼德霍夫变得非常著名：人们管他这种方式叫做“尼德霍夫选课法”。

维克多·尼德霍夫 Victor Nieder hoffer 在哈佛大学念本科时读的是统计学和经济学，后来从芝加哥大学得到博士学位。他曾在伯克利加利福尼亚大学教了五年书，在此期间他同时经营着尼德霍夫、克罗斯和萨克豪瑟有限公司，把一些私人企业卖给上市公司。在 1970 年代末期，尼德霍夫开始从事期货和期权交易；他在 1980 年创

办了尼德霍夫投资公司，为机构客户提供金融管理服务。他还曾多次赢得全国壁球冠军。

这证明了所有社会制度都会被钻空子。另外一个不考虑后果的后果的例子，是经济学界对李嘉图的比较优势法则的标准反应。李嘉图认为比较优势能让贸易双方都得益，他对这个法则的解释非常具有说服力，所以人们都信服。人们直到今天仍为这个法则着迷，因为它是一个非常有用的道理。经济学界每个人都知道，如果只考虑李嘉图效应带来的初始优势，那么比较优势能够让贸易双方获得非常大的利益。但假如你们进行贸易的对象是一个非常才华的族群，比如说中国人，他们现在特别穷特别落后，而你们则处在一个发达国家，你们和中国建立了自由贸易关系，这种关系持续了很长时间。

现在让我们来看看二级和更高级别的后果。如果美国和中国进行贸易，那么美国人的生活水平会得到改善，对吧？李嘉图证明了这一点。但哪个国家的经济会发展得更快呢？那显然是中国。在自由贸易的推动之下，他们吸收了世界上各种现代科技，他们很快就会走到前面去。看看中国的香港和台湾，看看早年的日本，亚洲四小龙已经证明了。所以最开始的时候，和你们进行贸易的是一个有十几亿落后农民的弱小国家，但到最后，这个国家变得比你们的国家更加强大，甚至可能还拥有更多和更好的原子弹。李嘉图并没有证明原来领先的国家会得到这么美好的下场。他并没有试图去确定二级和更高级别的后果。

比较优势通过自由贸易带来的好处通常遭到忽略，在其 1817 年出版的名著《政治经济学及赋税原理》中，大卫·李嘉图对此进行了揭示：

"葡萄牙生产红酒和毛呢的成本可能比英国低。然而，这两个国家生产这两种产品的相对成本是有差别的。在英国，生产红酒很难，但生产毛呢的难度并不是很大。在葡萄牙，这两者都很容易生产。因此，尽管葡萄牙生产毛呢的成本比英国低，但如果葡萄牙生产更多的红酒，用来交换英国的毛呢，那么葡萄牙的毛呢成本会更低。相反地，英国也从这种贸易中获益，因为它生产毛呢的成本没有变化，但它现在能够用更接近于毛呢的成本来获得红酒。"国家之间相互"委派"任务能够获得比较优势，同样地，管理人员在安排工作时也可以利用李嘉图的这个原理，而这是很多人没想到到的。即使一个管理人员能够亲自更好地完成各种工作，把这些工作分散到各人手里仍然是对大家都有利的做法。

如果你们试图与一些经济学教授谈论这个话题，他们会吃惊地回避，好像你们冒犯了他似的，因为他们不喜欢这种讨论，而我尝试了三次。这种讨论会让他们的漂亮学科变得一团糟，因为如果你们忽略二级和三级后果，经济学就会简单得多。

关于这个话题，我得到的最好答案来自乔治·舒尔茨。他说："查理，我认为就算我们停止和中国进行贸易，其他发达国家也会继续的，我们无法抑制中国相对我们的上升势头，而且我们将会失去李嘉图提出来的贸易优势。"这当然是正确的。我说："好吧，乔治。你刚刚创造了一种新的公用品悲剧。你身陷其中，却无能为力。你将会遇到一种极其糟糕的情况，因为你的祖国原本是世界领袖，最后却失去了对世界的领导权，被笼罩在其他国家的阴

影之中。"他说："查理，我不愿意去想这个问题。"我想他是很明智的。他的年纪甚至比我还大，也许我应该向他学习。

乔治舒尔茨 George Shultz，出生在纽约市，本科就读的是普林斯顿大学经济学系，在麻省理工学院获得了工业经济学博士学位。在麻省理工学院执教几年之后，他跳槽到芝加哥大学。他曾有两年的时间担任理查德·尼克松总统的财政部长，直到尼克松被迫辞职。罗纳德里根总统在 1982 年任命他为国务卿；在里根的两个总统任期内，舒尔茨都身居国务卿的高位。 he 现在是胡佛研究院的成员，柏克德公司 Bechtel Corporation、吉利德科技 Gilead Science 和嘉信理财公司 Charles Schwab & Company 的董事会成员。2003 年，阿诺·施瓦辛格成功地赢得竞选，取代格雷戴维斯成为加利福尼亚州的州长，舒尔茨当时担任施瓦辛格竞选阵营的顾问。

8, 对"捞灰金"的概念关注太少。

好啦，下面我要讲经济学的第八个缺陷：经济学界对最简单、最基本的数学原理的关注太少。居然说经济学界不关注数学问题？这听起来有点过分，对吧？我想举个例子，这个例子可能举得不对，我认为经济学界对"捞灰金 Febezzlement"的概念关注太少。我的观点派生自加尔布雷斯的理论。加尔布雷斯认为，尚未败露的贪污行为会对经济产生很大的凯恩斯刺激效应，因为那个被贪污钱财的家伙以为他仍像从前那么富裕，于是延续原来的消费方式，而那个贪污的家伙则增加了购买力。我认为加尔布雷斯的分析是正确的。他的观点描绘的是一种影响较小的现象。因为一旦贪污行为败露，那种效应很快会扭转过来。它迟早会败露的，所以那种效应很快就消失了。

2000 年 8 月 9 日，经济学家约翰·肯尼斯·加尔布雷斯在白宫接受美国公民的最高荣誉：总统自由勋章。

我猜想加尔布雷斯对数学问题不够关注，但假如你们对数学问题足够关注的话，你们就会想："有一条基本的数学定理是这样的：'如果 A 等于 B，B 等于 C，那么 A 等于 C。'"明白这个数学原理之后，你们就会努力去寻找功能相等的东西。所以你们也许会问："经济学中有跟'捞黑金'相同的行为吗？"顺便提一下，加尔布雷斯生造了"黑金"这个词，用来指尚未败露的贪污中涉及的金额，所以我生造了"捞灰金"这个词：它起到的作用跟捞黑金是相同的。

"经济学中有跟'捞黑金'相同的行为吗？"我提出了这个问题，也想到了许许多多的答案，所以生造"捞灰金"这个词汇。有些"捞灰金"行为就出现在投资管理业。毕竟我跟投资管理业的关系比较密切。我认为美国的股东在投资普通股的过程中，总共有数十亿美元被浪费了。只要股市继续上涨，浪费掉这些钱的投资者就没有感觉，因为他看到的是股票价格正在稳定上升。而在投资顾问看来，这些钱是正当的收入，因为那确实是他出售有害的投资建议换来的。这种行为无异于尚未败露的贪污。你们现在可以明白为什么很少有人邀请我去演讲了。

所以我说，如果你们在经济生活中寻找其作用跟"捞黑金"相同的"捞灰金"行为，你们将会发现一些非常强大的

因素。它们创造出某些比原来的"财富效应"更为强大的新型"财富效应"。但实际上没有人和我持相同的看法，如果有哪位研究生想要独自进行研究，在他的毕业论文中证实这个假设，我愿意把这个理论的发明权转让给他。

9，对美德效应和恶行效应不够重视。

好啦，经济学的第九个缺点是：对经济生活中的美德效应和恶行效应不够重视。我很早就清楚地知道，经济生活中有巨大的美德效应，也有巨大的恶行效应。但如果你们跟经济学家谈起美德和恶行，他们会感到浑身不自在。因为美德和恶行无法用大量的数据图标来表示。但是我认为经济生活中存在着很大的美德效应。在我看来，修道士卢卡·帕乔利发明的复式簿记法在经济生活中产生了巨大的美德效应。它让商业变得更容易掌握，也让它变得更加诚实。接下来是收款机。收款机对人类道德的贡献比公理教会还要多，它真的能够极大地促使经济系统更好地运转。与之相反，一种容易被钻空子的系统对文明社会有破坏作用；而一种让人很难钻空子的系统，比如说以收款机为基础的收银系统，可以通过减少恶行而让文明社会的经济有更好的表现。但经济学界很少有人谈论这些话题。

卢卡·帕乔利(Fra Luca de Pacioli, 1445-1517) 1494年，卢卡·帕乔利出版了他的巨著《算术、几何、比与比例概要》。在这本著作中，帕乔利提出了一个全新的概念：复式簿记。这个发明改革了商业行为，让帕乔利成了著名人物。他的这部著作是最早一批用古登堡雕版印刷术出版的图书。

很少有什么东西比一个好例子更加令人恼火，更加令人难以忍受。——马克·吐温

我想进一步指出，极端的诚信精神能够让经济系统运转得更好。从前宗教能够提供一种诚信精神，至少过去几个世代的美国是这样的。宗教灌输负罪感。我们住的城区有一位很有魅力的爱尔兰天主教牧师，他常常讲："负罪感可能是那些犹太人发明的，但我们完善了它。"这种来自宗教的负罪感极大地推动了诚信精神的发展，对提高人类的经济产出非常有帮助。

许多恶行造成的负面效果是很明显的。现在出现了许多虚假繁荣的景象和稀奇古怪的促销手段，你们只要翻翻过去六个月的报纸就能看到。这里的恶行多到足以让我们全部都气晕。顺便提一下，每个人都对美国公司的高层管理人员拿那么多薪水感到气愤。人们应该感到气愤的。我们看到许多律师和教授就如何解决薪酬不公平提出了各种疯狂的管理办法，但这些办法毫无用处。其实好办法就在眼前：如果董事会的成员都是不领薪水的大股东，那么我们将会吃惊地发现，由于我们降低了互惠倾向引发的影响，公司高层管理人员领取太多薪酬的现象将会消失。

有个奇怪的地方曾经采用的制度与这种无报酬的系统差不多。英国的地方刑事法庭有一些非专职的治安法

官，他们有判处犯人入狱一年或者拘禁数月的权力。每个地方的刑事法庭有三名法官，他们并不领取薪水。他们的开支可以报销，但有一定的限制。他们每年作为志愿者工作大约 40 个半天。这种制度很漂亮地运转了大概七百年。那些有能力而且诚实的人争先恐后地想成为法官，担任这种要职，履行他们的义务，但没有报酬。

这也是本杰明·富兰克林在晚年时希望美国政府采用的制度。他认为政府的高官不应该领取薪水，而应该像他本人或者摩门教会的那些领袖，他们非常富裕，完全不领取薪水。当我看到现在加州的情况，我不敢说他错了。反正现在的情况与富兰克林的设想截然相反。其中一个现象是，许多教授被各种企业委任为董事，而他们大多数需要钱。

人们往往没有认识到，人世间大多数结果都是不公平的，而且道德规范有时候必须不公平，才能取得最好的效果。过于追求公平，会给社会制度带来严重的功能障碍。有些制度应该故意制定得对个体不公平，因为这样的话它们整体上对我们大家会更加公平。我经常举一个例子：在海军，如果你的船搁浅了，即使那不是你的错，你的军旅生涯也会终结。我认为和追求对每个人都公平的制度相比，对那个没有犯错的家伙不公平的制度更能让每艘舰艇的船长呕心沥血地确保他负责的舰艇不会搁浅。容忍对某些人有一点不公平，以便对所有人更为公平，这是我向你们所有人推荐的模式。但同样地，如果你们想要得到好成绩，那么别把这个观点写进你们的作业，如果你们念的是那些过度热衷于追求程序公平的现代法学院，那就更不能写进去了。

当然，恶行也给经济生活造成了巨大的影响。欺诈与愚蠢造成的经济泡沫无所不在。泡沫破裂的结果通常令人非常不愉快，我们最近就深有体会。历史上最早的大泡沫当然是英国那次可怕的南海大泡沫。它引发的余波非常有意思。你们许多人也许不知道南海泡沫事件之后发生的情况，那给人们带来了巨大的损失和痛苦。在随后的数十年里，除了少数特例，英国当局禁止企业公开交易股票。议会通过的法律说你们可以和几位合伙人成立合伙制公司，但你们不能公开交易股份。顺便提一下，英国尽管没有公开的股票交易，但它的经济也仍然有所发展。如果那些像赌徒般疯狂地炒股票并因此而发财的人仔细研究这个案例，他们是不会喜欢它的。长时间禁止股票公开交易的做法并没有让英国衰落。

房地产业的情况也一样。我们过去曾有很长一段时间禁止公开交易房地产企业的股份，但我们照样兴建了那么多我们所需要的购物中心、汽车专卖店等等。人们总是以为资本市场就应该像赌场那样，能够让他们快速而有效地赚大钱。但资本市场并不是赌场。

恶行效应引发的另一个有趣问题和妒忌有关。妒忌在摩西的律法中是饱受指责的。你们可能记得希伯来人刻在墓碑上的文字：你们不能觊觎邻居的驴子，你们不能垂涎邻居的女仆，你们不能贪图.....这些古代犹太人知道妒忌的人们是什么德性，也知道这些人会惹出什么麻烦。他们对妒忌真的绝不姑息，他们这么做是正确的。但曼德维尔(荷兰著名哲学家和经济学家，曾因提出"私人恶德即公共利益"悖论而备受争议)——你们记得他的《蜜蜂寓言》The Fable of The Bees 吗？他令人信服地证明妒忌会极大地推动消费意欲。所以呢，妒忌既是摩西十诫严厉禁止的糟糕恶行，却又是促使经济增长的驱动力。经济学中总有一些人们无法解决的悖论。

伯纳德·曼德维尔(Bernard Mandeville, 1670-1733) 哲学家和讽刺作家伯纳德·曼德维尔在 1705 年发表了一首讽刺时局的诗歌，"蜜蜂的寓言，或，私人的恶行，公共的利益"。曼德维尔的哲学观是，利他主义损害了国家利益和学术进步，人类的自私心反倒是真正推动进步的引擎。因而他得到了"私心即是公益"的悖论。

南海泡沫事件 South Sea Bubble 是英国在 1720 年春天到秋天之间发生的一次经济泡沫，南海公司在 1711 年西班牙王位继承战争仍在进行时创立，它表面上是一间专营英国与南美洲等地贸易的特许公司，但实际上是一所协助政府融资的私人机构，分担政府因战争而欠下的债务。

南海公司在夸大业务前景及进行舞弊的情况下被外界看好，到 1720 年，南海公司更通过贿赂政府，向国会推出以南海股票换取国债的计划，促使南海公司股票大受追捧，股价由原本 1720 年年初约 128 英镑急升至同年 7 月的 1000 英镑以上，全民疯狂炒股。然而，市场上随即出现不少"泡沫公司"混水摸鱼，试图趁南海股价上升的同时分一杯羹。为规管这些不法公司的出现，国会在 6 月通过《泡沫法案》，炒股热潮随之减退，并连带触发南海公司股价急挫，至 9 月暴跌回 190 英镑以下的水平，不少人血本无归，连著名的物理学家牛顿爵士也蚀本离场。

在我年轻的时候，每个人都对戈德尔的发现感到十分兴奋。戈德尔证明了数学系统必定有许多不完备之处。自那以后，那些优秀的数学家都说他们在数学中发现了更多无法消除的缺陷，他们终于明白，数学中如果没有悖论，就不成其为数学了。如果你们是数学家，那么再怎么努力也好，总有一些悖论是无法破解的。

好啦，如果连数学家都无法在他们自己创造的系统消除悖论，那么可怜的经济学家将永远无法摆脱悖论，我们这些人就更别说啦。那没有关系。生活有悖论才有趣。每当遇到悖论的时候，我就会想，要么我是一个彻头彻尾的白痴，所以才觉得这是悖论，要么我的研究已经很有成果，已达到这个领域的前沿。光是弄清楚我到底属于哪一类就能给生活增添很多乐趣。

这次演讲就要结束啦，我想再告诉你们一个故事，以证明人们从有限的知识库存中得到错误的观念并坚持到底是非常可怕的事情。这个故事的主人公是海曼·利伯维茨，他是从外国移民到美国来的。他们家族在移民之前开了一家铁钉厂，来到美国之后，利伯维茨决定继续制造铁钉。他奋斗啊，奋斗啊，到最后呢，他的铁钉厂取得了巨大的成功。他的老婆对他说："你年纪大啦，海曼，是时候去佛罗里达享受生活，把铁钉厂交给我们的儿子啦。"

所以他就去了佛罗里达，把铁钉厂交给他儿子，但他每周都会收到财务报告。他在佛罗里达没住多久，这些财务报告就急转直下。实际上，它们很糟糕。所以他登上了飞机，回到铁钉厂所在的新泽西州。就在离开机场、

前往工厂的路上，他看到一块巨大的户外灯箱广告牌，广告牌上是被钉在十字架上的耶稣。耶稣像下面有一行文字："他们使用了利伯维茨牌铁钉。"他气急败坏地赶到工厂对他儿子说："你这个白痴！你知不知道你在干什么？这家工厂花了我 50 年的心血！""爸爸，"他儿子说，"相信我。我会解决这个问题的。"

所以他回到了佛罗里达。在佛罗里达期间，他收到了更多财务报告，铁钉厂的经营业绩继续恶化。于是他又登上了飞机。离开机场、路过那块广告牌的时候，他抬起头，看着这块巨大的灯箱广告牌，现在上面是一个空的十字架。哇，快看，耶稣就趴在十字架下面的地上，广告语写着："他们没有用利伯维茨牌铁钉。"

嗯，你们尽管笑吧。这个故事很荒唐，但人们执迷不悟地坚持错误观念的做法也同样荒唐。凯恩斯说：**困难不在于接受新思想，而在于摆脱旧观念**。爱因斯坦说得更好，他把那些成功的理论归功于"好奇、专注、毅力和自省"。他说的自省就是摧毁你们自己最热爱、最辛苦才得到的观念。如果你们确实能够善于摧毁你们自己的错误观念，那是一种了不起的才华。

好啦，是时候来复习一下这次小演讲中的 大教训啦。我呼吁大家熟练地掌握更多的跨学科知识，这样才能更好地理解经济生活和其他一切。我还呼吁大家别因为遇到无法消除的复杂性和悖论而丧气。那只会增加问题的乐趣。我的灵感同样来自**凯恩斯：宁要模糊的正确，也不要精确的错误**。

最后我想重复我以前在相同的场合讲过的一句话：如果你轻车熟路地走上跨学科的途径，你将永远不想往回走，因为那就像砍断你的双手。

在其获得 1989 年普利策奖的作品《哥德尔、艾舍尔、巴赫》中，道格拉斯·霍夫斯塔德(美国认知学学者)综合了数学家哥德尔、图形艺术家艾舍尔(荷兰图形艺术家，错觉艺术大师)和作曲家巴赫的成果。

库尔特·哥德尔(Kurt Gödel, 1906-1978)出生在奥匈帝国，是逻辑学家、数学家和数学哲学家。他在维也纳大学攻读博士学位，在其博士论文中提出了两条著名然而有点难懂的不完备定理。第一条定理是人们可以利用一个数学系统来构造一个在此系统中既不能被证明、也不能被证伪的命题。第二条定理是从第一条定理推断出来的：没有一个前后一致的系统能够被用来证明其自身的前后一致性。

好啦，就讲到这里吧。下面我来回答问题

Q:衍生品合同交易会引发金融灾难。巴菲特说过大祸即将临头，企业的衍生品规模越大，它们将要蒙受的损失就会越惨重。你可以替我们预测一下这场灾难会有多严重吗？(这个问题的前半部分被删掉了，这个人问到的是衍生品——巴菲特称之为"金融界的大规模杀伤性武器"。)

芒格：当然可以。成功地对未来的灾难进行预言向来是很难的。但我自信地预测，大麻烦就要来了。衍生品系统简直是神经病，它是完全不负责任的。人们以为的固定资产并不是真正的固定资产。它太复杂了，我在这里

没办法说清楚，但你无法相信涉及的金额达到几万亿美元那么多。你无法相信它有多么复杂。你无法相信衍生品的会计工作有多难。你无法相信到底激励机制会让人们对衍生品的价值以及对衍生品的清算能力产生多么一厢情愿的想法。

核查衍生品账本是很痛苦而且很浪费时间的。你看看人们在试图核查安然公司的衍生品账本时遇到的情况就知道了。它核准的净值消失了。在美国的衍生品账本上，有许多从来没有被赚到的披露利润和许多从来不曾存在的资产。

衍生品交易产生了大规模的"捞灰金"效应和一些普通的"捞黑金"效应。这些效应一旦被逆转，将会引起极大的痛苦。我没有办法告诉你这种痛苦有多大，以及将会被如何处理。但如果你是个头脑正常的人，曾经用一个月认真钻研大型的衍生品业务，你肯定会感到恶心。你会觉得它是刘易斯·卡洛尔"疯帽匠的茶话会"。这些人虚假的精确离谱得让人难以置信。他们让最糟糕的经济学教授都看起来英明无比。而愚蠢之外还有贪婪在起作用。去看《诚信的背后：华尔街圈钱游戏的真相》(FIASCO: Blood in the Water on Wall Street)那本书，作者是做过衍生品交易员的法学教授 Frank Partnoy，他揭露了华尔街规模最大、声望最佳的公司之一的衍生品交易黑幕。这本书会让你想吐。

Q：沃伦拿加州第 13 号提案开玩笑，引起了广泛的批评。你能告诉我们沃伦对这些批评有什么反应吗？他感到震惊吗？还是很意外？

芒格：要让沃伦震惊可没那么容易。他已经七十几岁啦，什么大风大浪没见过？而且他的头脑反应很快。在选举之前，他通常会避开某些话题，这也是我在这里想要做的。

1978 年，将近 2/3 的加利福尼亚州选民投票通过了第 13 号提案。该提案规定，物业税每年按应纳税物业的市场价值的 1%征收，而且物业的增值率每年不能超过 2%，除非该物业已经被出售。在第 13 号提案之前，加州并没有真正的限定物业税的税率，也没有规定物业每年增值的比例。第 13 号提案开了"纳税人革命"的先河，为罗纳德·里根赢得 1980 年的总统大选做出了贡献。

2003 年，加州进行了州长罢免选举(加州历史上第一次成功罢免现任州长的选举)，阿诺·施瓦辛格当选为州长。竞选期间，施瓦辛格的顾问沃伦·巴菲特建议废除或者修改仍然受到广大业主欢迎的第 13 号提案，以便平衡州政府的财政赤字。从政治层面上来看，巴菲特的建议遭到了激烈的反对。下面是施瓦辛格的反应。"沃伦，你要是再提一次第 13 号提案，你就欠我 500 个仰卧起坐。"

Q：你曾经说过，在加州大学圣塔巴巴拉分校演讲的时候，你故意漏掉了"神秘的第十个缺陷"。那是什么？

芒格：对。我应该把它也包括进去，但我没有。我认为应该保留第九讲的原貌。第十个缺点就是我说的"在微观经济学层面对嵌入性庞氏骗局的效应不够重视"。比如：有些大型律师事务所用在职员工缴纳的养老金来支付退

休员工的养老金，他们明明知道这样做将会造成可怕的后果，但还是这么做了，而且是很高兴地这么做了。

Q：关于提高价格

我曾经向两个不同的商学院班级提出下面这个问题。我说："你们已经学习了供给和需求曲线。你们懂得在一般情况下，当你们提高商品的价格，这种商品的销量就会下跌；当你们降低价格，销量就会上升。对吧？你们学过这个理论吧？"他们全都点头表示同意。然后我说："现在向我举几个例子，说明你们要是想提高销量，正确的做法是提高价格。"他们沉默了非常久。在我提出这个问题的两所商学院里，也许 50 个人里面有一个能够举出一个例子。但在这两所现代的商学院，50 个人里面居然只有一个人能够举出一个例子——其中一所还是很难考上的斯坦福商学院。而且没有一个人能够给出我欣赏的主要答案。

这个问题有四类答案。少数人知道第一类答案，但他们基本上不知道其他类。

1，奢侈品：提高价格能够改善奢侈品的"炫耀"功能，例如，奢侈品提高价格之后，在某些存在炫耀心理的消费者看来，它的性能也随之改善了。此外，人们往往认为价格高等于质量好，这有时也能促进销量的增加。

2，非奢侈品：和上面提到的第二个因素相同，消费者看到价格更高的商品，往往不是认为它卖贵了，而是认为更高的价格意味着更好的质量。这种办法对那些耐用性的工业品而言尤为适用。

3，提高价格，把额外的利润以合法的方式用于改善产品的性能或者改善销售系统。

4，提高价格，把额外的利润以非法或者不道德的方式来促进销售，比如说通过贿赂交易经纪人，或者其他对终端消费者有害的做法，例如开放式基金的销售回扣。(这个答案是最喜欢的，但我从来没有听到。)

重读第九讲

这次关于经济学的俏皮演讲发表于 2003 年，写它的时候给我带来了许多乐趣，它俏皮的语气让我感到很开心。但我希望它提供的不仅仅是没有恶意的玩笑而已。我甚至希望我的某些思想最终能够进入学院派经济学，倒不是因为我要被认可，而是因为我感觉学院派经济学需要一些改善。

发表过这次演讲之后，我看到一本书，是 Knopf 出版社在 2005 年出版的。它的作者是杰出的哈佛大学经济学教授弗里德曼(Benjamin M. Friedman)。如我在演讲中所希望的那样，这本书讨论了经济学和道德之间的相互关系。这本书的名字是《经济增长的道德意义》(The Moral Consequences of Economic Growth)。读者从书名可以看出，弗里德曼教授尤其感兴趣的是经济增长对道德的影响，而我感兴趣的则与此相反，主要是道德对经济

增长的影响。这个区别关系不大，因为任何受过教育的人都能明白这两者会相互产生或好或坏的影响，造成通常所说的"良性循环"或者"恶性循环"。弗里德曼教授给这个主题增添了一句来自艾利沙·本·阿萨里亚拉比(公元前 1 世纪左右第二代犹太密西拿学者)的名言："没有面包就没有法律，没有法律就没有面包。"

事关信任

信任能让资本主义运转得更好。可以说这本书最重要的主题就是我们需要信任：我们需要信得过那些和我们共同生活与共同工作的人的性格、价值观和人品。查理·芒格和沃伦·巴菲特向来以道德高尚、品行端正著称，他们像美国钢铁公司董事长艾伯特·盖瑞那样，认为"**正直的行为是好的，并不是因为它们能够带来好处；它们能够带来好处，是因为它们是好的**"。查理说 1968 年初曾在圣地亚哥参加过"本杰明·格雷厄姆小组"的会议。本杰明·格雷厄姆给他那些聪明的追随者进行了一次"认知评估测验"，其中有一些让人极易上当的问题。不出本杰明所料，参加考试的人纷纷中招，他借此发表了一通讲话，点明了信任的重要性："**无论你们多么聪明，总有一些更聪明的人，如果他们真的想骗你们，你们就会上当。所以，要确定与你们同事的聪明人值得你们信赖。**"

巴菲特：对话田纳西大学学生 2003

2003 年秋

本节目主要由克莱顿家族基金会提供资金支持，并由克莱顿住宅公司提供支持，克莱顿住宅公司在美国各地为家庭和个人建造可负担的房屋。自 1999 年以来，田纳西大学商学院以与沃伦巴菲特的合作而感到自豪。我们的金融学生每年在奥克森教授的带领下去内布拉斯加州奥马哈，与“奥马哈先知”沃伦巴菲特会面并学习。2003 年 2 月，他们访问了巴菲特先生，赠送了一本关于吉姆克莱顿的书，触发了伯克希尔哈撒韦收购诺克斯维尔的克莱顿住宅公司，这是一家制造房屋行业的领导者。但巴菲特先生最能讲述这个故事。这个故事真是相当奇妙，我不确定是否有任何收购历史有过这样的背景。学生们早些年来访问时，会带来足球或篮球，而去年这批学生带来了一本关于吉姆克莱顿的书，最终促成了一笔 17 亿美元的交易。为了表达对这些田纳西大学学生和教师的感谢，巴菲特先生于 2003 年秋季访问了校园，与 MBA 和金融学生在商学院年度 MBA 研讨会上交流。他在校园里向 2 月份访问他的学生和教师赠送了伯克希尔哈撒韦公司的股票。沃伦巴菲特被公认为世界第二富有的人，部分原因在于他常识性的和直投资方法。在观看这段视频后，你将更好地理解 and 欣赏他的投资哲学和丰富的经验。

1, 学生：你最大的投资错误是什么？你从中学到了哪些可以分享给我们的经验？

巴菲特：我最大的投资错误是遗漏的错误而不是犯下的错误。你可以在我们的资产负债表或损益表上看到犯下的错误，但会计并不会记录遗漏的错误，而这些错误是巨大的，除非我自己坦白，否则没人会知道。但既然你问了，我可以说，我过去曾提到过的一些错误，我总是提到我们在 80 年代初没有购买房利美股票。

但我不认为这是一个错误，比如我没有购买微软。我在 1991 年 7 月 5 日见到了比尔·盖茨，他花了大约 10 个小时向我解释微软的情况，第二天他说宁愿向一只猩猩解释，说那样更容易理解。虽然这让我很感兴趣，但我对这个领域了解不够，所以没有做出投资决定，这超出了我的能力圈。

在投资中，重要的不是你的能力圈有多大，而是知道它的边界在哪里，这样你就能留在圈内。房利美在我能力圈内，而我错过了它，我应得一个“吮拇指”奖。

另一个更糟糕的例子是，我计划购买一亿股沃尔玛的股票，大约在五六年前，每股 23 美元。如果我们买了，这些股票现在价值约 115-120 亿美元。我知道沃尔玛是零售业，但当股票从 23 美元涨到 23.125 美元时，我却决定等它回到之前的价格，结果错过了八九十亿的机会，这些错误不会出现在我们的财务报表中。

另外还有伯克希尔，蓝筹印花公司和多元零售公司，这三个公司合并成了今天的伯克希尔哈撒韦，这三个公司都是错误的决定。伯克希尔最初是一家纺织公司，我们买下它时，资本只有 2000 万美元，纺织行业是一个糟糕的行业，但因为价格便宜，我就买了，这个错误决定花了我很长时间才纠正过来。多元零售公司在 1966 年买了巴尔的摩的一家百货公司，这也是一个错误。蓝筹印花公司曾是一个巨大的企业，但在我们管理下，从每年 1.2 亿美元的销售额降到现在的 5 万美元。

这些都是犯下的错误，而更多的错误是遗漏的错误，我们每年都会有新的错误。我会在今年的报告中专门列出今年我做的最愚蠢的事情，但这些错误并不会影响我的乐趣。**如果打高尔夫每次都能一杆进洞，游戏也就没意思了，重要的是享受游戏的过程。**

2，学生：您能否推荐一些书籍或其他资源，这些可能对我们做出投资决策有帮助？

巴菲特：是的，对我投资影响最大的一本书，也是我在 19 岁时读的书，叫做《聪明的投资者》。这本书在 1949 年出版，当时我在内布拉斯加大学读书。我在 11 岁时开始投资，在七八九岁时还在摸索尝试，因此不幸的是直到 11 岁才开始正式投资。我 11 岁时买了我的第一只股票，然后我尝试了各种方法，比如技术分析等这些疯狂的事。这很有趣，但无利可图，但很有趣。我做了这些直到 19 岁。

然后在 1949 年，我读到了《聪明的投资者》，作者是格雷厄姆。我之前从未听说过他。这本书中只有两个章节是关键，但它们为我的投资哲学提供了框架，这些观点非常基本和简单，但却非常重要，就像十诫一样简单。

首先，股票代表的是公司业务的一部分。你不能把股票看作是不同的东西，你要评估一个企业，然后根据流通股数进行拆分，但你必须考虑你进入的是哪种企业，它的经济特性、竞争对手和管理体系等等，而不是一个小小的代码。我在十一二岁时，几乎知道纽交所所有公司的代码，但我并不了解它们背后所代表的东西，所以我必须开始把这些代码或报纸上的名称作为企业来看待，决定如何评估这些企业。

其次，格雷厄姆在书中给了你一个关于投资者如何对待股票市场波动的精彩观点。他在第八章中谈到了**“市场先生”**。关于投资者对股票价格的态度，没有比这更好的东西了。大多数人对股票价格反应错误，他们在股票上涨时感觉良好，下跌时感觉糟糕，认为股市是在指导他们。**但市场先生是你投资中的合伙人，他每天都会告诉你他愿意以什么价格买下你的股权或以同样的价格卖给你更多的股份，在私人企业中没有人会这样做。**

最后，格雷厄姆在书中讲的是**安全边际**。如果你来到一座桥，上面写着承载能力为一万磅，而你驾驶的卡车载重 9800 磅，你会绕开再找另一座桥通过。你总是会留有安全边际，不会试图太接近。

利用这三个投资原则，你可以在此基础上建立各种投资结构，但这些原则是基础。如果你有这些理念，并且在《聪明的投资者》中找到了，我从未发现任何东西可以与之相比。

3，学生：作为格雷厄姆的追随者，格雷厄姆的哪一条建议对你影响最大？

巴菲特：我刚才提到的所有三条建议，从某种意义上说都对我产生了影响。你不能失去三条腿中的任何一

条，这仍然是一个好的投资哲学。但我会说，长期来看，处理大笔资金最重要的是理解公司业务。

金融市场没有什么深奥的东西，就是人们会失去理智。如果你问我未来的金融市场，我可以非常有信心地预测，我不知道何时，也不知道顺序，不知道是先贪婪还是先恐惧，但在未来三四十年内，你会看到一些不可思议的异常现象。在那时，你必须能够独立思考。

美国市场大约有 13 到 14 万亿美元的股票，这是接近全球市场的一半。所以，除非你有比我更多的钱，否则你不需要看整个世界。像可口可乐，收入中有超过三分之二来自美国以外，吉列也是如此。如果你想扩大你的投资范围，这没有什么问题，但美国在未来三四十年内会做得很好。

4，学生：您能谈谈对房地产投资的总体看法吗？

巴菲特：在大多数情况下，你在谈论实际直接拥有房地产。房地产主要是本地市场，许多人在这方面有优势，因为他们最了解自己的本地市场。没有任何资产类别是神奇的，也没有什么是糟糕的东西。就像股票一样，这取决于哪些股票、什么价格、各种因素。

对许多人来说，房地产是非常容易理解的资产类别，实际上在某些情况下，如果你是小规模经营，你的投资也能起作用。人们通常在房地产中有一些杠杆，这样你会获得放大的回报，无论是正的还是负的，因为你利用了杠杆。我不建议对股票进行杠杆操作，但在房地产中使用杠杆是完全合适的，在很多情况下也是如此。我认为许多人会对他们拥有的房地产了解更多，因为他们直接参与了本地市场，而这往往比他们对所持有的股票或所使用的投资顾问了解得多。

我多年来在这方面做了一些投资，但不多。我认为这是一个非常好的投资类别，但最终还是要预测资产未来的现金流并将其与当前价格进行比较。这适用于任何类型的投资。投资意味着现在花钱以便以后获得更多的钱，关键在于你对以后获得这些钱的确定性有多大信心。

如果你对房地产比对股票更有信心，那么我建议你在房地产上多投入，因为你应该进入你最了解的游戏。

5，学生：您认为国内生产商能否再次成功地与外国生产商竞争？

巴菲特：这是一个很好的问题，我可能会很快写点东西。我们在一些非常重要的行业中失去了竞争力。我曾经在纺织业，这是一项艰难的业务，退出后变得更艰难了。事实是，我们在很多方面都无法与世界竞争。比如我们的鲜果布衣，也许我们有两万名员工中有 16000 人在美国以外工作，这些生产甚至从墨西哥转移到了更低成本

的国家。我们在制鞋业，美国人每年购买 12 亿双鞋(人均四双)，但我们不再在美国生产这些鞋子了。以前我们的大部分国内销售鞋子都是在国内生产的，但现在这 12 亿双鞋子中，我猜不会有超过 5000 万双是在美国生产的，这是数十万个工作岗位，家具制造业也是如此，我们的家具零售商现在主要去中国或其他东方国家采购。

美国消费者会选择高质量、低价格的商品。汽车行业我们仍然相对强大，但我们国内的汽车公司最大的挑战是历史成本。在 1960 年代，通用汽车几乎是全国第一大公司，当时有超过 50% 的汽车生产份额，他们担心拥有太多市场份额。那时，他们签订了一些未来的承诺，尤其是在退休后的健康福利和养老金方面，导致现在的管理层负担沉重。

我建议，**尽量避免高劳动成本且这些劳动可以在其他地方复制的业务**。因为如果有人支付工人四分之一或五分之一的工资，他们会击败我，这就是现实。

6，学生：现在我的同龄人可能会经历八次不同的职业变动，您认为这对美国劳动力产生了什么影响？是好的还是坏的？

巴菲特：就我们自己的业务而言，我不会想要接受任何我不喜欢的工作。我认为，做很多你不喜欢的事，只是为了建立简历或者为了在六次工作变动后，最终找到你想要的地方是很疯狂的。我曾遇到一个学生，他在不同的地方工作和学习，然后他打算跳槽去一家管理咨询公司，因为他认为这会完善他的简历。**我告诉他，这就像把性生活省下来到晚年的时候再用一样疯狂。你应该找到一份你喜欢的工作，并且投入其中。你可能会在那份工作中度过余生，也可能不会，但你应该以投入一生的心态去对待它，这让我每天都感到兴奋。**

另一方面，**有很多工作，即使我没有钱，我也不会为了任何价钱去做**。比如我宁愿送报纸，也不愿意做那些每天让我不想做的事情。如果我能赚七万五千美元，并且每周有 12 小时打桥牌的时间，但要为了赚三十万美元而放弃这些，我是不会做的。

7，学生：巴菲特先生，当您考虑收购一家公司时，您最看重管理团队的哪些素质？

巴菲特：首先，**我希望管理团队热爱他们的业务**。通常情况下，卖给我的人会继续经营公司，所以我必须判断他们是爱钱还是爱业务。我不会依赖合同来留住某人，所以我寻找那些热爱自己业务的人。

飞安公司的阿尔·乌尔斯基(Al Ueltschi)就是一个典型例子，他热爱他的业务，他认为他在培训飞行员并挽救生命，而这是真的，飞行员的培训在过去 50 年里大大提高了安全性，他对此感到自豪，而且他现在仍然像 50 年

前一样热爱这项业务。

我还寻找诚实的人，但这通常是附带的。我说我们在寻找有诚信，聪明和勤奋的人。如果一个人没有诚信，后两者会害了你，因为如果他们聪明又有勤奋，但没有诚信，他们会对你造成更大的伤害。

我们在伯克希尔找到的这些人都具备这些素质。如果某人成功经营了 30 年，他们可能是聪明的、勤奋的，并且不想伤害他们的业务。伯克希尔是他们业务的好归宿，我们因此得到了优秀的管理人员。

8，学生：在哪三个领域或行业中，您可能会集中寻找那些千里挑一的优质公司？

巴菲特：我会在我理解的领域内寻找。我理解保险业，已经从事这个行业很久了，我理解大多数金融业务，我理解某些零售业，尽管零售业可能有些棘手。因此，我会关注我最了解的领域。

我们会遇到一些意外的机会，比如我两年前没有计划进入内衣业务，但鲜果布衣破产了。我非常熟悉这家公司，并且明白这不是一个复杂的业务，公司因负债过多和管理不善陷入困境，但这些问题是可以解决的。我了解这个品牌的实力和业务的性质，这使得我们可以进入这个领域。我们找到了一个杰出的经理人约翰·霍兰德(John Holland)愿意回来管理公司，这也是我们购买它的原因，如果没有霍兰德的管理，我是不会买这家公司的。

投资的关键是要理解业务，并知道自己的能力圈在哪，这非常重要。

8，学生：在石油能源投资中，您更偏爱石油精炼、石油服务还是石油勘探？

巴菲特：石油精炼业务是一个有趣的领域，因为当供需紧张时，它是一个有利可图的大宗商品业务。人们不会轻易建造新的炼油厂，这使得供需紧张，但我不会尝试去预测市场的高峰期。

石油生产业务在美国并不是一个非常好的业务，你需要在地面上钻探，承担各种费用，然后在大约 10 年的时间内卖掉产品，你需要获得较高的投资回报率，因为这是一个长周期的库存业务。

在石油服务领域，我会看具体的产品类型和专利的保护期限。如果你有一个非常重要的小部件在一个大的项目中，比如霍华德·休斯(Howard Hughes)通过他父亲的钻探工具公司赚了很多钱，因为他有一个关键的产品。

(霍华德·休斯，钢铁侠原型，美国著名商业大亨、投资者、飞行员、航空工程、电影制片人、慈善家，当时世界上最富有的人之一。他首先担任电影制片人，然后成为航空界的一位有影响力的人物。在后期的生活中，他由于几次飞机坠毁造成的慢性疼痛和不断加剧的耳聋令强迫症 OCD 恶化，使他的行为变得古怪和过着隐居的生活方式。老霍华德·休斯是钻探石油使用的双锥旋转钻头的发明者和休斯工具公司的创办者，他发明的钻头在石油钻探史上有革命意义。但是霍华德·休斯的父母在其十几岁的时候双双故去，他继承了其父亲的大部分遗产。)

我们关注石油行业，我们是中石油的第三大股东，中石油生产的石油大约是埃克森美孚的 80%，虽然很多人可能没听说过它。中石油是一家大公司，去年它的价格非常低，我读了它的年报，发现它的估值非常低，所以我

们决定投资它。

在石油精炼业务中，人们在供需紧张时会赚到钱。我不会试图去预测何时会出现供需紧张，但这是一个周期性行业。总结下来，关键是理解行业，并知道自己在哪些领域有优势。

从来没有人会走进裁缝店说“我想要一件带哈撒韦衬里的灰色条纹西装”，所以这是一个糟糕的业务。即使我们被评为年度供应商，当我们试图将价格提高四分之一分时，他们会问：你叫什么名字？（你疯了吧？）他们对我们毫无兴趣。这是一个真正的普通商品业务，唯一我们能赚钱的时候是人造丝紧缺的时候，因为我们有杜邦公司的人造丝配额。当人造丝紧缺时，我们可以提高衬里的价格，因为其他人得不到人造丝，然后大概一天后它就恢复到原来的状态，所有的工作都没有真正带来利润，我们的利润只是因为我们有人造丝配额。当人造丝配额有价值时我们赚钱，否则就不赚钱。这就是普通商品业务的特点，虽然偶尔会有好处，但它们非常残酷。

9，学生：能否总结一下您的投资哲学，并给出一条最重要的投资建议？

巴菲特：如果让我给出一条投资建议，我会说前面提到的三个原则。如果你真的将这些牢记于心，使每一个后续决策都经过这样的处理：股票是一门生意，股市是为你服务的，而不是指导你的，并始终保持安全边际。如果你能做到这一点，确保所有的决策都符合这些原则，你就不会做出糟糕的投资决定。

没有什么魔法公式，只有努力工作。我离开学校时，市场上有很多非常便宜的东西，但没有人告诉我，我必须自己去寻找。我翻阅了几遍《穆迪手册》，这些手册总共有约一万五千页。我逐页翻阅，因为没有人会告诉我如何找到极其便宜的股票。

如果现在我有少量资金，我会再次对小公司做同样的事情，你会找到一些机会，只要你足够努力。

10，学生：最近《财富》杂志将您评为商界最有权势的人之一，您如何衡量成功？您是否考虑过这些排名？

巴菲特：如果谈论商业成功，我认为成功是在长时间内成功经营一家企业，让股东、员工和你自己都过得很好。但如果你真正谈论作为一个人的成功，那就是在我这个年纪，如果有很多人愿意爱你，你就成功了。

我有一个朋友曾在 1942 年的德国集中营中，她失去了家人。她现在住在奥马哈，在她看来，成功的底线是有人愿意爱你。到了我这个年纪，如果有很多人愿意爱你，你会对生活感到非常满意，那你就是成功的。如果你过着一种没有人爱的生活，那你就是失败的。

我见过这两种人，这就是最终的衡量标准，但你不能买到它。这有点令人恼火，因为你必须通过自己的人格

魅力去获得它。

我的老板格雷厄姆在他十几岁时，曾经坐下来想，他喜欢和钦佩的人有哪些品质，然后他写下来，并问自己：我不能拥有这些品质吗？这些并不是天赋或技能，而是人类的品质。想一想你喜欢和钦佩的那些人，写下你钦佩的那些品质，你会发现你自己也可以拥有这些品质。你也可以写下你讨厌的品质，如果你有这些品质，人们也会讨厌你。

这种选择在你六七十岁时是非常困难的，因为习惯的枷锁，开始的时候，它轻的难以察觉，直到后来，却重的无法摆脱。因此，你现在养成的习惯，将在以后伴随你一生。你可以拥有你钦佩的人的习惯，并去除那些让你感到厌恶的人的习惯。这是为什么我喜欢与学生交流的原因，因为学生们可以从现在开始决定他们想成为什么样的人。到了 70 岁，你真正关心的是谁仍爱你。

巴菲特：对话沃顿商学院学生 2003

2003 年 10 月 10 日

1, 关于成功的人生

看看你的同学或同事，然后问问自己：如果我能购买任何人收入的 10%，我会选择谁？如果我能做空某人收入的 10%，会选择谁？本格雷厄姆曾广泛使用过这个练习。

问问自己选择的依据是什么，然后在纸上写下每个人的品质。

要知道，这些品质并不是生来就有的，它们是建立在决心和习惯的基础上。

习惯的枷锁，开始的时候，它轻的难以察觉，直到后来，却重的无法摆脱。

你不想等到五六十岁才去培养这些品质。

扪心自问，如果你的决定被一个不友好但聪明的记者写在报纸头条上，你会感到不舒服吗？

2, 关于对《聪明投资者》会做哪些修改或补充

我不会做出太多改动。这本书的原则在今天和写作时同样适用。重要的章节是第 8 章和第 20 章。

投资基本原则：将股票视为企业，不受市场先生的影响，始终保持一定的安全边际。如果你能遵循这些简单的原则，你就一定能做得很好。在遵循这些简单原则的过程中，最大的障碍就是让自己远离其他人的感受。

你的一生只需要几个好主意。

长期来看，企业价格和价值之间一般都保持稳定，但任何一年的低价和高价之间的差距都可能超过原来的 3 倍。3000 多家公司每天定价一次，这就提供了巨大的投资机会。

理解并遵循《聪明投资者》中阐述的原则，并不需要很高的智商，人们要么明白，要么不明白。

3, 关于价值投资的困难之处

伯克希尔拥有太多资金，导致可投资的领域大幅缩小。

价值投资总是困难重重，因为你总是很难让自己在投资中完全摆脱情绪的影响。

帕斯卡说过：人类的大部分麻烦都源于无法安静地坐在房间里。这不是最艰难的游戏，机会总是扎堆出现。

聪明人会犯的错误不多，但杠杆就是其中之一。《赌金者》(When Genius Failed)是一本很好的书，它清楚地说明了杠杆所带来的麻烦。如果你认为可以将人类行为简化为数学公式是一个可怕的错误。

你很难从人群中完全脱离出来。我在纽约工作了两年，如果继续住在那里，投资就不会做得这么好。我可能

会被许多想法和情绪冲动所"过度刺激"。

我的生活并没有因为财富的积累而发生巨大的变化。我们的生活也不应该因为金钱而改变。尽管我身价数十亿，但我的生活与你们非常相似，我仍然睡 7 个小时，吃一样的东西，看体育比赛，穿相似的衣服。

关键是要保持清醒的头脑，不要被金钱所吞噬。最重要的是要去做自己喜欢的事。

投资很简单，但并不容易。任何人都不要试图快速致富。

股票市场具有流动性，因此在企业基本面没有发生变化的情况下，股价也可能剧烈波动。而农田或其他硬资产的价格波动一般较小。因此股票市场的投资机会总是扎堆出现。

4，现在开始投资是否为时已晚？

尽早投资，年龄将是一个优势。

8-19 岁，我实际上浪费了好几年时间，在这期间我并没有积极地投资。随着时间的推移，你会学会了如何为企业估值，以及在无法为企业估值时意识到这一点。现在开始并不晚，时间非常充裕。

你并不需要太多的想法。您可能只需要真正理解四五个行业。如果你热爱投资这个领域，你就想沉浸其中。

你想了解各种商业模式。当我买下 NFM 时，我了解这家企业。我知道哪些企业在我的能力圈范围之内。

5，关于读什么书

除了本格雷厄姆的书之外，还可以阅读菲利普费雪的书。在 1960 年代出版的书籍《普通股不普通的利润》和《保守型投资者夜夜安枕》(合集为《怎样选择成长股》)。

你必须阅读"无数"的年度报告。

你需要寻找那些你认为 10 年、15 年后大概率成功的企业。它们拥有定价权、特许经营权吗？也许它是奥马哈唯一的凯迪拉克经销商。

我喜欢确定性。我喜欢在桶里射鱼，但我喜欢在没水后这么做。

需要注意的三件事：好生意，好管理层，好价格。

每年圣诞节后的第二天，喜诗糖果都会提高价格。这是我送给自己的圣诞礼物。

魔镜魔镜，今年秋季我该提价多少钱？更多！这就是我喜欢的生意。

在美国人们会买巧克力作为节日礼物。但你不会买更便宜的巧克力，然后告诉你女朋友你买的是廉价货。

6, 关于凯瑟琳格雷厄姆(Katherine Graham)

巴菲特为她做的最重要的事情就是帮助她树立信心。当巴菲特教她做生意和阅读年报时,一开始她睡着了。

她有两个基本的误解:1, 她认为男人天生比女人聪明。在她遇到我之后,她就摆脱了这一点。2, 她因为没上过商学院而感觉低人一等。一直以来凯瑟琳格雷厄姆心中笼罩着一些错误的观念,我只好给她植入一些正确的观念。所有这些观念都是她多年来,被她的母亲和专横的丈夫所灌输的低人一等的结果。

世界上最重要的事情就是你在最初几年教给孩子们的东西。请确保你配得上成为他们的英雄,因为你会成为他们的英雄。作为父母,你无时无刻不处于教师的位置上。

人生中最重要的一件事,就是你把谁当作自己的英雄。

7, 关于对冲基金

巴菲特在为格雷厄姆纽曼公司工作时,偶然接触到了合伙制公司形式,这也是他用来吸引资本的公司形式。

既收管理费,又收业绩分成是不道德的。这种薪酬体系很容易被滥用。这会导致募集资产比经营绩效更为重要。这是错误的激励机制。

不把全部身家放在里面也是不道德的。

8, 关于好的投资机会

如果你管理的投资金额较小,比如1-2千万美元,你会寻找那些优秀的、高ROE的公司(如可口可乐),还是去寻找那些从统计数字上看起来股价很便宜、但ROE可能低于平均水平的公司?你会投资哪种公司:雪茄烟蒂式公司,特殊事件的普通公司,以及规模小且被忽视的优秀公司?

比起火热的可口可乐,我在关注其它东西时能发现更多投资机会。你想在几乎没有竞争的地方投资。如果你关注相对冷门的雪茄烟蒂式投资,你就消除一些相当厉害的竞争对手:因为规模太大了,伯克希尔这类公司不可能涉足这些领域,以及那些只看卖方研究报告投资的人,因为他们不覆盖这些小的业务。

人生的秘诀之一就是远离竞争。

9, 关于日常活动

据《福布斯》1993年的报道,您每天花5-6个小时阅读。世界上有什么东西能花这么长时间?年度报告?期刊?书籍?还是以上所有?

好点子肯定是来自某些东西。它不是在睡觉和吃饭时出现的，而是来自于阅读。

我倾向于阅读眼前的一切，我以前每天阅读 5-6 个小时。现在每周有 12 个小时在电脑上玩桥牌。

尽管如此，巴菲特还是读了很多书。除去电子邮件，他花在电脑上的时间比比尔盖茨还多。他愿意花费数百万美元在互联网上打桥牌，但他们仍然没有找到支付方式。梅格·惠特曼(Meg Whitman, 时任电商 eBay 公司 CEO)的商业模式非常好。

我们在伯克希尔没有会议。我们这里没有 PPT。

<梅格惠特曼 Meg Whitman>

2019 福布斯全球亿万富豪榜排名 645 位。2020 年 3 月 16 日，Meg Whitman 以 140 亿元财富位列《2020 胡润全球白手起家女富豪榜》第 36 位。2021 年 4 月，以 58 亿美元财富位列《2021 福布斯全球富豪榜》第 476 名。1958 年，Whitman 出生于纽约冷泉港的一个富裕家庭。在冷泉港高中就读期间，Whitman 不仅成绩名列前茅，还参加了许多课外活动。1973 年，Whitman 的母亲随代表团访问了中国。这次难忘的经历令从来不争强好胜的母亲彻底改变，Whitman 回忆说："妈妈从中国回来后，她就认为自己能做她想做的任何事情，她希望我也能做到，这是一次改变我们整个家庭的经历。"高中毕业后，Whitman 就读于普林斯顿大学，她本想成为一名医师，但对生物化学课程感到乏味，于是她转攻经济学。1977 年秋，Whitman 成功考入哈佛大学商学院，攻读经济学硕士。1979 年，Whitman 拿到 MBA 学位，加盟了宝洁公司的客户服务部门。后来 Whitman 跟随哈佛医学院的丈夫格林菲斯·哈什来到旧金山，担任贝恩公司的旧金山分公司的商业咨询顾问。在那里，她将自己在宝洁公司学到的经验发扬光大，那就是听从客户的意见，并着手实现他们的需求。之后加盟迪斯尼公司负责营销的高级副总裁。1992-1995 年，Whitman 跟随丈夫回到了波士顿，加盟 Stride Rite 鞋业的总裁，推出了极为成功的 Munchkin 婴儿鞋系列，更革新了 Stride Rite 的品牌与零售店定位。1995-1997 年，Whitman 是全球最大花卉产品公司 FTD 的总裁长兼 CEO，在任期间成功地将公司从原先由各花商联合组成的协会性质，转变为营利的私人企业。1997 年，加盟 Hasbro 公司，任学前儿童部的总经理，负责全球知名孩童玩具品牌孩之宝和土豆先生的全球管理与行销。在任期间，她重整了整个学前儿童部的组织，公司盈利也因而上升。1997 年 11 月，硅谷猎头大卫·贝尔尼找到惠特曼，邀请她加入 eBay。1998 年 3 月，Whitman 正式加盟 eBay 公司担任公司总裁兼 CEO。彼时的 eBay 还是一个简陋的黑白网站，公司里仅有 30 名员工。在她的成功领导下，eBay 成为全球性的在线市场和世界头号消费者电子商务网站。Whitman 在树立品牌方面的专门技能和她丰富的消费者技术经验，帮助 eBay 公司在新经济中把握方向，并为公司培育了真正的全球市场。带领 eBay 在十年间公司资产翻 2000 倍。她本人也因此获得了"电子商务教母"、《Economist》"在线跳蚤市场女王"的美誉。eBay 的 CIO-Maynard Webb 说：佩服她不耻下问的精神，谁都看得出 Whitman 一定不要当差不多先生。2008 年，Whitman 从 eBay 离职之后，参与过美国加州州长的竞选，并为竞选投入了大约 1.6 亿美元，尽管赢得了党内初选，但在 2010 年 11 月 2 日的选举中败给 Jerry Brown。2009 年，惠特曼选择离开 eBay 加入了会员制汽车租赁服务公司 Zipcar。2011 年 9 月，Whitman 担负起拯救惠普的使命，出任惠普 CEO。彼时的惠普，已经没有了昔日硅谷巨头的雄风，在与戴尔的竞争中屡屡落败。直言不讳、平易近人、坚持不懈的 Whitman 是惠普亟需的那种领导者。她果断而不专横，说服力强而不油腔滑调。她是团队建设者，知道想要实现好转，就必须改正成百上千个不起眼的缺陷，而不是把一切都押注于虚无缥缈的灵丹妙药。2015 年 11 月，惠普正式分拆为惠普公司和惠普企业两家独立上市公司，前者主营 PC 和打印机等硬件产品，后者向企业用户提供软件、服务等。2018 年 2 月，Whitman 辞去了惠普公司董事长，并离开了惠普董事会，投身于专注企业计算的惠普企业 HPE。

10、关于投资模型

您拥有或使用哪些模型，可以在 15 分钟内为一家公司出价？

多元模型，这是查理的词。

如果你拥有足够丰富的知识结构去做这件事，你就会知道应该什么时候出手。

模型：我理解该业务吗？该业务的竞争优势是什么？它们的持续性如何？会发生变化吗？

我喜欢确定性，我不喜欢变化。变化对人类有利，但对投资不利。

投资内布拉斯加家具商场 NFM：敲定投资的过程非常快；问及应收账款和负债状况；查看了未经审计的损益表，但没有资产负债表。

投资克莱顿之家(Clayton Homes)：艰难行业中的好生意；在从未去过公司的情况下，第二次电话出价即达成交易；为做出这些快速决定做好准备(学会发现机会并抓住机会)

投资乐森卓尔(Larson Juhl)：从未考虑过此类业务；15 分钟电话达成交易；1.8 万个零售网点，销售人员每年拜访所有客户 6 次；难以竞争。投资于销售团队、分销体系、价格敏感度低的客户(明天就要，不在乎是 72 美元还是 84 美元)；不需要智商就能理解。

投资 MiTek：连接件业务；相对于住宅成本而言，其成本忽略不计；承包商关注的是可靠性，而不是低价；互联网不会改变该业务；从未去企业参观。

11, 关于失败的投资

我们都知道您著名的"不作为之罪"，您说这些"不作为"让伯克希尔的股东损失了数十亿美元。您能否谈谈您所做一些不太成功的投资，以及您从中学到了什么？

失败案例：1.收购伯克希尔纺织公司；2.合伙公司时多元零售公司收购的百货公司(Hochschild、Kohn)；3.蓝筹印花公司。它的销售规模从 1.2 亿美元锐减到今年的 5 万美元(老式巴菲特投资风格：捡烟蒂)。有趣的是，今天的伯克希尔正是从这"三股溪流"中壮大的。

12, 关于中国的投资

我们买下中石油是因为它极度便宜。

在中国投资被太多变量影响。你必须在 20 件事情的判断上做对，才能保证成功。

我们的想法就是尽量保持简单。

在黄金堆中寻找银针并没有什么益处。直接抱紧整个黄金堆就好。

不要去做三级难度的跳水。在投资中，进行高难度投资并没有难度分加成。只要在低台跳进水池即可，因为

并不乘以难度分，从高台上跳水的人得到的湿身程度跟你完全相同。他只是付出了更多努力。

13, 关于信息来源

您认为聪明的投资者对您的投资或风格最大的误解是什么？

我首先要知道人们的看法是什么，然后才能知道他们的误解是什么。

在伯克希尔，这是一个合伙公司，尽管现在这种模式越来越少。

人们可能会认为我们是从别人那里获取信息，但其实没有。我们不与管理层会面，我们以前会这么做。现在我可以看 10-K 报告来完成投资。**我购买了很多很多公司 100 股股票，只是为了得到其年度报告。**

14, 关于通货膨胀

这个问题是关于通货膨胀的，在你 1980 年的信中，你说：绝大部分的公司资本甚至没有部分地跟上通货膨胀指数，因此必须将一定比例的收益进行再投资，才能维持其当前真实的盈利能力水平。我的问题是，为什么没有更多的公司资本跟上通货膨胀指数？

对于像喜诗糖果这样不需要任何资本投入的公司来说，通货膨胀是朋友，或者至少不是敌人。

15, 关于衍生品的风险

你在 2002 年致股东的信中写道，你和芒格先生认为，[金融衍生品]是定时炸弹，对交易方和经济体系来说皆是如此。对于你的警告，这种不置可否甚至在某些情况下不屑一顾的反应，是否让你感到担忧？你本人是否对人们没有注意到你的警告感到失望？

不，因为这是一个低概率事件。通用再保险 GenRe 就是一个定时炸弹的例子，尽管现在我们的交易对手已经减少到 500 家，但在我看来，这仍然是一个很大的数字。

我从事的是保险行业，我必须认识到，虽然事件发生的概率可能是 1/40，但仍然可以肯定的是，在某些时候，它仍然是一定会发生的。

16, 关于最想见的人

无论是否在世，如果有三个人你可以见到，他们会是谁，为什么？

我的接生医生，这样我就可以重新开始。

事实上，每个人都很有趣。**我有你能想象到的最棒的朋友，查理芒格就是一个非常有趣的人。**

17, 关于应对失控

你在失去理智的时候是如何应对的？让卢辛普森(LouSimpson)在你开始失去理智时给你一巴掌？

我怎么知道我是不是疯了？这是个很重要的问题。我已经指派我的家人去做这件事了。他们必须集体告诉我。如果只有一个人告诉我，他就会被除名。

偶尔，我不得不解雇某人。这是我唯一不喜欢的事情。我喜欢的两件事是：我每天都能来伯克希尔，我每天都可以在伯克希尔上做画。我想画什么就画什么，没人会告诉我该怎么去画。

我喜欢的第二件事是掌声。我喜欢人们喜欢伯克希尔。

18, 关于阿诺德施瓦辛格 Arnold Schwarzenegger

我赢得了阿诺德模仿秀。

阿诺德面临着一个非常棘手的问题，他必须做一些不受欢迎的事情。阿诺德非常聪明，非常精于理财。

19, 关于慈善捐赠

您能否谈谈您对公司在企业捐赠方面所扮演角色的看法，尤其是考虑到最近欢乐大厨公司(PamperedChef)和 Buffet 基金会的发展情况？

我们的选择很简单(停止捐赠)，因为无辜的人因为我们而失去了收入。

在此之前，我们希望让人们以一种节税的方式选择自己的慈善机构。

他提到了具体捐赠，比如计划生育。妇女应该有权做出自己的选择。如果我是女性，我希望自己做出选择。

20, 关于评估管理层

在商界您是如何对其他人进行评估的？如果有的话，您会对与您有业务关系或正在考虑建立业务关系的人进行何种尽职调查？

我会看着他们的眼睛。我没有任何公式，但我能感觉到。

我能感觉到他们是喜欢钱还是喜欢生意。如果他们喜欢钱，他们就会带着钱离开公司。

21, 关于选修什么课程

会计至关重要。因为它是商业的语言。会计基本上是最重要的。

另一项优势：与生俱来的概率感。我不会下愚蠢的赌注。即使是 50 美分也不行。

我天生会以概率的思维方式去思考。

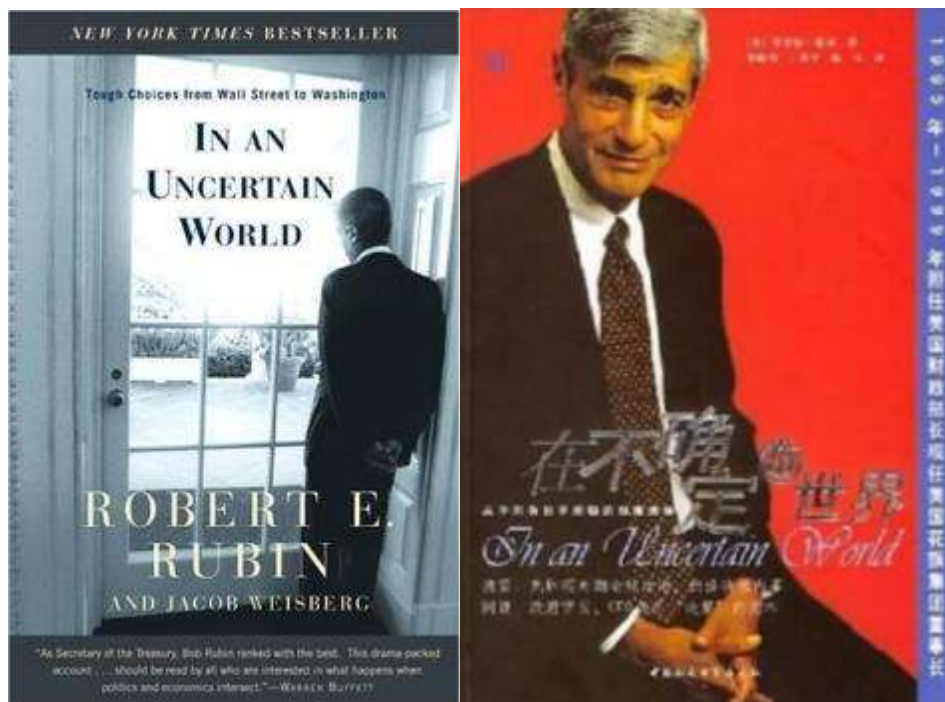
你一定要读一读鲍勃鲁宾(Bob Rubin, 克林顿前财长, 高盛 CEO)即将出版的自传《在不确定的世界》(In an Uncertain World, 2004), 因为他是一个擅长概率思维的人。

大多数 CEO 对资本配置一窍不通。这通常不是他们拥有的技能。

作为 CEO, 他要收购企业, 但这些人中的大多数甚至不会自己购买股票。这就好比拉了一辈子小提琴, 然后到卡内基音乐厅演奏时, 他们给了你一架钢琴。

22, 关于是否跟踪其他投资者

嗯, 我确实读过 OI 中关于其它的投资者, 但答案是否定的。



每当人生有变化的时候, 很多人总会想到 Rubin 自传。Rubin 在毕业后也不太确定自己想做什么, 退学哈佛法学院, 在欧洲游学一年后入学耶鲁法学院, 因为他觉得"哈佛法学院在严肃的讨论合同, 而耶鲁法学院在认真的讨论人生"。从律师到高盛 CEO, 再到财政部长。Rubin 游刃有余的横跨商界和政界。Rubin 在自传中谈到了他顿悟的人生哲学: 生活要有一个锚点, 然后以这个锚点为中心拓展更丰富的人生经历。

巴菲特：我为什么不好看美元 2003

2003 年 10 月 26 日 《财富》杂志

美国日渐扩大的贸易逆差让我们逐步失去了立国之本
这里有一个解决的办法，而且我们有必要立即行动

我要就美国的贸易逆差问题发出警告，同时我也要为解决这个问题献计献策。但首先我需要提醒大家，你们可能会出于两个原因对我所说的内容表示怀疑。首先，我对宏观经济走势的预测一向不能鼓舞人心。例如，过去的二十年里我在通货膨胀问题上总是显得风声鹤唳，草木皆兵。这方面的例子还有很多，早在 1987 年我就公开表示，我对日渐扩大的贸易逆差感到忧心忡忡，但正如大家所了解的，我们不仅顶住了贸易逆差带来的压力，而且发展得欣欣向荣。因此，在贸易问题方面，我至少喊过一次“狼来了”。尽管如此，我还是要喊狼来了，而且这一次我有伯克希尔公司的资金支持。截至 2002 年春，我已有近 72 年没有买过外汇了。但自那以后，伯克希尔斥巨资购买了若干种外汇，而且现在仍然持有。我不会透露它们具体是哪几种货币，事实上，我购买了哪些外汇与我要讲的观点毫不相干。重要的是这一举动所暗含的意义：我持有其他货币就意味著我认为美元将贬值。

我既是一个美国公民也是一个投资者，因此我真切希望我的这些举动是错误的。由于美元贬值，伯克希尔公司和我们的股东可能会在生活的其他方面遭受损失，与之相比，公司从外汇交易中获得的任何收益都将显得苍白无力。但是，作为伯克希尔的领导者，我的责任是以合理的方式对公司的资金进行投资。我之所以最终决定把钱投向我一直以来不感兴趣的领域，是因为我们的贸易逆差已经达到了极其糟糕的程度，请恕我直言，当前的贸易逆差已导致我们国家的“净资产”正以惊人的速度向海外转移。这种资产转移如果长时间持续下去将酿成大祸。

为了能清楚地阐明原因，请大家跟我来一次狂想之旅，我们的目的地是两座与世隔绝的小岛“挥霍岛”和“勤俭岛”，这两座岛面积相同，左右相邻。在这两座小岛上，土地是唯一的固定资产，而小岛的社会结构也非常原始，居民们需要的只是食物，而且也只生产食物。事实上，岛上的每位居民每天工作八小时就能创造出足够维系自己生活的食物。在很长的一段时间里，他们就一直这样生活着。两座小岛上的所有人都按照规定每天工作八小时，这也就是说每个社会都能自给自足。

但是，勤俭岛上勤劳的居民有一天做出决定，他们要多储存一些食物并利用这些食物进行投资，于是他们开始每天工作 16 小时。在这种模式下，勤俭岛的居民继续依靠八小时工作所生产的食物维持生计，与此同时他们把相同数量的食物出口到挥霍岛上，这也是他们唯一可以出口的地方。

挥霍岛的居民对这一变化感到欣喜若狂，因为他们从此以后可以不再依靠辛苦劳作为生，而且还能享受到与

以往一样的食物。当然，这一过程中自然还需要等价交换物，但是对挥霍岛的居民来说，这种交换并无大碍：勤俭岛居民只是想用自己的食物交换挥霍岛的债券(这种债券自然是按照“挥霍岛币”计价发行的)。

时光飞逝，勤俭岛的居民积累了大量此类债券，而持有这些债券就意味著，勤俭岛的居民可以凭借债券索取挥霍岛未来的生产成果。挥霍岛上的一些权威人士发觉到危机的降临。据他们预测，对挥霍岛居民而言，这种既要维持他们的食物所需又要偿还他们所累积的债务(或仅仅是偿还债务利息)的交换活动，最终将迫使他们每天工作8小时以上。但是，挥霍岛的居民根本没有兴趣听这些权威人士的逆耳忠言。

与此同时，勤俭岛上的居民开始感到紧张不安。他们问：拿着一个懒惰的小岛发放的债券能有什么好处？于是勤俭岛的居民改变了他们的战略：他们继续持有部分债券，但他们把大部分债券都卖给了挥霍岛的居民以换取挥霍岛币，随后勤俭岛居民利用这笔收入去购买挥霍岛的土地。最终，勤俭岛的居民完全拥有了挥霍岛。

从那一刻起，挥霍岛的居民不得不面对等价交换的悲惨结果：现在他们已经没有东西可供交换了。他们不但每天必须工作8个小时以维持生计，而且还要加班加点地工作，以偿还债务利息并向勤俭岛居民支付土地租金，因为他们当初一时大意，把这些土地都卖给了勤俭岛的居民。结果，勤俭岛居民利用收购而不是征服的手段使挥霍岛沦为了自己的殖民地。

当然，有人会争辩说，挥霍岛居民未来的生产成果必须长期运往勤俭岛，但这些生产成果的现值只相当于勤俭岛居民最初放弃的产量，因此从这点来看这是一项公平交易。但是，由于挥霍岛上的一代居民不劳而获，挥霍岛未来的若干代居民就得用毕生的时间来还债，这种情形如果用经济学家的话来说，就是颇为戏剧性的“隔代不平等现象”。

且让我们以一个家庭为例来考虑这个问题：假设我，沃伦·巴菲特，能够使用到期支付的巴菲特家族借据来购买我一生所需的所有消费品，而这些债务及利息将由我的子孙后代以货物和服务的形式偿还，人们可能会把这种情形看作是巴菲特家族与债权人之间的平等交易。但是，自我以后的几代巴菲特家族的成员可能都不会赞同这项交易(他们甚至有可能试图赖帐，但愿他们不要这么做)。

让我们再考虑一下那两座小岛的情形：面对着有史以来数额最庞大的债务利息，挥霍岛政府迟早会做出决定，实施有可能引发严重通货膨胀的政策——即发行更多的挥霍岛币以冲减每张货币的价值。挥霍岛政府的理由是，毕竟那些令人不安的挥霍岛债券只是索取相应数目的挥霍岛币而已，而非这些货币的相应价值。简而言之，

让挥霍岛币贬值可以缓解挥霍岛的财政危机。

正是因为看到了这样的前景，所以如果我是勤俭岛的居民，我会选择直接拥有挥霍岛的土地而不是该岛政府所发行的债券。大多数政府都认为，强制没收外国人的资产在道义上令人难以接受，而如果采取措施冲减外国人所持债券的购买力则相对稳妥一些。毕竟，在掩人耳目情况下的偷窃要好于强取豪夺。

说了这么多岛国间的事情，那么这些事与美国之间究竟有何干系呢？简而言之，自第二次世界大战后直到1970年代初的这段时间里，我们一直是按勤俭岛的方式辛勤工作，通常情况下我们出口的产品远多于我们的进口量。与此同时，我们把富余的产品投资海外，结果我们的净投资额，即我们以持有的外国资产减去外国人持有的美国资产，从1950年的370亿美元增长到了1970年的680亿美元，（这是根据政府当时使用的计算方法得出的，当然政府后来又对计算方法进行了修改）。当时，我们国家的“净资产”总值既包括了国内的所有财富，同时也包括了我们在世界其他地区的相当一部分财富。

另外，对世界其他地区而言，由于当时的美国持有其他国家大量资产，美国完全处于净所有人的地位，所以我们意识到建立在贸易盈余之上的净投资收入已经成为了投资资金的第二大来源。我们国家的财政状况与个人的情况相类似，个人一方面会把自己的部分工资存起来，另一方面则会利用从现有储蓄中得到的分红进行再投资。

1970年代末，这种贸易形势发生了逆转，贸易逆差出现了，最初的逆差额约占GDP的1%。这种情况并不算糟，尤其是考虑到我们的净投资收入仍然是正值。实际上，如果以复利方式计算我们仍然在盈利，我们的净资产结余在1980年达到了3600亿美元的历史峰值。

然而，从那以后我们就走起了下坡路，而且在近五年中下降之势还在迅速加快。如今，我们的年均贸易逆差额已经超过了GDP的4%。同样令人感到不安的是，世界其他地区拥有的美国资产已经比我们拥有的其他国家资产多了2.5万亿美元，这个数字大得惊人。这2.5万亿美元的资产中，有一部分投在了借据凭证上，即美国的债券，其中既有政府债券也有私营企业债券，还有一部分资金则投入了地产和股票等资产。

实际上，长期以来我们国家的做派就有如一个拥有万顷良田的大富之家。为了能消费我们生产能力所不能满足的这4%的商品，也就是我们的贸易逆差，我们每天都在出售农场的土地，而且我们拿现有资产所做的抵押也在一天天增加。

为了能正确审视外国人拥有的这2.5万亿美元净资产，我们拿它与价值12万亿美元的公开发售的美国股票，

或者是具有相同价值的美国住宅用房地产，再或者是我所预计的总额达 50 万亿美元的国家财富相比较。比较的结果显示，已经被转往海外的资产非同小可，以国家财富为例，它占到了其中的 5%。

然而，更为重要的是，按照贸易逆差目前的发展速度来看，外国人拥有的美国资产将以每年 5000 亿美元的速度继续增长，也就是说这种逆差每年都会使外国人手中的美国国家财富增加 1 个百分点。随着这种净资产的逐步增加，我们的年均净投资收入也将不断流失。结果是，我们得向世界其他地区支付越来越多的股票分红和利息，而不是像以往那样收取分红和利息。我们已经进入了综合收入出现亏损的阶段。再见，快乐时光；你好，艰辛岁月。

经济学的基础知识告诉我们，任何国家都不可能长期承受数额巨大、持续增长的贸易逆差。当贸易逆差积累到某一点时，清算的时刻也就到了，我们国家无节制的快乐消费将因为汇率的调整，以及债权国不愿接受挥霍无度者无限制签发的借据而终止。而这种情况实际上已经在世界其他地区发生过，正如我们看到的那样，许多肆意挥霍的国家由于突然失去贷款，已经苦苦挣扎了几十年。

然而，美国的情况却非常特殊。实际上，我们今天能为所欲为是因为我们过去的财政状况非常好，再加上我们富甲四方。我们的债权人既没有怀疑我们的偿债能力，也没有对我们的还款意愿产生疑忌，而且我们还有无数令人满意的资产可供我们交换消费品。换言之，凭着我们的国家信用卡，我们可以购买数量惊人的商品。但是，这张信用卡是有最高贷款限额的。

这种以资产换消费品的交易现在就该停止，而且我还为终止这种交易制定了计划。我的解决办法非常巧妙，它其实就是一种关税，只是名目不同而已。但这是吸收了大部分自由市场精髓的关税，它既不对具体行业实施保护，也不惩罚某个国家，更不会引发贸易战。这项计划将扩大我们的出口，同时还很有可能增加全世界的贸易总量。按照该计划，我们可以在美元不贬值的情况下实现贸易收支平衡，否则的话我相信美元几乎注定要贬值。

为了实现贸易收支平衡，我们将向美国所有的出口商发放一种我所说的“进口许可证”(ImportCertificates)，其数额与他们以美元计的出口额相等。每个出口商将相应地把进口许可证卖给那些希望把商品进口到美国的相关各方，无论是外国的出口商抑或是本地的进口商。例如，进口商要进口 100 万美元的商品，他就需要有进口许可证，而进口许可证正是 100 万美元出口商品的副产品。如此一来，贸易平衡自然也就得以实现。由于我们每月的出口总量大约为 800 亿美元，因此我们就要发放巨额的等量进口许可证，即每月 800 亿份进口许可证，而且人们

肯定会把这些许可证拿到极其活跃的流动市场中进行交易。至于哪些希望把商品出口到我们国家的出口商将得到这些许可证，以及他们愿意以多高的价格购买许可证，都将由市场竞争来决定(在我想来，许可证的使用期限应该要短，大概在半年左右，这样投机分子就不会有兴趣囤积居奇了)。为了能形象地说明这个问题，让我们假定每张进口许可证的售价为 10 美分，即每一美元出口商品的背后都有 10 美分的盈余。在其他条件不变的情况下，这个数字就意味着，美国的生产商把自己的商品拿到出口市场上销售所获得的收入要比在国内市场上销售多 10%，这 10% 的盈利即来自出售进口许可证。

在我看来，许多出口商会把这笔收入看作是成本的削减，这样它们就会降低产品在国际市场上的售价。日用类产品将尤为支撑这种措施。例如，如果铝在国内市场上的售价是 66 美分/磅，而进口许可证的价格是铝价的 10%，那么国内的铝生产商在国际市场上能够以 60 美分/磅的价格(加上运输费)销售，与此同时生产商还能获得正常的利润率。在这种情况下，美国产品将变得极具竞争力，出口也将扩大。照此发展，美国的就业机会也将有所增加。

当然，那些向美国出口商品的外国厂商将面临更加艰难的经济形势。但是，无论采取什么样的贸易"解决方案"，毫无疑问，解决方案必将出台，它们都得直面这个问题[正如赫伯斯坦(Herb Stein)所言："如果某件事情无法永远运转下去，那它终将停止。"]采用进口许可证的方法在某种程度上可以让那些向美国出口商品的国家获得极大的灵活性，因为这项计划并没有使某个具体行业或某种具体产品处于不利的位置。自由市场将最终决定哪些产品会销往美国，以及由谁来销售。而进口许可证只是决定了所售产品的美元累计总量。

为了清楚地说明在进口方面究竟会出现哪些情况，我们以进口商按 2 万美元的价格进口的轿车为例。按照新的计划并且假设进口许可证的售价为车价的 10%，那么进口商的成本将升至 2.2 万美元。如果市场对这款轿车的需求非常旺盛，进口商则能够轻松地把这笔成本转嫁给美国的消费者。然而在通常情况下，市场竞争的作用会要求外国制造商即便不承担 2000 美元进口许可证的全部费用，也要分担一部分相关成本。

当然，在这个进口许可证计划中并没有免费的午餐：美国公民也必将为此承担部分负面后果。绝大部分进口商品的价格将会上涨，而且那些具有竞争力的国产商品也将涨价。无论是从整体利益，还是从局部利益来看，进口许可证的成本都会像税收一样作用在消费者身上。这是个严重的倒退。然而，不论是让美元不断贬值，或者对具体产品加征关税，抑或是对进口商品发放配额(在我看来，借助这些措施取得成功的几率很小)都同样存在着缺

陷。我们会因为目前进口产品的涨价而承受一定的痛苦，但如果我们听任政府以前所未有的额度，拿自己国家的净资产去做交换，我们同样会承受痛苦，而且与后者相比较，前者的痛苦几乎算不了什么，而这才是最重要的。

我认为，进口许可证很快就会让美国走上贸易收支平衡的轨道，尽管与当前的进口水平相比较，这种收支平衡会有所下降，但它却优于当前的出口水平。虽然说哪个行业最终能够通过"比较优势"的考验是由自由市场来决定的，但是进口许可证仍将适度帮助美国的各个产业提高在全球市场中的竞争力。

这种方法不会被那些净出口国所效仿，因为它们采取进口许可证制度毫无意义。那么主要的出口国会在其他方面采取报复性措施吗？这个计划会引发另一场史慕德-哈利(Smoot-Hawley)关税大战吗？(美国总统胡佛于1930年6月签署"史慕德-哈利法案"，触发了全球贸易报复行动，导致世界贸易迅速滑落)，几乎不会。在"史慕德-哈利法案"的时代，我们享有不合理的贸易顺差，而且我们希望予以维持。如今我们遭受着严重的贸易逆差，而且世界各国都认为我们应该纠正这个错误的局面。

几十年来，世界各国一直在与形式多样、错综复杂的惩罚性关税、出口补贴、配额和盯住美元的汇率等现象做斗争。长期以来，那些试图积聚巨额贸易顺差的出口大国都采取了许多抑制进口、鼓励出口的措施，但是至今仍未爆发过大规模的贸易战。一项促使全世界最大的贸易债务国实现收支平衡的建议，肯定不会令某个国家陷于经济崩溃。世界出口大国在过去一直表现得较为理智，它们将来仍会如此，但与以往一样，它们也会试图让我们相信，出于自身利益的考虑，它们会采取完全不同的行动。

实行进口许可证计划后可能出现的结果是，在经过一些初期的调整后，出口国将把它们的聪明才智用于鼓励从我国进口商品。让我们从中国的角度出发来看看这个问题，目前中国每年向我们出口价值约1400亿美元的商品和服务，而仅从我们这里购买250亿美元的商品和服务。一旦实施了进口许可证制度，中国可能采取的措施之一是每年购买1150亿份许可证，以弥补这个缺口。但是，它也可能做出另一种选择，即减少对美国的出口以降低对进口许可证的需求，或者增加从我们这儿购买的商品数量。而后一种选择对中国来说可能最为适合，而且我们也希望它实施这一举措。

如果我们的出口得以增加，进口许可证的供应量将因此而扩大，那么进口许可证的市场价格也将随之下降。实际上，如果我们的出口能够显著增加，进口许可证就会变得毫无价值，而这个计划也将因此而失去存在的意义。当世界出口大国意识到这种情况的发生已经在所难免时，它们可能会立即取消正在实行的抑制从我国进口商

品的机制。

一旦我们开始实行进口许可证计划，我们也许要经历几年过渡期，在此期间我们会故意制造小额的贸易逆差，当我们逐步向着自己的目标迈进时，这种贸易逆差将帮助世界其他国家和地区做出调整。在执行这项计划的同时，我们的政府可以每月公开拍卖一些“奖励性”的进口许可证，抑或是直接将它们赠与那些需要扩大出口额的欠发达国家。我们可以把第二种选择看成一种对外援助，这种形式的对外援助可能会取得明显成效，而且会很受欢迎。

在结束本文之前，我需要再次提醒诸位，我曾经喊过狼来了。一般来说，美国的灾难预言家的平均成功率很低。我们的国家一直都嘲笑那些对国家经济潜力和我们的活力持怀疑态度的人。许多悲观的预言家完全低估了激发我们克服困难的动力，而这些困难一度显得非常凶险。实际上，我们的国家依然非常强盛，而我们的经济也同样欣欣向荣。

但我同时也认为，在贸易逆差这个问题上，我们正面临着困难，它将全面考验我们寻找解决办法的能力。美元逐步贬值并不是解决问题的答案。不错，美元贬值会在某种程度上减少我们的贸易逆差，但它却不足以阻止我国的净资产外流或是减少我们的投资收入逆差。

也许还有其他解决办法比我的更合理。但是，一厢情愿的痴心妄想，以及时常与它做伴的各种幼稚想法，却不在我们的考虑之列。从我现在的观点来看，采取行动阻止国家财富外流势在必行，而进口许可证计划似乎是实现这个目标的最有效办法，而且我们因此所承受的痛苦也最少。我只请大家牢记，这并不是个无所谓的小问题：举例来说，按照目前世界其他国家和地区在美国进行净投资的速度，我们公开交易的股票中，每年会有 4% 被它们购买和储存起来。

在评估伯克希尔的商业选择时，我的合伙人查理·芒格提出建议，他诙谐的祝愿应该引起我们的重视：“我只想知道我将葬身何处，这样我就永远也不会去到那里。”我国的贸易政策制定者应该把他的警告引以为诫，切勿重蹈挥霍岛的覆辙。

《财富》杂志特约编辑卡罗尔·卢米斯是伯克希尔的股东，她与沃伦·巴菲特合作撰写了这篇文章。

补充报道：外国人为什么不能抛售他们的美元？

2003 年 11 月 10 日

在阅读有关美元问题的文章时，你有多少次看到这样的评论："分析人士说，真正令他们感到担心的是，外国人将开始抛售美元"？

如果你下次再看到类似的内容，尽管将之抛于脑后。事实是，作为一个整体，外国人不能抛售他们所持有的美元。实际上，由于我们的贸易逆差，外国人不断有新的美元收入进账，因此他们也在不断增加对美国的投资。

当然，世界其他国家和地区的确有权选择他们应该以何种形式持有美国资产。例如，他们可以决定出售美国债券以购买美国股票。或者他们也可以进军美国的房地产业，就像日本人在 1980 年代所做的那样。此外，他们采取的任何行动都会影响到美元的价格，特别是当采取这些行动的是那些急功近利的购买者或出售者时，就更是如此。但是，假设日本人既要从美国的房地产业中抽身而出，又想彻底摆脱所有美元资产，那他们仅仅把房地产出售给美国人是无法实现这些目的的，因为他们得到的付款还将是美元。而如果他们不把房地产卖给美国人，比方说卖给法国人，然后得到欧元，那么，这些资产将仍然保留在外国人手中。无论选择哪种方法出售，世界其他国家和地区所持有的美元资产都不会改变，除非与此同时美元价格发生变化。

问题的底线是，以整体来看待，除非其他国家从美国购买的商品和服务远多于我们从他们那里购买的商品和服务，否则他们是绝对不会减少对美国的投资规模的。这种情形就叫做美国贸易顺差，但我们目前不是顺差。

你可以设想一些激进的策略以改变这种状况。例如，世界其他国家和地区为美国提供巨额援助，这些援助将抵消我们的贸易逆差。但是，从现实的角度来考虑，面对我们的巨额贸易逆差，世界其他国家和地区不仅会牢牢把持已有的美国资产，而且还会继续增加持有量。当然，这也正是我们的国家净财富为什么逐渐流失海外的原因。

巴菲特：对话奥奎尔俱乐部 2004

2004 年春

巴菲特在内布拉斯加州奥马哈参加 Oquirrh Institute 会员推广活动

沃伦·巴菲特：大家可能还记得，去年对内布拉斯加队来说不是个好年景，是近四年里最差的一年。情况糟糕到我们的教练 Frank Solich 在面对这样一群人讲话时，请求大家帮忙。他说："我们真正需要的是一名全职后卫。我心目中的人选身高大概 6 英尺 4 英寸(约 1.93m)，体重 130 磅(约 60KG)。这对一名全职后卫来说，要求可能有点奇怪，但只有这样的人，才能在防线打开时突破防线。"于是，我们找到了这样的后卫。

内布拉斯加州有很多学生运动员，有一天我问其中一个人："你们头盔上那个大大的 N 代表什么？"他回答说 Knowledge。他的答案很接近了。今天我来这里，就是为了回答大家的问题。我自己先问一个，那就是"你是怎么参与到施瓦辛格的竞选活动中的？"答案是："我赢了一场模仿秀比赛。萨达姆·侯赛因有替身，Arnold 觉得他也需要一个。"州长在讲话中提到了一些内容，这让我想起人们有时会问我的一个问题："我该如何步入婚姻殿堂？年轻人会问我，怎样才能确保自己的婚姻长久？我应该在配偶身上寻找什么特质？"这是个很重要的问题。人们会问，应该看重幽默感、性格、智慧还是外貌呢？我告诉他们："如果你真的想要一段长久的婚姻，那就找个你期望不高的人。"我很高兴州长带着这种态度前往华盛顿。(施瓦辛格 2003 年 8 月任命巴菲特担任他的州长竞选班子的高级经济顾问。1968 年施瓦辛格来到加州，通过经营健身业务已经是百万富翁了，70 年代进入影视行业成为好莱坞史上片酬最高最多产的明星之一，他将收入投入商业地产、私募股权和股票[星巴克/谷歌/AMC]获得巨大回报。)

现在，咱们聊聊大家心里在想什么吧，什么问题都可以问。我们今天的谈话不做记录，不过，实际上我看到后面有摄像机。我会尽量坦诚地回答大家的问题。

Riordan 市长：沃伦，我们常谈到贫富差距问题。由于种种原因，美国中产阶级的人数在不断减少，过去 30 年里，中产阶级的购买力也在持续下降。这会导致什么后果呢？您认为 10 年后美国会变成什么样子？

巴菲特：我想说，如果没有累进所得税制度和遗产税，复利的特性以及经济越来越专业化的趋势，会使贫富差距越来越大。回顾美国几百年前，那时我们只有 400 万人口，智商 90 的人能胜任国内 80%的工作，不管是务农、做手艺活，还是其他工作。随着经济变得更加专业化、现代化，高收入工作与其他工作相比，回报和职业前景越来越倾向于那些具备某种天赋，或者有特殊才能的人，他们能够在超过 10 万亿美元规模的经济中大展宏图。这样一来，贫富差距就会不断扩大。基本上，美国建立了一种制度，通过税收体系，以各种方式来调节市场体系

所产生的财富分配。如果像多年前那样，没有任何约束，像我家这样的家庭，或者其他有一定优势的人，他们积累财富的速度会持续超过其他人。

这在娱乐行业体现得很明显。如今，如果你像 Frank Sinatra 那样，比别人有优势，比如有能力为 2.8 亿人唱歌；或者你是重量级拳王，能让 2.8 亿人在电视上看到你，不管具体数字是多少，与普通劳动者的收入相比，你获得的收入要比 50 年或 75 年前高得多。所有的技术进步、生产力提升，以及纯粹的市场体系，都在加剧贫富分化。在过去 10 年左右，特别是近 5 年，美国通过累进所得税和遗产税，在一定程度上试图缓解这种不平等，但现在情况出现了逆转，我认为长此以往可能会带来一些非常不利的后果。

基本上，我很幸运能在这个时代出生在美国。我天生擅长资本配置，这并非我的功劳，我生来就是这样。我在这方面努力过，但在美国乃至全世界，人们都在为自己的工作努力奋斗。在庞大的资本主义经济体系中，我只是抓住一些机会，就能积累巨额财富。要是我出生在 200 年前，就不会有这样的机会；要是出生在孟加拉国，更不可能做到。

对于那些认为一切成就都靠自己的人，我给他们提出这样一个假设：假如他们在娘胎里时是同卵双胞胎中的一个，有着相同的 DNA、相同的天赋，一切都一样。这时，一个精灵出现，说你们其中一个会出生在孟加拉国，另一个会出生在美国。人的所有特质都相同，那么他们愿意拿出一生中收入的多高比例，来成为那个出生在美国的人呢？竞价肯定会很激烈。我是说，所有那些被认为能让我们走向成功的运气、勇气之类的因素，就像 Horatio Alger 小说里描述的那样，在孟加拉国可不像在美国这么管用。美国社会为那些恰好具备合适天赋的人提供了巨大的机会，与世界其他地方以及 100 年前相比，在这里生活的人能获得相当不错的生活。但是，如果没有税收制度，贫富差距将会进一步扩大。在我看来，这就是政府存在的意义之一。

美国的市场体系是一个很棒的体系。看看美国，这很有意思。1790 年，美国人口不到 400 万，欧洲有 1 亿人口，中国有 3 亿人口。美国只是个小国，我们的智商可能与中国人、欧洲人没有差异，大家都拥有自然资源。但不知怎么的，这 400 万人口创造的 GDP 占到了世界的近 35%，尽管我们的人口仅占世界的 4%。这是怎么做到的呢？在这场持续了 210 年的竞赛中，我们与其他地方同样聪明的 3 亿人竞争。但不知怎么的，我们的制度带来了如此惊人的财富。我认为有两个最重要的因素，尽管它们并不完美。一是，我们拥有更多的机会平等，让合适的人能够脱颖而出。在科学、商业、医学等各个领域，最优秀的人最终能进入“奥林匹克队伍”，因为在这些领域，没

有人为的障碍阻挡人才崭露头角。二是，市场体系，它激励人们生产和购买所需的东西，带来了许多好处，但随着时间的推移，也导致了财富分配的巨大不平等。如果没有遗产税，仅靠复利，我的孙子们最终就能拥有相当大比例的财富。我们需要一些措施来调节市场体系带来的这种结果，但又不能破坏市场体系。我们希望先让人们去创造财富，留住 Andy Grove、Michael Dell 这样的人才，即使他们已经拥有了生活所需的一切，也要让他们继续工作。我们需要他们的能力和才华，因为这对每个人都有益。但同时我们也需要些措施来防止财富过度集中。

提问：顺着该话题，我听一位来自印度演讲者说过美国繁荣的原因。在印度，如果你的父亲是化学工程师，那你很可能也会成为化学工程师；而在美国，受基督教和资本主义的影响，人们认为自己可以追求并应该得到想要的一切。我的问题是，我们应该如何应对恐怖主义威胁？现在，有些人因为我们的财富和自由而仇恨我们。

巴菲特：这是个极其严峻的问题。1945 年之后我就有这种感觉，因为世界上总会有一些精神错乱、狂妄自大、纯粹邪恶，或是宗教狂热分子。总会有一定比例的反社会者，几千年前，他们伤害同伴的能力，不过是朝人扔块石头，后来逐渐发展到使用弓箭、枪支等武器。但在 1945 年之前，这些误入歧途的人造成伤害的能力虽然在增强，但还在可容忍的范围内。从广岛原子弹爆炸那一刻起，那些精神错乱的人，不管是通过控制政府，还是其他方式，伤害他人的能力呈指数级增长。

实施恐怖袭击需要四个条件：意图、知识、材料和投放能力。意图在世界上一直都存在，总会有嫉妒别人的人、疯狂的人等等。知识已经传播开来，1945 年，我们垄断了核技术，谢天谢地，我们做到了。因为如果希特勒不是那么反犹，他很可能比我们先拥有核武器。但我们率先掌握了这项技术。你们大多数人可能不记得了，希特勒曾向伦敦发射 V-1 和 V-2 导弹，但那些导弹的弹头威力不大。要是他先拥有了核武器，世界可能就会大不相同，甚至不复存在。

自 1945 年以来，我们曾垄断的这项惊人的核知识已经扩散。巴基斯坦、印度掌握了相关技术，甚至一些组织也有了相关能力。在核领域，获取材料更困难，但在生物领域，材料获取相对容易，造成的危害却一样严重。现在在有自杀式炸弹袭击者，制造这些袭击的材料成本很低，相关知识也很容易获取。这是一个我们目前还没有完美解决方案的问题，我们所能做的，就是尽量降低有人大规模实施恐怖袭击的可能性。但这类袭击肯定会发生，在我看来，核袭击和生物袭击都会发生。未来 10 年，生物袭击发生的可能性可能比核袭击更大。事实上，很多人都有能力发动袭击。我从事保险行业，深知任何可能发生的事情，最终都会发生。

回顾美国过去 300 年的历史，你知道美国本土发生的最大地震在哪里吗？是在密苏里州的新马德里 New Madrid，震级 8.6 级，密西西比河倒流，远在波士顿的教堂钟声都响了起来。还有一次大地震发生在南卡罗来纳州的哥伦比亚，震级 6.x，造成七八十人死亡，不过现在人们差不多都忘了这件事。随着时间的推移，各种事情都会发生。就好比从一个装有 1 万个白球和 4 个黑球的桶里摸球，最终总会摸到黑球。在古巴导弹危机期间，我们差点就遭遇了一场大灾难，局势十分危急。我们发出了第二条消息，之后又与美国广播公司的人取得了联系，当时运气成分很大。我认识一些当时参与决策的人，他们都不确定几周后自己的孩子是否还能活着。不过，我们最终挺了过来。基本上，我们一直很幸运，而且在这期间也采取了正确的措施，但好运不会永远相伴。生物袭击很可怕，炭疽病毒的传播并不容易，如何投放是个难题。那些少量信封里的炭疽病毒，足以杀死 10 万人，但要将其扩散却很困难。多年来，武器的发展(如果这也能叫发展的话)十分惊人。

1960 年代末，我成立基金会时就说过，核威胁是头号问题，但我不知道如何通过资金投入来有效应对。我支持“核威胁倡议”组织。社会上的很多重大问题，都不是金钱能解决的，在家庭中可能也是如此。那些金钱无法解决的问题，才是真正的问题。而金钱能够解决的问题，美国总能找到办法解决。你提到的恐怖主义威胁，是最棘手的问题。世界上有人想对我们造成巨大伤害，我们比其他任何国家都更容易成为目标。他们中一些人掌握相关知识，只有少数人拥有材料，还有些人缺乏投放能力。

但朝鲜问题不容忽视，未来一年，朝鲜有可能发生一些状况，虽然我不知道这个概率是 0.01%、0.03%还是 0.005%，但确实存在这种可能性。还有其他各种潜在的威胁。几年前，如果有人说世界贸易中心会发生那样的事情，人们肯定觉得这是科幻小说。20 多个人用美工刀就能制造那样的灾难。这是全人类面临的问题，我们的任务就是尽一切可能降低这些威胁发生的概率。首要任务是阻止核武器的进一步扩散，比如印度和巴基斯坦都有核能力，多年来，两国积怨已久，还不时发生一些意外事件。

上周六，克林顿总统在我女儿家共进午餐，我们谈到了印度和巴基斯坦的问题。几年前，就在国情咨文演讲前夕，他曾致力于解决这个问题，但当时他也不确定是否会爆发冲突，后果实在太严重了。这是全人类面临的头号问题，我没有什么好的解决办法，但我认为，对美国总统来说，这是他的首要职责。无论需要在边境管控上采取什么措施，解决国内的核储备问题，还是与俄罗斯合作处理核材料，这都是你、你的孩子以及孙子们一生都要面对的问题。

提问：过去几年，在公司治理方面出台了大量监管措施，您能谈谈对良好公司治理要点的看法吗？

巴菲特：嗯，我的观点可能有些不同。40 多年来，我在除伯克希尔公司外的 19 家上市公司和企业董事会任职过，见证了许多董事会的运作。**问题在于，尽管董事会处于商业环境中，但在很大程度上，它们更像是社交组织。**就拿我 1988 年加入可口可乐董事会来说，让董事会成员去质疑罗伯托·戈伊苏埃塔的薪酬，这是非常困难的。顺便说一句，作为董事会成员，我们甚至都不知道他的具体薪酬是多少。除非你是薪酬委员会成员，否则只能通过委托书来了解。他们从来没让我进入薪酬委员会，我加入过各种委员会，比如接待委员会、园艺委员会，甚至舞蹈委员会，但就是没进过薪酬委员会，我都不知道为什么！

董事会在很大程度上是个社交组织。一般来说，除非有大股东对公司事务不满，否则真正能促使变革发生的，是董事会成员感到尴尬的时候。因为董事会里都是些大人物，我把参加董事会会议形容为“大象碰头”。大家互相打量，心想“我也得像大象一样有派头”，这种感觉很让人安心。在董事会会议上，你不会想打嗝，同样，你也不会去质疑薪酬、收购等事宜，有些事情比打嗝更让人忌讳(这里就不细说了)。这就是社交场合的规矩，问题在于，如何打破这种局面呢？这并不容易，最难解决的是平庸的问题。

比如说，内布拉斯加队的教练 Frank Solich，如果他的四分卫表现平庸，他就得想办法解决，否则明年可能就没法继续执教了。但对于财富 500 强公司来说，如果 CEO 表现平平，他可能是个好人，顾家，还是你的朋友，甚至是他选你进入董事会的，在这种情况下，你有什么动力去解雇他呢？这种事情很难发生，因为这似乎并没有太大影响。当然，薪酬委员会的情况更是荒谬，CEO 非常在意薪酬，而薪酬委员会的成员却觉得这无关紧要，我把这叫做“玩钱游戏”，因为这对他们来说确实没什么实际意义。

坦率地说，这种竞争结构的不平等很难通过制定规则来解决。但我认为，理想的董事会成员应该具备商业头脑(我在年报中也讨论过这个问题)。很多董事会成员都很聪明，但对商业却一窍不通。如果我在医院董事会任职，我对医院运营和医学一无所知。就算每次开会都有一群穿着白大褂的人，花一个小时用 PPT 给我讲解，一两年后我还是不懂。他们想向我推销什么，我都会相信。如果我在加州理工学院，听他们讨论物理，也是同样的情况。这不是因为我不够聪明，连填字游戏都做不出来，而是因为我不了解这个领域。**美国很多公司的董事会里，有很多大名鼎鼎的人，但他们连经营一个柠檬水小摊都不会。这并不是他们的错，他们在自己擅长的领域做得很好。**

所以，董事会成员需要具备商业头脑(business savvy)，要有以股东利益为导向的意识(shareholder

orientation), 这是很多董事所缺乏的。他们要有兴趣参与公司事务, 是因为真正对公司业务感兴趣, 而不是为了那点董事费。此外, 还需要具备独立性(independence), 但法定定义的独立性对他们来说并不适用。

在伯克希尔, 有很多人符合法定的独立性标准, 但如果我们给他们高额报酬(实际上我们不会这么做, 原因很明显, 了解我的人应该都知道), 比如每年支付 7.5 万美元, 而他们的年收入是 20 万美元, 并且还希望再加入一个董事会, 再赚 7.5 万美元, 那他们就不具备真正的独立性。真正的独立性源于思想上的独立, 在伯克希尔, 我们给董事的报酬基本可以忽略不计, 也不购买董事和高级职员责任保险, 他们也不会从中获得保险利益。在纽交所, 我们几乎是唯一不买这种保险的公司。我们希望董事们自己投入大量资金购买公司股票, 不是股票期权, 也不是股票奖励, 而是用自己的钱去购买, 就像我和很多股东一样。我们希望他们对董事费不感兴趣, 所以不支付高额报酬。我们希望他们为错误决策承担后果, 如果选错了公司管理者, 他们要和股东一样遭受损失, 这样他们就会有危机感。我们有一些非常精通商业的董事, 他们了解业务, 每个人在公司股票上的投资至少有 100 万美元, 而每年只领取 900 美元的董事费, 这样他们的利益就与股东一致了。我可以找到 10 个符合证券交易所独立性定义的人, 他们都很有名望, 但如果董事费对他们很重要, 他们就不具备独立性, 和伯克希尔拿薪水的员工没什么区别, 只要董事费占他们收入的三分之一或四分之一, 就谈不上独立。

这是个很难解决的问题。董事会实际上有两个职责: 一是选出合适的 CEO, 二是确保他/她不会越权行事。如果能做好这两点, 就足够了。这就好比在棒球比赛中, 你需要优秀的击球手, 同时要确保他们不会利用职权占团队其他成员的便宜。选择合适的 CEO 是个难题, 如果你在董事会, 现有 CEO 表现尚可, 但你知道还有更优秀的人选, 该怎么办呢?

近年来, 防止 CEO 越权也很困难。坦率地说, 人们想要评估公司情况, 于是引入了顾问 consultants, 但这些顾问基本上是由管理层聘请的。即使不是, 他们也会按照管理层的意愿行事, 以便获得其他公司的推荐。这是一场一边倒、不公平的游戏。我知道伯克希尔是如何应对这个问题的, 我们的方法异于传统。但我们还是得遵守规则, 我必须确保我们在其他方面也符合要求。除了确保遵守法律, 我不会太在意其他规定。但这不是我们选拔董事的方式。有趣的是, 我在年报中提到需要增加一些董事, 结果收到了大约 30 个人的申请。我要求他们必须持有公司股票一段时间, 这些人每个人都有几百万美元的资产, 并且他们都愿意接受这份工作, 对公司业务也很感兴趣。我们挑选了几位, 可能还会再选一两个。

我认为一些公司正在取得进展。比如，通用电气的 Jeff Immelt 在一定程度上引领了公司治理的变革，他致力于建立一套对通用电气股东最有利的治理体系，并且在这方面发挥了带头作用。他想做正确的事，而且还会在这个岗位上工作 15-20 年，对我来说，他这样的人很有意思。你会发现，大多数首席执行官都知道这个"游戏规则"对他们有利，不会轻易放弃。

还有什么人是我忘了得罪的吗？

提问：我对您对美国制造业的看法很感兴趣。我知道您投资了蒙哥马利、Clayton 移动房屋公司以及 Shaw 工业集团，据我所知，这些公司大多没有像中国制造业那样广泛的业务规模。我想知道，在分析一家制造企业时，您是否会把"是否具备抗竞争风险能力"作为一个绝对的考量标准呢？

巴菲特：伯克希尔最初是经营纺织业务，如果追溯其公司前身，能回到 19 世纪。我是在 1964 年进入公司，当时在 New Bedford 我们有几千名员工，而在我进入之前，员工数量从 12000 人锐减到了 2000 人。这些员工都很不错，拿着低工资辛勤工作，但就收入而言，这份工作并不好。他们技术娴熟，大多是葡萄牙人。New Bedford 曾是个捕鲸小镇，那里的劳动力没有任何问题。但基本上，我们在纺织这个行业惨败。

从全球范围来看，在比较优势方面，其他地方的人愿意以更低的工资工作，对此我们毫无办法。当谈到对这些员工进行再培训时，他们大多已经 55 岁了。一个繁荣的社会必须为这样的人提供保障。他们并非自身有什么过错，却在拖拉机出现时，就像马匹一样被时代淘汰，没有其他办法。55 岁或 60 岁的他们，已经没有能力成为计算机专家。自由市场淘汰了他们。当然，自由市场在美国创造了很多价值，但我们也必须照顾好这些被市场淘汰的人。这种情况在纺织业发生过，现在仍在发生，它正在击垮伯灵顿工业 Burlington industry、WestPoint 公司、Tultex 等企业，这些纺织公司一家接一家地破产，再也无法恢复元气。

我还涉足过制鞋业。美国人每年要买 12 亿双鞋，简直就是 Imelda Marcos 之国(菲律宾前第一夫人，以收藏大量鞋子闻名)，而我大概每 10 年才买一双鞋。40 年前，除了高端鞋，几乎所有鞋子都是美国本土制造，比如马萨诸塞州的 Rockford 就是重要产地。但现在，美国本土制造的鞋子可能不到 4%。我们曾是美国最后一批本土制鞋商之一，在缅因州的 Dexter 生产鞋子。几年前我收购了这家公司，它的鞋子款式很棒，各方面都不错，有优秀的劳动力，管理层关爱员工，员工也支持管理层，公司盈利状况良好，但最后还是亏损了。因为其他地方的人愿意以缅因州 Dexter 工人十分之一的工资工作。如今，实际上美国已经没有本土制鞋业了。

正如 Bill Child 所说，家具行业也面临同样的情况。我不知道 20 年前 Bill 从国外采购的比例是多少，但现在很多人都去中国采购家具了。以前人们会去北卡罗来纳州，从 Drexel、Broyhill 等公司购买家具，现在我们直接去中国采购。我们规模够大，所以可以直接采购，不用通过中间商，采购后贴上自己的牌子，还要加价 20%。家具行业，至少那些劳动密集型的部分正在离开美国，这完全不是工人的错，实际上是全球化采购的必然结果。

你提到了 Shaw 工业集团，它是全球最大的地毯制造商，我们现在的销售额达到 145 亿美元。劳动力成本只占地毯成本的 15%，实际上，综合分析所有成本因素后，这类产业还是会流向其他地方。我们还拥有鲜果布衣公司 Fruit of the Loom，其 80% 的生产业务已经转移到中美洲，一开始是墨西哥，现在则是危地马拉等地。

只要美国坚持自由贸易政策，那些劳动密集型产业必会衰败，这甚至包括软件行业，印度现在已经在这个行业占据了重要地位，微软的比尔·盖茨就与印度的合作越来越多。这对美国来说是个大问题，我不知道下一个受影响的会是哪个行业。从纺织业、鞋业到现在的家具业，涉及到数百万人，而且这些人很难找到合适的替代工作，他们不会一下子就进入各种好工作岗位。

美国有相当一部分人口没有生产力，这就使得有生产力的人们需要承担更多，给经济带来越来越大的压力。事实上，我们已经看到了这种情况。我在制鞋业和纺织业吃了不少苦头，也从中吸取了教训。有些时候，你无力抗争。当其他地方的劳动力成本只有这里的十分之一，甚至五分之一、四分之一时，你根本竞争不过。人们不会仅仅因为商品上写着“美国制造”就购买，他们会去沃尔玛购物。以我们的鲜果布衣内衣为例，先不说质量，如果价格最实惠，我们就能卖出去。但如果有人能以更低的价格，比如 50 美分/三件的价格出售类似产品，我们就有麻烦了。我们还算幸运，因为我们在国外有 16000 名员工，在美国国内有 4000 名员工。

提问：我关注您很久了，也研究过您的投资。随着您涉足像利捷航空 NetJets 这样的业务，以及最近投资中国和石油行业，您的投资似乎发生了一些变化。我想请您讲讲，您一直不看好资本密集型行业，也就是那些需要大量资本支出的行业，但 NetJets 是如何运作的呢？

巴菲特：嗯，我们在努力进入航空业务，这说起来有点意思。飞机是非常昂贵的设备，航空业一直以来都是个巨大的资本陷阱。回顾航空业的历史，快 100 年了，但在运送乘客方面，这个行业几乎没赚过钱。想象一下，回到 1903 年的 Kitty Hawk，你突然看到未来飞机能搭载 400 人，5 小时就能横跨美国，各种可能性都出现了，你可能会觉得这太不可思议了，人人都能靠这个发财。然而，尽管投入了大量资金，这个行业却一直在亏损。

如果当年在 Kitty Hawk 有个资本家，他真该把那些飞机都打下来，我办公室里都该立个他的雕像，上面写着：就是这个人打下了 Orville 的飞机，为我们省了一大笔钱。航空业是个糟糕的行业，原因在于设备成本太高，运营成本也高，而且在很大程度上它属于大宗商品行业。如果你经营 XYZ 航空公司，早上翻开《今日美国》，发现竞争对手在打低价广告，你当天就得跟着降价。

但我们在西部卖喜诗糖果就不一样了，要是有人卖更便宜的糖果，我们可以直接告诉顾客便宜糖果吃了对身体不好。如果你身处大宗商品行业，不仅需要大量资金投入，工会力量还很强大，那这个行业注定是个资本陷阱。而 NetJets 的情况是，客户购买飞机的部分所有权，相比购买整架飞机，他们能节省不少钱，而且买得越多，省得越多，大概就是这样。我在这里遇到过一些客户，他们对 NetJets 非常满意，我的女儿就是用户，为了多一点 NetJets 的服务，她可能连父母都能"卖掉"。一旦体验过 NetJets 的服务，再回去坐商业航班，就像从热恋回到了牵手的阶段，完全不是人们想要的。

你还提到了中国石油，这是一家大型石油公司，属于资本密集型企业，我们只是持有它的股票，就像持有可口可乐的股票一样。没错，这是我们在中国持有的唯一一只股票。在中国，有很多大公司的股票可供投资，中国石油规模非常大，其石油产量几乎达到埃克森美孚的 80%，这都是实打实的数据。但它也是资本密集型企业，与埃克森美孚、雪佛龙等公司相比，它的股价很低，也理应如此。在我们的年度股东大会后，有个记者问我，怎么能投资一家由一群共产主义者经营的公司的股票呢？我回答说，在见识过一些美国企业的管理之后，我反倒更倾向于投资中国石油。对我们来说，这只是一只股票而已。

提问：我们都会变老，在医疗经济方面，应该由谁来管理，或者说我们该如何应对呢？

巴菲特：有本很不错的书，是 Kaiser 凯撒医疗集团的负责人写的，我一时想不起书名了。这本书描述了我们已经面临和即将面临的问题。医疗支出占 GDP 的比例已经达到 13%或 14%，而且还会继续上升，这是个惊人的比例，几乎是世界其他国家的两倍。随着医学的发展，治疗费用越来越高，人们的寿命也越来越长，不管怎样，医疗资源必须进行分配(rationed)。在医疗领域使用"分配"这个词很残酷，但这就是现实。多年来，这种情况一直在发生，在一些社会主义国家，可能通过排队时间来分配医疗资源；而在费用高昂的特殊治疗中，可能是通过金钱来分配。但归根结底，人们对医疗的需求几乎是无限的，而从成本和某些疾病的治疗费用来看，如果医疗支出占美国 GDP 的 20%，美国经济可能无法正常运转。显然，大多数医疗服务的对象是不再具备生产力的老年人。

年轻人负担不起，老年人也负担不起。纽约市公立教育系统每个学生每年的教育成本是 11000 美元，一个四子之家每年要承担 44000 美元的教育费用。总得有人来支付这笔费用，这其实是对生产者的一种税收。多年来，我们有一种代际契约，年轻时你照顾我，中年时我努力工作，等我老了，你再来照顾我。社会承担起这样的责任，也应该承担起这样的责任。但随着年轻人和老年人数量的增加，这个等式变得越来越难平衡，因为 21-65 岁的人需要承担起照顾所有人的重任，不仅要支撑制造业，还要为医疗等服务业提供支持。

我们现在又开始面临这个问题了。前些年，我们曾有过一段“蜜月期”，以前在产科病房，产妇生完孩子可能要住院好几天，但现在时间被缩短了。健康维护组织(HMO)出现后，通过谈判降低了医疗价格，这种情况持续了一段时间。但现在这段好日子已经过去，医疗费用开始以每年 10% 的速度增长。在 GDP 每年增长 3-4% 的情况下，企业却要面临医疗费用每年 10% 的增长，这迟早会带来严重的问题。所以，我们将会看到一些提供更多福利的医疗体系出现，这是毫无疑问的。

提问：当您收购一家公司时，是像挑选商品一样的筛选过程，还是类似投票选举的过程呢？

巴菲特：这更像是一个筛选过程，并且会考虑公司文化，公司文化或多或少会有所演变，但筛选是第一步。在决定是否收购一家公司之前，**我首先会考虑的是：卖家是爱钱还是爱公司？**如果有人热爱绘画，即使卖画能赚很多钱，他们也会继续画画；如果有人热爱打高尔夫，就算能赚大钱，他们也会继续打球，就像最佳球手 Jack Nicklaus 会一直活跃在常青巡回赛上。但如果有人只爱钱，他们拿到钱后，可能会承诺继续工作一段时间，但六个月后，他们自己或者配偶就会说：“你为什么早上 7 点就起床？你花了 40 年建立这家公司，现在已经有花不完的钱，却还在做和以前一样的事，就为了把钱送到奥马哈？”

我觉得这个问题至关重要。**我也会询问公司的经济特征和收购价格，但我在奥马哈没有管理团队可供派出。**我们在奥马哈只有 16 个人，却管理着 16.5 万名员工，根本没人能派出去管理所收购的公司，我们也没有所谓的“救火队员”。**所以，我只能依靠那些把公司卖给我的人。**比如 NetJets 的 Rich Santulli，他拿了数亿美元后，依然愿意早上 5 点半就起床工作，在感恩节周末，大家都急需飞机的时候，去解决各种问题，比如东部的雷暴天气等。一天工作结束后，第二天他还愿意继续干。

坦率地说，找到这样的人并不容易。因为我们至少四分之三经理都已经赚了足够多的钱，这些钱他们自己、孩子、孙子几辈子都花不完。他们把一辈子，甚至父母、祖父母积累的财富变现后，把公司交给了我们。现

在他们有了选择，如果热爱这份事业，他们就停不下来。

我为什么工作？我太热爱我的工作，如果可以，我愿意花很多钱来保住这份工作(当然不能让股东知道)。无论如何，我都想做这份工作。事实上，我可以做任何我想做的事，但我就是喜欢现在的工作。这与我拿多少报酬无关，它只取决于两件事：一是，我能按照自己的方式做喜欢的事，如果有人每天对我指手画脚，告诉我该做什么，我明天就会辞职。我有这么多钱，为什么还要听别人安排我该做什么、怎么做，甚至连头发向那边分、穿什么去办公室都要管？我肯定会直接走人。二是我喜欢得到认可。我很高兴我们的股东大多都很认可我，我有一群欣赏我的听众，这就是我在不需要钱的情况下还继续工作的原因。

对于我们收购的公司的管理者来说，如果他们一开始就热爱这份事业，这也可能是他们继续工作的动力。所以，我们给予他们极大的自主权，让他们自己经营自己的公司，并且毫不吝啬我们的赞扬。对他们来说，能得到我的赞扬，就相当于得到了专业人士的认可。因为我懂商业，知道什么时候该赞扬，什么时候不该赞扬。而且，我会把赞扬的原因传达给股东，这样他们也能得到股东的认可。这就是让人们热爱工作的原因，他们必须热爱自己所做的事情，别无他法。如果不热爱，金钱也留不住他们。

自 1965 年以来，我们收购了几十家公司，但从来没有一位 CEO 主动离开我们去另谋高就。35 年来，除了今年有一家公司，创始人找来一位 CEO 和她共同管理公司，但两人合作不太顺利，几个月后就结束了这种安排。不过他们对伯克希尔都很有感情，只是这种两人共同管理的模式不太适合那家公司。通常这种模式不太容易成功，但也有成功的案例。这其中没有什么神奇的诀窍，但你必须确保他们一开始就热爱这份事业，并且让他们按照自己的方式经营公司。这就好比我在画西斯廷教堂的壁画，我正画得投入，有人却对我说："你为什么不用红色多一点，而用蓝色呢？"那我肯定不干，这是我的画，我才不管它能卖多少钱，这根本不在考虑之列。而且(伯克希尔这幅画)画画本身就是一件永远不会完成的事，这也是它的魅力所在。

我喜欢听到别人说："哇，这幅画真好看。"对我来说，这就是管理的意义。管理就是通过别人完成你想做的事，而实现这一目标的方法就是找到有才华的人，让他们以一种前所未有的热情投入工作。

我们在飞安国际(Flight Safety)就做到了这一点。Al Ueltschi 于 1951 年用 1 万美元创办了这家公司，他曾为传奇驾驶员 Lindbergh 驾驶飞机，现在已经 85 岁了。他建立了自己的事业，最后获得了价值 10 亿美元的伯克希尔股票。他现在还每周工作 7 天，多年前把公司卖给伯克希尔后，他反而解决了自己的一块心病。因为他花了一

辈子心血建立的公司，他担心自己去世后公司会怎样。

我有个很简单的原则，我对他说："你现在可以把这幅'画'(公司)卖掉，我们会把它挂在伯克希尔的大都会艺术博物馆 Metropolitan；或者你也可以卖给某个杠杆收购者，让它挂在某个董事会议室里拍卖。如果你希望自己一生的心血挂在董事会议室里，那也没问题，也许多赚点钱对你来说更重要。但我们会把它挂在大都会博物馆，还会以它的名字命名一个特别的展厅，而且你还可以继续创作。"

这正是阿尔想要的。他把公司卖给我之后，生活变得更好了，因为他再也不用担心公司的未来。人们都会担心自己的孩子，他花了四五十年建立的公司对他来说太重要了。我当时对他说："别担心，如果你明天去世，很可能会有一个 26 岁的家族信托经理把公司拍卖掉。"这让他很抓狂，但人们确实会担心自己家人和公司的未来。

这种考虑会帮我们筛选掉很多不合适的收购对象。实际上，我们从来没有在拍卖会上收购过公司，以后也不会，我们对那种收购方式不感兴趣。拍卖会上的数据往往经过粉饰，还会有各种其他问题。但我们有自己的筛选标准，这样我不用看一千个项目才挑两个，大概看三个就能确定两个，因为在考虑之前，这些项目就已经经过筛选了。我们经常通过电话达成交易，比如从沃尔玛收购 McLain 麦克莱恩公司，这家公司年销售额 220 亿美元，从开始谈判到完成交易只用了 29 天。沃尔玛的首席财务官来到奥马哈，我们谈了几个小时，就价格达成一致后握手成交。他问我需要做哪些尽职调查，我说："我已经做过尽职调查了，我已经问了你几个问题。"29 天后，交易完成。在与沃尔玛的这笔交易之前，我们从来没有这么快完成过一笔交易。他们很满意，我们也很满意，现在有一位很棒的人在管理麦克莱恩公司。

这就是我想做的事，我不想在拍卖会上收购企业，也不想到处去找那些刚毕业的 MBA 来管理公司。我更愿意找到四百个热爱事业的"耕耘者"，让他们继续在自己的领域发光发热。

提问：您投资过的最好的公司是哪家？有没有您最喜欢的一笔交易？

巴菲特：我最喜欢的交易永远是下一笔。对我来说，明天早上的交易肯定比我工作以来的任何一天都更有趣。这就是我工作的常态。晚餐时我们还聊到过，**最好的生意模式是，成本一美分卖价一美元而且让人上瘾的商品。**虽然我们还没找到这样的生意，但我们经营的一些业务与之有点类似。

我们在美国西部售卖喜诗糖果，可惜盒装巧克力在美国并不畅销，人均年消费量大概只有 1 磅。大家都喜欢吃巧克力，也乐意把它当作礼物，但却不会自己去店里买，这是个很有趣的现象。在场的各位，应该都希望在圣

诞节、住院或者生日的时候收到一盒巧克力。但大家不会主动去店里购买，然而在世界其他地方，人们会这样做。所以，喜诗糖果虽是小生意，却也很重要，它是很棒的礼物，而且季节性很强。去年，我们靠它赚了 5500 万美元，其中圣诞节前的三周就赚了 5000 万美元。

我们公司见证了喜诗糖果的"顿悟时刻"。想象一下，情人节那天你回家，满心欢喜地拿出一盒巧克力，对爱人说"亲爱的，情人节快乐"，结果对方发现你买的是便宜货，这可不行。**价格并非购买决策的决定性因素**。当你售卖的巧克力每磅售价 5 美元时，你不用担心有人以 4.95 美元的价格抢走市场，很多其他商品则不是这样。

重要的是消费者的心理认知。如果你在初次约会时送了一盒喜诗巧克力给女孩，她还亲吻了你，那我们就知道这奏效了；要是她扇了你一巴掌，那我们就知道这巧克力没选对，以后你也不会再买我们的产品了。显然，巧克力必须得品质优良，**但更重要的是，每个加州人心中都对喜诗巧克力有着特殊的印记。就像全世界几乎每个人脑海里都有可口可乐的一席之地一样，它们在消费者脑海里占据着"心智份额"(share of mind)和"市场份额"(share of market)，在人们脑海里留下了印记。**

人们脑海里不会装下 28 种类似的东西，就像可口可乐，我们希望它与快乐紧密相连。所以，我们希望在迪士尼乐园、迪士尼世界、棒球比赛现场等人们感到快乐的地方都能看到可口可乐。我们想要的就是这种关联，而且可口可乐喝起来也很棒。**正是人们脑海中对它的这种印记，让他们对产品感觉良好**。如果别人售卖的罐装饮料比可口可乐便宜一美分，消费者也不会轻易改变选择。要是提到 RC 皇冠可乐，它已经存在 75 年了，但在人们心中，它并没有什么特别的意义。

如果你在销售消费品，你希望产品能在尽可能多的人心中留下印记，而且是积极的印记。事实上，我可以给你 10 亿美元，让你去加州尝试在盒装巧克力市场打败我们，你可能会想，我该怎么做呢？是降低价格，还是推出新的产品？但你根本无法取代我们，因为就算投入 10 亿美元做广告，也无法改变人们心中既有的认知。你可以在中国建一家鞋厂，把我们挤出市场，**因为人们对鞋子的品牌在意程度没那么高**。还记得 20 年前的 Florsheim shoes 或 Big Men shoes 吗？它们都消失了。人们不太在意具体是哪双鞋，只要外观好看、品牌知名就行，不会为了某个品牌多付钱，更不会去看鞋底是否写着"美国制造"。

你真正应该涉足的，是那些成本不是决定因素的行业。比如 Hershey 好时巧克力棒，你走进一家药店说"我想要一根好时巧克力棒"，店员说"我有一个自有品牌，和好时巧克力棒一样大，还便宜 5 美分"，你肯定会走到街对

面，去别的地方买好时巧克力棒。当出现这种情况时，就说明你经营的是一门好生意，即便是价格稍低的竞品出现，人们也会坚持选择你的产品。

但如果你卖小麦，那就是另一回事了。我儿子经营农场亏损了，这是个艰难的行业。我告诉他，如果有一天，有人走进一家店说“请给我来一些 XX 牌玉米”，那你就知道这是门好生意；但如果他们只是说“给我来点玉米”，那就说明这是个糟糕的生意。实际上，农业就是这样糟糕的行业。我读到过一个故事，内布拉斯加州有个农民中了 2000 万美元的彩票，电视台的工作人员去采访他，问他“你打算怎么花这 2000 万美元？”他回答说“我想我会继续种地，直到把钱花光”。这就是从事大宗商品生意的结果，你最好离它远点。

提问：您如何看待当前的经济形势？您认为应该如何调整经济政策？

巴菲特：我从不关注经济预测。抛开恐怖主义因素，从人均物质财富的角度来看，你们的孩子会比你们生活得更好，你们的孙辈也会比你们的孩子生活得更好。20 世纪美国人均实际 GDP 增长了 7 倍，想想看，这意味着人们可以选择减少工作时间，或者享受更多的产品，以及其他各种好处。美国经济非常出色，而且会越来越好。假设我还有 20 年的时间，在这期间，经济可能会有几年表现不佳，几年表现一般，但大多数时候会表现良好，还会有几年非常出色，只是我不知道这些年份会如何排列。

这就好比我是一个优秀的高尔夫球手，来到一个从未打过的球场，我知道这里有 5 杆洞和 3 杆洞，平均来说，我在 5 杆洞的击球数会比 3 杆洞多。但重要的是我要打好每一个洞，最终才能取得好成绩。在商业领域也是如此，我不能只挑选容易的事情做。我只关注如何投资那些优秀的企业，与优秀的人合作。

我做商业决策时，从来不会基于经济预测来决定是否扩张业务或做其他类似的决策，原因有两点：其一，经济预测不可靠；其二，它并不重要。真正重要的是，未来 5 年、10 年或 20 年，我们国家会发展成什么样，以及我们是否会因此过得更好。所以，我们没有专门的经济预测人员。我的合伙人查理和我从不谈论经济预测，我们只讨论如何把钱投资到那些我们愿意长期持有的企业，与值得信任的人合作。

提问：您能谈谈对电信行业的投资，以及 MCI 业务重组(世通破产重组)吗？

巴菲特：其实我在电信行业并没有多少尝试。我对这个行业了解不多，也没什么深刻的见解。在我看来，电信行业竞争激烈，属于大宗商品类型的行业，而且资本密集。这不是我感兴趣的领域，我宁愿去卖糖果之类的产品，至少能清楚了解其竞争优势。我不喜欢变化太大的行业，比如 Gillette 吉列公司，大约 100 年前，它就开始

生产普通刀片，如今它在全球刀片市场的占有率超过 70%。每个人都知道如何制造刀片，不需要窃取技术，也不难进行销售。但吉列却能长期占据这么高的市场份额，这是一门非常出色的生意。10 年后、20 年后，它依然会占据主导地位。伯克利 Berkley 肯定也会在未来 10 年或 20 年保持优势，可口可乐也一样。但在电信行业，谁也不知道未来会怎样。我甚至对电信行业过去的发展都不太了解，对于这个快速变化的行业，未来会发生什么，我更是毫无头绪。所以我认为，行业变化对社会有益，但对投资者来说可能非常不利。

在投资领域，不变(Absence of change)才是致富之道。如果你买入的东西非常优质，而且不用担心它发生变化，某些行业就有这样的特质，而有些行业则不是。任何涉及大量技术的行业，都可能在短时间内发生巨大变化。有人说在这些行业也能获得巨大成功，但我没有足够的能力去区分这其中的机会和风险。我也没遇到过几个真正能把握的人，偶尔有人自认为可以，但实际上很难预测。

看看电视行业，它改变了我们所有人的生活。如今，美国制造的电视机寥寥无几，市面上销售的 2000 万台电视机，大多是在其他国家生产的。收音机也曾风靡一时，但没过多久，生产收音机的企业就赚不到钱了。有很多对社会有益的行业都在不断变化。以计算机行业为例，30 年前进入这个行业的人，如今大多处境不佳。虽然计算机行业对社会发展意义重大，但就像汽车行业一样，美国曾经成立过 2000 家汽车公司，比如奥马哈汽车公司、内布拉斯加汽车公司，还有 Maytag 美泰克家电公司、杜邦等企业也涉足汽车领域。但现在，只剩下两家公司(福特+通用)苦苦支撑，还有一家克莱斯勒卖给了德国人(戴姆勒集团)，基本上只是为了给退休员工发养老金而维持运营。这对美国来说，是个糟糕的商业模式，但却很有吸引力。

像 WD-40(一种多功能润滑剂品牌)这样的小众企业，反而经营得很好。它只是一种有润滑等作用的小产品，汽车制造商生产数百万辆汽车，雇佣数十万人，却经营艰难。从这个角度看，资本主义在发展变化。你开一家成功的餐厅，第二天可能就有人模仿，还会想出新的菜品或增加停车位。人们总是追逐成功的商业模式，这对消费者来说是好事，但对企业来说，竞争可能会非常残酷。比如 20 年前，麦当劳几乎称霸全球快餐市场，但现在情况不同了，Wendy 快餐发展得更好，Burger King 汉堡王则在苦苦挣扎，这太难了，我不喜欢这种艰难的行业。

提问：能给我们讲讲您为什么会参与加州的事务吗？

巴菲特：关于加州：第一，除了内布拉斯加州，我在加州待的时间比其他任何州都长，我在那里有一套房子，已经住了 30 年。更重要的原因是，加州规模太大，不容忽视。从 GDP 来看，加州相当于法国的经济规模，

它占美国经济的 12%或 13%左右，加州的发展对内布拉斯加州至关重要。如果加州经济一团糟，内布拉斯加州也很难发展得好。而现在，加州正面临财政困境。今年 5 月，投资银行家找到我们，希望伯克希尔为加州提供帮助，因为该州需要出售 110 亿美元债券的认购权证。这些认股权证原计划 6 月发行，次年 6 月到期，用于缓解财政赤字，但却卖不出去。加州要想卖掉这 110 亿美元的认购权证，唯一的办法就是找像伯克希尔这样的公司提供担保，即在最坏的情况下，我们会以垃圾债券的价格购买这些债券。也就是说，如果在全球范围内找不到买家，我们会接手。我们提出了一个条件才愿意提供担保。

由美林证券和花旗银行牵头的七家银行组成的集团，收取了 8400 万美元的费用。它们什么都没做，只是承诺如果到明年 6 月加州还找不到买家，它们就会出手购买这 110 亿美元的债券，这才帮助加州度过了 6 月的危机。如果没有担保方，加州的“债券信用”就无法得到认可。现在，加州又面临 30 亿美元的收入预期票据问题，为了获得信用证来支持这些票据，它们需要支付 1%的费用，这些票据明年 6 月到期。从现在到明年 6 月，在金融市场上，仅仅为了获得有人会购买这些票据的担保，加州就需要支付 100 个基点(1%)的费用，因为如果卖不出去，它们还会面临其他问题。

在我看来，加州到明年 6 月这批债务到期时，还会面临更多的财政赤字。它必须在明年 6 月之前，让全球金融市场相信它有能力解决自身的财政问题，因为金融市场没有义务购买加州的债券，没人能强迫它们这么做。不过，加州规模太大，不至于破产。虽然可能会出现现金短缺等严重问题，但总会有人出手相助。如果加州不能自行解决财政问题，最后出手的可能就是联邦政府。

问题总会得到解决，但我认为越早解决越好。本杰明·富兰克林说过很多睿智的话，其中“一盎司的预防胜过一磅的治疗”，这不仅是伯克希尔遵循的原则，也应该是所有面临财政问题的人遵循的原则。加州是个非常富裕的州，它不会“沉入大海”之类的，实际上它的经济实力很强，虽然存在财政问题，但这些问题都是可以解决的。但如果不尽快解决，就好比在午夜钟声敲响前的最后几分钟，问题只能由别人来解决，我认为这是个严重的错误。

加州需要有勇气提出必要的解决方案，并能够向加州民众和金融市场清晰传达这些方案的领导人。现在，在金融市场上，举证责任已经转移到加州这边，它必须证明自己的财政计划合理可行，明年不能再靠耍花招蒙混过关，因为市场会密切关注资金的来源和去向。加州有很多规定，这在税收和支出方面限制了政府的操作空间，相比其他很多州，它的灵活性更差。在一定程度上，选民制定的收入和支出规则束缚了政府的手脚，而制定这些规

则的人，实际上并没有为实际问题负责，只是为了某些目的而推动这些规则的制定。这是个有趣的问题，但最终会得到解决。

好消息是，就像美国这个国家一样。彼得·林奇说过，买股票就要买那种即使傻瓜来经营也能赚钱的公司，因为迟早会有傻瓜来经营它。这句话很有道理。如果你投资的公司，哪怕你的傻侄子来经营都能成功，那你肯定能赚钱。你不会想要那种只有天才才能经营好的公司，那是世界上最糟糕的生意。事实上，美国足够强大，能够承受一定程度的管理不善。我们偶尔会检验这一点，但最终都能渡过难关。

怀着对美国这样乐观的态度，现在已经 9 点了。谢谢大家。

Mike Leavitt 州长：谢谢你，沃伦。我觉得我们说什么都无法充分表达大家对你的感激之情。

还有两件事，一是宣传推广，二是拍照留念。如果你们今晚想和沃伦·巴菲特合影留念，他很乐意站过来和大家拍照。现在说说宣传推广：我希望大家了解我们奥奎尔研究所(Oquirrh Institute)正在做的事情。你们大多数人应该知道，奥奎尔研究所本质上是一群相信企业家精神，并运用企业家精神的原则来解决一些创新性公共政策问题的人组成的机构。今晚我们庆祝奥奎尔俱乐部(Oquirrh Club)的活动，这个俱乐部的成员每年聚会两次，就像我们今晚这样交流。我们会有独特的休闲时光，有学习新知识的机会，还能结识优秀的人，构建一个很棒的社交网络。今晚，你们中有些人是作为嘉宾受邀来了解奥奎尔俱乐部的。之后会有人联系你们，询问是否愿意加入，我们希望你们能加入。我们预计将成员数量增加到 50 人，今年我们一直在发展会员，目前已经有 34 人。达到 50 人后，我们会停止招募。这是一个很棒的机构，我相信在未来几年，奥奎尔研究所会凭借独特的模式，成为美国最杰出的公共政策组织之一。非常感谢大家。

大家应该知道 Dell Loy 非常慷慨，他捐赠了 100 万美元，为奥奎尔研究所的创立和发展提供了动力。这是一幅名为《Early Light》的画。大多数人都知道"Oquirrh"在 Goshute 印第安语中的意思是"曙光"。奥奎尔山脉在印第安人眼中，阳光照耀时的景色非常美丽。Dell Loy，这幅画无法完全表达我们的心意。你知道我和你的朋友们心里对你充满感激。非常感谢你。

Dell Loy Hansen：我可以代表自己以及我在这儿遇到的几乎所有人说，我们来到这的原因很简单，答案只有一个，那就是 Mike Leavitt。我们来到这里后，发现了很多有趣的事情，大家可以一起合作、共同进步。但我们都清楚，这个组织的发起者是 Mike Leavitt，我对此深信不疑。所以，我们准备了一份礼物来表达对他的感激

之情。但我们还有一件更重要的事可以为他做，那就是提醒自己，我们能给 Mike Leavitt 最好的礼物，就是让奥奎尔研究所蓬勃发展，变得越来越好，这样等他再来的时候，就能看到一个规模更大、更出色的研究所，让他能继续引领研究所前行。现在，我要向大家展示这份礼物：送给奥奎尔研究所的创始人 Michael O. Leavit 州长，愿您如曙光般照亮公共政策之路。

Mike Leavitt 州长：非常感谢大家的友谊。就像沃伦今晚说的热爱自己的工作一样，我必须告诉大家，我也热爱我所做的事情。我会把这幅画挂在 EPA 环保局，但又担心有人进来问这是不是二氧化碳排放图(此处为幽默调侃)，其实它只是一幅寓意美好的画。非常感谢大家的友谊，感谢大家为推动奥奎尔研究所发展所做的一切。

我相信，这个组织会为世界做出巨大的贡献。谢谢。

网址：<http://www.oquirrhinstitute.org/about-buffett-transcripts.html>

巴菲特致股东的信 2003

2004 年 2 月 27 日, BRK: \$72650-84250

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

公司 2003 年的账面价值增加 136 亿美元, A/B 股每股账面价值增加 21.0%(标普 28.7%), 自现任管理层接手的 39 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 50498 美元, 年复合成长率约为 22.2%。

我们真正在乎的是内在价值而非帐面价值, 而庆幸的是, 从 1964 年到 2003 年期间, 伯克希尔已经从一家原本摇摇欲坠的北方纺织公司, 蜕变成一个跨足各个产业的大型集团, 其内在价值大幅超越帐面价值, 39 年来内在价值的成长率甚至远超过帐面价值 22.2%的成长率, (想要对内在价值以及本人与查理·芒格经营伯克希尔的商业原则有更多的了解的人, 我建议大家阅读股东手册)。

虽然并非完美, 但计算帐面价值仍不失为衡量内在价值长期成长率的有效工具, 只是单一年度账面价值的表现与标普 500 指数的比较, 其意义已不若以往, 主要原因在于我们股票投资部位, 包含可转换特别股在内, 占我们账面价值的比重已经大幅下降, 从 1980 年代早期的 114%, 到 2000-03 年的 50%, 也因此股市波动对于我们账面价值影响的程度已经大不如前。

不过即便如此, 伯克希尔相对于标普 500 长期的表现还是顶重要的, 因为股东们现在可以非常低的手续费买到指数型基金, 间接投资标普 500, 因此除非在未来我们能够以高于标普 500 的速度累积每股内在价值, 否则查理跟我就没有存在的价值。

如果做不到, 我们将没有任何借口, 因为查理跟我拥有相当理想的工作环境, 首先我们背后拥有超级坚强的经营团队支持我们的营运, 如果有企业名人堂, 那么我们旗下许多经理人肯定可以名列其中, 所以错误一定不会是我们这些明星经理人造成的。

此外, 我们在管理上享有极其罕见的自由弹性, 大部分的公司身上都背负了组织的包袱, 举例来说, 企业过去辉煌的历史可能使得其受困于前景有限的产业, 更常见的问题是来自于股东的压力, 迫使其经理人必须随着华尔街的基调起舞, 虽然多数经理人抗拒, 但还是有不少人屈服, 被迫改用不同的营运与资本配置策略。

在伯克希尔, 我们完全没有历史或股东的压力来妨碍我们做出明智的决定, 所以当查理跟我本人犯错时, 套用网球界常用的术语, 那肯定是「非受迫性失误」。

经营收益

当估值相近，我们强烈偏爱拥有一整家企业胜于持有部分股票，当然在我们经营的大多数年头里，股票往往还是比较便宜的选择，也因此在我们的资产组合中，股票投资还是占大多数，其比例如同先前所提到的。

然而近年来，我们发现越来越难再找到股价被低估的股票，尤其是当我们手头上可运用的资金不断地大量涌入，时至今日，可以买到的规模足以撼动在伯克希尔绩效指标的股票数量已屈指可数，远不如十年前，(基金经理人通常依靠累积基金规模而非基金业绩而获益，所以如果有人告诉你基金规模不会影响业绩的话，小心点！注意他的鼻子要开始变长了)。

找不到大量价格便宜且能承载我们资金体量的股票对我们并不会造成困扰，只要我们能够找到具备以下三项特点的公司收购：**(1)拥有优秀可持续的竞争优势；(2)由才德兼具的经理人所经营，以及(3)可以用合理的价格买到。**近年来，尽管仍不足以消化源源不断流入的资金，我们确实买进不少这类的企业，在企业并购方面，我犯过许多可怕的错误，不论是已经造成的或是该做未做的，然而总的来说，这些并购案还是让我们每股收益有不错的表现。

下表足以量化以上的论点，但首先我要提醒大家的是，成长率可能因为基期或末期时间点的不同选择，而有相当大的差异，比如说，如果所选择的基期收益很低，那么一个普通的长期业绩也可能让人觉得很可观，实际上却只有少数人能够受益，这种业绩歪曲情况之所以能出现，是因为该公司在起始年份的规模还非常小，这就意味着只有少数内部人员能够因为业绩增长而受惠，或只是一家赚取微薄利润的大公司，同样地，选定收益偏高的末期也可以让成长率特别好看。

自 1965 年现有管理层取得控制权以来，伯克希尔的规模就已经相当大，但 1964 年这家公司只不过赚了 175,586 美元，每股收益约当 15 美分，这也就比收支平衡稍微好一点，因此以此基期所计算的成长率可以说毫无意义，但是考量当时的时代背景，如此微薄的收益似乎还可以：自从 1955 年在伯克希尔纺织与哈撒韦工业合并后的十年，该公司累计亏损了 1010 万美元，数千名员工被解雇，这显然不是天作之合。

基于这样的背景，我们决定以 1968 年做为基期，来描述在伯克希尔收益成长的幅度，并且另外再以每五年为间距计算成长率，一系列不同的计算方式主要是想让大家得以自行判断选择最合理的解释，之所以选择 1968 年，是因为那年是我们经营国民保险的第一个完整年度，该公司是在伯克希尔对外扩张的第一家并购企业。

另外我也不认为选择 2003 年为末期就会大幅改变我们的计算结果，虽然当年我们保险事业表现极佳，但是这

部分的高获利，却被手头上大量闲置资金赚取的微薄利息所抵消掉(相信这种情况不会维持太久)，有一点必须特别说明的是，以下所有显示的数字并未包含资本利得在内。

百万	经营收益	每股经营收益	每股收益复合增长率
1964	0.2	0.15	
1968	2.7	2.69	22.8%(1968-2003)
1973	11.9	12.18	20.8%(1973-2003)
1978	30.0	29.15	21.1%(1978-2003)
1983	48.6	45.60	24.3%(1983-2003)
1988	313.4	273.37	18.6%(1988-2003)
1993	477.8	413.19	23.9%(1993-2003)
1998	1277.0	1020.49	28.2%(1998-2003)
2003	5422.0	3531.32	

往后我们仍将维持过去惯用的资本配置方式，如果买股票比买整家公司便宜，我们会大肆买入，如果特定的债券够吸引人，就像是 2002 年一样，我们会大量买进这类债券。不管市场或经济状况如何，我们随时都很乐意买进符合我们标准的企业，而且规模最好越大越好，目前我们的资金并未被充分利用，这种情况时而有之，虽然这让人感到不太好受，但那总比干蠢事好得多，(这可是我从惨痛的教训中学来的)。

总的来说，可以确定的是在伯克希尔往后的表现肯定远不及过去的业绩，但尽管如此，查理跟我还是希望我们的成绩能够高于一般平均水平，这也是我们存在的意义。

并购活动

熟悉的读者都知道，我们的并购案的来源通常都很特殊，但再也没有比去年买进克莱顿房屋(ClaytonHomes)更特别的了。这件并购案的来源，出自于田纳西大学一群金融系的学生以及老师 AlAuxier 博士，过去五年来，Al 每年都会带他的学生到奥马哈，参观内布拉斯加家具店及波仙珠宝店、到 Gorats 牛排馆吃牛排，之后再回到 Kiewit 大楼与我一叙，通常学生人数在 40 位左右。

在经过 2 个小时的交流之后，参访团照例都会赠送一份纪念品给我，(礼物不来，门是不会开的)，往年的礼物有，PhilFulmer 亲自签名的足球，田纳西州著名女子篮球队的篮球。不过今年二月，参访团却选择赠送给我一本书，那是克莱顿房屋创办人 JimClayton 刚出版的自传《First A Dream》，我很久以前就知道该公司是预制房屋建筑业的金招牌，这源于过去我投资另一家同业 OakwoodHomes 垃圾债券的惨痛教训，Oakwood 也是这个行业里数一数二的大公司，在我买进的时候，我本来不清楚这行业的消费贷款竞争情况是如此的惨烈，不过不用多久我

就晓得了：Oakwood 很快就破产了。

但是有一点必须强调的是，预制房屋业对于购屋者来说，绝对是一大福音，事实上过去数十年来，**这行业提供的房屋约占全美建造房屋的 15%**，更重要的是，所建造房屋的品质与类型一直不断在提升当中。

然而设计与建造技术的改良，却远不及营销与融资方式的演进，到最后这几年，这行经营的诀窍逐渐变质成如何将零售商与制造商背负的不良贷款转嫁到不知情的金主身上，当资产证券化开始在 1990 年代盛行时，进一步使得资金供应方无法提供贷款交易，业者的行径也越加脱轨，导致几年来许多**不该买房子的人进场买房子，不该借钱给人的人借钱给人**，最后的结果是大量的房屋产权被收回，即便顺利收回也损失不菲。Oakwood 从头到尾都参与了这场闹剧，反观克莱顿虽然无法完全撇清，但情况比起其它主要竞争对手来说，要轻微许多。

在收到 JimClayton 的自传后，我向在场的学生们表示个人相当崇拜他的事迹，于是他们将这项讯息带回家乡 Knoxville，那也是田纳西大学与克莱顿房屋的所在地，随后 AI 更建议我打通电话给 JimClayton 的儿子 Kevin，也是现任 CEO，直接表达我个人的看法，在我跟 Kevin 一聊之后，马上就了解他是一个能干且直率的人。

不久之后，我便出价打算买下这家公司(2003 年 4 月 1 日，伯克希尔以**每股 12.5 总价 17 亿美元现金收购**)，其判断依据仅仅基于 Jim 的自传、我个人对于 Kevin 的评价、克莱顿房屋公开的财务信息以及个人从投资 Oakwood 所得的经验，克莱顿董事会采取接受的态度，因为他们深知未来很难再为克莱顿找到所需如此大规模的融资来源，金主大举逃离这个产业和相关证券，至于资产证券化则尽可能的带有比以往更高昂的成本与更严格的条款，这种融资紧缩，在收入严重依赖资产证券化的克莱顿身上尤其明显。

直到现在，预制房屋建筑业乃未摆脱问题的沉痾，逾期率依旧高企、被收回的房屋仍然很多，而中介零售商数量已经减半，实在有必要发展出一套全新的经营模式，一套可以防止中介商及业务员利用注定会违约的贷款进行销售，从而提前赚取大笔佣金的有效方法，这类的交易使得买方与借贷方双双陷入困境，并导致大量房屋的收回，更将导致新房屋去化不易。在这套合理的模式下，买方将必须支付大笔首付金，并签订短期借款合同，虽然此举将导致整个产业的规模远较 90 年代大幅萎缩，但此举将让购屋者在日后出售房屋时，真正靠此资产受益，而不是一连串的懊悔。

为了使得交易更加圆满，Clayton 已经同意买下 Oakwood 的资产(11 月 25 日宣布以**3.73 亿现金收购**)，在这项交易完成之后，Clayton 预制房屋的产能、经营区域以及销售渠道将大幅增长，另外附带的是，我们当初以大

幅折价买进的 Oakwood 垃圾债券，现在不但债权收回有望，甚至还能小赚一笔。

至于那 40 位有功的学生，我们十月在 Knoxville 举办了一次特别的毕业典礼，我身着学士帽，亲自颁发每位学生一张伯克希尔 PhD(专门用以表彰对于伯克希尔并购有功人员)外加每人一股伯克希尔 B 股，至于 AI 教授则获赠一股 A 股，所以如果各位在今年的股东大会上遇到来自田纳西州的新股东，请向他们表示感谢，并记得顺便问问他们最近读了什么新书。



www.claytonhomes.com

克莱顿房屋是由吉姆克莱顿于 1956 年创立的。于 1983 年在纽交所上市。在 2003 年，伯克希尔以 17 亿美元价格收购该公司。创始人的儿子凯文·克莱顿是现任总裁兼首席执行官，自大学毕业并获得田纳西大学工商管理硕士学位，凯文在其它几家非常成功的公司获得了宝贵的经验，1999 年回到了克莱顿加入了家族企业。克莱顿是美国预制住宅最大的公司。2008 年销售房子共 27499 套，占预制房 34%。2015 年销售 30871 套，占预制房 45%。截至 2007 年，其网站报道克莱顿拥有和经营 68 个制造住房社区和 12 个分支机构。然而在 2007 年 7 月，它在 11 个州订约出售 65 个制造住房社区。克莱顿房屋在美国经营着 35 家生产工厂，并通过 326 家自营店和超过 1300 个特许代理商把产品销售到 49 个州。其附属公司为范德比尔特抵押贷款金融(Vanderbilt Mortgage and Finance)，向预制房屋提供贷款，利率可达 15%。克莱顿为约 30 万套预制房发放约 120 亿美元贷款，约有 3% 贷款违约，多数借款人能在 20 年的贷款期限内还清贷款，平均月供 600 美元。另一家附属公司为 Home First Agency，它为 1.6 万个家庭提供保险服务。克莱顿建造并销售现场建造和预制拼装的住宅，包括人造住宅、模块化住宅、CrossMod™ 住宅、Designer Cottages 和 PMRV。克莱顿房屋品牌家园包括：海盗公寓、骑士公寓、Clayton 公寓、佳洁士公寓等。它建造一至二层的家园，建筑面积从 500 平方尺(46 平)至 2400 平方尺(220 平)，价格为 4-10 万美元。i-house 品牌于 2008 年 5 月作为公司一个绿色节能方案。

美国大萧条时期，人们开始住在拖车房，1970 年代，美国政府为此专门制定了移动房屋建造和安全标准，此后“预制房屋”逐渐取代“移动房屋”成为主流名字，美国每年售价低于 15 万美元的住房中有 50% 属于预制房屋。为了提高市场占有率，克莱顿房屋旗下有 9 个品牌线。克莱顿房屋主要销售两种类型的住宅产品，一种是包含土地的住宅，也就是非移动式住宅，这类住宅销售均价约 31 万美元，而美国本土这类住宅均价约 37 万美元。还有一种是移动式住宅，这类产品是不包括土地的，业主需要额外租用土地，这类住宅售价约 7 万美元，加上土地配套成本约 10 万美元，可以看出克莱顿房屋的产品在价格上是非常有优势的。

克莱顿房屋金融业务包括房屋保险以及房屋贷款两类。木结构的预制住宅可以缩短工期降低成本，但容易引发火灾或被飓风破坏。在美国买卖房屋保险，就像买汽车和医疗保险一样，当需要房子抵押贷款购买时，贷款公司要求新物主必须购买房屋保险，购房者必须购买不少于房屋重建成本以上的房屋保额。房屋保险的平均费用在 964 美元，保险不仅可以持续产生现金流，同时会降低房屋贷款业务的违约风险。

预制房屋的主要消费者属于低收入、低信用分数的群体，他们的信用分数大多低于 620 分，不符合申请由美国联邦政府支持两房运作的低息住房贷款的条件，所以他们的贷款成本和利率比普通住房贷款高是正常现象。2017 年克莱顿房屋实现了 7.65 亿美元的收入，其中 80% 的利润是由贷款业务贡献的。或者是克莱顿房屋是一家通过放贷赚钱的公司。次贷危机前许多贷款经纪向低收入低教育水平人群推销高成本、高利率甚至一辈子也还不清的贷款。而违约风险很高的贷款，通过证券化以高风险高收益衍生金融产品的方式推销给了笃信房价会永远上涨的投资者，最终引发次贷危机。而克莱顿的贷款并没有证券化，他保持传统，自己控制风险，自己兜底，坚持基本的放款原则，认真评估还款人必须承受的真实还款负担以及他们的实际收入，而不是根据预期的收入来发放贷款，以确保贷款的安全性，克莱顿**不接受那种起初利率非常低**，一旦恢复正常将导致还款额剧增的那种房贷的形式。因此，08 次贷危机房地产市场崩盘的时候，克莱顿 20 万借款人持续正常还款，并未造成任何意外损失。

今年初春，高盛证券一位董事总经理 Byron Trott 告诉我，沃尔玛有意出售其子公司麦克莱恩(McLane)，该公

司专门为便利店、药妆店、批发店、快餐店、电影院等渠道，提供配送食品杂货以及非食品等物流服务，这是一家好公司，可惜却不是沃尔玛未来发展的核心事业，然而对我们来说，她却有如量身订做。

McLane 的年营业额高达 230 亿美元，但利润却相当微薄，税前利润率约当 1%，所以其对伯克希尔营收数字的影响将远大于收益的贡献，在过去，某些渠道商碍于 McLane 为主要对手的子公司而放弃她的服务，然而在该公司杰出经理人 Grady Rosier 的带领下，已经成功拿下部分市场，即便交易完成当天，他依然全力以赴。

多年来，个人一直将财富杂志每年固定举办的年度最受尊敬企业奖投给沃尔玛，在 McLane 的交易完成后，更加加深我的看法，在交易过程中，我只跟沃尔玛的 CFO-Tom Schoewe 有过一次二小时的单独会面，之后双方就握手达成共识，(当然他也打电话回 Bentonville 总部做了请示)，29 天之后，沃尔玛就拿到钱(14.5 亿美元)，我们没有执行任何实地查核程序，我们确信所有情况都会像沃尔玛所说的那样，事后证明确实如此，有一点我要特别强调，截至目前为止，Byron 已累计助力伯克希尔三件并购案，他比过去任何一位与我们有过接触的投资银行家都了解伯克希尔，而且我也不得不承认，他已赚了我們不少顾问费，不过我还是深深期待第四件案子发生，而我相信他也期待！



麦克莱恩(McLane)成立于 1894 年，总部位于美国得克萨斯州 Cameron。1990 年，沃尔玛收购麦克莱恩。2003 年 5 月 23 日伯克希尔从沃尔玛手中购得麦克莱恩，成为伯克希尔全资子公司，沃尔玛仍为其最大的客户。2012 年 8 月 24 日麦克莱恩收购 Meadowbrook Meat，(MBM 成立于 1947 年，是一家主要为连锁餐厅提供食品供应链服务的公司，收购时其年销售规模约 60 亿美元，食品供应链业务成为麦克莱恩的第二大核心业务)。

120 多年来，麦克莱恩家族一直是食品物流和供应链解决方案的代名词。主要业务分为四个业务板块，其中杂货供应链服务和餐饮供应链服务体量占到公司业务的大部分。酒饮分销和第三方供应链服务占次要部分。麦克莱恩作为美国最大的供应链服务公司之一，业务遍布美国和巴西。主要为便利店、大卖场、连锁药店、连锁餐厅等提供杂货、食品、酒水饮料等综合性供应链服务。麦克莱恩的代表客户有沃尔玛、7-11、百胜集团等。其采取重资产模式进行经营，麦克莱恩累计投入超过 10 亿美元用于基础设施和配套设施建设，在全美拥有 22 个分发中心、1600 辆现代卡车和 2700 辆多种温控拖车，以确保商品准确、及时送达客户并保证产品质量和安全。麦克莱恩与数千个产品的供应商保持深度合作关系。麦克莱恩与众多上游供应商保持深度合作关系，数个品类是全球最大的买家之一，如烟草、糖果、零食等，因此能够给与合作伙伴更好的价格。麦克莱恩采购并向其客户销售超过 5 万种商品，其运输网络覆盖 11 万个不同配送目的地，雇佣超过 2 万名员工。麦克莱恩的代表客户有沃尔玛、7-11、百胜集团等大型零售公司。麦克莱恩正在逐渐摆脱对大型客户的依赖，如近年来沃尔玛的销售占比逐年下降，由 2003 年的 35%降至 2018 年约 22%，7-11 和百胜集团约各贡献 11%。

除了在商品采购和物流方面建立起业务护城河，麦克莱恩还为客户提供多项增值服务，例如销售方案和零售技术。麦克莱恩通过网站、杂志、展会等方式为客户提供最新商品信息服务，并为客户提供品类管理策略建议。麦克莱恩的服务深入产业链各个环节。通过数据、分析、管理服务，给客户id提供新技术，从而持续优化行业流通效率。麦克莱恩还通过子公司 CVP(consumer value products)为客户提供自有品牌商品开发服务。基于此项服务，客户能够为终端消费者带来比第三方品牌便宜 20-50%的选择，并以此提升客户的毛利。在零售新技术方面，麦克莱恩还为客户提供订单管理系统，以方便客户实现自动订货、存货管理等功能。另外，在可视化商业智能 BI 应用中，客户可浏览销售数据及多维度的运营数据，并获得定制化的业务分析报告。

麦克莱恩 2003 年收入 137 亿美元，税前利润 1.5 亿美元。2004 年收入 234 亿，占伯克希尔 32.5%，税前利润 2.3 亿，占伯克希尔 2.1%。2016 年收入为 481 亿，税前利润为 4.31 亿美元，税前利润率为 0.9%。2018 年营业收入近 500 亿美元，税前利润 2.5 亿美元，税前利润率为 0.5%。2004-2016 年收入的复合增速 6.2%。毛利率水平基本稳定在 5.5-6% 之间，税前利润率水平基本稳定在 1% 附近，2017 和 2018 年下跌明显，分别为 0.6% 和 0.49%。毛利率和税前利润率的小幅波动主要来自采购成本、油料成本以及运营成本控制等方面因素的影响。从税前净利润数据来看，麦克莱恩在 2014 年首次出现下跌，下降 10.5%，原因是餐饮配送服务运营费用率过高。在 2015 年再次上扬后，16 后开始持续下跌到 2018 年仅有 2.5 亿税前利润，下跌比率分别为 14.1%、31% 和 17.7%。原因是巨大的价格压力和激烈的竞争环境，同时运营费用率过高，包括人力成本、燃油、折旧等。

麦克莱恩商业模式有如下三大特征：巨大的收入体量；微薄的利润率，服务特性明显，但低风险；依托几个大型客户。麦克莱恩商业模式是由规模驱动，依靠大批量销售、高周转率和严格的成本管控。其营收变化侧面反映了，服务提供商一方面要开拓市场，形成规模效应保持行业市场份额；另一方面要注重内部运营管理，严格把控成本，提升运营效率。巴菲特看重的是：以低利润率提供供应链服务，赚取服务佣金，从而形成规模化效应。该商业模式具有高壁垒和可持续性。



租税

2003 年 5 月 20 号，华盛顿邮报的社论版面刊登了本人关于布什减税政策的评论，13 天后，美国财政部主管税务政策的助理秘书 Pamela Olson，在一场租税新法令的演讲中提到："这代表，我必须这样说，某位擅长玩弄税法法中西部圣人，将可以放心地留住他赚到的所有钱"，我想她讲的正是我本人！

可惜的是，我的琴技不要说无法让我进入卡内基音乐厅，甚至可能连高中音乐会都派不上用场，伯克希尔 2003 年总计缴交了 33 亿美元的所得税，约占全美所有企业缴交国库的 2.5%，(相对之下，伯克希尔的市值仅占全美企业总值的 1%)，这金额肯定可以让我们名列全美纳税大户前十名，没错，假使全美只要有 540 个像伯克希尔这样的纳税人，不论是企业或是个人，其它所有人都可以不必再缴一毛的税给美国政府，让我再说一次，全美其余 2.9 亿的人民以及其它公司不必再支付一毛的所得税、社会保险费、不动产契税给联邦政府，(这里有一个简单的数学算式，2003 年联邦政府税收，包含社会保险费在内，金额为 1.782 兆美元，只要有 540 个像伯克希尔，每位缴纳 33 亿美元就足矣！)。

2002 年(2003 年尚未核定)伯克希尔总计缴了 17.5 亿美元，税务申报书厚达 8905 页，依规定税务申报书须附两份，叠起来有七英尺高，由在伯克希尔的全球总部区区的 15.8 个人，拼死拼活赶出报告，因此我们可以大声

地说：伯克希尔已经尽到其应尽的纳税义务。

但是 Olson 女士却有不同的看法，如果这代表查理跟我本人目前所作的努力还不够的话，我们唯有再加把劲了。不过我还是希望 Olson 女士能为我过去所做的努力给予一些赞许，回顾 1944 年当我还是一个年仅 13 岁的送报生时，第一次申报所得税，整个 1040 表只有三页，在减除 35 元的脚踏车扣抵之后，结算出应纳税额为 7.1 美元，我将支票寄给美国国库，并于不久之后兑现，一直以来，我们都相安无事。

我可以体会为何财政部现在对于美国企业相当感冒，且已经到了忍无可忍的地步，但他们应该做的是将目标锁定在国会以及行政体系寻求解决之道，而不是将矛头对准伯克希尔。

2003 年会计年度，美国企业全体累计缴纳所得税仅占联邦税收的 7.4%，远低于 1952 年战后 32% 的巅峰，除了 1983 年外，去年的比率是自 1934 年有统计数字以来最低的一年。

即便如此，企业以及其投资人(尤其是大股东)享有更多的租税优惠，是 2002 年及 2003 年布什政府减税法案的动因，如果今天美国发生阶级战争，则属于我们这一阶级显然将获得大胜，相较于其它美国大企业总裁所玩弄的技巧，本人的程度显然只能算是个三岁小孩，支付的所得税与法定联邦所得税率 35% 相差无几。

1985 年伯克希尔支付了 1.32 亿美元的联邦所得税，而所有美国企业合计缴纳了 610 亿美元，相较于 1995 年，伯克希尔支付了 2.86 亿美元，而所有美国企业合计缴纳了 1570 亿美元，另外刚刚说过，2003 年伯克希尔支付了 33 亿美元的联邦所得税，但所有美国企业合计缴纳的金额却仅有 1320 亿美元，我们期望未来伯克希尔缴纳的所得税金额能够继续增加，因为那代表我们又赚了更多的钱，但在这同时，我们也希望其它美国企业也能够向我们看齐，我认为这才是 Olson 女士应该努力的方向。

公司治理

在判断美国企业是否真的有心进行改革，CEO 的薪资回报绝对是最关键的指标之一，然而直到现在，其结果显然令人感到相当失望，少数的 CEO 包含 GE 的 Jeff Immelt 带头推动公平对待经理人与股东双方的方案，然而总的来说，他的示范所获得表面的赞许显然远多于实际的跟进动作。

我们很容易理解薪资给付为何会失去控制，当管理层雇佣员工或是公司与供货商讨价还价时，双方的利益属于零和游戏，一方得利就等于就是另一方的损失，中间牵涉的利益对彼此都极具意义，所得结果一般相信较公正客观。

但是当 CEO(或是其代表)与**薪资委员会**谈到回报时，则 CEO 这边在乎最后敲定的条件的情况远胜于另一方，比如说，CEO 可能会对是否能多争取到 10 万股的认股权或是 50 万美元的年薪而耿耿于怀，然而对于另一边身为配角的委员会来说，这样的差异看起来似乎无关紧要，尤其是对大部分的公司来说，给或不给对于公司的收益报表不会有任何影响，在这样的情况下，谈判的过程往往带点数字游戏性质。

CEO 越线的行为在 1990 年代变本加厉，**一旦某个离谱的薪资回报方案被采纳，其它经理人立刻就会跟进比照**，这种贪婪习气的传播者，往往就是那些人力资源顾问与公关部门，他们很清楚谁才是喂奶给他们喝的娘，就像是一位人力资源顾问曾说的「**有两种客户是你绝对不愿意得罪的，现有的以及潜在的**」。

在所有试图解决这个失控系统的改革方案中，呼声最高的是引进"独立"的董事，但问题是真正促使董事独立的因素却反而被忽视了。

为此我特定检视了一下去年发布的一些年报，看看目前共同基金依照法令设置的独立董事是如何行使其职权的，独立董事设置的法源系根据 1940 年就制定的投资公司法，这也意味我们可以有一段很长的时间来检视法令制定后的成果，身为董事，不论是共同基金或是其它行业，**有两项最重要的任务，分别是找到或留住才干品行兼备的经理人，以及给予其适当合理的回报**，因此我们乃针对基金董事有关这两项任务的表现记录进行检讨。

我们调查的结果并不乐观，年复一年，成千上万共同基金，不论其绩效有多惨，现任的基金管理公司不断地被续聘。依照惯例，董事们毫不用心地核准远超过合理程度的管理费用，之后当管理公司被卖掉，通常会以高于有形账面价值的价格出售，董事们突然又"幡然悔悟"，立刻与新的经理人签约，并全盘接受其所提出的收费结构，实际上，董事们的考量是谁愿意出最高价买下原有管理公司的人，就可以在未来管理投资人的钱。

尽管这些基金独立董事的摇摆狗行为，但不代表我们认为这些人是坏人，他们显然不是，但遗憾的是，董事会的气氛让他们的忠诚基因沉寂下来。

2003 年 5 月 22 日，在伯克希尔的年报公布不久之后，投资公司协会的主席对其会员发表有关"产业现况"的报告时，在有人问到「**权衡我们目前感受到的失败气氛**」，他半开玩笑地回答："这让我们不禁想到，如果我们真的做错了什么事时，结果会怎样"。

小心你的期望落空！

就在几个月内，全世界慢慢开始明了许多基金管理公司过去一直以来，一面进行着伤害其所管理基金投资人

权益的程序，一面又大幅增加基金经理人的管理费用，必须说明的是，这些基金管理公司在大幅越线之前，本来就享有比一般美国企业还高的投资回报率，但为了进一步提高获利，他们竟胆敢以骇世惊人的手法，践踏投资人的利益。

那么这些被掠夺的基金，其董事到底做了些什么？直到我下笔的时刻，我还没有看到任何一位董事跳出来终止与胆大妄为基金经理公司所签订的合约(虽然这些公司会意思意思开除几个员工)，我就不相信当这些董事自身的权益被侵害时，还会采取如此吊儿郎当的态度。

更惨的是，至少有一家为非作歹的管理公司公开对外标售，明目张胆的想要将自己掌管资金出卖出价最高的竞标者，这完全是一场拙劣的闹剧，为何这些董事就不能选出一个真心替投资人着想的管理公司，同时直接跟对方签约？如此得标者就可以省下一笔原本必须给前任经理人的巨额补偿金，因为这位奢言治理原则的经理人根本就不配拿到任何一毛钱，而由于不必承担这笔并购的成本，接任者肯定会接受以远比通常管理费率还低的收费来管理公司，我相信任何一位真正独立的董事都应该坚持采用这种方式选任新的基金经理人。

现实的情况是，几十年规范投资公司董事的老规矩，或者是压倒美国企业的新规定，都无法选任出真正具独立性的董事，在两种情况下，一旦有人可以百分之百靠收取董事酬劳过活，那么他一定会想法子再去争取担任其它公司的董事，而离谱的是，这样的做法竟然还可以被视为独立，这实在完全没有道理，另一方面，根据相同的规定，在伯克希尔董事之一的 RonOlson 律师反而变得不独立，虽然他从伯克希尔所得的收入仅占其整体收入的 3%，但他不被视为独立的理由，竟然是因为他领的是法律顾问费而非董事的酬劳，我想大家可以确定的是，不论这 3% 的来源为何，都不会妨碍到 Ron 的独立性，反之我认为不论名目为何，只要你从任何一个地方拿到 20%、30% 或 50%，那肯定就会影响到独立性，尤其考量到其它收入相对微薄之时，而我可以相当肯定的是在共同基金界的情况就是如此。

在这里让我对共同基金的董事们给予一个衷心的建议，大家为何不在基金年报上做出以下的声明：(1)在征询过其它基金管理公司后，我们确信目前选定的公司堪称业界一时之选；(2)我们已经与基金经理人商议过管理费用，并获得与规模相当同业一致的收费水准。

我想投资人期望基金董事们能够做到上述这些声明的要求并不过分，尤其考量这些董事每年平均收到超过十万美元以上的高额酬劳，而且我们可以肯定的是如果他们在处理个人金钱的时候，他们也一定会做到以上这些事

情，而如果有董事不愿做出以上这两点声明，投资人就必须要特别小心，俗谚有云：如果你不确信他是不是站在你这边，那么他很可能就是敌人。

最后，是一项声明，许多基金的运作相当正常良好，即使舞弊的机会确实存在，这些基金的投资人依然因此受惠，经理人也赚取其应得之份，确实如果我担任某些基金的董事，包含那些我认为收费过高的基金，我一定会积极地做出以上的那些声明，此外，还有一些收费相当低廉的指数型基金(比如说先锋基金)其本质相当适合某些投资人，我认为对于某些想要投资股票的人来说，算是相当不错的选择。

现在的我就像是站在肥皂箱上，眼见公然露骨的行为不断发生，背叛了数百万投资人的信任，许多业内人士都相当清楚事件发生的来龙去脉，但就是没有人敢站出来说一句公道话，最后还是劳驾 Eliot Spitzer 检察官以及其它协助办案的执法同仁，出面来进行一次大清扫，我们敦促这些共同基金董事们继续执行这些工作，就像是全美其它企业的董事，这些受托的人士必须决定他们到底是为了投资人或是经理人服务。

伯克希尔治理

真正的独立，代表的是当企业发生错误或是愚昧的事情时，董事有勇于挑战强势总裁的勇气，这是担任董事必须具备最重要的特质之一。可惜这种特质极其罕见，要找到这种特质必须从品格高尚且利益着眼点与一般股东一致的人士，一定要相当一致的才行。

在伯克希尔我们试着从内部寻找这类的人选，我们现在拥有十一位董事，而他们每一位，包含其家族成员在内，加起来总共持有价值超过 400 万美元的伯克希尔股票，而且每位持股的时间都相当长，其中六位，其家族持股价值都超过数千万美元，持有时间甚至长达 30 年以上，同时所有董事的持股跟其它股东一样都是从公开市场用钱买来的，我们从来没有发放过股票期权或是特别股，查理跟我喜欢这种俯仰无愧的持股方式，毕竟没有人会喜欢去洗外面租来的车。

此外，伯克希尔董事酬劳平平(我儿子 Howard 就时常提醒我这件事)，换句话说，伯克希尔全体董事的利益按比例与其它任何一位伯克希尔股东完全一致，一直以来皆是如此。

不过伯克希尔董事们的不利的一面实际上远高于各位股东，因为我们没有投保任何的董事高管责任险，因此如果有任何可能的灾难发生在董事们身上，他们面临的损失将远高于各位。

我们董事们的最后底线是，如果你们赢，他们就大赢，如果你们输，他们就大输，我们的方式或许可以被称

之为所有者资本主义，我们不知道有什么方法可以维持真正的独立性，(虽然这样的安排无法保证一定会有完美的结局，但这比起我个人在伯克希尔拥有大量股份的公司董事会担任董事，当大多数有疑问的提案提出时，董事会往往只能扮演橡皮图章的角色，要好的太多了)。

除了要维持独立性，董事们也必须具备丰富的商业经验、以股东利益为导向再加上在这家公司拥有真正的利益，在这三样条件中，第一项尤为难得，如果缺乏这一项，其它两项的作用就不大，社会上有许多聪明、有思想且受人景仰的知名人物，但他们对企业却没有充足的了解，这并不是他们的错，或许他们可以在别的领域发光发亮，但他们并不适合待在企业的董事会内，就像我本人也不适合待在医学或科学的委员会一样(虽然我可能也会是一些想要为所欲为的主席所欢迎的对象)，个人的名声或许可以让董事会的组成更添光彩，但我却相当清楚自己没有足够的能力在这类的董事会上评论所提方案的可行性，更有甚者，为了要掩饰个人的无知，我可能会选择紧闭双唇(大家可以想象哪种景况)，事实上，如果我的位置可以由一个花盆来取代可能也无伤大雅。

去年，我们着手调整董事会组织，我公开征求自认符合各项条件的股东自告奋勇担任伯克希尔董事，尽管没有董事责任险或者高额的董事回报，我们还是接到超过 20 件以上的申请，大部分申请者的条件都相当不错，许多以股东利益为导向的个人连同家族持股都超过百万美元，但在考量这些报名者后，查理跟我，在其它现任董事们的同意之下，我们还是邀请其它四位未提名自己担任董事的人士加入董事会，他们分别是 DavidGottesman(第一曼哈顿 CEO)、CharlotteGuyman(微软总经理)、DonKeough(可口可乐前总裁)以及 ThomasMurphy，这四位都是我个人的好朋友，我很了解他们的能力，他们也会为伯克希尔董事会增添了不少商业色彩。

董事会的主要责任就是选任未来接替我的人选，不管是在我死亡、失去能力或理智之后，(奥美广告创办人 DavidOgilvy 曾说，在年轻时应该培养怪僻，这样等你老了之后，就没有人会认为你是怪物)，查理跟我本人的家族都觉得我们俩对于 Ogilvy 的建议反应过度。

在董事会开会时，我们除了进行例行的公式之外，真正实质的讨论(不论我有没有出席)，主要的议题就是围绕在内部可能接替我四位人选各自的优缺点。

我们的董事会相当了解，其功过将由其选定接任我的继承者实际的成绩来论定，他或是她必须要能够维持伯克希尔的企业文化、资本配置同时让这群全美最优秀的经理人乐在各位的岗位上，这绝非世界上最困难的任务，因为我们的事业早已步入正轨，而我个人对于目前四位可能接替我的人选都感到相当放心，目前我个人将超过

99%的身家都摆在伯克希尔之上，而往后我也很乐见我太太或基金会(这取决于我跟她谁先死)将财产继续集中在伯克希尔。

各业务部门业绩

身为经理人，查理跟我希望能够提供给股东，若是角色互换，我们希望管理层所提供给我们所有的财务信息与看法，而随着伯克希尔版图日益扩大，要做到透明化与合理简洁化其难度越来越高，我们旗下有些企业的经营性质与其它企业截然不同，这也代表着我们合并之后庞杂的数字与报表，实在难以进行任何合理有意义的分析。

因此，在接下来的篇幅，我们将按旗下四大事业分别列示资产负债表与收益数字并加以说明，特别要告诉大家的是，只有在罕见的情况下，我们才会举债经营，基本上我们一向对负债采取回避的态度，同时我们也不会塞给各位一些对于衡量伯克希尔内在价值毫无意义的信息，因为那样做只会模糊了真正的焦点，另外要提醒大家，在分析伯克希尔时，记得把它当作是一部正在上演的影片，而不是一张静止的照片，否则仅靠单一片段的信息有时很可能会得到错误的结论。

保险事业

首先登场的是保险事业，因为这也是真正的重心所在。我们经营保险事业所取得主要资金的来源就是浮存金，这笔钱并不属于我们而只是交给我们暂时保管，浮存金的来源包含(1)通过我们所提供的服务(保险保障)，所提前收到的保费期限通常长达一年，(2)损失已经发生但却不必马上支付的理赔金，因为有些损失可能要经过一段很长的时间之后才会被通报、协商乃至于和解(就像是石棉案一样)。

保险浮存金固然多多益善，但前提是其取得成本不能太高，浮存金的成本取决于核保绩效，也就是相对于收到的保费收入，支付赔付损失及费用的比例，财产意外险通常都会产生核保损失，其结果往往导致浮存金的成本不太理想。

总的来说，我们的成绩相当出色，确实我们过去曾有五个年头浮存金的成本超过 10%，但是在伯克希尔跨入保险领域的 37 个年头中，有 18 个年头享有承保收益，这代表我们以收取费用的方式保管这些资金，而这些便宜资金累积的速度远远超过当初 1967 年我介入这个行业时的预期。

百万	GEICO	通用再保险	其他再保险	其他保险	合计
1967				20	20
1977			40	131	171
1987			701	807	1,508

1997	2,917		4,014	455	7,386
1998	3,125	14,909	4,305	415	22,754
1999	3,444	15,166	6,285	403	25,298
2000	3,943	15,525	7,805	598	27,871
2001	4,251	19,310	11,262	685	35,508
2002	4,678	22,207	13,396	943	41,224
2003	5,287	23,654	13,948	1,331	44,220

去年的表现尤其杰出，**累积的浮存金规模再度创下历史新高**，这些资金不但没有成本，而且额外还贡献了 17 亿美元的税前承保收益。

我们的成绩之所以能够这么出色，只有一个原因，那就是我们拥有真正杰出的经理人，保险公司销售的是不具任何独特性的保单，任何人都可以仿制类似的产品，没有固定的基础、重要的专利、不动产或任何自然资源来保护现有竞争优势，而通常品牌的重要性也不那么明显。

因此真正关键的因素还在于管理者的智慧、纪律以及品格，我们旗下的经理人都具备这样的特性，接下来就让我们一起来欣赏这些明星经理人以及他们的营运成果。

通用再保险在我们于 1998 年并购之后，一直就是伯克希尔的问题小孩，更惨的是，他还是一个重达四百磅的巨无霸小孩，所以他的负面效应对我们整体表现的影响极为重大。不过这已经是过去式，通用再保险已经完全恢复，这要感谢 JoeBrandon 总裁以及他的搭档 TadMontross 为我们所作的一切，当我去年在写年报的时候，我以为所有核保的纪律以及损失准备的提列都已完全改进，2003 年所发生的事件更加加深我这样的看法。

当然这不代表以后就完全不会再有问题，再保险这行业本来就注定不时会有爆炸性事件发生，但在 Joe 及 Tad 的领导下，这家公司将会是伯克希尔未来获利成长的重要推动力。

通用再保险的财务实力，是其它再保同业所无法比拟的，加之 2003 年该公司的实力又更上一层楼，相形之下，许多同业在去年的信用评等纷纷被降级，使得通用再保险以及其姊妹公司国民保险成为全世界主要再保险公司中，唯一具备 AAA 最高信用评级的再保业者。

当保险公司购买再保险时，他们买下的只是一纸承诺，而其有效性可能要在几十年后才会受到考验，在再保险世界中，再没有任何一家公司可以比通用再保险及国民保险更具保障性，此外，不像其它大部分的再保业者，我们几乎将所有承担的风险自留下来，因此我们的理赔能力，不必再依赖其它再保公司的能力或意愿，这种独立的财务实力，在可预期一定会发生重大灾难的保险世界来说尤其重要。

经常阅读本公司年报的读者都知道阿吉特·贾恩过去 18 年对于伯克希尔的贡献是如此之大，2003 年他依然继续付出，在只有 23 位同仁的协助之下，阿吉特管理全世界最大的再保险业务，专门处理超大型罕见的风险。

这些业务通常包含承担一般再保险公司无法承担的灾难风险，比如说加州大地震，这也意味阿吉特以及伯克希尔的绩效变动将会相当的大，所以大家最好有心理准备，在未来的某些年度，阿吉特的表现可能会非常的差，不过就长期而言，大家可以相信，堪称一时之选的阿吉特绝对会是交出优异的成绩单。

阿吉特签过许多相当特别的保单，比方说去年百事可乐曾经举办过一次抽奖，参加者有机会可以获得 10 亿美元的大奖，我们可以理解，百事可乐一定会想要分散这样的风险，而我们正是最合适的人选，就这样我们签下了一笔保额 10 亿美元的保单，并独立承担所有的风险，依照游戏规则这笔奖金如果真的被抽到，将会分期支付，因此我们实际承担的风险现值只有 2.5 亿美元，(我曾希望得奖者可以分 10 亿年领取奖金，不过这样的提案显然不被接受)，正式的抽奖活动在 9 月 14 日举行，阿吉特跟我屏息以待，当然最后的参赛者也一样，所幸最后笑着离开的是我们，百事可乐打算在 2004 年再度举办这项活动。

在 1992 年托尼·莱斯利接手时，GEICO 就已经是一家相当优秀的保险公司，现在它则蜕变成一家伟大的公司，在他任职期间，保费收入从原先的 22 亿美元成长到目前的 81 亿美元，而我们在小车保险的市场占有率从 2.1% 成长为 5.0%，更重要的是，GEICO 更还拥有优异的核保成绩。

(中场来段广告：自从 67 年前在 Leo Goodwin 的创意下建立了 GEICO 保险公司后，这家公司已为成千上万的保户节省了无数的金钱，请上 Geico.com 网站或是打电话到 1-800-847-7536，看看我们能为你做些什么。)

2003 年，不论是咨询 GEICO 的电话以及成交率都大幅提升，总计我们特级保户人数成长了 8.2%，标准以及非标准的保单则成长了 21.4%。

GEICO 的业务不断地成长使得我们必须一再扩充人员编制与配备，我很高兴向大家报告，最近的一次扩编是在去年 12 月，我们在布法罗设立一个客户服务中心，布法罗新闻报的发行人 Stan Lipsey 对于引导 GEICO 进入布法罗有重大贡献。这件事的主角，当属州长 George Pataki，在他的领导与坚持之下，我们的扩编计划得以完全实现，布法罗也因此增加了 2500 个就业机会，Stan、Tony 以及我个人也包含布法罗都衷心感谢他的大力协助。

伯克希尔几个规模较小的保险事业同样也缔造了惊人的成绩，这个由 Rod Eldred、John Kizer、Tom Nerney、Don Towle 及 Don Wurster 领导的业务，浮存金成长了 41%，同时也维持优良的核保绩效，这些

人的工作内容或许平淡无奇，但所创造的获利却极其惊人。

我们必须再一次指出，一个签发长尾型保险的公司(保单理赔期限通常在损失事件发生好几年后才会理赔的保单)，其经理几乎可以随心所欲的操控其短期的收益数字，这行业因为错估准备金负债而导致报表收益数字不真实可说是司空见惯的事，大部分的错误或许都是出于无心，但有时也有可能是故意的，其目的无非是想要误导投资人以及监管机关，而会计师以及精算师往往无法预防此类的事件发生。

我自己也曾发生过失误，其中尤以未能发现通用再保险几年前损失准备金提列不当的过失，这不但代表我们提供不正确的报表数字给各位，同时也意味我们多支付大量税金了给政府，啊！(惨叫一声)，去年我不是才告诉各位我们目前提列的准备还是适当吗？目前这样的判断可能要暂时候住。

以下是伯克希尔保险业务税前承保利润(损失)：

百万	2003	2002
通用再保险	145	-1393
阿吉特管理业务(不包括追溯再保险)	1434	980
阿吉特-追溯再保险合同	-387	-433
GEICO 保险	452	416
其他直保	74	32
税前承保利润合计	1718	-398

注：追溯再保险合同由几种巨额保单构成，这些保单可能产生承保亏损(这些损失是有上限的)，但也提供了异常大量的浮存金。

公用事业

通过中美能源控股公司，我们持有众多公用事业 80.5%(按完全稀释基础)的权益，其中主要的项目包括：(1) 约克郡电力与北方电力公司(Yorkshire Electricity,Northern Electric)，拥有 370 万电力用户，为英国第三大的电力分销商；(2)中美能源(MidAmerican Energy)，在爱荷华州拥有 68.9 万电力用户；(3)科恩河与北方天然管道公司(Kern River,Northern Natural pipelines)，两条天然气输送管道运输全美 7.8%的天然气。

剩下的 19.5%权益则由伯克希尔三位合作伙伴所持有，分别是 DaveSokol 及 GregAbel，他们是中美能源杰出的专业经理人，另外一位是 WalterScott，他是我个人长期的好友，也是他引荐我投资这家公司的，由于中美能源公司受限于公用事业控股公司法(PUHCA)的规定，限制伯克希尔的投票权最高只能达到 9.9%，所以 Walter 他拥有绝对的控制权。

受限的投票权使得我们仅能以相当简略的方式将美中能源的财务数字列入财务报表，而无法将该公司所有的

资产负债以及营收损益列入伯克希尔报表，依照会计原则我们只能按投资比例认列该公司的投资金额及损益，或许在不久的将来，PUHCA 会被取消或是会计原则有重大改变，那么届时中美能源所有的财务数字就会被列入伯克希尔的合并报表之中，当然也包含其大量的融资负债在内。

中美能源债务的规模(目前不是，以后也不会是伯克希尔的责任)还算是适当，其多元化且稳定的公用事业营运将可以确保即使在最严峻的经济情势下，都能够累积足够的收益来支应所有的债务。

截至年底，在中美能源大部分的次顺位债券中，15.78 亿美元是对伯克希尔的债务，这笔债务让中美能源在进行并购时，可以不必再向其它三位已投入大笔资金的主要大股东掏钱(管理层三人)，而通过收取 11%的利息，伯克希尔获得了提供资金所应得的合理回报，此外其它三位股东也免于稀释个人在这家公司的持股比例。

中美能源另外还拥有一些非公用事业，那就是全美第二大不动产经纪商美国家庭服务公司 HomeServices，不同于公用事业，这行业的周期波动相当的大，但我们仍然对其抱有热烈的期望，我们拥有一位优异的经理人 RonPeltier，通过其经营及并购长才，正逐渐建立起一个房屋经纪王国。

去年 HomeServices 公司总计参与了 486 亿美元的房屋交易案，较 2002 年又大大地成长了 117 亿，其中 23%的成长来自于四件新的并购案，经由全美各地 16 个中介公司，他们全都保留原有中介公司名称，我们在 16 个州聘雇了 16343 位销售人员，在未来十年，公司仍将通过并购的方式继续大幅成长。

这里有一则相信所有企业自由化支持者都会珍惜的宝贵新闻，1990 年 3 月 1 日，英国的国营电力事业正式民营化，当时北方电力与约克郡电力总共有 6800 名员工，时至今日，在营运规模丝毫未缩减的情况下，员工降为 2539 人，客户数与国营时相当，而输送的电力甚至比以往更多。

必须强调的是这并非自由化的胜利，价格以及收益目前仍受到政府的公平管制，这点合情合理，这个胜利系属于那些相信以营利为导向的经理人，虽然所节省的收益大都回馈到客户身上，但所能展现出效率是以往政府自营时所不具备的。

百万	2003	2002
英国电力	289	267
爱荷华电力	269	241
管道运输业务	261	104
家庭服务	113	70
其他	144	108
息税前收益	1076	790

利息支出-其它企业债务	-225	-192
利息支出-伯克希尔次级债券	-184	-118
所得税	-251	-100
净收益	416	380
*归属于伯克希尔净收益	429	359
*其中：借款利息税后收益	118	75
应付其它企业债务	10296	10286
应付伯克希尔债务	1578	1728

*包含支付给伯克希尔的利息(扣除所得税后)。

金融及金融产品

这个部门包含各种不同的业务，以下择要说明如下。

我个人所管理的一些 AAA 评级的固定收益证券，过去几年的获利都还不错，这些机会来来去去，但就现阶段而言，我们找不到什么机会，于是去年我们主动弃他们而去，这部分的利益约占表上已实现收益的 24%。虽然不是那么简单易懂，但由于这些交易未牵涉到信用风险，且多为流动性极高的有价证券，因此我们几乎都是以融资的方式买进这些部位，所以当这部分的资产减少，相对应的负债也跟着消失，目前仅存的少数部位意味着在未来这部分的收益将大幅减少，过去持有他们的经验相当愉快，我相信不久之后，又会轮到我们上场打击。

至于清理通用再保险证券部门的经验就没有那么令人感到愉快了，衍生性金融商品交易部门在我们买进该公司时就已经存在了。当我们在 2002 年初开始着手清算通用再保险证券时，它还有 23218 份合约流通在外，总计有 884 位交易对象(我甚至不会念某些交易对方的名字，更不用说要去评估这些公司的信用)，打从那时起，部门经理人就开始努力小心地清理这些部位，然而经过两年之后，直到去年底，我们还有 7580 份合约流通在外，牵涉 453 个交易对象，(就像有首乡村歌曲形容的，如果你不离去，我又如何能想念你呢?)。

清除这个部门的代价相当高，光是 2002 年及 2003 年的税前损失就达到 1.73 亿美元及 0.99 亿美元，必须强调的是，这些损失全部来自于那些已依照一般公认会计原则按时依公平市价，参酌适当的未来信用损失估列以及行政成本的合约，更甚者，在我们清算的过程期间，市场的变动还算相当温和，处理过程也有条不紊，同时也未发现有任何重大的信用损失，这样的结局比起万一发生金融危机，许多衍生品交易双方同时无法履约的惨况，已算是不幸的大幸。

如果在看到我们处理衍生品的经验，加上房地美去年被揭发大规模的舞弊行为后，让你开始怀疑这方面的会计原则，这就表示你变聪明了，不管你具备有多丰富的金融知识，你都无法经由阅读这些从事衍生品公司的相关

披露文件来了解它到底背负了多少潜藏的风险，事实上，你越了解这些衍生品，你就越知道这些制式文件能够给你的讯息多么地有限，套句达尔文的话，**初生之犊不畏虎，越无知胆子越大，越有经验就越怕死。**

接下来是忏悔时间，如果当初我当机立断关掉通用再保险证券部门，我确信可以为大伙省下税前 1 亿美元的损失，查理跟我当初在并购通用再保险时，就知道其证券部门很令人生厌，只是当时帐面上的收益数字误导了我们，虽然我们总是觉得这部门有极高的风险，且无法有效的衡量或限制，更有甚者，我们知道这部分所可能产生的任何重大问题，都与金融或是保险方面的问题有关，这些问题可能会影响伯克希尔其它地方。换个角度说明，如果说我们打算继续支撑衍生品部门，这代表我们必须放弃伯克希尔本身原来可以运用的资金与信用所创造出潜在的更大利益，(历史的经验告诉我们，1974 年，当我们成为一场**重大保险欺诈案**的受害者时，我们就有过这样的经历。有一段时间，因为我们无法判断当时的欺诈事件将会引发多少的损失，这使得我们被迫将众多的资金摆在流动性最高的现金等价物之上，若非如此，当时我们大可以趁股市低位大举买进更多物美价廉的好股票)。

要是换查理作主，他肯定会快刀斩乱麻，立即关闭通用再保险证券部门，绝对不要怀疑，可惜的是我犹豫不决，也因此导致股东们必须花更高的代价才能摆脱这个业务的纠缠。

虽然我们把通用再保险庞大的人寿及健康再保险业务归类在保险事业之下，另外我们则把 Ajit Jain 负责的人寿及年金业务归类在财务及金融商品业务项下，这是因为他的业务大部分都牵涉到套利资金，我们的年金保险的种类，从网络直销的零售产品到要求我们为重大职业伤害的人支付 70 年或更长时间结构化结算业务。我们在这项业务中获得了一些额外的收入，因为我们以折扣价购买的某些固定收益证券的本金得到提前清偿。这一现象已经结束，因此在今后几年中，这一部分的收益可能会持续减少。

目前我们投资了 **6.04 亿美元在价值资本公司 ValueCapital 之上**，这是由马克·伯恩 MarkByrne 所领导的合伙企业，他的家族一直以来都是伯克希尔重要的支柱，伯克希尔仅为 ValueCapital 的有限责任合伙人，并未参与实际的营运管理，这家企业主要**专精于高度避险的固定收益投资**，Mark 相当聪明且诚实，他和他的家人在 ValueCapital 同样有大笔的投资。

由于安然等公司滥用会计原则的关系，相关规定在近日将会修改，要求我们将 ValueCapital 所有的资产与负债并入伯克希尔合并报表之中，我们认为这样的要求并不合理，由于 ValueCapital 的负债经常维持在 200 亿美元的高档，而这显然不是属于我们的负债，不过不用过多久，等到其它投资人加入 ValueCapital 后，我们在该公司

的权益比例将逐渐下降，合并的条件也就跟着消失。

过去我已跟各位提过 Berkadia，这是我们在三年前与 Leucadia 合资成立的公司，主要目的是用来经营管理并支援一家面临倒闭的 **Finova 金融公司**，根据当初的计划，我们将提供大部分的资金而 Leucadia 则负责管理，事后证明彼此合作愉快，确实在 Leucadia 的 JoeSteinberg 及 IanCumming 的领导之下，Finova 顺利成功地将原有的资产组合予以清算，**这也使得当初我们提供的 56 亿美元的连带保证随着取消，如此快速清偿唯一的副作用是往后我们可以因此获得的利益将大幅减少**，不过总的来说，Berkadia 为我们赚进大把的钞票，而 Joe 及 Ian 实在是不可多得的合伙人。

目前我们的租赁业务包含 XTRA(运输设备)以及 CORT(办公室家具)等，两者过去两年的营运都乏善可陈，经济衰退使得需求下降的幅度超乎预期，不过他们在各自的产业依旧处于领导的地位，而我也预期他们今年的收益将会有所改善。

通过 Clayton 的并购案，我们同时也取得庞大的**预制房屋融资业务**，Clayton 如同这行的其它同业，习惯将这部分的贷款予以证券化，这样的做法虽然可以缓解 Clayton 财务报表的压力，但同样也使得其收益迫于一般公认会计原则的规定提前确认。我们资产负债表的实力一向雄厚，从来就不急着将利益提前认列入帐，同时也相信目前手上所持有的客户债权，其长期的经济利益肯定优于通过证券化所能得到的收益，基于这样的理由，Clayton 目前已**开始保留其客户贷款**。

我们认为，应该可以让一些经过精挑细选的应收帐款，以融资举债的方式支应(就像是一般银行的做法一样)，因此伯克希尔将先对外借钱，再将资金转融给 Clayton，利息则按伯克希尔的借贷成本加计 1%。这样的加码既可以让伯克希尔超优的债信评级发挥用处取得合理的回报，同时另一方面，Clayton 也可以划算的成本取得资金。

2003 年，伯克希尔以这样的方式借了 **20 亿美元，并将这笔钱转借给 Clayton**，Clayton 则将大部分的资金从有意退出此业务的金主手中买回应收帐款，其余的资金则用来弥补年前已发行的高收益债券，但由于后续无法继续发行所产生的资金缺口。

大家或许会觉得奇怪，为何满手现金的我们还要对外举债，主要的原因在于，**我们奉行一个萝卜一个坑的策略，我们认为任何子公司要借钱，都必须支付一个合理的费率来支应其应收款项，而不是由母公司给予补贴**，否则有钱的老爸只会害了儿子，同时我们在伯克希尔累积的现金，原本就是用来做并购或是买进有机会获利的股票

之用，而 Clayton 的贷款组合预估在未来几年内将会成长到 50 亿美元，相信只要有合理的信用评估程序，应该可以贡献不错的收益数字。

为了让事情简单化，我们将 Clayton 全部的收益归到本项下，虽然有些部分的收益并非来自消费金融业务。

百万美元	税前收益		有息负债	
	2003	2002	2003	2002
交易-经常性收入	379	553	7826	13762
通用再保险证券	-99	-173	8041*	10631*
人寿年金业务	99	83	2331	1568
价值资本	31	61	18238*	20359*
Berkadia	101	115	525	2175
租赁业务	34	34	482	503
克莱顿金融**	37		2032	
其他	84	102	618	630
收益合计	666	775		
交易-资本性收益	1215	578		
合计	1881	1353		

*包括所有负债**从收购日 2003 年 8 月 7 日算起

制造，服务及零售业的运营

这个项目的业务种类相当繁多，但请先看一看简化的资产负债表以及利润表的合并数字。

资产	2003	负债	2003
现金及其等价物	1250		
应收账款和应收票据	2796	应付票据	1593
存货	3656		
其他流动资产	262	其他流动负债	4300
流动资产合计	7964	流动负债合计	5893
商誉及无形资产	8351	递延所得税	105
固定资产	5898	定期债务及其他负债	1890
其他非流动资产	1054	所有者权益	15379
合计	23267	合计	23267

利润表

百万美元	2003	2002
收入	32106	16970
营业费用	29885	14921
其中：折旧费用	605	477
利息费用	64	108
税前利润	2157	1941
所得税	813	743

净利润	1344	1198
-----	------	------

这个种类广泛的族群，所销售的产品从糖果棒到波音 737 都有，平均净有形资产回报率却高达 20.7%，不过由于我们大多以大幅溢价的方式收购这些公司，所以资产负债表上有大量的未摊销商誉，这使得我们平均帐面价值回报率缩减为 9.2%。以下是其中几个主要业务的税前收益。

百万美元	2003	2002
建筑产品	559	516
Shaw 工业	436	424
服装鞋类	289	229
零售业务	224	219
航空服务	72	225
麦克莱恩	150	
其他	427	328
税前收益合计	2157	1941

*麦克莱恩自收购之日 2003 年 5 月 23 日起

我们的三家建材企业：Acme Brick、Benjamin Moore 和 MiTek，去年的经营收益纷纷创下新高。至于第四大业务 Johns Manville 的收益，也在年底呈现上升趋势。总的来说，这些业务的有形净资产收益率为 21.0%。

世界上最大的阔幅地毯制造商 Shaw 工业，同样也创下了历史新高。BobShaw 从零起步创办了这家庞大的企业，在他的领导下，该公司很可能在 2004 年创造另一个收益记录。去年 11 月，Shaw 又从 Dixie 集团收购了多个地毯业务，这将使今年的销售额增加约 2.4 亿美元，使 Shaw 的销售额达到近 50 亿美元。

至于我们的服装业务，规模最大的就属鲜果布衣，该公司主要拥有三项核心竞争力，一是 148 年全世界知名的品牌、二是低制造成本、三是其总裁 JohnHolland，2003 年鲜果布衣覆盖沃尔玛、Target 及 Kmart 等大卖场 42.3%的男性及儿童内衣，而女性及少女内衣的比例也从 2002 年的 11.3%成长到 13.9%。

零售业务，我们的家具集团总计赚取了 1.06 亿美元的税前利益、珠宝事业则有 5900 万美元、喜诗糖果包含制造及销售在内，也赚了 5900 万美元。

威利家具(R.C.Willey)及内布拉斯加家具店在去年所开的新店都极为成功，Willey 在拉斯维加斯，内布拉斯加家具店则在堪萨斯，实际上我们认为堪萨斯分店将会是全美最大的家具零售店(我们在奥马哈的业务，在同一个据点上，由三个建筑物所组成)。

内布拉斯加家具商场 NFM 系由 B 夫人在 1937 年以 500 美元所创立，她一直工作到 103 岁(嗯！这实在是一个不错的好主意)，她灌输给下一代的一些智慧包含，如果你拥有最低的价格，客户自然会在最偏僻的角落找到

你，就像我们的新店服务堪萨斯州广大的客户，其座落地点位于该市人口最稀少的地区，就证明了这一点，虽然我们拥有广达 25 英亩的停车位，但却依然时时一位难求。

肯尼迪总统在猪罗湾灾难发生后告诉我们，「胜利者的父亲有千千万，但失败者却一个也没有」，在内布拉斯加家具店萨斯州分店轰动一时的开幕仪式一个月后，一位胜利者顺利诞生，当时一位声称自己为父亲的人士突然造访，来宾引用 Blumkin 家族的话表示，他们有信心且行政层也正努力准备提供 1000 个就业机会给当地市民，这位在讲台上致词的来宾正是美国现任总统：布什。

在航空服务业方面，负责训练业务的飞安公司的正常经营收益从去年的 1.83 亿美元下滑至 1.5 亿美元，(2002 年由于出售先前合伙与波音公司合资企业而获得 6000 万美元的经营外收益，2003 年由于报废部分飞行模拟器，而提列 3700 万美元的减值损失)，近年来由于企业航空业务成长趋缓，使得飞安公司的业绩受到影响，不过该公司依然处于业界的领导地位，该公司投入飞行模拟器的资金累积已达 12 亿美元，约是第二名的三倍。

我们共享飞机业务 NetJets，2003 年的税前损失是 4100 万美元，该公司在美国地区享有不错的经营利润，但是这些都被 3200 万美元的飞机存货减值损失以及欧洲地区的亏损所抵消殆尽。

NetJets 依然领导整个共享飞机业务，且领先的幅度持续拉大，相较于其它三个竞争对手，优势明显站在我们这一边，去年以销售净额计算，我们的市场占有率高达 70%。

有个例子足以说明 NetJets 为何可以拉大与竞争对手的差距，我们所推出与美国著名医疗机构 MayoClinic 合作的高管旅行响应系统，这是 NetJets 所有客户都可免费享有的专属福利，不论是在陆地上或者是在空中，不论是在世界上任何一个角落，不论何时何地，我们的客户及其家人都可以与 Mayo 医院取得直接联系，一旦意外发生，不论是在国内或者是海外，Mayo 都会立即将他们受到最合适的医院与医生那里接受医疗服务，而 Mayo 所拥有与病人有关的所有医疗记录也将立即传送给负责医疗的医生，在这项服务开始提供之后，许多客户立即发现其珍贵之处，包含一位曾在东欧地区接受脑部紧急手术的客户。

我们在 2003 年认列的 3200 万存货减值损失，其发生的原因在于当年老飞机价格下滑的因素，其中较特别的是我们以当时的市场价格从一些退订的客户手中买回部分所有权，而在我们再度将他们出售之前，市场价格进一步下滑所致，目前市场价格已趋于稳定。

欧洲地区的损失相当令人头痛，但任何一家放弃欧洲地区业务的公司，(如同我们其它竞争同业的做法)，终将

沦为市场的二流，许多美国地区的客户时常飞到欧洲，他们希望 NetJets 的飞机以及机师也能提供同样的安全与便利，虽然起步较晚，但我们欧洲地区的客户数也正稳定地增加中，2001 年到 2003 年的营收成长率分别是 88%、61%以及 77%，但截至目前为止依然未达到损益两平的阶段。

NetJets 杰出的总裁 RichSantulli 以及我本人都有信心欧洲地区会在 2004 年转亏为盈，也预期美国地区将持续获利，更重要的是，我们的客户爱死了 NetJets 所提供的服务，一旦客户尝试过我们的服务，就很难要他们再回到过去所搭乘传统的航空公司班机，可以肯定的是就长期而言，NetJets 一定可以发展成一个大企业，同时在客户满意以及企业获利上，获得重大成果，我相信 Rich 一定可以做到这一点。

股票投资

下表是伯克希尔 2003 年市价超过 5 亿美元以上的股票投资

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
200,000,000	可口可乐	8.2%	1,299	10,150
151,610,700	美国运通	11.8%	1,470	7,312
96,000,000	吉列公司 Gillette	9.5%	600	3,526
56,448,380	富国银行-微增	3.3%	463	3,324
24,000,000	穆迪公司 Moody	16.1%	499	1,453
1,727,765	华盛顿邮报	18.1%	11	1,367
2,338,961,000	中国石油 H 股-新进	1.3%	488	1,340
14,610,900	H&R Block 税务服务商-微减	8.2%	227	809
15,476,500	HCA 诊疗服务-新进	3.1%	492	665
6,708,760	M&T 银行	5.6%	103	659
	其他		2,863	4,683
	股票投资合计		8,515	35,287
	太阳信托 SunTrusts			415
	耐克 NIKE	GEICO		411
	GAP 服装-减持 2 成	GEICO		348
	Shaw 通讯公司	GEICO		341
	第一资讯 FirstData 减持 3 成	GEICO		329
	美标公司	GEICO		325
	甘尼特 Gannett-微减			308
	铁山数据-减持	GEICO		198
	Costco			195
	石膏板 USG			108
	Torchmark 保险			88
	Mueller 穆勒工业			84
	Dover 工业-减持	GEICO		80

	希悦尔包装 SealedAir-减持			61
	Comdisco 零售			60
	大湖化学-清仓	GEICO		
	GATX 租赁-清仓			

去年我们增加了一些富国银行的股票，除此之外，在我们六大持股当中，可口可乐最后一次调整持股的时间是 1994 年、美国运通是 1998 年、吉列是 1989 年、华盛顿邮报是 1973 年，而穆迪信用是 2000 年，股票交易员实在拿我们没有办法。

对于目前手头持有的这些投资组合，我们既不觉到特别兴奋，也没有负面看法，我们拥有的是一些优质企业的部分所有权，虽然去年这些企业的内在价值都有着长足的进步，可是同样的它们杰出的表现也反应在其股价之上。当然这个结论从另一个角度的推论是，在股市大泡沫期间没有卖出这些较大仓位的持股，是我犯的一个重大的错误。换句话说，如果这些股票现在的定价已经充分反应其价值的话，你可能会想知道四年前，当它们的价格远超其内在价值的时候，我在想些什么。我也觉得很奇怪。

回顾 2002 年，当时的垃圾债券价格相当便宜，所以我们一口气买了 80 亿美元，只是钟摆显然摆荡的很快，目前这方面的投资标的，很显然地对我们已没有任何吸引力，昔日的野草如今被人捧为鲜花。

个人一再重申已实现的资本利得，对于分析伯克希尔来说，一点用处都没有，我们帐上拥有大量的未实现资本利得，何时该实现，其考量点完全与某些特定日期的财务报表完全没有关连，但有鉴于伯克希尔的投资活动日益多元化，大家或许对于以下表列 2003 年的数字会感到有兴趣。

分类	税前收益
普通股	448
美国联邦政府债券	1,485
垃圾债券	1,138
外汇合约	825
其他	233
合计	4,129

普通股的收益主要来自于处分其它一些次要的持股，而非先前提到的那些主要持股，至于政府债券的收益主要是出售长期债票(这是政府公债中价格变动最剧烈的品种)以及财务与金融商品部门投资策略上的调整，我们保留大部分的垃圾债券，只出售了其中一少部分，另外垃圾债券的收益还包含了一些到期或是提前赎回的债券。

2002 年我们投资生涯首度进入外汇市场，2003 年我们进一步扩大这方面的部位，主要原因在于个人长期看空美元，我必须强调的是，预言家的墓地有一大半都躺着宏观经济学家，在伯克希尔我们很少对于宏观经济做出

预测，我们也很少看到有人可以长期做出准确的预测。

展望未来，我们仍然会将伯克希尔大部分的投资摆在美国资产之上，然而近年来，我们国家的贸易赤字持续强迫全世界其它国家吸收美国的债权与资产，曾经一度，外国对于这类资产的兴趣消化了这类供给，但是到了2002年，全世界开始吃撑到吐，使得美元相对于其它货币开始贬值，然而汇率的变动却无法有效地解决贸易的赤字，所以不管外国投资人愿意与否，他们手上仍将抱满美元，其结果大家很容易想象，最后还是会对外汇市场造成困扰。

身为一位美国人，我衷心希望这个问题能够得到圆满的解决，我个人就曾提出一个解决之道，这篇文章业已刊登在2003年11月10日财富杂志之上，然而再一次的，或许我提出的警讯事后很可能证实无效，我们国家的活力以及耐力一再让唱衰者像个傻瓜，不过伯克希尔手握数百亿美元的美元，这也是为何我会想到如果有一些外汇契约可以抵消部分的部位会感到比较安心。

依照会计原则，这些契约的价值若有任何变动都必须立即反应在损益表之上，即便这些契约尚未到期也一样，我们把这部分的损益归类到财务与金融商品部门，截至年底，我们签订的外汇契约总额累计达到120亿美元，分布在五种外国货币，此外当我们在2002年买入垃圾债券时，我们也尽量买进一些以欧元计价的债券，目前这部分投资的金额约有10亿美元左右。

当我们找不到什么可以投资时，我们所设定投资选择就是**美国债券**，包含国库券以及附买回债在内券，不管这些投资的回报率有多低，我们从来不会因为想要获得更多利益就降低我们的信用评估标准或延长到期日，除非得到合理的回报，否则查理跟我痛恨接受任何些微的风险，到目前为止，我们勉强可以接受的最大风险限度就是：吃标示过期一天的乳酪。

2003年投资人可以好好读的好书，包含Maggie Mahar的《**大牛市：涨升与崩盘 1982-2004**》(Bull! A History of the Boom and Bust, 1982-2004)，另外两本推荐好书是Bethany McLean及Peter Elkind合著的《**房间里最精明的人：安然破产案始末**》(The Smartest Guys in the Room, 2004)以及Bob Rubin《**在不确定的世界：从华尔街到华盛顿的艰难选择**》(In an Uncertain World, 2004)，这三本书都写得相当详实，文笔也颇佳，此外Jason Zweig去年重编了《**聪明投资者**》**注疏版**，这是我个人最钟爱的投资工具书。

股东指定捐赠计划

从 1981 年到 2002 年，伯克希尔执行了一项股东指定捐赠计划，股东们可以指定伯克希尔捐赠给其喜爱的慈善机构，这些年下来，在这项计划下，我们**总共捐出 1.97 亿美元**，教会是最常被指明的捐赠对象，当然还有其它成千上万的单位受惠，我们是唯一一家提供这类服务的公开上市公司，查理跟我对于这项计划相当引以为荣。

不过我们却不得不在 **2003 年停止这项计划**，其导火线在于对于堕胎问题的争议，多年来，在股东的指定下，伯克希尔同时捐赠的许多金钱给多家与堕胎议题相关的组织，支持与反对双方都有，这也使得我们时常收到反对捐赠给敌对阵营的抗议，其中有些组织甚至发动其成员抵制我们关系企业的产品，我们原本并不以为意，我们拒绝了所有限制股东依其喜好捐赠的无理要求(只要受赠者符合 501(c)(3)税法规定的规定即可)。然而到了 2003 年，ThePamperedChef 旗下许多独立的会员却开始感受到抵制的效应，这样的演变代表某些信赖我们，但并非我们员工或是在伯克希尔决策过程中无法发言的人将面临收入锐减的困境。对于股东来说，相较于自行捐赠，股东指定捐赠在税法上享有较优惠的效益，此外这样的计划符合我们一向倡议的合伙人制度精神，这也是我们在股东手册中揭示的首要的原则，但这样的优点在部分白手起家辛苦建立自己事业的死忠成员无端受害之下相形失色，确实，查理跟我认为若仅为了股东自身些许的税务优惠，就伤害这些正正当当、辛勤工作的善良百姓，实在称不上是什么慈善之举。也因此伯克希尔往后将不在母公司阶段进行任何形式的捐赠，至于旗下关系公司仍将维持其各自在并入伯克希尔之前就行之有年的惯例，除非这些捐赠是先前的老板自行本身负责的个人捐赠计划，这部分必须要从他们自己的腰包掏钱。

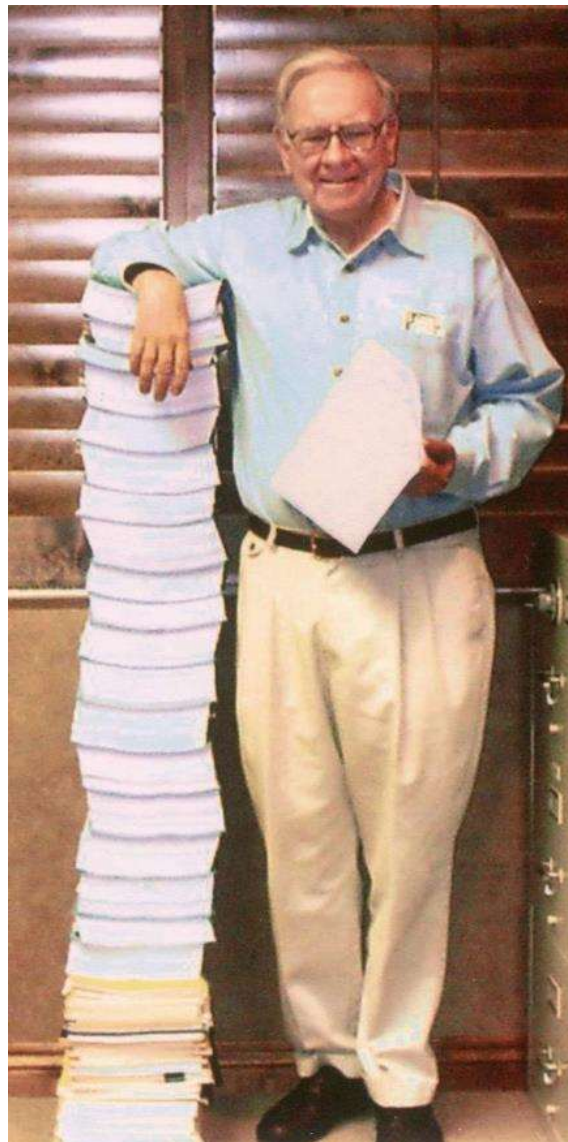
年度股东大会

去年我要大家投票决定股东会在周六或周一召开，我个人是比较偏爱周一，不过最后投票结果，周六以二比一的比例胜出，我想可能还要好长的一段时间才会再产生下一次的股东式民主。当然既然股东们都已经说话了，我们还是决定于 5 月 1 日周六在奥马哈市中心新落成的 Qwest 中心举行年度股东大会，Qwest 中心这次提供了 19.4 万平方英尺的场地给我们(去年只有 6.5 万平方英尺)，同时还增加了许多座位，Qwest 中心的大门会在早上七点钟准时开放、电影短片照例会在八点半播放，正式会议则从九点半开始，中午休息时间会场外有供应三明治等各类点心，除了中午短暂的休息时间外，查理跟我本人会坚持在现场回答大家各类问题直到下午三点半，我会向各位爆更多的料。后面附有股东会开会投票的相关资料，向各位解释如何拿到股东会入场及其它活动必须的识别证，至于有关机位、住宿、租车等预订服务，我们很高兴与美国运通(电话 800-799-6634)再次签约为您提供相

关安排，每年他们都为大家提供非常好的服务，在此谨代表大家向他们说声谢谢。一如以往，我们会安排小巴士往来会场与旅馆之间，同时在会后小巴士还会载大家回旅馆或是到内布拉斯加家具店、波仙珠宝店及机场等地，当然即便如此你可能会觉得如果有一辆车会更方便。今年会场展示的伯克希尔各项产品及服务，将让大家眼花缭乱，比如说一楼将会有 Clayton1600 平方英尺大型的组合式房屋(配有 Acme 瓷砖、Shaw 地毯、JohnsManville 隔热材料、MiTek 扣件、Carefree 雨蓬外加内布拉斯加家具店各式家具)，各位将会发现与以往印象中的活动式房屋有太大的不同。GEICO 公司会再度派出各地区最顶尖的业务员，在会场设立摊位，随时提供股东们汽车保单的报价，在大多数的情况下，GEICO 都可以提供给股东一个约 8%的折扣，这个特别优惠在我们有营业据点的全美 49 州中的 41 州都有效，各位记得将自己现在的投保资料带来，看看是否能帮自己省下一笔钱。周六在奥马哈机场，我们仍将展示 NetJets 一系列的机队供大家参观，请到市政礼堂向 EJA 的业务代表洽询参观的事宜，如果你股东会买了一大堆相关产品，我相信你一定也需要用自己的飞机把它们带回家。位于道奇街与太平洋街的内布拉斯加家具店，再度会有伯克希尔周特卖，我们将特别提供给股东原先只有员工可以享有的优惠价，我们在七年前首次推出这种促销活动，营业额更一举从 1997 年的 530 万美元成长到 2002 年的 1730 万美元，每年的销售成绩持续创新高。想要享有折扣记得在 4 月 29 日周四到 5 月 3 日周一间采购，并出示股东开会证明，在这期间的特卖活动也适用于许多原本从不打折的顶级品牌，这可是为了股东会才特别破例，我们很感谢他们的配合，内布拉斯加家具店的营业时间平日从早上 10 点到下午 9 点，周六及周日则从早上 10 点到下午 6 点，在今天的周六，我们将有一个股东会特卖会，时间从下午 6 点到下午 10 点，我本人也将出席，顺便吃点烤肉配配可乐。全美单店营业额仅次于纽约曼哈顿蒂芙尼的波仙珠宝店，在股东会期间将会有两场专为股东举办的展览会，第一场是在 4 月 30 日周五的鸡尾酒会，时间从下午 6 点到晚上 10 点，第二场大型售卖活动则在 5 月 2 日周日举行，从早上 9 点到下午 5 点，记得请查理在你的收据上签名。从周四到周一的股东会期间，波仙都将提供股东特惠价，所以如果你希望避开周五晚上到周日的拥挤人潮，你可以在其它的时间上门光顾，记得表明股东的身分，周六我们会营业到晚上 6 点，波仙的营业毛利要比其它主要竞争对手要低 20%以上，所以买得越多省得越多，这是我的老婆跟女儿告诉我的，她们两人都谨记从前一个小男孩的故事，他因为错过一班公车而走路回家，同时骄傲的表示自己因此省下了五毛钱，他爸爸听到之后，很生气的说，要是你错过的是出租车，不就可以省下十块钱吗？周日下午，照例会在波仙珠宝店外面大厅为股东们举办的一场桥牌大赛，这次我们了邀请两位世界级桥牌顶尖高手

Bob Hamman、Sharon Osberg 与大家同乐，此外美国棋两度冠军 Patrick Wolff，也会再度在会场蒙着眼与所有挑战者对奕，去年我特定留意了一下，他确实没有偷看。我个人最爱的牛排馆 Gorat's 为了伯克希尔股东年会破例在 5 月 2 日周日开门营业，从下午 4 点开始营业，一直到晚上 10 点，请记得周日事先若没有订位的人请勿前往以免向隅，要预约请在 4 月 1 日以后打电话(402-551-3733)，若订不到周日的位子，也可以试试其它晚上，记得跟我一样，老练一点地点丁骨牛排加上双份的牛肉丸。周六下午 4-5 点，我们也会为来自北美以外地区的股东举行欢迎会，每年股东年会吸引了来自世界各地的人们参与，查理跟我不想错过与所有参加过的人会面的机会，任何来自美国与加拿大地区以外的股东事先都会拿到参与这项仪式的证明与注意事项。每年股东大会查理跟我都相当尽兴，而我相信你也一样，所以再次欢迎大家到 Qwest 中心参加为资本家举办的年度伍德斯托克音乐节。

沃伦·巴菲特 董事会主席



2004 年纳税申报单 10249 页，伯克希尔已经尽到其应尽的纳税义务。

伯克希尔股东大会实录 2004

2004 年 5 月 1 日 Qwest 中心 1.95 万人

开场白

巴菲特：(掌声)谢谢。早上好。你们中的一些人可能已经注意到在那个电影中使用了一个特技演员。(笑声)阿诺德施瓦辛格就是无法处理其中的一些场景。(笑声)在我们开始之前，我要特别感谢 Andy Heyward，他今天在这里，我不知道我们是否能在人群中找到他，从这里看有点难。Andy 经营着 DIC 制片公司。他为我们画了那幅漫画，让我们为他鼓掌。(掌声) Andy 制作了一部非常出色的电视剧，讲述了这个国家诞生的故事，叫做《自由的孩子》，在过去的几年里一直在公共频道中播出。这对孩子来说很好，但对成年人也很好。我自己也看了几集。今年夏天，7 月，它将在沃尔玛上市，这是一个非常特别的版本。对于那些想为你的孩子或你的孙子挑选一些好东西的人，我想不出一个更好的系列影片可以让他们观看的。再次感谢 Andy。还要感谢 Kelly Muchemore，是她安排了整个制作过程。(掌声)这是 Kelly 的节目，还有你在电影里看到的那只叫达德利的狗——达德利是伯克希尔的常客。我们不把他算在总部 15.8 名员工中，但她和达德利一起处理一切事务。我甚至不考虑这里会发生什么，这点会在会议期间可能会很明显。(笑声)她负责整个展览的布置，真的是所有的事情。Kelly，我不知道你在哪里，但无论如何，非常感谢你。(掌声)

正式商务会议

现在，我们将讨论会议的商业部分。可能会比平时花更长的时间，但请耐心等待。我想首先宣布会议开始。我是沃伦·巴菲特，伯克希尔的董事会主席，我欢迎你参加这次会议。坐在我旁边的是副主席查理·芒格(笑声)。我们会玩得很开心，我希望你们也是。我们一起工作，因为他能听见，我能看见。我的意思是(笑声)，有时候我们不记得彼此的名字，但我们在一起很开心。

现在，任何希望就人类生命国际 HLI(HumanLifeInternational)预计将提交的股东提案或任何其他与股东会议相关的事项发言的股东，现在应前往麦克风区域 1，即我右侧的 121 号区域。或者第二区，在第 221 区，我想在我右边更高的地方。而且——让我看看我有没有这个权利。是的，或者去第 7 区，或者第 105 区，我左边的 7 号麦克风。或至第 205 区，那的麦克风是第 8 号。如果你想谈论任何与会议事务有关的事情——不是会后的问答，只是与商务会议相关的问题，请现在就去，因为我无法在这么大的人群中找到发言的人。当谈到伯克希尔的业务的时候，我们将要求任何关心伯克希尔业务的人站在麦克风前发言。我们会等几分钟。

在商务会议休会之后，我将回答你们可能提出的与伯克希尔公司业务有关的问题，但这些问题不需要在会议上采取任何行动。去年之后，我们收到了一些投诉，有些人问了六七个问题。我希望我们今年不会这样。其实更重要的原因是查理和我在你读到第五个问题的时候，我们已经不记得第一个问题了。(笑声)所以，我们请你只问一个问题。请不要太聪明地把三个或四个问题变成一个。这将使更多的人有机会提出他们的问题。一次只提一个问题，我们会从一个麦克风到另一个麦克风，让尽可能多的人参与进来。现在，我们将一直这样回答问题直到中午，然后我们将休息一下吃午饭，我们将在大约 1 点回来，然后我们将继续回答到 3 点半。可以问任何事情。我们会回答几乎任何问题，除了关于我们可能购买或出售的问题。当然，你也可以自由地四处闲逛，过去买东西。你知道，我们在那边有很多东西要卖。正如我过去指出的那样，在查理发言时离开比我发言时离开更好，(笑声)但你可以在这方面使用你自己的判断。

我想提醒大家，我们禁止对本次会议进行任何录音或录像。如果有人看到录像，我们会请你离开。所以，如果你看到有人这样做，请通知周围的工作人员，我们将不胜感激。因为我们使用的是受版权保护的材料，而像朱迪法官这样的人允许我们使用这样的片段。但它并不打算以任何商业方式使用。所以，我们要求不要录音。

现在，我将首先介绍在座的伯克希尔董事，以及我和查理。我将请各位董事在宣读他们的名字时起立，并请大家不要鼓掌，直到所有人都介绍完。(笑声)我不知道我们这里有没有加州公务员退休基金的人，但他们可以在我们进行的过程中表达他们自己的观点。(笑声)从这里很难看到，所以如果你在我提到你的名字的时候站起来，一直站到最后，我们会看到你是否会得到掌声。

苏珊·T·巴菲特(Susan T. Buffett)、霍华德·G·巴菲特(Howard G. Buffett)、马尔科姆·蔡斯(Malcolm Kim Chace)、大卫·S·戈特斯曼(David S. Gottesman)(桑迪今天在日程上有个冲突。我想，他有一个孙女的成人礼要参加，他明天会来参加我们周一的董事会议)，夏洛特·盖曼(Charlotte Guyman)，唐纳德·R·基奥(Don Keough)，汤姆·墨菲(Thomas Murphy)，罗纳德·L·奥尔森(Ronald L. Olson)和小沃尔特·斯科特(Walter Scott Jr.)，现在你们可以鼓掌了。(掌声)

今天和我们在一起的还有我们的审计师德勤会计师事务所(Deloitte & Touche)的合伙人。他们可以回答您可能提出的有关其公司对伯克希尔账目的审计的问题。在这方面，我要报告的是，在 2004 年 3 月 2 日举行的伯克希尔审计委员会会议上，德勤会计师事务所回答了我建议所有审计委员会向独立会计师提出的四个问题。我们马上

就把这些放上幻灯片。关于伯克希尔，问题和审计师的回答将在以下幻灯片中显示。

我可能会提到，我真的认为对于所有审计人员来说，这些问题应该被问到，至少每年，甚至每季度。我真的认为，如果这么多年来一直遵循这样的程序——不要把它们都吃掉，查理。(笑声)

如果这些年来一直遵循这样的程序，美国公司的麻烦就会少很多。我的意思是，多年来，特别是在 90 年代，坦白说，我认为审计师的警惕性在减弱。正如我所说的，诀窍在于让审计师更担心审计委员会，而不是管理层。这是很自然的，当他们被管理层雇佣时，当他们经常见到管理层，而只是偶尔见到审计委员会时，他们会更倾向于听取管理层的意见，而不是审计委员会的意见。但在我看来，这些问题，如果真实情况被记录在案，我认为会对行为产生非常有益的影响。而一旦记录在案，就意味着审计人员处于危险之中。我曾在很多董事会任职，回想起来，我看到的是，我希望审计人员能提醒我注意的事情。所以我们有这四个问题。第一个我想解释一下。

你可以阅读这个问题，这些是在我们进行的过程中，审计人员对这些问题给出的回答。现在你会注意到，在第一个问题上，有一项是我们一位股东建议我们在会议上提交这些内容。我认为这是个好建议。我认为如果更多的公司这样做，这将是一个好主意。所以我感谢他的建议。

有一些审计人员定义的不重要的项目，但是我们不同意这点，我们认为其是主要项目，我们使用了一种方法，我会进一步解释，这涉及到购买人寿保险，或购买人寿保险的人的再保险——即他们所谓保单贴现(viatical settlements，涉及生病的人将其人寿保险单出售给投资者，以换取一次性付款)。在这方面，我们已经有了的一笔生意。在未来，它甚至可能成为一项更大的业务。在那里发生的事情是，一些人，通常是老年人，有一份人寿保险，他们宁愿自己拥有这笔钱，也不愿让他们的继承人以后得到它。所以，他们想提前套现。正如你所知道的，寿险保单通常有现金退保价值。有时这些现金退保价值相对于保单的精算价值很低。因此，有时这些人希望出售一份保单。前几天，我们有一个案例，一位 79 岁的妇女拥有一份高达 7500 万美元的保单。我从没见过她，但她一定是个了不起的女人(笑声)。该保单的退保金额为 200 万美元。显然，即使对一个 79 岁的健康状况最好的老人来说，这也不是她能得到的足够的钱。但她希望自己能拥有这笔钱，而不是最终死后留给继承人。所以，我们支付了，或者说我们实际上对别人做的交易进行了再保险，我们只拿了其中的 50%，但我将使用 100%的数字。我们再保险了——我们花了 1000 万美元买了那份保单。根据 GAAP 会计准则，我们建议立即将该保单的退保金额减至 200 万美元。嗯，很明显，我们认为它值 1000 万，否则我们今天就不会花 1000 万了。但是，当规则变得

越来越清晰时，要求立即将这笔“亏损”记录下来。我碰巧认为那条规则是错误的。但去年年底，适用于此类保单的总金额为 7300 万美元，反映了我们的购买价格，而不是现金退保价值。2004 年第一季度，我们在这一领域的业务增加了一些，我们再保险的人增加了他们的业务，所以我们得到了 50%。它将在第一季度达到大约 3000 万。因此，我们采用了 GAAP 会计——尽管我们认为它是不正确的。你会在伯克希尔的第一季度报告中看到我们去年的 7300 万费用，以及今年第一季度的 3000 万的费用。信不信由你，这些实际上都是已实现的资本利得。因此，通过在某一天为 X 购买这些保单，并立即大幅减记，这在我们的账簿上变成了已实现的资本损失。我们期望今后从这些保单中获得完全令人满意的回报。这是审计员对问题一的答复中提到的主要问题。

现在，如果我们去第二个问题。现在你们有时间读一下。我喜欢被问这个问题。我读过很多报告，其中的脚注是这样的，即使我再读几遍，我仍然不知道发生了什么。在伯克希尔，我们试图用浅显易懂的英语来写每一件事，我们试图在股东信的正文中解释一些事情，如果人们只是简单地看数字，或者他们可能无法分辨的话，这些事情可能会给人错误的印象。因为伯克希尔变得如此庞大，我们有各种各样的东西在合并报表中被集中在一起，我认为如果我们分开来看会更有帮助。我们每年将致力于以一种最有用的方式分解数字和信息，而不会产生像《世界图书》那样冗长的东西。第三个问题很简单。

第四个问题与 1990 年代在美国企业界非常流行的东西有关，即把数字从一个季度挪到另一个季度，或者把数字从一年挪到另一年。我见过很多这样的例子。这是骗人的。我喜欢谷歌的两位员工前几天说的一句话，他们说，如果数字拿到手时是起伏不定或奇怪的，那么它们拿到公众面前时也会是起伏不定或奇怪的。如果有一些原因需要解释为什么它们是起伏不定的，那么管理人员应该解释它们。但有一件事他们不应该做，那就是从一个季度挪到另一个季度，或从一年挪到另一年，在利润数字方面玩会计游戏。这个现象现在变得非常流行。我希望它正在被监管，并且每年我们将继续在会议上给你们这些问题上我们的答案，并且我们也将报告审计师的答案。

福雷斯特·克鲁特先生是伯克希尔的秘书。他将对会议程序作书面记录。贝基·阿米克小姐在会上被任命为选举监察员。她将证明在董事选举中所投的票数。本次会议的指定代理人持有人是 Walter Scott Jr. 和 Marc D. Hamburg。(常规流程略)

下一个项目是提案讨论，是伯克希尔股东人类生命国际 HLI 提出的一项提议，该公司拥有一股 B 类股。其动议载于委托书中，并规定本公司须每年就本公司及其附属公司于各种政治事业中作出的每项贡献刊发详细声明。

董事们建议股东们投票反对这项提议。我们现在请 HLI 的指定代表发言，介绍他们的提案。有人在这里介绍吗？

汤姆·斯特罗布哈(TomStrobhar)：是的，巴菲特先生。我的名字是汤姆·斯特罗布哈，我是 HLI 的代表。我是来提交关于政治献金的股东提案的。但在此之前，我想给大家介绍一下背景。你们中的一些人可能还记得，两年前，有一项决议要求公司终止其慈善捐赠计划。该决议称，企业的慈善捐款应该帮助而不是阻碍公司，并建议某些捐款，特别是与堕胎和人口控制有关的捐款，正是这样做的。这一提案遭到股东的彻底否决，获得赞成的票数不到 3%。奇怪的是，一年多后，巴菲特明智地终止了这一计划，理由是他的慈善事业对 PamperedChefs 一些员工的生计造成了不利影响。在做出决议时，我们首次得知巴菲特和芒格将资金投向了他们的个人基金会，而不是更受认可的公共慈善机构。尽管前几任董事长的信都赞扬了合格股东的高参与度，但却没有提到占公司 31%股权的巴菲特将捐出近 55%作为慈善。

请问为什么在座的大多数 B 股股东都被排除在外，而他们对该提案的投票被大幅稀释至 A 股价值的 1/200，这显然不太民主。我请你参考 1983 年致股东的信。在谈到为什么不拆分股票时，巴菲特描述了一种他称之为“股东优生学”的东西。巴菲特感叹说，不可能根据“智力、情绪稳定性、道德敏感性或可接受的着装来筛选进入股东”俱乐部的成员。B 类股东请注意，拆分股票并降低进入俱乐部的价格，“将吸引比现有级别更低级别的买家进入，并降低我们当前股东群体的质量”。巴菲特总共向他的私人基金会捐赠了近 1 亿美元，其中大部分是其他股东的钱。这些钱，反过来，几乎全部用于人口控制，以减少人口数量的时候。西方国家，特别是在欧洲和日本，面临着造成经济灾难的人口减少。

慈善捐款与政治捐款有何关系？直到有了一项关于慈善捐款的决议，我们才得到了一些披露信息。同样，在我即将提交的决议中，你们是否发现该公司向各种政治候选人或事业提供了 20 万美元。虽然慈善捐款可能太多，但(我认为)政治捐款可能太少。这主意不一定需要来自公司，而是来自其他股东。如果有政治家或事业，在支持合法的商业利益，为什么不给股东的机会，帮助他们呢？通过公布这份名单，这句话传达给了我们成千上万的股东，他们可能希望用自己的钱做同样的事情。它的成本很低，却可以提供透明度，并为美国其他公司树立了榜样。这也为我们股东俱乐部的所有成员，甚至 B 股股东提供了一个参与和帮助这家公司和帮助他们投资的机会。然后，我想读一下实际的情况，这是我必须要做的。

本议案经股东批准后一个月内，管理层应在布法罗新闻上公布公司或其任何子公司的每笔出资的详细声明。

必须直接或间接地公布，在上一个财政年度内，对任何政治运动、政党、公民投票或公民的捐献，或试图影响立法，公司需指明每项供款的日期及款额，以及获供款的人或组织。

"在首次披露之后，管理层应在随后提交给股东的每一份报告中纳入类似数据。如果没有支付此类款项，则应在年度报告中注明这些事实。"这一提议如果被采纳，将要求管理层告知其股东有多少企业美元被用于政治目的，并具体说明管理层希望用这些资金推动哪些政治家或政治事业。政治献金是用属于集团股东的钱做出的，他们有权知道自己的美元花在了哪里。投票赞成这一提案就是投票赞成充分披露。谢谢。

巴菲特：还有其他人愿意就这项议案发言吗？查理，你有什么意见吗？

芒格：嗯，我更喜欢我们以前的慈善捐赠计划(掌声)，而不是美国大多数公司的做法，由管理层决定。然而，这是一匹死马。它不见了，再怎么鞭打尸体也没用了。(笑声)

巴菲特：死马现在会说话了。(笑声)我只想补充一点，因为它与许多其他公司发生的情况有些不同。就我所知或记忆所及，我不相信查理和我曾要求伯克希尔的任何员工或供应商，提供政治捐款或慈善捐款。我们没有利用我们的职位为我们自己的个人事业榨取金钱，无论是在慈善领域还是在政治领域。是这样吗，查理？

芒格：是的，但我们不应该因为没有要求其他人进行慈善捐款而得到太多的赞誉。想想互惠的含义是什么。

巴菲特：是的。(笑声)但这是一种相当常见的活动。所以我们到了投票的时候。如果任何股东亲自投票，他们现在应该在议案上标记他们的选票，并允许将选票交付给选举监察员。请受委代表持有人亦向选举监察员提交一份有关建议的投票表格，并按照其所接获的指示投票。阿米克小姐，当你准备好的时候，你就可以做报告了。

我的报告已经准备好了。受委代表持有人回应截至上周四晚收到的受委代表时，投票赞成议案的票数为 27287605 票，反对议案的票数为 936045815 票。由于反对该动议的票数超过所有发行在外的 A 类及 B 类股份相关票数的大多数，该动议已告失败。特拉华州法律所要求的精确计票证明将交给秘书，与本次会议的会议记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，阿米克小姐。这个提议失败了。

巴菲特：在我们休会之前，有没有人有进一步的事情要做？(股东：是的)。

巴菲特：你应该走近麦克风 1 才能被认出。我相信我们找到人了。

股东：是的。我是伊利诺伊州桑顿市的保罗·托马西克。我有一个建议，把这次会议的正式部分的规则写在网

上，以便这次会议能够公平和真诚地进行。你想要更多的评论吗？(巴菲特&芒格：不)。(掌声)

巴菲特：好的。这是一个动议吗？嗯，如果你有更多的会议动议，你是想把它们放在网上，就这样？

股东：不。另外三项动议是将公司章程和公司章程放在网站上，将股东如何提出动议写入公司章程，第四项动议是将股东如何提名董事写入公司章程。总而言之，这些动议要求的只是告诉我们规则。我们会跟着他们。就这样了。谢谢。

巴菲特：好的，谢谢。实际上，我认为你对审计委员会报告提出了一个很好的建议，我们已经采纳了。我真的不认为这会增加太多工作，但如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在动议中标记他们的选票——关于动议并允许将选票交付给选举监察员。请代理人也向选举监察员提交一份关于提案的选票，根据他们收到的指示对代理人进行投票。阿米克小姐，当你准备好的时候，你就可以做报告了。我的报告已经准备好了。股东代理人投票结果为 115360052 票反对。由于反对该动议的票数超过所有发行在外的 A 类及 B 类股份相关票数的大多数，该动议已告失败。特拉华州律所要求的精确计票的证明将交给秘书，与本次会议的会议记录放在一起。

巴菲特：谢谢，阿米克小姐。这个提议失败了。我现在请沃尔特·斯科特先生向会议提出一项动议。

沃尔特·斯科特：我提议休会。

巴菲特：休会动议已经提出并获得附议。我们将通过语音投票。有没有讨论？赞成的请说“赞成”。(场外声音：是)。会议休会。(掌声)

股东问答开始

1, 一个愚蠢的建议

股东：乔纳森·米尔斯，来自英国伦敦。我想知道你是否可以评论一下那些人的观点，他们说，由于所谓的利益冲突，你个人应该离开可口可乐董事会，你是否有这样做的打算。

巴菲特：我想说的是，无论谁提出这个建议，他都应该做 500 个仰卧起坐。(笑声)

事实上，查理和我——好吧，我会让查理自己说，我们喜欢这个想法，我们鼓励股东像所有者一样行事的想法。我的意思是，在这个国家，**股东的行为太像绵羊了，在很多情况下，他们被剪了羊毛。**当一些事情发生时，大的机构股东却袖手旁观，如果他们积极行动的话，这些事情可能已经得到了纠正。因此，**我们实际上赞同股东像所有者一样行事的想法。问题是，他们是否能像聪明的主人一样行事。**我认为，在过去的一两年里，随着他们

逐渐觉醒，他们已经在寻找这样或那样的检查清单，以确定董事在特定公司是否合适。坦率地说，清单不能代替思考。董事们真正的工作是为一家公司选出合适的 CEO，并防止他或她越权。如果他们把那份工作做好了，剩下的就会自己照顾好自己。你必须思考一些，以确定这是否正在发生。你不能只通过一个小清单来解决它。

我记得伯特兰·罗素说过，"大多数人宁愿死也不愿思考"。而许多人这样做了。（笑声）

我想我们已经在一些投票中看到了他们的一些想法。坦白地说，如果伯克希尔拥有 2 亿股可口可乐，价值 100 亿美元的股份，却不能做到这一点，那就太愚蠢了。如果我不认为伯克希尔出售飞行安全培训课程的兴趣会让我做一些违背股东利益的事情，那太愚蠢了。我的意思是，这几乎是荒谬的，当他们得出这样的结论时，有些人根本不理解我们伯克希尔的根本利益。如果仅仅以可口可乐为例，我也认为这是绝对愚蠢的。我想可口可乐的董事们甚至还没有看，但我想我们可能每年收到大约 10 万美元。如果我们走进福利院，挑出一个没有收入的人，说，"我们想让你成为一名董事"，然后这个人每年会得到 10 万美元，这是他全部的收入，然后说这个人将是独立的，你知道，当他们 100% 依赖于别人给的收入时，这个人怎么可能是独立的？而我代表伯克希尔，持有 100 亿美元的可口可乐股票，并获得同样的 10 万美元一年的薪资却不被视为独立。因此，我鼓励机构股东以及大股东，像真正的股东一样行事。但我也鼓励他们像业主们一样，在决定采取什么行动和如何投票时，真正地进行逻辑思考。查理？（掌声）

芒格：是的，我认为他们，美国公司，需要相当大的改革。但是，当一位激进分子提出一个愚蠢的建议（笑声 & 掌声），比如认为沃伦·巴菲特进入可口可乐公司董事会违背了可口可乐公司的利益时，这样的改革就是有害的，而不是有益的。疯狂的行为无助于人们所说的事业。

巴菲特：这有点像果园里的切片机，你在那里收集苹果，但在这个过程中你也会捡起很多棍子和石头。所以你有一台带有传送带的切片机。切片机的程序是这样的，每次有红色和圆形的东西从生产线上下来，它就会切下来，但不会掉到岩石上，毁了刀片。当然，这很好，直到一只红气球沿着线下来，然后你得到一个大的爆裂声，机器遵循了它的小准则，但它不再切苹果了。我认为，实际上机构正在真正思考他们作为股东的行为。你会希望，他们在学习进化中，会真正考虑明白什么对公司的股东是好的，但希望不需要太多年的距离。

2、降低欲望是对通货膨胀最好的防御

股东：巴菲特先生，芒格先生，早上好。我的名字是 ZachysSarris，来自希腊雅典。人们普遍认为，我们正

走向一个通货膨胀的环境。在这样的环境下，你会给那些需要保护他们的资本和购买力的投资者什么建议？

巴菲特：最好的事情是你自己有很多赚钱的能力。如果你是城里最好的脑外科医生，甚至是城里最好的律师，不管发生什么，不管人们是否用贝壳来赚钱，或者随着时间的推移，你的购买力都将保持不变。

在投资界，情况更为严峻。但查理和我认为，最好的答案是拥有良好的企业，能够以通货膨胀的方式进行定价，而且不会有巨大的资本投资来应对更大的销售额。几年前，我在我们的年度报告中用喜诗糖果作为一个例子，说明这种企业或多或少能够应对通胀，无论货币发生什么变化，它都能保持投资和价值。

不幸的是，在通货膨胀期间，大多数企业的实际情况都不会好。随着时间的推移，它们的收入可能会有相当大的增长，但他们不得不将越来越多的美元投入到业务中，只是为了保持竞争力不变。你知道，最糟糕的一种生意是，让你一直把更多的钱投入其中却不给你更多的利润，所以你需要的是，能够反映通货膨胀的价格提升，而不是反映通货膨胀的资本投入。但就实际回报而言，通货膨胀是投资者的敌人。

如你所知，美国其他六个国家，出现他们所谓的“通货膨胀保护债券”，美国称之为 TIPS，它的票息根据通货膨胀进行调整，或者说，本金金额根据通货膨胀进行调整。对于那些担心通胀升温的人来说，这是一项不错的投资。顺便说一句，我们开始看到它在这个国家升温。查理？

芒格：是的，考虑到通货膨胀和税收，大多数人将从投资中获得非常小的实际回报。我认为这是世界上的一条铁律，如果在一段时间内，我们中的一些人做得比这更好，我们应该非常感激。对通货膨胀担忧的最大防御之一是，你的生活中没有太多愚蠢的需求。换句话说，如果你没有创造对消费品的大量的不合理需求，那么你对生活的变迁就会有相当的防御能力。

巴菲特：查理，我们可是在另一个房间卖消费品啊。(笑声)在家里这样说是可以的(笑声)

芒格：在我们这不算数。(笑声)

3、不愿为分析师举行特别会议

股东：早上好，先生。我叫拉里·科茨，来自北卡罗来纳州达勒姆。巴菲特先生，在去年的会议之后，我的老朋友和商业伙伴乔治布伦利(George Brumley)给你写了一封信，谈到了几个问题。我参与了这封信的编写工作，并代表他感谢你的答复。在这方面，你建议在这个会议上适当地讨论其中的许多问题。为了表达对他的敬意，我想请你谈谈其中的一个问题，那就是伯克希尔公司目前的股东基础是长期股东，我们该如何完成这部分股东的交

接变换呢？是不是可能会召开一系列分析师会议，以解决机构股东和投资者对伯克希尔公司相对缺乏兴趣、所有权和了解的问题。谢谢。

巴菲特：好的，谢谢。我是说，乔治是个很好的人。一个伟大的分析师和朋友。我不太喜欢和投资者分组开会，比如机构投资者。如果我们有这样的会议，我想我们会希望它对所有人开放。而且，你知道，那会是一部很棒的"作品"。但是我可以理解，为什么你想要见我们的经理，听他们对他们的业务说些什么。所以我们试图在报告中传达很多关于企业的信息，查理，你有什么想法吗？

芒格：我认为它一点也不符合我们的性格。许多公司都花费了大量的精力与分析人员进行交流。伯克希尔的优势之一是，**我们不会把时间花在这方面**，这是一个非常耗时的过程。而且**它确实给了一些股东一些优势**，我们**试图在对待股东中更加平等**，特别是我们撰写年度报告的方式，等等。

巴菲特：是的，我们真的很喜欢我们现有的股东群体。我的意思是，我们不是特别想要吸引新人加入。但我也知道你的观点是，如果现在的股东愿意听鲍勃·肖(Bob Shaw)谈论 Shaw 地毯，或者理查德·桑图里(Rich Santulli)谈论 NetJets，他们就能更好地理解伯克希尔。

但我们也向经理们承诺，**当他们加入我们时，他们不必再听银行家的话，也不必再听投资分析师的话，他们只需要经营他们的生意**。他们可以对生意投入 100%的时间。人们喜欢这样，因此他们的工作效率更高。我的意思是，我们真的没有在这面对我们的经理设置任何障碍。我们知道他们最喜欢做什么，那就是经营他们的业务。坦白地说，他们中的一些人向我表示，他们现在非常高兴，因为他们以前以一种不同的模式在工作。在原来模式下，他们可能会把 25%的时间花在他们不喜欢的活动上，他们觉得自己的工作效率不高。

因此，我们希望向您介绍有关我们生意的信息。相信我，当我写这份年度报告时，查理看着它，我们对自己说，"我们是不是在告诉你，如果我们的立场互换，如果我们是年度报告的接收方，那我们想知道什么？"我们真的试图在报告中加入所有与评估相关的内容。现在，如果你有 1300 亿的市值，对一些赚钱相对较少的业务进行敏锐的洞察真的不是太重要，实际上，**你必须从整体上看**，但任何有价值的东西我们都想让你明白。所以，你知道，我非常尊重你的建议，我也能够理解你的建议。

《华盛顿邮报》有一个股东日，但他们的年会变成了一场闹剧，往往是因为年会的主角是那些抱怨这个或那个故事的人。但股东日非常有用，他们的经理们也会出席，并讨论很多事。但我真的认为，如果我们花六个小时

在这里回答你们关于生意的问题后，特别是我们在撰写年度报告方面已经做了一半像样的工作，我想**我们已经传达了大部分的基本信息**。并且，我们没有试图去和那些想要了解下个季度或明年会是什么样子的观众交谈。

我们真的在寻找，加入我们的股东认为这是一种终身投资。我想说的是，像你们这样的分析师，和我们有着同样的目标，也希望通过这种方式来理解业务。但我的经验，你知道，在与数百人交谈时，有相对较少的人真正在考虑，“我们该买什么，然后永远放在一边？”比如，我们会买一个农场或一栋公寓或其他东西。所以我们会考虑的，但我不想做任何承诺。

4、我们不需要薪酬顾问，我们的薪酬计划简单有效

股东：早上好，先生。我叫 MattSauer，来自北卡罗来纳州的 Durham。关于薪酬，你评论说，人们通常愿接受很多的业绩对赌。中美能源提交给监管机构的一份文件显示，其高管团队可能获得一些有吸引力的潜在薪酬，当然，前提是要达到盈利目标。或许你可以提供一些详细信息，说明制定这种薪酬结构的思路，在此过程中，请使用这个具体的例子来提醒大家伯克希尔的薪酬理念，即按绩效支付与现在更流行的方法之间的关系。如果这样更容易理解和管理，对股东也更有利，而且还能吸引人才，为什么不让更多的公司采用这样的做法呢？

巴菲特：你可以为伯克希尔工作然后赚很多钱——如果你是董事长或副董事长就不会，但它将与绩效有关。没有人会因为平均绩效而在伯克希尔赚大钱。你提到了中美能源的情况。我们中美能源公司有一些非凡的管理人员。就薪酬安排而言，有一天我在想，对中美能源公司的两个关键人物来说，什么薪酬才是合适的。于是我拿了一本黄色的便笺簿，花了大约三分钟的时间草拟了一份提案。我去找了 WalterScott，他是我们的合伙人，现在是薪酬委员会的负责人。我说，“沃尔特，这是我的一个想法，你觉得怎么样？”他看了看说，“我觉得不错”。

我们和两位经理谈了这件事，实际上，当我们展示它的时候，我们得到的结果是，超过 50%的钱给了 CEO 大卫·索科尔(DaveSokol)，不到 50%的钱给了二号人物格雷格·阿贝尔(GregAbel)，他的名字非常好。当我们把它给大卫的时候，他说，“我们就这样吧，我很喜欢，但让我们对半分吧。”这就是这个薪酬计划是怎么来的。

正如你所评论的，这与大多数公司的做法大不相同。我的意思是，大多数公司在制定高管薪酬时都会经过非常复杂的程序。我不认为查理和我曾经花超过五分钟去想任何事情。我们和查克·哈金斯(ChuckHuggins)约好了去喜诗糖果店谈。我们在 1972 年解决了这个问题，到现在仍然有效。约翰·霍兰德几年前接手了鲜果布衣(FruitoftheLoom)。我和他见了几分钟，提出了一些建议，写了一两段话。而这就是我们和约翰的全部。这不是

很复杂。你必须了解企业。在伯克希尔，没有一种公式可以适用于我们所有的业务，那是愚蠢的。你不想让它们变得复杂。我们没有一页又一页的东西，这不是必要的。这在我们和经理之间建立了一种不好的关系。

所以我们所有的东西都非常非常简单。在 GEICO，我们有两个变量，而它们是很重要的。因此，我们从托尼 (Tony Nicely) 开始，我们让每个人都参与其中。我们在接管 GEICO 的时候就解决了这个问题，从那以后一直都工作很好，而且还会继续下去。

但我们不会聘请薪酬顾问，我们没有人事部门。在总部，正如你所看到的，我们没有任何人事部门，我们没有法律部门，我们没有公共关系部门，我们没有投资者关系部。我们没有这些东西，因为它们让生活变得更加复杂，每个人都有参加会议和拜访其他顾问的既得利益，这占用了自己的生活。在典型的大公司里，有一个薪酬委员会。而且，正如我过去指出的那样，他们通常不会让杜宾犬进入竞争委员会。他们寻找被注射了镇定剂的吉娃娃(笑声)我已经担任过 19 个公司的董事会成员了。有一次他们曾经把我放进一个委员会，委任我做主席，然后我被否决了。你还记得吗，查理？(笑)

芒格：我当然知道。由两个非常好的人。

巴菲特：是的，实际上他们是很棒的人。你知道，现在的本质是，特别是萨班斯-奥克斯利法案(Sarbanes-Oxley)，有很多委员会会议。董事会议充满了程序。在桌子的一边，一些人通常会花一两个小时，由人力关系部门和一些外部顾问提供一大堆材料。我从来没有见过人力关系部门的主管或顾问走进来说，"你的这个笨蛋只值你付给他的薪酬一半。"这是不会发生的。这是一种双方利益很少对等的情况。我的朋友汤姆·墨菲曾经把董事们的工作称为"玩钱"，而首席执行官的工作则是他非常关心的事情。

所以随着时间的推移，你会预料到这样的情况会发生。不是慢慢地发生，而是迅速地发生。这其中有一些变化正在发生。但在很大程度上，它不是由 CEO 领导的，董事们也很难完成很多工作。他们拿到一张纸，上面写着与其他地方的比较，每个人都认为他们的 CEO 是前 25% 或什么的。这就产生了棘轮效应。现在股票期权不再受青睐，于是限制性股票出现了。但这个想法是要让 CEO 们的蛋糕变得非常大。如果我需要钱，我可能会做同样的事情。查理？

芒格：嗯，我宁愿把毒蛇扔到我的衬衫前面，也不愿雇一个薪酬顾问。(笑声和掌声)

巴菲特：查理，告诉我你到底喜欢哪种顾问？(笑声)他不会回答的。

5、我们没有投资类别的优先排序清单

股东：沃伦和查理，早上好。我叫莫·斯宾塞来自内布拉斯加州的滑铁卢。几年前，你列出了四、五种你认为适合伯克希尔的投资工具，我相信包括普通股、长期债券和套利机会。根据您在今年的年度报告中的评论，我想知道您是否可以回顾一下这份清单，按照优先顺序，并对它们进行具体评论，包括当前的套利环境。

巴菲特：是的。嗯，你所说的项目，你可以用高等级债券来细分，你知道，相对于垃圾债券。你提到的项目都是备选项。查理和我坐在一起，思考用伯克希尔的钱做什么最好。这是一个相当简单的命题。有很多事情，我们觉得自己有能力做出判断。也有很多事情，我们没有能力做出判断。因此，我们希望将领域缩小到我们认为可以理解的投资。尽管有很多我们不能理解的东西，但还是有一些合理的数量。

你知道，我今天说的任何话，都可能在明天改变。我们不会只考虑类别本身。在像 2002 年夏季到秋季中期这样的时期，垃圾债券变得非常有吸引力，我们买了很多。但我们没有做出购买垃圾债券的重大决定，我们只是开始看到一些东西，一些个别的项目，开始向我们尖叫，你知道，“买，买，买。”然后就结束了。

所以我们不会在早上去办公室的时候优先考虑我们的投资类别。你知道，我们有一个开放的思想，如果我们那天看到了什么有价值的机会，我们就会从短期现金中取出资金，然后投入其中。这可能是套利——但套利是一种很难达到对伯克希尔产生重大影响的规模的游戏。我的意思是，做大的交易，这是我们过去成功做过的事情。多年来，我们在套利交易中赚了很多钱，过去也一直赚了很多钱。

但查理和我没有一份我们每天、每月或每年都要讨论的关于优先排序类别的清单。我希望他能有一个好主意，他也希望我能有一个好主意。当我们遇到了一个好机会，我们就会推动其进展。这些好机会现在必须变得规模非常大才行，这是我们目前的一个限制因素。

如你所知，如果你读了年度报告，你知道，我们在货币方面采取了重要的立场。就我之前提到的交易而言，我们购买的类别是保单贴现。我们对任何我们能理解的事情都持开放态度。查理？

芒格：是的，你要求我们在两三个我们目前不太感兴趣的活动中确定一个优先顺序，而这不是我们花很多时间在的事情。换句话说，我们之所以有这么多现金，是因为我们目前不太喜欢这些领域。花时间去思考你显然不会做的事情的先后顺序，对我们来说是毫无意义的。

巴菲特：是的，当我们在 2002 年夏天到秋天购买垃圾债券时，我们是以购买普通股的心态购买那些垃圾债

券，我们将其限制在我们可以理解的垃圾债券的范围内，而远远不是整个类别，我们实际上是在购买到期收益率为 30%、35%或 40%的东西。有趣的是，在 12 个月内，一些收益率为 30%或 35%的债权的价格上涨到了收益率仅为 6%的水平。当你想到这发生在一个没有遭受经济萧条或其他痛苦的国家时，这类投资真的不错。我的意思是，证券市场的价格波动令人吃惊。当市场在我们理解的方向上出现令我们震惊的价格时，我们会采取行动。

但我们今天不知道明天要做什么，我们可能现在会做一些事情，我们可能明天会做一些事情，但我们不会就此举行任何委员会会议。还有，这个行业里有人说，"你应该把 50%的钱投在债券上，35%投在股票上，还有 15%现金。"我们不会经历这样的事情。我的意思是，我们认为这是无稽之谈。

你有什么想法吗，查理？显然他没有进一步的想。 (笑声)

6、预测高增长率是非常危险的

股东：早上好，先生。我的名字是 TonyAdo，我来自新泽西州。巴菲特先生，我的问题是关于企业估值和增长。在你的信中，你提到了用贴现率与增长率之差除以收益的折现公式。

但是如果增长率大于贴现率，如果我们使用这个公式，那么我们得到一个负数。有一种方法，暂且称之为方法 A，就是设两个增长阶段，一个是高增长阶段，第二个是低增长阶段。第二种方法 B，是估计公司第三年的收益，然后乘以平均市盈率，得出价格。我不知道你用的是方法 A 还是方法 B，如果不是，我想问一下巴菲特先生，如果增长率大于贴现率，你怎么估计一家公司的价值？

巴菲特：嗯，你指出了有趣的数学关系。因为如果你用的是现值贴现公式，你放入的增长率高于贴现率，正如你所假设的，答案当然是无穷大。周围有很多管理层喜欢认为他们的股票价值无穷大(笑)，但我们还没有找到这样的人。大约 30 年前，一位名叫[David]Durand 的学者发表了一篇名为"圣彼得堡悖论"的论文，其中就涉及到这个问题。我们的办公室里可能有一份副本。我猜，如果你在谷歌上输入 Durand 这个名字，输入圣彼得堡，你可能找到那篇文章，尽管网络对老文章来说并不那么好。所以如果你想要的话，我们办公室的人会找找看，看看能不能找到这份副本。

预测高增长率是非常危险的，因为你陷入了这个悖论。如果你说一家公司的增长率从现在到审判日将是 9%，然后你使用 7%的贴现率，你会得到一个无穷大的数值。这就是人们遇到很多麻烦的地方。在很长一段时间内预测极高的增长率的想法已经导致了投资者亏损，你知道，那是一笔非常非常大的一笔钱。

只要看一看财富 500 强，看看 50 年前的这些公司，有多少公司真正保持了远高于 10% 的增长率。这不是一个容易实现的目标。当你上升到 15%，你知道，这就更不可能了。因此，预测高增长率确实存在危险。

而查理和我几乎永远不会预测很高的数字，这样做会损失很多钱。你可能会因此错过一些机会，但我还没见过有人能一直成功地做到这一点，这也是你遇到的悖论。查理？

芒格：很显然，你是对的，当你得到一个无穷大的数学结果时，你应该后退一步，意识到那是不可能发生的。当然，人们所做的是预测增长率将会下降，甚至最终会停止，然后你会得到更真实的数字。

7、纽交所专家制度运作良好

股东：是的，我的名字是杰克·奥尼尔。我来自明尼苏达州的新布莱顿市。谢谢你给我在这里提问的机会，也谢谢你给我向你和查理学习的机会。我有一个两部分的问题，我正在回答第一部分，这是关于我对这个国家在国债膨胀的情况下还能持续多久的担忧。我的第二个问题是，你对纽交所对专家的需求有何看法？谢谢。

巴菲特：查理，你想解决这个问题吗？(笑)

芒格：好的，谢谢你，沃伦。(笑声)总的来说，我认为专家制度多年来运作得相当好。最近可能有一些麻烦，但平均下来，它在很长一段时期内都运行得很好。有些人整天站在那里赚了一大笔钱，对此我并不感到震惊。

巴菲特：查理实际上有一家专业公司，你应该知道这一点。这就是为什么我把这个问题交给他，尽管他说了一些冷嘲热讽的话。(笑声)你和 Jack(Wheeler)在太平洋沿岸证券交易所担任通用汽车的专家有多久了？

芒格：大约 13 年。

巴菲特：你们现在面对的是一位经验丰富的专家。

8、巴菲特预言衍生产品会带来“大问题”

股东：早上好，先生。我是来自亚利桑那州凤凰城的尼尔·斯坦霍夫。在美国，我对未来的担忧有很多不同的原因。比如政府和个人积累的债务。比如使得五大高管受益的股票回购仍在继续，比如衍生品的疯狂和市盈率过高的市场，这是疯狂的。你对此有什么意见吗？

巴菲特：好的，你想让我们评论哪一个？你只有一个问题。(笑声)

股东：衍生品。

巴菲特：衍生品。嗯，查理和我已经表达了我们对衍生品的看法。你知道，我们认为，在任何一年，衍生品

导致或严重加重金融创伤的可能性都不会很高。但我们认为这种可能性是存在的。

我认为像房地美这样的机构很吸引人，他们肯定有很多很多金融分析师在关注，可能甚至有数百名金融分析师在关注。他们有一个监督办公室，有一个由国会创建的机构，大概有委员会对他们的交易活动感兴趣。就固定收益市场而言，董事会中有两位最聪明、级别最高的人，马蒂·莱博维茨(MartyLeibowitz)和亨利·考夫曼(HenryKaufman)，还有一群其他非常优秀的董事。而且，在一名审计师在场的情况下，他们在相当短的时间内就虚报了约 60 亿美元的收益。所有这些都没有计入衍生品，在任何地方 60 亿都是真正的钱，其中很大一部分是由交易活动和衍生工具促成的。现在你可以看看房地美 2000 年的年报，不管是 2000 年还是 2001 年。你可以读脚注，你可以读审计报告。你可以看到一群高水平的，非常聪明的管理层。你可以感到安慰的是，华尔街有几十个人，他们的工作就是跟踪相对较少的股票，他们一直在研究这个问题，而且他们一直在召开电话会议。最后，发生了什么？它是 60 亿美元的虚报。如果他们愿意的话，可能会是 120 亿。

衍生品可能会带来很多麻烦。正如我们所指出的，查理和我目睹了这一切。当有衍生品交易时，特别是复杂的交易。如果是普通的交易，也许人们不会遇到大麻烦，但当你有一个复杂的衍生交易，投资公司 A 的交易员在一边，投资公司 B 的交易员在另一边，他们记录了一笔交易，这肯定是他们两人之间的零和游戏，但两人当天都在账簿上记录了利润，我从未见过这种情况，他们两人都造假了，这会导致很大的麻烦。而且麻烦规模绝对是巨大的，而且一直在变大。我会告诉你，我知道一些公司的管理层有很大的衍生交易活动，而且他们并不关心正在发生的事情。

我们没有搞清楚通用再保险证券做了什么，我们试着不去想它，但我们也做不到。但这还远不是最广泛流行或最复杂的衍生品交易。我们在所罗门也有同样的经历。但无论所罗门的数字是多少，在今天都会是一个很大的倍数。1991 年的一个周日，我们让律师准备所罗门的破产文件。如果财政部没有反其道而行之，我们会在曼哈顿的某个地方找到一位法官。他可能正看棒球，吃爆米花。我们会走到他的门口，说，"你知道，所罗门的情况是这样的。有 1.2 万亿美元的衍生品合同，交易另一方的家伙认为是好的，但他们不会有任何收益"，以及其他很多事情，你知道，"这关系重大。"

在证券世界中，很多东西都是相互关联的，而人们并不希望它们相互关联。世界各地的人都在采取类似的策略，就像长期资本公司出现问题时发生的那样。而金融世界在某种程度上是一触即发的。人们总想要抢先一步，

赶在别人前面。当你有大量的交易时，很多人只是模糊地了解，你正在创造一个潜在的巨大风险，可能会因为一些其他的外生事件而引发大规模的违约。这可能会对金融市场造成很大的破坏。所以我们认为它们在社会上广泛使用是危险的。不过顺便说一句，我们自己也使用它们，我们让他们做抵押，并从他们身上赚了钱。

但我预测，在未来 10 年的某个时候，你会遇到一些非常大的问题，这些问题要么是由人们在衍生品方面的交易活动引起的，要么是由这些交易在很大程度上加剧了这些问题。查理？

芒格：是的，我认为你所说的麻烦的一部分是因为人们没有充分考虑后果的后果。这是一个常见的错误。

你开始尝试对冲利率变化，这是一个非常复杂的事情，当你有一个抵押贷款投资组合，人们可以选择提前偿还抵押贷款。然后，在会计惯例下，对冲开始使季度业绩变得起伏不定，而不是像所有机构分析师喜欢的那样，变得好看和规律。然后他们给了我们另一批衍生品来平滑回报。好吧，现在你已经演变成说谎了。

一开始就够复杂的了。但是当你在这个过程中加上谎言，这就像疯帽子的茶话会。然而，这种情况发生时，董事会中坐着的都是金融经验丰富的知名董事。这表明，复杂并不能拯救你。

必须有人要根据常识说，“我们只是不这么做”。这太难了。

巴菲特：查理是所罗门公司的审计委员会成员，他们把它变成了六七个小时的会议。我认为你发现了错误的标记，在一份合同上有数千万美元。是不是这样？

芒格：我认为公平地说，这是疯狂的，会计师出卖了我们。(笑声)

巴菲特：嗯。这是有趣的东西。如果你心情不好，你可能会去参加某个公司的股东大会，这家公司在衍生品方面有很大的头寸，你可能会盘问 CEO 一些比较深奥的交易。它们变得非常非常复杂。在试图弄清楚后果方面，他们的想法令人难以置信。有一件事你可以肯定的是，参与衍生品交易的交易员肯定希望在一年内或一到两年内实现盈利，因为他们经常地根据当年合同的数字获得奖金，而合同却在 20 年后完成，因为其中一些是非常长期的。最后，当后果落到公司头上时，这些交易员就会消失。

任何时候，只要你有动机，和聪明的人一起，做错事，你就会得到错误的评价，或者受到诱惑，以不恰当的方式去冒险。最初对衍生品的争论是，它会分散风险。你知道，可口可乐公司面临着外汇风险，或者一些银行面临着利率风险。理论上你可以使用这些衍生工具来分散整个系统的风险。事实上，现在有很多人坚持这种观点。

我想说的是，在很大一部分时间里，这可能是可行的。但重要的是，当这个体系加剧了风险，并将巨大的信

贷风险置于极少数机构的时候。相信我，可口可乐公司在一年内承受外汇或利率风险的能力，要强于某些拥有大量头寸的衍生品交易商。我认为，实际上，金融系统中衍生品带来的风险，比衍生品的支持者所说的由于衍生品活动而分散的风险要大得多。

9、比尔·盖茨不会伯克希尔董事长

股东：早上好。来自伊利诺伊州芝加哥市的罗伯特·皮顿。非常感谢你对投资和生活的无数真知灼见。我的问题与比尔·盖茨有关。你曾公开表示，比尔·盖茨可能是你一生中遇到的最聪明的人。查理，很抱歉。

巴菲特：不，我还没有这么说——但你已经说的很接近了。(笑)

股东：你还提到他可以做你的工作，但你可能做不了他的。

巴菲特：完全正确。

股东：好的。因此，在这种情况下，考虑到他的才能、他的成就，以及他在微软内部将优秀人才凝聚在一起的能力，你会考虑让他以两种方式之一成为伯克希尔未来的董事长吗？

巴菲特：是比尔让你这么做的吗？(笑声)

股东：他没有。

巴菲特：我知道。你知道，这不是一个疯狂的建议，但我们有一个更好的答案。比尔可以把我的工作做得很好。而我不能做他的工作。但我们在伯克希尔公司内部至少有四个人，在很多方面都能比我做得更好，他们可能只在某一两个方面做得不够好，但他们会是很棒的接班人。在这种情况下，我们比伯克希尔历史上任何时候都幸运。如果你回到 15 年前，我们没有四个这样的接班人。当我们增加业务时，不难想象会有更多潜在的未来领导者来自这些业务，所以我们的装备精良。我们将有一位来自伯克希尔内部、已经存在很长时间的经理人接替我，除非发生非常不寻常的事情。如果是比尔接班，这也不一定是个缺点。但我们现在的方式有一个优势，我们都真的很喜欢伯克希尔的文化，拥有一个在那种文化中经营多年的人是一个优势。另外，我们已经看到了它们是如何工作的，我们知道它们的优缺点。我们现在人才配置很好。

我认为，在某种程度上，比尔花在微软的时间更少了，盖茨基金会可能会占用他更多的时间，我真的不认为他对我的工作感兴趣，尽管他可能对现有的薪资水平垂涎三尺。(笑声)查理？

芒格：我没有什么要补充的。

10、提高投资知识的阅读清单

股东：我叫奥利弗·格劳萨(Oliver Grauss)，来自奥地利维也纳。我学过经济学，读过大约 40 本关于投资的书，我想成为像你一样成功的投资者。巴菲特先生和芒格先生，当你们两位都还年轻，投资资金少得多的时候，哪一种出版物最能让一些优秀的投资点子成功？你平均每周花多少小时阅读关于公司的信息？谢谢。

巴菲特：嗯，与现在相比，当我们年轻的时候，我们花了相当多的时间研究公司。但如果我们再来一次，我们会以几乎相同的方式再来一次。我们会看所有我们能理解的东西。在这方面，世界并没有改变。可能有更多的人在做这件事，但现在有更多的公司可以看。**我们会阅读我们能够理解的商业和行业的一切。**对我们来说，我们会寻找那些相对于价值来说非常便宜的东西。我们将拥有一个巨大的优势，因为我们将用更少的资金来工作，这意味着潜在创意的范围将更大。但在我看来，与 50 年前相比，现在的证券分析并没有什么不同。查理？

芒格：是的，我们读了很多书，也思考了很多。**我不知道有谁是不读书的聪明人。另外，单凭阅读这一点是不行的。你必须要有的一种性情，即抓住正确的想法，并用这些想法去做一些事情。**我认为大多数阅读量大的人都没有这种必要的性情，他们只是抓住了想法没有行动，或者只是被大量的材料弄糊涂了，这当然是行不通的。

巴菲特：是的，可能是这样的——菲利普·凯瑞特(Philip Carret)曾经说过要有“金钱头脑”，我会把它称为“商业头脑”。而且，虽然有些人拥有相同的智商，但当中有些人就做得比其他人更好。**性情是最重要的。**

我的意思是，如果你不能控制自己，不管你在这个过程中发挥了多大的才智，那么你都会遇到灾难。我和查理都看到了一个又一个此类案例。**这不是一个需要非凡智慧的行业，但它确实需要非凡的纪律。**

这应该不是很难。但当我环顾投资世界时，显然这是相当困难的。我的意思是，几年前整个世界在投资方面都有些疯狂。你会对自己说，“怎么会发生这种事？难道他们没有从以前的人身上学到任何东西吗？”但是，你知道，**我们从历史中学到的是，人们不会从历史中吸取教训。**你肯定会在金融市场上看到这一点。

顺便说一句，你提到了书。查理，你今年没有推荐任何书吗？

芒格：有一本我非常喜欢的书我买不到，因为它只在英国出版。但它会在适当的时候到达这里。这就是约翰·格里宾(John Gribbin)的《**深奥的简洁**》(Deep Simplicity, 2005)。这是一本非常棒的书。当然，也有一个很棒的书名，这是我们一直在寻找的东西。

巴菲特：我一直在读《万物简史》(A Short History of Nearly Everything)，你知道，读到 18 世纪人们思考

如何计算地球重量之类的东西，令人印象深刻。(比尔·布莱森 Bill Bryson，英国皇家学会荣誉院士，詹姆斯·乔伊斯奖、塞缪尔·约翰逊奖等多个文学奖获得者，著有《万物简史》《人体简史》)

你会认为，会这样做的头脑在金融事务中会做得很好。但是，如果你还记得的话，艾萨克·牛顿一生中的很大一部分时间都在试图把铅变成金子。他可能会成为一名优秀的股票经纪人。(笑声)但这并没有在经济上给他带来多大帮助。查理比我更了解艾萨克。

芒格：牛顿的大部分净资产都投入了南海泡沫。所以他陷入了一种绝对的扭曲的狂热。他是世界上最聪明的人。所以光靠智商高是不行的。

11、对财政部打击避税行为的赞赏

股东：我是马丁·韦根(Martin Wiegand)，来自马里兰州的 Bethesda。感谢您举办这个精彩的、有教育意义的、有趣的周末。(掌声)在今年的年度报告中，面对某些报纸专栏作家和(美国财政部负责税收政策的)助理部长帕梅拉·奥尔森的批评，你为伯克希尔的纳税记录进行了辩护。与其他大公司(尤其是保险公司)相比，伯克希尔是否支付了公平的份额，以便我们可以自豪地穿上印有美国国旗的伯克希尔运动服？

巴菲特：好的马丁，谢谢你的到来。顺便说一句，帕梅拉·奥尔森今天也在这里。我不知道她是否能站起来。但我欠她一个道歉。作为一名公务员，她做得很好，我在年度报告中取笑了她一下。但实际上，她在财政部积极工作，打击避税和一些查理和我认为不应该存在的东西。所以我很欣赏帕梅拉。就像我说的，如果她能站起来，那就太好了。(掌声)我昨天和她见了面，她告诉我一些我自己也看到的事情。但是有一些已经既成事实的事情，在某些情况下，是由最著名的审计公司赞助的，你知道，这绝对是令人厌恶的，这也是为什么，至少在我看来，中产阶级可能支付了比他们应该支付的多得多的钱来筹集维持政府所需的全部资金。正如我们在报告中指出的，伯克希尔是美国财政部的主要贡献者。正如我所提到的，如果全国有 540 个实体缴纳和我们一样的所得税，那么其他人什么都不用缴，也不需要缴纳社保金了，什么都不用缴纳。我的意思是，我们可能拥有免税债券，我们也拥有支付股息的证券。但我们支付的税收相关费用占我们收入(包括资本利得)的比例非常非常高，我们支付的是全额 34% 的公司税率。所以出去买印有国旗的鲜果布衣的内衣吧，你有权穿上它。(笑)查理？

芒格：我没有什么要补充的。但你低估了我们的主要客户会计师事务所，在他们开始出售这些欺诈性避税手段以换取或有费用时所产生的罪恶。他们中的一些人向我解释说，他们是一个道德上的避税者(笑声)。他说，"其

他公司把这些卖给任何人，而我们只卖给我们最重要的 20 个客户，这样它们就更有可能会保守秘密。”

巴菲特：是的。当然，律师们会给出意见书。如果公司真的被发现这些东西(指欺诈性的避税)，他们希望甚至没有人能够发现，因为它们是如此晦涩，错综复杂。他们希望在律师们希望写好了意见书后就可以走了。当国税局来的时候，公司可以挥舞着那封信说，“好吧，天啊，我们很抱歉我们犯了错误，但我们是根据律师的建议这么做的，因此你不应该评估欺诈处罚或任何东西”。我的意思是，我们不想把律师排除在外，查理。(笑)

有人来过我们的办公室(游说我们这么做)，这不是我们使用的审计公司，我想澄清这一点。但是，这些顶级审计公司的人带着这些提案来到我们的办公室，他们说，我们必须签字放弃一定比例的存款。然后他们会给我们这些“特殊的方法”。你知道，这通常会涉及到大约 20 个离岸信托公司和世界各地的合作伙伴关系等等。这些设计的一部分就是让这么多实体参与进来，这样返回这里或那里弹出的数字，没有一个代理能够弄清楚整个交易是什么。你知道，那些不交税的人，正是因为这样做了，反而增加了这个房间里的人的税收。因此，我赞赏帕梅拉在这方面所做的努力，我们还需要做更多的努力。

12、投资中数学很重要，但不需要高等数学

股东：早上好。我是来自德国的 JohannFreudenberg。芒格先生，你在一次演讲中说，科学往往只能通过数学来揭示，好像数学是上帝的语言。你能详细解释一下吗，特别是告诉我们为什么数学经常反映现实？谢谢。

芒格：事情就是这样。(笑声)这就好像上帝创造了这个世界，只有精通数学的人才能理解它。我认为你可以很好地处理普通的人类活动。但是如果你想理解科学，没有数学是不行的。事情就是这样。在商业中，如果你不懂数学，你就会成为一个笨手笨脚的人，但好处是你不需要知道任何高等数学。

巴菲特：查理，了解高等数学可能是一种劣势。

芒格：我想是的。因为你在寻找机会使用这个奇妙而复杂的工具。总的来说，这并不像仅仅使用简单的数学计算那样有效。

巴菲特：是的。当我母亲给我唱关于复利的歌时，我觉得我的数学才识真的没有必要再往前走了。(笑声)

13、巴菲特在沃尔玛犯下的 100 亿美元的错误

股东：我叫大卫·法洛，来自明尼苏达州明尼阿波利斯市。谢谢你们，沃伦和查理。几分钟前，你提到了以史为鉴的重要性。你从过去几年没有进行的投资中学到了哪些让你现在后悔没有进行的东西？

巴菲特：我们所犯的错误有两种，其中一些是重大错误。第一种是我们根本没有投资我们认为很便宜的东西，也许是因为我们甚至没有足够努力地看清整个清单，或者**因为某种原因我们没有采取行动**。第二种是开始做一些本可以是非常大的投资，**却没有最大化它**。查理坚信：当你可以做些什么的时候，你不应该坐在那里吮吸你的拇指。当有事情发生，应该做的时候，你就应当全力以赴。这就是我们一直在努力做的，但也有这样的時候，通常发生的情况是，当我开始以 X 的价格买东西时，价格上涨了 1/8，或者是一些令人无法忍受的价格，我就退出了，或者是等待价格回跌。在某些情况下，我们错过了数十亿美元的利润，因为事实上，我已经被锚定在某个初始价格上，而我本可以随后买入更多，这点上涨真的是无关紧要的。

芒格：你还有什么比沃尔玛更糟糕的事情要坦白吗？

巴菲特：没有了，沃尔玛现在已经错失 100 亿了。(笑声)我让我们损失了大约 100 亿。我决定以每股 23 美元左右的价格，买入 1 亿股拆股前的沃尔玛股票。查理说，这听起来不像是他想出的最糟糕的主意——我的意思是，我这是在赞美他。(笑声)然后，我们买了一点，价格上升了一点。我想，“嗯，也许它会跌回来”或什么，谁知道我在想什么？只有我的心理医生能告诉我。因为不愿多花一点钱，目前的(机会)成本在 100 亿美元左右。

也有其他的例子。不幸的是，未来可能会有更多这样的例子。但另一方面，这并不困扰我们。我的意思是，仅仅谈论一下这个问题可能是有指导意义的，我很乐意回答这个问题。但最终，我们会在伯克希尔公司犯下很多错误。我们过去做过，将来也会做。你知道，如果你打高尔夫的每一杆都是一杆进洞，那你对这项运动很快就会失去兴趣。所以你必须偶尔往树林里打几下，只是为了让它更有趣一点。我们尽量不要经常这样做，但这些都是我们会犯的错误。我们可能不会犯那种让我们损失很多钱的错误，尽管我们在 Dexter 鞋业犯过。我想，将来你会发现，**我们在投资中犯的错误更多是错过，而不是过错**。查理，你还想再补充吗？

芒格：是的。**至少我们在不断地回想过去我们错失的机会**。虽然这些不会影响财务报告，但这些就是你曾可以做却没有去做的机会，而大多数人不会费心去想它们。至少我们不会犯这样的错误(不去回顾我们错失的机会)。正如我们刚刚所做的那样，我们对自己的错误和错失的机会嗤之以鼻。

14、很难找到一个好的、诚实的投资顾问

股东：沃伦和查理，我叫彼得·布罗奇，来自马萨诸塞州的贝弗利。我要感谢你们帮助我成为一个更好的商人和投资者。也许更重要的是，你以身作则，在道德的罗盘上为我指明了一个真正的方向。虽然我所受的教育非常

棒，但我发现，由于我拥有一家成功的企业和一个很大家庭，我没有时间来应用我在伯克希尔学习到并且已经非常习惯的研究方法去投资。请想象一下，如果你年轻了 30 岁，而且你的投资打卡机上还有几个洞。如果你处于我的情况，你会在伯克希尔之外分散你的投资吗？在这种情况下，你会如何选择投资顾问？或者就像查理在给基金会致辞时所说的，你会通过普通股的形式去寻找另外两家伟大的公司进行投资吗？

巴菲特：查理，你为什么不试试呢？

芒格：嗯，你当然要继续寻找(伟大的企业)，这是生活乐趣的一部分。但我想说，**这当中主要的教训是，你不太可能在一生中找到很多这样的机会。当你找到一个你真正思考过并有信心的机会时，请看在上帝的份上，要倾注全力。认为拥有投资技能的聪明人应该拥有高度多样化的投资组合，这种想法是疯狂的。这是一种非常传统的、常见的疯狂。**所有的商学院都在教授这门课程，但他们错了。(掌声)

巴菲特：寻找其他投资顾问是一个棘手的问题。我的意思是，当我在 1969 年底结束我的合伙关系时，所有这些合伙人都指望着我，因为我要给他们寄回一大笔钱，你知道，我觉得有义务至少为他们提供一些投资代方案。我推荐了两个人，我知道他们非常好，非常诚实。不久前，我们将其中一人列入董事会，并在今天重新选入了董事会，他就是桑迪·戈特斯曼(Sandy Gottesman)，另一人是比尔·鲁安(Bill Ruane)。当时，我已经在投资界呆了很长时间，我只认识这两个人，但他们或多或少是我的同龄人。多年来我很了解他们，也和他们相处了很长时间。因此，我不仅知道他们的投资成果，而且知道他们是如何实现这些成果的，这一点非常重要。而我不了解现在这一代的投资经理。但事实是，以我认识的人的数量，在我年富力强的时候，我也只能找到两个人，这说明了**寻找优秀资产管理者的困难**。我几乎可以向你保证的一件事是，**四处游说机构投资者投资的营销方式不太可能满足对投资能力的长期测试，有时也没法满足对诚信的测试。**

发现优秀的投资者并不是一件容易的事。我认为这可能取决于你时间的长短，你提到你有孩子和生意，以及你可以花在投资上面的时间。如果你对投资世界有所了解，并且对正在发生的事情有一定的基础知识，你可以发现一些可投资的东西，你知道，就像我们几年前在垃圾债券上做的一样，或者像我们几年前在各种东西上做的一样，特别是当股票更便宜的时候。**你偶尔会看到一些你应该出击的机会。**正如查理所说，这才是你真正要做的。我的意思是，这个房间里的一些人很多年前就买了伯克希尔的股票。而事实是，他们不需要多样化。我就是这样，查理也是。要知道的是，**你只会偶尔看到机会，不会每天或每周都看到。**

如果你认为你每周都能看到机会，那么你就会损失很多钱，因为人们会跑来告诉你，他们找到了机会，他们可能不像我们在上午电影中遇到的那个家伙那么明目张胆(笑)，但他们是他们的一个版本。查理？

芒格：最近的情况表明，**挑选投资经理的工作比我以前想象的还要难**。在管理美国共同基金的机构投资经理中，有相当一部分人实际上接受了贿赂，**因为他们背叛了自己的股东**。就好像一个男人走到你面前说，“我有一个很棒的提议。为什么我不杀了你的母亲，然后我们平分保险金？”这是多么的荒谬。然而，相当多的人说，“哎呀，我想要一些保险金。”他们就这么做了。

巴菲特：而且他们之前已经很富有了。

芒格：是的。他们中的很多人都因为这个疯狂的决定而毁了自己。我认为他们中的许多人可能会认为结果是不公正的。我是说他们的垮台。

巴菲特：当然，有趣的是，这是一个巨大的行业，不从事这一行业的人非常希望这个行业的声誉不被玷污。他们中的一些人必须知道发生了什么，我很难想象大多数大型共同基金管理公司，甚至那些没有参与上述活动的人都没有意识到这一点。我的意思是，如果你在这样一个行业，你会听到正在发生的事情。而投资公司协会则忙于在一次又一次的会议上自我吹嘘，并与立法者相处得非常融洽。直到举报人向艾略特·斯皮策(纽约州司法部长)告发之时，他才以一种非常强硬的方式在一群工作非常消极的同事中，揭露了正在发生的事情，并把它放在了头版。但这个行业本身，有成百上千的人，**大多数人都知道发生了什么，而且持续了很长时间，但他们一句话也没说，这让人非常疑惑**。

15、投资专家所谓的资产配置模型只是一种销售手段

股东：大家好，我是鲍勃·克莱恩，来自洛杉矶。在回答前面的问题时，你已经谈到了资本配置的问题。但我想知道你是否可以从风险管理的角度来阐述。华尔街和金融规划公司对他们的资产配置模型收取很高的费用，比如，50%股票 40%债券策略模型等等。我知道你采取了一种更加机会主义的方法来构建投资组合和管理风险，正如你在垃圾债券的例子中所提到的那样。所以我只是想让你们说清楚，如何将价格和价值作为风险管理和资产配置的工具，而不是带着预先设想好的每个资产类别应该分配多少的想法来做这件事。

巴菲特：是的，我们认为**将风险最小化的最好方法是思考**。(笑声)

你的想法是“我现在有 60%的股票和 40%的债券”，然后因为一些重大事件发生了，就说“现在让我们把它们

比例调整到 65/35", 就像华尔街的一些策略分析师说的那样。我的意思是, 那纯粹是胡说八道。60/40 或 65/35 这根本没有任何意义。你的默认头寸永远是短期的货币资金投资。当你看到任何聪明的事情, 你就应该去做。你不应该试图达到那种(特定的资产配置比例的)目标。我觉得这很有趣, 我昨天刚读了一篇文章, 文章写道关于谷歌的这两个人, 以及他们将面临的所有问题, 因为他们每个人都将得到几十亿美元, 他们有这个或那个可怕的问题, 因此他们需要律师, 还需要资金。我的意思是, 我几乎想去 hallmark 商店, 给他们寄一张慰问卡。

实际上他们不需要任何人。这些人比那些来找他们的人更聪明, 他们没有什么大问题, 而且他们有能力自己思考。有问题的人是那些想把他们的服务卖给他们的人, 并且要说服他们有问题。但是, 当你谈论资产配置时, 你看到的太多其实只是推销。他们想说服你, 如果你不知道如何确定应该是 60/40 还是 65/35, 那么你就需要这些人。可事实是, 在投资中你根本不需要他们。大多数专业人士告诉你, 如果你不听他们的话, 并注册他们的服务, 你会遇到很大的麻烦, 你知道, 他们擅长的是销售。

这就是我在畜牧场工作的前妹夫过去常说的, 人们总是会想办法把牛卖出去。我问他"怎么才能让农场主雇佣你而不是其他人, 去把牛卖给客户呢? 你知道, 牛就是牛, 任何客户都会用同样的方式买的"。他厌恶地看了我一眼, 然后说: "沃伦, 重要的不是你怎么卖他们, 而是你怎么告诉他们"。华尔街有很多这样的人。查理?

芒格: 是的, 人们总是渴望了解未来。你知道, 国王过去常常雇佣魔术师或占卜师, 他会从羊的内脏或其他东西中寻找如何赢得下一场战争的答案。因此, 那些声称能根据自己的专业知识预知未来的人总是有市场的。而且还有很多这样的事情在发生。就像国王雇了个专门靠羊内脏的占卜师一样疯狂。而且人们有经济上的动机去卖一些妙方。它可以一次又一次地出售。

真正有趣的是, 当你算上市场表现不佳的时期, 结果可能是, 每年投资共同基金的业绩表现, 比投资指数低几个百分点, 而这个差距仍然有所低估。现在, 如果你把共同基金的所有投资者都算在内, 他们被一群想要佣金的经纪人推荐从一只基金频繁地换到另一只基金, 现在不仅基金本身的业绩表现低于指数水平, 而且由于你在共同基金里的投资的不断转换, 你的摩擦成本又上升了 3-4 个百分点。

所以普通大众中的可怜的家伙, 在与专家的接触中, 得到了可怕的结果。这些专家正在袭击童子军部队(普通投资人)和公益基金, 而他们都是当地有名望的人。我觉得这很恶心。最好的谋生方式, 是通过向购买产品的人提供有价值的产品或服务。但在我看来, 没有人会克制自己不去经营赌场或什么之类的东西。向客户提供有价值的

服务或产品是能够赚钱的，这就是为什么我们倾向于在这个国家这样做的原因。

16、工伤赔偿保险欺诈

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。我的名字是史蒂文韦斯特，我是北卡罗来纳州摩根顿的一名装裱艺术品制造商。我觉得自己与伯克希尔有着特别的联系，因为我既是内布拉斯加州家具市场、星辰家具和威利家具的供应商，也是 Larson-Jewel 的客户。我的问题是有关工伤赔偿保险公司向制造商(如我本人)所犯下的工伤赔偿欺诈行为，我认为这一丑闻比本次会议之前提到的丑闻要严重得多。

举个例子，在 1998 年，当我试图弄清楚为什么我的经验模型会如此不正常时，我收到了一份损失报告，我认为，在某种程度上，我的保险公司错误的给我开了一张支票。这是令人震惊。他们向北卡罗来纳州索赔的四项损失共计 15.2 万美元，实际上花费只有不到 6000 美元。还有一项索赔，他们声称花了 70072 美元，实际上只花了 86.88 美元。现在，很自然地，这把我的公司扔进了保险公司的高危池里。这花了我额外的几十万美元。

我的问题是，他们是否也想对伯克希尔采取同样的手段，尤其是在劳动密集型企业，比如冰雪皇后。因为在其间的几年里，我都没有从保险公司拿到一份谈判支票的复印件。即使接到传票，他们也不会放弃，他们的行为完全符合刑事欺诈。现在，我关于伯克希尔的问题是，你们的经理们是否对此有所了解？他们是否收到了保险公司声称用于解决工伤赔偿案件的协商支票的实际复印件？谢谢你！

巴菲特：是的。嗯，我想说的是，在保险的各个方面都有很多欺诈行为。以汽车保险为例，很明显我们有欺诈的因素存在，但我知道你的问题更多的是针对保险公司，而不是针对投保人、医生、律师和其他各方的实际情况。但我们发现，我们在预防或发现欺诈上每花一美元，就能收回 10 多美元以上。你知道，我们在工伤赔偿保险方面损失了更多的钱，我可能在这一点上是错误的，但我猜比任何行业都多。这不一定是按保费的百分比，而是按美元总额计算。总之，这是一个非常艰难的时期。所以从这个角度来看，我们在加州有一个小的工伤赔偿机构叫做 Cypress 保险公司。然后通用再保险也承保了很多工伤赔偿再保险，这是一次血战。我们收到的再保险保费还不足以弥补我们的损失。我想说的是，在我们所经历的损失中，或者至少是整个行业所经历的损失中，有相当数量的欺诈行为，尤其是在直接层面上。就你与保险公司的纠纷而言，我不知道那会是哪家公司，但我想说的是，大多数从事工伤赔偿保险业务的公司，特别是近年来在加州，都希望他们没有从事这一业务。据我所知，他们并没有靠欺骗投保人赚很多钱。查理，你有什么要说的吗？

芒格：嗯，从我们的经验上说，这可能是相关的。如果一家保险公司因为律师、医生和索赔人的欺诈行为而陷入了很多麻烦，而它自己的业务又因为这些恐惧和痛苦而被打乱，那么这家公司很可能会开始对自己的投保人表现不好，以便把自己麻烦转嫁给别人。我认为这是人的本性。但我不认为工伤赔偿中的主要欺诈行为是由承保人针对小商人进行的。它是由原告，律师和医生，对抗整个系统。(掌声)

巴菲特：这就是我们的经验。顺便说个笑话，我注意到你来自北卡罗来纳州的摩根顿。我们在那里有生意，卡罗莱纳鞋业，我们生产工作靴。前一段时间我在北卡罗来纳大学做了一个演讲。事实上，我想他们还有一盘录像带。我在演讲中提到，我们在摩根顿有一门生意。之后，一个学生走到我面前。他们有很多人，我握着他的手，闲聊着，我说，“你从哪里来？”他说，“我从摩根顿来。”然后我说，“哦，你知道卡罗莱纳鞋业吗？”他想了一下，说：“我不认识她，但我想我认识她的家人。”(笑声)我永远不会忘记那个家伙。(注：这家伙把卡罗莱纳鞋业听成了女孩名字卡罗琳娜·舒尔)

17、废除 PUHCA 可能会引来更多竞争

股东：早上好。来自纽约的安德鲁·索尔。在提问之前，我只想说，我对你们两人都有很深的敬慕和好感。本着这种精神，几个月前我养了一只金毛猎犬，它被骄傲地取名为“芒格”。

巴菲特：那它是个训练有素的狗吗？(笑声)

股东：查理，你会很骄傲的。它就像你一样。我把它带到中央公园，许多妹子都会过来爱抚它。

芒格：真的吗？

巴菲特：那是因为它的名字很有名。而且它肯定叫的特别好。(笑声)

股东：你说的没错。我的问题与《公共事业控股公司法》(PublicUtilityHoldingsCompanyAct)有关，该法案显然会影响中美能源公司的业务。你说过，如果它被废除，你就可以为国家的能源基础设施投入数十亿美元。尽管去年夏天美国发生了大规模停电，但该法案并未被废除。我很好奇，如果 PUHCA 没有被废除，它会对中美能源有什么影响。

巴菲特：是的。PUHCA 于 1935 年通过。这是对 1920 年代在公共事业领域发生的一些真实的荒唐行为的一种合理的反应，这在塞缪尔·因苏尔的例子中是最引人注目的，但也发生在很多其他公司，比如相关的燃气电力公司和其他公司。公用事业的资本结构一般呈金字塔型(指负债很高)。法案中提到了很多错误的地方。在我们看来，

法案中的很多行为早已过时。我认为，SEC 有责任管理它，有很多人觉得它早就不需要了。我认为，这个法案里造成了很多能源方面的费用。但去年废除该法案的决议没有通过。因此，我们必须遵守 PUHCA。而它确实限制了我们的行为。

如果它被废除，是否一定会带来大量的机会？这是一个有趣的问题。因为如果它被废除，很可能其他一些公司也会与我们竞争，他们可能会购买一些公用事业，这些公用事业在 PUHCA 还存在的时候，我们很难收购，或者他们很难被收购。所以我不希望你们认为，如果它被废除，伯克希尔就一定会赚很多钱。

但我确实认为废除是合乎逻辑的。公共事业领域有很多适当的监管，被像伯克希尔这样的大公司拥有是有优势的，能源需要大量的资金，只要我们能在这业务中有利地利用资本，我们就准备继续收购。它不应受到该法案的阻碍。我敢打赌，这个法案可能会在某个时候消失。但是，现在它似乎仍将存在。这并不一定意味着我们会变得更富有。查理？

芒格：是的，如果在这个领域有一个很好的机会，我们会找到一种方法去做。可能通过中美能源，对吧？

巴菲特：是啊，我们会找到办法的。到目前为止，我们还没有去做任何我们无法做的事。因为这可能涉及到一个更尴尬的股权结构。但我们希望我们最终还是能做什么。当我们在(并购机会)终点，或者离终点线一码的时候，希望我们不会说，“因为 PUHCA 法案，我们最终没有这么做。”现在，如果没有这一法案，可能会有其他的事情出现。但如果这个法案消失了，对我们来说也不是什么好运气，但在一些非常大的交易中，废除可能会让交易方式变得更简单。

18、房地产中介业务将会继续增长

股东：早上好。我叫安迪·路易斯·查尔斯，来自迈阿密。我想我是代表大家说的，我希望你们两位先生继续保持健康。我希望你继续拥有财富，但我认为你已经拥有了。

巴菲特：我们需要更多。(笑声)

股东：说到中美能源，它下面的一个美国家庭服务公司(HomeServices)，我认为这是一个很好的场合，我希望看到和听到您对它未来增长潜力的看法，特别是针对像 Cendant 公司这样的大型整合商。谢谢。

巴菲特：是的，家庭服务公司将会增长。正如你所知，它们可能在 15 或 16 个区域控制着一些当地的房地产中介公司，它们保留了所有的当地自主决策权。在这方面，它有点类似于伯克希尔的管理模式，我们让子公司高

度自治，我们的经理们就像他们自己拥有它们一样独立运作。家庭服务公司有点类似，这是因为它没有全国知名的品牌，但 Cendant 在几个大品牌下工作。在过去的一个月或六个周里，我们在北卡罗来纳州收购了一家中介公司(Prudential of North Carolina)。在我看来，毫无疑问，我们最终将在未来 10 年内收购几家或一大批公司。我们有很好的管理。我们喜欢这个生意。我们时不时听到关于收购机会的消息。

去年，家庭服务公司参与了大约 500 亿美元的房屋交易。我不清楚我们业务量占全国总数的百分比，因为这是一个非常小的百分比。我们做了几十万笔交易。例如，我们在南加州市占率非常高。我们在明尼苏达州市占率非常高。我们在爱荷华州市占率非常高。在奥马哈和林肯市占率都非常高，但也有很多地方我们根本没有涉足。我们喜欢收购领先的公司。我们有时喜欢在一个社区买多个公司。

这是个好生意，也是一个周期性很强的行业。现在它非常好，但未来五年，我们必将经历一些困难时期，而且肯定会经历一段非常缓慢的时期。但我们会继续并购。我们会在生意清淡的时候买进，也会在生意好的时候买进，这取决于被收购企业的价格和我们想要买进的业务种类。我不知道它最终规模能变得多大，但它会变得比现在更大。不过相对于伯克希尔的总市值，这可能不是一个重要因素。可以想象的是，当我们购买更多的业务时，我们也会发现与它们相关的其他事情。我的意思是，买房子对人们来说是一件大事。你知道，他们经常在同一时间买家具，也许我们可以提一两个建议(协同推销)。查理？

芒格：关于这件事，我没什么可补充的。

19、在反堕胎抵制行动后，慈善项目被迫退出

股东：早上好。我是吉姆·海斯，来自弗吉尼亚州亚历山大市。我不想白费口舌，但我真的很喜欢这个慈善计划。假设你重启它，然后由自己选择退出，然后由伯克希尔给你一笔资金——属于你作为股东的那一部分。这个方案你会考虑吗？

巴菲特：你是在谈论延续股东指定捐献计划吗？

芒格：是的。

股东：是的。然后由你个人选择退出，然后我们可以让股东投票授予你期权红利或某种税收优惠红利。

巴菲特：是的，我认为这可能会有点复杂。此外，我不是唯一一个给与资金的人，查理也不是，事实上，除了支持堕胎的组织之外，我不知道还有其他组织，我们有几十个，甚至几百个，对这个问题的两边都给了钱。我

们让人们把钱捐给世界上的任何东西，这正是我们想要的方式。我的意思是，无论如何这是股东自己的钱。所以即使你让我们两人选择退出，我们也会因为股东的一些钱流向支持堕胎的组织而遭遇暴力。他们没有拿我们出气，因为他们伤害不了我们，他们是拿一些无辜的人出气。查理和我都不喜欢这样的想法。你知道，一些家庭妇女在爱荷华州的迪比克或怀俄明州的卡斯珀谋生，但却因为我们所做的事情而毁了自己的生活。所以我们很不情愿地放弃了这种做法。实际上，有一次我收到了一些组织的警告说他们不在乎我们给反堕胎组织 1000 万美元，或给支持堕胎组织 1 美元，他们就是要抵制我们。好吧，我不介意抵制。我们一直遇到小规模反对。但是，他们基本上不能以任何重大的方式伤害我们。但他们可能会严重伤害个别人，我们不会让伯克希尔周围出现伤害一群为我们工作奉献一生的人。所以我们很不情愿地放弃了这个计划。查理？

芒格：嗯，就像我说的，这是一匹死马，我也很想念它。

20、巴菲特家族和伯克希尔的经理人延续伯克希尔的文化

股东：早上好。我是来自德克萨斯州休斯顿的杰·莱伯。巴菲特先生，因为我比你大，甚至可能和查理一样大，或者更老，我觉得我可以问这个问题。我会尽量委婉地问的。当你、我和查理百年归老的时候，我知道你计划把你的伯克希尔的大部分股票，连同你在公司 30% 的投票权捐给你的慈善基金会。如果这是正确的，伯克希尔的股东们会不会得到什么保证，公司将继续像现在这样诚实和直接地运营，比如总部只有 15.8 名左右的员工，没有巨额工资或其他荒谬会稀释和削弱当前股东的权益的行为。

巴菲特：是的，实际上，可能很快就剩 14.8 名了。(笑声)

但这是个非常好的问题。既然你比我大，显然，我希望我们不要同时离开。我们的遗产计划有个小改动。如果我先死了，我所有的伯克希尔都将归我妻子。如果我们都死了就都会归基金会。但所有的股票最终都会在基金会里。事实上，如果我先死，她可能会在她死前把我的股票放在基金会里，但这将由她决定。但所有的股票最终会出现在基金会中。正如你所提到的，它占有 30% 多的持股份额，尽管根据税法，一旦它在基金会中，在五年内，它将必须降低到 20% 的持股，这是基金法的要求。就它未来的运营方式而言，我认为它比我所知道的这个国家的任何大公司都更有机会保持这种文化，因为它将有在这种文化中成长起来的人来运营它。

早些时候，有人批评我的妻子和儿子是董事会成员，但他们是文化的守护者。他们不是为自己谋利，而是为股东谋利，同时也是为了让公司保持和以前一样的方式。当然，这方面的一个很好的例子是沃尔玛(Walmart)，当

山姆·沃尔顿(SamWalton)去世时，他的家族留下了数量相差不大的股份。在我看来，沃尔顿家族基本上做了一件了不起的工作，不仅选择了接班人来经营这个地方，而且在培养接班人方面，也加强了沃尔玛的文化。这是一个非常成功的安排。万一出了什么差错，沃尔顿一家会在那里做出必要的改变，但他们不是在那里经营业务。

这正是我们希望在伯克希尔拥有的模式，我想我们找到了。我想我不能给你百分之百的保证，但是我更愿意把赌注押在继承我的家族的正直，以及继承我的伯克希尔公司的经理们身上，而不是押注在其他任何我能想到的其他公司上。查理？

芒格：嗯，我有理由担心这个问题，就像你一样。当然，我也认识巴菲特家族的成员，他们在沃伦离开后还会留在这里几十年。别担心这个。你应该很幸运。(笑声和掌声)

巴菲特：不过，我们不希望对这个问题有一个即时的答案。(笑声)

21、利润占 GDP 的百分比不会因技术而提高

股东：早上好。JamesEasterlin 来自北卡罗来纳州达勒姆市。我的问题是，你经常写到，从长期来看，公司的平均盈利能力保持相当稳定，比如美国公司的股本回报率在 12%的范围左右，税后利润占 GDP 的百分比在 4-6.5%的范围内。问题是，鉴于技术的进步使库存与销售比率降至历史低点，鉴于公司广泛采用 EVA 原则，你认为这种情况会随着时间的推移而改变吗？

巴菲特：是的，我认为你提到的任何因素，都不会使公司的盈利能力超出历史上存在的范围。显然，利润率会来回波动，但我肯定不认为 EVA 能让美国公司的利润占 GDP 比重获得更大份额。

技术可能会减少利润，也可能会增加利润。随着时间的推移，美国的经济机器运转得越来越好，主要受益者将是消费者。如果你找一个你认为是美国最好的企业经理人，然后让他的克隆人去管理每一个财富 500 强企业，这些企业的利润不一定会增加，因为资本主义的竞争本质是，你今天得到的改进，你的竞争对手明天就会得到。而且，这在很大程度上有利于消费者，但不会提高整体盈利能力。

我们看到，在我们所处的行业中。我们在纺织行业经营了很长一段时间，各种新产品，各种新机器不断出现，公司承诺会有 40%的内部投资回报率，裁掉 43 名员工等等。而且，我们做了一件又一件类似的事情，当我们全部做完的时候，我们没有赚到一分钱，因为另一个家伙也在做同样的事情。我把它(竞争)比作游行中的每个人，一大群人看着它，有人踮起脚尖站起来，十秒钟后，人群中的每个人都踮起脚尖，即使他们的腿站伤了，他

们也看不到什么东西。这就是纺织品生意。

在资本主义中有很多可怕自我抵消的东西。所以，我并不指望你提到的任何因素，或者我能想到的任何其他因素，会让利润占 GDP 的比例上升。事实上，我认为，如果你把 GDP 看成是国家的大饼，利润是投资者从中获得的，而剩下的属于每天为生计而工作的人，我不认为这种相对比例是不恰当的。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

22、估计公司未来增长和确定安全边际的方法

股东：早上好。我是来自澳大利亚墨尔本的 MarcRabinov。巴菲特先生和芒格先生，我想问一下你们，当你们评估一个企业，得出它的内在价值的时候，你们如何估计这个企业未来的增长，你们如何决定使用什么样的安全边际？谢谢。

巴菲特：是未来的增长，还有什么，查理？

芒格：我很难完全理解这个问题。他说的是我们如何将对未来增长的估计与安全边际结合起来。你肯定能处理好的。(笑声)

巴菲特：嗯，我肯定能像你一样处理得很好。每一次他把这些问题传给我的时候，他都会觉得很简单。(笑声)

我认为你应该把所有的变量都考虑在内，并合理地保守地计算它们。特别要注意的是，不要在估计的时候过于乐观。然后当你把变量全部考虑完后，你需要应用安全边际。所以我会说，不要过于关注某个变量，比如贴现率和增长率等等。但在这些数字上要尽量现实，但任何误差都要偏于保守。然后当你全部因素考虑完时，你就可以使用安全边际。

本·格雷厄姆(BenGraham)有一个非常简单的公式，用于最明显的情况，那就是计算出净营运资本，并尝试以 2/3 的营运资本购买。总的来说，这对他很有效。但当低于营运资本股票消失后，这种方法就有些力不从心了。

投资和我们做保险是一样的。让我们假设我们正在制定一个保单，为加州发生的 6.0 级或更大的地震买单，如果我们试图找出我们应该收取的保费，我们就会问，比如在加州发生 6.0 级地震的可能性，我们知道在上个世纪加州发生了 26 次左右 6.0 级或更大的地震。让我们先忘了这些地震是否发生在偏远地区，不管它是否发生在沙漠中、有没有造成任何破坏。我们会回顾历史，我们会说，“嗯，上个世纪发生了 26 个地震”。我们可能会假设下个世纪会有更多的数字，这是我们的天性。但我们不会假设 50 个。如果我们这样做，我们就不会承保任何业务了。

所以我们可能会假设更高一点。如果我自己给它定价，我可能会说，“好吧，我会假设有 30 个，或者 32 个，或者类似的数字”。然后，当我完成所有的工作时，我会给它定价——给它一个溢价，这样它就有了安全边际。换句话说，如果我认为 32 次的合理价格是 100 万美元，我可能会收取超过 100 万美元的保费，以保证安全。**我想只要在所有问题上都保持保守，然后在最后就有了明显的安全余量。**

我想，根据我对这个问题的理解，这就是我的答案。查理，你还想再加一句吗？

芒格：是的，我推荐给你的那本书《深奥的简洁》说，你可以预测这 26 次地震的震级可能会如何分配。换句话说，有一个标准的幂律可以告诉你不同大小地震发生的可能性。当然，大地震的可能性比小地震小得多。所以，你计算数学，你知道适用的幂律，你猜测会造成多大的破坏。这并不难。

巴菲特：如果有人说他们真的想防范 9.0 或类似的风险，就会变得更加困难。是 300 年才一次还是千年一遇？你知道，那你就是真正的脱离了现实了。投资不是这样。你不会想去投资那些需要你做出极端假设的公司。你不需要这样做，这就是投资的好处。**你只需要看那些你觉得有能力评价的公司，然后跳过其他的。**

23、监管变量的影响因企业而异

股东：下午好。我是北卡罗来纳州达勒姆市的詹姆斯·塔肯顿。当前的例子，包括对媒体所有权规则的讨论、联邦通信委员会对电信业的监管，以及对抵押贷款巨头房利美和房地美的拟议监管改革，这些都是立法、监管和游说过程影响经济护城河形成和重塑的例子。我们感兴趣听听您对政府如何塑造竞争优势的这些和其他例子的评论。总体而言，如何将监管对各种企业的经济护城河的规模和凶猛程度的影响纳入考虑？

巴菲特：嗯，这因业务的不同而有很大差异。我的意思是，有一些行业，我们认为监管不是一个很大的因素，而我们所从事的能源行业和保险行业，监管变化可能会产生巨大的影响。你知道，我们没有任何放之四海而皆准的安排。**我们只是试图明智地思考我们所从事的任何业务。**当我们在 1995 年收购了 GEICO 保险公司另一半，不管是哪一年，问题是，监管环境是否会在某种程度上发生重大变化，比如将汽车保险国有化。所有这些都我们的脑海中浮现，我们会对它们进行评估，但是这没有公式。如果我们从事家具零售，这不是我们要担心的事情。**在竞争方面，我们会担心很多事情，但对于我们所从事的每一项业务，都有不同程度的变量。这取决于查理和我去尝试和思考任何可能打击这些业务的变量，并适当地权衡它们，并将其纳入我们的评估中。**查理？

芒格：我认为公平地说，在我们的早期，**我们倾向于高估监管带来的困难。**我们在很长一段时间里都没有购

买电视台的股票，因为这似乎是一种特殊的资产，每年都有人可以要求吊销你的执照，而他们可以要求政府机构这么做。但事实证明，这几乎从未发生过。

巴菲特：是的，汤姆·墨菲在我们之前就发现了这一点。(笑)

芒格：是的，我们在学习曲线上很慢。墨菲在这方面比我们强多了。

24、买伯克希尔还是低成本指数基金？

股东：你好，先生。我叫薇薇安·派恩，来自加州的塔萨纳。我的问题是，对于今天购买股票的新投资者，你会建议他们购买低成本的标普指数基金或伯克希尔股票，为什么？

巴菲特：我们从不建议买卖伯克希尔的股票。但我想说的是，在提供给你的各种建议中，有一种非常低成本指数基金，你不用一次把所有的钱都投进去。我的意思是，如果你在 10 年时间里定期积累一只低成本指数基金，我认为你的表现可能会好于你周围 90% 的人在类似的时间里进行的投资。查理？

芒格：我完全同意。对于我们来说，坐在这里参加这些年会(谈论这个问题)是很尴尬的，因为我们有一些最值得尊敬、最有技巧的股票经纪人，他们为自己的客户和家人做了很好的工作。但总体而言，股票经纪业肯定会表现不佳，因此指数基金是一个更好的选择。

25、杠杆会阻止你打出一手好牌

股东：来自波士顿的约翰·贝利。从上周开始，我的房子几乎全被本杰明·摩尔的产品覆盖了。(笑声)

但更严肃地说，你花了相当多的时间谈论低概率的重大变革性事件。我记得一个关于核事件不发生的概率的讨论：在一段时间内，比如说在 50 年，核事件它开始看起来很不可能发生，因此这个事件的期望值是一个很大的负值。还有一些其他的事情可能会发生，有些人可能会期待。例如，事实上，消费者债务覆盖率可能有一个上限。如果它们不再下降，那将是一个巨大的变化。或者如果你听听美国地质调查局的说法，他们现在说，在未来 50 年的某个时候，石油产量可能会下降。所以，我想请你谈谈在这些可能的重大变革性事件的背景下，你如何看待企业的投资组合，特别是考虑到在未来 50 年的同一时期内，在某个时候，你可能将无法亲自修改投资组合。

巴菲特：是的，我认为这是一个公平的说法，在未来 50 年的某个时候，查理和我个人将不能参与投资组合的修订。(笑)好吧，你说得很对，人们倾向于低估最近没有发生的低概率事件，高估最近发生的低概率事件，这是人类动物的本性。你知道吗，诺亚几年前就遇到过。但 40 天后他看起来很好。

你提到的核问题，你可以很容易地进行计算。你不知道的是你是否使用了正确的假设。例如，如果任何一年发生重大核事件的概率为 10%，如果 10%是正确的，那么 50 年内不发生核事件的概率为 0.5%。我的意思是，有 99.5%的概率发生。一件每年 10%的事件会在 50 年后近乎肯定发生，如果你能将 10%比例降低到 1%，那你就有 60%的机会在未来 50 年内不会发生这种情况。这是一个很好的论据，试图减少它发生的几率。

就我们的业务而言，我们考虑的是低概率事件。事实上，在保险行业，我们可能比大多数当了多年保险公司高管的人更多地考虑低概率事件。这只是我们的天性去思考这类事情。但我想说的是，如果你谈论重大变革性事件，或者谈论真正可能产生巨大后果的概率很低的重大事件，它们更可能发生在金融领域，而不是自然现象领域。但我们在这两种情况下考虑它们。但我们确实花了很多时间去思考一些事情，这些事情可能会以一种非常大的、非常意想不到的方式出错。金融市场对此有脆弱性，你知道，我们试图思考，我们试图建立保护我们免受其害的方法，甚至可能建立一些我们认为可能从中获得巨大利益的能力。查理？

芒格：是的，垃圾债券的暂时崩溃，它们中的许多下跌到 35%和 40%的收益率，这是一件奇怪的事情。所有这些都会反弹，你知道，在很短的时间内翻了两番。在这一点上，绝对是一片混乱。这并不像你所能想象的那么混乱。当然，这可能发生在普通股而不是垃圾债券上。因此，我认为，如果你在谈论未来 50 年，我们都必须规范自己的行为，这样，如果真的出现某种形式的金融危机，情况就不会那么糟糕。要么是通货膨胀，要么是几十年前人们曾经经历过的那种典型的通货紧缩。

巴菲特：或许我们证明我们的担忧最引人注目的方式，就是我们厌恶太多的杠杆。我的意思是，你可能会认为垃圾债券在 15%的时候很棒，因为它们最终会涨到 6%，你会赚很多钱。但如果你在这期间欠了他们很多钱，你知道，你就不会出现在最后的派对上了。因此，我们相信金融市场上几乎任何事情都可能发生。实际上，聪明人遭受打击的唯一方式就是利用杠杆。如果你能避免它们，你就不会遇到真正的问题。因此，我们非常厌恶杠杆，我们预计，在华尔街经营的聪明人中，有很大一部分人可能会在某个时候因使用杠杆而遭受重创。

杠杆是一种强迫你做什么事情的东西，杠杆是一种能够终结你的东西，杠杆能阻止你打出你的牌，即使你所有的牌看起来都很好，但你必须有能力把它们打完。

就拿垃圾债券的情况来说，有趣的事情是，2002 年，有成千上万智商极高的人在华尔街工作，他们都有赚钱的欲望。然后你看到市场上发生了这些不寻常的事情，你对自己说，这些人会不会是两年后或两年前，以两倍或

三倍或四倍的价格购买这些东西的人？他们都去度假了吗？他们是否失去了筹集资金的能力？

你知道，华尔街充满了钱，也充满了人才，但你仍然可以得到这些绝对非凡的波动。我的意思是，这不会发生在奥马哈的公寓市场里，或者，麦当劳的特许经营权或农场之类的地方。但令人震惊的是，这就是在证券市场上发生的一切。你想要做的最重要的事情是，至少，你想要保护自己不被那种疯狂的行为所毁灭。更好的状态是，当我发生的时候，你要准备好利用它。

巴菲特：现在大约是中午，我们一会回来，大约 1 点 45 分将从 2 号区域开始。

* * * 下午场 * * *

1、判断一家公司是否有道德风险很困难

股东：看完安然的故事，我想问您一个问题。一家大公司的初级员工该如何发现她的雇主是否具有长远眼光，是否诚实正直？

巴菲特：这是一个很好的问题。我不确定我会有一个同样好的答案。你知道，如果你在一个较低的级别，你经常地就会获得一些关于在企业的最高层发生了什么的信息，但我要说的是，在这个问题上，人们很容易被这些信息愚弄。查理和我倾向于关注他们在公开场合做的与投资者有关的事情，以及他们做出的承诺，以及诸如此类的事情。但我认为这对人们来说可能很难，而且它不会总是给你一个很好的指导信号。

例如，我一直怀疑那些把所有重点放在股价上的公司。我的意思是，当我们看到总部大厅里张贴的股票价格之类的东西时，这类事情会让我们紧张。但我不确定，那是否会有很大的帮助。所以我想你只需要从同事、书刊、领导人的声明中了解，向他们和世界展示的那种文化中获取一些信息，你知道，你可能会对此产生怀疑。

但我不认为我有一个很好的答案，你呢，查理？

芒格：不，当你遇到像世通 CEO 伯尼·埃伯斯(Bernie Ebbers)或安然 CEO 肯尼斯·莱(Kenneth Lay)这样的现象人物时，这显然很容易。我觉得很容易可以说，你已经遇到了一个精神病患者掌权了(笑声)。但是像荷兰皇家壳牌石油公司(Royal Dutch Shell)这样的地方竟然也愚弄人。壳牌石油是一家拥有良好、长期的文化和良好的工程价值观等的大型公司，它本在我的名单上名列前茅。但多年来，它的石油储量一直是虚假的，于是，就有许多厌倦了撒谎的人公布了内部报告。如果这种情况都能发生在荷兰皇家，相信我，那在其他很多地方也会发生。

巴菲特：是的，查理和我用任何我们通常使用的方法都不会发现荷兰皇家石油的问题。

事实上，就像查理说的，我们可以用这个例子来说明一些地方是无可非议的。

芒格：但是我们没有吸取教训，因为我仍然认为埃克森的数据是可信的。

壳牌石油：2004 年 1 月 9 日荷兰皇家壳牌石油公司宣布，原公布"已经证明的"石油储量中有 20%约 39 亿桶属于"尚未确定的石油储量"范畴。公司的奖金制度有可能鼓励了虚报能源储量的行为。为此 8 月份，壳牌石油向美国和英国监管机构支付 1.5 以亿罚金和解。

巴菲特：是的。想想上世纪 90 年代发生的事情吧，你知道，这是一个渐进的过程，后来，就变成不是那么缓慢的过程。另外，你知道，我不会去猜测壳牌高层的动机。但是，不幸的是，在大多数情况下，那些在他们的俱乐部里、在公司的会议上看到的被尊敬的商业领袖，却被人们发现竟然是一个又一个在以这样或那样的方式偷窃的人。而且，你知道，道德伦理可以在这方面也发挥着作用。我认为，**人们堕落到低级道德的速度比上升到高级道德的速度要快**。但在很多情况下，他们确实在朝着他们认为周围人普遍存在的道德方向前进。当然，尤其是在 1990 年代末的企业界，在这方面是极端的。

这让我想到，我在午餐休息时遇到了的一个朋友，他也参与了这些事情。他建议："我很高兴地鼓励你们所有人写信给你们的国会议员和参议员，提出你们的观点，关于股票期权是否应该被费用化，或者实际上，国会是否已经就什么是适当的会计问题进行了任何立法。"

大约 10 年前，美国参议院威胁要关闭会计准则委员会(FASB)，并在许多富有的捐款人的要求下，对当时执掌 SEC 的亚瑟·莱维特(Arthur Levitt)施以大棒，要求他推翻 FASB 关于期权应被视为费用的声明。这是一种耻辱。我认为，政治施压是一种非常重要的方式，它加速了 90 年代"一切皆有可能"的心态。在这一点上，当国会说让股价上涨比说实话更重要时，我记得他们以 88 票对 9 票通过了法案，我认为许多公司高管的道德观念发生了转变。你可能还记得，FASB 后来放弃了，但仍然表示，费用化是更可取的。虽然说这是可取的，但标普 500 家公司中有 498 家采用了不太可取的方法。当时所有的大型审计公司都认可了他们大客户的观点，以便报告更高的收益。而现在，四家会计师事务所都说你应该把它们算作费用。嗯，他们现在是对的，但这只是表明了在那个时期发生了什么，在会计原则的问题上，什么都没有改变，当时的五大会计师事务所现在已经变成了四大会计师事务所，现在，他们说期权应该被费用化。因此，如果你倾向于给你的国会议员或参议员写信，告诉他你真的认为 FASB 比他们更了解会计。我想你是对的。

如果你想找点乐子，去谷歌上输入两个词。输入单词"Indiana"，然后输入单词"Pi"，这是数学符号 π 。当你这么做的时候，你会看到很多故事。他们转述了在 1897 年，在一位回应选民的立法者的鼓动下，印第安纳州的众议

院几乎一致投票通过了(甚至可能是全票通过), 他们想要改变圆周率的值。(笑声)这不是我编的。它是真的。似乎有个家伙认为他发现了周长和直径, 和面积之间的新关系, 还有其他一些东西。如果你用他的公式计算, 结果是3.20。他提出将这个免版权费的数字, 用他的话说, 交给印第安纳州来教育该州的孩子们, 这样他们不仅能知道真相, 而且能比一直以来被认为是圆周率的长小数点更容易计算。嗯, 印第安纳州立法机关竟然通过了。它通过了众议院。当它进入参议院的时候, 有一些人仍然坚持旧的价值观, 然后他们设法把它否决了。

但是我想说的是, 在1993年, 美国参议院通过超越印第安纳州立法机构试图改变一些他们完全不知道的事情的规则, 来清理印第安纳州立法机构的记录。我认为, 1990年代出现的一些过度行为, 是因为有88名参议员愿意宣布世界是平的, 只需要那些捐了足够多钱的选民希望如此。哦, 查理, 你对印第安纳州的立法机关有什么要说的吗?

芒格: 现在的国会议员想要保留以前的滥用会计制度, 他们可能是众议院的多数, 比那些想要把圆周率四舍五入到偶数的人更糟糕。那些人太蠢了。(笑声)这些人大多不是愚蠢, 而是不光彩。我的意思是, 他们知道这是错的, 但他们还是想这么做。(掌声)

<部分财务造假>

安然: 2001年10月, 安然虚报利润和掩盖巨额债务等问题浮出水面, SEC随即介入调查。迫于压力, 安然公司不得不承认了自1997年以来虚报利润约6亿美元, 并隐瞒了24亿美元到期债务的事实。

世通: 2002年6月, 一次例行的资本支出检查中, 公司内部审计部门发现了38.52亿财务造假, 世通公司与扩建电信系统工程有关的大量线路成本没有被作为正常成本入账, 而是作为资本支出计入固定资产, 伪造企业未分配收入科目虚增收入。这一会计技巧为世通带来了38亿美元的巨额利润。调查发现, 在1999年到2001年的两年间, 世通公司虚构的营收达到90多亿美元; 截至2003年底, 公司总资产被虚增约110亿美元。具有讽刺意味的是, 世通公司的审计人也是安达信会计师事务所。

泰科: 从1999起的三年时间里, 泰科兼并了数百家公司, 并购价格将近300亿美元。被兼并公司合并前的盈利状况往往出现异常的大幅下降, 而在合并后盈利状况迅速好转。合并完成前后盈利异常波动主要是各种“准备”科目的贡献: 合并前对各类费用和减值准备过度计提, 合并后逐步释放出各类准备。这样的弄虚作假行为被泰科的高管人员美其名曰“财务工程”。GAAP规定, 采用购买法时, 被兼并企业在购买日后实现的利润才可与购买方的利润合并。同样, 被兼并企业在购买日前发生的损失, 也不需要纳入购买方的合并范围。

施乐: 6月29日, 世界最大的复印机生产商美国施乐公司被披露在1997年至2001年间虚报营业收入, 金额高达64亿美元, 远远超出今年4月份美国证监会与该公司达成和解协议所预估的数字。

默克: 7月8日, 全球第三大药品制造商、美国制药巨头默克公司传出虚报利润124亿美元的消息, 因涉嫌在过去3年中利用不正当财务手段提高利润, 该公司日前已被起诉。

强生: 7月22日, 因涉嫌“在制药过程中严重违规, 刻意隐瞒事故, 擅自变动制造过程与配料, 生产有严重缺陷的药物”, 美国强生公司遭到美国政府调查。

QwestQwest 通讯: 7月25日, 美国第四大通信运营商Qwest通信公司传出涉嫌造假丑闻。该公司涉嫌虚报收入14亿美元及修改业绩报告。安达信在Qwest财务操纵案中也扮演着极不光彩的角色。(在Qwest使用的众多财务操纵手法中, 套换交易是对财务报表影响最为重大的一种。根据Qwest重述前后的2000和2001年度财务报表, 因不可废止使用权(Indefeasible Right of Use, IRU)套换导致的不实收入高达14亿美元, 占收入重述金额的近60%, 这还不包括1999年至2000年6月发生的IRU销售收入。这一期间的IRU销售收入约13亿美元, 其中绝大部分均属于套换交易。套换交易的实质概而言之, 套换交易就是以物易物。1970年代末, 这种交易方式在电信业

发轫，为了减少行业基础设施的重复建设，实现电信资源的有效配置，各大电信公司纷纷交互授权对方利用自己的优势网络进行数据传输。这种互惠的电信租赁合同以光纤容量使用权为标的，俗称 IRU 套换。交易方式是：交易双方互换闲置的 IRU 资产，但一笔套换交易被拆分为 IRU 的购售两个步骤，分别由两份独立的合同约定。一份合同约定 IRU 的"销售"，另一份约定 IRU 的"购买"。交易双方互为卖者和买者。交易完成后，卖方依据"销售合同"确认收入，买方依据"购买合同"确认 IRU 无形资产，并在一定的期限内分期摊销。)

美国在线时代华纳：7 月 31 日，美国司法部已开始对其美国在线分公司的财务进行调查。7 月初，美国在线公司披露，其在 2000 年至 2001 年可能存在虚报收入的情况。

自 2001 年 12 月以来，除了安然和世通，美国企业界爆出财务丑闻的企业还有泰科国际、凯马特、微软、通用电气、Qwest 公司、Adelphia 通讯、Imclone 系统、CA、施乐等，这些全球 500 强公司都曾经或正在接受美国政府监管部门的调查。涉嫌造假丑闻的上市公司股价一夜之间由几十美元跌到几美分，吓走了股市投资者，他们纷纷抛售股票和国债，股市出现了 25 年来最严重的熊市。投资者急着兑现退出股市的速度，甚至比去年 911 恐怖袭击之后还快。分析家指出，美国上市公司之所以纷纷造假，是与美国社会已经形成的 CEO 崇拜分不开的。美国是一个崇尚个人实现的国家，CEO 被视为个人英雄主义的写照，CEO 不但具有高收入，更重要的是具有获得股票期权的权利，许多 CEO 大权在握，对财富和利润的疯狂追逐使他们往往片面追求高成长率及高股价，甚至不惜铤而走险，与会计师事务所、投资银行等中介机构沆瀣一气，通过假帐手段虚夸公司业绩。频频曝光的公司丑闻令美国政府大伤脑筋，不得不采取一些应急措施。7 月 5 日，SEC 出台规定，凡去年收入超过 12 亿美元的公司的 CEO 和 CFO 都必须以书面形式宣誓，保证其公司最新财务报表的正确性；如果这些公司的财务报表被证明不实，公司领导人可能会面临欺诈罪的民事指控或者对政府作伪证的刑事指控。民意调查显示，66% 的美国人根本不相信这些 CEO 的誓言。2002 年 6 月美国出台了《萨班斯-奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act)，该法案规定：对编制违法违规财务报告的刑事责任，最高可处 500 万美元罚款或者 20 年监禁。篡改文件的刑事责任，最高可处 20 年监禁。证券欺诈的刑事责任，最高可处 25 年监禁。

2、伯克希尔成立基金管理公司会有太多冲突

股东：大家好，我叫内特·安东尼，来自伊利诺伊州的欣斯代尔。首先，我想冒昧地再问一个早些时候提出的关于伯克希尔未来的问题。我认为，作为股东，我们有责任为自己着想，确保伯克希尔未来的经营能像现在一样体面。关于共同基金应该如何运营，你们俩现在和过去都有很多话要说。但据我所知，我们并没有直接的基金管理业务。你怎么看待把你的话付诸行动，提出让伯克希尔公司管理董事们不满意的基金资产？

巴菲特：是的，但问题是，会有太多的冲突。你知道，我们在伯克希尔管理着太多自己的资金，以至于承担起管理另一群我们应该尽最大努力帮助的人的责任，并处理好道德上身兼两职的情况，我会不知道该怎么做。

我当然不会想成立一家基金管理公司，然后在伯克希尔和这家基金管理公司或它管理的基金之间按比例分配所有的购买。我们已经想了很多。我的意思是，我们有收到各种各样的建议。显然，我们可以大卖。但是当我们募集了资金后，我们就会遇到该如何公平管理的问题。我不知道我们该怎么做。查理，是吗？

芒格：这就是我们不做的原因(笑声)。但是我必须说，这是一种似乎不会困扰很多人的态度。(笑声)

3、伯克希尔是企业的最好归宿

股东：来自德国波恩的 Norman Rentrop。两个谢谢和一个问题。我感谢你们允许我们投资者在平等的条件下参与。不收管理费，不收业绩回报费，不收交易费。(掌声)我还要感谢奥巴马人民建造了这个非常好的新会议中

心。(掌声)

巴菲特：我们也很感谢。我打断你一下。如果我们仅限于去年的设施，我们就不能举行这次会议。去年我们有镇上最大的设施。我被告知，我们这里至少有 19500 人。这将比我们去年所能得到的要多出很多很多(掌声)。这个设施确实起到了作用。顺便说一句，它被称为 Qwest 中心(QwestCenter)。如果你在报纸上读到，他们似乎有一些不成文的规定，他们不能使用这个名字。所以你不会在报纸上看到这个名字，原因让我很困惑。但这是 Qwest 中心，他们在这方面做得很好。奥马哈今天有 19500 人在这里，否则他们可能要去堪萨斯城。所以，谢谢你们也谢谢他们，现在，请继续你的问题。(掌声)

股东：我的问题是你对收购公司的看法。你教过我们，当股票价格高，而公司价格低，那么就去收购公司。在 1960-70 年代，我们确实看到了企业集团的崛起。然后是纯粹的行业玩家(杠杆并购)。现在，我们在私募股权中看到了巨额资金。不知何故，私人股本正在竞相收购公司。所以我的问题是，你对收购和收购公司行业的未来有什么展望？

巴菲特：是的，你说的完全正确，私募股权基金是伯克希尔在收购业务方面的一种竞争对手。我们并不真的寻求廉价收购企业，因为你不会有机会这么做。我们还没能做到这一点。我们确实偶尔有机会以我们认为合理的价格购买它们。你永远不会买到像股票那样便宜的公司。我的意思是，与内在价值相比，有时股票的估值非常低。原因是股票的价格，就像我们之前谈到的那些垃圾债券，是在拍卖市场设定的，而这个市场可以做极端的事情。企业不是拍卖交易的，企业是在协商交易中出售的，这并不极端。然而，我们的强烈偏好是我们宁愿以公平的价格收购企业，而不是哪怕是便宜一点的股票。私募股权基金是我们的竞争对手。

另一方面，近年来我们收购了相当数量的企业，未来我们还会收购更多。如果有人想要我们提供些什么——你知道，我们是独一无二的，因为我们买下一家企业后，而把公司卖给我们的人，**如果是他们建立了这家企业，就真的能够在未来无限期地经营它，就好像它是他们自己的一样。**如果他们有税收方面的原因，家庭方面原因，或者其他什么原因，他们想要卖掉一些他们喜欢的生意，他们不想想把它一点一点那样卖掉，他们不想让一些人买下它，然后把它杠杆化，然后利用一些会计或类似的东西处理后在几年再卖掉，所以他们就会来找我们，他们知道他们会得到他们想要的结果。这种情况会周期性地发生。

协商收购不能让我们买到超级便宜的东西或类似的东西。事情不是这样的。但它确实让我们以合理的速度投

入资金。还会有更多这样的人加入我们。不幸的是，我们需要大企业，但它们不会每天都有。但正如我所说的，如果你找到这样的主人——如果我拥有一家很大的企业，也许是我父亲，我祖父创办的，我为它工作了很长时间，但由于某种原因我必须将它变现，你知道，我会卖给伯克希尔。

这很简单，**因为我不会认为他们卖出公司是为了得到更高的价格，我不会认为钱是他们人生的终极目标。我认为这有点疯狂。我认为这就像把你的女儿拍卖给任何一个愿意出最多的钱买她的男人，这种行为有点傻。**在伯克希尔，我对你几十年来精心创建的企业，也有和你同样的感受。未来我们会再买一些这样的公司。它是否发生在任何特定的季度，甚至是任何特定的年份，都是运气的问题。

但真的没有人能像我们一样做出承诺。我的意思是，我在伯克希尔的所有权程度，以及我为未来所做的安排，其中没有一家公司是必须被出售的。你知道，**我的承诺可能是你在这个领域所能得到的最好的东西。**大多数大公司根本做不到这一点。因为他们的董事会，总是想要有一个纯粹的财务上的结果。

我基本上会告诉卖家，“我是唯一能欺骗你的人”。我的确可以欺骗他们——我的意思是，如果第二天，我想对他们做些什么，我跟他们说的很有可能不是合同上规定的。但没有人会这么做。**我们不会让一些管理顾问参与进来，**他们往往会说，“你应该重新安排业务”——我们不会让华尔街对我们发号施令。

我认为，随着时间的推移，这是一个显著的优势。我认为这将使我们能够收购企业，但正如你所指出的，我们确实有很多竞争对手。查理？

芒格：是的，这很有趣，不过，我们和私募股权的竞争已经持续了很长一段时间，而且我们已经设法购买了一些东西。（笑声）

4、大卫·索科尔为中美公司的环境记录辩护

股东：大家好，我叫丹·坎宁安，我来自马萨诸塞州的波士顿，2004 年世界冠军波士顿红袜队的家乡。（掌声和笑声）谢谢你们，沃伦和查理，谢谢你们提供这个论坛，以及这么多年来教导。非常感谢。

《纽约时报》杂志最近刊登了一篇题为《灰飞烟灭》(UpinSmoke)的封面报道，报道称，负责伯克希尔中美能源业务的大卫·索科尔(DavidSokol)是一位杰出的 CEO，他积极推动美国《清洁空气法》(U.S.CleanAirAct)的实施，80%的美国人认为该法案对我们的公共健康至关重要。除其他外，中美能源本身也被认为是主要的汞污染源。考虑到这一点，你能否考虑成立一个独立的监督委员会，负责为股东审计伯克希尔公司的社会责任？该委员

会将监控伯克希尔的企业为我们的社会带来的成本，但这些成本不会出现在损益表的任何地方。也许在伯克希尔的案例中，这将是 由一个人负责，而不是一个委员会。谢谢。

巴菲特：是的。大卫在吗？我想让大卫对此作出回应，因为，你知道，我看到中美能源在很多方面都受到了赞扬。我没有看到那篇特别的文章，但我知道，如果有任何事情被认为是错误的，我会听说的。所以如果大卫愿意的话，也许他可以解决这个问题。嗯，这有一个麦克风。

大卫·索科尔：是的，沃伦，这里是 大卫。这篇文章实际上并没有批评中美能源公司的任何空气排放。它批评我两年前在布什总统选举中担任“特别顾问”(Ranger)。不管怎么说，我不再是特别顾问了，但这篇文章的焦点是能源公司的首席执行官们试图影响立法。这不是我当特别顾问的原因，坦率地说，中美能源的环境政策，我认为 是业内最好的。

巴菲特：谢谢你，大卫。是啊，我从没见过对中美能源的任何批评。(掌声)事实上，大卫，你能告诉他们君迪咨询公司(J.D.Power)最近的研究发生了什么吗？

大卫·索科尔：是的，我们在环境可靠性、可用性和客户满意度方面排名全国第二，在中西部 55 家公用事业公司中排名第一。

巴菲特：谢谢你，大卫。(掌声)

5、美国肯定从移民中获得了巨大的利益

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我叫 VanArgyrakis，来自奥马哈。许多美国跨国公司依赖于外国工人的输入。你对目前美国移民法适用于高技能永久工人就业的现状有何看法？

巴菲特：查理，你想对此发表评论吗？

芒格：当然，这是一个理性的人不同意的话题。我个人的看法是，我几乎总是很高兴有非常有才华的人来到美国，而当我的脑子里最底部的声音(指潜意识或直觉反应)出现时，我几乎从不感到高兴。(笑声)

巴菲特：是的。在这一点上，我们可能有一点分歧。(笑声)你知道，这个国家几十年来从移民中获得了巨大的利益。我们在 1790 年开始时有 400 万人。中国当时有 2.9 亿，差不多就是我们现在的数量。欧洲则远远超过 7500 万。所以在当时，在中国有 70 倍于我们的人口，在欧洲可能有 20 倍于我们的人口。我们在中国或欧洲的智力水平和我们在这里是一样的。我们有相似的自然资源。而发展到现在，现在这个国家的国内生产总值占世界的

30%以上。所以这是一个非常了不起的故事。如何确定或如何量化其中的各种成分是非常困难的，但我们确实是一个以大量移民为特征的国家。我不知道这是不是这个国家创造别人难以置信的成就的原因。但我怀疑移民是很重要的因素。我想查理最可能想做的职业是成为移民审核官员(笑)。而且他肯定会起作用。

芒格：你说得对。

巴菲特：如果查理是移民官那会很好。但我的确不认为，随着时间的推移，这个国家会受到移民的伤害。

6、我们不拆分股票，流动性并不是资本主义的伟大贡献者

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我要感谢你们来到这里。嗯，我的问题是关于价格发现和流动性。人们普遍认为，除非有足够的流动性，否则价格发现就会受到伤害。现在，如果流动性有助于价格发现，那么拆分一家存在低流动性问题的公司的股票有意义吗？作为一个推论，你为什么认为股票分割和股权激励从长远来看对股东不利？谢谢。

巴菲特：这是两个问题。是的，我们已经解释了我们股票分割的看法。我们并不认为这样做的公司是邪恶的。但我们确实认为，我们拥有世界上最好的股东群体，我认为，在某种程度上，像这样的会议就是证据。我认为，我们的员工与公司的政策更加同步。当然，我们也有一些人对伯克希尔的看法更长远，或者他们对伯克希尔的意图更为长远。我认为，我们的股东比其他美国大公司的股东更了解自己在伯克希尔的投资。

现在，我们的股东换手率是美国大公司中最低的。这是为什么？嗯，人们可以购买他们想买的任何公司的股票。我的意思是，你可以买伯克希尔的股票，或者别的什么。但是有一个自我选择的过程，谁都有一个自我选择的过程，人们只是说，“那家公司我不感兴趣”。我想说的是，那些说他们对一只每股售价数千美元的股票不感兴趣的人，如果仅仅是因为它每股售价数千美元(而说不感兴趣)，那么作为一个群体，他们不会像我们这个群体一样聪明、见多识广、目光长远，并与管理层的政策保持同步。很明显，这不是什么致命的东西。但这是人们对自己持有的股票持有不同态度的一种迹象。

我们有 150 多万股 A 类股票发行在外，总有人会拥有它们。所以问题是，谁会被吸引持有伯克希尔的股票，谁不会被吸引。我认为，不拆分股票，以及我们在伯克希尔所做的其他一些事情，吸引了一批真正最接近投资型的股东，这在一家交易广泛、可供投资者选择的上市公司几乎是不可能的。

我们喜欢我们的团队。我们不是在寻找那些认为如果不是以每股 9 万美元的价格出售、而是以每股 9 美元的

价格出售，伯克希尔将会是一只更具吸引力的股票的股东。这些人没有错，但他们不是我们的目标。如果我们选择合作伙伴，我们会选择我们现在拥有的团队，而不是那些认为 9 美元的股票很棒的人。查理？

芒格：是的，关于这个问题的第二部分，我认为，现代学术界大量教授的观点是，可交易的普通股的流动性是资本主义的一大贡献因素，我认为这基本上是废话。美国的国民生产总值在我们拥有高流动性的普通股市场之前很久就以非常好的速度增长了。我不知道人们怎么会有这种愚蠢的想法。

我认为，流动性给了我们这些疯狂的繁荣，这有许多问题，也有许多优点。而在英国，如果你还记得的话，在南海泡沫之后，英国禁止可交易的普通股长达几十年。一家公司的股权被广泛的持有，会导致股票市场流动性很高，但这在当时英国是绝对违法的，而英国在没有股票市场的那段时期表现很好。所以，如果你认为流动性是文明的伟大贡献者，那么你可能会认为，美国所有的房地产，流动性相对较低，没有得到很好的开发。

巴菲特：约翰·梅纳德·凯恩斯实际上对流动性带来的反常现象发表了评论。当然，事实是，伯克希尔平均每天的交易量是 5000 万美元左右。所以很少有人会认为伯克希尔的股票流动性有任何问题。

芒格：但是我们正在努力创造更多这样的东西。会有越来越多的人面临着巨大的流动性问题，因为他们拥有太多的股票。

7、因为道德标准，巴菲特会买烟草股票，但不会收购公司参与制造

股东：你好。我是来自旧金山的 Michael Angelo。我的问题是关于道德问题如何影响你的资产配置决策。所以，例如，我认为有一些强有力的论据可以证明，可乐不应该成为任何人饮食的一部分。如果可以提出这样的观点，而且你也确信这一点，这会改变你对可口可乐公司作为你投资组合的一部分的看法吗？

巴菲特：嗯，我认为这是一个假设，根本不会发生。我的意思是，我一天喝了五杯，你知道，也许是它和喜诗花生糖的组合，你知道，那起到了作用。我感觉好极了。(笑声和掌声)

有一次，我们错过了收购一家利润丰厚的公司的机会，因为查理和我遇到了这家公司的负责人。他们也是非常正派的人。我们去了酒店的大厅，我们在那里遇到了他们，最后我们决定我们不想卷入其中。另一方面，我会购买同一家公司公开交易的股票。查理稍后会告诉你他的看法。所以，我在购买公司的股票，有价证券或市场上公司的债券时没有任何问题。不过，这些公司从事的活动，我可能不会为自己去参与。要知道，我将很难完全拥有其中一些公司，并实际指导它们的活动。但是，这个国家的任何主要零售商实际上都会销售香烟。如果销售香

烟的行为没有被宣布为非法，我不会介意直接拥有这些零售商，或者说我不介意拥有他们的股票。

芒格：是的，但你不会买一家制造烟草和制作烟草广告的公司。

巴菲特：你知道，我不能完全告诉你为什么。我的意思是，我不会告诉你我这么做是完美的，或者我不能确切地告诉你为什么我会这么做。但我会告诉你们，我的确就这么做了(指购买了销售香烟的零售商的股票)。

我们不会参与它的制造。我们曾经拥有 R.J.Reynolds 的股票。在它进行杠杆收购之前，我们持有它的债券。而且，你知道，**如果我喜欢它的债券或股票，我仍然会这样做。但我们不会收购制造商。**就像我说的，我们走在一条路上，我们也去了酒店谈论这件事。(笑)所以我们不得不说，我们正在考虑，但我们决定不这样做。查理？

芒格：我们没想太久。(笑声)我们并不声称拥有某种完美的道德。**你可以把道德线画在你想画的地方。但至少我们有很多完全合法的事情可以做，可这些事情是我们认为不值得做的，所以我们就不做了。**我们在美国看到越来越多这样的文化：**任何不太可能把你送进监狱的东西，看起来会赚钱的东西，都是可以去做的，这非常糟糕。**

巴菲特：是的，但我自己认为这有点疯狂(掌声)——我认为仅仅因为他们可能会增加体重，就说人们吃汉堡、喝可口可乐、吃糖果或其他类似的东西很糟糕，这是有点疯狂的。那是一个完全可选的决定。谁知道活到 75 岁的人是否过得更幸福呢？相比那些靠胡萝卜和花椰菜却活到 85 岁的人来说，即使他们的超重状况导致他们死得更早，你知道，他们的日子可能过得更好。我想我知道我更喜欢哪一个。(笑声)

8、给巴菲特加薪

股东：嗨，巴菲特先生。我是艾伦·麦克斯韦。我和妻子是来自奥马哈的股东。我会把问题简单化，这样你就能理解了。

巴菲特：很好。(笑声)艾伦是我的朋友，所以他可以不受惩罚。

股东：谢谢你，我的朋友。除去巴菲特的股份，我把 A 类股和 B 类股合并，我想发行在外的 A 类股大约有 100 万股，对吗？

巴菲特：这大概是对的

股东：好的，关于你的年薪大约是 10 万美元。

巴菲特：它已经停滞了一段时间了。我们会在董事会讨论的。(笑声)

股东：好的，那我想我的问题你会满意的。

巴菲特：你可以把它变成一项动议，如果你正朝着我认为的方向前进的话。(笑声)

股东：我们付给你每股 10 美分来管理一笔 9 万美元的投资。在今天的企业文化中，这是很了不起的。谢谢你，巴菲特先生，谢谢你。(掌声)

巴菲特：是的，谢谢。艾伦，谢谢。但我必须告诉你，就像我去年做的那样，**我愿意付钱来得到这份工作。我是说，没有比这更好的了。**

股东：嗯，与其你为我们做点什么，我想建议我们股东为你做点什么。作为股东，我愿意付给你每股 25 美分。(笑声)这样你就可以为你的退休生活多存一点钱。(笑声)你会支持这样的想法吗？

巴菲特：艾伦，我现在有足够的社会保障了。(笑声)这就很好地解决了问题。如果我再多赚点钱，我的家人会发疯的。(笑声)

股东：这会帮助你——

巴菲特：不过，我还是很感谢你的邀请。

股东：我的心和你在一起，谢谢。

巴菲特：好的，谢谢你，艾伦。(掌声)让我们去 10 区，看看我们能不能得到 50 美分。(笑声)

9、为什么伯克希尔的保险公司从来没有裁员

股东：一美元怎么样？(笑声)我是大卫·温特斯，山地湖，新泽西。谢谢你们，沃伦和查理，感谢你们给我们带来了一个美好的周末，感谢你们在致股东的信中讨论了共同基金行业的治理。我的问题具体是：你是否改变了(伯克希尔)作为保险承销商的赔偿潜力，以确保成功应对查理所描述的那样情景——由于错误的激励导致了承保大量新保单，而当财产意外险业务再次退潮时，伯克希尔能够将损失最小化、将浮存金最大化？

巴菲特：我们是保险业的巨头，如果有错误的激励机制，可能会非常有害。我们来放几张幻灯片。如果可以的话，我们来放第一张幻灯片。第一张幻灯片是伯克希尔的情况，我给你举个例子，这是我们收购国民保险公司前不久伯克希尔的情况。这是我们的资产负债表。你会注意到，我们只有几百万美元的收入。然后我们有大约 2000 万美元投入了纺织品业务。然后我听说杰克·林沃尔特(Jack Ringwalt)想卖掉他的公司。在座的有些人认识他。杰克每年有 15 分钟想要卖掉他的公司。他会对某事或其他事生气。因此，我的朋友查理·海德(Charlie Heider)非常了解杰克，我对查理说："查理，下次杰克头脑发热的时候，把他带到这儿来。"(笑声)1967 年初，杰

克在早上 11:30 或 11:45 的时候来了，他说他受够了保险公司，以及保险监管机构等等，他想卖掉。所以我们就买了。这就是我们真正着手于随后发生的事情的开端。正如你从幻灯片中看到的，第二年，纺织企业赚了 5.5 万美元。因此，坚持经营纺织品并不是一个好主意。我们花了 850 万美元买下了国民保险公司。

在下一张幻灯片，你将看到一个前所未有的记录，我认为世界上没有另一家保险公司拥有这样的记录。这是国民保险公司传统业务的保费收入。你会看到一家公司在第一年的保费是 7900 万。如果你一直追溯到我们买下它的时候是 1600 万，但到了 1980 年，我们的保费增加到了 7900 万。你会看到，在 80 年代中期被称为“最困难的市场”的时候，我们的保费达到了 3.66 亿。然后我们把它的业务进行了收缩，我们不是故意的，只是因为业务变得不那么有吸引力了，从 3.66 亿一直降到 5500 万。然后在过去的几年里，这个市场变得更具吸引力，它飙升至近 6 亿美元。我不认为美国的任何一家上市公司会觉得他们能够经受住这样的年复一年的保费下滑。但那是国民保险公司的文化。这是由杰克·林沃尔特开创的文化，也是从其他几位经理菲利普·利谢(Phil Liesche)和罗利·(罗兰)·米勒(Rolly[Roland] Miller)到唐·沃斯特(Don Wurster)的文化，唐·沃斯特的的工作非常出色。

我们不用担心保费的规模。但是，如果您不担心保费规模，那么您必须看一看幻灯片三。我们会向我们的员工传达一个无声的信息，即除非你签下很多业务，否则你将失去工作，因此他们就会签下很多业务。国民保险公司可以在任何一个月里承保价值 10 亿美元的业务，它所要做的就是提供愚蠢的价格。如果你给出一个愚蠢的价格，经纪人会在凌晨四点在大海中央找到你。我的意思是，你不能这么做。因此，我们一直告诉我们的保险业务人员，特别是在国民保险公司，如果他们沒有业务，他们的工作也不会处于危险之中。我们不能让员工认为：你承保的业务，或者你的工作，或者坐在你旁边的人，很可能会丢失。因此，当我们的保费增加到 3.66 亿时，我们的员工人数略有上升，而当我们的保费一路下降时，你会看到我们的员工人数在下降，但这都是自然减员。在此期间，我们从未裁员。其他公司会有，但我们没有。现在，我们的员工人数将会回升一些，在未来的某个时候，我们的员工人数将再次下降。

现在，如果你去下一张幻灯片，你会看到，在 1999 年，**随着我们保费规模的萎缩，这会造成一个费用比率急剧上升，这个比率高达 41%。而当我们在承保很多业务的时候，我们的费用率低到 25.9%。**现在，有些公司会觉得这是不能容忍的，**但我们觉得不能容忍的是承保糟糕的业务。再说一次，我们可以接受超出正常范围的费用比率，但我们不能承担糟糕的业务。**首先，如果你有一种承保糟糕生意的文化，那么摆脱它是很重要的。因此，我

们宁愿忍受过多的管理费用，也不愿意教育员工，为了保住他们的工作，他们需要承保任何该死的东西。一旦你迷上了它，这是一个很难改掉的习惯。

现在，请看第五张幻灯片，您将看到该政策的结果。在 80 年代早期，我们经历了几年糟糕的日子，这也是导致市场变得艰难的原因。但是，即使有很高的费用比率，你会看到，我们几乎每年都在承保方面赚钱。你会看到 2001 年我们的综合成本率是 108.4，但在我看来，这在未来将会下降。我认为那将是相当不错的一年。我们还有很大的发展空间。现在，你会看到在 1986 年我们经历了不可思议的一年，当年我们的综合成本率是 69.3，那意味着 30% 的承保利润率。更棒的是，那一年是我们保费规模有史以来最大的一年，是 3.66 亿。**所以我们在承保巨额业务的时候就要赚大钱，承保小额业务的时候就赚点小钱。**在我们看来，这是绝对必要的，我认为我们几乎是世界上唯一一家这样的上市保险公司，向与我们有关联的人发出了绝对明确的信息，即他们永远不会因为业务量不足而被裁员，因为我们不希望他们签下任何一笔糟糕的业务。我们也会犯错误，在生意清淡的时候，我们的费用比率会很高，但我们最终会赢得这场游戏。这就是国民保险公司在过去一段时间内所做的。

30 年前，国民保险公司是一家没有名气的公司，它通过一种很传统的渠道方式去运作，而当时人人都说这种方式过时了。它没有专利，没有不动产，没有版权，什么都没有，几十家其他保险公司都可以做同样的事情。但他们的记录几乎无人能及，**因为他们有足够的纪律**，他们真的知道他们在做什么。这是它与其他保险公司的本质区别。他们一直坚持这样做。事实上，随着时间的推移，他们也加强了这种做法。而他们的记录让其他人望尘莫及。你不会在华尔街看到类似的记录，如果你在 1990 年或 1995 年去华尔街，他们会说，“你怎么会这么做啊？”但答案是(你这么做)没有任何问题，你的目标是制定激励措施，为伯克希尔的股东提供正确的业务。我们试着把这些事情想清楚。我的意思是，**你不可能在不裁员的情况下经营一家汽车公司，你不能这样经营一家钢铁公司，但这是经营保险公司的正确方式。**这就是为什么这些千篇一律的雇佣方式、奖金方式，以及所有这些都是无稽之谈。**你必须考虑清楚你在特定行业所面临的情况，以及该行业特定的竞争条件和自身的经济特点。**

查理，你想评论一下吗？

芒格：嗯，最主要的是，几乎没有其他人这样做。但对我来说，这显然是正确的选择。伯克希尔有很多公司都是这样的。这只是与其他人的做法略有不同，**部分原因在于我们拥有一个拥有强烈个人主见的控股股东。**这就是原因。一个包括很多员工的委员会很难做出这些决定。

10、"中石油的成本更低，风险也更小"

股东：下午好，我叫安迪·皮克，来自康涅狄格州的韦斯顿。作为一名热心的中国观察者，我对贵公司在中国石油(PetroChina)的投资非常感兴趣。能否请您介绍一下在中国这样一个复杂、不透明的国家投资，以及在中国石油投资的思考过程？

巴菲特：是的，中石油本身并不是一家复杂或不透明的公司。你知道，这个国家，在很多方面都有明显不同于美国的特点。但该公司与世界上的大石油公司非常相似。中国石油可能是去年全球盈利能力第四强的石油公司，在这点上我不确定。但据我所知，他们每天生产的原油量是埃克森公司的 80-85%。而且它是一家很大很大的公司。这并不复杂。你知道，很明显，这是一家拥有 50 万员工的公司。但作为一家大型综合性石油公司，你很容易就能了解公司的经济特征。就不透明而言，实际上他们的年度报告可能会告诉你更多关于该业务的信息，你知道，比你从阅读其他石油巨头的报告中发现的多。

他们做了一件我特别喜欢的事情，至少据我所知，其他石油公司不会做的事情是，他们告诉你，在政策不发生变化的情况下，剩余的利润将会被重新投资。我喜欢这样的想法，在这样的大企业中，他们 45%的盈利将分派给伯克希尔，其余的将被重新投资。

我们购买它并不是因为它在中国，而是因为相对于收益、相对于储量、相对于石油日产量以及相对于炼油能力，它非常、非常便宜。无论你想使用什么指标，它都比埃克森、英国石油、荷兰壳牌或类似的公司便宜得多。现在，你可以说它应该更便宜，因为你不知道它 90%的股权由中国政府拥有会发生什么，这显然是你在估值时要考虑的一个因素。但我不认为这应该是导致它在价格上存在巨大差异的一个因素。而且，到目前为止，在这个股权基础上看起来还不错。我们不是因为它是中国而在那里投资，但我们也不是因为它在中国而回避它。我们只是坚持一个相当合适的安全边际。

但如果你读了中石油的年报，我想你对这家公司的了解不会像读其他大型石油公司的年报那么少。然后，你会考虑中美关系是否会出现一些巨大的破坏，或者类似的事情，也许你会因为其他原因而输掉比赛，而不是因为世界油价之类的事情。但我们对此很满意。查理？

芒格：我没有什么要补充的。如果一件东西足够便宜，显然你可以承受多一点的国​​家风险，或监管风险，或其他风险。这并不复杂。

巴菲特：是的，如你所知，尤科斯是一家非常大的俄罗斯石油公司。在评估俄罗斯和中国时，就国家风险而言，你知道，你可以做出自己的判断。但在我们看来，中石油这样的公司成本更低，风险也更小。但其他人可能会有不同的看法。

（尤科斯石油公司是俄罗斯石油业的巨头，也是一家由私人控股的公司。公司原有近 20 万名员工，日产原油 170 万桶，日出口原油 110 万桶，其原油产量和出口量分别占俄原油总产量和出口总量的 10% 和 18%，2004 年石油开采量为 8567 万吨。公司总裁、俄前首富米哈伊尔·霍多尔科夫斯基 2003 年因涉嫌诈骗、偷税、侵吞公款、洗黑钱等两次获刑。俄联邦财产基金会 2003 年 12 月将该公司最大的子公司，出产石油量占 60% 的尤甘斯克公司的大部分股份强行公开拍卖，新组建的贝加尔金融集团以 93.5 亿美元夺标。随后，国营的俄罗斯石油公司又收购了贝加尔金融集团，成为尤甘斯克公司股份的持有者。尤科斯公司被解体之后，事实上成为了国有公司。2014 年 7 月 28 日，位于荷兰海牙的常设仲裁法院裁定，俄罗斯需向已经破产的尤科斯石油公司股东支付 500 亿美元赔偿金，理由是当年俄罗斯政府以“非法手段”迫使这家能源企业破产并将其资产卖给国有企业，令股东蒙受损失。《尤科斯事件及俄罗斯寡头霍多尔科夫斯基的崛起和陨落》<https://zhuanlan.zhihu.com/p/459438833>）

11、石棉索赔存在大量欺诈，真正需要赔偿的人只得到 20%

股东：先生们，下午好。我叫休·斯蒂芬森。我是来自乔治亚州亚特兰大市的股东。这个问题是问你们俩的。请您谈谈侵权法改革的问题，特别是石棉侵权法。如果你能构建一个最优解决方案，你会如何构建它，特别是在平衡合法原告、律师以及机会主义者之间的利益？

巴菲特：好的，查理是律师，所以他将回答这个问题。

芒格：事实上，这是一个简单的问题。在石棉中发生的情况是，一组特定的人得了间皮瘤，这是一种致命的可怕的肺癌，并且真的是因为石棉引起的。那些人是因为石棉而感染的。这是一组索赔人。然后还有另一组索赔人，这些人一生中大部分时间每天都要抽两包烟，他们的肺部有一个小斑点。天知道那是什么地方，但一个有进取心的律师可以找到一个有进取心的医生，他碰巧发现任何肺部的每一个该死的地方都是由石棉引起的。

一旦你有了一个你可以贿赂的专家证人，实际上，你就可以提出索赔了。所以你会收到上百万的索赔，这些人没有任何症状，他们说担心从这个地方患上癌症，我的律师的医生说这是石棉引起的。生产石棉的公司没有足够的钱来支付所有人。结果是，很大一部分钱没有给到癌症患者身上，也没有给到另一组明显患有严重肺损伤的患者身上。现在有另外一个小群体，那些只有一个小斑点的人，他们现在说他们担心患上癌症。他们可以在某些州，通常是南方的州，对他们表示担心患上癌症而提出诉讼案件，在那里他们有一个只是讨厌所有的大公司的陪审团。所以你就有了一个产业，当然，代表那些没有受到伤害的人的律师实际上是在偷那些受到伤害的人的钱。得了间皮瘤的人得不到应有的赔偿。而这些人却得到了他们本不应该得到的赔偿。这是个疯狂的系统。但就目前的联邦制而言，没有办法阻止它。而美国最高法院拒绝加入，他们只是抓住机会做出决定。因此这种情况就

这样继续、继续、继续，于是更多的索赔就来了。我认为曼维尔信托(ManvilleTrust)去年收到的新索赔比历史上任何一年都多。他们最后一次开采和销售石棉是在 35 年前，这种情况从来没有停止过。那些试图收买这些人的，就像往火上浇汽油一样，因为文字处理机器可以给出这些虚假的主张，而医生也可以给出这些虚假的意见。因此，所有可用于支付遭受石棉之苦的人的钱中有很大部分被用于律师、专家、医生身上，也有一些应急费用给到辩护律师身上。我想，最终到底有没有 20%、25% 的钱流向了真正受伤的人？所以这完全是国家的耻辱。

唯一有权解决这个问题的人，要么是最高法院，要么是国会。最高法院回避了这个问题，有些人会说这是对的，有些人说这太胆小了。这意味着唯一有能力解决这个问题的政府部门就是国会。但到目前为止，考虑到政治因素，国会还没有解决这个问题。一旦不法之徒变得如此富有，他们就会尝试获得巨大的政治权力来阻止法律的改变，从而使他们致富。我的意思是，这意味着当这些错误很小的时候，我们都应该更加警惕。因为它们变大的时候，就很难停下来。

但解决这个问题很容易。解决这个问题的正确方法，就是我们不打算对这些微小的索赔进行赔付。

巴菲特：但是我们拥有的佳斯迈威(JohnsManville)破产了。他们是第一个也是最大的一个石棉公司破产了，也许在历史上，他们是罪有应得。查理。对吗？

芒格：他们的行为是美国公司历史上最糟糕的。他们知道这些东西会造成严重的伤害，但他们故意隐瞒，一次又一次一年又一年，以赚取更多的钱。佳斯迈威的原管理层无疑是有罪的。

巴菲特：所以他们在 80 年代初破产了，在那次破产之后成立了一个机构，就像查理提到的，叫做曼维尔个人伤害信托(ManvillePersonalInjuryTrust)。我们与此无关。我的意思是，这是我们几年前收购的一家新公司，除了历史之外，这家公司和那没有任何关系。但曼维尔人身伤害信托基金成立了，随着时间的推移，它拥有数十亿美元。正如查理所说，去它已经存在了将近 20 年，去年他们提出了创纪录的索赔要求。与它建立时盛行的石棉事件时相比，他们对赔付金额没有记录一个具体的数字。因此，它变成了一个(索赔者的)蜜罐。结果，曼维尔人身伤害信托基金现在只支付了 5% 的赔偿金，因为他们的 20 亿美元只够支付这么多。最终他们支付了 5% 的索赔。

因此，正如查理所说，被石棉严重伤害的人只得到这一小部分，而成千上万的索赔人，他们的眼睛里闪着光，或者更确切地说，他们的律师的眼睛里闪着光，也许，也得到了他们的 5%。你知道，这不是正确的做法，但很难纠正。在过去的一年里，我们已经观察了石棉的立法。最后，他们提出的方案，我们没有支持，因为它没有

得到所需要的答案。这是查理和我的观点，最高法院，当他们回避它时，他们留下了一个公开的漏洞，它将会存在几十年。而需要获得赔偿的人却不会得到补偿。

芒格：你们当中那些想要愤世嫉俗的人应该调查一下，看看当中的那些伪证。当然，造成这种可怕事故的公司和人都破产了，也许信托基金里还剩下一些钱。但是总的来说，这里面的钱不够。但现在，大概还剩下三个有偿付能力的公司。巧合的是，现在每个人都只能记得这三个产品的名字。这是一个惊人的巧合，剩下的三个公司的名字是这些索赔人唯一能记住的。所以，**很明显你有大量的伪证是由执业律师唆使的**。这可不是一件好事。

12、多余资本分红与股票回购

股东：嗨，我叫查理·赖斯，我是来自圣路易斯的股东，密苏里州的圣路易斯。我想听听你对上市公司将现金用于分红还是股票回购的看法。

巴菲特：嗯，这个等式很简单，但实践并不一定符合逻辑。很明显，只要你对股东说的是事实，这样你就不会操纵股价下跌或者其他什么，当一只股票可以以低于其商业价值的价格买入时，这可能是现金的最佳使用方式。这是《华盛顿邮报》在 1970 年代大规模做的事情。特利丹(Teledyne)可能已经买回了 90%或更多，或接近 90%的股票。这就是为什么过去有很大一部分公司会回购股票，因为他们认为股票的售价低于其价值。

就像我说的，如果你做各种事情以某种方式埋葬你的股票，这可能会被滥用，但这不是通常的情况。在那个年代，股票回购相对不受欢迎。但它们现在变得很受欢迎。从某种程度上说，我接触过很多这样的公司，能够理解回购的基本原理。我认为这通常是为了那些希望股价不会下跌的人所准备的，而且他们的股价通常对长期股东来说没有多大意义。如果我们想要把一大笔现金返还给股东，如果我们的股票被低估了，我们会去找股东说，“我们认为这很便宜，我们认为你们比我们更能利用这些现金。因此，我们将以我们认为是低于内在价值很大折扣的价格回购。我们会让留下来的人会过得更好，而离开的人会以比原来更好一点的价格离开。”

就股息而言，你陷入了一种预期的局面。对于大多数采用现金分红的公司来说，每年围绕着分红上下波动是没有意义的，尽管私营公司经常这样做。不过，**我们对于自己的子公司也是这么做的。有一些子公司可以第一年给我们很多钱，第二年就没那么多钱了**。但对于上市公司，很多人确实购买股票的目的是获得股息，他们希望定期分红，这是一个很明显的方面。所以我会说，**一旦你为一家上市公司制定了股利政策，你应该考虑很长一段时间才能真正改变政策**。但我认为，如果你不能很好地利用现金，如果股票价格偏低，那么现金的最佳用途就是回

购。如果价格过高，你就没有理由购买一股，但是很多公司都这样做。查理？

芒格：是的，股息是一个非常有趣的话题。如果你算上不必要的股票交易、投资建议的成本、以及犯错的成本、还有进进出出的交易成本，过于极端地说，**现在支付的股息总额大致等于在所有这些交易和投资建议中浪费的金额**。因此，股东获得的净红利几乎为零。这是非常奇怪的事。但很少有人对此发表评论。

巴菲特：是的，实际上我在《财富》杂志的一篇文章中提到过。美国股东的摩擦成本就像是所有美国企业整体上更换椅子的成本。**这些摩擦成本，可能与美国公司支付的红利总额没有太大区别**。因此，从单个公司的角度来看，如果一家公司，在其业务中经常获得超出其(最高)盈利能力的利润，那么它就应该支付股息。

拿我们的子公司来说，比如喜诗糖果，我们很想把喜诗糖果的规模扩大到目前的两倍或三倍，但这行不通。我们试过很多不同的方法。因此，它应该支付其多余的利润。如果喜诗糖果是一家上市公司，你可能会说，它要接近 100% 的派息才是有意义的。但大多数担心收益在未来某个时间下降的管理层宁愿建立一个较低的分红水平，因此，他们通过采用保守的水平来确保定期分红。

显然，当伯克希尔拥有 300 多亿美元时，我们会考虑这个问题。如果我们不能找到一种方法来使用多余的现金，那你把它留在公司里就是一个错误。但我们会有这样一个合理的期望，我们能够让这些资金发挥作用。如果我们得出不同的结论，如果我们认为我们的股票被严重低估了，我们可能会通过回购来支付这些资金，特别是现在股息和资本利得对个人来说是中性的情况下。如果我们的股票价格没有被低估，我们可能会通过分红来做一些事情。然而，这不会很快发生。(笑)

13、低成本是一个非常好的模式

股东：下午好。巴菲特先生，在我提问之前，请允许我向您表示衷心的感谢。前一段时间，我把我对你在斯科特费泽(Scott Fetzer)投资的商业分析发给了你。我不知道你有没有看过。然而，你非常友好地写信给我，说我对斯科特费泽的分析很大程度上是有价值的。您还邀请我参加了我的第一次伯克希尔年会，在那里我有幸见到了安德鲁·基尔帕特里克(Andrew Kilpatrick)先生，他非常友好，将我对斯科特·费泽的分析写进了他的书 **《投资圣经：巴菲特的真实故事》** (Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett)。

我的问题来了。巴菲特先生，你曾经说过，关于投资，最重要一句话就是："像经营生意一样去进行投资是最明智的。"玛丽·巴菲特说，你的整个商业成功都建立在这句话上。像经营生意一样去进行投资是最明智的。出于这

个原因，我创建了 BusinessLike.com，并将 GEICO 和 Dell 作为直销模式的榜样，因为它们的成本结构最低。请与我们详细分享 GEICO 和您的朋友 Michael Dell 的直销模式。(笑声)

巴菲特：是的，不过我对戴尔不像对 Geico 那么熟悉。GEICO 保险的汽车保险直销的想法来自利奥·古德温(Leo Goodwin)和他的妻子莉莲(Lillian)，他们来自美国汽车协会(USAA)。GEICO 保险公司成立于 1936 年，USAA 要早几年，1920 年代初成立，因为军人经常流动，他们很难获得汽车保险。于是，一个伟大的组织成立了。利奥·古德温接受了这个想法，并决定将其扩展到军队军官之外。首先是一般的公务员，现在多年来已经戏剧性地扩展到整个美国公众。这是一个更好的模式。你知道，如果你回到一百年前，当汽车第一次出现的时候，汽车保险是由大型火灾公司的伤亡附属公司销售的。在 19 世纪，主要的保险公司是火灾保险公司，伤亡保险是后来才出现的。它是通过一种代理人系统销售的，而代理商从中获得大量佣金，其中有一种类似卡特尔式的垄断费率，通过一种叫做“xx 办事处”(bureau)的模式建立了起来。这种模式盛行了几十年。

后来，成立于 1920 年代初的州立农业保险公司(State Farm)诞生了。这是由一位来自伊利诺伊州默纳市的 40 多岁的农民创办的。他没有保险业背景，也没有资本，但他带着**成立专属保险代理机构**的想法而来，这在一定程度上降低了成本。最终，**州立农业保险公司成为全国最大的汽车保险公司。而遵循这一制度的好事达公司(Allstate)成为第二大公司。这是一个更好的、更先进的模式。**

然后是 USAA，接着是 GEICO 的利奥·古德温，出现了绕过代理商的直销模式，这进一步降低了成本。现在，几乎每个美国家庭都想拥有一辆车。他们不想买保险，但没有保险就不能开车。所以他们买了一个他们不太喜欢的产品。这花费了他们家庭预算的很大一部分。因此，成本就变得非常重要。这不是一个奢侈品，**但这是一个几乎强制性的项目。**在很多家庭预算中，攒下一大笔钱会有很大的不同。所以**低成本将会胜出。**

前进保险公司(Progressive)在与我们的竞争中有一个很棒的直销模式(网络直销)，我们两个将在未来几年一决雌雄，这是一个更好的系统，而更好的系统会随着时间的推移而赢得胜利。

我对戴尔并不熟悉，但我的印象是，戴尔的运营成本非常低，效率非常高。你知道，它有非常低的库存量，我不想和他们竞争。如果他们能够以更好的价格生产出有竞争力的产品，你知道，最终这个模式将会获胜。查理是好市多的董事，好市多和沃尔玛想出了以更低的成本做人们需要的事情的方法，在零售业人们花了大量的钱，最终这两家公司都赢了。

所以，我们在 GEICO 有很棒的营销运作，和很棒的保险运作。在我看来，未来 GEICO 将大幅增长。我们在这个领域中有一个非常强大的竞争对手前进保险公司，因为他们看到了我们的模式有多好，实际上，他们的销售模式已经转变了。我的意思是，他们并没有完全改变，但他们已经很大程度上转向直销模式，而不是代理模式。

随着时间的推移，与低成本生产商合作总是一个好主意。我的意思是，你可能会在其他方面搞砸，但作为对人们至关重要的东西的低成本生产商，这通常会是一个非常好的生意。查理？

芒格：是的，你选择了一个很棒的领域。如果你失败了，那是你自己的错。(笑声)

巴菲特：我还想说，这句话其实来自本·格雷厄姆，而不是我。他说了那些话，它们是非常重要的话，尽管它们与他说的其他一些话是一致的。但它们是非常重要的。

芒格：沃伦，我也想道歉，因为昨晚我说过，我们的一些现代商业大亨是那种在说话时撒谎的人，我尤其记得阿曼德·哈默(Armand Hammer)。当他们安静不说话的时候，他们实际上在窃取某些东西。(笑声)有些人觉得这是我的妙语。但其实这是几十年前关于一个强盗大亨的说法。

巴菲特：好吧，如果我们开始在这里承认我们(因为低成本模式)而窃取的保单数量，那我估计我们整个下午都会在这里。(笑声)

14、对谷歌联合创始人及其股东手册的赞扬

股东：下午好。我叫马特·林奇，来自加州帕洛阿尔托。巴菲特先生，今天你有几次提到了谷歌及其联合创始人。我希望能和我们分享一下你对上周谷歌提交的 S-1 文件和股东手册的看法和反应，尤其是考虑到它与伯克希尔的相似和不同之处。

巴菲特：嗯，这对我来说真的很容易。我很高兴谷歌的管理层决定，我认为他们使用了"受伯克希尔股东手册启发"这个词。而且，如果其他人认为以非常直接的方式与他们的股东或者未来的股东交谈是个好主意，这显然会让我们非常高兴。如果你买了谷歌，读了他们的股东手册，我想你会知道你在与什么样的人交往。你会知道他们会做什么，不会做什么。这是建立合作关系时一个人会对另一个人说的话。你说，"我希望能和我合伙，我需要你的资金，而这就是我们做生意的方式。"显然，我认为更多的公司应该这样做。

这对我们伯克希尔来说很简单。这些原则我们已经想了很久了。我们真的想让人们在加入我们之前理解这些原则。你知道，我喜欢他们的散文，但这并不意味着我同意他们的每一个想法，但是，谷歌的管理层以一种非常

直接的方式，让我能够知道他们有什么想法。我希望有更多的公司采取这种行为。查理？

芒格：嗯，你知道，世界上大多数公司都不会以任何方式模仿伯克希尔。谷歌是其中几个古怪的家伙。今天可能有 19500 人来了，但以这个国家的标准来看，这仍然是一个古怪的少数派群体。关于谷歌有趣的是，这两个人是全国最聪明的年轻人中的两个。而且被那么聪明的人模仿，(笑声)这有趣多了。

巴菲特：嘿，我们甚至认为他们比我们上周认为的更聪明。(笑声)

芒格：我们现在认为他们聪明多了，是的。(笑声)

巴菲特：这将是非常有趣的。我的猜测是，他们的年度报告将成为非常好的读物。实际上他们两个轮流写报告。我想如果你读了他们的年报，你会对他们和他们的生意有很多了解。我记得，他们有一个有趣的两句话，我也很欣赏，他们说，**在竞争等方面，某些可能影响他们的业务前景的事情最好不要说。**如果是这样，他们不会告诉你。(笑声)我挺享受他们这种方式。

15、巴菲特认为房屋销售方式不会发生大的变化

股东：沃伦，谢谢。我叫查德·布利斯(Chad Bliss)，来自内布拉斯加州林肯市。我的问题与中美能源和家庭服务公司有关。你之前说过你会继续购买房地产行业的中介公司。考虑到二手房、中介，甚至现在有银行也在卖房，你认为目前家庭服务公司的商业模式是否可持续？还是你认为它的佣金需要降低？

巴菲特：是的，**我真的认为这是可持续的。**这是个好问题。事实上，我忘了几周前在哪里看到的这篇文章，关于巴里·迪勒(Barry Diller)的兴趣，可能是在《周日纽约时报》。我想是通过《LendingTree》，我是在互联网上看到的。在互联网上有很多与房地产销售相关的业务。互联网对任何行业都是一种威胁，包括房地产经纪。

但是，你知道，当我想到买房的过程，以及个人参与其中的程度，你知道，**"由业主直接出售"**在业务上被称为 FSBO(forsalebyowners)。我记得 50 年前和我的朋友查克·彼得森谈起这件事，**那时 FSBO 就存在，现在 FSBO 也和我们共存。**但我的猜测是，30 年后，很大一部分房屋交易将通过渠道完成，通过分销机制或经纪机制，就像现在一样。我不认为它会发生巨大的变化，尽管有些人会试图做出巨大的改变。所以你永远会有竞争对手。但我喜欢扩大家庭服务公司规模的想法。查理？

芒格：嗯，你自己曾经试图戏剧性地改变它，就在奥马哈这里，结果你摔了个大跟头。(笑声)

试图通过《世界先驱报》(WorldHerald)，从当时的小报上夺走相当一部分家庭广告业务，但却一事无成。

巴菲特：哦，是的，他的记忆力比我好。(笑)那是我最后一次尝试。(笑声)

芒格：是的。(笑声)

16、2004 年 3 月菲利普·费雪逝世

股东：巴菲特先生，芒格先生，我是来自密西西比州杰克逊市的蒂姆·梅德利。最近菲利普·费雪(Philip Fisher)先生去世了。在多年前的会议上，巴菲特先生，你提到了你对《聪明投资者》第 8 章和第 20 章的喜爱，以及《证券分析》的第一版，还有菲利普·费雪的前两本书。芒格先生，你也对费雪先生的著作和投资方法赞赏有加。

我想知道你们两个是否可以告诉我们你们与费雪先生的经历，你们见面的情况，等等。谈谈他的著作，或者你们和他之间的讨论，是否让你开始思考伟大的商业理念、特许经营公司等等？或者仅仅是对你已经开始拥有的想法的肯定？关于费雪先生，你们还想说些什么吗？

巴菲特：是的，菲利普·费雪是一个伟大的人。他大约在一个月前去世，享年 96 岁。他的第一本书，我相信是《普通股不普通的利润》，写于 1958 年。第二本书是几年后写的，这两本书都很棒。就像本·格雷厄姆一样，你可以通过阅读书籍来获得一切。我只见过菲利普·费雪一次，感觉很棒。我很享受，我爱他。他对我很好。

但实际上，我与本·格雷厄姆的经历类似，我为他工作，上他的课，以及其他一切——这些都在书里。我的意思是，他们是如此优秀的作家，他们的思想是如此清晰，以至于你不需要亲自去见他们。但很明显，我很喜欢亲自见到他们。但他们已经用语言表达了出来。我唯一一次见到菲利普是在 1962 年那本书出版后的一段时间，或者说是 61 年或 62 年。我在旧金山，我想是在拉斯大楼，我可能错了。我刚去了那里。我年轻的时候经常这么做。我会去纽约，顺便拜访各种各样的人。我猜他们以为我是骗子，因为我来自奥马哈，你知道，有一次，他们试图假装不在。(笑)我通常会去拜访他们。我也这么去拜访过菲利普。他对我非常好。但是，我并不是通过与他见面而获得了新的想法，因为我已经在他的书中读到过。实际上，我在 1959 年遇到了查理，查理也在向我宣讲费雪主义。形式上略有不同，但他的思想与菲利普的思想相似。所以我从两边都得到了它。这对我来说很有意义。我不知道查理和菲利普的经历是什么。

芒格：嗯，我总是喜欢那些对我有吸引力的人赞同我的观点。因此，我对菲利普·费雪有着非常美好的回忆。它的基本思想是，在投资中，你很难找到好的股票，很难找到好的投资。因此，你只需找到其中几个你非常了解的，然后专注于投资它们。在我看来，这显然是一个好主意。然而，98%的投资世界的人并不遵循它。这对我们

来说很有好处。这也会对你有好处。

17、薪酬和激励制度"没有单一的衡量标准"

股东：下午好，我叫斯坦·莱帕德，来自加州门洛帕克。我很高兴来到这里，沃伦和查理。我第一次听说你，沃伦，是在 80 年代末，然后开始读你的作品。不幸的是，直到 90 年代末我才开始投资。你塑造了我的商业思维，当我听你说话时，当我继续阅读你写的东西，以及你推荐阅读的东西时，它继续塑造我的思维。我的问题是关于薪酬。我看过你的文章，也听过今天早些时候的评论。但作为一个企业主，我仍然不太清楚该如何为经理们设计薪酬。在我职业生涯的大部分时间里，我一直是公司的高级经理，但现在我只想要拥有公司的多数股权，并不想要每天都直接管理这些公司，所以我非常关心薪酬问题。当我考虑这些事情时，比如，股本回报率，或增长，或风险，等等，但如果你能更具体地谈谈你是如何将它变成正确的事情来衡量和激励的，我会很感激。

巴菲特：是的。这是一个很好的问题，你知道，没有一个公式适用于所有行业或企业。你可以考虑股本回报率。你知道，如果你为你收购的企业支付了太多的钱，经营它的人将从你的股本中获得糟糕的回报。他们可能会从企业使用的有形资产上获得良好的回报，但就获得良好回报而言，你的购买价格可能会让他们吃亏。

如果你依赖于有形资产的收益，比如像网络电视台这样的垄断企业，即使你有一个愚蠢的侄子，你也可以让他负责，只需要让他远离办公室，就能够获得巨大的股权回报。而在其他行业中，你必须是一个天才，才能在股票上获得 7-8% 的回报。因此，没有单一的衡量标准。

要建立一个公平的薪酬体系，你和经理都必须真正了解企业的经济状况。在一些企业中，能够容纳的资金是至关重要的。而有些企业，其资本投入的多少并不意味着什么。所以在某些业务中，我们需要对资本和其他方面进行收费，而在其他业务中，这只是一种锻炼经历，无论如何它都不会有任何重大影响。

我们非常倾向于让它们变得简单。我们专注于对我们重要的变量，然后我们尝试将其置于竞争性质的背景下，或其所在企业真正的经济环境下，以奖励他们所真正增加的价值，即使该价值是在一个糟糕的企业中有一个非常低的基数。如果他们在一个非常容易的行业，我们会把基数做得非常高。

这不是问题。但我想说的是，如果我们引入了一些薪酬顾问，这将是一个巨大的问题，因为他们想要的东西会蔓延到整个集团，而且会有各种各样的变数。他们特别想要的是，每年都需要的、并且以某种方式需要重新雇佣薪酬顾问来重做的项目——这样他们就会有源源不断的收入。

你知道，如果我知道你在考虑什么样的业务，就更容易谈论应该有什么样的薪酬制度。举个例子，假设你有一组网络电视台，并且规模都很合理，你可能会认为黑猩猩都可以管理这个地方，然后还能够有 35% 的税前利润。那么，你可能想要为超过某个数字的出色表现而支付薪酬。但是，**当你这样做的时候，增长数字定为超过 10% 或 15% 开始的话，那将是愚蠢的。**一个糟糕的经理总是会建议这样的安排。

查理和我见过各种各样的薪酬制度，基本上，你只要按时打卡就能得到回报。但他们试图通过围绕它构建一些数学，就像你真的必须完成一些东西(才能拿到回报)。但最终，如果你得到了一位伟大的经理，你会希望给他很高的薪水。你知道，我们有很棒的经理，比如，在中美能源。有人提到，如果他们实现了我们设定的目标，就会有一个巨大的奖励等着他们。那将是一张我会很乐意签字的支票。查理？

芒格：是的，如果你想读一本书，来证明整个小企业的薪酬体系非常精明，那就读莱斯·施瓦布的自传《**Les Schwab Pride in Performance**》，他在美国西北部开了很多轮胎店(Les Schwab Tire Centers Inc.)，卖轮胎的数以亿计。**他通过拥有精明的薪酬制度，在世界上最困难的行业之一赚了一大笔钱。**他能告诉你的比我们多得多。

巴菲特：是的，他自己解决了这个问题，这是一本有趣的书，你知道，卖轮胎，你怎么赚钱呢？**这是一个像山姆·沃尔顿这样的人。**我向你保证，薪酬制度在沃尔玛或查理的参与好市多都是非常理性的，因为你有非常理性的人经营他们。他们想要吸引最优秀的管理者，他们想从他们身上得到最好的东西。**他们没有必要为平庸的人付出代价，但这确实需要对业务的了解。**如果你不了解一家企业，你都会在与经理和顾问的相处中遇到问题，也会在如何支付员工薪酬的问题上受到批评。

18、比起 IPO，在股票中更容易找到便宜货

股东：大家好。我叫马丁·克拉维茨(Martin Krawitz)，是来自澳大利亚悉尼的股东。(掌声)非常感谢你们的盛情款待。我们有机会参观了奥马哈 65 个高尔夫球场，能在这个世界第二好的国家打球真是太棒了。(笑声)主席先生，我想问你两个关于 IPO 的问题。有一个作者去年在悉尼拜访了我们，他写了一本关于你的书，里面说到，你显然不喜欢 IPO。我的问题是，有一些非常糟糕的企业试图通过 IPO 募集资金，但也有一些好的企业。这些 IPO 中，有一些政府私有化的项目，这里面也有一些朋友想通过 IPO 退出一些非常好的企业。作为投资者和伯克希尔公司，我们能不能运用你们的一些原则来研究和投资这些公司？最后，你的答案是否只适用于伯克希尔，而不适用于我们个人投资者？谢谢你，先生。

芒格：好的，第一个问题，你是否有可能利用我们的心智模型，在 IPO 中找到值得购买的东西？答案是肯定的。每年都有不计其数的 IPO。在这些 IPO 中，我相信有一些是真正聪明的人能够发现并抓住的。但往往购买 IPO 股票的普通投资者将受到冲击。所以，如果你有足够的天赋，那会有用的。第二个问题是什么？

股东：是不是这个不适用于伯克希尔，只适用于普通投资者呢？

芒格：是的，因为 **IPO 通常规模很小**，所以它们对我们来说不合适。或者它们是高科技产品，我们无法理解它们。所以，如果说沃伦很关注 IPO 的话，这是为什么？我不知道。(笑声)

巴菲特：是的，我之前提到过，在股票市场中，有时会提供非常便宜的交易，因为有人会以可能是公司内在价值 25% 的价格出售 0.5% 或 1% 的公司股份，而在谈判交易中，**你不会得到这样的价格。首次 IPO 的情况更接近于谈判达成的交易。**我的意思是，在大多数情况下，卖方决定何时进入市场。他们不一定会选择对你有利的时间。所以，如果你扫描 100 个 IPO，我认为不太可能的是，你会得到比 100 个已经在股票市场上交易的公司更便宜的东西。IPO 更像是一次协议销售。通过谈判达成的交易很难讨价还价。如果拿奥马哈的房子来说，你知道，住在隔壁的人以 8 万美元或更多美元卖掉了他们的房子，那么他们的房子或多或少都具有可比性，人们不会以 50 美元卖掉它。在 IPO 中，这就是不会发生。这是一项非常重要的资产，他们知道类似的资产带来了什么。而这就是谈判销售中发生的事情。

另一方面，如果有一些人拥有奥马哈每所房子的百分之一，而你对这百分之一有一个拍卖市场，那么它们可能会以几乎任何价格出售。甚至偶尔，它们会卖出疯狂的价格。所以，在我看来，你更有可能在拍卖市场上买到令人难以置信的便宜货。这是很自然的事情。而且有时在糟糕的市场中会有 IPO，而且价格可能会非常便宜。但总的来说，市场差的时候并不是 IPO 密集到来的时候。而当卖家认为市场已经为他们准备好时，他们就会来。总有一些消息灵通的卖方，往往会认为“现在就是上市的好时机”。而且，你知道，在我看来，你往往会在股票市场上有更好的购买机会。

19、巴菲特和芒格不在全食超市(WholeFoods)购物

股东：下午好，巴菲特先生，芒格先生。我的名字是马克斯丹德(pH)从旧金山。我的问题涉及到，如果你住在加州，我知道你每年都会在加州购物，你必须去全食超市购物。他们在那里卖很多有机食品。我想知道有没有人曾经给你吃过有机食品？

巴菲特：我从来没有靠近过这个地方(笑声)，但是查理，我从来没有认为他是一个健康狂人，但是作为一个加州人，他可能会对此发表一些评论。

芒格：不，我心目中购物的好地方是好市多。(笑声)好市多的菲力牛排是最好的等级。我从来没有想过要吃一点全麦食品，然后就着胡萝卜汁喝下去。(笑声)

巴菲特：关于去哪里吃饭，我们两个人之间没有太多的争论。(笑声)

20、美国企业"从未让投资者失望"

股东：大家好，谢谢。我是圣路易斯的 ShermanSilber。我是圣路易斯的妇产科医生。我们认为自己是不孕症治疗领域的伯克希尔。我们对生意一窍不通。我们是医生和科学家。所以，首先我想说，我真的很感谢你的董事会成员，并希望保持这种方式。因为我们确实通过这种方式了解了你们，我很高兴我们的存款能有你们这样代表公司的性格的人保管。(掌声)几周前我有个机会，我和富达麦哲伦基金的一位前经理谈过，他也管理着一大笔钱，但他从没见过你。我说，我可能有机会问沃伦·巴菲特和查理·芒格一个问题。那个问题会是什么？我想要一些聪明的想法，比如我可以问问商业智慧方面的问题。他认为如果他有机会和你谈话，最好是给你一个听起来像垒球的问题，因为你可能会带来比我们通常听到的更深刻的东西。

鉴于伊拉克战争、消费者债务增加、就业增长下降、就业岗位薪酬的下降、以及面对利率上升的前景，他认为未来五到十年将非常困难。鉴于所有这些负面因素的影响，你对未来五到十年的投资前景有何看法？

芒格：那对我来说太简单了。我觉得沃伦应该回答这个问题。(笑声)

巴菲特：我想说的是，在历史上的任何时候，包括股票最便宜的时候，你都可以发现同样的令人印象深刻的负面因素。我的意思是，你可以在 1974 年坐下来，当股票大跌的时候，你可以写下各种各样的东西，你会说，"未来会很糟糕"。同样地，在股市顶部，或者任何时候，你可以写下一大串看多的事情。**我们真的不会关注这类事情。**你可能会说，**我认为一个非常合理的基本前提是这个国家会做得很好**，特别是，它会在商业方面做得很好。在这个国家做生意会做得很好。你知道，道琼斯指数在 20 世纪的一百年里从 66 点涨到了 1 万多点。这当中我们经历了两次世界大战，面临着核弹威胁、流感、还有冷战。未来总是会有各种各样的问题，未来也总是会有各种各样的机会。在这个国家，随着时间的推移，机遇战胜了问题。我认为，如果没有大规模毁灭性武器，我们将继续保持这种态势，核战争会是另一个问题。但如果真的发生了什么严重的事情，生意也不会有太大的不同。

我不记得我和查理从 1959 年开始有过任何讨论——在讨论结束时，我们会得出这样的结论：因为外部条件，我们会放弃一个很好的商业机会，一个要收购的企业。我们也从来没有买过我们认为平庸的东西，仅仅是因为我们认为世界将会变得美好。在我看来，在 5 年、10 年或 20 年的时间里，**影响投资者的不会是美国经济。而是投资者自己**。如果你看看 20 世纪的股市表现会说，在这 100 年里，怎么可能会有人在持有股票时失手呢？然而，我们的确有各种各样的人被消灭了，那是在 1929-1932 年的大萧条时期。我们经历了各种糟糕的事情。因此，我们基本上不受你提到的变量的影响。**明天一旦我们看到一笔好生意，我们就会欣然接受**。查理？

芒格：是的，我认为，在过去三年里，我们两个人都在不同的时候说过，如果在美国的专业投资者在未来相当长的一段时间里取得了相当一般的结果，特别是与大约三年前取得的非常高的回报相比，我们一点也不会感到惊讶。到目前为止，这已经被证明是非常正确的。

巴菲特：是的，**我们的预期比几年前大多数人的预期都要低**。我们并没说世界末日要来了什么的。我们只是说，**在某些领域，人们变得疯狂了**。如果有人认为，你可以坐在家做日内交易，或只需在你的 401(K)或其他账户中投入一点钱，然后就可以在一段时间内获得两位数的回报，**这真的是生活在一个傻瓜的天堂**。

但是，这从未伴随着任何对美国整体经济或美国整体商业将会发生灾难的预测。在金融市场上，人们不时会有一些疯狂的想法。我之前已经评论过这个问题，但是他们只是相信一些事情——很难理解他们怎么会相信。在某种程度上，**他们其实是被其他人说服了**。但美国企业作为一个整体，确实从未让投资者失望过，但投资者却常常让自己陷入困境。

21、疯狂的衍生品主要是投机

股东：Sam Kidston，来自马萨诸塞州剑桥。我想请你们讨论一下你们的再保险业务和通用再保险的证券部门之间的相似之处和不同之处，因为再保险似乎常常是一种针对天气预测的衍生产品。我还想问你，为什么你承保一种衍生品时感到舒服，而承保另一种又感到那么不舒服？谢谢。

巴菲特：是的，通用再保险在通用再保险证券上的衍生品合约，我认为与我们看到的保险业务关系不大。我的意思是，我们为不能或不愿自己承担风险的事件提供保险。**而在衍生品业务中，很多都是这样或那样的投机活动**。其中交易安排得越复杂，就越容易声称获得了巨大的利润，而随着时间的推移，巨大的损失可能会在某处等着你。**它们是在没有太多经济必要性的交易中产生的**。在很多情况下，他们只是在促进投机。

而保险处理的是人们在其业务或个人生活中承担的风险，他们不想自己承担这些风险，或者他们无法自己承担。这两类业务之间的联系很少。我认为，在从事衍生品这项业务时，他们想出了许多理由。他们会说他们都是做风险生意的，他们的客户会要求他们这样做。但是，当人们想开展一项业务时，他们总是会想出各种理由。在我们看来，这没有任何意义。我真的看不出他们之间有什么联系。是吗，查理？

芒格：它们是完全不同的。衍生品业务充斥着这样的条款：如果一方的信用被评级机构降级，他们必须开始提供更多的抵押品。这就像保证金账户一样。当你签署了这样的文件，你可能会破产、陷入违约和灾难，然后让其他人在困境中清算你的头寸，等等。所以这当中有很多不负责任的机制。

为了保护他们自己，他们通过所有关于抵押品的条款，将这种巨大的不稳定性引入了金融系统。似乎没有人意识到，为了让双方都感到更安全，他们创造了一个多么糟糕的体系。这是个疯狂的系统。而且在大多数情况下，你不会因为玩这个游戏而得到适当的回报。因此，我们没有参与其中。

巴菲特：通用再保险被评为 AAA 级是因为有伯克希尔的加盟，假如当时没有能力筹集新的资本，谁也不知道他们是否会陷入困境，我是说，通用再保险很可能在 911 事件之后陷入非常可怕的财务困难，特别是如果他们当时能够充分认识到他们已经产生、但却没有充分认识的债务的话。因为他们的资本会缩水，而且他们会有很多的股票，这会导致其进一步缩水。谁知道在那个时候，它会走多远？此外，在我看来，他们的评级可能会被大幅下调，这很可能会触发它们的衍生品的违约条件，而这就需要他们拿出大量现金。这样没办法让他们一直经营下去。而现在，它们已经变得基业长青。但我要说，这种威胁也存在于其他金融机构。

但我认为，许多 CEO 或者说其中一些人，并没有真正完全理解这一点。当你收到巨额资金的追加保证金通知时，你知道，只要有一天你无法满足它，你就会收到。这在当时差点就发生了。如果你回到 1987 年 10 月，有一大笔电汇没有汇到芝加哥的清算所。当时，这几乎使整个系统瘫痪，使得我们非常接近于关闭交易所。很多事情就会因此瓦解。最终钱还是出现了。但是，如果一个系统中的人们非常依赖于从其他人那里获得的数十亿美元，那这个系统将是危险的。

在 1991 年的那个周日，我们在所罗门上看到了这样的事情发生。如果所罗门破产了，第二天就会有人站在 1.2 万亿名义金额的衍生产品的另一边，他们会与一个当事人签订合同，在那里他们会与破产法庭打交道。你会有各种各样的安全解决方案，但却不一定会能够解决问题。（在这方面）你会有各种各样的困惑。相信我，这件事情在

当时是影响很大的，这涉及到日本、英国和美国等地，当中发生的事情非常复杂，因为所有的账目都是混合的。

事实上，所罗门也是一家银行，它在德国经营一家银行，从个人手中吸收大量存款，然后全部贷款给所罗门。所以(如果所罗门破产了)，那么它作为破产公司，就会有一笔应收账款，会欠了不知道多少德国储户的钱。当时，会有各种各样的东西出来。谁知道这会对系统产生什么影响？

你不需要在一个已经杠杆化得很厉害的经济体系上，施加越来越多的这种联系和压力。查理，有进一步的想法吗？我们喜欢谈论灾难，所以不要阻止我们。(笑)

芒格：在这些看似理性的地方发生的事情简直令人惊讶。所罗门至少和其他领先的投资银行一样有纪律、受人尊敬、理性。然而，在我们愉快的日子即将结束时，所罗门向麦克斯韦(Robert Maxwell)乞求新的投资银行业务(First Normandy 的 IPO)，他的绰号是"跳票大王"。(笑声)当然，在那之后他自杀了——在养老金被大量挪用、他破产了之后。现在，你会想，如果一个人的绰号是"跳票大王"，你肯定不会疯狂地寻求他的投资银行业务。但所有领先的投资银行却这么做了。

巴菲特：是的，我现在记不太清楚，但实际上，那天早上——或者是他被发现在海里漂浮的那天，所罗门当时已经转了一大笔钱给德国或瑞士的某个人，我们本应该在那天下午取回更多的钱。我可能在细节上有点出入，但钱的确是送出去了。钱是本来应该到了的，却没收到。然后我们去了英国，试图从他的儿子那里拿回这笔钱，我们用了各种方式。坦白说，在这样的交易中，我们罪有应得。但对于涉案的投资银行家来说，他当年的收入将会受到很大的影响，这取决于他是否与麦克斯韦签订了一张或两张以上的合同。你知道，最后，这一天终于来了。当人们的收入依赖于把可疑的人带进门时，那么就很难控制他们。作为个人，他们非常关心这一点，但整个庞大的金融系统却不能很好地理解这一点。

查理之前提到过，所罗门接手的一位承销客户，自称用钱做了一些很棒的事情，结果却是一场巨大的骗局。嗯，这种现象很难停下来，因为很多人都在考虑年底他们的奖金会有多高，而且，他们不倾向于对与他们做生意的人进行道德检查。

芒格：那是一次难忘的经历。沃伦和我，还有路易·辛普森都是所罗门的董事，我们是最大的股东。我们都说我们不应该和这个家伙(Maxwell)做生意。这是一笔非常危险的交易。但他们告诉我们，这已经得到了承销委员会的批准。当然，这就解决了问题。

巴菲特：据我们所知，这个家伙身上有一个写着“骗子”的霓虹灯。

芒格：是的，他使劲地挥舞着它。(巴菲特笑)但它已经通过了承销委员会。最后交易结束了，但财务上没有。我的意思是，他们进行了承销，但还没有完成财务结算。

巴菲特：是的，他们在去银行的路上抓住了他。(笑)

芒格：你说得对，他们是从悬崖边上退下来的，从这个巨大的欺诈行为中，当然，他们得到的是满脸的“臭鸡蛋”。这句话让我想起了昔日的一位著名律师，他说，“我命运的船长，见鬼，我甚至不用划桨”。(笑)我的意思是，我们三个都在董事会，你知道，我们是最大的股东，甚至不能阻止一个愚蠢的小承销。

巴菲特：不过我想，他确实进了监狱，不是吗？

芒格：是的。

巴菲特：顺便说一句，他(Maxwell)自称是伯克希尔的股东之一，赚了很多钱。我去看了股东名单，却没有找到。当然，他可以把它登记在某个地方的街名里。他声称，他拥有一个很大的数量，但我在任何地方都找不到任何记录。他确实从一家会计公司得到了一些证据支持他。但事实证明，这并不能完全支持他。(笑)

22、对冲基金收费结构令人震惊

股东：下午好，我是 Manuel Fernandez，来自墨西哥的墨西哥城。我要感谢你们就如何成为好的合作伙伴提供了宝贵的经验教训，感谢你们向世界免费输出了一些好的想法和原则。我的简单问题是，你认为个人投资者将部分资金投资于对冲基金，或投资对冲基金的基金，是否有点像伯克希尔对价值资本(Value Capital)的 6 亿美元投资？这是否有意义？

巴菲特：是的，我想说的是，现在投资对冲基金的人，总的来说，会感到失望。你不会因为你经营的是所谓的对冲基金、或所谓的私募股权基金、或所谓的杠杆收购基金而变得更聪明。但你会周期性的获得的，是推销这些东西的能力。我的意思是，华尔街有一种时尚——华尔街会卖它能卖的所有东西，记住这一点。你知道，他们可能和我们在上面一个问题中引用的那个家伙说得一样好。

而对冲基金现在正处于一种狂热之中。它的特点并不在于能赚更多的钱，它的特点是收取的费用特别多。相信我，如果世界上有 6000 亿美元的资金，收取 2% 的固定费用和一定比例的利润，那么他们就不会有输家，并将作为赢家继续存在一段时间，然后把钱从桌子上拿走。总的来说，对投资者来说，这不会是一个很好的经历。显

然，有一些聪明、诚实的人在运作基金，他们会做得很好。但如果你购买很多对冲基金，在我看来，你会得到一个糟糕的结果。查理？

芒格：是的，为什么你会想要和这样一个人投资呢？他的基本思维过程是这样的，"如果在第一层可观的费用之上再加一层费用对投资者来说是好的，那么第三层费用一定更好？"(笑声)

你为什么要和一个有这种想法的人投资？

巴菲特：只是收取 2% 的想法，再加上盈利的百分比，这可能是一种收费的极限。而我们更倾向于将投资者视为合伙人的态度，我只是认为这种收费结构基本上是一种不公平的安排。我也不喜欢加入——总的来说，我认为和那些提出不公平安排的人交往是一个错误。你知道，实际上他们可能一开始就得到了四倍的标准费用。

最重要的是，他们说"我也要参与其中"。但我猜，在很多情况下，他们自己的钱并不都存在基金里。也许他们在外有一大笔钱。我在 50-60 年代经营合伙公司，查理在 70 年代也经营合伙公司，这在当时通常被归类为对冲基金。他们的奖金安排尽管不像现在，但它们有一些相似之处，但我不认为我们对待那些要求加入我们的人的态度和现在的经理一样。正如查理所说，基金中的基金类型的东西，它只是在堆砌一层又一层的成本，这真的是令人难以置信。这不会让他们购买的这些股票的标的公司变得更好。相信我，人们成为天才并不仅仅因为你走进某个办公室，门上写着"对冲基金"。我的意思是，他们可能非常擅长营销。事实上，如果他们擅长营销，就不需要擅长其他任何事情。

23、基本投资原则与"常识"(uncommonsense)

股东：我的名字是 Arturo Brulnberg。我来自华盛顿特区。今年 6 月，我将从哈佛大学毕业，开始价值投资的职业生涯，所以，我当然希望，对于价值投资者来说，本世纪将和上个世纪一样好。你从我这么大的时候就开始做这行了。所以我想知道，在不断变化的商业和金融环境中，哪些习惯对你继续学习和改进投资决策的能力贡献最大？

巴菲特：我想说的是，至少就我而言，在基本原则方面，我没有持续学习。你知道，随着时间的推移，总是会学到更多的技术，我对一些行业有了更多的了解，因此，也许我拓宽了我的能力圈，尽管不幸的是，更多资金规模又缩小了可投资范围。但我比 20 年前或 40 年前更了解生意了，而我并没有真正改变投资原则，基本投资原则仍然是来自本·格雷厄姆。在寻找更好的生意方面，我受到了查理和费雪的显著影响。但我并没有因此而抛弃格

雷厄姆的投资原则。我真的没有学到任何新的基本投资原则，但我可能学到了更多关于商业运作的知识。我的意思是，在我看来，你应该直接从《聪明投资者》和菲利普·费雪那里获得一个投资框架，实际上，应该更多的是从《聪明投资者》那里获得。然后，我认为你应该尽可能地学习有关行业和企业经营的一切知识，如果你认为你有能力在这些领域开展投资工作的话。有了这些武器，我相信你会做得很好，特别是如果你有做投资的品性(temperament)的话。查理？

芒格：是的，当然，这几十年来我一直在观察沃伦，他学到了很多，即使是在过去的二三十年里。所以这是一个持续学习的游戏。这个就是让他能够选择中国最大的石油公司的小秘密。但他很久以前就知道的那些基本投资原则，但这不会让他有能力做出最近的投资决策，就像他自己所说的那样。所以，投资是一个终身学习的游戏，如果你不坚持学习，别人就会超过你。

巴菲特：我想说，投资中的品性(temperament)仍然是最重要的，不是吗，查理？

芒格：是的，当然。但光靠品性是不行的。你必须有这种品性，以及正确的基本理念。然后你必须带着极大的好奇心坚持很长很长一段时间。

巴菲特：但你不一定要盲目，也不一定要有任何盲目的洞察力，或者有很高的智商来看中石油，当你得到一家公司每天生产 2.5 百万桶石油，这是世界石油产量的 3.5%或 3%。你知道，他们根据美国的价格出售，使用 WTI 作为基准价格，他们在一个国家有很大一部分的销售网络和精炼工厂，而税率为 30%。然后他们说他们会给你 45%的盈利分派。也没有什么不寻常的杠杆。如果你以远低于可比石油公司售价的一半，或者三分之一的价格购买这样的东西，那并不需要多高的智商。我的意思是，你必须愿意阅读报告。而我喜欢这样做。但你不会说这需要任何高层次的洞察力或任何东西，查理？

芒格：嗯，当你买入那批股票时，没有其他人在买。所以，洞察力不可能那么普遍。

我认为这需要一定的奥马哈老朋友所说的"常识"(uncommonsense)。他过去常说，"所谓常识，是平常人没有的常识。我们在说某个人有常识的时候，我们其实是说，他具备平常人没有的真知灼见。"

我认为，它的部分关键原因在于能够区分愚蠢与智慧。如果你把所有的事情都分类了，那么你的大脑就不会被它们搞得一团糟，然后你就能更好地选择一些明智的事情去做。

巴菲特：是的，我们不会考虑很多愚蠢的事情，我们很快就能摆脱他们。他们会打电话给我们，当他们第一

句话说到一半的时候，我们会告诉他们"算了吧"。事实上，人们会对我们感到恼火。你知道，我们可以预见它的到来。而且，实际上，这就是我们大脑工作的方式。

大约 30 年前，《纽约客》杂志上有一篇很棒的文章。那是在谈论费希尔(Bobby Fischer)和斯帕斯基(Boris Spassky)的象棋比赛。当时，人们开始猜测人类是否能够在国际象棋中与计算机较量。而且，你知道，这些计算机一秒钟就能进行数十万次计算。他们说，"当你展望未来，考虑未来各种行动的结果时，人类的大脑怎么能和一个拥有难以置信的速度思考的计算机相比？"当然，他们对这个问题进行了一些研究。但费希尔或斯帕斯基，**本质上是在没有思考的情况下，就排除了 99.99%的可能性。所以并不是说他们能在速度上超越计算机，而是他们有一种你可以称之为分组或排除的能力，在这种能力中，本质上，他们只是在无数的可能性中找到了几个真正有机会成功的可能性。**

抛开那些废话，我的意思是，只要想想，当人们开始打电话给你说，"我有一个很棒的好主意。"不需要这上面花 10 分钟，因为你知道，只需要他们开口说第一句话，你就能知道这不是一个很棒的好主意。

把整个过程走一遍，你对此不要客气。查理和我很擅长这个，我们可以很快挂断，对吧？(笑声)

芒格：好的，你已经知道了。你所要做的就是像瓦西里·斯密斯洛夫(Vasily Smyslov)在国际象棋世界冠军时所做的那样，在投资中做同样的事情。(笑声)

24、估计内在价值

股东：下午好，巴菲特先生，芒格先生。我叫理查德·阿扎尔。我来自西印度群岛的特立尼达岛。这么多年来，你们对自己的才智一直很慷慨。这对我的个人生活和经济生活都有很大帮助。我在想，让我来描述一下我试图确定伯克希尔内在价值区间的方法是否合适，您是否可以指导我，我的方法是否有缺陷，或者是否相当准确。

巴菲特：如果不需要太长时间，我们会很高兴，尽管我想我已经知道答案了。(笑)

股东：好的。2003 年底，我们的经营收益约为 54.22 亿美元。我估计我们的透视收益约为 9.15 亿美元。因此，总计约为 63.37 亿美元的预期透视收益。我知道我们在资本支出上花了 10-20 亿美元，而我们在有形资产上的净折旧是 8.29 亿美元。所以，这当中有 1.37 亿美元的差异。过去几年，我们在资本支出上的支出超过了折旧。但在推断未来 20 年的时候，我认为，我自己以为的资本支出和折旧之间的差异可能是在自欺欺人。另外，我用透视收益作为可分配收益的粗略代表。

我假设伯克希尔在第 1-5 年的预期收益年增长率为 15%，在第 6-20 年的预期收益年增长率为 10%。而且该业务将在第 20 年后停止增长，然后从第 21 年开始出现 7% 的股息率。我将 1-20 年的累计现金流量贴现，贴现率是 7%，并将终值也按照 7% 进行了贴现。我把两者加在一起，得出了我认为的伯克希尔未来现金流的内在价值。

我减去了 1030 亿美元的负债和少数股东权益。我用 1,537,000 股做除法，得出了我认为是对伯克希尔内在价值范围的保守计算。请问我说错了吗？还是这就是你自己可能使用的方法？

巴菲特：好，好，你做了功课。(笑声和掌声)

思路是正确的，只是取决于你代入了什么变量。我们可能对变量有不同的看法，我们两个都不知道。但总体来说，这种方法是试图计算出一段时间内可分配现金的方法。企业今天的价值，是某个数字的现值——你用的是 7%，但问题是用什么数字是合适的。但它的价值就是它从现在到审判日所能分配的现金的现值。如果它可以保留现金，而且它的回报——它的产出率——高于你的贴现率，显然，你会从这种现金的保留中获得一些好处。

但是我想指出的点在于，你对资本支出的假设，以及与折旧相关的假设。**我预计资本支出平均而言会略高于折旧，除非我们遇到高通货膨胀时期。**但当然，我们必须继续收购企业，并在我们保留的企业中使用资金。如果我们保留这些收益，我们就必须用这些收益来收购更多的企业。接下来的问题是，我们可以期待这些投资获得什么样的回报？

我不反对你所使用的方法，但是，你知道，每个人都必须做他们自己的方程，并代入一些数字。我认为，我们可能会满足于**比你设想的更低的收益增长数字**，因为我们的规模非常大，而且一直以来，该如何配置不断流入奥马哈的资金变得越来越难。查理？

芒格：是的，你不应该对去年过于兴奋，正如沃伦所说，那是非常不寻常的一年，一切都配合得非常好。

巴菲特：除了利率——

芒格：是的，去年是天时地利人和。伯克希尔目前估值的有趣之处在于，它到底需要做多少现金和现金等价物。这是一个非常有趣的问题。我们将如何处理如此大量的可投资现金和现金等价物？

巴菲特：是的，我们现在应该出去工作了(笑声)。我的意思是，这就是对我们的考验。我们有很多好生意，它们都是现金牛，我们想用来收购更多的好企业。我们可能会很幸运地迅速配置。但我们也可能要等很长时间。现金积累的速度可能快于我们使用它的速度，在这种情况下，我们将不得不重新考虑整个投资游戏。到目前为止，

我们对所发生的一切都感觉良好。我们希望能将流入的资金投入到与我们多年来收购的企业一样好的企业中。

25、伯克希尔盈利报告的发布时间

股东：嗨，巴菲特先生，芒格先生，我是惠特尼·蒂尔森，来自纽约市的股东。现在已经过了三点了，我们几乎没有听到任何关于这家伟大的企业现在的情况，或者至少是第一季度的情况。我记得在去年的年会上，你采取了相当不寻常的步骤，至少在我的记忆中，你放上了幻灯片，实际上给了我们一个预览，告诉我们企业的表现是多么惊人。我可以想象，如果一年前你说你遇到了顺风，那我猜测在今年第一季度的情况下，你一定也是遇到了顺风。我想知道你能不能和我们分享一下你在今年一季度做了什么？

巴菲特：我们不能告诉你风的速度。10-Q 什么时候出来，马克？应该再过几天就出来了。

如果我们现在抛出任何数字，或做任何评论，我们必须把它放在网站上，并需要对我今天说的细微差别进行说明。所以我想你只需要等几天，他们就会被上传到网上。如果有惊喜，那就是惊喜，每个人都会同时得到惊喜。顺便说一句，在未来的一两年里，我们会遇到更多的麻烦。

我们喜欢公布一切——所有的数据或者任何重要的东西，如果我们可以这样做的话。我们喜欢在周五晚上收盘后，或者周六早上这样做，这样每个人都有机会看到它们，并在交易开始前有最多的时间来消化它们。美国 SEC 缩短了报告的时间，这样我们就必须争分夺秒的去满足每个月的披露要求。尽管我们会在可能的时候尝试这样做，但我们不会有这样的奢侈，所以我们选择截止日期之前的周六，并将其作为我们的发布日期。你知道，如果我们必须在 45 天内披露报告，那我们可以选择在 45 天截止之前的周六。如果时间被缩短到了 30 天——如果第 30 天是在周二，我们将很难在周二之前完成。所以我们显然会在收盘后把它放出来，这样人们就可以在 4 点到第二天早上之间消化它。但我们无法遵循迄今为止所遵循的程序，我们认为这是最好的程序，让人们在两天内消化数据。但关于第一季度的情况我不能帮你，惠特尼。查理，我想你不会想再多说什么了吧？(笑)

26、给年轻人的建议：避免信用卡债务，和比你更优秀的人交往

股东：巴菲特先生，芒格先生，你们好。我叫贾斯汀·方。我今年 14 岁，来自加利福尼亚。这是我连续第四次参加会议。我在一本书中读到，你更喜欢和年轻人谈论生活和理财观念，因为我们还有时间去实施。你能跟我们分享一些吗？谢谢。

巴菲特：嗯，这是一个相当宽泛的问题。但我认为金融理念，你知道，我们显然已经在报告中阐明了。查理

的生活理念可能比我强。这是真的，我相信花时间去给年轻人做演讲，或者回答问题，我相信，我每年这么做超过 12 次。我只是认为，很明显，年轻人更容易接受改变，甚至更容易形成对生活有用的习惯。我认为人们低估了习惯有多重要，当你 45 岁或 50 岁时改变习惯有多困难，以及年轻时形成正确习惯的重要性。但是查理，你有什么要说的吗？

芒格：嗯，所有的陈词滥调都管用。我的意思是，你避免做真正愚蠢的事情，比如，把火车开到十字路口；冒着感染艾滋病或其他不幸疾病的风险尝试可卡因(一连串笑声)。世界上也有很多东西会让人失望，那你就离它们远点。然后你要培养良好的性格，良好的心理习惯，你要从你的错误中吸取教训——在你前进的过程中每一个错误。这些道理很明显，不是吗？(笑声)

巴菲特：是的，我们会说，尽管我们发行了大量的信用卡和一切，我们可能会说，如果我有一条建议给年轻人，总体而言，那就是不要负债。如果你在能明白这一点，那么你在生活的游戏中就会要容易得多。本·富兰克林在很久以前用更好的方式说过这句话，查理可以背诵这点。

但有一个真正的区别。我每天都会收到处于各种经济困境中的人的来信。而且往往与健康有关，这很可怜。但很多时候，它往往与债务有关。我的意思是，(一旦他们过度负债)，他们就在生活中落后了，并且他们永远不会追上。他们是非常正派的人，他们只是犯了错误。我的做法可能会让你感到惊讶，但通常，我会给这些人回复，我只是告诉他们最好的办法就是申请破产。我是说，他们没办法改变的。他们应该从头再来，同时，在他们的余生里，他们不应该再看信用卡。如果他们早一点得到这个建议就更好了。但花得比挣得多是很诱人的，你知道，这是可以理解的。但对他们来说这不是个好主意。

芒格：当然，你特别想要避免邪恶的、或者严重非理性的人，特别是如果他们是有吸引力的异性。(笑声)

巴菲特：查理对此了解更多——

芒格：这会导致很多麻烦。

巴菲特：查理是这方面的专家(笑)。跟比你强的人混在一起比较好。多年来，我发现这很容易做到(笑)。但如果你要挑选合伙人，那就挑选那些行为比你好一些的人，这样你就会朝着好的方向前进。同样地，如果你和一群坏家伙混在一起，随着时间的推移，你很可能会发现自己的行为变得更糟。

但是，正如查理所说，几百年前本·富兰克林提出的老生常谈的建议真的有效。我们已经说过了，但是看看你

喜欢交往的人。你知道，他们有什么品质是你想拥有就能拥有的？看看那些你无法忍受的人。你有什么比他们更好的品质？你能摆脱他们吗？你可以在年轻的时候就做到这一切。你越往前走就越难。不是很复杂。

芒格：我最后的建议是，如果这让你在同龄人中暂时不受欢迎，那就让他们见鬼去吧。(笑声和掌声)

巴菲特：有一条建议更适用于我和查理，我读到一位 103 岁的女性的故事(B 夫人)——人们问我："你喜欢 103 岁的生活吗？"她说："至少没有同龄人的压力。"(笑声)

27、巴菲特：主要大宗商品市场没有被操纵

股东：下午好。我叫迈克·麦高恩。我来自加州的帕萨迪纳。你刚才所说的一切似乎都适用于贵金属，具体来说，是白银。据我回忆，伯克希尔购买了 1.2950 亿盎司的白银。当时，你说供应/需求基本面良好，你看到通货膨胀反弹，还有很多其他原因。我猜你至少还拥有 9000 万盎司。

问题在于定价机制。显然，纽交所或至少是纽交所白银价格的某些管理者，都是负债的。纽约的银行和金融机构短缺 4 亿多盎司的白银。而且看起来他们不太关心这个价格。因此，鉴于伯克希尔拥有所有这些白银，你会看到白银的价格在某个时候实际上是在自由市场交易吗，或者你会看股票而不是实物金属？否则，我想，我们就像约翰·梅纳德·凯恩斯说的那样，"市场保持非理性的时间，会比我们保持偿付能力的时间长得多。"

巴菲特：我们对我们的白银头寸没有任何评论，如果有的话，那就是我们可能持有更多，可能持有相同，可能持有更少，也可能不持有。所以——我们不会发表评论。我们曾经评论了一次，因为英格兰银行要求我们评论。由于这是英格兰银行唯一一次与我交谈，我感到受宠若惊。(笑声)

但我要说的是。我非常不同意你的想法，即市场在某种程度上被操纵。我发现很多参与黄金和白银的人，倾向于有各种各样的理论，其中一些是阴谋论，你知道，总是有卖出远期合约对市场做这个做那个，或者说有人做空。你知道，答案是地上有很多白银。与几年前相比，就此后的供需而言，是多了还是少了，我不能百分之百确定。很难弄清楚很多事情在中国到底发生了什么。但在我看来，白银、铜、黄金，或者我能想到的任何大宗商品的市場都没有缺陷。查理？

芒格：是的，我认为还应该指出的是，你在征求那些在这个舞台上没有特别突出的人的意见。(笑声)

巴菲特：他指的是我。(笑声)这是很充分的理由。

28、巴菲特并不认为富国银行是衍生品领域的"大玩家"

股东：下午好，Travis Keith 来自德克萨斯州达拉斯。美国货币监理署(OCC)的银行衍生品季度报告显示，富国银行的衍生品投资组合是美国银行中最大的之一。尽管你高调批评衍生品，但伯克希尔去年增持了富国银行股票。富国银行的衍生产品投资组合怎么样？你觉得不那么令人反感了吗？在考虑富国银行衍生产品投资组合的风险时，你检查了哪些信息披露？

巴菲特：我这里没有他们的报告，但即使不看，我也愿意打赌摩根大通的衍生品投资组合远远大于富国银行。我可能是错的，但我不认为富国银行是衍生品领域的大玩家。现在，所有的大银行都有各种衍生品头寸。但我不认为富国银行是衍生游戏中的大玩家。对于衍生品头寸的大小并没有完美的衡量方法。我的意思是，你听到到处都是巨大的数字，它们听起来很棒，但它们倾向于把事情夸张得很夸张，夸张到数万亿这个或那个。你知道，一种衍生品的名义价值可能是 10 亿美元，而它可能比其他类型投资品的 5000 万美元头寸的风险更小。但我真的不认为你可以判断：富国银行，特别是与摩根大通或花旗银行或类似机构相比，是一个真正的大型衍生品参与者。查理和我——至少我——我想查理会同意，我认为富国银行是一家管理得非常好的银行。

我强烈反对他们不将股票期权费用化的做法。我的意思是，迪克·科瓦切维奇(Dick Kovacevich)，在经营着这个公司，对于这点，我会有完全不同的意见。他在最近几年的年度报告中都写到了这一点，就像我一样，我真的很佩服这里的管理层。我认为他做得很好，但尽管我很钦佩管理层，我还是把我们伯克希尔的股票投了反对票，我们支持费用化股票期权。同时我注意到，在前几天的会议上，57%的投票支持将股票期权费用化。

但即使我不同意他在会计上的特殊观点，富国银行仍有一个绝对了不起的记录。迪克是个了不起的商人。我认为，就承担风险而言，或就处理他必须承担的风险而言，我认为他在银行经理中的排名非常靠前。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

29、杠杆是投资者最大的危险

股东：非常感谢芒格先生和巴菲特先生。我是 Michael Stofski，来自纽约。我的问题涉及金融机构和崩溃的可能性。伯克希尔和个人投资中如何保护自己免受潜在的银行倒闭、股票经纪公司倒闭等事件的影响？

巴菲特：我认为，作为一名大银行的存款人，或者将自己的证券交给大型经纪公司的人，我真的认为你不用太担心。在这个国家，我们奉行“大而不能倒”(too big to fail)的原则，针对于你所说的在大型金融机构破产中的无辜方。但我们在股票市场却没有“大而不能倒”，也不应该有。但我不担心把我的个人证券或者伯克希尔证券交给

大型证券公司。我不担心我在大银行的账户，所以——

芒格：但你说的是现金账户？不是保证金账户？

巴菲特：是的，现金账户。但是，如果你以保证金的形式持有公司的股票，就其后果而言，这将是一件大事。说真的，一个聪明的人，如果在看待投资的方式上比较合理和自律，那么他陷入麻烦的唯一方式就是通过杠杆。我的意思是，如果有人能在某种金融灾难最糟糕的时刻将你釜底抽薪，那么你就会破产。查理和我都有朋友——在他们身上发生过类似的事情。但是，如果没有杠杆，如果事物的估值没有那么疯狂，随着时间的推移，证券市场不会对你造成伤害。而且，没有杠杆的话，你不会受到金融灾难的影响，如果此时你有更多的钱，在这样的时期，你就大胆买。我认为，伯克希尔在任何金融灾难中都处于非常有利的地位。我想我们肯定是最后一个站着的人。虽然我们不会到处出击，你知道，就像殡仪人员寻找瘟疫或类似的东西，但我们最终可能会做得非常非常好。事实上，这种情况在过去发生过几次，我们有现金，我们在世界恐慌的时候有勇气，而且我们在那段时间做得相当好。至少在过去的 30 或 40 年里，我们从来没有因为周围世界发生的事情而受到伤害。查理？

芒格：嗯，我认为这显然是对的。



2004 年 7 月 29 日，苏珊 (Susan Thompson Buffett) 因中风去世，享年 72 岁。

爱是一种很奇怪的东西，你无法控制它。
如果你愿意付出很多爱，你将会得到更多的爱。
如果你紧抓不放，你就会失去它。

Susie，她塑造了我，她信任我。
她让我成为一个完整的人。
没有她，我不会取得事业上的成功。

Wesco 股东大会 2004

以下内容节选自 2004 年 5 月 7 日在帕萨迪纳市威斯科金融召开的股东会上芒格答股东问。

我们狂热的崇拜者，欢迎参加年会.....

1, 为什么伯克希尔年会是这样的.....

芒格：当然这是继四天前在奥马哈举办的伯克希尔年会的盛况之后的余波，当时出席大会的有 1.95 万人，把奥马哈的新会议中心挤得水泄不通，容纳 2500 人左右的主会场座无虚席，更多的人只好在分会场看直播。

在美国，一个公司的股东大会有 1.95 万人参加确实不同凡响，且与会者个个情绪高涨，其中还有许多人是一年一度地来参加年会的。这种现象是如此地不同寻常，问两个我最喜欢的问题应该很有用。

第一个问题是，这里到底在进行着什么？第二个问题是，为什么会发生这样的事？

这里所发生的事在资本主义社会的历史上是绝无仅有的，伯克希尔的年会好像是狂热崇拜者的大聚会，它吸引了众多股东，**这既是一场盛大的聚会，又是一次知识的探索，更像是一次湖区运动，有演讲还有些辅助活动，和湖区运动很相像。**接下来还有股东折扣购物活动——伯克希尔从中获利颇丰，部分原因是由于我们拥有很多生产不同产品的子公司。

(风行美国乡村地区的成人教育"湖区运动"Chautauqua Movement 是 19 世纪初由卫理公会派牧师约翰文森特创办，融合了宗教演说形式和公共教育内容，以期帮助参与者实现自我提升。是美国成人教育史上一项卓有成效且影响深远的文化普及运动，它融合宗教教育、热门话题演讲和消闲娱乐为一体，满足了广大民众对于教育的渴望，普及了文化知识，促进了美国社会的融合。)

这都源于伯克希尔内部我们认同的价值体系，当然，它的子公司 Wesco 金融也有同样的价值体系，这一价值体系深受股东们的推崇。部分原因是他们对于美国其他公司不满(这完全不是在恭维我们自己)，他们喜欢我们的另外一个原因是，他们中很多人已经是几十年的股东了，已赚到数目可观的钱。这也是意料之中的结果。

但是，鼎盛时期的 IBM 比伯克希尔为股东们赚的钱更多，人们却并不推崇 IBM 的个性，这或许有点嘲讽的意味。**他们的销售会议是半宗教性的，老沃森不拘言笑，体现了一种严肃的企业文化，这需要上上下下包括销售人员**和公司的每个员工都要保持高度统一。不管怎么说，伯克希尔独创的企业个性是深受股东们喜爱的。

伯克希尔企业文化的深奥内涵一直限于简洁的基本精神，包括高层管理的低薪以及对于股东的高度责任感，其中很多股东在我们公司年轻、不富足的时期就信任我们，投资我们，那些资金对我们来说是非常重要的。因此，我们的股东并不是匿名的机构投资者，由分析师代替他们出席股东会议，我们基本上认识一半的流通股股东，我们知道他们的故事，我个人认为这促进了伯克希尔和 Wesco 金融公司的企业精神。

代表着机构的分析师们很难讨人喜欢，但我们这里的分析师们却不是那种类型的代表，他们和我们一样不是一般的人，一般的分析师情愿把股票兜售给自己的母亲，以便让公司季度报表中每股增长 1 毛钱，从而让他们面子上好看一点。从某种意义上说，他们也是不得已而为之，因为他们身陷某种荒唐体制的桎梏中。就算是那样，代表机构的分析师们还是得不到美国 CEO 的青睐，虽然 CEO 佯装喜欢他们，但极少有分析师上当。当然，很多公司开会要避开像你们这样的人，他们总是选择不方便的地点和时间，而且管理人员也希望没人来才好。

人们对伯克希尔年会的热衷程度几乎是不可思议的，这不仅让伯克希尔赚到大把的钞票，而且导致一些人携家带口来参加我们子公司的年会，所以我们的年会也成了盛事。

对于伯克希尔公司来说，举办节日般盛大的年会意义十分重大，我认为，如果年会只是折扣商品购物的节日，我们的体系就没发挥作用，吸引人们来参加年会的是我们的企业文化。从这种意义上说，你可以说我们的年会是膜拜式的或者是宗教般的，那就取决于你的看法了。

我们为股东们安排这个年会，就是试图证明我们的自信是有理由的，这只是我们所做的事情之一，这也意味着，我们避开了你在别处所见到的系列活动。我们不聘用薪酬顾问，我们不聘请金融方面的人士，我们也不聘请房产律师，顺便说一下，这并不是说房产律师有什么不好。

2，诚实是最好的策略，也是最有利的

芒格：路易·文森特(Louie Vincenti)，他是曾经坐在我今天坐的椅子上的人，他过去常说：如果你说了实话，你就不必记住你的谎话。因此，我们尝试着并且一直实话实说，保持简单质朴。

拥有这么多长期忠实的股东，意味着不管季度盈利是升是降，我们从来不在乎说出实情，至少就对股东的影响而言，我们不介意坦诚相告。当然，我们也想盈利，不想亏损，但我们不愿为了让某一个季度报表好看些而进行暗箱操作，那是与我们的企业精神的标准背道而驰的。

就企业个性的深奥内涵而言，我认为与大多数公司相比，我们公司在保持理智方面做得更加努力，比大多数公司更努力做到合乎道德，即实话实说，而不是滥用职权。现在伯克希尔大约有 17.5 万名员工，我相信，在我坐在这里讲话时，至少有 1 名员工在做着令我感到遗憾的事，然而，尽管人性的弱点偶尔也会出现，但在过去的几十年间，我们公司出现的诉讼、丑闻和类似事件可以说是少得惊人，人们也是有目共睹的。

我认为，在你愿意做的(道德底线)，和你不受刑事处罚的(法律底线)，或者承担亏损风险的(商业底线)情况下

所能做的，之间应该还有很大的距离，我们认为你不应该走近那条分界线。在心里应该有个指南针，这样的话，有很多事情尽管是百分之百地符合法律，你也不会去做。这就是我们努力实现的经营方式。

我认为我们不应该为之而受到褒奖，因为我们很早就明白我们那样做的话可以赚到更多的钱。虽然我们对此已了如指掌，我仍不能确定我们拥有这样的美德该不该给予褒奖。

诚然，了解你自己的动机是很难的，但是我倒愿意相信，即使经济收益不佳，我们也愿意这样做。实际上，我们时不时地也有机会这么做，而且我们常常因德生财。

本·富兰克林说得对，他没有说诚实是最好的美德，他只是说**诚实是最好的策略**。他因这么说一直受人非议。事实上，你得傻一点或者目光短浅些，才会有意去做不诚实的事情。

3，企业文化的精髓

芒格：不管怎么说，我们股东节日般的年会一年只有一次，年会的受欢迎度是和三四个因素的共同作用分不开的。我认为，如果我和沃伦不具备自作聪明的人的典型特征，我们就不会在伯克希尔年会上吸引那么多人出席，因为没有点自作聪明，要听众在这里坐上 6 个小时简直是忍无可忍的事。(观众大笑)

然而，**如果没有企业文化的精髓，我想年会也不会有这样的效果。我认为，人们能够感觉到我们一直在用心良苦地经营着，当然，我们现在已经有了相当严明的纪律。**在伯克希尔年会上，为了让年会正常有序地进行，你会注意到 CFO 忙碌不停，事无巨细地在张罗。在 Wesco 金融公司的年会上你也能看到类似的事情。

我们这里没有仆人簇拥的高高在上的特权一族，在伯克希尔也是这样，伯克希尔总部只是一间小套房。我刚刚参加过董事会，现在因为董事会成员增加了，我们的董事会不得不搬到基维特公司(Kiewit)免费提供的会议室里开会，而我却觉得搬到条件好的会议室里有些不自在。

在 Wesco 金融公司成立初期，每次及时公布于众的储贷会议总是在特别的会议室里举行，路易·文森特把自己的办公室弄得很大，就是为了在开会时能添加些椅子当作会议室使用，他不想额外花钱添置会议室。我们公司不仅有这样的节约传统，甚至还有过之而无不及。

我们的年会同时还吸引了众多的股票经纪人、投资顾问、分析师等，我想，他们中的很多人都抱着学习的心态来的，部分原因是在过去的 40 年间我们的股票表现不错。**如果一个人在钓鱼的比赛中，钓到了总量的一半，而他说要开会谈谈他是怎样收线的，肯定会有很多人趋之若鹜，愿意来听听他的经验之谈。**我想我们的年会之所以

能有这样的吸引力，其原因也与之相似。

由于集中了诸多因素，我们节日般的年会才会如此具有吸引力，与会的每个人都有很大的收益，甚至子公司员工的士气也受到很大的鼓舞。

有很多极其忠实的股东来参加 Wesco 金融公司的年会，有一部分当地人之所以来参加年会是因为他们自文森特时期就是股东。还有一批与会者(有的甚至来自欧洲)是在第一次参加伯克希尔的年会后，就赶来了这里。

4，我们的投资对学术界的影响甚小，他们大多是有着不可思议观点的不可思议的人

芒格：我们有点像天主教牧师，一直在重复着同样的老教义精神，没有什么新的东西可说。当然，就管理我们的投资组合而言，我们认为市场不完全有效，大面积分散投资不能保证什么，结果只能是收益平平。事实上，**我们认为几乎所有的好的投资回报纪录都和分散投资没什么关系。**我们一年又一年地老调重弹，然而，我可以**说，只有 2%的人进入我们帐篷的一角，其余的 98%的人仍然继续相信他们在研究生院所学的投资知识。**

我们对于国家经济部门和商学院的影响甚小，这些地方大体上来说人才济济，这些人总是谨小慎微、三思而行，不想出任何差错。然而，他们总是事与愿违。很奇怪，我们也许整体上低估了学术界，他们可能并不像我们认为的那样糟糕，因为和我们有接触的学术界人士中只有一部分人抱有不可思议的观点，像 β 系数和现代投资组合理论等。这些理论对我们来说没有任何意义。

我们在寻找尽可能持久的竞争优势，试图买进价格低于它本身价值的股票，或者愿意出公平的价格买我们看好的股票。我认为学术界在这一领域创立的基本理论是有缺陷的，部分原因是，**如果你们和我们的想法不谋而合，就没什么可传授的了。**那样的话，只要说上一两句就完了，但你们这一学期的剩余时间教什么呢？所以，他们根据自己的理论弄出一些数学公式测试学生究竟学到多少，是否记住了他们所讲的一切。

如此教书育人是令人悲哀的。但也有例外，比如斯坦福(Stanford)大学的**杰克·麦克唐纳(Jack McDonald)**，斯坦福商学院很有趣，McDonald 有很多投资想法和我们一样，他也许是斯坦福商学院唯一一位最受欢迎的教授，他年复一年地承担双倍于正常教学的任务，且受学生欢迎程度的得票率居高不下。而校方却巴不得他快点退休离开学校，因为他的(格雷厄姆式)方法和现代学术界(商学院的那套市场有效理论)不合拍。我不是在胡编乱造，尽管有点荒唐，但这是铁一般的事实。无论如何，伯克希尔从不相信这种极端的分散投资论。

5，这一切是怎样做到的呢？非同一般的耐心和机会主义.....

芒格：有关伯克希尔的有趣历史，从小的方面来说，伯克希尔的历史就是它的开始。它原本只是新英格兰纺织业的一家小公司，因劳动力成本过高而效益日趋下滑。纺织品与人力关系密切，新英格兰的纺织业注定要失败。沃伦购买了伯克希尔的控股权，如果他只是停留在纺织业，则百分之百会失去自己的投资成本。然而，当公司效益下降时，他从纺织生意中抽出资金，投资奥马哈的保险公司，接着又投资了别的生意。最终的结果是令人吃惊的转变，从 1 亿资本增加到如今的 10 亿之多。而且现在的股本并不像以前那样多。

这一切是怎样发生的呢？是缘何而起的呢？有趣的是，如果你抽样分析 15 个重要的决策，关于这一最终结果的相关记录是相当之少的。由此可见，成功并不是基于频繁的商业活动，而是通过非多样化、持久的耐力，恰如其分地、认真地把握机遇而获得的。你有自己的原则，坚持理性操作，你就会等到符合自己的原则和契机，一旦机会来临，你就会憋足一股劲牢牢地抓住它。有了这股劲头，每隔一年你就能做成一笔大生意。

近来，我们生意成交的数量增加了，但相对于伯克希尔的规模而言还是小了.....我们毕竟有这么多的子公司和超过 17.5 万名的员工。决策虽然相对不多，年复一年地坚持不懈、伺机等待、厚积薄发，最终获得了成功。

6，这不是完成总体计划，只是做好手边显而易见的工作

芒格：我们从来就没有什么总体计划——从来没有过。事实上，我们抛开了设计总体计划的念头，我们认为那样会适得其反。在大多数情况下，总体计划需要一生来完成，因此，每一个人都竭尽全力，试图通过查看旧的总体计划来寻找解决现实生活中亟待解决问题的答案。

但设计总体计划的那个人只是在尽可能地猜测前景，希望人们把新的信息纳入考虑的范畴。不仅是伯克希尔对总体计划持有这样的态度，威廉·奥斯乐爵士(William Osler)也持有相同的观点。Osler 爵士是现代约翰霍普金斯(Johns Hopkins)大学的创始人，约翰霍普金斯大学是现代社会的模范医学院。Osler 爵士经常引用卡雷(Carlyle)的一句话：人的工作不是去看处于远处模糊不清的东西，而是要去做身边清晰可见的事情。对，这就是开创成功纪录的正确态度。如果你们查看一下其他的记录，就会发现 Osler 爵士说得对。

我经常引用老沃森的例子，因为他经营过计重、制表及计时器公司，最后成立了 IBM 公司，他接管公司时，公司规模已扩大了 3 倍。老沃森从收银机生意中走出来开始新业务的部分原因，是他们的计重秤和收银机生意有相似之处。他们还有计时器生意，占了 IBM 公司的重要比重，这也是这个无名家族发家致富之本。沃森新公司的第三个企业是 Hollerith 电动制表机公司，后改名为 IBM 公司。

沃森当时并没想到 Hollerith 电动制表机公司会经营得那么好，他认为肉店用的计重秤销售前景倒有可能更好，但制表机很快获得了成功，沃森极其敏锐地把资金和精力投入当时外界还不太看好的生意。IBM 公司一直都是这样不断地积极进取。当计算机开始取代打孔卡机器时，IBM 公司又继续进步了，所以 IBM 公司经久不衰。至少在早期，**是启蒙的机会主义使其成功的，而不是什么总体计划。**

我忽然想起大城市往往就是像 IBM 和伯克希尔那样发展的，而许多城市的总体计划带来的坏处往往比好处多。不论怎样，伯克希尔没有很多的总体计划，只要我们在，你们也不用担心未来会有。

7，这个世界资金泛滥，而且在不断增加

芒格：我希望如今还能有一些机会能带给我们启迪，但我却没有看到情况有什么转机。

这个世界上资金泛滥，很多人为之推波助澜，而且队伍不断在壮大，**似乎每所大学都不得不设立固定收益套利部门、初创企业风险投资部门、成长企业风险投资部门、杠杆收购部门、外国小盘股投资部门和外国大盘股投资部门。**当然，还需有层层顾问告诉他们在每一个类型中该有多少资产。

人们投入了大量的人力和资源去做这些繁琐的文案工作，而且人数还在日益增加，这对经济的改善并没带来什么好处。如果你们是以对固定资金套利贡献的大小来决定能否进入天堂，那倒还真是个苦差事。不管怎么说，这也是这个国家的文化，这类毫无意义的事情仍然有增无减。

8，近年公司丑闻在不断增多

芒格：目前人们经常问及的另外一个有趣的问题与公司丑闻有关，提到最好的先例，人们就回忆起杰伊·古尔德(Jay Gould)，人们就是喜欢那样.....在过去的 10-15 年间，这个国家公司和行业行为声誉大降，出现了假律师、假会计师、假投资银行家，事实上，投资银行家的表现也一直是差强人意，尽管他们曾经的表现比现在好一些。我们忍不住想知道，不少律师是否曾经表现得不错，但是既然律师不仅在制定管理我们这个社会的法律方面有实际上的垄断权，而且在赢得几乎所有的法庭案件方面同样有垄断权，法官在判决所有法庭案件，甚至法官在上诉权的最后判决中——**如果绝对权力产生绝对腐败的话**，这就很难想象律师作为一个群体的行为不会随时间的推移变得更糟糕。

杰伊古尔德(Jay Gould)，1836-1892，美国铁路公司总经理、投机者，靠肆无忌惮的掠夺而致富的强盗大亨。他最初是一名铁路勘测员，后经营一家制革厂。1867 年，成为伊利铁路的一名董事。他和丹尼尔德鲁(Daniel Drew)、詹姆斯菲斯克(James Fisk)联手以防止范德比尔特(Cornelius Vanderbilt)夺去他们的铁路控制权，并向纽约州议员大量行贿以使虚股的发售得到法律认可。他和 Fisk 以及 W. M. Tweed 联手利用股票进一步投机获取暴利。1869 年他们企图垄断黄金市场，导致灾难性的黑色星期五恐慌。1872 年由于公众的强烈抗议，古尔德终于被

迫放弃对伊利铁路的控制权，其时古尔德已拥有 2500 万美元的财富。1874 年获得联合太平洋铁路公司的控制权，到 1881 年他已拥有全美国铁路总长的 15%。其后他将联合太平洋铁路股票出售，转投资于圣路易西南部的一个铁路系统，到 1890 年拥有该地区铁路总长之半。此外，他在 1881 年取得西部联合电报公司的控制权，1879-1883 年是纽约《世界报》的所有人，1886 年买下曼哈顿高架铁路。

古尔德是攫财大亨中的攫财大亨，他与 JP 摩根、范德比尔特齐名，他在那个时代的地位超过了现在的巴菲特和比尔盖茨，他既是当时伟大的金融天才，也是引起最广泛仇恨的恶魔。在积累了超出常人的财富与成就的同时，古尔德也承担了比同伴或对手更多的恶名。当时媒体对他的抨击不遗余力。在谈到美国近代金融历史时，古尔德总被认为是头号恶魔。他一向冷酷无情，没有朋友，直到去世。

每一位 CEO 都有一种尝试成为杰克·韦尔奇(Jack Welch)的倾向，他在任期内的收入越来越高，像定期推出的时装新款价格那样高得出奇。获取高收入的动机是如此强烈，以至于很多人开始弄虚作假，部分原因是他们的时间视野错了。

在荷兰皇家壳牌石油(Royal Dutch Shell)工作的那个家伙作出了错误的决定，伪造了储备量，他可能还有 4 年就要退休了，他曾经被女王授予爵位，已经到达了事业的顶峰，他不必为接下来的 20 年或 30 年负责，只需熬过接下来的 3 年或 4 年就行了。所以，他对时间视野的判断失误了。

现代公司管理哪里是尽头？荷兰皇家壳牌石油按其历史计算只是达到一般的水平，而在现代资本主义现存的公司中算是有大公司的道德风范，它有严格的精英管理层，几乎人人都是工程师。然而，有关他们虚报储备量的事却做得很过分，有位员工在给其上司的书面报告中这样写道：我已经厌倦了虚报储量的事了。最后他们去掉了报告中公司储备量的 20%，这可不是件小事。

如果连荷兰皇家壳牌石油都这样行为不端的话，我敢说会有相当一部分人同样举止不当。当然，不仅 CEO 会犯错，那些在市政当局分管养老金计划的会计公司过去声誉很好，但它们一点点地都拿出来换钱了。

9，会计公司过去曾是道德圣地

芒格：在我们国家，会计公司行为败坏是最恶劣的行径之一。我年轻时，许多案子的主任律师都是苏格兰人。在我看来，大约有一半的会计公司都有一个来自苏格兰家族的主任律师.....

以往的大会计公司总的来说是个道德圣地，没有人贪赃暴富，公司里有许多印度人和很少的主管，主管收入颇丰且有很多养老金。作为一名年轻的律师，我曾对普华永道会计师事务所两位退休的资深合伙人的不动产进行过遗嘱公证.....所以我知道些情况，许多公司都堪称道德圣地。

然而，在 25 年的光景里，一家家公司一点点地把道德换成了钞票，事情已经到了极其可怕的地步。当然，一旦你获利，即使是不该获得的利益，你就会继续做更过分的事情，长此以往便不能自拔了。即使你从一家正直的

公司起步，最后也会沦为道德阴沟。在我们所有的大会计公司里，这些事情出现得够多了。

这个国家的大会计公司最终卖出的是欺诈性的减免所得税的合法手段，成功主要取决于手段隐晦，不被美国国内税务局(IRS)发现。这就是它们高价出售的东西。事实上，它们是这样说的：(1)我们将对此担保，意思是如果有人发现，你也不会进监狱；(2)我们将做得很隐晦，不可能被人会发现。一家又一家会计公司干起了肮脏的交易，当然，律师为了获取大笔费用帮着提供不实的辩词。这些收入真让人恶心。

这种事情会源源不断地出现，如果没有不可挽回的失败和名誉扫地，何时才是尽头？Deloitte 德勤会计师事务所是 Wesco 金融公司的会计师事务所，现在对其最大的税收大户收费，但他们也在等待，直到有明显的精明事可做。如果事务所从开始起就没有让公司知道这些事，它是最可信的。然而，德勤会计师事务所和其他会计师事务所一样，它们都陷入做坏事的泥潭。

银行也有这样的不轨行为。例如，摩根财务公司(J.P.Morgan)的老银行在加那利群岛(Canary Island)上成立了一家小公司，这家公司根本没有经济实力，只是在帮安然公司逃税，然后撒谎说事实上是安然在贷款。银行对此究竟是怎么想的？公司的行为怎么会变得愈来愈糟？

尽管结果会大难临头，名誉扫地，我们现在还没有规避最为糟糕的情形。很多年以前，通用电气和西屋电器(Westinghouse Electric)为了抑制酒店价格的上涨，不惜让自己的童子军侦察队进了教养所，这才促使有关酒店改变了定价行为。我认为，只有让相当一批这样的现代人入狱，才会改变公司的行为。

10，保守才是上策

芒格：但是在实际操作方面我们仍面临有很大的压力，毕竟所披露的事涉及大笔金钱，正如荷兰皇家壳牌石油事件中的灰色部分，你会仔细权衡，或多或少在披露中有所保留。我们倾向于保守一点，我们还没有见到过一个不受诱惑者。

一贯的保守记账是上策，保守主义在记账方面是完全可行的。但如果你想中饱私囊时把账目做得保守、想汇报时放宽，那就完全错了。与之相反，如果你一直是保守的，只是在账目明显过高时公布多余的储备，才能算是一种极其一致的、理想的会计政策。

伯克希尔和 Wesco 金融公司的会计方针是建基于观察报告和公认说法上的。可悲的是，这种方式现在已不常见了，取而代之的是，很多现代的 CEO 只想着在法律允许的范围内最大限度地利用会计政策，以在需要时计入财

务报表。我想，如果每家公司都能坚持一贯的、保守的会计政策，情况会好得多。但是，我们和期待的结果差之甚远，这是因为我们经历着现代的道德水准滑坡。

我认为，我们国家的联盟和政治结构也在经历着大滑坡，每况愈下。事实上，我想表明的是：代表加州监狱看守的联盟名声是极坏的、毁灭性的.....因此，在许多地方都存在着不道德行径.....

11，不可思议的好事情也会发生.....

芒格：无论如何，仍然有改善的迹象，例如通过逐渐积累，新西兰到 1980 年代形成了极端的社会主义文化，实施了货币控制和瑕疵进口货物控制，对所有能管制的实施管制，所有你能够想象出的社会主义罪行在新西兰都猖獗到极致。如今新西兰实施征收高比率所得税，高达收入的 30%.....还征收 10%的消费税，人人都有份。这样一来，国家盈余，国债减少，曾是一团糟的学校系统得以大幅改善，这种方式应该是米尔顿·弗里德曼等保守经济学家所推崇的.....(Milton Friedman，美国胡佛研究院高级研究员，曾获得 1976 年的诺贝尔经济学奖)

这一改革确实是由新西兰工党领导进行的，如今的新西兰对于每个人来说都比以前好多了，无论是从人均收入还是从自尊程度、学校教育质量看都有很大的改观。如果在像新西兰这样高度社会主义化的国家里，道德规范能够突然改观，其他国家也许还有希望。相比新西兰，撒切尔在英国还没有发挥到这般地步，她得到的只是改革中的一些糟粕。但是新西兰做法很愚蠢，是从“颈部”开始治理的。新西兰有一个政府部门，其员工竟然可以从 2 万人减少到 1 人。那是一个工程部门，通过公务员做公共工程。事实上，他们只是说：让它见鬼去吧。他们开始雇佣私人企业做事，结果运转很好。我想提一下，他们奉行社会主义，失业率高达 12%，无计可施。这可能就是为什么工党对所有的事情都评价说：无济于事，我们同在这个小岛上，有人必须对此负责。感谢上帝，他们也可以得以妥善处理，所以说我们也有最终解决这些问题的希望。

通过帮助伟大的里根总统赢得了冷战的胜利，撒切尔把自由的精神传到西欧，并使得英国、美国及其他国家，包括俄罗斯，大量削减国防预算资金，至少国内自由企业在某种苍白外表下与俄罗斯的贸易量逐步在增加。俄罗斯已实行均一税方案(The Flat Tax)，据说中国也在研究这种曾经受到里根总统支持的做法。

12，令人难以置信的是，在加州都有一线希望

芒格：我们面临的现状似乎是：在丑闻和畸形没有发展到极致之前，人们是不会着手扭转的。就拿加州劳工的例子来说吧，说它是充满罪恶并非言过其实，欺诈的按摩技师、欺诈的医生、欺诈的律师、欺诈的工会代表，还有不诚实的员工使得这个社会体制失去了公平合理。当然，只要为社会贡献大的人喜欢维持现状，立法者就不会着手改变什么。

加州突然开始进行的改革确实是个奇迹，由于近来当选的州长的热衷，以及迫于请愿书的压力——要求立法机构为了按摩技师和出庭辩护的律师滤去体制中的水分，奇迹出现了，我们的确在进行改革。我想，**无论如何，我们在现代行业中所见到的一些丑恶行径最终会越来越少。**

13，律师已成为问题的一部分，他们应该明智的拒绝卑鄙小人

芒格：律师行业一直以来免受批评，然而，所有欺诈避税行径都有一流的律师事务所所书写的法律辩词，你在报纸上看到的每一个犯人几乎都有一个站在他的立场上为其夸夸其谈的律师。我常常不明白为什么很多律师事务所一开始不回避或者说不拒绝那些有罪的客户，但即使是这样，那些坏家伙还是能找到很多公司为其服务的。

我注意到，很长时间能够避开麻烦的律师事务所，往往会有一种**试图避开最邪恶的客户进入的制度**。如果我经营一家律师事务所，也希望建立那样的体系——**因为我会对许多客户的行径感到羞愧，对许多律师认为恶棍行为辩护不会成为恶棍的观念感到羞愧。**

我认为，人们的事与愿违是由于过于自负，当玛莎·斯图尔特(Martha Stewart，著名的家居顾问杂志创始人)麻烦缠身时，她在惊恐之下，将自己所持有的公司股票抛售。她并不清楚出售股份的行为会让自己名声受损，因为她的朋友也在这么做，所以她不会因内幕交易而引火烧身，按说这种情形是无法定罪的，但是，当她面对调查员时，她编造了谎言，对调查员说谎就是重罪了。

她的故事的可笑之处可能是她雇佣了一位夸大其词的律师，并按照其吩咐行事，才把自己送进了监狱。(芒格怀疑的神色令一些与会者忍不住发笑)这可不是我虚构的，她的律师向她索价确实很过分。依他们之见，他们相信她，好的律师都应该相信他们的客户，甚至在不惜送他们的客户进监狱时也一样。

无论如何，过去我喜欢的律师，在遇到玛莎·斯图尔特这样的客户时会会对她说："玛莎，你讲的故事很精彩。我是你的律师，所以，**我不得不相信你所说的，但别人不会。因此，事实是逃避不了的。**如果你想那么说，你得再找个律师，因为我不想输掉这个案子。"**这个方法现在同样百分之百有效，你可以明智地拒绝那个客户，事情就是这么简单。**但是也有客户不惜代价，愿意通过回复邮件开出发票。玛莎·斯图尔特就愿意在咨询了一位"有才"的律师后，为自己的行为坐牢。

当然，前总统克林顿更应该妥善处理那件令他失去律师资格的保拉·琼斯(Paula Jones)的案子，在法庭上作伪证令他失去了律师资格，这对一个在美国总统来说是极大的耻辱。所有的律师不得不这样说："比尔，我相信

你，但别人不会，因此我们最好处理好这个案子，而你也就不必上法庭，讲述没有人会相信的故事。"

(芒格报以咯咯的笑声，在场的人也被逗笑了)

14, 不要为了自尊而不承认小失败

芒格：无论到哪里，你都会发现一些古怪的茶话会，你要学会路易·文森特(Louie Vincenti)的智慧原则：如果你说了实话，就不必记住谎话。这是个简单的概念。因为你一旦开始说谎——想一下皇家荷兰壳牌公司到了第三年或第四年，那时情况就变得很危险了。似乎在第一年撒点谎是个不错的主意，但已开始变得非常让人不舒服。

想想女王已经给你授予爵士头衔，你得向其汇报你们的石油储备非但没有上升，反而下降了，你可以开诚布公地说："我们尽力了，我们皇家荷兰壳牌公司出现了这样的问题，正在努力解决，等等。"那样说很可怕吗？**为什么让你的自尊与汇报中的收入联系在一起，而你从来不承认一点点错.....**

不管怎样，这些事情已经屡见不鲜。但你是否注意到，情节是非常相似，但**同样的情节会不时地重演**。这是我一点凌乱的想法，我不得不就一两个主题发散一下。(与会者以掌声表示赞同)

有些事情，你别无选择。正如一句老话所说的那样：医生掩藏他们的过错，时事报道编辑出版他们的过错。

15, 互助基金业务实际上已上升为一门贿赂投资者代购人的艺术

芒格：我将继续讲几段有趣的轶事。当我面对一大帮研究生有时甚至是教授时——特别是一些经济学教授和学生时，总能自得其乐，我总是问他们："你们知道供需曲线吗？"当然，他们的回答是肯定的。"你们当然知道当你们提高某产品的价格后，你们的销售量将会降低，是吗？"他们也会给出肯定的答案，他们都很清楚这一点。我接下来会说："不过，你们能否举说明如果你想销售更多产品，不得不提高价格的四个例子？"他们只是神色木然地看着我。**这是个很重要的问题，如果你不知道哪里能运用、哪里不能运用以及在什么条件下能用或不能用一个规律，那你真的理解这个规律吗？**

到目前为止，我曾四次问过这样的问题，50个人中可能也只有1个人能给我一个正确的理由——而我可以轻松说出四五个案例。**当我提问题时，喜欢用多问问题的方式来解决**问题。我说："设想一下，你以10美元的单价销售小器具——大部分小器具都是被某一个客户买去的，想想你提高价格的同时贿赂一下代购人，不是能够销售更多的小器具吗？"他们豁然开朗："嗨！对呀！"

我说，"在美国经济中，有没有别的和这类情形相似的功能等价物？"当然，在座的各位都是搞互助基金业务的，应该清楚我想说的上什么吧。从实质上来说，这显然等同于一门上升为，**贿赂其他投资者代购人的艺术**，他

们对股票经纪人说："你平时拿 1%的一半回扣(过去是 1%的 0.8，但现在只有 1%的 0.5)，如果你买这只互助基金而不去买其他的证券或其他互助基金的话，我们会付给你 5%的回扣(1%的 0.55)。"他们实际上是在贿赂其他投资者的代购人。

一旦他们克服了销售制度中的不端行为，许多地方会显得很道德。一旦他们有了钱，很多互助基金会很努力，也很守规矩。即使那样，我们仍然有丑闻。你能想象吗？在美国所有薪酬过高的人群中，可能数那些为主要互助基金服务的管理公司老板收入最高。在那个职位上，许多人都接受贿赂，从本质上说，这是允许盗取他们自己的互助基金的举动。大部分互助基金管理公司都是这么干的，这可不是个小罪过，令人不可思议！

代表原告出庭的律师按常规能拿到总收入中的 33-40%的报酬，与基金管理公司老板相比，这看起来像公共服务，个体投资人可以理智地选择投资对象，出庭律师因为很多缘由不能选择客户。就对美国的劫掠而言，出庭律师作为一个群体，在互助基金董事和公司执行总裁的群体中只是演技蹩脚的业余演员。从他们的前景看，他们尽最大努力使其利润分成成为合法收入。

我想 Chris Davis (戴维斯家族第三代接班人)今天也来这里了，我在伯克希尔股东大会上讲过一个故事。它是克里斯讲给我的，非常有趣：一批做短期投资的人来找 Chris，说如果让其进行不正当的资金交易，他们愿意额外注资 4 个亿。谁会对 4 亿资金说"不"呢？(笑)而 Chris 却断然回绝了：你脑子有毛病吗？我们当然不能允许。

会有很多这样的人对你说："我有个很妙的提议——为什么不让我谋杀你的母亲，然后我们平分保险金呢？"你可能会说："好吧，我得回去和我的子女商量一下，你真的认为分一半公平吗？"(哄堂大笑)但这正是许多互助基金管理公司运营的方式。

这样的行径既不道德，又很愚蠢。想象一下，如果不像理查德·斯特朗(Richard Strong)那样多偷 50 万美元的话，你生活会是怎样？这样的事总是会在资本主义社会里发生，当然是极其个别的。我认为互助基金的行为将会有所改观，因为人们会注意到并且为那些行为不端的人制造更多的麻烦。

(Richard S. Strong 创立并领导斯特朗资产管理公司 Strong Capital，2004 年 5 月，监管机构指控他允许短线交易商对其所持基金股票进行套利而获利 50 万美元，即市场所称的"投机交易"，这种做法损害了长期投资者的利益。斯特朗承认自己从事此类交易，Strong 被罚 1.75 亿美元)

我们在互助基金方面得到了意想不到的结果，互助基金本来是为小额投资者进行集合理财，于是他们采取独立董事制度，要求大量董事必须是独立的。呵呵！如果说互助基金董事是独立的，那我就是波修瓦芭蕾舞团的领衔主演(Bolshoi Ballet 是俄罗斯历史最悠久的芭蕾舞团，创建于 1773 年)(芒格和与会者一起大笑起来)。

当然，一旦有了这样完全虚构的体制，就会导致很多怪癖。不应允许出卖互助基金管理公司，我认为，资本卫士和其他拒绝那么做的人都是站在道德的立场上的。不过，你也不能指望终身从事此业的人不在法律允许的范

围内最大限度地获取个人的经济利益，由于别人都在这么做，所以人们逐渐开始沾染这样很不完美的行为。

好了，大家也该听腻了查理·芒格杂乱无章的赘述了，我们来回答大家的问题吧.....

股东问答开始

1，不参与管理的外部董事都不应该从公司拿薪水

股东：找足智多谋但不参与管理的董事来判断管理部门的所作所为，是否都是为增加股东的利益着想，以此敦促管理部门承担应尽的责任，你怎样解释这个现实的期望？

芒格：一般说来，作为一个股东，如果你指望不参与管理的董事弥补管理上的不足，你就有麻烦了。美国实际规则大体上是，当管理部门让董事们很为难时，董事们才行使权力。我的朋友乔·罗森费尔德(Joe Rosenfeld)曾说："他们要我担任西北贝尔(Northwestern Bell)公司的董事——那是他们最不愿让我做的事情。"(听众笑了，这与巴菲特对于自己的说法如出一辙，而芒格很少被要求出席薪酬委员会)因此，即使他们有学识，也起不了作用。

你提了一个有关怎样改善企业管理的很有趣的问题，我认为我们不能依靠那些大学教授和类似的人来改善管理，他们想要享受董事级的薪水(很慷慨的一笔钱)。你会找到真正独立的临时董事，然而，如果一个人拿到的报酬占了他一半的收入和大部分退休金的话，那么寄希望他在 CEO 面前拉下脸对着干是勉为其难的，因为 CEO 有权将他从董事会踢出去，所以，还是不要对那些抱太大的希望。

由那些确实很明智、很富有的人担任董事，你才会有更多的自主，他们不需要你们付钱给他们，那些人想要的是他们已有的名望，不想失去自己的声誉，那些董事们不是为了钱才当董事的。这才是理想的董事会。伯克希尔的董事会就是这样的，从小的范围而言，Wesco 金融公司的董事会也是这样的。巴菲特曾说他认为伯克希尔的董事会是这个国家最好的董事会，董事会成员都极其高品位，极其精明能干，他们都没有 D&O 董事责任保险，也不收取上面所提到的高额董事费用。但这并不是普遍认可的明智之举，你可以看看这个国家所有的商学院，没有人会谈论我刚才所说的方式。

(D&O 保险，即董事与高级职员责任保险 Directors & Officers Liability Insurance，简称 D&O 保险，是西方发达国家职业责任保险的主要险种之一，主要为公司、企业联合及其他机构的董事和高级职员对第三方的经济损失应负的责任提供保障)

我认为，我们的大公司都拥有较优秀的董事，但不参与管理的外部董事都不应该拿薪水——只是给他们报销费用开支而没有报酬。我见到过许多知名人士都愿意无偿为像埃克森·美孚(ExxonMobil)那样的石油公司董事会工作。英国基层刑事法庭配有非专业治安法官，他们能报销费用，但不拿薪水。在市法院系统中，为轻罪量刑的审

判员以这种方式已经工作了约 600 年，没有人想改变惯例，因为一切运行良好。很多其他的事情也采用同样的方式，如哈佛商学院就是由既不拿薪水又得出资保位的一批人管理着，且管理得很不错。

我认为，没有任何合适的法规有能使管理改观，只有更多的董事会能像伯克希尔的董事会一样，情况才会有所改观，我们的大公司董事要像英国基层刑事法庭一样，人们出于责任心做事，而非为了经济回报。

CEO 不断建议为董事们加薪时，作为回报，董事们也不断提高 CEO 的薪酬，互利互惠的势头十足。不久薪酬上升得很高，甚至在一些案例中，经理主管人员明明是个傻瓜、声名狼藉的人，以至于严重破坏了整个资本主义的公正。因此，我认为现存的体制很糟糕。我坚持认为我提倡的这种体制能够长时间有效，但却不会出现。

我想顺便提一下，在宪法大会上，作为富兰克林最后的愿望，他提出美国政府应该由无偿奉献的人，就像富兰克林一样的人来管理。他的愿望只能在摩门教堂(Mormon Church)得以实现，他们有无偿奉献的牧师和主导传教士，但除此之外是另一种模式。

2，萨班斯法案对于厚颜无耻之人更易于定罪

股东：如果我们国家做了过多的努力，你认为国家的道德罗盘和公司管理能改变吗？能帮助净化体制吗？

芒格：我们国家所做的努力正在帮助净化体制，但由于很多职能部门的偏见和无知，会导致很多可能的治疗达不到预期的目标，所做的一切也绝不都是明智之举，你可以称之为改革，但不一定能收到效果。

我认为萨班斯法案在提高公司的 CEO 会计知识的精确度方面不会产生很好的效果，公司的 CEO 不可能鉴定那些数据，因为他得按照法律规定做，而不是去相信那些交给他数据的人。

法案能约束的一个方面是，当公司的 CEO 亲自参与不真实数据的欺骗行为，如果他在数据报表上签了字，政府比以前更容易提起诉讼。在我看来，在那种情况下，萨班斯法案对那些厚颜无耻的骗子会起到很大作用的。

如果你从不属于你的消费账户中取走 100 万，然后你在账目正确的账单上签了字——这在陪审团的面前可能明显有罪，但在萨班斯法案出台前不一定有罪。以前你可能会说：对，董事会明白我所作所为.....

Dennis Kozlovskiy 的辩护令人瞠目结舌，他认为自己有权要他想要的，做他所想做的，一个陪审员说他根本不可能是罪犯——因为他没有羞耻感。(股东们捧腹大笑)你们可以笑，但你们知道她之所以判他有罪是因为他偷偷地做尽了坏事。她说，如果他有明显的特权感，不可能有邪恶的动机。至少这是那个陪审员的感觉。

我认为萨班斯法案对这类罪容易认定，比如定玛莎·斯图尔特(Martha Stewart)对联邦调查员说谎，比定她内

部交易的罪名更容易。萨班斯法案比骗子更聪明吧？聪明了一点点，也只是一点点。但你们如果认为它将有很大效果，你们就高估它了。

萨班斯法案[Sarbanes—OxleyAct]2002 年被批准执行，它是 1930 年公布美国安全法以来最重要的影响公司的管理、金融内幕和公共审计的立法，这个法案是针对上世纪 90 年代后期和新世纪开始时一系列公司账务丑闻而提出的，旨在增加企业透明度、保护投资者的利益。法案取名于它的首席架构师 Senator Paul Sarbanes 和 Representative Michael Oxley，对审计人员、董事会成员和公共贸易证券的发行者进行了颠覆式的改革。法案适用于所有需要归档的有价证券和交换佣金的公司，并给出遵守规范的强制性期限。萨班斯法案要求上市公司的 CEO 和 CFO 对提交给 SEC 的财务报告的真实性、完整性负法律责任。

Tyco 泰科公司 CEO 丹尼斯科兹洛夫斯基 Dennis Kozlowski 和 CFO 马克斯沃兹 Mark Swartz 两人因重大盗窃罪、证券诈骗罪、伪造商业记录等罪行被判 8-22 年监禁。Kozlowski 加入 Tyco 公司之初，对自己管理的分公司，进行了大刀阔斧的改革，裁撤冗员，狠抓绩效，为了更好的开展工作，他还经常以身作则，只拿不高的 100 万的年薪，很多本可以进行报销公务开支，也自掏腰包。分公司的业绩和形象，一下就脱颖而出了，并迅速得到高层赏识，升职加薪。1992 年成为泰科 CEO。在他掌管公司管理大权后，开始玩起了高明的资本运作。他把公司闲钱都投给了一些的确有潜力但缺乏流动资金的公司上。其中最有名的就是在美国仅次于强生的肯达尔医疗集团。但这种良性循环的基础，是能一直找到合适的并购对象，但事与愿违，他开始高价收购创造的空壳公司，人造业绩。顶峰时，他甚至雄心勃勃地表示，要建立一家与巴菲特伯克希尔相媲美的企业集团。随着公司规模扩大，个人年薪从 100 万涨到了 5000 万，他拿着高工资享受这社会赞誉的同时，他也在悄无声息的滑下贪欲的深渊。他掌权的十年间，泰科从一家年收入只有 30 亿美元的企业，一跃发展成了近 400 亿美元的大集团。曾经一度勤俭他，在自认为掌握到了轻松敛财的财富密码以后，就不再继续勤俭。2200 美元的镀金纸簏，15000 美元的宠物狗专用遮阳伞，2000000 美元的生日派对，136000000 美元的年薪.....都成了他日常生活中的一部分。沉迷于奢华的享乐之后，他自然就没有精力去主抓公司的业务，因此泰科的金融帝国开始慢慢变得千疮百孔。为了掩盖这一切，他只能继续扩大并购规模，让并购的业绩来美化泰科的问题，不到十年他主导的并购已经超过 200 起。

3，预测公司欺骗行为不是太难，惩罚作恶者大快人心

股东：1998 年我参加了 Wesco 金融公司的股东大会，你在会上讲过一个你写的有关一家虚构的公司的小故事，那家公司伪造账户，并以一个合法的、盈利的企业为基础建了一套假账目.....我几个星期前读了那个故事，令人吃惊的是，那个故事基本上勾画出，如今的公司账目伪造状况以及账目，为何变得如此混乱，在我看来，那些描述精确得不可思议，好像你比别人早 3 年读到《华尔街日报》一样。

芒格：假如有用于股票期权的会计处理，一个受过数学训练的人就不难看出其中可能存在的欺骗。我写那个故事是将和会计处理相符的那种欺骗程度扩大化，当然，我用来结束故事的是一连串荒唐的结果和结局。写了那篇文章，我能最终惩罚那些罪大恶极的人，我确实也达到了目的.....别行业的人令人失望程度要轻些，因为会计师们是这个行业的托管人。我说过，**我们早料到投资银行家们行为不轨**。但是，当会计师出卖了.....(听众大笑)

如果我没记错的话，我说过，**叛徒在地狱的最底层，住在高档社区里的那些中饱私囊的会计同伙都是最坏的叛徒**。所以，在我的故事里，上帝最终会送那些会计师们进入地狱的底层。能在故事里，把那些人送到你认为他们该去的地方很是过瘾的，我很高兴能编出那样的故事.....

4, 传授道德规范的最好方法就是言传身教, 树立榜样

股东：在伯克希尔的年会上听到很多有关道德规范的议论，我们公司也有此类话题的讨论，我想重提这一话题.....我儿子的一个老师说他们在学校不允许教道德观，甚至不能说什么绝对是绝对的好和坏.....我想知道你对开设道德课是怎么看的——我认为道德观念应该从小培养，你能对此作评论吗？

芒格：我认为，**传授道德规范唯一的好方法就是树立榜样**。这就意味着如果你要用人，就得用那些在日常工作中符合道德标准的人。反之，如果你的道德标准出现滑坡，而人们因道德败坏得到奖赏，你的道德品质会急速地一落千丈。

在我看来，**道德品质很重要，但我认为最好通过榜样的作用言传身教**。如果只是学习几条规定，熟背硬记以便通过考试，对人们道德品质的提高没有什么帮助。但如果你亲眼看到有人某方面表现出色，令你肃然起敬的话，特别是迎难而上的情况——你很有可能对其印象深刻并长期受其影响.....

5, 衍生品账目里的骗子非常多

克里斯·戴维斯：关于贿赂代购人模式的想法，我想知道您怎么看待保险经纪业务方面的发展现状？保险经纪行业似乎只有为数不多的机构.....

与之无关的是再保险概念，其像衍生物一样，可以用来分散风险，或者可以用来为像分散收益或者操控资产负债表上的债务等各种各样的邪恶的理由开脱。你能否对再保险说上几句，你怎样看待它的终极消亡？

芒格：对于你的第一个问题，拿回扣已是众所周知的事。客户群是庞大而又老练的，他们熟知这一行规。所以，我认为这与一个在教堂遇见一个经纪人的小老太太，然后给经纪人回扣购买互助基金是不一样的。总的说来，情况是大不相同的。

大体上来说，有关再保险问题事实上如你所述，**它属于一个你能有很大的处理权(提列准备金自由度)的领域——因为它是以估算为基础的，这也是其本质**。我敢说，从现在起通用再保险公司和伯克希尔比大多数人更为保守，即使他们的季度报表成绩不佳，他们也会一直坚持。

然而，总的说来，我认为我们在保险业还没有遇到最后的麻烦。当金融机构想制定收益报表时，他们可以调整数字，偶尔会出现丑闻，真正可怕的丑闻最终会出现在一些大金融机构的衍生品账目里。当然，通用再保险公司在记录自己的衍生品账目方面，与按照 GAAP 会计准则计算出的通用再保险公司账目数据相比，我们公司赔了

很多钱。我敢说通用再保险公司的衍生品账目比大多数公司账目更为保守，但尽管如此，我们仍然在按章办事。

你可以用下面的问题当作试金石，来测试精神境界和道德品质。如果去一些大公司，你不妨问一问：你真的很清楚你在衍生品账目上做了什么吗？如果有人回答说：是的清楚。你可以确定他们要么是疯子，要么是骗子。

6，动机导致的偏见是人之本性

大卫·温特斯(David Winters, Franklin Mutual Advisers)：你前面提到动机导致的偏见的问题，你是怎么熟练地将动机导致的偏见(incentive-caused bias)为你所用的？

芒格：动机导致的偏见常用于各种激励制度中，换句话说，如果你相信一个人的互助基金是世界上最好的互助基金，那么你给他的奖励将使他成为更好的推销员。他对此也会深信不疑，因为他从中拿到了用来养家糊口的丰厚的回扣。所以说，**常规的奖励设置，引起了很多动机导致的偏见.....**

动机导致的偏见有点像地心引力，它隐身于人类的本性之中，好和坏的影响都很深远，对于人的精神作用无法估量。想一想所有那些欺诈性的避税手段，我曾和一个会计师交谈过，他是个十足的好人，我甚至很乐意和他的家族联姻。可我有一次对他发牢骚，在我刚开始批评，有那么多会计公司出卖那些欺诈性避税手段以换取大笔的成功费用时，他却是这样对我说：查理你看，这些会计公司的所作所为是很不道德的。这种方案在不可能被揭穿的情况下是绝对的好方案，要想不被揭穿，就只能让极少数几个最好的客户知道，对其他客户一律保密，对你最好的客户也要严守秘密，那样的话，就不太可能被发现.....这就是我们公司所走的合乎道德规范的道路。

我绝不是开玩笑！（听众大笑）对于动机导致的偏见又能怎样呢？再强调一下，他是个十足的大好人，和他的家庭联姻你也会很乐意的。

随着时间的流逝，奖励机制和社会环境慢慢产生了这样的影响，人类精神背叛了信仰。

在 ARCO 公司庆祝在阿拉斯加北部斜坡带石油储藏开发盈利的庆功宴上，我听到一个关于这一话题的故事。内务律师是个爱尔兰人，坦率直言，相当有魅力，很受尊重，所以大家都很认可他的直言不讳。公司里的人正在相互举杯道贺时，这个爱尔兰籍的内务律师举起杯子说话了："我们做了这么伟大的事情，难道我们不伟大吗？好吧，我建议为真正给我们带来胜利的人——伊拉克法塞尔王(King Faisal of Iraq)干杯....."他继续说道："我们做的每一次成本核算都少了 200%，所有的成本都比我们核算高多了，困难比我们想象的要大得多，我们所有的预测都很愚蠢，和我们提出的石油价格不相符。但是法塞尔王和石油企业把石油价格提得如此之高，令我们神清气爽。

(芒格忍不住笑了)让我们今晚在此为他干杯，以表敬意。"

你很少在生活中听到这样的祝酒辞，因为对于大多数人来说，说出这样(真话)的祝酒辞会让我们失去工作。如果一个人把现实带入欢乐的聚会，让人们面对自身的局限和错误，往往不会有好下场的。但我喜欢说这样的祝酒辞的人，在我看来，他是人类的荣耀，是文明的代表。如果你们中有人能加入他的行列，你们会更具有影响力。

7,《深奥的简洁》(DeepSimplicity)是一本好书，我再次坦言自己有些偏爱。

股东：在过去的一年里你接纳和吸收了新的思维模式了吗？愿意在此与我们分享吗？

芒格：过去的一年里我接纳的新思维模式存在于两本书里，《失效的科学》(Ubiquity: Why Catastrophes Happen)，另一本叫《深奥的简洁》(Deep Simplicity)。它们让你明白你无法预测的事情，例如地震什么时候会发生，你知道地震是随着时间的推移按一定频率发生的，但你不知道某一次地震将会发生在某一个特定的时间。但是你可以预测即将发生的地震的强弱分布，这种强弱分布是遵循指数定律的，这就是很有用的概念。

事实上，《深奥的简洁》一书的后半部分的很多内容很值得了解，可以买来看看，我听说可以通过亚马逊(Amazon)网站订购。我有点受伤，因为我为这本书付出了调研费，这都得归功于彼得·贝弗林(Peter Bevelin 瑞典的伯克希尔长期忠实股东，著有《探索智慧：从达尔文到芒格》)，他总是不停地给我寄书，结果我花钱给我的朋友也都寄去了那些好书，现在我又开始资助写书人。我可交不起很多像贝弗林那样的朋友了。

并不是所有人都会喜欢《深奥的简洁》这本书的，因为试图全部理解其内容是相当难的。不管怎样，这本书确实是一本好书，如果你尽了力还读不懂的话，你可以把它送给一个比你更智慧的人.....

8, 你可以从你自己的错误中或者从别人的错误和成功中学习

股东：去年我问过您是否看过 Robert Caro 所著的《林登·约翰逊传》(Lyndon B. Johnson)。您说过您看过，但您当时没说是否喜欢，您能评价一下这本书吗？另外，你对艾萨克森(Isaacson)写的有关您的朋友富兰克林的传记怎么看？

《时代》杂志前主编、天才传记作家 Walter Isaacson，著有《富兰克林传》《爱因斯坦传》《乔布斯传》《马斯克传》《达芬奇传》《基辛格传》

芒格：这些问题不难回答，我很喜欢 Caro 的书，我认为那本书写得很好，《林登·约翰逊传》对于每一个想正确认识人类状况的人来说都很有用，林登·约翰逊很真实，他在说谎话更有效果时，绝不会说实话。他总能厚着脸皮做到，他一生也是按照这种方式来做人的。他才华出众，精力过人，对于这个世界，他功劳很大，过失也很

多，我不能确定他是功大于过还是过大于功。

当你像林登约翰逊那样不断撒谎时，生活也会变得很可怕。我想起我曾在伯克希尔股东大会上讲过一个强盗大王的故事：他说话时，就是在撒谎；安静时，就是在偷窃。不管怎样，Caro 的《林登约翰逊传》是一本好书，但是就其一生说谎成性来看，也是骇人听闻的。

关于艾萨克森写的富兰克林传记，我认为是一本不可多得的好书。他选了一个好题目，要写出一本很差的本杰明·富兰克林传是很难的。

9，难的不是接受新思想，而是摆脱旧观念，要持续学习

股东：我知道您是学理科的，对科学和数学很热衷，我也是。爱因斯坦是历史上最伟大的科学家之一，我知道你是否愿意说您从他的发现中学到了什么？他对你的思维模式和现实认知有什么启发？

芒格：我最喜欢爱因斯坦所说的，也许不是他说的而是他经常引用的一句话：**任何事情都应该尽可能简单，但不能过于简单**。如果他没说过这话，他就应该那么说。尽管是赘述，我还是要说，这是个有用的赘述，也是我最喜欢的。我也很喜欢他说的另外一句话：**成功来自多思好奇、专心致志、持之以恒和自我批评。自我批评在他看来就是改变思想的能力，以毁掉你自己最钟爱的观念**。如果说伯克希尔取得了一点成就的话，大多归功于我和沃伦都很擅长毁掉自己最钟爱的观念。因此，如果你真的想从今天的会上带回去一点实用的、根深蒂固的爱因斯坦的思想的话，那就是：**你不毁掉你自己最钟爱的观念的那年就是荒废的一年，你毁掉你长久持有的观念的目的就是得到更多的好处**。

菲利普·威利(Philip Wiley)曾经说过：**一个人在他不知道，和他不愿意学习之间，你是榨不出一毛钱的**。你不想做像菲利普·威利所说的那种人，你想做的是那种毁掉自己最钟爱结论的人。

10，伯克希尔的文化更像沃尔玛而不是迪斯尼，我对后代的所作所为概不负责

股东：星期六关于伯克希尔文化以及一旦您和巴菲特先生不再任职时怎样维持这个企业文化展开了讨论，在不久的将来，我想一个巴菲特或者芒格的后代在维持企业文化时会被侧翼包抄——类似于过去一年发生在迪斯尼和惠普公司一样的事情。您对将来有可能管理芒格基金会的继承人有建议吗？当那一刻来临时，您推荐他们多样化发展吗？您还有别的建议给他们吗？

芒格：我对芒格家族会在我百年之后仍然对伯克希尔股票关心备至丝毫不担心，**我认为，伯克希尔文化会像**

沃尔玛公司文化一样发扬光大。沃尔玛文化在其创始人去世后 12 年或许是 14 年后依然完好地存续。在我看来，伯克希尔的情况与之很相似，事实上，两者持股比例非常相似，我相信企业文化的传承也会一样持久。

你们在伯克希尔所损失的只是，最高领导人将不会再像沃伦一样精明，沃伦是不可取代的，这一点毫无悬念。但是，我们的企业文化会世代传承，我认为如同沃尔玛一样，伯克希尔文化将经久不衰。

股东：我想知道三四十年以后的公司情况。

芒格：好的。你知道，要我对本人在生和死之间的所作所为作个交代是很困难的。如果你们要我对儿女的所作所为负点责任，这更让我为难。但是，如果你们进一步提到侄子、侄女及表兄弟、堂姊妹什么的，我真的是委屈难当。(听众爆笑)

我的意思是说，我死以后 40 年，我对公司文化就不得而知了。相对于大多数已经拥有理想的企业文化的公司而言，伯克希尔在发展和传承理想的企业文化方面有更好的机会。就这方面说，没有比沃尔玛再合适的例子了，我们的企业更像沃尔玛而不是迪斯尼。

专访苏珊·巴菲特 2004

2004 年 8 月 26 日

查理罗斯怀念他的朋友苏珊巴菲特，她是沃伦巴菲特的妻子，也是巴菲特基金会的主席。

<https://charlieroose.com/videos/9236>

Charlie Rose: 苏珊巴菲特 Susan Buffett 是本节目以及我的一位挚友。2004 年 7 月 29 日，她在怀俄明州科迪市朋友 Herbert Allen 的牧场度假时，因中风去世，享年 72 岁。我是通过与沃伦的友谊结识她的。你们很多人都知道，沃伦是世界上最伟大的投资者之一，因此也跻身世界富豪之列。在了解他的人眼中，他也是世上最风趣、最有意思的人之一。苏珊也有着同样的魅力，而且她还会唱歌。今年 5 月，在她去世前近三个月的时候，她接受了我对她的采访，这也是她人生中唯一一次电视访谈。这次访谈是我为沃伦制作的专题节目的一部分。访谈虽以沃伦为主题，但也充分展现了苏珊的特质。观看后你们就会明白，为什么沃伦会对我说：'没有她，我不可能有今天'。苏珊和沃伦分居在不同城市，但他们在一起时充满默契，还经常通电话。在苏珊与癌症抗争直至离世的过程中，沃伦始终陪伴在她身边。苏珊巴菲特是伯克希尔哈撒韦公司的董事和第二大股东，她担任巴菲特基金会主席，也是霍华德 Howard、彼得 Peter 和苏茜 Susie 三个孩子的好母亲。苏珊能参与这次访谈，我深感荣幸。我希望这次访谈能展现出她的人生为何如此特别，以及她的离世对沃伦和孩子们来说是多么巨大的损失。这是我们对她的人生和精神的致敬。

查理·罗斯：你在奥马哈长大，是吗？

苏珊·汤普森·巴菲特：是的。

罗斯：苏珊·汤普森 Susan Thompson。

苏珊：没错。

罗斯：你父亲是做什么的？

苏珊：他是大学的心理学教授，还担任系主任。每逢周日，他会去乡下的小教堂布道，那是一座白色的小教堂。我们去教堂的厕所时，得穿过一大片铃兰花丛。那里的教友都是农民，我很喜欢那里。

罗斯：巴菲特家族和汤普森家族认识吗？

苏珊：哦，当然认识，他们关系很好，主要是两家的家长很熟络。不过孩子们之间并不认识，因为沃伦和他的姐妹们从 13 岁起就住在华盛顿。

罗斯：他父亲是国会议员，对吧？

苏珊：对。

罗斯：那你第一次见到他的时候.....

苏珊：我第一次见他是因为我要去西北大学，成为他妹妹的室友。我走进他们家客厅，他坐在椅子上，说了句挖苦人的话。我当时还不认识他，就回怼了一句，心里想着这家伙是谁啊，这么无礼？我们就是这样认识的。

罗斯：据说他追求你，而你当时在和别人约会。他会去你家和你父亲坐在一起聊天，而你当时出去约会了。

苏珊：没错。我父亲喜欢上他了。听着，沃伦比你想象的还要聪明。我父亲在阁楼里有一把曼陀林琴，沃伦对他说：'博士，把您的曼陀林琴拿出来吧，我用尤克里里和您一起演奏'。于是他们就一起演奏起来。我父亲就此喜欢上了沃伦，还一直跟我说：'你不了解这个男孩，他有一颗金子般的心'。可不是双关语的那种意思。这样的情况持续了好一阵子。

罗斯：事实证明你父亲说得没错。

苏珊：你知道吗，沃伦想要的东西，最后不都能得到吗？

罗斯：所以你最后放弃了其他人开始和他约会？

苏珊：没错，没错。而且他总能逗我笑，和他在一起很开心。那时，他还经常带我去跳舞。

罗斯：沃伦会跳舞？

苏珊：他会跳舞，我们跳舞的时候可开心了。我想他现在可能还会跳，不过我也不太清楚了。婚后我们就再也没跳过舞，很多妻子可能都有类似的遗憾。

罗斯：因为男人婚后都忙于工作，而忽视了妻子。

苏珊：对，没错，他们觉得"我不用再去跳舞了"。

罗斯：据他以及很多人说，没有你，他不可能取得今天的成就。你给予了他一些至关重要的东西。

苏珊：查理，听到这话我很开心。因为无论你是谁，都不希望觉得自己把大量的精力、爱和时间浪费在了无用的事情上。沃伦非常了不起，我觉得我能给他的最好的东西，就是无条件的爱，而我也确实这么做了。他说我就像一个小水壶，而他是花朵。听到这样的话，怎么能不开心呢？

罗斯：他让你觉得自己被需要。

苏珊：确实如此。

罗斯：你也知道他爱你？

苏珊：嗯，我觉得没人比我更能感受到被爱了。而且，也许我本该成为一名社工，因为被人需要让我觉得很满足，我也知道我给予的正是他所需要的。如果两个人彼此充满爱和尊重，这种感情是永远不会变的。

罗斯：你一直都知道他会成功吗？

苏珊：嗯，我并不在乎他是否成功。

罗斯：不在乎？

苏珊：是的。他以前总说自己会成为最富有的人，我当时就想，哦，好吧，你可以这么想。

罗斯：他会跟你说他要成为最富有的人.....

苏珊：世界上最富有的人。这就好比有人说"我搞音乐，我要成为莫扎特"，谁知道呢？谁能预知未来？所以，他这么说也没什么，我真的不在乎。我一直以为我会嫁给一位牧师、医生，或者从事其他对人类有意义工作的人。结果我嫁给了一个赚大钱的人，这和我之前的设想完全相反。但我了解他，他是世上最优秀的人，所以我也就不在乎钱了。

罗斯：但为什么他会说"你得和苏珊聊聊，没有她，这一切都不可能"呢？

苏珊：他总是这么说，对我是这样，对其他人也是如此，这是很私密的情感表达。我想我明白他的意思。我刚认识他的时候，就觉得他是个天才。有时候，天才往往会因为种种原因而孤独、孤立。

罗斯：他自己也这么说过。

苏珊：嗯。我觉得他当时就是这样。他不太擅长融入周围环境。他很风趣幽默，但可能给自己筑起了一道心墙，因为他害怕受伤，也找不到想让其走进内心的人。查理，直到现在，没人比我更了解他，可能每个妻子都会这么说。但是.....

罗斯：你觉得他为什么不让别人走进他的内心呢？

苏珊：这是个好问题。我觉得他就是害怕，不敢信任别人。而且他太理性了，我父亲，那位心理学家，曾对我说：'你得理解他，你不能像和普通人聊天那样和他交流。他不会谈论别人或者琐事，很多话题他都不会涉及，因为他脑子里想的都是大事。等他想聊那些事的时候，你们才能交流'。问问孩子们就知道了。我们的女儿苏茜在这儿，她曾跟我说：'妈妈，我和爸爸说话的时候得抓紧时间，因为很快他就会走神'。意思是他只能专注于日常话题一会儿，然后思绪就飘到别的地方去了。

罗斯：他在思考大事。

苏珊：是的，他总是在思考大事。

罗斯：经历了这么多成功、财富、名誉，还有那么多关于他的书籍出版，他有什么变化吗？又有哪些地方始终没变呢？

苏珊：我觉得在这种情况下，他的改变已经是最小的了。

罗斯：真的吗？他没有变得傲慢之类的吗？

苏珊：没有，绝对没有。我能让他梳梳头就不错了，想让他打扮一下可太难了。他一点都没有变傲慢。我觉得这很大程度上是因为，对他来说，钱本身并不是最重要的。从他的生活方式就能看出来，他不会买昂贵的画作、豪宅之类的东西。对他来说，一切都关乎精神层面，钱只是他的“记分卡”。他以前常跟我说，他喜欢投资，是因为刚开始的时候，我们在一起的第一年，他把穆迪公司的资料读了不下 100 遍，《证券分析》他肯定也反复研读。我父亲也总是埋头读书，所以我习惯了这种氛围，甚至可以说我已经适应了嫁给一个爱读书的人。但我觉得，正因为钱不是他追求的目标，只是“记分卡”，所以他不需要改变什么。他说每个人都能读到他读的东西，这是一个公平的竞争环境。他喜欢这种感觉，因为他很有竞争意识。他独自坐在办公室里阅读资料，虽然别人也能读，但他就喜欢自己能胜出的感觉。

罗斯：但他从不乱花钱买很多东西。

苏珊：不会。原因就是我才说的，钱只是他的“记分卡”。

罗斯：他工作有多努力？

苏珊：他的大脑一刻也不停歇。但他有个特别之处，就是能随时躺下打个盹儿，晚上也睡得很好，他能让自己的大脑放松下来。我想很多精力充沛、能力很强的人都做不到这一点。

罗斯：不过，有人说他工作太忙，而你要养育孩子，有时候你会觉得自己好像没什么别的事可做了，有这种情况吗？

苏珊：哦，没有。孩子们成长的过程中，我全身心地投入到民权运动中。我完全沉浸其中。我觉得是我让沃伦成为了民主党人，这可得算在我的功劳簿上。因为我们的父母都是共和党人，但我们不是。他会陪我去听演讲，比如 Jesse Jackson、《Black Like Me》的作者，还有刘易斯 Lewis 的演讲，他还陪我去听 Al Lowenstein 的演讲，他可喜欢阿尔了。不知不觉中，我逐渐影响了他。有件事让我印象深刻，有一天我和他谈论种族问题，查理，那大概是 40 年前的事了，他看着我说：‘等着瞧吧，等女性意识到自己是世界的奴隶的时候’。当时有多少男性，甚至女性，能意识到这一点呢？我对他的这番话深感钦佩。而且他非常支持女性权益。

罗斯：他和女性的关系都很好。比如凯·格雷厄姆 Kay Graham。

苏珊：对，没错。

罗斯：他投资了《华盛顿邮报》，而 Kay 很依赖他。Kay 还把他介绍给华盛顿的各界人士。

苏珊：没错，Kay 人非常好。还有《财富》杂志的撰稿人卡罗尔·卢米斯 Carol Loomis，他们经常交流想法。

沃伦有很多女性朋友。

罗斯：是因为他喜欢女性吗？

苏珊：他确实喜欢女性。他为什么不喜欢呢？

罗斯：而你也很支持他和女性交朋友。

苏珊：是的。我父亲一直说女性更优秀，如果女性统治世界，世界会变得更美好。

我父亲就很欣赏女性。沃伦也觉得全世界的女性都没有得到应有的待遇，所以他支持女性的选择权，支持一切能让女性拥有平等竞争机会的事情。

罗斯：但你为什么要离开奥马哈呢？

苏珊：我告诉你吧。我是个喜欢私人生活空间的人，这也是我来参加你节目的原因，查理。我跟沃伦说，我不喜欢.....总之就是这样。

罗斯：你跟沃伦说了什么？

苏珊：我不想谈论这些，我只想过自己的生活，不想跟别人说。

罗斯：那他怎么回应的？

苏珊：他说：'好吧，但查理人很好，你也喜欢查理'。所以我就来了。

我也说不清楚。但当时我没意识到，离开奥马哈还有个真正的原因。我参与过很多人的临终关怀，包括亲戚，还有患艾滋病的朋友。这似乎成了我的"专长"，我也没想到会这样，但我很擅长陪伴人们度过生命最后时光，在那些时刻，我很坦然，我陪伴的人也能感受到我的心意。我参与了太多这样的事，比如我嫂子还有很多其他人。我就想，要是能有个属于自己的空间就好了。

查理，我的问题在于，我不喜欢泛泛之交，我和别人的关系都很深厚，一旦建立联系，就很难断开。所以我想来纽约，但我在这儿有太多挚友，我割舍不下。于是我去了旧金山，那里很美，既身处城市，又亲近自然。我在那儿有三个来自奥马哈的朋友，他们知道我不想参加晚宴，所以从不邀请我，但我们会找个地方坐坐，喝喝

茶，这样的相处很完美。沃伦第一次去旧金山的时候，我在那儿待的时间并不长，大概只有 20%的时间在那儿，我总说自己居无定所。我们一起散步，他四处看了看，他不太关注周围的景象.....

罗斯：他不太关注周围的景象？

苏珊：他对周围的一切几乎视而不见。

罗斯：你的意思是他不太在意美景之类的，因为他更关注内心世界？

苏珊：但这也有好处。比如我买了一块很难看的地毯，他踩在上面三年都没发觉。我这才意识到这也算是个优点。他四处看了看后说：'这真的很适合你，这是属于你的城市'。他能看出来，因为我很喜欢色彩、光线、形状和自然。他觉得那里对我来说是个好地方。

因为对沃伦来说，即使和他住得近，也不意味着就能时刻相伴。他过了一段时间才明白这一点，但他最后想通了。我说：'我不会离开你，只要你需要我，我随时都在'。但大多数时候，即便和他同处一室，他也在看书。所以我学会了过自己的生活。我们就像两条平行线，但当他愿意交流的时候，我们又紧密相连。

罗斯：Astrid 阿斯特丽德的事，是你促成的吗？

苏珊：嗯，算是吧。我跟你讲，我亲昵地叫她阿雅 Aya。这是个昵称。我在奥马哈的法国咖啡馆唱歌时，Aya 是餐厅领班，就是在门口迎接客人的那位女士。她非常乐于助人，总是奉献自己。每次我表演间隙，她都会给我端来茶，我们会坐下来聊天，后来就成了很好的朋友。Aya 在为别人做事的时候最开心，她就是这样的人，心地特别善良。我搬到旧金山后，换做别人可能没问题，但沃伦连灯开关都找不到，这可能也有我的责任，但我也不能全背锅。他会打电话给我，说：苏珊，那个什么东西在哪啊，我找不到.....

我给你讲个有趣的故事吧？这个故事能说明一切。苏茜 Susie 知道我要讲的这个故事，因为这是我们家的趣事，能很好地体现沃伦的特点。多年前，孩子们还小的时候，有一次我得了流感，感觉特别难受，就躺在床上对沃伦说：'你去厨房给我拿个盆之类的东西吧，我可能来不及去厕所，太难受了'。他说：好的。然后就快步去了厨房。我听到一阵乒乒乓乓的响声，就好像在做一顿丰盛的大餐。他上来后，放了个漏勺在我面前。

罗斯：这可不是你想要的。

苏珊：不是。他给我拿了个漏勺，我看着他说：'亲爱的，你看这上面都是洞啊'。他说：'哦哦，好的'。然后又跑下楼，又是一阵喧闹声。他再上来时，把漏勺放在了烤盘上。查理，后面的事我不说你能猜到了吧？

罗斯：嗯，我懂了。

苏珊：所以他需要有人照顾。

罗斯：确实需要人照顾。

苏珊：他需要帮助。然后我就打电话给 Astrid 说：'你去照顾一下沃伦吧，给他做点汤，去看看他，他一个人可不行'。我是说，他和别人不太一样.....我们一直都相互关心、相互帮助。但有些事他真的做不来。

罗斯：生活自理方面。

苏珊：他生活自理能力不行，是的。

罗斯：所以她就去了，还留了下来。

苏珊：是的，留了下来。她帮了我大忙，真的。

罗斯：她帮你照顾你的丈夫？

苏珊：她照顾得很好，沃伦很感激，我也很感激。她是个非常好的人。

罗斯：他们会一起出去吃饭之类的吗？

苏珊：会，他们会一起做很多事。

罗斯：她是他的伴侣。

苏珊：他们过着自己的生活。你懂的吧？我在奥马哈的时候，很多活动都不参加，因为 Astrid 和他住在一起，这些事她会做。而我也有自己的生活，我们都有各自的事情。

罗斯：比如你和比尔·盖茨一起出行，或者你来纽约，和孩子们在一起，去海滨别墅度假之类的。

苏珊：对。就是这样。

罗斯：回顾这些经历，你有没有想过做出什么改变？

苏珊：你说的"这些"是指什么，我的人生吗？

罗斯：不，就是生活的方式。我是说，他说自己每天"跳着踢踏舞去上班"。他还说自己"用喜欢的任何颜色描绘人生"，这话你肯定听他说过无数次了。

苏珊：是的，听过很多次。

罗斯：他做着自己想做的事，做着他认为自己生来就该做的事。他发挥着自己的最大能力。他有自己的评判

标准，也有着越来越大的影响力。他被认为是世界上最厉害的投资家，这也是他一直以来的追求。

苏珊：没错。

罗斯：他有个爱他的妻子，在他需要的时候照顾他、给他自信和支持。

或许他说得对，没有这些，他可能不会有今天，也许会是另一种人生.....

苏珊：查理，他可能会有很大不同。知道自己能帮助他成功，我特别开心，因为我觉得没有人比他更值得帮助了。我对此深感欣慰。

罗斯：你生病的时候呢？

苏珊：我生病的时候，他连续 26 个周末都来看我。我女儿在这儿，她把我照顾得无微不至，医生都给她写了表扬信。我的儿子们也很棒。我拥有的一切美好得让人难以置信，甚至有点不真实。

我跟沃伦说，我想跟观众解释一下，我现在说话是这个样子，是因为我口腔里长了癌症，做了切除手术，所以和以前不一样了。我觉得我的人生很精彩。当得知自己生病时，我跟沃伦说：'我已经 71 岁了，生病的不是孩子，也不是孙子孙女。这种事时有发生，不论老少。但对我来说，这个时候生病还算合适。如果情况反过来，我会非常难过'。

罗斯：如果生病的是他？

苏珊：或者是孩子、孙子孙女。你知道的，我年纪大了，还能坦然面对。

罗斯：但你现在看起来状态很好。

苏珊：谢谢，我感觉也不错。

罗斯：他赚了这么多钱。我是说，你们拥有巨额财富。

苏珊：大家都这么认为。

罗斯：没错，苏茜，你们有几十亿资产。

苏珊：容我先笑一下，确实是这样。

罗斯：这些财富对你来说意味着什么呢？

苏珊：我跟你讲，首先，我更关注自己的内心世界。对我来说，重要的是精神世界，以及如何践行自己的精神追求。我管理着基金会，这让我非常快乐。我热爱这份工作，也享受做这些事。一直以来，我希望以后也能继

续，我四处旅行，遇到了很多鼓舞人心的人。查理，你也知道，我遇到过医生、志愿者，各种各样的人，他们选择奉献自己、服务他人。他们没有在公园大道开私人诊所，而是奔赴越南等地。我对他们充满敬意，这是我对他人最高的敬意。总之，我很高兴能遇到这样的人。我喜欢管理基金会的工作。

罗斯：听到对沃伦的哪些批评会让你最生气？

苏珊：幸运的是，他很少受到批评。

罗斯：确实是这样。

苏珊：他真的很少被批评。在他某次会议当天，《奥马哈世界先驱报》刊登了一篇文章，我觉得这篇文章既无礼又无关紧要，还有很多问题。我当时特别生气。

罗斯：我跟你那篇文章的内容。文章说，尽管他很成功，但像盖茨这样创办公司的人，在伟大商业人物的殿堂里似乎应该占据更高的地位。

苏珊：因为他们是企业家，而沃伦不是。这大家都知道。但文章最后一句话又说，他是有史以来最伟大的投资者之类的。他们这么说倒是挺客气。但在我看来，这完全是在拿苹果和橘子作比较。他们好像觉得沃伦既不是苹果也不是橘子，这就不好了。真是莫名其妙。

罗斯：你肯定要维护他，对吧？

苏珊：那当然。如果只能用这种方式批评他，那就太荒谬了。这就好比说，'真可惜，你是个律师，而不是医生'。查理，如果我理解错了，你可要告诉我。

罗斯：我觉得你说得对。但他自己也明白这一点。他可能会说：'没错，我没创办公司，我做的是投资'。

苏珊：很有意思的是，我很少为了什么事生气。

罗斯：但这篇文章把你惹生气了。

苏珊：我当时真的很生气，我觉得这不公平。我认为这篇文章写得很没水平，总之就是很无礼，我不喜欢。

罗斯：你觉得他希望你留下怎样的遗产？

苏珊：我觉得他希望你写的信件，也就是他的年报，能成为商业领域的遗产。那就是他的"著作"。

我觉得他希望人们记住他常说的"卵巢彩票"理论。他很喜欢这个理论。我和他一样深信这个理论，如果他能让年轻人意识到，'我很幸运，出生在这样的环境里'，然后进一步思考，'我能为那些没那么幸运的人做些什么'，包

括身边的人，我知道这对他来说意义重大。

罗斯：你们知道，因为积累了这么多财富，还打算把钱投入基金会，这些善举会在你们身后延续下去。

苏珊：哦，那当然。这一点我们也有分歧。我现在管理基金会，我觉得我们应该加大捐赠力度。我肯定会继续增加捐赠，这毫无疑问。但我也理解目前捐赠不多的原因，因为这和他的事业有关，不像比尔·盖茨，他的慈善事业和商业是分开的。不过，到时候我们会把所有钱都捐出去，这些钱都会用来帮助别人。

罗斯：你女儿苏茜说你称自己是“老年吉普赛人”。这是什么意思呢？

苏珊：没错。这意味着我不会在一个地方待很久。我有很棒的孙子孙女、曾孙，还有朋友们，我和沃伦也会去旅行。我就是个“老年吉普赛人”，我就是这么跟别人介绍自己的。别人问起来，这就是我的回答。

罗斯：“老年吉普赛人”。你可以舒适地去世界上任何想去的地方。可以看遍世间美景、买任何想要的东西、结识形形色色的人。

苏珊：是的，我可以。但是，查理，我喜欢去印度那些条件简陋的小旅馆。我和艾伦一起管理基金会，去那些地方条件很艰苦。但我喜欢去真实的地方感受生活。我在不丹的时候，你真该看看那里。我很喜欢。

但你知道吗，这并不意味着什么，因为我终究是要回家的。我不在那里生活，那不是我生活的全部。但当我身处那里时，我就想全身心地感受当地的生活，而且当地人也不认识我。

罗斯：你知道我怎么想吗？我觉得你的智慧和他的才智不相上下。

苏珊：哦，查理，这真是莫大的赞美。谢谢你。哇，这句话够我开心一辈子了。

罗斯：苏珊·巴菲特。向沃伦和她的孩子们致以我们的慰问与关爱。感谢你参加我们的节目。

巴菲特：模糊数学与股票期权 2004

2004 年 7 月 6 日 《华盛顿邮报》

到目前为止，立法机构的数学癫狂记录一直由印第安纳州众议院保持着。1897 年，印第安纳州众议院以 67 票赞成、0 票反对的结果宣布，圆周率 π (周长与直径之比)，不再是 3.14159...，而是 3.2。印第安纳州的学生们一时为计算的简化而欢欣鼓舞。但是，由冷静的头脑组成的印第安纳州参议院将该法案提交给了禁制委员会，该法案最终夭折。

让我想起这段往事是因为，最近美国众议院即将审议一项法案，如果该法案获得通过，将导致数学癫狂记录从印第安纳州东移。首先，该法案规定，一种令人垂涎的公司薪酬形式，股票期权，在发放给公司 CEO 和其他四位薪酬最高的高管时，应计入费用支出，但在发放给公司其他员工时，则不计入费用支出。其次，该法案规定，公司在计算向五大高管发放的期权费用时，应假定股票价格永远不会波动。

该法案的支持者在想象力和讨好出资人方面得了 A，在逻辑方面得了个彻头彻尾的 F。

财务会计准则委员会 FASB 的所有七名成员、四家大型会计师事务所以及众多投资专业人士都认为，这两项提案纯属无稽之谈。然而，许多众议院议员却希望无视这些知情的声音，让国会成为最高会计权威。事实上，众议院法案指示证券交易委员会 SEC，不承认由会计准则制定机构制定的任何会计原则为'公认'，因为 FASB 在期权处理问题上与众议院意见相左。

应该指出的是，众议院将自己视为投资者的最终记分员，而这来自于一家在自身事务中支持"安然式会计"的机构。我们可以看看那些用来满足立法"评分"要求的虚幻的"日落"条款。以统一预算协议为例，它将每年社保收入的一部分，用于减少既定的预算赤字，却忽略了随之而来的年度应计福利成本。

我不反对授予期权。公司应该采用任何最能激励员工的薪酬形式，无论是现金奖金、夏威夷之旅、限制性股票奖励还是股票期权。但是，除了期权之外，给予员工的其他任何有价值的项目都被记为费用。你能想象，如果有一项法案规定，在发给员工的所有奖金中，只有 5 笔奖金被记为费用，会遭到怎样的嘲笑吗？然而，这正是期权法案所建议的真实类比。

同样荒谬的是，该法案中有一节要求各公司在评估授予五巨头的期权时，假定其股票的波动率为零。我从事投资 62 年，还没有见过一只不会波动的股票。做出这样一个"爱丽丝梦游仙境"般的假设的唯一原因，就是为了大幅低估众议院希望计算在内的少数期权的价值。反过来，这种低估又使 CEO 们能够谎报他们的真实薪酬，并夸大

他们所经营公司的收益。

有些人认为，期权无法精确估值。那又怎样？会计中普遍存在估算。谁能精确地知道软件、公务机或机床的使用寿命是多少？此外，养老金成本更是模糊不清，因为它需要对未来的死亡率、加薪幅度和投资收益进行估计。这些猜测几乎总是错误的，而且往往是大错特错。但是，所涉及的内在不确定性，并不能成为公司对这些或任何其他费用做出最佳估计的借口。立法者应该记住，模糊的正确总比精确的错误要好。

如果众议院无视这一逻辑，立法规定这 5 个人的开支不等同于其他数千人的开支，那么我们有理由相信，参议院会像 107 年前的印第安纳州参议院一样，阻止这一愚蠢行为成为法律。参议院银行委员会主席、参议员 Richard Shelby(阿拉巴马州共和党人)坚定的宣称，会计规则应由会计师而不是立法者制定。

即便如此，那些想要摆脱历史学家嘲笑的众议院议员们，应该自己去否决该法案，让参议院的使命变得毫无意义。或者，如果他们下定决心要干预现实，他们可以宣布从今往后，24 盎司才算一磅，以此来解决肥胖问题。如果连这类友好的标准都让他们的选民难以忍受，他们可以让每个国会选区中，除了最胖的五个人之外的所有人都不用测量体重。

1990 年代末，太多的经理人发现，通过会计手段增加“利润”，比通过卓越的运营更加容易。但是，正如印第安纳州的小学生学会了用诚实的数学来计算一样，发行期权的公司 CEO 们，也可以学会用诚实的会计来核算。现在是他们站出来的时候了。

沃伦巴菲特是多元化控股集团伯克希尔哈撒韦公司的 CEO，也是《华盛顿邮报》公司的董事，该公司持有伯克希尔股份。《华盛顿邮报》公司

巴菲特：对话沃顿商学院学生 2004

2004 年 11 月 12 日

1, 关于投资的确定性

听众：由于大多数行业的变化速度加快，如今是否比历史上更难找到可预测的企业？大多数行业的加速变化，是否导致您重新评估您"买入并持有"的投资理念，特别是考虑到可口可乐和吉列等许多消费品牌已经无法实现增长？

巴菲特：看待变化基本上有两种方式。我们认为，变化是投资的大敌。如果不是这样，最富有的人就是图书管理员了。**有些业务变化发生的很快。我们正在寻找那些基本不发生变化的企业。**如果你能预测变化，那么你就能变得非常富有。航空业自小鹰号首航以来的，对股权投资者来说，净投资效益是一个巨大的负值。

我有一份 2000 多家汽车制造公司的名单，现在剩下的最后两家，通用汽车和福特汽车，也都陷入了困境。数百家公司倒闭，许多人都不知道美泰克 Maytag 和杜邦 DuPont 也生产汽车。投资者的净投资效益并不多。

我们寻找的是不会变化的确定性。你提到了吉列。100 年过去了，吉列仍占据 70% 的市场份额，但其分销、产品和原材料却并不神秘。它在我们的资本主义体系中生存了下来，你知道它的产品会经常被使用。可口可乐的销量占全球碳酸饮料销量的 50%：约 13 亿份 8 盎司饮料，高于去年和前年。我敢保证，可口可乐、箭牌和吉列将占据主导地位。**互联网不会改变人们喜欢什么品牌。我们在寻找那些没有发生变化的业务。**鲜果布衣和恒适 (Hanes) 合计占据了美国 80% 的男童内衣市场。我想我们会继续穿内衣。比尔盖茨欢迎没有变化的生意，只是在他的生意中没有这个特点。微软和 eBay 拥有一些护城河。

如果你能提前识别变化，那很棒，但风险要大得多，我们的战略失效的可能性也大得多。因此，我们要寻找那些没有变化的生意。我们不喜欢赔钱。

资本主义是非常残酷的。我们寻找每个人都需要的普通产品。专利是确保需求的最糟糕方式。

我们仍有很多机会找到可预测的需求。问题不在于缺乏机会，而在于价格。

2, 关于今天的投资环境

听众：1969 年，您关闭了巴菲特合伙公司，部分原因在于，对那些强调定量因素的分析师来说，投资机会几乎消失殆尽。在你看来，今天的投资环境是否比 1969 年更好？好在哪里？

巴菲特：1969 年投资太难做了，市场对投资者并不友好。我管理的规模也从 10.5 万美元激增到了 1 亿美

元。我收到很多要接管合伙公司的提议。如果我有一个类似的合伙公司，在 2000 年前后互联网泡沫最繁荣的时期，我会再次关闭它。2000 年 3 月，纳斯达克创下历史新高，当时我们都在投资房地产投资信托基金。如果我有一个大的合伙公司，我会把它清算掉，但如果是小合伙公司就不会。这既与我的感受有关，也与合伙人的感受有关。我觉得自己像个傻子，因为我无法跑赢市场，而那些真正的傻子却在哐哐赚钱。在我不理解市场发生了什么的时候，我就不会坚持去投资。拿着别人的钱去冒风险，比投资自己的钱更难。

投资是世界上最棒的游戏。我曾经投资过百货公司，你必须与你的竞争对手进行残酷竞争，这是一个总是让你做出防御性决策的行业。我们想要一个无需防御性决策的生意。

投资就是一个完美的例子。看着一个又一个的球飞过，你无需挥棒，你只需坐等最佳击球区的投球。当你为公众管理投资时，球迷们大喊“挥棒呀傻子”时，情况就更难了。

但我们仍然能找到投资机会。例如，我们在 2002 年购买了 80 亿美元的垃圾债券，如果我们有更多的购买时间的话，我们的投资额将达到 220 亿美元。但我们已经尽力购买了。

但在你这个年纪，你可以拿着小钱到处寻找投资机会，我觉得有很多定量的投资机会可以做。

3, 关于市场估值

听众：您在财富杂志提到，未来十年的回报率约为 7%。鉴于：1)企业利润率比历史平均水平高出 30%，2)市值/GDP 比值比历史平均水平高出至少 25%，3)利率比历史平均水平低约 25%。假设均值回归，难道我们不能得出结论：虽然在经济上的盈利增长加上股息可能达到 7%，但我们正处于一个不可持续的估值高点吗？

巴菲特：我们已经接近估值区间的高点，但还没有真正达到极端。此前，过去我曾在访谈中，对市场发表过四五次评论(1969 年、1974 年、1977 年、2001 年)。你们中的大多数人都可以说，如果某个东西被高估或低估，你也能发现偶尔出现的极端情况。

估值的区间很宽，我们的理念是确定那些极端值。当我考察一家企业时，我会寻找有激情的人。我能分辨出那些有 98 分或只有 6 分的人，而无法找出 63 分的人。在生活和投资中，这条规则足够实用。你提到了我 2001 年的文章，但回报率并没有超过 7%，所以我想这个区间并不那么精确。

我怀疑现在的估值太高了。没有什么便宜，我现在也没有找到很多机会，但总有一天你会在桶里射鱼。重要的是，当时机到来，你要做好充分的准备，这意味着你不能跟众人站在一起。

4, 关于低价买入的机会

听众：您过去曾说过，您宁愿以合理的价格购买一个优秀的企业，也不愿以便宜的价格购买一个普通的企业。如果价格对买卖双方都公平，而买方又没有实质性地改善企业，那么，如果价格已经反映了企业的质量，就很难看出买方如何从这种投资中获得超额回报。您显然在寻求超额回报，那么您能否解释一下，您是如何以一个既对卖方公平，又能为您留出非正常回报空间的价格进行购买的？

巴菲特：股票市场的定价会周期性的不理性。过去曾有一些伟大的企业以低得离谱的价格出售。与通过谈判出售企业不同，股市就像一场拍卖会，在股市上交易的股票并不被视为企业的所有权股份。

虽然内布拉斯加州的农田或公寓价格在平均水平附近不会有太大的变化，也几乎不会出现大的偏差，但股票价格的变化有时可能高达 50-100%。因此，**在股市中会有机会以低价购买企业股票**，我们真的试图以荒唐的价格购买优秀的企业。以华盛顿邮报公司为例，1973 年，整个公司的售价仅为 8000 万美元(每股 16 美元/500 万股)。这是一家拥有多家报纸、四家电视台和几家杂志如《新闻周刊》的企业。大多数分析师都认为，这些资产的内在价值约为 4-5 亿美元。但你可以用低得多的价格买到业务的一小部分。

(巴菲特抓住了这个机会，以 1000 万美元的价格从机构投资者手中购买了约 9% 的股份，这些投资者认为股价会继续下跌，所以无法足够快的卖出。他们没有争辩说这家企业不值 4 亿美元，只是说股价会继续下跌。随后，公司持续回购，伯克希尔的持股比例被动上升为 22%，如今该公司价值约 100 亿美元。)

对于企业来说，通过谈判进行收购则是不同的。你可能会得到一个不错的结果。这些交易在一定程度上受到拍卖市场的影响。正如彼得林奇(Peter Lynch)经常说的那样，**公司会拔掉花朵浇灌杂草。当一家公司陷入困境时，往往会出售皇冠上的宝石。**

5, 关于贴现率

听众：在 100% 确定的情况下，您个人认为 1 年后收到的 1 美元的价值是多少？

巴菲特：这取决于 1 美元在一年内的购买力有多大。您需要利用贴现率计算这 1 美元的现值。这与分析公司的现金流非常相似。使用贴现率时，你需要估计有多少长期现金流？此外，您还需要了解中长期利率是否会发生很大的变化。例如，您对“正常”利率的预期，会影响您对一家日本公司在 1990 年代中期的现金流所采用的贴现率。如果你认为利率会大幅上升，不想购买长期债券，那么你就需要考虑是否愿意购买该公司的长期现金流。如果你确实喜欢长期债券，那么资产剥离证券 STRIPS 就是一项不错的投资。

6, 关于收购 LTCM 失败

听众：本周，Eric Rosenfeld(哈佛商学院的助理教授，1983 被梅里韦瑟招进所罗门，任债券交易部主管，后跟随梅里韦瑟加入 LTCM 公司任 COO)讲述了 LTCM 最后的日子，以及您参与潜在救助 LTCM 的情况。他认为，如果他们能让您回到阿拉斯加拿到手机，拯救行动就会完成："时至今日，我认为如果巴菲特在城里，救援就会成功。没有人愿意在没有咨询巴菲特的情况下投入 40 亿美元"。您能分享一下您对这个故事的想法吗？

巴菲特：Eric 星期天打电话给我，当时我正在打桥牌。从他的声音中，我可以听出有什么严重的事情正在发生。周一，我和比尔盖茨按计划一起去阿拉斯加度假，所以是用卫星电话联系，比尔就在一旁。当时，船长不停地把船靠近岸边，好让我们能看到灰熊什么的。盖茨觉得整个场面非常有趣。周二，我们去了黄石公园。我们是通过中间人高盛进行谈判的，最终在周三上午高盛提出了报价。我让高盛银行家 Peter 代表我们出价。伯克希尔出价 30 亿美元，AIG 出价 7 亿美元，高盛出价 3 亿美元。我让 Peter 在那封著名的信上签上我的名字。Peter 问我是不是疯了，但我让他照办。于是，Peter 签上了我、高盛 Jon Corzine 和 AIG 的 Maurice R. "Hank" Greenberg 的名字。我想，既然收购陷入困境，还不如让 Hank Greenberg 加入。我不认为以前曾有人签过 Hank 的名字。然后，我坐车穿过了黄石公园，此时卫星电话无法接通，按协议 LTCM 将会先收到 2.5 亿美元。但从周一到周三有很多事情要解决，但无法联系到我。如果我在纽约，我们就会促成收购 LTCM 的交易。Eric 非常准确地再现了当时的情况。后来，纽约联储行长 William McDonough 按他们该有的方式行事，14 家银行出资 36 亿美元联合拯救了 LTCM 公司，我看到了老式的忠诚。我跟比尔盖茨说过很多次，所罗门曾让我们损失了很多钱。我知道他们在做什么，那笔投资都是我做的。我想如果成功收购 LTCM 我们会赚几十亿美元。

7, 关于坚持买入并持有好生意

听众：你和查理芒格都认为，世界上最容易欺骗的人就是你自己。你是否一直在自欺欺人地坚持某些"买入并持有"的信条，特别是考虑到这些好的投资很有吸引力，因为它们会为你工作，所以你可以减少工作。

巴菲特：人们相信自己愿意相信的东西。每个人都会将自己的行为合理化。像查理这样的伙伴可以向我指出这一点。如果说我们有什么优势的话，那就是我们会把事情想得很透彻，而且我们拥有彼此的优势。我们不受其他人的影响。查理会说，我们之所以成功，是因为我们是理性的，是在为自己工作。

凯恩斯说：困难不在于接受新思想，而在于摆脱旧观念。所以，问题不在于坚持新观念，而在于摆脱旧观念。达尔文声称，他必须不断写下新的想法，因为他的大脑会争分夺秒地寻找新的想法。但如果他不在 30 分钟内

写下他的新想法，他的潜意识就会把新想法抹掉，重新回到旧观念中去。

8, 关于贸易赤字

听众：您认为影响我国未来竞争力的首要因素是什么？

巴菲特：我国面临的最大问题之一就是大规模恐怖袭击问题。但对于这个问题，我们能做的并不多。

贸易赤字是美国面临的最大的经济问题，其中经常项目赤字占 90%。这个问题非常复杂，在两党辩论中没有充分阐述。社会保障和医疗保健是与贸易赤字问题相关联的两个问题。没有贸易赤字，就没有外国人对美国资产的净持有。目前，政府将美国产出的 22% 分配给社会保障和医疗保健。而这些问题是美国内部永恒的政治争吵，是生产者和非生产者之间的再分配问题。贸易赤字是所有权的转移或转换所有权的欠条，相对于 18 亿美元流到外国。它不容易解决。如果贸易赤字在未来 6-10 年内继续以目前的速度增长，那么外国人将长期获得美国 3% 的产出。我们负担得起吗？有可能。二战后马歇尔计划之后实施的对外援助是适当的。然而，这是一个累积的负担，需要由后代来支付，因为他们的“父母”不想为此买单。这可能是未来金融市场混乱的一个重要因素。“当有人在剧院里舞台上开枪时”，外国人持有大量资产，再加上同时发生的其他事情，贸易赤字可能成为下一次金融事件的头号问题。

在医疗保健方面，当医疗保健成本越来越高时，你必须使医疗保健需求合理化。现行制度下的需求结构是不可持续的。我们需要重新规划人们的一些医疗期望，重新规划医疗保健服务的合理水平。举例来说：我们是否应该让每个人在最后的 3-6 个月里都活着？人们是否应该得到最大限度的护理以保持健康？政府需要通过政策和人们的等待意愿来定量配给。

9, 关于对管理层的影响

听众：您通过投资组合获得的价值是否有很大一部分来自于主动投资，比如影响管理决策？如果是这样的话，您如何看待，对管理决策影响甚微的投资经理(即被动投资者)的作用和长期成功的概率？由于你对美国一些大公司的管理层感到失望，被动投资对你是否失去了一些吸引力？如果是，这对美国有什么影响？

巴菲特：简而言之，查理和我不会也不应该对我们公司的管理层产生重大影响。你会惊讶于我们对管理层的影响有多小。CEO 们都有不同的击球姿势，知道什么风格适合自己。我们没有必要告诉他们改变击球姿势，因为即使你的击球姿势与别人不同，你仍然可以成为一名优秀的击球手，我们雇用他们是因为他们是优秀的击球手。

就我们对上市公司 CEO 的影响力而言，我们是“无牙老虎”。我们并不控制公司，如果我们的建议不被采纳，也从不威胁出售我们的股份，因此我们在很大程度上是“无牙老虎”。

我们是股票的长期持有者，因此不会从短期价格上涨中获利。此外，我们实际上更希望股价在短期内下跌，这样我们就可以购买更多股票，并增加我们在公司的股份。然而，信息披露规则使我们增持股份越来越难。例如，我们很少在英国投资，因为英国有 3%持股的信息披露规定，所以我们无法在披露持仓前建立有意义的仓位。因此，从历史上看，当披露要求不那么严格时，我们的表现要好得多，而且随着时间的推移，披露要求也在稳步提高。我们对中石油的投资就是另一个例子，披露规定让我们损失了数亿美元。我们必须在持仓达到 1%时就公开我们的持仓，自此股价就一路飙升。

股东应像所有者一样思考和行事。上市公司股东应关注的三件事是：你是否拥有合适的 CEO？他是否会越权行事？他们是否过于专注收购或帝国建设，而不再考虑每股收益？机构投资者需要关注这三个方面。

查理和我都认为，如果我们默默无闻，会赚更多的钱。你会惊讶于我们对管理层的影响如此之小。管理层都是不同的个体，他们有自己的个性、有很多的钱、甚至有的有控制权。你会惊讶地发现，我们没有去指挥他们如何经营。我们的投资对他们几乎没有什么影响力。这并不重要，因为我们不会买也不会卖。我们不会从股价上涨中获得任何好处，来回买卖赚不到什么钱。

在人们关注的公开市场投资，是一个巨大的减分项。我仍有 99%的净资产在伯克希尔，但我个人账户会尝试匿名购买一些股票，这样做的效果更好。

我们要求 SEC 在伯克希尔某些投资方面进行保密处理，但 SEC 并不经常允许我们这样做。

至于被动投资者，大机构股东应像所有者一样行事和表现。最需要担心的是公司是否有合适的 CEO？如果有，即使 CEO 是个优秀的管理者，他是否会越权行事？唯一能阻止这种行为的是董事和所有者。只有所有者提出合理的要求，董事会才会阻止 CEO。CEO 有时会为了满足原始冲动而做出一些不损害股东利益的事情。

我的直觉是，机构投资者的行为比 10 年前要好。

10, 关于财富

听众：我也来自奥马哈。当我向学校里的人介绍您的节俭理财方式时，他们都惊呆了。您对财富的具体理念是什么？您认为这种纪律是如何帮助您成功经营伯克希尔的？

巴菲特：我很幸运出生在美国(中了卵巢彩票)。我的天赋在资本主义社会中非常有效：我天生就有资本配置的能力。是资本主义社会让我赚到了这些钱，因此这些钱最终应该回归社会。我赞成累进所得税制度。社会为我的财富做出了贡献，所以他们应该受益。

财富意味着我可以做任何想做的事。我可以奢侈地做出各种选择。但是，他并不想成为一名绿化工人，拥有一个 20 英亩的庄园，需要花时间去整理和维护，花 4 年时间建造房子也没有什么吸引力。我找不到比 1958-59 年就开始住的房子更开心的房子了。我对拥有一艘大游艇毫无兴趣，这更多的是一种麻烦。

我更愿意用自己的财富去做自己想做的事，和自己喜欢的人一起共事。我喜欢自己现在的生活。我喜欢一起共事的人，15 年来没有人主动离开伯克希尔。我不会收购那些我不喜欢的人所拥有的企业。

如果有人问查理和我为什么会成功，我会回答说，这主要归功于"理性的决策"，以及能够不依赖和专注于别人认为重要的事情。能出生在美国这样的国家是非常幸运的。这就像中了 1/50 概率的彩票。这是因为，在一个需要资本配置技能并能得到高回报的大型经济体中，我天生就适合做这件事。比尔盖茨说，如果我早出生几千年，将会成为动物的午餐。

至于财富的外衣，巴菲特认为自己已经过上了想要的生活。他告诫说，不要仅仅因为其他富人会这样做，就去支持他们的某些行为。例如，他不想拥有一艘大船，因为他根本无法从中获得足够的效用来证明拥有和维护一艘大船所带来的麻烦是值得的。目前的情况是，他确实从财富中受益，因为他拥有"终极奢侈品"，即每天做自己想做的事，而且他比大多数 74 岁的老人玩得更开心。他不想盖更大的房子，而且他可以和自己喜欢的人一起工作。显然，他们也喜欢他，因为 15 年来，与他一起在伯克希尔总部工作的 18 个人没有一个离开过。他也不会仅仅为了钱而做交易，因为这就像一个已经非常富有的人为了钱而结婚一样反常。金钱最终赋予他的是选择的权力，因为奢侈的选择权力才是富有的真谛。他以 54.95 美元观看的中量级拳击比赛 PPV。他对这场比赛的花费没有多想。他谈到，在不久的过去，这场比赛仅限于麦迪逊广场花园的观众观看，而现在，由于整个社会的发展，那里的拳击手可以从数百万观众中获益。因此，他赞成累进税制，他认为拳击手也应如此。这就是说，他们之所以能够获得超常的收入，是社会的功劳，他们应该愿意为维护社会做出更大的贡献。

11, 关于保险业务

听众：很明显，你永远不会在伯克希尔采取平滑收益等措施。但你销售的保险产品确实帮助其他公司平滑了收益，或至少使他们的问题看起来不那么严重。这其中有什么矛盾吗？

巴菲特：保险的整个理念是，你每年支付一笔保费，为每 20 年一次的灾难提供保障。产品的本质是平滑收益。您个人的汽车保险也是如此。你每年支付 400 美元来保护自己，如果你打电话给 Geico，则为 350 美元！有时公司会错误地使用它，但这并不是保险产品所固有的。如果你达成了"风险转移"的再保险交易，你可能会被要求这么做。伯克希尔承保了两笔最大的追溯性保险交易。一次是白山保险公司(WhiteMountain)收购 One

Beacon，另一次是 ACE 保险收购 Cigna。每笔交易都支付了约 15 亿美元，以减少过去的不良保单的赔付成本。伯克希尔在处理风险方面的能力远远强于 ACE 保险或白山保险，这两家公司都在为过去保单支付索赔。我们所有的保单都是有赔付限额的。在美国也有一些风险转移的保单，但在过去五年中非常有限，因为审计师现在必须签字确认有足够的风险转移，而不仅仅是为了会计目的。

一般来说，主承保人与再承保人之间有一种默契和长期关系。如果再保险人亏损，主保险人就不能把业务转到其他地方。他们只是将这一经验纳入下一年的报价中。现在这种情况不那么普遍了，因为经纪人的引入，以客户为导向的情况少了，以交易为导向的情况多了。没有更多的客户关系开发，只有对最低价格的关注。

12，关于衍生品

听众：在几周前举行的投资管理会议上，巴克莱全球投资公司(Barclays Global Investors)、道富银行(StateStreet)和先锋集团(Vanguard)的首席投资官 CIO 参加了一个小组讨论，我们共同讨论了在现代投资组合管理中使用衍生品工具的问题。你们在过去的一次收购中处理了未知风险敞口(关闭通用再保险 GenRe 的衍生品业务)，但不知道你们是否认为在这种环境下，某些有风险控制和纪律的机构，能够使用衍生工具有效降低风险。

巴菲特：伯克希尔也使用衍生品工具。衍生品本身并不邪恶。衍生品工具有效控制风险，但衍生品合同上的所有错误，都对交易商有利，而不是对我们有利。如今，普通的业务已经不赚钱了，利润空间被挤压得太厉害，所以就有人搞出了非常复杂的衍生品合同。

伯克希尔仍在解除许多衍生品头寸。通用再保险 GenRe 三年前有 2.3 万份合约，现在只剩下 3000 份。衍生品的管理非常困难。在类似 911 恐袭事件的情况下，由于损失规模未知，当你不知道衍生品背后是什么时，任何拥有大量股票和大量衍生品投资组合的公司都会陷入困境。随之而来的是公司评级的大幅下调，以及追加保证金等等麻烦。衍生产品的另一个问题是，撰写衍生品合约的人，其动机与公司不一致。例如，通用再保险收入最高的人之一就是撰写复杂衍生品合约的人，而这些合约不一定对公司有利。

最后，大型衍生品投资组合的问题在于，它们往往与公司的股票头寸直接相关。这种相互依赖性意味着，资产负债表上的数十亿美元取决于他人的业绩(其股票的价格)，而不是自己公司的业绩。

衍生品就像艾滋病。不在于你和谁睡过，而在于他们和谁睡过。

13，关于管理层

听众：你经常谈到投资的最重要一点是，你只与你喜欢、信任和钦佩的人一起共事。然而，你却在刚了解一些公司没几天就收购了它们。投资前你如何评估公司所有者和管理者？

巴菲特：我实际上只通过简短的电话交谈就买下了一些公司，偶尔也会有失手，但比结婚的成功率要高。投资的时间越长，你对人的判断就越准确。

在评估潜在收购目标的管理层时，最关键问题是，他们是喜欢钱还是喜欢经营企业。最让人担心的是，所有者只是想把财富货币化，这可能会导致，如果他不是真心热爱经营企业，在卖给伯克希尔后就不会那么努力工作了。我会寻找那些真正热爱自己企业的企业主，我的平均打击率“很高”。对于这些企业主来说，他们的企业就是他们毕生的心血，这就像是一幅画，你花了毕生精力来画这幅画。你可以把它卖给我们，然后把它挂在博物馆的荣誉位置上。你也可以把它卖给杠杆收购者，然后把它挂在色情商店里。我曾经通过电话购买了一家珠宝公司。我看得出，现任老板是那个‘正确’的人。店主的曾祖父创办了这家公司，我看得出店主非常热爱这份事业。

我通常可以在不到一天的时间内衡量一个人。在收购企业和考察管理层时，最重要的问题是：“他们热爱这家企业吗？如果你一辈子都在画一幅画，你是愿意让这幅画在大都会艺术博物馆展出，还是愿意在出售这幅画时为了多赚 5%，然后把它挂在色情商店里？”我在挑选公司和管理层方面的平均命中率很高。但我们不能对每个人都说道四，并且偶尔我们也会犯错。

14，关于他对美元疲软的担忧

巴菲特：美元的购买力并没有被高估。宏观经济并不是我们擅长的游戏，但如果一些经济事实向我们发出信号，我们会抓住机会。我们通常不买垃圾债券，但如果你仔细研究，总能发现一些投资机会。我不喜欢用别人的钱和自己的钱去赌宏观走势。

我们与八种货币打交道。我对哪种货币对美元汇率的影响最大没有看法。我认为美元会走弱。各国都在支持本国的货币，日本希望压低本国货币，这使得美国货币相对升值。我不知道中国或香港是否会将其货币与美元脱钩。我喜欢用其他货币赚取收益，因为它们可以兑换成更多美元，不过我们的大部分现金都是美元。

15，关于概率思维

听众：虽然我们都很想这样做，但如何区分真正的概率思维和由主观偏见引起的猜测？

巴菲特：当然，我们尽量根据概率而不是猜测来做决定。这就是我喜欢保险行业和投资的原因。我们尝试仔

细思考我们所面临的每一个决定。有些决定只是简单的概率问题。我非常赞同罗伯特鲁宾(Robert Rubin)在《不确定的世界》(In An Uncertain World)一书中的观点。商业都是概率问题。

人们自以为知道自己何时偏离了概率思维，但其实并不总能察觉。

我们也是人，概率思维并不总是可行的。比如在与你爱的人打交道时，我们可能会偏离概率思维。查理和我在这方面遇到的困难就是在解雇员工的时候。我们讨厌这样做，也尽量避免这样做。我们公司(WESCO)有一位经理患上了阿尔茨海默病。我们花了很长时间才发现，发现后又花了很长时间才采取行动。幸运的是，即使他得了阿尔茨海默病(Alzheimer)，公司的业绩依然很好，因此我们在这里制定了一条新规则：只买那些好到有阿尔茨海默病的人都能管理的企业！

16, 您在一两年前说过，美国企业利润占 GDP 的比例达到 6%，处于历史高位，而且很可能会下降。从那时起，该比率已经上升到接近 8%。是发生了什么结构性变化，还是您确信该比率仍会回落？

巴菲特：我不认为 8% 的税率是可持续的，从长远来看，6% 是一个更合理的数字。此外，很难将企业高利润率(即使是 6% 水平)与企业缴纳的相应联邦税率相协调，后者目前也处于非常高的水平(占 GDP 1.5%)。

在某种程度上，联邦政府在每家公司都拥有一类特殊的股票，我们称之为 AA 类股票。例如，去年伯克希尔向联邦政府支付了约 34 亿美元的“股票”税。公司对其业务的再投资越多，下一年的收益和纳税额就越高，即股息和 AA 类股票的价值就越高)。此外，联邦政府可以随时改变分配给它的收益百分比(即改变税率)。如果政府决定将伯克希尔未来税款作为股票上市，该股票将非常有吸引力。华尔街一定会喜欢的。事实上，按照 35% 的税率计算，该股票的价值可能与整个伯克希尔的价值相当。

巴菲特：对话范德比尔特大学学生 2005

2005 年 1 月 25 日

上周，我在奥马哈与沃伦巴菲特共度了 6 个小时。当我走进会议室时，我惊喜地发现巴菲特穿得更像一个吝嗷的大二化学学生，而不是有史以来最伟大的投资者。在大约 3 个小时的时间里，巴菲特与我和一些同事进行了开放式问答。参加会议之前，我以为自己会得到很多关于投资和如何计算内在价值的建议。我想他会告诉我们关于“市场先生”的一切，以及他最喜欢的持有期是多长时间。然后，我想我们会聊到他对欧元的押注，或者他认为市场是非理性和低效的。或者，世界第二富豪也行会谈谈金钱？但谈论上述任何内容的谈论时间都是零。让我们来看看他都谈了些什么。作为顶级富豪榜的忠实粉丝，我整理了当天我从巴菲特身上学到的“五大”内容：

心怀感恩

世界上大约有 60 亿人。想象一下世界上最大的彩票，这 60 亿人中的每个人都要抽一张彩票。每张彩票上都印有他们余生必须生活的环境。每张彩票上都印有以下项目：性别，竞赛，出生地，政府类型，父母姓名、收入水平和职业，智商(正态分布，智商为 100 的概率为 66%，标准差为 20)，身体特征：体重、身高、眼睛颜色、头发颜色等，个性特征：气质、机智、幽默感等，健康风险。

如果你现在正在阅读这篇博客，我猜你出生时抽到的彩票应该不会太差。你抽到一张拥有你现在所处的有利环境的彩票的概率小得令人难以置信(比如说，60 亿分之一)。在美国，你以自己喜欢的性别出生，智商一般，身体健康，父母支持你的概率微乎其微。沃伦用了大约一个小时的时间讲述了我们应该如何感激自己的出生环境，以及生活中为我们提供的优厚门票。他说，我们不应该认为这是理所当然的，也不应该认为这是我们所做的事情的产物，我们只是抽到了一张幸运的彩票。他还指出，如果他出生在孟加拉国的贫困家庭，那么他的“资本配置”技能将毫无用处。

道德与公平

继续上面的类比，考虑以下场景：想象一下，你从 60 亿人中脱颖而出，成为创建世界体系的唯一人选。这包括政府类型、社会计划、税收制度、军事系统、就业市场、法律法规等。唯一的问题是在你被允许看你的彩票之前，你必须想出一个你认为公平，并且你愿意去生活的系统。沃伦谈到这一点时，让我重新考虑了道德行为的定义，如果你不知道自己抽到的是什么彩票，你会创建什么样的系统？如果你所处的环境不同，你会对你支持或反对的某些项目，采取不同的立场吗？

值得信赖

这也许是巴菲特想表达的一个次要观点，但他讲的一个简单故事对我影响很大。他讲述了内布拉斯加家具商场创始人的故事，她来自俄国一个贫穷的犹太家庭，不会读写或说英语。她在大屠杀中幸存下来，花了 16 年的时

间把家人带到美国(每人 50 美元), 并把家具商场从最初的 500 美元投资发展到, 在奥马哈一个地区每年赚取 3.5 亿美元。有一次, 她告诉沃伦, 她评价人的方法很简单: 她只问自己: 他们会把我藏起来吗? 这真是一个判断自己是否信任别人的直觉的好方法。

在能力圈内投资

沃伦详细谈到了要在自己的能力圈内进行投资。这既适用于创业, 也适用于投资公开的证券。有一件事一直让我感到惊讶, 那就是沃伦是多么自律, 他从不让自己对一笔他不理解的交易感到兴奋。他了解自己的弱点、局限性以及他所接触的企业类型。他说, 至关重要的是, 人们要清楚地认识到自己不了解什么, 并把努力和精力都放在商业和职业道路上, 以便让他们能在自己所了解的事情上下大的赌注。他说, "能力圈有多大并不重要, 重要的是你要知道能力圈的边界在哪里, 以及什么时候你处在能力圈外"。

做自己喜欢的事

也许我们已经听过无数次这句话, 原因是它是对的。沃伦详细讲述了他每天早上醒来能做自己喜欢的事情是多么兴奋。他谈到, 在生活中拥有选择的自由, 并以自己喜欢的方式涂画自己的画布是多么重要。他说, 很多人都在谈论自己, 将如何"暂时"从事一份高薪工作, 然后再去做自己喜欢的事情。他把这等同于"为老年储蓄性生活"。他说, "永远不要做那些让你感到不兴奋或不喜欢的事情"。

这些难道不是你期望身价超过 400 亿美元的人给出的建议吗? 我只希望, 当我在职业生涯中获得成功时, 我能像巴菲特那样谦逊、慈善、智慧、乐观和正义。

会议纪要

1, 沃伦是如何度过一天的

6:45 起床, 在家看报纸, 经常在开市后才到办公室。总是把读物带回家。

没有固定的时间表, 他不喜欢排满日程表。

每天 80%的时间用来阅读, 20%的时间用来打电话(他后来说可能是 90/10), 电话交谈通常很短。

每周花 1-2 小时打桥牌 4-5 次。

2, 沃伦读了些什么?

大部分阅读内容包括 10-K、10-Q, 每日 5 份报纸。

格雷厄姆与菲利普费雪的书就够了。

3, 投资过程

曾经有些东西便宜到他可以在一天内做出投资决定(在某种程度上与公司以 2-3 倍市盈率出售的时期有关)。

对于旁观者来说, 投资决定应该是显而易见的。您应该能够用一句话解释清楚为什么要买某个东西。

我不做 DCF 计算, 他说他在脑海中做了一个粗略的近似估计。

寻找好点子是知识日积月累的结果。有些东西就这样自然而然地出现了。他在这里似乎暗示, 他的阅读并不是专门为了寻找好点子, 而是在大量阅读后, 好点子自然而然地跳了出来。

通常是特殊事件投资, 比如一个优秀的管理团队搞砸了, 这就创造了投资机会。

你必须有耐心。好点子往往集中在一起出现, 而且可能很长时间没有出现。当你一段时间找不到任何东西时, 可能会很恼火。

他不会因为错过自己能力圈范围之外的东西而烦恼。但错过能力圈内的东西会让人精神痛苦, 比如沃尔玛、房利美。

4, 给新投资者的建议

不要过于担心自己犯错, 不要成为马克吐温笔下被烫后再也不敢坐到炉子上的猫。

要从别人的错误中吸取教训, 尽量不要从自己的错误中吸取教训。永远不要玩"致命"的游戏。

不要将社会进步与赚钱机会混为一谈, 看看航空和汽车行业吧。

例如, 学会像律师一样思考是一种宝贵的特质。法律学位并非必要条件, 但如果您认为该学位对您的特定职业有帮助, 那就再好不过了。

比他花更多时间阅读。阅读大量的 10-K 和 10-Q 报告, 没有什么能够替代这些工作。阅读每一页。

始终阅读原始数据, 而不是二手数据。

向企业管理层提出以下问题: 如果你可以购买竞争对手的股票, 你会购买哪一家? 如果可以做空, 你会做空哪一家?

如果你对一家公司感兴趣，就去了解竞争对手的报告。你必须像真的要进入该行业一样，如果你真的要进入，你就会想知道你的竞争对手在做什么。

今天从零开始创建一个基金：可能会跟从前一样开始。

4, 给非专业投资者的建议

如果你喜欢每周花 6-8 小时进行投资，那就去做吧。

如果没有，那就用平均成本法投资指数基金。这样可以实现资产和时间的多样化，这两点非常重要。

'一无所知'的投资者意识到这一点并没有错。问题在于，当你是一个'一无所知'的投资者，但你却认为自己知道些什么。

5, 为什么更多的人不听从他的建议？

建议的反馈不够，因为它不是一个"快速致富"的计划，而这正是许多其他理念所承诺的。

他提到，在他年轻的时候，他就开始使用技术分析进行投资，但他发现自己始终无法利用技术分析赚到钱。当我把图表颠倒过来，却没有得到不同的答案时，我意识到技术分析不起作用。在看到制表法行不通之后，他改用了格雷厄姆的方法。这样既合理又有效。

6, 人类误判心理学

投资与智商无关。他曾多次说过，不需要 125 以上的智商就能做到这一点。事实上，超过这个数字的智商几乎都是浪费。

保持在能力圈范围内是最重要的。当你在能力圈内时，请记住这些事情：不要着急。你最好不要与他人交谈。不要放弃继续寻找机会，直到找到为止。好点子总是扎堆出现，按时间、行业、资产类别划分。

7, 估值使用的贴现率：

使用长期标准国债利率，如 6%。不要对不同的业务使用不同的贴现率。只要你对未来的现金流保持理智、诚实和保守，使用什么贴现率并不重要。

为了评估投资的可行性，只需要比较一个变量：价格/价值。

如果我们允许贴现率发生变化，就会产生不止一个变量。

他对公司风险的评估已纳入公司未来现金流情况的概率中。

我不知道企业真正的资本成本是多少，除非我们拥有它。

8，管理伯克希尔

随着时间的推移，专注于创造一家他喜欢的公司，以他喜欢的工作方式建立公司。

讨厌会议、管理员工，公司惯例。

公司总部没有总法律顾问或投资者关系部，只有 17 名员工。

董事每年只亲自会面一次。

我不给企业经理打电话，而是他们给我打电话。

9，购买企业

我问的第一个问题是：老板是爱生意还是爱钱？这很容易区分。

能够为许多企业提供一个好的归宿，我感到非常自豪。这就像为一幅画找一个归宿。想要出售的企业主可以把企业卖给伯克希尔，就像把画放在大都会艺术博物馆一样，或者卖给杠杆收购者，他们会把企业拆分，把会计打扮一下，然后再次转卖，就像把画卖给色情商店一样。

10，为什么他有大量现金头寸

找不到要买的东西。

伯克希尔投资几十亿资金购买一只股票，但如果无法控股，他也不会感到困扰。

投资有时就像在桶里射鱼，有时甚至像在没水的桶里射鱼。现在不是这样，但将来还会有这样的时候。

11，次级抵押贷款行业

次级抵押贷款与商品房融资有相似之处。对次级抵押贷款行业来说，最重要的因素是经济的健康状况，而近期的经济状况良好。证券化使最终贷款人远离借款人，这就是问题所在。除非我们看到长期利率大幅上升 200-300 个基点，否则冲击可能不会发生。只要该行业的参与者收取的利率足够高，以覆盖固有的信贷风险，就应该没问题。就房价而言，在抵押物价值低于贷款价值之前不会有问题。我们还没有涉足这个领域，但我们确实拥有 H&R Block 公司，该公司也提供一些此类贷款，不过他们并不保留贷款。次贷行业的房地产投资信托结构未必是坏事。经济本身将比金融工具所使用的结构重要得多。

12, 银行业的竞争优势和业务模式

银行业是一门好生意,许多银行的有形资产回报率很高。查理和我对银行的盈利能力感到惊讶,因为这似乎是一种普通商品业务。他们低估了客户的粘性,很大程度不了解银行收费能力。富国银行每股有形股权为 15 美元,而每股税后收益为 4 美元。

银行投资回报率与规模的相关性不高。如果你有一家经营良好的银行,你不需要成为一个地区的第一大银行。购买银行可能需要支付 3 倍的有形资产。

银行唯一的问题是,有时他们会变得疯狂,做出蠢事。1991 年就是一个很好的例子。如果银行不在资产方面做蠢事,就能赚大钱。

12, 汽车行业前景

通用汽车债券目前以 B 级利差出售。

汽车行业是一个非常艰难的行业。1960 年代,通用汽车占据了美国汽车市场 50%以上的份额,人们认为他们坚不可摧。通用汽车进行了愚蠢的劳资交易,而会计核算不要求计入应计成本。通用汽车现在是一家糟糕的人寿健康福利公司,附带汽车业务。汽车业务管理良好,但劳工问题是致命伤。在亨利·福特之后成立了 2000 家汽车公司,现在美国只剩下 3 家。长期以来汽车行业没有真正赚到钱。

13, 关于可乐的思考

可口可乐未来不再是碳酸饮料行业领导者的可能性很小。糖果店在其市场上根深蒂固,很难被取代,但它们很难进入新市场,而可口可乐顺利地进入了新市场。

可乐作为一种消费品,最重要的一点是可乐没有"味道记忆"。换句话说,可乐的味道不会在你的口中累积。因此,有些人很容易每天喝 5 罐以上的可乐。因为没有味道残留,所以百喝不厌。橘子或葡萄汽水的味道会累积起来,让你感到厌烦。巧克力也是一样。可乐的口味边际效用不会递减。巴菲特从没见过类似现象的论述。

14, 押注货币对冲

目前拥有 200 多亿美元外币。对哪种货币对美元最有利尚无定论。利率上升也会加重外国人的偿债负担。美国每天的消费比我们的生产多 5%。美国就像一个拥有庞大农场的巨富家庭,我们不断将越来越大的农场抵押给外国人。外国人净持有 3 万亿美元的美国证券,每天增加 20 亿美元。这并不是对美国的"悲观"的押注,美国仍然是

一个拥有一流基础设施的伟大国家。11 月份与中国的贸易逆差为 160 亿美元，年度 1900 亿美元。

这不是短期赌注，不知道美元明年会怎么走，这是五年赌注。典型的投资者不应该做同样的赌注，除非他发现了一只只有吸引力的外国股票，可以买入股票，而不必对冲货币风险。他在购买外国证券时从不对冲货币风险，因为他喜欢这种额外的分散性。

15, 其它市场

如果人民币汇率重估 10-20%，可能也不会产生实质性影响，因为中国和美国的劳动力成本差距太大了。中国不太可能取消挂钩美元的汇率政策。

沃尔玛在中国大举扩张。

我不认为新兴经济体对美国的影响有什么戏剧性的变化。

欧元虽然会有压力，但从长远来看应该没问题。这对欧洲和世界都是一件好事。

16, 关于通货膨胀

消费物价指数 CPI 在衡量通货膨胀方面存在缺陷。普通人的 CPI 与用于计算通货膨胀的加权 CPI 的构成截然不同。CPI 低估了人类消费。

企业的合同期限通常为 3-12 个月，因此通货膨胀会大幅滞后。较高的原材料成本最终会转嫁给消费者。

医疗保健占消费物价指数的 6%，但占 GDP 的 14%。

20 年前，住房所有权已从 CPI 中剔除，取而代之的是估算的租金金额，自那以后，租金没有上涨，但房价却上涨了。幸运的是，房价上涨所带来的负担暂时被较低的利率所抵消。

17, 关于石油天然气和铝业

每个人都认为石油价格上涨很多，您必须考虑到美元的疲软。如果您看一下以欧元计价的石油价格，它的涨幅并不大。黄金的情况也是一样。我们已经看到许多原材料的实际价格上涨，煤炭就是一个很好的例子；现在非常稀缺。我们不经常玩石油或大宗商品价格下注的游戏。

中美能源正在考虑在阿拉斯加州铺设输油管道。阿拉斯加拥有 80-90 万亿立方英尺的天然气。阿拉斯加的问题：每立方米 2 美元的运输成本。建立管道需要 6-7 年时间，在未来价格前景不确定的情况下，很难做出 6-7 年的承诺。与液化天然气终端建设问题相同。大多数大宗商品公司都不信任当前的价格能得以维持，因为他们已

经巨幅波动多次。

美国石油勘探困难重重。如今，我们的陆上产量为每天 600 万桶。我们曾经在石油生产方面自给自足，以至于不得定期停产，因为我们生产的石油太多了。美国是世界上石油勘探最多的国家，美国下 48 个州已有 30-40 年未发现真正的大油田了。伯克希尔并不打算在石油勘探业务中进行任何实质性押注。

对铝业没有真正的看法。原材料企业的问题在于没有品牌识别，没有人会说：我只想喝装在美国铝业铝罐里的可乐。铝在很大程度上只是储存起来的电力，因为电力是其生产成本的重要组成部分。

18, 关于公共政策

我们必须牢记，社保不是为我准备的。1-2 千万人年老时将无法养活自己。像美国这样的富裕社会应该为其公民提供这种支持。在一个人有所作为之前，社会应该提供良好的学校，在一个人有所作为之后，社会应该提供财政支持。不要认为让能力较差的投资者自己去做是件好事，他们需要帮助，他们没有成为优秀投资者的"天赋"，我们有责任帮助他们获得尽可能高的社保基础。私有化计划将降低基数，并要求您投资以弥补差额。

19, 关于慈善

慈善工作与投资恰恰相反。在慈善工作中，我们寻找的是最难解决、成功概率最低的问题去做。巴菲特正向受托人提供指导方针，但他并没有明确指定要捐给哪里。他意识到，在他离开后的遥远未来，他不知道将会出现什么大的问题，需要受托人自己决定。

20, 沃伦的成功

我生来就能很好地配置资本。如果我出生在孟加拉国，走在大街上说："我善于配置资本"，镇上的人会说"去找份工作吧"。比尔盖茨说，如果我出生在一千年前，我将无法生存，因为我跑的速度不够快，也不够强壮。我可能会成为狮子的午餐。

巴菲特致股东的信 2004

2005 年 2 月 28 日, BRK: \$84250-87900

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

公司 2004 年的账面价值增加 83 亿美元, A/B 股每股的账面价值增加 10.5%(标普 10.9%), 自现任管理层接手的 40 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 55824 美元, 年复合成长率约为 21.9%。

真正重要的是内在价值, 而不是账面价值, 而好消息是, 在 1964 年到 2004 年期间, 伯克希尔已经从一家原本摇摇欲坠的北方纺织公司, 蜕变成一个跨足各个产业的大型集团, 其内在价值大幅超越账面价值, 可以这样说, 40 年来内在价值的成长率甚至远超过账面价值 21.9%的成长率, (想要对内在价值以及本人与查理·芒格经营伯克希尔的原则有更多的了解的人, 我建议大家阅读股东手册)。

虽然账面价值并非完美, 但仍不失为衡量内在价值长期成长率的有效工具, 当然单一年度账面价值的表现与标普 500 指数的比较(相关比较参阅首页), 其意义已不若以往, 主要原因在于, 我们的股票投资部位, 含可转换特别股在内, 占账面价值的比重已大幅下降, 从 1980 年代早期的 114%, 到近年 50%不到, 也因此股市波动对于我们账面价值影响的程度也大不如前。

不过即便如此, 伯克希尔相对于标普 500 长期的表现还是很重要的, 因为股东们现在可以非常低的手续费买到指数型基金, 间接投资标普 500, 因此除非在往后我们能够以高于标普 500 的速度累积每股内在价值, 否则查理跟我就没有存在的价值。

去年伯克希尔的账面价值仅增加了 10.5%, 略低于标普 500 指数 10.9%的回报率, 这种平庸的表现与我们旗下经理人完全无关, 一如往常, 他们已分担了许多重担, 我给他们的指示相当简单明确, 以继承自家百年老店的心来经营事业, 而他们大多都照办, 并把多余的资金送回奥马哈交给我运用。

去年是我没有做好份内的工作, 我本来希望能够谈成几个数十亿美元的并购案, 好让我们能够再增加稳定的收益创造能力, 可惜我一事无成, 此外我也找不到什么股票可以买, 就这样到年底伯克希尔帐上累积的高达 430 亿美元的约当现金, 真伤脑筋, 明年查理跟我会更努力地将这些闲置资金转化为较吸引人的资产, 不过我们实在是不敢打包票。

从另一方面来说, 2004 年的股市表现确实不错, 如果看看自 1960 年以来的 35 年间, 你会发现包含股息在内的投资回报率, 年化高达 11.2%, 这远高于未来我们预期可获得的回报率, 但如果看看最近几年回报率, 你会

发现 2004 年之前只有一年达到以前的水准，所以说去年看起来正常的回报可以说是特例。

过去 35 年来，美国企业创造出优异的成绩单，按理说投资人也应该跟着获得丰厚的回报，只要大家以分散且低成本的方式搭顺风车即可，事实上指数型基金同样可以达到这样的目的，但为什么实际上大多数投资人的绩效却惨不忍睹呢？

我认为这其中主要有三个原因，第一，**成本太高**，通常是因为投资者频繁交易，或是花太多费用在投资管理之上；第二、**投资组合的决策往往基于小道消息和追逐热点，而不是基于深思熟虑的和定量的企业评估**；第三，**错误的介入时点，高买低卖**。其特点是，在牛市上涨多时后追高买入，或是在漫漫熊市下跌后割肉卖出。投资者必须谨记，**过度兴奋和过高的交易成本是他们的敌人，而如果他们非要在股市中择时，也应该尽量在别人贪婪时恐惧，且有当别人恐惧时才应该贪婪**。

各部门绩效

身为管理者，查理跟我设身处地的为大家着想，希望自己能够提供给各位所有重要的财务信息与看法，虽然随着伯克希尔的规模日益庞杂，要兼顾简洁与明了的困难度大大提高，因为我们有些产业的性质截然不同，这代表将所有数字混在一起的大杂烩，对于分析一点用处都没有。

因此在接下来的报告中，我们将按产业别分类列示各产业的资产负债表、收益数字以及我们的看法，我必须让各位了解除非在极少数的情况下，我们尽量避免对外举债，同时我们也不会塞给你一大堆对于分析伯克希尔内在价值没有帮助的数字，因为这样做反而会模糊了焦点。

受管制的公用事业

我们持有中美能源控股公司 80.5% 股权(完全稀释)，该公司拥有众多公用事业业务，其中主要的项目包括：
(1) 约克郡电力与北方电力公司(Yorkshire Electricity, Northern Electric)，拥有 370 万电力用户，为英国第三大的电力分销商；(2) 中美能源(MidAmerican Energy)，在爱荷华州拥有 69.8 万电力用户；(3) 科恩河与北方天然管道公司(Kern River, Northern Natural pipelines)，两条天然气输送管道运输全美 7.9% 的天然气。

剩下的 19.5% 权益则由伯克希尔三位合作伙伴所持有，他们分别是 Dave Sokol 及 Greg Abel，他们是中美能源优秀的经理人，另外一位则是 Walter Scott，他是我个人长期的好友，也是他引荐我投资这家公司的，由于中美能源公司受限于公用事业控股公司法(PUHCA)的规定，限制伯克希尔的投票权最高只能达到 9.9%，所以 Walter

他拥有绝对的控制权。

受限制的投票权使得我们仅能以相当简略的方式将中美能源的财务数字列入财务报表中，而无法将该公司所有的资产负债以及营收损益列入伯克希尔报表，依照现行会计原则，我们只能按投资比例认列该公司的投资金额及损益，或许在不久的将来，PUHCA 会被取消或是会计原则有重大变革，那么届时中美能源所有的财务数字就会被列入伯克希尔的合并报表之中，当然也包含其大量的融资负债在内。不管现在还是将来，这些债务都不会是伯克希尔的债务。

截至年底，伯克希尔对于中美能源尚有 **14.78 亿美元的次级债务(junior debt)**，这笔借款将可使得中美能源在进行并购时，其它大股东不用再掏钱出来。此外通过**收取 11%的利息**，一方面伯克希尔可获得合理的回报，另一方面我们的合伙人则可避免持股权益遭到稀释，但由于中美能源去年未进行任何重大的并购案，所以偿还了欠我们的 1 亿美元借款。

中美能源另外还拥有一项重要的非公用事业，全美第二大不动产经纪商美国家庭服务公司 HomeServices，不同于公用事业，这行业的周期波动相当的大，但我们仍然对其抱有热烈的期待，我们拥有一位优异的经理人 RonPeltier，通过其经营及并购能力，正逐渐建立起一个房屋中介王国。

去年 HomeServices 公司总计搓合了 598 亿美元的交易案，较 2003 年又大大地成长了 112 亿，其中 24% 的成长来自于六件新的并购案，经由全美各地 17 个中介分支，他们全都保留原有中介公司名称，我们在 18 个州聘雇了 1.8 万位业务人员，在往后的十年内，**中介业务仍将通过并购的方式继续大幅成长**。

去年中美能源关闭了一项锌金属回收项目的重大投资，该计划在 1998 年开始，并于 2002 年正式营运，由于地热发电产生的卤水含有大量的锌，而我们相信回收这些金属应该有利可图，近几个月来，回收运用在商业上似乎可行，但冶矿这行，就像是石油探勘一样，希望往往一再戏弄开发商，每当一个问题解决了，另一个问题马上又冒出来，就这样一直拖到九月，我们终于举白旗投降。

我们的失败再度突显了一项原则的重要性，那就是**别把事情搞得太复杂，尽量让事情简单化**，这项原则广泛运用于我们的投资以及事业经营之上，如果某项决策只有一个关键变量，而这变量有九成的成功机率，那么很显然你就会有九成的胜算，但如果你必须克服十项变量才能达到目标，那么最后成功的机率将只有 35%，在锌金属回收的这项业务中，我们几乎克服了所有的问题，但有一项无法解决的难题非常棘手。**由于一根链条并不比它最**

薄弱的一环更牢固，所以最有意义的是去寻找单环链条——如果你不介意自相矛盾的说法的话。

下表系中美能源营运成绩的明细表，2004 年在"其它"项下含有一笔 7220 万美元的出售安然应收帐款的收益，这是两年前我们买下北方天然时连带进来的款项。Walter、Dave 及我本人为奥马哈地区的子弟，把这笔意外之财视为战争赔款，以弥补当年 Ken Lay 违背承诺，硬将北方天然从奥马哈迁到休斯顿的部分损失(相关细节请参阅伯克希尔 2002 年的年报)。以下是中美能源的几项重要数据：

百万	2004	2003	2002
英国电力	326	289	267
爱荷华电力	268	269	241
管道运输业务	288	261	104
家庭服务	130	113	70
其他	172	144	108
来自铔回收项目停运损失	-579	-46	
息税前收益	605	1076	790
利息支出-其它企业债务	-212	-225	-192
利息支出-伯克希尔次级债券	-170	-184	-118
所得税	-53	-251	-100
净收益	170	416	380
*归属于伯克希尔净收益	237	429	359
*其中：借款利息税后收益	110	118	75
应付其它企业债务	10528	10296	10286
应付伯克希尔债务	1478	1578	1728

*包含伯克希尔赚取的利息收入(已扣除所得税)。

保险业务

自从伯克希尔在 1967 年买下国民保险公司(NIC)之后，财产险便成为我们的核心业务之一，更是促使不断成长的动力来源，保险业使我们取得源源不绝的资金进行投资与并购，让伯克希尔的盈利来源更多更广，所以在接下来的这一段中，我会花一点时间告诉大家我们是如何做到的。

保险公司的资金来源在于浮存金，这笔资金虽然不属于我们所有，但却可暂时为我们所用，而我们的浮存金之所以增加系由于(1)保费通常在我们提供服务之前就先收取，(2)今天发生的损失不代表我们立刻就要理赔，其原因在于损害有时要在发生后好几年才会被发现，从而协调及和解(比如说石棉案就是很好的例子)，这笔浮存金从 1967 年最早的 2000 万美元，经由多年的内部成长及对外并购，累积增加至如今的 461 亿美元之巨。

浮存金固然不错，但前提是取得成本要够低，而其成本取决于承保绩效，也就是赔付损失与经营费用占保费

收入的比例，当承保盈利时，就像伯克希尔过去 38 年来多数的情况一样，此时浮存金甚至比免费还好，在这些年度，意味着别人付费来请我们帮他们保管资金，然而对于其它大部分的保险同业来说，可就没有那么好过了，总的来说，财产意外险业通常都会承保亏损，当损失过大时，就代表浮存金的成本过高，有时甚至高得离谱。

保险业者的绩效之所以不好的原因其实很简单，他们销售的是同质化的商品。保单多属制式而且许多保险業者都提供相同的产品，有些甚至以互助的方式经营(公司系由保户而非股东所拥有)，所以利润空间相当有限，以至于大部分的投保人根本就不在乎保单是向谁购买的。大部分的消费者或许会说"我要买吉列的刮胡刀"、"我要买可口可乐"，但绝对不会有人说"给我来份国民保险的保单"，也因此价格竞争在保险业界可说是相当的激烈的，看看航空公司的票价就知道是怎么回事了。

所以或许你会问，伯克希尔是如何摆脱产业普遍存在的劣势，同时保有持续的竞争优势的，我们从许多方面来克服这个问题，首先让我们来看看国民保险的策略。

当我们买下该公司时，这是一家专门从事商用车险及一般责任险的公司，当时它显然并未拥有得以克服同业沉痾的特点，它的名气不够响亮，也没有任何信息上的优势(当时公司甚至没有精算师)，营运成本也不是最低的，保单通过一般的中介销售，这在当时被视为落伍的做法，尽管如此，在往后的 38 年内，国民保险的表现却极为优异，我们可以这样说，当时要是我们没吃下这家公司，伯克希尔的价值可能不及现在的一半。

我们所做的是一般保险業者绝对无法复制的一种管理思维，请大家看下表，大家肯定没有看过有公司可以忍受营收连续十多年(1986 年-1999 年)持续下滑的经营模式，我必须强调，那种大幅度下滑的原因并不是没有生意可做，事实上，只要我们愿意降点价格，马上就会有几十亿美元的保单上门，但国民保险宁可坚持有利润承保，也不愿为了营收与同业随波逐流，我们从来不弃客户于不顾，是客户主动离开我们。

大部分的美国企业都怀有制度上的迫切需求——不愿看到营收大幅下滑，没有公司的 CEO 会愿意跟股东报告，去年不仅业务收缩，且将继续下滑。这在保险公司尤其明显，因为继续签发保单的愚昧的后果，可能要等上好长一段时间才会被发现，如果保险業者对于提列准备金过于乐观，那么帐面的收益便可能被夸大，而真正的损失可能要等好几个年头才会浮现(就是这种自欺欺人的伎俩让 GEICO 在 1970 年代差点倒闭)。

年份	保费收入	年末雇员	承保费用率	承保赔付率	承保利润率
1980	79.6	372	32.3%	59.5%	8.2%
1981	59.9	353	36.1%	64.7%	-0.8%
1982	52.5	323	36.7%	78.6%	-15.3%

1983	58.2	308	35.6%	83.1%	-18.7%
1984	62.2	342	35.5%	81.5%	-17.0%
1985	160.7	380	28.0%	70.1%	1.9%
1986	366.2	403	25.9%	43.4%	30.7%
1987	232.3	368	29.5%	43.2%	27.3%
1988	139.9	347	31.7%	43.5%	24.8%
1989	98.4	320	35.9%	49.3%	14.8%
1990	87.8	289	37.4%	55.6%	7.0%
1991	88.3	284	35.7%	51.3%	13.0%
1992	82.7	277	37.9%	56.9%	5.2%
1993	86.8	279	36.1%	52.6%	11.3%
1994	85.9	263	34.6%	60.8%	4.6%
1995	78.0	258	36.6%	54.2%	9.2%
1996	74.0	243	36.5%	56.7%	6.8%
1997	65.3	240	40.4%	53.4%	6.2%
1998	56.8	231	40.4%	50.2%	9.4%
1999	54.5	222	41.2%	54.3%	4.5%
2000	68.1	230	38.4%	58.7%	2.9%
2001	161.3	254	28.8%	82.8%	-11.6%
2002	343.5	313	24.0%	59.2%	16.8%
2003	594.5	337	22.2%	59.7%	18.1%
2004	605.6	340	22.5%	72.4%	5.1%

特定年度的获利情况通常需要很长一段长时间以后才能知晓，其原因在于，首先，许多理赔申请通常要到年底才会提出，所以我们必须事先预估可能的数字，套句保险业的术语，这些理赔申请简称为 IBNR——发生但尚未申诉的案件，其次，理赔申请可能要好几年，有时甚至要数十年才能和解，其间可能横生许多波折。

基于以上几个原因，上表的这些数字，仅代表我们在 2004 年底所能估算的预估，如同以往年度一样，截至 1999 年的数字应该比较不会出错，因为那年以前的理赔申请案都已提出的差不多了，离现在越近的年度的数字，其估计的成份也就越大，尤其是最近两年，也就是 2003 年及 2004 年，日后大幅变化的可能性最大。

最后，有一项恐惧因子在其间作祟——业务萎缩通常会导致裁员。为了避免被炒鱿鱼，员工通常将保费不当定价的原因合理化，告诉自己降价以保存组织完整是可以被忍受的，如此整个营销系统都将皆大欢喜，如果不这样做，员工们会声称，一旦景气回暖，公司将无法参与即将到来的复苏。

为了抵挡员工自保的天性，我们一再承诺，国民保险不会因为业务萎缩而裁员，这儿可跟唐纳德·特朗普那里不一样，国民保险不是劳力密集型公司，而正如上表所示，我们可以忍受额外的管理费用，但却绝不能忍受不当

的定价，以及随之而来崩溃的核保纪律。因为现在不在乎核保利润的保险公司，以后也不可能会在乎。

当然采取不裁员态度的企业，一定要避免在景气好时人员过剩，30年前当时首府广播公司 CEO 汤姆·墨菲用一个假想的小故事向我阐述了这一点，话说有位员工要求老板新增一个人力，这位员工认为公司一年增加 2 万美元的薪水开支没什么大不了的，但他的老板却提醒他，考虑到加薪福利和其他费用(人越多用厕纸越多)，因此要把它当做一个 300 万美元的提案一般慎重，因为除非公司真的快经营不下去了，否则这位员工将很难会被解雇，不管他对公司的贡献有多微薄。

当然，要让像国民保险这样的文化，深植在公司的企业文化之中，必须要耗费相当大的功夫，看过这张表的人可以特别注意 1986 年到 1999 年的数字，很少有经理人可以默默忍受业务日渐下滑，特别是当其它竞争同业因为业绩大增而受到华尔街分析师的掌声之时，然而国民保险自 1940 年创立以来的四任总裁却没有一位屈服，特别要说明的是，这四位总裁只有一位拥有大学学历，经验告诉我们，非凡的商业能力大多是天生的。

现任国民保险的管理明星是 Don Wurster，姑且称他为超级巨星(没错，拥有大学文凭的就是他)，自 1989 年起便接掌该公司，他的打击率可以媲美 Barry Bonds，因为跟 Bonds 一样，Don 宁愿选择保送，也不会对着坏球挥棒，总计到现在他已为我们累积了 9.5 亿美元的浮存金，而且几乎可以说是没有成本的，而由于目前的保费水准有下滑的趋势，所以国民保险的业务很可能会再度大幅下滑，关于这点，查理跟我百分之百支持他。

商品型的企业另一项生存之道就是，成为低成本经营者。在众多车险业者当中，GEICO 无疑荣获桂冠，至于周期起伏的国民保险，则是另外一种路遥知马力类型，但追求低成本的企业，必须努力不懈至始至终的维持成本优势，而 GEICO 正是如此。一百年前，当汽车首次问世，财产意外险业是个垄断的行业，位于东北部的几家最主要的公司，订立了统一的费率，且完全不二价，没有人会杀价竞争，保险业者所竞逐的是实力强大备受好评的中介代理商，此举造成了代理商的高佣金，以及消费者的高费率。

1922 年，伊利诺伊州 Merna 市的农场主 George Mecherle 创立了州立农业保险公司(State Farm)，目标锁定在打破业界高成本巨头所建立的高价格同盟，州立农业保险雇用专属代理人团队，这一体系让他取得保单的成本远低于一般保险同业，其独立的代理商接二连三成功地干翻了其它业者，拜其低成本结构所赐，最终获取了 25% 的个人业务份额(含车险及住宅险在内)，远远超越昔日强大的竞争对手，而创立于 1931 年的 Allstate 保险公司也仿效他们，设立类似的营销渠道，并一举跃居第二，仅次于州立农业保险公司，资本主义再度发挥神奇的效

用，而这种低成本的营运确已势不可挡。

但此时有一个叫 LeoGoodwin 却有一个更有效率的想法，他在 1936 年以区区的 20 万美元创立 GEICO，Goodwin 计划**完全淘汰代理商**，而直接与车主接触(直销)。他认为汽车保险既是强制性的且又昂贵不堪时，中间为什么一定要有昂贵且不必要的代理销售机制。他认为商业保险的客户或许需要许多专业上的建议，但大多数的顾客都知道自己需要什么样的车险保单。这在当时真是真知灼见。

一开始，GEICO 只是将其低价的讯息**邮寄**给少数的政府公务人员，之后又将范围扩大，并把销售重点摆在**电话营销、广播及报章杂志渠道**上，而时至今日，**互联网渠道**正在崛起。

从 1936 到 1975 这 40 年间，GEICO 稳定起步并发展到 **4%的市场占有率**，成为全美第四大的汽车保险公司。大部分的时候，公司管理出色，营收与获利同步成长，看起来势不可挡，但直到该公司 CEO，同时也是我的好朋友 Davidson 在 1970 年宣布退休，情势随即起了变化，他的继任者犯下损失准备金提列不足的大错，此举大大扭曲了成本结构，进而导致不当的定价，1976 年，GEICO 已濒临倒闭。

就在此时，JackByrne 加入 GEICO 担任 CEO，几乎是靠着一己之力，通过包含大幅调涨保费在内的努力拯救了公司，虽然这绝对是 GEICO 继续存活下去的必要之举，但客户却纷纷离去。到了 1980 年，**市场占有率剧降至 1.8%**，此时 GEICO 却又做出多元化的不智之举，这使得过去赖以成长的核心业务顿时失去了重心，1993 年该公司的市占率仅微微增加到 1.9%。一直到**托尼·莱斯利(Tony Nicely)**接手后，事情才有了改观。这有什么不一样：2005 年 GEICO 将获得 **6%的市场份额**。更妙的是，托尼的增长和获利相匹配。事实上 GEICO 所有参与的成员皆同步受益：2004 年 GEICO 总计为保户节省了 10 亿美元的保费，员工领取了 1.91 亿美元的利润分享奖金，约占工资的 24.3%，至于股东们更获得了可观的投资回报。

不仅如此，当 Jack 在 1976 年力图挽救 GEICO 之际，新泽西州拒绝其提高保险费率的提议，Jack 二话不说立刻退出该州的营运，之后 GEICO 又退出了马萨诸塞州，认定这两州监管机关的态度不利于保险业者的经营。一直到 **2003 年新泽西州**终于开始正视其沉苛已久的车险市场，立法遏止保户骗保的行为，还给业者一个公平合理的经营环境。即便如此，人们还是预期该州的官僚主义作风会使得改革缓慢而困难重重。

但恰恰相反，此时新泽西州优秀的保险官员 HollyBakke 在任何行业都会成功，他毅然决定将法律意图变为现实。在他们工作人员的配合下，GEICO 敲定了重返新泽西市场的细节计划，并于去年八月顺利取得营运执照，之

后所获得的保单数量远远超过我的预期。目前我们拥有 14 万的保户，约占该州市场 4%，且一如其它州一样，GEICO 为他们节省了可观的保费，口耳相传的引荐使得询问电话蜂拥而至，而且据报该州的保单通过率(承保数量/询问数量)远远高于全美平均的水平。

当然我们无法保证所有人都可以在我们这里拿到最低的保费，因为各家保险公司的计费标准不尽相同，但我敢保证在所有大型的保险公司当中，GEICO 可以提供多数人最低廉的保费，此外，只要是伯克希尔的股东，包含新泽西在内，都可以享受 8% 的折扣，大家不妨花几分钟，去 GEICO 的公司网站，或打电话到 800-847-7536，问看看能不能省下一笔钱，(当然只要你喜欢，伯克希尔还有许多商品，任君选择)。

再保险是保险业者为分散自身承担风险，将业务出售给同业的一项机制，不应该是一种商品型产品。说到底，保单只不过是一纸承诺，关键在于是谁所发出，所以，承诺的质量千差万别。

至于对传统直接保险市场来说，谁做承诺就没有那么紧要，以个人险种来说，政府通常会向业者征收规费，用来支应倒闭业者付不出来的理赔金，至于商业险方面，工人赔偿保险也有类似的机制，这类具有防护机制的保险约占所有产险保单的 60%，虽然经营稳健的业者对于要被迫补贴经营不善的业者非常反感，但这行的游戏规则就是如此。其它商业保险的形式包括承诺保险，对保户来说具有更高的风险，当信实保险(Reliance Insurance Co.成立于 1817 年，于 2001 年破产)与家庭保险公司(The Home Insurance Co.1991 年被 TVH 收购)破产时，他们的承诺最后被证实是空话，这使得许多保单持有者(不包括工伤赔偿险)蒙受痛苦的损失。但这些履约风险跟再保险保单比起来根本就算不了什么，当再保险公司倒闭时，与其往来的保险公司将无一幸免遭受波及，这类的风险绝对不可等闲视之，GEICO 在 1980 年代便曾因为选择再保公司不慎而蒙受好几千万美元的损失。

若是往后十年二十年内发生天大的灾难，这不是没有可能，可能会有一些再保险公司不支倒地，目前有史以来最大的损害当属 911 纽约世贸中心灾难，这场灾难给保险业带来了 350 亿美元损失。1992 年的安德鲁飓风给保险业带来 155 亿美元损失居次，(虽然以今日的币值应不只此数)，这两起灾害都曾震惊整个保险业和再保险业界。但若一场特别强烈的超级大地震或是大飓风袭击了错误的地方，1000 亿美元以上的灾害损失也不是没有可能，2004 年在佛罗里达发生的四起飓风，合计造成 250 亿美元的经济损失，其中两起飓风(Charley 和 Ivan)差一点就登陆进入美国境内造成三倍以上的损失。

许多保险业者认为 1000 亿美元以上的理赔损失根本就不可能发生，但在伯克希尔，我们却未雨绸缪，我们承

担的损失比例可能在 3-5%，我们每年从投资及其它业务所赚取的收益轻松覆盖这些损失，即便是当电影《浩劫之后》(The day after)的核爆事件真的发生，伯克希尔所开出的支票依旧能兑现。

虽然我们为飓风损失了 12.5 亿美元，但总的来说，去年的再保业务表现甚佳，通用再保险 JoeBrandon 也恢复往日的承保纪律，然而他在 2004 年缴出的成绩，却被他接手之前所埋下的恶果所抵销，至于国民保险公司的再保险业务，阿吉特·贾恩持续成功地接下别人不敢接的超大风险保单，阿吉特可说是伯克希尔的无价之宝。

我们的再保险经理人使得我们的竞争优势极大化，再度在去年缴出漂亮的成绩单，我们的浮存金成本甚至低于零，以下是他们的成绩单。

百万美元	2004 承保收益	2004 年末浮存金	2003 年末浮存金
通用再保险	3	23120	23654
伯克希尔再保险	417	15278	13948
GEICO	970	5960	5287
其他直保**	161	1736	1331
合计	1551	46094	44220

**除国民保险外，还包括 Rod Eldred、John Kizer、Tom Nerney 和 Don Towle 经营的其他特殊保险业务。

2004 年伯克希尔的浮存金又增加了 19 亿美元，虽然也有少数几位客户在到期后倾向解约，但只有在对我们有利的情况之下，我们才接受解约，也就是必须先衡量我们将钱退回给客户后，未来将因此少赚的回报。

总言之，去年为了保管这 452 亿美元，我们额外获得了 15 亿美元的回报，展望 2005 年市场定价较不吸引人，尽管如此，只要不发生什么重大的天灾地变，我们预计可以再次实现无成本的浮存金。

金融和金融产品

去年在这一部分，我们讨论了一系列业务，今年我们将一些比较不重要的省略掉，Berkadia 已接进尾声，ValueCapital 也有新的投资者加入，降低其并入伯克希尔报表的必要性，至于我个人负责操刀的交易业务也持续萎缩。

伯克希尔旗下两项租赁业务去年有所起色，办公家具租赁 CORT 的收益虽依旧不佳，但已有好转，XTRA 出售了集装箱及联运业务，以专注于货柜拖车租赁的强项业务，在现任总裁 BillFranz 的领导下，费用开支大幅减少，资产运用效率提高，获得了不错的利润。

通用再保险证券业务的清盘动作仍在持续当中，我们在三年前决定退出这个市场，但要退出谈何容易。虽然衍生品理论上流动性颇高，且以目前温和的市场环境也有利于我们的退出，但截至年底，我们依然有 2890 份合约

缠身(高峰时有 23218 份合约)。就像是地狱一样，衍生品市场易进难出，当然其它还有很多相似的地方，通用再保险证券的衍生性金融合约要求随时以市价反应，而我也确信该公司的管理层已尽力做出反应现实的计价，但衍生品的市价却由于真正结算的时点可能要在几十年以后，而使得市价很难估算，同时还须仰赖非常多个变量，但以此为基础来计算的奖金却是每年发放，这也难怪虚幻的获利数字满天乱飞。

投资人必须了解在各种金融机构当中，快速成长通常蕴藏天大的问题，有时甚至是重大舞弊，要真正测试衍生品业务的获利能力，必须是在无成长的状态下运营一段时间看看结果。你只有在等潮退了才知道是谁在裸泳。

历经 40 年，伯克希尔终于展现出一点协同效应，Clayton 表现的相当不错，部分原因当然要归功于伯克希尔的加持，预制房屋行业目前仍处于 ICU 阶段，去年售出的新屋不超过 13.5 万套，与上一年大致持平，创 1962 年以来新低，约 90 年代高峰时的 40%，当时在不负责任业者的推波助澜下，达到前所未有的疯狂地步。

由于主要的贷款人纷纷撤离这个市场，使得财务问题一直困扰着预制房屋厂商、零售商和消费者，此时伯克希尔的支持对 Clayton 来说，可谓久旱逢甘霖，只要合理，我们愿意随时提供资金，而一年下来，Clayton 也不负我们所望。在 2003 年的年报中我就曾解释过，我们认为融资借钱来支应可收取利息的应收款项将有利可图，去年初我们转借 20 亿美元给 Clayton，并收取 1% 的利差，到 2005 年 1 月 4 日，这笔借款增加为 73.5 亿美元，主要是用于 Clayton 从一家 2004 年 12 月 30 日退出该业务的银行手中买下的应收款组合。

目前还有另外两笔应收款组合洽谈中，金额合计 16 亿美元，不过这大概是最后一笔大额的交易，所以 Clayton 帐上的应收款组合将会一直停留在 90 亿美元左右的水准，(新增的金额大约会被偿还的帐款所抵消)，并持续贡献稳定的收益，这景况与业者过去习惯将应收帐款证券化刻意让收益提早实现的做法截然不同，过去两年，应收帐款证券化的市场几乎停摆，就算能取得资金，其利率与条件都相当严酷，如果 Clayton 依旧单打独斗，将只能维持惨淡的经营局面。

去年 4 月份，Clayton 顺利买下 Oakwood，一举成为预制房屋业界最大的制造与销售商，我们乐意将更多的资源交予该公司总裁 Kevin，他是典型的伯克希尔经理人，当初我们买下 Clayton 时，该公司员工有 7 千多人，目前已增加到 1.1 万人，查理跟我很高兴能与他们共同参与成长的过程。

为了简化起见，我们将 Clayton 所有的收益归类到消费金融项下，虽然它还有一大部分的收益不属于此项。

百万美元	税前收益			有息负债		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002

交易-经常性收入	264	335	553	5751	7826	13762
通用再保险证券	-44	-99	-173	5437*	8041*	10631*
人寿年金业务	-57	85	83	2467	2331	1568
价值资本	30	31	61			
Berkadia	1	101	115	--	525	2175
租赁业务	92	34	34	391	482	503
克莱顿金融**	220	37		3636	2032	
其他	78	75	102			
收益合计	584	619	775			
交易-资本性收益	1750	1215	578			
合计	2334	1834	1353			

*包括所有负债**从收购日 2003 年 8 月 7 日算起

制造业、服务业与零售业的运营

以下所代表的营业项目可说是海纳一切，让我们直接来看所有的资产负债表与利润表的合并数字。

资产负债表

资产	2004	2003	负债	2004	2003
现金及其等价物	899	1250			
应收账款和应收票据	3074	2796	应付票据	1143	1593
存货	3842	3656			
其他流动资产	254	262	其他流动负债	4685	4300
流动资产合计	8069	7964	流动负债合计	5828	5893
商誉及无形资产	8362	8351	递延所得税	248	105
固定资产	6161	5898	定期债务及其他负债	1965	1890
其他非流动资产	1044	1054	所有者权益	15595	15379
合计	23636	23267	合计	23636	23267

利润表

百万美元	2004	2003	2002
收入	44142	32106	16970
营业费用	41604	29885	14921
其中：折旧费用	676	605	477
利息费用	57	64	108
税前利润	2481	2157	1941
所得税	941	813	743
净利润	1540	1344	1198

这些精挑细选的组合，所销售的产品从冰激凌到波音 737 客机，应有尽有，去年平均净有形资产回报率高达 21.7%，比起前一年的 20.7%还要高，特别值得说明的是他们极少运用财务杠杆，他们无疑是最优秀的企业，当然由于我们大多以高于账面价值相当大的幅度买下，因此资产负债表上有大量的未摊销商誉，这使得我们平均账

面价值回报率降为 9.9%。

以下是主要经营业务的税前收益明细：

百万美元	2004	2003	2002
建筑产品	643	559	516
Shaw 工业	466	436	424
服装鞋类	325	289	229
零售业务	215	224	219
航空服务	191	72	225
麦克莱恩	228	150	--
其他	413	427	328
税前收益合计	2481	2157	1941

*麦克莱恩自收购之日 2003 年 5 月 23 日起

在建材与地毯业务方面，面临了原料成本与能源价格持续上涨的困境，比如至去年 12 月，MiTek 钢材的采购成本就比去年整整高出一倍，(其主要的产品是屋梁衍架连接件)，该公司每年需耗用 6.65 亿磅的钢材，不过即便如此，该公司表现依然出色。自 2001 年我们买下 MiTek 后，该公司总裁 GeneToombs 就进行了好几件补强式的并购(bolt-on)，逐渐打造出属于自己的小型伯克希尔。

这一年 Shaw 地毯经历了一系列纤维原材料成本的大幅上涨，这个重大的打击使得其成本剧增 3 亿美元，当你在地毯上行走，其实所踩的是经过处理的石油化学产品，虽然我们以调涨售价做为回应，但时间上还是有些落差，这使得毛利空间持续受到压缩，但即便如此，在 Bob 与 Julian 的领导下，去年还是为我们赚取了 25.6%的股东权益回报，这家公司充满动力，且深具潜力。

在服装业方面，鲜果布衣的内衣销售增加了 1 千万打(1dozen=12，英制为 12 进制)，增幅为 14%，其中女用内衣与少女内衣更成长了 31%，这方面查理比我还懂得多，他跟我保证女性朋友目前穿得内衣还不够多，这更让我确信，我们在这方面的市场占有率正急速增加中，多亏 JohnHolland，鲜果布衣又重新振作起来。

另外一家公司 Garan 童装，去年的表现也相当不错，在 Seymour 及 Lichtenstein 的带领之下，这家公司专门制造知名童装品牌 Garanimals，下次你去沃尔玛逛时，记得顺道去看看他们饶富创意的产品。

在其它零售业者当中，BenBridge 珠宝及 R.C.Willey 家具，去年的表现也相当不错。在 BenBridge 单店营业额成长了 11.4%，毛利也同步增长，这是所有上市珠宝商中表现最好的，去年的成绩绝非侥幸，该公司过去十年平均成长率达到 8.8%。Ed 跟 Jon 是 Bridge 家族第四代的成员，并把公司当做是自家般在经营，除了股票上登记的名字改成伯克希尔外，其它一切不变，靠着选址正确，Bridge 成功地扩张据点，此外更重要的，每个据点的员

工都充满了热情与专业知识，今年我们将进军明尼苏达州的双子城(Minneapolis-St.Paul)。

至于犹他州的 R.C.Willey，其成长的态势更加惊人，拜外地新店所赐，公司营业额成长了 41.9%，毛利也有所改善，其中包含**内华达州拉斯维加斯的两家新店**。我要跟大家说，这些店事实上是我的主意，只是我本来以为它们做不起来，虽然我明明知道 BillChild 跟 R.C.Willey 在犹他州的辉煌战果，他们在当地耕耘已久，但我就是觉得这种周日不开张的做法在外地肯定行不通，但结果证明我们在**爱达荷州 Boise**的第一家店就一炮而红，但我还是不相信，不断质疑已经习惯没有周休的拉斯维加斯居民是否也吃这一套，这种怀疑在我们当地的第一家店于 2001 年开张，彻底被粉碎，单店营业额居所有分店首位。

Bill 跟他的继任 CEO: **ScottHymas** 趁胜追击，在 20 分钟车程远的地方开设第二家分店，当时我认为此举将拖垮第一家店的营运，成本大增而销售一般，结果呢？两家店的营业额比起其它分店都高出 26%，且营业额年年成长。R.C.Willy 很快就要在**内华达州 Reno 市开店**，但在正式投入之前，Bill 跟 Scott 礼貌性地征询我的意见，一开始，我对于他们向我请教感到颇为自豪，但最后证明，他们只是把我的看法，当做反向参考意见。

航空服务的获利也有所改善，飞安公司是全世界最大的飞行员训练公司，拜企业航空业务反弹及与区域性航空公司合作所赐，获利增加，目前我们拥有 283 座模拟器，帐面成本 12 亿美元，飞行员只能在这些昂贵的设备中一次一人接受训练，这意味着**每 3.5 美元的资本设备投资只能创造出 1 美元的年营业收入，在如此资本密集的情况下，惟有高利润率才足以获得合理的投资回报，因此，设备利用率便显得相当重要**，去年该公司的有形资产回报率由 8.4%提升至 15.1%。

另外一件事是，于 1951 年以一万美元创立飞安公司的 AlUeltschi 在去年退休，将 CEO 的位置交给公司 43 年的老臣 **BruceWhitman**，但相信我，我绝不会让 Al 跑掉的。Bruce 跟 Al 拥有相同的理念，认为惟有经常接受高品质训练的人，才有资格驾御航空飞行器。几年前查理受一位在飞安公司训练不合格的企业朋友所托，向 Al 求情，结果 Al 冷酷地回答到，「告诉你的朋友，给我远离驾驶舱，乖乖地待在后舱。」

飞安公司最大的客户就是 NetJets，我们飞机共享业务的子公司，旗下 2100 位飞行员每年平均花 18 天进行飞行训练，此外不像别人常常在不同机种间跳来跳去，我们的**飞行员只专心飞一种固定机型**，NetJets 在这两方面高水平的要求，是为什么我早在买下该公司以前，就成为它们客户的主要原因。

另外我之所以会买下 NetJets 的原因还有，这家公司是由 RichSantulli 所经营，他是飞机共享产业的创办

人，对于安全与服务的要求几尽疯狂，我认为挑选飞行员跟选择脑部外科医生一样重要，要挑就要挑最好的，其它次等的人选就留给别人吧。

去年 NetJets 再次主导市场获得了该行业净新业务的 70%，这些业务为四家主要公司瓜分。其中一部分增长来自 Marquis 推出的 25 小时券，Marquis 并非 NetJets 的关联企业只是一个客户，不过它向 NetJets 批发时数后，再以更小的包装卖给终端消费者，Marquis 只专作 NetJets 的生意，并以 NetJets 的卓越名声做为营销的重点。去年我们在美国的签约件数，从 3877 成长到 4967，(1999 年伯克希尔收购 NetJets 时，其客户数约为 1200 个)，有些客户(包括我在内)为了使用不同的机型，签好多项合约，以因应不同场合的需求。

NetJets 去年在美国这边的获利还算不错，但大部分的获利却被欧洲的亏损所侵蚀，不过目前国外的业务确有色起色，包含刚刚提到的 25 小时券在内，合约数已从 364 件增加到 693 件，虽然 2005 年预估还会继续发生庞大亏损，但美国本土的获利还是能够让我们的帐面免于出现赤字。

欧洲实在是让我们付出重大的代价，且远远超过我当初的预期，但为了建立品质却是不得不走的路，我们许多美国的客户希望无论到世界上的那个地方，都能够享受相同品质的服务，而跨国旅行的需求在未来肯定会大幅成长，去年美国客户总计飞到欧洲 2003 趟，成长了 22%，在此同时，欧洲的客户飞到美国，则有 1067 趟，成长了 65%，相比 2000 年则增长了 239%。

投资组合

下表列示伯克希尔 2004 年市价超过 6 亿美元以上的股票投资。

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
151,610,700	美国运通	12.1%	1,470	8,546
200,000,000	可口可乐 Coca-Cola	8.3%	1,299	8,328
96,000,000	吉列公司 Gillette	9.7%	600	4,299
56,448,380	富国银行	3.3%	463	3,508
24,000,000	穆迪 Moody's	16.2%	499	2,084
1,727,765	华盛顿邮报	18.1%	11	1,698
2,338,961,000	中国石油 H 股	1.3%	488	1,249
1,724,200	白山保险	16.0%	369	1,114
14,350,600	H&RBlock 税务服务商-微减	8.7%	223	703
6,708,760	M&T 银行	5.8%	103	723
	其他		3,531	5,465
	股票投资合计		9,056	37,717
	A-B 啤酒公司-建仓			482

	美标公司-加仓	GEICO		434
	Shaw 通讯公司	GEICO		402
	第一资讯 FirstData	GEICO		340
	Comcast 有线电视-建仓	GEICO		328
	GAP 服装-减持 2 成	GEICO		326
	甘尼特 Gannett			282
	石膏板 USG			262
	Costco			254
	太阳信托 SunTrusts-减持 4 成			237
	耐克 NIKE-减持 6 成	GEICO		227
	铁山数据-减持	GEICO		152
	Pier 1 礼品零售-建仓	GEICO		158
	Torchmark 保险-加仓			117
	希悦尔包装 SealedAir-减持			60
	Mueller 穆勒工业-减持			44
	Comdisco 零售			34
	Dover 工业-清仓盈利 30%	GEICO		
	HCA 诊疗服务-清仓			

注：成本为我们实际取得的成本，也是按税务基础，至于依会计原则的成本则由于摊销或调升而有所不同。

看过这张表的人或许会以为这些股票是根据 K 线图、经纪人的建议或是公司近期的获利预估来进行买卖，其实查理跟我本人根本就不理会这些，而是以企业所有权人的角度看事情，这是非常大的区别，事实上，这正是我几十年来投资行为的基石所在，自我 19 岁读到格雷厄姆的《聪明投资者》之后，我便茅塞顿开。在此之前，虽然我早已投入股市，但实际上对投资根本就没有一点概念。

接下来看看我们的四大天王美国运通、可口可乐、吉列及富国银行的表现如何，如上表所示，在 1988 年 5 月至 2003 年 10 月期间，我们通过多笔交易向这四家公司的投资了 38.3 亿美元，总的来说，我们平均买进的日期是 1992 年 7 月，截止 2004 年底，我们平均持股的时间是 12.5 年。

依持股比例，2004 年伯克希尔可分配到的收益份额高达 12 亿美元，这个数字可以称得上合理，虽然吉列与富国银行因为期权成本不计入费用而收益高估，但同时可口可乐却也提列了一笔非经常性的损失。我们从这四大天王所占的收益份额几乎每年都稳定的成长，现在已占当初投资成本的 31.3%，所分配的现金股利也同步成长，2004 年达到 4.34 亿美元，约占成本的 11.3%。总的来说，这四大天王给了我们还算满意的回报，尽管远没有达到惊人的程度。

在股价方面的感受也是如此，自我们买进以后，由于市盈率 PE 提升缘故，股价的增幅还高于收益成长的幅

度，就个别单一年度而言，股价与企业本身经营状况往往有所分歧，在大泡沫期间，股价的涨幅远远超过本业的表现，至于泡沫破灭之后，其表现则恰恰相反。当然，要是我能够掌握钟摆摆动的诀窍，伯克希尔的绩效应当会更好，这种事后诸葛的话人人会说，但只可惜投资人真正需要的是先见之明，无奈前方的景象晦暗不明。随着估值的波动，而我们庞大的投资部位更大大提高了灵活进出的困难度。

在股市泡沫期间，我只是对着流鼻血的估值老调重谈价值投资理念，却没有按自己的理念卖出，这一点可以受到适度的批评。虽然那时我说过，我们部分的持股市价高于其应有的价值，但我低估了其间的背离程度。坐而言不够，还须起而行。查理跟我实在是应该起来行动了，手上这 430 亿现金不能只靠微薄的利息过日子，我们渴望购买类似于我们手上持有的这些公司的部分权益，当然若是能买断整家公司会更好，然而，只有购买价格能够为我们提供合理投资回报时，我们才会采取行动。

我们一再强调，单一会计期间所示的已实现资本利得不具任何意义。虽然帐上享有大量的未实现资本利得，但我们绝对不会为了让帐面数字好看而去兑现。另外由于 GAAP 会计原则规定外汇投资每季必须按市价调整损益，这使得我们每季的收益波动幅度更为加剧。

虽然多了以上几项变量，大家可能还是想要了解近两年报告的收益明细。以下数字，除了外汇投资，其余多属已实现资本收益。

百万美元	2004	2003
普通股	870	448
美国联邦政府债券	104	1,485
垃圾债券	730	1,138
外汇合约-未实现收益	1,839	825
其他	-47	233
税前收益合计	3,496	4,129

垃圾债券收益包含部分汇兑利益，几年前我们买下这些债券时，首先考量的当然是发行人的债信，他们都是美国公司，其中部分系以外币计价，由于我们认为美元长期走势看贬，所以当初投资时优先购买。举例来说，我们在 2001 年以 51.7%的折价买进 Level3 公司面值 2.54 亿欧元的债券(2008 年到期年息率 10.75%)，并在 2004 年 12 月以 85%的票面价格售出，当初买进的时候，欧元对美元的汇率是 1 比 0.88，等到我们卖出时，欧元对美元的汇率已涨升为 1 比 1.29，所以在总计 1.63 亿美元的资本利得当中，8500 万美元来自市场对于该公司债信的修正，另外 7800 万则来自于欧元的升值，此外在持有期间我们每年还收到相当于投资成本 25%的利息收入。

不论我如何澄清，媒体还是一再报导，「巴菲特买进某些股票」，这些讯息主要的来源是伯克希尔向证券主管机关申报的文件，这样的说法其实并不正确，就像我一再强调的，他们应该要说，这是「伯克希尔买进的」。

其实那些投资决策也并非由我所做出，LouSimpson 管理的 GEICO 投资组合规模约 25 亿美元，伯克希尔申报的交易大多指的是这一部分，一般而言，他买进的标的规模约在 2-3 亿美元之间，比我关注的公司规模要小，对照下表的投资绩效，你就知道 LouSimpson 进入投资界的名人堂几乎是十拿九稳的事。

大家或许不相信，路易事前不须跟我报告他的进出动作，当查理跟我授权给经理人时，我们是真的交出指挥大棒，路易是这样，其它旗下业务经理人也是如此。因此，我通常是在每个月结束后十天才知道路易又从事了那些交易，虽然有时候老实说，我并不一定认同他的看法，不过事后证明他总是对的。下表是 LouSimpson 管理的 GEICO 投资组合的长期绩效：

自律型投资人的典范

年份	GEICO 权益回报率	S&P500	相对收益
1980	23.7	32.3	-8.6
1981	5.4	-5.0	10.4
1982	45.8	21.4	24.4
1983	36.0	22.4	13.6
1984	21.8	6.1	15.7
1985	45.8	31.6	14.2
1986	38.7	18.6	20.1
1987	-10.0	5.1	-15.1
1988	30.0	16.6	13.4
1989	36.1	31.7	4.4
1990	-9.9	-3.1	-6.8
1991	56.5	30.5	26.0
1992	10.8	7.6	3.2
1993	4.6	10.1	-5.5
1994	13.4	1.3	12.1
1995	39.8	37.6	2.2
1996	29.2	23.0	6.2
1997	24.6	33.4	-8.8
1998	18.6	28.6	-10.0
1999	7.2	21.0	-13.8
2000	20.9	-9.1	30.0
2001	5.2	-11.9	17.1
2002	-8.1	-22.1	14.0

2003	38.3	28.7	9.6
2004	16.9	10.9	6.0
年化	20.3%	13.5%	6.8%

外汇投资

截至去年底，伯克希尔总计持有 **214 亿美元的外汇仓位**，投资组合遍布 12 种外币，去年我就曾说过，这类的投资对我们来说，也是头一遭。在 2002 年以前，伯克希尔跟我本人从来就没有买卖过外汇，但越来越多迹象显示，目前我们的贸易政策，将为往后几年的汇率不断施加压力，有鉴于此，自 2002 年起，我们开始调整投资方向以做为对应，就像老牌喜剧演员 W.C.Fields 所说的一样，「抱歉小子，我的钱全部套牢在外汇上了。」

大家一定要搞清楚一点，外汇上的投资不代表我们在唱衰美国，因为我们生活在一个极其富有的国度，这个系统相当重视市场经济，尊重法制，每个人都有公平的机会，我们无疑是当今世上最强大的经济体，而且以后也是，我们是何等的幸运。

但就像我在 2003 年 11 月 10 日在财富杂志发表的文章所提到的(《**财富杂志：我为什么不看好美元**》)，我们国家现今的贸易政策终将拖垮美元，美元价值目前已大幅下滑，且没有任何好转迹象，若政策不改，外汇市场脱序的情况将不断发生，并在政治与金融面上产生连锁效应，虽然没有人保证影响的层面有多广，政治人物却不得不正视此问题的严重性，但政客们目前所采的态度却是刻意的忽视，一项厚达 318 页的贸易赤字评估报告在 2000 年 11 月国会发表时，曾引发轩然大波，当时美国一年的贸易赤字达到 2630 亿美元，去年贸易赤字却已达 6180 亿美元的历史新高。

当然必须强调的是，查理跟我都相信，真正的贸易，也就是与外国交换货物与服务的行为，对于彼此都有相当大的益处，去年光是这类的贸易总额就达 1.15 万亿美元，但除此之外，我们另外又向外国多采购了 6180 亿美元的产品与服务，而这些没有产生任何回报。这个惊人的数字将引发严重的后果。

单向的伪贸易平衡，在经济学上总有对价，维持均衡的结果就是以本国的财富移转到国外，其形式有可能是由私人企业或政府部门所发出的借据，或者是出让股票或房产等资产的所有权，不管怎样，此举将造成美国人拥有自家资产的比例逐渐下滑，平均每天以 18 亿美元的速度流失中，这数字比去年同期又增加了 20%，目前外国人累积持有我国资产已达 3 万亿美元，在十年前这项数字还微乎其微。

上万亿对一般人来说或许是遥不可及的天文数字，更让人容易搞混的是目前的「经常帐户赤字」(由三个项目组成，其中最重要的项目就是贸易逆差)，这与我国的「预算赤字」，并称为双胞胎，但两者的成因不同，造成的影

响也不同。预算赤字不会减少美国人的国家蛋糕份额，仅会造成本国内财富的重分配，别的国家与人民不会增加对我们资产的所有权，也就是说就算是巨额赤字飙上天，国内所有的产出所得，仍将归我国民所有。

当一个国家强盛富裕时，美国人民可通过立法者来争取如何分配国家产出，也就是谁必须付税而谁可以得到政府的补助，如果必须重新审视早期的权力承诺，家族成员便会激烈地争辩谁将受累，或许税收会上涨，或许承诺会调整，或许发行更多公债，但一旦纷争结束，家中所有的饼不管怎么分，依旧是由所有成员来分享，绝不会有外人进来分一杯羹。

但目前积重难返的经常帐户赤字将产生完全不同的结果，随着时间推移，对我们的债权越来越多，我们拥有的越来越少，事实上，世界上其它国家的人们从我们身上抽取的税赋一天比一天高，而我们就像是一个入不敷出的家庭，而且慢慢会发现，辛苦的工作所得，将被债主吸得一干二净。

若是我们让经常帐户赤字的情况继续恶化下去，未来十年内外国人持有我国资产的数目将爆增到 11 万亿美元，而若以平均 5% 的投资回报率来计，我们每年还须额外支付 5500 亿美元的劳务与产品给外国人，仅仅是为外国人持有的美国投资提供回报。再过十年，我们的 GDP 可能会是 18 万亿美元(假设维持低通货膨胀，虽然这还不是很确定)，届时美国家庭，为了过去的挥霍无度，每年都要奉献出 3% 的全年所得给外国人，在这种状况下，真的就要变成所谓的父债子还了。

每年要支付给外国投资者的利息，除非是美国人从现在开始缩衣节食，同时持续地增加贸易顺差，否则定将引起国内的政局纷扰，虽然在这种情况下，美国人依旧能够维持不错的生活水平，事实上拜经济成长所赐，甚至过得比现在还好，但光想到每年定期要向外国朝贡，对于一个强调「所有权社会」的国家来说，可能就会引起国人一肚子气，一个现在渴望建立「所有权社会」的国家不会在一个「佃农社会」中找到幸福感。在这里我必须夸张一点地讲，「佃农社会」，这正是共和党与民主党这些政客，准备带领我们前进的方向。

美国政府内外许多重量级的财经学者，都一再重申，目前的经常帐户赤字不可能持续下去，举例来说，美联储公开市场操作委员会于 2004 年 6 月 29-30 日的会议记录中便提到，幕僚群已注意到我们绝对无法负荷长期大量的外部赤字，尽管一些重量级人物不断大声疾呼，但实际上他们还是无法提出彻底解决贸易赤字的具体方案。

在我 16 个月以前于财富杂志刊登的一篇文章当中，我就曾警告，持续贬值的美元并不能解决问题，到目前为止，确是如此，然而政府官员却依然希望经济能够软着陆，同时敦促本国人省着点花用，其它国家刺激(应该说是

膨胀)本国经济，在我看来这些建言都没有切中要点，除非贸易政策大幅改弦更张或是美元大幅贬值到惊天动地的程度，否则根深蒂固的结构性失衡问题仍将持续困扰金融市场的运作。

赞成维持现状的支持者喜欢引用亚当史密斯的话，如果每个家庭的做法都审慎无误，那么整个国家的方向就错不了，如果外国人能够生产出比我们自己还要便宜的东西，那当然是用我们自家产出较具竞争优势的东西拿来做交换。

我同意这点，但是请注意，史密斯先生的说法，指的是以物易物，而不是拿财富来做交换，尤其是当我们一年要典当 6000 亿美元的资产，同时我相信他同样也不赞同家人以变卖资产的方式来弥补过度消费的缺口，而很不幸的，这正是当今最伟大的国家美国正在做的事。

换个角度来说，如果美国现在享有的是 6000 亿美元的贸易顺差的话，其它国家一定会立刻跳出来谴责我们的贸易政策，将之视为重商主义，也就是长久以来，为人所垢病的鼓励出口、压抑进口、囤积财富的经济政策，我也会谴责这种做法。但事实上就算不是有意的，目前世界上其它国家确实正对美国实行重商主义，觊觎我国丰厚的资产以及深厚的家底。确实除了美国以外，世界上再也没有其它国家可以享有几乎无上限的信用额度，截至目前为止，大部分的外国人还是相当乐观，他们认定我们是花钱如流水的败家子，而且是极其富有的败家子。但我们这种挥金如土的行为，不可能无限制地持续下去，虽然很难预估这样的贸易问题未来将如何收尾，但可以肯定的是，绝对不可能依靠美元对其它货币大幅升值的结局。

我们很希望美国能够提出一套立即解决贸易逆差的方案，虽然，这样将使得伯克希尔帐上立即产生大量的外汇交易损失，但由于伯克希尔大部分的资产还是摆在以美元为计价的资产之上，强势的美元以及低通胀的环境还是我们的最爱。如果你想要持续追踪贸易与汇率问题，建议你看《金融时报》，这份伦敦地区发行的报纸长期引领国际金融讯息，同时还发行有美国版，它们在贸易方面的报导与社论都堪称一流。

当然照例我还是要提出警告，宏观经济是没有人搞得懂的玩意儿，包括查理和我在内，很少有人展现出特别技巧。我们在汇率上的判断不一定对，事实上，近来也有很多专家跟着凑热闹，一起高喊美元弱势的现象，反而让我们觉得不安。果真如此，那我们可就糗大了。讽刺的是，要是我们按兵不动，将伯克希尔的资金摆在美元资产之上，就算其价值大幅下滑，反而没有人会注意。

约翰·梅纳德·凯恩斯在其名著《就业、利息和货币通论》中曾经提到：**普世的智慧告诉我们，寻常的失败可能**

比不寻常的成功对声誉的影响更好。或者讲得再通俗一点，旅鼠或许以愚蠢著称，但却没有任何一只旅鼠单独挨骂。若是从声誉的角度来说，查理跟我在外汇上的作法，很可能让自己的面子挂不住，但我们还是尽心尽力的经营伯克希尔就好像我们 100%拥有一样，这也是我们不独爱美元资产的根本原因。

其它事项

1、去年我告诉各位有一群田纳西大学金融专业的学生，在我们 17 亿美元并购 Clayton 公司中扮演了关键性的角色。每年他们一个班固定由 AlAuxier 教授带队到奥马哈实习，参观内布拉斯加家具店及波仙珠宝店，到 Gorats 吃牛排，同时与我在 Kiewit 总部来一场问答，这群访客，如同每年来参加股东年会的股东一样，都对本市及其市民留下深刻的印象。

之后其它大专院校的学生也开始陆续造访，这一学年将会有来自芝加哥、达特茅斯(塔克)、特拉华州、佛罗里达州、印地安纳州、爱荷华州、马里兰州、内布拉斯加州、宾西法尼亚州(沃顿)、斯坦福大学、田纳西州、德州 A&M、多伦多(罗特曼)、犹他州等地的学生，人数从 30 到 100 人不等，大部分都是 MBA 的学生，我对于他们的素质印象深刻，他们对于商业与投资深感兴趣，而且从所提的问题看得出他们不只是想赚钱而已，我总是很喜欢跟他们见面。

在会面中，我告诉新来的访客有关田纳西州学生以及 Clayton 公司的故事，我之所以这么做，主要是出于一个农夫的精神，他拿着一颗鸵鸟蛋走进鸡舍时，告诫鸡群道「我不喜欢抱怨，但这是竞争对手的一个小样本!」，目前为止，我们这些新同学还没有为我们带来新案子，不过我想我应该已经很清楚地告诉他们的任务了。

2、大家应该意识到，一项会让我们今天的财务报表扭曲的会计原则，明天肯定会给我们回报，伯克希尔以现金向原本有意将保单贴现的个人及企业购买人寿保单，身为这些保单的新持有人，我们将支付后续到期的保费，等到原保单持有人过世后，我们则向保险公司领取保险理赔金。

在买进保单之时，其原持有人的身体状况一般都不错，且我们买进的价格通常远高于保单现有价值(CSV, cash surrender value)，有时原持有人甚至用 CSV 抵押借款来支付保费，在这种情况下，剩余的保单价值并不高，所以卖给我们的价格可能是他们自行向保险公司贴现的好几倍。

依照会计原则，我们在买进保单的同时，必须马上就买进价格与贴现价值的差异，认列一笔已实现的资本损失，同时以后每年还必须就当年度支付保费与贴现价值的差异提列支出费用，当然我们很清楚这仅仅是帐面上的

损失，不代表真正的经济损失。因为我们这么做，显然是有利可图。

2004 年，我们光是在这方面认列的损失就有 2.07 亿美元，列为其它资本利得的减项，当然日后等我们拿到理赔金时，也必须就实际收取金额与保单贴现价值的差异认列资本利得。

3、有两项后泡沫时代的治理改革，对伯克希尔特别受用，而我很后悔没有早一点就付诸实施，**第一项是推动定期召开 CEO 不得列席的董事会**。我总计担任十九家公司的董事，而通常的情况下，这个过程会导致对可疑提案进行更彻底的审查。在少数情况下，必要的 CEO 更替也会更迅速的执行。这个方案没有任何坏处，同时还可带来正面的助益。

第二项改革是「**检举热线**」，也就是公司所有员工都能够有渠道向我本人及董事会的审计委员会提供讯息，而不必担心遭到报复。伯克希尔极端的分权化，突显这项制度对我和委员会的重要性，在庞大如伯克希尔的帝国，员工人数已达 18 万人，总部不可能知道所有事情。在我们收到的投诉中，大部分是「坐在我隔壁的人有口臭」之类的抱怨，但偶尔我也会了解到子公司的一些会忽视掉的重大弊病，这些问题通常不容易经由正常的审查发现，而是关于个人行为与业务实践，我想当初若是早一点实施投诉改革，伯克希尔将可以更加美好。

查理跟我一向推崇股东以老板的想法与做法自居，有时这需要他们主动一点，特别是大型机构投资人更应该身先士卒，可惜到目前为止，他们的举措仍乏善可陈，通常他们过于重视细节，却忘了最重要的三个关键问题，**第一，公司 CEO 是否适任？第二，他的薪资是否过分？第三，拟议并购是否有损股东价值？**

关于这些问题，CEO 的利益往往与股东大相径庭，而董事们有时可能缺乏否决 CEO 决定的智慧或勇气，也因此大股东对于这三个关键问题，同时大声说出自己的看法，就显得相当重要。

结果有很多人只是按照检查清单的方式例行公事。去年，我就是此类方式做出裁决的受害者。几位机构股东和他们的顾问认定我担任可口可乐的董事缺乏独立性，其中有一个机构要求我退出该公司的董事会，另外一个好一点，只想把我赶出审计委员会。

我头一个反应是，我或许该偷偷地捐款给第二个机构，我不知道到底是谁想要待在审计委员会，通常董事会成员被分配到各个委员会，但由于没有任何一位 CEO 希望我待在薪酬委员会，所以一般我都会被安排到审计委员会。结果证明，这些机构的努力功败垂成，我还是被分到审计的任务，我忍住了要求重新投票的冲动。

有些机构因为伯克希尔子公司 McLane 和冰雪皇后购买大量可口可乐产品，而质疑我的独立性，(难道他们希

望我们改买百事可乐吗？)，根据韦氏大辞典关于「独立」的定义，指的是「不受他人所控制」，我实在搞不懂，怎么会有人认为我会为了其间的蝇头小利，而牺牲个人在可口可乐高达 80 亿的股东权益，再退一步想，就算是小学生也应该知道，我的心是站在公司股东这边，而不是管理层那一边。

我忍不住要说，连耶稣基督都比这些抗议团体还要了解独立性的真义，在马修 6：21 章节中，他提到，「**你的财富在那里，你的心就在那里**」，我想即便对一个大型投资机构来说，80 亿美元也绝对是一笔不小的数目，远远超过与可口可乐往来能赚取的蝇头小利。根据圣经的标准，伯克希尔的董事会堪称典范：(a)每位董事至少将 400 万美元以上的身家摆在伯克希尔(b)这些股份都不少靠期权或赠与取得(c)董事们领取的酬劳相较于自身的年所得都极其有限(d)虽然我们有一套企业赔偿机制，但我们并没有替董事们安排任何责任保险。

在伯克希尔，董事们与所有股东站在同一条船上。查理跟我已看过很多符合圣经所说「宝藏」观点的种种行为，根据多年的董事会经验，最不独立的董事当属那些依赖董事酬劳过生活的人，他们期待被推荐加入其他董事会，从而进一步增加收入。更可笑的是，正是这些人被归类为独立的董事，这类董事举止大多彬彬有礼，且有一流的工作，但人的天性使得他们不得不反对可能危及其生计的任何方案，基于诱惑而继续沉沦下去。

让我们看看周遭现实的状况为何，关于最近刚传出的一件并购案(与伯克希尔无关)，我有第一手的资料，管理层相当青睐这件收购案，而投资银行也觉得相当不错，因为并购价格远高于目前股票的市价，此外许多董事也相当赞同，并准备提案到股东会表决。

然而就在此时，有几位董事会的同僚，**每位每年平均都从公司领取超过十万美元酬劳，却跳出来大表反对**，最后使得这件金额高达数十亿美元的并购案胎死腹中，这些未参与公司实际经营的外部董事，仅持有极少数的股权，且多数为公司所赠与，且很奇怪的是，虽然目前的股价远低于并购的提案价格，却不见他们自己从市场买进多少股份，换言之，这些董事压根就不希望股东们提出 X 价格的报价，同时自己却也不愿从市场上以 X 价格买进部分股权。我不知道到底是那几位董事反对让股东们看到相关的报价，但我却很清楚这十万美元的酬劳，对这些被外界视为独立的董事来说，至关重要，绝对称得上圣经上所说的财富，而万一这件并购案要是谈成了，他们每年固定可以领取的董事酬劳将因此泡汤。

我想不论是我或是该公司的股东，永远都不会知道是谁提出反对的议案，而基于私利，这群人也永远不知道要如何反省，但至少我还知道一件事，那就是就在拒绝这项收购案的同一次董事会上，另一项大幅提高董事酬劳

的提岸却获得通过。

既然我们提到利己主义的话题，就让我们再来聊聊最容易让管理层夸大收益的最重要的会计手法，也就是股票期权的非费用化。参与这项荒谬闹剧的共犯包含国会议员，他们公然蔑视四大会计师事务所以及会计准则委员会 FASB 所有成员及众多投资专家所提的建言。

附件有一篇我曾在《华盛顿邮报》刊登的社论([Stock Options and Common Sense,2002/4/9](#))，文中提到去年夏天在众议院以 312 票对 111 票通过的一项惊世骇俗的法案，多亏参议员 Richard Shelby 的阻挡，参议院最后并未批准众议院的愚蠢行为，另外 SEC 主席 Bill Donaldson 以其一生清誉，坚定抵挡强大的政治压力，大企业 CEO 们企图利用政治献金游说国会议员，重施在 1993 年封杀期权会计原则实行的故技。

由于让期权议题模糊化的力量毫不停歇，所以我还是要不厌其烦地再一次强调，包含财务会计准则委员会 FASB，一般投资大众以及我本人在内，从来就没有人主张限制股票期权的使用，事实上，包含未来伯克希尔的继任者在内，都很有可能会经由期权获得大量的薪酬，只不过这种期权必须经过各方面的仔细核算，包含(1)适当的执行价格；(2)将保留收益本身的增长能力考量在内；(3)限制其在取得股份后不久就处份。我们赞成任何激励管理层的措施，不管是现金或者是股票期权，而若期权的发行真有助于公司价值的提升，我们看不出有任何理由只因为必须将其成本列为费用就弃而不用。

真正的原因其实很简单，那就是某些 CEO 明知一旦将期权费用化后，他们所获取的酬劳突然间将被迫全部摊开在阳光下，同时费用化也将影响其未来处置其持股的价格，后者关乎其真正获得的回报，这使得他们必须倾全力捍卫自己的利益，讽刺的是，他们用的还是公司的钱，这全是股东们的血汗钱。

期权费用化将在今年 6 月 15 日起强制实行，大家可以预期此后将不断有人企图阻止或是废除相关规定，去之而后快，务必让你选区的议员知道你对于这项议题的立场。

年度股东大会

关于股东年会今年有两项变革，首先由于母亲节缘故，股东大会日期改为 4 月的最后一个周六(也就是 4 月 30 日)，而不是以往的 5 月第一个周六，实在是不好意思要求波仙珠宝及 Gorats 牛排店在这个重要节日来为我们服务，因此我们决定提早一周举行，明年我们就会恢复以往惯例，在 2006 年 5 月 6 日召开。

此外，我们也改变了开会当天的程序，Qwest 中心的大门还是会在早上 7 点钟准时开放、电影短片照例会在

8 点半播放，不过问答的时间会提早到 9 点半开始，(会场中午备有点心摊位)，一直到下午 3 点为止，然后在短暂的休息之后，在 3:15 开始召开正式会议，之所以会这样做，是因为有些股东抱怨去年有两位股东提出两项无关紧要的议题，浪费在座 19500 位股东宝贵的时间，在改变程序之后，那些想要畅所欲言，全程参与的股东，可以一直待到会议结束，而没有兴趣浪费时间的股东也可提早离开去血拼。

当天在会场旁边的展场也会有许多娱兴节目，Kelly Muchemore 伯克希尔的 Flo Ziegfeld 去年布置了一件大型的展览品，不过她说去年只是热身而已，我很高兴向大家报告，Kelly 在去年十月结婚，我本来建议她选在股东大会时举行婚礼，可惜由于查理坚持要做男伴郎而作罢，再一次我们将在会场展示一个 2100 平方英尺的 Clayton 预制房屋，配备有 Acme 砖块、Shaw 地毯、JohnsManville 隔热材料、MiTek 连接件、Carefree 屋檐及内布拉斯加家具店家具，记得来参观一下，最好顺便买一套。

GEICO 公司会再度派出各地区最顶尖的业务员，在会场设立摊位，随时提供股东们汽车保单的报价，在大多数的情况下，GEICO 都可以提供给你一个相当优惠的股东折扣(大约 8%)，这个特别优惠在我们有营业据点的全美 50 州中的 45 州都有效，各位记得将自己现在的投保资料带来，看看是否能帮自己省下一笔钱。周六在奥马哈机场，我们仍将展示 NetJets 一系列的机队供大家参观，请到 Qwest 会场向 EJA 的业务代表洽询参观的事宜，来的时候坐车，回去可以搭飞机。

去年书虫书店在会场设摊销售伯克希尔相关书籍，全部 18 种，总计卖出 2920 本，因为摊位不收租金(我越来越好讲话了)，所以股东买书都可以打 8 折，今年我特地要求书虫增加 Graham Allison 所著的《核恐怖主义:可预防的终极灾害》，这是所有关心国家安危必读的书籍，此外当天还会发行 Peter Kaufman 所著《穷查理宝典》，一直以来许多学者都在争论查理是否为富兰克林再世，我想这本书或可解决大家的疑问。

后面附有股东会开会投票的相关资料，向各位解释如何拿到股东会入场及其它活动必须的识别证，至于有关机位、住宿、租车等预订服务，我们很高兴与美国运通(电话 800-799-6634)再次签约为您提供相关安排，每年他们都为大家提供非常好的服务，在此谨代表大家向他们说声谢谢。

位于道奇街与太平洋街占地 77 英亩的内布拉斯加家具店，再度会有伯克希尔周特卖，我们在八年前首次推出这种促销活动，营业额更一举从 1997 年的 530 万美元成长到 2004 年的 2510 万美元，每年的销售成绩持续创新高，去年股东会周末再度创下单日营业额新高 610 万美元。

想要享有折扣记得在 4 月 28 日周四到 5 月 2 日周一间采购，并出示股东开会证明，在这期间的特卖活动也适用于许多原本从不打折的顶级品牌，这可是为了股东会才特别破例，我们很感谢他们的配合，内布拉斯加家具店的营业时间平日从早上 10 点到下午 9 点，周六及周日则从早上 10 点到下午 6 点，在今天的周六，我们将有一个股东会特卖会，时间从下午 5 点半到下午 8 点，我本人也将出席，顺便吃点烤肉配配可乐。

波仙珠宝是全美单店营业额仅次于纽约曼哈顿蒂芙尼的珠宝店，在股东会期间将会有两场专为股东举办的展览，第一场是在 4 月 29 日周五的鸡尾酒会，时间从下午 6 点到晚上 10 点，第二场大型售卖活动则在 5 月 1 日周日举行，从早上 9 点到下午 4 点，周六则营业到下午 6 点。

整个周末波仙都将人满为患，从 4 月 25 日周一到 5 月 7 日周六的股东会期间，波仙都将提供股东特惠价，只要出示出席证或者是委托书表明股东的身分即可享有折扣，波仙的营业毛利要比其它主要竞争对手要低 20 个百分点以上，去年的营业额较前年又成长了 73%，再度创下历史的新高，让我们努力把它打破。

波仙外面所搭的棚子内，Patrick Wolff 美国棋两度冠军，也会再度在会场蒙着眼与所有挑战者分六个一组分批对奕，此外两位世界级桥牌顶尖高手 Bob Hamman、Sharon Osberg 也会在周日下午与大家同乐，当然他们不会蒙眼，不过以 Bob 的习惯，他从来不整理牌组，就算是在参加全国桥牌大赛时，也是如此。我个人最爱的 Gorat's 牛排馆，为了伯克希尔股东年会破例在 5 月 1 日周日开门营业，从下午 4 点开始营业，一直到晚上 10 点，请记得周日事先若没有订位的人请勿前往以免向隅，要预约请在 4 月 1 日以后打电话(402-551-3733)，若订不到周日的位子，也可以试试其它晚上，记得跟我一样，老练一点地点丁骨牛排加上双份的牛肉丸。

周六下午 4 点到 5 点半，我们也会为来自北美以外地区的股东举行欢迎会，每年股东年会吸引了来自世界各地的人们参与，查理跟我希望能够亲自接待这些远道而来的股东，去年人数达到 400 位，其中至少有 100 位是来自澳洲，任何来自美国与加拿大地区以外的股东事先都会拿到参与这项仪式的证明与注意事项。

查理跟我真是幸运，每天能够从事我们喜爱的工作，同时有这么多有干劲的同仁协助，也难怪我们每天都能够跳着踢踏舞上班，当然每年能够与股东伙伴们同乐更是一大乐事，所以再次欢迎大家到 Qwest 中心参加为资本家举办的年度伍德斯托克音乐节。

沃伦·巴菲特 董事会主席

伯克希尔股东大会实录 2005

2005 年 4 月 30 日 Qwest 中心 2.1 万人

开场白

巴菲特：早上好。我是沃伦，他是查理。我们一起工作。我们真的没有任何选择，因为他能听到，我能看到。(众笑)我想首先感谢几个人。这幅漫画是安迪·海沃德(Andy Heyward)画的，他已经画了好几年了。安迪负责剧本，然后他在全国各地找人配音。这是一种爱的奉献。我们不付他一分钱。他每年都会想出点子。他是个很棒的人。他今天不能来是因为他女儿要参加成人仪式。但他是个非常非常有创造力的人。几年前，他制作了一套叫做"自由之子"的故事剧。如果你有一个孩子或孙子想要学习革命时期的美国历史，这是一个宏伟的系列故事。我认为它可能有 40 个左右的半小时片段，并在公共频道中播放。它将再次播放。你也可以买到他的 VCD。就像我说的，这是一种很好的方式，我自己也看了很多片段。这是了解美国历史的好方法。唯一的缺陷是本·富兰克林的部分由(前 CBS 新闻主播)沃尔特·克朗凯特配音，查理正在考虑起诉。我猜查理对此有点不高兴。

顺便说一下，我们在隔壁的展览大厅有《穷查理宝典》。这是彼得·考夫曼编写的一本非常棒的书。我认为，在大多数书籍被遗忘很久之后，它仍将成为一本非常畅销的书。这是查理的最佳状态。查理大部分时间都处于最佳状态，但这真是一颗宝石。

我要感谢凯莉·穆克莫尔(Kelly Muchmore)，她组织了这一切。她与来自不同公司的 200 多名员工一起工作，帮助我们取得成功。她做得完美无缺。正如我在年度报告中提到的，凯莉将于 10 月结婚。所以这只是热身。我的意思是，我们预计 10 月份会有比这更大的活动。

我要感谢我的女儿苏茜，她为我做了无数的事情。她把那部电影组合在一起。

她是很有原则的。几年前，在股东会议结束后的第二天，我们在(奥马哈牛排屋)Gorat's 吃晚餐。我们全家都在那里吃晚饭。这个地方挤满了人，外面排起了长队。对了，请你们如果没预约的话一定不要去 Gorat's，除非你明天有预订，因为他们已经被订完了。但是当时外面的队伍已经排好，并开始下起了倾盆大雨。然后那个女服务员来找我。我们当时在吃饭。女服务员说，"我得告诉你，外面下着倾盆大雨，排着长队，迈克尔·艾斯纳(迪士尼 CEO)站在外面，浑身湿透了"。迈克尔是我的好朋友，于是我转向苏茜对她说，"你为什么在他们被淋湿之前不出去帮一下他们呢？"她看着我说："我在迪斯尼乐园也要排队啊。"(笑声)这似乎引起了共鸣。

巴菲特：我们将在大约 3:15 举行业务会议。我的计划是有问必答。我们这里有 12 个麦克风。我们有一个爆

满的会场，另外一个房间也爆满了，有几千人在那里。我们将在中午休息，当我们在中午休息时，任何在另外一个房间的人想要进入这里，我相信，在下午的会议中这里会有很多座位。我先说几句开场白，然后我们就开始提问。我们会直到中午。然后我们休息一下，你们吃午饭。许多人发现，在吃饭的时候购物有助于消化。我们还在隔壁贴心地安排了一些购物，你可以在吃午餐的时候去参与一下。即使它不能帮助你的消化，但如果你在这段时间购物，它会帮助我的消化。

在提问阶段，我们可以谈论任何你想到的事情。只是，有两个半题目我们不能谈。我们不能谈论去年的内布拉斯加橄榄球赛季。我们明年会改正的，但那是禁区。我们不能谈论我们在买卖什么。我希望我们能做得更多，但我们只做了一点点，稍后我会提到这方面的内容。最后，在正在进行的对保险行业实践的调查中，我们可以讨论它的很多方面。但我不能谈论我或其他与伯克希尔哈撒韦公司有关的人向调查人员披露的任何事情。这有一个非常简单的原因：为了保护任何像这样的调查的完整性，调查人员不希望一个潜在证人与其他潜在证人交谈，因为人们可能会因此编造故事或做各种事情。因此，潜在证人不应该相互交谈，当然，我们不会这样做。

除此之外，如果我们要在公开场合上发言，这可能是一种向人们传达你所说的信息的方式，然后他们就可以做出相应的调整。所以调查人员喜欢做的一件事是，如果可以的话，他们喜欢快速的工作，因为他们不想让人们在编造故事上有合作。为了保护调查的完整性，我们不会谈论任何与我或与伯克希尔相关的人可能已经告诉层的事情有关的事情。但我们可以讨论一些更广泛的问题。

一季度业绩

巴菲特：我可以给你一些第一季度的初步看法，并附上一些注意事项。我们的 10-K 或 10-Q 将在下周末提交。我要提醒大家，特别是在保险承保方面，这个季度的表现比我通常预期的要好得多。其中一个原因是，我们的保险业务实际上有一些季节性。现在，它没有季节性，特别是在 GEICO 保险或国民保险主要业务中。我们是巨灾业务的大玩家，我们在巨灾保险承保的最大风险就是飓风，而它们实际上集中发生在 9 月份。在世界的这一地区，大约 50% 的飓风发生在 9 月，大约 17% 的飓风发生在 10 月和 8 月，其余的可能发生在 11 月和 7 月。它们主要在第三季度集中出现。因此，当我们承保飓风风险时，我们可能会被要求将保费收入按月入账。但所有的风险都是在第三季度未发生的，或者说第三季度是占了很大比例的风险，而我们在第一季度没有任何飓风的风险敞口。因此，我们在该季度赚取了一些保费，而实际上没有亏损风险。到了 9 月，我们就会明白了。即使考虑到这

一点，我们也度过了一个不同寻常的好季度。我仍然坚持我在年度报告中的预测——我说如果我们没有任何真正的大灾难，我认为我们有很好的机会我们的浮存金成本会为零或更少。这意味着，实际上，我们有 450 亿左右的免费资金可以使用。

在第一季度，我们的保险承保收入达到近 5 亿美元，比去年同期增长了约 2 亿美元。所有这些数字都是税前的。而 GEICO 的季度增长非常好。我们在一个季度内增加了 24-25 万名保单持有人，这几乎是我们基数的 4%。我们在新泽西受到了巨大的欢迎，这对我们帮助很大，因为我们一年前不在那里，所以我们在那里得到了很大的收获。我们并没有在一个季度内从全国各地获得 4% 的利润增长，但是来自新泽西的推动使我们达到了这个水平。GEICO 第一季度的承保利润实际上达到了 13%，这比我们全年的预期要好得多。我们还降低了一些地方的价格。总体而言，这是汽车保险公司的一个非常时期。但我们所有从事保险业务的公司 in 第一季度都表现良好。

我们的税前投资收入增加了大约 1 亿美元。我们的金融业务收入可能增加了 5000 万美元(税前)。中美能源也差不多。我们所有的其他业务加在一起，税前增长了大约 5000 万美元，增长幅度最大的是 JohnsManville。这方面的业务目前非常强劲。因此，如果在投资收益之前把所有的业务汇总，那么我们的税前收益增加了 4 亿美元或更多一点。现在，我们来谈谈投资收益或损失：我们不会考虑这些投资的时机。我们采取的所有投资行动都是基于我们认为最有经济意义的做法，无论这会导致一个季度的盈利还是亏损，对我们来说都毫无意义。另一个稍微复杂一点的因素是，某些未实现的投资收益或亏损会进入损益表，而其他的则不会。这就是会计规则。

我们的外汇合约按市价估值，真的，每天都是如此，但你会在季度末看到它。而那些外汇合约，现在总计约 210 亿美元，或者略高于 210 亿美元，它们在第一季度按市价计算的损失略高于 3 亿美元。它们上下摆动。我的意思是，有时他们在一天之内就赚了 2 亿甚至更多。这些按市价计算的报价贯穿于我们的损益表中。然而，如果我们持有可口可乐的股票，它的上涨或下跌，这不会贯穿我们的损益表。但在外汇合约方面，情况就不同了。

因此，有 3.1 亿美元的按市值计价的投资损失，它显示为已实现，但实际上并没有。总体而言，包括 3.1 亿的投资损失在内的投资损失约为 1.2 亿。换句话说，在其他收益中，有 1.9 亿的投资收入。正如我所说，至少对我们来说，这种以实现投资损失什么也不是。

为了强调这一点，如果今年晚些时候**宝洁和吉列的合并**发生，那么根据会计规则，当我们**将吉列的股票换成宝洁的股票**时，我们必须将其作为已实现的收益。现在，这将可能是四十亿美元的已实现收益。在我看来，交换

股票时我们没有取得任何进展。我的意思是，我们刚刚把吉列的股票换成了宝洁的股票，而我们预计会持有很长一段时间。因此，在我们看来，这与我们保留吉列的股票没有什么不同。但会计规则将要求这样做。因此，如果今年第三季度宝洁与吉列的合并获得通过，你会看到我们当时的数据中记录了这一非常巨大的资本收益。我想向你们保证，这是毫无意义的，你们应该忽略这一点，因为这对伯克希尔的业绩没有任何意义。

所以，第一季度已经过去了。我们今年的经营收益开局良好。在我看来，我们全年都不会以第一季度的速度继续盈利。就经营收益而言，我认为这不太可能。但总体而言，这些企业的表现非常好。

还有一件事我应该提一下，然后我们会继续回答问题，我们不能宣布收购的名字，因为从另一方的角度来看，它还不是很完整，但我们可能很快就会宣布一项略低于 10 亿美元的收购，就伯克希尔的规模而言，这是一笔巨大的交易。但它是在保险领域。我是说，我们热爱保险事业。这对我们很好。我们在这个领域有一些很棒的经理。你会在第一季度的数据中看到它，但你也看到我们对业务的看法，因为这次收购，我想说几乎肯定会通过，可能会在未来几周内宣布。

我们正在寻找更大的收购机会。我们愿意购买价值 50 亿或 100 亿美元的东西。我向你保证，我们的支票会兑现的。我认为，我们在本季度结束时拥有约 440 亿美元的现金，这还不包括金融业务中的现金。所以，目前，我们的钱比想法多，我们希望能为此(多余的现金)做些什么。

现在我们要绕着大厅走一圈。我们有 12 个麦克风，我们将把焦点放在现场直播的麦克风上。人们可以排队等候提问。我想我们还有两个麦克风，在另外一个房间里。就像我说的，午餐后，每个人都应该来这里，因为我想会有足够多的人被购物迷住了，他们不会再回来。他们宁愿购物也不愿听我和查理的话，午餐后我们在大厅里会有很多座位。所以，说到这里，我们来看看——我是不是忘了什么，查理？

芒格：没有。

巴菲特：好的。(众笑)这可能是你今天最后一次听到他的发言。你永远看不出他想要说什么。

股东问答开始：

1、经理人除了对业务的激情，还有智慧和诚信

股东：来自伦敦的 Simon Denison-Smith。你说了很多关于选择优秀经理人的重要性。我只想了解你选择他们的三个最重要的标准是什么，以及你能多快评估它。

巴菲特：是的。我会给你两个不同的答案。除了我马上要给出的一个警告之外，**最重要的因素，就是经理人对他们业务的热情。**我们经常从那些希望能够(在我们收购之后)继续管理的人那里购买业务，而实际上，我们是在为他们的一生工作赚钱。我的意思是，他们多年来建立了这项业务。他们已经很富有了，但他们在流动性方面考虑可能并不富有。他们可能把所有的钱，或者说很大一部分钱，都投入到生意中，所以他们(把业务卖给我们)实际上是在把资产进行了货币化，他们这样做可能是出于遗产、税收或家庭等原因。

但我们真的想从那些不想卖的人那里购买业务，他们当然不想离开这个行业。因此，我们正在寻找那些对他们的业务有热情的人，并且他们的热情超出了他们每周或每月的薪水。因为如果我们给某人 1 亿或 10 亿美元，他们就没有努力工作的财务需求。他们必须想要继续工作，而我们不能拿着鞭子站在那里。我们在伯克希尔没有任何合同。据我所知，合同并不起作用。因此，我们希望他们热爱自己的事业，然后我们会尽一切可能避免浇灭他们的热情，或者以任何方式抑制他们的这种爱。

我告诉学生们，**当我们雇佣某人时，除了这种热情以外，我们还需要寻找的是智慧，我们也需要寻找活力。我们追求的是诚信。**然后我们告诉他们，**如果他们没有最后一个，前两个会使你百分之一百失败。**因为如果你雇佣了一个没有诚信的人，实际上你真的想做的是让他们变得愚蠢和懒惰，不是吗？我的意思是，此时在世界上你最不想要的就是他们聪明和精力充沛。

这就是我们所寻找的这些品质。但是，当我们收购企业时，我们很清楚，这些企业的经理人都具有这些品质。然后我们需要看着他们的眼睛说，他们到底是爱钱还是爱生意？如果他们喜欢钱也没有错。但是，**如果他们建立这一业务的真正目的是为了出售和变现他们的股份，然后去其他地方，我们就会遇到麻烦了，**因为现在我们总部只有 16 个人，我们没有任何人懂得如何去经营这些业务。因此，我们必须让他们拥有这种激情，然后我们也有必要不采取任何措施以保持他们的这种激情。查理？

芒格：是的。有趣的是，它在过去几十年里运行得很好，却很少有人复制它。(笑声和掌声)

2、巴菲特论啤酒工业及其历史

股东：早上好，沃伦和查理。我叫 WalterChang，来自德克萨斯州的休斯顿。您能否描述一下您是如何做出投资 AB 啤酒的决定(AnheuserBusch)，以及您是如何估计其内在价值的？你做这个决定花了多长时间？百威啤酒是不是像可口可乐一样是不可战胜的？

巴菲特：我还在喝可口可乐。如果我们在这里喝了百威啤酒，会议可能会变得有点刺激。(众笑)我们不会过多地描述我们可能会买或卖的东西，但做决定只需要两秒钟。但我买了大约 100 股 AB 公司，我没有查过，但我想说，也许是 25 年前，当时我买了 100 股的其他很多东西。我这样做是为了能够及时、直接地得到报告。你可以让报告直接寄到你的经纪公司，但我发现把股票直接放在我名下会更可靠一点。因此，我阅读这些报告至少有 25 年了，我观察到了一般的消费者的习惯，在某种程度上，目前，啤酒行业的销售非常平淡。

葡萄酒和烈酒在这一大类中的地位有所上升，而啤酒的地位则有所下降。因此，如果你看看行业数据，你就会发现它们没有任何变化。米勒(Millers)在某种程度上恢复了活力。因此，AB 公司多年来取得了一系列相当可观的收益增长和市场份额增长，他们前几天刚刚举行了一次电话会议，但正如他们所描述的那样，它的收益非常平稳，但不得不花更多的钱来维持市场份额，在某些情况下，还需要促销拼价。因此，与几年前相比，他们正在经历一段肯定没有那么有趣的时期。

这是一个相当容易理解的产品，消费者的行为也相当容易理解。这是一个异常强大的业务。事实上，啤酒行业在过去 50 年里发生的事情对我和查理来说都很有趣，因为这(奥马哈)是一个酿酒小镇，我们在那里长大，查理认识 Storz 家族的成员以及他们中的很多人。二战后，Storz 占据了奥马哈啤酒市场 50%以上的份额，后来随着全国性品牌的兴起，Storz 基本上消失了。所以这是一个有趣的现象。

我认为啤酒业务在美国不会有显著增长。在世界范围内，啤酒在很多地方都很受欢迎，AB 公司在其中将拥有非常强大的地位。但一段时间内，我不指望这些收入有多大助益，但这对我们来说还不错。查理？

芒格：是的。以我们现在的经营规模，如果要收购一家极受欢迎的公司，我们几乎需要一点不愉快。(众笑)

巴菲特：顺便说一句，那也是买入伯克希尔的最佳时机。我的意思是，我们寻找的是具有持久竞争优势的企业。我认为毫无疑问，AB 公司拥有非常强大的消费者地位。现在，正如我所说的，米勒啤酒已经在某种程度上恢复了活力。但另一件事是，在啤酒中你没有看到私人品牌或仿制产品的盛行，而你在许多消费品中看到，它们多年来以来一直拥有的强大地位，现在正在受到攻击。这是啤酒行业一个很小的优点。

但人均啤酒消费量却没有增长。没有什么能改变这一点。有趣的是，在这种气候下，平均每人每年要喝 64 盎司的水。我认为其中大约 27%将是碳酸饮料。当然，其中可口可乐产品将占 40%多。因此，在美国人每天饮用的 64 盎司液体中，你可以计算出其中的 11 盎司，男人、女人和孩子，将是可口可乐产品。

我可能会记错，但在我的记忆中啤酒约占所有液体的 10%。所以，我相信，美国人每消费 10 盎司液体中就有一盎司是啤酒。顺便说一句，尽管你读到了星巴克的流行，当然是非常真实的，但在过去的三四十年里，咖啡一直在走下坡路。查理，你对自己的消费习惯有什么想法吗？你可以谈论的？（众笑）

芒格：这里的人们可能还记得梅兹啤酒(Metzbeer)。在这个国家，我们有很多的啤酒厂，有几百家，而小地方有两到三个品牌。我认为，这种向少数巨头集中的趋势是永久性的。

巴菲特：是的。我记得二战后的一段时间里，施利茨啤酒(Schlitz)是第一名。我想当时 AB 公司是第四名。如果你是一个啤酒爱好者，有一本有趣的书《Travels with Barley》，它是去年 10 月出版的，是由一位《华尔街日报》的记者写的，他在全国各地品尝啤酒，我不知道这对他的写作有什么影响。但如果你喜欢阅读啤酒的历史，这是一本很好的书。

（为了击败百威啤酒，Schlitz 放弃自己的价值观，选择在产品质量上走捷径来降低成本。他们加速发酵，缩短啤酒酿造周期 50%，使用更便宜的原料。为防止啤酒在冷却后出现浑浊添加硅凝胶。顾客不买账后，其市场部门推出了自以为影响力更大的广告，没想到偷鸡不成蚀把米，观众感受到的是威胁。Schlitz 很快倒闭了。）

3、来自对冲基金的收购竞争

股东：...来自德国波恩的问候。感谢您为您的投资记录又增添了精彩的一年。再次感谢你们让我们以优惠的条件成为合作伙伴。今年，我想问你另一个问题，关于你如何看待伯克希尔相对于其他公司的定位。

去年，我问你如何看待私募股权行业的崛起带来的收购公司市场的竞争加剧，以及这如何影响伯克希尔以公平价格收购伟大企业的能力，当时你基本上是说，仍然有足够多的企业所有者宁愿出售给伯克希尔，而不是私募股权基金。今年，我想听听大家对对冲基金行业的看法。我们看到对冲基金进入了所有的投资策略。我们知道你谈到了对冲基金行业的费用，但我想听听你对伯克希尔定位的看法。合并套利、可转换债券等策略的回报是否会因为竞争加剧而下降？与对冲基金相比，伯克希尔还有其他独特之处吗？

巴菲特：这是一个很好的问题。一个价值 64 美元的问题。

毫无疑问，与五年前相比，现在有更多的资金在寻找交易，而且他们愿意花更多的钱来购买我们过去成功收购的那些优质但普通的企业。你提到了私募股权公司，它们的规模比以往任何时候都大。对冲基金在某种程度上也参与了这场游戏。如果今天有人在拍卖一家企业——由于垃圾债券市场的一些变化(回暖)，这种情况在过去四五周只发生了很小的变化，但不是很大的变化——几乎任何东西都有人排队竞价。

事实上，你会看到私募股权公司将自己的业务出售给其他私募股权公司。有很多公司被卖掉了，被卖给了那

些在相当短的时间内买了它们再卖出去的人。我们不能在那个领域竞争，这是我们的苦恼之源。但事情就是这样。但在我们看来，这不会永远持续下去。我们仍然偶尔，就像我向你提到的这笔交易，我们达成了一笔没有经过拍卖程序的交易。我们偶尔会看到这种情况，但不会像四五年前那样。

因此，就伯克希尔的近期收购前景而言，就我们所做的重要的、成功的事情而言，也就是收购一些企业，并不断扩大投资规模而言，我们在这方面根本没有什么优势。在过去的几十年里，查理和我都发现事情变化得如此之快，这是非常不寻常的。在我自己的职业生涯中，至少有三次，也许更多，我觉得有太多的钱四处流动，此时根本不可能用钱做明智的事情。实际上我在 1969 年底终止了我的合伙公司，因为当时我觉得没有地方可以投钱了。有各种各样的人想要使用多余的资金来竞争，我只是觉得当时我们不能做用资金做一些聪明的事情。然后在后面四年内，我看到了我一生中所见过的最好的投资机会。我们一生有过几次这样的经历。在 1998 年，当长期资本管理公司在 1998 年秋天陷入困境和其他事情发生的时候，在投资世界里就有令人难以置信的机会。那时的人们也跟现在一样聪明。他们让所有这些有智商 150 的人到处投资，而且他们真的很有钱。但世界在短时间内陷入了瘫痪。

还有所谓的"交易活跃"(on-the-run)的政府债券，就是最近发行的并"交易活跃"的政府债券，这些债券是由美国政府发行的，以美元支付。其中 30 年期和 29 年半的债券之间有 30 个基点的差额。这两种债券都是由美国政府发行的，你知道，一种是半年期债券。两者都很有流动性，但"交易活跃"的债券的流动性更强。而 30 个基点的收益率差意味着约 3 个基点的价差。好吧，你不会相信这会在 1998 年的美国，但它确实发生了。

(注：美国的国债是定期发行的，不同期限的国债发行周期也不同。对于某一期限的国债，最近发行的一只新债券就成为 on-the-run，而之前发行的就全部都是 off-the-run，因此 on-the-run 和 off-the-run 之间有明确的界限。on-the-run 债券每天的成交量都很大，流通性非常的高。而 off-the-run 债券的成交量则小很多。因此同样是 5 年期国债，on-the-run 的收益率，要比之前一次发行刚刚成为 off-the-run 的收益率低，因为市场都在追捧 on-the-run 债券。)

我想我这里有一张幻灯片。马克？这展示了什么是高收益债券，真的只是不到三年前的情况。在 2002 年的秋天，在金融界有很多高智商的人。你有很多钱。我不知道读这些数字有多容易，但你会看到一堆高收益债券。实际上这张表格跟我一个朋友(霍华德马克斯)做的很类似，但我们做的几乎是同样的事情。你可以看到他以 25%到 60%或 70%的收益率购买债券，并在 12 或 14 个月内以 6%的收益率出售这些债券。

这种机会你不需要在一生中做很多次，但那是两年半前的事了。所有参与的这些人都是 MBA 毕业，学习着现代金融理论，赚钱的欲望几乎要从他们的耳朵里流出来，他们有着强烈的赚钱的欲望。但这样的投资机会的确可

能存在。在此期间，我们购买了大约 70 亿美元的垃圾债券，因为这是一个相当短的时期。但是，在金融市场中，经常会发生一些事情，它们会戏剧性地改变市场格局，我指的是真正的戏剧性。

但现在，我们在收购企业方面的定位非常糟糕，这是一个很大的负面因素。在这种情况下，你的伯克希尔股票的表现不会像 5 年前或 20 年前那样好。除了告诉你事实是什么，我没有任何神奇的解决办法。查理？

芒格：是的。私募股权基金在房地产和股票领域的大量购买行为，以及对公司而言，都是出于收费动机。换句话说，投资经理会将支付的任何价格合理化，因为他喜欢管理额外资产的额外费用。

我有个朋友想用家里的很多钱去买仓库，结果他停了下来。他的出价总是被一些职业经理人超过，他们以收费的方式管理别人的钱。因此，这是一个非常特殊的时代，以所有的历史标准来看，所有这些资产类别都被推到了非常高的估值。一些投资操作在这方面是非常不道德的(录音中断)。

我想霍华德·马克斯今天也在这里。他给客户返还了很多钱，并停止在某些失去了机会的投资中向他的客户收费。这是正确的行为方式，但这种市场不正常。

巴菲特：是的，我不知道霍华德今天在这里，我不认为他会介意。但这些实际上是霍华德为他的一只基金提供的数据。就像我说的，我们在做类似的事情。我们当时不知道，但后来我们发现我们有一些类似的立场。

大约五六年前，当这些交易的条款有些不同的时候，我实际上有一个同事打电话给我，你们大多数人都知道他的名字，他开始问我一些关于再保险业务的问题，因为他正在考虑收购一家特定的公司——这家公司最终卖掉了，他对这个生意不是很了解，但是除非他花了这 X 美元，否则他将不得不在几个月后把这些资金还给他的投资者，因为这些资金最初的签约期将要到期了，而任何未动用的资金都应退还给投资者。所以，不管这些基金表现如何，他每年都能获得 2% 的收益。所以他看着那些他不了解的企业，希望他能把钱投进去。

查理和我在收购企业方面处于不利地位，因为我们的出价是有限的。你知道，如果我们有 2% 的费用和 20% 的业绩提成，并有赎回费的话，这和伯克希尔完全不一样。我们经营伯克希尔就像它是我们 100% 的财富一样，实际上它接近我们财富账面价值的 100%。我们将承担不利因素。我们不是因为花钱而得到回报，我们是因为赚钱而得到回报。现在的竞争很艰难，而且可能是相对徒劳的，尽管我们有一两件事可能会发生，可能涉及到真金白银的支出。

芒格：我不认为这些年来卖给我们的任何一家企业——由我们喜欢与之打交道的那类人经营——会愿意卖给

对冲基金。因此，这个世界上存在一类不想与对冲基金或私募股权基金打交道的资产。谢天谢地。(众笑)

巴菲特：是的，我们没有看到去年有任何人达成了我们希望达成的交易。15 年或 20 年前的情况不是这样的，那时我们和别人做了很多交易，如果他们来找我们的话，我们会愿意做这些交易。但我没有看到任何东西表明，如果它的售价比它宣称的价格低 10%，我们就会有兴趣购买。所以我们现在处于一个不同的世界。

4、如何建立投资的兴趣

股东：我是来自爱荷华州康瑟尔布拉夫斯的 Dudley Shorter。在你年轻的时候，是什么首先激发了你对投资的兴趣？如果年轻人想投资股市，你会给他们什么建议？谢谢。

巴菲特：嗯，我大概是在 7 岁左右的时候开始感兴趣的。在那之前我浪费了我的青春。(众笑)有点像 W.C. Fields。当他继承了一些钱时，有人问他用这些钱做了什么，他说他把一半花在了威士忌上，其余的都浪费了。(众笑)所以我就在那里，无所事事。当时，我的父亲在做生意，所以我会下楼去他的办公室，我会看到这些有趣的书，我会读它们，然后我会下楼——他在奥马哈大厦的四楼，也就是法纳姆街 17 号，二楼是哈里斯杂货公司 (Harris Supplement)，他们有一个空地，我一般会去那里。在那些日子里，市场是在周六开放的，所以我可以在周六去那，我看到了所有这些有趣的事情。

我只是读了很多书。我可能把奥马哈公共图书馆里，关于投资或股票市场的每一本书，基本上都拿走了。我对纽交所很感兴趣。我当时想，也许我长大后会展成为一名投资专家。我把所有的书都拿出来了。我读了它们。最后，当我 11 岁的时候，我买了 3 股股票，我被股票迷住了。后来我父亲被选进了国会，所以能去的图书馆范围变得更大了，我把几乎所有的书都借走了。我还画了图表，做了所有这类的事情。最后，我在内布拉斯加大学时读了本杰明·格雷厄姆的书《聪明投资者》，当时我 19 岁，这本书改变了我的整个框架。

但我现在想给出的建议是：**阅读所有眼前你能阅读的一切。然后，从很小的时候就开始这样做。**

在几乎任何领域，从年轻开始都是一个巨大的优势。如果这是你的兴趣所在，而且你很年轻就开始了，你读了很多书，你会做得很好。在这个行业里，没有什么秘密只有神职人员才知道。你知道，我们不会走进寺庙，去看那些只有那些虔诚的信徒才能得到的密卷。这一切都是白纸黑字。这是个简单的生意。而它需要气质的品质远远超过它需要智力的品质。我的意思是，如果你的智商超过 125，你可以扔掉剩下的分数，或者把它们给你的其他家庭成员，或者做一些你不需要的投资。

但你确实需要某种能让你独立思考的气质。然后，你必须开发一个投资框架。我是从阅读本·格雷厄姆的书中开发出来的，我不是自己想出来的，这是一个非常简单的框架。然后，你必须在你的一生中寻找适合这个框架的机会，但你不会每天都会发现机会。你可以每天学习，但你不能每天行动。

我说我读 AB 公司的年度报告已经有 25 年了，但是在投资可口可乐和吉列以及其他公司之前，我早就读过他们的报告了。如果你喜欢这项运动，你会发现这像打桥牌或打棒球之类的(让你上瘾)；如果你不喜欢它，你可能不会做得很好。但我建议你早点开始。阅读眼前的一切。寻找对人们来说成功的成功框架，在我看来，没有什么能像格雷厄姆的那样伟大。在投资中，你会得到很多乐趣，你可能会赚很多钱。查理？

芒格：嗯，在这一点上我有点吃亏。沃伦从小就成为了一名投资大师，他有一个比我更值得尊重的过程。但我很赞同凯恩斯的观点，即与外科医生或其他许多职业相比，资产管理是一种低级职业。我认为企业经理人应该更好地学习投资，因为这会使得他们成为更好的经理人。我认为，每一个思考投资过程的人都应该更多地了解世界是如何运转的。我认为这是非常值得拥有的品质。但我不喜欢投资管理行业以及其相关参与者，在 GDP 中占得像现在这样大的比例。我也不喜欢这个国家的人才，在这些以不同形式获取高回报的投资管理行业中所占的百分比。我不认为这对国家是一件好事，我讨厌我们通过自己的偏好对此做出了贡献。

巴菲特：事实上，查理坐在我旁边只是他推广计划的一部分。(众笑)请不要拍任何你可以用来勒索他的照片，和我联系在一起。查理提出了一个非常好的观点，即如果管理者了解投资，他们会做得更好。我发现它绝对令人着迷，在我的一生中我看到了这一点，我近距离地观察到了它。

我的朋友都是公司的首席执行官，他们会让别人管理他们的钱。如果你对他们说，你知道，你应该买可口可乐或吉列或类似的东西，他们会说："这太艰难了。我不懂。关于投资，我又知道些什么？"然后一些投资银行家第二天走进来，带着他们收购一家价值 30 亿美元的公司的想法——比如购买一家公司的大量股票，然后这些投资银行家会对此做一个两小时的路演展示，然后把这份报告交给公司的一个战略规划小组，最后，这些经理人会认为他们才是应该做出决定的人，决定是否要收购价值数十亿美元的企业。然而，他们竟然会觉得自己没有资格用自己的钱做出价值 1 万美元的决定。你在美国的公司和收购活动中看到的这些是不同寻常的。

查理，你有进一步的想法吗？你和我一起看过很多类似的事情。(笑)

芒格：嗯，我确实认为，在资本主义的过去历史中，当今时代没有可比较的先例。想想看，我们现在有很多

聪明的大学生，会将更多的精力放在买卖小纸片(指股票)、或通过这样那样的方式发家致富，以及将精力放在通过收取高额利润分成的资产管理上。我不记得过去有哪个时代有过类似的集中的这类活动。你能吗，沃伦？

巴菲特：我想你可能会说，我们已经看到了很多这种活动正在萌芽——顺便说一句，我们不在那里。(笑声)

芒格：哦，是的。如果你想谈谈未来的影响，我现在看到的很多东西让我想起了罪恶之城索多玛和俄摩拉(Sodom&Gomorra)，我认为，当你有那么多令人遗憾的活动在进行，并在嫉妒和模仿的狂热中自食其果时，这在过去发生过，并产生了糟糕的后果。

(索多玛和俄摩拉，Sodom&Gomorra，源于《圣经》"创世纪"。在亚伯拉罕时代(大约公元前 1900 多年前)，在现在的中东地区有两个古城，索多玛和俄摩拉。亚伯拉罕的侄儿罗得因贪恋世事的享受，便住进了索多玛城。索多玛和俄摩拉两城的居民都是同性恋者。他们把男女间"顺性的益处变为逆性的益处"，在神眼里是罪恶深重的城。神便决定毁掉这两座城。因亚伯拉罕的求祷，神应允从城里救出罗得。便有几个天使进城来到罗得家，要领罗得出城。城里人听说罗得家来个陌生人，全城人都聚在罗得家门口喊叫，要求罗得放这些陌生人出来与他们交欢。任凭罗得百般恳求，甚至愿意以自己还是处女的两个女儿代之，他们都不答应。天使们乘着黑夜带罗得一家四口逃出城。天快亮时有烈火岩浆喷出，毁掉了索多玛和俄摩拉两城并住在城里所有的人，仅罗得一家逃脱。)

5、中石油便宜的离谱

股东：早上好。我的名字是 MollyFanner。我今年 11 岁，来自纽约长岛。我今天有两个问题，我把它们以诗的形式表达出来。

巴菲特先生，芒格先生，我们必须飞到这里。

我来听听你对中石油是否处于历史高点的看法。

我的第二个想法是，我觉得这份工作正适合我。

如果能够成为喜诗糖果的试吃员，那我和我的姐妹们愿意免费工作。(众笑)

波仙珠宝是给我妈妈的。

我父亲很喜欢他的股票。

我将来也要吃巧克力。

巴菲特：好的，如果你休息的时候来到前面，我就会给你工作。

股东：这个周末真的很震撼。非常感谢。说真的，你对中石油的看法是什么？(众笑)

巴菲特：如果你在休息的时候上来我们这，查理和我会把这里我们最看好的投资项目都挑出来，剩下的就归你啦(众笑)。查理，你还有什么要补充的吗？

芒格：她想知道你对中石油的看法。(众笑)

巴菲特：这很有趣。我看到她在购物区，我知道她心里想着中石油。(众笑)

我们几年前，在看完年度报告后，买了中石油，幸运的是，它是英文的。这是第一只中国股票，但可能不是最后一只。我的意思是，它不一定是最后一个，但它是迄今为止我们拥有的唯一一个。我们投入了大约 4 亿美元。当时，它生产了世界石油的 3%，这是一个很大的石油产量。它的产量可能是埃克森美孚产量的 80% 左右。这是一家大公司。去年它赚了 120 亿美元。现在，如果你看一下《财富》500 强名单，我猜你不会在美国找到超过五家公司盈利 120 亿美元或更多。所以它是一家大公司。当时我们买的时候，总市值是 350 亿。所以我们以去年 3 倍的价格买入。它没有不寻常的杠杆。在年度报告中，他们说了一些很少有公司会说的话，但我认为这实际上是相当重要的。他们说，他们将会派发他们盈利的 45% 作为股息。所以，如果你能以 3 倍的 PE 购买它，然后分派 45% 的股息，这相当于你在你的投资上获得了 15% 的现金收益率。

这是一份非常好的年度报告。中国政府拥有该公司 90% 的股份。我们拥有 1.3%。如果我们和中国政府一起投票，那我们双方就相当于控制了整个生意。(众笑)他们还没有意识到这一点，但我会继续指出来。(众笑)但是，这是一项非常重要的业务，而且价格非常非常有吸引力。不幸的是，政府股票和我们的股票具有相同的经济利益，但它们的分类不同，政府持有的 90% 被称为国有股，而公众持有的 10% 被称为非国有股。在香港，当我们拥有一家公司 10% 的流通股份时，我们必须披露，所以不幸的是，这 10% 只适用于非国有股的 10%，所以当我们只拥有该公司 1% 的经济利益时，我们就必须披露我们的持股。所以，我们本来会买更多的，但现在价格上涨了。我们很高兴持有它们的 1.3% 的股权，我们认为他们在经营业务方面做得很好。他们有大量的天然气储备，现在正在开始开发。但它是一个非常重要的企业。它雇用了近 50 万人。有趣的是，几年前，在投资界，可能很少有人想到中石油，而且这是比世界上大多数石油公司大得多的企业——除了 BP 和埃克森美孚。查理，你有什么想法吗？

芒格：是的。如果这种事情一直发生就好了，但最近几年并不是这样。

巴菲特：我应该强调——中石油的年报很容易阅读，容易理解，他们宣布了他们的股利政策。任何人都可以看懂它。你也可以读一下。我们在购买股票之前从未与管理层有过任何接触。我们从来没有参加过投资者介绍会之类的活动。我的意思是，白纸黑字写在那里，写在任何人都能拿到的报告里。我们只是坐在办公室里阅读这些东西，我们拿出了 4 亿美元，现在价值大约 10-20 亿美元。

这很有趣。我想我是对的——当时俄罗斯的大型石油公司尤科斯(Yukos)在美国投资界的知名度可能远高于中

石油。我比较了两者。当时，我心想，我是愿意把钱放在俄罗斯还是中国？在我看来，中石油的价格要便宜得多。你知道，我觉得中国的经济环境可能会更好。

如果它的 PE 与一家美国本土公司相同，我会认为它更有吸引力吗？NO。我的意思是，在一个你不能完全理解的文化中，或者在税法可以随时改变，或你的所有权规则可以随时改变的地方，总是有一些不利之处。但与其他国际石油公司相比，中石油的折价在我当时看来是荒谬的。所以，这就是我们买下它的原因。

我们会在休息时为你准备好糖果。

6、提价能力是企业经济护城河的重要指标

股东：先生们，早上好。我的名字是马特·绍尔(MattSauer)，我来自北卡罗来纳州的达勒姆。许多企业报告说，燃料、金属和木材等投入的成本和附加费都在上升。它们往往无法将这些成本转嫁给消费者。

如果大宗商品价格稳定在高于过去十年的水平，未来企业的利润率会受到影响吗？

巴菲特：这是一个很好的问题。我会说，这在很大程度上取决于你所说的行业。

但是，以我们的地毯业务(Shaw 工业)为例，正如我在年度报告中提到的，由于原材料价格上涨，我们一次又一次地受到打击，因为其中有很大的石油衍生品因素。**我们在向客户提价方面已经落后了，只是因为我们想在一**
段合理的时间内保护内布拉斯加州的家具市场，或那些已经订购的家具。而这挤压了地毯市场的利润空间。

我们在 JohnsManville 使用大量天然气，在 AcmeBrick 使用大量天然气，这往往会挤压一些利润。我认为，随着时间的推移，这些大宗商品出现了更多的通货膨胀。钢铁价格已经涨了很多了。**拥有强大竞争地位的企业会**
设法转嫁原材料成本的上涨，就像他们转嫁劳动力成本的上涨一样。但你也遇到一些暂时的情况，比如**有时，**
成本增加得更快。我的意思是，当我们每天进口 1000 万桶或更多的石油时，如果我们比一到两年前每桶多支付 20 美元左右，也就是每天 2 亿美元左右，**那么石油成本的上升是一项税收，但它更多的是对美国消费者的税，而**
不是对美国企业的税。美国企业或许将能够度过大部分原材料成本的上涨。

值得指出的是，企业利润占 GDP 的比例正处于历史最高水平，不包含几个异常时期。如果我必须打赌企业利润占 GDP 的百分比的走向，在未来五年，我会打赌它们会有所下降，那是因为他们刚好在这个非常高的水平上。非常有趣的是，尽管企业利润占 GDP 的比例处于非常高的水平，但企业税占美国税收总额的比例却非常接近历史最低水平。因此，美国企业成功地实现了这样一种局面，即他们获得了极高的利润，但只支付了全部税款中很小

的一部分，这是美国历史上的衡量标准。我不确定这种情况是否能够、应该或将继续下去，但目前对美国企业来说，这是一个非常非常有利的时期。但这不是什么值得乐观的事情，因为你可能会期待均值的某种回归。查理？

芒格：嗯，我无法补充更多，但我可以重申我的观点。**很难知道哪些公司能够转嫁大宗商品价格上涨带来的成本增加。知道这一点也很重要。**

巴菲特：我们喜欢收购那些我们觉得有一些**未被利用的定价能力的企业**。但我们最近没能做到这一点。但回到 1972 年，当我们买了喜诗糖果时，我想我们的糖果是每磅 1.95 美元，他们一年卖出 1600 万磅糖果，税前赚了 400 万，而我们的买价大约是 2500 万美元。如果我愚蠢地拒绝在价格上让步，这将让我们损失很多钱。

但我们问自己的一个问题，我们认为答案是显而易见的，如果我们每磅提价 10 美分，销量会不会一落千丈？至少在我们看来，答案是 NO。**喜诗糖果的产品中有一些未被利用的定价能力**。当你不得不在提高价格之前进行祈祷时，那这不是一个很好的生意。我意思是说，这门生意会很难做。我想说的是，**你几乎可以通过企业在决定价格上涨能否持续时所经历痛苦，来衡量一家企业的实力。**

坦率地说，一个很好的例子就是现在的报业。因为在 30 年前，无论当地的日报是什么，都会对社区的经济产生绝对的影响，因为它有扩音器的效果，商人们必须通过它来向他们的受众传达他们的信息，在那个时候，无论是发行量还是广告的价格上涨，对大多数出版商来说几乎都是一个巨大的诱惑。**他们每年都会提价。他们并不担心西尔斯、沃尔玛、Penney's 或其他公司会撤掉他们的广告。**他们不担心人们会放弃订阅这份报纸。他们愉快地前进，愉快地提高价格，当新闻纸价格上涨时，他们提高价格，当新闻纸价格下降时，他们也提高价格，而这是有效的。你得到了这些非常丰厚的利润。它看起来就像一个你能想象的强大的企业。**现在，出版商发现自己处于一种为广告和发行费用上涨而苦恼的境地，因为他们担心广告客户会转投其他媒体。**当他们每个月在他们的报纸价格中增加 20 美分的决定，会让他们担心人们放弃订阅它。而当人们把它取消订阅的时候，人们通常不会再把它拿起来。所以，**世界已经改变了。如果你能深入出版商的内心，了解他们对价格上涨的感受，你就能认识到这个世界的变化。**

通过观察价格行为，你可以学到很多——你可以学到很多关于企业经济护城河的持久性。

说到啤酒生意。啤酒的价格每年都在上涨，但去年在某些地区出现了一些回落，这意味着，提高价格变得更加困难了，尽管他们能提价，但仍低于通货膨胀，而这些都不是一个好的经济迹象。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

7、税率不是伯克希尔红利计算的一个因素

股东：我的名字是皮特·班纳，来自科罗拉多州的博尔德。首先，巴菲特先生，芒格先生，我们股东视你们为英雄。我们欣赏并非常重视你的为人和你在世界上所做的一切。所以，谢谢你。

巴菲特：谢谢你，皮特。作为回报，我要说，我们认为我们拥有世界上最好的股东群体。在某种程度上，我们的股东换手率是最低的。我认为，股东中最了解情况的一群人也能证明这一点。这样，我们的爱情就可以继续下去了。(笑声)

股东：非常感谢。其次，在目前的税收情况下，股息税率为 15%，你对宣布股息有什么看法？

巴菲特：哦，你在陷害我。(众笑)不，毫无疑问的事实是，现在为了税收的目的，股息现在被轻视了。但我们一直说，如果没有股息税，至少到目前为止，我们会遵循相同的股息政策，因为对我们的考验是：我们是否认为我们能保留一美元，以现值计算，它的价值超过一美元。如果我们不能在此标准上使用这些资金，我们就应该分发我们做不到的任何资金。

就像现在，当现金堆积起来的时候，你可以说，持有数十亿美元是非常愚蠢的——因为去年的税后回报率低于 1%，你用这些钱为股东做了什么？我要说的是，如果在几年内，我们不能比现在更明智地使用更多的资金，那么我们的责任肯定没做好。在我们觉得我们保留的收益的现值不超过一美元的时候，那么我们应该支付非常可观的金额。未来不达标的时候可能会出现，而且非常有可能出现，当你变得像我们这样庞大的时候，那么我们应该有一个股息政策——每年分派收益的 X%作为股息。

这里最重要的考验的是，这笔钱能否在企业内部得到有效利用。到目前为止，它一直是能够得到充分利用的。但这并不意味着它会在昨天或前天就被利用，但到目前为止，每 1 美元的留存收益都产生了超过 1 美元的市场价值。我们的董事们会在周一开会，届时将会讨论。如果几年后我们坐在这里，而我们没有成功地部署更多的现金，那么我认为，这个问题就会戏剧性地转移到我们身上，到时候就需要我们来解释为什么我们会在那个时候保留盈利(而不做分派)。查理？

芒格：我也没什么可补充的。

8、美国贸易逆差的经济威胁(巴菲特谈预测)

股东：我的名字是 OlaLarson，来自盐湖城，来自瑞典。我读了你的年度报告，你提到经常账户赤字或贸易赤字最终必须结束。在报告中，你不愿意发表观点，也不愿意预测如何减少这每天 20 亿美元的赤字。不过，如果你对此有什么看法，你是否愿意分享一些关于它该如何减少的想法？

巴菲特：嗯，这是一个 64 美元的问题。这不包括查理，他在这个问题上不像我一样积极，所以你在这个问题上也要听取他的意见，这很重要。在我看来，如果存在 6180 亿美元的贸易赤字以及更大的经常账户赤字，尽管我们很富有，尽管这个国家很强大，那终将会发生一些事情，在某个时候以一种非常严重的方式改变这一情况，而且在改变之前持续的时间越长，就越有可能发生一些相当严重的事情。但大多数经济学家以及大多数观察人士会说，某种软着陆是可能的或很有可能。可在我看来，他们从来没有解释清楚，什么是软着陆。他们只是说，"你知道，这可能是一个软着陆，但它可能是以某种不同的方式，但我们仍然认为这将是一个软着陆。"

但我不知道什么是软着陆。确切地说，就是贸易赤字的数字如何大幅度下降。如果数字不下降，经常账户赤字意味着我们将越来越多的财富转移到国外。除了我们的贸易赤字之外，在某个时候，我们将在世界其他国家对我们的净投资头寸方面出现非常严重的赤字。这可能会产生一种复合效应。

我强烈推荐《华盛顿邮报》4 月 10 日发表了一篇专栏文章，作者是保罗·沃尔克(Paul Volcker 前美联储主席)，他对此发表了自己的一些看法，他还谈到了(贸易赤字)能否实现软着陆的问题。但我认为，对于可能的结果是否是软着陆，他肯定表达了一些真正的担忧。

在我们生活的世界里，世界上有如此多的资产，不管是外汇合约，也不管是股票、债券、垃圾债券或其他什么，我认为在我现在所说的"一触即发"的情况下，这个持有比例是前所未有的。换句话说，我认为有更多的人在晚上睡觉时持有外汇、债券、套息交易、股票等头寸，一些可能在夜间发生的事件会导致他们在未来 24 小时内改变头寸。我认为这可能是历史上最高的。有人(经济学家托马斯·弗里德曼)把它称为"电子羊群"，因为它就在那里。我的意思是，人们可以对涉及数十亿的决定，发生一些群体观点，你知道，这几乎只需按下一个键。而我认为"电子羊群"的比例正处于历史最高水平。

我认为，我们未来将会遇到一些外生事件将会很可能导致人群的某种惊跑，比如 1998 年的长期资本管理公司遇到的，你无法摆脱这一切。如果你是世界上的其他国家，你不能摆脱美元。如果你在日本、中国或其他地方，你拥有很多美国政府债券，如果你把东西卖给美国的某个人，你就会得到美元。所以你还持有美国资产。如果你

把它们卖给法国的某个人，你就会持有欧元，但他们会持有美国资产。你无法摆脱这些资产。但在某些情况下，人们可能会试图迅速抛售这些资产。对此，沃尔克在第二段中说，"然而，在平静的表面下有令人不安的趋势：巨大的不平衡、风险——随便你怎么称呼它们。在我看来，所有的情况都是危险和棘手的，是我那么久的记忆中最棘手的。"Paul Volcker 可是能记住很多东西的人。

我同意这一点。可无论如何，我不知道发生时机。在经济学中，判断什么会发生，比判断什么时候会发生要容易得多。你可以看到泡沫的发展，但你不知道有多大的泡沫会破裂。例如，在五年前的市场上曾发生过类似的事件(科网股泡沫)。所以关于预测的时机，我从来没有成功过，也没有尝试过。我认为，预测将会发生什么是一件容易得多的事情。

我要说，就贸易政策而言，正在发生的事情将产生非常严重的后果。

在上一次总统竞选中，两位候选人都没有以任何有意义的方式解决这个问题。现在，我更不确定。如果你站在美国人民面前，有人给你三分钟来解释整个情况，当你 90% 的观众不能定义经常账户时，你知道，这不是一个简单的游戏。但这是很重要的。现在，查理对我们的外汇头寸的热情，在某种程度上，不如我。所以在他给出另一种观点之前，我想告诉你们我的一个底线。

芒格：嗯，如果说有什么不同的话，我对我们国家使用消费信贷的方式，和我们在管理公共财政的方式中缺乏道德约束的现象，比你更反感。我有一种感觉，缺乏道德约束最终会伤害一个人。我们的分歧在于，我同意亚当·斯密(Adam Smith)的观点，即一个伟大的文明终将会走向毁灭，而在这个过程中，它将发生许多滥用的现象。因此，我认为，目前的局势存在危险，任何孤注一掷的人都是不明智的。但我不认为我们可以肯定，这一体系不能够再经受更多现在这种滥用的情况。

巴菲特：你认为结局会是怎样的？

芒格：很糟糕。(众笑)

巴菲特：我知道我可以依靠他。(笑)在这个国家，我们就像是一个非常非常富有的家庭，拥有数百万英亩看不到边界的土地。但是，尽管如此，我们坐在门廊上，等待着农产品从这个巨大的农场运来，当我们得到所有的东西时，我们仍然想要消费比农场生产的所有东西多大约 6% 的东西。

我们当然有能力做到这一点，只需要每天、每年卖掉一小块我们甚至看不到的农田就可以。所以我们在一天

结束或一年结束的时候不会觉得更穷，因为就我们的视力所及范围，我们仍然拥有上帝创造的一切。我们可以卖掉那一小块，也可以抵押出去。我们可以给这些人打白条，让我们消费额外的商品。我们是非常非常非常富有的家庭。我们生产了很多，我们消费的比我们生产的多一点。我们每天交易掉农场的一小部分，或者抵押掉一小部分，世界上的其他人也很高兴拿到我们农场的一小块，或者抵押掉它，因为这是一笔很棒的资产，我们多年来一直表现得很好。所以他们愿意更努力地工作，给我们送来一些东西，这样我们就可以消费得比我们生产得多一点。这种情况已经有一段时间了。在过去的几年里，它的增长速度加快了很多。世界上越来越多的其他国家拥有我们的一部分，我们将不得不服务于这种所有权，或者通过利息——如果他们是借据的形式获得的话，或者通过其他方式。这种情况可以持续很长时间，但**如果它持续很长一段时间，世界将拥有我们的很大一部分，我们的孩子将以某种方式为我们消费的比我们生产的多这一事实付出代价。**它可能已经发生了——显然世界其他国家接受美元的兴趣有所降低，因为美元在过去几年里有所贬值。

换句话说，对美国的投资总是等于过度消费，这是一个等式方程。但如果人们对一种方式不那么感兴趣，就会热衷于等式的一边，它就会在定价机制中反映出来。过去几年，**随着美元的泛滥，世界对美元的热情不断下降。**我们每天送出 20 亿美元，不管我们喜欢与否，也不管他们喜欢与否。**现在的问题是，这是否会在某一时刻达到某个临界点，还是会出现某种外生事件导致人们争相退出？**谁知道呢？我很难想象这会导致美元升值，但正如查理马上会指出的那样，我们也曾有过让人惊讶的时候。查理？

芒格：是的，相反的观点是，如果外国人多拥有美国的 10%，而如果那时美国的总财富比现在高 30%，那又有什么关系呢？所以，持这种观点的人只能随波逐流。他们中的一些人认为，如果我们不在美国生产任何东西，只是坐在这里经营对冲基金，我们会有一个很好的经济，因为它符合共和党的原则。

巴菲特：但回到 18 世纪晚期，这种没有代表权的征税的想法显然造成了一定的麻烦，我认为，20 年后，居住在这里的人会把它视为一种税收形式。如果，我们不打独立战争，我们只是和英国达成协议，说我们将永远给你我们 GDP 的 3% 或 5%，你让我们自由，我们只是每天把税收给你们寄过来，在 1776 年，这可能看起来是战争的一个很好的替代方案。但我不认为我们的后代会对此有很好的反应。

我的意思是，随着时间的推移会发生一些事情。我有一种感觉，美国因上一代人的过度消费模式而受到世界其他国家致敬的想法，我不认为这会是一种特别稳定的情景。但这就是为什么我们只有 210 亿美元的外汇合约的

原因。如果完全由查理经营，他在外汇方面的投入可能会少一些，或者压根儿没有。而我在外汇方面的投入可能会多一些，如果我明年不让他坐在我旁边的话。(笑)

9、房地产市场泡沫与非理性

股东：你好。我是来自德国的 JohannFreudenberg。对于地毯零售商和制造商的销售，你认为住房市场的下滑会带来什么后果？谢谢。

巴菲特：嗯，如果房地产市场出现强劲下滑，我的猜测是，无论我们在地毯上失去了什么，我们都会在其他地方弥补，因为这将来自于他们对自己这些年拥有自己的房子的感觉非常好，美国人民的许多心理上的幸福，以及财务上的幸福，都与这一事实有关。对很多人来说，这是他们迄今为止最好的资产。因此，如果确实存在某种泡沫，并且在某个时候被戳破，我的猜测是，我们会在我们的经营业务中以各种方式感觉到这一点，但就我们可以用我们的资本做什么而言，对伯克希尔的净影响很可能是非常积极的。

我们对宏观预测并不乐观。我的意思是，外汇交易与我们过去的做法和我们赚钱的方式有很大不同。所以，并不是说我们有很好的预测宏观因素的记录，并在这方面赚了很多钱。我们赚钱是因为看到了像中石油这样的公司，或者其他什么公司，我们认为这是一家非常好的公司，而它的售价非常便宜。

当然，在一些地区的高端房地产市场，你已经看到了一些非凡的变化。我以前也提到过这一点，但大约 25 年前，我们在内布拉斯加州和爱荷华州及周边地区的农田里看到了同样的情况。我们有人在逃避持有现金——“现金是垃圾”，人们担心的是 70 年代末通胀失控的事实，在保罗·沃尔克采取行动之前，人们在逃避持有现金。而他们发泄恐惧的方式之一，就是冲进农田市场。在这里以北大约 30 英里的地方有一个农场，大约在 1980 年，每英亩的售价是 2000 美元。几年后，我以每英亩 600 美元的价格从联邦存款保险公司买下了它。你可能会说，人们怎么能为农田而疯狂？每英亩大豆产量约为 45 蒲式耳，每英亩玉米产量约为 120 蒲式耳。而且你不可能梦想到它们会以三倍的速度增长，或者通过互联网会导致玉米粉的价格上涨或类似的东西。但人们却为之疯狂。结果是巨大的灾难——银行倒闭了，这个地区的很多银行都倒闭了，这些银行都经历了大萧条。而且，清债信托公司 (ResolutionTrustCorp.) 就是从房地产行业的疯狂储蓄和贷款中壮大的，银行们为摆在自己面前的所有东西提供融资。但人们却参与其中，他们只是想要一点疯狂。人们在经济上疯狂，周期性地，以各种不同的方式。

而且，你知道，我不知道我们在住宅周期方面处于什么位置，因为它有不同的行为特征，因为人们往往购买

住宅是处于不同的原因。因此，它的表现不一定会与其他市场一样。但是，**当价格的增长速度远远超过建筑成本或通胀因素时，有时可能会出现一些非常严重的后果。**查理？

芒格：是的。在奥马哈这样的地方，没有太多的房价泡沫，对吧，沃伦？

巴菲特：不存在泡沫，但我要说的是，住宅房地产价格的上涨速度可能比总体通胀率要快得多。

芒格：是的，但如果你去加州的拉古纳或加州的蒙特西托，或者华盛顿特区更好的郊区，你就会看到真正的资产价格泡沫。我有一个亲戚说，为了搬到弗吉尼亚郊区的一个好学区，她不得不支付卖掉她在奥马哈那所漂亮房子所得的四倍的钱。这就是价格泡沫。

巴菲特：几个月前，我以 350 万美元的价格卖掉了拉古纳的一栋房子。挂牌第一天就卖了，所以我可能是挂得太便宜了。所以不要指望我的住宅房地产的意见。但那所房子，仅仅是实体的房子，可能只需要花 50 万左右。因此，实际上，这块土地的价格是 300 万美元，而这块土地的面积可能只有 2000 平方英尺，还不到 1/20 英亩。现在，你还需要承担街道和所有类似的东西。但基本上，我认为那块地每英亩卖了大约 6000 万美元，听起来对于任何土地来说都是一个非常非常昂贵的价格。查理，你已经亲眼见证了。

芒格：嗯，是的。伯克希尔的一位董事就住在一栋我认为相当普通的小房子附近，这栋房子最近以 2700 万美元的价格售出。这些房子正对着大海，而在加州没有很多可利用的海岸线，但是那里住了很多人。但你会看到一些非常极端的房价泡沫正在形成。你会想，也许有一天，它真的有可能会朝另一个方向发展。

巴菲特：2700 万美元！我宁愿盯着我的浴缸。(众笑)

10、巨灾保险："万事关联"

股东：David Winters, Mountain Lakes, New Jersey。您如何尝试在通用再保险和国民保险公司中管理风险，以获得舒适和最大回报？尤其是，您如何防止灾难性损失或意外之间的相关联？谢谢。

巴菲特：是的，这是一个非常好的问题，因为我们在保险业务的不同部分做着相关的事情。**保险风险之间不仅存在相关性。**你知道，在过去的一百年里，大约有 25 起 6 级或 6 级以上的地震，但它们中的大多数并不出现在有很多人居住的地方。比如在加州发生了一场大地震，非常大的地震，这发生在一个错误的地方。但如果你在错误的地方承保了，就像你提到的，它不仅会影响国民保险和通用再保险，而且很可能会对喜诗糖果产生严重影响。这也很可能对富国银行产生严重影响。我们曾经拥有房地美。这可能会对房地美产生严重影响。**它可以有各**

种二级和三级的影响，你可能最初不会想到的影响。

所以，我们发现当有麻烦的时候，所有的东西都是相关的。我的工作的一部分就是至少对各种企业在运营中可能遇到的风险有一个总体的认识，然后将其整合到我自己对我们在投资方面，在各种事情方面遇到的风险的概念中。你知道，这是我的工作。在任何时候，最有可能出现的巨灾是飓风。但我们对此有更多的了解。另一方面，如果你说的是 250 亿或以上、也许是 1000 亿或以上的巨灾保险时，你知道，地震出现在错误地点的可能性可能就像 5 级飓风出现在错误的地方一样。

但是，我的工作是从最坏的情况来考虑。为了充分了解目前的情况，包括投资和行动，确保无论发生什么，我都不会失眠——你知道，不管什么地方会发生 9.0 级地震，还是会有 5 级飓风袭击东海岸或进入很少有飓风进入的地方。例如，长岛有大量的风险敞口。但你知道，长岛多长时间会有一次飓风？不是很经常。我记得 30 年代的时候有一个，但 30 年代的时候那里有马铃薯田，而现在有各种各样的东西需要承保。一切可能发生的，最终都会发生。就我们所知道的这个国家的历史而言，过去三、四百年来，到目前为止，最严重的地震发生在密苏里州的新马德里。谁会想到那里会发生地震呢？随后的两次地震相隔很远，所以看起来不像是余震。这三次地震的震级都高于里氏 8 级。没人会想到这一点，但他们在南卡罗来纳州的查尔斯顿就有过这样的经历。

你总会看到一些事情发生，但也许不是在你的一生中。但如果你花几个世纪，一些不同寻常的事情可能会发生。伯克希尔的职责是做好最坏的打算。总的来说，我认为飓风和地震是现在最大的巨灾保险的类型，但几年前我们的承保政策中没有排除核、化学和生物风险。我们曾经有巨大的风险敞口，但后来都被消除了。但我们还是承担了很大的风险。我给你举几个例子。

就在前几天，有一个大型机场，一个大型国际机场，来到我们这里，让我们承保一份 5 亿美元的保单，而免赔金额超过 25 亿美元，我们的承保内容是来自任何不是由核、化学或生物来源引起的恐怖袭击。基本上没有其他人会承保这些东西，因为如果他们想要与其他人重新商量保险，他们就不会这样做。

因此，如果那个机场以某种方式被摧毁，但不是被核、化学或生物活动摧毁，别人需要担心的是前 25 亿，而我们需要担心的是 25 亿以后的下一个 5 亿。其中还有一个子条款，限制最多只有 16 亿是针对业务中断而产生的赔付——而机场必须停飞几年才会产生 16 亿的业务中断损失。所以除此之外还需要产生 9 亿美元的物理损失(我们才需要进行赔付)。但有人愿意买这种保险，这也是一个真正的风险。我们为在圣路易斯举行的 NCAA 四强赛投

保。路易斯反对取消比赛，反对推迟比赛，反对把最后四场比赛移到另一个城市举行。但如果比赛完全取消，而且不是通过核、化学或生物手段，我们将为此支付 7500 万美元。格莱美奖上也是一样。

我的意思是，我们承担的风险很少却很少有人愿意承保。但最终，我们愿意在一天之内损失很多钱，但我们不愿意做任何让我们不舒服的事情，比如在第二天早上就兑现我们的保单。

顺便说一句，当我谈到核问题时，我在年度报告中推荐了那本书，《核恐怖主义》。如果你去 LastBestChance.org，你很快就能免费得到一盘磁带，它是由核威胁倡议组织赞助的，它有一个戏剧化的东西，而现在是虚构的，但它并不是幻想。这是可能发生的事情，而核威胁倡议正在努力将这种可能性降到最低。在该节目中，除了对这一领域可能发生的事情进行戏剧化的描述外，还有[前参议员]萨姆纳恩和参议员[理查德]卢格与[全国广播公司新闻主播]汤姆布罗考讨论这一主题。这是一个重要的课题。尽管我认为两位候选人都充分认识到了这一点的重要性，但在最后一次竞选中，它再次没有得到太多的关注。

但是，作为一家公司，如果我们没有将核、化学和生物风险排除在我们几乎所有的保险政策之外，我们认为自己会很容易被毁灭。尽管我们有意定期承担风险，但只是在我们觉得自己能够承受的范围内。我们不会承保相当于免费赠送的保单，我们不想乱承保，使得因为可能会发生的一些事情，让我们的支票第二天无法兑现。我们不会让自己陷入这种境地。查理？

芒格：是的。在处理你所关心的事情上，我们可能比其他大多数人做得更好。我们更关心这种相关性。我们天生就有思考加州可能遭遇海啸的头脑，在现代加州文明中，他们从来没有遇到过海啸。你能想象 60 英尺高的海啸会在加州会造成什么后果吗？在加州所处的地震带上发生 60 英尺的海啸，在物理上没有什么是不可能的。但在现代历史上从未发生过。但这是我们确实在考虑的事情。你认为其他公司都像我们一样有这么多的严格的限制，将核危险等因素排除在外？

巴菲特：我想说，没有人比我们能够更积极地考虑所有的冲击。就个人而言，我们可能比你能找到的任何经理人都更担心不利因素。总的来说，你知道，这里每天都是世界末日。(笑)但这是我们所关心的。

我们从来没有用过很多借来的钱，即使是当我刚开始投资的时候，当我有 1 万美元的时候。但我只是不想借太多钱。没有理由这么做。你知道，我过得很好。当我有 1 万美元的时候，我也过得很好。而那种认为“你拿你需要的，对你很重要的东西去冒险，去换取你不需要的，不重要的东西”，这种想法太疯狂了。我们试图以这种方式

经营伯克希尔。你知道，我有一个 98 岁的阿姨，我的阿姨凯蒂去年去世了。她的一切资产都在伯克希尔。我认为，那种"我应该做点什么，可以让我的净资产增加一点，或者在我的记录上增加几个百分点，却冒着让她会回到领社会救济金的风险"的想法，我只是觉得这对一个经理人来说有点疯狂。但是，你知道，如果我能够分得凯蒂阿姨的 20% 的遗产，那我可能会不一样。(笑)但我不会这样做。(笑)

11、公共教育改革

股东：你好。我是 Martin Wiegand，来自马里兰州 Chevy Chase。我们谨代表全体股东，感谢您和伯克希尔员工主持本周末的会议，并感谢您建立了这个股东社区。

巴菲特：马丁，谢谢你。(掌声)

我应该指出，我和马丁的阿姨约会过，但她只和我约会过一次。也许你可以解释一下，马丁。(笑)

股东：新任董事会成员比尔·盖茨一直在谈论美国的教育改革，专栏作家乔治·威尔在一篇关于帕特里克·伯恩努力改革美国教育的文章中引用了您的话。您能不能跟我们分享一下您对这两个努力的一些想法，或者说您对教育改革的一些努力？谢谢。

巴菲特：非常有趣的是，我们昨天刚刚在奥马哈为一所学校举行了落成典礼，这所学校是以我在奥马哈公立学校任教的阿姨爱丽丝的名字命名的。我认为我们在奥马哈维持了一个相当出色的公立学校系统。我们这里还有一个出色的教会学校系统。你知道，保持一个一流的学校体系，不仅符合家长的利益，而且也符合学校系统中富人的利益。我曾经说过，在某种程度上，一个好的公立学校系统就像是童贞。它可以被保存，但不能被修复。在奥马哈，我们保留了它，但你保留它的方式是让家长们对公立学校系统感兴趣并参与进来。

帕特里克有一个巧妙的想法，确保更多的钱用于教学，而较少的用于管理和开销。关于如何纠正一个坏掉的系统，有各种各样的想法。查理，作为一个大本钟富兰克林的爱好者，总是说"防范于未然"，我认为我们已经在奥马哈已经做了很好的预防动作。你知道，查理在这件事上会有很多话要说。

我很钦佩像帕特里克和比尔·盖茨这样的人，还有其他很多人，约翰·沃尔顿和泰迪·福斯特曼，布法罗的鲍勃·威尔默斯，各种各样的人，他们都在解决这个问题。这可能是仅次于核、化学和生物问题，我的意思是，这个国家的头号问题是确保教育系统是世界上最好的。我们有很多资源，但我们不直接提供它。

当你在为成千上万的学区工作时，这是非常复杂的，你和很多很多的工会一起打交道。而在很大程度上，在

很多地区，富人已经选择退出这个(公立教育)系统，他们自己去建立了一个独立的系统。你知道，如果我每天都在奥马哈的公共高尔夫球场打球而不是在乡村俱乐部打球，我就不会那么担心了。如果你有两个层次和学校系统，一个为富人，一个为穷人，那就很难通过债券发行，让那些没有钱送孩子上私立学校的人受益。不过，就这个国家的机会平等而言，我非常相信公立学校系统。(掌声)查理的教育思想实际上已经接近经营一所学校了。我非常关心这件事，所以我会把它交给他。

芒格：在参加这次会议的路上，我了解到了一些关于奥马哈公立学校的有趣的事情。我在南奥马哈的一个仓库里停下来签了一些书，仓库里有一个非常好的人，他和奥马哈公立学校的一位八年级老师结了婚。我们开始讨论"如何不让一个孩子掉队"。他说他的妻子，这个八年级的老师，有一个非常有趣的教学方法。对于许多不识字的孩子，她把书录在磁带上，用自己的声音慢慢地说。当一些孩子在看书的时候，另一些孩子在听磁带，这样听磁带的孩子在问关于书中内容的问题时不会被遗漏。好吧，这是"如何不让一个孩子掉队"，但在某种意义上，但它也是一种失败。我认为，对于一个文明社会来说，一旦有人上了八年级却不能阅读，就很难改变这种情况。所以我认为有很多失败，即使是在像奥马哈这样相对有利的地方。这是非常严重的失败。我们不应该让它发生。

巴菲特：是的。我的朋友比尔·鲁安(Bill Ruane)，我相信他也在这里，就他教孩子们阅读的项目而言，他正在做一些非凡的事情。事实上，在这里的记者应该找到比尔，了解他在过去 10 年里所做的事情。在提高阅读能力和孩子们对阅读的热情方面，这是更重要的。因为，你知道，当我谈到我们的经理们，我也说过，最重要的是他们对自己的生意有热情。阅读的热情是可以培养的，比尔已经在哈莱姆区开始的项目中展示了这一点。他在那里建了一个街区，然后从那里出发。他将是一个非常有趣的人，你们会从这个问题上得到一些看法。

你知道，我们在这个国家取得了巨大的成功，这在很大程度上是因为人们在美国获得了比世界上大多数地方更接近平等的机会。当我的孩子去我能吸引优秀教师的学校上学时，你就没有平等的机会了，在那里他们和其他孩子在一起，这些孩子也很有动力，他们在家里受到鼓励，还有其他各种各样的事情，而另一些人，出生在一个不那么优越的家庭，真的没有机会。他们可能就会在附近上学，而那周围可能是一个暴力营地，在那里老师们只是希望他们快点毕业。那么，除了做违背社会利益的事情外，其他孩子没有任何激励。

在一个人均 GDP 接近 4 万美元的国家，这种情况是不应该存在的。

顺便说一句，有人提到了比尔·盖茨当董事的事，我在这里做了一个小调查。普华永道和英国《金融时报》在

调查中进行了合作。他们要求世界各地的首席执行官们做出选择——如果他们可以从历史或今天选出任何人加入他们公司的董事会，他们会选择谁？

我很高兴地告诉大家，比尔排在第二位。事实上，第三名是温斯顿·丘吉尔。[汽车高管]卡洛斯·戈恩排在第四位。耶稣基督排名第五。拿破仑·波拿巴排名第六。我不会给你名单的其余部分，但是——

芒格：谁是第一名？

巴菲特：嗯，是(通用电气前 CEO)杰克·韦尔奇。我就知道你会问。(笑)但我们没问杰克，我们问了比尔。所以，实际上，我认为这是一个非常有趣的名单，因为我认为世界上的许多 CEO 都希望那些已经去世的人能进入他们的董事会。(笑声和掌声)

12、零首付按揭助长房价泡沫

股东：大家好，我是来自伊利诺伊州芝加哥市的 Robert Piton。从这一点来看，伯克希尔和微软之间的某种合并可能正在进行中。

巴菲特：我一直在向比尔暗示，但这似乎没有任何反应。(笑)

股东：我的问题是，你是否认为在 90 年代银行系统以零利率为购房提供资金的转变影响了整体储蓄率，因为购房是大多数人进行的最大投资，以及由这些买家推动的整体房价上涨？如果是这样，你会建议我们如何改正这个问题？

巴菲特：是的。当然，任何时候建造一个房子，都代表着一个人的储蓄。我的意思是，购房者可能不需要首付就能买到房子，但这意味着他 100% 的抵押贷款都是通过别人在某处存下来的资金，而这些资金可能经过了三到四次的中介。但住房建设是通过储蓄来实现的。

毫无疑问，贷款条件已经变得越来越容易，我已经和一些抵押贷款银行家谈过这个问题，并且随着价格的上涨，贷款条件也变得越来越容易。现在，你知道，这与人们通常对贷款的看法完全相反。一般来说，资产类别膨胀得越厉害，审慎的银行家就越不会放贷。

但当然，在这个国家，你现在有以抵押贷款为抵押品、然后购买抵押贷款的人(资产证券化)，在这种情况下，我想到的是房地美和房利美，所以在这里我们谈论的是那些价格较低的房屋，但抵押贷款的购买者不需要关心底层的抵押贷款到底是什么样的，也不关心他们做的是什么样的金融交易。他们所要做的就是看担保，他们看的只

是担保，而不是看是否有人付了钱，或诸如此类的事情。

所以我认为你可以很容易地获得融资来促进房地产价格的繁荣，即使是在更高的水平上。我认为，过去在其他资产类别中出现的情况，我的意思是，我曾谈到的农业泡沫是由这样一个事实促成的，即在 1980 年左右，小城镇的银行在贷款方面通常非常保守，但它们给大量农场发放了它们本身永远无法偿还的贷款。有人开始说农场是资产增值类的投资，而不是看收入产出的投资。一旦你谈到资产增值投资，忽略了你贷款的潜在经济意义，你实际上是在谈论更大的傻瓜游戏。你会说，这是一个愚蠢的价格，但会有更大的傻瓜出现。在一段时间内，这实际上是一个有利可图的游戏。但这不是银行家应该做的事情。

所以我想说，很明显，在整个国家，宽松的借贷确实降低了储蓄率。但是，实际上，有些人必须为其他人借钱而储蓄。而现在正在发生的是，世界其他国家都在储蓄。我说的是在全球范围内，世界其他国家都在储蓄。所以他们给我们送来了 20 亿美元。我的意思是，实际上，我们给了他们 20 亿美元的所有权——他们每天在美国投资 20 亿美元。

但是很多经济学家会说，好吧，这就是正在发生的事情。世界如此热爱我们的资产，他们对美国如此有信心，以至于目前的经常账户赤字是由他们想要投资的事实所驱动的。我一点都不相信。坦率地说，我认为提出这样的论点是愚蠢的。他们投资是因为他们不得不这么做，是因为我们的消费习惯，而不是因为他们想这么做。我认为美元贬值就是证据。查理？

芒格：我没有什么要补充的。很明显，在新的领域，对房屋的宽松贷款导致更多的房屋被建造，并导致房价更高。当然，最终，如果你构建了足够多的新事物，你就会产生抵消效应。如果你建了太多的房子，最终会导致价格下跌。

巴菲特：我给你一个想象中的例子。让我们假设奥马哈有一个完全恒定的人口。没有人被允许离开。没有人进入。出生率等于死亡率，诸如此类。因此，人口是不变的，没有人可以建造更多的房子。我们刚刚通过了一项城市条例。但每年，每个人都会把房子卖给邻居。所以，第一年，每个人都把自己 10 万美元的房子卖给了邻居，他们都换了房子，这很好。然后第二年，他们同意我们以 15 万美元的价格完成交易。你会说，怎么可能呢？嗯，我们都会去找房地美或房利美，让我们的抵押贷款得到更大数额的担保，然后在纽约或东京或其他地方的人会买下房地美或房利美的债券。那么我们每个家庭会有 5 万美元的流入。我们都会有同样数量的房子。我们一家人住

在一栋房子里。我们会把我们的房子标高，然后我们现在有一个更大的抵押贷款，但是我们那一年多了 5 万美元的收入，只是为了支付更高的抵押贷款。我们会在第二年做同样的事情，花费 20 万美元，等等。

现在，这将是透明的，人们可能会意识到在奥马哈发生了一些有趣的事情。但是你可以有一个偶然的行为的聚合，在某种程度上导致同样的效果。我的意思是，如果你不断提高价格，在这个过程中，有人认为他们没有承担风险，因为他们得到了政府的担保，他们就会为标高的价格买单，然后钱就会大量涌入，每个人都会在很长一段时期内感到非常高兴。在奥马哈方面，我们没有任何类似于我所阐述的幻想的东西。但我认为，我们的经济中也存在某些方面的问题。查理，我把这个问题扔给你。你同意还是不同意？

芒格：是的，我同意这一点。在任何现代经济的不同部分，你都会遇到各种各样的庞氏效应。它们非常重要，但在经济学中很少被研究。

13、对黄金“不感兴趣”

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。我叫马丁·奥利里，来自德克萨斯州奥斯汀市。

巴菲特先生，鉴于您过去写过关于美元和您持有的外汇远期合约的文章，以及许多国家倾向于使其货币贬值的经济政策，您认为黄金可以被视为纸币的可行投资替代品吗？

巴菲特：是的，我们对黄金不感兴趣。

从历史上看，人们一直认为黄金是避免货币贬值的第一个避难所。

但是，你知道，一桶石油也是如此。一亩地也是如此。一块可口可乐也是。喜诗糖果也是。

喜诗糖果——如果美元下跌 50%，我们将以目前价格的两倍出售喜诗糖果。我们会以同样的实际价格买到喜诗糖果。

为了买一磅或两磅一盒的糖果，人们每周将工作同样的分钟或小时数。

因此，我们更倾向于一种——某种资产，它将是有益的，无论货币的价值是今天的价值，还是今天价值的 10%，或者人们是否正在使用海贝壳来进行交易。

因为人们会继续吃，他们会继续喝，做各种各样的事情。而他们的偏好，以实际美元计算，会为我们带来或多或少相同的经济效益。

我们不会用这些资产的所有权来换取一大块黄色金属，这几乎没有什么真正的用处，除非是那些寻求逃离美

元的人，而且在我们看来，他们真的没有考虑过逃离的后果——他们应该逃到哪里去。查理？

芒格：是的。如果你有像伯克希尔那样的机会，那么平均下来，黄金是一种愚蠢的投资。

巴菲特：我的父亲(霍华德·G·巴菲特)是一位狂热的黄金爱好者。于是我围坐在餐桌旁——我的两个妹妹也在。他们会作证的。

我们坐在一起听黄金的优点，那是在 1940 年，而当时的黄金价格是 35 美元一盎司。同时，我们会有一些存储和保险成本。

你知道，65 年后的今天。在经历了世界大战、核弹、各种各样的东西后，黄金从 35 美元到 400 多美元，减去这些费用后计算复利率，收益并不会让我垂涎欲滴。

23、盈利预期的危险

股东：来自英国的 Andrew Noble(博士)。除了你之前谈到的灾难性保险事件或世界末日的情景，关于伯克希尔的运营，你最担心的是什么？

巴菲特：嗯，我想说，我们不担心我们所拥有的企业的经济状况。我们有一个非常多元化的团队组合。总的来说，它们是非常好的企业，他们是由这个国家最好的经理人经营的。但是我们担心人会出问题。

你知道，你在电影中听说了所罗门的事情。而且，即使我们有 18 万人在那里，我还是可以向你保证，在我们谈话的时候，它有些地方出了问题。这就是它很自然会发生的事情。但是，你会希望它相对不重要，或者我们能克服它。你知道，那是我们知道必然会发生的事情。我们试图建立一种文化来最小化这些。我认为我们的文化确实把这一点最小化了。

在我们看来，**拥有正确的激励机制非常重要**。我们认为，许多地方的激励措施并不那么好。当我坐上飞机，我们拥有像 NetJets 这样的公司时，我最不想告诉飞行员的就是“我要迟到了，我希望我们能更快一点到达纽约。”我的意思是，去激励一个飞行员是愚蠢的，因为他可能会担心。在某种程度上，你会影响他的工作，使得他在起飞或做检查清单之类的事情上太过着急。在我们看来，公司在薪酬计划或激励员工的事情上一次又一次地这样做，至少是做了一些错误的事情。这并不意味着在任何情况下都不会发生任何错误。但你不应该有一个让人们担心季度收益的系统。我们的经理都不会向奥马哈提交预算。我也不知道我们下个季度会赚多少。对于我们的经理们，我不会给他们任何暗示说，我希望在本季度每股能赚到 X 美元。特别是在保险业务中，只要你想，你可以报

告任何数字，只要你承保一些期限较短的长尾业务(赔付风险大的业务)。你知道，我们有 450 亿美元的损失准备金。但谁又知道正确的数字是 450 亿、还是 460 亿或是 440 亿？如果想要在某个季度报告某个给定的数字，而不是 450 亿，你完全可以给一个 440 亿或 475 亿或者类似的数字。

所以我们没有激励措施，无论是在员工的薪酬方面，还是在他们不想让我失望这一事实方面。

让我们假设在今年年初，我要求每个人提交预算，然后我去了华尔街，鼓吹了一堆数字。即使他们的薪酬不取决于此，经理们也会觉得，你知道，我们不想让沃伦在这件事上失望。所以，你知道，我们会对准备金持乐观态度，这很容易做到，在季度末，我们不会让他失望，然后他在华尔街面前就不会像个混蛋。所以我们尽量避免这类事情。但即便如此，这也是我们所担心的。

我们不用担心赚钱的事儿。我是说，我们总会赚钱的。如果我们做不到，那是我的错。而这不是问题所在。现在的问题，除了我们刚才谈到的，剩下的问题是如何配置资本，而这也是我的工作。而且，你知道，我最近在这方面做得不是很好，但如果有一点运气，在不同的市场形势下——我们会有机会把这一点做得更好。查理？

芒格：是的。好吧，如果你停下来想一想，在现代公司资本主义中，我们不喜欢的很多历史都来自于一种不合理的预期，来自于总部的沟通，即收益必须在没有波动和高度规律性的情况下上升，我指的是企业收益。总部的这种不合理的期望是非常非常邪恶的亲兄弟。但在我们伯克希尔，我们的经理人不需要这种亲兄弟。

巴菲特：一个季度又一个季度，一年又一年，企业的业绩并没有达到预期。这不是经营企业的本质。而且，在我们看来，那些准确预测未来的人要么是在跟投资者开玩笑，要么是在跟自己开玩笑，要么就是两者都在开玩笑。查理和我都在致力于树立公司文化，因为有时是在董事会，有时候是 CEO 的自负，会影响到公司的预测，而这些预测随着时间的推移是不可能实现的。公司里的每个人都知道这些预测，因为它们都非常公开，员工们都知道如果他们没有实现这些预测，他们的 CEO 的脸色会很难看。这可能会导致很多不好的事情。

不管怎样，我的意思是，坏事情已经够多了。但是建立一个系统，对你周围的人施加经济或心理压力，让他们做他们可能根本不想做的事情，以避免让你失望。我只是认为这是一个可怕的错误。你知道，我们会尽量避免这种错误。

24、我们寻找的是有出色业绩记录的经理人

股东：(录像暂时中断)....质量很大程度上是天生的。所以，如果这些特征是与生俱来的，而你又想在没有业绩

记录之前，准确地识别出未来优秀的经理人或企业家，你会怎么做呢？特别是，有没有一种方法可以知道，在某人赚了很多钱之前，在他们建立起自己热爱并充满激情的事业之前，他们会在以后的生活中会发展出这些品质？

巴菲特：这是一个非常好的问题。多年来，我们通过从我们看过有记录的人那里收购企业，在很大程度上回避了这一问题。换句话说，如果在一个有 50 个人的 MBA 班，通过坐下来和每个人交谈，检查他们的成绩，检查他们的课外活动，和他们的父母交谈等等，我仍不确定我能很好地从未来商业成功的潜力方面给这 50 个人进行排名。当然，其中一些还取决于他们涉足的业务领域。所以，我认为这很难。我觉得去练习台练习很难，那里的人实际上并不是在击球，而是在练习挥杆，然后判断哪一个 2 分球，哪一个 15 分球，还有哪一个球可以在巡回赛中获胜。我想我能分辨出一些球，但这的确很难。

我不认为我们已经取得了很大的成功，但我们也没有做太多的尝试，在人们有记录之前识别他们，尝试识别那些超级明星。相反，我们采取了简单的方式，如果有人带着一个已经做了 10 年、15 年或 20 年，或者可能是 50 年的非凡业务来找我们，我们已经看到了他们的平均击球率是多少，我们实际上可以看到他们的高击球率，然后我们只是简单的假设我们不会因为雇佣他们而把事情搞砸。我们还假设他们能活到 100 岁或 120 岁左右，然后我们就买下了这家公司。这样做要容易得多。比起去大学棒球队或高中棒球队挑选出超级明星(要容易的多)。特别是在你看了几个赛季的棒球比赛之后，分辨出伟大的棒球击球手要容易得多。

有一件有趣的事情，我希望我能记得我在哪里看到的这项研究，它甚至可能不是一个有效的研究，但我确实记得很多年前看到过一些东西，他们试图将商业成功与各种变量联系起来。他们考察了在学校的成绩，以及是否获得了 MBA 等诸如此类的东西，他们发现，最相关的是他们第一次创业的年龄。那些对开设柠檬水摊或其他什么生意非常感兴趣的人，往往有更好的成就。与其他变量相比，它往往与商业成功有更好的相关性。

我们发现我们有很多 MBA 在为我们经营企业，但在我们聘用他们或达成交易之前，他们已经经营了很长时间。我们还有一些经理从未进过商学院。我认为这当中需要分辨的因素太多太多。随着时间的推移，你需要不断的进步。我不认为这都是天生的，我也不认为你不能改进。我知道你可以改进你出生时被赋予的东西，但我确实认为有很多是后天的因素，这比我 30 或 40 年前想象的还要多。

我确实是在商业中看到过这些。有很多人，他们没有经过正式的商业培训。我是说，查理从来没有上过商学院，但他曾想过去上。我的意思是，我从来没有听到查理说过任何关于生意的蠢话，除非他不同意我的观点。(笑)

事实是我从来没听他说过关于生意的蠢话。还有其他人。我从来没有听过(Geico 首席执行官)托尼对保险生意说过任何愚蠢的话。实践出真知，他们从实践中得到了答案。这并不意味着他们会是一个很棒的交际舞者，或一个很棒的棒球运动员，或一个伟大的政治家，但他们天生对商业感兴趣。查理？

芒格：是的。一部分是智力，一部分是气质。我不知道比尔·吉恩是否在观众席里，但在我 14 岁的时候，我就知道比尔·吉恩会很有钱。他是我高中时的同学，是个非常聪明的人，他想成为有钱人。他处理生活的方式很明智。我认为明智的人，如果有合适的气质和合适的智力，如果他们在我们的体制中活得足够长，就会变得富有。但我认为，在某种程度上，气质也是遗传的。不是吗？

巴菲特：是的。顺便提一句，他的女儿是我女儿在一家针织店的合伙人，我希望你们在空闲的时候光顾这家店(笑)。我们联合了吉恩和巴菲特家族。(笑)查理，你什么时候开始觉得生意是你感兴趣的事情？

芒格：很早。(众笑)我喜欢碰运气的游戏，我喜欢学习如何在游戏中获胜。

巴菲特：是的。对我来说很有趣的是，简单地思考一下 NCAA 的四强赛是否会被取消，而不是推迟或转移到当地，并决定如果它被取消，我们是否要在第二天支付 7500 万美元，以及我们今天想要收到多少来处理这件事。这可能不会引起人们的兴趣——所有的人都不会对此感兴趣。由于我父亲不让我成为庄家，于是我进入了投资行业。(众笑)

16、科隆再保险的利益

股东：早上好。来自德国的 Jens(博士)。在买下科隆再保险的几乎所有股份后，你对进展有多高兴，对剩下的小股东有什么计划？

巴菲特：是的。通用再保险公司，在我们 1998 年收购它的时候，拥有科隆再保险公司 80 年代的一些东西，这是一家大型的德国公司，他们在几年前买下了这 80% 的股份。实际情况比这稍微复杂一些，因为有一项安排是延迟购买的，但这是他们在 80 年代就拥有的一个实际问题。目前，通用再保险公司拥有科隆再保险公司约 91% 的股份。显然，这个问题对我们来说并不紧迫，因为我们已经拥有它七年了，除了定期进行小规模购买外，我们对它并不感兴趣。没有特别的理由来解释为什么 100% 比 91% 更好。但如果价格很有吸引力，而且有人向我们提供股票，我们总是会考虑购买。但这不是任何策略的关键。

17、芒格夸 AIG

股东：我是 ChristianTukenberger，来自欧洲的瑞士。您如何看待来自瑞士的 AIG 和 Converium 这两家保险公司？谢谢。

巴菲特：好的，我将给你第二个问题的机会，因为我真的不认为我应该对 AIG 发表评论。你知道，他们即将发布 10-K。我想，他们也许今天就会发布。我还没有收到任何最新的消息，他们的 10-K 是否已经提交，但他们会有更多关于 AIG 情况的披露，我真的不知道声明中会有什么，我会等着看。我会饶有兴趣地读一读。但我对此没有特别的见解。Converium 在美国遇到了麻烦，但他们也筹集了额外的资金。但同样，我对这两家公司没有任何具体的评论。查理？

芒格：好的，我将大胆地对 AIG 发表一条评论。(众笑)我认为，无论发生什么，人们都会发现，AIG 多年来做了很多非常正确的事情。在那个地方有很多非凡的成就。

巴菲特：哦，是的。非凡的成就。我的意思是，汉克·格林伯格是保险业的头号人物。我是说，在他的一生中，他建立了一个非凡的公司。当 AIG 被交给他的时候，它并没那么大。我可以说，在一定程度上，他成为了财产意外险业务中最重要的因素。但在评估它现在的位置和 10-K 出来后会有什么结果而言，我只是不知道。

18、房利美、房地美和住房抵押贷款危机

股东：早上好。我叫迈克·诺兰。我和我 18 岁的儿子布莱恩来自新泽西州的蒙特克莱尔，他正在经历他的第一次伯克希尔年会。我的问题，你在前面的几个问题中也谈到了一点，是关于华盛顿目前的监管环境，它似乎对房利美(FannieMae)、房地美(FreddieMac)、联邦农业抵押贷款公司(FarmerMac)等越来越不利。如果政府支持企业受到有效约束，或受到过去特许经营的重大限制，对美国消费者和整个美国经济会有什么影响？这会不会刺破你之前提到的，以及一些私人经济学家所说的房地产泡沫，以及会有什么后果？

巴菲特：是的。政府支持企业实际上扩大了它们最初的章程和存在的理由。最初的想法是，他们将担保抵押贷款。他们最初的额度是非常有限的，我认为，大概只有从财政部的 25 亿美元的信贷额度。但在某种程度上，他们被引入，是为了购买经过联邦住房管理局和退伍军人管理局在他们的领域担保的抵押贷款，是为了给人们在远离自己地理位置的地方借钱或者借钱的信心。

我的意思是，当我在 1958 年借钱买了我的房子，我去见了西方建筑和贷款公司的布朗利先生，你知道，他知道一些关于我的事情，他知道一些关于我父母的事情，他知道房子在哪里等等。

但随着抵押贷款市场变得更加机构化，资金的来源在地理上变得离资金的使用者更远，为了拥有一个高效的市场，政府资助企业(GSE)是一个非常合理的发展。政府两房和房利美也加入进来，他们的想法是，只需支付一笔费用(过去平均约为 25 个基点)，他们就可以担保这些抵押贷款，这样住在 3000 英里以外的人就可以通过证券购买这些贷款，而不用担心个人财产。然后，在接下来的几年里，投资组合业务得到了发展，当然，它们使 GSE 获得了高资本回报率，因为，实际上，GSE 被视为政府担保的，这样人们就可以借钱给它们，而不用担心所使用的杠杆程度。实际上，GSE 变得越来越庞大。他们大量发展所谓的套息交易，实际上是利用了政府的信用，以及他们支付的资金和他们获得的抵押贷款之间的利差。这就成了他们收入的主要来源。他们在实现所承诺的增长率时非常得意忘形。

我记得几年前读过房地美的报告，他们谈到了为十几岁的孩子提供服务。我对自己说，这太疯狂了，因为当你经营一个大型的套利交易业务时，你不能这么做。利率曲线的斜率将增大。我们不可能把 30 年的钱借给 30 秒后还你钱的人，你唯一能做的就是发行你自己的 30 年期债券，你可以在 30 秒后赎回，而人们不会购买这些债券。在这种情况下，让资产和负债在无风险的情况下匹配非常困难(短债长贷存在重大利率风险)。因此，作为一个实际问题，你不能完美地处理重大利率变化的风险。

但 GSE 一直在为华尔街提供不断增长的收益。所以他们首先扩大了他们的投资组合，后来，正如我们所看到的，他们卷入了一些会计诡计，当你想到这个国家最重要的两个机构，董事会里有各种各样的金融专家和顶级的审计师和一切，结果是数十亿、数十亿、数十亿美元被误报时，你真的有点困惑。它向您展示了系统中可能发生的情况。现在国会正在做出反应，政府正在做出反应，美联储主席艾伦·格林斯潘(Alan Greenspan)正在作出反应，他说，我们创造了什么？这是什么情况？这两家公司拥有超过万亿美元的抵押贷款，人们真的认为联邦政府陷入了困境，而联邦政府确实陷入了困境——却想说它没有陷入困境。

但事实是，它是有问题的。基于这种隐含的承诺，全世界的机构都拥有这些信用证券。这一切都是因为，基本上，这些公司希望每股收益上升。现在，他们说他们这样做是为了维持一个有序的市场，以及抵押贷款中的所有东西。但它们实际上是为担保抵押贷款而设立的。国会将会做出反应。这将是一场大战。

多年来，这两个机构一直大力支持各种立法者。他们有很大的影响力。他们的影响力不像一年前那么大，但他们在国会中有很大的影响力。另一方面，人们在某种程度上对自己的所作所为失去了信心。他们也看到了政府

向两家机构签发空白支票的后果，**这两家机构正试图实现每股收益 15% 的年度增长，并通过会计手段来实现，而他们已经没有能力通过其他手段来实现。**因此，这是国会应该给予大量关注的事情。在我看来，我认为，在大多数人看来，他们不能摆脱它们。他们不能说摆脱你的投资组合或任何类似的东西。

所以我猜测可能会出现某种削减，某种更严格的会计要求，有时可能是更严格的资本比率。在很长一段时间内，政府试图找到一些东西来帮助他们摆脱目前的处境，他们支持两个实体，这两个实体有时表现得像历史上最大的两个对冲基金。查理？

芒格：是的。好吧，他问的部分是，如果政府控制这两家机构，并强制大幅削减资产基础，会发生什么。

巴菲特：我不认为政府会做更糟糕的事情，导致他们会抛售数千亿美元的抵押贷款。但如果政府限制它，政府说，从现在开始，你必须以**严控节约的模式运行**几年，因为有很多人在那里购买抵押贷款。

但人们已经在购买房利美和房地美为抵押贷款融资的证券。因此，房利美和房地美并不是各自独立地拿出资金来为这些抵押贷款融资。他们从别人那里得到的，别人可以把房地美和房利美排除在外，通过其他形式购买抵押贷款。如果房地美和房利美不再购买新的投资组合，这根本不会是世界末日。我不认为它会有任何显著的改变，无论是住房成本还是其他方面。你呢，查理？

芒格：嗯，我同意。我认为，如果未来的增长受到抑制，也不会产生巨大的宏观影响。我确实认为，**很多麻烦的出现，都是因为大量使用衍生品，以及房利美和房地美都相信衍生品交易员的巧舌如簧的推销技巧。**而且，正如你们许多人所知，我认为美国的衍生产品会计和衍生产品交易业务存在很多问题，我认为"我们还有大量账单并未支付"。

巴菲特：请记住，这些公司是世界上最受监督的公司之一，其董事会中有杰出的金融专业人才。如果你在这些公司中，房地美在一个方向上出现 50 亿美元的错误(虚报 50 亿利润)，而同时房利美在另一个方向有 90 亿美元的错误时，我会说，我们从吉米·斯图尔特和《美好生活》开始，已经走了很长一段路了。(笑)

(1946 年电影《美好生活》讲述了主人公乔治在圣诞夜丧失了对生活的信心，准备自杀，上帝派来的天使帮他渡过危机，重新鼓起了生活的勇气的故事。)

芒格：是的。

19、英国的报告要求是一种威慑

股东：你好，我是来自英国伦敦的 Peter Webb。我想问你的问题是：我做了很多年的投资者，做得很好，跟

你有类似的风格。所以谢谢你。

巴菲特：你想量化一下吗？你随时可以寄支票给我们。(笑)

股东：但如果有交易的话，也许我们可以在之后再谈。

巴菲特：好的。(笑)

股东：我对你和查理的问题是，在过去的时间里，我在英国和欧洲购买了许多不同的公司，我也看到许多美国价值基金购买了同样的公司，但我看到伯克希尔及其子公司的活动很少。我不知道这是否反映了你对英国、欧洲和世界的看法。你是否只是看到缺乏投资机会？是不是超出了你的能力圈范围？还是有什么其他的原因让我看到你在欧洲的活动变少了？

巴菲特：是的，这是一个很好的问题。当然，如你所知，我们拥有中美能源公司 80%左右的股份，该公司在英国拥有非常大的业务，但这是一项运营业务。如你所知，在英国，当你持有一家公司 3%的股票时，有一条规则是投资者要求向监管者报告。实际上，在某些情况下，股东权益变动的报告甚至会早于 3%。还有一项规定，如果有调查或任何事情，必须作出回应。所以，如果你拿一家市值 50 亿英镑的公司来说，如果我们收购了其中的 1.5 亿英镑，我们就必须报告，这往往会搞砸后续的收购。所以，我们拥有其他一些英国公司的股票。我们在帝亚吉欧(Diageo)有股票，那是当时的健力士(Guinness)。但在超过 3%之前，我们考虑了两次，因为有报告要求，如果我们要卖出，我们就必须报告，我们考虑了所有这些事情。所以这是一种威慑，但不是压倒性的威慑。如果我们有机会买一家我们认为很便宜的公司，特别是如果我们可以一次买下它(那我们就会行动)。但是有很多特殊的规则，在英国生效，在美国不生效。顺便说一句，前几天的《华尔街日报》说，如果我们在 10 个工作日内在美国收购了一家公司 5%以上的股份，我们必须报告监管层。这不是真的。那是报告中的一个错误。但在英国的情况是，在 3%的情况下，就会触发报告。

但在那里，我们会对很多英国企业感到很舒服。而且，我们在这里应用的相同标准：持久的竞争优势，我们喜欢和信任的经理人，以及合理的价格。我们已经看到了其中的一些。大约一年前，英国有一家保险公司，我很想买下它，但我们在价格上无法达成一致，但我们对在英国收购企业没有任何偏见。正如我所说，我们在约克郡和北方电力公司，我们有一项业务，在我们的报告中显示，税后利润接近 3 亿美元。实际上，考虑到我对货币的看法，我会稍微多买一些未来收益会是英镑而不是美元的东西。查理？

芒格：嗯，我认为我们最终选择了欧洲的货币是一件很有趣的事情，因为欧洲的社会化程度比美国高得多。

这是一个奇怪的事件。

巴菲特：查理，你到底喜不喜欢它们？(笑)

芒格：当然，在最近几个月的相当长一段时间里，我们实际上更喜欢社会化欧洲的货币，而不是我们自己的货币。我只是觉得这对我们俩来说都很奇怪。那本来不应该会发生。

巴菲特：直到三年前，如果我从欧洲回来，口袋里有一欧元，我就会迫不及待地跑到银行或其他地方换回美元，因为我怕它还没来得及处理就贬值了。但几年前我改变了看法。我们希望在世界其他地方收购企业和股票。查理提到了政治气候的不同。

有一件事：你读到欧洲和日本经济增长缓慢，这是真的。但你看到的增长数字通常不是按人均计算的。由于欧洲的人口总体上变化很小，而美国的人口每年增长 1%或 1.5%，如果你看美国的增长数字，有人说 3%左右，但这不是按人均计算的。我的意思是，你必须通过人口的增长来缩小它。然而，如果你读到欧洲的增长，一般来说，你面对的是一个没有变化的人口基数。因此，人均基础上的增长率差异并不像新闻标题所说的那么大。

20、为别人的会计承担法律责任？

股东：先生们，我叫麦克·麦克洛斯基。我来自加拿大多伦多。我的问题是：金融中介或交易的一方，有什么义务确保交易的另一方正确地解释它。

巴菲特：嗯，这个问题可能会在非常现实的意义上出现。(笑)但是，很明显，我们有很多再保险交易。银行与人们有很多交易。当然，如果你故意做一些事情，导致公司参与其中，那么你可能有非常严重的义务。但另一方面，我们为数百家公司做再保险。他们有法律部门，他们有审计员。今天可能会有人在那里用他们的会计做任何事情，这可能不会局限于他们与我们的合同，也可能是别的事情。但我要说的是，这真的**取决于是否有参与性**。对吧，查理？

芒格：正如你所说，这是一个充满歧义和不同问题的主题。你有一些酒保责任——如果你给已经喝醉的人提供饮料，为什么会有人说酒保是有责任的。另一方面，在美国，广播电台被允许将广告时间卖给那些利用广告时间进行明显欺诈的人，而且从来没有人起诉过广播电台。很难预测哪些东西会被合法地转移，而供应商要为其客户的行为承担责任。

21、投资自己，忽略资产配置

股东：我的问题是关于美国再次出现贸易逆差的问题，以及它对美元未来价值的影响。你认为在美国的个人或企业主是否应该关注其未来美元收入或储蓄的购买力，并将其投资分散到非美元证券中？

巴菲特：我认为对于个人来说，选择个股、选择进入市场的时机、选择货币都是非常困难的。我的意思是，我只是认为这是一个他们往往在错误的时间感兴趣的游戏。当那些不小心关注股票的人对股票产生兴趣时，就会出现一些逆向选择。我认为，**对大多数人来说，你能做的最好的投资，就是投资你自己**。我的意思是，当我和学生交谈时，你知道，我会说，我愿意预先支付给他们 10 万美元，以换取他们未来所有收入的 10%。在很多情况下，我会很高兴。所以，我愿意花 10 万买下其中的 10%，那么我对这个人的估价是 100 万美元，这只是我眼前的资本价值。你为发展自己的能力或者你自己的生意，所做的任何事情都可能会比你开始考虑个人的外汇资产配置更有成效。如果你在这个国家有很好的生意，用美元赚钱，你会做得很好。我的意思是，你可能生活在一个 20 年后的世界里，GDP 的几个百分点将用于偿还我们现在通过运行这些赤字所创造的债务和所有权。

但你在美国会做得很好。所以，我不会那么担心。查理？

芒格：如果你看一看伯克希尔，你会发现它并没有做太多的常规资产配置。我们正在寻找机会，我们不太关心它们属于什么类别，我们当然不想让我们寻找的机会受到一些预先设定的人为类别的控制。从这个意义上说，我们与现代投资管理完全不合拍，但我们认为他们错了。

巴菲特：是的。顺便说一句，我们有 80% 的钱，或者远远超过 80% 与这个国家和美元挂钩。所以这并不像，你知道，我们已经离开了这个国家或任何类似的东西。

芒格：你什么时候做过大的资产配置策略？

巴菲特：从来没有。我们最终得到了特殊的资产组合。我的意思是，如果垃圾债券的事情再持续一段时间，我们可能会有 300 亿，而不是 70 亿。但我们这么做仅仅是因为它在冲我们尖叫(快来买我们吧)。我们对股票也是这么做的。我的意思是，在过去的许多年里，我们的股票头寸超过了伯克希尔的账面价值。但它们很便宜。

芒格：在进行资产配置时，我希望你们记住我最喜欢的一句话。**"如果一件事根本不值得做，那就不值得做好。"**(笑声)

巴菲特：你可以看到为什么本·富兰克林把衣钵交给了查理。(众笑)

我们现在要休息一下，所以你们都可以出去，在隔壁的房间享受一下，然后吃午餐，我们将在 12:45 回到这里。其他房间的人可能会回到这个区域，因为我认为午餐后我们会有足够的座位。

* * * 下午场 * * *

开场白

巴菲特：好的，如果你有机会坐下来，我们将在一两分钟后开始。我们将一直问答到 3 点钟。然后我们将休息到 3:15，然后我们将召开商务会议。因为没有人为那次会议提交任何提案，因此会议时间可能相对较短。4 点钟，查理和我将在这里的另一个房间与来自北美以外的在座各位见面。我们要特别感谢你们远道而来。

1、通货膨胀将一直伴随左右

股东：下午好。我叫 KenGoldberg，来自马萨诸塞州的 Sharon，本杰明·富兰克林的出生地。而且，多亏了新泽西州，它是美国唯一一个不能购买 GEICO 汽车保险的州。(众笑)今天上午早些时候，你们讨论了已经削弱并有可能继续削弱美元的政策。在你早些时候给股东的一些信中，你警告了通货膨胀的危险，并告诫股东在评估企业业绩时应充分考虑通货膨胀因素。你认为美元大幅贬值会在多大程度上引发通货膨胀，从而对伯克希尔的股票持有和业务造成不利影响？在美元走软的背景下，我们应该在多大程度上调整伯克希尔的整体表现？

巴菲特：我们认为，总体而言，我们的企业在通胀方面会做得很好。但是通货膨胀会破坏价值，但是它破坏的非常不平等。在通胀期间，最好的生意是保持其以实际美元计算的盈利能力，而无须进行相应的投资。实际上，就是为通胀带来的名义增长提供新的资金。最糟糕的一种生意是，你必须不断地把越来越多的钱投入到糟糕的生意中。

实际上，在过去 40 年里，航空公司一直受到通货膨胀的影响，因为与 30 或 40 年前相比，现在他们不得不将大量资金投入一项糟糕的投资中，那就是一架新飞机。而他们必须留在游戏中。他们必须不断购买新飞机。现在新飞机的成本要高得多，而回报仍然不足。所以最好的保护是一个不需要大量资本投资的非常好的业务。

而且，你知道，最好的投资是你自己。如果你是城里最好的脑外科医生，或者是城里最好的律师——不管是什么，你不必不断地重新教育自己，让自己成为这类人。当你去医学院或法学院的时候，你用旧的美元买来了你的专业知识，而你不需要不断地再投资，而且你还能用现在的美元来维持你的赚钱能力。

查理和我一直怀疑，通货膨胀会重新获得几十年前的一些势头。我们总是认为它在某种程度上得到了缓解。我们认为关于通货紧缩的讨论完全是无稽之谈。当然，你会认为贸易状况会加剧任何可能出现的通胀趋势。我的意思是，很明显，以欧元计价的石油价格的涨幅远远低于以美元计价的石油价格的涨幅。你和我都在用美元购买汽油，所以我们看到，由于美元贬值，我们的燃料成本增加得更多，如果我们生活在欧洲或其他地方或澳大利亚，就会看到这种情况。所以，在计算我们想要购买的投资和生意的种类时，通货膨胀总是一个因素。但事实并非如此，它并没有把所有其他因素都排除在外。我是说，它一直伴随着我们。我们会一直考虑的。

喜诗糖果在通胀时期表现良好，因为它没有必须以当前美元进行的巨额资本投资。我们拥有的其他业务，比如公共事业业务，以美元计算，现在维持资本支出的成本比 30 年前高得多。所以，你必须把越来越多的钱投入到公共事业中。你最好希望，在高通胀时期，可达到的回报率与低通胀时期的回报率是相称的。查理？

芒格：是的。嗯，到目前为止，推动美元相对于其他货币贬值的事实一直在抑制美国的通货膨胀。换句话说，到目前为止，抑制通货膨胀的是其他国家的出口竞争优势。

巴菲特：是的，你为鞋子付的钱少了。你知道，我们在鞋类生意中被干掉了。30 年前，在美国使用的 10 亿多双鞋中，有很高的比例是在这里生产的。而现在，几乎没有是在美国生产的。但如果它们都是在这里生产的，你会花更多的钱买鞋。这是毫无疑问的。

2、巴菲特：不要做空美国

股东：我是来自圣路易斯的医生。我想感谢你和在座的各位，因为我是那些对金钱和金融一无所知的医生之一。我赚了钱，但我不知道该怎么花。我无法真正评估一家公司的财务实力，但我可以评估一家公司的道德实力。这就是为什么把我们的存款放在伯克希尔让我感觉很舒服，我想我们在座的大多数人都同意。

巴菲特：谢谢。(掌声)

股东：这个问题可能已经被以不同的方式问过了，但几年前，我认识的一位曾担任麦哲伦基金(Magellan)经理的人警告说，由于人们迄今提出的所有问题，我们的股市将经历一个可怕的十年。利率上升，支出失控，美元贬值，滞胀可能即将到来，社会保障问题，等等。甚至还有查理·芒格提到的，我发现我们大多数最优秀和最聪明的毕业生都进入了金融管理行业，而不是成为医生或分子生物学家或化学工程博士。因此，考虑到一两年前，人们对于股市上涨和通过把钱投进股市而让所有人都变得富有，仍然情绪高涨，但现在似乎情绪低落了，我听说是

因为人们预期会出现熊市。我想几年前你就写过，在牛市中赚钱很难。而真正的机会出现在熊市中。所以，我想知道你是否能给我们一些线索，如果未来几年市场真的变得惨淡的话，告诉我们你的策略是什么。

巴菲特：嗯，如果市场变得更便宜，我们将有更多的机会用金钱做聪明的事情。现在，我们是否会在此期间挥霍这些钱还是别的什么问题。但是，你知道，我们会买这样或那样的东西，经营企业、股票、高收益债券，无论什么，只要我活着，我们会买东西，就像我会买杂货一样。

芒格：能买的比杂货更多，沃伦。(众笑)

巴菲特：是啊。查理只是在等着我——(笑声)我以后的生活就是买杂货了。现在，如果我要在明天、下周、下个月和明年购买食品，我是愿意让食品价格上涨还是下跌？答案显然是，如果我是一个净买家，如果价格更低，我会做得更好。我们不擅长预测市场。我的意思是，总体而言，我们知道我们在 70 年代中期买到了大量的便宜货。我们知道市场在 90 年代末在某种程度上疯狂了。但查理和我没有花时间思考或讨论股票市场将会怎样，因为我们不知道。但我们确实知道，有时候，当我们购买一些股票或债券时，我们的钱会得到很好的价值。

但我们不是根据任何关于股票的宏观预测来操作的。总有一长串的原因说明这个国家明天会有问题——你给了几个。但总有一些机会不会经常被提及。所以，我们不会坐下来列出经济中正在发生的坏事和正在发生的好事，并以此预测股市。即使你能正确地预测一些坏事或好事，它也可能不会那样表现。

总的来说，我们这个国家一直处于牛市。我的意思是，随着时间的推移，如果你仔细想想，这是世界历史上最了不起的成功故事。在 1790 年，我们这个国家只有不到 400 万人。当时中国有 2.9 亿人，欧洲有 1 亿人。你知道，他们都有和我们一样的智慧。他们处在相同的大气候中。他们有很多自然资源。215 年后，这最初的 390 万人，拥有世界 GDP 的 30% 左右。因此，做空美国是没有意义的。

这并不意味着我们所有的政策都是明智的，但我不会对这个国家感到悲观。你知道，我最大的担心是恐怖分子或政府会做些什么，因为他们可以获得核武器、化学武器或生物武器。但是，从国家的基本经济状况来看，你的孩子会比你过得更好。你的孙子们会比你的孩子们过得更好。所以我们不关注宏观因素。查理？

芒格：我同意你的观点，在未来相当长的一段时间内，美国的经济可能会增长。但我怀疑，在非常重要的方面，我们正处于或接近一个伟大文明的顶点。(众笑)

巴菲特：各位，你们听到了。(众笑)如果你把 NCB(核、化学、生物)排除在外，我不会有这种感觉。但是，你

会在 20 或 30 年后看到我们中的哪一个是对的。我看到更多的人错过了机会，因为他们把注意力集中在一个经济变量或国家面临的一个问题上，而忘记了好的方面。如果你能以有吸引力的价格买到非常好的企业，却说“我想我会坐视不管，因为明年可能会便宜一点”或“因为世界将走向地狱”或类似的话，这是非常疯狂的。我们从来没有因为宏观的观点而决定不买我们喜欢的企业。我们有吗？

芒格：还没有。

巴菲特：好的。(众笑)很难让他真正同意你的观点。(众笑)我研究了好几年了。

3、通用和福特被过去的承诺所困扰

股东：你好。我叫兰德尔·贝洛斯。我来自芝加哥。我想请大家思考几个问题。鉴于通用汽车和福特汽车在员工和退休人员的巨额医疗责任成本方面的竞争劣势，你认为可能会发生什么？他们可能会破产以摆脱负债或政府救助？顺着问下去，查理，你几年前谈到了侵权问题。你是否觉得有什么东西阻碍了石棉的改革或纠正这些问题，而保险公司已经支付了数十亿的赔款？谢谢。

巴菲特：通用汽车的里克·瓦格纳和福特汽车的比尔·福特都是从过去的经理人那接班而来的，他们拿到的都是非常难打的牌。这根本不是他们自己行为的后果，但他们需要面对人们所说的历史遗留问题(退休人员领取全额养老金+终生医疗保险)。他们继承了几十年前签订的人事合同所带来的成本结构，这使得他们很难在当今世界上具有竞争力。我的意思是，想象一下，如果福特或通用汽车签订了合同，让他们比竞争对手在每吨钢铁上多付几千美元，人们会立刻觉得他们不可能在竞争中获胜。因此，通用汽车和福特汽车的承诺，在强有力的合同条款中，为退休人员，特别是在年金领域和医疗领域的员工支付的金额比他们的竞争对手要高得多。要知道，他们的竞争对手可以以同样的价格购买钢铁，可以以同样的价格购买铝，可以以相同的价格购买橡胶。当你面对这一切时，如果他们的竞争对手在医疗保健和年金方面有巨大的优势，这将不会是一场公平的战斗。(2008 年通用公司平均劳动力成本为 69 美元/小时(包括遗留成本)，而日本汽车在美国工厂的平均劳动力成本为 50 美元/小时。)

而这些合同，在某种程度上可以追溯到通用汽车占据美国汽车市场 50%以上份额的时候。现在它的份额仍有 25%。但我认为，即使它今天有 50%，它也会有麻烦。所以，这是一个非常非常艰难的局面。正如比尔·巴克利多年前竞选纽约市长时所说，他们说，“如果你当选，你要做的第一件事是什么？”他说，“我会要求重新计票。”(笑声)嗯，如果我被选为通用汽车公司的首席执行官，我也会有同样的感觉。

从联合汽车工会的立场来看，你知道，他们签了合同，他们做了交易。他们有 900 亿美元的养老基金。这挺有意思的。通用汽车公司的养老基金拥有大约 900 亿美元。我记得医疗保健基金也有 200 多亿。而通用汽车的全部股权售价约为 140 亿美元。这么多年过去了，有 900 亿留给退休人员，还有 140 亿的股权价值流向了股东。

而且，如果通用汽车公司有一份钢铁合同，我只是假设——比方说每辆车都需要一吨钢铁，如果他们在市场上支付每吨 2000 美元，或者比他们的竞争对手支付的价格更多，人们会说，从长期来看，这不是一个可以成功的情况。但他们的情况类似，因为那是他们自愿签署的合同。

毫无疑问，他们签署这些协议的部分原因是，他们当时没有承担任何会计后果。管理者不从现实出发、而从会计数字的角度考虑问题时，这将会是一个可怕的错误。但在 60 年代，你不需要在权责发生制的基础上计算未来的养老金负担。直到上世纪 90 年代，你仍不必按权责发生制为医疗保健记账，无论何时，你都不必为 80 年代末的医疗保健记账。所以人们说，“如果我们不把它放在账本里，那它就不是真的。”好吧，相信我，它的确是真的。而今天的管理者们正面临着这样的后果。

所以，你知道，他们的牌很难打。我在报纸上读到过。我不知道那里一定发生了什么，但在我看来，在这件事上，有些东西必须放弃。在你回答石棉的事情之前，查理，你对它们有什么看法？

芒格：在我看来，沃伦给出了一个非常乐观的预测(笑声)。我认为，仅仅因为它还没有发生，并不意味着问题不是真实存在的。如果你从 42 楼的窗户跳出去，在你经过 20 楼的时候，你仍然做得很好(笑声)，这并不意味着你没有严重的问题。(众笑)如果我是密歇根州州长，或是美国总统，或是通用汽车或福特的董事，或是福特的家人，我现在就想解决这个问题。我不认为情况会好转，也不认为耶胡达会带着魔杖翻过这座山，让这些问题消失。我认为直接面对问题会更好。

巴菲特：你想试试回答石棉问题吗？再给我们一次欢乐吧(众笑)，在办公室里，他被称为“盲目乐观”。(众笑)

芒格：石棉事件涉及到一些撒谎的医生的可怕行为，一群唆使作伪证的律师的可怕行为，以及某些重要法庭的无胆行为，当然还有那些首先照顾自己的政客的更无胆行为。这些都是影响问题的力量。显然他们不会处理得很好。所以，这是一个非常可怕的情况。而你一直希望它在变得如此糟糕之前，问题最终会得到解决。

其中一些发生在加州。加州工伤赔偿制度存在着巨大的欺诈，尤其是许多医生、许多律师和许多索赔人的令人震惊的欺诈。这太可怕了，它影响了加州的整个就业前景。而随着(加州州长)阿诺德·施瓦辛格的改革，这种情况

得到了部分纠正，我想说可能是纠正了 15%。

巴菲特：做五百个俯卧撑，查理。

芒格：什么？

巴菲特：除非是 100%纠正了，否则要做五百次俯卧撑。(众笑)

芒格：所以，我认为，如果情况变得足够糟糕，就有可能出现更多的调整。从某种意义上说，法院系统向那些一辈子抽两包烟、肺上有一个小斑点的人支付成吨的钱，这是完全疯狂的，没有诚实的医生会知道它到底造成了什么。他们还没有病发，并且他们几乎死于其他行为和长寿。这本来就不应该被允许。

但一旦你获得了强大的政治力量，即使是法官也会害怕后果。很容易就会随波逐流于一个邪恶的系统。

幸运的是，我们没有使用这种特殊的石棉。有两种石棉，一种几乎是无害的，另一种造成了所有这些损害。我们停止使用破坏性的石棉。最终石棉问题将会消失。但在风暴结束之前，会有多少人陷入某种金融灾难，我不知道。我不认为最后一个印第安人已经死了，是吗，沃伦？

巴菲特：没错。

芒格：但这种行为太可怕了。正是这种行为让我谈到了文明的顶点。

4、我们的继任者对子公司"同样缺乏监管"

股东：现在，巴菲特先生和芒格先生，我是来自澳大利亚墨尔本的 Marc Rabinov。我认为多元化的企业很少能成功。我相信伯克希尔成功的一个重要部分是你对全资子公司的娴熟监管。我的问题是，在管理我们多样化的业务组合方面，你会给你的继任者什么建议？

巴菲特：是的，查理和我曾经抱怨过一些公司去收购这个公司和那个公司。这是一个非常好的观点。当然，这正是我们多年来自己所做的。我认为，与许多例子相比，我们的动机可能有些不同。我认为我们对待它的方式是不同的。我们取得了相当的成功，尽管我们也有一些明显的失败。但我们已经相当成功地创造了一种氛围，让创建企业的人在向我们出售公司后，继续以他们早期拥有的热情和精力经营企业。

我认为你可以在多元化企业的历史中找到各种各样的例证。我是说，吉列收购了 20 多家企业。我记得，早在 60 年代，可口可乐收购了各种企业。当然，烟草公司也这样做了，各种各样的人都这样做了。石油公司在一段时间内都在这么做。总的来说，当他们走出自己的领域时，他们的做的并不是很好。但我认为，当这些公司收购企

业时，他们真的认为自己会接管这些企业并亲自运营。

查理和我不认为我们可以把我们收购的企业经营得和那些一直在经营这些企业的人一样好，或者几乎一样好。而且，我们没有集团副总裁，在奥马哈，我们没有一大堆的指令。我们将以完全不同的方式运营它们，我们不会让公司以这样一种方式运营——让它们以各种特殊的方式向我们报告，并让人力关系部门和公共关系部门，然后是法律部门以及在奥马哈的各种部门，去告诉它们如何运营它们的业务。我们认为，这将摧毁许多优秀的企业，当然也会摧毁那些已经致富的人留下来让我们致富的动机。所以，我认为这是一个重要的区别。

我认为这已经向伯克希尔周围的所有人充分证明了，就人们对在这里工作的感受而言，总体来说，伯克希尔是一个非常好的地方。我认为他们认识到了这一点。因此，我的继任者将来自伯克希尔内部。他们会看到它是如何工作的。他们会相信它。他们将被以这种方式工作的人所包围。我不认为保持引擎以每小时 90 英里的速度行驶是世界上最困难的工作。我的意思是，他们并不需要创造一个新的制度。他们只需要继承一个制度。

我们将在周一与董事们讨论继任者的问题，如果这三位继任者中的任何一位不能认识到目前运作的制度中固有的特殊价值，并采用这些制度中的一种，我将感到惊讶，而这些制度显然对一个又一个多元化的公司是灾难性的。查理？

芒格：是的。我不同意你的说法，伯克希尔的成功来自我们对子公司的监督。我们的成功是因为我们缺乏对子公司的监督。(笑声)我认为我们的继任者将能够提供同样令人惊奇的监管缺失，就像我们提供的那样。

如果你不打算使用大量的监督，你就必须非常小心地将什么带入你的企业家族。你必须非常小心地、体面地、友好地对待那些你根本没有监督的企业经营者。

我认为我们的制度与通用电气的制度非常不同。我认为他们的制度对他们来说非常好，但我不认为这是世界上唯一适用于公司资本主义的制度。我认为伯克希尔体系在我们离开后会运转得很好。

巴菲特：这是一个非常简单的制度。我的意思是，通用电气公司运行得非常好。当我回过头去看一些企业集团的时候——我并没有回避这个术语，但大多数人都会回避，因为他们认为这会降低他们的市盈率或其他什么东西，但我们是一家企业集团。我希望我们更像一个大集团。

我们并没有因为我们有很复杂的制度，或者我们应用了一些神奇的公式而走向成功。我们之所以成功，因为我们保持了简单本身。我们让那些知道如何很好地玩游戏的人，然后让他们玩游戏。它只是在一个又一个领域发

挥作用。我们时不时地会犯错误，我们会犯更多的错误。但绝大多数情况下，它是有效的。它不需要很多的商业洞察力或者任何类似的东西，不管谁在运营这个地方，都能让这种机器运转。我是说，这并不复杂。

更大的担忧是，我们的文化会以某种方式被篡改，人们总是会试图过度改变。但这不会在伯克希尔发生。我们的董事会不会让它发生的。而且股东们也不会让它发生。我认为我们已经有了一些可以在很长、很长、很长时间内发挥作用的東西。这就是为什么我对我所拥有的每一份股份都将捐给一个我关心的基金会感到很舒服，因为这个基金会未来会取得良好的财务业绩。我很高兴他们把 100% 的资金放在伯克希尔。

5、最好的投资的投对人：查理芒格和 Ajit Jain

股东：来自英国伦敦的 Jonathan Mills (博士)。你职业生涯中最好的投资是什么？除了伯克希尔本身，你为什么认为它是最好的？

巴菲特：是的，如果你谈论的是商业，那么最好的投资可能是让查理成为合伙人。他的工作也很廉价。(笑) 不能用美元来衡量，因为很明显，我们现在做的事情比以前更大。我的意思是，喜诗糖果是我们成功的一个非常重要的部分。它现在对我们净收入的贡献并不大，但它提供的给我们的，是让我们过去可以买其他东西的经验，它教给了我们很多关于商业的东西，各种各样的东西。

因此，就已经完成的工作和今后的发展方向而言，我们可能最好的投资是 GEICO 的前半部分，我们以 4000 万美元的价格收购了它。现在，它剩下的一半花了我们 20 亿美元。我很高兴我当时没有买它的三分之一。(众笑) 但是，你知道，投资 4000 万买公司的一半，结果将会变得非常好。

但是我们的一些业务有增长潜力，一些没有。我们不需要把增长潜力作为业务的一部分。如果一家企业赚了很多钱，我们可以用它来收购其他企业，伯克希尔体系的优势之一是，我们有一个税收效率和无摩擦的方式来转移资金到最好的机会。

而 GEICO 在内部仍有巨大的增长潜力。顺便说一句，我看了那部电影，我一直在兜售美国运通卡。但这是我们的 GEICO 卡，我相信你们所有人都有资格申请使用。我不建议人们使用信用卡来解决问题。事实是人们通常会这样做，所以如果必须要用的话，那就使用 GEICO 卡。不过，我还是建议你在账户在开始循环周转之前就把钱还清。我认为人们沉迷于高利率的循环信贷是一个可怕的错误。我告诉学生的第一件事是，如果他们不记得我所说的其他任何事情，但请务必记住，不要浪费时间在信用卡上，并让余额越来越大。但是 GEICO 现在拥有超过六百

万的客户。正如所提到的，我们去年进入了新泽西。我们在那里增加得非常快。这是一个非常非常棒的商业模式。它由一位杰出的人和商人 Tony Nicely 经营。我认为它有巨大的潜力。我爱他们所有人。

芒格：不过，GEICO 毕竟在剩下的 50% 花费了 20 亿美元，而前 50% 只花了几千万。还好这给我们带来了 Ajit Jain，这是一项真正能带来收益的投资。**我想不出比这更高的投资回报了。** (掌声) 我认为这是一堂很好的人生课。换句话说，**让合适的人进入您的系统通常比其他任何事情都重要。**

6、交易所不应以盈利为目的

股东：我是 Maggie Gilliam，来自纽约。作为一个很早就参观过纽交所并多年来一直在宣传其优点的人，您能否谈谈您对交易所目前正在进行的恶作剧的看法？

芒格：哦。沃伦，你太擅长这个了。(众笑)

巴菲特：你是说恶作剧还是——我个人认为，如果纽交所仍然是一个中立的、不是严格意义上的非营利机构，它会赚一些钱。但作为一个不以盈利为目的的机构，我们会这么说，交易所几个世纪以来做得非常好，是世界上最重要的机构之一。而投资业绩的敌人是活跃的交易。在唯利是图的交易中，利润的创造者是活跃的交易。

因此，**我个人宁愿不要一个试图每年提高每股收益的交易所，从而鼓励人们更积极地交易，为自己创造更多的收入。在我看来，这对美国投资者来说不是好事。**所以，我认为，对美国投资者来说，昨天的交易可能比看起来的明天的交易更好。

现在可能因为各种各样的原因，他们想要把它变成一个盈利性的交易所。但我知道，如果纽交所的交易量翻一番，美国投资者的日子也不会好过。如果纽交所作为一个以盈利为目的的机构，将努力设法使交易量增加，甚至可能以某种方式收取更多的钱。我的意思是，交换的利润，在它们上面工作的人的利润，在某种意义上这是资本主义的摩擦成本。这是从企业的收益中得出的。而且，你知道，IBM 或通用汽车或通用电气将不会因此赚更多的钱，仅仅因为他们的股票周转更频繁。但盈利性交易所却能赚更多的钱。我不喜欢交易所站在违背投资者长期利益的一边的想法。查理？

芒格：嗯，我觉得，在这一点上，我和你的观点一样——并且我更强烈的反对。我认为我们已经迷失了方向，当像证券交易所的管理者和首席执行官这样的人没有意识到，他们有责任作为我们其他人的榜样，要保持正确的行为。**一旦你的活动具有公共意义，我认为你有责任创造正确的形象。你有责任成为一个模范。**

我的意思是，你不希望你的一年级老师在地板上私通或在教室里喝酒，同样，我不认为你希望你的股票交易所以令人遗憾的过度行为出现在所有的头条新闻上。我当然不认为你想把这个国家的主要证券交易所变成一个比现在更大的赌场。我认为我们在这件事上完全迷失了方向。(掌声)我同意沃伦的观点，即它应该是一个深切关注其作为榜样的职责的公共机构。

巴菲特：我希望我上的是他上的一年级。(众笑)

7、巴菲特和芒格都支持社会保障计划

股东：先生们，下午好。我的名字是格伦·斯特朗。我来自俄亥俄州的坎顿市。我要热烈感谢沃伦的女儿苏珊为本次会议所作的精彩介绍。另外，特别感谢您的妻子苏珊。我感谢她为公司做出的贡献，感谢她为她的丈夫和她所接触的许多人树立的杰出榜样。(掌声)

巴菲特：谢谢。(掌声)

股东：今天，我想听听你对社会保障的看法。我们应该称它为政府资助的退休人员庞氏骗局吗？我对你对私人账户、退休人员年龄调整和雇员税收调整的看法很感兴趣。如果你在总统办公室，你会宣传什么？谢谢。

巴菲特：是的，社会保障是在 1936-37 年代引入的。我的祖父曾经让查理在周六带两个便士去巴菲特父子杂货店上班，以支付他的社会保障份额。他不想让查理有任何错误的想法，认为这个世界上有免费的午餐。他给他上了半个小时的课，讲社会主义的弊端。所以，我们接触了很多关于社会保障的问题，以及关于它的各种争论。

当然，它是作为保险而提出的，因为基本上这是罗斯福总统能够使其通过的唯一途径。转移支付的想法在 30 年代肯定不会被抛弃。我记得第一个收到社保支票的女性总共支付了 22 美元或者 2400 美元。所以，这根本不是保险。还有转移支付，是由那些处于工作年龄的人向那些已经过了工作年龄的人支付的。我们会明确要求，不管现在是 65 岁还是 67 岁，你已经过了工作年龄了，但本质上这是一种转移支付。

我基本上相信，任何让社保支出低于当前保障水平的做法都是错误的。我认为，在这个非常富裕的国家，处于工作年龄的人可以照顾这两个领域以外的人。尽管工作与非工作的比例已经发生了变化，而且还在变化，但我们照顾我们的孩子。一个富裕的国家会照顾它的年轻人，也会照顾它的老人。

顺便说一句，照顾孩子，当我们教育家庭中的五个孩子时，我们不希望家庭支付 5 倍的税或类似的东西。我们认识到，在照顾年轻人方面，不应以人均为基础，也不应以家庭规模为基础。我们努力提供好的学校，并为所

有年轻人提供健康和一切，作为我们整体责任的一部分。

我认为，一个富裕的国家应该为老年人做同样的事情。你知道，查理和我来到这个世界的方式让我们变得非常、非常、非常富有，远远超过了我们可能拥有的任何需求。并不是每个人的都可以选择自己的出生方式。如果你来到这个世界上，智商只有 85 或类似的水平，或者有残疾，或者别的什么，你知道，你在市场经济中不会做得像我们一样好，远不如我们。但这仍然提供了很多让查理和我非常富有的东西。而且，你知道，当涉及到伊拉克战争或类似的事情时，这就变成了机会均等的事情。但在赚钱方面，美国的机会并不平等。所以我认为，像我们这样一个富裕的国家不应该给出比现在更低的福利水平。我当然我不认为我们已经有了各种非常好的储蓄机制。

我们国家有 401(K)。我们的股息税和资本利得税为 15%，所以我挣的钱的税率比我们办公室接待员挣的钱的税率要低。如果我被困在孟加拉国或其他地方，我就不会做得这么好。所以这个社会给我带来了巨大的好处，而其他社会则没有。我认为，在这个社会中生活得好的人，有义务为那些超过其工作年龄的人提供合理水平的食物。我们有能力做到这一点。你知道，现在我们停止了对 9 万美元的社会保障征税。但是，这意味着我办公室的每个人或者说大多数人都在支付 12.2%或者 12.4%的税率，算上公司对此的贡献。人们谈论股息的双重征税；他们要为社会保障纳税，他们要为他们的收入纳税。在许多情况下，与我支付的费率相比，他们支付的费率更高，或者总体上是相同的。我认为这是这个社会的一种胡说八道。所以，我不想做任何事情伤害底层 20%或 30%的人的收入水平。

我看到人们生活在对医疗保健的恐惧中，或者生活在对年老时花光钱的恐惧中。我认为一个社会应该尽量减少居民的恐惧。这并不意味着只是害怕被抢劫或什么的。这意味着担心在他们生命的最后 25 年里，他们不会有太多的收入。所以，我会说，政府或其他人对 25 年后社会保障赤字的担忧程度，当他们现在有 5000 亿美元的赤字时(不包括社会保障收益)，我的意思是，这简直是胡说八道。(掌声)

我们在这里谴责 20 年后将要发生的事情，这只是目前正在发生的事情的一小部分，而他们却在欢呼，你知道，基本上是在谈论税法中的进一步偏袒。所以，我对那些说这个系统不能维持下去的人有很大的困扰——现在，我们 GDP 仅有 4%和一小部分被用于社会保障。从现在起 50 年后，相信我，我们的 GDP 从现在起 50 年后会大得多。从 4%提高到 6%，我并不觉得这是一个可怕的前景。

如果你问我现在会做什么来改变它。我会把 9 万美元的起征额往上提。事实上，你知道，我可能会把它应用

在所有的收入上。那你真的会引起人们的注意。但我肯定会提高退休年龄，我们正在这样做。我的意思是，就长寿前景和富有成效的运作能力而言，2005 年的世界与 1937 年的世界大不相同。查理，你怎么说？

芒格：这是伯克希尔民主党主席(巴菲特)的观点。(笑声掌声)伯克希尔在这个问题上的奇怪之处在于，发言的右翼共和党人比沃伦更强烈地感觉到，共和党人在处理这个问题简直是昏了头(掌声)，现在就要解决这个问题。

如果国家在未来很长一段时间内将以每年 1%或 2%的速度变得更加富裕，而且将有更多的老年人活得更长，将更多的钱花在医疗保健上，那么最终通过社会保障向退休人员等提供的收入占 GDP 的比例将比我们现在所拥有的更高，这种想法对我来说并不可怕。这确实是在不同情况下花钱的一种合乎逻辑的方式。

如果政府在获得更多的社会保障义务时出现了资金短缺，我认为用一些消费税或其他东西来支付这些合理的支出没有什么不妥。社会保障非常成功。除了相对较小的残疾因素，几乎没有欺诈。要装死是很难的。(笑声)

此外，这是对工作的奖励。各种各样的人都在这个国家工作，因为他们想最终有资格获得社会保障，就像许多人在做危险的军事服务，因为他们想要最终得到养老金一样。因此，社会保障是一种非常资本主义的制度，具有深远的良好效果。就效率和良好效果而言，这是政府所做的最成功的事情之一。

共和党政府可能很快就不得不做一些令人不快的事情，比如在原子弹问题上压倒朝鲜或伊朗，却在一些废话上浪费自己的善意。这是一个非常可悲的事件。(掌声)

8、金融机构是一个更危险的分析领域

股东：谢谢。比尔·阿克曼来自纽约。

美国国际集团(AIG)、房利美、房地美和 MBIA 这四家 AAA 评级的公司中，正因会计欺诈而接受正式调查，并正在重新编制财务报表。正如查理之前所说，我认为 AAA 评级的公司是一个典范，一个应该以最高的会计和道德标准行事的公司。我的问题是，这让我想到，投资者如何能够放心地投资于任何一家金融服务公司，即使相当比例的 AAA 评级公司存在虚假和误导性的财务数据时？我想接下来的问题是，为什么评级机构不从会计的角度做一些独立的尽职调查，这样他们就可以帮助观察这个问题？

巴菲特：嗯，金融公司比许多公司更难分析。我的意思是，如果你从事保险业务，你知道，即使你拥有公司，最大的一个很难评估的因素是损失准备金和损失调整费用准备金。这对任何特定时期的报告收益都有巨大的影响。时间越短，假设的微小变化所产生的影响就越大。

你知道，我们会说 450 亿的损失准备金。但是，如果我必须拿我的生命去赌 450 亿是略高于还是略低于，我的意思是，我会想它会是一个很长时间。你可以很容易地得到 455 亿或 445 亿这样的数字。如果你关心的是报告给定时期的收益，这将是一个很容易玩的游戏。对银行来说，主要是看贷款是否良好。我也是银行董事会的成员。你知道，我得到了一些惊喜。这很难说，因为这是金融公司。如果你分析像 WD-40，或者喜诗糖果，或者我们的砖块生意，或者其他，他们可能有好的或坏的前景，但你不可能在当前发生的事情上欺骗自己。但对于金融机构来说，情况要困难得多。然后你再加上衍生品，那可能没有人知道，世界上一些最大的银行的确切状况。

但这又让你回到了机构的尽职调查问题上。房地美和房利美的董事会都有非常高级别、在财务上非常聪明的人。然而，你知道，(虚报利润)一个是 50 亿，一个显然是 90 亿。那些都是大数字。我不认为那些人疏忽了。只是，很难准确地知道金融机构发生了什么。

查理和我是所罗门兄弟公司的董事。查理是审计委员会的成员。我忘了你发现的一些东西的金额大小。但是，仍有很多东西没有被发现——这并不意味着下面的人是骗子。这只是意味着，处理成千上万复杂的交易非常困难，特别是涉及到多个变量的计算时，在任何给定时刻都很难知道事情的进展情况。当然，当两边的数字都变得巨大时，你在这些巨大的数字中得到微小的变化，它们对季度或年度数字产生了令人难以置信的影响，因为这一切调整都集中在很短时间内。

所以我只是认为你必须接受这样一个事实，保险、银行、金融公司，我们已经看到了各种各样的金融公司，既有欺诈，也有随着时间的推移犯下的大错，这些年来一个接一个地发生。这是一个更危险的分析领域。这并不意味着你不能在里面赚钱。我们已经赚了很多钱了。但这很难。

现在，很明显，在 GEICO 中，你投保的是几乎相同的东西——通过汽车司机你会得到很多统计数据，在类似的情况下，这比你投保类似石棉责任的东西时有效得多，在石棉责任上，你会在估计上有更大的错误。这并不意味着人们没有本着诚信经营。但是，你知道，我会拿 20 家最大的保险公司的石棉估计数来说吧。我敢打赌他们的估计值离事实差得很远，但我不知道是哪个方向。这就是金融公司的本质。

我不会责怪评级机构不能深入研究财务状况，找出那些虚假数字。你谈到的所有公司都有知名的审计师。在伯克希尔的审计师去年花了多少小时？我不知道会是什么，可能是 6 万或 7 万小时。我敢肯定，在其他地方，如果你拿主要银行来说，他们花费的时间比这还要多。但是，他们能确定这些数字吗？我很怀疑。查理？

芒格：是的。沃伦显然是正确的，复杂性的本质提供了更好的机会让你犯错误而不被注意，或者去欺诈而不被发现，因此，在金融行业，你将会得到更多的欺诈和错误，特别是与那些从河里铲出沙子然后一车车卖出去的生意相比。正如销售天然气的企业会比销售沙子的企业发生更多的爆炸一样，像这些主要金融机构这样的企业，从本质上来说，会有更多的问题。这将永远是正确的。当金融机构归政府所有时，情况也是如此。

事实上，世界上一些最糟糕的财务报告是由政府和政府做的——比如中国的政府银行等机构。所以，如果你不喜欢的金融机构缺乏完善的会计制度，那你就找错了地方。

9、现在的股票市场还不够愚蠢

股东：下午好，巴菲特先生，芒格先生。非常感谢您的智慧和您所有的投资建议。我是 Adrian Sherr，来自香港。在过去的日子里，在香港，当有人 100 岁的时候，他们会在白金汉宫和女王一起喝茶。我不知道你们在美国有什么，但我希望 2030 年我们会回来看你们在白宫做 50 个俯卧撑。(众笑)

芒格：这是打赌吗？

巴菲特：10 个俯卧撑行不行？(众笑)

股东：我的问题分为两个部分。首先，在 1968-69 年，你清算了你所有的合伙公司。我猜，除了持有伯克希尔的股份，你已经完全退出了市场。在 2000-2001 年，你向我们提到，在未来十年中，市场大概率也只会是一事无成。然而，尽管有 500 亿美元的现金，你们仍然在市场上投入了大量的资金。

因此，我的第一个问题是，今天的投资环境与 1968-69 年的投资环境有何不同？为什么不同？以及在这种情况下是什么让你可以放心地继续大量投资？

巴菲特：是的，我们确实拥有某些证券，但在目前的价格下，我们可能不会购买。有些我们会。有些我们不会。我们对自己拥有的任何东西都感到满意。但我们并不愿意对此投入更多资金，所以，我们在一些证券上处于一种状态——我们既不会买也不会卖。这个决定与我们交易的规模有关。我的意思是，如果我们持有价值数十亿美元的股票，每一只股票都有 100 股的话，那么决定买进还是卖出就比较容易了。但我们在试图进出我们拥有的大头寸时，将面临巨大的成本，这其中包括税收。基本上我们喜欢这些生意。

所以，我们没有不开心。我们可能会觉得我们不想在这个位置买更多。但我们对我们自己持有大量股权的生意并没有感到不满。尽管如此，我们持有的普通股占我们内在价值的比例低于历史上的任何时期，只有少数例外

——就在 1969 年底，我们清算了合伙公司。

因此，我们没有通过购买股票或持有股票来发表任何重大声明，说我们认为这是一个特别有吸引力的持有股票的时机。但我们对可口可乐并不会感到不满。我们对美国运通并不会感到不满。我们对富国银行或穆迪并不会感到不满，这些都是我们拥有的非常、非常好的企业。我们会以今天的价格购买它们吗，你知道，答案是我们不会。我们有大把的钱。所以我们以后可能会买更多，我们更有可能在以后买进更多，而不是现在卖出这些投资。但是有一个区域，因为规模，因为税收，我们既不是买家也不是卖家。我们没有看到很多有吸引力的股票，但到目前为止，我们也不认为市场有那么多的愚蠢，远不如大约 5 年前愚蠢。查理？

芒格：是的。最近关于伯克希尔的一件有趣的事情是，如果你看看我们在股票市场上做的最后四五笔投资，数目很大，实际上是几十亿，但相对于伯克希尔的整体规模却很小，我们的记录与过去一些最好的日子很像。在我们能够用少量资金四处活动的地方，结果相当可观。但我们面临的问题是，我们非常富有，我们告别了过去灵活的赚钱记录，我不认为这是一个永久的状态，但它也永远不会消失。我的意思是，我认为我们可能能够部署大量的资金，最终以令人非常满意的价格。而最近一段时间，我们以非常令人满意的速度部署了少量资金。结果比零要好。但规模仍然很小，只有数十亿美元。（笑声）

巴菲特：是的。

10、"我不认为黄金是一种价值储存手段"

股东：我想问的是，是一个诡辩和一个问题。这个问题是关于金融教育，或者是关于金融史的研究，这可能会帮助人们应对这个市场——在西方文明的顶点或接近顶点的地方该如何投资。当你提到 1930 年代你父亲关于"购买黄金"的建议，然后你说，"60 年以来，黄金的表现不太好"。我们知道，黄金在 30 年代被固定在一个固定价格上很多年，直到 1971 年才真正放开。然后它的表现就追上来了，可能是某种反弹。如果你看看现在的黄金，以及衍生品和房地产泡沫和许多其他东西，也许在当前条件下看，黄金不会是一个如此糟糕的投资。

所以，我的问题是，你是否认为作为金融界的一面旗帜，你是否有某种义务或责任，在某种程度上，关注一下作为金融体系基准或基石的古典黄金？在你写给股东的年度信中，谈谈这个问题可能会很好，在一个充满泡沫的环境下，人们如何保护自己，免受购买力下降或我们今天的金融统治所导致的问题的影响。谢谢。

巴菲特：是的。我想说的是，黄金作为一种价值储存手段，在我的清单上会排得很靠后。我的意思是，我更

愿意在内布拉斯加州拥有一百英亩的土地，或者一栋公寓，或者一只指数基金。我们可以说，黄金在 30 多年前就被解放出来了。尽管它的定价是市场化的，但如果你回到 1900 年，你知道，当时的黄金价格是 20 美元。从 20 到 400 花了 100 年的时间。

道琼斯指数在同一时期从 60 点涨到 1.2 万点，在你拥有它的同时，它还给你支付红利。从本世纪初算起，道琼斯指数的回报是 66 倍。我忘了终点在哪里，但应该是 1.1-1.2 万点。就像我说的，在这段时间里，它每个季度都会支付你一些东西。如果你拥有黄金，你在 1900 年左右支付了 20 美元。然后我们会说一百年后你有 400 美元。与此同时，你对其支付了保险，也许还支付了一些存储费用。它真的不是价值储存手段。我不是在为纸币争辩，我认为，在很长一段时期内担心纸币是很有意义的，但你知道，它只是在这种情况下我最不想拥有的东西。

一个农场有效益，一个公寓也有效益，一个企业也会产生收益。而一些企业将在经营过程中按实际价值生产这些产品。我宁愿 20 年后有能力卖给人们一磅糖果。如果他们是卖贝壳的，我可以买一些贝壳，而不是买纸币。

我就是不认为黄金是一种价值储存手段。事实是，它的效果并不是很好。但不管它在过去 100 年、过去 50 年或过去 10 年是否运行良好，我看不出任何理由，你知道，为什么它会在未来运行良好。

我忘了我们一年的黄金储备是三千吨还是四万吨。而且，你知道，我们把它从南非的土地中挖出来，我们把它放在诺克斯堡或其他地方的土地中，或者在纽约联邦储备银行。这对任何人来说都不会有太大的帮助。

查理，你觉得黄金怎么样？

芒格：嗯，我认为黄金和类似的东西，如果你是 1935 年在维也纳的一个富裕的犹太家庭，这是一个很好的东西，因为你有风险，黄金对你有巨大的效用。但对于 2005 年的伯克希尔来说，我们一点也不感兴趣。

11、现在没有股票泡沫，但也没有便宜货

股东：我的名字是来自明尼苏达州的阿尔·亨德森。我要感谢你们两位，你们做了你们自己，为我们所有人做了这么多，帮助我们自己和其他人充实自己。我的问题是——实际上，你已经提到过了，你很少花时间去关注整个市场，而更多地是在寻找个股的机会。但我想知道的是，过去你在预测股市的 10 年合理回报时，在一些要点上做了出色的陈述，但你不得不降低预期。你们的股市和经济指标以及 10 年预期回报率现在处于什么状况？

巴菲特：是的。我同意，时不时地你可能会对整个市场提出一些明智的看法。我的意思是，你确实看到了足够极端的情况，你可以发表一份声明，然后这可能在 5 年或 10 年后看起来相当明智。

在我的一生中，我见过几次这样的情况。我是说，我发表过几次了——我在 69 年和 74 年做过几次预测。而大多数时候，你知道，你处在一些中间地带。显然，你现在在股票上的投资回报，比 1999 年夏天我在太阳谷发表演讲时获得的回报更高，那次演讲后来被写进了《财富》杂志。但我当时说了出来，因为那是极端的 market 情况，我知道，在一般情况下我会是正确的，特别是在市场的某些方面。但我不知道是什么时候，我不知道如何实现或诸如此类的事情。在 70 年代中期，你也可以在另一个方向做同样的事情。

我认为，如果你必须在持有长期债券和持有未来 20 年的股票之间做出选择，我肯定会选择股票。目前美国国债的收益率仅略高于 4.5%，而你无法改变这一决定。但我认为，那些期望自己能在股票上赚到 6% 或 7% 以上的人，当然当他们开始期望两位数的时候，我认为他们犯了一个大错误。他们认为自己能做到这一点，或者他们能找到其他人为他们做这件事，这是个错误。但 6% 或 7% 根本不是世界末日。事实上，在我有生之年的任何时候，它都会得到比以往任何时候更好的税后收益。所以，我认为我们的股票估值根本不是泡沫型的。但我也不认为我们已经接近廉价的估值水平。我不认为这是一个足够极端的时期，使你可以以某种非常明确的方式说出前景。

但如果你告诉我，我必须离开 20 年，然后在股票指数基金和长期债券之间做出选择，我宁愿选择股票。但我认为，在不太长的时间里，你们将有机会做一些比现在提供的选择更聪明的事情。查理？

芒格：嗯，我根本无法改善这一点。

12、房地产的"泡沫估值问题"

股东：你好。我叫哈密德·雷扎普尔，来自加州奥林达。我有一个关于房地产的问题。我知道这个问题在之前的股东大会上被问到，"伯克希尔为什么不投资房地产？"我相信答案是，"我们喜欢经营企业。"所以我想把我的问题更具体地针对商业房地产。那么，考虑到像 REITs 这样规模较大的商业地产投资可以拥有运营企业的行为和财务回报的特点，为什么不投资房地产呢？是因为你不喜欢它的回报吗？还是业务不够吸引人？

巴菲特：查理是从房地产开始的。对吧，查理？

芒格：是的。首先，我要说的是，像伯克希尔这样的公司，根据国内税收法典 C 分章的规定，拥有房地产是要纳税的，与像你这样的个人直接拥有相比，拥有房地产是非常不利的。这是第一点。其次，投资性房地产目前也存在泡沫估值问题。我所有有房产的有钱朋友都在出售他们最差的房产。他们得到的出价高于他们的最高期望。人们竞相把这些东西从自己手中买走。我不觉得它令人兴奋。而且它肯定不适合伯克希尔。告诉我一些是房

地产的被动持有者的 C 类公司的名字，并且它们能够在过去的很多年里都做得很好。几乎没有。

巴菲特：是的，查理和我一直在进行一些个人房地产投资。你知道，这是一个我们通常都能理解的领域。我们没有给比赛带来太多特别的东西，但我们理解这一点。我们在里面赚了钱。实际上，在我看来，在纳斯达克达到高点时，房地产投资信托基金相当便宜。我在伯克希尔以外的资产账面价值不到 1%，但基本上我把这部分都投在了房地产投资信托基金上。那时他们都是小公司。而且他们是在打折销售。当时，他们是以物业价值的折扣价出售。而这些财产的价值比今天的要保守得多。如今，房地产的价格非常昂贵。最重要的是，房地产投资信托基金经常以溢价出售。所以，我认为与五、六年前相比，现在的房地产投资信托基金相当没有吸引力。

芒格：那是对个人而言，你认为他们没有吸引力？

巴菲特：是的，没错。与五、六年前相比，情况发生了巨大的变化。我的意思是，股票市场，在很多方面，从 1999-2000 年期间，显著下降。而房地产投资信托基金(REITs)大幅上涨。房地产投资信托基金在五六年前非常不受欢迎。现在他们很受欢迎。关注被蔑视的东西比关注被拥护的东西更好。在过去的五六年里，房地产投资信托基金的情况确实发生了很大的变化。

芒格：而且房地产投资信托公司有假账。

巴菲特：除此之外，我们喜欢它们。在这些会议上，你不应该提任何问题。(笑声)

13、全球繁荣对美国有利

股东：下午好。我的名字是卡洛斯·洛克。我来自堪萨斯州的劳伦斯。美国在世界经济中占据主导地位已有约一百年的历史。这种支配地位类似于经济垄断。你会说美国是一座“有护城河的城堡”吗？如果是这样，我们怎样才能让护城河变得更大？谢谢。

巴菲特：是的，正如我在之前的评论中指出的那样，美国的表现相当出色。你知道，相同的人口聚集起来，他们在 215 年的时间里，积累了世界上相当可观的财富份额。这是一个有趣的问题，为什么这里的这群人能够比世界上其他地方的人做得更好，考虑到我们并不比他们聪明。

但它不再是一个经济城堡了。现在我不会这么说。我们所做的不是什么秘密。二战后，我们一直是世界的主导因素，但我认为美国的相对重要性有所下降，我这么说不是危言耸听。我认为，在某种程度上，世界其他地区正在赶上我们。你知道，就像他们在工业上做的那样。

我们的城堡会越来越大，但周围会有更多的城堡。我基本上认为这对世界来说是件好事。我认为世界其他地方越繁荣，对我们来说就越好。你知道，我已经谈到了我们的贸易问题。我们的贸易越多越好。去年，我国的实际贸易额达到了 1.1 万亿美元。然后我们还有 6000 亿是我们单方面购买的。我很乐意看到 1.1 万亿美元不断增长。这对我们和世界其他国家都有好处。但我认为，我们未来的繁荣不会以牺牲世界其他国家的利益为代价。我确实认为，世界上有些地区的经济增长起点较低，但比美国快得多，而且基本上，我认为这是一件好事。我的意思是，这个世界上有 60 亿人，他们中的很多人生活得不太好。我希望 20 年或 50 年后，他们中有更高比例的人会生活得很好，但我认为这根本不是我们的本意。查理？

芒格：从这个意义上说，我不认为它来自于我们的内心。但如果我们现在是世界上最富有、最强大的国家，那么 50 年或 100 年后，相对于亚洲某个国家而言，我们可能是贫穷的第三世界国家。当然，我们会更富有，但这是一种特殊的富有，因为你会失去在原先在世界上的相对地位。这还不是全部，我想如果我必须打赌的话，我会打赌，**就每年的百分比增长而言，世界上做得最好的地区是亚洲。**我认为，如果它不以某种方式自毁的话，那它可能会做得非常好。如果它做得非常好，它最终将成为一个比我们富裕得多的地方。

巴菲特：嗯。

14、美国虽然有不明智的时候，但我们对美国一点不悲观

股东：先生们，下午好。ThorstenKramer 来自德国科隆。你批评了美国金融部门目前在 GDP 中所占的巨大比重，这也反映在信贷总量超过国内生产总值约 250%，远远高于我们十年前的水平。经常账户赤字和预算赤字占 GDP 的 6%，加上宽松的货币政策和高企的资产价格，迟早都要得到巩固。你认为调整将如何进行？你认为最有可能出现的两种情形是什么？这些巨大的失衡可能如何得到巩固？美元贬值是你最喜欢的情形吗？

巴菲特：嗯，正如我之前所说，我不认为美元走强会解决问题。大多数人似乎仍然相当乐观，认为不会有什么可怕的颠簸，会有所谓的软着陆。我不知道是否会这样。但我要说的是，我们正面临着这样的风险：如果某些事件叠加在你刚才列举的那些因素之上，市场可能会变得混乱。

但我在经济上根本不是那种倡导世界末日的人。我的意思是，你提到的这些都是很重要的因素。如果恐怖主义领域没有发生什么事情，我认为，**总的来说，美国公民十年后会比现在过得更好，二十年后会比现在过得更好。**但我确实认为我们遵循的政策是不明智的。但我们在历史上已经经历过很多次了。彼得·林奇总是说，“收购一

家好到连白痴都能经营的企业，因为迟早会有人来经营的。”(笑声)

我们有一个如此好的国家，以至于我们的政策可能会适得其反(掌声)，但我们仍然会安然无恙。想想这些年来我们都经历了什么。我的意思是，你知道，沃伦·哈丁(29 任美国总统，风流政客丑闻迭出，多次名列美国最糟糕总统第一)，切斯特·阿瑟(21 任总统，资历最浅总统)？我的意思是，**我们在这个国家经历了很多事情**。我们经历了内战。这些年来我们有过各种各样的事情。

但这个社会一直在前进，虽然有一些时断时续，但仍处于一个非常重要的阶段。美国的实际人均 GDP 是一百年前的七倍。想想看。一个世纪的人类盛会，以及七倍的人均 GDP 增长。这是了不起的。是的，我承认，消费者债务和贸易赤字问题很严重。我认为，这些问题——特别是贸易赤字，应该得到迅速解决。但**我不认为他们会糟糕到把整个地方都拆了**。

你知道，它们可能会不时地在金融市场上造成非常严重的混乱。但这就是这个国家的历史。我的意思是，这些年来，我们在金融市场上发生了非常戏剧性的事情。尽管如此，这个国家还是生存了下来。有时在这些错位中有很好的机会。很可能会有。所以**我对美国一点也不悲观。我想象不出我更愿意去的地方**。

但是，当你说到两个最可能的结果时，我认为最终的结果是这个国家做得很好。但我认为，有一个很大的可能性是，你确实会在某个时候出现一些混乱的金融市场。但历史上我们有过这样的经历。查理？

芒格：是的，我们没有任何作为宏观经济预测者的出色记录。我看不出有什么理由让我们现在就开始预测。很明显，现在发生动荡的可能性更大了。我的意思是，从保罗·沃尔克开始，每个人都看到了当前的数据，并说我们可能会因为金融衍生品而发生某种动荡。除了知道这一点，我们没有任何贡献。

巴菲特：是的，正如我之前提到的，我确实认为，在一个又一个资产类别中，相对而言，更多的资金是由那些以一触触发的机制(杠杆)持有的人持有的。因此，许多新的金融工具的创造，中介机构或机构活动在资金管理方面的巨额积累，我认为它们在未来某一天，会带来比几年前我在奥马哈一次卖出 100 股的公用事业股票时更爆炸性的结果。我的意思是，那些钱不是在一触即发的基础上。但当你把它交给那些认为自己的工作是在短期内击败标准普尔指数的基金经理时，你就会看到大量资金在非常短的时间内投入。这些人可能认为他们在某种意义上是独立运作的。但它们对相同的刺激会做出同样的反应。就像他们在 1998 年秋天所做的那样，他们可以同时走向出口——或者试图走向出口。关于金融工具的问题是没有出口。我的意思是，**你摆脱一个金融产品的唯一方法，你**

在金融市场中离开你的座位的唯一方法，是找到其他人来坐这个座位。而这并不总是容易的。

芒格：我认为，不仅是对冲基金，普通投资者使用的杠杆的数量也比大多数人意识到的要多得多。当我们引入单一股票期货以及通常交易的看跌期权和看涨期权时，在美国甚至没有引起争议。普通民众陷入了麻烦。如果我是这个国家的领导人，我绝不会允许这样的事情发生。我不知道大量的卖权和卖权交易对国家有什么好处。

我的一个孩子认识一个很好的男人，他有一栋价值 250 万美元的房子和价值 500 万美元的证券。他无法过着舒适的生活，他从来没有工作过，他喜欢靠五百万证券的收入生活。他还养成了从世界各地的信用体系中轻松获得资金的习惯。他一直在出售自己账户担保的无担保看跌期权，包括大量互联网股票的看跌期权。后来，他没有了 500 万美元的证券，也没有了房子，他现在在一家餐馆工作。

在我们创造出所有这些涉及信贷的美妙交易机会之前，这种自我毁灭是不可能的。对这个国家来说，让各地的赌博合法化，并以一种更轻松的方式将其纳入我们的投资实践，这不是一件明智的事情。(掌声)

巴菲特：我们有没有忘记得罪的人？我的意思是，我们不想错过任何人(笑声)

芒格：是的。

15、为什么伯克希尔的董事会更好

股东：主席先生，副主席先生，下午好。我叫安迪·皮克。我来自康涅狄格州的韦斯顿。最近，我们看到许多公司的董事会采取了有力的行动，例如惠普和波音。我们还看到世界通信公司的董事会成员为亲自解决诉讼支付了大笔费用。今天，我们看到摩根士丹利卷入了一场苦战，主要是基于对如何治理该公司的不同看法。在这个新环境中，董事们有什么责任？你在你的董事身上寻找什么？

巴菲特：查理，你为什么不先来呢？

芒格：我们与现代董事会的做法完全不合拍。现代董事会的做法是将董事进行多元化，并有一大批人或多或少地需要每年 10 万或 20 万美元的董事薪酬。人们认为这会让公司治理变得更好。在伯克希尔，所有董事都很富有，他们拥有大量伯克希尔的股票。而且他们都很聪明。而且他们没有得到伯克希尔提供的任何责任保险。所以，我们一直在等待我们的制度广泛传播，但是我们似乎正在失败。(笑声)

巴菲特：是的，有时候，做一名董事是一项艰难的工作。真正的问题是，如何面对平庸的董事？你可能会面临，也可能经常面临。我的意思是，如果你有一支棒球队，你在大联盟有 0.240 的击球手，一个 0.240 的击球手

仍然是很好的棒球运动员。但如果你的工作是拥有一支胜利的球队，你就得摆脱他。你会发现有很多人能打出 0.280 或 0.290 的球，而且还能打得很好。

在商业中，最难的部分是，摆脱一些比平庸略胜一筹的东西，但并不是总能找到最好的东西。

当人们每隔几个月聚会一次，他们来自这个国家的不同地方，而且他们有正常的社交本能，他们不喜欢在别人背后开会或说话，这对他们来说很难。这一群人特别是像查理描述的一群人，他们中的大部分人，他们赚取的董事费对他们的生活很重要。他们喜欢被推荐到另一个董事会，让他们的年收入再增加 10 万美元。很难有人能在会议上突然发起攻击，或试图安排一次类似于“我们真的认为坐在桌子头的这个家伙不行”的会议。如果你是董事会成员，那么对付平庸是一个困难的问题，或者像我说的，比平庸高出一个档次。

我们相信，独立是一种精神状态。这是一种意愿，而不是渴望，去挑战别人的想法。

如果你看到一个没有意义的合并——查理和我已经看到了很多，我们一直在董事会上，有时我们发言，有时我们没有发言。你周围的群体，在社会行为方面，却能够容忍自己的某些令人讨厌的行为。你必须在其中保持理性。但这会让你自己面临更大的挑战。这不一定是一个简单的等式。当然，我要说的是，在我所见过的重大收购中，有很大一部分是我自己不会去做的。但我会否决其他人吗？那么我可能无论如何都得不到选票。这是一件非常困难的事情。你可以偶尔发射一颗子弹，如果你认为它足够重要，但通常它没有任何好处。

我们有一个董事会团队，他们每个人都在伯克希尔投入了大量资金。他们都像你一样在市场上买的。我的意思是，在我其他的董事会工作中，他们总是把文件递给我。而且，董事会成员总有这个和那个的股份，或者期权或者其他什么，匹配的慈善捐款，各种各样的东西。但我们的董事会里有真正的所有者。而且，正如我偶尔被提醒的那样(笑声)，与他们的投资相比，他们成为董事会成员所赚的钱实在微不足道。他们是我的朋友。他们很聪明。他们非常聪明。我的意思是，他们是精挑细选出来的，在商业智慧和人类素质方面。我真的认为，你知道，我们有全国最好的董事会。

但那些想要通过清单进行评估的人，无论是在多样性方面，还是在假定的独立性方面——尽管我不知道那些从任职董事会成员中获得一半收入的人如何能够做到独立，我们可能不会表现得那么好。但这是我想要的一种董事会，我知道如果我今晚死了，我所有的一切都会捐给基金会。我希望基金会在未来的几年里有尽可能多的资金可以使用。在我死后，我宁愿让任何一群人来负责我的决定，而不是我们的人...(录音中断)...

...不，答案是查理和我在管理伯克希尔时，尝试做一些我们理解的事情，把钱投到我们理解的事情上。当我的意思是理解时，我们认为我们以一种合理的方式知道，5 年、10 年或 20 年后的经济会是什么样子。

虽然比尔在很多事情上都比我聪明得多，但还是由查理和我来负责管理资金。我们将坚持在我们认为是我们的能力圈范围内投资。事实上，其他人的圈子更广或不同，你知道，世界就是这样。我会倾听比尔的任何想法。相信我，我会听他的。他不仅是一个聪明的管理者，而且是一个聪明的投资者。我认为，实际上我们在投资方面的想法在相当大的程度上是重叠的。但我仍然希望我第一次见到他的时候买了微软。(笑)查理？

芒格：我认为伯克希尔所发生的一切都是非常好的。我确实认为我们有一个完美的了不起的董事会。正如我前面所说，让我感到难过的是，我没有看到其他地方有更多的类似做法。

一个每年从公司获得 15 万美元的董事，如果他需要这笔钱，他就不是独立董事。该董事自动成为内部董事。所以这是典型的政府干预，它说它在做一件事，而实际上它在做另一件事。

巴菲特：是的，我在 19 个董事会工作过，我从未见过一个董事，反对收购提议，反对 CEO 的薪酬安排，因为董事的费用对他们很重要。你知道，以我的经验来看，这从来没有发生过。你知道，他们不会表现得像他们拥有这个公司时会做的那样。基本上，我们希望人们表现得好像他们拥有这个地方。

芒格：正确的系统是陆军部长伊莱休·鲁特 Elihu Root 的系统。如果我没记错的话，三次被任命为内阁成员的 Root 说，任何随时不愿意离职的人都不适合担任公职。如果 Root 不同意政府要求他做的事情，他可以回去成为世界上最受欢迎的律师。他有自己的退路，他不需要政府的薪水。我认为这更应该成为公司董事选拔的考验。一个不愿意随时辞去董事职务的人真的适合做出艰难的决定吗？我的回答是 NO。

巴菲特：是的，我们有一位董事曾两次被其他公司的薪酬委员会除名，因为他胆敢质疑所建议的薪酬安排是否合适。正如我所说的，他们在寻找听话的吉娃娃，而不是大丹犬和杜宾犬(Great Danes & Dobermans)。我希望我没有侮辱我在提名委员会的任何朋友。(笑)

芒格：你是在侮辱那些狗。(笑声和掌声)

16、为什么我们在业绩令人失望的情况下仍保留公司

股东：你好。我是罗里·约翰逊。我来自英国的萨福克。在评估投资是否成功时，除了纯粹的财务回报外，您是否有任何适当的标准？

巴菲特：我想说的是，以我们希望的方式实现的财务回报，是我们是否做出明智承诺的决定因素。

现在，我们不会抛弃那些不符合我们最初预期的公司。我们的年度报告后面有一节是关于经济原则的。我忘了是哪一个。不过应该在比较后的地方。但我们说，查理和我有这种怪癖——商学院会说这种怪癖是错误的，因为如果我们有一家短期表现不佳的企业，我们可以把它卖掉，然后把资金放到其他地方获得更大的回报，我们不会这么做。我们说，如果一家企业将永久亏损，我们将摆脱它。如果它在一段时间内遇到重大的劳工问题，我们也有可能摆脱它。但我们不打算进行所谓的“金拉米式管理”(gin-rummy type management，一种扑克玩法)，即拿起一张牌，扔掉另一张牌。因此，如果一家企业让我们失望，如果不是因为劳工问题，但我们喜欢那里的人，我们就不会摆脱它，但我们也不会不断地投入资金。当商学院理论和管理理论说要摆脱它，然后去做别的事情时，我们却会继续留在那里。我们不反对这样做的人。只是我们不想过那样的生活。即使我们拥有伯克希尔100%的股份，我们也不会这样做。我们只是想让股东知道，我们的这种心态可能会因为我们的态度而产生轻微的次优回报，但这就是我们的投资方式，我们提前告诉人们这就是我们的投资方式。

我们喜欢与我们的经理人紧密相连，即使是那些面临逆风的经理人们。我的意思是，但在某种意义上，你几乎更多地认同那些面临逆风的人，因为他们在非常艰难的条件下做着一份地狱般的工作。每一个商业决策或投资决策都不是完美的。一些企业将会遇到意想不到的意外。但是那些和加入我们的人，即使在那样的逆境时刻，也一直和我们在一起。所以，我们的态度是我们会坚持下去。所以，我想说的是，经理人们在我们收购公司后如何与我们相处，是我们对其感觉的一个重要部分，这包括与我们的关系，也包括给我们带来的回报。查理？

芒格：是的。我想他问的是，在伯克希尔，有没有一些业务虽然很棒，但我们在伯克希尔也不会拥有的子公司？我们是不是在以道德的理由拒绝了一些商业机会呢？

巴菲特：是的，我们在过去的会议中提到了我们在这个基础上做的事情。我们会持有一些公司的股票，而我们却并不想拥有整个公司。我不确定这一逻辑是否完美，但我们不会在拥有一家烟草公司的股票上遇到麻烦。你知道，我们不想生产香烟。我们可能拥有一家销售香烟的零售公司。我的意思是，这涉及到各种各样的层次。但有些东西我们不想拥有，也不想对他们的业务负责，不过我们拥有他们的股票或债券却没有任何问题。几年前，查理和我去了孟菲斯？(FedEx 和 HCA Holdings 总部都在孟菲斯)

芒格：是的。

巴菲特：是的，我们被邀请了下来，我们看了一家烟草公司 Conwood，它生产的 SNUFF 嚼烟产品完全合法，就经济效益而言，它可能是我所见过的最好的企业之一。它现在仍然做得很好。

(Conwood Co.，美国第二大无烟烟草制造商，1984 年，为应对愈演愈烈的恶意收购，管理层急需寻找潜在买家。他们找到了 Resource Holdings LTD 咨询公司的 Jerry Seslowe，该公司 1983 年初刚刚成立。Seslowe 先是找到巴菲特和芒格，两人去孟菲斯考察后对公司财务很是满意，唯独囿于烟草制造业，二人经过一番思想斗争后放弃了收购。1985 年，Pritzker 家族以 4 亿美元收购了公司，其中 3.5 亿来自举债，此时的 conwood 公司在嚼烟市场占有率 37%，营收 1.58 亿，毛利率 33%，税前收益 0.52 亿。Pritzker 接手后，以每年 5% 速度提价，利润很快翻倍。1988 年，Seslowe 与 Pritzker 再次联手，跟第一波士顿组成财团，参与了 RJR 的并购争夺战[门口的野蛮人]。2006 年雷诺烟草以 35 亿美元收购 Conwood 公司，Pritzker 家族大赚 30 亿美元。2008 年，奥驰亚集团宣布以 117 亿美元收购美国无烟烟草制造商 UST 公司。2022 年，菲利普莫里斯国际 (PM.US) 宣布以 157 亿美元收购世界最大无烟烟草产品制造商 Swedish Match。)

我们去了一家酒店，在房间里遇到了做这门生意的人，他们都是非常正派的人。他们向我们描述了生意。然后我们就下楼了。我记得，我们坐在大厅里，决定我们不想涉足这一行业。你知道，在这种事情上，很多事情并不完美。我的意思是，我确信布法罗新闻上可能会有一些出售投资服务的广告，或者一些如果我知道这些人或他们在卖什么的话，我会非常不愿意看到的東西。

此外，如果你拥有一家大型零售机构，一家销售大众商品的零售商，你知道，当你认为你自己不应该吸烟或者你的孩子不应该吸烟时，它们也可能会去卖香烟——它们并不完美。但我们已经拒绝了一些机会，最戏剧性的是，这让我们走了大约 1000 英里，但最终面对的是我们不想拥有它的事实。查理，你还有什么要补充的吗？

芒格：不，但这很有趣，因为以现在的标准来看，我们当时年轻又贫穷。而且，我们都是普通人。我感觉我们看到了：就像把 1 亿美元放在一个蒲式耳篮子里，然后在我们离开的时候把它点着了。我们做出了正确的决定，这没有任何困难。但我内心隐隐作痛。(笑声)

巴菲特：你这么说让我感觉很糟糕。(笑声)

17、《穷查理宝典》

股东：我的名字是 J.德怀特。我来自缅因州一个叫威尔顿的小镇。我的问题更像是一个请求。查理·芒格会不会设计一套课程，或者一份他认为能形成他的世俗智慧概念的阅读和经历清单？这将有三个伟大的目的。

第一，它将把最宝贵的财富，也就是你的知识和经验，传递给我们和未来的其他人。

第二，它将保存并增加那些被赋予后代的物质财富之外的财富。

第三，它将开始弥补那些随波逐流的人所受的教育不足。芒格先生你也曾遇到过，使他们有时间改善自己。

谢谢你！

芒格：当然，彼得·考夫曼在他的书中尝试过这样做，他把我以前的演讲和很多其他的东西拼凑在一起。但我不想这么做。他去见了沃伦，沃伦变得热情起来。沃伦提出了这个可笑的名字《穷查理宝典》。(笑声)在他们俩的帮助下，我真的做到了。而做这件事的整个想法正是你所说的动机。我认为，如果你吸收了这本简单的书中的所有内容，你就会比 95% 的同龄人知道得多得多。这并不难做到。所以，彼得·考夫曼为你提供了方便。

巴菲特：是的，我对你的建议非常感兴趣。而且这已经完成了。这是一本很棒的书。任何人读了它都会学到很多关于生活的东西。你甚至会学到——为了让你读懂它，我会告诉你，你甚至会学到一些关于赚钱的东西。就在这个房间的隔壁，书肯定还没卖完。

18、判断制药企业的未来"太难了"

股东：来自北卡罗来纳州戴维森的 Scott Jeffords。近年来，各大制药公司面临着各种基本面和法律方面的挑战。考虑到这一点，并考虑到这些障碍的明显持续性，投资者应如何考虑这一非常重要行业的长期前景？

巴菲特：我的回答是，我不知道。但也许查理知道。这是一个很棒的问题。

只是这个行业现在处于不断变化的状态。它为人做了非常重要的事情。历史上它在投入资本上获得了很好的回报——非常好的回报。但对于这些公司来说，未来的世界很可能会与过去不同，不过也许情况可能不是这样。而我不认为我真的有资格给你一个很好的答案，因为很多都是政治领域的问题，我对政客们会做什么的判断可能不会比你更好。查理？

芒格：在这个问题上，我赞同沃伦的不可知论。我们只是把一些决定扔进"太难"的那一堆，然后去做其他的。
(众笑)

巴菲特：顺便说一句，这句话里有很多智慧。生活中有些事情你不需要做决定，而这对很多人来说太难了。很多年前的一份年报中，我说过关于投资的一个有趣的事情是，投资并没有难度系数。我的意思是，如果你要去奥运会跳水比赛，并试图赢得金牌，那么你需要做一些难度系数更高的动作以得到更高的分数。你得到的分数会根据难度这一因素进行适当调整。但在投资方面，没有难度系数一说。在投资中，有些事情就摆在你眼前，并且是世界上最简单的决定，但回报可能是巨大的。我们得到回报，不是因为跳过 7 英尺高的栏杆，而是因为踏过 1 英尺高的栏杆。我们要做的最大的事情是决定哪些是 1 英尺的栏杆，哪些是 7 英尺的栏杆，这样当我们走路时，我们就不会撞到栏杆。这是我认为我们相当擅长的事情。现在，也许我们抛弃了太多太难的东西，从而缩小了我

们的能力圈范围。但我宁愿能力圈范围更窄一点，而不是能力圈范围被夸大。查理？

芒格：没错。

19、避免情绪投资的陷阱

股东：下午好。我是惠特尼·蒂尔森，来自纽约的股东。作为企业领导人，我觉得你们最令人耳目一新、最令人钦佩的一点是，你们非常坦诚地对待错误。去年，巴菲特先生，你谈到了斥资 100 亿美元购买沃尔玛的错误，然后你在它股价稍有上扬之后就停止了。今天，你似乎暗示了一个有点类似的错误。你买了中石油的股份。然后在它被披露为你所有之后，它突然涨了很多。显然，事后看来，如果你继续购买的话，你本来可以赚很多钱。我想你在去年的年会上称之为“**锚定效应**”。如果这些情绪陷阱是像你们这样有经验的人偶尔也会陷入的陷阱，我有点想知道我们其他人还有什么希望？所以，我的问题是，你有什么心理技巧？或者你如何克服这些行为和情绪的陷阱，比如锚定？你对我们有什么建议？

巴菲特：这是一个很好的问题。当然，首先，第一步是认识到它们可能是陷阱，你会受到它们的影响。你会因此而犯一些错误。但是查理在他的《穷查理宝典》中，他谈到了人们陷入的各种心理陷阱。只要阅读这一部分，你就会比阅读之前更加明智。我们的个性是这样的，**查理和我可能比其他人更不容易犯这些错误**。但正如我们的投资记录清楚表明的那样，**我们仍然容易受到它们的影响**。我们犯错了，并且我们还会继续犯错。但与 30 或 40 年前相比，我们可能不太会再犯其中的一些错误。你知道，这样的好处是，**如果你犯的错误比别人少，而人们会继续犯错，那么最终你会变得非常富有**。查理？

芒格：是的。你不一定要有完美的智慧才能变得非常富有。你所要做的就是，在很长一段时间里，平均起来比其他人多一点点。(掌声)

巴菲特：你知道，这是一个老生常谈的故事。我不用跑得过熊，我只要比那家伙跑得快就行了。(笑声)

20、通胀率和利率之间关系是个谜

股东：大家好，我是来自亚特兰大的史蒂夫·卡斯贝尔。商品和石油市场有通货膨胀的迹象，你认为为什么 10 年期的收益率仍然是 4.2%？你知道，市场是否看到了未来将出现通缩的迹象？此外，如果你认为利率将在较长时间内保持在这一水平，你会对市场更有利的看法吗？

巴菲特：第二部分的答案是肯定的。我的意思是，如果有人向我保证未来 50 年内 10 年期利率永远不会高于

4.2%，我们将不得不重新调整、重新校准我们围绕伯克希尔做出的每一个决定。我想是艾伦·格林斯潘把现在的利率称为一个难题。我不知道他说的是 10 年期还是现在最接近 30 年期的债券——我们不再发行超过 30 年期的债券。在我查过之后，我决定同意他的观点。(众笑)

我不懂利率，但这没关系。金融市场上有很多东西我都不懂。这并不意味着我必须做出决定。对于 10 年期债券，我既不需要做多，也不需要做空。尽管我们持有尽可能多的资金就相当于做空，但实际上我们至少做出了不想做多的决定，我是说做多债券。这并不意味着我们认为做空它们一定是明智的。但我们不想要长期债券。如果你在两年前告诉我，美联储在过去两年中的每一步行动，告诉我将发生的所有其他变量，并问我此时的 10 年期利率将是多少，那我估计我会大错特错。所以，你知道，这不是我目前擅长的游戏。我对此感到困惑。明年我们见面的时候再看吧。查理？

芒格：是的，我认为有一件事你可以自信地预测，那就是在通胀率和利率之间不会存在某种自动的、理性的关联。它们之间会有一些奇怪的影响。

巴菲特：你想详细说明这些怪异的事情将如何表现出来吗？

芒格：不，不。我所知道的就是它的确发生了。经常会非常令人惊讶。

巴菲特：是的。

21、“有限”的保险

股东：嗨。来自纽约的 Glenn Tongue。我希望我的问题没有超出你的基本规则。我读了你在年度报告中写的关于再保险的内容。最近有很多关于有限再保险(Finitere Insurance)的错误报道。您能否简单解释一下该产品及其对伯克希尔的重要性？

巴菲特：是的，这是一个很好的问题，因为“有限再保险”这个术语已经被使用过了。而且，你知道，基本上几乎所有的保险都是有限的。我的意思是，如果你有一个 20 万美元的房主保险，或者如果你有一个 100/300 的汽车保险，这些都是有限保险。保险公司会给你那么多钱，不会再多了。

除了工人赔偿保险以外，也许还有其他我忘记的东西，但基本上所有的保险都是有限额的。我们在那个市场上承保的 5 亿，我的意思是，我们最大损失就是 5 亿，我不认为我们可以损失 5.01 亿。所以，我认为有限这个词用起来很方便，不需要任何人去对它进行描述。实际上，当 SEC 发出第一次信息请求时，我认为他们称之为非

传统保险。我认为这可能是一个更好的术语，用来描述正在被研究的东西。有限保险根本没有错。我们每天都在我们的汽车保险和其他保险上发放有限额度的保险。在我看来，追溯性保险也根本没有错。

例如，几年前我们承保了一份合同，这是非常粗糙的，但它已经被媒体报道了，所以我没有侵犯客户的任何商业机密，我记得我们当时承保了一份合同，当 INA 被卖给 ACE 时，我们承担了潜在 25 亿的索赔。而我认为我们在这上面获得了大约 11.25 亿的溢价。我可能对此有点不太确定。现在，我们正在做一个估计或猜测，关于整个 25 亿是否会被支付、它们被支付的速度有多快，以及很多事情。而另一方面，ACE 正在努力摆脱 25 亿的潜在赔款，因为他们没有伯克希尔那样的资本实力。这份合同提交给了宾夕法尼亚保险部门。大家的情况都得到了改善。我是说，这对双方都有价值。你可以说它对公众有价值，因为伯克希尔是一家更强大的保险公司。实际上，在去年第一季度的 10-Q 中，**你会看到我们录得 1 亿美元的亏损，因为该合同的付款模式比我们预期的要快。**我是说，这也是有风险的。但在我看来，或者我认为任何人看来，这都是一份完全合适的合同。我们会做更多这样的生意。实际上，我们最近在这里看了一个非常非常大的机会。我认为这是可以理解的，管理层正在寻找的是那些没有任何目的、可能被某些方面在会计中滥用的合同。关于这一点的事实还有待观察。

但我认为称其为“有限”，并不是正确的描述性词汇。我认为，“非传统”更准确，我们可以有很多非传统的产品，我们一直在发行非传统产品。我的意思是，我去年谈到了百事公司的十亿美元抽奖的事情。这当然不是传统的保险。但这是真正的保险。问题是风险是否转移了。但以 ACE 合同为例，风险是多方面的。一个是，我们有一个风险，即是否会支付全部的 25 亿美元。第二，它的支付速度有多快。第三个风险是你能用这中间的钱做什么。最近钱对我们来说不是很值钱。所以，这是有风险的。这就是保险的意义所在。查理？

芒格：我当然同意你对有限再保险这个词的看法。这是绝对的，你很难不发明一个更糟糕的词来描述一种新的保险类别。这只是一个毫无意义的标题。当然，非传统保险也是不完美的，因为我们传统上发行的是非传统保险。(众笑)而且，但我们必须用一些词语来描述正在发生的事情。毫无疑问，过去 10 年来，企业界对定期发布收益报告越来越感兴趣。他们采用了各种各样的方法来尝试做到这一点。再保险只是其中很小的一部分。但就报告结果而言，由于人们更反对波动性，因此寻求了更多的再保险。

巴菲特：当然，保险是一种减少波动性的方式，而且是一种完全恰当的方式。我的意思是，如果你为未来 30 年的汽车保费每年支付 1000 美元，那与等待一年发生一次 25000 美元的事故、而在其他年份不支付保费相比，

你将会有一个更稳定的收入现金流。所以，我的意思是，人们购买保险是为了减少个人收益和商业收益的波动。

因此，减少波动性本身并不是坏事。这是美国每年支付的保险费价值 4000 亿美元的原因。但那不是可以滥用它的理由。这就是人们正在寻找的、并看到的真实情况。

22、巴菲特：我会犯错，但不会为做决定而痛苦

股东：哇，这比我想象的更伤脑筋。你好，沃伦，查理。我叫 Aki Prokakis，来自加拿大蒙特利尔。沃伦，我一月份写过一封信。我写了一封信给你推荐一家美丽的加拿大零售公司，在信中我向你描述了我的分析。我要感谢你花时间来回应我。你说了一些好听的话。这对我来说意义重大。我觉得你是个了不起的人。我的问题是，各位，你一生中不得不做出的最艰难的决定是什么，无论是商业还是个人？

巴菲特：我想我会让查理先回答这个问题。(众笑)

芒格：是的。我认为这可能是一个你不应该问的问题。(笑声和掌声)或者这么说吧，我觉得在你要求我们回答之前，你应该用几个有趣的例子来回答。(众笑)

巴菲特：这很有趣。就在查理说话的时候，我已经想不出我曾遇到多少困难，但我能想到我做过的很多错误的决定。但我肯定想不出我在很长一段时间里都在痛苦地做些什么。就像我说的，那是一个等待球和击球的过程。我的意思是，你总会有片刻的犹豫，如果你不这么做，你就会错失某种机会。所以，我做了很多错误的决定。我会做更多。这只是生活的一部分。但我不认为用“困难”一词来衡量我为做这件事所花费的时间是正确的，或者说我脑海中并没有很多这样的事情。我想，我可能会给你和查理一样的答案。

查理，在我们谈话的时候你有没有想到更多？

芒格：不，让我们继续另一个。(众笑)

巴菲特：好的。这是一个不错的决定。

23、房地产经纪业将“大得多”

股东：下午好。我的名字是富兰克林·格林。我来自费城。我对房地产很感兴趣。你们今天已经讨论了很多关于房地产的不同领域，比如房地产泡沫，大多数人在个人持有的房地产中获得的长期回报，比如 GSEs(两房类政府赞助企业)，REITs。但今天报纸上出现的一件事是引用了巴菲特关于打造一个经纪巨头的言论。这似乎表明，你可以预见人们买卖房屋和其他相关事物的方式会发生变化。所以，我想知道你是否能告诉我一些关于你对伯克希尔

的展望。

巴菲特：是的，我很乐意。但是，我们希望建立一个在很大程度上以今天的模式为基础的企业。换句话说，我们不认为住宅房地产经纪行业会出现大的变化，而这正是我们所参与的行业。正如我们所说的那样——他们谈论房地产的买方和卖方。我们去年参与了总额达 500 多亿美元的项目。我们是国内第二大住宅房地产经纪公司。但我们预计，未来的业务开展方式将与过去的业务开展方式非常相似。现在有一些人不同意这一点，他们认为更多的事情将通过互联网发生。但是，你知道，对大多数人来说，**买房是他们一生中最重要的的一笔交易**。虽然它可以是部分情绪化的。这在一定程度上是由于他们会受别人的出色的讲解而引导房屋买卖。这是我认为，**一对一在未来房产交易会是非常重要的事情**，就像到目前为止一样。

在这个国家，每年都会有数百万、数百万、数百万的房屋被出售。这仅仅是因为人口的流动和死亡，以及他们的经济实力的上升。所以，房地产经纪业务将会是一个非常非常大的业务。并且我认为，**这将是一个非常本地化的业务**。我们还收购了多个市场的领先本土企业。他们都保留了自己的个性。我们还没有走 21 世纪公司 (Century21) 之类的道路，把它们都放在一个单一品牌的保护伞下。相反，**我们在特定的社区中拥有这些单独的品牌。他们通常在每个社区都是非常强大的品牌**。但我们只触及了表面。我认为，这与房地产或其他任何领域的潜力无关。它只是涉及到一个事实，即数以百万计的人都拥有自己的家园。而有些人每年都会搬来搬去。

我认为他们会继续让房地产经纪人参与大部分交易。我们希望在这方面做得更大。我们已经很大了，但我们几乎可以肯定的是，5 年或 10 年后，**我们在这一领域的规模将远远大于现在。这是为什么我们收购这些公司的原因**。一般来说，他们是独资企业。它们由个人或家庭拥有。由于家庭情况或某人的个人情况，这些收购机会会周期性地出现。但是有很多这样的企业，而我们是一个合乎逻辑的买家，我们发现是一个很好的主人。所以我认为随着时间的推移，这将成为我们的一个很大的领域。查理？

芒格：是的，**我们投票决定购买经纪业务，而不是房地产**。显然，我们认为它比伯克希尔可以购买的基础房地产具有更好的经济性。

24、芒格："愚蠢而不光彩的会计师"

股东：你好。我叫马丁·怀特。我在伦敦做保险生意。另外，我还与其他志愿者一起，帮助运营英国唯一一个面向私人股东的独立游说团体。我想问你对全球偿付能力的两个方面，即资产和负债在每个人的账户中如何确认

的想法。我想，这两个问题都是关于监管机构是否有足够的能力去做正确的事情，尽管企业可能会提出抱怨。

一方面是关于保险负债和资产如何为偿付能力而估值，以及正在进行的关于在世界范围内制定新的会计准则的讨论。另一个方面是关于衍生品，即潜在的"金融大规模杀伤性武器"。对于那些没有报价的衍生品，我想我们可以发现，如果世界各地的监管机构要求每个人在同一天报告他们拥有的每一种衍生品、他们当前的可辨认资产或负资产，以及最重要的是，他们的交易对手是谁，这可能会是一个巨大的黑洞。因此，监管机构通过分享从双方收集的信息，可以了解全球总体错报情况。

在保险偿付能力方面，如果我们从平均贴现负债开始，然后计提更多准备金以保证安全；而对于再保险资产，也做同样的事，先贴现，但这次扣除安全的部分——那么生活将会简单得多，而且会有更多的一致性和安全性——肯定会比目前的未贴现制度下要高得多。我认为这两个问题都需要监管部门关注。你的想法是什么？

巴菲特：关于折现准备金的问题，这实际上意味着，将你预计未来要支付的款项计入适当的利率，然后在现在以较低的数字持有，因为你不必现在支付，而是以后支付。

你知道，我当然可以提出纯粹主义者的观点，因为这可能是最准确的方式。当然，在人寿保险领域，这是很普遍的。但我要说的是，**管理层有这样一种倾向，即在全球范围内低估准备金**，而且在某些情况下低估的幅度非常大，我认为任何推动这些准备金以更低的规模增长的行为都是危险的。我意识到你也陷入了关于他们健康准备金增长的那部分，但我认为任何让人有理由使准备金比以往更低的会计制度，总的来说，都是危险的。

在他们所谓的长尾业务上有这样一种倾向，也就是你在几年或更长的时间内都不指望还钱的业务，我认为人们有这样一种倾向，即乐观地看待这些人的行为，特别是当一些人几年后就要退休或他们的选择即将耗尽或诸如此类的时候，而我不喜欢给他们额外的折现余地。

你提出的衍生品问题确实很有趣，但实施起来将令人难以置信。我的意思是，你知道，人们如何签订衍生品合同对我来说总是很有趣。双方交易员可能至少会在月底或类似的时候显示出利润，通常合约并不是完全匹配的，因为你有各种其他的合约来支撑你正在做的。但我要说，**交易员的估计，或许还有审计师的估计，对世界上所有未结清的衍生品合约的价值，最终会得到一个相当大的正数，而这个数字基本上最终会被清零。**

我可以告诉你，我买下了一家有 2.3 万份衍生品合同的公司(通用再保险证券)，而这远远不是世界上最多的、或第二多、第三多衍生品的公司。这些合同的复杂性，以及我们在过去三年来解除这些合同的复杂性，我们已经

做了很多，但我们一直在一个良性的环境中运营。我不认为任何监管机构，我也不确定任何审计师，当你看到大量的衍生品账簿时，他们会把注意力放在评估上。

你知道，正如我在我们的报告中指出的，我们的产品应该是按市价计价的。人们认为这是你出去竞标几天内就能搞定的事情。如果你在交易政府债券，你知道，你可以这样做。如果你交易的是真正活跃的股票，你也可以做到。但当你开始交易衍生品时，你会发现难以置信的事情(指没有交易对手，严重缺乏流动性)。我和他们曾有过几次接触。查理，你有什么想法？

芒格：我的想法是，愚蠢和不诚实的会计允许完全不正当的会计精灵从瓶子里出来，降临到世界的衍生账本上。一旦它发生了，人们用它创造了大量的资产，大量的收益，以及奖金和地位等等等等，但把精灵放回瓶子里是一项不小的任务，因为你有这些巨大的既得利益，他们正在与你斗争。还有哪个普通的家庭主妇，在早上烤面包的时候，会想，"天哪，我得做点衍生品的交易？"(众笑)

因此，在当前体系中拥有既得利益的人是强大的。而其他的人并不在意。因此，这个邪恶的精灵远离了瓶子，每天都在做着越来越多的恶作剧。如果你试图解决这个问题，你的生活将会非常有趣。(笑声)

巴菲特：现在是 3 点钟。如果你还不满意，查理·罗斯(电视记者)今晚 8 点在 12 频道有一个节目，他在那里和我、比尔·盖茨和其他人做了一个半小时的采访。

Wesco 股东大会 2005

以下内容节选自 2005 年 5 月 4 日在帕萨迪纳市威斯科金融召开的股东会上芒格答股东问。

Whitney Tilson 据笔记和记忆整理，并按主题进行了适当编辑。www.tilsonfunds.com

1, 开场白

我觉得自己在晚年有责任讲几句，因为你们这么多人已经跟了这么久，因此我要讲一讲当前公司治理、投资界的变化情况，我们伯克希尔和 Wesco 是如何适应的，以及你们如何面对这些挑战。

2, 首先是公司治理。

我们正在进行一场温和的公司治理革命。美国国会通过规定，要求大多数董事必须是独立董事，这影响到了各种公司，包括伯克希尔和 Wesco。在好市多 Costco，我们增加了老比尔盖茨(父亲)和 Daniel Evans，我喜欢看到年轻人加入董事会(笑声，他们都已 79 岁高龄)。我们有一群非常能干、出色的股东。我们付出的很少，但我们邀请的每个人都同意加入董事会：Bill Gates, Sandy Gottesman, Tom Murphy, Don Keough, Charlotte Guyman, Gottesman 家族拥有伯克希尔几十亿美元的股票。

随后，他们通过了萨班斯-奥克斯利法案(Sarbanes-Oxley)，其中规定了各种宣誓和合规程序。它造成的一个后果是成本大幅增加。审计师必须对内部控制进行认证。在包括 Wesco 在内的伯克希尔，这项工作过去需要花费 20 万美元，而现在则需要数百万美元。但这并不全是浪费，大约只有 80%被浪费了(笑声)。有些结果是好的。但是，成为上市公司的成本已经大大增加。对于一家小公司来说，上市已经毫无意义。为了摆脱这些繁琐的要求，很多小公司都选择了私有化。

问题是，你可以要求人们庄严宣誓他们的财务准确无误，但唯一的办法就是相信很多其他人的工作。以前是这样，现在也是这样。我想国会里有人认为埃克森公司的总裁会跑来跑去数油桶。但这是不可能的。我们需要应有的信任。我认为目前的要求是好的。它使起诉骗子变得更容易。但对于组织和普通人来说，我不认为 Sarbanes-Oxley 法案会带来很大的控制力。

但另一个变化正在对公司治理和行为产生巨大影响，那就是广泛传播的丑闻和新闻报道。这些丑闻和报道造成了羞耻、耻辱和个人法律费用，并毁掉了许多人的生活。这已经改变了人们的行为，甚至比过去操纵价格丑闻中把高管送进监狱的情况，还要改变人们的行为。送人进监狱有一定的影响，但目前的丑闻影响更大。这股丑闻浪潮和媒体的广泛报道，对企业行为产生了令人难以置信的巨大影响，早该如此了。

想想安然、世通和泰科公司的宣传，还有共同基金行业，许多公司都有一些丑闻。我个人认为，Strong funds 投资者的遭遇令人愤慨。独立董事发现基金经理在偷窃，但他们没有解雇他并为基金另找经理，而是允许他出售公司。由此可见，一种文化可以变得多么放纵和邪恶。值得称赞的是，Spitzer 检察官利用了新闻媒体，而不是依靠悄无声息的律师程序。我个人赞成这种做法。虽然有人声称这是滥用职权，但 99%的情况下并非如此。在我看来，Eliot Spitzer 表现得非常好，做了很多好事。他促成了许多 SEC 不会促成的改革。有人声称，Spitzer 所针对的那些人没有得到正当司法程序，但只有律师才喜欢无休止的正当程序，因为他们是按小时计酬。这让我想起了一个律师下地狱的故事，他得到的却是无休止的正当程序，却得不到任何裁决。

人们的行为发生了巨大的变化。在保险业，我敢说几乎一夜之间就发生了变化。今天，属于金融再保险范畴的各种骗人的保险产品都无法承保了，顺便说一句，金融再保险是一个毫无意义的术语。

2004 年 5 月的一个举报电话，引爆了共同基金丑闻。互联网泡沫破灭后，共同基金行业进入漫长煎熬期，艰难的熊市让各自贪婪的本色暴露无遗。2001 年纽约地产大亨 Leonard Norman Stern 其儿子 Edward J. Stern 经营一家对冲基金金丝雀资本 Canary Capital Partners LLC，该基金与美国银行策划，由美国银行提供贷款，利用盘后交易和择时交易进行投资。SEC 规定，下午 4 点收盘后买卖共同基金全部按 4 点价格成交。由于亚洲市场是美东上午闭市，欧洲市场是美东中午闭市，因此，美国市场的任何消息都会导致第二天亚欧市场的波动。此时，在美国下午 4 点后，提早按 4 点价格，买卖亚欧市场的基金进行择时交易。在普通投资者交易结束后，金丝雀资本还能继续交易实际上损害了该基金其它投资者的利益。共同基金为了换取这些长期稳定资金的投资，都给他们提供了旗下基金进行择时交易和盘后交易的便利。Stern 家族公司内一名叫 Noreen Harrington 的经理无意间发现了这个共同基金提供的违法的交易，她向 Edward J. Stern 反映了这个情况，但 Stern 并没有采取措施，他认为如果被发现，受惩罚的应该是共同基金而不是自己。直到 2004 年 5 月，她发现监管层依然对此一无所知，便给纽约州总检察官 Eliot Spitzer 打了个电话。

Spitzer 随即对共同基金业展开大规模调查，34 家大型经纪商有 8 家允许共同基金客户 4 点进行盘后交易，30%承认择时交易。随后数十名参与此类交易的经理人被解雇。包括 Fred Alger 基金公司，Putnam 基金公司，Strong 基金公司，嘉信理财，安联资本，贝尔斯登等公司。由于美国基金行业吸收了 7 万亿美元的公众资金，近 1 亿民众通过基金理财，如果基金声誉受到怀疑，影响将是巨大的。随后，SEC 加入调查行列，美国众多媒体进行大量报道，投资者从跟丑闻有染的公司中大量撤离，许多基金重仓股暴跌。为了赢回投资者信心，监管机构对共同基金和中介机构进行了大规模清算，大量参与的经理人或被罚款或锒铛入狱。其中，Strong 基金公司的创始人 Richard Strong 受到终生不得在证券业执业的处罚，他同意支付 6000 万美元的和解费，就 Strong 基金参与短期交易，损害股东利益的指控与检察机关达成和解。富国银行的基金管理部门宣布，完成对 Strong 基金高达 240 亿美元的资产和自身投资组合的合并，并与该基金大部分的基金管理人签署了聘用合同，这一合并意味着 Strong 基金的正式终结。

3，对季度收益的痴迷

在许多公司中，人们都对实现季度收益目标情有独钟。为此，他们会做一些小手脚，以资本利得的方式出售股票，或卖掉一两栋大楼.....如果这还不够，他们还会进行渠道压货，如果你是通过中间商销售，你可以在季度末提前卖出产品，让本季度看起来更好，但下一季度当然会更糟。这种情况屡见不鲜，而处罚却很轻。对于许多大型制药、消费品和软件公司来说，这种情况在季度末非常普遍。

这种情况已经基本结束，几次公开绞刑会真正改变人们的行为。我们的一位总统说过，如果他每年能无缘无故地处决三个人，那么治理国家就会容易得多。当有人说这还不够时，他说："哦，是的，因为我还会公布考虑处决的人的名单"。(笑声)

因此，这都是好事，而且成本也非常低。公开处决的做法确实起到了作用。人们现在都去参加研讨会，学习如何避免这种情况。判决表明，如果你试图避免这种情况(公司试图避免报告虚假或误导性收益)，你将会受到较轻的处罚，因此公司正在制定政策来防止这种情况。

4，佣金的诱惑

这在保险和再保险行业行之有效。但在有直接佣金的地方，效果就没那么好了，因为销售人员依赖佣金。总会有经纪人、年金推销员之类的人误入歧途。你永远无法在这些领域杜绝这种现象。这是人的本性，人们会为了得到报酬而把各种事情合理化。

如果你想要人们的行为表现良好，就不要按佣金付酬。我们的法官每个案子的工资并不高。我们用固定工资将他们很好地隔离开来。在整个事件中，法官们都表现得很好，丑闻相对较少。所以，在我们的文明中，并不是所有的事情都会变成地狱。(笑声)

5，会计师事务所和投资银行

会计师事务所和投资银行的信誉已接近谷底。这两者的结合助长了安然等乱象的发生。会计业务发生了变化，它已经从咨询业务中分离出来。

还有另一种诱惑。比如盖楼，少浇筑混凝土可以节省很多钱，这就是为什么拉丁美洲的建筑经常倒塌的原因。如果不仔细检查，人们就会屈服于诱惑。因此我们制定了相关规定，浇筑混凝土时，建筑监理专员必须在场。总的来说，美国的建筑记录相当不错。建筑监理员和许可证颁发者就像法官一样，他们是拿工资的。

在会计方面，我们不会像对待建筑许可证签发人那样，只允许他们检查东西。我们允许他们做避税咨询等。我一直都支持这样做，因为在大多数情况下，他们可以做这些事情，而且行为良好。但四五年前，情况发生了变化，几乎所有大型会计师事务所都在销售欺诈性避税方案，并参与了会计欺诈，至少有一名合伙人参与了。他们把这些合伙人赶走了，有些是不情愿的，但不管怎样，他们走了，会计工作也好多了。

我们是否应该一意孤行，只让会计师事务所进行审计，这是一个有趣的问题。我喜欢会计师事务所，我们一

直享受着他们良好的服务。但考虑到各种诱惑，我不知道让他们只做审计是不是最好的选择。如果我们再次遇到丑闻，注册会计师将被要求在核证上市公司账目与其他活动之间做出选择。他们讨厌这样的工作，因为核对账目非常无聊；其他工作更有趣，因此他们无法吸引优秀人才加入。

投资银行简直令人难以置信。如果你想真正感到惊恐，还没有读过《诚信的背后》的人(《FIASCO》Frank Partnoy)，这本关于摩根士丹利衍生品交易台的书会让你反胃。我推荐 Kurt Eichenwald 的新书《Conspiracy of Fools》(2005 上市关于安然丑闻的书)。他在书中做了一些改动，比如那个人上电梯时在想什么，但我认为大意没有错。标题是对的：<傻瓜的阴谋>。很多事情都是幻觉。

但令人作呕的是投资银行家，律师和会计师的行为也很糟糕。按住狗鼻子去闻自己拉的屎是件好事。如果一次不够，那就再来一次。如果你在两次之间吐了，也没关系。(笑声)这些过失中，有一些应该按照教会中的做法来评判，是弥天重罪还是可以原谅的轻罪。

平滑收入的错误是如此普遍，以至于我们不得不将其视为一种轻罪。但现在我们要改变这种分类，我们应该这样做。我认为，在打破成绩记录之前，我们应该深思熟虑。

我想很多聪明人已经决定："我不会进入这个漩涡 10 英里之内的地方，它能把你吸进去，打碎你，然后吐出来。"一些只犯了轻罪的人将会受到重创。但总的来说，检察官的自由裁量权并没有被滥用。然而，一旦人们名誉扫地，也交了罚款等等，再去欧打一个半死不活的人又有什么意义呢？一旦他蒙羞了，你还需要踩他吗？

不过，我并不是说所有的吹嘘和愚蠢行为都已经结束了。现在，他们穿着剪裁合体的西装，但这些西装中仍有不少马克吐温旧文化的影子。部分原因是人们不愿做令人不快的事情。谁不是这样呢？解雇一个人是非常令人不快的。或者因为它臭不可闻，你要如何告诉别人不要进入一个可以赚很多钱的领域？或者，如果他们的收入下降，就会有巨大的压力，要求他们发明一些产品来维持收入。这就是为什么当我们本土保险公司的业务量下降时，沃伦不会裁员的原因。年金销售中存在着令人发指的行为。为了赚取佣金，他们会把一位老太太从一种年金转到另一种年金，你可能会笑，但这确实发生了。

麻烦总是与我们同在。我认为，尽管所有丑闻让人恶心，但人们的行为正在好转。

6, 对冲基金

我不知道对冲基金会发生什么。对冲基金现在有 1 万亿美元的资金，而且全部都处于增加保证金的边缘。历

史表明，如果他们有任何自由裁量权，一定比例的对冲基金会在结果上撒谎，如果可以，他们将会试图掩盖市场失误。我可以自信地预测丑闻会再次发生。这种状况将永远如此。

7, 公司薪酬

公司治理对薪酬的影响，我认为并没有得到改善。在聪明律师的帮助下，CEO 会完成同样的旧式套路。只是人们的操作方式会变得更加老练。也许像纽交所这样的半公开场所会表现得更好一些，但普通公司会继续提高薪酬。关键高管任命董事，然后由董事决定高管的薪酬。然后高管增加董事的薪酬，等等。你环顾四周，没有其他人会反对。心理压力下导致严重滥用。这并不是说所有 CEO 的薪酬都过高。

在我看来，杰克韦尔奇(Jack Welch)在通用电气所做的一切，他的薪酬是偏低的。但是，**如果你在公司或生活的其他地方高升，你就有责任成为一个楷模，你有责任少拿一些以树立一个榜样。**这可以追溯到雅典。雅典人就像今天的犹太联合呼吁会。公共责任不是可有可无的。**文明人有责任以身作则，这不是一项次要的责任，而是人生的一项重大责任。**薪酬顾问没有提到这一点。(笑声)

这一点应该改变。**当我在军队中担任军官时，我们有一条名为"不符合军官身份的行为"的规定。它并没有具体说明，但它规定了作为他人榜样的某些行为方式。**我不明白为什么我们的公司高管没有这样的规定。我认为波音公司的 CEO 就是因为"不称职的行为"而被免职的。用火热又肮脏的电子邮件搞乱公司的电子邮件系统就是不称职的行为。我希望美国 SEC 会能明文规定：**"我们在此行使权力，宣布将为上市公司高管制定一项新标准，名为'不符合高管身份的行为'"**。但律师们会大叫：这还不够具体。但是，如果我们要求冒着生命危险和伤残风险的军官遵守这一标准，那么我们为什么不能要求年薪 200 万美元的人遵守这一标准呢？(掌声)

这就是公司治理。看着这些乱七八糟的故事发展，确实很有意思。

8, 关于糟糕会计的更多信息

我想补充的一点是：如果你读了 Eichenwald 关于安然的书，**如果有一个问题需要强调，那就是安达信和美国 SEC 允许他们使用华尔街会计来核算长期合同。**这是最糟糕的事情之一。一只训练有素的猩猩都知道这会导致什么后果，但 SEC 和会计师们却睁一只眼闭一只眼，这就是问题的 90%。当会计们躺下时，他们正在以一种真正重要的方式辜负文明。只有四家会计公司，而且都是一样的，所以解雇他们没有任何好处。没有理由能做得比他们更好。他们都是安全的，这是可怕的宣传，所以会计工作没有理由不能做得更好。

9, 投资回报

对冲基金有 1 万亿美元，而私募股权基金的规模是其 3-4 倍。私立大学的固定收益部门，私募股权的中期投资，还有大量复杂的数学来追踪每一类的风险，以及如何判断每一类的风险，等等。到目前为止，哈佛大学和耶鲁大学在这方面做得很好，他们进入了一些好学校。但我对哈佛和耶鲁的看法，就像我对自己职业生涯的看法一样：**我觉得我的致富方式，我自己的榜样已经伤害了我的国家。**我认为，哈佛和耶鲁已经导致所有慈善基金会以同样的方式行事。我认为这对文明造成了有害影响。

10, 太多脑力用于资金管理

我猜测，大约有 5% 的 GDP 用于资金管理和伴随而生的摩擦成本。我的定义很宽泛，年金、激励性薪酬、所有交易等都包含在内。没有人用过这么高的数字，但这是我的猜测。最糟糕的是，从事这项工作的人都是最优秀、最聪明的。**成千上万的工程师们都正在进入对冲基金和投资银行。这不是对人类智力的明智分配。**

就在我们这样做的时候，在韩国三星公司，他们每天晚上 11 点都要开会回顾一天的工作。好吧，如果我们的脑力都用在对冲基金上，而他们却在晚上 11 点开会，谁会赢呢？但没有人谈论这件事。这些人很荣幸。如果人们在乡村俱乐部谈论此事，有人可能会说，“天啊我女儿要嫁给对冲基金经理了”，金融界正在创造英雄。

我女儿是一名艺术品经销商，她说她的大部分业务都是卖给对冲基金经理。如果你赚了一亿美元，为什么不拥有一套豪华公寓和两幅夏卡尔 MarcChagall 的作品呢？你在其他地方是赚不到这笔钱的，所以它将继续存在。

11, 资本泛滥

决策、交易、信贷额度...为了获得好的回报，对冲基金需要使用更多的信贷。当然，提供信贷的公司是投资银行。如果出现大规模的崩溃，这些人就会迅速撤离。除非美联储决定保护对冲基金，否则就会出现真正的混乱。这就是我们的现状。同时，这就像复活节彩蛋游戏，猎人太多而彩蛋不足。所以各位价值投资者，环顾四周。有很多猎人。所以，如果你有困难，请加入这个俱乐部。

我认为这是一个非常有趣的发展。我觉得这是我一生中从未见过的，所有资产类别都受到了冲击。按照过去的标准，房地产的价格非常高，股票价格非常高，固定收益的定价非常高。所有这些资产类别都受到了冲击。而所有这些占 GDP 绝大部分的人都想发财，他们很可能会推波助澜。其结果可能有两种：继续上涨或出现典型的萧条，就像日本发生的那样。

收购公司的竞争日趋白热化。私募股权公司几乎将任何定价合理化。我的朋友买仓库几个月来他一直买不起。他说："我所能做的只是提高给仓库所有者的报价。所以我的朋友不再尝试买仓库了。

12, 东方的崛起

拿东方国家条件的巨大改善为例，这确实是一件了不起的事情。在伯克希尔，我们不喜欢与中国制造商竞争。他们学得快，善于把东西送到你手上。他们正在迅速崛起。亚洲的人才数量令人惊叹。他们曾被荒谬的制度所压制，先是专制统治，后是共产主义，但现在在资本主义制度下，他们的潜力惊人。

我的观察方式是看交响乐团。对于那些最难演奏、最需要专门训练的乐器来说，80%的面孔都是亚洲人。几年前可不是这样。他们是一个非常有才华、有干劲的族群。美国的一个优势就是吸引他们来这里。环顾四周，看看这里有多少亚洲人。20 年前，在 Wesco 会议上，情况并非如此。

去加州大学伯克利分校工程系看看，你会以为自己身处亚洲。我的子孙可能会被亚洲人取代。如果是这样，那对芒格家族来说就太糟糕了。我支持任人唯贤。人口基数如此之大，内在天赋如此之高，家庭价值观如此之好，这对经济的影响是巨大的。我不知道有哪个亚洲家庭不为教育拼命。在韩国，家庭教培是最大的生意之一。孩子们白天上学，晚上家教就来了，孩子才刚三岁！（笑声）我们尝到了任人唯贤的甜头。然而，这并不意味着你可以在中国投资。先行者可能会被干掉。印尼有句俗话："你们所说的腐败是亚洲的家庭价值观"。（笑声）

13, 未来展望

你们其他人可能会受到影响。可能会发生一些奇怪的坏事，请做好准备。或者，我们可能会经历一段没有灾难但回报糟糕的时期。曾经有很长一段时间出现过这种情况，最近的一次是 1981 年才结束的 15 年。但现在，每个人都习惯于期待高回报。请阅读哈佛和耶鲁大学的委员会报告，他们认为没有理由不比平均水平做得更好。毕竟，他们在历史上一直是这样做的。

我认为规模会影响回报。看看伯克希尔，沃伦最近所做的五件投资产生的回报，以历史标准来看是辉煌的，但现在给他 1000 亿美元的资产，再衡量所有资产的投资结果，就不那么好看了。我们只能买大额仓位才有用，而只有在可怕的衰退期或停滞期，我们才能买到大额仓位。这种情况并不常见。你们很幸运，没有很多钱。我们有很多钱，我们会忍受的。（笑声）这就是现在的投资环境。

问答环节

1, 伯克希尔的运营离不开无缝的信任之网

每个人都喜欢被赞赏和公平对待，有能力经营企业的领导者也喜欢被信任。一个被信任地拿到电脑室钥匙的孩子说："被信任的感觉真好"。这就是我们运营伯克希尔的方式：一个无缝的信任之网。我们摒弃了疯狂，摒弃了人们为了确保正确而进行的检查。当你得到一个无缝的值得信赖的网络时，你就会得到巨大的效率。这就是日本人在制造业打败我们的秘诀：供应商、雇主、采购、管理层等等，所有这些都建立了一个无缝的信任之网。这就是我们拥有公司的原因，它们创造了一个无缝的信任之网。优秀的足球队也是如此。

伯克希尔一直在努力创造一个无缝的信任之网。偶尔也会有失灵的时候，这并不是因为有人邪恶，而是因为有人做出了不恰当的行为，然后将其合理化。我们的基本态度是创造一个无缝的值得信赖的网络。伯克希尔总部只有 15 个人，怎么去开展工作？没人能这样运作。但我们做到了。

就拿 Wesco 来说吧。每隔一段时间，我们都会有惊喜，也许是十年一次。这是我们都想要的。谁不希望生活在一个有无缝信任之网这样的家庭中呢？我们在生意场上也是如此。这不是火箭科学，而是基本常识。我不知道为什么没有更多的人这样做。也许是因为它太初级了。我们没有模仿日本人，但他们模仿了我们，直到他们把我们打得落花流水！

2, 伯克希尔降低了投资回报标准

在伯克希尔，我们降低了一点标准，我们愿意以比过去更低的回报标准进行投资。我们不会等到 1974 年甚至 1984 年再出手。如果你有钱，你必须把它投资到某个地方。你很可能必须选择一些明显比你过去承诺的回报率低的东西。

我认为，那些说"我需要更高回报率"，并因此试图获得比他们需要的更多的人，很可能会陷入可怕的麻烦。我认识一个人，他拥有自己的房子，有 500 万美元的证券，靠这些证券的收入生活。但这样一来，他就有点拮据了，于是他对自己说：我要去做点什么，让我的回报率提高一点。于是，他卖出了看跌期权，以他的全部账户作为抵押。当时，价格最高的是互联网股票的裸看跌期权，结果他血本无归，现在在一家餐馆打工。

沃伦在年会上说，对于我们目前持有的大部分股票，我们不买也不卖。当我们买入时，并不是"天哪！好极了！"我们买入时降低了回报预期。我们还能怎么做？会有人希望我们将伯克希尔的资产变现为现金，然后坐等灾难发生，好让伯克希尔将现金再投资吗？沃伦在伯克希尔年会上回答了这个问题。我们绝不放弃让现金发挥作

用。如果我们不这样做，这些钱也不会消失。

4, 您预测到伯克希尔的成功了吗？

我们的成功有些是预料之中的，有些是偶然的。像大多数人一样，我们会鞠躬感谢。(笑声)

有些事情终究会发生。15 笔最佳交易的共同点是它们都成功了。它们有不同的模式。喜诗糖果与 Shaw 地毯完全不同，但两者都是好企业，都能为在座的子孙带来持久的回报。我之所以一直在谈论不需要 15 笔最佳交易的记录，是因为它说明了你一生中需要的交易有多少。每个月都需要交易的人，基本上都会失败。你需要的是耐心等待和激进重仓的机会主义，这是个奇怪的组合，但却是最有效的。

5, 伯克希尔和 Wesco 会回购股票吗？

巴菲特在伯克希尔年会上回答了这个问题。在一定的价格下，我们会回购伯克希尔，但这个价格比目前的价格要低很多。我们并不是在寻找机会，以大幅低于其价值的价格收购股东的股票。我们希望不会发生这种情况。

至于 Wesco，因为是你创造了这个另类的组织，所以它的交易价格总是高于其清算价值。无论如何，我还是看好伯克希尔。也许还需要相当长的等待时间，但我认为未来会有好日子。

6, 关于巴菲特基金会最终不得不出售伯克希尔股票

我认为这个问题很容易解决，所以我都不会花两秒钟的时间去思考。如果基金会每年必须出售 5% 的股票，以遵守所有基金会每年必须捐出 5% 资产的法律规定，那么伯克希尔可以通过支付股息或回购股票来解决。这不会让我感到困扰，我们的现金多得要命。在我们目前的情况下，任何一个股东的需求都很容易满足。如果你担心现金太多，那你的生活就太幸福了。

7, 伯克希尔 AAA 信用等级的优势

保险业只有微小的定价分层，保险公司之间会根据其信用等级存在定价差异。但这种差别足够大吗？答案是否定的。我期望伯克希尔的保险业务会持续地增长吗？不会，但会有涓涓细流，而且会越来越多。但人们的保险信用意识并不强(更偏向低价，而不是承诺能力)。

我们巨灾险定价机制非常奇特。我们没有决策部门，我们不相信别人能做决策。所有决策都必须经过 Ajit Jain 和沃伦的批准，而且他们都不使用标准保险精算表。换句话说，如果长期没有飓风，精算表就会告诉你飓风风险下降了，但伯克希尔的人不是这么想的。他们非常理性。我们不使用标准的精算表，就像我们从公司报告的

财务数据开始一样。你不需要几十个人就能制定巨灾险保单。这就是我们的计划：让 AjitJain 掌舵，让沃伦巴菲特免费为他工作，然后筹集数百亿美元，因为人们信任你。这就是我们的计划。(笑声)

8，我们拥有简单的薪酬制度

仅仅购买好生意是不够的。你还必须有一个让管理他们的经理人满意的薪酬体系。在伯克希尔，我们没有通用的薪酬系统；我们根据不同的业务有不同的系统。这些薪酬制度非常简单，我们也不会经常修改。这套系统竟然如此有效。我们买下喜诗糖果时，与 ChuckHuggins 签订了一页纸的薪酬协议，至今从未更改过。我们从未聘请过薪酬顾问。

9，克莱顿住宅与活动房屋行业的灾难

活动房屋实际上是"预制房屋"，它们并不是为了移动而制造的。该行业最近的历史经验是，你遇到了一群不务正业的疯子和一个由销售佣金驱动的不幸的泡沫。任何时候，如果让收取销售佣金的人为使用信贷资金买房的人设定信贷标准，就会造成灾难。这就好比把氧气和氢气混在一起，然后点燃火柴。

预制房业务状况恶化了，这绝对是一场灾难。如果不是这样，我们也不可能买下克莱顿之家 Clayton Homes。行业的困境如此之大，以至于从业者都失去了证券化能力。克莱顿是业内最好的，但即使是他们也面临风险，所以他们卖给了我们。

你对拖车公园的预制房的止赎权了解多少？面对困境你会怎么做呢？我们现在是全国最大的了预制房制造商，我想这对伯克希尔和克莱顿都很有利。如果克莱顿是一家独立的公司他们会有麻烦的，那些声称我们低价购买的人简直是疯了。有多少人认为自己比卖东西的人知道得更多，真是令人吃惊。

10，科特家具 Cort 长期将会取得成功

科特受益于 VC 投资新公司的热潮。你可以说，我们犯了一个宏观错误。这些公司消失了一段时间，Cort 也受到了影响。但从第一季度财报中可以看出，它正在回归。有一类公司只想租用家具，而不想拥有。他们正试图成为家具租赁行业的"企业租车公司"。这不是一座金矿，但我们认为长期来看它一定会成功。

11，投资经理的行为

如果你是投资经理，如果你跑不赢基准，他们就会炒你鱿鱼，这会导致整个市场发生一些奇怪的事情。不管你喜不喜欢，这就是我们生活的世界。它有一些反常的后果，首先是封闭式基金指数化。你付给基金经理一大笔

钱，他却将 85% 的资产投资在指数上。如果你有这样一个系统，你就会被当傻瓜耍。

在投资管理领域，有这样一些流行趋势。有了这么多的机构、头脑和电脑，我看到了按资产类别划分的风险数字，但我完全不知道它们意味着什么。他们也不知道，但他们学会了一种时尚，一种思维方式。如果你学会了一个公式，你可以计算出数字并打印出来，但这并不意味着什么。

12，股票价格是否过高？

"太高"是个有趣的词，对于我们这些习惯于寻找真正便宜货的人来说，它们的确很高。但这并不是绝对的，永远有这样的便宜货。我不认为这是不公平的；我不认为从失去投资机会的意义上说这是过高的。

我们未来的前景远不如以前，但我已经 81 岁了，我有比回报降低更大的问题。(笑声)

13，识别坏人

很难判断性格、智力和其他方面的综合情况。这一点都不简单，这也解释了为什么我们有那么多离婚。(笑声)

想想人们对自己结婚对象的了解有多少，但却有那么多人分手了。在某些情况下，这并不容易。如果人们像 Tyco 公司的 CEO-Dennis Kozlowski 一样挥金如土，聚会上从身体的某个部位喝伏特加酒。如果它看起来像来自罪恶之城 Sodom 和 Gomorrah，那么也许这不是你要找的。(笑声)但除此之外，这很难。如果你在获取这些知识的过程中有一些不幸的经历，那么欢迎来到人类世界。(众笑)

Tyco 泰科国际是一家美国安全系统公司，1992 年，当 Dennis Kozlowski 成为泰科的 CEO，此时泰科只是一个中等规模的企业。不过，Kozlowski 似乎十分了解华尔街的心思，在他的一手操作下，泰科通过并购使企业规模迅速膨胀，成为美国为数不多的大型企业集团之一。10 年来，泰科公司历经了数百次并购，1997-2001 年间，泰科的收购活动达到了顶峰，其销售收入从 170 亿美元涨到令人瞠目的 360 亿美元，利润也增长了 4 倍，从 12 亿美元涨到 51 亿美元。随着股价的上涨，其股东的财富最高时曾达到 1200 亿美元。泰科因此获得了《商业周刊》和《财富》的无数美誉。然而，随着成功的取得与地位的不断攀升，Kozlowski 生活的要求越来越奢侈。他伙同首席财务官 Mark Swartz 用从公司非法窃取的资金过着豪华奢侈的生活，他们购买名贵的艺术品、珠宝和地产。2002 年 6 月东窗事发后被迫辞职。二人被指控为给其奢侈生活买单掠夺公司近 6 亿美元巨款，他们将面临 30 年的铁窗生涯。美国纽约地方法院裁定两人盗用公司巨额财产罪名成立。二人总共面临 22 项指控成立，其中包括巨额盗窃罪、欺诈和伪造商业纪录等。法庭公布的文件表明，Kozlowski 经常利用职权挪用公款，为自己购置豪宅和一些豪华生活用品。一条的浴帘 6000 美元，一个的古董插伞架 1.5 万美元，一幢住宅 1800 万美元，Kozlowski 的奢靡无处不在。另外，Kozlowski 曾在意大利为其妻举办盛大的生日派对，并邀请到著名音乐家吉米·巴菲特前来助兴。派对耗资 200 万美元，其中一半由泰科公司负担。更令人瞠目的是，Kozlowski 在 2001 年挪用公司的一项资金为妻子买了一枚钻戒，花费巨资逾 500 万美元。Kozlowski 的奢靡为其赢得了“奢侈之王”的称号，而这些奢华的背后却是他对公司资产的侵蚀。

14，在中国投资很难赚钱

我认为在中国投资很难赚钱。很多可怕的事情可能发生在你身上，而你却没有好的应对办法。中国制造了很多物美价廉的商品，但即使中国繁荣昌盛，我们在中国也不会有有吸引力的投资机会。中国是一个核大国。我们

别无选择，只能与中国保持友好关系，否则就太愚蠢了。我们希望中国人越来越富有。

我对沃尔玛在中国的扩张，并没有不高兴。

15, 投资外汇的灾难风险

我确实认为，可以想象，如果某个才华横溢的人潜心研究经济学和货币的相对价值，并将毕生精力投入其中，而且只是偶尔下注，那么这样的人可能会做得很好。但这不是我的专长。我宁愿做一些不是零和游戏的事情。如果我投资股票，企业就会发展；例如，箭牌公司就会生产更多的口香糖。即使我什么都不做，它也会自动为我工作。但如果我投资外汇，它就不会起作用。如果我必须在股票之外谋生，那可能是外汇。但我没必要这么做。股票发生大灾难的可能性较小。外汇的问题在于，它会让你陷进保证金里，如果它的走势对你不利，但你确信自己是对的，它就会让你陷得更深。如果你已经很富有，为什么还要在这样的条件下生活？我认为，如果更多的人效仿沃伦巴菲特的模式，他们会做得很好。

16, 我认为有了沃尔玛，国家会更好

随着沃尔玛等公司变得如此强大(垄断)，我们是否与魔鬼签订了契约？我的回答是，我认为有沃尔玛这个国家会更好。**沃尔玛是一家了不起的企业，它做了很多好事，为顾客提供了价值，这就是它成功的原因。**我认为，有了这个商品分销系统，我们的国家会更好。当我走进沃尔玛时，我看到老人在做迎宾员，他们在做兼职工作，这让他们走出了家门，但人们却说，沃尔玛剥削老人，这不是很讨厌吗？

就我而言，我认为沃尔玛通过高效配送做了很多好事。我是好市多 Costco 的董事。我们真的希望我们的企业家不努力吗？难道我们真的想唤醒他们说“我们不要再拼命竞争了”？**我会说，要投资竞争胜利者不要投资失败者。**我喜欢沃尔玛的文化。在我看来，沃尔玛是人类文明的辉煌之一。

17, 麦当劳是伟大的教育家

在访问一所大学并发表演讲时我说：“这是一所不错的大学，但真正伟大的教育家是麦当劳。”这句话遭到了抨击。他们讨厌我说这句话，认为我是个卑鄙小人。但是，**麦当劳雇用了有不良工作习惯的人，并对他们进行培训，教他们按时上班，养成良好的工作习惯。我觉得那里的很多东西都比哈佛好。**

18, AIG 有很多优点和长处

我从未详细研究过 AIG。AIG 由一位真正杰出、有主见的人士管理了很长很长时间，并且取得了辉煌的业

绩。我不认为我们会发现像安然那样的欺诈行为。更确切的说，这是一家好公司，有一个可能会锦上添花的经理
人。我认为帮助 AIG 提高声誉是他的职责。他应该认为 AIG 应获得比它拥有的更好的声誉。我同意。我想每个公
司的领导人都有同样的感受。我不认为这是虚幻的《烟与镜》(Neil Gaiman 短篇小说，他笔下的故事是某样事物
的影子，和烟雾一样没有实体，却又是镜子里传达出的消息)。

在侵权改革等领域，我将深深怀念 CEO 汉克格林伯格 Hank Greenberg。他对我们总是很坦诚。在收购长期
资本管理公司资产的交易中，我们合作愉快。AIG 有很多优点和长处。

19, AIG、通用电气信贷和套利交易的风险

说起来，AIG 和通用电气很像。它是一家非常成功的保险运营商，随着保险的成功，它发展出一个庞大的套
利业务：以一种价格借入大量资金，再以另一种价格进行投资。AIG 是一家与通用电气信贷公司(GE Credit)非常
相似的大型运营商。我们从未拥有过这两家公司，因为在资产负债表膨胀的大型信贷业务中，即使是最优秀、最
聪明的人也会让我们感到紧张。这么多人借这么多钱，让我很紧张。从我们的运营中可以看出，我们要保守得
多。我们借贷更少，条款更优惠。我们更乐于使用较少的杠杆。他们很成功，但我们却不敢加入他们。你可以说
我们错了，让我们少赚一大笔钱，但这并不影响我们。错失一些机会从来不会困扰我们。别人比你有什么不
对？担心这些简直是疯了。这些套利交易游戏中有很多筹码。其他人比我更确定飞机总是可以租赁的。

20, 我从未想过做空通用汽车

我从未想过做空一家年销售额达 1800 亿美元、市值 150 亿美元的公司，它是美国如此标志性的一部分。我
做梦也不会做空通用汽车。

现在发生的事情是，许多经营通用汽车的正派人士基本上搞砸了。他们面临着非常严峻的竞争挑战，却建立
了一个终身医保和养老金系统，而且这个系统还在不断发展壮大，而他们正在为此付出沉重的代价。员工养老金
计划的价值是所有股东权益总和的 5-6 倍。(当时通用汽车的市值略高于 150 亿美元，而养老金负债约 900 亿美
元)。通用汽车将公司的所有价值都给了员工，股东几乎一无所有。他们没有遵守“小漏洞可沉大船”的格言。他们
根本不应该允许工会分别跟每家子公司讨价还价，一家倒闭另外两家受益。他们应该作为一个整体与工会进行谈
判。今天的结果就是他们一年一年不断放弃的结果。

我认为通用汽车是人类成就的一个奇迹，但同时也是大规模管理失败的一个例子。如果我最终死了，我也不
会受到批评，所以我尽可能地拖延。通用汽车也是能拖就拖。他们有一手好牌，但我认为他们搞砸了。

我不认为伯克希尔会这样做。它绝不会这么做。我们会做一些非常令人不快的事情，以防止在未来造成非常严重的后果。核武器就是一个非常严重的问题。它是如此可怕，以至于人们使用绞刑架式的黑色幽默。如果有人告诉你，一枚核弹将在帕萨迪纳上空引爆，你会怎么做？答案是：你会爬到桌子底下，吻别你的屁股。(笑声)

21, 关于 Leucadia 及其电信投资的评论

我们认为 Leucadia 的人非常聪明。能否想象 Leucadia 的人可能会有一个不尽如人意的结果？当然有可能。我看着电信行业和所有的变化，我的反应就像 Samuel Goldman 一样："把我排除在外"。我不适合做这个；我不知道如何预测这些结果，所以我把它留给其他人。

22, 资本泛滥

资本运作的方式很奇怪。在这个国家，我们以前所未有的方式将房屋货币化。问 JOE 是如何买到一辆新凯迪拉克的，他会说是用房子借来的。我们资本泛滥。资本泛滥导致信用卡和次级贷款机构做出非常可怕的行为，这是一种非常肮脏的生意，引诱人们陷入不利境地。这是一种(利用资本)奴役人们的新方式，也是一种肮脏的生意。我们的金融机构，包括那些大名鼎鼎的机构，向最没有能力的人提供高成本信贷。我发现这其中有很多都令人反感。仅仅因为它是一个自由市场并不意味着它是光荣的。

23, 社会保障令人惊叹

我不确定普通股票是否会创造奇迹。在英国，他们曾试图创建这样一个计划，他们让经纪人和销售人员放任自流，结果酿成了一场灾难(劳合社)。因此，那些在美国推动允许人们自己投资社保储蓄的人说："我们不会这么做，我们只会把它们打包成指数基金"。这种方式就像是套利。一个人放弃了社保的承诺，转而去接受指数基金的承诺。我们的社保运行方式令人惊叹。它受到通货膨胀的保护。人们很容易嘲笑它(投资指数太简单)，但它却是有史以来最成功的政府项目之一。它成本低，鼓励工作。

人们说，如果你永远不改变收入基础，钱就会用完。但如果 10 年后，国家富裕了 30-40%，为什么不用更高的 GDP 比例来支付人们的工资呢？年轻人也会受益，这些钱是付给可能会和他们同居的人的。(笑声)每个人都会变老，但也会变得更富有，那么为什么不把更高比例的 GDP 用在他们身上呢？为什么这么不可思议？我来告诉你什么是不可想象：这么多人都那么蠢！(笑声)

24, 能源短缺的可能性

有很多证据表明，我们传统的石油开采技术最终会逐渐衰退，这一理论被称为 Hubert 峰值(50 多年前，壳牌石油公司的一位地质学家首次提出了这一理论，描述了石油和天然气的生产率将如何上升到一个峰值，然后随着储量的耗尽而迅速下降)。我相信这最终会发生。但你永远无法确定。有些人认为，能源储备并不是来自于前古生物。例如，在没有生命的天上就有甲烷。因此，能源可能比人们预想的要多.....我记得读过一些关于雪佛龙公司在很深的地方发现了大量能源，是某种氢化物，一种锁住了大量能源的深层储备。因此，可能会有最后的喘息，再一次带来碳氢化合物意外收获。如果我们必须在没有碳氢化合物的情况下生活，我们也许可以，但那将是令人不快的。地球上每天都有大量的能量来自太阳。如果我们必须调整，我们现在就可以。

25, 抱有现实的期望

人们需要问："我该如何打好手中的牌呢？世界不会因为你想要而给你额外的回报。你必须非常精明和努力，才能获得一点额外的回报。降低你的期望要容易得多。聪明人很多，作弊的也很多，所以要赢并不容易。(笑声)

千万不要为了争取新客户而滥用现有客户。想想这对婚姻会有什么影响，如果你在追求另一个妻子时忽略了你现在的妻子。(笑声)老式的价值观依然管用。如果你活得够长，行为良好，有一定的智慧，你就会做得很好。

26, 美国的未来

从长远来看，伟大文明被超越的几率是 100%。所以你知道结局会怎样。(笑声)

我对这个国家美好事物的持久力保持乐观。但是，你有一个出色的配偶，并不意味着你应该亏待她。你会感觉到，使这个国家变得伟大的一些老式美德正在减少。但这个国家还有那么多的优点和力量，我不会期望这个国家会突然建立起来。但是，有些事态的发展会让我们坚持老式的价值观。我认为，有些阶层的人如果被扫地出门，那将是值得的。(笑声)

27, 我们的生活方式面临的重大威胁

沃伦在年会上回答了这个问题。未来 60 年内最大的威胁是令人非常不快的核威胁。其次是有人用病原体做了一些可怕的事情。我认为这两种情况在未来 60 年内都不太可能发生。如果我们不得不经历一些经济衰退和动荡，与核威胁相比，这些都是次要的。在座的各位当然应该有足够的智慧来处理好自己的生活，这样即使在经济状况很不景气的情况下，他们也可以过得很好。我认为，最大的威胁并不是我们在这里谈论的那些。

28, RickGuerin 没有疯，是我们疯了

我认为可以这样说，一旦他变得富有，他就不再把时间花在试图变得更富有上了。他有了新的家庭。他今年 75 岁，有一个 12 岁的孩子。他做的很多事情是因为他喜欢做这些事情。他不再试图变得更富有。这并不疯狂，我们才是疯子。(笑声)

29, 关于阅读和安然公司极端邪恶的建议

我相信要读就读最好的人，阅读是因为你喜欢学习而阅读。我不会把时间花在阅读侦探小说或爱情小说上。尽管沃伦说我“迟到总比不到好”.....但像我刚才推荐的那本 Kurt Eichenwald 的《Conspiracy of Fools》(傻瓜的阴谋)，那本安然的书真的值得一读，因为它的邪恶是如此极端。你会看到人们被周围的邪恶所迷惑。你会学到很多东西。你知道结果，这就像一场悲剧。不是每个人都喜欢悲剧，我带我妻子去看了一部电影，老鼠在吃第一次世界大战中死去士兵的尸体。那部电影就是《国王与国家》(King & Country, 1964 年上映，该片讲述了第一次世界大战期间，陆军二等兵 Arthur Hamp 指控在战斗中擅离职守的故事)。

《Conspiracy of Fools》讲美国能源公司安然 Enron 九十年代的疯狂扩张、做假帐，及倒闭的故事。书中公司内外几十人的嘴脸太生动了。Enron 原本是一个枯燥的燃气管道公司。麦肯锡的高级顾问 Skilling 加盟后，公司不断开拓新业务，什么时髦就追什么：燃气和电力的批发业务、零售业务、欧洲水务、印度发电厂、拉美公用事业、海底电缆、宽频等。它不断并购和融资，给投资银行带来了丰厚的生意。公司 CFO 经常以此威逼投资银行裁掉写负面报告的分析师，并为它做出格的融资、投资。当年，安达信 Anderson 既是审计师，又为安然提供咨询，获利甚丰。在会计报表上，安然不断“创新”，并向审计师施压，有时还直接欺骗审计师。为了报出好业绩，它还创造了一系列的表外企业，隐藏企业的不良资产，并用高价承接公司的烂资产。有些 GP、LP 基金形式的表外企业并不符合出表的标准。这里面技巧和违法的过程相当复杂。除了一系列非法活动之外，导致安然倒台的真正原因和导火索是长期以来，它用高负债做了一系列亏钱的投资，流动性太紧，终于崩盘。董事会成员全是知名的能人，并无坏意，也勤奋，但是挡不住 CFO—Andrew Fastow 偷偷地上下其手。错在哪里？首先，董事们太宏观，也太迷信董事长兼 CEO—Ken Lay 的领袖风采。而又不问细节。CEO 也太超脱。总裁 Skilling 也超脱，又太强调增长、增长！这些人的共同错误是容忍 CFO 兼任表外公司的主管，吃里扒外、胆大包天。千里之堤，溃于蚁穴。其次，赚钱不易，持续地赚大钱更不易。安然当年的许多项目、投资都是失败的。很多项目通过 Mark to the market，或者卖给自己的 GP/LP 表外公司，实现了会计上的利润，但是现金流很差，而且隐含担保、回购，命悬一线。过去十年，中国企业做了更多类似的投资。近朱者赤，近墨者黑。不管是内资、外资、大企业、小企业，你的同事想做一件事，乍看一下也许并不太出格，你不假思索，表示了认同、容忍、甚至跟进，有时获利不错。但是它就是迈向监狱的第一步，也是千里大堤上的一个蚂蚁。此书讲了诸多例子。

30, 除了《傻瓜的阴谋》，还有其他喜欢的图书推荐吗？

有啊，但你要花 49 美元买它《穷查理宝典》。如果你不喜欢这本书，可以把它送给更聪明的朋友。

今年我没有另一本真正吸引我的书。安然公司那本给了我很强的情感共鸣。

31, 一位股东在提问结束时说：“我想我是个咨询狂”

芒格：没关系，我们有很多这样的人。要想在自己身上找到很多爱的一种方法就是，让自己身边围绕着很多铁杆疯子。没错你们是我的同类，是我喜欢的疯子。

卢米斯：我在财富杂志的 51 年

Carol J. Loomis 2005 年 9 月 19 日

她曾与帝国 CEO 针锋相对，揭露过重大欺诈行为，还与巴菲特玩过严肃的桥牌游戏。现在，我们这位无畏的记者又开始了她最艰难的采访。

17 世纪日本诗人松尾芭蕉说：诗人一生只写一首俳句，大师写十首。新闻业也有类似的规则，即使是最优秀最幸运的记者，也写不出几篇真正经典的俳句。那么，该如何将 Carol Junge Loomis 归类呢？在《财富》杂志半个世纪的职业生涯中，Carol 撰写了大量至关重要的文章，她的同行们授予她的“终身成就奖”，不是一个而是三个。如果你追问 Carol 成功的秘诀，她会承认这与“努力工作”有关。为了写好一篇报道，她没有不读的文件，没有不研究的脚注，没有不打的电话。为了最近一篇关于破产的伯利恒钢铁公司 Bethlehem Steel 的专题报道，她阅读了 50 年的年报。但她的同事们知道，这些改变商业、刺激国会的故事真正来自于她的良知。Carol 是这本杂志的灵魂人物，接下来的非凡故事就说明了这一点。以下是记者手记。

时间是 1975 年 3 月 21 日，这是我从半个世纪的档案中发现的一个重要事实，虽然是偶然的。那天下午，我的任务是采访国际电话电报 ITT 公司的董事长 Harold Geneen，他当时 65 岁，采访内容是他公司的子公司 Hartford Fire Insurance 跌宕起伏、令人尴尬的命运。那天早上，我正无数次地翻阅 Hartford 公司提交给康涅狄格州的厚厚的年报，这份年报因其统计数字和封面颜色而被戏称为“黄色灾难”。然后我接到了一个电话是我认识的一位 ITT 公关人员打来的他说：“我想请你帮个忙”，他说，“Geneen 认为你对他了如指掌，但他对你几乎一无所知。所以他让我来挖掘一些信息。”他开门见山地说：“我决定，要得到我需要的东西，最简单的方法那就是直接问你，但别把我暴露了。”

我笑了笑，讲述了我复杂的生活细节：我在密苏里州一个名叫 ColeCamp 的农村小镇长大，那里有 1 千多人口；我在密苏里大学获得了新闻学学位；我在爱荷华州 Newton 市的 Maytag 公司工作了两年，负责编辑一本发给公司经销商的杂志；21 年前，我加入《财富》杂志，从一份初级工作做起，后晋升到开始采访像 Geneen 这样的人。这位公关人员高兴地走了，而我却在想，Geneen 当时是个备受争议的焦点，但作为一名管理者，他仍然广受赞誉，他会如何利用他得到的新信息呢？我想，他会以一种老练的方式接受采访，找准时机，冷不丁地提到我的背景。

几个小时后，我和一位《财富》杂志的记者兴致勃勃地走进 Geneen 在公园大道的办公室。这位大老板从深深的沙发里站了起来，他穿着一件过大的西装，以掩盖他是个小个子的事实。他和颜悦色地握了握手，然后突然说道，“ColeCamp 的情况怎么样？”这就是所谓的老练、微妙、细微之处。当我们开始采访时，两名公关人员紧紧地围着 Geneen，我开始觉得他的另一个形象并不突出。他以了解 ITT 业务的每一个细节而闻名。但在谈及 Hartford 时，他警告说自己可能会有所不足：“不要太专业化，否则你会打电话给我的。”

尽管如此，如果不了解赔付"准备金"是如何入账的，以及低估准备金在管理上的危险性，就无法理解财产意外险。因此，我向 Geneen 询问"黄色灾难"中的"附表 P"所揭示的 Hartford 公司长期以来准备金不足的问题。他说从来没听说过附表 P，对 Hartford 的准备金不足也一无所知。采访结束时，我知道我拿到了一些信息。我们的报道《ITT's Disaster in Hartford》(1975 年 5 月)阐述了这家保险公司错综复杂的问题。ITT 的一位审计师声称，投资者了解准备金的复杂性。我认为这很难理解，于是用斜体写道：Harold Geneen 本人并不真正了解这些问题。

通往财富之路

我是如何达到可以这么说的自信程度的？正如我的一位编辑对他自己的评价：我是如何达到"足够缺乏谦逊"的？当然，这就是我从 ColeCamp 到在这本杂志工作 50 多年的故事。我可以说，Maytag 公司为我奠定了基础。我在新闻学院学习的时候就崇拜《TIME》和《LIFE》这两本大杂志，我真的很想为 TimeInc 公司工作。但 Maytag 让我对商业产生了兴趣，我对此永远心存感激。在 Newton 市为数不多的单身男人中(我办公室里的一位恶搞艺术家说：这里阅读的年轻人并不多)，我和一位热衷于阅读《FORTUNE》杂志的人约会，这并没有什么坏处。此外，我还读过《财富》杂志编辑的精彩演讲稿，这对我也没什么坏处。于是，我把《TIME》和《LIFE》杂志的野心扩大到了《FORTUNE》杂志。

1953 年末，我去纽约度假，在时代公司面试了几次，结果让我终生体会到运气对找工作的重要性。我想成为一名"研究助理"，这是当时公司对记者的称呼，但在《TIME》和《LIFE》见到我的女士们都礼貌地把我打发走了。我想，《财富》杂志的研究主管可能也会这么做。(至少，当我最终见到她时，她看了我一眼，好像看我不太适合)。但我出现时，她正在休假，迎接我的是她的助理 MaryJohnston。我们一见如故。

一个月后，我回到了 Newton 市，Mary 来信说她现在有个空缺。她说，下次你来纽约的时候，希望能过去看看。那真是个笑话！周四下班回家后，我收到了这封信，周五早上给她打了电话，周一《财富》杂志办公室开门时，我已经在那里了。24 岁的我被录用了。

如果你们当中有数学倾向的人知道，我已经工作了将近 52 年，现在已经 76 岁，一定不会感到惊讶。也许你们还会认为，你们不认识多少工作了 50 年的人。大多数大学毕业生在 20 岁出头就参加工作，最迟在 65 岁退休，而这并没有让你达到 50 岁工龄。我到了 65 岁还在继续工作。这可能意味着，我非常喜欢这里。不过，我女儿说，当别人问她我为什么留在《财富》时，她直截了当的说：你有没有想过她可能找不到其他工作？

1954 年 1 月 25 日，我来到《财富》工作，当时的《财富》是一份月刊，版面比你们现在读到的要大得多；封面是“艺术”封面，与内文故事无关；报摊售价为 1.25 美元(如果与 CPI 指数相匹配，现在的售价应该是 9 美元，而现在的价格是 4.99 美元)。包括秘书和打字员在内，我们有大约 80 名编辑人员。

在《财富》刊头的名人包括总编辑 Hedley Donovan，他在十年后接替 Henry Luce 成为时代公司的执行主编(一位朋友给 Donovan 写道：这一定就像当选摩西 Moses 一样)；William H. Whyte 是《财富》关于企业的系列报道《The Organization Man》的作者，也是畅销书的作者；劳工作家 Daniel Bell，后来成为著名的社会学家；以及 Charles J.V. Murphy，他为 Windsor 温莎公爵撰写了回忆录，如果不是温莎公爵因“思想不够年轻”而解雇了他，他也会为公爵夫人撰写回忆录。

著名摄影师 Walker Evans 也是公司员工。但他在《Let Us Now Praise Famous Men》一书中的合作者 James Agee 当时已经离开，著名作家 Archibald MacLeish、Dwight Macdonald 和 John Kenneth Galbraith 也离开了。还有一位校友是 Alfred Winslow Jones，他没有成为《财富》作家中的明星，但后来以 A.W. Jones 的身份成立了一家对冲基金，开创了一个资产高达 1 万亿美元的行业。我在 1960 年代写过一篇关于 Jones 的文章，当时他还默默无闻，而这篇文章却让他声名鹊起。

这些编辑和作家有一个共同的特点：他们都是男性。在整个 Luce 帝国，人们都认为是男人写作，女人作为记者和事实核查员协助他们工作，当然工资较低。但也有极少数例外：我来的时候，《财富》有 Katharine Hamill，当时她头发花白，写了很多出色的报道，这些报道经常涉及我称之为“Soft”的话题，比如“作为投资者的女性”。与此同时，关于总体职责分工，时代公司的女性们并没有反叛，在我的印象中，甚至没有太多的闲言碎语。事情就是这样。

我当然没有心情反抗。从来到《财富》杂志的那一刻起，我就爱上了这份工作。我知道自己对商业几乎是一窍不通，但我对自己所学到的东西充满信心。与我共事的人都很棒，包括我们令人印象深刻、引人入胜的总编辑 Donovan。

的确，时代公司这个家长式杂志大卖场的一切都让我兴奋不已。第一天，我参观了 Morgue(停尸房)，这是对图书馆最贴切的名字，里面存放着大量米黄色的可扩展文件夹，按主题、人物和公司分类，里面塞满了数以百万计的新闻剪报和记者的文档。所有东西都可以追溯到 1920 年代初，当时 Henry Luce 和 Briton Hadden 创立了

时代公司。因此，当你想了解华尔街名流 Charlie Merrill 的情况时，你可以调阅他的生平档案和 Merrill Lynch 的公司档案。或者，如果你碰巧像我一样，有一位亲戚的生平档案在里面(我的亲戚是我母亲的弟弟 Homer Case 准将)，你就可以在去 Morgue 的时候偷看一眼。事实上，我经常听说 Morgue 正在清理无用的档案。然后我去看看 Homer 舅舅，他的档案还在那里。

从 1954 年到 1962 年，在杂志社工作的头八年里，我做过三份不同的工作。第一份工作是在我们称之为'书后'的部门(现已被删除)工作。在为其中一个部门《商业新闻》(Businessmen in the News)报道一个关于空调公司负责人的项目时，我从一位编辑那里得知，利润比销售额更重要。哇我们做的关于企业家的短篇报道让我认识了一些人物，比如 Howard Head，他是一位固执的工程师，用打牌赢来的奖金资助他的 Head 滑雪公司(HeadSkiCo.)。偶尔，我也会制作"超级封面"：正对着一页文字的 CEO 整版照片。

还有《Products and Processes》。事实上，我在《财富》杂志的第一个任务就是参加一个关于新型氯杀菌剂的新闻午宴。我在上班的第一天就给父母写信，谈到即将举行的活动，我说：凭借我在杀菌剂方面的广泛背景，我知道我一定会在午餐会上大出风头。(事实证明，我的母亲也许比我更惊讶于她唯一孩子的冒险经历，她保存了我的每一封信)。

职业生涯早期，准确(Accuracy)的重要性深深烙印在我的脑海中。我在给家里的信中说，我为图片说明中可能出现的错误感到'非常担心'，我说："他们的准确性给你留下了深刻印象，当遇到这样的事情时，你就几乎要病倒了"。幸好，那个可怕的错误没有出现，但我从未从错误焦虑中恢复过来。我想我记得我在文章中犯过的每一个错误，稍后我还会提到一个特别尴尬的错误。

相当精明的交易

我在《财富》工作初期的另一个里程碑是进入股票市场。我不记得在 ColeCamp 时，我们对股票有多少了解。在极少数情况下，当我的家人谈论生意时，话题都是堪萨斯城的老板 Pendergast，以及他对我父亲的小型砂石公司的潜在威胁。但在 Maytag，我学到了一些市场知识，1954 年我来到《财富》，决心成为一名投资者，并追求我的一个目标，即我们撰写的公司股票会继续表现良好。但第一天我就发现，在有关公司的文章送达订户一个月后，我们才可以投资该公司。我顿时凉了半截。

就在我们发表了一篇关于房地产公司 Webb&Knapp 的文章一个月后，我走进美林证券的一间办公室，向一

位吃惊的注册代理 RR 宣布，我想买进 200 股该公司的股票，当时的股价只有 1 美元的 13/16 分之一。这家公司是如此的投机，以至于 RR 必须得到办公室经理的同意。我把这笔财富藏了两个月，然后以 1¼ 的价格卖出，投资 162.50 美元，扣除佣金后获利 62 美元。我在一封家信中向自己表示祝贺，称这次买卖是一笔'相当精明的交易'。

经过两年短篇项目的锻炼，我于 1956 年晋升到大型专题项目中：撰写杂志中间章节。这意味着我被指派与一位作家一起，用长达两个月甚至更长的时间来撰写一篇报道，必要时还要出差，这种情况经常发生。最重要的是，这项工作要求每位研究人员适应每位作家的工作风格。有一位叫 Bob Sheehan 的作家，性格温和，喜欢让他的研究员坐在他身边(有时一坐就到深夜，而你的晚餐计划也泡汤了)，而他自己则绞尽脑汁想出下一个句子。

另一位作家 John McDonald 撰写了 Alfred P. Sloan 的自传《我在通用汽车的岁月》(My Years With General Motors)以及《Strategy in Poker,Business & War》等著名故事，他白天很少来办公室。相反，他时不时会带研究人员去赛马场，事实上，他还把我的一位密友 Nancy Bryan 培养成了一名出色的盘口分析师。与此同时，我们著名的首席经济学家 Sandy Parker 从不在任何时间来办公室，因为他患有恐旷症，除了经常光顾附近的高档餐厅外，很少离开他在东区的公寓。如果你和 Sandy 一起工作，你就得去他的公寓，或者吃一顿高价午餐。

财富杂志让撰稿人和研究人员一起出差的做法一直持续到 1980 年代初，当时该杂志开始认真考虑削减成本，让撰稿人单枪匹马出差，一起出差至少促成了一桩婚姻，谁也不知道还发生了什么浪漫的事情。我加入杂志社时，性骚扰这个词离发明还有几十年。尽管如此，我们还是有一位已婚作家在研究人员中臭名昭著，因为他的工作风格驱使他，似乎要对每一位与他同行的研究人员下手。我们研究人员之间讨论了如何应对这个问题。轮到那时，我的反应是给他一巴掌。不知怎的，他终于走出了那段创伤，写出了一篇一流的报道，标题我就省略了。

1956 年，我与 Bob Sheehan 合作制作了一个关于 IBM 的大型专题，这是另一个令人难忘的时刻。一开始，我们在曼哈顿的 Laurent 餐厅会见了公司的首席公关 Ted Rowe，计划采访 Thomas Watsons 家族的长辈和晚辈，以及其他高管。在谈到时年 82 岁的老沃森时，Rowe 显得有些紧张。然后，他突然被叫去接电话。回来后他说："沃森先生去世了。我想这意味着你们不想继续报道了。"恰恰相反，这让他更想继续下去。

几周后，当我们回顾当时 42 岁的小沃森的照片时，我们发现他英俊潇洒的五官被勾勒出来了。我记得总编辑 Duncan Norton-Taylor 说过：这不是一个商人的面孔，而是一个诗人的面孔。Bob Sheehan 的文章《Tom Jr.'s

IBM》(1956 年 9 月)以 Bob 对葬礼的第一手报道开头，以我在 IBM 办公室看到的老沃森的一句话结尾：保持一个企业的伟大比建立它还难。

在 IBM 经历四任管理层之后，我写了几篇关于这个偶像级企业从辉煌走向衰落的报道。其中一篇报道《IBM's Big Blues》(1987 年 1 月 19 日)的开头引用了当时新任 CEO 的一句话，这句话后来显得十分凄凉：第六任 CEO-John Akers 说："IBM 公司只有六位 CEO。我希望，当我的任期结束时，人们在回首往事时会说：'他理应名列其中'。这个雄心壮志最终破灭了。1992 年结束时，我直言不讳地写道："但他没有完成这个任务。现在看来已经是永恒的八年，他根本没有完成任务《King John Wears an Uneasy Crown》(1993 年 1 月 11 日)。1 月 26 日，Akers 被董事会赶下了台。

1958 年，在专题部门经过两年快乐工作后，我被晋升为 Mary Johnston 的助理，她被任命为研究部主管。Mary 对数字的兴趣比我小，她让我负责监督我们新推出的、广受欢迎的《财富》500 强的数据收集工作。我们在 1955 年就开始发布我们的榜单，实际上我在其中的一些数据收集工作中扮演了客串角色。但我们当时并没有意识到，我们正在建立世界上最伟大的品牌之一。但我们很快就发现了，1957 年，当我开始密切关注这份榜单时，我们已经把它当做黄金来对待了。对我来说，编制 500 强是一门会计速成课程，我一下子就喜欢上了这门学科。

作为研究部副主任，我的另一项职责就是阅读为作家们打印好的笔记副本，这些笔记无穷无尽。我只对其中的一件事有清晰的记忆，这件事是 1961 年为华尔街系列报道所做的笔录。在采访 Kidder Peabody 公司的副总裁比尔鲁安时，我们的作者问："证券分析师要想成为优秀的分析师，是否必须常驻纽约"。Bill Ruane 说："我不这么认为。我认识的最好的分析师就住在奥马哈"。笔录中没有说明我们的报道小组是否问过这位楷模是谁。但我把 Ruane 的话牢牢记在心里，想着也许有一天我会知道。

投资专栏

在《华尔街》系列报道的中期，我遇到了一件令人震惊的事。我被叫到总编辑诺 Duncan Norton-Taylor 的办公室，他说想提拔我为撰稿人。他说，我的第一项任务就是为这个系列写一篇文章(1962 年 9 月《You May Be Missing a Bet in Bonds》)。Duncan 接着说，系列报道结束后，我们将开辟一个投资专栏，我将成为该专栏的固定作者之一。

当时 Katharine Hamill 仍然是我们唯一的女作家，她已临近退休。从研究员中提拔一个人将会打破 Henry

Luce 的模式：男性负责写作，女性负责其他工作。此外，Norton-Taylor 是个保守派，对飞机和电话区号等新潮事物深恶痛绝，是个不可能的革命者。但我曾经担任过《商业新闻》的撰稿人，表现还不错。Duncan 也知道我对股票市场的兴趣(不过他可能不知道 Webb & Knapp 公司)。是否也有一些政治正确在起作用？也许有一点：多年后，我看到一份备忘录，他在其中告诉 Donovan(当时是 Luce 的副手)，我将成为新的《个人投资》(Personal Investing)专栏的作者之一。上面说我写得很清楚，可以学习写作风格。顺便说一句，专栏有个女性名字也无妨。

《投资》专栏始于 1963 年 1 月，这对我来说是一个挑战，因为我必须同时掌握写作和股市两方面的知识。在一些话题上，我天真地令人难忘。在采访专家 Franz Pick 有关黄金股票的问题时，当我得知美国公民在法律上被禁止购买黄金，但他们还是想方设法购买黄金时，我表示非常惊讶。Pick 问道：你是什么人？精神处女？

《投资》专栏还要求我时不时写一些关于期货的文章。我认为我不应该对自己毫无经验的东西发表意见，所以我在美林公司开了一个大宗商品账户。起初我赚了点小钱。但这是发生在我身上最糟糕的事情，因为这让我觉得我知道自己在做什么。然后在 1967 年，我突然卖空了白银，一口气赔掉了 13176 美元，相当于 75%年薪！

但也有一线希望。27 年后，当 Hillary Clinton 在大宗商品上的获胜经历名声大噪时，我写了一篇文章，题为《Confessions of a Female Commodities Speculator》(1994 年 5 月 2 日)，对她和我进行了嘲讽。我还写道：在我失败之后，我加入了商品匿名者协会，事实上，从那以后我再也没有接近过商品合约。

我写的影响最大的投资文章可能是《The Jones Nobody Keeps Up With》(1966 年 4 月)，描述了我们曾经的作家 A.W. Jones 经营的对冲基金。一位华尔街的朋友向我介绍了 Jones，他是一位学者，有时还很浮夸，令他满意的是，他在很大程度上躲过了媒体的关注。但我第一次去采访 Jones 的律师 Lester Kissel 时，并没有真正理解对冲。Kissel 轻描淡写地给了我一个解释，而我却说出了一句对我的记者生涯很有帮助的话："对不起，我知道我应该理解这一点，但我还是不明白。你能再解释一遍吗？"后来，Kissel 告诉我的一位朋友，他当时就担心，Jones 的套期保值和杠杆技巧即将在报刊上得到详尽的描述。事实上，在我们的报道刊出后，华尔街所有想模仿 Jones 的人都把我们的报道当作非官方的招股说明书。直到今天，我们还收到许多索取这篇文章副本的请求。

在这篇报道的另一篇后记中，Jones 给了我一份工作。我拒绝了，因为我认为自己适合做商业记者，而不是华尔街记者。再后来，我从《投资》专栏中抽身出来，做了两篇关于证券交易委员会 SEC 的重要报道后，我又接到了一个关于工作的电话，是 SEC 主席 Manny Cohen 打来的。他问我能否将我的名字作为委员候选人提交给白

宫。我告诉他，我在纽约有丈夫和两个孩子，根本无法考虑这样的提议，尽管这很吸引人。当然，今天许多年轻女性面对这样的机会，都会努力抓住。而在 1960 年代，大多数女性(至少是这位)还没到那种境界。

进入巴菲特朋友圈

之前我提到过，我在 A.W. Jones 的文章中犯过的一个特别尴尬的错误。在提到当时存在的其他几家对冲基金和投资合伙公司时，我把奥马哈的"巴菲特合伙公司"(Buffett Partnership)列为其中之一。我当时特别懊恼，因为我的丈夫 John Loomis，在 1965 年才认识了当时还不出名的沃伦巴菲特。John 当时是华尔街一家名为 Faulkner Dawkins & Sullivan 公司的机构推销员，他在媒体上看到了关于巴菲特的报道，认为自己应该给巴菲特打个推销电话。我一直很惊讶，沃伦的投资点子从来都不是从证券销售员那里得来的，他竟然接见了 John。但他真的做到了，而且他们相处得很好。John 提到我在《财富》杂志工作，巴菲特觉得这很有趣。他曾说过，如果不选择投资，他可能会成为一名记者。

John 从奥马哈回来时说：我想我刚遇到了全美最聪明的投资者。我立刻回忆起了以前的采访笔记，里面写着全美最好的分析师就住在奥马哈，于是说：哦，那一定是 Bill Ruane 说的那个人。然后在 1966 年年底，沃伦邀请 John 和我到纽约与他和他的妻子 Susie 共进午餐。那时，我第一次看到了巴菲特夫妇的风采。Susie 是因为她美丽体贴的精神(她在去年去世了)。而沃伦是因为他的才华。我意识到，他知道我所想知道的一切关于商业的事情，而且他认为我是一个对学习异常感兴趣的人。沃伦给 John 和我留下了深刻的印象，我们很快就买了他的公司伯克希尔哈撒韦公司的股票(我们最低的购买成本是 173 美元)，并因此而受益于其价格的大幅上涨(最近涨到了 8.3 万美元)。除了 John 在 1965 年做的一笔交易外，我们从未卖出过一股股票。

自 1960 年代以来，沃伦和我分享了许多商业、新闻和社会经验。我们经常打桥牌(主要是在网上)，我还是 Susan Thompson Buffett 基金会董事会成员。近 30 年来，我一直负责编辑他在伯克希尔年度报告中的董事长的信。我们还讨论了很久关于合作出书的事，并由我来编辑他写的东西，但因为我不想做这件事而放弃了这个计划。作为一名商业作家，我从他那里学到了很多，包括保险会计方面的知识，这让我意识到 Harold Geneen 并不完全了解保险会计。(我还学到了一些荒谬无用的事实。沃伦曾问我：你知道吗，'abracadabra'[一种巫术咒语]是唯一一个可以在键盘左侧打出的 11 个字母的单词。)

沃伦与众不同之处在于他性格的两个互补方面。首先，他对一切与商业和投资有关的事物都非常着迷，这意

意味着他的头脑是一个储存了大量的事实的数据库(不包括 abracadabra)。其次,当他把这些知识应用到一个问题上时,他是极其理性的,完全没有受到许多商人和投资者在做决定时所带的情感负担的影响。举例来说,这意味着他有耐心无限期地持有数十亿现金(目前为 450 亿美元),直到合适的机会出现。

由于本杂志能够识别有价值的撰稿人,沃伦撰写了(或者我们根据他的信件和演讲改编)六篇《财富》文章。其中一篇发表于 1999 年 11 月 22 日,就在泡沫破灭前几个月,文章认为投资者应该降低预期,而现在每个人都降低了预期。沃伦在《财富》杂志上发表的最后一篇文章《America's Growing Trade Deficit Is Selling the Nation Out From Under Us》(2003 年 11 月 10 日),先知先觉地对今天才引起普遍警觉的经济问题表示担忧。

与此同时,我还要应对一个棘手的挑战,那就是报道一位著名的朋友,而我恰好也持有他的股票。你是怎么做到的?另一方面,如果你是商业作家,对这位朋友的了解比你的任何竞争对手都多,你怎么能不写呢?

为了回答这些问题,我一直没有撰写关于沃伦和伯克希尔的大篇幅文章,除非是在对杂志有无可辩驳的意义的情况下,这样的情况已经有四次了。在这些情况下,我认为:(a)确实有一个故事没有被报道过(鉴于关于沃伦的报道已经很多,这很不寻常);(b)由于我对《财富》的情况非常了解,我可能会比其他《财富》作者写得更好。这四篇文章中的最后一篇是《The Value Machine》(2001 年 2 月 19 日),它是我们 2001 年《最受尊敬的公司》系列文章的一部分,主要讲述巴菲特是如何大力购买公司而不是股票。当然,在所有这些文章中,我都特别注明了我是沃伦的朋友,也是伯克希尔的股东。

轻浮的史密斯小姑娘

1960 年代末和 1970 年代初,我在《财富》杂志从《投资》专栏晋升到专题报道,总的来说,我成长为一名作家,尤其是一名专门从事财经报道的作家,而且经常是(负面的)"哦,真遗憾!"的报道(相反的类型的是"哦,真神奇!").不过,作为特稿作家,我很难一蹴而就。1965 年,我从《投资》专栏中抽身出来,写了一篇《Should Companies Promote Their Own Stocks? 》(12 月刊),结果糟糕透了。

不过,从那篇报道中,我意识到自己的报道水平还远远不够,于是我变成了一个信息迷,一心想从采访和文件中挖掘出每一个事实。我从未见过我不喜欢的文件:遗嘱、私人出版的书籍、yellow perils(欧美对亚裔的偏见用语)、各种 SEC 文件。这就是为什么我的一位执行主编把我称之为"办公室的有毒废物垃圾场"。不可避免的是,我在完成报道时会有太多的信息无法使用。但是,在你知道之前,你怎么知道你不需要知道什么呢?(how do

you know what you don't need to know until you know it?)

虽然早期的女性商业作家很少，但我几乎没有受到歧视。但有一次例外。1970 年底，《财富》的一位年轻职员打电话给纽约经济俱乐部，说我将作为《财富》的代表出席即将在 Waldorf 举行的晚宴。她立即被告知"女性不能参加"。这我和俱乐部的执行董事 Dwight Eckerman 通了电话。他说俱乐部不想让"任何轻浮的史密斯小姑娘来参加免费晚宴，并有机会与 1200 名打着黑色领带的男士共度良宵"。我开玩笑说，我未曾去过史密斯，他就让我来了。但事实上，我开始了一场漫长的反对俱乐部的运动，写了两年愤慨的投诉信，最终打了一场败诉的官司，这促成了俱乐部最终决定向女性开放：记者、客人和会员。

如果说我总体上躲过了歧视，那么我对另一种压力却深有体会：努力平衡事业与家庭。到 1967 年，我有了结婚 7 年的丈夫、3 岁的女儿、刚满周岁的儿子、郊区的房子，还有一份经常让我工作到深夜的工作。我常说，似乎没有什么事情是可以完成的：我的故事还没写完(我很难在最后期限前完成)，我的孩子还没长大，我的房子当然也没完工。不过，我要高度赞扬《财富》的先行者：1968 年，早在人们开始讨论母亲的弹性工作时间之前，我的总编辑 Lou Banks 就允许我开始在夏天请假在家。当然，我的孩子们已经长大成人，顺便说一句，他们似乎也"长大成人"了，但我仍然会请额外的假。

误解 JohnReed

无论如何，我想我在 1960 年代的工作还算顺利，因为在那个年代末期，我被选为编辑委员会成员，这是《财富》的一个特殊机构(如今已不复存在)，主要是为了向那些不屑于当编辑的优秀作家致敬，授予他们一个崇高的头衔。我之所以能获得这个头衔，是因为当时华尔街正因后台问题而陷入困境，而我成了这方面的指定主攻手。在《Big Board, Big Volume, Big Trouble》(1968 年 5 月)一文中，我描述了纽交所在处理交易量方面(日均 1200 万股)遇到的难以克服的困难！但到目前为止，今年的日均交易量为 16 亿股。

在撰写另一篇华尔街报道《The Unbelievable Last Months of Hayden, Stone》(1971 年 1 月)时，我第一次见到了桑迪威尔 Sandy Weill。他当时很瘦(看看他的照片就知道了)，从那时起，我就一直密切关注着他，历经风雨。据我统计，我写过 15 篇文章，有长有短，其中 Weill 都是主角或主要角色。作为主角，他从未真正改变过：他不受传统的束缚，就像我们在封面上说的那样，"不惜一切代价"。

我撰写的关于 Sandy 的文章中，有一篇是在他失业时写的，《SANFORD WEILL, 53, EXP'D MGR, GD

REFS》(1986 年 5 月 12 日), 这是我一直以来最喜欢的标题, 我还记得我和编辑 Geoffrey Colvin 在凌晨 1 点撰写了这篇关于 Weill 的文章。这篇关于 Weill 的文章促使他接管了商业信贷公司(Commercial Credit), 随后该公司演变成旅行者公司 Travelers, 最后又演变成花旗集团 Citigroup。

就好像我们都是沿着不同的台阶爬上高塔一样, 突然间我开始报道这对奇特的联席 CEO 夫妇: Weill 和花旗银行的 John Reed, 这是我多年来一直报道的另一个人。这并不是说我有敏锐: 我在 1980 年的一篇封面文章《Citicorp's Rocky Affair With the Consumer》(3 月 24 日花旗与消费者的情缘)中说过, 他几乎没有机会成为 CEO。Reed 在 35 岁接手一项重要工作时, 我还写道, "看上去, 他可能永远都只有 12 岁左右"。Reed 并不喜欢这个评论。即便如此, 他还是把我保留在了他的接见名单上(他的清教徒伦理告诉他, 玩公关游戏似乎不太好)。不过, 他对任何采访都非常珍惜, 因为他是记者的宠儿: 既能智性有趣, 又能坦诚相待。

好吧, 这有点言过其实了。1991 年, 当我不情愿地问 Reed, 他与花旗银行一名空姐的绯闻是否属实时, 他选择了不回答。三年后, 他和这位空姐结婚了。同时, 在业务方面, Reed 作为一个有远见的人有巨大的优势, 但作为一个管理者却有很多不足之处。2000 年, 当他与精明强干的 Weill 摊牌时, 最终 Weill 胜出。

恐吓者

追溯到 1970 年代初, 我写过两篇引起特别关注的文章。一篇是《How the Terrible Two-Tier Market Came to Wall Street》(1973 年 7 月), 文章暗示, 漂亮 50 股票不可能继续在市场上飙升。但事实并不像我希望的那样有力。另一篇文章是《An Annual Report for the Federal Government》(1973 年 5 月), 它将华盛顿的仙境般的数字变成了企业报告的格式。两年后, 由于这篇文章, 财政部长 Bill Simon 和安达信(Arthur Andersen)的负责人 Harvey Kapnick 成立了一个咨询委员会, 我也曾是该委员会的成员, 并发布了美国国家的年度报告, 该报告至今仍在出版。毫无疑问, 该报告的读者数量远远低于农业部的农作物统计数据。但要说明的是, 截至 2004 年 9 月底, 美国的资产为 2370 亿美元, 负债为 4.4 万亿美元。

另一篇 1970 年代的文章《The Three-Year Deadline at David's Bank》(1977 年 7 月)让我了解了大通银行时任 CEO-David Rockefeller 的故事。在曼哈顿市中心的大通办公室采访他时, 我有点不知所措: 我的对面坐着的是 John Rockefeller 的孙子, 墙上挂着现代艺术博物馆的虚拟展厅。在我的采访过程中, 大通银行的一些高管承认, 他们的老板虽然总是彬彬有礼, 但确实令人生畏, 足以让他们不敢直言所需的变革。我隐去名字, 向

Rockefeller 重复了这些观察看法，他觉得很神秘。他问道：我吓到你了吗？我回答说：是的，有一点。我把这段对话写进了初稿。我一直以来最喜欢的编辑 Dan Seligman 立刻告诉我，他在我的手稿中发现了一个错误。我可能脸色苍白。Dan 说：我觉得你一点也不害怕。我们出版的故事里有 Rockefeller 的"我吓到你了吗？"，但没有我的答案。

女性站起来了

1970 年代，就在这些故事不断涌现的同时，《财富》杂志也发生了巨大的变化。其中之一就是女性在员工中的角色。我们当时的总编辑 Lou Banks 一直致力于描写这方面的进步：他在 1968 年底写道，在过去的 12 个月里，我们的女编辑作家人数增加了 200%，即从一个(我)增加到三个。但事实是，《时代》公司的大部分女记者都知道自己是二等公民，已经到了叛变的地步。1970 年初，《新闻周刊》的女记者们向联邦平等就业机会委员会提出了歧视投诉。

《财富》的一位员工朋友 Marion Buhagiar 很快走进我的办公室，关上门，当我惊讶地坐在那里时，她告诉我，时代公司也在酝酿法律诉讼。她请求我给予支持。但在我们交谈的过程中，我开始怀疑，是否应该在事情变得像诉讼那样严重之前，多花些精力与管理层进行谈判，我从 Marion 那里了解到，这方面的工作很少。那天晚上，在 Greenwich Village 的一次妇女会议上，我提出了同样的观点。我受到了冷眼。这列火车准备驶离车站。1970 年 5 月，纽约州总检察长根据《时代》公司女性起草的一份诉状，以性别歧视为由起诉了该公司旗下的杂志。

《时代》公司的管理层感到震惊和愤怒，但也对听证会的想法深恶痛绝，最终正式承诺不再采取歧视行为，并向女性开放所有工作岗位。每家杂志社也都做出了具体的改变，旨在创造公平的竞争环境。《财富》杂志开始实施一项培训女性作家的计划，并将一些资深研究人员提升为"助理编辑"，而在此之前，"助理编辑"只是一个作家的头衔。在我认为具有特殊经济价值的一项改革中，对文章做出"实质性贡献"的研究人员(几乎所有研究人员都做出了贡献)都会获得一个信用额度。如果你看看本期文章的栏目底部，就会发现许多信用栏，你就会知道它们是 1970 年妇女反抗的结果。

男人加入了进来

当然，如果作家的工作明确地向女性开放，那么研究员的工作也必须同样向男性开放。于是，Mary

Johnston 开始为后来被称为报道人员的工作增添聪明的年轻人。其中一位名叫 Alex Stack 的年轻人与我合作撰写了《One Story the Wall Street Journal Won't Print》(1971 年 8 月), 这是一篇关于报纸本身的报道。后来, 《华尔街日报》的一位朋友告诉我, 当我和 Alex 穿过新闻编辑室时, 人们都转过头来, 意识到我是团队中资历最老的成员, 而不仅仅是年龄。

Mary Johnston 是一位很会挑选新闻人才的人, 她在 1970 年代聘用了五位研究员, 这些人后来都成为了《财富》杂志的执行主编或他们的首席副手, 其中只有一位女性 Ann Morrison。今天呢? 女性比男性更难成为该杂志的高级编辑吗? 从统计数据来看, 我认为是的。但是, 当作家们讨论这个问题时, 我觉得女性在被聘用或取得成功方面并没有遇到制度上的障碍。正如《财富》前助理总编辑 Wyndham Robertson 所说: 如果猩猩会写作, 我们会雇用它。Robertson 是第一位担任《财富》助理总编辑的女性。

1970 年代, 《财富》杂志另一个引人入胜的事件是高层管理者将杂志从月刊改为双周刊。这个想法在 Luce 去世前, 即 1967 年就已经提出。但随着 1970 年代的到来, 《财富》的业务部门开始坚持要求改版, 认为这将提高杂志的盈利能力(当时的盈利能力尚可, 但不稳定), 并加强其竞争地位。

《时代》公司主编 Hedley Donovan 本人开始认为, 在繁忙的商业世界中, 《财富》月刊的大篇幅、全景式报道让人觉得难以驾驭, 容易被搁置。为了显得更平易近人, 我们在 1972 年缩小了杂志的版面, 并增加了更多的短篇文字。但 Donovan 仍在思考, 是否有必要进行更深层次的变革, 尤其是他的朋友们承认他们并不经常阅读《财富》杂志。

包括我在内的大多数编辑和资深撰稿人都反对双周刊。记者像我们所报道的商人一样, 不欢迎大规模的变革。在 1977 年的一次编辑委员会会议上, 我说我试图把双周刊的决定当作一个商业问题来考虑。我称其为"一个风险/回报的决定, 在这个决定中, 我们要么玩双倍, 要么什么都不玩"。但我心里一直在想, 从根本上说, 我们在讨论的是杀死一本杂志这一非常悲惨的事情。是的, 会有一本新的《财富》, 但无论双周刊有多好(它变得非常出色), 但我在 1954 年踏入工作时的这本杂志, 我们称之为旧《财富》, 都会死去。

不过, 这是另一列准备出站的火车。1977 年年底的一个晚上, 我当时和现在的偶像 Donovan, 将在员工聚会上宣布双周刊的发行, 我在办公室附近闲逛, 收拾东西准备回家写一篇国际纸业的报道。当我终于来到 34 楼的董事会议室时, Donovan 正开始用他低沉的嗓音向涌向走廊的人群讲话。我当时就意识到, 我不忍心再听下去

了，于是转身离开。

我显然没有放弃。事实上，当我回顾自 1978 年 1 月大变革以来所写的报道时，我最喜欢的是一些接近新闻的三页长文，如《AT&T Has No Clothes》(1996 年 2 月 5 日)。但双周刊继续刊登长篇深入研究的文章(尽管数量较少)，而在大多数情况下，这也是我一直在写的。比如《The Leaning Tower of Sears》(1979 年 7 月 2 日)。和我一起写这篇报道的记者是一个叫 Rik Kirkland 的 28 岁年轻人，他后来成了我的第九任总编辑。在为 1982 年 7 月 12 日刊撰写《The Madness of Executive Compensation》这篇报道时(注意是 1982 年)，我希望自己能帮助扭转贪婪的风潮。我们都知道效果会如何。

1982 年，我还写下了我众多报道中的第一篇--《Behind the Profits Glow at Aetna》(11 月 15 日)，揭露了一些公司为显示他们并不真正拥有的收益而玩弄的阴谋诡计。撰写 Aetna 这篇文章，是因为我看到了该公司年报中的一个脚注，这篇文章引发了 SEC 的调查，迫使该公司重述其收益。接下来是两篇关于美国运通保险子公司的文章：《How Fireman's Fund Stoked Its Profits》(1983 年 11 月 28 日)和《The Earnings Magic at American Express》(1984 年 6 月 25 日)。其中第二篇文章是一封寄给我的装在消防员基金信封的匿名信的结果，引起了美国运通 CEO-Jim Robinson 的特别关注。他和一大帮人试图说服我但没有成功，他们说消防员基金在 1980-83 年期间报告的可观的不断增长的收益完全没有问题，但当时它们的利润确实在萎缩。

在 Robinson 派出的使者中，有 Willkie Farr & Gallagher 律师事务所的律师 Kenneth Bialkin，我认识他的时候，他两岁的女儿和我一起在曼哈顿的游乐场荡秋千。在那篇文章中，我引用 Ken 的话说："如果你告诉我，在任何情况下，管理层想要平滑他们的业绩、调整风险水平、平滑准备金，或将数字从一个时期挪到到另一个时期都是不恰当的，如果你告诉我，在任何情况下这都是不合法的，我会告诉你，你不了解美国商业的运作方式。"(如今，Ken 在 Skadden Arps Slate Meagher & Flom 工作，是为 AIG 前 CEO-Hank Greenberg 工作的三名首席律师之一)。

问题是，我确实了解美国的商业是如何运作的，而且我不喜欢这种方式。因此，我一直在关注我能发现的任何不当行为。《The \$600 Million Cigarette Scam》(1989 年 12 月 4 日)讲述了"trade-loading"的故事。又称"channel-stuffing"(渠道压货)，即诱导批发商在本季度采购下个季度自然会购买的产品。不过，由 CEO-Lou Gerstner 和烟草主管 Jim Johnston 担任的新管理层已公开宣誓放弃这种做法，因此大家才知道这种做法的存

在。

随后，我和记者 Mark Colodny 采访了每个人，Mark 开始注意到 Johnston 吸烟的疯狂程度。Mark 数了数，两个小时内抽了九支烟！这一记者无法抗拒的事实被写进了报道。后来，RJR 公司的公关部主管 Dave Kalis 递给我一句话，我认为他是在恭维我(他甚至可能是真心的)：Jim 通常不会抽那么多烟。我想你可能没有意识到你的采访会给他带来多大的压力。

我记得在 RJR 的报道发表后不久，我接到了一位朋友的电话，他刚从百时美施贵宝公司(Bristol-Myers Squibb)的高级职位上退休。他说："你在文章中所说的关于渠道压货的愚蠢之举都是真的。"它不是良心的，是一种几乎不可能改掉的习惯，就像吸食毒品一样。但我要告诉你，下一次，当某些销售机构需要通过渠道压货来实现利润时，我敢打赌，他们一定会这么做。"结果.....14 年后的 2003 年，百时美被揭露多年来一直在渠道上做手脚。公司因此被 SEC 罚款 1.5 亿美元，并根据司法部的延期起诉协议向股东支付 3 亿美元。

1990 年代中期，我曾与通用电气公司的 Jack Welch 就"managed earnings"(管理收益)问题争论不休，他在很多方面都令我钦佩。当我们坐在洛克菲勒中心通用电气大厦顶层附近的一间会议室里时，我告诉 Jack，我认为通用电气众所周知的"平滑"收益的做法非常糟糕。他用他那高亢沙哑的声音说，他完全不同意。他问道："除非通用电气的收益可以预测，否则哪个投资者会愿意购买这样的企业集团呢？"我们俩谁也不肯让步。

作为题外话，我想报告一下我与 Jack 的另一次轻松的争论。1999 年的一天，我和丈夫正在海岛度假，我从当时的执行主编 John Huey 那里得知，Welch 即将打电话给我，抗议我们计划对通用电气在《财富》500 强中的行业排名进行调整。在此之前，我们一直将通用电气归类为一家电气设备公司；由于其收入构成发生了变化，我们现在计划将其列为一家多元化金融服务公司。懦夫 Huey 告诉 Jack，我们只是在遵循"Carol 的规则"，只有我能改变这些规则，这简直是胡说八道。

尽管如此，Jack 还是打来了电话，并提出了一个热切的论点"你怎么能这么做？"。我问道，"你为什么这么在乎？"。他回答说，"因为如果年轻工程师认为通用电气是一家金融服务公司，他们就不会再愿意为它工作了"。我的脑海中浮现出一幅滑稽的画面：一个 Purdue 大学工程系的学生去图书馆，看到《财富》杂志把通用电气归入金融服务行业，于是大喊：我万万不会去这家公司工作！事实上，Jack 讨厌这种变化可能是因为他知道金融服务公司的市盈率低于通用电气。我告诉 Jack，规则就是规则。我们把通用电气公司定为了一家多元化金融服务公司。

不同版本的封面

说回正经事，这也是对我在 1999 年 8 月 2 日发表的文章《Lies, Damned Lies, and Managed Earnings》的一个很好的描述。当时已经发生了很多大丑闻：Cendant、Rite Aid、Waste Management、Sunbeam、McKesson HBOC，但还没有与这些丑闻有关的人锒铛入狱。事实上，为了在 CEO 重罪犯表格中列出一些名单，我不得不去选择一些小公司。但我文章的前两句话是这样说的："现在，在某家《财富》500 强公司的某个层级中，一名员工，可能是高层也可能是受雇于他的人的帮助下，正在实施会计欺诈。最终，这一罪行将被揭露，并使公司股东损失数亿美元"。很明显，我在成本方面犯了错误。我应该说"数十亿美元"，因为这是即将浮出水面的丑闻的代价：安然 Enron、世通 WorldCom、HealthSouth、Adelphia。除此之外，我对这些句子(以及后面的句子)的正确性感觉良好。我还感到满意的是，我们的美术和摄影人员为这篇报道制作了一个强有力的封面。封面上有一口又大又重冒着气的沸水锅，一本灰色的记账本在锅里正被煮烂。封面写着"做假账"，以及"越过底线，你可能会坐牢"。今天，我办公室的墙上就挂着这个封面的复制品，俯瞰着有毒废料。

回想起来，有些读者从未见过那个封面。那是互联网泡沫的年代，在《财富》的大厅里放着一个与之竞争的杂志封面，标题是《.COM FEVER》。这个版本的封面是一个哈佛大学的 MBA 沿着铁轨大步流星地走着。我一直不太明白这个形象，难道他要跳上一列货运火车？你知道吗？最后我的编辑们决定，《财富》将有史以来第二次采用不同版本的封面，在这种情况下，意味着报摊买家将得到互联网版封面的杂志，而订阅户将得到大锅版封面的杂志。对于那些错过了第一次封面的读者来说，它就在页面最顶部。

当然，非理性繁荣并不局限于网络世界。蓝筹股也有其愚蠢之处。一段时间以来，我一直想写一篇报道，抨击大公司可以年复一年地实现 15% 的盈利增长这一观点。令我困惑的是，我无法让主编 Huey 对这篇报道感兴趣，他是一位出色的记者，对故事有着超强的敏感度。2001 年初，John 升任 FORTUNE/Money 集团的编辑，Rik Kirkland 成为《财富》的执行主编，情况发生了变化。Rik 很快就安排了这篇报道，并以《The 15% Delusion》(2001 年 2 月 5 日)为题刊登。这里有一点不谦虚：Mattel 公司 CEO-Bob Eckert 称这篇文章为"我有史以来最喜欢的商业文章"。那么 Huey 的不情愿呢？我最终听说，他基本上不同意我的观点，而是认为 Welch 和时代公司的 Don Logan 等真正有效的管理者，能够以某种方式保持 15% 的增长。当被问及他现在的想法时，编辑总监 Huey 回答说："我已经信教了，承认了自己的错误。咄！"

泡沫时代的一个悲伤注脚，与 Morgue 有关：随着互联网的到来，以及公司降低成本的决心不断增强，时代公司的大量个人简历和公司档案被转移到宾夕法尼亚州的仓库。你仍然可以拿到这些文件夹(尽管 Homer 叔叔的文件在那时终于尘封了)，只是取回它们需要时间。1998 年的一天，我打电话询问有关 AIG 公司的档案，接电话的图书管理员先是沉默，然后说"我会再联系你"。接下来打来电话的是图书馆馆长，她非常尴尬地承认，所有的公司档案，这一无价的资源，都在他们的仓库里被烧毁了，而她不知何故还没有来得及告诉《财富》的员工这一损失。那天，我可能流了几滴眼泪(就像我现在写这篇文章一样)。幸运的是，生平文件没有被烧毁，直到今天我还在使用它们。

毒药

如果你们允许我夸大其词的话，我想说的是，将 Morgue 的文件转移到数据仓库的做法与 1989 年发生在时代公司杂志社身上的事情相似。当时，Gulf & Western 公司的 Marty Davis 试图接管时代公司，而作为辩护，我们则迅速推进了与 Warner 通讯公司的合并计划，后者由高薪聘请的 Steve Ross 领导。在这一结果尚存疑问时，时任时代公司总编辑的 Jason McManus 为包括我在内的十几位公司资深作家举办了一次午餐会。他满意地报告说，Davis 似乎会被击退。他问我们的想法。我表达了一个我知道大楼里许多人都赞同的观点，我说我不希望看到杂志社被推到任何一家庞大公司的内部。我补充了一个具体的担忧：《财富》杂志的情况比其他杂志更糟糕，因为我们写的是关于商业的文章，需要在言论上避免冲突。公司涉足的任何新业务都会给我们带来问题。

也许是注意到了这一点，但肯定没有采纳。随着 1989 年时代华纳公司的成立，杂志从老公司的首要位置变成了新公司的地下仓库。因此，如今 Carl Icahn 希望将出版业务，即时代公司分拆成一家独立的公司。我当然不愿意看到这样的企业由 Icahn 来经营，我是在写 TWA 环球航空公司的故事《The Comeuppance of Carl Icahn》(1986 年 2 月 17 日)时认识他的。任何能把标准航空食品变成劣质食品的人，都不是你想要的管理杂志的人。但他关于成立一家独立出版公司的想法？我投他一票！

尽管我不能抱怨 1989 年的合并对我的工作有任何影响，但我还是这么说。我曾两次写过关于有线电视公司 John Malone 的尖刻文章《The Enrichment of John Malone》(1993 年 11 月 15 日)《High Noon for John Malone》(1997 年 1 月 13 日)。这些文章不仅把我带进了时代华纳的有线电视社区，还让我向一个控制着时代华纳大量股票的人开枪。据我所知，高层管理人员中没有人对这些报道有丝毫干涉。

2000 年 1 月 10 日，时代华纳和美国在线宣布合并，对于《财富》来说，世界变得更加疯狂。我们只有 10 个工作日完成这一期报道，每个人都知道我们的报道必须完美无缺。不出所料，我的任务是研究合并后公司的财务前景。一开始，我对这个问题没有任何看法。但我还是采取了预防措施，请 Huey 向我保证，在这个项目中没有任何禁区。他保证了。

当我们在最后一周的周五结束该报道时，标题是《AOL+TWX=?》(2000 年 2 月 7 日)但下面的副标题却给了我们致命一击："算一算，你可能会想，这家公司给投资者带来的长期年化回报率是否能超过国债"。我的编辑 Tim Smith 为这篇文章的最后两句话想出了恰如其分的结束语，谈到了合并后的公司要使其 2800 亿美元的市值增长将面临的巨大困难：这就像把一块巨石推上阿尔卑斯山。如果需要提示的话，8 月底的市值为 830 亿美元。(在合并当日十年期国债的年回报率为 6.5%，而且国债价格也随之飙升，而时代华纳的股价则下跌了 60%)。

有人问我，写这个故事是不是很艰难。是的，从努力工作的意义上说是艰难的。但是，我在论证我的结论时没有任何保留，我的结论是：这次合并正走向麻烦。我想，对于一个希望在公司工作的年轻作家来说，这项任务可能会非常艰巨。但我知道，我可以说出我的想法，而且肯定不会被解雇。想想报纸的标题：时代华纳解雇了抨击合并的资深财富撰稿人。不，这是不可能的。不过，让人普遍感到惊讶的是，我们在写作中竟然如此无拘无束。迪斯尼的 Michael Eisner 对 Huey 说：我一直认为，你们公司所有关于编辑独立性的说法都是胡扯。现在我明白了，事实并非如此。

此后，我又撰写了两篇关于合并后公司的文章，这两篇文章无疑都刺痛了我的心。第一篇文章是《AOL Time Warner's New Math》(2002 年 2 月 4 日)，回顾了合并给公司股东带来的可怕结果。这篇报道里还包括一个小方框，报道了我根据充分的证据认为，我们即将离任的 CEO-Jerry Levin 是被逼走的。Levin 在接受我采访时坚定地表示，他是自愿离职的。但今天，在几本关于该合并的书的支持下，传统观点认为他不是被逼走的。

另一篇报道《Why AOL's Accounting Problems Keep Popping Up》(2003 年 4 月 28 日)让我做了一件我非常喜欢做的事情：用读者容易理解的方式解释一个复杂的问题。此案的复杂性在于 AOL 如何在与 Bertelsmann 的交易中编造了 4 亿美元的广告收入。在我写这篇报道时，SEC 和美国司法部正在全力处理这一案件，他们已经就 AOL 的所作所为对时代华纳公司处以 4.5 亿美元的罚款；司法部仍在考虑对个人提起刑事诉讼。

在撰写这篇报道时，我试图采访时代华纳的高管，包括 CEO-Dick Parsons。结果得到的消息是，我们的人只能私下交谈。现在，当我与报道中的某一方进行谈话时，我会很乐意进行所谓的“非署名采访”。但多年来，我告诉过很多在我的文章中占据重要地位的公司，我对他们的采访必须是被记录在案。我当然不认为我可以对我自己的公司说任何话，但也必须这样做。因此，时代华纳公司坚持自己的立场，我坚持我的立场。我们没有交谈。

在时代华纳的报道之后，我的文章中最受关注的是今年关于惠普公司的报道。对我来说，这是个相对不寻常的任务：我不是技术作家。但在科技公司的事务中，有时故事的主题是商业(就像我写 IBM 时一样)，而不是技术。这就是 2004 年 8 月 Rik Kirkland 让我调查惠普的原因。当时的动因是惠普刚刚公布的糟糕的季度报告。但真正的目的是想知道我们应该如何评价 CEO-Carly Fiorina 以及她在 2002 年策划的惠普与康柏的著名合并案。

这个故事让我有点抓狂。尽管我在秋天做了几个星期的调查，包括对 Carly 进行了长时间的采访，但我还是不知道自己有什么新的见解。我告诉 Rik，除了我在 1990 年代做过的两篇关于衍生品的封面故事，这篇惠普的故事可能是我做过的最难的任务。突然，当我再次飞往西海岸采访 Carly 时，翻阅惠普公司的文件时，我坚定地知道该说什么了：公司刚刚公布的 2004 财年的业绩与公司在 2002 年 2 月的合并委托书中提出的详细预测相比，简直是惨不忍睹。换句话说，按照惠普自己的标准，这次合并没有成功。这就是《Why Carly's Big Bet Is Failing》所要传达的信息，它刊登在 2 月 7 日的期刊上，但在 1 月 22 日登陆了我们的网站。两周后，Carly 于 2 月 8 日被董事会解雇。公司新任董事长表示，“最近的媒体报道”并不是导致 Carly 下台的原因。

关于 Ty Cobb

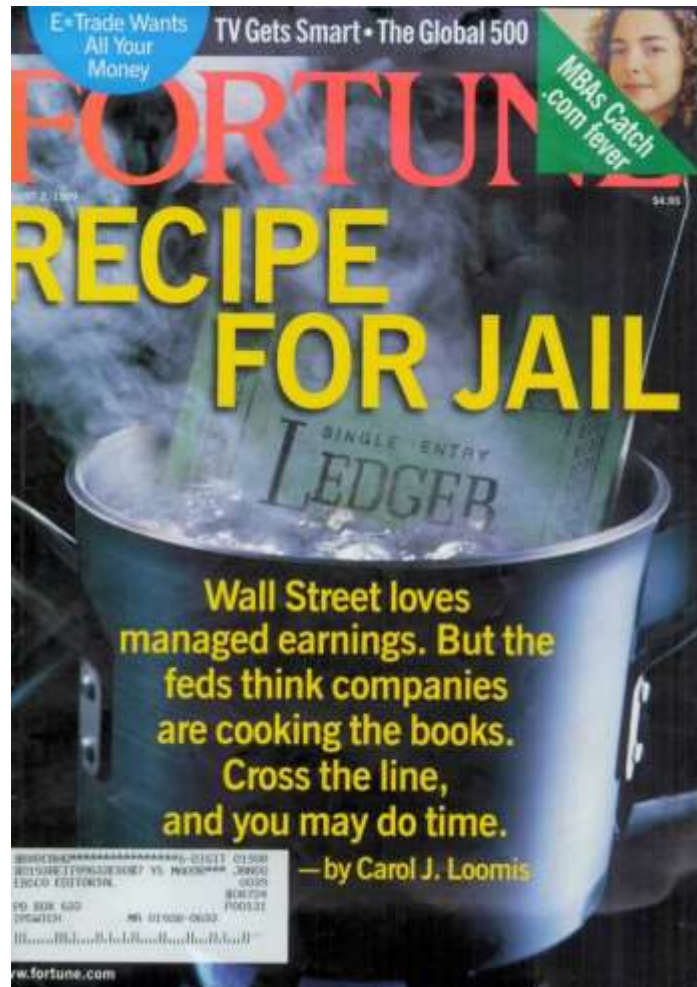
这就是我的最新回忆。不过，我写到这里，可能还没有讲到我在《财富》工作岁月中最有趣的一件事：1957 年，我和 Ty Cobb 有过两次约会。当时我 28 岁，他 70 岁。我们相识是因为他看了我参加了四天的智力竞赛节目《Tic Tac Dough》，在这个节目中，由于我多年来一直关注圣路易斯红雀队(St. Louis Cardinals)，我正确地回答了一些棒球问题。Cobb 随后约我在 21 俱乐部共进午餐。我的几个男性朋友认为我接受这个邀请不是个好主意，也许他们认为 Cobb 会在光天化日之下在 21 俱乐部扩大他的盗垒记录。

我去吃了午饭；我无法拒绝那份邀请。Cobb 很聪明，这符合他在球场上的名声，也很绅士，这当然不符合他的名声。午餐时，他又发出了第二份邀请，邀请我去 Yankee 体育场看老时光队(Old-Timers)比赛。我也无法拒绝。但没有第三次约会。这不是天作之合。

另一方面，我加入《财富》杂志可能也是如此。大多数人的工作都没有我幸运。我的工作很有吸引力，很有价值，与一群有才华、讨人喜欢、致力于创造最好的产品的人一起，在一个同事关系融洽的环境中工作，这让许多来自其他新闻机构的人都感到惊奇，所有这些都不是一般的工作经历。这就是我留在这里的原因。这是一个很难离开的地方。

cloomis@fortunemail.com

https://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2005/09/19/8272904/



卢米斯：回顾职业生涯 2005

2005 年 9 月 30 日

《财富》杂志资深编辑卡罗尔·卢米斯回顾职业生涯，共同庆祝《财富》杂志成立 75 周年。

<https://charlierose.com/videos/10702>

查理·罗斯：卡罗尔·卢米斯来到了我们的节目。她是《财富》杂志的资深编辑，本月《财富》杂志迎来了创刊 75 周年纪念日。在她 51 年的职业生涯中，撰写了许多极具影响力的文章，同行们因此授予她三项终身成就奖。很高兴她再次来到这里，欢迎你。

卡罗尔·卢米斯：查理，很高兴来到这儿。

罗斯：见到你真开心。这一路走来很了不起啊。

卢米斯：嗯，为了写这本回忆录，我回顾了自己的经历，开始觉得，或许确实有点了不起吧。

罗斯：看看这里，上面写着好多大事呢，伟大的领袖、卓越的团队、将塑造未来 75 年的理念，Tom Friedman Superstar, The Michelin Man Tells All, GM's Last Stand, Samsung's Magic House。还有最上面这篇，Carol Loomis on Carol Loomis。我们先来聊聊很久以前的事吧。

你曾是电视剧《Tic Tac Toe》里的明星选手。

卢米斯：嗯，我参加过这个节目，还录制了好多期呢。

罗斯：你还见到了泰·柯布 Ty Cobb，他还关注了你？

卢米斯：没错。他关注了我。

罗斯：他做了什么呢？

卢米斯：我成功回答了一些棒球相关的问题，因为我是看着 St. Louis Cardinals 的比赛长大的。他显然看了那些节目，然后让他侄子给我打电话，说他想在"21 俱乐部"请我吃午餐。我当时根本不敢相信，换谁能信呢.....

罗斯：你了解泰·柯布，因为你热爱棒球，喜欢红雀队。

卢米斯：我当然了解他。但要是有人问我他还在世不，我还真不确定。

罗斯：当时他多大年纪？

卢米斯：他 70 岁，我 28 岁。

罗斯：所以你们在"21 俱乐部"共进午餐了？

卢米斯：是的，我们吃得很愉快。他自然吸引了很多人的目光。然后他问我愿不愿意和他一起去洋基体育场看老将棒球赛。我说这可拒绝不了，谁能拒绝呢？

罗斯：和泰·柯布一起去看老将棒球赛。

卢米斯：我们就去了，在那儿他更是全场焦点。他整个下午都在给人签名。还带我去球员休息区，给我弄了个棒球，上面有他和 1957 年 Yankees 洋基队全体队员的签名。你能想象……

罗斯：1957 年的话，那上面肯定有迪马乔 DiMaggio 的签名吧？没有吗？

卢米斯：我想没有。有 Mantle，Maris，Whitey Ford，还有其他一众球星。那个棒球可能价值连城了。

罗斯：是啊，那棒球太不可思议了。他本人怎么样？

卢米斯：他非常聪明，在棒球场上他就以聪明著称。而且他对棒球的方方面面都了如指掌，知道该怎么做。而且他很有绅士风度，这和他的名声可不太相符。

罗斯：因为他很强硬、做事激进，眼里不揉沙子。

卢米斯：还有点刻薄。

罗斯：确实挺刻薄的。

卢米斯：不过，你知道，在那个时候，体育版面对体育明星的缺点报道没那么多。所以我对他的了解也没那么深入，就算我去图书馆查阅了所有关于泰·柯布的资料，也没想到他会像传言中那么刻薄。

罗斯：你当时不知道他的那些名声？

卢米斯：不知道，而且在午餐过程中，他完全没有表现出任何不绅士的地方。

罗斯：看完老将棒球赛后，你还和他见面了吗？

卢米斯：我觉得那次见面差不多就可以结束这段交往了。

罗斯：他还想和你再见面，一直见面？

卢米斯：我想是的。

罗斯：那你怎么回应的？

卢米斯：我就找了个借口，说自己很忙之类的，之后就没再联系了。

罗斯：你和沃伦·巴菲特有着很特别的关系。

卢米斯：没错。

罗斯：因为你在商业领域的影响力，以及你在写作、分析和见解方面的成就，你和其他商业界人士也有类似的关系吗？

卢米斯：嗯，我和一些知名商人有着很好的业务往来。但我和沃伦只是朋友，我们会通信.....

罗斯：我就是这个意思。你帮他写致股东的信.....

卢米斯：信不是我写的。我是帮他编辑信件。这很重要。

罗斯：确实很重要.....

卢米斯：对。信真的是他写的，我来编辑。我们经常交流，互相探讨各种事情。这很棒，谁不想和沃伦·巴菲特成为好朋友呢？这对我来说是件很棒的事，我从他身上学到了太多。比如该如何思考企业的经营策略，如何看待并购，很多并购其实都很糟糕，而推动并购的人似乎从来都没考虑过这些。沃伦很喜欢说，当 A 公司和 B 公司合并时，A 公司的 CEO 有几次会买入 B 公司的股票呢？但他却要用股东的 500 万、2000 万美元或者更多的钱去进行并购。很多并购其实都是愚蠢的行为。

罗斯：我还想聊聊其他商业领袖，但先跟我讲讲，在《财富》杂志工作的时候，谁对你的影响最大呢？你在那儿工作时，Hedley Donovan 是编辑吧？

卢米斯：他对我的影响很大。我觉得他非常出色。我想他是看中了我的潜力，觉得我这个女人有点前途，所以他是个很好的老板。还有一位叫 Dan Seligman 的编辑，在“导师”这个概念流行起来之前，他就是我的良师益友，多年后我才知道“导师”这个词。

罗斯：如今的《财富》杂志和你刚入职时相比，已经大不一样了。更注重人物个性的展现了？

卢米斯：我觉得是这样。在所有商业杂志中，《财富》都是如此。而且我们的出版周期也变了，现在是两周一期，以前是月刊。我刚进杂志社的时候，杂志风格比较保守、严肃。现在我们更贴近新闻时事了。我觉得这些变化对《财富》很有帮助。

事实上，总有人跟我说，他们认为《财富》比其他杂志更出色。你介意我小小地宣传一下吗？

罗斯：不介意，没问题。在创刊 75 周年之际，这是你们应得的。

卢米斯：有人给我写信说，期待在《财富》100 周年的时候看到我的回忆录。

罗斯：这都是因为编辑们能紧跟时代潮流，现在商界男女被视为英雄，他们各具个性，杂志也更注重展现他们的个性.....

卢米斯：我觉得他们有点被过度神化了。这里面存在某种英雄崇拜，要是没有就好了。不过.....

罗斯：这也导致了一些我们现在在法庭上看到的乱象，对吧？

卢米斯：没错。我觉得确实导致了一些乱象，当然，高管薪酬就是这种乱象的一个体现。媒体在一定程度上也助长了这种风气。媒体很难对外面发生的事情视而不见。

罗斯：是因为过度美化他们了吗？

卢米斯：可能有点过度美化了，尤其是在经济泡沫时期，绝对是这样。

罗斯：你和沃伦交流的时候，他不太认同这种现象。那你什么时候开始觉得这种情况持续不下去了呢？

卢米斯：没错。我听了沃伦的看法，心里想他说得有道理。

罗斯：那些公司的基本价值并不匹配股价。

卢米斯：对。所以我从来没买过泡沫时期的股票。

后来，当我要写时代华纳 Time Warner 和美国在线 Aol 合并的报道时.....

罗斯：这是史上最糟糕的并购案吗？

卢米斯：有很多并购案都在"角逐"这个"头衔"。这肯定是我密切关注过的最糟糕的一个，这一点毫无疑问。

罗斯：你觉得法庭的一些判决是不是有点过重了？

Bernie Ebbers，除非上诉成功，否则可能要在监狱里度过余生。

卢米斯：嗯，有可能是这样。

罗斯：Kozlowski 的刑期也很长，同样，除非上诉成功。

卢米斯：作为人，我有点同情他们。但一想到他们的所作所为，以及给投资者造成的数十亿美元损失，我觉得这些判决是他们应得的。

罗斯：你觉得他们知道自己在做什么吗？他们知道他们的行为.....

也许当时没仔细想过？没人提醒他们，这么做就越界了？

卢米斯：我觉得，一方面，他们可能没意识到自己越界的程度有多深。另一方面，他们可能自欺欺人，觉得

这些事永远不会被发现。当时的时代风气可能让他们觉得在某些情况下越界也没什么大不了的。

罗斯：看这些报道的时候，让我惊讶的是，他们经常把公司资产当成自己的，当成自己的玩具，随意处置。不只是在购物、办派对这些方面铺张浪费，很多人都因此受到指控。他们完全把公司当成了自己的私人领地。觉得公司不属于股东，而是属于他们自己。

卢米斯：没错。这是"帝王式 CEO 综合征"的一部分表现。

罗斯：我们聊聊一些商业人物吧。你认识 Jack Welch 杰克·韦尔奇吗？

卢米斯：认识，我非常钦佩他。我觉得他是个出色的管理者。在他管理通用电气的很长时间内，他为公司做出了很多贡献。不过有几件事我不太认同他的做法，尤其是他觉得平滑收益 *smoothing earnings* 没什么问题。但我一直觉得这样不对。我们为此争论过几次，但谁也说服不了谁。

罗斯：他总有办法控制某个季度的收益，或者把收益留到下一季度。他支持这种做法的理由是什么呢？不会只是说"我一直都这么做"吧？

卢米斯：私下里他可能这么说过。他说没人会愿意持有像通用电气这样的集团公司的股票.....

罗斯：你怎么看 Murdoch 默多克家族？

卢米斯：我从来没写过关于默多克家族的报道。

罗斯：你对默多克家族不感兴趣吗？对新闻集团也不感兴趣？

卢米斯：不，我感兴趣，但从来没人让我去写这个题材。

罗斯：等等，你可是《财富》杂志的明星编辑。他们不用特意要求你，你可以主动跟他们说，我想写关于默多克家族的报道呀？

卢米斯：嗯，我想我就是没那么大野心去写默多克家族的故事吧。

罗斯：新闻集团都没能引起你的兴趣吗？

卢米斯：新闻集团我是感兴趣的，默多克家族也让我感兴趣。我觉得他们家族现在经历的事情非常有意思。

罗斯：我也这么觉得，真的。

卢米斯：你这么一说，我觉得以后说不定我该写写这个题材。

罗斯：我很好奇你之前为什么没被这个题材吸引。

《纽约》杂志刊登过一篇文章，我觉得写得很不错，很有意思，披露了不少内幕。《纽约时报》也一直在报道。我从没见过《纽约时报》的商业版对一个家族投入这么多篇幅报道。

卢米斯：嗯，你让我有了新想法。

罗斯：好吧。那这个题材吸引你的点是什么呢？毕竟这个人打造了或许是世界上最伟大的媒体公司，肯定是全球最厉害的媒体公司。

卢米斯：没错。他显然是商业界的巨头。但我对整个事情了解得还不够深入，所以也说不准他做的每件事是否都恰到好处。

罗斯：要是你打算写默多克家族的故事.....

卢米斯：那想想都让人有点害怕，因为我得找到并想办法获取所有那些澳大利亚的文件资料。我还得.....报道这个故事难度很大，真的很难。

罗斯：是因为获取文件资料很难吗？

卢米斯：这是很大的一个难点。虽然新闻集团现在不算外国公司了，但以前是。报道这类题材很难，但这不是退缩的理由。

罗斯：跟我讲讲你报道过的其他杰出人物吧，从管理和领导能力方面来看，那些能进入你心中"名人堂"的人。

卢米斯：你知道，这个名单很短。之前也有人问过我这个问题。我很难说出几个真正能进入我"名人堂"的知名人物。也许是我跟他们走得太近了。

罗斯：名单上的人不到五个吗？

卢米斯：我觉得应该不到五个。

罗斯：真的吗？那进入你"名人堂"的标准是什么呢？

卢米斯：对。他们必须是非常出色的管理者，并且有实际业绩证明，能让人看到他们的资本回报率，但我不要太看重每股收益.....

罗斯：你看重的是资本回报率或者投资回报率。

卢米斯：资本回报率非常重要。他们还必须绝对诚实，事实上，我认为这是首要条件。

罗斯：就像沃伦说的，要是不想登上《纽约时报》的头版，就别做那些事。而且不能只是不越界，要确保远

远在界限之内行事。

卢米斯：完全正确。远远在界限之内。令人惊讶的是，真正能做到这样的公司少之又少。很多公司觉得必须平滑收益，觉得得把某个时期的收益挪到下一个时期。能让人真正放心的公司没几个。

罗斯：你写过一篇关于 Carly Fiorina 的著名文章，约六周后她就被解雇了。你的文章产生了什么影响呢？

卢米斯：没错。但我真的不清楚。惠普公司表示，近期的媒体报道和这一决定无关，不止有我的文章《华尔街日报》也有相关报道，但这是公司的说法。

罗斯：意思是公司早就有这个打算了。董事会早就有动作了。

卢米斯：对，而且我觉得这很有可能是真的。我当然也不清楚我的报道有没有起到什么作用，负面报道肯定没什么好处。但负面报道对任何公司来说都不好受，我那篇文章指出惠普和康柏的合并并不成功。其实它们的整合进行得还不错。但它们原本期望通过合并这两家公司获得一定的收益，可实际收益和预期相差甚远。所以我认为这次合并是失败的。

罗斯：你是怎么知道的呢？是因为看数据觉得不合理，还是考虑到戴尔的竞争力？

卢米斯：不是，是数据的问题。2002 年，他们公布了预期收益，到了 2004 年，实际收益和预期相差十万八千里，差得让人难堪。所以，仅仅看他们自己公布的数据，我就得出这次合并并不成功的结论。

罗斯：以前有个关于《60 Minutes》的笑话，说最让人害怕的事就是听到“你好，我是 Mike Wallace，我想去采访你”。想象一下，你是 CEO，公司运营顺利，一切都很好，结果接到《财富》杂志卡罗尔·卢米斯的电话，说“我想来和你聊聊”。这能把一些人吓得不轻。

卢米斯：嗯，他们肯定会问，你为什么要找我们聊呢？我当然会有我的理由，比如我会说现在是关注你们公司的好时机.....

罗斯：我不信，卢米斯女士。我不信你这套说辞。

卢米斯：那我会给出具体的原因。他们可能会认同。

罗斯：要是他们说‘不好意思，我太忙了，现在不是接受采访的时候。你该写什么就写吧，但抱歉，我没时间，公司这边也不允许。我知道我们是上市公司，但就是这样’，你会怎么办？

卢米斯：嗯，我会说，罗斯先生，我理解你的想法，也尊重你的决定。我跟你说接下来我会怎么做。我会回

去和编辑们商量，看看没有你的配合，我们是否还要做这个报道。我们可能决定不做，也可能决定继续做。

罗斯：你两种情况都遇到过。

卢米斯：没错。说实话，我会在接下来的一个小时内回到编辑那里，说他们拒绝合作，你觉得我们该怎么办？有些报道即便没有对方配合也值得做。报道内容会有所不同，你会采访不同的人。从某些方面来说，你会对这家公司有全新的认识。但最终，我们很可能还是能做出一篇满意的报道。罗斯先生，这就是我的应对方法。

罗斯：卢米斯女士，我觉得大多数情况下你都会继续做这个报道。除非你觉得这个报道没那么重要，否则他们很难阻止你。

卢米斯：确实如此。要是你觉得报道很重要，基本上我们都会继续推进。

罗斯：你对什么样的报道题材感兴趣呢？换句话说，我认识一些人，他们喜欢写伟大成就的故事。他们不想写吹捧文章，但只对伟大成就感兴趣。还有些人只对麻烦事感兴趣，就想写这类报道。

卢米斯：嗯，我把这两类题材分别称为“麻烦类”和“夸赞类”。这两类报道我都愿意写，也很乐意写，而且我两类都写过。可能写“麻烦类”题材的文章更多一些。

罗斯：有时候会有一种强烈的感觉，觉得“太可惜了，多好的机会就这么错过了，他们本可以很伟大的”。

卢米斯：确实是这样。有些人真的本可以很伟大。所以我喜欢写这类故事。

罗斯：你打算写回忆录吗？你有很多精彩的故事。

卢米斯：我为《财富》杂志写过一篇回忆录性质的文章。

罗斯：我知道。但那是为《财富》杂志写的。我是说写本书。

卢米斯：我觉得我不太想写。

罗斯：为什么呢？你可是商业历史的一部分。就你和沃伦的友谊，都值得写一写。毕竟你帮他编辑信件……

卢米斯：嗯，我觉得我在《财富》上写的那篇文章已经算是回忆录的一部分了。我真的这么觉得。我觉得接下来再写的话，质量可能就不如那篇了，最后写出来的书可能也没那么好。

罗斯：在《财富》杂志上写那篇文章时，对你来说最难写的部分是什么？

卢米斯：最难写的可能是女性员工反抗的那段经历。我被提拔为撰稿人之后，她们才开始反抗，所以我那时已经没有反抗的理由了。但在我升职大约八年后，时代公司在提拔女性员工方面还是没什么进展。

罗斯：为什么写这段经历会很难呢？

卢米斯：嗯，因为她们找到我，希望得到我的支持。我问她们有没有和公司谈过、协商过，当时她们正打算起诉公司。她们说没怎么和公司沟通过。作为持不同意见的一方，要走进管理层办公室说"我们要起诉你们"，真的非常困难。那对时代公司来说是一段痛苦的时期。公司不想被起诉，而女员工们觉得自己有充分的理由起诉。我夹在中间，觉得她们在起诉前应该多协商协商。所以重新回顾这些经历，我心里挺不是滋味的.....

罗斯：那段时间你有没有因此失去一些朋友？

卢米斯：嗯，有些人觉得我应该更偏向女员工这边。

罗斯：性别有没有妨碍过你的.....

卢米斯：我觉得没有。我有个观点，如果你做足了功课，去采访的时候知道自己要问什么，那么进去大概五分钟后，被采访的人就会完全忘记你的性别，只关注你提出的问题.....

罗斯：你真的这么认为？

卢米斯：我真的这么认为。

罗斯：你确实这么想。我是说，要是你问的问题很犀利，他们就顾不上其他了。因为他们会忙着应付问题，顾不上别的。

卢米斯：完全正确。我的回忆录发表后，有人写信问我，你不觉得身为女性对你有帮助吗？我想这也有可能。但基本上，我觉得企业高管欣赏的是坐在对面的人的专业能力，而这也是记者需要展现出来的。

罗斯：有没有人曾对你有过非分之想？

卢米斯：有这么一件事。我年轻时当记者，我们组里有个男同事，在调研人员中出了名，他觉得和每个一起工作的调研人员暧昧是他的"义务"，因为那时候我们经常一起出差。所以我们会讨论怎么应付他。轮到我的时候，我直接扇了他一巴掌。真的。

罗斯：这是你职业生涯中唯一一次扇别人耳光吗？

卢米斯：我想是的。今晚来参加节目时我还挺警惕的，查理，我就怕你要是举止不当，我可能就得.....

罗斯：教训我一下？是这意思吧？

卢米斯：我确实有这种想法.....

罗斯：所以我在我们中间放了张桌子，跟你保持距离。回顾过去，你有什么遗憾吗？

卢米斯：没有遗憾。我有两个很棒的孩子，结婚 45 年了。我在《财富》杂志度过了非常美好的时光，他们甚至还允许我多休些假。

罗斯：你现在 76 岁，比沃伦大一岁。所以他们允许你多些休假.....

卢米斯：嗯。我没什么可抱怨的。工作很辛苦，但就像你知道的，最后收获也很大，所以也没那么在意了。

罗斯：你怎么就觉得我知道呢？

卢米斯：我觉得你知道。我真这么觉得。

罗斯：桥牌是你的好伙伴吧？

卢米斯：我爱桥牌，也爱高尔夫。

罗斯：你的高尔夫差点是多少？

卢米斯：嗯，现在恐怕是 23。但我最好的时候达到过 16。

罗斯：那挺不错的，对吧？

卢米斯：有段时间是 16。

罗斯：所以你打出过低于 90 杆的成绩，对吧？因为差点 16 的话，标准杆 72 杆，算上差点就是 88 杆，那打出 88 杆就很不错了。

卢米斯：嗯，我打出过低于 90 杆的成绩。但我高尔夫打得一直不算特别好.....这是我唯一的遗憾，我一直没能成为 Wingfield 高尔夫俱乐部的冠军。

罗斯：你是 Wingfield 高尔夫俱乐部的会员？

卢米斯：是的，那可是高尔夫的圣地。

罗斯：确实是。你还想成为俱乐部冠军呢？

卢米斯：我特别想成为俱乐部冠军，但一直没能实现。

罗斯：你比赛成绩怎么样？有没有拿过亚军之类的？

卢米斯：没有，我连边都没沾上。我偶尔会参加锦标赛，但我就是没成功，这真的是个遗憾。

罗斯：你错过的最精彩的报道是什么？

卢米斯：这可不好说。我本来想写 Enron 安然公司的报道。我们有个记者写了，但我其实可以更早关注到。我本可以更早发现其中的问题。

罗斯：为什么没写呢？

卢米斯：嗯，从来没人跟我说.....

罗斯：等等，这是怎么回事？你总说没人跟你说。是编辑的原因吗？

卢米斯：不是这样的。是没人跟我说"你考虑写一篇关于安然公司的报道吗"。

罗斯：这是个商业报道题材。所以，没人提醒你安然公司有问题，你自己也没察觉到？

卢米斯：对。对我来说，安然就是一家普通公司，我没关注.....可以说这是我错过的一个报道，因为挖掘这类公司财报脚注里的信息，找出问题，本来是我擅长的事。

罗斯：沃伦在这方面帮过你吗？他可是解读财报脚注的高手。跟我讲讲，就因为你们的友谊，他有没有在哪些方面帮你理解那些别人习以为常的事情背后的意义？

卢米斯：嗯，**他能看出商业事件背后真正的问题所在，那些公司把事情搞砸的地方**。他有时会跟我说，"这才是个好题材"。我也会打电话问他，"我从会计的角度看不懂这个，你能帮我解释一下吗？我不太理解这个脚注"，他就会帮我解答。

罗斯：有他帮忙可真好。

卢米斯：确实很有帮助。有这样的朋友我没什么可抱怨的。

罗斯：你们每天都聊天吗？

卢米斯：几乎每天都聊。

罗斯：都聊些什么呢？

卢米斯：我们会聊新闻事件。让我想想，昨天我们聊了什么？因为昨天发生了一些商业相关的事情.....

罗斯：主要是针对报纸上的新闻发表看法之类的吗？

卢米斯：对，没错，就是这样，我们会聊这些。如果他收到一封很有意思的信，还会发给我看。我就会问他，"你怎么看这封信？"他会回答我，有时候这些交流还挺有启发性的。

罗斯：除了专注力和智慧，他还有什么特质.....

卢米斯：嗯，他脑子里装着海量的商业和投资知识，信手拈来。

罗斯：所以他的知识储备、看问题的背景和思维框架都比大多数人强很多？

卢米斯：没错。他总说自己爱忘事，但我从来没发现他忘掉过什么重要的事。而且当他决定专注于某个商业或投资决策时，我觉得他比任何人都理性。他和他的合伙人查理·芒格都非常理性。如果价格不合适，他们有能力选择放弃；要是没有合适的投资方向，即便手握 340 亿美元，他们也能耐心等待。

罗斯：但他也会犯错，对吧？

卢米斯：哦，那当然。

罗斯：比如在沃尔玛的投资上？

卢米斯：嗯，没错，在错误的时机减持沃尔玛的股票，就是个例子。

罗斯：你让人佩服的地方不仅在于你的新闻报道能力，还在于你对工作的热情，对生活的热爱，对家人的关爱以及对朋友的珍视。你真的很幸运。

卢米斯：我也这么觉得，真的。我没什么可抱怨的，一点都没有。

罗斯：感谢你能来参加节目。

巴菲特：回忆进入证券行业 2005

我有两位导师：我的父亲霍华德巴菲特(HowardBuffett)和本格雷厄姆(BenGraham)。这是我尊敬的两个人，多年来他们给了我很多好建议。但当我回想起他们对我说过的话时，我首先想到的却是糟糕的建议。

这件事发生在 1951 年，我还不到 21 岁，刚从哥伦比亚大学商学院毕业。我刚刚在那里上了 Ben 的投资课，我是他见过的最感兴趣的学生。我想为格雷厄姆纽曼公司工作，我曾去找他提出免费为他工作，但他拒绝了。

但我还是下定决心要进入证券行业，这就是 Ben 和我的父亲给我的糟糕建议。他们都认为现在不是开始的好时机。他们脑子里想的是，道数全年都在 200 点以上，从来没有一年不跌破 200 点的。所以他们都说："你会做得很好，但现在不是开始的好时机。"

有一件事可能影响了我父亲，也许也影响了 Ben。我当时太不成熟了。我不仅长相年轻，行为看起来很稚嫩。我很瘦，头发看起来乱糟糟。也许他们的建议只是礼貌地告诉我，在我开始销售股票之前，我需要成熟一点，否则我是不会成功的。但他们没有对我这么说，而是说了别的话。总之，我没太在意。我回到奥马哈，开始在我父亲的巴菲特福克公司(Buffett Falk Co.)销售证券。

我父亲是一个完全独立的思考者。我想，在购买股票方面，他的独立思考也影响了我。Ben 在这方面也给了我一些指导。他说："因为别人同意你的观点，并不能说明你是对的还是错的。你是对的，仅仅是因为你的事实和推理是正确的"。

在内布拉斯加大学读到 Ben 的投资书籍的时候，我才开始向他学习的。在那之前，我尝试过各种各样的投资方法，但他所说的，尤其是《聪明投资者》中所说的，让我茅塞顿开，比如"安全边际"，以及如何利用"市场先生"而不是让它利用你。我后来申请去哥伦比亚大学就是为了上他的课，后来当我向他求职时，却遭到了他的拒绝。但回到奥马哈后，我一直在思考这个想法。我一直试图向 Ben 推销股票，并一直缠着他。终于在 1954 年的一天，我收到了他的一封信，信中大意是下次你来纽约时，我想和你谈点事情。我高兴极了！我立刻赶往纽约。

1954 年 8 月，我去为 Ben 工作，但从未问过薪水是多少。结果是 1.2 万美元，第二年我还得到了 2 千美元的奖金。我在公司的两个部门都工作过：格雷厄姆纽曼公司(Graham-NewmanCorp.)是一家受监管的投资公司，而纽曼格雷厄姆公司(Newman&GrahamLtd.)就是我们今天所说的对冲基金。但两家公司加起来也只有 1200 万美元！

沃尔特施洛斯(WalterSchloss)和我在一个小房间里共事，虽然他不久后就离开了，出去创办了一家对冲基金。我们在一起很开心，我们不停地翻阅手册，寻找便宜的股票。我们从未出去拜访过任何公司。Ben 认为那是作弊。当我们找到一些很棒的东西时，Ben 会买入 5 万美元。

1956 年初，Ben 计划离开公司去加州。而我当时已经决定回到奥马哈。我很难跟 Ben 说这件事：我走进他的办公室，然后回来，然后又走进去又回来。就这样过了很长一段时间才说出这件事，但他的反应和我父亲一样：只要对你是最好的。

1950 年底我有 9800 美元，到 1956 年我有 15 万美元。我想有了这笔钱，我就可以像国王一样生活了。我不知道我回奥马哈要做什么。也许去上法学院。我没有计划。当然，我也不知道自己会成立一家投资合伙公司。但几个月后，有七个人想让我为他们投资，而合伙制就是这样做的最佳方式。

这一切便由此开始。

巴菲特：对话堪萨斯大学学生 2005

2005 年 5 月 6 日

最近我带一些学生去奥马哈拜会了沃伦·巴菲特，这是学生们与他之间的问答，分享给大家。

Q: 1999 年，您在接受《商业周刊》采访时说“资金量小是一种得天独厚的优势。要是我手里只有 100 万，每年差不多能赚 50%。不是差不多，是肯定能，我敢保证”。有两个问题请教：第一，今天您还会这么说吗？第二，从您的回答来看，您会投资小公司，除了投资小盘股，与管理大资金相比，您的投资方法还会有什么别的不一样的地方？

巴菲特：没错，我今天也还会这么说。其实，我们现在也有一些小规模的投资，收益率就是这个水平。1950 年代是我收益率最高的十年，当时我资金规模小，收益率在 50% 以上。今天，给我小资金，我还是能做到这个收益率。或许在今天的环境里赚这么多钱反而更容易，因为现在获取信息也更容易。

你得挖地三尺，才能把那些小规模异常公司找出来。你得找那些被抛弃、被冷落、被严重忽略的公司。你可能会找到一些根本没有任何问题的区域性公司。例如，我当年找到的一家是西部保险证券(Western Insurance Securities)，它股价是 3 美元，净利润却是每股 20 美元！当时我想把它的股票全买了。这样的公司，没人会告诉你，你就得自己去找。再举几个例子：杰纳西谷地燃气(Genesee Valley Gas)，市盈率 2 倍的公共事业公司；政府雇员保险公司(GEICO 保险)；新贝德福德联合街铁路(Union Street Railway of New Bedford)，股价 30 美元，账上躺着的现金就有每股 100 美元；2002 年的高收益债券。这些赚钱的机会，没人会告诉你，你就得自己去找。

我的回答是肯定的，今天，小资金仍然可以赚到高收益。例如，如果我是小资金，我何必一只接一只的买不同的高收益债券。伯克希尔的资金规模太大，没办法，那些吸引力不太大的也得买。要是资金量小，我完全可以把所有资金都投到最赚钱的品种上，狠狠地赚一把。今天，我对商业和投资了解得更多了，但是 50 年代以后，我的收益率就一直在下降。资金规模拖了业绩的后腿。以伯克希尔这么大的规模，如果我们做的是基金或其他形式的投资生意，全世界我们能投的股票不会超过 200 只。

Q: 本·格雷厄姆已经不在世了，在当今的投资行业，您看好谁？当今有谁比得上本·格雷厄姆吗？

巴菲特：我们不需要另一个本·格雷厄姆。我们不需要另一个摩西。上帝只传给了摩西十条戒律，没有第十一条。格雷厄姆的投资理念仍然在指导我们，格雷厄姆桃李满天下，但是我们这些学生都是像鹦鹉学舌一样模仿他。我后来确实读过费雪的书，费雪更强调对商业的定性。**买股票就是买公司，你要让市场服务你，不能让它指**

挥你。你经常能找到一些低估的公司。找到了，就赚了。大多数人认为，股价每天的变化包含什么信息，其实那里面没什么信息。股票不只是股价的上蹿下跳。股市是全世界最好玩的地方。你可以赚那些不知道好赖的人的钱。一年之内的最高价和最低价之间相差一倍是常有的事，公司的价值变化哪有这么大。这简直就是神经病。股市的波动经常走极端。市场先生天天喊报价。你就等着，等到他发疯，等到他悲观过头了，或是乐观过头了。把安全边际考虑在内。别开着 9800 磅重的车过最大承重 10000 磅的桥。做投资，起决定作用的不是智商，是悟性。

不是说，有 10000 家公司，你就得投 10000 家公司，找到一个估值错误的就行。市场先生是为你服务的。市场先生是你的合伙人，他每天都想把生意卖给你。有时候，他很乐观，要价很高；有时候，他很悲观，要价很低。你一定要利用市场先生的这个弱点。股市是全世界最好玩的地方。还有什么别的地方能像股市这样，动不动就远远脱离现实。例如，土地的价格波动在 15% 以内，经过谈判达成的交易价格波动范围更小。这东西，有人懂，有人不懂。长点脑子，别犯傻，你就能在股市赚大钱。

Q：现在股票比债券的收益率高 6.5%，您认为这种现象会持续下去吗？

巴菲特：我觉得将来股票的收益率不会比债券高 6.5%。一般来说，股票的收益率高一些，但这不是一成不变的。每隔一段时间，股票就会变得很便宜，但这东西也不是上天注定的。风险溢价基本就是胡说八道，人们才不会算什么风险溢价。

在格雷厄姆之前，关于股市最好的一本书是埃德加·劳伦斯·史密斯(Edgar Lawrence Smith)在 1924 年写的，书名是《普通股的长期投资》(Common Stocks as Long Term Investments)。这本书比较了此前几十年债券与股票的表现。那时候上市公司不多。最初，Smith 觉得自己知道会得出什么样的结论。他以为他会发现在通货紧缩的时候，债券能跑赢股票；在通货膨胀的时候，股票能跑赢债券。结果他发现的是，几乎在所有情况中，股票都跑赢了债券。后来，约翰·梅纳德·凯恩斯(John M. Keynes)解释了出现这种现象的几个原因。凯恩斯说，随着时间推移，保留在公司给股东赚钱的资本越来越多，股息也越来越高。这种观点在当时还很新颖，人们听到这种说法头脑就发热了，为了多赚钱，都去买股票。发展到后来，人们就发疯了，根本不按书里说的合理的投资方法来，书里的理论也就不成立了。就算你因为一个正确的理由买入，也要谨慎，要当心这个理由是否仍然正确。

假如你要买通用汽车，你就把股价和对应的市值写下来，然后再把自己买入这家公司的理由写下来。要是写

不出来，就别买。本·格雷厄姆有句话说得好："对你危害更大的，不是错误的前提，而是正确的前提，因为你能立刻否决错误的前提"。

Q：您犯过的最大错误是什么？

巴菲特：首先，学格雷厄姆，你就差不了。

在做与不做的两难选择中，我犯了不少严重错误。当初买伯克希尔就是个严重错误。有时候，把钱放在不该放的地方(例如，纺织这个烂生意)导致的机会成本会拖累伯克希尔的收益。当年，我们没从之前的错误中吸取教训，在收购伯克希尔六七年后，又买了另一家纺织厂(Womack 纺织厂)。那时候，新贝德福德的这家纺织厂都已经把我搞得焦头烂额了。

当年，我的朋友汤姆·墨菲收购了沃思堡市的报业集团。NBC 是这家报业集团旗下的一项资产，墨菲想把 NBC 这家子公司剥离出去，当时售价 3000 万美元，NBC 今年的净利润都 7500 万美元了。那时候 NBC 也是个好公司，但墨菲打定主意要卖。后来我再想买，也没有了。经营有线电视台根本不用什么脑子。没买 NBC，我们得少赚多少钱？除了 911 事件导致保险赔款亏了不少，我们很少亏大钱。我们不做那种能亏大钱的事，只是我们可能也抓不住"最"赚钱的机会。别担心犯错，你肯定会犯错。知错就改。另外，还要从别人的错误中学习。最好还是少犯错。(注：有一次沃伦问比尔·盖茨："要是只能从一个地方招人，你会从哪招？"盖茨的回答是印度理工学院 (Indian Institute of Technology)。)

Q：能透露一下您的现金仓位吗？

巴菲特：我们持有约 210 亿美元的 11 种外币。我们持有 600-700 亿以美元计价的现金和现金等价物。我们还是偏爱美国。要是火星人拿着外汇兑换券来到地球，他们肯定会把 80%都换成美元。

我们现在采取这样的策略，我很怀疑美元不会走下坡路。这个季度，我们亏了 3.07 亿美元。自从我们 2002 年开始持有外汇以来，我们的净收益是 21 亿美元。我们必须按照逐日盯市方法计算这些期货合约。如果我们持有的不是纯粹的远期合约，而是债券，不会有这么大的波动。

泡沫很容易就能看出来，就是不知道泡沫会吹得多大，也不知道泡沫什么时候会破。你不知道什么时候午夜会到来，但是只要午夜一到，马车就会变成南瓜和老鼠。知道市场将来会怎样很简单，难的是知道什么时候会这样。有些人就是恋恋不舍，非要跳到最后一支舞，他们总以为明天一早一定会出现更傻的蠢货。

我们当初买那些垃圾债券的时候，我不知道我们在这么短的时间里就能赚 40 亿美元。要是没这么快就更好了，我们就能买到更多货了。

Q：您什么时候觉得自己是有钱人了？

巴菲特：我有 10000 美元的时候，我就觉得我是有钱人了。**我很早就想明白了，我一定要做自己喜欢的事，和自己喜欢的人做自己喜欢的事。**1958 年，我让我父亲不要留遗产给我，因为我知道我早晚会有钱的。我让父亲把所有遗产都留给我的两个姐妹。

我敢说我们在座各位的生活水平都差不多。我们吃一样的食物，住一样的房子。我们都一辆车开 10 年左右。这些方面，我们大家之间没有任何差别。你在大电视上看橄榄球超级杯大赛，我也在大电视上看。我们的生活都差不多。我有两个地方比较奢侈：一是我每天都可以做自己喜欢的事情，二是我的交通工具比你们快。

你们应该做自己喜欢的工作，无论有没有工资都做。就做你们喜欢的工作。知道赚钱是早晚的事。在长途旅行方面，你们不如我，我有私人飞机，我们之间几乎只有这么一个最大的差别。

我去格雷厄姆的公司工作时，我连工资都没问，拿到第一份工资单，我才知道。做你喜欢的事，钱连想都别想。保罗·艾伦(Paul Allen)请我去他的 4 亿美元的游艇章鱼号(Octopus)上游览，但是我自己不想要这样的游艇。这样一艘游艇需要 60 个船员打理，他们可能偷鸡摸狗，也可能互相乱搞。职业球队也是个累赘，特别是你很有钱的话。球队一打败仗，球迷就指责你抠门。

只要有个地方冬暖夏凉，能做自己喜欢的事，你就能生活得很好。能和自己喜欢的人一起工作，你就很富有。只要你积极向上、头脑理智，你就能赚钱。在我们这个社会，只要有头脑、有上进心，就能赢得富足的生活。你也不例外。

Q：您认为凯马特(K-mart)与西尔斯(Sears)合并的前景如何？爱德华·兰伯特(Eddie Lambert)能否成功将这两家公司融合？

巴菲特：这个谁都不知道。爱德华是个精明人，但是把凯马特和西尔斯合二为一，这是根硬骨头。想要扭转局面，把已经长期走下坡路的零售商盘活，实在太难了。你说哪个零售商成功扭转败局了？广播电视行业有多容易，零售业就有多难。要是你 50 年前拥有一家广播电视公司，这么多年，你根本不用搞什么创新，也不用有多高超的营销手段。广播电视公司给你送钱，汽车经销商给你送钱，你这么就赚钱了。

零售业则不同，你得比沃尔玛还聪明。零售商每天都伤透了脑筋，琢磨今天怎么才能比昨天做得更好。经营零售业就像打移动靶。过去，人们不愿意乘坐公交车去很远的地方买东西，都在附近的零售店购物。1966 年，我们收购了巴尔的摩市的科恩百货公司(HochschildKohn)。我们很快就明白了，长期来看，这家公司肯定不行。顾客要配送服务，我们就提供配送服务。该做的，我们都做了：电梯也装了、给顾客的优惠也多、公司的经营者也很称职。可是呢，我们还是不赚钱。就这样，1970 年左右，我们把它卖了。这家百货公司现在已经消失了。就算有聪明能干的人经营，也不行。

凯马特和西尔斯的后续发展值得关注。这两家公司有大量物业，而且已经裁掉了西尔斯的不少管理人员(500 人)。它们已经节约不少成本了。

我们还是更愿意找轻松点的事做。从 1869 年创办起，巴菲特百货店经营了 100 年，期间有两家竞争对手。1950 年，一家竞争对手破产了。1960 年，另一家关门了。当地就我们一家百货店了，可还是不赚钱。

跌到了能再爬起来的零售商有几家？不多，我一个都想不起来。别和最强的对着干。好市多(Costco)现在维持 10-11%的毛利率，比沃尔玛和山姆会员店还低。对比一下，百货商店的毛利率是 35%。要和给顾客最大优惠的对手竞争，太难了。百货商店会留住那些习惯在商场购物的老顾客，但是无法吸引到新顾客。沃尔玛也是个难缠的对手，别的零售商的毛利率和它比都不行。沃尔玛效率非常高。

要是爱德华觉得办不到，他也不会眼看着效率越来越低。或许他可以通过整合提高效率，但是好市多那么低的毛利率，他肯定竞争不过。

Q：您年轻时就有明确的价值观和目标，是受了什么影响？

巴菲特：我很幸运，因为我很小的时候就知道自己喜欢什么。我一生下来就有了这样的头脑，我运气很好，很小的时候就在图书馆里读了一些书。1930 年，我赢了一张“卵巢彩票”。要是我早出生 2000 年，我可能已经被吃掉了。我跑得不快，别的方面也不行。

我很幸运。我生下来就有好父母。我的父亲给了我巨大的激励。做父母的要教育子女。身教胜于言教。子女在父母身边，父母的一言一行，他们都在模仿。这些东西没法重来。要是你的父母言行一致，他们教给你道理，也身体力行，你就很幸运。我父母教我的和我看到的是一样的。这很重要。如果你总讥讽别人，教孩子的时候也讥讽孩子，这种讥讽，孩子永远抹不掉。小孩子那么大的年纪是最容易受影响的。

Q: 能否谈谈您对留遗产给子女的看法, 您会如何把您的财富分配给子女?

巴菲特: 我对一个富裕的社会该有什么制度有自己的理解, 我的这种理解决定了自己对这个问题的看法。要不是这个社会, 我不会这么有钱。不全是我自己努力的结果。假设你出生的时候是双胞胎之一, 一个精灵让你们竞价选择自己出生的地方。你出多少钱就得愿意回馈给社会多少, 出价最高的会生在美国, 另一个生在孟加拉国。你肯定会出价很高。出生在美国有巨大的优势。

人不应该一生出来就坐享其成。要是我给我的子女很多钱, 他们会游手好闲、无所事事, 如果他们真这样了, 那就是害了他们。美国政府能收到的遗产税是 300 亿美元, 这些钱会用于支付伊拉克战争等国家开支。除了遗产税, 国家的其余开销肯定是从别的地方来的。除了来自遗产税的部分, 其余的钱肯定是从更穷的人那里来的。在留下遗产的人中, 每年缴纳遗产税的只有 2%。就算缴纳了遗产税, 他们还是会平均留下 5000 万美元。我觉得那些中了彩票的人最应该拿出钱来, 支持社会的公共事业。我相信财富应该广泛地重新分配。财富是一大把支票, 我可以换成豪宅什么的。把这些支票留给下一代是错的。有些人觉得我是在宣扬国家要为公民提供高福利, 这些人可以想想, 如果生下来就是富二代会怎样。你刚一出生就得到了一大笔股票, 这样的话, 你不是一生下来就靠有钱的父母提供高福利吗? 这有什么两样?

我每年花 10 万美元, 可以请 10 个人给我画像, 然后我从中选一个最满意的。这个钱我有。但这是浪费, 那些人给我画像有什么用, 他们可以做更有意义的事。我觉得我的子女和其他继承人也是一样。他们应该做对社会有用的人。

Q: 请问人口结构变化(例如, 婴儿潮)对美国有什么影响?

巴菲特: 我们不太关注人口结构趋势。这种信息很难转化成赚钱的决策。研究宏观趋势, 很难判断将来什么生意会成功。喜诗糖果生产人人爱吃的糖果, 鲜果布衣(Fruit of the Loom)生产人们每天都穿的内衣。我们找的是现在就能赚钱的, 不是将来可能赚钱的。我想沃尔玛不会花很多功夫研究人口结构。他们琢磨的是新店如何选择, 采购哪些商品。我始终觉得那种数据没用。6 年前, 人们都兴奋地进入股市, 但这和人口结构趋势没关系。

(沃伦接着提到了杰里米·西格尔(Jeremy Siegel)最近在《华尔街日报》上发表的一篇文章, 西格尔说婴儿潮出生的那一代人会把投资的钱拿出来养老, 这会导致资金流出股市。沃伦说他很敬重西格尔, 但是沃伦觉得资金流动数据没什么用。)

Q: 要是您没遇到查理·芒格，伯克希尔会怎样？

巴菲特：会非常不一样，不过，很多人都对我有很大影响。我有很多榜样(至少有 10 个人)，其中包括我的父母。虽然查理家和我家的距离就半个街区，但我们 1959 年才认识。当时，查理 35 岁，我 29 岁，我们从那时起一直合作到现在。他很倔，但是这么多年，我俩从没争吵过。查理没让我失望过一次。要是你的榜样让你失望了，那该多难受。永远要交那些比你强的人。近朱者赤，近墨者黑。和比你强的人交往，你也会变得更优秀。找对象要找比你优秀的。与你成婚的这个人是对你影响最大的。几十年下来，在这样的婚姻中，你肯定会越来越好。

Q: 与十年前相比，现在的投资者是更聪明了，还是更傻了？

巴菲特：毫无疑问，现在投资这行里专业人士比以前多多了，高智商的人比以前多多了，从前投资这行可不像今天这样炙手可热。今天，人们获取投资数据更方便、更快捷。尽管如此，投资者的行为不会比过去更理智。人们该怎么做还会怎么做，他们与生俱来的心理永远不会变。你要让自己的思想和大众一刀两断。智商再高，被从众心理所左右，你就傻了。很多高智商的人参与了投资，但是我不认为投资者的行为更理智了。聪明人也有不理智的时候。要做一个成功的投资者，无论多难，你都必须远离别人的贪婪和恐惧。

你别说庞氏骗局疯狂，6 年前的科技和电信狂潮，造就了有史以来最大的一场癫狂，它不就发生在我们眼前吗。在资本管理方面学富五车也没用。你看长期资本管理公司。他们自己也投了几亿美元，也都是老手。这些人里还有拿过诺贝尔奖的。从全美国，再也找不出比他们智商更高的团队了，可他们还是爆仓了。短短几天时间，就一切归零。他们都很有钱了，不需要钱了，怎么还能做这样的蠢事？

Q: 机构大量持股对股价波动性有什么影响？

巴菲特：这么少的人管理这么多钱，这些人还这么看重未来会发生什么，这是一种前所未有的现象。在投资界，太多的人就想着战胜指数，他们每天都忙得不可开交，每天都精力充沛地决定这决定那。过去不是这样。这种现象导致了一种“一触即发”效应。87 年的黑色周一就是个典型，程序化交易和止损单导致了当天的暴跌。

Q: 哪些行业萎靡了？是不是熊市要来了？

巴菲特：人们与生俱来的心理没有变，机会总会出现。太多人都还是那么不理智。他们受贪婪和恐惧驱使。我做投资，从来没怕过。要是市场上的每股股价只是整体出售公司价格的四分之一，董事们还不回购，是在想什

么？他们的脑子有时候就是不理智。我就没这个毛病。

当年，伯克希尔买了《华盛顿邮报》、美国广播公司(ABC)和《新闻周刊》(Newsweek)。按照股价计算，市值是 1 亿美元。没负债。公开竞拍的话，把这些公司分别卖出去，一共能卖 5 亿美元，但当时它们的总市值才 1 亿美元。换句话说，有人愿意以 0.25 美元的价格把 1 美元的钱卖给我们。有效市场理论说，与 37 美元时相比，20 美元时的股票贝塔系数更高。这是神经病。我们当时花 900 万美元买的股票，现在已经值 17 亿美元了。

Q：有些大集团的子公司有囤积资本的行为，您怎么看？

巴菲特：伯克希尔希望资本能分配到最合理的地方。按照伯克希尔的组织架构，我们在不同业务之间分配资金可以减轻股东的税务负担，而且我们可以把资本分配到有用的地方。在我们下属的大多数公司中，管理层自己都很有钱了。他们工作是因为喜欢，不是为了钱。他们不会把不需要的资金囤积在手里。

Q：您如何看待当前的房地产投资环境？

巴菲特：要是买房自住，没问题。不是自住的话，我觉得已经出现泡沫了。我们对房地产不太看好，因为按现在的价格基本没多少回报。

附注 1：巴菲特关于错过 NBC 的检讨(选自 2007 年股东信)

在买入喜诗糖果的时候，那时候正在经营首府广播公司(CapitalCities)的汤姆·墨菲给我打来了电话，他说要把达拉斯-沃思堡的 NBC 电视台卖给我，价格是 3500 万美元。这家电视台是 CaptialCities 收购沃斯堡报业时附带的，根据交叉持股的规定，墨菲必须把 NBC 剥离出去。我当时知道电视台是和喜诗糖果一样的生意，几乎不需要资本投资，而且有优秀的增长前景。电视台很容易经营，而且利润会滚滚而来。那时候墨菲就是我的好朋友，我敬重他，他是位出色的经营者，也是一个很好的人。他对广播电视行业了如指掌，他要是觉得这东西不值，也不会给我打电话。说白了，墨菲都几乎是贴着我耳朵告诉我要买。我就是没听。

2006 年，NBC 的税前利润是 7300 万美元，自从我把它拒之门外以来，它总共赚的钱至少有 10 亿美元了，而且这些钱几乎都是股东可以拿到手的真金白银。它现在还有价值 8 亿美元的固定资产。我当初为什么要说"不"？我只能这么解释，当时我的脑子没通知我，就出去度假了。政治评论家 Molly Ivins 说过一句话："他这智商要是再降低，你就得给他一天浇水两次"。这话说的就是我当时的状态。

附注 2：霍华德回答小资金是否每年能赚 50%(节选自霍华德·马克斯在谷歌的演讲)

Q: 感谢您的演讲, 霍华德。我有个问题。1999 年, 巴菲特说过, 要是他管理小资金, 他能找到很多便宜货, 能每年赚 50%, 他原话里说肯定能做到。我觉得他的意思是, 在小盘股中存在大量市场失效的机会。有个问题, 我不懂, 假如有个分析师, 想单干, 不在机构里工作, 是不是就投资不了困境债券了, 他是不是会面临很高的门槛, 想做价值投资也做不了? 在困境债投资中, 是不是大机构更有优势? 在债券领域, 有没有这样的市场无效机会, 大机构利用不了, 但愿意付出努力的散户可以得到?

马克斯: 我认为小散户也可以投资困境债券。小散买的量很少, 当然进不了债权人委员会, 也没有发言权, 但还是能找到有价值的投资机会。

我刚才回答问题时说了, 要是你给别人打理账户, 你的业绩做好了, 自然会吸引到更多账户。这有点扯远了。我是说, 如果你业绩好, 就会吸引到更多资金, 最后要是你不控制的话, 资金越来越大, 你的业绩就会变差。在我们这行, 这是个两难的问题, 所以必须要有度。

这个问题是这样, 只要愿意把规模控制住, 小资金确实有优势。许多人不愿意控制规模, 因为从短期看, 要是收管理费的话, 管的钱越多, 赚的越多。吸收更多资金的诱惑很大。可到了一定限度, 你必须停下来, 要不然, 就会把你的业绩拉下来。

在座的各位里面有数据专家。我经常说, 要是我在凡士通轮胎(FirestoneTire)工作, 我新研发了一款轮胎, 在测试的时候, 我肯定会把轮胎装到车上使劲开, 开到把轮胎开爆为止, 这叫破坏性检验。但我是一个承担信托责任, 为客户管理资产的投资者, 这不容许我进行破坏性测试。别人经常问我, 我能管多少钱。我不可能为了得到答案往墙上撞。我必须在撞墙之前停下。问题是提前停下了, 永远也不知道墙在哪, 但我们必须这么做。

我相信, 头脑超群、资金量小、时间富裕、见识出众的人能找到非常廉价的便宜货。但是, 注意, 我刚才说的这些条件要求可相当高。巴菲特是说了, 他肯定能, 但未必我们在座的所有人也肯定能。(众笑)

巴菲特：对话内布拉斯加大学学生 2005

2005 年 9 月 30 日

你会问两位最富有的人什么问题？这两位世上最富有的人截然不同。沃伦·巴菲特的 410 亿美元财富来自投资稳健传统的公司，这些公司卖保险、汽水、家具和鞋等基本产品。而比尔·盖茨这位现代天才创造了世界最大的软件公司微软，赚取了 500 亿美元财富，他的最新产品包括视窗、Office 和 Xbox360。两人虽然不同但却很亲近，爱与美国最出色的学生交流，今天巴菲特邀请盖茨一同与内布拉斯加大学林肯工商管理学院的学生对话。巴菲特于 1950 年在这里取得学士学位(巴菲特：当时我爱上了一位女郎，她对我全然不理睬，却跟夏威夷弹四弦琴的男子来往。于是我也学弹夏威夷四弦琴，但她对我仍不理不睬)。(众笑)两人都有兴趣跟下一代商业领袖进行热烈的讨论，唯一的条件是教职员、父母和记者皆不能发言，只有学生可发问。

主持人：内布拉斯加大学林肯工商管理学院欢迎沃伦·巴菲特和比尔·盖茨。商学院挑选的学生准备好发问，他们的问题没经过巴菲特和盖茨过目。首个问题是商界面对的最困难问题之一。

Q 金玛汀：你们好！我是金融系四年级学生金玛汀，请问你们如何在你们的机构灌输合乎道德的领导方式？你们怎么知道你们手下的领导层所作的决定跟你们自己的类似？

巴菲特：我们已有足够的金钱，能赚更多固然不错，但失去一些也没什么问题。我们不能损失的是声誉，声誉一点也不能有所损失。所以我要求经理们所作的决定不仅要合法，更要以“报章测试”的准则来衡量。假如他们知道某个行动将由某个不太友善的记者翌日在当地报章上报道，亲友和邻居都会读到，他们会有怎样的感觉？如果能通过这个测试，便没问题，接近不能通过的也应放弃。此外，他们可随时打电话问我的意见，但如果要找我，大多(决定)会有问题。

盖茨：我们的领导层成员大多在取得学位后就加入了微软。我们的业务算得上简单，就是编写好的软件。我们在世界各地都有业务，怎样跟供应商合作、怎么处理他们可能送赠的礼物等等都需要制定相应的规则。这便于我们了解员工怎么办事，也使我们对他们的行为有信心。

巴菲特：我应该指出，台上的人中只有我是大学毕业。(众人大笑)

盖茨：我马上脱去身上的哈佛运动衫，因为我没完成整个大学课程，我不该整段时间穿着它。

巴菲特：据我所知，他们不允许只穿半天。(笑)

Q 泰丽·施坦柏：我是金融系四年级学生泰丽·施坦柏，请问盖茨先生，自你加入伯克希尔董事局之后，是否考虑过在巴菲特先生退休时接手掌舵？

巴菲特：这个问题我得做笔记。

盖茨：我极荣幸能成为伯克希尔的董事，我在 2005 年 12 月才加入，回报方面没有多少，不够付到这里的机

票钱。(笑)

巴菲特：这部分我没听到。(众笑)

盖茨：但伯克希尔组织很独特，跟我本身的经商经验有很大的区别，因为我的生意主要跟软件有关。我希望能当个好顾问，确保伯克希尔能培养出成功的接班人。伯克希尔人才济济，他们都熟悉机构的独特制度，必定能胜任。

巴菲特：我们的董事每年获得 900 美元回报，我也想付得更多，但比尔在《福布斯》榜上已领先我许多，我简直不想给他回报。(众笑)

老实说，我们非常幸运，有的人为了要使比尔加入董事局会不惜一切，他加入伯克希尔董事局是为了友情。这花费了他许多时间，假如有回报也只是精神上的。但有他在董事局里，加上我们年龄这么接近，使我感觉很好。其实我比他年老。(众笑)我知道假如我不在了，会有高素质富经验的人作决定，这使我衷心地感激。

秦丽·施坦柏：谢谢！

巴菲特：来了。拿他中学的运动衣来了。(此时比尔脱去了哈佛大学运动衫)

Q 拜仁·波普：我是精算学系三年级学生拜仁·波普；请问两位起初是怎么相识的？是否有不为人知的亿万富翁大会？(众笑)

巴菲特：对，有这样的大会，但我们不说。(笑)

其实我与比尔是在 1991 年 7 月 5 日相识的。我的一位当《华盛顿邮报》编辑的朋友邀请我到华盛顿她的家里作客，她认识比尔的父母，跟他们相约在胡德运河见面，她说比尔也可能来。其他让比尔说。

盖茨：我妈妈好交际，常与友人相约聚会。我那时从不放假，完全专注于工作，所以当她说我该到那聚会，跟沃伦、嘉芙莲·格雷厄姆和其他一些人见面时，我说我忙得很。但她力邀我前往，我仍不肯定，因为我只是编写软件，对投资所知并不多。最后我去了，在那里认识了沃伦。

当时我乘直升机前往，计划逗留数小时后便离开。但我终于留下来，一直在跟沃伦交谈，彼此开始了一段非常美妙的友谊。虽然我们有截然不同的背景，但我们感兴趣的和认为重要的事情却非常相似。所以，在过去 14 年里，我们会尽可能找机会聚会，一起打桥牌和高尔夫球，主要是讨论世界上的事情，想想事情的核心原因。

巴菲特：这件事的教训是——要听妈妈的话。(众笑)

Q 马克·舒密兹：我是精算学系四年级学生马克·舒密兹，请形容一下你的典型工作日，还有你怎样规划时间使你仍有空闲玩 Halo2 和其他游戏？

盖茨：我没机会多玩 Halo2。我与同事玩游戏，如 XboxLive，旋即大败，快得令人难以置信。我在世界街头赛车系列的表现较好。拥有想认真玩耍的工作真棒：如把玩最新个人电脑、浏览新软件、与研究人员坐下交谈等。我觉得自己有了最佳的工作，不过沃伦认为他的工作才是最好的，但我相信自己是正确的。

我经常开会，日程表上满是会议。晚上孩子们睡觉后我写电子邮件，回答日间收到的信息，那时才有机会详细回应，周末我也发许多电子邮件。我每年有两周假，到不受工作或任何事务骚扰的地方阅读和思考，好好思索将来。人们提供我东西在这个"思想周"里阅读，所以并不感到单调。我有 25%的时间到欧洲、亚洲等地跟顾客见面，这有助于我考虑轻重次序是否正确、人们对什么有好的反应、会希望我们哪一方面做得更好。

巴菲特：我每年有五十个"思想周"，工作约两周。(众笑)

我的工作日会使你们感到意外，通常没有特别的计划，不常开会，我不喜欢开会。我经常阅读，希望能阅读得更快，那样我便能做得更多。我有许多时间在阅读，也花不少时间通电话。我们的业务基本上是自行运作的，我的工作分配资金。我不喜欢每小时都填满要做的事。

比尔和我都非常幸运，我们能以自己喜欢的方式做喜欢的事，并能与自己选择的人共事。这些人棒极了，我们如愿以偿，我们真的非常幸运。他的工作方式跟我的不同，但我们都喜欢自己的方式。这大概是我们各自采用的都是最有效率的方式，因为这符合我们的个性和倾向。

Q 杜化·和希：Xbox360 后，电脑游戏何去何从？

盖茨：Xbox360 很不错，可以说是开高清晰度游戏之先河，视觉效果很逼真。它的另一个重大贡献是使游戏社交化，具有"生活"概念，可让朋友加入游戏，有观众和比赛，使游戏成为社交活动。我们使这些游戏品种更多元化，希望吸引较年长者、较年轻者和更多的女性参与。

现在，每四年或五年便会有新的游戏推出，Xbox360 后，我不知道新游戏叫什么，也许是 720 之类。新游戏的视觉逼真度可以改良得更好，有方法把音响编码，使清晰度比光碟更佳，但重点始终会放在发展游戏者的创意上。游戏将会有摄影机和语音识别功能，可跟游戏说话，不仅可用制动器，你拿起球棒或高尔夫球棒，摄影机会

看见你在做什么，游戏反应有点像虚拟现实，因它能看见，所以会有所反应。

Q 彭美娜·贝丝：我是市场学系四年级学生彭美娜·贝丝，假如你们丢下 100 美元钞票，你们是否会抬起来？还是让我这样的普通学生拾起来？

巴菲特(指向盖茨)：假如他走出去时丢下一角钱，如果他不拾起来，我会拾起来。(众笑)

主持人：随后，沃伦·巴菲特和比尔·盖茨就好习惯、犯错和内在评价给学生出色忠告。

Q 尼克·布可芙：我是工管系四年级学生尼克·布可芙，你曾获得的最佳忠告是什么？会不会影响你的事业？

巴菲特(转向盖茨)：我最能打动你的话是什么？(众笑)

盖茨：我可以回答这个问题。我与沃伦初次见面后，相约再聚会。他拿出日程表时，我看见他的日程表一片空白，便说"你成功避开了许多没意义的活动"。沃伦说，"是的，你得精于说不，和选择真正有意义的事情"。这是我从沃伦那里学得的东西之一，也是我最喜欢的，因为我说"不"时，可把责任推给他。

巴菲特：其实真正原因是我很少获得邀请。(众笑)我父亲给我很多有用的忠告，但他不对我说教，只对我潜移默化，从不指挥我做这做那，他使我明白内在评价比外在评价更为重要。有的人整天只想着外界对一些事会怎样评价而不是他们自己对这些事怎样评价。假如你的内在评价使你安乐，我想你会有愉快的生活。太注重外界评价的人，大概有时会感到虚假。

Q 马利·蕾莎：我是会计系学生马利·蕾莎，大家都视你们为财经商务专家，以你们为榜样。当你们就一个想法或决定需要听取别人的意见时，你们会找谁？

巴菲特：老实说，我通常会去照镜子。(众笑&掌声)

我工作的性质使我得进行独立思考。如果我要征求其他人的意见，做大多数人正在做的，这样投资肯定不行，所以，必须要有能让我独立思考的环境和爱独立思考的性格。我有很好的伙伴——查理·芒格，没有人比他更聪明和更有素质，他教我懂得了许多。我们的想法很相似，有时我们会一起讨论，但这不常发生，因为我知道他会怎样想，他也会知道我会怎样想，既然我知道他会怎样说，何必花钱打电话找他？

如果我作决定时需要顾问团，我便不该管理公司。我不介意担负责任，只是不要由投票作决定。我在投资界见过太多的投票决定，公司越扩展，作决定者便越均匀化，但我不认为大规模委员会能作出出色的投资决定。

盖茨：我所作的最重要的决定大概是公司该投放资源在何种科技上，这跟沃伦有点相似。我得愿意作出不符

合主流的决定，涉足尚未广受欢迎的领域。我非常幸运，遇到史蒂夫·鲍尔默，他是微软的行政总裁。我们每天都到彼此的办公室进行讨论，**他倾向从商业角度着想，我倾向从科技角度着想**。这些年来我们已约摸知道对方的想法，所以讨论起来往往很激烈。

如果我要作出非常困难的决定，我会跟我爸爸说，跟沃伦说，跟我太太梅琳达说。他们了解我在判断上的弱点可能对某些事感到太兴奋，忘了考虑其他一些角度。他们会纠正那些盲点，梅琳达尤其擅长这样做。应该多鼓励朋友和顾问纠正自己的盲点，例如有时我会在聚会上忘了和一些人打招呼之类的细小盲点。

巴菲特：女主人不会这样想。

盖茨：梅琳达在这方面会给我帮助。在重要事项上能充当顾问的人是重要的资源。

巴菲特：伯克希尔是综合性生意，人员多元化，我们有 40 名经理，我鼓励他们自主，他们知道怎么运营他们管理的公司。**犯错在所难免，但基本上一切由他们决定，他们不需要请示我们。分权方面我们开放得难以置信，但我们倚重头脑，倚重聪明、勤奋和正直的人**。他们所作出的决定大多是正确的。假如我们有多层委员会，向他们请示，相信我们会失去很多。

Q 嘉莲·沛卓：我是精算学系三年级学生嘉莲·沛卓，你们属下有多名经理，刚开始工作的人该怎样做才能加速晋身高级管理层？

巴菲特：我刚毕业时不知道不平凡的人会有多突出，不过，**他们不会因智商 200 之类而突出，而是因他们的行为、干劲和工作素质以及他们如何对待周围的人而突出。你有件事必须要做，无论喜欢与否，都要使自己能从容对着公众说话**。这也许会花上一段时间，但这技能会有用五十或六十年。如果你不喜欢这样做或会使你不安，这缺点也会持续五十或六十年。这是必需的技能。

许多技能都是与人相处的技巧，能使你周围的人表现得最好是罕有的天分，这与智商无关，而与对世界和其他人的态度有关。这才能应该及早和自觉地培养，不需揭露别人的短处，不需比别人更聪明，能带出别人最佳的素质，便会获得巨大的回报。

盖茨：微软员工即使加入公司才三年也能升级，可能是因为他们精于策略或他们有领导才能，或是有个人方面的贡献。在这些方面有好的表现的人都有晋升机会。坦白地说，**最理想的是三方面皆擅长，因为升到公司高层需要具备个人思考能力、与人相处的好技巧和擅长策略**。聪明的人多的是，这三方面也有不少人才，但罕有三

方面皆擅长的。我对这常常感到奇怪，不明白为何会这样。也许是因为个人表现杰出的不需要寻求别人的意念；具备完美组合的人或在某方面不足，但懂得配合别人或补充不足的人也很稀有。假如我们能找到更多这样的人会是好事。

Q 莱恩·曼狄克：我叫莱恩·曼狄克，来自内布拉斯加的奥马哈，是会计系四年级生，盖茨先生，数周前我收到你的电邮，说如果我把电邮转寄给 20 人，便会获得 1 万元，但我仍没收到钱。

巴菲特：你以为他怎么能名列富豪榜榜首？(众人大笑)

盖茨：我自己也收到许多垃圾邮件，最精彩的是每月付款若干，他们便替我支付诉讼费用。我正试图寻找那些人。(众笑)

Q 莱恩·曼狄克：你们的事业刚开始时，什么事对你们的成功产生了重大的影响？年轻人应该建立怎样的习惯？什么是我们年轻人应该学习的？

盖茨：我上大学时有一个坏习惯，就是爱让别人看到我不工作。我不上课，对学业不抓紧，然后到最后关头，如考试前两天，我便会认真温习，人们觉得很有趣。那是我当时的立场——不到最后的关头，我什么也不做。我开始经商之后，意识到这个坏习惯非常要不得，我花了数年时间才克服这个坏习惯。没人会因为我到最后关头才工作而称赞我，于是我仿照我以前不大尊重的那些学生，事事有组织，准时完成工作。这方面我仍在努力，拖延不是好习惯。

巴菲特：比尔能在车子里换衣服，所以我们的保险公司不接受他投保，他仍有少许这样的习惯。说到习惯，最好有恰当的“英雄”模范，我在这方面很幸运。你仰慕的人会塑造你的世界观和你对将来的期望。

还有就是该尽量投资在自己身上，你是你自己的最大资产。在座所有人都有各种潜质，你们幸运地生活在这个国家里，接受过良好的教育，但大多数人一生只发挥潜质的一小部分，投资在自己身上的是最佳的投资。

另外，我会追随自己的爱好，我指的是使你兴奋的事物。我很幸运，很早便发现什么使我兴奋，不要仅仅为了钱工作，不要为你不喜欢的机构工作，不要为你不喜欢的人工作，每天早上起床都要感到兴奋。我替我心目中的英雄格雷厄姆做事，我不问会有多少薪酬，直至回到纽约，月底首次发薪才知道有多少薪水，因为我知道这样是做对了。追随你的爱好！

Q 伊丽莎白·维雅：我是市场系四年级学生伊丽莎白·维雅，我有自己的小生意，请问你们对全球一体化怎样影

响小商户有何意见？

巴菲特：我不认为那对大多数小商户会有重大的影响。如果你以客户认为合理的价钱提供商品，中国人或印度人是抢不走你的生意的。全球一体化对与我有交易的小商户没造成什么问题，而做大型纺织品、鞋或家具生意的在生产成本方面会受到影响。

盖茨：全球一体化是应该注意的事项，因为这改变了游戏的规则。但正如沃伦所说的，**这不会直接影响小商户，小商户在当地提供适应差异化的产品，在远处的人不能这样做。**全球一体化中最大的转变是中国的情况，在商业和高效率行事方面，他们比我们更像资本家。无论将来各位从事什么工作，都该视中国为全球一体化转变的媒介，想想这些间接效应对你工作的公司能提供什么机会，那很重要。

Q 玛丽莎·庞狄：我是工管系四年级学生玛丽莎·庞狄，公众听得最多的是你们的成功投资或成功推出的新产品，你们曾做过的最坏投资是什么？

巴菲特：我做过的最坏投资？你有多少时间？(笑)

我曾进行一些非常差劲的投资，但我不太介意，股东可能会介意，但那是另外一个问题。

人生中不可避免地会犯错，最好不要在重大决定上犯错，例如选择配偶之类。但人总会犯错的，所以我作出投资决定时也必然会犯错。我可以试图尽量减少犯错，但我不能老想着错误，所以在这方面我不回顾。**最大的错误是那些不会显现的，是疏忽多于做错。**我们从没在任何投资上损失过那么多，我在有足够把握该行动时却没有去做的疏忽导致损失了 100 亿美元的利润。但好久以前我没买入微软不是错失机会，是因为我所知道的不足以让我决定买入。而其他投资我知道可决定买入，但因种种原因我没买入或只买入少量，我该写支票时却在犹疑。这些错误不会显露，没有“错失机会”这一栏，但我曾经错失一些重大的机会。

生活中常有胜利来之不易的感叹，部分原因是你知道胜利并不必然。我不会太介意犯错误，我知道许多人对错误耿耿于怀，这样做不值得。活着应该向前看。

盖茨：以微软来说，最大的错误是错过了将大受欢迎的东西，还有过早进军某方面的市场。例如以互联网传播电视、IPTV，我们早了 5 年进军，而现在才刚刚开始流行。再例如网上搜索发展方面，我们正在急起直追，这方面我们会加倍努力的。人们低估了我们在这方面的领先能力，但我们有不少后来居上的例子：互联网开始盛行，我们公司必须向那个方向发展，当 IBM 与我们脱离关系转而成我们的竞争对手，是非常重大的考验。但我

们对投入的项目有所选择，而像没招揽最出色的人才、把突破性软件结合我们正进行的工作这样的事才是我们最大的错误。

Q 莫利·华斯：我是国际商务系学生莫利·华斯，你们是亿万富翁，平时钱包里有多少钱？

巴菲特：我们平时钱包有多少钱？我可以告诉你，今晚我们要参与扑克牌局，加入费是 500 美元，所以我钱包里最少有 500 美元，事实上比 500 美元多些。但我不希望随身带许多钱。比尔？

盖茨：很多时候我身上没钱包，只带着《桥牌难题》。如果我得排队等候或驾车时得慢驶，便有东西可供动动脑筋。

巴菲特：他最好今晚有 500 美元。(众笑)

盖茨：为今晚我多带了一点钱，参与牌局没问题。

主持人：问答时间接近结束时，有学生问及怎样可以改变世界，沃伦·巴菲特和比尔·盖茨就成功的真正本质发表了使人意外的卓见。

Q 丝德芬·塔坚斯：我是经济系四年级学生丝德芬·塔坚斯，许多同学寻求高等教育是要使世界变得更好。作为能影响许多人和概念的人，你们怎样作决定？

巴菲特：你每天都在改变世界，生育下一代也是在改变世界。父母塑造孩子的世界观，这每天都在进行，而你是导师。最佳的做法之一是使自己与高素质的人一起，因你会跟你周围的人行动一致，其实他们也受到你的影响，就像行星系统。你必定会在某方面改变世界，你会使世界变得更好，但你不能期望看到戏剧性的改变，这不是变魔术。你的行为会影响别人，成为其他人的榜样，你会找到办法使世界变得更好。

盖茨：我在这方面有一个想法，就是尽早给年轻人感受到没有像他们那样成功的人是怎么生活的和这些人为什么不能成功。我们相信教育能使人发挥才华，给予人们平等的机会。最理想的是能到世界其他国家，生活环境不能跟美国相比的地方，这能使年轻人大开眼界。情况正在改善，有能力的人有机会参与医疗和教育方面援助，少数人已足以促成戏剧性的改变。

Q 丹蒂·罗力图：我叫丹蒂·罗力图，来自内华达里诺，我们 Z 世代这一代人面对许多问题，你们认为我们面对的社会问题中什么最具有挑战性？而我们作为未来领袖该怎样做，才能创造更美好的社会？

盖茨：我认为是公平问题。现在不公平颇为严重，假如这问题太严重，会造成分化，使社会失去流动性，人

们不再感到有机会。公平是美国的象征，所以我们必须重新履行对公平理想的承诺。而有许多就长远计划来说应该采取的行动没有进行。

巴菲特：我不能比比尔说得更好。我们很幸运，是美国人，并有聪明才智，还生活在这个时代，200 年前我们的才智不会有多少效用。我们非常幸运，许多人没我们这般幸运。十年前我和比尔曾到过中国，我们遇见一些人，无论他们的脑袋有多厉害，他们也不会有机会，起码有一段长时间内没机会。所以，我们不但应该照顾国内不幸的人，更要以比尔和梅琳达为榜样，他们到世界各地给予别人我们认为理所当然应该拥有的东西。比尔为世界各地的人提供疫苗，那里的人遭遇很年幼便去世和家庭破碎等问题，对此我们可施以援手，你们这一代应该为这些问题努力。

Q 泽雷·卡逊：我是工管系四年级学生泽雷·卡逊，如果你们有一种超能力，你们会选择什么？为何这样选择？
(众笑)

巴菲特：一种超能力？比尔在这方面想得比我多。

盖茨：能延长寿命会是合理的选择。

巴菲特：你能说出方法吗，让我做笔记。

盖茨：我不要能够清除竞争者，那样没趣，就像随时能一杆进洞，能超快阅读会很好。

巴菲特：对。比尔阅读速度比我快三倍，我因阅读缓慢大约浪费了 10 年的时间。

如果说到能使愿望成真，我希望能降低核能对世界构成的威胁，那将成为你们这一代的大问题。世上有许多邪恶的人有邪恶的企图，怎样防止他们利用愈发普及的知识在世界各地造成重大的损害是最有智慧的善事，但我没能力做到。这是我的愿望，但问题如此棘手，这大概只会是梦想。

盖茨：我相信有一些基本的事是可以做的，例如孩子年幼时便给他们零花钱并坚守限额，让他们决定怎么用那些钱，今天买了糖果明天便不能买，使他们明白什么是局限。我们很幸运，孩子们自幼便能到非洲和亚洲，目睹那里人们是怎样生活的，明白现在美国的生活并不是常规，希望数十年后世界各地的人都能像美国人那样生活。我们希望人们能将他们作为普通孩子般对待，如果有人因希望能影响什么而接近他们，那将是很可怕的，每个孩子都应该以他们本身的素质和他们所做的事被评价。

巴菲特：我们的孩子在世人的眼中是很富有的，但他们不能预期继承我们财富的大部分。我所拥有财富的

99%会用来做善事，比尔也持同样的态度。我们不要让孩子超级富有，他们会富有，这无可置疑，但我们抗拒朝代式财富，我认为这违反了美国精神。美国精神标榜平等机会，有能者便有机会致富。如果仅仅因生为富豪子女便成巨富，我认为这有违美国精神。

Q 马修·保德：我是四年级学生马修·保德，来自内布拉斯加埃尔金，好几个东欧国家制定划一入息税制，在西欧也有压力要同样这样做，你们是否支持美国也推行划一入息税制，请说明理由。

巴菲特：我不会支持这样做，现时税制已经太划一，工资税已超过 12%。这适用于入息起首 8 万至 9 万元，我和比尔的入息不用付这税，但对我们的雇员来说，这是重税。以我们的雇员为例，他们入息起首 8 万至 9 万元，要缴纳 12% 的税，另外还得支付入息税，而他们缴纳的税率有时跟我一样，有些甚至更高，因为政府把资本增值税率减至 15%，股息税也减至 15%。近年这些措施对富人是重大的优惠，却没减轻低下层的负担。而有关税率的说明，通常没提及 12% 工资税。所以我认为我国税制已太划一。坦白地说，我认为我和比尔的入息应该缴纳更高的税率。我们缴纳了大量税款，但税率很低，这税率比我 25 年前所承担的税率少了一半还多，而我当时所赚的钱要少得多。他们真的很照顾富人。

盖茨：我同意沃伦所说的，为平衡预算，我们该采用较累进式税制。人们将会明白有需要这样做，其中一个方法可能是由富人承担较现在较高的税率。巨大的财富不会缴纳入息税，这也许有点讽刺，因此我和沃伦都认为税制多方面都该变得较累进式。

巴菲特：我大可不必付联邦入息税，20 年前便可这样做。以我的伯克希尔股票作抵押，每年向银行借钱作生活费，到我死后债项从我的遗产中扣除。这样我便可长期不用缴税。坦白地说这样不公平。

Q 丹施夫：我是金融系四年级学生丹施夫，福布斯 400 估计你们的财产净值为 910 亿美元，这比世界最穷的 70 个国家生产总值之和还要多。你们认为你们的巨大财富怎样促进全球均衡繁荣？

巴菲特：这是连锁财富效应，繁荣来自微软产品。这些产品改变了数以百万计人民的生活，过程中能促进社会繁荣。我存放在保险库里的股票某些时间能用来换取货品和服务，基本上那些钱会花在我们认为最能造福社会的事项上，这是从全球角度而不是基于国家或区域性角度。我们希望这些钱尽可能花得明智，能改变世界各地人们的生活。这方面有两个因素：投入慈善金钱数目和行善效率。我认为比尔和梅琳达所进行的慈善行动规模最大，也是最有效率的，他们的目标就是把这些钱用来改善世界各地尽可能多的人民的生活。有什么比这更具理

性？他们以善心明智地运用巨款，我认为没有人比他们更成功。

盖茨：关键是沃伦拥有伯克希尔的可观部分，我仍拥有微软的可观部分，而这些不会用在消费上，消费起来总会花光。举例说有人赚了 5000 万美元，而他选择用这些钱建别墅和花费，这样是把资源转向他自己而不是用来帮助没他那么成功的人。如果因幸运和技巧，积聚了一些财富，然后把这些财富的大部分花在没那么幸运的人的身上，那便有点像罗宾汉，把富人的财富循环再用。人们有这个义务，越富有的人越有责任，不仅运用财富，更要运用头脑。

Q 爱丽·信麦克：我是市场学系四年级学生爱丽·信麦克，作为大学生，我们不断地计划将来，预计十年后你们会怎样？

巴菲特：我很高兴你没这样问我的医生。(大笑)

如果我的健康状况不错，我会仍然做现在所做的事，因为我从事的是心爱的工作，不需要运动或智力的我都能胜任。我选择干什么？我选择每天早上跳起床，跑到伯克希尔工作。我不预期这会改变，我爱现在的工作。健康决定我能继续多久，我已跟儿女说好，到我老得不中用时，他们就该来告诉我是退下的时候了。我还告诉他们最好一起来，假如只来一个这么说，我会从遗嘱中删掉他的名字。(众人大笑)

盖茨：10 年后我会接近 60 岁。每次想到 10 年后，便认为那时我老了，我 40 岁时觉得 50 岁便老了，而现在我已接近 50，但并不老。我一生的工作以微软为中心，随后 10 年中我花在慈善工作上的时间会比花在全职工作上多。不过我得找微软的青年才俊之一代我设定产品策略，那是我工作的主要部分。我爱我的工作，这工作很美妙，我会一直兼顾微软和慈善工作。

Q 保罗·德斯：我是四年级学生保罗·德斯，主修工商管理和音乐，来自北科达他，请问你们怎样界定成功？最大的非商业性成功是什么？

巴菲特：两周前，我在旧金山跟一名 9 岁女童打乒乓球，她叫 Ariel Hsing。(问：你得多少分？)比尔比我得分多。我认为自己表现不错，但这 9 岁女孩球技棒得令人惊讶，其实那时间她已该上床睡觉了，她使我们一败涂地。那有点丢脸。

盖茨：我在工作以外的目标肯定是生儿育女，这方面我才刚开始。有名气有财富的父母得面对独特的挑战，
正确养育子女不容易，但我希望在这方面能成功，暂时仍没对孩子造成任何损害，他们似乎还不错。

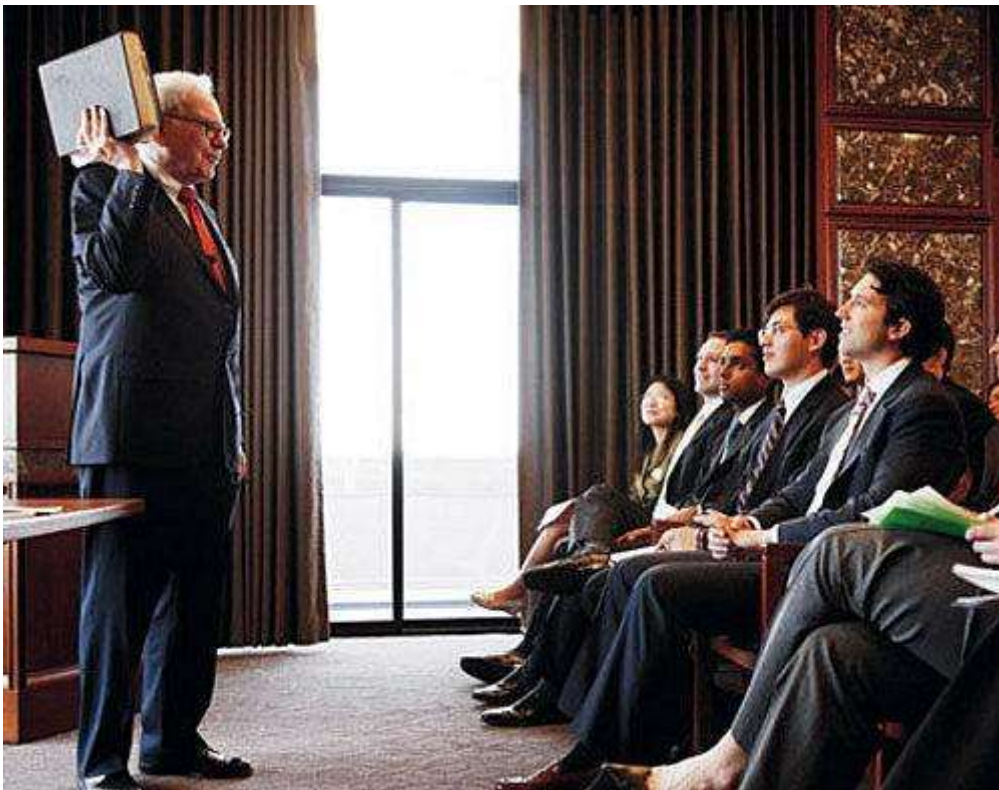
巴菲特：许多人要求我们收养他们。(众笑)

他花时间在儿女的身上，我则花时间在曾孙的身上。我们的方法是一致的。

说到怎样界定成功，我的答案会使你意外。活到我这年纪的感到有许多人疼爱便是成功。**到年纪渐大时，你希望爱你的人真的疼爱你便是活得成功**，包括你的家人、同事、各式人等。

我认识一些非常富有的人，有学校以他们命名，人们为他们举行晚宴等等，事实上他们没人关心，我相信他们自己也知道，到那时一切都变得空虚。这些人包括名列福布斯 400 的，我不会说出他们的名字。到我这年纪所认识的人不少，其中包括从事普通工作的、各种处境都有。只要受到他们周围的人疼爱，他们便感到成功。

主持人：谢谢两位，很感激你们到来。



巴菲特：对话堪萨斯大学学生 2005

2005 年 12 月 2 日

由于不准携带笔记本，以下笔记是我凭速记和回忆完成的。笔记内容与其他同学核对过，虽然不是一字不差地记录巴菲特的原话，但我相信，在每个问题中，我们都抓住了巴菲特回答的精华。巴菲特在开场白中说，这次交流以回答学生们的问题为主。唯一不能谈的是最近堪萨斯州与内布拉斯加州的橄榄球赛(内布拉斯加州玉米收割者队惨败给了堪萨斯州松鹰队)。

Q：您年纪越来越大，为什么还能总保持充沛的动力去追求超额收益？

巴菲特：我不以赚钱多少或复合收益率高低来衡量成功。财产多几位数，不能过得更幸福。我做的事没有终点。这是一个没有终点的旅程。我真是幸运，我快乐地享受自己的整个旅程。做投资，不是追求在 4 分钟内跑完 1 英里。假如我的目标是 4 分钟内跑完 1 英里，跑进了 4 分钟，我就没别的追求了。在投资中，总有新问题，总有新乐趣，而且新问题与旧问题总是很相似，我可以用上过去学到的知识。

我打算一直做下去，除非哪天我老年痴呆了。问题是，人得了老年痴呆，自己不知道，只有别人看得出来。我和我的三个孩子说了，什么时候我痴呆了，他们一定要三个人一起告诉我。他们三个人中，谁要是单独告诉我，说我痴呆了，我得考虑把他从遗产继承人中去掉！

Q：最近，在 eBay 上，与您共进午餐的机会拍出了 35 万美元的价格。请问投资者如何确定巴菲特的价值？

巴菲特：拍卖午餐筹集的款项用于有意义的慈善事业。旧金山有一座格莱德纪念教堂(Glide Memorial Church)。1960 年代，格莱德纪念教堂毫无生气，20 多岁的塞西尔·威廉姆斯(Cecil Williams)来到这里担任牧师。塞西尔接纳沉沦到社会底层的人，让教堂重新焕发了生机。格莱德基金会坚持帮助被社会边缘化的群体，得到了许多名人的支持。塞西尔提议拍卖与我共进午餐的机会，他觉得这是个筹集善款的好主意。第一年拍出了 2.5 万美元。两年以后，第一次开始在 eBay 上拍卖，拍出了 25 万美元。今年的价格是 35 万美元。我答应与出价最高者共进午餐，并拿出一下午的时间与他们交流。我通过拍卖午餐遇到的人都特别有意思。比如说，去年和我共进午餐的人，他经营了一家专门开发安全数据库的公司。这家公司的产品识别出了 5 名 911 劫机者。我和他很谈得来，后来又和他见了一面，是我请他吃早饭。这么一算，相当于给他购买的午餐打了个半价，17.5 万美元！

Q：您有许多有影响力的朋友，请问您从您的朋友身上学到了什么？

巴菲特：我明白了交朋友要选择益友。我的朋友都是聪明人，在和他们多年的交往中，他们教了我很多东西，但最主要的还是，他们都是好的朋友。盖茨一家带我旅行过四次。每一次，比尔都为我考虑得特别周到。在计划中国之行时，比尔问我，到了中国想吃什么食物。我告诉他，我现在吃的东西是从小吃惯了的，别的什么都

不如我现在吃的东西好吃。比尔把我的话当真了，他提前做了安排，派厨师去中国，在我们要入驻的中国酒店，教中国厨师怎么制作汉堡等美国食品。他安排我和 12 岁的小孩打乒乓球，其实那孩子可是冠军。我们还一起打德州扑克、一起学画画，玩得最多的当然是桥牌。

当兵的人忘不了打仗时结下的友谊，那是多少年互相照应形成的情谊。我对我的朋友也怀着同样的感情。我的另一位好朋友，查理·芒格，是他帮我转向购买好生意，不再像从前那样捡垃圾。**查理的商业能力、聪明智慧自然是一流的，但我更欣赏的是他的为人处世。在我们多年的合作中，我们俩都受益颇多。**

Q：本·格雷厄姆是您的老师，您盛赞格雷厄姆，认为自己的成功源于格雷厄姆的教诲。但是，以创造的财富衡量，格雷厄姆与您相距甚远。请问，为什么会这样？

巴菲特：**格雷厄姆不看重钱。投资只是他的一个副业，他还写剧本、翻译希腊语的书等等。格雷厄姆不把财富积累作为自己追求的目标。**他大学时是文科生，后来立志投身华尔街，相信文科生也能在金融业取得一番成就。格雷厄姆不热衷于赚钱。当年，我好不容易找到一个能赚大钱的好机会，兴冲冲地去找他，我说“我们要发了！”可他根本不在意(他的合伙人杰瑞·纽曼倒是很在意)。

格雷厄姆写书是因为他天生有学者气质。他希望用每个普通人都能看懂的方法把投资讲明白。格雷厄姆希望研究出一个方法，让爱荷华州的一名牙医能照着做，让没有深入知识的人也能用这套方法赚钱。他希望研究出一种所有人都可以用的量化方法。阅读《聪明投资者》一书，可以将格雷厄姆的智慧总结为三个要点：1)买股票就是买公司；2)股市短期是投票器、长期是称重机；3)安全边际。

Q：目前伯克希尔持有 400 亿美元的现金，您打算如何投资这些现金？

巴菲特：我们今年的投资比较多，例如，投资了 34 亿美元**收购太平洋公司(PacifiCorp)**。现在的收购机会，竞争还是很激烈。很难找到花 5 角钱买 1 元钱的机会，所以我们要考虑花 8 角钱买 1 元钱是否合理。400 亿美元拿在手里，对我和查理来说，是个心思。找不到机会虽然难受，但乱投资要遭殃。

早晚有一天，市场一定会发生变化，我们一定有机会。我们要时刻准备着行动。1998 年就出了机会。当时，长期资本管理公司崩盘，固定收益证券出现了大机会。**在那种情况下，一定要让自己和市场的恐惧绝缘。**我那时正在和盖茨一家度假。假如我不是身在黄石公园，而是在纽约，我们能赚 20 亿美元。

Q：您不相信半强式有效市场理论，请问您如何反驳该理论？

巴菲特：我怎么能认同这样的理论呢？市场是相当有效的，大多数股票的价格是合理的。"股价大多数时候合理"，"股价永远合理"，这两种说法有天壤之别。因为这个天壤之别，有人发家致富，有人长期贫穷。举个例子，当年，股市给华盛顿邮报的报价是 1 亿美元。当时的华盛顿邮报，假如拍卖的话，哪怕把地点选在荒岛上、把时间选在深更半夜里，都一定有人游泳前来，而且至少出价 4 亿美元。这样的市场怎能称之为有效？

投资者只有下功夫挖掘，才找得到这样的投资机会。1950 年代，穆迪手册和标普手册是提供信息的好帮手。[此时，巴菲特向学生们展示了 1951 年版的《穆迪银行和金融手册》。他把手册翻到了第 1431 页，其中列出了西部保险证券(Western Insurance Securities)的信息。]

找机会和淘金一样。西部保险证券 1949 年和 1950 年的每股盈利分别是 21.66 美元和 29.09 美元。1950 年，它的股价在 3-13 美元之间。我亲自去调研了这家公司，发现它一点问题没有。我在《斯科特堡报》(FortScott Newspaper)上发布了广告，求购这家公司的股票。[巴菲特接着翻到了第 1443 页]。我再往下翻两页，这里是第 1443 页。找到金矿了！全美保险公司(National American Insurance)，每股盈利 29.02 美元，股价 27-28 美元。这家公司就在我当时在奥马哈工作的地方附近。我也去进行了调研，这家公司也没任何问题。**教授们信奉市场有效理论，所以在他们眼里，这些股票的定价一定是对的！**

现在问题来了，今天还有这样的机会吗？[这时巴菲特拿出了一本花旗银行编撰的《2004 年韩国股票手册》。]我在花旗银行的经纪人推荐我看一下这本韩国版的穆迪手册。他说，里面情况和 1951 年一模一样，他说得一点没错。我一翻，找到了很多估值低的好公司。用了五六个小时的时间，我就做出了一个包含 20-25 只股票、投入 1 亿美元的小型投资组合。以其中的大韩面粉(DaeHan Flour Mills)为例，它在韩国面粉加工行业占据 25%的市场份额，净资产是 20.6 万韩元，公司持有 20.1 万韩元的有价证券，市盈率只有 2 倍。

市场绝对不是什么时候都有效。有时候，能出现一些机会，抓住了，你就赚翻了。教授们必须拥护有效市场理论，否则将被从学术圈里踢出去。

Q：请问今天我们去哪寻找投资机会？

巴菲特：第一步，分成两堆。**把公司分成两堆，一堆是你能看懂的、能做出符合逻辑的预测，另一堆是你看不懂的、无法做出符合逻辑的预测。**例如，口香糖公司和软件公司。自己一定要清楚，什么是自己能搞懂的，什么是自己搞不懂的。**把所有搞不懂的或者难以预测的放到一堆，这一堆是"太难"(TooHard)的。**其他的放在另外一堆，挑出来以后，你下一步要大量阅读，了解公司所在的行业、收集公司的背景信息。大量阅读年报、季报等公

告。通过阅读了解竞争对手的情况。我在分析之前不看股价。我先做功课，估算股票的价值，然后再和当前的市场报价比较。如果提前知道了价格，可能影响自己的分析。我们准备做一笔 50 亿美元的投资，我就是按我刚说的过程研究的这笔投资。

我年轻时赌马。所有马获胜的概率加起来是 100%。有时候，在一场马赛中，能发现赛马术语中所说的 "overlay"(是指，玩家通过自己的评估方法认为，与公众投注确定的获胜概率相比，一匹马实际上具有更高的获胜概率)。我们是在股市中寻找 overlay，就像寻宝一样。要挖掘到更多投资机会，投资者需要扩大自己的能力圈。我在这么多年的投资之中，一直在扩大自己的能力圈。1951 年，我只需要搞懂保险公司就可以了，那时候保险公司的机会足够我用了。

Q：当前的大学生应当如何找工作？

巴菲特：[巴菲特给出的回答仍然和往常一样：做自己喜欢的事，别担心钱.....]。别做自己无法全身心投入的工作，别和自己不喜欢、不信任的人共事。

Q：关于捐款做慈善的想法？

巴菲特：怎么捐款做慈善，可以从一个很简单的问题来考虑："每花一元钱，如何能救更多人的命？"盖茨捐了 300 亿美元，他捐了很多钱用于治疗疟疾。盖茨做慈善，就是从这个问题出发，他考虑的不是用自己的名字命名哪座大楼。他的做法特别合理。

该如何捐赠？是最终去世时捐？还是每年都捐？25 年前，我能捐的数额起不了多大作用，按盖茨做慈善的方法，我帮不上什么大忙。现在好多了，我能出更多力了。

Q：金价创下历史新高，您如何看待投资黄金？

巴菲特：全世界每年开采价值 500 亿美元的黄金，而实际使用的需求没那么多。1900 年金价每盎司 20 美元，1935 年涨到每盎司 35 美元，1970 年代每盎司 20 美元。现在，金价每盎司 500 美元。黄金不能创造收入，倒是需要存储和保险费用。标普指数、道指都比黄金表现好，更何况投资股票还有股息。从长期投资的角度来看，黄金不值得投资。事实必然如此，因为黄金本身的内在价值就不高。石油以及其他一些大宗商品的实用价值都比黄金高多了。我喜欢始终能生钱的资产，黄金不会下蛋。

Q: AnheuserBusch 计划提升中国的业务量，是否可以通过投资 AB 这样的美国公司来实现全球投资？

巴菲特：海外业务占比较高的美国公司很少，靠投资美国公司来实现全球投资，不太可行。

拿 AnheuserBusch 啤酒公司来说，它进入中国当然比不进入好，但是中国的业务只占它总业务的很小一部分，我几乎在估值中将它的中国业务忽略不计。在中国投资很难。我们唯一直接投资的是中国石油。中国石油是一家拥有 50 万员工的大公司，然而五年前我对它一无所知。三年前，我读了一份报告，觉得中石油有投资价值，那时它的估值只有其他石油巨头的三分之一。我当然希望中石油的资产在美国，那就好了，但我又不想花 3 倍的价钱买。我读了中石油的年报，白纸黑字写着公司计划每年将利润的 40% 用于分红。今年，我们拿到了股息 1 亿美元，我们一共才投资了 4 亿美元。

投资中国的银行和保险公司，我不太放心，毕竟我看不懂中国银行和保险公司的现在和未来。

Q: 很多人向您请教问题，在您印象中，别人向您提出的最好的问题是什么？

巴菲特：我知道我自己向别人提出的最好的问题是什么，是问我妻子是否愿意嫁给我。她的回答也许是她答得最坏的！[巴菲特停顿片刻] 这样吧，你说说，别人问你的最好的问题是什么，我来答。在所有我回答的问题中，最好的问题是那些让我讲自己的人生经验的。这些问题，年轻人答不上来。无论男还是女，一生之中，最重要的决定都是选择伴侣。最重要的工作都是养儿育女。孩子五岁之前的那几年特别重要。盖茨一家把子女培养得很好，他们费了很多心思。

Q: 您特别富有，一些人总向您索取，您如何远离这样的人？

巴菲特：我很多朋友是我在年轻的时候就结交了的，不是因为我有钱了才和我成为朋友。富二代其实才不好交朋友，我本人算不上富二代。现在很多人给我写信，特别是很多在监狱的人给我写信，甚至还有监狱里的桥牌爱好者给我写信。

更多的钱并不能给生活带来太大的改变。我也改变不了内布拉斯加州和堪萨斯州的橄榄球比赛分数！我还是像以前一样睡觉(每晚睡七个小时，还是躺在一样的床垫上，你也可以去内布拉斯加家具城买同款的)。我边听 iPod 边在跑步机上锻炼，你也可以啊。在座的各位，都比当年的洛克菲勒过得更好。

现在，你们是大学生的，正是投资自己的年龄，现在投资，将来才能获益。你们自己就是自己的资产，努力提升自己吧。给你 1 亿又如何？你不还是你？(Adding \$100 million to that asset won't change you that much.)

Q: 最近，一些美国公司的造假行为被曝光，政府是否应加大惩处力度？

巴菲特：艾略特·斯皮策(Spitzer)为社会做了一件好事。Millennium Partners 同意庭外和解，支付了 1.8 亿美元的罚款。Millennium Partners 已经身败名裂了。经过斯皮策的揭发，所有基金或保险公司都怕当众出丑，不敢再犯类似问题。查理总是说，每年公开绞死几个，对社会功德无量……

查理只是打个比方。**媒体曝光比萨班斯-奥克斯利法案(Sarbanes-Oxley)更有效力。**斯皮策可能略有越界，但最终他给社会做了大好事。



巴菲特致股东的信 2005

2006 年 2 月 28 日, BRK: \$87910-88620

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

公司 2005 年的账面价值增加 56 亿美元, A/B 股每股的账面价值增加 6.4%(标普 4.9%), 自现任管理层接手的 41 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 59377 美元, 年复合成长率约为 21.5%。

2005 年伯克希尔的表现相当不错。我们进行了 5 起并购, 其中 2 起并购已经完成, 而且我们下属的大多数业务经营良好。尽管卡特里娜飓风(Katrina)让伯克希尔和整个保险行业遭受到了创纪录的巨大损失。估计卡特里娜飓风给我们造成的损失高达 25 亿美元, 她那两个同样可恶的妹妹丽塔(Rita)和威尔玛(Wilma)飓风, 又让我们进一步损失了 9 亿美元。

在 2005 年这个巨灾之年我们的保险业务能够取得如此辉煌的业绩, 应该归功于 GEICO 及其杰出的首席执行官托尼·莱斯利。统计数据清楚地表明, 在过去仅仅两年时间里, GEICO 经营效率提高了 32%。尤为引人注目的是, 保单数量增长了 26%, 收益大幅增长, 与此同时, 公司员工数量却减少了 4%。由于我们能够如此显著地降低单位运营成本, 所以能为客户创造更多的价值。这样的结果如何呢? GEICO 去年赢得了更多的市场份额, 获得了令人羡慕的盈利, 并进一步提高了品牌的影响力。如果你 2006 年喜得子孙的话, 给他起名叫 Tony。

我写这份报告的目的是为股东们估计伯克希尔的内在价值并提供相应的信息, 之所以说是估计, 是因为尽管计算内在价值在投资中为重中之重, 但往往并不精确, 且错误常常非常严重。公司业务的前景越是不确定, 内在价值的计算就越是有可能是谬之千里(关于内在价值的有关解释, 请参见股东手册)。不过伯克希尔具有以下有利因素: 业务种类众多的相对稳定的现金流, 同时拥有巨大的流动性和很少的债务。这些因素使伯克希尔能够比其他绝大多数公司更为准确地估计内在价值。

尽管伯克希尔的财务特征有助于提高估值的准确度, 但计算内在价值的工作由于有如此之多的收益来源而变得更加复杂。早在 1965 年, 我们只有一家小小的纺织厂, 估值不过是小菜一碟。如今我们已经拥有 68 种经营特性和财务特性相差很大的业务, 这些各不相同的业务, 加上我们巨大的投资规模, 使你根本不可能简单地分析一下我们的合并报表就能对公司内在价值做出一个合理的估计。

为了更好地解决这一难题, 我们将自身的业务合理地分为四类并在以下报告中详细分析每一类业务, 讨论中我们会提供每类业务及其主要企业的关键数据。当然, 伯克希尔的总体价值可能会高于或低于四类业务价值之

和。最终结果取决于两个因素，一是我们下属的众多部门作为一个规模更大的企业的组成部分，运作得更好还是更差？二是在母公司的管理下，资本配置进一步改善了还是进一步恶化了？简而言之，伯克希尔作为母公司为下属各企业带来了什么好处？是不是伯克希尔的股东们，直接持股而不是通过伯克希尔间接持股，更加有利？这是一个至关重要的问题，各位股东必须自己寻找答案。

在讨论下属各个业务之前，让我们先来看看两组说明我们的起点如何及现状如何的数据。第一列数据是每股投资金额(包括现金及现金等价物)，在进行计算时，我们将下属金融企业中持有的投资排除不计，因为这些投资大部分为借款所抵消。除了这些有价值证券(少数股票为下属非保险企业持有)，我们还拥有种类广泛的非保险业务。第二列数据是这些非保险业务的每股税前收益(不包括商誉摊销)。

百万美元	每股投资金额	每股税前收益
1965	4	4
1975	159	4
1985	2407	52
1995	21817	175
2005	74129	2441
1965-2005 复合增长率	28.0%	17.2%
1995-2005 复合增长率	13.0%	30.2%

不包括购买法会计调整数和少数股权净额

在讨论增长率时，你非常有必要留心基期与终期年度的选择。开始与结束的年度二者中有一个选择不当，无论如何计算出来的增长率都会被歪曲，尤其是当基期年度盈利很少时，计算出来的增长率会高得惊人却毫无实际意义。在表中，作为基期的 1965 年度的盈利却是异乎寻常地好，伯克希尔 1965 年的盈利水平高于此前 10 年中的 9 个年度。

从上表中可以看出，伯克希尔的两个价值要素的复合增长率，在最后一个 10 年期间发生了很大的变化，这一结果反映了我们的**经营重心日益向企业并购倾斜**。尽管如此，伯克希尔的副董事长兼我的合伙人查理·芒格，和我的目标还是努力使这两个表格中的数字能够双双实现增长。

对于这一雄心壮志，我们希望打个比方，避免那些年迈的夫妇一度在浪漫方面面临挑战的命运。当这对夫妇庆祝结婚 50 周年的晚餐结束之后，妻子在温柔的音乐、醉人的香槟和摇曳的烛光的刺激下，忽然感到一阵久违的冲动，于是故作娇羞地建议她的丈夫一起上楼到卧室去做爱。她丈夫极度痛苦了好一阵子才回答说："我可以做其中一个，但两个都做可不行。"

并购

未来几年，我们目前的业务总体上应该在经营利润上表现出一定的增长，但仅靠这些业务本身并不能产生出令人满意的回报，要想实现这样的理想目标，我们必须进行一些规模较大的并购。已经过去的 2005 年，我们的大规模并购活动令人鼓舞，我们达成了 5 项并购协议，其中 2 项在 2005 年年内完成，1 项在 2006 年年初完成，其余 2 项预计也会很快完成。**这些并购交易均不涉及到伯克希尔发行新股**，这一点非常关键却常常被忽略：当一家公司管理层骄傲地宣布以股票收购另一家公司时，作为收购方公司的股东们不得不为此牺牲自身的一部分股东权益。我也做过几次类似的并购交易，当然，伯克希尔的股东们为我的行动付出了相应的代价。

以下逐一讨论我们去年的并购：



Medical Protective 公司(MedPro)总部位于印第安纳州韦恩堡，是一家为医生和牙医提供责任保险的美国公司，是美国第一家提供牙科医疗事故保险的公司。其前身公司为医师担保公司(Doctor Guarantee Co.)。

1899 年，Alpheus P. Buchman 博士和 Miles F. Porter 博士认识到越来越多的医疗服务提供者被起诉，在韦恩堡成立医师担保公司，提供医疗纠纷诉讼的预付费法律辩护服务，被认为是美国第一家提供预付费法律辩护服务的公司之一。1902 年，医师担保公司更名为医师防护公司(DPC, Doctor Protective Co.)。1910 年，医师防护公司业务覆盖范围扩大赔偿范围，其提供医疗职业责任保险每年 15 美元就可以享受到保险赔付 5000 美元/15000 美元。1907 年，Byron H. Somers 和 Charles M. Niezer 离开了医师防护公司，并于 1913 年成立医用防护公司(MedPro, Medical Protective Co.)，收购了医师防护公司。1920 年代，Byron H. Somers 领导的 MedPro 公司成为美国 17 个州最大的医疗服务保险公司。1930 年代，MedPro 公司引入了一个更广泛的覆盖面的保单，并帮助塑造医生辩护，提供第一个名叫《不当行为法》(Brief on Malpractice Law)的医学圣经(medtal bible)。1940 年代，MedPro 公司索赔超过 5 万份。1990 年代，它着眼于小型和社区医院护理服务。1998 年，通用电气公司收购 MedPro 公司，之后业务扩大至美国全境，Byron H. Somers 后裔加入 MedPro 公司。2001 年，MedPro 公司认识到新技术的发展，提供在线进行风险管理进修课程和 STATUS 在线报道应用。

2005 年，伯克希尔以 **8.25 亿美元**收购该公司。其年度保费超过 7 亿美元，资产超过 20 亿美元。其产品是由医用防护公司承保，并通过市场经理和委任的代理网络销售。加入了伯克希尔有助于保持行业的最高财务评级。2006 年，评级机构标普和 A. M. Best 分别评级为"AAA"和"A++"。

MedPro 和你一起走过每一步。从牙科学校，住院医师，职业生涯到退休，MedPro 公司都能帮你搞定。MedPro 公司为 40000 多名牙医提供行业最佳牙科医疗事故保险。MedPro 公司不仅为索赔辩护，还帮助您避免索赔。使用 MedPro 公司的免费风险工具和随叫随到的专家为您和您的实践提供日常支持。MedPro 公司的牙科咨询委员会由一流的专家组成，他们帮助我们审查索赔，了解新出现的风险，并确保我们始终坚持以牙科学的未来为目标进行操作。MedPro 公司以无与伦比的索赔辩护记录闻名于业界。在最重要的时候，MedPro 公司会支持你战斗。100 多年来，MedPro 一直是保护和捍卫医疗服务提供者资产和声誉的'黄金标准'。www.medprodental.com

2005 年 6 月 30 日，我们收购了医疗事故保险公司(MedicalProtectiveCo., MedPro)，这是一家位于韦恩堡(FortWayne)、有着 106 年经营历史的医疗事故保险公司。医疗事故保险是一种十分难以承保的险种，一度成为许多保险公司的梦魇之地。然而，MedPro 却由于以下原因将会经营良好：首先，MedPro 将和伯克希尔下属其他保险公司一样在制度上领先一筹，那就是**承保纪律重于其他一切经营目标**；其次，作为伯克希尔的一个组成部

分，MedPro 拥有远远超过其竞争对手的财务实力，这足以向医生们保证，那些需要很长时间的诉讼案件绝不会由于他们所投保的保险公司的破产而无法结案；第三，这家公司有一个聪明能干的 CEO：Tim Kenesey，他本能地和其他伯克希尔经理人一样遵循同样的思考模式。



森林河公司 (Forest River Inc. www.forestriverinc.com) 由彼得·利格尔 (Peter Liegl) 于 1996 年创立。Forest River 公司是世界上最大的优质房车、水上游艇、公共汽车、货运拖车和商用卡车制造商之一。在 86 个生产基地拥有超过 800 万平的生产设施，员工超过 1.1 万人。在其运营 20 年中，公司总收入已经超过 40 亿美元，销售量超过 190 万辆。旗下款式丰富，营地式拖挂房车 6 款，露营拖车 6 款，自行 A 型 8 款，自行 C 型 8 款，玩具搬家工拖挂 25 款，五轮鹅颈 35 款，旅居拖挂 34 款，是一家致力于帮助人们体验户外活动，通过建造更好的休闲车辆，确保每个想要高质量娱乐的家庭都能找到满足需求，兴趣，预算的产品和生活方式的房车制造企业。

Peter Liegl 在 1985 年至 1993 年担任 Cobra Industries 首席执行官，该公司以制造 Salem, Sierra, Sandpiper, Wildwood, Rockwood, Flagstaff, Summit, Quailridge, Cargo Mate 货运拖车。

1996 年 1 月 Peter Liegl 购买了 Cobra Industries 的部分资产成立森林河。

1997 年，建立了第二条货物拖车线，称为大陆货运。

1998 年，森林河推出了森林河海洋，并开始生产游轮 pontoon boats。同年，公司购买了 Firan Motorhomes 的某些资产，开始制造 A 级房车。

2000 年，Forest River 收购了另一家公用拖车制造商美国货运公司。

2001 年，通过收购进入大型校车业务 Starcraft Bus 和 Glaval Bus。

2002 年，商用车和货运卡车品牌 Rockport Commercial Vehicles 上市。同年，公司收购了 Vanguard Industries 和 Palomino 的资产。

随着业务的迅速扩张，每次新的收购和发展导致了制造生产设施的扩张，为了满足产品的需求和战略性地发展，森林河将其公司办公室从位于印第安纳州戈申市的原建筑搬迁至目前位于埃尔克哈特的位置。

2005 年 6 月 21 日，巴菲特发送了一份两页的传真告诉 Peter Liegl，森林河公司符合伯克希尔的收购标准。巴菲特向 Pete Liegl 提出了要约。2005 年 6 月 28 日，他们握手达成了交易，8 月 31 日交易完成。在 2005 年的股东信中，巴菲特说："Peter Liegl 是一位了不起的企业家"。

2007 年继续扩张，收购 Rance Aluminum Fabrication 和 Priority One Financial Services。

2008 年收购了 Coachmen Industries 的子公司 Coachmen RV 的资产。Coachmen Industries 提供了更多的房车类型，包括柴油房车，A 类汽车房，C 类房车，旅居拖挂房车，第五轮鹅颈房车，帐篷营地和运动实用拖车。

2009 年成立制造可拖式休闲车的 Prime Time Manufacturing，随后又于 2010 年复兴了 Shasta 产品系列，这是 Coachmen 资产收购的知识产权之一。

2011 年，收购了 Dynamax 公司，该公司建造豪华房车 (超级 C 级和 C 级)。

2014 年，收购了 StarTrans 公司，进一步扩大锡尔弗顿，俄勒冈州，赫米特，加利福尼亚州和白鸽，密歇根州的生产设施。

2016 年，Forest River Marine 增加了 Trifecta 游轮生产线。

2017 年，森林河推出了全新的豪华巴士 Berkshire Coach。))

我们的第二起并购是森林河房车公司 (Forest River)，已经于 2005 年 8 月 31 日完成。在此之前的 7 月 21 日，我收到一份只有 2 页纸的传真，上面逐一说明了森林河完全符合我们曾经在年报上披露的收购标准。在此之前，我从未听说过这位年销售额 16 亿美元的周末旅游房车制造商及其所有人兼总经理 Pete Liegl。但这份传真却让我十分动心，于是我马上要求对方提供更多的相关数据。第二天早上我就拿到了这些数据，当天上午我就向

PeteLiegI 提出了收购要约。7 月 28 日，我们俩握手成交。PeteLiegI 是一个杰出的企业家，几年之前，他的企业远远比现在小，那时他把企业卖给了一家杠杆收购机构(LBO)，他们接手后马上对他指手画脚，不久 PeteLiegI 就离开了公司。此后不久，公司就陷入破产，PeteLiegI 重新买回了这家公司。你可以放心，我绝不会干涉 PeteLiegI 的任何经营行为。

森林河拥有 60 家工厂和 5,400 名雇员，在休闲房车制造业中持续保持相当的市场份额，同时还将向船舶制造等其他业务拓展。PeteLiegI 现年 61 岁，绝对处于加速前进的状态。请你好好读读年报中所附的刊登在《RVBusiness》上的一篇文章，你就会明白为什么 Pete 会和伯克希尔喜结良缘。

2005 年 11 月 12 日，华尔街日报上刊登了一篇讨论伯克希尔与众不同的并购和管理运作的文章。文中 Pete 宣称："向巴菲特出售我的公司比更新我的驾照还容易。"



美国商业资讯公司(BusinessWire)由 Lorry I. Lokey 于 1961 年在美国创立，并于 1995 年建立网站，是美国一家新闻稿、投资者关系、公共关系等公开资讯发布的服务商，是新闻发布和监管披露方面的全球领先企业。在全球拥有 30 多个办事处。利用其平台将文本新闻通稿、图片以及其他多媒体内容传递给世界各地记者、金融专业人士、投资者服务机构、监管机构和消费者。60 年来，BusinessWire 一直是新闻发布领域的领导者，将企业与其目标受众联系起来。没有其他新闻通讯社的合作伙伴提供我们的服务水平，是新闻机构、记者、投资专业人士和监管机构的可靠来源，通过其拥有多项专利的 NX 网络将新闻直接提供给编辑系统，并引领在线新闻来源。商务通讯社的全球新闻编辑室可满足全球通讯专业人员和新闻媒体的需要。与全球 160+ 国家，超过 10 万家媒体渠道通过网络联系在一起，分销选项包括以 20+ 种语言，200+ 种行业和贸易类别提供的全球网路。

世界各地遍布调查部门，北美、欧洲和亚洲的全方位服务新闻编辑室，这就是我们所谓的本地化服务理念。我们当地的新闻编辑室意味着你的新闻由了解你和你的业务的经验丰富的编辑，安全、可靠和准确地发布。我们的编辑团队经验丰富，超过 150 名编辑平均任期超过 12 年。速度和准确性也很重要，我们的编辑团队拥有专业知识、视角和专业知识，能够在最重要的地方获取您的新闻。我们明白，成功意味着你的目标和内容与受众保持一致。我们的客户团队将提供帮助。我们的专家将为您提供从全球到利基市场的 1600 多个分销选项，帮助您将新闻与受众相匹配。我们将您的新闻传送到美联社、道琼斯、汤森路透、彭博社和其他新闻媒体的内容管理系统。记者可以从自己的系统中立即获取您的新闻稿，确保您的新闻得到应有的关注。

通过我们发布，新闻稿可以在短时间内到达更大范围的受众。全球有数十万的媒体和记者在接收我们发出的各类商业新闻稿，作为他们的内容来源或采访线索。对于企业的公关/营销来说，这样的发布服务，可以迅速让企业的声音传播出去，从面上提升品牌知名度和媒体曝光。而对于上市公司的投资者传播部门，通过这种信息披露服务，可让公司的消息以更透明更高效的方式到达财经媒体和各类投资者。发一篇文章从几百到上千美金不等，取决于你的账户等级或者有没有优惠。发文章的时候你可以选择标签，比如金融、能源等，这样这篇文章就会发给相应媒体。www.businesswire.com

纽约的凯西·巴伦·塔姆拉兹(CathyBaronTamraz)读了这篇文章之后，触动了心弦。11 月 21 日，她给我写来一封信，开头这样写道："作为美国商业咨询公司(BusinessWire)的 CEO，我想向你介绍我的公司，因为我认为我的公司符合最近一篇刊登在华尔街日报上的文章中详细描述的伯克希尔下属子公司的特征。"

一看完 Cathy 的来信，我马上觉得 BusinessWire 与伯克希尔是一对佳偶，我特别喜欢她来信中的倒数第二

段：“我们严格控制成本，并且限制一切不必要的支出。我们公司没有秘书，也没有管理分层。但我们却会大量投资以取得技术领先和推动业务发展。”

我马上给 Cathy 打了一个电话，伯克希尔与 BusinessWire 的控股股东 LorryLokey 很快达成了收购协议。LorryLokey 于 1961 年创建了这家公司，刚刚聘请 Cathy 为 CEO。我非常欣赏像 LorryLokey 这样的商业成功传奇故事，今年 78 岁高龄的他已经把公司打造成一家把信息传送到 150 个国家的 2.5 万个客户的优秀企业，与许多其他同样选择将伯克希尔作为他们一生打造的企业家的最终归宿的企业家一样，他的商业成功传奇故事是一个好的创意、一个商业天才、一种勤奋刻苦工作的态度完美结合的成功典范。



AUW 保险公司的故事始于工伤赔偿保险。我们选择了一条艰难的、严格监管的保险业务线，将其作为我们的唯一关注点，并使其变得更好。我们通过首先了解它的复杂性和它解决的真正的人类风险来做到这一点，我们利用这种洞察力帮助客户更好地管理风险。这种深入研究的模式，考虑到风险的人的一面，在别人看到障碍的地方看到机会，并教育客户，将我们带到新的产品线、新的挑战，以及忠诚客户和合作伙伴的全球集体。我们通过将非常规思维应用于保险、再保险、投资和商业服务等传统工具，引导政府、企业和人民应对金融风险。深入挖掘，应用技术和分析，通过最艰难的风险找到有利可图的途径，我们帮助客户和合作伙伴管理不确定性，使他们能够自信地实现自己的最高愿望。从我们第一年出版《工伤赔偿年鉴》到现在已经第 8 版了，我们接受了帮助我们的合作伙伴和客户了解风险的想法，以便他们能够更好地管理风险。我们将自律的财务实力视为核心价值，因为没有它，我们无法建立客户信心。

2011 年，AUW 保险公司成为第一家获得 A. M. Best 评级 A+ 的工伤赔偿单一险种承保人。

2019 年，疑因跟伯克希尔旗下工伤赔偿保险业务存在同业竞争，出售给联合保险公司。[www. auw. com](http://www.auw.com)

2005 年 12 月我们达成协议，收购 AppliedUnderwriters(AUW)保险公司 81% 的股权。这是一家向小型企业提供薪水支付服务和工伤赔偿保险业务的公司，其大部分客户在加州。

1998 年，这家只有 12 名员工的小公司并购了一家基地位于奥马哈的有 24 名员工、经营类似业务的公司。AUW 保险杰出业务的创始人 SidFerenc 和 SteveMenzies 经过分析得出结论，奥马哈作为经营基地拥有很多优势——我想说这真是远见卓识，如今这家公司的 479 名员工中有 400 人在此安家落户。

不到一年之前，AUW 保险与国民保险再保险部门的杰出经理人阿吉特·贾恩达成了一项大额再保险合同。阿吉特·贾恩对 SidFerenc 和 SteveMenzies 留下很深的印象，而他们俩对伯克希尔的经营之道也赞叹不已，我们双方决定合作。我们很高兴地看到，SidFerenc 和 SteveMenzies 在收购后继续保持 19% 的股份，12 年前他们刚起家时只有很小一笔资本，现在获得如此的成就，想一想有伯克希尔强大的资本支撑，之后他们还会取得多么巨大的成就，我简直乐不可支。

2005 年春天，我们控股 80.5%的中美能源达成协议，收购一家为西部 6 个州提供电力服务的太平洋电力公司 PacifiCorp。这类并购案需要获得许多监管部门的批准，目前我们已经得到批准，预计交易很快就会完成。伯克希尔将为此购买 34 亿美元的中美能源普通股，中美能源用这笔资金加上 17 亿美元的贷款来完成收购交易(51 亿)。

投资政府监管的公用事业，你不能指望获得特别高的盈利，但这种行业却能为巨额资金提供合理收益的盈利机会，因此对资金规模庞大的伯克希尔来说，这种投资是十分有利的。早在几年之前，我曾说我们希望能够在公用事业方面进行一些规模巨大的投资。请注意我说的是一些，我们将寻找更多的这种投资机会。

除了收购新的业务之外，我们继续在进行补强并购(bolt-on)，其中一些并购规模不可小看——我们下属的地毯企业 Shaw 工业 2005 年投资 5 亿美元进行两起业务链垂直整合的并购，这将进一步提升其毛利率。XTRA 和 ClaytonHomes 也进行了价值提升的并购。

与其他并购方不同，**伯克希尔根本没有"退出策略"，我们买入只是为了长期持有。**不过我们的确有一个进入策略，在美国及国际上寻找符合我们的 6 个标准且价格合理、能够提供合理回报的目标企业，如果你有合适的企业，请给我来电。就像一个充满爱情憧憬的小女生，我会在电话旁等候梦中男孩的电话。

保险业务

让我开始讨论我们的四大部分业务。首先从我们最核心的保险开始，在保险业务中，浮存金的规模，及其获得的成本意义重大。考虑到我的新读者，需要解释一下浮存金。保险公司的浮存金是一笔虽然不属于我们所有，但可暂时为我们所使用的资金。我们的浮存金增加的两个主要原因是：(1)在保险业务中，我们先收取保费，通常在 1 年左右之后才提供保险服务；(2)目前发生的损失不表示我们马上就要理赔，从发现损害、调解到最终解决，有时需要经过好几年时间。1967 年我们的保险浮存金为 2000 万美元，经过多年的内部成长及外部并购，已经增长到如今的 490 亿美元之巨。

拥有大量浮存金确是一件大好事，但前提是取得的成本不能太高。其成本取决于承保的结果，也就是我们的经营费用和最终承担的赔付损失与收取的保费对比后的结果。**当一家保险公司获得承保利润时，就像伯克希尔过去 38 年来多数年份的保险业务那样，浮存金的成本甚至低于零成本。**在这些年度，我们实际上是持有客户的资金还要向他们收费。然而，对于其他大部分保险同业来说，日子却过得非常艰难——总体而言，财产意外险通常不可避免地会发生承保损失，当损失很大时，他们就必须为浮存金支付代价，有时甚至是毁灭性的代价。

2004 年我们的浮存金成本低于零，即负成本，我曾告诉大家，除非发生超级巨大灾难，2005 年我们仍会有机会使浮存金成本为零。遗憾的是，作为承保超级巨灾保险的专家，我们确实遭遇了超级巨灾，由于飓风袭击，伯克希尔赔付损失高达 34 亿美元(Katrina 飓风 25 亿，Rita 和 Wilma 飓风 9 亿)。尽管如此，我们的浮存金仍然无需支付任何成本，这主要是由于我们其他保险业务尤其是 GEICO 的杰出经营所创造的超级业绩。

GEICO 的汽车保险业务大规模增长了 12.1%，这使其在美国私人汽车保险业的市场份额从 5.6%增长到约 6.1%。汽车保险市场规模巨大(1600 亿)，市场份额每增长 1%，相当于销售额增长 16 亿美元。

尽管我们的品牌无法量化，但我相信同样在显著增长。1996 年伯克希尔完全控股 GEICO 时，其年均广告费支出为 3100 万美元。2005 年广告费支出增长到 5.02 亿美元，而且我们迫不及待要继续追加广告费投入。

我们的广告之所以有效，是因为我们讲述了一个非常好的故事：与任何一家向所有客户提供汽车保险服务的全国性保险公司相比，在 GEICO 公司投保汽车险能节省更多的钱(一些专业汽车保险公司的确在其擅长的领域中向申请人提供特别良好的服务；同样，由于我们的全国性竞争对手运用不同的分类系统，所以有时能提供比我们更好的价格)。2004 年我们获得了迄今为止的历史最高转化比率，即网络和电话询问转化为销售保单的比率，这正是我们的价格与竞争对手相比，现在比以前更加有吸引力的一个强有力的证据。

访问 GEICO.com 或致电 800-847-7536，你就会发现我所言不虚，记住一定要说明你是伯克希尔的股东，因为作为股东往往会让你享受特别的优惠。

我曾对人说过，2004 年 8 月 GEICO 进入新泽西州，那里的驾车人士非常喜欢 GEICO。我们在该州的新保户的保留率大大高于其他州，估计到 2007 年左右，GEICO 可能将成为新泽西第三大汽车保险商。除此之外，我们的低成本能够在低价格销售的同时保持稳定的盈利。

55 年前，我第一次发现 GEICO 时，这家公司简单却有效的经营之道给我留下了深刻的印象。实际上，我 21 岁时还写了一篇关于这家公司的文章(其副本在年报第 24 页)，当时这家公司市值只有 700 万美元。在文章中你会看到，我称 GEICO 为“我最喜欢的股票”。如今我还是这样称呼它。

我们的再保险业务主要由通用再保险和国民保险经营，前者由 Joe Brandon 和 Tad Montross 管理，后者由阿吉特·贾恩管理。考虑到 2005 年异常严重的飓风损害让再保险业遭受了严重打击，两家公司的业绩表现可以说相当不错。

大气、海洋或者其他偶然因素是否已经大大改变了飓风发生的频率和强度，这至今还是一个未能解开的谜。

最近飓风发生的情况令人相当恐惧不安。例如，我们知道，在 2004 年前的 100 年中大约有 59 次 3 级或更强一些的飓风袭击了东南部和墨西哥湾海岸地区各州，其中只有 3 次为 5 级飓风。我们知道，2004 年有三次 3 级飓风袭击了这些地区，2005 年发生了 4 次，其中 1 次是历史上破坏性最大的卡特里娜飓风(Katrina)。此外，2005 年沿海发生了 3 次 5 级飓风，幸运的是在登陆之前风力减弱了。

这种更频繁且更强烈的飓风袭击只是一种异常现象？还是由于气候、水温或者我们并不完全了解的其他因素引发的变化？这些因素能否发展为一种模式，导致未来将会出现连卡特里娜飓风也相形见绌的更大的灾难？

Joe、Ajit 和我并不知道这些问题的答案，我们所知道的是，我们对这些问题的答案一无所知，这就意味着我们必须遵循帕斯卡 Pascal 提出的应对之道。正如你所知道的那样，在一场著名的关于上帝是否存在的打赌中，帕斯卡得出的结论是，既然他不知道答案是什么，个人的输赢比率注定他应该选择一个，上帝肯定存在的答案。

(17 世纪法国数理科学家、思想家帕斯卡(Blaise Pascal, 1623-1662 年)提出了关于信仰上帝存在的赌博论证。意思是说，在上帝是否存在这个问题上，人们可以选择上帝存在，也可以选择上帝不存在，但不能不作选择，在人生中必须对此作出选择，必须下赌注。赌上帝存在时，如果上帝存在，信奉上帝的人会获全胜，有无限的收益，会获得幸福。如上帝不存在，也无多大损失。理性虽然不能证明上帝存在，但是它可以告诉我们应该选择上帝存在)。

以此原则为指导，我们已经得出结论，我们目前只能在价格远远高于去年的水平上承保超级巨灾保险，而且如果不久将来某些重要因素发生变化导致发生危害更为严重的风暴时，我们的总体风险水平才不会让我们痛心。2004 年以后，在相对较弱的程度上我们已经觉察到这样的变化，在价格没有提高的情况下减少了承保。现在我们将更加小心谨慎，不过如果价格合适，我们仍然有能力和愿望成为世界上保险金额最大的超级巨灾承保商。

我们下属的规模较小的保险公司，包括最近加入进来的 MedPro，2005 年取得了非常杰出的业绩。不过，你们在以下表格中所看到的数据并没有完全反映他们的业绩，这是因为，我们在收购 MedPro 以后，马上将其损失准备金提高了约 1.25 亿美元。

没人能够精确地知道需要多少资金才足以支付我们承保的保单的索赔，医疗过失责任保险是一种长尾型的保险，这意味着索赔往往需要好多年才能最终解决。另外还会有其他损失发生，但我们却可能在一段时间内对此一无所知。不过，我们从事保险业多年，经历了艰难的道路后，学到了一件事：保险业的惊喜远非对称。如果十份保单有一份得到一个令人愉快结果，那么你也幸运的。保险商对迫在眉睫的损失问题往往过于乐观，他们的行为类似一个弹簧刀搏斗中的一个家伙，当对手在他喉咙上猛刺一刀后，他高喊道：“你别想靠近我。”他的对手回答：

"等你摇摇脑袋后再喊喊试试。"

除了我们为前期的保单增加了损失准备金之外，MedPro 只在能够取得承保利润时才签发保单。我们下属其他主要保险公司在 12.7 亿美元承保业务量上取得了 3.24 亿美元承保利润，这是一个非常卓越的业绩，我们为此应该感谢 Homestate 保险公司的 RodEldred、CentralStates 保险公司的 JohnKizer、U.S.Liability 责任保险公司的 TomNerney、Kansas 银行家保险公司的 DonTowle、国民保险的 DonWurster。

以下是我们各主要保险业务的承保和浮存金总体统计

	承保损益		年末浮存金		
百万美元	2005	2004	2005	2004	2003
通用再保险	-334	3	22920	23120	23654
伯克希尔再保险	-1069	417	16233	15278	13948
GEICO	1221	970	6692	5960	5287
其他直保*	235	161	3442	1736	1331
合计	53	1551	49287	46094	44220

*从 2005 年 6 月 30 日起包括 Medpro 在内

受管制的公用事业

我们持有中美能源控股公司 80.5%的股权(完全稀释后)，这是一家拥有许多不同种类公用事业企业的控股公司，其中下属最大的三家企业包括：(1)约克郡电力公司与北方电力公司，拥有 370 万电力用户，为英国第三大电力供应商(2)中美能源，主要是为爱荷华的 70.6 万用户提供服务；(3)科恩河与北部天然气，运输了美国消费天然气的 7.8%。并购太平洋能源完成后，我们将在西部 6 州增加 160 万的电力用户，其中大部分业务在俄勒冈州和犹他州。这次交易将使中美能源的收入增加 330 亿美元，资产增加 141 亿美元。

2005 年 8 月 8 日，公用事业控股公司法案(PUHCA)被废止，这一里程碑事件，使伯克希尔能够在 2006 年 1 月 9 日，将其持有的中美能源优先股转换为拥有投票权的普通股，这次转换结束了公用事业控股公司法案强加于我们的错综复杂的公司制度安排。现在我们同时持有中美能源的 83.4%普通股和投票权，这使得我们在财务会计和税收上能够合并这家公司的报表。可是我们真正的经济权益是前面提到的 80.5%，因为已经发行的期权肯定会在未来几年间执行，这将稀释我们的持股比例。

尽管我们的投票权大幅度增加，但四方共同持有的股权结构根本不会发生任何变化。我们将中美能源看作是伯克希尔、WalterScott 及其两位超级经理人 DaveSokol 和 GregAbel 四方组成的合伙公司，每一方持有多少投票权并不重要，重要的是，只有我们大家共同认为明智的情况下，我们才会采取重大的行动。与 Dave、Greg 和

Walter 共同合作了 5 年，进一步强化了我最初的信念：没有比他们更好的合作伙伴了。

你会注意到，2005 年我们提供了两份资产负债表，一份是根据 GAAP 规定我们在 2005 年 12 月 31 日的实际数据(不包括中美能源在内)，另一份反映了我们将中美能源优先股转换为普通股的情况。今后伯克希尔所有财务报表都将中美能源合并在内。

也许看起来与公司主业有些不太协调，中美能源持有美国第二大房地产经纪公司，这可真是一颗掌上明珠。母公司为美国家庭服务公司 HomeServices，但公司的 19,200 个代理人通过 18 家以当地品牌命名的下属企业进行经营，由于三次小规模并购，2005 年我们参与了金额达 640 亿美元的房地产交易，比 2004 年增长了 6.5%。

近年来持续狂热的住宅相关房地产市场目前正在逐步降温，这将为我们带来更多的并购机会。我和公司 CEO: RonPeltier 希望 HomeServices 公司在未来十年内能进一步发展壮大。

下表是中美能源业务经营的主要数据：

百万美元	2005	2004	2003	2002
英国电力	308	326	289	267
爱荷华电力	288	268	269	241
管道运输业务	309	288	261	104
家庭服务	148	130	113	70
其他	107	172	144	108
来自锌回收项目停运损失	8	-579	-46	
息税前收益	1168	605	1076	790
利息支出-其它企业债务	-200	-212	-225	-192
利息支出-伯克希尔次级债券	-157	-170	-184	-118
所得税	-248	-53	-251	-100
净收益	563	170	416	380
*归属于伯克希尔净收益	523	237	429	359
*其中：借款利息税后收益	102	110	118	75
应付其它企业债务	10296	10528	10296	10286
应付伯克希尔债务	1289	1478	1578	1728

*包括伯克希尔历年借款获得的利息(扣除相关所得税后)

金融与金融产品

我们金融业务的明星是由管理技巧炉火纯青的 KevinClayton 先生经营的克莱顿房屋公司 ClaytonHomes，他卓越的经营业绩记录并非只是由于行业景气而水涨船高，自 2003 年伯克希尔收购 ClaytonHomes 以来，预制房屋业务一直很不景气，最近由于卡特里娜飓风破坏带来的市场需求上升，几乎可以肯定是短暂的，近年来该行

业许多企业都在亏损，只有 ClaytonHomes 盈利丰厚。

在这种非常残酷的经营环境下，ClaytonHomes 从几家大型银行买入了大量预制房屋贷款，这些银行认为这种贷款无利可图而且难以提供服务。ClaytonHomes 的专业能力和伯克希尔的财务实力却使这种业务成为一个非常有利可图的业务，在这项业务中我们是鹤立鸡群。买入贷款时我们只提供了 54 亿美元预制房屋贷款服务，而现在我们提供的预制房屋贷款服务高达 170 亿美元。不仅如此，ClaytonHomes 现在持有 96 亿美元的贷款服务资产组合，这些几乎全部是伯克希尔进入后新增的。

ClaytonHomes 从伯克希尔借款以建立这些资产组合，由于使用了伯克希尔的信用，伯克希尔加收 1% 的利差费用以弥补其借款成本。2005 年 ClaytonHomes 为此项借款安排所支付的成本为 8300 万美元，这些数据包括在报表中的其他收入中，ClaytonHomes 的 4.16 亿美元收益已经扣除该项利息成本。

在制造业务上，ClaytonHomes 表现得相当活跃。在原有的 20 家工厂的基础上，2004 年一次增加了 12 家工厂，这些工厂全部来自于对几年前还是行业老大的 Oakwood 的破产收购。2005 年又收购了拥有 4 家工厂的 Karsten，大大加强了公司在西海岸地区的地位。

很早以前，马克·吐温说："一个想揪着猫尾巴把它弄回家的人，将会得到一个他除此之外根本不可能得到的教训"。如果马克·吐温现在还在世，他可能会试图终止一个衍生产品业务。过不了几天，他会觉得还是选择揪猫尾巴更好。在 2005 年继续努力退出通用再保险衍生业务的过程中，我们税前损失为 1.04 亿美元，自从我们开始这一工作之后，我们的累计损失高达 4.04 亿美元。

原来我们有 23218 份未平仓合约，2005 年初下降为 2890 份。你也许会以为我们的损失会到此为止，但事实上，我们仍旧血流不止，2005 年将未平仓合约减至 741 份让我们付出了前面所说的 1.04 亿美元的代价。

请记住，通用再保险在 1990 年设立衍生交易部门是为了满足客户的再保险需求，但我们 2005 年清算的合约中有一个期限竟然是 100 年。很难以想象这样一个合约所满足的是什么需求，除非可能是一个只关心其补偿的交易员在他的交易登记簿中有一个长期合约需要对冲的需求。长期合约或者那些多变量合约，是最难以市值计价的 (mark to market, 在衍生交易财务会计中应用的标准程序)，这就为交易员们在估值时提供了绝佳的"想象"机会，因此，交易员们拼命向客户推荐这些合约一点也不奇怪。

一个根据假设的数据，计算出拥有巨额收益的业务，很明显将危机四伏。当两个交易者执行一项交易，其中

包含深奥难懂的多个变量，而且结算日非常遥远，他们各自代表的公司在计算收益时，必须相应对他们的合约进行估值。对于一份相同的既定合约，A 企业会得出一个估值，而 B 企业则会得出另一个估值。但你可以打赌，他们的估值差异往往是因为，**两家公司都向有利于提高自身收益的方向进行估值**。我个人的几次经验表明双方估值的差异甚至差之千里，执行**同一份书面合约的双方竟然同时报告盈利，这种事情真是匪夷所思**。

我之所以每年都细述有关衍生交易的经历，主要基于两个原因：一个是让我感觉相当不快的个人原因。严酷的事实是，由于**我没有马上采取行动，结束通用再保险的衍生交易业务**，导致股东们损失了大笔金钱。在收购通用再保险时，我和查理·芒格都知道这是一个麻烦的问题，并且告诉这家公司的管理层，我们想尽快从这项业务中脱身。督促执行这一计划本是我的职责所在，但我不但不强调尽快脱身，还浪费了好几年时间试图卖出该业务。这一努力注定必然失败，**因为对于我们那些将要持续几十年的债务迷宫来说，根本不存在任何真正的解脱之道**。我们为这些合约承担的责任尤其令人不安，**因为一旦问题爆发，后果会不堪设想**。更有甚之，一旦发生严重的问题，我们知道这可能与金融市场上其他领域引发的**连锁反应**有关。

我想不伤毫发地脱身的努力以失败而告终，与此同时，我们进行了更多的交易。**都怪我优柔寡断犯下大错(芒格称之为吮拇指癖)，当一个问题发生时，不管是人事方面还是商业运营方面，行动的最佳时机是马上行动**。

第二个原因是，之所以一再阐述我们在这一领域遇到的问题，是**希望我们的经历，能够对经理人、审计师、监管层有所启发**。在某种意义上，我们是一只刚刚从这一商业煤矿坑逃离的百灵鸟，**有义务为大家敲响警钟**。全球衍生交易合约的数量和价值继续不断攀升，现在已经是上一次金融危机爆发的 1998 年的数倍之多。

我们的经验尤其应该让大家更加清醒，因为我们的情况要好于平均水平，本来完全可以体面地脱身而去，却由于拖延的缘故，一错再错，一损再损。通用再保险在衍生交易市场中只不过是一个**小玩家，它幸运地在一个良性的市场上解除了其预计流动性头寸，从而不用在财务或其他压力之下可能被迫以并不有效的方式进行清算**。我们过去的会计政策是十分传统的，实际上，大家都认为我们相当保守。另外，据我们所知公司没有任何人卷入不正当交易行为。

对于其他人来说，未来故事的结局可能会完全不同。想象一下，如果一个或者更多拥有数倍于我们的头寸的企业(麻烦总会迅速扩散)，想要在一个混乱的市场中进行平仓，并且面临着巨大的且广为人知的压力，事情会如何。对于这种情形，应该在事前而不是在事后充分加以关注，考虑并改进新奥尔良防洪堤的最佳时机应该是在卡

特里娜飓风来临之前。

当我们最终将通用再保险的证券交易部门关门大吉之后，我对它的感觉就像一首乡村歌曲中所唱的那样：“我的老婆跟我最好的朋友跑了，我想念的更多的是我的朋友而不是我的老婆。”

以下是我们不同业务类型的金融及金融产品的经营情况：

百万美元	税前收益				有息负债			
	2005	2004	2003	2002	2005	2004	2003	2002
交易-经常性收入	200	264	335	553	1061	5751	7826	13762
通用再保险证券	-104	-44	-99	-173	2617*	5437*	8041*	10631*
人寿年金业务	11	-57	85	83	2461	2467	2331	1568
价值资本	-33	30	31	61				
Berkadia	结束	1	101	115			525	2175
租赁业务	173	92	34	34	370	391	482	503
克莱顿金融	416	220	37		9299	3636	2032	
其他	159	78	75	102				
收益合计	822	584	619	775				
交易-资本性收益	-234	1750	1215	578				
合计	588	2334	1834	1353				

*通用再保证券负债包括所有债务

制造、服务和零售业务

我们这部分业务种类繁多，让我们先看看总体的资产负债表和利润表主要数据：

资产负债表

资产	2005	2004	2003	负债	2005	2004	2003
现金及其等价物	1004	899	1250				
应收账款和票据	3287	3074	2796	应付票据	1469	1143	1593
存货	4143	3842	3656				
其他流动资产	342	254	262	其他流动负债	5371	4685	4300
流动资产合计	8776	8069	7964	流动负债合计	6840	5828	5893
商誉及无形资产	9260	8362	8351	递延所得税	338	248	105
固定资产	7148	6161	5898	长期及其他负债	2188	1965	1890
其他非流动资产	1021	1044	1054	所有者权益	16839	15595	15379
合计	26205	23636	23267	合计	26205	23636	23267

利润表

百万美元	2005	2004	2003	2002
收入	46896	44142	32106	16970
营业费用	44190	41604	29885	14921
其中：折旧费用	699	676	605	477

利息费用	83	57	64	108
税前利润	2623	2481	2157	1941
所得税	977	941	813	743
净利润	1646	1540	1344	1198
平均净有形资产	7406	7131	6492	
回报率	22.2%	21.6%	20.7%	
平均净资产	16217	15487	14608	
回报率	10.1%	9.9%	9.2%	

这个多种多样的业务组合，销售的产品从 DillyBars 冰淇淋到波音 737 的部分所有权应有尽有，其 2005 年平均有形资产净值收益率达到令人称奇的 22.2%。值得说明的是，这部分业务经营取得如此之高的收益率，只使用了很小的财务杠杆。显而易见，我们拥有非常卓越的企业，可是我们是以显著高于其账面价值的价格收购其中大部分企业的，这种溢价反映在资产负债表的商誉上，这使我们平均账面价值收益率减少为 10.1%。

以下是规模较大的业务类型或经营单位的税前收益情况：

百万美元	2005	2004	2003	2002
建筑产品	751	643	559	516
Shaw 工业	485	466	436	424
服装鞋类	348	325	289	229
零售业务	257	215	224	219
航空服务	120	191	72	225
麦克莱恩	217	228	150	--
其他	445	413	427	328
税前收益合计	2623	2481	2157	1941

McLane 曾是沃尔玛子公司，负责配送食品及一般商品至便利店，药妆店，大卖场，批发店，快餐店和影院，是美国最大的批发配送商。2002 年度会计营业额为 220 亿美元，2003 年 2 月被伯克希尔收购。

我们的建筑产品企业和 Shaw 地毯仍然受到原材料和能源成本上升的打击，这些企业中大多数是石油(更准确地说是石化产品)和天然气的消费大户，这些商品的价格已经快速上涨。

我们同样也提高了产品的销售价格，但在提价生效之前往往有相当长时间的滞后，尽管如此，我们的建筑产品企业和 Shaw 地毯的经营业绩还是令人称赞的，这应该归功于他们强大的商业特许权和能干的管理层。

在服饰鞋业方面，我们最大的企业鲜果布衣收益与市场份额再次双双增长。当然，我们在男士和女士内衣市场上的领先优势尽人皆知，根据沃尔玛、Target 等大型卖场的统计，我们的销售份额约为 48.7%，与 2002 年我们收购这家企业时的 44.2%相比显著上升。从较小的基数开始，我们在大卖场销售的成年妇女和女孩的内衣的市场份额从 2002 年的 13.7%上升到 2005 年的 24.7%。在一个主要服饰类别市场上能够实现如此的增长并非易

事，为此我们要特别感谢公司的 CEO：JohnHolland 创造了这一奇迹。

2005 年我曾告诉各位：BenBridge 珠宝和 R.C.Willey 家居的销售额远远超过业内同行。你们可能会认为，一个年度的爆炸性增长会导致第二年的业绩难以比肩，但 BenBridge 的 Ed 和 JonBridge、R.C.Willey 的 ScottHymas 面对这种挑战却仍旧实现了继续增长，2005 年 BenBridge 单店销售额增长了 6.6%，R.C.Willey 单店增长了 9.9%。

当我们在新的市场开出新店铺时，R.C.Willey 继续以周日不营业的经营方式横扫一周经营七天的竞争对手，几年之前我还十分怀疑的 Boise 店，2005 年销售额竟然增长了 21%，刷新了 2004 年 10% 的纪录。2005 年 11 月新开的内华达州 Reno 店一开张就挤破了大门，销售额很快超过了 Boise 店早期的水平。2006 年 6 月加州中部 Sacramento 店将开始营业，如果这家店能够像我所预料的那样成功的话，那么，未来几年内在加州将会看到更多 R.C.Willey 专卖店。

在航空服务业务方面，航空公司业务的反弹使飞安公司 FlightSafety 的收益得到改善。为了支持公司业务持续增长，我们大笔投资新的飞行模拟器，我们最近的扩张是 2005 年 9 月份在英国 Farnborough 新运营一个主要飞行训练基地，拥有 42 个训练中心。到 2007 年完全建成时，我们将累计投资 1 亿美元用于基础建筑及 15 台飞行模拟器。FlightSafety 非常能干的 CEO：BruceWhitman 确信，没有任何竞争对手所提供服务在深度和广度上能够与我们相媲美的。

利捷航空(NetJets)的经营成果却是一个完全不同的故事。2004 年我曾放言其业务将在 2005 年实现盈利，但我却错得一塌糊涂。应该说明的是，我们欧洲地区的业务在实现了良好的增长的同时，成本也有所下降，客户合同数量增长了 37%。我们是欧洲地区经营共享飞机所有权业务的唯一一家企业，我们目前在欧洲地区业务遍地开花的局面是 NetJets 成为这一行业全球领导者的关键因素。

可是我们的美国业务尽管客户大幅度增长，却出现了严重的亏损，其经营效率下降、成本急升。我们相信，我们三个最大的竞争对手也遭受到了同样的打击，但他们都隶属于各自飞机制造商，因此可能并不像我们那样非常关注获得足够利润的必要性。无论如何，这三家竞争对手管理的飞行机队的综合价值都继续远低于我们运作的机队的价值。

RichSantulli 这位我所认识的最具活力的经理人将会解决公司的收入成本问题，但他绝不会以损害公司服务质

量的方式来解决。我和他都保证我们的服务、安保、飞行安全水平肯定是其他任何对手难以比拟的。

我们的零售业务中包括喜诗糖果这家我们早在 1972 年收购的公司，这也是我们历史最为悠久的非保险企业，当时我们马上决定由 46 岁的 ChuckHuggins 来负责。尽管我们俩当时在选择经理人上还是新手，芒格和我在这次任命上却打出了一个"本垒打"。在 34 年的任期中(80 岁)，他对客户和品牌的热爱已经渗透到整个组织中，使这家公司的盈利增长了 10 倍。值得指出的是，这一成就是在一个增长得很慢甚至可以说是几乎没有增长的产业中所取得的(在这个行业中，销售数量的数据很难搞清楚)。

2005 年年底，我们把喜诗的管理权杖交给了 BradKinstler，在此之前，他在为伯克希尔管理 Cypress 工伤赔偿保险(1993)和费区海默(2000)时就做得很好。对于我们来说，把经理人调来调去并不寻常，但 BradKinstler 的良好记录让我们认为，他显而易见是喜诗经理人的最佳选择。我希望 Chuck 和妻子 Donna 能够出席今年的股东大会。如果出席的话，所有股东就能与我和查理一起，给这位美国第一的糖果制造商经理人非常应得的掌声。

每一天，我们旗下每一家企业的竞争地位，都在以无数种方式，要么变强，要么变弱。如果我们让客户更加满意、消除不必要的成本支出、改善我们的产品和服务，我们的竞争力就会更强。但如果我们对待客户时冷淡，容忍不必要的费用成本不断上升，我们的竞争力就会萎缩。就每一天而言，我们日常行为的影响难以察觉，但天长日久所累计的影响后果之巨大却难以估计。

当我们的长期竞争地位，因这些几乎毫不显眼的行为，而得到改善时，我们称这种现象为"加宽护城河"，这些行为对于我们想要打造 10 年甚至 20 年以后的企业至关重要。当然，我们总是想在短期内赚到更多的钱，但当短期与长期目标冲突时，加宽护城河应该优先加以考虑。如果一个公司管理层为实现短期盈利目标，而作出糟糕的决策，并因此置成本、客户满意度、品牌吸引力于不顾，那么，以后再出色的努力也难免弥补由此造成的损害。当今汽车和航空行业的公司经理人，在努力处置其前任留下的问题时，所面临的进退两难的局面就是最好的证明。芒格和我喜欢引用本·富兰克林的名言："一盎司的预防抵得上一磅的治疗"。但有时再多的治疗也无法治愈过去的错误。

我们的经理人们专注于加宽护城河并且在这方面才华横溢，原因非常简单，他们对他们的事业充满热情。在伯克希尔收购以前，他们往往已经管理了这家公司很长时间，伯克希尔进入之后唯一的作用是保持原来的方向，而不要成为障碍。各位股东如果在年度大会上看到这些为股东们作为杰出贡献的英雄们(其中包括四位女中豪杰)，

请向他们表示感谢。

我们的经理人的态度，与一位娶了商业大亨独生女儿的年轻小伙子形成了鲜明的对比，在婚礼之后，感到十分宽慰的父亲把他的女婿叫来，开始讨论他们的将来：

"孩子，你是我盼望已久却一直未能找到的乘龙快婿，这是我的公司的 50%的股权证明，从现在开始，你就是与我平起平坐的合伙人了。"

"谢谢您，父亲大人。"

"那么，你想负责公司的哪些业务？负责销售怎么样？"

"恐怕我连把水卖给一个在撒哈拉沙漠里爬行的人也做不到。"

"好吧，那么负责人际关系如何？"

"我对别人根本毫不关心。"

"没关系，在经营中我们还有许多其他事情要做。你愿意做什么？"

"事实上，我对任何事都没有兴趣。你为什么不买下我的股份呢？"

投资业务

以下是我们的普通股投资情况。2005 年年底市值超过 7 亿美元的股票投资明细如下：

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
151,610,700	美国运通-分拆	12.2%	1,287	7,802
30,322,137	Ameriprise 金融(AMP)-分拆	12.1%	183	1,243
200,000,000	可口可乐	8.4%	1,299	8,062
95,092,200	富国银行-增持	5.7%	2,754	5,975
100,000,000	P&G 宝洁-吉列换股	3.0%	940	5,788
48,000,000	穆迪 Moody's-1 拆 2	16.2%	499	2,948
2,338,961,000	中国石油 H 股	1.3%	488	1,915
43,854,200	Anheuser-Busch-新进	5.6%	2,133	1,884
1,727,765	华盛顿邮报	18.0%	11	1,322
6,708,760	M&T 银行	6.0%	103	732
1,724,200	白山保险	16.0%	369	963
19,944,300	沃尔玛-新进	0.5%	944	933
	其他		4,937	7,154
	股票投资合计		15,947	46,721
	康菲石油-建仓			559
	H&R Block 税务服务商-加仓			445
	石膏板 USG			423
	第一资讯 FirstData	GEICO		430
	美标公司	GEICO		419
	Comcast 有线电视-加仓	GEICO		285
	泰科国际 Tyco-建仓	GEICO		289
	Costco			260
	太阳信托 SunTrusts			233
	甘尼特 Gannett			209
	家得宝-建仓	GEICO		202
	耐克 NIKE	GEICO		215

	GAP 服装-减持 2 成	GEICO		176
	铁山数据-减持	GEICO		167
	Torchmark 保险			157
	利盟国际-建仓	GEICO		134
	希悦尔包装 SealedAir-减持			54
	Comdisco 零售			27
	Pier 1 礼品零售-减持 6 成	GEICO		29
	Mueller 穆勒工业-减持			22
	Shaw 通讯公司-亏损清仓	GEICO		

H&R block 大力扩张房屋抵押贷款业务 (Clayton 金融业务)，带来的利率风险可能是巴菲特清仓的理由。

2005 年，我们的投资组合由于公司事件而出现了两个变化：吉列公司被宝洁合并，美国运通将 Ameriprise 分拆上市。另外，我们大幅增持了富国银行的股票，这家公司由 DickKovacevich 管理得非常出色，同时在安海斯布希 (Anheuser-Busch Cos., Inc. 啤酒制造商) 和沃尔玛公司股票上大量建仓。

不要期望我们的证券投资组合会出现什么奇迹，尽管我们主要持股一些实力强大且盈利能力很高的企业，但其股价根本谈不上便宜。作为一个整体，它们的价值可能会在 10 年内翻一番，在未来十年内，这些公司的每股收益每年可能增长 6-8%，其股价将或多或少与每股收益的增长相近 (当然这些公司的经理人会认为我的预期过于保守，我希望他们是对的)。

宝洁与吉列的合并于 2005 年第 4 季度结束，这要求伯克希尔记录 50 亿美元的税前收益。从经济的观点来看，美国公认会计准则 (GAAP) 规定的这种会计分录没有任何意义，你在评估伯克希尔 2005 年收益情况时，应该忽略这笔巨额会计收益。在合并之前，我们从来没有打算卖出吉列的股票，合并之后，我们也不打算卖出宝洁的股票，合并也不会导致我们缴纳任何税费。

高管薪酬

无论如何强调一个 CEO 对公司的重要性也不过分，在 2001 年吉姆·基尔茨进入吉列之前 (James Kilts，吉列的第一任空降 CEO，著有《刀锋上的舞蹈：我如何挽救了吉列》，临危受命与其搭档 John F. Manfresi 从纳斯贝克一起来到吉列，拯救这家陷入困难的公司)，这家公司正在苦苦地挣扎之中 (盈利停滞股价腰斩)，特别是在资本配置上的失误。吉列收购金霸王电池花费了股东们几十亿美元 (1 股金霸王交换 1.8 股吉列，总价约 72 亿美元，KKR 于 1988 年花费 18 亿收购金霸王，至 1996 年，多次发行股票已获利 13 亿)，而这种代价在传统财务会计上根本看不出任何反映。简而言之，吉列在并购中获得的商业价值与其付出的并购成本并不相等 (令人非常吃惊的是，这种非常简单的衡量标准在管理层及其投资银行家讨论并购时几乎总是被忽略)。

Jim Kilts 上任吉列以后，马上开始**严肃财务纪律(一般管理费用零增长)**，**全面收紧业务(砍掉 50%SKU)**，**推动市场营销(加大广告投入)**，他的一系列措施大幅度提升了公司的内在价值。吉列并入宝洁进一步增强了两家公司的发展潜力。由于其管理成就，Jim Kilts 获得了非常丰厚的薪酬——但他所挣的每一分钱都理所应当(这并非一个学术探讨：作为在吉列公司持股 9.7% 的股东，伯克希尔实际上支付了相应比例的薪酬)。事实上，向一个巨型企业的**能力超凡的 CEO 支付再高的回报也不为过**，可惜这种 CEO 实在是太罕见了。

大多数美国高管的薪酬与经营业绩并不匹配，将来也不会出现什么太大的变化，因为在涉及到 CEO 薪酬问题时，投资者完全处于劣势。结果是，一个平庸或者表现糟糕的 CEO，在他精心物色的人际关系高管和一个非常善于利用棘轮效应的**薪酬顾问**的协助下，所有人都从一个恶意设计的高管薪酬安排中获得大量的金钱。

(Ratchet, Ratchet and Bingo 是虚拟表述，形容薪酬谈判过程：高一点，再高一点，成交！)

(棘轮是一种不可逆的机械机构。棘轮效应用于形容高管薪酬，一旦形成之后，便有不可逆性，即易于向上调整，而难于向下调整，某些公司高管薪酬得到了公开，便对其他公司高管形成不可逆的锚定影响。)

例如，**十年固定价格的股票期权**(谁不想要呢？)。假设停滞不前公司的 CEO 废物先生接受了这样一批期权，比如给予他相当于公司 1% 的股票期权，那么，他获取个人利益的方法就会显而易见——他肯定不会支付任何红利，而是保留公司所有的收益，用来回购股票。

假设在废物先生的领导下，停滞不前公司恰如其名没有什么增长，在发行期权后的十年间，公司每年在 100 亿美元的净资产价值基础上盈利 10 亿美元，相当于所发行的 1 亿股股票每股盈利 10 美元。**废物先生拒绝向股东派发红利，用全部收益来回购股票**。如果股价一直保持 10 倍市盈率的水平，那么，在期权到期之日股价将增值 158%。这是因为持续回购使股份减少到 3870 万股，每股收益将因此提高到 25.80 美元/股。通过将股东收益全部保留不作分配，废物先生就能获得 1.58 亿美元的巨额财富，尽管公司业务没有任何增长。更令人吃惊的是，即使停滞不前公司的收益在这十年间下降了 20%，废物先生仍然可以赚到 1 亿美元以上。

通过不分配红利而将留存收益投资到各种令人失望的项目和并购上，废物先生仍然会获得巨大的回报，即使这些投资只能取得微不足道的 5% 的收益率，废物先生个人仍然能有大笔金钱进账。具体来说，在停滞不前公司的市盈率在十年间保持不变的情况下，废物先生的期权会让他赚到 630 万美元。与此同时，所有股东会开始怀疑：当时向废物先生发行期权时所声称的股东与管理层结成“利益同盟”究竟是怎么回事？

一种“正常”的红利政策，比如将收益的三分之一派发红利，虽然不会导致如此极端的结果出现，但仍然会让那些根本没有任何成就的经理人获得极其丰厚的回报。

CEO 们非常明白这个数学道理，他们知道支付给股东的每一分钱红利都会相应减少已发行期权的价值，可是我从未见在要求批准固定价格股票期权计划的股东大会委托材料中，看到过管理层与股东之间发生冲突。尽管 CEO 们总是在公司内部宣扬资本是有成本的，但他们不知为何总是忘记告诉股东们，固定价格股票期权给 CEO 们带来的资本却是免费的。

事情本来并非注定必须如此，对于一家公司的董事会来说，**当保留收益时，实行一种自动调整计算期权价值的做法简直是轻而易举的。**但让我吃惊又吃惊的是，这种期权几乎从来没有发行过。实际上，**期权履约价格随着留存收益而调整的期权激励计划，对于管理层激励"专家"来说似乎十分陌生**，然而这些专家对所有出现过的有利于管理层的期权计划，却像百科全书一样了如指掌，(吃谁的面包就唱谁的歌)。

被解雇会给 CEO 带来特别丰厚的薪水，事实上，在清理他的办公桌走人的那一天，他"挣"到的钱要比一个清扫厕所的美国环卫工人一年所挣的钱还要多得多(可口可乐 CEO 道格拉斯·伊维斯特离职近 1 亿遣散费)。忘掉那句古老的格言："一事成功事事成功"(nothing succeeding like success)。如今，在公司管理层中，一个风靡一时的定律是："失败是成功之母"。(nothing succeeds like failure)

为管理层毫不起眼的平平业绩支付巨额的离职补偿、慷慨的福利和超标的奖金，早已司空见惯，因为公司薪酬委员会已经成为数据比较的奴隶。搞定董事会的方法很简单，选择三名董事，当然并非随机选择，在董事会会议召开前几个小时，用薪酬支付永远逐步提高的统计数据对他们进行一番狂轰乱炸。如此这般，董事会就会把一大堆稀奇古怪的"糖果"撒向 CEO 们，而原因只是我们儿时都会用的小把戏：**"但是，妈妈，所有其他小朋友都有一个"**。当公司薪酬委员会遵循类似的逻辑时，昨天令人震惊的过分要求，就会成为今天的底线。

公司董事会应该采取我儿时的偶像底特律队著名强击手(打出许多本垒打的击球手)HankGreenberg 的态度。HankGreenberg 的儿子 Steve 曾经是一个球手的代理人，在代表一个外场手与一家职业棒球大联盟俱乐部谈判时，Steve 试探性地问他的老爸，他应该要求多少签约奖金。HankGreenberg 这位真正的按劳付酬主义者一针见血地问："去年他的击打成功率是多少？"Steve 说："0.246。"HankGreenberg 的回答直截了当："要一件队服。"

(让我停下来简短地坦白一下：在批评公司薪酬委员会的行为时，我并非作为一个真正的内幕人士进行爆料，尽管我曾经担任过 20 家上市公司的董事，但只有一家公司的 CEO 把我安排进入公司薪酬委员会。嗯.....)

外汇投资

我认为美国经济的长期问题在于贸易不平衡，对此，我已经在过去的年报中详细陈述，我的观点仍旧不变。

我的这一信念却让伯克希尔 2005 年度税前利润减少了 9.55 亿美元，这一数据包括在我们的损益表中，也反映了美国公认会计准则(GAAP)对待收益和损失的不同方式。我们在股票或债券上持有长期头寸时，每年的持仓市值变化会反映在资产负债中，但只要我们没有出售，这笔资产就极少反映在损益表中。比如，我们的可口可乐股票价值从 1998 年年底的 134 亿美元下跌到 2005 年年底的 81 亿美元，市值下降了 53 亿美元之巨，却不会影响我们的损益表。可是长期外汇头寸却是根据当日市价每日计价的，因此，每个报表日都会影响我们的收益情况，**从我们第一次涉足外汇交易起至今，我们一共赚了 20 亿美元。**

2005 年我们减少了一些美元现汇看跌头寸，可是通过买入以多种外汇计价的股票，我们部分抵消了这一变化，而且他们大部分利润来自国际市场。查理和我更喜欢以这种方式获得非美元风险敞口。这主要是由于利率的变化：当美国利率相对于其他国家上升时，持有资产大部分为外汇就会形成一个显著的负盈利。2005 年，我们持有美元头寸的这种盈利变化实际上给我们造成了损失，2006 年可能会继续如此。与之相反，持有国外股票经过一段时间之后，形成一个正盈利的可能性会相当大。

（负盈利，持有的市场头寸利率较低而借贷货币要支付较高的利率从而导致负值现金流，也就是融资成本高于证券或期货投资收益率的交易。与负盈利相反，正盈利指持有的市场头寸利率较高而借贷货币要支付较低的利率从而导致正值现金流。也就是证券或期货投资收益率高于融资成本的交易）。

影响美国经常账户赤字的潜在因素继续恶化，而且看起来没有中止的迹象，不仅我们的贸易赤字——经常账户中最大也是最常见的项目——在 2005 年创下了历史新高，而且我们预计第二大项目——投资收支也将很快由正转负。由于相对于美国海外投资而言，外国投资者所持有的美国资产(或者对美国的索取权)增加得更多，因此，这些外国投资者通过他们所持有的美国资产所获得的收益，将开始超过我们美国所持有的海外资产获得的收益。最后，经常账户的第三个项目国际收支中的单边资金转移总是负的。

应该强调的是，美国特别富裕，并且将更加富裕。结果是，美国经常账户的巨大不平衡如果对美国经济或市场没有产生显而易见的有害影响的话，可能会持续很长一段时间。可是我不太相信这种情况会永远是有利的，要么美国人尽快用我们所选择的方式来处理这个问题，要么到了某种程度，这个问题可能将会以一种不太令人愉快的方式引起我们的注意。

如何使投资收益最小化

对于伯克希尔和其他美国股票投资人来说，过去这些年来大把赚钱简直是轻而易举的。一个真正称得上长期

的例子是，从 1899 年 12 月 31 日到 1999 年 12 月 31 日的 100 年间，道琼斯指数从 66 点上涨到 11497 点(猜一猜需要多大的年增长率才能形成这一结果？在这一部分的结尾，你会看到一个吃惊的答案)。如此巨大的升幅只有一个十分简单的原因：**20 世纪美国企业经营得非常出色，投资人借企业繁荣的东风赚得盆满钵满。**目前美国企业经营继续良好，但如今的投资人由于受到了一系列的伤害，在相当大的程度上减少了他们本来能从投资中实现的收益。

要解释这一切是怎么回事，我们得从一个最基本的事实开始：除了一些无足轻重的情况例外(比如企业破产时企业的损失由债权人负担)，在大多数情况下，所有股东从现在开始到世界末日期间，所能获得的收益与他们所拥有的公司总体而言的收益相等。当然，通过聪明地买入和卖出，投资者 A 能够比投资者 B 获得更多的收益，但总体而言，A 赚的正好相当于 B 赔的，总的收益还是那么多。当股市上涨时，所有的投资者都会感觉更有钱了，但一个股东要退出，前提必须是有新的股东加入接替他的位置。如果一个投资者高价卖出，另一个投资者必须高价买入。**所有的股东作为一个整体而言，如果没有从天而降的金钱暴雨神话发生的话，根本不可能从公司那里得到比公司所创造的收益更多的财富。**

实际上，由于"摩擦"成本的存在，股东获得的收益肯定少于公司的收益。我的看法是：这些成本如今正变得越来越高，将会导致股东们未来的收益水平要远远低于他们的历史收益水平。

为了弄清楚这些费用是如何飞涨起来的，你可以这样想象一下。美国所有的上市公司被一个美国家庭所拥有，而且将永远如此。我们称其为 GotRocks(牛逼家族)。对所得分红纳税之后，这个家庭的一代接一代依靠他们拥有的公司所获得的利润将变得更加富有。目前美国所有上市公司一年的收益约为 7000 亿美元，这个家庭自然还得花费掉一些钱用于生活，但这个家庭所积蓄的那部分财富将会稳定地以复利不断地累积财富。在这个 GotRocks 大家庭里，所有的人的财富都以同样的速度持续增长，一切都十分协调。

但让我们设想一下，几个伶牙俐齿的帮助者接近这个家庭，劝说每个家庭成员通过买入某一只股票和卖出另外一只股票来取得比其他家庭成员更好的投资业绩。这些帮助者十分热心地答应来处理这些交易，当然他们要收取一定的佣金。GotRocks 这个大家庭仍然包括美国所有的上市公司，这些交易只不过是重新安排哪些人持有哪家公司而已，因此，这个家庭每年的总体财富收益在减少。**这些家庭成员交易的次数越多，他们从企业收益这个大饼中所分到份额就越少，那些作为经纪人的帮助者分到的份额却变得越多。**这些作为经纪人的帮助者始终牢记的

事实是：交易的活跃性是他们的朋友，因此他们总是想方设法提高客户交易的活跃性。

不久之后，大多数家庭成员意识到，在这种新的“打败我兄弟”的游戏中，这些经纪人做得并不好，于是又来了另一批帮助者。第二批帮助者对每个家庭成员解释说，只靠成员们自己的努力是很难胜过其他家庭成员的，他们给出的解决办法是：“聘用一个经理人，就是我们，我们会做得非常专业”。第二批帮助者兼经理人继续使用第一批帮助者兼经纪人进行交易，这些经理人甚至提高了交易的活跃性以致那些经纪人业务更加兴隆。总之，企业收益这张大饼的更大一块儿落入了这两批帮助者的私囊。

这个大家庭的失望与日俱增。每个家庭成员都聘用了专业人士，但这个家庭整体的财务状况却每况愈下，怎么办？答案是显而易见的：要寻求更多的帮助。

第三批帮助者的身份是财务规划专家和机构咨询专家，他们正在仔细斟酌向 GotRocks 这个大家庭提供关于选择经理人的建议，已经晕头晕脑的这个家庭对他们的协助自然非常欢迎。事到如今，这些家庭成员才明白，他们自己既不能选择合适的股票，也不能选择合适的选股人。有人就会产生疑问，为什么他们还想成功地选择合适的顾问呢？遗憾的是，GotRocks 这个大家庭并没有产生类似的疑问，第三批帮助者兼顾问当然肯定不会向他们说明这个问题。

GotRocks 这个大家庭现在要为这三批帮助者支付昂贵的费用，但他们却发现情况更加不妙，他们陷入了绝望之中。但就在最后的希望即将破灭之时，第四批帮助者——我们称其为超级帮助者出现了。他们态度十分友好地向这个大家庭解释，他们至今无法得到理想结果的原因在于现有的三批帮助者(经纪人、经理人、顾问)的积极性没有充分调动起来，他们只不过是走过场而已。第四批人说：“你们能指望这些行尸走肉做什么呢？”

新来的第四批帮助者提出了一个惊人的简单解决之道——支付更多的回报。超级帮助者充满自信地断言：舍不得孩子套不着狼，为了真正做到超越其他家庭成员的投资业务，每个家庭成员必须付出更多的代价：在固定的佣金之外，因事而定，支付巨额的或有费用(按盈利分成)。

这个家庭中比较敏锐的成员发现，第四批超级帮助者其实就是第二批帮助者兼经理人，只不过是穿上新的工作服、上面绣着吸引人的对冲基金或私人股权投资公司而已。可是第四批帮助者向这个大家庭信誓旦旦地说，工作服的变化非常重要，会赐予穿着者一种魔力，就像本来性格温和的 ClarkKent 换上超人衣服之后就威力无比一样。这个家庭听信了他们的解释，决定全部付清或有费用。

这正是我们投资人今天的处境：如果投资人只是老老实实在摇椅上休息的话，所有上市公司收益中一个创纪录的比例本来会全部装进他们的口袋里，而如今却落入了队伍日益庞大的帮助者们的口袋。最近广为流行的盈利分配机制使这个家庭付出的代价更加昂贵，根据这种分配机制，由于帮助者的聪明或运气所取得的盈利，大部分归帮助者所有，而由于帮助者的无能或运气不好所发生的损失则全部由家庭成员承担，同时还得支付大笔的固定佣金。

大量的盈利分配安排与此类似，都是帮助者拿大头，而由 GotRocks 这个家庭承担损失，而且还要为如此安排而享有的特权支付昂贵的费用，因此，我们也许将 GotRocks(牛逼家族)这个家庭的名字改为 HadRocks(愚蠢家族)更为恰当。如今事实上这个家庭的所有这样那样的摩擦成本大约要占到所有美国上市公司盈利的 20%，也就是说，支付给帮助者的负担，使美国股票投资者总体上只能得到所有上市公司收益的 80%，而如果他们静静地坐在家里休息而不听任何人的建议的话，就能稳稳得到 100%。

很久以前，牛顿发现了三大运动定律，这的确是天才的伟大发现。但牛顿的天才却并没有延伸到投资中。牛顿在南海泡沫中损失惨重，后来他对此解释说："我能够计算星球的运动，却无法计算人类的疯狂。"如果不是这次投资损失造成的巨大创伤，也许牛顿就会发现第四大运动定律：对于投资者整体而言，交易的增加导致了收益的减少。

这部分开始时提出的问题的答案如下：非常精确地说，20 世纪道琼斯指数从 65.73 点上涨到 11,497.12 点，总体上相当于每年 5.3%的复利收益率(当然投资者也收到分配的红利)。要在 21 世纪得到相同的收益率，道琼斯指数在 2099 年 12 月 31 日必须上涨到 2,011,011.23 点才能让你心满意足，而我只要能够达到 2,000,000 点就相当满意了。事实上，在 21 世纪过去的 6 年里，道琼斯指数根本没有任何上涨。

债务与风险

合并中美能源之后，我们新的资产负债表可能会让大家认为，伯克希尔对借债的容忍度已经有所增加，但事实并非如此，除了象征意义的数量之外，我们回避债务，只是为了以下三种目的才会求助于债务：

- 1、我们偶而利用回购协议作为某种短期投资策略的一个组成部分，其中包括持有美国政府(或其机构)证券。购买这种类型的证券是高度机会主义的，只能涉及最具流动性的证券。几年前，我们进行了几次有趣的交易都毫发无损或者全身而退。对应债务同样已经大幅度缩减并且不久将全部清除。(外汇白银等衍生品)

2、我们会为**自己了解其风险特征的带息应收账款组合而借债**。2001 年我们就曾经这样操作过，为了与 Leucadia 合伙收购破产的 **Finova 金融**公司(这家公司有很多种类的应收账款)，我们为 56 亿美元的银行借款提供了担保。最近我们借款给 **Clayton** 管理的一个广泛多元化的、业绩能够预测的**预制房屋应收账款组合**提供财务支持。作为选择，我们可能将这些应收账款"证券化"，也就是说将其出售，但我们将继续保持相应的服务。如果我们采取类似的这种在业内十分常见的操作程序，在资产负债表上并不会反映这样做所产生的债务，而且将加快报告收益的时间，可是最终我们的盈利会相对较少一些。如果市场因素的变化使证券化对我们更有利时(这种情形不太可能发生)，我们将会出售一部分资产组合并消除相关的债务。在这种情况下发生之前，我们宁愿要更好的利润而不是更好的财务包装。

3、**中美能源有相当高的债务**，但这些债务只是这家公司的债务而已，虽然这笔债务将出现在我们的合并资产负债表上，但伯克希尔并没有为其提供担保，尽管如此，这笔债务毫无疑问是十分安全的，因为用以支付债务利息的是中美能源多元化的**高度稳定的公用事业收入**。如果出现什么晴天霹雳似的突发事件，使中美能源的公用事业资产其中之一受到损害，那么，其公用事业资产的收入仍将远远高于支付所有债务利息的水平。不仅如此，中美能源保留其所有的收益，中美能源这种操作在公用事业业内是非常罕见的。

从风险的角度来说，拥有十种各不相同且**各不相关的公用事业收入足以支付利息**，假设二者比例为 2 : 1，与单一来源但支付能力更大的收入相比，前者要安全得多。不管公司的债务政策多么保守，一个灾难性事件就会让单独一个公用业务陷入破产境地——Katrina 飓风摧毁了新奥尔良当地的电力事业就是明证。**一个地理灾难，比如在美国西部地区发生地震，不会对中美能源产生类似的毁灭性打击**，即使是像查理这样的忧虑者，也不会认为一场事故能够大幅度减少这家公司的公用事业收入。由于中美能源政府管制业务收入的多元化程度不断增强，这家公司能够充分利用大量的债务。

我们对债务的态度基本上就是这样。我们对于伯克希尔**为了并购或经营的目的，而发生任何大量的债务根本不感兴趣**。当然，根据传统的商业智慧，我们在财务上显得太过保守，如果我们在资产负债表中加入适当的财务杠杆，无疑能够安全地增加盈利。

也许如此吧。但成千上万的投资者将其个人很大一部分净资产投资到伯克希尔股票之上(应该强调的是，其中包括我们大部分董事会成员和主要经理人)，公司的一个重大灾难就会成为这些投资者们个人的一个重大灾难。不

仅如此，对于那些我们已经向其收取了 50 年甚至更多年份保费的人们，会造成永远无法弥补的伤害。对于这些以及其他客户，**我们已经承诺，无论发生什么情况，他们的投资都会绝对安全**，无论是金融恐慌、股市关闭(例如 1914 年拖延了很长时间的股市关闭)、甚至是美国遭受核武器、化学或生物武器袭击。

我们十分乐意承保巨大的风险，实际上，我们为单独一种巨大灾难事件承保远远超过其保险公司的最高上限的保险金额，我们还持有在某种情况下(如 1987 年 10 月 19 日股市崩盘)市值可能将迅速大幅下跌的巨额投资组合。不论发生什么情况，伯克希尔都有足够的资本净值、现金流和流动性轻而易举地处理这些问题。

除此之外，任何其他解决问题的方式都是危险的。多年来，一些非常聪明的投资人经过痛苦的经历已经懂得：**在长一串让人动心的数字上，乘以一个零，结果只能是零**。我永远不想亲身体验这个等式的影响力有多大，我也永远不想因为将其惩罚加之于他人而承担罪责。

管理继任

作为伯克希尔的所有者，你们自然会十分关心，如果我的精力开始日渐衰退之后是否会继续坚持担任 CEO，以及如果果真如此，董事会将如何处理这个问题？你们也想知道如果我今晚突然与世长辞，公司将会如何运作？

第二个问题很容易回答，我们旗下的绝大多数公司拥有强大的市场地位、强劲的发展动力、非常杰出的经理人，伯克希尔独特的企业文化已经深植于每个子公司之中，即使我去世，它们的业务经营也不会出半点差错。

除此之外，在伯克希尔，我们**拥有三位相当年轻而且完全胜任 CEO 的经理人**，这三位经理人中的任何一位在我的工作范围之内的某一管理方面都要远胜于我，但不利的一面是，**他们之中没有一人具备我所独有的广泛的跨界经验，这种经验使我在商业和投资领域都能从容地作出正确的决策**。解决这一问题的办法是，在公司内部指定另一位人士专门负责有价值证券的投资工作。在伯克希尔，这是一件十分有趣的工作，新的 CEO 毫无问题将会选择一位聪明能干的人士来负责这项投资工作。实际上，这正和我们过去 26 年在 GEICO 公司所做的完全一模一样，我们这样做的结果简直是好极了。

伯克希尔董事会已经充分讨论过这三位 CEO 候选人中的每一位，而且就接替我的最终人选已经全体一致达成决议。董事们就此问题继续根据最新情况对决议进行更新，如果情况发生变化，可能将会改变他们的看法，新的管理明星可能会升起，原来的管理明星则会陨落。

重要的一点是，董事们现在完全知道，且未来也会知道，如果需要的话，他们应该做些什么。

另一个需要处理的问题是，如果更换 CEO 的需要，不是由于我的去世，而是由于我的智力衰退，尤其是与这种衰退随之而来的是我虚妄地认为我正处于个人管理才华的一个新的高峰时，董事会是否将会准备好作出变化。在伯克希尔下属企业中，我和查理一次又一次遇到这种情况。人老化的速度差别非常大，但或早或晚他们的智力和精力都会衰减，有些经理人在进入 80 岁高龄之后仍然生龙活虎.....查理本人就是一个 82 岁的神奇经理人。但其他经理人刚刚年满 60 岁就明显地出现衰退，当他们的能力衰退之时，他们自我评估的能力也往往相应衰减，有些还需要经常在其耳边鸣笛警告。

当这种情况出现在我的身上之时，我们的董事会将不得不出面接替我的工作。从财务的观点来看，董事会成员很少有此动机作出如此举动。据我所知，没有其他任何一家美国公司董事会中的董事与股东们的财务利益如此完全紧密地结合在一起，少数董事甚至关系更为紧密。可是在私人关系层面上，对于大多数人来说，要告诉别人尤其是一个朋友，他(她)已经能力不济，实在是件特别难以启齿的事。

如果我开始成为这一信息的候选人，我们的董事会将善意地实言相告。我所拥有的每一股股票都已经事先指定捐赠给慈善事业，我希望整个社会能够从这些生前赠予和死后遗赠中收获到最大限度的好处。如果由于我的合作伙伴们逃避责任，没有告诉我我应该离开了(我希望他们说得更温和一些)，那将是一场悲剧。但不必为此担心，我们拥有一群非常杰出的董事，他们总是能够做出对于股东来说最为正确之事。

谈及此事时，我的感觉好极了。

年度股东大会

2006 年我们的股东大会将在 5 月 6 日周六召开。与往常一样，Qwest 中心的大门将会在早上 7:00 准时打开，最新的伯克希尔电影短片将在 8:30 开始播放，9:30 我们将直接进入提问回答时间，并将一直持续到下午 3:00 为止(中间短暂地休息，在 Qwest 摊位上有午餐供应)。短暂休息之后，我和查理将在 3:15 正式召开年度股东大会，这一会议的程序去年进行得十分顺利，因为这使得那些想要参加正式会议的股东可以如愿参加，没有兴趣的股东也可以自由地去购物。

你去年肯定也参与了购物方面的活动，与大会场地相连的 194,300 平方英尺的大厅布满了伯克希尔下属公司的产品，而且 2.1 万名参加会议的股东将会让每个展台创造新的销售纪录。KellyBroz 组织了这次超豪华的购物秀和年度大会。展出者都非常喜欢她，我也同样如此。Kelly 问我，是否愿意在婚礼节目上亮相，我的回答是"嫉妒新

郎”，这句话竟然原封不动地就上了新闻。

今年我们将重点展示两套 Clayton 预制房屋(内部布置有 Acme 的砖块、Shaw 的地毯、JohnsManville 的隔热材料、MiTek 的连接件、Carefree 的遮阳篷及内布拉斯加家具店的家具)。你会发现，这些标价 7.9 万-8.9 万美元的预制房屋非常价廉物美。事实上，2005 年三位与会股东对这些房屋性价比非常青睐，以至于他们竟然购买了我们用来展示的价值 11.9 万美元的样板房。与 Clayton 预制房屋相邻的是森林河的房车展览。

GEICO 公司将在会场设立摊位，取信全美最顶尖的保险顾问，他们将为你提供汽车保险的报价，在大多数情况下，GEICO 都会为你提供一个相当优惠的股东折扣(大约 8%)。这个特别优惠在我们开展业务的全美 50 个州中的 45 个州都可以提供。请各位股东将自己现在的详细保险资料带来，GEICO 的顾问将会帮你检查是否能为你省下一笔保费。我相信，我们至少能为你们之中的一半人省下不少的保费。当你到了之后，请签名申请新的 GEICO 信用卡，我现在用的就是这张卡。

周六在奥马哈机场，我们仍将展示 NetJets 一系列的机型以供大家检阅。请到 Qwest 中心会场里 NetJets 的展位参观了解这些飞机的详情。来奥马哈时是坐车，回去时坐你的新飞机。

2005 年书虫书店在 Qwest 销售与伯克希尔相关的书籍打破了所有的销售纪录，令人吃惊的是，竟然卖出了 3500 本收集了我的合伙人查理·芒格智慧妙论的好书《穷查理宝典》，这意味着，每隔 9 秒种就会卖出一本。如此畅销的原因相当简单，你无法找到比这本书拥有更多有价值的思想的书。口口相传的一致推荐使查理第一次印刷的 20500 册书已经销售一空，我们在今年的股东大会上将推出经过修订和扩充的新版。2005 年在书虫书店还展示了其他 22 种书籍和 DVD，总共销售了 4597 册，销售收入 84746 美元。我们的股东们确实是书商们梦寐以求的客户。

这份报告后面附有股东大会相关资料，向各位解释如何索取参加股东大会以及其他活动所需的证件。至于有关机票、住宿、用车预订服务，我们很高兴再次与美国运通(电话 800-799-6634)签约，为您提供具体帮助。负责处理这些事宜的 Carol Pedersen 每年都为我们提供非常周到的服务，在此向他表示感谢。

在第 72 大街位于 Dodge 与 Pacific 之间的占地 77 英亩的内布拉斯加家具店中，我们将再次举办“伯克希尔周末”专场特卖会。我们在 9 年前首次推出这种专场特卖活动，“伯克希尔周末”的营业额从 1997 年的 530 万美元增长到 2005 年的 2740 万美元(平均每年增长 9%)，去年股东会周末再度创下单日营业额新高 610 万美元。一想

到如此之高的销售额，我不禁热血沸腾。

想要获得优惠折扣，你必须在 5 月 4 日(周四)到 5 月 8 日(周一)之间进行采购，并且出示你参加股东大会的证件。这期间的优惠活动将包括一些平常从不打折的顶级品牌，这可是为了我们伯克希尔股东周末专场才特别破的例，我们非常感谢他们的配合。内布拉斯加家具店的营业时间是周一到周六从上午 10:00 到下午 9:00，周日则是从早上 10:00 到下午 6:00。在今年股东大会期间，周六从下午 5:30 到下午 8:00，我们将举行一个只对股东开放的特别活动，我本人也将到场，一边吃着烤肉喝着可乐，一边计算销售额。

波仙珠宝在股东会期间将再次有两场专门为股东举办的活动，第一场是 5 月 5 日(周五)从下午 6:00 到晚上 10:00 举办的鸡尾酒会；第二场是大型售卖活动，在 5 月 7 日(周日)从早上 9:00 到下午 4:00 举行，周六营业时间一直到下午 6:00。整个周末，波仙珠宝店都将人满为患。为了方便股东们购物，从 5 月 1 日(周一)到 5 月 13 日(周六)期间，波仙珠宝店都将为股东提供优惠价，只要出示参加股东大会的证件或者是交易单表明你的股东身份，即可享受优惠。

波仙珠宝店的营业毛利即使是不计算为股东提供的折扣，也要比其主要竞争对手低 20%以上。2005 年股东大会期间营业额比 2004 年增长了 9%，2004 年股东大会期间营业额则比 2003 年创纪录地增长了 73%。这家店销售了 5000 套伯克希尔大富翁游戏 Monopoly，后来一度脱销。我们已经汲取了教训，今年将有充足的库存。

在波仙外面所搭的帐篷里，美国两届棋赛冠军 Patrick Wolff 将蒙上双眼与所有挑战者们六个一组地进行对奕。此外，两位世界级桥牌顶尖高手 Bob Hamman 和 Sharon Osberg 也会在周日下午与我们的股东们进行比赛，他们当然不会蒙着双眼，但 Bob 从来不理牌，就算是参加全国桥牌冠军大赛也如此。

我个人最爱的牛排餐厅 Gorat's 将再次单独为伯克希尔股东们在 5 月 7 日(周日)开放，从下午 4:00 开始一直营业到晚上 10:00。请记得周日务必光临 Gorat's 牛排馆，你一定要提前预约订位，预约请在 5 月 1 日之后(请不要在此之前预约)，请致电 402-551-3733。

在这个学年，大约有 35 个班级的大学生到奥马哈来和我交流。我带所有的学生到 Gorat's 共进午餐，学生人数总计约有 2000 人之多，他们都非常喜欢这家餐馆。要想知道原因何在，周日请和我们一道光临。

周六下午 4:00-5:30，我们会为来自北美地区以外的股东们举行一个特别招待会，每年股东年度大会都吸引了全球各地的人们参加，查理跟我希望能够亲自接待这些远道而来的股东们。去年我们非常高兴地接待了 400 多位

来自北美以外数十个国家的股东们，任何来自美国与加拿大以外其他国家的股东都会拿到参与这个活动的专门证件与具体指南。

查理跟我实在是万分幸运。我们出生在美国；我们有杰出的父母抚育我们并让我们受到良好的教育；我们享受到幸福的家庭生活并拥有非常健康的身体；上天赋予我们一种"商业"基因，从而使我们在商业上所取得的成就大大超过了其他为我们这个社会贡献同样多甚至更多的人。不仅如此，我们能够长期从事我们喜爱的工作，工作中方方面面得到了既聪明能干又令人心情愉悦的同事们的大力帮助。因此，毫不奇怪我们每天都会跳着踢踏舞来工作。当然，没有什么比每年能够在伯克希尔年度股东大会上与我们的股东兼合伙人们欢聚一堂更开心的事了，所以请大家 5 月 6 日来 Qwest 中心参加我们为资本家举办的年度伍德斯托克音乐节(Woodstock for Capitalists)。

沃伦·巴菲特 董事会主席





Ameriprise Financial, Inc. (NYSE:AMP) www.ameriprise.com

AMP 金融公司，是一家在特拉华州注册成立的控股公司，主要通过其子公司进行业务，提供财务规划，产品和服务，旨在用作客户的现金和流动性，资产积累，收入，保护和财产和财富的解决方案转移需求。AMP 金融公司的外国业务主要通过其子公司 Threadneedle Asset Management Holdings(Threadneedle)进行。公司拥有超过 125 年的历史，提供金融解决方案，旨在帮助客户实现财务目标。

1894 年，24 岁的 John Tappan 创立了公司最早的前身是投资者联合公司(Investors Syndicate)，为需要保守投资的消费者提供面额证书，1000 人每人投资了 5 美元。1914 年，资产达到 100 万美元。

1925 年，West Coast 公司的 John R.Ridgeway 收购了 Investors Syndicate。

1929-1939 年，在大萧条的十年期间，Investors Syndicate 在到期日支付了每一美元，总共 1.01 亿美元返还给证书持有人。1937 年，所管理的资产达到 1 亿美元。十年间，资产从 2800 万美元增至 1.53 亿美元。

1945 年，Investors Syndicate 与 Investors Mutual Fund 基金一起进入共同基金市场。Investors Stock Fund 基金和 Investors Selective fund 基金紧随其后。Investors Syndicate 通过建立投资者共同体，成为共同基金行业的先驱之一，通过联邦住房管理局抵押贷款公司以及后来的共同基金，扩大了其产品供应。

1946 年，Ruth Abrahamson 于 1946 年加入该公司，后来成为全美第一位女性销售代表。

1949 年，Investors Syndicate 更名为投资者多元化服务公司 Investors Diversified Services(IDS)。

1957 年，成立投资者联合寿险和年金公司(Investors Syndicate Life Insurance and Annuity Co)，1973 年更名为 IDS 寿险公司(现称 RiverSource 人寿保险公司)。

1960 年，外部经理人 Grady Clark 空降 IDS 成为总裁，IDS 销售组织发展成为一个高度整合的全国网络。

1972 年，IDS 开始扩大其网络，直接向无联营金融机构的客户提供投资产品。

1984 年，美国运通以 7.8 亿美元收购 IDS。Harvey Golub 成为 IDS 金融服务公司总裁兼首 CEO。

1986 年，IDS 收购了威斯康辛州 Green Bay 雇员工伤保险公司，并将其更名为 IDS 财产意外险公司。

1989 年，为了纪念该公司的长期顶级销售 Alex M. Alexander 而设立 Alex Alexander 奖。在 51 年的职业生涯中，他领导了公司超过 45 年的销售记录。

1994 年，IDS 庆祝 100 周年，资产达到 1000 亿美元。

1995 年，IDS 更名为 American Express Financial Advisors (AEFA)。

2000 年，James Cracchiolo 接替 David Hubers 成为 AEFA 总裁兼 CEO。

2002 年，AEFA 收购了 Dynamic Ideas, LLC，这是一家量化投资平台 RiverSource Investments。

2003 年，AEFA 通过收购英国领先的投资公司 ThreadNeeds 来增强其国际影响力。

2005 年，美国运通剥离 Ameriprise 金融公司，成为一家独立的上市公司，并开始在纽交所交易。公司拥有 12000 多名顾问和注册代表，以及 200 多万个人、企业和机构客户。Jim Cracchiolo 成为 AMP 的董事长兼 CEO。作为公司分支机构启动的一部分，AMP 将美国运通财产意外险公司(American Express Property Casualty Insurance Co)更名为 Ameriprise Auto & Home Insurance，并宣布推出涵盖产品、投资和分销业务的 RiverSource 品牌。

2007 年，AMP 金融以 297.2 亿营收进入财富 500 强。

2008 年，AMP 金融收购了 J.&W. Seligman 和 H&R Block Financial Advisors。全球经济危机导致股市普遍下跌，当 Reserve Fund 的一只货币市场基金"跌破 1 美元"并冻结资产时，AMP 金融预付 7 亿美元，以帮助满足客户的即时现金需求，并为顾问开发了广泛的市场波动性资源。

2009 年，AMP 金融宣布与美国最大的国内饥饿救济组织 FeedAmerica 建立慈善合作关系。

2010 年，AMP 金融收购哥伦比亚管理公司(Columbia Management)，成为美国第八大长期共同基金资产管理公司。

2011 年，AMP 金融收购 GRAIL 顾问公司。

2014 年，AMP 金融推出了 Confident Retirement®品牌。

2015 年，AMP 金融推出了 Columbia Threadneedle Investments 品牌。

2017 年，Columbia Threadneedle 收购了数据分析驱动的美国房地产投资公司 Lionstone Investments。

2017 年，AMP 金融收购 Investment Professionals, Inc.，专注于为金融机构的客户提供服务的顾问渠道。

2019 年，国民信托银行 National trust bank 更名为 Ameriprise Bank, FSB。

2021 年，AMP 金融宣布以 6.15 亿英镑约 8.45 亿美元的价格收购 BMO Financial Group 的 EMEA 资产管理业务。

啤酒行业

啤酒行业的技术壁垒相对较低，加上啤酒产品具有保质期短、单价低、运输成本高的特点，这就造成了啤酒行业容易形成区域垄断的竞争格局，每一家啤酒企业都有各自的优势区域；而当各家厂商的优势区域逐渐饱和时，其内生式发展将受到很大限制，为实现市场份额提升和扩大规模效应，只能选择兼并收购这一外延式的扩张方式。长此以往，啤酒行业一定会出现强者恒强、强者愈强的竞争格局，因此，啤酒行业是一个资本力量主导的行业，无数的并购整合证明，啤酒行业的并购整合可以形成 1+1>2 的协同效应。这是因为啤酒行业属于典型的重资产行业，相对于其它食品饮料行业更具规模效应，收购方与被收购方可以实现优势市场互补、品牌矩阵增强、通过规模效应降低运营成本。美国、日本、法国、韩国的啤酒行业 CR3 的市场集中度分别达到 89%、93%、86%和 98%，资本助推啤酒龙头企业走向强大，而规模又进一步提升了运营效率和资本的投资回报。当啤酒行业进入成熟阶段后，消费升级和吨价提升将成为企业竞争的关键。



<Anheuser-Busch Companies, LLC> www.anheuser-busch.com

Anheuser-Busch 公司，总部位于美国密苏里州圣路易斯市，1852 年创立，最初是一家小型社区啤酒厂。通过 Eberhard Anheuser、Adolphus Busch 和数千名员工的共同努力，啤酒厂很快从一个当地的工厂转变为一个全国性的工厂。今天，我们在全美范围内雇佣了数千名员工，所有人都因梦想远大和支持我们称之为家园的社区的强烈热情而团结在一起。是美国最大啤酒制造商，旗下有世界最大的啤酒酿造公司，美国第二大铝制啤酒罐制造厂等。公司占领着本国啤酒市场的 48% 的份额，并以绝对优势控制着世界 9% 的啤酒市场。它的产品享誉世界，如 Budweiser 百威、Busch 布士、Michelob 米狮龙、Faust 浮士德。该公司在亚洲、欧洲和拉丁美洲均有投资，并将产品销售到世界上 80 多个国家。Anheuser-Busch 公司同时也经营主题公园 (Busch 娱乐) 和包装业务等。

19 世纪中期，随着大批德国移民涌入圣路易斯 St. Louis，圣路易斯人口激增。德国人带到圣路易斯的主要产业之一是酿酒业。这些德国啤酒商推出了一种在德国流行，但在美国相对不知名的拉格啤酒 (lager beer)，这永远改变了酿造业的面貌。

1843 年，德国肥皂制造商 Eberhard Anheuser 移居密苏里州，他拥有 St. Louis 最大的肥皂和蜡烛公司。

1852 年，George Schneider 于在圣路易斯创建了 Bavarian Brewing 公司，因陷入财务困境，1860 年将公司出售给 Eberhard Anheuser，尽管他没有任何酿酒经验，依然收购了啤酒厂，并更名为 E. Anheuser & Co 公司。

1839 年，Adolphus Busch 出生于德国，是家里 22 个孩子中的第二小的一个。1857 年到达美国，18 岁时，他经由新奥尔良和密西西比河前往圣路易斯。Adolphus 开始在沿岸做职员，1860 年，他成为一家啤酒供应商的合伙人。正是通过这家公司，Adolphus Busch 认识了 Eberhard Anheuser 和他的女儿 Lilly。

1861 年，Adolphus Busch 和 Eberhard Anheuser 的女儿 Lilly 结婚。南北战争期间在联邦部队服役后，Adolphus 前往 E. Anheuser & Co 为岳父工作，后来收购了酿酒厂的一半股份，并开始建立 Anheuser-Busch 品牌，这将成为美国的标志。当 Adolphus 开始在啤酒厂工作时，美国的大多数啤酒都是在酿造厂周边社区里销售和消费的。但是，Adolphus 决心打造一个超越当地酿酒传统的品牌，以吸引全美各地的人们。Adolphus 的远见和创业心态在美国和海外都发展了业务，这在当时是一个不小的成就。

1870 年代，Anheuser-Busch 成为第一家使用巴氏杀菌法的美国啤酒工厂，这使得啤酒可以长距离运输而不会变质。公司使用的巴氏杀菌技术，人工冷藏，铁路冷藏车，铁路冰库，使得百威啤酒 Budweiser 成为第一个全国分销的啤酒品牌。今天的百威啤酒工厂，在美国有 12 个全世界有 50 多个。

1876 年，Adolphus 和朋友 Carl Conrad 创造了百威啤酒品牌 (Budweiser)，这是一种美国风格的拉格啤酒，酿造过程需要 30 天，酿好后可以在凉爽的地方保存 110 天。其成功超出了所有人的预期，并最终成为公司的旗舰品牌，鼎盛时期在美国的市场占有率高达 50%。Adolphus 的远见和创业心态在美国和海外都发展了业务，这在当时是一个不小的成就。为表彰他的努力，1879 年，公司更名为 Anheuser-Busch 酿酒联合公司。

1880 年，Eberhard Anheuser 去世后，Adolphus 成为酿酒厂的总裁。他通过挖掘新的酿酒技术、沿着铁路沿线建造冰屋、入股酒馆实现产品垄断，使百威成为美国第一个全国性的啤酒品牌。

1901 年，公司生产的产品组合达到 17 种，公司首次突破了 100 万桶啤酒销量的大关。

1917 年，美国禁酒令开启，各大啤酒公司相继倒闭，百威公司将业务扩张到与酿酒相关的其它产品维持经营。

1933 年，美国废除禁酒令，政府禁止酿酒商持有零售行业的任何股份，只能将酒直接卖给独立经销商，再由后者售卖给酒馆和餐厅。曾令百威功成名就的销售手段都不再合法，公司必须建立起覆盖数百家经销商的销售网络，

并向他们支付佣金。大萧条期间的严苛禁令让经营举步维艰。

1936 年，百威推出易拉罐。1938 年销量突破 200 万桶，20 年来酿造部门首次实现了盈利。啤酒行业开始复苏并向工业化方向发展，拉格啤酒逐渐取代了传统艾尔啤酒。

1953 年，Anheuser-Busch 公司收购了圣路易斯的 Cardinal 红雀棒球队。A-B 公司因此获得了红雀队的赛事转播权，主持人和嘉宾常在电视中饮着百威啤酒评说，而红雀队的主场几乎变成一座巨大的露天酒馆，在闷热的炎夏观看 2-3 小时球赛的 3 万名观众，需要百威啤酒来给他们的激情降温。当年百威重回行业冠军的位置，出售啤酒总量达 670 万桶，超出第二名 150 万桶。

1957 年，超过位于芝加哥的啤酒巨头 Joseph Schlitz Brewing 公司，成为行业之首。

1960 年代，美国经济快速繁荣，消费升级潮流带动啤酒文化盛行，人口红利叠加主流厂商普遍奉行低价跑量抢份额的竞争策略，啤酒行业迎来高速发展时期。这一时期百威取得一系列重大发展，从 1953 年的 670 万桶增长至 1969 年的 1870 万桶，市场份额达到 16%。至 1980 年代，百威市场份额进一步提升至 41%，牢牢占据美国啤酒行业第一名的宝座。

1981 年，成立了 Anheuser-Busch International Inc.，专门负责开拓国际市场。目前，该公司的啤酒已销往世界 80 多个国家和地区，并已在包括中国在内的 11 个国家设厂生产啤酒。

1982 年，Anheuser-Busch 收购了 Abel Target 公司，创建了 JOE EAGLE 快餐公司。随着人口老龄化的到来，啤酒销量将陷入平淡。而像食品饮料的多元化转型使分销商们应接不暇，乱了阵脚，利润节节下滑。好在 A-B 公司及时做出了反应，将目光重新聚焦于核心的啤酒业务，瞄准到 20 岁更为年轻的消费群体。

1989 年，Anheuser-Busch 从伊万诺维奇手中买下了特拉华州海洋世界公司 SeaWorld Entertainment, Inc.。拥有一系列公认品牌，包括 SeaWorld®、Busch Gardens®和 Sea Rescue®等。1999 年收购俄罗斯 Sun 啤酒进入俄罗斯。2000 年，Anheuser-Busch 收购英国 Bass 公司，一跃成为世界前三的啤酒酿造商。2001 年收购德国 Diebels 啤酒进军德国市场。2002 年斥资 22.4 亿美元收购德国 Beck's 啤酒。

无人看好的百威淡啤，销量跃居全球市场首位，老百威屈身第二。此时的百威似乎只学会了效仿营销手段和复制先前经验，却忽视了观察和剖析新市场的巨变。2002 年，止步不前的百威加大广告投放，但电视广告已经无法让产品销量继续增长。为了扭转这一被动形势，奥古斯特四世也开始推行扩张计划，他专门成立了一家子公司生产和推广烈酒品牌，并削减传统百威的预算。但是事与愿违，烈酒业务严重拖累公司业务。2005 年，A-B 的酒水总销量下跌 200 多万桶，公司净利润暴跌将近 18%。而此时，A-B 公司保持了多年的行业老大位置，被比利时啤酒巨头英博集团夺走。2008 年，A-B 公司接受了这位新老大的收购，放弃了自己的经营权和一半独立权，成为英博集团的全资子公司。

Anheuser-Busch 被并购

1988 年，比利时本土的两家酿酒厂 Brouwerij Artois 时代啤酒和 Piedboeuf 合并成 Interbrew，总部设在鲁汶。

1991 年，跨国收购匈牙利 Borsodi Sörgyar 啤酒。

2002 年，Interbrew 营业额近 70 亿欧元，净利润接近 5 亿欧元。

2004 年 3 月，全球产量第五的巴西 AmBev 啤酒公司宣布收购全球产量第三的 Interbrew 啤酒集团。当时 AmBev 在拉丁美洲是销售冠军，巴西三分之二的啤酒都来自于 AmBev；而 Interbrew 旗下有众多欧洲知名品牌，但苦于无法打开拉美市场。2004 年 9 月，AmBev 和 Interbrew 的双方股东批准了这项价值 110 亿美金的合并案，合并后的新公司取名叫 Inbev 英博集团，总部设在比利时鲁汶。新成立的 InBev 占据了全球啤酒市场 13%的份额，成为世界最大的啤酒集团。3G Capital 的 Jorge Lemann、Carlos Alberto Sicupira 等人加入 Inbev 公司董事会。他们积极推行成本管理、提高运营效率等治理方法，让 InBev 公司的毛利从 2004 年的 24.7%提高到了 34.6%。

2006 年 12 亿美元增持南美 Quinsa 啤酒持股比例增至 91.2%。

2008 年 6 月 11 日，InBev 为在美国等消费市场打开销售渠道，提出以 463 亿美元的价格收购 A-B 公司。这笔收购起初遭到了 A-B 公司强烈的反抗抵触。但 A-B 股价多年来的不景气，引得公司其他股东长期不满已是现实。A-B 的管理层，以及控制该公司长达一个世纪之久的 Busch 家族面临着越来越大的压力。加之股东之一的巴菲特公开表示更倾向于支持潜在收购方 Inbev 英博公司。随后，InBev 公司将价格从 463 亿美元提高到 520 亿美元。2008 年 7 月，双方全现金收购的条件完成了交易。2008 年 9 月新公司更名为百威英博 A-B InBev。

从产量上来看，2007 年 InBev 和 A-B 仅次于南非米勒 SAB Miller，分别位列第二和第三位。从营收来看，两公司排在第三和第四，仅次于喜力 Heineken 和 SAB Miller，但各家公司差距都不大。新公司百威英博毫无疑问将成为第一啤酒业巨头，年产量超过 4500 万千升、营收超过 260 亿欧元。

2011 年斥资 3880 万美元收购兴起于芝加哥的精酿啤酒品牌 Goose Island。

2015 年 9 月 16 日，SAB Miller 宣布，公司收到了来自全球最大啤酒集团 A-B InBev 的收购意向书。很快，A-B

InBev 方面也对外承认了这份意向书的存在。3G Capital 作为百威英博 A-B InBev 的最大股东，将主导此次收购。2016 年 7 月，百威英博宣布已于美国司法部及其反垄断部门达成了协议，有条件通过了公司对 SAB Miller 的收购。2016 年，百威集团完成与 SAB 的业务合并，交易规模 790 亿英镑。全球市场份额超过 30%。

SAB Miller 公司由南非 SAB 公司和美国 Miller 公司合并而成，在 2002 年 5 月 30 日南非酿酒公司 SAB 与美国菲利普莫里斯公司达成一项协议，出资 56 亿美元收购菲利普莫里斯旗下的米勒酿酒公司 Miller Brewing，从而一跃成为仅次于百威啤酒生产商 Anheuser Busch 公司的世界第二大酿酒企业。排在 Heineken 喜力公司之前。

1994 年，华润集团旗下的华润创业(更名为华润啤酒)与世界第二大啤酒企业 SABMiller 两大股东联手成立了华润雪花，SABMiller 占股 49%。2022 年，华润啤酒宣布以 16 亿美元购买 SABMiller 所持华润雪花的 49%股权，华润啤酒将全资控股雪花啤酒。

Anheuser-Busch 在中国

1900 年哈尔滨啤酒创立。2004 年 Anheuser-Busch 以 51 亿港元收购哈尔滨啤酒集团有限公司 99.66%股份。

1984 年 Interbrew 向位广州珠江啤酒提供技术。2002 年 Interbrew 出资 1.6 亿收购珠江啤酒 24%股份，2017 年百威英博增持至 29.99%，成为珠江啤酒的第二大股东。

1995 年 Anheuser-Busch 收购中德武汉长江啤酒公司成立百威啤酒。投资青岛啤酒 5%股份，2004 年增持至 27%。

1997 年收购南京金陵啤酒厂 60%股份。

2006 年 InBev 以 58 亿人民币收购东南沿海地区最大的啤酒生产厂商雪津啤酒。

2008 年精酿啤酒商拳击猫在上海成立，推广 Kaiba 及鹅岛品牌精酿啤酒。2017 年完全收购中国拳击猫啤酒屋。

2014 年收购了吉林省最大的啤酒企业金士百啤酒，再次扩大市场。16 亿人民币收购江苏大富豪啤酒。

2016 年 SAB 持有的华润雪花啤酒 49%股权以 16 亿美元售予华润啤酒。

2018 年捷成饮料达成协议，在中国销售蓝妹啤酒，2019 年收购捷成饮料 65%。

除了以上较著名的啤酒品牌之外，百威英博还收购了金龙泉啤酒、南昌啤酒、KK、红鹿、红石梁、浙东、白沙、金陵、三泰、松花江、佳凤、吾得万、国光、唐山、冰川、紫竹林、普陀山、大雪、大棒、小棒、最麒麟、维雪、阳光麦场、鸡公山等多个著名啤酒品牌。

Anheuser-Busch 在亚太

1952 年韩国 Oriental Brewery 成立。1998 年 Interbrew 与韩国斗山集团订立合资企业经营 Oriental Brewery。

2014 年百威集团收购 Oriental Brewery 的 100%股权。

2003 年 SAB 与印度 Shaw Wallace Breweries 订立合资企业

2004 年 2.63 亿美元收购马来西亚金狮啤酒在华 11 家酒厂。

2006 年 SAB 以其与越南 Vinamilk 合资企业

2008 年中国东南地区的 InBev 与东北地区 Anheuser-Busch 合并，成立百威集团。

2018 年收购韩国精酿啤酒厂 The Hand & Malt Brewing。

2019 年百威亚太在港股上市，融资 700 亿港元。

百威英博构建了超高端及高端品牌、核心及核心+品牌、实惠品牌三个层次的产品矩阵，高端及超高端品牌包括百威、时代、科罗娜、蓝妹及福佳等，核心及核心+品牌包括哈尔滨啤酒、Cafri、Cass Fresh 等，实惠品牌包括金士百啤酒、双鹿啤酒等。通过多品牌的梯次搭配，既树立了自身国际化的高端形象，又覆盖了更多的消费人群，满足市场多元化需求，进一步提升品牌知名度。百威一般在每个城市只选择 1-3 家实力雄厚、渠道网络丰富的经销商。在亚太地区拥有约 6 千经销商、超过 1 万名销售业务员，覆盖超过 250 万个终端。深度分销模式既可以压缩中间环节、减小中间环节的利润分配，又能够通过更强的服务力度强化百威英博的品牌形象。

以英博并购 A-B 公司为例，并购完成后百威英博迅速实施 Blue Ocean 计划，计划三年内实现 15 亿美元的成本协同，包括：①通过流程标准化、提升材料使用率、优化供应链等措施节省 7.3 亿美元；②通过提前退休及裁员节省 1.5 亿美元；③通过福利标准化及 SKU 减少等措施节省约 2.15 亿美元；④通过在中国市场和百威的成本协同可减少成本 0.55 亿美元；⑤通过提高采购效率、消除重叠职能可节省 3.6 亿美元。不难看出，百威英博一直提倡永不停歇的成本控制，管理层认为，伟大的公司在非战略成本费用方面比竞争对手更为节省，而在战略成本费用方面的花费远远超过竞争对手。

为了获得年轻消费群体的青睐，百威英博不惜重金投入广告营销，围绕体育+娱乐两条主线，进行精准的营销投放。体育方面：百威英博长期与 NFL、NBA、MLB、英超联赛等全球顶级赛事长期进行合作，自 1986 年世界杯，百威英博就一直是国际足联世界杯的官方赞助商，至今已经超过 37 年(足球和啤酒一直被视为最佳 CP)；娱乐方面：百威每年都会在不同城市举办电音节，2021 年在中国吉林长白山国际度假区，百威邀请到 Fedde Le Grand, Vini Vici 等全球顶尖 DJ 亲临现场，为滑雪爱好者和音乐爱好者量身打造了一场音乐盛宴；百威还曾推出新年广告片

《最长的骑行》，荣膺微博观看次数最多的商业广告长片之一，以此来加深品牌与年轻人之间的连接与共鸣。百威英博为了抓住 90 后、00 后年轻消费群体，不遗余力地用脑洞大开的创意，一次又一次地引领着潮流。



<喜力啤酒 Heineken N. V. >www.heineken.com

喜力公司拥有并经营着世界上最大、最受尊敬的啤酒厂网络之一，生产广受欢迎的 Heineken 和 Amstel 啤酒品牌（分别在欧洲排名第一和第二），以及爱尔兰黑啤酒 Murphy's。公司的啤酒产品组合还包括大量其它国家和地区品牌，其中包括亚洲排名第一的地区品牌 Tiger。喜力在世界啤酒市场上排名第二，仅次于 A-B 公司，在 170 个国家销售啤酒，并在 50 多个国家的 110 多家公司所有的啤酒厂酿造啤酒。喜力公司成立以来的大部分时间都由喜力家族经营，早在公司成立之初，喜力就以保持啤酒的高标准而建立了良好的声誉，135 年后的今天，喜力仍在坚持这一标准。此外，喜力还是世界上最大的啤酒出口商。喜力啤酒是美国第二大进口啤酒，仅次于 Grupo Modelo, S. A. de C. V. 的 Corona 啤酒。在欧洲部分地区，喜力公司还拥有饮料批发商，除了经营啤酒外，还向餐馆和酒馆供应软饮料和烈酒；其中一些软饮料是由喜力工厂生产的。虽然不再参与日常管理，但喜力家族通过持有喜力控股公司 (Heineken Holding N. V.) 50% 的股份，对其创建的公司保持着影响力。

与各行各业一样，当今国际啤酒市场的特点是日益全球化。世界在许多方面正变得越来越小，但这并不意味着当地文化的多样性会因此而减少。在喜力，我们认为事实恰恰相反。我们亲身体验生活的多样性，对彼此了解得越多，我们就越珍视我们的差异。喜力从任何意义上讲都是一家全球性公司，但我们全心全意地致力于为当地人的口味和态度提供服务。我们的业务是全球性的，但我们的许多品牌植根于各个市场的文化。虽然我们的传统是荷兰式的，但我们的工作方法却是跨国式的。正是这种独特的组合，加上我们所有产品的质量保证，使喜力取得了今天的成功：成为全球首选的优质啤酒酿造商。

1592 年:阿姆斯特丹的一家名为 De Hooiberg (The Haystack) 的啤酒厂成立了。

1856 年:在爱尔兰 Cork 酿造 Murphy's 爱尔兰黑啤酒。

1864 年:Gerard Adriaan Heineken 控制了 De Hooiberg。

1870 年:Jonkheer C. A. de Pestere 和 J. H. van Marwijk Kooy 建立了 Amstel Brewery。

1873 年:Heineken 将他的公司合并为 Heineken's Bierbrouwerij Maatschappij N. V. 。

1876 年:公司开始出口，定期运往法国。

1900 年:啤酒容量达到 20 万升。

1914 年:公司创始人之子 H. P. Heineken 博士接管了公司。

1931 年:第一个合资企业 Malayan Breweries 酿酒厂。

1933 年:喜力啤酒是禁令废除后进口到美国的第一种啤酒。

1968 年:喜力收购了 Amstel。

1970 年:收购了 James J. Murphy 啤酒厂及其 Murphy's 爱尔兰黑啤酒品牌；啤酒产量达到 1130 万公升。

1971 年:创始人的孙子 Alfred Heineken 被任命为董事长。

1972 年:公司更名为 Heineken N. V. 。

1980 年:Amstel Light 淡啤酒首次亮相。

1991 年:喜力收购 Van Munching & Co. ; 收购匈牙利 Komáromi Sörgyár RT 公司多数股权在东欧开始扩张。

1994 年:收购波兰 Zywiec 酿酒公司和保加利亚 Zagorka 酿酒公司的股份。

1995 年:收购英特布鲁意大利公司和斯洛伐克 Zlatý Ba 公司的多数股权。

1996 年:喜力接管了法国的 Fischer 团和意大利的 Birra Moretti 公司。

1998 年:喜力集团将其 Zywiec 股份增加到 75%，然后将 Zywiec 与 Brewpole 合并，拥有新成立的 Zywiec 的 50% 股份，Zywiec 现在是波兰最大的啤酒制造商。

1999 年:啤酒产量达到 9090 万升。

2000 年:喜力获得荷兰企业家奖的威廉一世国王奖

2000 年:收购西班牙最大的酿酒商 Grupo Cruzcampo S. A. 。

2003 年:收购奥地利 Brau-Beteiligungs A. G. 公司，是该国最大的收购案。

2004 年:喜力与墨西哥的 FEMSA (Fomento Económico Mexicano, S. A. B) 达成了一项分销协议。

2005 年:喜力收购了德国和俄罗斯的一些啤酒厂。

2006 年:喜力通过亚太酿酒厂收购了多家啤酒厂。

2007 年:喜力和墨西哥 FEMS 扩展他们现有的分销协议。

2008 年:嘉士伯联合喜力 76 亿英镑收购世界第八大酿酒公司苏格兰和纽卡斯尔 S&N, 喜力获得英国、爱尔兰、葡萄牙、芬兰、比利时、美国以及印度业务。嘉士伯获得俄罗斯 BBH 公司以及在法国、希腊、中国、越南业务。

2012 年:喜力 45.5 亿美元收购星狮集团持有的新加坡亚太酿酒厂 39.7%股份, 11.77 亿新元收购泰国酒业集团 Kindest Place 持有的 8.6%股份, 达到 95.3%的绝对控股。APB 是 1931 年喜力和星狮集团分别出资 50%所成立的合资公司, 其在 14 个亚洲国家有 24 家酿酒厂, 1932 年出品的虎牌啤酒是新加坡第一个国产啤酒品牌, 属淡啤酒的重口味, 适合搭配海鲜与中餐饮用。此前泰国苏旭明通过多起收购得到 8.6%的股权, 随后宣布同意出价 27.8 亿新元收购星狮集团 22%股权。

2019 年:华润啤酒以换股形式收购喜力中国业务, 总对价 243 亿港元。

2022 年:喜力与台湾三洋维士比集团达成合作协议, 将接管台湾龙泉鑽兴业股份公司, 位于台湾屏东县内埔乡啤酒厂的多数所有权和管理权, 这是国际酒业巨擘并购台湾酒厂首例。

2023 年:喜力将终止与麒麟啤酒的合资, 独自进军日本啤酒零售市场。

公司发迹

1864 年, Gerard Adriaan Heineken 说服他的母亲, 如果能让荷兰人喝啤酒而不是杜松子酒, 荷兰的酗酒问题就会减少, 而且荷兰酿造的啤酒质量很差, 他认为自己有义务生产出高品质的啤酒。Heineken 的母亲为他买下了阿姆斯特丹一家名为 De Hooiberg 的酿酒厂, 这家酿酒厂成立于 1582 年, 距今已有近 300 年的历史。Heineken 接管阿姆斯特丹最大的酿酒厂之一 De Hooiberg 时年仅 22 岁。他取得了巨大的成功, 四年后, 他新建了一个更大的酿酒厂, 并关闭了原来的厂房。他的业务继续快速增长, 又过了六年, 1874 年, 他购买了鹿特丹的一家酿酒厂, 使自己的业务更上一层楼。1873 年, 喜力将自己的公司注册为喜力啤酒酿造公司(Heineken's Bierbrouwerij Maatschappij N.V.)。

在此期间, 喜力利用 Carl von Linde 开发的一种新的冷却技术, 获得了全年酿造质量稳定的啤酒的能力。喜力也因此成为世界上第一批不再依赖季节性天然冰的酿酒厂之一。1879 年, 喜力聘请了 Louis Pasteur 的前学生 Elion 博士研究酵母。在接下来的 13 年中, Elion 为喜力系统地培育和选择了一种特殊的酵母细胞, 这种酵母后来被称为"喜力 A 型酵母"(酵母是啤酒中酒精和二氧化碳的来源)。喜力 A 型酵母一直沿用到 21 世纪, 并从荷兰运往公司拥有或经营的所有酿酒厂, 从而保证了喜力产品的口味统一, 而不受生产或消费地气候的影响。

收购 De Hooiberg 公司仅 12 年后, 喜力开始出口法国。1914 年, 创始人的儿子 H. P. Heineken 博士接掌握公司后不久, 开始向美国出口。在乘坐荷兰邮轮前往纽约的途中, 他遇到了船上的调酒师 Leo van Munching。Van Munching 的啤酒知识给喜力留下了深刻印象, 喜力邀请他担任公司在纽约的进口商。调酒师很快就接受了。Van Munching 将喜力啤酒分销给纽约地区的高级餐厅、酒馆和酒店, 直到 1920 年禁酒令迫使他停止分销。

公司扩张

1933 年禁酒令废除后, 喜力啤酒成为第一批进口到美国的啤酒。二战期间, Van Munching 进入海军服役, 进口啤酒业务再次暂时中断。1945 年回国后, 他成立了 Van Munching & Company, Inc., 并建立了一个全国性的分销系统, 将啤酒市场扩展到纽约地区之外。

从 1940 年代开始, 美国市场对喜力啤酒变得极为重要, 最终成为喜力啤酒在荷兰以外的最大啤酒市场。通过 Van Munching 的分销系统, 喜力成为美国大部分地区最主要的进口啤酒。许多进口啤酒只在大都市或其他有限的地理区域销售, 而到了 1980 年代, 喜力啤酒在全美 70%的酒精饮料零售店都有销售。运往美国的喜力啤酒大部分是在公司的 Hertogenbosch 啤酒厂酿造的, 那里有专门的生产线来满足不同州的不同标签要求。喜力啤酒还成为日本、加拿大和澳大利亚的主要进口产品。此外, 汇率波动对公司本身的影响很小, 这主要是因为喜力将啤酒卖给了 Van Munching 公司, 后者以荷兰盾向啤酒酿造商付款, 从而承担了所有的货币风险。

1931 年, 该公司在其曾出口过啤酒的国家建立了第一家合资酿酒厂。同年, 与当地合作伙伴在新加坡成立 Malayan 酿酒厂。紧接着, 公司又参股了印度尼西亚的一家啤酒厂。1949 年, 在尼日利亚建立了第一家啤酒厂, 1982 年建立了第四家。1958 年到 1972 年间, 喜力还在刚果建造了四家啤酒厂和两家软饮料厂。喜力还在卢旺达、乍得、安哥拉、刚果、加纳、马达加斯加和塞拉利昂建立了啤酒厂。

1940 年代末, H. P. Heineken 派他的儿子 Alfred Heineken 前往纽约学习 Van Munching 公司的市场营销运作。年轻的 Alfred 晚上学习广告和商业课程, 白天则与 Van Munching 的销售人员一起在纽约做销售。1948 年, 他回到荷兰, 标志着公司营销战略新纪元的开始。Alfred Heineken 对电冰箱和现代化超市给美国人生活方式带来的变化印象深刻, 他预见到现代便利设施最终会对荷兰人的生活方式产生影响。他促使公司利用这些生活习惯变化实施

营销。例如，认识到了带回家饮用市场的重要性，公司开始在杂货店销售啤酒，店面陈列由 Alfred 设计。此外，喜力公司还开始在广播电台上做啤酒广告。在此之前，广告被认为是不必要的，因为酒馆老板与特定的酿酒厂是绑定的。

1960 年代，喜力公司将一丝不苟的质量控制工作制度化，并将其纳入 1963 年成立的技术服务集团 Heineken Technisch Beheer，简称 H. T. B.。高品质一直是喜力公司的标志。中等品质啤酒的酿造过程通常需要三天，陈酿最多一周。而喜力啤酒的酿造时间为八天，陈酿时间为六周。H. T. B. 部门在公司位于荷兰 Zoeterwoude 的实验室内运作，为公司的所有酿酒厂提供实验室服务、原材料研究、项目工程和其他服务。在 Zoeterwoude 实验室还设有一个品酒中心。在喜力的监督下酿造的所有啤酒样品每个月都会运到这里，由品尝专家小组进行测试。在 Zoeterwoude 实验室进行的测试是对各酿酒厂进行的品尝测试的补充。

1960-1980 年代：产品多样化和持续增长

在喜力的历史上，产品多样化起步相对较晚，因为公司的重点一直是拓展市场。但在 1968 年，喜力收购了荷兰第二大啤酒厂 Amstel 啤酒厂，该厂由 Jonkheer C. A. de Pestereers 和 J. H. van Marwijk Kooy 于 1870 年创建，是荷兰第一家酿造 Lager 拉格啤酒的企业。喜力收购 Amstel 啤酒时，该公司的出口市场已经稳固。通过收购喜力获得了苏里南、荷属安的列斯群岛、约旦、黎巴嫩和希腊啤酒厂的权益。1980 年，喜力以 Amstel Light 进入低热量啤酒市场；到 1980 年代，Amstel 啤酒已在 60 多个国家销售。

1971 年，Alfred Heineken 成为董事长。次年公司更名为 Heineken N. V.。喜力在荷兰以外地区取得的巨大成功使公司管理层开始强调喜力的国际影响力，而不是将其视为一家在国际上有重要业务的荷兰公司。事实上，喜力将整个欧洲视为其国内市场。喜力荷兰公司的总部设在 Zoeterwoude 啤酒厂。喜力的各个啤酒厂与 Heineken World 公司签订合同，向全球供应啤酒。Heineken World 公司总部仍设在阿姆斯特丹，位于喜力家族住宅中的一部分。1970 年，喜力收购了爱尔兰 Cork 市濒临倒闭的 James J. Murphy 酿酒厂，从而进入了黑啤酒市场。除了可以追溯到 1856 年的爱尔兰黑啤酒 Murphy's 外，该酿酒厂还根据许可证生产 Heineken light 拉格啤酒。

葡萄酒、烈酒和软饮料也日益成为喜力的重要产品。位于 Bunnik 的 Vrumona B. V. 公司生产软饮料，并在获得许可后灌装百事可乐和七喜。喜力及其附属公司还销售 Royal Club、Sisi, Sourcy 和 B3 软饮料；Royal Club 和 Green Sands 啤酒；以及 Amstel 等无醇啤酒。烈酒和葡萄酒包括 Bologna、Hoppe、Goebergh、Glenmark、GrandMonarque 和 Jagermeister 等品牌。1971 年，喜力收购了 Bokma 酿酒厂。Bokma Genever 是荷兰最受欢迎的杜松子酒。位于 Zoetermeer 的酿酒厂是喜力酿酒公司的总部 (Netherlands Wine and Spirits Group B. V.)。事实证明，法国市场对喜力来说最具挑战性。自 1972 年通过收购法国第三大酿酒集团 Sogebra S. A. 的多数股权进入法国市场以来，喜力到 1980 年代中期仅有一年实现盈利。1986 年，喜力公司及其法国合作伙伴削减了 500 个工作岗位，关闭了在法国的三家酿酒厂和一家装瓶厂，并为被解雇的员工提供再培训和再就业岗位。从 1983-1986 年，喜力向 Sogebra 公司投入了大量资金，试图维持公司在法国的业务。

喜力在 1970 年代和 1980 年代继续进行国际扩张。通过许可证协议，喜力啤酒开始在塞拉利昂和特立尼达 (1972 年)、牙买加 (1973 年)、挪威和瑞典 (1975 年)、圣卢西亚和塔希提岛 (1976 年)、海地 (1977 年)、爱尔兰 (1978 年)、意大利 (1979 年)、摩洛哥 (1980 年)、希腊和韩国 (1981 年)、日本 (1983 年) 以及西班牙 (1988 年) 生产啤酒。公司还购买了许多外国酿酒商的股份，其中包括：1983 年购买了巴西领先酿酒集团 Cervejarias Kaiser S. A. 的少数股份；1984 年购买了西班牙领先酿酒商 El Aguila S. A. 的少数股份 (1986 年增加至 51.2%)；以及 Quilmes International (Bermuda) Ltd. 的少数股份，该公司在阿根廷、乌拉圭和巴拉圭都有业务，后来又扩展到智利。1980 年代，该公司成为一系列犯罪事件的受害者。1982 年，有人对啤酒厂进行了两次勒索，但都没有得逞。最严重的事件是 1983 年 11 月公司总裁 Alfred Heineken 和司机被绑架。两人被扣押了 21 天，在公司支付了约 3000 万盾的赎金后获释 (但实际金额从未公布)。

喜力公司每年花费数千万荷兰盾来提升其作为著名进口商品的形象。喜力公司拒绝在美国酿造啤酒，尽管它在许多其他国家都获得了酿造许可，这在一定程度上也是出于维护形象的需要。喜力公司并没有忘记慕尼黑 Löwenbräu 啤酒的经验；当米勒啤酒公司开始在美国许可酿造 Löwenbräu 啤酒时，这个德国品牌失去了很大一部分市场份额。美国人似乎享受到了进口产品的独占性。他们为喜力啤酒支付的高价使这一形象更加可信。

喜力无疑是 1980 年代酿酒业的一支强大力量。它的营业收入在全球排名第五，仅次于美国 Anheuser-Busch 和 Miller 公司、英国 Allied Domecq PLC 和日本麒麟啤酒公司 (Kirin Brewery Company, Ltd)。从 1977-1981 年，它在世界啤酒市场上的份额从 2.61% 增加到 2.82%。

喜力的管理政策多年来几乎没有变化。家族保留了对公司几乎所有方面的控制权，公司由家族长挑选的一个小团队进行管理。为了防止派系林立，这个团队的规模一直很小。不过，和过去一样，公司的家族长参与喜力的日常运作。Alfred Heineken 是公司创始人的孙子，拥有公司 50% 的股份，他在 1980 年代中期直接监管研发、财务和

公共关系。虽然 Alfred 于 1989 年正式退休，但直到 1990 年代，他仍与公司保持着密切联系，担任公司监事会主席和代表成员直至 1995 年，并担任喜力控股董事会主席，该公司持有喜力公司 50% 的股份。

1990 年代，积极拓展新兴市场

进入 1990 年代后，Gerard Van Schaik 接任董事长一职。Van Schaik 于 1959 年加入喜力，当时他负责对美国的出口销售，而美国当时是喜力最重要的利润来源。美国的销售额仅占公司总销售额的 2.6%，但却为公司 1991 年 4.35 亿美元的税前利润贡献了 23%；一箱 24 瓶喜力啤酒的平均售价比一箱国内最受欢迎的百威啤酒高出约 50%。VanSchaik 的工作重点是扩大公司在德国的市场份额，德国是迄今为止世界上最大的啤酒消费国。公司强调喜力是高档啤酒，投入巨资做广告，特别是针对德国年轻人，希望他们会觉得外国进口啤酒很有吸引力。1991 年，喜力收购了在美国经营喜力进口业务长达 60 年之久的 Van Munching&Company 公司。随后，该公司正式更名为喜力美国 (Heineken USA)，是喜力全球子公司在美国的分支机构。1991 年，喜力收购了匈牙利啤酒酿造商 Komáromi Sörgyár RT 公司 50.3% 的股份，1994 年完全控股，开始向前社会主义市场扩张。

1990 年代，由于许多消费者开始减少饮酒量并饮用更好的啤酒，特色啤酒在美国啤酒饮用者中仍然非常流行。喜力抓住了这一趋势，推出了许多消费者需要的酒体更加饱满的欧洲啤酒。事实上，喜力啤酒成为美国进口啤酒中的佼佼者，并在 1994 年使喜力美国公司的整个产品组合实现了两位数的增长。在此期间，美国每 5 瓶进口啤酒中就有 1 瓶是喜力啤酒。

1992 年《福布斯》杂志的一篇文章称，全球啤酒年消费量已增至约 300 亿加仑，相当于每人每年喝十多包六罐装啤酒，其中拉丁美洲和亚洲的消费量尤为可观。顺应这一趋势，喜力公司于 1992 年宣布，它已签署了一项联合协议，成为越南第一家外国啤酒生产商。位于胡志明市附近的啤酒厂耗资 4250 万美元，开始生产喜力和 Tiger 牌啤酒。1993 年，喜力还进军中国，到 1994 年，喜力在中国已拥有三个出口办事处和三家啤酒厂。中国成为仅次于美国的世界第二大啤酒市场。

1993 年，Karel Vuursteen 成为喜力董事长，并继续扩大公司的国际业务，重点是拉丁美洲、远东、斯堪的纳维亚半岛 (瑞典) 和中欧。为促进喜力啤酒在波兰的推广，喜力于 1994 年斥资 4000 万美元购买了波兰 Zywiec 酿酒公司 25% 的股份，1994 年股份增至 31.8%。同年，喜力进军保加利亚，收购了国营 Zagorka Brewery A.D. 啤酒厂 40% 的股份，该啤酒厂位于 StaraZagorka，占保加利亚啤酒市场的 20%。1994 年，喜力还在中国酿造虎牌啤酒，在柬埔寨酿造虎牌啤酒和 ABC 黑啤。这一年，喜力还出售了大部分烈酒和葡萄酒业务。

1995 年初，喜力从比利时 Interbrew S.A. 公司手中收购了 Interbrew Italia S.P.A. 公司，旗下包括 Stella Artois 和 Classica von Wunster 品牌，使喜力在意大利的市场份额从 25% 增加到 30%。1995 年 10 月，喜力收购了斯洛伐克 ZlatýBa 最大的酿酒厂 Afzant A.S. 公司 66% 的股份。同年，喜力还通过一家合资企业进军缅甸，开始建设一家生产虎牌啤酒的新啤酒厂。1995 年，喜力的印度尼西亚子公司在苏腊巴哈附近的新啤酒厂破土动工。1996 年，喜力继续积极开展收购活动。这一年年初，喜力收购了法国第四大啤酒生产商 Fischer Group 和意大利第三大啤酒生产商 Birra Moretti S.P.A.，后者生产 Moretti 和 Sans Souci 两个品牌。喜力因此以 35% 的市场份额跃居法国啤酒市场第二位，并以 38% 的市场份额跃居意大利啤酒市场第一位。同样在 1996 年，由于担心缅甸的人权状况以及在那里的经营可能会影响公司的声誉，喜力退出了在缅甸的投资。

1990 年代末，全球啤酒业的整合条件依然成熟。增长放缓的原因不仅在于发达市场的成熟，还在于金融危机对亚洲和拉丁美洲等新兴地区的冲击。喜力公司仍然走在整合趋势的前列，通过更多的交易，加强了其作为世界上最国际化酿酒集团的地位。波兰是 1998 年的重点。这一年，喜力将其在 Zywiec 公司的股份增加到 75%，然后将 Zywiec 公司与波兰最大的酿酒集团 Brewpole 公司合并，该公司也是广受欢迎的 EB 品牌的生产商。喜力在合并后的 Zywiec 公司中拥有 50% 的控股权，占据了波兰市场 38% 的份额。1998 年，喜力还购买了马其顿领先的啤酒制造商 Pivara Skopje A.D. 公司 25% 的股份，市场份额达到 70%。1999 年 6 月，喜力达成协议，从帝亚吉欧公司手中收购了西班牙最大的啤酒制造商 Cruzcampo S.A. 集团。由于喜力公司持有 El Aguila 公司的多数股份，西班牙监管机构对此次收购表示担忧，迫使喜力公司在 2000 年 1 月交易完成前削减了约六分之一的西班牙生产和仓储设施。喜力立即开始将 Cruzcampo 公司并入 El Aguila 公司。

喜力之所以能在 21 世纪初占据国际领先地位，是因为它采取了双管齐下的战略，一方面出口 Heineken、Amstel 和 Murphy's 等全球主要品牌，另一方面收购或从头开始建设拥有强大地方或区域品牌的外国啤酒厂。喜力因此在欧洲和其他地区的多个市场占据了领先地位，在非洲则仅次于南非 SAB 啤酒公司，排名第二。喜力公司偶尔也会绕过一些扩张机会，比如 1999 年初，它决定不竞购 SAB 的控股权。但一年后，当英国巴斯公司 (Bass PLC) 开始探索出售其酿酒业务时，喜力公司表现出了浓厚的兴趣。然而，喜力面临着几家竞争对手的潜在竞争，其中包括南非 SAB、美国 Anheuser-Busch 和丹麦 Carlsberg A/S。



<嘉士伯 Carlsberg A/S>www.carlsberg.com

嘉士伯是世界上最大的酿酒公司之一。嘉士伯和 Tuborg 是丹麦领先的啤酒品牌，也是全球市场上销量最大的两个啤酒品牌。该啤酒厂四分之三以上的销售额来自丹麦以外地区。嘉士伯在新加坡、马拉维、德国、意大利、香港、塞浦路斯和许多其它国家经营酿酒设施，并维持其品牌在其它国家分销的特许协议，因此嘉士伯和 Tuborg 可以在 150 个不同的国家找到。嘉士伯公司在酿酒业以外的一些业务中也有业务。最值得注意的是，该公司拥有著名的精美瓷器，银器和玻璃器皿的制造商 Royal Scandinavia A/S。嘉士伯还拥有哥本哈根著名游乐园 Tivoli Gardens 的 43% 股份。

嘉士伯是由两家久负盛名的丹麦啤酒厂 Carlsberg 和 Tuborg 合并而成。最初的嘉士伯啤酒厂是由 J. C. Jacobsen 上尉于 1847 年在哥本哈根建立的。船长对酿造技术很感兴趣，在他以儿子 Carl 的名字命名自己的店铺之前，他对现代酿造方法进行了广泛的研究。他不断提高啤酒质量的工作很快使他的啤酒非常受欢迎。Carl Jacobsen 继承了他父亲对酿造啤酒的热情，在 1871 年进入家族企业之前，他在丹麦和国外都学习过酿酒。Carl 最终建立了自己的啤酒厂，叫做 New Carlsberg。新嘉士伯和老嘉士伯于 1906 年合并，因为父亲和儿子都将他们的酿酒厂遗赠给 J. C. Jacobsen 于 1876 年成立的慈善基金会。嘉士伯基金会承担了啤酒厂的经营，通过其嘉士伯实验室进行啤酒制造的科学研究，并通过建立几个博物馆来支持丹麦的历史和艺术。

1873 年，以 Phillip Heyman 为首的一群丹麦商人创立了 Tuborg。Tuborgs Fabrikker 第一次包括一个玻璃工厂和一个硫酸工厂，但 Heyman 在 1880 年剥离酿酒厂以外所有工厂。Tuborg 的绿标 pilsner 啤酒很快在丹麦建立了良好的声誉。到 1894 年，Tuborg 是哥本哈根 11 家啤酒厂的主要合作伙伴。

Carlsberg 和 Tuborg 早在 1903 年就签署了一项经营协议，声明他们将分享利润和赤字，并平等地为新的工厂和设施提供资金。这两个品牌垄断了丹麦啤酒市场。虽然丹麦人热衷喝啤酒，但因为丹麦总人口只有大约 500 万人，市场相对较小。Carlsberg 和 Tuborg 最终决定扩大在海外的销售。二战后，这两家啤酒厂开始密集的海外营销活动。因此，1958-1972 年间，它们的出口增长了两倍，两家公司在其它欧洲国家和亚洲建立了啤酒厂。为了加强其日益增长的出口业务，Carlsberg 和 Tuborg 于 1970 年合并为一 United Breweries Ltd.。根据条款，Carlsberg 基金会被授予至少 51% 新公司股份的强制性所有权。

联合酿酒公司继续通过渗透国外市场扩大业务。其最重要的市场之一是英国。1970 年，该公司与英国啤酒制造商 Watney 建立了合伙关系，在 Northampton 建立了一家大型啤酒厂。这是公司在丹麦以外最大的业务。到 1975 年，嘉士伯品牌啤酒在英国的销量约占 14%。大都会集团 (Grand Metropolitan) 于 1972 年收购了 Watney，并于 1975 年将其在 Carlsberg U.K. 的 49% 股份卖给了联合啤酒，使得丹麦母公司获得 100% 的控股权。大都会集团继续通过其 7500 家酒吧分销嘉士伯啤酒。

然而，联合啤酒对其 Tuborg 品牌采取了不同的策略。英国最大的啤酒制造商 Bass Charington 分销 Tuborg 啤酒，最初都是从丹麦直接进口的。后来四家 Bass 啤酒厂获得 Tuborg 啤酒酿造许可，该协议于 1981 年终止。公司希望能增加销售额，收回了 Tuborg 在英国市场的独立控制权。该公司还加强了在国际市场上销售 Tuborg 啤酒的努力，并于 1981 年授权一家匈牙利啤酒厂在当地生产这种啤酒。

1980 年代中期，联合啤酒的两个主要品牌几乎遍布欧洲的每一个首都。通过直接出口，获得许可的外国啤酒厂，公司拥有的啤酒厂，大约 70% 的联合啤酒销往国外。尽管公司在欧洲、亚洲和非洲取得了越来越大的成功，但它在自己的祖国丹麦却面临着种种问题。该国人均啤酒消费量排名世界第八，公司占有 80% 的市场份额，但销售停滞不前。公司在丹麦实行固定价格制度，不管销量如何，其产品在丹麦所有地方的售价都是相同的。一些丹麦超市开始反对公司的价格垄断行为，将啤酒价格降到批发价格以下。联合啤酒威胁将停止向打折商店供应 Carlsberg 和 Tuborg 啤酒。丹麦市场的另一个问题是，年轻饮酒者越来越多地转向葡萄酒。为了赢回年轻顾客，联合啤酒与美国啤酒商 A-B 啤酒达成了一项分销协议，在丹麦销售其百威品牌。年轻人对美国进口产品感兴趣，而且比年长的饮酒者更倾向于尝试新品牌。A-B 也开始将嘉士伯品牌进口到美国销售。

联合啤酒在 1980 年代进行了多元化经营。在 1983 年成立了嘉士伯生物技术公司，并收购了生产通风设备和渔业设备的公司。1988 年收购了一家德国啤酒厂 Hannen Brauerei GmbH 的 83% 股份，还收购了丹麦葡萄酒和烈酒制造商 Vingaarden A/S。嘉士伯于 1989 年成立了独立的金融分支机构嘉士伯金融服务公司 (Carlsberg Finans A/S)，负责管理母公司的股票投资组合和养老基金。但到了 1980 年代末，该公司决定出售大部分非饮料业务。

1987年12月，联合啤酒 United Brewery 的名称更改为嘉士伯 Carlsberg A/S，以使该公司的业务更加独特。这家更名后的公司巩固了自己的业务，并逐渐开始裁员，以应对啤酒市场进入成熟期。整个1980年代销售额增长缓慢，从1982年的63.1亿丹麦克朗增长到1990年的104.8亿丹麦克朗。

在1990年代嘉士伯继续在国际市场进行投资。1991年公司收购了葡萄牙最大的酿酒厂 Unicer 的控股权。嘉士伯随后出售了所持西班牙一直处于亏损状态的啤酒厂 Union Cervecera 的股份。随后嘉士伯和 Guinness 联合收购了一个更大的西班牙酿酒厂 La Cruz del Campo S.A.，Guinness 收购了60%的股份，嘉士伯收购了10%股份。

嘉士伯还与一个大型酿酒和批发公司 Allied Lyons 联盟，以确保其至关重要的英国市场。1990年代初，嘉士伯全球利润的近一半来自英国，当地酿酒商之间的竞争日趋激烈。在1991年与 Allied Lyons 公司联合之前，嘉士伯只占有英国啤酒市场4%的份额，1990年的销售额为13.1亿丹麦克朗。合并后的新公司名为 Carlsberg-Tetley PLC，双方持股各半，公司占有英国18%的市场份额，仅次于市场份额分别占有23%的 Bass 和21%的 Courage。这一联盟使嘉士伯得以进入合资企业的六家啤酒厂、强大的分销网络以及更大的品牌组合。英国反垄断机构近一年才批准这笔交易，1993年初才正式开始运营。

包括 Carlsberg-Tetley 在内的三家大公司控制着英国约2/3的啤酒市场，英国的市场为嘉士伯树立了全球市场的榜样。1991-1992年全球啤酒消费量下降，反映出欧洲经济衰退，日益庞大的国际酿酒公司之间的竞争开始加剧。嘉士伯继续加强与外国啤酒厂的合作，因为它预计1990年代啤酒消费将出现负增长。嘉士伯在欧洲的部分缓慢增长被其在亚洲的销售增长所抵消。1990年代，嘉士伯已成为远东地区领先的国际啤酒品牌，在新加坡、马来西亚和香港处于特别有利的市场位置。嘉士伯在韩国、日本、印度尼西亚和尼泊尔的销量还不大。嘉士伯的子公司 Danbrew 致力于在泰国建造啤酒厂，到1992年，嘉士伯啤酒被引入中国和斯里兰卡。

在丹麦，嘉士伯对其啤酒生产设施进行了重大调整。1992年开始逐步淘汰其 Tuborg 啤酒厂，并将生产转移到另外两家现有工厂，以实现长期经营效益。自1980年代中期以来本土市场一直在裁员。1992年，嘉士伯收购了 A/S Dadeko 公司80%的股份。该公司负责在丹麦装瓶和销售可口可乐、芬达、雪碧和其它软饮料。

整个1990年代，嘉士伯在英国的合资企业 Carlsberg-Tetley 面临着激烈的竞争，市场份额和利润不断下降。

1996年，嘉士伯的合作伙伴 Allied Domecq PLC 公司决定退出，将其50%的股份出售给该公司最强大的竞争对手 Bass 啤酒公司。嘉士伯和巴斯计划合并两家公司，巴斯拥有80%的股份，嘉士伯拥有剩余的20%。1997年英国贸易和工业部否决了这次合并，理由是它将违背公共利益。随后，美国贸易部命令 Bass 公司出售 Carlsberg-Tetley 公司的股份。嘉士伯以大约1.83亿美元的价格从 Bass 公司手中收购了这些股份。

1997年，嘉士伯终止了与 Anheuser-Busch 的合作关系。12年来，A-B 公司一直是嘉士伯产品在美国的唯一分销商。随后，嘉士伯将在美国的经销权移交给了加拿大 Labatt Breweries 子公司拉 Labatt USA 公司。1997年，嘉士伯与可口可乐公司成立了一家合资企业，进一步巩固了在软饮料市场的地位。这个名为 Coca-Cola Nordic Beverages 的合作伙伴关系是为了在丹麦和瑞典装瓶、销售和分销可口可乐软饮料产品而发展起来的。为了获得欧盟委员会对合资企业的批准，嘉士伯被勒令出售其在百事可乐丹麦瓶装商 Bryggerigruppen A/S 和 Jolly Cola 制造商丹麦 Dansk Coladrik 的股份。1998年，可口可乐北欧饮料公司将其业务扩展到挪威和芬兰。

尽管国际啤酒市场竞争激烈，嘉士伯在1990年代还是实现了销售和利润的温和但稳定的增长。公司拥有大约100家子公司和关联公司，并在150个市场占有一席之地。然而，由于啤酒消费量的下降和嘉士伯所服务的许多市场竞争的加剧，该公司在未来几年面临利润下降的可能性。

“在嘉士伯啤酒厂的工作中，不管眼前的利益如何，都应该把啤酒的酿造技术发展 to 尽可能完美的程度，以便这些啤酒厂及其产品才能够脱颖而出，成为典范，从而通过他们的榜样，帮助丹麦保持啤酒酿造的高水平和荣誉水平。”——Carl Jacobsen 和 J. C. Jacobsen



<Jos. Schlitz Brewing Co.>

1850年，Joseph Schlitz Brewing 公司创立，起初在 Milwaukee 为一家餐馆供应啤酒。

1871年，芝加哥发生大火，许多啤酒厂被烧毁，Schlitz 因此得到极大发展。

1900年，Schlitz 成为美国第三大啤酒品牌，仅次于 Pabst Blue Ribbon 蓝带公司和 Anheuser-Busch 公司。

1920年，美国实施禁酒法令，Schlitz 依靠生产麦芽糖浆和酵母糖浆，成功度过了这一时期。

1947年，Schlitz 成为美国第一啤酒品牌。

1960年，Schlitz 请 Leo Burnett 广告公司创作：喝顶级淡啤，品真正口味。聚焦“口味”主题广告。

1970年，Schlitz 以“海洋男人”为切入点，在保留“口味”主题的基础上，创造出英雄形象。其口号是“人生只此一

回，不要错过新口味"。

1969 年，美国第八啤酒公司米勒啤酒，被菲利普·莫里斯公司 Phillip Morris 收购。

1974 年，Schlitz 开始走低成本路线，一度将大麦芽原料偷换成玉米糖浆，甚至悄悄采用低档工艺。这给竞争对手留下了把柄。Schlitz 为了提高销售额，将节约出来的成本用来搞降价促销，过去 Schlitz 定位高端啤酒，却不伦不类地进行打折促销。

1975 年，Schlitz 出现质量形象危机，为了应对危机，将"口味广告"更换为"质量广告"，口号是"啤酒只此一词，Schlitz，你一定知道"。A-B 公司说：竞争对手为了追求更高利润，不惜偷换原材料和酿酒工艺。

1976 年，Schlitz 为了延长啤酒保质期，擅自更换所有地泡沫稳定剂，本来以为没有问题。却意想不到，啤酒泡沫稳定剂和啤酒其他成分发生了反应，形成了雪花状小晶片。Schlitz 本想秘密召回并销毁，结果事迹败露，被传为笑柄。

1977 年，Schlitz 试图挽回形象，再次更换广告，口号是"想夺走我的 Schlitz？想夺走我的口味？"广告语气咄咄逼人，但并未起作用。

1980 年，Schlitz 走投无路，遂投资 400 万，分 5 次进行盲测，虽然 50% 的表示喜欢未加标志的 Schlitz 啤酒，但一切行为都难以让消费者相信，Schlitz 还在使用老配方、老工艺，口碑一旦失去，就无法挽回。

1982 年，第七大啤酒制造商 Stroh 收购 Schlitz Brewing 公司，取代其第三的地位。1996 年，Stroh 收购了第五大啤酒制造商 Heileman，使集中度进一步提高。



<Pabst Blue Ribbon> www.pabst.com

蓝带啤酒始创于 1844 年，已有 170 多年历史，是历史悠久的著名品牌。

1844 年，Jacob Best 从德国莱茵河畔移民到美国威斯康新州，建立了 Best Brewing 公司。

1859 年，Phillip Best 接手。其女儿 Maria 嫁给 Pabst 船长。1863 年，Pabst 出售了航运生意入股啤酒厂。

1872 年，啤酒产量增长为 10 万桶。Pabst 成为总裁，Best Brewing 是美国第二大啤酒公司。

1876 年，Best 啤酒在费城世界博览会和巴黎世界交易会商获得了金奖的最高荣誉。

1882 年，Best 啤酒首次在其 BestSelect 啤酒的酒瓶上系上了蓝色丝带，蓝带啤酒的名称由此而来。由于解决了长期以来业界大多数产品遭遇变味的难题，一经面世就大受欢迎。并将公司更名为 Pabst Brewing 公司。

1892 年，Pabst 啤酒决定将 Blue Ribbon 一词加印在 Pabst 精选啤酒商标上，当年产量 100 万桶，成为美国最大啤酒生产商，并为第一个冲击该记录的啤酒生产商。

1898 年，芝加哥世博会上再次获得最高奖。更名为蓝带啤酒(Pabst Blue Ribbon)。

1916 年，由于丝绸供应问题，停止了在啤酒瓶上系上蓝色丝带。

1934 年，在美国伊利诺伊州建立新工厂，并最早推出罐装形式的蓝带啤酒产品(Pabst Blue Ribbon)。

1958 年，为纪念蓝带啤酒年产量达到 390 万桶，并累出售突破一亿桶，蓝带啤酒的 logo 被加上了红色绶带。蓝带啤酒成为好莱坞经典角色的身份符号，被誉为美国文化的经典代表之一。

1960 年，蓝带啤酒产量达到 470 万桶。1970 年，达到 1050 万桶。

1980 年，收购美国第七八九啤酒公司 Stroth 公司，Olympia 公司，Falstaff 公司，成为美国销量第一品牌。

1999 年，收购 Detroit 的 Stroh Brewing 公司，旗下有 Schlitz, Old Milwaukee, Schaefer, Colt45 品牌。

2007 年，重新恢复在 1960 年代，Schlitz 啤酒最受欢迎的 Gusto 配方生产的啤酒。

2010 年，Metropoulos 家族从 Kalmanowitz 信托基金收购了 Pabst 公司。

2014 年，美国啤酒企业 EngeneKashper 从 Metropoulos 家族收购了 Pabst 公司。

<蓝带中国>

1990 年，蓝带啤酒落户广东肇庆，建立了生产基地，并正式投产。

2004 年，肇庆蓝带啤酒，将再享有"蓝带"商标 30 年的使用权利。

2009 年，蓝带啤酒宣布在中国推出首款高端橡木桶啤酒"蓝带 1844"。

伯克希尔股东大会实录 2006

2006 年 5 月 6 日 Qwest 中心 2.4 万人

开场白

巴菲特：早上好。我是沃伦。他是查理。有一件事我可能应该先弄清楚，因为我知道这件事让你很困惑。在电影里，他总是得到女孩。现在，这很难弄清楚，不是吗？但我终于明白发生了什么。这就是所谓的"安娜·妮可·史密斯法则"，也就是在两个有钱的老男人中做出选择的时候，应该选择年纪大的那个。(众笑)现在，几分钟后我们将开始回答大家的问题。我们有很多区域，我们将一个区域一个区域地进行。

但在此之前，我想先感谢几个人，然后我想做几个简短的声明。首先，如果我们能把注意力放在安迪·海沃德身上，安迪每年都为我们画漫画。他四处旅行。他在那里得到了声音。安迪，你在哪里？(掌声)他想出了这些点子。安迪是 DIC 娱乐公司的老板。DIC 是我过去告诉过你的制作"自由的孩子"的公司，我认为这(动画)可能是最好的方式，不仅对年轻人学习美国历史，而且对我这个年龄的人也是如此。我的意思是，这是一系列非常棒的动画片，讲了美国革命时期的几个年轻孩子。我看了其中的几集，自从我上学以来，我忘记了很多美国历史。这真的是一个精彩的系列短片。它会随着时间的推移在 PBS 上播放。如果你想学习美国历史，或者让你的孩子或孙子学习，你不可能找到更好的了。在接下来的几个月里，他将致力于《秘密百万富翁俱乐部》(Secret Millionaires Club)。但它将是一个旨在向年轻人传授一些关于金钱的基本课程的节目。如何避免陷入麻烦，如何有效地使用它，以及你应该对它的态度。所以，我们期待着在明年早些时候推出。我可以向你保证，这将是一个非常棒的节目，可以教给你的孩子和你的孙子一些关于金钱的话题。

我还要感谢鲍勃·伊格尔。鲍勃在上面。鲍勃经营迪斯尼。他的工作做得非常出色(掌声)。我原本以为只要有机会和查理一起出现，就能吸引《绝望主妇》的观众。但在我们发出呼吁后，我们又找到鲍勃·伊格尔说："鲍勃，看看你能为我们做些什么"。所以，谢谢你，鲍勃。同样在这一部分，我想为第一个教查理和我一些关于特许经营的价值和购买伟大企业而不是廉价企业的明智性的人做一个特别的介绍。

在 1972 年收购喜诗糖果之前，我打算主要专注于研究收购或购买相对于账面价值便宜的企业的财务指标，我们总是试图获得与我们的资金相对应的大量有形资产。但我们发现，无形资产，如果得到适当的滋养、如果得到适当的识别，你可以赚到比廉价购买大量有形资产更多的钱。1972 年初，查理和我去了喜诗糖果，它在喜诗家族手中已经有好几十年了，我们买下了它。当然，查理和我对做糖果一窍不通(我们很擅长吃糖果)，我们需要有人来

管理这个地方。我们在那里遇到了一个年轻人。我们两个都很清楚，他是经营喜诗糖果的理想人选，在短短几分钟内，我们与他达成了一笔持续一生的交易。如果查克·哈金斯和他的妻子唐娜能站起来，我希望你们能给他们一轮当之无愧的掌声。(掌声)

正如你所注意到，我的女儿苏茜制作了这部电影。她每年都这样。她在这方面很努力，我们不给她任何回报，尽管当我在波仙珠宝的时候，她偶尔会提醒我，她在这部电影上非常努力，周日我会在那里见到她。(笑声)还有，苏茜，如果你愿意，请起来鞠个躬。(掌声)

另外要提到的是这个活动的负责人，我只是每年都把活动交给她，然后忘了它(表示很放心)。她在这个活动上非常努力。她把所有的参展商都带来了。她安排了一切。她提前几天或一周搬到街对面的酒店，并确保一切都在运转。而查理和我只是在会议当天过来。这位就是凯利·穆克莫·布罗兹。凯莉，你在吗？凯莉在哪？她来了。给她热烈的掌声。(掌声)没有她我们就不会有今天。

现在我想介绍一下我们的董事。我们 3:15 要去参加商务会议。我们先做问答，然后再做这件事。但对于那些不会出席的人，很多人往往在午餐时间离开，我想介绍一下各位董事。你们见过查理和我。如果你们各自站着，我们可以把掌声留到最后。(众笑)那样的话，我们在奥马哈偶像秀上的那个尴尬的掌声计量器就不会让任何人感到苦恼了。Howard Buffett、Malcolm Chace、William Gates、David Gottesman、Charlotte Guyman、Don Keough、Thomas Murphy、Ronald Olson 和 Walter Scott Jr.，这是一群了不起的董事。(掌声)

据我所知，没有一家大型上市公司的董事，他们在公开市场上购买的公司资产账面价值中所占比例普遍与该集团相当。是吗，查理？

芒格：没有。

巴菲特：没有。那很不错。(众笑)各位，这可能是你从他那里听到的全部，有那么一点令人回味。(众笑)

巴菲特：我还要特别感谢杰米·李·柯蒂斯(JamieLeeCurtis)。杰米与我们合作了。我们要感谢杰米对公园世纪学校很感兴趣。她的一个儿子在那所学校上学。这是给有天赋但学习困难的学生的。他们今晚有一场拍卖，但随后会继续进行。比尔·盖茨和我在一套“大富翁”上签了名，我们将亲自将其题写给拍卖的获胜者。所以如果你想去易趣看看，我们保证我们不会再签其他东西了。所以我希望杰米·李和学校在这方面取得巨大成功。

一季度业绩

巴菲特：我们有两项公告，一项相对不重要，但令人愉快，那就是我们在昨天收盘后发布了财报。我想我们可以把这些放在屏幕上。正如你所看到的，我们并不关注已实现的收益或亏损。今年我们有一些收益。而去年第一季度我们出现了一些亏损。但这在短期内毫无意义。随着时间的推移，很明显，这会带来不同。但是，你知道，我们不会在任何一个季度或任何一个年度，根据它对我们在该期间的利润的影响，来决定任何东西的购买或出售。这完全不重要。事实上，仅从税收的角度来看，我们宁愿出售我们仍然亏损的东西。如果我们有一些高税收成本的股票和一些低税收成本的股票，我们将卖出高的，并记录损失，因为这样我们在短期内会得到更好的税收结果。所以我们忽略了这一点。

但是，如果你看一下经营收益，你会发现，在我在年报中提到的那些主要部门在第一季度的表现都相当不错，我展示了我们的四大业务，然后投资收入被排除在外。我要提醒大家，在我们的保险承保中，我们最糟糕的季度通常预计是第三季度。而在第一季度，你不会在这个半球遇到飓风。真正的风险敞口(最严重的风险敞口)是在第三季度，然后在第四季度有一个较小的敞口。我们承保了很多巨灾保险业务。据我们所知，地震没有任何特殊的季节性，但飓风绝对有。有趣的是，在标准会计制度下，如果我们在 2006 年开了一张飓风保单，我们收到了 100 万美元的保费，我们将在第一季度获得 25 万美元，在第二季度获得 25 万美元，以此类推。我们全年都会按比例赚取。在我们看来，这实际上不是正确的会计，但它是必要的会计。真正的损失主要发生在第三季度。因此，你不能以任何方式将我们的保险承保业绩视为一个相当温和的季度，比如第一季度，然后将其外推至全年。但是，尽管如此，这是一个非常好的季度。

GEICO 取得了出色的增长，我几乎可以肯定，我们第一季度的增长好于我们的任何主要竞争对手，而且，可能是在一定程度上承保情况非常好。我们的再保险承保非常好。通用再保险也有一个很好的季度。我们的小的公司有一个很好的季度。因此，总体而言，所有四个部门的工作都非常顺利。这很好，但并不是很重要。我的意思是，五年后，没有人会记得伯克希尔今年的第一季度或第二季度表现如何。

收购伊斯卡公司(ISCAR)

巴菲特：但是我们真正要说的是，我们昨晚宣布收购了一家大型的、管理非常好的、盈利的、真正非凡的公司，叫做伊斯卡。直到去年 10 月，我对伊斯卡一无所知。我不知道他们非凡的管理。但我收到了一封信，是 Eitan Wertheimer 写的，可能是一页半，他告诉了我一些关于这件事的事情。有时候，性格和天赋就会从一页纸

上跃入我的眼帘，这就是其中一封信，它来自以色列。读了这封信后，我表达了和 Eitan 见面的兴趣。此后不久，我不仅见到了 Eitan，还见到了他的首席执行官兼总裁，一位名叫 JacobHarpaz 的杰出人士。首席财务官 DannyGoldman。我们在奥马哈相遇。他们随后见到了查理。

昨天我们签了合同，这一切都有了结果。在我继续这个之前，也许查理想说一两句关于伊斯卡的话。尽管你很难相信，但他和我一样对这件事充满热情。现在，我要问你，你以前见过这个吗？查理？

芒格：这是一家公司，从非常不起眼的起步，发展成为世界上该领域最好的公司。它还不是最大的，但这让他们有事可做。这家公司员工的平均素质不仅是非凡的，而且是一流的。当你看着我们两个人的时候，最美妙的是他们都很年轻。这是一个真正有质量的企业，这些人知道如何去做一些我们不知道如何去做的很多事情。所以，我们当然对公司充满热情。当我与世界上一些最好的人打交道时，我总是充满热情。

我希望我们能把聚光灯放在那里。他们就在前面。我希望三位经理能单独站出来。然后 Eitan 会和我们聊一聊，然后我们有一个短片来告诉你一些关于伊斯卡的事情。我想我们已经安排好了。如果 EitanWertheimer 能站出来，我们就能把聚光灯打在他身上。在那边。不错。Eitan，我来介绍一下其他两位，然后你可以给大家介绍一下吗？JacobHarpaz 是总裁兼首席执行官。(掌声)好好看看这些人，因为他们会为你做得非常非常好。还有丹尼·戈德曼。丹尼，你能站起来吗？(掌声)谢谢。如果你把麦克风给 Eitan，我想 Eitan 想和大家谈谈。

EitanWertheimer：大家早上好。终于来到了奥马哈，这让我感觉很棒。我们加入了一个新的大家庭。我现在站在你们面前，代表着 5869 人，不仅是我们的员工，还有他们的家庭，他们的过去和未来。我们花了三年时间来考虑下一步该做什么。我们是成功的。但我们未来还可能会犯很多错误。

直到有一天，我们发现有人来问我们："你听说过伯克希尔和巴菲特先生吗？"我们说："是的，我们听说过，但我们从来没有想过会加入"。当我们开始研究这家公司的时候，我们明白加入伯克希尔对我们来说是正确的，我们是一个拥有强大文化和我们愿意保留的文化的家族企业，我们有一群热爱工作的年轻群体，也许没有持续很长时间，但不会少于 20、25 年。所以我们决定，让我们试一试。沃伦给我们上了非常有趣的一课，查理也给我们上了非常有趣的一课，我们很幸运我们过关了。(众笑)

我很高兴我能在这里代表，不仅是那些生产产品并接触客户的人，我也代表了制造业的很多客户。他们让汽车跑得更快更安全。他们会让飞机飞起来。他们将制作模具来制造可口可乐的瓶子。他们会制造一台洗衣机。他

们会制造制作地毯的工具。他们会做很多东西。很多时候，制造业的人都有点处于阴影中。作为一名制造业从业人员，我非常自豪地说，我代表着他们所有人，我们所有的客户，每天早上我都要感谢他们，不仅是因为他们购买了我们的产品，还因为他们尝试了我们带来的新想法，并非常努力地工作以保持竞争力。谁将保持竞争力，谁将在那里长期存在。这也是我们的目标。

这位是 Jacob。实际上，我的工作是不打扰他。十年前，他以一种非常温和的方式解雇了我。他所做的事情比我所能做的更好，我打扰他是没有意义的。所以我继续做其他的事情。我们在公司只有 34 年，真正的工作是由 Jacob 和其他很多很多人完成的。

我相信你们已经看过电影"环游世界 80 天"，而我们为你们准备了"全球 61 家公司"，我希望你们喜欢。我们肯定要满足很多期望。我们一定要非常努力地工作，让每个人都为我们加入这个大家庭而感到骄傲，当然还有我们的员工，当然还有这个房间里的每个人。所以让我们希望我们都会成功，让我们展望未来。我期待着每年春天来到奥马哈。谢谢。(掌声)

(播放录音带)

IMC 提出了"更好的解决方案，更美好的世界。"

1889 年，第一辆汽车的出现带来了金属加工复杂解决方案的需求。这就是由美国工程师创办的一家新公司的开端：英格索尔(Ingersoll)。在接下来的几十年里，另一家工厂在德国成立。自成立以来，英格索尔与业界建立了牢固的联系，这使其牢牢占据了领导地位。一个多世纪以来，英格索尔一次又一次地证明，最好的解决方案始于最好的工程师。

1999 年，英格索尔加入 IMC 集团，发现天空不是极限，而只是起点。与此同时，在 20 世纪之交，另一家金属加工厂在地球的另一端韩国成立：Taegutec。1997 年加入 IMC 集团，Taegutec 巩固了其作为远东工业刀具主要供应商的地位。今天，Taegutec 已经取得了无与伦比的成功，渗透了新的市场，精简了生产流程，并表明精确的全球思维可以消除距离。

20 世纪中叶，在以色列北部，Stef Wertheimer 在他位于 Nahariya 的小棚屋里预言了全球对更先进刀具的需求。Wertheimer 说，"新的世界需要更好的解决方案"，并建立了伊斯卡。在相对较短的时间内，**伊斯卡已成为全球第二大切削刀具制造商，在金属切削领域处于领先地位**。伊斯卡彻底改变了机械加工的各个方面。其使命：在最高的技术水平上应用创新、质量和自动化。伊斯卡的突破性成就包括：切割应用的革命；70 年代自动控制的发展和铣削领域的开创性胜利；80 年代的 HELIMILL 和 CHAMDRILL；90 年代的钻削革命等。这些创新以及更多创新巩固了伊斯卡作为世界切削刀具开发领导者的地位。

Ingersoll、Taegutec 和 Iscar 的结合产生了 IMC 集团，集世界之大成，创造了世界上最好的工具。当今快速发展的世界要求我们不断提高标准，越来越努力地提供更智能、更精确的解决方案，推动我们前进，改善自己，引领世界。你必须是全线供应商。要成为一家全球性公司，就意味着要在世界各地的许多国家和许多地方实现本地化。

其他 IMC 集团公司包括：

IT. TE. DI 意大利公司，汽车和航空航天工业中用于高精度铝加工的 PCD 金刚石工具的设计者和制造商；

UOP 意大利公司是高品质整体硬质合金和高速钢标准工具的生产商，并为航空航天、染料和模具行业的应用提供特殊的定制设计；

Outiltec 法国公司，用于深钻和需要独特几何形状的应用的超长枪钻的专家创造性解决方案；

UNITAC 日本公司，BTA 型钎焊可转位头深钻工具；

Wertec 意大利公司，该公司设计和制造了用于深孔和复杂钻孔应用的独特扩孔工具。

JacobHarpaz: 如果你看外面, 你看到那边有一些汽车, 请注意, 每辆汽车中至少有一个零件是由 IMC 公司之一制造的, 这是肯定的。

EitanWertheimer: 在你有一条生产线之前, 地理分布很广, 人们懂这种语言, 你开始思考, "我可以尝试还是不可以尝试成为汽车供应商?"

IMC 集团把汽车工业作为所有工厂的首要目标。所有的英格索尔的子公司, 都为北美汽车行业的工作做出了巨大贡献。与此同时, 在地球的另一端, Taegutec 刀具也加入了日韩汽车工业迅猛发展的行列。伊斯卡的研发与 IMC 集团之间的合作带来了全面的解决方案, 有助于提高全球汽车生产的效率, 并为节约生产成本铺平道路。

JacobHarpaz: 我们不仅在销售工具, 我们还在销售技术。我们正在向客户推销一种更好的盈利方案。我们相信, 通过提供解决方案, 它可以提高其生产力水平, 为他的公司创造更多的利润。

在重工业中, IMC 的力量显而易见。三个主要制造工厂的独特组合创造了新的机会。Ingersoll 和 Taegutec 的地理位置使这些公司发展了特定的重工业专业化。伊斯卡开发的创新几何形状, 以及为满足该行业的特殊要求而设计和生产的工具, 使 IMC 处于这一重要行业的前沿。

航空航天领域。

这种融合、精确和创新应该会走得很远。如果你想达到更高的高度, 你必须在技术上, 在理解材料上, 处于领先地位。航空航天工业需要针对外来和难加工材料的加工解决方案、对轻质材料(如铝)的熟练掌握, 以及加工需要大规模加工能力的零件的能力。三个工厂的组合, 对切削材料和复杂切削几何形状的深刻理解, 以及专业技术和制造大型工具, 使 IMC 成为航空航天工业的战略合作伙伴。

通用工程领域。

所有这些在各个领域、各个行业 and 世界各个角落积累的丰富工程经验, 为开发新的、突破性的工具铺平了道路, 这些工具可以简化生产流程, 缩短加工时间, 并为通用工程领域的每个客户降低成本。

JacobHarpaz: 在将产品投放市场后, 我们投入了另一个团队, 我们自己的团队, 他们现在将与产品的发布进行竞争。

EitanWertheimer: 在展会上, 我们被公认为是一家非常非常创新的公司。很多时候, 这句话是: "让我们去那里, 因为他们肯定有新的东西。他们总是有新的东西。"这是一个很大的恭维, 因为创新将带来不同。

StefWertheimer: 在某种程度上, 我相信工业本身就是一种艺术。这是艺术。这是创造。你创造一些东西。

你可以看到它立即进入一个 IMC 的分支机构或工厂。IMC 的家首先是员工和客户的家。多年的经验告诉我们, 这是成功的关键因素。

EitanWertheimer: 许多公司都有大楼、机器和大量的房地产, 但只有人才有机会发挥作用。

JacobHarpaz: 我相信, 凭借员工的雄心壮志, 凭借员工的辛勤工作, 我们将达到世界第一的位置。

世界需要更好的解决方案。这就是我们在这里的原因。IMC。(掌声)

巴菲特: 这是一次重要的收购, 我们花了 40 亿美元买下了公司 80% 的股份。这家人仍然与我们合作。他们保留了 20%。这是我们收购的第一家总部位于美国以外的企业。我们还有其他人在那里开展业务。我认为, 五年或十年后回顾这件事时, 你会认为这是伯克希尔历史上非常重大的事件。而且很有趣。在这个世界上, 许多企业被拍卖, 它们在出售前打扮得漂漂亮亮, 投资人甚至还举债等等, 我们不断听到人们周期性地认为他们的企业太重要了, 不应该被拍卖。而且我们从来没有在拍卖会上买过企业, 是吗, 查理? 我记得应该是的。

芒格: 我也不记得了。

巴菲特: 是的。所以这是有好处的。因为, 实际上, 在我们看来, 那些对自己的业务足够关心, 而不是简单地把它像一块肉一样放在拍卖会上的人, 也是那些随着时间的推移成为最好的经理和最好的合作伙伴的人。他们的大脑里有一种东西, 他们认为这项业务非常重要, 这里的人非常重要, 他们服务的客户非常重要, 他们实际上

关心的是这些业务所涉及的所有家庭。我认为这个筛选标准对我们非常有益。在过去的 15 或 18 个月里，我们收购了一些让人有这种感觉的企业，我认为最重要的是伊斯卡。因此，我欢迎来自以色列的新朋友。我打算九月份去那边看看，看看还有没有像你这样的企业，看看我们能不能多给伯克希尔拉点生意。

说到这里，让我们进入提问环节。我们会一直回答问题到中午，然后休息 45 分钟左右再回来，然后我们会一直持续到大约 3 点钟。然后我们休息大约 15 分钟，从 3:15 到 3:16 会进行正式的商务会议。(众笑)然后在 4 点，查理和我将会见所有来自北美以外的人。今年我们收到了大约 550 份来自北美以外国家的机票申请，而去年只有 380 份左右。因此，我们期待着与远道而来参加本次会议的各位见面。

现在，我们在这里有 12 个区域，我们将从 1 号区域开始。

股东问答开始

1、我们可以"轻松处理"社会保障

股东：我叫 Edward Jannig，来自科罗拉多州丹佛市。首先，我要感谢查理和彼得·考夫曼的精彩著作。我想本杰明·富兰克林会非常自豪的。我的问题是，去年当被问及社会保障问题时，你说像美国这样富裕的国家应该照顾他们的老人。今年，我读了皮特·彼得森(Peter G. Peterson)的书《勉强支撑》(Running on Empty)，从社会最大利益的角度来看，应该在福利支出上划上什么界限？我想知道你们是否在这个问题上有不同意见。

巴菲特：现在，每个社会都会有这样的问题，不管是不是正式的，你都会有如何照顾老人和年轻人的问题。你知道，有些人正处于生产商品和服务的年龄，有些人太年轻，不能参与生产这些商品和服务，但他们仍然需要它们，还有一些人年纪大了，处于同样的地位。

从 1935 年开始，我相信，我们正式地立法了这个想法(1935 年 8 月，美国国会通过法案，规定凡是满 65 岁的退休人员，根据原工资水平每月可获得一定数额的养老金)。我们总是这样看待年轻人，当他们自己无法支付学费时，学校应该为他们提供帮助，社会对这两个阶层都负有责任。但在 1935 年，我们接受了由政府提供这一基本限额的想法。现在，我认为，随着寿命的提高，65 岁的人退休已经过时的说法是有一定道理的。现在在某种程度上，这种情况正在改变，我认为可能还需要更多的改变。

但这个国家的人均 GDP 产出接近 4 万美元。而有些人，像查理和我，非常幸运，因为在市场体系中，我们可以变得非常富有。而其他人不是那么聪明，他们在市场体系中，不一定做得很好，如果他们在工作的几年里能够

养活自己，那他们是相当幸运的，但有一些人没有能力赚到足够的钱来照顾他们以后的生活。而社会已经承担了这一责任。我们国家可以很容易地处理社会保障问题。

我的意思是，这让我感到震惊的是，一个很乐意运行 3 到 4000 亿美元赤字的政府，现在却很担心 30 年后他们在社会保障方面会有 1000 亿美元的赤字。我是说，这里面有一点讽刺意味。(掌声)

确实，如果我们保持目前的年龄结构，最终会出现每一个老人需要两个年轻人进行供养。但随着我们的发展，我们每年的生产能力都在增加。在一个民主社会里，在你如何分配蛋糕之间，总会有斗争。但我们有一个巨大的蛋糕。我们有一个不断增长的蛋糕。我们可以很容易地照顾人民，至少在某种程度上，就像我们现在照顾他们一样。**在未来，从这块不断增长的蛋糕中，如果人们退休了，他们的生活水平也会有所提高。**

芒格：是的。我也想到了皮特·彼得森的世界，但我没有得出同样的结论。当然，如果我们不对社会保障体系进行修补，它最终会出现资金不足的情况。但是，如果未来几十年，这个国家的经济增长速度将保持在每年 2% 或 3%，那么从蛋糕中拿出更多的份额，并将其分配给年龄更大的人，就是小儿科了。

我认为，如果你认为无论你怎么富有，**你总是会把给老人的钱固定在同样的数额上，那就太疯狂了。**但在未来多花点钱来支持我认为我国历史上最成功的项目之一，这是一件非常合理的事情。社会保险的开销很低，而且有很多好处。这是一个非常合理的承诺，我希望我自己的政党能明白一点，这并不是什么大问题。(掌声)

巴菲特：当你问几个我们这个年纪的人你对待老年人的感受时，就会发生这样的事情。(众笑)

顺便说一句，目前大家都喜欢谈论统筹预算，但 30 年前你没有听到国家层面上的统一预算。统筹预算意味着，社会保障收益现在被计入总体预算。所以他们目前非常高兴地拿着社会保障收益，并大肆宣扬这之后的数字。但是，当他们开始谈论 20 或 30 年来的社会保障赤字时，他们往往会想把它分开，并对此感到非常恐慌。所以我认为这场争论中有很多虚伪。

2、我们经理人的薪酬跟他们可以产生影响的事情相关

股东：早上好。我的名字是 Phil Rafton，来自加州奥林达的股东。我的问题是：在一个周期性很强、可能从繁荣走向萧条的行业，你会如何设计薪酬体系？你想以某种方式将薪酬与业绩挂钩，但这可能导致薪酬的大幅波动。例如，今天在蓬勃发展的行业，如能源和采矿，利润高是由于行业的繁荣，而不一定是管理技能的结果。相反，当行业下滑时，利润也会因为管理不善而降低。所以，我的问题又来了：你如何设计一套薪酬方案来最好地

奖励管理绩效？

巴菲特：是的。这是个很棒的问题。因为如果你现在经营一家铜公司，铜的价格是每磅 3.5 美元，即使你碰巧是村里的白痴，你也能赚到钱。同样，当铜的价格为每磅 80-90 美分时，一般来说，大部分时间里铜矿的开采都是相当少的。

我们设计了伯克希尔的薪酬体系。我们有几十家公司。其中一些是资本密集型的。其中一些是周期性的。其中一些不需要太多资本。如果没人经营的话，其中一些公司会非常棒。而其中一些是非常困难的业务，即使遇到了最好的管理。我们有各种各样的薪酬制度。当你说，“你如何为这种情况设计一个薪酬制度？”时，你很聪明，因为人们经常带着某种标准化的薪酬制度或他们看到的任何最高的薪酬制度进来，然后将其应用于他们自己的利益。如果让大多数人选择自己的薪酬制度，他们会从自己的立场出发，提出类似的适当安排。

如果我们拥有一家铜矿公司的全部股权，我们可能会更多地以生产成本来衡量，而不是以铜的售价是每磅 2 美元还是 1 美元来衡量，这取决于矿体的种类和其他方面。管理层肯定有对运营条件的控制权，不过他们无法控制市场价格。在这样的业务中，奖金不会有很大的波动，但它可能会与我们认为在公司管理中能够被个人控制下的东西相联系。这就是我们试图衡量的。我们试图了解他们所在的行业，我们试图了解经理人可以产生影响的事情，以及他们在这方面做得有多好。

例如，在 GEICO，我们通过两个单位指标来衡量：一个是单位保费增长，另一个是成熟业务的盈利能力。新业务需要花钱。我们想要新业务。所以在这方面，我们不会向经理或其他 2 万名员工收取费用。我们不想为不受他们控制的任何东西付钱。我们不想为错误的事情付出代价。

我想说，在一个周期性的行业中，如果油价是每桶 70 美元，我不认为任何特定的管理层值得为此而受到赞扬。事实上，当他们在国会被传唤时，他们都有点否认他们与此有任何关系。但我不会因为油价是每桶 70 美元或每桶 40 美元而给他们肯定。但随着时间的推移，我对他们长期以来低廉的搜寻成本给予肯定。我的意思是，如果你有一家生产石油的公司，你真正想要做的是，你想要一种管理，在五年或十年的时间内，以低于平均单位成本的价格发现和开发石油。

在这方面，即使是在大公司之间，业绩也有很大的差异，我会给做得好的人发工资，我会给他们很好的回报，因为他们在为我创造财富。如果他只是在 70 美元的油价上赚了一大笔钱，而他在以合理的成本找到石油方面

的记录实在是太糟糕了，我不会付给这个家伙一大笔钱。查理？

芒格：是的。我们很容易就能像伯克希尔那样建立公平的薪酬体系。许多其他上市公司也有公平的薪酬制度，但其中约有一半的公司有严重不公平的制度，在这种制度下，高层人员的薪酬过高。我们知道如何解决伯克希尔的问题，但迄今为止，我们对薪酬体系不公平的那一半美国公司的影响力几乎为零。

巴菲特：是的。你可能会发现一件有趣的事，我们有 68 家正在运营的公司。我们可能负责了大约 40 名经理人的薪酬体系，因为他们中的一些人有自己的业务。再次强调，我想不出因为我们在薪酬问题上存在分歧，我们在过去 40 年里失去了什么人。我们从来没有一个薪酬顾问进入伯克希尔。他们可能在子公司有过，但他们很聪明，没有告诉我。(众笑)这从未发生过。我们也没有很多会议，我们不会花很多时间在这上面。这不是火箭科学。

薪酬制度变得比需要的更复杂，比需要的更混乱，因为有一个复杂和混乱的系统满足了一些人的需要，他们想要得到比他们的价值更多的回报。这个薪酬制度不会改变，因为它有利于那些掌握开关的人，那些选择人际关系顾问和选择委员会成员的人。我被列入了一个委员会，查理可以告诉你发生了什么。(笑声)

芒格：是的。我们是所罗门最大的股东。我们两个人是董事会成员，沃伦是委员会成员。在这种“嫉妒”的狂热中(这是投行薪酬的特点)，我认为沃伦温和地抗议了一个稍微理性的结果，结果他在投票中落败。

巴菲特：查理使用了“嫉妒”这个词，而不是“贪婪”，这很有趣。因为这是我们的经验，嫉妒可能是一个更大的动机，在人们想要获得顶级的收入的时候，这比贪婪更大。这是一个非常有趣的现象，你可以给某人 200 万美元的奖金，他们很好，直到他们发现他们旁边的人得到了 201 万，然后他们在下一年就会请病假了。(众笑)

查理指出，在七宗罪中，嫉妒是最愚蠢的，因为你不会因为嫉妒而感觉更好。我的意思是，如果你嫉妒某人，你会一直感觉更糟。现在，你知道，我在贪吃的时候度过了一些最好的时光。贪吃确实有好处。而我们不会陷入情欲。(众笑)但我听说偶尔也有好处。

但是嫉妒，你知道，你所做的一切就是坐在那里，自己自怜，并无法入睡。但它是人类精神的一部分，你看到它的时候，你会觉得很讽刺。SEC 希望薪酬更加透明，我认为，这是一个好主意，但事实上，当其他 CEO 看到有人的理发费用由公司支付时，理发就会加入他们的购物清单。他们决定自己也需要由公司支付理发费用，于是他们突然变成了付小费最多的人。

3、股东信和股东大会是伯克希尔文化的传达

股东：来自欧洲中西部的观众朋友们，向你们表示问候。我是 NormanWintrop，来自德国波恩。非常感谢您以这样一种让我们感到被视为合作伙伴的方式来撰写您的股东信。沃伦，在致股东的信中，你最后表达了对未来管理伯克希尔的想法。请问，你们是如何培养接班人的？你怎么跟他们说？你如何向他们总结什么对你来说是重要的？如果你能够做到这一点，你将如何衡量他们是否达到了你的期望？

巴菲特：这是一个很好的问题。而且，我认为，实际上，这是写这封信的部分原因——不仅是为了向我们的合作伙伴、我们的股东，也是为了向我们的管理者和公众中的其他任何人，告诉他们伯克希尔是什么。

就我们所做的而言，这次会议旨在为伯克希尔赋予一种个性和特点。我们不会说它比任何人都好，但我们确实认为这是我们特有的。我们希望加入我们的经理人，相信我们的经营方式，与股东建立伙伴关系，对企业终身忠诚。我们希望这些人能加入我们。我们希望在他们加入我们之后，他们所看到的一切能够强调我们所拥有的价值观。因此，我们希望我们所做的一切，都符合大多数人所说的伯克希尔的"文化"。

所以写下来的文字(股东信)，其实就是他们看到的、听到的。这个过程本身就是训练。这和你小时候接受的训练是一样的。我的意思是，当你在家里的時候你每天都从身边非常重要的人的行为中学到一些东西，而这些大人就在你身边。一个家有一种文化，一个企业有一种文化。从某种程度上说，一个国家可以有一种文化。我们努力做到一切与之相符的事情，并且我们努力不做任何与此不一致的事情。

而且，相信我，如果你是一位聪明的伯克希尔经理人——他们很聪明，你知道，他们一开始就会认同它(伯克希尔文化)，他们看到它是有效的，它不需要正式的课程或指导或诸如此类的东西。我的意思是，如果你与伯克希尔的经理们交谈，你会发现他们的想法与查理和我实际上的想法是一致的。

而有很多人这样做，所以他们不能加入我们。实际上，我不久前就会遇到过，而最终什么都不会发生(不会买入)，因为他的大脑处理事情的过程和我的不一样。我对他的生意很感兴趣，所以我们聚一聚看一看，但很遗憾我们之间不合适。你知道，它的文化只是和我们的文化不匹配。

它的好处是我们的文化是如此的清晰，以至于在人们接受它，或人们的行为方式与它不一致的方面没有太多的冲突。所以我认为没有必要进行任何正式的培训。

我在年度报告中提到，如果我今晚去世，有三个明显的候选人可以接替我的位置。现在，董事会知道他们今晚会同他们中的哪一个。三年后可能会有所不同，但这三个人中的任何一个都不会丢失我希望我们在这里拥有

的文化，因为这也是他们的文化。查理？

芒格：嗯，你知道，如果沃伦在保持某种文化和某种思维方式的过程中一直坚持信仰到 75 岁，你真的认为他会把传承信仰的工作搞砸吗？就他在生活中的职责而言，还有比这更重要的吗？(掌声)你们都有东西，你们都有更重要的事情要做，而不是仅仅因为一些人的死亡就担心伯克希尔的蜡烛会熄灭。这是一个信仰将持续很久的地方。当然，在总部，**我们不是在培训管理人员。我们只是找到了他们。而且他们并不难找。**你知道，如果一座山像珠穆朗玛峰一样矗立起来，你不需要成为天才也能认识到它是一座高山。(众笑)

4、封闭式基金的非理性定价

股东：我的名字是 YuenGunn，我来自英国的 Whitehaven。事实上，上一次我这么紧张地问问题时，我刚送给我妻子一枚 Borsheims 的订婚戒指。(笑声)

巴菲特：我希望你再次感到紧张。(众笑)

股东：我的问题是，在目前新兴市场的热潮下，许多包含新兴市场股票的封闭式基金的交易价格，相对于其资产账面价值有很大的溢价，即使存在也可以用来购买类似的股票组合的开放式基金。这在我看来不太合理。为什么这些溢价持续存在，你是否同意这是非理性的？

巴菲特：是的。不过，我对你所说的新兴市场基金的具体情况一无所知。我还没有看其溢价的程度。但是，历史肯定会表明，几乎所有的封闭式基金最终都会出现折价，**绝大多数封闭式基金都出现了折价。**

你知道，如果他们最初以 6% 的佣金出售，当然，最初的人通过支付 1 美元获得了 94 美分的资产账面价值，但我知道如果我有兴趣通过其他人的管理的基金来投资新兴市场，一边是我可以以 X 的价格购买开放式基金，而另一边是我必须以 120%X 购买一些封闭式基金，那你必须让我相信这个封闭式基金的管理更好。

所以我觉得你是对的。我不知道——再说一遍，我不知道——如果溢价是百分之几，那真的没有多大区别。但偶尔，查理和我在过去看到封闭式基金甚至以高于资产价值 30% 或 40% 的溢价出售。海外证券是一只规模很小的基金，多年来一直在这么溢价交易，这让所有人都感到困惑。但最终他们还是会回到地球上。查理？

芒格：我没有什么要补充的。(众笑)

巴菲特：他现在正大步前进。(众笑)

5、公司董事会应该像所有者一样思考

股东：沃伦和查理，我想感谢你们去年收购了皮特·利格尔(Pete Liegl)的公司 Forest River Inc，这让一个曾经默默无闻的中西部城市出现在地图上。我是弗兰克·马丁，来自印第安纳州的埃尔克哈特，这里是世界房车之都。

巴菲特：很高兴你能来，弗兰克。

弗兰克刚刚出版了一本书，是关于他的一些年度信件的历史。这是一本好书，我建议你去买。

股东：谢谢你，沃伦。我还要感谢你对罗宾·威廉姆斯和其他好莱坞明星的影响。看过电影《房车》(RV)的人都知道，沃伦会不遗余力地推广他收购的公司的产品。(众笑)

巴菲特：事实上，有些人已经注意到了，弗兰克。(众笑)

股东：更严肃的一点是，在美国的企业治理中，有一种虽小但不断增长的趋势，即董事的多数投票制向英国的多数投票制转变。你认为多数投票的好处和坏处是什么，因为它关系到提高公司董事会的道德标准？

巴菲特：查理，你想试试吗？

芒格：我不认为这会对公司董事会的道德规范产生任何影响。在治理主体中有一种时尚。我认为美国公司的问题不会因为这样的事情而得到解决。所有这些改革都必须考虑到，有可能成为使用新权力的积极分子的那类人，说得婉转些，这群人是一群混杂的人。

巴菲特：你必须明白，董事会的问题这在一定程度上是一种商业问题，在一定程度上也是一种社会问题。问题是参与其中的人们，他们**在多大程度上像企业主一样思考问题？**他们**是否对企业有足够的了解？**即使他们试图像企业主一样思考他们的决定，但这**是否有意义？**

查理和我都是具有双重投票权(A/B 股)的公司的董事会成员。伯克希尔拥有这些能力，尽管它微不足道，没有什么区别，但我们在其他董事会工作过。我从来没有真正看到过，他们的行为因投票的性质而有任何不同。我想如果你多年来看过董事会的会议，你会被震撼到。你会看到在会议室里的人的**商业悟性，以及他们在决策过程中，像所有者一样思考的程度方面，有一个巨大的差异。**我不知道双重投票或缺乏双重投票是否真的与此有很大关系，但我没有看到。关键是，正如查理所说，在公司治理中，存在着所有这些时尚——我过去已经提到过。

但董事会的工作是**找到合适的 CEO，防止 CEO 越权。**因为有时候你有一些人非常有能力，但他们仍然想为自己争取一切。但如果他们什么都不拿，而他们是错误的 CEO，他们仍然是一场灾难。所以**低薪本身并不是标准。**所以你想要一个合适的 CEO，你不想让他们做过头。我认为董事会**需要对重要的收购进行独立的判断，**因为我认

为 CEO 们——即使是聪明的 CEO，在收购中的动机往往不是理性的。而在这三个领域，你知道，我不认为美国的董事们在最近几年给出了自己的巨大贡献，无论是在双重投票制度的董事会还是其他地方。

在我看来，改善公司治理的唯一办法是，非常大的股东开始真正关注我刚才提到的那些问题是否得到了妥善解决。如果他们继续讨论所有这些外围问题，你知道，他们会有很多乐趣，他们可以登上报纸头条。你知道，他们有小清单，他们可以公布自己的成绩等等。但它不会让美国的商业运作变得更好。

但如果有八个或十个最大的股东群体，如果真正的大型机构投资者说，"这个薪酬计划没有任何意义，这就是为什么我们不会投票给董事"，那么你就会得到改变。但到目前为止，他们还不愿意这么做。改变它需要大股东，它不会由任何小股东联盟来完成。但是在美国的大部分大股东，你知道，基本上他们中的一些人，甚至把他们的投票权给了别人。我很惊讶地发现，一些非常大的机构投资者实际上把他们的投票过程交给了别人。他们不想像所有者那样思考。而你知道，我们所有人都要为此承受惩罚。

6、科技仍处于"太难"的那一堆

股东：你好。我的名字是 Andy Pollen，来自密歇根州的艾德里安。再次感谢您邀请我来到奥马哈。我的问题是给沃伦的，但是，查理，也请补充你的想法。沃伦，我听你说过很多次，你不懂科技，你依赖比尔，这很好。我从今年的电影中看到你在学习，所以这很好。我也很想知道您到目前为止了解到的其他信息技术公司的情况，例如，IBM、Sun Micro systems、Oracle、Dell、EMC 和 Intel。

巴菲特：我所学到的是，我知道我不知道。我知道我不知道的，就足够做出投资决定。查理和我的能力圈范围延伸到评估多种类型的业务，但有很多业务我们无法评估。其中一些，我认为很少有人能做出正确的评价。这样的商业领域，未来很可能与现在不同，也许有一些人对此有很好的见解，但我们肯定没有。

我们最擅长的业务是，我们可以判断其 5 年后、10 年后，它们会看起来和现在很相似。它们规模会更大。它们会做不同的事情，但基本原则是一样的。5 年后，伊斯卡将成为一家更大的公司。它可能是一个更大的公司，我们可能有机会进行有趣的收购。但你在未来看到的，基本面是不会改变的。人们的思维方式不会改变。

我可以说出一些必将发生巨大变化的企业。当你想到电信业务在过去 15 年或 20 年里发生了多大的变化时，这是令人吃惊的。即使是事后来看，也很难弄清楚谁会赚到所有的钱等等。这种比赛太艰难了。

你知道，查理说，"我们公司有三个箱子：进去，出来，太难了"。(笑声)很多事情最终都被归为"太难"一类，

这并不会让我们感到困扰。你知道，我们不需要把每件事都做得很好。

如果你去参加奥运会，如果你百米跑得好，你就不用投铅球了。如果你百米跑得足够快，其他人可以投掷铅球，你仍然会得到一条金丝带。所以，我们努力保持在能力圈范围内。我想是 40 年代，IBM 创始人老汤姆·沃森很多年前说过，**我不是天才，但我在某些领域很聪明，而且我就呆在这些地方**。你知道，这真是太聪明了。我们发现，我们的许多经理人并不认为他们能解决世界上的所有问题，但他们把自己的企业经营得非常好。

弗兰克·马丁提到了 ForestRiver 公司。你不想去和皮特·利格尔和他的生意竞争。他会打败你的。他非常非常非常棒。但他不会过来告诉我们如何经营保险业务，因为那不是他的游戏。

我们寻找那些在他们理解的事情上非常擅长的人。我相信，对于你提到的英特尔，我们一点也不会感到自卑。英特尔诞生的时候，我几乎在场，因为我是格林内尔的董事会成员，而鲍勃·诺伊斯是格林内尔的董事会主席。我们在格林内尔购买了英特尔价值 30 万美元的原始股。而且，我知道鲍勃一直是一个非常非常聪明的家伙，但我不会有最微弱的想法如何评估英特尔的未来，然后，结果是我现在真的没有拥有它。

我认为，在过去几年中，他们在与 AMD 的合作中以及在他们的业务中发生的事情中，自己可能也有一些惊喜。但五年后会是什么样子，我不知道。我不太确定，如果你在这个行业，你能否会确切地知道五年后会是什么样子。有些生意是很难预测的。查理？

芒格：是的。去年，一位外国记者在仔细观察了我们之后说，实际上，“你们这些家伙似乎不够聪明，不能比其他做得更好。”(笑声)

巴菲特：查理，他们是在看我还是在看你？

芒格：两者都有。(众笑)“你有什么解释吗？”我们回答说，“我们比大多数人更了解我们的能力优势。”

了解自己的能力优势是非常有用的。我总是说，如果你不知道它的优势，它就不是一种能力。

巴菲特：我得稍微考虑一下。(众笑)比尔以后会给我解释的。

7、对富人的税收减免太多了

股东：我是来自马萨诸塞州波士顿的约翰·贝利博士。我想问，沃伦和查理，你们是否可以考虑三种假设的证券作为长期投资。第一种是，美国家庭收入中位数的份额。这里的背景是，按实际价值计算，中等家庭收入已经停滞了大约 30 年。第二种是，分享美国所有公司的收入。在这样的背景下，企业收入在 GDP 中所占的份额多年

来一直在不断扩大。最后一点更抽象，美国所有资本资产的份额，如果可能的话，我想包括所有无形资产资产。

那么，对于长期持有(也许是 20 年左右)，这些股票中有哪些是值得关注的呢？如果不是，为什么？

巴菲特：嗯，我想我宁愿买伊斯卡。(笑声)

正如你所指出的，除了二战后的极少数几年，企业利润占 GDP 的比例(利润/收入)一直接近高点。很难想象有多大。这很有趣。当公司利润被报告时，你把标准普尔的净值的百分比(利润/净资产)、销售额的百分比(利润/收入)，放在历史上来看，它们都处在百分比的高位。实际上，企业所得税占国家总收入并没有那么高(税收/GDP)。所以你可以看到，在某种程度上有一点脱节。但中等家庭收入是查理和我从未考虑过的。我们不打算这样做。在过去的五到十年中，收入差距明显扩大，对富人的税收减免也是异乎寻常，这当然是事实。我过去曾指出，包括我在内的福布斯 400 强的大多数成员，向美国政府缴纳的收入比例，算上社会保障税，比在他们办公室工作的接待员还要低。这在 30 年前是不正确的，我认为这在一个富裕的社会中也不应该是正确的，但它已经发生了。

我刚刚计算了我 2005 年的回报。在 2004 年，我没有成立任何避税公司，我没有聘请税务顾问。我只是老实做事情，到年底的时候我把它全部加起来。2004 年，我的税率是我们办公室里 15 或 16 个人中最低的，在 2005 年，我的比率更低。这是来自美国政府的善意。这不是因为大量的税收冲销或诸如此类的事情。

我认为这很疯狂，我不认为美国人民能很好地理解这一点。如果他们理解了这一点，他们应该会对这感到非常不高兴。所以我认为，低收入和中等收入的人，在分享过去十年左右的繁荣时，并没有与富人参与繁荣的方式成比例。你提到的最后一点对我来说太深奥了，所以我会把它交给查理。

芒格：是的。对我们所有人，包括中位数的人来说，重要的是人均 GDP 如何增长？这些数字非常好。因此，我不会在中等收入这个问题上过于疯狂。这并不是说我们所有人都永远处于某种状态，从没有人从 A 状态进入 B 状态。整个阶层有一个巨大的流动，方向可以向上和向下。而真正重要的是，这个“馅饼”会继续以相当快的速度增长。总而言之，我认为沃伦是对的，这些税收变化有些疯狂。我的意思是，他们引起了比我们需要的更多的嫉妒。但我不认为这一切都那么重要。

巴菲特：是的。查理，如果我们的工作处于中等收入水平，我们可能会认为这更重要。(笑声)

8、芒格：乙醇是“愚蠢的”

股东：早上好。我是来自堪萨斯城的黛安·瑞安。我的问题是，你对乙醇燃料的经济性有什么看法？作为一个

潜在的投资者，我应该关注这个行业吗？

巴菲特：嗯，我不知道如何回答后面的部分。我知道查理和我没有足够多的能力来评估乙醇项目。有人找过我们。当然，它们现在很受欢迎。但就弄清楚乙醇工厂五年或十年后的资本收益而言，我们更容易弄清楚人们是否会喝可口可乐，甚至是吃我强烈推荐的喜诗糖果。(众笑)

所以，你知道，这将取决于政府的政策。它将取决于许多我们不是特别擅长预测的变量。现在为它筹集资金很容易。我的意思是，**这是一个受欢迎的项目，现在很抢手。我们的普遍经验是，我们不会太关注任何特定时间都很热的东西。**你知道，我对生物化学或任何这类的东西一无所知。

我有个儿子是内布拉斯加州乙醇委员会的负责人。如果我注意到他突然开始变得比我更富有，你知道，我会怀疑我是否应该开始非常认真地研究乙醇。但到目前为止，我还没有看到这方面的切实证据。

毫无疑问，乙醇的使用量将会增长。我是说，我们会看到的。总体而言，**农业加工企业的资本回报率并不高。**我的意思是，如果你看看嘉吉(Cargill)，看看 ADM，看看大型生产厂家，这些都不是一个伟大的企业。乙醇可以证明是一个例外，但**我不知道你如何能够随着时间的推移，获得与任何特定的乙醇厂相比的重大的竞争优势。如果当你生产一种商品时，你有太多这样的竞争对手，这不是一件好事。**查理？

芒格：嗯，我的态度比沃伦更加充满敌意。我有足够的热力学的微光使我去怀疑，制造乙醇所需要的化石燃料能源比你从已经制造出来的乙醇中所能得到的还要多。如果是这样的话，这是一种非常愚蠢的解决能源问题的方法。(掌声)

巴菲特：考虑到我的家庭情况，我会说我有喜欢乙醇的朋友，也有不喜欢乙醇的朋友。我希望我的立场非常明确：我是为了我的朋友。(众笑)

9、警惕投机性商品泡沫

股东：你好。我是来自德国汉诺威的 JohannFreudenberg。你认为我们处于商品泡沫中吗？谢谢。

巴菲特：当然，如果你谈论的是小麦、玉米或大豆之类的商品，他们在农产品方面什么都没做。但如果你进入金属、石油领域，就会有很大的变化。我想说，最极端的可能是铜。石油，如果你回到几年前 10 美元一桶的时候，它比铜更极端。但就像大多数趋势一样，一开始，它是由基本面驱动的，而在某些时候，无疑是投机占据了上风。事实是，人们多年来看起来并不兴奋的事情，基本面在某种程度上改变了局面。

铜确实有点短缺，你知道，或者人们对货币有点担心——也许，黄金会涨，或者不管它可能是什么。

但是，你知道，这是一个老生常谈的故事，讲的是聪明人在开始时做了什么，傻瓜在最后做了什么。对于任何资产类别来说，如果有大的波动，这种波动最初是基于基本面的，然后在某些时候会吸引投机性的参与，随着时间的推移，投机性的参与可能会成为主导。而且，你知道，最著名的案例总是郁金香泡沫。我的意思是，郁金香可能比蒲公英什么的更吸引人，所以人们多花了点钱。但一旦价格历史的发展，导致人们开始关注他们以前从未关注过的资产，并羡慕他们的邻居在没有任何明显努力的情况下赚了很多钱，仅仅因为他很早就看到了这一点，等等，这就麻烦了。

我的猜测是，我们在大宗商品领域看到了一些。当然，我认为我们在住房领域也看到了一些。它能走多远，你永远不知道。我的意思是，有些事情会发展到令人难以置信的高度，然后，你知道，白银最终回落了，而这在某种程度上是被操纵的。但在 1960 年代，当白银价格为 1.60 美元或 1.30 美元时，全世界的人从来不看白银，但它在 1980 年代初短暂地涨到了每盎司 50 美元。你知道，世界上每个人都在看它，有些人在做空，有些人在买入，但这变成了一个投机游戏。

我的猜测是，在市场的两边，现在铜等商品的很多活动都是投机性的。如果它涨到每磅 5 美元，但谁知道呢？但在我看来，你看到的是一个更多地对投机力量而非基本面力量做出反应的市场。查理？

芒格：我认为，我们在白银领域非常娴熟的操作已经证明了我们大宗商品价格的了解是多么的少。

巴菲特：我认为你可以把“我们的”改成——实际上是我的。我很早就买了。然后我很早就卖了。除此之外，我做的一切都很完美。(众笑)我们成功地把事情降到最低效率，或者说是我成功地做到了。查理和那件事无关。我在那里当了一段时间的“白银王”。我们确实赚了一些钱。

但我们不擅长这种游戏——当它进入投机领域时，搞清楚投机繁荣会走多远。如果基本面很有吸引力，我们认为我们的钱花得很值，我们会购买股票或其他什么东西，那么最终我们就会赚到一些钱。但我们可能赚不到那么多钱——远远没有那么多钱——就像某些人一样，你知道，在最后的 30 天或 30 周里上演一场真正的疯狂狂欢。我的意思是，这些事情，他们往往是最疯狂的结束。

但这又回到了灰姑娘在舞会上的问题。你在那里，你玩得很开心。觥筹交错，舞伴们也越来越漂亮了。但你知道在午夜，它会变成南瓜和老鼠。你环顾四周，你会想，“再跳一支舞，多一个帅哥，再来一杯香槟”。你认为你

会在午夜离开那里，当然，其他人也认为他们会在午夜离开那里。最后，它确实变成了南瓜和老鼠。

而在这个游戏中，一个叫杰里·古德曼的人以亚当·斯密的笔名写了这本书《超级金钱》，说灰姑娘跳舞的问题在于墙上没有挂钟。在市场里，如果你现在谈论铜，如果你谈论 1999 年的网络股，如果你谈论 1950 年代的铀股，它们的墙上就没有时钟。派对确实变得更有趣了，你知道，一分钟又一分钟，一小时又一小时，然后就轮到南瓜和老鼠了。

10、"巴西不会是禁区"

股东：我的名字是路易莎·洛雷多。我是堪萨斯大学的学生，我来自巴西的巴西利亚。我的问题是提给巴菲特和芒格的。在过去的几年里，南美洲的股票市场一直在快速增长。考虑到南美的政治环境和潜在风险，您如何看待南美的投资机会？

巴菲特：是的。我们在许多市场的问题是，我们必须投入大量资金才能使伯克希尔的业绩有所改善。我们的市场价值大约是 1350 亿美元。因此，当我们考虑有价证券时，我们希望至少拿出数亿美元。这就缩小了国家范围或者在这些国家的商业范围。

但是，你知道，我们大约三年前对中石油进行了投资。现在，中国石油是世界上五大石油公司之一，甚至可能是其中之一，然而，即使在那里，我们也只能获得 4 亿美元的投资，幸运的是，这些投资现在价值数十亿美元。但这是一个中国最大的公司，即使在那里，我们也只有 4 亿多美元，尽管我们本希望得到更多。但我们并不害怕进入中国。我们想在中国得到更多的回报，我们做到了，但我们仍不了解那里的投资。我们在巴西也会有同样的感觉。

我的意思是，我的一个朋友在那里经营的一家很棒的啤酒公司，我们本应该在那里。我们知道他是一位伟大的教练，他会在这方面做得很好。所以，巴西根本不会是禁区，但我们必须能够以有吸引力的价格将大量资金投入到我们所了解的业务中。我们希望它比在美国更便宜。我们也不懂税法，不懂治理的细微差别，还有一大堆东西。但考虑到这一点，我们还是要付出一定的代价。巴西是一个大国，但我们不太可能把大量资金投入真正的小经济体，因为我们无法向它们注入足够的资金。查理？

芒格：没有了。

11、克莱顿和预制房屋的前景会越来越好

股东：我的名字是杰夫·宾厄姆。我来自伊利诺伊州的芝加哥。我有一个关于房屋制造业的问题。您对该行业的需求前景如何？相应地，在您看来，未来几年贷款会以有意义的方式增加吗？面对社区租金的持续上涨，以及（在某些情况下）贷款机构要求更短的抵押贷款期限，这些住房的价格相对于竞争产品（如新建住房和公寓）是否具有吸引力？

巴菲特：这是一段关于预制房屋的有趣历史。你必须回到 30 或 40 年前，几乎是 40 年前，你会发现成交量和过去几年一样低。现在的房子比当时好得多。多年来，美国的新住房产品，20%是预制房屋。每五个中就有一个。去年，不考虑联邦紧急事务管理局的需求，我们的新建的预制房屋已经是第三年只比 13 万套的水平高一点，你知道，这相当于新屋开工的 6%或 7%——可能是 7%。因此，近几年来，新建住房总量中已建成住房的比例确实很低，而这些住房的质量比前几年要好得多。你可以看看房子。我们在展览楼层有两栋房子，每平方英尺约 45 美元。你知道，这很划算。通过当地的分区法以及当地建筑商的类似措施，有很多人反对建造房屋。我们已经在一些领域取得了进展。我们实际上正在开发该业务的细分领域。

四、五年前，大量的房屋被错误地出售，因为房屋零售商出售房产，然后得到任何形式的首付款，并接受贷款，房屋零售商把房产卖给不应该购买它们的人，银行接受贷款，然后证券化它们，所以某个地方的某个保险公司的人损失了大量的钱。所以你在这一领域确实有信用滥用的情况。而且还会有后遗症，这种后遗症需要很长一段时间才能消除。我认为我们拥有的克莱顿房屋在融资方面做得非常好，顺便说一句，他们的融资期限应该更短。如果你把它们放在自己拥有的土地上，这是一回事，但在我看来，为它们提供 30 年的贷款是一个错误。但有一段时间，条款变得非常宽松，你知道，我们现在正在承受这一后果。

但我认为市场会变得更大，但我不认为今年会变得更大。我预计这一年，加上联邦应急管理局的一些需求和飓风引发的一些需求，可能是 15 万套，或 14.5 万套。按照行业标准，这个数字下降了很多。现在，工厂的数量减少了很多，零售商的数量也减少了很多。克莱顿的地位非常稳固。他们的记录比业内任何人都要好得多，你必须非常努力才能找到第二名。查理？

芒格：是的。你问到了预制房屋的情况以及它的竞争力如何。制造房屋游戏的麻烦之一就是建造的房屋变得如此高效。但在那里，该系统得到了伯克希尔的子公司 Mitek 的大力支持。因此，当大量使用 Mitek 提供的建造系统时，由木料建造的房屋效率惊人。如果不是这样的话，将会有更多的预制房屋厂商。

就我个人而言，我认为预制房屋将会变得更好，占据更多的市场份额。这可能需要相当长的一段时间，但这是如此合乎逻辑，我认为它最终会发生。

巴菲特：是的。在未来的某个时候，你会预计该行业将拥有 20 万套以上的预制房屋。但我不认为你会看到它在未来一两年实现。他们已经在这方面取得了很大进展，但他们必须考虑清楚，什么才是为这些东西融资的合理方式，以及什么才能确保购买这些资产的人在五到十年后拥有的资产确实超过了他们的贷款价值。

实际上，五年前很少有人考虑到这一点，他们只是把文件放在一起，在华尔街上出售，让别人以后去担心。这在以后会是一个麻烦。在这方面，克莱顿比其他公司做得更好，但这是当时客观存在的行业条件。但我认为，未来几年，克莱顿很可能成为美国最大的住宅建筑商，因为我们将成为一个行业的重要组成部分，正如查理所说，我们应该做更多的量。

芒格：我还认为，几年前在制造业住房融资中的一些罪恶已经转移到了建筑房屋的融资中。在美国的住房领域，有很多荒谬的信贷，它在制造住房领域产生了可怕的后果。我的猜测是，在适当的时候，在建筑领域将会出现一些麻烦。

巴菲特：嗯，愚蠢的贷款总是有其后果，而且通常是大规模的，但你在很长一段时间可能都看不到。因此，它就像一种疾病，不会在几个周内表现出来。你可能会遇到这样的流行病——当你知道你患病的时候，你已经深陷其中了。嗯，这就是愚蠢的融资中发生的事情。

在 80 年代的商业融资中，你肯定会遇到周期性的问题，最后你会看到 RTC 来处理储贷危机，所有这一切都是因为，从字面上看，愚蠢的项目一个接一个地出现。开发商会开发任何他能借到钱的项目。就这么简单。当贷款机构把钱花在某件事上时，它就会建立起来。这发生在现在的住房制造业。80 年代的商业地产也发生了这种情况，我认为近年来这里的传统住宅也发生了这种情况。

如果你看一下一些贷款机构第一季度提交的 10-Q，以及去年的 10-K，你看那些因未支付利息而增加的贷款余额。因为人们有可调抵押贷款，但它们到目前为止是可调的，但贷款机构在收入中就像已经支付了一样，你会看到一些非常有趣的统计数据。

芒格：是的。而这种愚蠢的贷款中的一部分是由可鄙的会计操作促成的。会计职业并没有停止向可怕的行为妥协。

巴菲特：我们的审计费用刚刚上涨。

12、对在俄罗斯投资没有兴趣

股东：我的名字是 ElliottSamuels。我来自纽约。得益于能源价格高企等因素，俄罗斯是近期表现最好的市场之一。自 1990 年代以来，该国的财政状况已经稳定。随着个人收入的增长，一个羽翼未丰的中产阶级正在形成。对少数投资者来说，还有政治和法律风险。但那里的第二梯队公司也有潜在的巨大价值。

我想知道，在俄罗斯需要发生什么事情，才能让你在那里投资，无论是为伯克希尔还是为你自己，以及什么样的公司会让你对那里感兴趣？

巴菲特：听起来你自己也可能持有一些俄罗斯股票。正如你所知道的，在 1998 年，WalterWriston 说主权政府不会违约。1998 年，至少在俄罗斯，他被证明是错的。查理和我继承了所罗门公司在西伯利亚的石油生意。有一次，当我们得钻井的时候，我们把钱送了过去。只要我们要钻探，我们就会受到欢迎。当我们的钱被用来钻孔之后，但当我们想开始把石油取出来的时候，他们就不那么友好了。事实上，发生在我们身上的事情真的有点极端。所以，有过几次这样的经历后，我们可能要过一段时间才会想把很多钱投到俄罗斯。现在可能不一样了，但我不认为这是肯定的。

三年前的七月，我和俄罗斯首富霍多尔科夫斯基(Mikhail Khodorkovsky)在太阳谷(SunValley)共进早餐，我们在那里有一位翻译。他和我谈到他正在考虑让**尤科斯石油公司**在纽交所上市，但他说，这需要在 SEC 或其他地方注册，他不确定这是否会太危险。我想他最后没有在美国上市，但他回到了俄罗斯，他一直在监狱里，直到现在。差不多从那以后。尤科斯因税收罚款而破产，你知道，**我只是认为这很难让我建立起信心，相信俄罗斯在对待资本的态度方面已经发生了永久性的改变，特别是对外部资本的态度。**

查理，你有什么想法？

芒格：是的。这种情况让我想起了保利石油公司(PolyPetroleum，保利石油天然气勘探开发有限公司已清盘)，几年前，它在洛杉矶的交易量很大。人们总是说，“如果他们发现了石油，那个老人就会去偷”。我担心，我们正在寻找石油的许多国家，都存在着这样的问题。

巴菲特：查理，难道我们在那里的人的生计真的没有受到威胁吗？我想我们派了一些人去取设备，他们说**如果我们派人去取设备，不仅设备出不来，人也出不来。**所以我们了解当时的情况。那不是发生在很久以前的事。

芒格：嗯。

13、最热的房地产市场供需已经发生了巨大变化

股东：我是来自加州旧金山的 LoriGold。我的问题是，你对美国住宅房地产市场的走向有什么看法？如果是这样的话，加州又有什么不同？

巴菲特：查理是我们的加州专家。我们曾经在加州开发了一块很大的地产。我们花了大约 20 年左右的时间来开发它，查理？

芒格：是的。我们连本带利拿回来了。

巴菲特：勉强。(众笑)

芒格：几乎没有，是的。

巴菲特：我们在错误的时间完成了它。我们培育的土地价值是一块了不起的土地。查理住在那里。我不认为说我们花了 20 年的时间致力于开发土地是夸张的，而我们兑现的土地价值，只有 500 或 600 万美元，那么隐性土地价值是多少呢？

芒格：没有夸张。也许是一亿美元。

巴菲特：是的。但我们在错误的时间完成了。加州气候是美妙的。这处房产的一切都很棒。只是有时，即使在伟大的地方(回报一般)。你已经看到它发生在纽约几次，在过去的 30 年里，那里的房地产价值的波动是巨大的。我们在住宅经纪业务中看到是——我不知道我们在多少个不同的州，我们看到每个地方都在放缓。

现在，我们在一些最热门的市场看到了最引人注目的变化。在我看来，你可能会看到最大的下跌，即泡沫最大的市场往往是高端市场，人们购买这些产品是为了投资或投机，而不是使用。

人们会花 30 万美元买一套房子，然后抵押其中的 27 万美元，此时如果房产价值跌到了 25 万美元，如果他们的工作和一切，他们就不会搬出去。我的意思是，你不会损失很多钱，即使某一天的市场价值低于贷款价值，但你仍有家庭团聚，有工作，等等。

但当你持有投资型、投机型资产时，当你实际上让网上的日内交易者进入公寓的日内交易时，然后你会得到一个可以大幅波动的市场。一开始它会停下来，然后又重新开始。房地产不同于股票。如果你持有 100 股通用汽车的股票，它将在周一交易，这就是它的价值，你不能自欺欺人。但如果你拥有房地产，你知道，你很有可能会

考虑几个月前街上卖的那套房子。现在有一种很大的倾向是，你只需要一个买家，而他还不知道整个市场的销售已经变慢了，那么你就能完成你的交易。

我可以告诉你，在戴德和布劳沃德县，例如，在佛罗里达州，那里的平均公寓约为 50 万套，如果你回到 2004 年 12 月，那有不到 9000 套公寓挂牌出售，我想其中有 2900 套可以在一个月内售出的，所以你每三个月就会卖出一套，或者用时比这还少。而现在，挂牌房源达到了 3 万套，而销量降到了每月不到 2000 套。好吧，3 万套就是价值 150 亿美元的房产。你很有可能在这样的市场中出现真正的不连续性，**人们突然意识到整个供需情况发生了变化**。所以我认为，在某种程度上，**我们已经有了泡沫。在泡沫结束之前，很难衡量泡沫的程度**。但如果没有从高峰开始的大幅下调，尤其是在高端物业方面，我会感到惊讶。

芒格：是的。他说的没错，泡沫出现在曼哈顿和加州的某些地方。在奥马哈，房价相当合理。所以，这个国家一点都不一样。

巴菲特：我们刚刚得到的入场人数估计为 24000 人，这和我们拿到的门票差不多。我感谢你们所有人的到来。(掌声)更好的是，股东大会期间家具销售，1997 年销售额是 500 万，2003 年是 1700 万，2004 年是 2700 万，到目前为止已经增长了 250 万，最好的还在后面。所以我想说，我们可能会在家具市场成交超过 3000 万。顺便说一句，这大约等于这家店正常的月销售量。所以你在做你该做的。谢谢。(掌声)

14、我们不喜欢多余的现金，但我们讨厌愚蠢的交易

股东：早上好。我叫约翰·诺伍德，来自爱荷华州得梅因。我有一个两年的衣橱规则。如果我在两年内不穿某一条裤子或一件衬衫，我会把它捐给慈善机构，这样其他人就可以更好地利用它。伯克希尔拥有 400 亿美元的现金，我想知道它是否也应该有类似的秘密规则来分配股东的剩余现金。

巴菲特：我向你保证，这笔钱不会捐给慈善机构。(笑声)

股东：谢谢。如果你的资金预算少一点，并且你和查理需要买的标的少一点，是不是更好？你会不会有更多的时间去海滩和更好的机会打一些本垒打？

巴菲特：是的。我认为我们在任何情况下都打不出本垒打。但是，你可能会认为伯克希尔的正常现金水平是 100 亿美元，尽管有些情况下我们会低于这个水平。但由于我们所从事的巨灾保险业务以及所有这一切，你知道，我们往往不需要掏腰包，所以我们不需要 400 亿美元放在账面上。

我想你会在 10-Q 中看到，我认为在 3 月底大约是拥有 370 亿，我再次核对一下——我没有计入现金和金融业务大约是 370 亿。我们收购伊斯卡花费了 40 亿。我们还在其他一些事情上花了一些钱。但是，如果我们有 100 亿美元的现金和我们非常喜欢的东西，我们会幸福得多。我们一直为此而努力。但我们甚至不知道企业是怎么来找我们的。我们目前有一个投资机会，这可能需要多达 150 亿美元或接近 150 亿美元的现金。不过可能性很低，不管结果如何，谁也不知道，但我们确实在努力。

而且，我们更关心的是——虽然我们不喜欢身边有过多的现金，但我们更不喜欢做愚蠢的交易，因为我们总是看到很多这种交易。我的意思是，如果我们做了一个愚蠢的交易，它就会被搁置在那里。我们不会在三个月后通过 IPO 或类似的方式将其转售。所以你说的对，我们应该对我们已经持有很多现金的事实感到非常不舒服。但同样重要的是，我们不会因为仅仅为了做某件事而出去做某件事，以至于感到更不自在。

我想说的是，三年后我们的现金可能会大幅减少，但我希望我们的盈利能力会大幅增强，但这很有可能，但还远不能肯定。但这些现金的目标是随着时间的推移转化为永久的盈利能力。就像我说的，我们刚刚在伊斯卡投入了 40 亿美元，你知道，我们喜欢让这 40 亿美元在那里发挥作用，而不是放在短期证券上。

这就是我们的工作。查理和我什么都不做，除了出现在电影之类的。但是你知道，你一直在这上面鞭答我们是对的，我们也在鞭答我们自己。我们俩基本上都不喜欢持有现金。

我们总是希望有充足的现金，我们也总是会有充足的现金。我们是世界上最大的巨灾保险公司，人们来找我们是因为他们知道我们将经营一个财务非常强大的地方。但它不需要像我们现在这样那么多的流动性。

我们花了 50 亿——其实，我们没花那么多。在伯克希尔层面，我们在 PacifiCorp 上花费了大约 35 亿美元。你知道，我们早些时候签了合同(听不清)，但我认为在这个领域我们会有更多的机会，但你永远不知道它们什么时候会到来。所以明年再来，我希望我们的现金更少。查理，你还想补充点什么吗？

(2005 年 5 月，中美能源以 51 亿美元从英国 ScottishPower 公司收购其在美国的发电厂 PacifiCorp)

芒格：是的。我认为，如果你回顾一下伯克希尔十年前的年报，然后将其与上一份年报进行比较，你可能会对困扰你的问题有一些看法。尽管在配置现金方面困难重重，但在过去十年中，我们还是成功地向伯克希尔注入了大量优质资产。因此，我们对这一进程的继续并不完全悲观。(掌声)

15、50 倍市盈率对可口可乐来说是一个愚蠢的价格

股东：我是来自康涅狄格州的菲利普·麦考。你已经有一段时间没有对可口可乐发表评论了，现在你离开了董事会，我想知道你是否愿意对此发表评论？

巴菲特：是的。好吧，我不会做出与我在董事会时特别不同的评论。但可口可乐是一家出色的公司。今年，可口可乐将在全球销售超过 210 亿箱各种产品，比其他任何产品都多，而且每年都在增长。这很有趣。不管是 1997 还是 98 年，当时的股票都卖到了每股 80 美元以上，我不记得当时的每股收益是 1.5 美元，还是多少，而当时的收益并不像现在的收益质量那么好，现在收益是 2.17 美元，或者差不多的数字。而且每年可口可乐占世界上人们所消费的液体的份额略有增加。他们在投资资本上获得了惊人的回报。你知道，不包括装瓶业务，这是一个拥有 50-60 亿有形资产的企业，赚的钱也差不多是这个规模。因此，世界上没有多少大企业能够在有形资产上获得 100% 的税前利润。这将是一项伟大的事业，而且一直是一项伟大的事业。

回想起来，股价在那时候也达到了一个荒谬的水平，但你不能让现在的管理层内维尔·艾斯戴尔对此负责。你知道，如果公司今年的销量比去年多 4-5%，而世界人口增加 2%，这只是意味着更多的人比前一年更多地把这种特定的液体灌入他们的喉咙，自 1886 年以来，这种情况一直在发生。

所以我们觉得这是一个非常好的行业，但几年前的股价非常愚蠢。而且你绝对可以责怪我没有卖掉股票。我一直认为这是一项美妙的业务，但显然，50 倍的市盈率对这只股票来说，是一个愚蠢的价格。

所以，我们喜欢它。在我看来，十年后我们仍将拥有它。查理？

芒格：没有。

16、巨灾保险很难估计所有变量，我们靠猜测赚钱

股东：我的名字是 John Gosh，来自 KeyWest。保险费率是否如您预期的那样提高，在过去几年中，您是否看到了向高质量保险的转移趋势？

巴菲特：是的。我想你可能要问更多关于再保险费率的问题。

汽车保险接近整个保险市场的 40%，在汽车保险中，实际上，我们的保单数量增长超过了我们的保费收入，因此，汽车保险的平均保费实际上下降了一点。你可以算出来。

但在再保险领域，我们是一个大玩家，你会发现当中有很大的差异。如果你为墨西哥湾沿岸钻井平台和海上平台之类的东西的海洋风险投保，这些价格会大幅上涨，但它们本应如此。我认为在过去的几年里，墨西哥湾沿

岸地区的保费达到了 215 亿美元，并且支付赔款达 150 亿美元。因此，如果你支付了 150 亿美元，然后获得了 215 亿美元，更精明的人会认为你需要更多的钱来承担特定的风险。

从历史上看，至少在最近几年，我们一直是世界上最大的巨灾保险公司，我想今年也会是。事实上，我几乎可以肯定我们今年将会是这样。我们的组合发生了一些变化。保费价格上涨了很多，但我们不知道的是，风险敞口是否上升得更多。

我们会说，我们不知道过去两年的经验，在这个半球的飓风，是否比过去一百年的经验更值得信赖。你可以用一百年的经验，它会告诉你一个结论；你也可以用过去几年的经验，它会告诉你别的结论。至于哪个更有意义？我们不知道这个问题的答案。我们知道，当某些大气条件已经发生变化时，继续假设 100 年的经验并以其订立相关的标准将是愚蠢的。因为我们知道，现在水温变了。但是，我们不知道飓风发生的可能性的所有变量，以及如果它们真的发生的话，它们可能有多强烈。我们不知道这个问题的答案。我们认为也没有人知道答案。所以我们为飓风保险提高了价格。我们收到了可观的更多的保费。如果过去两年是相关的年份，那我们得到的结论可能还不够。如果过去的一百年是相关的年份，那我们得到了很多。随着时间的推移，我们会了解更多的实际情况。真正可怕的可能性是，变量正在以某种方式发生变化，而这种变化是持续的，那么我们在过去两年看到的情况根本不是最坏情况的例子。当然，你会进入混沌理论，其中一些变量的结果与输入不是线性关系，你可以想象出一些非常可怕的场景。我不知道它们是不是真的，因为没有人知道。

我们愿意在某些领域承保，如果我们相信价格是足够的，并且我们可以承受损失。如果我们认为我们得到了适当的保费补偿，我们愿意在一场灾难中损失数十亿美元。但这不像计算抛硬币或掷骰子或类似的事情的几率。你正在处理不断变化的变量，而你所能做的最糟糕的事情就是，用一本 100 年的历史书来做出这些判断。在第三季度，我们将有大量的风险敞口。我们现在没有那么多的风险敞口，我们实际上可能会有。我想说我们已经接近目标了。但是我们现在没有几年前那么多了。

关于价格坚挺的问题。在这一特定领域，价格正变得越来越坚挺。如果它们达到了我们认为合适的程度，你知道，我们可能会承担更多的风险。如果它们没有达到我们能够接受的程度，即使它们的价格比去年高，我们也不会承保。你知道，我们对承保它不感兴趣，因为这是一个危险的事情。

我们根本不相信建模人员。我读了很多关于模型的东西。几年前我写过一篇文章。依靠模型实在是太傻了。

你知道，在我看来，建模人员不知道会发生什么。我们靠猜测未来而赚钱。如果在一生中，这些猜测都是正确的，我们就会知道，我们在做正确的事情。但如果今年过去了，什么都没有发生，我们仍然不知道我们的价格是否正确。因为如果你得到了 25% 的利润回报并且一年内什么都没有发生，这并不意味着你不需要 40% 或 50% 利润率。这只是意味着，如果你经历的时间足够长，你就会发现，总的来说，你的判断是否正确。

这仍然是我们喜欢的一项业务。每个人都知道我们能付钱。这涉及到了信誉方面的问题。如果发生了某种超级大灾难，我认为，在某种程度上，会造成整个行业大概 2500 亿美元的保险损失，作为参考，卡特里娜飓风目前估计大约是 600 亿美元的损失。所以，如果有四次卡特里娜飓风的事情发生，我们仍可以支付，我们可以轻松地支付。我们可能会承担其中的 4%，也许是 100 亿。而这种情况的发生，将会使得行业中很大比例的公司陷入非常、非常严重的困境。所以，我们可以比别人玩得更大，如果有不好的事情发生，我们也可以比别人生存得更好。我们将看到，在五年或十年的时间里，我们将如何做这块业务。你不能用任何一年来判断。查理？

芒格：我们过去的记录，如果你把它平均一下，是相当值得尊敬的。我们为什么不应该利用我们的资本实力，进入到那些让其他人感到恐惧的不稳定的领域呢？

17、NetJets 规模不经济，用飞机赚钱很难

股东：我是来自澳大利亚墨尔本的 Marc Rabinov。我就 2005 年年度报告提出了两个部分的问题。首先，NetJets 是我们运营的重要组成部分。不幸的是，它的价值被近年来的损失所掩盖，我无法从报告中估计它的价值。我希望你能在这方面帮我。

第二件事，鉴于追溯保单的递延费用，我如何评估伯克希尔再保险集团的价值？谢谢。

巴菲特：第二个问题，关于我们有一个项目，在资产方面大约有 20 亿美元。我想我们是在解决追溯再保险的递延费用问题。这反映了这样一个事实，即我们在这些追溯性的保单中，实际上我们是对某些人已经遭受的损失进行再保险，尽管他们可能不知道自己遭受了多少损失，而我们对这些损失有上限。

但我们设立了一个因子，从本质上说，它承认我们将在相当长的一段时间内拥有这笔钱的事实。我们建立了一项资产，并在我们拥有该资产的时间长度内进行摊销。这个数字，我认为在过去的几年里已经高达 30 亿，因为我们最近没有继续承保任何这类大合同，所以最近减少到大约 20 亿。这一点也不神奇。这意味着我们将在使用资金的整个生命周期内分期偿还这 20 亿美元，我们认为我们将在这段时间内能够净赚到这些钱。但我们几年前就错

估了，比如在前年第一季度，我们多花了 1 亿美元。

另一个问题是关于 NetJets 的，我并没有完全理解。我喜欢我们 GEICO 保险的小壁虎的澳大利亚口音，但我没听懂你问的具体细节。但我猜你问的是 NetJets 的盈利和运营情况。

NetJets 增长迅速，但到目前为止，我们的支出增长速度超过了收入增长速度。我们有世界上最好的服务。我们真的是在提供唯一的全球服务。我们拥有非常强大的地位，尤其是在大型飞机领域。但我必须告诉你，我没有预料到一点，我曾认为我们在某种程度上会有规模经济，到目前为止，你几乎可以说我们已经有了规模不经济。我们的开支，特别是去年，基本上失控了。我可以给你很多理由。我能告诉你的是，它正在被解决。Rich Santulli 负责这次行动，你找不到比他更好的人了。他喜欢 NetJets，每天工作 16 个小时。世界上除了 Rich，我认为不会有人想做这种事。我认为这是一项重要的服务。但用飞机赚钱很难。他们是资本密集型的。我们有一个很好的业务，因为几乎所有想要购买小型飞机的人都会来找我们。我们能以全价提供我们的服务。但是，去年出现了各种效率低下的情况，这给我们带来了很大的损失。

我曾预计我们去年会盈利，但正如我在年度报告中所说，我大错特错了。我认为我们不久就会盈利，但你应该对我的预测抱有一定程度的怀疑，直到它真正发生，因为就像我说的，我一直是错的。而且你知道，你有权让我为我们多年前为生意付了很多钱的事实负责，而我们从那以后没有赚到任何钱。

我们现在的业务规模要大得多，可能是我们收购业务时规模的五倍左右。这可能是一种安慰。前几天我看了一下雷神公司的数据，他们有第二大的机队，而他们损失了很多钱。他们在卖飞机，所以他们可能不会像我一样有这种感觉。但如果我必须以这种或那种方式打赌，我会打赌我们不久就会赚钱，但我在过去赌输了，查理？

芒格：是的。整个产品和服务的完整性在 FlightSafety 与 NetJets 之间是做的如此极端。比如，在安全培训过程中，飞行员要经历真正的大脑缺氧，所以他们会体会到你所体会不到的微妙的感觉，但不是行业内的每个人都会这样做。这是一件昂贵而困难的事情。在一个又一个地方，这个系统对产品和服务的完整性非常痴迷，而我猜这种痴迷在适当的时候会得到回报。

18、投资白银是因为它供需失衡

股东：亲爱的沃伦和查理，我是来自德国法兰克福的奥利弗·库切。这里有一个问题给白银大王：一些商品投资者给你作为一个最大的实物白银的拥有者之一的参考。您能否澄清一下您或伯克希尔目前在白银方面有哪些风

险敞口？此外，您能否帮助我们了解您如何确定一种无息贵金属的价值？

巴菲特：查理，你身上有银吗？我们以前有很多白银，现在没有了。

投资白银最初是我的决定，我现在不记得确切的白银的生产和回收数字了，但它们可能在运行在大约 1 亿盎司，而这远低于消费量。而且，现在，摄影相关的大量白银消费已经下降，但这也是回收的来源，所以这些更倾向于相互平衡。我还没有看过去年的数据，但白银失去了供需平衡。

现在，另一方面，矿石里有大量的白银，还有大量的白银可以从其他用途中被转移，也许在珠宝或其他各种东西中，你可以想象白银会增加供给，就像他们在 1980 年代早期亨特兄弟事件发生时那样。但总体而言，白银的生产和回收速度低于其消耗速度。此外，还有一个事实是，纯银矿的数量相对较少。银主要是作为铜、铅和锌的副产品生产的，因此它不容易增加产量。

所以，所有这些加起来，我认为白银的供应会在某个时候会变得紧张。而且，正如我所说，我很早就得出了结论，我很早就开始卖出了。所以我们现在没有白银，也没有在这上面赚多少钱。

你是对的，它没有任何价值，所以你只能呆坐在那里。这不像坐在一只股票旁边，在大多数情况下，你的收益都在不断累积。你只能期望一种商品的价格变动(产生利润)，因为它坐在那里看着你时，它不生产任何东西。这是商品的缺点之一。查理？

芒格：我们没有通过拥有非生产性的商品而取得今天的成就。我觉得这不是什么大问题。

巴菲特：我们实际上也曾经拥有过石油，不是吗？但我们没赚多少钱。我们赚了一点钱。

芒格：不，你用石油赚了不少钱。但是，对你的失败大肆宣扬而对你的成功保持沉默是一个好习惯。(众笑)

巴菲特：是的。我们有更多需要宣扬的东西，而不是保持沉默。(众笑)

19、我们不做宏观趋势上的研究

股东：早上好。我的名字是 Bill Gurn。我从英国来。我想问一下，你是否认为在人均资源高的地区投资是一个好的投资策略？特别是，我想问一下，您是否认为对人均资源分析会导致该地区企业的更高增长，如果再加上相对汇率增长的红利？谢谢。

巴菲特：查理，我不确定他问的人均的部分是什么。

芒格：我的理解是，他说的是在人均资源丰富的地区进行投资。我想他指的是自然资源。

巴菲特：是的。你是不是在想加拿大之类的地方，

股东：我可以澄清说明一下。是的，我想问的是在自然资源丰富，同时基础设施也很好的地方。谢谢。

巴菲特：问这些国家的货币是否也会相对走强？

芒格：不，这是否是一个适合我们开展业务的好领域。

巴菲特：嗯，这对我们来说有点宏观。我们的认识真的只是在零这个水平。你知道，我们考虑更多的，是人们是否会继续吃糖果，我们是否可以在明年提价等等。我们不做宏观趋势上的研究。你知道，我们不考虑人口趋势或任何类似的东西。我们认为自己的年龄在变老。但是其他的大趋势并没有那么重要。我们每年赚的钱太多了，无法去思考那些需要几十年才能显现出来的东西。所以我想不起来我们曾经做过什么关于购买企业或股票或垃圾债券或货币或其他任何基于宏观的决定。

芒格：不仅如此，我们最近未能从历史上最大的一次大宗商品繁荣中获得太多利润。我们可能会继续以同样的方式失败。(众笑)

巴菲特：但我们会寻找新的失败方式。我的意思是，我们并没有试图限制自己。(众笑)

顺便说一句，在加拿大这样的国家，可能每天数百万桶石油正在生产，而那里的人相对较少，所以石油已经过剩。当他们拥有大量经常账户收益时，你知道，相对于我们这样的国家，他们的货币应该是强势的，这并不奇怪。因为我们拥有巨大的经常账户赤字，而我们没有类似于他们的同样的自然资源的出口收益。但是，还有很多更重要的因素会立即影响我们，这才是我们每天真正考虑的问题。

20、核威胁是"人类的终极问题"

股东：早上好。我的名字是格伦·斯特朗。我来自俄亥俄州的坎顿市。我是一个乐观的人，我相信讨论芝加哥小熊队进军世界职业棒球大赛会更有趣。

巴菲特：你很乐观。(众笑)但每个人都会时不时地经历一个糟糕的世纪，就像有人说的小熊队。(众笑)

股东：但是我在某个话题上有信息上的欠缺，我希望你能解决。请凝视你的水晶球。作为一名投资者，我想知道如何应对美国的核恐怖主义风险。假设恐怖分子在美国的一个主要城市引爆了一个核装置。我知道这会让人付出惨重的生命代价。先生们，我们的经济会怎样？它会如何回应？它的弹性会有多大？谢谢。

巴菲特：嗯，这当然取决于它的程度。但是，如果你问如何从中获利，可能会有一些交易商向你出售关于死

亡率衍生品。但我不确定那是我们那时会考虑的。

不过，我同意你。我非常同意你的观点，这是人类的终极问题，不一定是恐怖分子的使用，而是国家支持的大规模杀伤性武器的使用。总有一天会发生的。它会在多大程度上发生，会在哪里发生，谁知道呢。**但我们的世界一直有邪恶的人。我们一直都有人想把邪恶强加给别人。**而且，你知道，几千年前，如果你是精神病患者或宗教狂热分子或不满分子，你会希望把邪恶降临到你的邻居身上，然后你会捡起一块石头扔向他们，这是你能造成的伤害。但我们接着又看了弓箭和大炮等几样东西。但自 1945 年以来，对惊人数量的人造成巨大伤害的可能性，你知道，以几何级的速度增加。所以这是人类的问题。它可能发生在这里。它也可能发生在其他地方。

有时他们会说，“如果我们解决了贫困，我们就会解决这个问题”。好吧，我只想提醒你，核武器只被使用过两次，那是世界上最富有的国家美国在 1945 年使用的。因此，如果人们感到受到威胁，他们会在某些情况下证明自己的使用是正当的。他们会以宗教理由为他们辩护。他们会做出各种疯狂的事情。而控制它的关键是如何控制其相关知识的传播程度，以及控制获取制造材料的程度，以及限制其相关交付能力的程度。而我们在所有这些方面都在节节败退。关于核的知识的传播现在更加广泛。获得原材料的可能性增加了，你知道，世界上的 Khans 博士 (巴基斯坦核科学家) 等等。这将是真正的问题，但我们不会去想伯克希尔在那天应该在股市上做什么。

我不知道是如何攻击的。我的意思是，就我个人而言，我一直认为这是最重要的，我认为应该是慈善事业最重要的事情。但这是一个非常困难的问题，这是一个最糟糕的问题。你知道，世界上有 60 亿人，其中有一定比例的人在某种程度上有点疯狂，或者非常疯狂，其中一些人的疯狂会表现为试图对很多人造成巨大伤害。他们中只需要有一个人成功。我不知道这些年来我们截获了多少。我相信我们已经截获了很多早期的核威胁。

但这是一个最糟糕的问题，而它总有一天会成功。它可能是国家赞助的，也可能是恐怖分子。但是，你知道，伯克希尔比其他任何人都更容易生存，但这不会有太大的区别。查理？

芒格：嗯，我认为我们再有 60 或 70 年不使用核装置的可能性几乎为零。所以，我认为你的担心是对的，但我自己不认为我们中的任何人可以对此做很多事情，除了尽可能明智地承担后果。

巴菲特：对此你唯一能做的就是选出对的、非常清醒的领导人，但你只有一票，你知道，他们把很大一部分的思想和精力都用在尽量减少核威胁的问题上。但你不能消除它。你知道，妖怪已经从瓶子里出来了。你们希望世界主要国家的主要领导人将其视为主要焦点。实际上，在 2004 年的竞选中，我认为两位候选人都说这是我们时

代的主要问题。但是，你知道，他们可能和我有同样的感觉，那是很难解决的。

21、我们不希望通过股票回购从股东手里赚钱

股东：您好，巴菲特先生，芒格先生。我的名字是 William Schooler，我是来自德克萨斯州 Spicewood 的股东。我要感谢你们两位如此慷慨地向公众提供你们的想法。去年，我读了《穷查理宝典》，看到了一段关于股票回购的文章。原文如下："当伯克希尔股价变得很便宜时，我们发现了其他更便宜的股票可以买。我总是更喜欢这样。但这让这家公司在回购方面缺乏声誉，而我们却可以通过收购其他公司来为一些股东赚钱，这种感觉一点儿也不好玩。"去年，你们购买了一些以公平价格交易的伟大企业的股票，比如沃尔玛和百威，但没有尝试回购我们的股票。股东们从这一决定中推断出，你们都觉得沃尔玛和百威相对于其内在价值的折价幅度比伯克希尔更大，对吗？在公开市场上购买伯克希尔的股票，是否有可能像购买沃尔玛的股票一样多，而不会推高股价？

巴菲特：在大多数情况下，我们不可能购买大量伯克希尔股票，来增加伯克希尔价值。但这并不意味着它永远不会发生。但是，如果你看一看伯克希尔的交易量，如果我们回购，你可能会把它的价格抬高，如果我们的股票低于内在价值的话，我们的回购机会可能比大多数公司都要少。

如果我们认为其他公司价值 X，如果它是一个好的企业，我们可以以 X 的 90% 收购它，我们现在可能会这样做，而在很多年前我们不会这样做。但在购买伯克希尔股票方面，我们可能需要更大的安全边际，原因很简单，我们可能对此有更多的了解，但我们可能不像在其他一些事情上那么客观。

我们认为，如果我们要购买伯克希尔的股票，如果你们还记得，四五年前我宣布过，如果伯克希尔股票价格保持不变，我们会购买。这个例子应该是真正有说服力的。如果有说服力，我们就应该这么做。这在当时是引人注目的。但仅仅是告诉大家我们要回购，你知道，有点像海森堡原理，告诉它将要做什么，实际上，反而消除了做这件事的机会，这很好。因为我们不会指望通过以低价从股东手中买入股票来赚钱。另一方面，如果价格被充分压低，我们将再次宣布我们打算这么做，然后再看我们是否真的有机会这么做。查理？

芒格：是的。现在这个国家的整个氛围都不同了。过去，几乎所有回购股票的公司都是以明显的低价买进。现在我认为很多股票回购的目的是，在某种程度上，是支撑股价。换句话说，这不是在寻找便宜货。更像是 Samuel Insull 的行为。（他通过高杠杆结构的持股方式用 2700 万美元控制了价值达 5 亿美元的电力商业帝国，在大萧条时期破产，催生了 1935 年《公共事业控股公司法》）

巴菲特：是的。40 年前，30 年前，回购是一个非常肥沃的赚钱领域，看看那些积极购买他们的股票的公司，最极端的例子可能是亨利·辛格尔顿的特利丹(Teledyne)。但这些人购买量非常大，格登·沃特斯(Gurdon Wattles)在他控制的公司里就是这么做的，这些人的动机很简单，他们想买的股票是低于它的实际价值，而且是明显的低于，那么你可以从这些人身上赚钱，我们当时就这么做了一点。

我想说的是，在最近几年，这种动机已经被那些认为回购股票是一种时尚的人，或者是那些真正喜欢试图支撑他们的股票价格的人所淹没了。SEC 有一定的规定，在你进行回购的方式上，以防止每天，在某种程度上的支撑股价的行为。但我认为回购是因为我们的股票比别人的便宜，而不是"因为我们有一个很棒的公司，我们会不惜一切代价购买股票"，这不是我们回购股票的方式。

我们有一些数字显示了伯克希尔股票在一年内的成交量与我挑选的其他一些股票的成交量的对比。我认为，从某种程度上讲，伯克希尔的股东的流动率是美国所有大公司中最低的。我之所以把沃尔玛放在上面，是因为沃尔顿家族在沃尔玛的持股与我在伯克希尔的持股差不多，事实上，他们的持股比我多。所以，这不是仅仅因为伯克希尔的股东中，巴菲特家族拥有比较集中的资产。

这反映了一个事实，我们有一个非常不寻常的股东群体，他们认为自己是所有者，而不是每周或每月拿着小纸片到处走动的人。在我看来，在美国任何一家大型公司的大约 40 万名股东中，我们拥有最多的、我称之为最诚实的所有权态度。人们买伯克希尔是为了拥有它，并持有它，这反映在我们的成交额上。这确实意味着，如果出于某种原因，股票变得真正的便宜，我们将无法买入大量股票。

但我们不打算以折扣价买断我们的合作伙伴。如果出现了低于内在价值的机会，我们会告诉他们我们要买，如果价格到了，我们就会买。但这不是我们赚钱的方式。查理，还有吗？

芒格：不，我已经说过了。

22、对年轻投资专业人士的建议

股东：早上好。我的名字是 David Saber，来自明尼苏达州明尼阿波利斯的股东。希望你能给这里的年轻专业人士一些建议。我可以被归类为你在年度报告中描述的那些"投资人"之一。事实上，我的大多数朋友都是投资人，有些可以被归类为"超级投资人"。大多数人都愿意从当中走出来，探索一些更具创新性的想法、创新的商业模式、战略以及其他类似的东西。但是，放弃我们一些年轻专业人士所挣得的高薪、医疗保险、机票和其他可笑的公司

福利，也是一种风险。在追求这些梦想的过程中，你对我们有什么建议？

巴菲特：查理，你怎么看？

芒格：现在社会经济中的投资人士肯定比过去多得多，来到这里的往往是最好的投资人士。所以，我认为你不应该通过你在这里遇到的人来判断投资人士的分类。因为我们有最好的投资人。至于年轻的投资人应该做些什么，才能最终成为像巴菲特那样的人，我想说，你能做的最好的事情就是降低你的期望值。(笑声&掌声)

巴菲特：我想我以前听说过，就像我写的那样，我试图稍微调整一下这个系统，但这是一个有趣的事情，因为专业人士的投资结果是自我中和的(投资行业整体跑不赢指数)。

如果你的妻子要生孩子，你最好叫一位产科医生，可能比你自己做要好。你知道，如果你的水管堵塞或什么的，你可能更好地要求水管工。大多数职业的附加值都高于门外汉自己所能实现的价值。但总的来说，投资行业不会这样。所以有一大群人在投资行业挣钱，我估计这些钱加起来是一年 1400 亿美元(7000 亿 20%)。但他们总共能完成的事情，如果交给其他人他们自己来做的话，一年只需要 10 分钟。很难想象还会有这样的生意，查理。

芒格：我想不出来。

巴菲特：没有。但它已经成为一个越来越大的业务。而且，正如我在报告中指出的，我们学到的主要事情是，人们认为如果你收费越多，你能够赚的钱就越多，至少是暂时的。人们有这种付出的价格就等于价值的想法。(那么对于年轻人来说)进入那样的行业是有益的。

有时候，如果我和商学院的人交谈，我会问他们，"给我一个伟大的企业的名字"。当然，其中一个伟大的企业是商学院，因为基本上，在某种程度上，你收费越多，你的声望就越高。人们认为，一年收取 5 万美元学费的商学院将比一年收取 1 万美元学费的商学院更好。

最近有很多这样的东西进入了投资领域，现在有很大一部分的投资管理收取的费用，总的来说，对投资者来说是行不通的。现在，显然有些人是这样做的。但你不应该给那些人 2%的管理费+20%的超额业绩回报，他们在好年景里赚得多，如果年景不好，他们就会放弃合作，然后重新开始。你不能指望，在一个经济以每年 7%左右的速度增长的环境中，整体而言，投资人为投资者创造的财富会远高于 7%，这显然是行不通的。

然后你会有一个问题，"我如何挑选出少数例外？"要知道，每个人都会告诉你，他们是一个例外。而且，我愿意为此赌一大笔钱，你们可以选出 10 个规模在 5 亿或更多的合伙公司，然后把他们在扣除费用后的整体表现，与

标普指数进行 10 年的对比。你知道，它摆脱了生存偏差和所有这类东西。这 10 个合伙公司的整体表现跑赢指数是不会发生的。

(在 2005 年，股神巴菲特在 Longbet.org 公开立下一个赌约，下注 100 万美元，赌局约定：从 2008 年 1 月 1 日开始，任何一名基金经理，都可以选择至少五只主动管理的基金，假如十年后，这五只基金的整体表现优于标普 500 指数基金，对方将赢得赌局。结果好多年过去了，没有一个基金经理敢来挑战。直到 2008 年，投资大师大卫·史文森的门徒，门徒合伙基金经理 Ted Seides 应战。他挑选了五支 FOF 基金，每支 FOF 基金都包含一些主动型基金，从 2008 年到 2016 年，九年时间，五支 FOF 的收益率，分别是 8.7%、28.7%、62.8%、2.9% 和 7.5%，平均年化回报只有可怜的 2.2%，而标普 500 指数在这九年间的收益率是 85.4%，平均年化回报 7.1%。2017 年 Ted 提前宣布自己输掉了赌局。)

但有几个人会做得很好。他们一定会做得很好。而且，事实上，我想我知道如何挑选几个会做得好的。我是说，我过去也这么做过。当我在 1969 年结束自己的合作关系时，我告诉人们去找比尔·鲁安或桑迪·戈特斯曼，无论他们去哪里，这都是一个非常好的决定。所以，如果你足够了解这个人，足够了解他们过去是怎么做的，足够了解他们的个性，他们是否诚实和一系列的事情，我认为偶尔你可以在选择投资经理时做出非常明智的选择。

但我认为如果你在某个州管理着一个养老基金，而有 50 个人在寻找你的投资，那么你就做不到。在这种情况下，你会选择那些最好的销售人员，而不是那些最好的投资者。查理？

芒格：是的。关于国家养老基金投资问题，我认为，以任何方式招待国家养老基金官员都应该是一种犯罪，而且我认为，如果你是国家养老基金官员，接受招待也应该是一种犯罪。现在在美国，很多投资管理公司都不是什么好景象。而且，就人性和资本而言，我也不认为会有很大的改善空间。

巴菲特：嗯，我们想让你在午餐时有个好心情(笑声)。所以，我们现在休息，我们将在大约 45 分钟后回来。而那些在其他房间的人，由于一些可解释的原因，到那时人群会变得少一点，你们都可以和我们一起在主房间里。我们 45 分钟后回来。

* * * 下午场 * * *

1、巴菲特支持一些非法移民获得公民身份

股东：下午好，巴菲特先生。首先，我要感谢你这么多年来对我所有来信的回复。我会永远珍惜它们。上周，美国多个城市发生了针对非法移民问题的示威活动。许多公司希望留在美国，但越来越依赖廉价的非法劳动力，以此保持全球竞争力。《商业周刊》最近的一篇文章描述了 Shaw 的竞争对手莫霍克地毯公司(Mohawk)，以及他们雇用非法移民的情况。如果发生非法移民改革，您认为这将如何影响 Shaw、Clayton 和伯克希尔的其他子公司？

巴菲特：是的。不过我没读过这篇文章，我对莫霍克的情况也不太了解。我对此一无所知。我敢肯定，在内布拉斯加州，你知道，有大量的非法移民被雇用。肉类加工业是一个很多人已经涉足的领域。事实上，大约两年前，我在奥马哈机场，那里有一架非常大的飞机，我看到了超过 100 人带着镣铐在那架飞机上。我有点想知道他们是怎么做的，他们是否在飞机上遇到过什么紧急情况。但是他们被驱逐出境了。内布拉斯加州发生了很多这样的事情。你知道，我认为这是一个应该及时解决的问题。我不相信政府能够把 1100 万人遣返出美国。所以，无论这个国家采取什么可以接受的方式给予这些人公民权，我基本上都会支持。我认为我们应该在未来执行这些规则。我认为这些规则应该是宽松的，但我认为它们应该被强制执行。

但我不认为这会产生巨大的差异。我的意思是，如果一个肉类加工厂以低于平均水平的工资雇佣工人，你知道，其他人也会做同样的事情。你最终可能会多花一点钱买肉，但我不认为这会对经济甚至对特定行业产生巨大影响，除了可能稍微改变一下相对价格。

但我认为，如果非法移民以某种方式成为合法移民，不会对经济产生显著影响。你知道，谁能说如果查理和我出生在其他国家的某个糟糕的环境中，我们也会让自己尝试进入这个地方。所以我非常同情它，但我相信我们确实需要有在未来执行的法律。我不认为我们应该把 1100 万人送回去。查理？

芒格：如果你不喜欢这样的结果，我认为你应该习惯它，因为我们似乎从来没有执行移民法的意愿。我只是觉得你看到的就是你将要得到的。

巴菲特：我不知道，特别是就地毯行业而言，你提到了 ClaytonHomes。我不会认为是移动住房制造行业有任何不寻常的非法移民数字，但答案是，我不确定。但我看不出这些行业有什么变化。

2、商学院有了"相当大的"改善

股东：嗨，沃伦。嗨，查理。我叫杰里米·克里弗，来自堪萨斯州的劳伦斯。你认为美国最好的金融项目是什么？(巴菲特笑)还有，我还有一年就要毕业了。你能比较一下现在和你大学毕业时的融资机会吗？

巴菲特：他来自一所学校，这所学校在过去几年开设了一些非常棒的课程。我将在这一学年，接待可能有近 40 所学校的学生的访问。这是我现在每年接待数量的双倍，因为一年多 20 个这样的学校是我所能应付的。我们有一些很棒的团体。我想说的是，根据我所看到的，金融专业的教学在 20 年前已经有了很大的改善。但这是从一个非常非常低的基础开始的。大约 20 年前的正统观念(有效市场理论)已经有了很大的改进，你知道，正确的投资

理念正在被接受。其中一个特别的地方是堪萨斯大学。Mark Hirschey 教授做了一项伟大的工作(《投资学：分析与行为》《管理经济学》)。(掌声)密苏里州，佛罗里达州，哥伦比亚大学，还有很多好的学校，比如斯坦福大学，在这些地方都有人做得很好。

25 年前，你在金融部门谋得一份差事，你的晋升之路肯定会被扼杀，除非你遵从正统的观点：有效市场和现代投资组合理论以及很多东西，而这些东西不仅不会给你带来任何好处，还可能给你带来麻烦。这已经有了很大的改善。我很高兴看到这些学生们从这些理论中走出来，因为这是非常鼓舞人心的。现在，他们都认为他们将在某种程度上，复制查理和我很多年前做的事情来致富。我祝愿他们一切顺利。

但将大量的脑力投入到资金管理中让人有点苦恼，尤其是对查理来说。你知道，在 22 岁、23 岁或 25 岁的时候离开学校是很棒的。所以，你可以展望这个国家非常有趣的未来，尽管你可能会发现运用你在投资中所拥有的才能的方式与目前使用这些才能的方式有所不同。我的意思是，现在很多来参观奥马哈的学生都说，未来要从事私募股权或对冲基金，很难想象一个人人都在经营对冲基金的世界。我不确定我们会为食物和衣服做些什么，还有一些类似的事情。但我遇到的这类学生让我很受鼓舞。当堪萨斯大学过来访问的时候，我们玩得很开心。他们上演了各种短剧。他们想把公司卖给我。我希望他们能成功。我们还没有足够的运气，但他们不断提出好的想法，我将继续关注他们。总有一天，这些学生中的每一个人都会得到——我给他们提供了两股 B 股，这是一个有时间限制的 B 股，以对他们进行激励。后来我听到很多学生说，我想他们中的很多人都有自己的想法。查理？

芒格：我听说，在东部的精英学校里，大约有一半的商学院毕业生想进入私募股权或对冲基金行业。我遇到那些人，似乎用他们是否跟上高盛同龄人的步伐来评价自己在生活中的进步。这似乎是衡量生活进步的最低标准，而这可能不会有好结果。在满足所有这些期望方面。(众笑)

巴菲特：你可以看到他们为什么会来，这就是他们来看我而不是查理的原因。(众笑)他会给他们更好的建议，但却会拉长着脸走开。

3、新 CEO 将经历"媒体试用期"

股东：下午好，思瓦米吉(Swamiji)和尊敬的查理·芒格。是的，我确实说了"思瓦米吉"。因为我看到你心灵的外套上装饰着你的真诚、你的谦卑和你的单纯。但你的外衣——我指的是你的财富——是为一般的穷人而存在的。所以你看我们，你的孩子，你的朋友和你的伙伴。我叫谢卡尔·阿加瓦尔。我来自德克萨斯州休斯顿市郊区

的舒格兰。从 1999 年 5 月开始，我对伯克希尔产生了兴趣。我读了很多你写的东西。所以，我可以对你做一些判断。顺便说一下，我在 2000 年 3 月 3 日买入了 B 股，在 3 月 10 日跌至低点之前的 1410，当时它占了我投资组合的 40%，我仍然持有所有这些股票，还有更多股票。正如你告诉那些来奥马哈用真金白银经营投资组合的学生，要有一种真实的感受和真正的学习，我和你有过同样的经历。你知道吗，三年前，当你来到休斯顿参加一家星辰家具店的开业典礼时，我和我的妻子、我的女儿和我六岁的儿子(今天和我在一起)有机会与你共度几分钟。当我们和你一起拍全家福的时候，我 6 岁的女儿就站在你旁边，而你坐在高杆椅上。你对这个陌生人说，"儿子，你来坐在我的腿上"。先生，思瓦米吉，这就是你的单纯。这就是你的谦卑。

你谈到阿吉特·贾恩的贡献，并要求我们如果看到他就弯下腰，或者给我们的孩子取名托尼，以纪念他的贡献。好吧，40 年来对公司和人类的无私服务，你理应获得这个荣誉或"思瓦米吉"的称号。(掌声)在神圣的《吠陀经》中有一个美丽的祈祷文，上面写着"tvamjīvehimśaddhā-śatam"。它的意思是，"万能的真主说，'哦，我的孩子，愿你平安地活一百年。'"这就是我的愿望。这是我对你 75 岁生日的祈祷。还有，思瓦米吉，我在等待触摸你双脚的机会，得到你的祝福。(掌声)

巴菲特：谢谢。

股东：请让我说完。思瓦米吉，我有个问题。(众笑)许多商界人士对这位坐在电话旁等待电话响起的 75 岁的"年轻人"充满了尊敬和信任，有时电话也会响起。我并不担心伯克希尔的下一任首席执行官会带领这家公司前进，但我确实对这通电话感到好奇。在新任首席执行官赢得这些电话的另一方的尊重和信任之前，它可能不会像现在这样经常响起。你觉得这是个问题吗？你认为你可以成为唯一的董事长，而让其他人成为 CEO，让他在你还年轻和健康的时候赢得你的尊重和信任，这是一个好主意吗？非常感谢。

巴菲特：是的。谢谢。(掌声)我不认为有任何问题，但是我的继任者，你知道，某种程度上将会经历，一年左右的媒体试用期。可以理解的是，人们会想知道，在继任者的领导下，文化是否会与现在不同。

那肯定会发生的。这不会是世界末日。这将意味着电话将可能不会响得更少，只是来电的是另一种不同形式的追求者。投资银行家们都会试试这个家伙，看看他是否比我更温和，是否想参加拍卖之类的活动。

但我认为这将会变得很明显，可能需要一年，两年的时间，即伯克希尔的文化是相同的，衡量标准、对股东的态度、所有事情都不会改变，董事会也不会改变。但我认为会有一段时间，人们不会立刻觉得加入伯克希尔会

有和过去一样的经历。但这种情况不会持续太久。

我可以告诉你，董事会考虑的继任者，他们非常聪明，并且他们能够理解也已经接受了我们整个公司的文化。也许在风格上有些不同，但他们将培养全世界的信心。对可能的企业卖家来说，他们将培养这样的信心，那就是伯克希尔将继续前进。但这是个好问题。也许会有一段时间，电话不会再响了，直到人们意识到伯克希尔是独一无二的，而且它还在继续独一无二。我不认为这会很好，但这是我们与董事会讨论的事情，但我不认为某种程度上，一半一半的安排会很好。我的意思是，你可以说我在寻找一个首席运营官。但事实是，我们不需要一个事事操心的人。你知道，我们有人在经营企业，他们非常擅长于此。我们主要要做的，是不要破坏或损害他们带来的精神和文化，以及伤害他们喜欢这种运营模式的事实。所以，我不确定一位首席运营官在伯克希尔会做什么，除了揭露我什么都没做的事实。(众笑)

只要我还健在，他们就不会接到任何有关交易的电话。我是说，人们会想和我说话的。我的意思是，这不是一个工作可以被简单交接的活儿。所以我认为我们将以这种模式进行。你知道，你会有一个时期，在我死后一年会说在我去世后一年内发生了什么之类的事情，但这些最终都会淡出人们的视线。我的继任者将在这个地方打上他自己的印记，但他不会扰乱伯克希尔的文化。他们太聪明了。他们已经看到伯克希尔的模式运行得太好了。因此，在过一段时间后，电话又会打进来。我们仍将为真正关心企业未来的所有者提供独一无二的场所。

出于这样或那样的原因，比如税收原因、家庭分割股份或其他原因，他们必须解决所有权问题。但他们想以一种不会改变他们企业的精神和文化的所有权和管理的方式来解决它。他们在其他地方找不到，他们将继续在伯克希尔找到。查理？

芒格：作为芒格的继承人，我宁愿以目前的运营方式继续榨干沃伦的最后一滴好处。(众笑)

巴菲特：你说的是低薪。

芒格：是的，是的。

巴菲特：这肯定是的查理指示的一部分。(笑)如果我们认为有更好的办法让这个地方运转得更好，甚至让向下一个人的过渡更容易，你知道，我们会很高兴。

但我真的认为伯克希尔将会很好地工作。如果我今晚死了，明天接手的人可能会有一段时间不会接到那么多电话，但是他们是非常非常聪明的人。他们了解业务。他们对所有的生意都很了解。他们也有一般的商业知识。

我用“他们”是因为有三个候选人，但在我心里只有一个特定的候选人。他们知道怎么做交易。这些人非常精通交易，他们知道如何避免其他类型的交易，这一点同样重要。全世界可能在我去世的一年内、甚至两年内都不会完全理解这一点。但一旦它发生了，你可以说伯克希尔会比以前更强大，因为在那一刻，人们会意识到它是制度化的，而不仅仅是因为一个人。

我不想拿自己作比较，但是，你知道，当山姆·沃尔顿死于 1991 年或其他时候，每个人都想知道沃尔玛是否会延续同样的传统。好吧，事实是，它(沃尔玛的文化)确实让这个地方变得更强大，而不是仅仅依靠经营着沃尔玛的那个人。我的意思是，虽然沃尔玛是山姆·沃尔顿一个人的创造，但它根本不需要延续。我们虽然不是同一种模式，但想法是一样的。

4、选择慈善机构时要凭直觉行事

股东：我的名字是 Martin Wiegand，来自马里兰州的 Chevy Chase。巴菲特先生和芒格先生，我们代表在场的股东们，感谢你们和伯克希尔的所有员工，感谢你们为这个周末的社区建设活动所做的大量工作和思考。(掌声)

巴菲特：马丁，詹妮和你在一起吗？

股东：是的，先生。

巴菲特：好的。嗯，前几天她给我送来了一些很棒的牛杂。我爱它们。请多送一些过来来。谢谢。(众笑)

股东：多年来，您慷慨地帮助我们思考资金分配决策，为我们的企业提供资金，为我们的家庭提供食物。在慈善捐赠方面，尤其是在我们如何挑选有效的慈善机构的问题上，您能否帮助我们思考一下我们所面临的资本分配决策？谢谢。

巴菲特：你知道，在这方面给别人提建议很难。但是，你知道，你必须选择对你来说重要的事情。而且，你知道，大多数在美国人是选择捐赠他们的教堂。你知道，给教堂的钱比什么都多。非常多的人捐助的是他们的学校，或者通常是学校。我认为，在很大程度上，你应该选择给你最大满足的东西，那可能是你知道的东西，你可能从自己身上受益的东西。我对它的看法有些不同。资金的数量也是不同的，但我喜欢考虑那些重要但没有自然资金来源的事情。但是，这并不是让数百万人效仿的榜样。做一些能给你带来很多个人满足感的事情，并在这个过程中为他人做一些好事，这没有错。因此，我不会觉得我必须在这件事上表现得像我在购买证券或类似的东西时那样客观。我会去我的直觉指引我的地方，让它成为你自己想参与的东西。

而且，就像我说的，我认为如果你用大量的钱来做这件事，你可能有一些理由，甚至是一些义务，去尝试和思考大量的钱在哪里可以对一个社会问题产生重要的影响，否则可能不会得到关注。你知道，这就是我自己的想法带给我的。但我会去做一些事情，我觉得我知道钱会去哪里，我知道它会带来一些好处。也许，通过观察发生了什么，我可以让下一笔捐赠比上一笔捐赠更有效率，更有益。查理？

芒格：我没有什么要补充的。但我有个问题：你能给我倒杯咖啡吗？(众笑)

巴菲特：我们不卖咖啡，查理。我们卖可乐。(众笑)我们从每 12 杯可乐中获得一杯的利润。所以我不管你喝不喝，打开罐子就行了。(众笑)

5、我们喜欢受管制的公用事业企业的现状

股东：下午好。我叫 Robert Piton，来自伊利诺伊州芝加哥市。我的问题是，未来在电力线路上部署电信服务的可能性是否会影响伯克希尔投资公共事业领域的决定？谢谢。

巴菲特：是的。答案是否定的。我们从事的是受监管的公用事业业务，我们喜欢目前的业务。你知道，它的发展方向将取决于他们想要我们做什么，或者总体上取决于技术变革。但是，如果我们做了有效的工作，让消费者满意，我们将获得资本回报，不管我们是用旧的方式，还是一些新的方式出现。

因此，**这是一项我们努力提高效率的业务，这意味着在为客户提供服务的同时尽可能降低他们的成本。**甚至在我们使用的发电资源方面，我们将遵循我们所在各州人民的意愿。不同的发电形式有不同的成本。我们觉得，如果人们想要选择一种更昂贵的发电方式，但如果这是一种可以让他们在环境方面更舒适的方式，你知道，这是我们所在国家的人民的决定。所以，我没有看到任何改变我们所做事情的经济方面的重大进展。**我们购买电力公司，不是因为我们希望它能从其他活动中产生收入。**查理？

芒格：没什么要补充的。

6、"媒体业务前景黯淡"

股东：好的。首先，我的名字是埃吉尔·达尔。我是来自挪威的零售商。首先，我要感谢各位先生给我这个机会来到这里，向两位世界上最优秀的商人提一个问题。我的问题是关于媒体和娱乐业。你是否认为报纸、杂志、电视，也许还有电影和音乐业务的性质会因为新技术和互联网而永久改变，变得更不可预测？第二部分是，如果不是这样的话，你是否认为其中一些企业目前是好的收购对象，因为市场是这样认为的？谢谢你！

巴菲特：嗯，人们总是希望得到娱乐，他们希望得到消息，或者两者兼而有之。但是，你知道，我们只有两个眼球，我们一天只有 24 个小时。因此，如果你回到 50 或 60 年前，想想当时人们是如何获得信息或娱乐的，他们的选择少得多。你只有当地的电影院，你有收音机，你还有报纸。随着时间的推移，技术的发展无疑开辟了更快获取信息的多种途径。而是否更好，取决于你问的是谁。当然还有更多形式的娱乐，很多都是免费的。而它并没有扩大你娱乐或获取知识的时间。

每当有越来越多的人在任何特定领域竞争时，通常情况下，经济状况就会恶化。

报纸的经济状况已经恶化，尽管相对于所使用的有形资产，它们仍有巨大的利润，但如果你看一下未来的现金流，就会发现它们没有 20 年、30 年或 40 年前那样的经济前景。而电视，同样，利润保持得令人惊讶的好，但观众不断下降。对于任何特定的传播方式都是如此，因此，随着时间的推移，这必然会影响其能力。过去，电缆被认为几乎是独立运行的，然后电信进来了。

很少有企业因为更多的竞争而变得更好。我有一个朋友在报业工作。我想查理曾经嘲笑过她，说她心目中的竞争对手就是一具躺在石板上的尸体，脚趾还在抽搐。当更多的人参与竞争时，这并不是一个更好的生意。所以我认为，总体而言，**媒体业务的经济前景并不乐观**，我的意思是，相比于过去——就像我说的，他们现在在有形资产回报方面利润巨大。这是一门生意，从联邦政府获得的许可证，变成了大笔金钱的特许权使用费。

我的意思是，在宝洁和福特汽车和几亿人的眼球之间，只有三条高速公路的时候可以赚很多钱。但是，你不断建造更多的方式，让宝洁、吉列、福特汽车或通用汽车等公司来吸引这些人的眼球，你就降低了高速公路的价值。这并不复杂。所以，我想你会看到，很难想象这些企业总体上有很好的前景。

我们仍然拥有世界图书公司。在 80 年代中期，我们一年卖出了 30 万套，这是一个非常有价值的产品。它当时卖 600 美元左右，很值。但问题是，你可以通过互联网非常非常便宜地获得同样的信息，或者更多的信息。你不需要砍伐树木。你不需要经营造纸厂。你也不必雇佣 UPS 来运送一个非常庞大的包裹。这并不是说我们的产品不值那么多钱。而是人们有很多其他的选择。在我看来，这在信息和娱乐领域是如此，而且不会停止。查理？

芒格：是的。就是这么简单。**一个没有比过去更糟糕的未来的企业将是罕见的。**

巴菲特：查理，告诉他们坏消息吧。(众笑)我们要做的就是买下 NFL 或者类似的东西。我的意思是，的确有某些主要事物，人们有更多的方式来传播这些事物，因此其价值将以非常不同的方式得到体现。

7、美国贸易失衡的"严重后果"

股东：下午好。我的名字是 Yuji Siamoto，来自纽约市。我想问一下巴菲特先生您对货币的看法：人民币、日元，特别是欧元。在胡锦涛访问期间，汇率问题成了一个大问题。这正日益成为这个国家经济健康发展的一个非常重要的问题。在所有消费品方面，美国正变得高度依赖非常廉价、定价过低的中国出口产品。你去沃尔玛，大多数高端产品电子产品，或者大多数任何增值产品，都是在中国制造的。由于人为地维持汇率水平，美国几乎对非常低价的中国商品上瘾。与此同时，美国对来自中国和日本的廉价资本越来越上瘾，因为这两个国家向美国国债市场注入资金，从而使抵押贷款利率保持在低水平。我认为，如果这种情况长期持续下去，将会带来巨大的危险，因为美国的所有消费都会沉迷于这种廉价的中国或亚洲出口商品，我们的所有抵押贷款利率也都很低。

这几乎就像是沉溺于鸦片，因为中国人在鸦片战争期间沉迷于鸦片。政府是否应该更努力地打破这种恶性循环？如果是这样的话，你会如何看待汇率水平？您以前对美元的看法非常坚定，但是您现在的看法是什么呢？您是否在利用你对汇率的观点？

巴菲特：是的。好吧，我的观点查理可能不同意，但我的观点一如既往，也许更强烈一点。正如我在年度报告中所解释的那样，我们在外汇期货方面的直接收到的影响较少，但套利成本已经从正变成了相当负的。因此，在我看来，还有更好的办法来缓解美元未来大幅走弱的后果。

我们喜欢在世界各地用其他货币来发展赚钱能力的想法，实际上，在伊斯卡本身，很大一部分收益不是美元，我们在其他领域也在这样做。我们将减少外汇期货的持有量，除非套利局面发生变化。但在我看来，基本情况几乎是，你永远不会说"确定"，但发生的**概率非常高，那就是美元将随着时间的推移而贬值。**

我不知道未来 6 个月或一年或任何事情，但在很长一段时间内，美元会对其他货币贬值，因为我们采取的政策似乎没有太多选择。

这里引用的一段话指的是 2002 年 2 月 28 日给出的巨额经常账户赤字。引言是，"走上这条道路的国家总是会遇到麻烦，我们也会遇到麻烦。最终，经常账户赤字将不得不受到限制。"这是一个非常聪明的人说的，他的名字叫艾伦·格林斯潘。当时，经常账户赤字为 3850 亿美元，现在将是这个数字的两倍多。所以在这里，4 年后，我们已经走上了他所说的这条道路，而且我们在这条道路上走得越来越快。他说，总是会遇到麻烦。如今，在他担任美联储主席的晚年，他并没有过多地强调这一观点。他从来没有否认过，但他谈论的其他事情更多。

但它将导致一些事情，而且在我看来，它很可能是重要的事情。人们谈论软着陆，但他们从来没有向我解释它将如何发生。伯南克主席最近发表了一次讲话，他说结局可能是好的，但他不能排除其他的可能性。我认为你会在某个时候看到重大的后果。在伯克希尔，我们将有相当数量的盈利能力来自其他国家和其他货币，但我们始终主要在美国。而且，随着时间的推移，我们可能一个必然的结果似乎是，显著更高的通货膨胀。

因为作为一个国家，随着你欠下越来越多的钱，用比产生债务的货币更便宜的货币来支付你欠下的钱会变得越来越有吸引力。查理，你有什么要说的？

芒格：嗯，我不觉得我有什么特别的能力来预测欧元现在的定价是否正确。我并不认为这对伯克希尔目前所拥有这样的地位来说，汇率会是一件大事。实际上，我们大约一半的收益现金是以美元以外的其他货币进行的短期投资。我认为这几乎不是一件大事。

巴菲特：我们从中赚了几十亿美元。(众笑)

芒格：是的。正如我要说的，到目前为止，这是一件非常有利可图的小事(笑声)

巴菲特：如果这对他没有任何意义，他可以随时把他的股份给我。(笑)

芒格：是的。总体而言，**经常账户赤字和财政赤字都很大，而且都在增长，这不是件好事**。我的意思是，一个伟大的文明也许能够承受这样的情况，而且时间会比你一开始可能想到的更长。但我认为最终会有报应，我们将不得不改变政策，也许这会是痛苦的。事实上，我会说几乎肯定是痛苦的。你不也这么认为吗，沃伦？

巴菲特：是的。这很有趣，因为我认为几乎每个人都说是不可持续的，然后他们从来没有解释它是如何不能持续下去的，直到一些非常不愉快的事情发生。但是后来他们也说会软着陆，我听他们讲的时候不一定是从 A 到 B 再到 C。当然，持续的时间越长，美国所欠的净债务就会越大，人们就越会看到我们在某种程度上沉迷于这种行为，在某种程度上，就有更多的机会，可能是由其他无关的事件带来的，而货币目前还没有发生一些大的调整，或许，在一些混乱的市场中，货币调整发挥了作用。但是知道什么时候或者具体怎么做，是不可能的，预测那种事情的是不可能的。

在 1980 年代，查理和我看到了一种被称为**"投资组合保险"**的东西，这在当时是一个非常流行的术语，而且受到了机构的欢迎。当时的情况是，有一群人在兜售这样一种观点，**即这是大型机构管理资金的一种复杂、优越的方式。他们收取可观的费用，让人们建立起处理股市波动的机械程序**。他们用养老基金和各种大资金来做这个。

这种策略非常受欢迎，学术文献中充满了它，人们在学校里教授它。

后来，1987 年 10 月 19 日，一小部分在美国的投资受到了这种投资组合保险理论的指导。但是，仅仅是这一小笔钱，就是一天之内造成美国股票价值变化 22% 的主要因素。这些人中的每一个人都认为他们所做的是聪明的，但是，当他们聚集在一起，并必须遵循一个给定的信号，实际上，你创造了一个世界末日机器。它失去了控制，然后发生了一些非常混乱的事情。

我想说的是，不完全是这类事情，但这种事情在未来世界上发生的可能性，可能比 80 年代存在的事情放大了很多。货币也参与其中，但谁知道它从哪里开始，也不知道为什么有人会喊"着火了"。但当有人喊"着火了"时，货币市场将会在人们蜂拥而出的过程中会发生一些事情。

8、CPI 不包括食品和能源低估了通胀水平

股东：嗨，你好。来自洛杉矶的 Alex Rubalcava。沃伦，你刚才提到了通货膨胀的话题，所以我想问，你是否相信——或者说你是否相信消费者价格指数(CPI)是一个好的、真实的、准确的通货膨胀衡量指标？

巴菲特：这是一个很好的问题。比尔·格罗斯(Bill Gross)在他的一些太平洋投资管理公司(PIMCO)方法和信息中对此略有论述。而且，你知道，如果你去家具市场，构建一个价格指数，它并没有变化很多。但几年前你以 X 的价格销售 DVD 播放器，现在你以 X 的四分之一的价格销售，这使得可比的商店销售变得非常困难。因此，在某些领域已经出现了巨大的——实际上是通货紧缩。但我确实认为 CPI 并不是一个特别好的指数，就像我说的，格罗斯也写过这方面的内容。当他们谈到核心 CPI 时，**我刚开始总是很兴奋，直到他们说核心 CPI 不包括食品和能源。你知道，就平均水平而言，食物和能源对我来说是非常核心的，我想不出有什么比这更核心的了。**

CPI，你可能知道，也可能不知道，很多年前就已经把住房直接算进去了。CPI 现在有一个租金，这是一个估算的租金类型的计算。它仍然占 CPI 的很大一部分，但它没有反映新的住房价格，在我看来，租金因素远远低于美国家庭的实际住房成本。由于住房是很大的一部分，我不认为它能很好地弥补这一点。所以我会说，CPI 对很多人来说低估了通胀。

现在，如果你年纪大了，有了自己的房子，每个人都有自己的生活方式。而且，如果你整天都在喝可口可乐，在我看来，可口可乐的价格上涨还不够，而我的 CPI 变化不大。但对于买了新房子的人来说，与 6 年或 8 年前开车 30 或 40 英里去上班或家里经常开车的人相比，CPI 的涨幅要比政府数据显示的高得多。查理？

芒格：是的。我在好市多看到，通过好市多流通的产品几乎没有通胀，但在其他地方，你会看到这些数字大幅上升。我并不为那些花 2700 万美元在曼哈顿购买 8000 英尺公寓的人感到遗憾。如果他们遇到了一点通货膨胀，对我们其他人来说并不重要。但这种情况的运作方式几乎是不可思议的，它只出现在几个地方。

巴菲特：是的。如果你看看好市多或沃尔玛的年报，这些都是大企业，你会发现它们的后进先出(LIFO)调整只是微不足道。但我想他们不会有相对于其销售额的大量的库存。

芒格：没有。

巴菲特：但在沃尔玛，后进先出的调整是无关紧要的。我刚刚读完他们的年度报告，而他要处理的是 3000 亿美元，在美国略低于这个数字，但也有 2000 亿美元左右的销售额。后进先出的调整会使这些产品的整体价格相对于他们的库存水平发生变化。

所以，在珠宝方面，因为黄金和一些东西，我们去年进行了一些大的后进先出调整。钢铁，我们已经有了很大的后进先出调整。我们在芝加哥有一个钢铁服务中心，我们在 Mitek 购买了很多钢铁，有一个很大的后进先出调整。所以它是非常不均匀的。地毯 20 年来一直无人问津，但由于它是以石油化工为基础的，过去几年地毯行业的价格发生了大幅变化。而我们有一个后进先出账面价值，实际上是一个负的后进后出数，在 3 年前，而现在我们有 1 亿左右的后进后出法调整数，所以那里的价格有很大的变化。但我认为，总体而言，**对于一个典型的年轻家庭来说，CPI 可能低估了他们在自身生活状况方面所面临的负担。**

9、为什么我们不与投资银行"做交易"

股东：嗨。我是迈克·凯利，来自爱荷华城。我们今天听到了一些关于伊斯卡公司(ISCAR)的消息。你能告诉我们一些关于过去一年的其他收购的事情吗？

巴菲特：你想知道什么，迈克？(众笑) 我们在年度报告中描述了一些。

股东：对。嗯，我相信自年度报告以来，还有几个，比如罗素(Russell)。

巴菲特：是的。罗素正在进行中。刚刚有一份尚未公布的委托书，但已经提交给了 SEC。你可以拿到文件的副本。但这是一个正在进行中的项目，距离实际完成可能还有几个月的时间。你知道，我在年报中描述了美国商业资讯公司(BusinessWire)的情况，我在读了《华尔街日报》的一篇文章后收到了 Cathy 的一封信。而且，你知道，它们都是突然冒出来的。

我向通用电气的杰夫·伊梅尔特建议过，如果我知道他们有兴趣用他们的保险资产来做一些事情，我认为这是伯克希尔会感兴趣的保险资产的一部分。我和他见过一次面，我们就那件事达成了协议。

太平洋公司(Pacificorp)由大卫·索科尔和苏格兰电力公司的员工发起。我甚至不确定那是什么顺序。

但我们没有做的一件事是，我们没有参加任何拍卖。

我偶尔会读一些关于不同行业的书，这些书里的预测简直是愚蠢至极。我的意思是，也许这就是为什么写书的人他们不在书上签名的原因，因为他们会对他们提出的预测感到尴尬。我很想见见那些写投资银行类书籍的人，让他们对自己四年后的预期收益下个赌注。随着时间的推移，我会赢很多钱。他们的预测不会得到满足。

但我们偶尔会接到关心他们企业最终走向的人的电话。我们将在几天内完成 Applied Underwriters 的收购工作，这是两个了不起的家伙，他们白手起家。事实上，我在奥马哈买下了一家小企业——正如我在报告中解释的那样——这就是它在这里的原因。但他们想加入到伯克希尔。他们保留了公司 19% 的股份。他们认为与我们联系在一起会让自己的未来在很多方面都会是最好的，包括在经济上，我敢肯定这点。他们觉得这是最适合他们的地方，并且有最多的成长机会。你知道，他们会直接来找我们。

你知道，我不知道你读过多少关于 40 亿美元交易的故事，就像今天出现的与伊斯卡有关的，但它没有提到任何一方中有关于投资银行家的事情。但我认为，这些年来，你会在伯克希尔看到更多这样的事情。

查理，关于我们最近的收购，你有什么特别要补充的吗？

芒格：对我来说，有趣的是它的思维方式。在世界上的所有这些“新的帮手”，人们与他们谈论该如何做交易。而这并不是伯克希尔的思维方式。我们正在努力欢迎合作伙伴。这是一种完全不同的心态。做交易的人，他想做交易，然后就解除交易，不会希望拖得太久，然后就能够赚大钱，等等，这根本不是我们的心态。

我们喜欢买到的东西永远不会离我们而去，我们喜欢持久而富有成效的关系，不仅是对我们，也是对在那里工作的人、客户和其他所有人。我认为，从长远来看，我们的体系将会更好地发挥作用，而不是反复进行大量交易。如果我们在游戏中有这么多的新交易，我认为最终他们会互相妨碍。换句话说，我不认为有足够的钱让这些新的阶级能够赚到他们希望永久赚到的钱，于是，他们只能不断地交易交易再交易。

巴菲特：他们会在费用、费用、费用、费用上赚到钱。(笑)

芒格：沃伦提醒了我，有一次我问一个刚刚离开一家大型投资银行的人，我说，“你的公司是如何赚钱的？”他

说，"和甲方聊聊，再和乙方聊聊，然后让甲乙双方坐下来聊聊。"(笑声)

巴菲特：我也知道他说的是哪家公司。(众笑)

芒格：这不是我们的文化。你们中的很多人已经在这里很久了，你可以看到这不是我们的文化。但最终，奥巴马可能会比华尔街做得更好。

10、所罗门 1991 年的缓刑避免了"绝对的混乱"

股东：嗨。史蒂夫·罗森博格，来自密歇根州。首先，我非常感谢你们两位继续作为正直和常识的榜样。(掌声)

你能否更具体地描述一下衍生品危机可能如何发展，以及最终如何在危机突然爆发后得到解决，有没有一种可行的解决方式，而不需要某种会加剧"大到不能倒"道德风险问题的大规模救助？

巴菲特：这真的很难讲。我的意思是，它偶尔会发生，什么会导致人们大喊"着火了"，多少人会冲向出口，他们到达那里后会做什么。你知道，1998 年的长期资本管理公司(LTCM)对金融世界产生了巨大影响。这并没有对市场产生最大的影响。我是说，联邦调查局的人介入了。但在那段时间里，市场上发生了一些相当奇怪的事情。

2002 年的垃圾债券市场发生了什么？我的意思是，它关闭了一段时间，几乎是一片混乱。所以很难确切知道会发生什么。我要问查理一个问题。

1991 年 8 月中旬一个周日，当时在所罗门，我们可能在半个小时内就能找到一位联邦法官，把所罗门的钥匙交给他，然后申请破产。幸运的是，财政部扭转了局面，我们摆脱了这一困境。但律师事务所正在起草破产文件。那是在一个周日。在那些日子里，我们有一本相当大的衍生账簿。而它现在可能是微不足道的，但它当时看起来很大。周一会发生什么呢？第二天我们有很多保证金问题要解决。

就在戈尔巴乔夫被带走的同一天，道琼斯指数在第二天开盘时下跌了几百点，当时道琼斯指数的跌幅要大得多。现在，如果你把前一天晚上 7 点左右所罗门在日本破产的事实叠加起来，如果你第二天向他们交付付款证券，你不会得到付款。如果你期待从他们那里得到证券，你也不会得到这些证券。顺便说一下，在当时，我想我们有一本价值 6-7000 亿美元的衍生产品账簿。而那些交易了这些衍生品的人必须试图弄清楚他们的头寸多少，以及确认他们的对手是否能够履约。你觉得周一会发生什么事，查理？

芒格：嗯，这可能是绝对的混乱。这是一个非常有趣的故事，有一个有趣的寓意。Nick Brady 真的避免了破产。他很早就知道 Chace 家族是伯克希尔的股东。这促使他饶有兴趣地关注着这件事，尤其是自从他卖掉了自己

的股票，眼睁睁地看着自己的亲戚 Chace 一家持有股票之后。所以他知道我们的事，而且我认为他信任你，沃伦。我觉得那天很重要。所以这些老式的声誉——

巴菲特：那么，第二天会发生什么呢？这太可怕了。我就这么说吧。

芒格：是啊，太可怕了。而且——但在避免发现第二天会发生什么的过程中，有一种个人声誉的因素。

巴菲特：我之前介绍你认识的 Kim Chace(三世)，他的父亲 Malcom Chace(二世)其实在很多年前就把我介绍给了 Nick Brady，那是 1960 年代中期，当时 Nick 在 DillonRead 工作(瑞银投资银行部)，Malcom Chace 说"我想让你见见"，我猜是他的侄子或侄孙。不管怎样，我去了 DillonRead，那时我 30 多岁，Nick 比我大几岁，我们聊得很开心。然后在 1991 年，他成为了**财政部长**。而财政部在周日上午 10 点对我们下达了死刑判决，幸运的是，Nick 在下午 2 点半左右推翻了这一判决。如果他没有这么做，我不知道会发生什么。但这将是一场温和的衍生品链条式恐慌的试点案例。但与现在的情况相比，那根本不值一提。我会这样说——比起以前，现在有更多的东西被抵押，但这不会是你想要自愿进行的实验。

11、我们喜欢阅读它们，但报纸却陷入了困境

股东：嗨。我叫杰里米，来自圣地亚哥。首先，我要感谢大家对我作为一名专业投资者的职业生涯所产生的巨大影响。我的问题也是关于刚才这位先生谈到的报业。对于你提到的一些相同的观点，与标准普尔 500 指数中的许多业务相比，一些最大的报纸股票似乎获得了令人难以置信的投资资本回报。

我的问题更具体地与估值有关。如果你们中的任何一人今天看着一只报纸股票下跌，就像有些人把它比喻为下跌的刀子一样，你会如何确定一个非常舒适的安全边际，以保护自己免受报业不断恶化的影响？

巴菲特：是的。好吧，问题是你应该为一家年收入 1 亿美元的企业支付多少倍的估值——而其年收入将下降 5%？或者说是你应该为一家年收入 1 亿美元的企业支付多少倍的估值——而其年收入将增长 5%？

我要说的是，我并不是说这些是我对报业公司收入的百分比预测，但报业公司肯定面临着其报纸收入受到侵蚀的前景。我们已经看到了一些。我们看到每一种趋势都指向这个方向。我们自己经营着报纸业务。而且，你知道，我不认为五年后我们报纸的发行量会更大，我也不认为广告版面会更大。我认为，即使未来我们的国家更繁荣(也是如此)，或者，我应该说，经济有所增长的地区性的报纸也是如此。

但我认为大多数报纸的所有者还没有达到预测收入下降的程度。当然，如果你会看到一些下降，比如每年盈

利下降 5%或 6%，那么报纸股票的市盈率就高得不吸引人。它们还不够便宜，不足以弥补盈利能力的下降。

然后你会面临额外的风险，即他们可能会有某种程度上的认知滞后，他们可能会继续使用其中的一部分资金以不太合理的价格收购其他报纸。在一个衰退的行业中，很难买到足够便宜的东西来弥补衰退带来的损失。

在这个行业里，人们总是倾向于认为他们看到的是第一只知更鸟，你知道，或者别的什么，而且情况会好转。我想说的是，在报纸行业，如果说有什么不同的话，那就是下降速度有所加快。你知道，他们伴随着一批报纸读者走过了一生，而现在当人们从学校毕业时，他们并没有订阅报纸的习惯。这种情况可能不会在一夜之间改变，但它的方向就是这样的。读者越少，读者群就越小，对广告商来说就越没有说服力。每个人都看报纸是因为有很多广告都在报纸上，很多广告都在报纸上是因为每个人都在报纸上，这样的良性循环现在朝相反的方向发展。我不认为现在的报纸价格可以弥补这一点。

你现在听到的观点来自于几个非常热爱报纸的家伙。我们认为报纸是不可或缺的，但在这一观点上，我们没有太多的支持者。我们喜欢报纸，我每天读五份报纸。查理可能也是这样。

芒格：四份。(笑声)

巴菲特：是的，这也显示了我们不能没有它们。但很多人可以，而且每天都有更多的人可以(没有报纸)。虽然我们在刚开始的时候，我们喜欢买报纸的想法。我们去辛辛那提旅行，住便宜的旅馆，买各种各样的报纸。但是，我们认为，顺便说一句，我们当时非常喜欢它们的产品，我们认为它们是最伟大的企业，拥有特许经营权。但很明显我们错了。你知道，我们仍然喜欢它们，但我们在特许经营权上的判断错了。而且，你知道，我们必须相信自己的眼睛，相信我们在那个世界里看到的东西。查理？

芒格：是的。我还有更大的罪要承认。我曾经认为通用汽车是一家刀枪不入的特许经营公司。但是我们有一个很好的方法来处理这些事情，我们有这个“太难了”的收纳筐。我不知道沃伦是否会购买通用汽车公司，但我有一个很好的猜测。这太难了。如果某件事太难做，我们就会寻找不太难做的事。还有比这更明显的吗？(众笑)

巴菲特：这可能意味着我们没有努力工作。(众笑)

芒格：是的。是啊。

巴菲特：我们不会涉及具体细节。我认为没有人比查理和我更仔细地观察报纸业务，真的，观察 50 年了。我们曾经总是谈论这个国家的每一份报纸，以及购买它的可能性等等诸如此类的事情。报纸商业模式很容易理解。

我的意思是，这是你能想象到的最简单的经济学问题。我们慢慢地意识到了它的变化。

我在 1991 年的年度报告中写道，报纸容纳了很多新闻内容，它包含了一大堆可以包含在其他媒介里的新闻内容。现在，你的报纸的新闻内容能不能在其他东西里复制？现在的问题是，有没有更简单的方法来携带和传播这些新闻内容？而这张纸没有任何神奇之处，它只是被送进了房子，并把相关内容带进了房子。随着报纸失去了渗透力，它变成了一种让新闻内容进入房子的效率较低的方式，而其他方式在让新闻内容进入房子方面变得更有效率。所以这些事情并不难理解。对我来说，看到企业的所有者和投资者都有点不愿意看到眼前的东西，这很有趣。它只是在一条路上走得太远了，以至于你不会认为去买一份垄断报纸是错误的。你知道，直到 1975 年或 80 年代，没有人认为买一份垄断的报纸是错的。

芒格：是的。如果技术没有改变，他们仍然拥有固若金汤的专利权。但技术确实发生了变化。幸运的是，硬质合金刀具似乎没有好的替代品。(众笑)

巴菲特：随着时间的推移，如果你有正确的管理，生意会好很多。现在，它需要非常好的管理。30 或 40 年前的报业有一件好事，当时它根本不需要管理。我的意思是，如果你有一个白痴侄子，如果你拥有一份报纸或一个网络电视台，无论发生什么，他们都会赚钱。如果管理得当，他们会赚更多的钱。如果由汤姆·墨菲来管理你的电视台，这会比让你的侄子来做要好得多，但你的侄子也会做得很好。(笑)

12、遵循逻辑而不是情感

股东：你好，沃伦，查理。Matt Peterson 来自华盛顿州西雅图市的股东，今天很高兴来到这里。我的问题很简单。多年来你们两位有很多机会与许多优秀的导师和老师合作。我想知道你是否可以给我们提供一些当代导师的名字，我们可以向他们寻求建议，以及我们自己解决问题和情况的方法，类似于当代的格雷厄姆和费雪？

巴菲特：嗯，有趣的是，你不一定要看现在的。我的意思是，如果你想看看伟大的商业生涯，你可以看看汤姆·墨菲或唐·基奥，他们都在我们的董事会。通过学习，你可以学到成为一名杰出商人所需要的一切。你不需要研究一个 55 岁的人，并且他现在还担任着某个管理职位。他们的课程是永恒的。

我想哈佛商学院很快将会有一项关于首府广播公司的研究。而且，你知道，如果你学了汤姆·墨菲的课程，你就不需要学习商业方面的任何其他课程。过去也有过这样的例子。我想说，如果你学到了过去某些投资者的教训，你知道，你不需要担心当代的例子。查理？

芒格：我认为，沃伦和我也没有很好的跟踪(像格雷厄姆费雪那样的)40 岁的投资专业人士，这也是事实。不是吗？(笑)你是不是对我有所隐瞒？(这 2 人在 40 岁各写出一本投资巨著<证券分析>和<普通股不普通的利润>)

巴菲特：我不认识任何(像格雷厄姆费雪那样的)40 岁投资人。(笑)我认为他们都只有这两人 25 岁的水平。

芒格：是的。

巴菲特：投资并不是那么复杂。我的意思是，它的基本框架很简单。那么，现在你必须在这方面做一些工作，努力**找到某些东西被低估的最佳区域或者别的什么东西。但你不一定要有高智商。**在 2002 年购买垃圾债券，甚至在长期资本管理公司陷入困境时可以做的事情，你都不需要有很多的**投资智慧**。某种程度上，**你真的必须有坚持信念的勇气**。当其他人都被吓呆了的时候，你必须有意愿去做一些事情。而且在 1974 年的情况也确实如此，当时我们以非常非常低的市盈率购买股票。并不是说没有人知道它们很便宜。当时其他的投资人只是因为这样或那样的原因而什么都不做。而且，**这就是遵循逻辑而不是情感的教训，很多机会是显而易见的**。有些公司有很大的麻烦，而另一些公司的麻烦较少。查理，你能再给他们点例子吗？

芒格：嗯，我认为这是不同的。在我们年轻的时候，投资的竞争比你们现在少得多。**在投资管理领域聪明人并不多**。真的没有。你应该看看银行和信托部门的人。(众笑)

我的意思是，现在我们有一大批才华横溢的年轻人，还有所有这些私人合伙公司，以及所有大型投资银行的所有自营部门。我们在投资管理业务方面拥有大量人才。因此，现在的竞争非常激烈。现在，如果现在突然出现危机，将会有 500 家公司对此进行深入研究，每个公司都有资本，他们可以在一触即发的情况下立即投入资金。而在我们那个年代，我们常常是孤单一人。我们是唯一的买家。

巴菲特：但在 2002 年，查理，有很多人**有投资经验，智商也很高，而且还有很多钱**，(但他们什么都没做)。这不是钱的问题，只是他们害怕在那个特殊的情形下去投资。

芒格：嗯，当你遇到了巨大的危机，就像现在这个礼堂里发生了一场大火，你知道，你会有很多奇怪的行为。(笑声)**如果你能在其他人都疯了的时候保持明智，当然，你还是会有机会的**。但如果这是你的策略，那可能会给你带来漫长而乏味的时光。

巴菲特：尤其是在首席会议桌上。(众笑)两三年前，你可以在韩国找到大量的便宜证券，这是一个有 5000 万人口，有先进的社会制度的国家，你会发现一些有着强大的资产负债表、强大的行业地位、并且 3 倍左右的市盈

率的公司。(互联网泡沫韩国股市崩溃)

芒格：但这需要一次惊厥才能产生，一次真正的大惊厥。

巴菲特：是的。五年前，在韩国有很多从事投资业务的聪明人，也有很多聪明的人在这里搜寻，所有信息都是现成的。你可以去互联网上获得关于韩国公司的信息，这些信息和你从 SEC 那里获得的信息一样好。那里有几十家公司，价格非常非常非常便宜。所有这些聪明的人都有这么多钱。

芒格：确实发生了。但如果我让你再举出 20 个类似的名字，你会有很大的困难。

巴菲特：嗯，如果我有 20 个类似的名字，我不会告诉你们的。(众笑)

13、如果我们重新开始.....

股东：我是来自英国的 Simon Denison-Smith。我的问题是这样的：如果你今天带着一百万美元开始创业，并希望在 40 年内建立一个价值平均增长 20% 的企业，你会在头五年采取什么类型的投资和投资策略？

巴菲特：有意思的是，我们在 50 年前，1956 年 5 月 4 日，也就是周四，成立了第一家合伙公司，当时的规模是 105000 美元。(掌声)那是我妹妹在鼓掌。她是合伙人。(众笑)如果查理和我从头再来，我们会说，我们不应该这样做。(众笑)

但如果我们屈服于撒旦，从事同样的活动，我想，我们会做一些非常相似的事情。如果我们投资证券，我们会放眼全球，比如我们会看一看韩国。查理说你找不到 20 个，但你也不必找 20 个。你只需要找到一个，真的。在这个行业中，你不需要有太多的好点子，你只需要偶尔有一个很有价值的好点子。

而在证券方面，我们会做同样的事情，这可能意味着更小的股票，因为我们会发现一些可能对小投资组合产生影响的东西，而这些东西对像伯克希尔这种规模的投资组合不会产生影响。如果我们试图收购企业，我们的日子会很艰难。我们不会有任何声誉，所以人们不会来找我们。因为你说的是一百万美元，我们太小了。所以，我不认为，用少量的资金，收购企业会取得很大的成功。你知道，查理开始从事房地产开发，因为它只需要非常非常少的资本，你可以放大大脑力和能量，或者，我应该说，指望脑力和能量可以以一种巨大的方式放大并且只需要少量的资本，这在证券行业中是行不通的。

你知道，我天生倾向于研究证券，随着时间的推移，一步一步地做。但基本原则不会有所不同。我想如果几年前我用一小笔钱经营一家合伙公司，我想我可能已经 100% 投资在韩国了。而且，我会四处寻找一些定价非常错

误的东西，而这正是我所理解的。每隔一段时间，这种情况就会发生。查理？

芒格：我同意这一点。你可能会想找到一种东西，它每年能赚 20%，然后你会在接下来的 40 年里坐视不管，而这往往是一种梦想。在现实世界中，你必须找到你能理解的东西，这是你所拥有的最好的东西。一旦你找到了最好的东西，你就会用它来衡量一切，因为这是你的机会成本。这就是小额资金的投资方式。当然，诀窍是获得足够的专业知识，这样你的机会成本，也就是你的默认选项，就会非常高。因此，游戏的基本算法没有任何改变。这就是为什么现代投资组合理论如此愚蠢。(众笑)

巴菲特：的确如此，各位。

芒格：是的。当沃伦说他会一直在一个国家，这是非常正确的。当他有合伙人的时候，他不会这么做，但如果你听听现代投资组合理论，他会比传统投资组合更加集中。大多数人不会找到成千上万同样好的东西；他们会发现一些东西，其中一两个比他们知道的任何东西都好。考虑投资的正确方式是考虑你的最佳机会成本。

芒格：顺便说一下，这是在基础教科书中的大一新生经济学课程中的内容。只是它还没有进入现代投资组合理论。

巴菲特：我们这样说，肯定不会被要求做书评了。(众笑)

14、芒格认为杰里米·西格尔教授"精神错乱"

股东：我是来自德国慕尼黑的 AnvayasVegar。非常感谢您与我们进行了开诚布公的讨论。实际上，我想问一个关于一本书的问题，所以我会回到对书的评论上。杰里米·西格尔(Jeremy Siegel)在他的第二本书《投资者的未来》中提出了一些想法，我想了解这将如何影响你的投资策略，如果他的想法有任何变化，以及你如何对他提出的这些建议做出反应？谢谢。

巴菲特：这对我们没有影响。查理？

芒格：是那个对普通股票长期投资非常乐观的人吗？

巴菲特：宾夕法尼亚大学。是啊。

芒格：是的。嗯，我觉得他疯了。(众笑)

巴菲特：查理，他是个很好的人。(笑声)

芒格：嗯，他可能是个很好的人，但他把苹果和大象进行比较，并试图做出准确的预测。(众笑)

15、"如果你在周日接到电话，事情就会变得一团糟"

股东：我是来自洛杉矶的 Bob Klein。你说过，直到潮水退去，你才能看到谁在裸泳。你能否讨论一下在投资或一般业务中尝试采用理性决策过程的方法，而不是只关注少数情况或短期内的成果或结果？例如，如果竞争使保费降低太多，承保某些保单可能不是一个好主意。同样，在股市中，量化投资者可能会在一段时间内获得不错的收益。但在高位买入并试图在高位卖出并不是一个好的长期策略。所以我想听听你们提供一些关于使用有效决策过程的重要性的细节，即使它可能会在短期内导致一些糟糕的结果和表现不佳。

巴菲特：是的。好吧，本·格雷厄姆很久以前就说过，你既不是对的也不是错的，仅仅因为人们同意你或不同意你。换句话说，与做趋势跟踪者相比，做反向投资者并没有什么特别的优点。

你是对的，是因为你的事实和逻辑推理是对的。所以你要做的就是确保你掌握的事实是正确的。在这个国家，这通常很容易做到。我的意思是，各种信息都可以得到。互联网让它变得更容易。一旦你掌握了事实，你就得仔细思考它们的含义。你也不需要做民意调查。你不会注意那些不重要的事情。我的意思是，你要寻找的是一些重要的、可知的东西。如果有些事很重要但又不可知，那就放弃了吧。我的意思是，这可能很重要，比如明天是否有人会投下核武器，但这是不可知的。也有可能是各种各样的事情。还有各种各样的事情都是可知的，但却不重要。在专注于业务和投资决策时，你要努力思考，你把它缩小到那些可知的和重要的东西，然后你决定是否拥有足够有价值的信息，与价格等相比后，这将促使你采取行动。

别人在做的事情毫无意义。格雷厄姆在《聪明投资者》第八章中写道，市场是为你服务的，而不是指导你。这是非常重要的。当人们谈论股票的势头或图表或任何类似的东西时，他们是在说市场在指导你。市场不会指导我们。市场是为我们服务的。如果它做了一些愚蠢的事情，我们就有机会做一些事情，因为它正在做一些愚蠢的事情。然后我们就大胆去做。但市场其实什么也没告诉我们。它只是告诉我们价格。如果价格与事实和推理不符，那么你就需要采取行动。如果没有，你就忘了它，然后在那天和第二天去打桥牌，看看有没有新的东西。好的方面是总是有新的东西。

我提到了长期资本管理公司危机。周日，我们接到了一些人的电话，他们的投资组合遇到了麻烦。现在，我要告诉你，如果你能在周日赚很多钱。你可能不会经常有机会，但你在周日接到的任何电话都可能会让你赚钱。(众笑)如果你在周日接到电话，事情就会变得一团糟。你所要做的就是确保你是被呼叫者，而不是主叫者(笑)。

但是，如果你在周日接到电话，有人说，场外交易与场内交易相差 30 个基点，你知道，你所要做的就是决定如何处理这条特定的信息，它首先是否正确，然后你该如何处理这条信息，决定是否要打出自己的牌。显然，你永远不可能想处在一个别人可以对你发号施令的位置上。你必须在任何情况下都能打出自己的牌。但**如果你能打出你的牌，你有正确的事实，你有自己推理，你让市场为你服务而不是指导你，那么你就不会失手。**查理？

芒格：嗯，我会说你们中的一些人可能会错过。(众笑)

巴菲特：我会说查理肯定不会错过。我就这么说吧。他会同意这一点的。你还有什么要补充的吗？

芒格：没有。

巴菲特：好的。(笑声)至少我让他摆脱了前面的话题。

16、如何阅读伯克希尔的年度报告

股东：你好。我是来自马里兰州的 Randall Bellows。我想知道你会如何看待伯克希尔的年报。资产负债表或现金流中的哪些数字会告诉你伯克希尔的估值偏低？你会根据哪些数据来判断伯克希尔的股价是否过高？谢谢。

巴菲特：我们试图非常认真地对待这件事，我们试图把我们想知道的一切都写进年报中，如果头寸发生逆转的话。如果我坐在伯克希尔，拥有我所有的净资产，在一个荒岛上呆了一年，经理们向我汇报业务情况，我们会尝试从他那里获得我想要的信息。我们会尽量以一种可以理解的方式呈现给大家。我们不会遗漏我们认为重要的事情。我认为，它今年大约有 76 页，或 80 页。我的意思是，你可以把人们淹没在信息中，但这真的没有太大的区别。但我们试图通过讨论这些不同的企业集团来组织它。我们试图解释我们是如何看待这件事的，比如我们创造的经营收益和我们的投资。这真的就像是给查理的报告，或者如果我们中的一个人不参与业务，另一个人在运营，查理就会给我的报告。

所以，这可能需要几个小时来完成阅读，但我认为，如果你把自己看作是伯克希尔的一个认真的所有者，整个报告真的值得阅读。你需要思考：伯克希尔有什么？这些家伙要用它做什么？他们想要做什么？他们成功的几率有多大？他们是什么？你知道，如果他们不能很好地部署额外的资本，那又有什么价值呢？如果他们成功地配置了过剩资本和增量资本，情况又会如何呢？

但我可以告诉你，显然，我们认为这非常重要。**重要的是我们拥有什么样的企业，我们拥有什么样的管理人员来运营这些企业，这些企业随着时间的推移可能会赚到什么，我们已经表达了自己对这一点的看法。然后，有**

哪些资源可用于不断增加这些业务？我们希望增加哪些类型的业务？我认为你会找到你评估伯克希尔需要的信息，但你不会把它进行到小数点后四位。

查理和我，如果我们现在必须在一张纸上写下一个精确的数字——我们不会这样做，因为我们知道那是不可能的。但如果我们必须坚持一个数字下来，我们两个人将会报出一个不同的数字。如果我今天和明天算的话，结果可能会不一样。但我们会在同一个范围内，我们会看到同样的东西。我们在报告中向大家报告的内容。

伯克希尔从现在起 10 年后的真正价值将取决于，**我们现在已经发展的业务的收益、这些收益的质量、这些业务未来发展的进一步可能性，以及我们拥有的流动资产**。我会关注这些。多年来，我们一直在努力增加这方面的内容，我们将继续努力。从这一点来看，就百分比的增长而言，这比过去要困难得多。

在这个世界上，我们无法复制过去发生的事情。只是不会发生。问题是我们能否做好合理的工作。查理？

芒格：是的。面对一个复杂的任务，就像你刚才提到的那样，**我会通过快速处理那些我称之为无需动脑的决定，也就是那些容易的决定**。我认为，如果把伯克希尔看成，你购买了所有不涉及剩余资金分配的保险业务，那就是伯克希尔最简单的估值程序的开始。保险业务非常有趣，大量多余现金不断重新配置的过程也非常有趣。但我会按照这个顺序来做：先做那些不用动脑筋的人。

17、巴菲特的关键保险的问题

股东：David Winters，来自新泽西州的山湖。随着天气模式似乎变得更加严峻，全球恐怖主义的挑战似乎升级，以及无法预见的超级灾难事件(如地震和流行病)进入您的思维，您能否讨论一下您的承保标准是如何变化的，以及彩车的发展前景如何？

巴菲特：浮存金的发展是一个不同的问题。这真的取决于我们未来承保了多少业务，以及业务的性质，是长尾还是短尾。我认为未来要大幅增加我们 480 亿或 90 亿的浮存金是非常困难的。我的意思是，我对过去发生的事情感到惊讶。这比查理和我想象的要好得多。

但是，**我们正在接近整个美国财产意外险行业 10% 的浮存金份额**，其中一些是在国外。但它就是不能以非常快的速度增长。但它可以非常有吸引力，到目前为止，它一直是。

关于在流行病或恐怖主义等方面承保的问题，我知道他们的存在。我们几乎每天都有人向我们提出建议，在这种特殊情况下，就大型合同而言，**我会评估金融类合同**。AJIT 主要讨论的是，我们认为损失 500 亿美元及以上

或 200 亿美元及以上事件的发生概率。而且，他是做得最多的人，他轻车熟路，但是我们讨论了可能性。但这就是全部。我的意思是，这是一个判断你是否得到了足够的保费回报的问题。如果我们 30 年后有很多钱，你知道，这将意味着我们的判断总体上是不错的。

如果我们今年在一个项目上出现重大亏损，这并不意味着我们的判断是错误的，因为这将导致波峰和波谷。但这并没有什么魔力。我可能会觉得，过去 100 年或 200 年的地震经验比过去 100 年或 200 年的风暴或飓风经验更有说服力。我不确定，但我会用真金白银打赌，而且我们确实做到了。从袭击美国的飓风数量和袭击的猛烈程度来看，10 年后的飓风会是什么样子？我不知道。但我会每天都想着这件事。查理？

芒格：我认为热力学定律是这样的，如果海洋变暖——**我认为它们正在变暖，天气将会有更多的高能飓风发生**。所以我认为，如果我们根据全球变暖不会有任何影响的理论来制定与天气相关的保险，我们会疯掉的。随着风险的增加，我们自然的反应是提高我们的价格。无论你是否筹集了足够的资金，是否足够谨慎地控制了风险，这就是商业的艺术。

巴菲特：是的。你有这种可能性，你知道，某件事情 1% 的变化或 2% 的变化可以产生 100% 的成本的变化。你正在处理的是一种爆炸性的等式。你知道，这就是我们在玩的游戏，我们永远都不希望极限情况的发生。如果我们不喜欢我们在很多领域被提供的回报，那么别人可以取代我们的位置。我们会很高兴拥有他们。

18、医疗保健行业属于伯克希尔的"太难"的那一堆

股东：亲爱的沃伦和查理，我是 Rashad Patel。我是来自马萨诸塞州陶顿的家庭医生。两年前我给你写过一封信。你很快就回应了我。谢谢你。我的问题是，在医疗保健行业找到像你这样的人的标准或原则是什么？似乎一个人在这个道德的行业里向上爬，他们更容易变得更加不道德，目的是为了获得更多的期权，然后出售股票，并在隔壁开店。你怎么找到那些检查清单的？对于这个即将到来的 2 万亿美元的经济体，你能否表达一下你的观点，如何找到这个行业的领导者，让我们在竞争激烈的世界中不会感到惊讶？

巴菲特：查理，你听明白了吗？(众笑)

芒格：嗯，我会试试的。我不确定我是否理解了全部——我想她问的是医疗保健行业。

巴菲特：我听到的也是这一部分。

芒格：在医疗保健行业充满了道德问题的情况下，我们该如何在这个领域做得更好？是这样吗？

股东：是的。

巴菲特：现在我明白了这个问题，它仍然是你的。(众笑)我很乐意回答，但我现在正在吃糖。(众笑)

芒格：在伯克希尔，这往往会进入"太难"的那一堆(笑声掌声)很多人通过承保医疗健康保险赚了很多钱。我以市中心一家大型医院的院长的身份，观察了其中一些人的行为。你是对的，在医疗保健行业有很多不道德的行为，也有很多良好的道德模范。这是一个非常非常复杂的领域，有很多变化，很多技术差异。而在投资方面，我认为我们通常是把大部分项目都投入到"太难"的那一堆。除非沃伦有什么事瞒着我。

巴菲特：不，我们在医疗保健方面没有太多的投资。我唯一的专长是吃糖。(众笑)但我理解这个问题的严重性。你知道，这是一个非常非常棘手的问题，我对此没有特别的见解。

芒格：你是对的。遇到品德糟糕的人，那真的很糟糕。

19、一个复杂的破产可以提供赢利的机会

股东：你好。我的名字是巴里·斯坦哈特，来自纽约的股东。我的问题与第 11 章破产程序有关。我知道你过去在破产法庭的一些活动中很活跃。请问你对这个领域可能的改革有什么想法，如果你认为有必要进行任何改革的话？

巴菲特：这是一个很好的问题。查理可能比我更有资格回答。我们已经买下了破产的"鲜果布衣"，我们还持有了一些垃圾债券。你知道，我们会考虑破产程序。但就改进它的实用性而言，你怎么看，查理？

芒格：嗯，我认为这很可怕。这里有一场竞争，破产法院之间自己在进行竞标，以吸引破产企业去他们那儿。这意味着有各种各样法院可以处理破产案件。他们发现，如果他们发展出一种向很多人支付过高薪酬的文化，他们就能吸引更多的业务：律师、受托人、顾问等等。我发现看着它是如此令人不快，以至于我没有像我可能应该做的那样关注破产企业。你知道，我是个老人，我不喜欢让我反胃的事。(众笑)

巴菲特：但我们会看，至少我会看，我不确定查理。但破产将是我们在未来 20 年里，以某种方式参与，我们会有各种各样的参与方式。好吧，我们买了一些债券，比如安然(Enron)破产后的债券，我们购买了一种叫做鱼鹰(Ospreys)的债券。而复杂的破产可以提供获利的机会。现在，有很多人在关注破产企业，或者潜在的破产企业，我想说的是，这个领域现在没有太多的前景，但它在过去是有前景的。

实际上，在"鲜果布衣"的案例里，我最初只是通过购买一些"鲜果布衣"的债券进入了这个市场，但是当时我没

有意识到我们最终可能会与该公司合并时。但是，我对它的了解足以让我买下这些债券。后来安然事件出现了，这是一个很大的混乱。宾夕法尼亚中央铁路事件发生于 20 多年前，它是源于一个巨大的烂摊子，然后许多人在宾夕法尼亚中央铁路上赚了很多钱，仅仅是因为它面对的是一个复杂的烂摊子。

因此，**任何时候出现重大、复杂的情况，都很有可能出现错误定价。**现在，最近的错误定价可能更多的是偏高而不是偏低。但是，随着时间的推移，你会发现，在破产的情况下，会有一些吸引人的事情可以做。我们还遇到过其他的破产情况，**我们参与了这个过程，然后被别人击败了。这件事发生在伯灵顿和塞特尔。**而且我们拥有塞特尔的所有债券，所以我们感觉很好。如果你从事的是购买投资或企业的生意，那么这种行为是需要理解的。我想说的是，如果我们再活 10 年或 15 年，我们会在破产领域做些什么，也许是实质性的行为。

安然公司债券的付款仍在以各种方式进行。但是鱼鹰，这是一种复杂的情况。你知道，我们没有在底部或类似的地方购买。但是，我们把我们的钱翻了三倍多，而你本可以投入相当多的钱。所以它们会很有趣。查理？

芒格：我记得东方航空公司的破产，当时有很多员工和社区都受到了影响。我要说，法院在该案中严重滥用了高级债权人的权利。所以，你可以熟读一本法律书，然后在当中找出一个漏洞，但如果你买错了证券，你只会发现你就是错了。这是一个非常有趣的领域。

巴菲特：是的。而且它可能是非常不可预测的。在宾夕法尼亚中央铁路的案件中，你有令人难以置信的各种索赔。我的意思是，你有租赁的部分，你有各种第一和第二留置权和相关的一切。我可能在细节上错了一点，但正如我所记得的，法官只是看着这个令人难以置信的——可能是破产历史上最复杂的破产。他只是说，“这太他妈复杂了。我要忽略各种优先事项和所有这一切。我只是要把这些放在一起，我会给你们一个快速的解决方案。也许你可以称之为实质性合并，或别的什么”。我认为这是一个非常聪明的方式来处理事情，否则的话，宾夕法尼亚中央铁路的纠纷可能还会继续下去。法官可以在很大程度上决定事情。我记得当我们在辛辛那提处理我之前提到的那个报纸案件时，当时有一个法官把一项命令推迟了一个周或类似的时间，我对查理说，“联邦法官有多大的权力？”查理说，“好吧，这已经有一段时间了，他自认为有多少就有多少。”(笑声)我从中学到了很多。

20、巴菲特支持宝洁与吉列的合并

股东：先生们，下午好。我是长期的股东，但是是第一次来这里。这是我第一次参加股东大会。谢谢你的招待。你们做得很好。我期待着再来几年。我叫 Craig Beachler，来自辛辛那提，我的薪水支票是由 Procter 叔叔和

Gamble 先生签发的。想想看，我知道当 P&G 与吉列的合并宣布时，你称之为"梦幻交易"。考虑到宝洁主要被认为是消费品公司，您对宝洁公司的医药业务的短期影响和长期的适应性有什么看法？

巴菲特：仅仅是制药业务，还是——

股东：宝洁作为一个整体的长期增长。

巴菲特：作为一个整体。好吧，我认为很明显宝洁公司是一个消费巨头。我认为吉列在其领域，他们拥有任何人不会拥有的强大的消费者地位。当你接触到刀片和剃须刀时，你会发现它们比宝洁的大多数品牌都要强大，尽管它们可能很强大。我确实认为，大型零售商正在越来越多地打造自己的品牌。并且这种行为越来越多。所以我认为，品牌制造商和零售商之间的斗争将会持续下去，并变得更加激烈。但我会想，如果我在这个等式的两边，我会想要加强我的品牌力。

我认为吉列和宝洁作为合并企业的未来要好于作为独立企业的未来。我认为这是特别现实的，这是因为沃尔玛和好市多的优势，以及你能想到的世界各地的零售商优势，我也说不清楚。你怎么看，查理？

芒格：他还希望你告诉他，宝洁公司的医药业务将会受到怎样的影响。

巴菲特：我对此一无所知。

芒格：这就是我们俩啊。(众笑)

巴菲特：我真的不知道。如果我知道，我会帮忙，但我不知道。

21、"战略性买家是那些付太多钱的人"

股东：嗨。我叫安迪·冯·多恩，来自奥马哈。我目前受雇于东方贸易公司，他们刚刚宣布他们要出售自己的公司。我只是想知道伯克希尔是否会对东方贸易公司这样的公司感兴趣。

巴菲特：这很有趣，我还不知道他们要出售自己。但我看过它，大概是四、五年前，当特里·渡边(Terry Watanabe)把它卖掉的时候。从那时起，我就没有真正关注过它，我对此一无所知。但在我看来，好像是某个私人团体买了它，现在他们在转售它。我们经常遇到这种情况，一家金融集团收购了这家企业，然后想要以相当快的速度将其转售。他们几乎总是在买卖生意。他们寻求所谓的战略买家。战略买家是指那些出价过高的人。(笑声)因为他们想证明这一点，所以他们会说这是一种战略。我的意思是，我从来没有理解什么是一个战略买家。每次有人给我打电话说，"我们认为，也许，你是合理的战略买家，"你知道，我挂电话的速度比查理还快。(众笑)

我不是在谈论这个问题的细节，因为我真的不知道东方贸易公司的交易。但如果我们要找一家公司，从一个几年前买下它的人那里买下它，而这个人却一直在想，“我怎么才能把这公司卖掉？我要怎么做才能让它赚到钱，让这些数字在几年内看起来像某种样子，这样我就能在几年内拿到最大金额？”你知道，我们不会在那里买什么有吸引力的东西。我们不会相信这些数字。

你知道，我们喜欢的是这样一种生意，以前的那个人抱着经营它一百年的想法，以各种可能的方式照顾生意，而不是考虑出售，但出于这样或那样的原因，最终需要将公司货币化。我们不会从中间商那里得到任何合理的购买价格。

最近正在发生的一些事情让我很惊讶。其中的一些事情，从字面上看，你知道，就是基金 A 卖给基金 B，然后基金 B 再卖给基金 C。我的意思是，我见过一些已经易手三到四次的项目。他们只是把它们不断标高，每个人都因此能够得到 20% 的利润，所以他们把它的价格标高。基金 C 或基金 D 可能由拥有基金 A 的相同养老基金拥有，只是每个人每次将其从一个地方转移到另一个地方时，都会从中获得 20% 的收益。

我们没有从这些金融机构中购买过任何我们现在所拥有的东西。查理？

芒格：在 1930 年代，有一段时期，当你持有某些类型的房地产时，你可以以房地产为抵押借到比你卖掉它所能得到的更多的钱。我认为这在一些私募股权交易中发生了，这很奇怪。这不是我们的领域。（众笑）

22、寻找美国贸易失衡中的亮点

股东：嗨。我是来自堪萨斯城的约翰·戈洛布。我想让你回到经常账户赤字的问题上。我一直在寻找不让自己绝望的理由，所以我有几个事实要告诉你，看看你会有什么反应。如果你把过去几十年的所有经常账户赤字加起来，你会得到大约 4.5 万亿美元。现在，你会认为这意味着我们对外国投资者的净负债应该是负的 4.5 万亿，但事实并非如此。因为国内投资者的资本收益已经超过了外国投资者的资本收益。因此，从本质上讲，我们 2 万亿美元的经常账户赤字是通过资本收益融资的。现在，另一个事实是，如果你看看资产的收益，美国投资者仍然处于净正数位置。

巴菲特：实际上，他们在最后一个季度已经转负了。

股东：哦，对不起。所以我想我的问题是，这些事实是否影响了你对经常账户赤字的担忧，或者可能减轻了你的担忧？问题的第二部分是，你有没有任何文化上的原因，说明为什么美国在海外的投资收益应该高于外国投

资者在国内的投资收益？当然，美元可以解释其中的一小部分，因为我们没有为这些美元支付任何利息。但我想听听你的意见。

巴菲特：是的。好吧，这是几个有趣的观点。但是，**我们在这个国家以外拥有的美国资产上赚的钱比这个国家以外的人在这个国家的资产上赚的钱还多。**我在今年的年度报告中提到了这一点。它确实翻转了。在最近一个季度，净余额向另一个方向翻转，我的猜测是，它将继续朝着这个方向发展。这有很多原因。

一两年前，一个重要的原因是，外国人持有美国国债的收益只有略高于 1%。所以如果世界上其他国家拥有我们一万亿的债券，得到 1% 的回报，那就是 100 亿，如果我们拥有他们一万亿的债券，得到 4% 的回报，你知道，那就是 400 亿。而美国更低的利率，国外更高的利率，仅仅意味着你你将在今年拥有一个有利的利息收入净余额。我们在国外的资产比他们在这里赚得更多。

这在某种程度上正在转变。我是说，我们的利率已经提高了。现在，他们并不是所有人都持有短期债券或任何短期债券。很可能我们的直接投资，而不是我们的有价证券投资，我们的海外直接投资是在更早的时候进行的，当时的回报更高。但是，随着时间的推移，这对我们不利。

现在，当你进入我们所处的净债务人位置时，现在已经超过 3 万亿，这会随着美元的变化而变化。因为，比如说，在最近几周，美元已经走弱，这意味着，实际上，我们的净债务人地位下降了。这就是为什么通货膨胀会成为未来政客们真正感兴趣的原因。但这不是一个很大的因素。我知道你说的是净负债状况的年度变化。它们更多地受到实际货币的影响，因为它们是以美元表示的。而如果美元走软，这会让我们暂时看起来更好。

总体而言，这不会决定三年、五年或十年后经常账户问题的后果，也不会决定货币问题，加剧市场其他某种混乱的可能性。查理？

芒格：这不是一个我像沃伦一样关注的领域。但我确实赞同他的悲观看法，即最终，我们要为我们正在走的这条道路付出代价。我与沃伦有一点不同的地方是，我总是觉得在一个伟大的地方，可能发生比他能够承受的更多的破坏性行为是可以容忍的。如果你是一位成功的政府官员，那么你能应付的破坏性行为之多，令人惊讶。现在，如果你以一个名声不好的政府开始，它就不会那么有效。但从美国的声誉开始，我认为那些认为灾难会一蹴而就的人错了。

巴菲特：是的。如果你从火星出发来地球，你可能仍然宁愿在美国着陆，而不是其他任何地方。

芒格：如果你停下来思考这个话题，你是否想在欧洲投资？有 10%或 12%的年轻人因为他们疯狂的员工保障政策而失业？很多 28 岁的人住在家里，或者仍在上大学，因为这是一种相当舒适的方式，而大部分的费用却由国家支付。你想去一个拥有巨额资产的地方吗？比如巴西，你也许会担心那里政局不稳，或者委内瑞拉？

因此，与我们相比，美国虽然并不像所有其他选项看起来那么美妙。但我认为，**尽管美国有缺点，但大家仍然喜欢它，这并不是完全不理性的**。这让我感觉到，我们在财政方面的不当行为可能会持续相当长的时间，并且在这段时间里，我们并不会付出应有的代价。

巴菲特：是的。我同意这一点，尽管当你做一些危险的事情时，总有可能会使得这种情况加速。一般来说，如果你要打赌某一个人在很长一段时间内不会因财政上的不当行为而受到惩罚，那么你肯定会赌美国。我们仍然认为这是迄今为止最好的地方，我们的大部分资产都在这里。我们只是认识到某些正在发生的事情可能会导致重大问题，特别是在市场上。

23、保险业与博彩业的主要区别

股东：嗨。我是 PeterWebb，来自英国伦敦。你对博彩业的看法是众所周知的，我想大多数人都会同意博彩业是在财务上的游戏。但当我看到保险行业时，我甚至不能说我看到的是一个基于概率的行业，而人们不知道那些真实的概率；在这个领域"庄家"赚钱的方式和你在博彩市场看到的一样。所以我的问题是，你是如何看待保险业和博彩业的区别的？保险业在财务上会有什么风险吗？

巴菲特：我认为通常人们对赌博的区别在于，赌博会带来不必要的风险。我的意思是，如果你想出去赌一赌一个小球会落在一个旋转的轮子上，**这是一种创造的风险**。然而，如果你在沿海地区有一个家或企业，你知道，风险就是在那里存在的。但它不是故意创造的。我的意思是，你说你在那个地方建造一所房子，然后问题是谁来承担它的风险。因此，在巨灾保险承保范围的情况下，存在大量的现有风险的转移的现象，而不是产生新的不必要的风险。我的意思是，你可以不用下注就能看足球比赛。但你不能住在佛罗里达海岸的房子里，却冒着你的全部投资消失的风险。这就是两者基本上的区别。不过我希望你是对的，"庄家"在这两件事(保险业和博彩业)上最终都能够胜利。(众笑)查理？

芒格：嗯，我想我也不用再补充了。在现代商业中，"庄家"优势的整个概念是一个非常有趣的概念。过去许多赌场术语通常不会被提及，但现在在许多私募股权合伙中却被提及。我认为私募股权合伙公司的所有者所占的"庄

家"优势，看起来很像蒙特卡洛赌场赌场的钉子户，只不过它们的场所更大一些。(众笑)

巴菲特：有没有我们忘记侮辱的人？(众笑)我想确保我们不会错过这里的任何人。(笑)

24、卖空并非不道德，但赚钱很困难

股东：我是来自明尼苏达州北奥克斯的 TomNelson 博士。你对非法裸卖空问题有何看法？

巴菲特：你可能知道，我有一个朋友在这方面相当坦率。从我们的立场来看，我们完全不反对任何人卖空伯克希尔。空头越多越好，因为他们以后还得买股票。而我们的一些股东可能会借出一些股票，查理和我不能这么做，但如果这是合法的，我最喜欢的就是把我的股票借给卖空者，让他们为我这么做付出一些代价。

在某些情况下，我可能想提前支付。(笑声)

在我看来，卖空本身并不是什么坏事。但我想说，这是一种非常非常艰难的谋生方式。这不仅在财务上是痛苦的，在情感上也是非常痛苦的，因为你卖空的股票，你在 20 美元买入的股票最多可能会下跌 20 美元，而你在 20 美元卖空的股票可能会上涨至无限大。如果你做空了，然后它涨了 10 或 15 个点，那么你就会睡得不太好。所以这是一种非常艰难的谋生方式。空方有一些人做了一些事情，试图让股票下跌，有些是适当的，有些是不适当的。股票的多方也有很多人也做了同样的事情。因此，我对卖空者一点也不怀恨。

而所谓的裸卖空，这意味着你没有股票可以借，也许你会持有一大堆无法交割的股票，以及诸如此类的事情。我对此没有太大的问题。如果有人想做空伯克希尔，你知道，压力更多的在他们那一边。

市场上经常存在大量卖空股票的情况，公司往往后来被揭露为欺诈或半欺诈。可现在，我朋友所经营的那家公司根本不是这种情况。但是这么多年来，我可能有一百种想法，认为应该做空，而且我要说，几乎每一种都被证明是正确的。但我敢打赌，如果我尝试做空并从中赚钱，我可能最终会赔钱，而且我不会有乐趣，而这当中的机会成本，正如查理所说，将是巨大的。

因为如果有人在经营半欺诈性的东西，他们可能会很擅长与此，他们可是在在全职工作，并且他们已经成功了一段时间，而且他们可能会继续成功。如果他们成功了，你在 X 价格进入，然后股价上升了 5 倍于 X 价格，你知道，你希望过一段时间后它再次回到 X 价格或者类似的情况。这是一场非常艰难的心理游戏。很少有人适合做这件事。我永远不会把任何资金投入做空基金，但这不是因为我认为这在道德上是错误的。我只是觉得他们不太可能赚钱。查理，你对卖空或裸卖空有什么想法吗？

芒格：嗯，我认为你完全正确。从某种意义上说，那将是世界上最令人恼火的经历之一，当你发现某件事是弯曲的、愚蠢的等等，然后在 X 处做空它，然后看着它达到 3 倍 X 处。然后你看着这些快乐的骗子在你的钱周围挥金如土，而你却在不断地收到保证金通知。(众笑)为什么你会想要在一个这样的体验呢？

巴菲特：好的，我们已经到了 3 点钟。我们将休会到 3:15。然后我们将举行伯克希尔的正式会议。欢迎你们留下来，欢迎你们来购物，欢迎你们来享受奥马哈，感谢你们的到来。(掌声)

(正式商务会议略)

Wesco 股东大会 2006

以下内容节选自 2006 年 5 月 11 日在帕萨迪纳市威斯科金融召开的股东会上芒格答股东问。

1, 开场白

芒格：欢迎来到 Wesco 年度股东会，这是一小撮"顽固分子"的会议。提问题时，请等麦克风(传到你手里)，麦克风会为每一个"蠢到想提问题的人"而准备。Wesco 有 710 万股发行股份，跟创立该公司时是一样的，恐怕全国只有我们这家公司是这样的(发行以来股数没有变化)。有人上来发言的时候，请你们留在自己的座位上。

我下面作一个长一点的发言，多说一点。之所以这么做，是因为你们中的很多人从很远的地方来，也因为你们都是 Wesco 和伯克希尔推崇的人生哲学和生活方式的信奉者。

2, 关于资金管理行业

我这一辈子和许多资金管理人聊过，遗憾的是，这方面我的感觉好坏参半。如此之多的人进入资金管理这个领域是这个国家的一个耻辱。各种风格基金经理中的佼佼者们都在努力证明自己比市场更聪明，你们中的年纪大点的人记忆中都没有这样的人存在吧。

资金管理行业从前是个很小的行业，从事这个行业的人也不是高智商的人。现在每个人都在努力工作，以求做得最好，如果你在资金管理方面做得很好，你就会对人生有很多感悟。我喜欢这样。

但当事情发展到了这样一种程度.....我看到一些基金的募集说明书，这些基金是用一个公式的程式化的交易以期战胜市场，而这些公式又是建立在过去的的数据基础上的。每一套系统都有很多法则以求战胜市场，我看到其中有一个要求有 1000 亿的资金。你们一定认为我是在开玩笑。理性不仅仅是赚钱所必需的，而是一个必须遵守的原则。要想长期提高赢钱的机会，必须发展一套理性的思想体系。

至于 Wesco 没有太多可说的，关于资金管理，我想多说一些。我认为，我们正处于一个奇怪的时期。我年轻的时候，人们普遍持有债券和股票的组合投资，持有债券能让人尊重，而股票的红利收益能达到债券的两倍，这种盈利来自于上一代的人们对投资的极度不热衷。

在过去的 15 年里，由于专家们的专业意见，退休基金和各类投资者们已经进化到了一个不同的环境中，因为他们已经把股票价格买上去了，聪明人都能看出未来股票的前景会和债券差不多。如果你相信股票的收益能超过债券 7%以上，你也会相信世上有蓝精灵存在了。

各类资产的投资回报率可能会逐渐趋同.....想象一下各类退休基金和各类基金会的经理们对这样的回报率的看

法：这对我可不行，我经营着一个基金，我要高回报率，5%对我来说太低了。我父亲最看不起那些认为"我想这东西，我要这东西，所以我应该得到它"的人。

投资界就是这样一种氛围，为了聘用一大帮投资顾问，费用上升了。顾问制度是这样运作的：如果一个家族拥有一大片农场，就得有人来决定种多少玉米、小麦，养多少猪等等。我们就割出一块地，让想养鸡的人来竞争管理养鸡场的工作，你就会看到可喜的竞争局面。这种顾问制度兴起的时候，正好碰到一段时间股市大跌，因为这个原因流行了起来。其实是因为债券市场上出现了很多用杠杆手段获利的机会，尤其是垃圾债券市场(例如2002年)，还有很多不同形式的用杠杆效应获得高额利润的例子。

我有一天和一个投资人聊天，他为一个机构管理着50亿资金，尽管要找到他并非难事，但这家机构还是通过顾问请他来管理资产。他买入大额的银团贷款，价格是Libor(伦敦银行间同业拆借利率)加上250个基点(2.5%)，然后以比Libor略高点的价格发行10年期预付息不可赎回债券来偿付购买款，这样他就得到了2%的差价，该机构的股东们也获得了很好的回报。到目前为止，还没有出现到期不能支付的情况，这位仁兄也善于此道，因此机构获得了回报的10%，他个人也赚了很多钱。

那为什么我们不利用杠杆去买一些高息贷款来获利并从中抽取10%作为回报呢？首先这是一种不是很便利的投资方式，对普通投资者而言也很不容易做到。我把他的做法视为高智商的行为，他处于具有第一受偿权的地位，杠杆也不很疯狂，是一个不错的投资。

但在整个投资的运作中产生了许多潜在的杠杆效应，所有这些在金融动荡中就会导致麻烦。这就像是承保地震险，你能用别人的钱来分享利润，的确是聪明绝顶——直到地震发生的时候。

那些哈佛的高材生进入固定收益的套利市场，确实赚了不少钱，那时候我们这些人都在打瞌睡。他们告诉我们利率要下降，只需很少的投资，再加上很不一般的对冲操作技术(做多两年期的债券和卖空一个月期的)。这些很不一般的人创造了很好的盈利纪录。

哈佛和耶鲁专注于有最好的人才和最好的退出机制的风险投资，他们的收益主要来自其中一部分风险投资公司，只有在几个时期才能得到这样的回报，其他时期的回报很一般，甚至可怜。当他们获得高回报时，引起了其他投资管理机构的嫉妒。结果到了1999年后期，风险投资的金额翻了10倍，后进去的资金很快就输光了。这种情况将来还会发生，我不知道有谁能成功抵御这种诱惑。

这成了一个新的投资理论，有些人争着在破产债券、早期风险投资、小企业和发展中国家这些领域投资，有的人坚信和忙于此道，尤其是当他们取得了一时的成功时。你们可以把我归于对此非常怀疑的一类。在不同的时候进行不同的投资活动是对的，偶尔考虑一下在不同的地方寻找投资机会也没问题。但如果把投资划分成不同的领域，然后通过竞争去请投资经理们来投资——那简直是胡说八道。

3，机会成本

有一篇介绍经济学的文章说，人们作出投资决定时是基于他们的机会成本。曾经有人介绍一个新兴市场的一家公司给沃伦，沃伦说：我不觉得买这家公司比我继续投在富国银行上更好。他在用投资富国银行作为自己的机会成本。沃伦在扫视整个世界，并尽力使他的机会成本尽可能地高，这样他的投资决策才会更好。为什么大学经济学的课程和这么多的创造着财富的专家们所做的如此不一致呢？他们会付出代价的。

我相信基于社会认可的疯狂的羊群效应，我相信洗脑的作用，我看到这种洗脑已经发生了。那种对分散投资以期望降低风险的顶礼膜拜是离谱的，10 只股票就可以让你富有，为什么还要花很高的费用去找 300 只呢？为什么你们对这种(羊群效应)这么相信呢？

黑色星期一(1987 年的世界股灾)以大结局的方式宣告投资组合保险的灭亡。销售这种新产品的人一度被认为是世界上最受欢迎的人，他们只是编造了一个骗人的故事而已。我不认为现有的金融制度会因为这一次事故就毁了，在很多情况下，投资组合保险的保费一年就要 3%，现在债券的回报只有 5%，很多竞争性的投资产品回报也日益趋同到 5%左右，所以，3%的保费已经去掉了一半的收益，再加上通胀，你只有失望了。那时，哈佛能够把收到的捐赠翻三倍，他们就可以花很多钱，可以免收学费。我认为哈佛的确出色，其他人也会力求获得高回报，因为哈佛已经做到了。我想整个国家都会效仿的。

有另外一种做法。我认识一个人，他叫 John Ariaga。从斯坦福大学毕业后，他就开始围绕着斯坦福开发房地产，而且他只在斯坦福附近开发。没有比他开始开发的时机更好的了，租金一直在不停地涨，其他开发商在不断地借钱，John 却逐渐地把他的债务还掉了。当房地产市场大跌的时候，每 15 平方英尺中就有 3 平方英尺空置着，他连眼皮都没眨一下(丝毫不受影响)，他有意识地逐渐降低风险，很高兴自己能不用借钱来做生意。当这个世界变得有点疯狂的时候，把自己置于一个能回避风险的位置，这一点实在值得强调。我们大家都应该效仿 John。

现在存在明显的投机泡沫。比如沙特阿拉伯——那里实在太有钱了，新近又实行资本主义制度，很多价格都

在不停地涨，又一个典型的南海泡沫。现在价格已经调整了 30-50%。在科威特也出现了这种情况，但他们实在太有钱了，干脆用钱把所有人的问题都解决了(比如国家出钱把因价格下跌而套住的人买断，bailout)。在卡塔尔，建个医学院就花了 90 亿，就像花零用钱一样。我不知道历史上还有没有谁有这么高的人均收入，但世上这样的地方只有 60 平方米那么大(很稀罕)，这个世界不是那么公平的。

在德克萨斯州有个谚语：天上下金子的那天，老查理在外面演奏低音琴(是指这世上总是有人幸运到家了)。有不少人恨不得拥有三幅凡高的画和一个 1500 万的公寓。我知道的每一类资产的标价都很高了。很多物业只有 5% 的回报，在欧洲甚至只有 3%。你实际上得到的每一种类型的资产都已经充分标价，垃圾债券也已经够垃圾的了，不管你能得到什么回报，都被可能不能兑付的风险抵消了。现在有钱并愿意投资的人太多了，他们把各种资产的价格都炒了上去了。

即便一些小的市场，其价格也已经充分体现出其投资价值。我听到过一个介绍，一个投资者投入了 5 个亿到撒哈拉非洲大陆，他选择了一个别人不感兴趣的领域，投入一些流动性相对不好的证券中。我的直觉是他能达到他希望达到的目标，这位投资者颇有声望，几乎什么人都认识。

沃伦很喜欢那些能说明市场不是那么有效的例子，这能说明世界并不是那么有效。他给出的例子是穆迪关于韩国的报告中提到的：**财阀不关心股东的利益，大量消费者的信用崩溃，导致面粉厂以两倍的市盈率交易**。巴菲特觉得自己又回到了年轻时代，他说：你看，世界其实没有变吧，大多数人这辈子不会再看到 2002 年在韩国那样的投资机会了。

4, 宏观经济的问题

消费者信贷已经膨胀到了谁也没见过的程度，大家都喜欢这样的消费者，他最好疯狂地购买，而最后他又不会破产。就像没钱的主人雇了许多奴仆，到月底他只能把庄园当薪资付出去——也算真金实银的钱吧。这就是当今的消费者信贷。

现在来说说按揭贷款，这是个新的事物。沃伦卖了一栋房子，他问买他房子的人能借到多少钱来支付 380 万的房款。结果沃伦发现这位购房者通过"按揭"贷到了 80%，通过"房屋所有者信贷额度"贷到了剩下的 20%。现在，有很多按揭贷款并不急于要你支付本金，晚点付没有关系，**甚至有些按揭贷款不需要你支付本金(只须你不断地付利息)**。现在的会计准则允许发放这样的按揭贷款，以产生那些尚未收到的收入——只要不出现呆账损失。

随着利率的下降，你去赌资产价格上升，这是合乎逻辑的。如果你善于此道，可谓聪明，甚至可以说是杰出的。有些人就是用这种办法赚了大钱。相比之下，我们这些人未免显得很笨。利率会下降，不动产的价格就会上涨，那些人很聪明地利用这一点赚了钱。但现在继续这么做还明智吗？我认为不。历史上有很多崩溃的时期，英国 10-15 年前就发生了大崩溃。

5, 关于在消费、商业和投资上的过度借贷

我们再来说说商业物业的借款，我有个朋友投资了一个物业项目，在一个 2 亿美元的项目中，开发商只投入了 800 万，并且没有做任何针对市场出现不利情况的安排。这种类型杠杆的利用，在市场大跌时，会给借贷者带来很大的痛苦。**我们正处于一个奇怪的时期，好像怎么做都行得通。**我曾经在技术泡沫时期面试过一个女子，她当时只有 24 岁，已经在打第二份工，她还拥有一个**每星期能落袋 4 万美元**的股票期权计划。她要求我在这个水平上付给她薪酬，她才会考虑换工作。她的弟弟是位经济学教授，他无论如何也找不到她姐姐一个星期能得到 4 万美元收入的依据。

在目前的价格水平下，我们还是更愿意持有股票而不是债券。我们现在偶尔还能找到一些投资机会，其回报能达到我们在过去所取得的回报的中等水平。现在我们应该要做的一个事情就是往回看，检视过去，会发现我们很愚蠢，失去了一些机会。伯克希尔确实进行了一些固定收益债券和垃圾债券的套利交易，近几年我们本来可以做得更好的。

投资的正确做法就是在一个广阔的领域内寻找机会，当找到一个你能理解而又价格合理的投资对象，就大量买进。我们搜寻得不够，也许我干得不如年轻时那么努力。我们应该更进取一些。我不觉得投资是一个每个参与者都能赢的游戏，大多数人在作投资决策时都要糟过在座的各位。干这一行的并非个个是天使，但今天与会的各位是这个阶层里的佼佼者，他们总是理性、尽职、信奉原则。这也是大家聚集在这里的原因，这是一个强化彼此投资信仰的会议。

我现在开始回答问题。

1, 股东：我给了沃伦一份关于对冲基金的文件。是不是各种衍生产品导致(市场)周期的延伸，并将一切金融产品的价格推升到极限？

芒格：如果按过去的标准，**衍生产品绝对是到了疯狂的地步。**我们先来看看房利美(FannieMae)，一个可以说

是非常官僚的大傻子。他们本来状况不错，资金成本很低，还可以把他们持有的按揭贷款再贷出去。即使这样，他们还在追求更高的回报，希望每个季度都能增长 20%。因此，他们总是倾听着衍生品市场上美妙动人的歌曲并随之起舞——他们一直持有数十亿的衍生品。现在公司的 CEO 们要花上数亿美元的代价才会明白这意味着什么。

现在总是有人发明一些工具让大家赌，同时又有巧舌如簧的销售人员作生动的演示，鼓动大家来赌。会计行 A 说某公司赚了 800 万，会计行 B 说另一个公司赚了 800 万。过去人们会去核实相关公司间的账目平衡，权益的一方是否对应着负债的一方。但现在人们放弃了这种做法，的确，人们不再这么做了。劝人们这样按正确的方式去做实在太难了，这种情况就像医生要拔去一个垂死病人的呼吸管，现在世俗的观念是允许这么做的。当你拔掉管子时，这个病人就像葡萄干似的蔫了。这么做是对的，但拔管子的人会觉得很沮丧。我认为 Wesco 的会计师们对此没什么好说的。

2，股东：你说过公司股东应该表现得像一个房子的主人而不是租客。还有，虽然你说一些主动的对冲基金是一个参差不齐的群体，但他们的行为似乎很符合你的要求。你可以厌恶他们的收费(我也运作了一只这样的基金)，但你不觉得他们的主动型投资行为不值得称道吗？

芒格：我确实觉得这是个参差不齐的群体。报业公司 Hollinger 本质上是贪污腐败的(Hollinger 国际公司的 CEO-Conrad Black 和其他几位高层因擅收禁止同业就职报酬将辞职)，它的运作也损害了股东 Tweedy Browne 的利益(Tweedy, Browne Company LLC，由著名的价值投资人 Christopher H. Browne 在 1920 年创立，著有《价值投资者的头号法则》)，但它对我们这些股东还是手下留情的。你们看看华尔街企业狙击手卡尔·伊坎(Carl Icahn)在时代华纳对 Hollinger 的攻击，他甚至连投资者都诅咒了。许多人只会大吵大闹，而不管是否将正人君子同流氓恶棍一起攻击了。

从总体上看，我对对冲基金的看法是偏于负面的，不是企业价值的每一点提升都要分给股东的，其中 Carl Icahn 的一些对股东的不敬，就像 Oscar Wilde 借猎狐来形容的：这是一群没有发言权的猎人，对不可吃的动物的胡乱追逐(在禁止狩猎的法令下，猎人无奈的发泄)。这并不是一个让人愉快的观点。

公司治理是一个很复杂的话题，涉及公司的管理到股东等层面，有时只是因为管理层控制着公司的资产，你就有理由对公司的价值打个折扣。对那些只关注自身利益的管理层，你应该打个 30-40%的折扣。

有些公司甚至用 50%的股权作为管理层的期权，这些疯狂的行为压过了那些理智的公司治理行为，会计师们

让我们这些理智的人大失所望，他们不该允许期权不记入损益表，这是对盈利的最恶毒的侵害。那些人还在游说把会计准则恢复到从前那种可耻的状态(期权不记入损益表)。

会计准则事关重大，出于利益的驱使，会计准则有必要把影响损益的每一项都列出来，从事这项工作的人必须有一套标准化的监管制度，专业人员理应承担后果。**将一个垂死的病人的管子拔掉，导致迅速的死亡，这是个没有人赞扬的工作。**俗话说吃人家的嘴短，拿人家的手软。

萨班斯法案确实带来了更多的监管，他们正致力于改善公司的内部控制。如果你是一名财务人员的话，你就能做这方面的工作。更多的内控机制当然是好事，但一个重要的内容正在被忽视。

我曾经在斯坦福问一群人，在什么阶段能够避免安然公司的丑闻？没有人能给我一个正确的答案。我认为正确的答案是：当安然 CEO-Jeff Skilling 去 SEC 交代他们把长期合同未来的利润提前提现的时候，这种行为成为整个丑闻事件的导火线。如果 SEC 当时能对安然错误的会计行为作出正确的决定，情况就会不同了。

不少错误和罪恶是可以通过恰当的会计核算来纠正的，但 SEC 作出了错误的决定。这本来应该是很简单的事，对交易很了解、有向别人咨询习惯的人怎么能相信呢？会计行为再怎么样也不应该导致灾难啊。

在这个国家要想出名，其实有很多办法，作为一个明智的人，应当能够辨别和抵制这些貌似聪明的技巧。拿我来说，我私底下甚至公开地蔑视出名。

这让我想起前任洛杉矶大主教所说的：即便我是同性恋，也一样会发生丑闻。**我认为天主教老是会出现那么多麻烦，其原因之一就是他们太强调向神父告解了。**我觉得要安宁，就搬到其他地方去住吧(不需要告解)。

3， 股东：ISCAR 的收入和盈利是多少？你能多说说吗？

芒格：我们很高兴能以这个价格买下 ISCAR。不能说得太太多在我们看来不是无礼，他们并不是上市公司，我们希望他们以以前的方式继续运作。

股东：ISCAR 的创始人说他从你这里学到了很多，是指什么呢？

芒格：他是我见过的最聪明的人之一，我不知道他还能向我学到什么。

4， 股东：随着伯克希尔的日益全球化，它的保险浮存资金的增长会加快吗？

芒格：不，会减慢。

5， 股东：当一家公司的股票价格下跌时，怎么来制定管理者的薪酬呢？例如 HomeDepot(家居产品销售

商), 过去数年内公司向管理层支付了 3500 万。

芒格: 如果一家公司的股价因为市盈率的变化而波动, 是不应该怪管理层的。Lou Simpson 今天在这里, 他就有一个管理层薪酬计划。但我想他不会想评论这件事。

6, 股东: 公司现有管理层和公司毒丸计划之间形成一种天然的对立, 你对此有何评价?

芒格: 作为股东, 很多人都乐于参与公司的经营活动, 由代表劳工利益的团体持有大量的公司股票。这样, 劳资关系和本来就紧张的公司管理, 就被这样一种安排搅到一起, 我看不到能起到什么作用。**其他的持股团体如企业家持股, 就像掠夺者的盛宴一样, 我不要这样的持股。**

我认为现在情况比以前好多了, 但我们仍会看到敌意收购的出现, Tweedy Brown(通过敌意收购)确实拯救了 Hollinger, **但通常来说, 那些敌意收购别人的组织一般都不会是你所喜欢的人。**我不知道怎样才能解决管理者薪酬的问题, 让 CEO 们以他们应该得到的方式得到奖赏——当一个 CEO 在其人生进步到这个地步, 他实在应该起到表率作用, 就像长官们和法官们那样起表率作用。在这个方面, 人们的思想意识被严重扭曲了, 但我们不知道该怎么解决这个问题。在伯克希尔不存在这个问题, 但我们好像有两个模仿者。

7, 股东: 你是不是说过大多数投资公司只不过是销售公司, 尽管是比较复杂的销售。你认为还会有类似"长期资本管理公司"的情况出现吗? 你为什么在 Kmart(打折零售商批发商)的破产这个事件中没有什么行动呢? 在泰科国际 Tyco 中呢? 你最近读的一本好书是什么?

芒格: 肯定还会有"长期资本管理公司"这样的事情出现, 你尽可相信这一点。在投资领域中有很多极聪明的人, 他们非常精明并取得了很好的回报。**对此的嫉妒引起了大量的效仿和跟进**, 其结果呢? 就像硅谷那样, 大量的投资经理和资金的涌入造成了又一个灾难。Kmart, 想都没想过。Tyco, 想过, 但放过去了, 没有行动, 我不想说为什么。

最近的好书是 **《财富公式》(Fortune's Formula)**, 一本讲马经的书。在香港, 赛马经营得好像股票市场, 赔率设置得和股票差不多(行情显示牌)。尽管由马会来决定派彩的方法, 但有人能设计出一套制胜的法则, 这有点像对冲基金做的事——赌术要高人一筹。

8, 股东: 衍生品的交易规模有 35 万亿, 有人认为它的威胁比基地恐怖组织还要大, 你认为这种观点是有见地的吗?

芒格：不，我不这么认为。科威特经过战争的洗礼存活了下来，一个国家总是能度过这样的恐怖危机的。我们需要把衍生品市场搞得这么大吗？一些主流的经济学家是这样看的：是市场形成了这样的规模，它释放了市场的风险，因此这是件非常好的事。我却不这么看，**这里面潜伏着很大的问题，你会有幸看到这一天的到来。**

9，股东：请谈谈对于本地公司 CEO 们的薪酬安排，对于长期雇佣合约和基于这些合约的薪酬安排一定是很难处理的。

芒格：没有人以一个这样的公式来处理这个问题。Ajit 和沃伦就像一对父子，像一对每打一副牌都要重新回顾一遍的桥牌搭档，有这样的两个人在一起工作是你们的福气。这里面没有固定的公式。

10，股东：我是 BRK 和 Wesco 股东，你需不需要维持一个最低的回报期望值？有没有可能达到该期望呢？

芒格：我们不会设定很多数值，但我们还是期望获得一个不错的回报，否则我们就不做了。我们只是基于以前的经验和一点点数学计算大概地测算一下，我们不相信其他的一些算法。这是人性的一个特点，你越相信什么，你花在这上面的精力越多，你也就越相信它。**我们不喜欢虚假的准确。**

11，股东：很多再保险行业的主要公司在过去五年中损失了 50% 的市值，光卡特琳娜飓风就让它们损失了很多资金，你是怎么看再保险行业的？

芒格：**再保险行业是个很难经营的行业，你一开门就能收到一大笔保费，这实际上是很危险的，很可能导致很糟糕的经营结果。**从长期而言，要想取得良好的经营业绩，需要很杰出的经营技能，大多数经营者都不会取得这么好的业绩。我们为什么这么勇敢？因为我们是我们而不是别人。这是唯一符合逻辑的回答。另一个可能就是因为我们异类——顽固分子。你要考虑到这一点。

12，股东：跟房产及黄金的价格比，美元价格跌了 50%。

芒格：我从来不相信利率和通货膨胀是联系在一起的，铜价几十年来都在低位徘徊，突然间就直上云霄了。这对不同的国家影响是不同的，房屋的价格在那些人口外流的地方是一泻千里的，在那些适合人居住的地方，房屋价格之所以上涨是因为人口也在上涨。有些东西长期以来价格在低位是不合理的，这对你们来说是件好事，你们的公司和资产价值出现了很大的增长。

你们必须力求在理性的范围内行事，要能够承受失去一些机会的沮丧，即使失去了在 Kmart 破产中的投资机会，还是能保持较快的发展速度。如果我们买入 4% 的是房地美 FreddieMae 而不是房利美 FannieMae，会怎么

样呢？一个认知的错误而已。你要检视自己由于忽视而带来的失误，我们比大多数人做的都要好。我也经常思考那些我差点做而没有做的事情。

Chris Davis 有个“可惜”陈列室，他把那些自己做过的亏了钱的投资列出来。这个陈列室还需要列出那些你没做的、如果做了就会让你很富有的投资。如果你想提高自己发现机会的能力，忘记自己所犯的错误是一个更大的错误。现实生活是不会提醒你的，所以应该反省在这两个方面所犯的错误。

13，股东：有限集体诉讼的成功会帮助还是会损害伯克希尔？

芒格：伯克希尔对董事高管责任险的承保量不大。我们确实提供产品责任险，但即使把这个险包括进去，我们的量也不大。大家都知道在石棉病这个领域有很多麻烦，现在硒肺病也是这样，不少人重新提出了诉求和证据，律师们也受到专门致力于劳动赔偿的法律界的压力。一个通常的说法是：如果再这样，我就把所有的证据带到芝加哥去。集体诉讼的律师们的行为是不完美的，但涉及的公司的行为同样也不完美。

14，股东：加州政府拥有 2500 亿没有资金支持的公共债务，而且还承担了较高的回报要求。我们怎么才能摆脱这些？

芒格：计划 A——在投资方面有极好的运气。计划 B——加税，并裁掉政府的一些雇员。这方面以前让你忧心的，以后还会继续让你忧心。

15，股东：你对衍生品交易的对手风险和清算是怎么看的？

(对手风险指交易的一方可能到期无法偿付的风险，赖账)

芒格：衍生工具的交易对手风险是比较极端的情况，在会计核算时几乎当它不存在。华尔街在计算衍生交易的利润时也根本不考虑对手风险。如果你了解衍生品的本质，你就会知道衍生品是很容易引起非议的。想想在日本和中国的银行里长期以来就有的烂账。我们不应该庆幸，很难说什么时候这些可怕的行为会导致灾难。我们在 GenRe 的衍生交易中，由于对手无法支付，到期时 4 亿美元就不见了。你可以想象一下，在资产负债表上这样记载 4 亿——只要对手到期能支付就存在。

16，股东：请谈谈账面资产的实际购买力问题。如今价值增值产出申报得太高，占 GDP 的 18%，是正常比率的 3 倍。合适的折现率应该是多少？

芒格：毫无疑问，过度的信用膨胀会引起可怕的紧缩，就像 2002 年的韩国。其他类型的膨胀也是如此。根据

你给的数字，还不能预测我说的事情迟早就会发生，所能说的只是有很大的风险存在。

17， 股东：美国是否已经发展到顶了？

芒格：我曾经说过我们已经差不多到顶了，还差一点或者已经过了一点？我不知道。沃伦要比我乐观一点。

我们这一代人比任何时代的人都幸运(享受持久的经济繁荣)。按照人类的历史经验，我们还能持续很多年吗？

历史经验提醒我们要对此加以注意。

人类好的一面能战胜坏的一面吗？我在来这里的路上，驻足观看一个新的建筑在浇注混凝土地基，这个建筑是由 Wesco 建造的，建筑的设计是杰出的，整个建设的过程也是高效的，建筑工人的技能也很好，监理人员也尽心尽责。如果一切顺利的话，我们这栋建筑的寿命能超过金字塔。我们的建筑能像金字塔一样好，这也是为我们现代文明加分的事。日本最近的一个建筑工程丑闻中，人们不得不摧毁一栋大楼。我们美国很少发生这样的事情，在过去的五年里，我们主要的航空飞行中没有一个是旅客死亡，很多飞行机师都不再酗酒了。

18， 股东：我是个本地的高中生，我听说伯克希尔投资了中石油，中石油可是在为苏丹达福地区大屠杀的军阀提供燃料啊。

芒格：对此我一无所知。所有的石油公司都会遇到很棘手的事，这点很普遍。如果因为石油公司做了一些我们不赞成的事，就不投资它，我们就会找不到可投资的石油公司。你愿意把你的资产闲置在那里吗？我很高兴我们不用(为石油公司做的那些事)负责。如果我们持有你说的那样的观点，那我们就什么也不能投了。每一家大石油公司都会介入一个国家的一些内部事务，如果换成我们，是不会介入的。

19， 股东：媒体中的报刊、大宗商品中的石油，总会有人说："这次和以往不同。"中国现在也很热门。你对日本是怎么看的？

芒格：我认为报刊正在走下坡路，未来表现要比过去差。

石油——最终价格会比现在的价格高，至于中间的过程，我不知道。石化能源是越来越难开采了，可人们对它的需求却与日俱增。我怀疑有朝一日我们会觉得干嘛把这些能源浪费在给房子取暖上了，等等。

至于说到中国，它每年都以 10% 的速度增长，我猜想我们的政府会让这只老虎长大的。如果确实这样，我们可能会面临环境污染的问题，而且美国在全球事务中的重要性会降低。

20， 股东：谈谈对 USG 公司的会计制度和薪酬制度的看法？

芒格：USG 公司是一个典型的成功故事，他们得益于建筑市场的蓬勃发展。他们希望能通过信托基金的方式结束由于石棉病带来的公众对他们的愤恨，整个事情在顺利进行中，他们会从破产中走出来。我对其他很多事情不是很清楚，但我得说公司管理层的工作非常出色。

21， 股东：你经常提到你们未来的回报会下降，为什么你们不只专注于管理自己的资产？

芒格：因为我拥有伯克希尔的股份，我没有太多的选择。

股东：你们过去管理合伙人的资产能获得整个回报的 25%，以收益来说，现在薪酬对你们公平吗？

芒格：公平的。而且我倾向于认为那是偏低了，但又能怎样呢？

22， 股东：你对 PatByrne 和他反对敞口沽空交易的立场熟悉吗？

芒格：作为一个老人置身安全的权利之一，就是我不需对什么事都发表意见。我要做的事情太多了。抱歉，我只能说这些。

23， 股东：想问一个关于在股票经纪商开设的账户的安全性问题。你曾警告市场可能日益加剧动荡，请你比较一下透支账户、由经纪商代为持有的现金账户和实际的股票证。

芒格：在一个有实力的券商那里开设现金账户是足够安全的，有很多比这更不安全的事够你操心的。透支账户就可能隐藏着很大的麻烦。你们应该注意到 Refco(线上期货经纪商)破产时引起的混乱吧，可不要在一个你不放心的经纪商那里开设透支账户，即便是全美最有实力的券商，我也不想把我全部的资产在那里开设透支账户。

24， 股东：请你谈谈你们专注美国而忽略外国股票市场的失误。

芒格：我们在投资外国股票上是迟缓的，但我们还是把我们的公司从 1000 万发展到了 1000 亿。我本人对外国股票知道的不多，但我确实相信在有些公司上有很好的投资机会。但回顾一下，这些公司对伯克希尔来说都太小了。我并不后悔，我觉得在过去 30 年里，美国要好过英国，包括股票市场。

25， 股东：说到《Fortune's Formula》，你会用 Kelly 的凯利公式来决定你某一项投资的规模大小吗？

芒格：哦，这个问题提得好。我第一次看到讨论决定投资规模大小的方法就是在这本书里。这个方法似乎很受欢迎，但我没法通过实例来证明。其基本点是：风险的概率控制你赌注的大小。我没有一个准确的公式可用，但基本方法是一样的。如果在掷硬币的时候，我给你 4：1 的赔率，你愿意拿你的房子来赌吗？

(提问者停顿了一会，胆小地说"也许.....")

你让我想起一个曾为一个承包商工作的年轻人，一个名叫查理的勤奋上进的年轻人。现在这个老查理就要成为富翁了，成为几次都行。至少你说了也许。**赌注作为一笔资金，各个方面的发展是有边际效应的，即使对于一个好机会，你用来赌的东西都要有个限度。**

26，股东：从错误中比从成功中能学到更多的东西。Ran 合伙人基金曾经在几年里超越市场十倍，却在 1970 年代初期却垮掉了，你从中学到了什么？

芒格：我在 1973-1974 年时也遭受了损失，那是自 1930 年代以来最严重的一次市场崩溃，一个 50 年一遇的事件。损失对于运作我自己的钱来说倒是无所谓，但当我想起合伙人们的投资士气失去了，就让我痛心不已。再加上看到企业的清算价格居然高过股价，就更让人心烦了。人总是会有很烦的时期的，过去了也就好了。这是对性格和耐性的一个检验。一个专注于投资的人在 1973 年时是不会不烦的，如果不会，他过的就不是一个正常的投资人的生活。我不会和不思进取的人争论这个时期，这个时期不是什么错误，只是让人烦而已。

27，股东：如果往回看 15 至 20 年，你会有什么不同的做法，或者你失去了什么机会？

芒格：我想不会有太大的不同。我是个非常幸运的人，我不会抱怨我今天的的生活。

伯克希尔 B 股十周年那天，我检视伯克希尔过去的十年，我们那段时间让伯克希尔的价值极大地增长了。

总的来说，我很满意，我没有太多的遗憾，唯一的遗憾就是我快要死了。我以犹太人的方式来看待死亡的问题，我幽默地看待它，这有点像宗教。

28，股东：如果你现在坐在听众席上，你会问什么问题？

芒格：分清楚我们所处的环境是很有用的。现在这个时期有点怪，我们有双赤字，却又有良好的经济数据。许多事情在我们看来是十分不良的，现在却能运行得很好。我有一些朋友过于保守，在坚持盈利方面也许走过头了，但在现在这样的时期采取 John Arriaga(不负责经营房地产)那样的保守策略的确是不坏的主张。

我很久很久没有负债了，我想我说的就是要理性，如果你努力做到了理性，它并不能帮你救活一个孩子，但很多别人感到困惑的东西，你因为有良好的性格和理性就能得以避免。

什么最能帮助你呢？并不是你的投资组合多了十倍的回报，而是以理性投资一生。

29，股东：为何 ISCAR 的 CEO 这么聪明？

芒格：过往的记录证明了此人的才能和取得的成就，这些成就是普通人做不到的。加上他表现出的性格和智

慧，我们得给人家一个合理的价格，我们也愿意给这样一个合理的价格。

30，股东：能不能再说说韩国的例子，什么时候决定该退出了呢？你和沃伦是怎么看的？

芒格：我不知道，在 76 岁的年纪作决定是沃伦的事。我想他对于找到一个无效的市场比赚到了钱更感兴趣。

31，股东：谈到资产组合，翻开长期资产漂亮的回报图表，当你看整个 20 世纪的数据时，我觉得数据中的每一个基本因素都是没有意义的。你是怎么看过去几年的数据的？（《股市长线法宝》P83 股票长期回报 6.6%）

芒格：根据这些数据，那些退休基金自信能取得 9% 的长期回报，这一点极有可能是错误的，这是被会计核算愚弄了。会计核算总是把坏的一面延迟体现，把好的一面早早地体现出来。伯克希尔的表现说明我们比别人更懂得资金的复利增长，我们对长期资产的回报假设是 6.5%，相信这是最好的结果了。或者像 Demosthenes 狄摩西尼(古希腊雄辩家)所说的"愿望是思想之父"，人们希望什么，往往就信什么。

32，股东：你怎么评估伯克希尔的保险浮存金？它的股权有什么特点？怎么折现呢？

芒格：我们当然喜欢伯克希尔拥有浮存金。如果没有浮存金，我们的情况要比现在糟得多。今后我们浮存金的增长和过去比会放慢，现在整个巨灾保险市场都不大，无法再让我们快速增长。浮存金是一个有利的东西，但我们不觉得这个模式能帮我们找到其他的投资机会。

33，股东：要摒弃一些固有的思想，你能不能说说你摒弃了你过去的什么样的思想？

芒格：我以前对固定收益债券的套利交易比现在更蔑视，固定收益债券的套利会带来一些麻烦，但这里面确实有些投资机会。我摒弃了一些对它的蔑视感。我以前对中东危机的解决抱有很大希望，现在我已经摒弃了一些乐观的想法。我想这间屋里没有一个人认为现在的中东问题比以前更乐观。

我们一直在学习，也一直在调整和摒弃一些过去的思想。能在恰当的时候迅速摒弃一些过去的思想，是一个最有价值的品质。你必须强迫自己思考一些对立面的不同意见，如果你不能比你的批评者更好地阐述与你的想法相悖的不同意见，你就不能懂得更多。你必须乐于摒弃旧的思想。

34，股东：关于房产泡沫，现在加州的房产价格的中位值已经达到了十倍于年收入的水平。你认为金融市场过热了吗？

芒格：最近在时代华纳大厦有一个 8000 平方尺的独立公寓以 2700 万美元的价格成交，尽管这个大厦设有专门的司机休息室。我还看到一些在海边的高档物业的交易价格离奇地高，这种房产泡沫是不可能持续很久的。至

于什么时候破灭和破灭到什么程度，我不知道。

35, 股东：你觉得**买入并管理一组生意是不是比证券组合投资更好**？

芒格：绝对是！**被动投资和我们的生活太不关联了，就像一个职业扑克玩家，能赚到钱，但不是一个特有责任感的生活。**

股东：如果你持有又卖出，这样好吗？

芒格：你的同事和你的业务在不断地变吗？有老婆的人都不会喜欢这样。为什么要不断地改变你的生活呢？
我就不考虑改变。我们可以保持我们自身的特性，但我们是肩负着某些责任的。

36, 股东：在国外投资要更复杂些吗？

芒格：当然要复杂些。尽管宗教信仰、国情等不尽相同，但你仍能分辨出一些可持续的竞争优势。印度尼西亚的独裁者在谈到盗用公司资产时曾说：你们认为是盗用，我觉得对我们来说是亚洲的家庭价值观念的体现。

37, 股东：如果我们控股了美国航空，我们可能会把它卖掉了。近年来购买有控制权的企业很少，而且交易额也很小。伯克希尔的市值是 1300 亿美元，整个以色列的 GDP 才 1400 亿美元。经过精挑细选，你们打算在印度投资吗？

芒格：你要明白，是这些企业选择了我们，我们所要做的就是同意接纳他们。你们看到了我们这个选择吧，这就是我们所希望收购的企业。

38, 股东：现在 S&P 成分股的红利支付比率只有 30%，是历史上最低的，为什么？

芒格：我喜欢我还像 Bob 似的 60 来岁(Bob 总是向芒格重复一些让人听不清的问题)。对这个问题我没有看法，大概还勉强处于合理的范围内吧。我只能这么说。

39, 股东：根据你对公司治理的认识，你觉得联合健康保险公司(United Health)怎么样？你对股票期权追溯到过去的日期来定价怎么看？还有，现在石油价格是用美元定价的，将来有可能用欧元定价吗？

芒格：股票期权追溯到过去的日期定价简直就是盗窃公司资产。如果这么做就是犯罪，那些这么做的人，我想他们大概认为自己就是上帝吧。我敢说他们这么做并不是有认知上的偏差，他们也不认为这么做有任何不对(他们就是觉得自己是上帝，这么做理所当然)。人的思想是能玩出这样可怕的花招的。

至于石油，我喜欢这个话题，我们今天这里有这么多老手，也有很多关于这方面的问题。按照现在的汇率走

势，我们的财政赤字可能要上涨 8%，而欧洲的财政赤字会上涨 3%，尽管这个数字可能会有点虚假(由此导致美元的疲弱以及石油以欧元定价的议论)。

我是个保守的人，(如果我是政府的话，为了将财政赤字降下来)，我会在每个人的退税中选择性地留出 10%(用来支付赤字)，并将那些不肯支付这项税款的人的名字公布于众。我也许应该在 United Jewish Appeal 这样的慈善机构里工作(由于保守和慈善)。从长远来说，后人会诅咒我们现在用了那么多的石油。

40， 股东：国家的人力资本很多都进入了金融界，怎么来重新调配？我们怎样改变和调整激励机制呢？

芒格：激励机制是一个改变人行为的最好办法，所以说你提出了一个很好的问题。三星的工程师们最后一次会议是在晚上的 11 点，美国的工程师这时也在工作，但他们是在研究衍生品的定价问题。把所有最聪明的人都聚集在一个赌性十足的市场里，实在荒谬。一个富裕的文明社会能够承担很多损失，我们能承受一定的浪费和损失，但我们愿意让我们的汽车工业垮掉，被别人取代吗？就因为别人做得更好。我不清楚我们是否能承受这种最优秀的人才都跑到对冲基金去了(而带来的损失)。

41， 股东：我是个工程师，我知道三星的工程师晚上还在开会，公司还给他们提供住宿。在你的人生经历中，现在是不是一个最不寻常的时期？最大的威胁是什么？

芒格：所有这些事情都会对经济的基本活力造成威胁。我这辈子做事不是根据我对宏观经济的预测来下赌注的，不是赌宏观经济的潮起潮落，我们会评测我们的投资对象比别人做得更好。现在疯狂的事情已经太多了，这样的时期，你不应该把自己置于可能导致灾难的风险中。如果这时候负债，我认为是愚蠢的。如果我们发现一个好企业，我们还会去买，我们一路以来就是这么做的。

42， 股东：你答应过给我们一些关于 Wesco 的见解。你是怎么区分你对 Wesco 和伯克希尔的责任的？

芒格：是啊，是有点复杂。来这里的人都是喜欢价值投资的，因为你们信任我们，而且因为你们的买入，使得 Wesco 的股价已经高于它的清算价格。你们随时可以以高于公司资产价值的价格卖掉股票。而且我和你们所有人一样。这里也有市场失效的情况存在。

43， 股东：外国公司的审计报告相对本地公司而言不够准确，是这样吗？

芒格：我们阅读财务报告有很长时间了，在读外国企业的报表时，有时也能抓到一个投资机会。

我们会对我们自己的货币更有信心吗？是的。我们觉得外国公司更不规范吗？有时会，但这不是关键。

44, 股东: 含铅涂料对伯克希尔保险或者本杰明摩尔油漆公司而言会是个问题吗?

芒格: 含铅涂料的个案是由于清理 40-50 年前的涂料引发的, 伯克希尔有自己的下属机构, 本杰明摩尔也有一些下属机构, 如果从这里面能衍生出什么重要的事情, 我就觉得太不可思议了。

45, 股东: 请你谈谈房地产的情况

芒格: 在曼哈顿, 每一平方尺的独立公寓的转让, 就意味着相应土地面积以 800 美元的价格转手了, 一个不可思议的土地价格。佛罗里达的土地价格已经到顶了, 洛杉矶似乎还没有到顶。我不清楚这是不是有点疯狂。如果你有一栋很好的房子, 你税后的收益有 4.5%, 那为什么不投入一笔资金来获得一个合理的投资回报呢? 现在这个世界也许都疯了。在欧洲, 这个收益只有 3%。奇怪的事正在发生。

46, 股东: 巴菲特先生.....芒格: 我叫芒格。

股东: 我来自新加坡, 我一直都想把巴菲特关于管理的论述转告别人, 有什么其他好办法来改善管理吗?

芒格: 我们也试着影响别人, 伯克希尔就是一个教别人怎么做的企业。至于说到改变其他人, 靠影响其作用是很轻微的, 尤其当他们所受到的激励和影响与我们的理念相反时。有人写信告诉我, 说他们给了他们的孩子《穷查理宝典》这本书。如果那真能管用的话, 门口就会有人排队, 一直排到丹佛去(来买这本书)。

头 30 年在公司金融部门工作的时候, 我们也没有什么特别的思想, 现在他们至少在学术上相信地球不是 100%平坦的, 真正改变人们观点的是利益。董事们如果被媒体看作很无能时, 他们就会来过问公司的管理了。此外, CEO 们可能很凶残, 而且被认为很有竞争力。

47, 股东: 你对普通投资者有何建议?

芒格: 业界有很多杰出的投资经理, 在一个你不专业的领域中判断谁更专业是很难的, 没有一个简单的公式能解决这个问题, 我倾向那些自己也在其中投入大量资金并承担结果的人(不是靠销售和管理资管产品赚钱)。

如果是私人合伙制, 合伙人一定要拥有较大的份额。这是首要的原则。另外一个原则是看收费。如果卖这个产品的人在赚取高额佣金, 我会离他远远的。这是一条铁律。然后要花很多时间去认识并理解(这些原则)。

好了, 提问就到这里, 我们要去开董事会了。

巴菲特：给全体经理人备忘录 2006

2006 年 9 月 27 日

致：伯克希尔经理人(全明星)

商业中最危险的五个字可能是"别人都在这么做"(Everybody else is doing it.)。很多银行和保险公司就是因为依赖这个理由，而遭受了盈利灾难。

更糟糕的是，使用这句话作为拟议行动的道德性辩护，其所带来的后果。迄今为止，已有 100 多家公司卷入股票期权回溯丑闻，而且这个数字肯定还会更高。我猜测，如果不是因为他们觉得其他人也在这样做，很多涉案人员是不会做出这样的行为的。近年来发生的所有操纵收益、欺骗投资者的会计伎俩也是如此。

大多数参与了这些不明智活动的人士，你一定会很高兴他们成为你的遗嘱执行人或你的女婿。但不知从什么时候开始，这些人有了一种观念(这也许是审计师或顾问建议他们这样做的)：许多备受尊敬的管理者都在从事这些活动，因此这样做肯定是没有问题的。这是一个诱人的论点。

但这是大错特错的。事实上，每当你听到"其他人都在这么做"这句话时，都应该提高警惕。如果有一个很好的理由，为什么有人要为一个行为提出这样的理由呢？显然，如果鼓吹者使用这种语言拐杖，他至少对自己的行为是抱有一些怀疑的。

因此，在伯克希尔，让我们从合法的事情做起，但一定要做我们觉得可以在当地报纸头版刊登的事情，而绝不能仅仅因为"其他人都在这么做"，就继续向前。

最后一点：如果今天有人在伯克希尔做了一件事，如果我们知道的话，你和我都会感到不高兴。这是不可避免的：我们现在有 20 多万名员工，这些人每天没有发生任何不良行为的可能性几乎为零。但是，如果我们能在发现任何不妥之处时，立即采取行动，就能极大地减少此类行为的发生。你在这些问题上的言行态度，将是你的企业文化如何发展的最重要因素。文化比规章制度更能决定一个组织的行为方式。

谢谢你们的帮助。伯克希尔的声誉掌握在你们手中。

沃伦·巴菲特

P. S. 如果您愿意，请与您的任何同事分享此信息。

巴菲特慈善捐赠专访 2006

2006 年 6 月 26 日 查理·罗斯专访

2006 年 6 月 25 日，沃伦·巴菲特在纽约公共图书馆签署捐款意向书，正式决定向 5 个慈善基金会捐出其财富的 85%，约合 375 亿美元。这是美国和世界历史上最大一笔慈善捐款。巴菲特准备把捐款中的绝大部分、约 300 亿美元捐给世界首富比尔·盖茨及其妻子建立的“比尔与梅琳达·盖茨基金会”。巴菲特的慷慨捐赠一夜之间使盖茨基金会可支配的慈善基金翻了一番，达到了 600 多亿美元，比全球第二大基金会福特基金（110 亿美元）的资金多 5 倍。自 2006 年开始，比尔与梅琳达·盖茨基金会在未来的每年七月，收到全部款项的 5%。尽管巴菲特尚未决定是否积极参与运作，但确定会加入盖茨基金会的董事会。6 月 26 日，罗斯、巴菲特、比尔·盖茨和梅琳达共同探讨了巴菲特将其财富捐赠给盖茨基金会这一决定。<https://charlieroose.com/videos/18241>

查理·罗斯：伯克希尔·哈撒韦公司首席执行官，全球第二富豪沃伦·巴菲特昨天宣布，将把自己 400 多亿美元的大部分财富捐赠给历史上规模最大且备受赞誉的比尔·梅琳达·盖茨基金会。本质上他是通过该基金会将财富回馈社会。这意味着，目前每年在全球健康、教育和图书馆事业上投入 15 亿美元的基金会，今后每年的投入将增至 30 亿美元。想想这对那些贫困、患病和未接受教育的人意味着什么。这意味着比尔、梅琳达和沃伦能进一步践行“所有生命都是平等的”这一指导原则。这也意味着巴菲特与商业史和慈善史上的伟大人物——洛克菲勒、福特、卡内基和盖茨齐名，他们都将财富回馈给了社会。想想这些可能性，你就会明白为什么这是慈善史上最重要、最具历史意义的一次宣布。

我很高兴沃伦、比尔和梅琳达今天仅在本节目中进行电视露面。沃伦是我的好友，我对比尔和梅琳达也满怀敬意与喜爱。我和比尔此前做过多次电视访谈，这是梅琳达首次亮相，希望也不会是最后一次。最后，来自《财富》杂志的杰出商业记者卡罗尔·卢米斯，她昨天在《财富》杂志封面报道中率先披露了这一消息，报道标题为《巴菲特的财富捐赠之举》。我很高兴沃伦、比尔和梅琳达能来到节目现场，感谢你们。这是我许久以来见过的最完美的双赢局面。

巴菲特：是啊，没有比这更好的事了。

罗斯：跟我讲讲你眼中此事的意义。

巴菲特：嗯，这是我一直以来的计划。我和妻子苏珊早就打算，无论我赚多少钱，最终都要回馈社会。起初我以为她会比我长寿，由她来做重大决策，决定捐赠方式。但她去世后，我不得不重新思考，如何以最佳方式将这笔钱投入社会，并让其发挥最大效用。答案近在眼前。我见证了比尔和梅琳达在他们基金会的所作所为。他们用自己的钱投入其中，全身心地付出，决策英明，目标也与我相近。所以就水到渠成了。

罗斯：比尔已经给了你一本书，让你了解这些问题。

巴菲特：他给我了。节目结束后说不定还有个小小测验呢。

罗斯：关于疟疾、肺结核，你还了解多少？

巴菲特：我觉得他是想让我了解这些病，这样我就能亲身体验并参与解决了。

罗斯：你们二位如何看待此事对自己以及所从事事业的意义？

梅琳达·盖茨：对我们而言，这太棒了。我们认为这会让影响力加倍。长期以来，我们致力于抗击的疾病、关注教育问题和不公平现象，因为沃伦的捐赠，我们能在这些方面的投入加倍。而且，在一些全球健康问题上，我们能研究得更深入，这简直不可思议。

比尔·盖茨：这是重大的责任。从某种程度上讲，用自己的钱做慈善，如果犯错，内心的愧疚感会少一些；但用别人的钱，就会格外谨慎。所以现在我们要确保把事情做好。这也是个令人激动的时刻。医学在进步，我们在扶贫方面也有很多举措，一直进展顺利。资源翻倍后，我们相信产生的影响远不止翻倍。这令人兴奋，但责任也无比重大。

罗斯：我提到过，你们二位秉持“所有生命都是平等的”这一指导原则。这对你们有何影响？你们又是如何看待这个世界的呢？

盖茨：这很简单。这和沃伦提到的观点相关，人出生在世界的不同地方，机遇也会截然不同。

罗斯：这就是“卵巢彩票”理论。

盖茨：没错。在许多国家，只需几百美元就能挽救一条生命，但我们却没有行动，这并不公平。我们不去研发相关药物，即便有了药物，也没有送到需要的人手中。事实证明，挽救这些生命对减缓人口增长有着惊人的效果。然后人们能有更多资源改善营养、接受教育，进而形成富裕国家曾经历过的良性循环，这太神奇了。这样的事应该在全世界发生。

罗斯：你提到苏珊的离世让你开始思考捐赠，因为她无法比你长寿并管理巴菲特基金会了。跟我讲讲事情的来龙去脉吧。是你主动找到比尔说你已经决定好要做的事吗？还是经过了一系列的交谈？事情是如何发展的呢？

巴菲特：嗯，我开始仔细考虑各种可能性。我希望这笔钱能被有效利用。查理，我考察过很多基金会，其中有不少我很欣赏，但在我看来，没有一个能与比尔及梅琳达基金会相媲美。这不仅仅是因为规模。他们真正做到了不分性别、肤色、宗教和地域，思考如何为最多的人带来最大的福祉，尤其是那些命运坎坷的人。所以，很多

个月前，我就跟比尔提过我在考虑捐赠一事。但我还在思考最佳的捐赠方式，因为我希望这既能让伯克希尔的股东受益，也能让这笔钱的受益者获益。最终，我想出了这个计划。一旦我做了决定，就会立即行动。

罗斯：所言极是。第一次听说这件事时，梅琳达你有什么反应？是怎么想的？

梅琳达：第一次听说时，我简直不敢相信这会是真的。但很快，我就意识到这背后的责任。当你捐出自己的钱时，就会深感责任重大；而当你捐出别人的毕生心血时，这份责任感会加倍。紧接着我就想，我们能为世界做些什么？怎样才能带来更多福祉？一想到这笔捐赠能帮助那么多人摆脱贫困，就觉得意义非凡。

罗斯：比尔，在具体操作方面，有没有遇到什么问题？我是说，沃伦决定将六分之五的财富捐赠给比尔及梅琳达基金会，其余部分捐给他的四个基金会。在后勤保障、实际操作上，有没有什么难题需要解决？

盖茨：在过去几个月里，我们可能支付了一些律师费，以确保捐赠的架构合理合法。不过，尽管有些文书工作，但最终操作其实挺简单的。还有一件让我们欣喜的事，沃伦将加入基金会成为受托人，这样基金会就有三位受托人了，这对我们来说是极大的助力。

巴菲特：但这不是捐赠的条件，查理。就算没有这个安排，我也完全没问题。毕竟主要还是由他们二位管理基金会。

盖茨：即便没有这笔捐赠，我们也很乐意沃伦成为受托人。

梅琳达：没错，确实如此。事情就是这样。

罗斯：还有个问题，你曾说过，如果他们二人遭遇意外，比如飞机失事，那该怎么办？

巴菲特：这种可能性极小。但如果他们无法继续管理基金会，我会重新审视后续的情况。

罗斯：重新评估。

巴菲特：对，重新评估。这并不意味着我会改变捐赠的决定，但我这么做是因为我看到这两位才华出众的人全身心地投入到解决世界重大问题中。如果真发生意外，我得看看下一步该怎么做。不过，这种事不会发生的。

罗斯：这真是无私的善举。难道你从未渴望看到巴菲特基金会、图书馆，或者以巴菲特命名的各种项目吗？

巴菲特：没有，完全没有。我喜欢奥马哈公共图书馆。

罗斯：那你之后会扮演什么角色呢？你将成为受托人，具体会做些什么？

巴菲特：如果我有什么想法，他们可以把我当作参谋，随意差遣都行。所以这不是什么大事。只要能帮上

忙，我都乐意。但我不会参与他们的投资决策，那会让事情变得复杂，我完全不碰这块。

罗斯：他们的工作重点和你一致吗？

巴菲特：基本完全一致，不然我也不会这么做。

罗斯：你还有 Susan Thompson 苏珊汤普森基金会关注其他问题。你的孩子们的基金会也涉及一系列事务。

巴菲特：没错。我了解他们的兴趣所在，也看到他们全身心地投入其中。

2001 年 911 事件刚过，比尔在 Rainbarder 做了一场演讲，那是我听过的最精彩的演讲之一，真希望当时录下来了。后来我还鼓励他和 Bill Moyers 合作。当时在场的有四五十人，大家都被他的演讲震撼了。当你看到两位杰出的人才满怀热情地做着你也期望看到的事，就会觉得这是再明智不过的选择。

罗斯：你形容他们头脑聪明得超乎常人(没错)。这笔捐赠会带来哪些影响？会改变基金会的工作重点吗？显然会扩充员工规模吧？会让你们有能力去做以前做不了的事吗？

盖茨：肯定会。从某种程度上说，我们面临着“成功的挑战”。每次研发出一种新药物，就会面临更棘手的问题，比如如何推广？如何确保它能达到预期效果？看看排名前 20 的疾病，至少有 10 种我们已经取得了显著进展，预计在未来 5-10 年内能找到解决方案。所以扩大规模至关重要。在教育领域，要是有一所高中办得很好，成为了典范，我们就希望能将其模式推广到全国。现在，我们有机会进一步深化和加快工作进程。我们会增加一些与贫困相关的项目，但首要目标仍是解决健康和贫困问题，教育次之，这个大方向不会变。

罗斯：你们发现，改善健康状况确实会影响人们的生育数量，还会对人们生活的其他方面产生影响，远不止健康层面。

梅琳达：没错。我认为这笔捐赠能让我们在健康领域的工作更深入。比如，我们已经在研发疟疾、肺结核和艾滋病疫苗，现在还能围绕这些项目开展更多工作。如果人们食不果腹、喝不上干净的水，就算有药也无济于事。所以我们会关注农业等相关问题，帮助非洲的小农户，给他们提供抗干旱的高粱种子，或者防止香蕉病毒逐年传播的种子，帮助他们把农产品推向市场，获取更多信息。帮助他们解决清洁用水和健康饮食问题，提升家庭生活水平，同时继续攻克疾病难题，我想这就是我们深化健康领域工作的方式。

罗斯：在资金投入方面，比如像“重大挑战”项目那样着眼未来研发，和当下把现有药物送到患者手中的后勤保障工作之间，是否存在两难抉择？

盖茨：当然存在。我们的资源有限，内部也有很多有益的讨论。有人认为应该多投入资金解决眼前的问题，也有人觉得我们在资助研究方面独具优势，应该把重点放在这上面。这种讨论很好，不同观点的碰撞，以及专家的建议都很有帮助。以艾滋病为例，在预防方面投入资金能产生巨大影响，因为每预防一个病例，就能避免后续一系列可能出现的病例。但当你看到那些正在遭受病痛折磨的人，又会希望能为他们提供治疗。这些都是很棘手的问题，需要大量资金投入。所以我们必须和政府合作，确保他们参与进来。我们很高兴地看到，世界上许多政府都在全球健康领域加大了投入。

梅琳达：我觉得有时候我们也会寻找一些示范项目，先证明其可行性，再将成功模式推广到其他地方。1999年，我们和默克公司合作，在 Botswana 率先开展抗逆转录病毒药物治疗项目，当时我们就知道无法为所有非洲的艾滋病患者提供药物，但我们想证明，即便此前没有成功案例，一个国家也能做好这件事。我们和默克公司各投入 5000 万美元。2003 年我和比尔第一次去 Botswana 考察时，参与我们项目接受抗逆转录病毒药物治疗的患者只有约 3000 人。但现在，这个国家接受治疗的人数已经达到 6.2 万，这个项目成了示范项目。后来美国政府的总统防治艾滋病紧急救援计划 PEPFAR 投入资金，这个项目就能在其他国家推广了。我们经常采用这种方式。

罗斯：在所有这些领域的研究都需要持续大量投入，以期未来获得回报。就像你提到的那 20 种疾病，你觉得哪些疾病在治疗上即将取得重大突破？疟疾、肺结核、艾滋病吗？

盖茨：还有一系列腹泻疾病，包括我们已经研发出新疫苗的轮状病毒，以及另外两种导致腹泻的病因。5 岁以下儿童的两大主要死因是腹泻和呼吸道疾病。我们预计通过 5 种不同的疫苗，能大幅降低这些疾病导致的死亡人数。每年有超过 1000 万儿童死亡，腹泻和呼吸道疾病就是主要死因。所以在艾滋病、肺结核、疟疾以及这两种儿童疾病这五大疾病的防治上，我们进展显著。另外 15 种疾病，比如 leishmaniasis 病，因为只在热带地区流行，所以不太为人所知。

罗斯：而且名字也不太好念。

巴菲特：查理，以后他就是我的家庭医生了，我做手术都想让他主刀。

罗斯：你也是热带病专家啊。对于你这次的慈善捐赠，能立即看到成效对你来说重要吗？

巴菲特：当然希望这笔钱能马上被合理利用。但成效不一定能很快显现。说实话，在这方面他们比我更在行。我喜欢即时反馈，就像去冰淇淋店，我就想马上吃到三球冰淇淋。但做慈善不能这么想，很多时候得有长远

眼光，接受延迟的成果。他们肯定也想尽快看到最好的结果，但在这方面和做生意是不同的，而他们非常适合做慈善。

罗斯：你之前不太确定自己能做好慈善，对吧？

巴菲特：我觉得我肯定做不好。一是我喜欢即时反馈。二是做慈善可能需要顾及更多人的意见，这不是我喜欢的。我习惯审视自己，问自己做得好不好。但有些人的意见我真不想听。所以做慈善可能需要比我更圆滑一些。查理，就像我在文章里写的，如果人生中有重要的事要做，比如我要参加一场决定命运的高尔夫比赛，要是能让 Tiger Woods 替我参赛，我肯定愿意；要是我要在电视上唱歌，能让 Francis Sinatra 在幕后帮我唱，我也乐意。在这个世界上，我们有各种责任，这笔钱也是一种责任。但如果能找到比自己更擅长做某件事的人来代替自己，我很乐意，我也习惯这么做。

罗斯：你也知道，长期以来人们一直在猜测你为什么之前不做慈善。你说苏珊的去世是一个原因，还有其他原因吗？

巴菲特：查理，追溯到很久以前，我和苏珊在 20 多岁时就决定要把财富回馈社会。

罗斯：你告诉她你以后会变得很有钱的时候，就确定了这件事，这一点你很肯定。

巴菲特：我很肯定。当时她觉得我在妄想。但随着时间推移，我成功说服了她。总之，这些钱肯定是要回馈社会的，这一点毫无疑问。不过，我的想法是，慈善需求无论是现在、未来，还是 20 年、100 年后都很大。如果人们打算投身慈善，那些能让财富高速增值的人应该着眼于 20 年或 40 年后的慈善事业。

罗斯：说的就是你吧。

巴菲特：没错。我当时觉得，与其 30 年前就捐出 100 万美元，那可能是我当时能拿出的全部资金，不如让这笔钱继续增值。而那些不太擅长让财富增值的人，则应该去满足当下的慈善需求。打个比方，如果我管理一所大学，有两位富有的校友愿意资助学校，我会用那个不太擅长让财富增值的校友的钱来满足当下的需求，让另一位校友的钱继续增值。不管怎么说，这是一种很合理的想法。这就是我一直以来的慈善理念，但现在，就是行动的时候了。

罗斯：你觉得人们对你这次的捐赠感到惊讶吗？

巴菲特：可能会吧，我想是的。

罗斯：做出这个决定时，你肯定思考过，这是否会影响一直以来财富的高速增值，以及是否会对伯克希尔·哈撒韦的股东造成影响？

巴菲特：没错，我考虑过。但我认为这不会产生丝毫影响。事实上，如果伯克希尔能再赚 1 亿美元，通过我持有的股份，其中 31%会用于慈善事业。所以，如果说这些年我做慈善还有什么更大的动力，我不确定是否还有，但现在肯定是有的。一想到公司的价值越来越高，最终能为全世界的人带来福祉，这种感觉太棒了。

罗斯：为了让观众更清楚，比尔梅琳达基金会目前的资产规模大概是 300 亿美元左右，对吗？

巴菲特：已经承诺捐赠的股票，按当前市值计算，大约是 300 亿美元。

罗斯：按照今天的股价计算，你承诺捐赠的股份价值约 370 亿美元。

巴菲特：没错。按今天的股价。

罗斯：捐赠从 2006 年就开始，并且会持续进行？

巴菲特：对，马上就开始。

罗斯：会在未来若干年逐步完成。

巴菲特：从某种意义上说，会一直持续下去。伯克希尔的价值越高，捐赠的金额可能远超 370 亿美元，我相信会是这样的。而且越多越好，未来 20 年、30 年、40 年，捐赠都将持续。

罗斯：比尔和梅琳达肯定也认同这一点。我认识的人中，没人比他更热爱自己的工作。

梅琳达：确实。

罗斯：他常说，每天都跳着踢踏舞去上班，以后也会如此。

巴菲特：没错。

罗斯：你会回到奥马哈，继续跳着踢踏舞去上班、做决策，现在你知道自己不仅在造福伯克希尔的股东，还在改变远方人们的生活。

巴菲特：我之前就知道这些钱最终会用于慈善事业，但现在这种感觉更加真切。每年，我都希望当年承诺捐赠的股票能更值钱。随着时间推移，我相信会的。所以捐赠的规模可能会大得多，这也激励着我努力让公司变得更价值。

罗斯：做出这个决定，知道这些钱的去向，你肯定感到很满足吧？

巴菲特：是的，查理，当然满足。这其实就是财富的"第二幕"，积累财富就像是积累一张张对社会的"索取券"，然后再思考如何让它们发挥最大价值。

罗斯：好的。比尔，你一个月前宣布辞去微软首席软件架构师一职，不再负责公司的日常管理工作，但仍会担任董事长。这会影响你在比尔及梅琳达基金会的角色吗？

盖茨：会的。2008年6月，我将转为全职在基金会工作。这其实和沃伦的捐赠计划是同步推进的，但两者并无关联。实际上，它们还有一定的协同效应。在我即将全职投入基金会工作之际，沃伦的捐赠让基金会的资源大幅增加，规模翻倍还多，这让我非常激动。我的职责是助力基金会不断发展。我和梅琳达经常出差，之后我会去更多的学校考察，阅读更多关于健康领域的书籍。基金会的负责人 Patty Stonecipher 工作非常出色，一直在思考如何扩大规模，在扩充员工队伍的同时保持效率，这也是我们共同追求的目标。未来，我会更多地参与基金会的战略规划。

罗斯：以前你一个月只花一天时间在基金会工作，之后参与的时间会大幅增加。

梅琳达：这太棒了，我们很喜欢一起做这份工作。

罗斯：有一点需要说明，沃伦每次和我交谈都提醒过我，这个基金会以比尔和梅琳达的名字命名是有原因的，梅琳达从一开始就深度参与其中。你们俩作为受托人，是如何分工的？随着时间推移，在做决策、制定愿景以及和执行团队协作方面，这种分工又会如何变化？

梅琳达：你用"变化"这个词很恰当，在过去十年共同投身慈善的过程中，我们的角色一直在变化。很难确切预测在某件事上会花费多少时间。这些年，比尔投入的时间越来越多，而我相对多一些，毕竟我没有全职工作。现在孩子们都到了上学的年纪，我们有更多时间一起出差。当我们去孟加拉和印度的贫民窟，和非洲人民在一起时，这种亲身经历让我们对慈善工作有了更深刻的理解。比如，肺结核治疗项目已经开展很久了，患者每天都要服药，持续六个月。最近我在赞比亚看到了这个项目的实施情况。但仔细想想，患者每天空腹排队两小时拿药，这样的健康项目难言成功。所以，有时候我们必须实地考察，才能明白数据背后的真实情况。我们已经在思考如何将排队时间缩短一半，以及如何研发出疫苗。这些考察和讨论让我们的工作更加丰富深入。现在，每次出差回来，或者我们一起出差时，关于未来的方向和如何深化工作，我们都有了更深入的讨论。

罗斯：很多人认为，你们将商业管理技巧运用到慈善事业中，注重成果、设定目标并确保达成，为慈善事业

带来了全新的模式。你认为比尔梅琳达基金会有何独特之处？或者说，你认为它的指导原则应该是什么？

盖茨：我认为注重成果、保持乐观很重要。当汇聚优秀人才，设定宏伟目标时，就能创造奇迹。这并非全新理念，回溯到洛克菲勒时代，他就敢于挑战传统观念，攻克难题。很多时候，洛克菲勒基金会的做法都很值得借鉴。

罗斯：确实是洛克菲勒。

盖茨：安德鲁卡内基的《[财富的福音](#)》(The Gospel of Wealth,1889)中的理念也影响着我。沃伦在一次聚会上送给我这本书，让我对慈善事业有了更多思考，明白了要设定高远的目标。我们刚认识沃伦时，他谈到的一些观点让我开始思考，把财富留给孩子对社会和孩子本身并非最佳选择。这些建议非常宝贵。如今，我们也在践行这样的理念。我认为，汇聚各方力量，以创新的方式开展合作，是我们能快速推进慈善工作的关键。

罗斯：这是在你们创立基金会之前的事吗？

盖茨：是的。当时我刚开始意识到这是个需要面对的问题，沃伦的话给了我很好的启发。如今，我们走到了这一步。合理调配资源、凝聚各方力量，以新的合作模式推动工作，让我们的慈善事业得以快速发展。

巴菲特：查理，在商业领域，我和合伙人查理·芒格配合默契。我深知当两个人目标一致，但又能从不同角度思考问题时，能产生多么强大的力量。没有比比尔和梅琳达更适合管理基金会的搭档了。

罗斯：我很好奇，你觉得沃伦会进一步深入参与慈善工作吗？

盖茨：会有一点吧。我觉得沃伦会是一位出色的慈善家，但他热爱自己现在的工作，也会全身心投入其中。

罗斯：我明白。但你也热爱自己在微软的工作，离开时也有些不舍。

盖茨：确实。这很难抉择。很少有人能同时拥有两份热爱，且都意义重大、充满挑战的工作。这些年我一直在纠结，如今我明确了转变的方向，虽然还不确定未来会怎样，但我充满期待。沃伦的捐赠让我更加坚定，要好好利用时间，做好慈善工作。一个月前，我们和沃伦一起讨论小额信贷，和银行家们交流。沃伦询问了成本和贷款偿还情况，之后我们会让他更多地参与进来，尽我们所能。

罗斯：我相信你们能做到。沃伦，你对自己的孩子很自豪，为他们做了很多，还为他们创立了基金会。

巴菲特：我真的为他们感到骄傲。

罗斯：没错，你很骄傲，他们也同样以你为傲。你希望给孩子们留足够的钱，让他们能做自己想做的事，但

不能无所事事。

巴菲特：对，他们可以自由选择，但不能游手好闲。我不认同家族财富世袭的观念。留一些财产给孩子很正常，比如有人想把自己的农场或小生意传给下一代，我能理解。但家族财富世袭意味着后代无需努力就能坐享其成，仅仅因为出身好，这与美国所倡导的精英统治和机会平等背道而驰。所以我觉得，如果能在设立基金会、为全世界人民造福，和让一些人不劳而获之间做选择，答案不言而喻。

罗斯：这就是"鸟巢彩票"理论。你提到过查理·芒格，你告诉他这个决定时，他什么反应？

巴菲特：他说，'你终于想出了个好主意。我等这句话等了好多年'。

罗斯：他真这么说？

巴菲特：我花了 40 年才等到他说这句话，不过总算等到了。差不多就是这个意思。

罗斯：就一个好主意。

巴菲特：对，就这一个。他估计也不指望我再有别的好主意了。

罗斯：但他认可这个决定，认为这是正确的选择？

巴菲特：他特别支持，当然认可。

罗斯：沃伦的话让你开始思考慈善事业，1993 年或 1994 年，你读了世界发展报告，它对你有什么影响？和你之后的慈善工作有什么联系？

盖茨：在阅读那份报告之前，我以为全球在资金分配上会优先考虑那些低成本挽救生命的项目。我没想到有一种叫轮状病毒的疾病，每年会导致 50 多万儿童死亡，而我此前从未听说过。我还以为只要有这样的疾病，制药公司肯定会去研发药物。但实际上，当人们穷到买不起药时，就没人愿意研发相关药物。那些在富裕国家不存在的疾病，也无法从为富人研发药物的过程中受益，因为药物不会自然而然地惠及穷人。这些我之前都不知道。

罗斯：因为不了解这些情况，所以.....

盖茨：对。我原本以为投身慈善事业时，那些重要的问题都已经得到解决，能做的只是锦上添花，很难产生巨大影响。但读完那份报告后我发现，这里面存在一个被忽视的重大问题，虽然是个悲剧，但也正是我们可以全力投入的关键领域。这个发现让我眼前一亮。

巴菲特：查理，我和比尔都深受市场体系的影响。市场体系在美国运作得很好。但在解决全球贫困人口的疾

病问题上，市场体系却失效了，哪怕有些药物成本很低。

罗斯：失效是因为人们没钱参与市场交易。

巴菲特：没错，这种情况下市场体系就不起作用了。这时就需要有人介入，确保有相应的机制来解决问题。

在 95%的情况下，我坚信市场体系的作用，它也让我们和这个世界受益匪浅。但有些问题，市场体系确实无法解决，这就是比尔投身慈善的原因。

罗斯：你曾和我说过，在考虑参与哪个基金会时，你希望选择那些被忽视的领域，而不是盲目跟风。

巴菲特：没错。如果某个领域已经有大量资金和人才涌入，就没必要再重复投入。世界上有无数有意义的事可做，我们要寻找那些重要的、自己有能力推动的，且急需资金支持的项目。比尔和梅琳达就是这样开展慈善工作的。

罗斯：比尔、梅琳达，苏珊肯定会喜欢你们现在做的事。她曾和我说，一直希望沃伦能多做些慈善。因为她觉得沃伦可以做得更多。

巴菲特：没错。我从未阻止她表达想法，也没阻止她做慈善。

罗斯：无论是表达观点还是捐赠善款。

巴菲特：她在慈善方面的直觉无人能及。她一直希望能尽早大规模开展慈善工作，对此我也认同。她关注每一个有需求的人，看到人们的困境，她会深受触动，这很正常。要是我 60 岁左右就去世，当时已经积累了不少财富，她肯定会大干一场。

罗斯：如果是那样，你会很欣慰她来管理基金会？

巴菲特：那是当然，绝对会。

罗斯：专注于慈善事业的基金会。

巴菲特：毫无疑问。

梅琳达：她非常关心这些问题。她经常谈到女性提升自我，尤其是获取计划生育的相关资源和工具，这是她很关注的话题。她去过很多地方，特别是越南和东南亚的其他国家。她对这些不平等现象非常关注。我一直在想，沃伦做出这个决定，她一定会很欣慰。

罗斯：没错，还有生殖权利、为人父母等相关问题。除了我们刚才讨论的内容，还有哪些重要问题或事业，

是你们因为忙于现有工作而尚未涉及的？

梅琳达：其实倒不是因为忙。起初我们选择聚焦最迫切的需求，比如那些药物和疫苗能发挥作用的领域。但我们一直都知道，随着在世界各地的走访，接触到那些需要药物的人们，我们发现他们大多生活在贫民窟。未来，这些国家城市的人口增长将最为显著。不同地方的贫民窟差异很大，有些地方没有清洁的自来水、卫生设施和道路，房子都是用芦苇搭建的；而有些地方则相对完善，有公共厕所、垃圾处理服务，甚至还有小段的水泥路。我们一直在思考如何为这些群体做好规划，促使政府重视起来，建设基础设施，让那些每天生活费不足 2 美元的人们，在涌入城市后能享受到基本的公共服务。

罗斯：现在你们投入了更多时间，资源也更加充足，有没有紧迫感去和政府合作？毕竟你们能接触到各国领导人，肯定能让他们更多地参与进来。因为要想持续产生影响，仅靠基金会还不够，还需要各方力量的支持。

盖茨：确实有紧迫感。过去三年情况有所好转，美国在布什总统的领导下，通过总统防治艾滋病紧急救援计划增加了对艾滋病防治的资金投入。以英国为首，法国等其他欧洲国家也加大了对疫苗项目的资助。挪威在这方面也做得很好。我们需要保持这种良好的态势。Bono 在推动各方对话、提升公众关注度方面发挥了重要作用。实际上，昨天消息公布后，我和沃伦就打电话告诉了他这个消息。

罗斯：是昨天晚上还是一周前，还是……

巴菲特：昨天下午。

盖茨：是消息刚公布之后。让发达国家的政府以正确的方式深度参与这些事务，同时促使发展中国家的政府重视这些问题并完善基础设施，这对提升我们工作的成效至关重要。我们必须这么做，而且未来也会投入更多时间聚焦于此。

罗斯：并且要更紧迫地对待。在那些最困难的国家，为最贫困人群提供医疗服务的过程中，存在多少腐败现象呢？

盖茨：实际上，像修建道路、建造水坝这类项目，中间环节众多，资金很容易被挪用。但在疫苗领域情况有所不同，透明度相对更高。因为疫苗不存在囤积的情况，毕竟不需要大量储存。而且去核查疫苗是否真正发放到位、覆盖情况如何，相对来说比较容易。所以我们必须保持警惕。总会出现一些问题，比如采购的吉普车最后去向不明之类的。但和大多数发展项目比起来，疫苗分发系统要简单一些，因此我们应该确保 95% 的资源都能精准

送达需要的地方。虽然难免会有一些损耗，但如果对此不能接受，那.....

罗斯：如果对这些损耗视而不见，那就麻烦了。你希望这次捐赠能以怎样的方式激励其他富人呢？

巴菲特：查理，这很有意思。人们在积累财富时，常常会寻求他们认为更懂行的人的帮助，然后跟着投资。50 年前的上个月，我成立了一家合伙公司，有 7 个人给了我 10.5 万美元。他们为什么这么做呢？因为他们觉得我比他们自己更擅长为他们积累财富。

罗斯：这是个明智的选择。

巴菲特：嗯，结果还不错。但在分配财富的时候，为什么不运用同样的思路呢？有些人在分配财富时，会交给老商业伙伴、乡村俱乐部的朋友，甚至是专业团队，却没有想过也可以像积累财富那样，找比自己更擅长的人来做这件事。我觉得这个道理很明显。所以我希望，那些经济条件还不错但又没有明确慈善方向的人，如果有具体想支持的对象，比如自己的母校之类的，那当然很好；但如果他们面对超出预期的财富，却不知道该怎么用，那就应该多留意。不一定非得选择盖茨基金会，但要找到他们认为比自己更能做好慈善的人，而且目标相近，然后把钱交给他们。我觉得这再合理不过了。

罗斯：盖茨基金会做了一件很多人可能不知道的事，就是建立合作伙伴关系。有些事情，像制药公司因为处于市场体系中，或者政府由于各种原因，没办法迈出第一步，但你们却能促成合作。跟我讲讲这是怎么运作的吧。

梅琳达：好的。我给你举个例子来说明。我们和一个叫 One World Health 的组织有合作。有一种疾病影响着大约 20 万人，主要分布在印度和孟加拉国的一些地区。这个组织发现了一种药物，在非洲的某个地方已经证实有疗效。这种药是 50 年前在意大利研发的，目前只有马耳他的一家实验室还在研究。他们表示，如果能完成这种药物治疗黑热病的最后阶段试验，并证明其有效性，然后推广出去，就能挽救很多生命。所以我们和他们合作，帮助他们完成试验。现在，我们正在协助他们推动药物通过印度的监管机构审批，这需要学习新的知识、建立相应的基础设施。最后，我们会和 David & Lucile Packard 基金会合作，通过他们旗下一个叫 Genani 的组织，将药物分发到印度和孟加拉国的相关地区。这就是我们的运作方式，针对那些在发达国家没有市场，但在发展中国家却能夺走很多人生命的可怕寄生虫病，我们通过不同组织的协作，把药物送到有需要的人手中。

罗斯：各基金会之间，以及从事重要课题研究的顶尖人士之间，信息共享程度高吗？

盖茨：非常高。

罗斯：和软件行业不太一样。

盖茨：是的，这里没有竞争关系，大家目标一致。而且我们自己并不做科研。你提到制药公司，他们懂得如何研发和测试药物。比如，葛兰素史克 GSK 就是我们的合作伙伴之一。我们借助他们的专业技术，同时提供资金支持，这样他们就可以向股东交代，表明自己在做有意义的事。我们合作研发抗逆转录病毒药物，还将资源投入到疟疾防治中，这是我们非常成功的合作项目之一。所以从某种意义上说，我们只是整个拼图中的一小部分，真正发挥作用的是我们建立的这些合作关系。

罗斯：这些合作关系为未来的工作提供了人力和资金支持。你知道盖茨基金会的工作拯救了多少生命吗？对于那些原本可能无法存活，但因为基金会而活下来的孩子，人们有什么反馈？

梅琳达：最容易衡量的就是疫苗相关的工作。1998-1999 年，我们早早地投身于疫苗领域，并且大力支持了我们协助创立的全球疫苗免疫联盟。我们还带动了其他国家政府参与进来。

罗斯：这也是你们资金投入最多的项目。

梅琳达：没错。一开始我们就捐赠了 7.5 亿美元。2005 年，我们又宣布在未来 10 年再捐赠 7.5 亿美元。在我们的带动下，许多富裕国家的政府都加入了这个基金，同时有 75 个发展中国家的政府申请资金支持。看看现在推广的疫苗，我们知道，仅通过为孩子们接种一些在美国被视为理所当然的基础疫苗，就已经挽救了 170 万人的生命，比如白喉、破伤风、百日咳疫苗，美国的妈妈们在孩子一岁前都会带他们接种。还有一些新疫苗，如 B 型流感嗜血杆菌疫苗、黄热病疫苗等，也在推广中。通过这些疫苗，预计在这个项目开展的 10 年时间里，我们能拯救大约 1000 万儿童的生命。

罗斯：1000 万。这很说明问题，不是吗？比尔，这也是吸引你离开热爱的工作，投身到未来余生都要从事的慈善事业中的原因之一吗？你 50 岁，沃伦 75 岁。

巴菲特：我注意到年龄差距了。

罗斯：卡罗尔·卢米斯问的第一个问题是，你是不是生病了？做这笔捐赠是不是因为身体原因？

巴菲特：考虑到我的饮食习惯，我的身体好得让人惊讶。我自己都不敢相信。

罗斯：冰淇淋和可口可乐可没少喝。

巴菲特：没错，但这似乎没影响我的健康。

罗斯：比尔，你曾一心扑在软件工作上，有没有想过有一天能拯救这么多人的生命呢？

盖茨：做软件非常有趣，它赋予人们的能力让我热爱，我也会一直和这个领域保持联系。但就像你说的，从两年后开始，我的余生都将全职投入到基金会的工作中。这让我很激动，因为我能结识杰出的人才，给他们带来一些希望，为他们指明可能未曾发现的道路。到实地考察，直面挫折，然后想办法克服。我还能和梅琳达、我父亲、Stonecipher 这些优秀的人一起工作。能先后在微软和基金会工作，我觉得自己无比幸运。当我们跟一位朋友讲述沃伦的捐赠时，我们都感叹这太不可思议了，没想到我们能有这样的合作。但说实话，一开始我也不敢相信。沃伦刚提起这件事的时候，我心想，他是认真的吗？我们准备好迎接这一切了吗？直到今天，沃伦正式签署捐赠协议，我才真正有了实感。

罗斯：比尔，他第一次跟你提起是什么时候？你还记得吗？

盖茨：大概在过去一年半的时间里，他开始提起这件事。一开始只是顺带一提，说我们基金会做得很好之类的。之后我们也一直在交流。直到最近几个月，我才确定他是认真的。沃伦一旦做了决定，就会雷厉风行地执行。

罗斯：我还知道，你们一旦做了决定，就不会再犹豫。你肯定没因为担心决策错误而失眠过，不会一直纠结“我这样做对吗”。

巴菲特：完全没有。

罗斯：你有没有后悔没有早点做这笔捐赠？

巴菲特：没有，我真不后悔。我觉得现在就是最合适的时机。

罗斯：现在就是做这件事的最佳时机。

巴菲特：是的，查理，我坚信如此。我有机会见证他们的工作成果，而且我觉得伯克希尔未来的发展前景比以往任何时候都要好。还有一点，如果我一次性捐出大量股票，可能会有人说基金会的资产过度集中于一只股票。但我希望基金会的发展能和伯克希尔紧密相连，因为我相信伯克希尔会表现得非常出色。我不希望他们被迫卖掉股票去买政府债券之类的。所以，我觉得现在的安排再好不过了。

罗斯：所以他们持有股票，可能会根据需要套现。

巴菲特：没错，但他们会根据实际情况逐步套现，其他基金会也一样。不过未来还有很多年，我会努力让股票更值钱，这本来就是我一直想做的事，现在做起来会更有动力。

罗斯：为了筹集资金.....

巴菲特：对，未来的日子里，我会让股票更有价值。这显然是我一直以来的心愿，现在感觉做这件事更有意思了。

罗斯：但我还想问，这笔捐赠会如何改变你日常的生活呢？

巴菲特：毫无改变。

罗斯：一点都没有？

巴菲特：是的。

罗斯：你还是会回到奥马哈，跳着踢踏舞去上班.....

巴菲特：没错。

罗斯：接着打电话处理事务。比尔曾跟我说，你平时就做三件事：打电话、读书、打桥牌，再加上看喜欢的有线电视节目。

巴菲特：生活不就这些吗？

罗斯：其实还有别的。知道并且看到自己在有生之年，而不是去世后通过遗嘱执行人，就能实实在在地改变他人的生活，这种满足感是无与伦比的。

巴菲特：还能看到事情顺利推进。

罗斯：确实。你做了这笔捐赠，从 1994 年开始参与慈善相关事务以来，你的想法有改变吗？

盖茨：当然有。每年我们都在学习和成长。做慈善要确保资金用得合理，这并不容易，也不像做生意那样能得到市场的即时反馈。所以难免会犯错。在慈善工作中，要处理合作关系、激励机制等问题，需要做出很多选择。比如刚开始的时候，我们没考虑过和政府沟通合作，因为当时对自己的工作还不够自信，不敢去要求政府加大对疫苗、艾滋病防治等领域的投入。但过了四五年，我们意识到，仅靠基金会的力量有限，必须进行倡导。现在，这已经成为我们的一项重要能力，而且我们还在不断提升。和波诺这样的伙伴合作，也让我们学到了很多，未来我们还需要继续学习。

梅琳达：在教育领域也是如此，以美国的教育体系为例。刚开始我们有点天真，以为只要多创办一些小规模的学校，并且让它们顺利运转起来，教育体系就能看到这些学校的优势，进而推广这些模式。但随着了解的深入，我们意识到，不仅需要优秀的中介机构来推广这些模式，还必须和州政府、地方政府合作。要在学区层面开展工作，如果希望这些学校能长期发展、不断壮大，还得关注州一级的政策。这是我们在实践中学到的经验。在我们涉足的每个领域，都会不断总结这样的经验。

罗斯：据我了解，盖茨基金会 60% 的资金用于全球健康领域，另外 40% 用于教育，尤其是高中教育和图书馆建设。未来资金分配的比例大致还是这样吗？

盖茨：没错。全球健康领域，现在我们将全球发展相关项目纳入其中，包括金融、农业、贫民窟改造和卫生设施建设等，这部分会占 60% 以上。教育方面，主要聚焦美国本土。我们思考过，世界上最大的不平等问题是什么，对于我们有幸成长的这个国家而言，要保持其领先地位、持续为世界做出贡献，最大的问题又是什么。所以教育依然是我们的重点关注领域，会投入大约三分之一的资源。随着沃伦的这笔捐赠，这两个领域的工作都会进一步扩大规模。

罗斯：有人说全球健康领域受到了更多关注，这仅仅是因为它更引人注目，还是因为在这个领域取得的成果比教育领域更显著呢？

梅琳达：我们要知道，全球健康包含一系列复杂的问题，涉及疟疾、肺结核、艾滋病、轮状病毒等多种疾病。所以我们讨论全球健康时，不能一概而论。我和比尔对帮助人们摆脱贫困、解决与之相关的所有问题都充满热情。我们也经常讨论美国的教育问题，只是在这个领域可供探讨的内容可能不像全球健康领域那么多。但我们在各个领域都在不断努力。而且随着比尔投入更多时间，我们也会更频繁地走访学校，之后肯定会更多地谈论美国的教育体系。我们对这个领域同样充满热情。我们提供了很多奖学金，通过其中一个项目，每年能资助 1000 名学生。和这些学生交流时，能听到很多感人的故事。

罗斯：感谢你们来到节目中分享这些。能邀请到你们，我感到非常荣幸。希望以后还能有机会和你们交流。

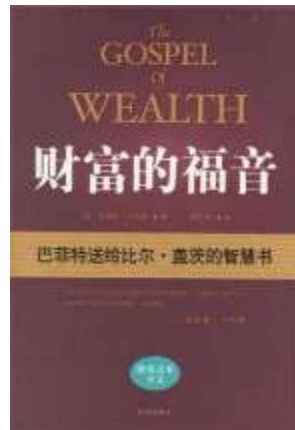
比尔，很高兴见到你。我觉得我们做的访谈比其他人多，每次你上节目我都很开心。今天对你们来说是意义非凡的一天。

巴菲特：确实是很有意义的一天。

罗斯：真的是。大家都为此感到兴奋，因为这关乎未来，关乎改变人们的生活。非常感谢你们来到节目现场，这是这个时代令人瞩目的故事。而且就像你说的，你已故的妻子苏珊也与今天的这一切紧密相连。

巴菲特：谢谢你。

罗斯：感谢各位的参与。也感谢观众朋友们的收看。从今天起，比尔及梅琳达基金会将开启新的篇章。虽然目标依旧，但正如比尔所说，他们拥有了更多资源，能为全球各地人们的生活带来更大的改变。因为每一个生命都是平等的。感谢大家的收看。



1889年卡内基在《北美评论》上发表了现已成为经典之作的《财富的管理》一文，系统地阐述了有关公益事业的思想，奠定了20世纪初美国公益事业蓬勃发展的理论基础。英国首相格莱斯顿读到此文，高度赞赏，亲自写信请求允许英国发表此文。卡内基深受鼓舞随后又写了续篇《慈善捐赠的最佳领域》。前文主要探讨的是如何恰当地管理财富以及解决贫富差距问题。卡内基提出了三种处理剩余财富的方式，并且逐一分析其长短利弊。后文主要探讨了他对“滥施布施”的反对，认为富人捐助应该激励“善良勤勉的穷人”自救，而不是让穷人依赖救济、游手好闲，甚至提出“施舍钱财给乞丐个人是一种严重的犯罪”。卡内基指出了慈善捐赠的7个最佳领域：大学、免费图书馆、疾病防治机构、公园、音乐厅、游泳池和教堂。《财富的福音》一书便是由这两篇文章和其它几篇结集而成。卡内基既是资本家，毫不留情地破坏罢工、驱除工会、降低工资，把工人的工作时间增加到了每周7x12小时，又是慈善家，在临终前几乎散尽了自己多达3.5亿美元(相当于现在的300亿美元)的巨额家产。双重人格虽然矛盾亦能自洽，那就是以卡内基代表的资本家极力推崇竞争、效率等市场基本原则。他们信奉的哲学是：应该让懂得创造效率的资本家来给工人们安排工作时间、劳动成果，剩余财富是社会通过竞争原则集中到少数富人手中的公益信托基金，富人亦有责任承担起托管义务，以最优的方式进行资源的合理配置。他们倾向于公民自己组织起来解决问题而非依赖政府，并且往往成立基金会来实现对社会和公益事业的捐助。卡内基因为自己各个方面的卓越成就，成为美国历史上伟大的企业家、教育家和慈善家，成为美国慈善事业的奠基者，他因此也被誉为美国公益事业之父。

查理罗斯访谈巴菲特(上)

2006 年 7 月 10 日

投资者、商人和慈善家巴菲特做客查理罗斯访谈节目，此次访谈聚焦他的个人生活以及走向成功的历程。

<https://charlirose.com/videos/12653>

罗斯：我可以随心所欲地选择颜料，绘制任何我想画的东西。我喜欢这样的感觉。接下来，让我们走进沃伦·巴菲特的世界。巴菲特是全球第二富豪，身家约 440 亿美元，他是伯克希尔·哈撒韦公司的董事长。2006 年 6 月 26 日，周一，他宣布将 310 亿美元的财富捐赠给比尔梅琳达盖茨基金会，这一消息轰动全球。他们共同创立的基金会，可用于捐赠的资金将超过 600 亿美元。这是无比慷慨的善举，源于他们的友谊、共同的价值观以及彼此的钦佩。我承认，我对巴菲特有所偏爱，他是我的朋友。他和他的家人给予我机会，让我能与他畅谈他的生活、事业、价值观以及他对一切事物的哲学思考。

自 2004 年在伯克希尔年会上初次访谈以来，我们多次交流。他的人生值得探讨，因为他为人坦诚，拥有非凡的智慧，当然，还有他惊人的财富。巴菲特持有伯克希尔 31% 的股份，这家公司市值 1400 亿美元，他的股份价值 440 亿美元。伯克希尔持有美国一些知名品牌的部分股份，比如可口可乐、《华盛顿邮报》、美国运通以及宝洁公司，还全资拥有鲜果布衣、喜诗糖果和内布拉斯加家具卖场。他是众多报纸杂志报道的焦点，有超过 20 本书是关于他的。尽管巴菲特声名远扬、富可敌国，但他在家乡奥马哈一直过着极为低调的生活。

巴菲特：奥马哈是我的家，一直都是，也永远会是。这里有很多朋友，我在这里感觉很好。我的孩子们，现在在我的孙辈，都和我的妻子、父亲一样，上同一所公立高中，这种情况持续近 100 年了。

这里充满了延续性，生活很棒，你会觉得自己是这个社区的一部分。我住在 1958 年买的房子里，到现在已经 46 年了，我在这儿生活的很开心。

罗斯：你喜欢这房子。所以，要是没坏就不用修，对吧？

巴菲特：没错。我在这个办公室已经工作 42 年了，一切都井井有条。我主要做两件事，用专业术语来说就是资产配置。每周伯克希尔大约有 1-1.5 亿美元的资金流入，这是在满足旗下运营业务的所有资本需求之后的剩余资金。因为如果旗下公司需要扩建之类的，会由他们自己决定。剩下的钱都会回到奥马哈，我的工作就是在全球范围内，把这些资金配置到我认为合理的项目中。我可以投资有价证券、债券或股票，也可以收购整个企业，还能暂时把资金以现金形式持有。这就是我的工作，是我唯一的职责。我们不会通过委员会做决策，也不会依赖投资

顾问，这都是我一个人的工作。我的第二项工作，在一切步入正轨后，就相对轻松些了，那就是找到有才华、高素质的管理者来运营我们的企业，并且让他们乐在其中。所以当我收购一家企业时，通常也看中了企业的管理者，因为我自己并不懂如何经营企业。当有人来找我，说想卖掉自己的企业时，我会直视他们的眼睛，判断他们是爱钱还是爱这份事业。爱钱没什么问题，但他们必须热爱自己的企业，对它充满热情。

我为什么每天都迫不及待地来上班？如果不是为了钱，那是因为我能以自己喜欢的方式工作，就像在属于自己的画布上作画。我觉得自己就像米开朗基罗，在绘制西斯廷教堂的壁画。也许别人不这么认为，但他们不会指手画脚，说该用红色颜料而不是蓝色。我可以随心所欲地选择颜料，绘制任何我想画的东西，我喜欢这种感觉。

其次，人们都希望得到认可，我也一样。我喜欢听到别人夸我做得好，我们的管理者也是如此。他们大多很有钱，希望得到公平对待，不想被利用。他们也想在自己的"画布"上自由创作，在伯克希尔，他们能得到这种机会，而且他们也渴望得到认可。当他们得到我的认可时，那可是来自懂行之人的称赞，并非敷衍。这就是我们多年来能留住众多优秀管理者的原因。

罗斯：我们来谈谈精力、智慧和诚信。假设你具备这些品质和能力，没问题吧？

巴菲特：那是当然。

罗斯：你有着超强的专注力。你很爱读书，而且能专注其中。

巴菲特：没错。我认识的很多在各自领域取得成功的人，都很专注。我第一次见到比尔盖茨的时候，我们和另外 15 个人一起吃饭。他父亲在餐桌上问大家，觉得自己在事业上取得成功最重要的因素是什么。我回答是专注，我看到比尔在桌子对面点头。

罗斯：所以你当时就知道你们志同道合？

巴菲特：不，是因为专注很重要。

罗斯：你说的专注是什么意思？

巴菲特：就是专注于重要的事情。你得清楚自己的目标。我很幸运，天生对某些事情比较敏感，这并非我能决定的。我出生在合适的时间、合适的地点，当时美国拥有庞大的资本市场，这在世界其他地方是难以想象的。所以我天生适合做投资。专注，对我来说，就是充分利用自己的天赋，尽量减少外界的干扰。

旁白：巴菲特于 1930 年 8 月 30 日出生，父母霍华德 Howard 和莱拉 Leila 住在奥马哈的巴克大道。

罗斯：(指着照片)这里就是巴克大道。跟我讲讲这张照片吧。



巴菲特：这是我父母在巴克大道 4224 号的照片，我人生的头五六年就是在那里度过的。1931 年之前，我父亲在一家银行工作，销售证券。1931 年 8 月，那家银行破产了，就在我父亲生日前后。我记得当时父亲每月要还 55 美元的房贷，他没了工作，还带着两个年幼的孩子，那时我才一岁。我祖父开了一家杂货店，所以至少不愁吃的，但日子还是很艰难，真的很艰难。

罗斯：那时正值大萧条初期。

巴菲特：没错，大萧条刚刚开始。这张照片是我和妹妹多丽丝 Doris。这张是.....我小时候很喜欢穿各种戏服。我父亲去纽约，回来时通常会给我带一套戏服。所以我会扮成消防员、警察，牛仔或者其他角色。

罗斯：你小时候有创业精神吗？是不是那种想送报纸、卖柠檬水，做各种小生意的孩子？

巴菲特：没错，我很喜欢做这些。很多年前，我读到一项研究，我不知道这项研究是否靠谱，有人试图找出商业成功和各种因素之间的关联，比如商学院的成绩、父母的职业等等。研究表明，商业成功和一个人初次创业的年龄相关性最大。

罗斯：你第一次创业是什么时候？

巴菲特：我不太确定具体时间，大概是 6 岁左右。

罗斯：做什么呢？你还记得吗？

巴菲特：我会从祖父的杂货店花 25 美分买 6 瓶可乐，然后以每瓶 5 美分的价格卖出去。

罗斯：那每瓶能赚 5 美分呢。

巴菲特：没错，确实是。而且我背后可有整个可口可乐公司支持呢。

旁白：1943 年，他的父亲霍华德巴菲特当选国会议员，巴菲特一家搬到了华盛顿。

巴菲特：他是你的偶像，对吧？

巴菲特：那当然。他的一切都值得我敬仰。和他一起长大，我们就像朋友。在他的一生中，我从未见过他做过任何不能登上报纸头条的事。

罗斯：他为什么从政呢？

巴菲特：他有自己的政治理念，但我觉得他从政并非出于野心。他性格内向，基本不喜欢演讲之类的活动。但他对政治体制、个人价值有深刻的见解.....

罗斯：还有关于为公众服务的理念？

巴菲特：是的。他有一套坚定的政治哲学和人生哲学，在很大程度上受到宗教的影响。他认为政府在人们的生活中应该扮演非常次要的角色，甚至有些极端。这些年，他的观点可能变得更激进了。我在成长过程中，就不完全认同他的政治哲学，后来分歧更大了。但这并不影响我对他的感情。

罗斯：你觉得自己身上哪些地方最像你的父亲？

巴菲特：说实话，如果我能有他四分之三那么优秀，我就很满足了。

罗斯：为什么这么说？

巴菲特：我觉得他是我见过的最优秀的人。

罗斯：你见过的最优秀的人？

巴菲特：是的。



旁白：回到奥马哈后，他遇到了苏珊汤普森。

罗斯：巴菲特家和汤普森家相互认识。

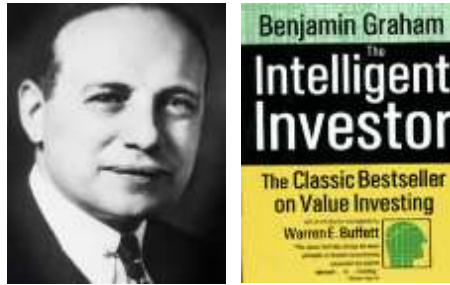
苏珊：那当然，两家关系很好。是双方父母很熟，孩子们之前并不认识，因为沃伦和他的姐妹们从 13 岁起就住在华盛顿了。

罗斯：因为那时他父亲是国会议员。

苏珊：没错。我第一次见到他，是因为我要成为他妹妹在西北大学的室友。我走进他们家，他坐在客厅的椅子上，说了句讽刺的话。我都还没和他打招呼呢，于是我也回敬了一句。我当时心想，这家伙是谁啊，这么无礼？我们就是这样认识的。

罗斯：据说，是他追求你，而你当时还在和别人约会。他会去你家，还会和你父亲坐在一起聊天，而你却出去约会了。

苏珊：没错。结果我父亲喜欢上他了。但是沃伦比你想象的还要聪明。我父亲阁楼里有一把曼陀林琴，沃伦说：汤医生，把你的曼陀林琴拿出来，我用尤克里里和你一起演奏。于是他们就一起演奏起来，我父亲就此喜欢上了沃伦。他一直跟我说：你不了解这个男孩，他有一颗金子般的心。这可不是双关语。就这样过了好一阵子。沃伦想要的东西，有哪次没得到过呢？



旁白：苏珊和巴菲特结婚了，不久后他们搬到纽约，师从哥伦比亚大学教授本格雷厄姆学习和工作。除了父亲，本格雷厄姆对巴菲特的思想影响深远，也是他的偶像。

巴菲特：有不少人对我影响很大，本·格雷厄姆给了我投资的理论框架，让我能够在投资领域不断前进，对我的影响尤其巨大。要是没有他，我绝对不会有今天的成就。

罗斯：格雷厄姆给了你投资的原则。

巴菲特：他为我奠定了投资的基础。

罗斯：你是先读了他的书。然后就想，我想见见这个人？

巴菲特：当时我在寻求突破。我读完那本书，从内布拉斯加大学毕业后，在翻阅哥伦比亚大学的课程目录时，看到了他的名字，眼前一亮。于是我写信问他是否能收我做学生。当时我对很多事情都不太了解。

罗斯：你为什么愿意离开奥马哈去纽约呢？是因为觉得这个人很有学问吗？

巴菲特：没错。如果我想成为他的追随者，就想见见这位“导师”。

罗斯：你当时在投资方面就是这么想的。

巴菲特：当然。

罗斯：你读他的书时，心里是怎么想的？

巴菲特：我觉得这些理论真的很有道理。在那之前，很多投资理论我都觉得不太靠谱。

罗斯：这些原则现在还适用吗？

巴菲特：这些原则绝对没有过时。

罗斯：随着环境变化，这些原则有什么改变吗？

巴菲特：只是应用的方式更多样了。这些原则会以不同的形式体现在投资决策中，但核心始终不变。

罗斯：给我讲讲本·格雷厄姆价值投资的核心思想吧。

巴菲特：他的观点是，不要把股票看作是每天价格波动、在报纸上被报道或者在股票行情机上显示的东西，而要把股票看作是**企业的一部分。要弄清楚企业的价值，如果连企业价值都算不出来，就不应该买这只股票。**我以前从未这样想过，于是我开始关注企业本身，而不是股票走势图、成交量这些东西。这种思维方式让我在投资中占据了很大优势。

其次，他说股票市场是为你服务的，而不是指导你的。所以，不要根据股价的涨跌来判断自己的投资决策是否正确，当股价与企业实际价值脱节时，你应该抓住机会。

最后，他强调要有安全边际。不要开着一辆 9800 磅重的卡车去通过限重 10000 磅的桥，要给自己留些余地，因为你不可能知晓一切，所以永远要留出安全边际。

旁白：巴菲特在这栋办公楼里工作，身边只有 16 名员工，这里满是回忆。



罗斯：这是吉列安全剃须刀公司的相关物品。

巴菲特：没错，这是这款剃须刀的专利，大概是 70 年前的事了。

罗斯：你是怎么和吉列公司结缘的呢？为什么决定投资吉列呢？

巴菲特：吉列在剃须刀和刀片行业经营了 100 多年，在全球剃须刀和刀片市场占据了约 70% 的份额。

当一家公司在消费者心中拥有这样的长期优势时，显然，**这种优势不会在几年甚至几十年内消失。**这是一家真正有实力的公司。

罗斯：符合巴菲特的投资标准。

巴菲特：没错，它符合标准，具备持久的竞争优势。当晚上睡觉时，我知道全球数十亿男性的脸上在长胡子，而全球女性腿上长的毛发数量是男性的两倍。不过我不会过多地去想女性的腿毛，不然我会睡不着觉的。



罗斯：这是奥马哈皇家队的物品。

巴菲特：对，奥马哈皇家队。大概 10 年前，甚至更久以前，奥马哈皇家队的老板打算卖掉球队，而且很可能把球队迁走。当时，我和联合太平洋铁路公司以及沃尔特·斯科特买下了这支球队，主要是为了把它留在奥马哈。

罗斯：现在球队还在奥马哈吗？

巴菲特：还在奥马哈。

罗斯：你会穿上队服参加活动吗？

巴菲特：会的。他们还指望着我呢。

罗斯：我看过你穿队服的照片。

巴菲特：我还参加过好几场比赛的开场，但他们好像在我投出第一球后就把我换下来了。

罗斯：第一球之前就换了吧。

巴菲特：对，没错。

罗斯：我们的首发阵容有变动，巴菲特今天不会上场投球。



巴菲特：这是我们对伯克希尔的第一笔投资。字迹都有点褪色了，不太容易看清。

罗斯：是合伙公司的投资吗？

巴菲特：这是 1962 年合伙公司首次购买伯克希尔股票的记录。这是一家当时叫 Tweedy,Brown&Reilly 公司

的交易记录，他们是我的股票经纪人。一个很棒的人，叫 Howard Browne，在这家叫 TweedyBrown 的小公司帮我买下了所有伯克希尔的股票。多年后，他们找出了与这笔首次购买相关的交易卡，寄给了我。

罗斯：这是什么？Tom Osborne 在上面签了名。Frank Solich 也签了名。

巴菲特：对，这是内布拉斯加大学在 Devaney-Osborne-Solich 1962-2003 年的比赛记录。战绩相当不错。

罗斯：他们赢了很多橄榄球比赛。内布拉斯加大学橄榄球队是你的心头好。

巴菲特：是的，在内布拉斯加，要是你对橄榄球不狂热一点，都不好意思说自己住这儿。

罗斯：当你带盖茨去看内布拉斯加大学和华盛顿大学的比赛时，他反应如何？

巴菲特：他反应不太热烈。但在内布拉斯加，要是夫妻离婚，他们不会争夺孩子的抚养权，而是争夺橄榄球比赛的门票。



罗斯：这是纽交所的相关物品。上面写着，内布拉斯加州奥马哈伯克希尔在纽交所上市。

巴菲特：我们上市的过程有点波折，因为我们的股价以及其他一些因素。为此纽交所采取了一些特殊措施，我很感激。

罗斯：给我讲讲具体情况吧。

巴菲特：他们有一些规定和要求，主要是针对低价股票制定的。当时我们的持股过百的股东数量没有达到交易所的要求。所以他们稍微调整了一下规则，才让伯克希尔得以上市。

罗斯：总有人想知道你为什么从不拆分股票。

巴菲特：**我们不拆分股票，是因为我们不想吸引那些热衷于股票拆分的投资者。**这样能让公司的氛围更像经营企业，而不是过度关注股票的日常波动。

罗斯：是不是因为你希望投资伯克希尔的人，都是打算长期持有的，而且认真对待投资决策？希望他们认真对待购买伯克希尔股票的决定。

巴菲特：当然。**我们希望他们把自己当作公司的合作伙伴，抱着长期持有的目的投资。**当然，他们可能会因为各种原因做不到，但这是我们的期望。

罗斯：你每天都会关注股票价格吗？

巴菲特：我大概会在一天中的某个时候知道股价，可能是收盘的时候，但我不会特意去查看.....

罗斯：如果股价有波动，你也不会关心为什么会波动，谁在卖或者谁在买吗？

巴菲特：没什么关系。



罗斯：在这面墙上，有汤姆·墨菲的照片，你还出演过肥皂剧呢。

巴菲特：我出演过大概四部肥皂剧。每次都是因为他们没看过我之前演的，所以才邀请我。Susan Lucci 非常出色。我和汤姆·墨菲去演戏的时候，台词都记不住，全靠她带着我们。

罗斯：你演的是自己吗？

巴菲特：是的。

罗斯：巴菲特和墨菲出现在《All My Children》的片场。

男士：请允许我介绍我的朋友，巴菲特。

女士：哦，天哪，见到你我太激动了。我一直都是你的粉丝。但我必须说，你的照片远不及本人帅气，巴菲特先生。

巴菲特：叫我沃伦就行。

女士：好的，谢谢。那你也叫我 Erica 吧。

罗斯：Susan Lucci 是那部剧的长期主演。他们还付了你片酬。

巴菲特：是的，给了我片酬。我还想多要点，但没成功。上面写着有 10 美元的服装补贴，这是 1991 年的事了，我到现在还没花呢。说不定哪天会派上用场。



罗斯：这很有意思。这是关于戈尔巴乔夫被罢免的报道，“强硬派宣布进入紧急状态，坦克开进莫斯科街头”。

照片上的人他们以为是 Gennady Yanayev，结果其实是沃伦·巴菲特。

巴菲特：他说不定是我失散多年的双胞胎兄弟，我也不知道。这是我接管所罗门公司的第二天，我当时想，一方面，他们把我的照片搞错了；另一方面，“强硬派宣布进入紧急状态...”

罗斯：这和所罗门公司当时的情况还挺契合的？

巴菲特：确实有点契合。



罗斯：这是你和 Bob Gibson 比赛击球的照片？

巴菲特：没错。

罗斯：你这是在挑战高难度啊。

巴菲特：我只和最厉害的人较量。我们是朋友，但我不确定这交情能在比赛中帮到我多少。

罗斯：所以 Brokaw 给你寄了一张照片.....

巴菲特：Gibson 可能会反对之类的。我一直都很喜欢棒球。不过现在不像小时候那么热衷了，但我总体上还是很喜欢体育。

罗斯：到处都是你穿制服的照片。那边还有一张曲棍球的照片。你提到过一个人，他的击球方式对你来说有特殊的寓意，他是谁？

巴菲特：Ted Williams 在击球时非常有纪律性。他说最重要的是等待合适的投球。他在《击球的科学》

(Science of Hitting)这本书里阐述过这个观点。他把击球这件事时刻放在心上，不断思考如何做得更好。他认为，纪律性，也就是等待合适的投球，是击球中最重要的事。

罗斯：那你是怎么时刻想着伯克希尔的呢？

巴菲特：我们一直在等待合适的"投球"。我们不会去打别人喜欢的"球"。比如，如果我们最喜欢的"投球"是在肚脐上方两英寸的位置，而别人喜欢更低一点或者其他位置的"球"，那也没关系。

但和棒球不同的是，在商业领域没有"失手出局"(Called Strike)的限制。就算有人向你抛出 62 美元一股 IBM 的"投球"，或者 28 美元一股通用汽车的"投球"，你没有挥棒也没人会对你喊"出局"。但如果伯克希尔的股价到了 748 美元，你盲目"挥棒"却没击中，那就算是失误了。不过这种"比赛"很棒，因为你可以一直等待，直到出现最适合自己的"投球"。生活中很少有这样可以耐心等待的机会。

(在棒球比赛中，击球员有三次机会挥棒击打投手投出的有效投球，如果三次都没有成功击打，即三次 Balls 或三次 Strikes，则击球员三振出局。其中，Called Strike 是指击球员没有挥棒，但裁判判定该球是有效投球的情况。)

罗斯：你现在就是这么做的。

巴菲特：我现在是这样，以前也是。

罗斯：在年度股东大会上，你得跟股东们说，我一直在等待合适的"投球"，但还没等到。

巴菲特：没错，就是这样。有些"投球"别人能打出全垒打，但我觉得自己打不了。这是我的问题，但我不会勉强自己去打那些没把握的"投球"。

罗斯：大家知道我们有 400 亿美元的资金，在现在的市场环境下却没有获得高额利息，你会难受吗？

巴菲特：我确实不喜欢这样。这总比盲目"挥棒"却失手要好。大多数管理者面临的问题是，看台上总有人喊"击球啊，你这个笨蛋"。但我们的股东很少这样催促我们，他们会等我们准备好再行动。这就是他们对我的信任。

罗斯：实际上，他们会在你准备好的时候才鼓励你行动。这就是你建立起来的信任。

巴菲特：没错。

罗斯：为什么人们会来参加这个年度股东大会呢？

巴菲特：我觉得他们是来享受这个过程的。在这里，他们能见到自己喜欢的人，还能更多地了解伯克希尔。对很多人来说，这就像是一场聚会。还会形成各种小团体，结交新朋友。

罗斯：顺便还能买点东西。还能免费看电影。

巴菲特：对，顺便购物。差不多就是这些。我们不会给他们发什么特别的礼品，他们来就是因为自己想来。



罗斯：这是棒球员 Babe Ruth 的照片。

巴菲特：这是名人堂成员的照片，拍摄于入选名人堂的第二年，Ty Cobb 因为迟到没赶上合影。

罗斯：把这张照片挂在这里只是因为你喜欢棒球吗？

巴菲特：我只是觉得他们是冠军，是第一批入选名人堂的人，很了不起。

Ty Cobb 拍照迟到了，摄影师没等他。

罗斯：但他实际上认识你的好朋友 Carol Loomis。

巴菲特：他还和她约会过呢。

罗斯：他和她约会过？

巴菲特：对，他和她约会过。说起来，他比 Carol 大 40 多岁。当时他的侄子打电话给 Carol，说他叔叔 Ty 在电视上看到她参加智力竞赛节目，很想约她出去。Carol 去赴约了几次。

罗斯：她说，认识 Ty Cobb 很棒。(没错)



罗斯：这是泰格·伍兹 Tiger Woods 给你的留言，"和你共度的一天非常愉快，期待再次相聚。你的朋友，Tiger"。当时是他给你当球童吗？

巴菲特：不，是我给他当球童。如果看我背后，衣服上写着"伍兹"。在第 18 洞的时候，他说：沃伦，我知道你也打高尔夫。我说：泰格，我打的和你可不是一个级别的。他说：我们打第 18 洞，来点真赌注。我说：泰格，对我来说，所有钱都是真金白银。他说：不，我们赌 5 美元"我说：5 美元也是钱啊。然后他就选择跪下打球。

罗斯：所以他每一杆都是跪着打的？

巴菲特：他整个人都跪在地上。

罗斯：他打得怎么样？

巴菲特：他开球就打出了 260 码。

罗斯：跪着打出去的？

巴菲特：跪着打的，太不可思议了，球直直地飞了出去。

罗斯：他跪着的时候姿势都没怎么调整？

巴菲特：对，他跪下后都没怎么调整姿势。然后我走过去，给了他 5 美元，接着说：Tiger，你好像忘了点什么。他问：忘了什么？我说：球童要拿你奖金的 10%，我还在等那 50 美分呢。

罗斯：说不定哪天他会给你当球童呢。

巴菲特：他是个很棒的人，真的非常棒。那次是为了慈善活动，他全力以赴，让那些花钱和他一起打球的人觉得物超所值。

罗斯：就像高尔夫球手 Jack Nicklaus 说的，**Tiger Woods 打的高尔夫和他熟悉的不是同一种比赛。**

巴菲特：我记得他说过这话。

旁白：如果你去内布拉斯加州的奥马哈看望巴菲特，很可能会去 Gorat's 餐厅，那是他最喜欢的餐厅之一。

罗斯：给我讲讲你平常的一天是怎么过的吧。

巴菲特：我的一天，说出来你可能不信。我早上起来会先看些东西，通常会在家看很多报纸。我一般 6 点 45 分左右起床。

罗斯：看纸质报纸还是电子版？

巴菲特：大部分是纸质报纸，但我也会在网上看一些内容。

罗斯：你也有网络收藏夹吧？

巴菲特：对，没错。我的收藏夹里还有《罗斯访谈节目》呢。我真的想看看你的节目嘉宾都有谁。我一般 6 点 45 分左右起床，但到办公室的时间不一定，可能 8 点，也可能 9 点。我没有什么固定日程安排。你看，这是我的日程本，你瞧瞧。

罗斯：我能看看吗？上面并没有排满约会。

巴菲特：8 点、9 点，我就是不喜欢把日程安排得太满。我不想那样生活。

罗斯：你很早就这么决定了吧。

巴菲特：很久以前就决定了，从我小时候送报纸的时候就决定了。我那时就知道自己喜欢什么、不喜欢什么。我喜欢送报纸，现在让我去送我也乐意。但我不想当 IBM 或通用汽车的老板。

罗斯：为什么不想呢？

巴菲特：因为那样的话，你的生活就会被很多身不由己的事情占据。

罗斯：各种会议、日程安排之类的？

巴菲特：对，我就是不想做这些。

罗斯：那 9 点 45 分之后呢？不管你几点到办公室.....

巴菲特：我会继续阅读。我每天要看五份报纸，还要看各种年报、杂志、10-K 年报和 10-Q 季报。我觉得我一天至少有 75%，甚至可能 85%的时间都在阅读，剩下的时间就用来打电话。我会买卖股票、债券或者外汇。不过这花不了太多时间，因为我们不会大规模地频繁交易。之后我就回家，玩玩桥牌或者继续看书。

罗斯：5 点或 6 点回家吗？

巴菲特：差不多，但也不一定，我不喜欢被固定的时间限制。

罗斯：你没有固定日程。

巴菲特：我不喜欢被日程束缚。

罗斯：所以要是你想 3 点回家，就 3 点回；想 7 点回，就 7 点回。然后接着阅读。

巴菲特：没错。通常是这样，现在也经常会在网上打桥牌。我愿意每年花 500 万美元，换取每周能在网上打 12 个小时桥牌的机会。这对我来说很值。相比之下，买第二套房子对我来说没什么意义，买艘船之类的也是，这些花费都比不上打桥牌带给我的快乐。如果每周打 12 个小时桥牌能给我带来快乐，比如和 Carmel 的妹妹一起玩，点击几下就能开始，界面还很好用，我愿意花这笔钱。但现在我每年只花大概 95 美元。

罗斯：阅读和朋友打桥牌。就这两件事。

巴菲特：当然，打桥牌的时候也能和朋友们交流。比如这个周六，我会在我这边 10 点、比尔那边 8 点的时候和他一起打几个小时桥牌。

罗斯：你总是赢吗？

巴菲特：不是，哈哈。

罗斯：对你来说，投资意味着什么？你阅读的时候在寻找什么？是一家有趣的公司，还是.....

巴菲特：我在寻找我能理解的企业。我就像篮球教练，走在街上，首先会留意身高七英尺(约 2.13 米)的人(投资机会足够大)。找到这样的人后，我还得看看他身体协调性好不好(盈利能力强不强)，能不能留在学校打球等。但要是有个身高五英尺六英寸(约 1.68 米)的人跑过来，说等你看我控球有多厉害之类的，我不会考虑他。

罗斯：你想找高个子球员。

巴菲特：对。刚开始投资的时候，我能发现很多"七英尺高的球员"，也就是有潜力的投资项目。但现在没那么容易找到了，因为我可选择范围变小了。

我只寻找我能理解的项目，我得能判断这个企业未来 5 年、10 年甚至 20 年的经济状况。这并不意味着我要懂计算机是怎么运作的，但我也不知道 10 年后谁能靠计算机赚大钱，就像 1960 年的时候，我也不知道谁能靠电视机赚钱，事实证明当时也没人能从中大赚一笔。

罗斯：但你一直都坚持，除了给商学院的学生和孩子们演讲，你不太愿意给其他人演讲，为什么呢？

巴菲特：是的，只给学生讲。因为学生们会认真听，而且你可能会改变他们的人生。我 20 岁的时候，听了自己敬仰的人说的话，那些话在某种程度上改变了我的行为。但现在我 74 岁了，听别人演讲大多是为了消遣。

罗斯：但这些演讲不会改变你的生活。

巴菲特：不会有什么改变。所以要是我给一群五六十岁的人演讲，他们大多是想找点乐子，或者想听我预测未来。但要是给二十来岁的人演讲，他们会提出自己心里的疑问，而且会认真听。你能从他们脸上看出来。演讲结束后，他们还会给我写信，真的有人因此改变了自己的人生。我们经常讨论的一个话题，我知道很能引起他们的共鸣，就是很多人在考虑该从事什么行业，因为某些工作写在简历上好看，或者能积累更多经验。我告诉他们，如果等到 80 岁才去做自己喜欢的事，就好比把性生活攒起来留到老年再用，你不会对自己做的事情有热情。为什么要一辈子都在等待，等到 82 岁才去做自己真正想做的事呢？

罗斯：一直为其他事情做准备。

巴菲特：对，没错。这毫无意义。我告诉他们，除非雪莉·麦克莱恩(Shirley MacLaine，美国女演员，曾宣扬

轮回转世等观点)说的是对的，不然我们都只活一次，我们得好好把握。

罗斯：目前还没有证据证明她是对的。

巴菲特：我希望她是对的。

罗斯：我也是。

旁白：和学生们谈论生活和商业是沃伦的爱好之一。如今，他越来越频繁地做这件事。世界各地的学生都前往奥马哈，只为听他演讲。有一次在林肯市的内布拉斯加大学，他和朋友比尔盖茨一起出席活动，这次活动还被公共电视台拍摄了下来。

提问：嗨，我叫 Nicole Brockhaus，是这所大学工商管理专业的大四学生。我想知道，你听过的最好的建议是什么？它对你的个人生活或职业生涯有什么影响呢？

巴菲特：我从父亲那里得到过很多好建议，他不会强行灌输，我是在和他相处的过程中自己领悟的。他不会对我说“你该做这个，该做那个”。**但我觉得他真正教会我的是，内部计分卡(内心的自我评价)比外部计分卡(外界的评价)更重要。**有些人过于在意别人的看法，而忽略了自己的感受。如果内心对自己的评价是满意的，那你很可能会过上幸福的生活。而那些过于追求外界认可的人，有时候会发现一切都是徒劳空洞的。

提问：你好，我叫 Kim Martin，是这所大学金融专业的大四学生。我的问题是，你如何在整个公司贯彻道德领导理念呢？还有，你怎么确保公司管理层做出的决策和你的想法一致呢？

巴菲特：我们已经有足够的钱了，当然，我们也想赚更多，但就算亏钱我们也能承受。然而，**我们不能承受任何声誉上的损失，哪怕只有一点点也不行。所以我让管理者们在做每一个决策时，不仅要符合法律标准，这是最基本的，还要用我所说的“报纸测试”来检验。**如果他们知道自己的某个行为第二天会被当地报纸报道，家人、朋友、邻居都会看到，而且报道的是一个聪明但不太友好的记者写的，他们会作何感想？如果能通过这个测试，那就没问题。我告诉他们，如果某个决策有任何打擦边球的嫌疑，那就不要做。如果他们想确认某件事，随时可以给我打电话。不过，如果他们给我打电话，那这件事很可能就有问题。就是这样。

盖茨：就微软而言，我们的高层管理团队，大多数人在获得学位(如果有的话)后就加入了微软。

巴菲特：我得说，在这儿我是唯一有大学学位的人。

罗斯：几乎任何一群来奥马哈的学生，你都愿意和他们交流，为什么呢？你能从其中得到什么？你觉得他们又能收获什么呢？

巴菲特：**我喜欢教书。我 21 岁就开始教第一堂课了，我很享受和学生们互动的过程。**坐在那里，回答他们的

各种问题，很有意思。所以只要有会，我就会去做这件事。

罗斯：他们的好奇心体现在哪些方面呢？他们都问些什么问题呢？

巴菲特：他们很多人是学商业的，所以对市场、商业这些话题很感兴趣。但他们也关心自己的生活，这时候的交流就更有意思了。他们会问我很多私人问题，我也会回答。

了解他们在想什么很有趣，因为他们正处在人生的探索阶段。他们在寻找自己的人生道路，其中很重要的一部分是关于商业和赚钱，但这并不是人生的全部。我们会深入讨论这些话题，我很享受这样的交流。

罗斯：也会讨论价值观、友谊，还有.....

巴菲特：还有当你 70 岁回首往事时，你希望自己成为什么样的人，哪些事会让你感到欣慰，以及如何才能实现这些。我希望他们能从人生的终点倒推，规划自己的人生。

罗斯：先想好自己希望人生最终是什么样的。

巴菲特：没错，然后倒推回去。再问问自己该怎么做。

旁白：巴菲特向学生们讲述了出生环境带来的先天优势。

巴菲特：假设在你出生前 24 小时，一个精灵出现了，对你说：查理，我看你很有判断力。我交给你一个极其重要的任务，让你设计 24 小时后你即将出生的世界。你对精灵说：感谢你给我这个重任，你找对人了。但有什么条件吗？精灵回答：只有一个条件。在你出生前，设计好规则后，你要去那边的大桶里抽一张票，桶里有 60 亿张票，上面可能写着男性、女性，可能写着富有、贫穷。在不知道自己会抽到什么票的情况下，你希望生活在什么样的世界呢？我把这个比喻为"卵巢彩票"。我很幸运，抽到了"出生在美国"这张彩票，你也是。我还抽到了"在某些方面很聪明"这张彩票。这些都对我帮助很大。

但我说，你应该设计一个能为人们提供丰富商品和服务的政治体系，同时还要确保分配公平。所以我来到这个世界，拥有了很多优势，因为我有一些天赋。盖茨说，如果他出生在其他时代或其他地方，可能早就被某种动物吃掉了，因为他跑得不快，也不会爬树。那样的话，我还在讨论如何配置资本，而危险可能已经降临了。

旁白：他还给出了一个深刻的关于成功的定义。

巴菲特：我给你们讲个故事吧，这个故事能说明问题。我在奥马哈有个朋友，她是我妻子最好的朋友。60 多年前，她曾被关在奥斯威辛集中营，她是波兰犹太人，她的家人大多没能从集中营出来。现在你要是和她谈论友谊，她会说，她对友谊的定义是"谁会藏起我"。她说，这是最关键的。我觉得，如果你到了我这个年纪，或者哪怕

更年轻的时候，有很多人愿意在你有难时藏起你，而且是你希望他们这么做的人，那你会对自己的人生感到很满意。**这是对人生的真正考验，是对你一生为人的检验，而且你无法在这个“投票箱”里作弊。**这非常重要。当然，你肯定希望和孩子们之间有这样的感情，但如果和商业伙伴、身边共事的人也能如此，那就更棒了。



旁白：朋友，真正的朋友，对巴菲特来说非常重要。以下是他最亲密的三位朋友：汤姆·墨菲，前首府/美国广播公司(ABC)首席执行官；查理·芒格，伯克希尔·哈撒韦公司副董事长；唐·基奥 Don Keough, Allen & Co 公司董事长。

墨菲：沃伦从不占任何人的便宜，他从不会和别人做不公平的交易。他对每个人都完全诚实、公正。

芒格：正如一个老德国人所说：**人总是老得太快，聪明得太晚。这是生活的常态。(You're too soon old and too late smart.)**任何人能让你早点变得更聪明，都会极大地改善你的生活。我们所做的，就是验证了这句古老的谚语。沃伦在某些方面让我更早地变得明智，这对我帮助很大。

罗斯：你和巴菲特家住得有多近？

基奥：我住在他家对面。我 1959 年左右在那里买了一栋房子，三层的砖房，有瓦片屋顶，花了 2.75 万美元。当时街对面住着一个年轻人，他的房子很大，我记得他花了 3 万美元买下。他叫巴菲特，那时没人知道他是谁。他人很好，我想他和苏珊当时有三个孩子，我们家有四个孩子，还打算要第五个。后来我和他渐渐熟络起来。他不太容易让人了解，因为平时不太能见到他，但我的孩子们经常和他接触。

真正有意思的是，有一天他过来跟我说：Don，我很喜欢你们家孩子。我说：我知道。他又说：你知道供孩子上大学可不轻松。我说：沃伦，我现在还在操心孩子上小学的事呢，上大学还早。他说：我刚成立了一个小基金，人们往里面投了些钱。要是你给我 1 万美元，我觉得我能让你这笔钱增值。查理，我当时没把钱给他，有两个原因。一是我当时没钱，虽然我可以向我父亲借。但我跟 Meckie 说：你能想象把 1 万美元交给一个早上都不起床去上班的人吗？这是我人生中一个重大的决定。

罗斯：要是你当时给了他那 1 万美元.....

基奥：快别提了...

巴菲特：大概能变成 4 亿多美元吧。

罗斯：约 4 亿美元。

巴菲特：是的。顺便说一句，我们现在还是朋友。



旁白：沃伦深爱的妻子 Susan 于 2004 年意外去世，就在她和我进行唯一一次电视访谈，谈论他们独特的夫妻关系一个月后。

罗斯：她说，对我而言，没有你他不可能有今天的成就。你给了他一些很重要的东西。

苏珊：查理，听到她这么说我很开心，因为不管是谁，都不希望自己的精力、爱和时间浪费在无用的事情上。沃伦非常了不起，我觉得我能给他的最好的东西就是无条件的爱，我也一直是这么做的。他说我就像一个小水壶，而他是花朵。听到这样的话，我怎么能不开心呢？

罗斯：他让你觉得自己被需要。

苏珊：确实如此，我深感被需要。

罗斯：而且你知道他爱你。

苏珊：哦，我觉得没人比我更能感受到被爱了。被需要，并且知道自己给予的是对方想要的，这种感觉很适合我。我们两人之间充满了爱与尊重，而且从未改变过。

彼得(三子)：我总是忍不住把这和艺术联系起来，因为任何伟大的小说家、画家、音乐家都需要空间让自己的才华得以成长。只要土壤合适，就会有美好的事物生长。我母亲为父亲提供了这样的土壤，就是这么回事。

罗斯：因为你父亲总是在读书，所以你是不是从母亲那里得到了更多照顾？

苏茜(女儿)：是的，没错。我母亲时刻都在，相比之下，父亲总是坐在办公室或房间里读书。

罗斯：你为什么离开奥巴马呢？

苏珊：跟你说吧，我是个喜欢有自己私人生活的人。我觉得要是能有一个属于自己的空间就好了。因为和沃

伦在身体上的亲近，并不意味着他的心思也在你这儿。过了一段时间他才明白这个道理，但他最终想通了。我说我不会离开他，因为只要他需要我，我就会在他身边。但大多数时候，即便和他在同一所房子里，他也在看书。所以我学会了拥有自己的生活。我们就像两条平行线，但当他愿意交流时，我们又紧密相连。

彼得：你能明显感觉到他们彼此深爱着对方，但在某些方面又逐渐疏远。我母亲热爱生活，而父亲一直热爱他的工作。

罗斯：他热爱他的工作。

彼得：绝对是。所以我觉得母亲开始意识到，她不想仅仅成为"巴菲特的太太"困在奥马哈。因为她无法这样定义自己，她是个独立、意志坚强、乐于奉献的人，在孩子们长大后，奥马哈能给予她的，已经满足不了她对生活的追求。她真的为我们和父亲付出了一切。



罗斯：Astrid 阿斯特丽德(巴菲特第二任妻子)的事是你安排的吗？

苏珊：嗯，算是吧。我叫她 Aya，这是个亲昵的称呼。我在奥马哈的法国咖啡馆唱歌时，她是门口负责迎接客人的领班。她是个很乐于助人、乐于奉献的人。每次演出间隙，她都会给我端来茶，我们就坐在一起聊天，后来成了很好的朋友。后来我搬到旧金山，对其他人来说可能没什么，但沃伦连灯的开关都找不到，这可能也有我的责任，但我也不能全背锅。所以我给 Astrid 打电话说：Astrid 你能去给沃伦做些汤，照顾一下他吗？他一个人可不行。他和很多人不一样，我们一直都保持联系，也会一起做些事，但他在生活自理方面真的不太行。

罗斯：她去了，然后就留下来了。

苏珊：是的，她留了下来。她帮了我大忙，真的。

罗斯：她替你照顾你的丈夫。

苏珊：没错，她把他照顾得很好。他很感激，我也很感激。她是个很棒的人。

罗斯：他们还一起出去吃饭之类的。

苏珊：对，他们经常一起活动。

罗斯：她是他的伴侣。

苏珊：他们就是很自然地相处。

苏茜：他们是很好的朋友。我觉得他们是真的彼此关爱。我知道 Astrid 爱我的母亲，我母亲也很喜欢她。确实是这样。

罗斯：所以你母亲的去世对 Astrid 来说也很难受。

苏茜：哦，对她来说非常痛苦，没错。

罗斯：但她更要坚强起来。这种情况很奇妙，但却很和谐。

苏茜：确实如此。我一直觉得，有些事情除非你亲身经历，否则很难理解。但这种相处模式很好很和谐。

彼得：她知道父亲肯定需要有人照顾。具体细节我不太清楚，记不太清了，但我知道大概就是有人说"你能给她做些鸡汤吗"之类的话，然后事情就顺其自然地发展了，真的很神奇。我觉得这样的结果对每个人来说都很好。

罗斯：苏珊的去世让他深受打击。

苏茜：这都说轻了，没错。

罗斯：他甚至都起不了床。

苏茜：不过他还是起来了，我为他感到骄傲。我当时都不确定他接下来几个月能不能下床，但他做到了。

罗斯：我是说，他当时状态很不好，因为苏珊的去世太突然了。

苏茜：这是个巨大的打击。我母亲在 2004 年 10 月生病，经历了一场非常痛苦的手术，还有艰难的放疗和恢复过程，但她恢复得还不错，虽然很慢，但情况逐渐好转。就在她去世前几天，她还做了核磁共振检查，当时她非常兴奋，因为恢复得很好。但是.....

罗斯：她不是死于癌症，而是中风。

苏茜：对，她不是因为癌症去世的。

霍华德(长子)：我觉得对我们任何人来说，都很难想象她会离开。这可能很正常.....

罗斯：他跟我说，他原以为自己会先走。

霍华德：我想我们都这么认为。要是你当时问我这个问题，我也会这么回答。我也不知道为什么会这么想。

但她是这个家真正的主心骨。所以不知为什么，我们都有这种感觉。没有什么逻辑原因，但就是这样。我从没问过苏珊和彼得他们的感受，但要是问我，我就会这么回答，我一直觉得她会比我们都长寿。我想他现在还在慢慢适应，这可能需要好几年的时间。

罗斯：他说五年后，他的感受还是不会变。他跟我说，五年后，他还是会有同样的感受。

霍华德：很可能是这样。

罗斯：但他不太愿意谈起这件事。

霍华德：这我并不意外。她是个非常特别的人。

罗斯：他有什么变化吗？

彼得：我觉得他有一些变化。**他变得不再那么忙了，也会对家人的事情很感兴趣，现在更是如此。**随着时间推移，尤其是母亲去世后，这一点变得更加明显，我觉得这是最大的变化。

罗斯：你是说他更愿意和家人交流了？

彼得：嗯，**他更主动地和家人保持联系。**我在华盛顿国家广场举办演出，当时史密森尼学会的美国印第安人国家博物馆开幕。我打电话给他说：平常我会先打电话给妈妈，告诉她我有多兴奋，然后她会打电话给你，跟你说我的事。但现在她不在了，所以我直接打给你。

罗斯：他说过，人生中最重要的事，就是有一个你爱的、也爱你的人。

霍华德：他和母亲之间就是如此，这一点毫无疑问。

罗斯：苏珊是个了不起的女人。你知道，我看到的每一张苏珊的照片，她都面带微笑。

巴菲特：是的，谈起她还是很难。

罗斯：我知道。但你得跟我聊聊她，因为她也谈论过你。

巴菲特：查理，我也想聊，但我做不到。

苏珊：他是世上少有的好人，所以我也就不在意他有没有钱了。

罗斯：(两年后，巴菲特决定向比尔梅琳达盖茨基金会捐赠 310 亿美元，向家族基金会捐赠 60 多亿美元)。对于外界的反应，你有什么感到惊讶的地方吗？我跟你说，我很惊讶的一点是.....

巴菲特：说实话，我很惊讶外界反应这么大。

罗斯：整个事件引起的反应都让你惊讶？

巴菲特：没错。

罗斯：但仔细想想，这其中戏剧性，全球第二富豪要把钱捐给第一富豪。

巴菲特：我能理解这种看法，如果是排名第 20 位之类的富豪做这样的事，可能就不会有这么大的影响。

罗斯：而且这远远超过其他人的捐赠规模，所以就.....还有一件让我惊讶的事.....

巴菲特：顺便说一句，文莱的苏丹还没联系我(捐款)呢。

(文莱第 29 任苏丹拥有 300 亿美元的财富，收藏有 7000 辆超豪华汽车)

罗斯：没错。

另一件让我惊讶的事是，每个人都问孩子们的反应，好像孩子们会为此生气似的。我了解你的孩子，知道他们有多爱你，你们家庭有多和睦，所以我很惊讶大家会这么想。但大家就是会好奇，孩子们是怎么想的呢？

巴菲特：他们觉得这是件大好事。我的三个孩子中有两个以前就跟我说过，七八年前我给他们成立了小型基金会，他们有一点资金。他们说宁愿我把更多的钱捐给大基金会，也不愿我把这些钱给他们。他们说自己不需要钱，觉得自己已经非常幸运了，而且很喜欢在基金会工作。真的，三个孩子中有两个在圣诞节的时候找到我，当时他们觉得我可能会给基金会增加捐赠，就跟我说：别给我钱，把钱捐给基金会吧。

罗斯：你也拥有一段美好的婚姻。

巴菲特：没错。

罗斯：2004 年之后发生的这些事，有没有让你重新审视过往的一切呢？

巴菲特：查理，这总是让人很难受。

罗斯：但在我看来，我之前在这张桌子上和你交谈时也说过，这一切似乎都和你的精神理念相契合。

巴菲特：没错，这是正确的选择。苏珊也会认为这是正确的事。

罗斯：当你展望未来，你是打算继续按部就班地生活吗？

巴菲特：当然。没有比这更好的了。我不知道自己还能这样做多久，但如果在生活中，你能和自己喜欢的人一起做喜欢的事，那真的太幸运了。

罗斯：明天，我们将继续讲述巴菲特如何用 9 美元起步开启投资生涯，他的投资策略以及他对未来的展望。

查理罗斯访谈巴菲特(中)

2006 年 7 月 11 日

商业大亨巴菲特将探讨伯克希尔哈撒韦公司是如何崛起成为一家市值 1400 亿美元的企业。

<https://charlirose.com/videos/21205>

罗斯：这里是伯克希尔·哈撒韦公司的年会现场。每年都有两万人从世界各地来到内布拉斯加州的奥马哈，在这个周末尽情娱乐、购物，还能亲眼见到他们的偶像。(一男士大喊：巴菲特！音乐声响起。)他们甚至还能观看一部关于他的电影。

巴菲特：一切都始于一次关键的战略联盟。100 年前，微软、沃尔玛和星巴克合并，组成了"Micro-wall-bucks"。然而，一群精英投资银行家创造了我，一个能穿越时空的生化人，我的任务是阻止这次战略联盟的发生。我就是"沃伦终结者"！

罗斯：这是 2004 年 4 月的年会，巴菲特站在舞台的最前沿。你觉得今天早上他们最想听你说些什么？

巴菲特：嗯，直接回答股东们的问题有个好处，就是能知道他们真正关心什么。媒体自然更关注公司治理问题.....但最终，我们还是会谈论股东们想聊的话题。

罗斯：没错。这有点像风向标.....

巴菲特：对，就是风向标。

罗斯：能反映出他们关心的问题是什么。

巴菲特：没错，今天下午 3:10 会议结束时，我们大概会收到五六十个问题。有趣的是，几乎每个问题都来自奥马哈以外的人。奥马哈本地人似乎更愿意把提问机会让给外地人。不过，我们很快就能知道大家在想什么了。

罗斯：2005 年 4 月底，我们深入年会现场，看看那里到底发生了什么。巴菲特和他的搭档查理·芒格坐在舞台上，花了四个多小时回答问题。

巴菲特：我们俩合作默契。其实也没别的选择，毕竟他听的见，而我看的见(幽默调侃)。几年前，年会结束后的第二天，我们一家人在 Gorat's 餐厅吃饭，餐厅里人满为患。突然下起了倾盆大雨，一个女服务员走过来跟我说：我得告诉您，外面雨下得很大，排了很长的队，迈克·艾斯纳 Michael Eisner 站在外面都快被淋透了。我和 Michael、Jane 是好朋友，于是我转头对苏珊说：你去外面帮帮他们吧，别让他们被淋成落汤鸡。她看着我说：我在迪士尼乐园也排过队呢。

提问：我叫 MollyFanner，今年 11 岁，来自纽约长岛。您对中国石油有什么看法？

巴菲特：等休息的时候你来找我，查理和我会把这里我们最看好的投资项目都挑出来，剩下的就归你啦(幽默回应)。查理，你有什么要补充的吗？

芒格：她想知道你对中国石油的看法。

巴菲特：我们董事会的成员都是真正的股东，与他们的投资相比，他们担任董事的报酬其实微不足道，这一点我偶尔也会被提醒。他们是我的朋友，都非常聪明，无论是商业头脑还是个人品质，都是我精心挑选的。我真的觉得我们拥有全国最棒的董事会。但有些人喜欢按照固定标准来评判董事会，比如看成员的多样性，或者所谓的独立性。但我不知道那些一半收入都来自董事薪酬的人怎么能保持独立。从这些标准来看，我们可能表现得没那么好，但这就是我想要的董事会。要知道，如果我今晚去世，我几乎所有的财产都会捐给基金会。我希望基金会在未来能有尽可能多的资金用于慈善，在我去世后，我最放心把决策大权交给我们董事会的这些人。

芒格：正确的制度应该是 Elihu Root 的制度。如果我没记错的话，这个制度下有三种不同的内阁任命方式。它认为，一个人如果不是随时都能毫不犹豫地辞去公职，就不适合担任公职。他写文章反对政府让有个家伙做的一些事，因为他随时都能回去继续当世界上最抢手的律师。他有自己的退路，不需要政府那份薪水。我觉得这一点在公司董事的选拔上也应该借鉴。一个人如果不是随时都能毫不犹豫地辞去董事职务，他真的适合做出艰难决策吗？我的答案是否定的。

巴菲特：没错，我们有一位董事曾两次被其他公司的薪酬委员会除名，就因为他竟敢质疑拟议的薪酬方案是否合理。现在美国公司的薪酬委员会，就像我说的，他们想要的是温顺的“吉娃娃”，而不是“大丹犬”或“杜宾犬”那样有主见的人。希望我这么说不会冒犯到我那些在薪酬委员会任职的朋友们。

芒格：你这是在侮辱那些狗狗(幽默回应)。

(Elihu Root 于 1845 年 2 月 15 日出生在纽约奥尼达县克林顿；1864 年毕业于汉密尔顿学院，1867 年毕业于纽约大学法学院；获得律师资格，在 Mann 和 Parsons 事务所工作一年后，与 John H. Strahan 一起开办了自己的事务所；1878 年与 Clara Frances Wales 结婚；1883-1885 年担任纽约南部地区的美国律师；1894 年担任纽约州制宪会议代表；1899 年 8 月-1904 年 1 月担任战争部长；在纽约州很有影响力。1883-1885 年任纽约南区律师；1894 年任纽约州制宪会议代表；1899 年 8 月 1 日-1904 年 1 月 31 日任陆军部长；在战后管理对原属西班牙的波多黎各、古巴和菲律宾等岛屿这些政策上具有影响力。推动了一系列重大的陆军改革，包括永久性地增加兵力，建立总参谋部，军官在参谋部和战线之间轮换，减少对资历的依赖，陆军和海军的联合规划，改进后备计划，特别关注国民警卫队，以及重组陆军学校系统；1903 年在阿拉斯加边界委员会任职；1905-1909 年担任国务卿；1909-1909 年在美国参议院任职。1909-1915 年；成为海牙常设仲裁法院成员，1910 年担任卡内基国际和平基金会主席，1910-1925 年获诺贝尔和平奖，1912 年担任纽约州制宪会议主席，1915 年担任赴俄外交使团团长，1917 年成为规划常设国际法院的国际法学家委员会成员。1921-1922 年任美国出席限制军备国际会议的全权专员；撰写了

一些关于政府和国际关系的书籍；1937 年 2 月 7 日在纽约市去世。)

巴菲特：政府和其他人现在操心 25 年后的财政赤字和社会保障问题，可现在不算社会保障盈余，我们就已经有 5000 亿美元的赤字了。在我看来，这简直荒谬。我们现在为 20 年后发生的、只是当前问题一小部分的事情唉声叹气，而对当下的问题却基本视而不见。查理，你怎么看？

芒格：这就是伯克希尔民主党主席(指巴菲特)的观点。在这个问题上，伯克希尔内部很有意思的是，作为右翼共和党人的我，比沃伦更强烈地认为共和党现在处理这个问题简直是昏了头。要知道，伯克希尔的年会发展到现在，在世界历史上是独一无二的，没有哪家资本主义企业的股东大会能像我们这样。我们一不小心就把年会办成了一场盛大的活动，大家都很喜欢。

巴菲特：查理是我能找到的最佳搭档。查理在洛杉矶，我在奥马哈，他还有很多其他的事情要忙。但只要我遇到重要的事情，想找世界上最聪明的脑袋帮忙分析，他总能在 15 秒内给出答案。我随时都能打电话和他讨论。他对我了如指掌，对伯克希尔也了如指掌。他不像我整天都在琢磨这些事，他还有很多其他事要做。但只要我需要他，他总能及时出现，而且给出的建议都很正确。

罗斯：伯克希尔现在已经是一家市值 1400 亿美元的公司了。这一切都始于巴菲特与他的精神导师本·格雷厄姆共事之后，从纽约回到奥马哈。1956 年在你跟格雷厄姆学习和工作后从纽约回来时，你有什么梦想和抱负呢？

巴菲特：说实话，当时的想法挺“小”的。我那时都不知道自己要做什么。当时我大概有 15 万美元，我想如果能赚 10%，一年就能有 1.5 万美元，在当时这笔钱足够我过上不错的生活了。我喜欢读书，还在大学里选修课程，我选了我岳父的心理学课程，甚至还考虑过读法学院。我知道有很多东西我想深入研读，几个月后，我偶然成立了一家合伙公司，因为家里有七个人找到我，说希望我帮他们打理投资。我不想一个个单独处理，也不想让他们知道我具体的操作，于是就把这七个人的资金合在一起，成立了这家初始资金为 10.51 万美元的合伙公司。你应该能猜到那多出来的 100 美元是谁出的吧。

罗斯：我能猜到。

巴菲特：之后没过几个月，一个叫荷马·道奇的人找到我。他曾是格雷厄姆-纽曼公司的股东，当时该公司正在清算。他说他问过 Ben，该把钱投到哪里，Ben 说也许我是个不错的选择。于是他就带着大概 10 万美元加入了我的合伙公司。又过了四个月，奥马哈有个人看到了我们公司的法律公告，我的一个朋友打电话问我在做什么，我跟他说了之后，他也决定加入。就这样，我的公司慢慢发展起来了。

罗斯：你就这么一步步发展起来.....

巴菲特：对。

罗斯：突然之间就成立了一家合伙公司.....

巴菲特：没错。我之前从来没想到.....

罗斯：而且还开始赚钱了。

巴菲特：现在想起来，当时纺织品销售不太顺利，但公司运营得还过得去。公司的部分业务是购买那些看起来价格便宜的股票，伯克希尔的股票当时看起来就很便宜。不过，这可不是什么好生意。

罗斯：那你当时的目标是什么呢？现在你有了一家公司。

巴菲特：嗯，刚开始我还以为自己是纺织业专家呢，但很快我就发现不是那么回事。真的，我当时想，这些人做纺织都做了好几百年了，我能比他们懂多少呢？古埃及人时代就会织布了吧。所以.....

罗斯：那时你已经在奥马哈待了有一段时间了吧？

巴菲特：没错。

罗斯：我对这里也有一些了解。

巴菲特：那就让我在工厂里试试身手，看看会发生什么吧。结果呢，那段时间纺织业有一小段短暂的繁荣期，我就像池塘里的鸭子，赶上了下雨天，水位上升，我看起来好像在进步，但其实是雨水的功劳，而不是我自己有多厉害。等雨停了，我才发现自己其实懂得并不多。

罗斯：确实。

巴菲特：后来我们就涉足了其他业务。

罗斯：对。然后进入了很多其他业务领域，也有了一些现金流。

巴菲特：我们确实有了一些现金，但并不多。不过有了点现金后，1967年初，杰克·林沃尔特决定出售他的保险公司，我们花了大概 860 万美元买下。当时伯克希尔账上可能有四五百万美元，也许还借了点钱。

罗斯：但这是你首次涉足保险业吗？

巴菲特：没错，这就是我们进入保险行业的契机。

罗斯：为什么保险行业吸引你呢？

巴菲特：保险行业能掌控资金，如果在保险业务端有人能把承保工作做好，就会有资金供我进行投资。

罗斯：保险业务为你贡献了多少收入呢？

巴菲特：我们很多收入都来自保险业务，而且保险业务还为我们带来了大量可用于投资的资金。毫无疑问，保险业务推动了我们公司的发展。

罗斯：因为它为你提供了资金用于投资？

巴菲特：它不仅为我们提供了投资有价值证券的资金，还让我们有能力全资收购其他企业。

罗斯：1965 年你有机会接管伯克希尔。当时发生了什么？

巴菲特：没错。过了一段时间，我意识到自己涉足的纺织业务有多糟糕，但我们没有立刻退出。我决定，只要有机会，我们就尝试拓展其他业务。查理，有意思的是，如果我一开始没把后来的业务都放进伯克希尔，而是单独运作，从财务角度看，可能对我更有利。伯克希尔的纺织业务拖累了公司 20 年，如果当时我不是用伯克希尔的资金去收购其他业务，而是用独立的实体去操作，情况可能会好很多。

罗斯：那你当时为什么没这么做呢？

巴菲特：我也说不上来。但不管怎样，最后结果还不错。

罗斯：但一切都还顺利。

巴菲特：对。从财务角度看，涉足纺织业务是个重大的错误决定。

罗斯：从一开始就不该涉足纺织业务？

巴菲特：是的。我当时就应该直接放弃纺织业务，去做其他的事，但.....

罗斯：但你为什么没这么做呢？

巴菲特：我这个人比较念旧，喜欢坚持。

罗斯：就因为这个？

巴菲特：对，这就是我的性格。你看，我一辆车能开八年，一栋房子能住 47 年。

罗斯：那时你的净资产大概是六七百万美元吧？

巴菲特：差不多，应该就是那个数。1962 年我把所有合伙公司整合到一起的时候，净资产大概是 100 万美元，等结束合伙公司业务的时候，大概有 2500 万美元。所以，那时差不多是六七百万美元。

罗斯：你当时是怎么想的呢？就觉得只要继续找到好的投资项目，一切都会好起来？

巴菲特：1960 年代中期，我还在经营那家合伙公司。我本来以为会一直经营下去，但后来我觉得自己可能没办法再取得以前那样的成绩了。

罗斯：为什么会这么想呢？

巴菲特：因为 1960 年代的股市简直疯了，有点像 1999-2000 年那段时间。我感觉自己跟不上节奏了，我不想去做那些自己不理解、逻辑不通的投资，但看着别人在股市里赚得盆满钵满，我心里也不好受。我那些合伙人虽然没说什么，但他们可能在想，这家伙是不是不行了？所以，我就把钱都还给了他们，还把伯克希尔的股票分给他们，我自己也拿了不少。从那之后，我就更加专注于伯克希尔的业务了。

伯克希尔就像我的画布，刚开始我每天只花一两个小时在上面"画画"，后来就全身心投入了。

罗斯：所以你当时持有伯克希尔的股份。

巴菲特：没错。后来我还增持了股份，我决定把所有钱都投到伯克希尔，和它共进退。

罗斯：把伯克希尔当作一个投资平台，仅仅是一个载体？

巴菲特：可以这么说，它就像是我的企业化身，是我的一种延伸。

罗斯：那时你退出纺织业务了吗？

巴菲特：还没有。我们过了 20 年才彻底退出纺织业务。我甚至还收购了另一家纺织公司。我得坦白，这就像在忏悔大会上一样。我跟你说，我收购了另一家纺织公司，叫 Waumbec 纺织厂，在新罕布什尔州的曼彻斯特。

罗斯：你为什么要这么做呢？

巴菲特：估计只有我的心理医生知道原因。我当时觉得这么做能解决一些业务问题。也许我想着把这两家公司整合到一起，情况会有所改善，或者有其他一些不切实际的想法。这是我自己的决定，没有管理顾问建议我这么做。直到 1985 年左右，也就是 20 年后，我们才彻底摆脱了纺织业务。我说这就好比和其他纺织公司一起看游行，你踮起脚尖想看得更清楚，结果其他人也都踮起脚尖，最后你不仅没看得更清楚，腿还酸了。这就是我们在纺织业务上的经历。

罗斯：是在 1985 年彻底退出纺织业务的？

巴菲特：对，我们退出了纺织业务。

罗斯：1973 年，你可能迎来了第一次重大投资，首次买入《华盛顿邮报》的股票。你是怎么做出这个投资决定的呢？

巴菲特：没错。1971 年，我和查理第一次见到 Katharine Graham，当时《华盛顿邮报》正要上市，恰逢“五角大楼文件”事件。我看了它的招股说明书。1973 年，因为尼克松的朋友 Rebozo 对《华盛顿邮报》的电视牌照提出质疑，公司的股票价格大幅下跌。在很短的时间内，股价从大概 38 美元跌到了 16 美元左右。当股价跌到 20 美元左右的时候，我们开始大量买入，几乎买下了公司 10% 的股份。现在我们持有的股份大概是 18%，因为他们进行了股票回购。当时股价跌到 20 美元左右的时候，意味着整个《华盛顿邮报》公司市值仅 1 亿美元，它当时有 480 万股。而他们拥有《华盛顿邮报》《新闻周刊》，还有四家大型电视网电视台……

罗斯：包括华盛顿的电视台……

巴菲特：还有佛罗里达州 Jacksonville 的电视台。他们拥有很多资产，而且没有负债。如果你把这些资产分开来看，哪怕你半夜坐着小船漂在大西洋中间，把这些资产拿出去卖，都能卖 5 亿美元。必要的话，人们甚至会冒着被鲨鱼袭击的危险游过来抢购。

罗斯：而你只用 1 亿美元就能买下整个公司。

巴菲特：理论上是 1 亿美元，但不可能完全买下。不过，价格确实很划算。

罗斯：我不明白的是，为什么其他 95% 的人没看到这个机会呢？

巴菲特：这很不可思议。我们当时是从大型机构投资者手中买入股票，他们都在抛售。如果你问他们中的任何一个人这些资产值多少钱，他们给出的答案可能和我差不多，但他们认为股价还会继续下跌。那又怎样呢？你懂的。而且股价确实又跌了一些。

罗斯：那又怎样呢？巴菲特认为，我看的不是股票价格，而是公司的价值。

巴菲特：我关注的是公司的资产，还有格雷厄姆家族。我们当初花 1000 万美元买入的这些股票，如今价值可能超过 15 亿美元。他们并没有发现石油，也没有发明治愈癌症的方法。他们只是合理运营这些资产，有时做出非常明智的决策，依靠这些资产盈利，不断发展壮大，并且很好地管理资金。这其中并没有什么奇迹。

凯瑟琳·格雷厄姆：沃伦在我毫不知情的情况下买入了公司的股票，所以我说运气在人的一生中真的很重要。真的是这样。很多人说要拒绝他，说他买了太多股票，不怀好意。但我本能地觉得，先看看再说，看看他是个什

么样的人。我对他了解得越多，就越觉得他很不错。所以在他买入公司股票后，我邀请他来公司看看。当他持有公司 5%的股份时，他给我写了封信，说：亲爱的格雷厄姆夫人，我刚买了您公司 5%的股份，我没有恶意。我觉得这是一家很棒的公司，而且是由格雷厄姆家族拥有并经营的，我对此很放心。从那以后我就认识了他，我心想，哇，这个人真的很厉害。他加入董事会后，每次参加董事会会议都会带上大概 20 份年报，然后给我详细讲解。和他在一起，就像上了一堂巴菲特的商学院课程。

罗斯：你找不到比他更好的老师了。

凯瑟琳：是的，真的很棒。

罗斯：Kay 告诉我，她刚认识你的时候，甚至都不知道怎么看年报，但你让她对商业决策有了更清晰的认识，帮助她更好地理解 and 做出商业决策。

巴菲特：Kay 非常聪明，但在某种程度上，过去她的母亲和丈夫给她灌输了一种观念，让她觉得只有上过商学院的男性才能经营企业。她很有才智，却缺乏自信。我告诉她，我的任务就是让她不再盯着那面扭曲自己的哈哈镜，而是看向真实的镜子。当她看向真实的镜子时，就会发现自己完全有能力经营《华盛顿邮报》或其他任何公司。

罗斯：她花了多长时间才明白这一点呢？

巴菲特：嗯，这个过程有点曲折，断断续续的。但她是一块好“材料”。她真的很优秀。只是长期以来，她一直被灌输自己做不了这些事的观念，所以需要一些时间来转变。她需要看到成功的证据等等。我对格雷厄姆夫人说：‘您完全掌控着这家公司，但您还在担心我。您现在看我，就像看到了尖牙，但我告诉您，这些只是乳牙。它们真的只是乳牙，但在您看来总是像尖牙，除了拔掉它们，我也没办法。就算是乳牙，我也愿意全部拔掉’。然后我让她把律师 George Gillespie 叫来，说我可以签一份协议：**除非您同意，否则我不会再买《华盛顿邮报》的股票。**我说我希望您对我放心，而不是对我感到不安。于是 George 来了，我“拔掉了乳牙”，她看到“尖牙”掉到地上，从那以后我们相处得非常融洽。

罗斯：好的。但那时你已经投资了 1000 万美元，对吧？

巴菲特：是的，我们投资了 1000 万美元。我们持有公司 9%多一点的股份。我告诉她，明智的做法是回购公司股票。我是说，那些我本来打算买的股票，您应该以公司的名义买下来，如果您这么做，我们都会更富有。当

时有很多人给她不同的建议，但她最后还是决定回购股票，这就是为什么我们现在持有的股份几乎达到了 18%，而不是当初的 9%多一点。1977 年，我们又收购了《布法罗晚报》，但我最先把收购的机会给了 Kay。

罗斯：你的意思是，如果她不买，你就买？

巴菲特：对，如果她不要这个机会，我就会买下来。

罗斯：你为什么要这么做呢？

巴菲特：我只是觉得她对我很好，我们是《华盛顿邮报》的大股东，而且他们也从事报业，她也有收购的意愿。所以我就说，我不想和她竞争。如果我不告诉她，直接去和 Vince Mann 谈，然后把她本来可能买的东西买下来，不太好，所以我给了她这个机会。

罗斯：1983 年，你以 6000 万美元收购了内布拉斯加家具卖场。讲讲和它的故事吧。

巴菲特：这说到了 B 夫人。她当年离开俄罗斯，坐上一艘运花生的船，脖子上挂着牌子来到西雅图，一句英语都不会说。牌子上写着要去爱荷华州的道奇堡，于是红十字会把她送到了那里。她学不会英语，后来搬到了奥马哈，因为这里有更多能和她交流的俄罗斯犹太人。她的大女儿上学后，回家把学到的单词教给她。她花了 16 年存了 500 美元，用这笔钱开始创业，卖二手衣服。她还把兄弟姐妹、父母接到美国，每人花了她 50 美元。1937 年，她拿着 500 美元开始经商，和那些各方面都比她有优势的人竞争，最后把他们都打败了。

罗斯：她把他们都打败了？她是怎么做到的呢？

巴菲特：是的。她很聪明。她清楚自己的知识局限，在自己擅长的领域充满自信，从不涉足自己不了解的领域。她全心全意为顾客服务，商品定价很低。虽然花了很长时间，但她在奥马哈这样一个只有 70 万人口的城市，建立了美国最大的家居用品商店。

罗斯：那你是怎么收购它的呢？

巴菲特：我非常欣赏这家店的经营模式。B 夫人就是我欣赏的那种人。我收购的时候她已经 89 岁了，她一直工作到 103 岁。中间有段时间她离开了几年。我去过 B 夫人家，她家很漂亮，沙发、台灯、床上都挂着绿色的小标签，因为这样能让她感觉像在店里一样。她真的非常了不起，查理，关键是她不识字也不会写字。我觉得美国的每一所商学院都应该研究她。

罗斯：他们能从中学到什么呢？

巴菲特：他们能学到商业的精髓。他们会明白，**照顾好顾客才是商业的核心**。我说的照顾好顾客，就是给他们提供实惠的价格，这是其他人做不到的，而她做到了。**而且她工作非常努力，日复一日，对这份事业充满热情**。说实话，如果把《财富》500 强的 CEO 们都找来，让你先挑选 10 个人和 B 夫人竞争，她也能赢。

罗斯：毫无疑问吗？

巴菲特：她肯定能赢。Michael Eisner 来过这里，我给他讲了这个故事，他很喜欢，还想买下这个故事的电影版权。Michael 很有说服力，但我看到他和 B 夫人的女儿站在一起，就是我之前提到的那个女儿 Francis，当时她大概快 80 岁了。Francis 这么高 Michael 那么高(比划高度)，Francis 说：**我妈妈什么都想插一手**。一个 80 岁的人还说妈妈什么都想参与，你能想象那种画面吧。

罗斯：太有意思了。所以 B 夫人，不管他们做什么她都想参与其中？

巴菲特：不管他们做什么，如果他們要生产 B 夫人玩偶，她也想参股。

罗斯：商学院可没教过她这些，她是自己领悟到的吗？

巴菲特：没错，完全正确。

罗斯：她从实践中明白，所有权至关重要。

巴菲特：**她理解商业，也非常了解人性**。

罗斯：1988 年，你开始买入可口可乐的股票，为什么？

巴菲特：具体的细节我记不太清了。可能是我看了他们的年报，大概是 1987 年的年报。之前我也有关注这家公司。但就是在某个时间点，你积累的知识、股票价格的变化(当时股价有所下跌)，还有公司大量回购股票等因素综合起来，让我觉得时机到了。Roberto 和 Don 把公司管理得很好。我觉得可口可乐不会出什么问题，于是就开始买入。大部分股票是在 1988 年中到 1989 年初买入的，之后也有少量增持。我们总共投入了大概 10 亿美元，现在这些股票可能价值 80 亿美元。

罗斯：你不打算卖掉这些股票吗？

巴菲特：不打算。

罗斯：不过你说过，在股市泡沫时期你本可以卖掉一些.....

巴菲特：没错。可口可乐的股票当时被高估了，而且当时卖掉可能是明智之举。

巴菲特：如果我还像 1960 年代经营合伙公司那样操作，我肯定应该卖掉那些股票。当时股市太疯狂了.....

罗斯：但你现在回头看，不会说"在泡沫时期我应该卖掉可口可乐的股票"，为什么呢？

巴菲特：这不是我的风格。我知道当时可口可乐的股价很高，我也写过相关的文章，吉列的股票也是如此。但我不常这样做。我不是说我永远不会卖，要是市场陷入有史以来最疯狂的投机热潮，有些股票价格高得离谱，也许我会卖掉一些。但这违背我的本性。一方面，优质的企业并不常见。如果你能在一家优质企业中持有大量股份，这并不是坏事。

罗斯：你做过的最大规模且最成功的一笔投资是哪一次呢？

巴菲特：对我来说，是 GEICO 保险公司，我一生中投资它三次，每次都很成功。我 20 岁的时候，GEICO 就是一笔很好的投资。当时我净资产大概 1 万美元，我把其中四分之三都投给了 GEICO，这让我的净资产大概翻了一倍，在当时这是很不错的收益。1976 年 GEICO 遭遇危机，我们花了大概 4000 万美元买下了它 1/3 的股份(通过回购比例提高到一半)。1995 年我们又花了 20 亿美元买下了另一半股份。这几次投资都很划算，就像打了"三连胜"。

罗斯：我不太理解。你现在手头有 400 多亿美元的现金，我想，用 40 亿美元你就可以买下一些大型企业.....

巴菲特：理论上是可以。

罗斯：但你没找到符合你价格预期的企业吗？

巴菲特：是的。看看过去一年里华尔街完成的那些收购交易，没有一笔让我羡慕。这说明我们没有错过什么好机会。也许以后我会发现自己应该买其中某一家公司，但目前我并不后悔去年没买。我希望明天就能遇到合适的投资对象。

罗斯：我的意思是，如果没有合适的，你也不会看着通用汽车就说你可以立刻买下它.....

巴菲特：我关注过通用汽车。现在通用汽车的市值大概是 150 亿美元，有 5 亿股，每股 28-29 美元左右。查理，在我小时候，通用汽车可是世界上最强大的公司。收购也不是那么简单。但我肯定能买不少它的股票。

罗斯：你说不是那么简单，是什么意思？

巴菲特：买下整个公司和买部分股票是两码事。

罗斯：买下整个公司要多少钱？

巴菲特：买下整个公司，也就是 100%的股份，需要 150 亿美元。

罗斯：那你为什么不花 150 亿美元买下通用汽车呢？

巴菲特：嗯，他们可能不希望我这么做，而且还有其它一些因素.....不过，即便如此，我还是能以 150 亿美元的估值买入大量通用汽车的股票。

罗斯：明白。但你觉得现在它是一笔划算的买卖吗？

巴菲特：我觉得很难判断。要知道，通用汽车在美国汽车市场的占有率为 25%，在全球市场占七分之一，还雇佣了数十万人。但它也背负着一些沉重的债务。

罗斯：就像菲亚特那样的情况吗？

巴菲特：嗯，菲亚特的的问题他们花了 20 亿美元解决。但这也是一笔不小的开支。但通用汽车最大的问题在于，它和美国汽车工人联合会(UAW)签订的合同是基于其过去在市场上的主导地位来制定经济条款的，可如今它已经没有了那种市场主导优势，但合同依然有效。我并不是责怪 UAW，这是双方自愿协商的结果，只是通用汽车签了这些合同。我想他们现在大概要为每一个在职员工承担两个半非在职人员的退休和医疗费用，如果你要和没有这些负担的企业竞争，这会是个沉重的压力。

罗斯：你对这些情况做过深入研究。

巴菲特：我会研究所有相关的事情。

罗斯：你每天阅读八小时，有机会了解很多.....

巴菲特：没错。但是通用汽车.....听着，考虑到它目前的处境，我认为他们已经做得很好了。但通用汽车就像是一家大型年金和健康险公司，附带了一个大型汽车公司的业务。不幸的是，这家"大型年金和健康险公司"背负着一堆糟糕的合同，其价值可能是个很大的负数。问题在于，汽车业务这一块的价值能不能大到足以覆盖那一大笔债务？但这两者又无法分开来看。

罗斯：所以你无法判断？

巴菲特：嗯，我能进行分析，但最终，我无法得出一个明确的结论.....

罗斯：嗯，这就是我的意思。你无法得出结论是因为你没有掌握所有信息，还是.....

巴菲特：不，我掌握了相关信息。

罗斯：那你还缺什么信息呢？为什么得不出结论？

巴菲特：我不知道在背负着这么重的债务，仅占有 25% 的市场份额，还要面对丰田等强劲竞争对手(这些对手没有所谓的遗留成本)的情况下，通用汽车能否维持下去。

罗斯：这就是你的困境。你手握 400 亿美元现金。而且你的公司规模已经这么大了，必须进行大规模的投资。这就是你的难题。

巴菲特：没错。这确实是我的难题。其实在公司规模还小的时候，我就觉得这是个问题，只不过现在这个问题更严峻了。如果运气好的话，五年后这个问题会变得更棘手(意味着公司规模会更大)。

罗斯：那你说说，你是怎么应对这个困境的呢？

巴菲特：查理，很有可能我们最终会找到一些还算明智的投资方式，把大部分资金投出去。但这些投资不会像三四十年前，我们资金规模还小的时候找到的那些投资机会那么明智，相差甚远。

罗斯：因为现在这样的机会更少了。

巴菲特：对，很难再遇到那样的机会了。

罗斯：那你选择投资项目的标准是什么呢？

巴菲特：首先，我得先能理解这个业务。其次，这家公司得有某种持久的竞争优势。第三，公司的管理层要让我欣赏和信任，最后，价格要合理。价格虽然是最不重要的因素，但也不容忽视。

罗斯：你希望能全资收购这些公司吗？

巴菲特：我当然希望能全资收购。

罗斯：但也不是必须的？

巴菲特：但也不是必须的。

罗斯：符合这些标准的投资对象可不多.....

巴菲特：当你拥有像我们这么多资金的时候，符合标准的投资对象确实很少。但在三四十年前，这样的投资对象很多。1973-1974 年我买《华盛顿邮报》的时候，有几百家公司符合我的标准，问题只剩下做出投资决定。

罗斯：选出你最喜欢的，各方面综合起来最好的。

巴菲特：没错。

罗斯：那你现在没有找到合适的投资对象吗？

巴菲特：没错。所以你看我都快"愁哭"了(幽默表达)。

罗斯：确实。说说你的感受吧。

巴菲特：这种情况以前也发生过。1969 年我关闭了合伙公司，因为我觉得当时在资金管理方面找不到什么好机会了，确实没有，至少对我来说是这样。在 1990 年和 2000 年的股市中，也没什么有吸引力的投资，但我们还是找到了一些不错的企业进行投资。这种情况时不时就会出现。我做的这行，不是每天都能找到明智的投资机会，甚至不是每年都能找到。但也许每隔三四年，我就能找到一次好机会。

罗斯：但我每天都能在报纸上看到私募股权公司又做成了一笔大买卖。

巴菲特：没错。但他们用的是别人的钱，还能拿到额外报酬，他们的投资逻辑和我不一样。现在这种情况他们能出更高的价格去收购。

罗斯：说说他们的投资逻辑有什么不同。

巴菲特：他们用的是别人的钱，就算什么都不做也能拿到不少报酬，投资盈利了还能按一定比例分成，而且不用承担亏损风险。这和伯克希尔的投资逻辑完全不同。

罗斯：你既要承担风险，也要享受收益。

巴菲特：对，**我既要承担风险，也要享受收益，而且我是打算长期持有这些投资，不会通过粉饰财务报表或者重组再卖掉，从中赚取高额费用.....**

罗斯：也不会因为管理资金就收取高额费用？

巴菲特：不会，所以我没有所谓的退出策略，我也不会只为了拿着别人的钱无所事事就收取报酬。这些钱也有我的在里面。

罗斯：2006 年 6 月 29 日，在沃伦进行了一些收购之后，我们再次与他坐下来交谈。我们来聊聊伯克希尔的未来吧。上次我们聊到伯克希尔的崛起时，你手头大概有 440 亿美元，但没找到特别感兴趣的投资项目。从那以后，你进行了一些投资。

巴菲特：没错，今年我们已经花了超过 100 亿美元。

罗斯：其中一笔是对 ISCAR 伊斯卡的投资。

巴菲特：对，我们花 40 亿美元收购了伊斯卡，获得了这家 50 亿美元市值企业 80% 的股份。还有对太平洋公司(Pacific Corps)的投资，花了 50 多亿美元。我们还在寻找一些投资机会。重要的是要找到大型的投资项目。

罗斯：你在寻找"大象级"的投资项目。但我的问题是，2004 年到 2006 年之间有什么变化吗？我的意思是，因为你更关注企业本身，而不是经济形势。

巴菲特：我只关注企业本身。从来没有因为我对经济形势的预期，觉得明年经济可能会变好，就放弃一个我看好的企业；也从来没有因为觉得今年经济会表现得特别好，就去投资某家企业。我关注的是企业本身，而且我们打算长期持有。假设我还能活 20 年，这有点乐观了，但就这么假设吧。在这 20 年里，经济可能有好有坏，但那又有什么关系呢？这就好比打 18 洞高尔夫球，有三杆洞和五杆洞，你要打完所有洞才能踏进俱乐部。如果你喜欢高尔夫，就会打完每一洞。我喜欢做投资，所以不管经济形势好坏，我们都会继续下去。只要我们选对了企业，有优秀的管理层，就一定能成功。

罗斯：为什么 2004 年你没发现伊斯卡呢？它就是这样一家公司，没什么变化，你在 2006 年投资它，而不是 2004 年，难道只是因为 CEO 给你发了一封电子邮件？

巴菲特：没错。2004 年我根本没听说过这家公司。如果你都没听说过一家公司，自然就不会投资它。我之前也没听说过 Eitan Wetheimer。但 2005 年 10 月他给我写了一封信。他在信里用一页半的篇幅介绍了公司，还说伯克希尔对他们来说是个理想的归宿，希望能和我谈谈。于是他从以色列过来和我面谈。其实如果他 2004 年给我写信，我们可能就做成这笔交易了，而且价格可能还更低。2004 年的价格会更便宜。

罗斯：但我的重点是，你没发现这些公司，和经济形势无关，也和其他因素无关，只是单纯没遇到而已。

巴菲特：没错。就是有没有机会遇到。有时候这和一些他们的家庭因素有关，比如家族成员变多了，或者他们可能要交税，谁知道呢。我们只会在对方准备好出售的时候收购。我不会主动去寻找投资目标，虽然我会让别人知道我有投资的意向，但总有人跟我说，你为什么不给这个人打电话，为什么不联系那个人，先去探探口风。但我不会这么做，因为这样做成功率太低了。你只能等他们主动找上门来，那个时候我们才会了解到有哪些公司可供投资。

罗斯：等他们准备好就会来找你？

巴菲特：对，等他们准备好了就会来找我。我的电话就会响起来。

罗斯：以你现在的经验，你很快就能判断一个投资项目是否合适，对吧？

巴菲特：没错，大概两分钟就能判断出来。我收到凯瑟琳的信时，就知道这是个不错的投资。你能感觉出来。查理，**你有没有过那种经历，见到某个女孩，立刻就知道她很特别(幽默类比)？**我不是想打听你的私事，但有些事情就是这样.....

罗斯：你知道别人可能也喜欢她，但她就是不适合你。

巴菲特：对，她就是不适合你。投资也是这样。

罗斯：没错，完全正确。但我的意思是，你要看财务数据，还得评估管理层。你怎么能立刻做出投资判断呢？是因为你现在凭借直觉就能做出判断吗？

巴菲特：没错。**虽然直觉不总是对的，但通常情况下是准的。**

罗斯：再说说你的投资标准。盈利方面.....

巴菲特：我们希望投资的公司税前盈利能达到 7500 万美元。

罗斯：7500 万美元。你还要考察管理层，还要卖家必须清楚价格...

巴菲特：**业务要简单易懂，我得能够理解，这真的很重要。我们希望管理层稳定，还希望卖家清楚自己公司的价值，并对出售价格有合理预期。**

罗斯：谈判过程会很艰难，还是很快就能完成？

巴菲特：很快就能完成，因为如果我觉得价格合适.....如果这个项目符合我的标准，我能很快做出投资决定。真的不花什么时间，查理。**有些投资项目就算我花两年时间研究，最后也不一定能得出结论，但我能分辨出哪些投资需要两年时间，哪些只需要两分钟。**

罗斯：你更喜欢那种两分钟就能做出决定的项目？

巴菲特：没错。

罗斯：你也不会找投资银行来做尽职调查吗？

巴菲特：不会。如果我需要医生来诊断我的健康状况，那没问题。**但如果我需要别人来告诉我某个企业好不好，那他们应该来管理伯克希尔了。我拿着 40 万人的钱，可不是为了把这些钱交给别人打理，最后还说，不好意思，钱亏了，但我觉得那个人挺靠谱的，只是他判断错了。了解我所做出的投资是我的职责。如果我不了解，我**

就不会去做。

罗斯：嗯，我们都知道你很清楚自己在做什么。

巴菲特：不，不，也不总是这样。

罗斯：可口可乐就是个例子。你持有的可口可乐股票价值下降了大概 80 亿美元，对吧？

巴菲特：没错，你说对了。咱们小声点说(幽默回应)。

罗斯：我是说，你有没有过那种想法，觉得自己这是在做什么呢？因为你一直坚持持有(高估也不卖出).....

巴菲特：没有。回顾过去，我确实犯了个错误，没有在可口可乐股价 80 美元左右的时候卖掉股票。但我不会一直纠结过去的事。

罗斯：好吧，但让我接着这个话题说。所以你回顾过去的时候会想，股价 80 美元的时候我应该卖掉，因为那差不多是股价的最高点了。

巴菲特：当时市盈率超过了 50 倍。

罗斯：市盈率 50 倍。但你骨子里就不太想卖掉。

巴菲特：对。但我有时也会卖掉**有价值证券**，只是不会卖掉旗下经营的企业。我确实会卖**有价值证券**。

罗斯：当然，可口可乐的股票就是**有价值证券**。美国运通的股票也是，还有.....

巴菲特：没错，当时是**有价值证券**。但我不会卖掉喜诗糖果或者《布法罗晚报》，我不会卖掉旗下经营的企业。

罗斯：所以不管好坏，你都和这些企业“绑在一起”了？

巴菲特：对。我每年都会在年报里写一部分内容，表明除非一家企业注定会一直亏损，或者遇到严重的劳工问题之类的，否则仅仅因为我觉得它未来表现可能不太好，或者我觉得这笔资金用在其他地方会更好，又或者有人出了一个高得离谱的价格想买下它，我都不会卖掉它。最近就有人给我打电话，想买下我们旗下的一家企业，出的价格非常诱人。我告诉他：我不会卖。你可以看看年报后面的内容，我在里面写得很清楚，我不会做这样的事。他说：我看了，但我不相信。我说：现在相信了吧。

罗斯：他觉得他能买下来。

巴菲特：他给我报了个价。

罗斯：价格很诱人？

巴菲特：确实很诱人。如果我是一家儿童福利院的受托人，而这家企业是福利院的唯一资产，我的职责只是为福利院争取最好的经济效益，那我肯定得把它卖了。

罗斯：确实。自我上次和你交谈后，你与董事会其他成员达成一致，选定了接班人？

巴菲特：查理，是这样的，我们有三个人选都有能力接任。虽然我们董事会会议不多，但每次都会讨论这个问题。问题就是，如果我当晚出了什么事，他们该让谁来接管公司？所以他们一直都清楚第二天该怎么做。虽然有三个候选人，但在任何时候，我们其实心里都有一个首选。所以，如果我今晚出了事，明天早上伯克希尔的董事会就会召开会议，他们会明确知道该让谁来负责。

罗斯：只要.....你就会一直管理伯克希尔？

巴菲特：只要我脑子还清醒。

罗斯：如果有必要，会有人提醒你脑子不清醒了吗？

巴菲特：嗯，我把这个任务交给了我的孩子们。我告诉他们，如果三个人一起来跟我说，我会更乐意接受，因为要是只有一个人来，我就把他从我的遗嘱里除名。

罗斯：你说过，要是能找到价值 300 亿美元的收购项目，你就准备出手。你只想保留 100 亿的储备资金。

巴菲特：是的，差不多 100 亿美元。

罗斯：为什么要这样分配呢？为什么是这个比例？

巴菲特：我觉得像我们这样从事巨灾保险等业务的公司，应该有充足的流动性。我希望伯克希尔永远坚如磐石。我们有 40 万股东，还有一些因工伤向我们索赔的四肢瘫痪者，60 年后他们还会从我们这里领取支票。我不能让伯克希尔的偿债能力有任何闪失。所以在各方面我都会让公司处于绝对安全的状态。而且，像我们这样从事保险业务的公司，手头有大量资金，我不想依赖银行的信用证之类的东西融资。我也不想指望什么"大而不能倒"的原则来拯救我们。我真的希望我们坚如磐石.....

罗斯：100 亿美元这个数字合适吗？

巴菲特：嗯，这个数字是合适的.....

罗斯：如今，保险业务对你来说还像刚开始那样有吸引力吗？

巴菲特：保险业务一直都很适合我。你看，它先让你拿到资金，所以投资这一块很重要。而且在这个行业，

你需要计算各种风险概率.....

罗斯：这正是你喜欢的工作。

巴菲特：我想我可能天生就适合做这行，要不是我父亲阻拦，我可能就去做博彩生意了。

罗斯：你很擅长计算概率。但是，在保险业务中，如今飓风越来越多，恐怖主义活动也日益频繁，这是不争的事实。不管你怎么制定保险条款来应对这些风险，这会不会让保险业务的吸引力降低一些呢？

巴菲特：我也这么认为。你得去准确计算风险概率，收取合适的保费。但你永远不知道自己收的保费是否合适。从长期来看，你能知道总体上收取的保费是否合理，但具体到某些保单，你可能会亏损，而有些保单则不会出险。所以在某一天、某一周或某一个月，你都不知道自己做得对不对，但时间长了，你就能看出自己的判断总体上是否正确。这是个很有意思的"游戏"。

罗斯：保险行业的丑闻对你们有影响吗？像美国国际集团(AIG)的那些争议事件？

巴菲特：我觉得没有。我们的业务范围很广，在保险业涉足很多领域。GEICO 经营汽车保险，还有很多其他保险业务。在我的有生之年，保险业务一直是伯克希尔最重要的业务，而且在我之后很长时间可能也是如此。

罗斯：你现在开始关注国际公司了，这是第一次吗？

巴菲特：不是，我一直都对国际公司感兴趣，只是过去在海外，人们出售企业时，不太会想到我们。以前在德国、英国，或者直到现在在以色列，如果有人要卖企业，都不会考虑我们。不过我一直有关关注国际股票，我们也一直持有一些国际股票。

罗斯：你如何看待当前的经济形势？

巴菲特：就我们现在谈话的时候而言，经济形势还不错。你知道，过去几年人们从房产增值中套现了大量资金。但就目前来看，经济状况良好。当然，我们也有不少问题，只是目前这些问题还没有在商业领域显现出来。

罗斯：你担心通货膨胀吗？

巴菲特：我确实有点担心通货膨胀，这是肯定的。通货膨胀从未消失，只是有时不那么明显。而且，通货膨胀是人为造成的，政府可以引发通货膨胀，有时候相比当下的其他选择，它似乎还更容易被接受。所以，只要有政府存在，就不得不担心通货膨胀。它从未消失。而且这是政府行为导致的，政府可以创造通货膨胀，很多时候，相比当下的其他选择，它似乎更受青睐。所以，只要有政府，你就得担心通货膨胀。

罗斯：那油价你怎么看？

巴菲特：我不太擅长预测油价。目前全球每天消耗约 8400 万桶石油，如果有什么情况导致每天供应减少三四百万桶，比如伊朗局势引发的问题，那边际油价就会大幅波动。

罗斯：我们正处于边缘状态。

巴菲特：没错，没错。与 15 年或 20 年前相比，我们的石油储备产能少多了。

罗斯：美元呢.....

巴菲特：我认为从长期来看，美元会贬值。因为我觉得我们的贸易政策会导致美元贬值，虽然我不知道是在半年后、六年后还是十年后，但就我们国家目前的政策而言，我认为美元会走下坡路。

罗斯：主要是因为贸易逆差吗？

巴菲特：对，就是贸易逆差。贸易逆差意味着我们的消费大于产出，我们必须用其他东西和世界其他国家交换，于是我们就把资产给了他们。一开始我们给他们政府债券、美元，然后他们可以用这些兑换我们国家的其他资产。所以，我们为了过度消费，正在变卖资产。

罗斯：就像你之前跟我说的，我们在变卖"农场"的资产。

巴菲特：对。我们在变卖"农场"的资产。我们想消费更多，但产出不足，所以就卖掉一部分"农场"资产。我们的"农场"很大，毕竟美国是个繁荣的国家。所以短期内我们可能感觉不到什么，但日积月累，这是有后果的。

罗斯：在你看来，这比财政赤字更严重吗？

巴菲特：没错。从财政角度看，我们的国债与 GDP 的比值并非高得离谱。过去我们有很多时候比值比现在还高，尤其是二战之后。我不希望国债占 GDP 的比重持续上升，但一个富裕国家比贫穷国家更能承受债务，我们现在能承受的债务比过去更多。不过，由于贸易逆差，越来越多的国债被其他国家持有，这可能会在未来引发问题。但如果让我选择解决其中一个问题，我更愿意优先解决贸易逆差问题。

罗斯：有人认为，像中国这样的国家与我们紧密相连，因为他们需要我们的市场，所以不太可能抛售美国国债，你认同这种观点吗？

巴菲特：哦，没错。如果他们想卖美国国债，卖给美国人的话，他们拿到的还是美元，那就得用这些美元去买其他东西。如果卖给法国人，法国人就持有了这些证券，而中国就对法国有了债权。但他们实际上无法完全摆

脱美国证券。他们可以调整持有的美国资产类别，但基本上，中国或世界其他国家都无法摆脱美国资产，除非我们对他们的出口能和进口一样多，但这一天还远着呢。

罗斯：但有人说可能会有灾难性的一天，就像大约一年前韩国人引发的那次小波动。

巴菲特：确实可能会有灾难性的一天。我也不确定。但只要世界经济存在巨大失衡，又有很多人在频繁交易货币、股票和债券，就有可能出现灾难性的情况。

罗斯：回到财政赤字问题，你对目前的状况有什么看法？很多人看着现在的预算，再展望未来 10 年，他们认为随着婴儿潮一代步入老年，社保和医疗保险方面的支出会大幅增加，这将是一个巨大的问题，我们要么提高税收，要么削减开支，要么改变领取福利的年龄。

巴菲特：我们必须调整一些承诺。未来很多看似严峻的问题都与承诺有关。在我看来，我们不太可能改变社保方面的承诺，但医疗保险方面，可能会做出一些调整。

罗斯：没有政治家会提出这样的建议。

巴菲特：是的，他们不会。但美国有丰富的资源，人均资源比 5 年、10 年或 20 年前都要多。从经济角度看，我们国家并没有倒退，但我们做出了太多承诺。查理，这就好比一个富裕的家庭，收入不断增加，但如果我承诺家里的长辈都能过上千万富翁的生活，那我们可能会陷入麻烦。

罗斯：明天，我们将讲述一段价值 600 亿美元的友谊。

查理罗斯访谈巴菲特(下)

2006 年 7 月 12 日

在本次关于系列访谈的第三部分，巴菲特与比尔·盖茨、梅琳达·盖茨一同与查理探讨了向他们基金会进行的史无前例的慈善捐赠，以及他们长久以来的友谊。

<https://charlirose.com/videos/18066>

罗斯：有请巴菲特、比尔·盖茨和梅琳达·盖茨。2006 年 6 月 26 日，巴菲特、比尔·盖茨和梅琳达·盖茨来到纽约，宣布了一项具有历史意义的消息：巴菲特将向比尔·梅琳达·盖茨基金会捐赠 310 亿美元。人们自然而然会问，这是为什么呢？

巴菲特：这是我一直以来的计划。我和妻子苏珊早就打算，无论我赚了多少钱，最终都要回馈社会。起初我以为她会比我长寿，由她来决定如何捐赠这笔钱，以及捐赠的方式。但她去世后，我不得不重新思考，怎样才能

以最好的方式把这笔钱投入社会，让它发挥最大的效用。答案就在眼前。我见证了比尔和梅琳达在他们基金会所作所为。他们用自己的钱投入其中，全身心地付出。他们的决策英明，目标也和我相近。所以，现在就是行动的时候了。

梅琳达：对我们来说，这太棒了。因为我们觉得这会让我们的影响力翻倍。我们一直在努力解决的那些问题，比如疾病防治、教育问题以及长期关注的不公平现象，由于沃伦的捐赠，我们能在这些方面的投入加倍了。在一些全球健康问题上，我们也能研究得更深入，这简直不可思议。

盖茨：这是一项重大的责任。从某种程度上讲，用自己的钱做慈善，就算犯错，心里的愧疚感也会少一些；但用别人的钱做慈善，就会格外谨慎。所以现在，我们更要确保把事情做好。这也是个令人激动的时刻。医学在不断进步，我们也在采取各种措施来缓解贫困，并且一直进展顺利。有了这些翻倍的资源，我们相信能产生远超翻倍的影响。这既让人兴奋，也责任重大。

巴菲特：嗯，我开始仔细考虑各种可能性。我希望这笔钱能被有效利用。查理，我考察过很多基金会，其中有不少我很欣赏，但在我看来，没有一个能与比尔梅琳达盖茨基金会相媲美。这不仅仅是因为规模。他们真正做到了不分性别、肤色、宗教和地域，思考如何为最多的人带来最大的福祉，尤其是那些命运坎坷的人。所以，很多个月前，我就跟比尔提过我在考虑捐赠这件事。但我还在思考最佳的捐赠方式，因为我希望这既能让伯克希尔的股东受益，也能让这笔钱的受益者获益。最终，我想出了这个计划。一旦我做了决定，就会立刻行动。

罗斯：这份促成了这笔非凡捐赠的友谊，有着一段有趣的开端。跟我讲讲你们第一次见面的情景吧。

巴菲特：嗯，一开始他可不想来。就从这儿说起吧。

罗斯：你当时不想来见巴菲特？

盖茨：嗯，我不确定要和他聊些什么。而且我当时很忙，但我妈妈邀请了一群很棒的人，包括凯瑟琳·格雷厄姆和沃伦，她坚持要我也来。所以我就乘直升机过去了，心里想着，好吧，只要按妈妈期望的，露个面待几个小时，我就能回去工作了。但后来发现那次见面太棒了。

罗斯：我想听你讲讲“太棒了”的部分。但你为什么一开始不想见巴菲特呢？

盖茨：嗯，我当时只是个埋头搞软件的工程师。

巴菲特：我这辈子一直在找一个不想见我的人。

罗斯：没错，我们终于找到第一个了。

盖茨：不是，我只是觉得他可能对我感兴趣的东西不感兴趣。但我们一见面，聊起公司、行业趋势之类的话题，就发现有说不完的话，感觉聊上好几天都没问题。

巴菲特：根本停不下来。

罗斯：你们当时都聊了些什么呢？

巴菲特：聊了世界上的各种事情。我对他做的事情感兴趣，他对我做的事情也感兴趣，我们还都对世界的发展很关注。

罗斯：你们的友谊是如何发展的呢？我是说，那天晚上你们就感觉到有些特别的东西……

巴菲特：是的。

盖茨：没错。我们当时就觉得，如果以后还有机会多聊聊，看看世界如何发展，肯定会很有意思。就在几周后，我参加了沃伦组织的一次聚会，和他的一群朋友围坐在一起讨论各种话题。比如有一次讨论的是 1960 年、1970 年、1980 年最有价值的公司是哪些，这些公司发生了怎样的变化，人们是否本应该预见到这些变化，以及为什么会发生这些变化，为什么那些曾经处于领先地位的公司后来没能保持优势。

罗斯：你和我之前聊过，大多数人都有几个特别的朋友，这种友谊非常难得，几乎难以言表。你们的友谊就是这样。

巴菲特：这就是人生中最珍贵的东西。查理，如果你一生中有十几个很棒的朋友，那你的人生就很精彩了。真的是这样。而且这种机会并不多。你得……或者说你们得很合拍。当这种友谊出现时，你自己是能感觉到的。我很幸运，有好几个这样的朋友。

罗斯：你们年龄不同。来自不同地区。接受的教育也不同。但同时，你们的友谊有什么特别之处呢？

巴菲特：就是很合拍。我们觉得彼此都很有趣，有时候还会觉得对方很搞笑。我想不起来我们一起去旅行或者做其他事情的时候，有哪次过得不开心。

罗斯：会互相开玩笑吗？

巴菲特：他开我的玩笑比较多。

罗斯：跟我讲讲那次在某个地方吃晚餐的事吧。

巴菲特：好啊。那是在卡梅尔。

盖茨：当时我们和一群朋友一起在国内旅行，到了一个度假胜地。我们跟朋友们说，很遗憾当晚没办法包下整个餐厅，有一对夫妇会和我们拼桌，因为他们每年这个时候都会来这里用餐。这对夫妇喝了点酒，开始对其他人有点不太礼貌.....

罗斯：我听到的版本可不是这样。我听说他一直在诋毁内布拉斯加大学。

巴菲特：那个人喝得醉醺醺的，对每个人都很无礼。他妻子坐在我旁边，我都想揍她了。餐厅老板故意这么安排，他把比尔叫过去说，哎呀，这对夫妇突然来了，我们也没想到。比尔很有礼貌地说，那让他们和我们一起坐吧。结果他们越来越过分。那个人就坐在我正对面，过了一会儿他问：你是哪里人？我回答"内布拉斯加"。他不仅侮辱我，也对比尔很无礼。他接着说：就是那个罪犯都去那儿踢足球的地方。听到这话，我直接就走了.....

罗斯：他竟敢侮辱内布拉斯加大学的橄榄球队.....

巴菲特：对，他还说自己是科罗拉多人。

盖茨：他还知道内布拉斯加大学的战歌，还故意嘲笑。不过，后来才发现他们是我们雇来的喜剧演员.....

罗斯：你们雇来的？

盖茨：我们提前跟他们交代了所有客人可能会敏感的话题。

巴菲特：我们都上当了。

罗斯：你们有没有想办法报复他一下？我是说.....

巴菲特：谁知道我会怎么做呢。

罗斯：夜还长着呢。

巴菲特：查理，你等着看报纸吧，说不定能看到相关报道。

罗斯：大多数友谊的建立方式各不相同。你们俩之间有竞争吗？

盖茨：没有，这一点挺好的。我们唯一有交集的领域是百科全书。还挺有意思的，因为沃伦会说他的百科全书闻起来比我们的好。要知道，我们的是电子版百科全书(CD)。所以他说.....

巴菲特：没错。小小的一张 CD。(他卖的是纸质书，而比尔有一张小小的 CD。)

巴菲特：我还说我们正在给纸质书培养一种独特的霉味，这肯定能"打败"他。

罗斯：除此之外就完全没有竞争了吗？

巴菲特：完全没有，一点都没有。

盖茨：我们之间有个 1 美元的赌注。

罗斯：你们会一起打桥牌、打高尔夫。

巴菲特：我们会打桥牌和高尔夫。打高尔夫的时候我们会赌 1 美元。

罗斯：这么说你是在给他增加净资产咯？

巴菲特：哈哈，最近好像是我在给他增加净资产。

罗斯：但也只有在这些方面有竞争。

盖茨：嗯，打桥牌的时候我们通常是队友。只有打高尔夫的时候，我们偶尔会赢对方 1 美元或者输给对方 1 美元。

罗斯：是他拉着你一起打桥牌的吗？

盖茨：我小时候打过桥牌，但后来基本上不玩了。我重新开始认真打桥牌，是因为沃伦很喜欢玩。我被他带动起来了。通过沃伦，我认识了一些很会打桥牌的朋友。桥牌真的是很棒的游戏。

巴菲特：我和比尔一起做过一些项目，或者讨论过合作项目。不过，桥牌这个游戏有个问题，我跟比尔也说过，你可能得花 30 个小时去学习、去练习，才能真正理解这个游戏。从那之后，就只剩下乐趣了。刚开始的阶段，不是一两个小时或者三四个小时就能学会的。所以人们在感到困惑的时候，真的得坚持下去，度过这个阶段。你看，我女儿苏珊和她当时的丈夫艾伦，他们学了一阵桥牌，但他们没有坚持下去，没跨过那个门槛。

罗斯：沃伦，你从这个年轻人身上学到了什么呢？

巴菲特：查理，我学到了很多。显然，在他擅长的领域，我从他身上学到了不少知识。但你会从所有朋友身上学习，而且能学到很多好东西。这就是友谊的美妙之处，是一个不断学习的过程。

罗斯：你和我经常谈到价值观，深知价值观有多重要。朋友之间得有共同的价值观。否则就没有诚信，而且在某些方面.....在你们的关系中，你是那个学习的人吗？

巴菲特：不，不是。

盖茨：我觉得我才是那个一直在学习的人。绝对是。我会说是的。

罗斯：因为你曾经跟我说过，你在研究他。

盖茨：嗯，我从沃伦身上学到了很多。有些东西是可以言传的，比如合理安排时间，尽可能多留些自由时间。我特别喜欢看沃伦拿出他的日程本。好多空白的日子。我觉得这就是做事的方式。

巴菲特：我会随便写点东西，就是为了证明还有人知道我还活着。比尔，举个例子，我觉得比尔梅琳达盖茨基金会不仅规模大，而且是我所知道的全球运营得最好的慈善机构。我真的很钦佩他和梅琳达在过去五年里所做的一切。所以，我一直在从他身上学习。学习他的思维方式。

罗斯：但你们肯定也聊过这些，对吧？

盖茨：我们聊慈善聊得很开心。实际上，关于给孩子留太多钱可能反而对他们不利这个观点，我以前都没怎么想过。第一次见到沃伦的时候，他提到这就是他的理念，我觉得很有道理，也深受启发。当然，这也引出了一个问题，就是怎样以最好的方式把财富回馈社会。

巴菲特：顺便说一句，他的孩子们现在还挺喜欢我的。

盖茨：等他们长大了再说吧。

巴菲特：哈哈。他刚说要把孩子们从遗嘱里除名.....

罗斯：没多少遗产留给他们了。

盖茨：我女儿还把沃伦叫做“在冰雪皇后(DairyQueen)工作的人”。

罗斯：唐·基奥提到过，他的孩子们以前把沃伦叫做“在楼上玩火车的人”。

巴菲特：玩火车，没错。

罗斯：你的生活还挺特别的。

巴菲特：我很受孩子们欢迎。

罗斯：大家都在谈论你们的慈善事业，钦佩你们的做法和理念。除了比尔和梅琳达从事慈善的方式、组织架构这些方面，你还从中学到了什么呢？

巴菲特：他们俩在思考如何用这笔巨额资金为社会带来最大的效益时，非常理智。他们会先制定一个框架，然后在这个框架内极其明智地选择最佳的执行方式，以取得最好的结果。而且，他们都还年轻。所以在未来几十年里，世界会从他们的努力中受益匪浅。我见过很多人做慈善，在我看来，他们的方式并没有什么错，但总体而

言，人们在做慈善时，不像比尔和梅琳达考虑得这么周全。而且他们还在不断进步。

罗斯：从某种意义上说，对于你们俩而言，你们在财富和智商方面有一定相似之处，你们是否觉得对方是能让你安心交流想法、相互启发，并且彼此尊重的人呢？

巴菲特：我们相处得非常自在。你不用担心会有泄密或者误解之类的问题。所以说.....

罗斯：而且对方能理解你思考的问题。

巴菲特：哦，那是肯定的。没错。

盖茨：确实如此。当我在商业上遇到一些让我困惑的事情时，我就喜欢问沃伦：你也觉得这很奇怪吗？为什么会这样呢？为什么这个业务是这样，而那个业务又是那样呢？和他一起探讨这些问题的原因，真的很有趣。沃伦还会给我寄很多文章.....

罗斯：从各种资料上剪下来的.....你看到什么就.....

巴菲特：对，我就在刊物上直接写写画画，然后寄给比尔。

盖茨：这算是低技术含量的"电子邮件"吧。

巴菲特：我不发电子邮件。

罗斯：我正想问这个呢。你们为什么不互相发电子邮件呢？

盖茨：我可以给他的行政助理发邮件。有时候她会.....他会让她给我转发一些东西。所以.....

罗斯：但你自己从不亲自敲键盘发邮件。

巴菲特：这对我来说完全是个谜。我都不知道外面的人都在怎么用电子邮件。

盖茨：他就爱这么装(幽默调侃)。

罗斯：沃伦说过，比尔能做我会做的所有事。但有些事我却做不了他能做的。

巴菲特：确实是这样。

盖茨：哦，这不是真的。有趣的是，好奇心强的人往往在某些方面有独特的天赋。就像沃伦对公司价值的判断。这种智慧可以应用到很多有趣的问题上。我们每个人都有自己一生专注的领域，我觉得这有助于我们在某个领域做到出色。但我们也对商业和政治领域的所有事情感兴趣，我们在各自专业领域的经验，让我们有能力思考这些方面的问题。

罗斯：沃伦有没有引导你去研究本·格雷厄姆，尝试理解他投资理念的核心呢？

盖茨：当然有。我和沃伦认识后不久，就回去读了《聪明的投资者》这本书。我当时想，哦，这讲的是债券收益率，感觉挺基础的。

巴菲特：所以他才不和我在投资领域竞争呢。

罗斯：这也是你们俩之间的一段轶事。你从未对微软进行过大规模投资。

巴菲特：认识他之后，我买了 100 股微软股票。不过，这.....就是.....

罗斯：他还花了一天时间向你介绍他的公司呢。

巴菲特：是啊，如果有人让我在商业领域押注某个人或者某个公司，我肯定会选微软。但这不是我认为自己能看清未来 10 年发展趋势的行业。

罗斯：这个行业变化太快了。如果变化是一个行业的常态，那你可能会有点.....

巴菲特：没错。我可能觉得自己对这个行业的判断只有 60%或 65%的把握，但如果我在其他领域能有 95%的把握，那我肯定会选择后者。

盖茨：而且我也从未跟沃伦说过他应该买微软的股票。微软不符合他的投资模式。科技行业就像一场淘汰赛，身处其中很有趣。这意味着如果你做出了正确的决策，回报可能会非常惊人。但是看看我们这个行业的历史，像王安电脑(Wang)、数字设备公司(Digital Equipment)这些曾经辉煌的公司，都在发展道路上走错了一步，然后就走向衰落了。所以我们都会研究这些案例。

罗斯：所以，他不投资微软是对的，我是说科技行业变化快，变化就意味着风险。

盖茨：哦，他绝对是对的。

巴菲特：变化对世界来说是好事，但对投资者来说，有时候并非如此。

罗斯：他的朋友，比如卡罗尔·卢米斯等人跟我说过，他比任何人都更懂价格。本·格雷厄姆也深谙此道，即低价买入。

巴菲特：价值。用"价值"这个词更合适。

罗斯：确实，"价值"是个更好的词。

巴菲特：但本·格雷厄姆确实也用过.....

罗斯：是的。那跟我说说，在他身上，还有哪些你很少在其他商人身上看到的特质呢？

盖茨：所罗门公司出现危机的时候，沃伦在周末被紧急召去。那个周末，他得向监管机构解释为什么不能关闭公司。因为关闭公司可能会引发金融危机。他还得挑选一位新的 CEO，同时还要应对媒体可能提出的关于公司所发生事件的各种问题。换作别人，根本做不到这些。他挑选了一位非常出色的人来领导公司，还让监管机构了解了整个事件的来龙去脉。而且当时有很多不同的监管机构，有些还很难联系上。这真的很了不起。沃伦有足够的人脉被召去解决这个可能演变成大麻烦的问题，对世界来说是一件幸事。

罗斯：这体现了他的判断力。

盖茨：对人的判断力，对价值的判断力，还有沟通能力。当时的情况是，他打电话给某个人，说这可能是他这辈子最重要的一通电话。

巴菲特：我说那是我人生中最重要的一天。那通电话是打给尼克·布雷迪(Nick Brady)的，他当时是财政部长。我们收到了财政部一项极其不利的指令，如果执行，我们周日早上就得停业。美国财政部通常不会在周日早上发布指令，而东京市场下午就要开盘，一旦开盘，我们将面临数十亿美元的债务。所以，我那天一直在努力争取修改这项指令。财政部的人一开始不告诉我 Nick 在哪里，我打电话过去，只能等他回电。周日电话一直没响，我就一直盯着那部该死的电话，就盼着那个小绿灯能亮起来。后来我跟 Nick 说，我一直在想东京下午 6 点开盘后我们会面临的问题。我还说，这是我人生中最重要的一天。Nick 了解我，当时我的声音可能都有些颤抖。他知道，不管我说得对不对，我自己是深信不疑的。最后他同意修改指令，这才让公司得以挽救。

罗斯：是因为他信任你吗？

巴菲特：嗯，他知道我不是.....

罗斯：对吧，比尔？就是因为信任。

盖茨：因为他的诚信。

罗斯：汤姆·墨菲 Tom Murphy 给我讲过一个关于你的故事，我觉得特别不可思议。你投资 CapCities 的时候，在没告知他的情况下，就把股票的投票权给了他。

巴菲特：没错，这没什么。

罗斯：给股票投票权，还不告诉他。这体现了你的为人.....很少有人能做到这样。

巴菲特：汤姆·墨菲也很值得信任.....

罗斯：我知道。但你就是信任他。但我想说的是，你没告诉他这个举动。你这么做是因为你觉得这是对的，但.....我还想谈谈你非常看重的另一个品质，我觉得比尔身上也有这种品质，就是时间管理。你总是试图告诉人们.....仔细想想，你们俩智商都很高。但很多高智商的人却没有取得像你们这样的成就，这是为什么呢？

巴菲特：他们就像拥有 500 马力的发动机，却只能发挥出 100 马力的功效，因为有很多因素在阻碍他们，就像往齿轮里撒沙子一样。在华尔街，这种情况很常见。那些人明明很聪明，能解决各种复杂的问题，却在一些基本的行为方面陷入困境，做出一些自我毁灭的行为，这真的很不可思议。

罗斯：除了商业头脑、投资理念和执行能力之外，在我看来，想想看，因为你对比尔非常了解，比大多数人都了解，他还形成了一套独特的人生哲学。

盖茨：他热爱生活。很多人都有自己的人生哲学。我认识沃伦之后，最让我惊讶的是，除了他很聪明、很有趣之外，他真的很享受生活。我知道怎么享受生活，但还没达到他那种境界。

罗斯：所以这就是他带给你的启发。

盖茨：对。如果你选择那些能让你有所作为的事情，选对时机，选对朋友，选择那些你真正能为之做出贡献的事情，那会非常有趣。我在这方面不如沃伦，但这是我从他身上学到的最好的一课。这种享受生活的态度。

罗斯：没错。

巴菲特：查理，我们也很幸运。我是说，如果我们出生在不同的地方，或者性格不同，要是我们都不懂得享受生活，那才是有问题呢。

罗斯：要是我们三个都不懂得享受生活的话。

巴菲特：你说得对。确实是这样。

罗斯：在这深厚的友谊中，如果你们觉得对方做错了会坦诚地指出来吗？这种坦诚是你们友谊的一部分吗？

巴菲特：我们肯定会毫不犹豫地指出来。

罗斯：如果有必要的话。

巴菲特：那当然。

盖茨：比如，微软在法庭上遇到一些挑战的时候，我有些困扰，和沃伦聊一聊。倒不是说他一定会让我做出

截然不同的决定，只是和他聊一聊，思考一下我该怎么看待这些问题，对我来说就是一份难得的帮助。

罗斯：比尔，你是在内布拉斯加州的奥马哈买的订婚戒指吗？

盖茨：没错。当时是这样的，我和梅琳达在加利福尼亚。她以为我们要飞回西雅图。所以飞机降落的时候，我故意用日程安排的事情分散她的注意力，让她有点生气，这样她就没注意到我们降落在了奥马哈。

罗斯：她都没往窗外看。

盖茨：没有，我成功转移了她的注意力。飞机降落后，沃伦就在那里。他带我们去了波仙珠宝店，还给了我们一些建议。

罗斯：什么建议？

巴菲特：我对比尔说，听着，这本来不关我的事，但是.....我结婚的时候，戒指花了我净资产的 6%。然后我说，我不知道你有多爱梅琳达，但是，量化一下还是有必要的。

罗斯：但 6%是个参考标准。我们这儿正好有展示的戒指。你们俩处在人生的不同阶段，现在你们能做任何想做的事，买任何想买的东西。在家庭方面，生活都很美好.....

巴菲特：非常美好。

罗斯：你们俩都很幸运。

巴菲特：我们出生的那一刻就很幸运了。

罗斯：你们对当今的美国感到乐观吗？

盖茨：当然乐观。我对整个世界都很乐观，美国也是世界的一部分。美国在世界上的相对优势可能会减弱，但我们的财富会继续增长。医学和计算机领域的突破会让人们能更好地探索未知。生活在这个时代太棒了。未来的进步会让每个人都受益。

巴菲特：比尔虽是美国人，但他基本上是个世界公民。他有全球视野，他认为印度的孩子和隔壁的孩子一样宝贵，他也是这么践行的。这也体现在他基金会的运作方式上.....

罗斯：你有这样的想法，是因为你给自己设定的责任吗？是因为捐赠财富这件事吗？

盖茨：当我们考虑捐赠财富的时候，就想到了世界上最大的不平等是什么这个问题。在美国，我们一直在努力解决性别平等、种族平等这些问题，但我们意识到，世界上最大的不平等是儿童因缺乏医疗干预而失去生命。

我们希望能缩小这种差距，让这些进步能惠及全球 60 亿人，而不仅仅是 10 亿人。

罗斯：关于这份友谊，我还应该了解些什么呢？它太独特了，每个人都很好奇是什么让你们的友谊如此特别，又是什么让你们都如此满意？

巴菲特：我敢肯定，在别人眼里，我们俩就像一对奇怪的组合。但不管怎样，我们的友谊非常好。



罗斯：巴菲特向比尔及梅琳达基金会做出了超过 300 亿美元的历史性捐赠。

巴菲特：就在今天早些时候，我签署了文件，承诺将我持有的 1205 万股股票用于捐赠。每年 7 月，我会向比尔梅琳达盖茨基金会捐赠 100 万股，向苏珊汤普森巴菲特基金会捐赠 100 万股，再给由我的子女苏茜、霍华德和彼得各自领导的基金会分别捐赠 35 万股。在我的有生之年，这一捐赠计划将持续进行，前提是比尔和梅琳达至少有一人仍在积极管理他们的基金会。

梅琳达：比尔和我对于沃伦的捐赠深感荣幸，同时也倍感责任重大。这让我们能为世界带来的改变是前所未有的，我们也非常严肃地看待这件事。我们觉得肩负着巨大的责任。我认为，捐赠自己的财富是一回事，而捐赠别人一生积累的财富则意义非凡。

盖茨：我们从 1991 年就认识沃伦了。正是他关于财富应该回馈社会的理念，让我们一开始就思考成立自己的基金会。随着基金会的发展，我们有机会分享运作的成果。我记得 2001 年的时候，我有机会向沃伦和他的一些朋友介绍全球健康事业，以及我对在这个领域有所作为的期待，我当时非常激动。

罗斯：我们以这样的观察结束对巴菲特的三集系列访谈。他对工作充满热情，对朋友满怀热爱，他的一生所做的事将对他人的生活产生深远的影响。感谢大家的收看。

巴菲特：我为什么慷慨解囊 2006

2006 年 12 月 卡罗尔·卢米斯专访

2006 年 6 月 25 日，沃伦巴菲特在纽约公共图书馆签署捐款意向书，正式决定向 5 个慈善基金会捐出其财富的 85%，约合 375 亿美元。这是美国和世界历史上最大一笔慈善捐款。巴菲特准备把捐款中的绝大部分、约 300 亿美元捐给世界首富比尔盖茨及其妻子建立的“比尔与梅琳达盖茨基金会”。巴菲特的慷慨捐赠一夜之间使盖茨基金会可支配的慈善基金翻了一番，达到了 600 多亿美元，比全球第二大基金会福特基金(110 亿美元)的资金多 5 倍。自 2006 年开始，比尔与梅琳达盖茨基金会在未来的每年七月，收到全部款项的 5%。尽管巴菲特尚未决定是否积极参与运作，但确定会加入盖茨基金会的董事会。

编者按：巴菲特的巨额捐赠令世人瞩目，甚至为美国乃至全球的富人们如何捐赠慈善事业树立了新的风尚。在这笔巨大的私人捐赠之前，巴菲特很少进行慈善捐赠，不少人说他“一毛不拔”。是什么促使他作出这样的决定？《财富》的编辑和巴菲特好友卡罗尔卢米斯的报道给了我们答案。

卢米斯：这个计划出自你之口让人感到相当吃惊，在此之前，你并不以乐善好施而闻名，事实上，你偶尔还会因为没有捐款而受到各方批评。所以我先提一个最直截了当的问题：你是不是生病了？

巴菲特：绝对没有。我的感觉好极了。最近的一次体检是去年 10 月，医生当时对我的诊断结果是非常健康。

卢米斯：现在发生的这一切究竟是怎么回事？你改变计划与苏茜 Suzie 过世有关吗？

巴菲特：是的，的确有关。苏茜比我小两岁，而女性的寿命通常要比男性长。我们以为，她会继承我在伯克希尔的股票，我们的财富将在她的监督下捐赠给社会，这也是我们两人的共同愿望。而且，苏茜会乐于监督这个过程。鉴于分配的数额在逐渐提高，她会有一点点担心，但她仍然乐于做这件事，而且会做得非常好。实际上，她可能会加快分配的速度。

卢米斯：这就是说，她一直希望用比你更快的速度捐赠更多的善款？

巴菲特：是的，她生前曾多次表达过这个愿望。就我而言，我一直认为，当前的慈善事业固然重要，但 1 年以后、10 年以后、20 年以后乃至更远的将来，它依然同样重要。我认为，能够快速积累资金的人更适合管理 20 年后的慈善事业，而积累资金的速度相对较慢的人顺理成章应该照料当前的慈善事业。

卢米斯：这理论碰巧同样适用于你希望做的事，对吗？

巴菲特：(大笑)那还用说！这一点毫无疑问。我所做的事情让我乐在其中，而且现在仍然对它很感兴趣。有些时候，我觉得管理伯克希尔也是件趣事。上世纪 70 年代初，我用解散巴菲特合伙公司(BuffettPartnership)后得到的 1500 万美元买下了对伯克希尔的有效控制权，除了伯克希尔之外，我几乎没什么钱(远不到 100 万美元)。我年薪只有 5 万美元，因此，如果我当时就为慈善事业慷慨解囊，我就不得不拿出伯克希尔的股票。我买那些股票，可不是为了立刻就送出去的。

卢米斯：虽然如此，你和苏茜在上世纪 60 年代就成立了巴菲特基金会，从中可以看出，你明显希望在某个时刻捐出你的财产。你当时的想法是什么？

巴菲特：嗯，我们 1952 年结婚，当时我就跟苏茜说我会发财。这并不是因为我有某种特殊的品质，也不是因为我辛勤地工作，而仅仅是因为我生在合适的时间、合适的地点，而且具备了合适的技能。我天生就与资本分配有着不解之缘，而且幸运的是，从一开始，我身边的人，比如我的父母、老师和苏茜，都在帮助我充分挖掘这一特长。

无论怎样，当我跟苏茜说我们会发财时，她并没有表现得非常兴奋。她要么是对此感到无所谓，要么就是还不相信我。事实上，也许两者皆有。但当我们真的积累了巨额财富时，我们在处置这笔财富的方式上完全达成了默契，那就是将它们返还给社会。在这一点上，我们同意安德鲁·卡耐基(Andrew Carnegie)的观点，卡耐基说，**应该把大部分主要源自社会的巨额财富返还给社会**。就我本人而言，我分配资本的能力原本不会有用武之地，幸亏我生活在一个人口多的富裕国家，这个国家的市场上有数不胜数的可出售证券在交易，而且有时还会出现荒谬的错误定价。幸运的是：正是美国上世纪后半叶的真实写照。

当然，苏茜和我从未想过应该把这么多钱留给子女，我孩子全都出类拔萃，但我觉得，从他们的成长经历以及他们得到的包括家庭教育在内的教育机会来看，他们已经占尽了优势，给他们无数金钱既不正确，也不理智。实际上，在精英至上的社会里，他们已经拥有了无可比拟的领先优势。我们应该努力维护竞争的公平性，而世代相承的巨额财富将进一步加剧不公平的竞争。

卢米斯：事实上，你之前就给过孩子成立基金会的钱，现在还计划给他们更多的钱。由此推断，你并不认为给孩子大量金钱是不对的。

巴菲特：是的，我不那么认为。他们在各自基金会的工作是把钱返还给社会，这也正是苏茜和我认为的金钱理所应当的归宿。**他们的工作不仅仅是填写支票，还为这个过程付出了大量的心血和精力**。我们对他们处理金钱的方式感到非常骄傲，而且我坚信他们会继续沿着正确的道路前进。

卢米斯：苏茜-汤普森-巴菲特基金会的情况如何？这一切对它来说意味着什么？

巴菲特：身为公司董事的你一直在认真观察基金会的工作，你也知道基金会总裁艾伦·格林伯格(Allen Greenberg)为管理基金会付出了大量的心血，而且成绩斐然。他采用的结果/成本比率是我所见过的最好的办法。

现在，他将继续沿着同一条道路前进，他不仅要管理苏茜的钱，还要管理我的钱。事实上，如果我先苏茜而去，而她已经开始分配我们的财富，这家基金会的规模会变得比现在还要大(目前它只有 5 名员工)，它将成为她慈善捐款的主要渠道。基金会也让我的计划变得更为稳健，在我改动捐献财富的时间表之前，它也是我的财富的归宿。

卢米斯：是什么促使你改变了主意？

巴菲特：简单地说，我逐渐意识到，有一个杰出的基金会已逐渐形成了规模，它不必再像巴菲特基金会那样，为了达到空前的规模而历尽千辛万苦，而且它现在能够富有成效地使用我的资金。具体地说就是，这些年来我逐渐了解了盖茨夫妇，我们在一起度过了许多美好的时光。不仅如此，我渐渐开始敬佩他们在其基金会所做的工作，我曾看过他们为基金会项目进行的演讲，他们为工作倾注的热情、激情和精力一直让我感到惊讶不已。可以说，他们两人齐心协力、全力以赴。比尔每年阅读几千页的文章，跟踪了解医学进展以及提供救助的手段。梅琳达经常与比尔一道周游世界，视察他们的善心是否结出了善果。命运的不公让全世界数十亿人口生活在水深火热之中，而比尔和梅琳达一心一意尽其所能改善这种不平等的状况。

想想看，如果你的目标是把金钱返还给社会，用以解决没有相应资金基础的真正的重大问题，你能找到什么比求助于一对天资聪颖的年轻夫妇更好的答案呢？而且，他们的思想已经得到检验，他们已经显露出发展和壮大这项事业并正确处理它的能力。这样的机会千载难逢。我认识了两位在某个领域取得巨大成功的人，而且我有幸看到了他们在这个领域里所做的一切。我知道他们会持之以恒，他们一直用自己的钱从事这项工作，这样他们就不会生活在幻想的世界里，而且我基本同意他们的理论。如果我已经找到了实现目标的合适工具，我就没必要再等下去了。

拿我和他们一起做的事情与我在伯克希尔的工作作一番比较吧。在伯克希尔，我请来有才华而且很可靠的人管理公司，他们在工作岗位上取得了显著的成绩，而且这个成绩是我无法企及的。无论我希望做什么，还有什么比知人善任更合理呢？在高额奖金的高尔夫球比赛中，谁不会选择泰格·伍兹(Tiger Woods)作为自己的代表呢？这就是我处置自己财富时的想法。

卢米斯：我想人们会非常好奇，你的决定以及你选择在这个特别的时刻宣布这一决定，与比尔·盖茨在 6 月中旬作出的决定有多大联系。他当时宣布将逐渐淡出微软公司的管理工作，开始把大部分精力投入他的基金会。这里有什么故事？

巴菲特：我知道，这两项决定所选择的时间如此接近，好像意味着它们之间有一定的联系。但这纯属巧合。

无论盖茨是否宣布自己的行动，我都会立刻公布自己的计划。事实上，即使他永远保留他在微软公司的工作，我仍会作出这样的决定。另一方面，我很高兴他准备把更多的时间用于基金会的工作。我想，当他和梅琳达得知有更多资源可以利用时，他们会非常高兴。

卢米斯：你是否觉得全世界第二大富翁向第一大富翁赠送巨额钱财有些讽刺意味？

巴菲特：如果你从这个角度看的话，这听起来确实有些滑稽。但事实上，我是请他和梅琳达转交这笔钱，而不是把钱给他。

卢米斯：有人说，盖茨基金会存在官僚主义作风，而你最不喜欢的就是官僚主义。你如何评价这种指责？

巴菲特：可以说，**大多数大型组织多多少少存在一些官僚主义现象**，但伯克希尔是个杰出的例外。不管怎样，有些人在指责盖茨夫妇基金会存在官僚主义时，他们想表达的真正意思是，基金会的重大决策只掌握在比尔和梅琳达两个人的手中。对此，我很高兴。我希望由他们两人作出重要决定。

卢米斯：你加入盖茨夫妇基金会的董事会有何意义？

巴菲特：没什么太大的意义。我这样做的最主要原因是预防他们两人同时乘坐的飞机失事。除此之外，我希望不时为他们提供一些建设性的建议。但是，我觉得我不像比尔和梅琳达那样适合做慈善家。慈善事业的反馈非常慢，这让我很不耐烦，还不得不与许多我不想见的人频繁会面，聆听许多我不愿意听的观点。但是，我不愿意自己犯错误，我更希望让那些我完全相信能够出色完成工作的人替我犯错误。总而言之，比尔和梅琳达的平均成功率将远高于我。

卢米斯：在决定公布这一计划之前，你有没有和其他人讨论过这个重大的决定？

巴菲特：当然，我和我的孩子、艾伦·格林伯格以及包括我儿子霍华德和查理·芒格在内的伯克希尔的4位董事讨论过这件事。大家向我提出了许多问题，有些人起初对这个计划产生过疑虑，因为这使得他们的预想产生了突变。但我要说，所有的人(其中当然包括艾伦，他很清楚扩大巴菲特基金会将意味着什么)全都逐渐理解了我这么做的道理。现在，所有关心这一决定的人都迫不及待地希望开始实施这项计划，尤其是我。

坦率地说，我有一些小小的愿望，我希望我的行动能鼓励其他希望投身慈善事业的富人，让他们相信并不一定要成立自己的基金会，他们可以寻找已经成立而且能够处理好他们财富的基金会，然后择优而用。人们在投资

时往往就采用这样的方法，他们把钱交给他们认为能够做得比自己更好的人去打理。把这种想法运用到你的财富上，同样能得到一些切实的好处。此举远胜于自己成立某个组织，并且在你过世后请一批多年的商业合作伙伴或员工负责管理，最终这些人将独断专行。还有 20 位身价至少为 10 亿美元的富翁已进入垂暮之年，他们中的一些人采纳我这个计划的部分环节也不为过。大部分富豪面临的难题是，他们年事已高，而他们同时代的人尚未进入巅峰期，而且未来也没有太多的时间。在这方面，我很幸运，可以向年轻人求助。

卢米斯：这一切对伯克希尔来说又意味着什么呢？

巴菲特：实际上没有什么影响。任何了解我的人都会明白，我想让伯克希尔尽可能地做到最好，这仍然是我的目标。我不会作出任何改变，因为我没有能力改变。股权证上的名字将改变，但仅此而已。我一直向伯克希尔股东明确表示，我从公司获得的财富将投向慈善事业，因此我开始真正着手实施这一计划，对他们而言这只不过是煞有介事、走走过场而已。而且你也知道，尽管这个决定也许会让有些人感到吃惊，但从某种程度上说，我也不过是走下流程。我对泰德·特纳(CNN 创始人 Ted Turner)的慈善行为钦佩有加，他曾告诉我，当他签下 10 亿美元的承诺时，他的手颤抖了。但我不会。对我而言，这个决定根本不会对情绪造成任何影响。

卢米斯：基金会收到你赠送的股票后是否会把它卖掉？

巴菲特：是的，在某些情况下的确会如此。巴菲特基金会和我的子女们的基金会在收到股票后必须尽快脱手，因为这将是他们唯一的资产，他们需要把股票兑换成现金，然后再赠送出去。盖茨夫妇基金会的选择余地要大得多，因为它名下有许多其他资产，因此它有一定的灵活性，可以选择该把哪一部分转变成现金，比尔和梅琳达将对此作出决定。我不会干预该基金会作出的任何投资决定，这样他们就能放手做他们认为是正确的事。也许他们会决定出售大部分其他资产，而保留部分伯克希尔的股票，这是个绝佳的商业组合；它不会是不适合基金会拥有的资产。但是，我不会以任何形态或形式阻碍基金会的活动。

卢米斯：那么，你每年赠送出去的股票都有可能在市场上交易？

巴菲特：没错，这很有可能。人们自然会关心这种抛售行为是否会压低伯克希尔的股价。我认为这根本不可能，即使伯克希尔的年换手率一直保持在 15% 的水平上，也不会有影响，对于一只拥有庞大市值的股票来说，这一换手率是很低的。假设这 5 家基金会把今年获得的股票全部抛出，如果交易量与以往持平，它们的抛售行为最多把换手率提高到 17%。认为大量新的抛售行为会影响伯克希尔股价的想法是荒谬的，事实上，供应量的增加甚

至有益于提高伯克希尔股票的流动性，而且更有希望让伯克希尔最终纳入标准普尔 500 指数。

我想告诉大家：如果我的捐赠行为会对伯克希尔的股东造成伤害，那我就不会作出这项决定了，这一行为也不会伤害公司。

卢米斯：从长远来说，这个计划似乎将决定你持有的伯克希尔所有股票的命运。这是否意味着你不会直接赠与你的家人任何财富？

巴菲特：不是这样的。我一直以来说的一句话是，我的家人不会从我的净财富中获得巨额馈赠。但这并不意味着他们什么也得不到。我的孩子已经从我和苏茜那里得到了部分钱财，而且他们还会得到更多。我仍然坚持这个观点(《财富》杂志在 20 年前就曾引用过我的这段话)，**富人留给孩子的财富应该足够他们做任何事情，而不是足够他们无所事事。**

记得我前面说过在收购伯克希尔的时候，我在公司以外的现金还远不足 100 万美元吗？而之后我就凭这些钱进行了一些回报丰厚的投资，我建立了一些对伯克希尔来说微不足道的仓位，进行了一些收入固定的套利交易，并且出售了手中持有的从伯克希尔中拆分出去的一家银行的股份。所以，我很高兴地告诉你，我现在手头上有不少现金。总之，我能够而且会利用我在伯克希尔持有的全部股票从事慈善事业，而且我手头还留有大量财产，以便送给所有近的人。



关于三个孩子的基金会

2006 年 6 月 26 日

Mr. Howard G. Buffett / Howard G. Buffett Foundation (HGB)
Ms. Susan A. Buffett / The Susan A. Buffett Foundation (SAB)
Mr. Peter A. Buffett / NoVo Foundation (NoVo)

Dear Howie/Sooz/Peter:

我为你管理我和妈妈为你建立的基金会资金的方式感到非常自豪。你的想法很好，你的行动有效地帮助了那些比我们家不幸的人。因此，我希望每年将伯克希尔的股份捐赠给 HGB/SAB/NoVo 基金会，这将使你们能够实质性地大幅扩大你们的活动。

我以这封信向 HGB/SAB/NoVo 基金会做出一个终生承诺，这取决于两个条件。第一，你在基金会的活动中保持活力和积极性。第二，HGB/SAB/NoVo 必须继续满足法律要求，使我的捐赠符合慈善性质，而不受赠与或其他税收的影响。

我的承诺如下：我将承诺捐赠 HGB/SAB/NoVo 基金会 35 万股 B 股。(我目前只持有 A 股，但很快会将其中一些转换为 B 股。)从下个月开始，每年的 7 月，指定用途股份余额的 5%将捐赠给 Novo 基金会。例如，2006 年将捐出 17500 股股票(目前价值超过 5000 万美元)。2007 年将捐出 16625 股(占 2006 年捐赠后剩余 332500 股的 5%)，此后每年捐出的股份将减少 5%。

当然，伯克希尔股票的价值每年都会有所不同。而且，如前所述，HGB/SAB/NoVo 基金会收到的股票数量将每年减少 5%。尽管如此，我相信你可以合理地预期，你将收到的伯克希尔股票的价值将以不规则的方式增加，增加的金额将超过你将收到的股票减少的金额。随着时间的推移，金额的增幅可能会是巨大的。

Mike Sorrell 告诉我，我的身体非常健康，我当然感觉到了。然而，如果我丧失了行为能力，无法管理我的事务，我将指示任何处理我事务的人，履行我在这封信中所作的承诺。此外，我将很快写一份新的遗嘱，规定在我去世后，通过分配剩余的指定股份或以其他方式继续履行这一承诺。

我认为伯克希尔的股票是支撑基金会长期健康发展的理想资产。该公司拥有多元化且强大的收益来源，直布罗陀般的财务实力，以及一种根深蒂固的为股东谋求最大利益的文化。优秀的管理者可以接替我。随着伯克希尔进行新的收购和扩大现有业务，我预计它将变得越来越强大，利润也会越来越多。

有一些想法(但不是指示)：把新的资金和你的精力集中在相对较少的活动上，在这些活动中 HGB/SAB/NoVo

基金会可以发挥重要的作用。把你的资源集中在那些没有你的努力就无法满足的需求上。相反地，避免为许多有价值的活动提供小额的捐款，因为这些活动有许多可能的资助者，而且很有可能没有你的帮助也能继续进行。考虑和你的兄弟姐妹一起做重要的项目。关注你的家庭社区，但要有更广阔的视野。判断项目是否符合你的目标以及其成功的机会，而不是谁提出的要求。预计会犯一些错误；如果你只做出“安全”的决定，就不会完成任何重要的事情。

HGB/SAB/NoVo 基金会不一定需要在收到资金的年份花掉所有流入的资金。你可以在积累经验和制定长远目标的同时积累资源。但是，因为你每年都会收到捐赠，所以你没有必要建立大量的资本储备。

我觉得自己很幸运，因为我有三个孩子，他们愿意把大部分时间和精力花在有益于他人的项目上。我为你们所做的事情感到骄傲，你母亲也会为你们感到骄傲的。

爱你的

Dad

关于妻子的基金会

Susan Thompson Buffett Foundation (STB) 董事会

尊敬的各位董事：

我很高兴看到 Allen 和你们实现了 Susie 对基金会的愿望。她和我成立了 STB 基金会，专注于资助那些资金来源非常有限的重要社会问题。在 Allen 的领导下，该基金会取得了超出了我们期望的巨大成功。每一美元的投入都带来了巨大的成果。

是时候增加这些美元的规模了。在这封信中，我做出了一个终身承诺：每年捐赠给 STB 基金会的伯克希尔股票，将使其支付能力增加一倍以上。最初的捐赠将使你们的年度支付能力增加约 1.5 亿美元。这一承诺的唯一条件是，STB 基金会必须继续满足法律要求，使我的捐赠符合慈善捐赠，并且不受捐赠或其他税收的影响。

我的承诺如下：我将指定 100 万股 B 股用于 STB 基金会的捐赠。(我目前只持有 A 股，但很快会将其中一部分转换为 B 股)从下个月开始，每年的 7 月，指定用途股份余额的 5%，将捐赠给 STB 基金会。举个例子，2006 年将捐出 5 万股。2007 年，将捐出 47500 股(占 2006 年捐款后剩余 95 万股的 5%)，此后每年捐出的股份将减少 5%。

当然，伯克希尔股票的价值每年都会有所不同。而且，如前所述，STB 基金会收到的股票数量将每年减少 5%。尽管如此，我相信你们可以合理地预期，你们将收到的伯克希尔股票的价值将以不规则的方式增加，增加的金额将超过你将收到的股票减少的金额。随着时间的推移，金额的增幅可能会是巨大的。

STB 基金会可以依靠这一承诺，立即扩大其慈善活动的范围。我的医生告诉我，我的健康状况非常好，我当然也感觉到了。然而，如果我丧失行为能力，无法处理我的事务，我将指示处理我事务的人，履行我在这封信中所作的承诺。此外，我将很快写一份新的遗嘱，规定在我去世后，通过分配剩余的指定股份或以其他方式继续履行这一承诺。

我认为伯克希尔的股票是支撑基金会长期健康发展的理想资产。该公司拥有多元化且强大的收益来源，直布罗陀般的财务实力，以及一种根深蒂固的为股东谋求最大利益的文化。优秀的管理者可以接替我。随着伯克希尔进行新的收购和扩大现有业务，我预计它将变得越来越强大，利润也会越来越多。

有一些想法(但不是指示)：把新的资金和你的精力集中在相对较少的活动上，在这些活动中 HGB/SAB/NoVo 基金会可以发挥重要的作用。把你的资源集中在那些没有你的努力就无法满足的需求上。相反地，避免为许多有价值的活动提供小额的捐款，因为这些活动有许多可能的资助者，而且很有可能没有你的帮助也能继续进行。考虑和你的兄弟姐妹一起做重要的项目。关注你的家庭社区，但要有更广阔的视野。判断项目是否符合你的目标以及其成功的机会，而不是谁提出的要求。预计会犯一些错误；如果你只做出“安全”的决定，就不会完成任何重要的事情。

我希望 STB 基金会只专注于一两个重要的问题，尽管我也希望它能不时地在各个领域做出一些较小的贡献，包括一些地方性的贡献。基金会的专注政策在过去产生了非凡的成果，并为未来重演这一业绩提供了最佳前景。

我为 STB 基金会所取得的成就感到无比自豪。你们可以肯定，Susie 也会这么做的。

真诚的，

沃伦·E·巴菲特

关于比尔梅琳达盖茨基金会

Bill and Melinda Gates Foundation (BMG) 董事会

Dear Bill and Melinda:

我非常钦佩 BMG 基金会所取得的成就，并希望大幅扩大其未来的能力。因此，通过这封信，我不可撤销地承诺，为了 BMG 的利益，我将终生每年向其捐赠伯克希尔 B 股。第一年的捐赠将使 BMG 的年度捐款额增加约 15 亿美元。未来，我预计每年捐赠的价值会不规则地上涨，但最终会大幅上涨。

机制如下：我将指定 1000 万股 B 股作为 BMG 的捐款。(我目前只持有 A 股，但很快会将其中一部分转换为 B 股)在每年的 7 月，或您选择的较晚日期，指定股份余额的 5%，将直接捐赠给 BMG 基金会或慈善中介机构，该机构将为 BMG 的利益持有指定股份。例如，2006 年将捐赠 50 万股。2007 年，将捐赠 47.5 万股(占 2006 年缴款后剩余 950 万股的 5%)，此后每年捐出的股份将减少 5%。

这一终生的承诺有三个条件。首先，你们中至少有一个人必须继续活跃在 BMG 基金会的政策制定和管理中。第二，BMG(或任何中介机构)必须继续满足法律要求，使我的捐赠符合慈善性质，而不受捐赠或其他税收的影响。最后，基金会年度捐献支出必须至少等于我的年度捐赠价值加上 BGM 净资产的 5%。我预计会有两年的加速期，在此期间，这项条件将不适用。但是从 2009 年开始，BMG 基金会的年度捐赠必须至少等于我上一年捐赠的价值加上 BMG 净资产的 5%。但是，如果在任何一年超过这一数额，超额部分可以结转，以抵消以后各年的差额。同样，某一年的差额可以在下一年弥补。

当然，伯克希尔股票的价值每年都会有所不同。而且，如前所述，分配的股份数量将每年减少 5%。尽管如此，我相信你可以合理地预期伯克希尔股票的价值会以一种不规则的方式增加，增加的数量超过了将要分配的股票数量的减少。

BMG 可以依靠这一承诺，立即和永久地扩大其捐赠活动。我的医生告诉我，我的健康状况非常好，我当然也感觉到了。然而，如果我丧失行为能力，无法处理我的事务，我将指示处理我事务的人，履行我在这封信中所作的承诺。此外，我将很快写一份新的遗嘱，规定在我去世后，通过分配剩余的指定股份或以其他方式继续履行这一承诺。

我认为伯克希尔的股票是支撑基金会长期健康发展的理想资产。该公司拥有多元化且强大的收益来源，直布罗陀般的财务实力，以及一种根深蒂固的为股东谋求最大利益的文化。优秀的管理者可以接替我。随着伯克希尔进行新的收购和扩大现有业务，我预计它将变得越来越强大，利润也会越来越多。

我希望 BMG 基金会的捐助是深度的，而不是广度的。你们致力于几个非常重要但资金不足的问题，我相信这

项政策最有可能使你们实现具有重大影响的目标。BMG 基金会目前的支出增加一倍，可以提高基金会在解决其目前关注的社会问题方面，已经令人印象深刻的效率。

通过基金会的工作，你们两人都运用了真正非凡的智慧、精力和爱心，来改善数百万人类同胞的生活，他们还没有像我们三个一样幸运。你做到了这一点，而不考虑肤色、性别、宗教或地理。我很高兴为你继续这项工作提供更多的资源。

真诚的

沃伦·E·巴菲特

2012 年 8 月 30 日

Dear Susie, Howie, Peter:

六年前，我承诺向你们每个基金会捐赠 1750 万股伯克希尔 B 股(按 50:1 的拆分比例调整)。

我知道你会运用你们的聪明才智和精力，来充分利用我礼物的资金。然而，你们远远超出了我的期望。你们的妈妈会和我一样为你们感到骄傲。我看到了她对你们所取得成就的影响。

因此，我决定将目前的 12220852 股 B 股的原始认捐额增加一倍。在新的 24441704 股认捐 B 股数的基础上，我将于明年 7 月向三个基金会各分配 1222085 股，之后金额每年会减少 5%。

随着时间的推移，我预计年度分配的价值平均将超过 1 亿美元，尽管每年会有很大差异。我相信你们会以自己的方式明智地使用这笔钱。

爱你的

Dad

2021 年 6 月 23 日

巴菲特关于他每年向五个基金会捐赠伯克希尔股票的评论

今天对我来说是一个里程碑。2006 年，我承诺将我所有的伯克希尔的股票(超过我净资产的 99%)捐给慈善事业。到今天已经捐赠了 41 亿美元，我已经成功了一半。2006 年 6 月，我持有 A 股 474998 股。现在，我持有

238624 股，价值 1000 亿美元。所有这些都注定要做慈善事业。在我的计划进行到一半的时候，我想回顾一点历史，并提出几个主题，供慈善家、政府和公众进一步思考。

一，我的个人情况

世界上最简单的事情就是把对你或你的家人永远不会有任何实际用处的钱送出去。这种给予是没用痛苦的，很可能会给你和你的孩子带来更好的生活。

支付巨额款项的第二步更具挑战性，特别是当目标是，集中解决长期以来难以攻克甚至难以削弱的关键问题。大规模毁灭性武器的幽灵仍然没有减弱。私人慈善事业能缓解网络对社会的威胁吗？

我自己的案例说明了第一个更令人愉快的观点。几十年来，我仅仅通过做自己喜欢做的事，就积累了一笔几乎无法理解的财富。我没有做出任何牺牲，我的家人也没有。复利、长长的跑道、出色的同事和我们令人难以置信的国家都发挥了他们的魔力。社会需要我的钱，而我不需要。

请理解，这些话不是告别演说；我将继续从事我喜欢的工作，做我喜欢的事情，在我喜欢的同事的帮助下，努力配置那些长期信任我的人的储蓄。我仍然享受在球场上带球的感觉。但是很明显，对我来说，这场比赛已经过了第四节，进入了加时赛。

二，最令人敬佩的慈善家

一种比我的善款更令人钦佩的形式是奉献个人时间和精力。我几乎没做什么。那些为了直接帮助他人而献出自己的爱心和时间的人，也许还会加上一份金钱的礼物，要求他们放弃购买有意义的自用物品，他们才是慈善事业的英雄。美国有数百万这样的捐赠者。

这些人无论是指导年轻人、帮助老年人，还是为改善社区贡献宝贵的时间，都没有得到认可。他们没有以自己的名字命名的建筑物，但他们默默地使这些设施，学校、医院、教堂、图书馆等等顺利运作，以造福那些在生活中接受短期救济的人。我没有以类似的方式投入我的时间和精力。

三，我的家族内部的对比

我的姐姐 Doris 去年去世了，她全心全意地帮助了成千上万的人。我把她的努力称为“零售”慈善事业。相比之下，我选择了更容易的“批发”方式，这在很大程度上取决于我在 2006 年选择的五个基金会。我把艰苦的工作委派给了他们。

致力于我的慈善计划 16 年后，我对它的运作感到高兴。五个基金会都制定了自己的路线，所有五个基金会的领导人都努力工作，卓有成效。我个人的参与基本上为零，这让我有时间去做我喜欢的事情。

多年来我一直是我资金的唯一接收者：比尔和梅林达盖茨基金会(BMG)的受托人，一个不活跃的受托人。我现在要辞去这一职位，就像我在伯克希尔以外的所有公司董事会所做的那样。BMG 基金会的 CEO 是 Mark Suzman，他是最近被选中的一位杰出人士，我完全支持他。我的目标与基金会的目标 100% 的同步，实现这些目标，根本不需要我的身体参与。

四，慈善事业现在是一个热门话题

这种关注是恰当的，原因之一是，所有或部分慈善捐款可以为捐赠者带来可观的税收减免。然而，这种好处远非自动产生的。

就我个人而言，我捐赠给五个基金会的 410 亿美元的伯克希尔股票，每 1000 美元只能节省大约 40 美分的税款。那是因为我的收入相对较少。我的财富仍然几乎全部部署在，我通过伯克希尔持股所拥有的纳税企业中，伯克希尔定期将收益进行再投资，以进一步增加其产出、就业和利润。我从其他资产中获得的收入可以让我随心所欲地生活。我的需求很简单，让我在 40 岁时快乐的东西，在 90 岁依然让我快乐。

尽管如此，税收减免对许多人来说很重要，特别是对那些向慈善事业捐赠大量现金或证券的超级富豪来说。国会定期重新审视慈善捐款的税收政策是合适的，特别是针对那些“富有想象力”的捐赠者。

五，富人应该在人生的哪个阶段投身慈善事业？

我每年向我捐赠的五个基金会提供的 16 笔捐款在捐赠时价值 410 亿美元。按照我的指示，这些资金将很快就花掉或承付了。如果我等到现在才把股份给他们，他们就会给这五个基金会带来 1000 亿美元。那么问题就变成了：如果我再等一段时间再分配股票，社会最终是否会受益更多？

我的第一任妻子和我在慈善目标上完全一致。然而，她喜欢在我们年轻的时候捐出一大笔钱，那时我们的净资产只是最终财富的一小部分。我坚持了很久，仍然被复利的结果迷住了。我也被保持对伯克希尔绝对的控制权的愿望所束缚。只是在我妻子去世后，我在 75 岁时踩下了油门。

决定何时从建立慈善基金，转向耗尽这些基金，涉及到一个复杂的计算，它基于所涉资产的性质、家庭事务、很少承认的不“放手”的本能以及一系列其他变量。一种模式绝对不能适合所有人。

六，家族财富在美国仍然是一种选择

与大多数国家相比，家族行为在这里并不常见，它的吸引力可能会减弱。经过对超级富豪家庭的大量观察，我的建议是：给孩子们留下足够多的遗产，可以让他们做任何事情，但不要多到让他们什么都不做了。

我很高兴我的三个孩子(现在都 60 多岁了)，都在从事既花时间又花钱的慈善事业。更重要的是，他们乐于参与帮助别人。他们遗传了他们母亲的基因。

七，结论

我很乐观。尽管反对者比比皆是，就像我一生中遇到的那样，但美国最美好的日子肯定还在前方。自 1776 年以来，这里发生的一切都不是历史的偶然。

慈善事业将继续将人才与资本结合起来。企业和政府也将如此。每一种力量都有其独特的优劣势。它们结合在一起，将创造一个更美好的世界，一个对子孙后代来说更美好的世界。

2023 年 11 月 21 日

今天，沃伦·E·巴菲特将 1600 股 A 股转换为 240 万股 B 股，以便将这些 B 股股份捐给四个家族基金会：Susan Thompson Buffett 基金会 150 万股，Sherwood 基金会、Howard G. Buffett 基金会和 NoVo 基金会各 30 万股。这些捐款已于今天送达。

巴菲特对其他股东的解释如下：

上面列出的捐赠重复了去年感恩节时的捐赠。它们补充了我在 2006 年作出的一些终身承诺，这些承诺会一直持续到我去世(我现在 93 岁，感觉依然很好，但完全意识到我在打加时赛)。2006 年的认捐可在 BRK 官网

berkshirehathaway.com 上查阅，其中包括各种条件，所有这些条件都将继续得到接受捐赠者的满足。

我的三个孩子现在的年龄在 65-70 岁之间，这让他们的父亲很难相信。几年来，他们的基金会已经分发了大量的款项，偶尔也会分发给同一个受赠者。然而，通常情况下，这三者遵循的是不同的道路。

我的孩子们，还有他们的父亲，都有一个共同的信念，那就是，尽管在包括美国在内的世界大部分地区，家

族财富都是合法和普遍的，但并不可取。此外，我们有很多机会观察到，富有并不使你变得聪明或邪恶。我们还一致认为，资本主义不管它有什么弱点，包括它给公民带来的财富和政治影响力方面的巨大差异，它都已经创造了一个奇迹，并将继续创造奇迹。美国就是这一信念的最好例证，我们四个人都为自己出生在美国而感到幸运。

我的三个孩子是我目前的遗嘱执行人，也是慈善信托的指定受托人，根据遗嘱的规定，他们将获得我 99% 以上的财富。他们在 2006 年还没有完全准备好承担这一令人敬畏的责任，但现在他们准备好了。

在管理遗嘱信托时，三者必须一致行动。由于死亡的随机性，都必须始终指定接任者。信托的章程将会很宽泛。关于慈善事业的法律会不时改变，明智的受托人比那些早已去世的人所写的任何约束都更可取。无论规则是什么，但规则是必要的，而且私人慈善事业在美国将永远占有重要的地位。

遗嘱信托将在十年左右后自行清算，并在精简人员的情况下运作。在可能的情况下，它将由伯克希尔的股票提供资金。伯克希尔是世界上最大、最多元化的公司之一，再决策和行为上将不可避免地遇到人为错误。这些都发生在所有大型组织，无论是公共组织还是私人公司。但这些错误在伯克希尔不太可能是严重的，它会得到承认和纠正。我们有合适的 CEO 来接替我，也有合适的董事会。两者都是必需的。

在短期内，我持有的大量伯克希尔股份将支撑伯克希尔的独特特征和行为。然而，不久之后，伯克希尔将赢得它应得的声誉。衰败可能发生在所有类型的大型机构，无论是政府机构、慈善机构还是营利机构。但这并非不可避免。伯克希尔的优势在于它是为了更持久而建立的。

我去世后，我的资产处置将会公开，没有使用'富有想象力'的信托或外国实体来躲避公众的监督，就是一份简单的遗嘱，可供 Douglas 县法院检查。

在感恩节，我有很多要感谢的。我祝愿所有伯克希尔的合伙人以及你们的家人，健康幸福。

关于伯克希尔

伯克希尔及其子公司从事多种商业活动，包括保险和再保险、公用事业和能源、铁路货运、制造、零售和服务。公司普通股在纽交所上市，交易代码为 BRK. A 和 BRK. B。

2024 年 6 月 28 日

今天，沃伦巴菲特将把 8,674 股 A 股转换为 13,011,000 股 B 股，向五家基金会捐赠 13,008,758 股 BRK-B 股：9,930,357 股捐赠给 Bill & Melinda Gates 基金会信托基金，993,035 股捐赠给 Susan Thompson Buffett

基金会，695,122 股分别捐赠给 Sherwood 基金会、Howard G. Buffett 基金会和 NoVo 基金会。这些捐赠将于今天交付。目前，巴菲特先生持有的伯克希尔股份包括 207,963 股 A 股和 2,586 股 B 股。

巴菲特先生的评论如下：

对五个基金会的终身捐赠承诺的数学计算很有意思。2006 年 6 月 26 日我制定了年度赠款计划时间表，此后又向五家受赠基金会中的四家提供了大笔赠款。最初做出捐赠承诺时，我拥有 474,998 股伯克希尔 A 股，价值约 430 亿美元，这些股票占我净资产的 98%以上。在捐款之前，我已将 A 股先行转换为 B 股。

在随后的 18 年里，我既没有买入也没有卖出任何 A 股或 B 股，也不打算这样做。五个基金会收到伯克希尔 B 股时的价值约为 550 亿美元，大大超过了我在 2006 年时的全部净资产。我没有任何债务，剩余的 A 股价值约 1,270 亿美元，约占我净资产的 99.5%。

伯克希尔并没有发生什么特别重大的事情；一条很长的跑道、简单但总体稳健的资本配置、美国的顺风 and 复利效应造就了我目前的财富。我的遗嘱规定，我 99%以上的财产将用于慈善事业。终身承诺在我去世时失效，或者在 2006 年信函中规定的某些条件出现时提前失效。所有这些条件都将继续得到满足。

我在 2023 年 11 月 21 日的信中列出了我的遗嘱程序，这些程序在我去世前不太可能更改。我去世后，我当时的遗嘱就会公开。

关于伯克希尔

伯克希尔哈撒韦公司及其子公司从事多种商业活动，包括保险和再保险、公用事业和能源、铁路货运、制造业、零售业和服务业。公司普通股在纽交所上市，交易代码为 BRK. A 和 BRK. B。

巴菲特接见 Dardashti 2007

2007 年 1 月 19 日

Dardashti 资本管理公司
ShaiDardashti 管理合伙人
Shai@DardashtiCapital.com

2007 年 1 月 19 日，我飞往内布拉斯加州奥马哈市，亲手向沃伦巴菲特书面请教了一些问题(见附录)。

信中主要针对巴菲特先生的早期投资提出了以下问题：

在第一次我安排的问答中，你告诉我，现在(2005 年 5 月 23 日)你是"85%的格雷厄姆和 15%的费雪"。

如果你今天 20 多岁，同样希望管理不到 1 千万美元的资金，并且可以自由地将资金分配到 8 千多个机会中(甚至不考虑任何海外的机会)，你的心智模式网格会主要搜索以下内容吗？

1, 1957 年的情况：类似于大韩面粉公司(Daehan)。

2, 1987 年的情况：类似于穆迪公司。

对于我提出的 1091 个字的问题，巴菲特先生手写了 8 个字的答复：**两种都可以。前者更适合小额资金，后者更适合大额资金。**

谨启

Shai Dardashti

附录：原文

Dear Warren：

和其他成千上万试图联系你的年轻人一样，我在学校里一直是那个读高中时只看报纸商业版而不看体育版，读大学时只看"雅虎财经"而不看"雅虎体育"的孩子。

我第一次读《巴菲特之道》是在 13 岁，我走进当地图书馆寻找一本关于投资的书。我第一次给您写信是在我 17 岁的时候，当时我觉得我确实有理由恳求您的关注。21 岁时，我第一次有幸与您握手，当时我组织了一次马里兰大学的学生拜访之行(2005 年 5 月 23 日)。我在接到通知后的 48 小时内长途跋涉 1000 英里，第二次(2007 年 1 月 19 日)与您握手。并亲手将这封信交给您。

我的父亲是 1967 年从伊朗逃出来的，当时他只有 12 岁，抛下了父母，独自在费城的姑姑家生活。我的母亲来自宾夕法尼亚州的一个小镇，她的许多家人都是大屠杀的受害者。如果你真的在读这条信息，那我确实是世界上最幸运的人之一。

我认为，能够向您传达这种交流，其幸运程度就像一个哲学系学生与柏拉图对话一样；"时间、技术和气质"三者齐头并进的概率是统计学上的反常现象。在"鸟巢彩票"中，我得到了一张再好不过的彩票了。

我读过你的"致合伙人的信"、"致伯克希尔股东的信"，也读过你写的文章和关于你的书，但仍有一个问题挥之不去。如能得到任何指导，将不胜感激。

致以最诚挚的谢意

Shai Dardashti

巴菲特先生，1999 年 6 月 23 日，您在商业周刊上写道：

如果我今天有 100 万美元，或者 1000 万美元，我也会全额投资。任何说规模不会影响投资业绩的人都是在卖弄。我取得的最高回报率是在 1950 年代。我完胜道指。你应该看看这些数字。但那时我投资的规模只是个花生米。钱不多是一个巨大的结构性优势。我想我能用 100 万美金给你带来 50% 的收益。不，我知道我可以，我保证。

最近，晨星公司发布了一份报告：

芒格还回顾了巴菲特在伯克希尔年会上就 2002 年韩国金融风暴期间韩国股票变得多么便宜发表的评论："当时大韩面粉公司的股价是收益的两倍。沃伦觉得自己又变年轻了"。

据我所知，从你们多年来的投资模式中，我认识到了两种"心智模式"：

1957 年的格雷厄姆方法

1993 年，您在哥伦比亚大学学生的一次演讲中分享了自己的观点：

从哥伦比亚大学毕业后，我工作的第一家公司是一家在奥马哈运营的五人经纪公司。它订阅了穆迪工业手册、银行和金融手册以及公共事业手册。我一页一页地翻完了这些书。

我在罗切斯特附近找到一家名为 Genesee Valley Gas 的小公司。它有 2.2 万股股票。这是一家公用事业公司，其每股收益约为 5 美元，好处是你可以以每股 5 美元的价格买入。（即使考虑通货膨胀因素，2.2 万股每股 5 美元的价格也意味着市值远低于 100 万美元。）

我在堪萨斯州 Fort Scott 找到了西部保险公司 (Western Insurance)。穆迪财务手册上的价格区间是 12-20 美元。每股收益是 16 美元。我在当地报纸上登了一则广告，想买这只股票。

我在新贝德福德找到了联合街铁路公司 (Union Street Railway)，这是一家公共汽车公司。当时它的售价约为 45 美元，我记得当时每股有 120 美元现金，没有负债。

同样，据我所知，在 2005 年末，您曾向一群哈佛学生解释过以下内容：

花旗集团发送了一份韩国股票手册。在 5、6 个小时内，就找到了 20 只市盈率为 2-3 倍、资产负债表强劲的股票。1998 年后，韩国金融市场遭受重创。各公司过度谨慎构建资产负债表，包括年盈利能力为 1.5 万韩元的大韩面粉公司，以 2 倍多的市盈率出售。当时的策略是购买 20 家这样公司的股票，从而分散其中一些公司由骗子经

营的风险。1 亿美元很快就投入其中。

1987 年的菲利普费雪方法

以下节选自卡罗尔卢米斯 1988 年 4 月 11 日发表在《财富》杂志上的一篇文章，它以有趣的方式阐明了伯克希尔在 1987 年前后的运作方式：

非同寻常的盈利能力(高 ROE 低债务，即高 ROIC)

...但在 1987 年的年报中，生意人巴菲特站出来指出，这些企业及其经理人是多么优秀。他说，如果“七圣徒”在 1987 年作为一个单独的企业运营，那么它们将雇佣 1.75 亿美元的权益资本，只支付 200 万美元的净利息，税后收益为 1 亿美元。股本回报率高达 57%，这是非同寻常的。正如巴菲特所说，“你在任何地方都很少看到这样的百分比，更不用说在具有名义杠杆作用的大型多元化公司了”。

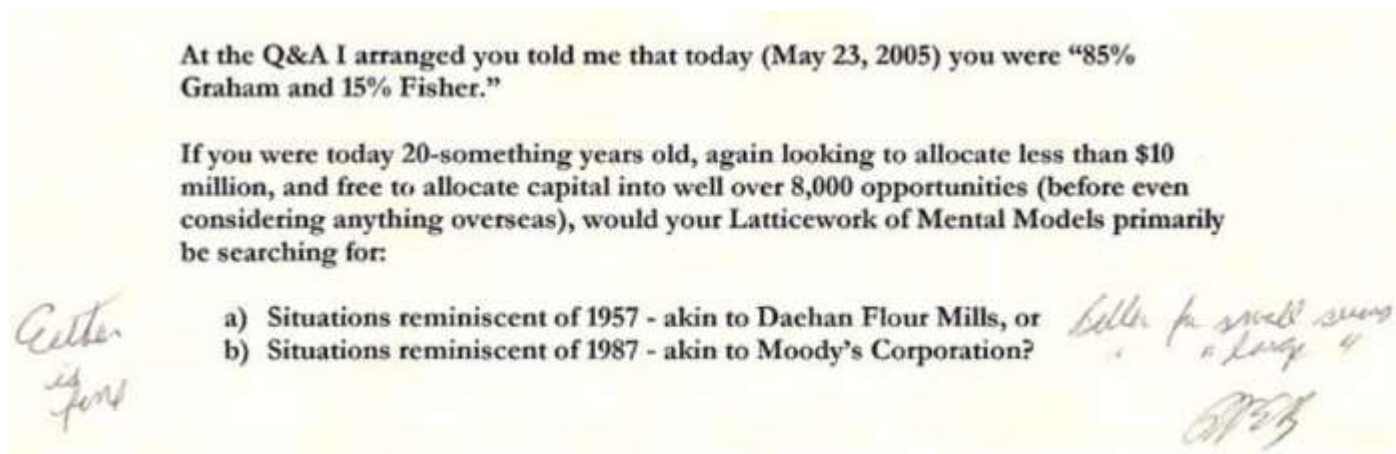
非同寻常的增长(留存收益再投资的机会)

...1986 年，Heldman 家族的一些有识之士看到了这则广告，并给巴菲特带来了他们的制服企业 Fechheimer。这家企业的利润只有 600 万美元左右，比巴菲特理想中的经营规模要小得多。

...几百英里外的 Fechheimer (...1987 年销售额：7500 万美元)

为好生意支付合理的价格

...到 1972 年，蓝筹印花公司(BlueChipStamps，伯克希尔的子公司，后并入母公司)以三倍账面价值的价格收购了喜诗糖果公司，从此开启了好生意时代。巴菲特说：“查理对我的影响巨大。天啊，如果我只听 Ben 的话，我会变得更穷”。



巴菲特的回复，左边：Either is fine.

右边：Better for small sums.

... large ...

巴菲特：对话佐治亚大学学生 2007

2007 年 1 月 Terry 商学院 Sham Gad 整理

开场白

每个人都有实现梦想的潜能。关键是要让我们每个人都发挥出自己的能力。我请大家玩一个游戏。假设这节课结束后，你们有一个小时的时间来挑选一位同学，在他的有生之年，你将拥有他收入的 10%。除了选父亲最有钱的那个(笑声)，你还会选最有效率的那个人。我预测，你不一定会选成绩最好或智商最高的学生。相反，你会寻找最正直、最聪明的人。想想一个拥有 300 马力发动机并以 300 马力运转的人，与一个拥有 400 马力发动机但以 150 马力运转的人相比，你每次都会选择 300 马力的那个人。我想说的是，你应该成为一个高效率的人。

习惯的枷锁，开始的时候，它轻的难以察觉，直到后来，却重的无法摆脱。

问答要点

1, 为什么投资伯克希尔

听众：鉴于东北部纺织业的持续衰退，以及新贝德福德和该行业其他公司的经济低迷，是什么促使您在当时收购伯克希尔哈撒韦公司的？

巴菲特：1962 年，我从本格雷厄姆那里学到了如何评估企业。他还用雪茄烟蒂来比喻购买企业：你通常能从中得到一口好烟，而且是免费的。伯克希尔在二战后赚了很多钱(比辉瑞和默克还多)，然后就开始走下坡路。1955-1965 十年间，伯克希尔从 12 家工厂减少到 2 家，随着工厂的关闭，他们回购了自己的股票。1962 年，我们以每股 7.3 美元的价格购买了 100 万股中的 10 万股，公司的营运资本为每股 10-11 美元。我知道我不会以低于营运资本购买而赔钱。公司虽然亏损，但也在通过关闭工厂释放资产。

西伯利·斯坦顿(Seabury Stanton)当时在管理伯克希尔，我去拜访了他。我们达成协议，伯克希尔将以 11.5 美元的价格回购我持有的股票。因此，我无法继续购买股票，因为我有内部消息。几周后，我收到了 Old Colony Trust 的来信，信中提出了 11.375 美元的收购要约。下周初，Seabury 以 11.375 美元的价格投标。因此，我开始购买更多的伯克希尔股票。Seabury 的其他家庭成员把他们的股票卖给了我，我获得了公司的控股权。家族成员对 Seabury 也不是很满意。我们一直经营到 1985 年。

喜诗糖果是资本支出单项回报率较低的一个例子(扩张无效)，但由于 See's 糖果公司的品牌响亮，整个公司却赚得盆满钵满。我们在 1972 年买下了喜诗糖果，从那时起，我们每年都会在圣诞节的第二天提价，但这从未损害

过公司的业务。**我们在投资时会问一个问题：你需要等多久才能提价？**如果今天你是一家航空公司，你想提价，一个小时后，你就会因为竞争而降价。而像喜诗糖果这样的好品牌却不会这样。即使我给你一亿美元，当然我不会真给你，但如果我给了你，你也无法损害喜诗糖果在三千万加州人心目中的品牌形象。只有喜诗糖果能做到这一点。**品牌是，他们承诺提供人们所期望的质量和服务。**

2, 关于慈善捐赠

听众：巴菲特先生，您曾形容伯克希尔是您的油画杰作，是一个大师级的商业实体，自您接手以来，股东权益的年复合增长率达到 21.5%。您将自己的工作描述为资本配置者，并称从事这项工作是您一生的乐趣。2006 年 7 月，您将积累的所有伯克希尔股份分配给比尔梅林达盖茨基金会和其他四个基金会。这一慈善举动规模巨大，执行卓越，目标远大。现在，比尔梅林达盖茨基金会的工作就是每个工作日为您的捐款分配 1500 万美元。在您的心目中，这一令人难以置信的行动的哪个部分对您来说最担忧或最重要，为什么？

巴菲特：**实际上，15 年前我就在心里把股票捐给了别人，在心理上建立了一个信托。**我妻子去世后，我不得不做点什么。我与比尔和梅琳达讨论了我的计划后不久，他们给了我一本亚当斯密《国富论》的原版。在第一章中，亚当斯密谈到了"劳动专业化"，其中谈到了市场，并允许各国专业化并从事自己擅长的工作。迈克泰森(Mike Tyson)不会试图经营伯克希尔，我也不会试图和 Tyson 打拳。这就是我对慈善事业的看法。

我开始寻找那些更年轻、更聪明、更有经验、用自己的钱做慈善的人。我寻找目标相似的人，他们会把钱用得最好。实际上，我把我的慈善事业外包了出去，这样就不用费脑子了。

我在《财富》杂志的文章中说过，商业是我喜欢的游戏，因为我可以击中容易的投球。泰德威廉姆斯(Ted Williams)曾写过一本关于击球的书，他说，**要想在棒球比赛中取得成功，就必须等待最佳的投球。**喜诗糖果对我来说就是一个简单的投球。这不像奥运会跳水比赛，一个人可以完美地完成一个简单的跳水动作，但得分却低于那些尝试难度系数更大的跳水动作却可能溅起巨大水花的人。跳水比赛是按照难度来评判的。

慈善事业与投资的难易程度正好相反。慈善事业是要解决社会上最棘手的问题，因此你会经常失败。我个人不喜欢失败，所以我宁愿让别人去做。我个人也不喜欢去做一些得不到任何反馈的工作。事实上，我还预期一些项目会失败。我现在的预期寿命还有 12 年，在这段时间里，我应该能为我的"捐款"再增加数百亿美元。我要坚持做我喜欢做的事，我很高兴其他人会努力把钱捐出去。

我只是幸运地在正确的时间出现在正确的地点。换个地方，换个时间，我不会这么成功。社会让我赚到了钱，我的钱也应该回归社会。

3, 关于人性

听众：您曾说过，过去 50 多年是美国证券市场投资的一个特殊时期，有无数的错误定价。您认为类似的事情还会再次发生吗？如果您今天 26 岁只有 100 万美元，您将如何获得您说过的用较少资金就能获得 50% 的回报？

巴菲特：有吸引力的机会来自于对人类行为的观察。1998 年，人们的行为就像受惊的穴居人(LTCM 公司的崩溃)。机会是人们自己创造的。他们会因恐惧而畏缩，因贪婪而兴奋，智商、学历等并不重要。能实现每年增长 50% 的是小规模资本，大规模资本做不到。问题的关键是，我是在寻找盈利丰厚的股票中致富的。

过去 50 年并非独一无二。投资只是将人类的行为资本化了。当其他人因恐惧而畏缩，因贪婪而兴奋时，正是人们自己创造出了机会。如果你能将情感从行为上分离，人类行为就能带来成功。

1951 年，20 岁的我从学校毕业。当时有两家股票信息出版商：穆迪(Moody's)和标准普尔(Standard and Poor's)。我用的是穆迪，我翻烂了每一本穆迪手册。我最近在亚马逊上买了一本 1951 年版的穆迪手册。在第 1433 页，有只股票你可以赚到钱。它每股收益为 29 美元，股价区间为每股 3-21 美元。在另一页上，有家公司每股收益为 29.5 美元，股价区间为 27-28 美元，是收益的 1 倍。找到这样低估的东西，找到这些还没有被关注的东西，你就能发财。

几年前，我得到了一本关于韩国股票的投资指南。我开始翻阅它。感觉就像回到了 1974 年。看看这家大韩面粉公司-DaeHan，我不知道该怎么读，它是一家面粉公司。它前一年利润为 12879 韩元。现在它的账面价值为 20 万韩元，利润为 1.8 万韩元。交易价格最高为 4.3 万韩元，最低为 3.5 万韩元。当时，它的现价是 4 万韩元，是盈利的 2 倍。在 4 个小时内，我找到了 20 家这样的公司。

关键是没有人会告诉你这些公司的情况。没有关于 DaeHan Flour Company 的经纪人报告。当你这样投资时你就会赚到钱。当然，有一两家公司可能会是糟糕的选择，但其他公司会弥补你的损失。不是所有的公司都是好公司，但有些公司会是好公司，这些公司会让你发财。这不是发生在 1932 年，而是 2004 年！未来 30 年，这些机会还会出现。运气背的时候，你会连续遭遇一些糟糕的公司而亏钱，但你也会有几次做什么都赚大钱。

华尔街的分析师都是聪明人，他们更擅长数学，但我们更了解人性。在你的投资生涯中，会有几次机会，其

中会有一两次不会错。例如，1998 年纽约联储发行的 30 年期国债收益率，比 29.5 年的国债收益率扩大到了 30 个基点，这导致 LTCM 的对冲策略崩溃。(一般国债发行半年后，人们会逐渐把债券雪藏冻结起来，这会导致流动性不足，如果要卖出，就需要折价 10 来个基点交易。拉长来看，价差会缩小，对冲策略能赚钱。但价差扩大就会亏损。)而 LTCM 以 10 个基点的价差进行了对冲交易，但这是一个非常拥挤的交易(价差太小了，必须上杠杆)，即使他们有 100%的把握赚钱，但他们承受不起任何风吹草动。这些人都是麻省理工学院的毕业生，非常聪明，他们的高杠杆交易几乎弄崩了整个金融系统。**我更了解人性，此时绝对是采取行动的好时机。**

4, 关于海外投资

听众：巴菲特先生，在考察其他国家的投资机会时，您是看该国的整体财务状况，还是关注外国具体公司的财务状况？您提到投资韩国公司，您是否考虑过所投资国家的状况？

巴菲特：我们关心公司所在国家的状况。在美国以外的国家投资是有劣势的。几年前，我们希望投资俄罗斯的尤科斯石油(Yukos)或者中国石油时，我们最终选择了中国石油，**因为那里的政治局势比较稳定**。结果证明这是一个正确的决定。我关心我所投资的国家 and 地缘政治环境。

中国石油的售价为 350 亿美元，只有埃克森石油的四分之一，但利润却相当于埃克森的 80%。有一天，我在阅读公司的年报时，看到董事长在报告中说，**公司将把利润的 45%作为股息发放，这比任何一家类似的公司都要多得多，我喜欢这种安全感**。如果这是一家美国公司，它将以 850 亿美元的价格出售；这是一家优秀、稳健的公司。我不像理解美国文化那样理解中国文化。不过，他们在年报中说，他们将把盈利的 45%作为股息派发，基本上就是说，如果他们赚钱了，就会派发股息。我投资了 4.5 亿美元，现在价值 35 亿美元。**我决定在中国投资而不是俄罗斯，是因为我更喜欢中国的投资环境。**

7 月，尤科斯公司的所有者米哈伊尔霍多尔科夫斯基(Mikhail Khodorkovsky 当时的俄罗斯首富)与我共进早餐，并向我咨询他们是否应该在纽约上市，以及考虑到美国 SEC 的规定，这样做是否过于繁琐。四个月后，霍多尔科夫斯基入狱。普京把他送进了监狱。他与普京叫板但输了。他在地缘政治思维上的决定是错误的，现在公司完犊子了。中石油是更好的投资选择。45%的分红是个疯狂的数字，但中国信守了承诺。我从来没有像在美国那样开心过，**因为其他地方的法律更不确定，但关键是要买到便宜的东西**。俄罗斯的地缘政治环境很糟糕。另一方面，中国一直信守承诺，支付红利。事实上，当红利支票到账时，它被计算到小数点后 10 位，他们很守信用。我

不了解中国的税法，但你可以用低价买到好企业。

在伯克希尔，你必须投资数亿美元才能有所作为。我们的问题是找不到值得投资的东西。

5, 关于非洲市场

听众：鉴于非洲的信息闭塞和局限性，您如何找到高于平均水平的股票？在获取可接受的信息方面，您的最佳建议是什么？

巴菲特：在非洲，除了戴比尔斯(DeBeers)、英美资源(Anglo-American)或南非米勒(SABMiller)之外，没有太多足以让伯克希尔关注的公司。此外，关于这些公司的信息也不多。我知道南非可获得一些股票信息。但关键是要获得优质的信息。相比之下，韩国有很多信息可供使用。网上有 Kissline，几秒钟之内，我就能获得韩国证券交易所的信息、年度甚至季度信息。我不确定南非是否也有同样的在线信息。

这没关系，因为我不需要赢得每一场比赛，只需要赢得我玩的比赛。我的办公室里有三个邮件箱子：IN、OUT 和 TooHard。我和麻省理工学院的学生开玩笑说，我应该有一个 TooHard 的垃圾箱，他们就真给我做了一个，现在我有了并且一直在用。

我只对我真正喜欢的球挥棒。如果你一生中这样做 10 次，你就会变得富有。你应该像拥有一张有 20 个孔的打孔卡一样进行投资，你一生中的每笔交易都打一个孔。

我认为，如果人们一生中只有 10 次购买股票的机会，他们会过得更好。你知道会发生什么吗？他们会确保每次购买都是一次好的投资。在购买之前，他们会做很多很多的研究。

你不需要有很多 4 倍增长的机会就能致富。你不需要投资很多，但股市环境让你觉得你需要一直做些什么。

6, 关于理性

听众：你如何定义自己的性格？您认为您性格中的哪一部分对您的成功助力最大？

巴菲特：你需要的重要品质是智力(Intelligence)、耐心(Patience)和兴趣(Interest)，但最大的一点是要保持理性(Rationality)。但 1997-98 年，人们失去了理智。人们被其他人的所作所为所迷惑。

不要被别人的行为所迷惑。做一个逆向投资者不是关键，从众也不是关键。关键是你的行为需要挣脱情感的束缚。你需要思考你的周围发生了什么。在这方面，在奥马哈的生活对我很有帮助。我在纽约时，不到中午就有 50 个人在我耳边说悄悄话。有时这很难摆脱，就像互联网热潮袭来时。没人喜欢看到自己的邻居做蠢事还

眶赚钱。这就像灰姑娘的舞会，我想我就再跳最后一支舞吧，还没到午夜呢。这听起来很容易，但离开派对真的很难。股票的问题在于它们没有时钟，你不知道什么时候会到午夜，因此你很难轻松离场。

我的搭档查理芒格和 GEICO 的 Tony Nicely 总是很理性。即使 160 的智商也能说出听起来不错的蠢话。无论智商是 120 还是 160，人们都会做蠢事。保持理性是唯一能帮助你东西。

你总是可以提高自己的理性思维。有一件事可以帮到你，那就是在购买前写下购买股票的理由。写下：我以 3 千亿美元的价格买入微软，因为.....要强迫自己把理由写下来。这会让你的头脑更加清晰，纪律更加严明。这种练习会让你更加理性。

7, 关于指数基金

听众：您对交易所交易基金有何看法，如何准确判断？

巴菲特：ETF 是进入股市或行业的一种相当低成本的方式。我们不持有任何 ETF，以后也不会持有。

我向那些不想花时间研究市场的人推荐指数基金。它们适合 95%的人。

如果你在投资游戏中一无所获，你就不应该期望自己能获胜。

8, 关于慈善成败

听众：您希望如何解决非洲艾滋病治疗的行政成本问题？

巴菲特：比尔和梅琳达盖茨基金会比我更能解决这些问题。我的工作是为他们更多的钱，这样他们就可以做更多的工作。我更适合筹集资金，让其他人去做他们擅长的工作。与政府相比，我们可以通过私人慈善机构做更多的事情。比尔盖茨认为每个人的生命都是宝贵的；相比其他国家，我们美国更少需要帮助。

我们判断慈善成功的标准是，我们解决问题的智慧，而不是成败。

9, 关于卵巢彩票

听众：继承税或遗产税一直在国会争论不休，但您的立场没有改变，您认为应该保留这一税种。您能否就立法者为何不应修改这一税法谈谈您的看法？

巴菲特：这不是死亡税。每年美国有 220 万人死亡，其中只有 4 千份遗产会被征税。联邦政府每年从遗产税中征收了 300 亿美元，而这些遗产的继承人中，很大一部分将获得 5000 万美元或更多。

我们必须扪心自问，什么才是适合我们社会的税收政策。让我用一个游戏来说明。想象一下，在你出生前 24

小时，一个精灵来到你身边，让你设计你将要来到的世界。你可以定义这个世界的所有政治、经济和社会的各个层面。但有一个问题。你必须从 60 亿张彩票中抽出一张。在这张彩票上，将写下你在这个世界上的特征，比如，你将出生在美国还是孟加拉国，你是男性还是女性，黑人还是白人，弱智还是正常等等。你会怎么做？你会设计一个讲规则的世界，这个规则最初会促进富足。你将创造一个富足的社会，一个人人富有生产力，能够产出大量商品的世界。其次，你希望公平。你会希望产出被广泛分发。你会设计一个远离恐惧的自由世界，免于年老危机的世界。你希望机会均等，有市场体系，最优秀的人在最适合的岗位。你会希望这个世界能够照顾到那些拿到糟糕彩票的人。这与宗教无关，我是不可知论者。在我出生的时候，我出生在美国的几率大约是 50 比 1。我中了鸟巢彩票。你要确保所有幸运儿都有继续工作的动力。此外，你还希望其他人拥有的机会均等，而不是结果均等。更重要的是要有一个良好的法治体系。你们还希望确保人尽其才，各得其所。你还希望帮助其他没有机会的人。我可以建立这样的制度，让我的子孙十代都不用工作。这样一来，我的后代实际上就从积极进取的人群中被剔除了。富人的后代有可能成为福利领取者。很多家族(我就指名道姓了)创造了社会为他们家族做出贡献的王朝，就因为他们是"幸运精子俱乐部"的一员。他们将不再使用食品券，而是拥有股票和债券。遗产税改变了建立家族王朝的能力，使后代脱离了工作群体，即生产性公民群体。

我们都参加了鸟巢彩票，这可能是我们做过的最重要的事情。事实上，你们都是商学院的学生，你们都很聪明，而且前途无量；如果你们有机会用自己的彩票换取挑选 100 张彩票的机会，而你们必须从中抽取一张。你会这样做吗？我认为你不会这样做。因为在这 100 张彩票中，只有 4-5 张会出生在美国。在这些人中，没有多少人会走上你的道路。所以，我们是社会中最优秀的 1%，我们非常幸运。我的后代是社会上层 10%中的一员。这意味着你是世界上最幸运的 1%。

10, 关于地产投资

听众：在您职业生涯的早期，您买了一些土地租给了当地的一些农民？您为什么没有继续投资房地产？

巴菲特：我 14 岁时就开始投资农场房地产。整个交易由别人处理的，我只是买了 40 英亩地。一个人在土地上耕种，收获 X 蒲式耳(bushel)大豆，然后在市场上以每蒲式耳 X 美元的价格出售，然后说这是你的支票。我在这项投资中几乎什么也没做。我不知道他是否真的收获了他所说的大豆，也不知道他是否卖出了他所说的大豆，更不知道他是以什么价格卖出的。这有点像有人把所有奶牛都混在一个牛群里，当他们把牛群带到市场时，牛群

的主人说，对不起，你的牛都死了。你怎么知道哪些牛是你的？

1980 年末储贷危机爆发，土地每英亩售价 2000 美元。一英亩地能生产 120 蒲式耳玉米或 45 蒲式耳大豆。按每蒲式耳几美元计算，基本上每英亩收入为 80 美元。按照当时的利率，每英亩要支付 150 美元的利息。因此，你得到的是 80 美元，而付出的是 150 美元，这根本不合理。银行家们疯狂地以每英亩 2000 美元的价格贷款给农场，利率为 10%，以生产每英亩 80 美元的作物。

在很多人损失惨重之后，联邦存款保险公司 FDIC 接管了这些农场，并最终每英亩以 600 美元的价格出售，这在当时是一笔不错的交易。FDIC 接管了数百个农场，因为人们都疯了，赔得血本无归。

储贷协会失去了资本基础，政府拥有了价值 1 亿美元的房产，需要低价抛售，这是一个赚钱的机会。但我仍然不喜欢农场，因为它们太被动了。我还是不喜欢种地，我儿子喜欢种地，但我不喜欢。

11, 关于考察管理层

听众：巴菲特先生，有充分的证据表明，您不管理您旗下的经理人。您是对人有很强的直觉吗？还是在评估想要收购的公司的管理层时，您有一套程序？

巴菲特：好问题。我在收购时问他们的问题是：他们卖掉自己的生意后还会继续工作吗？

你们是爱钱，还是热爱自己的生意？如果他们是热爱自己的生意，那我们就会成交。如果是爱钱，那也没关系，只是这不是我们要找的人。我不需要找出所有能得 10 分的人，我只需要确保和我交易的都是 10 分的人。我不能对着全班同学说，“你是 6.5 分，你是 8 分”。我只需要找到几个 10 分的就可以了。

在评估一个企业主时，我有直觉吗？有时会有。人们会把自己暴露出来，我不知道是什么。我们在伯克希尔没有任何合同；人们留下来是因为他们对自己的事业充满热情，我不想搞砸这一点。即使他们已经 65 岁也不会有什么变化。我有 40 位 CEO 在伯克希尔旗下的公司工作。自 1965 年以来，他们中没有一个人从伯克希尔跳槽。如果我告诉 GEICO 的路易辛普森(Lou Simpson)上午 9 点必须到办公室，而他只能有一个小时的午餐时间，他就会离开。我不需要找出每个 10 分的人，我只需要确定我们投资的那些人是 10 分。

12, 关于爱与恐惧

听众：Niccolo Machiavelli 说过，一个人可以让人敬畏，也可以让人爱戴。但一个人可能更希望被人畏惧而不是被人爱戴。你同意这句话吗？您是否遇到过“恐惧”大于“爱戴”的情况？

巴菲特：作为管理者，我不相信恐惧。本格雷厄姆，唐·基奥(Don Keough)和我的父亲，都是我曾经为之工作过的人，他们从未试图让人们因恐惧而做出反应。某些行业可能是有利的，比如野战排长，但即便如此，如果你回头抛弃你的战友..... 也许在某些情况下需要这样做：为一名警察这样行动。

我不会那样做的，我不喜欢这种生活。我相信最强大的力量是爱，这是与人打交道的最有效方式。我不想过一种人们害怕我的生活。人们在恐惧中无法正常工作。在某些同归于尽是最最终结果的情况下，恐惧是好事。但在伯克希尔不是这样，爱是更好的运作方式。

顺便问一下，马基雅弗利做得怎么样？500 年后的没有人信仰 Machiavelli 宗教，不是吗？

13, 关于错误

听众：有时，我们从失败中学到的东西比从成功中学到的更多。你认为自己最大的错误或失败是什么？

巴菲特：我犯过很多"不作为"(omission)的错误，而不是作为(commission)的错误。据我所知，有几次损失了 100 亿美元。如果一个企业卖得很便宜，而我没有买，我认为这就是失败的。正如查理所说，我在那件事上是在吮拇指(sucking my thumb)。我在购买 Dexter 鞋业时做了一笔糟糕的交易，我也没有从中学到什么。我花了 4 亿美元买下了它，但最大的错误是我放弃了投资现在价值 30 亿美元的股票。

你会犯错误。你不可能在比赛中不犯错误。我没有停下纠结这些，我只是继续向前看。

大多数商业错误都是不可挽救的挫折，但你还有别的机会。

人生有两件事是再也没有机会的，一是嫁错了人，二是如何对待自己的孩子。

事业，你只需继续向前。在错误中纠结是错误的，也是徒劳无益的。这就像马克吐温关于坐在热炉子上的猫的故事，它再也没有坐在热炉子上，但它也再也没有坐在冷炉子上。

14, 关于投资的道德问题

听众：说到价值观和道德，你把钱捐给谁是否与道德有关？为什么？

巴菲特：查理和我去孟菲斯考察一家嚼烟公司 Conwood。最后，我们决定不想拥有它。我们会买烟草公司的股票，但我们不想经营它。

查理最喜欢的公司好市多 Costco 就是一个很好的例子，它是美国第三大香烟经销商，但你不会因此而避免购买它的股票。你会为了躲避这些东西而把自己逼疯的。我们的理念是，你不可能对有价值证券进行分级，但我们购

买股票不会有任何障碍，只是不会涉足某些行业的经营。

我认为，能源生产应该转向核能。它清洁、廉价、安全。煤炭排放对环境有害。但它仍然是一家好公司。不可能根据道德活动对有色证券进行评级。伯克希尔已经购买并将继续购买公司，但不会购买有某些行为的公司。

中国石油拥有苏丹 40%的石油，而这些石油是苏丹政府所有的。如果他们不拥有，别人也会拥有。此外，您必须记住，如果中国石油不收购，苏丹就有可能拥有 100%的石油开采权，这也不是什么好事。我觉得有趣的是，人们有时间抗议中国石油拥有苏丹石油的所有权，但对于从中国进口的 3000 亿美元左右的商品，这些人却不抗议中国商品。他们抗议的是人们对中国公司的投资。

15, 关于筛选过滤器

听众：除了你所寻找的管理层类型外，当您审视财务信息时，您会很快做出决定。关于财务信息和企业的整体情况，您会考虑哪些因素？

巴菲特：我们之所以能迅速做出决定，是因为在做出决定之前，我们有过滤器(filters)。

过滤器 1：我们能否理解这个业务？以英特尔与口香糖或卫生纸为例，10-20 年后它们会是什么样子？我们只在自己的能力圈内投资。Jacob 药房于 1886 年发明了可乐。可口可乐的人均消费量逐年增加。这是因为苏打水没有味觉记忆。你不会厌倦它。一天中第五次喝和第一次喝，一样好喝。

过滤器 2：企业是否具有持久(durable)的竞争优势？这就是为什么我不会购买风靡一时的呼啦圈公司、宠物石公司或魔方公司的原因。我会买软饮料和口香糖。这就是我买吉列和可口可乐的原因。

过滤器 3：是否有我可以信任的管理层？他们是爱钱还是热爱自己的生意？

过滤器 4：价格是否合理？

就拿喜诗糖果来说吧。自 1972 年以来，我们在营销、工艺等方面没有任何改变。你无法摧毁喜诗糖果的品牌。只有喜诗糖果才能做到这一点。你必须将品牌视为对顾客的承诺，即我们将提供顾客所期望的质量和服务。我们将产品与快乐联系在一起。你不会看到喜诗糖果赞助当地的殡仪馆。但我们会参加感恩节游行。



〈魔方风潮 Rubik's Cube〉

1974 年春，匈牙利年轻的建筑和雕塑教授厄尔诺·鲁比克，为了帮助学生们认识空间立方体的组成和结构，他自

已动手做出了一个机械教具，这是第一个魔方的雏形 Magic Cube，与 Nichols 的魔方不同，鲁比克魔方是像卡榫一般互相咬合在一起，不容易因为外力而分开，而且可以以任何材质制作。1975 年，鲁比克教授获得匈牙利专利，但他却没有申请国际专利。他原本以为别人不大愿意生产这种玩具，但实际上克隆产品马上就出现了。1977 年，魔方首次出现在布达佩斯的玩具商店里，与伯罗圆珠笔、安全火柴一起成为匈牙利的伟大发明。1979 年，Ideal Toys 公司量产发售并将魔方带至全世界，并于 1980 年初在伦敦、巴黎和美国的国际玩具博览会亮相。展出之后，Ideal Toys 公司将魔方的名称改为 Rubik's Cube。魔方诞生的时候，拼图玩具只是整个玩具市场的一小部分，是一个新颖的概念，后来，在纽伦堡玩具博览会，它被一位营销人员汤姆克雷默发现，他把这个概念带到了美国的玩具公司。1980 年 5 月，第一批魔方在匈牙利出口，并迅速风靡全球。1980-1982 年间掀起了第一次热潮，共售出了将近 200 万只魔方。1981 年，英国小男孩 Patrick Bossert 写了一本名叫《你也能够复原魔方》的书，总共售出了将近 150 万本。自此，魔方红遍了大街小巷。1982 年，第一届世界魔方锦标赛在魔方的发源地匈牙利举办，这是第一次世界规模的魔方大赛，当时来自 19 个国家的魔方冠军参加了这次比赛。最终，美国选手 Minh Thai 以 22.95 秒的成绩夺冠，成为第一个魔方世界冠军。匈牙利首都布达佩斯每年初春时分都要举行一场世界魔方锦标赛。1983 年，魔方在一部动画系列里成为了主要角色。由于魔方的巨大商机，1983 年鲁比克教授和他的合伙人一同开发了二阶和四阶魔方。并于 1986 年制造了五阶魔方。据估计，1980 年代中期，全世界有五分之一的人在玩魔方。魔方被列为 20 世纪最有影响的 100 项发明之一。自 1980 年代走向世界后，至今魔方的累计销量已经超过了 1 亿只，金额超过 4.5 亿美元，并成为全球最受欢迎的玩具。尽管魔方对数学技能和逻辑很有吸引力，但它的广泛流行可能源于几乎无限多的可能解，这是它无限可能的品质。



< Yukos 尤科斯石油公司 >

丹尼尔耶金：石油，10%是经济，90%是政治

俄罗斯石油寡头尤科斯石油公司总裁霍多尔科夫斯基得起起落落苏联解体后的俄罗斯具有典型的象征意义。霍多尔科夫斯基兴起之时，正是资本主义在俄罗斯无法无天地自由发展之际。在这个阶段，国有企业被胡乱私有化，利益集团之间纷争不断，各方都在争夺国有资源以及过去由国家控制的联合大企业。霍多尔科夫斯基所走过的历程正式一个俄罗斯寡头最典型的发迹之路。俄罗斯总统叶利钦为那些在旧制度核心位置上产生的新兴资本家提供了绝好的致富机会。这些人利用与克格勃官员或高层领导之间的关系大肆侵吞国家财产，构建起自己的帝国，并市场靠近政界与经济界之间的分割线。

霍多尔科夫斯基，于 1963 年 6 月 26 日出生于莫斯科一个工程师家庭，父亲是犹太人，母亲是俄罗斯族东正教教徒。1986 年，霍多尔科夫斯基从门捷列夫化工学院化学系毕业。1988 年，他又从普列汉诺夫国家经济学院获得金融硕士学位。1986 年，在苏联改革进行得如火如荼的时候，霍多尔科夫斯基利用他与领导机构之间的密切关系，在 23 岁的时候便经营起了自己的生意。自 1985 年上台以来，戈尔巴乔夫放开了国家对社会长达 70 年的钳制，并使苏联的经济获得了巨大的活力。此时，霍多尔科夫斯基成立了一个合作社，利用边界的开发进口电脑和软件。很快，公司的业务扩大到了其他领域，主要是从美国进口牛仔裤和其他服装。1988 年，霍多尔科夫斯基和他的合伙人一起注册了一家合作银行，名为商业科技发展创新银行。1989 年，霍多尔科夫斯基经营的合作社的营业额达到了 1000 万美元。这第一桶金很快使霍多尔科夫斯基跃上了一个新台阶，1990 年国家允许成立私人银行，银行改名为梅纳捷普银行(Menatеп)。当年，梅纳捷普成为苏联第一批获得中央银行颁发的营业执照的商业银行之一。该银行一开始便与莫斯科市政府以及后来的俄罗斯联邦政界人士建立了密切的关系，俄罗斯联邦税务局、莫斯科市政府以及俄罗斯武器出口局等机构的高层领导都是该银行的储户。与此同时，他又与新兴的集团建立起珍贵的友谊，其中重点当然是叶利钦集团。当苏联在 1991 年彻底消失的时候，霍多尔科夫斯基已经是俄罗斯联邦新总统叶利钦身边的红人了。1993 年，他甚至被任命为能源部部长。霍多尔科夫斯基虽然没有在这个位置上呆多久，但他趁此机会为自己建立起了广泛的关系网。此后，他开始通过投资来经营关系网，包括他与别人一起资助了 1994-1996 年的第一次车臣战争，此后又自助了叶利钦的总统选举活动。在担任能源部长期间，霍多尔科夫斯基第一次知道了尤科斯公司。叶利钦从 1995 年开始对多家国有企业实行私有化，但私有化进程很快变成了大混战，这是一场少数资本家之间展开的财富争夺战，当然这些人都是属于叶利钦集团的。霍多尔科夫斯基也是其中的一员。在

此期间，他成立了一家名为罗斯普罗姆(Rosprom)的控股公司，大量参股俄罗斯的化工企业、纺织企业、建筑企业和矿山开采企业。1996年，33岁的霍多尔科夫斯基轻而易举地让梅纳捷普银行获得了参与尤科斯公司竞拍的资格。结果，梅纳捷普银行以3.5亿美元的价格收购了尤科斯石油公司。尤科斯石油公司成立于1992年，其前身是1964年在西伯利亚成立的尤甘斯克石油天然气公司，1993年，位于乌法地区的巴什科尔托斯坦共和国的石油生产商也全部并入了尤科斯公司。

1998年，莫斯科爆发金融危机，俄罗斯宣布延期支付债务。为了逃避外国债权人的追讨，霍多尔科夫斯基变卖了尤科斯公司的部分股票并将钱汇到了国外，此举使他在投资者心目中的信誉跌至低谷。但他仍然得到了三家银行的支持：一家德国银行、一家日本银行以及南非的标准银行。这三家银行得到了尤科斯公司31.9%的股权。正是这些银行的资金支持使尤科斯公司渡过了难关，并重新走向复兴。2000-2002年，摆脱了危机困扰的霍多尔科夫斯基将西方式的会计制度引进了尤科斯公司。他开始重新购置设备，身边总是围着一群西方的石油经理人，并一直强调要对企业透明管理，而这在当时的俄罗斯还是个稀罕物。巨大的市场需求，加上严格的内部管理，使得尤科斯公司得以迅速成长。2001年，尤科斯公司拥有的石油储量约140亿桶，其日均产量自2000年以来便突破了100万桶的大关，其中一半用于出口。2003年，尤科斯公司的日均产量达到160万桶，超过卢克石油公司成为俄罗斯第一大石油公司。从这个时候开始，霍多尔科夫斯基开始越过了黄线。在福布斯富豪排行榜上，他以80亿美元的财产成为俄罗斯首富。在投资者的一片颂扬声中，霍多尔科夫斯基萌生了进军政坛的念头。一段时间以来，霍多尔科夫斯基四处资助教育计划、基金会、孤儿院已经一些人权组织，为自己塑造良好的社会形象，从而为进入政坛热身。他对自由主义的信仰，在俄罗斯和美国之间不停穿梭，尤其是他与美国白宫之间的良好关系，这一切最终惹怒了克里姆林宫。2003年2月，在克里姆林宫的一次会议上，霍多尔科夫斯基与普京之间首次出现了交锋。霍多尔科夫斯基公开指责俄罗斯石油公司搞贪腐。双方当然还在其他方面有不同意见。另外，霍多尔科夫斯基除了对一些政党进行资助之外，还竭力主张建造私营的输油管线，并反对提高石油公司的税负。总之，这位商人犯了太多的错误。2003年初，为了迎接即将到来的议会选举，霍多尔科夫斯基成立了一个自由派政党。同年4月，他宣布尤科斯公司将要与竞争对手西伯利亚石油公司合并，组建一个世界级的石油巨人。克里姆林宫很快对此有了回应。2003年7月2日，梅纳捷普控股集团的负责人之一普拉东·列别捷夫被收押，罪名是在1994年的私有化进程中非法侵吞国家股份。7月11日，尤科斯公司总部遭到第一次搜查。2003年7-8月间，试图自保的霍多尔科夫斯基加紧了与雪佛龙德士古以及埃克森美孚的谈判，准备向它们出售自己在即将组建成功的“尤科斯-西伯利亚石油公司”中的股份。按照官方的说法，霍多尔科夫斯基的垮台代表着俄罗斯民族主义的回归，也有人认为普京的目的是防止重要的国有资产落入外国公司的手中。然而，还应当看到，普京所做的一切，正是为了防止霍多尔科夫斯基将尤科斯公司的股份卖给埃克森美孚所得到的250亿美金用于政治目的。否则，就无法解释普京此前做出的另一项决定：他已经同意英国石油公司就参股秋明石油公司一事展开谈判。秋明石油公司的控制人是普京的亲信之一弗里德曼。因此，对于普京而言，当务之急是让霍多尔科夫斯基缴枪。2003年10月25日，也就是俄罗斯议会选举前的几个星期，霍多尔科夫斯基在新西伯利亚机场自己的专机内被俄联邦安全局人员逮捕，然后被押送回莫斯科。此后，他因犯有诈骗和大规模偷税等行为而遭到指控。5天之后，其名下拥有的尤科斯公司44%的股份被宣布冻结，这预示着该公司的全部资产可能遭到冻结。克里姆林宫正式开始了对这个石油巨人的瓜分，这一瓜分行动的获益者当然是那些与克里姆林宫关系密切的人。

2004年，尤科斯公司的资产全部遭到冻结。5月26日，法院裁定尤科斯公司必须缴纳其在2000年所欠的34亿美元税款。6月16日，有关霍多尔科夫斯基和列别捷夫的案件在莫斯科开庭。第二天，普京公开宣布，俄罗斯当局将尽一切努力不让尤科斯公司倒闭，但7月1日，尤科斯公司的银行账户被宣布冻结，又被勒令补交所欠税款34亿美元，这次是以2001年度的名义。9月19日，尤科斯公司中断了向中国的石油供应。24日，普京重申，俄罗斯政府无意对尤科斯公司实行国有化。2004年11月1日，俄罗斯税务部门要求尤科斯公司补交总额达130亿美元的拖欠税款。罚款的一再加重表明俄罗斯当局明显想置尤科斯公司于死地，让它破产或者解体。11月30日，俄罗斯天然气公司下属的子公司“天然气工业石油公司”宣布将参加尤科斯公司的主要子公司——尤甘斯克石油天然气公司的竞拍。尤甘斯克公司拥有的石油储量达到116.3亿桶，占俄罗斯石油总量的17%。2004年12月15-19日，当俄罗斯税务部门宣布尤科斯公司拖欠的税款高达280亿美元的时候，尤科斯公司向美国申请了破产保护，美国德克萨斯州休斯敦一家破产法院裁定要求在10个工作日之内禁止对尤科斯公司的资产采取任何行动。但莫斯科当局的回答是：这纯属俄罗斯的内部事务，拍卖将于12月19日如期举行。2004年12月19日，名不见经传的“贝加尔金融集团”以93.7亿美元的价格购得了尤科斯公司最大的子公司尤甘斯克，也就是说尤科斯公司60%的原油开采量换了主人，尤科斯也失去了俄罗斯第一大石油公司的头衔。俄罗斯天然气公司下属的子公司“天然气工业石油公司”原本是此次拍卖的夺标大热门。它不仅想置尤科斯公司于死地，而且还将利用这一机会在俄罗斯构筑一个庞大的国有油气集团。然而，据法律专家事后分析，四天前，美国休斯敦一家破产法院作出的要求拍卖延期的裁定，

对俄罗斯天然气公司以及有意参与该项目的西方银行起到了震慑作用。由于美国的法官判定这起拍卖是违法的，因此不管尤甘斯克公司的未来买家是谁，它未来都有可能在国外吃官司。欧洲四分之一的天然气是俄罗斯天然气公司供应的，所以它在俄罗斯以外的资产就有可能被查封。尤科斯公司聘请的美国律师仅仅用了破产保护这简单的一招，便迫使克里姆林宫显示出它的“实力”：俄罗斯天然气公司从此销声匿迹，并巧妙地推出了一个名不见经传的“贝加尔金融集团”。无论在网上还是电话簿上，人们都找不到有关“贝加尔金融集团”的任何信息。俄联邦财产基金会却表示，“贝加尔金融集团”的注册地址是距离莫斯科西北方 200 公里的州级城市特维尔市新托尔斯卡娅大街 12B 号。俄塔斯社驻特维尔的记者按这一地址找上门去，只发现了一家手机店、小饭馆和通宵营业的副食店，楼内并没有“贝加尔金融集团公司”。由于出现了这种怪现象，尤科斯公司聘请的美国律师据此认为，尤甘斯克公司名为拍卖而实际等于被没收。因此，他们下一步将提出排场要求。2004 年 12 月 23 日，“贝加尔金融集团”还有 14 天的时间来支付高达 93.6 亿美元的拍卖金。在此期间，俄罗斯国有企业俄罗斯石油公司宣布收购“贝加尔金融集团”，并在 2004 年 12 月 29 日替“贝加尔金融集团”支付了全部的收购资金，从而正式完成收购活动。这一并购拉近了俄罗斯天然气公司和尤甘斯克公司之间的距离，因为俄罗斯天然气公司下属的子公司“天然气工业石油公司”控制着俄罗斯石油公司，这一收购活动完成后，俄罗斯石油公司拥有了尤甘斯克公司 75% 的股份。2005 年 1 月底，俄罗斯石油公司和俄罗斯天然气公司宣布将在 2005 年进行部分合并，但尤甘斯克公司不在合并之列。2005 年 2 月 3 日，根据《能源宪章条约》的相关规定，梅纳捷普控股集团下属的三家公司，包括在曼岛注册的尤科斯全球有限公司以及两家塞浦路斯公司“胡莱伊实业”和“老兵石油公司”以非法没收财产为名将俄罗斯告上法庭，并要求获得 330 亿美元的赔偿或归还它们的股份及相应的损失。霍多尔科夫斯基和他的另外五个朋友正式通过这个总部设在直布罗陀的梅纳捷普控股集团控制了尤科斯公司 60% 的股权。不过，由于俄罗斯杜马的反对，俄罗斯并没有通过《能源宪章条约》。国际法律界对这场官司的结果意见不一，就算法院作出判决，能否执行还是个未知数。2005 年 2 月 24 日，休斯敦破产法院拒绝将尤科斯公司列入破产法第 11 章的保护范畴，这对尤科斯公司的股东来说是一大打击，也意味着克里姆林宫暂时取得了第一回合的胜利。这一裁定也最终为 2004 年就已经宣布俄罗斯天然气公司与俄罗斯石油公司之间的合并提供了可能。俄罗斯石油公司答应暂时将尤甘斯克公司搁置一边。俄罗斯石油公司和俄罗斯天然气公司的合并还将继续：俄罗斯石油公司的全部资产——除了尤甘斯克公司之外——都将并入一个由国家 100% 控股的公司。这个控股公司又以参股的身份进入俄罗斯天然气公司，换取俄罗斯天然气公司 10.7% 的股权。这样，国家在俄罗斯天然气公司便真正实现了多数控股，克里姆林宫也就达到了控制国有油气资源的目标。

2005 年 5 月 31 日，霍多尔科夫斯基和列别捷夫均因诈骗罪和偷税漏税被俄罗斯当局分别判处 9 年监禁。2005 年 6 月，俄罗斯政府和俄罗斯天然气公司同时宣布，放弃俄罗斯天然气公司和俄罗斯石油公司的合并计划。之所以会出现这样的结果，可能与利益集团之间的斗争有关，也可能因为两个公司在未来的发展战略上存在分歧。更重要的原因是，俄罗斯石油公司确实需要债务重组，尤其是要解决尤甘斯克公司的负债问题。俄罗斯只得向外国银行大量举债，将资金注入俄罗斯天然气公司，使国家在俄罗斯天然气公司所占的股份超过了 51%，从而获得了控制权。这一交易在 2005 年 6 月 24 日俄罗斯天然气公司召开的股东大会之前就已完成。为了从俄罗斯天然气公司获得新增的 10.7% 的股权，俄罗斯政府共出资约 70 亿美元。2005 年 9 月 28 日，大动作再次出现。这一回，俄罗斯天然气公司宣布有意出资 130 亿美元，收购俄罗斯第五大石油公司——西伯利亚石油公司 72.6% 的股权。在此之前，西伯利亚石油公司的实际控制人是罗曼·阿布拉莫维奇。他之所以愿意用一个不高的价格出让公司，显然是想给克里姆林宫示好。这一交易在 2005 年 10 月中旬完成。值得一提的是，应罗曼·阿布拉莫维奇所掌控的米尔豪斯控股公司的要求，莫斯科一家法院曾在 2004 年 12 月 20 日下令禁止尤科斯公司的股东召开股东大会。事实上，这次股东大会可能会宣布尤科斯公司倒闭，使公司任何的资产均无法转让，俄罗斯石油公司也就无法再借贝加尔金融集团之后收购尤甘斯克公司。作为回报，普京很快任命罗曼·阿布拉莫维奇为俄罗斯联邦楚科奇自治区区长，当然这一任命还有待确认。俄罗斯油气行业的重大合并行动仍在继续。2005 年 10 月 15 日，霍多尔科夫斯基被押送到俄罗斯远东地区、贝加尔湖以东与蒙古交界的赤塔州的一所监狱，在这里他将度过余下 8 年的铁窗生涯。

巴菲特致股东的信 2006

2007 年 2 月 28 日, BRK: \$88250-109990

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

公司 2006 年的账面价值增加 169 亿美元, A/B 股每股的账面价值增加 18.4%(标普 24.1%), 自现任管理层接手的 42 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 70281 美元, 年复合成长率约为 21.4%。

不考虑企业合并带来的增长(例如美国在线并购时代华纳), 我们相信, 单年 169 亿美元的账面价值增长额, 超过了任何美国企业的历史纪录。当然, 埃克森美孚石油公司及其它的企业的收益规模远超伯克希尔, 但其收益主要用于股利发放或股票回购, 而不是用来累积账面价值。

尽管如此, 我们 2006 年的业绩, 应该要坦承一个事实: 我们最重要的保险业务的亮丽表现, 主要是相当的幸运使然: 由于上天有好生之德, 使得一切平安。在历经 2004、2005 年飓风的重创(巨灾保险的高额理赔金, 使我们损失惨重)后, 终于让我们松了一口气。去年, 我们的巨灾保险事业已由亏转盈, 并且大有斩获。

除此之外, 伯克希尔旗下的 73 个业务单位, 在 2006 年绝大多数也都有突出的表现。让我们重点谈谈伯克希尔旗下最大的业务之一 GEICO, 其管理层的成就, 可以说是非凡的。

正如过去所述, GEICO 保险的 CEO 托尼·莱斯利 45 年前加入公司, 当时他只有 18 岁零二个月, 自 1992 年走马上任以来, 公司的成长突飞猛进。而近年来, 托尼更在运营效率的提升上精益求精, 由 2003 年底至 2006 年底, GEICO 的保单数量从 570 万份增长至 810 万份, 成长了 42%。但此同时, 公司的全职员工却减少了 3.5%。因此, 运营效率不但提升了 47%, 而 GEICO 并没有组织臃肿的问题。

GEICO 创造出的惊人成长, 即便在广告支出激增的情况下, 仍保持其作为低成本保险公司绝对领先的地位。去年, GEICO 的广告支出为 6.31 亿美元, 高于 2003 年的 2.38 亿美元, 也高于 1995 年收购时的 3100 万。目前, GEICO 的广告支出远远超过任何竞争对手, 即使规模远大于 GEICO 者, 而我们将持续提高竞争的门槛。

各位还记得去年我说过, 如果你有儿子或孙子出生, 一定要帮他取名"托尼"。但伯克希尔的董事唐·基奥(Don Keough)最近有更好的想法: 在回顾了 2006 年 GEICO 的表现后, 他写信给我说: "甬提出生了, 告诉股东们赶快把小孩的名字, 都改成托尼或安东尼吧"! 而他在信后面已经署名为"托尼"了。

我的搭档也是伯克希尔的副董事长查理·芒格, 和我共同管理着一个庞大的事业体, 它拥有 21.7 万名员工, 年营收直逼 1000 亿美元。当然这并非我们原先的规划, 芒格一开始是以律师身份起家, 而我则将自己视为证券分析

师。在那个年代，我们对于任何形态的大型机构能否有效运营，一直表示怀疑。规模似乎使许多组织思维迟缓，抵制变革，甚至自以为是。丘吉尔曾说过："我们塑造了世界，而世界也塑造了我们"。一个明显的事实是：1965年市值排名前十的非石油公司，如通用汽车、西尔斯、杜邦、与柯达等巨头，在 2006 年只有一家上榜。

公平而言，还是有许多大企业的经理人表现非凡，像我马上就能想到一些让人推崇备至的 CEO，如美国运通的 Ken Chenault、通用电气的 Jeff Immelt、富国银行的 Dick Kovacevich，但我认为我无法胜任他们的管理工作，我也不认为自己能欣然接受这些随着地位而来的许多职责，诸如会议、演说、出差、慈善巡回、政府公关等。我很认同美国前总统里根曾说的话："努力工作也许不会累死人，但何苦冒这个险呢？"

因此，我决定让人生过得轻松点，完全放手让集团中的优秀经理人来表现，而我的任务就是为他们加油、塑造及加强企业文化、并做出重大的资本配置决策。而伯克希尔的所有经理人，也以努力和有效的工作，来回报我对他们的信任。对于过去 42 年来的绩效，尤其是 2006 年的优异成果，芒格和我感谢他们的努力。

评判标准

芒格与我用来衡量伯克希尔的表现与评估其内在价值的方法有很多种，其中并没有任何一个绝对标准能用以评估伯克希尔，而且很多重要事实也是无法用大量统计数据表示出来的。举例来说，对伯克希尔而言，拥有很多未来大有可为的年轻经理人是很重要的优势，但我可没办法单纯用数字来证明这点。

然而，还是有两个非常重要的衡量基准，第一个是每股拥有的投资金额(包括现金与类现金)，在计算时，我们排除了金融部门所持有的投资部位，因为其价值被大量的融资负债所抵消。

以下是自从现任管理层接手伯克希尔到现今的数据记录：

百万美元	每股投资金额	每股税前收益
1965	4	4
1975	159	4
1985	2407	52
1995	21817	175
2006	80636	3625
1965-2006 复合增长率	27.5%	17.9%
1995-2006 复合增长率	12.6%	31.7%

不包括购买法会计调整数和少数股权净额

伯克希尔早期的作法，是将大部分的留存收益及保险浮存金用于有价证券投资，由于如此专注投资，再加上购买的公司都有不错的表现，我们的投资增长率在很长的一段时间都相当高。

然而近年来，我们越来越专注于收购运营业务，我们的资金用于并购，使得我们投资规模的增长放缓，但加快了我们的非保险业务的税前收益加速成长，这是我们的第二个衡量基准。

去年我们非保险业务的税前收益增长了 38%。但只有当我们能够进行一些重大且明智的收购时，日后的收益增长才有保障，而这并非易事。所幸我们确实有一个优势，因为对许多企业主及经理人来说，伯克希尔越来越成为“首选买家”。最初，我们通常只在美国私营公司中被如此看待，但我们一直希望将伯克希尔的吸引力拓展到海外去，去年我们的国际化终于开花结果了。

收购

我们在 2006 年初完成了 2005 年的三项收购，总金额达 60 亿美元，所有企业进展都相当顺利。此三家企业分别为太平洋电力(PacifiCorp)、商业资讯公司(BusinessWire)、工伤赔偿保险公司(Applied Underwriters)。



<ISCAR LTD.> www.iscar.com / www.imc-companies.com

伊斯卡公司(ISCAR)是世界金属加工与机械制造领域的领军企业，是世界上最大的金属切削刀具生产商之一，于 2006 年被伯克希尔收购，在此之前，是以色列最大的家族企业。总部位于以色列的 TEFEN，其子公司及代理机构遍及全球 50 多个国家。ISCAR 研发，生产，销售切槽、车、铣、镗、钻、铰、刀柄系统等全系列刀具，在为航空、汽轮机、汽车、模具、机床、机床配刀提供全套解决方案上具有丰富经验。ISCAR 的创始人 Steff Wertheimer 相信“强大来自于永不停息的产品创新和服务优化”，也因此，创新是 ISCAR 发展的一贯理念：在公司每年销售的产品中，三年以内研发的新产品占 35%，五年以内研发的新品更是高占至 60%。ISCAR 总是以自己独创的产品跻身于世界先进刀具产品市场，为金属加工行业降低成本提供有利的条件。另外，在刀具材料以及涂层技术的发展方面，ISCAR 也在不断进行着探索与研究。

ISCAR 最初是由 Stef Wertheimer 和他的妻子 Miriam 在 Nahariya 的一个旧棚屋中建立的，由于对持续创新的热情，ISCAR 经过了艰苦的努力，成为行业领导者，从 1950 年的家族企业成长为世界顶级的全系列模具公司之一。1980 年代，Eitan Wertheimer 延续了父亲的愿景，ISCAR 成为全球领先的企业。扩张中的公司搬迁到位于以色列西加利利的 Tefen 工业园。到那时，创新已成为 Stef 和 Eitan 的一种习惯，并成为公司各个层面的一种传统。ISCAR 扩张到欧洲、远东和西方市场，并通过在全球建立工厂、分销中心和销售/服务办事处，建立了其全球影响力。因此，如今，ISCAR 工具可以在数小时内送达全球任何地方。

IMC 集团是全球领先的金属切削技术生产商。该集团目前包括 130 多家子公司，在 60 多个国家运营。IMC 还为全球主要行业提供工程和制造解决方案。许多专门为客户设计需求设计的创新产品使 IMC 成为汽车、航空航天和模具生产等主要制造业的世界领导者。ISCAR 是 IMC 集团 13 家公司中最大的一家。提供了一系列精密硬质合金金属加工刀具。这些公司生产各种各样的硬质合金刀片、硬质合金立铣刀和切削工具，涵盖大多数金属切削应用。

特固克(TaeguTec)是韩国一家生产高质量切削工具、钨粉和工业产品的全球性公司。该公司向 20 多个主要工业化国家的子公司和分销商网络提供产品。这些客户包括汽车、航空航天和许多其他行业。www.taegutec.com

泰珂洛(Tungaloy)是日本一家世界领先的金属加工行业硬质合金刀具制造商。近 80 年的刀具工程经验反映在他们的生产计划中。该公司生产最高质量和性能的碳化物、立方氮化硼 CBN、多晶金刚石 PCBN、陶瓷和金属陶瓷产品。其创新研发部门不断努力为 21 世纪的生产需求创造高效、经济的加工应用新产品。www.tungaloy.com

英格索尔(Ingersoll)是德国一家世界领先的金属切削工具系统供应商，在美国和德国拥有现代化的生产和集中营销设施。该公司专门为最困难和最重负荷的加工项目提供完整的解决方案。Ingersoll 是汽车行业的长期合作伙伴，提供标准和专门定制的工具，拥有行业最广泛的铣削钻镗工具。www.ingersoll-imc.com

不过，去年的收购亮点是在 7 月 5 日取得以色列伊斯卡公司(ISCAR)的多数股权，并与该公司董事长艾登·威萨姆(Eitan Wertheimer)，及 CEO 雅各布·哈帕斯(Jacob Harpaz)建立新的关系。

故事开始于 2005 年 10 月 25 日，我收到 Eitan 一封一页多点的信，当时我对他一无所知。信开头写道："这封信的目的，是向你介绍 ISCAR 公司"，接着描述了它在 61 个国家经营的切削工具业务。Eitan 继续写道："一段时间以来，我们一直在思考大型家族企业典型的代际传承和所有权方面的问题，并慎重地思考了 ISCAR 的未来。我们的结论是，伯克希尔将是 ISCAR 理想的归宿，我们相信，ISCAR 将作为其业务组合一员而继续蓬勃发展"。

总体来看，Eitan 的来信成功地突显了该公司的质量以及管理层的特质，同时也让我有了更深入了解的念头。到了 11 月份，Eitan、Jacob 和 ISCAR 的 CEO 丹尼·高曼 Danny Goldman 来到奥马哈。几小时的会面时间，使我坚信此一收购案若能成功，这个值得信任、能力超凡的管理层，将能顺利地加入伯克希尔。因为他们将能秉持收购前的精力十足和奉献态度，继续经营该事业。然而，由于伯克希尔从未收购总部设于美国以外的企业(尽管我买过许多外国企业的股票)，故需要研究相关税制和司法方面知识。了解过后，伯克希尔以 40 亿美元，收购了 80% 的 ISCAR 股权，而其余 20% 仍由 Wertheimer 家族继续持有，并成为我们宝贵的合作伙伴。

ISCAR 生产小型、易耗性的切削工具，其主要是高价大型机床设备的零组件。这个业务没有任何神奇之处，主要是管理者赋予的价值。而 Eitan、Jacob 与团队成员，都是真正的管理魔术师，不断研发出新型工具，使顾客的机器更具生产效率。所以结论是：ISCAR 的获利之道，是帮助顾客赚更多的钱。应该没有比这更能创造持续成功的秘诀了吧！

在 9 月份，查理和我以及伯克希尔 5 位同事，前往以色列参观了 ISCAR 公司。我们每个人都对其营运方面的表现赞叹不已。在 ISCAR 就像整个以色列一样，到处充满了具备聪明才智和充沛活力的人才。对伯克希尔的股东们来说，能有 Eitan、Jacob、Danny 及其人才辈出的团队一同加入，实在是三生有幸。



<TTI, Inc.> www.ttii.com

TTI 公司成立于 1971 年，总部位于德州沃斯堡，员工超过 8000 人，在全球拥有 13 个主要配送中心，面积超过 300 万平方英尺，是世界领先的电子元器件专家和授权分销商，提供全球数百家领先的制造商产品。TTI 广泛的产品线和供应链解决方案使其成为全球工业、军事、航空和消费电子制造商的首选分销商。

沃斯堡的保罗安德鲁斯 Paul Andrews 从 Arlington Heights 高中毕业后，就读于德克萨斯大学奥斯汀分校和德克萨斯基督教大学。1964 年，Andrews 开始了他认为是他的第一份真正的工作，在豪威尔仪器公司(Howell Instruments)的运输部门工作。1966 年，他搬到德州阿灵顿的阿科电子公司(Arco Electronics)，1968 年进入通用动力(General Dynamics)。1971 年，当 F111 喷气轰炸机项目搁浅时，Andrews 和其他 2 万人被解雇。

Andrews 几乎立刻创办了德州电气公司(Tex-Tronics)，他的想法是，在找到永久工作之前，这将是一个临时的收入来源。作为通用动力的采购方，安德鲁斯在购买某些类型的电子元件时遇到了困难。考虑到这一点，他开始代理这些电子零件，提供比大型老牌的分销商更好的服务和交付。2000 年，德州 Mansfield 的摩泽电子(Mouser Electronics)引起了 Andrews 的注意，此次收购促使 TTI 进入了目录分销领域。随后，TTI 又进行 11 笔收购，增强其在全球分销市场的影响力。多年来，Andrews 多次向上市公司和竞争对手出售 TTI 公司。2006 年，他开始探索其它选择并被介绍给投资大师巴菲特。2007 年，TTI 被伯克希尔收购。

1971 年 Paul Andrews 成立了 Tex Tronics。1974 年 Tex-Tronics 改为 TTI, Inc。1975 年 TTI 销售额达到 100 万美元。1976 年 TTI 开始组装计算机。1978 年 TTI 进入电容器业务。1981 年 TTI 成立 10 周年，总部设在德州沃思堡。1983 年 TTI 开始组装 IBM 大型机系统。1985 年 TTI 的销售额达到了 5000 万美元，并获得了《电子商务新闻》排名的前 25 名分销商。1986 年 TTI 进军军用连接器市场。1989 年 TTI 销售额达到 1 亿美元，并推出了全面质量管理体系。1990 年 TTI 成为美国最大的 Passives 分销商。1992 年在德国慕尼黑开设第一家欧洲办事处。1994 年 TTI 安装仓库控制系统。1995 年 TTI 的销售额超过了 5 亿美元。1998 年 TTI 在墨西哥瓜达拉哈拉开设了第一家墨西哥办事处。2000 年 TTI 收购了 Mouser Electronics，销售额突破 10 亿美元，并在新加坡设立了第一家办事处将业务扩展到亚洲。2001 年 TTI 进入机电市场。2004 年 TTI 收购专注于机电和被动元件的分销商 Capsco。2007 年，伯克希尔收购 TTI 公司。2008 年收购了 NTI 和 Mateleco。2010 年，TTI 收购以色列 Net Aye 公司并设立第一个以色列办事处。TTI 收购 Flightspares Electronics Ltd. 公司。2012 年收购了中国 Sager Electronics、Campbell Collins 和 NPCS Autotronics Co。2013 年收购以色列 Ray-Q 公司。2014 年收购 HuaTong Electronic Co., Ltd. 公司和 Astrex Electronics 公司。2017 年收购 Symmetry Electronics。2018 年收购韩国 Changnam I. N. T. Ltd. 公司，Compona AG 公司及其子公司 Cosy Electronics GmbH 公司，收购 RFMW Ltd. 公司。2020 年收购 Connected Development 公司。2021 年收购 Paragon Innovations 公司。2022 年收购 SMD, Inc。

数月后，我在沃斯堡的朋友约翰·罗奇(John Roach)，拜他的牵线所赐，伯克希尔又再度成为"首选买家"。大家应该还记得，John Roach 是伯克希尔集团 2000 年所收购 Justin 工业的董事长。当时 John 正帮助身患绝症的约翰·贾斯丁(John Justin)为他的公司寻找永久的归宿。就在伯克希尔收购后，John Justin 旋即去世，但公司一直按我们当时承诺的那样运营。

在 11 月，John Roach 带着保罗·安德鲁(Paul Andrews,Jr.)来拜访我。Paul 拥有沃斯堡一家电子零件分销商 TTI 的 80%股权。历经 35 年的努力，Paul 使 TTI 的销售额从 11.2 万美元提高到 13 亿美元，他是一位不可多得的创业家与经营者。

Paul 今年 64 岁，非常热衷于经营这份事业。但就在不久前，他亲眼目睹私有企业创始人过世，对公司员工及其家人所造成的冲击。尤其是此一突如其来的变化，常常会进而演变成最终的毁灭。因此在一年前，Paul 就开始考虑出售 TTI，目标是将公司亲自交到细心挑选的买主手中，而不愿一手创立的企业，任由信托人员或律师，在他过世后予以拍卖。

Paul 直接拒绝了某些"战略性"买主。因为他知道，这类企业的所有人，通常为追求所谓的"协同效应"，倾向将他精心建立的事业予以肢解，使得数以百计的员工失去依靠(此一过程也可能让 TTI 的事业受到重创)。他也排除掉私募股权机构的买主，因为此类公司未来势必将因此背负过多债务，而只要一有机会就尽快转手卖出。

最后，只有伯克希尔符合他的心意。Paul 与我在 11 月 15 日早晨会面，并在午餐前达成协议。不久后他写信给我："双方会晤之后，我坚信伯克希尔就是 TTI 的最佳拥有者。我对我们的过去感到自豪，而对未来则感到兴奋不已"。查理与我也深有同感。

在 2006 年，我们还进行了一些**"吸收型收购"(tuck-in)**，比如鲜果布衣(Fruit of the Loom)、MiTek、CTB、Shaw 地毯、以及克莱顿(Clayton)。其中鲜果布衣的收购规模最大。首先，以**12 亿美元(包含负债)收购运动服饰、及制服的生产商罗素公司(Russell Corp.)**。接着在 12 月，同意**收购威富公司(VF Corp.)内衣制造业务**。这些收购，共计为鲜果布衣增加了 22 亿美元的营收，也带来约 2.3 万名员工。

查理和我非常乐意收购一些可以置于伯克希尔现有经理人旗下管理的业务，比如鲜果布衣的经理人约翰·霍兰德(John Holland)，他们已经在伯克希尔集团中发光发热。以 Mitek 公司为例，自 2001 年被我们收购后，该公司给已进行了 14 次收购，Gene Toombs 通过这些收购所获得的成果，远远超过他先前的预期。**事实上，我们也通过这些吸收型收购，充分利用了已有的管理人才，达到事半功倍的效果，这是值得我们继续努力的方向。**

吸收型收购(Tuck-in Acquisition)

当一个较大的实体吸收一个较小的实体时，通常会发生一种吸收型收购。这两个实体通常处于相同或相关的利基市场，并且较小的公司拥有一些新的东西，比如独特的产品或工艺。收购方已经具备了成功经营所需的所有运营方面的能力，包括分销系统、库存和研发能力。它将规模较小的公司吸收到这个平台中，而被收购的公司不再保留其独立的结构。收购的理由包括增加现有公司的资源或市场份额。规模较小的公司可能提供的资源类型包括：知识产权、专有软件、技术人员、专利或强大的客户名单。一些大公司为了不依赖于多年的研发而获得快速的资源增长，进行了大量的吸收型收购。例如，多年来苹果公司通过许多小规模吸收型收购，增加了内部资源。大型企业定期吸收收购初创企业实际上在科技行业非常普遍。

补强型收购(Bolt-on Acquisition)

出于类似的原因，在补强型收购中，被收购公司可能会保持某种程度的完整性，因为它没有被完全吸收。是否继续以自己的品牌运作取决于收购的具体情况。如果一家较小的公司已经为自己的品牌建立了很大的商誉，保留它可能是有利的。在补强型收购的情况下，被收购实体可以继续作为一个单独的子公司或部门在较大公司的旗下独立运作。通常情况下，补强型收购对两家公司都有好处。较大的公司通过扩大其市场、产品线或运营能力而获益；较小的公司通过利用较大平台下的规模经济和新资源来获益。通常情况下，通过补强型收购获得的公司，已经凭借自己的能力达到市场的最高点。可口可乐就是一个成功的例子。2007 年可口可乐墨西哥瓶装部门收购了乳制品和果汁饮料企业 Jugos del Valle。使得可口可乐有机会在与其现有业务线相邻的产品类别扩张业务，在拉丁美洲将业务扩展到果汁和其他利基市场。

补强收购和吸收收购，都以比自己从头开始更低的成本为收购公司提供了大量资源和增长机会。一旦成功，他们可以增加收入，扩大市场份额，并帮助被收购公司在未来取得更大的成功。虽然任何并购都伴随着风险，但这类并购的风险比其他多元化并购要小。

然而，为运用伯克希尔涌入的大量现金，我们仍然需要"大象级"的企业作为收购的目标。因此，查理和我必须放弃对老鼠的追求，将心力投注于更大的收购案上面。

我们所效法的精神以下面的故事做比喻：一个老男人推着购物车，与商场里的一个年轻小伙子相撞。老男人

满怀歉意地解释，因老伴走丢专心寻找她，所以一时不慎。巧合的是，这位初识者竟然也表示与妻子走散，建议两人一起寻找，可能将更有效率。老男人点点头，询问这个小伙子的太太长相如何。小伙子回答："她是个金发美女！而且身材好到能让主教冲破教堂彩绘玻璃窗，而且她今天穿的是件白色紧身热裤。那你的太太呢？"这位老男人立刻脱口而出："别管她了，我们找你的太太就好"。

我们正在寻找的对象，在股东信中有详细说明，如果阁下有符合要求的收购标的，不管什么时候都欢迎打电话给我。然后，就看着我撞碎彩绘玻璃窗吧！

现在，就让我们来看看伯克希尔的四大运营业务。若将它们的财务数字合并一起，将会妨碍我们的分析。所以，我们将它们视为四大独立业务分别加以探讨，就从对伯克希尔而言最重要的保险事业开始。

保险业务

下个月是我们进入保险业务的 40 周年。1967 年 3 月 9 日，伯克希尔从杰克·林沃尔特(Jack Ringwalt)手中以 860 万美元，买下国民保险公司(National Indemnity)、及其伙伴企业国民火险及海运险公司。

Jack 是我的老朋友，他是一位杰出、但脾气有些古怪的生意人。每年有大约 10 分钟的时间，他会产生想要出售公司的冲动。而这样的情绪，也许是因为与监管机关意见相左、或是法院判决不利，但却稍纵即逝。

在 1960 年代中期，我告诉一位投资银行家朋友查理·海德(Charlie Heider)，当下次 Jack"上火"时，赶快联络我。Charlie 是 Jack 和我的共同朋友，之后 Charlie 来电，我便火速安排与 Jack 会面。我们在几分钟内就达成协议，而且我刻意放弃审计、尽职调查、以及其它任何会使他重新考虑的机会。我们只是握手达成了初步协议。

而我们在 Charlie 办公室等待签约以完成收购那天，Jack 迟到了，他到达时解释说，他一直开车在附近寻找定时器还未用完的免费车位。此刻对我来说，实在是妙不可言，因为我知道 Jack 就是我想找的那一种经理人。伯克希尔买下他的两家保险公司，共有 1700 万的浮存金。在过去年报中，我们对浮存金作了详尽的解释，你也可以在我们的网站上查阅。简单来说，浮存金是我们持有，虽然不属于我们，但却可以用来投资的钱。

到 2006 年底，我们的浮存金已成长至 509 亿美元，我们已经跟 Equitas 签订了巨额的追溯再保险合约(我会在下个部分加以说明)，浮存金规模又增加了 70 亿美元。浮存金的增长，大多是来自于我们收购其他保险公司，但我们自身经营的保险业务，也有显著的内生性成长，尤其是阿吉特·贾恩所管理的再保险业务。我在 1967 年，自然无法想象浮存金可以发展至此一规模，但这都归功于每天的一步一个脚印，所创造出积少成多的效果。

我们目前持有许多追溯再保险合同，其所产生的浮存金，将随着时间而日益减少。所以，除非我们在此方面不断有新收购案的完成，否则浮存金在未来的增加上，或有相当的困难。然而，无论浮存金的规额大小，对伯克希尔来说最重要的，是浮存金的成本，随着时间推移，可能远低于业界的标准，甚至可能低于零。请注意"随着时间的推移"这个词，会周期性的出现不好的年份，这一点是可以确定的。

不过，保险业务 2006 年的状况相当不错，可以说非常棒。我们的经理人，包括 Tony Nicely(GEICO 保险)，Ajit Jain(B-H 再保险)，Joe Brandon 和 Tad Montross(General Re)，Don Wurster(国民保险直保业务)，Tom Nerney(U.S.责任险)，Tim Kenesey(Medical Protective 医疗事故保险)，Rod Eldred(HomeState 和 Cypress 保险)，Sid Ferenc 和 Steve Menzies(Applied Underwriter 工伤保险)，John Kizer(Central States 中部州保险)和 Don Towle(Kansas 银行家担保)，表现发光发热。在朗诵他们的名字时，我觉得好像在棒球发源地库珀斯敦 Cooperstown，照着名人堂上的名单一一念出。当然，整个保险业在 2006 年都有亮丽的演出，但伯克希尔经理人的表现，却普遍优于竞争对手。

以下是我们每个主要保险业务的承保业绩，及其浮存金的数字。请仔细的回味，因为近期内，你将很难再看到如此精彩的报告了。

	承保损益			年末浮存金			
百万美元	2006	2005	2004	2006	2005	2004	2003
通用再保险	526	-334	3	22827	22920	23120	23654
伯克希尔再保险	1658	-1069	417	16860	16233	15278	13948
GEICO	1314	1221	970	7171	6692	5960	5287
其他直保	**340	*235	161	4029	3442	1736	1331
合计	3838	53	1551	50887	49287	46094	44220

*包括 MedPro 自 2005 年 6 月 30 日起；**包括 Applied Underwriters 自 2006 年 5 月 19 日起；

2007 年，在伯克希尔赖以生息的保险事业方面，将很难再创造出更好的结果，但我认为，应该可以维持不错的表现，但超级巨灾保险，却是最大的未知数。2004-2005 年飓风的接踵而来，是脱离常轨的吗？或者这些天灾只是警讯，告诉我们 21 世纪的地球气候，已经变得跟过去截然不同？如果第二个问题的答案是肯定的，2006 年将可能是未来一连串暴风雨前的宁静。如此一来，整个保险业势必将天翻地覆，故若将前年的 Katrina 飓风视为最坏的情况，可能是过于天真的想法。

无论是负责巨灾保险业务的阿吉特，还是我本人，都不知道未来将如何演变。我们只知道，若保险业者押注在地球气候变化对保险业的影响是正面良性的话，那将是一个巨大的错误。

然而，不要认为伯克希尔已经失去了承担风险的兴趣。假若为承保特定风险，我们获得了适当的保费收入，我们仍准备为单一事件承担 60 亿美元的理赔金。但是，对于一些经过评估，在保费上无法反映可能的损失的风险，就算理赔的金额不大，我们也不愿承保。合理的保费，并不确保特定年度的获利，但只要保费不合理，肯定会保证最后以亏损收场。由于大量资金涌入巨灾保险业，使得近来的保费价格降低，因此伯克希尔将大幅减少飓风保险的承保额。伯克希尔在保险事业上的经营，和我们在金融市场上的作法，可说是如出一辙：当别人贪婪时要提高警觉，当别人恐惧时要贪婪。

Lloyd's, Equitas 以及追溯再保险

接下来，就要谈到 Equitas 了。去年，伯克希尔签订了金额庞大的追溯再保险合同，该合同是为了保护保险业者，免受已经发生的损失，但尚不清楚确切的理赔金额所带来的可能风险。稍待片刻，我将会讲解一下这合约的相关细节。但先来回顾一下保险的历史，然后大家自然就会了解这笔交易的来龙去脉。

故事发生在 1668 年左右，当时 Edward Lloyd 在伦敦经营一家小咖啡店，因为顾客(包括船主、商人、以及爱冒险的英国资本家)都在店里从事商业交易，所以在那个没有星巴克的年代里，他的店就注定远近驰名。这些顾客品尝着咖啡，并与资本家签下能转移他们货船、货物海上风险的合约。这些签下合约的资本家，是押注在此次出海，可以顺利平安的想法上，最后就变成所谓的"位于 Lloyd's 的保险业者"。虽然有很多人认为 Lloyd 是家保险公司，但实情并非如此。就跟一个世纪前一样，Lloyd's 仅是许多保险业者处理交易的场所而已。

经过时间的演变，保险业者吸引了一些被动投资人，加入共同承保的行列。除此之外，业务范围也扩展至海运险以外的领域，几乎任何可能的保险形式，其中包括一些无奇不有的保单。因此，Lloyd's 声名远播。保险业者们后来走出 Lloyd's 咖啡厅，各自找更雄伟的总部，并订立合作规范。而那些提供资金给保险业者的被动投资人，就变成所谓的"财团"。

最后，来自世界各地成千上万的财团都加入了这个行列，期望不费吹灰之力或不冒风险就能获得赚钱之道。当然，这些潜在的财团们，在加入保险业者的共同承保前，都被理性地告知，他们将对其承保的后果，承担无限和永久的责任，简单点就是"赔到脱裤子"。但是这样的警告根本只是敷衍，根本没人理会。由于过去三百年来，并没有人真的"赔到脱裤子"，对于财团来说，这是极具说服力的证明，因此许多安心地加入共同承保。

随后就出现了石棉问题。在 1980 年代，因为环保及产品索赔的声浪风起云涌而来，使保险业者的理赔成本，

如滚雪球般膨胀，Lloyd's 开始瓦解。数十年前所签下的保单(许多早就被人遗忘的合约)，亏损金额大幅攀升，再精明的人恐都难以估计总数，但必定是数百亿美元之巨。无穷无尽的巨大损失吓坏许多财团，以及潜在进入者。许多财团最后只能选择破产，有些人甚至选择自杀了结。

动荡中，有些人不顾一切想要重振 Lloyd's 的雄风。1996 年，该机构的高层，决定以 111 亿英镑的资金，成立一家新公司 Equitas，来承担 1993 年以前的所有未了结保险合同。其实，这个计划是将许多悲惨财团们的问题集中处理，当然，拨出的资金是绝对是入不敷出，但若如此，财团们仍要为资金缺口负责。

但是，集中所有债务一起处理的新计划，至少可以让财团间的内斗告一段落。此外，将这些保险合同集合起来，也可以在评估、谈判以及诉讼上，较先前的决策更为明智。Equitas 计划，怀抱的是富兰克林的思想："我们必须团结一致，否则一定会被各个击破。"

起初，许多人预期，Equitas 终将走上失败一途。但在 2006 年春天(在距离最后一张保单被承保 13 年后，(1993-2006 年)累计支付 113 亿英镑理赔金)，我和阿吉特审视所有的数据后，得出的结论是它还是有存活下去的可能。于是我们决定，愿提供 Equitas 巨额的再保险合同。

由于仍存在许多不可知的变量，故伯克希尔并不能提供 Equitas、及其 27972 名财团无上限的保障。但我们提出(用尽量简单的说法)，只要 Equitas 支付伯克希尔 71.2 亿美元的现金及证券(这就是先前提到的浮存金)，我们就愿意负担其未来的理赔金，上限为 139 亿美元。此一金额，较 Equitas 最近评估的所有债务，还多出 57 亿美元。如此一来，财团得到了巨大(几乎保证是足够)的未来保障，能够杜绝不幸意外的打击。而伯克希尔提供的保障之大，甚至让 Equitas 计划支付现金红利给数千名财团，这是他们做梦都想不到的。

这对伯克希尔的影响为何？这取决于"已知"的理赔最终有多少成本，以及将有多少尚未提交理赔的保单会付出水面要求我们负责，这些理赔金何时正式支付，以及伯克希尔能在这笔钱支付前、创造出多少现金。我跟阿吉特认为情况将对伯克希尔有利，而且即使判断出了差错，伯克希尔也能应付自如。

Equitas 的 CEO 斯科特·莫泽(Scott Moser)，对此项交易的评语十分简洁。他说："财团们希望晚上能安然入睡，而我们刚为他们买了世界上最好的床垫。"

注意：吃西兰花的时间到了(意思是对健康有益)，现在开始来讨论会计上的处理。对于喜欢阅读会计报表、研究借贷关系的伯克希尔股东，希望后面的讨论可以满足各位，并有所收获。其它人可以跳过此一部分，不必担心

有随堂测验。

伯克希尔已进行许多追溯再保险的交易，不管是在数量或是金额上，都比其它的保险业者的承保上，多出许多倍。由于我们是这类保险的首选再保险业者，因为这些将移转给我们的义务(例如对于受伤员工的终身伤害医疗给付)可能在 50 年或更长时间内无法完全履行。在保障这些债务得到全面公平的清算方面，没有别的公司，可以像伯克希尔一样做到这一点。这一事实对于原保险公司、保户、及监管机关来说，都是非常重要的。

追溯交易的会计程序既不是众所皆知，也不直观。为了让伯克希尔股东了解，最好的方法，就是简单列出会计的借方及贷方。查理和我希望看到更多人这么做。许多公司的重要交易放在会计附注里，这往往令人摸不着头绪。对这种故意将财务报告作如此呈现的公司，我们一向抱着怀疑态度、而不想理会。(例如，即使是知晓了最后的结局，也不妨试着解读安然公司过去年报中，对于"描述"交易上的呈现方式。)

因此，让我们总结一下 Equitas 的会计处理。主要的借方项目是现金与投资、再保摊回，以及再保险的递延费用资产 DCRA。主要的贷方项目为赔偿准备金以及赔偿调整费用准备金。在交易之初，并没有损益入帐，但是每年摊销再保险的递延费用资产 DCRA 时，保险损失就会跟着出现。而每年摊销的费用最主要取决于，我们对未来赔偿支付的时点、及赔偿金额的年终估计值，与年初的估计值相比。最后，当赔偿最后一张保单之后，再保险的递延收费资产账户就会降低为零，而这一天会是 50 年或是更久之后。

但重点是要记住，追溯再保险合同，总是会给我们带来损失。而这样的损失是否值得承受，就取决于我们是否能创造出超越损失的投资收益。最近，我们的 DCRA 摊销费用每年带来约 3 亿美元左右的承保损失，大约和我们将所收保费、用于投资所产生的收益相互抵消。如果没有新的追溯合约，每年费用将随着时间持续下降。然而，在与 Equitas 签订合约之后，每年的 DCRA 费用将增加到 4.5 亿美元左右。这意味着我们其它的保险事业，必须创造出相同金额的承保收益，伯克希尔才能让浮存金成本降为零。此一目标具有相当的挑战性，但我相信，我们将在许多年份实现浮存金零成本(可能不是大多数年份)。

我答应过不会有随堂测验，各位是不是很高兴？

制造、服务及零售业务

伯克希尔在这个事业群的活动，可说是包罗万象。不过，让我们先看看整体的资产负债表和利润表的概要。

资产负债表

资产	2006	2005	2004	2003	负债	2006	2005	2004	2003
----	------	------	------	------	----	------	------	------	------

现金及等价物	1543	1004	899	1250					
应收账款和票据	3793	3287	3074	2796	应付票据	1468	1469	1143	1593
存货	5257	4143	3842	3656					
其他流动资产	363	342	254	262	其他流动负债	6635	5371	4685	4300
流动资产合计	10956	8776	8069	7964	流动负债合计	8103	6840	5828	5893
商誉及无形资产	13314	9260	8362	8351	递延所得税	540	338	248	105
固定资产	8934	7148	6161	5898	长期及其他负债	3014	2188	1965	1890
其他非流动资产	1168	1021	1044	1054	所有者权益	22715	16839	15595	15379
合计	34327	26205	23636	23267	合计	34372	26205	23636	23267

利润表

百万美元	2006	2005	2004	2003	2002
收入	52660	46896	44142	32106	16970
营业费用	49002	44190	41604	29885	14921
其中：折旧费用	823	699	676	605	477
利息费用	132	83	57	64	108
税前利润	3526	2623	2481	2157	1941
所得税	1395	977	941	813	743
净利润	2131	1646	1540	1344	1198
平均净有形资产	8490	7406	7131	6492	
回报率	25.1%	22.2%	21.6%	20.7%	
平均净资产	19777	16217	15487	14608	
回报率	10.8%	10.1%	9.9%	9.2%	

*税前利润不包含购买法会计调整

这家五花八门的业务集团，销售从棒棒糖到房车的各种产品，去年的平均有形净资产的回报率为 25%，令人欣喜。值得注意的是，此一营运结果仅用了极小的财务杠杆。显而易见的，我们持有的这些企业，实在是表现非凡。不过，我们在收购这些事业时大多支付了高出净资产相当多的溢价，这反映在上面的商誉科目。而这一事实，也让相对于平均账面价值回报率，掉到 10.8%。

以下是这个事业群中几家表现显著的公司：

鲍勃·萧(BobShaw)是一位非凡的创业家。身为萧氏工业创办人的他，把公司发展为全美最大的地毯制造商。去年，75 岁的 Bob 决定退休。为了接替他，Bob 推荐了在萧氏地毯工作了 31 年的老兵 VanceBell。就像以往一样，Bob 做了正确决定。虽然房市走疲，使得地毯事业的发展也跟着迟缓，然而萧氏地毯公司依旧是伯克希尔的主力事业，贡献了可观的收益。

MiTek 是屋顶桁架连接件的制造商，伯克希尔在 2001 年收购该公司，目前公司也拓展成迷你集团。不过事实

上，以目前的发展速度来看，“迷你”一词很快将变得不恰当。当初以 4.2 亿美元收购 MiTek 时，我们以 9% 的利率借给它 2 亿美元，并且买下价值 1.98 亿美元的股票(以每股 1 万美元的价格购入)。另外，55 名员工以 2200 万美元购入 2200 股。每名员工和我们付出的价格一样，并且大部分的人是用借钱的方式完成。

这些员工都十分庆幸自己做了这个决定。五年后 MiTek 的销售额成长 3 倍，股价为 71699 美元。尽管它收购了 14 家公司，斥资 2.91 亿，MiTek 不但还清了伯克希尔的债务，还余有 3500 万现金。我们在 7 月时欢庆收购 5 周年纪念，我告诉经营团队如果 MiTek 的股价超越了伯克希尔的 A 股，那对伯克希尔来说，还真的很尴尬。各位，如果此事成真，千万别感到惊讶(虽然芒格跟我试着把伯克希尔的股票推向目标)。

不过并不是所有业务的获利都提升了。当行业的基本面崩坏时，即使有才能的管理层，也仅能试着减缓其衰退速率。最后，逐渐崩坏的基本面会战胜管理层的才能。(就像一个有智慧的朋友曾经告诉我：“要想成为一个好的企业家，就一定要进入一个好行业”)。报业的基本面绝对是每况愈下，如此的情势使得伯克希尔布法罗新闻报的获利下降，而且还会持续下去。

我跟芒格还年轻时，在美国经营报业可以很轻易获得可观的获利。就像某位不太聪明的发行人名言：“我的财富，来自于美国社会的两大支柱：垄断和裙带关系”。在某家报社垄断的城市中，无论报纸内容多么差强人意，无论管理多么无能，都能创造暴利。

产业的迟缓可能仅有一个理由可以解释。在 20 世纪大部分的时间中，报纸是美国大众主要的信息来源。不管主题为体育、财经，或政治，报纸都有至高的地位。另外很重要的一点，报纸广告提供最简单的招聘信息，以及了解镇上超市商品价格的渠道。绝大部分的家庭感知到报纸对日常生活的重要。但是可理解的，大多数的人并不想为第二份报纸买单。广告客户喜欢找发行量最多的报社，而读者往往希望购买拥有最多广告和新闻版面的报纸。如此的循环，导致报业的丛林生存法则：“强者恒强”。

如此一来，当一个大城市存在两家或更多报纸时(一个世纪以前，这个现象相当普遍)，通常领先的报社将会成为最后的赢家。而当竞争结束，报社在广告及报纸的定价能力方面将得到释放。一般而言，广告客户及读者的费率每年都会上调，利润滚滚而来。对股东来说，这曾是获利的天堂。(有趣的是，虽然报纸定期或通常让人不以为然的方式报道汽车或钢铁业的盈利能力，但却从未让读者了解自己的点石成金的状况。嗯....)

但早在 1991 年的股东信，我就断言这种不受经济景气影响的状况，正在改变。我写道：“媒体事业，最后将

发现其营运结果，将比我、整个产业、或是债权人几年前所预期的好景，逊色不少。”有些报社对我这番评论、或后来陆续出现的警告感到不悦。而且，愿意接手报业资产的人仍络绎不绝，以为其仍是坚不可摧的老虎机一样。事实上，许多在报业定期记录、及分析重要国际事件的聪明经理人，对发生在自己身上的事，要么视而不见，要么漠不关心。然而，现今所有的报社老板都了解到他们渐渐地在这场“眼球争霸战”中败阵下来。简单来说，如果有有线电视和卫星广播以及互联网比报纸早诞生，那么也许根本就不会有报纸了。

Stan Lipsey 把布法罗新闻报经营得有声有色，并且我也对编辑 Margaret Sullivan 感到无比骄傲。布法罗新闻报在报纸市场的渗透率，比起全国其它报纸都来得高。在财务营运方面，即使布法罗的人口及商业趋势并不是很好，但我们的财务状况也仍旧比其它大城市的报纸来得优异。不过，营运还是面临无情的压力，这将导致利润率持续下滑。当然，我们在布法罗拥有领先的**网络新闻业务**，并且这将会持续吸引更多浏览者及广告客户。但是，**报纸网站的经济潜力，充其量仅是过去报纸垄断荣景的一小部分**。考虑到许多网站提供了许多免费的信息及娱乐选择，并且只要用鼠标一点，就把浏览者送走了。

但对当地居民来说，**发行当地专属的报纸，就像是当地拥有运动球队一样，可以马上吸引目光**。随之而来的通常是权力及影响力，这些都是吸引有钱人的好处。更甚之，有公民意识的富人，可能会觉得地方报纸将为他们社区服务。这就是为什么皮特·基维特(Pete Kiewit)经营奥马哈报纸超过 40 年的原因。

我们常常看到非经济个人报社买主出现，就好像许多收购体育特许权的买主一样。但是向往进入新闻界的大亨们可要当心，因为没有原则显示报社的收益不能低于支出，也没规则显示亏损不会愈演愈烈。经营报社的固定成本很高，并且当发行量减少时，那还真是坏消息呢。**在报纸重要性降低的同时，心理上对拥有报社的精神价值也会减损，而拥有体育特许权的价值却还保有一样的地位。**

就像先前说的，除非面临不能改善之现金流出困难，否则我们还是会坚持经营新闻媒体事业。芒格和我热爱报纸，我们一天都要读 5 份，再加上我们相信：**自由且充满活力的新闻媒体，是维持民主的关键要素**。我们希望印刷发行及网络的结合，可以规避报纸的末日。伯克希尔也会与布法罗一起努力，发展成一套可持续经营商业模式。相信最后的成功将会是我们的，只是报业获利丰厚的岁月已经逝去。

出售及管理共享飞机的利捷航空(NetJets)的情况大为改善。该公司的成长从来不是问题，其营收自 1998 年自伯克希尔收购以来，已经成长 596%，但在获利方面却十分不稳定。

1996 年我们进军欧洲导致成本暴增。在欧洲运营 5 年只获得 80 个客户，至 2006 年年中，累积的税前损失已达到 2.12 亿美元。不过目前欧洲的需求暴增，2005-2006 年新增了 589 名客户。在 Mark Booth 精明的领导之下，NetJets 在欧洲终于转亏为盈，我们期待如此的经营态势可以延续。2006 年美国业务也经营得不错，使得全球的税前收益达到 1.43 亿。即使在 2006 年的第一季亏损 0.19 亿，但以整年度来看，还是实现盈利。

如此由亏转盈的营运成绩，当然和 Mark 一起努力的 Rich Santulli 也有功劳。就像是其它伯克希尔的经理人，Rich 并不为了钱而工作，但你永远不会知道这一点。他绝对是个精力旺盛的人，负责监督营运、促进成交，并穿梭世界各地，以持续拓展本来就相当庞大的市场，让 NetJets 公司可以超越对手。今日，我们管理的机队价值，已经远远超越前三大 3 家竞争对手的总和。

NetJets 之所以能鹤立鸡群，是因为它提供了极致的安全及服务。在伯克希尔，及许多我们的子公司里，NetJets 的飞机是不可或缺的商业工具。而我、我的家人，以及伯克希尔董事会成员，也有和 NetJets 签下私人用途的合约(我必须要说，我们并未享有折扣)。一旦你接受过 NetJets 的服务，再回去坐一般的商用客机，好像又回到过去一样，凡事只有自求多福。

受监管的公用事业业务

在伯克希尔拥有 86.6% 股权的中美能源控股公司旗下，包含许多不同种类的公用事业的营运。其中最大的分别为：(1) 约克郡电力与北方电力公司(Yorkshire Electricity, Northern Electric)，拥有 370 万电力用户，为英国第三大的电力分销商；(2) 中美能源(MidAmerican Energy)，在爱荷华州拥有 70.6 万电力用户；(3) 太平洋电力与洛基山电力公司(Pacific Power, Rocky Mountain Power)，在美西 6 州拥有 170 万电力用户；(4) 科恩河与北方天然管道公司(Kern River, Northern Natural pipelines)，供应全美 8% 的天然气消耗量。

我们在中美能源控股的经营伙伴是 Walter Scott 与其它两位非常杰出的经理人 Dave Sokol 与 Greg Abel。在合伙的双方，握有多少股权并不重要。只有在经过理智地思考并取得意见的一致后，我们才会做出重要的决定。在与他们三位共事六年后我超越原先的认知：他们真是伯克希尔万中选一的好合伙人。

有点不协调的是，中美能源旗下拥有美国第二大的不动产经纪商美国家庭服务公司(HomeServices)，这家公司旗下经营 20 个地区性品牌、拥有 20300 位经纪人。但尽管其去年进行两个收购案，该公司的总成交金额却下降了 9%，达到 580 亿美元，利润也缩水 50%。

近年来放款质量的低落，是造成住宅不动产交易减缓的因素之一。而"可任意选择"的合约、以及"诱惑"的利率，使得借款人可以在贷款的头几年，以远低于正常利率的利息还贷。在对借款人几乎没有要求的状况下，自然不会有什么违约，如一些尖酸刻薄的说法："不断循环的贷款，因为收不到钱，所以没有损失可言。"但是未支付的利息，却会滚入本金，那些先前不能不正常付息的房贷户，在后来超过正常月还款额的利息负担中不支倒地。如同史 Scarlett O'Hara 的"明天的事明天再担心"现象，对许多房主来说，所谓的"明天"已经到来了。所以，此一后续效应，势必在 HomeServices 公司的几个市场中浮现。话虽如此，但我们还是会继续收购其它的不动产经纪业务，因为相信十年后，HomeServices 公司必然将远超过目前的规模。

以下是中美能源在运营上的关键数据：

百万美元	2006	2005	2004	2003	2002
英国电力	338	308	326	289	267
爱荷华电力	348	288	268	269	241
西部电力	356				
管道运输业务	376	309	288	261	104
家庭服务	74	148	130	113	70
其他	226	107	172	144	108
来自铔回收项目停运损失		8	-579	-46	
息税前收益	1718	1168	605	1076	790
利息支出-其它企业债务	-261	-200	-212	-225	-192
利息支出-伯克希尔次级债券	-134	-157	-170	-184	-118
所得税	-407	-248	-53	-251	-100
净收益	916	563	170	416	380
*归属于伯克希尔净收益	885	523	237	429	359
*其中：借款利息税后收益	87	102	110	118	75
应付其它企业债务	16946	10296	10528	10296	10286
应付伯克希尔债务	1055	1289	1478	1578	1728

*包括了伯克希尔所得的利息(扣除所有相关所得税后的净额)

金融及金融产品

各位一定很高兴听到这个消息(当然我本人更高兴)：这将是我最后一次，在股东信中提及通用再保险公司在衍生性金融商品业务的亏损了。伯克希尔从 2002 年初开始关闭这项业务时，我们有 23218 个在外流通合约，现在已处置到只剩 197 个，而这部分业务的税前亏损累计达 4.09 亿美元(但 2006 年只有 500 万亏损)。查理表示，如果我们在 2001 年的资产负债表中要对这 4.09 亿美元下个批注，那会是"直到最后，才知有没有"。总而言之，这句改编过的莎士比亚的台词，会是此衍生性金融商品业务的最佳墓志铭："结束了就万事大吉"。同时，我们也结束

了对价值资本公司的投资。因此在此部分的报表中，这两个业务的损益，都不会再出现在未来的报表中。

克莱顿预制房(ClaytonHomes)仍然是制造业中异类，在去年创下自 1962 年来最低的销售量。事实上该业务去年的销售额只有 1999 年的 1/3 左右，除了 Clayton，我对这个产业在 2006 年是否有赚到任何钱感到怀疑。

Clayton 税前收益为 5.13 亿，并向伯克希尔支付了 8600 万利息，作为我们为 Clayton 持有的 100 亿美元分期付款的贷款组合的借款费用。伯克希尔健全的财务体质，显然对 Clayton 帮助不少，但企业成功幕后的真正推手要归功于凯文克莱顿 KevinClayton。Kevin 对此事业了解透彻，是位理性的决策者，与之合作非常愉快。通过收购，Clayton 现今的员工规模已成长至 14787 人，而我们收购时只有 6661 人。

而在租赁方面包含两大业务，由 PaulArnold 经营的 CORT 家具租赁公司，以及由 BillFranz 经营的 XTRA 货柜卡车租赁公司。CORT 的营收在去年有显著的成长，而 XTRA 则维持 2005 年的高水平。我们会继续让 Paul 跟 Bill 寻找小型收购机会，并对新租赁业务持开放态度。

以下为本业务群收益状况：

百万美元	税前收益					有息负债				
	2006	2005	2004	2003	2002	2006	2005	2004	2003	2002
交易-经常性收入	274	200	264	335	553	600	1061	5751	7826	13762
人寿年金业务	29	11	-57	85	83	2459	2461	2467	2331	1568
租赁业务	182	173	92	34	34	261	370	391	482	503
克莱顿金融	513	416	220	37		10498	9299	3636	2032	
*其他	158	159	78	75	102					
其中*克莱顿利息	86	83								
通用再保险证券	-5	-104	-44	-99	-173	*1204	*2617	*5437	*8041	*10631
价值资本	6	-33	30	31	61					
Berkadia		结束	1	101	115				525	2175
收益合计	1157	822	584	619	775					
交易-资本性收益	938	-234	1750	1215	578					
合计	2095	588	2334	1834	1353					

*通用再保险证券包括所有负债

投资业务

下表为我们普通股方面的投资。我们将 2006 年底市值超过 7 亿美元股票列出，但有两家例外，因为这两家市值合计超过 19 亿美元的公司，我们仍在持续买进。当然，我也可以告诉各位是哪两家，但随后我可能就有必要杀人灭口了。

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
------	------	------	----	----

151,610,700	美国运通	12.6%	1,287	9,198
200,000,000	可口可乐	8.6%	1,299	9,650
218,169,300	富国银行-增持	6.5%	3,697	7,758
100,000,000	P&G 宝洁	3.2%	940	6,427
48,000,000	穆迪 Moody's	17.2%	499	3,315
2,338,961,000	中国石油 H 股	1.3%	488	3,313
36,417,400	Anheuser-Busch-减持	4.7%	1,761	1,792
229,707,000	乐购 Tesco-新进	2.9%	1,340	1,820
21,334,900	强生 Johnson&Johnson -新进	0.7%	1,250	1,409
17,938,100	康菲石油 ConocoPhillips -加仓	1.1%	1,066	1,291
3,486,006	浦项钢铁 POSCO-新进	4.0%	572	1,158
31,033,800	美国合众银行 USBancorp-新进	1.8%	969	1,123
1,727,765	华盛顿邮报	18.0%	11	1,288
1,724,200	白山保险	16.0%	369	999
17,072,192	美国石膏板 USG-加仓	19.0%	536	936
19,944,300	沃尔玛	0.5%	942	921
6,708,760	M&T 银行	6.1%	103	820
	其他		5,866	8,315
	股票投资合计		22,995	61,533
	BNSF 铁路-建仓			1186
	联合太平洋铁路-建仓			756
	美标公司-加仓	GEICO		507
	Ameriprise 金融-减持 7 成			451
	耐克 NIKE-加仓	GEICO		396
	Comcast 有线电视-减持 3 成	GEICO		335
	泰科国际 Tyco	GEICO		304
	通用电气-建仓			289
	Costco			278
	太阳信托 SunTrusts			271
	第一资讯 FirstData-加仓	GEICO		255
	铁山数据-加仓	GEICO		249
	西联 Western Union-建仓	GEICO		224
	Lowe's 劳氏家装零售-建仓	GEICO		218
	甘尼特 Gannett			208
	Norfolk 南方铁路-建仓			199
	Torchmark 保险			180
	家得宝-减持	GEICO		168
	UPS 快运-建仓			107
	H&R Block 税务服务商-减持 8 成	盈利 1 倍		95
	赛诺菲 Sanofi-建仓			23
	Comdisco 零售-血本无归			14

	Pier 1 礼品零售-巨亏清仓	GEICO		9
	GAP 服装-清仓	GEICO		
	利盟国际-清仓	GEICO		
	希悦尔包装 SealedAir-清仓			
	Mueller 穆勒工业-清仓			

*成本项是我们实际的购买价格，也是计税的依据；这与 GAAP 会计原则所认定的“成本”有一些不同，因为少数情况下账面价值需要增加或减记。

我们对几乎所有的投资标的，于 2006 年营运的绩效表现感到高兴。如去年所提的，我们预期其整体而言，每年可在收益上创造 6~8%的成长，而此一比率，大约每十年左右，就能让企业的收益翻一倍。2006 年伯克希尔的最大持股公司美国运通、可口可乐、宝洁、及富国银行，每股收益分别成长 18%、9%、8%、及 11%，感谢这些企业 CEO 所创造的亮眼成绩。

伯克希尔已经接近将直接持有的外汇仓位全数清算，在 2006 年实现了 1.86 亿的税前收益(包含在前面的金融及金融产品的收益报表中)。这使我们自 2002 年开始建立外汇仓位以来，获利的总数升高到 22 亿美元。

以下是按货币种类划分的细目：

外汇币种	损益(百万美元)	外汇币种	损益(百万美元)
欧元	839.2	瑞士法郎	9.6
加币	398.3	日元	1.9
英镑	287.2	新加坡元	-2.6
韩元	261.3	港币	-2.5
澳元	247.1	人民币	-12.7
墨西哥比索	106.1	新台币	-45.3
新西兰元	102.6	其他期权	22.9

在间接持有外汇的获利方面，伯克希尔也大有斩获，但我从来无法精确地计算实际数字。比如，在 2002-2003 年间，我们以 8200 万美元(已经尽其所能了)买进安然公司(Enron)的垃圾债券，其中部分是以欧元计价的。我们已从这些债券里获得 1.79 亿的利息收入，而持有的债权部分，现值为 1.73 亿美元。这意味了伯克希尔总共的获利为 2.7 亿美元，其中部分是由于购买这些债券之后，拜欧元升值所赐。

当我们开始建立外汇仓位时，美国和其它国家货币之间的利率差异，有利于直接持有外汇。但 2005 年时，利差由正转为负值，于是我们寻求其它途径持有外汇部位，比如买进海外企业股权、或有大量海外收益的美国企业。必须强调的是，汇率因素对于选股，并没有太大的意义，而仅是众多考虑之一而已。

由于美国贸易逆差的问题恶化，美元持续走贬的可能性居高不下。我热切地相信公平的贸易往来，对美国及任何国家来说都是好事，而 2006 年，大约有 1.44 万亿美元的贸易规模属于此类。但在去年，美国同时也存在了 7600

亿的伪贸易，也就是只有进口，却没有相等的货品或服务出口的状况。大家不妨沉思一下，若我们全部只有 7600 亿的进口(目前约占 GDP 的 6%)，然而却没有任何出口的情势，评论家会如何描述。在大举向外采购，却缺乏相对应的销售收入，美国势必要变卖资产，或向世界其它国家融资。就像是一个相当富有、但奢靡无度的大家族一样，在生产能力不足以支应消费时，我们被迫要舍弃一些目前拥有的东西。

这对美国来说，并没有多大的问题。因为我们仍是非常富裕的国家，而过去的信用也不错。因此，全世界还很乐意接受美国的债券、房地产、股票、以及企业。由于资产雄厚，我们仍有继续挥霍的本钱。

然而，这样的变卖家产，后果是不堪设想的。我去年曾预测，大肆挥霍的后果，其中之一已经成真：美国的"投资收益"账户，在 2006 年转为负数(自 1915 年以来皆为正值)。目前外国人从美国投资方面所产生的利得，已经超过美国人在海外投资所赚取的金额。目前的状况，如同美国人已经用尽了银行账户内的钱，并且将目光转向信用卡。然而，就像借高利贷一样，由于要支付不断增加的利息，美国目前正面临一个"反向复利"的处境。

我想强调的是，即使知道此一做法极不明智，美国人仍可在未来十到二十年，过得比今天还要好，人均财富也将升高。只是在此同时，美国公民为了支应庞大负债的成本，在每年的生产成果中，有绝大一部分，是要转交给外国人的。每天辛勤的工作，有很多时间只是在为前一代的过度消费，而付出代价，实在是令人不爽。因此未来会有一天，美国的劳工及选民，终会对这种"贡献"感到厌烦，引发严重的政治反弹。市场将如何面对此一效应，我们根本无法评估，但若对于所谓"软着陆"抱着期望，恐怕只是自我安慰的想法而已。

我应该告诉过大家，**伯克希尔所有由直接外汇部位上实现的收益，都是来自于远期合约**。这是一种衍生性金融商品，我们还签订了其它种类的衍生性合约，这可能让大家感到奇怪。我们都清楚通用再保险公司的衍生合约账户，在进行壮士断腕后，所得到的惨痛经验；同时也听我谈论过，衍生性商品运用的惊人成长，将导致金融市场上的系统性问题。你们也许会纳闷，为什么伯克希尔现在还要跟这个有害物质一起厮混呢？

答案是，**衍生性金融商品也像股票及债券一样，有时也会被严重错误的定价**。因此，许多年来，伯克希尔在衍生性合约的签订，一向是具有选择性的，在数量上不多，但有时金额却很庞大。**我现在亲自管理 62 个流通在外的衍生性合约**，确保交易对手没有信用风险。截至目前，这些衍生性合约的效益还不错，为伯克希尔赚取了数亿美元的税前收益(远远超过前面有关远期外汇报表上的获利数字)。虽然时时都有亏损的可能，但是整体来说，还是很有可能继续从价格与价值的偏差中，获得可观的利益。

接班人计划

我过去已经表示，伯克希尔已有 3 位杰出的候选人，将接替我担任 CEO 的职务。而且董事会也明确地知道，要是我今晚就过世，该会由谁来接任。3 位中无论是谁，都比我年轻很多。伯克希尔的董事们也都相信，继任者的任期要长，是很重要的一点。

坦白来说，伯克希尔在投资方面人选的接班上没有做好充分的准备。不过，这有其历史因素：过去有一段时间，查理是潜在继任者，但最近路易·辛普森填补了这个空缺。路易是位长期投资的高手，在管理 GEICO 公司的股票投资组合期间，创造了相当出色的长期绩效。但他仅比我小 6 岁，如果我的大限到了，那么他可以短时间内完美的填补空缺，可能也并不太长。所以长期而言，伯克希尔需要另外的解决之道。

在我们十月的董事会上，我们已针对这一问题彻底讨论。我们制定了一个接班人计划，查理和路易将协助我共同执行。依照计划，我打算雇用一位更年轻、且有潜力管理大型投资组合的人(男女均可)，视状况的需要，继任成为伯克希尔首席投资官。但在评选的过程中，实际上会挑出几位候选人。

挑出合适的人选，不是件容易的事。当然，从投资绩效斐然的人才中，再找出聪明的人选并不困难。但是长期投资要想成功，即使有精明的头脑、以及短期的优异绩效，还是有很遥远的距离。

随着时间的推移，市场会出现非比寻常、甚至诡异至极的事情。只要一个大错，就可能毁掉过去一长串的成功投资纪录。所以，伯克希尔需要一个生来就能辨认并规避重大风险的人，包括那些以前从未出现过的风险。而现行许多金融机构所普遍采用的模型，无法发现投资策略中潜藏的重大风险。

秉性也十分重要。独立思考、情绪稳定、以及对人性及机构行为的敏锐理解，这些对于长期投资的成功都至关重要。我看过很多聪明绝顶的人，但都缺乏这些特质。

最后，我们还有一个特别的问题需要考虑：我们能让受聘者留任多久。在伯克希尔的资历加到个人履历上，可以让此投资经理人，在市场上更加抢手。因此，我们要能确保最后所选择的人，即使在别的地方收入更高，也能坚持留在伯克希尔。

我们需要的人才，必定是存在的，只是可能比较难以辨认而已。1979 年，Jack Byrne 和我，认定那个人就是辛普森。于是我们和他达成协议，若能维持过人的绩效，收入就必然可观，辛普森因此在财富上，得到丰硕的成果。然而，辛普森大可以在几年前，因为更优厚的合约条件而离职，去管理更大笔的资金。如果钱是他唯一的

选择，他早就离开伯克希尔了，但辛普森从未有此念头。我们就是需要找到一位或两位更年轻的人，前提就是要具备辛普森的特质。好消息是：76 岁的我，感觉自己状况极佳。而且根据所有衡量指标，我的健康程度都在优良的水平。对于一个常喝樱桃可乐、及吃汉堡的家伙来说，实在是再神奇不过的事。

伯克希尔董事会的一些变动

自今年春季开始，伯克希尔董事会的组成，将在两个方面产生变动，首先是与 Chace 家族有关。Chace 家族和伯克希尔及其前身，有超过一个世纪的渊源。1929 年时，在将四家新英格兰地区的纺织厂，合并成伯克希尔精纺联合公司的行动中，第一代的 Malcolm G.Chace 扮演了重要角色。该公司在 1955 年时，与哈撒韦制造公司合并成伯克希尔-哈撒韦公司，而 Malcolm G.Chace,Jr.随即成为董事长。1965 年初，在小 Malcolm 的安排下，巴菲特有限合伙公司买进了伯克希尔的一笔关键股权，并对我们取得经营权表示欢迎。小 Malcolm 并继续担任伯克希尔的名誉董事长，于 1969 年才卸任。他是一位德高望重、也乐于助人的好伙伴。

同样的形容词，也适用于他的儿子 Malcolm Kim Chace 身上，他在 1992 年接替父亲成为伯克希尔董事。Kim 于 1996 年自行创业，目前正积极、而且成功地经营一家社区银行，因此在去年他建议，可以寻找一位年轻人来代替他。由于我们找到了适合人选，因此 Kim 将在今年的股东会时卸任董事。我希望对 Chace 家族、以及 Kim 多年来对伯克希尔的贡献，表达我最由衷的感谢。

在挑选新董事上，我们是沿用多年来的**标准：董事会成员要以所有者利益为导向，精通商业，兴致昂然、且真正独立**。我所谓"真正"的独立，是指**完全不依靠董事的酬劳、来维持其生活水平者**，这与目前很多权威机构和观察人士，在独立董事的认定上，有相当的出入。他们严重依赖董事薪酬来维持个人生活水平，这类报酬各种各样，通常每年在 15-25 万美元之间，甚至接近或者超过所谓"独立"董事的其它收入。而且(似乎也见怪不怪)，董事酬劳在近年来更持续暴涨，这归功于美国企业界最乐于聘请的薪酬顾问公司：高一点、再高一点、成交！

(Ratchet, Ratchet and Bingo 是虚拟表述，形容薪酬谈判过程：高一点，再高一点，成交！)

(棘轮是一种不可逆的机械机构。棘轮效应用于形容高管薪酬，一旦形成之后，便有不可逆性，即易于向上调整，而难于向下调整，某些公司高管薪酬得到了公开，便对其他公司高管形成不可逆的锚定影响。)

查理和我都相信，如果董事们要尽职尽责，前面所提的四个标准必不可少，是依法要忠实地代表所有股东。

但是，这些标准通常都被大家所忽视。取而代之的，那些为董事会寻觅人选的顾问公司和 CEO 们，通常的说法只是："我们想要的是一名女性"、或"西班牙裔"、或"来自海外的人"或诸如此类的话。这样的任务，有时就让人感觉像是把诺亚方舟塞满而已。在征询我某人是否适合成为董事的许多问题中，从来没有任何人问过我："请问他是否

站在明智股东的立场来思考？"

相反，我被询问的一些问题，对于那些正在寻找候选人的人来说，听起来会非常可笑，比如说：足球队、陪审团、军事指挥部等。在这种情况下，选拔者希望寻找到那些，具备专业工作所需的特定才能和态度的人。对伯克希尔来说，我们主要的活动在于好好地经营企业，因此，商业上的判断力，是我们所企求的。这正是我在雅虎 CFO, Susan Decker 身上所看到的特质。她将在今年的股东大会上正式加入董事会。我们很幸运，她不但在我们的四个标准上，获得非常高的分数，而且，44 岁的她相当年轻，你可能注意到，这正是你们的董事长目前十分欠缺的。未来我们将继续努力引进新的血液，但长久坚持的四个标准特质，我们是绝不会忽视的。

其它

伯克希尔将其 2006 年的收益，缴纳约 44 亿美元的联邦所得税。而美国政府上一年度的支出为 2.6 万亿美元，即每天的花费约 70 亿美元。换句话说，伯克希尔可以支应所有联邦政府半天以上的所有开支，无论是社会福利、医保、及至于国防相关的成本。只要约有 600 个像伯克希尔这样的纳税者，所有的美国人就无需缴交任何所得税或工资税。

应该要加以说明的是，我们去年向美国政府申报的所有文件，页数总共为 9386。而相关业务办理、州政府、外国政府的税务申报、美国证券交易委员会 SEC 限期完成的许多报表，以及所有与伯克希尔营运相关的各类事项，都是由全球总部的 19 位同仁所一手包办。这些人员的办公场所，占地 9708 平方英尺，而查理·芒格所在的洛杉矶美西世界总部，则有 655 平方英尺。我们去年花在总部办公的所有支出，包括员工福利、及两个办公场地费用，总数为 3,531,978 美元，显然我们在开销方面异常谨慎。

企业界许多重要人物，对于美国政府的开销颇有微词，指责官僚体系在支出上，无法将纳税人的钱，视为自己的钱一样有所节制。不过，有时这些企业高层在公司的财务上，也会因为钱并不由自己口袋拿出来，而展现出不同的行为模式。我在担任所罗门投资银行董事时，所发生的一个小故事，大家就可以看得很清楚。在 1980 年代时，该公司请了一位名为 Jimmy 的理发师，每周来为高层免费理发，随行还有一位专门修指甲的人。后来，由于削减成本之故，想要接受服务的人，必须自行负担费用。其中有某位高管(并不是 CEO)，本来是每周都向吉米报到，但在新规定实施后，立刻决定三个周再来理一次发。

查理和我时不时地早早引领风潮，掌握一些在商业前景上可能发光发热的潮流。例如，虽然美国航空(里程数)

和美国运通(信用卡积分)被视为客户“红利回馈”的先驱，但我们却很早就注意到，这门生意的强大吸引力。在这一洞察力鼓励下，我们于 1970 年收购了一家印花交易公司蓝筹印花。当时，该公司的年营收为 1.26 亿美元，其印花在加州各地随处可见。实际上，就在 1970 年，约当有 600 亿张印花券，被收集者累积成册，前往我们的特约商店兑换商品。我们的商品奖励目录的页数厚达 116 页，满满都是令人迫不及待想兑换的商品。当我得知连一些特种行业、及葬仪业者，都会给顾客印花券时，我以为我终于找到了稳赚不赔的生意。

然而，事实上并不尽然。从我们踏入此一领域后，却是一路走下坡。到了 1980 年，该公司营收滑落至 1940 万美元。接着到 1990 年，犹如陷入泥淖的营收，更只剩下 150 万美元。由于我不是轻言退缩的人，在管理上我付出了更加倍地努力。但营收又再衰退了 98%。到了去年，在伯克希尔 980 亿美元的营收中，来自蓝筹印花公司的贡献，一共只有 25920 美元(没省略任何 0)。但我和查理还是怀抱着无比的希望，继续坚持下去。

薪酬制度

如我去年的股东信中所提，在我担任 19 家公司(不含伯克希尔和关系企业)的董事职务上，几乎所有的薪酬委员会，都视我如同伤寒玛丽般、避之唯恐不及。只有一家公司的薪酬委员会，邀请我担任委员，但在大多数关键性的决定上，我的意见却还是立刻遭到否决。在制定公司 CEO 薪酬水平上，经验不可谓不丰富的我，却受到如此的排斥，实在令人匪夷所思。毕竟，伯克希尔的薪酬委员会，我是唯一的成员，为集团中近四十个重要的营运事业，决定了所有经理人的薪水和奖励方案。

在此类工作方面，究竟占了我多少时间？几乎是没有。那在我们 42 年来的营运历史中，有多少经理人想要跳槽？也是一个也没有。伯克希尔采用了许多完全不同的激励安排，其条款取决于 CEO 所负责业务的经济潜力、或资本密集程度等因素。但无论是什么样的薪酬方案，我总是尽量本着简单、同时维持公平的原则。

当我们采用奖励制度时(而且会十分丰厚)，总是要与该名 CEO 所负责的营运结果，有直接的关连。我们不希望让他们产生投机的心理，以为可以得到与事业表现无关的回报。如果一个 CEO 的打击率只有三成，那他就应该获得相同成绩的收入，即使是他控制范围以外的因素，导致伯克希尔的表现不尽人意。而对于打击率只有一成五的 CEO 来说，就算其它事业的成功，让伯克希尔大展鸿图，他也不应该因此获得任何好处。举例来说：伯克希尔目前持有 610 亿美元的股权，其任何一年的价值，很轻易地就可能上升或下降 10%。无论此一盈亏对股东的重要性如何，但对那些为我们经营事业的主管而言，究竟有什么样的理由，他们的收入要和这 60 亿美元的变动，有任

何的关连？

企业 CEO 在绩效差强人意，但却仍可领取天文数字薪酬的许多事例，已经广为流传。但大家比较少听说到的真相是，美国的企业 CEO 普遍也过着十分优越的生活。应该强调的是，他们当中有许多人真的是能力非凡，而且大多数一周工作时数也远超过 40 个小时，只是大家看待他们的方式，通常被视为皇室成员。而伯克希尔目前对待 CEO 的方式，必定还是会持续下去。虽然查理比较偏好的是勤俭克难，但我宁愿被过度溺爱。伯克希尔旗下有家公司，名为娇宠大厨，而我们良好的企业文化，则让我成为了娇宠的大家长。

一家企业提供给 CEO 的福利津贴，很快就会被其它公司所复制沿用。在董事会中，"别家小孩都这样"的想法，可能因为过于幼稚，比较不会被视为合理的解释。然而，当业界的顾问人员，在对薪酬委员会提出建议时，实际上却是以此为主要的论点。当然，他们只是用更优雅一些的方式，来加以修辞而已。

通过信息的披露，或是聘请"独立董事"来担任薪酬委员，对这类在薪酬发放上不合理、且过于慷慨的普遍作法，并无法产生任何实际上的改变。说实在的，我之所以会被许多薪酬委员会拒于门外，最可能的理由，就是因为我被视为是"过于独立"的董事。薪酬制度的改革只有在几个最大的机构投资者(数目不必多)提出要求，就能使整个系统出现全新的气象。目前这些顾问在面对客户，巧妙运用"同业"水平、来作为比较基准的手法，只会让目前在薪酬发放已过份慷慨的现象，在企业界更为盛行下去。

慈善事业

去年，我已将大部分持有的伯克希尔股权，移转给五个慈善基金会。此一安排，是我生前规划的一部分，最终我会将名下所有持股，全数投入于慈善目的。有关我所做的承诺、及所持的理由，都发布在我们的网站：www.bershirehathaway.com。我应该指出的是，此一决定及实行时机，都并非出于税负的考虑。2006 年我必须缴交给联邦、或州政府的所得税，与我去年夏天的首次捐献前，维持完全相同的水平，对 2007 的所得税来说，也没有任何不同。

根据我遗嘱中的主张，我在过世时仍持有的伯克希尔股份，将以为期十年的时间加以变卖，以投入慈善事业。由于处理上并不算复杂，因此最多再花三年，就能完成所有程序。将这 13 年的时间，加上我预期自己还能再活约 12 年(当然，我的目标不只如此)，就意味着我所有伯克希尔持股的卖出所得，将在未来 25 年间，完全移作社会公益用途。决定此一时程，是由于我希望这些钱，交给我所知悉有能力、活力、及动机的人，能够在有限的

时间内相对迅速的加以运用。由于这些管理上的特质，常随着机构(尤其不受市场力量影响的机构)的老化而衰减。

目前，这五个基金会都是由不可多得的人才来管理，因此在我离开人世时，何不让他们快速行动，明智的花掉我所遗留的财产？

对偏重在基金会永续经营方面的人来说，强调未来一定会有更重大的社会问题，需要慈善组织的密切关注。我同意此一看法，但我认为将来一定会出现更多的超级富豪及家族，其财富规模将超过美国现有的水平，能够在慈善组织的号召下，提供所需捐助的基金。届时，这些资助者，就可根据当时的实际需要，提供机构在运作上所需的动能，将焦点放在那时才发生的重大社会问题，以寻求最佳解决之道。如此一来，这些机构的理念及有效性，就可在市场上接受验证。有些基金会理应获得大量支持，但许多社会目标已然完成者，剩余的基金该如何处置，反而形成更大的问题。即使活着的人在决策上不尽理想，但在资金的分配上，也还是应该比几十年前死者的好意安排，更符合实际的需要。当然，遗嘱随时都能改写，但让我的想法出现重大改变，恐怕是不大可能的。

部分股东对这些获得捐助的基金会，可能在变卖持股时，对我们股价所造成的冲击，表达了他们的关切。这其实不足为惧，因为许多股票的年成交量，往往超过其在外流通股数的 100%，但其股价仍可维持在内在价值附近。而伯克希尔的年成交量，只有在外流通股数的 15%，仍可维持在合理的股价水平。获得我手中持股的基金会在卖出时，最多只会增加年成交量的百分之三，伯克希尔的股票周转率，仍然是处在市场的最低水平。

整体而言，伯克希尔的事业表现，才是决定其股价的根本原因。在极大多数的状况下，其价位都将在合理的区间之内变动。对于定期将卖出伯克希尔持股的那些基金会而言，价格的合宜是重要的，但对伯克希尔的新进股东来说，不让他们付出过高的成本，也是同样重要的事(请参阅股东手册经济原则的第 14 点)。无论是经营方针，以及股东的沟通交流方面，伯克希尔的主管们都竭尽所能，确保股价与内在价值间，既不会出现大幅折价，也没有大量溢价的空间。针对基金会的持股，绝不会影响伯克希尔董事会，在股利、股票回购、及发行新股方面的决策。我们将遵循与过去完全一致、持续提供着启示的规则：长期而言，什么行动极可能带给股东最佳的成果？

投资顾问

在去年的股东信中，我以寓言的方式象征性描述了一个拥有所有美国企业股权的 GotRocks 家族，企图以违反生产原则的方式，支付给"帮手们"愈来愈高的佣金及费用，来增加投资回报率。悲哀的是，这个家族在 2006 年，仍然持续往自我毁灭的路前进。这个家族执迷不悟地做傻事，部分是由于对于可获得的回报，怀抱了不符实际的

预期。有时候，这类错觉完全是自私的。

举例来说，通过一些遥不可及的**投资回报假设**，私人企业的退休金计划，可以暂时将获利数字美化。而政府的公共养老金计划，也能将原本应增加的税收予以延后。精算师与审计人员，也在这些手法上同流合污，因为真正的结果，要几十年后才看得到。届时，这些误导全世界的企业 CEO 和公务员，早就消失无踪了。同时，华尔街也持续以绩效来吸引这个家族，为他们缘木求鱼的愿望来加油添醋。这个不幸的 Gotrocks 家族，以为只要支付了持续升高的费用，家族中所有成员，就能获取优于平均成绩的投资绩效。这就像大人版的 LakeWobegon 故事一样。(在 1985 年小说《LakeWobegonDays》故事里，住在这里的每个孩子都有优于平均的表现。)

在 2006 年，前述的承诺、及费用都创下了新高。机构投资人的钱，如洪水般涌入这些以 **2%+20%的方式**收费的一群人。对这种收费方式一无所知的人，容我作一番解释：**这是个一面倒的系统，因为即使毫无绩效表现(甚至是大幅亏损)，每年仍需缴交本金的 2%给基金业者；此外，只要是基金公司的绩效为正数，就必须付给它们获利的 20%，即使这样的成绩完全是因为牛市上涨。**举例来说，某年绩效为 10%的基金，就可收到 3.6%(2%管理费，以及 10%扣掉 2%后的 20%)的费用，而投资人将只剩下 6.4%。对于一支 30 亿美元的基金来说，此一 6.4%的净"绩效"，将为业者带来 1.08 亿美元的收入。对业者来说，这根本就像金矿一样，因为一般的指数基金，就算年回报率高达 15%，投资人也只付出象征性的费用而已。

这种无论赚赔、坚持都要收费的古怪方式，注定了 GotRocks 家族逐步走向贫穷的命运，若他们从未听说过这些"超级帮手"，就不会如此凄惨了。但即使如此，此 2+20 的模式还是继续蔓延。这种现象让我们想到一个英文古谚："当有经验的人向有钱的人提议一项交易，有钱的人往往会得到经验，而有经验的人往往会得到钱"。

沃尔特·施洛斯 Walter Schloss

在本节的末尾，让我介绍一位华尔街的好人代表，我的老朋友 Walter Schloss，他去年刚过 90 大寿。自 1956-2002 年，Walter 掌管着一个十分成功的投资合伙公司，**除非投资者赚到钱，否则他不收一毛钱。**必须强调的是，我对他的尊崇，并不是事后诸葛。因为早在 50 年前，有个位于 St.Louis 的家族，问我是否可介绍一些既诚实、又能干的投资经理人时，Walter 就是我唯一的推荐者。Walter 并没有上过大学，也没有上过商学院。在 1956 年时，他的办公室只有一个文件柜，到 2002 年时，已增加为四个。Walter 在工作上，从来没有请过秘书、文员或财务人员，**唯一的助手是他的儿子 Edwin**，他是北卡罗来纳大学的艺术硕士。Walter 及 Edwin 从来不听信

什么内线消息，实际上，即使是“外界”信息，他们也很少使用，完全只运用一些特定的统计方法，而那是 Walter 在为格雷厄姆工作时所学习到的。在接受 1989 年杰出投资人文摘(OID)采访时，他们被问道：“请问该如何归纳你们的投资法则？”Edwin 的答复是：“我们只是努力买便宜的股票。”如此来看，现代的投资组合理论、技术分析、宏观经济学派、及许多复杂算法，对他们来说，似乎太多余了。

遵循这种没有实质性风险(或定义为永久性资本损失)的策略，Walter 在他 47 年的合伙事业所创造出的业绩，远远地超越了标普 500 指数的同期表现。值得一提的是，他通过投资约 1000 家、大多为冷门的股票，缔造出这一纪录。少数几支股票的大胜，并不能完全解释他的成功。因为保守估计，数以百万计的投资经理人通过如下方式交易：(1)以随机的方式来选股，(2)与 Walter 购买的数量相当，(3)与 Walter 同时卖出持股。但即使是当中最幸运者，也难以接近 Walter 的纪录。这说明：Walter 在 47 年间取得的成就，绝对不是运气使然的。

我在 1984 年时，首次针对 WalterSchloss 的傲人记录，公开加以讨论。当时，“市场有效假说”(EMT)是大多数主流商学院的投资课程的核心。如同那时大多数人所学到的观念，该理论认为，任何股票的价格，在任何时候，都不会出现明显的错误定价。这意味着，任何投资者只运用公开信息，都不可能超越市场平均水平(虽然运气的确能让某些人办到)。在我 23 年前谈到 Walter 时，他的纪录有力的反驳了这一理论教条。

但对于学术界的人来说，在接触这些新出现的重要证据时，他们的反应如何？不幸地，他们却与平常人的反应模式太过雷同：他们不但未敞开心扉加以思考，反而选择闭上眼睛。就我所知，没有一个教授市场有效假说(EMT)这门课的商学院，试图研究 Walter 的绩效表现，探讨其对于学院推崇的理论意味着什么。取而代之的，这些学院派在传达市场有效假说的意义时，态度有如讲述圣经般坚定。在财务学的讲师中，胆敢对市场有效假说提出质疑者的比例，就如同伽利略被提名为教宗的可能性一样低。

因此，有数以万计的学生在进入社会后，对于所有股票每天价格的“正确性”深信不疑(跟准确地说是，没有明显的错误)，而评估企业(股票)都是徒劳的。在此同时，Walter 继续表现出色，他的工作因为那些年轻人接受了这些错误观念而变得更轻松了。毕竟，对于航运业者来说，让你所有的竞争者都以为是地球是平的，应该可获益不少。对于 WalterSchloss 的投资者而言，也许真应该庆幸的是，他没上过商学院。

年度股东大会

今年的股东会将于 5 月 5 日周六召开。一如往常，Qwest 中心的大门将于早上 7 点开启，介绍伯克希尔的影

片将在 8:30 开始播映, 9:30 我们会直接进入问答时间, 直到下午 3 点结束(中间将有午餐休息时间)。在短暂的休息之后, 查理和我将在 3:15 召开年度会议。而如果您决定在问答时间中途离席, 请等到查理发言时再这么做吧。

离开会议的最好理由当然是"购物"。在毗邻会场的 194,300 平方尺的大厅里, 将会堆放伯克希尔各业务的产品, 如此绝对会符合您的需求。去年经过总计 **2.4 万**位与会人士的努力, 让每个摊位的销售记录都不断向上攀升。不过纪录就是为了被打破而设立的, 我相信各位今年会表现地比去年更好。

今年我们将再次展示一组 Clayton 的房屋, 并由 Acme 砖块、萧氏地毯、JohnsManville 隔热材料、Mitek 紧固件、Carefree 雨篷、以及内布拉斯加家具共同构成。而您会发现, 这样的房子才开价 139,900 美元, 真是物超所值。去年 Qwest 的工作人员在还未向股东开展前, 就从所展示的两间样品屋中订走一栋。今年在 Clayton 房屋展示场地的两旁, 将会展示森林河所提供的房车(RV)与浮船。

GEICO 的摊位上, 将由许多来自全国的顶尖保险顾问, 为您提供汽车保险的报价。在大多数的状况, GEICO 会给股东们特别的优惠(通常为 8%), 这个优惠在我们全美 50 州中 45 州的营运据点, 都可适用(补充一下, 若各位股东同时适用于其它特定团体的优惠, 不同优惠方案是不能累加的)。请各位股东带着你目前的保险资料, 让顾问们为您研究是否有省钱的可能, 而我相信有一半以上的股东, 是能够办到的。在此同时, 您也可以申请一张新的 GEICO 信用卡, 我也是爱用者之一(当然, 请抱持节俭的心来使用)。在周六当天的奥马哈机场, NetJets 公司将会一如往常地陈列机队, 可供各位股东参观。各位不妨到 Qwest 会场的 NetJets 公司的摊位, 索取相关飞机的数据。对于坐车来奥马哈的人, 或许可以搭乘全新的客机回家, 但请记得带着您的造型发胶上飞机。

在书虫书屋 Bookworm, 将会以折扣销售 25 本书与光盘, 主打著作依然会是 **《穷查理宝典》**(附带一提, 去年有位读者询问查理, 如果他不喜欢这本书怎么办? 查理则以一贯的芒式风格回答: 请不用担心, 只要把书交给另一位更聪明的家伙就行了!)。今年在摊位里又多加了几本著作, 包括瑞典的伯克希尔长期忠实股东 Peter Bevelin 的 **《探索智慧: 从达尔文到芒格》**, 与 FredSchwed 的经典著作 **《客户的游艇在哪里》**, 后者在 1940 年出版后目前已第四次再版。这本书可说是有史以来最有趣的投资类书籍, 以微言大义的方式点出许多重要的主题。

随着本年报一同寄发的委托书附件中, 说明了如何取得参加股东会及相关活动的入场券。关于飞机、旅馆、及租车等预约服务, 也可以像往常一样向美国运通(800-799-6634)联系以获得协助。CarolPedersen 每年都负责此工作, 而且成果非凡, 在此表示感谢。旅馆或许会一位难求, 但若跟 Carol 小姐联系, 相信不会让您失望。

位于道奇及太平之间七十二街，占地 77 英亩的内布拉斯加家具卖场，今年将再度举办"伯克希尔周末"特价活动。我们在十年前开始此一活动，活动期间的销售额从 1997 年的 530 万美元，到 2006 年已成长至 3000 万美元。光想到此一惊人的销售量，都会令我起鸡皮疙瘩。如果要享受特价优惠，请您务必在 5 月 3 日周四，到 5 月 7 日周一这一期间(包含头尾)购买商品，同时要以会议入场券作为证明。此一期间的特价也适用于部分知名厂商几乎从不打折的产品，唯有在股东会期间例外，非常感谢这些厂商的鼎力支持。内布拉斯加家具卖场周一到周六的营业时间为早上 10 点到晚上 9 点，周日则为早上 10 点到晚上 6 点。今年在周六下午 5:30 到 8 点，卖场将会举办只限股东参加的餐会，供应鸡肉与牛肉墨西哥卷饼(或是为像我这样的传统主义者提供汉堡类食物)。

在重新扩充装潢的波仙珠宝店也会再次举办两场股东限定的特卖会。第一场鸡尾酒招待会，在 5 月 4 日周五晚上 6 点到 10 点；第二场重头戏大型售卖活动，将在 5 月 6 日周日的早上 9 点到下午 4 点。周六则在晚上 6 点前，都照常营业。整个周末波仙珠宝都将人山人海，因此为了您的方便起见，股东的特惠期间将自 4 月 30 日周一开始，一直到 5 月 12 日周六为止。在此期间请出示你的股东会入场券、或券商对账单，以确认你的股东身份。

周日，两届美国西洋棋冠军 Patrick Wolff，以下盲棋的方式，将在波仙珠宝外的帐棚，接受所有六人一组来宾的挑战，不过这些来宾并不蒙眼睛。去年我在 Patrick 下盲棋时曾跟他有过简短对话。而在帐篷附近，著名的达拉斯魔术师 Norman Beck 也将会用精彩的手法迷炫观众的眼睛。此外，我们也邀请了世界顶尖的桥牌高手 Bob Hamman 及 Sharon Osberg，在周日下午和各位股东切磋牌艺。

为了增加博盛周日的趣味，从下午 1 点到 4 点，邢延华(ArielHsing)将会接受所有在场者的乒乓球挑战，虽然她只有 11 岁，不过已经是美球界的第一把交椅(同时也是 12 岁以下青少男女组的冠军)。在我 75 岁生日那周我曾跟她挑战桌球，当时她九岁，身高甚至只能让她刚好够到桌面，我还在思索要如何才不会因赢的太轻松，而伤害她的幼小心灵，不过最后被伤害的那个人是我。所以从那时开始我就策划，要如何能再次挑战她。因此周日下午一点，我会担任比赛的第一位挑战者，进行一场抢两分的赛局。如果我能先抢下一分，到时我就会佯装受伤，并带着胜利光荣退场。经过这场艰苦的赛局应该可以削弱爱尔信的实力，我们的股东或许就能凭运气获胜。

我最爱的 Gorat's 牛排馆，也会再度于 5 月 6 日周日，仅为伯克希尔股东敞开大门，自下午 4 点到晚上 10 点为各位服务。若欲当日至该店消费，记得务必事先订位，并请在 4 月 1 日以专线 402-551-3733 预约(但 4 月 1 日前恕不开放)。在 2006-2007 学年，将会有 35 个大学班级到奥马哈与我会面讨论(包括巴西的 IBMEC)。我将带着

全部超过 2000 位的学生，到 Gorat's 牛排享用午餐，他们对此都兴奋无比。请各位周日到那里用餐，便可了解个中原因。

在周六下午 4 点，我们将再度为来自美加以外地区的股东举办招待会。每年的股东会，都会吸引世界各地的人齐聚一堂，芒格和我都希望亲自接待这些远道而来的贵客，去年共有来自数十个国家 400 多位来宾参与。针对这些美加以外的股东，我们将提供特别的入场券、及指引说明，以便其参与此一盛会，共襄盛举。

芒格和我都无比幸运，能够生在美国，在父母的良好照顾下，接受高等教育，建立和乐融融的家庭，并且享受健康的生活。同时又因为具备了"商业"基因，我们获得无与伦比的财富；但在增进社会福祉的贡献上，却未必超出一般人。而且，拜许多杰出与热情同僚的协助所赐，我们能一直以无比热忱对工作乐在其中，难怪我们上班都像在跳踢踏舞一样，热闹有趣。但我们觉得，没有什么比得上在年度股东会、和各位股东欢聚一堂，更让人愉悦。因此，5 月 5 日请来参加这场在 Qwest 中心为各位资本家召开的年度嘉年华会，期待各位股东的光临，我们将恭候大驾。

沃伦·巴菲特 董事会主席



2006 年 8 月 30 日，巴菲特生日当天，与同居 30 年的 Astrid Menks 低调完婚。

附注：部分公司简介



<walmart inc.> www.walmart.com

沃尔玛公司(纽交所代码: WMT)是全球排名第一的零售商,《财富》500 强连续第九年排名 1 位,以营业额计算为全球最大的公司,每周大约有 2.2 亿顾客和会员访问 24 个国家的大约 10,500 家商店和俱乐部以及电商网站。沃尔玛 2021 财年营业收入为 5590 亿美元,在全球拥有 220 万名员工,其中美国 160 万名。主要有四种营业形式,沃尔玛超级购物中心,占地约 18.2 万平方英尺,雇佣大约 300 名员工,多数超市 24 小时营业,提供一站式购物体验。沃尔玛折扣店,占地约 10.6 万平方英尺,雇佣大约 200 名员工。沃尔玛社区店,占地约 3.8 万平方英尺,雇佣大约 100 名员工。山姆会员店 Sam's Club,平均占地约 13.4 万平方英尺,提供高质量的新鲜食品和会员商品项目。Walmart.com 每月有 1 亿的独立访问者。

山姆沃尔顿 Sam Walton 出生于 1918 年。1929-1933 年,大萧条冲击着整个美国, Walton 一家人每天想得最多的就是如何多挣点钱,多省点钱。1945 年 Walton 退伍,加盟本富兰克林特许经营店。1962 年 7 月 2 日, Walton 第一家廉价店在阿肯色州开业,第一次打出了"沃尔玛"的招牌和"天天低价"的口号。这一年,美国零售业巨头除了凯马特 K-mart 外,沃尔玛 Walmart、塔吉特 Target 及科尔士 Kohl's 都在这一年开业。出于成本的考虑,沃尔玛把所有的店都开在小镇或郊区。1960 年年代,美国的汽车销量快速上升很快突破 1500 万辆,汽车购物的兴起是沃尔玛能在郊区存活的重要原因。1970 年,沃尔玛在纽交所挂牌上市。随后 70 年代恶性的通货膨胀,人们对"天天低价"的需求彻底爆发,上市十年间,销售额从 4429 万美元增至 12.48 亿美元,净利润从 165 万美元增至 4115 万美元,门店数从 32 家增至 276 家,一跃成为最年轻的年销售收入超 10 亿美元的零售公司。沃尔玛还通过兼并的方式,使连锁店的规模超常规发展。1982 年门店数量 491 家,1987 年达到 1000 家,1998 年超过 1800 家。

60 年代沃尔玛就购买计算机建立了存货管理系统跟踪存货。1973 年建立了电子收款系统 POS,1974 年全面实现 SKU 单品级库存控制。1979 年总部建成了数据处理和通信中心,实现了计算机网络化和 24 小时通信。1983 年发射了企业卫星,投入 7 亿美元的巨资于 1987 年建立了目前的计算机及卫星交互式通讯系统。总部高速计算机,同全国 24 个分销中心和 2000 多家连锁店连通,根据库存自动发出订货需求,分销中心安排发货和路线,整个过程不超过 48 小时。80 年代开始使用商品条码和电子扫描器实现存货自动控制,1984 年最早使用了品类管理软件,1985 年最早利用电子数据交换系统 EDI 与供应商建立了自动订货系统。1988 年沃尔玛开始使用无线扫描枪,并最早采用电子防盗系统 EAS,将商品失窃率降低了 50%。1990 年成为 EDI 技术的全美国最大用户。1991 年通过 Retail 系统与供应商共享预测方法。沃尔玛高效的分销和内部管理系统,成本大大降低,加速了资金周转,减少了库存费用,沃尔玛的配送中心按照各地的贸易区域精心部署,从任何一个中心出发,运货卡车只需一天即可到达它所服务的商店,商品物流成本占销售额的比例在沃尔玛是 1.3%,在凯马特是 3.5%,在希尔斯则为 5%。1994 年成立国际业务部。1997 年沃尔玛年销售额首次突破 1 千亿美元。1996 年上线了电商平台 Wal-Mart.com。2000 年山姆会员店也推出网上商城 samsclub.com。沃尔玛在数据的采集和利用上面全面引入新的技术。为了更好拥抱电商,沃尔玛一直在不断扩展其电商的平台服务,先后收购了美国 Jet.com(2016 年 30 亿)、印度 Flipkart (2018 年 160 亿占 77%股份,占印度 43%市场份额)、户外电商 Moosejaw(2017 年 5100 万)、女装 ModCloth(2017 年 8000 万)、男装 Bonobos(2017 年 3.1 亿)、鞋类 ShoeBuy(2017 年 7000 万)、家具 Hayneedle(2016 年 9000 万)等电商综合平台和垂直平台。现在沃尔玛是美国第三大电商,营收仅次于亚马逊和 eBay。

1996 年沃尔玛进入巴西,开设了沃尔玛商店、山姆俱乐部,并收购 Hyper 和 Maxxi 等几个品牌。2018 年,雅维特国际(Advent International)收购了巴西沃尔玛(Grupo BIG)80%的股份,沃尔玛保留 20%,退出巴西业务。2021 年,家乐福巴西以 12 亿美元收购 Grupo BIG。沃尔玛和 Advent 持有 5.6%。现在 Grupo BIG 是巴西第三大食品零售商。2002 年沃尔玛首次投资日本西友(Seiyu)零售集团,2008 年累计花费超过 20 亿美金实现 100%控股。2020 年沃尔玛退出日本,KKR 以总价 16 亿美元从沃尔玛手中收购西友 65%的股份,乐天持有 20%,沃尔玛保留 15%。这家连锁店现拥有 329 家门店和 34600 名员工。1999 年沃尔玛以 67 亿英镑的价格收购 Asda Group 进入英国市场。随后与 TESCO 的竞争中落败,Asda 连续亏损一直无法盈利。2019 年,沃尔玛试图将 Asda 与竞争对手森宝利(J Sainsbury)合并,但遭到了英国监管机构的阻止。2020 年沃尔玛以 68 亿英镑出售 Asda 给 Issa 家族和私募股权 TDR Capital,退出英国业务。1996 年沃尔玛在深圳开设第一家大卖场和山姆会员店。现在在中国拥有 400 家卖场会员店以及多个电子商务平台。2010 年中国山姆会员店推出网上购物服务。

《富甲美国：沃尔玛创始人山姆·沃尔顿自传》

沃尔玛提出“帮顾客节省每一分钱”的宗旨，实现了价格最便宜的承诺。公司一贯坚持“服务胜人一筹、员工与众不同”的原则，向顾客提供超一流服务的新享受。走进沃尔玛，顾客便可以亲身感受到宾至如归的周到服务。再次，沃尔玛推行“一站式”购物新概念。顾客可以在最短的时间内以最快的速度购齐所有需要的商品，正是这种快捷便利的购物方式吸引了现代消费者。避开竞争对手优势区域，在优势市场扩张，建立成本控制制度降低采购和管理费用，强大的分销中心降低运输成本，商品价格做到比竞争对手低 20%，天天低价是沃尔玛的战略基石，低成本也是沃尔玛成功的竞争优势之一。但降低价格的同时，不能降低服务，要超越顾客的期望，向顾客提供比满意更满意的服务是沃尔玛成功的竞争优势之一。沃尔玛善待员工待遇公平，将所有员工视为合伙人，向每一位员工实施利润分红计划，以人为本的企业文化理念极大地激发了员工的积极性和创造性。沃尔玛的企业文化中有三项原则：尊重个人，服务顾客，追求卓越。沃尔玛注重留住员工减少员工的频繁流动。坚守根本，细化管理，沃尔玛的管理层的管理原则就是，一次只管一家商店，正是这种快速反应能力保证了沃尔玛管理的高效率，而这种方法就是沃尔玛运筹帷幄决胜千里的策略。



<TESCO PLC> www.tescopl.com

特易购(TESCO)成立于 1932 年，是英国最大的零售公司，也是世界三大零售商之一。除了在英国本土的 691 家大型购物中心外，该公司 42%的店铺分布于中欧与东南亚各国，是个国际化的超市巨人。

1919 年一战归来的 Jack Cohen 在英国伦敦东区摆摊出售杂货。1924 年在英国伦敦北区开设了一间食品杂货店，主卖 Tesco Tea。他在 1930 年代中期到美国考察之后，决定采用美国自助超市“堆得高卖得便宜”的经营模式。

1946 年开始在英国推行自助购物。1947 年第一家美国风格的 TESCO 开业，同年以每股 25 便士上市。

1950 年代，Tesco 疯狂扩张，5 年就开了 500 多家新店。1960 年代，经济飞速发展，超级市场概念从被排斥到被普遍认可，但自助购物模式，更关注供应商却忽略了顾客。

1974 年 TESCO 开始在超市外面开设加油站。这个主意得到了巨大成功，1991 年成为英国最大的独立石油零售商，并一直占据 12.5%的市场份额。

1987 年 TESCO 在英国的连锁超市排名第四。1995 年在英国超过 J. Sainsbury's 集团，成为第一大连锁超市。

1993 年，销售总监 Terry 为 TESCO 引入了 Value(超值)和 Finest(优质)的自有品牌，迅速获得了寻找便宜货的顾客的青睐。当同行纷纷追求收益加时，Terry 却故意压低利润提升销售额，并将利润再投资，以期通过规模效应进一步压低价格，该策略模型被证明非常有效，TESCO 成为“欧洲沃尔玛”。“薄利多销”成为拉动销售的有力武器，而英国第一大市场份额也形成了一个良性的循环，与供应商之间有了更多讨价还价的余地。

1995 年 TESCO 第一家开始实行会员卡，并建立了顾客大数据，1200 万的 TESCO 会员每年将产生 120 亿数据，大数据可以帮助连锁店提高商品周转率，降低库存，并培养了顾客的忠诚度。

1997 年 TESCO 与苏格兰皇家银行(Royal Bank of Scotland)合作开展个人金融业务，推出了 Visa 卡、家庭保险、汽车保险、宠物保险、旅行保险等业务，甚至引进了一家移动电话公司。为了尽可能把店铺开设到顾客的必经之路上，TESCO 的铺面从 300 平方米到 5500 平方米不等，这允许它既可以出现在繁华的商业大街上，也可以以大卖场的形式出现在市郊。特别是如同 7-11 形式的便利店成为了 TESCO 成长最快的部分，因为它们主要位于寸土寸金的市中心，面向富裕但忙碌的白领。

1999 年沃尔玛 108 亿美元并购英国第二大零售商 ASDA。在沃尔玛的雄厚财力和全球采购的支持，ASDA 挑起一场“低价风暴”。TESCO 凭借商品种类全价格低和店铺数量多，上演一出以弱胜强好的好戏。小巨无霸 ASDA 无奈地守着它 16.7%的市场份额，而 TESCO 保持了 30.5%零售江山。

2000 年 Terry 推出 Tesco.com 线上网站，TESCO 已经掌握数百万顾客的姓名、地址和购物习惯，同时还可以更有效地对还没有成为 TESCO 顾客的消费者进行推销。Terry 这次并没有模仿亚马逊这些网上购物先驱设立中央配送中心，而是直接利用连锁店的网络。当顾客向 Tesco.com 下单后，订单会发送到距离顾客地点最近的 TESCO 分店，由分店配置的人员统一取货，最后由印着 TESCO 标志的小型货车送到顾客手上。从推出至今，Tesco.com 一直是世界上最大的食品在线销售渠道，并且很快实现了赢利。TESCO 本身也成为了别人的模仿对象。Tesco.com 的销售系统被美国零售商 Safeway 所利用，在美国开展家庭购物服务。“沃尔玛是个了不起的采购者，而 TESCO 是个了不起的销售者。”也许这是对 Terry 职业生涯最好的评价。

2006 年，TESCO 市场份额扩大到 45%，跟英国老牌超市 Sainsbury 和沃尔玛子公司 ASDA 继续大幅拉开距离。

2004 年 12 月 TESCO 以 1.4 亿英镑收购顶新集团旗下子公司顶超控股 50%的股份，借壳乐购进入中国市场。此时乐购销售额为 3.3 亿英镑，净利润 550 万英镑。但一比一的双主管架构陷入内斗，乐购中国的发展陷入停滞。2007

年 Tesco 买下乐购 90%股份后开始加速扩张，但因选址盲目，轻生鲜重家电而掉队，2014 年，乐购将股份出售给华润集团。十年间乐购在中国一直没有实现盈利，市场份额下滑到仅有 2%。

2012 年 TESCO 出售 50%股权给日本大型零售集团永旺集团，退出日本市场。

2013 年 TESCO 出售 Fresh&Easy 业务(美国新鲜便利超市)给 Yucaipa 投资公司，退出美国市场。自 2007 年在美国开业以来，TESCO 已在美国投资了 10 亿英镑，但一直未能盈利，除了遭遇沃尔玛的强力竞争以外，强大的工会组织也造成了成本暴增。

2014 年，TESCO 陷入财务造假丑闻，在上半年业绩预报中，公司预计盈利 11 亿英镑。随后更正，预计盈利只有 8.5 亿英镑。公司 CEO 彼得·戴尔斯承认有 2.5 亿英镑的利润虚报。此次造假是由内部揭发，7 名高管因涉嫌伪造利润被开除。巴菲特随后清仓，亏损巨大(20%或 4 亿?)。

2014 年，TESCO 出售中国乐购 80%股份给华润创业。2020 年，Tesco 以 2.75 亿英镑向华润集团出售剩余 20%股份，彻底退出中国市场。

2015 年，TESCO 以 40 亿英镑出售韩国 Homeplus 业务给 MBK Partners 财团退出韩国市场。Tesco1999 年进入韩国市场，销售额已达 41 亿英镑，是韩国排名第二连锁店，也是 Tesco 海外规模最大最成功的业务。

2016 年，TESCO 将土耳其 Kipa 业务出售给了该国最大的超市连锁店 Migros，退出了土耳其市场。

由于亚洲缺乏汽车购物文化，其供应链的成本优势也不明显，管理层的僵化，以及亚洲电商价格战的竞争压力等原因，Tesco 全面败退亚洲市场。

传奇 CEO 特里·莱希(Terry Leahy)《赢的真相：乐购成长为世界零售巨头的 10 大关键》

1979 年，来自利物浦的 Terry 从曼彻斯特理工大学获得管理学学士后加入了 TESCO。27 年来从暑期搬运工到市场总监、到董事会成员再到 CEO，Terry 见证并参与了出身低微的 TESCO 历史上发展最迅猛和辉煌的阶段。1980-90 年代，英国的零售业还是历史最悠久的森宝利超市(Sainsbury)的天下。Terry 的老板 McLaurin 是一个在零售行业有 38 年经验的资深专家。他认真地研究了 Sainsbury，并将其中的成功基因移植到了 TESCO 身上。1997 年 47 岁 Terry 接棒 CEO。Terry 任内，彻底击败了对手 Sainsbury 超市，销售额增加了 4 倍，过去 5 年 TESCO 在英国一直保持着 30%的市场份额。Terry 还把 TESCO 带入了服装和金融服务等新的零售领域，业务拓展到亚洲和美国市场，稳居世界零售业第三，成为沃尔玛最强劲的竞争对手之一。2011 年 3 月，Terry Leahy 退休，Philip Clarke 接任 CEO。2014 年 10 月，因财务造假丑闻 Philip Clarke 辞职，联合利华高管 Dave Lewis 接任。



强生公司<Johnson & Johnson Services, Inc.> www.jnj.com

强生公司成立于 1886 年，是全球最具综合性、业务分布范围广的医疗健康企业之一，业务涉及医疗器材、制药和消费品三大领域。总部位于美国新泽西州新布仑兹维克市，在全球 60 个国家地区拥有 260 多家运营公司，全球员工超过 13 万人，2020 年全球营收达 826 亿美元，全球研发投入达 122 亿美元。强生旗下消费品牌包括婴儿护理品牌 Johnson's 强生婴儿，婴儿护肤品牌 Aveeno 艾惟诺，母婴护理品牌爱呵 elsker，成人女性清洁品牌 Johnson's body care 强生美肌，美容护肤品牌 Neutrogena 露得清，少女护肤品牌 Clean&Clear 可伶可俐，美肤品牌大宝，漱口水品牌 Listerine 李施德林，外用生发品牌 Rogaine 培健，医学美容品牌 Dr.Ci:Labo 城野医生，德国女用卫生品牌 o.b. 棉条，视力保健品牌安视优 ACUVUE，制药业务强生 Medical，杨森 Janssen，感冒止痛品牌泰诺，创可贴邦迪 BAND-AID，医疗器材业务强生医疗，血糖监测品牌稳捷 ONETOUCH 等。

1861 年，美国南北战争期间，强生三兄弟詹姆斯、爱德华上了战场，罗伯特因为年龄小，在药房做药贴学徒。

1876 年，费城国际医学大会，英国医生约瑟夫·李斯特宣传无菌手术概念。此时抗生素尚未被发现，李斯特发明的喷洒石炭酸的消毒方法也不够有效。罗伯特想到：生产即用型外科敷料或许可以减少感染。罗伯特成为最早认同李斯特的人，坚信无菌手术会是医学的未来。

1885 年，强生三兄弟詹姆斯、罗伯特、爱德华，在新泽西州新布仑兹维克市创建了强生公司，雇佣了 14 名员工，生产石膏、绷带、缝合线、脱脂棉、纱布等第一批无菌外科手术用品。

1888 年，强生发表了现代化的伤口消毒方法，后来被医生延续多年使用。著名的医学家 Fred B. Kilmer 加入了强生，为强生的学术宣传起到至关重要的作用。

1889 年，强生将医用缝线废料，做成牙线销售。

1891 年，成立了一个细菌研究室，围绕手术、急救、牙科等领域开发出一系列的产品。

1890 年，一位医生反映病人用了强生的药膏后皮肤不适，Fred Kilmer 寄给医生一包意大利滑石粉，建议涂在病人皮肤上。这次意外让强生开拓了一片新领地。1893 年，强生开始生产婴儿爽身粉，并成为著名世界性消费品之

一，该产品曾一度占据强生营收的 40%以上。

1911 年，强生生产了世界 90%的缝合线、纱布和绷带。作为战场绝对刚需产品，一战期间强生全天候运作。

1919 年，强生开始拓展全球市场，在加拿大成立分公司。1924 年，在英国成立子公司。

1920 年，一名叫作迪克逊的强生员工发明创口贴，起初只是对纱布、涂敷药和外科用胶带 DIY 的快速包扎带，后来成为了强生世界闻名的消费产品，至今生产量已经超过一千亿片。

1890 年代，强生推出第一个廉价的、普遍可用的卫生棉条，并制作一系列广告，创下商界先例，也打响了强生在女性卫生用品领域的第一枪。

1927 年，推出 modess 牌卫生巾，该产品来自产科医生们的分娩工具包。强生开始建立个人护理消费产品线。

1932 年，Robert Johnson 儿子，39 岁的 Robert Johnson II 成为董事长。他的管理理念是权力下放，让各部门自主运营，在他的主导下，手术包扎用品和卫生服生产部门被整合成 Surgikos 公司，Modess 卫生巾生产部门被整合成 Personal Products Company，计生用品部门被整合成 Ortho Pharma 公司，而伤口缝合产品相关的业务则被整合成 Ethicon, Inc.。

1935 年，越来越多的女性走出家门参加工作，为节省洗尿布的时间，强生推出一次性尿布。

1938 年，强生婴儿油成为世界上最早的婴儿油。1944 年，强生婴儿润肤露一上市，就成为公司最畅销的产品。

1943 年，Robert Johnson II 写下了著名的《强生信条》，强调了公司在四个社会领域的责任：第一，关注客户，世界上所有的医生、护士和父母们；第二，关注员工，并尊重他们的尊严和价值；第三，关注社会，时刻提醒自己为社会做出贡献，维护人类共有的财产；第四，关注股东的利益，给股东以合理的回报。后来该信条成为强生发展的核心价值观，成为强生一切战略规划出发点。

1944 年 9 月，强生在纽交所挂牌上市，彼时其子公司已经有 31 家，销售产品 1200 种，年销售额 9360 万美元，净利润 950 万美元。

1954 年，推出了无泪配方的婴儿洗发水，成为一项新的科技突破。

1966 年，强生从宝洁公司的销售部门挖来了 James Burke 担任公司运营总裁。在 Burke 的主导下，强生不断地吸收宝洁公司的优秀销售人员，通过几次非常成功的推广活动，将 Carefree 和 Stayfree 娇爽卫生巾推向市场，通过电视广告，击败了当时的行业霸主 kimberly-clark(金佰利 1920 年推出女性卫生品牌 Kotex 高洁丝)。

1973 年收购了德国卫生巾制造厂 Dr. Carl Hahn G.m.b.H.，获得 o.b. 品牌卫生巾。

1978 年强生已占据美国卫生巾市场的半壁江山。

强生总能敏锐地发现这些医用副产品的商机，并踩着时代的需求，将其商品化、品牌化，在产业领域内找到自己最有利可图的跨界抢滩点。由于一直对市场有敏锐的趋势判断，所以强生日化产品总能以开局者的姿态，吃尽市场红利。还利用收购，不断在消费者健康领域开疆拓土，提升市场占有。

制药领域

1959 年收购了 McNeil Lab 获得止痛药泰诺 Tylenol，一年后推出了 OTC 版泰诺，是全球首款不含阿司匹林的镇痛药，非常受患者青睐。借着公司积累的消费品和医疗用品的渠道优势，强生很快攻占百时美 BMS 的镇痛药市场份额。1975 年，OTC 巨头 BMS 为了夺回被泰诺抢走的止痛剂市场，也推出不含阿司匹林的镇痛药 Datril(扑热息痛)与泰诺打起了价格战。销售总监 Burke 说服了 Sellers 泰诺大幅降价，并利用电视广告打造泰诺"家庭必备药品"的概念，让泰诺走向大众在 OTC 药品销售上一骑绝尘。最终强生不仅击败了百时美的 Datril，还成功扳倒了镇痛领域的另一领头羊惠氏(American Home Products)公司的 Anacin(阿司匹林+咖啡因)。1981 年泰诺销售额达到 7 千万美元，1982 年达到 3.5 亿美元，成了美国销量最大的日常药品，单品占到了强生总利润的 17%。1982 年 9 月，强生迎来了历史上最严重的一次危机。一位投毒者通过篡改包装，在泰诺胶囊里掺入了氰化物，导致 7 人死亡，引起美国一片惶恐。秉持首先为客户负责的信条，强生没有推卸责任，顶着巨额损失，立即召回了 3100 万瓶泰诺，通知医院和经销商全面停止销售胶囊产品并改为片剂，停止所有促销广告，在各媒体上发布通告，通知患者用片剂替代胶囊，或给予退款。3 个月内，泰诺的市场份额从 37%下降到 7%；强生直接损失超过 1 亿美元，品牌价值折损超过 12.4 亿美元。强生马上推出了防篡改包装的泰诺，且不再销售有篡改风险的泰诺胶囊，新产品三层防护，比 FDA 推荐的还多出两层，自此三重密封保护成为全世界非处方药和多数包装食品的标准。他们还与出版社紧密合作，向公众第一时间发布事件的进展。在各地报纸上印发价值 2.5 美元的抵用券，鼓励消费者购买新泰诺。短短 3 个月，泰诺销量就恢复了正常，1989 年其销售额攀升至 5 亿美元。90 年代，强生利用泰诺的品牌知名度开发出一系列的产品，如 Tylenol Cold, Tylenol P.M. 等，并走出了美国，成为全球知名的品牌。

1986 年，西雅图发生了第二次篡改包装案，百时美因没有吸取强生教训，其 OTC 业务再次遭到致命的打击。

1959 年，强生还收购了瑞士的 Cilag-Chemie，在收购后不久，该公司就推出了 Haldol(氟哌啶醇)。

1961 年，强生又买下比利时制药巨头 Janssen 杨森。研发能力超强的杨森制药，奠定了强生在处方药研发上的品

牌优势。并购这 3 家，渐渐挖开了制药领域的金矿。

1985 年，陷入财务困境的安进 EPO 进入首次临床，强生仅仅用 1000 万美元将 EPO 肾病以外适应症在美国和欧洲的市场销售权买断。这笔投资为强生带来了近 500 亿美元的销售额。

【EPO 是由肾脏分泌的一种激素蛋白，能刺激骨髓产生红血球。肾功能衰竭的人，EPO 的分泌会随之而减少，导致严重贫血。1983 年底，安进研发人员林福坤与助手林启辉从 150 万个基因片段中成功分离出 EPO 序列。这个促红素 EPO，理论上可以治疗多种原因引起的贫血，具有巨大的药用潜力。1984 年，日本麒麟公司向安进注入 4450 万美元，以获得了 EPO 在日本的独家销售权。但钱很快又被烧光了。1987 年，安进以 Epogen 为药名向 FDA 提交了上市申请。该药于 1989 年获批，成为了安进第一个成功上市的药品。1990 年，它的销售额飙升到 1.4 亿美元，人们称其为“红药”，被《财富》杂志评为年度最佳药品。2001 年，改良版的 EPO(Aranesp)获得 FDA 批准，比普通 EPO 半衰期延长了 2 倍。因为是全新的分子，所以 Aranesp 不受当年与强生所签订的协议限制，可以和强生的产品正面竞争，安进很快就从强生手中夺下了大量的市场份额，EPO 的专利保护期也因而得以有效地延长。来自：药企的老司机，安进 Amgen 的绝杀大招你未必懂？】

1989 年，强生公司和制药巨头默沙东成立合资公司 Johnson & Johnson-Merck Consumer Pharma，使用默沙东的处方药开发 OTC，并将产品带出美国，推向全世界。

1991-1998 年间，强生没有并购制药企业，药品业务在促红素 EPO、利培酮和芬太尼等产品的助力下，销售额持续高速增长，从 38 亿美元一直增长到 89 亿美元，而且每年为强生贡献了过半的利润。

1997-1998 年，强生研发管线里的 9 个曾被看好的产品，相继研发失败或进度延期，为了解决研发管线匮乏的问题，强生 49 亿美元收购了 Centocor，并与 Ortho Biotech 合并组成 Centocor Ortho Biotech。通过这起收购，强生获得了强生史上的第二个现金牛“类克”(英夫利昔单抗)，这是强生自 1000 万美元换回促红素后，又一次撞上了大运，49 亿美元换回了上千亿美元的销售收入，而且类克直到现在仍是最畅销的产品之一。

2001 年并购 ALZA，其渗透泵技术，透皮贴技术、脂质体技术和植入技术都引领着世界，芬太尼透皮贴和哌甲酯控释片等重磅炸弹年销售额高达数十亿美元。

2013 年强生 10 亿美元收购 Aragon 制药获得重磅前列腺癌新药 Apalutamide。

与 MorphoSys 公司合作，杨森开发全球第一个上市的靶向 IL-23 的单抗药物 Guselkumab 注射液，2017 年 7 月获得 FDA 批准用于治疗成人中重度斑块状银屑病。

医疗器械领域

1960 年，收购了 Codman & Shurtleff, Inc. 的神经外科业务。1970 年引进髋关节置换业务，骨科业务开启。此后多次收购，它成为全球骨科耗材市场的领头羊。2021 年，其骨科业务营收 85.88 亿美元。1977 年收购了肾脏透析和输液产品生产商 Extracorporeal Medical Specialties。1979 年成立 Critikon, Inc.，以开发重症监护室的护理产品。1980 年收购了白内障手术用镜片制造商 Iolab Corporation，正式进入眼科保健领域，1982 年收购 Frontier Contact Lenses，扩大了眼保健业务。1988 年推出了 Acuvue 系列隐形眼镜。

1983 年成立医疗服务公司 Johnson & Johnson Hospital Services，以制定公司产品的开发和营销计划。

1986 年收购了胰岛素在线监测设备生产商 LifeScan, Inc. 和婴儿护理产品生产商 Penaten G.m.b.H.。

1993 年收购皮肤护理产品生产商 RoC S.A 和 Neutrogena(9.24 亿)。1994 年 10 亿收购 Eastman Kodak 柯达诊断部门并与 Ortho Diagnostic 合并，整合成 Ortho-Clinical Diagnostics。1995 年收购医疗器械公司 UltraCision 公司，Gyno Pharma 公司，JointMedical Products 公司，Menlo Care 公司，Mitek Surgical Products 公司。

1996 年收购医疗器械 IndigoMedical 公司，18 亿收购心脏支架生产巨头 Cordis Corporation 公司。1996 年，收购微创乳房活检专业公司 Biopsys Medical。1997 年收购医疗器械 Gynecare 公司，科学诊断 Biosense Webster 公司，3.1 亿收购微创手术器械 BiopsysMedical 公司。1998 年 29 亿美元收购全球关节置换装置器械巨头 DePuy, Inc.。1999 年收购 ANGIOGUARD 公司。2000 年收购手术器械生产商 InnovativeDevices。收购动脉穿刺器械生产商 Atrionix。收购电子起搏器生产商 Medtrex。2001 年收购医疗器械 TERA Med。诊断设备生产商 Inverness。手术器械生产商 Heartport。2002 年收购肥胖症治疗设备 Obtech。2003 年收购 Orquest, Link Spine Group。2004 年收购颈椎植入设备生产商 Micomed，诊断设备生产商 Artemis Medical。

历任重量级 CEO

在 Robert Johnson II 之后，1964 年 Philip Hofmann 和 Richard Sellars 相继成为了强生的董事会主席，Hofmann 是强生二世战略的追随者，在他的主导之下，强生公司的国内和海外子公司得以蓬勃发展。1973 年，Hofmann 门生 Sellars 接任 CEO。

James Burke: 1966 年，营销专家 James Burke 从宝洁销售部门加盟强生，任销售总监。1976 年成为强生的第六位 CEO。Burke 是强生历史上非常伟大的一任 CEO，也是强生模式的集大成者，不但让强生度过了泰诺危机，还让

强生发展成为一个年销售达 98 亿美元，净利润 10.8 亿美元，旗下拥有 153 个子公司的国际医药巨头。

Ralph S. Larsen: 1962 年以生产管理培训生身份进入强生，1981 年，Larsen 离开强生 2 年，1983 年加入强生生产绷带的附属子公司。1989 年升任强生 CEO。13 年间，他通过并购露得清、柯达临床诊断业务、Cordis 以及 Centocor 等 40 多家企业，进入俄罗斯与西欧市场。销售是 Larsen 的最强项，在他的带领之下，高度依赖销售资源的消费品业务和医疗用品业务的盈利能力得以大幅提高，其中消费品部门盈利水平从 1991 年的 9.9% 增加到 2002 年的 18.7%，而医疗用品部门则从 13.8% 提高到 18.0%。公司销售额从 98 亿美元提高至 363 亿美元，净利润增长了 6 倍达 66 亿美元，市值从 140 亿美元上升至 1820 亿美元。2002 年 Larsen 退休。2016 年 Larsen 去世后，通用电气 CEO Jeffrey R. Immelt 表示：他是我以及 GE 许多高层的重要顾问。Larsen 还大力重组了各业务部门，让婴儿保健部门与健康 and 牙科业务部门合并，组建更加广泛的消费品部门，重组了海外业务，将欧洲的医疗用品业务部门从 28 个整合成 18 个，让 Ethicon、Johnson & Johnson Medical 和 Johnson & Johnson Professional Products 三家子公司合并，成立 Ortho Biotech Inc，开始布局生物制药。

William C. Weldon: 1971 年 McNeil 制药分公司销售员，1982 年南亚任 ICOM 区域发展中心经理。1984 年，他任韩国 McNeil 公司执行副总裁及总经理。1986 年任英国 Ortho-Cilag 制药公司总经理。1989 年，Weldon 先生任扬森美国公司的副总裁，负责销售及市场方面的工作，1992 年，担任 Ethicon Endo-Surgery 公司总裁。1998 年，任强生制药集团全球总裁，促成了强生对 Centocor 的收购，49 亿美元为换来了 Remicade 英夫利昔单抗、Reo-Pro 阿昔单抗和 Stelara 尤特克单抗。2002 年任强生总裁和 CEO。2012 年退休。



<ConocoPhillips Company> www.conocophillips.com

康菲石油 ConocoPhillips 是由大陆石油 Conoco 和菲利普斯石油 Phillips 于 2002 年 8 月 30 日合并而成。美国第三大石油公司，全球第五大能源公司，在全球 49 个国家和地区拥有分公司和投资，总部设在德州休斯顿，纽交所上市代码 COP。年销售额 890 亿美元，全球员工 37000 名。作为综合性能源公司，康菲石油在海洋钻井、勘探、提炼、制造等领域拥有崇高声誉，下游方面，康菲在全球拥有超过一万家加油站和著名的润滑油品牌，其中 76、Conoco 三段加氢合成润滑油更是排名美国第四的润滑油品牌，另外的两个润滑油品牌也在美国家喻户晓。



大陆石油公司 Conoco

1875 年，Isaac Elder Blake 成立大陆石油运输公司 Continental Oil and Transportation Co.，通过铁路罐车从东部炼油厂进口散装的煤油运往西部犹他州销售，随后发展成为落基山地区最大石油销售商。1909 年，大陆石油运输公司在西部地区建造了第一个加油站。此后大陆石油运输公司陆续在 15 个州建立了 1000 多个加油站。1885 年，标准石油公司 Standard Oil 控制了大陆石油运输公司。1913 年，美国最高法院命令标准石油公司放弃对大陆石油运输公司的控制权，以防止垄断。1911 年，E. W. Marland 在俄克拉何马州 Ponca 市发现大型油田，并成立 Marland Oil Co. 建立数百个加油站销售精炼油。Marland 石油公司控制着当时石油储量的十分之一，并雇佣 Ponca 市三分之一人口。1928 年，在石油利润下降公司陷入困境后，金融家 J. P. Morgan Jr. 获得 Marland 石油公司的控制权，由 Texaco 石油 Dan Moran 负责运营。1929 年 6 月 26 日，Marland 石油公司与大陆石油运输公司合并，成立大陆石油公司 (Continental Oil Co., Conoco)，在 30 个州拥有近 3000 口油井和数千家加油站。1933 年，建造了连接 Ponca 和芝加哥的五大湖运输管道。并开发出减少发动机磨损的润滑油 Germ-Processed Motor Oil。1934 年，E. W. Marland 当选为俄克拉何马州州长。1970 年大陆石油公司通过在西德、奥地利、比利时、卢森堡和英国建立服务站网络，在全球范围内进行工程收购，每个服务站都销售不同的 Conoco 汽油品牌。1972 年大陆石油涉足化学品和塑料领域。公司已是一家综合性全球企业，资产超过 23 亿美元。1981 年 9 月 30 日杜邦公司 74 亿美元收购了大陆石油公司，当时美国历史上最大的并购案。1997 年两家公司考虑分拆，杜邦更多专注生物科学技术，大陆石油专注石油天然气投资。1998 年 10 月 22 日，大陆石油公司正式与杜邦公司分拆，以 44 亿美元单独上市，成为史上最大 IPO，代码 COC 以纪念大陆石油公司。



菲利普斯石油公司 Phillips

1905 年，Phillips 兄弟 Frank 和 L.E. 在特拉华州 Anna Anderson 地区发现第一个大型油田。1917 年成立菲利普斯石油公司 Phillips Petroleum Co.，总部位于俄克拉何马州 Bartlesville。1920 年，菲利普斯石油成立 Philgas 公司向家庭用户销售丙烷气。1926 年，菲利普斯成立了航空部门，开发了一种更高效的航空燃料，并设计了第一个航空加油卡车。1927 年，菲利普斯收购德州 Borger 阿拉莫炼油厂进入炼油业务，并改名为 Borger 炼油厂。1930 年，菲利普斯公司收购了独立石油天然气公司，1940 年，菲利普斯发明了 HF 烷基化工艺，使高辛烷值航空燃料成为可能。1948 年成立菲利普斯化学公司，是第一个在炼油厂安装静电除尘器以减少空气排放的石油公司。1951 年菲利普斯化学发明了聚乙烯塑料进入塑料行业。1957 年菲利普斯石油聚烯烃塑料制成的 Marlex 呼啦圈，2 个月内就售出 2500 万引发了一场全国性的热潮。1969 年菲利普斯率先将液化天然气 LNG 从阿拉斯加运往日本。2000 年，菲利普斯将中游业务与 Duke Energy Field Services 合并成立 DCP Midstream。菲利普斯和 Chevron 将其化学品和塑料业务合并，成立了 Chevron Phillips Chemical Co.。

康菲石油公司 ConocoPhillips

2002 年 8 月，大陆石油 Conoco 与菲利普斯石油 Phillips 正式合并为 ConocoPhillips 康菲石油公司。2003 年康菲石油批准了加拿大的 Surmont 油砂项目，2015 年 Surmont 2 油砂项目投产。2004 年康菲石油公司和卢克石油公司 LUKOIL 结盟，2011 年康菲石油完成从 LUKOIL 撤资。2005 年 12 月 21 日，康菲石油公司计划以 356 亿美元收购伯灵顿资源公司 Burlington Resources。2006 年康菲石油收购了德国威廉斯港炼油厂 Wilhelmshaven 和英国的路易达孚炼油营销有限公司 Louis-Dreyfos。2007 年康菲石油公司和泰森食品 Tyson Foods 结盟，用动物脂肪生产可再生柴油。康菲石油公司开发的生产工艺使用大豆和其他植物油生产符合欧盟标准的可再生柴油。2009 年康菲石油和 Origin Energy 成立合资企业，专注于煤层气和液化天然气 LNG 的加工和销售。2011 年康菲石油、通用电气、NRG 能源公司成立合资企业，专注于开发可再生能源发电等新一代能源技术。2012 年康菲石油将炼油销售业务和勘探生产业务分拆为两个独立的上市公司：菲利普斯 66 公司和康菲石油公司，两家公司开始在纽交所上市交易。2012 年，马来西亚 Gumusut 油井投产，2014 年马来西亚 Kebabangan 气田开始投产。2013 年挪威北海油田投产，英国北海中部茉莉花油田投产，2015 年北海 Eldfisk II 项目投产。2013 年 10 月 KazMunayGas 以约 54 亿美元收购了我们在北里海 Kashagan 中 8.4% 的权益。2014 年 7 月 Oando PLC 的子公司 Oando Energy Resources (OER) 以 15 亿美元收购了我们的尼日利亚上游业务。2015 年 12 月，康菲石油公司和 NuStar 实现了自 12 月 18 日解除 40 年的禁令以来，美国生产的轻质原油的首次出口。2016 年 11 月发起的股票回购，在两次增加授权后，到 2020 年总计达到 150 亿美元。2017 年公司通过处置非核心资产(包括 Foster Creek&Christina Lake 油砂企业、圣胡安业务部门和西加拿大天然气控股公司)获得 160 亿美元。2017 年 12 月偿债 76 亿美元，债务削减至 197 亿美元，2018 年 7 月偿债 47 亿美元将债务总额削减至 150 亿美元。2018 年以 4 亿美元收购 Anadarko 在阿拉斯加西部北坡和阿尔卑斯山管道的非运营权益。收购了阿拉斯加大库帕鲁克地区的额外面积和运输权益。在东帝汶海上 Bayu-Undan 最终开发阶段、阿拉斯加 GMT-1、中国渤海三期、挪威 Aasta Hansteen 和英国 Clair Ridge 实现首次投产。2018 年委内瑞拉国家石油公司同意向康菲石油公司支付 20 亿美元的国际刑事法院仲裁裁决中的资产挪用款项。年内 4.3 亿美元被确认。2019 年完成了阿拉斯加冬季勘探，大柳地区和纳尔鲸评估测试取得了令人鼓舞的结果。2019 年国际投资争端解决中心裁决要求委内瑞拉为非法没收公司资产支付 87 亿美元。2019 年挪威阿斯塔汉斯汀油田达到产量峰值，在中国渤海三期提高产量。2019 年东帝汶 Greater Sunrise 未开发天然气田的权益以 3.5 亿美元出售。2019 年 Eagle Ford、Bakken 和 Permian 三巨头项目二季度产量达到创纪录的 36.7 万桶/日，四季度突破 38.7 万桶/日。2020 年将澳大利亚西部权益出售 Santos。2020 年收购了 Montney 地区油砂 14 万英亩权益，净面积增加到 29.5 万英亩。2021 年收购 Concho 资源公司，极大地扩大了公司在二叠纪(世界上最大的油田)的资源量。

巴菲特 2006 年在石油 70-90 美元高位买入康菲石油，随后遭遇金融危机，油价大跌，亏损 26 亿美元。



<POSCO Holding Inc.> www.posco.co.kr

韩国浦项钢铁公司成立于1968年，总部位于浦项南港口，主要产品包括冷热轧、线材、电工钢、钢板、不锈钢等。2007年浦项公司钢铁产量达到3278万吨，世界排名第4位，为全球最大的钢铁制造厂商之一。每年为全球超过60个国家的用户提供2600多万吨钢铁产品。POSCO分别在韩国浦项市(Pohang)和光阳市(Kwangyang)设有完善的厂房，生产各种先进的钢铁产品，包括热轧钢卷、钢板、钢条、冷轧钢板、电导钢片和不锈钢产品等，被美国摩根斯坦利投资银行评定为“全球最具竞争力的钢铁制造商”，POSCO 凭借其在急剧变化的全球商业环境中的技术竞争优势，锐意成为21世纪的全球领先钢铁制造商。

1960年代，韩国在没有资金、技术和经验的情况下计划发展钢铁工业，1967年韩国政府选定浦项为钢铁基地。

1968年4月1日浦项钢铁成立(Pohang Iron & Steel Co. Ltd)，朴泰俊(Park Tae-joon)就任首任总裁。成立浦项建设办公室，确定浦项一期的年产能为103万吨，部分资金来源韩日索赔基金以及IBRD银行贷款。1970年浦项一期开始施工。1972年浦项第一厚板厂竣工投产，第一卷热轧卷出厂。1973年浦项一期工程竣工1号高炉投产。1974年出口超过1亿美元，销售额1000亿韩元。1976年浦项二期工程竣工2号高炉投产。1977年冷轧产品首次出厂。1978年浦项三期工程竣工。1981年浦项四期第一阶段工程竣工。1983年浦项四期第二阶段工程竣工，年钢产能910万吨。1995年COREX冶炼厂建成投产。2015年浦项2号高炉四期投产。2006年建成世界上第一个无休止连续棒材轧制生产线。浦项钢厂粗钢年产能2100万吨，由高炉、2座Finex炉、2个不锈钢炉和1个电炉炼钢厂组成。1981年韩国政府确定第二家钢厂选址为光阳湾Gwangyang。1984年光阳13.6公里护岸工程竣工。1987年光阳一期工程竣工1号高炉投产。1988年光阳二期工程竣工2号高炉投产。1989年光阳冷轧一厂建成投产(年产能122.5万吨)，不锈钢第一生产厂和热轧厂建成投产。1989年浦项钢铁粗钢累计产量突破1亿吨。1990年光阳三期工程竣工3号高炉投产。1992年光阳四期工程竣工4号高炉投产，年钢产能2080万吨。1996年光阳1号小型轧机竣工。2000年光阳五期工程竣工5号高炉投产。2014年光阳第四热轧厂竣工投产。光阳钢厂5座高炉粗钢年总产能达到1900万吨。在钢铁需求旺盛的东南亚市场，拥有年产能300万吨印尼钢厂，与台湾塑胶和日本JFE在越南合资的高炉年产能700万吨。2019年粗钢累计产量达到10亿吨。

1997年浦项钢铁在中国成立张家港不锈钢有限公司(ZPSS)。2002年与青岛钢铁合资成立浦金公司Posmetal，2016年退出。2004年浦项成立浦项亚洲公司POSCOAsia。2007年建成世界上第一个商业化的FINEX炼铁工艺工厂(年产粗钢150万吨)。2008年SNNC启动镍铁厂。2009年首家海外汽车钢板厂墨西哥CGL工厂。2009年建立东南亚最大的冷轧厂越南冷轧工厂。2010年全球研发中心在Songdo建成。2013年东南亚的第一个一体化轧机工厂PT.Krakatau建成。2018年世界最大700毫米板材PosMC产品首次发货。

世界钢动态公司WSD2022年12月发布了最新一期世界级钢铁企业竞争力排名。韩国浦项钢铁继续排名第一，已连续13年蝉联全球钢铁企业竞争力榜首。浦项非常注重产品技术研发，并对现有生产工艺和操作规程进行大胆革新，以提升高附加值产品的竞争力、节约生产成本。为了确保稳定的原燃料来源并建立海外生产基地，浦项还通过战略投资在上下游产业持续扩大产能，广泛涉足有发展前景的新兴产业，从钢铁产业和非钢产业中获取相当丰厚的利润。自2014年权五俊就任会长以来，确立3C作为浦项发展战略：降低成本(Costreduction)、提高制造竞争力(Competitiveness)、创造新的产业需求(Creation)。

降低成本

由于国内资源不足，原料全部依赖进口，稳定的原料来源是全球化的关键一环，1971年与澳大利亚哈默斯利公司签订了长期购买铁矿合同。1978年开发美国Tanoma煤矿。1982年与加拿大合作开发Green Hills Mine煤矿。1986年投资1.8亿和美国钢铁合资成立最大罐头盒供应商UPI。近年来，浦项一直活跃在海外矿山收购市场上，寻求对原料供给的更大控制权。在原燃料采购方面，浦项是纵向合并的先驱。2011年，浦项与韩国的国家退休基金(National Pension Service)建立了总价值为7.38亿美元的基金会，专门进行海外收购，积极开展海外矿山项目投资。通过与海外当地企业联合开发这一更为稳妥的形式构筑稳定的原材料供应体系。例如，2013年，浦项购买了安赛乐米塔尔在加拿大AMMC铁矿资产15%的股份，浦项将从中以折扣价格获得10%的承购量。浦项还参与了澳大利亚Roy Hill铁矿石项目，每年至少可获得1100万吨高品位铁矿石，期限27年；与印度金属与铁合金公司(IMFA)签署协议，持有一座新铬铁炉24%的股份。除了IMFA以外，浦项每年还会从南非Samancor公司进口约6万吨铬铁。浦项出资49%与新喀里多尼亚最大的镍矿出口企业SMSP公司合资成立SNNC公司，获得不锈钢的原料镍铁稳定供应。通过一系列投资，浦项铁矿石自给率达到41%，镍原料自给率达到40%，炼焦煤自给率达到25%。总体原料自给率从2009年的18%提高到2014年的50.9%。浦项在设备、能源、固定成本上也具有优势。该公司的热电

联产覆盖率为 70%，由于其以低廉的价格与印尼 Tanggu 签订了长期 LNG 采购合同，能源成本仅为 23 美元/吨。浦项开发的新技术采用低品质煤，且使用比例最大可达到 50%，能够使大型焦炉运行更加经济。2007 年投入使用的经济炼铁 Finex 技术更是巩固了浦项的成本优势。浦项在炼铁、炼钢，轧钢方面通过增加低价原燃料使用量，推广低成本、高效率操作技术，针对 Finex、LNG 等设备的高额耗材，浦项与供货方签订长期协议，旨在降低单价。为了提高设备效率，浦项延长维护周期，回收再利用备件，扩大国产备件的应用比重。为了节省新的投资费用，浦项自主承担设备工程项目，对设备进行优化设计。浦项能源公司 (POSCO Energy) 充分利用高炉焦炭前处理产生的焦炉煤气，发电能力持续提高。2010 年，光阳钢厂副生综合发电站 1 号和 2 号机组启动；2011 年，仁川 LNG 火力发电站 5 号和 6 号机组启动。目前，浦项钢厂副生综合发电站 1 号和 2 号机组 (290MW)，以及仁川 LNG 火力发电站 7 号、8 号、9 号机组 (1260MW) 正在建设当中。浦项还在海外参与印尼副生综合发电站 (200MW)、越南 LNG 火力发电站 (1200MW) 和蒙古煤炭发电站 (360MW) 等工程的建设。

注重研发提高竞争力

浦项追求产品的高附加值化，通过世界级产品的差异化战略，不断提高市场的支配力。汽车板是浦项高附加值产品的代表，尽管汽车板的产量仅占浦项产品总量的 24% 左右，但营业利润却占到了其总利润的一半以上。公司一直致力于制造全球最优的汽车板，并在新兴市场扩大销售规模。2014 年 10 月底，浦项位于全南的光阳热轧四分厂竣工，该厂生产的 330 万吨热轧卷大部分作为汽车板海外企业的原料供应，随即生产的汽车板向全球汽车制造企业供货。2010 年光阳 7 号 50 万吨连续镀锌生产线 CGL 项目停工，2015 年重启 2017 年完工，将生产世界上最好的合金化镀锌汽车板。2018 年浦项汽车板销量提高到 1000 万吨。浦项高端汽车板远景是世界份额从目前的 40% 提升到 70%。得益于其钢铁业务研发体系规模庞大，形成了技术管理委员会、技术战略委员会、浦项工科大学、浦项产业技术研究院、浦项技术研究所、全球研发中心、海外研究机构及其合作研发机构的“泛浦项领域产学研协同合作体系”。浦项对研发的投入持续增加，在全世界钢铁企业中处于领先地位，研发投入提高到 2%。

为了确保自身竞争力，浦项正式提出比“供应商前期介入”活动更为先进的“解决方案式营销”理念，旨在满足客户的潜在需求，为客户提供差异化价值。典型案例包括：为提高燃油效率和安全性，应对客户轻量化需求，开发了第三代 X-AHSS 汽车板；为三星电子开发机架管材；为 LG 电子开发钢铰链；为俄罗斯北极 Yamal 项目供应破冰 LNG 船用厚板；为德国西门子开发风力发电用高磁通密度电工钢板。除了为开发或应用提供技术支持，“解决方案式营销”还包括为资金运作有困难的客户提供金融解决方案，及转让高附加值技术。2015 年，浦项依靠“解决方案式营销”活动的产品销量达 242 万吨，同比增长 86%，2016 年计划增长 32%。此外，浦项通过对外出售 FINEX、CEM、POS-LX 等技术开拓了新的效益来源。另一方面，浦项向海外积极扩建，投资重点突出。浦项在全球运营四大海外汽车板生产基地，分别位于墨西哥、印度、中国、泰国，年产能增至 220 万吨。2009 年浦项海外第一家汽车镀锌板生产线在墨西哥投产，年产能 40 万吨，2014 年第二条 50 万吨生产线投产，年产能达到 90 万吨；2012 年在印度 45 万吨镀锌板线投产；2013 年在中国广东 45 万吨镀锌板线投产；2016 年东南亚泰国 45 万吨镀锌板线投产。此外，浦项还在全球共拥有 47 家汽车钢板加工中心，并在当地加工中心吸引汽车零部件制造企业加盟，并对其进行小额股权投资，共同成立合资企业，这种商业运作模式被称为“全球平台业务”。浦项现有 9 项全球平台业务，区域主要包括中国、墨西哥、美国、泰国和印度，面对的是汽车底盘、辊压成形、热成形等零部件生产厂。事实上，浦项已经通过中国和墨西哥的加工中心，与意大利奥特泰克汽车零部件公司 (Autotek)、德国本特勒集团 (Benteler) 等全球知名汽车零部件制造企业在当地设立了合资法人，绕过欧洲汽车商在中国和北美地区的当地法人，直接进军欧洲本土的汽车板市场。2016 年，浦项计划将钢种扩至 2000 个以上。TWIP 钢作为浦项的高端产品已经实现批量生产，其强度比普通汽车板高 3-4 倍，重量却减轻 30%，加工性有明显提高，吸收冲击性能卓越。另外，普通钢材在强度高于 1.5GPa 时，难以加工，为此浦项专门研发了热成形钢。这一产品如果用于汽车 B 柱，在发生侧面碰撞或翻车事故时，可保护乘客免受外部撞击。目前仅有浦项在全球首创并生产最高强度达 2GPa 的产品。此外，浦项还展示了其批量生产的高强度、高延展性的 1GPa 级 TRIP 钢以及目前正在开发的 PosM-XF 钢，其加工性比 TRIP 钢更胜一筹。如果将其生产的最高水平汽车板全部用于汽车车身，与现有紧凑型车身相比，该汽车钢质车身重量将减轻 26.4%，安全性优良。根据 LCA 评价，与传统车身相比，二氧化碳排放量约低 50%；与铝制电动汽车车身相比，二氧化碳排放量更低。

精简机构

在前会长郑俊阳任内，浦项全面扩张，其下属子公司在 3 年间几乎增多了一倍，自称为浦项大家庭的子公司成员由 2009 年 36 家，增加到 2012 年 71 家，多数来自为非钢业务。债务规模也相应地从 20 万亿韩元猛增至 38.6 万亿韩元。正因如此，浦项近 20 年来第一次被国际评级机构在多个指标上下调了评级。权五俊 2014 年上任后，表示浦项将不再追求量化成长的新投资，并且推进业务结构改革，改善财务状况。除核心业务钢铁、材料、新能源外，其它所有不具竞争力的国内外子公司和资产全部出售、合并以及关闭。2014 年到 2016 年上半年，浦项对 45

家子公司进行出售、清算、合并等结构调整，其中 2014 年 4 家，2015 年 34 家，2016 年上半年 7 家；出售资产 36 宗，其中 2014 年 18 宗，2015 年 12 宗，2016 年上半年 6 宗。下半年计划对 28 家子公司和 13 宗资产进行清理，从而完成全年 3.2 万亿韩元和 0.8 万亿韩元的财务改善目标。2017 年计划完成 22 家子公司的结构调整以及 5 宗资产出售。钢铁业务方面，主要针对钢材流通和加工中心进行合并管理，完成十项业务结构调整。

资本化

1988 年 6 月 10 日在首次在韩国上市。1993 年成为韩国首家在日本发行武士债券的公司。1993 年成立新浦项钢铁 New POSCO，获得 ISO9002 认证。1994 年 10 月 14 日在纽约证券交易所上市。1995 年 10 月 27 日在伦敦证券交易所上市。2000 年 10 月 4 日完成公司私有化。2002 年改名为浦项钢铁 POSCO。2010 年收购大宇国际 Daewoo68% 股份。2010 年大宇国际并入浦项集团 POSCO Group。2016 年改名为浦项大宇，核心业务定为钢铁和油气贸易，辅营业务为粮食、汽车配件、民营资本发电产业等。1999-2003 年连续 5 年被《福布斯》评选为世界最佳钢铁制造商。2017 年连续 13 年入选世界钢铁行业(DJSI)"可持续发展公司"。2019 年成为第一家被 WEF 选为"灯塔工厂"的韩国公司。

巴菲特 2004 年开始投资浦项钢铁，2012 年清仓。芒格管理的每日期刊则一直持有到 2022 年才清仓。浦项钢铁是世界上最具竞争力的钢铁公司，也是成本最低的生产商之一，负债表上几乎没有负债。巴菲特以 4-5 倍 PE 买入，同时看好韩元相对于美元的升值。至 2007 年，韩元升值就贡献了 20% 收益。



<U. S. Bancorp> www.usbank.com

美国合众银行(U. S. Bancorp)成立于 1895 年，总部位于明尼阿波利斯(Minneapolis, MN)，是美国第 5 大商业银行。公司拥有 3106 个办事机构以及 4842 台 ATM 机，提供银行、经纪、保险、投资、抵押、信任和付款服务的金融服务控股公司。2016 年财富世界 500 强第 131 名。《环球金融》杂志 2016 年全球 50 家最安全银行之一。2017 年 BrandZ 最具价值全球品牌 100 强第 71 位。2018 年《财富》世界 500 强排行榜第 490 位。

公司历史可以追溯到 1863 年林肯政府批准的 24 号国家银行章程，该章程为公司前身之一的辛辛那提第一国民银行(First National Bank of Cincinnati)提供了在全国范围内运营的许可证。

1864 年，公司前身之一的明尼阿波利斯第一国民银行(First National Bank of Minneapolis)和圣保罗第一国民银行(First National Bank of Saint Paul)成立，并确立了今天公司的总部所在地。1929 年，包括这 2 家银行在内的中西部多家银行共同组建了第一银行系统(First Bank System, Inc.)。

1891 年，波特兰美国国民银行(United States National Bank of Portland)在俄勒冈州开业。20 年后，联邦法律禁止其他银行使用美国命名。1964 年更名为美国俄勒冈州国民银行(United States National Bank of Oregon)，1997 年被明尼阿波利斯的第一银行系统公司收购，现在是俄勒冈州最大的银行。

1929 年，我们的前身之一密西西比河谷信托公司(Mississippi Valley Trust Company)贷款 15000 美元，帮助 Charles Lindbergh 为他的历史跨大西洋航线融资。圣路易斯银行(St. Louis bank)后来成为我们在 1999 年收购圣路易斯商业银行(Mercantile Bancorporation)的一部分，现在是密苏里州最大的银行。

1933 年，大萧条时期，监管机构允许银行限制客户从账户中提取存款的比例。然而，辛辛那提第一国民银行良好的财务状况没用对客户实施这样的限制。将近一个世纪之后，这种稳健性依然存在，我们是全球评级最高的银行之一，在美联储(Fed)进行的压力测试中表现依然良好。1952 年明尼阿波利斯第一国民银行(First National Bank of Minneapolis)任命 Mary Ellen McLean 为首位亲善大使，这一职位致力于满足那些女性客户的需求。1960 年代我们的前身之一密苏里州锡克斯顿银行(Bank of Sikeston)向 Sam Walton 提供了一笔贷款，以在阿肯色州以外开设第一家沃尔玛商店。1970 年代我们开始在全国各地的分行增设自动取款机。近年来，我们推出了交互式取款机，它具有兑现支票和支付账单等功能。1990 年代推出网上银行进入数字时代。现在几乎 80% 的消费者交易和超过 50% 的贷款销售都是以数字形式进行的。

1999 年，威斯康星州第一银行 Firststar Corporation 收购俄亥俄州明星银行 Star Bank Corporation(原 First National Cincinnati)。之后，Firststar 公司收购了密苏里州圣路易斯商业银行(Mercantile Bancorporation)。2001 年，Firststar 公司收购了明尼苏达州明尼阿波利斯美国银行(U. S. Bancorp)，Firststar 更名为 U. S. Bancorp，共同以 U. S. Bank 品牌运营。

2001 年位于明尼阿波利斯市美国合众银行中心(U. S. Bancorp Center)的开业。同年，收购了 NOVA 支付公司，将业务扩展到欧洲，2008 年将其更名为 Elavon。今天，Elavon 是世界上最大的支付处理中心之一，在北美、英国、

爱尔兰、波兰和其他欧洲国家拥有几千名员工。

2008 年在金融危机和经济衰退期间，公司谨慎的风险管理成为唯一每个季度都保持盈利的银行，市场份额不断扩大，特别是在企业和商业银行等领域。2009 年，利用财务实力还进行了几次收购，其中包括总部位于伊利诺伊州的控股公司 FBOP。并推出了移动应用程序的第一个版本，主要允许客户检查余额、查看交易和转账。

2017 年 Andy Cecere 接替 Richard Davis 担任 CEO。他于 1985 年加入公司，在新千年帮助设计银行并购，之后晋升为首席财务官和首席运营官。

在巴菲特买入之前，GEICO 首席投资官路易辛普森管理的投资组合一直持有美国合众银行股份。



伯克希尔股东大会实录 2007

2007 年 5 月 5 日 Qwest 中心 2.7 万人

开场白：吉米·巴菲特演唱《伯克希尔·哈撒韦》

巴菲特：有很多人我要感谢，首先是吉米。他的开场是令人惊奇的。昨晚回来的有点晚，为了确保这是一个惊喜，我们把他藏在了希尔顿酒店，我只想对他说声谢谢。我们都有商业基因，但不幸的是，他有歌唱基因。我听到了你听到的声音。这部电影，正如我们提到的，我们从很多人那里得到了很多帮助。他们这样做只是为了好玩。我特别要感谢 DIC 的 Andy Heyward，他画了那幅漫画。他已经做了很多年了。他们回到这里把我的声音录下来，把比尔(盖茨)的声音和查理的声音都录下来。他们自己做这些只是为了参与到电影中。Andy 和我合作的卡通系列很快就会推出，我们的目标是让更年轻的人尝试在周六早上为孩子们提供一些理财教育。我们会看到这一切是如何发生的。但和 Andy 一起工作很愉快。(掌声)我的女儿苏茜也参与制作了那部电影。这是一项繁重的工作，也是一项充满爱的劳动。她的工作做得很好，像往常一样，我只是想感谢她。(掌声)谢谢。

最后，我想特别感谢整个事件的大导演凯莉·布罗兹。凯莉把这些放在一起，整个展厅。我只是把它交给她。我忘了这件事，查理和我只是在周六早上出现。凯莉明天就要过 50 岁生日了。所以，凯莉，请你站起来鞠个躬。是啊。(唱)祝你生日快乐。祝你生日快乐。生日快乐，亲爱的凯莉。祝你生日快乐。为了凯莉。(掌声)

现在，今天我们将遵循往年的流程。我们在这个房间周围放置了许多麦克风，我们还有场外房间。我们将从一个麦克风到另一个，一直走到大约中午，然后休息 30-45 分钟吃午饭。然后我们会回到这里，然后我们会一直走到大约 3 点钟，继续同样的程序。我们不预先筛选问题或提问者。可以提问的是第一个排队拿麦克风的人。

3 点我们将休息几分钟。我们将在 3:15 再次召开正式业务会议。通常我们在大约五分钟内处理事务，重新选举董事。但今天我们在代理权上有一个提案是相对于我们持有的中石油而言的。我们没有被要求把这一点列入选票。SEC 告诉我们不必这么做，但我们真的认为这么做会是一个好主意，这样所有感兴趣的人都可以听到我们的理由以及与我们意见相左的人的理由。我们会给他们足够的时间来告诉你为什么他们认为我们是错的，我们会做出回应。我希望任何对这个话题感兴趣的人，我希望你们一直呆到 4 点，那时我们将休会，因为查理和我将迎接——也许多达 600 名来自北美以外的股东。我们有一个创纪录的数字。我认为我们有 100 个左右来自澳大利亚，而我们有接近这个数字来自南非。我们有来自世界各地的股东。所以我们觉得，如果他们一路来到奥马哈，查理和我至少会和他们握握手，我们会在大约 4 点-6 点进行，然后我们会在今晚做一些其他的事情。

但这就是这次会议的安排。我们将在 3:15 开始的定期会议之前选举董事，但我想在这个时候介绍他们，我们有几个关于这方面的特别公告。

但我们开始了——这是查理，这个家伙一直在这里制造噪音。(众笑)他一直在动。但我认为他在吃药。(众笑)顺便说一句，查理听得很清楚，而我看得很清楚，所以我们一起工作。当我记起他的名字时，我觉得我做得很好。但对于那些不能处理大数字的人来说，我们的年龄加起来是 159 岁。所以这是查理的介绍。

然后我们有——如果在我读你的名字的时候，麻烦你站起来——

Howard Buffett, Bill Gates, David Gottesman, Charlotte Guyman, 一位前奥马哈人 Don Keough, Thomas Murphy, Ronald Olson 和一生的奥马哈人 Walter Scott Jr.。(掌声)

现在，我们有一位董事，他的家族与伯克希尔及其前身公司有一百多年的关系。他的父亲在巴菲特合伙公司 1965 年获得伯克希尔控制权的过程中发挥了非常关键的作用。过去他的父亲，现在是他的儿子，他们以各种可能的方式给予我们支持。Kim Chace 已经在我们的董事会工作了很多年。他一直是一个很棒的董事，就像他的父亲一样。他是个很好的朋友。他今年将离开董事会，但 Kim 和他的家人都在这里，Kim 和他的家人，如果你们能站起来，我希望股东们能认识你们。(掌声)然后我们最终会选出一位新的董事，我的口袋里有选票，所以这是毫无疑问的，那就是苏·德克尔，如果你愿意，请站起来。(掌声)

一季度业绩

巴菲特：在我们开始提问之前，先谈一两件事。

昨天收盘后，我们确实报告了我们的收益，它们出现在显示屏上了吗？这是一个不错的第一季度。我们去年过得很好。保险收入将会下降。这是毫无疑问的。它们下降多少取决于大自然和其他一些因素。但对于保险来说，这是一个非常时期。我的意思是，去年没有发生什么不好的事情，第一季度也是如此。正如你所预料的那样，这种良好的体验使人们在一些地区大幅降低了价格。而保险的本质是，如果你签了一份一年期的合同，比如说，六个月前，你仍然可以按旧的费率获得保费，那么如果你签了一份一年期的保单，那么你还可以获得未来六个月的保费。因此，当情况变得更好或更糟时，就会产生滞后效应。从这一点开始的滞后效应，我们的保险费率结果将显示价格下降的影响。它们当然可能会出现——当然，我们去年经历了可以想象的最温和的飓风季节。我们今年承保的飓风风险较少，但尽管如此，随着自然灾害的发生，如果它们发生，我们将支付大量的钱。

从我们的角度来看，不可能比去年更好了。所以在保险行业，我们的保险收入，承保收入，未来肯定会减少。现在，我们真正希望的是，随着时间的推移，保险的承保或多或少达到收支平衡。因此，当你看到去年或今年承保利润的大幅增长时，只要把它看作是好的方面，就可以抵消以后的承保亏损。但如果我们在承保方面实现收支平衡，我们会做得非常非常好，因为我们产生了大量的浮存金，我们从浮存金中赚到了钱，我们的浮存金达到了历史最高水平。因此，当我们获得承保利润时，这真的是蛋糕上的糖霜，这不是必然的，它不会年复一年地发生。自从我们从事保险业务以来，大约有一半的年份我们在承保业务上赚了钱，另一半则没有。我认为我们现在的业务组合是这样的，我们甚至可能在未来做得更好，但我们不会像去年和今年第一季度那样。

我们的资产负债表中有一项不寻常的项目，你应该知道。3月31日，你会看到我们的应收账款增加了约70亿美元。这是因为我在年报中描述的 Equitas 交易。3月31日，交易基本上在本季度末完成。所以我们有70亿的应收账款，然后几天后我们就得到了70亿的现金和证券。所以应收账款很快就变成了流动资产，即现金。我们卖掉了所有的相关证券。所以我们在4月份很早的时候就有70亿从应收账款转到现金。

除此之外，我们的大部分非保险业务都做得很好。与住宅建设相关的业务受到了冲击，在某些情况下受到了非常严重的冲击，在某些情况下受到了轻微的冲击——但仍然反映出其业务的减少。我的猜测是，这种情况可能会持续相当长一段时间。因此，你会看到与住宅建筑相关的公司，如 Shaw、JohnsManville、AcmeBrick 和建筑集团的收入下降。

但总体而言，与他们竞争的公司相比，我们的经理人继续做着绝对轰动的工作。我们有最好的经理团队，在这一点上，我们有最好的股东团队，在我所知的所有公司中，查理和我都非常感激。你在电影里看到查理和我去那里给以色列的研究员很多建议，关于如何更好地运营他们的行动。查理可能想对伊斯卡发表评论。

芒格：这是一次很棒的经历，伊斯卡是一家非常棒的公司。我从未见过像伊斯卡这样自动化的操作。我认为他们可能觉得任何需要人类的手去做的事情是一种耻辱。

巴菲特：我们买的时候没有看，但看了之后，我们真的很喜欢。(众笑)对于那些不会参加 3:15 会议的人这将是一场有趣的讨论——我希望所有感兴趣的人都能参加。但我们有一个初步投票。再说一次，我看不到投票结果。[首席财务官]马克，投票结果在你那里吗？基本上，我从这里看不出来，但有大约 2% 的人赞成这项决议，大约 98% 的人反对。A/B 股都是如此。因此，人们对提案的投票方式并没有很大的不同。即使你不考虑我个人的反

对意见，也是以 25 比 1 的比例投了反对票。任何希望亲自投票或改变投票结果的人，一定要留在 3:15 的会议上，我认为如果你愿意留下来，你会发现讨论非常有趣。

股东问答开始

1、低成本长期资金推升私募股权"泡沫"，但不容易破裂

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。我叫 Kevin Truitt，来自伊利诺伊州芝加哥市。再次感谢两位为各位股东和其他资本家举办这次"伍德斯托克音乐节"。我有两个问题。我的第一个问题是问巴菲特先生和芒格先生。

巴菲特：我不想打断你，但我们只让每个人提一个问题，所以请选择你最想得到答案的问题。

股东：好的。首先，考虑到市场上存在着大量的私募股权资金，目前正在追逐交易。随着好交易的数量持续下降，交易的质量也在不断下降，考虑到这些私募股权基金从养老基金和大学捐赠基金中获得资金的股权部分，以及它们从银行借钱的水平非常高，这看起来，感觉对于许多交易撮合者和投资者来说，这是一场即将破裂的泡沫，很可能会以悲剧收场。在你看来，什么事件会导致这个泡沫破裂，你认为这一切可能会如何结束？

巴菲特：嗯，当你读完这份名单的时候，我们正在与这些人竞争，所以当谈到我们在寻找购买企业方面的困难时，我都快哭了(笑)。

私募基金活动的性质决定了它实际上不是一个会破裂的泡沫。因为如果你经营一家大型私募股权基金，把 200 亿美元锁定 5 年或更长时间，而且你收购的企业并不是每天定价的，即使你做得很差，也需要很多年才能在记分牌上打出分数，而且在大多数情况下，人们需要很多年才能退出私募股权基金，即使他们希望更早退出。所以，实际上，私募股权基金泡沫不会破裂。它不像是大量的杠杆可以导致**证券或其他的东西(崩盘)**。

投资人不能离开，并且长期缺乏计分卡。如果垃圾债券的收益率远高于高等级债券的收益率，将会减缓(或可能减缓)这种活动。目前，垃圾债券和高等级债券之间的利差已经降到了非常低的水平，而历史表明，利差会周期性大幅扩大。这将减缓交易，但不会导致投资者拿回他们的钱。

当然，还有另一个方面，你可能会说，在私募股权中，这种疯狂的行为是，如果你有一个 200 亿美元的基金，你每年获得 2% 的费用或 4 亿美元，这对管理它们的人来说似乎是一笔小钱，但在奥马哈听起来像是真金白银。如果你每年从 200 亿美元的基金中获得 4 亿美元，你就不可能一本正经地启动另一只基金，除非你的确有**能力把那笔钱投资得很好**。因为你很难回到你的投资者那里说，"好吧，我有 180 亿未投资，我希望你能再给我钱去

投资另一个基金”。所以在这个行业有一种非常强烈的冲动：要非常迅速地进行投资，因为这是获得另一只基金和另一大堆费用的途径。

而这些并不是查理和我将特别有效地与之竞争的企业的竞争对手。我的意思是，我们将永远拥有我们购买的任何东西。数字必须要对我们有意义我们才会下手。我们没有乐观的假设，我们也没有根据活动本身获得回报。但我认为，在幻想破灭、资金不再流向这些人之前，很可能还需要相当长的一段时间。他们能否继续达成交易，将取决于人们是否会以我认为相当低的利率为他们提供大量融资。查理？

芒格：是的。在你处于完全令人厌恶的状态后，它仍可以持续很长一段时间。

巴菲特：乐观的声音已经发出。(笑声)我们继续。我应该在一开始就提到。我们每个人只回答一个问题，因为有很多人在等着，有些人非常擅长把四个或五个问题合并成一个问题，但我们——我们在分解这些问题方面更有天赋，所以尽量只回答一个问题。

2、我们对购买国外股票没有偏见

股东：来自德国波恩市的来自欧洲中西部的问候。我的名字是 Norman Rentrop。我从 1992 年起就是伯克希尔的股东，也是威斯科金融和科隆再保险公司的股东。我非常钦佩你们两位，我想再次感谢你们与我们分享智慧，感谢你们继续保持谦逊，为了我们所有人的利益管理伯克希尔，不收取任何 2%+20% 的费用，也没有股票期权计划。(掌声)

巴菲特：要小心。你正在给查理出主意。(众笑)

股东：我要为你树立了又一个伟大的榜样而鼓掌，你将自己的大部分财富捐给了慈善事业，并且以一种非常明智和无私的方式捐款——不是以你在基金会上的名字。现在，我对另一位伟大的投资者约翰·邓普顿(John Templeton)的言论感到有些不安，他说，你没有更多地投资海外是一种短视。到目前为止，你确实把重点放在美国，而在国际上相对较少。你解释说，一家公司的总部设在美国、伦敦、慕尼黑还是巴黎并不重要，你会为这样的公司支付几乎与美国同类公司一样高的价格。而你大胆地把你的小额现金投资于韩国股票。可口可乐很多年前就完全全球化了。现在，你需要做些什么才能通过在国际上进行大规模投资，让伯克希尔完全走向全球呢？

巴菲特：这是一个很好的问题。我想说的是，我知道我在美国之外买的第一只股票可能至少是在 50 年前。并不是说我们没有在这个国家之外的证券领域寻找机会，我们在那里进行了一些投资。如果可口可乐的总部设

在阿姆斯特丹、慕尼黑或亚特兰大，只要他们有自己的业务，对我们来说真的没有任何区别。因此，我们非常积极地参与国际业务，但铁的事实是，就收购整体业务而言，我们在美国以外的地区受到关注的程度与我们在美国本土受到关注的程度完全不同。

当我们在美国起步时没有人知道伯克希尔，所以我们在这方面有一些推销工作要做，但我们没有去做，没有让我们在国外做得很好。多亏了 Eitan Wertheimer 他找到了我们。我认为这在很大程度上促进了人们对我们的了解。Eitan 甚至在计划一个小程序，让伯克希尔在美国以外的地方更出名，我将在未来 6-8 个月内和他一起参与这个项目。但是，我们可能会因为没有更好地努力进入(企业家们的)雷达屏幕而受到非常合理的批评。

我们对购买美国以外的有价证券或整个企业没有偏见。我认为这种情况正在改善。我们拥有一些非美国股票，只是股票，有价证券。我们拥有两个总部设在德国的公司，我们还拥有其他公司股票，正如有人指出的那样，例如我们拥有总部设在韩国的浦项制铁公司 4% 的股份。在目前的市场上，这是超过 10 亿美元的投资。我能想到在美国以外有 6 个左右的有价证券投资(浦项，乐购，中石油，帝亚吉欧，赛诺菲?)。

我们不需要在 13F 报告这些投资。我相信我是对的，马克？所以它们不一定会像我们的国内投资一样，通过我们向 SEC 提交的报告得到处理。但有一个问题，例如，在德国，如果我们的持有量超过 3%，我们必须报告我们在德国的持有量。好吧，如果你谈论的是一家市值 100 亿美元的公司，那就意味着 3 亿美元的市值意味着我们必须告诉世界我们在买什么，而告诉世界我们在买什么并不是查理和我自己最喜欢的活动。

因此，它往往会搞砸未来的购买。因此，3% 的门槛，在英国存在，在德国存在，对我们来说是一个真正的负面因素，特别是在积累股份份额方面。但我可以向你保证，整个世界肯定在我们的雷达屏幕上，我们也希望自己能在其上。查理？

芒格：嗯，是的。我想说的是，约翰·邓普顿很早就进入日本市场，并让日本股市涨到了 30-40 倍的市盈率，从而赚了一大笔钱。这是一项非常令人钦佩的投资。但是，你知道，我们在同一时期做得很好。(掌声)

3、CEO 的薪酬谈判是个"笑话"

股东：嗨...我大部分时间都生活在印度，但现在在新泽西州的霍博肯。沃伦，首先感谢你回复我的信。如今，投资经理们以牺牲投资者和投资者的利益为代价获得了更多的收益。我对你和查理的问题是，你认为经理人应该有什么样的最佳结构/费用，才能让他有机会在未来几十年里最大限度地利用时间和金钱(听不清)，并对专业人

士、投资者和他自己更公平？谢谢。

巴菲特：在回答这个问题之前，我想我应该给大家讲一个非常简短的故事。这有点尴尬，但几年前我曾担心过查理的听力。但我的意思是，这家伙是我 50 年的伙伴。我真的不想让他面对这种明显的衰老迹象。所以我去看了医生，我说，"你知道，我有个好朋友。我觉得他听力不太好。我真的不想和他当面对质，所以你建议我做些什么来检查一下？"他说，"嗯，站在房间的另一头，用正常的语调说话，看看会发生什么"。所以第二次我和查理在一起的时候，我穿过房间说，"查理，我认为我们应该在 30 岁的时候买下通用汽车。你同意吗？"而他一点反应也没有。我走到房间中间。我说，"查理，我认为我们应该在 30 岁的时候买下通用汽车。你同意吗？"但这并没有任何改变。最后我走到他身边，把我的声音放进他的耳朵里，说："查理，我认为我们应该在 30 岁的时候买下通用汽车，你同意吗？"查理说："这是第三次了。"(笑声)那么，查理，你愿意回答这个问题吗？(众笑)

芒格：是的。这个问题涉及高管薪酬不公平的问题，以及这种不公平对投资者的影响。既然你知道了这个问题，你就可以解决这个问题。(众笑)

巴菲特：关于薪酬，查理和我有很多话要说，有些话让我们感到恶心。不过，我要说的是。与错误的薪酬体系相比，错误的管理者带来的问题更多。我的意思是，由谁来经营是非常重要的。你可以列举出这些公司——宝洁、可口可乐、美国运通。尽管如此，查理和我认为，**高管薪酬有一种自然的趋势，因为棘轮效应(即高管的薪酬在形成之后有不可逆性，即易于向上调整，而难于向下调整)，也因为其他人得到的薪酬得到了公开，也因为薪酬谈判过程中对管理层的缺乏力度。**

我的意思是，你读过劳动合同，你知道，僵局持续数周，他们谈判到凌晨 3 点，你知道，双方都把他们的案子提交给媒体和所有的事情。我问你，你什么时候听说过有一个薪酬委员会，会工作到凌晨 4 点，然后宣布陷入僵局一周，无法达成协议？这种情况并没有发生，因为 CEO 非常关心他或她的薪酬，以及薪酬委员会，他们现在的工作可能要好一点，但**基本上都是走过场。**

当然，正如我过去所指出的，我已经参加过 19 个董事会。他们曾把我放在一个薪酬委员会里，后来他们后悔了。你知道，**他们要找的是那些摇着尾巴的可卡犬来参加薪酬委员会，他们要的可不是杜宾犬。**我试着假装我是一只可卡犬，就为了能参加一个薪酬委员会？这对我来说可不起作用。(众笑)

但事实并非如此——在讨价还价的过程中，强度并不对等。一个人非常关心，而其他人不关心。正如查理在

过去指出的，真正驱动这种棘轮效应的是嫉妒。我在华尔街看到的。你可以谈论一下贪婪——如果你付给某人 200 万美元，他们可能会很高兴，直到他们发现他们旁边的人赚了 200 万美元，然后他们就很痛苦。查理还指出，在七宗罪中，嫉妒可能是最愚蠢的，因为如果你嫉妒某个人，你会感觉很糟糕，而另一个人根本不会被打扰。所以嫉妒只能让你痛苦地在你的胃里磨牙，诸如此类。你知道，与我们将要犯下的其他一些罪相比，比如暴食。(众笑)你知道，贪吃也有好处。我被告知欲望也有好的一面，但我会把它留给查理来解释。(众笑)但是嫉妒，有什么好处，你知道吗？但它确实在薪酬方面产生了这种棘轮效应。

薪酬委员会坐下来。有关系的人进来。人事关系人员知道 CEO 对他们的看法将决定他们的未来，人事关系部门会推荐一些薪酬顾问。薪酬顾问知道，他对其他公司的推荐取决于这些人对他的评价。所以在这种情况下，你能想象这是一场公平的战斗吗？这是个笑话。查理？

芒格：是的。这个过程是由一群叫做薪酬顾问的人完成的。这让我想起了一个古老的故事，母亲问孩子，为什么她告诉人口普查员，家里的男人因贪污而坐牢。孩子说："我不想承认他是薪酬顾问。"(笑声)

巴菲特：我们稍后也会和你们其余的人聊一聊。我刚收到一张纸条。我们这里大约有 2.7 万人。外面的房间都坐满了，我们在展厅里也会有一大堆人。(掌声)

4、商务飞机是有价值的商务工具

股东：早上好。我是罗布...来自英国。这是一个查理会喜欢的问题。David Yermack 的一项研究显示，拥有私人飞机的公司的业绩落后同行 4%。你用什么标准来判断一个人是否善于理财？

巴菲特：查理，是他直接告诉你的吗？

芒格：嗯，他提到私人飞机可能是高管过度行为的一个迹象。但我想说的是，我们坚决支持私人飞机。(众笑)

巴菲特：我们甚至自己付钱。(笑)查理以前只坐公交车，而且只有在他们提供老年人折扣的时候。但最近几年，我让他羞愧地获得了自己的 NetJets，我自己也有，我有两架 NetJets 部分所有权。实际上，伯克希尔在很多业务上都表现得更好，包括在公司运营层面，因为我们使用公司自己的飞机。我不知道哪些交易不会达成，但我不会有同样的热情去千里迢迢地完成一笔又一笔交易，等等。我们的许多其他企业使用商务飞机。因此，它已经成为一个有价值的商业工具。它可以像其他东西一样被滥用。我记得很多很多年前，我们拥有一家上市公司的股票，CEO 在来看我的路上在奥马哈停留了一下，他解释说，他们用爱达荷州的一些食品连锁店或其他什么东西来

测试所有新产品。他们会去参观，因为他们在那里有自己的旅馆。我想说的是，你可以滥用任何系统。但如果使用得当，我会说，**商务飞机一直是伯克希尔的真正资产。**

我也想再回到这个薪酬问题上来。我的意思是，薪酬管理并不是"火箭科学"。我们有非常简单的系统来给那些你在前面电影中看到的照片的人支付薪酬。他们是很棒的人。我们根据他们的管理和我们关心的事情来支付他们薪酬。我们不会让它变得复杂，我们不会为他们正在发生的事情支付回报，而这些事情与他们无关。

我们去年讨论了你在大宗商品业务中所做的事情，比如铜、石油。我的意思是，如果油价从每桶 30 美元涨到 60 美元，那么世界上没有任何理由让石油高管们为正在发生的事情获得更高的薪酬。因为他们没有让油价达到每桶 60 美元。**如果他们的勘探成本很低，而且是在他们的管理之下，这一点很重要，我会为此付出疯狂的代价，因为一个以 6 美元一桶的价格发现并开发石油储量的人，比那些以 10 美元一桶的价格发现并开发石油储量的人，价值要高得多，假设它们是类似质量的储量。这就是你雇这个人的工作。但是石油的价格，他们与此无关，因为油价上涨而给他们巨额支票，或者因为油价下跌而削减开支——如果油价下跌，而有人拥有为我们工作的最低开采成本，我们会疯狂地付钱给他们。**查理？

芒格：是的。好吧，我想回到那个公司飞机的事情上。如果权力的象征被严重滥用，我想你会发现其中一些公司会令投资者失望的相关性。而且，**人类很长一段时间以来都知道，过于迷恋权力的表象会适得其反。**最让人难忘的是罗马皇帝马可·奥里利乌斯，他统治了一段非常幸福的时期，他完全反对权力的诱惑，尽管他拥有一切，他拥有所有的权力。所以我认为，**所有这些东西都可能被滥用，解决问题的最好方法是提供相反行为的例子。**

巴菲特：这是我们对公司利益的理解，大量的软糖，大量的花生糖。我向大家推荐这种饮食。

5、当人们恐慌时，"不寻常"的事情就会发生

股东：大卫·温特斯，山湖，新泽西。请您解释一下，您认为信贷收缩对伯克希尔的影响，以及可能带来的好处，或许更高的利率的影响？

巴菲特：当别人受苦时，我们确实受益。这并不意味着我们享受他们的痛苦，而是金融市场混乱的时候(我们从中发现机会)，比如 2002 年存在于垃圾债券的情况，1974 年存在于股票中的情况。

我认为，**大多数高层都不愿意真正踩刹车，因为要找出谁踩了刹车太容易了。**因此，我认为你不一定会看到信贷紧缩。但你很可能会看到一些外部事件开始在市场自我发酵。事实上，我认为，如果你真的对系统造成了

冲击，它在市场中比在过去的大多数时期更容易自食其果。这将导致信贷息差大幅扩大，股价下跌，所有这些都对伯克希尔有利，因为在这种情况下，我们通常至少有一些资金来做一些事情。

总会有这样的时期。如果你回到 30 或 40 年前，当信贷收缩时，人们就真的没法获得资金了。查理和我经历过几次这样的时期。大约 40 年前，我们试图收购芝加哥的一家银行，世界上只有少数人会借钱给我们，因为银行不会为收购提供贷款。我们发现科威特的一些人说他们会以第纳尔的形式借钱给我们，我们想，借钱可能没问题，但到了偿还第纳尔的时候，他们可能会告诉我们第纳尔值多少钱，所以我们放弃了这笔交易。

但那时确实出现了信贷紧缩。当然，美联储成立的主要原因是信贷的大幅收缩，尤其是在中西部这样的地区，那里的小银行依赖于大城市的代理银行，当大城市的银行出现问题时，这里的小银行就会关闭。我们真的需要设计一个应对这种情况发生的系统。我想说的是，美联储很可能不会有意制造任何信贷紧缩。查理？

芒格：上一次信贷紧缩的时候，我们很快就赚了三四十亿美元。我们表现得很有活力。整个投资世界的竞争越来越激烈，如果你谈论真正的信贷紧缩，这会把整个文明搞得一团糟，没有人会欢迎这种情况。我可以预测，在我们经历过像我们现在所处的这种过度的时期后，如果真的出现了大规模的信贷紧缩，那这会引起很多人的嫉妒和怨恨，然后我们就会得到我们大多数人不喜欢的立法。

巴菲特：大约一年前，乔纳森·阿尔特(Jonathan Alter)出版了一本书《The Defining Moment: FDR's Hundred Days and the Triumph of Hope》《危机 1932：罗斯福百日亲政及美国决胜时刻》，讲述了富兰克林·罗斯福总统(Franklin Roosevelt, 1933 年)上任后的第一个 100 天，从这本书的性质来看，它也讲述了之前的一些日子。但是，这个国家在那个时候已经接近崩溃的边缘，基本上，罗斯福通过了他想通过的任何法案，就像他们一开始写法案一样快。这是一件好事，当时充满着银行的关闭、人们用代币券进行交易之类的事情。

因此，没有人希望这种情况再次出现，自大萧条以来，我们对这类事情了解了很多。我认为你不会看到精心策划的信贷紧缩。现在，在 1998 年的秋天，当长期资本管理公司陷入困境时，信贷市场失灵了。这不是美联储所策划的紧缩情况。只是当时人们对甚至是最安全的工具和信用利差感到恐慌，然后人们做了他们以前从未做过的事情。这是一个相当有趣的例子，因为这不是一百年前的事了。那是不到十年前的事。在华尔街有各种各样高智商的人。各种各样的人都有现金。

信贷市场发生了一些非常不寻常的事情，仅仅是因为人们感到恐慌，他们觉得其他人也会恐慌。你会在市场

中看到这些二级和三级反应。我们将再次看到这类事情。这不会和之前是一样的，但你知道，正如马克·吐温所说，"历史不会重演，但它会惊人的相似"。我想我们未来将会有与 1998 年相似的事情发生。

6、《约翰·亚当斯传》美国第二任总统《独立宣言》起草人之一

股东：你好。我的名字是 Andrew Paullin，来自马萨诸塞州的沃本。我的问题是给查理的，尽管沃伦，也请补充你的想法。查理在《穷查理宝典》中说，"本·富兰克林是一位非常好的大使，在约翰·亚当斯看来，他的任何问题都可能帮助他解决法国的"问题"。如果你愿意，我很想听听你对约翰·亚当斯和他的妻子阿比盖尔·亚当斯的更多想法。

芒格：当然，他们都是很棒的人，两个人都是。

巴菲特：查理，你认识他们吗？(众笑)

芒格：不，不。但如果你想度过一个真正快乐的夜晚，我每次都会带上富兰克林。法国人喜欢富兰克林。我想我让很多人想起了太多的约翰·亚当斯，却很少想起本·富兰克林。(众笑)

巴菲特：他对本·富兰克林也很尊重。

7、企业利润/GDP 比率不能一直保持在历史高位

股东：Takashi Ito 来自日本。除了全球流动性过剩之外，企业利润与劳动力所占份额相比也非常高。这是否使您在寻找投资机会时面临额外的挑战？谢谢。

巴菲特：是的，就 GDP 而言，美国的企业利润是创纪录的——除了极少数年份。我一直感到惊讶的是，企业利润在占 GDP 的 4%到 6%之后，比例竟然又上升了。而且你不会认为随着时间的推移，这将是可持续的。但当企业利润达到 GDP 的 8%以上时，你知道，这是非常高的。到目前为止，它没有引起任何反应。一种反应可能是更高的企业税。在这个国家，有很多企业在有形资产上赚取 20%或 25%的收益，而世界上长期债券利率，即政府债券利率是 4.75%。

这是非凡的。如果你 40 年前读过一本经济学书，书中说这种情况一直存在——你不会找到这样的书。我的意思是，这在纯粹的经济理论下是没有意义的，但它已经发生了一段时间，事实上，它变得更加极端。企业利润占 GDP 的比重继续上升。这意味着其他人在 GDP 中所占的份额在下降。你说得很对，GDP 中的劳动力份额占比实际上已经大幅下降。无论这是否成为一个政治问题——也许在下一次竞选中，无论它是否成为国会要做的事情，

国会都有权迅速改变这一比例。

不久前，公司税率是 52%，现在是 35%，很多公司只需缴纳 20%或更少的税率。所以我想说，目前，美国企业是生活在最好的世界里，历史已经表明，这些条件不会无限期地持续下去。什么让它结束，什么时候发生，我不知道。但我不认为未来企业利润会平均占到 GDP 的 8%。查理？

芒格：是的。当然，很多利润也不是在制造业或零售业。他们中的很多是在金融领域。因此，我们有大量的利润流向银行、投资银行和各种投资管理集团，包括各种私人股本。我认为，这是没有先例的。我不认为它曾经像现在这样极端。你同意这一点吗？

巴菲特：是的。查理和我 20 年前在银行业不时做些事情，包括拥有一家银行。但是，如果你对我们说，在一个长期政府债券收益率在 4.75%的世界里，一家又一家主要银行的有形股权收益会超过 20%吗？而其交易的对象基本上只是货币这种商品。我们会说，这种情况不会持续下去。现在，这部分是因为银行的杠杆率提高了。因此，如果你在资产端的收益率(ROA)为 1.5%，然后如果你的总资产是权益金额的 15 倍，那么你的 ROE 将为 22.5%。而通过加大杠杆力度，它确实提高了股本回报率。但你仍然会认为这是自我中立化(self-neutralizing)。你可能会想，在一个人这么做之后，另一个人也会这么做，然后你就不会赚到总资产的 1.5%，而是赚总资产的 0.9%或 1%，但这并没有发生，这已经持续很长时间了。你知道，我们正生活在企业利润达到 GDP 的 8%世界，但我不认为可持续。我敢打赌，在过去的 75 年里，企业利润占 GDP 的百分比达到这么高的情况不会超过两年或三年。我得看一看有关图表，但二战后可能有一年或两年。

芒格：其中一部分来自于消费信贷，我认为这已经被推向了极端，我们在这个国家的历史上从来没有见过。其他一些大力推行消费信贷的国家也出现了巨大的崩溃。例如，韩国有一次，造成了两三年的混乱？也许更长。所以我不认为这是一个挥棒的时刻。

巴菲特：还有 1997 和 1998 年的混乱，当时国际货币基金组织介入，韩国有一段时间情况很糟糕。它产生了一些我一生中见过的最荒谬的低股价。事实上，你可以回到 1932 年的美国，你不会看到任何更便宜的东西。与此同时，这些公司重建了资产负债表和盈利能力。因此，金融市场确实出现了转机。

如果你足够年轻，你会看到一切。我在年度报告中提到，在寻找接替我的投资经理时，我们非常关心找到这样一个人——他不仅了解已经发生的所有风险，同时也能预见到还没有经历过的事情。这是我们在保险业务中的

工作，也是我们在投资业务中的工作。有很多人似乎非常聪明，但他们只是不去思考他们之前没有见过的麻烦。

但是，这就是诺亚的问题，最初的 40 天，对诺亚来说是异常艰难，但他最终收获了一切。

8、欢迎卖空者与我们对赌

股东：你好。我叫 Brian Bowalk，来自内布拉斯加州弗里蒙特。随着越来越多的无法交割交易发生在我们的股票市场，包括投资者的现金账户、个人退休账户和其他退休账户，问题似乎变得越来越严重。随着一些公司被列入监管名单长达数百天，怎样做才能让华尔街交出他们已经卖空但从未交出的股票？谢谢。

巴菲特：是的。所谓的交割失败和裸卖空，我认为是问题所在，我不知道确切的情况，但我从来没有授权我的股票经纪人，让他们在任何一段时间内拒绝借出股票。我想你可能会对他们采取一些行动，但我从没有。

我根本不认为人们做空股票有什么问题。我的意思是，我欢迎人们做空伯克希尔。如果你拥有股票，他们需要向你借股票，那么你可以从你的股票中获得一些额外收入。这样你的股票的总有一个确定的买家，那就是最终做空它的人。我是说，那家伙总有一天会买的。我对做空也没什么意见。我读过相关的报道，但我从未见过这种情况发生在我们所拥有的任何东西上。就像我说的，如果有人想做空伯克希尔，他们可以一直做空到最后，我们也很乐意借给他们股票并收取费用。我们将为他们开一个特别会议。

但是，我要说的是：**在这个世界上，做空的日子通常更不好过。市场中因为造假而使得股价暴涨的例子，远比因为造假而破产的例子更多。**因此，我不认为做空会对世界构成任何巨大威胁。如果有足够多的人卖空伯克希尔的股票，那他们就必须借入股票，他们会付钱给你，借你的股票，这样我们就赚到钱了。

我们在 USG 上做过类似的事情。当 USG 在破产之后受到打击时，或者就在破产之前，一家大型经纪公司找我们，他们想要我们借给他们几百万股，他们给了我们很多钱。我们很高兴地把股票借给了他们。我们希望他们能借更多。事实上，**我们坚持让他们借一定期限，这样我们就能得到一大笔保费。**我忘了是几十万还是几百万，但我们过得更好。他们也没有以每股 4 美元的价格做空 USG，但这对我们来说并不重要。

做空，这是一种艰难的谋生方式。发现虚假股票和被炒作的股票非常容易，但很难判断什么时候情况会好转。有人把一只股票的价值提升了五倍，很可能把它的价值可以提升到十倍，如果你做空，那会非常痛苦。查理，你对做空有什么想法吗？

芒格：嗯，不是关于做空。但这些延迟交付有时反映了结算过程中的巨大问题。对于一个文明来说，在其证

券交易的清算过程中存在巨大障碍是不好的。这就有点像在你的核电厂的管理中出现了很多失误。这不是个好主意，因为它会导致人们忽视的大量财务风险。

巴菲特：查理，回到你的法律实践中来。如果我买了一千股通用汽车，我的纪人我不给我结算，而我让他结算，但是一个周两个周三个周它都不给我结算，这是什么情况？

芒格：嗯，如果你是私人客户，你可以等一段时间。

但还有很多其他的交易，清算系统确实会要求人们提供额外的抵押品等等。比如，在衍生品交易中就有很多不足，如果很多人想同时做一些事情，那么许可问题将是可怕的。

巴菲特：但如果我要求三周后交付，我能走进法庭说，我已经把钱给你了，我想要我的股票吗？

芒格：我不认为有任何法院会因为你想要股票，就会给你股票。噢，检查系统让你失望了。为什么，你可以大喊大叫。你可能有一些最终的补救办法。

巴菲特：我会找其他人来代表我。(众笑)

9、"赌博是对无知的征税"

股东：你好。我是来自德国汉诺威的 JohannFortenberg。你认为赌博公司会有很大的前途吗？谢谢。

巴菲特：如果赌博公司是合法的，他们将会有一个美好的未来。

但顺便说一句，人们对赌博和炒股的渴望是一样的。我想说，日内交易经常非常接近赌博的定义。但是人们喜欢赌博，你知道的。如果超级碗正在进行，或是，如果一场非常无聊的橄榄球比赛正在进行，但你没有什么事可做，你和别人坐在那里，如果你以某种方式在这场比赛上赌几块钱，你可能会更享受这场比赛。如你所知，我的意思是，我们为飓风投保，所以我看天气频道。它可以令人兴奋。(众笑)

但是，人的赌博倾向是巨大的。现在，当它只在内华达州合法化时，你必须走一段距离，或者违反一些法律，才能进行任何严肃的赌博。但各州都学会了。你知道，这是多么大的收入来源，他们逐渐让人们赌博变得越来越容易。而且，相信我，它变得越容易，就会有越多的人去赌博。

我的意思是，我的孩子们都在这里，当我 40 年前买了一台老虎机，我把它放在我们家的三楼，我可以给我的孩子们任何他们想要的零用钱，只要它是 10 美分的。我是说，天黑的时候我都拿回来了。(众笑)我想这对他们来说是个很好的教训。现在他们不会去拉斯维加斯赌博，但相信我，当它在三楼的时候，他们总是会来找它。另

外，我的派息比率也很糟糕，但我就是这样的父亲。(众笑)

但是赌博，你知道，人们总是想要去做。出于这个原因，我特别认为，就友好的赌博或类似的事情而言，我不是一个拘谨的人，但我确实认为，**在很大程度上，赌博是对无知的征税。**我的意思是，如果你想对那些无知的人征税，还有那些愿意冒着不利的风险做事的人，你知道，你只要让他们去赌博，那么像我这样的人就不用交税了。我发现，**当一个政府利用公民的弱点而不是为他们服务时，会引起社会的反感。**(掌声)相信我，当一个政府让人们很容易地拿到他们的社会保障支票，并开始帮助那些或参与彩票或任何可能的活动时，这是一种相当愤世嫉俗的行为。你知道，它减轻了那些不沉迷于此的人的税收，而那些沉迷于此的人增加了税收——那些梦想拥有一辆车却不想通过努力而真正拥有一辆车的人，或者那些梦想拥有一台彩电而不是通过努力赚取一台彩电的人。因此，这不是政府的最佳状态，我认为随着时间的推移，其他事情也会随之发生。查理？

芒格：我认为赌场使用巧妙的心理技巧让人们伤害自己。毫无疑问，赌场里有很多无害的娱乐活动，但也有很多由赌场故意造成的严重伤害。这是一个肮脏的行业，我不认为你会很快在伯克希尔找到一个赌场。(掌声)

10、如何成为一名更好的投资者

股东：早上好。我是来自旧金山的 Thomas Gamay。我今年 17 岁，这是我连续参加的第十届年会。(掌声)

巴菲特：那你现在(在投资上)一定是博士水平了。

股东：巴菲特先生和芒格先生，我很好奇你们认为成为一个更好的投资者的最佳途径是什么。我应该去读 MBA 吗？获得更多的工作经验？读更多《穷查理宝典》，或者仅仅是因为它是遗传的，不在我的掌控之中？

巴菲特：嗯，我认为你应该读你能读的所有东西。我可以以我自己的例子告诉你，我想在我十岁的时候，我读完了奥马哈公共图书馆里每一本与投资有关的书，其中很多我都读了两遍。**所以，我认为没有什么比阅读更好的了，而不仅仅局限于投资。但你只需要用各种相互竞争的想法填满你的头脑，并随着时间的推移把它们整理出真正有意义的东西。一旦你做了很多这样的事情，我认为你必须付诸实践。因为投资在纸上和实际做(用真钱投资)，这就像读一本言情小说和真正去谈恋爱的区别。(众笑)没有什么比真正拥有一点投资经验更重要的了。你很快就会发现你是否喜欢它。如果你喜欢它，如果它让你兴奋，你知道，你可能会做得很好。**

在阅读方面，越早开始越好。但是，你知道，我在 19 岁时读了一本《聪明投资者》，这本书形成了我从那时起思考投资的框架。我的意思是，我今天在 76 岁的时候所做的事情是通过我 19 岁时读的一本书中得到的相同的

思维模式来运行事情。我也读了所有其他的书，但如果你必须读很多书，才能知道哪些书真正打动了你，哪些思想随着时间的推移打动了你。所以我会说，阅读，然后以一种不会给你带来经济损失的小规模方式，自己做一些实践。查理？

芒格：伯克希尔董事 Sandy Gottesman 管理着一家大型且成功的投资公司(第一曼哈顿)，你可以通过观察他的工作实践来了解他是如何让人们学习成为优秀投资者的。当一个年轻人来到桑迪面前，他会问一个非常简单的问题，不管这个人有多年轻，他说，“你拥有什么股票，你为什么拥有它？”如果你对这个问题还不够感兴趣，或还没有参与其中，他宁愿你去别的地方。

巴菲特：是的。你知道，你拥有一家企业的整个想法对投资过程至关重要。如果你要买一个农场，你会说，我买这个 160 英亩的农场是因为我预计这个农场每英亩将生产 120 蒲式耳的玉米或每英亩 45 蒲式耳的大豆，我可以买——你知道，你要经历整个过程。这将是一个定量的决定，它将基于非常坚实的东西。它不会基于，你某天在电视上看到的東西。它不会基于，你的邻居对你说的话或任何类似的东西。

股票也是一样。我过去总是建议我的学生，让他们拿着一个黄色便签记录(交易逻辑)。如果他们以 30 美元的价格买入 100 股通用汽车公司的股票，他们无需理会通用汽车公司的总市值。我会让他们问自己，“我将以 180 亿美元的价格收购通用汽车公司，原因如下...”如果他们不能在这个问题上写出一篇好文章，他们就没有理由以每股 30 美元的价格购买 100 股或 10 股或 1 股，因为他们没有对这些股票进行商业上的思考。

为了养成这样思考的习惯，桑迪会根据你对前两个问题的回答，接着提出问题，他让你确切地为自己辩护：为什么你认为，以你所购买的价格来看，这门生意很便宜。如果你不回答或回答不出来，你就会不及格。

11、确定性比安全边际更重要

股东：巴菲特先生和芒格先生，我是来自澳大利亚墨尔本的马克·拉比诺夫。我只是想问你，在投资各种普通股的时候，你如何判断正确的使用安全边际？例如，在一个占主导地位的、长期稳定的业务中，你会要求 10% 的安全边际吗？如果是这样，你会如何在一个较弱的业务中提高这一点？谢谢。

巴菲特：我们青睐那些，我们真正认为自己知道答案的企业。因此，如果一项业务发展到一定程度，我们认为它所在的行业、竞争地位或任何东西都非常危险，以至于我们无法真正得出一个数字，我们不会试图通过拥有一些额外的大安全边际来弥补这类事情。我们真的想尝试去做一些我们更了解的事情。因此，如果我们购买像喜

诗糖果这样的企业或可口可乐这样的股票，我们不认为我们需要巨大的安全边际，因为我们认为我们的假设不会有任何实质性的错误。我们真正想要做的是收购一家伟大的企业，这意味着该企业将在很长一段时期内利用资本获得高回报，而且我们认为管理层会正确对待我们。当我们找到这些因素时，我们不必把它们记下来。当它们以每美元 40 美分的价格出售时(60%折扣)，我们很乐意买到它们，但我们也可能以接近每美元 1 美元的价格购买它们(0 折扣)。虽然我们不喜歡一美元换一美元，但我们愿意付差不多的价钱。

当我们看到一个伟大的企业时，就像你看到一些人走进门，虽然你不知道他们的体重是 300 磅还是 325 磅，但你还是知道他们很胖，对吧？因此，如果我们找到一些我们一看就知道它很胖，那么在财务上，我们就不担心财务数字是否精确。在这个特定的例子中，如果我们能以相当于 270 磅的价格购入(0 折扣)，那我们会感觉很好。

但是，如果我们发现了竞争方面的问题(就不会买入)——也就是你无法预见未来 5 年、10 年或 20 年的商业本质，因为投资就是要预见未来。你不会为已经发生的事情得到回报，你只能为未来将要发生的事情获得回报。过去只有在让你洞察未来的时候才会对你有用，有时候过去并不能让你洞察未来。在其他情况下，比如，你假设的稳定业务，它可能可以给你一个很好的指引，告诉你未来会发生什么，那么你不需要一个很大的安全边际。

你应该总是觉得，你得到的要比付出的价值多一点。有时我们能够以 1/4 的价值买下很好的企业，但我们不会经常碰到。我们最近在韩国看到了，但你不会经常看到这种事情。这是否意味着你应该坐在那里，等待 10 年或 15 年什么都不做？我们不是这样做的。如果我们能以合理的估值收购好的企业，我们会继续这么做。查理？

芒格：是的。安全边际的概念可以归结为获得比你付出的更多的价值。这种价值可以以许多不同的形式存在。如果你以 1/4 的价格买了一件东西，那也是一种价值主张。这是高中的数学。而那些不知道如何使用高中数学的人，应该从事一些其他的工作。

12、医疗保险行业太难了

股东：早上好。我是 Mike Klein，来自加州萨利纳斯的普通外科医生。考虑到您在承保保险方面的资源和经验，您是否考虑过参与或帮助解决我们的医疗保健问题？随着伯克希尔将思路变得清晰，现在是采取新方法的时候了。让我们承认这对我们的经济和我们国家的未来有着巨大的影响。

芒格：太难了。沃伦和我无法解决这个问题。

巴菲特：是的，我们解决不了这个问题。我们努力寻找容易的问题，因为我们找到了答案。你可以在投资中

这样做。我们不会真的尝试艰难的事情。现在，有时生活会给你一个问题，在我们的情况下，通常不是在金融领域，但它会给你一个非常棘手的问题，你必须与之搏斗。但我们不会到处寻找棘手的问题。我要说的是：我们在医疗保险方面做得非常非常少。你知道，如果我们要通过私营部门寻找解决方案，我们会寻找具有非常非常低的分销成本的东西。我的意思是，你不希望大量的收入被支付的福利和收到的保费之间的摩擦成本所吸收。我不知道如何做到这一点，我也没有看到其他任何人在这方面做得很好，你可以说，如果你为医疗成本支付了接近 15% 的 GDP，你知道，有人应该能够想出一些办法，但我还没有听到。也许我们会在即将到来的政治竞选中听到它，但查理的观点反映了我目前的看法。

13、巴菲特是一台学习机器，退休后甚至更加精进

股东：我是来自康涅狄格州的菲利普·麦考尔。我想知道你能否就一个我认为你不太喜欢谈论的话题发表评论，那就是内在价值，以及过去 10-12 年的公司发展，给我们谈谈投资的情况，然后给我们谈谈经营的情况，这对我们来说是个很好的指导。我觉得这非常有帮助。我不确定其他人在展望你所说的 20 年时，是否会同时展望这两个部分。如果您有任何意见，我一定会非常感谢。

巴菲特：是的。好吧，伯克希尔的内在价值，就像任何其他企业一样，是基于企业从现在到审判日之间可以预期交付的未来现金数量，并以适当的利率折现。现在，这是相当模糊的。另一种看待问题的方式是，尝试计算出我们目前拥有的业务的价值，我们尝试为您提供相关信息，使您能够对此做出合理的估算。

我们拥有大量的有价证券。可以肯定地说，它们的价值或多或少与它们被记录的账面价值相当。然后我们拥有许多运营企业，我们试图给出这些企业的数据，这些数据是我们用来对这些企业的价值做出自己的判断。

现在，这些数据就能够告诉你我们今天拥有什么，以及它或多或少的价值。但由于伯克希尔保留了所有的盈利，评估未来将如何处理这些盈利就变得非常重要。我的意思是，这不仅仅是现在的企业值多少钱的问题。它是对留存收益使用的效率或有效性的判断。

如果你看看 1965 年伯克希尔的内在价值，你会发现我们的纺织业务每股价值可能只有 12 美元。但这并不是整个等式的唯一部分，因为我们打算利用产生的任何现金，尝试收购比我们拥有的更好的业务，我们很幸运能够在 1967 年收购保险业务，并在此基础上继续发展。因此，不仅是我们的业务组合，还有留存收益的使用技巧，决定了伯克希尔那么久以来的实际现值。今天的情况也是如此。我们将在今年、明年和后年投入数十亿美

元。如果我们有效地运用这一点，那么每一美元的现值，都大于一美元的现金价值或分配价值。如果我们做得不够有效，它的价值就会降低。

今天的伯克希尔，不管年度报告中的数字是多少，我们大约持有每股 8 万美元的有价证券。如果我们的保险业务收支平衡，那 8 万美元就使用而言是免费的。我们有一组运营企业，我们在报告中显示他们的收益，我们将尝试增加这些数字，他们也将尝试增加他们的收益。但如果查理和我现在各自在一张纸上写下我们认为伯克希尔的内在价值是什么，我们的数字就不会一样了。但它们会很接近的。我想到的就这些，我会把问题交给查理。

芒格：是的。在伯克希尔，很难判断的是，未来你可能会有类似过去的东西值得期待。就投资结果而言，伯克希尔已经变得非常极端。事实上，它变得如此极端，以至于很难想象在世界历史上还有另一个类似的先例。

考虑到伯克希尔开始的时候很小，而现在资产负债表是很庞大的。那么，究竟是什么原因导致这种极端记录持续了这么长时间呢？我想说的是，这个 10 岁时就开始阅读所有他能读到的东西的年轻人变成了一台学习机器，他很早就获得了很大的力量，然后当他不断学习时，他就能跑很长时间。如果沃伦没有一直在学习，我告诉你，在仔细观察了这个过程后，我肯定留下的记录只会是一个苍老的背影。但沃伦在过了大部分人的退休年龄后，他的情况甚至还有所改善。换句话说，在投资领域，至少当你老了的时候，你仍可以得到进步。

现在，大多数企业甚至不会尝试去创造这样的记录。他们把权力从一个 65 岁的人传给一个 59 岁的人，然后一遍又一遍地重复。但你从这一领域的实践中获得了巨大的优势。所以，偶然发生在沃伦身上的事情极大地帮助了你们这些股东，因为你们经历了长期的权力极度集中的时期，而掌握权力的人是一个非常善于学习的人。我们的制度应该比现在其他公司的更多地被复制(掌声)。那种将权力以一种固定的方式从一个老家伙转移到另一个老家伙的想法，未必是正确的制度。

巴菲特：我们现在有非常强大的理性文化，以所有者为导向的文化。当我不在的时候，这种文化会持续很久。随着时间的推移，我们在运营方面拥有人才，可以做很多精彩的事情。在资本配置方面，我们将需要继续做明智的事情。我们不会继续做很棒的事情，因为你很难继续用我们所说的那种资金总量来做很棒的事情。不过也许会有千载难逢的机会，你知道，你总会有机会的。但我们需要的是一个从不做傻事的人——基本上不做傻事，偶尔做一些相当不错的事。这是可以做到的。我们已经走上了这条路。

作为一名投资官或资本分配者，融入这个组织，你就进入了正确的领域。它有正确的标准。它会拒绝那些真

正不合理的想法。我参与过很多董事会。查理参加过很多董事会。你会惊讶地发现，许多事情都是对“动物精神”做出反应，而不是对发生的理性做出反应。我们有动物精神，但我们把它们投入到其他领域。

14、衍生工具的“不充分”审计将导致问题

股东：嗨，巴菲特先生和芒格先生。这位是惠特尼·蒂尔森，来自纽约的股东。多年来，你们两位一直在警告衍生品的危险，一度称其为“大规模杀伤性金融武器”。然而，每年都有数十万亿美元的衍生品被买卖。它似乎变得越来越大，而且几乎肯定没有被正确地计算。所以我想知道你是否可以评论一下，特别是，如果你有任何关于这可能持续多久的想法。你有没有看到有什么事情即将发生，可能会让这个不断膨胀的泡沫脱轨？什么可能触发它？谁应该做些什么来减轻这一迫在眉睫的危险？

巴菲特：嗯，我们试图通过谈论它来减轻一些压力，但是你是对的，邪恶的不是衍生品本身，衍生工具没有什么邪恶的。正如我提到的，我们在伯克希尔有 62 个衍生品合约，周一我将与董事们一起讨论所有合约，相信我，我们将从这些特殊的工具中赚钱。但市场在不断扩大的基础上使用它们，使用它们的方式越来越富有想象力，从本质上为系统引入了越来越多的杠杆。这很大程度上是一种无形的杠杆。

如果你回到 1920 年代，大崩盘后，美国政府举行了听证会。杠杆当时他们称之为保证金，他们认定，杠杆或许促成了崩盘本身，当然也达到了崩盘的程度。这就像在火上浇油一样，当人们的持股受到冲击时，你知道，当股票下跌 10% 时，人们不得不卖出，再下跌 10%，更多的人不得不卖出等等。

杠杆被认为是危险的，美国政府授权美联储监管保证金要求，监管杠杆，这是非常严肃的。几十年来，它一直是人们真正关注的焦点。我的意思是，如果你去银行，试图借钱买股票，他们会让你签署一些文件，证明你没有违反保证金要求，他们会对此进行监管。当美联储提高或降低保证金要求时，人们对此相当重视。这是一个信号，表明了他们对投机程度的看法。

好吧，衍生品和股指期货的推出，所有这类事情，只是让保证金要求的任何监管都成了笑话。他们仍然存在，你知道，这是一个时代错误。所以，我认为查理可能同意我的观点，我们可能不知道危险究竟从哪里开始，在哪里以及在什么时候它会变成超级危险等等。准确地说，我们不知道它什么时候会结束。但至少我相信，它会继续下去，增加到一定程度，在某个时候，市场上会因为它而发生一些非常不愉快的事情。

1987 年 10 月 19 日，你们看到了一个强制出售的例子，当时有所谓的投资组合保险。现在，你应该回顾并阅

读在此之前几年的文献。我的意思是，这是来自学术界的東西，它被认为是金融理论和一切的一大进步。投资组合保险是个笑话，这只是一堆止损指令，你知道，它可以追溯到 150 年前，除了它们是由机构自动完成的，而且是大規模的，它们是自动化的。人们花了很多钱来教他们如何设置止损。当然，事实是，如果你有一系列非常大的机构的止损指令，你就是在往火上浇油。当 10 月 19 日到来的时候，美国企业的价值缩水了 22%，这基本上是由末日机器造成的。死亡之手在每一个价格关卡到达时都在抛售。而就在三周前，人们却开始宣扬它的美。

好吧，这样比较可能不恰当，但这是一种正式的合约安排，让这种动态对冲或投资组合保险，实际上就是出售股票。但是，当你拥有总计数十亿、数万亿美元的杠杆基金运营时，你会发现同样的事情存在，他们会对同样的刺激做出同样反应。这就是我们所说的"拥挤的交易"，但他们并不知道这一点。这不是一个"可以同时容纳很多人的"交易。只是他们都觉得自己准备好了，如果某个特定的信号或特定的活动发生了，他们就会卖出。一旦出现这种情况，再加上衍生品允许的极端杠杆，总有一天会出现非常非常混乱的局面。

而我不知道什么时候会发生。我不知道什么是外生因素，你知道，射杀某个知名人物会引发第一次世界大战，所以我也不知道什么会导致这种事情发生，但它总会发生。查理？

芒格：是的。当然，会计上的缺陷也大大增加了风险。如果你在报告不存在的利润的基础上获得巨额奖金，你将继续做任何导致这些虚假利润继续出现在账面上的事情。而让这一点变得如此困难的是，大多数会计专业人士甚至没有意识到自己的行为有多么愚蠢。

一位负责会计准则的人对我说，"好吧，这种衍生品会计更好，因为它是按市值计价的。我们不要会计反应当前的信息吗？"我说，"是的。但是如果你按模型计价，你创建模型，你的会计师信任你的模型，那么你可以报告你想要的任何利润，只要你不断扩大头寸，越来越大，人性就是这样，这将导致可怕的结果和可怕的行为。"这个人对我说："你这是不懂会计。"(笑声)

巴菲特：如果四年前，或者无论何时，当我们开始清算通用再保险的投资组合时，我们已经建立了数以亿计的减值准备和各种各样的东西。而我需要强调，四大中的任何其他审计师绝对会证明我们的东西是按市值计价的。你知道，我只是希望我那天把投资组合卖给了审计师。(众笑)我宁愿拥有 4 亿美元的现金。

所以这是一个真正的问题。现在有一件事对我来说真的很有趣。如果我欠了你 15 美元的干洗费，他们正在审查干洗店，他们会和我核对，发现我欠了你 15 美元，一切都很好。如果他们在查我的账，他们会发现我欠干洗店

15 块钱。你知道，这个国家基本上只有四家大的审计公司。

所以在很多情况下，如果他们在审计我这边的衍生品交易，我对它的估值，同一家公司通常会根据合同对方的人对标的价值进行估值。我可以向你保证，**如果你把两边的估值加起来，它们不等于零**。我们有 60 多份合约，我敢打赌，另一边的人对它们的估值与我们对自己的估值不同，这不会对另一边的交易者不利。我不是根据我们的估值来获得回报的，所以我没有理由想要玩弄这个系统。但对方确实有人有理由玩弄这一系统。因此，如果我对伯克希尔的一些合同估价为+1 万美元，另一边的合同，它只是一张纸，应该由别人估价为-1 万美元。但我认为，**四大审计公司有很多案例证明，完全相同的一份合约，而双方的估值数字却大不相同**。

你对此有什么想法吗，查理？

芒格：嗯，就像上帝创造了小绿苹果一样确定，这将在适当的时候造成很多麻烦。只要它继续膨胀，像气球一样膨胀，同时引发很小的震动，那么它就会一直持续下去。但最终会有一个大结局。

15、风险并不遵循高斯分布，计算是没有意义的

股东：嗨。我是来自香港的 StanleyKu。我的问题是关于短期投资心态的扩散。随着越来越多的资金被置于绝对回报的委托之下，正如你刚才所说，这些基金经理做出了同样的反应，并试图进行交易。因此，随着各种产品的信贷息差下降，我应该说是风险溢价全面下降，市场间的相关性增加，我们是否可以从解读，并判断什么对经济或市场是健康的，什么是不健康的？我们是否可以说，投资组合保险机制如今已经到位？

巴菲特：嗯，我想你说到点子上了。而且，我们确实认为现在市场是不健康的，显然没有办法精确地衡量，但我很确定我是对的。如果你考虑到，比如说债券或股票，无论是美联储做了什么，还是金融市场的某种意外，**人们可能会在明天早上根据给定的刺激措施改变主意，这个改变的百分比会很高**。

世界上有一群管理着巨额资金的电子交易人士(量化交易)，他们认为对其投资组合中的每一件事都应该做出决定，**基本上是每天或每小时或每分钟做出决定**。这增加了纽交所的换手率，我不知道确切的数字，但我认为 40 年前它大概只有 15%或 20%左右，而我相信现在它已经增加到 100%以上。

因此，在债券市场的成交量明显增加。**过去人们买债券是为了拥有它们，而现在买债券是为了交易**。这并不是什么坏事，但**这只是意味着参与者在玩一种不同的游戏，而不是在买入并持有的市场环境中，这种不同的游戏可能会产生不同的后果**。这意味着，如果你想在日常生活中击败对手，你就必须非常仔细地观察新闻事件，或者

非常仔细地观察对手。如果你认为他即将达到目标，你就会尝试更快地达到目标。如果这就是你在玩的游戏，如果你需要每周都衡量结果的话。所以我想你描述的情况，将导致我们一直在谈论的某种预期的结果。不过，这对市场来说并不新鲜。我的意思是，随着时间的推移，市场会做出疯狂的事情。

当查理和我在所罗门的时候，他们总是和我们谈论五西格玛事件或六西格玛事件，如果你谈论的是抛硬币，这很好，但当你涉及人类行为时，那就没有任何意义了。人们做的事情，非常聪明的人做的事情，受过教育的人做的事，完全是非理性的，并且他们会集体做这些事。你在 1998 年就看到了，你在 2002 年就看到了，你会再次看到它，你会看到这一点。当有人每天都试图击败货币、债券和股票市场时，这种情况更有可能发生。而我认为这是一场愚蠢的游戏。但是，这可能是吸引资金所需要的。

当我建立我的合伙公司时，你知道，他们每年都会收到我的一封信。1962 年，我把这些合伙公司组合在一起，然后在 1962 年 5 月，市场大跌变得很糟糕的时候，我当时实际上想到了给我所有的合作伙伴发一封信，然后把他们送到巴西，再让他们重新回来，这只是为了测试他们对事情的看法。但是，你知道吗，我有过几次心情不好的经历。我觉得这不值得。查理？

芒格：是的。当人们谈论西格玛时，就市场的灾难可能性而言，他们都是疯狂的。他们的想法是，高斯分布可以预测市场中的坏结果。他们决定这一结果的方式是，这使得一切都很容易计算。不过这些灾难不遵循高斯分布。你要相信牙仙，就会相信它。这些灾难比数学家高斯所预测的更大、更恼人。

巴菲特：不过它们教起来更容易。

芒格：教起来的确更容易。我曾经问过一位著名的医学院教授，为什么他还在做一个过时的手术，他说，"这是如此美妙的教学。"(笑声)

巴菲特：在金融部门，这样的事情比你想象的要多。你知道，学习高等数学是非常令人沮丧的，就像做一些只有祭司才能做的事情，然后发现实际上它没有任何意义。当你面对这些知识的时候，在你花了这些年获得博士学位之后，你知道，你可能写了一本教科书和一两篇论文，最终得到了一个启示，那就是这些东西根本没有效用，而且真的有反效用。我不确定是否有很多人可以很好地处理它，我认为他们通常会继续教学下去。

16、内在价值和投资的定量方法

股东：你好。BurkhardtWhittick 来自德国慕尼黑。我如何在如何做出投资决策，特别是如何确定内在价值方

面，你能给我们更多的透明度。你提到理论上正确的方法是折现现金流，但同时你也指出了该方法的固有的困难。从其他书中，我看到你使用经营收益倍数，或者净资产倍数。你的(前)儿媳玛丽(Mary)在她的书《巴菲特法则》描述了另一种将复利经济学应用于股权价值的方法。你能否给我们更多的透明度，你在投资中所使用的量化方法？你们试图量化你们感兴趣的投资结果的时间是多少年？

巴菲特：我明白这个问题，但我要假装我不明白，让查理先回答。(笑)

芒格：当你试图确定诸如内在价值和安全边际之类的东西时，没有一种简单的公式和方法可以机械地应用。这就像存在一台计算机，让任何能够按下其按钮的人变得富有。从定义上来说，这将是一个你用多种技术和多种模型来玩的游戏，大量的经验是非常有用的。我认为你不可能很快成为一个伟大的投资者，就像你不可能很快成为一个伟大的骨肿瘤病理学家一样。这需要一些经验，这就是为什么很早开始是有帮助的。

巴菲特：这么说吧，比如我们都考虑买一个农场，我们从这里向北走了 30 英里，我们发现那里的农场每英亩可以生产 120 蒲式耳的玉米，每英亩可以生产 45 蒲式耳的大豆，我们知道化肥的成本，我们知道财产税的成本，我们也知道我们需要向农民支付多少钱才能真正完成相关的工作，然后我们会得到一些我们可以用相当保守的假设得出的每英亩的数字。让我们假设，当你通过这些计算，结果是你可以为业主每英亩赚 70 美元而无需更多的工作。那么问题来了，为这 70 美元你花了多少钱？你是否认为，随着时间的推移，农业技术会变得更好一些，因此产量会更高一点吗？你认为农产品价格会随着时间的推移而上涨吗？他们并没有做很多这样的事情，尽管最近玉米和大豆的情况很好。但多年来，农产品价格并没有太大的变化。所以你的假设要很保守。

你可能会觉得为了每英亩赚 70 美元，你知道，如果你决定你想要 7% 的回报，那么你会支付每英亩 1000 美元。你知道，如果此时农田卖 900 美元，那你会有一个买入信号。如果它的售价是 1200 美元，你就会去看别的东西。这就是我们在商业中所做的。我们正在试图弄清楚我们正在研究的那些农场(企业)将生产什么。要做到这一点，我们必须了解他们的竞争地位、必须了解业务的动态、必须能够展望未来。就像我之前说的，有些业务你不能看得很远。

但投资的数学是由伊索在公元前 600 年提出的。他说："一鸟在手胜过双鸟在林"。现在我们的问题是，我们什么时候能得到这两个？我们要等多久？我们有多确定丛林里有两只鸟？还有没有更多的鸟？以及正确的折现率是多少？我们用这种方式来衡量一个又一个的企业。我的意思是，我们正在考虑一大堆企业，他们会给我们多少

鸟，他们什么时候会给我们鸟，我们试图决定哪些灌木丛是我们想在未来拥有的。这一切都是关于未来分配现金的能力的评估，以及在不分配现金的情况下以高回报率进行再投资的能力。

伯克希尔从来没有分配过任何现金，但它的现金生产能力不断增长，我们保留了现金，因为我们认为，通过保留现金，我们可以创造超过一美元的现值。伯克希尔的价值在于其配置资金的能力。我们试图逐年增加配置现金的能力，然后我们试图保持它，用一种方式投资，让一美元的钞票比一美元更值钱。

你可能对很少几个企业有洞察力。我的意思是，如果我们离开这里，走过一个麦当劳的摊位，你知道，你会决定，你会为那个麦当劳的摊位支付 100 万美元，还是 300 万美元，或者 90 万美元，你会想到有多大可能会有更多的竞争，麦当劳是否会改变你的特许经营安排，人们是否会继续吃汉堡，你知道，以及各种各样的事情。你可能会对自己说，麦当劳的这个摊位可能会在几年内赚到 X，X+5%，因为随着时间的推移，价格会略有上涨。这就是投资的全部。你必须知道你在做什么，你必须知道你什么时候超越了我所说的你的能力圈。(关于投资)你没有更好的办法了。查理？

芒格：是的。另一件事，你必须认识到，我们从来没有任何系统能够对所有企业的价值做出正确的判断。我们几乎把所有的决定都扔进了太难的一堆，我们只是筛选出一些我们可以做出的容易的决定。这是一个比较的过程。如果你正在寻找一种在任何时候都能正确评估所有投资的能力，我们帮不了你。

巴菲特：我们知道如何跨过一英尺的栏杆，但我们不知道如何跳过七英尺高的栏杆。我们确实知道如何识别什么是一英尺的栏杆，我们也知道要远离 7 英尺高的栅栏。

17、巴菲特聘用投资经理的要求

股东：John Stevo，芝加哥股东。巴菲特先生，芒格先生，感谢你们让我们度过了一个美好的周末。在你的年度股东信中，你说你正在寻找一位可能在伯克希尔工作的年轻人，我想知道你是否可以进一步说明，我如何申请这份工作？(众笑)

巴菲特：我认为你刚刚做到了。(众笑)我们在找一个或多个。我的意思是，我不认为这是完全不可能的，我们甚至可能找到三个或四个，我们会决定给他们一些资金，并进行更仔细的研究。我们不是在找人进行教学。我可能在年度报告中没说清楚。我们不会成为导师或老师或诸如此类的人。我们在找一个我们认为知道怎么做的人。外面也有这样的人。我们收到了 6-700 封信。我确实听说一个四岁儿童可以做我的工作，我觉得这是一种赞美。

我的意思是，我知道一个穴居人(宅男)可以做我的工作，但一个四岁的孩子？(众笑)

但我们正在寻找，我们已经从许多非常聪明的人那里听说了。我们听到一些人说，他们在最近几年，在某些情况下在一段时间内，有良好的投资记录。我们面临的最大问题是，他们是否能够容纳更大规模，因为管理 1000 亿和 1 亿是完全不同的工作。顺便说一句，从回报的角度来说，你不能像管理 1 亿那样管理 1000 亿，这根本不一样。但那不会困扰我们。但我们确实希望找到一个我们认为，能够管理大笔资金的人，他的表现略好于证券行业的总体表现。我温和地强调这一点。

世界上不可能有人在管理 1000 亿美元的时候，每年比标准普尔指数回报高出 10 个百分点。这是不可能发生的。但我们认为，也许我们可以找到某个人或某个团体，他们中的几个人，也许可以提高几个百分点的收益率。但我们真正感兴趣的是确保我们的人，能够看到人们还没有看到的风险，并不会搞砸投资这事儿。你知道，任何东西乘以 0 都是 0。我不在乎中间有多少精彩的数字。所以我们正在寻找这样的人，他们看到了其他人没有看到的风险，这些风险还没有发生，并且他们对已经发生的风险有足够的认识。

而这些人相当罕见。查理和我见过很多非常聪明的人破产，或者以非常平庸的记录告终，你知道，他们所做的 100 件事中有 99 件是聪明的，但第 100 件却失败了。所以我们的工作就是通过这些成百上千的筛选程序，找到几个我们认为可以胜任这份工作的更年轻的管理者，也许给他们一笔资金——比如 2 个亿、3 个亿、5 个亿，让他们管理一段时间，让他们管理某种证券，然后他们会继续扩大到一个更大的投资组合，然后他们中会有一个或多个，我们会在某个时候把工作移交给他们。查理？

芒格：是的。我们寻求帮助的情况让我想起了关于莫扎特的一个杜撰的故事。一个 25 岁左右的年轻人曾经要求见莫扎特，他说，“我正在考虑开始写交响乐，我想听听你的建议”。莫扎特说，“嗯，你太年轻了，不适合写交响乐”。那个人说，“但你十岁的时候就在写了”。莫扎特说，“是的，但我没有向别人征求如何写的建议”。(笑声)

如果你觉得自己是年轻的莫扎特，那你就是我们的真命天子。

巴菲特：我们可能会选出几个人。而且，你知道，他们是我多年来认识的人。我以前做过这份工作。我的意思是，在 1969 年我结束了我的合伙公司，我有很多信任我的人，我不会只是把钱寄回给他们就说再见，因为他们中的大多数会有点随波逐流。所以我得找人代替我。当时有三个绝对突出的候选人。三个中的任何一个都会是一个很好的选择。查理就是其中之一，桑迪·戈特斯曼是其中之一，比尔·鲁安是其中之一。但查理不想要更多的合伙

人。桑迪对大额个人账户感兴趣，并接管了我的一些合作伙伴的账户，他们非常非常高兴，他们仍然很高兴他这么做了。比尔·鲁安设立了一个独立的共同基金，名为红杉基金(Sequoia Fund)，以照顾所有的合伙人，无论他们是否拥有小额资金。他做了一件了不起的工作。所以我在 1969 年发现了三个人，他们不仅是卓越的资金管理者，而且是那种永远不会给你带来可怕结果的人，他们是极好的资本管家。

现在，他们和我当时的年龄差不多，所以这是一个我熟悉的世界，而现在我的问题是，那些我认识的和我年龄相仿的人，我们都不想要再帮人管理资金了，而且他们大多数都已经很富有了。他们不在乎有没有工作。所以我必须调查一个我认识的人不多的年龄段，但这是可以做到的。

就像我说的，我们在 1969 年用三个人成功地做到了。1979 年，路易·辛普森为 GEICO 成功地完成了这项工作。我在机场见到路易·辛普森之前从未见过他，我和他相处了几个小时，很明显他是资本的管理者。他会取得高于平均水平的成绩，不可能取得糟糕的成绩。他已经为 GEICO 管理资金大约 28 年了。所以这是可行的。

这比我喜欢做的工作要多一点。我有点被宠坏了。但我有工作要做，我会继续的。

18、气候变暖可能对飓风产生负面影响

股东：早上好。我是来自俄亥俄州坎顿市的 Glen Strong。请告诉我们你们在全球变暖问题上的立场，或者你们在通用再保险的经理们的立场。特别是，也许你可以告诉我们你对全球变暖科学的看法，你认为它有多严重，以及变暖实际上是弊大于利。谢谢。

巴菲特：是的。嗯，我相信情况很有可能是严重的，但我没有足够的把握。我不能说有 100% 的把握或 90% 的把握，但我认为有足够的证据表明，如果说 100% 肯定或 90% 肯定这不是一个问题，那将是非常愚蠢的。如果它是一个问题，一旦它表现出到了一个非常重要的程度，那么现在去做一些事情就有点太晚了。换句话说，在这种情况下，**你真的必须在雨来之前建造方舟**。想想看，如果你在社会决策方面犯了一个错误，你应该更多的站在地球的那一边考虑。换句话说，**你应该在你的思考中建立一个安全边际，思考从现在起一百年后我们唯一拥有的星球的未来**。所以我认为人们需要认真对待。在我们自己的业务方面，你提到了通用再保险，它承保的巨灾业务比国民保险公司再保险部门要少得多，而全球变暖对再保险业务的影响每年都在增加。你知道，在目前的任何可衡量的程度上，它不会影响超额意外保险和财产保险。**你考虑的更多的是它是否会产生大气变化，从而实质性地改变灾难发生的概率，包括灾难发生的频率和强度。**

在我自己的脑海中，在国民保险公司再保险部门的人的脑海中，我们认为风险敞口每年都在上升，因为大气中正在发生什么，尽管我们并不十分了解大气中正在发生什么。其所造成的损害与原因之间的关系根本不是线性的。我的意思是，它可能是爆炸性的。因此，如果大西洋或其他水域的温度变化相对较小，或看起来很小的变化，就可能使特定飓风季节的预期损失增加两倍、三倍、四倍或五倍。所以我们对此非常谨慎。

就我们伯克希尔的财务前景而言，这根本不是让我保持乐观的原因。但我认为这是每个公民都应该非常了解并做出决定的事情。查理？

芒格：当然，二氧化碳是植物的食物。所以，总体来说，我认为稍微暖和一点而不是稍微冷一点会更舒服一些。(众笑)

巴菲特：查理，我希望你死后也不会有机会去测试。(笑)

芒格：并不是说有大量的人试图从南加州搬到北达科他州。你说的是错位。我一点也不清楚，如果地球变得更热一点，总体上对人类来说会更糟糕。但这种错位会给很多地方带来痛苦，特别是那些很快就会发现处于水下的地方。

巴菲特：是的。我正想问你呢。你对海平面升高 15 或 20 英尺有何感想？(笑声)

芒格：这是非常不幸的，但是荷兰生活在什么地方，25%的国土低于海平面？有了足够的时间和足够的资金，我想这些东西也是可以调整的。我不认为这是人类的灾难，会威胁到整个人类或类似的东西。你知道，这肯定是一个抽大麻的新闻系学生或其他什么人相信这一点。(掌声)

巴菲特：我们终于让他打开了话匣子，伙计们。(众笑)好吧，我向你保证，我们会继续让那些非常担心全球变暖的人负责保险。我们知道，2004-2005 年，飓风的频率，更具体地说，飓风的强度，从上个世纪来看是完全没有预料到的。尽管我们遭遇了卡特里娜飓风，但我们还是躲过了可能更严重的灾难，我们躲过了几次没有袭击美国本土的五类飓风。因此，我不认为卡特里娜飓风是最坏的情况。而且，就像我说的，我不知道水温是否比 30 年前高了半度或 1 华氏度，但我也不知道形成飓风的所有因素。我的意思是，很明显，水温会有助于飓风的形成。但你知道，这其中可能有 50 个变量。

我所知道的是，总的来说，我认为，它们可能对我们造成更加消极的影响，我们应该非常小心。如果在 2007 年以与几年前相同的费率承保与灾难相关的保险，那将是疯狂的。由于我们从事的是灾难业务，这就是我思考的

问题，实际上制定政策的人也会考虑到这一点。所以这是我们的一个考虑因素。

19、我不知道中国银行问题会如何

股东：嗨。我是来自堪萨斯城的约翰·戈洛布。我有一个关于中国经济的问题。一些观察人士认为，中国的银行体系看起来有点像上世纪 90 年代的日本。你是否担心中国会经历与 90 年代的日本类似的混乱，或者中国有着不同的制度，可能更能抵抗经济混乱？

巴菲特：我不得不说我不知道这个问题的答案。我是说，这是个很有趣的问题。这是一个非常重要的问题。但是，你知道，在日本发生之前，我不一定了解日本将会发生什么，而我对中国的银行的洞察力几乎为零。我们有机会买入中国多家银行的股票，但又一次，因为我对它们一无所知，我错过了。没有什么不好的判断。

这只是意味着，坐在内布拉斯加州的奥马哈，不知道贷款和垫款的某个项目由什么组成，或者关于这个地方的实际运营的任何东西，我可以决定它是否值 X，还是值 X 的一半、2X、或 X 的四分之一，我只是不知道。

我真的不知道你的问题的答案，但也许查理知道。

芒格：嗯，如果你停下来想一想，我们在过去 15 年里看到的中国所有显著的经济进步，都伴随着政府银行的一些做法，如果你把它们与正常的银行标准相比较，那肯定倒闭了。因此，你看到中国正在发生一些情况，银行几乎都在发放援助资金，而这与正常的银行业务不同。因此，我非常谨慎地预测，这会导致中国的巨大经济崩溃。他们已经做了很长一段时间了，现在他们可能会变得更好。

巴菲特：是的。在美国，我们也有我们的银行问题。我的意思是，就储贷危机以及各种事情而言，这并不是很久以前的事。而强大的经济是通过这些事情来实现的。所以，你知道，如果你提前看到了商业银行所面临的外国贷款的所有问题，以及储贷机构所面临的房地产贷款的所有问题，你可能会说，这将对美国经济造成可怕的影响，它确实产生了很多混乱和所有这些问题。但如果你看看常规的美国经济，它经历了各种金融危机，人均实际产出在十年后的十年里以非常可观的速度增长。

我不知道在中国会发生什么，但我认为就已经取得的成就而言，这是相当惊人的。我认为他们会继续取得成功，但我不知道银行系统会发生什么。

20、长期来看，股票远胜过债券

股东：早上好，沃伦和查理。我叫弗兰克马丁 Frank K. Martin，来自印第安纳州的埃尔克哈特的股东。

巴菲特：是的。你也写了一本好书《Speculative Contagion: An Antidote for Speculative Epidemics》(投机的传染病)。(笑)

股东：谢谢，沃伦。我将尽我最大的努力简洁地陈述这个问题。正如你所知道的，我的长处并不是文字简洁。最近，我连续阅读了你和查理自 1999 年以来写的所有东西，包括你在年度报告中的招聘广告，该广告不是寻找泰德·威廉姆斯，而是在上周一的《华尔街日报》，你措辞强硬的引文中寻找完美的防守球员。在考虑到时间顺序的时候，我感觉到了你对有价证券投资环境的看法出现了一个渐进但明确的巨大变化。

你对风险管理的专注有所加强，但明显的是，其他规模很大的投资者却没有这样做，比如对冲基金、私募股权基金、共同基金，它们可耻地对可能微薄的预期回报和为实现这些回报而承担的极不合理的风险保持沉默，同时对如此低附加值的服务收取高昂的费用。

当我自由发挥我的直觉时，1999 年后的沃伦·巴菲特让我想起了 1969 年后的沃伦·巴菲特。当时，伯克希尔的规模只相当于其目前规模的一小部分，你谈到了玩一场你不了解的游戏的困难，即在整个股票市场中几乎没有安全边际。你没有预测到 73 至 74 年的熊市，但你肯定直觉地意识到格林斯潘几年后反复警告的：长期低位的股票风险溢价之后，必然会有清算的一天。

想象一下，如果你愿意的话，你会一夜之间成为一个全新的角色，成为 100 亿美元养老基金的投资委员会主席。今天，你的决定会不会反映出 1969 年后主导你行为的那种厌恶风险的心态？你会不会预料到接下来的这些可能会出现像 73 到 74 年那样令人垂涎的机会？请解释一下，我希望查理也会对这个问题发表看法。谢谢。

巴菲特：是的，弗兰克，当我结束合伙人的工作时，如果那时我有一个捐赠基金来运营，我很乐意寄给你一封，我写给我的合伙人的信，我把他们作为个人，在税后的基础上看他们的预期回报，我觉得在接下来的十年里，从股票和市政债券中获得的回报是一样的。事实证明，情况或多或少是这样的。

我要说的是，我并不认为现在的情况也是如此。如果我管理一个非常大的捐赠基金，首先，它要么是 100% 的股票，要么是 100% 的长期债券，或者是 100% 的短期债券。我的意思是，我不相信分层的東西，并说我将有 60% 的这个和 30% 的那个。如果我认为 60% 更有意义，为什么我要有另外的那 30%？所以，如果你告诉我，我必须投资一只基金 20 年，我可以在购买 SP500 指数、或 20 年期债券之间做出选择，你知道，我会买股票。

你知道，这并不意味着他们不会下降很多。但我不愿意委托别人进行股权投资，因为这意味着我向别人支付

了一大笔钱，而这会让我的股票回报率大幅下降。但如果只是购买 20 年期股票的指数基金，或购买 20 年期债券，这对我来说不会是一个很难判断的决定。我肯定会买股票，我更愿意更便宜的股票，但我也愿意买收益率更高的债券。但这取决于当时给我提供的是哪种方式。查理？

芒格：是的。我不认为这是预期的答案，但事实就是这样。(众笑)

巴菲特：这与我们对股票的看法无关，我们根本不去想股票或债券会变成什么样子。

我们一点也不知道，三年后标普指数会跌到什么水平，或者三年后长期债券会跌到什么水平，但我们知道，我们更愿意在 20 年期内持有哪一种。

芒格：沃伦，我们也预计，在不太多年后，目前的情况将会造成一些真正的混乱。

巴菲特：这是真的，但如果你回到一百年前，你几乎可以说，在几乎任何时期，你都会不时地受到一些干扰。但如果你当时有很多现金，而且你有勇气做一些事情，那结果会是非常好的。但预测它们的发生或等待它们的发生，这类事情，可不是我们的游戏。我的意思是，我们在第一季度购买了价值 50 亿美元的股票。

而且，你知道，我认为甚至将它们与 1974 年或一大堆其他时期相比都是一个笑话。但我们决定，我们宁愿拥有它们而不是现金，或者我们宁愿拥有它们，而不是坐在那里，希望东西变得便宜得多。我们不会花很多时间在这上面。你可以无限期地把自己关在外面。所以任何时候我们发现一些我们认为是明智的事情，我们就去做，我们希望我们能做得很大。

21、白银交易的核心是供求关系

股东：我叫 Nathan Narusis，来自加拿大温哥华。巴菲特先生，芒格先生，我的问题是关于你们之前的白银投资。我很想知道更多关于你卖掉的原因。更具体地说，你是否将自己的金条卖给了白银交易所交易基金(ETF)的组织者，以换取现金，或许还有重要的非现金考虑，从而防止白银市场大幅上涨或下跌。非常感谢您愿意与我们分享的一切。

巴菲特：我不确定我们把它卖给了谁，但卖给谁都比我聪明得多。(笑)我买得太早了。我卖得太早了。除此之外，这是一笔完美的交易。(众笑)查理与白银的决定无关，这完全是我的责任。查理，你还有什么要补充的吗？

芒格：我认为我们展示了我们白银的了解。(众笑)

巴菲特：是的。你问我们关于白银的问题本身就让我们感到荣幸，因为再也没有人问我们关于白银的问题

了。(笑)但我们总有一天会想出别的办法的。你知道，你的问题的最后部分，有一个小的暗示，我想，也许是一个银色的阴谋。人们从一开始就知道我们买了白银，我们开始收到人们寄来的所有这些信件，他们有各种不同的理论，认为对冲是致命的，或者这些交易员在做什么。最终，白银的反应就像石油的供求关系一样。60 美元或 65 美元的油价不是一群石油高管合谋的产物，也不是诸如此类的东西。这是一个巨大的商品的供求关系。

白银是一种小商品，但在任何一种类似的商品上，随着时间的推移，供求关系是决定价格的因素。尽管我必须承认，亨特兄弟在那里的一小段时间里，在几年里设法改变了平衡，而他们永远希望他们没有这样做。

22、巴菲特让更专业的人去负责慈善事业

股东：您好，巴菲特先生。EbenPagan，加州圣莫尼卡。你似乎很擅长在艰难的情况下保持镇定。我很想知道，当你处于那种令人难以置信的压力下，你知道全世界都在看着你，你和勒布朗·詹姆斯正面交锋时，你的思维过程是怎样的。(众笑)

巴菲特：这场比赛被操纵了。(众笑)他才是那个会遇到问题的人。(笑)

股东：我是你和盖茨先生的忠实粉丝，我真正想知道的是盖茨和你将自己创造的所有价值回馈给世界的哲学。我有一个成功的事业，我也想做同样的事情，但也许在 20 年、30 年或 40 年后，在这样的时间范围内，我很想知道你会给像我这样的人什么建议。

巴菲特：嗯，在我看来，你的时间安排没有任何问题，只要你还在继续打算回馈社会。我的意思是，无论如何，决定完全是你自己的，不管你是否想这么做。但假设你想把钱以某种方式还给社会，如果你的复利比率高于一般人，你实际上就是社会的捐赠基金。而且，你知道，非营利领域的各种组织都有捐赠基金，他们认为拥有它是明智的，他们这样做通常是为了获得标准回报。如果你能更多地复利它，你以后会把它还回去，让别人来处理当前的捐赠，你可以在 20 或 30 年后处理捐赠。但是，你知道，我认为这是一个，个人的决定。

我总觉得我的复利比率会高于平均水平，如果把我资本的很大一部分交给一个人，让他在几个月内花掉，那将是愚蠢的，因为以后可能会有更大的数额。另一方面，时间到了，我真的认为我的妻子会这么做，当复利不起作用时，那就是时候做点什么了。而且，幸运的是，我有一些很好的选择，我可以继续做我喜欢做的事情，我把所有的慈善工作都包出去了。但是，你知道，当我妻子生孩子的时候，我们雇了一个产科医生。我没有试着自己接生。我的意思是，当一颗牙受伤了，我不会让查理试图去治好它，我会去看牙医。

所以当我有钱可以捐出去的时候，我相信应该把它交给那些有能力的人，我有五个不同的慈善组织，包括我的三个孩子。我相信应该把它交给那些精力充沛、努力工作、聪明的人。你知道，用自己的钱做这件事，等等。我可以继续做我喜欢做的事。所以就我而言，我没有捐出一分钱。查理？

芒格：嗯，我认为股东们很高兴有人把钱捐出去。(众笑)我告诉你，如果沃伦想谈的只是与申请捐赠者打交道，我们的生活会完全不同。我们也不会很好地适应它。

巴菲特：是的。你知道，实际上在较小的那些捐赠请求上，我把它们都寄给了我的妹妹多丽丝，她做得很好，而且很喜欢，花了很多时间在上面，并且很擅长，我很高兴她做了，而我没有。

事实是，我没有放弃任何实际的事情。我拥有生活中我想要的一切。我不可能睡得更好，吃得更好。其他人可能会认为我可以吃得更好。(众笑)我没有放弃任何东西。现在，如果你想一想，有人放弃了一个晚上的外出，有人放弃了他们的时间去做一些事情，有人今年没有带他们的孩子去迪斯尼乐园，因为他们把钱捐给了他们的教堂。我的意思是，这些人正在以某种方式改变他们的生活。我根本没有改变我的生活。我不想改变我的生活。我做这件事很开心。而且，你知道，这只是一堆股票证书，他们会以某种方式去某个地方。我真正想做的是继续做我喜欢做的事情，并感觉到，我为此积累的支票将在未来，更有效地用于与现在相同的一般目的。如果我真的有精力和兴趣自己做这份工作，我也会想将它们用于相同的一般目的。但其他人可以继续做这项工作。

23、你总是可以用少量的钱赚取大回报。

股东：嗨。我是埃里克·施莱恩，来自纽约拉奇蒙特。我的问题是问巴菲特先生的。巴菲特先生，你曾声称你一年可以做到 50%。如果你不得不以一个小的投资组合重新开始，你还会买入并持有，以一个好的价格买入优质的公司，还是会进行套利，真正开始像你在巴菲特合伙公司做的那样，深入研究格雷厄姆雪茄烟蒂的本质？

巴菲特：是的。如果我用很少的钱工作——你们应该希望我不是(笑)。如果我用很少的钱工作，我会做几乎完全不同的事情。我的意思是，如果你投资 1 万美元，比投资 1000 亿美元有成千上万倍的选择。而且，很明显，如果你有 1000 亿美元时拥有所有选择，除了收购整个企业，你还有所有这些其他的选择。

所以，你可以用很少的钱获得很高的回报，而且永远都是这样。我并不是说每个人都能做到，但如果你对价值和投资有所了解，你就会发现小额投资的机会，而不会是伯克希尔自己拥有的投资组合。我们不能把 30 亿、40 亿、50 亿放在一只股票里来赚取惊人的回报。那样行不通的。它甚至不会接近这样的工作方式。但是，如果查理

或我的职位是与 100 万美元、50 万美元或 200 万美元打交道，我们会在这里或那里发现一些小东西，并不总是股票，我们会获得非常高的资本回报。查理？

芒格：是的。但我们现在考虑这个问题已经没有意义了。(众笑)

巴菲特：但提问人正在考虑，查理。(众笑)

24、巴菲特不认为次级抵押贷款违约会造成巨大的麻烦

巴菲特：好的。我们再回答一个，然后去吃午饭，吃完再回来。

股东：Calvin Chong(博士)来自纽约。我的问题是，相对于国外市场，您对次贷市场的看法是什么？

巴菲特：次贷市场，在贷款人、中介机构和借款人自身的鼓励下，导致很多人购买了很多他们并不想拥有的房子，或者一旦需要正常付款，他们就无法支付。而借款人、机构，在某些情况下还有中介机构，都将遭受不同程度的损失。现在的问题是，它是否会溢出，并开始在很大程度上影响整体经济，我的猜测是，在一些地方，情况相当严重。如果失业率没有大幅上升，利率没有大幅上升，这将是一个非常大的问题，对那些参与其中的人来说，有些人是深度参与的，一些机构参与程度很高。我认为这一因素本身不太可能在总体经济中引发任何大规模的事件。我还没有看到它。

你知道，我看过几家金融机构。我看了他们的 10-Q 和 10-K，我发现他们在过去几年中发放的贷款中，有很高的比例允许人们支付很少的抵押贷款利息，但是，当然，这些低于正常水平的付款增加了本金，所以他们不得不在以后的某个时候支付高于平均水平的付款。我认为这是愚蠢的贷款，因为有些人第一年只能支付 20% 或 30% 的正常抵押贷款利息，几年后就不太可能支付 110% 的正常抵押贷款利息。那些人和那些机构很大程度上是在赌房价只会继续上涨，他们是否能够支付并没有什么区别。

这一招奏效了一段时间，直到不管用为止。当它不起作用时，市场上就会出现不正常的住房供应，类似于六七年前我们所从事的预制房所发生的情况，这就改变了整个等式。从需求端的人来说，你不再会有人认为他们正在购买的东西一定会上涨，然后你会有来自之前预期的人的供应，他们真的不想持有资产，除非它会上涨。所以你会在那个领域看到很多痛苦。你已经看过一些了。而我不认为它会成为经济的巨大支柱。查理？

芒格：是的。很多事情的发生都是罪恶和愚蠢的结合，很多事情的发生都是因为，会计师允许贷款机构提前报告贷款的利润，而在正常情况下，没有人会在贷款到期前报告任何利润，直到贷款达到更好的状态。

全国对那些应该得到贷款的穷人，发放低息首付住房贷款的经验非常好。但是，一旦你向一群人支付高额佣金，让他们向不值得贷款的穷人或过度扩张的富人发放贷款，你就可能遭受令人震惊的贷款损失。我不明白人们是怎么做到的，竟然早上还能刮胡子，因为回头看他们的脸，那是一张邪恶而愚蠢的脸。(掌声)

巴菲特：是的。在过去的几个月里，你已经看到了一些非常有趣的数字，关于那些人们甚至没有支付第一笔或第二笔还款的贷款的比例。这真的不应该发生。

顺便说一句，在预制房行业，你曾有过这样的前奏。我的意思是，在 1990 年代末，证券化加剧了这个问题，因为一旦你在内布拉斯加州格兰德岛，有人出售活动房屋或人造房屋给某人，他们需要 3000 美元的首付，而销售员将获得 6000 美元的佣金，相信我，你开始得到一些非常奇怪的事情。现在，如果做这件事的人必须在格兰德岛借钱，很有可能当地的银行家会看到发生了什么，然后说，你知道，我们不想要这种推销员伪造首期付款之类的东西。

但一旦你把这些东西打包并证券化，它们就会通过大型投资银行出售，并被分割成不同的部分等等，你知道，纪律就会离开这个系统。而证券化确实加剧了这一点，我们在次级贷款中也遇到了这种情况，就像我们在六七年前在预制房中遇到的情况一样。而且，就像我说的，这并没有完全通过系统发挥作用，但我不认为这会造成巨大的麻烦。现在，我们确实看到美国某些地区的房地产至少还需要几年才能复苏。我的意思是，在某些部分，与正常的月交易量相比，房地产过剩是巨大的。而那些指望在那里倒腾赚钱的人将会遇到各种各样的困难。

* * * 下午场 * * *

1、创造投资机会的不是投资种类，而是大脑

股东：嗨。我是超级基金的克里斯蒂安·巴哈。巴菲特先生，你对管理期货基金(managed futures funds)有什么看法？它就像一个非常多样化的投资组合，在股票和债券中做多和做空，在所有不同的市场，基于最自然的人类行为，试图遵循一种羊群效应的行为？

巴菲特：我想说我们认为最符合逻辑的基金是我们在伯克希尔拥有的，基本上，我们可以做任何有意义的事情，而不需要被迫做任何我们认为没有意义的事情。因此，我们认为，与拥有完全投资种类选择权的实体相比，任何致力于金融市场单一领域的实体，都会处于不利地位。但这是你在任何基金下都会做的假设，所以我们不想

把资金投入只会买债券的东西上，也不想投入到只会买期货的东西上，或任何类似的东西上。

在伯克希尔，我们买期货、买债券、交易外汇，我们还收购企业。所以，我认为缩小投资种类的可能性是一个错误。我们的行动只是因规模而缩小，但我们没有打算以任何方式限制我们的投资行为。但最终，没有一种固定的产生投资结果的形式。

无论是形式是对冲基金，还是私募股权或共同基金，都不会产生投资成果，这不是一个管理形式上的问题。无论那个形式碰巧是什么，真正起作用的是，管理资金的人是否知道他们的限制是什么，知道他们的优势在哪里。当他们有机会发挥优势时就发挥，当他们看不到任何机会时就不参与。查理？

芒格：是的。我会更进一步。我想说的是，平均而言，我预计管理期货基金每年每美元的回报率将介于糟糕和负值之间。（众笑）

巴菲特：是啊，我同意这一点。通常这些名称都是销售话术。我的意思是，人们找到了可以出售的东西，你知道，在某些时候它可以是债券基金，它也可以其它基金，但当他们找到可以出售的东西时，它最终将被出售给公众，它将一直被卖出，直到再也卖不动。这意味着大量的资金流入，以及对有限的机会，而进行的大量竞争。因为这是一个巨大的投资种类而去销售某些东西是错误的。创造机会的不是依靠投资种类，而是依靠大脑。

2、大量阅读、寻找机会、避免灾难

股东：Matthew Monahan，来自加州帕洛阿尔托。巴菲特先生，芒格先生，首先，我想感谢你们两位多年来如此自由地分享你们的智慧和知识。尽管我们从未见过面，但我认为你们两人都是亲密的个人导师，你们的教导和哲学，对我迄今为止在商业上取得的任何成功，都是有贡献的。所以谢谢你。

我的问题是：对于一个 23 岁的年轻人来说，他有远大的抱负，有一定的初始运营资本，有你所说的投资、数学和技术等学科的基因组合，请问你认为在未来 50 年甚至 100 年里，哪些领域会有重大的机遇？而且，如果你是我，你会用什么方法和方法论来真正学习、处理和掌握这些领域的机会，从而创造巨大的价值？

巴菲特：嗯，我仍然非常热衷于阅读眼前的一切。坦率地说，当你有机会和像洛里默·戴维森这样的人交谈时，就像我 20 岁时那样——在那四五个小时里，我从洛里默·戴维森那里学到的东西可能比我在大学里学到的还要多，在大学里我学习了一些会计和一两门类似这样的课程。所以你肯定想吸收这一切。

如果你拥有你所说的那些品质，你会在前进的过程中看到这些领域的机会。我的意思是，查理和我可能通过

很多不同的方式赚钱，其中一些是我们在 30 或 40 年前没有预料到的。但我们确实有能力识别出一些机会；而我们对一些机会却没有能力识别。但我们知道什么时候我们在做什么，什么时候我们不知道，我们只是一直在寻找。我们对事物有好奇心。比如，在长期资本管理公司面临危机的时候，总会有办法赚钱的。

机会就在那里，你所要做的就是每天阅读和思考八到十个小时。你会涵盖很多可能性，其中可能有很高的百分比是好的，其中一些是耸人听闻的，所以你不能真的做好提前布局，你不能有一个明确的路线图。但是，你可以有一个思维库，考察不同种类的业务，考察不同种类的证券，考察不同地区的市场，然后你就会发现很多随之而来的事情。你不会发现每一个机会，我们就错过了很多东西。但最重要的事情是，也是在你的基本原则中，不会去做任何可能会让你失去很多东西的事情(保住本金，保住本金，保住本金)。

我的意思是，我们最好的想法，并不比别人的最好的想法更好，但我们从来没有很多，能让我们倒退的东西。所以，我们从来没有进两步退一步，我们可能前进了两步，后退了一小步。但是，避免灾难是一件非常重要的事情，它在未来将是非常重要的。我的意思是，你总有机会卷入灾难中去。查理？

芒格：是的。当然，当你年轻的时候，最应该关注的地方是那些低效的市场。你不应该试图去猜测，一个制药公司是否比另一个公司有更好的在研药物管线。当你年轻的时候，你会想去一个效率很低的市场。

巴菲特：你不应该去猜测股市是否会上涨，或者长期债券的收益率是否会发生变化。你在这种游戏中没有任何优势。但你可以很少有人玩的游戏，找到很多机会，甚至他们可能在思考这类问题的方式上，他们的头脑就是错误的。

RTC 是一个很好的例子(RTC 指的是临时成立的美国资产重组托管公司，主要职能是对破产的储贷协会所有的资产和负债进行重组清理)，这让我们有机会赚很多钱。当时有一个价值数千亿美元的房地产卖家，他们没有任何经济利益，并且急于结束交易，你知道，他们是在一个非常糟糕的时候卖出的，而在这个时候，那些在贷款中冒险的人不再贷款了，那些在房地产权益端冒险的人已经被清理干净了。所以你有一个很好的环境背景，同时你有一个买卖双方强度不平衡的情况，在分析卖家也就是政府的情况方面，他们是一群没有经济利益的人，并且可能急于结束这项工作，而另一边的买家一般都是谨小慎微的类型。因为更具冒险性的那类人已经放弃了行动，而且有大量的财产。所以你会得到这些机会，你还会得到更多(类似的机会)。

在你的生活中不会缺少任何机会，尽管你会有一些感觉机会匮乏的日子。

3、政治与巨灾保险

股东：John Goss，佛罗里达州基韦斯特。卡特里娜引发的诉讼导致一些裁决将洪水损失和风灾损失合并在一起，而保险公司认为它们只涵盖风灾。因此，一些保险公司大幅减少了这些州的保险覆盖范围。佛罗里达州最近授权其名为 Citizens 的保险公司要对飓风保险和居民房屋承保更激进一些，同时不允许其他保险公司的费率增加。其结果是，一些可靠的保险公司已宣布减少其承保范围或干脆退出佛罗里达州。

这种政府干预是保险市场的随机波动，还是对未来的主要担忧？

巴菲特：这很容易理解问题的两个方面。我的意思是，一般的房主不会坐在那里一行一行地阅读他的保险单上的内容，很多时候代理人也不会向他们仔细解释。因此，当出现某种情况时，他认为这是有保险的，结果他买了一份没有保险的保单，他会对此感到非常不高兴。当成千上万的人对此感到不满时，你很可能会得到某种形式的政府干预，并可能通过司法系统或通过政府的威胁，将保单的条款，实际上延伸到保险公司所承保的范围之外。现在，一家有过这种经历的保险公司，如果他们认为这些承诺不会被遵守，那么他们在未来会非常不愿意承保这类保险单。另一方面，我完全可以理解一些人，他们的房子在一场风暴中被吹走了，大部分是由于洪水和飓风的破坏，他们认为他的家被摧毁了，而保险公司却过来挥舞着一份有很多小字的保险单(拒绝赔偿)，你知道，他们会很不高兴的。所以这是一场真正的争斗。而且，你知道，如果我承保保单的话，我会把免责条款用很大的字体写出来，而且很容易理解。

但我仍然认为，如果数千人遭受损失，法院和立法者可能会寻求扩大合同条款，甚至废除合同条款，以照顾他们自己的选民，并认为像我这样的人或拥有保险公司的机构投资者比房主更能负担得起。当你陷入这样一个问题，你是否应该让全国所有的人，为飓风实际上支付保费呢？比方说，在某种程度上，通过内布拉斯加州或明尼苏达州或其他地方的保单来补贴佛罗里达的飓风，这会变得非常困难。我的意思是，如果飓风变得更频繁、更强烈，购买飓风保险可能会非常昂贵。事实上，它会变得非常昂贵，以至于人们真的不想承担保险的成本，他们会想要以某种方式将其社会化。当然，那个在内布拉斯加州的人会说，“你看，你去海边生活，你认为这是美好的，而我们住在这里，面对这些糟糕的冬天天气，我们为什么要支付你的保险的一部分？”所以你将继续进行这种争斗，如果你在佛罗里达州遭遇了 1000 亿美元或 1500 亿美元的保险损失，这种争斗将继续进行下去。

因为如果佛罗里达州采取措施补偿人们，这将意味着税收的巨大变化，也会有人要求华盛顿为此买单。但

是，没有风险的人应该为那些选择风险的人支付多少钱，这成为了一个政治问题。我的猜测是，在未来 5 年或 10 年的某个时候，你会看到在这个问题上的斗争会远远超过我们在卡特里娜飓风上看到的。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

4、我们还在寻找一次大的收购

股东：嗨。我叫 GlennTongue，是来自纽约的股东。我要祝贺伯克希尔的新董事。苏是一个很棒的补充。我的问题是，根据昨天的 10-Q 文件，您在第一季度购买了大约 53 亿股股票。这种活动的加速是在一般市场水平变得更加昂贵的时候发生的。这是否表明，你对不断增长的资产基础的最低回报率的想法发生了变化，或你对大规模收购的预期发生了变化？

巴菲特：这是一个很好的问题。我们确实在股票上投资了 50 亿美元左右。顺便说一句，在第一季度，股票实际上没有上涨也没有下降，他们几乎是持平的。但在 4 月份上涨了很多。我们改变了我们的标准吗？我不这么认为。但是，你不能百分之百地确定你有改变。如果你一个月没有约会，你可能会说那是一个你第一天就会约会的女孩，但是谁知道呢。(众笑)所以，我不知道确切的答案，但我想我们第一天就会和那个女孩约会。

第二个问题是，从商业角度来说，这是否反映了放弃寻找一头大象来收购？答案是否定的。我们有足够的资金。我的意思是，如果我们真的需要，去买一个真正的大企业，我们会卖掉股票。因此，我们准备好了，就像我们曾经准备好直接收购一家大企业一样。我们希望我们能够做到。此外，如果他们有吸引力的话，我们希望我们购买相对较小的企业。

我们在第一季度收购了一家非常有吸引力的企业，由 PaulAndrews 运营的 TTI，这是一家非常棒的企业。而且，你知道，我希望它能够成长到现在的五倍大，但也许有一天它会。我们只想与我们想要的那种人以及我们想要的那种生意在一起。如果我们发现了更大的，无论如何，我们都能够搞定。查理？

芒格：是的。我认为我们可以向你们承诺的一件事是，平均而言，我们现在购买的东西不会像 10 年或 15 年前那样获得回报。这是一个不同的世界，人们应该有着更合理的期望。

巴菲特：是的。我们甚至不会接近这个回报。我们希望能与你们分享。

5、巴菲特为计划生育辩护

股东：你好，查理，沃伦。BillPaparella，纽约。沃伦，我把十岁的女儿吉娜带来了。去年夏天，她问我：

"我怎样才能变得富有?"所以我给了她你的信, 作品, 甚至给了她《穷查理宝典》。所以从那以后她一直在读, 问了我很多问题。所以我说, "也许我们会一起去参加我们的第一次会议。"

巴菲特: 她结婚了吗? 我的意思是, 她是我想让我的孙女或孙子见到的那种女孩。(笑)

股东: 所以我们在一起学习。沃伦, 我的问题是关于你最近的慈善捐赠。如果我可以先说我没有任何不尊重的意思。你是我的英雄。所以这也不是政治问题。作为五个女儿的父亲, 我感到困惑和不安的是, 这些基金会中的有一个或多个是计划生育和堕胎权的大力支持者。如果你上计划生育网站, 你会看到一个提倡滥交的网站, 不遗余力地支持网络色情, 我的问题是, 我希望你能谈谈数十亿美元的拨款, 这是由计划生育机构提供的, 它的资金非常充足。它似乎与我研究的英雄并不一致, 我希望你能谈谈。

巴菲特: 是的。好吧, 我很乐意和它谈谈。我认为这是一个很棒的组织。(掌声中夹杂着嘘声)我真的认为这太糟糕了, 几千年来, 你知道, 不仅在美国, 而且在全世界, 你知道, **妇女被迫非自愿地生孩子, 而且通常是由男人管理的政府**。(掌声)所以我们不想在这里进入一个博取欢呼比赛, 但是, 我认为这是一个非常重要的问题。

我认为它倾向于有一个小团体的自然资金的选择, 因为它不是一个受欢迎的类型的东西, 就像把你的名字贴在医院或类似的东西。但我要说的是, 如果我们的最高法院从国家成为美国之初就有九位女性, 那么到现在我认为像你这样的问题甚至都不会被提出来。(掌声)你们知道, 男人在很多年里制定了规则, **我认为一个女人可以做出生殖选择是很棒的**。但是, 你知道, 很多人都不同意我的观点。很多人都同意我的观点。我希望你能像我尊重你的意见一样尊重我的意见。谢谢。(掌声)

6、"波动性不是衡量风险的标准"

股东: 嗨。我是来自洛杉矶的鲍勃·克莱恩。从另一个角度继续你之前对六个西格玛的评论, 投资界的传统智慧是, 投资风险可以通过投资在市场上的价格波动来衡量。对我来说, 这种方法有它的倒退。既然价格的变化是由市场上投资者观点的变化决定的, 那么理性的投资者为什么要用反映在价格波动中的市场观点来代替自己对投资风险的评估呢? 咨询顾问通过跟踪投资组合经理结果的波动性来衡量风险, 从而进一步深化了这一理念。那么你们能不能详细谈谈你们的想法呢?

巴菲特: 是的。**波动性不是衡量风险的标准**。而问题在于, 那些撰写和教授波动性的人不知道如何衡量风险, 或者, 不知道如何教授风险。作为波动率的衡量指标, beta 值的好处在于, 它很好, **很数学化**, 但在衡量风

险方面是错误的。这是一个衡量波动性的指标，但是，**过去的波动性并不能决定投资的风险。**

比如说，在 1980 年代早期，每英亩农场售价从 2000 美元跌到了 600 美元。**当银行和农场市场崩溃的时候，我买了其中一个。**农场的 beta 值迅速上升。而且，根据标准经济理论或市场理论，我以每英亩 600 美元的价格购买的资产风险(beta 值)，远远高于同一农场每英亩 2000 美元的时候。现在，因为农田不经常交易价格也没有记录，而我以 600 美元购买的农场，比几年前 2000 美元每英亩的时候，**反而风险更大，这是无稽之谈。**

但在股市中，由于价格每分钟都在上下波动，而且因为**这让教授金融的人能够运用他们所学的数学**，实际上，他们会以一种更技术性的方式来解释这一点，他们实际上把过去的波动性用在对所有类型的风险衡量方面。这是无稽之谈。

风险来自于某些业务的商业特质。仅仅从你所从事的业务类型的简单经济学来看，从事某些业务可能是有风险的，**这源于你不知道自己在做什么。**而且，**如果你了解你所从事的商业的经济学，你了解你与之做生意的人，你知道你付出的代价是合理的，你就不会冒任何真正的风险。**

我不认为伯克希尔在可出售证券上有过超过资产账面价值的 0.5%或 1%的永久性的损失。不过我犯了一个可怕的错误，就是买了 **Dexter 鞋业**，**这让我们损失了超过 1%的账面价值**，而我当时买下了整个公司。但这是因为**我对生意的看法是错的。**这与鞋价、皮革或其他任何东西的波动无关。

但就有价证券而言，我想不起来有哪一次我们失败了，我们做了很多投资，有着非常高的贝塔系数。我们也处理过很多低贝塔系数的证券。这就是波动性作为风险衡量指标的整个发展过程，它在我的一生中真的发生了。对于那些想要从事教学工作的人来说，这是非常有用的，但我们从来没有找到一种方法让它对我们有用。查理？

芒格：令人惊讶的是，主要大学教授的公司金融和投资管理课程，我们会说至少有 50%是胡扯，但这些人智商非常高。我们能够做得很好的原因之一是，**我们很早就认识到，非常聪明的人做非常愚蠢的事情，我们试图找出原因，也想知道，谁可以避免他们。**(笑声)

巴菲特：我们不会在伯克希尔承担大风险。现在，正如我在年度报告中指出的那样，我们愿意在一场灾难中损失 60 亿美元，但我们的巨灾保险业务已经运转了多年，并且没有风险。你知道，轮盘赌有时会以 35:1 的赔率赢钱，这听起来像是你付出了一大笔钱，而不是在一个号码上下注，但我愿意拥有很多轮盘赌。

7、一份年度报告告诉你关于 CEO 的什么？

股东：嗨。我叫 StuartKaye，来自纽约。沃伦和查理，你们花了很多时间来评估你们可能投资的公司的管理质量和诚信度。在我目前的工作中，我没有机会这样做。当我通读年度报告和财务报表时，您建议我关注哪些方面，以帮助我确定管理的质量和完整性？

巴菲特：嗯，我们已经花了很多很多年买了很多东西，但我根本没有见过管理人员，也没有受到他们的邀请。我们可能在第一季度买入的 50 亿股股票中，大部分都是我从没见过管理层、从未与他们交谈过的公司。我们读了很多书。我们阅读年度报告。我们读到了竞争对手的资料。我们读到了他们所在的行业的资料。

显然，如果我们**要收购整个企业**，在**评估管理层**方面那就是另一个问题了。然后我们会买下它，与他们合作，他们会经营它们，我们非常关心一旦我们拥有了这家企业，他们未来的行为是否会像过去一样。我们在这方面的运气很好。但在**有价证券方面**，我们只是**阅读财务报告**。

现在，查理和我正在谈论一件事，那天我们读了一家大型石油公司的年度报告。而公司年报有几百页，有大量的公关人员，还有大量的图片，在这上面花了很多钱。你在报告中找不到他们去年每千立方英尺或每桶石油的**开采成本**。这是石油和天然气公司多年来最重要的数字，每一年都很重要。事实上，它根本不会被讨论，没被讨论的原因绝对是可怕的。在某种程度上它被提及了，但它是以一种不诚实的方式发生的。

当我们从管理层那里得到不诚实的信息时，这对我们来说就很重要了。就像我说的，在有价证券中，我们可以通过出售股票来解决这个问题，这与购买整个企业不是一回事。

我认为，你可以通过阅读年度股东信学到很多东西。如果股东信显然是一些投资者关系部门或外部顾问或类似的部门制造出来的，这会告诉你一些关于管理层个人的东西：如果他不愿意每年花几页纸和那些给他钱投资的人谈一次，我认为，这样的人有一些问题。所以，我喜欢那种直接从一个视我为合伙人的人那里听到消息的感觉。你可能不能完全得到企业经营的所有消息，但如果我一点儿信息也得不到，那我不喜欢它。

不过，我们仍然买入了一些非常好的企业股票，而我们认为它们是由我们不太喜欢的人经营的，因为我们觉得他们不可能把它们搞砸。查理？

芒格：是的。我认为这是完全正确的。这是两件事：**业务的质量和管理的**质量。如果业务足够好，那它总会遇见一个糟糕的经理。而在相反的情况下，当一个真正优秀的经理进入一个非常糟糕的行业时，他通常会遭遇一个非常不完美的职业记录。换句话说，很少有人能接管一家注定要倒闭的纺织业，沃伦年轻时就做过这样的蠢

事，然后沃伦把它变成这里发生的事情。你不应该在这些繁多的糟糕的企业里，寻找下一个沃伦。

巴菲特：对。不过，我是在 20 年后才弄明白的。我不得不为我自己这么说。(笑)

20 年了，我终于发现我入错了行。如果你让我从美国所有的 CEO 中挑选出第一位告诉我，现在你的工作是接替他经营福特汽车，或者让我选择一家处于非常艰难的行业中的公司，你知道，我绝不会这么做。我的意思是说，这工作太难了。如果他们得到工会和一系列事情的合作，他们可能会解决这个问题。但你知道，这不会仅仅是在 CEO 的控制下就能决定的。即使他是世界上最好的 CEO，他也不能说他一个人就能胜任这份工作。

8、股票优于债券，但预期不高

股东：嗨，沃伦。嗨，查理。我是来自加州圣何塞的 WalterChang。我和我的妻子将在 7 月迎来我们的第一个男孩，我们将用你的名字给他取名沃伦。查理会是下一个。(众笑)

巴菲特：你肯定是想进入我的遗嘱。(笑声)我会把他的排名再往后移，也许是第五位。(众笑)

股东：沃伦和查理，沃伦，如果你要写一篇《财富》杂志 1999 年 11 月那篇非常有先见之明的文章的后续文章，你会写什么？既然我们已经走过了第三个 17 年的一半，那么根据您在 1999 年时的预期，现在的情况如何？

巴菲特：是的。这是我的一点小乐趣，因为事实上我谈到了两个 17 年的时期。所以我从文学的角度稍微延伸了一下。但给定的时间跨度并没有什么魔力。34 年间，前 17 年和后 17 年有很大的不同，我只是用它来做一种戏剧性的对比。如果我现在写东西，我会说我刚才回答 FrankMartin 的问题时说过的话：如果我必须持有长期的债券或长期的股票，我宁愿持有股票。我不会对他们有很高的期望，但我的期望回报率会超过 4.75%。超过多少我不确定，但超过 4.75%就足够了，那么我宁愿持有股票而不是债券。

我在 1999 年感觉到，人们根据过去 17 年的经验进行推断，并认为持有股票有某种魔力。人们的期望肯定注定会让人失望。他们只是通过推断得出一种不切实际的观点，而这正是我写那篇文章的主要目的。但如果我现在写东西，我不会对股票抱有很高的期望，但我对股票的期望仍会好于债券。查理？

芒格：是的。我要说的是，自从那篇文章发表以来，持有股票的获利一直相当微薄，至少与之前辉煌的 17 年相比是如此。所以到目前为止，沃伦是对的，当他说适度的期望时，他现在可能也是对的。

巴菲特：是的。在市场上，你不可能每天、每周、每月都说一些非常重要或聪明的东西。这是这个行业的问题之一，如果你经常上电视，或者不得不写周信之类的东西。时不时地你会遇到一些极端的事情。我确实在 1969

年关闭了合伙公司，并发表了一篇文章。1974 年我确实接受过一次采访。我在 1981 年或 82 年的时候又接受了一次采访。每隔一段时间，事情就会变得很不正常。但是预测中间的过程怎么走？这太难了。

但股票的好处是，你不必每天、每周或每月都有自己的看法。如果你以合适的价格购买了一些好的企业，如果它们达到了一个愚蠢的价格，你可能应该卖掉它们。如果你发现一切都非常便宜，就像 1974 年那样，你应该把每一分钱都投入到股票中。这就是我们一直在努力做的。

9、对纽交所和泛欧交易所合并没有意见

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。谢谢你回答我的问题。这是我第二次参加伯克希尔年会。我的名字是卡梅伦·斯派洛。我今年 13 岁，来自科罗拉多州的博尔德市。我的问题是，巴菲特先生，您对纽交所与泛欧交易所的合并有何看法？你认为合并对市场的影响是正面还是负面？

巴菲特：我真的不知道这个问题的答案。这两家机构之前都是非常大的机构，作为投资者，我们会从息差收窄、执行成本等方面来判断积极的影响。这两个地方过去的效率都很高，人们支付相当低的成本。虽然我的经纪人在这里，但我们可能应该付更少的钱。但是纽交所在成本方面已经从 30 年前，即 70 年代早期和更早的固定佣金时代开始，变得更有效率了。我是说，这只是成本的一小部分。

从我们的立场来看，真正的考验是，我们是否能得到更好的处决和更低成本的交割。就像我说的，这两个机构以前都是大而有效的机构。如果他们的效率更高一点，我希望它能传递给客户，但这可能只会带来更大的利润。但我们对纽交所的运作相当满意，我们的大部分业务都在那里进行。但我们一直在购买国际股票，我们在世界各地的执行情况总体良好。所以对我来说，这既不是担忧的来源，也不是热情的来源。查理？

芒格：我对此一无所知。(众笑)

巴菲特：我也不知道，但我花了更长的时间才说出来。(众笑)

10、筛选可信任的人：当有人说"这很容易"时，要小心了

股东：巴菲特先生和芒格先生，感谢你们举办了这场精彩的会议。我的名字是 ChanderChavla，我来自华盛顿州的西雅图。我认为，在明年的股东大会上，如果盖茨先生和我乘坐同一架飞机，伯克希尔可以为减少全球变暖做出贡献。(众笑)我的问题是，我在商业上犯了一些错误，因为我信任了错误的人。所以，我不知道从哪里学到如何信任合适的人。在商学院，他们不会教你这些，而在企业界，那些本该教你的人有时会背叛你。那么，我如

何才能学会信任谁，不信任谁呢？

巴菲特：孩子，这是一个很好的问题。但你可能有机会从我这里得到一个很好的答案，就像你明年登上比尔·盖茨的飞机一样。(笑声)我一直都能收到信件，我还能听到那些在金融交易中被利用的人的来信。而且，你知道，这真的是很可悲。其中很多甚至不是欺诈或其他什么。

首先，单单是所涉及的各种费用、摩擦成本和提出的各种胡扯就很棘手了。在收购企业和信任员工方面，查理和我的运气都非常好。这简直太棒了。但是我们筛选掉了很多人。然后你问，“那么，你怎么把它们筛选掉的呢？”我会说，**只要我们能看到他们以各种方式展现自己，就能在某种程度上帮助我们。**我想查理会同意这一点。

我可能不应该公开说这件事，因为他们可能会在随后调整他们的方法。但当有人带着业务来找我的时候，就是他们谈论的那些事情，**他们认为重要和不重要的事情，有很多线索会出现在随后的行为中。就像我说的，在与我们合拍的人共事时，我们的平均击球率是很高的。**但也不是 100%。但它一直在 90% 以上。有人问我，“你是如何做出这些判断的？”我的答案是我不知道。查理，你能说清楚我们是怎么做的吗？

芒格：**在一定程度上，当一个项目好得令人难以置信时，我们会深感怀疑。**沃伦曾经把我介绍给一位绅士，他想把我们骗进一个保险项目。他说，“我们只为被水覆盖的混凝土桥梁投保火灾险。”他说，“这就像从婴儿手中夺走糖果一样。”我们当然能够过滤掉这样的提案。

巴菲特：是的。**任何人，如果在他们的评论、或者让他们发笑的事物中谈到“这很容易”，但实际上并不是那么容易时，我们很快就会怀疑(这个人)。**事实上，我们通过这种方法排除了 90% 的情况。我们可能在排除的这些情况中做出了很多错误的判断。但重要的是，我们最后选择的那些人是否正确。所以我们不介意，我们正在寻找那些很明显你可以信任的人。

如果回到 1969 年，当我在考虑把我的合伙人交给谁的时候，当时各种各样的人都有很好的记录。那是一个对冲基金的鼎盛时期。有一些关于它的书，**《New Breed on Wall Street》**(1969 Martin Mayer，记录了美国当时新富有阶层生活和价值观)和一些类似这样的书。你可以查一下。还有几十个投资记录良好的人。当我坐下来思考的时候，我会写信给我的合伙人，告诉他们应该把所有的钱交给谁——查理、桑迪、比尔·鲁安，因为他们中的大多数都百分之百或几乎和我在一起。我无法告诉你这三个人中谁会做得最好。而且，我甚至不能告诉你这三个人会比其他人可能选择的其他五个人做得更好。但有一件事我很确定，那就是他们将会成为轰动一时的资产管理者。

他们会更关心我的这些合伙人——那些被移交给他们的人，他们会致力于获得可能的最好结果，而他们不会关心，他们今年在佣金或费用或任何类似的东西方面是否赚得比之前多得多。任何时候我发现有人有一个我认为是不公平的费用结构，我会说，“好吧，我明白了”，你知道，我会排除他们。我可能会排除一些错误的人。但那些留在里面的，会让我感觉很好。我希望我能给你更好的建议，但这是我唯一能做的。

Cornell Capa, Cornell Friedmann, 1918 年生于布达佩斯一个犹太家庭。1936 年前往巴黎，1937 年成为哥哥 Robert Capa 工厂的印片助理。随后前往纽约，加入刚刚成立的 Pix 图片社。1938 年开始在 LIFE 杂志的暗房就职，他的首个图片报道发表于 Picture Post。1946 年从美国空军退伍后正式成为 LIFE 杂志摄影师，1954 年哥哥去世后加入 Magnum Photos，1956 年成为 Magnum 主席直到 1960 年。在 1954 年 Cornell 完成了一篇充满感情以及先锋精神的图片报道，深入披露了智力发育不良儿童的生活问题；此后的报道也基本保持了对社会问题关注的倾向，除此之外，在为 LIFE 杂志工作期间还完成了诸如拉丁美洲宗教信仰、亚马逊文化等主题的拍摄工作，最终诞生了 3 部著作，包括 1964 《Farewell to Eden》，记录了亚马孙本土文化的毁灭。在政治题材领域，Cornell 先后深入完成过 John/Robert Kennedy、Adlai Stevenson 以及 Nelson Rockefeller 等美国总统的竞选过程；1968 年新书《The concerned photographer》面世，Concern 一词道尽他的摄影初心，多段关键政治事件相关照片在此书中披露，赫赫有名的如肯尼迪竞选成功及就职 100 天的片段，阿根廷贝隆政府严苛镇压与倒台时发生的事，以色列六日战争，俄罗斯东正教等，每一张都诉说着一段值得回味反思的历史。而他 1969 年出版的《New Breed on Wall Street》成为对美国当时新富有阶层生活、价值观最为重要的记录。1974 年，Cornell Capa 在纽约建立了全球最具影响力的摄影机构之一，国际摄影中心 International Center of Photography。1986 年获得 Leica Medal of Excellence 荣誉，1999 年被 Aperture 基金会授予摄影终身成就奖。2008 年逝世。

11、注意机会成本

股东：巴菲特先生，芒格先生，再次感谢你们每年都如此慷慨地与我们共度时光。我想接着来自澳大利亚和慕尼黑的先生关于估值的问题继续问。这位来自澳大利亚的先生问到安全边际，而您回答说，卓越的业务可能不需要那么大的安全边际。我的后续问题是，这是否表明，未来优质企业的市场回报率会更高？然后在来自慕尼黑现实的问题中，你引用了一个关于贴现现金流的农场例子，我很好奇你是如何得出你的贴现率的，以及你如何根据不同的业务调整贴现率。你可能想讨论一下可口可乐、强生或你过去投资的折现率？

巴菲特：是的。我们没有正式的折现率。每次我开始谈论这些东西的时候，查理都会提醒我，我从来没有准备过电子表格。但是，实际上，在我心里我很清楚。但我们显然希望获得比政府债券高得多的回报，也就现金产出相对于我们现在为企业付出的金额而言。我的意思是，我们需要一个基础的准绳，以及在此基础上，我们还需要多高的回报？如果政府债券利率是 2%，我们不会去买一家在未来几年预期收益为 3% 或 3.5% 的企业。我们只是不想以这种方式投入资金。我们宁愿坐着等一会儿。如果他们是 4.75%，你知道，随着时间的推移，我们希望得到什么？好吧，我们仍然想得到更多。

但我不会说，我们每天早上坐下来，我打电话给在洛杉矶的查理说，“我们今天的最低预期收益率是多少？”我

们从来没有用过这个词。**我们想要足够的回报率**，这样我们就会感到很舒服，如果股票市场关闭了几年，或者如果利率再上升 100 或 200 个基点，我们仍然对我们买的东西感到满意。这听起来有点模糊，但这确实是模糊的。查理？

芒格：是的。最低预期回报率的概念完全说得通，然而谈论最低预期回报率的人却犯了很多可怕的错误。仅仅因为你可以测量和猜测某个东西，并不意味着它就是你在这个混乱的世界中所处理的事情的控制变量。我不认为有什么单一的指标可以代替对大量的投资选择的思考。或者思考为什么一个比另一个更好，以及每一个的可能回报是什么，等等等等。

而最低预期回报率概念的问题是，**在某种意义上它不如一个比较系统那样有效**。这不是说我们没有最低预期回报率。换句话说，如果我有一些东西，我认为肯定会给我 8% 的回报，并且我可以买够所有我想要的，那么即使你有一个非常好的投资，而我认为它只会赚 7%，那我不就不需要浪费 5 分钟与你讨论这个投资机会。

所以这个**机会成本的概念，在投资中很少被教授**。他们在所有主要大学的大一新生经济学课程中教授它，但当你进入公司财务部门等部门时，机会成本的概念并不适合他们想要使用的那种数学知识，所以他们忽略了这个概念。**但在现实世界中，你的机会成本就是你想要做出决定的依据**。

巴菲特：是的。即使你有一些你非常熟悉的东西，并且**非常确定**能够获得 8% 的回报，那么实际上，如果有人告诉你有一个**可能** 8.5% 回报率的投资机会，那也不会吸引你。正如我提到的，我已经在 19 家公司的董事会任职。我想说的是，在我看过很多的项目路演中，**每一个都有内部回报率的计算，如果他们把它们都烧掉，董事会的情况会更好**。我的意思是，有这么多的废话提出是因为，**路演者基本上都知道，什么是听众想要听到的，以及为了完成 CEO 想做的事情，董事会需要听到什么，你得到只会是废话数字**。而且，你知道，我们可能也会得到毫无意义的数字。（笑）

芒格：让我给你举个例子。我有一位年轻的朋友，他向投资者出售私募合伙公司股份。而且他身处的是一个非常艰难的领域，很难获得像样的回报。我说，“你告诉他们你的目标回报率是多少？”他说，“20%”。我说，“你是怎么选这个数字的？”他说：“如果我选择更低的数字，他们就不会给我钱”。（笑声）

巴菲特：**我们认为世界上没有人能用大笔的钱赚到 20%**。我的意思是，任何人做出这样的承诺，基本上，**我们都会立即把他筛选掉**。让我感到惊讶的是，在某种意义上，大的投资者是多么容易上当受骗，比如养老基金等

等，因为他们让人们来到他们身边，然后这些人向他们承诺"圣杯"。他们是如此的渴望，以至于他们愿意相信那些只是胡说八道的事情。

12、能力圈：有些问题很重要却"太难"

股东：下午好，巴菲特先生，芒格先生。我叫 Robert Piton，来自伊利诺伊州的芝加哥。在你的职业生涯中，有没有什么问题，无论是个人问题还是职业问题，让你都没能得到一个舒服的答案，而这些问题你不能简单地放在你的"太难"那一堆里？谢谢。

巴菲特：你可能刚刚就问了一个。(众笑)

芒格：当然。如果你有一个孩子死于某种可怕的疾病，你有一个问题，你不能把它放在"太难"的一堆里。所以，生活中有很多事情会发生在你身上，你没有选择，不得不去考虑这个问题。但在自愿的情况下，比如从众多投资中选择一项，那么"太难了"这一堆，是筛选出你的"每日精华"的绝佳方式。

巴菲特：是的。我的办公桌上有一份文件标题是"太难了"，劳拉·格雷厄姆给我的。正如查理所说，如果某件事是可有可无的，而且太难了，你就把它扔在这一堆。如果你遇到了大规模杀伤性武器的问题，那就太难了，但你必须继续与之搏斗。因为如果你不把概率降低一点点，一些不好的事就会发生。但可能你永远也解决不了这个问题。你只需要继续处理某些类型的问题，你希望你不会有太多这样的问题。

13、我们一直在思考

股东：来自德国的问候。我叫 Bernard Yaadan，来自一个靠近黑森林的小镇，我是它的镇长。我对巴菲特先生和芒格先生的问题是，你多久审查一次你的投资组合中的每一个头寸？有的人每天都看自己的股票，有时他们会看得更频繁，有的一年才看一次。你的频率是多少？谢谢。

巴菲特：在我的人生中，这可以分为两个阶段。当我的想法比钱多的时候，我无时无刻不在考虑每个机会，因为我会在考虑何时该购买下一个，为了买到更有吸引力的东西，我必须卖掉哪一个。因此，正如查理所说的，我的机会成本是最没有吸引力的股票，我会放弃它，去买更有吸引力的股票。所以毫不夸张地说，如果我有 10 万美元，而且全部都投资了，那么我就会想把 1 万或 2 万美元投入到我觉得更有吸引力的东西上，并且我会一直在想我应该把其中的哪一个拿掉。

现在我们的情况是，我们的钱比想法多，这意味着我们真的不会每分钟都重新审视一些东西，因为我们可以

选择现金，而不是做我们真正感兴趣的事情。我们仍然会考虑我们所从事的业务，无论是全资拥有还是通过股票持有部分股权，我们一直在考虑这些业务。我的意思是，**我们已经有了很多信息存档在我们的脑海里**。你会不断地获得有关该公司或竞争对手或其他正在发生的事情的点滴信息。所以**这是一个持续的过程**，但它不是那种每天的活动、每周的活动、每月的活动，都会产生结果的过程。**我们只是想不断增加我们的思维 and 知识，进一步完善我们所从事的每一项业务。**

例如，如果我们需要一些资金来进行一笔非常大的交易。假设我们需要 200、300 或 400 亿美元，我们必须决定出售 100 亿美元的股票，你知道，我们将用到我们每天收集的信息，而这些信息在我们的日常工作中并没有多大意义。最终，我们将决定从哪里筹集这 100 亿美元。查理？

芒格：是的。但即使是在沃伦的黄金时期，他的想法比他的钱多得多，他也没有花很多时间思考他的第一选择。你知道，他可以把这些放在一边，把精力投入到其他项目上。

14、很难买到数十亿美元的股票

股东：下午好。来自纽约的查尔斯·费希尔博士。在过去 18 个月中，伯克希尔向四到五家上市公司投资了至少 10 亿美元。伯克希尔拥有充裕的资本，但缺乏投资想法。由于这些股票投资都是在大型公司中进行的，我们本来可能会在这些公司中进行 50 亿美元的投资，你有没有想过在每笔股票投资中分配更多的资金？

巴菲特：是的，我们当然会考虑这一点。有一些我们已经增加了数十亿美元，我们在几年前就已经有了大量的头寸。显然，在我们现在的清单上，我们认为我们是在增加那些对我们来说最有吸引力的，或者是那些我们可以买到的。我的意思是，有些事情我们不能投入那么多钱，或者我们会遇到必须要报告的门槛，这会造成问题。

如果我们拥有一家公司超过 10% 的股份，你知道，我们不能出售它的一股，然后根据会计准则，如果有账面利润的话，它会根据短期股价波动规则被记账。所以有一些技术因素会影响到我们是否越过所有权大小的阈值。但如果你看看 2007 年底的投资组合，你会看到，从 2006 年开始，那里的某些头寸可能会增加数十亿美元。

这是我一直在考虑的事情，查理也在考虑。我们想增加目前的头寸。我的意思是，这些公司我们了解，显然在某种程度上我们很喜欢。**如果价格变得相当有吸引力，而且我们手头有钱，我们会增加头寸。如果我们能找到一个特别好的生意并且可以购买，你知道，我们会卖掉最不吸引人的公司。**查理？

芒格：是的。**买入这些大头寸并不像看起来那么容易。**当我们买可口可乐的时候，我们买了我们能买的每一

股。我们可能购买当时每日交易量的 30%或 40%。我们花了很长很长的时间才买够。因此，**管理庞大的普通股投资组合存在巨大的困难**。我们更喜欢现在有这些问题的时候，而不是早期没有这些问题的时候，但这确实让它变得更难。我们没有更简单的方法来移动这些大象。

巴菲特：总的来说，我们认为**我们通常可以买入日交易量的 20%左右**，并认为我们不会导致价格与我们没有参与市场时的价格有很大的不同。因此，这意味着如果我们要购买价值 50 亿美元的东西，其总成交金额可能需要超过 250 亿美元，而这对许多股票来说是很大的一笔钱。所以我们与较小的船只相比，是一艘大型远洋客轮，不过这有其缺点。

15、佛罗里达州的公共部门飓风保险

股东：PeterVandenBroeck，俄亥俄州克利夫兰。巴菲特先生和芒格先生，感谢你们如此雄辩地回答了这些棘手的问题。据我所知，没有其他上市公司会允许这样的论坛。你做得很好。(掌声)我的问题是卡特里娜飓风之后的情况的后续问题，关于保险公司的投保人和保险范围之间的争斗，以及在这样一场风暴之后遭受损失的人的适当补救措施是什么。这场争斗的一部分，或者说这场争斗的结果之一，是佛罗里达州通过的一些立法。你能否向股东解释一下你所理解的立法？这对伯克希尔的保险子公司有什么影响(如果有的话)？谢谢。

巴菲特：是的。我不能准确地告诉你佛罗里达的情况。但是佛罗里达州已经比以前更多地进入了为公民提供保险的业务，但这方面有一些重大的限制。我不知道乔·布兰登(JoeBrandon)、阿吉特贾恩(AjetJain)还是塔德·蒙特罗斯(TadMontross)在吗，从本质上说我应该让他们解释一下，如果有人能把麦克风递给他们那很好，他们会比我更好地回答这个问题。他们都出去卖保险了吗？(笑声)

芒格：更有可能是买珠宝。(众笑)

乔·布兰登：沃伦，我是乔。我花了一点时间才来到这里。我在找阿吉特。具体问题是什么？

巴菲特：提问者想知道在过去的三四个月里，佛罗里达州在国家介入房主保险业务方面到底发生了什么。

乔·布兰登：1 月中旬，在州长的敦促下，佛罗里达州议会召开了一次特别会议，并通过了一项立法，扩大了再保险基金，最终将个人和商业领域的大量风险从私人市场转移到公共市场。这代表在佛罗里达州飓风保险的价格将降低，并且已经释放了原本用于佛罗里达其他市场的风险敞口。所以最终它会对保险业产生令人沮丧的影响。从长远来看，你知道，没有免费的午餐，佛罗里达州和佛罗里达州的公民正在承担巨大的风险。如果没有飓

风，一切都会好起来，最终会好起来是可能的，但佛罗里达州将有一个重大的公共政策问题需要处理。

巴菲特：乔，他们是不是明确地承担了大约 300 亿美元，然后把最终结果交给上帝？我自己也不确定。

乔·布兰登：是的。我相信他们拿出了大约 300 亿。大约是增加了 120-160 亿。所以他们之前拿出了大约 180 亿，他们现在又拿出了 120-160 亿。

巴菲特：是的。真正的问题是，如果最终出现 1000 亿美元的保险损失。然后国家可能会决定发行 600 亿或 700 亿的债券。他们可能会决定去找联邦政府，说："这真的不是我们的错，因此整个国家都应该以某种形式支付。"谁知道会发生什么？而事实是，你知道，在那里发生 1000 亿美元的风暴是非常不可能的。最大的一次是安德鲁飓风(Andrew)，即使考虑到通货膨胀，它的规模可能不会达到 300 亿美元。但是，如果同样风暴，在它袭击的地方以北大约 20 英里的地方，以 5 级风暴的形式出现，你很容易就会遇到 1000 亿美元的风暴。所以，你知道，你必须继续关注这一点。如果在接下来的几年里没有任何飓风，整个事情就会平息下来。

如果他们遭遇了损失达 1000 亿美元的风暴，他们可能会去华盛顿，我们会发现整个国家是否一直在为佛罗里达州的飓风投保，或者联邦政府是否会把它扔回佛罗里达州，佛罗里达州可能会发行大量债券，然后人们的税收将会增加。而且，实际上，人们分配到的保险损失，与人们支付的佛罗里达州这样的州的一般税收的比例有关。在飓风发生概率很大的地方生活很难，但显然，这也是一个非常适合居住的地方。所以让我们瞧瞧最终会发生什么。

16、"和比你优秀的人交往"

股东：Steve Rosenberg，来自密歇根州。非常感谢你们继续成为优秀的榜样，感谢你们继续以身作则传授的价值观。我很想知道你们现在的榜样是谁。我知道你之前的英雄包括你的父亲，本·格雷厄姆和洛里默·戴维森，但我很想知道除了这三个人之外还有谁。谢谢。

巴菲特：嗯，我有过很多这样的经历。我不确定我是否想说出他们的名字，因为那些你没有说出名字的人可能会觉得有点被忽略了。但有一件事我一直很幸运，那就是，**我所拥有的一切从未让我失望**。所以我从来没有过这样的经历——你非常仰慕某人以某种方式让你失望，这将是一种可怕的经历，并且很难克服。而且，你知道，我相信有些人在婚姻中有这样的经历，他们在生意中也有这样的经历。当然，更糟糕的情况是，这发生在你的父母身上，但这些在我身上并没有发生。事实上，我的情况正好相反。

所以我可以告诉你，选择你的英雄是非常重要的。当学生们来的时候，我会告诉他们。因为你总会被周围人的行为所吸引。我告诉人们要确定，要和比你优秀的人交往。我也祝你们能找到一个不介意下嫁给你的人。(众笑)

它会为你创造奇迹。这对我帮助很大。查理？

芒格：是的。我想说的是，在选择导师时，你并不局限于活着的人。一些最好的导师已经死了。(掌声)

17、"我的衬衫上印着我的简历"

股东：大家好。我的名字是肯德尔·布鲁贝克。我是印第安纳州西拉法叶的普渡大学四年级学生。我把我的简历印在我的衬衫上。查理和沃伦，我给你们每人带了一件衬衫，还有一件是给 xx 的，他负责我今天的出席。此外，我对社会企业家和盖茨基金会有着浓厚的兴趣，如果比尔愿意接受的话，我很愿意为他提供一件衬衫。现在我有一个过于技术性的问题，关于历史上的经济增长率，以及为什么是 3%而不是 2%或 5%。

然而，考虑到我的情况，我觉得更应该问的是，我是否做出了一个明智的经济决定，去奥巴马展示我自己的内在价值，并且拒绝那个人给的 500 美元——他刚刚提出的让我放弃我的提问机会。我是不是应该用我在美国运通卡上的这些钱去购买喜诗糖果和可口可乐会更好？谢谢。再说一遍，我的名字是肯德尔·布鲁贝克。(掌声)

巴菲特：谢谢。我以为你的问题是我们穿多大号的衬衫。(笑声)

芒格：我的尺码应该很小。(众笑)

18、芒格：运行在玉米上的汽车是愚蠢的

股东：Tom Nelson，明尼苏达州北奥克斯。这个问题是给查理的。你目前对这个国家乙醇生产的成本和收益有什么看法？

芒格：嗯，你知道，即使是麦凯恩参议员最近也有一个相反的启示。他认为乙醇是很棒的，现在他意识到这是爱荷华州的人的思维方式。我的处境和他差不多，但我不会让这阻止我。(众笑)我认为，运行在玉米上的汽车的想法，是我所见过的得到广泛接受的最愚蠢的想法之一。(掌声)。但在一个有很多政治压力的政府里，他们会做出奇怪的决定。但这是有史以来最疯狂的决定。

人们需要一个社会安全网，而最基本的安全网就是食物。你要提高食物的价格，这样你就可以开着这些汽车到处跑了？生产玉米所消耗的碳氢化合物与生产乙醇所消耗的碳氢化合物一样多。我想说的是，你不考虑乙醇的成本，也不考虑永远消失的表层土壤的成本，我爱内布拉斯加州，我是个地地道道的内布拉斯人，但这并不是我

家乡最好的时刻。

巴菲特：我们打算今晚把他偷偷带出城。(众笑)

我应该宣布一件事。在外面的书店提供的书籍方面，我的一个很久以前的朋友乔治·古德曼(George Goodman)在很多年前写了一本名为《**超级金钱**》(Supermoney)的书，他最近又新写了一本书。他们是用飞机送过来的。他们大约在上午到达这里的礼堂。而新修订的《超级金钱》现在已经面世，此外还有其他所有的书名。在他们经历了这么多麻烦之后，如果我不向这群人提起这件事，我会觉得自己失职了。这是一本非常好的书。Jerry 是个伟大的作家。他写的《金钱游戏》堪称经典，这是一本好书。

19、抵御通货膨胀的最佳方式是自己的赚钱能力和拥有的优质企业

股东：先生们，下午好。来自新泽西州蒙特克莱尔的 PaulWigdor。你将采取什么措施来保护我们公司的投资组合免受通货膨胀的威胁？具体而言，你是否在考虑进一步的货币投资和金属投资？

巴菲特：我们根本不会把金属投资视为抵御通胀的手段。但是抵御通胀的最好办法是你自己的赚钱能力。我的意思是，一个一流的外科医生，或律师，或教师，或售货员，或其他任何东西，不管货币是贝壳，还是纸币，或者其他什么东西，在支配别人的资源方面都是很好的。因此，**你自己的赚钱能力是抵御通胀的最佳手段。**

第二个最好的对冲是拥有一个美妙的生意。不是金属生意，一定不是原材料生意，不是矿产生意，而是一个美妙的生意。而事实是，如果你拥有可口可乐，如果你拥有士力架巧克力棒，如果您拥有好时巧克力棒，如果您拥有的任何东西，人们会想把他们当前收入的一部分拿出来继续购买，而且它的资本投资相对较低，这样你就不必不断投入大量的资金来满足通货膨胀的需求，这可能是在通货膨胀的世界里你可能拥有的最好的投资。

但几乎在任何情况下，通胀对投资者来说都是坏消息(隐性税)。但如果你拥有一些企业，这些企业只需要很少的资本投资，而且在通胀时期具有真正的价格灵活性，这样人们就会继续每月多工作半个小时来购买你的产品，然后你利用它，那么你可能在一定程度上跑赢通胀。

杠杆不是我们的游戏，但我们试图拥有好的企业。我认为，伯克希尔在高通胀时期的表现(按实际价值计算)，根本不会像在低通胀时期那样好，但我认为我们会比很多公司做得更好。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

20、铁路业务更好，但不会"轰动"

股东：你好，沃伦和查理。我的名字是费尔顿詹金斯。我来自佐治亚州的萨凡纳。我当股东很多年了。这是我的第三次年会。感谢你们，感谢你们的经理和所有员工的出色工作。只是简单地跟进一件事。据《华盛顿邮报》、《洛杉矶时报》以及多家媒体报道，联邦能源管制委员会、加州监管委员会和内政部决定，拆除大坝并寻找替代能源与进行首都改造相比，将节省 1 亿至 2 亿美元。但是，无论如何，我的问题是，你能告诉我们你对铁路行业未来盈利能力的看法吗？与历史上的做法相比，什么可能让这种做法更令人兴奋？谢谢。

巴菲特：是的。谢谢。我不认为这会更令人兴奋。但相对来说，**铁路的竞争地位已经有所改善，而 20 或 25 年前的竞争地位并不是很好。在劳工方面取得了很大进展。随着油价上涨，他们在与卡车运输的竞争中获益。更高的柴油燃料显然提高了铁路的成本，但它提高了他们的竞争对手卡车司机的成本，与柴油对他们造成的伤害相比，可能会增加近 4 倍。而且，铁路行业并没有大量的新产能。**因此，30 年前，这是一个可怕的行业，它在监管下运营。现在仍然在监管下，在重新监管的威胁下运营，这对他们的定价能力产生了缓和作用，但现在它是一个更好的行业。这永远不会是一桩轰动的生意。这是一个资本密集型的行业。**而当你每年投入大量资本时，很难获得真正非凡的资本回报。**但如果他们的资本回报率不错，随着时间的推移，这可能会是一门好生意，而且会比过去的生意好得多。查理？

芒格：我也没有什么要补充的。

21、10 岁孩子赚钱的最佳方式

股东：您好，巴菲特先生和芒格先生。我叫 MarieBlevins，来自肯塔基州的 Bardstown。这是我第一次参加股东大会。我的问题是，你认为一个 10 岁孩子赚钱的最好方式是什么？(笑声和掌声)

巴菲特：嗯，我必须说，在我 10 岁的时候，我对投资这门学科投入了很多思考(笑)，比我对学校和其他一些事情投入的更多。你可能太年轻了，不适合递送文件。但那一直是我的最爱。一开始，**我一半的资金都是通过送报纸获得的**，我一直都很喜欢这份工作，因为我可以自己做。我不知道你的情况和你居住的城镇，但是，就像我说的，10 岁可能有点年轻，但 12 或 13 岁就不是了。**在我高中毕业的时候，我几乎尝试了 20 种不同的生意。**最好的一个是弹球机生意，但我不确定我是否想建议你进入这个行业。当我做这件事的时候，这是一种更纯粹的生意，你只需投入五分钱，仅此而已。但这很有趣。

我很久以前读过一篇研究报告，我希望我能拿到它，因为我已经引用过很多次了，如果我能找到。但我从来

没有像 30 年前读过的那该死的东西那样权威地引用过它。但它将企业的成功与某些变量联系起来。而且，你知道，他们在学校考察成绩，他们考察你父母所做的，他们决定你是否该去商学院等等所有这些事情。他们发现，这与你开始第一次创业的年龄有最好的相关性，当你第一次创业时，你越年轻，似乎与后来的商业成功有最好的相关性。在某种程度上，这是很自然的。这可能是真的。你会在体育运动中看到它，你会在音乐和诸如此类的事情中看到它。

所以，无论你发现了什么商机，别人会付钱让你去做他们自己不想做的事情，或者他们想为自己做的事情。我建议你看看周围的社区，和你的父母朋友谈谈，看看别人在 10 年、11 年或 12 年前做了什么，看看什么对他们来说是有效的，然后复制它。但如果你在 12 岁或 13 岁时就能找到一份不错的送报路线，那肯定能存下一些钱。当时，我经常想知道那些有债务问题的送报人，他们有一份正常的八小时工作。如果他们在早上增加一条送报路线，并把它放在一边，你知道，这可能是一种摆脱落后的方式，这可以为他们在一天中省下一个半小时，但似乎没有太多人这样做。查理曾经在一天中最美好的时刻推销过自己，告诉他们你做了什么，查理？

芒格：当然。我年轻时读过一本关于储蓄的书，《巴比伦最富有的人》(The richest man in Babylon)，它告诉我们用节省的收入来投资的乐趣，以及随着时间的推移，它会有多么奇妙的效果。你瞧，我完全按照这本小册子的建议去做了，而且奏效了。然后，我有了一个精神复利的想法。所以我最终决定，我要把一天中最好的一小时用来改善我自己的思维，然后把剩下的时间交给世俗之事。这可能是一件非常自私的事情，但它起到了作用。

巴菲特：是的。查理是在出售他的时间。作为一名律师，你每小时的收入是多少？

芒格：不多。

巴菲特：是的。他只是决定把最好的时光卖给自己，而不是做一件疯狂的事。

芒格：但我要告诉那个小女孩，如果你让自己成为一个非常可靠的人，一辈子都可靠，请忠实地做任何你承诺要做的事情，这样你就很难在任何你想做的事情上失败。(掌声)

22、重要的是全球竞争对手，而不是全球趋势

股东：大家下午好。我的名字是丹尼斯·巴特罗斯基。我的家乡是内布拉斯加州的西点军校，我现在和家人住在奥马哈。沃伦和查理，感谢你们在这个伟大的会议上所受的令人难以置信的教育和慷慨。自 1994 年以来，我参加了每一次会议。沃伦和查理，假设未来的现金流估计和贴现率的适当调整具有必要的安全边际，考虑到我们在

铁路、钢铁、材料和能源方面的持股，加上我们适度的预期、巨大的贸易赤字、紧张的信贷息差、低风险溢价和新兴经济体的爆炸性增长，能否讨论一下，你们认为哪些全球经济增长趋势是可持续的？谢谢。

巴菲特：是的。我们认为在我们面对的世界中，我们处于一个相当好的商业企业中。你知道，我们不知道哪一个会是最好的。有几个我们认为是真正的超级赢家，我们认为他们中的相当一部分会做得很好。**我们不会带着对世界趋势的太多思考来收购企业。我们当然是从国际竞争的角度来考虑的。**我的意思是，我们不想收购一家人力含量很高、产品可以很容易地从国外运来的企业。因为，迟早有一天，这可能会成为麻烦。

几年前，我买入了一家航空公司——全美航空，它的座位英里成本非常高，而且它有受到保护的航线，所以它能够以每座位英里 12 美分的成本运营，而当时西南航空还没有以 8 美分的成本实现这一目标。但西南航空后来确是做到了。你不想让某些东西的竞争地位随着时间的推移而削弱。但我认为，我们的大多数企业都拥有相当强大的竞争地位。而且，真的，你所说的变量并不会困扰我们。我们会尽我们所能地玩这手牌，我们正在与非常优秀的企业中的优秀人才一起玩这手牌，而且我们一直在凭借实力应对。

我们总是有一把上了膛的枪。**我们认为，我们的管理者和员工拥有正确的价值观。我认为我们有一种以股东为导向的文化。**我们有很多很不错的公司，虽然它们不会产生巨大的回报，但它们可能会运转良好。查理？

芒格：嗯，我们了解到我们的制鞋业务中存在外国劳动力竞争。在这一点上，它让我想起了威尔·罗杰斯，他认为，**人类不应该以如此艰难的方式来学习这些简单的道理。他认为，在没有真正尝试过的情况下，你应该学会不要在通电的围栏上撒尿。**（众笑）

巴菲特：威尔告诉了查理很多他没有告诉我的事情。（众笑）

23、这都是与货币相关的

股东：您好，巴菲特先生和芒格先生。我是来自佛罗里达州劳德代尔堡的 ShinydazGuynadewa。首先感谢您努力让投资者意识到，多项投资所涉及的高交易成本，通过阅读您的文章，我获得了很多个人利益。我今天的问题是**关于美元相对于所有其他主要货币的贬值**。在过去的三年中，美元的贬值幅度高达 25-30%。所以我想了解它将如何影响个人投资者，以及威胁有多大？谢谢。

巴菲特：我们认为，随着时间的推移，除非政策发生重大改变，美元兑大多数主要货币的跌幅可能会更大一些。我们最初支持这一观点的交易高达 210 亿或 220 亿美元的外币所有权。然后，不同国家之间的利率差异，使

得表达这一信念的方式相当昂贵。因此，我们更多地关注于收购那些以其他货币赚取大量现金的公司，因为我们认为，与只以美元盈利的公司相比，这些公司在某种程度上会更受青睐。

但正如我在报告中提到的，这并不是我们购买什么的巨大决定。这是一个因素，但它不是决定的主要构成部分或类似的东西。我们正在遵循这个国家的政策，这些政策很可能导致美元对许多主要货币贬值。谁知道会有多快，不管是今年还是明年。我们对这类事情没有任何想法。但基本规律是相当强大。事实上，我们现在只交易了一种货币，这会让你感到惊讶。我们明年再告诉你。查理？

芒格：是的。到目前为止，发生了一些奇怪的事情。在美元相对于其他货币价值下跌最大的这一时期，而Costco的美元价格显示通货膨胀系数接近于零。当然，真正重要的是，你自己国家的情况如何，到目前为止，我们在美元贬值的情况下取得的进展是非常惊人的。

巴菲特：是的。正如查理所说，你知道，我们参考我们在自己国家的一切。如果你看看石油，例如，我们会说在过去的几年里，石油价格从大约每桶30美元涨到了每桶60美元，你知道，在同一时期，欧元价格从83美分涨到了1.35美元。因此，如果你是欧洲人，石油的价格几乎没有上涨。我是说，我们认为石油已经失控了。但是对于任何使用欧元的国家来说，石油价格上涨了大约25%，而我们感觉价格上涨了100%。因此，你确实对自己的货币有这种锚定思想，这是可以理解的。我确实认为，你需要比美国人传统上更多地考虑汇率问题。

20、30、40年前，当我去其他地方旅行时，我被震惊了，欧洲和英国的大多数人，无论在哪里，对货币的看法比美国复杂得多。我们从来没想过这个问题。因为一切都是以美元为基础的，美国人不需要在货币问题上很聪明，甚至不需要在他们的业务方面考虑太多。但世界已经变了。

24、公司董事没有尽到他们的职责

股东：来自爱荷华州得梅因的约翰·诺伍德。一个简短的评论，然后一个问题。在查理关于乙醇的评论之后，我想请他至少看看乙醇作为混合燃料的环境效益，辛烷值增进剂优于其他类型的化学添加剂，如甲基叔丁基醚(MTBE)，它对地下水的破坏很大。我的问题是问巴菲特先生。我希望你能告诉我们更多关于你和董事会的互动，想法的类型和想法的交流，也许，一个你认为董事会应该如何与管理层运作的模型。谢谢。

巴菲特：是的。我想说的是，大多数评论家和大多数股东可能有一点曲解，关于大多数大公司多年来是如何运作的。通常，在很长一段时间里，我会说**董事通常就像一种盆栽植物**。你坐在那里，管理层有自己的议程，并

不想让董事参与重大问题。查理和我可以肯定地证明，即使我们是一家公司最大的股东，在谈论真正重要的事情方面，我们也没有取得成功。我的意思是，如果有人花了一辈子升到 CEO 的位置，你知道，他们想成为老板，你不能责怪他们，唯一阻碍他们的就是董事会。所以他们会寻找知名人士，他们会想方设法让他们开心，但他们并不是真的想让他们进入这个位置。

根据最近的规定，现在有了更多的程序。但我还是要说，就商业的实质和所发生的讨论以及所有这一切而言，对整个美国企业界的整体水平而言，你可能会感到惊讶。正如我在报告中所写的那样，绝大多数情况下，董事会的工作是选出合适的 CEO。我的意思是，如果你有一个合适的 CEO，90% 的事情都会自己搞定。如果你是首府广播公司的董事，你让汤姆·墨菲担任 CEO，这就完全足够了。他就是你所需要的 CEO。

如果你有这样的 CEO，我认为董事会有义务确保 CEO 没有越权，因为 CEO 可以有(和公司股东)不同的利益。我认为董事应该做的第三件事是，他们真的应该在重大收购上做出一些独立的判断。因为人们有一种自然的倾向，这通常是自负的人，或从大的部门出来的人，一旦他们成为 CEO，他们就喜欢做大事，喜欢大手大脚花别人的钱。通常，当大的交易出现时，当它提交到董事会时，管理层已经达成了交易。他们有投资银行家在那里，他们会经历一些仪式。我从来没有见过一个人来做路演，说“这是一个愚蠢的想法”。我的意思是，他们知道答案应该是什么，这就变成了一种小游戏。

所以我认为，一个好的董事首先会在这三个方面，做出肯定的决定。你要有一个非常好的 CEO，不必是世界上最好的，因为不是每个人都能做到的，但他需要是一个非常好的 CEO。此外，那个 CEO 没有越权。当出现重大交易时，董事们有机会参与进来，你也有机会就你正在做的事情进行地位对等的讨论。

我想说的是，在后一点上，这些年来我所看到的真的很糟糕。但我能理解这一点，因为如果 CEO 不想达成交易，他是不会把提案带过来董事会讨论的。一旦 CEO 把它带进来，他就会把资料堆在那里，以一种几乎不可能独立判断的方式进行展示。查理？

芒格：我认为，在美国，平均而言，大型交易违背了股东的利益。这就是下注的方式。从收购方的角度来看，股东的境况通常更糟。

巴菲特：在大多数股票交易中，他们只考虑自己能得到什么，而不考虑自己能付出什么。我一次又一次地参与类似的事件中。人们要收购很大比例的生意，而它们不会以当前的市场价格出售自己的生意。不过如果有人

提出高出市场价格 20% 的收购报价，他们却会说这是不够的。同时，他们放弃了一部分业务，因为他们想拥有别的东西。这并没有错，但你必须确保你得到的和你付出的一样多。

关于权衡你在股票交易中实际付出了什么和你得到了什么。事实上，我认为我几乎从未听到过这样的讨论。我已经听到了很多关于稀释的讨论，以及稀释何时会被克服，诸如此类的事情，但这不是问题所在。真正的问题是，如果创造了更多的价值，那么两家公司之间的价值是如何被摧毁的呢？如果没有创造额外的价值，你得到的比你付出的多吗？**当我放弃伯克希尔 2% 的股份来收购 Dexter 鞋业时，那是世界历史上最愚蠢的交易之一。**

这是我自己一个人做的。查理没有参加那次。我多希望当时他在。但是，你知道，这是愚蠢的。这不是我当时在伯克希尔的 2%，而是现在伯克希尔的 2%。如果我没有这么做，你们会比现在富有整整 2%。

芒格：幸运的是，你做出了一些更好的决定。

巴菲特：是的。嗯，我必须这么做，否则我们就不会在这里了。(笑)但**关键是，在传统会计下根本不会出现这种情况，它会被掩盖。在吉列，毫不夸张地说，当时连续有十笔收购交易接近达成，我们提交给董事会反对提案。**这一点我们有没有向股东提过？它出现在我们的财务报告中了吗？从不。它永远不会。在美国企业界，这种情况一直都在发生。不幸的是，股东们在某种程度上对管理层不满，他们在抱怨董事会中是否存在背景多元化或类似的问题。但当你把公司搞得一团糟的时候，我的意思是，对我来说，这就更重要了。查理？

芒格：是的。**就智商而言，即使是一些非常优秀的头脑，其自私自利的妄想本质也是惊人的。**我一个朋友有一个非常好的生意，他把生意卖给了斯堪的纳维亚半岛的一家政府控制的公司。而买方的人，在他们为政府公司买下股票后说，"这是一笔非常棒的交易。我们得到了你的全部生意，而我们个人不需要付出任何东西。"

巴菲特：我们曾在纳什维尔(Nashville 田纳西州的首府)持有**第三国民银行(Third National Bank)**的股票。他们真的是很棒的人，他们现在有能力收购其他银行，而他们以前在这方面的能力有限。他们去了一家很小的银行，那家小的银行的人说，"我想要你们的股票。我的股票是私人市场价值，而你的股票是市场价格。我只能得到的是市场价格的一半的估值，所以，我希望你以市场价格来评估你的股票，并以这个巨大的溢价来评估我的股票。还有一个条件，既然我要把我的全部净资产都投到你的股票里，我希望你保证以后再也不做这么愚蠢的交易了。"(笑声)你还记得那个吗，查理？

芒格：是的，我记得。

巴菲特：是的。而那个家伙只是比通常情况下更多地公开了这一点。我参加过一些很棒的董事会。这里有一个本地企业叫做 Data Documents，董事会在那真正发挥了作用，董事会的每个人都在思考业务，理解业务，作为所有者做出决策。他们每个人的资产账面价值中都有相当大的比例投入到公司，这可能是我参加过的最好的董事会。我的意思是，那里的每一个决定都是出于商业原因。

<Data Documents>

1956 年，IBM 因反垄断与美国司法部达成和解，同意放弃大部分利润丰厚的打孔卡产能。1957 年，巴菲特叔叔 Fred Buffett 和妻子 Katie 找到巴菲特，他们想投资 Katie 哥哥 Bill Norris 的创业公司 ControlData，Bill 刚刚离开 Remington Rand 公司的 UNIVAC 计算机部门，打算创立一家打孔卡公司与 IBM 竞争。巴菲特 1952 年就研究过 IBM，认为 Bill 不可能战胜 IBM，拒绝投资。但 Katie 还是以每股 16 美分投资了 400 美元。与此同时，巴菲特朋友 Wayne Ace 和 Warren Cleary 也得知 IBM 剥离打孔卡业务，计划购买 IBM Carroll Press 生产打孔卡参与竞争，该设备性能强大，每台机器每分钟可以切割并印刷 460 张卡片（不间断生产月产能近 2 千万张）。他们认为自己更贴近西部市场，能提供更好的服务。他们找巴菲特融资被拒绝。一年后他们生意火爆想要扩大生产，但需要更多钱购买 IBM 压印机，他们又找到巴菲特融资，此时巴菲特产生了兴趣，因为他们已经能跟 IBM 竞争了。1960 年，巴菲特向朋友的 Mid-Continent Tab Card 公司投资了 6 万美元，占股 16%，这是他个人 20% 的净资产。这家公司后来改名为 Data Documents，期间巴菲特又投入 100 万美元，1979 年公司被 Dictograph 公司收购，18 年年化回报率约 33%。巴菲特担任过公司董事会主席，好友 Bill Ruane 和 Fred Stanback 也是董事会成员。1725 年法国人发明了打孔卡用于纺织机。1880 年 Hollerith 为美国人口普查局发明制表系统，打孔卡首次用于 1890 年人口普查。Hollerith 的专利后来被 CTR 公司获得，打孔卡编程潜力成为 IBM 打孔卡系统的基础。1923 年 CTR 发明了效率更高的电动打孔机。1924 年 CTR 更名为 IBM。1928 年 IBM 推出了规格为 190x84mm 的打孔卡提高存储密度，长方形孔可以存储 80 列 x12 行数据（8 格为一个字节共 120 字节，打孔为 1，不打为 0）。1964 年 IBM 推出更先进的 System360，它的外设 IBM2540 可以每分钟读取 1000 张打孔卡，每台卖 200-300w 美元（1964 年的美元）。打孔卡延长做成纸带的形状就是打孔纸带，也叫指令带，一般用于早期的计算机输入系统，也常用与早期数控设备。它比打孔卡能储存更多数据。打孔卡是机械化存储技术时代的标志，使用历史意外的长，直到上世纪 80 年代才伴随全球早期计算机退役而淡出视野。

最糟糕的收购决定的标准程序是，当一项收购发生时，投资银行家和律师们小跑起来，势头完全是为了完成交易。就像我说的，会有很多幻灯片。我不需要看幻灯片就知道答案是什么。最后他们会说这是一笔很大的交易，但没有人会和卖方讨价还价。你知道，这不像你会做出决定的事情，你会让别人给出赞成和反对的意见和理由。这不是那样的工作。我不知道如何改善这一点。

我认为我们在伯克希尔有一个了不起的团队。董事会的几乎每个人在伯克希尔都有很大比例的净资产。比尔盖茨的太大了，我们不能让他达到很大比例，但那也是数亿美元。我们的董事会与股东的地位完全相同。他们没有董事和高管责任险。他们既有优势，也有劣势。他们是在公开市场上购买了他们的股票，我们没有给他们发股票。这是一个真正由所有者构成的董事会，我喜欢这样。我认为这是一个很棒的团队，我很高兴我能让他们廉价工作。（掌声）

25、伯克希尔与管理层伙伴合作，而不与资金和智力伙伴合作

股东：我的名字是 Eid，我来自科威特。作为对早些时候有关从科威特借款的评论的回应，我可以告诉你，40 年后我们现在以美元贷款，你在科威特总是受欢迎的。(众笑)我的问题是，如果你选择你的合作伙伴与你一起投资大交易，你选择合作伙伴的标准是什么？

巴菲特：是的。我们通常不想与资金类型的合作伙伴做交易。如果我们喜欢一笔交易，我们想拥有它的全部。而且我们通常都有钱来做这一切。所以，在极少数情况下，才会需要一个资金上的伙伴。还有一个问题是关于知识类型的合作伙伴的。在大多数情况下，我们真的不想去做一些我们依赖别人大脑来做交易之类的事情。我们对此有例外，但很少。因此，出于我们的本性，我们希望任何交易都能 100%地有利于我们的股东。如果我们要把时间花在这上面，我们很快就会得到 100%的回报。我们不介意承担 100%的负面影响。我们应该充分理解交易对象，这样我们就不需要合作伙伴了。查理？

芒格：我也没有什么要补充的。

巴菲特：我们有没有达成任何大型合作协议？

芒格：嗯，你和 Leucadia 达成了合作协议，但他们把协议给了你。

巴菲特：的确如此。我们与 Leucadia 达成了非常好的合作协议。他们做的远远超过了他们的份额，但他们给我们带来了协议。所以他们要求我们参与他们的交易。现在，实际上，我们那些拥有不到 100%的一些业务，我们是在与管理层合作。但那是完美的。我的意思是，我们已经有了些很好的经验，我们将继续有很好的经验。但是，你知道，事情就这样发生了。他们和我们的关系是平等的，他们也是所有者。

我们所有的管理者都像所有者一样思考。但在某些情况下，他们也是这些企业的真正所有者。但作为合作伙伴，我们真的没有做过类似的角色。如果 Leucadia 他们来找我，同时我也喜欢这笔交易，那我会和 Leucadia 做另一笔交易。我的意思是，那将会是一次非常好的经历。

26、对商品价格没有看法

股东：下午好！我叫 AriJahja，是纽约巴鲁克学院三年级学生。巴菲特先生，我谨代表投资组合管理俱乐部感谢您邀请我们参加这次精彩的活动。我的问题是，首先，谈到伯克希尔的投资组合，你对大宗商品的投资敞口越来越大，比如通过中石油(PetroChina)投资石油，通过浦项制铁(Posco)投资钢铁，通过你最近购买的铁路股票投资煤炭和农业。所以我的问题是，您对大宗商品的长期看法是什么，它对您对未来世界地缘政治状况的看法有

何影响？谢谢。

巴菲特：是的。我们对大宗商品没有看法。如果我们持有一只石油股票，那是因为我们认为它在这个价格上提供了很多价值，但这并不意味着我们认为油价会上涨。如果我们认为油价在上涨，我们可以买入石油期货，我们实际上做过一次。但我们很少会对任何特定的商品会做什么有任何看法。

拥有浦项制铁，我们只是认为它可能是世界上最好的钢铁公司之一，它有着非凡的记录。我们是以 4-5 倍的市盈率买入的，而且它的资产负债表上没有负债，是成本最低的生产商之一。我是说，这是一家很棒的公司。此外，这是一场对韩元的游戏，我们通过投资以韩元计价的证券，在韩元上赚了 20%。所以我们可能偶尔会从事这类业务。

基本上，我们最喜欢那些需要很少资本的企业，因为它们是唯一有机会获得真正高资本回报的企业。你不能让一家企业每年都有巨额资本支出，最终却获得高回报。只是在这个世界上行不通。但是你可以找到一些真正需要相对最少资本投资的业务。情况就是这样。比如喜诗糖果是一个小例子。它不需要巨额的资本投资，只需要少量资本投资，但这是一项很棒的业务。这是一个小企业，但它是一个美好的企业。相对于规模而言，这是一个非常棒的业务。根据规模进行调整，这是一个比任何钢铁企业或任何石油企业都要好得多的业务。只是它的规模不是很大。我们想要更大的。我们会尽我们所能，正如你们在这里可能已经注意到的。

但我们对参与大宗商品交易的企业没有任何偏见。如果我们有任何偏见，那就是反对。查理？

芒格：是的。总的来说，我们将成为企业投资者，而不是大宗商品投资者。随着时间的推移，这必须更好地发挥作用。

27、《纽约时报》的双重股权结构

股东：下午好。我叫安迪·皮克，来自康涅狄格州韦斯顿。最近报纸上的新闻有：默多克竞购道琼斯，摩根士丹利 Hassan Elmasry 试图推动消除《纽约时报》的双重股权结构。鉴于你们都是双重股权结构和报纸领域的专家，你会给长期受苦的《纽约时报》股东们什么建议？你会给《纽约时报》四面楚歌的 CEO、拥有这家报纸的家族领袖阿瑟·苏兹伯格(Arthur Ochs Sulzberger)什么建议？

2007 年 4 月底，《纽约时报》召开的股东年会上，管理团队面临来自投资者的批评和指责。2005 年开始，公司股票价格从 40 美元/股一路跌落到 20 美元/股，下降幅度超过 40%。最主要的批评者是摩根士丹利投资管理公司，该公司持有 7%《纽约时报》A 类股票，分析师 Hassan Elmasry 提议董事会放弃多年来的“二元股份结构”，自该公司 1969 年上市以来，这一股份结构使得苏兹伯格家族一直保持着对公司的控制权，Hassan Elmasry 甚至还要求将来自苏兹伯格家族董事长兼出版人阿瑟·苏兹贝格的职务分拆，由不同高管出任。摩根士丹利的攻击引起苏

兹贝格家族的强烈回应，该家族最终宣布从摩根士丹利撤出私人投资，而对该家族最有优势的一个因素，就是来自《纽约时报》公司在互联网领域里的骄人业绩。

巴菲特：正如你所说的，我认为《纽约时报》股东的"长期的痛苦"，可能是自身犯了一个错误，我不认为我一定会把报纸业务的灾难归咎于 Sulzberger 家族。我的意思是，我们已经说了很多年，实际上，**我们认为报纸并购中定价过高，因为它们反映的是一种基于后视镜而不是面向未来的估值。**

这很有趣。在伯克希尔，我们有这种 AB 股双层结构。但因为我把一大堆股票转换成了 B，我拥有的 B 和 A 的比例差不多，因为我转换了 6-7 倍数量的 B 股作为礼物。我只有在必要的时候才会去我的保险箱，我不想每年都去兑换股票，所以我很早就兑换了一批股票。现在我拥有这两家公司 30% 的股份。因此，就伯克希尔的投票权而言，它没有任何影响。但报业的困境与投票结构的差异无关，报业经营变得更加艰难了。

如果你仔细想想，让我们回到 15 世纪，假设古腾堡(Johannes Gutenberg 西方活字印刷发明人)没有浪费时间发展活字印刷术和所有这些东西，而是决定成为一名日内交易员或对冲基金操作者，并真正成就一番事业，这样我们就没有印刷术了。但随之而来的是互联网、有线电视，以及其他各种各样的东西。然后今年，古腾堡在他 28 岁的时候，走过来说，我有个绝妙的主意。我们要把树砍倒。我们要把它们拖到很远的地方。然后我们会把它们放进昂贵的新闻纸机里。然后我们会把它们送到有昂贵印刷机的地方。我们整晚都会运行这些东西。然后我们会派送货车在雪地里把这些小纸片送到人们那里，让他们能读到昨天发生的事情。嗯，(如果这种假设发生了)我不认为我们会支持他。现在，事情就这么发生了。

虽然报纸是先出现的，人们的习惯不会马上改变，世界不会立刻翻转。但是实际上，报纸今天的地位仍然反映了这样一个事实，即它们从过去开始就有了惯性和动力。我不管你有多聪明。查理你知道吗，几年前有个家伙来到洛杉矶时报。他要把发行量提高到 150 万份，**而现在《洛杉矶时报》的发行量是 80 万份，而且每周都在下降。**我不知道约瑟夫·普利策(Joseph Pulitzer)或威廉·伦道夫·赫斯特(William Randolph Hearst)或 E.W.斯克里普斯(E.W.Scripps)或任何在他们那个时代是天才的人，也许，在建立报纸发行量方面，能够做很多事情。

事实是，世界已经发生了重大变化。我们曾经一年卖出 30 万套《世界百科全书》。这有一个很好的价值。但你知道，我们现在只卖出了 2.2 万套类似的东西。这并不是因为《世界百科全书》不值它的售价。对于那些可以在互联网上免费获得大量信息的人来说，它根本不值这个价钱。

因此，我认为我不会将《纽约时报》的投资损失归咎于双层结构。那些没有双层结构的公司，比如我们拥有

的《布法罗新闻》，它的收益已经比峰值下降了 40%以上，虽然我们有很好的管理。我们这份报纸的发行量，在全国所有大城市报纸中位居前列。但我们的收入在下降，这是不争的事实。查理？

芒格：是的。他所说的双重结构在本质上是错误的，我要说的是，苏兹伯格家族在上市时就是这样设置的，这是在基本契约中规定的。一旦签订了合同，你一跺脚就可以拿走合同的想法，让我觉得是一种不成熟的想法。

巴菲特：我还要补充一点，Sulzberger 家族从一开始就知道，任何购买《纽约时报》的人都知道，他们不会试图通过削减成本或其他方式，来最大化某一季度的收益或最小化某一季度的衰退。《纽约时报》不是靠这个起家的。它的声誉也许会让它在互联网上有一个体面的未来。你知道，它的发展并不是靠一些商学院教授的管理基础课程实现的。然而，在不同的过程中，我不知道纽约有多少报纸消失了，不管是《先驱论坛报》，还是《太阳报》，还是《世界电讯报》，或者你能想到的，他们有不同的管理方法，他们都半途而废了，而《纽约时报》仍然存在。所以我不确定 10 年后或 15 年后，人们会认为《纽约时报》一定会是很差的。他们在互联网上的地位可能比任何报纸都要高。当然比《费城问询报》和《洛杉矶时报》要好得多。你知道，如果这是一个全国性竞争的话，《洛杉矶时报》要想在网上赚钱会比纽约时报困难得多。所以，我们不妨来看看结果如何。

《纽约时报》和 Sulzberger 家族

1851 年，Henry Jarvis Raymond 与银行家 George Jones 共同创办了《纽约每日时报》。他想要创办一份纯正、议论平和的报纸，来打破当时在纽约盛行的花花绿绿的新闻报道方式，1857 年改名《纽约时报》并成为当时美国杰出的报纸。1869 年，Raymond 去世后，搭档 Jones 接棒，《纽约时报》开始走下坡路。1896 年，《纽约时报》发行量约为 9000 份，负债 30 万且每周亏损 2500 多美元，濒临破产的边缘。身无分文的犹太裔青年 Adolph Simon Ochs 决定破釜沉舟，凭借自身良好的诚信和口才，成功向 JPMorgan 借债 7.5 万美元，收购了濒于破产的《纽约时报》。在接棒后出版的第一期报纸上，Adolph 刊登了他对《纽约时报》的未来期许：公正报道新闻，无所惧，亦无所私，不分党派、地域或任何特殊利益，刊印一切适于刊印的新闻。在当时喧嚣、浮躁却充满活力的纽约，新《纽约时报》无疑是一丝清新的风。Adolph 在新闻上舍得投入巨资，追求新闻的品质胜于利润。通过提升报纸质量，调整版面内容，增加商业报道，将报纸售价从 3 美分降为原来的 1 美分，Adolph 成功增加了报纸的订阅量，塑造了版面清晰、特点鲜明、格调高雅的《纽约时报》。普利策新闻奖的获得中，《纽约时报》总是遥遥领先；在报纸篇幅上，它又有“货色齐全的新闻超级市场”之称。《纽约时报》在阿道夫的经营之下，取得了巨大成就。与其他报社不同，阿道夫将利润再投资，将《纽约时报》精心打造成可信、全面、客观的媒体形象。

1935 年，Adolph 去世之后，女婿阿瑟·苏兹伯格接棒 (Arthur Hays Sulzberger)。在面对经济利益与新闻报道的权衡时，Arthur 坚持了岳父的价值取向，推崇品质胜于利润。二战期间，面对过量的战情新闻，Arthur 大砍广告以弥补新闻版面的不足，读者很快成为忠实粉丝，1950 年代《纽约时报》成为世界上最有影响力的报纸，被称为“新世界的唯一发言人”。1961 年 Arthur 意外中风，之后逐渐隐退。1963 年，儿子 Arthur Ochs Sulzberger 接棒 (小名 Punch)。1971 年，五角大楼报告危机成为了 Punch 个人的里程碑，使其获得普利策公共服务奖。在 Punch 的领导下，《纽约时报》获取了 30 多个普利策奖项，公司年收入从 1963 年的 1000 万美元，增长到 1992 年 17 亿美元，跻身全球最具影响力报纸的行列，成为一家上市媒体集团。

1992 年，Punch 去世，儿子小阿瑟接棒 (Arthur Ochs Sulzberger Jr.)。小阿瑟多多少少有些生不逢时，他不得不面对互联网给报纸业带来的巨大冲击，并尝试逐步由印刷版向网络版转变。1996 年，《纽约时报》公司创办网站 nytimes.com，从此踏上了转型之旅。1999 年《纽约时报》成立了独立核算的数字部门，负责旗下 40 余个网站业务。2011 年正式开始网络版收费。2013 年，美国三大报之一的《华盛顿邮报》以 2.5 亿美元价格出售给了亚马逊。至此，《纽约时报》成为美国唯一仅存的家族大报。2014 年，《纽约时报》网站迎来 7 年来最大改版，推广数

字内容收费产品，尝试新的广告形态，但总体成效不佳。如何在数字化时代活下去，成了《纽约时报》面对的关键问题。

2018 年，小阿瑟儿子 Arthur Gregg Sulzberger 接棒，成为第五代出版人。

28、巴菲特回应对克拉马斯大坝的担忧

股东：我叫温迪·乔治，来自北加州的胡帕印第安人保留地。我在这里和 Yurok 和 Karuk 土著一起生活。我是生活在克拉马斯河沿岸的人。我的族人是河人。我们的整个文化、宗教和生存都围绕着这条河。你们的子公司太平洋公司在我们的河流上拥有水坝。巴菲特先生，我知道你非常关心人性和商业道德。我们也明白，你不能直接控制太平洋公司的业务。然而，你可以做一些事情来帮助我们。因此，我们在此询问您是否愿意与部落代表会面，了解更多有关我们的问题，并探索帮助拯救我们的鲑鱼的方法？

巴菲特：好的。正如我刚才所说，我们最终不会作出决定。它将由 FERC 决定。这就像我们要建一个燃煤发电厂或燃气发电厂或更多的风力发电厂一样。例如，我们在爱荷华州投入了大量的风力发电，但这基本上是由爱荷华州的公用事业委员会决定的，他们希望做出这个决定。顺便说一句，当我们建立起风能发电站时，有时人们会不高兴，因为他们不希望自己涉及输电线路。他们通常很乐意给我们提供安装风力涡轮机的地块，因为他们可以为此得到了很好的回报，但他们不乐意拥有输电线路。任何时候你进入公共事业领域，都会有人对决定感到高兴和不高兴。**没有人希望发电厂建在他们附近，这是这个问题的本质。**世界确实需要电力，它需要更多的电力，而它基本上必须通过监管机构来决定公共政策问题。最后，我们将完全按照联邦能源管制委员会的决定行事，并征得各州委员会的同意。

所有的论点都会呈现在他们面前。正如我所说，我相信总共有 27 个团体。然后他们得到内政部长的意见，等等，还有很多其他的团体。他们会以某种方式就公共政策做出决定，我们会遵循它。我必须说，这也需要很多时间。任何时候，当你遇到一个有 27 种不同观点和不止一个权威的问题时，都会花费大量的时间。在这件事上我的处境很特殊。因为当我们收购太平洋公司时，沃尔特·斯科特和我都签署了宣誓书。作为收购太平洋公司的一部分，俄勒冈州公共事业委员会要求我们提交这些宣誓书。我会读给你们听的。我不想让你觉得我在逃避这件事，但这件事是几年前执行的。它说，“我同意，我将不会直接或间接地对与太平洋公司有关的事务行使任何控制，除非是与太平洋公司有关的部委级性质的事务。我同意，作为中美控股公司和伯克希尔的董事，我将回避在中美控股公司或伯克希尔董事会有关太平洋公司活动或运营事宜上的投票。”这是允许中美能源收购太平洋公司的行政指令的一部分。我还必须说，就俄勒冈委员会和其他五个州而言，我们的申请几乎在创纪录的时间内获得通过，因

为中美能源公司在响应公共事业委员会方面确实有很好的记录，我们将继续响应。但我很欣赏你的观点。谢谢。

29、太平洋公司克拉马斯水电大坝

股东：是的。先生们，谢谢你们给我这个机会问你们一个问题。我的名字是 Ronnie Pellagreen，这是我 14 岁的女儿，Mikayla。我们在这里代表着数百名来自西海岸的海洋、商业、钩钓鲑鱼的渔民和他们的家人。由于克拉马斯河危机，他们只能勉强维持生计。我丈夫是来自加州尤里卡的第四代渔夫。他的家族在过去的 100 年里一直在捕鱼。去年，由于克拉马斯河的危机，我们的商业鲑鱼季节完全停止了。它是由你的子公司 PacifiCorp 拥有的四个较低的水电站大坝造成的。我们个人的收入减少了 95%，我们没有办法弥补这一损失。我们已经动用了我们的储蓄，并被迫获得小企业管理局的灾难贷款，以满足我们的财务需求。我们的女儿们在去年圣诞节无意中听到我和我丈夫的谈话后非常不安，她们来找我们，想把她们银行账户里的钱都给我们。先生们，股东们，我告诉你们这些，是因为你们和股东们可以提供帮助。根据克拉马斯大坝重新许可，这表明大坝拆除对太平洋公司和中美公司具有经济意义。你是一个伟大的商人，建立了一个令人难以置信的帝国。我们肯定可以利用你们的创造力和专业知识来解决这一危机局势，让沿河社区的居民以及我们沿海社区能够延续我们悠久而自豪的传统。我们的居民都在急切地等待我带回你们的回应。我的问题是，你对拆除过时的克拉马斯大坝的立场是什么吗？

巴菲特：是的。我们对此的立场很简单。FERC 和几个监管委员会收到了各种利益集团提出的 27 种不同的建议或立场。有些人喜欢水力发电，因为它不会产生燃煤或燃气发电产生的排放，而水力发电正是大坝的产物。有些人喜欢水电便宜的事实，这个观点背后有几十万消费者支持。而有些人就像你所描述的那样在渔业上受到了伤害。你的公共政策问题不会由太平洋公司决定，而是由 FERC 决定，因为他们代表公众。事实上，内政部长已告知联邦能源管制委员会，这是一个非常棘手的问题。联邦能源管制委员会将举行听证会。他们将听取各方立场。俄勒冈州、犹他州、加州的公共事业委员会可能会听取他们的意见。最后，我们是一家响应公共政策的公用事业公司。公共政策，权衡你的利益和其他人在这件事上的利益，将得出一个决定，而太平洋公司将完全按照他们说的去做。我们对管理我们的人作出回应，正如自 1906 年第一座大坝建成以来人们一直处于这种地位一样。因此，这完全是 FERC 和国家委员会的问题。

30、年度会议即将耗尽

股东：我叫贝蒂·斯图尔特·罗杰斯·杰弗里斯，我住在伊利诺伊州的巴林顿山，距芝加哥西北 35 英里。这是我

第一次参加你们的年会，我要感谢你们两位给了我们这么多时间来回答我们的问题，给了我们这些充满智慧的话语。我还要感谢你们为我们提供了一个美好的周末，包括午餐、早午餐、鸡尾酒会、在 Gorat's 和 Borsheim's 的时光。问题是，当我告诉我的两个成年女儿，我将度过一个如此美妙的周末时，她们都让我承诺明年带她们来。

如果明年有 2.5 万人每人带来两个人，我们在哪里见面？

巴菲特：嗯，如果你知道这个问题的答案，我真的在等着听呢。因为我们今年大约有 2.7 万人，而我们在这里的人数几乎达到了最大。就酒店房间而言，我们已经快达到最大限度了。我想我们在奥马哈将有四家新酒店。在明年之前。但是，你知道，基于增长那是几千人。在某种程度上我们遇到了瓶颈，我还没有想出如何处理这个问题。如果任何人有任何建议，我将感谢听取他们。但我很高兴你在这里过得很愉快。我希望你们在这里都过得很愉快。

股东：谢谢。

巴菲特：我们现在休息十分钟，然后我们将再次开始。谢谢。

正式商务会议开始：

巴菲特：好的。请大家坐好。我们希望在 4 点之前完成，所以我们希望快速完成剩下的业务，我们将继续处理中国石油的问题。让我们看看。我们到了。会议现在开始。我是沃伦·巴菲特，公司董事会主席。欢迎各位出席 2007 年股东年会。我将首先介绍伯克希尔的董事们——我已经介绍过了。今天和我们在一起的还有德勤公司的合伙人。ForrestKrutter 是伯克希尔的秘书。他将对会议过程作书面记录。贝琪·阿米克(BeckiAmick)小姐被任命为本次会议的选举监察员。她将证明在董事选举中所投的票数。本次会议的指定代理人为沃尔特·斯科特(WalterScott)和马克·汉伯格(MarcHamburg)。秘书是否有关于伯克希尔发行在外、有权投票并出席本次会议的股票数量的报告？福雷斯特？

ForrestKrutter：是的，我知道。正如 2007 年 3 月 6 日发送给所有在册股东的本次会议通知所附的委托书所示，截至本次股东大会股权登记日，伯克希尔 A 类流通股数量为 1,113,240 股。每一股份享有一票表决权，12,888,424 股伯克希尔发行在外的 B 类普通股，对会议审议的议案，每一股份享有百分之二点一的表决权。其中 A 类股 955,276 股，B 类股 11,301,274 股，截至 5 月 3 日(周四)，出席本次股东大会的股东均有委托代理人。

巴菲特：谢谢。这一数字代表了法定人数，因此我们将直接举行会议。会议的第一项议程是宣读上次股东大会的会议记录。我认识沃尔特·斯科特先生，他将向会议提出一项动议。

沃尔特·斯科特：我提议取消宣读上次股东大会的会议记录，并批准会议记录。

巴菲特：能再说一遍吗？我想我听到了。该动议已被提出并获得附议。是否有任何评论或问题？我们将以口头表决的方式对这一问题进行表决。所有赞成的人都说“赞成”。

声音：赞成。

巴菲特：反对？动议获得通过。

董事选举：

巴菲特：第一项业务是选举董事。如果出席会议的股东希望撤回先前送交的投票委托书，并希望亲自投票选举董事，则可以这样做。另外，如果任何出席的股东没有提交委托书，但希望亲自投票表决，您也可以这样做。如果你想这样做，请向过道里的会议官员表明自己的身份，我们将向你提供一张选票。希望投票的人请表明自己的身份，以便我们分发选票。我现在请沃尔特·斯科特先生就董事选举向会议提出动议。

巴菲特：我提议沃伦·巴菲特、查理·芒格、霍华德·巴菲特、苏珊·德克尔、威廉·盖茨、大卫·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、唐·基奥、汤姆·墨菲、罗恩·奥尔森和沃尔特·斯科特当选为董事。

巴菲特：能确认吗？（声音：确认）。Warren Buffett、Charles Munger、Howard Buffett Susan Decker、William Gates、David Gottesman、Charlotte Guyman、Don Keough、Thomas Murphy、Ronald Olson、Walter Scott 被选为董事。还有其他提名吗？有没有讨论？提名已准备就绪，有待采取行动。如果有股东亲自投票，他们现在应就董事选举填上选票，并将选票送交选举检查员。请各代理人根据所收到的指示，向选举检查员提交一份有关董事选举的选票。Amick 小姐，当你准备好了，你可以做你的报告了。

Amick：我的报告准备好了。截至上周四傍晚，代表委任表格持有人就收到的代表委任表格投票，每名获提名人投下不少于 1,008,564 票。这一数字远远超过了与所有 A/B 股已发行股份相关的总票数的多数。特拉华州法律规定的精确计票证明，包括投票委托书持有人对本次会议上交付的投票委托书所投的额外票数，以及任何在本次会议上亲自投票的票数，将交给秘书，与本次会议记录放在一起。

巴菲特：谢谢 Amick 小姐。沃伦·巴菲特、查理·芒格、霍华德·巴菲特、苏珊·德克尔、威廉·盖茨、大卫·戈特斯

曼、夏洛特·盖曼、唐纳德·基奥、汤姆·墨菲、罗纳德·奥尔森和沃尔特·斯科特已经当选为董事。

股东提议出售中国石油股份失败

巴菲特：现在，我们将花更多时间关注的下一项业务，是伯克希尔股东朱迪斯·波特提出的建议，他拥有 10 只 B 类股。波特女士在代理声明中提出的动议规定，伯克希尔不得投资任何外国公司或其子公司的证券，这些外国公司或其子公司从事美国总统行政命令禁止美国公司从事的活动。董事已建议股东投票反对该建议。1 区和 7 区的麦克风可供那些希望支持或反对波特小姐的动议的人使用。这些是唯一运行的麦克风区域。我要求你的发言仅限于波特小姐的动议。现在，我们有一些股东想要讨论这个问题，我们将让股东发言。如果最后有足够的时间，我们当然愿意让他们发言半个小时，查理和我可能会在那之后给他们几分钟的回应。但你还有半个小时。不同的股东可以发言。我希望你修改一下你的演讲的长度，控制好时间，以便给其他人一个机会。如果我们有时间在股东发言之后，有其他作为访客出席的人希望发言，我们也会让他们发言。但如果股东们把全部时间都用到快 4 点了，那我们就得在那个时候结束。所以，波特小姐，如果你有空请发言。

朱迪斯·波特：谢谢。巴菲特先生，我的名字是朱迪斯·波特，我是建议伯克希尔出售中石油股份的股东。中石油与苏丹达尔富尔的种族屠杀有牵连。我要感谢你允许我们就这项决议发言。在许多国家，我们不可能这样做，但我们确实很幸运生活在这样一个国家，在那里我们可以表达自己的意见，没有恐惧，也没有相互指责。在我丈夫正式提出决议之前，我想向你解释一下我为什么要提出这个决议。我的家人对种族灭绝并不陌生。1941 年，我的祖父母在纳粹大屠杀中被杀害，我的家庭其他成员也是如此。我永远不会忘记，当我的姑妈从贝尔根-贝尔森集中营释放出来，给他寄来一封信，告诉他他的家人发生了什么事时，我父亲所表达的绝望。这件事深深地影响了他的余生。我从小就相信，种族灭绝永远不会再发生，永远不会。当我的祖父母被谋杀时，世界一片寂静。但种族灭绝仍在继续。在柬埔寨的种族灭绝中，世界保持了沉默。在波斯尼亚的种族灭绝中，直到屠杀后期，世界一直保持沉默。世界在卢旺达可怕的种族灭绝中再次保持沉默。我们要说多少次，“再也不会了？”现在，在达尔富尔发生了 21 世纪的第一次种族灭绝。250 万平民被赶出家园。40 多万人丧生，1600 个村庄被毁。伯克希尔可以通过出售中石油的股权，在结束这场屠杀中发挥作用，我们稍后将对此进行描述。作为商业道德和个人诚信的典范，你对撤资的支持，将向中国和苏丹发出一个信号，即继续这种破坏是要付出代价的，它将引导其他公司追随你的道德行为。种族灭绝从来都不是一项好的投资。我想不出比提出这项决议更能向我的祖父母致敬的了。正如

Elie Wiesel 在诺贝尔和平奖演讲中所说的那样，"我们必须选择一方站队。中立帮助的是压迫者，而不是受害者。沉默鼓励的是折磨者，而不是被折磨者。有时，有时我们必须干预。"我的丈夫现在将提交代理决议。接着是 Jason Miller，他将就中石油和中石油之间的关系发表讲话。来自苏丹的 Abdul Makjid 将讲述正在发生的种族灭绝事件。全国教会理事会秘书长鲍勃·埃德加将结束我们对该决议的讨论。谢谢。

杰拉尔德·波特：谢谢。巴菲特先生。既然你读了决议，我就不重复决议了。不过，我将谈一谈决议。1997 年 11 月 3 日，比尔·克林顿总统发布了第 13067 号行政命令，实施贸易禁运，禁止大多数美国企业在苏丹经营。2006 年 4 月 27 日，乔治·W·布什总统扩大了这项行政命令。虽然美国公司确实不能在苏丹做生意，但美国人可以投资在苏丹做生意的亚洲和欧洲公司。这种投资并不违反这项法律的条文，但肯定违反了法律的精神，并与美国的既定政策背道而驰。我们认为，人们普遍认为，中国石油公司在为种族灭绝提供资金、向苏丹人提供武器、与苏丹军方合作、强迫当地居民流离失所以及以无数其他方式协助杀害数十万达尔富尔人方面发挥了重要作用。中国石油天然气集团是苏丹石油行业最大的外国投资者，喀土穆从中国石油天然气集团的业务中获得的收入中，有整整 70%都给了军方，反过来，军方在达尔富尔实施了种族灭绝。我们今天来到这里，是因为伯克希尔是中国石油天然气集团公司子公司中国石油的主要非中国投资者。巴菲特先生已经声明，你认为我们错了，无论是我们对中国石油与种族灭绝的关联的分析，还是我们认为出售该公司持有的中国石油股份将以任何方式对苏丹的行为产生有利影响。我们不同意这一点。你说中国石油没有在苏丹做生意是正确的。然而，正如你所同意的，其母公司中国石油天然气集团公司是苏丹的主要投资者，来自这种关系的资金帮助提供了种族灭绝的工具。管理层声称，中国石油与中国石油天然气集团公司之间的关系类似于房利美与美国政府之间的关系。这种说法是谬误的。哈佛大学社会责任咨询委员会审查了这两家公司的管理情况。审查的结果令人震惊。两家公司的管理几乎完全重叠。Andrew Leonard 在为 Salon.com 撰写的文章中评论道："当两个实体由完全相同的人管理时，宣称子公司没有能力控制母公司的政策是一种似是而非的混淆。"简言之，中国石油是一个人为产物，唯一的目的是让一些股东与其母公司中国石油天然气集团公司的行动保持距离。在中国，这些公司使用相同的品牌名称和相同的标志。如果你看一枚硬币，两面的图像是不同的，但硬币是一个整体。你不能只花一角钱，也不能只拥有一角的硬币。中国石油和中国石油天然气集团公司也是如此。它们看起来不同，但它们只是同一家公司的两张面孔。两位美国总统明确表示，美国公司在苏丹做生意违反美国的国家利益。美国政府的立场是，对苏丹进行有针对性的经济抵制将

有助于结束达尔富尔的种族灭绝。而美国公司向在苏丹从事业务的外国公司的子公司投资，是对 13067 号行政命令的规避，削弱了美国的制裁。对苏丹的经济制裁过去曾起过作用。例如，塔里斯曼石油公司出售其在苏丹的资产，帮助结束了苏丹的内战。苏丹在联合国的主要保护者是中国政府。中国将主办 2008 年奥运会，对可能针对奥运会的负面宣传非常敏感。为回应 Mia Farrow 和 Steven Spielberg 最近对中国支持苏丹的批评，一名中国高级官员前往苏丹，推动苏丹政府接受联合国维和部队。您和公司被视为道德行为的典范。如果伯克希尔带头撤资，其他公司也会效仿。如果 Mia Farrow 能够促成改变，那么沃伦·巴菲特也能。在南非，没有人撤资带来种族隔离制度的终结。但是，如果我们大家一起行动，我们就有巨大的力量向苏丹政府施加压力，制止杀害无辜人民的行为。在过去 20 年中，从 1989 年 10 月拆除柏林墙开始，我们看到了任何人都无法预料的事件：苏联解体、东欧民主化和南非令人难以置信的过渡。我们学到的是所有的事情都是可能的。我们的社会中有一些重要的问题迫切需要我们的关注。记住希勒尔的话："如果我不为自己，谁为我？如果我只为自己，我是什么？如果不是现在，那是什么时候？"谢谢。我很高兴向大家介绍贾森·米勒。(掌声)

贾森·米勒：我是苏丹撤资特别小组的国家政策主管贾森·米勒，同时也是伯克希尔 B 类股票的持有者。我想重复波特的评论，即中国石油天然气集团公司是苏丹最不负责任和最滥用权力的石油运营商。他们与政府一起参与了强迫流离失所和其他侵犯人权的行为，他们向苏丹提供的 70% 的收入都流入了起诉达尔富尔种族灭绝的军队。但这与中国石油有什么关系？目前，中国石油的董事长是中国石油集团刚刚卸任的总裁。中国石油天然气集团公司总经理是中国石油天然气股份有限公司的总经理，也是该公司董事会的副主席。中国石油的 CFO 就是中国石油集团的 CFO。中国石油监事会主席是中国石油集团的纪检监察负责人。中国石油的 9 名董事中，有 8 人目前或过去与中国石油集团有关联。五名中国石油监事中有四人目前或过去与中国石油集团有联系。中国石油的所有高管目前或以前都与中国石油集团有关联。我们还记录了一系列其他管理违规行为。此外，两者之间的资产转移是流动的，而且往往得到交叉补贴。在中国石油 IPO 之后，它从中国石油天然气集团公司背负了 150 亿美元的债务，这为中国石油天然气集团公司腾出了现金流，用于在苏丹的支出。中国石油 IPO 收入的 10% 进入了中国石油天然气集团公司在苏丹的业务。中国石油集团 50% 的利润来自中国石油分红。2005 年，中国石油为中国石油集团的金融部门提供了 31.5 亿美元的现金，以提供给其他中国石油集团的子公司，比如在苏丹的子公司。中国石油 64% 的资产由中国石油股票代表。如果这不是管理重叠和同一实体的两种表现，我希望人们能找到一种更重叠的。因

此，由于达尔富尔暴行的巨大规模，中国石油和中国石油集团之间哪怕有一点类似的重叠，以及那里缺乏强有力的公司治理结构，都表明伯克希尔与中国石油的合作是调查这些联系及其对达尔富尔种族灭绝的潜在影响的最低要求。我还想很快地提一下伯克希尔被问到的一个重要问题，那就是下一步是什么？如果我们与中国石油合作，问他们这些问题，会发生什么？我们与之互动的所有外交政策专家以及在苏丹工作的国际组织一致同意的答案是，中国将改变其在苏丹的行为。作为一项能源政策，苏丹对中国太重要了，中国不会放弃这些资产。因此，我们已经看到中国的行为发生了变化。从伯克希尔手中接过领导权，将是继 Mia Farrow 和 Steven Spielberg 之后的又一位，这可能有助于推动结束种族灭绝所必需的重大变革。(掌声)

我现在要介绍一位来自得梅因的达尔富尔人，他想要发言——

巴菲特：他是不是股东？我想确保所有的股东都有一个——

杰拉尔德·波特：他拥有埃塔和詹姆斯·弗兰德的代理权，他们是股东——

巴菲特：我只是想确认一下。7 号区域还有没有其他股东也想谈？我想确保所有的时间都不会被占用。

股东：我们不会占用所有的时间。

巴菲特：好的。那很好。我只是想确保股东们有机会发言。

股东：下午好，感谢你们邀请我就达尔富尔问题发言。我的名字是 Abdamide Jusef，我今天是作为 Etta、Freta 和 James Friend 的代理人发言的，他们持有四股 B 类股票。我来自西达尔富尔，我的父母仍然住在达尔富尔。2002 年 9 月，我从苏丹逃到埃及，因为在达尔富尔发表言论而被喀土穆的苏丹大学开除。我们被拘留了几个星期，每天都在身体和心理上遭受虐待，直到他们释放我们，告诉我们不允许我们去任何大学，我们必须远离学生协会任何活动。我在美国获得了难民身份，2005 年 3 月，我搬到了爱荷华州的得梅因。2007 年 1 月 8 日，金戈威德民兵在达尔富尔袭击了我家。来自金戈威德的四名阿拉伯男子在清晨袭击了我们的家。当时，我家来了一位客人。金戈威德民兵没有理会他。当金戈威德民兵发现有人跑去寻求帮助时，他们离开了我的家人，但他们向他们保证他们会回来。即使我的家人没有受伤，我的邻居和他的一家五口都被金戈威德民兵杀害了。金戈威德民兵还带走了他们的马，这些活动在我的城镇持续了一段时间。我的社区里的每个人或某个人都被谋杀了，有没有人被金戈威德民兵谋杀和袭击。我妈妈告诉我，每个人每天醒来，做的第一件事就是检查邻居和亲戚，看他们是否还活着，我也是。金戈威德民兵正在偷走我的城镇。现在他们成了杀人和强奸的团伙。每个家庭都受到影响，没

有人能阻止他们。尽管我在美国这里，生活在安全与和平之中，但我仍然担心我在达尔富尔的家人。请尽力帮助我的家人和所有在达尔富尔的人。我需要你的帮助。如果你做了简单的事情，比如告诉你的朋友达尔富尔的种族灭绝，或者加入一个组织，或者与你的国会议员交谈或写信，或者不投资任何帮助达尔富尔种族灭绝的公司。请巴菲特先生和伯克希尔的股东们参与进来，为达尔富尔的儿童、妇女和我们所有人带来希望与和平。无论你来阻止达尔富尔的种族灭绝，都是在拯救人类的生命。感谢大家的聆听，现在我想介绍一下鲍勃·埃德加，他是教会全国理事会的秘书长。谢谢。

鲍勃·埃德加：在我们结束时，我是鲍勃·埃德加，全国教会理事会秘书长和前美国国会议员。我是来支持这项决议的，也是多丽丝·格鲁克的代理人，她持有公司十股 B 类股票。1968 年 2 月，我有幸在马丁·路德·金博士遇刺前五周与他会面。后来，作为一名国会议员，我在暗杀特别委员会工作，调查了金博士和约翰·F·肯尼迪的死因。我今天来到这里是为了纪念金博士的梦想。他说："我们的生活开始和结束的一天，我们已经成为沉默的事情的重要性。我们不会沉默。"今天，我在这里代表数百万忠诚的美国人——基督徒、犹太人、穆斯林和其他人——站起来对这场种族灭绝说不。就在 11、12 或 13 年前，卢旺达在 90 天内有 80 万人被杀害，而我们却保持沉默。我们将不再沉默。巴菲特先生，今天早上你说了一件伟大的事情，我引用你的原话，"当一个政府利用其公民的弱点而不是保护他们时，我认为这是应受谴责的。"我完全同意。你说的是赌博。我们敦促你们以同样的方式看待种族灭绝。在反对该决议的文件上，你说："支持中国政府撤资的人应该问一个经济学上最重要的问题，'然后呢？'"我们准备回答这个问题，"然后呢？然后呢？"然后世界将最终关注达尔富尔的种族灭绝问题。那么全世界很多公司的国际投资者都会遵循伯克希尔领导的道德行为，道德领导，呼吁世界各国政府停止种族灭绝。"然后呢？"孩子们将得到拯救，妇女不会被强奸，父亲不会被杀害，我们将在这个人类大家庭中找到彼此关爱的方式。耶稣说："我们应该像爱自己一样爱我们的邻居。"我想他的意思是，"我们应该尽一切可能阻止那些邻居被杀害。"这只是我们可以遵循耶稣的话的一种方式。最后，前教皇约翰·保罗说，"我梦想的世界是，没有人会如此贫穷，他们没有东西可以给予，也没有人会如此富有，他们没有东西可以得到。"我敦促支持这项决议。(掌声)

巴菲特：在我们做出回应之前，还有其他股东想要谈谈吗？

股东：巴菲特先生，我叫阿伦·弗兰克。感谢您听取我们对这一问题的看法。我来自乔治亚州的亚特兰大。除了作为伯克希尔的股东，我还独立持有中国石油的股票。而这个问题是我多年来一直在挣扎的，在是否撤资的问

题上。我个人所做的是把我从中国石油获得的红利交给在达尔富尔提供帮助的组织，但这主要是象征性的。我清楚的是，如果我有机会以一种有意义的方式参与中国石油的管理，就像我今天在这里与你们一起所做的那样，我将被迫这样做。作为伯克希尔的所有者，我们有一个独特的机会与中国石油的管理层进行接触，不仅中国石油的管理层会听到，中国石油集团、中国和国际社会也会听到，因为你们的立场。这是一个独特的机会，这是一个非常重要的事情。我认为我们有道德义务这样做。谢谢你的聆听。

巴菲特：好的。谢谢。(掌声)

巴菲特：有没有人——

股东：我是来自马萨诸塞州列克星敦市的比尔·罗森菲尔德。在你的网络公告中，你声称子公司不能控制母公司的行动，所以对中国石油的行动不会对中国石油集团产生任何影响。假设数百万美国人因为伯克希尔的一项政策而抵制 GEICO 保险或其他伯克希尔。即使你的子公司在伯克希尔的管理中没有发言权，这难道不会让你重新考虑这项政策吗？针对中国石油影响中国石油集团与这种情况有何不同？(掌声)

巴菲特：嗯，实际上我会说这是相当不同的。马克，你可能会贴出一张图表——

马克·汉伯格：好了。

巴菲特：好的。威斯科没有控制伯克希尔哈撒韦公司。我们可以拥有所有的伯克希尔，我们可以在管理和一切方面有很多重叠。伯克希尔控股威斯科。如果威斯科的一位股东向威斯科的管理层抱怨(类似于中国石油)，比如说，伯克希尔收购了伊斯卡或其他任何活动或我个人做的任何事情，他们都没有能力控制我。如果有人向伯克希尔投诉威斯科发生的事情，我们肯定会采取行动。重叠毫无意义。我的意思是，显然中国政府控制着中国石油。他们拥有 88% 的股票。我们控制着 MiTek，我们拥有 90% 的股份。我们控制了威斯科。我们拥有 80% 的股票。我们可以告诉 MiTek 该怎么做。我们可以告诉威斯科该怎么做。但 MiTek 和威斯科无法告诉伯克希尔该做什么。我认为在这一点上存在着根本性的误解。中国政府控制着中国最大的 33 家公有企业中的 20-32 家。而中国政府实际上掌管着所有这些公司。中国政府与苏丹做生意。中国石油没有。中国石油绝不会告诉中国政府该做什么。我们已经在很多方面看到了这方面的证据。所以在我看来这是倒退。如果中国石油遵循的是中国政府不同意的政策，相信我，很快就会有变化。我们对达尔富尔正在发生的事情没有任何分歧。有两个问题。一个是中国石油对中国政府的影响。其次，如果我们不同意中国政府的做法，我们是否应该出售中国石油的股票？这里的人，他们

拥有伯克希尔的股票，显然已经做出了选择，即使他们不同意我们的政策，他们仍会继续作为股东。我完全同意他们的观点。反过来，我们选择继续持有中国石油的股份，因为我们对中国石油的做法没有异议。如果有分歧，那可能是与中国政府的所作所为有关。现在，就中国政府正在做的事情而言，你知道，我们听到了中国撤资的说法。如果中国人明天离开苏丹，苏丹将生产 40 万桶石油，与中国在苏丹投资的资金相比，这是相当大的一部分。你不能带走资产。你不能拿走炼油厂。你不能拿走管道。你不能把油从里面拿出来。他们可以出售自己的权益。他们可以把它卖给在苏丹做生意的其他人。他们可以把它卖给苏丹政府。但是，相信我，他们可能会卖得很便宜。苏丹政府将会得到一笔资金，或者苏丹政府很可能会重新谈判条款，如果他们允许第三方购买的话。相信我，你知道，假设他们可能影响移交——他们会处于某种地位，我认为，如果中国明天说，“我们将从我们在苏丹的活动中出售我们的利益，”他们对真正会发生什么缺乏了解。他们将不得不卖掉它们，或者他们将不得不放弃它们。而且，就像我说的，我认为如果苏丹政府在这个问题上有一个不太体面的顾问，他们的财政状况可能会比现在更好。我可能会提到另一件有趣的事情。我们从中国购买的商品比我们卖给他们的多大约 2500 亿美元，而我们给他们一些小纸片作为交换。我们对他们说，“我们想要你们的商品，你们应该努力工作，把你们的商品寄给我们，我们会把这些叫做美元的小纸片寄给你们。”两年前，中国想用一些美元来收购一家名为优尼科 Unocal 的公司。优尼科是一个美国公司。他们生产的大部分石油和天然气来自美国以外的地方，相当大部分来自泰国、印度尼西亚等地。中国人想要收购这家公司，美国众议院以 395 票对 18 票向布什总统传达了这样的信息：出售这家公司将违背国家利益，正如我所说的，这家公司在美国的石油和天然气产量很少。大部分是从世界其他地方得到的。因此，实际上，我们在对中国人很重要的事情上大大冷落了他们：能源。我可能会提到，我们从世界各国进口的能源可能是中国的四倍，尽管他们的人口是中国的四倍。所以，从某种意义上说，我们在几年前就告诉中国人，“不要想着去收购那些在国外有相当数量生产的美国小公司来满足你们的能源需求。”我认为这在某种程度上是可以理解的，中国人正在世界各地寻找能源，就像我们在上个世纪一样。他们正从苏丹购买大量石油。他们把钱放在那里，然后他们要买 40 万桶，他们不是每天从苏丹拿走整个 40 万桶，但他们拿走了大量的石油。他们将在世界市场上购买石油。石油将会被生产出来。收入将流向苏丹。问题是苏丹人自己保留了多少，而中国人得到了多少，因为他们进行了投资。因此，我认为伯克希尔试图告诉中国政府如何开展业务没有任何效果。我百分之百地同意这样一个事实，即苏丹正在发生的情况不应该发生，世界其他地区也有同样的情况可能存在，尽管程度不

同。但我认为我们出售中国石油的股份是不合适的。他们总会被卖给别人。我想议案的提出者可能希望股票价格下跌。但我们不卖股票，你知道，基本上是试图把它们的价格压低。如果中国石油涨得足够多，我们可能会卖掉它，但我们不会为了压低价格而卖掉它，因为这样做只会给买中国石油股票的其他人便宜。这根本不会改变他们可获得的资金。其中一位发言者提到了从中国石油到其母公司的资金数额。嗯，威斯科的资金从我们的子公司流入伯克希尔。你知道，这就是拥有子公司主要所有权的本质，你从 Mitek 获得资金，你从内布拉斯加家具市场获得资金，我们拥有 80%。但至少在我看来，这与以下事实毫无关系：在苏丹有合作伙伴政策的是中国，而它根本不是中国石油。卖掉我们的股票不会改变什么。如果我们有任何沟通，作为一个实际的问题，沟通应该是与中国政府。事实上，这里的人们有机会，因为我们有很多媒体在这里，他们有机会向中国政府表达他们的观点。相信我，除非向中国政府表达意见，否则向中国石油表达意见毫无意义。我的意思是，中国石油是由中国政府控制的，如果你是中国石油的职员，你不会告诉中国政府该做什么。他们会告诉你该怎么做。查理？

芒格：问题还在于，中国是一个迅速崛起的核大国，谁应该决定联邦政府或者说美国人应该如何对中国作出反应？让政策通过美国政府而不是由不同公民自发行动，这有很多值得讨论的地方。现在，我还想指出的是，世界上有很多错误，有很多残酷的事情一直存在，很多土地上生产了很多石油，也有很多残酷的事情。没有人赞成虐待，但你能解决的问题是有限的。所以我非常怀疑伯克希尔是否应该成为美国对中国政策制定的工具。（掌声）

巴菲特：是的。查理和我有我们自己的观点，例如，关于生育自由，但我们没有伯克希尔的生育自由政策，我们也没有从伯克希尔的资金——我们股东的资金中融资。我们不资助任何与我们个人信仰有关的活动，尽管我们可能，很明显，我们自己资助他们，或者自己为他们说话，但我们没有用伯克希尔的资金，只是因为我们相信女性应该有选择的权利或诸如此类的问题。

芒格：我认为理性的头脑可以在这些问题上持不同意见。在伯克希尔，我们不会单独购买和控制所有类型的企业，但我们愿意持有相同企业的股票。这是正确的道德底线吗？我也不知道。我们尽力而为，我们做出决定，我们做出呼吁。

巴菲特：我真的很想知道，当优尼科的问题在这里得到解决的时候，我们给了中国人很多美元来换取他们的商品，他们给了优尼科的股东们一个非常体面的出价，182 亿美元。他们希望在全球范围内购买更多的石油和天然气产品。美国国会压倒性地表示，这是一件可怕的事情，我们希望美国反对，我们希望以更少的钱把它卖给雪

佛龙。我真的不记得有多少人发言支持中国有权在这里收购石油公司，就像我们几十年来在世界各地收购石油公司一样。因此，就他们可能感到自己在这方面与世界其他地区有些疏远而言，我认为我们实际上贡献了我们的一份力量。查理？

芒格：生活的复杂性中的另一件事，在大屠杀中失去家人的女人，我们通过加入进行种族灭绝的乔·斯大林而痛击了那些犯下种族灭绝罪行的人。这些问题很复杂。

巴菲特：好的。如果有任何股东想亲自投票表决这件事，或者改变他们的代理人，我们有监督员。只要你举手。如果没有这些，Amick 小姐，你准备好做你的报告了吗？

Amick：我的报告准备好了。截至上周四晚，股东投票结果为 15740 票赞成议案，830,598 票反对议案。由于反对该议案的票数超过与所有流通在外的 A/B 股相关的票数的过半数，该议案已失败。特拉华州法律要求的准确计票证明将交给秘书，并与会议记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amick 女士。这个提议失败了。

在我们休会之前，还有谁还有其他事情要做吗？如果没有，我同意斯科特先生在会议前提出动议。

沃尔特·斯科特：我提议休会。

巴菲特：还有异议吗？(倒数声) 所有赞成的人说"同意"。反对者说"不"。(声音：赞成)。会议休会。

记录的神话

许多公开报告其持有的 CDO 和 CMO 的精确市值的机构实际上是在虚报。它们是按模型计价，而不是按市场计价。此外，近期大部分抵押债务市场的崩溃，已将这一过程转变为按神话计价。

由于这些机构中的许多杠杆率很高的机构，"模型"与"市场"之间的差异可能会给股东权益带来巨大的冲击。事实上，对于少数机构来说，估值的差异就是所谓的健康稳健与破产之间的差别。对这些机构来说，确定市场价值并不困难：它们只需出售所持大额头寸的 5%。这种出售将确定一个真实的价值，尽管这个价值无疑仍然高于 100%的超大规模且极差流动性的持仓所能实现的价值。

在某种程度上，我同情那些不愿面对现实的机构。我宁愿用"模型"记录体重，而不是"市场"。

沃伦·巴菲特

巴菲特：查理罗斯专访 2007

2007 年 5 月 10 日

<https://charlirose.com/videos/19608>

查理罗斯：沃伦·巴菲特是伯克希尔哈撒韦公司的董事长兼 CEO。伯克希尔是一家非常成功的公司，刚刚经历了史上最成功的年份之一。沃伦·巴菲特担任 CEO 已有 42 年，他或许已成为全球最受敬仰的投资者。我们在 2004 年开启了一系列对话，此后对话一直在延续。期间，我们谈论过他的公司、他的人生、他向比尔·梅琳达·盖茨基金会做出的巨额慈善捐赠，还有他对世界的看法。

查理·罗斯：感谢您再次来到节目对话。我们从 2004 年开始这些对话，之后在 2005 年、2006 年也有交流，现在是 2007 年。希望这样的对话能持续很长时间。

沃伦·巴菲特：我也希望如此，查理。

罗斯：自我们上次交谈以来，这一年意义非凡。去年 8 月，您做出了史上最大规模的慈善捐赠，这我们之前也讨论过。此外，您与优秀的伴侣阿斯特丽德·门克斯 Astrid Menks 喜结连理。再者，2006 年对您和伯克希尔而言，都是极为出色的一年。但最重要的是，您一直在做并且还将继续做自己最喜欢的事，那就是管理伯克希尔。

巴菲特：这是人生中最大的幸事。想想看，做着自己热爱的事还能获得报酬，每天都过得很开心，身边围绕着自己爱的人，做着自己喜欢做的事，没有比这更美好的了。

罗斯：2006 年是辉煌的一年，跟我讲讲吧。

巴菲特：确实是不错的一年。我们完成了一些不错的收购。公司的管理层都很给力，而且一切顺利。我觉得这么说最为恰当。

罗斯：2006 年对伯克希尔来说，是增长幅度最大的一年。除了埃克森(Exxon 主要靠分红)，以及一些靠收购实现增长的公司，伯克希尔的净值增长幅度在美国商业史上名列前茅。

巴菲特：没错，也有其他公司盈利更多，但它们把利润都分配出去了。就实际的净值增长金额而言，我想我们去年创下了纪录。

罗斯：人们愿意花大价钱与您共进午餐。

巴菲特：前提是我别太频繁地出售这个机会。

罗斯：没错，这就是供求关系。那么，您经历过的最贵的午餐是多少钱？

巴菲特：嗯，我一会儿离开这里就要去赴一场午餐约会，有位先生为此支付了 61 万美元。Samantha Wolinsky 还另外支付了 1 万美元来安排这次午餐，所以慈善机构能收到 62 万美元。**这位先生是美籍华人(段永**

平)，已经入了美国国籍。这次他会带着妻子，还有另外 7 个人一起来(OPPO 陈明永，VIVO 沈炜，PDD 黄峥)。

他妻子非常有才华。我们会聊他们感兴趣的任何话题。到目前为止，每一次这样的午餐我都很享受。

罗斯：您举办过多少次这样的午餐了？

巴菲特：我猜大概 10 次左右吧。自从我们在 eBay 上拍卖这个机会后，价格真的大幅上涨。这位先生很有意思，他之前因为觉得自己英语不够好，所以没敢太早出价。但去年，他觉得自己英语水平可以了，就出价 61 万美元。他给 eBay 设置的出价上限是 65 万美元，打算一直加价，直到最后一秒超过其他竞拍者。在这个过程中，我结识了很多有趣的人，自己也收获颇丰。

罗斯：我敢打赌，他们不会问您具体该投资哪只股票，因为您肯定不会说。他们更多的是希望您分享一下对某些事的看法，比如年轻人对什么感兴趣。

巴菲特：是的。我曾与一对年轻夫妇见面，那位先生是非常成功的投资经理，他并不需要知道如何赚钱，但他想聊聊如何养育孩子。因为他很有钱，所以面临很多相关问题。无论他们想聊什么，我都没问题。这些午餐有时能持续长达 3 个小时，只要他们想聊，我就会一直陪着。

罗斯：随着公司规模不断扩大，规模大带来的风险是什么？有哪些弊端和优势呢？

巴菲特：规模是业绩的制约因素。管理 1000 亿或 2000 亿美元的公司，和管理 1 亿或 100 万美元的公司，方式截然不同。所以规模会影响业绩。当我管理几十万美元资金的时候，整个世界都是我的投资范围。随便一个想法，涉及成千上万的公司，只要是好点子，就能影响我们的净值。但现在，这个范围不断缩小，因为就算我们用 1 亿美元做出了聪明的投资，赚了 1 亿美元，扣除税后是 6500 万美元，和 1600 亿美元的公司净值相比，这点收益微不足道。所以我必须关注大型公司，这意味着可供选择的公司相对较少。也就是说，很多在管理 100 万或 1000 万美元资金时可行的投资，现在已经不合适了。

罗斯：现在的重点是收购，而不是持有股权吗？

巴菲特：没错。我们现在拥有 73 家企业，业务涵盖从 DQ 冰淇淋店、汉堡熟食店，到 NetJet 的 737 飞机租赁业务等各个领域。我们涉足的领域很广泛，但我还想拓展更多。我希望 73 这个数字能变得更大。我也喜欢投资股票，在一定程度上，我了解这个游戏规则。但伯克希尔的真正目标，是通过优秀的管理者运营企业，不断提升盈利能力。这意味着我什么都不用做，只需坐在办公室里，弹弹尤克里里之类的。

罗斯：可不止这么简单吧。

巴菲特：嗯，但事实就是，如果拥有一家好企业，它就像一份源源不断带来收益的礼物。随着时间推移，它会越来越好。和在股市中频繁换股不同，如果我们现有的 73 家企业在未来 10 年仅凭自身就能大幅盈利，在此基础上，我们还会收购更多企业。我喜欢做这件事，也喜欢和我们合作的管理者，这非常有趣。

罗斯：您对一些公司的投资有进有出，沃尔玛就是其中之一。

巴菲特：是的。我们时不时会卖出股票。实际上，我犯过一个严重的错误，90 年代中期我就打算买入大量沃尔玛股票。如果当时买了，我们可能会赚 80 亿或 90 亿美元。但后来股价稍微上涨，我就犹豫不决，结果把潜在的巨额利润变成了微薄的收益。不过这是我们不太愿意提及的事情之一。

罗斯：这可是 100 亿美元的失误。但您又重新投资沃尔玛了。

巴菲特：是一个 100 亿美元的失误。我们持有沃尔玛的股份不多，但确实持有一些。

罗斯：我记得《华尔街日报》或其他什么地方报道过，说您正在考虑一项重大收购。显然，您不会告诉我具体内容。这是真的吗？

巴菲特：是真的，但成功的可能性总是很小。有很多公司希望能并入伯克希尔，但从市场可行性和对伯克希尔股东负责的角度来看，很多交易都无法达成。有很多人想加入我们，但目前的价格和收购竞争态势，让成功完成任何一笔收购的可能性都很低。不过，这就像不断尝试去追求很多女孩，最终总会有一个答应你。

罗斯：就您拥有的资源而言，支付能力不是问题。

巴菲特：没错。大家都知道我们的支票肯定能兑现，我们有能力进行大规模交易。我们签订的合同里，从来没有“以获得融资为前提”这样的条款。我们资金充足，所以只要我和别人握手达成协议，那就是板上钉钉的事。

罗斯：每周有多少人给您发邮件，说“巴菲特先生，我想把我的公司卖给您”？

巴菲特：没多少，查理。因为我在年报里列出了我们的收购标准，其中一条是公司每年的税前利润要达到 7500 万美元或以上。我试图筛选一下，我告诉大家，我们在寻找的是“圣伯纳犬”，而不是“吉娃娃”。即便如此，我还是会收到一些“吉娃娃”的收购提议。人们总是忍不住说，我这有个很棒的小公司，也许他们说的是真的。但我没办法把精力放在这上面。所以明确列出收购标准后，这类提议的数量就减少了。

罗斯：您很喜欢报业，您欣赏经营《布法罗新闻报》的人。

巴菲特：我热爱报业。如果我不能做现在的工作，我很想从事新闻行业。

罗斯：您曾说过，除非报业成为难以承受的资金黑洞，我们知道这个行业不会再像以前那么景气，但我们还是会保留它。

巴菲特：没错。我在年报的附录里写过，**只有两种情况下我们才会出售一家企业：一是它会成为无休止的资金消耗源；二是遇到无法解决的劳工问题。**如果没有这两个问题，即使我们预见到某个企业的未来发展不佳，或者有人出两倍的价格收购我们经营状况不错的企业，我们也不会感兴趣。

罗斯：您收购企业的时候就会一直持有。

巴菲特：收购了就会长期持有，这是一辈子的事。但商学院可不是这么教的。**在商学院，他们会说如果有人出价 3 倍收购你价值 1 倍的企业，你就应该卖掉。**他们还会讲企业投资组合，**但我们的企业可不是投资组合。**

罗斯：确实。这些是您拥有的企业，您是以所有者的心态去对待它们。

巴菲特：**人们选择和我合作，是信任我们会好好对待他们毕生心血建立起来的事业，他们希望为企业找到一个好归宿。我们不会因为有人出价高一点，就改变这种承诺。**

罗斯：这和一些私募股权公司的做法截然不同。他们买卖资产。

巴菲特：是的，我们之间的业务模式不同。**他们有所谓的退出策略，而我们只有进入策略，没有退出策略。**

罗斯：如今有很多关于收购的讨论，比如 Sam Zell 花了大价钱收购 Tribune 公司，后来又卖给了黑石集团。

巴菲特：没错，从他的角度来看，这是一笔非常明智的交易。但 Tribune 公司未来发展就是另一回事了。不过从税务和以小博大的角度来看，这笔交易的架构设计得非常精妙。但 Tribune 后续的经营管理还是个问题。

罗斯：而且我们都知道，报业在走下坡路。就像您说的，人们收购报纸是因为它能带来影响力。拥有一家报纸会让你变得重要。

巴菲特：这是个艰难的行业。但如果你在我住的奥马哈拥有《奥马哈世界先驱报》，或者在内布拉斯加州弗里蒙特拥有《弗里蒙特论坛报》，你会自然而然地成为当地非常重要的人物，甚至可能是最重要的。你会立刻获得重要地位、声望，这些是金钱不一定能带来的。这就好比拥有一支体育队，影响力加倍。如果你拥有纽约洋基队，在纽约你就会很有影响力。但如果你拥有《纽约时报》或者《华尔街日报》，那你的影响力会更大。

从赋予所有者影响力的重要性来看，WSJ《华尔街日报》是全球第二重要的资产。

罗斯：确实如此。第一是《纽约时报》。

您怎么看待 Rupert Murdoch 收购《华尔街日报》这件事？是因为他热爱报业吗？还是因为品牌影响力？

巴菲特：嗯，我一点也不惊讶。他热爱报业。而且在互联网时代，《华尔街日报》和《纽约时报》的未来，可能与普通的都市日报有所不同。另外还有它们的全国性影响力。很多年前，总编 Bernard Kilgore 提出了一个很棒的理念。当时《华尔街日报》的发行量大概只有 2 万多份。他有个想法，其他报纸都是以城市来界定受众范围，比如奥马哈的报纸服务于奥马哈，费城的报纸服务于费城。但他设想打造一个不受地理限制，而是由共同兴趣定义的“城市”。于是他创造了一个新的“城市”，从地理位置上看是全国性的，但这个“城市”里的人有共同的兴趣。他创办《华尔街日报》就是为了服务这个“城市”。这个“城市”受众优质，各方面条件都很好。这是个非常棒的想法，而且执行得也很好。所以《华尔街日报》，还有现在的《纽约时报》，都超越了特定的地理区域。在互联网时代，这种全国性报纸可能比奥马哈、布法罗、费城或迈阿密等地的地方性报纸更具优势。

（1941 年 Bernard Kilgore 被任命为《华尔街日报》总编辑，1945 年成为 CEO，在 WSJ 领导岗位上度过了 25 年的职业生涯。Kilgore 是 WSJ 标志性的头版设计的设计者，其中包括《What's News》摘要，以及其全国分发策略，使该报的发行量从 1941 年的 3.3 万份增加到 1967 年离任时的 1100 万份。）

罗斯：您担任董事的《华盛顿邮报》就没有做到这一点。

巴菲特：嗯，《华盛顿邮报》还是以地方报纸为主，发行量主要集中在华盛顿地区。不过它的网站影响力已经超出了华盛顿。问题在于能否通过网站盈利，也就是经济账是否划算。《奥马哈世界先驱报》能盈利，是因为没有竞争对手。但现在它赚的钱比以前少，未来可能还会更少，因为出现了新的竞争形式。但就本地直接竞争而言，它没有直接竞争对手。在互联网上，我可以轻松点击浏览《洛杉矶时报》《纽约时报》《华尔街日报》《布法罗新闻报》等各种报纸，不需要费什么力气。我可不想每天去家门口收集世界各地的 8 份报纸，然后再慢慢挑选。

以前报业盈利状况很好，是因为在大多数情况下，它们处于垄断地位。但现在这种垄断优势在减弱，而且科技发展日新月异。现在有一代人，他们不像我们小时候那样，每天都离不开报纸。

罗斯：如果您是 Bancroft 班克罗夫特家族的成员，您会出售《华尔街日报》吗？

巴菲特：这是他们需要做的决定。这很有意思，因为从某种意义上说，几乎所有企业最终本质上都是普通的商业实体(终将衰亡)，就像卖柠檬水的小摊。企业的价值在于未来能产生的现金流。但对于体育队、电影制片厂，尤其是像报纸这样的行业，其价值不仅包括未来产生的现金流，还包括它带来的影响力。所以是 A 盈利能力+B 影响力，《华尔街日报》的 B 因素占比很大。从某种程度上说，Bancroft 家族并没有真正获得这种影响力带来的价

值。他们可能有一些内在的成就感，但大家都知道拥有洋基队的老板 George Steinbrenner，却不一定知道 Bancroft 家族的成员。所以他们拥有的这份资产，不只是对默多克，还有对其他人来说，都非常有价值，这个 B 因素包括影响力、权力等等，随便你怎么称呼它。他们可以选择出售，但自己却无法真正获得其全部价值。

不过，他们有家族传承，这份产业是父母或祖辈传下来的。他们认为这是一项非常重要的家族资产，因此，不能仅仅因为价格高低就轻易出售。但 Bancroft 家族有 35 人左右，这么多人聚在一起，很难达成一致意见。有一些人已经改变了想法。问题是是否会有更多人改变，目前我们还不知道答案。

罗斯：要是你是个赌徒，你会和鲁伯特·默多克对赌吗？

巴菲特：到目前为止，和他对赌的人可没怎么赢过钱。

罗斯：他倒是靠自己的决策赚了不少钱。

巴菲特：没错，他一开始就是个非常聪明的人，而且他对媒体的了解，几乎无人能及。我记得 1974 年，他刚买下《纽约邮报》后，就来到 Kay Graham 的公寓。那时他来美国还没多久，却能同时谈论报纸和电视在商业和编辑方面的事务。我都不确定他当时来美国有没有六个月，但他对这些的了解，比我认识的业内大多数人都要深刻。他对行业的两面都了如指掌，既是出版商又是编辑，或者说既是老板又是编辑，这就是他的专长领域。

罗斯：你有没有那么一瞬间也考虑过这件事，毕竟 50 亿美元在你的资本规模里不算特别多……

巴菲特：我们的支票能轻松支付这笔钱。如果有个“好机会”摆在面前，查理，你肯定会想一想。

罗斯：不止一瞬间，对吧？丘吉尔说过，我看着菜单并不意味着我就要点菜。

巴菲特：我就知道你会这么说。话虽是这么说，但我得说，全世界有相当一部分人，不只是美国人，但主要是美国人，那些有大量财富的人都会考虑这件事。我觉得在这种情况下，出现其他竞争者并非完全不可能。我不是在预测什么，但这样的机会可不常见。

要是纽约洋基队要出售，你觉得会只有一个人考虑收购吗？肯定不是。会有很多人或团体考虑组建收购财团之类的。这就好比一幅稀世名画摆在一群艺术收藏家面前，只不过这件事的影响力要大得多。因为世界上著名的画作有很多，但《纽约时报》和《华尔街日报》这两个资产，未来可不会再出现了。

罗斯：听起来你还在考虑这件事。

巴菲特：嗯，就算没别的，这也算是一场值得关注的“赛事”。

罗斯：在我听来，这就像是一幅你喜欢的著名且美丽的画作，而且它处于你所熟悉的金融领域。毕竟金融类报纸以及提供金融信息的金融服务公司，一直以来都是最成功的。

巴菲特：没错，确实是这样。回顾过去，这真的很有意思。如果回到 35 年前，几乎没人能想到金融信息领域会有如此爆发式的发展。现在人们对金融信息的关注度，和 30 年前相比，增长速度远远超过体育、政治等其他领域，简直是呈爆炸式增长。而且金融信息是可以收费的。

1970 年的时候，道琼斯公司在这个领域占据主导地位，不仅有《华尔街日报》，还有道琼斯新闻专线 Dow Jones news ticker。1977 年我走进传媒大鳄 Walter Annenberg 沃尔特·安纳伯格的家，他家里就有 news ticker，那时候人们就是通过这个获取金融新闻的。如今呢，默多克为了收购《华尔街日报》要出价 50 亿美元，而 Bloomberg 彭博社的市值则超过 200 亿美元，彭博社可是很多年后才创立的。

金融信息领域曾经是一个极佳的商业领域，道琼斯公司拥有绝佳的业务基础。但坦率地说，从商业角度来看，他们把一手好牌打烂了。我不是说道琼斯让《华尔街日报》变得不重要了，或者报纸质量不行了，但从商业角度，从拥有受众、业务基础等方面来看，他们曾经占据这个领域的主导地位，却让别人抢走了这个机会。他们虽然保住了《华尔街日报》，但在将最初的资产货币化方面(市值上)，也就是吸引投资者等方面，没有把握好机会。本来道琼斯公司现在的市值可能达到 500 亿美元，而不是 50 亿美元。

1939 年 4 月 30 日 NBC 公开播放电视。1941 年 7 月 1 日 NBC 播出第一条电视广告(BULOVA 时钟)。1948 年次进行有线电视播出。1954 年 NBC 播出彩色电视。1956 年 CBS 首次使用磁带录像设备。在美国的电视产业结构体系中，商业电视一直是其中的主体。早先美国主要是由 ABC、NBC 和 CBA 三大传统电视网所垄断，以后福克斯 FOX 公司、联合派拉蒙电视网 UPN、华纳兄弟公司 WB 相继崛起。除这些商业电视网外，有线电视、公共电视、地方电视台、卫星电视等共同构成了美国庞大的电视传播网络。而从等级结构来看，各大电视网除了所在城市的直属台之外，在全国各地又拥有许多数量不等的附属台，对附属台的覆盖范围，美国法律又进行了明确的限定不超过 35%。

1953 年《电视指南》(TV Guide)杂志在美国出版，在业界普遍看衰的情况下，创始人 Annenberg 将《TV Guide》做成了口袋书大小的 32 开小杂志，并将杂志内容与电视媒体深度融合，受到读者的喜爱。1960 年代《TV Guide》超越《读者文摘》，以每周发行超越 2000 万册的成绩，一跃成为美国市场上最畅销的杂志，作为一个成功的媒体融合案例，《TV Guide》所创造的奇迹为后人津津乐道。1988 年 Annenberg 准备卖掉《TV guide》和《每日赛马快讯》Daily Racing Form，这两份杂志拥有极强的定价能力，巴菲特说每年 Walter 都会走到魔镜面前说：魔镜魔镜，明年售价应该定为多少？巴菲特在 1991 圣母大学演讲提到《每日赛马快讯》垄断的提价能力。巴菲特提议与墨菲合资收购它们，他们一起到比弗利山面见 Annenberg，开价 10 亿美元却被拒绝了。随后默多克的新闻集团(News Corp)以 30 亿美元收购了这 2 份杂志的母公司三角出版公司(Triangle Publications)。随着电视日益完善的导视系统以及电视网站的逐渐增多，该杂志的发行量已经降至不到 300 万份。1997 年《TV guide》启动了官网 TVGuide.com。2000 年将 200 多个卫星电视的节目介绍都放了上去，为美国 5000 万家庭订户海外 300 万订户提供随时搜索和点播节目的互动服务，年经营利润超过美国 4 大有线电视网利润总和。2007 年默多克的新闻集团再次出手以 50 亿美元收购了《华尔街日报》的母公司道琼斯公司。作为世界最大的英文报纸出版商，新闻集团在全球发行超过 175 种报纸，每周发行量逾 4000 万份，销售额和发行量居全球第一。旗下福克斯电视网和 35 家电台覆盖了全美 40%的观众群。2022 年粉丝平台 Fandom 以 5000 万美元从 RedVenture 收购 TV Guide 等 8 个娱乐游戏品牌。

罗斯：太不可思议了。有意思的是，当出现你感兴趣的事情，就像看到一幅很棒的画作，不管它在哪、是什么，你都会去看看，心里想着要是合适，自己就能参与其中。

巴菲特：大概是这样。

罗斯：这肯定会给你带来一些挑战和兴奋感吧。

巴菲特：没错，但你得确保这种感觉不会过头。要是你有一张大额支票，又被某项资产吸引，可能会做出一些蠢事。说到底，我是为股东工作的。

罗斯：我知道。但实际上，你现在正在寻找投资业务的接班人。在考虑接班人的问题上，你已经确定有三个人可能担任首席执行官。董事会或执行委员会之类的已经知道这几个人选了吧？

巴菲特：完全正确。

罗斯：而且你已经选定了，如果今天你发生意外，谁将成为伯克希尔的下一任 CEO，对吗？

巴菲特：整个董事会已经做出了选择。我们周一开会再次确认了人选。不过一年后情况也可能变化，因为一些意外事件，我们可能会做出不同的决定。这个人选可能受伤或者……

罗斯：有意思的是，你现在宣布要寻找一位投资大师接班人。其中一个标准是，这个人要懂得识别风险。他们不能拿你毕生心血建立起来的事业去冒险。谈谈这方面吧。

巴菲特：这是必须的。我见过很多智商高达 160 的人，他们对投资很感兴趣，在投资领域也有丰富经验，但最后却把自己的事业搞砸了。要在投资领域有所作为，你得有一定的热情，积极参与其中。但关键是要控制好这种热情。大多数人，即使是很聪明的人，也很难不被投资游戏冲昏头脑，心里想着“我再玩一把就收手”，就像在还差 5 分就到午夜 12 点的时候，灰姑娘还想再跳最后一支舞。他们觉得自己比其他人聪明，就算知道游戏会结束，也认为自己能提前退出。或者他们没有防范那些完全意想不到的风险。

LTCM 长期资本管理公司就是一个很好的例子。所以我非常谨慎，绝不会把伯克希尔的投资业务交给那些可能存在致命缺陷的人。大多数年份里，他们可能赚很多钱，但用数字来举例，28 乘以 33 乘以 17 乘以 22 再乘以 0，结果就是 0。投资中不能出现“0”这样的失误。我见过很多人前期业绩很好，但最后却搞砸了一切。

罗斯：然后一切就都完了。

巴菲特：没错，一切全完了，又得重新开始。我希望找到的人，不仅能看到已知的风险，也就是他们之前遇

到过的风险，还能预见到未来可能出现的风险。

我给奥马哈的学生讲课时，会问他们一些问题，这些学生都很聪明。在 2006-2007 学年有 35 所大学的学生来到奥马哈，和我在 Gorat's 牛排馆共进午餐。我和他们相处了大概 5 个小时。其中还有来自巴西的学生。通常会有 150 人左右坐在教室里，他们大多是 MBA 学生，对金融很感兴趣。

我会问他们有多少人听说过北太平洋铁路股票逼空战，通常几乎没人举手。我 10 岁或 11 岁的时候，就读遍了所有能找到的金融历史资料，因为投资不只是看上周图表上的数字，更重要的是**理解人们的行为**。我有一次和艾伦·格林斯潘聊起北太平洋铁路股票逼空战，他对这个事件了如指掌。**你得知道，人们有时候会做出一些超乎想象的事情**。想想希特勒在德国的所作所为，人类做出疯狂、自我毁灭或群体疯狂行为的能力是不可估量的。1987 年 10 月 19 日，股市一天之内暴跌了 22%，难道是发生了什么事情，突然改变了人们的预期？还有 LTCM 公司破产事件，类似的事情很多。未来还会出现其他类似情况，虽然不会完全一样，但会有相似的因素，其根源往往是人的因素。就像马克·吐温说的，**历史不会重演，但总会惊人地相似**。我们会看到一些和 1929 年相似的情况。**我必须找到一个能考虑到这些因素，并且不会被市场潮流冲垮的人来接手投资业务**。

罗斯：这非常关键。据我所知，你打算再挑选三四个人，给他们 10 亿或 20 亿美元资金，观察他们的表现。除了看业绩，你还会如何衡量他们是否具备你刚才提到的那些品质呢？

巴菲特：顺便说一下，**我还会考察他们过去 10 年为自己做的投资。比起看他们最后给我一个投资成绩，我更愿意看他们多年来在每一次投资机会中的决策，这样我能了解更多。所以我关注的不仅是他们的业绩，还有他们取得这些业绩的方式，从这当中我能解读出很多信息**。

查理，我以前也做过类似的事，有过 2 次(选择接班人)。我关闭自己的投资合伙公司时挑选了三个人(戈特曼+鲁安)，最后有一个人(比尔鲁安)脱颖而出。37 年后回头看，这三个人选都很不错，**不仅因为他们投资能力很强，还因为他们没有做出自我毁灭的决策**。还有一次是我为 GEICO 挑选投资经理(路易·辛普森)。所以选到对的接班人并非不可能。但现在对我来说更难了，因为我和现在这些候选人不是同一代人。我不像 40-50 岁的时候，对同龄人那么了解，现在我不太了解这一批 40-50 岁的人。

罗斯：你在寻找的人，大概 40 岁出头吧？

巴菲特：嗯，但也可能是 35 岁，或者 50 岁。不可能是 76 岁，因为我认识一个 76 岁热爱他的工作的人(巴

菲特自己).....

罗斯：是的，而且我们有路易·辛普森，他非常出色，他有能力胜任。

巴菲特：是的。我们还有查理·芒格，但查理已经 83 岁了。不过他状态还不错。但他自己可能都没意识到。

罗斯：在年报致股东的信中，你又一次谈到了贸易逆差，也就是所谓的经常账户赤字。你认为这是美元将继续贬值的原因之一。谈谈这个吧。从某种意义上说，我们为了满足消费习惯，正在出让自己的资产来维持消费。

巴菲特：完全正确。这是一个日积月累的过程。就好比每天坐在餐桌前，比正常饮食多吃一片吐司。你不会吃了一片之后，突然站起来，大家就惊呼“天哪，你看起来胖了，最好别吃那片吐司了”。但如果你长期每天摄入的热量比消耗的多几百卡路里，总有一天你会发现自己的身材走样了。我们是世界上最富有的国家，有很多资产可以用来交易。其他国家很乐意接收我们的资产和借条。不过，他们现在不像以前那么乐意了，这就是美元贬值的原因。而且我们很难改变消费大于生产的习惯。这是个很棘手的问题，贸易逆差大概有 20 亿美元.....

罗斯：但想想你刚说的，如果最后我们可能陷入糟糕的境地，而你又说我们不太可能改变这个习惯，这听起来像是在预测厄运。

巴菲特：倒也不是厄运。这只是预测美国的大量资产所有权会转移到其他地方，然后你的子孙后代，基本上每天、每周都得花一部分时间工作，来偿还你很久以前欠下的债务。如果只是美国国内的预算赤字，你偿还的债务会成为别人的收入。但当资产转移到其他国家，你现在的生活水平就会比不转移时要低。而且为了支付债务利息，你的生活质量会下降。

罗斯：公司可能还会把生产转移到海外。

巴菲特：嗯，很难说这会带来哪些影响。但有一点是，过去我们一直比其他国家拥有更多的海外资产，从 1915 年，差不多 100 年前开始，因为我们在海外拥有资产，所以其他国家付给我们的收益，一直比我们付给他们的多。但现在情况反转了，而且这种差距还会越来越大。

实际上，我们就像一个原本有储蓄账户的人，现在却把储蓄花光了来消费，接着开始用信用卡透支。目前信用卡的利息还不高，但如果我们长期使用信用卡，利息会越来越高，过不了多久你就会察觉到问题。不过，这种变化是渐进的。在民主国家，任何对长期发展不利但变化缓慢的问题，政府都很难解决。

罗斯：有两件事，我是猜的但我不确定，大多数民主党人找你寻求支持和建议。

巴菲特：还有钱。

罗斯：对，我所说的支持就包括钱。

巴菲特：我明白，他们说的支持也是这个意思。"沃伦，我们希望得到你的支持"。没错，就是这样。他们心里都有个具体的数字。这是他们的"提醒"。

罗斯：我猜你想和他们谈两件事。一个是贸易逆差，让政治人物意识到这个问题的紧迫性；另一件我猜是遗产税。或者相关的问题.....

巴菲特：没错。我还想和他们谈谈大规模杀伤性武器的问题。

罗斯：关于大规模杀伤性武器，你会对他们说些什么呢？

巴菲特：嗯，在最后一次总统竞选期间，如果你还记得的话，在一场辩论中，两位候选人都被问到最重要的问题是什么，答案就是大规模杀伤性武器问题。但这是个很难解决的问题，查理。

我在某种程度上很理解，这确实是最重要的问题。从长远来看，我们的经济会发展得很好。我可以向你保证，只要你的子孙后代还在生活，他们的生活就会比你更好。这才是真正的问题所在。而且，世界上有相当多的人、组织，甚至还有一些国家对我们怀有恶意。由于他们的恶意，他们现在对我们造成伤害的能力，是 50 年前的很多倍。所以，我们必须高度重视这个问题。

罗斯：好的，但你认为政治领导人应该做些什么，而他们目前可能还没做的呢？

巴菲特：比如，我们有纳恩-卢格法案(Nunn-Lugar)，就是关于和俄罗斯合作的。确保他们的武器处于可控状态。我认为这绝对必要。你知道，世界上有大量的武器材料，可能会落入坏人之手。而且这个问题还涉及到生物武器领域。

罗斯：这是人们最担心的。最可怕的就是恐怖分子获得核武器。

巴菲特：绝对是这样。或者生物武器。或者化学武器。

罗斯：没错。你在 2008 年的政治竞选活动中，有没有支持的候选人呢？

巴菲特：我有两位非常希望成为美国总统的候选人，那就是希拉里·克林顿和巴拉克·奥巴马。我认为他们俩都能成为出色的总统。

罗斯：你更倾向于其中一位吗？

巴菲特：不。我不想偏袒任何一方。但我认为他们俩都能带领我们的国家变得更好。我觉得美国现在已经很不错了。

罗斯：就像你说的，美国对你很好。有一种说法叫"卵巢彩票"，你从中受益了。

巴菲特：确实如此。美国是个很棒的国家。但现在，嗯，美国一直以来，我们本可以做得更好，在照顾 3 亿人民方面，我们可以比现在做得更好，而不只是照顾像我这样的人。

罗斯：你相信他们能做到这一点，他们有想法、有计划，有智慧和精力去实现。

巴菲特：还有领导能力。你得让人们支持你，让人们追求他们以前从未过多考虑过的目标。我认为他们俩都会是伟大的领导者。

罗斯：还有一点。这个国家对你这么好，你也一直铭记于心。你能取得今天的成就，部分原因是你出生在这个国家。你生逢其时，父母给了你正确的价值观，所有这些因素都很重要。

巴菲特：没错。要是把我扔到阿富汗，我走在街上说"我是做资本配置的"，他们肯定会说"伙计，找个正经工作吧"。

罗斯：但看看这些情况，你在韩国股市的投资收益比在美国股市还好。我不知道这意味着什么，但肯定有一定的意义。

巴菲特：嗯，这只能说明韩国在 1997-1998 年经历了一些不好的事情，人们当时有点看衰韩国。韩国遇到了经济危机，国际货币基金组织介入等等。所以在 2002 年，人们对韩国的认知还停留在 1997-1998 年的情况，而那早就成为过去了。市场往往喜欢回顾过去，而不是展望未来。他们总是用后视镜看韩国，而实际上韩国的前景一片光明。但这并不意味着韩国就是创业或生活的更好选择。不过，韩国确实发展得很不错。

罗斯：你喜欢韩国吗？

巴菲特：喜欢，但前几年韩国的股票价格非常便宜，便宜得离谱。而美国股票虽然也比现在便宜一些，但和前几年韩国股票的低估值相比，还是差得远。

罗斯：可以说，如今你比以往任何时候都更关注海外投资，对吗？

巴菲特：是的。我一直都有关注海外投资，但现在关注得更多了，这是事实。

罗斯：部分原因是，你不再通过外汇交易来对赌货币走势。你现在通过投资国际公司，比如收购伊斯卡(Iscar)

这样的公司，来间接对赌货币走势。或者通过获取国际收益。

巴菲特：没错。通过国际收益。我们在美国的投资仍然比其他任何地方都多。我们在美国的业务和投资永远是最多的，毕竟我们有这么多企业，大多数企业的主要盈利都来自美国。但我们正在通过像伊斯卡这样的公司直接获取更多的国际收益，同时也通过可口可乐、宝洁这样的公司间接获取国际收益。这些公司的市场遍布全球。而且对于大多数这样的公司，它们的国际收益增长速度会比国内收益快。此外，多年来它们还可能获得一些货币增值收益。虽然这对我来说不是最重要的因素，但我确实会考虑。

罗斯：你曾经通过外汇交易赚了 22 亿美元，为什么后来不做了呢？

巴菲特：因为利率变化使得大多数货币交易的利差从正转负。以前，如果货币价格保持不变，我每年能赚几亿美元。但现在，如果货币价格不变，我每年反而会亏损几亿美元。利差变成了负数。我现在不想讲得太专业，但这使得以这种方式持有货币头寸的成本变高了。所以我决定，**直接获取其他货币的海外收益是更好的选择**，这样能获得正的利差。

罗斯：没错。你有一项投资是中国石油，对吗？投资金额大概是 33 亿美元还是多少，我不太确定是股份还是其他什么。

巴菲特：是的。现在这项投资的价值略低于 30 亿美元。我们当初投入了大约 4 亿美元。

罗斯：听起来这是一笔很典型的投资，投入 4 亿美元，现在价值 30 亿美元。就像投入 1000 万美元，现在价值 20 亿美元一样。

巴菲特：不，不是一回事。

罗斯：不过，你在年度股东大会上的表现很有意思。一些人认为，伯克希尔应该对在中国的投资进行调整，尤其是在石油行业，他们认为中国购买了苏丹大量的石油产品，如果你公开声明出售在中国的投资，比如中国石油的股份，就能对中国政府产生影响。

巴菲特：嗯，中国石油 88% 的股份由中国政府持有。而中国政府在苏丹事务中扮演着重要角色。

罗斯：我记得中国购买了苏丹 70% 的石油资产。

巴菲特：不是购买 70% 资产，可能是购买了苏丹 70% 的石油产量。不过苏丹的石油也可以卖给其他国家。

巴菲特：石油是一种商品。所以你也不知道你油箱里的油来自哪里。

罗斯：我想说的重点是，通过投资或撤资，你能影响政府的行为吗？在这种情况下，中国是世界上发展最快的经济体之一。

巴菲特：嗯，我觉得我所做的任何事，能改变中国政府行为的可能性很渺茫，就像我能通过自己的行为改变美国政府或奥马哈市议会的想法一样渺茫。我的意思是，最后可能会有新闻报道，"巴菲特这样做了，还发表了这样的言论"。但实际上，大约两年前，我给中国石油的负责人写过一封信，因为他们当时计划进行一次小规模的股票增发，我认为这不是个好主意，我觉得他们不应该稀释股权。那是一次小规模增发。后来我收到了他们很客气的回信，他们说很高兴我能成为股东，也尊重我的观点，但他们还是会进行股票增发。当然，他们确实这么做了。这种情况在美国也会发生。说到底，**中国政府会做他们认为符合中国利益的事情。**

而且，在中国 33 家最大的上市公司中，中国政府是其中 32 家的控股股东。相信我，中国政府在那里的所有重大商业活动中都起着关键作用。他们有自己的政策，这取决于他们自己。他们不会被这些公司的管理层左右，也不会被我影响，甚至可能不会被汉克·保尔森影响，尽管保尔森很优秀，他们也很欣赏他。所以，通过伯克希尔撤资去影响中国政府政策是一件徒劳的事情。

此外，中国政府参与了苏丹的石油项目。如果中国政府撤资，他们也不能把石油和管道都带走。他们只能把资产卖给别人，要么卖给苏丹政府，要么卖给其他想参与的国家。如果卖给苏丹政府，相比资产的价值，他们得到的钱会很少。苏丹政府肯定希望中国政府出售，这样他们会更有利。如果卖给其他实体，我猜苏丹政府会重新谈判，争取更好的交易条件。你不可能把资产撤回来。苏丹每天要生产 40 万桶石油，这些石油肯定会被出售。坦率地说，如果这些石油不被出售，美国政府会不高兴，因为这意味着全球石油供应会减少 40 万桶，油价就会上涨。如果苏丹停止生产石油，美国的每个人都得为汽油支付更高的价格。这会大幅减少全球石油供应，而目前全球石油供应已经相当紧张了。**苏丹发生的事情确实很糟糕，但认为中国石油的股东能改变中国的政策，或者认为中国离开苏丹会损害苏丹政府的利益，这些观点都站不住脚。**

罗斯：我觉得有件事似乎对中国政府产生了影响，那就是奥运会。奥运会是他们展示国家的机会，他们肯定希望一切顺利。

巴菲特：他们很重视奥运会。非常重视。

罗斯：所以当苏丹 Darfur 问题和奥运会联系起来后，中国政府就前往达尔富尔，并表示.....

巴菲特：中国很看重奥运会带来的声誉，这一点我们可能都无法完全理解。我是说，我们也喜欢在美国举办奥运会，比如在亚特兰大，但我肯定这和中国举办北京奥运会的感受完全不同。

罗斯：我们来谈谈慈善事业吧。去年 8 月，你备受瞩目的宣布向盖茨基金会以及另外四个基金会捐赠。我想，另外四个基金会包括你三个孩子的基金会，还有一个是以你已故妻子命名的基金会。现在回头看，你是否更加确定这是正确的决定，有没有进一步的思考，或者遇到什么问题呢？

巴菲特：查理，我很满意。这就是我想做的事情，一切都如我所愿。我希望这些钱能得到妥善利用。我那些放在保险箱里的股票凭证，现在可以转化为疫苗、教育资源或者其他有意义的东西。真正的问题是如何把这些钱用得最好。我的孩子们做得非常出色，比尔和梅琳达也会做得很好。这是一个很好的捐赠机会。坦率地说，我喜欢我现在做的事情。如果我把自己的工作做好，他们的工作也会更有价值。所以这是非常理想的状态，我不会对这件事做任何改变。

罗斯：有一件事很有意思。你在给股东的信中提到过，我对您商业理念的很多了解都来自这封信，就像你经常说的，这是你的“书”，卡罗尔·卢米斯和所有了解你的人也都这么认为。你提到过一个观点，如果你展望未来 25 年，你的寿命可能还有 12-13 年。

巴菲特：可能是 10 年，也可能是 20 年，但肯定不会是 50 年。

罗斯：你也知道，按照你的遗嘱，可能需要三年时间来处理遗产。所以基本上，你希望所有的钱在 25 年内捐赠出去。

巴菲特：是的，我的律师希望时间能更长一点.....但我希望把钱都捐赠出去。我已经决定把钱交给这些优秀的人去处理。我看到他们在做正确的事情，我了解他们的目标。我不会去干涉每一个具体的决策。但我不知道 50 年后会是什么情况，到那时会是另一代人，会有很多变化。我坚信，要基于自己了解的情况做决策，而不是去猜测未知的事情。所以我为什么要假设 50 或 60 年后，那些我从未见过，甚至可能还没出生的人，会比我现在认识并挑选的人做得更好呢？

基金会有一个特点是，它们没有市场检验机制。在这个国家，我们做的大多数事情都有市场检验，但基金会不同，好的基金会、差的基金会、发展停滞的基金会都一直存在。我相信，在我确定有合适的人做正确的事的时候，把钱花出去。50 年后，社会依然会有很多慈善需求，也会有很多富人。如果我现在支持的基金会做得很好，

他们就能向未来的慈善家证明，“看看我用巴菲特的钱做了什么，用你的钱我能做得更好”。如果他们能通过这个考验，就能获得更多的捐赠。如果做不到，他们就会被淘汰，被其他人取代。

罗斯：比尔和梅琳达有没有让你对他们如何使用资金更感兴趣，还是你只是说“我信任他们，我希望了解进展，但我更喜欢经营伯克希尔”？

巴菲特：是后者。我是个喜欢“外包”的人。我生孩子的时候没自己接生，而是找了产科医生。我也不会让家人给我补牙，更不会自己动手。如果别人能把事情做得比我好，在很多方面都是如此，比如弹尤克里里都比我弹得好，那我就让他们帮我做。人们让我管理他们的资金，是因为他们觉得我比他们做得更好。我让这些人来分配慈善资金，是因为我觉得他们比我更合适。在其他领域这样做很合理，在慈善领域也一样。

自从我们上次谈论这个话题以来，有一件好事，我听说很多人，不仅是美国人，还有其他国家的人，都在重新思考慈善资金的分配方式，有些人甚至已经做出了重大调整。有人告诉我，他们捐赠了大量资金。他们以前根本没怎么想过这件事，但受到影响后开始思考并行动。

罗斯：你激励了人们进行慈善捐赠。而且是现在就捐赠，而不是以后。

巴菲特：没错，没错。我觉得我甚至还在某种程度上影响了人们，让他们不再执着于设立专业的慈善机构。我就收到过这样的反馈。比如前几天，有个人跟我说他打算捐 10 亿美元。我觉得他会真的捐这笔钱，而且……

罗斯：捐给慈善基金会吗？有没有考虑捐给盖茨基金会呢？

巴菲特：嗯，盖茨基金会收到了很多捐赠提议。我觉得他们会开始接受一些外部捐款。我觉得他们对此有点意外，所以他们重新考虑了这件事。他们之前没打算这么做，但我觉得他们现在会这么做。

罗斯：你选择他们一部分原因是友谊，另一部分原因是你非常敬重他们所做的是，以及他们创建基金会的方式，对吗？

巴菲特：我见证过他们做事。比如说，如果你告诉我今年你要代替我参加高尔夫锦标赛，还说能打出 69 杆的成绩，也许你行，也许不行。但如果是泰格伍兹这么跟我说，我肯定直接把球杆交给他。

罗斯：你能想到有谁比你现在更快乐吗？当然，是在合法的前提下。

巴菲特：我想没有。至少在合法的范围内没有。

罗斯：不过，你也批评过美国一些投资经理的做法。就像你在股东信里说的，你对那些收取“2%管理费加

20%业绩提成”的人有些保留意见。

巴菲特：是的，从某种意义上说，我不怪他们尽可能多赚钱。但在美国，相当一部分投资资金由这些收取“2+20”费用的经理管理，还期望他们扣除费用后能取得高于平均水平的业绩，我觉得这很荒谬。这根本不可能。如果只有一小部分资金由收取这种费用的人管理，他们就不能跑赢市场，管理大规模资金时更做不到。然而，这些经理们即便搞砸了，自己也能赚得盆满钵满。不管业绩好坏，他们都要先收取 2%的管理费，这很有意思。他们中有些人之前管理共同基金时，管理费只有 0.5%，也没有业绩提成。但换到另一个领域，他们就说，“我们太厉害了，应该拿业绩提成”，而且现在最低要收 2%的管理费，还说不然早上都懒得去上班。

罗斯：你还提到过，很多人只要业绩有所增长就能拿到 20%的提成。但你和路易·辛普森的合作模式不同，只有业绩超过特定标准，他才能拿 10%的提成。

巴菲特：没错，就是这样。这就好比去赛马场，给 10 个人推荐不同的马。总会有一匹马获胜。如果你连续 10 年每年都成立一个投资合伙企业，收取“2+20”的费用，总会有那么三四年，哪怕是一只猩猩选的投资都能赚 25%，然后你就能拿到高额提成。但接下来亏损来了，这些投资人会说，“太倒霉了，我再找下家合作”。

罗斯：但肯定有人喜欢他们，因为养老金和其他各种资金都源源不断地流向他们。

巴菲特：没错。我有个妹夫在奥马哈的牲畜饲养场工作。我问他，那些农民来卖猪的时候，你和其他卖家竞争，你是怎么说动他们的？他说，沃伦，关键不是怎么卖，而是怎么说。

罗斯：牲畜饲养场里也有智慧，对吧？

巴菲特：没错。

罗斯：现在伯克希尔·哈撒韦总部只有 19 个人。他们都在做什么呢？

巴菲特：是啊，我们太“疯狂”了。这说明老板不在的时候，公司就是这样精简运营。

我们有 73 家运营企业。去年，我们的联邦纳税申报单超过了 10000 页，这些工作都在我们办公室完成。我们还有州所得税申报、国外纳税申报，以及美国 SEC 相关事务。所以我们在会计部门安排了不少人。我们没有人力资源主管，没有投资者关系部门，也没有公关部门。虽然作为一家大型上市公司，这些部门一般都有，但我们没有。不过，我们还是挺忙的，尤其是季度末的时候。

罗斯：这个问题引出了下一个问题。你担任伯克希尔 CEO 的 42 年里，公司能发展到现在，几乎都是你一个

人，通过大量阅读、频繁打电话、会见很多人，并做出长期决策实现的。

巴菲特：而且还得让很多人去经营企业。

罗斯：当然，这是收购企业的一部分。你投资企业，收购那些你相信管理层的企业。但在奥马哈，就你一个人做出这些决策，这太了不起了。这源于你的热情、热爱、知识、原则，还有一套分析体系。

巴菲特：我就像在创作一幅属于自己的画作，不停地画，这幅画永远也画不完。我喜欢看着画布越来越大。但这并不辛苦。如果有股东在听，我想告诉他们，我每天工作结束时可没累得满头大汗。这真不是什么辛苦的事。我每晚都打桥牌。工作可以变得很辛苦，要是我们让整个大楼里都是各部门相互汇报的人，我还收到大量数据，比如昨天喜诗糖果卖了多少盒花生脆糖。我确实会看很多数据，但都是重要的数据。也有很多没必要的工作。我们没有委员会。要是委员会，可能就会有 75 个人参与，然后还得有其他委员会来协调各委员会之间的工作，接着这些人还要去参加各种会议，回来再向其他人汇报会议内容。这样的流程没完没了，但我们没有这些。

罗斯：Ronald Reagan 罗纳德·里根是怎么形容工作的来着？

巴菲特：里根说过，“努力工作也许不会累死人，但我何必去冒这个险呢”。

罗斯：还有件事，就像我之前提到的。你和 Astrid Menks 再婚了，她给你的生活带来了什么呢？

巴菲特：哦，她把我照顾得很好。这太棒了。我们在一起生活了很长时间，Astrid 是世界上最好的人。我的生活非常幸福。

罗斯：谢谢。很高兴你能来。能成为你的朋友我也很开心。

巴菲特：谢谢，查理。

罗斯：谢谢。沃伦·巴菲特。



山姆泽尔 Sam Zell

Sam Zell 是芝加哥房地产巨亨，Equity Group Investments 创始人，被誉为地产界山姆大叔。

1941 年 Sam Zell 出生于芝加哥的一个犹太人移民家庭。二战期间，犹太人父亲感受到苏德合约对波兰的不友好，赶在 1939 年德国入侵波兰之前，带领全家逃离波兰来到美国，不久 Sam 便出生了。父亲不仅政治嗅觉灵敏，商业直觉也很好。他用勤奋和智慧在芝加哥成功经营了一家珠宝店，为后来 Sam 求学之旅扫平障碍。

Sam 从小就天资聪颖，作为二战中犹太幸存者的儿子，Sam 从小受家庭影响培养出来极致的独立思考和逆向思考能力，'如果每个人都向左看，就向右看'；'资本不短缺就没有投资机会'。'如果你看到有东西卖不掉了，那么你需要考虑是不是有买入价值了。反之亦然，如果一个东西很难买，那么你需要考虑卖出的问题了'。'如果市场没有流动性，那么很显然投资品的价值是零。但很多时候，投资要和流动性的波动方向相反才有 alpha'。他总是能以打破常规的思维过滤掉大众的噪音，拒绝循规蹈矩，理性分析，精准的把握机会和做出决策。Sam 的处事和人生态度也是一绝，'如果不好玩，我们就不做'；'如果你真的很擅长你的工作，你就有自由做真正的自己。'既然都是干的，那就做自己感兴趣的事情，并做到极致'。'我是不是太狡猾了？我不知道我要去哪里，但是，像往常一样，我非常渴望到达那里'。

11 岁时，SamZell 一家人搬到了 Highland Park，他要搭乘火车来到芝加哥市区的犹太人学校上学。在那里，他发现高架列车下的报摊上有 Playboy 杂志出售。Sam 以 50 美分一本的价格购买然后以 3 美元的价格卖给郊区的小伙伴们，利润高达 5 倍，这可比巴菲特贩卖可口可乐利润高的多。Sam 大笑道：当时我发现了所有 13 岁男孩们的一个共同需求，而且注意到供应量有限，所以就利用了这个机会。50 多年后，我还在做着这同样的事情。尽管 Sam 很早就展现了出众的商业天赋，但他学习并不好，父亲对他的学业表示不满时，他很自然地就想通过其他方面来证明自己。1960 年代 SamZell 来到密歇根大学的法学院就读(三年拿到学位可以成为律师从业者)，当时为了得到免费住宿，他帮助学校周边一个房东管理他的 15 间学生宿舍。起初房东看他年轻，就让他先管两三间试试。Sam 做了精美的手册，吸引了很多学生申请住宿。更让人意想不到的，同样作为学生，他深谙学生们喜欢什么样的宿舍布置：他把宿舍里陈旧的家具置换了，用上北欧的现代简洁的家具，立即变成了整个镇上最受欢迎的学生宿舍。房东便把自己所有的 15 间宿舍都让他来管，他找来读大二的 Robert H. Lurie 一起管理，由此 Sam 获得了源源不断的收入。随后用 19500 美元银行存款和贷款在 Ann Arbor 安娜堡租下了一个三人间公寓。他故技重演，对公寓做了修缮，以双倍的租金租给学生们，几个月之后便有了足够的资金支付下一个公寓的首付了。他不断重复这个操作，滚起了一个雪球，在 1966 年毕业时，他已经拥有了 12 处物业，24 岁的他银行账户里有 25 万美元的存款，同时当年的净收入就达到了 15 万美元。他将生意卖给了 Lurie 回到芝加哥，去追求大城市的远大抱负。Sam 回忆说：我对他讲的最后一句话是，当你厌倦了混日子，想要和大人物们过过招，那就记得给我打电话。3 年后 Lurie 打来电话，两人成为了形影不离的伙伴，既是商场上的搭档，亦是生活的密友，直到 1990 年 48 岁 Lurie 死于癌症。SamZell 回到芝加哥，面试了 44 个律所都被拒绝了，因为没人相信他会为了处理琐碎事务所得的一点律师费而放弃其地产业务。他托父亲的关系进了一家律所，果不其然，四天之后就辞职投身于地产事业了，就这样一代地产巨头逐渐成长壮大。

1973 年受第一次石油危机的影响，美国房地产业遭遇了大衰退，新开工房屋的数量骤降 51%，房地产价格全面崩盘。近十年在房地产行业的摸爬滚打已经使此时的 Sam 积累了相当的经验人脉与资本。他分析当时的美国房地产只是暂时诈死，人们的消费信心暂时受到了经济危机的蒙蔽，房地产市场的刚性需求仍然存在，市场反弹指日可待。Sam Zell 三年间收购了价值近 30 亿美元的问题地产，其中大部分只需一美元首付。他通过承担出租人用于物业管理的费用，换来物业的股权，并维系着这些物业，只待房地产市场的复苏。他并没有熬太久，市场的走势正如他当初的分析，1976 年房地产迎来了长达三年的繁荣期，被积压已久的需求如开闸的洪水突然被释放，新开工房屋的数量猛增近 70%。1980 年房地产市场又一次显现出强劲的承租涨势，发展前景豁然明朗。Sam 说：事实证明，我们因次而大赚了一笔。我的投资理念就是建立起资产组合，然后等人购买，这些人就是日本人。Sam Zell 这次抄底赚到了数亿美元，乘着财富火箭的 Sam 也成了地产界的大亨，坟墓舞者的抄底一舞，令世人惊艳。

当被问及为何没有成为地产开发商时，Sam 答道：地产开发对于他来说风险太大。从事开发，需要有种楼宇情结，至少半数的回报率来自你亲眼见着大楼逐渐高耸的心理成就感。我却毫不受这痛苦的情结所困。我们的行业极具周期性，直至今日都显得反复无常且大起大落。我们觉得如果是合格的地产人，那也算得上是出色的商人。

1990 年代美国多数商业房产公司都被掌控于五六十家大型私人投资公司手中，当时地产市场又一次出现了逆转，陷入严重的信贷紧缩，大量资产被了结抵押，银行发生挤兑，贷款市场几近崩溃。唯一出路就是向公共市场要钱，通过一种新的金融工具房地产投资信托基金 REITs。自 1970 年代起，Sam 就开始在全美范围内集合众多公寓楼，1993 年将它们打包成一个庞大的房地产投资信托基金 REITs。而在此之前公寓租赁企业一直像是一个家庭式小规模经营的企业。很少有人能够有钱来持有大量的建筑物，而且房地产的流动性非常差。REITs 不仅仅让公寓楼有了华尔街式的流动性，它们同时也让 Sam 能够通过上市交易股票来将 90% 的应纳税收入变成红利发放给投资者们。Sam Zell 旗下的 Equity Office Products 和 Equity Residential 相继上市，并为公司关键员工提供了股权投资机会。经过几十年的努力，Sam Zell 构建了一家庞大的地产信托集团 Equity Group Investments。这是一家 PE 和上市公司的混合集团。旗下包括了一家全美第三办公地产信托公司 Equity Office Products，专营写字楼租赁；一家全美最大上市公寓住宅信托公司 Equity Residential，专营出租型公寓；生活时尚置业 Equity LifeStyle Properties，一家由 300 个度假和工厂预制住房协会的公司；一家商业房地产金融公司 Capital Trust。某种意义上，房地产信托基金 REITs 这种商业模式的出现，都可以归功于 Sam Zell，其也因此被称为 REITs 之父。Sam 在不良资产领域的赫赫战绩，赢得人送外号 "the Grave Dancer"。

至于坟墓舞者这个外号来历，他说，这个词来自于他曾撰写的一篇文章的标题，该文阐述了市场经历过热投资带来的必然经济泡沫后，他怎样从萧条房产市场得利的策略。这篇文章展示了他是怎样 "在他人错误的尸骸上起舞的"，该文的最后也指出：最靠近坟墓的舞者，也要时时注意自己不跌入死亡的深渊。如很多人收藏邮票一般，Sam Zell 收藏爱好则成了全美各大城市里的写字楼大厦。旧金山、波士顿、纽约、圣荷西、西雅图……坐着凯迪拉克游弋于这些城市的商务区中，审视着车窗两边鳞次栉比的大厦，他觉得自己更像是一个闯入森林的猎人，猎物遍野皆是，但他要瞄准最肥美的目标才会扣动扳机。

Sam Zell 于 1976 年在芝加哥创立 Equity Office Products 公司，1997 年上市，经过总额逾 170 亿美元的大肆收购后，至今规模已扩增为四倍。他组建了一个 540 个办公楼物业资产的地产组合，专门做出租型的写字楼，面积超过 1 亿平，在机构投资人中，Sam 在纽约摩天大楼的所占份额最大。1997 年以来，在金融工具的催化下，美国房地产市场经历了空前的繁荣，房地产价格以匪夷所思的速率一路攀高。市场一片欢腾，买家在价格连创历史新高时购下房产，放贷人基于对房租上涨的预期提供了大量甚至过量的资金支持。更可怕的是，利令智昏的人们越来越忽视金融监管，次贷危机隐约可见。而此时的 Sam Zell 反而时常感到无比的恐惧，尽管随着资产价格的持续上涨，整个房地产市场的回报率不断下降，REITs 越来越难以获得股东期望的收益率。2006 年 65 岁的 Sam Zell 做出了一个艰难的决定，出售 EOP 信托公司。2007 年 Sam 迎来了高光时刻，他的这个物业组合的价值被黑石 Blackstone 的史蒂芬·施瓦兹曼 Stephen A. Schwarzman 看中。2006 年末黑石集团出价 200 亿美元并承担 160 亿美元债务，希望以 42 美元/股的价格收购他的 EOP 公司，360 亿美元的出价已经超越 2006 年 HCA 美国医院公司 330 亿美元的收购规模。但 Sam 还是觉得这个价格太低，因为之前 EOP 股价到过 40 美元。因此不达目的决不罢休的史蒂芬将收购价提高到 48.5 美元。Sam 机智地把分手费定为仅 2 亿美元。因此，潜在的竞标者只要比黑石多出 2 亿美元就可以掀起新一轮竞标，把收购价格炒上去。Sam 找到了纽约知名商业地产开发商 Vornado 做白衣骑士。Vornado 随即出价 52 美元/股，2 月 7 日史蒂芬报出了 55.25 美元/股 330 亿美元的天价，加上 160 亿美元债务和 5 亿分手费合计 395 亿美元完成了收购。黑石集团出资 160 亿美元并融资 200 亿美元成立黑鹰信托，并闪电拆分 EOP 公司。2 月 9 日，Macklowe 公司以 70 亿美元购买了 EOP 旗下 8 处位于纽约曼哈顿的房产，Beacon 资本购买了华盛顿和西雅图的房产，Shorenstei 公司以 12 亿美元购买波特兰房产。一周内黑石集团就已经卖掉了 53 座大楼回笼 146 亿美元。随后金融危机越演愈烈，黑石加快出售资产，将 EOP 公司 70% 资产卖给了 16 家公司。这 16 家公司，在其后的金融危机中不是在疲于应付堆积如山的债务，就是已经破产。黑石集团同时完成的还有 260 亿美元杠杆收购希尔顿，并狂赚了 100 亿美元。随后 2008 年金融危机到来，黑石和 Sam 在商业地产最高位均完成了套现。他的这笔套现，一直是商界津津乐道的话题，而他个人也因此收获了 60 亿美元。

离开了地产能力圈的 Sam 和巴菲特一样看到了报业在数字化时代的衰退，他发挥其 '坟墓舞者' 的特质，以 130 亿美元的企业价值，收购了 Tribune Media。虽然在这场收购 Sam 折戟沉沙，投入的 3 亿多美元清零，自己最后也被洗出了董事会，但是 Sam 即便在输牌时，依然能够很好地保护自己亏损边界和损失的极其高超的投资能力和天分。在这笔收购中，Sam 使用的基本全都是债务，自己的本金只有不到 4 亿美元。尽管看上去这好像是一把豪赌，但用的大部分却都是别人的钱，他自己的投入仅占个人资产很少一部分。即便全部赔掉也不会伤筋动骨，但如果赢了，他将获得 Tribune 公司 40% 股份。这本质上是一个赔率高度不对称的赌注，理论上这是一个非常漂亮的杠杆

下注，带给 Sam 的可以是几倍甚至十几倍的本金的回报。这笔投资的失利，除了他跳出能力圈收购且公司经营不善之外，主要原因还是在于报业的自然衰退，因为即便是在报业上赚过很多钱的巴菲特也没有办法扭转地区性报纸公司的经营颓势，最后不得不打包亏损卖掉了。这是做'坟墓舞者'不得不面临的风险之一，有时行业趋势不会反转，一路下滑再也不会回来了。Sam 说，凡是引入无节制竞争的都是乏善可陈的，我本人比较喜欢垄断。在这一点上，最伟大的投资者们的看法，似乎都是相似的。2006 年 Sam Zell 还把眼光放到了世界各地。他当时看好两个地方，一个是南美洲，一个是中国。他和战略伙伴蓝山资本在中国投资了河南二线城市的开发商鑫苑集团。1998 年，鑫苑集团董事长张勇在河南郑州创立了鑫苑置业。从给政府做廉租房起家，后来成为河南前三开发商，到 2006 年鑫苑的业务都还局限在河南省。鑫苑当时'不囤地、快周转'的模式，和美国开发商的这种模式不谋而合。Sam Zell 和蓝山资本成为了鑫苑的战略投资人。2007 年，鑫苑在纽交所主板上市，是中国开发商中唯一一个在美国纽交所主板上市的公司。2020 年 3 月油气崩盘，Sam 也是抄底者之一：我仍然认为旧能源有一天会大放异彩，或许我是错的。三年之内，我们或许会拉着手一起放声大笑，或者拉着手号啕痛哭。

2023 年 5 月 18 日，一代地产大亨传奇投资人 Sam Zell 去世，享年 81 岁。



Tribune Media 收购案

美国传媒巨头 Tribune Media 创办于 1847 年，旗下拥有美国一些最知名的报纸，包括全美发行量第四《洛杉矶时报》Los Angeles Times、发行量第八位《芝加哥论坛报》Chicago Tribune 和《巴尔的摩太阳报》Baltimore Sun 等 10 家日报。该公司还拥有纽约 WGN，WPIX-TV 等 23 家电视台和一家电台，以及美国职棒大联盟球队 Chicago Cubs 和 Wrigley Field 棒球场，是美国年收益第二、总发行量第三的报业集团。

2007 年 9 月 Tribune 报业集团被挂牌出售。2007 年 12 月，Sam Zell 决定买下 Tribune 报业集团，向传媒巨子新闻集团的老板默多克靠拢。此时传媒大亨 David Geffen 试图收购《洛杉矶时报》遭到拒绝。Sam Zell 带来一群机构投资者组成的财团报价 83 亿美元成功收购了 Tribune 报业集团。

这一价格仅仅等同于 7 年前 Tribune 公司收购 Times Mirror Co 公司(旗下拥有洛杉矶时报)的价格，而这 83 亿美元，只有 3.15 亿美元来自于 Sam Zell 自己的口袋，其余的则是以 Tribune 报业资产为抵押借贷的方式筹措而来的，令集团负债直奔 130 亿美元，该以小博大的交易结构非常的巧妙，Sam 通过公司员工持股计划收购 Tribune 报业集团，而且将员工持股计划转变为 S 型公司可以免交相关税赋(S 型公司通常都是股东少于 100 人的小型企业，可以免交联邦所得税)。这笔收购如果失败赔不了太多，一旦成功了将收益巨大。

此时的集团拥有 76 亿美元资产和 129.7 亿美元债务，巨额负债的利息支出，仅 2008 年上半年利息就高达 5 亿美元。2008 年次贷危机逐渐演变为金融危机，经济形势急转直下，广告收入下滑和银行信贷紧缩导致集团现金流急剧下滑。尽管 Sam 为收购搭建了减税结构，但他并没有考虑到经济衰退导致的收入暴跌 30%。为了偿还高额的债务和维持公司日常运转，Sam Zell 不得不出售子报和子公司，以放弃自己的主要市场和新媒体为代价。2008 年 5 月，Sam Zell 将旗下位于纽约的美国第九大报《新闻日报》以 6.5 亿美元价格出售给纽约有线电视公司。6 月挂牌出售位于芝加哥和洛杉矶的总部大楼以及芝加哥小熊棒球队的资产，但一直没人接手。9 月出售了旗下一家求职网站 10% 的股份换来了 1.35 亿美元资金。

2008 年 1 月，上任仅 14 个月的《洛杉矶时报》总编辑詹姆斯奥谢与发行人大卫希勒在经营上产生分歧而辞职。次月，原先担任网络版主编的斯坦顿成为该报 3 年来的第四位总编辑。过于频繁的人事变动使得本就处于困境的《洛杉矶时报》的发行量从 100 多万份降至 74 万份。Sam Zell 裁减了编辑部门 14% 的员工，以节省大约 880 万美元的开支。针对日益萎缩的发行量 Sam Zell 训斥手下：不要总想着普利策奖，要换换脑袋，写读者想看的新闻，如果读者喜欢狗的新闻，就应该给他们看狗的新闻。他也发现自己无法从组织内部给 Tribune 报业注入新的活力，完全是传媒业门外汉。由于背负沉重债务，仅有 3 亿现金流的 Tribune 集团，无力偿还 2009 年 6 月到期的 5 亿多美元债务以及 2008 年大约 10 亿美元的贷款利息。

2008 年 12 月 Tribune 报业集团被迫依据《美国破产法》第 11 章申请破产保护。集团债务包括摩根大通和摩根士丹利银行等集团无担保债权人的 130 亿美元的高级借款融通，以及美林集团旗下美林金融公司 16 亿美元的桥式融通。破产开启了一场漫长且令人厌恶的法律战争，而且战争一直持续了 4 年。在这个过程中，人们看到了自大[一段视频里，泽尔在辱骂公司旗下某报纸的一名记者]、争议[一些投资者提起了诉讼，称交易存在欺诈]、丑闻[他精心挑选的高管们在工作场所声色犬马]和惨败[他一生中最大的失败之举]。2009 年，二级投资者威胁要提

起诉讼，指控 Sam 的收购行为是'欺骗和金钱输送'，导致公司从一开始就资不抵债。这项指控导致公司的破产程序延续了多年。双方此后对簿公堂，但达成和解。2012 年初《洛杉矶时报》的员工们提起的诉讼达成了和解，1.3 万名员工得到了 3200 万美元。

2012 年 12 月 31 日 Tribune 宣布正式走出破产保护，从而结束历时 4 年多的破产重组，Sam Zell 退出 Tribune 公司董事会，虽然从麻烦中解脱，但 3 亿多美元投资血本无归，许多记者还对自己恨之入骨，他被描绘成了一个企业野蛮人，为了贪婪地追求短期利润而残酷无情地洗劫了伟大的新闻机构。自 1988 年以来就在 Sam Zell 手下做事的 Equity 投资集团 David Helfand 说：Sam 收购了 Tribune 报业集团是一笔糟糕的生意。但从长期来看，他有着无可挑剔的投资记录，因为他始终在寻找优势，而且在考虑自己面临的风险。走出破产后的 Tribune 将被包括橡树资本管理公司、Angelo, Gordon & Co 以及摩根大通在内的高级债权人所拥有。该公司还宣布了一个由 7 名成员组成的董事会，包括现任首席执行官 Eddy Hartenstein、前福克斯娱乐公司董事长 Peter Liguor、前雅虎临时首席执行官 Ross Levinsohn，迪士尼公司前首席战略规划官 Peter Murphy，Bruce Karsh、Ken Liang 与 Craig A. Jacobson。媒体行业分析家 Ken Doctor 说：自经济衰退开始，3 年内已经有 14 家报纸破产，但 Tribune 报业集团的破产最引人注目，这是因为其规模庞大，而且破产的方式独特。Sam 认为自己是在市场底部购入该公司，尽管他用的是其他人的钱。但结果显示，当时距离市场底部还远得很。这笔交易成为了那个时代报刊业通货膨胀的最臭名昭著的例子。

在纸媒日趋衰落的背景下，试图实现盈利却遭致失败的例子比比皆是。2013 年亚马逊创始人 Jeff Bezos 以 2.5 亿美元收购了《华盛顿邮报》，他同样是一位没有报业经验的富豪。在眼看着邮报连续七年收入下滑之后，格雷厄姆家族也终于举起了白旗，承认没有办法让邮报进行改头换面，使之适应数字化潮流。邮报的发行人 Katharine Weymouth 表示：这颇像我外曾祖父的做法，他在 1933 年用自个儿的钱买下了邮报，并且在许多年里一直自掏腰包贴补亏空。在那个时代就存在那种人，他们有雄厚的财力和丰富的资源，又愿意投身新闻事业，我们如今或许正在重返那个时代。与 20 年前的鼎盛时期相比，邮报的发行量下降了逾 40%，这与美国报业整体衰退趋势相一致。精明实干的投资家巴菲特斥资数亿美元将 30 家城市小报收入囊中。美国报纸行业近年来动荡频仍，多个纸媒帝国的继承人陆续退场。将家族报业转手出让的卖家中，有告别了 114 年拥有《洛杉矶时报》历史的 Chandler 钱德勒家族，还有拥有道琼斯(Dow Jones,《华尔街日报》母公司)长达 104 年的 Bancroft 班克罗夫特家族。只有少数报业集团仍然保留着家族王朝的火种，比如拥有《纽约时报》已有 117 年的 Sulzberger 苏兹贝格家族，另外还有 Hearst 赫斯特家族以及 Newhouse 纽豪丝家族。算上报业大亨 Rupert Murdoch，这些报纸的买家包含了各路人马：乘虚而入的投机分子、地方权力贩子，还有渴望在全国拥有影响力的野心家。在被问到为什么不少富豪会收购报社时，行业分析师 Alan Mutter 表示：我想他们是钱太多了，要设法花掉一些。



鲁伯特·默多克 Rupert Murdoch

鲁伯特默多克，世界报业大亨，美国著名的新闻和媒体经营者，曾担任新闻集团主要股东，董事长兼行政总裁。现任新闻集团和福克斯公司名誉主席。

1931 年 3 月 11 日，出生于澳大利亚墨尔本的一个农场，他在家中 4 个孩子中排行老二，是唯一的男孩，父亲基思默多克爵士是一名澳大利亚的著名战地记者，澳大利亚先驱和新闻周刊的董事长。从欧洲移民澳洲后，默多克家族过上了比较富有的殖民生活。默多克就是在传统的欧式教育和开放的移民生活环境中成长起来的。1941 年在澳洲杰隆贵族寄宿学校上学，在这个地方他形成了反对权威政权的性格，期间担任校报《科利欧信使报》的编辑。1949 年默多克来到英国，就读于牛津大学的伍斯特学院，开始了正规的文科学习。默多克阅读了很多成功人物的传记，使他得到了丰富的知识和推动他在事业上迈步前进的巨大力量。

1952 年，父亲因心脏病去世，正在英国读书的默多克赶回家中处理后事，接下处于风雨飘摇之中的家族报

业。清算后发现父亲的几家报纸处于亏损状态，他保留了《星期日邮报》Sunday Mail 和阿德莱德市《新闻报》The News，其他报纸均被出售。1953 年牛津大学毕业后在《每日快报》《新闻纪事报》《伦敦快报》实习。9 月年仅 22 岁的默多克返乡接管了他父亲留下的财产及阿德莱德《新闻报》，从此开始了征服世界传媒业的历程。面对主要的竞争对手《广告报》，默多克果断与其合并，并且努力使《新闻报》开始盈利。同时又筹措到足够款项，收购了位于西澳洲 Perth 市处于亏损的《星期时报》Sunday Times，通过调整人员，将 Adelaide 市的一些记者和编辑调往 Perth 市，使该报纸重获生机。1956 年，野心也日益膨胀默多克购入面向妇女读者的墨尔本《新思想》周刊和由佩斯西部出版社出版的《星期时代报》。随后默多克向东进入悉尼，高价买下了市郊的《坎波兰报》，该报每周发行 40 万份。悉尼市区的报业由三个家族把持着，较大的费尔法克斯家族经营着《太阳晚报》《先驱早报》；帕克家族拥有《每日电讯报》《星期日电讯报》；较小的诺顿掌管着晚报《每日镜报》和《星期日镜报》。由于经营不善，诺顿将报业先转让给费尔法斯特，费尔法斯特同样在亏损，于是 1960 年以 400 万美元卖给了默多克，此外，默多克还获得了多家印刷厂。默多克此时谋划进军悉尼的电视业，1962 年参与竞标悉尼新的电视经营许可证失败后，默多克决定从郊区进入悉尼的电视业。1964 年默多克在耕耘小报十年之后开始筹划创办澳大利亚第一家全国性报纸，7 月 14 日澳大利亚第一份全国性报纸《澳大利亚人报》The Australian 正式发行。1967 年发行量达到 7.5 万份。1972 年他又收购了帕克家族的《每日新闻》《星期天电讯报》。

1968 年默多克开始转向主流地区，进入报业大国英国伦敦。1968 年秋，英国最大的星期日周报《世界新闻报》News of the World 开始转手，这份报纸以发布黄色内容著称，属卡尔家族。10 月默多克就购买了该报 40% 的股份。半年后，默多克占有了 49% 的股份，将卡尔赶下台成为主席。默多克认为报纸地位下降的原因是教育水平的提高与电视的普及。为了让该报重获新生，该报大量发布骇人听闻的新闻。此时默多克认为一份周报远远不够，开始搜寻日报目标。他的第一目标是《每日镜报》，但该报并不打算出售。此时 1964 年创立的左翼《太阳报》因为发行量从 150 万下降到 85 万，面临出售的局面。默多克得知内维尔·马克斯韦尔有意收购，于是赶在他之前，以 150 万英镑买下了《太阳报》The Sun。默多克认为，《太阳报》应该办成《世界新闻报》的每日版，并且应该以文摘类的文章为主。此后，他就开始裁减《太阳报》的员工，从澳大利亚调来有经验的文摘文章编辑，以符合民众低级趣味的内容吸引读者，1971 年发行量就翻了一番，并且加大促销力度，年发行量迅速攀升至 200 万份。到 1980 年代末 1990 年代初，《太阳报》成为日销量最大的英文报纸。在小报的竞争中，默多克最擅长的就是价格战。1993 年夏《太阳报》的降价使其发行量一月内增加 36.8 万份，市场占有率超过 50%。发行量锐增的《太阳报》不仅很快扭亏为盈，其丰厚的利润也为默多克的持续收购提供了充足的资金。1981 年，英国主流大报泰晤士报业公司陷入困境，默多克抓住机会以 1200 万英镑收购了连年亏损的《泰晤士报》和周末报《星期日泰晤士报》。由于英国政府担心默多克集团威胁“新闻报道的准确性和观点的自由表达”，议会在收购完成前设立了法律担保，限制所有者的权力。默多克收购《泰晤士报》一年后，人们的担忧成为现实。默多克绕过担保，借商业运营之名，控制新闻采编，左右政论立场。

在英国确立报业地位后，1973 年默多克步入美国媒体行业，1970 万美元收购了哈特汉克斯报系三家报纸《星报》和圣安东尼奥《快报》《新闻报》（合并为《快报新闻》）。他沿用老办法，力推爆炸性新闻，加大宣传力度，使得报纸的发行量逐渐提高。他还发现，美国报纸更关注广告收入而非发行量。1974 年默多克移居纽约。1976 年 1200 万美元收购《纽约邮报》。随后又创办了一份周报《国民之星》，当他发现该报纸无法盈利后，立刻从澳大利亚抽调人手，将其变为名为《星》的彩色杂志，不久，该杂志就获得了大量广告收入。后来他又买下了《纽约》杂志、《乡村之声报》《新西部》。1980 年，默多克组建了新闻集团，成为自己不断扩张的新闻帝国的控股公司。集团营业额达到 12 亿澳元，他也成为新闻界屈指可数的人物之一。1982 年默多克收购《先驱美国人报》并将其改名为《波士顿先驱报》，1983 年 9000 万收购芝加哥《太阳时报》。

默多克的野心并不仅仅停留在报纸上，1957 年就收购澳大利亚南部 Adelaide 市的 5DN 电台的少数股份。1960 年代，默多克和南方电视有线又取得了 Adelaide 市 TV-9 电视台的经营权。1983 年默多克在伦敦 2000 万美元买下一家卫星电视公司的 69% 股权，涉足卫星领域并创办了天空频道公司，计划开播一个电影频道和一个体育频道，希望吸引 10 万用户，由于缺乏经验，天空频道甚至还没有投入运营就夭折了。默多克并没有气馁，1989 年 2 月，默多克又在英国创办了拥有 4 个频道的天空卫星电视台，该电视台次年与英国卫星广播公司合并组成英国天空广播公司。1993 年，默多克 5.25 亿美元收购了星空卫视 StarTv，并使星空卫视的节目逐步覆盖了印度、日本等亚洲国家和地区。如今，这家电视台已成为新闻集团在英国支柱产业。1981 年默多克占有英国威廉·科林斯出版公司 40% 以上股份，1988 年他购买剩余股票，收购柯林斯公司。

1984 年，默多克来到洛杉矶，重新把目光放在好莱坞的电影、电视制作业。1985 年，美国 20 世纪福克斯公司 FOX 陷入困境，默多克 25 亿美元高价买下 FOX 母公司 TCF Holdings 50% 股权。默多克在攻占美国电子媒体的欲望驱动下，出资 20 亿美元收购美国第四大电视集团大都会媒体公司 Metropolitan Medias 的纽约、洛杉矶、芝加

哥、休斯敦、达拉斯和华盛顿六家地方电视台，组建了福克斯电视公司，为此，他 5500 万卖掉《乡村之声报》和 1.45 亿卖掉《太阳时报》，默多克旋风轰动了西方国家。然而，美国法律规定非美国公民不得同时拥有报社和电视台。为了筹建自己的电视网，默多克不得不加入美国国籍。1986 年福克斯电视台成立。打破美国广播公司 ABC、哥伦比亚广播公司 CBS 和全国广播公司 NBC 三大电视网垄断美国有线电视的历史，成为全美第四大电视网。1988 年，新闻集团又以 30 亿美元收购最大电视导视《TV Guide》的母公司三角出版社 Triangle Publications。自此，新闻集团开始扎根主流市场，全力扩张。

1990 年默多克针锋相对地推出了福克斯体育频道对抗 ESPN、24 小时新闻频道对抗 CNN。1996 年，默多克再度出手，与共和党前顾问共同创办福克斯新闻台，让自己的新闻哲学和保守政治理念得到最充分的表达。福克斯新闻台受到观众的热烈追捧，收视率在 6 年内超越了美国有线电视新闻网 CNN，并连续 19 年占据美国收视榜主位置。1999 年 7 月 2 日，默多克在伦敦宣布其属下的新闻集团正式加入有线革命，转型为国际网络公司。他指出，报纸印刷年代就要结束。未来的世界不再是以大欺小，而是以快击慢。新闻集团开始策略性地投资互联网、数码电视与无线通讯产业。进入 2000 年后，默多克又在尝试和 YAHOO 合作，并和诺基亚讨论在无线网络发展方面的合作。而旗下的子公司已建立了多家新闻、健康医疗和电子商务网站。默多克早就洞察了网络的未来。早在 1998 年，就斥资把自己在香港有线电视有限公司的股份从 48% 提高到了 100%

2001 年 9 月，星空卫视获准在中国广州落地，成为第一家在中国开办的外资卫星电视频道。默多克还把集团设于西欧、亚洲和拉丁美洲的卫星平台和相关资产重组，整合为天空环球网络集团 Sky Global Networks，进一步勾画其全球卫星电视王国的轮廓。2001 年，默多克提出以 225 亿美元的价格收购 DirectTV 公司，然而经过一年多的接触和谈判，默多克的收购计划失败。2014 年 AT&T 宣布以 485 亿美元收购 DirectTV。

2005 年错失互联网业发展先机的默多克终于坐不住了，斥资 12 亿美元收购 MySpace 的母公司 InterMix 以及 IGN 娱乐公司，开始由传统媒体巨头向数字媒体巨擘转变。2007 年 MySpace 强化了广告功能，既通过定向广告吸引宝洁、福特等传统广告投放商，也借由谷歌等网上自助工具招揽中小广告商。

2007 年，他以 50 亿美元的价格收购了《华尔街日报》的母公司道琼斯公司，比他公开收购要约前的股价溢价 67%。《华尔街日报》不仅是美国销量第二的报纸，它下属的 WSJ.com 也是全美最大的付费报纸网站。2007 年 10 月，福克斯商业频道开播，新闻集团收购道琼斯公司的另一个目的，正是利用其权威的财经新闻来支持这个频道，对抗 CNBC 或 Bloomberg TV。财经频道尽管收视率相对不高，但观众多为富裕并受过高等教育的专业人士，这恰恰是广告商的最爱。CNBC 年收入为 4.37 亿美元，利润为 2.5 亿美元，仅广告收入达到了 1.64 亿美元，这一可观利润无疑令新闻集团颇有兴趣。在网络市场方面，2007 年 10 月底，新闻集团宣布将与 NBC 环球联手推出一个在线视频网站，欲与谷歌的 YouTube 抢夺视频这个大金蛋。

2013 年，默多克将新闻集团旗下的影视和出版业务正式一分为二，成为两家独立的上市公司，一家仍是新闻集团，另一家为 21 世纪福克斯影业公司，后者继承了老集团的广播电视和电影娱乐业务，在全世界拥有数亿受众。2014 年 21 世纪福克斯出售了所持有中文电视公司星空传媒剩下股权。2014 年 7 月 18 日，默多克媒体帝国旗下的 21 世纪福克斯公司，拟报价 800 亿美元希望收购传媒巨头时代华纳集团。但两家公司 16 日分别发表声明证实，时代华纳拒绝了 21 世纪福克斯公司的鲸吞计划。

2018 年，默多克同意以 710 亿美元的价格将 21 世纪福克斯公司的大部分股权出售给迪士尼，剩余资产成立了新的福克斯公司。后者是一家规模小得多、专注于新闻和体育的公司。1984 年任路透社持股有限公司经理。后任澳大利亚默多克新闻公司总经理。1999 年 3 月，新闻集团北京代表处成立，次年，卫星电视 (STAR) 在上海设立代表处，成为首家获准在沪设立代表处的境外传媒公司。2020 年 5 月，默多克的澳大利亚新闻集团 News Corp Australia 宣布其旗下的 36 份地方报纸永久停刊，另有 76 家报纸将向数字化转型。2023 年 9 月，默多克宣布辞去福克斯和新闻集团董事长一职，儿子拉克兰默多克 Lachlan Murdoch 将成为这两家公司的董事长。

默多克的第一任妻子帕特是一名空姐，二人于 1956 年结婚，生下长女普鲁登斯。两人于 1967 年离异，默多克拥有女儿的抚养权，并向帕特支付了一笔分手费。1967 年，默多克与爱沙尼亚裔天主教徒、当时担任英国《每日镜报》记者、19 岁的安娜-托夫结婚，在 32 年的共同生活中，生下女儿伊丽莎白和两个儿子拉克兰、詹姆斯。当地法律规定，夫妻二人婚姻一旦超过 30 年，离婚时就可以对半分财产。但为了 3 名子女的继承权，安娜最终放弃分走默多克一半家产，而选择了高达 17 亿美元的分手费，其中包括 1.1 亿美元的现金。1999 年，与安娜的离婚协议生效仅 17 天，68 岁的默多克迎娶了 30 岁的中国邓文迪，这段婚姻维系了 14 年。2013 年 11 月 20 日，默多克与妻子邓文迪签订离婚协议。由于默多克和邓文迪此前签署了婚前协议，规定默多克去世后，邓文迪不能享受遗产继承权，但邓文迪拥有北京和纽约 2 处价值不菲的房产，而地为默多克生育的 2 名女儿则是价值 870 万美元的无投票权基金的受益人。2019 年默多克将旗下福克斯公司卖给了华特迪士尼公司，邓文迪的两个女儿将获得 40 亿美元。2016 年 1 月 12 日，默多克在英国《泰晤士报》宣布与名模杰丽-霍尔订婚。3 月 4 日二人在英国伦敦完

婚。2022年8月12日，默多克与霍尔离婚，霍尔指责默多克的孩子让她与默多克之间的婚姻出现了裂痕。2024年6月默多克与退休的分子生物学家 Elena Zhukova 举行了婚礼。

从《世界新闻报》《太阳报》《纽约邮报》等小报，到《泰晤士报》《华尔街日报》等大报，再加上福克斯、天空等热门电视网，让默多克家族晋升全球最有影响力的人物之列。默多克足迹遍及六大洲，他是一个前所未有的传媒大亨。他一个人控股电视、有线电视、卫星电视、电影、书籍、杂志、网络以及报纸。默多克是一个冷酷无情的、好争斗的、令人不可思议的企业家，对他的评价褒贬不一。他感觉到在与权力机构抗争时一直处于劣势，但他知道普通人想要什么，因而取得了成功，他凭这一点建立了他的帝国。他通过性、危言耸听以及杜撰来获取大量的钱财。在打造新闻集团的半个世纪中，他将所有人和所有事情都抛在身后。无论是他的所想，他对朋友的所为，只要让下一笔买卖成交，他可以做一切必要的事情。

分分合合的传媒业

2003年，美国国家广播公司 NBC 与法国维望迪环球 Vivendi Universal 宣布合并成立 NBC 环球。媒体行业在历经了1999年维亚康姆 Viacom 收购哥伦比亚广播公司 CBS、2001年美国在线 AOL 与时代华纳 Time Warner 合并、2003年新闻集团购入 DirectTV 的50%股权之后，新闻集团、维亚康姆、时代华纳、迪斯尼与属于通用电气资产的 NBC 环球一起成为了五大媒体巨头，它们几乎控制了全球主要的电影电视网络。然而，媒体行业的并购并未如预期地画上休止符。相反，伴随互联网技术的发展，行内掀起了新一轮并购潮。2005年新闻集团收购 MySpace，2006年谷歌买入 YouTube。2007年默多克将道琼斯纳入新闻集团，再有路透社同意将新闻和信息业务与加拿大出版集团汤姆逊 Thomson Corp. 合并，合组全球最大的财经新闻和数据供应商，合并涉及金额176亿美元。作为媒体集团新贵的微软446亿美元并购雅虎。1999年维亚康姆 Viacom 收购哥伦比亚广播公司 CBS。2006年把控有线王牌的 Viacom 因担心受广播业务疲软的 CBS 拖累，剥离了 CBS。然而变化总是来得太快，观众和广告主反而开始涌向 CBS，年轻人更是首先逃离传统电视的人，节目开支不断增加，广告收入却出现了滑坡，Viacom 业绩一落千丈。兜兜转转13年，CBS 与 Viacom 经历了三次合并尝试又走回到了原点。2019年 CBS 和 Viacom 宣布合并为 ViacomCBS Inc.，CBS 股东将掌握61%股权，Viacom 持39%。

美国在线与时代华纳联姻，至今仍未完全走出并购失败的阴影。业务的多元化、规模的扩大并不能保证公司为股东们带来最大的收益。年收入居于首位的时代华纳2006年的净利润率为11.56%，表现略逊于迪斯尼的13.66%和新闻集团的12.19%。有迪斯尼这个大靠山的 ABC，其收视率曾一度在低点徘徊。相反，NBC 环球虽然没有集团其他相关多元化业务的支持，却曾连续数年成为最盈利的电视网络。尽管并购面临着巨大的未知风险，然而借此使企业规模迅速扩大、业务多样化的远景仍吸引着各媒体积极投身其中。

芒格：南加大法学院演讲 2007

2007 年 5 月 23 日

2007 年 5 月 23 日暮春温暖的一天，在南加州大学(USC)的校友公园，查理向刚获得学位的 194 名法学博士、89 名法学硕士和 3 名比较法硕士发表了演讲。他告诉大家他如何获得成功，成为世界级大富豪的。他指出，获得智慧是一种道德责任，并强调说，虽然他读的是法学院，但若要在生活中和学习上取得成功，最好的办法是掌握多门学科的知识。听众对这次演讲的反响十分热烈，之后南加州大学法学院院长爱德华·麦卡弗雷授予查理白帽协会荣誉会员的称号，白帽协会是一个旨在促进法学教育质量的学术组织。(Order of the Coif, 美国杰出法律学人协会，为法学院学生可获得的最高荣誉奖之一)。

你们当中肯定有许多人觉得奇怪：这么老还能来演讲啊。(众笑)嗯，答案很明显：他还没有死。(众笑)为什么要请这个人来演讲呢？我也不知道。我希望学校的发展部跟这没有什么关系。

不管怎么样，我想我来这里演讲是合适的，因为我看到后面有一排年纪比较大并且没有穿学位礼服的家长听众。我自己养育过许多子女，我知道他们真的比坐在前面这些穿学位礼服的学生更感光荣。父母为子女付出了许多心血，把智慧和价值观传授给子女，他们应该永远受到尊敬。我还很高兴看到我左边有许多亚洲人的面孔。我这辈子一直很崇拜孔子。我很喜欢孔子关于"孝道"的思想，他认为孝道既是天生的，也需要教育，应该代代相传。

你们大家可别小看这些思想，请留意在美国社会中亚洲人的地位上升得有多快。我认为这些思想很重要。

在孔子的思想中，孝道是对父母及祖先的敬爱，是一种需要培养的美德。广义的"孝道"包括照顾父母，听父母的话，敬爱和赡养父母，对父母有礼貌，传宗接代，兄弟之间相互扶持，给父母明智的建议，隐讳他们的错误，在他们生病和死亡时表达哀伤，在他们去世后进行祭祀等。孔子认为，如果人们能够学会践行孝道，他们就能够更好地扮演他们在社会和政府中的角色。在孔子看来，孝道十分重要，甚至比法律还重要。实际上，在汉朝的某些时期，那些不按孝道祭祀祖先的人会遭到肉体上的刑罚。《中国哲学家孔子的道德观》(The Morals of Confucius, a Chinese Philosopher)是 1961 年第一个英文版本。

好啦，我已经把今天演讲的几个要点写下来了，下面我就来介绍那些对我来说最有用的道理和态度。我并不认为它们对每个人而言都是完美的，但我认为它们之中有许多具有普遍价值，也有许多是"屡试不爽"的道理。

是哪些重要的道理帮助了我呢？我非常幸运，很小的时候就明白这样一个道理：**要得到你想要的某样东西，最可靠的办法是让你自己配得起它。**这是个十分简单的道理，是黄金法则。你们要学会：**己所不欲，勿施于人。**无论是对律师还是对其他人来说，这都是他们最应该有的精神。总的来说，拥有这种精神的人在生活中能够赢得许多东西。他们赢得的不只是金钱和名誉。他们还赢得尊敬，理所当然地赢得与他们打交道的人的信任。**能够赢得别人的信任是非常快乐的事情。**

有时候你们会发现有些彻头彻尾的恶棍死的时候既富裕又有名，但是周围的绝大多数人都知道他们死有余辜。如果教堂里满是参加葬礼的人，其中大多数人去那里是为了庆祝这个人终于死了。这让我想起了一个故事。有个这样的混蛋死掉了，神父说："有人愿意站出来，对死者说点好话吗？"没有人站出来，还是没有人站出来，最

后有个人站出来了，他说：“好吧，他的兄弟更糟糕。”这不是你们想要得到的下场。以这样的葬礼告终的生活不是你们想要的生活。

我很小就明白的第二个道理是，**正确的爱应该以仰慕为基础**，而且我们应该去爱那些，对我们有教育意义的先贤。不知道我是怎么懂得这个道理，并且一辈子都在实践它。萨默赛特·毛姆在他的小说《人性的枷锁》中描绘的爱是一种有病的爱。那是一种病，如果你们发现自己有那种病，应该赶快把它治好。

1915 年，威廉·萨默赛特·毛姆出版了自传体小说《人性的枷锁》，这本书通常被认为是他最出色的作品。小说的主角菲利普遇到了伦敦的女服务员米尔德莱德。米尔德莱德瞧不起菲利普，但菲利普疯狂地爱上了她。菲利普知道自己很蠢，也很讨厌自己。他把所有钱都给了米尔德莱德，而得到的回报却是憎恶和羞辱。毛姆如此描绘这段关系：“爱情就如他腿上的寄生虫，吮吸着他生命的热血，维持其可恶的生存；它拼命地吸取他的精力，使他对别的一切都提不起兴趣。”

另外一个道理是，**获得智慧是一种道德责任**。这个道理可能会让你们想起孔子，它不仅仅是为了让你们的生活变得更加美好。而且有一个相关的道理非常重要，那就是**你们必须坚持终身学习**。如果没有终身学习，你们大家将不会取得很高的成就。光靠已有的知识，你们在生活中走不了多远。离开这里之后，你们还得继续学习，这样才能在生活中走得更远。

就拿世界上最受尊敬的伯克希尔·哈撒韦公司来说，它的长期大额投资业绩可能是人类有史以来最出色的。让伯克希尔在这个十年赚到许多钱的方法，在下个十年未必还能那么管用。所以，**沃伦·巴菲特不得不成为一个不断学习机器**。层次较低的生活也有同样的要求。我不断地看到有些人在生活中越过越好。他们不是最聪明的，甚至不是最勤奋的，但他们是学习机器。**他们每天晚上睡觉时都比早晨聪明一点点**。这种习惯对你们很有帮助，特别是在你们还有很长的路要走的时候。

阿尔弗雷德·诺斯·怀特海曾经说过一句很正确的话，他说只有当人类“发明了发明的方法”之后，人类社会才能够快速地发展。他指的是人均 GDP 的巨大增长，以及其他许多我们今天已经习以为常的好东西。人类社会在几百年前才出现了大发展。在那之前，每个世纪的发展几乎等于零。人类社会只有发明了发明的方法之后才能发展，同样道理，**你们只有学习了学习的方法之后才能进步**。

阿尔弗雷德·诺斯·怀特海：未来属于那些能够摆脱地球束缚而上升的人。

我非常幸运。我读法学院之前就已经学会了学习的方法。在我这漫长的一生当中，没有什么比持续学习对我的帮助更大。再拿沃伦·巴菲特来说。如果你们拿着计时器观察他，你们会发现，**他醒着的时候有一半时间是在看书**。他把剩下的时间，大部分用来跟一些非常有才华的人进行一对一的交谈，有时候是打电话，有时候是当面，

那些都是他信任而且也信任他的人。仔细观察的话，沃伦很像个学究，虽然他在世俗生活中非常成功。

学术界有许多非常有价值的东西。不久之前我就遇到一个例子。我是一家医院的理事会主席，在工作中接触到一个叫做约瑟夫·米拉的医学院研究人员。这位仁兄是医学博士，他经过多年的钻研，成为世界上最精通骨肿瘤病理学的人。他想要传播这种知识，提高骨癌的治疗效果。他是怎么做的呢？嗯，他决定写一本教科书，虽然我认为这种教科书最多只能卖几千册，但世界各地的癌症治疗中心都买了它。他休了一年假，把所有 X 光片弄到电脑里，仔细地保存和编排。他每天工作 17 个小时，而且每周工作七天，整整坚持了一年。这也算是休假啊。在假期结束的时候，他写出了世界上最好的两本骨癌病理学教科书中的一本。**如果你们的价值观跟米拉差不多，你们想取得多大的成就就能取得多大的成就。**

约瑟夫·米拉 Joseph M. Mirra 是洛杉矶锡达斯西奈医学中心病理学和医验医药部的骨科和软组织病理学家。米拉医生的研究领域是骨科病理学，他就这个领域发表了超过 150 篇论文，撰写了 16 本书的部分章节，还主编了两本著作。米拉医生拥有解剖与临床病理学的执业许可证，世界各地的医学机构争相邀请他去当访问教授，传授骨科病理学方面的知识。在他整个从医生涯中，他非常注重培养学生。他曾参加过数次骨肿瘤病理学研讨会。

另外一个对我非常有用的道理是我当年在法学院学到的。那时有个爱开玩笑的教授说："什么是法律头脑？如果有两件事交织在一起，相互之间有影响，你努力只考虑其中一件，而完全不顾另外一件，以为这种思考方式既实用又可行的头脑，就是法律头脑。"我知道他是在说反话，他说的那种"法律"方法是很荒唐的。这给了我很大的启发，因为它促使我去学习所有重要学科的所有重要道理，这样我就不会成为那位教授描绘的蠢货了。因为真正重要的大道理占了每个学科 95% 的份量，所以对我而言，**从所有学科吸取我所需要的 95% 的知识，并将它们变成我思维习惯的一部分**，倒也不是很难的事情。当然，掌握这些道理之后，你们必须不断通过实践去使用它们。这就像钢琴演奏家，如果你们不持续练习，就不可能弹得好。所以我这辈子不断地实践那种跨学科的方法。

这种习惯帮了我很多忙。它让生活更有乐趣。它让我能做更多事情。它让我变得更有建设性。它让我变得非常富有，而这无法只用天分来解释。我的思维习惯，只要得到正确的实践，真的很有帮助。但这种习惯也会带来危险，因为它太有用了。如果你们使用它，那么当你们和其他学科的专家在一起时，这个专家可能是你们的老板，所以能够轻而易举地伤害你们，你们会常常发现，原来你们的知识比他更丰富，更能够解决他所遇到的问题。当他束手无策的时候，你们有时会知道正确的答案。遇到这样的情况是非常危险的。**如果你们的正确，让他有身份有地位的人觉得没面子，那么你们可能会引发别人极大的报复心理。**我还没有找到避免受这个严重问题伤害的完美方法。

尽管年轻时，我的扑克牌玩得很好，但在我认为我知道得比上级多的时候，我不太擅长掩饰自己的想法。我并没有很谨慎地去努力掩饰自己的想法，所以我总是得罪人。现在人们通常把我当成一个行将就木的没有恶意的古怪老头，但是在从前，我有过一段很难度过的日子。我建议你们不要学我，**最好学会隐藏你们的睿见**。我有个同事，他从法学院毕业时成绩是全班第一名，曾在美国最高法院工作过。他年轻时干过律师，当时他总是表现出见多识广的样子。有一天，那位是他上级的高级合伙人把他叫进办公室，对他说："听好了，查克，我要向你解释一些事情。你的工作职责是让客户认为他是房间里最聪明的人。如果你完成了这项任务之后还有多余的精力，那么你应该用它来让你的高级合伙人显得像是房间里第二聪明的人。只有履行了这两条义务之后，你才可以表现你自己。"嗯，那是一种在大型的律师事务所里面往上爬的好办法。但我并没有那么做。**我通常率性而为，如果有人看不惯我的作风，那就随便咯，我又不需要每个人都喜欢我。**

我想进一步解释为什么人们必须拥有跨学科的心态，才能高效而成熟地生活。在这里，我想引用古代最伟大的律师马尔库斯·图卢斯·西塞罗的一个重要思想。西塞罗有句话很著名，他说：**如果一个人不知道他出生之前发生过什么事情，那么他在生活中就像一个无知的孩童**。这个道理是非常正确的。西塞罗正确地嘲笑了那些愚蠢得对历史一无所知的人。但如果你们将西塞罗这句话推而广之，那么除了历史之外，所有学科的重要思想是人们必须了解的。但如果你们对一种知识只是死记硬背，以便能够在考试中取得好成绩，那么这种知识对你们不会有太大的帮助。你们必须掌握许多知识，让它们在你们的头脑中形成一个思维框架，在随后的日子里能够自动地运用它们。如果你们能够做到这一点，我郑重地向你们保证，总有一天你们会在不知不觉中意识到："我已经成为我的同龄人中最有效率的人之一。"与之相反，如果你们不努力去实践这种跨学科的方法，你们中的许多最聪明的人将只会取得中等成就，甚至生活在阴影之中。

伏尔泰(弗兰索瓦·阿鲁埃，1694-1778)法国启蒙时代的作家和哲学家，阿鲁埃在1718年采用了"伏尔泰"的笔名，后来他经常使用它，乃至无论在公开的作品还是在私人的生活中，这个名字完全取代了他的本名。历史学家认为"伏尔泰"是其真名"阿鲁埃"的谐音变体。400年前，伏尔泰提出了和查理的建议相同的看法，他写道："Il est dangereux d'avoir raison dans des choses où des hommes accrédités ont tort."("假如有权有势的人错了，而你是对的，那你就危险啦。")

马尔库斯·图卢斯·西塞罗，生活在罗马共和国走向衰亡的时代，他在他那个时代的许多重要政治事件中扮演了关键的角色。除了是演说家、政治家、哲学家之外，西塞罗更重要的身份是律师，而且非常重视历史的教训。他说："历史是时代的见证，真理的火炬，记忆的生命，生活的老师和古人的使者。""如果你对自己出生之前的事情毫不了解，那么你永远都是一个无知的孩童。因为人生如果不是对于历史密不可分的往事的记忆，又能是什么呢？"

我发现的另外一个道理蕴含在麦卡弗雷院长刚才讲过的故事中，故事里的乡下人说："要是知道我会死在哪里就好啦，那我将永远不去那个地方。"这乡下人说的话虽然听起来很荒唐，但却蕴含着一个深刻的真理。对于复杂适应系统以及人类大脑而言，如果采用逆向思考，问题往往会变得更容易解决。如果你们把问题反过来思考，你们通常就能够想得更加清楚。例如，如果你们想要帮助印度，你们应该考虑的问题不是："我要怎样才能帮助印度？"相反地，你们应该问："我要怎样才能损害印度？"你们应该找到能够对印度造成最大损害的事情，然后避免去做它。也许从逻辑上来看这两种方法其实是一样的。但那些精通代数的人知道，如果问题很难解决，利用反向证明往往就能迎刃而解。生活的情况跟代数一样，逆向思考能够帮助你们解决正面思考无法处理的问题。

代数：逆向思考之母。英语中的代数"Algebra"来自阿拉伯单词"al-jabr"。这个阿拉伯单词最早出现于波斯数学家穆罕默德·本·穆萨·花拉子密(Muhammad ibn Ms al-Khwrizm)在公元 820 年写下的著作《代数学》中。这本书系统地论证了六种类型的一次方程和二次方程的解法。

让我现在就使用一点逆向思考。什么会让我们在生活中失败呢？我们应该避免什么呢？有些答案很简单。例如，懒惰和言而无信会让我们在生活中失败。如果言而无信，那么就算有再多的优点，也将无法避免悲惨的下场。所以，你们应该养成言出必行的习惯。懒惰和言而无信是显然要避免的。

另外一个要避免的是，极端强烈的意识形态，因为它会让人们丧失理智。你们看到电视上有许多非常糟糕的宗教布道者，他们对神学中的细枝末节持有不相同、强烈的、前后矛盾的神学观点，偏偏又非常固执，我看他们当中有许多人的脑袋已经萎缩成卷心菜了。政治意识形态的情况也一样。年轻人特别容易陷入强烈而愚蠢的意识形态当中，而且永远走不出来。当你们宣布你们是某个类似邪教团体的忠实成员，并开始倡导该团体的正统意识形态时，你们所做的就是将这种意识形态不断地往自己的头脑里塞。这样你们的头脑就会坏掉，而且有时候是以惊人的速度坏掉。所以你们要非常小心地提防强烈的意识形态，它对你们宝贵的头脑是极大的危险。

每当我感到自己有陷入某种强烈的政治意识形态的危险时，我就会拿下面这个例子来提醒自己。有些玩独木舟的斯堪的纳维亚人征服了斯堪的纳维亚的所有激流，他们认为他们也能驾驶独木舟顺利地征服北美洲的大漩涡，结果死亡率是 100%。大漩涡是你们应该避开的东西。我想强烈的意识形态也是，尤其当你们的同伴全都是虔诚的信徒时。

我有一条"铁律"，它帮助我在偏向于支持某种强烈的意识形态时保持清醒。我觉得我没资格拥有一种观点，除非我能比我的对手更好地反驳我的立场。我认为我只有在达到这个境界时才有资格发表意见。迪安·艾奇逊有一条"铁律"(美国著名政治家和律师，在制订美国冷战时期外交政策上扮演过重要角色)，它来自荷兰奥兰治的沉默者威

廉说过的一句话：“**未必要有希望才能够坚持。**”我的做法听起来跟这条“铁律”一样极端。对大多数人而言，这么做可能太难了，但我希望对我来说它永远不会变得太难。我这种避免陷入强烈的意识形态的方法，其实比迪安·艾奇逊的“铁律”更容易，也值得学习。这种别陷入极端意识形态的方法在生活中是非常非常重要的。如果你们想要成为明智的人，严重的意识形态很有可能会导致事与愿违。

有一种叫做“**自我服务偏好**”的心理因素也经常导致人们做傻事。它往往是潜意识的，我们所有人都难免受其影响。你们认为“自我”有资格去做它想做的事情，例如，自我透支收入来满足它的需求，那有什么不好的呢？嗯，从前有一个人，他是全世界最著名的作曲家，可是他大部分时间过得非常悲惨，原因之一就是他总是透支收入。那位作曲家叫做莫扎特。连莫扎特都无法摆脱这种愚蠢行为的毒害，我觉得你们就更不应该去尝试它啦。

作曲家莫扎特穷困的主要证据是他在 1788-1791 年间写给他的共济会教友迈克尔·普克伯格借钱的信件。莫扎特的收入虽然波动很大，但在音乐家里面算是非常高的，在某些年份，他的收入比 90% 的维也纳居民要多。经济学家威廉·鲍默尔和他太太希尔达经过计算得出，莫扎特在生命最后十年的收入处于中产阶级的水平，每年有 3000-4000 弗罗林(相当于 1990 年的 3-4 万美元)。莫扎特这么多钱都到哪里去了呢？莫扎特的太太康斯坦兹疾病缠身，需要定期进行温泉疗法，而当时的温泉只有富人才能泡得起。在收入较低的时期，莫扎特夫妇依然按照他们习惯的方式生活，这使他们的现金流出现了问题。他们在收入高的时期又不储蓄，而且在 1791 年，莫扎特打官司输给了卡尔·里希诺夫斯基亲王，这使他们的财务状况雪上加霜。有些学者还引用证据表明莫扎特经常利用台球和纸牌进行赌博。

总的来说，**妒忌、怨憎、仇恨和自怜都是灾难性的思想状态。过度自怜于事无补，还可以让人近乎偏执。偏执是最难逆转的东西之一。**你们不要陷入自怜的情绪中去。我有个朋友，他随身携带一叠厚厚的卡片。每当有人说了自怜的话，他就会慢慢地、夸张地掏出那一大叠卡片，拿起最上面那张，把它交给那个人。卡片上写着：“你的故事让我很感动。我从来没有听说过有人像你这么倒霉。”你们也许认为这是开玩笑，但我认为这是精神卫生。每当你们发现自己产生了自怜的情绪，不管是什么原因，哪怕由于自己的孩子患上癌症而即将死去，你们也要想到，自怜是于事无补的。每当这样的時候，你们要给自己送一张我朋友的卡片。自怜总是会产生负面的影响，它是一种错误的思维方式。如果你们能够避开它，你们的优势就远远大于所有其他人，或者几乎所有其他人，因为自怜是一种标准的反应。你们可以通过训练来摆脱它。

你们当然也要**在你们的思维习惯中消除自我服务的偏好。**别以为对你们有利的就是对整个社会有利的，也别根据这种自我中心的潜意识倾向，来为你们愚蠢或邪恶的行为辩解，那是一种可怕的思考方式。你们要让自己摆脱这种心理，因为你们想成为智者而不是傻瓜，想做好人而不是坏蛋。你们也必须在你们自己的认知和行动中，允许别人拥有自我服务的偏好，因为大多数人将无法非常成功地清除这种心理。人性就是这样。**如果你们不能容**

忍别人在行动中表现出自我服务的偏好，那么你们又是傻瓜。

所罗门兄弟公司的法律总顾问曾经做过《哈佛法学评论》的学生编辑，是个聪明而高尚的人，但我却亲眼看到他毁掉了自己的前途。当时那位能干的 CEO 说有位下属做错了事，总顾问说："哦，我们在法律上没有责任汇报这件事，但我认为那是我们应该做的，那是我们的道德责任。"从法律和道德上来讲，总顾问是正确的，但他的方法却是错误的。他建议日理万机的 CEO 去做一件令人不愉快的事情，而 CEO 总是把这件事往后一推再推，因为他很忙嘛，这完全可以理解，他并不是故意要犯错。后来呢，主管部门责怪他们没有及时通报情况，所以 CEO 和总顾问都完蛋了。

遇到这种情况，正确的说服技巧是本杰明·富兰克林指出的那种。他说："如果你想要说服别人，要诉诸利益，而非诉诸理性。"人类自我服务的偏好是极其强大的，应该被用来获得正确的结果。所以总顾问应该说："喂，如果这种情况再持续下去，会毁掉你的，会让你身败名裂，家破人亡。我的建议能够让你免于陷入万劫不复之地。"这种方法会生效的。你们应该多多诉诸利益，而不是理性，即使当你们的动机很高尚的时候。

另外一种应该避免的事情是，受到变态的激励机制的驱动。你们不要处在一个你们表现得越愚蠢或者越糟糕，它就提供越多回报的变态激励系统之中。变态的激励机制具有控制人类认知和人类行为的强大力量，人们应该避免受它影响。你们将来会发现，有些律师事务所规定的工作时间特别长，至少有几家现代律师事务所是这样的。如果每年要工作 2400 个小时，我就没法活了，那会给我带来许多问题，我不会接受这种条件。我没有办法对付你们当中某些人将会面对的这种局面。你们将不得不自行摸索如何处理这些重要的问题。

变态的工作关系也是应该避免的。你们要特别避免在你们不崇敬或者不想像他一样的人手下干活，要不然那也是很危险的。我们所有人在某种程度上都受到权威人物的控制，尤其是那些为我们提供回报的权威人物。要正确地对付这种危险，必须同时拥有才华和决心才行。我年轻时的办法是找出我尊敬的人，然后想办法调到他手下，但是别批评任何人，这样我通常能够在好领导手下工作。许多律师事务所是允许这么做的，只要你们足够聪明，能够做得很得体。总之，在你们正确地仰慕的人手下工作，你们在生活中取得的成就将会更加令人满意。

养成一些让你能够保持客观公正的习惯，当然对认知非常有帮助。我们都记得达尔文特别留意相反的证据，尤其是在他证伪的是某种他信奉和热爱的理论时。如果你们想要在思考的时候，尽量少犯错误，你们就需要这样的习惯。人们还需要，养成核对检查清单的习惯。核对检查清单能够避免很多错误，不仅仅对飞行员来说是如

此。你们不应该光是掌握广泛的基础知识，而是应该把它们在头脑中列成一张检查清单，然后再加以使用。没有其他方法能够取得相同的效果。

达尔文早在 1830 年代末期就形成了他的物种进化理论，但直到 1859 年，他才出版了他的巨著《物种起源》。达尔文认为，任何对人类起源提出新解释的科学理论都将会遭遇广泛的歧视，所以他在公开发表他的理论之前，先谨慎地对各种可能出现的反驳进行了准备。因此，他花了整整 20 年，努力地完善他的理论，并为这种理论做好了辩护的准备。

另外一个我认为很重要的道理就是，**将不平等最大化通常能够收到奇效**。这句话是什么意思呢？加州大学洛杉矶分校 UCLA 的约翰·伍登提供了一个示范性的例子。伍登曾经是最优秀的篮球教练。他对五个水平较低的球员说："你们不会得到上场的时间，你们是陪练。"比赛几乎都是那七个水平较高的球员在打的。嗯，这七个水平高的球员学到了更多，因为他们独享了所有的比赛时间——别忘了学习机器的重要性。在他采用非平等主义的方法时，伍登比从前赢得了更多的比赛。我认为，**生活就像比赛，也充满了竞争，我们要让那些最有能力和最愿意成为学习机器的人发挥最大的作用**。如果你们想要获得非常高的成就，你们就必须成为那样的人。你们不希望 50 个轮流做手术的医生中，抓阄抽一个来给你们的孩子做脑外科手术。你们不希望你们的飞机，是以一种太过平等主义的方式设计出来的。你们也不希望，你们的伯克希尔采用这样的管理方式。你们想要让最好的球员打很长时间的比赛。

1968 年，安迪·希尔是洛杉矶市大学高级中学的出色后卫。他平均每场比赛能够得到 27 分，许多篮球强校向他伸出了橄榄枝。他选择了加州大学洛杉矶分校，在大一的队伍中打出了极佳的表现。他平均每场比赛能拿到 19 分和 8 个助攻，和亨利·毕比一起被评为球队最有价值球员。然而，安迪在加州大学洛杉矶分校的灰姑娘故事很快就结束了。该校校队刚刚获得七年内的第六个全国冠军，希尔很快就发现他自己达不到伍登教练对首发球员的要求。和其他在大学生队期间坐板凳的替补队员一样，在伍登教练手下，希尔也深刻地体会到体育运动的非平等主义本质。在他那本令人愉快的《要快，但别赶！》中，希尔叙述了那段痛苦经历，他和伍登最后的和解，以及他从这段经历中学到的宝贵经验。

我经常讲一个有关马克斯·普朗克的笑话。普朗克获得诺贝尔奖之后，到德国各地演讲，每次讲的内容大同小异，都是关于新的量子物理理论的，时间一久，他的司机记住了讲座的内容。司机说："普朗克教授，我们老这样也挺无聊的，不如这样，到慕尼黑让我来讲，你戴着我的司机帽子坐在前排，你说呢？"普朗克说："好啊。"于是司机走上讲台，就量子物理发表了一通长篇大论。后来有个物理学教授站起来，提了一个非常难的问题。演讲者说："哇，我真没想到，我会在慕尼黑这么先进的城市，遇到这么简单的问题。我想请我的司机来回答。"

我讲这个故事呢，并不是为了表扬主角很机敏。**而是要你们应该有能力分辨谁是普朗克，谁是司机。我认为这个世界的知识可以分为两种：一种是普朗克知识，它属于那种真正懂的人。他们付出了努力，他们拥有那种能力。另外一种司机知识。他们掌握了鹦鹉学舌的技巧；他们可能有漂亮的头发；他们的声音通常很动听；他们**

给人留下深刻的印象。但其实他们拥有的是伪装成真实知识的司机知识。

我想我刚才实际上描绘了美国所有的政客。如果你们在生活中想努力成为拥有普朗克知识的人，而避免成为拥有司机知识的人，你们将会遇到这个问题。到时会有许多巨大的势力与你们作对。从某种程度上讲，我这代人辜负了你们，我们给你们留了个烂摊子，现在加利福尼亚州的立法机构里面大多数议员是左派和右派的傻瓜，这样的人越来越多，而且他们没有一个人是可以被请走的。这就是我这代人为你们做的事情。但是，你们不会喜欢太过简单的任务，对吧？

2004 年梦工厂出品的电影《主持人：罗恩·勃艮第传奇》中，威尔·费雷尔扮演了一个无知的电视新闻节目主持人。这个角色是马克斯·普朗克的司机在现代的化身：发型很漂亮，声音很动听，除了“鹦鹉学舌”之外什么都不懂。

另外一件我发现的事情是，如果你们真的想要在某个领域做得很出色，那么你们必须对它有强烈的兴趣。我可以强迫自己把许多事情做得相当好，但我无法将我没有强烈兴趣的事情做到非常出色。从某种程度上讲，你们也跟我差不多。所以如果有机会的话，你们要想办法去做那些你们有强烈兴趣的事情。

还有就是，你们一定要非常勤奋才行。我非常喜欢勤奋的人。我这辈子遇到的合伙人都极其勤奋。我想我之所以能够和他们合伙，部分原因在于我努力做到配得起他们，部分原因在于我很精明地选择了他们，还有部分原因是我运气好。我早期的生意上曾经有过两位合伙人，他们俩在大萧条期间合资成立了一家建筑设计施工公司，达成了很简单的协议。“这是个两个人的合伙公司，”他们说，“一切平分。如果我们没有完成对客户的承诺，我们俩要每天工作 14 个小时，每周工作 7 天，直到完成为止。”不用说你们也知道啦，这家公司做得很成功。我那两位合伙人广受尊敬。他们这种简单的老派观念几乎肯定能够提供一个很好的结果。

另外一个你们要应付的问题是，你们在生活中可能会遭到沉重的打击，不公平的打击。有些人能挺过去，有些人不能。我认为爱比克泰德的态度能够引导人们作出正确的反应。他认为，生活中的每一次不幸，无论多么倒霉，都是一个锻炼的机会，每一次不幸都是吸取教训的良机。人们不应该在自怜中沉沦，而是应该利用每次打击来提高自我。他的观点是非常正确的，影响了最优秀的罗马帝国皇帝马库斯·奥勒留，以及随后许多个世纪里许许多多其他的人。你们也许记得爱比克泰德自拟的墓志铭：“此处埋着爱比克泰德，一个奴隶，身体残疾，极端穷困，蒙受诸神的恩宠。”嗯，现在爱比克泰德就是这样被铭记的：“蒙受诸神的恩宠。”说他蒙受恩宠，是因为他变成智者，变成顶天立地的男子汉，而且教育了其他人，包括他那个时代和随后许多世纪的人。

爱比克泰德的道德观

控制你的情欲，以免它们报复你。

别根据你的愿望来要求现实，应该依据现实来确定你的愿望。

说话之前，先理解你要说的话。

智者不为他缺少的东西悲哀，而为他所拥有的东西高兴。

如果你想要进步，别在意别人觉得你很愚蠢。

自以为什么都懂的人不可能开始学习。

你遇到什么事并不重要，重要的是你做出了什么反应。

凡事尽力而为，别计较结果。

人若控制不了自己，自由便无从谈起。

惟有受过教育的人是自由的。

困扰人们的并非事物，而是他们对事物的看法。

要和那些比你优秀的人为伴，他们能促使你做到最好。

富裕并非拥有许多财产，而是拥有很少需求。

我还有个道理想简单地说说。我的爷爷芒格曾是他所在城市惟一的联邦法官，他担任这个职位长达 40 年之久。我很崇拜他。我的名字跟他相同。我对他非常孝顺，我刚才还在想："芒格法官看到我在这里会很高兴的。"我爷爷去世许多年啦，我认为自己有责任接过火炬，传达他的价值观。他的价值观之一是，**节俭是责任的仆人**。芒格爷爷担任联邦法官的时候，联邦法官的遗孀是得不到抚恤金的。所以如果他赚了钱不存起来，我奶奶将会变成一个凄凉的寡妇。除此之外，家有余资也能让他更好地服务别人。所以，**他终生量入为出**，给他的遗孀留下了一个舒适的生活环境。但这并非是他节俭的全部功效。我爷爷尚在世的时候，我叔叔的小银行倒闭了，如果没有外力的帮助，将无法重新开业。我爷爷用他三分之一的优质资产，去交换那家银行的劣质资产，从而拯救了它。我一直记得这件事情。这件事情让我想起豪斯曼(A.E.Housman，英国古典文学学者诗人)的一首短诗，那首诗好像是这样的：**别人的想法，是飘忽不定的，他们想着和恋人幽会，想走大运或出大名。我总是想着麻烦，我的想法是稳重的，所以当麻烦来临时，我早已做好准备。**

你们很可能会说："谁会在生活中整天期待麻烦的到来啊？"其实我就是这样的。在这漫长的一生中，我一直在期待麻烦的到来。**现在我已经 84 岁啦。就像爱比克泰德，我也拥有一种蒙受恩宠的生活。我总是期待麻烦的到来，准备好麻烦来临时如何对付它，这并没有让我感到不快乐。**实际上，这对我有很大的帮助。所以我要把豪斯曼和芒格法官的道理传授给你们。

查理·芒格法官(1861-1941)托马斯·查理·芒格于美国内战前夕出生在俄亥俄州的弗莱切。他的父母是居无定所的农民和学校教师，过着非常贫穷的日子。芒格法官小时候有一次去肉店买肉时，口袋里只有五分钱，只能从肉贩那里买到动物身上最差的部位。尽管出身贫寒，但是在父母的努力之下，也在他自己的勤奋学习之下，芒格法官获得了很好的教育。1907 年，他被塞奥多·罗斯福总统任命为美国联邦地区法官，以不懈钻研法律、简洁而清晰的司法观点而闻名。

由于在你们将要从事的行业中有大量的程序和繁文缛节，最后一个我想要告诉你们的道理是，复杂的官僚程序并不是文明社会的最好制度。**更好的制度是一张无缝的、非官僚的信任之网。**没有太多稀奇古怪的程序，只有

一群可靠的人，他们彼此之间有正确的信任。那是玛约医疗中心手术室的运作方式。如果那里的医生像律师那样设立许多像法律程序那么繁琐的规矩，更多的病人会死于非命。所以当你们成为律师的时候，永远别忘记，虽然你们在工作中要遵守程序，但你不用总是被程序牵着鼻子走。你们在生活中应该追求的是尽可能地培养一张无缝的信任之网。如果你们拟定的婚姻协议书长达 47 页，那么我建议你们这婚还是不结为妙。

好啦，在毕业典礼上讲这么多已经够啦。我希望这些老人的废话对你们来说是有用的。最后，我想用《天路历程》中，那位真理剑客年老之后，惟一可能说出的话，来结束这次演讲：“**我的剑传给能挥舞它的人。**”

1678 年出版的《天路历程》是约翰·班扬(John Bunyan)所著的寓言故事，它被认为是英语文学中最重要的作品之一。《天路历程》记录的是叙事者在梦中跟随一个基督徒，走过许多虚构的地方：万念俱灰之沼泽、美不胜收之宫殿、卑贱低下之山谷、死神阴影之山谷、虚荣浮夸之市集和犹疑猜忌之堡垒，最终到达他要寻找的天空之城。真理剑客是一位武功高强的朝圣者，独自打败了三个匪徒，在那位基督徒快要到达终点的时候加入了他的朝圣之路。

巴菲特致股东的信 2007

2008 年 2 月 26 日, BRK: \$110400-141600

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

公司 2007 年的账面价值增加 123 亿美元, A/B 股每股的账面价值增长了 11%(标普 28.7%), 自现任管理层接手的 43 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 78008 美元, 年复合成长率约为 21.1%。

总体上, 去年我们旗下的 76 家运营业务表现良好。少数几个出问题的业务主要是与房地产相关, 包括我们的砖块、地毯以及房地产经纪业务。他们受的影响是轻微的和暂时性的。我们在这些业务领域中的竞争优势依然强大。我们拥有一流的管理层, 无论年景好坏, 相信他们总能把公司运营得很好。

然而, 一些大型的金融机构正面临严重问题, 原因是他们卷入了我去年信中提到的"宽松的放贷操作"。富国银行的 CEO: John Stumpf 对许多机构最近的放贷行为剖析道: "这个行业真有趣, 老的赔钱工具就不少, 却又在发明新的赔钱方法。"

你可能记得 2003 年的时候, 硅谷很流行一个车贴: "神啊, 求求你再来个(互联网)泡沫吧"。很不幸, 这个愿望很快就成真了: 几乎所有的美国人都认为房价会永远上涨。这种坚信不疑令借款人的收入和现金净值对放贷机构无足轻重, 他们大把大把的把钱借给别人, 相信房价上涨会解决所有问题。今天, 我们国家里不断蔓延的痛苦, 正是源于这种错误的自信。随着房价的下跌, 大量愚蠢的金融问题被曝光。对此你能学到经验就是: 只有在退潮的时候, 你才能知道谁在裸泳。我们关注的那些最大的金融机构, 其现状简直是"惨不忍睹"。

来点好消息, 可以肯定的是, 伯克希尔最新收购的 TTI 和伊斯卡(Iscar)公司, 在他们的 CEO: Paul Andrews 和 Jacob Harpaz 领导下, 在 2007 年表现不俗。去年我曾经说过, ISCAR 公司是我见过的制造企业中最令人印象深刻的一家, 在秋天造访它在韩国非比寻常的工厂后, 印象更加深刻了。

最后, 作为伯克希尔基石的保险业务, 这一年的业绩非常出色, 这部分要归功于我们网罗了保险业中最好的一批经理人。此外我们在 2007 年非常幸运, 这是连续第二年美国没有发生非常重大的灾难。

不过盛宴已经结束。确定无疑的是: 整个保险业的利润率, 包括我们在内, 2008 年将明显下滑。保费在降低, 损失敞口却无情地在扩大, 即使美国继续经历第三个小灾之年, 保险业的利润率也将下降 4%或更多。如果遇上飓风或地震, 结果将会更糟糕。所以, 在接下来的几年里要对较低的保险收益有所准备。

评判标准

伯克希尔的价值主要源于两个方面。一个是我们的投资：股票、债券及现金等价物。在年底这些投资的价值为 1410 亿美元(在计算时，我们排除了财务和公用事业部门所持有的部位，将其归入第二部分价值中)。

保险浮存金，就是在保险业务中我们暂时持有的但不属于我们的资金，为我们的投资提供了 590 亿美元零成本资金(590/1410=41.8%)。只要保险业的承保损益平衡，浮存金就可以看作是"免费"获得的，这意味着，我们获得的保费，要与我们可能承担的损失和产生的费用相当。当然，保险承保是不确定的，总在收益和损失之间波动不定。然而在我们的承保历史中，我们总体是获利的，所以我期望在未来，我们将继续保持不亏损的状况，甚至做得更好。如果我们做到了，股东们将看到我们的投资，将成为伯克希尔股东们，无成本的价值来源。

伯克希尔价值的第二个组成部分是，来自投资和保险以外的收益。这些收益由我们的 66 家非保险公司提供。早年，我们专注于投资方面。然而，在过去的 20 年里，我们越来越重视非保险业务收益的发展。下表显示了这种变迁。首先，我们在表格中按 14 年为周期，列出每股所含的投资金额以及非保险业务每股收益增长记录，均排除了少数股东权益的部分。在 42 年里，我们每股投资金额的年复合收益是 27.1%。但是这一趋势，随着我们越来越多的使用可用资金购买整个运营企业，这一趋势一直在下降。每股税前收益年复合增长率为 17.8%，随着我们重点的转移，收益增长速度将加快。

百万美元	每股投资金额	每股税前收益
1965	4	4
1975	159	4
1979	577	18
1985	2407	52
1993	13961	212
1995	21817	175
2006	80636	3625
2007	90343	4093
1965-1979 复合增长率	42.8%	11.1%
1979-1993 复合增长率	25.6%	19.1%
1993-2007 复合增长率	14.3%	23.5%

不包括购买法会计调整数和少数股权净额

尽管通过这些表格，让你们对伯克希尔的收益增长历史有了大致概念，也有助评估伯克希尔的内在价值，但是它们对于预测公司未来发展的可能性时，完全具有误导性。伯克希尔过去的增长纪录，未来不要说复制，即使是接近这个水平都是困难的。我们的资产和收益基数，现在对我们来说，已经大的不可能在未来获得超常的增长。

我在伯克希尔的合伙人查理·芒格和我将继续用前面提到的两个指标来衡量我们的进展，并定期将结果报告给你们。尽管我们不可能接近复制过去的增长，但是我们将尽最大努力确保未来的增长不令人失望。

我们的努力，得到了那些加入伯克希尔管理层们的有力支持。在某些方面，这是一个与众不同的团体。首先，他们中的许多人在经济上根本无需工作，在将生意卖给我们时，大都获得了大笔资金。**他们之所以继续经营，只是因为他们乐此不疲，而不是因为需要钱。当然他们也希望获得公平合理的薪酬，但金钱本身，绝对不是他们如此辛勤且富有效率工作的原因。**

其次，有些相关的是，**这些经理人想在自己剩余工作年限里，从事自己想要的工作。**而在绝大多数其他公司里，那些主要的经理们，只要还不是公司一把手，就热衷于爬上公司权力金字塔的顶端。对于他们来说，他们现在管理的子公司或部门，只是晋升途中的中转站，至少他们希望如此。事实上，让他们在目前的职位上待上五年，会让他们深感失败。

相比之下，我们 CEO 们的“计分牌”上的成功标准，不是坐上我的位置，而是他们企业的长期表现。他们的决策是基于“这份工作干到死”的心态做出的。**我想正是这种罕见和难以复制的管理结构，才是我们真正的优势。**

收购

尽管我们的管理层是最棒的，我们仍需要进行明智的大型收购，以实现我们期望的经营收益增长。这方面我们直到 2007 年底才取得了一点进展。那是在圣诞节，查理和我签约了在伯克希尔历史上最大的现金收购，最终为我们自己挣到了当年的薪水。

这次交易的种子早在 1954 年就播下了，那年夏天，刚得到新工作才三个月的我，被我的老板本·格雷厄姆和杰瑞·纽曼派去参加 Rockwood 巧克力公司在布鲁克林召开的股东大会。一个年轻人刚控制了这家生产可可产品的公司。他当时发明了一种绝无仅有的“代币”，为每股 Rockwood 公司的股票出价 80 磅可可豆。我在 1988 年给股东的信中描述过这次交易，也解释了其中的套利机会。我要告诉你们 Jay Pritzker，就是上面提到的那个小伙子，一个利用避税主意的商业天才。这种可行的办法逃过了其他想买 Rockwood 股票专家们的眼睛，包括我的老板本·杰明和杰瑞。在那次股东大会上，Jay 友善地教了我很多关于 1954 年免税的知识，让我在离开时对他印象深刻。此后，我热切地跟踪着 Jay 那些繁多但出色的生意。Jay 最有价值的合伙人是他的兄弟 Bob，他经营玛蒙集团 (Marmon) 近 50 年了，这是 Pritzker 家族许多公司的母公司。

在 Jay 1999 年去世后，Bob 在 2002 年初也退休了。Pritzker 家族决定逐步卖掉或重组他们的公司，其中包括 Marmon 集团。Marmon 通过它的 9 个部门运营着 125 项生意，其中最大的一个是联合槽罐车公司(Union Tank Car)，加上它的加拿大分公司，联合槽罐车公司共拥有 9.4 万辆铁路槽罐车，被分租给不同的托运人。这只车队的原始成本是 51 亿美元，总而言之，Marmon 集团拥有 70 亿美元销售额和大约 2 万名员工。

我们不久将收购 Marmon 集团 60% 的股份，并将在 6 年内买下其余股份。我们的初始支出是 45 亿美元，我们以后的购买价格将基于一个与收益挂钩的公式。在我们涉足其中之前，Pritzker 家族从 Marmon 集团的现金分配、投资以及坚实的业务中获得了可观的收益。

这项交易，也是按 Jay 喜欢的方式进行的。我们仅凭 Marmon 集团的财务报表就给出报价，没有聘请顾问，也没有进行细致的审计。我知道公司会和 Pritzker 家族描述的情况一样，同样他们也知道，不论混乱的金融市场情况如何，我们都会说到做到。在过去的一年里，许多大型交易被要求重新谈判或干脆取消，但这个交易，对 Pritzker 家族来说，像对伯克希尔一样，一言为定。

Marmon 集团的 CEO：Frank Ptak，他有一个长期搭档 John Nichols。John 从前是伊利诺伊机械公司优秀的 CEO (Illinois Tool Works Inc. NYSE: ITW，一家全球性的工业产品和设备制造商，业务包括：汽车原始设备，食品设备，测试和测量及电子产品，焊接设备，聚合物和流体，建筑产品等。www.itw.com)，在 ITW 他和 Frank 合作管理一个多元化的工业集团。看一眼他们在 ITW 的记录，你会留下深刻印象。

高盛公司的 Byron Trott(我在 2003 年股东的信中曾对其大加赞扬)，促成了收购 Marmon 集团。Byron 是那种很罕见的，能设身处地为客户着想的投资银行家，查理和我百分百地信任他。你们也会喜欢高盛公司为这个交易起的代号。因 Marmon 集团在 1902 年-1933 年曾涉足汽车业，他们制造的 Wasp 汽车，赢得了在 1911 年首次举办的印地安纳波利斯 500 汽车赛，所以这笔交易被称为“印地 500”。

2006 年 5 月，当我在西雅图 Ben Bridge 珠宝连锁店举办的午餐会上发言时，下面的听众是它的一些供应商，其中包括 Dennis Ulrich，他是一家金饰品制作公司的老板。2007 年 1 月，Dennis 打电话给我，建议说如果能得到伯克希尔的支持，他可以缔造出一个珠宝制造业巨人。不久我们与他达成了交易，同时又收购了另一家与他规模相当的公司(Bel-Oro International 和 Aurafin LLC)，组成 Richline 集团公司。新公司后来又做了两笔较小的收购。但即便如此，Richline 公司的收益水平也远低于我们通常要求的收购门槛。不过我打赌，Dennis 在他

的搭档 Dave Meleski 的辅助下，将会建立起一个大型企业，并从投入的资本中赚取可观的回报。



<玛蒙控股 Marmon Holdings, Inc.> www.marmon.com

Marmon 控股公司总部位于伊利诺伊州芝加哥，由 11 个业务板块和 100 多家子公司组成，年总收入达 100 亿美元。Marmon 的 2 万多人的团队成员服务于世界各地不同的行业和市场。旗下包括：医疗集团，水处理(怡口净水)，食品技术服务业务，零售解决方案，铁路运输设备租赁，电气元件务，管道冷却，金属制品，工业部件，起重机业务，建筑业务等等，其中主要业务是槽罐车运输。如今，Marmon 控股公司旗下子公司皆是各自市场的领导者，以道德、负责和尊重的方式为客户和员工运营。未来，Marmon 将继续专注于从我们同名品牌身上获得的创新精神。在我们拥有 20000 多名员工的全球团队的推动下，我们致力于为世界上一一些最棘手的问题设计解决方案。

1911 年，由 Marmon 汽车公司设计和制造的 Wasp 汽车赢得了第一届印第安纳波利斯 500 拉力比赛。

1953 年，Pritzker 兄弟 Robert 和 Jay 收购了 Colson 公司，当时该公司的销售额为 350 万美元，是一家举步维艰的制造商。在 1950 年代，Colson 公司恢复了盈利能力，并收购了其它小公司，包括 Marmon 汽车公司的继任者 Marmon-Herrington 公司。

1964 年，Pritzker 家族将旗下子公司统一使用 Marmon Group 名字。

1976 年，通过收购 Cerro 赛罗公司，收入翻一番达到近 10 亿美元，并增加了公司日益多样化的制造业务。

1981 年，收购 Trans Union 公司，增加了包括铁路罐车、消费者信用信息、水处理系统和紧固件在内的业务。

1990 年代，Marmon 集团通过多次规模较小的收购进行扩张，这些公司通常在其行业已经占据一席之地。

2002 年，Robert Pritzker 结束了他在 Marmon 集团的 50 年管理生涯。

2005 年，Trans Union 公司是一个以数据为基础的企业，在以工业制造为主的 Marmon 集团中是独一无二的，它是作为一个独立的业务发展起来的。

2008 年，伯克希尔以 45 亿美元收购了 Marmon 集团的 60% 股权，随后以 3 亿美元收购另 3.6% 股份(经营收益 9.77 亿，PE7.7，估值 75.5 亿)，并计划分阶段在未来 6 年内收购其余少数股权。2011 年，以 15 亿美元增持 16.6% 的股份(经营收益 8.55 亿，PE10.6，估值 90.4 亿)，持股比例增加至 80.2%。2012 年以 14 亿美元增持 9.8% 股份(经营收益 11.63 亿，PE12.3，估值 142.9 亿)，持股比例增加至 90%。2013 年 15 亿收购剩余 9.7%，近乎 100% 控股(经营收益 12.01 亿，PE12.9，估值 154.6 亿)。

2014 年，Marmon 集团收购了 IMI 的饮料设备和零售商品业务，增加了其领先的食品服务业务组合。

2015 年，Marmon 集团收购了通用电气铁路服务公司(GE Rail Services)的槽罐车队，这是通用电气剥离通用电气资本(GE Capital)的一部分。

2019 年，Marmon 集团收购全球专业医疗器械供应商 Colson Medical 的多数股权，在公司内部创建了另一个医疗业务集团。2019 年，Angelo V. Pantaleo 被任命 Marmon 控股公司董事长兼 CEO。



<Richline Group, Inc.> www.richlinegroup.com

Richline Group 是美国顶尖的高级珠宝制造商以及营销公司。从合金生产到创建国际公认的消费珠宝品牌，Richline 在整个贵金属供应链上都是一个全世界、垂直整合的公司。作为全美知名的珠宝制造与分销商，拥有全球的分销、零售渠道、百货商场、电视购物以及互联网销售渠道，2007 年，伯克希尔收购了美国两家著名的珠宝商 Bel-Oro International 与 Aurafin LLC，并将它们合并为 Richline Group，成为美国最大的珠宝公司。旗下品牌包括：Andin、Alarama、Aurafin、Auragem、Bel-Oro、LeachGarner、Inverness、Rio Grande 和 Richline Jewelry 等。

2011 年，Richline 旗下意大利 Richline International 公司收购了意大利 5 个私人控股的珠宝品牌：儿童珠宝制造商 Erz，耳环与手链制造商 Farinex，Rosato 集团旗下 7AR 品牌，Zeno 品牌，Carniani 品牌。

2016 年，Richline 集团 4 月收购可定制精美珠宝的领先在线供应商 Gemvara。6 月收购珠宝行业的领先贵金属产品制造商和供应商 John C. Nordt。7 月收购珠宝品牌的创新可穿戴设备供应商 Viawear。10 月收购直销银饰品牌 Silpada。Silpada 将成为 Richline 旗下仅有的 2 个互联网品牌之一。

2017 年，Richline 收购业内领先的珠宝制造商和营销商 Aaron 集团。旗下 Samuel Aaron Jewelry 珠宝品牌成立

于 1950 年，是一家家族企业，在第三代领导者 Robert (Bobby) Kempler 的领导下，Aaron 依然作为婚嫁珠宝和时尚珠宝品类的领先品牌。

企业：出色的、良好的、糟糕的

让我们来看看，什么样的企业能让我们兴奋不已。在关注于此时，我们同样也要探讨，哪些是我们期望极力避开的企业。

查理和我寻找的公司是：a)我们能理解的业务；b)长期可持续的竞争优势；c)有能力且值得信赖的管理层；d)合理的标价。我们倾向买下整个公司，或者当管理层是我们的合伙人时，至少买下 80% 的股份。如果控股收购的方式不可行，我们也很乐意简单地通过证券市场上买入那些出色公司的一小部分股权，这就好比拥有"希望之钻"(重 45.52 克拉的蓝色钻石)的一小部分权益，也远远好过拥有一整颗水钻(人造钻石)。

一家真正伟大的企业必须要有一道持久的"护城河"来保护投资资本获得高额回报。但资本主义的竞争活力使得，任何正赚取高额回报的商业"城堡"，都会受到竞争对手的反复攻击。因此，一道难以逾越的屏障，比如一家公司成为低成本生产商(GEICO 保险或 Costco 好事多超市)，或者拥有强大的世界性品牌(可口可乐、吉列、美国运通)，才是企业获得持续成功的关键。商业史中充斥着"罗马烟火筒"般光彩炫目的公司，这些公司所谓的"护城河"最终被证明是虚幻的，很快就被对手跨越。

我们对"持久性"的评判标准，使我们排除了许多处在发展迅速且不断变化行业里的公司。尽管资本主义的"创造性破坏"对社会发展很有利，但它失去了投资的确定性。一条需要不断重建的护城河，最终将完全没有护城河。

另外，这个标准也排除那些成功依靠某个伟大的管理者的企业。当然，一个伟大的 CEO 对任何企业都是一笔巨大的财富，在伯克希尔，我们拥有相当数量这样的经理人。他们的能力创造了数十亿的财富，如果让一般的 CEO 们来运营这些业务，这些财富将永远无法实现的。

但是，如果一个企业，需要依赖一个超级经理人才产生伟大的成果，那这个企业本身就不会被认为是个伟大的企业。由你所在地区首席脑外科医生领导的医疗合伙公司，可能有着令人高兴的巨大且增长的收入，但是这并不能说明它的未来将会如何。随着外科医生的离开，合伙公司的"护城河"也将一起消失。即使你不能叫出梅奥诊所(美国最好的医院之一)CEO 的名字，你也能知道它的"护城河"能够持续很久。

我们所要寻找的企业，是在稳定行业中，具有长期竞争优势的公司。如果它伴随着快速的有机增长，那就更好了。但是即使没有有机增长，那样的生意也是值得的。我们只需简单地把这些生意中获得的可观收益，去购买

其它类似的企业。这里没有什么规定你，必须把钱投资在你赚到的地方。事实上，这样的做法通常是一个错误：真正伟大的企业，从有形资产中获得的巨大回报，在任何一个较长的持续期内，都无法以高回报率在内部将其大部分收益再投资。

让我们来看看这种梦幻般生意的原型——我们拥有的喜诗糖果公司。它经营的盒装巧克力业务并不能令人兴奋，因为美国人均的消费量非常低而且没有增长。许多名噪一时的品牌都已消失，并且在过去 40 年中只有三家公司赚到了超过象征性的收益。事实上我认为，尽管喜诗糖果的收入大部分来源于少数几个州，但却占到整个行业将近一半的收益。

1972 年当蓝筹印花公司买下喜诗糖果时，它年销售 1600 万磅的糖果。(那时查理和我控制着蓝筹印花公司，后来将其并入伯克希尔)，喜诗去年的销售额是 3100 万磅，**年增长率只有 2%**。然而由 See's 家族在 50 多年里，建立起来的持久竞争优势，随后被 Chuck Huggins 和 Brad Kinstler 继续巩固，给伯克希尔创造出非凡的利润。

我们用 2500 万美元买下它时，它的销售额是 3000 万美元，税前收益不到 500 万美元。企业的运营资本是 800 万美元(每年有几个月，它需要适度的季节性债务)。因此，该公司**投入资本赚取了 60% 的税前收益**。有两个因素帮助了运营资本的最小化。首先，该产品是**现金销售，消除了应收账款**；其次，**生产和分销的周期很短，使存货最小化**。

去年喜诗糖果的销售额是 3.83 亿美元，税前收益是 8200 万美元，运营资本是 4000 万美元。这意味着从 1972 年以来，我们只需再投资区区 3200 万美元，以适应业务的适度实际增长，和稍许过度的财务增长。同时税前收益总计是 13.5 亿美元，扣除 3200 万美元后，所有这些收益都流到伯克希尔(或早些年的蓝筹印花公司)。利润在缴纳公司税后，我们用余下的钱购买了其他有吸引力的公司。就像从亚当和夏娃最初喜好的活动，带来了 60 亿人一样，喜诗糖果开启了我们后来的许多滚滚而来的新财源。(在伯克希尔，我们非常重视圣经多子多孙的命令)

在美国的企业中，象喜诗糖果这样的企业并不多。通常要将公司的收入从 500 万美元提升到 8200 万美元，需要为其增长投入约 4 亿美元的资金(**即 1 美元税前利润增加，需要 5 美元资本投入**)。这是因为成长中的企业，既有与销售额增长成比例增长的营运资本的需求(营收+存货)，也有对固定资产投资的重大需求。

一家需要大幅增加资本投入来实现增长的公司，也可能被证实是一项令人满意的投资。回到我们的例子中，能从 4 亿美元有形资产净值中赚到 8200 万美元税前收益，这也不错。但对于股东来说，这一回报水平与喜诗糖果

是完全不能比的。喜诗在几乎没有没有重大资本投入的情况下，就能带来源源不断增长的现金流，这简直是太棒了！不信去问问微软或谷歌吧！

一个良好但远非出色的生意例子是我们拥有的飞安公司(FlightSafety)。这家公司为它的客户创造的价值，跟其他我知道的类似公司一样。它还拥有一项持久的竞争优势：接受飞行训练，如果选择其他公司，而不是这家最顶尖的公司，就像在一次外科手术前，选择价低的医生一样愚蠢。

当然，这项生意如果要增长，就需要将收益中的很大一部分再投入。当我们 1996 年买下飞安公司时，它的税前经营收益是 1.11 亿美元，在固定资产上的净投资是 5.7 亿美元。自从我们购买以来，折旧费用总计 9.23 亿美元，但资本支出总计为 16.35 亿美元，其中的大部分用来购买飞行训练模拟器，以适配不断推出的新型飞机，(一个模拟器花费超过 1200 万美元，我们共有 273 个)。现在我们的固定资产经折旧后，现为 10.79 亿美元。2007 年的税前经营收益为 2.7 亿美元，与 1996 年比，增加了 1.59 亿美元。这个收益相比于我们投入的 5.09 亿美元增量投资来说，回报还不错，但和喜诗糖果的回报率根本没法比。

(累计折旧 9.23 亿，累计资本支出 16.35 亿，净投入 7.12 亿，固定资产净增加 5.09 亿，减值 2.03 亿?)

因此，如果仅仅以经济回报衡量，飞安公司是一个良好但绝非出色的业务。这种高投入高产出的发展经历，正是许多公司所面临的。例如，我们在受监管的公用事业业务中的投资就属于这一类别，十年后，我们将从这个业务中赚到相当多的钱，但是我们需要投入数十亿美元才能实现这个目标。

现在让我们来看看糟糕的生意。最糟糕生意是那种收入虽然增长迅速，但需要巨大的投资才能实现增长，然后赚很少的钱甚至赔钱的生意。想想航空业吧，自从莱特兄弟时代以来，整个行业所谓的持续竞争优势，已被证明纯粹子虚乌有。事实上，假如当时某个富有远见的资本家在 KittyHawk (莱特兄弟试飞的地方)，他应该把 Orville Wright 打下来，给后来者帮上一个大忙。

自首次飞行以来，航空业对资本的需求就是永无止境的。投资者本该对它避而远之的时候，却被它的成长所吸引，将钱源源不断地投入这个无底洞。令人羞愧的是，1989 年当我让伯克希尔买入全美航空公司的优先股时，我犯了这种愚蠢的错误。可我们付款支票上的墨迹未干，全美航空就陷入困境，不久它就不再支付给我们优先股的股息。不过最后我们算是很幸运。在新一轮被误导的，对航空公司的乐观情绪爆发时，我们在 1998 年卖掉了我们手里的股票，实际上大赚了一笔。在我们出售后的 10 年里，美国航空申请破产了两次！

总结一下，想想如下三类“储蓄账户”。伟大的账户，利率非常高，而且随着时间推移，利率会继续增长；良好

的账户，支付的利率也很有吸引力，还可以通过增加存款获得更多利息；最后，糟糕的账户，既支付了非常低的利率，还要求你为那些令人失望的回报继续投入资金。

过去的错误

现在又到忏悔时间了。必须明确的是，并没有哪个咨询顾问、董事会或投资银行家，把我推到我描述的那些错误中去。用网球术语来说，它们都是**非受迫性失误(主动失误)**。

就从我差点搞砸对喜诗糖果的收购说起。当时卖主开价 3000 万美元，而我坚持不能超过 2500 万美元。幸运的是，他退让了。否则我的犹豫不决会让这 13.5 亿美元落入别人的腰包。

大约在收购喜诗糖果的时候，当时管理首府广播公司的汤姆·墨菲打来电话，提议我出价 3500 万美元买下位于达拉斯沃斯堡(Dallas-FortWorth)的 **NBC 电视台**，该电视台附带了首府广播公司要买下的"沃尔斯堡报"，鉴于"交叉持股"的法律规定，汤姆·墨菲不得不剥离它。我知道电视台也是象喜诗糖果那样的生意，实际上不需要什么资本投入，就会获得可观的增长前景，它们很容易运营并且为股东带来滚滚财富。

此外，汤姆·墨菲至今都是我们的亲密朋友，我钦佩他是一位出色的经理人和杰出的人。他了解电视这门生意了如指掌，而且除非他认为这个收购必会成功，否则不会给我打电话。实际上汤姆·墨菲已经近乎在我耳边低声说"买"了，可惜我充耳不闻。

在 2006 年，该电视台赚到 7300 万美元的税前收益。从我放弃那个交易至今，至少赚了 10 亿美元，这些收益都是可以让股东另作他用的。不仅如此，该公司目前的资本价值大约 8 亿美元。为什么我要说"NO"？唯一的解释就是，我的大脑度假去了却忘记通报我。(我的行为类似于政治家 Molyvins 说过的："如果他的智商再低一点，你就需要每天拿水泼他两次。")

最后，当我对 Dexter 鞋业说"YES"的时候，我又犯了一个更严重的错误。Dexter 是 1993 年我用**价值 4.33 亿美元的 25203 股伯克希尔 A 股**股票收购的一家制鞋公司。我当时所评估的持久的竞争优势在随后几年里消失得无影无踪。但这只是个开始：由于购买用的是伯克希尔的股票，我将这个错误放大很多。这次交易的成本对伯克希尔股东来说不是 4 亿美元，而是 **35 亿美元**。从本质上说，我放弃的是，现在的价值 2200 亿美元出色的生意的 1.6%，购买了一家毫无价值的公司。

到目前为止，Dexter 是我做过的最糟糕的交易。但是你可以打赌，我将来还会犯更多的错误。BobbyBare 的

乡村歌曲中有一段歌词，解释了收购为什么会如此频繁的发生这样的结果：**"我决不会和一个丑女人上床，但当我醒来时，肯定身边总有几个。"**

现在，让我们检视伯克希尔四个主要的运营部门。每个部门都有截然不同的资产负债表和损益表特征。因此，将他们合并会阻碍分析。所以，我们把它们当作四个独立业务来呈现，这就是查理和我看待它们的方式。

保险业务

在这次总统竞选中，我听到最有趣的故事是关于米特·罗姆尼的，他问妻子安(Ann)，"在我们年轻时，你有没有在你最疯狂的梦想中认为，我可能会成为总统？"她回答说，"亲爱的，在我最疯狂的梦想中，根本没有你！"

在我们 1967 年首次进入财产/意外保险业务时，在我最疯狂的梦想里也没有我们设想到现在的业务。在我们买下国民保险公司最初的 5 年，客气地说，我们只是一个缓慢的起跑者，但随后情况发生了变化。下表是我们最初 5 年和最近 5 年的情况记录。

百万美元	承保损益	浮存金
1967	0.4	18.5
1968	0.6	21.3
1969	0.1	25.4
1970	-0.4	39.4
1971	1.4	65.6
.....
2003	1718	44220
2004	1551	46094
2005	53	49287
2006	3838	50887
2007	3374	58698

这种质变的完成靠的是一些出色的经理人，让我们看看他们各自取得的成就。

在我们所有的保险公司里，**GEICO 保险拥有最宽的"护城河"**，在 CEO 托尼·莱斯利(TonyNicely)的细心维护和拓展下，去年，GEICO 在主要车险保险公司中，再次取得了最好的增长记录，**市场份额上升到 7.2%**。当伯克希尔 1995 年获得控制权时，它的份额是 2.5%。并非巧合的是，GEICO 的年度广告支出由同期的 3100 万美元，上升到 7.51 亿美元。

Tony 今年 64 岁了，他 18 岁就加入 GEICO。此后的每一天里，他都对公司充满热情，为 GEICO 如何给客户省钱并为员工提供发展机会而自豪。即使是现在销售额达到 **120 亿美元**的情况下，Tony 仍觉得 GEICO 的发展才

刚开始，我也这么想。

这里有些证据。在过去三年里，GEICO 在摩托车市场的份额从 2.1%上升到 6%。我们已经开始推出针对全地形车辆和房车车辆的险种，并 11 月份承保了第一份商业车辆的保单。GEICO 保险和国民保险公司正一起进入**商业车辆保险领域**，而从最初的成果来看，非常鼓舞人心。即使合并，这些业务线也只占我们私人车辆保险市场的一小部分。尽管如此，它们应该能够提供越来越多的承保利润和浮存金。

我们的国际再保险业务是由通用再保险公司运营，但到目前为止是我们“本土”浮存金的最大来源，在年底达到**230 亿美元**。这项业务现在是伯克希尔一项巨大的资产。可是，我们的拥有却是从提心吊胆开始的。

数十年里，通用再保险都被认为是再保险业里的“蒂芙妮”(Tiffany，世界上著名的奢侈品公司，以生产昂贵的饰品著称)，因其承保技巧和纪律受到所有人的推崇。不幸的是，这种声誉其实已并不符合实际。当我 1998 年做出决定要并购通用再保险时，完全忽略了这一缺陷。通用再保险在 1998 年的运营方式已经与它在 1968 年或 1978 年的不同了。

现在，多亏了通用再保险的 CEO，Joe Brandon 以及搭档 Tad Montross，恢复了公司以往的光彩。Joe 和 Tad 执掌公司已经 6 年，套用 J.P. 摩根的话：他们一直是用一流的方式来做一流的生意。**他们已经恢复了对承保、准备金以及客户的挑选上的纪律。**

公司在国内和国外的遗留问题，耗费巨大且旷日持久，让他们的工作更加困难。尽管有那样的牵制，Joe 和 Tad 通过巧妙的对公司的未来重新定位，取得了极好的承保结果。

自从 1986 年加入伯克希尔以来，阿吉特·贾恩(Ajit Jain)从零开始，建立了一个真正伟大的**专业再保险业务**，现在只要是那种独一无二的巨额交易，全世界都会来找他。

去年，我曾详细的告诉过你，Equitas 为一笔 71 亿美元保费的单一保险，向伯克希尔转让了巨额但有赔付上限的债务。对于此笔生意的初期情况，我们的经验很管用，但这对于要被风吹五十年或更长时间后的稻草情况做出预计，这些经验并不能告诉我们更多。然而，我们可以确定的是，由 Scott Moser 为首的伦敦团队加入了我们，他们是一流的，并已经成为我们保险业务里一笔有价值的财富。

1997 年，英国劳合社成立了一个理赔公司 Equitas，专门处理 1993 年以前未了的赔偿责任。该理赔公司获得的未了责任准备金高达 146 亿英镑。截至 2000 年，该公司石棉污染和健康损害责任 (APH) 已占未决赔款的 65%，而 1999 年为 55%。自成立到 2006 年的 13 年间，Equitas 已累计赔付 113 亿英镑。连 Equitas 的董事长也哀叹道，如果这种情况继续下去，到时候将会耗尽 Equitas 的准备金。由于不能向第三方追索，Equitas 将会垮台。2007 年一季度，Equitas 和伯克希尔达成协议，Equitas 转让 71 亿美元现金和证券作为保费，伯克希尔承担的赔付上限

为 139 亿，每年需摊销 1.5 亿，并用收购的 71 亿浮存金可用来投资。(2006 年报)

最后，我们还有很小部分的业务，是服务于特殊细分的保险市场。总体上，这些公司运营情况出奇的好，赚取了高于平均水平的承保利润，并为投资提供了宝贵的浮存金。

去年，Bill Oakerson 领导的美国船东协会(BoatU.S.)加入了我们的保险团队。这个公司管理着一个约有 65 万船主组成的协会，提供给船主的服务类似于 AAA 汽车俱乐部提供给他们司机的。在协会提供服务之一是船只保险。想了解更多这方面情况，可以在每年的年会上参观他们的展示。



<Boat Owners Association> www.boatus.com

美国船东协会 BoatUS 自 1966 年由理查德·施瓦茨 Richard Schwartz 成立以来，一直关注着休闲船舶爱好者的利益。我们是全国最大的休闲船主组织，有 50 多万会员缴纳会费。我们为休闲船商提供多样化的海洋服务，包括通过 GEICO 为价值数十亿美元的船只投保，运营最大的水上拖航船队 TowBoatUS，代表船商在国会的利益，为船只买家提供融资，创建高质量的船只图形和文字，出版发行最广泛的划船出版物—BoatUS 杂志等。BoatUS 是船主汽车俱乐部，我们通过战略合作伙伴关系向会员提供折扣，以节省各种服务和产品。全国有 1200 多家企业提供燃油、瞬时打滑、维修等折扣。BoatUS 提供了许多你需要的资源来照顾你的船。BoatUS 为您提供有关维护船只、设备建议和安全要求的专家建议。我们的非营利组织 BoatUS 划船安全和清洁水基金会提供在线安全课程等工具，以保持划船安全和水清洁。1966 年，Dick Ellison 和 Richard Schwartz 成立了 BoatUS。1977 年第一家官方零售店在亚历山大市开业。1983 年，Alicia 飓风登陆后，BoatUS 成立了第一支灾难救援队。1987 年，BoatUS 向所有会员提供水上救援服务。1995 年，BoatUS 合作码头计划，会员可以在全国 1000 多个码头享受独家折扣。1996 年，推出全彩《BoatUS》杂志。2003 年，BoatUS 收购 Vessel Assist Association of America，该公司是美国太平洋海岸最大的水上拖曳船队。2007 年，ESOP 将 BoatUS 出售给伯克希尔子公司国民保险。2015 年，BoatUS 被转移到旗下 GEICO 保险公司。2016 年，北美最大的水上救援服务提供商 TowBoatUS 提供 24 小时的水上拖曳和救助服务。BoatUS 推出了第一款智能手机应用程序，这是休闲船舶爱好者呼叫水上或路上援助的最快方式。2018 年，BoatUS 和 GEICO 海洋保险公司正式在斯普林菲尔德建立新总部。

下表列示我们四个主要财产意外险的部分业绩记录。

	承保损益				年末浮存金				
百万美元	2007	2006	2005	2004	2007	2006	2005	2004	2003
通用再保险	555	526	-334	3	23009	22827	22920	23120	23654
伯克希尔再保险	1427	1658	-1069	417	23692	16860	16233	15278	13948
GEICO	1113	1314	1221	970	7768	7171	6692	5960	5287
其他直保	279	**340	*235	161	4229	4029	3442	1736	1331
合计	3374	3838	53	1551	58698	50887	49287	46094	44220

*包括 MedPro 自 2005 年 6 月 30 日起；**包括 Applied Underwriters 自 2006 年 5 月 19 日起；

伯克希尔再保险增加约 70 亿浮存金来自 Equitas 追溯再保险合同

受监管的公用事业业务

在伯克希尔拥有 87.4%股权的中美能源控股公司旗下，包含许多不同种类的公用事业类公司。其中最大的分别为：(1)约克郡电力与北方电力公司(Yorkshire Electricity,Northern Electric)，拥有 380 万电力用户，为英国第三大的电力分销商；(2)中美能源(MidAmerican Energy)，在爱荷华州拥有 72 万电力用户；(3)太平洋电力与洛基

山电力公司(Pacific Power,Rocky Mountain Power), 在美西 6 州拥有 170 万电力用户; (4)科恩河与北方天然管道公司(Kern River,Northern Natural pipelines), 供应全美 8%的天然气消耗量。

我们在中美能源控股的经营伙伴是 WalterScott, 和两位非常杰出的经理人, DaveSokol 与 GregAbel。合作双方各自拥有多少股票投票权并不重要, 我们只在理智思考并达成一致意见后, 才会采取重大的行动。与 Dave,Greg 和 Walter 共事的八年加强了我最初的信念: 伯克希尔不可能再找到比他们更好的合伙人了。

稍有不协调的是, 中美能源拥有美国第二大房地产经纪商美国家庭服务公司 HomeServices, 该公司通过 20 家地区性品牌运营、拥有 18,800 个房动产业经纪人员。去年是房屋销售放缓的一年, 而 2008 年很有可能更缓慢。不过, 我们将会继续以划算的价格继续收购优质的经纪公司。

以下是中美能源运营的一些关键数字:

百万美元	2007	2006	2005	2004	2003	2002
英国电力	337	338	308	326	289	267
爱荷华电力	412	348	288	268	269	241
西部电力	692	356				
管道运输业务	473	376	309	288	261	104
家庭服务	42	74	148	130	113	70
其他	130	245	107	172	144	108
来自锌回收项目停运损失		停止	8	-579	-46	
息税前收益	2086	1737	1168	605	1076	790
利息支出-其它企业债务	-312	-261	-200	-212	-225	-192
利息支出-伯克希尔次级债券	-108	-134	-157	-170	-184	-118
所得税	-477	-426	-248	-53	-251	-100
净收益	1189	916	563	170	416	380
*归属于伯克希尔净收益	1114	885	523	237	429	359
*其中: 借款利息税后收益	70	87	102	110	118	75
应付其它企业债务	19002	16946	10296	10528	10296	10286
应付伯克希尔债务	821	1055	1289	1478	1578	1728

*包括了伯克希尔所得的利息(所有相关所得税后的净额)

1999 年, 我们同意以每股 35.05 美元买下中美能源 35,464,337 股股票, 其每股收益是 2.59 美元。为什么会是 35.05 美元这样一个奇怪的数字呢? 对伯克希尔来说, 我最初认为它的价值是每股 35 美元。到现在, 我还是一个坚持"一口价"的人(还记得喜诗糖果的故事吗?), 在几天里代表中美能源的投资银行家并未成功打动我, 让我提高伯克希尔的出价。但是, 最后, 他们抓住了我软弱的一刹那, 我退让了, 告诉他们, 我将出价每股 35.05 美

元。我解释说，他们可以告诉他们的客户，他们已经榨出了我身上最后一枚镍币。这的确切中当时的要害。

后来，在 2002 年，伯克希尔又以每股 60 美元购买了 670 万股股份，以提供资金帮助我们收购一个的管道供应公司。最后，在 2006 年，当中美能源买下太平洋公司时，我们又以每股 145 美元，买下 23,268,793 股中美能源的股票。(12.43 亿(PE13.5)+4.02 亿管道+33.74 亿太平洋(PE9.7)，合计 50.2 亿美元)

在 2007 年，中美能源的每股收益是 15.78 美元。当然，其中有 0.77 美元是非经常性的——由于英国的公司税率降低，我们的英国公用事业公司递延税额减少了。所以，调整后经常性收益是每股 15.01 美元。是的，我很高兴，被这样榨干并挤出额外的镍币。

制造、服务和零售业务

伯克希尔在这个事业群的业务可说是包罗万象。不过，让我们先看看整体的资产负债表和利润表的概要。

资产负债表

资产	2007	2006	2005	2004	2003
现金及等价物	2080	1543	1004	899	1250
应收账款和应付票据	4488	3793	3287	3074	2796
存货	5793	5257	4143	3842	3656
其他流动资产	470	363	342	254	262
流动资产合计	12831	10956	8776	8069	7964
商誉及无形资产	14201	13314	9260	8362	8351
固定资产	9605	8934	7148	6161	5898
其他非流动资产	1685	1168	1021	1044	1054
合计	38322	34327	26205	23636	23267
负债和权益					
负债	2007	2006	2005	2004	2003
应付票据	1278	1468	1469	1143	1593
其他流动负债	7652	6635	5371	4685	4300
流动负债合计	8930	8103	6840	5828	5893
递延所得税	828	540	338	248	105
长期负债及其他负债	3079	3014	2188	1965	1890
所有者权益	25485	22715	16839	15595	15379
合计	38322	34372	26205	23636	23267

利润表

百万美元	2007	2006	2005	2004	2003	2002
收入	59100	52660	46896	44142	32106	16970
营业费用	55026	49002	44190	41604	29885	14921
其中：折旧费用	955	823	699	676	605	477

利息费用	127	132	83	57	64	108
税前利润	3947	3526	2623	2481	2157	1941
所得税	1594	1395	977	941	813	743
净利润	2353	2131	1646	1540	1344	1198
平均净有形资产	10343	8490	7406	7131	6492	
回报率	22.7%	25.1%	22.2%	21.6%	20.7%	
平均净资产	24100	19777	16217	15487	14608	
回报率	9.8%	10.8%	10.1%	9.9%	9.2%	

*税前利润不包含购买法会计调整

这是一个包罗万象的集团，从销售棒棒糖到旅行房车，去年赚到了令人高兴的 23%的平均净有形资产收益率。值得关注的是，达到这样的收益回报，仅用了极小的财务杠杆。显而易见的，我们拥有的是一些非常棒的企业。我们在收购它们中的很多家时，支付了高出净资产相当多的溢价，这反映在资产负债表的商誉科目。事实上也缩小了平均账面价值的收益率，到 9.8%。

以下是有关这个组合中公司的值得报告的情况：

Shaw 地毯，AcmeBrick 砖料，Johns Manville 隔热材料，MiTek 连接件全部受挫于 2007 年低迷的房地产市场，他们的税前收益分别下降 27%，41%，38%和 9%。总共这些公司赚到了 9.41 亿美元的税前收益，而 2006 年这个数字是 12.96 亿美元。去年，Shaw, AcmeBrick 以及 MiTek 签下多个收购合约，这些并购将有助于未来的收益。你可以确信他们还会寻找更多这样的收购。

在一个零售业的困难年份里，我们的杰出代表是喜诗糖果，波仙珠宝以及内布拉斯加家具卖场。

两年前 Brad Kinstler 成为喜诗糖果的 CEO。在伯克希尔，我们很少将经理们从一个行业调到另一个。但是 Brad 是一个例外，他以前负责管理费区海默制服公司和 Cypress 工伤赔偿保险公司。这项调动的效果好得不要再好，在他负责的两年，喜诗糖果的利润增长了超过 50%。

波仙珠宝的销售额增加了 15.1%，27%的收益得益于在股东周期间。两年前 Susan Jacques 建议我们重新装修并扩大经营面积。我曾表示怀疑，但事实证明 Susan 是对的。Susan 在 25 年前加入波仙珠宝，担任时薪 4 美元的女售货员。尽管她缺乏管理背景，但我在 1994 年毫不犹豫的让她担任 CEO。她聪明、热爱这项事业，也热爱她的员工。这些在任何时候，都足以超过拥有一个 MBA 学位。

题外话：查理和我都不是“简历迷”。相反，我们寻找的是拥有聪明、勤奋和诚实正直的品质的人。我们另一个超级经理人是 Cathy Baron Tamraz。自 2006 年初收购的美国商业资讯公司(BusinessWire)以来，Cathy 显著提

高了公司的利润。她是所有企业梦寐以求的那种经理人。鉴于 Cathy 会不顾一切地冲向目标，因此站在 Cathy 和她的生意目标之间绝对是危险的。值得注意的是，她职业生涯始于出租车司机。

最后，内布拉斯加家具卖场的收益创了记录，它在奥马哈和堪萨斯城卖场的销售额双双达到大约 4 亿美元。需要注明的是，这是国内最顶尖的两家家具店。在一个对家具零售商来说，在一个灾难性的年度里，堪萨斯卖场的销售额增长了 8%，而奥马哈卖场增长了 6%。多亏有非凡的 Blumkin 兄弟 Ron 和 Irv 才会有这样的表现。他们都是我亲密的私人朋友和出色的生意人。

伊斯卡公司(Iscar)继续着它的辉煌。它的产品是小型硬质合金切削刀具，可以让巨大而昂贵的机床有更高的生产效率。它的碳化物原料钨是在中国开采的。数十年来，ISCAR 公司将钨运到以色列，在那里靠聪明的大脑把它们变成非常有价值的东西。2007 年末，ISCAR 在中国大连建立了一家大型工厂。实际上，我们现在把聪明的大脑搬到有钨的地方。众多成长的机会正等着 ISCAR 公司。在 Eitan Wertheimer, Jacob Harpaz 和 Danny Goldman 领导的管理团队一定会抓住其中的很多。

航空服务业在 2007 年创下记录，**税前收益增长 49%，达到 5.47 亿美元**。公务飞行业务的发展在全球范围内都是异乎寻常的一年。我们的两家公司作为各自领域里领先的龙头企业，充分分享到增长。

我们的飞行员培训业务飞安公司，收入增长 14%，税前收益增长 20%。我们**培训了大约 58%的美国企业的飞行员**。2003 年 BruceWhitman 从"高级飞行训练之父"AlUeltschi 手中接过公司的 CEO 一职，事实证明，他是一个称职的继任者。

共享飞机所有权发明者利捷航空(NetJets)，仍然是业内无可挑战的领导者，我们目前在美国运营着 487 架飞机，在欧洲运营着 135 架飞机，其规模是我们三大竞争对手运营的飞机总和的两倍多。由于我们在大型机市场的份额接近 90%，我们在价值方面的领先优势要大得多。

NetJets 品牌凭借其对飞行安全、机上服务和安保方面的承诺，业务每年都有很强劲的增长。它的背后是一个充满激情的人 Richard Santulli。如果你需要挑选一个人，和你待在一个散兵坑里，没有比 Rich 更好的了。不管前面有什么障碍，都不能让他停止。

欧洲业务的成功就是证明 Rich 坚持不懈的一个很好的例子。最初十年里，在欧洲我们在财务方面几乎没有取得任何进展，实际上**累计亏损了 2.12 亿美元**。自从 Rich 让 MarkBooth 负责欧洲的业务以后，我们才有了真正的

增长动力，现在我们的发展真是势不可挡，去年的收益增长 3 倍。

11 月，在 NetJet 位于哥伦布市的总部，我们的董事在会面后顺便参观了他们那里复杂的运营部门。它担负着每天大约 1000 架次全天候的飞行任务，客户总是期待着一流的服务。我们的董事们离开时，对他们的设施和运营能力印象深刻，不过 Rich 和他的员工给大家留下更为深刻的印象。

金融和金融产品业务

我们这部分主要业务是克莱顿公司(Clayton Homes)，全美最大的预制房屋建造商和销售商。去年 Clayton 的市场份额达到创记录的 31%。但是行业规模在继续萎缩：去年预制房屋的销售数量是 9.6 万套，低于 2003 年我们买下 Clayton 时的 13.1 万套。(需要记得的是，当时还有一些评论员批评 Clayton 高管，在行业周期的底部出售了公司)。

虽然 Clayton 从制造和销售预制房屋中获利，但是它的主要收益来自其 110 亿美元的贷款组合，覆盖了超过 30 万个借款人。这就是为什么我们将 Clayton 归到金融业务部分。尽管在 2007 年房地产金融领域遭遇了很多问题，但克莱顿公司的贷款组合却运作良好。这一年里，行业中逾期还款、丧失抵押品赎回权以及贷款损失的比例与我们前几年经历的情况相仿。(移动房屋贷款类似汽车贷款，不属于不动产，利率非常高甚至有 13%)

Clayton 贷款组合的资金一直由伯克希尔提供。对于这笔资金，我们在伯克希尔借款成本上，加收 1%信用成本后借给 Clayton。去年该费用是 8500 万美元。扣除该项费用后，Clayton 在 2007 年的税前收益是 5.26 亿美元。这项交易的另一面是伯克希尔记入 8500 万美元的收入，记录在下表中"其他"项下。

百万美元	税前收益						有息负债				
	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2006	2005	2004	2003	2002
交易-经常性收入	272	274	200	264	335	553	600	1061	5751	7826	13762
人寿年金业务	60	29	11	-57	85	83	2459	2461	2467	2331	1568
租赁业务	111	182	173	92	34	34	261	370	391	482	503
克莱顿金融	526	513	416	220	37		10498	9299	3636	2032	
*其他	157	158	159	78	75	102					
其中*克莱顿利息	85	86	83								
通用再保险证券	结束	-5	-104	-44	-99	-173	*1204	*2617	*5437	*8041	*10631
价值资本	结束	6	-33	30	31	61					
Berkadia			结束	1	101	115				525	2175
收益合计	1006	1157	822	584	619	775					
交易-资本性收益	105	938	-234	1750	1215	578					
合计	1111	2095	588	2334	1834	1353					

上表中，租赁业务包括经营拖车租赁业务的 XTRA 公司，以及经营家具租赁的 CORT 家具。2007 年，由于拖车利用率的明显下降，导致 XTRA 公司的收益下降。公司去年还通过伯克希尔借款 4 亿美元，利息支出的增加也降低了 XTRA 公司的收益。

在 Kevin Clayton, Bill Franz 和 Paul Arnold 的良好经营下，Clayton 公司、XTRA 公司和 CORT 家具都是很好的公司。在归入伯克希尔旗下后，每家公司都进行了一系列的收购，以后会更多。

投资业务

下面列出到年底我们持有的股票，它们的市值至少是 6 亿美元。

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
200,000,000	可口可乐	8.6%	1,299	12,274
303,407,068	富国银行-增持	9.2%	6,677	9,160
151,610,700	美国运通	13.1%	1,287	7,887
101,472,000	宝洁 P&G-增持	3.3%	1,030	7,450
60,828,818	BNSF 铁路-增持	17.5%	4,731	5,063
64,271,948	强生 Johnson&Johnson-增持	2.2%	3,943	4,287
124,393,800	卡夫食品 Karft-新进	8.1%	4,152	4,059
75,176,026	美国合众银行 US Bancorp-增持	4.4%	2,417	2,386
227,307,000	乐购 Tesco-微减	2.9%	1,326	2,156
3,486,006	浦项钢铁 POSCO	4.5%	572	2,136
35,563,200	Anheuser-Busch-微减	4.8%	1,718	1,861
48,000,000	穆迪 Moody's	19.1%	499	1,714
17,170,953	赛诺菲 Sanofi-Aventis-新进	1.3%	1,466	1,575
17,508,700	康菲石油 ConocoPhillips-微减	1.1%	1,039	1,546
1,727,765	华盛顿邮报	18.2%	11	1,367
19,944,300	沃尔玛	0.5%	942	948
1,724,200	白山保险	16.3%	369	886
6,708,760	M&T 银行	6.1%	103	820
17,072,192	美国石膏板 USG Corp	17.2%	536	611
	其他		5,238	7,633
	股票投资合计		39,252	74,999
	联合太平洋铁路-减持 5 成			559
	美标公司-与 Ingersoll 合并	GEICO		512
	耐克 NIKE	GEICO		491
	车美仕汽车连锁 Carmax-建仓	GEICO		415
	伟彭保险 WellPoint-建仓	GEICO		395
	美国银行-建仓	GEICO		375
	Costco			367

	联合健康保险-建仓	GEICO		349
	通用电气-建仓			288
	Comcast 有线电视-减持	GEICO		217
	太阳信托 SunTrusts			200
	铁山数据-减持 2 成	GEICO		173
	Torchmark 保险			171
	赛诺菲 Sanofi-加仓			163
	Lowe's 劳氏家装零售	GEICO		158
	甘尼特 Gannett			134
	威伯科 Wabco-建仓	GEICO		135
	家得宝	GEICO		113
	UPS 快运-建仓			101
	Norfolk 南方铁路-减持 5 成			98
	葛兰素史克 GSK-建仓			76
	Ameriprise 金融-接近清仓			36
	中国石油 H 股-清仓	盈利 9 倍		
	H&R Block 税务服务商-清仓	盈利 1 倍		
	第一资讯 FirstData-亏损 4 成清仓	GEICO		
	泰科国际 Tyco-清仓	GEICO		
	西联 Western Union-清仓	GEICO		

*成本项是我们实际的购买价格，也是计税的依据；这与 GAAP 会计原则所认定的“成本”有一些不同，因为少数情况下账面价值需要增记或减记。

总的来说，我们所投资公司的经营表现让我们欣慰。在 2007 年，我们持有市值最大的四家公司中的三家：美国运通、可口可乐以及宝洁公司，每股收益分别增长了 12%、14%和 14%。第四家富国银行由于房地产泡沫的破裂其收益稍有下降。不过，我相信它的内在价值还是在增加，即使只增加了一点点。

在陌生世界的各行各业里，请注意，美国运通和富国银行都是 HenryWells 和 WilliamFargo 创建的，分别创建于 1850 年和 1852 年。宝洁和可口可乐分别创建于 1837 年和 1886 年。创业不是我们的游戏。

我必须强调的是：我们不是通过任何一年投资标的的市场价格来衡量我们投资的进展。相反，我们通过适用于我们自己所拥有企业的两个标准来评估它们的表现。第一条标准，扣除行业整体状况后的实际收益增长。第二条更主观的标准是，它们的“护城河”是否在这一年里变得更宽，“护城河”是一种隐喻，指的是公司拥有的，会让它的竞争对手日子难过的竞争优势。这四大公司在这项测试中毫无疑问，都能得分。

去年我们有一笔很大的卖出。在 2002-2003 年，伯克希尔投资 4.88 亿美元买入中国石油 1.3%的股权。按这个价格整个公司的价值大约为 370 亿美元。那时查理和我认为该公司的内在价值约为 1000 亿美元。到 2007 年，有两个因素显著提高了它的内在价值：油价大幅攀升；以及公司的管理层在石油和天然气资源储备方面做到

很好。去年下半年，公司的市值上升到 2750 亿美元，与其他类似的大型石油公司相比，价值大致相当。所以，我们以 40 亿美元卖出了中国石油的股票。

一个脚注：我们为石油交易上的收益向美国国税局缴纳了 12 亿美元的利得税。此笔税款大约是美国政府运作 4 小时的所有费用，这包括了国防、社会保障等，我能叫得出的所有费用。

衍生品合约

去年我告诉你们，我管理着伯克希尔 62 个衍生品合约。(我们还有一些合约，遗留在了通用再保险流失的账簿里)。今天，我们有 94 个这样的合约，它们主要分为两类。

第一类合约，我们签了 54 个，要求我们为各种高收益指数中包含的**某些债券承担违约风险**。这些合约的到期日各不相同，从 2009 年到 2013 年。到年底，我们从这些合约中收到 32 亿美元的保费，已支付了 4.72 亿美元的损失；并且在最坏的情况下(尽管这种极端的情况不太可能发生)，还需要再支付 47 亿美元。我们确定还会支付更多，但我相信，撇开我们持有的大笔资金能够带来的投资收益不说，仅就保费收入而言，这些合约也被证明是**有利可图的**。在年底我们的资产负债表中，为这些合约的"风险敞口"，记录了 18 亿美元的**"衍生合约负债"**。

第二类合约，涉及到我们针对四种股票指数(标普 500 指数和三种国外的指数)**卖出的各种看跌期权**。这些看跌期权的原始期限为 15 年或 20 年，它们会受到市场的影响。我们为此收到 45 亿美元的保费，年底我们记录的**衍生合约负债是 46 亿美元**。这些合约中的看跌期权只能在到期日行权，它们的到期时间在 2019 年到 2027 年之间。届时，只有当相关的股票指数水平，低于看跌期权合约当日报价时的，我们才需要付钱出去。同样的，我相信这些合约，总体上将是盈利的。我们也将持有这些保费的 15 或 20 年里，通过投资获得可观的收益。

对于我们的衍生品合约有两点是很重要的。

第一，在所有交易里，我们都是通过卖出合约收钱的一方，这意味着我们并没有交易对手风险。

第二，这些衍生品合约适用的会计准则，不同于我们的投资组合。投资组合资产价值的变化将以净资产的形式，显示在伯克希尔的资产负债表上，但它不会影响当期的收益，除非我们出售(或是减记)持有的股份。而**衍生品的价值变化，必须每个季度的计入收益中。因此，我们持有的衍生品头寸，有时会造成公司报告收益的大幅波动，可查理和我相信这些头寸的内在价值变化很小。**即便这些波动很容易在单个季度达到 10 亿美元或更多，他和我也不会对此有所困扰，我们希望你也不会。大家会记得，在巨灾保险业务中，我们总是愿意，用短期收益报

告的大幅波动，换取长期账面价值的巨大增长。这也是我们在衍生品交易中的投资哲学。

美元贬值

在 2007 年，美元对其它主要货币进一步贬值，原因显而易见：美国人喜爱购买世界其它地区生产的产品，超过世界其他地区的人们对美国产商品的喜爱。这就不可避免地造成，美国每天将大约价值 20 亿美元的借据和资产输送给世界其他地区。随着时间推移，这会对美元造成压力。

当美元贬值时，它既让外国人能更便宜地购买我们的产品，又使它们的产品对美国人来说变得更昂贵。这就是为什么货币贬值常被认为可以用来解决贸易赤字。的确，美元大幅贬值后，美国的贸易赤字，毫无疑问会有所缓解。但是想想看：在 2002 年，欧元平均值为 0.946 美元，我们对德国(我们第五大贸易伙伴)的贸易赤字是 360 亿美元。到 2007 年，欧元平均值为 1.37 美元，而我们对德国的贸易赤字却上升到 450 亿美元。相似的情况是，加元 2002 年平均值为 0.64 美元，2007 年为 0.93 美元。我们对加拿大的贸易赤字同样也从 2002 年的 500 亿美元上升到 2007 年的 640 美元。到目前为止，美元的贬值并不能对平衡我们的贸易起很大的作用。

最近有很多主权财富基金以及它们如何在购买大量美国公司的讨论。这是我们自己造成的，并不是外国政府有什么邪恶的阴谋。实际上，我们的贸易方式导致了在美国的巨额外国投资。当我们每天将 20 亿美元强加给世界其他地区时，他们必定会在这里投资点什么。当他们选择股票，而不是债券时，为什么我们要抱怨呢？

美元的贬值，错不在欧佩克，中国及其他。其他发达国家和美国一样依赖石油进口，也和中国进口石油展开竞争。在制定明智的贸易政策时，美国不应单独挑选出一些国家来惩罚或一些行业来保护。我们也不应该采取那些很容易引发报复的行动，那样只会减少美国的出口，对我们和世界其他地区来说，真正的贸易应该是互惠的。

然而，我们的立法者应该认识到，这种贸易不平衡是不可持续的，所以现在需要调整政策，以求从实质上尽早而不推迟减少这种不平衡。否则，我们每天强加给世界各地的 20 亿美元，已经造成全球令人不快的消化不良。有关贸易赤字不可持续的其它评述，请看艾伦·格林斯潘 Alan Greenspan 2004 年 11 月 19 日的论述，联邦公开市场委员会 2004 年 6 月 29 日的备忘录，和本·伯南克 Ben Bernanke 2007 年 9 月 11 日的讲话)

伯克希尔在 2007 年只持有一种直接外汇的头寸。它就是——请屏住你的呼吸——巴西的货币雷亚尔。就在不久以前，将美元兑换成雷亚尔被认为是不可想象的。毕竟，在过去一个世纪里，多达 5 个版本的巴西货币已经变成了狂欢节彩纸片了。正如许多货币周期性贬值和消亡的国家一样，富裕的巴西人为保护他们的财富，有时将

大笔的资金转移到美国。但是任何采用这种看上去谨慎方式的巴西人，已经在过去 5 年中，都损失了一半的净资产。这是从 2002 年到 2007 年底，雷亚尔对美元的指数记录：100, 122, 133, 152, 166, 199。每年雷亚尔都在走高，美元却在下跌。此外，在这段时期大部分时间里，巴西政府还在市场中买入美元，以此来压低雷亚尔的升值速度，并支撑美元的下跌。

我们直接外汇头寸在过去 5 年中已经带来 23 美元的税前收益。另外，我们还通过持有以外币计价的美国公司债券获利。例如，在 2001 年和 2002 年，我们以 57%面值的价格，购买了 3.1 亿欧元的亚马逊公司的债券：票面利率 6.875%，2010 年 6 月到期。当时，亚马逊公司的债券被定价为“垃圾”级信用，尽管它们根本就不是。(是的，在 Virginia，你偶尔能够发现市场效率会低的离谱，或者你也可以在任何地方发现它们，除了某些主流商学院的金融系。)对我们来说，亚马逊债券的以欧元计价是一个更深层更重要的吸引力。在 2002 年我们购买的时候，欧元的平均值是 0.95 美元。因此，我们的成本以美元计仅仅是 1.69 亿美元。现在债券以 102%面值的价格被出售，欧元平均值是 1.47 美元。在 2005 年和 2006 年我们的一些债券被赎回，我们收到 2.53 亿美元。我们剩余的债券在年底价值为 1.62 亿美元。在我们已实现和未实现的 2.46 亿美元收益里，约有 1.18 亿美元是由于美元的贬值。货币确实很重要。

在伯克希尔，我们将努力提高直接和间接的海外收益来源。即使我们能成功，我们的资产和收益仍将主要集中在美国。尽管我们国家存在许多不完善之处和各种各样的问题，但是美国法制，市场经济体系，以及社会精英的信仰都将为国民创造持久的繁荣。

接班人计划

正如我之前告诉过你们的，一段时间以来，我们已经对 CEO 的接班人做好了充分的准备，因为我们拥有三个很出色的内部候选人。董事会会很清楚的知道，一旦我死亡或能力衰退而无法胜任工作，他们将选谁来接替我的工作。并且董事会还有两个后备人选。

去年，我告诉你们，我们将尽快完成伯克希尔在投资业务上的接班人计划。我们的确现在确定了 4 个候选人，他们都能接替我的投资工作。目前，所有人都管理着大量资金，并且他们都表示，如果接到电话，非常有兴趣应邀到伯克希尔来工作。董事会了解这四位的能力，如果需要，董事去期望雇佣一个或多个人。这些候选人都正当壮年，经济上非常富有，所有人希望能为伯克希尔效力，并不是为了薪酬。(我很不情愿地打消了，要在我死

后继续管理投资组合的念头。也放弃我希望给"拓展视野"一词赋予的新含义。)

充满想象力的数字——上市公司们是如何给收益"注水"的

前参议员 Alan Simpson 有句名言："那些在华盛顿高速公路上开车的人，需要不怕大堵车"。假如参议员要寻找的是真正不堵车的道路，他应该去看看美国公司的会计们走那边。

1994 年在企业"首选路线的问题"上举行了一次最重要的投票。迫于美国 CEO 们的压力，美国参议院投票以 88 比 9 通过提案，让美国财务会计准则委员会(FASB)闭上了嘴。此前，一项毫无异义的规定让 FASB 饱受指责，规定要求公司的管理层们，他们获得的股票期权是一种经济补偿，其价值将被作为一项费用计入公司报表。

在参议员们投票表决后，FASB(现在由参议院 88 名秘密注册会计师进行会计原则教育)颁布法令：公司可以在两种期权报告方式之间选择。"首选的"处理方式是：将期权的价值视为费用。不过法令也允许，当公司是按市场价值发行期权时，可以忽略这些费用。

轮到美国的 CEO 们说真话的时候，他们的回应一点不光彩。在接下去的 6 年里，**入选标准普尔指数的 500 家公司中只有两家，选择了"费用化"路线**。余下公司的 CEO 们全都选择了另一条备选路线，从而忽略了一大笔巨大而明显的支出，**只为在报表上报告更高的"收益"**。我确信他们中的一些人也觉得，如果他们选择把期权作为费用计入，他们的董事们会在将来的某些时候，在批准经理们渴望的巨额奖金之前而三思。

事实证明，对很多 CEO 来说，那条备选路线也不够好。在日趋削弱的规定下，如果期权发行价格低于公司市场价值，仍然存在收益。不过没问题。为了规避这条恼人的规定，许多公司秘密地回溯授予期权的日期，以虚假的表明他们是按当时的市场价格获得期权的，而事实上，他们是以远低于市场价格发行的。

十多年里，针对股票期权的荒谬会计规则正在淡出，但是其他这样的会计手段依然存在，其中比较重要的是，**公司在计算养老金费用时，使用的投资回报假设**。毫不奇怪，许多公司将会继续选定一种假设，使其报告的"收益"低于实际水平。对于标准普尔指数 363 家制定养老金计划的公司中，**2006 年平均投资回报假设是 8%**。让我们看看这个假设实现的可能性。

在所有的养老基金中，平均持有债券和现金的比例大约是 **28%**，这部分资产的回报率不会超过 **5%**。当然更高的收益是有可能达到的，但同时也会带来相应(或更大)损失的风险。这意味着剩余 **72%**的养老金资产大部分是公司股权，或直接持有，或通过对冲基金或私人股权投资等工具间接持有。如果要使整个基金整体收益率达到假

设的 8%，这部分资产的收益率必须达到 9.2%，并且这种回报，必须是扣除所有费用之后的，但是现在的费用水平远高于以往。

这种期望的真实性有多少呢？让我们回顾一下两年前我提到的一些数据：在整个 20 世纪，道琼斯指数从 66 点涨到 11497 点。这个增长看上去很大，但年复合增长率仅有 5.3%。如果一个投资者，持有道琼斯指数整整一个世纪，在期间的很多时候，他会收到很慷慨的分红，但在最后的几年里，分红大约也只有 2% 左右。20 世纪是一个多么美好的世纪。

想想现在这个世纪。投资者如果仅仅想达到 5.3% 的市值增长，那道琼斯指数(最近低于 13000 点)需要在 2099 年 12 月 31 日收报于 200 万点左右！就是在 100 年里，为达到上世纪年化 5.3% 的收益水平，需要道琼斯指数上涨 198.8 万点，在这个世纪的头八年里，我们只取得不到 2000 点的上涨。

有趣的是，市场评论人士经常在道琼斯指，突破诸如 14000 点或 15000 点这样千点整数位时，感到异常兴奋。如果他们保持这种反应，按本世纪按年化增长 5.3% 计，他们将在余下的 92 年里，至少要经历 1986 次这样的兴奋。虽然说一切皆有可能，但真的有人相信这是最有可能的结果吗？

股息收益率继续徘徊在 2% 左右。即使股票年化增长率能达到上世纪 5.3% 的水平，养老金计划中的股票部分，在考虑 0.5% 的费用支出后，收益率也不会超过 7% 左右。考虑到投资顾问和高身价基金经理的存在，0.5% 的费用支出已经是相当保守的了。

当然，每个人都期望自己收益率超过市场的平均水平。那些"投资顾问"由衷的鼓励和灌输他们的客户这种观念。但是作为一个雇佣这些投资顾问的群体，他们的收益率一定是低于平均水平。原因很简单：1) 整体而言，投资者必然获得一个平均回报，减去他们承担的交易费用；2) 被动型投资者和指数投资者，由于他们交易不活跃，他们获得的回报，是平均回报减去一个非常低的交易费用。3) 在赚取市场平均收益的群体中，剩下的一部分就是交易活跃的投资者。但是这个群体将产生高额的交易、管理和顾问咨询费用。所以交易活跃的投资者回报率将比不活跃的投资者的回报率要低得多。这意味着，"懵懂无知"的被动型投资者一定会胜出。

我必须指出的是，在本世纪里，那些预计从股票中赚到 10% 年化收益的人，他们设想的是 2% 的年收益来自分红，8% 来自股价上涨。他们相当于含蓄的预计，2100 年道琼斯指数会在 2400 万点的水平！如果你的理财顾问说会从股票上赚到两位数的投资回报，那就把上面的数学问题解释给他听，一定会让他感到狼狈。许多"投资顾问"

显然是童话“绿野仙踪”里女王后裔，她说：“为什么我在早饭前就已经相信了超过六件不可能发生的事情呢？”要当心那些油嘴滑舌的投资顾问，他们在往你头脑里塞进幻想的同时，也在往自己的口袋里揣满酬金。

一些公司在欧洲和美国都有养老金计划，在他们的会计中，几乎所有公司都认为，美国养老金计划将会比海外的养老金赚的更多。这种差异令人费解：为什么这些公司不派他们的美国养老金经理们，去管理公司海外养老金资产，好让他们在这些资产上施展自己魔力？我从来没有见过有人解释这个谜题，但是负责审查这些回报假设的审计人员和核算师似乎对此没有异议。

然而毫无疑问的是，为什么 CEO 们要选择一个如此高的投资回报假设：这样他们就可以报告更高的收益。而且即便他们错了，正如我认为的那样，那恶果也只是在他们退休后的很长时间里才会发生。数十年来，美国公司一直在尽可能高的虚报当前收益，或是更糟的企图，这些行为应该收敛了。他们应该听听我搭档查理·芒格的话：“如果你三次把球击出左边界，那下次击球时，瞄得稍微靠向右些。”

无论未来公司的股东面临什么样的养老金成本意外，纳税人要经历的打击，要远胜公司股东们许多倍。公共养老金虽然承诺巨大，但在很多方面，养老基金资金却严重不足。只是因为引爆这颗定时炸弹的导火索还很长，政治家们畏缩于加税后造成的痛苦。反正只有在这些官员去世后很久，这些问题才会出现。这些官员们很容易作出这些养老的承诺，包括提前退休(有时是 40 岁以下的人)和慷慨的生活成本调整等计划。在这个人们寿命越来越长而且通货膨胀确定无疑的世界里，那些承诺将决不容易兑现。

在阐述了美国公司会计中“荣誉制度”的失败之后，我需要指出的是，在伯克希尔庞大的资产负债表项目中，它是确实存在的。在每个我们提供给你们们的报表中，我们必须为我们保险的业务估算损失储备金。如果我们的估算有误，将意味着我们的资产负债表和损益表都是错的。所以，我们自然会尽自己所能让这部分估算精确。然而，在每一份报告中，我们的估算肯定会有差错。

在 2007 年底，我们列示了 560 亿美元的保险负债。这表示我们推测，在年底前发生的所有损失事件，最终将进行赔付的金额，(除了约 30 亿美元准备金已按现值贴现)。我们为知道的数以千计的事件进行了估算，以反映我们需要支付的美元价值，包括在支付过程中需要支付的相关费用(如律师费)。在某些案子里，由工伤赔偿保障引发的，对某些严重伤害的索赔，将支付 50 年或更长时间。我们还为年底前已发生但尚未报告的损失储备了大笔的准备金。有时，被保险人本身也不知道是否有损失发生(想想哪些多年未被发现的职务侵占案件)。我们有时候接到

索赔，损失来自我们几十年前承保的保单。

几年前我曾告诉过你们一个故事，形象说明我们在精确估算损失责任方面的问题：一个小伙子正在欧洲进行一次重要的商务旅行，这时他妹妹来电话告诉他：父亲过世了。但小伙子解释说，他没法回去，但鉴于自己没有葬礼上出什么力，他愿意承担葬礼的费用。在他回来后，他的妹妹告诉他，葬礼办得顺利，并寄给了他一张 8000 美元的账单，他付了。但一个月后，他又收到从殡仪馆开出的一张 10 美元账单。他又付了。又一个月后，他又收到另一张同样的 10 美元账单。当第三张 10 美元账单寄给他时，这个困惑的男人打电话给他妹妹询问发生了什么事。她回答说，“哦，我忘了告诉你，爸爸下葬的时候，穿的是租来的西装。”

在我们的保险公司，**我们有一个未知的，但肯定数量巨大的“租来的西装”被埋在世界各地。**我们试图精确估算他们的账单。在十年或二十年后，我们甚至能够很好的猜测，我们现在的估算有多不准确。但即便是这样保守的估算也会让人意料之外，我个人认为，我们的准备金是充足的，但在过去，我也犯过好几次错误。

年度股东大会

我们今年的股东大会将在 5 月 3 日周六举行。与往常一样，**Qwest 中心**在上午 7 点开门，一部伯克希尔的新影片将在 8 点半放映。9 点半开始我们直接进入问答环节，(中间休息一下，在 Qwest 中心的展位上吃午饭)，直到下午 3 点。接着，在稍作休息后，查理和我将在 3:15 召开年度股东大会。如果在当天的问答阶段你打算离开的话，拜托请在查理讲话时那样做。

离开最好的理由，当然是购物。在毗邻会议区，我们辟出 194,300 平方英尺的场地，摆满伯克希尔旗下公司的产品，希望能满足你们的购物欲望。去年，由于 **2.7 万**名与会人士各尽其力，几乎所有的摊位的销售额记录都创下新高。但是今年你们能做的更好。(如果需要，我会锁上所有的门。)

今年我们将再次展示克莱顿公司的预制房屋，(包括 Acme 砖块；Shaw 地毯；JohnManville 隔热材料；MiTek 连接件；Carefree 遮阳篷；NFM 家具)。你会发现这间 1550 平方英尺的房屋，售价在 69500 美元，非常超值。在你买下房屋后，考虑一下摊位附近森林河公司的房车和浮船。GEICO 保险将有一个摊位，来自全国的顶尖保险顾问齐聚于此，他们全部准备给你提供车辆保险的报价。在大多情况里，GEICO 保险能给你一个特殊的股东折扣(通常是 8%)。这个特殊的报价在我们全美 50 个州中的 45 个营业网点都适用。(补充一点：如果你有资格享受另一个折扣，比如给特定团体的折扣，这些折扣不能累加。)带上你已有保险的详细资料，让我们看看是否能

帮你省钱。至少 50%的人，我相信我们能做到。周六，在奥马哈机场，NetJet 公司象以往一样陈列他们的飞机供你们参观。NetJet 公司在 Qwest 中心的摊位上，你也可以看到这些飞机的资料。坐大巴来奥马哈的，乘你的新飞机离开吧。你可以带上所有你想带的定型发胶和剪刀，和你一起上飞机。随本报告一起寄送的股东委托资料里，会解释你如何获得参加股东大会和其他活动的凭据。我们也再次委托美国运通公司(800-799-6634)为你们提供飞机、宾馆和汽车预订方面的帮助。负责此事的 Carol Pedersen，每年都为我们做了出色的工作，我为此特别感谢她。宾馆的房间会很紧张，但与卡洛尔联系，你将会得到一间。

接下来，如果你还有钱剩下，去看看书虫的摊位，你会找到大约 25 种图书和 DVD 碟片，以《穷查理宝典》为首，全部打折。在没有做任何广告或在书店做陈列，查理的书现在引入注目，卖出近 5 万本。你们中谁没有参会的话，上网站 poorcharliesalmanack.com 预订一本。

坐落于道奇街和太平洋街之间的第 72 街，占地 77 英亩的内布拉斯加家具中心。在那里，我们会再次举办"伯克希尔周末"大减价。我们开始举办这一特殊活动是在 11 年前。"周末大减价"的销售额也从 1997 年的 530 万美元，增加到 2007 年的 3090 万美元。这个数目比许多家具店一年登记的销售额要大的多。你只有在 5 月 1 日到 5 月 5 日的这段时间内购买，并出示你的年会入场券，才能享受折扣价。在此期间的折扣价，也适用于部分几乎从不打折销售的知名厂商，为祝贺我们的股东周末，特别破例。我们非常感谢这些厂商的支持。内布拉斯加家具中心周一到周六的营业时间为，早上 10 点到晚上 9 点，周日则为早上 10 点到晚上 6 点。今年，在周六从下午 5 点半到 8 点，卖场会举办一场巴加海滩盛会，供应墨西哥特色的牛肉和鸡肉卷饼。

在波仙珠宝，我们将再次举办两场特别针对伯克希尔股东的活动。第一场是鸡尾酒招待会，时间是 5 月 2 日，周五下午 6 点到晚上 10 点。第二场是大型售卖活动，将在 5 月 4 日，周日的上午 9 点到下午 4 点举行，周六我们将开放到下午 6 点。在整个周末，波仙珠宝店里将会人山人海。为了方便你们，股东特惠价格将从 4 月 28 日，周一开始，一直到 5 月 10 日，周六，一直有效。在此期间，请出示你的年会入场券，以证明你的股东身份，或出示交易说明，证明你是一个伯克希尔股票持有人。周日，在波仙珠宝店外的帐篷里，两届美国国际象棋冠军 Patrick Wolff 将带着眼罩，和来宾下盲棋，当然六人一组的来宾可以睁大双眼。从达拉斯来的著名魔术师 Patrick Wolff 会在附近迷惑观众。另外，我们还请到两位世界顶级的桥牌高手 Bob Hamman 和 Sharon Osberg，在周日下午，会和我们的股东们玩桥牌。Gorat's 餐厅照例再次在 5 月 4 日周日对伯克希尔股东独家开放。服务时间是下

午 4 点到晚上 10 点。去年，240 个座位的 Gorat's 餐厅，在周日接待了 915 位来晚餐的股东，三天里共卖出 2487 份牛排，其中 656 份是丁骨牛排。这是美食鉴赏家的首选主菜，请记住那天去 Gorat's 餐厅，你必须提前预约，需要的人在 4 月 1 日(不要提前)打 402-551-3733 进行预订。

周六下午 4 点，我们将再次为从北美以外来的股东，举办一个招待会。每年我们的股东大会吸引来自全球的许多人，查理和我想对这些来自远方的客人，表示一下我们个人的问候。去年，我们很高兴与来自许多国家的 400 位股东会面。任何非美国和加拿大的股东，将收到特别的入场券，上面有参加这个招待会的说明。

84 岁的查理和 77 岁的我，拥有的幸运超过了我们的梦想。我们都出生在美国；都有非常了不起的父母，让我们能获得良好的教育；都有美满的家庭和健康的身体；都有一些"商业"基因，让我们取得了某种其他人未经历过的巨大成功，这些人对我们社会的福祉做出了相同甚至更多的贡献。而且，我们长期以来一直拥有自己热爱的工作，并得到了无数才华横溢和令人愉快同事的无数协助。对于我们，每天都是那样令人兴奋；所以不要惊讶，看到我们跳着踢踏舞去上班。不过对我们来说，没有什么比在伯克希尔每年的股东大会上，与我们的股东合伙人欢聚一堂，更让人兴奋的了。因此，5 月 3 日在 Qwest 中心，来参加我们"为资本家举办的年度伍德斯托克音乐节"。我们将在那里恭候各位。

沃伦·巴菲特 董事会主席



<Sanofi 赛诺菲> www.sanofi.com

Sanofi SA 是一家法国的医疗保健公司。该公司专注于患者的需求，从事治疗方案的研究、开发、制造和营销业务。其三个运营部门是：制药部门、消费者医疗保健 CHC 部门和疫苗部门。药品部门包括：免疫学、多发性硬化症/神经病学、肿瘤学、罕见疾病、罕见血液疾病、心血管疾病、糖尿病和既定处方产品。疫苗部门包括 Sanofi Pasteur 在所有地区的商业运营，以及疫苗的研究、开发和生产活动。CHC 部门包括 Sanofi 消费者保健产品的商业运营，以及这些产品的研究、开发和生产活动。该公司通过合作或特许经营方式开发的产品包括 Dupixent、Aubagio、Lemtrada、Cerezyme、Lumizyme、Jevtana 和 Fabrazyme 等。

法国赛诺菲(Sanofi)

1937 年，Delagrance 实验室(被 Synthelabo 公司收购)推出心脏止痛药 SEDO-CARENA®(苯巴比妥)。1970 年，1718 年成立的 Midy 公司与 1834 年成立的 Laboratoires Robert & Carriere 公司合并，组建圣德拉堡公司(Synthelabo)。此后，Synthelabo 被化妆品巨头欧莱雅 L'Oreal 公司控股，为法国第三大制药公司。

1973 年，法国国有石油公司 Elf Aquitaine(2000 年 Elf Aquitaine 与 TotalFina 合并为 TotalFinaElf)前身子公司收购法国兴业银行一家制药子公司 Labaz，之后相继收购 Castaigne 和 Robilliart 等制药集团以及一家化妆品公司的权益，组成了 Sanofi 公司。公司的科学家们偶然一种分子具有抗血小板聚集的功效，筛选出噻氯匹定 Ticlid，这是公司第一款创新药，1978 年在法国批准上市。1979 年，Sanofi 在巴黎证交所上市。相继收购拓展了

动物保健、奶制品和农作物种植等业务，销售额也蹿升至 32 亿美元。1993 年，通过控股 1 亿美元资产的匈牙利制药公司，进军到东欧市场；同年，通过与 SterlingWinthrop 合作，进军美国市场。赛诺菲相当重视研发，获得了多个新的产品线，如低分子肝素产品线(Low Molecular Weight Heparin)、艾滋病诊断设备等。与施贵宝联合开发的氯吡格雷(Plavix)是新一代的血小板聚集抑制剂。1997 年上市后，基于疗效好、不良反应小等优点，很快成为了公司的重磅大药，其后达到了 99 亿美元的销售峰值。1999 年，法国药企排名第二的 Sanofi 与第三的 SynthelaboSA 合并为新公司 Sanofi-Synthelabo，总部设在巴黎，合并之后，公司战略聚焦制药业务，将利润较低的化妆品业务(包括 YvesSaintLaurent 等奢侈品牌)，医疗器械，动物药品全部出售。

法国安万特公司(Aventis)

德国赫斯特公司(Hoechst)：1863 年成立，二战期间隶属于德国最大的化学品公司 IGFarben。1923 年，Hoechst 推出第一款胰岛素(取自动物体内)。1936 年 Hoechst 研发了结晶过程，可以更好地纯化胰岛素并提高其耐受性。1953 年 Hoechst 推出第一支长效胰岛素。1974 年 Hoechst 更名为 Hoechst Aktiengesellschaft(HoechstAG)。1983 年，Hoechst 推出了一种半合成的人类胰岛素。这种胰岛素是由纯化的猪胰岛素生产的，它与人类蛋白质有一种氨基酸不同。合成过程中允许被人胰岛素中的氨基酸取代。胰岛素治疗的有效性和安全性得到改善。1987 年 Hoechst 推出了心血管药 Triatec®/Trice®/Delix®(雷米普利)。1987 年 HoechstAG 以 28.5 亿美元收购了美国主要的合成纤维生产商塞拉尼斯(Celanese Corp, 1999 年 7 月塞拉尼斯独立上市)，1996 年，HoechstAG 收购美国制药公司 Marion Merrell Dow Inc. 成立 Hoechst Marion Rouseil 公司(HMR)。1997 年 HoechstAG100%收购法国制药商 RousselUclaf。业务逐渐拓展至药品、工业化学品、农业化学品和动物保健产品等领域。

罗纳普朗克公司(Rhne-Poulenc Rorer)：1885 年，Louis Pasteur 用病死兔子脊髓干燥后研粉为 9 岁的小男孩 Joseph Meister 治疗狂犬病，这是医学史上的第一次疫苗接种，也诞生了第一个狂犬病疫苗。在路易巴斯德思想的影响下，马赛尔·梅里厄在 1897 年创建了梅里厄生物研究院(Institut Biologique Mériex)。此后，小梅里厄成功研制出口蹄疫疫苗，并在 1952 年暴发的一次口蹄疫疫情中拯救了 600 万头奶牛。1968 年，巴斯德研究所(Pasteur)和梅里厄研究所(Mériex)推出预防季节性流感的疫苗。自此，疫苗学开始应用于人类医学和疫苗的工业化生产。1968 年，Wittmannet Poulenc Jeune(1860 年成立)收购了梅里厄研究院的大部分股权。1977 年原代细胞培养狂犬病疫苗。1985 年第二代狂犬病疫苗由连续细胞系培养而成，具有更好的工业化效率。1990 年与 1910 年成立的 Rorer 公司合并，组建罗纳普朗克公司(Rhne-Poulenc Rorer)。1990 年，Rhne-Poulenc 推出 Theprubicine®(Pirabucine 帕博西尼)针对性治疗乳腺癌。1993 年，Rhne-Poulenc 推出的 Granocyte®(lenograstim)具有特异性，因为它能刺激化疗或骨髓移植患者的骨髓。

1999 年，德国 Hoechst 与法国罗纳普朗克(Rhne-Poulenc)合并为安万特公司(Aventis)。Aventis 体量超过 Sanofi 公司 2 倍有余，成为法国最大的制药企业。2003 年，第二 Sanofi 的销售额为 81 亿欧元，第一 Aventis 的销售额则为 206 亿欧元。2004 年，为了避免在药企并购大潮中成为鱼饵，Sanofi 以 478 亿欧元为价码，向老大 Aventis 发起反向并购，上演小鱼吃大鱼。Aventis 誓死不从，频频接触诺华和葛兰素推升赛诺菲的并购成本，而且还向美国联邦法院提起诉讼，要求法庭阻止这场并购提议。但是，法国政府希望保留一家制药行业的领导者，最终在法国政府干预下，赛诺菲以每股 69 欧元总计 537 亿欧元的价格与 Aventis 合并为赛诺菲安万特(Sanofi-Aventis)。2011 年赛诺菲-安万特更名赛诺菲。Aventis 带来的嫁妆极其丰厚，2003 年 Aventis 与再生元合作 VEGF Trap 技术平台来探索肿瘤治疗方面的临床潜力，与再生元合作的药品中，最值得关注的是 Dupixent，已经成为了赛诺菲的头号重磅药物，销售额还会随着适应症的增多而不断提升，预计未来的销售峰值将达百亿美元以上。

美国健赞公司(Genzyme)

1981 年，Henry Blair 创立了罕见病领域的领头羊健赞公司 Genzyme，主要业务向美国国立卫生研究院 NIH 供应经过修饰后用于临床试验的酶。1981 年买下了 Whatman Biochemicals 公司，成为其生化部门；1982 年买下了英国 Koch-Light Lab，成为其制药部门。1983 年，Henry Blair 挖来 Baxter 公司市场总监 Henry Termeer 担任健赞的 CEO。1986 年，健赞上市，募集到 2800 万美元。研发第一个主打药品 Ceredase(阿糖苷酶)，通过改善患者相应的酶缺陷来医治罕见病戈谢 Gaucher。这是一种人体无法正常分解脂质而引起的致命疾病，如果得不到控制，脂肪会堆积在骨髓、肝脏和脾脏中，从而引起器官肿胀，患者终生痛苦，还会致死。1991 年，Ceredase 获 FDA 批准上市，成为了人类治疗戈谢病史上的首款药物。药品命名为 Cerezyme，每年 15 万美元。Termeer 说服了保险公司和政府接受了这一定价，从而确保了戈谢病的患者具备长期的支付能力，健赞也能够持续不断地从中获利。

罕见病领域由于市场小，研发投入难以回收，很少有公司愿意涉及。为了鼓励罕见病药物的开发，里根总统在 1983 年就签署了《孤儿药法案》，里面包含多项政策优惠，例如给予研发补贴和税收优惠，给予孤儿药 7 年的市场独占期，进入 FDA 快速审批通道，要求较小的临床试验人数，等等。但是，由于病患少，罕见病的药物很难赚钱，许多大公司依然不愿意投入。当 Henry Termeer 开创性地说服了保险公司和政府，愿意接受孤儿药“合理”的

高定价之后，这一领域才真正变得有利可图。有些垄断性的药品，利润甚至高达 95%。Ceredase 之后，当年无人问津的孤儿药才逐渐有了今天火爆的热度。1994 年健赞推出 Cerezyme®(注射用伊米苷酶)治疗罕见病 Gaucher1 型患者。2001 年健赞在欧洲推出 Fabrazyme®(琼脂酶 β)治疗 Fabry 罕见病。2001 年，健赞公司收购美国旧金山 Novazyme 公司，这是一家研发治疗庞贝氏症(Pompe disease)的公司，这是一种会导致进行性肌肉无力的遗传性疾病，其原发性症状为心脏肥大、骨骼肌无力、呼吸困难等，由于无药可治，患儿一般都活不过两年。2003 年健赞和合作伙伴 BioMarin 推出了 Aldurazyme®(Iaronidase)，这是一种治疗粘多糖病(MPS) I 疾病的药物。2006 年，健赞推出 Myozyme®(美而赞® α-半乳糖苷酶)用于治疗 Pompe 罕见病。2009 年，健赞公司遭遇危机，先是一款新药被 FDA 延迟批准，其次是药品出现质量问题。健赞股票从 83 美元腰斩。2011 年，赛诺菲以每股 74 美元 201 亿美元现金的价格，全资收购了健赞，增强了自己在罕见病领域的实力。2017 年 Termeer 与世长辞。2015 年，健赞推出 Cerdelga®(eliglustat 依鲁司他)，一种口服治疗 1 型 Gaucher 罕见病药物。

<收购史>

2004 年之后，赛诺菲谋求继续扩大自己的体量，早期的收购对象主要是大型制药公司和企业。

2008 年，5.43 亿美元收购 OTC 保健企业 Primary Health Care。

2008 年，26 亿美元收购捷克仿制药企 Zentiva 公司。1.3 亿美元收购波兰 OTC 药企 Nepentes。

2009 年，6.35 亿美元收购巴西第三大制药企业 Medley Farma。5.4 亿美元收购法国创新药企 Fovea。

2009 年，5 亿美元收购美国生物药企 BiPar。19 亿美元收购美国 OTC 药企 Chattem。

2010 年，19 亿美元收购了美国消费医疗保健公司 Chattem。5.6 亿美元收购美国生物药企 TargeGen。5.21 亿美元收购美华太阳石公司(BMP Sunstone Corp)。

2011 年，1.2 亿美元收购印度药企 Univalsal Medicare。2.1 亿美元收购美国初创研发公司 TopazParma。

2012 年，7.84 亿美元收购了印度疫苗公司 ShanthaBio。收购疫苗公司 Newportlab，载药平台 Pluromed。

2013 年，4.3 亿美元收购印度动物药企 DoschPharma。

2016 年，赛诺菲将其梅里亚动物保健业务(114 亿欧元)与勃林格殷格翰(Boehringer-Ingelheim)的消费者健康业务(67 亿欧元)互换，并获得勃林格支付的 47 亿欧元现金。

2017 年，7.5 亿美元收购印度疫苗企业 Protein Sciences 获得创新性四价流感疫苗(Flublok Quadrivalent)。

2018 年，48 亿美元收购比利时 RNAi 生物技术公司 Ablynx 公司。Ablynx 最有价值的一款药物，是正处于临床试验三期的 Calivi(caplacizumab)。它是一种抗 von Willebrand 因子的小抗体，用来治疗一种罕见的血栓性血小板减少性紫癜(TTP)。Calivi 就于 2018 年 9 月被 EMA 批准，又于 2019 年 2 月被 FDA 批准。

2018 年，116 亿美元收购专注于血友病的 Bioverativ 公司，它是 2017 年从 Biogen 分拆出来的。有了 Ablynx 和 Bioverativ 助阵，赛诺菲成为了血液罕见病药品的大牛，每年与罗氏、武田、拜耳、诺和诺德和 CSL 等公司直接竞争一个价值 100 亿美元的市场。

2019 年，25 亿美元收购免疫疗法 Synthorx 公司。这家公司拥有一种独特的 Expanded Genetic Alphabet 平台技术，可通过添加新的 DNA 碱基对来扩展遗传密码，并旨在创建优化的生物制剂。用这种技术创建的生物制剂被称为 Synthorins。它的先导药物 THOR-707 是 IL-2 的一种变体，目前正被研发用于治疗多种癌症。赛诺菲希望 THOR-707 能够成为其未来 10-10 药物组合的基础，可以和 PD-1、CD-38 和其它调节 T 细胞和 NK 细胞的新药联用，产生新的突破性疗效。

2020 年，37 亿美元收购免疫疗法 PrincipiaBiopharma 公司。3.08 亿美元收购细胞疗法 Kiadis 公司。

2021 年赛诺菲 32 亿美元收购 TranslateBio， mRNA 新型疫苗、修饰 mRNA 以及并购 OrigimmBio 向疫苗免疫领域出发，或将成为赛诺菲的新业务领域。2025 年，赛诺菲计划推出 10 款候选疫苗进入临床，其中将包括 6 种 mRNA 疫苗。近期，与百度 LinearDesign 平台再次达成合作协议，继续优化 mRNA 疫苗和药物的设计研发。

2021 年，14.5 亿美元收购英国免疫疗法 Kymab 公司。3.1 亿收购生物药企 Tidal Therapeutics 公司。

2021 年，19 亿美元收购生物药企 Kadmon Holdings。10 亿美元收购免疫肿瘤公司 Amunix。收购奥地利 Origimm Biotechnology 公司。

<大事记>

1885 年，Louis Pasteur 用病死兔子脊髓干燥后研粉为 9 岁的小男孩 Joseph Meister 治疗狂犬病，这是医学史上的第一次疫苗接种，也诞生了第一个狂犬病疫苗。

1889 年，Oscar Minkowski 强调了胰腺在控制血糖方面的重要作用。法国医生 Lanceraux 明确区分了两种类型糖尿病(1 型和 2 型)。

1923 年，Hoechst 推出第一款胰岛素(取自动物体内)。从 1923 年第一支胰岛素的生产至今，糖尿病患者的生活质

量已发生了巨大的变化。1936 年 Hoechst 研发了结晶过程，可以更好地纯化胰岛素并提高其耐受性。这是对该疾病治疗的长期研究的开始。

1937 年，Delagrangé 实验室(被 Synthelabo 公司收购)推出 SEDO-CARENA®(氨茶碱/罂粟碱/苯巴比妥)，这是一种心脏止痛药，也被称为"心宁"。

1942 年推出 Mitosyl®皮肤修复霜，名字来源于有丝分裂，作用机理基于氧化锌和鱼肝。

1944 年，Sabin 和 Schelsinger 分离和鉴定了第一种登革热血清(夏威夷 DEN1)和第二种血清(新几内亚 DEN2)。

1948 年，美国宾夕法尼亚州斯威沃特的 Pocono 生物实验室(今属赛诺菲巴斯德)诞生了第一支流感疫苗。

1949 年，Maalox(镁羟基+氧化铝)应用在消化系统中。Maalox 现在是赛诺菲领先的消费者保健品牌之一。

1952 年，Rhône Poulenc 研发团队从链霉菌中分离出柔红霉素。

1953 年，强心剂庚胺醇上市 HEPT-A-MYL®。

1953 年，Hoechst 推出第一支长效胰岛素。

1955 年，世界上第一支灭活脊髓灰质炎疫苗 IPV 由美国生物学家 Jonas Salk 研制成功。当时美欧经常爆发脊髓灰质炎疫情。IPV 的量产始于加拿大多伦多的 Connaught 实验室(今属赛诺菲巴斯德)。

1956 年，W. Hammon 分离和鉴定登革热 DEN3 型和 DEN4 型。

1960 年代，Hoechst 实验室的生产团队将色谱作为一种净化工具，用于去除微量杂质。

1961 年，Doliprane®(对乙酰氨基酚)以 500mg 片剂的形式上市，用于疼痛或炎症治疗。Doliprane®如今是赛诺菲领先的消费保健品牌之一。

1963 年，治疗咳嗽和感冒的 Rhinoathiol®上市(卡波西汀)。

1966 年，Cordarone®(胺碘酮)上市。这是法国 Labaz 实验室(后被赛诺菲收购)的附属机构发现了一种新分子。

1968 年，巴斯德研究所(Pasteur)和梅里厄研究所(Mérieux)推出预防季节性流感的疫苗。

1968 年，Cé rubidine®(柔红霉素)上市，用于治疗各类白血病。

1970 年，Bellon Bleomycin®成为化疗药物的一部分。1966 年在日本发现的硫酸博来霉素(Blé omycin sulfate)被证明能够减缓癌症细胞生长的活性。

1972 年，Torental®/Trental®(己酮可可碱)上市，1980 年 Corvasal®(吗多明)上市。1968 年与 Roussel Uclaf 达成合作协议后，Hoechst 实验室专注于心血管领域的研究。

1972 年，Aspégic®(乙酰水杨酸)上市用于疼痛和炎症治疗。Aspegic®于 1976 年成为法国最畅销的阿司匹林。

1973 年，Rhône-Poulenc 研究人员发现了抗癌分子 Rubidazone®，获得法国加利恩奖。

1976 年，Sectral®(acé butolol)上市，用于治疗心血管疾病。

1977 年，从原代细胞培养狂犬病疫苗。

1980 年，Synthelabo 公司对 Diltiazem 作用机制的研究，于 1980 年推出了 Tildiem®(盐酸地尔硫)。

1983 年，收购了心脏起搏器和除颤器专家 Ela Medical，并于同年推出了 Kerlone®(氯代倍他洛尔)。

1983 年，Hoechst 推出了一种半合成的人类胰岛素。这种胰岛素是由纯化的猪胰岛素生产的，它与人类蛋白质有一种氨基酸不同。合成过程中允许被人胰岛素中的氨基酸取代。胰岛素治疗的有效性和安全性得到改善。

1984 年，第一例 Gaucher 病患者接受由赛诺菲旗下健赞公司研发的酶替代疗法。

1985 年，第二代狂犬病疫苗由连续细胞系培养而成，具有更好的工业化效率。

1987 年，Hoechst 推出了 Triatec®/Trice®/Delix®(雷米普利)。

1988 年，世界卫生组织及其合作伙伴启动全球根除脊髓灰质炎计划，这是有史以来最大规模的全球健康项目。当时每年有 35 万人(多为儿童)因脊髓灰质炎病毒而瘫痪，脊髓灰质炎流行于全球 125 个国家。从那时起至今，赛诺菲巴斯德为该项目向联合国儿童基金会提供了 600 多万支口服脊髓灰质炎病毒疫苗(OPV)。

1990 年，Rhône Poulenc Rorer 推出 Theprubicine®(Pirabucine 帕博西尼)针对性治疗乳腺癌。

1993 年，Rhône Poulenc Rorer 推出 Granocyte®(lenograstim)，它能刺激化疗或骨髓移植患者的骨髓。

1994 年，赛诺菲巴斯德公司与泰国曼谷马希多尔大学疫苗开发中心合作开发登革热疫苗。

1994 年，赛诺菲健赞公司 Genzyme 推出 Cerezyme®(注射用伊米苷酶)治疗罕见病 1 型 Gaucher 患者。

1996 年，Eloxatin®(奥沙利铂)上市，该药品于 2004 年因创新性抗癌疗法获得法国盖伦奖。

1996 年，Taxotere®是紫杉烷类药物的抗癌疗法，紫杉烷类药物能够抑制癌细胞分裂。多西他赛是利用紫杉针叶中提取的物质通过半合成法获得的。

1997 年，赛诺菲和百时美施贵宝共同研发并推出重磅降压药 Aprovel®/Avapro®/Plavix®(抗凝血药氯吡格雷，2008 年达到销售额峰值 98.4 亿美元，累计 890 亿美元)

1997 年，Allegra®(非索非那定)用于过敏症。2011 年开始在没有处方的情况下使用。

(甘精胰岛素 100 单位/毫升)是一种长效人重组胰岛素，由赛诺菲公司推出
2000 年，推出重磅药 Lantus®(甘精胰岛素 100 单位/毫升)，这是一种长效重组人胰岛素。(2014 年达到销售额峰值 84.3 亿美元，累积销售额 695 亿美元)
2001 年，赛诺菲 Genzyme 在欧洲推出 Fabrazyme®(琼脂酶 β)治疗 Fabry 罕见病。
2003 年，赛诺菲 Genzyme 和 BioMarin 推出了 Aldurazyme®(Iaronidase)，一种治疗粘多糖病(MPS)疾病药物。
2006 年，赛诺菲 Genzyme 推出 Myozyme®(美而赞®，α-半乳糖苷酶)用于治疗 Pompe 罕见病。
2007 年，赛诺菲推出 Lantus®SoloSTAR®、Apidra®(胰岛素葡萄糖胺)SoloSTAR®、Insuman®(人胰岛素)SoloSTAR®预充注射笔。
2009 年，赛诺菲发现、研发并为患者提供 Multaq®(迈达龙®Dronedarone)治疗心血管疾病。
2010 年，赛诺菲通过收购 Chattem Inc. 在美国创建了一个强大的消费者医疗平台，Chattem Inc 是一家领先的营销和制造商，旗下产品包括品牌柜台外医疗产品、洗漱用品和膳食补充剂。
2011 年，赛诺菲与 AgaMatrix 创新合作推出 BGStar®和 iBGStar®血糖监测仪
2010 年，经过 14 年的研发，Jevtana®(Cabazitaxel)于 2011 年在美国和欧洲获得批准。
2011 年，赛诺菲收购了 BMP Sunstone，强化其在中国咳嗽感冒和妇女健康领域的消费者保健平台。
2012 年，赛诺菲和 Regeneron Pharmaceuticals 公司推出 Zaltrap®(Aflibercept)。
2012 年，治疗多发性硬化症 Aubagio®(奥巴捷®特立氟胺)，先后在美国和欧洲获得批准
2013 年，治疗多发性硬化症 Lemtrada®(alemtuzumab)在欧洲和美国获批
2015 年，赛诺菲巴斯德公司在美国市场推出新型四价流感疫苗，2015 年将在 20 多个国家上市。
2015 年，赛诺菲巴斯德的登革热疫苗 Dengvaxia®在墨西哥、菲律宾和巴西首次获得市场批准。
2015 年，赛诺菲与再生元制药联合研发 Praluent®(alirocumab)治疗高胆固醇血症。
2015 年，Nasacort®AQ (Triamcinolone)抗过敏药在美国无需处方即可使用。
2015 年，赛诺菲与 Boehringer Ingelheim 达成交易，成为全球消费医疗领域的领导者。
2015 年，赛诺菲推出长效胰岛素 Lantus 的升级版 Toujeo®(甘精胰岛素 300 单位/毫升)。
2015 年，赛诺菲 Genzyme 推出 Cerdelga®(eliglustat 依鲁司他)，一种口服治疗 1 型 Gaucher 罕见病的药物。
2016 年，世界可能会经历历史上最后一例野生脊髓灰质炎病例。只有两个国家仍然流行——阿富汗和巴基斯坦。作为 IPV 的主要供应商，赛诺菲巴斯德在全球提供疫苗以确保无脊髓灰质炎世界方面发挥着关键作用。在后脊髓灰质炎时代，IPV 将被纳入全球所有儿童的儿科联合疫苗中，以防止再次出现。

<巴菲特投资医药>

强生：2006 年巴菲特买入强生 2133 万股，2007 年增持 3 倍达到 6427 万股。2008 年巴菲特为投资高盛等 3 只优先股减持强生过半到 3001 万股。2009 年为了筹资收购 BNSF 铁路小幅减持至 2853 万股。2010 年增持 1743 万股。

赛诺菲：2007 年巴菲特买入欧洲最大制药公司赛诺菲 1717 万股。2008 年增持到 2211 万股。2010 年增持 4.1%。
2018 年微利清仓。

BD 公司：巴菲特 2009 年二季度新买入全球最大的注射器及医用一次性产品的供应商 BD 公司 120 万股后，四季度增持 30 万股。2010 年一季度又增持 24.4 万股，二季度又增持 14.6 万股，增持比例 8.4%，二季度末持股市值 1.28 亿美元。

葛兰素史克：2007 年巴菲特买入全球销售收入第 5 大制药公司葛兰素史克 151 万股

梯瓦制药：2017 年四季度巴菲特买入以色列仿制药巨头 Teva Pharmaceutical Industries 约 3.58 亿美元。



卡夫亨氏公司<The Kraft Heinz Company>www.kraftheinzcompany.com

詹姆斯·卡夫(James L. Kraft)于 1903 年在芝加哥经营干酪批发事业，经历第一次世界大战后生意渐上轨道，自 1924 年起上市，期间不时收购其他公司，并扩展至非食品业务。1953 年，发明了脱脂牛奶。1979 年，卡夫并购 Dart 公司成立 Dart&Kraft 公司，获得金霸王电池，并发展成为一个综合性企业集团。为了应对 80 年代中期的杠杆并购，将和食品无关的业务陆续出售，金霸王电池 18 亿美金卖给 KKR。1985 年菲利浦莫里斯收购通用食品(General Foods)巴菲特 1979 年买入获得 3 亿美元收益。1988 年菲利浦莫里斯 136 亿的天价收购卡夫食品，1989 年菲利浦莫里斯将通用食品与卡夫合并为 Kraft General Foods。2000 年菲利浦莫里斯 189 亿成功收购纳贝斯克并入卡夫食品。2001 年卡夫食品在纳斯达克成功上市。

2004 年 11 月 15 日，卡夫食品以 14.8 亿美元现金将糖果业务出售给箭牌，包括卡夫的 Altoids 牌薄荷口香糖、Life Savers 糖果、Creme Savers 糖果以及 Trolli 橡皮糖和 Sugus 瑞士糖等品牌。

2007 年 3 月，菲利普·莫里斯更名为 Altria 公司，将卡夫从其资产中剥离，卡夫则成为一家独立的公众公司。

2007 年 7 月 3 日，卡夫食品以 53 亿欧元(72 亿美元)现金收购达能全球饼干业务。达能旗下的饼干包括 LU、王子、闲趣、甜趣等。其中 LU 饼干是欧洲第一大畅销饼干品牌。

2007 年，伯克希尔买入 8.6%卡夫股票，成为最大机构投资者。

2010 年 1 月 05 日，卡夫以 37 亿美元现金，把美国及加拿大的速冻披萨饼业务出售给雀巢。该业务包括的比萨品牌有 DiGiorno, Tombstone, CaliforniaPizzaKitchen(加州匹萨厨房)), Jack s 和 Delissio。

2010 年 1 月 19 日，卡夫同意以每股 8.4 英镑(5 英镑现金及 0.1874 股卡夫新股，共 2.65 亿股)换取 1 股吉百利股票总价值约 120 亿英镑(197 亿美元)收购英国吉百利 Cadbur。卡夫成功收购吉百利后，新组成的集团每年可以拥有销售额 500 亿美元，成为全球最大糖果生产商，市场占有率达 14.8%。巴菲特批评出售 8 倍市盈率的匹萨业务收购 23 倍市盈率的吉百利品牌的行动，称其为“糟糕的交易”，随后抛售了部分卡夫股票。

2012 年 10 月，卡夫食品集团，将业务拆分成全球零食业务和北美杂货业务独立上市。北美杂货业务沿用卡夫名称，旗下产品包括卡夫通心粉与奶酪、Oscar Mayer 熟肉类制品及 Philadelphia 奶油乳酪等产品。而拥有吉百利、奥利奥饼干等产品的全球零食业务将启用新名称亿滋国际(Mondelez International)。

2013 年 7 月 1 日，卡夫食品中国正式更名为亿滋中国。卡夫于 1962 年进入香港，1982 年进入台湾，1984 年进入中国大陆市场。

2013 年，巴西私募资本 3G Capital 与伯克希尔联合出价 232 亿美元收购了番茄酱生产商亨氏。2014 年 12 月，双方又在汉堡王对加拿大咖啡和甜甜圈连锁餐厅 Tim Hortons 的合并中进行合作。巴菲特称赞 3G Capital 首席投资人、74 岁的 Jorge Paulo Lemann 具有卓越以及优雅的投资策略，而公司管理层在提高利润率、削减成本方面非常努力。《3G 资本帝国》

2015 年 3 月 25 日，卡夫食品北美公司和亨氏番茄酱宣布合并，新的公司叫做卡夫亨氏公司。合并后的卡夫亨氏将成为北美地区第三大、世界第五大食品和饮料公司。合并后的卡夫亨氏公司市值超过了 400 亿美元，销售额将达到 280 亿美元，拥有 8 个销售额超过 10 亿美元的品牌和 5 个销售额 5-10 亿美元的品牌。卡夫食品股东将获得合并后新公司 49%股份，同时还将获得每股 16.50 美元的特别现金派息，亨氏股东将拥有新公司 51%股份。伯克希尔与巴西私募资本 3G Capital 还将再出资 100 亿美元用于新公司的后续发展。伯克希尔拥有价值 95 亿美元新公司的普通股股票，约占 27%股权。2015 年 7 月 8 日，卡夫亨氏完成并购，在纳斯达克挂牌上市。

2019 年巴菲特股东大会上称：我们试图以合理的价格收购优秀企业，但在卡夫亨氏的卡夫部分却犯了一个错误。我们付了太多钱。

2020 年，卡夫亨氏同意将其一大部分奶酪业务以 32 亿美元的价格出售给法国的 Groupe Lactalis SA。

2021 年，卡夫亨氏宣布将包括 Planters 与 Corn Nuts 品牌在内的坚果零食业务作价 33.5 亿美元出售给午餐肉生产商荷美尔 Hormel Foods。

重要 CEO: 艾琳·罗森菲尔德(Irene B. Rosenfeld)

1953 年，Irene Blecker 出生在纽约布鲁克林地区。1971 年，进入美国康奈尔大学约翰逊学院。1978 年加入 IBM 位于纽约的研究机构。1980 年，加盟纽约 Dancer Fitzgerald Sample 广告公司。1981 年，加入通用食品公司(General Foods)担任市场调查员。1991 年，被任命为卡夫通用食品公司饮料部门执行副总裁和总经理。1996 年，艾琳被调往加拿大，担任卡夫加拿大分公司总裁，并重组了加拿大的业务，确立了以包装食品为核心的业务模式。卡夫加拿大分公司用了 4 年时间发展成加拿大最大的包装食品生产商，并成为卡夫公司重要的利润来源之一。2000 年，艾琳任卡夫食品部门副总裁和卡夫运营、技术和采购部门总裁。并亲自负责收购美国曲奇饼干生产商纳贝斯克公司(Nabisco)，经过几个月紧张的报价、竞标，击败了联合利华(Unilever)、莎莉集团(Sara Lee)等竞争对手，以 189 亿美元的价格成功收购了纳贝斯克的大多数股份和商标的所有权。成功地将奥利奥和趣多多等著名饼干品牌引入卡夫。菲利普莫里斯 CEO 的 Geoffrey Bible 对这次收购的顺利完成感到欣喜，称之为美国食品领域最重要的收购之一，并称赞艾琳为“食品领域的超级女强人”。2001 年帮助卡夫完成了上市工作，并成为卡夫公司董事会成员。2003 年 12 月，Altria 集团(菲利浦莫里斯)宣布提升两名主管 Betsy D Holden 和 Roger K Deromedi 担任联合 CEO，而之前呼声最高的艾琳却意外落选。2004 年 9 月，艾琳接受了来自百事公司的邀请，担任百事旗下分公司菲多利(Frito-Lay)的董事长兼 CEO。菲多利是美国最大的休闲食品生产商，也是百事公司旗下盈利率最高的子公司，其最著名的产品有乐事薯片等。2005 年，菲多利的年收入达到 103 亿美元，同比增长了 8%。菲多利与百事非碳酸饮料部门成为当年百事旗下唯一的两个年收入较一年前有所增长的子公司，也成为百事成功削减亏损额的首席功臣。

2006 年 6 月，卡夫因没有跟上健康食品潮流，份额不断下滑。Roger Deromedi 辞去 CEO 一职，艾琳随即就被任命为新的 CEO。2007 年 8 月，卡夫以 72 亿美元的价格买下达能公司的饼干部门。2009 年 9 月，实现更好的盈利目标，艾琳看上了拥有口香糖和巧克力的百年历史的糖果制造商吉百利。但是卡夫大股东巴菲特说："这是一宗坏买卖。若我有机会投票，我一定投反对票。"他指责卡夫为了收购吉百利发行 3.7 亿股新股是开"空白支票"。为此巴菲特报复性地出售了 3310 万股卡夫食品公司股票，相当于其持股的 1/3。艾琳继续收购计划，经过 5 个月的拉锯战，2010 年 1 月 19 日，英国吉百利接受卡夫食品价值 194 亿美元收购方案，艾琳终于笑到了最后。卡夫食品公司第二季度的营收增长了 25.3%，增至 123 亿美元，这基本上得益于吉百利公司在欧洲和发展中市场的业务。2010 年，被美国《福布斯》杂志评选为"最有权势女性"的第二名。



伯克希尔股东大会实录 2008

2008 年 5 月 3 日 Qwest 中心 3.1 万人

情景剧

新闻主播(CNBC 的 BeckyQuick): 各位, 这是刚刚收到的。沃伦·巴菲特似乎已与日间肥皂剧女主角苏珊·卢奇(SusanLucci)达成了一项交换工作岗位的协议。据报道, 巴菲特已经谈妥了在《我的所有孩子》剧组中的永久位置。显然, 卢奇正在前往奥马哈, 成为伯克希尔新任 CEO。(掌声)

芒格: 他会在哪里?(女演员苏珊·卢奇上台时的笑声和掌声)

苏珊·卢奇: 查理, 你是说沃伦吗? 他被拘留在电视演播室了。(众笑)

芒格: 真的吗?

苏珊·卢奇: 嗨, 查理。我是苏珊·卢奇。哦, 你没听说我和沃伦之间的交易吗? 他将成为《我的所有孩子》中的大明星, 我将接手伯克希尔。

芒格: 嗯, 你确实拥有一些沃伦所缺乏的重要品质。(众笑)

苏珊·卢奇: 好的, 谢谢你, 查理。你现在可以放松了, 亲爱的。你就当自己家好了, 接下来由我来处理, 谢谢。我一直想和我们的股东谈谈。我真的觉得我们需要做些改变。我们首先要看的是我们的分红政策。(众笑)

我从来没听说过这么便宜, 对我们优秀的股东这么不公平的事情。我们需要改变它。(掌声)

芒格: 听起来不错。(众笑)

苏珊·卢奇: 其次, 我们需要考虑给出收益方面的指导。我们每周都需要这样做。(众笑)

芒格: 听起来不错。(众笑)

苏珊·卢奇: 第三, 我们每年需要向我们的董事支付 900 多美元。(欢呼声和掌声)

巴菲特: 再等一分钟。(掌声)

苏珊·卢奇: 嗨, 沃伦。沃伦, 我以为你在我孩子的工作室。

巴菲特: 我听到的关于股息的讨论是什么?

苏珊·卢奇: 哦, 没什么重要的, 沃伦。你只要专注于你在节目中的角色。

巴菲特: 苏珊, 我的节目就是伯克希尔。而我的角色是管理它。(从夹克口袋中取出纸张并将其撕碎)

苏珊·卢奇: 沃伦, 你不能这么做。

巴菲特：我就这么做了。《我的所有孩子》都离不开你，我也离不开伯克希尔。(掌声)

苏珊·卢奇：哦，沃伦。你的意思是交易取消了？

巴菲特：交易取消了。我真的要谢谢你。你让我恢复了理智。你可以回到《我的所有孩子》身边。我会留在伯克希尔。但我非常感谢你，苏珊，我想让你去伯克郡而不是伯克希尔，去波仙珠宝吧，我想让你挑出任何你想要的东西，并把它记在查理的账上。(众笑)

苏珊·卢奇：哦，沃伦，你是亲爱的。谢谢。(对芒格说)你也很可爱。谢谢。(掌声)

开场白

巴菲特：好的。查理，让我们开始表演吧。(众笑)她和他在一起的时间比和我在一起的时间还多。(笑声)

我们将按照通常的程序。商务会议将在 3:15 开始。但从现在到那时，我们将利用午餐休息时间，回答大家的问题。如你所知，我们不会提前对他们进行筛选，基于谁先站到麦克风前。我们会从一个区域到另一个区域，然后去另一个房间。我们最好的估计是，我们今天大约有 31000 人在这里。(掌声)

在我们开始之前，我听到了罗恩·奥尔森的笑声。我想他成功了。我很高兴听你这么说。我来介绍一下我们的董事。在他们展示了像股利和提高他们的薪酬方面后，我真的不确定是否要完成这一部分的表演。我们有查理·芒格在我的左边，他的听力好，而我的视力好，我们因此而合作(掌声)。如果我念你们名字，请你们站起来。如果你们将掌声保留在最后，我将介绍他们。Howard Buffett、Susan Decker、William Gates、David Gottesman、Charlotte Guyman、Don Keough、Thomas Murphy、Ronald Olson、Walter Scott。美国最好的董事们。(掌声)查理和我将在中午休息一下，因为到那时我们可能已经吃完了所有的东西，我们需要吃午饭。如果你能把你的问题限制在一个问题上，我会很感激，这意味着不包含三个部分或四个部分或类似的东西。你也没有必要做一个很长的介绍性发言，因为这样我们能回答更多的问题，我们希望覆盖尽可能多的人。我们从第一个问题开始。

股东问答开始

1、如何不做旅鼠？

股东：巴菲特先生和芒格先生早上好。我叫 Rajesh Furor，来自印度孟买。我从你的信中学到了很多。这是我从其他任何地方都没有学到的对投资哲学的深刻见解。干得好。那是在思想方面。但在内心方面，最让我感动的是，你们这些年来所取得的成就是通过百分之百的诚实，我对此表示敬意。谢谢。现在，我的问题是，您建议采

取哪些关键步骤来纠正像我这样的典型投资者的心态，也就是您所说的旅鼠式的群体心态？

芒格：他想让你建议他如何才能变得不那么像旅鼠。他不想像旅鼠那样投资。(众笑)

巴菲特：好吧，我会告诉你是什么改变了我自己的投资生活。我 11 岁开始投资。我相信阅读眼前的一切。我第一次读到这本书的时候大概是六七岁。但在大约八年的时间里，我一直在做技术分析，做各种各样的事情，然后我读了一本书，叫做《**聪明投资者**》。我在内布拉斯加大学 19 岁的时候读了这本书。我要说的是，如果你吸取《聪明投资者》的教训，你不应该像旅鼠一样行事，你可能会比旅鼠做得更好。我写了一篇推荐文，特别推荐第 8 章和第 20 章。在书虫中，我们有《聪明投资者》这本书，我认为这本书和我在 1950 年读过的书一样棒。如果你遵循本格雷厄姆在那本书里教的教训，你永远不会得到一个坏的结果。

我应该提一下，还有一本书，我不知道它会在什么时候被出版。我的表兄比尔·巴菲特写了一本关于我们祖父的杂货店的书，叫做《你会喜欢的食物》(Foods You Will Enjoy)，比尔将会在那里。他在签名售书。我几天前才拿到第一本。读了它，我很喜欢它。查理在同一家杂货店工作过——多少年前？查理可能是 70 年前的事了。我们俩都做的不是很好。(众笑)但我的祖父——你不会太在意他对股票的建议。他写了很多信，他对股票市场非常消极，对在杂货店的辛苦工作非常不满。所以我们不再听他的话。(众笑)

相反，读一读《聪明投资者》。这本书给了我一种投资**哲学**，这种哲学花了我很多年的时间才找到。这里有三个重要的教训与你对股票的态度有关，那就是你认为**股票是企业的一部分**。但我认为，在座的各位已经学到了重要的第一课。我认为大多数拥有伯克希尔的人并不认为他们自己拥有的东西是一个小的股票符号，或认为伯克希尔是一个会提供有利或不利的收益惊喜的东西，但他们宁愿认为自己拥有的是一组在另一个房间里(做展示)的那些企业。这就是看待股票的方式。如果你这样做，你永远不会是一个旅鼠。

2、巴菲特将负责科隆再保险的投资组合

股东：早上好，沃伦。早上好，查理。我叫 Georgelscis，来自德国科隆。我的问题是，科隆的运营整合进展如何？非常感谢。

巴菲特：对于那些不熟悉科隆再保险公司的人来说，它是通用再保险公司拥有 95% 股份的子公司，而伯克希尔拥有 100% 的股份。我相信，科隆再保险是世界上最古老的再保险公司。作为第一代再保险公司和伯克希尔的一部分，它为我们完成了一项伟大的工作。我们将经历一个适当的过程，在不久的将来，将会导致我们拥有百分之

百的科隆。但在经营上不会有任何区别。它以现在的方式经营得很好。但在这一点上，他们已经运行自己的投资组合(很久了)。那个投资组合和 GEICO 的股票投资组合是唯一两个我没有干预的。但当我们拥有科隆 100%的股权时，我将负责科隆的投资组合。否则，科隆管理层的运作将很难得到改善。

所以你不会看到任何其他变化，除了我们将合并科隆 100%的收益，而不是 95%。

3、忘掉'股票'这个词吧，我们着眼于业务本身

股东：早上好，巴菲特先生，芒格先生。我的名字是来自新泽西州 FortLee 的 SamReiner，我的问题是关于你本周对经济衰退的评论，以及股市在四月份的大幅上涨。你能详细说明市场的未来走向吗？(众笑)

巴菲特：哈。我可以展开，但我无法回答。(众笑)查理和我根本不知道下周、下个月或明年的股市走向。我们从不谈论它。你知道，它从来没有在我们的对话中出现过。我们的董事们会告诉你，他们从来没有参加过以股市走向为主题的董事会议，我们不做这种生意。我们不知道该怎么做这行。显然，如果我们能在很大程度上成功猜测股票市场的走向，我们就只能在标普期货市场上做买卖了。没有任何理由去看企业和股票。所以这不是我们的游戏。我们不认为——当我们看股票市场的时候，我们看到的是成千上万的公司定价。

我们忽略了我们所看到的 99.9%公司，尽管我们仔细看了又看。然后我们不时地看到一些东西，作为一个企业来说，看起来它的价格对我们来说很有吸引力。忘了"股票"这个词吧。因此，当我们买入一只股票时，如果他们告诉我们市场将关闭几年，我们仍然会对这只股票感到满意。我们着眼于业务本身。

这就像你要在奥马哈以外几英里的地方买一个农场一样。你不会每天都得到它的价格，你不会问，今年的收益率是略高于预期还是略有下降。你会看到随着时间的推移，农场会生产出什么。你会看到预期收益率。你会看到预期价格、税收、化肥成本，你会根据农场产出相对于你的购买价格来评估你购买的情报。

报价与此无关。这正是我们看待股票的方式。我们把它们视为企业，我们对这些企业的未来做出判断。如果我们在这些判断上是正确的，股票将会自己照顾自己。查理？

芒格：没什么要补充的。(众笑)

巴菲特：他已经练习了好几个周。(众笑)

4、我们不是培养伟大的管理者，而是找到并留住他们

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。我的名字是 ChanderChavla，来自华盛顿州的西雅图。伯克希尔拥

有一些世界上最好的经理人，而我非常不擅长聘用优秀的经理人。我做的一些决定，都是在没有接到杰米·李·柯蒂斯的情况下做出的，我回顾过去发现，我当时都在想些什么？你有什么建议，如何在一小时内评估一个人成为一名优秀经理的能力？

巴菲特：嗯，你必须明白，我们作弊。(笑)我们收购拥有优秀经理人的企业。

我今年接待了大约 30 所学校，通常班级里有 75 或 100 名学生，我会让这些课程一直出现在奥马哈。所以，如果你给我 100 名 MBA 学生，我不可能花几个小时，根据他们未来作为管理者的成就，把他们从第 1 名排到第 100 名，就像我不能挑选他们一样，这对我来说是不可能的。

但我们所做的是，我们收购拥有优秀经理人的企业。在许多情况下，我们已经看到这些人表演了几十年。我们看过他们的记录，他们是和生意一起过来的。现在，我们的工作并不是挑选伟大的管理者，因为我们已经有了他们证明自己的记录。我们现在的工作是留住他们。

在伯克希尔工作的大多数经理人都是独立的富人。我们给他们的支票，常常是数亿，有时是数十亿。因此，在许多情况下，他们没有金钱上的理由去工作。所以，我们更依赖于他们。我的意思是，我们在总部有 19 个人左右，我们在全球有 25 万人为伯克希尔工作，而我们无法在总部独立运营他们的业务。而我们的工作就是，要确保他们在股票易手后，对自己的工作比以前有同样的热情、兴奋、激情。

现在，我们需要对这些经理人是爱生意还是爱钱做出一些判断。人人都喜欢钱，但他们中的许多人更热爱自己的事业，尤其是我们的经理人。他们一直在努力，而且在他们家族中有时多达四代人，对他们来说，企业是一件艺术品。因此，我们必须看到他们眼中的激情，如果我们看到了这一点，那么我们就必须以一种让激情继续存在的方式行事。我们不会按合同办事。我们没有合同，那根本不起作用。但我们可以尝试创造一个让激情继续存在的环境。坦率地说，伯克希尔是一个理想的环境。他们受到了人们的赞赏，不只是被查理和我欣赏。我们的经理对此非常感激。

所以，我帮不上什么大忙。如果你面对的是一群 MBA 学生，你知道，从中挑选出理想的经理人并不容易。我的意思是，他们在生活的那个阶段学会了如何愚弄你，就像他们知道你想听到什么答案之类的。

我会寻找对工作有热情的人。他们总是做得比自己份内的事更多的人。你要找的是善于沟通的人等等。但我更喜欢我的方式。带上一个一直在击球的人要容易得多，然后说，"我想我会把他们排在先发阵容里。"而我们比赛

的好处是，你知道，在棒球比赛中，除非你是著名棒球手 Nolan Ryan 或其他人，否则你必须在 40 岁左右把你的球衣挂起来。但**在我们的比赛中，经理人们可以一直在继续。**比如说，我们有一个著名的 B 夫人，她来自家具市场，她为我们工作到 103 岁，第二年她去世了。这给我们的经理们上了一课。（笑声）查理？

芒格：嗯，这是非常有用的建议。这让我想起了已故的霍华德·阿曼森(Howard Ahmanson)。有一次，一位年轻而对财富饥渴的商科学生向他请教如何出人头地，霍华德说：嗯，我总是留着几百万美元备用，以防突然出现好机会。（笑声）**我当然选择知道自己几斤几两的人，不选那些自不量力的人。**我自己会这样选，但我也学到了生活中一个非常重要的道理。这个道理是和 Howard Ahmanson 学的。他讲过这样一句话：**千万别低估高估自己的人。**高估自己的自大狂**偶尔**竟然能成大事，这是现代生活中让人很不爽的一部分。我已经学会适应了，不适应又能怎样，见怪不怪了。自大狂偶尔能成为大赢家，但我不愿一群自大狂在我眼前晃来晃去，我选择谨慎的人。

5、投资成功的秘诀

股东：早上好。我是来自印第安纳州卡尔弗的股东 Joe Hutchin。您能否评论一下在试图进入或退出上市公司的职位时，您是如何使用股票期权的？

巴菲特：是的。我想有一次我们**卖出了一份可口可乐的看跌期权**，如果它得到了行权，我们很高兴能拥有更多的可口可乐股份。而它最终并没有得到行权。如果我们当初买了这只股票，我们的日子会更好过。通常情况下，如果你想买或卖股票，你应该买或卖股票。使用期权技术来购买看涨期权来替代股票，而不是直接买入股票，你是想以更便宜的价格买入股票，这意味着五次中有四次你是正确的，而如果第五次股票的走势不如你所愿，你会错过你想要的交易。因此，**我们实际上从未使用期权作为入仓或出仓的方式，我也非常怀疑我们是否会这么做。**我们有卖出长期股权看跌期权，在昨天的新闻稿中有所描述，在年度报告中也有所描述，但这是一种不同的东西。**如果我们想买东西，我们就会开始买。如果我们想摆脱它，我们会开始出售它。我们不会涉及任何花哨的技术。**查理？

芒格：嗯，如果我没记错的话，在监管层讨论是否应该设立股票期权交易所的时候，你写了一封信(1982 年对股指期货的担忧)。当时沃伦孤身一人，他写了一封信说，他认为以这种方式废除保证金规则，对国家没有任何好处。我一直认为沃伦是完全正确的。我们这是把金融市场变成赌场，让赌台管理员赚更多钱的想法对我们来说从来都不是很有吸引力。（掌声）

巴菲特：是的。当我与这些 MBA 学生交谈时，我觉得非常有趣。其中一位来自芝加哥大学，几年前我收到的第一个问题，他说，“我们被教错了什么？”我喜欢这样的问题。我希望未来能够收到更多类似的问题。

你花在商学院的时间也许现在少了一点，但教授期权定价之类的东西，完全是胡说八道。我的意思是，在商学院你需要两门课程：一门是如何为企业估值，另一门是如何看待股市波动。但你会把所有的时间都花在公式学习上，老师知道公式，而你在他们开始教的时候并不知道，所以他们需要一些东西来填满向你授课的时间。而且，如果你在教圣经研究，你知道，你可以用五种不同的语言前后读三到四本最重要的宗教著作，但你不会愿意告诉别人它都可以归结为十诫。我是说，任何该死的傻瓜都能做到。因此，金融领域的神职人员，非常渴望教授，他们知道，而你不知道的东西，他们花了很长时间学习，这可能需要相当数量的数学。

而这真的与投资成功无关。投资成功取决于以合适的价格买入合适的企业。你必须知道如何评估企业的价值，你必须有一种态度，使自己不受市场的影响。你希望市场在那里，而不是影响你，你希望它在那里为你服务。而这需要一种心态，这又回到了之前的一个问题，这种心态在《聪明投资者》第 8 章中有很好的描述。

6、巴菲特称赞妹妹多丽丝的“零售”慈善事业

股东：嗨。我是来自德国波恩的艾琳。你们两个都是很大方的人。

我的问题是，什么是给予的快乐，什么是捐款时的潜在陷阱？

巴菲特：捐钱的快乐、给予和陷阱，哈。我虽然捐了很多钱，但我从来没有放弃过，任何会对我个人的生活有影响的东西。有些人会在这个周日去教堂，他们会把钱放在募捐盘里，这会让他们带家人去哪里，或者他们是否带家人去吃饭，他们是否去看电影，他们是否在圣诞节得到额外的礼物，不管是什么。我的意思是，他们捐了一些钱，让他们的生活变得不同。而我从来没有那样捐过一分钱，以后也不会。我可以做任何我想做的事。而且因为我活了很长时间，这在积累金钱方面给了我巨大的优势，而我生活中想要的大部分东西并不是来自金钱的支出。所以它们就累积起来了，基本上我就把多余的都捐出去了，但我不会放弃任何必要的东西。

所以，我真的认为我所做的事情对钱是有用的，但我不认为这与那些捐钱的人的行为是一样的，这些行为确实对他们或他们的孩子生活产生了影响。那些人真的很慈善。我想我妹妹多丽丝在这里。她捐出的钱改变了她的生活。她也放弃了时间。她每天花八到十个小时，真正了解人们的真正需求，给予他们金钱之外的东西——给予他们帮助和建议，以及与他们交谈的人。你知道，这才是真正的付出。我很佩服她，但我没有模仿她。我是

说，她是做零售生意的，而我更喜欢批发。

在陷阱方面，你知道，你可以在任何领域犯错误。但如果你应该为你个人感兴趣和相信的事情付出，那可以是任何事情。我不会优先考虑应该用捐赠额做什么。总有一些你想参与的事情，也有一些你想付出时间和金钱的事情。但除此之外，我会让查理继续。

芒格：是的。关于陷阱，我预测，如果你有一个极端的政治意识形态，不管是左派还是右派，你很可能做出很多愚蠢的慈善捐赠。(笑声和掌声)

巴菲特：如果你像我一样和查理在一起，你会看到生活中阳光的一面。(笑声)

我们应该听听那首《街的阳面》(The Sunny Side of the Street)。

7、我们不会"告诉世界如何经营他们的生意"

股东：早上好。我的名字是 OkoshVajay，我来自印度。我崇拜巴菲特先生的慈善事业，我也希望有一天能为盖茨基金会服务。我对巴菲特先生的问题是，当你的公司面临道德困境时，你的参与程度如何？例如，鲜果布衣的竞争对手在中美洲有血汗工厂。那么，你怎么做才能确保自己不会落入同样的陷阱呢？

巴菲特：是的。我们让我们的经理管理他们的业务。我们有一些很棒的经理，不仅是在能力方面，而且我想说的是，多年来我们看到的经理的道德标准是非凡的。这并不意味着没有这里或那里的失误。但作为一个团队，在过去的几十年里，我认为我感到非常高兴，实际上，不仅是在业务的财务表现方面，而且在他们的行为方面，我都非常高兴。我想说的是，我认为你完全错了，鲜果布衣的运作绝对是以极高的标准进行的。约翰·霍兰德也来了，我很高兴你能和他见面。

但我们为我们的企业和它们的运营方式感到自豪。我们没有给他们详细的指导。我大概每两年给他们写一封信，我让他们给我写一封信，告诉我如果那天晚上他们发生了什么事，他们认为谁应该是继任者。我把那些信留在身边。幸运的是，它们并不经常发挥作用。但我也告诉他们，我们已经得到了我们需要的所有钱。有更多的钱当然很好，但我们伯克希尔不会缺钱。我们没有比我们所需要的更多的声誉，我们从来不想用声誉换取金钱。

所以我们给了他们电影中给出的相同信息，就所罗门的情况而言，那就是他们不仅需要以符合法律的方式行事。而且他们的行为方式是——如果一个故事是由一个不友好但聪明的记者写的，第二天早上，在他们当地的报纸上，他们的邻居不会对他们有任何意见，而他们的家人也会读到它。我们每年都会在电影中播放，只是因为

们希望经理们一直都能得到这样的信息。伯克希尔的公司办公室没有压力要求在任何一个季度报告 X 美元/盈利。他们没有给我预算，所以他们从没有感觉他们必须达到给定的数字，否则我会在公开场合因为公布收入或任何类似的事情而感到尴尬。我们没有动机让人们去做任何违背他们良心的事情，或玩游戏，或走捷径，或诸如此类的事情。总体而言，我认为效果很好。它并不完美。你不可能在这个有 25 万人的公司里，而不在某个时候发生一些(不好的)事情。我们确实有 25 万人在工作。但我并不会对我们的击球率感到不满意。查理？

芒格：是的。当然，鲜果布衣确实有外国工厂，我们对此没有任何规定。我们现在有相当多的外国工厂。我们不喜欢外国工厂。在这种情况下，我们只能做合情合理的事。

巴菲特：是的，我在缅因州曾有过我们的鞋厂，那里有非常非常优秀的工人。他们比世界各地的工人更有生产力。但 20 年前，美国每年生产大约 10 亿双鞋，这是疯狂的，马萨诸塞州的布罗克顿和缅因州一个叫德克斯特的小镇都围绕着鞋类生意。我们买下了那家公司。我们的鞋业是由伊梅尔达·马科斯(Imelda Marcos)领导的。我们试着去竞争。我们有一个很好的品牌。我们的手艺很好。我们发现，这显然不能与中国生产的鞋相抗衡。所以现在，在这个国家，虽然每年有超过 10 亿双鞋被消费，但基本上他们都来自境外。正如你所看到的。中国的工厂，中美洲的工厂，他们没有我们在这个国家所拥有的规范。你知道，情况就是这样。我们不会告诉世界如何以任何伟大的方式经营他们的生意。显然我们有一些必须达到的标准，但它们不完全是你在美国看到的情况。

8、原材料成本上涨很大程度可以忽略

股东：早上好。我的名字是 Mike McGowan。我来自加州帕萨迪纳。我是伯克希尔和威斯科的股东。我经营一个叫 FinancialFoghorn.com 的网站，我写关于贵金属和其他东西的文章。我以前也问过你一些关于白银的问题，但我都没有得到真正的回答。所以我想这次我要问一个不同的商品。我读到了中国人提高钨价的消息，我想起了你去年在购买伊斯卡中的评论。钨等大宗商品价格上涨会影响伊斯卡的盈利能力吗？这就是你们在中国设立工厂生产机床的原因吗？谢谢。

巴菲特：是的。在中国建厂的原因是为了服务中国市场，中国市场很大，而且还在不断增长。我们去年秋末在大连开业。离原材料近一点更好，但这与钨的价格变化真的没有关系。一般来说，如果你要创造一个更高附加值的产品，就像伊斯卡所做的那样，从一种原材料开始，可能会需要三个月、六个月的时间来适应原材料价格的变化。很明显，对于一些商品，如果价格足够高，你就可以买到替代品。但在切割工具中，不会有任何钨的替代

品。我们尝试了一些取暖油的替代品，但天然气等替代品的价格也会上涨。

所以我认为，在我们的业务中，原材料很大程度上是可以忽略的。现在，我们正经历一段艰难的时期，例如，在地毯业务中，我们经历了以石油为基础的原材料的成本上涨。但由于住宅市场放缓，我们可能会在地毯业务上遇到麻烦。这确实让它变得更艰难。但经过一段时间，我们的业务将反映原材料成本。你知道，我这里的糖果，这个软糖，我几乎迫不及待地吃掉，你知道，随着时间的推移，它的价格会反映糖和可可之类的东西。如果你经营一家航空公司，它将反映燃料成本。所以你可以在这里和那里有一些小的压缩，但这不是什么大问题，这当然不是我们去中国建设伊斯卡工厂的原因。

顺便说一句，那个工厂是汽车业务方面的。我们这里有许多来自伊斯卡的人，还有一些家属。当我们买下它的时候，我对它有很高的期望。它在各个方面都超过了我的期望。在财务表现方面，它已经超过了。就我们与伊斯卡员工建立的人际关系而言，它也已经超出了。我的意思是，几年前我告诉过你这是一次很棒的收购。这是一次梦幻般的收购，我知道查理还想再加一笔。(掌声)

芒格：是的。我会说，简短的回答是，虽然我们不喜欢通货膨胀，因为它对我们的国家和我们的文明不利，但随着时间的推移，我们可能会赚更多的钱，因为有通货膨胀。

9、伯克希尔未来的赚钱速度将远远低于过去

股东：早上好。我叫 Marc Rabinov，来自澳大利亚墨尔本。我的问题是，伯克希尔在过去 12 个月里买了很多上市公司的股票。你是否预计这些投资的年回报率在 7-10% 之间，我想说，这似乎远远低于伯克希尔过去取得的成就？

巴菲特：答案是肯定的。(笑)如果我们购买普通股，我们会非常高兴，我们期望在一个很长的时期内，从股息和资本收益的组合角度，如果我们认为它是 10%，那我们会非常高兴，而我们可能会满足于略低于这一点。

绝对的说，毫无疑问，未来伯克希尔的回报将低于过去。我们在伯克希尔持有的普通股，未来的表现将不会像过去 40 年左右那样好。我们现在谈论的是市值至少 100 亿美元的公司，但实际上，在大多数情况下，要对伯克希尔产生有意义的影响，我们谈论的规模要大得多，可能在 500 亿美元以上。

好吧，如果你是像我们这样规模的公司，那么这个世界并不是一个有利可图的世界。举一个例子，如果我们找到一家市值 100 亿美元的公司，我们可以买下其中 5% 的股份，我们就可以进行 5 亿美元的投资，通常 5% 是我

们可以买到的，而且不会受到干扰。让我们说它在一段时间内翻了一番，那就是赚了 5 亿。你要付 35% 的税，你只剩下 3.25 亿。这还不到伯克希尔现在业绩的千分之二。因此，我们的投资范围已经大大缩小了，我们在这个范围中的表现将不会像我们在一个更广阔的领域中工作时那样出色。

我们不时地发现一些小事情可以做，在那里我们赚了一些钱。我稍后可能会提到他们。他们很好，但他们在伯克希尔不会有太大的变化。因此，任何希望我们复制过去的人都应该卖掉他们的股票。我的意思是，因为它不会发生。而且，你知道，我认为随着时间的推移，我们会取得不错的结果，并且我们不会得到惊人的投资结果。在这个领域，我们更喜欢惊人的东西，但我们不会得到它们。查理？

芒格：我认为你可以把沃伦的承诺告诉银行。"我们很高兴未来赚钱的速度远远低于我们过去赚钱的速度。我建议你也采取同样的态度。"(众笑)

巴菲特：我不会谴责他们那样做。我认为如果你用少量的钱投资会做的更好，我已经谈过，那么你就可以用你的钱做一些比买伯克希尔好得多的事情。我的意思是，如果你的资金规模很小，你想投入大量的时间，研究成千上万的证券，你会发现很多比伯克希尔更明智的东西值得购买。你知道，我们仍然认为伯克希尔在很长一段时间内都是有吸引力的投资。我们认为它与其他非常大的公司相比相当不错。但我们不认为这是世界上最有吸引力的投资，如果你愿意经历那成千上万的可能性，你总能找到什么，这是查理和我很多年前经常做的。我们现在这样做是不可行的，也不会对伯克希尔产生任何影响。

在伯克希尔，我们真正喜欢的是，收购规模从中等到超大的一流企业，这些企业拥有一流的管理，只需要我们坐在那里。因为这样做的好处是，你不必从一朵花到另一朵花。你可以只是坐在那里，看着他们每年生产越来越多，然后给你分红，让你可以买更多的企业。这是个不错的公式。我认为，这是一个对我们有用的公式。但它不会像过去那样产生高回报。

10、吃你想吃的，爱你正在做的

股东：早上好。我来自加州的核桃溪。好吧，我们从漫画电影中学习到了一些东西，但你能不能详细说明一下你是如何保持良好的身心健康的？(众笑)

巴菲特：嗯，你从均衡饮食开始。(众笑)一些箭牌，一些玛氏，一些喜诗，一些可乐。

基本上，如果查理和我都不能有一个良好的精神状态，谁能呢？我是说，我们每天都在做我们喜欢做的事。

我们与那些不仅对此感到高兴并喜欢我们的人一起工作，而且他们非常认真地做他们的工作，他们也喜欢他们的工作。我们也有被迫做几乎任何我们不想做的事。我有一个每周来三次的教练，我想她可能在这里。她可能会觉得我对那项活动有点不情愿，但那只是 45 分钟，一周三次。其余的时间我几乎都在做我喜欢的任何事情，天天如此。我是在有空调的办公室里做的，而且，有各种各样的帮助。我的意思是，你怎么能对生活感到酸涩，特别是在这么多方面受到祝福的情况下？令人惊讶的是查理已经 84 岁了。我有伟大的合作伙伴、伟大的经理人、伟大的家庭。我没有理由去看生活中的任何缺点，也没有理由去关注它。那会很疯狂。所以我们真的很珍惜我们的祝福，因为它们已经很多了，而且还在继续出现，我们会尽可能地享受它。没什么比这更重要的了。查理？

芒格：嗯，我希望我们是马拉松运动的海报男孩，保持苗条的身体状态等等。但据我所知，我们两人都不太注意任何健康习惯或饮食规则(笑声)。到目前为止，似乎效果很好。我不认为我们可以向所有人推荐它，但我不打算改变。(笑声和掌声)

巴菲特：真的，从我们起床的那一刻到晚上睡觉的那一刻，我们要做各种各样的事情。我们开始与优秀的人交往是再好不过的了。而且，你知道，我们显然是有偏见的，但我们认为我们生活在世界上最好的国家，拥有各种各样的好东西。(掌声)我的意思是，想象一下我们呆在我祖父的杂货店，那将是地狱。(众笑)

芒格：顺便说一下，这涉及到企业薪酬的问题。如果这是获得工作的唯一途径，那么你所从事的工作就是你愿意为之付出的代价，你应该成为他人的榜样。如果给自己的薪水不高，那也有很多不好的地方。(掌声)

巴菲特：他经常向我指出这一点。(笑)好吧，如果你想一想，CEO 的薪酬代表了一种市场体系，你必须支付某个人 1000 万美元的留任奖金或其他东西才能留在这个工作岗位上，你知道，他一直在努力保持和堆砌董事会和一切，所以他们把他留在了这里。我的意思是，我不知道美国有没有 CEO，不乐意以一半或四分之一的价格来做这份工作，我相信有几个。我也见过一些人离开工作岗位，拿着 8 位数的薪水，一年或两年后，却没有人给他们提供任何东西。我想知道，那个本应让所有这些人为他们的服务出价的美妙市场体系在哪里。我觉得这真的有点荒谬。(掌声)

11、追随你的激情，与合适的配偶结婚。

股东：嗨。我是 Richard Rentrop，来自德国波恩。目前我在上高中，我想听听你的智慧，告诉我该如何对待我的余生。所以——(笑声)

巴菲特：如果你有一个——(笑声)，我们更喜欢比这更困难一点的事情。

股东：那么，巴菲特先生和芒格先生，如果你们要重新开始，你们会选择什么职业，为什么？

巴菲特：嗯，我会选择我现在所做的事情，我很擅长这个。因为我会从中获得乐趣，我通过它认识了很多有趣的人。而且没有重物搬运，它非常适合我。但这不是给你的建议。**你必须找出你生活中真正的激情是什么？**

你知道，在你的生活中，梦游是一个可怕的错误，因为除非雪莉·麦克雷恩是对的，否则，**这将是****你拥有的唯一一个人****生**。我很幸运，因为我很早就找到了我的激情。你知道，这并不容易，这需要一些运气。碰巧我爸爸在一个很小的办公室里做生意，他在那里有一堆书。当我周六或放学后去那里的时候，我会开始读那些书，这让我兴奋。这是在《花花公子》真正存在之前。(众笑)所以，你知道，这只是纯粹的幸运，你知道。如果他是一位部长，我不敢肯定我会如此热衷于参观办公室。(众笑)但这就是我们要做的。我不能给你开这种处方。但我可以告诉你，如果你正在经历生活中的种种波折，如果很明显你需要现有的工作，而你无法做出改变，你的孩子必须吃饭等等，你就得面对这样的现实。

但当你处于做出选择的位置时，我总是告诉来看我的孩子们，我告诉他们，**"去为你钦佩的组织或你钦佩的个人工作"**。这意味着他们中的许多人成为了自由职业者(笑声)，你不会得到一个坏的结果。我 24 岁的时候开始为本·格雷厄姆工作。**我只为他工作了不到两年，但我每天早上都会从床上跳起来，我对我将要做的事情感到兴奋。我在学东西，我和一个我崇拜的男人在一起，我做那份工作的时候从来没有问过我的薪水，我搬到了纽约，拿到支票的时候才知道我的工资是多少。**

所以，**你要确保自己确保找到合适的配偶**。这是非常重要的。**但问题是你能否配得上对方**，正如查理所说，我们谈论那个花了 20 年时间寻找完美女人的家伙，然后他找到了她，不幸的是她在寻找完美男人。所以你可能在这方面会遇到问题。(众笑)但你和谁结婚非常重要。我是说，这是个非常非常非常重大的决定。

而且，你知道，如果你在类似的事情上很幸运，你将会有一个幸福的生活。你会表现得更好的。**当事情朝着你的方向发展，你享受你的工作，你每天都在思考那些你喜欢思考的事情时，表现得要好容易得多。**

在这方面，查理的建议比我的好得多。去吧。

芒格：当然，**如果你对自己有相当天赋的事情产生热情，你会做得更好**。我想如果沃伦去跳芭蕾舞，没有人会听说过他(笑声)。

巴菲特：哦，我想他们会(在投资方面)听说过我，只是方式不同，查理。(众笑)嗯，很有可能，如果你找到了让你兴奋的东西，你可能确实需要一些天赋。我的意思是，我不认为我会对芭蕾感兴趣。(笑)

12、巴菲特如何克服对公开演讲的恐惧

股东：我是南希·安科维茨。我来自纽约市，我在纽约大学教书。巴菲特先生，我很想听听你的建议，虽然有些偏离投资的轨道，但可以利用你的商业经验和智慧。我正在写一本书，以帮助性格较为内向的人获得应有的认可。对于那些比较安静的一些人，你会给他们什么建议，帮助他们在职业生涯中提高自己的知名度？

巴菲特：这是一个很好的问题。我也曾有过这样的经历。在整个高中和大学期间，我非常害怕公开演讲。我会避开任何课程，拒绝报名参加那些必修课。一想到要做这件事，我就会浑身不舒服，更别说去做了。

直到我参加了**戴尔·卡耐基的课程(Dale Carnegie,著有《人性的弱点》)**。我是在哥伦比亚大学的时候参加了戴尔·卡内基的课程，首先我报名了，给了他一张 100 美元的支票，然后我回到我的房间，并给银行说停止支付这张支票。(众笑)现在你在这里看到的是一个真正有勇气的人。(众笑)后来在奥马哈 16 街的罗马酒店，我看到了一个类似的广告。对你们这些老家伙来说，你们可能知道那儿。我去了那里，这次我拿了 100 美元现金给了沃利·基南，你们中的一些人可能认识他。他几年前去世了。那是我第一次见到他。我选了那门课，当我完成那门课后，我直接去了奥马哈大学，自愿开始教学，我知道我必须站在人们的面前。**我认为沟通能力，无论是书面的还是口头的，都是非常重要的，但现在的学生还没有得到充分的教育。**

对于大多数商学院的毕业生来说，他们不会去找一位导师来做这件事，因为做这么简单的东西会让他们觉得有失身份。**但如果你能很好地沟通，你就有很大的优势。**相信我，我在某些方面是很内向的，而对那些内向的人需要交谈的人，**在年轻的时候走出去做些事情是很重要的。**如果你等到 50 岁，那可能就太晚了。但如果你在年轻的时候就这么做了你就有很大的优势，**所以要强迫自己去发展这些能力。**

我认为最好的办法是和一大群有同样问题的人打交道，因为这样你就会发现你并不孤单，你也不会觉得自己很傻。当然，这就是他们在戴尔·卡耐基课程中所做的**(Dale Carnegie,著有《人性的弱点》)**。我们会在 30 个几乎不能说出自己名字的人面前站起来，过了一段时间，我们会发现我们实际上可以在一群人面前说出自己的名字。**我们会站在桌子上做各种傻事，只是为了跳出自己的舒适区。**

在这一点上，你可能会认为我的例子太过了，但这是另一个问题。(笑)但如果你在帮助内向的人走出自我，你

就做了一件非常有价值的事。在团队中与他们一起工作，让他们看到其他人也有同样的问题，而他们自己也不会觉得自己很傻，我认为，我认为当你帮助他们这样做时，你为一些人做了很多事。查理？

芒格：是的。能有一位教育者来做一些简单而重要的事情，而不是做一些愚蠢而不重要的事情，是一件非常愉快的事。(掌声)

巴菲特：我希望他不会指名道姓。(众笑)

13、相对低估类是一个多空配对策略，但并不是一个赚钱的好方法

股东：嗨。我的名字是亨利·帕特纳。我来自新加坡。您在 1964 年的合伙信中介绍了第四种投资方法，称为“**相对低估类**”。在您的描述中，您说：“我们最近开始实施一种技术，它有希望极大地降低估值标准整体变化带来的风险。我们以市盈率 12 倍的价格买入股票，而以市盈率 20 倍卖出可比公司或质量较差的公司的股票，但随后发生重大估值重估，导致后者仅以市盈率 10 倍的价格卖出。”这种技术是配对交易吗？如果是的话，你是如何考虑和计算多头和空头的比例的？

巴菲特：是的。我不记得我们早在 64 年就开始了，但肯定在 60 年代我们做了一些，当时是以一种非常普遍的方式，**现在会被称为配对交易。这是一种被许多对冲基金使用的技术。也许还有其他人，他们做多一种证券，做空另一种，他们经常试图把它们限制在同一个行业或什么的。**他们说，与雪佛龙相比，英国石油相对更有吸引力，反之亦然，所以他们做多一个，做空另一个。

实际上，这种技术是由本·格雷厄姆在 1920 年代中期首次使用的，当时他有一个对冲基金，我一直读到的文章通常都认为 A.W.琼斯在 1940 年代末首创了对冲基金的概念，但本·格雷厄姆在 1920 年代中期就有一个。他实际上参与了配对交易。他发现这个方法的效果非常一般，**因为他五次中有四次是正确的，但他错的那一次往往会扼杀其四次正确的成果。**在合伙公司时期，我们在大约 5 年的时间里，在一定程度上做空了整个市场。我们直接从一些主要大学借股票。我想我们在这方面做得还比较早。我们去了哥伦比亚大学、哈佛大学和芝加哥等不同的地方，实际上是直接从它们那借了股票。在那些日子里(借股票)不像现在这样容易。所以我们会拿出他们的投资组合，然后说，“给我们任何你想给的股票，然后过一段时间我们会把它们还给你，我们会付给你一点费用”。然后我们做了很多我们认为有吸引力的事情。**我们没有做空我们认为没有吸引力的东西，我们只是做空了整个市场。**这对我来说总是很有趣，当我拜访哥伦比亚大学的财务主管或类似的人时，我会说，“我们想借你的股票做空，”你知

道，他认为他的股票组合在那个时候都很好。他会说，“你想要哪一个？”我说，“随便给我一个吧，我很乐意做空你整个该死的投资组合。”(笑声)

我需要戴尔·卡内基的课程来帮助我度过这一关。我们脑子里没有任何具体的比例。能够让我们卖空股票的总是有一定数量的限制。所以这不是什么大事，但我们可能在 60 年代赚了一些额外的钱。而这根本不适合我们现在。**总体而言，我认为如果你对被低估的企业有一些很好的想法，那就真的没有必要在市场上做空。**

对于你们这些在这个领域的人，有一种流行的建议，基金经理总是会收到一些流行的建议。现在有一种叫做“130-30”，即你做多 130%，做空 30%。这些东西基本上都是一堆无用的东西。他们只是为了向你推销今天的想法。**它实际上没有任何重大的统计价值。**

芒格：是的。我们通过做一些很棒的生意来赚钱。我们不是靠多空策略取胜的。

14、极端大机会非常短暂，必须快速思考果断行动

股东：尊敬的巴菲特先生，尊敬的芒格先生。我叫 OliverKrautscheid，来自德国法兰克福。次贷危机导致资本市场定价不一致。信贷市场以大幅折扣进行交易，而与此同时，股票却没有反映出这一点。我的问题是，这种情况什么时候会结束，你如何利用市场的混乱？

巴菲特：嗯，当市场出现混乱时，总有办法可以利用它，但我们将把寻找这些机会的乐趣留给你。但现在确实出现了一些重要的错位。我还带来了一些我们最近做的一些事情的数据，供大家消遣。但这对伯克希尔的规模没有任何重大意义。我的意思是，伯克希尔将会从中额外赚到一些钱。这不需要花费任何时间去考虑。但它确实说明了变化是多么巨大。

我带来的是免税货币市场基金。总共有 3300 亿美元，这是一大笔钱。他们依赖于 A 级市政债券的重新定价，实际上，几乎在所有情况下都是如此。每隔七天，他们都会举办这样的拍卖会，这一切都是精心设计的。这样人们就能，或多或少地，立即得到他们想要的钱还有免税的东西，他们被广泛地推销。

这里有一个 PPT，他们得到了各种市政债券的支持。这个恰好是洛杉矶艺术博物馆的债券。1 月 24 日，它的市场利率是 3.15%；1 月 31 日是 4.0%；2 月 7 日是 3.5%；2 月 14 日是 8%。一个免税的短期债券怎么可能在一周内以 3.5% 的利率出售，一周后的情人节达到 8%，一周后又达到 10% 呢？现在它的价格又回到了 4.2%。现在，这些都是市场的巨大错位。太疯狂了。一个不起眼的小项目是一回事，但这发生在数十亿美元的证券上。我

们每天都收到这些投标单，这是花旗集团的投标单。他们每七天重新定价一次。

你会发现这涉及到很多问题，同样的问题会出现在几个不同的标书上，因为它代表不同的拍卖，尽管是由同一经纪人在同一时间处理的。你会发现一个问题。在一个标书上，我们以 11.3% 的价格购买了它们。在另一个标书上，同样的项目，我们出价 11.3%，别人出价 6%。所以你有同样的问题，同一个经纪人同时以 11.3% 和 6% 的价格出售。这些都是极端错位的痕迹，你偶尔会发现。

长期资本管理危机发生之后的 1998 年，你也可以在 1974 年的股票市场上找到了类似的东西，等等。现在是赚大钱的大好时机。有些事情我们无法弄清楚。在《华尔街日报》上，这些天我看到了一些广告，内容是一些深奥的抵押贷款证券的拍卖。如果你有足够的时间，你或许可以找出其中一些定价非常错误的产品。我们可不会这么愚蠢定价。我们现在有大约 40 亿的类似投资。当我们全部完成时，我们将会有几个月的额外收入。就伯克希尔的规模而言，这并不重要，但这是非常容易做到的事情。

通过在一些小问题上非常非常努力地工作，你可能会在抵押贷款的这种混乱中发现一些机会，它的影响已经超越了次贷。它蔓延到了所有 A 级债和诸如此类的东西。查理和我很有可能再也看不到一些很好的机会，因为我们不可能看到那么多东西。查理？

芒格：是的。有趣的是，这些利用错位的机会经常是非常短暂。一些愚蠢的对冲基金购买了无限量的市政债券，利润高得惊人。我认为他们购买的市政债券是他们用自己的钱所能负担的 20 倍，其余的都是借来的。当这些东西在保证金通知中被抛售时，市政债券突然在美国被错误定价。但这种错位非常极端非常短暂。所以，如果你不能快速思考，果断行动，这对你没有好处。所以你就像一个人站在小溪边试着用鱼叉钓鱼，而鱼只是一周来一次，或者一个月来一次，或者每十年来一次。你必须在鱼继续游动之前快速地把鱼叉扔出去。如果你做得好的话，这是一项相当艰巨的工作。

巴菲特：但有些时候。我的意思是，在垃圾债券市场，2002 年有 3-4 个月的时间，发生了一些非常不可思议的事情，而且是大规模发生的。所以，这意味着他和我一生中只有四五次机会。（众笑）

芒格：是的。大约一个世纪发生两次。（众笑）

15、多数小企业不会变成大企业，最终会陷于平庸甚至死亡

股东：您好，巴菲特先生和芒格先生。我的名字是 SvinneyvazCanadival。我来自佛罗里达州的劳德代尔

堡。我多次阅读您的所有信件和年度报告，每次我都有不同的见解。所以谢谢你这么做。我的问题是关于将成功的小企业如何成为大企业。在过去几年里，我有一个很好的、成功的小企业，但我无法将它发展到下一个层次。似乎缺少了一些"关键零件"，所以我想听取您的建议。

巴菲特：伯克希尔曾经是一家小企业。小变大，**这需要时间，这是复利的本质**。你知道，你不能在一天或一周内建造它。所以查理和我，**我们从来没有尝试过做一些大师级的动作，把伯克希尔变成四倍大的东西**。但在商业中，人们有时会这样做。你知道，吸引一大笔钱投入到某个伟大的创意中，并拥有它，在几周内就能成倍增长，或者类似的东西，这会很好。但这确实不是我们的做法。但我们觉得，如果我们继续做我们理解的事情，坚持做下去，并在做的过程中获得乐趣，那么在某些时候，它会变得很大，但这没有什么神奇的东西。

总的来说，我们一直做同样的事情。现在，虽然我们做了一些变化，但我们多年来一直在做同样的事情，我们将继续这样做。你知道，几年后我们的企业会比现在更多。我们现在拥有的也依然会在，而他们中的大多数会做得更好，不过有些不会。我们会增加一些新的公司。**这是一个自动前进的公式，但不是飞速前进的公式**。我们并没有因为我们没有飞奔而感到不开心。如果我们一直不动，我们也不会不高兴的。但是，你知道，我们现在有76家左右的企业，在大多数情况下，都是非常棒的企业。而且，就像我说的，我们还会有更多。所以这是一个非常简单的公式。吉普赛人罗斯·李曾经说过，"我拥有五年前的一切，只是比五年前低了两英寸。"嗯，我们希望从现在开始的五年内，我们之前的一大堆业务都要高出2英寸，再加上一些更多的业务。这就是公式。查理？

芒格：是的。**你必须记住，大多数小企业永远不会成为大企业，这是事情的本质**。这也是大多数小企业，大多数大企业，**最终陷入平庸甚至更糟的本质**。所以这是一场艰难的比赛。此外，游戏的参与者都必须在某天"死亡"，那只是游戏的规则，你必须习惯它。

我们从零开始创建了一家小企业，后来发展成了一家大企业，我能想到的那就是**再保险部门**。在那里，沃伦和阿吉特等人从无到有创造了一个伟大而有价值的企业。但你能想到我们在这几十年里做过的其他伟大的事情吗？我们只做过一次，所以我们是只会一招的小马。

巴菲特：是的。我们在那件事上也很幸运。(众笑)是啊，顺便说一句，如果没有阿吉特，我们根本不会这么做。这不是我们做到的，而阿吉特做到了。我们只是坐在那里欢呼。

芒格：有人曾经问我们，我们做过的最好的投资是什么，我的回答是，我们向猎头支付了寻找阿吉特·贾恩的

费用。(掌声)

巴菲特：在阿吉特·贾恩的再保险方面，我想给你一个小报告。几个月前，我们进入了**市政债券保险业务**，很自然，我们是通过阿吉特做的。他建立了我们的公司，获得了执照，并开始运营。2008 年第一季度，我没有所有人的数据，但我们的保费收入超过了 **4 亿美元**。现在，绝大多数都是在二级市场上发行的，但我认为我们的保费收入不仅大于美国任何其他市政债券保险商，如果它与其他所有市政债券保险商的总和一样大，我也不会感到惊讶。阿吉特从一开始就做到了这一点。我这里有一份清单，本季度末是 **278 笔**。现在，这一切都是在一个有 29 或 30 个人的办公室里完成的，他们也在做很多其他的事情。我的意思是，这是一个非凡的地方。

其中一个有趣的事情是，尽管不是所有的保费，几乎所有的这类业务都来自于那些带着市政债券来找我们要求投保的人，在每种情况下，除了两个或三个，**他们都已经投了其他债券保险的保险，其中大多数都是 AAA 评级。因此，他们向我们支付了更高的费用，以获得承保。**这将只在市政层不支付、原来的债券保险公司也不支付的情况下才会支付。因此，我们在这个季度以 2% 零头的平均利率承保业务，而原始保险公司可能收取了 1% 的平均利率。他们必须付钱，事实上，我们付钱的唯一方式是他们破产了。因此，它告诉你一些关于 2008 年第一季度的，**债券再保险领域的 AAA 的含义。**

阿吉特在这个领域做了出色的工作。伯克希尔为底特律污水区和底特律供水区分别承保了 3.7 亿或 3.8 亿美元，人们发现，**我们保险的债券在二级市场的交易收益率对发行方更具吸引力。**换句话说，其收益率低于任何其他债券保险公司。因此，仅仅在几个月的时间里，阿吉特就在他位于康涅狄格州的小办公室里建立了整个公司。这是非常了不起的，我为此向他表示祝贺。(掌声)

16、我们必须对生意有足够的了解才能根据财务报表投资

股东：你好。我是来自纽约的 StuartKaye。我想知道，如果你不能与管理层交谈，不能阅读年度报告，不知道公司的股票价格，而只能看公司的财务报表，你会看什么指标来帮助你决定是否应该购买该公司？

巴菲特：嗯，我们在投资中所做的，以及每个人在投资中所做的，就是他们现在把钱投出去，以便将来能收回更多的钱。现在，让我们将资产的市场价格方面排除在外。我的意思是，当你买了一个农场，你真的不会考虑明天或下周或下个月的市场行情。你在考虑每英亩能收获多少蒲式耳的豆类或玉米，以及价格可能会是多少。你看中的是资产本身。

在这种情况下，你必须提出的第一个问题是，我是否对这个业务有足够的了解，这样财务报表就会告诉我有用的信息，我才能判断未来的财务报表会是什么样子。可能在绝大多数情况下，答案是否定的。但我实际上已经多次像你所描述的那样买入股票，而且我认为，我所了解的企业，如果我对其过去的财务表现有足够的了解，它就会告诉我足够多的未来的财务表现，使得我可以决定是否买入。

现在，我不能说这只股票的价值是 X 或者 105%X 或者 95%X，但如果我能以 40%X 买入它，我就会觉得我拥有了格雷厄姆所说的安全边际，然后我就可以做出决定。很多时候我都不能做到。

如果你给我一大堆财务报表，却不告诉我业务是什么，我就无法判断会发生什么。这可能是一个呼啦圈的生意，也可能是关于宠物的生意。所以，除非我知道企业的性质，否则财务报表不会告诉我太多东西。如果我知道企业的性质，我看到了财务报表，如果我看到箭牌的财务报表，我就知道了企业的一些情况。现在我必须对产品有所了解，才能做出这样的判断。但我们买了很多很多的证券。在查理和我购买的大部分证券中，我们从未见过管理层，也从未与他们交谈过，但我们主要通过阅读财务报表、我们对生意的常识、以及我们对所购买的业务中对行业的一些具体理解。查理？

芒格：是的。不过我认为有一个指标吸引了很多人。我们倾向于喜欢“现金泛滥”的生意。它赚的钱太多了，以至于拥有它的主要原则之一是你有大量现金流入。还有其他的企业，比如我的老朋友约翰·安德森的建筑设备企业。他常说他的生意“你一年都在努力工作，到了年底，你的利润就在院子里。”因为那儿从来没有任何现金。只是更多的二手建筑设备。我们往往讨厌这样的生意。

巴菲特：是的。对于一个每个月都给你寄支票的企业来说，理解起来要容易得多。但这就好像是一套公寓，如果你拥有它，如果你对它所在的城市有所了解，你可能会很好地评估一套公寓的价值。如果你有财务报表，你就可以合理地猜测未来的收益可能是多少。但那是因为它是一个可以给你带来现金的生意。现在，你在这个舞台上也可以有惊喜。但我通过阅读很多公司的财务报表买了很多东西。而有很多东西我是不会买的。事实上，有很多企业，即使我认为它们的管理是世界上最好的，我也是不会买的。因为，如果它们从事的是错误的业务，管理能力那真的没有多大区别。

17、巴菲特给 12 岁孩子的建议：学的越多，想学的就越多。

股东：嗨，我是来自费城的 JackRange。我上七年级，我 12 岁了。我只是想问，像我这个年级我应该读什么

样的东西？因为我知道有很多事情是学校里没有教给你的，但你应该知道，我应该研究哪些事情呢？(掌声)

巴菲特：嗯，如果你还没有养成看日报的习惯，我会养成这个习惯，但你听起来很有可能会养成这个习惯。如今，在年轻人中，报纸并不是世界上最受欢迎的东西。但你想尽可能多地了解你周围的世界。而比尔·盖茨，我想，可能在《世界百科全书》读到字母 P 一章就不读了。但在那里退出似乎并没有给他带来太多伤害。但你可以有一套《世界百科全书》。你可以看报纸。你应该把它充分吸收。你会发现你最感兴趣的是什么。

我的意思是，你知道，在某一点上体育版是最感兴趣的，然后是金融版。我碰巧是个政治迷。但你在生活中学到的肯定远远不够。我认为事实是，你会发现你学的越多，你想学的越多，这很有趣。而且在我看来，你像是一个能够自己完成很多事情的年轻人。你有什么建议吗，查理？你可能会建议读本·富兰克林。

芒格：我的建议是，刚刚发言的年轻人已经知道如何在生活中取得成功。你已经成功了。(掌声)

18、我们从来不鼓励人们卖掉好生意

股东：我是 Norman Rentrop，来自欧洲中西部德国波恩，莱茵河畔，向大家致以问候。我是伯克希尔，威斯科和科隆再保险的股东。我要感谢你们和 Eitan Wertheimer 主动抽出时间来到欧洲的四座城市，并有可能来到世界各地，告诉家族企业的所有者，伯克希尔是出售他们的企业给收购基金的最好选择。现在，我的问题是关于巧克力产业。在我的家乡，德国波恩，我买不到喜诗糖果，这对我来说是个挑战。你给出了伟大企业、好企业和可怕企业的伟大例子。你说，喜诗糖果给奥马哈带来了 13 亿美元的现金利润。还有另一家瑞士巧克力公司叫莲史宾利 Lindt & Sprungli。现在，虽然喜诗糖果实现了超过 20% 的销售利润，但你形容他们的增长“还行”。瑞士莲巧克力的销售额只占 14%，但他们几乎走向了全球。问题是，你是否想要一家盈利能力高但增长“还行”的公司，还是想要一家走向全球但盈利能力较低的公司？你的考虑是什么？

巴菲特：这对我们来说真的没有什么不同。我们评估各种业务。我们真正想要的是，拥有持久竞争优势的企业。你们提到的两家公司都是这样。我们想要一些我们理解的东西。我们想要一个我们喜欢和信任的管理层。然后我们想要一个合理的价格。我们可能研究了所有糖果企业，20 年来我们得到数据的地方都是公开的。有时我们会发现一些我们可以采取行动的地方，而大多数时候我们不会。当他们是一个真正好的私人企业，我总是告诉经理人，如果你有一个很好的私人企业，最好的做法就是保留它(不卖)。然后在明年和后年，它的价值将会更高。所以没有理由出售一家很棒的企业，除非有一些不相干的因素——可能是家庭情况、可能是避税、可能是因为没有

另一个潜在的继承人，或者不管是什么原因。

但如果你有一个价值 10 亿美元的企业，而你不需要这 10 亿美元，就没有必要卖掉它。那就像你有价值 100 万美元的农场一样。你实际上已经拿到了 100 万美元了，你只是碰巧以农场的方式拥有它。如果你喜欢农场，你就留着它。所以，**我们从来不会敦促人们出售好的企业，我们会敦促他们保留这些权利。**

但有时候，他们确实会出于这样或那样的原因想要出售，也许每隔 20 年或 50 年才会出售一次，我们确实认为，如果他们拥有一家他们非常自豪的企业，如果真的是一家不错的企业，**他们可以通过将其出售给伯克希尔，而不是将其出售给其他任何人，来保留更多他们所热爱的特性。**

所以我们是合乎逻辑的买家。正如你所提到的，Eitan Wertheimer 在安排欧洲行上做得很好，**我们去欧洲做展示，而不是试图让任何人现在就把生意卖给我们**，因为大多数人现在都不应该把生意卖给我们。但他们在**发生导致他们考虑卖出企业的事件时，我们确实希望他们能想到我们**。我们想要出现在他们的雷达屏幕上。我们在美国比在欧洲更受关注，我们将努力改善这一点。

但如果你拿一家像你说的一样的公司，比如像 Lindt & Sprungli，你知道，我们会以一定的价格买入它的股票。我们会以一定的价格买入整个公司。**但它不太可能被出售。**你知道，如果你想想成百上千家出色的公司，我会发现所有这些经理们都不想出售。

昨天有一位 CEO 打电话给我，他们想告诉我或者他们在暗示或者说他们认为，他们的业务是世界上最具有吸引力的投资。这不会是最具有吸引力的投资。如果有成千上万种可能的投资，你知道，当所有这些经理都在说“我们的股票是世界上最棒的”的想法是疯狂的。

但是，我们的工作去研究数以百计的事物，从有价证券的角度，购买我们认为最有吸引力的东西，其中包括我们作为企业所理解和喜欢的东西。**然后偶尔我们有机会买下整个企业。我们从不以便宜的价格做那件事。**因为那不会发生。人们不会这么做。但是股票市场会给你便宜的价格，而个体业主不会。我们喜欢用一批具有良好长期经济特征的企业来打造伯克希尔。但是我们不会去寻找一个特定的糖果公司，然后说，“无论价格如何，我们都会这样做”，**因为当“无论价格如何”这个短语进入句子时，我们就不会做任何事情。**查理？

芒格：是的。我看到一个人在南加州建立了一家企业，这是一家很棒的企业。他是把自己的一生都奉献给了企业的人。到了出售它的时候，他把它卖给了一个众所周知的骗子，这个骗子显然会毁了这个生意，而这只是因

为他能卖出稍微高一点的价格。我认为如果你拥有一家生意兴隆的公司，这是一种疯狂的生活方式。我认为**更好**的办法是把生意卖给你认识的人，而他会是你所创造的生意的优秀管理者。(掌声)

19、小型股和定价错误的债券提供了机会

股东：嘿。你好吗？我是埃里克·施莱恩，来自纽约拉奇蒙特。这实际上是我去年在会上提出的一个问题的后续问题。我曾问过你们，你们知道，你们会用一小笔钱做什么，因为我管理着一个小的投资组合，不到 100 万美元。我问你，你是否会做一些事情，就像本杰明·格雷厄姆曾经说过的，**清算套利**。就像你以前在巴菲特合伙公司做的很多事情。你也承认，你不会像今天的你一样只是一个买入并持有的投资者，但我们会做很多这样的交易。巴菲特先生，你还谈到，你在 100 万美元以下所做的许多投资与股票无关，而是与其他类型的证券有关，你真的没有详细说明，你们俩人都没有真正详细说明这一点。所以我想，你能不能再详细说明一下你的投资策略，在过去的非股票投资方面，与你今天的买入并持有策略有什么不同？那么你会做些什么呢？也许你可以给我举一个你在 50 年代和 60 年代做过的例子。谢谢。

巴菲特：嗯，如果我用少量的钱投资，我会很高兴这么做，这将为我打开成千上万的可能性。你很可能就会发现，当我们发现债券的定价非常错误，我们在伯克希尔无法买到足够大的头寸，但如果你有 100 万美元，就会有很大不同。但那将是在债券领域，也可能是在美国或其他地方的股票。比如几年前我们在韩国发现了它们，便宜得离谱。你知道，你基本上肯定能够获得非常可观的回报，但你不能在这上面投入大笔资金。所以可能是在股票上，也可能是在债券上。它的金额不会很小。但是，你知道，我有一个朋友过去常常购买**税收留置权**，他是汤姆·纳普(Tom Knapp)，他在这里有一些亲戚。**一个有事业心的人可以找到很多不同的方法来赚钱。你会发现这些机会中的大多数将在小股票。**如果是小额资金，他们会投资小型股票或一些专门的债券。你说呢，查理？

芒格：当然。(众笑)

税收留置权：英美法系纳税人如有欠税，政府自动成为债权人，税收留置权随之产生直到还清欠款。

20、迎合的政客在办公室表现得更好

股东：嗨。我是圣路易斯不孕不育中心的西尔伯医生。我们觉得，通过生很多很多孩子，我们正在尽我们所能来帮助挽救社会保障的偿付能力。(笑)

巴菲特：我们不会过分深究这背后的逻辑。(众笑)

股东：我们需要有人来为这个系统买单，随着我们面临的人口结构崩溃和当前的反移民情绪，这是我们面临

的社会保障困境的真正原因。在大多数发达国家都是如此。但我的问题是，每个人都在密切关注你和查理在这次会议上将要说的话，因为自从信贷危机以来，有大量的困惑，我猜你们已经经历了许多、许多年甚至几十年的困惑。但每个人都想知道你的想法，因为我们有三个候选人，其中一个我喜欢，我不会提到，但这三个人似乎都在迎合选民，并没有真正表现出对经济学的深刻理解。我们将降低利率来帮助解决信贷危机，我们将向经济中注入 1800 亿美元作为免费的礼物，然而我们的美元贬值了 50%，我们当然不想要经济衰退以及由此带来的所有痛苦。但美国最终不是会出现巨大的通货膨胀吗？因此，在我们的主要合作伙伴中国，股市已经下跌，人们正在赔钱，因为他们担心美国。因此，我想知道，如果你是总统候选人，我希望看到这一点，你的立场或政策是什么？

巴菲特：我想大概是比尔·巴克利在 40 年前竞选纽约市长的时候，他们问他，如果他当选了，他会做的第一件事是什么。他说："我会要求重新计票。"(笑声)这不是一场容易的比赛。就我个人而言，我认为我们这次有三个相当不错的候选人。但我认为，你关于迎合选民的评论和所有这些，恐怕只是其中的一部分。如果你有一个非常漫长的政治进程，而你的选民一般只愿意以相当短的时间的形式听取意见，而你试图以这种或那种方式让其他候选人看起来很糟糕，我认为，事实是你在提出的政策中确实得到了很多迎合的成份。我认为你们的候选人在经济学方面非常聪明。我碰巧觉得这三位中的两位在经济学方面可能比第三位更聪明一点，但第三位可能也一样聪明。他们可能只是被迫采取不同的立场。

你知道，政治过程是不适合道格拉斯·林肯辩论政策细节的东西，这是一场艰难的比赛。我想到一件事是，我认为他们在办公室的表现会比在政治讲台上更好。我认为这三个候选人都是如此，而且我认为这是整个国家系统的固有功能。我们的国家运转得非常好。无论是沃伦·哈丁还是富兰克林·皮尔斯入主白宫(两位历史上评价不佳的美国总统)，或者这些年来的其他人。这又回到了我说过很多次的那句话，你想买一家好得连白痴都能经营的企业的股票，因为迟早有人会这样做。(众笑)我们生活在一个国家，坦率地说，这是如此好，你的孩子和孙子将生活得比你好得多，即使一个白痴或两个在不时之间成为这个国家的领导。但我们有比白痴更好的人。

相信我。我认为我们三个非常好的候选人，无论他们中的哪一个获胜，我都希望他们顺利。你知道，这是世界上最艰难的工作，也是世界上最重要的工作，我认为，在政治进程中，人们管理它的行为有时比他们的宣言要好得多。我认为在爱荷华州不支持乙醇是很难竞选的。你知道，你最终可能会因为勇气或什么而赢得一些徽章，但你不会赢得总统职位。查理？

芒格：我想谈谈最近的动荡及其与政治的关系。在安然公司(Enron)以大量的愚蠢和不当行为彻底震惊全国之后，我们的政客们通过了《萨班斯-奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley)，而现在事实证明，他们是在用豌豆枪射杀大象。你看，我们发生了一场剧变，让安然公司看起来就像一个茶饭会的小点心。我自信地预测，我们将在监管方面进行改革，但它们不会完美地发挥作用。(众笑)人类的本性，总是有这些动机，去合理化那些不当行为，而那些受过教育的专业人员，往往不能履行他们被教导的基本职责。我们总会遇见这种混乱，就像你看到的那样。

巴菲特：但你可以这样看：我在这里有一份我热爱的工作。你知道，我很乐意为这份工作付钱。现在，我有足够的股票，所以我有足够的把握保住这份工作；但现在我们假设还有另外三个候选人，而我们都没有股份，我们都站在这里向你推销。我今天的回答可能会有点不同，你知道，我会谈及"伯克希尔的前景将在我的领导下"和所有类似的事情。这将会是一个腐败的过程。现在整个系统工作得很好，但过程本身必须是腐败的。

就拿我们经历过的大宗商品价格上涨来说吧。我们经历了石油价格的繁荣，但我们也经历了玉米和大豆价格的繁荣。现在，我没有听到任何政治候选人说，玉米和大豆的价格大幅上涨。这意味着全国所有的穷人，他们将为食物支付更多的钱，所以我们应该对农民征收超额利润税。你不会听到这种话的。另一方面，当它发生在石油领域，而且碰巧是埃克森，你知道，人们偶尔会建议我们应该对埃克森征收可怕的税，因为石油价格上涨了。有很多情景决策，这取决于在任何给定的类别中有多少选民，以及你碰巧在哪个州等等。但我不认为我会表现得更好。如果我的抱负是成为美国总统，我肯定，这会影响我所谈论的和我的行为。你知道，我们都是人。

因此，我不会因为人们每天工作 18 个小时而谴责他们，而其他人却向他们开枪，因为他们有点开始夸大事实。我只是认为你不应该对人们有更多的期待。我认为三位候选人中的任何一位会倾向于在白宫表现得很好。他们会屈从于某些帮助他们到达那里的团体，并做的他们要求的所有事情。但我认为，总的来说，他们最终会做他们认为对国家最有利的东西，我认为他们都是聪明人。

21、"我死后不会有改变"

股东：我的名字是约翰艾伯特。我来自华盛顿的布雷默顿。我很高兴看到你和查理看起来都很健康，我也很高兴知道你的目标是在退休前至少工作到 102 岁。我想你的秘密一定是樱桃可乐和喜诗糖果，我通过你在屏幕上所做的事情找到了证据。显然，我的问题是关于继承的。在去年的会议上，你谈到了你对首席财务官的计划。能否请您向我们介绍一下您在继任问题上的最新立场？

巴菲特：是的。我们已经说过，在首席执行官方面，我们有三个人，其中任何一个人都可以在许多方面做得比我更好。我相信，董事会一致认为，如果是明天早上我去世了，他们会知道是哪一个将继任，但两年或三年后可能会有所不同。我认为在任何情况下，当时机到来时，他们会想要挑选一个相当年轻的人，因为我认为，总的来说，这是一个好主意，在这个工作上有一个长期的经营，我认为这有助于收购，并能够向人们做出关于他们的企业将如何对待等等的承诺。

就投资官员而言，董事会有四个候选人。我们已经讨论了四个。这四个人中的任何一个或所有人都能很好地完成我的工作，可能在某些方面做得更好，而且他们现在都有好工作。他们对现在的处境很满意。我想如果我今晚死了，他们四个中的任何一个明天都会在这里，他们会得到董事会的职位。他们都相当年轻。他们都很有钱，薪酬不是他们的主要因素。我认为这四个人中的任何一个都会接受这份工作，而且薪水比他们现在挣的少，但他们现在没有理由来这里。我最终还是会做出决定，而他们可能会因为不能做出自己的决定而感到恼火。

我实际上为本·格雷厄姆工作了几年。我非常爱这个男人。我从他那里学到了很多。我给大儿子起的名字，中间的名字，是以他的名字命名的。但最终，我想要自己做决定，如果本·格雷厄姆做决定的方式不同，我实际上更喜欢自己做决定。任何善于理财的人都会有这种感觉。

所以在这种情况下更好。明天这就可能发生。五年后也可能发生。但每当我不在身边做决定的时候，董事会就会决定是否让这些人中的一个、两个、三个或四个来担任我的角色。你知道，**他们可能会决定有四个，然后把资金分成四份。他们也可能决定只有一个。**他们可能会在很大程度上受到即将上任的 CEO 对如何与团队或个人合作的看法的影响。他们总会来的。所以在我死后，在让别人管理资金方面不会存在任何改变，他们可能会比我更有活力。他们会很容易地有一个更好的记录。他们中的一些人最近的记录比我好得多。查理？

芒格：嗯，你知道，我们这里还有一位冉冉升起的年轻人，他叫沃伦·巴菲特。(掌声)

巴菲特：这就是和 84 岁的伙计一起工作的好处。这会让你总是看起来很年轻。(众笑)

芒格：我认为我们应该鼓励这位冉冉升起的年轻人充分发挥他的潜力。(笑声和掌声)

巴菲特：有一件事我应该指出，我们的平均年龄是 80 岁，人们在谈论老化的管理层。**我们还没有找到一个老化的管理层。**如果我们找到他们，我们就想开始吃他们所吃的东西。关于你们对于管理层年龄的关心，我可以指出的是，由于我们的平均年龄是 80 岁，我们只在每年以 1.25% 的速度老化，这是我所知道的美国公司中最低的

老化速度。这些公司中的一些有 50 岁的人，他们以每年 2%的速度老化，想想这是多么大的风险。(众笑)

22、"多元化是为那些一无所知的投资者准备的"

股东：我是来自纽约的 IsaacDimitrovski。巴菲特先生，很高兴来到这里。我读到过，在你的投资生涯中，有好几次你对一个想法有足够的信心，把你的很多钱都投了进去——比如说，25%或更多。我相信其中几个案例是 70 年代的美国运通和华盛顿邮报。我听过你讨论你对这些的想法。但你能不能谈一谈你有足够的信心进行如此大的投资的其他任何时候以及你在这些情况下的想法是什么？

巴菲特：查理和我一直有足够的信心。如果我们只经营我们自己的净资产的话，我确信有很多次。在过去 50 年里，有很多次你会把至少 75%的净资产投入到一个想法中。不是吗，查理？

芒格：好的，但是你在伯克希尔以外的 75%的资产从来都不是一个很大的数目。

巴菲特：不，我要回到过去——让我们假设它是。(众笑)让我们假设你没有把伯克希尔纳入考虑。我的意思是，我们已经看到了各种各样的想法，我们会投入我们净资产的 75%。

芒格：沃伦，在我的生活中，有好几次我把超过 100%的净资产都投资在了一些东西上。

巴菲特：那是因为你有一个友好的银行家。有些时候，一开始我有投入 70%。有几次，我在一个好的想法上我投资了我净资产的 75%(GEICO)。有些情况你会在很长一段时间内看到。我的意思是，**如果你用的是较小数额的资金，不把你一半的净资产放在好的主意里面是一个错误。**有时在证券行业，你看到的是一些毫无疑问的东西。你不会经常看到它们，人们也不会常常在电视上谈论它们或任何类似的东西，但在你的一生中会发生一些非凡的事情，你可以把你的净资产的 75%或类似的东西投入到特定的情况下。

问题是那些把他们净资产的 500%都投进去的人。就拿**长期资本管理公司**来说，他们是非常聪明的家伙、非常体面的家伙。其中一些是我的一些朋友，有很高的品位，他们也了解他们的生意。但是，如果他们投入那么多，他们会很好。他们可能把 **25 倍的净资产投入**到了那些毫无疑问的东西中。**他们所做的是要求必须发生均值回归的事情，但他们没有得偿所愿。如果他们只是把 100%的净资产投在里面，那就很好了。如果他们的资产账面价值有 200%在里面，那也可能没问题了。**但他们没这么做，最后的杠杆可能是 2500%或类似的水平。

实际上，在这个房间里有相当多的人将接近 100%的净资产投入在伯克希尔上，而其中一些人已经拥有了 40 多年。伯克希尔不在一个容易的范畴，但我认为伯克希尔属于强概率范畴。我在 2002 年看到了垃圾债券领域的机

会。我在股票市场上看到了一些机会。如果你可以在 1974 年早期收购首府广播公司，由汤姆·墨菲经营它，那时它的售价只有净资产的三分之一或四分之一，而且你有世界上最好的经理人管理这个地方。即使经理人不是汤姆，生意也会非常好。你可以把你的账面价值的 100%放在那里，完全不用担心。你也可以在我们购买可口可乐之前，将你的净资产 100%投资于它，但即便是在我们购买的时候，那也不会是一个危险的头寸。而做经纪人向人们推荐的一大堆其他事情会危险得多。查理？

芒格：是的。如果这些美国的学生去了这些精英商学院和法学院，他们学习的是现在教授的公司金融和投资管理。其中一些人在报纸和其他地方写文章，他们说，“投资的全部秘诀就是分散投资。”这是他们的口头禅。他们把它完全弄反了。投资的全部秘诀就是找到安全的地方，进行明智地不分散投资。就是这么简单。多元化是为那些一无所知的投资者准备的。

巴菲特：无知的投资者这么做并没有什么错。这正是他们应该练习的。而这正是一个优秀的专业投资者所不应该做的。但这并不矛盾。一个一无所知的投资者只要知道自己是一个一无所知的投资者，在购买股票的时间和购买的股票方面多样化，就会得到不错的结果。对于一个真正知道自己在做什么的人来说，分散太疯狂了。

你会发现这样机会，如果你把 20%的净资产放进去，你就相当于浪费了一生的机会，你知道，就没有真正投资而言。在过去，当我们用少量的钱工作时，我们有机会以这种方式做到这一点。在伯克希尔，我们永远不会有机会这样投资。我们试着把给伯希克尔装满投资主意。市场偶尔会给我们投资机会，但我们很少能买到我们想买的任何好主意。

23、找出不适当的广告

股东：早上好，主席先生和查理。我是瓦尔彼得神父。25 年来，我很幸运地成为了“男孩城”的负责人。扩展到全国各地。沃伦对我很好，很有帮助，在很长一段时间里。我今天所代表的是全国 120 万人组成的家长电视委员会，我们关心的是帮助避免电视节目的毒性——过度的暴力等等。作为一个家长电视委员会的成员，当我读到一份报告时，我感到非常惊讶。报道说，在最好的和最麻烦的广告商中，伯克希尔哈在 452 家公司中排名接近垫底，排名第 444。我希望这不是真的，但它可能是真的。但我的观点是：当我是“男孩城”的负责人时，有人说了这样的话，我会说，“去找出来。纠正它”。我的问题是，你能不能好心地说，“去找出来”，如果有必要的话，“纠正它”。谢谢。

巴菲特：是的。我要说的是：我不知道排名从何而来。我的意思是，我认为我们最大的广告商肯定是 GEICO。我们每年在广告上的花费超过 7 亿美元。我看到他们的广告到处都是，而且，你知道，我不认为他们是冒犯或诱导反社会行为或类似的东西。但我很高兴你能和托尼好好联系一下，因为我想不出伯克希尔的其他任何一家公司也做这么多的广告。托尼是个随和的人，他现在就在这里，但你可以在 GEICO 给他写信，或者你可以在当天晚些时候在 GEICO 的展位上找到他，和他谈谈这件事。我很高兴你能这么做，彼得神父。

24、从整体考虑资产配置

股东：早上好，巴菲特先生，芒格先生。我的名字是 DebCaviello，我来自新泽西州的温莎。我今年 45 岁，已经实现了经济独立，因为我能够全职管理我的配偶和我自己的钱。这也是婚姻幸福很重要的一部分。从某种意义上说，我得到了鼓励和追求的信心，我嫁的很好。我本来想问你一个关于多元化的问题，但我想我会这么说。我会稍微改变一下。我们俩人都会有一个传统的个人退休帐户，我们共同拥有一个经纪账户。这些账户中的资产是否应该分开，或者作为一个整体更好地管理？换句话说，每个账户中是否有重叠的证券，或者不同类型的证券是否归入一个特定账户？

巴菲特：是的。嗯，我会说你们的婚姻听起来会持续很久，所以我认为你应该把自己和你的丈夫看作一个整体。在我看来，你应该关注自己的整体财务状况，而不是担心资产的位置。所以，如果你的净资产是 X，其中 20% 在 401(k) 计划中，30% 直接投资，诸如此类，**你只需要看看整体情况，决定你想要什么样的资产组合**，你想要什么样的资产，不要把它们放在不同的资产里。

在伯克希尔，我们持有一大堆不同的股票。我们的保险公司在单独的投资组合中持有股票，正如前面提到的，我们甚至在科隆再保险还有一个投资组合。我甚至不去想里面有什么东西。这一切都是为伯克希尔工作，我认为考虑你的处境的方式是，你应该考虑这一切都是为你的家庭工作。

现在，你给我的印象是一段非常稳固的婚姻，我想如果把你的钱和你丈夫的分开，他会疯掉的。但是，**如果你的婚姻刚刚开始，你可能会想把你的钱和你丈夫的分开一段时间，直到你看到婚姻的效果。因为很大比例的人最终会离婚**。听着，我不经常做婚姻咨询。(众笑)但我会把它交给我们的婚姻专家，查理·芒格。(众笑)

芒格：是的。偶尔，你会发现一项投资将产生巨额的应税收入。比如一种垃圾债券，收益率很高，但需要交税之类的。所以，**有些项目更适合那些获得税收递延收益的退休账户**。但除此之外，这都该从整体的角度去考

虑。这点毫无疑问。

25、化石燃料终将耗尽，最终能源将不得不来自太阳

股东：嗨，沃伦。我是 DougHicks，来自俄亥俄州阿克伦市。你会在最近的新闻中听到很多人说石油将在本世纪耗尽。考虑到美国的政策是不到最后一秒什么都不做，你认为石油的末日将如何结束？例如，你认为这会不幸地导致第三次世界大战吗？或者你认为在石油耗尽的那一天，替代能源将会出现并取而代之吗？也许，你认为当石油耗尽时，这些石油公司的价值会化为乌有吗？

巴菲特：是的。石油不会耗尽。但事实并非如此。谁知道石油在某个时候会发生什么？人们预测了很多不同的事情。石油在某个时候，全世界的日产能将首先趋于平稳，然后开始非常缓慢地下降。石油开采的性质决定了，油井不会达到每天生产 100 万桶石油的给定点，然后会突然停止生产或发生类似的事情，除了极少数例外。所以你会遇到这种损耗方面的情况，进入下降曲线之类的事情。我们在世界上每天生产 8600 万或 8700 万桶石油，这是我们以前从未生产过的。至少根据我的计算，在油田目前的发展阶段，我们比以往任何时候都更接近于我们的生产能力。我的意思是，我们的过剩产能，比我记得的任何时候都要少。而且比大多数时期要少很多。因此，我们没有能力在任何短时间内，从每天 8600 万桶或 8700 万桶增加到 1 亿桶石油。但无论峰值是多少，无论我们是从现在开始的 5 年后还是 50 年后达到它，然后它会逐渐减少，世界将会适应它，希望我们会考虑它，你知道，在它发生之前，世界将会做出各种调整，使需求随着可用供应而有所减少。但我们将继续生产石油。只是问题是我们每天生产的是 5000 万桶，还是 7500 万桶，还是 2500 万桶。我不知道这个问题的答案。

世界上有很多石油。我们也搞砸了很多石油的开采工作。我的意思是，我们从来没有恢复到我们在这个领域的总潜力。我们对一些油田进行了错误的设计，因此我们只能收回很小的一部分。现在，也许将来会有更好的工程办法，三次采油以及诸如此类的事情。然而，从世界石油生产或调整产能减少等方面来看，这并不是一个简单的开关。你可能仍然有巨大的政治考虑，获取现有的石油将在很长一段时间内对我们的社会如此重要。在任何短时间内，我们都无法使世界摆脱对石油的依赖。你知道，这是生活的现实。查理？

芒格：如果我们再有 200 年的经济增长，而世界人口也在增长，那么世界上所有的石油、煤炭、天然气和铀储量都将化为乌有。所以最终，当然，你必须使用太阳。没有其他的选择。我认为我们可以自信地预测，在适应不同世界的过程中会有一些痛苦。

就我个人而言，我认为像我们这么快用完世界上的碳氢化合物储量是极其愚蠢的。我不认为我们有任何好的作为化学原料的替代品，而且我认为用掉如此珍贵的东西是非常疯狂的，因为你没有其他的选择。

如果你反过来看，我们应该做些什么？该死，我们应该在 30 年代买下中东所有的石油，然后用油轮运到这里，放到我们自己的土地上。我的意思是，很明显看到了过去应该做的事情。尽管这是显而易见的，但我们现在是否在做同样的事情？答案基本上是否定的。所以我认为政府的政策在合理性方面往往落后很多，我想我们只能硬着头皮挺过去了。如果我们要拥有一个繁荣的文明，最终除了太阳，我们没有其他选择。

巴菲特：从现在起的 25 年内，你的世界石油日产量会减少多少？

芒格：向下。(众笑)

巴菲特：是的。这不是一个无关紧要的预测。相信我。如果 25 年后石油产量下降，那将是一个不同的世界。中国今年的汽车销量将超过 1000 万辆，石油需求强劲。即使是在这样的高油价下，我很难想象需求会大幅下降。所以如果产量下降，你会有一些有趣的后果。

26、对超级富豪增税，养老金计划

股东：巴菲特先生和芒格先生，我叫盖伊·波普，来自俄勒冈州波特兰市。我喜欢今天早上的漫画，我想就此展开。我也很喜欢你们两个作为美国总统的一届成员。假设巴菲特先生是你的第一个任期；芒格先生，你已经连任了。请你们每个人说出三个在你的任期内为改善国家而要实施的困难的决策。

巴菲特：好的，查理将担任第一个任期，所以我将让他说出他的三个决策。

芒格：我认为这个问题把我们带得太远了，我认为它所要求太多了。这是要我们俩人在几分钟内提出解决人类主要问题的三个完美方案？我们只是勉强过着我们已经过着的生活，我不认为我们能胜任。(众笑)

巴菲特：实际上，我们可能会有一个庞大的联邦养老计划。(众笑)我可能会对税收制度做些改变，让超级富豪多付一点，中产阶级少付一点(掌声)。这可能就是为什么你更愿意让查理先发球的原因。

27、芒格：乙醇"愚蠢得可怕"

股东：嗨。我是来自亚利桑那州的 Ryan Johnson，我想问一下您对世界粮食短缺的看法，以及您认为未来十年或二十年的趋势是什么？

巴菲特：我再说一遍，我不是这方面的专家。查理？

芒格：我去年说过，我认为从世界未来的角度来看，**将美国玉米转化为汽车燃料的政策是我所见过的最愚蠢的想法之一**(掌声)。我和一个学术机构的负责人也谈过，他说这个想法愚蠢得令人震惊。现在，我来到了内布拉斯加州，在这里我希望内布拉斯加州能够繁荣。但这个想法太愚蠢了，我想它可能已经过时了。

28、业余投资者应该坚持低成本的指数基金

股东：嗨。我叫 Timothy Ferriss，是普林斯顿大学的客座讲师，一年两次。我想谈谈之前的一个关于小额投资的问题。我想问你们两个，如果你们再回到 30 岁，在银行有第一个 100 万，你会如何投资，假设你不是一个全职投资者，你有另一份全职工作，你可以用其他储蓄支付大约 18 个月的费用，假设你也没有家属。这对我的学生，对我自己和这里的其他人都非常有帮助，如果你能尽可能具体地了解资产类别，百分比，无论你愿意提供什么。(人群噪音)

巴菲特：好的，我会非常简单地说：在你所说的条件下，**我可能会全部投资于一个非常低成本的指数基金，而且可能会是先锋，一个我认识的可靠的人，一个成本很低的人管理的基金。**因为你假设你不会成为一个专业投资者，我会认识到我是一个业余投资者的事实，我会觉得在很长一段时间内，在目前的条件下，在一定程度上，**股票会优于债券，然后我会忘记它，回到工作中去。**查理？

芒格：是的。事情的本质是，你不会有一大批大获成功的专业投资者。**有一大群专业人士把赌场经理的利润从这个系统中抽走，他们中的大多数假装成专业投资者，这也是事情的本质。**但是，如果你对成为一个非常有技能的专业投资者没有任何理性的预期，你当然应该在一些简单的事情上妥协，比如指数基金。

巴菲特：是的。而且，你不会从任何人那里得到这样的建议，因为没有人会因为给你这样的建议而得到回报。所以你会各种各样的人告诉你，他们可以为你做得更好，如果你只是给他们一笔费用，或者给他们佣金，或者任何可能的东西，他们会做得更好，但他们实际上不会做的更好。如果他们听了那些人的话，平均来说，如果有一千个像你一样的人做同样的事情，那么这一千个人会做得更糟。

通过做我建议的事情(投资指数)，你已经在 30 或 40 年的时间里获得了非常不错的回报。当你不带任何东西去派对时，你为什么要期待得到更多呢？推销员会告诉你，你会得到的，但你不会。

芒格：我再给你一句警告：不要以你在这次会议上遇到的人来笼统地评判股票经纪人。我们吸引了一些世界上最受尊敬、最聪明的股票经纪人。他们不能代表这个群体。

巴菲特：他身上的政治家气质刚刚显现出来。(笑)

29、不要"极度节俭", 但也不要入不敷出

巴菲特：好的。我们再回答一个问题，然后休息吃午饭。

股东：早上好。我的名字是蒂姆·法姆。我来自德克萨斯州的奥斯汀。为了我的孩子们，我想听听你们俩关于攀比的想法。你能不能给他们一些建议，让他们在节俭、负债和工作道德方面能够生活下去？

巴菲特：是的。告诉他们要跟上巴菲特的步伐。(笑声)好吧，**查理和我一直都很喜欢量入为出，如果你这样做了，你以后的收入就会多得多。**而且我认为，在相当大的程度上但不是完美的程度上，**他们很可能会效仿他们的父母。**如果他们的父母觊觎邻居的每一件财产，或者入不敷出，想办法增加他们的生活成本，而不一定是他们的生活水平，孩子们很可能会学到这一点。但现在你可以得到相反的效果。如果你对他们太强硬，他们可能以后就会发病。(笑)但是，这是因人而异的。顺便说一句，**有很多人我不建议去改变。**

真实的情况是**我不主张极端节俭。**如果你在艰难地生活，并获得了合理的收入，你有一份工作，并为自己存了 401(K)退休金，而且你有社会保障，谁会说推迟一美元的家庭开支去迪士尼乐园更好呢？或者他们会从中获得巨大的享受，这样当你 75 岁时，你就可以拥有一艘 30 英尺的船，而不是 20 英尺的船。当你的家人还年轻的时候，有很多选择，有各种形式的花钱给他们的好处，给他们各种形式的享受或教育，或者其他什么。所以我并不是说把收入的 10%存起来总比把收入的 5%存起来好。但我认为花费你收入的 105%是疯狂的，我认为这会导致各种各样的问题，我每天都收到经历过这些问题的人的来信。

但是最后，**你想要有一个内部记分卡。**你不会因为你和你的邻居过着不同的生活而成为一个更好的人或一个更坏的人。你需要过一种对自己真实的生活。查理？

芒格：**提供正确榜样**，显然是训练孩子最好的方法。当然，即使你提供了恰当的例子，也可能不起作用。

巴菲特：现在是中午。我们将休息大约 30 到 40 分钟。我们会回来的。午餐后我们这里总是有一些空缺，在另一个房间的一些人，你可能可以搬到主会场。我们 12:45 开始，直到 3 点。

三个有关克拉马斯河大坝的提问

股东：我叫...我从克拉马斯河来到这里，我怀着沉重的心情来到这里。我知道这是一个非常轻松的活动，但我

去年也是带着沉重的心情来到这里的。我斋戒了十天，开车来这里和你说话。而且，你知道，我们去年真的很不受尊重，因为你的一个子公司，太平洋公司，在克拉马斯河上建了大坝，造成有毒藻类大量繁殖，还有其他许多事情。我不会说得太多。但我今天来到这里，是带着你和我之间的原则协议，你们将坐在谈判桌前，帮助我们解决这个问题，帮助我们让太平洋公司负起责任。我是一名土生土长的美国人，而你作为一名欧裔美国人来到我家做客，今天你会真诚地在你所有的股东面前这样做吗？作为一名慈善家，你关心、帮助第三世界国家，战胜贫困和疾病，而当你在美国这里帮助创造的时候——

巴菲特：去年我们宣读了收购太平洋公司的命令。实际上，正如你可能知道的，我被禁止在太平洋公司做出决定。当我们买下它时，这是公共事业委员会裁决的一部分。我记得第一座水坝建于 1907 年，几年前我们买下了太平洋公司。但我们这里有大卫索科尔(Dave Sokol)，他可以对此发表意见。我认为他可以解决你提出的问题。我不认为我们去年有任何失礼的意思。去年在座的各位，我们对此可能有不同的意见，顺便提一下，据我所知，在你们的领域中，对应该做什么存在着强烈的意见分歧。我想我应该让大卫对此做出解释。大卫？

大卫·索科尔：谢谢，沃伦。正如你先前提到的，巴菲特先生就此问题做出任何详细回应都是不合适的，因为这是 2006 年收购太平洋公司的一部分。他特别书面同意不干涉我们在太平洋公司内受监管资产的任何决定。所以说，我们在克拉马斯河上运营的这四座大坝是在过去 100 年里建造的。在联邦能源管理委员会的重新许可过程中，有一系列的问题需要解决。通过监管程序做出的这些决定已经持续了 8 年，可能还要再过 6 年才会达到高潮。话虽如此，有来自联邦、州和地方机构的 28 个不同的党派，土著美国人、渔民、当地土地所有者，他们参与了关于这些资产应该或不应该发生什么的讨论。在这 28 个参与者中，除了太平洋公司，人们认为这一进程至少应该朝四个不同的方向发展。从我们的角度来看，当 28 个当事方就如何推进该决议、如何为其提供资金等问题达成一致时，我们将高兴地看到一项决议。从根本上说，这取决于联邦能源监管委员会、州和联邦监管机构，以及太平洋公司运营的六个州中的每个州的具体监管机构。因此，如果公共政策朝着拆坝、鱼梯或维持现状的方向发展，这将是我们的前进过程。我们正在与各方进行建设性的合作。我们和四个部落的人都见过很多次了。这是一个复杂的局面，希望随着时间的推移，能够达成一个合作解决方案。(掌声)

股东：嗨，巴菲特先生。我的名字是 Regina Chichizola，我是克拉马斯河的守河人。我今天和克拉马斯的其他许多人一起来到这里，我感谢你们邀请我们，我感谢股东们今年对我们比去年好得多。所以我的问题是，我相

信你对克拉马斯河的严重污染问题很熟悉，比如有毒藻类问题，这是允许水平的 4000 倍，而且由于克拉马斯大坝，现在的鱼也是有毒的。我想知道你是否熟悉克拉马斯大坝背后的财务状况？许多经济研究表明，拆除克拉马斯大坝将比重新建造它们便宜高达数亿美元。所以我的问题是，如果太平洋公司决定保留这些大坝，即使这意味着从长远来看，你的股东会赔钱，太平洋公司的纳税人也会赔钱，你会怎么做？

巴菲特：我认为关于纳税人的问题将由公共事业委员会来解决。我的意思是，他们的工作是代表俄勒冈州的公民，并权衡许多不同的考虑，例如，清洁能源。你想用你所说的煤来取代水能，因为煤会向大气中排放碳吗？这里有巨大的权衡。任何时候政府参与到风力发电场的征用中，例如，在爱荷华州，有些人对我们将土地用于风力发电场感到不满。但是，另一方面，你可以通过这种方式获得清洁能源。政府的政策涉及权衡取舍。你会涉及到征用权的问题，所有这类事情。但我想我会让大卫谈谈你遇到的更多的技术问题。但我要说，总的来说，你有兴趣广泛不同的人。显然，一个很大的利益是电力成本。在某种程度上，每个公共事业委员会在做出天然气、煤炭、风能和太阳能的决定时，部分是基于对纳税人的经济考虑，部分是基于他们对什么是对社会最好的感受，这些委员会是由各州任命来做出这些决定的。现在，除此之外，在这种情况下，我们有 FERC，正如它的名字，联邦能源监管委员会，它也将对此做出裁决。他们会听取每个人的意见。他们也会听你的。他们会听取大卫提到的其他 28 个人的意见。最后，我们会完全按照他们说的去做。我的意思是，作为一家公共事业公司，如果他们告诉我们要不能生产煤炭，我们就不会生产煤炭。如果他们告诉我们在这里利用风，假设有一个地方有风，我们会建立风电站。我们遵循监管机构的指示，这些机构告诉我们该做什么。最终，他们为我们所使用的资产提供了公平的回报，无论资产是什么，我们都会得到回报。如果他们让我们投资煤炭资产，我们也会从中得到回报。

所以从我们的角度来看，从盈利的角度来看，它是中性的。从社会的角度来看，权衡所有这些不同的事情，这是社会将做出的决定。但是，大卫，你想谈谈关于藻类的问题吗？

大卫·索科尔：当然。首先，重要的是，卡鲁克部落确实做了一项研究，在克拉马斯河的河鲈和淡水贻贝中发现了微囊藻毒素或蓝绿藻的生物累积。了解这一点很重要，顺便说一下，我们立即向州和联邦卫生机构分发了这份报告，因为他们应该知道这一点。微囊藻毒素并非克拉马斯河所独有。在俄勒冈州有 27 个其他的湖泊有蓝绿藻，70 个不同的国家，加拿大的每个省，美国的 27 个州都有蓝绿藻。它是由营养丰富的湖泊和自然形成的藻类形成的。在克拉马斯河的源头有一个湖，叫做上克拉马斯湖，它实际上是一个水库，这是一个浅而大的水库，被

认为是高度富营养化的，这意味着有大量的藻类和各种营养物质。然后这些营养物沿着河流顺流而下，通过与水库相连的大坝下面的四个水库，或者在某些情况下，这些营养物被淤积在水库里。重要的问题是，事实上，联邦能源管理委员会考虑到了这些问题。他们去年 11 月发表了环境影响声明，认可了大坝上的各种鱼类能够通过方法，但没有要求拆除大坝。但是，这些都是所有州、联邦、机构和有关各方必须达成一致的决定，或者让它们通过联邦能源管制委员会的程序。

股东：早上好。我的名字是 Mike Palmateer，卡鲁克渔业公司的渔业主管。巴菲特先生，你长大了仍然住在密苏里河的岸边。我也住在一条叫克拉马斯河的河边。我的家人自古以来就住在那里。2002 年，由于疾病和水质恶劣，在克拉马斯河河口有 68000 条鱼死亡。这些鱼也是我的亲戚。如果另一家公司污染了你的河流，杀死了所有的鱼，使河流无法游泳，无法捕捞，你会如何处理这个问题？谢谢。

巴菲特：嗯，我认为整个社会在解决这个问题时，应该着眼于在这种情况下发生的任何事情的净收益，以及如果采用不同的配水方式，电力成本会是多少，农民的处境又会怎样。我的意思是，在一个大社会中有很多相互竞争的想法和愿望，基本上，这取决于政府来解决这些问题。我们正在解决这个问题，目前，我们正在美国建设燃煤电厂。我们在建造天然气厂。我们在做各种各样的事情。人们对于他们想要做出什么样的权衡得出了不同的结论，通常这些都是在州一级政府做出的，尽管你可以有一个国家能源政策，它会凌驾于各个州的决定之上。我们对这方面的国家政策做出了回应。我们对当地的政策很敏感。俄勒冈州公共事业委员会，我相信，他们知道你所讨论的，他们必须考虑，但他们必须考虑很多其他的事情，在确定什么是最好的方式来产生俄勒冈州的公民所需的电力。还有，大卫，你还想补充什么吗？

大卫·索科尔：沃伦，我只发表一条评论。也不是对渔民的不尊重，但我们没有污染河流。我们没有向克拉马斯河上游的水添加任何东西，我们确实认识到关于灌溉是好事还是坏事的不同观点，以及可再生能源(如水电)是否比让河流回到 1907 年的情况会更好。但有一点要明确的是，太平洋公司没有添加任何东西。水在压力管道中流动，产生电力，并从尾部流出，这是在为期 50 年的 FERC 许可证下进行的。同样，我们理解各种不同的关切，并希望在今后六年里将达成一个平衡所有这些关切的社会解决办法。

芒格：我想指出，让人们来解决一个与燃烧碳无关的污染问题是多么令人振奋。(掌声)

巴菲特：只是为了让每个人都意识到这一点，我已经被问过了三个有关克拉马斯情况的问题，我认为这与群

众的兴趣不成比例。所以我们会跳过任何类似的问题。我想我已经说清楚了。(掌声)

* * * 下午场 * * *

1、"大到不能倒"产生了疯狂的暗示

股东：我的名字是 OlaLarson。我住在盐湖城。关于 LouRukeyser，在 1981 年《华尔街周刊》上，你给我留下了深刻的印象，沃伦。我想问的是，展望未来，投资银行的业务实践是否变得如此复杂，以至于投资银行的负责人不可能逐日或每周都意识到所暴露的金融风险？

巴菲特：是的。这是一个非常好的问题，我认为答案可能是肯定的，至少在某些地方是这样的。尽管有一些投资银行的负责人，我非常尊重他们在应对风险方面的能力。

但我决定(退出衍生品业务)，当我们收购通用再保险时，它大约有 2.3 万份衍生品合约，我想我可能会把全部时间都花在那上面，却不能真正地想到我们能冒多大的风险。我们正在承受一些风险，特别是在相当极端的条件下，我不认为那是不可能的，但负责行动的人可能不这么认为，或者他们可能不会那么在意，因为他们自己的激励薪酬是这样的。如果他们一年在某件事上赚了很多钱，如果在 100 年中有 99 年是有效的，他们会觉得出大问题的可能性非常小。但我不这么认为。我一点也不想拥有风险。因此，我认为自己是伯克希尔的首席风险官。

就风险而言，如果伯克希尔的经营方式出了问题，我不可能把它交给风险委员会，也不可能让一些数学家来做一堆计算，然后告诉我，我只是在承担宇宙历史上只会发生一次的风险。我认为，从风险角度来看，许多大型投资银行以及大型商业银行(规模)都太大了，以至于无法有效管理它们选择的业务方式。虽然它在大部分时间都会起作用，所以你不会看到风险。如果你在一个地方有 50 年一次的破产风险，那这可能不符合一个 62 岁的高管的利益，因为他将在 65 岁退休。对他来说，这显然担心太多。

而我担心伯克希尔的一切。所以我会说它们(衍生品)很难管理，很难让你的头脑保持清醒。我的意思是，很明显，你在过去的一年里看到了一些案例，如果 CEO 知道发生了什么，他当然不会在事情发生后承认。这两种方式都很尴尬，但说"我不知道发生了什么"，要比承认"你知道这种行为正在发生，却让它们继续下去"更尴尬。

我有时会被问到监管方面的建议，我们看到了一个非同寻常的例子，但不知何故，媒体对此并没有太多关

注。有一个叫做 OFHEO 的组织，它的唯一工作就是监督两家大公司房利美和房地美。他们有很大的公共目的，他们由联邦政府特许，他们的活动对整个抵押贷款和证券市场都有影响。所以国会(对两房)说，"因为我们给了你们这种'大到不能倒'式的保护，就联邦政府介入并给你们特权而言，我们要盯紧你们。"所以他们成立了 OFHEO，他们有 200 个人去工作，我估计每天早上 9 点上班，5 点回家，他们唯一的工作就是看看这两个地方在做什么。结果证明，发生世界历史上最大的两起会计虚假陈述，而他们只有两家公司要检查。所以我担心，如果你试图对最大的商业银行或最大的投资银行做同样的事情，我不确定你能跟踪得上它。

你需要的是一个在高层的人，而他的 DNA 是非常非常厌恶风险的。他将不得不抵制那些在他之下工作的人的恳求。他们说，"其他人都在做这件事，如果他们能在那里做这件事并赚到这么多钱，为什么我们不能在这里做呢？"而这并不容易做到。当你有一群大权在握的人，他们习惯于每年赚 7 位数的钱，他们想做事情，他们会说，"如果你不在这里做，我们就去别的地方"，这是一个非常艰难的系统。所以我想说，在许多方面，就风险而言，有些公司只是以一种太大而无法管理的方式行事。如果同时政府说它们太大而不能倒闭，那就会产生一些非常有趣的政策暗示。查理？

芒格：嗯，我认为你说得很好。它(大而不能倒)确实具有有趣的政策含义。让他们变得如此强大和重要，以至于你不能允许他们失败，并允许他们在主要的投资银行中充满邪恶和愚蠢，这样做是疯狂的。

这并不是说伯克希尔这些年来没有从投资银行获得优质服务，因为事实是我们的确获得了。只是，作为一个行业，这种贪婪、自不量力和对交易算法过于自信的疯狂文化正在悄然而至。我认为这对美国来说是适得其反的，而且应该在很早以前就得到治理。这些机构太大而不能倒闭，允许衍生品交易以目前的方式走向结束，并伴随着当前系统中存在的风险，这是疯狂的。令人惊讶的是，当它发生时，很少有人反对它，毕竟人们有太多容易赚的钱要报告，很多被报告赚来的钱并不是真的赚来的。这就是我所谓的"触不可及的美妙资产"类别。它们就在资产负债表上，当你要变现的时候，它就消失了，就像迷雾一般。(笑声)

巴菲特：他不是开玩笑。

芒格：我们从通用再保获得了价值 4 亿美元的衍生资产。

巴菲特：他们表现得很体面(归零了)。

芒格：是的。但无论如何，人们做得太过分了。在药品行业，在他们认证药品之前，就需要(在临床上)"证明这

是有效的”。而在华尔街，他们开始相信牙仙，如果一个人报告赚了很多钱，就会有其他人都在问，“我们为什么不把赌注押在牙仙身上？”这是一种疯狂的文化，在某种程度上，这是一种邪恶的文化，它需要被好好的整治。会计专业完全辜负了我们。最糟糕的行为是，制定会计实践标准的人，他们不想做任何让人不高兴的真正困难的事情，而且他们非常官僚，没完没了。当你的工作是制定会计标准时，这并不是完美的，处理会计标准应该像处理工程标准那样。他们甚至没有用正确的方法。所以有很多错误。

巴菲特：当查理和我第一次来到所罗门的时候，我们注意到他们正在和(走私大王)马克·里奇进行交易，而他已经逃离了这个国家。我们告诉他们，我们要退出与马克的交易。他们说，他们通过这种或那种方式赚钱，他们对原油交易了解很多，他们想继续和他交易。我们竟然无法阻止我们自己的员工与马克·里奇进行交易。现在，如果你不能阻止你的人与马克·里奇交易，特别还是在你把精力用在它上面时，你可以想象一下，在其他地方的那些交易室里发生了什么。

我认为美联储介入贝尔斯登是正确的。如果贝尔斯登在周日晚上破产了是有可能的，他们会走到联邦法官面前，向他递交破产申请，大概是中西部时间 6 点多，因为那是东京开门的时间。据我所知，他们大约有 14.5 万亿的衍生合约，如果他们破产了，这比听起来的糟糕的多。现在，有那些对贝尔斯登提出索赔的合同的当事人，我认为，几乎在他们签署的合同中，他们会被要求立即撤销那些合同以确定他们对破产财产的损失。想象一下，世界各地有成千上万的交易对手试图撤销合同，每个人都知道他们必须在非常非常短的时间内撤销合同。我们试图解决通用再保险的 4 亿美元衍生品合约却没有。我们花了大约四五年的时间来解除这些合同，而这些人只有四到五个小时的时间来做同样的事情，并且全部人都在同时在做这样的事情。我认为，这将是一个史无前例的奇观。当然，在我看来，它将导致另一家或两家投资银行倒闭，你知道，就在几天之内。因为没人要借钱给你。事实上，这是他们在参议院财政委员会作证时所说的有趣的事情之一。我想他们有两个证人说，“如果人们开始用怀疑的眼光看我们，我们明白我们不能借无担保的钱，但我们没想过，我们通过担保也无法借到钱”。

我们在所罗门公司的时候，就发现我们的借款早在 17 年前就需要担保。当世界不想借钱给你的时候，10 个基点折扣根本不会有太大的作用，或者 20 个基点，或者 50 个基点，或者更大的抵押品折扣。如果他们不想借钱给你，他们就不想借钱给你。如果你每天都依赖借来的钱，那么你每天早上醒来都会希望世界对你有好的印象。几个月前有一段时间，我想美国的每一家投资银行都非常担心，第二天早上人们是否会对他们有好的评价。

美国有一半以上的家庭以某种形式拥有股票或有价证券，股市的任何兴衰波动，都会影响到千家万户的贫富和喜怒哀乐。对于许多人来说，及时了解股市的动向，是每天生活的一部分。尽管互联网愈益普及，网上的信息却过于庞杂无序，了解股市最方便快捷的方法，依然是看电视。于是，电视台的各种财经节目，也就应运而生，并且长盛不衰。在美国众多的电视台中，财经节目办得出色，能吸引到大量观众的，也就屈指可数的几家。在当前依然播放的节目中，历史最悠久的，当数 PBS 公共电视台的《Wall Street Week with Fortune》，这个每周一次，每次约 24 分钟的节目在 1970 年由 Louis Rukeyser 开创时，以他的名字命名为《Wall Street Week with Louis Rukeyser》。Rukeyser 主持这个节目长达 32 年，直到 2002 年 4 月他被 PBS 出人意料地解雇，PBS 将节目改成现在的《Wall Street Week with Fortune》。在 32 年传奇般的主持生涯里，Rukeyser 以他深邃的时政评论，清晰稳健的财经分析，每周吸引了从财经界专业人士到普通民众的数量庞大的观众。在 Rukeyser 与 PBS 分道扬镳之前，他有一个从财经界精心挑选出来，由 22 人组成的评论班子，每周从中选出 3 人，再加上一位邀请来的嘉宾，和 Rukeyser 本人一道，对当前的财经形势，近期的市场走向等，各抒己见，有问有答，畅所欲言。Rukeyser 还不定期地介绍一些投资的基本知识，以满足随时加入的新观众。Rukeyser 除了能很好地确定评论主题，掌握讨论局面，他还多才多艺，凭其个人魅力，吸引着自己的观众群。几年前在纪念该节目播出 30 周年的一次节目里，Rukeyser 即兴表演了一段踢踏舞，动作优美娴熟，风度翩翩，颇具专业水准。此外，Rukeyser 身上那种贵族气质，也很对一些投资界人士和金融大亨的口味。针对时代和观众的需求，Rukeyser 的不懈努力使这个节目不但历久不衰，而且也成就了 Rukeyser 本人在美国财经节目史上不可动摇的地位。PBS 解雇 Rukeyser 之后，将节目名字改成《Wall Street Week with Fortune》，这样，出资与 PBS 合作的《Fortune》杂志的目的算是达到了。PBS 起用了两位男女主持人来代替 Rukeyser，男的是 Geoff Colvin，女的是 Karen Gibbs，两人正当年富力强，都是经验丰富的财经评论家，著述甚丰。他们基本沿袭了 Rukeyser 的节目形式，但不再从 Rukeyser 那个 22 人班子中挑选评论嘉宾，因为当 PBS 解雇 Rukeyser 时，那 22 人全部拒绝参加 PBS 的新节目，以示对 Rukeyser 的声援。这样一来，反倒促成了 PBS 在挑选评论嘉宾时的不拘一格，讨论的场面有时显得更加灵活。相对于当时年已 69 岁的 Rukeyser，两位新主持人如 PBS 所盼，给节目带来了朝气。但是要使这个节目完全恢复元气，他们还任重道远。

<马克·里奇 Marc Rich>《石油之王：马克里奇的秘密人生》

嘉能可创始人，20 世纪最具争议的国际商人，被业界称为“石油之王”，他被美国司法部通缉了 17 年，全美“最腐败的商人”。他无视美国法律禁令，并利用这些禁令大赚特赚，最后还能在多国元首力保下全身而退。2001 年克林顿总统在当政最后一天将其赦免。

1939 年二战前夕，为了躲避纳粹的追杀，5 岁的犹太男孩里奇和家人从比利时漂洋过海，逃亡到美国。

1954 年，20 岁的里奇加入菲布罗公司 (Phibro)，成了一名周薪 60 美元的交易员。里奇会说五门语言，特别是有着惊人的记忆力。公司老板耶西森对他青睐有加。此时正值朝鲜战争结束，战争让世界各地的商人都发现了水银在未来军事中的重要性，争相抢购储存。耶西森亲自带马克里奇入行，获得了当时世界上最大的两家水银生产公司的经销权，也让马克里奇逐渐领悟了这一行的真谛：信息差和赚差价。

1958 年，与耶西森有生意往来的古巴政府垮台，里奇被委派了一个重要任务：与旧政府善后，同时尝试建立与新政府卡斯特罗政权的交易。混乱古巴，里奇得到了最严格的商业训练。里奇负责撮合交易，他的好搭档平卡斯·格林负责货物运输，两人攻城略地、战无不胜。

60 年代，国际原油市场由 7 家石油巨头垄断，他们是海湾、新泽西标准、美孚、雪佛龙、德士古、英国石油和荷兰皇家壳牌。他们控制了从开采到销售整个产业链所有交易，按照期货交易模式，原油在几年前就被他们以固定价格预定，想买只能找他们，而且七巨头还会暗中约定产量，维护垄断利润。此时，里奇敏锐地嗅到了政治信号：一些中东国家为了改变石油贸易中的被动地位，可能会禁止石油出口。他迅速行动，利用菲布罗公司与中东各国不错的关系，与多个产油国签下了长期的供销合同，试水以现货立即交付的形式购买原油，里奇把石油贸易带向了自由竞价的现货市场。现货市场的出现，让石油价格开始脱离了七巨头的控制。1967 年第三次中东战争，以色列完胜，并将国土扩大三倍。阿拉伯国家联合对美国 and 以色列实施石油禁运。以色列 90% 石油来自伊朗，因此，伊朗需要一个第三方来运输石油。1969 年，里奇秘密地在伊朗和以色列之间建了一条原油运输通道。

1973 年，第一次石油危机期间，石油贸易禁令让石油七巨无计可施之，里奇以每桶 6 美元买进，加价 14-20 美金的价格向全世界出售石油，Phibro 一跃成为国际上重要的原油供应商。当他兴冲冲准备从老板那领取 100 万美金分红时却被拒绝了。1973 年，里奇和格林离开了 Phibro 公司，合伙成立了马克·里奇 AG 公司。AG 成立后，里奇重金从 Phibro 挖来前同事，并迅速把 Phibro 顾客也都抢了过来，从石油、谷物、金属到其它日用品生意，一个都没放过，把老东家逼入绝境。高薪重奖刺激下，AG 的工作强度“比投行还高 3 倍”，但金钱的诱惑让所有人心甘情愿卖命。AG 公司开创了“战斗贸易”模式，从局势动荡的国家那里取得贸易权，在全球不断寻找买主卖主，撮合

交易从中获利，哪里有战乱，就把生意做到哪里。他突破了各种政治和道德的阻碍，无视联合国的禁令，从低油价的苏联倒出大批原油，卖到种族隔离期间的南非，又以中间人的身份安排白糖换原油的交易，无视美国的制裁把白糖卖到古巴。1974 年，里奇铤而走险用武器跟伊朗换石油，3 年净利润就突破 2 亿美元，伊朗为里奇供应石油长达十余年。1979 年，伊朗人质危机事件爆发，美国政府对伊朗实施制裁，禁止任何美国公司和伊朗做生意。一众美国石油公司想从伊朗低价进货，于是里奇再度登场，他通过瑞士公司从伊朗买下石油，然后转卖给两家美国休斯敦石油公司和西得克萨斯石油公司。1980 年，AG 的营业额达到 150 亿美金，但真正惊人的是，净利润有 70 亿美金。

1982 年，里奇被美国政府盯上了，里奇从美国逃到了瑞士。虽然里奇不是瑞士公民，却是瑞士的纳税大户。瑞士驻美国大使当即向美国国务院递交了抗议书。此时美国政府也是两派，一派在法庭上追杀里奇，一派又和里奇打得火热。通过里奇的公司，他们把农产品卖给全世界，并从里奇公司购买了各种贵金属。当前苏联解体金融系统崩溃之时，布什家族和里奇联手从前苏联转移了过万亿的卢布。2000 年里奇通过地下网络从伊拉克低价购入大量石油。这其中有来自布什家族的庇护功不可没。就像美国税务局所披露的，在每次发生石油危机的时候，公海上，总会停着里奇的远洋船队，它们满载着巨额的石油，只为等待一个合适的价格出手。

1993 年，里奇陆续把自己的股份卖给了跟随自己创业的高管们正式隐退，随后公司更名为嘉能可。嘉能可活跃在 128 个国家，在全球设有 48 个办事处，它不仅是中间的贸易商，更是全产业链经营，是产业的组织者，通过研发、贸易、物流、金融的协同，挖掘整个价值链的各个环节获得最大利润。到 2000 年的时候，嘉能可的营收超过了千亿美元，每天买卖石油的总量乃至超过了石油输出国整个的日产量。

2001 年，美国总统克林顿在任期最后一天签署了对马克里奇的特赦令。里奇说：在我个人赢利中，大概三分之一纳税给了山姆大叔，三分之一投入公司扩大生意规模，还有三分之一用于捐助各种扶贫项目。老年的里奇把大量精力和财富倾注在以色列，在以色列盖医院、盖学校，一捐就是十亿美金量级，帮助成千上万深陷困顿的犹太人脱离困厄。他是美国人眼里的恶棍，却是以色列人心中的伟大人物。2013 年，78 岁的里奇在瑞士离世，葬于以色列，结束了充满纷争的一生。

现在，全世界各地涌现出里奇门徒，他们迷恋里奇的交易风格，并聚集在一个极端私密的非正式石油交易商网络。里奇也对他的门徒们进行资助。这些“里奇男孩”也把公司设在瑞士，他们不拥有也不运营炼油厂，只是从生产商那里买入石油，然后高价卖出。每当一些石油供应国出现政治不稳定，他们便趁虚而出，比如赤道几内亚和苏丹，动乱的环境让传统石油公司不敢涉足，“里奇男孩”们一拥而上迅速瓜分。他们利用东欧或第三世界国家急需资金的机会。把钱借给资金困难的公司，换取购买他们矿产品的权利。AG 曾向秘鲁第二大锌矿开采公司贷款 4000 万美元，条件是买断其 6 年的锌和其他矿物收购权。里奇门徒经营的公司遍布世界各地。他们的做法可能咄逼人，但却完全合法。还不时会利用“幌子”公司来为交易打掩护。里奇及其门徒们如今生意兴隆的原因之一，是他们生在一个油价高昂、储备稀缺的时代。美国大型石油公司急需原油，却又怕脏了自己的手，不想从有问题的地区获取。事实上，石油换食品项目中靠回扣取得的原油最后有一半流入到了美国大型石油公司。

2、我们做交易不依靠“尽职调查”

股东：Harry Beguy 来自旧金山。巴菲特先生，我最近在《财富》杂志上看到，当你在 2001 年或 2002 年向中国石油投资 5 亿美元时，你所做的只是看了年度报告。我在想，大多数拥有你所拥有的资源的专业投资者，都希望做更多的研究，并与管理层、或许是监管者等等进行交流。我的问题是，当你阅读这样一份年度报告时，你在寻找什么？你是如何能够，而且确实，在阅读该报告的基础上进行投资的？

巴菲特：是的。嗯，那是在 2002 年和 2003 年，报告是在春天出来的，我看了。这是我唯一做过的事。我从未联系过任何管理人员。我从来没有得到一份卖方报告。我从来没有征求过任何人的意见。但我所做的是，我得出的结论是，不难理解该公司的原油生产、提炼和营销以及他们的化工业务。我的意思是，你可以对埃克森石油公司或英国石油公司或其中任何一家公司做同样的事情，我对所有公司都是这样做的。我得出的结论是它值 1000

亿，然后我检查了价格，它当时大约 350 亿。

跟管理层谈有什么意义？如果你和几乎每一家公司的管理层交谈，他们基本上都会说，他们认为自己的股票很值得购买，他们会给你所有的好的信息，跳过那些吧，它们没有任何意义。

现在，如果我认为该公司价值只有 400 亿美元，并一直以 350 亿美元的价格出售，那么此时，你尝试更多地完善你的分析没有必要。如果安全边际只有这么点，就没有理由去改进你的分析。我的意思是，如果我以 350 亿的价格购买它，我不需要知道它值 970 亿还是 1030 亿。因此，当时我应该做的就是买入股票，任何进一步的细化分析都将是浪费时间。所以，我们真的很喜欢那些不需要精确到小数点后三位的东西。如果你必须把它精确到小数点后三位，这不是一个好主意。而且，中石油这样的公司，就像如果有人走进这里的门，他们的体重在 300 到 350 磅之间。我可能不知道它们有多重，但我知道它们很胖。(众笑)

这就是我想要的，能赚大钱的投资。中石油的市值是 950 亿美元还是 1050 亿美元并没有太大区别。它的售价为 350 亿美元。如果它能卖到 900 亿美元，那就不一样了。所以，如果你不能在数字之外做出关于中石油的决定，那就别想进一步研究，我们基本上就是这么做的。这是一份直截了当的报告，就像读雪佛龙或康菲石油公司的报告一样，一样丰富的信息，你不会学到更多信息。通过阅读报告，你知道他们在中国有一个巨大的市场份额，它已经上市了 13 或 14 年。这些信息就会打动你。查理？

芒格：是的。我认为，我们的尽职调查费用比美国其他任何国家都低(笑声)，而且我们的麻烦更少，因为我们的费用更少。据我所知，美国的一家投资公司每年支付的金额超过 2 亿美元。每年都会给它的会计师很多资金，帮助他们进行尽职调查。我认为我们的经营更安全，因为我们像工程师一样思考。我们想要这些可靠的安全边际。而他们正在尝试做一些非常困难的事情，那就是在非常复杂的领域进行精细的判断，并依靠其他获得付费的人来完成。这是一个非常冒险的过程。我认为按我们的方式做会安全得多。

巴菲特：如果你认为，审计师比你更了解如何进行收购，你应该让他们来经营企业。就我们而言，应该去从事审计工作。我的意思是，当我们接到类似收购马尔斯-箭牌(Mars-Wrigley)情况的电话时，如果我们对马尔斯-箭牌没有足够的了解，那我们必须超市的试吃柜台品尝一下，所以我们去体验了 15 个，我觉得我欠伯克希尔的股东们(笑声)。但我不会去看他们的劳动合同或租约之类的东西。如果箭牌的价值取决于某个地方的具体租约，或对这个或那个的具体承诺，或某个特定的环境问题，那就忘了它吧。

还有一大堆无关紧要的琐事，这些都不是非常重要的首要考虑因素。我们做过很多大的投资，而我也犯了很多大的投资错误。但在我看来，**我从来没有做过通过常规尽职调查来避免会犯错误的投资**。尽职调查会让我们花很多钱，浪费很多时间。在某些情况下，会让我们错过交易，只是因为它让我们承诺的速度不够快。

我们有一个显著的优势，而且随着我们规模的扩大，优势会越来越大。**因为就大型交易而言，人们越来越依赖声誉**。因为一旦当人们想要完成交易时，他们想要确保交易能够完成，他们会来找我们。玛氏的人想要处理箭牌的融资方面，他们只想与伯克希尔打交道，因为他们知道我们没有任何律师参与。我承认，在这个团队中，我们甚至没有任何董事参与。

我们只是接到一个电话，如果收购方案是有道理的，那我们就答应了。当我们说"没问题"时，我们不会用"重大不利变化条款"来回答"没问题"。我们只是说"没问题"。如果有融资，我们也不会答应。因此，我可以告诉人们，**如果我们将有 65 亿美元可用，当我们达成协议时，我们的支票都会兑现**。无论纽约市是否有核弹爆炸，或者是否有流感疫情，或者本·伯南克是否与帕丽斯·希尔顿一起去了南美(众笑)。如果你在做一笔交易，对那个想要 65 亿的人来说，我们的这种保证是有价值的。而其他的人可能会说，"好吧，我会和你达成交易的，但我必须有一个尽职调查团队来检查这件事"。所以，对我们来说，这是真正的优势，我不认为这对我们有任何不利。

3、巴菲特谈宗教："我是一个真正的不可知论者"

股东：嗨，巴菲特先生。我叫马修·米勒德。我来自俄克拉荷马州的诺曼——

巴菲特：作为内布拉斯加州人，我们会原谅他。(笑声)

股东：没关系。谢谢。我从 16 岁起就是伯克希尔的长期股东。真的很喜欢这个公司。真的很喜欢你的投资风格，买入并永远持有，有种至死方休的感觉。但我的问题实际上是关于，你是否知道并相信耶稣基督？

巴菲特：不，我是不可知论者。我在一个有宗教信仰的家庭长大。如果你问我的父母这个问题，你会得到一个不同的答案。**我是个真正的不可知论者**。我既不是有神论者也不是无神论者。我只是不知道，也许有一天我会知道，也许有一天我不会，但这就是不可知论者的本质。查理？

芒格：我不想谈论我的宗教。(掌声)

巴菲特：好的。作为一个不可知论者，我不必谈论宗教。这很简单。(众笑)显然我对别人的宗教没有意见，因为这是不可知论者的本性。我希望每个人都过得很好。

4、巴菲特去世后伯克希尔被杠杆收购的"可能性极小"

股东：你好。下午好，沃伦和查理。我要感谢你主办这次年会。我的名字是詹姆斯，来自新泽西州东布伦瑞克。我不想听起来很病态，但我的问题是，一旦你们两个走了，沃伦的股票被托管，并在这些年里慢慢被迫出售，有什么安全措施可以防止对冲基金或杠杆收购公司联合起来收购伯克希尔，并进行资本运作，拆散这家优秀的公司，危及这家公司的文化？

巴菲特：嗯，**我的股票将在我死后大约 12 年内出售**。在解决遗产的时间，它得到处理的方式与目前一样，然后它有一个时间表。所以这需要很多时间。我可能会活得更久，甚至比现在更久，但即使从现在开始，我希望你所交易的，是一家市值比我们现在大得多的公司，仍然会有大量的股票被持有类似理念的机构或人持有。

如果有人想要尝试一次 6000 亿或 7000 亿美元的收购这是不可能实现的，但谁也不能保证。在未来，数额可能会比这个大得多得多。但我认为，与我能想到的世界上任何一家公司一样，伯克希尔也不太可能发生这种情况。实际上，在我死后的某个时候，它根本不可能发生。在这段时间之前，有很多股份将会集中。正如查理所说，我死后还有一段时间，这 10 年的分配期才会开始，所以我告诉我的律师，要确保我的遗产能持续很长一段时间。他说，这就像告诉律师你十几岁的儿子要有正常的性生活一样。但这将是一段很长的时间。就像我说的，如果我们以合理的复利方式做任何事情，你知道，你讨论的可是美国最大的公司之一。我不认为会有通用电气或埃克森的杠杆收购，我认为这对伯克希尔来说非常困难。然而，这没有百分之百的保证。查理？

芒格：是的。此外，沃伦不打算很早离开。我听他说过好几次，当人们问他想在葬礼上说什么的时候。他总是给出同样的答案。他说他希望人们说："这是我见过的最老的尸体。"(笑声)

巴菲特：我不太可能改变我对这个问题的看法。(笑)但是谢谢你的关心。(笑)

5、很难挑战一个久负盛名的知名品牌

股东：你好。我的名字是哈罗德·尤林。我来自伊利诺伊州的芝加哥。我想请你描述一下卡夫公司的经济特点，为什么你觉得这是一个好的业务。

巴菲特：我想说的是，**大多数大型食品公司都是好企业，因为他们在有形资产上获得了很好的回报**。我不想深入讨论特别是卡夫的细节，但如果你在这个国家拥有重要的品牌产品，不管是箭牌、玛氏、可口可乐，还是卡夫的一些品牌，或是喜诗糖果，你都有很好的资产。**让人们脑海接受那些产品并不容易**。你知道，可口可乐每天

将在全球销售 15 亿罐 8 盎司的产品。事实上，在全球每个人的脑海里都有关于可口可乐的东西。从 1886 年开始，它就被认为是一种幸福和有价值的提神食品。在我看来，无论如何，要人们再接受这样一个新产品，这几乎是不可能的。很明显，它在很大程度上满足了人们的需求，你知道，在全球各地。

卡夫在粉状软饮料业务中拥有 Kool-Aid。我不认为我会想接受 Kool-Aid。我宁愿喝可口可乐。Kool-Aid 是一个艰难的产品。你们想想吧，为了把 RC 皇冠可乐的产品，植入世界各地人们的脑海中是有多困难吧，而 RC 可乐已经尝试了很长很长时间。你知道，它不会成功的。我是说，那是非常非常困难的。

实际上，理查德·布兰森来到这个国家，他们说品牌就是承诺。我的意思是，拿起可口可乐，人们会清楚它会给你带来什么，这是一种承诺。理查德·布兰森在 7、8 年前，可能是 10 年前，他著名的维珍航空(Virgin)工作，他发明了维珍可乐。我认为这是一种在一个产品上很不寻常的承诺。(众笑)

但我永远不能完全理解这个承诺是什么。不管是什么，都不起作用。多年来有数百种可乐进入市场竞争，唐·基奥可能会知道有多少种。但最终，谁会去买一些比可口可乐少一两美分的替代可乐呢？类似的情况也在喜诗糖果身上发生过。因此，当品牌产品在其领域处于领先地位时，我们对它们感觉就会很好。

卡夫在它们与家乐氏(Kellogg's)或其他类似的公司相比，卡夫的处境并没有什么不寻常之处。所以，我们买它们哪一种产品，可能取决于我们对价格的感觉。我们对价格、管理和其他一些因素的看法，肯定会有所不同。但如果你买的是好品牌，而且你没有花太多钱，你可能会取得不错的投资结果。另一方面，投资这些好品牌你不太可能会变得超级富有，因为我刚刚列出的这些因素都是大家都很熟悉的(市场价格已经反应)。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

6、避免可能摧毁公司的低概率问题

股东：您好，巴菲特先生，芒格先生。我叫 Kevin Truitt，来自伊利诺伊州芝加哥市。我的问题是：你已经确定了四位投资专业人士，他们将在某个时候为伯克希尔管理投资组合。你选择这四个人的标准是什么？未来对他们的评价标准是什么？

巴菲特：是的。选择的标准，我认为，我们在 2006 年年度报告中阐述得很好。我们显然是在寻找有良好记录的人，但仅凭这一标准还远远不足以选出我们想要的候选人。我的意思是，我们非常关心人的品质，我们认为我们可以在某些情况下做出判断，而在某些情况下我们做不到。我们没有给我们没选择的人投反对票。我们只是不

知道他们是否是合适的人选。我们只是对四个人的能力和正直作出了肯定的判断。

我相信这里还有一个项目，我认为它在去年增加了一点额外的相关性。我在股东信里说，"因此，我们需要一个从基因上就能识别并避免严重风险的人"，然后我用斜体强调，"包括那些从未经历过的风险。"然后我说："投资策略中潜藏的某些危险，不可能通过金融机构如今普遍采用的模型来发现。"

嗯，我认为这在某种程度上预示了去年发生的事情。所有这些方都有模型。我是说，主要的银行，以及主要的投资银行。他们可能每周都会在风险委员会开会，讨论他们的模型，所有的统计数据都会列在漂亮的专栏里，但他们根本不知道他们会有多大的风险。

在投资领域，你真的需要一个非常可靠的人，一个你信任的人，并具有合理的分析能力。但你也需要有人能真正思考那些尚未出现的问题，但这些问题正开始成为可能，比如新的金融工具或新的市场行为等等。这是一种罕见的品质。人们很难想象过去的模型中没有出现的东西，而你知道，这可能是致命的。

查理和我花了很多时间，思考那些可能会突然袭击我们的事情，而其他人的思考中并不包括这些。我们可能会因此错过一些机会，但我们觉得在管理别人的钱或管理我们自己的钱时，这是必不可少的。所以我想说，你可以回去再读一遍 2006 年的年度报告，但这些是我们正在寻找的标准，我们已经确定，我们正在考虑的四个人已经达到了这些标准。查理？

芒格：是的。你可以看到伯克希尔多么厌恶风险。首先，我们努力以一种方式行事，这样理性的人就不会担心我们的信用。在我们这样做了很多年之后，我们的行为方式也是这样的，即使世界突然不喜欢我们的信用，我们几个月也不会受到影响，因为我们有这样巨大的流动性，我们不太可能受到任何人的压力。这种针对风险的双重保护就像在伯克希尔周围呼吸一样自然。这只是我们文化的一部分。而另类文化则恰恰相反。你把一个人称为首席风险官，但他的工作往往是在你做傻事的时候让你感觉良好。(众笑)所以，他就像是德尔菲神谕，说服波斯国王去攻击某人或其他人，我是说，他只是个不会说话的占卜师。

一个有博士学位的人怎么能这么笨呢？他能做所有这些，只是高等数学吗？他所能做的就是，对系统和计算的渴望，以至于他折磨现实去拟合某种数学模型。但它实际上并不匹配，尤其是在极端条件下。然后，由于他在每件事上所做的工作，以及对日常交易、风险等的计算，他自信地认为他已经彻底击败了风险，但他并没有。他只是彻底打败了他自己。(众笑)

巴菲特：是的，我甚至会为这句话鼓掌。(掌声)我们真的很想这样经营伯克希尔，如果明天的世界不是以今天的方式运转，而是以没有人预料到的方式运转，我们也不会出现问题。我们不想依赖任何人或任何其他东西。

然而，我们想继续做一些事情。所以，我们认为我们找到了一种方法来做到这一点。它可能会放弃一些东西。好吧，显然是在 99%的时间里甚至可能是 99.9%的时间里，放弃了获得更高的回报。显然，我们这些年来可以用比现在更多的杠杆来运营伯克希尔。但我们不会睡得那么好，我们也不会感到舒服。我们有很多人在这个房间里，他们几乎所有的净资产都在伯克希尔，包括我在内，我们不会以那种方式经营企业并感到舒服。为什么要这么做？我的意思是，它对我们来说没有任何意义，却只会让我们暴露在毁灭和耻辱和尴尬中——为了一些没有意义的东西。如果我们能获得可观的资本回报，你知道，额外的百分点是多少重要吗？这并不那么重要。因此，我们将始终努力，以一种不依赖于除我们之外的任何其他他人评估风险的方式行事。风险的评估不能假手于人。你已经看到了一些机构的情况，管理层认为他们正在把这种管控风险的能力培养出来。而且(在一般情况下)，你知道，如果这意味着一个合理的回报而不是稍微更高的回报，我们就接受它。

7、如果我们不能在五分钟内做出决定，我们也不能在五个月内做出决定

股东：您好，巴菲特先生，芒格先生。我是...来自德国慕尼黑。我想回到你的观点，作为一个专业投资者，应该能够迅速和果断地采取行动。这意味着能够知道内在价值是什么，如果市场提供了机会，能够在一天或一小时内采取行动。我的问题是，你头脑中有多少公司的内在价值是你知道的，如果市场给你提供一个有吸引力的价格，你能在一两天内采取行动？其次，你怎么会突然在韩国或中国投资？

巴菲特：是的。我们可以迅速采取行动。我们最直接的决定信号是：我们是否能够弄清楚。它向我们提供了什么——通行/不通行的信号。当我们认为我们只是出于礼貌而不是在浪费别人的时间时，查理和我却经常被认为是粗鲁的。所以当它们和我们第一次对话时，我们会说“算了吧”，查理很擅长这个，我也在学着用。(众笑)

我们在谈话初期就知道某人所说的东西是否有可能被我们采取行动。我们不担心我们错过的那些。我们要确保，当我们考虑完所有因素时，我们仍不会知道足够多的事情来做决定，我们就不会浪费任何时间去思考。所以我们只是排除了这些。这就排除了很多东西。

但是，如果它通过了几个筛选标准，进入了一个区域，比如说，这是我们足够了解的东西，我们可以做出决定。我们准备好了，就可以很容易地在五分钟内做出决定。我是说，其实也没那么复杂。现在，我们了解了许多

企业和行业，还有很多我们一无所知的企业和行业。我们知道很多关于某种债券的事情，我们知道的事情有很多，如果我们能扩大知识的范围，那就太好了。但**最重要的是，任何获得通过的东西都是在我们的知识领域。**

而事实是，**如果我们不能在五分钟内做出决定，我们就不能在五个月内做出决定。**你知道，我们不会在接下来的五个月里学到足够的东西来弥补我们一开始的不足。所以这不是伯克希尔的问题。如果我们接到电话，有人说他们有一家公司要出售，这就是我们会在电话上得到的信息。或者如果我正在阅读报纸、杂志、年度报告或 10-K，我看了一下价格，发现价格和价值之间有很大的差异，我们就会马上行动。查理和我需要互相讨论这件事。我们的思维方式相同，我们的知识领域大体相似。查理？

芒格：对你的问题的答案是，我们可以非常快速、非常容易地对很多事情做出很多决定。我们在这方面很不寻常。而我们之所以能够做到这一点，是因为我们根本不会允许自己去考虑这么多其他的事情。就是这么简单。当人们向我推销时，我有一个短语，在第一句话的一半，我说，“我们不创业。”然后这些人就走了。好吧，如果你考虑创业公司，那你的生活中就会有一层复杂的东西。**我们还有其他一些小的筛选系统。利用筛选，我们最终发现，剩下的仍然是一个我们可以发挥的相当大的领域。**你觉得这样公平吗，沃伦？

巴菲特：是的。很多人在开头的一两句话里就说“我们只知道我们不是你的菜”。你知道这是行不通的(笑)。我们浪费了很多时间，但**我们不会把时间浪费在我们不想浪费的事情上。**我们对此很有选择性，而且我们很擅长。

8、不了解墨西哥亿万富翁卡洛斯·斯利姆(Carlos Slim)

股东：巴菲特先生，芒格先生，非常感谢你们的精彩仪式。我的名字是豪尔赫·加尔萨，我来自墨西哥城。从那以后，卡洛斯·斯利姆(Carlos Slim)偶尔会被拿来与你相比，除了你对棒球运动的热爱之外，还有其他原因。你能分享一下你对他的看法吗？

巴菲特：嗯，他带着他的两个儿子来过一次，我们一起吃了午饭。但那可能是 15 年前的事了。所以我真的没有什么特别之处。我的意思是，你对卡洛斯·斯利姆的了解可能比我多得多。我读了新闻报道和所有这些。我们吃了一顿非常愉快的午餐。但那是很久以前的事了。查理，你有什么发现吗？

芒格：不，我认为你说的是我们对卡洛斯·斯利姆的全部了解。(众笑)

巴菲特：如果你愿意的话，我们也会为你介绍福布斯 400 强的其他人。(众笑)

9、人权问题不应将一个国家的国家排除在奥运会之外

股东：你好。我的名字是安德烈·斯塔蒂。我来自纽约市，我很高兴来到这里。你给了我很大启发。我们跟随您在纽约市的分析商业课堂上，我们是一小群小投资者。我的问题是，鉴于在西藏发生的严重侵犯人权的行为，你会不会，或者你是否考虑过要求可口可乐公司退出对北京奥运会的赞助，从而激发一种新的商业模式，这种模式既重视金钱利益，也重视人道主义利益？

巴菲特：是的。我个人希望奥运会永远都在每个人的参与下进行。我个人认为，开始决定这个国家是否应该被允许和不应该被允许是一个错误。(掌声)

我认为很难根据他们的行为来给可能参与的几百个国家打分。我们不让妇女在美国投票，这种情况一直到1920年。所以我们经历了140年左右，可能是130年，我会说这是对人权的严重侵犯，但我也不愿意看到美国在奥运会之前因为这个被禁止参加奥运会。所以我只是认为，试图阻止奥运会是一个可怕的错误。我认为奥运会参与的人越多越好。总的来说，随着时间的推移，他们为一个更美好的世界做出了贡献。所以我不会开始对它进行惩罚。但我理解你的动机。谢谢。查理？

芒格：沃伦低估了我的立场。(众笑)

巴菲特：我通常会低估他的立场。这是一个很有主见的人。

芒格：我想对你们这些为中国的 imperfect 而苦恼的人说，问问你自己这个问题：几十年来，中国是更不完美，还是更完美了？答案是，中国正朝着正确的方向前进。在这种情况下，我认为挑出你不喜欢的人最糟糕的地方，并为此而困扰，是一个严重的错误。(掌声)

巴菲特：是的。多年来，美国也一直在朝着正确的方向前进。我们的黑人权力最初只占了五分之三，我们已经走了很长一段路，但我们离完美还很远。但我认为，如果中国的方向是正确的，在很大程度上，我们如果鼓励他们的话，那么我们在一起相处的话会做得更好。你可能想稍微提醒一下他们，但我不认为(抵制)奥运会是正确的方式。

10、我们将减少对煤炭的依赖，但不会很快

股东：嗨。我叫 Jessica Helmers，来自亚利桑那州的 Scottsdale。我的问题是，你认为煤炭行业的未来趋势是什么？你认为它的成本优势会超过它对环境的影响吗？

巴菲特：嗯，我认为短期内世界将使用更多的煤炭，你知道，我认为毫无疑问，煤炭对环境不利。我认为世

界将会慢慢地找到煤炭的替代品，也许比这更快，随着时间的推移，这将更加环保，但这不会很快发生。如果你关闭美国的燃煤发电设施，这会导致我们将无法在一个亮着灯的房间举行这次会议。因此，这是一个非常难以解决的问题，甚至是很难在短时间内取得重大进展。

现在，中美能源公司在过去五年左右的时间里，我们已经投入建设了大量的风力发电，可能和其他任何公司一样多。但我们对煤炭的依赖程度很高。与 20 年前相比，**风电是更清洁的煤炭，但我们将在很长一段时间内依然依赖煤电。**而且，你知道，这显然是一个世界性的问题。中国正在以非常快的速度建设燃煤电厂。这将需要全球范围内的合作和领导。而且，坦率地说，美国在领导地位方面并不占优势，因为，你知道，从人均角度来看，我们对这个星球的负面影响不亚于世界上任何一个国家。

所以对我们来说，到处向人们说教有点困难，但在我看来，我们需要一个能够超越我们过去记录的领导者，并得到世界主要国家的合作。但我不认为它会很快发生。查理在这件事上没有我那么悲观。查理？

芒格：我认为，那些非常反对使用煤炭的人应该反思一下：他们更愿意快速消耗哪一种能源——碳氢化合物（植物）、石油和天然气，还是煤炭？我宁愿把煤用完，因为它不太适合作为我们养活世界所需的化学原料。所以我认为这是出于环境原因，**就人类而言，我们非常支持使用煤炭。**大多数人不这么想，但我这么想。（众笑）

巴菲特：查理不会从数字中找到安慰。

芒格：没有。

11、不要把地区性银行混为一谈

股东：我的名字是罗萨特·巴斯塔。我住在加州的萨克拉门托。过去一年，大多数小型地区性银行的股价变得更具吸引力。你对投资地区性银行有什么看法？如果你要购买股票，你会仔细研究哪些区域？

巴菲特：是的。我认为，无论你怎么定义它们，你不应该根据诸如小型、中型、地区性或全国性银行之类的事情做出明智的投资决定。**银行在很大程度上取决于机构的性质，很大程度上反映了你所拥有的 CEO 的类型。**

银行可以出任何状况。它可以意味着一个机构正在做各种疯狂的事情。很多年前在底特律有一个叫做联邦银行的银行，它走了极端，但它在华尔街很受欢迎。它也可能意味着最健全的机构。伯克希尔曾唯一一家完整拥有的银行，在伊利诺伊州的罗克福德，由一个叫吉恩·阿贝格的人经营。而且，你知道，不管它是一家超区域性的银行，还是一家小型或中型的银行，都没有任何区别，吉恩·阿贝格除了经营一家超级稳健的银行外，不可能经营其

他任何东西。所以，我认为你应该了解一些管理层和机构的文化，来做出坚定的购买银行的决定，而这对 99% 的银行来说是很难做到的。我们持有银行股票，如富国银行、美国合众银行和在布法罗的 M&T 银行。在这三个案例中，我认为我非常了解这些机构的 DNA，以及它是如何运作的。这并不意味着这些地方不会出现问题，因为它们总会出现问题。但在我看来，这确实意味着它们不会受到我所称的机构愚蠢行为的影响。但我不会说所有的银行都不受影响。事实上，有一个非常聪明的人叫莫里斯·科恩(MorrisCohen)曾说过，"银行比银行家多"，如果你仔细想想，你就会明白我的观点。(笑)查理？

芒格：嗯，我认为提问者说到点子上了。我们许多非常大的银行，无论是在这里还是在欧洲，都给整个行业蒙上了一层耻辱的阴影，这无疑是重挫了一些根本没有任何问题的小银行的股票。所以我认为你正在一个可能有巨大回报的领域进行勘探。

巴菲特：是的，但是你可以找到一些大银行——我不知道，如果你把佛罗里达州最小的 20 家银行和最大的 20 家银行放在一起看，就佛罗里达州的房地产状况而言，哪一类银行的状况会更好。

芒格：但这是一个有前途的领域。(众笑)

巴菲特：这是查理的极度乐观的言论。(众笑)

12、核扩散是"人类的首要问题"

股东：下午好。我叫 MattThurman，伊利诺伊州芝加哥市。巴菲特先生、芒格先生，考虑到最近在叙利亚、伊朗、朝鲜和其他国家发生的事件，你们对防止进一步核扩散有何想法？谢谢。

巴菲特：是的。嗯，这是人类的大问题，还有化学和生物领域其他大规模杀伤性武器的扩散。妖怪们已经从核知识的瓶子里出来了，随着时间的流逝，越来越多的人将会知道如何对剩下的人类造成巨大的破坏。你会有一定比例的人口是精神病患者或自大狂或宗教狂热者，他们会诅咒他们的邻居。而瓶颈将大概是核材料，以及某种程度上的可运输性。我认为，人们现在一般将大规模毁灭性武器威胁与恐怖分子和某种流氓组织联系在一起，而不是与国家联系在一起。但我认为，这两个问题都是对人类未来的巨大威胁，而在这方面没有取得多少进展。我们应该尽一切可能减少获得核材料的机会，我甚至对此有一些想法，你可以在"核威胁倡议"上查阅，也许可以在网站上查阅。实际上，我们已经有了一个提议，至少对于所有拥有高浓缩铀的国家来说，这可能会减少一点点的理由。但它是人类的首要问题。如果你有 65 亿人口，在这个世界上，你可能会有接近两倍的人对他们的邻居

怀有恶意，这概率比你拥有 30 亿人口的时候多。在很长一段时间里，如果你是个精神病患者或什么的，你可以捡起一块石头，扔向下一个山洞里的人，然后你的武器就会转向弓箭、步枪和大炮。但几千年来，造成大规模破坏的能力相当有限，无论你多么疯狂。1945 年，爱因斯坦说原子弹“改变了世界上的一切，除了人类的思维方式。”这是在广岛爆炸后不久发表的评论。我们生活在一个伤害他人的能力呈指数增长的世界，我们还没有摆脱那些想要伤害他人的疯子和人。不管是伊朗还是其他国家，不管是恐怖组织还是其他什么，我们生活在一个非常非常非常危险的世界，随着我们的发展，这个世界变得越来越危险。自 1945 年以来，我们一直非常幸运，你知道，当古巴导弹危机在 60 年代出现时，你知道，当时出事的概率可能是一半对一半，我认为我们很幸运，我们能与赫鲁晓夫打交道，我们也很幸运，肯尼迪的做法和他一样。但我们很幸运，查理和我在 60 年代的时候谈了很多。

但它不会消失。你会希望，至少在美国，我们有一个政府，不管是共和党还是民主党，核话题是那里最重要的议程之一，他们试图找出一种方法来最大限度地减少这种风险。但你不能消除它。它已经从瓶子里出来了。但最重要的是，要将我们真正卷入的危险降至最低，这背后的死亡的规模是从未有人考虑过的。查理？

芒格：是的。好吧，你谈论的死亡规模是人们以前从未考虑过的。人们最近发现，墨西哥的人口可能减少了 95%是由于欧洲人带来了他的病原体。这曾是一个相当大的文明，但也通过了这个小考验。这些事情可能会发生，而且已经发生了。再看看今天的墨西哥。我不认为它会消灭人类这个物种。我希望这能让你振作起来。(众笑)

巴菲特：适者生存。这是个很好的问题。我希望我知道一个更好的答案。

13、巴菲特给年轻人的建议

股东：下午好...来自佛罗里达州的阿波普卡。我要感谢你们给我这个极好的机会，让我学到了更多关于金融的知识，同时也度过了一段美好的时光。很有趣。我在佛罗里达州奥兰多市的巴伦西亚社区学院教书。我教行政与商业管理。我为我的学生通过上大学来投资自己而喝彩。我还想强调经济独立和财务自由。我告诉他们，稳扎稳打才能赢得比赛；同时，良好、健全的财务管理；然后是互惠定律。我让他们跟踪一段时间内的每一笔支出。而且，从理论上讲，他们也会购买一只股票，并在一段时间内跟踪这只股票。我们跟踪最新的金融新闻，最新新闻，他们也有研究论文。(掌声)谢谢。我还应该做些什么，来引导他们做出合理的财务决策，拥有快乐、健康的财务生活？

巴菲特：我现在就准备雇佣你的整个班级。(众笑)嗯，我想你给了他们一些非常好的建议。我认为你能做的建

议是，最重要的投资是你自己。很少有人能把他们的潜在马力，转化为他们生活中实际输出的马力。潜力超越了现实，成为如此多人关注的一个巨大因素。

你们可以在课堂上尝试的一个例子。我告诉他们，当我与高中团体交谈时，想象一下，你已经 16 岁了，今天我会给你一辆你自己选择的汽车，任何你想选的车，但有一个附带的条件，这是你余生中唯一能得到的一辆车，所以你必须让它持续下去。你可以挑出你想要的最好的车，比如玛莎拉蒂，不管它是什么。你会如何对待它？嗯，当然，在你转动钥匙点火之前，你会阅读用户手册大约五次。你会把它放在车库里。车上的任何一点小锈，你都会立即解决。换油的频率是其理论该换的两倍，因为你知道它要用一辈子。然后我告诉学生们，你们有一个身体和一个头脑，它将会伴随你们一生，你们最好以同样的方式对待它，你们最好现在就开始保养它，因为当你 50 岁或 60 岁时，开始担心自己的身体健康对你没有任何好处，因为那个小斑点的锈已经变成了大的东西。

所以，你的学生应该做任何事情来投资他们的身心，特别是你的思想。我们并没有在我们的身体上花太多功夫，(笑声)但是这是值得的。它会以一种非凡的方式得到了回报。你最好的资产是你自己。在很大程度上，你可以成为你想成为的人。

当他们在大学上课的时候，我只是让他们想象一下，他们会买下他们的一个同学，在他们的余生中拥有 10% 的股份。他们会选哪一个？他们不会选择智商最高的人，也不一定是成绩最好的人。他们会选择一个靠谱的、有效率的人。而人之所以有效，是因为别人想和他们一起工作。他们想在这些人的身边。而对于其他人，人们可能不想和他们在一起。这些都是个人无法获得的品质，慷慨、幽默、准时、不求人多但求人少、帮助他人...所有这些人类品质都会让别人兴奋，但也有一些东西会让别人厌烦。这些都是习惯，是你在学生年龄时养成的习惯。他们今天所拥有的习惯将伴随他们一生，所以为什么不拥有好的习惯呢？所以这是我给你的学生的唯一信息。(掌声)

芒格：好的，我有一个具体的建议来回答你的具体问题。我将通过教导他们避免被卖方和贷方使用卖方和贷方贸易的标准技巧所操纵，因为这会使他们处于不利地位。没有比 Cialdini 的《影响力》更好的书了，我想 Bob Cialdini，他是股东之一，就在这里。所以我有一本新的教科书，我建议你们把它加到你们的课上，那就是 Cialdini 的《影响力》。他刚刚出版了一本新书，今天在奥马哈上市，我想，这是第一次上市，书名是《说服》(YES)。所以这里有两本书，我建议你把它们加到你的课上。(掌声)

14、投资球队是一种精神投资

股东：我是安德鲁(听不清)，来自伊利诺伊州芝加哥市，我今年九岁，是一个超级棒球迷。我知道你喜欢棒球，我最喜欢的球队是芝加哥小熊队。你想从山姆·泽尔手里买下芝加哥小熊队吗？(众笑)我的问题是，你认为购买棒球队是一项好的投资吗？(掌声)

巴菲特：这是一项很好的(精神)投资。但这不一定是一项好的(财务)投资，尽管球队的收益增加了很多，因为有线电视使其价值大大增加了。实际上，电视扩大了体育场。瑞格利球场，我想，可能不到4万个座位。所以当我1939年第一次去那里观看职业棒球大联盟比赛时，那里有4万个座位。但后来出现了有线电视和付费电视，实际上是棒球或体育网络的付费有线电视，这大大增加了座位数量。现在，球队将很多钱都花在了球员身上，但也有一些钱花在了老板身上。当我在你们这个年纪的时候，我会想如果我赚了很多钱，我会买下一支球队。(笑声)但有很多事情我想我当时会做但后来我没有做。所以，如果小熊队以7亿美元的价格出售，而你的银行账户上有其中的一部分，我不认为我会以这个价格买进。

拥有球队对许多人来说是一种精神收入，这让他们出名。也许不是以他们买下球队时所预期的方式，但你知道，这是一种立即出名和获得认可的方式。只要我们生活在一个人们有很多很多钱的社会，一定比例的人就会想要因为他们在生活中做得很好而出名，而拥有一支球队当然是这样做的一种方式。显然，这不是人们购买它们的唯一原因。但我要说的是，你不是第一个问我要不要买小熊队的人。(笑)我接到过其他人打来的一些电话——不是萨姆打来的，我想这个问题还是留给你们吧。查理？你知道买一支球队的事吗？他会比我更难推销。我可能会做一些像那样愚蠢的事情。

芒格：嗯，你已经做过一次了。(笑声)

巴菲特：是的。查理总是一针见血。

15、美国可能非常富有，以至于不需要储蓄

股东：主席先生，副主席先生，我叫安迪皮克，来自康涅狄格州的韦斯顿。从历史上看，美国人在个人、市政、州和联邦层面都不储蓄。另一方面，亚洲人把大约40%的收入存起来。入不敷出是美国人的生活方式，显然不能继续下去。首先，为什么美国人不储蓄，其次，我们能做些什么来纠正这个长期问题？谢谢。

巴菲特：是的，这个国家的储蓄率已经大幅下降，甚至可能是负的，尽管在我看来，这个国家的价值，以实际价值计算，我认为，在十年到十年间确实有相当显著的增长。因此，我不太清楚在没有储蓄的情况下这是如何

发生的，但在我看来，这个国家作为一个整体，其实际价值比 10 年、20 年、30 年或 40 年前要高得多。所以发生了一些好事。但至少在大多数情况下，储蓄的倾向似乎是与生俱来的。我的意思是，我们有一位来自佛罗里达的朋友教孩子们存钱，我认为这有一定的影响。我应该感谢安迪·海沃德(Andy Heyward)今天早上做的那个很棒的卡通，他有一个我正在参与的项目，我们认为以卡通的形式可能会影响一些年轻人去储蓄。

如果你持有伯克希尔的股票，你就是在自动储蓄，因为我们保留了收益，而你对这些保留收益的间接利益就是一种储蓄。所以你可以把你收入中的每一美元花在其他方面，如果你拥有伯克希尔，你就是在储蓄，这是我 40 年来一直遵循的做法。有时让我的家人感到惊愕。

你知道，储蓄率是基于对消费和进口等的计算。我们进口的商品和服务，比出口多出 7000 亿美元。这意味着，当我们向美国出口所有权和索赔时，其他人在为我们节省开支。我认为，随着时间的推移，这将产生后果，但我们太富有了，这可能不是很明显。我认为，美国人的平均生活水平将会提高，尽管我认为这可能是非常、非常、非常不成比例的，尤其是超级富豪与中产阶级相比获益的程度。但是，总的来说，即使按照我们目前的政策，按净实际价值计算，我认为这个国家的人均价值将在今后十年中不断增长。但在储蓄率非常高的中国或韩国等国，这种情况不会发生。美国可能不会储蓄很多，因为它可能不需要储蓄很多。我们的人均国内生产总值为 4.7 万美元。它可能分布得不是很好，但我们是一个非常、非常、非常富有的国家。一个非常富裕的国家可能不需要像一个试图发挥其潜力的国家那样储蓄。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

16、希望德国家族企业出售时考虑伯克希尔

股东：巴菲特先生、芒格先生，我是来自慕尼黑的 Uta Bauda，一个来自德国的家伙。我们将在大约 14 天后再次在德国的法兰克福的联合俱乐部见面。我想先问你一下，你来德国的原因是什么？谢谢。

巴菲特：是的。这很简单。我们希望德国企业有更多的家族所有者，在某些情况下，当他们觉得有必要将自己的企业货币化时，他们会想到伯克希尔。我们希望出现在他们的雷达屏幕上。我们希望他们处于 Wertheimer 家族或 Paul Andrews 家族不久前在这里的位置，或 Pritzker 家族在这里的位置。当他们有一些理由，可能是各种各样的理由，想把他们非常关心的一家非常好的公司的所有权转化为金钱，他们会考虑给我们打电话。如果他们关心自己的生意，我们是他们最好的选择。我认为我们在德国的雷达屏幕上远不如在美国那么显眼，这可能是我早

些时候应该做得更多的事情，但现在我将在几周内拜访欧洲的四个国家。当我们离开的时候，我想我们会被更好地了解——我们在寻找什么，我们能为那些公司做什么，他们为什么要给我们打电话。我想一个月后，我们会比现在更好地被了解。查理？

芒格：是的。在发明和工程方面，德国是一个特别先进的文明国家。你现在走进一家美国印刷厂，机器上的名字都是德国的。虽然不是全部，但大部分都是。现在，一些德国人来到美国，成立了印刷设备公司。但德国人在美国一场又一场商业竞争中的影响力令人惊叹。这是一个非常合乎我们寻找好生意逻辑的地方。

巴菲特：听起来查理应该马上动身。(众笑)

17、芒格谈住房："特别愚蠢的混乱"

股东：我叫 Len Yaffe，我和我的妻子 Ruth 住在加州的 Tiburon。我想知道，当前的经济压力是否会让你想起美国或其他国家历史上的任何一个时期，如果是的话，我们是否可以从过去的时期中学到一些东西，从而帮助我们更好地管理当前的时期？

巴菲特：嗯，他们都有点不同，但也都有相似之处。但这一次，显然更多的起源于抵押贷款领域和住宅房地产泡沫。但是，在一个领域开始出现的问题会以某种方式扩散到其他领域。但我想说的是，在我的一生中，我不记得有哪个住宅房地产泡沫像这次一样，引发了冲击波，并暴露了其他地方的其他做法的弱点。

但我不认为这种分析有什么神奇之处。我认为有些愚蠢的事情，人们很快就不会再做了，完全一样的事情它们也不会再发生，但它们的变体会在某一时刻出现。导致人类行为愚蠢的原因，是因为人们有一种原始冲动——就致富、利用杠杆以及想要相信牙仙和诸如此类的事情而言，这在人类行为中不时地冒出来，有时它们冒出来的规模非常大。至于在解决方案或其他方面有什么独到的见解，我没有。查理？

芒格：不，这是一个特别愚蠢的混乱。现在，在之前的会议上，我们谈到了一些白痴，他们决定开一家外卖杂货店，就像以前的巴菲特商店一样。Webvan 基于互联网的食品杂货递送服务。真是个愚蠢的想法。(众笑) 当然，它遭遇了可耻的失败。但这比人们在抵押贷款领域所做的更聪明。(众笑) 它聪明多了。我只是希望我们那些在 Webvan 上才华横溢的人能够回来。顺便提一下，这让我想起了我对政治发展的总体态度。我有一条感受如下：在有生之年里，政客们从来没有坏到你不要他们回来的地步。(众笑)

巴菲特：盲目乐观。(笑)

(Webvan，这是一家美国的网上杂货零售商，曾经一度非常著名。当时，Webvan 一度雄心勃勃，开支巨大，而

且其管理团队也都是非常著名的人物)。

18、金融危机时代的资产应以市场价值来衡量

股东：我是来自洛杉矶的鲍勃·克莱恩。关于最后一个问题，你能谈谈世界主要金融机构财务报表的准确性吗？应该做些什么来正确评估他们的资产，比如抵押贷款、杠杆贷款、CDO，以及查理所说的其他资产，这些资产在获得之前都是很好的。由于这些银行和经纪公司的杠杆通常是其有形资产账面价值的 15-20 倍，因此没有太多的误差空间。那么，怎样才能提高财务报表的完整性呢？

巴菲特：嗯，这是一件非常困难的事情。我仍然强烈倾向于使用公允价值。至于是否应该使用公允价值有很多争议，但这可能是确定价值的合理方法。虽然在许多情况下，这很难确定。但你是否应该使用这个或其他一些数字，如成本，因为人们说，现值是不具代表性的等等。

我认为，作为一个社会整体，**当你开始公开地以不合理的价格对事物进行估值时，你会遇到更多的麻烦，而不是你是否尽最大努力对它们进行估计。**尽管这些估计可能在许多情况下会被证明是乐观的，而且在某些方面肯定是不准确的。因此，我坚持认为金融机构至少必须尝试在公允价值基础上报告其资产。

我以前用过这个例子，但当你进入 CDO 的衍生品时，如果你看到的是一种标准抵押贷款——住房抵押贷款支持证券，它可能由支持这种工具的数千笔抵押贷款组成。然后，该工具可以被分成 30 个左右不同的部分，其中每一方对收到的资金回报有不同的要求权。现在，这种衍生品本身可能很难理解。然后，你把这些抵押贷款证券中的一些较低级别的部分(可能是 50 个)拿出来，创建一个 CDO，然后你就这部分创建一个 CDO。所以，现在你创造了一大堆初级的、非常相关的、也许是糟糕的工具，然后你把它们放在一个 CDO 中，并说，因为你把它们放在一起并多样化，理论上，你就得到很多 AAA 评级。这是一个很大的错误。然后，**当你拿出一批 CDO 中评级较低的部分，并将它们放入 CDO 的衍生工具中时，这就是无知的平方。**

如果一种住房抵押贷款支持证有一份 300 页的招股说明书，而你必须阅读其中的 50 页才能理解一种 CDO，那么你的招股说明书就多达 15000 页。如果你不得不再读 50 多份 CDO 说明书，以及其背后的材料，来评估 CDO 的衍生工具，你不得不读大概 75 万页来评估一种证券，这是疯狂的。

让人们对此类东西估价，因为他们说市场上 1 美元卖 10 美分是不具代表性的，所以我不使用它来估价，而是用我支付的 100 美分来进行估价。我认为这是令人厌恶的。我认为，告诉管理层，你必须用市场来评估这些东西的纪律，虽然可能不那么严格，但可能会阻止他们做一些他们本来会做的事。如果他们认为，他们可以以一些虚

构的或以成本，来对这些东西进行估值而不受惩罚，这将是非常愚蠢的，从市场的角度来说，这将是虚构的。

我倾向于市场价值方法。当你接触到非常复杂的衍生工具时，我不知道你是如何评价它们的。查理是所罗门公司的审计委员会成员，他们会花上很多很多个小时，我想他们会发现其中一个被打错了 2000 万美元或类似的数字，而在过去，2000 万美元是真正的钱。

芒格：这只是冰山一角。美国工业内部发生的很多事情并不美好。(众笑)

巴菲特：是的，只是冰山一角。所以你可以加上香肠和法律(注：芒格之前曾借此讽刺立法过程)，也许你应该在人们不应该目睹的事情中添加会计实务。(笑)

芒格：我认为部分麻烦来自于我所在的共和党的一些重要成员。这些人中的一些人过度沉迷于安·兰德和他们在经济学 101 中学到的东西，他们开始思考，如果在自由市场体系中，发生的任何事情是人类天性的自然反应，即使是一场大谋杀，那也是一种可取的发展，也是明智的风险分配的一部分。我不知道为什么大人们会有这些愚蠢的想法，但他们确实有，其中一位是美联储主席。我认为艾伦·格林斯潘做得很好，但他对安·兰德的评价有点过头了，他倾向于相信，如果这发生在自由市场，那就没问题。我认为，有些事情是应该禁止的。如果许多事情被描述为"这是一种将风险进行多样化分散的金融创新"。如果这句话在所有话语中都被禁止，这个国家就会运转得更好。(掌声)

19、美国人对公共交通的厌恶不会很快改变

股东：我叫丹·施密特，来自明尼苏达州的伯恩斯维尔。我想听听您对未来公共交通的看法，以及它与铁路的关系，以及这些交通系统和铁路在未来客运方面是否会扩张？

巴菲特：是的。美国公众基本上不喜欢公共交通。我的意思是，当它被需要的时候，人们会忍受，但美国人对汽车的热爱，也就是对公共交通的厌恶，有点势不可挡。我以前在公共汽车公司工作。而且，你知道，你可以向人们提出关于使用公共交通的各种理性论点，但一人开一辆车似乎是一种非常流行的出行方式。

我认为我们不太可能在这个国家看到公共交通的大规模扩张。我认为美国公众，出于这样或那样的原因，无论他们是否受过训练，或者这只是他们基因构成中的某些东西，他们都不喜欢出去等公共汽车或其他什么东西，比如电车。他们想开他们自己的车。即使汽油价格接近每加仑 4 美元，他们也想去某个地方，花很多钱停车，他们也不想车里挤成一团。这似乎是人类的本性。也许它会改变，但我从不喜欢押注在一个长期朝一个方向发展

且不可逆的东西，除非有相当有力的证据。查理？

芒格：你对此的看法比我更乐观。(众笑)

20、芒格处于"同意戈尔的尴尬境地"

股东：嗨。我是来自明尼苏达州北奥克斯的 Tom Nelson。我的问题是问查理。如果你掌管这个国家，你会如何处理阿尔·戈尔(Al Gore)所谓的气候危机？

芒格：当然，我很尴尬地同意 Al Gore 的观点，我们不应该燃烧这么多的碳氢化合物。(掌声)我只是有个不同的理由。但他的大脑运作方式和我的不一样，你得自己判断你更喜欢哪一种。(众笑)

巴菲特：我们稍后会进行投票。(众笑)

21、对 CDO 风险的分歧

股东：下午好，沃伦和查理。我是印第安纳州埃尔克哈特的弗兰克·马丁。

巴菲特：很高兴你能来，弗兰克。

股东：谢谢，沃伦。我最喜欢的一句格言是："要赢，首先你不能输。"你们刚才读到的 2006 年年度报告的节选，使这句格言又有了新的时代性，我认为这句话既有预见性又有预见性。注意我说的是"预言"(prophetic)而不是"可悲"(pathetic)。在与格林斯潘意见相左的几次场合中，你称衍生品为"金融大规模杀伤性武器"。我们都有自己的证据表明美国目前正处于衰退之中。目前表现温和的企业违约率上升，如果衰退加剧，我们回到 2002 年或 1990 年代初常见的违约率水平，信用违约互换(CDS, credit default swaps)问题会成为对金融稳定的严重威胁吗？我尊重你，因为你是有史以来最伟大的风险评估者之一。但你和查理必须考虑，在没有准备金的情况下，在没有真正理解定价风险的情况下销售保险，虽然是一种令人憎恶的行为。根据你的判断，CDS 市场是否有可能超越次级抵押贷款市场(subprime mortgage market)，成为金融危机的下一个因素？

巴菲特：你可以看到这些数字，但最后出来的 CDS 市场数字超过了 60 万亿。现在，在这些事情中有很多重复计算和所有类似的事情。但毫无疑问，信贷违约市场的双方都有大量资金。他们称之为信用违约互换(CDS)。你可以把它看作是防止公司破产的保险。实际上，我们已经大规模地承保了两种类型的衍生品(卖出指数看跌期权)。我们在年度报告中对此进行了解释。我们在昨天发布的新闻稿中再次解释了这些问题。我们已经承保了一种书面保险，如果在给定指数中上市的公司出现违约，它会给其他人带来回报。我们把这些公司分成 9 等份。我们在这

些事情上承保了各种各样的风险，我认为我们会赚很多钱，尽管我们也可能会赔钱。这将取决于今后几年的信贷情况。我认为毫无疑问，企业违约率将会上升。我在承保这份保险的时候已经计算过了。

至于 CDS 信用违约互换这个市场的规模，是否会导致金融市场出现任何形式的混乱，我认为可能不会。尽管如果贝尔斯登倒闭了，比如，你会遇到对手方大量解除合同的情况，他们必须确立自己的债权等等。所以你会遇到相当混乱的情况。任何时候 CDS 仅仅是一方向另一方支付的款项(单向)。所以这是一个负和项。当某人在次级抵押贷款上损失钱时，他们损失的是真正的钱。现在，有些人可能会以比之前更低的价格买房子，但次级贷款坏账时并没有等价的美元交换。有了 CDS 保险，就有了美元互换。所以只要交易对手付款，如果 A 涨了 100 万美元，B 就跌了 100 万美元。问题是，如果你遇到贝尔斯登那样的情况，而美联储没有干预，那么交易对手是否会失败，你会遇到很多连锁反应，但我认为这不会发生，而且我认为发生的可能性由于美联储介入贝尔斯登的事实已经大大降低。

在 CDS 方面，一方向另一方支付了巨额款项。我记得，有一家相对较小的 Fairfax 金融公司，它在 CDS 方面做了超过 10 亿美元。好吧，有些人损失了十亿美元，但这并没有对系统构成威胁。这对那个损失了 10 亿美元的家伙构成了威胁，但随着事件的继续发展，他必须继续提供抵押品。所以他并不是一夜之间就损失了 10 亿美元。因此，尽管在过去 18 个月里，CDS 一直是最不稳定的工具。没有什么比这更波动的了，也许有一些次贷指数，但实际上是 CDS 最不稳定。这并没有在金融系统中产生问题。所以我不认为这可能是问题的原因，特别是如果美联储在看到，他们认为太大而不能倒的投资银行或太大而不能倒的银行需要介入的话。

这可能导致一些机构遭受巨大损失，但其他机构也将获得相应的巨大收益。我的确认为有这样的风险，金融系统在一夜之间崩溃，我认为这是贝尔斯登造成的。但也许别的东西也会触发，比如在曼哈顿爆炸的核弹，或者类似的东西。这种事情如果出现不连续性，比如前一天发布的抵押品完全不能满足突发情况，当时肯定有大量的 CDS，这可能会导致相当程度的混乱——它可能会加剧。查理？

芒格：嗯，我认为你的问题是，我们会不会因为 CDS 信用违约互换而陷入一场大混乱。会的，我们当然会。我认为这种愚蠢虽然极端，但并不像把流浪汉从贫民区扫地出门，给他们抵押贷款买房子那么糟糕。但这也相当糟糕。关于 CDS 的一个有趣之处是，我们假设你在保证人们不会因为发行 1 亿美元的债券而遭受损失。而如果 CDS 不是 1 亿，而是 30 亿的话，那现在你已经有了价值 30 亿美元的合同，这真的有很大的激励让某人失败。

当然，他们可能会以某种欺诈或极端的方式进行操纵，以较小的损失换取较大的回报。监管机构允许这种结果在美国发生是疯狂的。过去，没有保险利益的人，给不认识的人买人寿保险是违法的，因为社会担心人们会这么做，然后杀了那个人。这就发生在洛杉矶。我们有可爱的、小老太太把流浪汉赶出了贫民窟。然后她们会给他们买人寿保险。两年过去了，他们用伪造的肇事逃逸事故谋杀了他们。

所以人类的本性就是这样的唯利是图，目的是得到巨大的回报。为什么我们要在相对不受监管的市场上，进行这些巨大的赌注，这些赌注的规模是最初发行债券的 10 到 20 倍，这太疯狂了。如果我这样做是为了讽刺，你会说我言过其实了。我其实是在轻描淡写。我们在这个领域有一大堆监管机构和业主。(掌声)

巴菲特：查理，满分；自由市场看不见的手，零分。

22、巴菲特对何时支付股息的测试

股东：嗨，巴菲特先生和芒格先生。我的名字是 NeharickAneela，我来自德克萨斯州的休斯顿。我是一个七年级学生，我 12 岁了。巴菲特先生，我想知道为什么你不相信分红，而你的导师格雷厄姆却相信分红？他在很多方面影响了你，但为什么你没有受到影响而相信分红呢？谢谢。

巴菲特：嗯，我必须在某些方面表现出一点个性。(众笑)答案是，在很多情况下，我都相信分红，包括我们持有股票的公司。关于是否支付股息的测试标准是，你是否能够继续为你保留的每一美元创造一美元以上的价值。

以我们拥有的喜诗糖果为例。事实上，喜诗糖果公司几乎把他们赚到的所有钱都付给了我们，因为他们没有能力在喜诗糖果公司的业务中明智地使用他们所赚的大笔资金。因此，喜诗糖果保留资金将是一个巨大的错误。所以他们分配给伯克希尔，我们希望希望我们把钱转移到其他地方，而以现值计算，这些美元将价值 1.1 美元或 1.2 美元。如果喜诗糖果是一家独立的公司，我们会简单地支付大量的收益，并将几乎所有的收益，以股息进行分派。就像我们现在做的一样，只是这些股息都分给了伯克希尔。

如果我们保留这些钱，股东们会过得更好。不管他们是应纳税还是不应纳税，不管他们是基金会还是靠收入生活。因为如果他们要得到 1 美元的股息，而它在现值基础上将变成了价值 1.1 美元或 1.2 美元的市场价值，那他们最好卖掉一小部分股票并通过这种方式实现所需的金额。当他们通过这种方式获得所有收益时，他们将拥有更多的钱，而不是我们以股息形式支付。

但是，如果有一天我们认为我们不能有效地利用这笔钱，使每一美元的留存创造出一美元以上的市场价值，

那么就应该把这笔钱支付出去。而且，就像我说的，我们在伯克希尔内部单独做这件事。但由于我们有能力在公司内部以节税的方式重新分配资金，我们有更多的理由保留我们所有的收入。

我们喜欢那些我们投资的公司，特别是他们在自己的业务中不能有效地使用这些钱。在某些情况下，他们100%的收益都支付给我们。而好市多支付的很少。他们有没有支付过一段时间的股息，查理？

芒格：他们虽然增长非常迅速，但他们没有支付股息。但最后他们还得付钱。伯克希尔的政策也大致相同。沃伦一直计划支付巨额股息，他以圣奥古斯丁的方式来做，他说，“上帝赐予我贞洁，但现在还不是时候。”

巴菲特：对。我一直很欣赏这一点。

23、西南地区的电力

股东：各位股东，巴菲特先生、芒格先生，大家下午好。我叫 Richard Meyers。关于你刚才的意见，我将谈谈亚利桑那州和南加州，并提出一个问题：你是否对从亚利桑那州到加州的电力走廊了解或感兴趣？由于加州是一个阳光明媚的州，我们应该能够拥有自己的太阳能系统。我从今天凌晨两点半开始排队，我想我为此已经省了20 美元，我想知道我能买哪一本书对我和我的家族最有好处。谢谢。

巴菲特：好的，告诉我们关于书的事情。你是说整个名单？

股东：20 美元能买哪本？(众笑)

巴菲特：可能是那些今天卖得不太好的。(众笑)是啊，我对书的价格不是很熟悉。我们试图在那里有一个很好的选择。我有点偏爱 Larry Cunningham 的书《巴菲特致股东的信》，因为他重新改写了我自己写的所有的东西。(笑)但是，我认为整个系列都很好。我不想推荐其中一个。我对第一个问题一无所知。查理，你呢？

芒格：嗯，我知道一点。你知道，加州确实在大峡谷附近建造了煤电厂，因为加州不想污染环境，但它需要电力，而且在大峡谷那里的煤电厂离煤矿更近。最终，这引起了巨大的骚动，就像我们听说的克拉马斯河一样。而大峡谷，也开始有一些能见度的问题。我认为这些电厂可能已经退役，或者即将退役，所以这是一个非常复杂的问题。我很高兴把问题还给你。

24、伯克希尔的国际雄心

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我的名字是阿金罗。我在八年级，住在德州的 Pearland。我请大家在看了你们 2006 年的年度报告后叫我托尼。(巴菲特笑)我的问题是，你预计伯克希尔在不久的将来会收购印度或

中国的任何企业吗？

巴菲特：好的，托尼(笑声)，我们愿意。我们在除美国之外的任何一个主要国家购买的几率都有点小，如果你能说出任何一个具体的国家。我希望在未来三年，我们可能会有机会收购一到两家大型企业。我们一直在收购与我们目前的业务相适应的小公司。目前，MiTek 在美国之外有几种可能性。但就伯克希尔将收购的主要企业而言，你知道，如果我们幸运的话，我们将在未来 3-4 年内收购一两家总部位于美国以外的企业。我们正在努力增加这样做的机会。是中国、印度、德国、英国还是日本，谁知道呢？这里面有很多运气的成分，需要特定的家庭对我们有特定的想法。但我们肯定不会排除这种可能性。

我们已经研究了在一些国家发展的一些保险公司。但是印度和中国都限制伯克希尔在他们国内保险公司的持股比例。他们都有法律来阻止我们。我知道在中国是 25%，在印度也是 25%，不过在过去一年左右的时间里，在印度可能已经改变了。我们可能不想进入一个国家，却只拥有这样一家公司 25% 的股份。我们希望法律能让我们做得更多，让我们觉得值得。但我希望我们能有所收获。你知道，当然在你这个年纪，你会看到伯克希尔在两个国家拥有企业的那一天。

芒格：没什么要补充的。

25、父母、配偶和书本是最好的老师

股东：先生们，我是来自明尼苏达州明尼阿波利斯的吉姆·詹姆斯。很显然，今天在座的 3.8 万人都受到了你们的鼓舞。有人写过关于你的书，不仅仅是因为你的理财能力，而是因为你是什么样的人。你能否分享两到三个对你有影响的人，那些影响了你的人生和投资思维的人和教育者？谢谢。

巴菲特：嗯，就我而言，我认为最大的教育家最初是我的父亲。我想查理可能也会这么说。我认为你和谁结婚非常非常重要，我很幸运，这些都是很好的老师。当然，我还有本·格雷厄姆和大卫·多德。多年来，我从各种著书立说的人那里学到了很多。我只是狼吞虎咽，到处捡东西。显然，查理从本·富兰克林那里学到了很多。(众笑)很多人认为本·富兰克林从查理那里学到了很多，(笑声)但我们俩都从我祖父那里学到了一些东西。

但是我告诉学生们，你们最重要的工作，是作为你们孩子的老师。我是说，你是最好的老师。你是了不起的大人物。你提供温暖和食物以及其他一切，而他们正在了解世界，当他们进入研究生院或其他时候，他们不会有太多改变。而且你没有任何倒带按钮。你不能做两次父母。所以你必须尽你最大的努力，作为一名教师，你通过

你所做的，而不是你所说的，来教这些年轻的孩子。当他们进入正规学校的时候，他们从你身上学到的东西可能比从别人身上学到的还要多。查理？

芒格：我认为，不同的人有不同的学习方式。比如我，我是天生从读书中学习的。如果有人跟我说话，他告诉我一些我不知道的，我不想知道那是因为我已经知道了，或者他做得太慢了，或太快了。而在阅读中，我可以以有效的速度学习我想要的东西。所以，对我来说，阅读是我的天性。对所有和我一样的人，欢迎这么做。阅读是一个很好的方法。

巴菲特：就你的实际形成而言，你从你父亲那里学到的东西可能比你从所有阅读中学到的还要多，你不这样认为吗？

芒格：嗯，是的。我的父亲是那种总是做更多的工作，承担更多风险的人。当然，所有这类例子都很有帮助，你可以从身边的人那里学到更多。但就概念而言，我得说我是从书上学到的。现在，这些写书的人是不同意义上的"父亲"。

巴菲特：是的。有一本书《聪明投资者》，很明显，改变了我的整个投资生活，也许是偶然，当我拿起了它。我甚至不记得上学的时候为什么要买回来。但是，如果你不断地挑选足够的书，你会学到很多。我曾经翻遍奥马哈公共图书馆，在书架上找书看。也许这是一种低效的方式，如果你读了 20 本你感兴趣的书籍，你会学到很多东西。不过，你不知道你会在哪一门课上学习。所以我认为，如果你找到了合适的父母，你是非常非常幸运的，这比上了合适的学校或其他类似的学校要好。而为了找到合适的配偶，你得付出了双倍的努力。

26、大机构股东应在 CEO 薪酬问题上表明立场

股东：先生们，我的名字是 Mark Slaybe。我来自芝加哥。我可能是今天最后发言或提问的人之一，所以我代表 3.1 万人感谢你们，感谢您今天对股东们表现出的尊重和礼貌。(掌声)我的问题是这样的：我在一家相当大的电脑公司工作，它是盖茨先生的竞争对手。我很好奇。作为一个普通的再也不能普通的股东，我们能做什么呢？这里有 3.1 万个奇怪的人能做什么？关于这些我们永远没有机会得到的巨大公司的高得离谱的工资、奖金、津贴，你知道，与他们工作一样的那么多的财富？作为普通股东，你会给我们什么建议，让我们能够让这个国家走上正确的道路，让这个问题走上正确的道路？

巴菲特：我想说的是，特别是在薪酬方面，你做不了太多。能做很多事的人相对较少。如果六家左右最大的

机构所有者，对一些令人震惊的极端案例发表声明——我不建议他们试图针对每一个案例采取行动，如果他们只是简单地不投票，并发表简短声明说明他们为什么这么做，这会对董事会产生影响。

因为大人物不喜欢尴尬。这会引起他们的注意。媒体是一个巨大的因素。与萨班斯-奥克斯利法案(Sarbanes-Oxley)之类的东西相比，媒体在改变企业行为方面起到的作用更大。你想要一个好的媒体。但媒体需要材料，而原材料可能是——我不会说出组织的名字，但如果你拿六个最大的投资机构来说，我认为如果他们在认为管理层薪酬实在太高的时候，如果他们能够聚在一起发表简短的声明，那将会产生很大的影响。

我不知道你们个人对此能做些什么，我也不知道你们如何为大机构创造去这样做的激励。这对他们个人来说并不是很重要。我认为很多机构用来确定他们是否认可公司行为的清单是愚蠢的。他们会遇到一种"法律问题"，他们想让人们建议他们如何投票给他们的代理人，而这有点傻。我不知道为什么他们不能自己决定什么是合适的，什么是不合适的。许多年前，本·格雷厄姆曾哀叹投资者是一群绵羊。而对于大型机构，我没有看到太大的差异。但这样做并不需要很多人。这将仅仅需要几个最大的机构愿意说出来，媒体会做剩下的事情，董事会也会对此做出回应。但他们不会回应你的。

我的意思是，你必须对此完全坦率。一个小股东可以写出世界上最有说服力的论据，我在董事会时，他们就收到过这样的信件。基本上，他们把它们交给公司秘书，然后说，"处理好这个"，或类似的东西。只有真正有效的压力，才能改变符合个人自身利益的行为。人们可不会轻易放弃私利。查理？

芒格：这是个老问题了。在英国，他们有很多阶级战争，他们一度把所得税提高到 90%左右，所以管理层没有任何可能有大量的收入，除非你不报告这部分收入。因为它的税率那么高。这对英格兰来说是适得其反的。因此，你会看到一种嫉妒政治，而它破坏了经济体系，因为自然的怨恨和嫉妒，以及涉及到过度薪酬的其他因素。

我认为，接受薪酬的人，在道义上有责任不接受过高的薪酬。有人会说，当你在美国商界出人头地时，你就有了一种道义责任，那就是接受较低的薪酬，而不是得到你能得到的全部。如果人们将成为将军、大主教或其他职务，我看不出为什么大企业的领导者不能少拿最后一块钱。(掌声)

巴菲特：你对如何贯彻这些观点有什么建议吗？(笑)

芒格：这非常困难。

巴菲特：是的。查理总是说，在他看来，嫉妒是七宗罪中最愚蠢的一宗，因为当你嫉妒某人时，你会感觉更

糟，而对方却没有任何感觉，他们反而会感觉很好。事实上，也许他们甚至会因为你的嫉妒而感觉更好。所以这是一种适得其反的事情。所以，**排除嫉妒需是你的技能的一部分**。还有暴食，这有一些好处。(众笑)也许是暂时的，可能会有一些副作用，但是，你知道，有些东西是可以暴食的。当然，我会让查理继续说。(众笑)

27、以一个组合购买医药行业是可以的

股东：你好。我是来自加拿大多伦多的 ClemmonLow。我要感谢你们的精彩会议，我认为在这里的几个小时里，我学到了很多，比在大学的日子里学到了更多。我的问题是，您投资了强生和赛诺菲这样的制药公司。你如何评估这些公司的渠道，并知道他们的竞争优势是否确实是持久的？

巴菲特：这是一个很好的问题。与许多企业不同的是，当我们投资制药这样的企业时，我们不知道未来的答案。无论如何，五年后，这将是一条不同的管道。所以我们不知道是辉瑞公司还是默克公司，或者是强生公司，我们不知道这些公司中哪一家会在三四年后推出重磅产品，我们也不去评估它。我们的感觉是，**如果我们以合理的价格购买了一批这样的公司，总体而言，制药公司会做得很好**。也许他们不像过去那么好，但他们正在做一些非常重要的事情。他们正在做的事情应该会在一段时间内提供可观利润的机会。我们不会逐一挑选。我不能告诉你什么是强生或赛诺菲的头号潜力品种。因此，我认为在这一领域，实际上，组合投资是有意义的，而这不是我们在银行或类似机构中会采用的方法。我确实认为，如果你以合理的倍数买入一批制药公司的股票，你知道，5 年或 10 年后你可能会做得很好。我只是不知道如何选择具体的赢家。查理？

芒格：好的，你垄断了我们在医药行业方面的所有知识。(众笑)

巴菲特：他一天中的晚些时候会变得暴躁。(众笑)我们马上就要结束了，但我们还可以再接受几个问题。

28、伯克希尔为何出售中石油

股东：谢谢。我的名字是周，来自中国。感谢巴菲特和芒格先生对中国和奥运不偏不倚的看法。为了支持你们，我们邀请了一群来自中国上市公司的董事长和 CEO 来到奥马哈，努力学习上市公司应该如何运营。(掌声)问个小问题。我们注意到贵公司对中石油的交易做得很快，而不是典型的买入并持有的投资方式。我们的问题是，在出售中石油的问题上，您的想法是什么？您对这些高管有什么建议？中国有积极的力量，我们欢迎每个人来参加我们的奥运会。(掌声)

巴菲特：谢谢。几个月前，我在这里见到了中国投资公司的郭博士(中投首席风险官郭向军)。我对他印象深

刻，在奥马哈和他一起吃了午饭。

关于中国石油的投资决定，就像我们在认为它值 1000 亿的时候，我们能以 350 亿到 400 亿的估值买下它一样，当油价在每桶 70 美元，大概 75 美元的时候，我认为它的价值大约是 2750 亿到 3000 亿美元，那我们可以以这个价格卖出它。和其他石油公司相比，我们不再觉得它被低估了，所以我们卖掉了我们的股票。现在，顺便提一下，就在我们卖掉它之后，它急剧上涨，因为，如你所知，他们在中国发行了 A 股，它变得非常受欢迎。中国石油一度成为全球市值最高的公司，如果是在七、八年前，这会让投资者感到非常惊讶。所以他们的工作做得很好。而如果它跌到我们认为相对于其估值相当大折扣的价格，我们会再次买入中国石油。

在商业方面，我不确定我们目前是否有很多东西要向中国人学习，是否比他们要向我们学习的更多。我不确定我们是否希望我们的一些做法传播到中国。但这是一个了不起的社会，特别是考虑到现在发生了什么。不久前，我去了大连，从市中心到我们的工厂，我花了 45 分钟的时间。我看到了成百上千的工厂，这些工厂是近几年发展起来的。中国人开始意识到他们的潜力。我的意思是，这意味着，几个世纪以来，你拥有很多有能力的人，但这个系统没有释放他们的潜力。现在它开始释放，这就是为什么你得到了非常可观的人均 GDP 增长，我认为它会继续下去。

我只会在美国行业中寻找最好的做法，然后复制它们，剩下的我都丢掉。我认为这是你学习人类行为的方式。如果你看一个有效率的人，你会试着弄清楚他们为什么高效。你知道，为什么是唐·基奥，为什么是汤姆·墨菲，为什么他们如此有效？人们为什么要围着他们转？为什么他们是领导者？为什么人们爱他们？当你看到了人类的某些品质，你应该模仿这些品质。当你看到一个本该拥有一切的男人而镇上的每个人都讨厌他时，你就会想确保自己没有这些品质。好吧，我会在考察这个国家的企业时做同样的事情，努力寻找我欣赏和效仿的东西，并非常努力地确保，不让你在这里发现的令你反感的東西，侵入你自己的系统。查理？

芒格：好的，我希望你能回到中国，告诉他们，你至少在这里遇到过一个人，他真正赞同孔子并强调尊老的思想。(众笑)

巴菲特：查理，我认为你应该把女性也包括进来，这样才能让自己走出困境。(笑)

芒格：这不是孔子的想法。

巴菲特：哦，好的。但这没有理由不能修改啊。(笑)

29、伯克希尔的未来希望

巴菲特：好的。我们最后一个问题，然后然后休息一下，几分钟后回来参加商务会议。

股东：巴菲特先生和芒格先生，我的名字是辛西娅·比曼，我来自加利福尼亚州的阿瑟顿。我的问题是：你对伯克希尔的未来最大的期望是什么？

巴菲特：总体来说，我希望有两件事，很显然，我希望有良好的业绩，我还希望我们的文化能够保持下去，既以股东为导向，也以管理者为导向，我们被认为是世界上最好的大型、出色的家族企业。我认为表现和这两个目标在某种程度上是交织在一起的。我不仅希望，而且完全期待，我们努力在伯克希尔的生活中建立的东西，远远超过我作为 CEO 的任期。我认为这是因为，首先，我们有合适的候选人来接替我。此外，我们有一个董事会，我们有一群经理人，他们都看到了这个系统运行得多么好。所以我认为，在美国企业中，我们拥有的文化是你能够在这个国家找到的最强大的文化。如果这种情况继续下去，我相信会持续很长很长很长时间，我认为我们会取得不错的成绩。我们不会得到很好的结果，因为你不能从我们目前的规模基础上得到很高的回报。

希望 20 年后的人们，如果拥有一家他们花了几代人时间打造的优秀企业，如果出于某种原因不得不出售它，他们会立即想到伯克希尔，他们认为伯克希尔是想要拥有这家企业的地方，作为管理者，他们希望在自己的余生里继续为这家公司工作。但这就是我的希望。如果我们能做到这一点，我们将为股东提供一些好的东西，我们将为我们所收购企业的管理者和所有者提供一些好的东西。查理？

芒格：是的。我想说，我希望看到伯克希尔更应该成为一个典范，我希望看到它对其他公司的变化有更多实际的影响。我认为这里发生的一些事情将对其他人有用。

巴菲特：我们也希望有最年长的在世经理人，但这只是次要问题。(掌声)谢谢。谢谢你们！谢谢。现在我们要做的是休息 5 分钟左右，然后我们将重新召开正式的业务会议。之后，在 4 点钟，对于来自北美以外的国际访问者，查理和我将亲自会见他们。我感谢大家的到来。我希望你明年再来，带上你的朋友。谢谢。(掌声)

正式商务会议

巴菲特：你可能会有关于伯克希尔审计或账目的适当问题。

福雷斯特·克鲁特先生是我们的秘书，他将对会议进行书面记录。贝基·阿米克(Becki Amick)小姐被任命为本次会议的选举监察员。她将证明在董事选举中所投的票数。本次会议的指定代理人为沃尔特·斯科特和马克·汉伯格。秘书是否有伯克希尔发行在外的股票数量、有投票权的股票数量以及出席会议的代表人数的报告？

福雷斯特·克鲁特：是的，我知道。正如 2008 年 3 月 5 日发送给所有在册股东的本次会议通知所附的委托书所示，作为本次会议的股权登记日，有 1,081,013 股发行在外的伯克希尔 A 类普通股，每股有权对会议上审议的议案投一票，14,033,343 股 B 类伯克希尔发行在外的普通股，每股有权对会议上审议的议案投一票的 1/200。其中 883,428 股 A 类股和 10,921,716 股 B 类股的股东代理人于 5 月 1 日晚上出席了本次会议。

巴菲特：谢谢。这个数字代表了法定人数，因此我们将直接开始会议。

会议的第一项议程是宣读上次股东大会的会议记录。我认识沃尔特·斯科特先生，他将向会议提出一项动议。

沃尔特·斯科特：我提议取消宣读上次股东大会的会议记录，并批准会议记录。

巴菲特：该动议已被提出并获得附议。是否有任何评论或问题？我们将以口头表决的方式对这项议案进行表决。所有赞成的人都说“赞成”。

(声音)赞成。

巴菲特：动议获得通过。

巴菲特：第一件事是选举董事。如果股东出席并希望撤回先前发送的委托书并亲自投票选举董事，他或她可以这样做。此外，如果任何出席会议的股东没有提交委托书，但希望亲自投票表决，您也可以这样做。如果您希望这样做，请向过道中的会议官员表明身份，他们将向您提供一张选票。希望投票的人请表明自己的身份，以便我们分发选票。我现在请沃尔特·斯科特先生就董事选举向会议提出动议。

沃尔特·斯科特：我提议沃伦·巴菲特、查尔斯·芒格、霍华德·巴菲特、苏珊·德克尔、威廉·盖茨、大卫·戈特isman、夏洛特·盖曼、唐·基奥、汤姆·墨菲、罗恩·奥尔森和沃尔特·斯科特当选为董事。

巴菲特：还有第二个动议吗？有人附议？好的。提议并附议 Warren Buffett、Charles Munger、Howard Buffett、Susan Decker、William Gates、David Gottesman、Charlotte Guyman、Don Keough、Thomas Murphy、Ronald Olson、Walter Scott 当选为董事。还有其他提名吗？有没有讨论？提名已准备就绪，等待投票表决。如果有股东亲自投票，他们现在应就董事选举填上选票，并将选票送交选举检查员。请各位股东根据所

收到的指示，向选举监察员提交一份关于董事选举的选票。阿米克小姐，当你准备好了，你可以做你的报告了。

贝基·阿米克：我的报告准备好了。截至上周四傍晚，代表委任表格持有人就所收到的代表委任表格作出的投票，每名获提名人获得不少于 935,155 票。这一数字远远超过了与所有 A 类和 B 类已发行股份相关的总票数的多数。特拉华州法律规定的精确计票证明，包括投票委托书持有人对本次会议上交付的投票委托书所投的额外票数，以及任何亲自在本次会议上投票的票数，将交给秘书，并与本次会议记录放在一起。

巴菲特：谢谢阿米克小姐，沃伦·巴菲特、查尔斯·芒格、霍华德·巴菲特、苏珊·德克尔、威廉·盖茨、大卫·戈特曼、夏洛特·盖曼、唐纳德·基奥、汤姆·墨菲、罗纳德·奥尔森、沃尔特·斯科特都被选为董事。

巴菲特：在我们休会之前，有没有人在会议开始前还有其他的事情要做？

如果没有，我请斯科特先生向会议提出一项动议。

沃尔特·斯科特：我提议休会。

巴菲特：有异议吗？现在已经提出了休会动议，并附议。我们将用声音投票。有没有讨论？如果不是，所有赞成的人说"同意"。反对者说"不"。(声音：赞成)。会议休会。

Wesco 股东大会 2008

以下内容节选自 2008 年在帕萨迪纳市威斯科金融召开的股东会上芒格答股东问。

芒格：测试一下，后面的人听得见吗？达赫姆先生有一个声明。(达赫姆：请你们不要使用视频摄像，谢谢)。

欢迎来到第 49 届威斯科股东大会。请在入口处登记你的选票，如果有人想发言，说出你的名字，等待话筒。

这是到场股东的名单，占全部委托权的 96%。现在选举董事吗？

好吧，现在开始选举。都同意吗？(是的)将动议记录在案。(6 位候选人当选。现在暂时休会。)

芒格：现在我们开始问答，**这将是漫长的苏格拉底式的问答游戏**。在提问时，请不要问及我们买入什么或卖出了什么，其他的问题都可以提，当然，我们可以不回答。考虑到你们中的许多人风尘仆仆千里而来，所以在回答你们的问题前，我先说几句。

1，关于养老金会计不切实际的 9%预期回报率

我会涉及两个主题——普通投资环境和伯克希尔的经验。通常我们避免讨论投资环境，避之如同躲避瘟疫一般。**现在大多数资产的价格之高到了让人昏昏欲睡的地步**，一间漂亮的公寓难以获得 4%的租金收益率，其中还不包括更换地毯的开销。那些财务稳健公司的债券利率是 4%。公司股票的红息率只有 2%，每年增长 4%。这样一个世界恐怕不能报销你们前来参加会议的费用。**最新一代的投资人身处于贪婪的时代，虽然其中不乏颠簸，却是获得成功的黄金岁月**。在这黄金岁月到来前的 18 年里，耶鲁大学捐赠基金的实际购买力下降了 60%，他们的真实投资回报是 0 甚至是负数。在未来，那些极度聪明的投资人完全可能获得像耶鲁那样糟糕的回报。

人们总是习惯于将储蓄积攒起来的钱投入一些时尚品中，这会让人感觉良好。但一个容易被遗忘的事实是，没有人能担保这种投资的回报足够高。**虽然也有不少人认识到这点，但对于那些管理养老金的人来说，降低投资预期回报是非常困难的**。其中的苦恼就好比纳税人面对税率的提高，或身为公司 CEO 却生就一脸苦相。他们之中的一些人意识到，如果他们执行一个简单的养老金增值计划，将很难得到自己孜孜以求的(9%)回报。这些人并不接受 4-5%的预期，因为变更计划需要大量追加资金补足亏空，这种痛苦让人无法承受。由于债券收益率只有 4%，于是他们投向其他投资品以期分享利润，通过给出"有理由的回报"这个概念来解决问题。他们投资各种对冲基金和风险资本基金、中期阶段基金、后期阶段基金、私募股权基金，等等，他们执行复杂的交易策略，参与非洲的私募股权计划，买入林地等。由于债券低下的回报率，人们转而买入替代品，到目前为止，替代品运转得还不错。许多大学捐赠基金已经这么做了，这就是我们正置身其中的游戏。**如果合理的回报是 5%，从长期看，从中**

谋求 9%回报的愿望无疑是无法实现的。

我们这一代人之所以做得如此出色，在某种程度上要归功于幸运，而这种幸运不一定会持续。未来肯定会出现许多狡辩之辞，许多人声称追求阿尔法(Alpha)，其实他们是在冒着地震的风险赚钱，如果那年地震没有发生，他们侥幸赚到了钱，这并不是体面的投资之道。获得幸福最简单的方法是降低期望值，而不是追求极端的结果。

2, 关于虚假的衍生品会计

大量的丑闻会接踵而至，金融系统中已经渗透了太多的腐败，这种腐败已经导致不愉快的事情发生。下一个令人不快的事件是什么？我认为将是衍生品交易账簿，衍生品账簿现在使用的会计原则简直令人恐怖，这里的道德和智慧令人不寒而栗。他们的惯用语是“那时你早已远走高飞了，我也一样”。登记在这些账册之中的都是一些危险品，而会计师们运用最乐观的预估值将它们的危险性一笔抹去。

我在所罗门做董事时曾见到过，如果遇到利率互换结账改变，交易双方应有一个相匹配的账本，但是他们在 1800 万的合约上，一方记录 800 万盈利，另一方记录 2500 万盈利，互为对手的双方都想将交易显示为盈利。如果他们不运用糟糕的会计原则，就无法保留自身的衍生品交易职位。

这里到处体现着格雷欣法则——劣币驱逐良币。如果你经营着一家优秀的银行，周围那些充满了男性荷尔蒙的银行将对你施加巨大的压力，压迫你和他们同进退，最后，每个人的行为会趋于一致。如果每所大学都投入资产的 2%到林业，这种火热局面就会维持相当长的时间。但这只不过是一种自我实现，一旦情况有变，人人想退出的时候，许多事情的成败只能看流动性的脸色。

定价只能在一段时间内让每个人看上去都很美。我们已经在这场抵押贷款崩溃中看到了这种后果，情况并不好，在过去的 18 个月里所披露出来的无耻和愚蠢的事件，其数量之多令人不可思议。

3, 贪婪和嫉妒在作祟

我将提一个问题，然后试着自己解答：这些事为什么会发生？是因为贪婪和嫉妒。糟糕的会计原则也难辞其咎，它反映了保守原则的集体缺失。每个部件必须保持在其最大应力之内的建造原则，被抛到九霄云外，代之而起的是‘音乐不止，舞蹈不止’的疯狂。

我没有感受到这种一定要加入其中、舞蹈不止的压力，我最喜欢的故事之一是一位德克萨斯州小男孩的趣闻。一天，他的老师在班上问了这样一个问题：在羊圈里有 9 只羊，其中的 1 只跳了出去，问羊圈里还剩下几

只？每个人的回答都正确：还有 8 只羊。只有这个小男孩说羊圈里一只羊也没有了。老师训导他说：你还没有理解数学。那男孩回答道：您一点也不理解羊。

山姆戈德温有句名言：请将我包括在外。这是我最喜欢的表述方式之一。

人们总是在推销自己并不想要的东西，这就是现代社会的组建方式。我特别喜欢的一位哲人富兰克林曾经说过：所有系统都必须有人负责，作出决定之人必须承受该决定所带来的后果。在古罗马时期，桥梁的设计师和建造者必须在脚手架被拆除之际立于桥梁之下。而在跳伞运动中，每个人的降落伞必须亲自折叠打包。资本主义也是如此运转的，饭馆的所有人必须承担所有的经营后果，如果他疏忽大意，结果也就不妙了。

富兰克林喜欢饭馆的运作方式，讨厌投资银行的运作方式，他们出售了产品，取走了钱，然后回家。这一切是怎么行得通的呢？如果没有会计师的帮助，他们连这点也做不到。我在所罗门时曾经在审计委员会待过，有一小组人来找我们，声称希望改变我们的会计准则，以便在我们的对手打算退出时低价买进。

我们的信誉原本是无价的，我们只能赚取那些合理的利润。我对他们说：除非他们跨过我的尸体，否则没门。我虽然赢得了那次战役，但却输掉了整个战争(对整个行业却无能为力)。

后安然时期(会计公司剥离咨询业务，只保留基本的财务审计)，会计师们定出了一项规则，信用越差的公司，赚取的利润越多(衍生品会计虚报不存在的利润)。在老式系统中，债务是 100%清晰的，而现在这是你不得不留意的地方，因为会计师已将此列入不予考虑之列，甚至将此定为一种标准。如果你就此问题询问会计师，他们会告诉你，这些债务太复杂了，花三年时间也搞不清楚，他们只想做一些简单的事。虽然这种债务就躺在某些账簿中，但他们丝毫不会为那些愚蠢的处理过程和愚蠢的后果所烦恼。这种方法肯定不是专家的最明智之举。

法律专家也应受到谴责，这些狡猾的家伙都患了蓄意性失明症，他们可不想拳打脚踢地从一群魁梧的醉汉手中夺走他们的饭碗。我有一个朋友，他想在他们的法律合伙公司里定下一条规矩，每年基于道德的原因放弃一名当事人的委托。这样，他们每年都能开除一名最道德败坏的和最危险的当事人。当然，这一动议在一片怒火之中流产了。现实社会中许多蓄意性失明症患者，如果你想阻止，必须有全方位的行为准则，防止人们逾越界限。

公司的奖励的多少，深受人们嫉妒的影响，人人都想获得电影明星而不是主教般的待遇。但我不认为高额奖励是必须的，绝大多数成功人士的奖金额并不高。高额奖励是文明之害，它在最大范围内将嫉妒注入人们的心中。在英国，对财富征收高额税收，以至于人人都想自己动手种植番茄。这种情形很不好，不利于生产，这是嫉

妒的一种体现方式，是嫉妒影响力的反映。我们现有的结果并不完美。

4，理性利己主义走过了头

如果回过头来看看伯克希尔，我们当然也会犯错误，但我们竭力避免去犯那些流行的错误。有人统计了一下，如果巴菲特采用 2/20 的基金收费结构，我们现在的情形会怎样：我们将不用缴纳这么多的赋税，一些股东可能早已离开，而巴菲特将赚取三倍于现在所拥有的财富。如果公司按那种方式运作，世界将变得更好吗？我不这样认为。

许多人被告之，**掌握权力的管理层是在和股东们一起创造财富，而不是在股东身上创造财富**。我不是在祈求一种不着边际的精神，在雅典时期，这种精神是一种义务，希腊语利图斯(Liturgos)就是行为规范的意思。如果你是一名领导，你不得不满足公众的要求，因为他们有放逐权。**当发生谎言和欺诈行为时，我们需要放逐权，我们需要用一些古老的方式去限制人们。**

如果你是一家投资银行，不幸需要被拯救，你的经营杠杆和业务复杂度应该有所限制，而且这些限制不能流于表面。当银行是以这种方式经营时，它们基本上表现良好。在我年轻的时候，美国银行还不像现在的胡作非为：衍生品交易、不干净的资产清算、没有规则、过度的和疯狂的自我基础上扩张，他们只想做复杂的东西，根本不在乎交易是否干净，或者交易对手能否保持交易的有效性。**对于一心想获得利润的人来说，这些都不是什么烦心事，隐藏在衍生品账簿背后的麻烦将是难以想象的巨大。**

格林斯潘让安·兰德的**"理性利己主义"**走过了头，这就好像说，只要斧钺谋杀者是一个自然产生的结果，那就会被认可。我认为你们应该制定规则，让斧钺谋杀者滚开。人们总是津津乐道于这个系统的神奇性以及风险转移，但恰恰没有意识到我们遇到所有风险中的一部分来自于有如此多的风险转移。

南海泡沫破灭后，英国当局只允许私人公司存在，对股份公司严加限制，他们就这样领导了世界 100 年(1825 年撤销泡沫法，允许建立无限责任的股份公司)。在这种情形下，**只要有适度的流动性就可以了，太多的流动性只会对人性造成伤害**。如果我说了这话，可能将永远得不到录用(联储主席)。但他们是错的，而我是对的，我们不需要那些糟糕的流动性，不需要由那些在科学上具有天赋的人们和计算机的计算能力驱动的策略，这些都不利于文明的推广。衍生品交易账簿是一大块还在不断增加的累赘。

5，伯克希尔的方式

现在让我们来谈谈一个更有趣的话题——伯克希尔现象。我们从中得到了那些经验呢？就投资而言，人们正在认识到**老式投资理念的价值，即竭力在支付的价格上换回更多的价值**。我想这种理念正在赢得尊重，它有利于人们采取理性的行动，当然，它不会让投资变得更容易些。考虑到事物的本质，轻松赚钱原本就是一种奢望。

它是如何被组织起来的？我不认为在历史上有像伯克希尔这样规模的公司，是以如此多元化的风格被组织在一起的：**总部管理人员数目极少，运营成本极低。子公司拥有广泛的自主权，没有所谓的共同文化到处拖人们的后腿**。这样的组织能走多远？我认为这样的系统可以比其他的系统走得远得多。子公司的员工有一种感觉——他们对总部的忠诚要比对子公司的忠诚逊色不少。**如果你身处帝国的首都，向各省强行摊派巨额费用，这会激起各省的怨恨**。伯克希尔各家子公司间的关联交易数目极其少，到目前为止，这种方式运作得很好，它还可以进一步发展。在此之前，还没有人达到过我们目前的水平。

企业集团系统有许多缺陷，在企业集团内，你得有一个由总部控制的独立部门系统，来推动各个子公司为实现最终的目标而努力，这会导致总部消耗大量费用。伯克希尔没有这样的费用消耗，所以它可以走得更远一些。伯克希尔已建立起这样一个系统，它的特点是**低杠杆地经营金融机构，以及并不吝惜让它的资产规模逐渐萎缩**。当然这种事相当罕见，绝大多数金融机构嘴上说的和我们一样，实际做的却是完全不同的事，**没有人愿意看着自己的领地日渐萎缩而袖手旁观**。如果你接管了通用再保险，他们渴望衍生品账簿增长就像我渴望梅毒病例一样？这个情况引起了总部的兴趣，但当我们想把利润取回来的时候，却发现利润根本不在那里，而清理衍生品账簿导致 4 亿美元的损失，由此可见，我们比其他大多数公司保守得多。

(因麦克风不工作休会。)这次麦克风事件还是有其教育价值的，他们不应该将事情搞得太复杂。你瞧，现在这个简单的麦克风系统不是好好地在做它本分之事吗？复杂的系统需要双重保护系统，还要对系统 1 备份，对系统 2 备份。恐怕就连诸神也无法完全理解复杂的系统，刚才那个复杂的麦克风系统就失去了控制。

我还记得将要谈论的问题——特权。现今，我们有政府来担保信用，允许投资银行做他们想做的事情，这种系统实在是太愚蠢了，投资银行应该有行为规范的约束，他们可以认为自己被授权，但不是那种自认为背后有美联储撑腰的特权。对伯克希尔而言，**我们可以说是保守得可笑，我们甚至为备付金预备了备付金，我们不需要在每个星期一的早上不得不对自己的信用等级进行重新评估**。我们的行为表明，我们永远不需要更新信用等级，甚至不需要外界资本。

现在有人对我们所做的一些衍生品交易有一些议论，如果其他人不该从事这种交易，我们为何能例外？投资人之所以付钱给我们，是因为我们作为交易对手，没有蒸发消失的危险。我们没有其他交易者那些奇怪的念头，我们是另类交易者(拥有强大的履约能力)。我们之所以能达成这些交易，只是因为我们的交易对手知道除我们以外，再没有其他的交易者可以做成这些交易。

如果你问我是否愿意放弃所有这些机会，回到更单纯更干净的去时光？我肯定会欣然接受。在这个由糟糕规则统治的系统中，在利益的激励下，我们今天在抵押贷款市场中的所见所闻，不过是即将到来的大麻烦的开胃酒。在有比分的游戏中，如果没有了规则，人们将伤害对方阵营中的竞争者的身体。这就是裁判出现的原因，我们需要裁判告诉那些孩子气的成年人，不要相互伤害。这可不是我编造的故事，马克·吐温说，现实比小说更离奇，因为小说不得不有点意义才行。

有些人称你们为宗教狂热分子，但事实上大多数到这里的人都是一些喜欢学习的人，学习是一件非常棒的事，我们在不期然之间，建立起来一个学习的家园，这个家园也许能持续很长的时间。

我不认为伯克希尔在巴菲特死后就会衰亡，我曾经和伯克希尔的两位总裁一起吃过午饭，感觉就像天堂般美好，这两个人所经营的企业大概是世界上最好的企业之一。这样好的企业为什么会集中在像伯克希尔这样的地方呢？伯克希尔这里还有许多非常好的东西，责任总是与荣誉结伴而行，我们应该努力经营好它。这种经营方式还会得到伯克希尔继承人的传承，这正是我们现在努力在做的事情。沃伦个人不会消费这笔钱，他不会花掉哪怕其中的一角钱。他也没有成为慈善家的渴望。我认为我们中有些事情相当有趣，值得效仿。我们会接到那些只信任我们而不信任其他人的电话，这样的电话当然不多，但谁又会接到多少呢？我有点跑题了。

学界对待伯克希尔的态度一直有点可悲，他们为人文学科披上了令人抓狂的公式，你不得不编程，以便去购买那些波动率极高的股票，目的只是为了获得 7% 的回报。我真的不理解为什么有人会对这些想法感兴趣，他们一直说我们不理解现代金融，这样的人越来越多。有一个被授予诺贝尔奖的人不断地重复唠叨说，伯克希尔的成功只是由于运气，是一个六西格玛事件(极低概率)，面对活生生的事实，他始终拒绝修改他的理论。商业是简单的，细节才是关键。为了在日常争论中助自己一臂之力，你需要一些引人注目的目标。

公司 CEO 们的唯一职责就是拓宽公司的护城河。我们不得不把它拓得更宽一些，每天所做之事就是挖掘护城河，当它们太艰难时，这种工作就会停止。管理层作为竞争优势的管家，双眼必须紧盯住护城河的拓宽工程。

有一位英国将军曾经说过：你只需按你父亲的方式去生儿育女，女王的救赎之事归上帝管。而在惠普公司：你有义务训练你的下级，并将这个责任传递给你的继任者。这种事既不复杂，也不神秘。我们在得克萨斯州使用的制砖工艺与在美索不达米亚使用的工艺是一样的：思考整个系统，使用好安全边际。

问答环节

1，股东：谢谢查理。名义价值达 500 万亿美元的金融风险转手。就像托马斯·莱利所说的，在事情已经变糟之前是它将会变糟。所有这些风险如何化解？

芒格：当中国的 A 股市场进入完全的疯狂状态时，你可以预测它只有暴跌一条路。当抵押贷款的超额量在卑鄙小商贩的分食中达到了疯狂的地步，它们的结局并无二致。但衍生品交易略有不同，价格上的崩溃不一定必然到来，终有一天它会导致一场混乱，但我不知道具体的时间。

如果贝尔斯登破产了，这场混乱将会发生，那将非常可怕。在信用违约互换市场(CDS 是名义资产的保险)，如果你签发了总计 1 亿美元的 CDS，它们可以担保 1000 亿名义价值的合约。如果遇到麻烦，你会有巨大的冲动寻求破产。你不可能从其他没有牵连的人那里购买到相对应的保险，在美国，你没有理由在一个局外人身上压上 1 亿美元的债券担保，这种做法制造了不必要的复杂性和丑恶冲动。

他们说"这是一个自由的市场"，但是更贴切的描述是"这是一个精神错乱的市场"。

2，股东：2007 年我曾担心过银行的清算能力，我曾收到过白条形式的股票证明。现在将股票放在大型公司那里是否安全，放在家里是否更安全一些？

芒格：好问题。我认为在信誉良好的公司里，在其现金账户中，这种风险相对较小。即使是信用账户，我认为风险也小，将它们保存在家里很不方便，它们最终的体现方式无外乎是某种托管。每个人都依赖于电子物质，我们认为它们还是相当安全的。

3，股东：衍生品的规模已经达到了 30 万亿，3 倍于 GDP。你认为这个数字是否预示着未来的危险？你是否与签约衍生品的人交谈过？

芒格：这有些复杂，它们现在还登记为利润。衍生品是一种奇怪的东西，它可以变种成巨大的规模。利率互换，说得夸张一点，对它的规范太不充分了，它对我们这些人是一种危险。

4，股东：我为我儿子起名为沃伦。我在加州从事房地产，希望得到你关于房屋价格的观点。

芒格：在加州的大部分地区，房屋价格都下跌了。如果你想在帕萨迪纳市购买房产，你的底价是 180 万，最好开价 185 万，因为并不是所有的地方都下跌了。一般来讲，**购买房产的最佳时机就是你需要它的时候，如果你在它上面赚了钱，可将其视为你在完成家庭义务之余的一个副产品。**

5，股东：你是否要求过子公司的质量控制部门提高利润率？

芒格：**我们试图购买那些洋溢着优秀气质的公司**，它们并不需要来自总部的检查。

我们努力组建一个相互信任的紧密团体，它对我们行之有效，这也是生活的理想方式。**如果你的婚姻伙伴拥有 60 页婚前协议，你不应参与进去，你需要加入的是一个信任的融洽团体。**

如果生活是艰难的，你也许需要一个命令控制系统，但我们避免这么做。

6，股东：有关铁路的管制情况如何？

芒格：铁路现在依然是被管制的。多年以来，铁路只赚了可怜的一点钱，我希望未来管制会放松一些。

他们以非常棒的方式增加了运力，铁路曾经是资本密集型行业，鉴于铁路已经整顿得很好了，我想管制的压力不会太高。

7，股东：没有人是 100%的理性，在成功的人际关系中，理性与非理性之间是怎样的关系？

芒格：如果你是理性之人，有一些人际关系是不会出现在你周围的。比如，如果有人邀请你参加一个吸食海洛因的聚会，你将无法证明自己是一个理性的人。**我认为理性能带来巨大的利益，它是高度的道德义务，必须自觉把握它并时时用磨刀石磨砺。**那些不能坚持的人不可避免地走向了另外一面。早年的我与现在的我完全不同。

8，股东：你对通胀怎么看？

芒格：**如果你拥有竞争优势，能在销售额中赚取 10%的利润，销售额因通胀的关系上升了 10%，你将会多赚一点钱。**如果你问我们的企业能多赚还是少赚，我的回答是我们的企业能多赚一点钱。

9，股东：能否解释一下通用再保险的布兰登辞职之事？

芒格：我们还是和这个题目保持距离。但**我们支持乔·布兰登，他的工作十分出色。**我们支持那个调查，我个人是信任乔·布兰登的。(掌声)

10，股东：美国每天的赤字是 20 亿美元。每天向其他国家输出 20 亿美元，你认为这种情况可持续吗？

芒格：如果我来管理这个国家，**不会实行双赤字政策**，我不会将事情做得像他们那样过分。

11, 股东：如何与巴菲特讨论问题，用何种模式去达成统一？

芒格：我们早在蜜月时就达成了统一。**几乎没有什么事情是他想做而我不想做的**，每隔一段时间，我们就会交换一下看法。我们就像那些老夫老妻，只要哼哼几句，点点头，就决定了，已经没有交流的必要了。

12, 股东：你刚刚提到阿兰·格林斯潘、安·兰德以及金融学教授不相信伯克希尔的成功，对于那些人来说，是不是摆在他们面前的事实太少了，他们不曾获得像今天这样的机会？

芒格：人们总是一窝蜂地追随理论家，你应该回避这类事情。**许多人自信过头地认为自己知道答案，如果你有这种自信的感觉，就赶紧克服它。**

13, 股东：你曾经说过穆迪和 HBS 拥有世界上最好的定价能力，是什么导致穆迪护城河变窄？

芒格：**所有采用"事后诸葛亮"原则的评级机构，它们都曾经有过糟糕的表现。**如果评级机构的表现糟糕，它们就会修补自己的能力。它们的基础知识并不充分，这类事情的典型例子我曾经说过，**它们试图赚得更多一点，结果使自己的处境变得更糟糕。**这很明显，不是吗？

14, 股东：一个资本 200 万的组合和伯克希尔的组合相比，你的方法有什么不同？如果小型组合与中型组合相比较呢？如果是美国组合和国际组合相比较呢？

芒格：如果我管理着较小规模的资本，会关注那些规模较小的地方，希望寻找错误的定价。但我肯定不想和你交换位置。(笑声)

15, 股东：加州的评级是 A 级，比它更糟的只有路易斯安那州。

芒格：共和和民主两党为了选举都变更了立法机构，除非你正好满足条件，否则很难被选上。这是一个愚蠢系统的自然完美的结果，我们不会主动改变它。我曾是最后一名捐赠人，资助改变这个系统，我们在一片喧嚣声中失败了。且看下回分解吧。

16, 股东：你对战争、恐怖主义和伊拉克战争有何看法？

芒格：你离题太远了。恐怖主义是问题中的难点，关于它的解决之道，人们表现得过分自信。这些人可能会犯错误。

17, 股东：如果你是美联储主席，会怎么做？对这次金融危机有什么短期和长期的解决方法？

芒格：**改造这个系统，以便使这个系统更具有责任心。**几十年来我们一直有保证金的要求，美联储强制性地

要求遵守它，但由于期权和衍生品的综合作用，这种保证金的要求消失了。美联储没有能力降低杠杆，我认为这套系统是一个严重的错误。

18, 股东：巴菲特喜欢来自无形资产的高额回报，您寻找什么呢？

芒格：由于我们的钱实在太多了，所以我们买了卡夫食品(Kraft)。我们现在只能接受较低的回报，这要比我们 10 年前的回报预期低得多。这是竞争越来越激烈的现实世界的一个自然而然的结果。

19, 股东：你对债券市场负的实际利率是如何考虑的？

芒格：如果它是我的最佳选择，那太让人沮丧了。

20, 股东：如果从资产重置的角度看待铁路，您的观点是什么？

芒格：你知道今天 BNSF 铁路重置成本是多少吗？(重置需要十倍于账面资产)

我们不会另外再建一条穿越全国的铁路，这些资产是有价值的，有其实用功能。现在他们打算提高柴油卡车的运输价格，我希望自己足够聪明，能在几年前认识到这一点。避免犯一些最愚蠢的错误将使你变得更优秀。

21, 股东：为什么商业地产没有像居住型地产那样下跌得这么多？

芒格：资本价格(利率)一路走低，与之相对应，资产价格一路走高。现在金融交易正在失去其令人心旷神怡的环境，许多房地产财富来源于极端杠杆的使用，商业房地产对我们而言并不是好业务，对其他类型的企业家来说，它可能还不错。我们不必非做这个业务不可。

22, 股东：伯克希尔如何通过它的子公司进行年度预算管理？

芒格：我们没有年度预算管理，纠缠于预算管理只能催生邪恶的欲望。

年度预算管理的目的不过是为了削减不必要的成本，而预算委员会常常会起到相反的作用。

23, 股东：您最近推荐什么书？

芒格：我是历史和科学的书虫，西奥迪尼(Robert B. Cialdini)的《说服》(Yes)很好。绝大多数心理学家不能把握这种生活的实质，它不是一本完美的书，不像《影响力》那么出色。就像沃伦所说的，经验就是在你致力寻找某种东西的过程中所发生的一切事情。

24, 股东：基于保险的浮存金和基于资本管理的浮存金，哪一个更好？

芒格：如果仅从功利主义的观点看，资本管理公司能比保险公司赚更多的钱，能和资本管理公司相提并论的

好公司寥寥无几。财产与意外险公司的平均回报简直可以忽略不计，一旦有了足够的钱，你就可以不需要奖金，专心管理资本，这更具有男人气质。95%的保险企业做得比我们差。

25，股东：能介绍一下你的检查清单吗？

芒格：我没有一张简单的检查清单，你不得不为此年复一年地工作。经过这么多年的辛勤工作，我还是免不了做些傻事。**你的关键概念越多，检查起来越容易。**当许多事情处于一堆乱麻中时，我们就将它们全部排除在外，**如果能剔除它们，你就会做得更好。**你必须置身于**理性能得到回报**的领域中，有些政策，你都不知道在未来的几个世纪里它们怎么能执行，我们能做的就是不要将自己卷入其中。**我们只是寻找那些我们能够做成的事情。**那些在电视的晚间节目中推销广告的人也许有张小的检查清单，但我没有。我不会为聪明的大脑加上框框。

26，股东：你们报告了盈利，但没有一名个人股东对此进行过询问。我希望您评论一下伯克希尔的盈利情况，特别是按市值计价的衍生品的损失情况。

芒格：这的确是引人注目的现象，就像福尔摩斯的故事中那个关于狗的行为的著名情节。Sherlock Holmes 询问狗在夜晚都做了什么，得到回答是：狗没有发出任何声响。是的，这太不同寻常了。这也许会是一个(熟人作案)的教材。**那些人信任我们，他们信任沃伦，而且认为理应如此。**你看到了在这个真实的世界里，在奥马哈，一个关于信任的有趣案例。当然，我们热爱这种感觉。**那些会计师不知道他们在做什么，但我不想批评他们。**

27，股东：在 25 年后，您认为石油将产自哪里？您认为石油产量的峰值将出现在哪一年？

芒格：我喜欢这个问题，但我不认为我的回答能进一步提高自己的声望。我们不知道确切的年份，沃伦之所以在上周末提到我的观点，是因为**石油产量在今后的 25 年里将进入一个完全不同的世界。**

赫伯特相当准确地预测出石油产量的峰值，即使这个峰值现在还没有到来，它会马上到来，产量必将下跌。石油价格 120 美元/桶，这清楚地表明了石油产能的紧张程度。

28，股东：我在一家私立学校中看到了您捐献的实验楼，少数裔族的毕业率很低，对此，我们的政府应该做什么？我们又能做什么？

芒格：这是一个非常严重的问题，正引起极度的痛苦。**加州曾拥有全美国最好的公立学校，但现在它太烂了。而私立学校非常有竞争力。**沃伦曾经说过，如果不允许人们建立私立学校，市民们就会确信公立学校是好的，我不敢肯定沃伦的观点是对的。

我个人较擅长提高高水平的东西，而不擅长提高低水平的东西。我为什么不待在自己擅长的领域内呢？**如果你想知道如何让事物更上一层楼，我想我能帮你不少忙。**但是如果你想将底部抬高，我不知道如何去完成它。

29，股东：对于瑞士再保险交易，你能介绍得更详细些吗？它是长尾保险吗？

芒格：它是长尾保险，但它不是财富宝矿，这是可以理解的。我们喜欢瑞士再保险。

30，股东：我很好奇，您说您是历史系的学生，如今的情形让你想到了历史上的哪一刻？为什么？

芒格：我可以抨击土耳其旅馆的付费频道，尔后却去体验色情表演(土耳其色情合法)。

我认为被上帝摧毁的罪恶之城至今仍然存在，我也认为雅典的伯里克利今天依然活着。

我们恃强凌弱的行为和过去的时代没什么两样。

(Pericles 伯里克利，雅典执政官，出身雅典名门，父亲克山提波斯是公元前 479 年米卡列海战雅典舰队的司令官，母亲阿加里斯特为雅典民主政治的奠基人克利斯提尼的侄女。他受到良好的教育，曾向当代智者哲人达蒙和芝诺学习音乐、政治理论和哲学思想。在良师益友，博学的阿那克萨戈拉的熏陶下，伯里克利具有不迷信神异的唯物主义思想和高尚庄严的情操和风格。他青少年时代是在希腊同盟抗击波斯侵略者的岁月中度过的。在这场战争中，雅典与盟国戮力同心，凭借海上舰队取得了大败波斯军的辉煌胜利，随后又缔结提洛同盟，一跃而为希腊世界最强大的国家，经济繁荣，文化昌盛。怀着对自己国家的热爱和作为雅典公民的信心与自豪，伯里克利登上了雅典的政治舞台。他守正不阿、廉洁奉公、有眼光、善演说、坚毅冷静、气宇不凡，具备一个优秀政治家的品格和气质。公元前 466 年后，伯里克利追随埃菲阿尔特斯，成为雅典民主派的代表。希波战争胜利后，以战神山议事会为大本营的雅典保守势力有所抬头，其代表人物是客蒙。埃菲阿尔特斯和伯里克利不断揭发控告战神山议事会成员贪污腐化、滥用权力的行为，并于公元前 463 年左右弹劾客蒙在培索斯战争中接受马其顿王的贿赂。客蒙虽被判无罪，但贵族派势力受到了打击。公元前 462 年，客蒙不顾民主派的反对，率军援助斯巴达镇压黑劳士起义。埃菲阿尔特斯和伯里克利趁机掌握政权，进行政治改革。消息传来，斯巴达人对雅典的援军猜疑不已，客蒙遭到碰壁，败兴而归，民主派与雅典公民更认为客蒙此行使雅典蒙受巨大耻辱。公元前 461 年，客蒙被放逐。不久，埃菲阿尔特斯遭暗杀，伯里克利成为雅典的民主派和国家政权的重要领导人。客蒙去世后，伯里克利进一步控制了政局，从公元前 443 年开始伯里克利每年连选连任雅典最重要的官职首席将军，完全掌握国家政权。在伯里克利的领导下，雅典的奴隶制经济、民主政治、海上霸权和古典文化臻于极盛。公元前 429 年，在伯里克利再度当选为将军后不久后，他被雅典大瘟疫夺去了生命。伯里克利在希波战争后的废墟中重建了雅典，扶植文化艺术，现存的很多古希腊建筑都是在他的时代所建。他还帮助雅典在伯罗奔尼撒战争第一阶段击败了斯巴达人。伯里克利培育当时被看作非常激进的民主力量。他的时代也被称为伯里克利时代，是雅典最辉煌的时代，产生了苏格拉底、柏拉图等一批知名思想家。)

31，股东：这次危机对巴西和中国的影响如何？您将在那里投资吗？

芒格：我们的经济系统是相互联系的，危机将影响世界各地。巴西会有麻烦吗？不会。巴西现在的处境非常有利，但如果两地的企业展望相似，我会选择美国。巴西拥有铁矿，你不需要多少知识就可以知道这是世界上最好的东西之一。至于农业，他们的处境也非常有利，我现在还没有投资那里，我在巴西货币里尔上有一点投资。

32，股东：如何评价健康保险？

芒格：健康保险现在承受着其本不应该承受的压力，当医疗护理失败时，人们会抽象地谈论它，但他们同时

也阻止许多调停。好莱坞断定所有有关医疗护理的事都是糟糕的，我不知道有什么事将会发生。我认为，在未来不久的某个时间里也许会出现单一的支付人。事实上，如果民主党控制了两个国会，它很有可能成为现实。

33， 股东：面对银行系统的滥用杠杆，面对巨大的混乱，政府唯一的反应就是为有毒的资产买单。

芒格：我并不十分清楚未来会发生什么，如果政府能妥善地花费这 5000 亿美元，情况还不是太坏。但现在看来，他们做得并不明智。如果最终是由我们纳税来支付这 5000 亿美元，我不会感到吃惊。在此前 1980 年代的储贷协会危机中，我们已经支付了 1500 亿美元。

34， 股东：面对恶性通货膨胀，应选择房地产还是黄金？

芒格：对此，我没有什么良策，我们并不善于利用通货膨胀，十年来通胀对好市多(Costco)的影响几乎为零。但即使是在好市多，现在也开始感受到通胀。通胀不值得期待，但以前的时光太美妙了，以至于无法延续下去。

一种趋势如果不能永久地延续，它就不得不停止。

35， 股东：许多经理都被成功击倒了，这是因为基因所致还是会一再出现？

芒格：非常有趣的问题。成功通常会让人变得自负。

有人在公共场合问我一个老朋友：你认为财务上的成功是否让芒格变得自负？我的朋友站起来回答道：不，这是不公正的批评，我认识他的时候，他还年轻而且很穷，但那时他就很自负了。

36， 股东：伯克希尔有收购经营性公司的历史，而 Wesco 这方面的行动不多，你会采取更多的行动吗？

芒格：伯克希尔这方面比我们做得好，我们没能以 Wesco 的名义买下最新的经营性公司。且看下次吧。

37， 股东：你是否对富国银行的衍生品头寸感到安心？

芒格：他们也不可能例外，但他们的麻烦会少一点。我认为他们有较好的企业文化。

38， 股东：普通股的回报前景如何？我们应投资海外吗？但海外公司的透明度不够，难以满足保守的要求。

芒格：宝洁和可口可乐公司已进入发展中国家，我们在那里也已经有业务。对大多数投资人而言，最佳的方法就是拥有可口可乐。我们仔细思考过这些，我们在世界各地的参与并不少，我们还能得到更多。

39， 股东：如果你还年轻，打算加入哪一类资产管理？

芒格：如果可以重来的话，我将寻找那些我愿意与之结合的人，不会将时间浪费在一个充满自负的地方，从事令人讨厌的工作，但大多数工作都是在令人讨厌的地方。

我的哈佛大学法学教授过去常说：告诉我你的问题，我将试着让它变得更困难一些。

40， 股东：保险公司的会计原则应采取成本原则还是采用成本和市值孰低原则？让会计原则回到 30 年前是否好主意？

芒格：这个问题很难回答。一般而言，是采用成本和市值孰低原则，但许多金融机构都不愿采用它。

这里存在着自我实现预言的风险，就像化学里的自动催化反应一样。保守的保险公司对普通股采取逐日盯市原则并没有什么不好，但如果对衍生品采用成本和市值孰低原则，它们将运作得更好一些。所有的聪明的投资人都会如此对待它们，如果你为此感到困惑，那就恭喜你了。

41， 股东：一般投资人应该投资指数基金吗？

芒格：所有的聪明投资都应该是价值投资，宣称自己是价值基金并不意味着其名副其实。你可以宣称自己是芭蕾舞演员，其实舞技就像我一样糟，这当然不是什么好事情。我不会泛泛地推荐人们投资价值基金，我会回避那些周转率为 100% 的基金。以指数基金来完成投资是一个可笑的方式，但即使它不完美，也可能是多数一无所知的人的最好选择，因为这样一来，他们可以避免被傻瓜和骗子误导。

42：你认为还需要多少个月出口才能因美元汇率而受益？

芒格：我不认为美元走弱会修复贸易赤字。

43， 股东：关于保险和健康护理，我们怎样才能以最低的成本得到最好的医疗护理？

芒格：许多人都相信现有的系统糟透了，人们已经厌倦了与保险公司打交道，这其中有一些真实的情况。但改变是很困难的，如果你看看我任主席的医院，过去我们是用手术刀取出肾脏中的石子，而现在使用粉碎机，治疗率为 100%。我并不认为那些医生的水平超过了旧金山历史上最好的医生，我认为这个系统中的好事情和它的坏事情一样多，现在不清楚它的结局会是怎样。我有一个明确的意见，我们对那些临终的人打扰得太多了，这是全国性的失礼。欧洲在这方面做得比美国好，在欧洲，现实地处理这些事能得到尊重。我们在那些临终的人的身上花了太多的钱，而这些人中没有谁会因这种介入强度而受益。

44， 股东：我们正在失去竞争优势吗？教育失败，基础设施在破败，公司应该移向海外吗？

芒格：现在企业正因税收的原因转向海外，但这不会毁了这个国家，它是激励的本能反应。伯克希尔如果这样做可以省许多钱，但我们现在还没有这么做，虽然我们有一些企业是在低税率地区，但交纳了巨额的收益税。

在你和你的钱之间横亘着巨大的纳税义务，我们支付的税额是天文数字，我希望这个数额还能更大一些。

公司转移海外以求节省纳税的现象还会有所扩大。如果它的规模变大，的确应该关心，但现在还不严重。比如制药公司在波多黎各生产药品等等诸如此类的事。

45，股东：你认为保险公司的交叉持股对保单质量是一种威胁吗？

芒格：当然。这就好比分解保险风险一样，它们于事无补。

46，股东：自您开始投资以来，有哪些认识上的转变？

芒格：我从巴菲特那里得益良多，他花了一些时间来说服我，沃伦和我擅长再保险生意和组合配置，我们一起在这方面作了研究。如果没有这些学习，伯克希尔现在会一团糟。我们之所以能在自己的记录中留有一点理性，是因为**我们坚持学习的缘故**。

47，股东：我们并不缺乏信誉卓著的债务金融专家，债务的负面影响为什么等于大萧条呢？

芒格：全力推进消费信用扩张让我感到紧张，没有一个国家的发展是因为将消费信用发挥到极致。一定程度的信用扩张是合理的，但我怎会喜欢变戏法似地生出好几张信用卡？又怎会喜欢那些认为这是一个好想法的人呢？这种想法只会将有些人变为信用卡的奴隶。如果得到客户只是为了压榨他们支付利率高达 36% 的费用，而支付人对此一无所知，**我鄙视那些善于制造卡奴的人**。

48，股东：为什么你们的追随者这么少？

芒格：以我的观点看，我们的追随者已经太多了，我不认为我们缺少追随者。当然，许多人的做事方法迥异于我们，那只是因为他们所受到的激励不同于我们。**证券要呈现错误的定价，其他人必须是傻瓜**。对世界而言，这也许不妙，但对伯克希尔而言则再好不过了。

49，股东：你对运动型饮料公司怎么看？如何避免不幸的婚姻？

芒格：我摄入的咖啡因过多，我也喜欢软饮料，我永远不会尝试运动型饮料，但它的市场好像正在增长。

对于婚姻，本杰明·富兰克林有一个极好的建议：**在婚前睁大眼睛，而在婚后睁一只眼闭一只眼**。

50，股东：你在伯克希尔大会上说过，如果有通货膨胀，金属切削刀具生产厂家 ISCAR 将赚更多钱？

芒格：ISCAR 的销售对象都是些专业客户，客户们知识渊博。**ISCAR 可以像有些商品那样提高价格**，如果我留下了他们将赚许多钱的印象，那是我没有表达清楚。ISCAR 擅长制造优质产品，我很难想象它无法向那些正在

赚钱的客户们发送更多的产品，他们虽然没有自主的定价权，但提价还是可以的。

51，股东：2005 年，伯克希尔和比尔盖茨购买了 NZD(新西兰元)，你现在怎么看？

芒格：我对 NZD 没有想法。有些事情是沃伦做的，而我假装没看见。(笑声)

如果我有什么聪明的见解，我会说的。

52，股东：你为什么不愿拥有房地产？

芒格：在所有的企业中，我们的房地产拥有量接近于零。董事长的观念有了改变，在老式房地产的购买中，我们从这些房产中融出资金来购买可口可乐或其他东西，现在我们有大量的现金。相信我，我们懂得所有的技巧，未来我们可能有些不同的行为。

53，股东：经营性企业出售给谁？

芒格：我们没有计划出售任何经营性企业，这是一种生活方式的选择。我们的收购做得还不错，其中的一些，如果我们将其出售后可能会变得更好。如果我们不从事 Gin Rummy 纸牌游戏式管理，不断地变动我们的组合，总体上我们可以做得更好。我们想因不从事企业分拆而赢得尊敬，我们的竞争优势就在于不出售企业。沃伦说过：你应该选择那些不太拥挤的高速公路。

54，股东：你能评价一下美国运通、VISA 和万事达卡吗？

芒格：美国运通拥有较好的客户群，我喜欢我们的仓位。非常喜欢。

朋友们，你已完成了这场独特的会议旅途。(起立，鼓掌)

巴菲特：对话商学院学生 2008

2008 年 2 月 25 日

Emory 大学 Goizueta 商学院和 UT-Austin 大学 McCombs 商学院的学生拜访巴菲特先生并参与问答环节。我尽可能根据回忆和其他学生的笔记去重现所听到的对话。我不能保证记录完全准确，但我将尽力保留神韵。

Q：随着"财富公式"(Fortune's Formula)、凯利公式的流行，投资界产生了许多关于分散与集中的争论。我知道您支持哪一方，但是我想问的是，您能否详细告诉我们，您如何分配仓位、如何摊低成本？

巴菲特：关于分散，我有两个观点。**如果是职业投资者、如果对自己有信心，我建议高度集中。对于其他普通人，如果不懂投资，我建议高度分散。**从长期来看，经济一定越来越好。普通人只是要注意一点，别在价格太贵或者不该买的时候买。大多数人应该购买低手续费的指数基金，长期定投。你是个普通人，还想要点小聪明，每个周花一小时研究研究投资，最后你很可能后悔自己太傻。

如果投资是你的专长，分散不符合逻辑。不把资金投到第 1 位的机会，非要投到第 20 位的机会，不合理。以勒布朗·詹姆斯为例，球队里有勒布朗·詹姆斯，一定要让他上场，不能把他换下来，让他给别的球员让位。你要有 40 个女人的后宫，没一个女人你能懂。

查理和我主要投资的就是 5 只股票。假如我管理 5000 万美元、1 亿美元或 2 亿美元的资金，我将用 80% 的仓位集中投资 5 只股票，并把 25% 的仓位分配给第一重仓股。1964 年，我找到了一个好机会，值得下重注，我愿意用高达 40% 的仓位投资。我告诉自己的投资者，他们需要的话，可以把自己的钱撤回去。没一个人撤资。我找到的这个机会是卷入色拉油丑闻的美国运通。1951 年，我几乎把自己的所有资产都投进去了，买了 GEICO 的股票。1998 年末，长期资本管理公司陷入了困境。当时新旧国债的价差拉大，我愿意把我个人账户中 75% 的资金拿出来，投资这个机会。有一些时候，甚至在过去几年也出现过这样的机会，我愿意用高达 75% 的仓位去做一笔投资。如果你知道怎么玩，如果你真懂生意，你可以重仓。

在过去 50-60 年里，查理和我两个人，**我们做了那么多笔投资，最终让我们亏损超过个人总资产 2% 的投资，一笔都没有。我们只是承受过股价波动带来的账面损失，一笔投资账面亏损 50% 的时候也遇到过。**所以，我们总是说，不借钱。我们不想把自己的命运交到别人手里。

什么东西大甩卖，人们都抢着买。**只有股票大甩卖，人们不高兴。**看好一家公司，30 买了，跌到 20，应该再买才对。麦当劳的汉堡降价了，这不是好事吗？

Q：请问哪个行业在 21 世纪最具成长性？为什么？

巴菲特：我们不这么考虑问题。我们不妨回顾一下 1930 年代，那时候，没一个人能预测到汽车和飞机给世界带来的天翻地覆的变化。当时有 2000 家生产汽车的公司，现在美国只剩下 3 家了，而且都只能勉强活下去。这些公司给社会带来了巨大贡献，却给投资者带来了巨大痛苦。买这样的公司，投资者不但要选对公司，还要选对时机。自从奥维尔·莱特发明飞机以来，航空公司给投资者带来的财富总和接近零。当莱特兄弟试飞的时候，哪位资本家当场把他们击落就好了，那就算给我们后世这些投资者造福了。再以生产电视机的公司为例。电视机厂商也曾经遍地都是，RCA 和 GE 都生产过电视机，现在你在美国根本找不到一家电视机厂商。

什么样的生意才是好生意？**可口可乐是好生意。它的产品始终没变**，从它诞生起到 122 年后的今天，可口可乐每天卖出 15 亿瓶。可口可乐拥有护城河。你掌握了一座城堡，总有人来争夺。吉列占剃须刀 70% 的市场份额，毛利率为 80%，产品始终是那个产品。**男人不善变，刮胡子几乎是他们唯一的打扮**。士力架在过去 40 年里始终占据糖果第一的宝座。**如果你给我 10 亿美元，让我打倒士力架，我做不到。好生意经得起这样的检验**。可口可乐、吉列，是打不倒的。Virgin 创始人理查德·布兰森 Richard Branson 是一位营销天才，他搞出了一个维珍可乐，到底也没能撼动可口可乐。用好生意构筑的城堡周围环绕着宽广的护城河，我们就找这样的投资机会。成长性当然好，但我们更喜欢好生意。在今年的年报中，有一部分内容的标题是 "The Great, the Good, and the Gruesome"，我将专门讨论这个问题。

Q：虽然您公开了自己的投资方法，但很少有人能模仿您取得成功，请问这是为什么？

巴菲特：我问过格雷厄姆同样的问题。很多人都去哥伦比亚大学听他讲课。他用当时的股票作为例子讲课。听完一学期的课，用格雷厄姆讲的例子，学生们都能做出一个肯定赚钱的投资组合了。格雷厄姆的一生是分享的一生。因为他分享，或许他聚集的财富少了，但是他活得更幸福。钱只不过是纸面上的一串数字，一个人去世时拥有 8600 万还是 4200 万，没多大区别。在听过格雷厄姆讲课的学生中，最后 90% 都干别的去了。

我从 11 岁开始投资，第一次买股票买了 3 股 Cities Service 的优先股。我把奥马哈图书馆所有关于投资的都读了。我开始的时候研究走势图、学技术分析。我很痴迷技术分析，但用技术分析根本没赚到钱。19 岁的时候，我读了格雷厄姆的《聪明投资者》，这本书改变了我的一生。因为我读了这本书，格雷厄姆是不是有什么损失呢？或许吧，我们在投资中相互竞争，格雷厄姆因此赚得钱少了，但是格雷厄姆不在乎。

格雷厄姆讲的理念，能听进去的人，一听就听进去了；听不进去的人，怎么给他讲都没用。归根结底在于人

们性格的差异。人人都想要赚钱快，钱不是这么赚的。许多人想要的东西，格雷厄姆讲的理念给不了他们。按格雷厄姆讲的，投资者做不到能掐会算，只是坚守自己的能力圈，等待明显的好机会。与赌股票第二天的涨跌相比，格雷厄姆的方法不够刺激。大多数买互联网公司的人，连市值多少都不清楚。他们买，是因为自己觉得能涨。你让他们写下来，"我买市值 60 亿美元的 XYZ 公司，是因为....."，他们根本写不出来。还是龟兔赛跑的道理，最后一定是乌龟胜利。查理和我两个人讲怎么投资，我们是培养了竞争对手。然而，大多数人不和我们竞争。有和我们竞争的，也没关系，我们的钱早就花不完了。

Q：在众多的经理人之中，有一些最终能成为杰出的领导者。请问这样的经理人具备哪些品质？您认为他们身上具有哪些"软"技能和"硬"技能？

巴菲特：伯克希尔有 45 位经理人。我们和这些经理人，有的是一年交流一次、有的是一个月交流一次，有的是每天都交流。我一般每个月都和 Blumkins 一家吃饭，我们也一起出去度假，因为我们是朋友。我们选择经理人，主要看他们是否热爱自己的生意。一般是经理人自己来找我们。我从来没买过别人转手倒卖的公司。我们没办法亲自打理生意，我希望经理人不辜负我们的托付。我们几乎不和经理人签什么合同。经理人把生意卖给我，我开出支票以后，希望他们仍然像以前一样管理生意。**我最关注的一个问题是，有了 5 亿美元之后，这位经理人是否还能早上 6 点钟起来去工作，把赚来的钱都送到奥马哈。我要盯着他们的眼睛，看他们爱的是生意，还是金钱。爱钱没关系，但是他们要更爱自己的生意。**我为什么每天早上 7 点就到公司上班，急着开始工作，因为我可以自由地创作自己的作品，而且我也喜欢听到别人的掌声。

我收购了一家珠宝商，BenBridge。这家公司已经传到第四代了，有 100 多家分店。他们只想卖给伯克希尔。创始家族和员工都不想把公司卖给别人，只选伯克希尔。在伯克希尔旗下的 Borsheims，我们有一位经理人来自津巴布韦，她根本没读过 MBA。我们不看学历、分数或 HR 推荐，我们看的是对生意的热爱。我们也提供公平合理的薪酬，我们不愿经理人因为觉得不公平而有怨言。

(接着讲了 ForestRiver 的 Pete，还有内布拉斯加家具城的 B 夫人。).....

这样的人，是开多高的薪水，都请不来的。我们很荣幸，从 1965 年到现在，我们没有一个经理人转投竞争对手。有的经理人退休了、有的被辞退了。总之，我们把画布交给经理人，让他们有自由施展的天地。

Q：您在商业上取得了巨大的成功、拥有大量财富、是一位名人，您为什么能仍然如此平易近人、不骄不躁？

请问您在人生中遇到的哪些人或经历的哪些事对您的世界观、人生观影响最大？

巴菲特：我很幸运，有正确的榜样引导我。告诉我你的榜样是谁，我就知道你能成为什么样的人。人生最重要的工作之一是养育儿女。学校教的知识再多，都不如子女从父母身上学到的多。我的父亲对我的影响特别大，后来格雷厄姆也对我产生了很大影响。我的榜样从来没让我失望。

我能取得今时今日的成就，和我自己一点关系都没有。我父亲是一位股票经纪人，大崩盘之后，他没事可做了。我出生在 1930 年的美国，出生在美国最严重的一场资本市场危机之中。我一生下来，天生就有资产配置的能力。我生在了我的天赋大有用武之地的时代。性格是我的天赋中很重要的一部分。我天生善于做投资，后来又通过实践，完善了自己的这种能力。我没什么好骄傲的。盖茨说过，如果我出生在原始社会，早成了野兽的盘中餐。我跑不快、爬不高。我给野兽讲资产配置，它们只能把我吃了。在座的所有人，你们都赢了娘胎彩票。

我从来没捐过可能影响我生活的一分钱。有些人真是为捐款而在生活上做出了牺牲。他们因为给教堂捐款，或者在别的地方捐了钱，而放弃外出就餐，或放弃带孩子去迪斯尼游玩。有些东西不是自己掌控的，有什么理由自我膨胀。

Q：请问您最严重的错误是什么？您最后悔的事是什么？

巴菲特：我们犯过很多错，错了就错了，我不纠结。我们没什么后悔的。投资的过程，就是做大量决策的过程，不犯错不可能。我们有些该做的投资，却没做，少赚了 100 亿美元，这样的错误不会显示在财务报表中，是别人看不出来的。1994 年，我们支付伯克希尔的股票，收购了一家鞋业公司。这家鞋业公司现在的价值是零，当年我们支付的伯克希尔股票现在值 35 亿美元。现在，伯克希尔股票跌下来，我倒是能开心些。跌下来的时候，我当年因犯错而付出的代价就没那么大了。1973 年，汤姆·墨菲推荐为以 3500 万美元收购 NBC，我们拒绝了。该做的没做，这是大错。

就我个人的生活而言，总有些事，我本来可以换一种做法。在我的生活中，太多的好事眷顾了我，为不开心的事耿耿于怀，不值得。找到好伴侣，就成功了一大半。只要你身体健康、家庭幸福，一辈子一定能过得很好。没被哈佛商学院录取是我最幸运的事之一，塞翁失马，焉知非福。

Q：最近，中东和亚洲的主权财富基金兴起。请问它们是否会对公司募集资金造成影响？请问它们带来的竞争是否会对您的投资策略或机会产生影响？

巴菲特：任何对手的竞争都是竞争。主权财富基金这个现象值得关注。很多抨击中国、抨击 OPEC 的言论，都是政治手段。如今，在美国与全球的贸易中，美国买得多，美国多花了 20 亿美元。我们把这 20 亿美元交到其他国家手里，它们肯定要用这笔钱购买资产。只要我们消费大于生产的现象不改变，我们只能让世界其他国家在美国投资。美国的各路基金觉得能从这些外国投资者身上占便宜，最近在引诱它们买入股权。中国想要收购 Unocal 公司，Unocal 是一家三流的石油生产商，它的油田在印度等海外国家。美国国会暴跳如雷，395 位议员签署决议反对中国收购。100 年来，美国公司在世界各地购买资产、贿赂官员，现在却不准中国收购区区一个 Unocal。中国人忍了，但他们不满。我们购买国外的资产，支付给人家美元，然后却指手画脚地干涉人家怎么花这些钱，这不公平。主权财富基金的现象是我们造成的，我不反对它们投资美国。我建议这些主权财富基金购买指数基金。购买指数基金，它们既有机会投资美国市场，又不至于听信推销而买了烂公司。

Q：如今，面对市场中的众多机构投资者和对冲基金，个人投资者自己分析证券，还能有机会吗？

巴菲特：我觉得现在市场上被忽略的机会不多。问题是，我只能看那些规模比较大的投资机会，这样一来，你们和我相比，其实有比较优势。几年前，一位朋友推荐我看一下韩国股市。我们买了市盈率只有三四倍的 Posco 公司。我找到了 20 多家基本面稳健，市盈率只有两三倍的公司。我做了个组合分散投资，因为我不太熟悉韩国股市。我们一直在寻找特别异常的机会。有时候，在证券市场中，能出现异常的机会。我喜欢开枪打桶里的鱼，而且最好是桶里没水了再开枪。

几年前，在 30 年期和 29.5 年期国债中出现了这样的机会。由于流动性较差，旧国债的价格低 30 个基点。长期资本管理公司最开始是在相差 10 个基点时入场的，但他们杠杆太高，最后爆仓了。

大多数时候，大多数证券，市场的定价都是有效的。定价错误的机会，没人告诉你。CNBC 中没有，券商报告中也没有，只能自己找。1951 年，我刚毕业，我翻阅《穆迪手册》和《标普手册》，寻找投资机会。我一页一页地翻。就好像一个篮球教练，在找身高 2 米以上的球员。除了足够高，我还得看协调性如何等等。要是 1 米 5 的人走到我面前，对我说：“你先看看我的球技吧”。我说：“不了，谢谢”。在《穆迪手册》的第 1443 页，我找到了西部保险证券。它前两年的每股盈利分别是 21.66 美元和 29.09 美元，它的股价在 3 美元到 13 美元之间。然后，我做了该做的调研工作，研究它的盈利是否真实。市场最后一定能把错误纠正过来。机会是有的，用不着找到太多，一生能找到 10 个，足够你发达了。只是不能犯大错，一个零都不能有。再大的数，乘以零，结果都是

零。千万别一夜回到解放前。

Q：您认为谁将成为下一个伟大的投资者？您是否看好与您风格类似的投资者？

巴菲特：我们刚刚为伯克希尔找到了一位优秀的投资者。经过董事会的确认，我们现在有 3 个候选人可以取代我作 CEO，4 个候选人可以取代我管理投资。他们在各自目前的工作中都表现出色，而且都愿意拿更低的薪酬为伯克希尔工作。1969 年，我关闭了自己的合伙公司，需要帮我的投资人找到新的投资管理者。我推荐了比尔·鲁安(Bill Ruane)、桑迪·戈特斯曼(Sandy Gottesman)、还有沃尔特·施洛斯(Walter Schloss)。他们几个人都是不可能失手的。

至于新一代的投资者，我了解的不多，毕竟他们和我不是同一代人。只看业绩记录不行。只看业绩记录，无法预测将来表现如何。在一段时间里，总是有一些业绩漂亮的人。我也知道有的人管理 500 万美元，一年能赚 50%，但是资金规模上升到 10 亿美元，就不行了。业绩表现好的基金经理，管理的资金规模一般也越来越大，最后他们的优势往往被规模抵消。首先，真正有能力的基金经理很难找，其次，即使找到了，很难阻止他们募集更多资金。这就像赌马，一匹马 3 岁的时候赢过，现在 12 岁了，还赌它赢。还有一点是，避免使用杠杆的基金经理。杠杆能把智商 160 的投资者毁了。

Q：在去年的 Wesco 年会上，查理说："获得成功的最佳途径是让自己配得上成功"。请您根据您的经历谈一谈，您做了哪些努力让自己配得上成功？请您给我提供一些建议，告诉我们如何做才能配得上成功？

巴菲特：最主要的是，行得正，坐得端。我刚一毕业，就向格雷厄姆提出免费为他打工，他说我免费都太贵了。我一直没放弃，始终希望能为格雷厄姆做些什么，始终在格雷厄姆眼前出现。我一直为格雷厄姆提供股票线索，一直与他保持联系。做好事总能得好报。在生活中，千万别斤斤计较。汤姆·墨菲从来不算计。他总是为我做很多事，我根本回报不了。无论是在婚姻中，还是在商业上，斤斤计较都是个大毛病。我总是换位思考。大多数人都知恩图报。你为别人做一件事，别人能为你做两件事。在午饭时加班，早晨第一个上班，这样的人很少。多出一份力，别人一定能注意到你。不求别人的表扬和回报，总是愿意主动出一份力。1959 年，查理和我开始合伙做投资。我们经常各执己见。我们有分歧，但从来不相吵。出了什么错，我们从来不往对方头上算。推荐各位读《穷查理宝典》。

Q：在您的投资生涯中，您是否有受过诱惑，偏离了您的投资策略？如果有，您是如何处理的？

巴菲特：我不是那种自制力超强的人。我天生只想做符合逻辑的事。我在私人生活中也一样，我不在乎其他富人怎么生活。我不会因为别人有一艘 400 英尺长的豪华游艇，我就要搞一艘 405 英尺的。我的一些朋友有豪华游艇。在他们的豪华游艇上，55 个服务人员伺候 14 个人。在这 55 个人里，有偷鸡摸狗的，有互相乱搞关系的，我可不想管这些乱七八糟的事。反正我朋友有豪华游艇，我能免费坐，多好。我也不需要好几处大别墅。如果我想做一些发疯发狂的事，我可以做，可惜 AnnaNicoleSmith 已经不在人间了(1994 年 26 岁美胸尤物安娜嫁给 89 岁石油大亨 Howard Marshall II，一年后丈夫去世，遗嘱却一分钱都没有留给她)。我想起一个段子，有个 60 岁的老头，娶了一个 25 岁的姑娘。这个老头的朋友问他，你怎么做到的。他说："我和她说我 90 了"。

Q：有人说，您能获得成功，一部分原因是您住在奥马哈，远离了华尔街的喧嚣。请问您认为工作和生活哪个更重要，您如何保持工作和生活的平衡？

巴菲特：我工作特别开心，工作对我来说不是工作。我可以无拘无束地做自己喜欢的事。我妻子负责带小孩。我们两个人都接受这样的安排，这也符合亚当·斯密讲的"分工"。女人的选择有限，男女的地位不是那么平等。在我自己的生活中，我根本不参与自己不喜欢的社交活动或会议。在我的事业走上正轨以后，我从来不需要在工作和生活之间做取舍。我的消遣很简单，每周在网上打 12 个小时的桥牌。我和比尔一起打，他叫"chalengr"，我叫"tbone"。

有一次，我在哈佛大学演讲，我告诉学生们，给自己最欣赏的人打工。学生们听了，都自己做老板去了。找工作，一定要找自己欣赏的老板、自己欣赏的公司。男人一般很少面对工作和生活二者之间难以取舍的问题，女人经常面对这样的取舍。

巴菲特：对话 IVEY 商学院学生 2008

2008 年 3 月 31 日

巴菲特会见了来自 Ivey 商学院的 MBA 和 HBA 学生。以下为会谈纪要。

1, 您如何看待中国股市？

巴菲特：中国股市？我不知道股市将怎么走。上一次，我去中国，人们都围着我问关于股市的问题。中国有 A 股市场。中石油等公司，在 A 股上市的同时，也在境外上市，这些公司 A 股的股价是境外股价的两倍。（中国投资者不得购买港股或美股。）本来不应该出现这样的现象。如果你知道对中国投资者的限制将解除，你完全可以做空 A 股的股票，并同时相应做多境外上市的股票。话说回来，中国股市有其特殊性，12 亿人刚接触股市，而且都有很强的投资冲动或很重的赌性。据我所知，中国的股市很狂热。A 股的中石油市值一度超过 1 万亿美元，跻身全球市值最高的公司。美孚是全球最大的公司，市值才 5000 亿美元，中石油的市值是美孚的两倍。在中国，许多人刚刚接触股市，对股票特别狂热。我相信，无论买什么，价格说到底还是由价值决定。中国股市似乎无视这个规律。20 年前，科威特同样上演过类似的一幕。整个社会，富裕起来了，都涌入到一个巨大的市场之中。

这不是我的打法。我的打法很简单，我只是用 5 角钱买 1 元钱。我买入之后，市场疯涨，那正好帮了我的忙；市场疯跌，我只要接着买就好了。我利用市场的疯狂。这些东西，本·格雷厄姆在《聪明投资者》第 8 章中都讲了。举个例子，你从价值出发做投资，你与另一个人合伙做生意，他叫市场先生，我们假设你们开了一家麦当劳，各占 50% 的股份。每天，他都给你一个报价，要和你交易股份。当他听到负面的传闻时，他就报价很低，你可以买他的股份。有时候，他可能看到附近的汉堡王失火了，或者看到你们这家店顾客很多，他特别兴奋，开价很高，你可以卖股份给他。如果你有这样一个合伙人，你希望他是个什么样的人？你肯定希望他是个精神病。他越蠢，你赚得越多。我不想和头脑冷静、心态平和、明智理性的人合伙。我希望和情绪波动剧烈、时而大喜、时而大悲的躁狂抑郁症患者合伙。股市基本上就是这么回事。市场是你的仆人，不是你的老师，只要想明白了这个道理，你能赚很多钱。你不能听市场先生的话，以为他肯定是正确的。市场先生的话，你要听，但是听的时候多留心，我抓住他犯傻的时候，就扁他一顿。股市就这么回事。

我不知道走极端的中国股市能持续多久。我不知道市场明天、下个月、明年将怎么走，我只知道，最后，股市的价格一定回归价值，至少是回归价值区间。在回归真正的价值之前，股价多高多低都有可能，但最终一定回归真正的价值。

2, 没钱投资的话, 怎么赚钱? 募集资金是不是很难?

巴菲特: 我靠的不是募集资金。我 11 岁的时候买了自己的第一只股票, 3 股 CitiService 的优先股, 投入了 120 美元, 是我用 5 年时间攒出来的。我从 6 岁开始攒钱, 攒到了 11 岁, 我攒下来的钱能买 3 股股票了。我 11 岁的时候, 已经读了很多关于投资的书。在那以后, 我一直买卖股票, 但仍然没找到自己信奉的投资理念。那时, 我读过一本很有名的书, 是 Edwards 和 McGee 写的, 讲技术分析的《股市趋势技术分析》(Technical Analysis of Stock Trends)。我对这本书里面的统计数据很感兴趣。许多种不同的投资方法, 我都研究过。到了我 20 岁大学毕业的时候, 我已经有 9800 美元了, 一部分是赚的, 一部分是攒的。

我大笔投资的第一只股票是 GEICO, 我从自己的所有资产中拿出了 75% 买 GEICO。我特别看好这家公司。我只是一直研究这家公司, 心里一点不着急。我总是享受投资的乐趣, 从年轻时到现在, 始终如此。无论钱多钱少, 都可以享受投资的乐趣, 我喜欢打这个比赛。我年轻时, 没想着说一定要发大财, 才能过上更好的生活, 或者让自己的子女过上更好的生活。

1954 年, 我去为本·格雷厄姆工作。1956 年, 我回到了奥马哈, 那时我大约有 17.5 万美元, 我觉得, 有了这笔钱, 我可以下半辈子不缺钱花了。我回到奥马哈两个月之后, 我给 7 位投资者管理资金。我那时很年轻, 才 21 岁, 别人觉得, 这么年轻的人哪会管钱。让投资者知道持有的股票, 只能碍事。我对这 7 位投资者说, 我们以合伙的形式投资, 每个合伙账户都投资同样的股票, 但是我不告诉他们持股情况。我管理合伙人的钱, 就像管理自己的钱一样。只有合伙人获得了良好的收益, 我才能拿到回报。我选择了这样的形式, 我以为这就定下来了。

然而, 在那之后, 更多投资者加入了进来。1961 年, 我要管理 11 个合伙账户。我只有自己一个人, 在自己的卧室工作。所有的支票都是我自己开, 每买一只股票, 都要写 11 张支票。我一个人申报 11 份税单。1962 年, 我们成立了合伙公司。再后来的事, 大家都知道了。

不过, 再后来的事, 也不是我事先计划好的。我只是每天做自己喜欢的事, 和自己喜欢的人共事, 以最符合逻辑的方式做事。我们也是这么经营伯克希尔的。我们把伯克希尔当成合伙公司经营。

我怎么可能花完几十亿、上百亿的钱? 拥有 6 个大房子, 请一群人维护草坪, 还不够烦的。车库里停放 20 辆豪车, 有什么用, 也是自寻烦恼。各位想想就明白了, 你们的生活都比当年洛克菲勒的生活好很多。想看超级碗, 打开电视就能看。洛克菲勒想看的话, 在路上花很长时间才看得上, 他也没有空调什么的。

各位的问题不是如何发财，而是找到自己最喜欢打的比赛，过一个正常人的生活。**最重要的是找一个好伴侣。**伴侣选错了，吃尽苦头，追悔莫及。伴侣选对了，一生都能过得好。在选择伴侣时，看什么呢？看幽默感、外表、性格、头脑，还是只找期望值低的。总之，这是人生最重要的决定。这个决定做对了，我保证，你一生都幸福。

3，您如何看待政治与投资之间的联系？您投资了伊斯卡(ISCAR)，有人认为，这代表您在巴以冲突中选择了自己的立场。请问您的投资是否与您的政治立场相关？

巴菲特：一般来说，投资者的投资与政治主张无关。我也投资过中石油，这不代表我支持中国的所有政策，我投资美国公司也是一样，与政治无关。

伊斯卡这家公司有一些特别之处。**它是以色列盈利能力最强的公司之一。甚至可以说，它代表了以色列这个国家所取得的成就。**能收购伊斯卡，我深感荣幸。我不是因为伊斯卡在以色列的特殊地位而收购伊斯卡，但是我为伊斯卡有此殊荣而感到欣慰。Eitan Wertheimer 和他的家族是伊斯卡的经营者。2005 年 10 月，Eitan 给我写了一封信。他说，他决定出售自己的公司，而且只希望出售给我。他说，如果我感兴趣，可以去以色列看一看。我给他回了邮件，请他到美国来。我们一拍即可。伊斯卡完全符合甚至超出了我的预期。他劝我去以色列看看公司的经营情况，然后再决定是否收购。我知道伊斯卡一定是个好公司，我估计要是我亲眼看到了伊斯卡有多好，说不定会出更多的钱把它买下来，于是我就没去。我们收购了伊斯卡。以色列是个了不起的国家，那里的人很优秀。我答应 Eitan，以后有机会一定去以色列看看。过了几个月，我亲自去了以色列。一切都让我很满意。了不起的公司、了不起的家族、了不起的管理层。能与他们共事，是我的荣耀。伊斯卡是我见过的最优秀的一家公司之一。这家公司白手起家，距离黎巴嫩边境只有 10 英里左右。公司位于一座小山顶上，它的员工勤奋、诚实，拥有优秀的品质。我投资伊斯卡与政治无关，但我因伊斯卡在以色列享受的殊荣而感到欣慰。

4，幸福是什么？您幸福吗？

巴菲特：我运气特别好，**我可以做自己喜欢的事，周围都是自己喜欢的人。这就是幸福。**我每一天都很幸福，我特别知足。有句话说得好：**成功是实现追求的满足，幸福是珍惜拥有的知足**(Success is about getting what you want, while happiness is about wanting what you get)。我观察周围的人，这句话确实有道理。

我在生活中只有一件事是不喜欢做、又不得不做的。这样的事很少发生，但**有时候，我不得不解雇一些人。**

假如我能不做这件事，我愿意花很多钱不去做。其他的一切事，我都很顺心。我做的是自己喜欢的事。如果我想吃喝玩乐，如果我想去拉斯维加斯赌博，我都可以，但是我现在每天做的事就是我喜欢的事。

奥马哈有一位女士，她是波兰的犹太人。她和自己的家人曾被关在奥斯维辛集中营。她有一个亲人最后没出来。她对我说过这样的话："沃伦，我一般不和别人交朋友，我要看这个人能不能把我藏起来，才决定是否和他交朋友"。我认识一些和我同龄的人，他们是那种有几十个、上百个朋友愿意把他们藏起来的人，汤姆·墨菲就是其中之一。我也可以说出另外一长串人的名字，他们家财万贯，声名显赫，但没一个人愿意把他们藏起来，连他们自己的子女都不愿把他们藏起来。"他在阁楼里，他在阁楼里"。这个"藏起来"是一种比喻的说法，其实说的是"爱"。我通过观察发现，不考虑疾病，只要是拥有了几十个人的爱的人，或者用我说的比喻，有几十个朋友愿意把他们藏起来的人，这样的人，没一个不幸福的。我见过许多很凄惨的人。世人追求的东西，他们都有，但是没一个人真心在乎他们。**拥有别人毫无保留的爱，这是世界最大的幸福。.....**

5，医药行业的风险很高，请问您如何挑选医药公司？

巴菲特：如果完全不知道竞争对手 6 年或 7 年以后能推出什么产品，该怎么挑选医药公司呢？这样的话，投资医药行业，**还是做个组合比较好，买入多只价格合理的医药股**。可以确定的是，5 年之后，人们还是要吃药的，只是不知道哪几家医药公司最赚钱。

就我自己而言，我不知道如何挑选医药行业的赢家。我能确定，医药行业作为一个整体是好生意，能实现良好的总体投资收益率。除非你是这个行业的专家，否则还是做一个组合买入，这样更合理。

我不在乎哪家医药公司处于研发阶段的重磅药更有潜力。与药品专利即将过期的公司相比，具有高潜力重磅药的公司股价应该也更高。研发阶段药品的潜力一般已经反映到股价之中了。我不知道哪家医药公司将来的盈利能力最强，我只知道 5 年之后医药的总销售额一定比现在更高。

(译文仅选择了 5 个问题，其余省略。)

巴菲特：对话瑞士洛桑国际管理学院

2008 年 8 月

世界顶级投资大师巴菲特做客瑞士洛桑国际管理学院(International Institute for Management Development, 简称 IMD)，畅谈自己和以色列 Iscar 公司的合作经历，并对家族企业的经营理念和发展方向做了独特的解读，他表示自己随时对全球各地的股票情况进行关注，并将把收购企业进行到底。这是巴菲特欧洲行宣传伯克希尔企业文化的第二站，巴菲特刚刚去了德国和瑞士，下一站是西班牙和意大利。

Paul：下午好！欢迎来到 IMD。IMD 是一所世界领先的教育机构，并且在近期《Financial Time Global》排名中位居第一。我们非常荣幸各位能在百忙之中抽出宝贵的时间于今日与 IMD 一道参与这一期特别的网络播报。

再次欢迎您的加入，我是 Paul Hunter，IMD 企业客户中心的主任。我为能邀请到今天的各位嘉宾而感到万分的荣幸。Warren Buffett 先生，世界顶级投资大师，于近期在世界富翁排名中名列第四。Mr Eitan，Isicar 的主席，Isicar 是一家出色的以色列公司，为全球多个工业生产制造金属工具。还有，Prof Joachim，IMD 家族企业研究中心主任。先生们，非常感谢各位的到来。各位观众中如果有任何人有任何问题，请点击屏幕右方的'问题'按钮，我们将在接下来的 45 分钟内尽可能多地接受您的问题。那么，先生们，我们开始今天的讨论吧。是何种关联将三位一起带到了 IMD？

Joachim：是家族企业。我们对此津津乐道，特别是我个人作为研究家族企业教授，我非常荣幸能在今日邀请到二位，将我们今日连接到一起的应该是家族企业，也可以说是于近期决定向外销售的 Eitan 的家族企业。

Eitan，可否就此向我们阐述一下原因呢？

Eitan：我们今天能来到这里是因为，我曾经花费了很长的时间才最终认识到巴菲特先生，伯克希尔是某些家族企业在他们的生命中的某一时间段的最终归宿，我们花费了很多的时间才意识到这一点，因此我认为来到欧洲将是一个绝好的机会让更多的人了解到这一家族企业的发展策略。

我们的家族非常成功，企业也很成功。我们与成功的客户一起工作，所有的一切都在过去及现在不断地成长着。我们明白家族扩大的复杂性将会越来越明显，我们也意识到我们应该保护我们长期合作的客户(这里的长期指 50 年以上)以及与我们共同工作了很久的每一个人，当然也包括我们的家族成员。

我们曾经一度寻找着解决方案。我们也担心过多的成功以及高速的发展将会给我们带来新的影响重大的东西。如果成长的太快，我们是不可能挖掘出一个客户的。于是我们在全世界范围内找寻可能的解决方案，同时我们也希望我们能仍旧拥有我们做事情的自由。我们已经拥有了一个群体，我们也知道至少还会与这一群体继续合

作 20 或 30 年。我们爱我们的事业。我们希望能解决将来的所有权的问题。于是我们找到了巴菲特。进而我给他写了一封信，所有的一切开始于 2005 年 10 月。

Paul：巴菲特先生，当你收到 Eitan 先生关于提议出售其名下的 Iscar 企业的那封信时采取了什么行动？这封信中又具体说了些什么呢？

巴菲特：那是一封只有一页多一点的信，但这封言简意赅的信使我了解到了这家我从未听说过但是非常出色的公司。Eitan 向我陈述了足够多的财务信息，清楚地说明了这是一家出色的公司。更重要的是，我无法用准确的语言来描述，这封信随之带来的是这个人的品质，我清楚地意识到这个人是我愿意合作的伙伴。信中说如果我感兴趣的话可以与他取得联系。

我意识到他在以色列，而我在奥马哈，这两个城市间的距离是不近的。他说他会来到奥马哈，于是他真的过来了。亲身的验证了我从那封信中所企盼的一切，不久，我们支付 40 亿美元收购他的企业 80% 的股权。我做这一决定时甚至都没有亲自去他的工厂，或派律师进行客户尽职调查的工作。但是我清楚地知道我收购的是何种企业，我也知道我是与什么样的人合作，我会为此而感到高兴。

Prof Joachim：这的确是有违常理，我们商业学院中教授学生们关于尽职调查的重要性，教育学生应对此非常谨慎。但是您的意思我理解好像是说这并没有必要。

巴菲特：最终，重要的是我们要以合适的价格购买合适的商业，选择合适的合作伙伴。我们并不核对每一份租约，我们也不会阅读每一分劳务合同。在我的脑海中的重要事情是，生意在 5 年 10 年甚至 20 年后将发展成什么样。如果由于一个小错误，例如我们忽略了某些事情从而影响了购买价格的 1%，又或者是我未曾作正确的预测而导致我们少赚了购买价格的 1%，所有这些都是没有任何意义的。

如果纵观一下我们在过去 20 年中购买的企业，他们中的绝大多数都是非常成功的，仅有极少数的企业失败，但是为数不多。派出一个团队去评估一个企业没有助益，不管怎么说这都应该这是我的工作。伯克希尔的股东们希望我能够正确的对企业进行评估。他们依赖于我，严格来讲，这也许是不对的，但是他们的确完全依赖于我。

我个人资产中的 99% 投入在伯克希尔中，因此我尽量控制购买来的这些企业的整体质量，选择那些我认为有长久竞争优势的企业。同时应拥有我信任的出色的管理层。因为我将大量的资金交与他人，我希望他们在收购之后仍旧对其经营的企业充满激情与热忱。这是关键的决策。我不觉得任何人可以依靠律师来解决这一问题。

Joachim：那么也就是说，您没有大量的律师和财务专家进行尽职调查工作？

巴菲特：没有。我是说我并不知道从哪里能找到这样的人。我的整个办公室中仅有 19 个人。其中有 10 人或者 12 人管理财务，其他的人基本上就是处理一些诸如我的邮件的工作。我们无法完全信任尽职调查等事宜。我不认为将责任转出将会为我提供重要的资本分配决策。

Joachim：信任，对于你和你不断寻找的每一个可能的投资对象之间的关系有多重要？

巴菲特：100%重要！以色列在千里之外，我仅仅是在购买了 Etian 的企业后的几年中去过一次。我们没有任何人对该企业的经营场所进行检查工作。但是我信任 Eitan，没有更好的人选我可以信任了。

我相信，他能够在收购之后仍然与收购前一样兢兢业业地经营着企业。这是一个关键因素。大多数时候我是正确的，但是人总会偶尔犯一些错误。但是我相信 Eitan 绝对不会是个错误。这是一个至关重要的决定。

Joachim：你们之间的关系如何？对你来讲，是否有什么变化？从伯克希尔收购之后你的生活有任何变化吗？

Eitan：唯一不同的就是，我有了更多的责任。因为我现在要对很多的 BH 的股东负责。而在这之前，我只是对我的家族和一些与我一起工作的出色的人负责。现在我要确保使很多人快乐。我要为我的将来所能得到的褒扬而工作。这是我的主要工作。

Joachim：您在伯克希尔拥有一份资产组合，融合了 76 家您持有主要控股权的独立运作的公司，你是如何管理这些公司的？

巴菲特：我并不管理，而是由我的员工来管理他们。管理的核心内容就是合理的将事情交于其他人去做。我非常善于将责任交予他人。我对挑选合作对象非常谨慎。但是，一旦我做了决定，我便交予他们所有的事情。我并不是只给他们一部分责任。

我并不知道如何经营那些企业。什么都不知道。我不知道如何创造新产品，我不了解客户。我没能够与企业中的员工建立多年的信任。这是那些管理者的企业。幸运的是，我们成功地进行了收购，我们努力不要让事情变糟。这就是伯克希尔的管理理念。

Joachim：你曾经说过将收购的企业永久持有？

巴菲特：完全正确！市场上有很多杠杆收购之后然后做退出策略的私营资产管理公司，这个战略通常指尽可能的运用好每一笔他们可以借用的资金，进而尽其所能将企业的财务等方面做好，然后在适当的时候以一个满意

的价格将企业出售。

而我们没有一个固定的战略。但我们有一个很简单的模式，即拥有出色的企业，拥有出色的管理人员，而且伯克希尔并不会停止收购。我们只是想不断加入更多的好的企业。我们爱他们，我们不会出售这些企业。

Joachim：你曾经说过那些经营企业的 CEO 是面包师，而不是屠户？

巴菲特：这是一个很好的比喻。这虽然并不是我最先说的，但是**他们确是一些对事业充满热情的人。他们并不是为了钱而工作。**他们中的四分之三都是非常富有的。如果他们愿意，他们可以在明天做任何事情，包括让我下地狱，但是他们不会这样做，因为他们爱他们的企业。他们想确保企业能正常地运作。我认为我的确很幸运能拥有这些人。

Joachim：Eitan，收购后你是如何与巴菲特进行交流的呢？你们会在每月或者每年举行会议吗？

Eitan：我把巴菲特当作一位老师。我尽量做到每隔几个月就来奥马哈，与他一起喝咖啡聊天。基本上，我们并不谈论我们下一年会发展成什么样子，也不会提交任何预算。我们每月会发出一份月报。我们会确保在下一年里，我们会听到更多的褒扬，因为我们热衷于让他们满意并且高兴。这里我说的，包括我们的客户，我们的员工以及股东。我们喜爱这些做法。我们清楚我们现在所做的一切将会长期持续下去。

巴菲特：我的有些经理我差不多有三到四年没有见过面。他们运作各自的企业。他们中的有些人喜欢和我交谈，有些人不喜欢，这两种方式我都可以接受。但是他们都有一个共同之处，那就是**他们爱他们的企业。**

正如我之前所说，有些经理几乎每天都要和我交谈。但是也有一些例外，有些人我一年中只会交谈一次。他们不需要来到奥马哈。我们也没有公司例会。我非常肯定我带着它(在口袋中找信)。每两年我都会给他们寄一封两页的信，仅仅是为了提醒他们一些事情而已。

Joachim：我想您曾经提及过一些重要的有关这封信中的观点。您将您的期望列为几类，比如什么是他们必须知道的，以及.....

巴菲特：其实这非常简单。我告诉他们，第一部分我讲的是，我们拥有所需要的足够的资金，我们希望能拥有更多的资金，**但是我们不能容许有丝毫的名誉上的损失。伯克希尔以及我的名誉在他们手中。决不可以用名誉来交换金钱。绝不可以。绝不可以做任何你不想在第二天的新闻头版被报道的事情。**如果发生任何敏感的事情，我告诉他们一定要给我打电话。在核心领域可以有很多赚钱的机会，我的视力不好，我不想有任何不好的事情发

生。绝对不想。

我在信中说，他们运作各自的企业，两件事情是他们需要改变的，公布退休金，如果他们即将碰上任何不寻常的高额的资本支出，他们一定要与我取得联系。如果没有的话，他们就持续运作各自的企业。

然后我问他们，如果在一天晚上发生了事情，他们将如何在第二天一早对后续事情进行处理。这封信每两年都会寄给他们一封。我每年都会收到他们的答复，详细陈述他们的后续处理方法。然后我们将这些信息加入我们的年报中，以及我们的年终会议。伯克希尔的交流我认为是持续的。我希望他们能反映出公司的文化，并融入公司的文化。每个人在这方面做得都很好。

Joachim：你拥有世界上最好的东西，你拥有金钱，你还拥有持续创造你所喜爱的商业的自由。

Eitan：我为家族未来以及与我共同合作了多年的员工以及客户寻找到了最佳的方向，这就像是天堂。我有出色的团队与我合作，我还有一个出色的老师。我们都热衷于来奥马哈参加股东大会，因为这是最激动人心的一天。我们是这个有趣的俱乐部的一部分，任何做出让人感激的事情的人都会得到感谢与尊敬。

在此之前我们就好像是生活在真空当中，没有人知道我们在做什么。这真的是个非常奇妙的情形，我会持续不断的将它继续下去，因为我们真的很爱这种氛围。

巴菲特：这些人对股东来说是英雄般的人物，我希望他们能来参加股东大会。通常情况下整个家族都会来，每个人都希望被邀请至大会上。如果邀请到 Eitan 的家族来参加奥马哈的特别聚会以及与股东共度周末的话，对我来说这就像是获得了一枚荣誉勋章一样。

今年我们的聚会有 3.1 万人参加，他们是伯克希尔真正的主人。这些人投入了他们毕生的资金。他们对于像 Eitan 这样的人能将他们的家族带至聚会中而感到高兴，这也提高了伯克希尔的价值。

Joachim：是什么能将伯克希尔捆绑在一起？是你吗？还是文化？

巴菲特：是文化！是我们建立的文化。所谓的文化就是我所相信的事情。在开始文化是由个体而逐步强大的，但是一段时间后，它便建立了自身的要素。人们自发选择来加入这一文化。董事自发选择成为董事。我们付给我们的董事仅仅是 900 美元/每年。在美国没有哪家公司能有向我们这样的董事。我们邀请的每一位董事都能接受每年 900 美元的薪资邀请。我认为这不会在其他任何地方发生。人们热衷于这一文化，他们愿意成为其中一员，他们愿意看到这一文化持续发展下去。

Joachim：长期以来，你总是买进，从不卖出。你认为你的企业是家族企业吗？

巴菲特：是的，我们认为伯克希尔是家族企业。如果你看一下我们的年报，我们早在 25 年前就已经公布了商业原则，从未改变。我们坚信应该告诉人们我们是做什么的。正如在餐厅里一样，是提供法国菜还是提供汉堡。我们希望人们能在他们来到伯克希尔时了解他们将加入一个什么样的组织。

最首要的原则是：我们的态度是合作，我们的理念是合伙公司。我们将企业所有者看作是合作伙伴，我们将企业管理人员看作是合作伙伴。伯克希尔是一个家族企业。

Joachim：当你谈论家族企业，你就会谈及世代以及继任。你个人的继任问题你是如何计划的？

巴菲特：我希望能继任自己，但是这个强求不了的。(哈哈)董事会已经提名了三个候选人，他们中的每一个都是我的最佳代表。我所做的许多事情，他们能做得更好。董事会已经在这三人中的选择上达成了一致，但是这仅仅是目前，这个结果很有可能在也许五年的时间后改变。

我的确相信能够接任我的人一定是相对年轻的人。这对长期持续这一工作是有帮助的，特别是在我们这种文化氛围中。我不想接任我的人只能接替 3-5 年。如果他们能接替我 15 年的话那就更好了。这也并不是说他们需要在 65 岁的时候离开。随着时间的推移，如果有人超过了年龄的界限，我们也许会有新的候选人。但是我们的董事会已经在此三名候选人的确定以及继任人的选择上达成了一致。

Joachim：但是你的企业中也有你的家庭成员？

巴菲特：我希望我的儿子 Howard，是一名非执行主席并且不获取任何薪资，而仅仅是企业文化的守护人，但是决不是采用支配企业决策等方式。

Joachim：对于你来说，金钱有多重要？

巴菲特：如果能有所需的一切就可以了。我早在我二十多岁的时候就拥有了我所需要的一切。我拥有了我生命中其他人所想拥有的一切。我拥有一份我喜爱的工作。我与我喜爱的人在一起工作，他们也喜欢我。我每天可以做我想做的任何事情。我拥有我可以自由创作发挥的年会活动。这使我变得很富有。

现在，我也想好好的用餐，住在一所冬暖夏凉房子里。去参加一场足球赛等等。但是我并不想像法老们一样修建象征我自己的墓，无论是生前好还是死后。对我来说，生活的水平与生活花费是不能划等号的。我不想拥有一个棒球队而我的名字每天都会出现在报纸上。我对此不感兴趣。我也不想像其他富有的人通常做的那样，拥

有世界上最宏大的艺术收藏。我希望能与我的朋友在一起。我希望能做我喜欢做的事情。幸运的是，我做到了。

Joachim：你计划要将一切捐助给慈善事业？

巴菲特：我在伯克希尔的股份将捐助于慈善事业，但是并不包括我另存在一个保险箱里的少量资本。我有 1% 的资产是不属于伯克希尔的，这部分资金是我以后所需要的一切。这 1% 的资产足够以各种常人期望的方式来满足我的生活。剩余的资产将全部回归社会，因为正是这个社会使得我能做我所从事的一切。

Joachim：你将为你的孩子留下什么？你是有三个孩子吗？

巴菲特：我有三个孩子，根据我对他们平时处理事情的观察，我为他们各自建立了一个独立运作的慈善基金。这样的话他们就可以以其独有的方式参与社会中。不单单是金钱，还在很大程度上投入了他们的精力和时间。我曾经转述我的孩子们我父亲告诉我的话，真的很美，"**你所做的一切(只要是正当的)，我都会在后面支持你。你不必成为我，你应该成为你自己**"。我的父亲给了我毫无条件的爱。我的两位妻子以及我个人都对我们的孩子说过同样的话。

他们所做的一切与我做的事情同等重要，也许还会更重要。他们应该追随他们各自的方向，他们应该追求他们的热忱。如果他们选择加入成为的某一部分，如果他们做的很出色，我们会像敬佩世界上最杰出的高尔夫球家或者是最富有的人一样敬佩他们。他们都是平等的。

Joachim：接下来我们将与 IMD 的学生一起共同讨论。一位 MBA 学生问：你对成功的个人定义是什么？

巴菲特：我认为成功是.....我还是先讲一个故事吧。

在奥马哈我认识一个 80 岁的老妇人，波兰籍犹太人，她是一个很好的人。我的好朋友之一。她曾经和全家一起被赶进集中营，其中有人死在了里面。她曾经对我说："沃伦，我交朋友的时候会很慢，因为当我看着一个人，在我的脑海深处，总有一个问题存在，他们会把我藏起来吗？"现在，我会说，如果你到了 60 或者 70 岁，又或者像我现在的年龄，77 岁，**如果你有很多人会把你藏起来，那么你就成功了。如果你没有任何人愿意把你藏起来，那么无论你多富有，无论你获得了多少荣誉学位，又或者是无论你有什么样的以你的名字命名的意愿，你仍然是失败的。这也是另一种表述很多人爱你的方式。**

我从来没有遇见过一个受无数人爱的，然而到老却不是一个成功者的人。我见过许多人拥有所有的被世界认可的'成功标志'。他们很富有，他们的名字在报纸上被报道，但是地球上没有人爱他们，他们不是成功者。如

果在你六十或者七十岁的时候，你有很多爱你的人，那么你就是是一个非常成功的人。

Paul：这真是一个很感人的对成功的定义，很显然，从你的标准以及其他许多人的标准看来，你是成功的。当你回顾过去时，你持续这场游戏已经超过 66 年了，你的第一笔股票交易是在你 11 岁的时候。那么这些热情和精神是从何而来的？

巴菲特：我很幸运能拥有我的父母。我很幸运我出生在美国。我有所有的运气。我接受过好的教育，我非常擅长资本配置。我非常幸运，因为我在很年轻的时候就发现了我所喜爱的事业。这也许是个巧合。我毕生都在进行一场我所喜爱的游戏。我从来没有因为我的孩子们的饥饿而被迫妥协，而从事我所不喜欢的事业。因此在诸多方面我是个幸运儿。最重要的是(除了你的父母，你对此别无他选)选择合适的配偶。如果你选择了正确的配偶，很多事情都会实现。我在这方面非常非常幸运。

Joachim：还有什么问题要问 Eitan 先生吗？

Paul：是的，我们当然还有。正如你曾经在一家著名的杂志上所说，巴菲特是介于心灵，财富以及精神之间的最佳平衡点。当你第一次见到巴菲特时，在最开始的五分钟内你对他的最初印象是怎样的？

Eitan：我第一次见沃伦是在 2005 年 10 月 25 日奥马哈。当时是 9 点钟。我见到了一个非常谦逊的人，我很惊诧，没有警卫，没有司机，什么都没有配备。我的第一感觉就是，这是一个我愿意共同合作的人。从见到他的第一秒我就知道了。当然，我还在离开前从沃伦那里获得了一个小小的提示。当他给我 BH 的年度报告时，我问他能否写些什么，或者签个名字。他给我写下了下面的话：致 Eitan，一个我愿意长期伴随的人。

因此我得到了很明确的信号。这就像是一见钟情，从我见到他的第一眼起，我就知道这正是我所找寻的。现在，基本上可以说，我有两个父亲，一个是我的旧父亲，一个是我的新父亲。

巴菲特：其实，我是他的祖父。Eitan：不，你做我的祖父太年轻了。

Paul：巴菲特先生，这其实是个双向的过程。相信你也同时有同样的感觉。那么，你是不是在见到每一个你决定合作的企业经理人时都会有这种感觉呢？这种感觉是不是一定要在那一刻存在呢？

巴菲特：通常情况下都是存在的。有时候也不会。我爱与我们共同合作的人。如果我认为企业经理人会搅乱我的胃口，那么我就会放弃交易。我不想让我的胃口被搅乱。因此，我们有很多经理人，我和他们中的大多数都是好朋友。不是所有的，有些人我联系很少。但是这些我拥有的人，为我的生命增添了巨大的价值。

Paul: 我们从世界各地收到了很多的提问。BH 名下有 76 家企业，一个学生问到，你是否在找寻一种主要的管理模式或者是领导模式，又或者是不是每一家公司都采用不同的方式进行管理？

巴菲特：他们都是不同类型的。他们中的有些人，其实大多数人都是 MBA 毕业，但是也有几个念完高中就结束学业了。还有一些少数的甚至没有任何学历。他们各自都有不同的风格。他们是各自企业的领导者，人们热衷于跟随他们，我经常会被惊诧于他们的各种不同的风格与形式。如果今天我把他们所有人都带到这里，那么你们会看到一个差别非常大的群体。

他们对各自的企业都有着热情。他们都具有使其他人愿意跟着他跨越下一座高山的潜质。人们相信他们，人们看不到下一座山的背后是怎样的，但是他们跟随的人却可以看到。但是他们的确是不同风格。不过他们爱他们的企业，热情就是关键之处！

Paul: 另一个问题是，人们时常觉得你曾经提及过有关慈善事业的事，你将你资产的 85% 捐赠给了 Bill and Mdlinda Gates 基金。然而你从不过问中国的情况怎么样了等等，很多提问中存在着一个共性，你是如何达到平衡的？也就是说你是如何从一个纯粹的企业家转至一个慈善家的？你会给寻求这一平衡的人什么样的建议？

巴菲特：我认为这确实是取决于个人的。有些人乐于积极的参加慈善事业，有的人不是。人们不应该为他们没有慈善能力而感到不体面。也许他们在资金上是有困难的，他们需要照顾家庭和子女等等。但是我是有足够的资金的，这个金额是很庞大的，因为我于一个合适的时间出生于一个合适的地方，拥有完美的父母，而且我自身具有某种可以在资本市场中大量赢利的才能。如果在一个不需要有资本配置能力的市场中的话，我会一事无成。但正是由于这个市场的存在，我坚信我的能力。然而最终，我认为如果你已经可以做到照顾你个人以及家庭的话，那么我认为接下来可以做的事情就是回报社会。

我在很早以前就与我的前任妻子有过计划。其实早在我们二十几岁的时候就已经开始计划了，因为我已经告诉过她我们一定会变得富有。我这样说过，她也这样说过。我们对此持一致的态度。我们的计划就是说我一定会用我所有的资金建立一个基金，我们已经给我们的子女留有足够的资金，他们可以做任何他们想做的事情，但绝对不是坐享其成，无所事事。我们一直遵循这个原则。

我的第一位妻子已经去世了，然而我还在，这不是我所希望的，她当时真的很年轻。从那之后，我不得不为伯克希尔的股份作出最终的归向选择。我考虑过多种选择。最终我为每一位子女都留有一份有深远意义的基金。

除此以外，另一个家族基金也在逐步扩大。

但是我已经关注 Gates 基金有多年的时间了。我遇到了两位非常聪明而且有超常的天才的人，他们与我有着同样的目标。他们坚信每一个人的生命都是同等重要的，无论性别、地域还是肤色。他们正在努力推动着一个使每个人的生活完美的进程。我能有机会加入他们的行列，参与这一规划，并且我已经看到我的工作也由此而变的格外简单。我可以做我喜欢做的事情，我做了大量的授权，然后他们做所有与之相关的重要的事情。这是我所能想到的最佳的解决方案。

Paul：好的，很好！那么正如人们从报纸与电视上看到的那样，你在这一周基本上都在欧洲度过的，您昨天在德国，今天就到了瑞士，我想您在本周晚些时候就会飞到西班牙和意大利。您曾经向股东们提过伯克希尔在欧洲的话会做得更卓越。为什么是在欧洲？为什么是现在？特别是人们认为日趋疲软的美元并不是一个值得抓取的机会。那么你这么说的深层含义是什么呢？

巴菲特：让我来回答这个问题。其实我早就应该说了，但是一直没有，现在我要更正一下。我们的公司相当的庞大，应该出现在欧洲以及亚洲以及其它大国中优秀企业的雷达屏幕上。

我们的确可以为某些企业提供有用的东西，但是并不是所有的企业。这对他们来说也许并不重要。如果你有一个非常好的家族企业，就应该守护住它。你能做的最好的事情就是自己拥有它。但是在有某个时候也是需要转变的。我希望我们能够出现在他们的雷达屏幕上，这样的话，当转变时刻到来的时候，人们能够想起通知我们，联系我们。但是并不是每个人都是这样做的。我想我们在美国以外的地方还是不够强大的，这也就是为什么我们一直在试图改变。

Paul：在您提及 BH 可以为企业多种帮助时，你说人们从 BH 获得比金钱要多得多的东西，那么，BH 可以带来何种其他公司无法提供的东西呢？

Eitan：自由，工作中的自由。你可以随心所欲的唱歌。这是我们想要的，也是我们得到的。成为一项伟业的一部分，为未来做好准备。除此以外我还能要求什么呢？

巴菲特：他们虽然将股权交给我们，但是此后在很大程度上他们仍然是企业的真正主人。他们可以摆脱任何一个银行家提出的要求，也可从绞尽脑汁取悦华尔街的努力中解脱出来。他们得到了可以做一些比以前更有意义的事情的机会。很多的员工都会很感激他们。我很清楚这种状况会持续很久很久。这个并不像是玩牌，你选择一

张卡，然后丢掉另外一张。在伯克希尔不会有这种事情发生。我们的做法是收集更多的卡片，并保留他们。我们是没有竞争者的。

Paul：我们今天收到了很多的提问，不光是从欧洲，还有亚洲。这里有一个问题是由新浪网一位网友提出的，他的问题是：亚洲是不是你的兴趣范围？他问道：亚洲的股票市场、股票价格以及各种收益情况震荡波动的非常厉害，你是否考虑会从这个市场中寻求交易？亚洲是否是你全球战略中一部分？

巴菲特：只要是我们公司的规模允许的话我们对任何一种企业都会感兴趣。亚洲也会有一些，也许会有很多。我们喜欢那里的人正如我们喜欢欧洲的人一样。以股票市场来讲，加之各种具有市场潜力的证券，我都会随时对其全球各地的情况进行关注。其实多年前我们对中石油就有投资。我们还对欧洲的许多国家都会有很大的兴趣，还有浦项钢铁(Posco)以及韩国钢铁公司(Korean steel)。我在全世界范围内查看有市场潜力的证券，我也希望全世界的人都能在他们的企业需要帮助时想起伯克希尔。

Paul：我们收到了很多的提问，我们尽量从中筛选出更有针对性的问题。这个关于教育方面的问题是一名学生提出的。他问：你是否对投资教育有兴趣。为什么不买一家像 IMD 这样的商学院？

巴菲特：在一个的拥有博爱的世界里，Gates 基金中的三分之一都是直接针对教育的，并会从明年开始投入。基金将会给孩子们的全程教育提供教学环境，基金的投入几乎多过 4 百万美元左右，占基金总额的三分之一。对于教育机构(企业)来讲，全世界有很多种(多过 7500 万种)，然而我们无法满足我们的这一标准。

Paul：这里有个很有趣的问题，有人说非常感谢你对成功的定义。那么你对运气的定义是什么呢？

巴菲特：运气吗？这是我所拥有最多的东西了。

很显然，正如我先前提到过的，我在一个适当的时间出生于一个适当的地方，并拥有很好的父母。有了这些我还需要做什么呢？我把这称作是卵巢彩票。我赢得了这个彩票，这是一个很重要的值得赢取的彩票。就像是你生命中的入场券一样。我出生于 1930 年，如果我是个女性，我不会获得那么多的机会。如果我是黑皮肤的话，我也不会获得同样的机会。如果我出生在世界其他的很多的地方的话，我也同样不会拥有这么多的机会。我赢得了卵巢彩票，为此我真的什么都没有做。这是我们生命中很重要的一部分。

Paul：那么也就是说，很多的运气，很多的成功。好的。从 1965 年开始的投资，你获得了 21% 的非凡的高利润，这真的很棒！你在选择你的股票以及投资企业方面是否有某些特殊的秘密？

巴菲特：我坚持做我了解的事情。我观察股票市场的方式与我收购企业是一样的，我不会选择价格忽上忽下的股票。我在 19 岁那年，读了一本很不错的书，名字叫做《聪明投资者》，从中我非常幸运的学到了一个最核心理论。这本书为我的生活带来了很大的变化。这完全是运气。我不会做任何非同一般的事情。我对未来的十年甚至二十年没有出色的洞察力，我的确是在寻找一些很显而易见的东西，这是我一直以来都在持续做的。这么多年来以来我虽然没有学到大量的东西，但是我的确从本格雷厄姆那里获得了正确的知识框架。

Paul：那么也就是说这框架你已经坚持了很多年。你对一些数据的变化很敏感，人们也了解到有时你会被带入某些政治话题中。正如最近你介入了支持 Barack Obama 以及 Hillary Clinton 的政治话题中。你会经常介入某些政治话题中吗？你对此感到适应吗？

巴菲特：我对诸如税收政策等方面的政治话题是有些自己的观点的，但是我的确服务于 Obama 和 Clinton，我相信他们都是很棒的总统。如果你自愿参与政治活动的话，那么你就会收到另一个电话要求你再次加入。由什么人来领导一个国家是至关重要的。我们的国家一直都发展得很好，即便我们没有最佳的选择，但是我们获得了大量的利润，这比拥有最佳的选择还要好。因此我认为每个人应该参与政治。你应该关心你的领导人是谁。如果有机会的话你应该为他们而工作，正如我一样，由于我可以比其他大多数人更多的创造财富。无论你怎么认为，我的确相信人们应该参与政治。

Paul：你是否认为美国现在的政治仍然弱化了美元的优势？

巴菲特：是的，我认为是的。我们在最近几年中一直在做同样的事情。如果你一直重复做同样的事情，而同时却希望能收到不同的结果，这是不可能的。

Paul：我们的时间剩余不多了，我们需要抓紧一些时间。Emitan，接下来的时间我想问你一些问题。你一直关注 BH 与 Iscar 之间的关系发展，并作了大量的研究以及个案研究。你认为是什么东西使 BH 与 Iscar 之间的关系如此的不同寻常？家族企业能从中学到什么？

Joachim：我想人们应该从多年前的家族成员，参与或者领导家族企业开始关注，这包括你个人、你的父亲或是你的妻子对家族事业的参与与领导。我认为大多数家族企业，可以从这个特殊案例中学习到的东西是，你努力培养自己对家族事业的理解，即从中能获取何种成效。从一个结构完好的角度看上去，我们应该问一个关键性的

问题：在未来，我们是否仍然是这个企业的最佳所有者？很显然，纵观整个案例分析，你便会得到答案并找到解决方案。对我来说，这个典型案例的值得强调的关键之处在于：出售一个家族企业并不意味着损失。事实上，这样做是有价值的，并且对多方都是互惠互利的，同时也为企业本身建立了一个美好的未来。

因此这的确是我们应该从这个特殊案例中应学到的关于家族企业的重要一课。一旦家族企业面临着需要或者是被迫出售的局面，机会就在那里，这对家族本身、所有者以及企业本身都是良好的。

Paul: Eitan 先生，在这个过程中你遇上了你的心灵伙伴，而巴菲特先生，您也找到了一个非常有投资兴趣的企业，此时，您是否有最后想说的话？您曾经提到过您认为您的人生是一幅未完成的油画，那么，在接下来的几年中你的绘画技巧是什么呢？

巴菲特：我其实不知道将来的绘画技巧是什么。但是我知道通常情况下他会是什么样的。我想我知道的是，我希望能亲手握着这支画笔，

Paul：这样你就会得到掌控。

巴菲特：我会将这幅画继续下去，这真是一件乐事。

Paul：非常好！Mr Eitan， Mr.Buffett， Mr.Joachim，衷心感谢各位今天的到来，感谢所有参与今天的访谈的人。很遗憾，我们仅仅选取了一部分各位的提问，在仅有的时间里我们无法回答所有的问题，但是非常感谢各位的关注。

财富杂志：沃伦之思 2008

华尔街一片混乱，财富杂志记者 Nicholas Varchaver 来到奥马哈寻找智慧。沃伦巴菲特谈论了经济、信贷危机、贝尔斯登等问题... 巴菲特说，他"接到了一个关于贝尔斯登的电话"，但他说，在仅有两天时间进行尽职调查的情况下就拯救了这家投资银行，"这需要一些勇气，而我并不想这样做"。

如果说伯克希尔定于今年 5 月 3 日举行的年会被称为资本家的 Woodstock 音乐节，那么这或许就相当于 Bob Dylan 在自己家里举行的私人演出：伯克希尔 CEO 沃伦巴菲特每年约 15 次邀请一批商学院学生进行为期一天的集中学习。学生们参观公司的一两家企业，然后前往位于奥马哈市中心的伯克希尔总部，巴菲特会在那里进行两个小时的问答。随后，大家前往巴菲特最喜欢的一家餐厅，巴菲特在那里请大家吃午餐喝冰激凌啤酒。最后，每位学生都有机会与巴菲特合影留念。

4 月初，这位亿万富翁接待了宾夕法尼亚大学沃顿商学院(巴菲特本科曾就读于该学院)的 150 名学生，为财富杂志提供了一次难得的旁听机会，他阐述了从贝尔斯登的救助计划到对经济预测的各个方面，以及他是愿意做通用电气的 CEO 还是报童等等。以下是他与学生们的问答环节，在 Piccolo Pete's 餐厅与沃顿商学院的学生们共进午餐，并品尝意大利干酪鸡肉以及在办公室接受财富杂志采访的部分节选。

巴菲特首先用一系列可口可乐产品欢迎学生们的到来。巴菲特说：伯克希尔拥有可口可乐公司 8% 多的股份，因此我们可以从 12 罐可口可乐中获得一罐的利润。我不在乎你们喝不喝，但如果你们愿意的话，就打开罐子吧。

随后，他又谈到了更重要的问题：在我们开始提问之前，我想告诉大家最近发生的一件事。如果你们还在学习有效市场理论，这是 25 年前的标准课程，那么这可能对你们有些意义。但我们最近有一个例子说明了为什么这个理论是错误的。在过去的八九个周里，伯克希尔在拍卖利率证券(利率定期在拍卖会上重置的债券)上建立了约 40 亿美元的头寸。我们看到的情况确实非常惊人。我们每天都会收到投标名单。令人着迷的是，在这些竞标名单上，同一种信贷证券经常会以不同价格出现不止一次。

这是昨天的一个案例。我们竞标的是公民保险公司(Citizens Insurance)，它是佛罗里达州的一个机构。它的成立是为了照顾飓风保险，它由保费税支持。如果他们有一个大的飓风和基金变得不足，他们就会提高保费税。该公司的信用没有问题。所以那天我们竞标了三份不同的公民保险公司的证券。我们买到了一个利率为 11.33% 的投标。我们没买的一个利率是 9.87% 还有一个是 6.0%。同一个债券，同样的时间，同样的交易商，完全不同的价格。这是一个大问题，这不是什么小异常现象，就像学术界每次发现与他们理论相左的东西时喜欢说的那样。

市场上发生了如此疯狂的事情。这些年来，市场并没有变得更加理性，市场变得更具羊群效应。但当人们恐

慌时，当恐惧或贪婪占据上风时，人们的反应和过去一样不理性。

1, 您认为美国金融市场正在失去竞争优势吗？

我不认为我们会失去优势。我的意思是，Sarbanes-Oxley 法案是有成本的，其中有些是浪费了的。但相对于 20 万亿美元的总市值而言，这些成本并不算高。我认为，我们国家的资本市场非常好，它们经常被搞砸，以至于对投资来说它们变得更加美妙。我的意思是，如果你从事我的工作，你就不会想要一个完美运行的资本市场。无论监管如何，人们都会继续做傻事，而且永远会做傻事。监管所能达到的目标是非常有限的。以过去十年中最大的两起会计灾难为例：房地美和房利美。两家公司都存在数十亿美元的错误列报。

现在，这是两个非常重要的机构。我的意思是，几年前，它们占抵押贷款流量的 40% 以上。现在，我认为它们已经达到了 70%。它们本质上是准政府性质的。所以政府成立了一个叫 OFHEO 的组织(联邦住房企业监督办公室)。我不清楚这些字母代表什么意思。但如果你去 OFHEO 的网站，你会发现它的目的只是监管这两家公司。OFHEO 有 200 名员工。他们的工作就是监督两家公司然后说，"这些人的行为是否合规？"当然，在这 200 人的工作期间发生了两起史上最大的会计错报事件太不可思议了。我的意思是，它们两家都是！

监管人是非常、非常、非常困难的。如果我被任命为新的监管者，如果你给我 100 个你能想象到的最聪明的人为我工作，而我每天都能从最大的机构获得抵押贷款头寸，他们所有的衍生品头寸，所有的股票头寸和货币头寸，我将无法告诉你他们做得如何。当你涉及非常复杂的工具，有数百个交易对手时，就很难监管了。交易对手的行为和风险，是财政部和美联储认为必须在周末对贝尔斯登采取行动的重要原因。我认为他们这样做是正确的。我在某个地方读到过，当成千上万的交易对手签订了 14 万亿美元名义价值的合同，没有人知道会发生什么。如果破产的话，这些人会试图解除所有这些合同。这会对市场造成什么影响，会对其他交易对手造成什么影响，这些都会变得非常非常复杂。因此，监管是系统的重要组成部分。但有效的监管确实很难。

在 PiccoloPete's 餐厅，巴菲特曾与微软的比尔盖茨和纽约洋基队的 Alex Rodriguez 等人共进晚餐。在这里巴菲特与 12 位沃顿商学院的学生同坐一桌，谈论了许多话题。

2, 您对选举有何感想？

在他们都提交竞选申请之前，我就告诉希拉里 Hillary，如果她参加竞选，我会支持她；我也告诉巴拉克 Barack，如果他参选，我会支持他。所以，我现在是一个政治重婚主义者。但我觉得无论谁参选都会很好。实际上，我觉得如果共和党获胜，John McCain 会是我更喜欢的人选。我认为这次我们有三位异常优秀的候选人。

他们的做法都很温和。我们还不确定的是 Barack。另一方面，他也有机会成为最具变革性的人物。

3，我知道你有一条送报路线，那是你的第一份工作吗？

嗯，我为祖父工作，在家族杂货店工作，非常辛苦。但如果你让我选择是当通用电气或 IBM 或通用汽车的 CEO，还是送报纸，我会选择去送报纸。我会的，我喜欢做这个。我可以思考我想思考的东西。我不必做任何我不想做的事情。成为通用电气的 CEO 也许很棒。杰夫伊梅尔特 Jeff Immelt 是我的朋友，他是个很棒的人。但想想他要做的所有事情，不管他想不想做，所以我宁愿送报纸。

4，你是如何获得灵感的？

我只是阅读。我整天都在阅读。我是说，我们在中国石油投了 5 亿美元。我所做的就是阅读年度报告。[伯克希尔 2002 年购买了 5 亿美元，2007 年以 40 亿美元卖出]。

5，对于非专业投资者，您有什么建议？他们应该把钱放在哪里？

好吧，如果他们不打算做一个积极的投资者，而且很少有人会尝试这样做，那么他们就应该继续投资指数基金。任何低成本的指数基金。他们应该长期定投。他们将无法选择正确的价格和买卖时点。他们要做的是避免错误的价格和错误的股票。你只需确保你拥有美国企业的一部分，而不是一次性全部买入。

当巴菲特说他准备好拍照时，150 名学生在几秒钟内全部冲出教室，排起了长队。在接下来的半个小时里，每个人都轮流与巴菲特合影，他经常摆出各种夸张的姿势(他们最喜欢的是"抢他的钱包")。然后他开始离开，77 岁的巴菲特上演了一出"难熬的一天"，30 名学生尾随他来到他的金色凯迪拉克旁。空闲下来后，他开车载着这位财富记者回到办公室，继续回答问题。

7，与过去的危机相比，当前的动荡如何？

这很难说。每一次都有很多变数。但毫无疑问的是，这次出现了极端的杠杆作用，在某些情况下，住宅或收购的价格也达到了极端的水平。你有 20 万亿美元的住宅房地产和 11 万亿美元的抵押贷款，其中很多没有问题，但也有很多问题。2006 年，美国有 3300 亿美元的现金用于抵押贷款再融资。这是一个很大的数字，我的意思是，我们现在谈论的是 1500 亿美元的刺激计划，但那是 3300 亿美元的刺激计划。这还只是优质抵押贷款。这还不是次级抵押贷款。所以过度杠杆化对经济是一种地狱般的刺激。

8，如果这是一个地狱般的刺激，那么你认为 1500 亿美元的政府刺激计划会产生影响吗？

好吧，这比我们原本拥有的要多出 1500 亿美元。但我们也不是没有过刺激措施。与此同时，或多或少出现了杠杆并购热潮，这次被称作私募股权投资。弊端层出不穷，条款也变得糟糕透顶。你的银行系统被这些问题缠

身。抵押贷款行业正在去杠杆化，这将是痛苦的。

9，你所描述的情况表明，我们离转危为安还很遥远。

我想是的。我的意思是，似乎每个人都说这次危机将是短暂且浅层的，但看起来恰恰相反。要知道，去杠杆化本质上需要大量的时间，会有很多痛苦。其后果会以不同的方式显现出来。现在，我不会根据宏观预测来投资一分钱，所以我不认为人们应该因此而抛售股票。我也不认为他们应该因此而买入股票。

10，你举的 OFHEO 例子暗示你对监管不太乐观。

金融业变得如此复杂，相互依存性如此之强。在《华盛顿邮报》董事长 Don Graham 的晚宴上，我曾与艾伦格林斯潘 Alan Greenspan 争论过这个问题。他会说，你已经通过所有这些工具将风险分散到世界各地，现在你不需要将风险全部集中在你的银行里。但你所做的是，你把各个机构的偿付能力相互联系在一起，达到了一个没人能预料的程度。这很难评估。如果贝尔斯登没有衍生品账簿，我猜美联储就不会这么做。

11，您是否发现，银行一直在关注自己的投资，却不知道自己想要什么，这是否令人震惊？

我读过一些住宅抵押贷款支持的证券抵押贷款 MBS 的招股说明书，成千上万的抵押贷款支持着它们，然后这些抵押贷款都被分级成大约 30 个等级。你只需将其中较低的等级和其他 50 个类似等级组合在一起，就可以创建一个 CDO。现在，如果你要了解 CDO，你需要阅读的页数是 50×300 ，即 15000 页。如果你把 CDO 中的一个较低等级，再从中取出 50 个，然后就创建一个 CDO 的平方，那么你现在要阅读 75 万页才能理解一个证券。我的意思是，这是不可能做到的。当你开始购买其他证券时，没人知道他们在做什么。这太荒谬了。当然，你拿着 MBS 的低档产品，做了 100 笔，还以为是在分散风险。见鬼，它们都是一样的。我的意思是，不管它们是在加州还是内布拉斯加州，情况可能会有点不同，但你认为这是不相关的风险，因此你可以把 CDO 的最高 50% 称为超级优先级，这不是超级优先级或任何东西。它是一堆初级产品的组合体，这些初级产品都是相关的。

12，如果大型金融机构似乎都不知道自己的投资组合里有什么，投资者又怎么会知道什么时候是安全的呢？

他们做不到，他们无法知道。实际上，他们必须试图读懂管理公司的人的 DNA。但我认为，在任何大型金融组织中，CEO 都必须是首席风险官。我就是伯克希尔的首席风险官。我想我知道自己处理事情的极限。最糟糕的就是模型和电子表格。我的意思是，在所罗门，他们有所有这些模型，你知道，最后他们崩溃了。

13, 我们现在应该对投资者说什么?

答案是, 你不希望投资者认为今天读到的东西对他们的投资策略很重要。他们的投资策略应该考虑到: (a) 如果你知道经济会发生什么, 你仍然不一定知道股市会发生什么。(b) 他们无法挑选比平均水平更好的股票。长期来看, 持有股票很棒。你只可能在两方面犯错: 你可能买了错误的股票, 你可能在错误的时间买卖股票。而事实是, 你基本上不需要卖掉它们。但他们可以购买美国工业的各个部分的指数, 如果美国工业的各个部分指数都不行, 那么在这里和那里挑选股票肯定也不行。

然后人们不得不担心自己会变得贪婪。我常说, 当别人恐惧时, 你应该贪婪; 当别人贪婪时, 你应该恐惧。但这个奢望太高了。当然在别人贪婪和恐惧时, 你至少要尽量避免这样做。

14, 根据你的规则, 现在似乎是贪婪的好时机。人们相当恐惧。

你说得对。他们正朝着这个方向发展。这就是股票便宜的原因。今天的股票比一年前或三年前更值得买。

15, 但你仍然长期看好美国?

美国经济会好起来的。但不会每年、每周、每月都很好。我的意思是, 如果你不相信这一点, 那就别买股票了。但这是有道理的。我的意思是, 我们的生产力每年都在提高。从长远来看, 这是一个正和游戏。投资者被打败的唯一途径就是高额管理费或试图超越市场。

巴菲特：解析经济危机 2008

2008 年 10 月 1 日

<https://charlirose.com/videos/11747>

查理罗斯：接下来的一小时，我们将对话沃伦·巴菲特。今天下午，我们在加州圣地亚哥与他进行交流。他是国会领导人、政府和美联储都渴望交流的对象。他是伯克希尔哈撒韦公司传奇的董事长兼首席执行官，该公司的成功让他成为世界首富。长期以来，他的投资成果备受赞誉，他的常识以及多年来在年度致股东信中对一些导致美国和全球经济危机因素的预警，让人们对他信赖有加。基于这些原因，我们来到圣地亚哥与他会面，他正在这里参加《财富》杂志举办的最具影响力女性峰会。稍后，《财富》杂志记者、他的多年好友卡罗尔·卢米斯将在会议上对他进行采访。今晚，我们在圣地亚哥的公共电视台 KPBS 的演播室进行录制。

罗斯：感谢我的朋友沃伦·巴菲特在百忙之中抽出时间与我们交谈。

巴菲特：我很荣幸，查理。

罗斯：今天新闻你宣布以与投资高盛类似的条款，向通用电气投资 30 亿美元。为什么选择通用电气？

巴菲特：条款几乎完全一样。今天早上，我在高盛的一位朋友打电话给我，说通用电气可能对这样的投资感兴趣。我对通用电气很熟悉，也了解其管理层。我认识现任管理层，在 Jeff Immelt 杰夫·伊梅尔特之前，我就认识 Jack Welch 杰克·韦尔奇，我们相识数十年了。所以我了解他们的业务。通用电气在道琼斯工业平均指数中历史悠久，我想它还会存续 100 年。希望那时我也还在。这是一项很有吸引力的投资。过去几年我们手握大量资金，现在看到了一些不错的投资机会。

罗斯：你还在关注其他项目吗？

巴菲特：我关注所有的项目，查理。这是我的工作。我每天都在思考各种事情，真的是所有事情。

罗斯：现在都说现金为王。你手头持有大量现金，是不是意味着现在正是伯克希尔和你仔细寻找投资机会的时候？

巴菲特：我们想用现金进行投资。两年前我们没动用现金，是因为没发现有足够吸引力的项目。

人们说现金为王，如果现金一直闲置，那它就不是王。有时候现金的购买力更强，现在就是这样的时期，现金能买到更多东西，所以我们要利用好它。

罗斯：有积累现金的时候，也有使用现金的时候。

巴菲特：没错。别人恐惧时你要贪婪，别人贪婪时你要恐惧。就是这么简单。

罗斯：那现在人们处于什么状态？

巴菲特：他们非常恐惧。事实上，在我成年后的记忆里，我从未见过人们像现在这样对经济状况如此担忧。

罗斯：你觉得原因是什么？

巴菲特：因为他们看到信贷市场冻结，开始担忧货币市场基金，尽管政府最近的提案应该能解决这个问题。他们还看到，在过去几周内，美国 8% 的银行存款被巧妙地几个月前还认为可靠的机构转移到了其他机构。他们的担忧并非毫无道理。

罗斯：就像人们常说的，这种影响在普通民众中有所体现吗？

巴菲特：我今天听说了汽车销售的情况。如果你是汽车经销商，肯定能感受到冲击。像我们旗下经营家具零售的公司，也能明显感觉到。珠宝零售商也是如此。我对这些行业有所了解，因为我们涉足其中。这种影响已经显现，但如果我们不采取措施，影响会更大。

罗斯：参议院今晚将进行投票。你对救援计划满意吗？

巴菲特：我认为这个计划并不完美，但我也不能确定自己能否制定出完美的方案。我宁愿大致正确，也不愿精确错误。拒绝这个计划肯定是错误的。我们的经济很棒，就像一位优秀的运动员突然心脏骤停倒在地上，急救人员已经赶到。他们不应该纠结于把复苏设备放偏了四分之一英寸，也不应该指责病人之前没做血压检查之类的。他们应该立刻采取必要措施，我认为他们会。我觉得国会会做出正确的决定。虽然他们陷入了争论，开始互相指责，还出现了一些煽动性言论，但最终，面对如此重要的事情，他们会做出正确选择。这真的是一场经济上的珍珠港事件。听起来可能有些夸张，但我以前从未这么说过，这次真的是。

罗斯：除了信贷冻结、无人放贷、银行停止拆借、国债收益率走低这些情况，还有什么原因让你这么认为？

巴菲特：上周，美国发行了 400 亿美元的 7 天期国债，收益率仅为 0.05%，这意味着美国很多人几乎到了把钱藏在床垫下的地步。因为把钱存银行和藏在床垫下的收益只差 0.05%。但我们不希望 3 亿美国人都把钱藏起来。没有信贷和信任作为经济的润滑剂，经济就无法正常运转，而现在这些都缺失了，这是个大问题。目前全球主要金融机构都想去杠杆，减少资产和负债。一年前还很容易借到钱，现在这些债务对他们来说就像毒药。所以他们都在努力去杠杆。而全球只有美国财政部有能力通过加杠杆来对抗这种趋势。

罗斯：从 Bear Stearns 贝尔斯登、Lehman Brothers 雷曼兄弟、AIG 美国国际集团、Freddie 房地美和 Fannie Mae 房利美，到你对高盛及其他公司的投资，对于导致当前局面的一系列事件，你怎么看？

巴菲特：我认为基本上采取的措施是正确的，但没人能完全预见到这场海啸般的危机。贝尔斯登出现问题

时，人们觉得如果能在当时阻止危机蔓延，就不用担心后续影响。我认为美联储当时的做法是正确的。我原本以为这能阻止其他主要机构遭遇挤兑，但事实并非如此。危机一波接着一波。不可否认，应对措施在一定程度上是临时拼凑的，但有应对总比没有好。我觉得财政部几个月前根本不可能向国会详细说明发生的情况，让国会相信并授予必要的权力。只有这样的危机发生，才有可能推动这些措施。

罗斯：还有他们要求的权力和资金规模。

巴菲特：几个月前他们肯定得不到这些。到目前为止，这就像一场悲剧。但此刻，我认为大多数国会议员都已经清楚，美国民众也会逐渐明白，在金融机构每天都在抛售金融工具、信贷枯竭的情况下，只有美国财政部有能力扭转局面。

罗斯：与此同时，国会议员们表示，全国各地都有抵制情绪，因为大家认为这是在救助华尔街，而他们自己面临经济困境时，却没人站出来说“我们是政府，来帮助你们了”。

巴菲特：但躺在地上心脏骤停的“病人”不是华尔街，而是美国经济。

罗斯：你觉得他们明白这一点吗？

巴菲特：我觉得他们可能还不明白。只要一提到“救助华尔街”之类的说法，人们就会反感。我也不喜欢华尔街的一些做法，比如高管薪酬问题。但现在不是指责的时候，美国经济就像心脏病发作的病人，我想先让它恢复运转。实际上，如果你是贝尔斯登的股东，你会损失 90-95% 的资本金，很多人还会失业，失去原本优渥的生活。雷曼兄弟的股东也是如此，AIG 的股东也遭受重创。这些股东不只是华尔街的大亨，还有养老金基金和全国各地的投资者。我觉得不用太担心这个。正义也许无法完美实现，你可能会对那些拿着巨额离职补偿金离开的人感到愤怒，但这不是最重要的。就像珍珠港事件发生时，你可以指责军方之前的规划有误，或者说战舰不应该停在港口，但这些都无济于事。这就是珍珠港事件，你不能花几周时间去追究责任，或者制定一个全面的战争计划，让委员会来决定战舰该驶向何方。你应该让最得力的人迅速采取行动。

罗斯：你这辈子都没见过这样的情况吗？

巴菲特：是的，从未见过。

罗斯：人们认为我们正走向衰退，甚至担心出现大萧条。如果这个救助计划不起作用，会发生这种情况吗？

巴菲特：确实有这种担忧。我们现在的失业率约为 6.1%。从常识判断，我们已经处于衰退之中，因为美国民

众拥有约 20 万亿美元的住宅资产，还有大约 20 万亿美元的股票，这是美国家庭的两大主要资产。不同家庭的这两项资产都大幅缩水。至少 95% 的人，其住宅和股票财富相比一年前或两年前都减少了。这种情况正影响到实体经济，汽车、珠宝和家具等行业的销售都受到冲击，而这波影响才刚刚开始。如果信贷市场持续瘫痪，每个公司都只想缩减资产负债表、出售资产，那后果不堪设想。失业率肯定会上升，6.1% 的失业率还会更高。但最终失业率是停留在 7%，还是会升至 10%、11% 或 12%，这取决于国会的决策，以及后续执行计划的智慧。

罗斯：你强烈主张参议院和众议院通过这个计划，你认为这个计划是目前唯一的选择，虽然没有更好的方案，但对恢复国家和金融体系的信心至关重要，对吗？

巴菲特：是的。我只是担心这个计划力度是否足够。

罗斯：担心哪方面的力度不够？

巴菲特：时间非常关键。如果在珍珠港事件发生后的一两周甚至三周内都不做出反应，你在这场战争中就会处于劣势。本周，美国国会必须展现出采取必要行动的决心，大部分议员都要付诸行动。虽然不可能获得全体一致同意，但必须有所行动。

罗斯：你为什么相信这个计划会奏效？

巴菲特：我认为汉克·保尔森是非常出色的财政部长。他在这个艰难时刻上任，或许他本不该接受这个职位，他是我的朋友。但他了解市场，知道企业的运作方式，也懂金融，而且一心为国家利益着想。还有 FDIC 主席 Sheila Bair，她在过去两周内，成功将美国 8% 的银行存款转移到可靠的机构，这些机构也因此获得了更多资金。她的工作非常出色，涉及美国数千万储户的存款转移，却没人听说过她，她也不会得到巨额离职补偿金或遣散费。我们有很多优秀的公职人员，我认为现在参与应对危机的人员很合适，只是他们需要更多手段。

罗斯：除了这个计划中的措施，他们还需要什么手段？

巴菲特：他们需要大量资金，而且在执行这个计划时需要足够的灵活性。在我看来，他们还需要密切关注市场价格。查理，我之前说过，如果财政部以当前市场价格购买 MBS 抵押贷款相关证券或抵押贷款，随着时间推移，他们会盈利。因为美国政府有强大的财力，借贷成本也低。如果我能拿出 700 亿美元中的 1%，与他们共担盈亏，他们按市场价格购买这些资产，我肯定能赚不少钱。对冲基金等机构购买这些资产，期望获得 15-20% 的收益，他们就是那些想抛售资产的人的买家。美国财政部的借贷成本很低，几乎可以无限量借贷，还能长期持有这

些资产。随着时间推移，这些资产的价值会上升。比如，美林证券一个月前以 22 美分的价格出售价值 1 美元的抵押贷款相关资产，买家肯定能赚钱，如果买家是美国政府这样借贷成本极低的机构，赚得会更多。

罗斯：所以对于那些担心 700 亿美元去向的纳税人，你是说，购买和出售这些证券后，他们很有可能拿回大部分甚至全部资金，甚至还有盈利？

巴菲特：我敢打赌会这样。如果有机会参与这个项目，哪怕只占 1% 的份额，我都愿意赌一把。今天伯克希尔向通用电气投资 30 亿美元，这不是花钱，而是投资。联邦政府购买抵押贷款也是投资，虽然投资的是不良资产，但如果按市场价格购买，就是低价买入。这是我喜欢做的投资，只是我没有 700 亿美元。或许我们可以合作，用你的钱加上我的智慧，说不定能大获成功。

罗斯：行啊，不管怎样，我都参与。不过，有人提出，美国为什么不像伯克希尔那样进行投资呢？这对美国来说难道不是更好的选择吗？

巴菲特：我觉得效仿 1932 年成立、1933 年在杰西·琼斯领导下实际运作的复兴金融公司(Reconstruction Finance Corp.)设立一个机构，也不失为一个办法。复兴金融公司最初主要投资银行和优先股等。金融体系目前需要解决两个问题，最迫切的是流动性问题。当人们都在去杠杆时，必须有人来购买资产，不一定要高价购买，但得有人买。此外，一些机构还存在资本问题。我们最近为几家机构提供了资金，1930 年代联邦政府通过复兴金融公司也做过类似的事，我认为政府在这方面可以发挥适当的作用。

(美国国会 1932 年 1 月 16 日立法通过成立 RFC 复兴金融公司，胡佛 1 月 22 日签署生效，提供 5 亿美元后增至 33 亿美元资金用以挽救银行、铁路、建筑、贷款公司等金融机构。)

罗斯：现在采用这种方式会更好吗？

巴菲特：现在采用这种方式规模不够大。如果现在设立复兴金融公司，给它 1000 亿美元用于投资，申请流程会非常繁琐。现在资产每天都在被抛售，商业票据也无法展期。商业票据市场一旦干涸，就像给美国经济放血，而这种情况正在发生。所以设立类似复兴金融公司的机构或许有意义，我自己可能也会这么做，但我不认为现在把这种方式和现有措施结合起来是好办法，目前最需要的是流动性。

罗斯：有人认为，美国一直对巴菲特很好，现在是他响应政府号召的时候了。除了管理好伯克希尔，你还准备做些什么？

巴菲特：管理好公司就是我的本职工作。任何时候，只要能为政府提供建议，我都很乐意，实际上我也提过

一些建议，只是在关键时刻这些建议能否被采纳就不一定了。今晚我来谈论这些，也是出于这个原因。这对伯克希尔不一定有直接好处，但也不完全是。任何能让美国经济恢复正常运转的事，都对我们有益。我们的工厂和两年前一样，房子也还在，美国民众的生产效率比以往任何时候都高，我们有着优秀的经济发展模式。但现在，经济发展因当前的去杠杆化导致信贷危机，经济发展陷入停滞。

罗斯：我在介绍你时提到，如果你读过你每年写给股东的信就会发现，你曾谈到过衍生品。衍生品在一定程度上是这次危机的核心问题。

巴菲特：如果 AIG 集团从未涉足衍生品业务，它今天肯定发展得很好。它曾是美国市值排名前十的公司，市值超过 2000 亿美元，是全球最受尊敬的保险公司。如果没有衍生品，员工们每天正常上班，公司也不会有任何问题。但衍生品业务操作简单，在小纸片上写下数字就能记录利润，而且没有限制，也没有资本金要求。我曾说过，衍生品可能是大规模杀伤性金融武器，事实证明的确如此。它摧毁了 AIG 集团，也在一定程度上导致了贝尔斯登和雷曼兄弟的倒闭，尽管雷曼兄弟还有其他问题。

罗斯：我对这个问题很感兴趣，因为人们问我，这些人是不是在这当中逃脱了惩罚？有没有人钻制度的空子，获取巨额利润，导致一系列过度行为，最终引发了这场危机？

巴菲特：这些情况都存在。但我认为最大的单一原因是美国房地产市场出现了严重的泡沫。就像 400 年前荷兰的郁金香泡沫，人们在恐惧和贪婪的驱使下，行为会导致泡沫产生。曾经还有 1980 年代初美国中西部的农场泡沫，1990 年代末互联网泡沫，其中农场泡沫还引发了一系列悲剧。

3 亿美国人、他们的贷款机构、政府和媒体，都认为房价会持续上涨。这种预期被融入到价值 20 万亿美元的住宅市场中，贷款也是基于此发放的。每个人都做了很多蠢事。对于那些欺诈行为，日后自会有人去追究责任。但这并非我们当前面临的核心问题，不过这确实是危机的根源。我们过度借贷，20 万亿美元的资产价值下跌 20%，就意味着损失 4 万亿美元。当这 4 万亿美元的损失在经济体系中蔓延，就会让整个经济陷入困境。

罗斯：房地产市场的问题还在持续。有人认为，从美国经济的长期复苏角度来看，我们必须对此采取措施。

巴菲特：没错，问题还在持续。毫无疑问，我们的房地产库存过剩。但好的一面是，美国有新家庭组建。我不知道每年新增多少家庭，可能超过 100 万户。所以我们可以消化一部分库存。目前库存太多，很多地方房价也曾不合理地飙升，融资方式愚蠢，贷款还存在欺诈行为，各种乱象丛生。这就是我们陷入当前困境的最大原因。

罗斯：明智的人难道不应该更有先见之明吗？

巴菲特：人们本就应该更理智。但在贪婪面前，人很难保持理智。

看到邻居变得富有，你会难以忍受。你觉得自己比他聪明，他做那些事能发财，而你的配偶因为你没这么做而对你不满。很快，你也会跟着做。这就是我所说的"自然演进"，有创新者、模仿者，最后是愚蠢的跟风者。大家都随波逐流，如果你不这么做，反而显得格格不入。1990 年代末，互联网公司的估值高得离谱，但市场似乎证明了其合理性，第二天股价比前一天还高。人们都说，不参与就太傻了。这是人之常情。而房地产的情况更严重，因为大多数人都渴望拥有自己的房子。如果你真的认为房价明年、后年还会涨，就会觉得今年不买，明年就得花更多钱。买互联网股票不会有这种感觉，但买房会。而且当有人告诉你买房不用付太多钱，或者可以虚报一点收入，甚至能提供 100% 的贷款时，你就会心动，因为之前买房的人都赚了。这就是所谓的"社会认同"。如果你不买，就会觉得自己像个傻瓜。结果第二年，房价真的涨了。

罗斯：就好像捡到钱一样。

巴菲特：确实感觉像捡到钱。

罗斯：所以，当你审视现状时，至少在我看来，有两个明显的问题：风险和杠杆。我们完全忽视了合理的风险和杠杆水平。

巴菲特：人们还会这么做，因为短期内似乎有利可图。过度使用杠杆是聪明人破产的常见原因。如果你负债累累却无法偿还，即使你做了很多明智的决策，最终可能也无法致富。使用杠杆做明智的事，只要出一点差错，就可能倾家荡产，任何数乘以 0 都得零。当周围的人都通过这种方式成功时，你也会受到影响。

这就像灰姑娘参加舞会，你知道午夜钟声敲响时，一切都会变回原样。但随着夜晚的推进，舞会上的男士看起来越来越英俊，音乐也越来越动听，钱也越赚越多。你会想，为什么要在 11 点 45 分离开呢？我 11 点 58 分再走就行。但问题是，墙上没有时钟，每个人都以为自己能在 11 点 58 分离开。

罗斯：而且你当时玩得很开心。

巴菲特：没错。

罗斯：那么，如果这个计划实施，你希望它能起到什么作用？缓解信贷紧张？阻止经济下滑和恐慌？让人们重拾信心？

巴菲特：信心是关键。如果我让你把钱交给我，你得相信我会还给你才会这么做。现在，7 天期国债收益率只有 0.05%，人们买国债不是为了那点收益，而是因为相信财政部下周会还钱。我手头有 65 亿美元，10 月 6 日要用于完成交易。在这之前，我必须谨慎选择存放这笔钱的地方，因为大家都等着我按时付款。但我对很多机构都失去了信心，很多机构都让我不放心。这样一来，资金就无法正常流转，整个经济就会陷入停滞。

市场和机构的信心就像氧气，拥有的时候你不会在意，它却不可或缺。你可能多年都不会想到它，但一旦失去 5 分钟，它就会成为你唯一关注的事情。信贷市场和信心的“氧气”已经被抽干，必须想办法重新注入。

罗斯：这就是这个计划的目的吗？

巴菲特：这是我希望看到的结果。

罗斯：如果计划失败呢？

巴菲特：就像打开水龙头却没水流出。我和一些参议员、众议员讨论过，他们不能行动太慢、力度太小。在我看来，他们现在的行动已经有点晚了。不过，还好吧。珍珠港事件后，我们也争论了几周，讨论是不是日本发动的袭击，要不要派出几艘战舰。但力度太小可能是个错误，这件事必须要做好。

罗斯：力度太小，是指采取的措施不够激进，还是投入的资金不够多？

巴菲特：关键在于人们最终是否觉得力度不够。毕竟 700 亿美元是一大笔钱，能买到很多不良资产。如果价格合适，可能买到面值 2 万亿美元的资产。但有一点很重要，无论卖家之前花了多少钱，资产的账面价值是多少，都要按市场价格购买。一种可行的方法是，如果某个机构想卖给你价值 10 亿美元的抵押贷款，它可能要先在市场上卖出 1 亿美元，然后你再以相同条件买下剩下的 9 亿美元。希望这个计划得到批准后，能在一定程度上稳定市场，这当然很好。但不能支付虚高的价格。

罗斯：你认为哪些方面可能永远不会回到从前了？

巴菲特：我觉得信心会恢复。我可以告诉你，10 年后美国民众的生活会比现在更好，20 年后会比 10 年后更好。美国能成为世界奇迹，有其内在因素。20 世纪美国人均生活水平提高了 7 倍。期间经历了大萧条、两次世界大战、流感大流行、石油危机等诸多磨难，但美国的制度激发了人们的潜力，让生活水平不断提高。在过去的几个世纪里，生活水平能有 1% 的提高就已经很不错了。我们有很棒的制度，现在的生产能力比以往任何时候都强，美国工人的生产效率也越来越高，劳动力也更加充足，未来一片光明。只是现在美国经济这个“超级运动员”倒下

了。

罗斯：美国经济陷入困境，对全球有什么影响？

巴菲特：影响很大。我们已经有所体会，全球很多地方也受到了类似的冲击。欧洲的银行和美国的银行做着同样的事情。

罗斯：现在它们也陷入了困境。

巴菲特：他们从奥马哈的老百姓那里获得抵押贷款，然后进行多次证券化。**华尔街的那些人拿着高等学位，看起来学识渊博，带着各种复杂的公式。我只想说，要小心那些拿着公式的“极客”。**

罗斯：在经济影响方面，我们有没有从这次危机中学到关于“脱钩”，或者美国经济影响力的一些东西？比如有投资且非常了解的中国。

巴菲特：有。我前几天刚在中国做了一项新投资。一家叫 BYD 比亚迪的汽车公司。

罗斯：除了基于价值、管理层、投资规模和前景、价格这些因素来投资，你的投资有没有什么特别的逻辑？

巴菲特：现在投资的项目规模要足够大，才能对我们产生影响。**我们会寻找规模较大的投资机会，投资我能理解的项目。**很多业务我都不了解，比如有人知道怎么在可可豆生意上赚钱，但我不懂，那我就不会涉足。**投资的项目必须是我能理解的，要有良好的经济基本面，管理层要让我欣赏、信任，价格也要合理。**

罗斯：价格合理很重要。

巴菲特：现在价格比以前合理多了。我对我们的投资毫不担心。美国人均 GDP 有 4.6 万或 4.7 万美元，我们一直发展得不错，未来会更好。我不担心美国的未来，只是担心任何阻碍美国发展潜力的因素，而现在这种阻碍因素很多。

罗斯：好的，我们实施了这个紧急救援计划。明年 1 月，新总统上任，新的财政部长履职，新的立法机构产生。他们的当务之急是什么？他们面临的挑战是什么？毕竟他们可以从更长远的角度考虑问题。也许经济开始复苏，但还需要加快步伐。

巴菲特：我觉得一旦信贷恢复流动，经济就会加速复苏。不过，经济衰退还会持续一段时间。查理，我不想给大家不切实际的希望，以为几个月内情况就会好转，这是不可能的。误导民众是个大错误。情况肯定会好转，但我不知道是 6 个月还是 2 年。

罗斯：更有可能是 2 年，而不是 6 个月。

巴菲特：我也不确定，无论如何都不会是 1 个月或 2 个月。

罗斯：你觉得 6 个月后，情况有可能开始好转吗？

巴菲特：这是最理想的情况。

罗斯：那最糟糕的情况呢？

巴菲特：经济低迷会持续很长时间。

罗斯：5 年吗？

巴菲特：如果我们不采取正确的措施，可能会持续 5 年。

罗斯：除了目前的情况，还有哪些方面需要注意？

巴菲特：我想说，如果最新的法案只先拿出 350 亿美元，之后再追加，这是不够的。我们要加大投入。就像我之前说的，这不是在花钱，而是投资。如果美国财政部明智地购买这些资产，是能盈利的。财政部借钱的成本每年只有几个百分点，而这些资产的收益会更高。

罗斯：但这是个很大的“如果”。

巴菲特：这取决于财政部长。

罗斯：这确实是关键问题，也就是我们能否明智地购买这些资产。

巴菲特：我觉得财政部长的人选比副总统的人选更重要。如果要辩论，我更想听听两位潜在财政部长候选人的辩论，而不是副总统候选人的辩论。

罗斯：总统候选人要是能告诉你他们会听取谁的建议，谁可能成为潜在的财政部长，那就太好了。

巴菲特：总统候选人都会说他们会听取你的建议。

罗斯：我猜他们肯定也这么跟你说了，对吧？

巴菲特：他们不会轻易透露候选人选。最近很多人打电话问我各种问题，你也从朋友和美联储的人那里听到了很多消息。你也经历过很多危机，见过很多事情发生。

罗斯：那些负责解决问题的聪明人找到你，会问些什么？他们想知道什么？

巴菲特：最近他们常问这个计划是否可行。

罗斯：你向他们保证，如果实施这个计划，就会有效吗？

巴菲特：我不知道下一任财政部长会是谁。但我想说，虽然华盛顿的人不喜欢我这个说法，但我会给像汉克·保尔森这样的人一张近乎空白的支票。

罗斯：真的吗？给他 700 亿美元的空白支票，让他随便花？

巴菲特：是的，让他去投资。让他自己也投入一些资金。我可能会让汉克和我一起投资。但通过 535 个人(指国会议员)来做投资决策太难了，所以我会给他更多自主权。当然，这很难实现。

罗斯：不能在监督下进行吗？国会的意思是，在监督下进行，不要独自做决策。

巴菲特：监督当然重要。但监督应该主要关注投资是否按市场价格进行。换句话说，要确保政府投资不是盲目进行的，但不要去管资金流向哪个国会选区，或者哪些银行得到了优待。

罗斯：那我们如何判断投资是否明智呢？这是个大问题。

巴菲特：对资金的投资方式进行严格审查很重要。就像复兴金融公司.....

罗斯：RFC 复兴金融公司和 RTC 解决信托公司(Resolution Trust Company)有什么不同？他们现在讨论的是证券，而不是房地产。

巴菲特：RTC 公司是为了清算政府因储蓄贷款协会破产而接手的大量资产而设立的。储蓄贷款协会破产后，政府介入偿还储户的存款，然后就有了这些资产需要出售。而我们现在讨论的不是出售资产，而是明智地购买资产。RTC 公司要卖的是那些储蓄贷款协会经营者留下的资产，这些经营者很多都做了蠢事。RTC 公司的任务就是清算资产，他们也完成了任务。但现在的情况完全不同。

罗斯：你之前跟我说过，资本主义不是完美的制度。它可能比其他制度都好，但也存在缺陷。你也谈过它的一些不足之处。现在人们看着这场危机说，资本主义存在过度行为，市场也会失灵。一些国家的人指责我们说："看吧，我们就说市场不会一直让你们受益。"

巴菲特：只要有市场，就会有过度行为。人们为郁金香球茎疯狂过，为南海泡沫疯狂过，为互联网股票疯狂过，我刚开始投资的时候，人们还为铀矿股票疯狂过。人性很难改变，人也不会变得更理智。虽然有各种制度来约束，但银行总能找到漏洞。他们设立各种机制来获取更多杠杆。当杠杆有效时，人们都喜欢加杠杆，从别人那里借钱太容易了.....但如果你投资收益不够高，无法偿还债务，就会陷入困境。

罗斯：还有会计制度。你对会计制度和按市值计价有自己的看法。跟我讲讲你在这个问题上的立场。

巴菲特：很多人不同意我的观点。但我支持按市值计价。查理，1974 年或 1975 年的时候，伯克希尔持有大量普通股。我告诉股东这些股票的市值，并以此为依据。我说，我认为这些股票的价值远高于市值，未来我们会赚很多钱。但这就是它们当下的市值。我觉得在这类事情上说实话不会有坏处。一旦开始用非市场价格来衡量资产，天知道会给金融带来什么麻烦.....

罗斯：反对你的人会说，资产的实际价值远高于市值，所以按市值计价不能反映真实情况。

巴菲特：市值就是现实，而且这些资产卖给财政部时，也是按市值计价的。如果给资产价值虚构数字，会带来很多麻烦。你可以解释说当前价格是受市场低迷影响，你认为这些资产未来价值会更高，在某些情况下确实可以这么说。但如果突然说 1 美元的现金价值 2 美元，这是不对的，现在它就值 1 美元。我认为一旦在财务报表中使用虚假数字，就会陷入大麻烦。过去 20 年，这样的例子太多了。

罗斯：这种情况有恶化的趋势吗？

巴菲特：我不这么认为，是人们想把情况说得更糟。

罗斯：在会计制度方面，你认为应该如何改革？你会保留按市值计价吗？

巴菲特：相关规则变得极其复杂，执行起来简直是一场噩梦。但我想对伯克希尔的股东们坦诚相告，只要我们持有有价证券或存在市场定价的资产，哪怕市场情况不佳，我都会如实告知。事实上，我已经为明年的年报撰写了一部分内容，解释为什么我认为在某一情况下，我们资产负债表上按常规计算得出的数据是错误的。但这是行业通行的做法，是既定规则，美国 SEC 希望我们这么做。

罗斯：展望美国的未来，有人认为，尽管美国很强大，但如今世界格局已经改变，一些书籍指出，美国的霸主地位和主导权必须与人共享。也许美国在全球经济蛋糕中的占比不会变，但其他国家的份额会大幅增加。

巴菲特：这没什么不好。我希望美国这块"蛋糕"能不断做大，但如果其他国家的"蛋糕"增长得更快一些，那也很棒。从长远来看，这对我们有好处。世界上有 65 亿人口，3 亿美国人能持续享受越来越多的繁荣当然很好，但如果其他国家的人也能如此，那就更好了。我觉得如果他们能从美国的制度中学到东西，学会如何激发本国公民的潜力，生产出更多本国公民和我们需要的商品与服务，那再好不过了。我认为，生活在一个周围国家，尤其是那些拥有核弹的国家，生活水平也在不断提高的世界里，会更加安全。

罗斯：看看如今的中国和一些亚洲国家，它们持有大量美国债务。在当前经济形势下，你对此有多担忧？它们会因此对美国失去信心吗？这会给美国带来大麻烦吗？

巴菲特：有人以 0.05% 的收益率购买美国国债。美国每天消费的商品和服务比生产的多出约 20 亿美元。换句话说，世界其他国家每天向美国净出口约 20 亿美元的商品。我们必须有所回报，所以就给他们国债。要是他们把国债都藏在床垫下倒还好，但他们得用这些钱买东西。有时，他们会购买美国国债；有时，他们会设立主权财富基金。他们有很多选择，甚至可以收购美国公司。只要美国的消费持续高于生产，每天用国家资产进行交换，其他国家就会持有美国资产。另一方面，他们也无法完全摆脱美国资产。只要他们继续向美国出售商品，每天持有的美国资产就会增加约 20 亿美元。

罗斯：我们每天要借 20 亿美元？

巴菲特：是的，而他们也想把商品卖给我们。

罗斯：你认为这不好，你觉得不断扩大的经常账户赤字是个问题。

巴菲特：我确实这么认为。

罗斯：这反映出美国的消费观念，而非储蓄观念。但这种情况要如何改变呢？

巴菲特：几年前，**我提出过一个复杂的计划，其实我自己也不太满意，但总比维持现状要好**。美国的出口表现其实还不错，目前出口额约占国内生产总值的 12%，多年前国内生产总值较低时，这一比例仅为 5%。世界其他国家很喜欢美国的产品，只是我们购买的外国产品太多了。我觉得这个问题需要解决，但目前它并非最紧迫的问题。美国一直用国家资产来支撑过度消费，长期来看，这不是好事。不过，美国的生产能力增长强劲，即便如此，我们的生活水平仍会提高，只是如果没有这种过度消费，我们会过得更好。

罗斯：这一切会对美元价格产生什么影响？

巴菲特：美元可能会面临很大压力。**通货膨胀很可能是当前一系列事件的后果**。实际上，我们在一定程度上是在未来的通货膨胀和经济复苏之间做选择。为应对当前局势采取的措施，很可能会导致未来通货膨胀加剧。

罗斯：你支持的奥巴马参议员提出了另一项经济刺激计划。在当前情况下，这有必要吗？

巴菲特：我认为目前最关键的是理顺信贷市场。我们可能还需要其他刺激措施。如果要实施，应该向中低收入人群倾斜。说实话，**我的纳税税率现在处于一生中最低水平，这很不合理**。看看《福布斯》富豪 400 强榜单，

算上薪资税，我们的平均税率比办公室里的秘书还要低。所以我觉得像我这样的人应该多缴税，而其他美国人应该少缴税。奥巴马提到的 95% 的美国人都应受益，甚至可以涵盖更多人。经济刺激计划应该真正惠及民众。美国有 2400 万户家庭，占美国家庭总数的五分之一，这些家庭每年收入在 2.1 万美元及以下，平均每户约有 3-4 人，可能实际是 2.5 人左右。查理，想象一下，一年靠 2.1 万美元或 2.2 万美元生活是什么样的。美国 20% 的人口都是如此。他们无需为我这样的人操心。应该增强这些人的购买力，给每人发放 1000 美元，他们肯定会花掉这笔钱，而且他们确实需要这笔钱。这些钱在一定程度上应该由像我这样的人来出。

罗斯：那资本利得税呢？

巴菲特：现在资本利得税税率是 15%。我坐在办公室里，通过资本利得赚了很多钱，只缴纳 15% 的税，而且无需缴纳薪资税。但来清理垃圾桶的女工，仅薪资税就要缴纳 15.3% 左右。我的税收负担太轻了。

罗斯：所以你认为资本利得税税率应该提高到 18%、20%、25% 或 30% 吗？

巴菲特：我觉得投资收益的税率远低于劳动所得的税率，这很不合理。美国政府每年支出约 3.1 万亿美元，但税收收入只有约 2.6 万亿美元。政府总得从某些人那里获得收入，那应该向谁征税呢？是向你我这样的人，还是向送我来这里的出租车司机？总得有人承担税负。每个人都不想自己多缴税，我也一样。但如果希望政府提供民众所需的服务，就必须有人为此买单。在过去六到八年里，像我这样的人税负越来越轻。

大家总说最富有的 1% 人群缴纳了多少所得税，但所得税收入是 1.3 万亿美元，其中薪资税却超过 9000 亿美元。这 9000 亿美元不是我缴纳的，我只在最初的 10 万美元收入里缴纳薪资税。这些钱是我办公室里的员工缴纳的。但在讨论 1% 人群的纳税情况时，没人提及薪资税。大家总说我这样的人有多“痛苦”，因为 1% 的富人缴纳了所得税总额的 25%。但这不是个人纳税总额的 25%，只是所得税的 25%。薪资税占联邦政府财政收入的三分之一以上，资本利得和股息都不用缴纳薪资税，这些税负都落在了清理垃圾桶的女工身上。

罗斯：你提到了通货膨胀的可能性，那你对利率有什么看法？美联储在利率方面应该怎么做？

巴菲特：目前，我觉得可以先把利率问题放一放，等经济开始复苏再考虑。不过这很有意思，我们现在采取的措施会带来通货膨胀的后果，但目前利率，包括长期利率，都处于很低的水平。

罗斯：今天我们进行这场对话时，参议院今晚将进行投票，众议院可能也会投票。和我交流过的人都认为法案会通过。不管是因为对计划进行了调整，还是上次投票失败让人们意识到不采取行动的危险，总之人们改变了

想法。那么，我们如何衡量这个计划是否有效呢？

巴菲特：这很难判断，因为经济在一段时间内还会继续恶化。如果法案不通过，经济可能会急剧下滑，但如果通过了，人们也无法立刻看到成效。这就像抢救一个倒下的人，你不能指望他马上跳起来。所以对于立法者来说，这很难。他们投票通过这项支出计划，人们却会说："你们花了这么多钱，却什么都没改变，钱都白花了，你们什么都没为我做。"他们会面临这些质疑，这确实很棘手。真正需要的是有领导力的人，他们要清楚整个局势，并能向民众解释清楚。

罗斯：但这种能解释清楚局势的领导力似乎一直缺失，不是吗？

巴菲特：确实如此。

罗斯：这就是你来到这里，我想和你进行这场交流的原因，因为一些信息没有传达给民众。

巴菲特：当美国总统早上 8 点出来讲话，而他所在的政党在众议院以 2 比 1 的票数反对他时，就说明信息没有有效传达。这需要真正的领导力。富兰克林·罗斯福上台时，并没有大量印钞(或许有少量印钞)，他也不是世界上最厉害的经济学家教授，但他恢复了民众的信心。他们做了很多努力，而这正是当时所需要的，需要有人推动经济复苏。这花了很长时间，1933 年和 1934 年世界并没有立刻发生改变，但他们建立了联邦存款保险公司(FDIC)。我认为 FDIC 公司是美国经济的伟大创举之一。

罗斯：在这次的法案里，他们也对 FDIC 公司的相关规定进行了调整，对吧？

巴菲特：是的，他们的方向是正确的。

罗斯：罗斯福还说过：**我们唯一恐惧的就是恐惧本身**。显然，现在美国民众充满了恐惧。在过去三周，或者说过去一个月里发生的所有事情中，你什么时候最担心？有没有某个时刻让你觉得：天哪，我从没想到会发展到这种地步？

巴菲特：从某种程度上说，我并不太担心，因为我对美国有信心。我知道美国的体制运转良好，前提是它没有陷入困境。我也相信国会会做出正确的决策。当看到众议院上次投票否决法案时，我并不害怕，因为我觉得最终还是会有法案通过。但我们确实正处于非常艰难的时期。我从未想过有一天美国国际集团的支票会无法兑现。

罗斯：如果 AIG 集团倒闭会怎样？

巴菲特：查理，所有人都会受到影响，无一幸免。

罗斯：当时为什么会有人质疑是否要救助美国国际集团呢？

巴菲特：我想那些了解情况的人，可能希望私营部门来救助。换做是我，如果我是财政部长或美联储主席，我也会先吓唬一下私营部门，告诉他们：你们最好把它救下来，否则你们也会跟着遭殃。你们自己想办法。我会尽可能等私营部门出手。如果他们不救，我再介入。

罗斯：在这次危机中，财政部长有没有这么做，比如说“你们最好救它，不然大家都得完蛋。赶紧拿出钱来”？

巴菲特：他们确实希望私营部门介入。私营部门也尝试过，但当他们看到问题的严重性后就退缩了。那个周末，有人以为自己能解决问题，但问题却越来越严重。突然之间，大家发现 200 亿美元不够，300 亿美元也不够，400 亿美元还是不够。问题严重到短时间内没人能解决。

罗斯：是政府没有足够的资金吗？

巴菲特：情况很复杂。AIG 集团有一个金融产品部门，除了知道它曾是盈利大户，没人真正了解它。在那里可以操控盈利数据，做各种违规操作。我敢说，就连公司的高层管理人员都搞不清楚状况。1988 年我收购了 GenRe 通用再保险公司，它也有类似但规模小得多的业务，有 2.3 万份合约。我当时就决定必须摆脱这项业务，在市场环境还不错的情况下，这花了我 4 亿多美元清算该业务。但 AIG 集团面临的情况可比这糟糕多了。

罗斯：如果 AIG 集团试图清算衍生品业务会怎样？

巴菲特：没有足够的私营资本来接手。

罗斯：连伯克希尔也不行吗？

巴菲特：伯克希尔也无能为力。如果我觉得投入 50 亿或 100 亿美元能解决问题，我肯定会出手。

罗斯：100 亿美元我们还能承受，但 850 亿美元就超出能力范围了。

巴菲特：美联储对救助 AIG 集团的方案设计得非常精妙。他们的做法很可能让政府收回资金，甚至还有盈利。政府获得了 80% 的股权，谈判条件也很苛刻。我都想聘请负责这笔交易的人，他肯定适合在伯克希尔工作。

罗斯：很多人拿你对高盛和通用电气的投资说事。

罗斯：财长蒂姆·盖特纳 Tim Geithner 在应对金融危机这件事上做得更好。

罗斯：我们的对话接近尾声了。你一直在提醒我们注意一些问题。从这次对话中我也了解到，这个救助计划至关重要，否则我们将陷入极其困难的境地。每拖延一周不采取行动，情况就会变得更糟，甚至可能无法挽回。

巴菲特：没错。俗语说"一盎司的预防胜过一磅的治疗"，但我觉得这还不够。如果一磅的治疗再推迟 6 个月，之后可能就需要一吨的治疗了。不采取行动是不明智的。

不过，这个计划不会立刻让经济形势大幅好转，人们必须明白这一点。失业率会继续上升，很多企业的收益会很差。会有更多人失去工作。查理，如果失业率最终稳定在 7%，而不是 9%，那就意味着少了 300 万人失业。在我看来，如果决策失误，这 300 万人就会不必要地失业。我从未失业过，但也没有一直满负荷工作过。想想那些背着房贷、要养育孩子的人失业后会怎样。我父亲在 1930 年代初就经历过失业。我们不能再让 300 万人不必要地陷入这种困境。但我也知道，从现在的情况来看，失业率肯定会上升。我不想让观众误以为国会有有什么神奇的办法能立刻解决问题。他们还会听到更多坏消息。但如果实施这个计划，我们就是在做正确的事。美国的经济体系最终会恢复正常运转，我们有很好的经济体系。

罗斯：最后我们来谈谈这个问题。除了应对当前的紧急情况，明年 1 月之后，我们是否需要对经济体系进行改革？大家都在讨论监管问题，寻找合适的平衡点。也在讨论政府是否应该更多地介入经济，重新审视里根总统时期的政策理念。

巴菲特：等经济这个"运动员"恢复元气后，我们可以建议他调整一下饮食、多锻炼。我们可以做很多类似的事情。如果我有好的想法，或者自认为不错的想法，我很乐意分享。不过，经济体系可能会自行调整一些方面。民主制度的特点就是，当人们对某些事情深恶痛绝时，就会采取各种措施防止类似情况再次发生。所以我们可能会采取一些不太合理的方式来解决问题，但这就是国会和顾问们的职责所在。我完全支持让最有智慧的人来研究这些问题，虽然可能无法做到尽善尽美，但也许最终我们的经济体系会变得更好。一直以来，我们的经济体系都很不错。只是当房地产市场疯狂时，一系列连锁反应就开始了，多米诺骨牌纷纷倒下。

罗斯：感谢你前来参加节目。

巴菲特：谢谢你，查理。我很享受这次交流。

罗斯：很高兴见到你，沃伦。我们在圣地亚哥进行了这场对话。感谢 KPBS 的工作人员。这次对话探讨了我们一起共同面临的危机，也聆听了很多人都渴望听到其见解的巴菲特的看法。很高兴能与他交流。感谢大家收看。

巴菲特：给保尔森的信 2008

2008 年 10 月 6 日

To: The Honorable Henry M. Paulson, Jr. Secretary of the Treasury

Dear Hank:

我以前曾向你们提到过我的想法，即可以成立一个投资基金，来解决公众对财政部购买非流动性抵押贷款计划的一些担忧。在这封信中，我将更详细地阐述我的想法。

一些批评者担心，财政部不会以接近市价购买抵押贷款，而会以更高的"理论"价格购买，以取悦销售机构：财政部会以真正的投资者身份行事，还是会受到国会或媒体压力的过度影响？例如，财政部会不会在取消抵押品赎回权方面行动迟缓，还是在判断贷款延期请求方面过于官僚？此外，许多对财政部由具有市场知识的人领导感到满意的人担心，未来的财政部长将如何管理投资项目，因为他必须依靠官僚机构来做出重要的市场决策。

我想建议的一个计划是，允许财政部购买超过目前预期的 7000 亿美元资产，并且允许财政部以大幅降低风险的方式购买资产，以使财政部亏损的风险几乎为零。事实上，我建议的方案极有可能产生利润。让我们把我建议的实体称为公私合作基金(PPPF)。

这个实体的资本最初将由私营部门持有的 100 亿美元普通股和财政部拥有的 400 亿美元票据构成。这些票据将在 10 年会到期，利率等于 PPPF 成立时，财政部为其 10 年期债券支付的利率。这些票据将具有绝对优先权。也就是说，这些票据将在普通股获得一分钱之前得到全额支付。PPPF 将以房地产投资信托基金公司(REIT,LLC)或其他形式运作，享受流转税待遇。

PPPF 将用筹集到的资金购买 500 亿美元的抵押贷款(当然本金数额要大得多)。它将专注于整笔贷款和住宅抵押贷款支持证券(RMBs)，而远离二次抵押贷款和 CDO squared 等奇特的工具。

随着时间的推移，投资组合中的抵押贷款和证券将通过还本付息或以后的出售产生现金，这些现金可以支付给财政部和私人投资者。这些现金将首先用于偿还财政部，直到财政部收回全部投资和利息。私人股东有权收回 100 亿美元，并获得与财政部所得利息相同的利率。

让我来总结一下这项计划的效果：PPPF 的资本化将把 400 亿美元的财政部资金变成购买 500 亿美元的抵押贷款。更重要的是，财政部在运作时将有 100 亿美元的亏损"缓冲"，因为如果出现损失，PPPF 中的私人资金将在第一线承受这笔金额的净损失。

鉴于这种结构，PPPF 的股东完全有动力进行明智的购买。美国公众应该清楚地认识到，购买的资产不是以"救助"的价格向不谨慎的机构购买的，而是以"明智投资者"的价格为财政部和 PPPF 股东购买的。

在探讨这一计划的优点时，我与 PIMCO 公司的比尔格罗斯(BillGross)和 Mohamed El-Erian 进行了交谈，他们告诉我，他们将无偿管理这一业务。当然，管理实体需要少量工作人员，但总体成本将是最低的，而且无论如何都将由普通股承担，因为所有费用和损失都将从他们的 100 亿美元中扣除。我还与高盛集团的 Lloyd Blankfein 进行了交谈，他说该公司将以无偿服务的方式确保 100 亿美元的股权资本。伯克希尔的 CEO 会很乐意投资 5 亿美元，我认为所需的其余资金将很快由主要机构投资者提供，尤其是养老基金。

我预计资金可以随时到位的原因很简单：如果一个实体使用大量杠杆，并利用美国财政部提供的可靠的低成本资金，在目前的水平上购买抵押贷款，那么利润很可能会很好，甚至可能会极好。这是真的，因为价格已经下降到反映其他买家无法获得杠杆的水平。因此，能够获得长期财政部类型资金的投资运营的回报应该特别有吸引力。目前的买家寻求的是更高的回报率，在我建议的杠杆作用下，10%的无杠杆回报率可以变成 25%的带杠杆的回报率。

一旦这项计划启动，我建议将 PPPF 的股本和债务资本增加一倍。然而，在这种情况下，无论如何，华尔街公司将再次以无偿的方式，向美国公众提供 100 亿美元的 PPPF 普通股，其条件将与最初的机构投资者完全相同。如果 PPPF 对股权持有人来说是一笔好交易(我相信会是这样)，那么我希望确保普通美国人也有机会在与伯克希尔和其他机构投资者同等的基础上分享这种投资。如果这一提议获得全额认购，财政部将额外购买 400 亿美元的票据，使 PPPF 的总购买力达到 1000 亿美元。

我个人愿意在这次公开募股中购买 1 亿美元的股票。这大约占我在伯克希尔所持股份之外净资产的 20%，如你所知，这些股份已承诺捐给慈善机构。(个人账户 5 亿美元)

另一个细节：在向机构首次发行时。我将禁止对冲基金或经理人从投资中获取超额利润的其他工具。我认为，在这样一个与政府有关联的企业中，你应该让投资者获得所有的利润，而不是让经理们拿着丰厚的超额收益来分走利润。

PPPF 最有可能令人失望的情况是，市场价格使其无法以承诺良好回报的风险调整价格购买预期的 1000 亿美元抵押贷款。为了应对这种可能性，该计划可以规定，如果两年后 PPPF 未能成功实现其购买目标，则按比例向财

政部和普通股股东返还资金。

或者，PPPF 可以成为新的“不合格”抵押贷款的购买者，这些抵押贷款的规模超过房地美和房利美限制。此举将刺激住房市场，并降低不合格抵押贷款目前的高利率(与国债收益率相比)。PPPF 在这一方向上采取的任何行动都需要得到财政部和大多数普通股的批准。此外，如果这一计划要付诸实施，PPPF 应该只处理借款人满足已经支付一定数额首付款、收入相对于偿债要求而言比较宽裕、并能提供其信用证明文件。

汉克，这些都是初步的想法。但我认为，让公众相信财政部在抵押贷款领域的活动是稳健的，而且可能有利可图，这一点非常重要。现在，公众对这一点持怀疑态度，甚至不相信，但我相信 PPPF 可以在很大程度上纠正这种误解。

如果这个计划或其变体看起来可行，Bill、Mohamed、Lloyd 和我，我相信还有无数其他人，都会愿意提供帮助。

真诚的

沃伦巴菲特

巴菲特：买入美国正当时 2008

2008 年 10 月 17 日

本篇是沃伦巴菲特为《纽约时报》撰写的一篇特稿，标题为："买入美国，正当时。"

这场危机起始于美国金融领域并迅速扩散至全球。在很短的时间内，最初仅存在于金融领域的问题蔓延到宏观经济的各个领域，危机如今已成井喷之势。从短期来看，失业率将继续上升、商业活动将继续衰退、一条条新闻将继续让人心里没底。

所以说——买入美国，正当时。我说的是我的个人账户(5 亿规模)。这场危机爆发之前，我的个人账户没有投资任何股票，只持有美国国债。(这里说的是我的个人账户，不是我个人持有的伯克希尔股票，我持有的伯克希尔股票将全部用于慈善事业)。如果股价还这么便宜，我的个人账户中的股票仓位将很快达到 100%。

为什么？我买股票遵循一个简单的规律：众人贪婪我恐惧；众人恐惧我贪婪。

显而易见，当前的市场中充斥着恐慌情绪，就连经验丰富的投资者都感到了恐惧的侵袭。一方面，美国有些公司处于竞争劣势、背负着高杠杆，投资者对此类公司保持警惕无可厚非；另一方面，美国有很多公司经营状况良好、长期前景光明，投资者对这些公司感到恐慌毫无道理。

从短期来看，好公司暂时陷入困难、盈利出现一时的下降完全是正常情况。把眼光拉长到 5 年、10 年、20 年以后，大多数美国大公司都将创造新的盈利记录。

有一点，我一定要讲清楚：我无法预测股市的短期波动。一个月以后，一年以后，股市是能涨呢，还是能跌呢？我根本不知道。我只知道，在情绪翻多或经济好转之前，股市一定早已上涨，甚至是大涨了。

如果你等待知更鸟的到来，你将错过整个春天。(If you wait for the robins, spring will be over.)

回顾几段历史：

大萧条时期，1932 年 7 月 8 日，道指跌到 41 点，创下历史最低。此后，经济状况继续恶化。等到 1933 年 3 月富兰克林 D.罗斯福就任总统，美国经济开始止跌回升，美国股市已上涨 30%。二战初期，美国在欧洲和太平洋战事不利，1942 年，美国股市触底。等到后来同盟国扭转局势，股市早已大涨。1980 年代初期，当通货膨胀肆虐、破产潮来袭之时，正是买入股票的最佳时机。

总之，坏消息是投资者的好朋友。它帮你创造机会，让你打折买入一份美国的未来。

从长期来看，股市给投资者带来的一定是好消息。20 世纪，美国经历了两次世界大战，还在许多其他军事冲

突中付出了沉重的代价。美国经历了大萧条，还经历了其他十几次小小的经济衰退和金融危机。美国经历过石油危机、经历过流感疫情、经历过总统因丑闻而辞职。然而，道指还是从 66 点上涨到 11497 点。

一个世纪，这么大的涨幅，你可能觉得投资者不可能亏钱。但亏钱的投资者比比皆是。有些投资者很不幸：当他们感到周围的气氛欢欣鼓舞时，他们买；当他们看到新闻头条感到紧张不安时，他们卖。

在当下，许多人持有现金等价物，自己觉得很放心。他们错了。从长期来看，现金实际上不能创造利润，只能贬值，是一种不值得长期持有的资产。为了缓解当前的危机，政府制定的一些政策很可能导致通胀加剧，从而加快现金的真实价值贬损的速度。

在今后十年，股票几乎必然跑赢现金，或许是远远跑赢。目前，有一部分投资者手中紧握现金，他们以为自己有能力在更好的时机到来之后，再把现金投资出去。这些投资者等待好消息带来的鼓励，他们应该听听韦恩·格雷茨基(WayneGretzky)的建议："盯着球现在的位置，只能扑空。球将要去哪，我就去哪。"(I skate to where the puck is going to be, not to where it has been.)

我不愿空谈股市。我再次强调，我不知道如何预测股市短期走势。有一家新开业的餐厅，位于一座银行大厦，它打出的广告是"Put your mouth where your money was." (这句广告词来自短语 put your money where your mouth is，意思是"言出必行、用行动证明自己的话、说到做到")。

我愿学这家餐厅。今天，我说要买股票，我也用自己的钱买了股票。

巴菲特：21 世纪经济领导者采访 2008

2008 年 10 月 22 日

加州州长阿诺德-施瓦辛格与沃伦-巴菲特 10 月 22 日一起出席了 2008 年妇女大会 (2008 Women's Conference), 他们参与了题为 "21 世纪经济领导者" (Leadership in a 21st century Economy) 的讨论, 此次讨论由 MS-NBC 电视台的克里斯-马修斯 (Christopher John Matthews) 主持。

马修斯：今早股市下跌了 350 点。今天坐在这里的人们该怎么做，该做出怎样的投资决策，巴菲特先生？

巴菲特：噢，我不知道股市在明天、下周以及明年会如何表现。但毫无疑问，在我看来 10 年之后的股票价格将会比现在高很多，而那些持有现金等价物的人们届时将会面临现金等价物贬值的危险。我不能给出你准确进场的时间，**但如果你持有那些注定要贬值的现金等价物的话，你面临一个将其置换成注定要升值的东西的机会，至于何时动手则取决于你自己。**我并不认为人们能够给出时间表，但我相信相机而动。正如我上周说过的那样，个人的投资组合实际上正在从 100% 持有政府债券转到 100% 持有股票，因为股票正在下跌。

马修斯：那么还是那句我们从经理人那里听到的话——我们总是听到相同的话，我们要继续待在股市里？

巴菲特：是的。我们国家在 20 世纪经历过一次大萧条、两次世界大战，其中一次我们一度面临失败的危险、数次流感爆发、一次总统辞职、差不多 12 次的经济衰退和人心恐慌。在 20 世纪道琼斯指数始于 66 点，而结束于 11497 点。我们国家运转良好。它会一次次把经济搞得一团糟，但这个国家运转良好。

马修斯：施瓦辛格州长，在我们讨论公共政策之前，我想和你谈谈你的发家途径。你是从做生意起家的吧？

施瓦辛格：是的。

马修斯：我只想问你一个最基本的问题。为什么自己当老板更好呢？

施瓦辛格：哦，首先，我只想说再次回到妇女大会现场让我感到非常高兴。我只想对我的太太玛莉亚说声“谢谢你”，她为了让这次大会成为一次成功的大会、为了让这么多女同胞出现在会场而忙活了整整一年，因此让我们为她所做的出色工作而热烈鼓掌。我还要感谢今天出席大会的 14000 名妇女，感谢你们对大会的支持，我还要感谢来到这里的赞助商，感谢他们的资金支持。因此，非常感谢你们。

我一直热衷于拥有自己的生意。我在 10 岁的时候就开始创业了——沃伦和我在后台谈论了此事，因为沃伦说过，**要想成为一个成功的商人，最重要的事情是你早点动手，你就能早点获得成功，早日成为一名企业家。**我 10 岁的时候就开始卖冰淇淋，每到周末我都会在奥地利家乡的湖边跑来跑去兜售冰淇淋而挣上 150 到 180 个先令。每年学校放假的时候我总是外出打工，努力经营自己的小生意。

所以做生意是我的本能。我不知道它来自哪里，因为我家族中没人做生意，没人拥有自己的生意，不过我一直热衷于做生意。因此当我长大成人的时候，在慕尼黑拥有了一家健身房，那时我 19 岁。当我来到美国的时候，我开始经营自己的邮购生意。所以我做每件事都离不开经营自己的生意。

同时我在想，如果你是一个敢于冒风险而不是躺在安全网里的人，那么你就得站出来承担风险，我来到美国是因为这里有巨大的机会，但机会后面不是一张安全网。假如你失败了，那就失败了。我喜欢这种生活，我喜欢冒险，因为风险越大，收益越大，当然同时摔得就越重，所以你必须意识到这一点。因此我总是喜欢冒险。

马修斯：你知道，“社会主义者”这个字眼在本次选举中一直被当作一个负面字眼使用，它是抛给民主党候选人的。你来自一个社会主义国家。你在那里卖冰淇淋，成了一个资本家，一个年轻的资本家，有点挑战社会制度的味道。你是怎么想的？

施瓦辛格：呵呵，我可以告诉你一件事情，就是我当时不交税。我那时才 10 岁，没人找我上税。不过我告诉你一件事，就是我离开欧洲是因为那里的社会环境、他们管理国家的方式以及政府找你麻烦的方式都窒息了个人发展的机会，因此我来到了美国。

这就是为什么我一直参加我信任的政治领导人的竞选活动，因为我希望尽自己所能，确保美国不回到 40 年前我离开欧洲时的老路上去，确保我们不会重新实行财富再分配的制度，而眼下有些人在谈论这种制度，财富根本不能重新分配。

马修斯：我喜欢这种对观众进行民意测验的方式。我们刚刚从共和党人这里听到了他们的声音。我明白。现在我们打算抛出我的杀手锏，这是我的本职工作，我打算问你一个和州长刚才讲的话并不冲突而是相互补充的问题。你高调反对人们在美国公司所挣的钱不成比例的现象，即高管比职员挣的钱多得越来越离谱。这多多少少和我们刚才听到的话唱反调，你是怎么想的？

巴菲特：噢，我认为很多 CEO 得到了他们应该得到的回报，他们的回报很高，他们为这个国家贡献了很多。因此我不和赚大钱的人争吵。我和那些赚大钱但很失败的人争吵。最近的情况是，他们赚得越多，他们摔得越轻，我不喜欢这种情况。

马修斯：你对这种自上而下式的社会制度有什么想法？在这种制度下，如果你是家大型金融公司，在美联储或财政部有人喜欢你，你得到了救助，而假如有人不喜欢你的话，比如说你是雷曼兄弟，你倒下了，你怎么想？

你如何看待政府的形式以及经济社会的形式？

巴菲特：噢，这是一个艰难的抉择。我想，假如你是美联储主席或者是财政部部长的话，你很难判断一个知名机构的倒下是否会在经济体中引起一场"海啸"。我想，也许回头看发生在雷曼身上的事情是一个错误。但我能理解他们为什么做出那个决定。他们因为贝尔斯登事件而受到了很多批评。他们真的救不了那些公司，假如你看看贝尔斯登的股票最后值多少钱，或者你看看美国国际集团的股票最后值多少钱，或诸如此类的事情的话。

他们真正想做的就是，**不让"病毒"在经济系统里扩散**。我想就雷曼的情况而言，当他们没有那么做的时候，他们得到了一些意想不到的后果，这使得他们对于将来能够做什么变得非常小心谨慎。我们的经济体系确实纵横交错，假如你有数百万张衍生品票据没有偿还的话，正如在雷曼或贝尔斯登发生的那样，公司会破产，它会在很长一段时间里阻碍经济体系的发展。

但是你不应该救助那些高层人士。因为这些人搞垮了一个机构，然后拿着数千万或几亿美元走人。

马修斯：可是你如何做到把婴儿从浴盆里倒出来，而洗澡水保留在里边？

巴菲特：哦，我想如果让你选择的话，你会选择救下婴儿的，这里的婴儿就是经济系统。

马修斯：你认为这种想法如何？当你在奥地利卖冰淇淋的时候，如果冬天来临，冰淇淋的销路不是很好，政府出面帮助你，你认为如何？

施瓦辛格：绝对不行。让我告诉你吧，那样做是最大的错误，因为那将让我懒于创新。这就是问题所在。

事情是这样的，当冬天来临的时候，我必须进行创新，在奥地利当人们玩冰上溜石游戏的时候，我必须去卖热狗。所以，我知道他们冻得要死，于是我必须去卖热茶，我必须去卖烈酒，我必须去卖香肠以及所有那些让他们感到开心的东西。

马修斯：烈酒。

施瓦辛格：你知道，你卖给他们的烈酒越多，他们给你的小费就越多，所以皆大欢喜。所以我喜欢这样。

但你不需要一张安全网，你不想让政府插手。政府有自己的功能，我想重要事仍发生在欧洲说过的那样，40年前我们在欧洲也实行了社会主义制度，但它已经发生了变化。欧洲所有政府都学会了走相反的道路，他们提出了一个行之有效的混合模式，**即政府固然重要，但它不能解决所有问题**。建立公私合伙关系是理想之举。所以我认为重要的是美国不要回到40年前的老路上去。

马修斯：资本集中制度是一个公平的制度吗？它能分辨优劣吗？如果你是个好生意人，你会成功吗？如果你是个坏生意人，你会失败吗？

巴菲特：它运转得非常良好。我们拥有一套很棒的制度。在 20 世纪，美国普通人的实际生活水平提高了 6 倍，所以我们拥有一套很棒的制度。我常说，你要投资购买一个拥有生意好得不得了，即使傻瓜都能管理的公司的股票，因为早晚会有一个傻瓜管理它。我们的国家就像那样的好公司一样。

马修斯：你知道吗？我喜欢听你这么说。施瓦辛格州长来到这个国家，是因为他想来，而且他有抱负。我常常问人们这个问题：如果你们认为这个国家不那么优越的话，为什么每个族群的人来到美国后就变得更加优秀，而无论他们来自哪里？

巴菲特：当然。

马修斯：为什么呢？

巴菲特：我可以告诉你为什么。1790 年我们国家拥有 400 万人口。那时中国的人口是 2.9 亿，差不多就是我们今天的人口数量。那里的人们和我们这里的人们一样的聪明，他们的气候和我们类似，他们拥有的自然资源也和我们这里的类似。几百年后，我们拥有的 GDP 占全世界的 25%。现在的中国真的开始起飞了，因为他们已经注意到了我们。

我们是有缺点，但是我们拥有法治，我们拥有市场机制，而且我们还拥有一套英才管理制度。这些特征已经让我们的潜能释放了出来。以前中国的人力潜能也摆在了那里，以前欧洲的人力潜能就摆在了那里，但你没有像美国那样拥有一套释放人力潜能的制度。

我常常将其归功于 3 个因素。我们拥有一套制度，这套制度让杰克·韦尔奇最终管理通用电气，而让迈克·泰森最终为赢得重量级拳击冠军而战，但不是让迈克·泰森负责管理通用电气或让杰克·韦尔奇为赢得重量级拳击冠军而战。我们培养人才，就像奥林匹克资格选拔赛一样，我们让合适的人得到合适的资源和合适的工作。然后我们通过法制来保护这一切。它运转得很好很好。

马修斯：我想韦尔奇现在可以挑战泰森了。只是猜测而已。

巴菲特：我来告诉你吧，靠那个我可赚不了几个钱。

马修斯：让我问问你在这些艰难日子里你是怎么过的，州长，因为作为最大州的州长，你面临的是最为严重

的财政危机。我们如何才能摆脱这种危机？加州往何处去？我们是危机的受害者抑或我们是戴罪之人呢？

施瓦辛格：哦，首先，让我对沃伦刚才说的话加上一句，我认为我们国家是世界上最伟大的国家。我游遍了整个世界。认为这里的机会比任何其他国家的都会大，大得让人吃惊。任何人都能够在这里取得成功，只要你有这个决心。**一切的一切都在于决心，在于你身上有多少激情**，在于你在多大程度上依赖于你自己，或者在于在多大程度上想出去得到施舍。因此成功与否真的要看你自己。

因此这个国家到目前为止是最棒的国家，尽管它有缺点，尽管我们有危机，尽管我们在金融上和经济上都处于衰退期，尽管我们有诸如此类的事情，尽管我们的股票市场有涨有跌。但是关于美国有一点我们确信不疑。它总是会东山再起，它总是会成为世界上最强大、最出色、最慷慨的国家。这就是我们确信不疑的一点。

就像所有其他州一样，加州由于目前在全国以及在世界发生的事情而陷入了财政危机。我想加州由于住房危机而遭受到了非常沉重的打击。但是我们非常幸运，尽管人们失去了住房、失去了工作，等等，处境很可怕。但与此同时，人们必须看到加州积极的一面，因为我们有如此多的不同产业支撑着加州的经济。因此，即使住房市场萎缩了下去，我们依然**有高科技产业**，我们依然**有绿色技术产业、生物技术产业和纳米技术产业**，我们在中央山谷拥有最难以置信的农业，等等。所有这些支撑起了加州、支撑起了娱乐业以及音乐产业等等。

我们拥有非常多样化的产业，我们加州拥有非常勤劳、非常聪明和富有创新精神的人民。我们拥有各种各样互不相同的产业，它们的表现很好，超过去年。比如，生物技术产业和高科技产业，它的表现都好于去年，还有绿色技术产业，尽管如我所说，我们的住房市场是萎缩的。

所以现在的关键问题是，如同沃伦说的那样，尽我们所能支持住房市场。这就是为什么我们敦促联邦政府行动起来支持住房市场并投资于住房市场。我认为第二轮经济刺激方案应该沿着这个方向走，朝着这个方向投入资金并参与进来，甚至收购一些贷款，不过利率要作调整，房产的价值要进行重估。尽管沃伦说过这么做非常困难，我完全同意他的说法，这些事情做起来非常困难，比如你从哪里下手等等。

但我认为关键是让人们继续住在自己的房子里而不要让他们失去自己的房子，因为金融市场不关心，贷款人不关心，甚至家人也不关心。没人对失去自己的住房感到关心，因为当银行拿走房子时——我们在加州看到了这样的情形，他们必须负责维修，他们现在必须再次出售那些房子，他们必须清洗游泳池以便蚊子不会在那里聚集、不会制造并传播疾病，如此等等。由于诸如此类的事情，他们不想接管住房。因此我想，如果政府出手帮助

那些业主让他们继续待在自己房子里的话，每个人都会从中受益。

马修斯：沃伦，如果你向一个没有经过专业训练的人解释美国经济在 2008 年发生了什么的的话，你会如何解释？

巴菲特：噢，事情在两年前就发生了，那时几乎 3 亿美国人一致相信所有房子都将年年升值。你深信不疑，我深信不疑，我们的朋友深信不疑，媒体深信不疑，国会深信不疑，贷款人深信不疑，华尔街深信不疑。所以你有这样一种感觉，当然了，每人都期盼拥有一套房子。假如明年你要花更多的钱买房子的话，你还是今年就买的好。贷款人不担心你的收入是否能够满足分期付款条件，因为他们认为房子转过年来会升值，假如你不能还房贷的话，他们会卖掉房子并从中获利。

所以，人们达成了共识，也就成了一个住房市场的泡沫，我们有了一个庞大的资产类别，顶峰时它的市值约为 22 万亿美元。它涉及几乎 68% 的美国家庭，涉及所有的贷款人以及其他一切领域。基于这种情况，全世界的借债率上升。人们愿意把钱借给想买任何房子的任何人。人们忘记了首期付款。

几年前显然存在着一种谬论。如果全国范围内房价下降 20% 左右的话，那么损失就介于 4-5 万亿美元之间。如果一项被大量人群持有的资产类别的损失达到 4.5 万亿美元，而世界各地的人们已经购买了其债券的话，人们的态度就会突然之间发生改变，他们开始对任何人都不信任了。于是他们想要减持债务。

那些举债的人想要减持债务——无论他们是个人还是机构。每个人都想在资产负债表的资产一栏里拿走项目。当全世界的人都开始减持债务的话，增持债务的队伍就空荡荡了，金融系统就此冻结。这就是我们需要联邦政府的原因。在这样的时期，联邦政府是唯一能够举债的一方。我不可以举债，加州政府不可以举债。

马修斯："举债"是什么意思？

巴菲特：它的意思是借更多的钱，在某种意义上就意味着用借来的钱购买资产。几年前整个世界都借钱购买资产。现在呢？那些人正试图减少贷款。你需要另外某个人增加债务，而这个人必须是联邦政府。

马修斯：所以当州长说"刺激方案"时，他的意思是我们超越几周前他们所采取的行动，我们继续超越他们，继续采取措施去刺激。

巴菲特：无论如何你要让系统里的其他人将债务减持到一定程度，因为他们需要那么做。业主需要减持债务。他们借钱太多。刺激方案是其中的一部分，但实际上以某种形式或者购买资产，或者向购买资产的经济系统

注入资金是绝对有必要的，这就是我们这么做的原因所在。

施瓦辛格：沃伦，我认为这将很重要，因为我们总是谈论在这种局面下政府应该如何插手进来并施以援助，我认为这么做是对的，但我也认为如果你首先阐述一下政府为了让我们摆脱这种局面，而在第一时间介入多深会更好一点，因为我认为政府有时候会制造混乱。但是突然之间你想甩手不干了，于是问题是，正如尼采说的那样，具有同样想法的人制造了麻烦，却不能真正地解决麻烦。这次的情况也是这样子的吗？我们如何摆脱这种局面而迈步前行？

巴菲特：嗯，他们不会圆满地解决这个问题，不过没人会圆满地解决这个问题。你知道吗？你可以让亚历山大·汉密尔顿或者别的什么人来当财政部长，无论是谁。这是个很大很大的问题，它自然将会变得非常棘手。美国有 5500 万宗房屋抵押贷款。目前陷入困境的只有 400 万宗。美国有 2000 万套房屋是不存在任何抵押贷款的，其产权是清晰的。但假如你试图通过官僚机构在全国范围内执行某项政策的话，这将导致混乱。但它是我们必须以这种规模做事的唯一真实的工具。随着各个银行都在减持债务，投资家光靠他们自己是不能制止资产抛售给他们的那股浪潮的。

马修斯：让我们谈谈政府政策吧。州长，你说过 5 年前你在就职的时候曾大声承诺要支持诸如“放学后”等教育项目的倡议；为此我多次采访过你。你一直大力推进加州教育的优先权。就让我们谈谈在座的这些人吧，这里有 14000 人，如果你对成为一名企业家感兴趣，或者他们已经是企业家了，或者他们仅仅想成为一名成功的消费者、职员，也许还想成为一名成功的公司主管。政府能够积极地做些什么事情？政府扮演一个什么样的角色，一个什么样的正面角色？

施瓦辛格：哦，我认为非常重要的一点是政府要非常迅速地对外面的变化做出反应。我想我们已经看到联邦政府做出了反应，因为他们对第一轮经济刺激方案进行了投票。但因为方案未获得通过，他们等了一周，这就给市场带来了可怕的冲击，人们对政府失去了信心，因此后来它对市场根本就产生不了任何影响。事实上，当他们最终通过了 7000 亿美元的刺激方案时，股票市场反而下跌了。

但在加州，我们做了一些了不起的事情。我们感到非常幸运的是加州人民已经批准政府发行 420 亿美元外加 80 亿美元的基本建设债券。所以我们有了这笔钱。其中一部分钱已经拨付，另外的一部分还没有。我们尽快地投入数十亿美元去建学校、翻修教室、建高速公路以及驶入和驶出弯道、去创造工作岗位，因为我们必须创造工作

岗位。这是最重要的一件事。

因为这是妇女大会嘛，当谈到妇女的时候，我认为妇女在家里的经济地位非常高。这很棒，大多数妇女掌握着家里的财政大权。我想她们面临着挑战，妇女面临着额外的挑战，就是必须照顾老人——超过 70%的妇女必须照顾家里的老人。

但与此同时，你知道吗？当你看到妇女拥有这么多生意的时候，你觉得这是多么了不起的件事。像在加州，几乎有 100 万妇女拥有自己的生意——小生意、中等生意、大生意等等，所以，我想这是非常鼓舞人心的一件事。我认为对妇女来说现在关键的问题是我们一起尽最大努力去培养更多的商业主管、更多的企业领导者，因为只有 10%多一点的妇女在领导着企业，在领导着美国最大型企业。

另外，我的目标就是尽一切可能培养更多的妇女在立法机构里工作，因为我们加州的女性立法者也许只占 25%或者 24%。我认为如果把这个比例提升到 50%的话，你们就会看到有不同的决策出台，因为妇女有着不同的优先考虑的问题，另外我认为，为了做出好的决策，我们需要在萨克拉门托和华盛顿的立法机构里设置男女混合比例为 1:1。

马修斯：你知道，这里女人的数目超过了我们男人，男人只有 3 名，对吧？

巴菲特：我喜欢。对于一个在高中没能和女生约会的男人来说，我喜欢这样的环境。

马修斯：你知道，如果你看看法律都做了些什么——这里是一个非常自由、非常自立的企业家群体，看起来是这样，如果你看看这些年政府做的一些好事——我做一分钟的自由主义者——我就把目光投向教育修正案第 9 款。我喜欢第 9 款。因为我太太当初在斯坦福大学读书的时候，她的网球队获得了全国冠军，但作为网球队的一名队员，她必须支付外出比赛的旅行费用。那对女性运动员来说很不公平。然后我观看比赛，原因显而易见——哦，男女都观看比赛。今年的奥林匹克女子排球队也许是这两周来全国的最爱。显然如果没有加州、加州的沙滩以及加州的生活方式，所有这些都不会发生。但事实上妇女在体育方面一直存在着机会——我想拿一些你们做的事情来说，因为你们很多人来自体育界，我是说你们是体育界的代表——我真的相信，妇女在体育界担当的领导者角色引导她们在商界也担当了领导者的角色，就像很多男人所做的那样。今天的女运动员要成为明天的领导者，面临的是指挥权、领导权以及个人身体上面的挑战。这是我的预感。你们意下如何？

施瓦辛格：噢，我想我已经多次指出，我在体育运动中学到了经验教训，非常重要的经验教训。在队友之情

方面、与别人一起工作方面作为一名队员你可以学到很多了不起的东西。你必须分析自己的表现，意识到自己的缺点，每个人的表现都有不足之处。我需要钻研什么？我怎么克服那些缺点？我如何聆听别人的建议以便使自己的表现得以提高？问问自己诸如此类的事情，然后坚持到底。你在体育方面学到的最重要的经验教训之一是坚持到底。如果你打网球，他们告诉你要拿着球拍坚持到底。如果你打高尔夫，他们告诉你要拿着球杆坚持到底。当你滑雪的时候，他们告诉你要完成你自己的拐弯，如此等等。生活也是如此，正如我常常说的那样。

比如在生活中，当你提到绿色能源技术以及对抗全球变暖时，有很多人为了对抗全球变暖而制定了法律。但实际去执行这些法律并坚持到底地实施这些法律则完全是另外一回事。那才是困难的部分，那就是为什么我们加州如此成功的原因是我们制定了法律，然后我们贯彻执行坚持到底，我们实际上减少碳排放以对抗全球变暖，减少了温室气体的排放，如此等等。

因此我想这些都是你从体育运动中学到的经验教训，而你可以把这些经验教训运用到企业管理之中，或当你是一位州长的时候，你就可以运用这些经验教训来展示你的领导力，或者如果你是一名参议员或如果你竞选某个公职或管理一个企业，总之不管你干什么，你都可以运用你的这些经验教训。我认为所有的事情都是一笔不错的资产，我认为知识和经验会伴随你一生。

巴菲特：我谈到过我们的制度如何释放人力潜能，但是我们国家在 200 年的时间里真的忽视了一半的人力潜能。如果你回头看看 1776 年，托马斯·杰斐逊在著名的《独立宣言》的第二段写下了这样鼓舞全国人民的话，他说："我们认为这些真理不言自明：人人生而平等。"当他们聚集在一起起草《宪法》的时候，这些话完全成了空话。黑人只相当于五分之三个白人。"人人生而平等"——五分之三个人怎么说？妇女到了 1920 年《宪法》经过第 19 次修正之后才有了投票权。除此之外，此后桑德拉·戴·奥康纳在最高法院任职也是在 1981 年之后的事了。《独立宣言》发表之后我们又艰难行走了 200 年。

所以我们实际上忽视了这个国家一半人的才能。正是这一点让我对这个国家的未来充满希望，因为它会释放更多的人力潜能。假如你读过《美国宪法》第 2 条款第 1 小节关于美国总统任职资格的话，你会同意我这种说法的。我猜想阿诺德已经读过了那一节的内容。

其中的第二句话是这样说的："他的服务期限应该是一届 4 年。"我想这是《宪法》里唯一的一个人称代词。"他应该..."我是说，想想看吧，无论是字面上的意思还是在人们的潜意识里，这句话无论如何都是对一半人说的。

正如我说过的那样，我们甚至花去了 131 年的时间才说她们能够投票或能够成为陪审团中的一员。我们浪费了人类的潜能，我们难以置信美国会发生这种事，不过现在我们打算开始释放这种潜能了。

马修斯：我身上邪恶的一面正在引导我朝这个方向前进。准备好了吗？

巴菲特：好了，我们被警告过。

马修斯：我们这里有两个男人。有没有可能妇女成为他们超强能力的受害者？我提醒一下。我生长在一个传统家庭里。我父亲是家里的老大，但实际上他不是——说来话长，可他自认为是老大。他认为自己是老大。你们知道吗？我母亲是个天才，我们之所以读了个好大学、矫正了牙齿、上了钢琴课、在海边拥有一套住房、比中产阶级稍微好一点点，都是因为我母亲有远见。她操纵我的父亲让这一切成为了现实，然后她又非常努力地工作让这一切成为了现实。但她是我们家的大脑。如果不是她的话，我们家的支票簿永远不会有人看一眼的。她一清二楚。今天的情况也是一样，我在想妇女这么拼命地工作是不是导致了她们正在失去影响力，因为她们承担了所有的脑力劳动。她们知道孩子们得了多少分。假如你问一个男人他的孩子得了多少分的话，他会一脸茫然地看着你，仿佛你是来自冥王星。他似乎在说：我为什么要知道这些，你知道吗？他们不知道老师的名字，不知道孩子的同学的名字。他们的妻子，孩子的母亲，对这些则了如指掌，否则她们就有负罪感，她们知道分数，了解孩子的同学，知道孩子的一切事情。为了丰富孩子们的视野，她们去博物馆，她们去上钢琴课。丈夫则在想"我必须离开这里"诸如此类的事情。但精神上他依然是一家之长。

所以我的问题是，妇女是家庭里的秘密 CEO 吗，是家里的秘密 CFO 吗，是家里的秘密老大吗？她们为什么不正大光明地管理这个地方呢？这就是我的问题。这个问题困扰着我。

巴菲特：好吧。让我也变得邪恶点吧。回到你的青年时代，如果你能做出改变的话，你会为了在未来充分挖掘自己的才能或别的什么而改变你自己吗？你会改变自己的性别成为女人吗？假如你做出了这样的选择，你会说围墙的另外一边风景更好吗？

马修斯：那时候——你在讨好观众。我会这么想——成为我的女儿真不错，我将这样叙述，可以吗？今天在 21 世纪作为一名和大学生年龄相仿的年轻女性，她有野心——比如她前几天拿到了律师证，吓了我一跳，也吓了她妈妈一跳，她非常自然非常自信地认为自己无所不能。正如我说过的一样，她在研究今后 20 年或 30 年大政府的债务成本问题。我认为她眼中没有任何障碍。

巴菲特：我举双手赞成。沧海桑田，世道发生了巨变，而我出生于 1930 年，有一个姐姐和一个妹妹，她们绝对和我一样聪明。潜意识里她们在学校、在家里、在教堂接受这样的信息——她们看到男人统治教堂，男人统治一切。她们接受这样的信息，即她们的命运和我的不同，而这是个可怕的信息。

我认为时代变得比原来好多了。但你对任何事情充满雄心的想法则不然。有一次我曾和毕业于康奈尔医学院的第一位女博士交谈。在解剖课上，他们让她站在屏风后面。50 年前作为一名妇女，你得到的信息就是你的位置就在那里。也许你比你丈夫在各个方面都聪明，但是我认识的男性中很少有人说："噢，我希望生下来是个女人，这样我就能完全发挥我的才能了，无论是在哪个领域。"

马修斯：那么哪方面发生了变化？催化剂又是什么呢？

巴菲特：哦，我认为变化实际上是在 1920 年随着《第 19 次修正案》的出台而开始出现的。我记得当是变化缓慢。我认为那个时候妇女有了不同的榜样。我想桑德拉·戴·奥康纳的出现是个转机，无论如何你必须眼见为实。她们在 50 年前或 70 年前没有见到。现在她们看到妇女在打理生意，她们看到妇女在做事，今年有名女性在非常严肃认真地竞选总统。因此世道发生了变化。希拉里·克林顿为妇女做了很多事。

马修斯：你意下如何，州长？在加州这里——让我们谈一会政治吧，因为时机成熟了。希拉里·克林顿在竞选总统的时候赢得了民主党的过半选票，离尘埃落定非常近了。在共和党那边，我们有一位女性副总统候选人，她享受相当不错的着装补贴。看到了吗？听听这里的掌声吧。

巴菲特：别忘了你母亲，克里斯。

马修斯：变化已经开始了，已经开始了，州长，你如何看待眼下政治和女性的话题？加州有两名女性参议员，非常杰出。我们在政治上达到或者接近男女平等的境界了吗？抑或没有达到呢？我们距离在诸如政治等问题上男女平等依然还有 20 年之远吗？

施瓦辛格：首先，我只想说有意思的是他没有回答你当初提的问题，即你是否愿意成为一个女人。这才是你的问题，但不管怎么说，他没有回答这个问题。很好。但不管怎么说，底线是一沃伦，你给了他压力，我告诉你吧。你必须化解压力，沃伦。你必须化解它。但不管怎么说，我只是——

马修斯：哦，实际上我有 4 个兄弟，没有姐妹，所以我不知道。不过我同意你的观点。

施瓦辛格：你不必解释，因为在加州有些男人想变成女人。但你不用担心，你不必做出那样的承诺。

但不管怎么说，我想我提到了——

马修斯：我们将要再次变回姑娘一样的男孩子吗？

施瓦辛格：我可没那么说。

巴菲特：我们没说税收问题，他也没说娘娘腔的男人。

马修斯：我明白了。

施瓦辛格：我想我先前提到过，我认为妇女取得了巨大的进步。显然作为一名女性，你要面临非常非常严峻的挑战，因为你来自传统社会，你要打破“玻璃天花板”，你要迈步向前取得这些实实在在的进步。我认为今年的确是不平凡的一年，尽管你看到吵吵闹闹，两党之间相互攻击，相互指责，但事实是女性确实取得了重大进步。正如你说的，希拉里·克林顿——我是说，这真了不起。在民主党这边，当然我认为有两项突破。谁最后被选出做民主党总统候选人并不要紧，因为这既是非裔美国人方面的重大突破，也是女性方面的重大突破。因此，我认为非常妙的是我们看到了这些突破。

我也认为共和党那边麦凯恩选佩琳州长作为搭档是相当好的一件事，因为这再次——你知道我现在不是谈论彼此间的争论、经验不足以及衣服花费是 15 万美元还是 2 万美元等等这类问题。这些和今天的讨论没关系。重要的是恰好妇女处在了那个位置。我认为这是了不起的一件事。我因此为共和党感到骄傲，因为我觉得他们永远不会走到那一步的，永远不会真正走进那块禁地的，但他们做到了，因此他们真了不起。

我想我们现在必须继续前进。我认为美国已经作好了选举一位女性做总统的准备，美国已经作好了选举一位非裔美国人做总统的准备。我认为美国人已经作好了变革的准备。

马修斯：嗯，我想我们三个男人坐在这里，我想说点为自己辩护的话，以免人们认为我这里似乎是“人来疯”的王国。我对和我一起生活的那个人以及她处理多项工作的能力感到吃惊——这么说并不能解释她的全部——她具备通盘考虑问题的能力。她把问题装在脑子里，她处理这些事情，而我把它们放在一边。她和官僚打交道，而我讨厌和他们打交道。我讨厌和维修公司打交道。她则非常老练地给官僚打电话，给代理商打电话，修理东西——当我回到家和她一起吃晚饭，她会说：“今天我修理好了那件让我们烦心的东西。”她做好晚饭，而且每天都要处理我生活中出现的最复杂的事情。和孩子们在一起，她知道家里的所有事情。她简直就像一台巨型计算机，对家里的事情无所不知，而我则像一只虫子爬进来，除了知道食物在哪里之外一无所知，我还会冲咖啡。我很自豪。

我想我们在这里谈论的是滞后性。男人已经懂得了欣赏，这里的三个男人和整个社会欣赏几百年来这个国家里的妇女无论是在智力方面，还是在社会责任方面所扮演的重要角色。她们的能力并不新奇。新奇的是人们对她们能力的认识，我认为这就是现实。

我向玛莉亚致敬——我没机会谈论你们施瓦辛格家庭是如何划分责任和权利的。你想要延长节目时间谈论谈论吗？

施瓦辛格：我可以告诉你，在我们家里这件事很简单。我只需对玛莉亚要求的每件事点头称是即可。为了维护家庭和睦。

马修斯：我并不认为是这样。我认为情况要复杂得多。

施瓦辛格：不过，我告诉你吧，你的观点真的很好，因为如果你确实细心观察妇女的话，观察她们在家里如何做事以及她们承担的多项工作的话——比如我绝对会对玛莉亚佩服得五体投地。我是说，她一直是多面手，不论当孩子们成长的时候，还是当他们还是婴儿的时候，他们在家里的桌子底下爬来爬去，而她则利用电脑进行工作，她会一边打电话一边做笔记，我进门问她一个问题后，她会继续做这些事情。当我仅仅阅读一个文件的时候，我都不能让一个孩子留在房间里。她能同时处理多种工作的能力简直不可思议。我认为妇女比男人拥有更强的处理多种问题的能力。所以她们也许比我们更胜一筹，谁知道呢？

马修斯：她们也许比我们更胜一筹，谁知道呢？但毫无疑问，政治和社会最终将与现实接轨。谢谢诸位。谢谢你，沃伦·巴菲特先生。

沃伦·巴菲特：谢谢你。

马修斯：谢谢你，州长。

巴菲特：怀念恩师格雷厄姆 2008

2008 年 11 月 5 日

格雷厄姆享有"现代证券分析之父"的美誉，是价值投资理论奠基人，其所著的《证券分析》和《聪明投资者》被公认为"划时代的、里程碑式的投资圣经"，至今仍极为畅销。格雷厄姆任教于哥伦比亚大学，是巴菲特的研究生老师，并被巴菲特膜拜为一生的"精神导师"。巴菲特很早的时候就从卡内基的书里学到了几十条为人处世的原则，其中重要的一条就是"人人都喜欢被肯定和赞美"，所以我们基本上从巴菲特的每次演讲和访谈中都能听到他对别人的赞美之声。他对自己的老师格雷厄姆的赞美更是无以复加，不厌其烦。2008 年 11 月 5 日，巴菲特专门录制了一段视频，讲述自己和格雷厄姆之间的师生感情，讲述了自己如何受格雷厄姆的影响从而形成自己独特的投资风格，其目的正如巴菲特自己所说——让观众在做人和投资方面都有所增益。

能够借此机会和你们谈谈本杰明·格雷厄姆我真的感到很高兴。我生命中有若干幸运的日子，但最幸运的一天出现在 1949 年，那时我 19 岁，在内布拉斯加州大学林肯分校读书，那天我随手拿起一本《聪明投资者》来读。那本书不仅仅改变了我的投资理念，还真正地改变了我的一生。如果我不是刚开始就看到那本书的话，我现在可能会在不同的地方过着不同的人生。自从读了那本书之后，里面的投资理念就牢牢扎在我心里，再也没有改变过。尽管我对它进行了一点点加工和润色，但正是本杰明的思想引领我走上了正途。

一年多以后，我很晚才去申请到哥伦比亚大学读书，学校大卫·多德教授录取了我，在第二学期的时候，本杰明教授开始给我上课，我得以认识他本人。当我毕业的时候，我对他说我愿意免费为他工作，他说我高估了自己，他也许说的没错。

几年后，我收到了他的一封来信。他在信里说，等我下次去纽约时，想和我谈谈。我立即动身，和他约定 24 小时后在纽约会面。他给了我一份工作。我没有问薪水，不过到了月底的时候，我幸运的发现他给我发了工资，他也许已经忘了我曾说过的为他免费工作的话。为他工作我学到了很多，哪怕只是每天围着他身边转，就能得到很多启发。后来，我们成为朋友，我们的友谊持续了大约 25 年直到他去世。这样说来，我和格雷厄姆这样一位了不起的人物一起共事达四分之一世纪之久。

我们人人都知道他的思想，投资理念，对职业证券分析师，对你对我以及我们投资实践的影响，他对我的投资产生的影响尤其深远。

他在为人处事方面同样优秀，他总是非常慷慨。1954 年 12 月，在我回去接受那份工作不久，我的大儿子就出生了，我用我父亲的名"霍华德"作为儿子的名字，而用本·格雷厄姆的姓"格雷厄姆"作为儿子的中间名，既是为了纪念我父亲，也为了感谢格雷厄姆。本杰明乘坐一架白色飞机来到我们的公寓，他给了我一台摄像机和一台放映机，那个时候拥有它们可是一件与众不同的事情，因此，从霍华德·格雷厄姆·巴菲特出生的那一刻起，我们就能够

记录下发生在他身上的所有趣事。

记得有一次，我太太说过类似我缺乏舞蹈细胞之类的话，她说的没错。本杰明给了我一张可以参加亚曼瑞舞蹈培训班的免费课程卡。那也许是他做出的最糟糕的一笔投资，他花的钱根本没有获得相应的价值。

在 1976 年他移居到了加州，我和家人时常去看望他。他总是鼓励我，为我和我的家人付出。我不管做什么，都没有办法报答格雷厄姆的恩情。所以，现在能够在这里告诉你和全世界的人，格雷厄姆是一个多么不平凡的人，我真的感到很高兴。我认为这是很有意义的一件事。

格雷厄姆的慷慨非常难得。他天生智力超群，他天生就拥有很少有人能与之匹敌的头脑。特别是在今天的很多人看来，他在 1934 年就能写出一本叫《证券分析》的书是多么了不起，这本书也许是写于 1932 年和 1933 年。他在股市崩盘所导致的大萧条中遭受了沉重打击。他给别人管理资金，而当时客户对发生的情况非常不满。但他能够以非常理性的眼光远视未来，不受任何情绪的影响，非常理智的写出这么一本伟大的书，完全没有因为过去一两年发生的事情而恐慌。不管怎么说，他写了这么一本书，75 年后的今天，每天我们仍然能从中学到新东西。所以说它是一项了不起的智慧结晶。话说回来，他就是这么了不起，天生就聪明过人。

他完全可以不必对别人那么好。我是说他完全可以傲慢自大，可以自认为高人一等，因为他肯定知道他比周围 99.99% 的人都聪明。但他根本不是那类人。我们所有的学生都得到了他的恩惠。

他每周四都到哥伦比亚大学来教书，一直持续了 20 年或 25 年，就是为了帮助学生们。这些学生也许他永远不会再见到，也不会帮上他什么忙。他传授给我们的知识，实际上把我们培养成了他的竞争对手。我就抄作业买了一些格雷厄姆-纽曼公司买的股票。但我买的不多，因为那时候我没有多少钱。但他对于正在培养竞争对手毫不在意。他常常使用最新的投资案例讲课。我们坐在教室里听他讲，而这些东西是我们自己怎么都无法发现的事情。他就是这么的慷慨大方，能认识他我很荣幸。希望通过我说的这些话，你们能对格雷厄姆有更多了解。

哥伦比亚商学院纪录片

这里是哥伦比亚商学院，这所大学的历史比交易所还悠久，相信对华尔街了如指掌的教授们，能够客观理性的看待股票市场。Courtney Brown 院子和 Benjamin Graham 教授正在给将来的经纪人和客户经理讲课。

学生：股票价格为什么会出现如此巨大的波动？

格雷厄姆：这个问题不能用数学来回答，只能通过投资者的心理来解释。股票价格之所以会出现巨大的变

化，就是因为人们总是戴着"玫瑰色眼镜"(感性眼光)而不是"深蓝色眼镜"(理性眼光)来看待股票。不仅投机者如此，投资者也是这样。或许美国人的心理，本质上并没有出现多大的变化，这么多年来，美国人就是在等待一个借口，好重新拾起他们过去常有的投机态度。如果历史规律起作用，股市再次上涨到危险水平的可能性就很大。

学生：我想问一个关于华尔街专业人士的问题，华尔街专业人士对于短期或长期市场趋势的预测更准确吗？如果不是，为什么？

格雷厄姆：嗯，这个问题很有意思。我们已经研究了二三十年了，实事求是的说，预测市场趋势你可以选择抛硬币，或者听信专家们的一致意见，结果几乎总是没什么差别。至于为什么预测不可靠，这是个很有意思的问题，我的回答是这样的：华尔街上的每个人都精明极了，他们聪明才智互相抵消了。他们知道的东西，差不多都已经反映在股价上了，因此，决定将来如何的，是那些他们所不知道的东西。

一些访谈：关于教学

巴菲特：Ben 是一位好老师，他天生就是一位好老师。我后来也教过别人，还模仿了他的教学方法。他讲的课把我们都吸引住了。

Marshall Weinberg(学生)：他说了一句话改变了我的一生。我本来是学哲学的，Ben 开课时说，"如果你想华尔街赚钱，你必须要有正确的心态。这方面没有人比哲学家斯宾诺莎(Baruch Spinoza)说的更好"。听他这么一说，我一下子来了精神，我马上抬起头来，他说的话我一字不差都记着。他说，"斯宾诺莎说过，你必须以永恒的眼光看待问题"。我一下子就被 Ben 吸引住了。我很认真的听课，特别喜欢他讲的课。就这样，我后来来到了华尔街工作。

Thomas Graham Kahn(卡恩儿子)：Ben 很善于启发学生，他用他正在进行的投资作为案例讲课。

Edwin Schloss(施洛斯儿子)：他下课都走不了，因为年轻的学生们都围着他，问他这只股票怎么样，那只怎么样，学生也不是问具体怎么分析股票，他们就是想知道自己买的对不对。

Henry Schneider(学生)：再复杂的问题，他都能化繁为简，用最简单的话讲明白。他思维敏捷，才华横溢。他很少打领带，他常穿白色外套，这样就不怕沾上粉笔灰，这就是他的工作服。

Irving Kahn(学生&助教)：他上课的时间是在下午收盘后，他在课堂上讲的内容都是当天发生的情况，因此，他的课程非常受欢迎。很多人讲的都是去年怎么怎么样，而他讲的是今天市场是好是坏。他讲当天的情况，

学生们很喜欢听。有次我们一起坐地铁去上课，他打开一本书，用笔在做标记，然后还问我怎么看这一段。他对人很坦诚，知无不言，言无不尽。

Charles Brandes(学生)：他会问我一些问题，我觉得他早已经知道答案了，这就是苏格拉底式教学法，老师在提问的时候，就已经知道答案了，但他就是想让学生个人先仔细思考。

关于课堂

巴菲特：他是一个实践者，他讲课用的都是当下的例子。听他讲课，就像和打击率高达 40%的棒球明星学习打棒球。有时，我们都知道他正在投资什么。听他的课，又像看欧亨利的小说，结尾总是出乎意料。

小施洛斯：有一次，他讲了两家公司，公司 A 看起来比公司 B 更便宜，最后他才告诉学生，这其实是同一家公司(鼎盛时期和困难时期的波音公司)。

温伯格：下课后，学生们总是找他问问题，他非常平易近人，他对学生很好，很和蔼，很宽容。

博学多才

小施洛斯：他是一个博学的人，他对股市很感兴趣，对拉丁语希腊语很感兴趣。

温伯格：格雷厄姆引用过一句话，这句话在课堂上讲过也写在他书里，它出自维吉尔的史诗《埃涅阿斯纪》(The Aeneid)："历经无数风险，历经跌宕起伏，我们一路前行"。这些东西他总是信手拈来，这就是格雷厄姆。

Benjamin Graham Jr. "Buz"(小儿子)：有一天，我刚在学校上了拉丁文课程。我告诉他我们正在学习西塞罗的《反喀提林演说》。他说，哦，我记得这一篇。然后他就凭着记忆，用拉丁语把整篇演讲都背诵了下来。我在网上查了一下，这篇演讲有 3200 个单词。其实，对于我老爸的博学，我都习惯了，但我还是被镇住了。

关于《聪明投资者》

巴菲特：这本书改变了我的命运，要是我在 1949 年没有读到这本书，我的未来会大不相同。看到这本书，我当时就眼前一亮，格雷厄姆说的太有道理了。这让我有机会跟他和大卫多德学习投资。虽然跟多德教授学习不大一样，但也很有帮助，这本书影响了我的职业生涯。

温伯格：这本书当时就对我产生了很大的影响。重要的是要看财务数据，而不要被周围人说的话所影响。关注公司基本面这一点非常重要，别的什么都别管，而且还要保持极度的耐心。

卡恩：这本书一开始并不受欢迎，这么多人竟然都忽视了这本书，很少有人关注。格雷厄姆说，大多数人不

要买股票，他的思想太超前了。

关于价值投资

小施洛斯：在大萧条时期，格雷厄姆亏了很多钱，所以，他的投资理念就是保住本金。格雷厄姆是这么讲风险的，因为存在风险，所以 1 美元的东西，要 50 美分以下买入。他就是要买低估的东西。他们很多年前以前就翻阅股票手册，这跟我和我父亲的方法完全一样。多年以来，我们一直在翻阅《价值线》，寻找每个行业里最有价值的股票。

卡恩：他只相信现金，他不喜欢有大量负债的公司。

巴菲特：格雷厄姆总是把自己当作是一个被动投资者，至少我认识他的时候是这样。他每只股票都买一点，他的投资组合是高度分散的，而我追求的投资风格不是这样。他其实根本不追求实现最优秀的投资业绩。他几乎什么都买一点，他寻找的哪些完全不是好公司，他找的是些普通的或中等偏上的公司，但是它们的价格非常非常便宜，他的方法很有效。形成鲜明对比的是，格雷厄姆纽曼公司的股东，从 GEICO 公司的投资中赚了很多钱，GEICO 公司跟格雷厄姆寻找的那种公司完全不同。要是发现一个投资点子，他不会兴奋，也不会故作镇定，而我就会很兴奋。他总是觉得，我们不应该通过跟管理层交流来了解公司。他认为，全美普通投资者都能通过读他的书(自行研究公司)，但却没有能力直接跟管理层进行交流。他认为，我们要像这些普通的投资者一样做投资，也就是哪些读了他的书(自行分析)的普通投资者。要是我们通过额外的努力获得信息，我们就作弊了。而我就喜欢跟管理层交流，我们早期管理基金的方式，就和读了格雷厄姆的书，但没机会拜访管理层的普通投资者一样，所以，我觉得这有点太消极，节奏太慢了。 话说回来，那时我也还是个二三十岁的年轻人(没什么人脉)。

温伯格：在我认识的所有人里，所有的格雷厄姆的学生，都有一个共同点，他们都几乎从不亏钱，因为格雷厄姆教我们的是，买的要便宜，便宜到不管发生什么，都伤害不到我们。当时，巴菲特和施洛斯翻阅《穆迪手册》，从头翻到尾，一只股票都不落下，后来他们(单干后)也是这么做的，研究分析财务报表。

关于他的慷慨

巴菲特：赚钱不是他的动力。我记得有一次和他一起坐电梯，去楼下的餐厅吃饭，他和我说的话仍记忆犹新。他说："沃伦，别太着急赚钱，钱不会改变你的生活方式，或许会改变女人的生活方式，我们的妻子可能会过得不一样，但是你看，我们俩穿的一样的衣服，去同样的地方吃饭。所以，慢慢来"。他总是无私奉献，我为他工

作时，我第一个儿子刚刚出生，我们给他起名霍华德·格雷厄姆·巴菲特，既为了纪念我的父亲，也为了表达对 Ben 的敬意。他和妻子给我们送来了礼物，是录像机和放映机，这些东西在当时非常贵重。他总是这样，从来不求回报。他过生日的时候，每个参加聚会的人都收到他的礼物，因为他觉得获得快乐的人是他。

小施洛斯：Ben 是一个非常非常大度的人，他和别人一起吃饭，从不隐瞒自己买了什么股票，我父亲有好几次都很懊恼，因为格雷厄姆刚吃饭回来，股价就涨了好几个点。别人听完格雷厄姆的话，就把股价炒高了。在那个年代，有些股票流动性很差，别人知道他买了什么股票，股票很容易就会上涨几个点。

Henry Schneider(学生)：他对公众毫无保留，这样的行为真的是非常的慷慨大方。我知道，他的合伙人纽曼不太赞同他的做法，因为他有时会透露合伙公司的商业秘密。但他就是希望自己的学生，都能学会证券分析。

Charles Brandes(学生)：他毫无保留，对教书育人充满热忱。当时我很年轻，是他的助手，也是他的学生。他还邀请我去他家做客，讨论投资。

关于他的精神遗产

温伯格：我认为，格雷厄姆是一种投资方式的开创者。

小施洛斯：他清楚自己是逆向投资者，他投资的公司都是身陷困境的，他愿意在别人抛弃的时候买入。他的思想是创新的，是一种全新的投资方法。我认为，他当时未必意识到，他对将来投资世界的影响会有多大。他是个非常谦虚的人，他做的一切都是为了探索和创新，都令人振奋。他是个非常有思想的人。他当时应该不知道他的投资哲学对将来的影响会有多深远。我觉得他当时肯定不知道。他对金融领域做出了具有开创性的巨大贡献。

Henry Schneider(学生)：他认为，在华尔街，激进投资者做的事情是有益的，有很多公司的管理层，没有尽到本分，不努力经营公司。激进投资者可以督促这些公司的管理层，这对社会有很多好处。例如，提供更多的就业机会等。从这方面来看，格雷厄姆和亚当史密斯很像。

巴菲特：他说，他希望每天都能做一些傻事，一些创造性的事和一些慷慨的事。他真的是每天都做着一些慷慨的事。他不必每周四下午都去哥伦比亚商学院给学生们讲课，这些学生们，很多人可能还不知道这样的机会会有多难得，格雷厄姆几十年如一日，根本不求回报。他一直都是如此。他就是希望对别人更好，而不在乎别人对自己怎么样。

巴菲特致股东的信 2008

2009 年 2 月 27 日, BRK: \$141800-96600

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

公司 2008 年的账面价值减少 115 亿美元, A/B 股每股账面价值下降了 9.6%(标普-31.8%), 自现任管理层接手的 44 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 70530 美元, 年复合成长率约为 20.3%。

上表记录的伯克希尔股票账面价值和标普指数过去 44 年的表现显示, 2008 年对两者都是最坏的年景。这一时期对于企业和市政债券、房地产和大宗商品市场来说也是灾难性的。截至年底, 各种类型的投资者晕头转向且伤痕累累, 仿佛一群误入羽毛球赛场的小鸟。

这一年中, 随着时间推移, 世界上很多大金融机构内的致命问题暴露出来。这使得机能紊乱的信贷市场在很多重要领域失去功能。我年幼时在一家餐馆墙壁上看到的标语成为现在社会上的口号: "我们只相信上帝, 其余人请付现金。"

到了第四季度, 信贷危机加上房价和股市的暴跌, 导致了人们严重的恐惧情绪, 席卷了整个国家。随之而来的是整个商业活动的自由落体运动, 而且是我前所未见的加速下落。美国和世界的大部分地区都陷入了一种恶性负反馈循环。恐惧导致商业萎缩, 商业萎缩导致了更大的恐惧。

不断螺旋上升的悲观气氛促使政府不得不采取大规模行动。用扑克牌局的术语描述, 财政部和美联储已经全押 ALLIN。如果说此前为经济开出的药都是论杯装, 那最近就是论桶。这些曾经不可想象的用药剂量几乎必然带来不受欢迎的后遗症。尽管一个可能的后果是恶性通货膨胀, 但是它们的确切后果谁也不说不准。此外, 主要行业都变得依赖于政府的援助, 紧随其后的是各市和州提出的各种难以置信的请求。让这些机构从公共财政乳头上断奶, 将会是一项政治挑战。他们才不会自愿离开。

即使负面影响非常大, 但为了让金融系统避免彻底崩溃, 政府去年采取的强有力的紧急措施是必不可少的。一旦金融体系彻底崩溃, 所有的经济领域都将遭受灾难性的后果。不论你是否喜欢, 华尔街、主街和美国街道上的所有人现在都在同一条船上。

尽管身处坏消息之中, 但不要忘记, 我们的国家曾经面临过比这更糟糕的局面。仅仅在 20 世纪, 我们就经历过两次大战(其中有一次我们似乎都要输掉战争了), 十多次的恐慌和衰退。1980 年的恶性通货膨胀, 曾导致利率高达 21.5%。还有 1930 年代的大萧条, 失业率一直在 15-25%间徘徊。美国可从不缺挑战。

然后，我们成功的克服了它们。面对这些障碍，以及其他很多障碍，美国人的实际生活水准在 20 世纪提高了七倍，道琼斯工业指数从 66 点上升到 11497 点。与之形成对比的是，在之前数十个世纪中，人类在生活上的改善微乎其微(如果有的话)。尽管前进之路并不平坦，但我们的经济体系在过去运转得非常不错。没有其他体系能像它那样激发出人类的潜力，而且这套体系还会继续如此运作。美国最好的日子还在前头。

在过去 44 年中，75%的时间标普指数实现正收益。我猜，在接下来 44 年中，大概有相同比例的年份也相当不错。但无论是管理伯克希尔的合伙人查理·芒格还是我，都不能提前预知未来年景的好坏。我们固执的认为，其他人也做不到。我们能确定的是，2009 年的经济状况将会惨不忍睹，就这一点而言，和可能会持续很久。但是这个结论也不能告诉我们股市会涨还是会跌。无论是年景好坏，查理和我都简单地专注以下四个目标：

- 1、保持伯克希尔直布罗陀海峡般宽阔的财务状况。这意味着要有大量的流动性、适度的短期债务、以及数十个收益与现金的来源；
- 2、拓宽保护我们生意的"护城河"，以保持其长期的竞争优势；
- 3、收购和拓展各种各样新的利润来源；
- 4、扩大和培养优秀的管理团队，这些人多年来为伯克希尔创造出非凡价值。

伯克希尔的 2008 年

去年，伯克希尔生意中的大多数都受到经济下行的显著影响，盈利低于潜在水平，而且 2009 年还会如此。我们的零售业务受到的打击尤其严重，我们和建筑相关的制造业务也是这样。尽管如此，总体而言，我们的制造业、服务业和零售业的收益相当可观，它们中的大多数，尤其是那些规模较大的业务，继续巩固其竞争优势。更值得庆幸的是，伯克希尔的两项最重要的业务：保险和公用事业集团，产生的利润和整体经济相关性不大。这两项业务在 2008 年都取得了出色的业绩，前景也都非常好。

正如去年年报中提到的，2007 年我们保险业务实现的卓越的承保利润在 2008 年不会再现。不过，保险集团还是连续第六年实现承保盈利。这意味着我们保险业的 585 亿浮存金虽然不属于我们，但是由我们持有，并经由投资产生收益，我们却什么都不用付出。事实上，持有这笔浮存金在 2008 年还给我们带来了 28 亿美元的收益。查理和我发现这买卖还真不错。

大多数保险公司都经历了严重的承保损失，这让它们的经济状况远不同于我们。当然，在某些年份我们也会

经历承保损失。但我们拥有保险行业最优秀的经理人团队，多数情况下，他们管理着根深蒂固的有价值的特许经营权。考虑到这些优势，我相信我们会持续实现承保盈利，我们持有的浮存金也不会产生任何成本。保险业是伯克希尔核心业务，是我们经济上的发动机。

查理和我对我们的公用事业业务同样乐观，该业务去年实现了盈利，而且未来前景也将是平稳的。该业务的经理人 DaveSokol 和 GregAbel，取得了在公用事业行业从未有过的成绩。每当他们发现新的项目我都会欢喜雀跃。在这个资本密集的行业，每个项目投资都会很大，这让伯克希尔能够把大量资金投入到有不错回报的行业。

去年我们在资本配置上也做得不错。伯克希尔一直都是企业和证券的买家。市场的混乱让我们在收购时一路顺风。投资时，悲观的市场是你的朋友，狂热的市场则是你的敌人。

在保险领域，我们做了三项在正常市场环境下无法完成的重大投资。这些投资会给伯克希尔带来 15 亿税前收益以及相应的资本利得的可能。我们完成了对 Marmon 的收购(现在拥有 64%股份，并将在未来 6 年内购买剩余股份)。此外，我们的子公司也进行了"吸收型收购"(tuck-in)以增强其竞争优势和盈利能力。

好消息到此为之。还有些不太让人高兴的事实：2008 年我做了一些愚蠢的投资。我至少犯了一个重大错误，还有多个小错误，但也造成了不良后果。稍后我会更详细解释。此外，我还犯了一些疏忽大意的错误，当新情况出现时，我本应重新审视自己的想法、然后迅速采取行动，但我却只知道咬着大拇指发愣。

另外，我们长期持有的债券及股票市值受到市场大跌的影响。这并不让我和查理恼怒。的确，当我们有足够的资金去增加我们仓位的时候，我们反而很享受这样的价格下跌。很久以前，格雷厄姆告诉我"价格是你所支付的，价值是你所得到的"。无论我们所谈论是袜子或者是股票，我总是喜欢在市场下跌时，购买足够多的货物。

业绩衡量

伯克希尔的价值主要来自两个领域。首先是我们的投资：股票、债券和类现金。到年底时，这部分资产价值为 1220 亿美元(其中不包含由我们旗下的金融部门和公用事业子公司持有的投资，这些被列入第二部分价值)。其中有 585 亿美元的投资，来自于我们保险业务浮存金(48%资金来自零成本杠杆)。

伯克希尔的第二部分价值来自于除投资和保险业务之外的盈利来源。这部分收益来自我们 67 家非保险公司。我们把保险业务排除在外，是因为保险业的价值在于它产生的可投资资金，我们将其归类于第一部分。

2008 年，伯克希尔的投资规模(剔除少数股东权益)，从每股 90343 美元下跌到 77793 美元，这种下降主要

由整体市场的暴跌引发，而不是由于市场对股票或债券的抛售。第二部分价值每股税前收益从 4093 美元下降到 3921 美元。

两个部分的表现都不让人满意。如果我们希望以一个可接受的速率增加伯克希尔的固定资产价值，我们需要在每个领域内都取得可观的增长。当然，我们会始终聚焦在能带来持续利润的领域，正如我们数十年来一直做的那样。我们喜欢购买那些被低估的安全资产，但是我们更喜欢购买那些价格公道的公司。

现在让我们看看伯克希尔的四个主要运营部分。每一领域的资产负债表结构和收入计算方法都迥然不同。因此，把它们合并到一起，如标准的金融报告所做的那样，只会妨碍我们的分析。因此我们把它们分成四个独立部分，查理和我正是如此想的。

受监管的公用事业业务

在伯克希尔拥有 87.4%股权的中美能源控股公司旗下，包含许多不同种类的公用事业的营运。其中最大的分别为：(1)约克郡电力与北方电力公司(Yorkshire Electricity,Northern Electric)，拥有 380 万电力用户，为英国第三大的电力分销商；(2)中美能源(MidAmerican Energy)，在爱荷华州拥有 72.3 万电力用户；(3)太平洋电力与洛基山电力公司(Pacific Power,Rocky Mountain Power)，在美西 6 州拥有 170 万电力用户；(4)科恩河与北方天然管道公司(Kern River,Northern Natural pipelines)，供应全美 9%的天然气消耗量。

我们在中美能源控股的合伙人包括两位了不起的管理者 Dave Sokol 和 Greg Abel，以及我的老友 Walter Scott。每个合伙人拥有多少投票权并不重要。因为只有我们达成一致时才会做出重大决定。同 Dave、Greg 和 Walter 的 9 年合作让我深信，我们再找不到比他们更好的搭档了。

有些让人不协调的是，中美能源还拥有全美第二大房地产经纪商美国家庭服务公司 HomeServices。这家公司有 21 个地方品牌和 16000 个代理商。去年是房地产销售的恐怖之年，2009 年也好不到哪儿去。不过，我们会在合理价格水平上，继续收购一些优质经纪公司。

中美能源公司关键运营数据：

百万美元	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
英国电力	339	337	338	308	326	289	267
爱荷华电力	425	412	348	288	268	269	241
西部电力	703	692	356				
管道运输业务	595	473	376	309	288	261	104
家庭服务	-45	42	74	148	130	113	70

其他	186	130	245	107	172	144	108
来自铔回收项目停运损失				8	-579	-46	
息税前收益	2203	2086	1737	1168	605	1076	790
投资星座能源*	1092						
利息支出-其它企业债务	-332	-312	-261	-200	-212	-225	-192
利息支出-伯克希尔次级债券	-111	-108	-134	-157	-170	-184	-118
所得税	-1002	-477	-426	-248	-53	-251	-100
净收益	1850	1189	916	563	170	416	380
**归属于伯克希尔净收益	1704	1114	885	523	237	429	359
**其中：借款利息税后收益	72	70	87	102	110	118	75
应付其它企业债务	19145	19002	16946	10296	10528	10296	10286
应付伯克希尔债务	1087	821	1055	1289	1478	1578	1728

*47 亿并购星座能源失败，获得 1.75 亿美元分手费和 9.17 亿美元优先股转股收益。

中美能源在政府管制的电气和天然气管道服务方面的运营非常出色。主要基于以下几点原因。

公司于 2002 年收购科恩河及北方天然管道公司。根据 Mastio 公司的客户满意度排名，当时在总计 44 家公司中，科恩河排名第 9，北方天然排名 39。我们有许多工作要做。在 Mastio2009 年的报告中，科恩河排名升至第 1，而北方天然排名第 3。对于这样的业绩我们非常的骄傲。这主要得益于每个运营部门所有员工对新文化的认同以及全心全意的付出。

我们在电力事业的成就同样令人瞩目。1995 年，中美能源成为爱荷华州的主要电力供应者。通过精确规划和效率提升，从我们进入以来，公司就一直维系着电价不变，并且会继续保持价格稳定到 2013 年。除了维持电价的稳定，中美能源还让爱荷华成为全美使用风力发电比率最高的州。自我们买下这家公司起，中美能源风力发电占总发电量的比率已经从 0 上升到了 20%。

类似的还有我们在 2006 年购买了太平洋电力公司之后，我们积极的扩张风电设施。风电装机容量从 33 兆瓦上升到 794 兆瓦，未来将进一步上升。(在太平洋电力公司，我们发现另外一股"风"潮：以前该公司经常碰面的有 98 个委员会。现在只剩下 28 个。同时，我们的发电量和输电量大幅增加，而员工却减少了 2%)。

在 2008 年，中美能源旗下两家子公司在风力发电领域投入 18 亿美元，现在我们的风电装机容量在全美受监管的公用事业中排名第一。顺便提一下，将这 18 亿美元与太平洋电力(表中的"西部公用事业")和爱荷华州电力 11 亿美元的税前收益相比。在公共事业领域，我们将经营收益全部再投入，以满足电力服务领域的投资需求。自从伯克希尔 2000 年初购买公司之后，公司从未分红，所有收益被再投资到公用事业领域以满足客户需求上。作为回报，我们的巨额投资被允许获得合理的回报。这对所有相关方来说，均是一次伟大的合作。

在商业上，我们长期以来的公开目标就是成为"最佳买家"，尤其是对那些由家族创立和拥有的生意。想拥有这个称号，就必须配得上这个称号。这意味着我们必须坚守承诺：避免杠杆收购；给予经理人极大的自主权；和被收购公司同甘共苦，好坏共度(尽管我们更喜欢公司越来越好)。

过去的历史表明我们言行一致。同我们竞争的大多数买家都不走我们这条路。对他们而言，收购就像买卖萝卜白菜，合约墨迹未干，收购者已经在考虑"退出策略"，寻找下家。因此，当我们碰到那些真正关心自己生意未来的出售者时，我们拥有压倒性优势。

几年前，我们的竞争对手被称为"杠杆收购者"(LBO)。但是杠杆收购后来声名狼藉。因此，以 Orwellian 式的方式收购者决定改头换面。但是他们的所作所为全都未变，比如他们深爱的收费结构和对杠杆资金的热爱。

它们的新马甲是"私募股权基金"(PE)。这个称号颇具颠倒事实的误导性。这些公司收购一项业务，几乎总是导致被收购方资本结构中的股权资本，相比收购之前大幅减少。一些才被收购了两三年的公司，发现自己被 PE 加给它们的债务推到命悬一线的境地。今天，银行债券大都在以低于票面价值七折的价格出售，政府公债价格更低。尽管如此，应注意的是，PE 公司并没有对它们的监护公司注入它们急需的股权投资，相反，它们把自己还剩下的资金牢牢掌控在自己手里，相当"自私"。

在受监管的公用事业领域内没什么大的家族企业。因此，伯克希尔希望成为监管者眼中的"最佳买家"。当收购计划提出时，是监管者来判断买家是否合适，而不是出售股权的股东。当你站在监管者面前时，你的历史是无法掩盖的。他们能——而且也会——打电话给你所在各州的合作机构，调查你之前在业务各方面的表现，包括你是否愿意投入足够的资本。

在 2005 年中美能源提出收购 PacifiCorp 时，六个州的监管机构迅速检查了我们在爱荷华州的纪录。他们还仔细评估了我们的财务计划和融资能力。我们通过了检验。我们希望我们能一如既往地通过未来的各种检验。我们的信心来自两个方面。首先，Dave Sokol 和 Greg Abel 会始终以一流的水准来管理与他们相关的任何业务，他们根本不知道任何其它的方式。其次，我们希望在未来能购买更多受管制的公用事业业务，我们知道，明天是否受监管机构的欢迎，取决于今天我们如何表现。

保险业务

自从 1967 年我们进入这个行业以来，保险业就一直在推动伯克希尔的增长。这个让人欣喜的结果并不是由该

行业的普遍繁荣带来的。截至 2007 年年底，过去 25 年时间内，按市值计算，保险业的平均投资回报率是 8.5%，财富 500 强是 14%。很明显，我们在保险业的 CEO 们并不占天时地利。但这些经理的表现却远超出查理和我早先的预计。我爱死他们了。

TonyNicely 在 18 岁时加入 GEICO，如今已在公司工作超过 48 年，他在坚持严格的承销纪律的同时，不断扩大市场份额。当他在 1993 年成为公司 CEO 时，GEICO 在车险领域仅有 2%的市场份额，公司很长时间以来一直徘徊在这个市场份额上下。现在我们的市场份额已经从 2007 年的 7.2%上升到了 7.7%。

新业务的收益和现有业务的继续率的提高使得 GEICO 跃居车辆保险领域的第三名。在 1995 年，当伯克希尔取得控制权的时候，GEICO 排名第七。现在我们仅次于州立农业保险 State Farm 和好事达保险 Allstate。

GEICO 增长的原因是它能为车险购买人省钱。没人喜欢购买车险，但是基本上人人都喜欢开车。因此，明智的做法是，司机喜欢寻找保险费用最低但服务一流的保险公司。高效率是低成本的关键，而效率正是 Tony 的专长。五年前，每个雇员能获得 299 张保单。2008 年，这个数字是 439 张。生产力极大提高。

当我们审视 GEICO 现在当前的市场机会时，Tony 和我就像裸体夏令营中的两只饥饿的蚊子，利润丰厚的猎物无处不在。首先最重要的是我们汽车保险的新业务正在爆发式增长。美国人前所未有的专注于省钱，他们成群结队的走向 GEICO。2009 年 1 月，我们创下保单增长的最高月度记录，这一纪录足足持续了 28 天。当我们印刷本报告的时候，显示 2 月的增幅更加的好。

除此之外，我们的其它业务也齐头并进。去年，我们摩托车保险增加了 23.4%，使我们的市场份额从 6%上升到 7%。我们房车 RV 和全地形车 ATV 同样实现快速增长，尽管其基数很少。最后，我们开始进入商业汽车保险领域，这是一个大有前途的市场。GEICO 现在正在为成百上千的美国人省钱。登录 GEICO.com 或者电话 800-847-7536 看我们是否也能为你省钱。

我们最大的国际再保险公司通用再保险 2008 年也表现不凡。不久之前，这家公司还存在非常严重的问题(我们在 1998 年购买它时毫无察觉)。2001 年，JoeBrandon 在其搭档 TadMontross 协助接任 CEO 时，公司的情形还在进一步恶化。在承保、储备金以及费用方面都失去了纪律。Joe 和 Tad 上任之后，这些问题都得到了果断和成功的解决。今天通用再保险已经重新焕发光彩。去年春天 Joe 退休(因牵涉 AIG 财务造假丑闻被迫辞职，后加入 Alleghany 保险公司，并促成 2021 年 116 亿美元的收购)，Tad 接替他成为 CEO。查理和我对 Joe 扶正公司航向

的工作感激不尽，同时我们也相信， Tad 正是通用再保险所需的那个正确的领导者。

再保险业务是一个带有长期承诺的生意，一个保险合同有时会长达 50 年甚至更久。过去的一年，我们再次向客户传到了一个至关重要的原则：承诺并不重要，重要的是这个承诺是由谁做出。这正是通用再保险优势所在：它是惟——家有 AAA 级公司作为背后支撑的再保险公司。本·富兰克林说过一句话："空麻袋立不直"(空头承诺靠不住)。通用再保险的客户无需担心这点。

我们第三大保险业务是 AjitJain 的再保险部门。它的总部位于 Stamford，仅有 31 名雇员。它可能是世界上最值得称道的公司之一，难以描述但绝对值得赞扬。每一年阿吉特的生意都各不相同，它的特点是大型交易、难以置信的执行速度，以及愿意承保竞争对手不愿触碰的保单。每当有一项保险存在巨大的非同一般的风险时，人们总会想到去找阿吉特。

阿吉特在 1986 年加入伯克希尔。用不了多久，我就意识到自己得到了一个超凡的天才。因此我写了一封信给他在新德里的父母，问他们是否还有另外一个这样的孩子。当然，写信之前我就知道答案会是什么。世界上根本不可能有第二个阿吉特。

我们那些稍小些的保险业务也都以自己的方式表现杰出，像我们提到的三巨头一样。定期的以低于零的成本为我们提供宝贵的浮存金。我们将它们归类于"其他"类。出于篇幅考虑，我们不再详细个别讨论。但请相信，查理和我对他们的贡献都感激不已。

下表是我们保险业务的四大核心数据。跟 2007 年一样，承保损益一栏显示去年这四大业务为伯克希尔提供了大量无成本的浮存金。这 2 年，我们的承保业务盈利能力均远远高于行业水平。当然，我们也会周期性的遭遇保险业务糟糕的年份。但是，总体来说，我们预计公司承保利润将达到平均水平。如此一来，我们将在不确定的未来免费使用大规模的的资金。

	承保损益					年末浮存金					
百万美元	2008	2007	2006	2005	2004	2008	2007	2006	2005	2004	2003
通用再保险	342	555	526	-334	3	21074	23009	22827	22920	23120	23654
伯克希尔再保险	1324	1427	1658	-1069	417	24221	23692	16860	16233	15278	13948
GEICO	916	1113	1314	1221	970	8454	7768	7171	6692	5960	5287
其他直保	210	279	**340	*235	161	4739	4229	4029	3442	1736	1331
合计	2792	3374	3838	53	1551	58488	58698	50887	49287	46094	44220

制造、服务和零售业务

伯克希尔在这个事业群的业务，可谓是包罗万象。不过，我们先看看整体的资产负债表及损益表情况。

资产负债表

资产	2008	2007	2006	2005	2004	2003
现金及等价物	2497	2080	1543	1004	899	1250
应收账款和应付票据	5047	4488	3793	3287	3074	2796
存货	7500	5793	5257	4143	3842	3656
其他流动资产	752	470	363	342	254	262
流动资产合计	15796	12831	10956	8776	8069	7964
商誉及无形资产	16515	14201	13314	9260	8362	8351
固定资产	16338	9605	8934	7148	6161	5898
其他非流动资产	1248	1685	1168	1021	1044	1054
合计	49897	38322	34327	26205	23636	23267
负债和权益						
负债	2008	2007	2006	2005	2004	2003
应付票据	2212	1278	1468	1469	1143	1593
其他流动负债	8087	7652	6635	5371	4685	4300
流动负债合计	10299	8930	8103	6840	5828	5893
递延所得税	2786	828	540	338	248	105
长期负债及其他负债	6033	3079	3014	2188	1965	1890
所有者权益	30779	25485	22715	16839	15595	15379
合计	49897	38322	34372	26205	23636	23267

利润表

百万美元	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
收入	66099	59100	52660	46896	44142	32106	16970
营业费用	61937	55026	49002	44190	41604	29885	14921
其中：折旧费用	1280	955	823	699	676	605	477
利息费用	139	127	132	83	57	64	108
税前利润	4023	3947	3526	2623	2481	2157	1941
所得税	1740	1594	1395	977	941	813	743
净利润	2283	2353	2131	1646	1540	1344	1198
平均净有形资产	12774	10343	8490	7406	7131	6492	
回报率	17.9%	22.7%	25.1%	22.2%	21.6%	20.7%	
平均净资产	28132	24100	19777	16217	15487	14608	
回报率	8.1%	9.8%	10.8%	10.1%	9.9%	9.2%	

*税前利润不包含购买法会计调整

这是个五花八门的组合，出售从棒棒糖到房车的各种商品。它们在去年取得了令人印象深刻的 17.9% 的平均有形净资产回报率。值得注意的是，这些公司只用了很小的财务杠杆就实现了如此回报。显然我们拥有一些很棒

的生意。然而我们是以较高的溢价购买的这些公司，这一点反应在我们资产负债表中的商誉科目上，商誉的影响让我们的平均账面价值回报率下降到 8.1%。

尽管全年整体业绩表现令人满意，但是该业务集团中很多公司的收益在去年第四季度开始走下坡路。2009 年的前景看上去更糟。尽管如此，在今天这种恶劣环境下，这集团仍然具备强劲的盈利能力，会继续为母公司提供可观的现金流。总之，去年这些公司的市场竞争优势都得到了强化，部分原因是我们的财务实力让我们在**吸收型收购(tuck-in)**中占据优势。相比之下，很多竞争对手或者在奋力自救，或正沉没其中。

最值得一提的是，去年 11 月，Iscar 收购了一家日本领先的小型工具制造商 Tungaloy。查理和我对 Iscar 的管理成果又惊奇又赞叹。收购一家公司时，能够得到一名像 Eitan Wertheimer、Jacob Harpaz 或者 Danny Goldman 这样的管理人员，真的是一件幸事，而一次留住三个，简直像赢了三冠王。自我们收购以来，Iscar 的增长速度一直超出我们曾经很高的预期。现在有了 Tungaloy 的助力，这家公司的表现定会如虎添翼。

年内，MiTek、Benjamin Moore、Acme Brick、Forest River、Marmon 和 CTB 也进行了一次或多次收购。其中 CTB 在世界范围内经营农业设备，自 2002 年被我们收购以来，它已收购了 6 家小公司。当时收购我们支付了 1.4 亿美元，去年它的税前收益是 0.89 亿美元。该公司的 CEO：Vic Mancinelli 早在我们到来之前就一直遵循伯克希尔的经营原则。Mancinelli 擅长排除障碍和解决困难，日复一日的认真地把每一件小事做好，从不偏离正轨。在未来十年里，Vic 将经营规模更大的业务，更重要的是，将从投入资本中获得优异的回报率。

金融及金融产品

我会在这里稍显冗长地论述下 ClaytonHomes 的抵押贷款业务，并跳过所有财务方面的内容，这些内容列在后文的表格中。这样做是因为，Clayton 最近的经历可能会对关于房地产和抵押贷款的公共政策争论有些帮助。

首先我们先看一下背景。Clayton 是住宅建筑行业最大的公司，去年交付了 27499 套住房，这占了整个行业 81889 套住房的 34%。2009 年我们的市场份额会进一步增加，部分原因是该行业的其他公司正身陷绝境。站在行业角度，自 1998 年达到售出 372843 套的高峰之后，整个行业的住房销售数量都在稳步下降。在过去一段时期中，该行业中多数销售行为都很糟糕。我曾描述这段时期为，“不该当债主的人把钱借给了不该欠债的人”。

首先，人们常常忽略首付款在分期付款的中的意义。有时候甚至弄虚作假("在我看来，他们家的猫价值 2000 美元"，销售人员说。如果贷款被批准，他将得到 3000 美元的佣金)。而贷款人也同意签署那些根本无法偿

还按月支付的分期付款协议，因为他们没什么可失去的。由此产生的抵押贷款通常被打包(证券化)，然后由华尔街出售给毫无戒心的投资者。这一连串的愚蠢行为必将自食其果，事实上也正如此。

必须强调的是，Clayton 在那一时期贷出款项时要理性得多。事实上，没有一个购买了 Clayton 抵押贷款证券化产品的投资者损失过一毛钱的本金和利息。但是 Clayton 只是个例外，整个行业都损失惨重，这种状况一直持续到了今天。

1997-2000 年的这段预制房屋市场的惨痛教训应该被视为更大范围内的常规住房市场的危险征兆。但事实上，投资者、政府和评级机构完全没有从预制房屋市场的崩溃中吸取任何教训。相反，令人大惑不解的是，在 2004 - 2007 年在常规住房中这场可拍的灾难重演中：借款人愉悦地把钱借给根本还不起的人；贷款人也毫不犹豫地签署了分期付款协议。双方都希望"房价上涨"让这根本不可能实现的安排发挥作用。《飘》中女主人公郝思嘉说得好："车到山前自有路，明天再考虑也不迟。"如今我们经济的各方面都品尝到了这种行为的苦果。

然而在整个房地产市场崩塌期间，Clayton 的 198888 名贷款者仍然照常偿还债务，没有给我们带来意外损失。这并不是因为这些贷款者信用良好，一个衡量信用风险的标准 FICO 分数显示，我们的贷款者信用分中位数为 644 分，而全国的中位数为 723 分。我们约有 35% 的贷款人信用分数低于 620 分，这部分人群通常被称为次级贷款人。而灾难性的常规住房抵押贷款中很多贷款者，根据 FICO 的信用评分，则要好得多。

直到年底，我们的坏账率仅仅从 2006 年和 2004 年的 2.9% 轻微上升到 3.6%。除了我们原始贷款外，我们还从其他金融机构购买了各种不同类别的贷款组合。2008 年，Clayton 丧失抵押品赎回权仅占原始贷款的 3%，2006 年为 3.8%，2004 年为 5.3%。

为什么我们的贷款人表现得这么好？他们收入平平，信用评分也不高。答案非常简单，回到贷款 101 条款，我们的贷款者仅仅是量力贷款，他们会看看其他他们的实际收入(而不是期望收入)，是否能够偿还贷款。简单来说，他们贷款时就想好了如何偿还，不管房价怎样变化。

同样重要的还有我们的贷款人没有做什么。他们没有指望依靠再次借钱来偿还贷款。他们没有收到诱惑性的利率吸引，去签订一旦利率重置，就同自己的收入脱节的苛刻的贷款合同。他们也没有假定，当他们无法偿还贷款时，可以通过出售而获利。Jimmy Stewart(道德楷模詹姆斯·史都华)简直爱死他们了。

当然，我们的贷款人中也有不少人未来会陷入困境。如果不幸降临，他们并没有太多储蓄以让自己度过难

关。让他们违约或丧失抵押赎回权的主要原因是失业，但是死亡、离婚和重病也都会引发问题。如果失业率上升——在 2009 年这是肯定的，更多的贷款人会陷入麻烦。我们将蒙受更大的损失，尽管仍是可控的。但我们的问题同房价走势关系不大。

关于目前房地产危机的评论往往忽略掉一个关键事实，那就是大多数丧失抵押品赎回权的情况，并不是因为房屋价值低于抵押贷款价值(所谓的贷款倒挂)，而是因为贷款者无力偿还月供。那些通过节衣缩食储蓄来支付首付而不是借款的房主，很少是因为房子价值低于抵押贷款而放弃他们的房子。相反，当他们付不起月供时，他们就会被迫离开。

拥有自己的房子是件好事。我和我的家庭在现在的房子里住 50 年了，而且还会一直住下去。但是购买房屋的首要动机应该是家的喜悦和居住本身，而不是指望它盈利和融资。购买房屋也应该同购房者的收入水平相吻合。目前的房地产危机应当给购房者、贷款商、经纪商和政府一些简单的教训，而这将确保房市将来的稳定。购房人应当实打实地支付至少 10%的首付款和与收入相匹配的月供款。而且贷款人的收入证明也要仔细核实。居者有其屋是个美好的目标，但不应该是我们国家的首要目标。让他们住在自己的房子而不毁约才是应该追求的目标。

Clayton 的贷款业务尽管没有因贷款人的表现而受损，却受到整个信贷危机的因素威胁。能够获得任何形式的政府担保的出资人，即拥有 FDIC 保险存款的银行、拥有由美联储支持的商业票据的大型实体，以及其他利用富有想象力的方法(或公关能力)而进入政府保护伞的人，他们的资金成本是极低的。相反的，像伯克希尔这样高评级的公司，其资金成本与美国国债利率相比，达到创纪录的高水平。此外，对于政府信用担保的借款人来说，资金是充裕的，而对于别人而言往往是稀缺的，无论他们的信用等级是多么的高。

对于那些无法享受到政府信用担保的资金而言，这样前所未有的利差使得他们根本无法参与竞争。政府最终决定给钱或者不给。这也就是为什么那些公司急于转型成银行控股公司，而这对伯克希尔来说并不可行。尽管伯克希尔的信用是极好的，我们是这个国家中仅有的七家 3A 评级公司之一。但我们现在的借款成本远高于那些负债表较差但有政府支持的竞争者。在这时候，与财务实力强大但没有政府担保的公司相比，一家有政府担保但财务实力严重残废的公司，要好过的多。

目前极端的状况将很快结束。在最坏的情况下，我们相信仍然可以找到一些办法继续开展 Clayton 的贷款业务。但是，如果我们不得不与政府支持的竞争者进行长期竞争的话，Clayton 的收益肯定会受到影响。

百万美元	税前收益
------	------

	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
交易-经常性收入	330	272	274	200	264	335	553
人寿年金业务	23	60	29	11	-57	85	83
租赁业务	87	111	182	173	92	34	34
克莱顿金融	206	526	513	416	220	37	
*其他	141	157	158	159	78	75	102
*其中：克莱顿利息	92	85	86	83			
通用再保险证券		结束	-5	-104	-44	-99	-173
价值资本		结束	6	-33	30	31	61
Berkadia				结束	1	101	115
收益合计	787	1006	1157	822	584	619	775
交易-资本性收益		105	938	-234	1750	1215	578
合计		1111	2095	588	2334	1834	1353

免税债券保险

2008 年初，我们成立了伯克希尔哈撒韦保险公司(BHAC)，此公司承保由各州、城市和其它地方机构发行的免税政府债券。当债券首次向公众发售(一级交易)，以及债券已经是投资者所有(次级交易)时，BHAC 为这些证券的发行人提供保险。在 2007 年末，这项业务中六家主要公司都陷入困境。他们问题的原因在很久之前就被 MaeWest 看到了：**曾经我是位白雪公主，但如今我已随波逐流。**

单一险种保险公司(债券保险人的称呼)最初只承保低风险的免税债券。但之后这个行业竞争激烈，价格降低。出于对收益停滞或下滑的担忧，单一保险的经理们把注意力转向风险较高的债券。其中包括住宅抵押债券。当房价骤然下降，单一保险行业迅速陷入难以救药的状态。

年初，伯克希尔提出承保三家最大的单一保险公司账面上所有的免税政府债券。这些公司都处于危及生存的困难中(虽然他们并不承认)。我们将接管价值 8220 亿美元债券的担保并收取 1.5%的费用。如果我们的承保被接受，按照要求我们必须支付这些债券投资者的所有损失，有些情况这一保险长达 40 年。我们并不是草率的提议：之后我们将叙述相关原因，这给伯克希尔带来了巨大的风险。

单一保险公司马上拒绝了我们提出的报价，有的还附以一两句辱骂。然而他们的拒绝对于我们来说是很好的消息，因为最终事实证明，我们严重低估了这个我们的报价。在那之后，我们在次级市场承保了价值约 156 亿美元的保险。这里的关键在于，77%的业务是已经投保的债券，并且多数来自前面提到的三家公司。在这些协议中，我们只需要在原始承保人无法支付违约金的时候才必须支付。

我们承保了这些"第二顺位支付"保险的平均费率为 3.3%。没错，因为我们是第二支付者，我们收取的费率远

远多于我们是第一支付者的 1.5%。在某些极端情形下，我们其实同意成为第四支付者，然而收取了是第一支付者 3 倍的保险费，他们收得保费是 1%。换句话说，前面三家单一保险公司都破产了我们才需要签写第一张支票。

我们最初提出批量承保的三家保险公司中，有两家后来筹集了足够的资本。当然，这对于我们是有帮助的，因为至少在近期，这两家保险公司的倒闭可能性大幅降低，而我们作为第二支付者支付的可能性也大幅减少了。除了次级业务，我们也承保了价值 37 亿美元的一级业务，保费一共是 9600 万美元。当然，在一级业务下，如果发行者有麻烦，我们是第一支付者。

在我们承保的保险背后，我们拥有的资本倍数，比其他任何一家单一险种保险公司都要多得多，因此我们的担保比其他保险公司更有价值。这解释了为什么尽管许多老练的投资者已经从其他公司的买了保险，还从我们这里买第二支付者的保险。BHAC 不仅成为了优先承保人，在很多时候还成为了债券持有人唯一能接受的承保人。

尽管如此，我们对于承保的业务还是非常谨慎，并且认为这项保险最终能给公司带来利润是非常不确定的。原因很简单，我从未看过一个金融分析师，评级机构或保险公司的 CEO 的提及此事。低保费承保免税债券的背后道理在于，历史上几乎没有违约。但这个记录主要是反映了，发行无保险债券的团体的经验。在 1971 年之前，免税债券的保险并不存在，即使在那之后，多数债券仍然没有买保险。

一个完全由保险覆盖的免税债券，与没有投保的相似债券，在某种程度上必然存在不一样的损失经验，唯一的问题是有多大的不同。要明白这个原因，让我们回到 1975 年，那时候纽约市处在破产的边缘。当时纽约市债券基本上都没有投保，多数被纽约的富人，纽约的银行和其他机构持有。这些地方债券持有者非常希望解决城市的财政问题。因此不久，一群相关的选民通过让步和合作，制定了一个解决方案。如果没有这个机制，所有人都很清楚，纽约市民和企业会因为持有这些债券，而遭受大规模的且严重的经济损失。现在想象一下，所有城市的债券都由伯克希尔承保。类似的紧缩开支，增加税收，劳工让步等等让步措施会到来吗？当然不会。至少，伯克希尔会被要求一起承担应有的牺牲。考虑到我们财务实力，被要求的贡献一定是非常巨大的。

未来，地方政府将要面对比目前严峻得多的财政问题。在去年报告中我提到的养老金负债将会是这些灾难的主要贡献者。许多城市和州在 2008 年末检查他们的资金情况时，一定会感到震惊。资产和实际债务价值之间的差距简直是令人震惊。

当面对巨大的收入不足问题时，所有债券均以投保的发行人，相比由地方银行和市民持有但没有投保的债券

的发行人，更倾向制定对债券持有人不利的解决方案。免税债券带来的损失也很有可能在发行人中互相影响。如果一些发行人对债权人不友善并且一走了之，其他发行人效仿的可能性就会增大。市长和市议会应该如何选择？用增税的方式让当地市民承受痛苦还是让遥远的债券保险公司承受？

因此，承保免税债券，今天看来是一项危险的业务，实际上和承保自然灾害相似。在这两种情况下，一连串无损失的年份过后，可能跟着一次毁灭性的损失，足以让之前的利润一扫而光。因此，我们将对这项业务非常谨慎，许多其他单一保险公司都会承保的债券类别，我们会避开。

把没有投保的债券的损失经验，投射到一个看似相似却已经投保的债券上，这类错误在金融业的其他领域突然出现，许多不同的回溯测试模型都容易出现这类错误。然而，它们在金融市场上，经常被吹捧为未来行为指南而备受推崇。(如果只凭过去的财务数据就能告诉我们未来的情况，那么福布斯 400 强将由图书管理员组成)。

事实上，抵押贷款相关的证券的惊人损失很大程度上是因为，销售人员、评级机构和投资者运用了有缺陷的基于历史的模型而造成的。这些人只研究了房价温和上升，房产投机行为微不足道时期的损失记录，然后他们把这个经验作为评估未来损失的标尺。他们兴奋地把把这些事实忽略掉：最近房价飙升，贷款纪律恶化，许多购房人选择他们支付不起的房子。总之，过去与现在的情形大相径庭。但是贷方，政府和媒体都没认识到这些重要的事实。投资者应该对基于历史的模型保持怀疑态度。这些模型由听似书呆子的神职人员构建的，运用神秘的专用术语 β , α , ϵ 等等，这些模型往往看上去令人印象深刻。然而，投资者常常忘记检查这些模型背后的假设。我们的建议是：小心带有公式的怪人。

最后关于 BHAC 的附言：你可能想知道，谁在运营这个公司？虽然我负责帮助制定保单，但所有繁重的事情有阿吉特及他的团队完成的。当然，他们已经获得了 240 亿的浮存金，每年还有数千万美元承保利润。但是要多忙才能维持一个 31 人的团队呢？查理和我觉得是时候让他们做全日制工作了。

投资业务

由于会计规则的原因，今年我们把所持有的大量普通股票分为 2 类。下表列出了第一类，详细列出了我们资产负债表中年末市值超过 5 亿美元的投资。

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
200,000,000	可口可乐	8.6%	1,299	9,054
304,392,068	富国银行-增持	7.2%	6,702	8,973
91,941,010	宝洁 P&G-微减	3.1%	643	5,684

84,896,273	康菲石油 ConocoPhillips-加仓	5.7%	7,008	4,398
130,272,500	卡夫食品 Karft-微增	8.9%	4,330	3,498
151,610,700	美国运通	13.1%	1,287	2,812
75,145,426	美国合众银行 US Bancorp-微减	4.4%	2,337	1,879
30,009,591	强生 Johnson&Johnson-减持	1.1%	1,847	1,795
22,111,966	赛诺菲 Sanofi-Aventis-加仓	1.7%	1,827	1,404
227,307,000	乐购 Tesco	2.9%	1,326	1,193
3,947,554	浦项钢铁 POSCO-微增	5.2%	768	1,191
19,944,300	沃尔玛	0.5%	942	1,118
1,727,765	华盛顿邮报	18.4%	11	674
11,262,000	瑞士再保险 Swiss Re	3.2%	773	530
	其他		6,035	4,870
	股票投资合计		37,135	49,073
70,089,829	BNSF 铁路	20%	4,731	5,306
48,000,000	穆迪 Moody's	20%	499	964
	星座能源-建仓			499
	联合太平洋铁路			425
	耐克 NIKE	GEICO		390
	M&T 银行-微增	6.1%	103	385
	开市客 Costco			276
	伟彭保险 WellPoint-加仓	GEICO		201
	Comcast 有线电视	GEICO		194
	联合健康保险-加仓	GEICO		168
	NRG 电力-建仓			168
	伊顿动力 Eaton-建仓	GEICO		159
	Lowe's 劳氏家装零售-减持	GEICO		140
	车美仕连锁 Carmax-减持 2 成	GEICO		139
	美国石膏板 USG		536	137
	Torchmark 保险			126
	赛诺菲 Sanofi-加仓			126
	通用电气			126
	英格索兰 Ingersoll-美标换股	GEICO		124
	纳尔科铝业 Nalco-建仓			101
	太阳信托银行 STI			95
	Norfolk 南方铁路			91
	铁山数据-减持 3 成	GEICO		83
	家得宝-减持	GEICO		85
	UPS 快运			79
	美国银行-减持 5 成	GEICO		70
	葛兰素史克 GSK			56
	甘尼特 Gannett			28

	威伯科 Wabco	GEICO		43
	Anheuser-Busch-微利清仓	4.8%		
	白山保险-1 倍清仓	16.3%	369	886
	AMP 金融-清仓			
盈利 10%	美标公司-与 Ingersoll 合并	GEICO		

*成本项是我们实际的购买价格，也是计税的依据；这与 GAAP 会计原则所认定的“成本”有一些不同，因为少数情况下账面价值需要增加或减记。

另外，我们持有穆迪和圣达菲伯林顿北方铁路公司的股票，这些股份以股权价值计算，即我们的成本加上自我们持有以来的留存收益，减去如果这些收益作为股息支付将要缴纳的相关税款。当持有被投资公司所有权超过 20%时，通常采用这种会计处理方式。

我们几年前购买了穆迪 15%的股票，之后再也没有买过这支股票。期间穆迪不断回购股票，到 2008 年底，回购的股票减少了市场中的流通股，于是我们的股份被动上升到了 20%。伯林顿北方铁路公司也回购了他们的股票，但我们持续购买这支股票，持股份额也已到达 20%。

除非事实或者规则改变，你将会看到无论这些股票的市值是多少，这些资产将以权益会计价值反映在我们的资产负债表中。你也将会看到他们收益中被我们应占部分(减去应付税)也定期的纳入我们的季度和年度收益中。

此前我曾经提到过，去年我犯了一个严重的投资错误(可能还有很多，只是这个被发现了而已)。查理或者其他人都跟此事无关。在油价和天然气价格接近最高点时，我购买了大量的康菲石油的股票。我没能预计到 2008 年下半年能源价格的大幅下跌。我仍然认为未来石油价格高于现在的 40-50 美元可能性很大。但是到目前为止我错得离谱。即使石油价格回升，我选择购买的时机也让伯克希尔损失了数十亿美元。

我还犯了一些目前已经可见的错误。这些错误不那么大，但不幸的是，它们也不小。2008 年我花了 2.44 亿美元买了两家在我看来非常便宜的爱尔兰银行的股票。年底，这些股票的市价已经跌到 2700 万美元，我们亏损了 89%。自那之后，这两只股票的价格还在一路下跌。网球比赛的观众会称这种行为为“非受迫性失误”。

爱尔兰联合银行(Allied Irish Banks)是爱尔兰的四大商业银行之一，在 2008 年次贷金融危机遭受重创，由于其大量贷款投入到土地开发中，而不是房屋抵押贷款，这在一个只有 400 万人口的地方，这些贷款将一直无法偿还。其在美国上市的股票从 2008 年 4 月的 45 美元高点跌至 1 美元。它持有总部位于布法罗的 M&T 银行 22.5%股权(2670 万股)是第一大股东，伯克希尔是第二大股东。爱尔兰联合银行 PE 也只在 5 倍，按每股 1 美元总市值只有 9.18 亿美元。AIB 手里持有的 M&T 价值远不止于此。巴菲特买入后暴跌。2010 年 11 月，AIB 以每股 77.50 美元出售了其在 M&T 的股权，收入 21 亿美元，此次出售是 AIB 在爱尔兰金融危机中筹集资金的一部分。2010 年 12 月爱尔兰政府持有的爱尔兰联合银行股份已达 99.8%，随着其国有化的步伐，爱尔兰联合银行也从伦敦证券交易所除牌，不过其仅剩的少部分股份仍在爱尔兰证券交易所上市发行。2009 年经济危机时与爱尔兰银行一起接受了政府 35 亿欧元的纾困款，至 2011 年已增至 133 亿欧元。另外一家爱尔兰银行(Bank of Ireland)境况类似。

去年的投资也有好的一面。我们购买了 145 亿箭牌(65 亿)、高盛(50 亿)和通用电气(30 亿)发行的固定收益证

券。我们非常喜欢这些具有非常高当前收益率的合约，这本身就让这些投资非常令人满意。而且在这三笔投资中，我们每笔投资都获得了可观的股权投资作为额外回报。为了为这三项重大投资提供资金，我不得不出售了我们原本愿意持有的部分资产(主要是强生、宝洁和康菲石油)。然而我曾向你们评级机构和我资金保证，我将始终以充足的现金经营伯克希尔。我们从不指望靠陌生人的善意来履行明天的义务。当被迫选择，我不会为了更多利润牺牲哪怕一晚的睡眠。

投资界已经从极高的风险偏好发展到了极低的风险偏好。这种转变可真不小，钟摆已经从一个极端摇摆到了另一个极端。仅仅数年前，即使政府短期债券无风险回报率接近于零，长期债券收益率微乎其微，但高等级的市政债券或者公司债券却能获得今天的收益率，这似乎是不可想象的。当未来人们撰写这十年的金融史时，肯定会提到 1990 年代末的互联网泡沫和 21 世纪初的房地产泡沫。但 2008 年美国国债泡沫可能也会被认为几乎与前几次泡沫一样非同寻常。

如果长期持有现金等价物或者长期政府债券，几乎可以肯定这是一种糟糕的投资策略。当然，随着金融动荡的加剧，持有这些资产的投资者会越发自我感觉良好，甚至到自鸣得意的地步。当他们听到所有评论员都在说"现金为王"时，他们越发感觉自己决策英明。尽管这些为王的现金不能带来任何收益，而且随着时间推移，其购买力还在不断下降。然而投资的目的是为了获得赞许。事实上，赞许往往会适得其反。因为它束缚了你的思维，让你的大脑停止接受新的事实，或重新审视早先形成的结论。谨防那些让人夸赞的投资行为，那些伟大的举动通常都会让人觉得枯燥无聊。

衍生品

衍生产品很危险。它们让我们金融系统中的杠杆率和风险都增加不少。它们让投资者们难以理解和分析我们最大的商业银行和投资银行。它们允许房利美和房地美多年来大规模虚报收益。房地美和房利美是如此令人困惑，以至于它们的联邦监管机构联邦住房企业监管办公室 OFHEO 的 100 多名职员除了监督这两家公司之外什么都不用做，即使如此还完全不得要领，彻底迷失在它们复杂的衍生品账目中。

实际上，最近的一些事件表明，那些大型金融机构的 CEO 或者前 CEO 们，根本没有能力去管理一个如此复杂和庞大的衍生品交易。查理和我也在这个倒霉鬼名单中，当伯克希尔在 1998 年收购通用再保险时，我们知道我们搞不定它同 884 个交易对手达成的 23218 份衍生品合约(其中许多我们从未听说过)。因此我们决定关门大吉。

尽管当我们选择退出时没有任何市场压力，但我们花了 5 年时间并损失了 4 亿美元才大致完成这项任务。离别之际，我们对这门生意的感觉正如一句乡村民谣歌词所唱："在我还不了解你之前，我更喜欢你一些。"

更高的"透明度"——政治家、评论员和金融监管机构最喜欢用这个良方来避免将来出现严重问题——对衍生产品导致的问题也无能为力。据我所知，没有一种报告机制能够接近于描述和衡量庞大复杂的衍生品组合的风险。审计人员无法审计这些合约，监管机构也无法进行监管。当我读到使用这类衍生工具的公司 10-K 年报中"事项披露"部分时，我最后只知道，我对这些公司的投资组合状况一无所知(然后还得吃几片阿司匹林缓解头痛)。

对于监管有效性案例的研究是有必要的，让我们再深入看看房地美和房利美的例子。这两个庞大的机构由国会创立，并且由他们控制，指示他们什么可以做，什么不可以做。为了帮助监管，国会在 1992 年成立了 OFHEO，告诫它要保证这两个巨大的机构行为得当。按照分配到这个任务的人力衡量，这个举措使房利美和房地美成为据我所知监管最严密的公司。

2003 年 6 月 15 日，OFHEO 递交 2002 年的报告给国会(其年报可在网上获得)，尤其给参众两院的四个老板，其中包括萨班斯和奥克斯利先生(Messrs.Sarbanes、Oxley)。长达 127 页的报告包括一个自我庆祝的标题："庆祝卓越的 10 年"。房地美的 CEO 和 CFO 在丑闻后辞职以及 COO 被解雇后的九天，转送函和报告被递交。报告的总结跟以往一样："这两家企业的财务状况良好，并且管理得很好"，信中并未提及他们的离开。其实，这两家企业都有一段时期涉及大规模的会计欺骗行为。最后，在 2006 年，OFHEO 发表了长达 340 页的记录，严厉揭露了房利美的罪状，并或多或少地指责了每个团体的失败，当然，你可以猜到，除了国会和 OFHEO。

贝尔斯登(BearStearns)的破产突显了衍生品交易中对手方问题，这正是我在 2002 年伯克希尔的报告中首次提到的定时炸弹。2008 年 4 月 3 日，时任纽约联储主席的 TimGeithner 解释了救援的必要性："贝尔斯登衍生品交易对手突然发现，他们为保护自己免受金融风险的重要金融头寸已经不再有效，这将促使贝尔斯登的交易对手急于清算他们之前持有的抵押品，并且试图在本已脆弱的市场中复制那些投资仓位，这将引发市场的进一步混乱。"美联储发言说："我们介入是未来阻止不可预见的重大金融连锁反应"。我认为，美联储这样做是对的。

正常的股票债券交易通常在几天内完成，一方获得现金，一方获得证券。交易对方的违约风险很快消失，这意味着信用问题不会积累。这种快速的结算过程是保持市场完整性的关键。事实上，这就是纽约交易市场和纳斯达克交易市场在 1995 年把结算周期从 5 天缩短到 3 天的原因。

相比之下，衍生品合同往往数年甚至数十年都不结算，交易对手彼此之间积累的巨额的债权。难以量化的“纸面”资产和负债构成财务报表的重要组成部分，尽管这些款项在多年内都不会得到验证。另外，大型金融机构之间形成了一个可怕的、互相依赖的金融网络。数十亿美元的应收款和应付款都集中在少数几个大型交易商手中，这些交易商在其它方面也往往高度杠杆化。**逃避麻烦的参与者其实和躲避性病的人面临相同的问题：重要的不止是你和谁睡，还有他们和谁睡。**

继续借用我们的比喻，和周围所有人发生关系，其实这对大型的衍生品交易者来说是有用的，因为它保证了如果他们遇到麻烦时，他们会得到政府帮助。换句话说，只有那些可能感染整个系统的问题公司(当然我不会指名道姓)，一定会成为政府的关注对象(我很遗憾地说，这是一个恰当的结果)。这个恼人的事实，缔造了企业生存的第一法则，这一法则适用于那些野心勃勃的 CEO，他们喜欢利用杠杆，经营着大量深不可测的衍生品账簿，一般无能根本不会这样做，他们需要的是令人难以置信无能。

考虑我描述的毁灭性画面，你也许会想知道，为什么伯克希尔也是 251 个衍生品合约的一方(除了那些在中美能源和通用再保险剩下的几份出于运营目的的合同)。答案很简单：我相信每份合约的定价在我们拥有时都是不合理的，有时还是非常不合理。我创立和监督这些合约，这一系列的职责也与我的信念一致，即任何大型金融机构的 CEO 也必须同样是首席风险执行官。如果我们在衍生品中有损失，那就是我的错。

我们的衍生品交易要求我们的交易对手在合约开始时就向我们付款。因此钱一直在伯克希尔手里，这让我们其实没有任何违约风险。年末，我们收取的资金减去我们付出的损失——称之为我们的衍生品“浮存金”，共计 81 亿美元。这些浮存金和保险浮存金类似：如果我们在合约交易中不盈不亏，我们将长期享受免费使用的资金。虽然不确定，但我们的期望会比不盈不亏做得更好，因此，从浮存金中赚得的大量投资收益将是锦上添花。

在市场发展对我们不利时，有一小部分合约要求我们放置抵押品。即使在去年第四季度的混乱情况中，我们也只是提供了不到 1% 的证券组合作为抵押品(当我们交出抵押品时，我们把它存放在第三方，同时保留所存证券的投资收益)。在 2002 年年度报告中，我们提到了放置抵押品要求引起的致命威胁，去年我们亲眼目睹各种各样金融机构的剧变就是活生生的实例(因为这个问题，当中美能源公司赶到进行救援时，星座能源公司在短短的几个小时内宣告破产)。

我们的合约有四大类。对金融工具不感兴趣的人我很抱歉，因为我将很详细的解释它们。

1, 我在去年报告中描述的"股票看跌"投资组合适度增加了。我们的一些合约将在 15 年内到期, 其他将在 20 年内到期。如果与看跌期权合约挂钩的参考指数, 低于合约签订时的价格, 我们将要在到期时给交易对方支付款项。任何一方都不能选择提前结算, 重要的只是最后那一天的价格。

举例来说, 我们在标普 500 指数在 1300 点时卖出一个价值 10 亿美元、期限为 15 年的指数看跌期权合约。如果指数在到期日下降了 10%到 1170 点, 我们将要支付 1 亿美元。如果指数高于 1300 点, 我们什么都不欠。如果我们全部损失掉 10 亿美元, 指数必须降到 0。与此同时, 卖出那份合约将会给我们带来一笔收入, 大概 1 亿到 1.5 亿美元, 如果我们想的话, 我们可以自由地投资。

我们的看跌合约总共价值 371 亿美元(按照当时汇率计算), 分布在四大指数中: 美国标普 500 指数, 英国的富时 100 指数, 欧盟 50 指数和日本的日经 225 指数。我们第一份合约在 2019 年 9 月 9 日到期, 最后一份在 2028 年 1 月 24 日到期。我们已经获得了 49 亿美元的保险费, 这些钱我们已经用来投资了。同时, 我们不用支付任何东西, 因为所有的到期日都在很遥远的未来。尽管如此, 我们采用了 BlackScholes 计价方法去记录年末的 100 亿美元债务, 这个数字在每个报告日都会变动。用预计损失 100 亿美元减去收取的 49 亿保险费, 意味着到目前为止, 以市值计算, 我们的合约带来了 51 亿美元的损失。我们支持用市值计价的会计方法。稍后我会解释为什么我觉得 BlackScholes 公式在长期品种被估价时会生成奇怪的结果, 即使它是期权计价的标准。

我们的合约中有一点有时候不被理解: 如果我们要损失掉所有的 371 亿美元, 所有四个指数中的所有股票都必须在到期日跌到零。比如, 如果所有指数都比合约生成时下降 25%, 汇率保持今天的水平不变, 我们在 2019 到 2028 年将会产生 90 亿元的应付款。在合约生成和到期日间, 我们将持有 49 亿元的保费并赚取投资收益。

2, 在去年报告中提到的第二类衍生品, 要求我们当各类高收益指数中的公司发生信用损失时, 我们要支付损失。我们的标准合约覆盖 5 年期, 涉及 100 家公司。我们去年适当增加了这类衍生品的投资。当然, 2007 年末账面上的合约离到期日又近了一年。总之, 我们的合约平均寿命约是 2.3 年, 第一个到期日是 2009 年 9 月 20 日, 最后一个是 2013 年 12 月 20 日。

年末我们从这些合约收到了 34 亿美元的保费, 并且支付了 5.42 亿美元的信用损失。按以市值计算的原则, 我们设立了 30 亿美元的未来预计损失负债。支付和预计损失一共 35.42 亿美元, 减去收到的 34 亿美元保费, 因此我们一共记录的损失是 1 亿美元。然而, 在我们的季度报表中, 收益和损失变化很大, 从 2008 年第二季度的

3.27 亿美元利润到 2008 年第四季度的 6.93 美元损失。

令人惊讶的是，去年，我们为这些合约只支付了 9700 万美元，远远低于比我们签订合约时的估计数。然而今年随着大规模破产的激增，损失将会大大增加。在去年的信中，我告诉你我期望这些合约在到期时会产生利润。现在，随着经济衰退加速，最终损失的可能性增大。无论结果如何，我都会随时告诉你。

3，2008 年，我们开始对私人公司出售“信用违约掉期”业务。这只是一种信用保险，和我们在 BHAC 出售的类似，只不过我们在这里承保的是公司的信用风险，而不是免税债券发行人的信用风险。

比如，如果 XYZ 公司破产了，而我们签订了一张价值 1 亿美元的合约，我们有义务支付 XYZ 债务的缩水部分（例如，如果公司的债券在违约后价值 3 千万，我们就欠 7 千万美元）。典型的合约是，我们 5 年里每季度收到对方支付的保费，直到我们的保险到期。

年末，我们一共出售了 40 亿美元的合约，涉及 42 家公司，每年保费约 9300 万美元。这是我们承保的唯一具有违约风险的衍生品合约。合约的买方必须在未来 5 年内有能力按季度支付保费。我们将不会扩大这项业务，因为这种保险大多数买方现在坚持要求卖方提供抵押品，而我们不会参与这样的交易。

4，在客户的要求下，我们承保了一些免税债券保险合约，与 BHAC 承保的类似，但结构是衍生品。两份合约唯一真正的不同是，衍生品要求是以市值计价，而 BHAC 要求用标准权责发生制会计规则。

但这些差异会产生奇怪的结果。实际上，这些衍生品保险的债券多数是国家的义务，我们对此感觉良好。但是在年末，以市值计价的会计原则要求我们记录 6.31 亿美元的衍生品合约损失。如果我们在 BHAC 以同样的价格为这些债券承保，运用保险公司要求的会计规则，我们今年将会产生少量利润。我们承保债券的这两种方法最终会产生一样的会计结果。但是短期内，报告的利润差异会很大。

之前我已经告诉你，运用市值计价会计原则的衍生品合约，在报表中利润变化会很大。这种波动都不会使我和查理欢呼或者烦恼。事实上，“下降”可以非常有助于我们以有利的条款扩大我们的机会。希望我们对交易的解释也让你有同样的想法。

Black-Scholes 期权定价模型在金融界有着接近神圣的地位，我们用它在报表中定价我们的股票卖出期权。计算需要的关键数据包括合约的期限、行权价格、和分析者对波动性、利率和股息的预测。如果在较长的时间期限内运用这个公式，将会产生荒谬的结果。说实话，Black 和 Scholes 一定对这一点很明白。但他们的忠实的追随者

可能忽略了两位先生第一次公布这个公式时附加的任何警告。

用一个极端的情形测试一个理论通常非常有用。因此，假设我们出售了一张期限为 100 年，价值 10 亿的标准普尔 500 指数看跌期权，执行价格为 903(2008 年 12 月 31 日的水平)。使用我们长期合约的隐含波动率假设，加上合适的利率和分红假设，我们发现，这份合约正确的 Black-Scholes 价格为 250 万美元。

要评判这个价格的合理性，我们必须估计标准普尔指数一个世纪后会不会比今天低。当然，美元到时候会贬值(按 2%通货膨胀率算，到时候 1 美元价值大概 14 美分)。因此，这将是一个推动指数上升的因素。然而更重要的是，100 年的保留收益将会大大的增加指数中大多数公司的价值。在 20 世纪，道琼斯平均工业指数上升了大概 175 倍(年化 5.3%)，主要是因为留存收益这一因素。

考虑到所有因素，我相信指数在 100 年后下跌的可能性少于 1%。但让我们就用这个数字，并且假设如果真的发生，最有可能的是下跌 50%。在这个假设下，我们的合约计算出来的预计损失是 500 万美元($10 \text{ 亿} \times 1\% \times 50\%$)。但如果我们提前预收了 250 万美元的理论保费，我们只需要以每年 0.7%的复合收益率投资，就可以弥补这个预期损失，超出 0.7%的部分都是利润。那么你愿意以 0.7%的利率贷款 100 年吗？

让我们用最坏的角度来看我这个例子。记住，如果我们的假设是对的，有 99%的概率我们不用支付任何东西。但即使在最坏的那 1%的可能性里，假设损失 10 亿美元，我们的贷款成本也只是 6.2%。显然，要么我这两个假设都是荒唐的，要么这个公式是不正确的。

在我这个极端的例子中，Black-Scholes 公式计算出来的荒谬的结果，是因为在公式中包括了波动性，而波动性又是由在过去的日，月，年终有多少股票在波动的结果决定的。在预计 100 年后美国商业价值的概率加权范围时，这一指标无关紧要。(想象一下，如果你愿意，每天从一个患有狂郁症的邻居哪里得到一个农场的报价，然后用这些价格计算出来的波动率，作为这个公司里重要因素来预测农场在 100 年后的价值可能范围)。

虽然历史的波动率是一个评定短期期权的有用概念，但却不够完善，随着期权期限的延长，它的有效性就会迅速降低。在我看来，Black-Scholes 公式用在我们的长期看跌期权时，其计算高估了我们的负债，尽管这种高估会随着合约到期而逐渐减少。

即使这样，在财务报告中，我们会继续使用 Black-Scholes 公式去估算我们的长期股票看跌期权。这个公式代表了传统的智慧，任何我可能提出的替代品都会引起极端的质疑。这个很好理解：方面，那些使用深奥的金融

工具编造自己估值的 CEO，很少站到保守主义一边。我和查理都没有欲望加入乐观主义的行列。

年度股东大会

今年我们的年会将在 5 月 2 日周六举行。像往常一样， Qwest 中心大门将在早上 7 点中打开，新的伯克希尔大电影将在 8 点半播放。9 点半我们将直接进入问答环节(午餐将稍作休息，在 Qwest 的观众席举行)，会议将持续到下午 3 点。短时间的休息过后，查理和我就很喜欢在 3 点 15 分召开的年度大会。如果你决定在当天的问题环节离开，请在查理说话的时候离开。

离开的最好理由，当然就是购物。我们会在连接会场的 194300 平方英尺的大堂摆放伯克希尔子公司的产品。去年，3.1 万到会的人们都在这里购物，几乎每个摊位都创出了新的销售记录。但你可以做得更好(友情提醒：如果我发现销售情况差，我会把出口的门锁上。)

今年，Clayton 会陈列出他新的预制房屋，包括 Shaw 地毯，JohnsManville 隔音墙和 Mitek 紧固件。这个创新的"绿色"住宅以太阳能板和其他众多节能产品为特征，是真正意义上的未来房子。如果这个房子在像奥马哈这样的地区的话，电热费加起来估计总共才 1 美元一天。买了 i-house 之后，你会接下来考虑在旁边陈列的森林河房车和浮艇。一定会让你的邻居很羡慕。

GEICO 将会有个摊位，员工都是全国最好的顾问，他们都会为你提供汽车保险定价。许多时候，GEICO 会给你们一个股东优惠折扣(通常是 8%)。这个特殊的优惠在我们的 50 个管辖区内，有 44 个管辖区得到许可。(补充：如果你满足其他优惠团体的要求，这个优惠将不会附加上去。)带上你现有保险的详细资料，检查一下我们是否可以帮你省钱。我相信，至少有 50% 的人可以。周六，在奥马哈机场，我们会像往常一样有一系列 NetJets 飞机让你检阅。在 Qwest 的 NetJets 的摊位停留一下，学习如何观赏这些飞机。乘坐公车到达奥马哈，进入你的新飞机。不用担心光身检查，带上你在我们 Quikut 子公司展示上买的 Ginsu 小刀。接下来，如果你还有钱，可到访一下书虫书店，这里出售大约 30 种书籍和 DVD。现场有运输服务，为那些渴望学习新知识却不够能力搬运的人解决问题。最后，我们的展示厅有三辆迷人的汽车，其中一辆来自过去和一辆来自未来。我们 TTI 子公司的 CEO：Paul Andrews 将会带来他 1935 年版的 Duesenberg，这辆车曾经属于我们在 Wrigley 收购案中新合伙人的母亲和外祖母 Mrs Forrest Mars, Sr.。而未来的那一辆由一个令人惊奇的中国汽车公司 BYD 所生产的(插电汽车)作为代表，同时我们也拥有这个公司 10% 的产权。

连同这份报告书一起附上的委托书附件里解释了如何取得参加会议以及其它活动所需要的凭证。至于飞机，酒店以及汽车的预订，我们已与美国快递(800-799-6634)签署合约，他们将为您提供详尽的服务。每年负责这些事项的 Carol Pedersen 工作十分出色，在此我对她表示谢意。酒店预订可能会有难度，请和 Carol 联系她会帮你解决这个问题。

位于 Dodge 和 Pacific 中间 72 大街，占地 77 英亩的内布拉斯加家具店今年仍会举行"伯克希尔周末"折扣活动。这项特殊的活动于 12 年前在内布拉斯加家具店首次举行，活动期间的销售额由 1997 年的 530 万美元上升到 2008 年的 3330 万美元。仅周六一天，我们就创造了单日 720 万美元的销售记录。问一问任何一个零售商他对这个数量的看法吧。为了享受伯克希尔的折扣，请您在 4 月 30 日周四到 5 月 4 日周一这段期间购买，届时请出示你的与会凭证。在此优惠期间，本着此次活动的精神，折扣价格甚至适用于某些享有很高声望但通常有严格规定不许折价出售的商品，我们非常感谢这些生产商的配合。内布拉斯加家具店的营业时间是周一至周六早上 10 点到晚上 9 点，周日早上 10 点到下午 6 点。此外，今年周六下午 5 点 30 分到晚上 8 点钟，内布拉斯加家具店将会举办西式野外烹饮聚会，欢迎各位参加。在波仙珠宝将有两项专为股东举办的活动。首先是 5 月 1 日周五晚上 6-10 点的鸡尾酒会。其次是 5 月 3 日周日早上 9 点至下午 4 点的大型售卖活动，周六则持续到下午 6 点。预计周末波仙珠宝会有大量的人潮，出于您的方便考虑，股东价格优惠期间由 4 月 27 日周一一起至 6 月 9 日周六止。在此期间，请出示您的股东与会凭证或代理委托书以证实您是伯克希尔持有人的身份。

周日在波仙珠宝大卖场的外面，两届美国象棋冠军 Patrick Wolff 将蒙眼挑战所有前来的参赛者，六人为一组，参赛者眼睛无需蒙上。在此附近，来自达拉斯的著名魔术大师 Norman Beck 将使旁观者们不知所措。另外，两位世界顶尖的棋牌专家 Bob Hamman 和 Sharon Osberg 将在周日下午与股东们进行切磋。

Gorat's 将在 5 月 3 日周日下午 1 点至 10 点专为伯克希尔股东们提供服务。去年，足以容纳 240 人的 Gorat's 在周日提供了 975 道餐点，3 天里一共提供了 2448 道，其中包括 702 行家们青睐的主菜——T 骨牛排。如果你要点鹅肝，请不要觉得让我为难。请记住：如果你选择那天在 Gorat's 用餐，请在 4 月 1 日订位(无需提前)，预订电话为：402-551-3733。

周六下午 4 点钟同样会有一场专为来自非北美地区的股东而设的招待会。每一年我们举办的会议都会吸引来自世界各地的人士前来参加，为了表示热诚的欢迎，我和查理将会亲自迎接来自远方的客人们。去年我们就接见

了来自不同国家的 700 多个贵客。来自非北美和加拿大的股东们都会收到特别的入场凭证以及参加本场招待会的指南。

今年我们在处理股东提问的环节上会有重大的改变。最近几年，我们只收到了少量与伯克希尔及其运作相关的问题，而去年几乎没有收到。所以我们必须将讨论的主题引导到伯克希尔的业务事务上。另一个相关的问题就是：当早上 7 点钟开门的时候曾经出现过混乱的场面，原因就是人们争先排队为了取得用于发问的扩音器。这从安全的角度出发是不可取的，我们也不认为奋力而跑的能力是决定能否发问的因素。（在 78 岁这一年我总结出徒步疾行是荒谬的被高估的才能。）因此，一个新的程序是迫切需要的。

第一个变化，一些来自报纸杂志以及电视媒体的金融新闻工作者将会参加问答环节，并向我和查理提出股东们通过电子邮件提交的问题。他们的名字和邮箱分别为：财富杂志 Carol Loomis, clloomis@fortunemail.com；CNBC 的 Becky Quick, berkshirequestion@cnbc.com；纽约时报的 Andrew Ross Sorkin, arsorkin@nytimes.com。每个记者都会从所提交的问题中选出他们认为最有趣和重要的一些问题参与讨论。（如果您的问题被选中而您希望记者在提问时提及您的名字，请在电子邮件中注明。）我和查理都无法从中得到太多关于所要问及问题的线索。我们知道记者们会选一些比较尖锐的问题，而我们喜欢这种方式。

我们的第二个变化是，我们会在 8 点 15 分为那些想提问题的股东进行一个麦克风的抽签。在会上，我会轮流回答记者和在场股东的提问。因此，至少一半的问题是从你们的提交中选出的并且是与伯克希尔有关的。同时我们也会继续回答一些来自观众的好的问题，也许涉及娱乐的。

所以请参加我们为资本家们举办的年度伍德斯托克音乐节，并让我们知道你是否喜欢这一新形式。我和查理非常期待您的光临。

沃伦·巴菲特 董事会主席

伯克希尔股东大会实录 2009

2009 年 5 月 2 日 Qwest 中心 3.5 万人

开场白

巴菲特：早上好。我是沃伦。这里多动的家伙是查理。(众笑)我们将在一分钟内进入问答部分，这将与去年略有不同。我们有一个小组在右边，记者们将提问，并与观众交替发言。我们就这样来来回回。这里有一个小的清单，我们会在来回的时候用到。好了，我们应该在这里的某个地方用一支笔来核对一下。

首先，尽管我们稍后将举行正式会议，但我想先介绍一下我们的董事。我们稍后会开会选举他们。希望他们能在我宣布时一直站到最后。如果你们把掌声留到最后，或者如果你们希望更晚的话(笑声)。如果你能站起来，我们会认出他们的。首先是我和查理，然后是霍华德·巴菲特、苏珊·德克尔、比尔·盖茨、桑迪·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、唐·基奥、汤姆·墨菲、罗恩·奥尔森和沃尔特·斯科特。这些是伯克希尔哈撒韦公司的董事。(掌声)

现在，我们只有一张幻灯片，这实际上比我们通常拥有的要多。(笑)但它确实告诉你一些去年发生的事情。它还为我们的 NervousNellie 床垫著名的床下储物功能进行了宣传。(众笑)

去年，我们在 12 月 19 日做了一笔交易。我们卖出了 500 万美元的国库券。我希望你能看到。我们在上面圈出了 12 月 19 日。这些国库券在今年 4 月 29 日到期，或即将到期。所以它们将在四个多月后到期。值得注意的是，这告诉你这是多么不平凡的一年，我们卖出了这 500 万美元的短期国库券，这些国库券在 2009 年 4 月 29 日以 500 万美元的价格偿付，在 2008 年 12 月我们以 500.00009007 万美元的价格售出。换句话说，那些从我们这里支付了 500.00009007 万美元购买这些国债的人，如果他们购买了 NervousNellie 床垫，并把他们的钱放在床垫下，那么在四个月结束时，他们会比购买美国国债多赚 90 美元。如果美国财政部刚刚卖出了 5 万亿美元，他们可以轻松赚到 9000 万美元，而蒂姆·盖特纳(TimGeithner)可以把这些钱放在一个 NervousNellie 床垫下，那么我们所有人都会过得更好。美国国债的负收益率确实是一件非同寻常的事情。你从美国财政部拿到的钱比你从床垫下拿到的还少。我不确定你在有生之年还能不能再看到。但这是非常不平凡的一年。

记者们和我们在一起。我们有《财富》杂志的卡罗尔·卢米斯，CNBC 的贝基·奎克(BeckyQuick)，纽约时报的安德鲁·罗斯·索金(AndrewRossSorkin)，他们接受了来自全国各地股民的提问。安德鲁告诉我，他今天早上收到了几百个问题。他们选择了他们认为是什么重要的，它们都是与伯克希尔有关的问题。在最近的年会上，我们遇到了一个问题，我们有点偏离了伯克希尔，进入了人们的孩子最近在学校里做了什么之类的事情的领域。(众笑)所

以我们想把它带回伯克希尔。所以他们选择了他们收到的最好的伯克希尔相关问题。我们将从卡罗尔·卢米斯开始。然后我们会去观众那里。我们有 13 个区域，其中 12 个在这个房间，一个在场外。我们已经在半小时到一小时前通过抽奖系统选出了每个观众区的观众。我们会在这些区域里循环。现在 we 将从卡罗尔开始。

股东问答开始

1、我们的股指衍生品并不危险

卡罗尔·卢米斯：早上好。我排在第一位是因为卢米斯在字母排序上超过了其他人。这给了我一个机会，只用几句话来告诉你们我们所收到的问题。我们今天上午进行了磋商。不管是 Becky 还是我，安德鲁得到的问题肯定比任何人都多。我们有将近 5000 个问题，我认为这甚至会让沃伦感到惊讶。因为我不认为他知道它会这么多。

我想说的最主要的是，他们中的很多人问的问题都很好。所以，我们遇到了一个真正的麻烦，我们试图把这么多问题降到能够提问的数字。但我们也不能确定能够问多少。我们要向任何向我们发送与伯克希尔有关的问题的人道歉，因为我们确实需要删除一些不适合的问题。也许在将来的某一年，它们会被问到。

提问者第一个问题是：沃伦和查理，尤其是沃伦。你提到了衍生工具，这是著名的，作为大规模毁灭性金融武器。在 1964 年的电影《奇爱博士》(Dr. Strange Love)中，绰号金刚(KingKong)、由斯利姆·皮肯斯饰演的 T.J.Kong 少校，从他的 B-52 轰炸机的弹舱里扔出了大规模杀伤性武器。作为伯克希尔的长期股东，我今天感觉有点奇怪。我明白，尽管股市大幅下跌，但考虑到我们的保费回报，我们很有可能在衍生品上赚钱。但考虑到会计权益和法定资本的数额，以及我认为这些衍生工具至少暂时摧毁了我们的市场价值，你认为这些巨大的衍生工具头寸，适合一家评级较高的保险公司吗？如果是这样的话，你认为你会增加这部分头寸吗？

巴菲特：是的。我会这么说。提问者在某种程度上回答了他自己的问题。我不知道他是否像我一样强烈地预期，这些净头寸将会赚钱。但是你知道，我们的工作是为伯克希尔随着时间的推移赚钱。它不会对资本造成冲击。我们已经做出了安排，以确保抵押品公允，这是衍生品领域的重大危险之一，而我们对此的风险敞口非常、非常小。甚至在 3 月 31 日，当市场从我们进入这些交易的时候大幅下跌时，我们提供的抵押品略低于我们全部有价证券的 1%。而他们通常给世界带来了麻烦。这就是为什么我在 2002 年的报告中，在宏观层面上把它们称为金融大规模杀伤性武器。但我也提到，当我们认为衍生品定价错误时，我们会经常在投资业务中使用它们。

我们认为我们的股东足够聪明，我们在年报中试图解释这些交易，并解释为什么我们认为我们会赚钱(我不能

保证我们会赚钱，但我们的预期是我们会赚钱)，我们认为它们给股东带来的财务后果远远超过会计后果。

我们在报告中解释过，由于按市值计价，这些衍生品作为会计负债，可能会产生数十亿美元的波动。但交易中唯一发生的现金，例如，在我们的股票看跌期权中，我们收到了大约 49 亿美元，我们是拿着钱的一方。最初，这些条款的期限是 15 至 20 年。因此，我们可以在 15 至 20 年内使用这 49 亿美元。然后市场需要在 15-20 年后必须比合约开始的时候更低(我们才会赔钱)。所以我个人认为，在股票看跌期权上，我们赚钱的可能性非常大。

我认为在高收益指数上，我们已经对其承保了信用违约掉期，我认为在计算我们持有的货币价值之前，我们可能会报告亏损。我一年前就告诉过你，我认为我们可以靠这些赚钱。但去年遭遇的破产数量远超正常水平。实际上，我们经历了一场金融风暴。我们为自然飓风投保，也为金融风暴投保。我们已经陷入了一场金融风暴。因此，我预计这些合约在报告投资收益前可能会出现亏损，而在报告投资收益之后，也可能会显示亏损。我们较大的衍生品合约是卖出股指看跌合约。而我认为我们靠这些赚钱的几率非常高。

现在，如果我们用当前的价格来承保就好了。但现在，如果不考虑抵押品的要求，我们以现价可能无法承保到业务。所以我们在这些方面处于非常有利的地位。事实上，上周我们修改了两份股指看跌合约，其中一份的执行价原来为 1514 点，现在执行价已经改为 994 点。所以，仅仅为了将期限从 18 年减少到大约 10 年，我们仍然可以使用这笔钱 10 年，我们将执行价格从 1514 降低到 994。

所以我认为，这些将是非常有利的合同。我认为我们的股东有足够的智慧，如果这些交易能够被正确地理解，股东们就会意识到这些合约是多么的有利。我们会继续保留它们，同时我们也将继续解释它们。

它们对我们的财务灵活性没有影响。而我们远不止是一家保险公司。我的意思是，我们有来自许多领域的收入。我们有很多现金放在母公司。我们在子公司有很多现金。我们没有任何形式的重大债务到期。所以我们非常适合持有这种衍生工具。查理，你会怎么说？

芒格：我同意提问者的观点，我们应该做的事情的数量是有限的。但我认为我们离极限还差得很远。

2、人们的金融素养问题可能会帮助伯克希尔

股东：嗨。我叫斯科特·斯莱比。我来自科罗拉多州的丹佛。首先，我要感谢巴菲特先生和芒格先生今天邀请我们来到这里。我很感谢你带我们来这里，非常感谢。您能回答我们的问题真是太好了。我是个老师。作为一名曾经的教师，我认为我们的后代在金融知识方面存在问题。我很好奇你认为未来几代人应该知道什么，以及在我

们前进的过程中，学校课程中是否有什么东西需要教给年轻人金融知识？

巴菲特：是的。我认为我们这代人在金融知识方面存在问题。(众笑)

安迪·海沃德(Andy Heyward)，他帮助我们完成了漫画，他去年卖掉了他的公司，但他将有一家新公司，会有一个项目来解决这个问题。而我在其中只扮演了很小的角色。美国广播公司(ABC)有一个邀请了许多知名人士参加的节目，将讨论金融知识的问题。你知道，在一个充斥着信用卡的世界里，在这个依赖于计算器、而不是人们坐下来做实际的算术的世界里，来教人们一些金融知识是很难的。但最终，随着时间的推移，**我认为我们在这方面取得了进展，我希望我们的年度报告有助于这类事情。**

但是你会看到人们用钱做一些非常愚蠢的事情。我记得我度蜜月的时候。我当时 21 岁，我妻子 19 岁。我们向西行驶。我从没去过西部。我们穿过了拉斯维加斯。那是 1952 年。我们在火烈鸟旅馆停了下来。而且那时赌场里的人穿着也比较讲究。当时有一群奥马哈的伙伴实际上拥有火烈鸟的一部分股份，他们对我们非常友好。但我环顾那个赌场，我看到了各种各样穿着体面的人，他们不远万里来做一些非常愚蠢的事情。那会让我认为，这是一个会让人变得非常富有的国家。(众笑)如果人们从纽约坐上飞机，飞了几千英里来到赌场那里，**做着数学预期为负的事情，他们采取的每一个行动，都显示出这是一个充满机会的世界。**(笑声)

所以，我建议你和你学生一起工作。当我 21 岁的时候，我开始在奥马哈大学教书。你和你学生一起努力，让他们能写会算。他们会有很大的优势。查理？

芒格：在一个赌博合法化的世界里，很多州都在以彩票的形式进行赌博，**人们被鼓励与赔率对赌**；在一个高成本的信用卡债务被过度使用的世界里，我们需要更多的金融工具。我认为我们走错了方向。所以，我不认为你能教会那些不该使用信用卡的人，聪明地使用信用卡(笑声)。

巴菲特：是的。我和学生们谈过这个问题。如果你愿意为信用卡支付 18%或 21%的费用，这太糟糕了。从财务的角度上，你不应该以这样的利率借钱。我不知道该怎么做。另一方面，这可能对我们的业务有好处。顺便提一句，由于信用卡坏账损失接近 10%。所以考虑到其它费用，信用卡公司目前可能需要这个利率。

我的意思是，我们正在寻找定价错误的东西。而越多人认为用信用卡借钱是明智的，他们可能就不会认为卖出长期看跌期权是明智的。我们走我们的路，他们走他们的路。

3、巴菲特"称赞"华盛顿对信贷危机的反应

Becky: 沃伦, 首先, 我们被要求传递一个信息, 今天的出席人数是 3.5 万人。

巴菲特: 很好。(掌声)现在, 如果他们都适当地花钱, 那这将是一个重要的日子。(众笑)

Becky: 这个问题来自俄亥俄州洛根市的詹姆斯·刘易斯。他问, 伯克希尔的重要投资之一是富国银行。据推测, 富国银行董事长迪克·科瓦切维奇(Dick Kovacevich)表示, 他不希望从联邦政府获得 TARP 资金(问题资产救助计划)。此外, 他最近表示, 联邦政府的一些重振银行的计划是愚蠢的。芒格先生, 你同意富国银行董事长的观点吗? 请解释一下你同意或不同意的原因。巴菲特先生, 你同意芒格先生的观点吗? (笑声)

芒格: 这场危机威胁到了整个世界, 当一国政府正在应对 70 年来最大的金融危机时, 这些决定都是在压力和善意下匆忙做出的, 我认为, 期望一个人的所有想法都得到完美的认同是不合理的。我认为, **当政府在困境中尽其所能时, 它们有权得到更宽容的评判。**当然, 会有一些愚蠢的反应。而我恰好与富国银行的一些高管有一个相同的麻烦, 那就是我很直率。我碰巧想到了一种疯狂的会计原则, 说你的收益会随着你的信用受损而上升——因为如果你还有剩余的钱, 你可以折价买回你自己的债务。而且我认为, 那些投票让它生效的人, 应该被从会计委员会开除。所以, 说这种话的人一定对富国银行的人有些同情。

巴菲特: 他通常会用拇指把他们吊起来, 但今天早上他忍住了。

去年 9 月中旬, 政府真的这么做了。我想你可以想象, 他们正面临着整个金融体系接近全面崩溃的局面。几天内就有数千亿美元从货币市场基金中流出。商业票据市场冻结了, 这意味着全国范围内与金融世界毫无关系的公司, 基本上都无法支付工资了。我们当时真的看到了深渊。很多行动都非常迅速。总的来说, 我赞扬所采取的行动。所以正如查理所说, 对于那些每天工作 20 个小时的人来说, 如果一个周末雷曼倒闭, AIG 倒闭, 美林倒闭, 我认为, 如果不是美国银行收购了雷曼, 那么他们就会从四面八方受到新消息、坏消息的打击。我的意思是, 当你受到来自各方的打击, 你必须制定政策, 你必须考虑国会的反应和美国人民的反应, 你知道, 你不会把每件事都做得完美。但我认为总的来说, 他们做得非常非常好。

我很同情——这句话是富国董事长迪克·科瓦切维奇说的, 他在去年的全球即兴演讲比赛中获得了第二名, 仅次于查理。(众笑)的确, 据我所知, 迪克在周日中午过后不久被召见, 并被告知他将在第二天下午 1 点或 2 点到达华盛顿, 但他并没有被告知这是怎么回事。那里有 11 名银行家和一些官员。他们被告知, 他们将接受 TARP 的资金。他们将从政府和优先股获得贷款。他们只有一两个小时的时间来签署协议, 而且他们没有与董事会协商。但

这就是紧急情况本质。你知道，我认为你会有一些决定，以后可以回头再看。有人会说，“我本可以做得更好一点。”但总的来说，在我看来，高层做得非常好。

所有的银行在很大程度上都不是一样的。在我们看来，在大型银行中，富国银行是一家出色的银行，拥有其他银行所不具备的一些优势。但在这样的時候，你根本不需要处理细微的差别。

顺便提一句，我建议大家去网上看看，[摩根大通 CEO 杰米·戴蒙\(Jamie Dimon\)写给股东们的信](#)。这是一封很棒的信。它谈到了查理在那里提出的一个观点。[杰米是个不折不扣的银行家](#)，他写得很好，写出了导致这种情况的原因以及未来可能采取的措施。这是我见过的最好的股东信。所以一定要去读一下。它很长但值得一读。

(杰米戴蒙 2008 股东信见文末附录)

4、高等数学对投资来说可能很危险

股东：谢谢巴菲特先生和芒格先生。我的名字是里克·富兰克林，来自密苏里州的圣路易斯。我想继续回答 1 号麦克风提出的有关金融知识的问题。还有我两年前关于你们的贴现率的问题。但在此之前，我希望你能原谅我。Torstol 的妻子 Rosemary Coons，希望你能来 222 区，我找到你丈夫了。(众笑)你可以来 2 号麦克风那里，那更容易。

巴菲特：在这里，你什么都能得到一点。(众笑)

股东：所以我的问题是，自由现金流：卖方分析师喜欢用终值做 10 年期的贴现现金流分析。甚至一些关于你投资风格的书籍《沃伦·巴菲特之路》、《巴菲特哲学》都暗示你经历了这种练习。但我知道你不用电脑或计算器是出了名的。我想知道这类练习是否属于“太难”的类别，而你只是在贴现率上做一个简单的自由现金流——标准化的自由现金流？如果你想用你对可乐的数值分析来增加答案，我会很感激的。(众笑)

巴菲特：答案是，所有的投资都是，现在把钱存起来，以后再把更多的钱拿回来。现在，问题是你能拿回多少，你有多大把握拿到，你什么时候拿到？这可以追溯到《伊索寓言》。要知道“一鸟在手胜于两鸟在林”，这是伊索在公元前 600 年说的，他是一个非常聪明的人。他不知道那是公元前 600 年。但我的意思是，他不可能知道一切。(众笑)但是，这就是我们在金融领域所教的。现在，你拿到了博士学位，你做得更复杂了，你不会说，“一鸟在手胜于两鸟在林”，因为你不能用这种东西真正打动俗人。

但真正的问题是，有多少鸟在灌木丛中？你知道你今天要找到一只鸟，这里指美元。然后有多少鸟在灌木丛

里？你有多确定他们在灌木丛里？其他灌木丛里有多少鸟？贴现率是多少？

换句话说，如果利率是 20%，你必须比利率是 5% 时更快地得到这两只鸟。我们就是这么做的，我们现在正在考虑把现金拿出来，以便在以后拿回更多的现金。你提到我不使用电脑或计算器，如果你需要使用计算机或计算器来进行计算，你不应该购买它。我的意思是，它应该是如此明显，你不必把它精确到小数点后几位。它应该是显而易见的。所以，如果你真的需要一个计算器来计算，比如折现率是 9.6% 而不是 9.8%，那就把整个计算都忘了吧。你只需要去做一些对你显而易见的事情。从本质上说，我们以这种方式看待每一项业务。

但你说得对，我们不会坐下来处理电子表格，做所有这类事情。我们只是看到了一些明显比周围任何东西都好的东西，我们理解它。然后我们行动。查理，你还要补充吗？

芒格：嗯，我会更进一步。我想说的是，我所见过的最糟糕的商业决策是在做了大量的正式预测和折现后做出的。壳牌石油在收购 Belridge 石油时就是这么做的。他们让所有这些工程师制作了所有这些复杂的图形。问题是你得相信这些数字。似乎高等数学，以更虚假的精度，应该帮助你，但它实际上不会。当你试图把它形式化到你所说的程度时，平均起来，效果是负面的。他们在商学院这样做是因为他们必须做些什么。(掌声)

巴菲特：这个说法有很多道理。我的意思是，如果你站在全班面前说，“一鸟在手胜过两鸟在林”，你不会得到终身教职(众笑)。这是非常重要的，如果你是神职人员，你知道的，要比你布道的人，至少看起来多很多。如果你是一名牧师，你只是布道了 10 条戒律，然后你说“就这样了”，我们都会回家。这不是世界进步的方式。所以，精确的错误意味着，“这是一个 2 西格玛事件，或者这是一个 3 西格玛的事件，因此我们可以承担这么大的风险”，这完全是疯狂的。

我的意思是，你可以看到 1998 年长期资本管理公司的情况。你会一次又一次地看到它。而且只发生在高智商的人身上。你们知道，你们中有 120 智商的人都是安全的。(众笑)但是如果你有很高的智商，而且你已经学会了所有这些东西，你觉得你必须使用它。而市场并不是这样。去年 9 月中旬的市场，当管理大型机构的人想知道他们下周该如何获得资金时，你知道，你无法通过估算西格玛就能够清楚该如何做。

在由恐惧和贪婪的人创造的市场中，它会比人们想象的更频繁地出现。就结果的分配而言，他们不遵守抛硬币的规则。如果认为数学能让你在投资上走得更远，那就大错特错了。你必须了解数学的某些方面。但你不需要理解高等数学。而高等数学可能实际上是危险的，它会把你引向那些最好不去探索的道路。

5、穆迪并不是唯一——一个犯错误的公司

巴菲特：好的。安德鲁，今天早上的 200 个问题中的一个？或者什么是——

安德鲁·罗斯·索尔金：这个问题不是今天早上的，但它与穆迪有关。我们可能至少收到了大约 300 个关于这个话题的问题。这个具有代表性的问题来自 Aaron Goldsmeizer。问题如下：

鉴于评级机构在当前经济危机中扮演的角色——它们的利益冲突、它们对(引用你在今年致股东信中的原话)"基于历史的有缺陷的模型"(flawed history-based models)的依赖，以及丧失信誉和/或监管改革可能迫使它们的业务模式或现金流发生急剧变化...

你为什么要保留这么大比例的穆迪股权？更重要的是，你为什么不利利用你的股份来尝试做些什么，以防止利益冲突和对这些基于历史的有缺陷的模型的依赖？

巴菲特：是的，我不认为利益冲突问题是评级机构在预见 CDO 和 MBSs 以及类似工具方面的缺陷的主要原因，也不是最大的原因。五年前，基本上几乎全国每个人的脑海里，都有这样一个模型(不管是正式的还是非正式的)：房价不可能大幅下跌。他们错了。国会错了。银行家们错了。买衍生品的人错了。借款人错了。但人们认为，如果他们明年要买房子，他们最好在现在买，因为在第二年房子会卖得更高。借钱给他们的人说，如果他们在申请时撒谎或者他们没有收入都没有关系，因为房子会上涨，如果我们不得不取消抵押品赎回权，我们不会损失那么多钱。此外，他们明年可能会再融资支付。因此，几乎所有人都相信(总有一些人不同意)，全国的房价肯定不会大幅下跌，很可能会继续上涨。

而评级机构的人，以某种方式，将其纳入了他们的系统。我真的不认为主要是支付系统造成了这个问题。我认为他们只是没有理解在一个市场中或者说在一个泡沫中，可能发生什么的各种可能性，在这个市场中，人们大量举债，购买大多数美国人拥有的最大资产——他们的房子。因此，在美国家庭 50 万亿美元的总资产中，有 20 万亿美元资产的杠杆率非常高。然后一旦它开始爆破，它就会有自我强化的方面。

所以我说，评级机构在分析衍生品方面犯了一个重大错误。但是他们犯了一个非常非常非常多的人，都犯的错误的。如果他们在四五年前对住房抵押贷款采取不同的观点，他们可能会这样回答国会的问题："你怎么能这么不像美国人，仅仅因为你不给这些证券更高的评级，就剥夺所有这些人购买房屋的权利？"所以他们犯了一个巨大的错误。但美国人民犯了一个巨大的错误。国会犯了一个巨大的错误。国会领导了两个最大的抵押贷款公司。它们

是国会的创造品。它们受到国会的监督。而且，你知道，它们现在都在监管中。

所以，我不认为他们是唯一无法发现即将发生的事情的人。

在我们影响他们的行为方面，我想我从来没有给穆迪公司打过电话(也许去过一两次)。但我也确实没有试图影响过我们参与的其他公司。我的意思是，我们不会告诉伯灵顿北方公司，应该采用什么样的安全程序。我们不会告诉美国运通该切断谁的信用卡，以及他们应该把钱借给谁，不应该借给谁。

当我们拥有股票时，我们并不是为了改变别人。无论如何，我们改变它们的行为方面运气很差。事实上，查理和我都曾是董事会成员，我们是最大的股东。所以，我们认为，如果你购买一家公司的股票，你最好不要指望你会改变他们的行动方针。

从投资的角度来看，**评级机构业务可能仍是一项不错的业务。不过它容易受到其他方面的攻击。**谁知道这会导致什么呢？谁知道国会对此做了什么？但这是一个很少人参与的行业。这是一项影响经济很大一部分的业务。我的意思是，资本市场是巨大的。**我认为未来可能会有评级机构。我认为这是一项不需要资本的业务。因此，它拥有相当不错的业务基础。**在接下来的很长一段时间内，它不会在资本市场的某些领域做这么大的交易量。但随着时间的推移，资本市场将会增长。

在过去的会议上，我们已经说过很多次，**查理和我根本不关注评级，我们不相信外包的投资决策。**因此，如果我们购买一只债券，评级对我们来说并不重要，除非我们认为它的评级比应有的评级更差，这可能有助于我们以有吸引力的价格购买它。但我们不认为穆迪、标准普尔、惠誉或任何其他机构的人员应该告诉我们一家公司的信用评级。我们自己会想办法。有时我们在很大程度上与市场意见相左。而我们已经赚了一些钱。查理？

芒格：是的，**我认为评级机构，擅长做数学计算，并急切地寻找愚蠢的假设，**使他们能够做聪明的数学。这是聪明反被聪明误的例子。俗话说得好："对于拿着锤子的人来说，每个问题看起来都像钉子"。这就是评级机构所发生的事情。(笑声)

巴菲特：是的，关于所有这些 AAA 评级的有趣之处在于，创造它们的人最终拥有了很多(数学)，所以他们相信自己的胡扯。这个信念是巨大的。所以你让这些人在搅拌 Kool-Aid，然后他们自己喝了它。(笑声)你知道，他们为此付出了很大的代价。我认为这是愚蠢的，而事实上其他人都在这么做。我每隔几年就给我们的经理们发一封信。但我认为，在伯克希尔，你不能因为其他人都在这么做就给出任何行动的理由。如果这是你能想到的最好的

方法，那肯定有些不对劲，但这种情况在证券市场上经常发生。

当然，当查理和我在所罗门或类似的地方时，我们很难告诉一个庞大的组织，你不应该做那些受人尊敬的竞争对手正在做的事情(反人性)，尤其是当里面涉及很多钱的时候。所以，一旦你的行为被行业所接受，你就很难停止这些事情。在这一点上我们非常不成功，我们甚至无法阻止他们。最初，当我们刚到所罗门时，他们正在与马克里奇做生意。我们说“我们不要再和马克里奇做生意了”。你知道，这就像在 30 年代说“我们不要再和阿尔·卡彭做生意了”之类的话。但他们说“但这是很好的生意。如果他不和我们一起做，他会和别人一起做。”他们就是这样想的。我想我们最终赢了。但这并不容易。你还记得吗，查理？

芒格：我当然记得。

6、房地产市场开始好转

股东：我是来自加州伯克利的劳里·古尔德。你认为未来一到两年，全国的住宅房地产市场，特别是加州的住宅房地产市场，将会走向何方？

巴菲特：嗯，我们不知道房地产将会做什么。几年前我们不知道它要做什么。我们认为它在某些方面变得有些危险，但这很难讲。我会这么说。从我看到的，我确实看到了很多数据——顺便说一下，加州是非常大的，有很多细分市场，斯托克顿将与旧金山等城市不同。但是，在过去的几个月里，你已经看到了房地产销量的真正回升，尽管价格要之前低得多。但是，我认为你已经看到了一些中低价位的房子(销量回升)。在加州和内布拉斯加州，“中”的含义是不同的。但在大约 75 万美元和以下的房子，你已经看到了一个真正的销量回升，有越来越多的竞标者。你还没有看到它的价格反弹和价格明显下降，而且因地区而异。

抵押品的赎回已经暂停了一段时间了，因此数据上可能因此陷入了扭曲。但是，看看我们中美能源旗下的房地产经纪数据。我们在南加州奥兰治，洛杉矶，以及圣地亚哥，拥有最大的房地产经纪公司。在这些大大降价的中低端房产中，我们看到了一些接近稳定的东西。如果你有一套价值 500 万美元或 300 万美元的房子，那看起来仍然非常不稳定，这是一个仍然没有很多交易活动的市场。但在低端市场，现在有很多交易活动。楼市在好转。当然，利率下降了，所以付款要容易得多。在加州，每天都有抵押贷款入账，这比几年前的情况要好得多。所以它在改善。但我不知道下个月或三个月后会发生什么。

住房情况大致如此。你可以这样看。我们每年有大约 130 万个家庭新成立。但是，在经济衰退时期，由于人

们在一定程度上推迟了婚姻等原因，这种情况下家庭的数量往往会减少。但是，如果一年内新增 130 万户家庭，每年新开工住房 200 万套，你就会遇到麻烦。这就是我们所做的。我们刚刚创造了比基本需求所能容纳的更多的住房，所以我们创造了过剩的房屋。现在过剩了多少？也许是 150 万套。我们曾经每年建造 200 万套，而现在降到了一年 50 万套。现在，如果你每年创造 50 万套，你有 130 万个家庭，你将吸纳过剩的供应。

全国各地的情况将非常不平衡。南佛罗里达将会很长很长一段时间都很艰难。所以，如果一个地方有需求，而另一个地方没有，你知道，你就不能把房子从一个地方搬到另一个地方。但我们现在正在消化过剩的库存。我们可能以每年 70-80 万套的速度吃掉它。如果我们有 150 万套的过剩，那需要几年的时间。这是无法摆脱的。

你有三个选择。你可以炸掉 150 万栋房子。如果他们这样做，我希望他们炸掉你的，而不是我的(笑声)。但我们最终可以摆脱它。我们可以尝试创建更多的家庭，我们可以让 14 岁的孩子开始结婚生子(笑声)。或者我们可以生产少于自然需求增长的产品。这就是我们现在正在做的。

我们要消耗掉所有的存货，但不可能在一天一周内完成，但它最终会完成的。当它完成时，价格就会稳定下来。然后你就会创造出更多的新屋开工需求。然后回到 150 套的规模，然后我们的隔热材料业务、我们的地毯业务和我们的砖瓦业务都会变得更好。具体什么时候发生没人知道，但它会发生的。查理？

芒格：哦，我认为在奥马哈这样的地方，房价从来没有出现过真正疯狂的繁荣，利率很低，如果你有良好的信用，如果我是一个年轻人，想在奥马哈买一套房子，那我明天就会买。(掌声)

巴菲特：我们拥有奥马哈最大的房地产经纪公司。如果他有资格，我们会给他一个抵押贷款申请。(笑声)

事实是，每年全国有 450 万套房子易手。而全国大约有 8000 万套房子。其中 2500 万人没有抵押贷款。这个国家大约三分之一的房屋没有抵押贷款。然后有大约 5500 万，或者更少一点，有抵押贷款。而其中约有 500 万人以这样或那样的方式陷入困境。但我们每年都卖 450 万套房子。总的来说，他们会落入更有实力的人手中。对他们来说，抵押贷款更容易负担，首付也更高。情况正在得到纠正。但它不是在一天、一周或一个月内创造出来的，也不会一天、一周或一个月内得到解决。但我们正走在解决问题的道路上。

7、2008 年对投资经理候选人来说不是很好

卡罗尔·卢米斯：也许我应该在一开始就说另一件事。你们中仔细阅读了年报的人都知道，查理和沃伦不会知道我们三个人会问什么。所以不要认为他们提前得到了问题清单。他们什么都没看到。这个问题，我得到了这个

问题的许多版本。这恰巧来自纽约市的乔纳森·格兰特。这关系到你所说的作为你的可能继任者的四位投资经理。

你能不能告诉我们，在不点名的情况下，但最好是在数量和质量上，这四个人在 2008 年是如何处理他们为客户管理的资金的。你说你希望挑选的人能够预见到以前从未发生过的事情。虽然世界以前也经历过信贷危机，但 2008 年发生了很多事情，特别是在去年的最后几个月，很少有人能预测到，而你自己则认为这几乎是前所未有的。你如何评价这四位经理在管理这些低概率风险方面的表现？这四位经理都还在名单上吗？

巴菲特：嗯，答案是这四个人都还在名单上。不过，让我先说明一点，因为它被误报了一点。

我们三个候选人竞争 CEO 的职位。这一直是我们的董事会议上讨论的主要议题。他们都是公司内部候选人。你应该知道的。这以前也说过。但在这里被误报了一两次。我想，因为投资工作有四个可能的候选人，所以它变得很混乱。在这种情况下，你可以让四个人都来为我们工作。我们不会多个 CEO。但我不在的时候，我们可能会有多个投资经理。或者我们可能只有一个。届时将由董事会决定。他们既存在于公司内部，也存在于公司外部。我们不限制他们来自哪里。这样我们就能从公司外拿到一大堆名单。关于 CEO 的职位，情况不会是这样，我的继任者将来自伯克希尔。

这四个人的业绩，我没有他们的精确数字，尽管我对他们中的一些人了解很多。我想说的是，他们去年的表现与标普指数相当，在加上股息后，标普指数为-37%。所以我会说，就 2008 年而言，就其本身而言，你不会说他们为自己披上了荣耀。但我也没有用荣耀来掩盖自己。所以在 2008 年，我对此非常宽容。(笑声)查理，有些记录你很熟悉。你觉得呢？

芒格：是的。令我感兴趣的是，我所知道的美国几乎所有的投资经理，他们都被认为是聪明而有纪律的，并且有着不寻常的成功记录，而他们都在去年获得了成功(笑声)。

巴菲特：我没有听到太多关于这个群体的笑声。(众笑)查理，我觉得你是在刺激我的神经。

随着时间的推移，这四个人的记录将好于平均水平。如果你在今年年初问我，"今年将会是负 37% 的一年，这个群体会比平均水平更好吗？"我会回答是的。但我想我可能错了。就像我说的，我没有从他们每个人那里得到审计报告。但我会说我错了。我要说的是，他们在过去 10 年中的记录，在每一种情况下，都比平均水平略好或好得多。我愿意相信在未来的 10 年里也都是这样。当然，去年有很多事情都没有成功。我们的团队也不例外。

我没有更改名单。但这并不意味着我们总是想着要找到更多的人加入进来。

关于 CEO 的工作，如果我今晚死了，董事会需要在明天早上安排一个人作为 CEO，他们将这样做。他们知道是谁，他们对此感觉很好。我希望也别太好了(笑声)。

但对投资经理来说，可能是一个或多个，他们不需要在第二天或下个周就做什么。我的意思是，投资组合的一切都不会因此而停止。因此，这可能是一个更从容的决定。它将在与新的 CEO 协商和达成一致的情况下做出。所以，你不应该期望第二天就听到指定新的投资经理的公告，但你应该期待在一个月内听到。

芒格：我认为，我们不会想要这样一位投资经理：他认为他可以根据宏观经济的概念来卖出，然后在持有现金不再有利的时候再买回来。既然我们自己做不到，所以我们也不是要找这样配置资金的人。

巴菲特：是的，我们自己都做不到，我们认为这是不可能的。事实上，我们会忽略任何这样做的人。

芒格：是的，我们会把他们排除在外。

芒格：对我们来说，他们还不够傻。(众笑)

8、芒格希望建立公私混合的医疗体系

股东：大家好，巴菲特先生，芒格先生。弗恩·库森伯瑞来自堪萨斯州的欧弗兰帕克。我想知道您能否分享一下您对医疗保健系统国有化的可能性的看法，那可能是什么样子的以及对您投资组合的影响？

巴菲特：好的，我会让查理回答这个问题，因为我不知道怎么回答。(笑)

芒格：就我个人而言，我认为类似欧洲的东西会在适当的时候进入美国。我认为它将由私立系统来补充，这相当于公立教育的私立学校竞争。尽管我是一名共和党人，但我对可能出现的情况并不感到恐惧。就我个人而言，我希望他们能推迟一年，让我们解决经济问题。(掌声)

巴菲特：我想说的是，我们有广泛的跨行业公司，我们有 24.6 万名员工为我们工作，就其对伯克希尔的影响而言，我们会作出调整，就像美国企业一般会做出调整，以适应这方面的任何发展。它不会给我们带来特别的问题。它也不会给我们提供特殊的机会。我们将看到国会所表达的国民情绪。我们会采取相应的行动。

9、为什么我们不培训或任命下一任首席执行官

Becky：这是继任者问题的后续问题。不过，这一条是特别针对三位 CEO 候选人的。它来自欧文·芬斯特，他问道："伯克希尔的运营非常复杂。让我们了解一下你为什么不愿意让你的继任者接受你的培训，不愿意让他自己处理交接过程中出现的无数问题？请给我们一些启发。对于伯克希尔、继任者和你本人来说，好处是显而易见

的，而你的不情愿令人费解。让他加入可能会减轻你的一些压力，并帮助你增加很多很多年的健康。"

巴菲特：欧文是我在俄克拉荷马州的朋友。40 年前，欧文和艾琳成为我的合伙公司的一员。他给我写信已经有三四十 years 了。而他在我身上运气并不好。所以他决定给 Becky 写信。(众笑)如果我们有好的办法让某个人担任某种角色，让他成为更好的伯克希尔 CEO，我们会尝试的。但事实是，我们的候选人正在经营企业。他们在做资本分配的决定。他们每天都在做运营性质的事情。这些都是他们的主要的工作。而当我坐在总部看书和打电话的时候，我们并没有什么其他的事情要做。我意思是说，我们如果想的话，每个小时都可以见面。我可以说，"这就是我现在所想的。你对此有什么看法？"(笑声)这是对人才的浪费。这太荒谬了。

欧文认为，他们会吸收我所做的一切。但实际上，我只是在读完《华尔街日报》后把它扔给他，然后我还会把《纽约时报》和《金融时报》扔给他。(笑)这些人知道如何经营大企业。他们经营的企业能赚到数百万甚至数十亿美元。所以，他们现在已经准备好了。除非他们已经 100%准备好了，否则我并不会感到高兴。他们知道如何分配资本。他们要做的最大的工作是，他们必须与潜在的企业卖家、与世界、与你、与股东、与其他经理人发展关系。这需要一些时间，但是他们必须与人熟悉。你知道，这并不是需要真正加快推进的事情。这没什么特别重要的。我是说，他们知道如何经营生意。他们会比我做得更好。可能最大的挑战是，在我们电影中你看到的所有那些有才华的经理，而这些人有不同的风格。他们在某种程度上有不同的需求。他们有不同的经营方式。但他们都很成功。但是他们中的一些人用左手击球，一些人用右手击球.....我的意思是，他们之间都有一些不同，但他们都做得非常好。

而对于伯克希尔的 CEO 来说，这确实需要对每个人性格有一些了解。哪些人喜欢完全自己运营，哪些人喜欢偶尔被检查等等诸如此类的事。但这并不是让一个正在成功经营企业、创造价值的人才坐在我旁边的办公室里，让我们讨论当天发生了什么事情的理由。我是说，查理和我一起工作了几十年。我从查理身上学到了很多。但我还没有做到让他坐在隔壁，每小时开会或诸如此类的事情。你觉得呢，查理？

芒格：我认为，平均而言，比起呆在总部看着别人按他的方式做事，你更有可能以极大的自由裁量权来管理子公司，从而成为一名合格的 CEO。很多在世界上运作良好的模式，比如强生，就很像伯克希尔，他们是分散的，让这些人从子公司中冒出来。他们不会在总部的温室里培养 CEO。

巴菲特：我们在伯克希尔有一个不寻常的情况，大多数高层人员，几乎所有人，都在做他们想做的事情。我

是说，他们喜欢经营自己的生意。这就是他们来这里的目的。这就是他们正在做的，我们让他们按照自己喜欢的方式去做。所以我们不会有 50 个人都认为他们在金字塔的顶端。欧文想让我说出他的名字，他跟我谈过这件事。但这种情况在未来可能会改变。它可以创造一些可能——比如我们在通用电气看到了，当杰夫·伊梅尔特从三个人中被任命时，其他两个人离开了。我看不出有什么加冕的王子在身边有什么好处。但欧文会继续给我写信，我可以向你保证这一点。(众笑)

10、巴菲特商学院：只有两门课程

股东：嗨，沃伦。我叫莎拉，来自内布拉斯加州的奥马哈。我想知道您是否可以解释一下您培养下一代投资者的策略，即价值投资。你将如何教导这群年轻人？

巴菲特：今年有 49 所大学来了奥马哈——大部分是大学，只有少数学院。每 6 个一组。最后一个，我们增加了一所大学。我们有 8 个全天的课程。有时他们问我，如果我办商学院，教投资，我会做什么。

我告诉他们我只有两门课。**其一是如何为企业估值，其二是如何思考市场。**

我不会有任​​何关于现代投资组合理论或贝塔或有效市场或类似的东西。我们会在开始的 10 分钟内就把它处理掉。纽交所大概有 4000 多家公司，在纳斯达克有更多的公司。你不需要在 4000 家公司上的分析是正确的。你也不需要 400 家公司上是正确的。甚至你不需要在 40 家公司上是正确的。你不必知道如何评估所有企业的价值，**你只需要停留在你能理解的能力圈范围内，在那些你可以估价的东西中，寻找那些以低于其价值的价格出售的东西。你可以从一个相当小的能力圈开始，随着你的发展，你可以了解更多的商业知识。但你会发现，有很多公司根本不适合估值，你就会忘记它们。**

我认为，会计能帮助你做到这一点，你需要理解会计才能了解商业语言，但会计也有巨大的局限性。你必须学习足够多的知识才能知道，什么会计是有意义的，什么时候你必须忽略会计的某些方面。你必须明白，什么时候竞争优势是持久的，什么时候是短暂的。你必须了解呼啦圈公司和可口可乐之间的区别，这并不难做到。

然后，**你必须知道如何思考市场波动，真正了解市场是为你服务，而不是指导你的。**在很大程度上，这不是智商的问题。如果你在做投资，你的智商是 150 分，你可以把其中 30 分卖给别人，因为你不需要它(笑声)。我的意思是，你需要相当聪明，但你根本不需要成为一个天才。事实上，它会造成伤害。

但你必须要有稳定的情绪。你必须对自己的决定有一种内心的平静。因为这是一个游戏，你每时每刻都会受

到刺激，人们总是在发表自己的观点。

你必须能够独立思考。而且，我不知道有多少是天生的，有多少是可以学习的。但如果你有这样的品质，你能花一些时间学习如何为企业估值，你会在投资上做得很好。

这不是一个复杂的游戏。正如我说过很多次的——**这很简单，但并不容易。**你不需要理解高等数学，你不需要了解法律。有很多事情你不需要很擅长。在这个世界上有很多工作比这更艰难。但是**你必须有一种稳定的情绪，能让你度过几乎所有的事情。**随着时间的推移，你会做出好的投资决定。查理？

芒格：是的，你确实需要认识一个基本的问题，那就是，**未来世界上一半的投资者，将处于底部的 50%。**(笑声)换句话说，**处于顶端的人总是比处于底层的人有更多的技能。而且，你永远也不可能把全世界的投资专业知识都同质化。**在现代投资实践中，在现代投资银行中，在现代学术界，在商学院，甚至在经济系中，有太多的错误和愚蠢，如果你能够减少这些废话，我认为这是你们应该期待的。

巴菲特：除了某种基本的技能水平之外，难道你不认为你的情感塑造比某种超高水平的技能更重要吗？

芒格：当然。如果你认为你的天赋——如果你认为你的智商是 160，而它实际上是 150，那你就是一场灾难(众笑)。你知道，一个有 130 智商的人更好，他往往能够更好的控制自己。

巴菲特：我看到了学生们的到来。我喜欢一个来自芝加哥大学的同学，他是我中的一个学生。我被问到的第一个问题是，“我们学到的最错误的东西是什么？”我的意思是，我希望他们能向学校里的专家组提出这样的问题。

芒格：他们该怎么回答呢？(众笑)

巴菲特：是的。但在 25 年前，有效市场理论是一部圣书。你知道吗，我一直不明白商学院怎么能教它。我的意思是，如果你在前五分钟走进来，你对学生说，“一切都合理定价”，我的意思是，你该怎么打发剩下的时间？(笑声)但是他们做到了。他们因为做得好而获得了博士学位。你知道，他们在他们的作品中使用的希腊符号越多，他们就越受人尊敬。这甚至让我对学术界普遍产生了偏见，令我们都感到震惊的是，疯狂的思想在多大程度上得到了接受和传播。后来我读到了一段话，可能部分解释了这一点。是著名物理学家马克斯·普朗克说的。

马克斯·普朗克所谈论的是人类头脑——特别是那些聪明的头脑——对新思想的执着。尤其是对那些经过多年精心发展的，并受到其他有地位的人宣传的思想。他说，“科学跨过次次葬礼而前进”。我认为这很有道理。在金融界里确实如此。(量子力学奠基人普朗克曾发感慨：新的科学事实的胜利，并不能靠说服其反对者。只有当反对者

逝去，事实才自然而然地被新一代所接受。)

11、阿吉特·贾恩的继任者不会拥有同样广泛的权力

安德鲁·罗斯·索金：好的。我们有一个关于继任者的问题，来自 BenKnoll。你曾说过一句名言：你应该投资那些傻瓜也能经营的企业，因为总有一天傻瓜也会经营。(笑声)鉴于贵方再保险公司的能力和对大额金融投资的倾向，一旦阿吉特消失，贵方能否就风险向我们提供更多的保证？你对他的继任有什么计划吗？伯南克说：Maurice Greenberg 离开后，AIG 公司泰坦尼克般的结局让我惊慌失措。《帝国的兴衰：AIG 的故事》

巴菲特：是的，我要说的是，取代阿吉特是不可能的。我们也不会去尝试。因此，我们不会在风险大小或诸如此类的问题上，给予阿吉特的继任者类似于阿吉特一般的自由。在查理和我看来，我们有一种独特的天赋。当你得到这样的人，你给了他们巨大的权力，这是因为在你的头脑中，你早已坚信"这就是要与你共事的人"。

但这并不意味着权威与地位是一致的。权力属于个人，我们不会放弃，就像他们所说的那样，在保险中放弃你的笔是非常危险的。在这座城市有一个奥马哈互助协会，在 1980 年代，它已经小心翼翼地经营了大约 75 年，我相信它已经成为世界上最大的健康意外险协会。然后他们认为应该开始提供财产意外再保险。所以它们把一支笔给了这里的某个人，可能没人听说过这个名字。他仅仅是签了几份合同，它们就在很短的时间内损失了一半的净资产。而它们担心即将失去的可能不止这些。所以，你可以用一支笔在保险业务中造成巨大的损失，你必须非常小心你把笔给了谁。我们把我们的笔给了阿吉特，而我们不会把它给其他任何人。

而我很喜欢听他讲他做的事情。所以我们每天都聊天。但我们不是因为他做任何事都需要我的批准而每天都聊天。我们每天都聊天，只是因为我觉得很有趣。当他说，"迈克·泰森的几年寿险应该收多少钱？"我的意思是，这是一种我可以得到一种感兴趣的事情。(笑声)我还问他，如果一个医生被一个对自己的治疗感到不满的女人枪杀，这种情况是否会被排除在外，使得其保险价格有所不同，但是我喜欢讨论这类事情。但在业务中我并不重要。而我们需要阿吉特。我们也找不到人代替他。你知道，有些事情必须要这样面对。查理？

芒格：是的。这句话的意思是(傻瓜来经营企业)，换一种说法，如果它不能承受一点管理不善，那它就不是什么好生意。当然，你更喜欢能够取得成功的生意，即使它管理得不是很好。但这并不意味着你不喜欢这样一个管理出色的企业。这两个因素都很重要。

我们可不是在寻找管理不善。我们喜欢在无意中遇到困难时承受困难的能力。但我们不是寻找它。

巴菲特：是的，**我们不会把任务分配给我们认为超出他们能力的人**。而碰巧的是，阿吉特拥有巨大的能力。所以他被分配了一些非同寻常的事情。但在我们的保险业务中，你看不到这一点。而我们的经理们并不期望以这种方式运作。这是阿吉特的情况。而且他身体很好。而且，我们给他所有他想要的樱桃可乐或软糖。顺便说一句，我推荐这种软糖。太棒了。我玩得很开心。(众笑)

12、伯克希尔内在价值

股东：早上好。我是史蒂夫·富尔顿，来自肯塔基州的路易斯维尔。今天下午我放弃了肯塔基赛马会的包厢门票，出来问你这个问题。谢谢你给我这个机会。我的问题是关于你如何看待，或者说你如何看待市场对伯克希尔股票的估值。你通常说，伯克希尔有两个主要的价值组成部分：你拥有的股票、债券投资等，以及你从非保险运营公司获得的收益。当你比较 2007 年和 2008 年时，投资收益下降了大约 13%，经营收益下降了约 4%。但市场对该公司股票估值下降了约 31%。我很好奇您对这一估值有何评论。

巴菲特：是的，我想你说到点子上了。我们确实认为，这些投资显然物有所值，否则我们不会拥有它们。事实上，我们认为它们在任何特定时间都比持有的价值更高，总的来说，**我们认为它们的价格被低估了**。所以我们对这个下降数字没有遗憾。我们重新定义了我们的盈利能力，我们忽略了保险承保的利润或亏损，因为理论上来说，如果保险收支平衡将给我们带来免费的浮存金，我们将用浮存金投资。总的来说，我认为保险可能会产生一些承保利润。因此，**我认为我们在投资这方面甚至有所低估**。

去年旗下这些经营企业的盈利能力不如正常水平，今年的天气也不会像往年一样好。但我们认为，总体而言，这些都是相当不错的业务。**虽然它们中的一些会遇到麻烦，但大多数都会做得很好**。我认为它们中的一些人会做得很轰动。

因此，我认为将伯克希尔视为两个部分的总和是完全合理的。大量具有流动性的有价证券(或者可能流动性不那么强，但至少定价合理，或者可能甚至被低估的证券)，以及大量的具有盈利能力公司，随着时间的推移，我们将努力提高它们的赚钱能力。如果你这样看，你会得出这样的结论：**相对于其内在价值，伯克希尔 2008 年底的股价比 2007 年底要便宜**。但你也会对大多数证券得出如此的结论。换句话说，**整个证券市场都被低估了**。每只股票的价格都会受到其他股票价格的影响。如果 ABC 股票的股价下降，那么 XYZ 的股价也会下降。如果你能以 8 倍或者 9 倍的市盈率买入好公司的股票，与在 18 或 20 倍 PE 买入股票相比，后者会降低伯克希尔的价值。这些

数字都是凭空捏造出来的，但在金融世界中，一切都受到其他一切的影响。当你说一鸟在手胜过两鸟在林，你是在作比较。你必须把它和其他所有可用的灌木丛进行比较。

所以，你是对的。伯克希尔在 2008 年底相对于内在价值比 2007 年更便宜，至少在我看来是这样。而这两个变量将会起作用。我们会定期向您汇报。随着时间的推移，我们希望两者都会增加。我们特别希望经营收益方面有所增长，因为这是我们现在的主要关注点。我们希望随着时间的推移，将资金投入到良好的运营业务中，并大量增加这一数字。查理？

芒格：我认为，去年对浮存金业务来说是糟糕的一年。这自然会使浮存金所有者暂时处于不利地位。但从长期来看，你以低于零的成本拥有大量浮存金将是一个巨大的优势。我也不会对股价下跌感到太兴奋。我碰巧知道，有一个买家在伯克希尔被推到绝对顶峰时买了大约 1 万股。从长远来看，这对大局有多大影响？

重要的是这样的事情：我们的意外险业务可能是世界上最好的大型意外险业务，还有我们的公用事业子公司...可能有更好的，但我不知道。不过，如果我必须押注世界上一家硬质合金切割工具业务，我会押注伊斯卡能够与其他任何公司竞争。我可以在名单上再说很多家公司。我认为，从长远来看，这些事情将非常重要。如果你认为很容易得到那种地位，就像伯克希尔所占据的地位一样，那你就生活在一个与我所居住的世界不同的世界。(掌声)

巴菲特：是的，我们现在的保险业务是一项了不起的业务。它有一些卓越的管理者。去年发生了一件有趣的事情。9 月，我们经历了非常严重的金融危机，美国人的行为开始发生了变化，也可能是世界各地的人，但就我们的业务而言，这就像敲响了一声钟。金融危机对我们的珠宝生意、地毯生意伤害很大，它也伤害了 NetJets，几乎伤害了所有的生意。例如，危机伤害了美国运通，平均票价下降了近 10%。就是这样，人们的行为改变了。

但其中一个表现很有趣，它导致了 GEICO 的电话响得更多了。我们并没有特别改变我们的广告投放。相对于其他公司，我们的价格优势并没有改变太多。但突然之间，一切都变得非凡起来。每周都有成千上万的人访问我们的网站或打电话给我们。所以，突然之间，节省 100 美元或 150 美元或其他什么，变得很重要。不仅是那天观看我们广告的人，还有那些认为广告潜伏在他们脑海中的。他们都去登录了 geico.com。去年，我们增加了大约 66.5 万名保单持有人。那可是很多人。到目前为止，它使我们成为大公司中增长最快的汽车保险公司。但今年前四个月，我们就增加了 50.5 万投保人。这是因为人们行为上的变化。

而这种特许经营权，这种竞争优势，是几十年来建立起来的。日复一日，一个又一个办公室，一个又一个同

事。托尼很好地培养了它，没有人能做到。但当时机来临时，它会带来巨大的回报。我们是大型汽车保险公司中的低成本生产商。这意味着我们可以提供最好的价值。现在人们有了价值意识。所以这些事情一直在我们的子公司，和那些经理人之间发生。随着时间的推移，它积累了大量的价值。我的意思是，每个 GEICO 保单持有人都是公司的真正资产。我可以给你一个估计值。但我不认为这一定是明智的。但它们真的很值钱。而且，我们现在是全国第三大汽车保险公司。我认为我们今年可能会以 8.5% 的市场份额结束。1993 年托尼接管公司时，这个数字是 2%，只占很小一部分。我们的基础已经就位，让我们飞得更高。(掌声) 卡罗尔？

13、2008 年很艰难，但仍没有分红计划

卡罗尔·卢米斯：我向你保证，这个问题不是来自苏珊·卢奇。然而，它确实涉及到股利政策。它来自宾夕法尼亚州亚德利的彼得·萨金特。为了提出这个问题，他引用了《所有者手册》的第 9 条原则，沃伦在那里写道："我们认为，应该根据结果定期检查经营的成果。我们通过评估随着时间的推移，每保留 1 美元，是否至少为股东带来 1 美元的市场价值，来检验保留收益是否明智。迄今为止，这一检验已经通过。"这是不久前写的："我们将继续在 5 年滚动的基础上应用它。随着我们的净资产不断增长，我们越来越难以明智地使用留存收益。"

所以我现在在这里引用提问者的话：

最近的年报让我想到公司和股价的表现，伯克希尔在过去几年似乎做得不错，但股价似乎没有跟上。所以我看了过去五年的每股收益。它们在年度报告的第 26 页。它们加起来，总共是 29207 美元。正如你可能知道的，伯克希尔在 2003 年 12 月 31 日的收盘价是 84250 美元。如果你把每股 29207 美元的留存收益加到股价上，你就会得出 113457 美元的最低市值。自从伯克希尔在 2008 年 12 月 31 日以 96600 美元收盘以来，这一数字一直低于当时的水平，现在也在这一水平左右，似乎每保留 1 美元，市场价值并没有增加。假设我的分析是正确的，这就提出了伯克希尔是否会在未来一年支付股息的问题。

巴菲特：好的，我们现在就这个问题进行一个小测验。顺便提一句，5 年期的收益将包括期末列入未实现增值的收益。换句话说，其中一些增值实际上是在购买当时的资产价值中建立的，但后来被实现了。但事实是，如果你把我们在这五年中赚的所有钱，以及购买的股票、债券和企业，在 2008 年 12 月 31 日卖掉它们换成现金，我们就会亏损。我认为几乎所有的资本项目都是如此。

如果你真的用你可以出售的东西来衡量，我们购买的很多企业没有市场价格可言，并且在当时，股票的价格

也经历了大幅下降。所以我想说他是完全正确的，以 2008 年 12 月 31 日的价值来衡量，在那个特定的市场点，1 美元再投资收益并没有产生 1 美元的市场价值。

现在，我想说的是，我们也会用标准普尔指数来衡量我们的经营业绩。我们使用账面价值作为内在商业价值的保守代表，但我们认为伯克希尔的内在价值更高。我们只是用账面价值作为一种替代。**在伯克希尔的历史上，我们一直在这样做。我们从来没有在任何 5 年时间段里表现不佳。**而且，正如我几年前所说的，随着我们变得更大，做到这一点要困难得多，我们将满足于个位数的回报。但到目前为止，这一考验已经达标。在我们将所有收益进行再投资的过程中，它已经满足所有条件。

我认为，我们仍有责任证明，伯克希尔将以高于我们留存收益的价格出售。即使在今天，伯克希尔历史累计留存的每一美元也会转化为超过一美元的市场价值。但我可以肯定地说，**如果你用这五年的时间把我们在前段时间里买的所有东西都以这个价格卖掉，那就会有亏损。**查理？

芒格：是的，我不会对这些每 50 年才发生一次的古怪事情感到太兴奋。如果你为他们做了充分的准备，而你却被打得鼻青脸肿，而其他的人正遭受更多的痛苦，那么**不寻常的机会正向你走来**，而你在其他条件下看不到这些机会。我认为我们不应该为此流泪。以富国银行为例。我认为富国银行会走出困境，变得更强。事实上，**股票在底部的滴答声吓坏了很多，我认为这将被证明是一个非常暂时的现象。**

巴菲特：是的。实际上，富国银行跌破了每股 9 美元，而此时业务的**息差**从未这么好过，**存款余额**从未这么好过，它们相对于其他大银行的**资金成本优势**从未这么好过。但你知道，这是在一个充满恐惧的市场。毫不夸张地说，我那天有一个班会，**这是唯一一次让我在这些课上说出一只股票的名字。**有人拿着手机查了一下价格，价格低于 9 美元。我说，**如果我必须把我所有的账面价值都放在一只股票上，那就是这只股票。**他们的业务模式非常棒。而且，你知道，你什么时候会有机会收购像第四大银行美联银行(Wachovia)这样的银行？然后开始计算富国银行获得的资产与负债的息差，并建立他们和客户之间所拥有的关系。这是一个很好的商机。几年之后，富国银行的情况会好得多，比这一切都没有发生要好得多。除非他们不得不发行大量股票，而这是不应该的。

我认为其他一些企业也是如此。**但你必须做好准备。你不能让别人把你弄到一个你必须出卖自己持仓的位置上。在这个世界上，杠杆是导致人们麻烦的原因。**所以，你永远不想处于这样的境地：有人需要从地毯下把你从下面拉出来。你也永远不希望自己的情绪处于失控的状态。我的意思是，你不想让别人强迫你出售，你也不想让

自己的恐惧或情绪导致你在错误的时间出售。我的意思是，为什么有人以每股 9 美元的价格卖出富国银行，而他们用每股 25 美元的价格拥有它，而且生意更好，这是市场行为方式的奇怪之处之一。但人们会这么做。他们会受到价格的影响。

如果他们像我一样拥有一个农场，离这里 30 英里，他们不会每天都得到一个价格。我 25 年前买下了那个农场。你可以看看玉米的产量，大豆的产量，价格，化肥成本和其他一些东西。你可以通过资产本身来判断你是否进行了明智的投资。你对资产的产出有自己的预期。但人们在股票往往看价格。所以他们让价格告诉他们应该如何感觉。在我们看来，这有点疯狂。我们认为，你应该像看待你买的公寓或你想要的农场一样看待你的生意。他们让每天都有报价的事实变成了负债，而不是资产。我想说的是，你最好回去读一下《聪明投资者》第 8 章，它告诉你如何思考市场。这将比学习现代投资组合理论对你更有好处。

14、大规模刺激支出必然会有一些"糟粕"

股东：我的名字是吉姆·鲍尔斯。我来自马萨诸塞州的西牛顿。我的问题与联邦政府的刺激法案有关。我了解到，只有 8% 的资金打算用于基础设施。当你投资时，你通常会关注你花钱换来的资产。随着国家陷入如此多的债务，你难道不认为，如果联邦政府投资的资金的很大一部分用于实体资产会更好吗？就像它在大萧条期间与田纳西流域管理局、胡佛大坝和其他设施所做的那样，这些设施今天仍然在赚钱，并通过政府偿还了原始投资的许多倍，同时让无数人工作。

芒格：让我来回答这个问题。是的。(笑声和掌声)

巴菲特：我当然同意。我指的是 1930 年代，当时用来刺激经济的钱做了很多非常棒的事情。这应该是我们的目标和模式。我不能完美地评估目前的刺激法案将会做什么。前几天我确实收到了社会保障管理局的通知，告诉我我将多拿 250 美元。这应该能让我坚持 6 到 7 个月。(众笑)我相信查理会用这些钱生活得更久的。(众笑)但你知道，这就是巴菲特家族目前所受到的刺激援助。显然，你想尽可能明智地使用这笔钱。

很明显，任何时候联邦政府做任何大规模的事情——任何时候任何大的组织，教堂或企业或任何事情，在某件事情上投入各种资源，通常会伴随有相当多的垃圾。但当它通过国会和其他程序时，我不能保证结果会如何。但我认为，我们的意图是让资金迅速付诸行动，并最终明智的方式加以利用。

但如果珍珠港事件发生后的第二天，如果你在宣战时附上 5 或 6 千个专项拨款，你知道，那就不是什么好看

的景象了。我的意思是，我们现在的制度，在将特定立法者的利益与共同目标分离开来方面，它似乎并不是完美有效的。当我看到这些钞票上的东西时，我很苦恼。这当然是一个恰当的例子。所以我同意查理的回答。

但我认为政府的意图是正确的。当美国公众像他们一样退缩时，政府确实需要介入。它会产生后果。我们正在大规模地做常规的事情，但我们在做非常规的数量。我们将看到我们现在所做的一切的后果。我觉得我们应该这么做。但我不认为我们应该认为这是免费的。

芒格：是的，在基础设施投资的清单上，我们有一个不需要动脑筋就可以完成的大项目。这就是经过巨大改进的全国电网。这对我们毫无帮助的可能性是零。而这一切一旦发生，将给伯克希尔的公用事业子公司带来巨大的好处。但这不是我提出这个问题的原因。如果我们没有公用事业子公司，我也会提出这个论点。

巴菲特：不过，如果有公用事业子公司，我们可能会让它变得更强大一点。（众笑）

15、很难与政府担保的债务竞争

Becky: RitaAddison 的问题是，“现在即使是实力较弱的金融公司，也可以通过使用美国政府对其债务的担保，获得比伯克希尔更便宜的借款，伯克希尔强劲的资产负债表和信用评级，如何帮助其把握买入机会？”

巴菲特：是的，正如我在年度报告中指出的，在任何融资类型的业务中，我们都处于非常不利的地位，因为我们的竞争对手都是通过政府担保获得资金和融资的。而我们的原材料(资本成本)花了我们很多钱。这在克莱顿尤其适用，我们有 100-110 亿美元的抵押贷款，大部分是预制房屋。这是一个非常优质的投资组合。Kevin Clayton 和克莱顿的员工在负责任地放贷方面做得很好。我们的借款人表现得很好。但投资组合所需的资金成本，比一些陷入困境的银行花费的成本要高得多。这对我们来说是一个真正的问题，这迫使我们试图找到其他各种资金来源。以某种方式，让有政府担保的人参与到项目中来，这就是我们现在的生活现实，有些是政府担保的幸运儿，有些则不是。当然，你会戏剧性地看到，在一些公司的情况中，他们的部分资金有政府担保，然后继续出售剩下的债券，而这些都是没有担保的。就在前几天，我记得——我可能在这一点上是错的，但我认为高盛出售的东西带有 400 个基点的利差，这是没有政府担保的。而他们的有政府担保票据会比这低几百个基点。通用电气今年早些时候出售了一些没有政府担保的东西。有担保和无担保之间的利差很大。我们没有任何东西可以有政府担保而销售，所以我们在任何方面都不属于那个受欢迎的阶层。我们也不能成为银行的控股公司。所以，只要情况继续下去，我们就必须想办法调整。

我们只是真正使用借来的钱用于我们的公用事业业务。但其他公用事业公司并不属于这一类。我是说，公共事业行业。因此，与大多数公用事业公司相比，我们的公用事业公司可以很好地借到钱。中美能源公司的信用被认为是非常好的。总体而言，我们以较低的利率筹集资金，这使我们的公用事业客户受益。除了在克莱顿的融资，我们在其他业务上占用的钱并不多。我们不会用很多钱。

所以我们基本上是通过浮存金来赚钱的。我们的浮存金是 580 亿美元。我刚才提到，富国银行在第一季度的融资，我认为是 1.12%，112 个基点是非常便宜的。但我们的钱更便宜。我们不能像富国银行那样得到那么多的资金。但我们确实有 580 亿美元。事实上，我们现在有更多，你会认为随着时间的推移，我们的成本将低于零，尽管在某些特定时期，我们将为此付出代价。但是，**我们没有办法与一个政府担保的企业正面交锋，他们可以在政府的担保下筹集资金。**无论我们多么谨慎地开展业务，我们都无法在任何业务上与他们正面交锋。查理？

芒格：当然，我们在资金上处于劣势。但另一方面，我们不像银行或银行控股公司那样受到监管。我认为，如果我们利用这一劣势并沉迷于此，那我们就太忘恩负义了。

巴菲特：我经常听到这样的讲座。(众笑)

16、格雷厄姆可能会同意我们在衍生品上的观点

股东：嗨，巴菲特先生。嗨，芒格先生。我叫 MaryKimble，来自纽约市。在回到基本问题上，你认为格雷厄姆对衍生品会怎么说？

巴菲特：他不会喜欢它们的。我想他可能会像我在 2002 年说的那样说，**它们对系统构成了真正的风险。它们导致杠杆失控。**它们导致交易对手签署在某些情况下可能难以实现的东西。它们将本已脆弱的经济体系置于其中，给系统增加了压力，而这些压力可能会以不可预测的方式突然出现。但他可能也会说，如果他看到一些产品定价错误，他会采取相应行动。但他不会让自己处于这样一种境地，即那些不谨慎行事的人的问题会给他带来任何麻烦。我想这可能就是答案。

衍生品有几个问题。早在 1929 年之后，国会召开了会议，有一个佩科拉委员会等等，他们认为让人们以证券为抵押借很多钱是非常危险的，而且这导致了大萧条。因此，他们说，美联储应该监管人们可以用证券作抵押借多少钱。这对社会很重要。美联储开始有保证金要求。这些要求仍然存在。**你不能以你的证券为抵押借入超过 50% 的资金。**实际上，有一段时间，美联储不允许借贷。保证金要求达到了 100%。但衍生品的出现让这些规则

变成了笑柄。你有他们所谓的“总收益互换”，就是说，你可以以你所拥有的资产为抵押，借到 100% 的钱。这远远超过了 1929 年存在的任何东西。因此，衍生品成为一种绕过市场杠杆监管的方式，就像我说的，国会认为这很重要，美联储仍然有责任执行。

衍生品也意味着结算日期被推迟。证券市场的一个问题是，当你今天有一笔交易时，如果你一年内你都不需要结算，你会发现有时很难找到交易的另一方。而衍生品允许这些非常长的结算期。但证券市场往往在三天内就需要它们进行结算。他们要求在三天内完成交易总是有原因的。随着期限的延长，你会得到越来越多的违约。所以他们是危险的——他们是系统性的危险。这是毫无疑问的。

我们有一本书叫《1929 年大崩盘》，作者是 Ken Galbraith。这是一本伟大的书。你真的应该买下来。它讲述了 1929 年的故事，它讲了保证金要求，所以...格雷厄姆不会喜欢一个大量使用衍生品的系统。但我不认为他会超然，如果他看到一些看起来离谱的东西，并且他知道他可以自己处理——我认为他会非常愿意买入或卖出一个错误定价的东西。查理？

芒格：我认为衍生品业务存在更深层次的问题。衍生品交易商利用了他们相对于客户的两个优势。

第一，赌徒式的数学优势，这相当于拉斯维加斯的赌场优势。

第二，衍生品交易商与自己的客户玩同样的游戏，其优势是成为更好的玩家，因为他们了解客户在做什么。

这基本上是一个肮脏的生意。你是在向信任你的客户推销东西，而这些产品对客户是不利的。在美国，我们不需要更多这样的事情。我们需要更少。(掌声)

17、救助不应损害优先债务持有人的利益

安德鲁·罗斯·索金：这个问题是今天早上提出来的。考虑到下周即将公布的压力测试结果，这是一个及时的、富有哲理的决定。这关系到你在富国银行、美国合众银行和高盛的股份。问题如下：政府提出的克莱斯勒和通用汽车重组计划要求债权人以及普通股股东承担损失。然而，对银行来说，政府的行动到目前为止还没有要求优先股和债券的持有者做出让步，政府只是要求稀释普通股的持有者。在银行救助计划或大型银行控股公司的决议中，优先股和债券的持有者应分担多大程度的损失？你是否预计自己持有的任何股票会被稀释？

巴菲特：是的，我会这么说。这是由非常具体的机构所持有的。在房地美和房利美之间，优先股已经消失了。我是说，这没有公平可言。实际上，优先股和普通股一起被消灭了。

美国合众银行和富国银行都是赚大钱的公司。它们有很多普通股。因此，**没有理由去给持有它们优先股的持有人说，让他们应该在这些公司仍有大量普通股的情况下放弃任何东西。**这就好比说，如果我有一个房屋抵押贷款，抵押贷款大概占房产价值的 70%。然后你对我这个以 70% 的房屋价格申请抵押贷款的人说，"因为其他人在社区支付他们的抵押贷款有困难，因为他们有更高的抵押比例或什么的，你应该放弃你的一些东西，以进一步增加我的权益。"

这里有大量的普通股股权，高盛，美国银行，富国银行都有。它们有很多普通股股权，这意味着它们拥有很多赚钱的能力。所以，优先债权真的没有理由放弃任何东西。你可以向房地美和房利美的情况提出意见，关于它们的次级债权，关于它们是否应该像优先股和普通股一样遭受损失。但我不认为这适用于未来有很强盈利能力的盈利机构。

我很想买下美国合众银行。你知道，如果可以的话，我很想买下富国银行的所有股份。但你知道，**我们不允许这么做，因为这会让我们成为一家银行控股公司。**但对于这些企业，债权人没有理由遭受损失。

现在，你进入克莱斯勒或类似的公司，他们一直在亏损，他们没有竞争优势。在任何情况下，他们是否有一个可持续的商业模式是值得商榷的。在这里，普通股是否要承担损失是毫无疑问的。你知道，他们没法发行任何普通股。因为如果普通股不得不承担克莱斯勒及其所有债务的话，没有人愿意为此支付一美元。

很多人会支付数十亿美元来收购美国合众银行或高盛，你知道，包括他们所有的债务。所以这些是不同的情况。如果你陷入普通股权益被抹去的情况，你就会进入资本结构内财产的适当分配，那么你就会陷入一个问题，谁需要放弃的最多，并且优先债权可能也需要放弃一些东西，等等。但我不认为这适用于那些价值巨大的企业，特别是那些普通股股权价值巨大的企业。查理？

芒格：我没有什么要补充的。(众笑)

18、在审查你的投资组合时，忽略原始成本

股东：您好，巴菲特先生和芒格先生，我是凯利·卡德韦尔，来自伊利诺伊州沃伦维尔。如果你们中的任何一个今天开始一个较小的投资基金，让我们假设在伊利诺伊州的沃伦维尔，一个 2600 万美元的基金叫做中央广场资本——

巴菲特：稍后你会收到你打广告的账单。(众笑)

股东：假设在资产规模较小的情况下，你们在仓位分配和周转频率方面会有什么不同？

例如，如果你拥有一个由 10 只股票组成的投资组合，其中有 5 只在短时间内实现了翻倍，那么作为积极管理投资组合，你是否会在其中 5 只实现了翻倍的股票中兑现利润，将收益重新配置到你的其他头寸中，比如配置到那些股价还没有上涨的头寸中？这样做是否合理呢？或者你会赞成以长期投资的名义袖手旁观的策略吗？

巴菲特：我们会拥有 6 只我们最喜欢的股票。这与我们在他们身上的投资仓位没有任何关系。这只与我们对其价格与价值的评估有关。成本是多少并没有什么区别。顺便说一句，如果他们下降了 50%，我们也会说同样的话。以你的例子来说，我不知道该基金实际上是涨了还是跌了。所以，我们的原始成本基础与基金业绩没有任何关系，除了在极少数情况下。我们现在在伯克希尔确实有这样的情况。当查理和我管理基金时，我们并不担心某些事情是好是坏。我们担心它的价值与它的价格相差多远。我们试图将我们的大部分资金投入非常少的头寸中，而我们非常了解这些头寸。我们现在做同样的事情。一百年后我们还会做同样的事。查理？

芒格：是的，他巧妙地建议你采用一种不同的思维方式。(笑声和掌声)

19、伯克希尔的竞争优势不再需要我们了

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自俄勒冈州波特兰的 Michael Welter。

"你经常说，你在投资中寻找的两样东西是可持续的竞争优势和简单、容易掌握的商业模式。伯克希尔的可持续竞争优势可以说是你们沃伦和查理。而这显然是不可持续的。"

巴菲特：我不同意。(笑)

卡罗尔·卢米斯：我知道你会这么说的。

"而目前，伯克希尔没有一个简单、容易掌握的商业模式。所以，如果你们两个是外部投资者，有没有可能，不管伯克希尔提供的内在价值和价格是什么组合，你们今天都不会投资于它？"

巴菲特：不，我们的可持续竞争优势是我们拥有一种文化和商业模式，人们会发现这种模式非常非常难以复制，甚至是只复制一半。我们有一群不同寻常的股东。我们的公司是由员工拥有的，股票的周转率，即使考虑到重复计算之类的因素，也可能是每年 20%，而实际上标准普尔 500 指数的每只股票的年周转率都超过 100%。所以我们有不同的股东基础。我们的员工对他们的业务有不同的理解。我们的企业可以为那些拥有私人企业的人提供机会，让他们像过去一样继续经营自己的企业，摆脱律师和银行家之类的问题。我不认为美国有任何其他公司

有能力做到这一点，或者有能力大规模采用这种模式。

所以我想说，我们有一种终极的文化。这对我和查理来说并不特殊。我们可能帮助创造了它。但这是一种根深蒂固的文化，任何一位 CEO 在上任时都会非常熟悉这种文化，并致力于此，而且能够在未来继续下去。

我不想说出其他公司的名字，但你不能在其他地方复制它。因此，我认为任何想要复制伯克希尔的人都将经历一段非常艰难的时期。**我认为我们所拥有的优势将会非常、非常持久。**人们也不会因为查理和我坐在这里而感到奇怪。人们最初可能是，但现在不再是了。我们的经理加入了这种文化。我们的股东加入了这种文化。我们的文化一直在加固。人们看到它起作用了。**我不知道如果我经营其他公司，我该如何复制它。**

而且这很有意义。因为会有企业，就像之前的 ISCAR 一样，就像 GEICO 的管理层在 90 年代中期想要做的那样，会有人想要加入我们。而且他们真的没有好的第二选择。也会有很多人不这么做，但是没关系。我们只需要有一些正确的人加入我们。它可以持续很长很长的时间。查理？

芒格：是的。我可能会有一点不同的说法。在美国，很多公司都是愚蠢地从总部运作，**因为他们试图迫使各部门每个季度的利润都要好于上一年同一季度的利润。**很多糟糕的决定和做法都在这些企业中蔓延。而在伯克希尔模式中，这种情况不会发生。因此，尽管沃伦和查理很快就会离开(对我来说不会太快，但我有点担心沃伦)，但是**其他企业界愚蠢的管理实践，可能仍足以让伯克希尔在未来获得一些比较优势。**(掌声)

巴菲特：好的。这是非常重要的，不是吗，注意你吃的东西，因为你要注意保持长寿(笑声)。所以我们在这里一次只开几个小时的会议。(笑)

20、我们不会保留所有股票，但我们会保留所有生意(控股)

股东：巴菲特先生，芒格先生，你们好。我的名字是 AznarMidolf，来自旧金山。我的问题来自一个金融博客。当基本面已经永久改变的时候，你如何证明永远持有股票是合理的？

巴菲特：嗯，答案是我们不需要。**如果我们对管理失去信心，如果我们对竞争优势的持久性失去信心，如果我们认识到我们在进入时犯了错误，我们就会卖出。**所以这不是闻所未闻的。另一方面，如果你真的得到了一家出色的企业，拥有出色的管理，但主要是因为业务出色，当心存疑虑时，我们会继续持有。但这并不是不可违背的规则。

现在，在我们拥有的企业中(而不是我们拥有的证券)，我们抱有一种态度，并且我们也已经在我们的经济原则

中表达出来了，那就是当我们收购一家企业时，我们认为我们是要永久持有的。我们只有情况两个例外：当他们已经确认开始无限期亏损，或如果我们遇到重大的劳工问题。但除此之外，我们不会仅仅因为我们得到了比它价值更高的价格，就把它卖掉。这就是我们的特点。我们希望我们的合作伙伴了解这一点。我们确实认为，随着时间的推移，这可能有助于我们收购企业。这也是我们想要的经营方式。

但对于股票和债券，我们会卖掉它们。但我们比大多数人更不愿意卖掉它们。我的意思是，如果我们做出了正确的决定，我们想要持有很长一段时间。几十年来我们已经持有了很多股票。但是，如果竞争优势消失了，如果我们真的对管理层失去了信心，如果我们最初的分析是错误的，或者如果我们找到更吸引人的东西，当这些情况发生了，我们就会出售。

通常我们有很多钱。但是在去年的9月底，我们承诺在箭牌上投入65亿美元。然后高盛需要投入50亿，通用电气需要投入30亿。我不得不卖掉了价值几十亿美元的强生，只是因为当时的情况下，我不愿意把我们的现金水平降到某个点以下。这并不是对强生的否定。这只是意味着我还想要几十亿的现金。因为我看到了一个机会去做一些我以后可能不会再看到的事情。并且，我总可以在以后买回强生。但这是一种不寻常的情况。

21、我们经营伯克希尔就像我们拥有它的全部一样

巴菲特：我也想回到前一个问题上来。我经常问公司的CEO，如果他们自己拥有整个公司，他们会有什么不同的做法。当我与我们投资的公司交谈时，有时是我的朋友经营的公司。"如果这是你和你的家人100%拥有的公司，你会有什么不同？"他们给了我一张清单。而伯克希尔没有清单。你知道，我们经营这个地方的方式基本上就像我们100%拥有它的所有权一样。

这是伯克希尔的一个不同之处。就加入我们的人们而言，他们不需要调整自己的生活，来适应一堆自我强加的规则，比如人们对上市公司的看法，比如收益、预测等诸如此类的东西。

有一些人更愿意与我们这样的企业合作。此外，根据我刚才解释的这条规则，他们知道，他们已经做出的这个决定，将决定他们几十年来建立和珍惜的业务及其一切，未来的发展方向，并且以后他们不会感到后悔。他们不会让一些管理顾问进来说：你应该有一个纯粹的参与者；华尔街说，所以你应该剥离或出售它；或类似的话。

他们知道我们不会利用他们的企业。所以他们知道，他们真正要做的事情是，他们最喜欢的事情是，继续经营他们的企业，而不是被银行家或律师或公众的期望或任何类似的事情所困扰。就像我之前说的，这是一个真正

的优势。查理？

芒格：是的，在演艺界，他们说如果会持续很长一段时间，表演就会有生命力。我认为伯克希尔的体系是有道理的。

22、抄作业没什么错，很明智

巴菲特：好的。说完这些，我们就去找 Becky。(众笑)

Becky：这个问题来自华盛顿州西雅图的 HuminTimadin。他有两部分的问题。但他说，"你时不时会购买上市公司的股票。当时你可能觉得这些股票比伯克希尔股票更适合投资，所以当时你不会回购伯克希尔的股票。如果伯克希尔的股东能够以与你相同的价格购买相同公司的股票，为什么他们不应该卖出他们的伯克希尔股票，然后购买你正在购买的股票？"

其次，他想知道为什么，因为他"和其他成千上万的股东一样，无法参加年度股东大会，为什么伯克希尔不对会议进行网络直播？讽刺的是，我不想听你的回答。"(笑声)

巴菲特：嗯，我们的会议确实被记录了下来，至少它被各种博客和其他媒体写了很多。《杰出投资者文摘》(OutstandingInvestorDigest)把它完整地写了下来。还有其他人准备了大量的报告会在互联网上出现。所以他十有八九会找到答案。我们可以在网上直播。我也被问到同样的问题，关于我和学生的会议是否可以网络直播。

为什么不这样做呢？这样做一切都会变得简单多了。我认为通过面对面接触是有收获的。我当然知道，当我在学习和所有这一切，**通过面对面的接触我收获了很多**。尽管我读过本·格雷厄姆的书，只是向他学习，但我在教学中也遵循这种面对面的做法。我喜欢我们的出席率。我希望我们的合作伙伴都能来参观我们销售的所有这些产品。这不是我们要躲起来举行会议的地方，你知道，在某个小村庄，在内布拉斯加州西部或什么不鼓励股东出席的地方。我们有不同的态度，我希望大家能理解。我认为，如果我们在网上直播，这就像打开电视节目一样，我不认为它会和现在完全一样。

关于购买我们购买的证券的第一部分问题，很多人都是这样做的。顺便说一句，他们并没有通过保险来获得浮存金。因此，如果他们有 580 亿美元可以免息，他们将处于与我们购买这些证券相同的地位。但另一方面，他们有一些我们没有的税收优惠。所以我不会和这样做的人"争论"。

我们必须在一定程度上公布我们的持仓。有些东西他们买不到，因为我们可以直接购买，并且他们不可能买

入我们拥有的企业。但在某种程度上，他们背着我们可能会做得更好。他们当然可以自由地这么做。查理？

芒格：是的，总体来说，**我认为做你说的事情是非常明智的，那就是找出一些你认为非常有技巧的投资者，仔细检查他们购买的所有东西，并模仿你喜欢的东西。我认为你有一个非常好的想法。**(众笑)

巴菲特：是的，当我 21 岁的时候，那时我不得不寄给美国证券交易委员会 SEC(申请)，大约一周后才能拿到这些糟糕的副本，每页要花很多钱，但在我去那里工作之前，我曾经拿到过格雷厄姆-纽曼公司的半年报。我会查看上面列出的所有证券。我的一些想法就是这么来的。所以这没有什么错。

23、你最好的抵御通胀的措施

股东：我的名字是萨姆-阿尔特，今年 11 岁，来自新泽西州的威斯敏斯特。我的问题是，通货膨胀将如何影响我这一代人？伯克希尔如何为这一次的投资做准备？(掌声)

巴菲特：通货膨胀会影响到你。随着时间的推移，我们肯定会有通货膨胀。保罗·沃尔克(Paul Volcker)前几天很不高兴，大概在三周前，当他读到联邦公开市场委员会(FOMC)的多数成员将通胀目标定在 2%时，他说，“你知道，2%听起来不错，但在一代人的时间里，它减少了 50%的购买力”。沃尔克在通货膨胀肆虐的时候上任，当通货膨胀势头强劲时，他看到了阻止通货膨胀的问题。但他是对的，一旦你开始考虑几个百分点，你就会走上滑坡的道路。我们现在正在遵循这个国家的刺激政策，这些刺激政策必然会产生一些通货膨胀的后果。

就我们从世界其他地方借钱的程度而言，未来的政治家如果决定宁愿用价值远低于他们所借美元的美元来偿还世界其他地方的债务，那将是非常合乎人性的。我的意思是，这是减少外债影响和成本的经典方式。我们积累了大量的外债。当政客们现在谈论用纳税人的钱做这做那，以及纳税人如何支付 AIG 的奖金时，我总是觉得很有趣。在这个国家，我们根本没有提高税收。我的意思是，纳税人没有支付超出他们几年前所支付的。事实上，联邦收入在几年前接近 2.6 万亿，今年可能只有 2.3 万亿。所以我们从纳税人那里拿的钱少了。真正为我们现在所做的事情买单的人，很可能是那些购买固定美元债券的人，其中很大一部分是从美国政府那里购买的，当他们去赎回这些投资时，他们会发现购买力要少得多。所以，你可以说，AIG 的奖金可能是来自于中国人，他们是那些最终付出最多代价的人，因为他们持有的美国政府债券的购买力在多年后将会下降。但说纳税人在为此买单，总比说中国人在为此买单好。这是一个有趣的情况。我每天都读到关于纳税人如何做这做那的评论，你知道，我的税收还没有提高。你们的税收也还没有提高。并且他们很快就会给我 250 美元。到目前为止，纳税人还没有支付任

何东西。我的猜测是，其中大部分的最终代价将是固定美元投资的实际价值的缩水。这将是更容易做的事情。如果这是最容易做的事情，那它就是最有可能发生的事情。所以你会看到大量的通货膨胀。

现在，**抵御通胀的最佳保障是你自己的赚钱能力**。如果你是最好的老师，最好的外科医生，最好的律师，你知道，不管是什么，你都会支配别人的一部分商品和服务的生产，不管是什么货币，无论是贝壳，还是德国马克，或者美元。所以到目前为止，你自己的赚钱能力是最好的。如果你是最好的记者，无论它可能是什么，你将得到你在你的国家经济馅饼中的份额，不管它的货币是什么价值，还是说按照一些早期的标准来衡量。

第二好的保护是一个很好的生意。你知道，如果你拥有可口可乐的商标、公司，你将从现在起 20 年或 50 年后为你的产品获得给定的一部分人们的劳动。一般来说，价格水平的变化不会产生任何影响。因为人们会放弃三分的劳动(不管它可能是多少分钟)，去享受 12 盎司的可乐，你知道，这是他们喜欢的产品。

所以，这些都是伟大的资产。**首先是你自己的赚钱能力，然后是不需要大量资本投资的出色企业的赚钱能力**。如果它需要大量的资本投资，你就会死于通货膨胀。有了这些指导方针，我会告诉你最好的做法是投资于自己。查理？

芒格：是的。这位年轻人应该成为一名脑外科医生，投资可口可乐而不是政府债券。(众笑)

巴菲特：我的工资是按字计算的。他不是。(笑声) 安德鲁？

24、报纸正在衰落，但我们保留了《布法罗新闻》

安德鲁·罗斯·索金：好的。这个问题来自马里兰州沃尔多夫的丹尼斯·华莱士。我们有很多这样的问题。我个人对这个很感兴趣。鉴于目前报纸和出版业务的经济状况，您能否就其对伯克希尔的影响提供一些想法？考虑到我们的被投资方华盛顿邮报公司的股票价值已经大幅下跌，这还是一种很好的资本利用吗？考虑到“在当前环境下，报纸的交易价格很便宜”，伯克希尔是否会考虑收购更多的报纸，以增加《布法罗新闻报》和《华盛顿邮报》的资产？在什么价位上投资报业才会变得有吸引力？或者，在今天的环境中，已经没有价格能让它变得具有吸引力？

巴菲特：我会说，**这不是因为今天的经济环境。我是说，这是一种进化**。但是，当前的经济环境加剧了报纸的问题。但它不是根本原因。我每天看五份报纸，查理也可能一天读五份。我们永远不会放弃它们。但对整个美国公众来说，我们也会是最后几个一边看报纸一边有固定电话的人。(众笑)

所以，你不会想通过我们所做的来判断消费者的偏好。答案是，对于美国的大多数报纸来说，我们不会以任

何价格购买它们。它们在某些地方，有可能已经被击垮了，有可能只是走向了无休止的亏损。在 20、30、40 年前，它们对很大一部分美国公众来说是绝对必要的。它们是无与伦比的生意。

这是一个赢家通吃的生意，基本上，在美国几乎每个城镇都是如此。在美国有 1700 份报纸。20 年前，在存在多种报纸的城市中，大约有 50 份这样的报纸。所以他们是一种有定价能力的产品，这对客户来说是必不可少的，对广告商来说也是必不可少的。但他们已经失去了这种本质。在 30 或 40 年前，如果你了解体育比分或股票价格，甚至是国际事务新闻，报纸是最基本的。然后那个本质(定价能力)，Walter H. Annenberg 沃尔特·安纳伯格曾经称之为“本质”，我不知道字典里有没有，但它开始消失了。然后侵蚀速度急剧加快。只要它们对读者是必要的，它们就只对广告商是必要的。你知道，没有人喜欢买报纸上的广告。只是它们起作用了。这种情况正在发生变化。每天都在变化。我没有看到地球上有任何东西能结束这种侵蚀。

在布法罗新闻报，斯坦·利普西 10 年前向我打招呼说，“沃伦，在经济的角度上，你应该卖掉这份报纸”。我说，“我百分之百同意。但我们不会这么做”。你知道，我们可以在几年前以数亿美元的价格出售《布法罗新闻》。但我们现在根本卖不出去。

你知道的，这是我们经济原则之一。我们有一群非常合作的工会，最近几个月与我们合作，试图建立一个至少能让我们赚点钱的经济模式。正如我在年度报告中提出的，在我们的经济原则中，只要我们不认为我们面临无休止的损失或有重大的工会问题，我们就会坚守企业，即使这是一个错误——就像你是一个受托人需要照顾一群残疾儿童。这只是我们伯克希尔的原则。

华盛顿邮报有很好的有线业务。它有非常好的教育业务。但正如唐·格雷厄姆(Don Graham)在年度报告中所写的那样，它并没有给出报纸业务方面的答案。其他人也不知道。现在，我们都在寻找能找到盈利模式的人。但在报纸行业——我认为美国现在有大约 1400 份日报，但还没有人找到这种模式。

不管你信不信，我们在布法罗的竞争位置跟其他人一样好，我想我们会和其他人一样打完这场比赛。但是，我们是否能够在破产之前发现什么，以使我们避免破产？我不知道。但只要我们能做到，我们就会坚持到底。这不是他们在商学院教给你的。但这就是我们经营伯克希尔的方式。查理？

芒格：我认为这是百分之百正确的。这真是国家的悲剧。这些垄断的日报一直是我们文明的重要力量。总的来说，他们在广告客户的压力下是坚不可摧的。总的来说，他们是受欢迎的影响力。总的来说，他们使政府比其

他任何时候都更加诚实。因此，随着它们的消失，我认为取代它们的东西将不会像我们正在失去的东西那样令人向往。但这就是生活。

25、衰退将持续一段时间

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。我是马克·拉比诺夫，来自澳大利亚墨尔本。我想知道我是否可以问你，鉴于消费者支出方式的改变，零售业、制造业和服务业是如何受到经济衰退的严重影响的。三年后的结果是否可能仍比 2007 年的水平低 20%？

巴菲特：我不知道三年的时间。当然，你提到的那些行业，在不同程度上受到了非常严重的打击。一些制造业将与住宅建设相关。如果我们每年的新屋开工数保持在 50 万套，我的猜测是，最多几年后，我们的住房供应就会接近平衡。也许会快一点。没有人知道精确的数字。但是，如果你继续以每年 100-300 万户的速度组建家庭，而你新建了 50 万套住房，同时一些旧住房报废，还有一些——那么你将在未来不久的某一时刻达到平衡。这将使我们的地毯业务、砖瓦业务、隔热业务和油漆业务等产生巨大变化。

零售业受到很大冲击。一般来说，越接近消费者，受到的冲击就越大。消费者的行为发生了很大的变化。我认为它会持续相当长的时间。我认为多年来，政府一直在告诉人们要节约。现在他们开始储蓄了，他们对此并不满意。但过去几年的经历，我不认为会很快消失。我认为它会持续相当长一段时间。所以我不认为我们的零售企业在相当长的一段时间内会做得很好。我想说的是，在零售房地产领域，我认为在相当长的一段时间内，这将是一个艰难的领域。我认为购物中心将出现难以填补的空缺。我认为，在许多情况下，零售商将陷入困境。当然，房地产的供应不会消失。所以，购物中心业务，它的销售价格是以 CapRate(资本化率)为 5%估价的，有时这个比率甚至更低(CapRate 越低，估值越高，销价越贵)。我认为在这一切完成之前，这看起来非常愚蠢。事实上，它已经在朝这个方向看了。

服务行业通常是更好的行业。一般来说，它们需要的资本较少，而且在它们所服务的市场中可以更加专业化。但我不认为零售业、制造业和服务业会迅速反弹。我们还有很长的路要走。

我们有办法处理与建筑业相关的问题。但至少在那里，你可以看到它什么时候问题会被解决。你可以得到很多关于房地产市场的信息。例如，我认为南佛罗里达将会面临一个很长很长时间的问题。我希望它结果会好一点。但我只是认为，就你拥有的房屋数量和那里的家庭净形成数量而言，这个数字是相当毁灭性的。你还有很多

事要做。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

26、我们永远不会以“愚蠢的”价格回购伯克希尔股票

卡罗尔·卢米斯：我收到了很多关于伯克希尔回购股票的可能性的问题。下面是其中一个人说的话：

你最近说伯克希尔关于股票回购的政策是弄巧成拙，因为在回购之前，你说，你会给股东写一封信，解释我们为什么要这么做。你说，这封信必然会告诉投资者，股价相对于内在价值有很大的折扣，这将导致股价上涨。从本质上讲，这封信将是一封买入建议，尽管从原则上讲，你不会做出这样的建议。过去，你曾强烈支持其他公司回购股票，并批评管理层在价格合适的时候不买。你曾说过，没有什么行动能像回购那样肯定能让股东受益。你之前的观点表明，对于一个采取弄巧成拙政策的经理人来说，你几乎没有什么耐心。你曾说过，当你的经理一直拒绝回购，而回购显然符合所有者的利益时，他会透露比他所知道的更多。所以——市场正确地对他持有的资产进行了折价。除非你放弃自己觉得会弄巧成拙的政策，并进行股票回购，否则我们将得出市场对伯克希尔的股价进行适当折价的结论是正确的，这难道不是理性的吗？

巴菲特：是的，顺便提一下，我关于回购的评论可以追溯到很多年前，当时股票相对于内在价值来说通常是便宜的，这实际上也是很重要的。在过去的十多年里，你没有看到我写过这样的文章。因为我想说的是，**最近几年**的大部分回购交易，我认为都是愚蠢的，因为人们已经付出了太多。在许多情况下，他们的回购是因为回购基本上是受欢迎的，而当价格不合理的时候，他们仍试图给出购买建议。但他们永远不会承认这一点。

在 70 年代和 80 年代初，查理和我经常敦促人们回购股票，因为这比他们用自己的钱做其他事情更有吸引力。我们唯一强烈认为伯克希尔应该回购股票的时候是在 2000 年左右，当时我们认为它明显低于内在价值。我们写道，我们会这样做，但这确实弄巧成拙。很明显，如果我们认为它明显低于保守估计的内在价值，并且我们通知股票持有者我们要这么做，我们就会这么做。我再次认为，这在很大程度上是弄巧成拙。

我认为现在不存在这种情况。我不会给出任何买入或卖出建议。但我认为它应该是相当引人注目的。就像我说的，我在过去五年里看到的 90% 的回购活动，都不是为了股东的利益。这样做是因为，管理层认为这是应该做的事情，他们的投资者关系部门告诉他们，这是应该做的事情，他们实际上是在以一种愚蠢的价格购买股票。

很多年前，查理和我看到 Teledyne、《华盛顿邮报》或首府广播公司回购股票时，情况并非如此。但我最近

几年都没见过这样的情况。查理？

芒格：我也没有什么要补充的。

巴菲特：有趣的是，有多少公司以两倍于当前的价格购买了他们的股票，而现在却没有购买。我的意思是，有很多这样的人。我们永远不会以愚蠢的价格买进我们的股票。我们可能犯了一个错误，没有以便宜的价格购买它。但我不认为我们会犯以愚蠢的价格购买它的错误。我们认为，近几年来，有相当比例的美国企业已经这样做了，包括我们自己持有的一些股票。

27、机会来临疯狂换手

股东：Jack Benben，来自新泽西州 Haworth。首先，我要感谢你。我参加过大约十几次类似会议。这可能是最好的一个。所以非常感谢你们的新形式。非常感谢记者们，你们真的帮了我们很多。(掌声)在过去的会议上，您和芒格先生详细地讨论了机会成本。过去的一年为你们提供了许多不寻常的机会。您能谈谈过去一年中，一些比较重要的机会成本决策吗？这些决定是否受到宏观经济形势的影响？谢谢。

巴菲特：当然，在过去的 18 个月里，机会成本一直是人们最关心的问题。当事情发展得非常快时，当双方的价格都在变动时，在某些情况下，内在商业价值的变动速度，远远超过我们长期以来所看到的，这意味着在比较 A 与 B、与 C 时，会更加困难。它更有趣。更具挑战性。但它也可以变得更加有利可图。但这是一个不同的任务，而当时一切都在以更从容的步伐前进。我前面描述过，我们面临的这个资金问题。这是个好问题。我们在 9 月和 10 月遇到了现金问题。因为我们总想把很多钱留在身边。

我们在伯克希尔拥有各种各样的额外的安全级别。我们永远不会依赖银行或其他人的钱或其他任何东西。我们只是不打算用这种方式经营公司。所以我们看到了一些事情的发生。我是说，我们接到了很多电话，我们忽略了其中的大部分。但是，我们收到的那些我们忽略的电话，也帮助我们校准了我们关注的电话。

我想也许那是在周三我们接到高盛的电话，你知道，那是一笔在上周三无法完成的交易，可能在下周三也无法完成。我们说的是真正的数字是 50 亿。我们还有某些承诺没有兑现。我们承诺向陶氏化学公司提供 30 亿美元，在这一点上我可能错了，得到最后一天才知道。我们将在星座能源(Constellation Energy)上投入约 50 亿美元。在 10 月初箭牌和玛氏的交易中，我们需要拿出 65 亿美元。所以我们面临着机会成本类型的考虑。

就像我之前说的，如果它的价格只比强生高出 10-15%的话，我们卖出的东西，在正常情况下我们是不会想要

卖的，我们只是不想感到不舒服。你面对的是一个混乱的市场，特别是在人们需要大量资金的时候，突然之间，如果你想参与的话，你就需要数十亿美元，所以，你不是在谈论购买价值一亿美元的东西，今天买一亿明天再买一亿。在此期间，我们经常面临机会成本的计算。我的意思是，当我们决定收购星座能源时，我们必须愿意在七、八个月后拿出 50 亿美元。你不知道确切的时间，因为它必须得到公共事业委员会的批准。

但如果下周市场发生混乱，我们会接到电话。或者我们会看到股票或债券以我们喜欢的价格出售。如果相对于我们持有的股票的相对价值是吸引人的，那我们可能会卖掉一些东西。但是在那样的时期，大量卖出东西比大量买进东西更难。因此，你必须衡量是否可以实际完成这种规模的双方交易，从而从一个交易转移到另一个交易。如果我们要将数十亿美元从一家公司转移到另一家公司，这与将数十万或数万美元从一个公司转移到另一个公司的问题有很大不同。我们真的会有很大的交易成本，除非我们小心谨慎。但这就是我们要做的计算。我们很高兴我们有机会进行这些计算。这是机会来临的征兆。

你知道，我们已经很久没有像去年那样的活动了。所以，这是我们第一次真正面对这个问题，我们能不能迅速筹集到几十亿美元，以确保我们已经满足了我们在采购方面所承诺的现金需求。关于我们出售的强生公司，我们实际上达成了一笔交易——我有一个底价，因为市场是如此混乱，我们想要绝对确保我们在完成交易后不会损失几十亿美元。我们对舒适的定义是真正的舒适。我们想要拥有数十亿的财富。然后再考虑如何处理这些多余的资金。查理？

芒格：同样，我没有什么要补充的。

玛氏公司(Mars)投入 44 亿次级债+21 亿箭牌股份

2008 年 4 月 30 日，美国著名食品生产商玛氏公司(Mars)宣布以约 230 亿美元收购糖果制造商箭牌公司(Wm. Wrigley Jr. Co.)。9 月 25 日获得了箭牌股东和所有相关监管部门的批准，10 月 7 日完成收购。此次交易的结构类似于杠杆收购，私人持股的玛氏将提供 110 亿美元股本，巴菲特买入玛氏 44 亿美元次级债，利率 11.45%，而箭牌公司的顾问高盛将提供 57 亿美元优先债。同时伯克希尔以 21 亿美元买入箭牌 20%优先股，固定利率 5%。这次收购将以每股 80 美元的价格，现金收购箭牌股份，这一交易价较箭牌股票上周五收盘价 62.45 美元溢价 28%。箭牌 2007 年销售额达 54 亿美元，比 2006 年增长 15%。2002 年，箭牌最大的竞争对手吉百利，以 42 亿美元收购辉瑞制药(Pfizer)旗下的亚当斯(Adams)糖果集团，一跃成为全球第二大口香糖制造商，并不断侵吞箭牌的市场份额。玛氏和箭牌的合并，成功取代吉百利史威士成为全球最大的糖果公司。两者新缔结的"巨无霸"糖果制造商全球销售额超过 270 亿美元，其全球市场占有率将达到 14.4%。合并后的新公司旗下囊括了傲白(Orbit)、益达(Extra)、绿箭(Doublemint)、M&M's、Snickers 和 Mars(玛氏)，以及其他食品、饮料和宠物护理的知名品牌。玛氏将把其全球非巧克力糖果品牌转到箭牌子公司名下。该品牌组合包括 Skittles、Starburst、Tunes、Lockets、Rondo、Kenman、Skwinkles 和 Lucas 品牌，以及位于澳大利亚 Scoresby；捷克 Porici；墨西哥 Monterey 的生产工厂。

玛氏公司是一家生产一些全球领先的糖果、食品和宠物用品的家族企业，同时已经发展了饮料及营养保健品业务。玛氏总部位于弗吉尼亚州麦克林，在超过 66 个国家拥有运营部门，在全球范围内拥有 4.8 万多名员工。该公司的全球年销售额超过 220 亿美元。成立于 1911 年的玛氏以众多知名的商标产销各种产品，这些商标包括德芙

(DOVE)、MILKY WAY、M&M'S、士力架 (SNICKERS)、玛氏 (MARS)、UNCLE BEN'S 大米、法国皇家 (ROYAL CANIN)、宝路 (PEDIGREE) 和伟嘉 (WHISKAS) 宠物用品、STARBURST、SKITTLES 。www.mars.com

箭牌公司是糖果业界公认的领导者之一，其产品范围广泛，包括口香糖、薄荷糖、硬糖和软糖、棒棒糖以及巧克力等。该公司闻名全球的品牌产品行销 180 多个国家。其中"白箭"(Spearment)、"黄箭"(Juicy Fruit) 和 "Altoids"这三个品牌渊源久远，传承百年之久。其他备受喜爱的品牌包括：绿箭(Doublemint)、Life Savers、Big Re、Boomer、真知棒(Pim Pom)、冬清(Winterfresh)、益达(Extra)、Freedent、Hubba Bubba、傲白(Orbit)、Excel、Creme Savers、易极(Eclipse)、爽浪(Airwaves)、舒奶浓(Solano)、瑞士糖(Sugus)、P.K.、劲浪(Cool Air) 和 5(TM)。

陶氏化学(Dow Chemical) 30 亿美元优先股

2008 年 7 月 11 日，陶氏化学(Dow Chemical)宣布以每股 78 美元总价 188 亿美元收购罗门哈斯公司(Rohm & Haas)，这是 2008 年全球化工收购额最高的一次交易。在宣布收购后，罗门哈斯公司股价一天就上升了 65%。7 月 9 日该公司股价还停留在 44.83 美元，第二天直接蹿升到 74.04 美元，11 日收盘价格为 74.7 美元。伯克希尔投资 30 亿美元可转换优先股，科威特投资局投资 10 亿美元。花旗银行、美林证券和摩根士丹利共同为这项交易提供债务融资，它们也是这项交易的财务顾问。2009 年 4 月 1 日，陶氏化学公司完成对罗门哈斯公司的收购，6 月 3 日，陶氏化学宣布成立涂料材料业务部，成为一家全球领先的特殊化学品和高新材料企业。

罗门哈斯成立于 1909 年，总公司位于宾西法尼亚州的费城，是美国最大的专门研究制造精细化学品及其中间体的跨国公司。在全球，罗门哈斯拥有 150 家制造厂和研究机构，2007 年的销售额约为 89 亿美元。在世界精细化工界位居第二。罗门哈斯是离子交换树脂的发明者和技术领先者，是世界上最大的离子交换树脂制造商，已经成为全球在纯水超纯水应用产品的标志，其产品特点是交换速度快，交换容量高；使用寿命长，不需要预处理等。罗门哈斯曾研发出新型的船舶防污剂 SeaNine，不同于传统的重金属材料表面漆，可避免海洋生物的污染，并于 1996 年在美国获得"美国总统绿色化学挑战奖"最高荣誉。罗门哈斯的粉末涂料可直接喷涂于在金属对象上，免去挥发性有机溶 带来的危害，在美国，罗门哈斯的粉末涂料占有最大的市场份额。罗门哈斯的 XAD 系列树脂被成功地应用于抗生素、酶和蛋白质等产品的选择性离子交换和吸附，AMBERLITE IRA96C RF 树脂则成功应用于食品制糖业上，除盐、脱色效率高。罗门哈斯也是世界上最主要的丙烯酸系单体及聚合物的供应商，其三千余种产品主要应用于涂料、建材、纺织、纸品、皮革、压敏胶等领域；此外，产品领域还包括杀生剂、离子交换树脂、功能化学品、塑料添加剂、农药和电子化学品、胺及其盐类。

星座能源公司(Constellation Energy Group Inc.) 10 亿美元优先股

2008 年 9 月 18 日，伯克希尔旗下中美能源控股公司(MidAmerican Energy Holdings Co.)同意以每股 26.5 美元总计约 47 亿美元的价格，全现金收购星座能源公司(Constellation Energy Group Inc.)，星座能源位于巴尔的摩，运营着全美多座电厂的 83 座机组，总装机容量 900 万千瓦，其中包括 5 座核电机组，占据发电量 60%。向马里兰州的用户出售电力和天然气，是公用事业公司巴尔的摩天然气和电力公司(Baltimore Gas and Electric)的母公司，也是美国大型商业和工业客户的领先电力供应商，还是美国最大的电力批发商。星座能源因与 9 月 15 日申请破产的雷曼兄弟有财务关系，股价连续 2 天大跌 58%，为了防止因债信评级被降级而招致市场抛卖和避免公司陷入破产危险，该公司同意接受中美能源的收购提议。星座能源选择中美能源是因为能立刻提供流动资金。9 月 22 日，星座能源将即刻向中美能源发行 10 亿美元优先股，票面利率 8%，以筹集现金维持其 BBB 债信评级。10 月拥有星座能源 9.51%股份的法国电力 EDF 表示中美能源出价过低，拟提高此前 62 亿报价，12 月 EDF 提出 45 亿美元收购 50%股份的新要约。12 月星座能源终止与中美能源合并协议，伯克希尔收回约 9.7 亿转股收益和 1.75 亿分手费。2006 年星座能源欲以 124 亿美元出售给佛罗里达电力公司，因监管而未能成功。2012 年，艾克斯龙与星座能源以 79 亿美元合并，成为美国最大的核电公司。

28、GEICO 在广告上的投入永远不会停止

Becky: 这个问题来自俄亥俄州哥伦布市一个叫 Yem 的人，这非常有公司特色。它问，在过去几年中，

GEICO 每年在媒体广告上花费大约 4-6 亿美元。决定花费多少的因素是什么？如何估计这种花费的净回报？

巴菲特：嗯，这是自广告出现以来人们就一直在问自己的问题。你知道，我不确定是 Marshall Field 还是金宝汤公司(Campbell Soup)的约翰·多兰斯(John Dorrance)还是别的谁，有个人说，当被问到他们是否在广告上浪

费了很多钱时，他说，“是的，我们浪费了一半，但我们不知道是哪一半”。(笑声)这就是广告的本质。

尽管如此，我们在 GEICO 可以比大多数公司更好地衡量它。我们将在广告上花费大约 8 亿美元。尽管我们是第三大公司，但我们的支出远高于 StateFarm 或 Allstate。我们会花越来越多的钱。我是说，我们永远不会停止。当我们在 1995 年收购它的控制权时，我们每年花费 2000 万美元作为广告，可能略高于这个数字。但我们希望美国的每一个人都能意识到这样一个事实，那就是拿起电话或登录 geico.com 查看一下，就有很好的机会省钱。这对他们来说是很重要的。**当我们把这个信息植入人们的脑海时，你永远不知道什么时候会有回报。**因为，正如我早些时候提到的，从 9 月 30 日左右开始，我们看到人们来我们这里存 100 或 200 美元的倾向有了很大的不同，而他们以前可能并不关心存钱。所以，我们想要把这个信息植入人们的脑海。

这是汽车保险。每个人都得买。没人喜欢买它。但他们喜欢开车。如果你喜欢开车，你需要汽车保险。所以它会大卖。你会从别人那里买下它。如果你想省钱，你可以和我们商量一下。我们要确保每个人都明白这一点。我向你保证，三年后我们会在这上面花更多的钱。现在，我们今年在购买广告上花的钱更多了。因为今年的 8 亿美元能购买的曝光率比几年前的 8 亿美元要多。所以，**我们的广告费用得到了更多的曝光。我们喜欢在 GEICO 的广告上花钱。我们想要植入每个人的心中。**

全世界每个人都在想可口可乐。从 1886 年开始，人们一直把可口可乐与快乐和幸福的时刻联系在一起。数十亿数十亿的人都有这样的想法。人们对 RC 可乐就没有任何想法。如果你对世界各地的人说 RC 可乐，他们会给你一个茫然的眼神。但你说可口可乐，人们都知道它意味着什么。

品牌就是承诺。我们正在得到人们心中的承诺。如果他们向 GEICO 咨询，他们很有可能会省钱。我们永远不会停止。查理？

芒格：是的，这很有趣。如果我们的广告做得不够好，GEICO 的规模还能保持不变。如果新用户的价值超过我们投入广告的 8 亿美元，那么，从一个重要的意义上说，GEICO 就能获得 8 亿美元的税前收入，而这些收入根本无法体现出来。这正是我们希望在伯克希尔内部看到的情况。

巴菲特：正如查理所说，如果我们继续增加这些投入获取更多的投保人，那么 GEICO 的价值增长将远远超过每年的收益。我确信，我们可以在很长一段时期内维持我们目前的保单持有人数量，可能每年只需要花费 1 亿美元，也许更少。但是我们所得到的比我们所花的钱更值得。我们的广告可能会浪费一些，但总的来说，我们在这

方面获得了极好的回报。我认为，如果我们可以通过明年花 20 亿美元获得同样的回报，我们会花 20 亿美元。我的意思是，这是一个非常有吸引力的行业。我看不出还有什么行业能创造出这样的东西。我的意思是，我们是低成本生产商，如果你是人们必须购买的产品的低成本生产商，而且是大约 1500 美元的产品，你的生意会非常好、非常好。我们在这方面有持久的竞争优势。

29、低成本的富国银行比许多其他银行都要好

巴菲特：好的，我们将讨论最后一个问题。我想我们可以休息一下吃午饭。

股东：好的。你好沃伦，查理。我是来自佐治亚州萨凡纳市的费尔顿詹金斯是公司的长期股东和合作伙伴。我只想对过去几年太平洋公司的一件大事做一个简短的评论。有一些争议。但我很高兴太平洋公司已经同意与西海岸的土著美国人和渔业社区合作，拆除克拉马斯河上不经济和有害的水坝。因此，我想鼓励太平洋公司管理层迅速行动，完成交易，并尽快开放河流。但感谢他们在过去一年中所做的努力。我的问题是，你提到富国银行跌到了 9 美元。看起来，在这个价格上，这是一笔很大的交易。那华盛顿互助银行、美国国际集团、美联银行、花旗集团、房利美，甚至一些我认为与你有关的爱尔兰银行呢？它们其中有些公司的价格为 9 美元。可能很多人认为它们仍然是不错的交易，或者是被暂时错误地定价为 9 美元。而现在他们得到了非常昂贵的厕纸(指股票大跌已毫无价值)，本质上，都是来自那些股票。所以，你是怎么知道他们根本不值之前的价钱？看看美国银行，最近在 13F 的时候，美国银行可能出现的结果是什么，你如何分析可能会发生什么？谢谢。

巴菲特：嗯，有些是你无法分析的。至于爱尔兰银行，我错得不能再错了。但这与价格是否超过 9 美元或类似的东西无关。真正重要的是他们的商业模式和他们的竞争优势。我想说的是，到目前为止，在美国所有真正的大型银行中，富国银行的竞争地位是最好的。基本上，如果你看四个最大的，他们每个都有一些不同的商业模式。但是富国银行的模型与其他三家的模型的差异要比其中的任何一个都要大。

但我对爱尔兰银行的看法大错特错。我只是没彻底搞明白。而我实际上应该理解的。这让我明白了，他们所面临的巨大风险更多的是各种各样的土地开发类贷款，不是已完工的房产贷款。这是完全不同的。对于一个只有 400 万人口的国家，你知道，他们的钱被用来开发房地产和房屋，这些贷款在未来会永远持续下去(无法还贷)。这是我犯下的严重错误。没有人对我撒谎，没有人给我任何不好的信息。我只是没有注意到。

如果你说到华盛顿互助银行 Wamus，我不想把它们上面的所有名字都说一遍，因为它是针对某些公司的。但

有很多迹象表明，他们正在做一家高杠杆机构不应该做的事情。如果这种房价不断上涨的模式被证明是一个错误的模式，这可能会带来麻烦。杠杆会给你带来很多麻烦。我的意思是，你使用 20 美元的资产的背后只有 1 美元的权益资金，那你做的事情最好是对的。而其中一些大机构做了一些非常愚蠢的事情——回想起来，肯定是愚蠢的事情，如果它们没有这么高的杠杆，就不会对它们造成那么严重的打击。

我想说的是，如果你阅读 10-K 和 10-Q 并做一些检查，你可以发现它们的差异。如果你拿富国银行和华盛顿互助银行或类似的公司比较，这没有可比性。我的意思是，你不必对银行业的复杂程度达到高级水平才能比较这两个行业。他们是两种不同的生意。这就像是成本为每磅 2.5 美元的铜生产商与成本为每磅 1 美元的铜生产商进行比较。这是两种不同的生意。每磅 1.5 美元其中一家就会破产，但另一个会做得很好。而银行业在成本方面有真正的区别。但是人们似乎不去看它们。这些数字是可以得到的。但他们似乎并没有很仔细地观察它们。

富国银行前几天的报告显示，他们一个季度的核心存款摊销支出超过 6 亿美元。这不是一笔真正的开支。我的意思是，随着时间的推移，核心存款的数字将会上升。根据税法，他们有权使用 150 亿美元左右，他们可以摊销这笔钱，这是一个优势。但我没有看到任何一篇报纸文章或任何评论员提到有 6 亿美元的费用在那里，这与任何其他银行的情况完全不同。但它只是被忽视了。所以数字就在那里，信息就在那里。

（富国银行在年报中并没有特别强调一项“非真实的”摊销费用，没有一家机构的研究报告注意到了这个问题。富国银行报告的盈利受到计提“核心存款摊销”费用的严重拖累，计提这项费用似乎意味着这些存款以相当快的速度不断消失，但是实际情况却是核心存款有规律地持续增长。（所谓核心存款就是指那些能够稳定客户关系的活期和定期存款，银行可以在一定时期通常是数年内使用这些资金）2012 年这项摊销费用计提了 15 亿美元。除了美国公认会计原则以外，这项异常巨大的摊销费用绝对不是一种真实的费用。）

我认为，以房地美和房利美为例，我认为将会发生什么是相当清楚的。现在有趣的是，政府告诉他们出去为投资者筹集更多的资金。如果那些投资者把钱投进去，钱早就没了。实际上，在一两个月内，它就已经消失了，所以我们对此进行了呼吁，投资银行家试图让我们投入数十亿美元，用于这两家机构。你只要看一眼他们，你就能知道他们遇到了很大很大的麻烦。你必须知道一些关于银行业的事情，以及在各种贷款和所有事情中发生的事情。我想说的是，一般来说，对于那些不会花很多时间在投资上的人来说，他们将很难将金融机构分开。

我认为对可口可乐或宝洁这样的公司下结论要容易得多。查理？

芒格：是的，还有一个问题。根据公认的会计准则，如果一家保守而明智的银行改变其做法，大量发放极其愚蠢的贷款，那么它的收益就会大幅增加。一般公认的会计原则不应被解释为允许这种结果。正是这一点诱使如此多的银行家做出这种可怕的决策。

巴菲特：是的，当我们收购通用再保险时，他们有一个金融产品部门。它的名称与 AIG 类似。它被称为通用再保险金融产品——AIG 金融产品。它定期产生的数字总是令人满意的数字。但是，当我们看着它的时候，你知道，它看起来对我们来说有各种各样的麻烦。我们花了四亿多美元才逃出来。像这样的黑盒可以产生任何盈利数字，这就是为什么管理层在某种程度上喜欢它们。他们不一定会产生现金。如果你不得不开始发布抵押品和做这类事情，它们肯定会产生各种问题。

我想说的是，你可能会说，这对被动的投资者来说很难，他们不会在这上面花太多时间。我会说，他们很难辨别出这是什么时候发生的。这不是一个糟糕的领域，我只是说，“这个太难了”，然后去做其他容易得多的事情。我认为你可以更容易地分析公用事业运营，或者，一些一流的消费者公司或类似的公司。我不认为我会在困难的情况下把困难的行业区分开来，但两者之间存在巨大差异。

再次，我强烈要求阅读摩根大通杰米·戴蒙 2008 年的股东信。因为你会从中学到很多东西。

芒格：但是，如果会计工作做得更好，尤其是在银行业，很多即将出台的新法规甚至都不需要。然而，我还没有遇到过任何一家大公司的会计师说：“我为自己的职业感到羞耻”。那是会计上的错误。如果他们没有羞耻感，他们的思维就不正确。（笑声）

巴菲特：好的，带着这个愉快的想法，我们现在去吃午餐。会议将在 1:45 重新开始。

* * * 下午场 * * *

1, 第一季度的经营收益

巴菲特：好了，我们继续吧。我应该提到一件事，因为它最近出现在媒体上。我们将在每季度结束后向美国 SEC 报告的 40 天期限到期之前的最后一个周五收盘后发布每一份季度报告，也就是在上周五收盘后。SEC 规定，除非周末结束，否则为 40 个日历日。季度结束后的 40 个日历日必须提交。如果是在周末，那就是在那之后的周一。因为我们通常在 5 月的第一个周六举行会议，这通常意味着可能的最后一个周五将是年度会议的前一天。今年，因为会议在日历上是早的，因为周六落在 5 月 2 日，最后一个周五将落在 5 月 8 日。这就是我们的政策。如果可能的话，我们喜欢在周五下午公布，因为我们希望人们在股市开盘前有整个周末的时间来阅读。消化这份报告需要时间，我认为无论如何都需要时间。我们不希望通过一些媒体标题来决定市场价格。我们希望投资者应该

尽可能透彻地阅读该报告。因此，除非出现不可行的情况，否则我们将在 40 天期限到期前的最后一个周五发布季度报告。这就是我们本季度要做的。所以我们没有改变任何东西。

我可以告诉你一些初步的数据，然后我们必须提交 8-K 文件，因为我给你的信息必须在股市开盘前公开。但我们的经营收益，即在证券或衍生品或任何其他此类交易的任何损益之前的收益，税后经营收益将约为 17 亿美元，而去年为 19 亿美元。而且，正如我告诉你的，我们很幸从事保险和公用事业业务，在这个特殊的时期，它们相对来说没有受到经济衰退的影响，而我们的大多数其他业务都受到了经济衰退的严重影响。

在我们的保险业务中，我们实现了承保利润，比去年还多一点。我们的浮存金增加了几十亿。这主要是由于与瑞士再保险公司(SwissRe)在 3 月份宣布的一项交易，他们购买了所谓的"不利损失发展保险"，并为此向我们提供了 20 亿瑞士法郎，这是非常非常长期的浮存金，我们很可能在至少 15 年甚至更长的时间内都不会为此付出代价。这就是长期的浮存金。这就是大约 20 亿美元浮存金的来源。

公用事业业务盈利有所下降。但有两个原因。一个是，在我们去年的星座能源交易中，我们得到了一堆星座股票(按照市值计价)，报告了一个显著的收益，因为这是按市价计算的，从理论上讲，每天每季度都是。而星座能源的股价在第一季度有所下降。所以这要从公用事业收益中扣除。

然后一个更大的项目是就 10 年前发行的期权的最终付款，这产生了增加伯克希尔在中美能源公司中的利益，这是我们喜欢的。但我们开了一张很大的支票，和中美能源一起买下了期权。这在第一季度被记录为一笔费用。

但在这两个项目中，效用收益是令人满意的。然后，我们所有的其他业务基本上都在下滑，除了少数几个例外，他们都在不同程度上受到经济衰退的打击。所以，这基本上就是经营收益的整体情况。

我们的每股账面价值在第一季度下降了约 6%，这是证券市场和信用违约掉期(CDS)相结合的结果，而我是负责承保它们的人，即从破产方面来说，自从我写了年度报告之后，这种经历就变得更糟了。因此，这一潜在损失或者说可预期的损失已反映在第一季度的数据中，但我们实际上仍有相当大的利润空间。当然，自 3 月 31 日以来出现了一些反弹。但这几乎就是第一季度的情况。本季度末，我们的现金等价物约为 227 亿美元，不包括公共事业或财务公司运营中的任何现金。但我们第二天就花了 30 亿美元买了陶氏化学公司的优先股。因此，实际上，一天之后，我们会以略低于 200 亿美元的现金结束了本季度。我们总是在母公司保留大量现金，而不是在受监管的子公司，因此无论发生什么，我们都会做好准备。

这几乎就是第一季度的情况。我不会感到惊讶。如果在今年剩下的时间里发生相反的情况，如果世界发生了很大的变化，我可能会感到惊讶。我认为我们会继续，除非发生一些巨大的自然灾害，我们会在保险方面做得很好。我们将在公共事业运营中继续前进。而我们在其他大部分业务中都做的不太好。但我们将会有可观的经营收益，我提到的是第一季度大约是 17 亿。如果你看看我们的经营收益，来自中美能源有 10 亿美元或者更多一点，我们将继续把资金保留在我们的能源业务中。我的意思是，在我们目前的子公司内部，也有各种各样的投资机会可以做，有很多项目都有望获得不错的回报。所以你不应该认为那 10 亿左右是我们作为母公司可以得到的，虽然如果我们希望得到这笔资金的话也可以。但作为一个实际问题，我们将把它全部保留在中美能源公司。剩下的收益以现金的形式提供给我们，加上或减去浮存金的任何变化，让我们来做一些有趣的事情。

所以这是第一季度的简略总和。我们将在下周五收盘后发布 10-Q。我们将继续遵循这一政策。

2、投资比亚迪

安德鲁·罗斯·索金：好的。这个问题实际上是在午餐前从一位我认为是股东的人那里偶然发现的。来自纽约的 Josh Wolfe 问道："比亚迪似乎更像是一项风险投资，而不是价值投资。你能解释一下这项投资、背后的逻辑以及你对它的预期吗？"

巴菲特：是的。我马上就把它交给查理。但查理和我认为，除了价值投资，没有其他投资方式。换句话说，我们不知道任何人该如何进行一笔无价值的投资。因此，我们一直对"价值"这个术语感到困惑，认为它不应该与成长或任何东西形成对比。就你今天的所付出的资金而言，价值投资指的是在未来可以从预期的现金流中获得更多。所以每次有人把我们描述为价值投资者时，我们总是问他们，还有什么其他类型的投资者？

但查理是我们在比亚迪的团队领导。他变得非常兴奋。所以我可能要控制他的发言时间。(众笑)

芒格：是的，当然，尽管比亚迪的创始人只有 43 岁，但它并不是一家处于早期阶段的风险投资公司。比亚迪是全球可充电锂电池的主要制造商之一。在创始人王传福的领导下，它从零开始，实现了这一目标。然后，他们进入了手机零部件领域，并建立了一个巨大的地位。然后，最终，王传福不满足于创造了几个奇迹，他决定进入汽车行业。据我所知，这是零经验的汽车。从零起步，用很少的资金，他迅速创造了中国最畅销的单一车型 F3。这与中国与世界上所有主要汽车公司的合资企业所面临的竞争是相反的，这些企业在技术上创造了奇迹，并且拥有更多的资本等等。这不是某种未经证实的、高度投机性的活动。这是一个该死的奇迹。(笑声)

巴菲特：我警告过你们的。(众笑)

芒格：当然，王传福已经雇佣了 1.7 万名工程专业毕业生。而这些工程专业的毕业生是从中国的 3 亿人口中挑选出来的。而且他在招顶尖的学生。所以你得到了一个非凡的人类天赋的集合。然后你已经具备了中国人的基本素质。当中国人民摆脱了错误的体制(如错误的皇帝)的束缚时，中国人民取得了巨大的成功。当他们作为"苦力"奴隶来到这个国家时，他们会留下，并很快成为镇上最重要的人。所以这是一群非常有才华的人。而且，从某种意义上说，这一特殊时期可能是属于中国的。

当然，这些电池，这些锂电池，在世界的未来是有巨大的需求的。我们在美国的每一个公共事业公司都需要他们。我们在世界上每一个公用事业公司都需要它们。我们必须直接利用太阳的能量。如果没有神奇的电池，我们无法做到这一点。比亚迪在这方面处于最佳位置。我知道这看起来像个奇迹。看起来沃伦和我都疯了。但我不认为我们是。

巴菲特：嗯，至少是我们中的一员疯了。(众笑)

芒格：我认为除了玻璃和橡胶之外，那辆车里的所有东西都是他们制造的。可能有几个小的例外。这真是闻所未闻。是谁进入了汽车行业，制造了每一个零件，使汽车成为了最好的、最畅销的东西？这是不正常的。我是说，这很不寻常。我认为，让伯克希尔与一家试图做这么多、对人类如此重要的事情的公司合作，是一种荣幸。

因为它可能是一个小公司，但它的野心很大。由王传福领导的 1.7 万名中国工程师，再加上 10 万名有才华的中国人，在一个全新的领域，按照他们想要的方式建设，我不会押注他们会失败。如果伟大的事情不在这里发生，我会很惊讶。考虑到伯克希尔的规模，我不认为它在财务上对伯克希尔有那么重要。但是，在我的一生中，我从来没有像对比亚迪的感觉那样，感到如此荣幸地与某样东西联系在一起。

巴菲特：比亚迪是查理最近一年的投资。爱尔兰银行是我的(笑声)。所以他是赢家。顺便提一句，比亚迪每年的营业额为 40 亿美元。我的意思是，这不是一个小企业。它可能会变得更大。

3、未来美元的购买力将下降

股东：您好，巴菲特先生和芒格先生。我叫丹·刘易斯，来自芝加哥。我的问题与美元相对于其他主要货币有关。你已经谈到了政府的政策及其对未来通胀的影响。就其本身而言，你会认为通胀会损害美元。但显然，还有很多其他因素在起作用。所以我想知道你对美元的最新看法。我知道你一直在看跌。但是，考虑到过去六个月中

出现的所有问题，你认为这些问题将如何综合起来，比如贸易赤字，预算赤字，以及它将如何影响美元？

巴菲特：是的。这是相当不可预测的。但是，我可以向你们保证，5 年、10 年、20 年后，美元的购买力将会下降。它可能只能买到非常非常少的东西。但很明显，我不知道事情会如何确切发展。但我们正在做的事情将损害美元的购买力。另一方面，同样的事情也发生在世界各国。因此，很难说美元对英镑或美元对欧元等货币会如何表现。因为，你知道，英国今年的赤字将达到 12%，并占 GDP 的一小部分。即使是长期担心通货膨胀的德国人，也可能出现 6% 的赤字，并占 GDP 的一小部分。因此，世界各地的政府选择了非常严重的赤字，在某些情况下，除了战时，这几乎是前所未有的，**选择这样的赤字是为了抵消公民需求的萎缩，我认为这是正确的**。而这在相对汇率中是如何体现的，我无法告诉你。不过相对于现在，我认为，它将如何在未来的货币购买力价值方面发挥作用，这是相当容易的，那就是它将导致货币单位随着时间的推移购买力更少。这不会在未来一两年内发生。但这并不意味着市场不会在某个时候开始预期。这将是一个非常非常有趣的未来。我的意思是，我们正在做一些我们以前从未见过的事情。而政策制定者并不知道这样做的结果。我不知道结果会怎样。你知道这会有后果的。还有你可以押注通胀。查理？

芒格：我是在奥马哈长大的。我还记得两分钱的头等邮票和五分钱的汉堡包。所以，在我的生活中，有很多通货膨胀。在我的一生中，我认为我经历了历史上最有特权的时代。因此，小小的通货膨胀不会毁掉我们任何人的生活。**诀窍是避免失控的通货膨胀**。这是我和沃伦不打算对年轻人说的一个问题。（众笑）

巴菲特：不过，这里有一个产品。100 年前，6.5 盎司这种产品的价格需要一枚五分镍币和两美分的押金。而且它的价格几乎没有上涨。非常有趣的是，小麦和燕麦或诸如此类的价格都没有涨多少。而另一方面，100 年前一分钱的报纸现在要花一美元，而他们出版时却在赔钱。因此，就其影响而言，它变得非常不均衡。

4、巴菲特对失去 AAA 评级感到恼火

卡罗尔·卢米斯：沃伦，查理，我得到了很多这样的问题。这个来自加拿大卡尔加里的 KemptonLam 或 LamKempton 两个中的一个。问题是，伯克希尔失去 AAA 信用评级增加了伯克希尔的资本成本，而这无疑是该公司的一个竞争优势，你会如何量化这一事件的财务影响和损失？沃伦，你正在积极采取什么措施来恢复伯克希尔的 AAA 评级？你认为伯克希尔能够重新获得它吗？

巴菲特：嗯，它不会很快恢复，因为我不认为评级机构会掉头，即使他们应该如此。我们暂时有标普的 AAA

评级，但他们将在 12 个月后重新审视。穆迪在 1 月初确认了这一评级。然后我们在某个时候发行了一只债券，那是在评级改变之后。实际上，在我们的信用违约互换(CDS)方面，这是一个你可以用来衡量信用承兑的指标。不过第二个我要告诉你的是，一个有趣的方面是利差实际上下降了。评级对我们的借贷成本几乎没有影响或影响很少。实际上，它从来没有什么影响。我的意思是，AA 和 AAA 的差距一直很小。在金融课程和诸如此类的课程中，人们说不值得为拥有 AAA 评级而付出代价，因为你没有在债务上节省那么多。就股本回报率而言，它会让你付出代价的。我从来没有同意过这一点。

我非常喜欢穆迪和标普的 AAA 评级。穆迪下调我们的评级让我很失望，我没有想到会发生这种事，但还是发生了。而且，它对借贷成本没有任何实质性影响。这确实让我们在全球范围内失去了一些炫耀自己保险承诺的权利，尽管没有人排在我们前面，这是肯定的。但是，它不会很快调整回来。我的意思是，人们在委员会里做出的决定不会很快就被推翻。这不是人类的本性。

我们在我心目中仍然是 AAA。实际上我们在标普心中是 AAA，直到我们听到了不同的声音。我们当然认为，而且我们一直以某种方式经营它，没有谁拥有比伯克希尔更强大的信用了。对于评级机构来说，如果他们用一个比率复选框或诸如此类系统，是很难衡量管理层对债权人的态度的。但我可以向你们保证，伯克希尔的管理层认为履行义务是神圣的，比增加每股收益或其他任何事情都重要得多。我的意思是，我们在未来 50 年的工伤赔偿等方面对人们负有义务。一个因工严重受伤的人，他们每个月都会收到伯克希尔的支票。你知道，这比我们是否在股权上赚到 X，或者 X+10%+20%都重要得多。我们会自己管理好自己，当然是努力管理好我们自己，这样，人们不仅会得到这些支票，而且他们甚至永远不需要担心是否能够得到这些支票。评级机构很难量化伯克希尔管理层的这种态度。但相信我，它确实存在。而且我要说的是，穆迪的 AAA 评级调整对伯克希尔的未来不会产生实质性影响。但我还是很生气。查理？(笑)

芒格：嗯，至少他们表现出了相当大的独立性。(众笑)

巴菲特：谁知道呢？这可能也是其中的一部分。

芒格：是的。我的态度可能有一定的哲理性。我认为穆迪的下一次变更评级将是朝着相反的方向。我认为这会发生，因为我们应该得到更高的评级，而且他们很聪明。(众笑)

巴菲特：当查理和我意见不一致时，我们确实有很多意见不一致的时候。我们从不争论，但我们有不同意

见。而查理，当他真正想让我做点什么的时候，比如买比亚迪的股权什么的，他总是对我说，"好吧，最后，你会按照我的方式来看。因为你很聪明，而我是对的。"(笑声)

我忍不住要指出一件事，对你们大多数人来说，这可能有点技术性。但这里有些人会觉得很有趣。而它实际上甚至在很大程度上进入了信用评级，信用违约互换 CDS 进入了评级指标。

我们因为卖出 10 亿美元的看跌期权而得到了 1.5 亿美元的现金，有人付给我们 1.5 亿美元。我们在第一天就有了 1.5 亿美元的负债，用于我们对履行该义务所需成本的价值或评估。我的意思是，这是它的市场价格。另一个人从他的现金中拿出 1.5 亿美元，并在当天设立了 1.5 亿美元的应收账款。现在，这些应收款和应付款随着时间的推移而变化。但第一天，没有盈利，也没有亏损，只是现金换手。一方建立资产，另一方建立负债。

现在，随着世界在过去几年的发展，按市值计算，这种资产对其他资产的价值在按市值计价的基础上有所上升。他在财报里记录为盈利。所以他的资产增加了，而我们的负债增加了，我们通过财报将其记录为亏损。但我们拿着现金，而他从我们这里得到了一笔资产，将在 15 年后或类似的时间到期。在过去几年里，他的信贷部门说，"哎呀，你从伯克希尔得到了一笔 15 年后到期的应收账款。而且，他们不需要提供抵押品。所以你必须出去购买信用违约掉期 CDS，以保护自己不受应收账款变成坏账的影响。"

现在，这有两个影响。第一，他每年都要花钱去买一些信用保险(CDS)，而这些信用保险不需要我们花任何钱，但却要花掉他真正的钱。第二，他给展示的利润越多，他买的信用保险就越多，他每年花的钱也就越多。这推高了伯克希尔的 CDS 需求，导致了一些疯狂的价格。所以在某一点上，我们的 CDS 每年要花掉那个人 5% 的成本。因此，如果他列示的资产是 2 亿美元，他在 15 年时间内每年要拿出 1 千万美元，就因为信贷部门的要求。这让与我们交易的另一方非常不愉快，尽管他们一直在报告利润。这不会让我们付出任何代价。但它确实导致了 CDS 市场的疯狂。我意识到，这对你们许多人来说，并不是一个棘手的问题。但这是不寻常的，这是我没有预料到的。这也在一定程度上解释了，为什么人们可能想要修改他们与我们的合同。如果他们想充分修改合同，我们会接电话。但与此同时，钱还在我们手上。(众笑)

5、关于中美能源的投资，在爱荷华州建设风力发电场，收购星座能源

股东：Jim Hadden，爱荷华州达文波特的一名内布拉斯加州人。在我们从达文波特开车过来的路上，我们注意到中美能源公司的两个相当大的风力发电场。而我的问题是，这些风电场的投资回报会在什么时候？伯克希尔

是否在考虑其他替代能源？

巴菲特：是的，我相信，就自有风电装机容量而言，我们是全美最大的公用事业公司。而爱荷华州风力发电的比例最大。当然，爱荷华州差不多只有 35%的时间是刮风的。我们这里有人可以回答的更准确。所以你不能指望它来满足你的基本负荷或任何类似的东西。但爱荷华州一直非常非常乐于接受引入大量的风力发电，这方面爱荷华州是进步的。我们是爱荷华州的电力净出口商。在我们的服务领域，爱荷华州在发电方面远远超过自给自足。我认为这对爱荷华州的人民是有益的。我们和爱荷华州有协议。正如你们所知，我们十多年来一直没有提高我们的税率。这是通过效率实现的。这是通过风力发电实现的。我们的回报建立在对我们公平、对爱荷华州人民公平的基础上。部分回报是以税收抵免的形式实现的，我认为是每千瓦时 1.8 美分，这是美国任何发展风力发电的人都能享受到的。

我们喜欢增加风力发电的想法。我们正在做。我们正在太平洋公司做这件事。我认为我们将继续成为风力发电的领导者。我们可能比某些人更有优势的一点是，我们是一个纳税大户，所以我们不必担心税收抵免是否有用。我想税收抵免也可以出售。但在我们的特殊情况下，我们不需要这样做。所以你会看到中美公司越来越多的风能发电。当我们买下西海岸的太平洋公司时，在西部六个州几乎没有风力发电，也许根本没有。我们现在已经发展了很多。我们还会继续发展。查理？

芒格：哦，我认为，在公用事业领域，伯克希尔的子公司将成为领导者。我认为我们都可以为中美能源和它的两位经理人感到骄傲。

巴菲特：是的，我们为中美能源公司感到非常自豪。随着时间的推移，我们将在公用事业方面做更多的工作。星座能源(Constellation)没有成功，但我们来到了星座能源，我们在一个周二的中午得知了他们的麻烦，我们在股价等方面也看到了这一点。大卫·索科尔(Dave Sokol)和格雷格·阿贝尔(Greg Abel)当晚在巴尔的摩，以坚定的全现金竞标来解决星座公司的财务问题。星座能源可能会在 48 小时内被降级，也许是 24 小时。他们会有与各种衍生品交易相关的记账要求，而他们可能不会满足这些要求，他们正面临破产。从大卫中午给我打的电话到当天晚上，我们在巴尔的摩给了他们一个确定的报价。这也是伯克希尔的优势之一，这是一个持久的竞争优势。我认为，很少有组织会以这种方式行事，而且，作为一名 CEO，在你觉得自己有才能的地方，你可以用这样的资金支持他们，而不用担心。因此，这对伯克希尔来说是一个有利因素，尽管它在 Dynegy 公司上没有成功。我们将

在公共事业方面做得更多。

芒格：嗯，你买了一条管道，不是吗，用了大约两个小时？

巴菲特：是的，我们确实购买了一条管道，结果非常好。但在 2002 年左右 Dynegy 公司那个特殊的案例中，当时他们非常需要资金。他们刚从安然公司得到了北方天然管道。这是一笔非常复杂的交易，但他们需要钱。我们的交易需要联邦贸易委员会的批准，就像任何购买它的人一样。我们写了一封信。我给委员会写了一封信，"这些家伙需要钱。他们需要在 30 天期限结束之前拿到钱。让我们早点完成这件事。然后我们会做你告诉我们的任何该死的事情"。伯克希尔可以进行这样的交易。我们做之前不会问律师什么的。我们就是这么做的。这是我们的一个优势。这对 Dynegy 来说也是一个优势，这帮助他们渡过了一段我不确定他们是否能渡过的时期。所以，我们可以在时机成熟时快速行动。但是，我们快速行动的原因之一是有几个原因。首先，我们一直都有钱，我们对此有一种精神上的态度。但我们也知道，一旦我们拥有了这些资产，我们就拥有能够运营这些资产的管理。这是一个非常非常大的优势。

(2001 年安然发生重大财务困难，被迫向 Dynegy 能源公司融资，并以北方天然这条管线作为质押担保品，之后由于安然无法按时还钱，这条管线的所有权就移转到 Dynegy 公司名下，只是没想到 Dynegy 公司不久也发生严重的财务问题，2002 年 7 月 26 日，中美能源接到 Dynegy 公司打来电话，对方希望将这条管线立即变现以换取现金，7 月 29 日中美能源签约买下了北方天然管道。见 2002 年股东信)

6、关于中国的投资机会

巴菲特：(前部分中断)...在中国我们会受到所有权上限的限制。但随着时间的推移，我们会在中国找到更多可以做的事情，这是一个巨大的市场。我们经营很多业务，其中有些是可以出口的。此外，或许在那里还会有机会收购更多的企业。如果可以的话，我们会买下比亚迪比 10%更多的股份。但是，这就是他们想卖给我们的。所以我们希望这一点能够实现。

就中国持有的美元资产而言，你知道，在某种程度上，他们无法摆脱拥有更多的美元资产。我的意思是，它的本质是，如果我们对中国有 2500 亿美元的贸易逆差，如果他们卖给我们的商品，比我们卖给他们的多出 2500 亿美元，他们最终得到的是 2500 亿美元的小纸片。他们可以把这些纸叫做美元，他们可以把它们转换成美国房产，美国股票，美国政府债券。他们可以做各种各样的事情。他们甚至可以把它们交易给法国人，然后得到欧元或其他东西作为交换。但法国人将会遇到问题。因此，只要与中国存在显著的贸易顺差，中国的美元资产就会增加。然后，他们可以选择将这些美元投入到什么项目中。到目前为止，他们选择将大量资金投入美国政府债券。

我认为，大约一个月前，中国的一位主要官员说，他对投入美国政府债券的资金的购买力前景不太乐观。我会说他是正确的。我的意思是，任何在这个国家之外拥有美元债务的人，如果他们持有美元债务很长时间，将以购买力的方式获得比他们持有这些美元债务时更少的回报。这是一个重大问题，不是世界上最糟糕的问题，但对于中国的财政部长或政府来说，这是一个重大问题，他们要决定如何处理出现的这种增长，因为他们有贸易顺差。

而且他们成立了中国投资公司，里面有几千亿美元，在决定在世界各地进行投资方面，这是一个有趣的问题，如果你让我当中国的财政部长，我会怎么处理因为贸易顺差而流入的资金。我想它会把它交给查理，问他会做什么，如果他是中国的财政部长。

芒格：嗯，这是一个非常简单的问题。我会做他们正在做的事情。我认为中国拥有世界上最成功的经济政策之一。中国比世界其他国家进步得更快。我要说他们的政策是完全正确的。他们的发展速度是如此之大，如此有意义，如果他们的美元资产失去了一点点购买力，从中国的角度来看，这是一件小事。因此，我对中国人管理自己事务的方式只有钦佩。他们在与世界各地的所有公司都有竞争。这对中国来说是正确的政策。要想快速取得成功，你就必须非常努力地与全世界竞争。所以我认为他们做得非常正确。我认为美国和中国应该是非常友好的国家。因为我们连在一起了。

巴菲特：所以你会建议他们继续购买几乎没有收益的美国国债？

芒格：当然。不管收益率如何。毕竟还有一点收益率在。而且他们可以买更长的期限的。

巴菲特：好的，我们对中国政府有一些建议。（众笑）卡罗尔？

7、我对通用再保险的判断大错特错，但交易的事后分析不应该公开

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自 Ingrid Hendershot。"过去，您曾表示，在数年之后，应该要求管理层对其所进行的收购进行事后分析。你们是否会分别向我们提供有关伯克希尔最大的收购通用再保险的事后分析？"

巴菲特：是的，我不认为我会对通用再保险发表公开评论，我不认为我们应该公开我们的事后分析。我们相信事后分析很重要。我们对通用再保险深信不疑，我们认为这样做的公司太少了。提出一项交易很容易，但之后要解释清楚就难多了。而且查理特别喜欢把别人的麻烦揭出来，这是绝对应该做的。但我觉得不一定要公开。

尽管作为收购方，在你的预测中，你是犯了错误的那个人。但我不认为你应该通过指出经理们可能出现的不足来吸引被收购的企业，而经理们是有可能做得很好，以试图克服你在最初购买公司时犯的错误。所以我不想卷

入这件事。

通用再保险在经历了一个糟糕的开局后表现不错。1998 年，当我买下它的时候，我大错特错了，因为我认为它是 15 年前的通用再保险，在保险界享有绝对的声誉。他们在准备金提列和承保纪律方面的一些做法也有所改变。但我很高兴地说，由于今天和我们在一起的 JoeBrandon 和 TadMontross 的共同努力下已经恢复如初。但是 2001 年 9 月当他们接手的时候，实际上正好是世贸中心恐袭的时候，他们紧随其后，解决了所有的问题，储备金和承保纪律不管是什么。通用再保险现在是我在 1998 年购买它时所认为的公司。所以，我们为他们感到骄傲，这是一项非常艰巨的工作，这不是一件自己就能完成的事。而且，在某种程度上，当你收紧一个已经陷入一些松懈方式的组织时，你知道，这不是一项容易的工作。他们中的每一个人，都可以去其他地方赚也许更多的钱，而不必面对他们在通用再保险所面临的问题。但他们坚持了下来。现在我们有了一个团队，我们对它感到非常满意，它有一个美好的未来。查理？

芒格：我认为这是对的。但非常重要的一点是，你有能力把你的柠檬变成柠檬水。我们非常非常幸运，有 Joe 和 Tad 在这个过程中帮助我们。这并不令人愉快，但非常成功。这不是普通经理人可能会做的事情。你必须要有非常坚强的意志才能修复通用再保险。他们真的做的太好了。

巴菲特：当我们进行事后分析时，从某种意义上说，我们是在看我们自己的杰作。我是说，这是我们自己做的决定，它不是某个地方的某个战略部门，或负责收购的副总裁，或某个管理顾问进来告诉我们应该买这个或那个。我们在回顾我们最初的决定，这是非常重要的。我们讨论过这个问题，我们做了一些愚蠢的决定，大部分都是我做出的，因为我是坐在奥马哈做大部分的决定的那个人。但在公开场合讨论我的愚蠢决定是错误的，这可能会影响到某些业务上的某些经理人，所以我们不会公开这些。但我们会告诉你，我们做出了一些愚蠢的决定。

芒格：通用再保险交易中真正明智的决定是由 JoeBrandon 做出的。他是决定伯克希尔应该收购通用再保险公司的人，他促成了交易。我想，如果他不在那里，这一切就不会发生。他是全体股东的管家。我们得到了一个不错的结果，而通用再保险得到了一个极好的结果。如果资本主义在这场交易中有任何英雄，那就是 Joe。

巴菲特：是的，确实如此。

8、我们的模式不是基于合同关系

股东：巴菲特先生，芒格先生，我是来自加州的 ChuckHosmer。你之前提到了布法罗报纸的工会合作。如

果不引入工会，你如何看待 BRK 子公司其他员工的合同？

巴菲特：我只是在想我们是否有真正的合同。

芒格：我希望没有。

巴菲特：是的，我们不太相信合同。在某些情况下，我们花费数亿或数十亿美元向人们购买他们的业务。而我们要做的决定是，在他们把股权交给我们，我们把钱交给他们之后，他们是否还会对企业有同样的热情？他们会拥有和以前一样的激情吗？如果我们在这一点上错了，任何合同都救不了我们，我们不想要基于合同的关系。所以，我真的想不出我们之间有什么正式的合同。

我们有不同的经理人，我们对奖金安排和诸如此类的事情有自己的理解，这并不复杂。我的意思是，每个子公司的最高经理人基本上都是我的责任。我们有各种不同的薪酬安排，因为我们有各种不同的业务。在我们的一些企业中，资本是一个重要因素，所以你必须把它放在薪酬安排中。而其中有些，资本并不重要。我们有些业务非常容易经营，利润也非常高。而有些业务则非常艰难，即使是天才也只能得到一个一般的结果。所以我们有一大堆不同的薪酬安排。但我们不会试图通过合同来约束员工。这是行不通的。我们基本上不喜欢参与其中。所以你在看一家公司——你能想到我们有什么合同吗，查理？

芒格：不，我们的模式是一种双方都应享有的无缝信任网络。这就是我们的目标。而好莱坞的模式，每个人都有一份合同，意味着任何一方都不值得信任，这根本不是我们想要的。

巴菲特：是的，我们不想就高管的卫生间的大小进行商议。我是说，那不是我们的游戏。Becky？

9、我们买入是为了拥有，不会为了市值分拆

Becky：这个问题来自马萨诸塞州贝尔蒙特的 Edward Donahue。"本着提高合伙制价值的精神，沃伦有没有考虑过将伯克希尔分拆成独立的公司？我的想法是，其中一些公司将以高于伯克希尔目前账面价值的倍数出售。此外，在适当的情况下，整合类似行业的公司，并有望节省管理成本、行政管理，甚至潜在的销售成本。"

巴菲特：是的，我们不会剥离任何公司。实际上我们确实有一个剥离。我们曾经在 1969 年成为一家银行控股公司。然后，我们有 10 年的时间来处置我们持有的银行，它位于伊利诺伊州的罗克福德。但是，如果有人来到我们身边说，"哎呀，你已经得到了 X 的倍数，如果你把这个子公司剥离出去，你可以得到 X 的 1.5 倍的倍数"。你知道，我们迫不及待地想把他们赶出办公室。我是说，我们对此不感兴趣。我们并不是在寻找在市场上股价只要

一个月就能飞涨的方法。如果我们的业务很出色，我们希望在伯克希尔继续经营下去。

我们在伯克希尔拥有的这种能力是一种真正的资产，可以将资金转移到各种机会中，而不会产生税收后果。我的意思是，它们是统一回报的一部分。因此，如果喜诗糖果是一项很棒的业务，它确实如此，但它产生了大量无法有效用于该业务的资金，我们可以将其转移到其他业务或用它收购其他业务。我们在资本配置上有一个真正的优势，股东基本上不能像我们在公司内部配置资金那样拥有税收效率(低税率)。

另外，当我们从人们手中收购企业时，我们会向他们做出承诺。你知道，他们可以在年度报告的后面阅读我们的经济原则。他们也知道我们是买来是为了拥有的。你知道，**这是一段会持续下去的婚姻**。我们不会因为我们可以得到一个暂时更高的估值倍数，就决定剥离一些东西。除此之外，还有其他成本。但这不是决定性因素。这是伯克希尔的基本原则，即**我们买入是为了拥有。人们可以相信我们会信守诺言**。查理？

芒格：有很多分拆的发生，是因为华尔街说你的市值会因此更高一点，华尔街通过出售这些东西，而获得费用。在一般情况下，它对任何人没有好处。我认为，如果监管足够疯狂的话可能会发生一个例外。你可以想象一些事情可能会导致伯克希尔被强制拆分。但如果没有这样的东西，你看到的就是你将得到的。

巴菲特：是的，如果因为监管在垄断这方面的考虑，这真的对一些业务造成了损害，并且束缚了伯克希尔集团其他公司的手脚，你知道，我们必须考虑到这个问题。但是，正如查理所说，很多年来我们已经听了一场又一场投资银行家们的演讲，基本上是说，“如果你做了这件美妙的事情”，市场将会喜欢你。我们永远不会知道有多少是有意识的，有多少是潜意识的。但我们知道的一件事是，它总是伴随着一笔费用。

10、不太了解学生贷款业务

股东：下午好。来自新泽西州蒙特克莱尔的迈克·诺兰。直到最近，学生贷款业务在美国一直是非常有吸引力和成功的一个。然而，华盛顿提出的改革方案却让这个行业陷入了混乱。您能否评论一下这个高度依赖信心、信任和融资的行业，并谈一谈从事这一行业的公司？

巴菲特：是的，我对此了解不多。也许查理知道。

芒格：不，我也不知道这么多。就销售方式而言，这有相当多的丑闻。该领域的一些公司与一些大学管理人员等人关系非常融洽。但是，你知道，我们对此了解不多。

巴菲特：查理和我已经很久没有想过申请学生贷款了(笑声)。所以我们没有仔细检查这方面的规定。(众笑)

我想大概是一年前或一年半前，我接触到了 SallieMae 的那笔失败的交易。我当时对打电话给我的那个人说，我不是很理解。结果我没去反而是件好事。安德鲁？

11、优异是投资条款促成了对高盛和通用电气的投资

安德鲁·罗斯·索金：好的，这个问题来自 JohnMcDonald。他问，"沃伦，在你对通用电气和高盛的投资中，你认为你选择的是有吸引力的业务，还是仅仅是有吸引力的证券？格雷厄姆的《证券分析》指出，管理层可能做的最可怕的事情就是盈利管理，可以说这两家公司都是这么做的。你对此有何反应？"

巴菲特：我可以说，在过去的 15 年中，有**相当大比例的美国公司在某一段时期都采用了盈利管理**。我目睹了它，反对它，但没有得到任何赞同。所以，就我有限的经验而言，我不认为这是一个问题。我什么都不知道。我不会谈及这些公司的具体情况。

我对这些公司的业务质量和管理质量感到满意。但主要是这些投资条款促使我们达成了这些交易。我的意思是，**这些都是在市场处于混乱的时期做出的，在你承诺投资的时候，你应该得到了非常好的投资条款**。很多人要么愿意接受条款，要么在某些或者大多数情况下，能够在自己短时间内投入大笔资金。我们需要很好的条款才能做到投资。我不确定在这些案例中有没有第二种可能性。那真是一个非常时期。我们很高兴这么做。显然，我对这些交易感觉很好，因为我们得到了非常好的利息回报。但考虑到这些交易是在什么情况下达成的，我认为没有其他选择。因此，如果他们在这些交易上分别想要 50 亿美元和 30 亿美元，我认为我们的出价实际上是最低的。但我也认为我们达成了非常体面的交易。

你知道，我们当时能不能用这些钱做一些更好的事情呢？正如我当时衡量的那样，我找不到任何我更喜欢东西。尽管我们显然很喜欢这些业务，但这些交易的条款是压倒性的。我非常了解两家公司的经理人和 CEO。我认为他们是了不起的人。我觉得他们都是聪明人。我认为他们非常坦诚，在我们与他们达成协议之前很久就对我们坦诚了。所以我们对这些交易非常满意。查理？

芒格：是的，你知道，从那部电影开始，这个领域有很多对投资银行的批评。但伯克希尔自己也从所有投资银行家那里获得了非凡的服务，这很有趣。（《资本主义：一个爱情故事》？）

巴菲特：想想我们会说什么吧，如果我们受到了虐待的话(笑)。多年来，我们与高盛做了很多生意。我的经历可以追溯到 10 岁的时候，当时我遇到了西德尼·温伯格(SidneyWeinberg)，他正在运营这家公司，是华尔街的

传奇人物，在很长很长一段时间里，他都是“华尔街先生”。我是格斯·利维(Gus Levy)的朋友。格斯·利维也为我们做了一些非常好的事情，包括当我们有了一个小的一无所有的公司，叫做多元零售公司，查理和我还有桑迪·戈特斯曼共同组建的。格斯参与了纽约证券公司发行的 600 万美元债券的承销，你知道，在这种交易中，在大多数情况下，他做梦也不会想到会参与其中。当时他让高盛也加入了。因此，有很多事情促成了与高盛非常愉快的关系。我对他们感觉很好。当然，我们与通用电气有很多业务往来。我们不知道从他们那里买了多少风力发电机。通用电气是一家非常非常重要的美国机构。我们会卖给他们很多东西。我们会从他们那里买很多东西。我们的投资会赚钱的。所以这让我很开心。

12、巴菲特对未来持乐观态度

股东：你好。马克霍夫曼来自加利福尼亚州圣地亚哥。我只是想感谢你多年来的智慧和建议。我还要感谢 Blumkins 家具店的小伙子们。前几天他们带我们参观了一次，很棒的经历。我来自一个叫 EEL 的组织。他们向我们展示了伯克希尔的文化和你们所做的一切。我的问题是，纵观世界经济，伯克希尔的业务是伟大的。但我的问题是，你在世界经济中是否看到了潜在的问题，比如 40 年前废除金本位和那些疯狂赚钱国家的法定货币？如果伯克希尔的业务很好，但根本的经济是一个问题，我们该怎么办？关于世界经济，你问自己的问题是什么？谢谢。

巴菲特：是的，这个世界总是有很多不对劲的地方。不幸的是，这是我们唯一拥有的世界。我是说，所以我们要忍受它，我们要面对它。但它的美妙之处在于，这个系统运行得非常好。我一点也不知道未来一年或两年在商业或市场上会发生什么。但我知道的一件事是，随着时间的推移，人们会在这个国家生活得越来越好。我们有一个有效的制度。它释放了人类的潜能。我刚才在想，我们今天有大约 3.5 万人住在这里。在 1790 年的第一次人口普查中，这几乎是美国人口的 1%。只有 100 个类似我们这样的组织，而且是整个国家范围内。如果我们在 1790 年把这个房间填满，当时有 3.5 万名美国公民，他们会和我们一样聪明，他们天生就有智慧。他们会生活在一个资源丰富的国家，显然，同样肥沃的土壤，同样的温度，同样的矿物质，所有这些。所以他们和我们一样有能力。但他们并不像我们今天这样。我的意思是，只要看看我们与几百年前的那些人相比是如何生活的。所以我们有一个有效的系统。它释放了人类的潜能。在很长一段时间里，中国没有一个能够释放潜力的制度。现在他们有了一个释放人类潜能的制度。我们还没有走到这条路的尽头。我是说，我们才刚刚开始，基本上。我们将在资本主义中度过艰难的岁月，它暂时在市场上表现得过头了，它被恐惧和贪婪之类的东西所征服。但如果你看看 19 世纪，

你知道，我们有一场内战。在那个世纪，我们经历了 15 年左右的糟糕经济时期。我们有六次恐慌，就像他们在那些日子里所说的那样。20 世纪发生了几场大战。我们经历了很多次衰退。我们经历了大萧条。所以我们在社会的进步中有这些中断。但总的来说，我们向前迈进了。我们不仅在前进，而且在以相当快的速度前进，当你想到它的时候。我的意思是，在 20 世纪，我们的生活有了 7 倍的改善。我们做到了。你知道，我们有很长一段时间的奴隶制。我们把黑人算成了只有 3/5 的人。我们有 130 年左右的时间没有让女性投票。我是说，我们在浪费人类的潜力。我们现在也是。但几个世纪以来，我们一直在这样做。但我们确实在时断时续中不断前进。而现在，我们在经济方面有些混乱。但毫无疑问，在我看来，人类有着巨大的潜力，每一个时期，每一年，我们都会遇到各种各样的问题。我是说，问题会发生的，但我们最终会胜出，你的孩子会比你活得更好，你的孙子们会生活得更好。我们会找到越来越多的方法，找到更简单、更好的方法来做我们甚至还没有梦想过的事情。查理？

芒格：好的，现在我离死亡年龄如此之近，我发现自己对经济前景越来越乐观(笑声)，我不会在这里享受未来。我发现真正令人高兴的是，我们显然将利用太阳的直接能量，我们将在全世界拥有太阳能电力。这将使人口过多的国家能够将海水变成淡水。它将消除许多环境问题，并保存更多的碳氢化合物资源，以满足未来的需求比如化学原料。我看到的是最终的突破，解决了人类的主要技术问题。你可以看到它就在地平线上。当然，中美能源和比亚迪也将参与其中。所以，我认为，**只考虑自己可能遭遇的不幸是一个巨大的错误，你也应该考虑一下你的处境有什么好处**。而我们现在的情况好就好在人类的主要技术问题即将得到解决。如果你有足够的精力，你可以解决很多其他的问题。

巴菲特：随着年龄的增长，他越来越乐观。(众笑) 卡罗尔？

13、不关心瑞士再保险(SwissRe)的再保险交易

卡罗尔·卢米斯：这是一个关于伯克希尔投资瑞士再保险的问题。鉴于你无法控制瑞士再保险的承销业务，除了你已经拥有的规模相对较大的普通股头寸外，你怎么能放心地将 26 亿美元投资于一种级别相对较低的证券？您在收购通用再保险的最初几年中遇到的问题，是否让您对再保险中的潜在隐患有所警惕？鉴于你没有管理控制权，瑞士再保险不是更有可能继续犯错吗？或者，自从您签署份额协议以来，您对其承保文化的了解，是否提高了您对其所承担风险的舒适度？你过去曾说过，伯克希尔的浮存金与股权价值相当，甚至更高。你会对瑞士再保险的浮存金持同样看法吗？

巴菲特：我们和瑞士再保险公司有几项协议。其中一项是一年多前我们在他们的财产保险业务中占有 20% 的股份，这主要是再保险业务，为期 5 年。大约一年前我们又购买了瑞士再保险 3% 的普通股。然后，大约一个月前，我们在他们一种证券上投资了 30 亿瑞士法郎，这种证券每年付给我们 12% 的利息，两年后，他们可以按本金的 120% 赎回。然后，如果他们在第三年还没有赎回，它就可以以每股 25 瑞士法郎进行换股。它被赎回的可能性可能相当大。如果最终它被赎回了，我们会不高兴，因为他们赎回的唯一理由是，赎回对他们有利，而对我们不利。但如果它被赎回，我们将得到 120% 的票面价值加上 12% 的年收益率。

实际上，我们在瑞士再保险合计 200 亿瑞士法郎的权益中拥有优先偿还的权利。所以我不会把它看作是一个低等级的债券。瑞士再保险过去一年左右的问题，无论如何都不是通过他们的保险承保产生的。多年来，他们的保险承保情况一直很好。我们觉得有 20% 的份额就可以了。我们对我们的投资感觉很好。所以，我认为他们像许多再保险公司一样，每一美元的保费都有大量的浮存金。因此，我们预计，相对于其所代表的 30 亿左右的保费而言，我们一年来所拥有的这 20% 的配额份额将形成非常可观的浮存金。我认为这将成为一种有吸引力的浮存金。这对我们来说很有吸引力。对瑞士再保险来说，这甚至会更有吸引力。因为实际上，我们支付给他们的资金让他们对此有了更好的承保能力。就像我说的，最有可能的事情是我们 30 亿美元的头寸被赎回。

我们也有 20 亿瑞士法郎的不利损失保险(adverse loss cover)。从本质上说，这意味着，在财产意外险业务中，他们的准备金在 2008 年底大约为 600 亿法郎(这些不是精确的数字)，但一旦他们赔偿了 580 亿，这比他们的要求准备金少了 20 亿，那我们将支付接下来的 50 亿赔偿金。就像我说的，我们不太可能在 15 年内支付这笔钱。如果他们的准备金是准确的，我们只会支付 20 亿。所以，这又是一笔在瑞士再保险面临巨大压力的情况下达成的交易。就评级而言，它们面临着降级的威胁。

周日，我在华盛顿特区会见了瑞士再保险公司当时的 CEO 和投资顾问。我们安排了一项交易，他们的股东和董事后来批准了这项交易。我认为我们满足了他们的需求。我认为我们达成了一笔有吸引力的交易。

你知道，我们可能更喜欢通用再保险，但瑞士再保险的承保没有什么错。它没有造成现在遇到的任何问题。在金融产品和资产方面遇到的问题类似于 AIG，尽管规模远不及 AIG，但它不是因承销而产生的。查理？

芒格：是的，这是一个严重的问题。我们希望能有更多这样的机会。(众笑)

14、不合理的 CEO 薪酬和激励制度

股东：我是来自菲律宾的 Vishali。我的问题是关于资本密集型子公司的薪酬。现在，我要冒昧地假设，大量银行倒闭在很大程度上是由激励偏差造成的。如果董事会在薪酬方面犯了错误，那么董事会就会对利润操纵产生激励偏见。因此，请记住第一条规则，即“不要亏损”，并记住如果能够拓宽护城河，短期内出现亏损是可以的，那么您如何为需要大量资本的子公司经理人，制定公平而明智的薪酬方案？

巴菲特：很显然，这是一个非常非常好的问题。这是查理和我都考虑过的问题。我们经历了太多疯狂的薪酬制度，以至于我们花了很多时间来思考和讨论它。在资本密集型企业中，你必须在薪酬安排中包括资本成本因素。我们有几十家子公司。我们对不同的业务有不同的安排。正如你所指出的，一项不需要资本的业务安排，比如糖果公司或商业咨询公司或诸如此类不需要资本的业务，必须与需要大量资本的业务，在薪酬安排方面有实质性的不同。我们认为我们有合理的薪酬制度。我们同意你的观点，激励非常重要。

我想说的是，我认为你的问题暗示了一点，是董事会设定了这些事情。事情的真相是，至少在我 40 多年的经验和 19 个董事会上，我观察了很多其他公司董事会的行为，基本上，董事会对它的影响相对较小。在大多数情况下，CEO 通常都是他自己薪酬安排的重要决定因素。你知道，在人际关系方面，首先，是 CEO 挑选薪酬委员会。因此，我在 19 个委员会中只参加了一个薪酬委员会。我是说，人们不是在找杜宾犬，他们在找可卡犬，他们在寻找摇着尾巴的非常友好的可卡犬(笑声)。CEO 们花了很多时间来思考，谁将成为他们的薪酬委员会的成员。审计委员会并不那么重要。但是薪酬委员会，他们思考的太多了。委员会每几个月开一次会。一位人事关系副总裁走进来，他直接对 CEO 负责，可能还会推荐一位薪酬顾问。相信我，他们不会到处去找那些会把事情搞砸的人。因此，这是一个由 CEO 主导的系统。以我的经验来看，作为股东或股东代表，董事会很少真正思考如何向这些人支付薪酬，以及如何激励他们，不仅要激励他们做正确的事情，还要激励他们不做错误的事情。

查理和我很熟悉奥马哈的彼得·基维特公司。我不知道是 50 年前或者更久以前，彼得·基威特想出了一个非常合理的方式来给予这个行业的人回报。这不是火箭科学。我保证他没有就这个问题咨询过任何薪酬顾问。他只是想通了。你也能想出一个，我也能想出一个。但你必须明白，不是每个 CEO 都想要一个理性的薪酬体系？当非理性带来更多回报时，谁还想要理性？所以让人进入董事会是一个真正的问题。我不认为应该有一个薪酬委员会。我认为董事会作为一个整体，实际上应该彻底解决这种事情。

这样你就不会从董事会那里得到那些被管理层视为圣旨一般的薪酬报告，因为他们在前一天已经辩论了几个

小时，据说他们只是把报告送进来，大家象征性的给出一些建议，然后每个人都盖上橡皮图章就好了。我认为这应该成为一个普遍讨论的议题。我认为如何给 CEO 制定薪酬是非常重要的。

我说过，在我们的年度报告中，选择合适的 CEO，确保他们不会做过头，并对重大收购或资产剥离进行独立判断，如果董事会做得好，你就可以忘记所有其他检查清单上的东西。如果他们做不到这一点，其他方面也不会有太大区别。

我认为这是可以做到的。但现实是很难有这样一个制度，在这个制度中，作为股东或股东代表的董事会，像另一方获得此薪酬的人一样关心这件事。我确实认为最近几年情况有所好转。但它的起点很低。查理？

芒格：是的，在这个领域有一些违反直觉的结论非常有趣。我认为，在一家大型美国上市公司中，高薪董事会对公司的好管理是不利的。这是一种互惠关系："你一直在给我钱，所以我也一直给你钱"。这很像一种结盟。而且我认为，**总的来说，如果董事们完全不拿薪水，美国的公司会管理得更好。**

巴菲特：我们正在朝这个方向努力(掌声)。嗯，这很有趣。因为 SEC 会定义独立董事，你知道，他们会质疑我的独立性。因为我们拥有价值数十亿美元的证券，而我们会卖给他们一些 DQ 冰淇淋或类似的东西。而要得到真正的股东代表是需要非常知识渊博的，因为他们必须了解业务。他们必须有一定的商业头脑。

而事实是，如果你找到一个年薪 20 万 25 万美元的公司董事，而他们没有那么多的外部收入或净资产，他们只想再多得到一个 20 万美元的董事职位，他们很可能不会坐在那里与 CEO 争论，指出这个系统被操纵了，怎样做才有利于激励薪酬或诸如此类的东西。

在薪酬安排方面还有更多的胡扯——

现在，你有了这些长达 100 页的代理声明。如果你用 100 页的篇幅来解释你是如何给这个地方的人付钱的，那就有问题了。我的意思是，你根本不需要 100 页，我们就没有 100 页任何类似的东西。但随着时间的推移，它变得越来越像一场游戏。我要说的是，当薪酬是董事福利的重要组成部分时，你就没有独立董事了。有趣的是，制度就是这样安排的。在大多数情况下，这些人往往被视为独立董事。

芒格：实际上，这比任何人认识到的都要糟糕。Elihu Root 是美国最好的内阁官员，他曾经有一句话：**没有人适合担任公职，除非他在任何时候都非常愿意离开。**当然，在他离开公职的那一刻，他又重新成为了世界顶尖的律师。所以他没有太多的损失。但是，那些因为做了独立董事而有巨额收入的人是非常钟情于这个职位的。

所以我们伯克希尔的做法是美国的千分之一。而其他人的做法是愚蠢的。(众笑)

巴菲特：我喜欢和他在一起。(笑) Becky。

15、保险运营的最坏情况

Becky：这是来自 Paula Sauer 的问题。由于查理似乎越来越乐观，也许我们应该先问他这个问题。然后沃伦可以试着补充。Paula 问到，"关于保险业务，你能想象到的最坏的情况是什么？"

芒格：是的。嗯，最糟糕的情况是一些灾难，我们损失了税前数十亿美元。我认为，即便如此，也不会严重损害现有的基本业务。所以我认为我们有一个了不起的保险业务。我不想用它来交换我所知道的任何其他东西。你呢，沃伦？

巴菲特：是的，这是一个神话般的业务。我曾经说过，最糟糕我们可能会承担 4%到 5%的行业任何特大灾难损失。我不确定卡特里娜最终是从哪里来的。我不知道是 600 亿还是什么。我们可能确实支付了 4%到 5%的范围内赔偿金。我们现在可能比这还低，但不一定低得多。但是，如果我们有 1000 亿美元的灾难，你知道，我们可能会支付 3%到 4%，就是 30 亿到 40 亿。你知道，我认为可能发生的最糟糕的情况是，如果我们陷入了严重的通货膨胀，人们对他们日常生活中必须购买的任何东西都非常非常不满意。这也适用于公用事业，但肯定就像汽车保险一样，实际上，他们表达了对通胀上涨的愤怒，并表示，"让整个国家为此买单吧。"我的意思是，如果发生这种情况，作为一笔巨大的资产，它将彻底消失。我不认为这是一个很高的概率。但如果你让我看最坏的情况，那可能是我会想到的。

芒格：嗯，那已经发生了。汽车保险已经在新西兰或其他地方被国有化了。如果你想要绝对最坏的情况，你已经找到了。

巴菲特：是的，当我们进入社会保障体系时，我们在一定程度上将年金业务国有化了。我觉得这是件好事。但当人们对某件事足够愤怒的时候，你就会听到有关银行的讨论。我的意思是，当公众义愤填膺时，政客们会做出回应。在我看来，疯狂的通货膨胀将是最有可能的原因。类似的事情发生在汽车保险中，这是大多数人每六个月甚至更频繁地支付的账单。如果他们看到账单上升，而他们不想处理掉他们的车，他们会愤怒的。而公用事业公司的客户在通胀期间将变得非常疯狂。因为他们需要开灯。他们讨厌看到，你知道，每月的账单不断上涨。这是他们不能放弃的东西。而且非常明显。人们的反应将是去找他们的公众代表，说："你做点什么吧。"他们能做的

事情之一就是接管它。所以这种可能性非常低，但也不是不存在。

16、国际投资无预设目标

股东：先生们，来自爱尔兰科克的 Patrick O'Donoghue。所以我想我应该先说我很抱歉你在我这个美丽的国家过得这么艰难。

巴菲特：我爱爱尔兰人。我们和爱尔兰人相处得很好。这都是我的错误。(笑)

股东：好的。现在，我想扩大我在伯克希尔的投资。我认为我们已经建立了一个很棒的公司。因此，我还有其他几个问题要考虑，对于外国人来说，这对美国国内的人来说可能有点不同。第一个问题是，伯克希尔的任何收益都可能被美元兑欧元的下跌抹去。显然，我们在这里谈论的是一项长期投资。第二个是，也许你可以讨论一下你的全球收购，这将减少你对美元的依赖，并增加你的海外收入。请你讨论一下。

巴菲特：当然。我不擅长预测欧元兑美元的汇率。

芒格：你做得很好。(笑)

巴菲特：是的，我们确实赚了几十亿。(笑声)

但是如果你愿意的话，你可以这么做。我根本不是在建议你这么做，但欧元兑美元很容易被对冲。我不建议那样做。我只是告诉你，如果你担心一种主要货币会有贬值风险，对冲是一个选择。对于一些小国的货币则很难这样处理。但当你谈论欧元兑美元时，如果你愿意，你可以继续对冲。但就像我说的，我们通常不会做这种事。因为这对你来说可能是件痛苦的事。

我要说的是，就伯克希尔的盈利而言，我们将继续做我们认为有意义的事情。例如，我们拥有超过 8% 的可口可乐股份。你知道，可口可乐公司 80% 或更多的利润来自美国以外的地区。我们也拥有很多宝洁公司的产品。所以我们有很多间接的收入来源。然后我们在美国之外有很多直接的收入来源。伊斯卡的大部分钱都是在美国赚的，但它在其他地方也赚了很多钱。我们还有其他类似的业务。我们根本没有一个预先确定的目标，在这里或那里或那个地方让我们的收入增长 X%。我们只是保持，每天我们热情洋溢的去工作。就投资的机会而言，我们也不知道这个电话是来自以色列还是来自印第安纳州。

我们希望我们所有的子公司都能在全球各地寻找投资机会。他们中的一些人会在海外找到机会；另外一些人则不会。所以，就收入来源而言，我们并没有朝着任何方向发展的目标。在很多国家我们都觉得很舒服。我们很

乐意把钱投到这些国家。但我们不会在早上醒来时说，我们希望有更多的钱留在德国或西班牙或其他国家，或者我们想把钱从这些国家拿走。查理，还有吗？

芒格：是的。人们看到了一个现代的、自由的民主国家(美国)。很容易(对爱尔兰)得出结论，它是混乱的，充满了缺陷。我认为这是一个正确的观点。但我一点也不清楚，我们所拥有的糟糕缺陷，比欧洲的糟糕缺陷更糟糕。我对这些事情是不可知论者。我认为大西洋两岸有很多错误和很多正确的事情。

17、"没人会从裁员中得到快乐"

安德鲁·罗斯·索金：这个问题来自三位股东，他们恰好是伯克希尔投资组合公司中的员工。他们要求不透露姓名，他们提出了以下问题。他们说："我们既关心公司的投资状况，也关心我们工作的稳定性。您能否谈谈您对利用裁员作为应对公司短期利润下滑的手段的态度？"

巴菲特：是的，我不会有不同的态度。我只是想澄清一下。

毫无疑问，业务状况可能会发生变化，比如需要临时或永久裁员。我的意思是，企业的规模在不断变化。我们很幸运，在 GEICO 这样的地方，我们的业务在不断扩大。所以我们可能会在 GEICO 净增加至少 1000 个工作职位。但与此同时，我们在西南部的砖厂可能关闭了近一半，因为人们现在不盖房子了。但是，生意会回来的。那时候我们还会重新招人。另一方面，我们的纺织品生意再也没有回来。与一年前相比，我们在《布法罗新闻报》雇用的员工更少了。我们不可能恢复这些水平或回到以前的水平。而有些企业业务可能会永久性萎缩，在裁员方面，你必须面对这个问题。还有其他一些企业出现了严重的周期性收缩，它们将面临大幅裁员。还有其他一些企业在这样的时期受到了一些影响，但影响很小。这时候我们会抵制裁员的想法。你知道，没有人能从中得到任何快乐。通常你这么做，可能有点太晚了，因为你一直希望业务会反弹或类似的东西。但是，如果业务发生了实质性的变化，你最好改变你的业务模式。或者别人会让你不得不改变。然后你甚至会面临更多的变化。

总的来说，我们希望我们进入的企业不会面临这类问题。但可以肯定的是，在我们的建筑相关业务中，我们在 Shaw 进行了裁员，我们在 JohnsManville 进行了裁员，我们在 BenjaminMoore 进行了裁员，我们在 AcmeBrick 进行了裁员，而且真的没有其他选择。我的意思是，我们的竞争对手也是如此。我们是在 1965 年进入纺织行业的。最后我们解雇了所有人。我的意思是，在我们到达终点之前，它的业务已经收缩得很厉害了。我们尝试了各种方法。我们最终放弃了。你知道，**资本主义是一种创造性的毁灭。有时候，你会处于劣势。**

今年，就我们拥有的企业而言，你知道，我们的就业人数可能甚至会减少，我几乎可以肯定会这样，尽管 GEICO 将会扩张。但它不会大幅减少，因为它只是在某些地区发生了，但它会减少。而我们的管理者必须看清当前形势的现实。查理？

芒格：是的。我们的一些企业有一种同甘共苦的模式，他们不会裁员，至少现在不会。采用这种模式的企业往往在经济上处于非常有利的地位。所以我想，这表明本杰明·富兰克林是对的，当他说，“空袋子很难站直。”

所以，我们在地图上到处都是，所有的行业也是如此。但我确实认为，理想的模式应该是一个强大的企业，它可以在同甘共苦的模式下运营，而不是裁员。

巴菲特：是的，有些企业是这样做的，你知道，他们缩短了员工的工作时间。但很多业务没办法很好地做到这一点。所以，在其他情况下，你基本上必须关闭整个工厂。这就是它的本质。一般来说，你真的不能让每一个工厂都以 50% 的效率运转，并让它像关闭那些生产率最低的工厂一样有效。

芒格：伊斯卡就是这样运作的。

在一个有时必须壮士断臂才能生存的世界里，你不能指望每一家企业都能保持原样。

巴菲特：是的，当然。

18、用尴尬而不是立法来对抗 CEO 过高的薪酬

股东：大家好，我是来自康涅狄格州格林威治的 Ralph Witkin。我 1995 年第一次来这里。我真的很欣赏你处理这次会议的方式。我去过很多其他的地方。我知道你没有义务这么做。我感谢你们，你们两个。我的问题和第九个问题非常相似，关于高管薪酬。不是问你对薪酬的看法，而是我们作为股东，如何做出一些尝试，试图纠正这一点，使其回到某种程度的平衡。谢谢。

巴菲特：就在几天前，一位参议员给我打了电话。而且，他的选民显然对 AIG 高管薪酬感到愤怒。AIG 事件真的有巨大的影响，尽管，美林和其他所有的银行也一样。但那个故事在人们中轰动一时。从某种意义上说，这种愤怒与所发生的事情是不成比例的。但在任何情况下，这并没有什么区别。人们对这件事很愤怒。所以这个参议员打电话给我。他实际上是在问，“告诉我一个我们可以颁布的法令，让我的选民对高管薪酬感到高兴”。

我给他的建议是，他可能做不到，国会上一次进入这一领域是在克林顿政府的早期，当时他们通过了一项法案，我记得，对于五名最高级别的管理层，除非薪酬以某种方式与绩效挂钩，否则他们不能获得每年超过 100 万

美元的薪酬抵扣金额。这可能是国会提出的最适得其反的立法，这本身就是一个很好的声明(众笑)。这样做的最终结果是，当征税时，股东当然是付了税，而高管没有付。因此，这是对股东的惩罚，而股东已经受到了公司在薪酬问题上的伤害。这导致了围绕这一问题的各种安排，其中涉及到大量的律师和顾问以及大量的委托书，最终的结果是大幅提高了薪酬。在我看来，薪酬增加得更多，因为这是记在账上的，而不是其他方面。因此，我向他建议，他们应该做的第一件事可能是废除这一点，然后说，“我们错了”，然后再弄清楚他们是否应该做一些正确的事情。但结果并不是很好。(芒格笑)

所以我会说——我一直都是这样提议的。它从来没有变过。但这不会阻止我继续提议。在这个国家，你所需要的只是几个顶尖的投资经理，他们管理着数千亿，甚至上万亿的资产。如果他们能就最糟糕的情况大声疾呼。只是你知道，很多人必须要得到好处才会行动。他们当中有六个，具有很强的公众辨识度，所以实际上他们不必担心发表自己的观点。让大人物改变行为的方法基本上就是让他们难堪。而媒体有很大的机会做到这一点。但是他们需要和大投资者的合作。所以，如果你有三个或四个最大的投资者，当 XYZ 公司提出一些疯狂的计划时，站出来说，“这太离谱了”，它会改变人们行为。董事们不喜欢看起来很傻。他们不喜欢自己的名字出现在报纸上。所以你会看到一些真正的变化。

我认为这方面的立法将会(无效)——我只是不知道怎么写这些东西，你知道吗？我的意思是，你最近读了切萨皮克能源公司(Chesapeake Energy Corp.)的案例，关于 7500 万美元的重新签约奖金和一些其他的事情。我的意思是，你想知道人们在想什么，你知道 CEO 在想什么。我不认为你能颁布阻止它的法令。就像我说的，他们想通过的那条法令把一切都搞砸了。但我确实认为，只需要其中三、四个大型机构联合说出来就能阻止。他们根本不需要在每一家公司都这样做，只要这种情况足够糟糕。但是，如果他们有一个名声，当事情很糟糕的时候，大型机构会时不时地大声说出来，我认为就会有一些限制因素可能出现在美国企业中。因为制约因素当时不存在，现在也不会存在。我的意思是，现在每个薪酬顾问都会带来一份报告，上面的内容号称是完全从公司角度出发的。没有人想说他们的 CEO 的表现是在最后 25%。所以他们只是不断地将 CEO 的成绩与更好的成绩进行比较。然后再逐步提高。这是一个创造奇迹的游戏。我称之为荣誉制度。要知道，股东获得了荣誉，高管获得了薪酬。查理？(众笑)

芒格：是的，从大型投资者的角度来看，我对解决这个问题不太乐观。大型投资者群体包括许多投资经理，

他们每年赚 2000 万美元，但贡献不大。他就像一个住在玻璃房子里的人开始扔石头。

在许多情况下，公共养老基金由左翼政客和工会主导，他们往往有自己的议程，而这与良好的管理没有关系。所以，**有时候治疗本身比疾病更糟糕。**

AIG 奖金门

自 2008 年 9 月陷入困境以来，AIG 先后四次获得美国政府救助，金额累计超过 1700 亿美元。2009 年 3 月份，刚刚接受美国政府 300 亿美元救助资金后，作为接收政府救助最多的金融机构，AIG 顶风发钱的举动引发美国民众的强烈不满。AIG 2008 年底就已拨出专款成立巨额奖金池，其中给予 AIGFP 的奖金高达 4.5 亿美元，此次的 1.65 亿美元正是该计划的一部分。这笔奖金面向金融产品部门 AIGFP 的 418 名员工，其中得到 100 万美元以上的有 70 余人，最高的单笔数额达 640 多万美元。AIGFP 正是将 AIG 推向破产边缘的罪魁祸首，2008 年，该部门亏损额达到 400 多亿美元，不得不向政府求援。除上述巨额奖金外，AIG 还计划从 2009 年 3 月开始向约 11.6 万名员工中的 6400 人发放 2008 年的激励奖，总金额达 1.215 亿美元，同时还将在未来几个月向约 4200 名员工支付此前承诺的 6.19 亿美元“保留薪资”，这笔薪资从 9.25 万美元到 400 万美元不等。依此计算，AIG 将在 2008 年向员工发放各类奖金及薪酬总计约 12 亿美元。

19、我们的优秀经理人跟随企业而来

巴菲特：好的，在充满希望的基调上，我们将继续讨论，卡罗尔。(众笑)

卡罗尔·卢米斯：这是 Peter Poulson 提出的问题，他问，当你收购公司时，他们会配备经理人。总体而言，伯克希尔做得很好，让合适的领导者担任了合适的角色。但有时候，你不得不聘用某人担任高管职位。请描述一下你可能与伯克希尔未来的运营主管进行的面试。你想要什么？你如何评估一个人成为伟大管理者的潜力？

巴菲特：通常，**我们会聘用那些已经证明自己是优秀经理人的人。我的意思是，当我们收购一家企业时，很大比例的情况下，管理层会随之出现。**当我们买了伊斯卡的时候，我们得到的是一群年复一年本垒打的人。

而我们必须问自己的真正问题是，**他们将来会和我们在一起吗？他们在交易前后会保持一致吗？**我们在这方面偶尔会犯错误。但总的来说，这是可以实现的。我们在管理方面的运气很好，但并不完美。而且，由于我们没有退休年龄，**最困难的部分，就是当经理们失去了他们在更早的年龄所拥有的能力的时候(它与此无关)，而这没有任何衡量标准可以用来衡量。所以，人们在变老，至少在商业能力上，他们变老的方式和速度是不同的。查理和我有时会遇到这样的问题，当有人没有像以前那样的管理能力的时候，我们有责任做些什么。我们讨厌它。**

芒格：我们在这些方面做得很慢。如果我们真的爱这个人，我们真的很慢。我们离理想很远。(众笑)

巴菲特：是的，我们每一次都很慢。我们在威斯科有一个很棒的经理人，一个我们都很喜欢的人。他得了阿尔茨海默病。我的意思是，我们不想面对它但我们终于做到了。我们可能多花了一年半，不是吗，查理？

芒格：当然。

巴菲特：是的。基本上，这是我工作中唯一不喜欢的部分。我是说，我讨厌它。但是我愿意花很多钱不去做这件事。但偶尔也会发生。幸运的是，它似乎并不经常发生在。我们找到了热爱自己事业的人，你知道吗？我爱伯克希尔。我每天都去工作，我对此很兴奋。你可以在人们身上发现这一点。我的意思是，我想你们大多数人可能会意识到这就是我的感受。我意识到这是我们子公司的经理们对此的看法。

在 GEICO 工作的时候，Tony 还是个青少年。他和我一样，每天都为 GEICO 兴奋不已。我昨天午饭时见过他。他做的第一件事就是把数字递给我，他知道我在等它。数字第一次击中了我："我们增加了 50.5 万的投保人"。我的意思是，我们对这些数字感到兴奋，我们逐个州讨论，不管是什么。而且，你不能把这一点强加于人。但当它在那里的时候，我们确实认识到了它。我们会尽最大努力确保我们不会以任何方式破坏它。

20、不要试图把握市场时机

股东：下午好，巴菲特先生，芒格先生。来自俄亥俄州代顿市的 JimmyChong。巴菲特先生，去年 10 月，你在《纽约时报》的一篇专栏文章中写道，你将把个人投资组合完全转移到美国股票上。我的问题是，这一行动完成了吗？如果没有，你还在买吗？此外，在你的投资生涯中，你如何从股票投资机会的角度对最近的市场低迷进行排名？

巴菲特：当然，这不像 1974 年那样戏剧性。1974 年的股票比现在便宜得多。但你也面临着不同的利率情景。所以你可以说他们真的没有那么便宜。你可以以 4 倍的市盈率买入非常好的公司，或者有着很好的前景的公司。但当时的利率要高得多，这是我所见过的购买普通股的最佳时期。这个国家当时的麻烦可能没有我们 9 月份时那么多。我不这么认为，但当时股票价格相对较低。

最近一段时间，我买了一些股票。然后公司债券看起来非常便宜。差距非常非常大。所以我也买了一些。**东西越便宜，我就越喜欢买。**我的意思是，如果我在麦当劳买汉堡包，前几天是 X，他们明天把价格降到 X 的 90%，但如果他们这么做了，我会很高兴。我不去想昨天买汉堡花了多少钱。我想我这辈子都要买汉堡了，你知道吗？他们越便宜，我就越喜欢。如果我下半辈子都要做投资，那我宁愿付 X 的一半，而不是 X。而且，我昨天付了 X 的事实不会困扰我，只要我知道生意中的价值。所以就个人而言，我喜欢更低的价格，但这不是你们每个人早上醒来看到报价时的感觉。但是，当东西在打折的时候，你应该更兴奋地去买它们，这是有道理的。

而最近——当我在《纽约时报》上写那篇文章时，我并没有预测到股票的走势。因为我永远不知道它们会变

得怎么样。但我知道你什么时候买入才能赚大钱，这就是我认为应该买进的时候。查理？

芒格：嗯，如果股票平均下跌 40%，他们显然比以前更接近有吸引力的价格。当然，最近利率下降了很多，至少是短期利率。完全不像 73、74 年那样。我知道当那发生的时候那是我一生中唯一的机会。我知道我再也不会有机会用那样便宜的价格去买东西了。不幸的是，我当时几乎没有钱可投资(笑声)，这就是为什么会有这样的时刻。所以，如果我是你，我不会等到 1973、74 年的重现。

巴菲特：这就是为什么会发生这样的事情。我们不会试图选择底部，我们对股市明天或下周或下个月的走势没有看法。所以，"只是坐在那里，不做一些明智的事情，因为你认为会有更吸引人的事情会发生"，这不是我们的方法。只要我们有机会做一些有意义的事情，我们会去做。如果第二天更有意义，如果我们有钱，我们可能会做更多。如果我们不这样做，我们能做什么呢？所以选择底部基本上不是我们的游戏，而估价是我们的游戏。这并不难。我认为，选择底部可能是不可能的，但是，当你可以开始用你的钱得到很多价值的时候，你买入就是了。正如我所说，在我写了那篇文章之后，股票确实变得更便宜了。公司债券市场变得非常、非常、非常混乱。我们为伯克希尔买了一些相当大的债券。我还给自己买了一些小东西。但我 99%的时间都在思考伯克希尔。

芒格：沃伦，到目前为止，我们的小型寿险公司不是已经投资了相当多的利率为 10%的理想债务工具吗？

巴菲特：是的，我们未来拥有的肯定比我们过去拥有的多得多(笑)。几个月前，我们有机会以非常非常低的价格购买一些公司债券，至少在我看来是这样。我们在人寿保险公司中还有资金，但这些资金不能用于其他领域，而这是一个理想的投资时机。无论何时我们想做什么事，我们都会去做。我的意思是，我们的想法是不要蹑手蹑脚地进入任何东西。所以，当价格合适时，我们会尽快买下它们。

芒格：是的，债券的事情并没有持续很长时间，但是有一些非常安全的债券，收益率为 9%或更高，有非常好的赎回保护。其中一些债券上涨了 20%到 25%。因此，当你还在分析的时候，机会可能就错过了。

巴菲特：是的。我们试着观察所有的事情。Becky？

21、受监管的公用事业公司的 11-12%体面的回报率

Becky：这个问题来自加州科斯塔梅萨的 Jim Mitchell，他想从你们两位那里知道。他说，几年前，你们教导我们要警惕资本密集型企业，如电力公用事业，由于低估折旧，可能会夸大利润。既然你现在投资公用事业和天然气管道，你是否发现了发电厂长寿的秘密？或者我们是否需要对你的公用事业收益进行打折？

巴菲特：嗯，公用事业收益，很大程度上，是通过你经营所在的司法管辖区所允许的股权资本回报率来实现的。所以，例如，如果像养老金成本之类的东西，你就能够得到惊喜，随着时间的推移，你确实可以赚回来。但你也得不到任何财富。所以我会说，让我更害怕的资本密集型业务是公用事业领域以外的业务，在这些业务中，你需要投入更多资金，而不知道你会以一种通常的方式获得或多或少有保证的回报(反正是在一个范围内)。

所以我们不可能靠我们的公用事业投资致富。但我们也不可能变穷。我们得到了可观的回报率，所以我们在它留下的股权。不管有没有通货膨胀，我们都可能获得这样的回报。现在，如果通货膨胀率非常高的话，通货膨胀可能会降低这 11-12% 的股本回报率的价值。所以在这个意义上，我同意 Jim 的观点，顺便提一下，我认识他。他曾经和我女儿一起在 21 世纪工作。他是个很好的投资者。

但总的来说，如果你能找到一家不是资本密集型的好企业，那么随着时间的推移，你的境况会比资本密集型企业更好。我是说，在这个世界上，它们很难找到。但最好的企业是那些不需要太多资本，却能赚大钱的企业。要想进入他们的行业，除了进入这个行业所需要的资本外，他们还有一些护城河来保护他们。如果你能找到那些最具有护城河的，那你就得到了一笔不错的投资、一笔在通货膨胀中表现最好的投资——就像我们之前提到的，通货膨胀似乎很有可能发生。查理？

芒格：是啊，不幸的是，最近很多护城河都被沙子填满了，你知道，日报，网络电视台，所有这些城堡都有可爱的护城河。护城河正在被填满。

22、巴菲特侄孙的意外求婚

巴菲特：好的，在这愉快的时刻，我们还有时间回答最后一个问题。MarcHamburg，我相信你说过有人想要结束这一切。

MarcHamburg：就在这里，沃伦。

亚历克斯·罗泽克：嗨，沃伦。我是波士顿的亚历克斯。我只是想知道，在我们离开的时候，你能否就如何改善经济给我们一些建议。

巴菲特：嗯，显然要做的事情是做我们的政府告诉我们要做的事情，那就是出去消费。正如我所提到的，家庭结构对发展很重要，在住宅建设中克服过度建设。我不知道这是否给了你任何想法。(笑声)

亚历克斯·罗泽克：我想是的。咪咪你是我最好的朋友。你愿意做我的妻子吗？(掌声)

咪咪·克鲁格：是的。是的！（掌声）（观众席：咪咪，你一定要答应）

亚历克斯·罗泽克：谢谢，沃伦。

巴菲特：好的。我要提出两点意见。亚历克斯是我妹妹多丽丝的孙子，我的侄孙。咪咪很棒。

因此，我们将结束本次会议。我们 15 分钟后回来参加董事会议。谢谢。（掌声）

23、正式商务会议

巴菲特：好的，现在我们将举行一次年度会议。会议现在开始。我是沃伦·巴菲特，公司董事会主席。欢迎各位出席 2009 年股东年会。我将首先介绍除我之外的伯克希尔董事。我们找到查理·芒格。我们有霍华德·巴菲特、苏珊·德克尔、比尔·盖茨、大卫·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、唐·基奥、汤姆·墨菲、罗恩·奥尔森和沃尔特·斯科特。

今天和我们在一起的还有德勤公司的合伙人，我们的审计师。他们可以回答您可能提出的有关伯克希尔哈撒韦公司账目审计的适当问题。福雷斯特·克鲁特是伯克希尔的秘书。他将对会议过程作书面记录。Becki Amick 女士在本次会议上被任命为选举监察员。她将证明在董事选举中所投的票数。本次会议的主要代表是 Walter Scott 和 Marc Hamburg。是否有一份关于伯克希尔哈撒韦公司有权投票并在会议上代表的流通股数量的报告？

Forrest Krutter：是的，我知道。正如在 2009 年 3 月 4 日（即本次会议的股权登记日）发送给所有在册股东的本次会议通知随附的委托书所示，共有 1057573 股 A 类伯克希尔哈撒韦普通股发行在外，每股股份有权对会议上审议的议案投一票。和 14749861 股 B 类伯克希尔哈撒韦公司发行在外的普通股，每一股有权对会议上审议的议案投一票的 1/200。其中，821400 股 A 类股和 10298152 股 B 类股的股东通过委托代理人出席本次会议，委托代理人名单截至 4 月 30 日（周四）晚上。

巴菲特：谢谢。这个数字代表了法定人数。因此，我们将直接举行会议。

第一项议程将是宣读上一次股东大会的会议记录。我认识沃尔特·斯科特先生，他将向会议提出一项动议。

沃尔特·斯科特：我提议取消宣读上次股东大会的会议记录，并批准会议记录。

巴菲特：有异议吗？（声音：我附议）动议已被提出，并获得附议。是否有任何评论或问题？我们将以口头表决的方式对这一问题进行表决。所有赞成的人，说，“赞成”。（声音：赞成）动议通过了。

巴菲特：第一项业务是选举董事。如果出席会议的股东希望撤回先前送交的投票委托书，并希望亲自投票选举董事，则可以这样做。另外，如果任何出席的股东没有提交委托书，但希望亲自投票表决，您也可以这样做。

如果你想这样做，请向过道里的会议官员表明身份，他们将向你提供一张选票。请希望投票的人表明身份，以便我们分发选票。我现在请沃尔特·斯科特先生就董事选举向会议提出动议。

沃尔特·斯科特：我提议沃伦·巴菲特、查理·芒格、霍华德·巴菲特、苏珊·德克尔、威廉·盖茨、大卫·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、唐纳德·基奥、汤姆·墨菲、罗恩·奥尔森和沃尔特·斯科特当选为董事。

巴菲特：还有异议吗？（声音：我附议）Warren Buffett、Charles Munger、Howard Buffett、Susan Decker、William Gates、David Gottesman、Charlotte Guyman、Don Keough、Thomas Murphy、Ronald Olson、Walter Scott 被选为董事。还有其他提名吗？有没有讨论？

提名已准备就绪，有待采取行动。如果有股东亲自投票，他们现在应就董事选举填上选票，并将选票送交选举检查员。Amick 小姐，当你准备好了，你可以做你的报告了。

BeckiAmick：截止到上周四晚上，代理人投票结果显示，每位被提名人都获得了不少于 859366 张选票。这一数目远远超过与所有 A 类和 B 类已发行股份相关的总票数的多数。特拉华州法律所要求的准确票数证明，包括代理持有人对在本次会议上提交的委托书所投的额外票数，以及亲自在本次会议上投的任何票数，将交给秘书，与本次会议记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amick 小姐。沃伦·巴菲特、查尔斯·芒格、霍华德·巴菲特、苏珊·德克尔、威廉·盖茨、大卫·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、唐纳德·基奥、汤姆·墨菲、罗纳德·奥尔森和沃尔特·斯科特都被选为董事。

下一项业务是伯克希尔股东 JosephPetrofsky 提出的一项动议。JosephPetrofsky 的动议在委托书中提出，将要求伯克希尔哈撒韦为股东准备一份可持续发展报告。董事会建议股东投票反对该提案。我想，我们现在请 JosephPetrofsky 先生的代表 Billenness 先生提出这项动议。为了让所有感兴趣的股东表达他们的观点，我将请 Billenness 先生把他的发言限制在五分钟之内。好吧，我们先去找 Billenness 先生。

SimonBillenness：非常感谢巴菲特先生。我的名字是 SimonBillenness。我代表 JosephPetrofsky 先生，他是今年提交决议要求发布可持续发展报告的股东。我将提出股东决议。然后，NormaMejiaCastellanos 女士将附议该决议。然后我会要求对投票的股份进行初步统计。

作为股东，我们感到自豪的是，在许多方面，我们公司都是领导者。一个主要的例子是克拉马斯河上正在出现的成功故事。这可能导致美国历史上最大的河流修复工程。这对太平洋公司和作为股东的我们都有经济意义。

然而，在管理环境和人权风险，以及向股东披露这些风险方面，我们的管理层不幸落后了。两家受人尊敬的代理咨询公司(proxygovernance 和 riskmetrics)建议股东投票支持这一决议，理由是管理层在向股东披露这些风险方面严重落后于其他公司。上周，加州公务员退休基金(CalPERS)宣布，将投下价值近 5 亿美元的赞成票，以支持这项决议。想想今天 Russell 公司(伯克希尔旗下鲜果布衣的子公司)的情况。大学授权服装(例如印有大学标志的运动衫)每年的市场规模达 50 亿美元。Russell 公司承认在洪都拉斯多次严重侵犯劳工权利。现在，包括哈佛、斯坦福和整个加州大学系统在内的 50 多所大学已决定终止 Russell 公司生产印有其大学标识的服装的许可。这件特别的运动衫，我拿在这里，是北卡罗来纳大学的。这是伯克希尔工厂制造的。但该大学后来终止了他们的许可协议。Russell 的管理层通过其行动，将 50 亿美元的潜在业务置于风险之中。伯克希尔哈撒韦公司的管理层应该向公司的股东披露这种风险。现在，我要请 MejiaCastellanos 女士发言，她是一名缝纫机操作员，曾在洪都拉斯的一家工厂工作，那里是这些问题的中心。在她发言之后，我将要求对这项决议进行初步计票。

NormaMejiaCastellanos: 我曾经在 JerzeesdeHonduras 工厂做缝纫机操作员。2006 年，当鲜果布衣收购我的工厂时，情况变得更糟了。为了节省更多的租金，鲜果布衣开始整合人员。这在工厂里造成了许多条件，给工人带来了健康问题，比如缝纫机的热量导致我们的背部疼痛，由于空间有限，现在缝纫机压到了我们的背部。在紧急疏散的情况下，距离太近也非常危险。部分原因是由于过度拥挤，通风太差，导致许多呼吸道疾病，包括肺癌。即使是过滤后的水也是脏的。我们从早上六点半一直工作到晚上五点半，只有 15 分钟的午餐时间。我们的工资太低了，负担不起照顾孩子的费用。尽管洪都拉斯法律要求提供托儿服务，但管理层拒绝提供现场托儿服务。由于这一切，我们决定组织起来，强迫管理人员整顿我们的工厂。

为了报复，Russell 公司非法解雇了 145 名组织工会的工人。在我们最终合法地建立了我们的工会之后，Russell 公司说，因为有了工会，他们将关闭工厂，让工人们挨饿。这就是我们开始收到死亡威胁的时候。他们会在浴室和我的工作站给我留下笔记和插图，威胁要砍掉我的头。最后，Russell 公司在今年一月关闭了工厂，并一直继续他们的威胁。现在，Russell 公司一直声称他们会帮助我们找到新的工作。但相反，他们把我们列入了黑名单，阻止我们在其他地方找工作。这就是为什么这么多大学停止与 Russell 公司合作的原因，也是为什么这会成为伯克希尔哈撒韦公司的一个问题。因此，我支持这个决议，并敦促股东们投赞成票。谢谢。

巴菲特：好的。我想请鲜果布衣的 CEO: JohnHolland 先生对刚才的评论作出回应，然后，我们将就该动议

采取行动。

JohnHolland：首先，我需要给你一些背景知识。在我们于 2006 年 8 月收购 Russell 公司之前，Russell 公司是一家在纽交所上市的公司。这次收购包括 47 个设施和 14000 多名工人。而且，当我们开始参与 Russell 公司的运营以及清楚他们是如何运作，并将这些整合到我们的公司业务中时，我们发现在洪都拉斯有几个工厂有一些问题。我们承认了问题。我们立即着手解决这些问题。稍后，我们收到一封来自 WRC，即工人权利委员会 (Consortium) 的信件，指出有一些雇员受到虐待，有些人因参与工会活动而被解雇。我们不知道工会的活动。我们调查了虐待行为。但我们认为最好联系独立的第三方机构来做审计。我们联系了自由(公平)劳工协会，这是一个类似于世界范围的组织，由美国的一些企业和一流大学组成，试图确保工人的权利在世界范围内得到尊重。我们要求他们进行审计。他们进行了审计。他们说，通过独立审计，我们被指控的所有侵权行为都是不存在的。但他们确实告诉我们，有两名主管对员工进行了一些侮辱性语言，而且，很有可能一些员工由于工会活动而被解雇。因此，他们给了我们一份他们希望我们遵循的项目清单，以纠正这种情况。监督人员以及设施的管理人员被淘汰。我们已经立即开始逐步实施自由劳工协会独立审计的所有建议。其中一部分是，他们认为可能由于工会活动而被解雇的工人，我们恢复了这些工人的工作。工厂当时还没有组织起来。因此，我们自愿与工会接触，承认他们，接受工会。我们重新雇佣了所有的工人，我们可以把他们安置在这个工厂街对面的一个设施里。从那时起，我们一直遵循自由劳工协会的所有建议。他们有一个监控过程。大约三个月后，自由劳工协会和另一个相关组织工人权利委员会进行了另一次审计。他们说，我们所从事的活动，他们对进展非常满意。正如我先前所说，我们承认了工会，并开始了谈判。他们想要讨论的问题大约有 48 个。我们就其中的 24 项达成了协议。工会甚至同意，我们有非常好的关系，我们已经公开和公平地进行了谈判。还有其他一些问题，他们想就此诉诸仲裁或调解，但我们无法就这些问题达成一致。到那时，时间已经过去了，我们到了 2008 年年中，当时服装行业的衰退严重影响了我们的特定业务。在接下来的几个月里，我们不得不关闭了 9 家工厂。其中之一是他们提到的 JerzeesdeHonduras 工厂。工厂关闭共涉及 12,780 名雇员。在这一群体中，大约有 310 人是工会雇员，这已经得到了工会的承认，因为在洪都拉斯，根据法律，只需要 30 人就可以组成工会并被认可为工会。在那之前，没有任何迹象表明工会提出的问题没有得到解决。

除此之外，我还想向大家介绍一下我们在全球各地的工厂是如何开展业务的。自 1993 年以来，我们一直在洪

都拉斯。我们所有的工厂都有空调，所有这些设施都有良好的通风。我们在这些工厂的平均工资占总支出的 26%，并高于洪都拉斯的最低工资。我们提供 11 天带薪假期。我们有带薪假期。我们有免费的人寿保险。我们在每个设施都有一名医生和护士。提到过滤水，当我们收购这家工厂时，这家工厂有自己的过滤系统，这与我们使用瓶装水的所有其他工厂不同。我们立即对水进行了测试。虽然有一些变色，但它被测试为干净的。但我们立即关闭了过滤系统，改用其他工厂的瓶装水。现在，我们有带薪产假，我们有母乳喂养时间，事实上，我们为员工庆祝生日。还有，我们有一个儿童节。我很自豪地告诉你，我认为我们的优势远远超过你在世界各地大多数其他服装设施中看到的任何优势。我们也没有死亡威胁。

我们一直努力以诚实、正直的态度开展业务。坦率地说，我一直在这家公司工作，今年是我工作的第 48 个年头，我要告诉大家，我对我们如何运营我们的特殊工厂感到非常自豪。我们已经会见了一些领先的大学，试图讲述故事的另一面。我们已经邀请了那些大学校长和管理人员来亲自看看我们的工厂设施是什么样的。在过去的一周里，我们收到了两份通知书，分别来自普林斯顿大学和亚利桑那大学。我们欢迎将这一切置于公开的聚光灯下。我们还有一个网站。这是 www.russellsocialresponsibility.com 我们响应公平劳动协会建议的所有活动都张贴在该网站上。它就在那里，让世界看到。公平劳动协会有一个持续监测的三步流程。然后他们会定期进行独立审计，看看我们的进展如何。所有这些都发布在那个网站上。谢谢。

巴菲特：谢谢你，约翰。这项动议现在可以付诸行动了。(掌声)如果有股东亲自投票，他们现在应该在议案上填上他们的选票，并允许将选票送交选举检查员。Amcik 小姐，当你准备好了，你可以做你的报告了。

BeckiAmcik：我的报告准备好了。根据上周四晚间收到的投票委托书，代理股东投票结果为 49251 票赞成，702963 票反对。由于反对该议案的票数超过与所有流通在外的 A 类和 B 类股份相关的票数的过半数，该议案已失败。特拉华州法律所要求的准确计票证明将交给秘书，与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amcik 小姐。这个提议失败了。在本次会议之前，在我们休会之前，有没有人有进一步的事务要做？如果没有，我请斯科特先生向会议提出一项动议。

沃尔特·斯科特：我提议休会。

巴菲特：有异议吗？现在提出了休会的动议，并附议。我们将口头表决。所有赞成的人说"同意"。反对者说"不"。(声音：赞成)。会议休会。

伯克希尔股东大会发布会 2009

2009 年 5 月 3 日

沃伦巴菲特一边喝着樱桃可乐一边说：多喝点可乐，我们拥有 8% 的股份，每喝 12 罐就有 1 罐的利润归我们。

1，晨星：您持有大量的现金，您持有已陷入困境的货币市场基金吗？

巴菲特：我们始终持有现金或类现金的资金，因为我们可能需要迅速部署数十亿美元的资金。这意味着只能投资政府国债和货币市场基金。伯克希尔是完全保守的，这样我们不仅避免了去年秋天的混乱，还从中获利。

2，金融时报：很多人认为，下一任 CEO 将来自 Jain、Sokol 或 Nicely 这三位伯克希尔 CEO 之中。您能说每个人的优势吗？

巴菲特：不能说出这个名字(笑)。这些经理人都高素质的，但我们还有很多其他优秀的经理人，比如喜诗糖果的 Brad Knistler 和 BusinessWire 的 Cathy Tamraz。他们加入伯克希尔并不是为了担任 CEO。

芒格：我们有一些非常出色的人才，他们有能力在更大的规模上发挥自己的作用，而且他们都非常乐意做好自己目前的工作。

3，市场观察：您如何看待银行的压力测试？伯克希尔投资的银行(富国银行、美国银行、SunTrust、M&T、美国银行)是否会被要求将优先股转换为普通股？

巴菲特：这些银行不需要资本，但我最近没有看过 SunTrust，所以不能发表评论。Lou Simpson 在 GEICO 投资组合中拥有美国银行。压力测试比率并不能反映全貌。例如，富国银行自己发放的住房贷款的拖欠率，比通过经纪发放的住房贷款低四倍。但政府并没有加以区分，因为它们都被归入了住房抵押贷款。每家银行都有不同的业务模式，用政府的方法对它们进行压力测试是不成熟的。我们会以现在的价格购买这三家银行(富国银行、美国合众银行和 M&T)的股票，但没有人愿意收购花旗集团(Citigroup)。公众对银行存在误解。自 1934 年以来，联邦存款保险公司已协助 3600 家银行倒闭，储户没有损失一分钱。纳税人没有为此付出任何代价。股东和债券持有人可能会蒙受损失。2008 年，整整 8% 的存款从一家机构转移到另一家机构，而没有损失一分钱。

芒格：政府的压力测试将与伯克希尔所做的测试大相径庭。

4，英国独立报：您是否关注苹果公司 CEO-Steve Jobs 披露的健康信息，如果您有健康问题，伯克希尔公司是否会全面披露？

巴菲特：如果我知道自己有任何严重的健康问题，伯克希尔都会披露。我马上要做白内障手术了，但这不会公布。

芒格：我在这里给股东们一些希望，沃伦至少还能再干 7 年！

5, 路透社：银行压力测试的披露程度是怎么样的？是政府披露还是银行披露？

巴菲特：任何形式的披露都有可能让人感到困惑。你可以过度披露，也可以混淆视听。如果你看不懂 10-K 的内容，你就不应该投资。我们买下 GenRe 时，他们有 2.3 万份衍生品合约，我看不懂，所以卖掉了。

芒格：我能理解为什么(在政治上)政府要这样对待"大而不能倒"的银行，但关起门来解决问题的老办法可能会更好。

巴菲特：19 家银行中只有前四家大而不能倒。就像富国银行很高兴能获得 Wachovia 银行的存款和分销业务一样，不需要纳税人的钱其他 15 家银行也能达成类似的交易。倒闭的机构可以达成良好的交易。另一方面，有些银行(花旗银行)我甚至不愿意去了解。

芒格：一刀切的压力测试是行不通的。

6, SmartMoney：您从书呆子式的资本分配者到媒体明星的转变似乎与伯克希尔的股价成反比，您能对此发表评论吗？

巴菲特：这就是我们所说的错误相关。两者都是由规模造成的，而资产规模是业绩的锚。当我们的规模越大，媒体的兴趣就越大，而规模越大，就越难按以前的速度增长。

7, 日经指数：通用电气 CEO-Jeffrey Immelt 需要做些什么，才能使其濒临倒闭的业务重振雄风？

巴菲特：问题不在 Immelt，他是一流的经理人。通用电气的制造业务不是问题，通用电气的金融部门才是问题。他处理得非常好，尤其是在拥有 5000 亿美元投资组合的信贷业务和资金不足的养老金债务方面。考虑到经济形势，运营业务也取得了成功。通用电气的股价并不能反映 CEO 的业绩。

8, 韩国媒体：您对在韩国投资有何看法？

巴菲特：韩国是亚洲第三大经济体。我们持有 Posco 钢铁公司(最近两个月又增持了)，我们认为它是世界上最好的钢铁公司。我和查理都很欣赏韩国。我们购买了 Posco 的债券。我们不买卖股票，而是专注于收购。虽然不是专门针对韩国市场，但如果价格合适，我们很乐意在韩国进行交易。我个人持有 1 只韩国股票。查理个人拥有包括韩国在内的 3 个国家的股票。

9, 德国媒体：您如何协调您关于衍生品是"大规模金融毁灭性武器"的说法与伯克希尔自身持有的衍生品之间

的关系？

巴菲特：无论是保单还是衍生品合约或期权，衡量和定价风险有三个因素：1)你是否了解风险；2)你是否能获得高于损失概率的保费或费率；3)确保你不会承担过多的聚合损失事件。

从根本上说，我们签订衍生品合同的方式与保险业务相同。我们对风险进行评估，如果我们认为可以得到足够的补偿，我们会签订合同，无论是保险还是衍生品。人们难以理解的是，为什么衍生品的会计核算完全不同，会造成财务报表的大幅波动，而现金交易却不会。如果它们定价错误，对伯克希尔的股东有利。他们会继续开展衍生品业务。而我们从来没有过多的风险敞口，并注意避免与我们承保的其他风险发生关联。尽管我们已经利用了签订衍生品合同的能力，但如果我们被要求使用衍生品合同，我们还是会投反对票，因为它们普遍会被滥用。

10，日本媒体：美国吸收了大量外国现金来平衡其贸易赤字，这种做法是否会继续下去，是否可持续，会产生什么影响？（注：沃伦和查理在此有不同意见）

巴菲特：随着时间的推移，这将成为一个问题，因为美国将使美元贬值，这样就更容易偿还债务。这将使我们与债务国(尤其是中国)的关系变得非常紧张，因为当你债务贬值时，其他人会生气，从而导致冲突。有些国家行为恶劣，让本国货币通货膨胀。

芒格：即使持有的美元贬值，这对中国来说也是一笔大交易，而且很可能会继续下去，因为这增加了中国的制造业实力和经济地位，因为其他国家会变得依赖中国。中国正在承担货币风险，以换取制造业基础的发展。这种做法很可能会继续下去，因为它对中国有利。

11，利率观察员：伯克希尔承保自然灾害、飓风和地震等异常保险风险，Ajit Jain 是如何计算出适当保费的？你能否举一个例子。

巴菲特：我们从历史数据入手，然后找出别人可能出错的地方。例如，历史飓风数据具有相关性，但我们也要评估气候变化可能对其产生的影响。我们对此持悲观态度。我们已经为大流行病投保，如果有人要求，我们也会为猪流感大流行投保，但我认为他们不会喜欢我们的价格！我们为收入最高的棒球运动员 Alex Rodriguez 投保了 2.5 亿美元的工作伤残险，为重量级拳击手 Mike Tyson 投保了两年内死亡险，当时他才 20 多岁，还为百事可乐公司的一场比赛投保了 10 亿美元的赔付险。

芒格：Ajit 对此颇有心得，我们无法让任何人取代他的位置。我们不会把钢笔交给别人。

巴菲特：如果 Ajit 在度假，我们就不签保单。如果我们不知道我们的优势，我们就不会承保。如果你给我们 2 比 1 的赔率，我们会冒 10 亿美元的风险。

12，美联社：金融和经济危机最重要的教训是什么？

巴菲特：世界需要更少的杠杆和适当的奖惩措施。人类的天性是获得不成比例的报酬。高管激励机制需要适当调整，因为它们会鼓励使用杠杆。然而，这不太可能。因为谁愿意得到适当的报酬呢？高管应该有使用杠杆的抑制因素。严格监管是不起作用的，去看看房利美和房地美就知道了，它们有一个政府监督机构，其唯一的工作就是确保这两家公司的安全。

芒格：我们遇到的是我所说的"Lollapalooza"事件，即杠杆和不道德的结合，以及向弱势群体提供消费信贷。在吸纳那些无法负担信贷的人和交易衍生品合约时，存在着严重的不道德行为。大学、政府和政府监管机构宣扬自由市场经济的愚蠢行为太多了。餐馆的自由市场可以，但金融业的自由市场不行。会计行业允许在破产前人为增加收益是错误的。会计行业在寻求一致性方面辜负了我们的期望，导致产生了错误的激励机制，太疯狂了！

13，Robert Brokamp (Motley Fool 公司)：我们向读者征集了关于我们应该提出什么问题的意见，其中一个共同点是监管。我们都明白，驱动资本主义的是健康的自私动机，但许多人认为，这已经被华尔街的贪婪所取代，代价是投资者的利益。您已经谈到了监管在房利美和房地美是如何不起作用的。但您认为是否应该制定新的法规？如果需要，您会从哪里入手？从适得其反的金融激励措施入手？还是像 CDS 信用违约掉期和其他复杂的金融工具？

巴菲特：目前最需要改变的是薪酬和管理激励机制，但对其进行监管却很困难。我们当地的建筑公司 Peter Kiewit Son's 拥有我们所见过的最好的薪酬制度。

你可以创造良好的薪酬制度：首先，摆脱薪酬顾问，因为他们只会强化别人正在做的事情。其次，让董事像所有者一样行事。太多的董事是为了获得报酬和社会地位，他们的报酬助长了裙带关系。超过半数的公司董事根本不懂商业。董事薪酬对大多数董事来说都很重要。激励机制可能不会重新调整，因为任何提出建议的董事都会被踢出董事会，而且会发现他也会被其他董事会除名。第三，取消薪酬委员会，由整个董事会制定薪酬。但要想在美国国会获得通过，难度很大。

芒格：即使在这场混乱之后，也很难通过任何法案。金融公司在过去十年中花费了 5 亿美元进行游说和捐款。华尔街对金融衍生品获得批准有着强烈的兴趣，但没有人关注它们。这是一个非常严重的问题。要知道，这在新加坡这样的地方是绝对不会发生的。新加坡是一个组织应该如何管理的最好例子，它有一个仁慈的专制者。

巴菲特：你提到了贪婪。在过去 10 年里，贪婪从未如此多过，而贪婪的机会也更多了。当人们有机会贪婪时，他们就会抓住。当你看到有人因为失败而获得 2500 万美元的报酬，而且董事会和薪酬委员会总是会批准时，谁会不接受'金降落伞'计划呢？（当企业被收购控制权发生变化，导致高管被解雇时，公司将在经济上给予其丰厚的补偿。这种让收购者大出血的策略，属于反收购的毒丸计划之一）。即使作为某些公司的最大股东，我们也无法改变激励机制。当高管只有好处而没有坏处时，总会导致过度冒险。

14，加拿大蒙特利尔媒体：似乎许多特许经营公司的护城河都被沙子填满了，你是否看到了相反的情况，即更深的护城河里填满了鳄鱼和鲨鱼？

巴菲特：谷歌拥有一个巨大的新护城河，里面充满了鲨鱼、鳄鱼和食人鱼。谷歌的关键词几乎不费吹灰之力就能以电子方式产生巨额利润。有些公司为了在某些关键词的搜索中排在第一位，每次点击要支付高达 70 美元的费用。当你搜索汽车保险时，GEICO 保险会为每次点击支付 10 美元，所以请不要点击，直接访问 geico.com，你会为我们省下 10 美元！无论你投入多少资金，都无法从谷歌手中抢走搜索业务。

一般来说，护城河很难建立，而且顾名思义，护城河也不可能很多。喜诗糖果就是一个很好的例子。如果我给你 5 亿美元，让你抢走加州巧克力零售市场的份额，你也做不到。这就是如何识别和定义护城河的方法。

护城河有深有浅。例如，卡车运输业曾经拥有护城河，但随着燃料成本的上升，现在铁路运输又具有了护城河。

15，英国《卫报》：您说过，当金融潮水退去时，我们会看到谁在裸泳。随着伯克希尔账面价值的大幅下降，您可能也一直在裸泳！

巴菲特：好吧，我们今年的业绩相对标普 500 指数增长了 27.4%，所以我不会说我们在裸泳。我们的业绩比大多数公司都要好，但也无法独善其身。我们不会认为 2008 年是我们最糟糕的一年；我们进行了 200 亿美元的新投资，这些投资在未来会有回报。你不能仅凭股价做出判断，虽然现在看起来很痛苦，但我们从中获得了机会，而这些机会不会立即体现在财务业绩上。在我们的历史上，我们的股票曾在 1974 年、1987 年和 2000 年三

次下跌 50%或更多，但在每次下跌中，伯克希尔的基本价值或内在价值都没有太大变化。

我们可能是世界上最好的保险公司，拥有最好的公用事业公司，以及许多其他具有盈利能力的伟大公司。如果你经营得当，现在正是为未来成功奠定基础的时候。在五月的前两天，GEICO 又签下了 1.3 万名投保人。在周六的年会上，又有 68 名新投保人签约，这将支付股东周末活动的全部费用。

芒格：困难时期让强者和有能力者得到加强。随着时间的推移，如果你创造了内在商业价值，股价就会上涨。Carnegie Steel 公司就是在困难时期发展起来的。机遇与麻烦同在。

16，国家公共电台：公开银行压力测试是否会导致银行挤兑？

巴菲特：不会，因为美国政府和联邦存款保险公司已经正确地表明，它将采取一切必要的措施来避免美国银行储户的损失。目前感到不安的是股市而不是储户。

17，奥马哈世界先驱报：我们被告知另一波 ARM(可调整利率抵押贷款)重置潮即将袭来。我们能抵御它吗？

巴菲特：这是一次性支付重置，而不是利率重置，因为抵押贷款的支付额度低于原摊销额度。我认为利率下降将缓解利率重置的问题。政府的低利率政策是非常成功和明智的。虽然会有一些问题，但能够在较低的水平上重新融资将大有帮助。

芒格：目前 4.75%的抵押贷款利率很便宜，政府这样做很明智。

18，华尔街日报：您是否将持有至少 100 亿美元现金作为底线，这是否意味着减少收购？另外，伯克希尔会发行股票或债券为收购融资吗？

巴菲特：我们不会为收购发行股票或债券。当我说 100 亿美元时，我不可能把它降到那么低，记住，我们每个月都会产生更多的现金。4 月 1 日，我们拿出了 30 亿美元用于购买陶氏化学公司。目前，我们在中美能源的权益达 200 亿美元(不是现金)，我们愿意做 100 亿美元规模的交易。如果有合适的收购机会(比如 GEICO 和美国运通)，我们会出售部分股权。

19，巴西媒体：您会在巴西投资吗？

巴菲特：尽管我们曾经持有过巴西货币雷亚尔，但我们现在不持有任何外币。如果有合适的交易，我们会在巴西投资。我们正在寻找任何地方的优秀企业。我们在巴西通过持有可口可乐公司的股权赚钱。

20，台湾媒体：伯克希尔投资的比亚迪(中国锂电池生产商)被竞争对手 Foxcroft 指控窃取文件和侵犯专利。

这不存在道德问题吗？

芒格：道德问题不在于比亚迪。Foxcroft 试图阻挠一个即将崛起的竞争对手。比亚迪 CEO 具有很高的职业道德，当他想把股票分给他的经理们时，他把自己的股票分给他们，而不是发行新股。该公司曾受到一家日本公司(丰田)的专利挑战，并在日本法院打赢了官司！如果你想和这个人打赌，这将是通往贫穷的门票。

巴菲特：我们是一个诉讼社会，尤其在美国。每年有 200 万起汽车事故，而大多数人并不认为是自己的错。

21, 彭博社：像 AIG 这样的一些大型人寿保险公司似乎存在系统性风险。它们是否应该获得 TARP(问题资产救助计划)资金吗？

巴菲特：某些寿险产品出现了一些问题，特别是那些保证损失低于股指跌破某个下限的产品。此外，由于竞争压力，资产方面也出现了问题，也就是追求高收益率(实质上是购买风险更高的投资)。他们根据评级买东西，而不是自己做研究。你永远不应该追求收益率，因为你会失去你的原则。人寿保险和年金保险在保费不足的情况大规模销售。千万不要让销售办公室决定应该卖什么。出售的保单说，如果你的资产缩水，保险公司会保证赔付你。竞争让他们做了蠢事。

22, 巴西媒体：您是否在美国境外投资，您是否喜欢巴西货币(雷亚尔)？

巴菲特：我们之前持有雷亚尔，但今天没有货币头寸。

我们可能对海外投资不太感兴趣，因为如今在美国就有太多的机会。如果价格合适，我们会进行海外投资。通过我们在美国的公司和投资，我们在世界各地都有投资，外汇的优势和劣势通常是互相抵消的。

我们的海外投资不是货币驱动的。我们通常不对货币进行套期保值。

23, Harpers 杂志：是什么吸引人们来参加伯克希尔年会，你们希望他们带走什么？

巴菲特：1981 年的年会只有 12 个人，其中两个还是家属！

人们来到这里得到的，比我们在年报中所写的和媒体报道的更多。我们希望他们能感受到，他们真正的是我们的合作伙伴，并与其他股东一起享受乐趣。大多数人都能在这里度过一段美好时光，并学到一些东西。

当然，我们希望他们购买我们年会上展示的商品，他们也喜欢这样做(通常会有高达 30%的折扣)，而我们也还能赚到钱。今年，我们卖出了 18 万美元的喜诗糖果，比去年的 16 万美元有所增加。我们还卖出了足够多的 GEICO 新保单，折扣足以支付他们来参加年会的所有费用。此外，我们的感觉更好，因为我们喜欢与股东和合作

伙伴近距离接触。

芒格：没有其它公司的年会像伯克希尔这样。这就是我所说的各种事物的叠加效应，我称之为"Lollapalooza"效应。对于股东来说，"我从 1981 年开始每年都来参加"，这是一个证明自己非常聪明和富有的好方法！

24, BBC：您提到新加坡是所有金融当局中最不愚蠢的。您认为未来的金融中心会搬到哪里，新加坡吗？

巴菲特：对新加坡来说，不愚蠢很容易，因为他们是一个小国。我认为在不久的将来不会有太大的变化。

25, BBC：尽管穆迪卷入了金融危机，为什么您还继续持有其股票？

巴菲特：政府和许多公司都搞砸了，所以只挑评级机构的毛病是没有意义的。媒体也搞砸了，但他们做得很好，这意味着疯狂的事情减少了。政府机构 OFHEO 只需要监管两家公司：房地美和房利美，看看结果如何。贪婪、愚蠢和"大家都在做"的心态造成了这些问题。我们伯克希尔公司的管理者，必须有比"其他人都在这么做"更好的理由。对于评级机构来说，这是对其数学模型的过度依赖，而不是任何利益的冲突。除了几个明显的例外，他们和其他人犯的最大错误就是，假设房价不会下跌太多(InsideValue 出售房利美时，公司假设房价从高峰到低谷会下跌 7%，这就是我们出售的原因)。

芒格：与其说他们是不诚实，不如说是妄想。每个人都在寻找牙仙子。这就像去拉斯维加斯，通宵达旦地跟赔率竞争。我很欣赏与众不同的媒体。Carol Loomis 曾说过，"新闻界在两个世界里运作；一个是美好的，另一个是糟糕的。"

巴菲特：诺亚建造了他的方舟，但其他人没有建造。

新闻发布会到此结束。谢谢大家。(掌声)

由 Philip Durell 撰写，Motley Fool Inside Value 创始人兼编辑，www.fool.com

由 Robert Miles 添加和编辑，www.valueinvestorconference.com

Wesco 股东大会 2009

2009 年 5 月 6 日

以下内容节选自 2009 年在帕萨迪纳市威斯科金融召开的股东会上芒格答股东问。

开场白

欢迎参加 Wesco 金融 2009 年年会。请各位董事起立。如果有人尚未登记，请登记。这份蓝皮书是有权在会议上投票的股东名单，我们的办公室已经提供了十天。我们的公司秘书有记录显示，每位股东都收到了会议通知。7,119,807 股流通股，97.5%委托代理。选举董事。动议结束。动议通过。休会后我们将进行股东问答。我们今年将部分复制伯克希尔的做法。我会自问自答一些问题，然后再请观众提问。

1，目前的经济危机有多严重？

这是自“大萧条”以来最严重的金融混乱。大萧条导致阿道夫希特勒在一个曾经文明的国家崛起。你无法预测当人们对处于机能性障碍的文明失望之至时会发生什么。我们有一个致命的严重问题，它可能导致可怕的后果。现在政府积极反应的做法是正确的。

2，是什么导致了经济危机？

这是一个合奏效应(lollapalooza effect)：朝着同一方向各种合力的结果。以下所有因素都起到了作用：

a，金融机构滥用消费信贷。无法稳健发放信贷的金融人士被故意引诱。做了这件事的人辩解说，如果他们不这样做，竞争对手也会这样做。这是不对的。有时，你应该让别人去做，而不是模仿他们。这是一种滥用职权的愚蠢行为。昨晚我和一位整形外科医生聊了聊，他过去常常让人们根据自己房子的信用额度开支票。现在他的客户发现这些信用额度越来越难拿到了。滥用信用卡的人是很危险的。直到破产之前，他可以看起来都很好。

银行滥用了自己的特权，而且滥用过猛。我有一个基本理论，即这个世界在某种程度上是公正的，如果你做了不道德或愚蠢的事，很可能有一天会刮起一阵旋风，让你身败名裂。

b，抵押贷款经纪人的推波助澜。这些人往往是人渣，他们乐于用花言巧语蛊惑借款人，这种情况往往会在贫困地区的少数族裔身上。在第一抵押权和第二顺位抵押权方面，他们制造了一个巨大的泡沫，势必会造成可怕的混乱，而混乱最终还是发生了。

c，华尔街疯狂的贪婪。除了持械抢劫之外，任何赚钱方式无所不用其极。美林证券最后收购的抵押贷款经纪公司，明显就是一群卑鄙的骗子，但为了挣钱他们根本不在乎。人们的行为一旦如此，就会造成巨大的混乱。

d, 愚蠢的监管机构的纵容。监管者和立法者分为两类。立法者希望穷人有房住, 但这是个坏主意, 因为他们天真地希望, 信贷会像工程实践一样谨慎健全。赚钱的人只会将他们的行为合理化。会计系统认为这样做是没问题的, 尽管实质上是错的。财富效应让人格外嫉妒, 这太可怕了。如果 Joe 赚了 300 万美元, 而我比 Joe 强, 所以以我应该得到 350 万美元。

e, 信贷系统是个回购系统, 是有史以来授予无限信贷的最佳方式之一。后来, 银行向对冲基金提供了使用回购系统的机会。这导致了巨大的信贷过剩。部分原因是民主党立法者希望帮助穷人, 也有部分原因是共和党人过度沉迷于 AynRand 过度自由。对于共和党人来说, 这就好比将 25 岁以下的持械抢劫合法化。

这就像是让金融阶层掠夺穷人。如果对买方来说不合理, 那么你卖出它可以得到 9% 的收益。伦理道德是"买者自负"。但美国的供应商应该关心的是如何把好东西卖给顾客。

(艾茵兰德 AynRand, 1905-1982, 俄裔美国哲学家、小说家。她的哲学理论和小说开创了客观主义哲学运动, 主要作品有《源头》、《阿特拉斯摆脱重负》。她的哲学和小说里强调个人主义的概念、理性的利己主义、以及彻底自由放任的资本主义。)

f, 股指期货和 CDS 令人眼花缭乱的杠杆作用。任何人都可以打赌某人会破产, 即使他们跟结果之间没有经济利益。然后你就可以帮助这个人走向毁灭。我们在人寿保险中禁止这种做法。如果我跟某人(配偶等)之间没有经济利益, 我就不能购买保险。这些明智的规则在 CDS 市场上被抛诸脑后。

然后, 进行会计核算的人使用各自的标准来建立模型, 这样双方都能获利。任何有工程学头脑的人都会觉得自己想吐在过道上。那就吐吧, 如果你吐了, 那将是一个难忘的时刻(笑声)。

g, 会计是虚假的, 因为所有客户都想要假的。佣金高得吓人, 影响了人们。格林斯潘说, 这一切都是为了最好的世界。允许掠夺性阶层对他人为所欲为, 跟餐馆的自由经营是完全不同的。整个系统都可能崩溃.....9 月份的时候, 好像所有的银行存款都变得不可用了。去年秋天, 整个金融系统看起来就要崩溃了, 而且还在加速下滑。

h, 幸运的是, 政府清醒过来了, 理智地试图解决这一问题。要解决这个问题, 我们必须拯救银行。这并不困扰我, 如果你想要完美, 你就不应该生活在这个世界上。我们必须拯救那些不值得拯救的人, 但这很重要。这是明智的政府, 接管了房利美和房地美, 降低了抵押贷款成本。这是一个正确的决定。

i, 银行的情况是一个更加复杂的问题。传统的做法是, 监管机构一直对金融机构保持沉默, 直到不得不采取行动。接着宣布一项既成事实的原则, 没有让步。这是一个好系统。通过监管的犹豫不决来进行压力测试让我心存疑虑, 但它有总比没有好。一些银行应该获得更多融资。平均而言, 我会给财政部打高分, 尽管我并不期待他

们可能会对富国银行做什么，因为我们拥有很多股份。他们的信贷成本要低得多。财政部采用的是“一刀切”的做法。我会给富国银行一张火红的通行证。但如果这有点不公平，也许他们的责任就是吃药。当我们遇到这么大的麻烦时，每个人都不应该为最后一丁点儿利益而争吵。我认为一切都进展得相当顺利。很多事情都做得很好。

3，对 Wesco 而言，经济危机会产生什么样的长期后果？

几乎没有。我们很富有，资金充足。Wesco 的持仓将会回升，事实上其中一部分已经回升不少。总的来说，我们的企业在经济混乱的情况下仍在不断扩大市场份额。这才是经营企业的正确方式。

4，政府哪些地方做错了？

乙醇汽油是理性人发明的最愚蠢的想法之一。他们没有计算水土流失和化肥的成本，你几乎无法得到比你的投入更多的能源，这样做反而失去廉价食品的安全网，促使穷人的食物成本上升，真是极其愚蠢。人们不愿意承认它有多蠢，但这种愚蠢的想法可能会通过立法(促进玉米乙醇生产的税收减免法案)。

另一个愚蠢的想法是碳限额交易。中国的碳排放量最大，而且不会降低。碳限额交易将是一个巨大的、大规模的干预税。如果所有东西都在一个国家，也许你可以进行限额交易。但事实并非如此。**我们应该担心的是碳氢化合物的消耗速度太快。因为我们没有很好的替代品。**为后代保留这些能源是个好主意。

它们在肥料制造中颇具用途，而在该领域并没有可替代资源。如果我们有一个好主意，为什么还需要一个像全球碳限额交易这样的馊主意，而且还有一群人不愿意这么做呢？

我们如何解决这个问题？**我们必须利用太阳能。**我们并不希望所有人拥有核电站，比如朝鲜。所以我们应该利用太阳的能量，我们应该用高效的智能电网覆盖全国。然后，我们将汽车改用电池推进。太阳能，智能电网以及电动汽车是三个重要领域。我们知道如何建立电网，我们已经明白这一点。

让太阳能发电价格下降 50%是有可能实现的。即使不会下降这么多，也值得去做。Freeman Dyson 是个聪明人，他认为全世界的能源成本约为 5%，任何增加能源成本的生意都不会是什么大生意。多听 Dyson 的，少听 Al Gore(美国前副总统)的。一个懂得如何思考，另一个却不会。

(Freeman Dyson, 1923~2020 美籍华裔物理学家，长期在普林斯顿高等研究院工作，早年在量子电动力学领域有过重要贡献。1960 年，他鼓吹一种理论，称未来人类得建造一种人造球“戴森球”，以环绕整个太阳系，从而最大限度地利用太阳能。地球接受到的太阳辐射能量，目前是全球总能耗的约一万倍，但对于全方位的太阳辐射能量来说，显然只是极小极小的一部分，绝大部分都在无垠的太空中白白浪费了。戴森球的想法，就是要让地球从太阳辐射能量的这十亿分之一外，尽可能再多拿到一些。)

中国也支持太阳能发展。他们被那些发电厂烧煤排放的浓烟呛得难以呼吸。从逻辑上讲，中国在制造太阳能

方面将获得巨大而显著的收益。如果我们希望他们摆脱褐煤发电，那么如果他们能够在利用太阳能方面取得领先地位，那将是一件美妙的事情。我倾向于光伏发电，而不是热能发电。如果它们可以长期使用，那就太好了，而且价格很可能会下降。我们需要大型智能电网的政策刺激。我们可以用这笔钱做一些明智的事情。清洁能源才是我们应该去做的。我们需要刺激。目前节约成本并不重要，但我仍然认为它会实现。

我认为，我们可以适应一个有更多电力的世界。以色列是个有趣的地方。在以色列，一半的水需要从电力驱动的淡水处理系统中获取。在一个巨大的沙漠里，有取之不尽的能源。当他们在一个大型太阳能工程解决方案上合作时，也许中东地区的每个人都能更好地相处。

王传福，你能站起来吗？我很高兴世界拥有我所预见的能力。我认为建设一个大型电网是个好主意。我不喜欢每个人车库里的独立系统。我更希望公用事业公司来解决规模问题，这样你需要什么就能得到什么。公用事业需要电力能够跨时间转移(储能)，因此更好的电池技术非常重要。我们需要在汽车中使用的锂是一种轻元素。我听说锂的充放电效率很高，而其他元素都很差很多。海洋中含有锂，锂矿就是古老的海床。对我来说，这些都是简单的 ABC，房间里的每个聪明的高中生都会点头同意。虽然我不确定我是否也能理解其原理。

廉价的能源还会让阿拉伯国家受益，让阿拉伯人和以色列人生活在一起，缓解那里的紧张局势。这正是应该发生的，而且一定会发生。如果海平面上升一点，我们也能应付。在荷兰，全国大部分地区都生活在海平面以下。我们有些“神经质”的人，他们喜欢成为小镇上的哭诉者。但正确的呐喊是呼吁“更多”，而不是“苦难”。奥巴马有辆锂动力汽车，电动汽车的扭矩之大令人惊叹，如果用力踩电门，轮胎会发出刺耳的声音。

你需要在经济上采取行动(补贴)。利用失业人员建设大型电网有什么大风险？而且，我们需要修改法律，这样才能推翻不断恶化的地方政策。你可能不喜欢中国人，但当他们需要做什么的时候，他们就会去做。印度有太多的正当程序，他们模仿了英国制度，这不是个好主意。有些地方有神牛，市中心的交通因牛而无法解决。我们需要对宗教观念进行一些修正。尽管如此，从大的方面来说，还是有很多值得高兴的事情。

5，目前状况最快何时能得到改善？

我们有一些清醒的事实。日本为了经济繁荣，他们使用了各种刺激手段，投入了全部的政府资源并将利率降至零，竭尽全力来解决这个问题。但他们得到的结果仍是经济停滞不前，而不是恢复到 4% 的增长。他们花了大量的钱，却只得到了停滞。这将是可怕的，我预测，美国人均 GDP 没有增长，那将会非常尴尬。我们国家的情况也

会变糟糕，而且我们的社会凝聚力不如日本。世界上没有一个经济学家在 10 年前预测过日本会出现这种情况。我认为日本是一个非常有趣并且令人生畏的例子。我不知道我们是否会做得更好。日本的刺激政策在某些方面毫无价值，为了填坑每个坑都被填了三次，在这些方面日本浪费了太多的激励手段。他们没有做非常有用的事情。

如果我们建立一个大的智能电网，我认为这是最好的办法。我从未上过经济学课程，却在这里谈论日本。我不是在道歉，我只是试着按自己的方式行事。

6，对于现在的股价，您持何观点？

沃伦周末表示，这一年经济衰退、而股票持仓直线上升，这是他所经历的最好的一年。如果你持币等待，就会错过这种机会。我愿意用长期资金以当前价格购买普通股。可口可乐和富国银行我今天就会买入。我不会期待业绩奇迹出现，这是毫无疑问的。任何承诺业绩奇迹的人都应该被拒之门外。如果它承诺高回报率和高佣金，根本就不不要去看它。你不应该等待痛苦结束后再去购买普通股，那时再去买入已经太迟了。就我自己而言，我已经买的够多了。所以如果还有一个很大的底部，那我一定会错过的。所有这些都是显而易见的。我认为我们很幸运，因为我们有刺激政策。我们有办法做到这一点。

7，对金融业而言，需要怎样的监管？

对那些大而不能倒的投资银行而言，应该只允许它们从事相当单调枯燥的业务，如提供交易的场所、承销上市等等，过去就是那种方式。合伙人并不会挣到很多钱。他们都是保守之人，事实上他们是企业的所有人，他们经历了整个 1930 年代。聪明的年轻人每天都需要在回购市场上融资 80 亿美元才能支持其正常交易，现在让他们利用巨大的杠杆在回购市场无所顾忌、想买多少就买多少是非常疯狂的。这种高杠杆的赌博行为应该被禁止。他们应该做一些适度的业务，比如做股票经纪等等。这不需要大量的资金，也不会带来巨大的危险。如果有人开始疯狂，我也会为他关闭交易系统。

大规模的杠杆作用是危险的。我们不需要一个保证金规则失控的期权交易所。我们不需要信用违约掉期交易。如果有人想玩这个游戏，他可以以对冲基金的形式运作，只接受老练的投资者的投资。一个人不能因为他通过高杠杆以极小的利差使资产负债表膨胀而获得高薪。任何白痴都有能力做这类事情。事实上，许多人都这么做了。但你可以想象，在伦敦和纽约，会有多少人为此叫好。我们不希望看到很多非常聪明的人通过互相欺骗而使自己变得富有，我们不需要这样一个世界。

我会像新加坡那样管理。我不会让 10-15% 的工程师通过比别人聪明来赚钱。这样做有什么意义？1950 年代的世界运转良好。奥巴马说过他将削弱纽约的权力。我很钦佩他这么说。但我不认为他有胆量像我一样削减纽约市的权力。我们拭目以待。

你真的有必要在乡村俱乐部向朋友们宣布，女儿嫁给了一位对冲基金专业人士吗？这是最好的归宿吗？仅仅因为你的牌技比别人好，可以引诱别人加入游戏并收取赌台费，就从别人那里拿走钱，这并不光彩。我们需要保护政治体制，而它在一开始就会受到限制。[沃尔芬豪尔]是我非常喜欢的一位经济学家，他的想法和我一样。

8，买伯克希尔还是 Wesco？

同以往一样，以现行价格买入伯克希尔是一个更好的选择。Wesco 估值太贵了，因为你们都是信徒。不过如果我今天要买，我会买伯克希尔。伯克希尔一直在变得越来越大，越来越好。伯克希尔是是人们向往的地方，是企业家想要加入的地方。Wesco 只是一个次要部分，很偶然地它才成为一个独立的公司。

9，来自 The Motley Fool 的 Buck Hazel 提问：如果您是财长你会怎么做？

我认为他们已经做得相当出色。我同意 Hank Paulson 及其在有毒资产计划方面所做的工作。尽管如此，他的工作力度还远远不够。Paulson 值得信任，现任财长 Geithner 以及 Summers 同样如此。

他们非常有能力并且愿意做好工作，尽管会受制于政治：有时候你知道有些事情应该去做，但在政治的束缚下无法完成。想想他们目前面对的局势，财政部已经是干得不错了。

我从未对政府感兴趣。我可不想被人反绑着两只手敲我的头，而让我出风头。

10，如果您是奥巴马，你将如何刺激经济？

我会减少对华尔街的激励。我会故意降低华尔街的效率。我将会使市场不要陷得更深、流动性更慢一点，更没有效率一点。

我将推动智能电网的建设，摆脱阻碍它发展的每一个州和部落的力量，不惜一切代价。有人告诉我，远距离大型输电系统的电力损耗率为 7-8%。我认为我们不应该在乎我们是否会有些损失。爱荷华州 20% 的电力来自风能。各种事情都可以做。

我将推广电动汽车。底特律是现存问题所在的一个活生生的例子，如果你在那儿说你的方案会有工作机会，他们会对你当头一棒。在我预见的世界里，丰田将会有麻烦。当丰田出现问题时，底特律汽车业也会面临狱般的

问题。要解决底特律的问题，我会抛开所有的合同，让一家公司从工厂、车型和经销商那里只拿走他们想要的东西，放弃其他的。通过破产方式退场以及和一家国内的公司合并只有 40% 的概率成功。

同样的事情也发生在英国的 Leyland 汽车公司(British Leyland Motor Corporation)，在耗资数十亿英镑之后，它还是没有成功。这些人并没有为自己披上荣耀的外衣。我没有感受到以理性方式带来新世界的方式。现在除了不断的加钱，他们现在实际所做事情的成功机会为零。

国内汽车业的消亡并不意味着世界末日。英国已经发生过这样的事情。工业城市罗切斯特曾有两家世界上最好的公司，过去就依靠施乐 Xerox 和柯达 Kodak 的力量而繁荣，布法罗水牛城虽然衰落了，可依然是个非常美丽的地方。不可想象的是，任何一个地区都不应该失去自己曾经享有的东西。**在资本主义的影响下，一些地方衰落，另一些地方将会崛起，这是自然规律。活到像我这样的年纪应该可以高兴地赴死了，我们可以忍受一些地区的主要产业逐渐萎缩。**

11，过去一年，看到华尔街的金融机构以及企业崩塌，很多个人投资者的幻想破灭，他们已经放弃了股票。他们认为华尔街是腐败的。他们这样的感觉对吗？

首先，每个人都应该最大限度地先提高自己的社保保障。期待从股票、债券或者其他任何一种投资产品中获得高回报，这本身就是非理性的。换句话说，**如果你的回报预期很低，你可能会更幸福。降低预期才是获得幸福的正确途径。**没有多少人能通过过高的预期获得幸福。有一个合理现实的期望很重要。

你应该推迟消费，进行一些投资。对大多数人而言，沃伦的标准建议——**低成本的指数基金非常适合**，而且肯定比信任一般的股票经纪人要强。这个屋子里的股票经纪人个个都不一样，不过他们都不太正常。市场有时会下跌是其自然属性。因此，人们会遭受损失。这个房间里的有些人能够获得两倍于正常水平的回报，但我无法去教会每个人做到这一点。这相当困难。

12，很多投资者去年亏损了 30%，我们该如何避免类似去年那样的损失？还是应该接受这种损失？

我没有避开下跌市场的系统。如果有人告诉我，他可以躲过市场的下跌，抓住市场的上涨，我会把他赶出去。**如果你现在不承受一点痛苦，你将无法活出正确的人生。**

13，晨星 PaulLarsen：我们周六没有听到任何书籍被推荐，您会推荐哪些投资书籍？

《异类》(outliers)，作者是 MalcolmGladwell。这是一本了不起的书，一本畅销书。

它成为畅销书是有原因的。这家伙总能找出能很好地指导推理的例子。

我倾向于不要去阅读自助类的投资书籍，那有点像肥皂剧：我对所有的情节了如指掌。

14，通货膨胀即将来临，该如何避险？

我还记得邮票 2 美分、汉堡 5 美分的时期，那时最低工资是 30 美分/小时。在这之后的 80 年里，通货膨胀一直严重，但它并没有摧毁投资的环境。投资并不容易，总是存在巨大的风险，当然还会有通货膨胀。

1860-1910 年间没有发生通货膨胀是一个奇迹。在很长一段时间里，这个国家在没有通货膨胀的情况下取得了长足的进步，但那个时期不会再回来了。

15，伯克希尔有没有采取措施抵御通货膨胀？是在卖空国库券还是在购买通货膨胀保护债券(TIPS，一类与通货膨胀指数相关联的债券)？

伯克希尔意识到通货膨胀是世界的长期趋势。我们只能做我们能做的事情。

我们购买了回报率为 9-10% 的公用事业债券。你可能会问，这怎么能应付通货膨胀？不过这总比回报为 3% 的政府债券好一些。我们也没有完美的解决方案。

16，为什么在痛骂华尔街的行为以及过高的管理层薪酬的同时，伯克希尔还会去投资高盛？

我们认为他们的优点大于缺点。我们不奢求完美。

17，商业地产方面的问题会对通用电气金融公司产生什么影响？

他们会亏些钱。

18，虽然是同一家公司，可口可乐的 Neville Isdell 和 Muhtar Kent 比他们的上一任要更加成功，为什么？

可口可乐目前的 CEO 很可能是一位才华横溢的 CEO。可口可乐在世界上有很强的竞争优势，**当一个有天分的 CEO 经营一家好公司时，你可以期待好的结果。**

19，对于富国银行这样的银行机构而言，未来商业模式将会是什么样的？

我认为他们的竞争位置很好。我认为他们的企业文化非常好。我认为富国银行前景光明。当然，如果我们有更多的监管，我也不会惊讶。我认为提高信用卡利率会激怒人们。**银行必须表现得更好，不应该完全不受监管。**

20，伯克希尔高管的优秀品质是可以教出来的，还是与生俱来的？

有些人是要比其他更容易教会，这和狗的情况差不多。如果你想和一只无法教导的狗或人赢得大奖，我祝

你好运。资本主义会一直保持优胜劣汰的机能，能者上，庸者下。想一想高尔夫，它就是一个艰难的择优选拔机制。我喜欢这种方式。

21，您认为领导人应该具有什么特质？

想想我们能看到的人才！无论天赋如何，我首先看重的是诚信。首先你需要值得信赖，然后是优秀的判断能力。沃伦的观点是领导人的智商 130 就足够了，他的想法是对的。但如果人们有足够的理智，在自己的能力范围内行事，他就能做得很好。很多人就是因为过于自信，过于疯狂而犯傻。这往往是销售人员鼓励而导致的。我最近看到一份房地产投资信托基金的招股说明书，我不明白怎么会有人看了招股说明书后就买了。推销员的佣金很高。把它扔进废纸篓吧。你没必要聪明到能读懂它。

22，请比较中国和印度的投资环境的长期前景？

如果你是在问王传福的比亚迪是否能做好，我认为王传福在中国会取得惊人的成就。他有正确的纪律和个人特质。我个人一辈子不会选择与王传福竞争，一定有其他更容易竞争的人。我认为他想为人类文明做出贡献。我希望自己能活得更长一些，这样我就能看着他，因为他几乎肯定会成功。也许我错了，让我们拭目以待。我认为他会成功，因为他理应成功。

23，为什么增长如此重要？每个人都很痴迷，增长有什么限制吗？

当然。因为物质世界是有限的，增长不是无限度的。

24，伯克希尔在铁路方面已经投资很多，不过货运量在下降，而且依靠太阳能和风能的智能电网将对铁路煤炭运输的定价权不利。什么将改变您对铁路的观点？

如果我们停止使用煤炭，这对铁路来说将是不利的。

我认为未来仍然会有大量的货运需求。BNSF 铁路公司将会一直运输货物，比起卡车，铁路仍然具有竞争优势，铁路运输相对更安全。但如果我们不急于建立电网的话，这会更加万无一失。

25，设计一个智能电网将需要花费多长时间？

我也不知道。我们将需要定期调整，使之合理化以促成它的建成，它是确实可以做到的。

但我对时间表的感觉不太好。中国人不会拖延，但其他人却要花费很长时间。我们需要一个简化程序来完成。我们有天然气管道的简化流程，且看看它们的效果如何。我不觉得这是完美的。

26, 周末的新闻报道让伯克希尔的年会听起来就像是一个艰难经济局势下的聚会, 但我今天听到的是不同的会议内容。您如何看待现在的机遇以及五年以后的影响?

我们当然有很多机会, 建设智能电网就对伯克希尔有利。我认为我们的公用事业运营不亚于全国任何一家。经营伯克希尔公用事业业务的那帮人非常棒。他们会提供给监管层想要的公共设施, 就好像他们就是监管一样。

在公用事业领域, 伯克希尔有相当大的机会能做得更大。我们差点就收购了 Constellation Energy。虽然收购失败了, 但为伯克希尔带来了可观的利润。

27, 对于人类的误判或认知错误, 您最近有什么新的想法吗?

和阳光一样, 人类的误判通常是世界的一部分。很多误判的影响都是巨大的。在伯克希尔也有误判, 不过要比其他地方来得少, 如果你能保持高水平, 你就有了有利优势。

《异类》(outliers)书里最精彩的一章就是讲一个智商为 200 的人在生活中彻底失败的故事。如果你不能从那一章中吸取教训, 我就不想在你身上下注。我不了解作者, 但我被这本书惊呆了, 这是一本了不起的书。它让你洞察到所谓的命运, 将会如何主宰你的运气。

28, 在接下来的 5 年里, 石油能满足需求吗? 你对油价有什么看法?

最终, 我们将以更低的水平生产石油。无论石油产能的峰值已经出现还是将在未来出现, 我们现在都已经接近石油产能的峰值。另一方面, 世界上还有很多新的天然气资源, 这让每个人都很惊讶。

无论石油价格到哪个水平, 这个世界都得去适应, 因为它必须得这么做。一桶 200 美元的石油价格不会毁灭美国。我们将改变我们的方式并且去适应它。我不认为油价上涨就是世界末日。

29, 几年前我遇到了 Phil Fischer, 他说想得到正确的答案最好是提出正确的问题。你自己会问自己什么问题呢? 我们该担心些什么?

我认为我们不知道世界会如何发展。很多糟糕的事情需要担心。如果有人问我未来 30 年里核武器被使用的几率, 我敢打赌"非常高"。但是, 你只能在你能改变的事情上努力, 对其余的事情"不用过于关注"。

一年前我去过日本, 尽管日本的 GDP 增长率为 0, 但这里仍然是一个相当不错的地方, 单一种族的人比多样化的人相处得更好。而我们这里的情况并不见得同样如此: 单一民族帮助他们。

30, 对于为市政债券提供保险、或者购买市政债券, 您的看法如何?

我并不想让伯克希尔为无休止的市政债券提供保险。他们有良好的信用评级，但我不认为伯克希尔会一直这样做。我认为很多政客会出于诱惑，将他们的麻烦扔给保险商。

31，在伯克希尔的会议上，有数据提到 GEICO 公司每年花费的 1 亿美元广告费用是维护性资本支出，而另外的 7 亿美元广告费用应该被看成是增长性的资本支出。是这样的吗？

没错。

32，你觉得《滚雪球》这本书怎么样？

是的，那是一本有趣的书，对一个人的一生进行了如此详细的描述。

尽管像那样厚的书难免会有错误，但书中大部分的内容是准确的。而且，她也为自己挣了不少钱。

33，你如何看待反向抵押贷款政策(以房养老)？

它们在某些方面是有道理的，但它们往往涉及大笔的佣金以及卖给面临困难的老人，所以我对它保持戒心。我不是说它们不应该存在，但我对任何有佣金、卖给老人的东西都很谨慎。

34，伯克希尔是一个榜样，在一些方面它就像是一所开放的大学。上周六你们提到伯克希尔在你们离开后会对人类文明的影响，你或沃伦是否记录了你们的决策过程？有没有可能在将来将决策过程中的文件公布于众？

伯克希尔的例子还不足以有这么大的影响力。伯克希尔模式与标准模式大相径庭，因此它的影响或模仿者并不多。曾经有一位手术精湛的外科医生发明了一种非常困难的手术。很多人看到后都说：'我不会做，这太难了'。

富兰克林在制宪会议上提出的最后一项建议是：不要让政府工作人员成为永久性的职业阶层。许多人认为我们是疯子。我们不向董事支付任何报酬，他们都拥有大量股票。他们很聪明，伯克希尔没有人需要董事酬金。普通公司每年支付 25 万美元，这对大学教授来说是一笔不小的数目，为了留在校董会，他会努力去做对得起那笔钱的事情，而且会努力加入更多的校董会。但如果董事都不领薪水，美国的公司会经营得更好[鼓掌]。

你们鼓掌了，但这个想法并没有像野火一样蔓延开来。我认为富兰克林是对的。我认为无薪的大学校董是个好制度。你可以说在文化和经济的影响力上，沃尔玛比哈佛更重要。这些都是非常重要的地方。谁拥有权力非常重要。如果你静下心来想一想，做一个董事，与优秀的人打交道去解决问题，这已经是很有意思的事情了，为什么还要拿高薪呢？我们让想要高薪的人自我选择，我不确定这是不是最好的方式。如果你喜欢高薪，你就要为之奋斗。但是大学受托人就要提供无偿服务，掌管一家公众公司也是类似的公众服务行为。

35, 即将来临的通胀会不会像 1970 年代那一次?

你发现了问题, 即将来临的通胀是一场不错的赌局, 不过没有下注的必然好方法。通货膨胀保护债券有缺陷。而正如我们已经目睹的, 为了通货膨胀而购买房产, 房产价格也会跌落。要让你的预期保持合理。

我儿子认识一个有漂亮房子的人, 他还有 100 万美元用于投资, 他自在地住在自己的房子里, 靠分红生活。但他觉得还不够富有。2000 年他的经纪人游说他卖出硅谷泡沫股的认沽期权, 最后他失去了他所有的钱和房子, 在餐馆打工度日。这一切都因为他在拥有足够多财富的时候还想得到更多。需求不应是过度的。能够处理信贷并遵守纪律的人, 是我喜欢的人。有时, 销售人员为了买另一双不需要的鞋而开始欺骗别人, 以获得更好的生活。

36, 什么时候通缩结束、通胀开始?

我不认为每个资产类别和每个地区都是一样的。奥马哈的房地产没有暴涨, 所以也没有崩溃。现在利率是 4.5%, 如果你现在希望在奥马哈有一套房子, 那就买吧。

但在其他地方, 还会有更多的恐怖事件发生。你必须经常做出这样的判断。每一个市场都不一样, 它们之间存在很大差异。帕萨迪纳的房价昂贵, 不过它还是一个运营得不错的城市, 这里有才华横溢的政治家。如果我希望在帕萨迪纳买一套房子供家人居住, 也许就会买了。现在, 我也许会买一套丧失抵押赎回权的房子。

37, 显然您对中国很感兴趣。您是否读过 Simon Winchester 的《爱上中国的人》(The Man Who Loved China)? 为什么在五百年前, 中国在科学方面的领先地位停止了?

因为有个一个愚蠢且自大的皇帝, 以及一群自我选择的儒家官僚, 就像"耶鲁大学的法国文学作品"中的那样, 这太疯狂了。但现在我觉得他们已经明白了。

38, 中国人口基数庞大, 潜在人才众多。您觉得中国有什么独特之处吗?

我喜欢儒家的价值观, 尤其那种对年长男性的尊重。他们热爱学习, 有很强的道德和家庭观念。当王传福需要 30 万美金开创比亚迪时, 是他的一个堂兄弟提供了这笔资金。我喜欢儒家思想, 我喜欢职业道德, 我喜欢崛起的领导人都是工程师, 这就是我喜欢的共产主义。中国是一个伟大的核大国。如果我们不与中国和睦相处, 那就太疯狂了; 如果他们不对我们友好, 那也太疯狂了。我认为文化和基因是相辅相成的。有一种理论认为, 中国人之所以有才华, 是因为种植水稻需要高智商。有人说水稻种植区的人会更聪明, 但我不知道这是否属实。

39, AIG 仍然在低估风险错误定价吗? 保险业的这次混乱将会给伯克希尔创造机会吗?

当你销售保险，而人们需要信任保险时，成为头条新闻没有什么帮助。丑闻对 AIG 的生意产生了不利影响。他们非常不走运。他们将生存下来，不过时日颇艰，他们有一手难打的牌。

一旦它们作出愚蠢的决定，这种事情也会降临到伯克希尔以至其他任何一家公司身上。**保险行业犹如逆水行舟，不进则退。**尤其是当你的孩子在富裕的环境中长大，而总部的大人开始认为他们是猫喵时，这就更难了。我们不想剥夺孩子的任何东西。我们更希望孩子们更有纪律、更有抱负。

如果你把每一个领先的文明都拿出来看看，他们都把它传给了别人。埃及、雅典或伦敦在哪里？我们进行接力棒传递是事物的本质。把接力棒传给更努力、更关心的人，这是自然状态。

40，举个例子，最近强有力的证据说明分散投资并不奏效，这种情况下，金融教育的未来前景如何？

总的来说，我对金融学教授的评价不高。这是一个充满巫术的领域。我觉得物理学和工程学教授很有前途。**金融学教授试图像教物理一样教金融，不过这是不可能做到的。**我无法告诉你该如何获得好的金融方面的教育。

我上大学时没有接触过金融学教授。金融教授都相信分散投资，而我们却集中投资以战胜平均水平。如果你什么都买，跟去买你所了解的东西是完全不同的。我们根本尿不到一个壶里。

41，如果个人股东没有和管理层碰过面，他该如何判断其可靠性？

没有唯一的答案。你需要了解很多关于商业、人性和财务的知识。如果你去找麻省总医院说你想学会看懂骨肿瘤的幻灯片，他们没法教你。如果一个人没在那干上八年，是不会熟谙业务的。**指望有一个神奇的系统能帮你做到这一点是不合理的。**

42，你指出了疯狂的顾问费和佣金，公司律师费用是不是太高了？

是的，成本太高了。**不过另一方面，如果你能进入一所好的法学院，你就会被聪明人所包围，其中一半会是异性。**那里确实是一个寻觅佳偶的好地方。很多人去法学院求学但并不想去实践。现在大公司的法律事务已经是十分繁忙，文书工作太多，缺乏足够的理智。

我有一个律师朋友，他建议他的律师事务所每年原则上只挑选一个客户。这是一个好主意，不过他的同事们却驳击了这个想法。我早年生意上的成功，在于炒了很多不想让律师事务所赚钱的客户的鱿鱼。我们当时在生产变压器，采购代理不想让我们赚钱。我们缩减了业务，重新获得了丰厚的利润。有些客户是你不想要的。

Peter Kauffman 就在这里，他想方设法让他的供应商赚钱。这是双赢模式 Win-Win。我认为试图压榨供应

商是一个巨大的错误。不管他们是律师还是其他人，让他们赚钱是对的。

43，您拥有的两家报纸的前景如何？

普通的日报将会消失。或许成为类似公共广播的事物，由一到两家大的赞助人提供支持。

但报纸的微观经济学并不是投资的好地方。

44，您如何看待加州的免税债券？

我相信它的评级是全国最差的，比密西西比州还差。我们有一个疯狂的立法机关，经过不正当的操纵后，从彼此憎恶的左派和右派中，变成了只有"经验证明合格的疯狂者"。这是一个非常严重的问题，也是一个大麻烦。

我也不知道它将如何玩下去。当然，你不能认为正义必胜，有时邪恶也会赢。这种情况可能会在议会中持续一段时间。为他人提供你自己也希望得到的服务，这是很简单的商业道理。

45，沃伦说过弱势美元也不足以解决美国的贸易逆差。那么该如何解决？

有时，完全没有预料到的事情也会发生。

英国在工党执政 20 年后，谁能预见到撒切尔夫人的出现以及她横扫一切的变革？

沃伦比我更为悲观。沃伦认为中国将会对用货物换取一堆纸(美钞)不再感兴趣。而我认为中国收获巨大，对于以 8% 的速度增长的文明来说，他们在纸币上遭受的购买力的损失只是很小的代价。

他们的收获不会在经济学家们的方程式中表现出来，但那意味着方程式是错误的。变得擅长于制造业是财富的一种形式。我认为中国做得非常好。

好的，4:30 了，我们要去参加董事会议了。

杰米·戴蒙 2008 年致股东信

2009 年 3 月 23 日

亲爱的各位股东：

在去年的股东信中，我提到了前几个月发生的“动荡”和“前所未有”的事件。我们不知道周期何时结束，也不知道它会造成多大的破坏。但我们确实知道，我们必须“为严重的经济衰退做好准备”。我们共同决定在艰难的环境中度过难关，尽一切可能帮助客户，并在行业中展现领导力，这也是我们在危机时期留下的遗产。

现在是一年后。所发生的一切在很大程度上是前所未有的，几乎是无法想象的。我们的公司努力应对每一个挑战，在此过程中，我们在为客户和社区提供服务方面表现突出。尽管我们的财务业绩在绝对值上偏低(但在相对值上相当不错)，反映出市场状况非常糟糕，但我相信——我希望你也同意——今年可能是我们最好的一年。

前进的道路并不容易。我们不知道未来会带来什么，但我们知道，这将需要每个人——银行、监管机构和政府——共同努力，把事情做好。在我们准备迎接非常艰难的 2009 年之际，大多数迹象表明经济持续恶化，我们仍然对我们和我们国家的未来持长期乐观态度。无论发生什么，我们都将迎接挑战。

在这封信中，我将按业务线描述我们 2008 年的业绩，并回顾上一年的许多关键事件。我还将重点关注行业的问题以及对未来的影响。我希望，在阅读了这封信后，您将分享我对我们为未来建设一个更强大、更有活力的公司的能力的信心。

一、2008 年财务表现和经营成果回顾

摩根大通 2008 年的收入接近 60 亿美元，比上一年的 150 亿美元下降了 64%。在“正常”的信贷周期和环境中，我们应该获得超过 150 亿美元的收入。很明显，这一年在财务上并不理想。从本质上讲，今年的财务业绩受到了两个问题的影响，这两个问题在去年的信中都被强调为重大风险。第一个问题与信贷成本增加有关，主要是消费贷款和抵押贷款。第二个原因是投资银行减记超过 100 亿美元，主要是杠杆贷款和抵押贷款风险敞口。

在这场金融危机中，我们一直从堡垒式的资产负债表中受益。今年年初，我们的一级资本为 8.4%，年末为 10.9%。我们将信贷损失准备金增加至 240 亿美元(增加了近 140 亿美元，其中包括与华盛顿互助银行(WaMu)相关的 40 亿美元)。即使没有政府在今年最后一季度的注资，我们的一级资本在年底也会达到 8.9%。在所有其他资

本衡量指标中，我们仍然相对保守。虽然我们没有预料到今年的所有重大事件，但我们强大的资产负债表、普遍的保守主义和对风险管理的持续关注对我们很有帮助，使我们能够经受住这一可怕的金融环境。

虽然我们对 2008 年的财务业绩感到失望，但我们并没有忽视我们的重要成就。我们非常高兴我们能够在几乎所有业务中发展并获得健康的市场份额。我们从未停止对我们的系统和基础设施的投资，并增加银行家、分支机构和产品。无论 2009 年会带来什么，这种对客户和发展业务的重视将推动我们未来几年的业绩。

A、按业务线划分

1、投资银行业务报告亏损 12 亿美元

我们的投资银行 IB 的财务业绩绝对令人失望，但与大多数竞争对手相比，表现相对较好。这一结果反映了一个艰难的经营环境，以及上述 100 亿美元杠杆贷款和抵押贷款相关资产的减记，部分与收购贝尔斯登有关。虽然这些减记很痛苦，但它们是行业中最底的。此外，我们的基础业务表现稳健，在一些显著领域表现出色。几个核心业务如：利率和货币、大宗商品、新兴市场和信贷交易，报告了创纪录的业绩。

我们的 IB 业务也取得了重大进展。5 月底，我们结束了对贝尔斯登的收购，我将在本信稍后详细讨论。在这一年中，我们始终专注于为公司和投资者客户提供服务，尽管存在信贷危机，但当客户需要我们的建议和负责任的资本支持时，我们仍会继续为他们服务。摩根大通参与了今年几乎所有规模最大、最复杂的交易，我们坚定地将自己确立为客户应对最重要挑战的第一人。

我们尽量不过分强调市场份额表现或奖项，但多年的专注和纪律确实导致了一些值得注意的非凡的行业认可。我们在排行榜上获得了有史以来最好的排名，在全球投资银行收费，并购，全球银团贷款，借款，股本，以及与债务和股权相关的交易中排名第一。这是唯一一家在某一年内在所有这些类别中排名第一的公司。在我们的市场业务中，客户收入同比增长 40%，因为客户在不确定的时期将更多的业务转移到我们这里。此外，摩根大通还获得了《International Financing Review》、《Risk and Financial News》的最高奖项，并在 Greenwich Associates 2008 年质量领导者调查中获得了领先的奖项，这是我们获得的行业荣誉的最高记录。

随着我们进入 2009 年，我们并没有坐享其成。我们知道，我们经营的是一个有风险的行业，有许多强硬的竞争对手，他们一定会再次强势回归——即使目前有些人分心了。我们也知道，在许多方面，投资银行业务将永远不会一样。杠杆率将降低，某些结构性金融产品可能会消失。但基本业务将保持不变：为公司和投资者提供咨

询、筹集资金、执行交易、提供研究、开拓市场，并为客户提供最佳想法和融资，使这些计划成为现实。

2, 零售金融服务业务(RFS)报告的净收益为 8.8 亿美元, ROE 为 5%

零售金融服务的净收益为 8.8 亿美元, 全年整体表现不佳。对于它的两个主要业务零售银行和消费贷款来说, 这是一个关于两个世界的故事。

另一方面, 零售银行业务(包括消费银行业务和商业银行业务)获得了 30 亿美元的收入, 更重要的是, 通过收购华盛顿互助银行(Washington Mutual), 其特许经营权得到了增长。我们预计 WaMu 的收购将带来超过 20 亿美元的年收益, 它已将我们的分行网络扩展到 23 个州的 5000 多家分行, 增加了 7200 名银行家, 并将我们的 ATM 机增加到 14500 台, 成为全国第二大 ATM 网络。在零售银行业, 自 Bank One 合并以及纽约银行和 WaMu 分行网络的增加以来, 我们的业务规模呈指数级增长, 通过收购增加了 4400 家分行, 有机地增加了 500 家分行。这五年的增长反映在更多的支票账户(从 230 万到 2400 万)、更多的存款(从 890 亿美元到 3420 亿美元)以及我们运营的更多州(从 4 个州到 23 个州)。

负面方面, 包括抵押贷款、住房权益、学生贷款和汽车金融业务在内的消费贷款报告了 21 亿美元的损失, 主要是在住房贷款业务中的信贷损失准备金增加了 274%, 达到 95 亿美元。尽管有这些损失, 但消费贷款仍然是我们业务的核心。它使我们能够为客户提供多种产品, 并提供 3520 亿美元的贷款。然而, 持续的房价压力、过去糟糕的承保标准和不断加深的经济衰退已经推高了信贷成本, 不幸的是, 信贷成本将继续推高。我们目前的预期是, 抵押贷款和住房权益投资组合的季度冲销可能在 18-24 亿美元之间(年化损失率极高, 为 3.5%至 5%)。到 2008 年底, 我们在所有零售金融服务 RFS 中拥有超过 80 亿美元的储备, 由于预计冲销将会上升, 我们预计将在 2009 年建立更多的储备。然而, 有一个领域表现出了改善的趋势: 第三方抵押贷款服务。该业务依赖于规模和效率, 包括 WaMu 投资组合的增加, 其贷款增长了 91%, 达到 1.17 万亿美元。

我们相信我们已经纠正了过去的承销错误。从本质上讲, 到 2008 年底, 我们看到了老式住房贷款标准的回归(最高贷款价值比为 80%, 收入记录完整)。此外, 我们关闭了所有由抵押贷款经纪人发起的业务。我过去几年中最严重的错误是没有早点做这件事。总的来说, 经纪业务的信贷损失是我们自己的直接业务的 2-3 倍。不幸的是, 我们大约 30%的住房贷款是通过经纪人渠道发放的。尽管我们将在未来几年为这一糟糕的承销买单, 但我们将继续以新的标准建立消费贷款业务。

我们一直热爱零售银行业务，并相信基于分支机构的业务的卓越经济性将推动增长，并随着时间的推移获得超过 30% 的股本回报率(ROE)。至于消费贷款业务，它应该产生 15-20% 的回报率，特别是当我们利用交叉销售和交叉承销的优势时。

3，信用卡服务业务报告的净收益为 7.8 亿美元，ROE 为 5%

信用卡服务的全年净收益为 7.8 亿美元，同比下降 73%，冲销额从 2007 年的 55 亿美元增至 2008 年的 82 亿美元(增长 48%)。净冲销率约为贷款的 5%。2008 年，信用卡服务净收入增长 8%，管理贷款增长 3%(不包括 WaMu)。

2008 年，我们新增了 1490 万个信用卡账户。通过投资活动，进一步吸引现有会员并吸引新客户，我们继续发展业务。这些活动包括与重要合作伙伴(美国退休协会 AARP、大陆集团、迪斯尼、万豪和联合航空)续签合同，并加强我们的客户服务。同样重要的是，大通银行以安全可靠的方式向客户和企业开放信贷，并提供了超过 840 亿美元的新信贷。

通过收购华盛顿互助银行，大通银行成为美国最大的信用卡发行商，发行的信用卡超过 1.68 亿张，管理贷款超过 1900 亿美元。然而，成为最大的并不意味着我们是最好的。我们将继续投资于使我们成为行业最佳的领域。具体而言，我们的重点将是快速响应的客户服务、有价值的忠诚度和奖励计划，以及升级的系统 and 基础设施。此外，我们能够更好地完成承保工作，并通过交叉销售为客户带来附加值，这在信用卡和零售银行业务中都是巨大的竞争优势。

我们对健全风险管理的关注扩展到了信用卡业务。在这场危机的早期，我们对领先的变化指标做出了快速反应，并做出了值得考虑的风险管理改进。这包括：提高直接邮件营销的信用评分门槛，增加需要经过我们全面审查的申请数量。我们通常根据客户的支付意愿和能力来管理客户的信用额度。虽然我们降低了风险增加或不活跃客户的信贷额度，但我们也提高了最有信誉的客户的额度。此外，我们正在关闭长期不活跃的账户，因为我们从经验中知道，这些账户风险极高。

展望未来，我们预计损失将继续从 5% 增加到 9%，基本上与失业率持平。为了应对更高的损失，我们将准备金从 30 亿美元增加到 80 亿美元，并正在加强催收工作。同时，我们扩大了灵活支付计划的使用范围，以帮助那些面临财务困境的客户：2008 年，我们看到 60 万新注册的支付计划，我们预计并准备好了这一数字的增长。我

们预计 2009 年不会是信用卡业务的好年份。事实上，我们预计今年在信用卡服务方面不会赚到任何钱。然而，一旦这场危机结束，我们相信，我们在服务质量、奖励计划和增强基础设施方面的持续投资，将最终使我们成为美国最好的信用卡公司之一。

4, 商业银行业务报告的净收益为 14 亿美元，ROE 为 20%

在艰难的一年中，商业银行业务取得了强劲的业绩，超过了同行，甚至超过了我们 2008 年的计划。强劲的信贷质量、风险管理、客户服务、运营效率、费用控制和有效定价都为这一强劲业绩作出了贡献：净收益增长 27%，达到创纪录的 14 亿美元，收入达到创纪录的 48 亿美元。商业银行没有依靠贷款作为收入的主要驱动力，而是创纪录的实现了：投资银行收入 9.66 亿美元(上升 9%)，资金服务收入 26 亿美元(上升 13%)，平均负债余额 1031 亿美元(上升 18%)，平均贷款余额 823 亿美元(上升 35%)。值得注意的是，商业银行的收入中只有 36%与贷款有关。

除了商业银行业务在市场渗透率和领先份额方面位居美国前三，并且是美国第二大中型市场贷款银行之外，在风险管理和存款增长方面保持着相对于同业的有利市场地位。我们还对我们从华盛顿互助银行收购的商业定期贷款业务的前景，以及我们在西部和东南部的中间市场模式的扩张感到鼓舞。与以往一样，客户的选择对我们的成功至关重要，商业银行不仅建立了 1800 多个新关系网，还扩大了近 10000 个现有关系网——这是我们业务持续充满活力的标志。

也就是说，由于我们客户的贷款需求下降和信贷损失增加，2009 年对商业银行业务来说将是艰难的一年。虽然我们预计今年剩余时间商业建筑和房地产的问题会恶化，但幸运的是，我们的风险敞口有限，储备充足。经济的动荡及其对更广泛的商业银行业务组合的预期影响，已经导致我们转向衰退管理模式，并将我们的许多最佳资源投入到至关重要的套利单元，在那里，专家级高级管理人员每天都会参与。

商业银行业务对我们来说是一项具有卓越长期价值的业务。我们在为全国众多大公司提供服务方面发挥着关键作用。随着这一重要而充满活力的经济部门的增长，我们也将如此。

5, 资金和证券服务业务(TSS)报告了创纪录的 18 亿美元净收益

2008 年，资金和证券服务业务取得了优异的业绩。自 2005 年以来，其净收益增长了一倍多。2008 年达到 18 亿美元(增长 26%)，股本回报率为 47%，收入创纪录(增长 17%)。我们非常重视这项业务，并赞赏它如何随着

时间的推移不断增长，产生了良好的利润率，并保持了巨大的全球规模和长期的客户关系。

该业务在证券持有、估值、清算和服务方面保持领先地位，并向全球领先公司和机构投资者提供现金管理、公司卡和流动性产品以及贸易融资服务方面保持领先地位。我们现在为全球 2800 多家客户提供服务。2008 年，TSS 带来了 250 多个重要的新客户关系，年化收入超过 8000 万美元。在具有全球规模的企业中，TSS 业务 50% 的收入来自美国以外的业务，2008 年，该收入增长了 15%。TSS 进一步加强了其国际影响力，在欧洲、中东、非洲、亚洲和拉丁美洲的 20 多个国家扩展了服务，我们现在在 45 多个国家开展业务。

值得注意的是，TSS 还打破了其单日美元清算量纪录——单日清算额高达惊人的 5 万亿美元，比平均水平高 59%。由于市场状况，托管的 TSS 资产减少了 17%，降至 13.2 万亿美元。然而，与此同时，平均负债余额增长了 22%，达到 2800 亿美元，这反映出客户对摩根大通的稳定性所吸引。

6，资产管理业务报告的净收益为 14 亿美元，ROE 为 24%

2008 年，资产管理业务经历了动荡的一年，其资产管理规模达 1.5 万亿美元。正如去年在这封信中预测的那样，收益下降了 31%。但总体而言，今年的业绩是三个趋势的结果：私人银行业务持续强劲增长，管理资产略有减少(但资产类型组合发生了巨大变化)，以及严格的风险管理。

私人银行业务今年表现出色，带来了创纪录数量的新客户和创纪录水平的净新资产(约 800 亿美元，总计 5380 亿美元)。收益增长了 12%。在过去两年中，超过 235 名新银行家加入了私人银行，并承诺将其未来的增长做出重大贡献。

2008 年底，管理资产为 1.13 万亿美元，而 2007 年为 1.19 万亿美元。净新资金流入额为 1510 亿美元，比上年增长 31%。不幸的是，市场价值的下降大幅抵消了这一点。此外，资产组合也发生了很大变化。我们为所有客户管理的现金大幅增加，流动性余额增加了 2100 亿美元，到年底达到 6130 亿美元，因为全球客户都在寻求安全感，远离高风险的投资。股票和另类资产则相反，从 4720 亿美元下降 49%至 2400 亿美元，主要原因是股票市场价值下降 41%。最后，另类资产从 1210 亿美元下降 17%至 1000 亿美元。

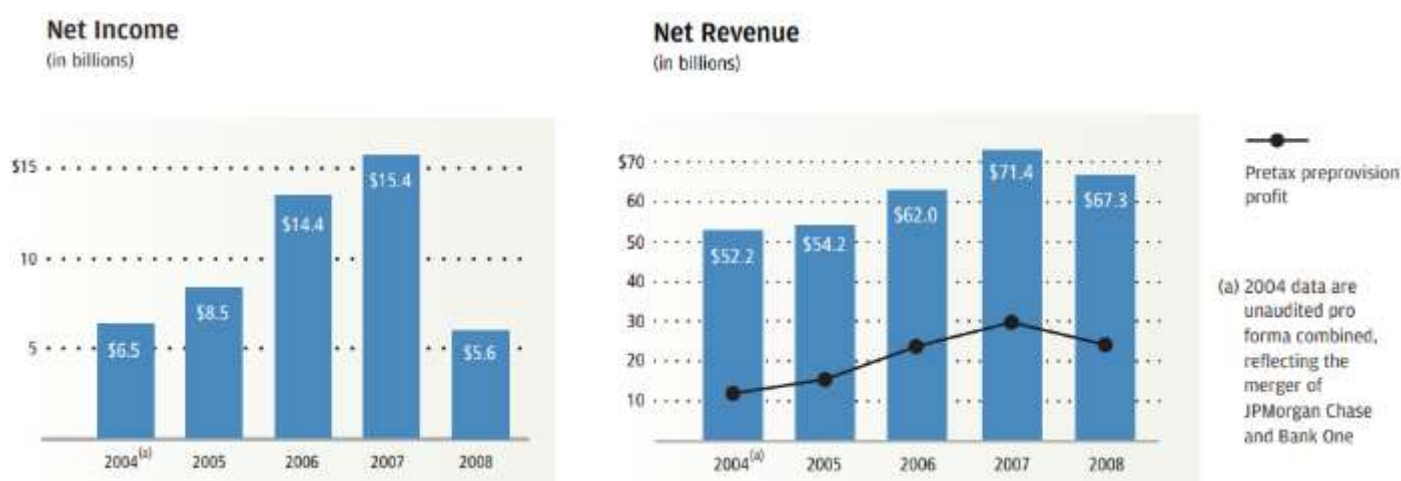
当前的动荡加剧了管理风险的重要性。我们强大的风险管理文化(适当的尽职调查、文件、审计等措施)与我们将客户利益放在首位的理念相一致，并使我们避免了去年面临的许多负面发展。我们预计 2009 年将是另一个艰难的一年，盈利将继续受到市场状况的影响。但这是一项伟大的业务，我们打算通过专注于帮助我们的客户渡过当

前的环境来保持这一局面。

7, 公司部门报告的净收益为 5.57 亿美元

2008 年, 我们报告的私募股权净亏损为 7 亿美元, 与 2007 年的情况不同, 当时我们报告的税前私募股权收益超过 40 亿美元。我们热爱私募股权业务, 但正如我们在前几年所指出的那样, 私募股权的回报本质上是不稳定的, 我们预料到 2007 年的辉煌业绩不会在 2008 年重演。我们将保持耐心, 并仍然期望这项业务随着时间的推移为我们带来超过 20% 的股本回报。

除了私募股权, 我们的企业部门(不包括合并相关项目)产生了 15 亿美元的净收益。这包括大约 5 亿美元的未分配公司费用, 我们预计 2009 年将继续保持大致相同的水平, 以及我们财务报表中详细披露的大量其他项目。



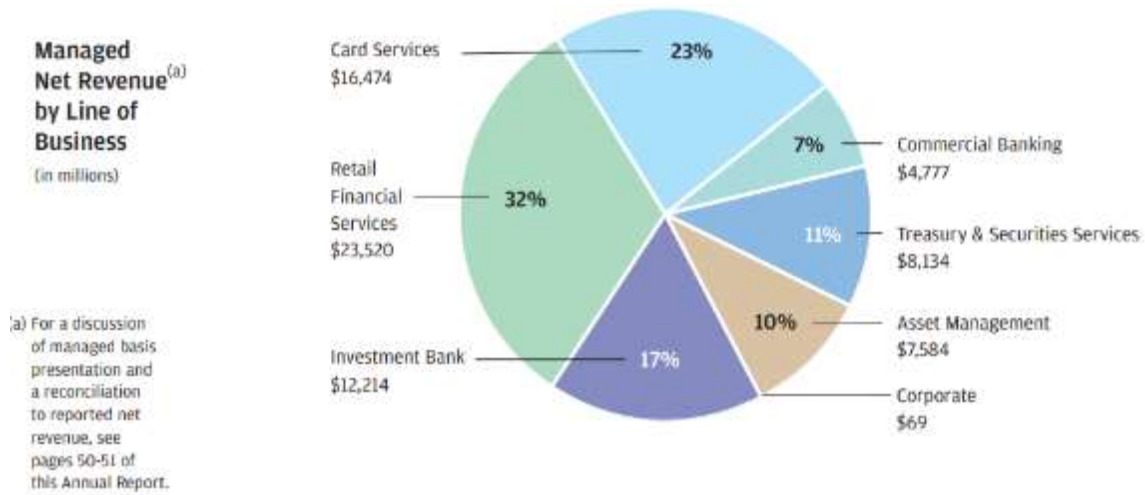
B、我们所有业务的强有力的战略地位

需要强调的一个重要和关键点是, 我们的每项业务现在都在各自行业中排名前三。一如既往, 我们的目标是做到最好, 而不一定是最大的。也就是说, 我们知道在这些企业中, 规模经济(如系统、运营、创新、品牌和风险分散)对成功至关重要。做大并获得规模经济的唯一原因是, 这样做能让你为客户做得更好; 即通过以更低成本给予它们更多、更好和更快的服务。归根结底, 这也是进行合并的唯一真正原因——客户得到了更好的东西。如果不是这样的话, 大的可能是坏的。如果官僚主义、傲慢、不注重细节, 或者大型公司的其他弊病, 压倒了规模带来的好处, 那么最终将导致失败。

我们也敏锐地意识到我们业务中更详细的附加值。例如, 在零售金融服务领域, 随着我们扩大的品牌足迹, 我们获得了小企业的份额。我们的投资银行已经成为主要经纪和能源领域的顶级参与者, 这两个业务曾经是我们的两个弱点。商业银行将华盛顿互助银行的商业和社区贷款业务纳入其投资组合, 贷款总额为 445 亿美元。私人

银行在新净资产流动方面的记录，显示了摩根大通特许经营的强大实力，因为全世界的高净值个人都选择我们来管理他们的投资。我们还继续通过改进系统、数据中心、产品和服务来升级我们的基础设施。

简而言之，我们喜欢我们的市场地位，并相信每个业务都是强大的，正在变得更强。即使在 2008 年和 2009 年这样的艰难时期，我们也没有——也不会——停止做所有让我们的业务变得更好的事情。



二、回顾本年度重大事件

在本节中，我想回顾一下过去一年中对我们来说的一些关键事件：收购贝尔斯登(Bear Stearns)；收购华盛顿互助银行(WaMu)；愈演愈烈的复仇风暴来袭；接受政府不良资产救助计划(TARP)。

A、收购贝尔斯登

2008 年 5 月 30 日，我们完成了对贝尔斯登(Bear Stearns)的收购，这是一笔在非常情况下以创纪录的时间完成的交易。在 3 月 15 日的周末，美国政府要求我们在周一上午亚洲市场开盘前，协助防止贝尔斯登破产。如果贝尔斯登被允许破产，可能会对金融市场产生灾难性的影响，这种可能性是真实的。(许多人认为，后来与雷曼兄弟合作的经历基本上证明了这一点。)从个人角度来说，我们的董事会成员认为，摩根大通有特殊的义务尽我们所能提供帮助，特别是知道我们是少数几家有能力提供帮助的公司之一——如果不是唯一——的话。然而，与我们过去进行的任何其他收购相比，这笔交易带来了更大的风险，过程可能更为繁重累人。但这对我们的股东来说是有意义的。

在这笔交易中，有两件事对我们有利：我们的资产负债表和资本基础的实力，以及我们员工的技能。

我们的首要任务是迅速降低下行风险。这要求我们在潜在危险的市场上迅速大规模地降低贝尔斯登的风险。

贝尔斯登拥有大约 4000 亿美元的资产，我们需要将这些资产整合到我们的金融和风险系统中，并迅速减少到大约

2000 亿美元。我们必须管理这一过程，以使剩余的风险得到很好的控制。考虑到变幻莫测的市场，潜在的负面影响是巨大的。我们要求政府为大约 300 亿美元的抵押资产提供资金并承担风险(相比之下，我们从贝尔斯登收购的总资产为 3700 亿美元)。政府同意接受的部分包括风险较小的抵押贷款资产(我们保留了风险最大的抵押贷款资产)。我们不能也不会承担更多的抵押贷款风险——这将是极不负责任的。请记住，政府可以用比我们低得多的成本为这些资产提供融资，并可以在其认为合适的情况下持有这些资产，而我们将被迫立即出售这些资产。

在正常情况下，我们最终为贝尔斯登支付的价格按大多数标准都会被认为是低的。但这不是正常情况，由于我们所冒的风险，我们需要一个巨大的安全空间。我们不是在买房子，而是在买着了火的房子。

我们为贝尔斯登支付了 15 亿美元，该公司的普通股价值略高于 110 亿美元。我们知道，我们购买的大部分(但我们希望不是全部)普通股将用于结束成本、诉讼费用、遣散费，最重要的是，快速消除资产负债表上的风险。我们基本上已经完成了这项任务，但不幸的是，在这一过程中，所有的股本都用完了，2008 年下半年，我们的损益表中还出现了数十亿美元的亏损。

尽管有这些额外的成本，但我们仍然认为贝尔斯登为我们的特许经营权带来了显著的增加。特别是，它完成了我们在两个薄弱领域的特许经营权，即大宗经纪和大宗商品，并增强了我们更广泛的股权和固定收益业务。最终，我们预计我们收购的业务将为公司增加约 10 亿美元的年收入。

贝尔斯登交易中最令人印象深刻的部分是人性的一面——我们的员工在巨大的压力下迎接挑战。3 月 13 日周四晚上，我给我们的投资银行负责人史蒂夫·布莱克(Steve Black 和比尔·温特斯(Bill Winters)打了电话，他们随后给我们在世界各地的财务、审计、税务、贸易和银行专业人士以及法律、房地产和系统团队打了电话——他们中的许多人都从床上爬起来回去工作。很快，当晚数百人返回工作岗位。到了周末，来自世界各地的数千人都昼夜不停的工作。这些专业人士出色地完成了尽职调查工作，给了我们完成交易所需的信心。在那个周末和接下来的几个月里，他们付出了巨大的努力，使我们有可能在大约 75 天内签署并完成这笔交易。如果你能看到我在那段压力极大时期所看到的一切，你会为摩根大通的团队感到非常自豪。

B、收购华盛顿互助银行 WaMu

9 月 25 日，联邦存款保险公司(FDIC)接管了华盛顿互助银行的银行资产，这是历史上规模最大的银行破产案。不久后，我们以约 19 亿美元的价格收购了华盛顿互助银行的存款、资产和某些负债。我们现在知道，摩根大

通是唯一准备立即采取行动的银行。我们收购了 WaMu 的 2200 家分行、5000 台 ATM 机和 1260 万个支票账户，以及储蓄、抵押和信用卡账户。重要的是，我们没有收购该银行控股公司的资产或负债，也没有承担华盛顿互助银行 140 亿美元的高级无担保债务和次级债务。

这笔交易在财务上很有说服力——它立即产生了巨大的收益，预计将为我们 2009 年的业绩增加 20 亿美元或每股 50 美分，此后还会增加更多。为了实现这些意想不到的收益，我们没有依赖大胆的收入假设。相反，我们主要依靠 15 亿美元的预期成本节约(扣除在技术和分支机构更新方面的大量投资)。我们现在预计将节省超过 20 亿美元的成本。我们还计划在今年年底前完成所有品牌重塑和系统转换。

收购 WaMu 后，我们购买了约 2400 亿美元的抵押贷款和相关资产，其中 1600 亿美元为存款，380 亿美元为股本。我们立即减记了大部分不良资产或减值资产(约 310 亿美元)，适当保留了剩余资产，并建立了遣散费和关闭费用准备金。在认识到所有这些成本后，我们认为我们现在拥有一家相对"干净"的公司，拥有大约 40 亿美元的"良好"普通股权益。

我们对 WaMu 的资产进行了广泛的尽职调查，我们的假设是保守的。我们假设房价会再下跌 10%(从我们收购的那一天起)，这提供了一个合理的安全边际。然而，如果房价下跌超过预期，比如 20%，在所有其他条件相同的情况下，这可能会多花费 50 亿至 100 亿美元。即使在这种情况下，我们认为这笔交易仍将是一笔大买卖，对我们的股东来说，这代价将是巨大的。我们相信，这将在未来为摩根大通带来巨大价值。

鉴于我们的保守性质，在交易宣布后的第二天早上，我们发行了 115 亿美元的普通股，以保持我们强大的资本基础。由于投资者的强烈认购，此次融资规模是有史以来规模最大的美国普通股后续发行。此外，WaMu 的零售存款业务有助于我们稳定的资金基础和流动性。

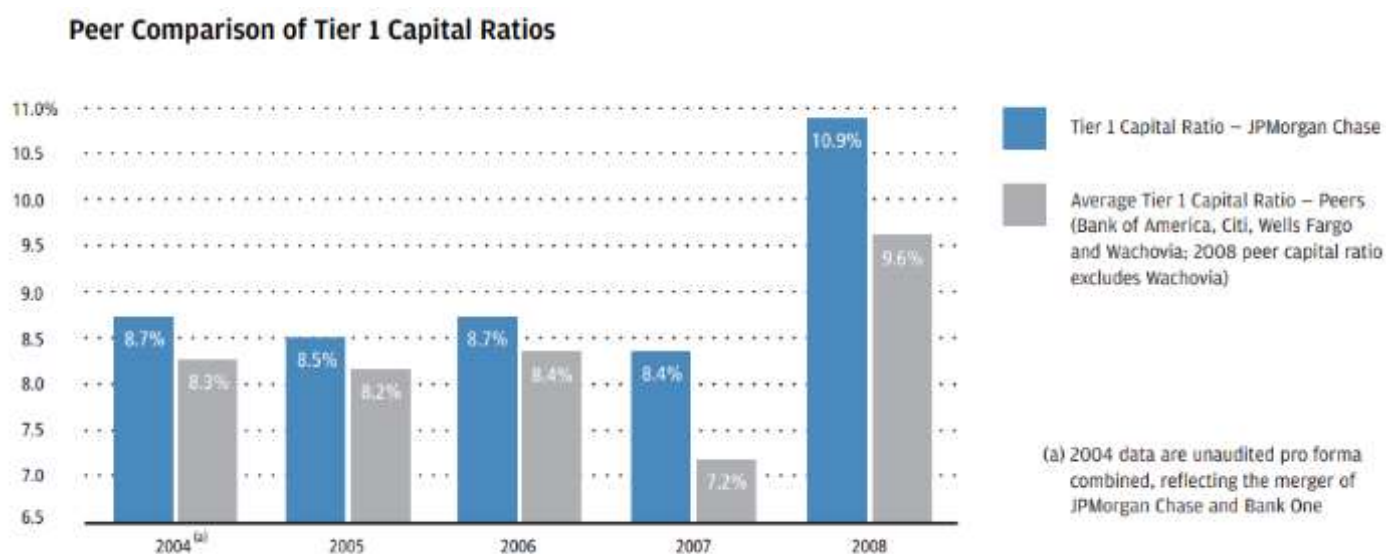
在前几年，我们一直表示希望将我们的零售业务扩大到西海岸和佛罗里达等有吸引力的地区，只要该计划在财务上合理，并且我们能够有效地执行交易。WaMu 交易完全符合这一标准。具体而言，它将我们的零售特许经营业务扩展到快速增长的新市场，并设立了分支机构；加强我们在重要地区的业务存在；随着时间的推移，这将使我们能够扩大商业银行、公司业务、信用卡和财富管理工作的范围。这些额外的业务不是 WaMu 的传统优势，但实际上可以建立在 WaMu 分支机构的基础上，我们希望最终将为我们的收益再增加 5 亿美元(这将需要很多年的时间，并不是我们最初的假设)。扩大的产品线和增强的系统将使 WaMu 的原有客户受益匪浅。

我们整个业务部门的人员，以及我们在系统、营销、法律、财务、审计和人力资源方面的专家，在执行这项交易方面表现出色，使我们能够迈出这一重要的战略步骤。

C、这场愈演愈烈的风暴来势汹汹——摩根大通的表现如何

2008 年，贝尔斯登倒闭；雷曼兄弟宣布破产；房利美和房地美被置于政府监管之下；政府接管了美国国际集团 AIG 的多数股权；美林(Merrill Lynch)将自己卖给了美国银行；富国银行接管了陷入困境的瓦乔维亚银行 Wachovia；印地麦克银行(IndyMac)和华盛顿互助银行(WaMu)被联邦存款保险公司(FDIC)接管；全国和美国抵押贷款业务几乎崩溃；高盛(Goldman Sachs)和摩根士丹利(Morgan Stanley)这两家仍在运营的主要投资银行成为银行控股公司；在全球范围内，法国、英国、瑞士和德国的银行都得到了政府的救助；世界进入了大萧条以来最严重、最全球化的衰退。

至于摩根大通，我们在上述几乎所有情况下都有大量的信贷和运营风险，几乎影响到所有业务。我们公司的管理团队、信贷专员、风险专员以及法律、财务、审计和合规团队孜孜不倦地保护公司。我们相信，这是一个相当强大的实力证明，我们可以在公司损失最小的情况下解决这些特殊问题。



我们避免了许多会使事情变得更糟的关键问题

在去年的信中，我们重大讨论了我们的问题——包括零售金融服务的抵押贷款问题，以及投资银行杠杆贷款和抵押证券的减记。这些问题在 2008 年花费了我们大量的资金，并将在 2009 年继续花费我们的资金。但是，关注我们如何避免某些问题、控制损失，并将成本降到最低也是有意义的。

在 2008 年：

我们基本上没有投资结构性投资工具(SIV)，因为我们将其视为具有大量风险和有限商业目的的套利工具。出于同样的原因，我们也尽量减少了对 SIV 的融资，早在 2005 年，我们就卖掉了唯一一家我们投资的小型 SIV。

我们没有签订 ARMs 期权合约(ARMs 可调利率抵押贷款)，因为我们不认为它们是一种对消费者友好的产品。尽管我们在抵押贷款业务中犯了很多错误，但这并不是其中之一。

我们在危机初期大幅削减了次级抵押贷款。虽然 2008 年次级抵押贷款花费了我们近 10 亿美元，但我们避免了更糟糕的结果，因为我们在 2006 年大幅减少了风险敞口。抵押贷款业务和投资银行业务都是如此。

我们从未建立结构化融资业务。虽然我们是资产支持证券(ABS)市场的重要参与者，但我们刻意回避了结构性债务抵押债券(CDO)业务，因为我们认为相关风险太高。在金融系统中引发了无数问题后，最复杂形式的结构性融资(如 CDO-squared 平方)基本上已经消失了。我们不会想念他们的。

我们没有过度利用资本，也没有依赖低质量的资本形式。我们一直把一级资本充足率定在 8-8.5%的高位。我们始终相信“高质量”资本，这意味着保守的会计制度、强大的贷款损失准备金和高比例的有形普通股权益。资本质量越高，就越能为艰难时期做好准备。

我们保持了高水平的流动性，并时刻准备应付突如其来的提款(即抵押品赎回通知)。强劲的流动性对我们来说是不变的。事实上，我们零售和批发业务的存款总额为 1 万亿美元，这使公司整体处于有利地位，并帮助我们度过了最严重的危机时期。我们将尽一切努力确保我们的流动性仍然是我们坚固的资产负债表的重要组成部分，以便我们能够在困难时期保持灵活性，从而能够支持我们的客户。

我们避免了对非流动性资产的短期融资，而且我们基本上不依赖批发融资。(在我们 1 万亿美元的存款中，大约有 3000 亿美元被称为“批发”存款，但它基本上是由企业客户在正常业务过程中留下的存款组成的——即，它们是带有“粘性的”，而不是像经纪存单或“热钱”那样为了一个基点的收益，就随心所欲地移动。)简单地说，我们仍然遵循金融戒律：不要期限错配借短贷长。

D、接受政府不良资产救助计划

2008 年 10 月 13 日，我与其他金融公司的八位 CEO 一起前往华盛顿特区。在那里，财政部长、美联储主席、货币监理署(OCC)、联邦存款保险公司(FDIC)和纽约联邦储备银行要求我们同意接受政府的一揽子资金。作为问题资产救助计划(TARP)的一部分，美国政府提出了一些强有力的措施，以帮助解决信贷和贷款市场的崩溃。

他们说服了我们九个人，让他们为其他人树立榜样，接受这笔注资，作为我们一致支持这些措施的标志。其逻辑是，向美国银行体系注入大量资本，将为整个金融业提供比以往更多的信贷铺平道路。政府还认为，如果任何一家银行拒绝接受 TARP 资金，那么许多其他银行可能因为不接受 TARP 的注资而受到影响，因为这可能被视为一种疲软的迹象。

他当时认为，接受 TARP 资金对美国金融体系来说是正确的做法——尽管这对摩根大通来说可能没有像对他一些银行那样有利。

简而言之，我们没有要求 TARP 注资，我们也不觉得需要这笔资金(如果没有它，我们的一级资本在年底将达到 8.9%)。事实上，TARP 计划对接受它的人有不对称的好处；也就是说，这好像我们这样的强大公司最不利，反之亦然。尽管如此，我们认为，接受 TARP 资金是美国金融系统的正确做法，摩根大通不应狭隘或自私，阻碍政府希望采取的行动，以帮助整个金融系统。

我认为政府在非常困难的情况下采取了大胆的行动，如果不采取这些措施，结果可能会更糟。

政府迅速而大胆地采取了行动——采取了非正统的措施试图纠正这一局面。它必须在处理复杂和快速变化的问题的同时采取紧急行动，这些问题不适合简单化的解决方案。虽然我们永远不会真正知道，但我们相信，正如许多经济学家和分析师所说的那样，如果没有政府迄今采取的这些和其他行动，情况可能会更糟。

因此，虽然很容易批评这种努力的时机、宣传或一致性，但我们也认识到，在困难和危险的时刻大胆行动是多么困难。我们应该提醒自己，西奥多·罗斯福总统在近一个世纪前曾说过："重要的不是批评家；不是指出强者如何跌倒的人，也不是指出实干家本可以做得更好的。荣誉属于真正站在赛场上的人，他的脸被灰尘、汗水和鲜血所玷污；他勇敢地奋斗；他犯错误，他一次又一次地失败，因为不存在没有错误和缺点的努力；但他真正努力去做这些事；他知道伟大的热情，伟大的奉献；他把自己花在一项有价值的事业上；在最好的情况下，他知道最终会取得伟大成就的胜利，而在最坏的情况下，如果他失败了，他知道至少会失败，但同时又非常勇敢的尝试了。因此，他的位置，永远不会与那些，既不知道胜利也不知道失败，冷漠胆怯的人在一起。"

我们希望，我们的领导人将继续大胆勇敢地寻求这些百年一遇的问题的解决办法。

银行正在放贷，TARP 可能会有所帮助

重要的是要认识到 TARP 资本仅占我们总资本的 14%。同样重要的是要认识到，如果我们使用了钱，但却失

去了它，那么风险 100%是我们的，因为我们仍然欠政府钱。尽管如此，我们和其他银行仍在努力利用 TARP 资本来造福股东、客户和社区。仅在 2008 年第四季度，我们就向消费者、企业、市政当局和非营利组织发放了超过 1500 亿美元的新贷款，其中包括近 300 亿美元的住房贷款和 28 亿美元的汽车贷款，2008 年，医疗保健公司和非营利组织的贷款增长了 33%，并计划在 2009 年增加对这些组织的贷款 50 亿美元。我们还完成了几笔大型银团杠杆融资贷款，在一个关键的例子中，我们在没有其他人出价的情况下，从伊利诺伊州购买了全部 14 亿美元的债券，为伊利诺伊州的工资和其他重要需求提供了融资。最后，我们在银行间同业市场(银行间相互拆借)仍然非常活跃，平均每天晚上银行间市场都有 400 亿至 500 亿美元的资金流出。

尽管银行的贷款总额根据市场和不断变化的信贷条件而波动，但我们确实相信 TARP 使许多银行能够在某些关键领域增加贷款，这比他们在其他情况下所做的还要多。虽然我们清楚地知道 TARP 可能会产生潜在的(主要是政治上的)意外后果，但我们相信，在关键时刻，TARP 将有助于美国金融体系。

三、金融危机的根本原因和成因

雷曼兄弟倒闭后，全球金融系统陷入心脏骤停。关于雷曼兄弟的崩溃是否导致了这场危机，有很多争论，但回顾过去，我认为，所有上述事件的累积创伤以及金融系统中的一些重大缺陷，才是导致这场危机的根本原因。如果不是雷曼兄弟，就会是其他什么事情成为压垮骆驼的最后一根稻草。

这次金融危机的起因将被撰写、分析，并经过几十年的历史修订。我此刻表达的任何观点都可能被证明是不完整的，或者随着时间的推移可能是不正确的。然而，我仍然觉得有必要这样做，因为法规将很快出台，在未来一年左右，这将对我们的国家和我们的公司产生巨大影响。如果我们要妥善处理这场危机，我们必须非常诚实，并充分了解最初的原因。美国的力量不在于它避免问题的能力，而在于我们面对问题、进行改革和改变的能力。因此，正是本着这种精神，我分享我的观点。

阿尔伯特·爱因斯坦曾说过："让一切尽可能简单，但不要过于简单。"简单的回答或笼统的指责会让我们误入歧途。未来的任何计划都必须基于对危机的关键根本原因和多重因素的清晰和全面的理解，包括以下内容：A.主要房地产泡沫的破裂；过度杠杆遍布整个金融体系；结构性风险的急剧增长及其造成的意外损害；监管失职和错误；几乎所有政策、行动和事件的顺周期性；巨大的贸易和融资失衡对利率、消费和投机的影响。

每一个主要原因都有多个促成因素。当我写这些原因时，我很清楚，每个主要原因和相关的贡献者都可以很

容易地重新排列，而且仍然相当准确。同样令人惊讶的是，事实上，许多主要原因在危机发生之前就已经被广泛地了解和讨论了。然而，没有人预料到，所有这些问题都会以它们的方式聚集在一起，并造成我们有生之年最大的金融和经济危机。

即使是我们中较为保守的人(我认为自己也是其中之一)，也会把过去的重大危机(1974 年、1982 年和 1990 年的衰退；1987 年和 2001 年的市场崩溃)或其中的一些组合视为我们需要做好准备的最坏情况。我们甚至知道下一个将是不同的——但我们忽视了它潜伏在深处的凶猛和巨大。如果这场危机以不同的方式上演，资产价格下降、经济衰退和房价暴跌的大规模和多个恶性循环也可能以不同的形式上演——要么更温和，要么更猛烈。

重要的是要理解，今天的资本市场与二战后的资本市场有着根本的不同。这不是你祖父时代的经济环境。银行在资本市场中的角色发生了很大变化。这一变化还没有得到很好的理解，事实上是充满了误解。传统银行提供的贷款只占经济中贷款总额的 20%(约占所有金融中介机构提供的信贷总额的 14 万亿美元)。就在第二次世界大战之后，这个数字几乎达到了 60%。其他贷款是由许多人称之为"影子银行"体系提供的。"影子"意味着邪恶和黑暗，但这个影子银行体系只有一部分处于黑暗中(即结构性投资工具和渠道 SIV)——其余的就在我们面前。货币市场基金已经发展到 4 万亿美元的资产，它们通过购买商业票据(他们拥有 7000 亿美元的商业票据)直接向公司放贷。债券基金已经增长到约 20 万亿美元，也是企业信贷和证券化的直接买家。证券化有多种形式(包括 CDO、抵押贷款债务和商业抵押贷款支持证券)，直接或间接购买消费者和商业贷款。资产证券化只是投资银行和商业银行将贷款转移给最终买家的一个渠道。

在雷曼破产后的两周内，货币市场和债券基金从信贷市场撤出了约 7000 亿美元。他们这样做是因为投资者(即个人和机构)从这些基金中提取了资金。与此同时，银行贷款实际上增加了，因为企业需要越来越依赖银行贷款。以此为背景，让我们更详细地回顾这场危机的主要原因。

A.主要房地产泡沫的破裂

近 10 年来，美国房价一直在上涨——在这段时间里基本上翻了一番。虽然有些升值是正常的，但在这种情况下，大幅升值及其造成的最终损害因以下因素而变得复杂。

新增和不良的抵押贷款产品承销(如期权 ARMs、次级抵押贷款)助长了资产升值、过度投机和更高的信贷损失。

随着房地产泡沫的增长，越来越激进的承销标准帮助推动了房价上涨和市场投机达到前所未有的水平。糟糕的承保标准(包括很少或根本没有对收入以及贷款价值比(贷款/抵押物)进行 100%的审查)和设计不良的新产品(如期权 ARM)s直接导致了泡沫及其灾难性后果。

抵押贷款证券化有两大缺陷

在许多证券化产品中，从发起人到分销商，整个链条上没有人对承销结果负有最终责任。此外，构成这些交易的证券化组合的结构不良，成功地将大部分不良承销贷款化妆为 AAA 级证券。显然，评级机构在这一有缺陷的过程中也发挥了关键作用。这些证券化产品最终以多种形式结束；讨论最多的是 CDO。从本质上讲，这些产品更是火上浇油。

尽管大多数人都是可敬的，但经纪人和消费者的过度投机和不诚实行为却比以往任何时候都要严重得多

无首付抵押贷款、对房价的投机，以及一些不诚实的经纪人和完全撒谎的消费者，这些因素的组合将在未来几年造成重大损失。但这也决不能免除，我们和其他机构做出的糟糕的承销判断，也不能免除任何向消费者错误销售贷款投资品的人。

B.过度的杠杆遍布着整个金融体系

多年来，消费者增加了他们的杠杆率(主要是由于房地产泡沫)，一些商业银行增加了杠杆率，大多数美国投资银行大幅增加了杠杆，许多外国银行的杠杆率最高。此外，杠杆率的上升表现在：

随着时间的推移，许多使用高杠杆的对冲基金迅速增长。其中一些杠杆是全球银行和投资银行借给他们太多钱的结果。

私募股权公司正越来越多地利用杠杆大规模收购。同样，一些银行和资本市场借给他们太多的钱。

一些银行(和其他实体)通过使用表外套利工具，如结构性投资工具 SIV 和杠杆看跌期权，增加了杠杆比率。

非银行实体，包括抵押贷款银行、CDO 管理公司、消费和商业金融公司，甚至一些债券基金，都随着时间的推移提高了杠杆率。

即使是公司养老金计划和大学基金，也通过做出大量的"远期承诺"来增加其杠杆水平，这通常是有效的。

基本上，整个世界都参与了聚会，并在高度杠杆化持续的同时享受它。

C.结构性风险的急剧增长及其造成的意外损害

我认为，有四种结构性风险或失衡的加剧并聚合，合力导致“挤兑”。但这不是传统的银行挤兑，而是我们从未经历过的资本市场挤兑。雷曼兄弟破产后，我们资本市场体系的许多部分，根本不再向市场提供任何资本。如果危机以不同的方式展开(没有聚集)，那么接下来的事件可能就不会发生了。毫无疑问，没有人故意构建了一个有这些根本缺陷和不稳定的系统。头脑清醒的人会明白，这大部分不是失职——我们的世界已经发生了很大变化，而且我们不完全了解潜在的风险。但当恐慌开始时，系统难以承受而崩溃了。

任何结构化资产都越来越允许以短期融资支持非流动资产

本质上，太多的长期非投资级产品被转换为短期 AAA 级产品。一些银行、对冲基金、结构化投资工具 SIV 和债务担保证券 CDO 正在利用短期融资来支持低流动性的长期资产。当市场冻结时，这些实体无法获得短期融资。结果，他们被迫出售这些非流动资产。银行和资本市场的功能之一是在投资者和发行人的需求之间进行中介调节。这会直接或间接(通过证券化)触发发行人持有的长期、非流动性资产的正常转换，发行人需要将业务融资为大多数投资者想要的短期、更高级别的产品。显然，随着时间的推移，这种不平衡已经变得太大，无法承受。

货币市场基金的有一个小的结构性风险，这成为了失败的临界点

货币市场基金承诺按需向投资者 100%偿还。许多货币市场基金投资于 30 至 180 天的商业票据或资产支持证券(ABS)，在通常情况下，这些证券可以按票面价值回购。在正常时期，投资者以相当可预测的方式赎回他们的资金，基金能够满足他们的需求。随着时间的推移，货币市场基金急剧增长，超过 4 万亿美元。雷曼倒闭后，特别是一家持有大量雷曼票据的货币基金，无法满足赎回要求。随着这种情况的消息传开，许多基金的投资者纷纷要求赎回他们的资金。在两周的时间里，投资者从许多货币基金中撤出了 5000 亿美元，这些货币基金被迫大举出售资产。为了提高流动性，这些货币基金基本上是被迫出售资产。随着投资者从信贷基金转向政府基金，银行根本无法弥补差额。这成为堤坝上又一个巨大的决堤口。

回购融资市场条款变得过于宽松，太多的非流动资产被收回

随着时间的推移，在那些为金融公司流动资产提供资金的市场，金融条款变得过于宽松。例如，要购买非机构抵押证券，金融机构只需支付 2%-5%，而传统的利率为 15%-25%。回购市场也开始为相当深奥的证券融资，当事情变得可怕时，他们干脆停止了这样做。在雷曼破产后的两周内，投资者和银行都从这类融资中撤离了超过

2000 亿美元。金融机构再次不得不清算证券以偿还短期借款。因此，又一个巨大的决堤口。

投资者明智地采取行动保护自己，但系统无法同时处理所有人的行为

个人投资者、公司、养老金计划、债券和贷款基金、货币市场基金和其他机构，所有这些机构行为都是为了自身的利益，而且都是明智的。但总体而言，它们共同导致了大量资金同时流出银行和信贷体系。不管这些资金是来自银行、货币基金还是债券或贷款基金，事实仍然是，累积的结果是，必要的信贷严重短缺，它们从信贷体系中消失了。

显然，情况已经改变了。过去，监管机构的重点是防止金融系统中主要中介机构，即银行的系统性崩溃。然而，在这个新的世界里，我们需要讨论如何保护自己，不仅不受银行挤兑的影响，也不受资本和金融市场上其他关键工具的挤兑。

D.监管失职和错误

我想毫不犹豫地指出，监管系统也犯了错误。也就是说，我并不责怪监管机构所发生的事情。在每一种情况下，公司行为的责任在于我们、首席执行官和公司管理层。监管机构让你做一些事情，并不意味着你应该做。但监管机构也有责任。如果我们要纠正这一点，就必须检查监管机构本可以做得更好的地方。在许多情况下，良好的监管可以防止一些问题。如果这些问题没有解决，也许事情不会变得如此糟糕。

市场中未受监管或监管不严的部分助长了这场危机

我已经讨论了货币市场基金和对冲基金的一些缺陷，前者受到了轻微的监管，而后者没有受到监管。除此之外，还有两大板块，如果它们受到监管，本可以帮助系统避免一些问题。

大部分抵押贷款业务在很大程度上是不受监管的。虽然这一业务中的银行受到监管，但大多数抵押贷款经纪人基本上没有受到监管。事实上，没有一家受 OCC 监管的大型商业银行发行期权 ARM 产品(可能是最差的抵押贷款产品)。这里可以提出一个很好的论点，即机构中不受监管的部分的较低标准，对受监管部分的参与者施加了很大压力，这要求他们降低标准，以便他们能够竞争。在这种情况下，糟糕的监管胜过了良好的监管。

保险监管机构基本上忽视了美国国际集团(AIG)和单一险种保险公司正在进行的大规模且日益增长的单边信用保险和信用衍生品押注。这使得这些公司在某些情况下，能够通过为各种复杂的抵押证券投保，进行了巨额的单边押注。

全球银行和美国投资银行采用的巴塞尔协议 II 允许过多的杠杆

现在很明显，巴塞尔银行监管委员会(Basel Committee on Banking Supervision，简称 Basel II)于 2004 年发布的第二份协议存在严重缺陷。它在不同司法管辖区的应用不同，比如，允许过多的杠杆作用，过度依赖公布的信用评级，并且未能说明公司是如何获得资金的(即，它允许过多短期批发融资)。2004 年，五家独立的美国投资银行在证券交易委员会的管辖下采用了《巴塞尔协议 II》(这是美联储或 OCC 监管的银行所不允许的，后者仍在《巴塞尔协议 I》之下)。投资银行抛弃了先前保守的净资本要求，并在《巴塞尔协议 II》下大幅提高了杠杆率。剩下的就是历史了。

也许有史以来最大的监管失败是对房利美和房地美监管不力

房利美和房地美的非凡增长和高杠杆率是众所周知的。许多人谈到了这些问题，包括他们对衍生品的使用。令人惊讶的是，他们有自己的调节器，但显然不能胜任这项任务。这些政府资助的实体已经发展壮大，规模超过了美联储。在过去 20 年中，这两家公司都大幅提高了杠杆率。令人惊讶的是，一种情况被允许存在，即他们信用的基本前提是隐性的，而不是明确的。这种事情不应该再发生了。它们的崩溃对抵押贷款市场和金融体系造成了破坏。而且，如果财政部不介入，就会对美国自身的信用造成损害。

太多职责重叠权限不足的监管机构应对危机的能力不足

我们目前的监管体系组织不善且陈旧过时。责任重叠导致了监管机构之间的责任分歧和无效竞争，这可能加速了一场向监管底线的竞争。许多监管机构也没有适当的法定权限(并非自身过错)来处理他们即将面临的一些问题。贝尔斯登和雷曼兄弟的倒闭，揭示了一个巨大而引人注目的例子，那就是缺乏应对投资银行破产的清算程序。如果商业银行倒闭，FDIC 可以接管它们。投资银行并非如此。此外，对于在多个司法管辖区运营并使用多个不同监管许可证的大型全球金融公司，需要制定一个处置流程。

E.几乎所有政策、行动和事件的顺周期性质

在危机中，顺周期政策使情况变得更糟。我想不出有哪一项政策能够平衡所有的顺周期力量。尽管监管只能在危机时期最大限度地减少顺周期力量的影响，但我们仍必须意识到它们的影响。例如：

贷款损失准备金在情况恶化时处于最低储备水平。因此，随着危机的展开，银行不仅面临更高的冲销，还必

须增加其储备水平，耗尽宝贵的资本。

尽管我们是交易账簿中公允价值会计的支持者(人们抱怨的许多按市值计价的损失最终将成为实际损失)，但我们也认识到，大规模强制清算导致的市场低水平可能无法反映出基本价值。公允价值会计的某些应用可能会导致螺旋式下跌，即亏损会耗尽资本，而资本降低会导致人们以越来越低的价格卖出更多的股票。

评级机构(和我们其他人一样)犯了错误，这显然助长了 CDO 和抵押贷款的崩溃。在危机中，他们还不断下调信贷评级。评级降低反过来要求许多金融机构筹集更多资本，从而加剧了恶性循环。

在经济不景气的时候，市场本身要求增加资本金和更保守的放贷。我们可能无法改变这一现象，但我们可以采取一些措施来确保系统为之做好更充分的准备。

融资安排在经济景气的时候允许最大的杠杆，但在经济萧条的时候却迫使杠杆大幅降低。

随着资本市场波动性的增加，《巴塞尔协议 II》种的资本计算和许多风险管理工具，如风险价值模型，要求持有更多资本以持有证券或贷款。

F.巨大的贸易和融资失衡对利率、消费和投机的影响

我怀疑，当分析师和经济学家研究这场危机的根本原因时，他们会指出美国巨大的贸易逆差是主要的潜在罪魁祸首之一。在八年的时间里，美国的贸易逆差达到了 3 万亿美元。这意味着美国人购买的商品比他们在海外销售的商品多 3 万亿美元。美元被用来支付货款。外国拿走了这些美元，大部分购买了美国国债和抵押贷款支持证券。这一过程也可能在很长一段时间内使美国利率保持在很低的水平，甚至超出了美联储的政策范围。这种过度需求很可能也使风险溢价(即信贷息差)长期处于历史低位。低利率和低风险溢价可能助长了过度的杠杆和投机。过度消费可以得到廉价的融资。2008 年夏天，美国发生了第三次能源危机，资本流动进一步失衡。

曾经有一些时候，大规模的失衡比如贸易失衡，在不造成大规模全球混乱的情况下自行解决。然而，假设情况总是如此，这将是糟糕的计划和一厢情愿的想法。不应该让这些失衡变得如此严重，它们造成了太多的潜在风险。

许多其他因素可能加剧了这场风暴，昂贵的伊拉克战争、卖空、能源价格高企，以及对企业、资金管理者和对冲基金施加的非理性压力，使其表现出越来越好的回报。同样明显的是，过度的、设计不良的、短期导向的薪酬制度，通过奖励许多不良行为而加剧了问题。

现代金融世界经历了第一次重大金融危机。到目前为止，许多主要参与者已经消失：许多抵押贷款经纪人、众多对冲基金、Wachovia 银行、WaMu 银行、贝尔斯登、雷曼兄弟等。一些幸存者正在苦苦挣扎，尤其是在我们面临一场真正的全球性、大规模衰退的时候——而且这场衰退还没有结束。

四、我们未来的系统

破坏的程度和系统性问题的严重程度表明，我们的规则和条例必须彻底改革。监管体系的此类变化可能会对我们业务的长期健康和战略产生巨大影响。

尽管美联储和财政部都采取了前所未有的行动，但我希望新政策的基础是对发生的事情以及我们需要采取的措施进行彻底分析。

我们经常听到关于或多或少需要监管的争论。我们需要的是更好、更具前瞻性的监管。有人说过一句名言：每一场危机都不应浪费。但同样正确的是，不应该用危机来解决我们的问题。在危机时刻，人们会恐慌。这会使做正确的事情变得更困难，而不是更容易。从我们的角度来看，某些改进会带来很大的不同。我们想与您分享我们的一些建议。

A. 需要一个具有更广泛权威的全国性监管机构

我们同意政府领导人的观点，即我们应该迅速建立一个全国性监管机构。在短期内，这将使我们能够将注意力集中在纠正我们系统中的一些根本弱点，并填补导致当前状况的监管空白。显然，美国的政策必须与适当的国际监管机构进行协调。危机爆发时，个别国家的行动对许多其他国家产生了重大影响。国际协调对于解决这类危机至关重要。

这里应该有处理具有系统重要性的机构的程序，只要危机是有序和可控的，并且不会导致系统性危机，那么它是没有问题。

规模不是问题所在，相反，当机构过于相互关联过于紧密时，一次失控的危机就有可能导致整个系统崩溃。我们需要的是一个解决方案，它允许危机但不会对整个系统造成损害。在贝尔斯登和雷曼兄弟这两家投资银行的案例中，监管机构没有这种协议。然而，对于商业银行来说，他们确实有这种破坏能力。更重要的是，监管机构将需要一个针对在全球许多司法管辖区运营的大型跨国公司的处置程序。

第一个目标应该是监管金融机构，使它们不会倒闭。如果他们确实破产了，适当的处置过程将确保行动迅

速、适当和一致。仅仅是缺乏一致性就造成了市场上的巨大混乱。例如，当最近的一些破产发生时，资本持有人之间的待遇不一致(在不同情况下，优先股和债务持有人的待遇非常不同)。如果监管机构有一个处置程序，事先确定公司将获得何种形式的援助以及对资本持有人的影响，情况会更好。FDIC 对银行的处置过程是一个很好的例子，说明了一个运作良好的处置过程是如何运作的。

各种流动性和"最后贷款人"安排，如在此次危机期间实施的一些安排，也可以事先到位。这些控制措施将降低风险并最大限度地提高信心。

监管需要由产品和经济实体管理，而不是由法律实体管理

我们经历了多重监管的意外后果；即，不同机构在抵押贷款业务、衍生品业务和整体贷款中监管同一产品。另一方面，如果类似的产品由一个监管机构监管，那么该监管机构将对产品有更深入的了解，并掌握跨机构间的完整信息。原本可能导致竞相降低标准的"监管竞争"将被消除。

对冲基金、私募股权基金和表外工具必须纳入我们的监管机构，而不损害它们的自由和积极属性

某些工具，如对冲基金和私募股权基金，需要受到监管，但只是为了保护系统免受风险影响。这些工具不需要像储蓄银行那样受到严格监管。我们应该考虑要求超过一定规模(比如 10 亿美元的股本)的对冲基金进行登记，提供季度审计报告，披露总杠杆率和某些风险属性(如波动性和投资类别)，并概述运营程序。他们还可能被要求向监管机构(而非竞争对手)展示任何可能导致严重系统风险的集中"交易"。这一切都可以在不损害灵活性或披露机密头寸的情况下完成，同时允许这些机构自由和积极地按他们认为合适的方式进行资本流动。

系统性监管机构需要预测风险的能力，并在必要时采取措施

毫无疑问，如今市场上有一些金融产品，如果不加以控制，可能会产生不稳定的影响。如果一个系统性监管机构一直密切关注抵押贷款行业，它可能会将不受监管的抵押贷款业务认定为破产的关键点。一旦房利美和房地美被认为构成重大系统性风险，该监管机构也可能会限制它们的杠杆水平。这样的监管机构可能能够认识到 AIG 和单一险种保险公司的单边信用衍生品风险，并对此采取一些措施。系统性监管机构也应该关注我们资本市场中的新的或潜在的结构性风险，例如货币市场基金中的结构性缺陷。

B.需要简化我们的监管体系

每个人都认为，现有的监管系统是支离破碎和过于复杂的。我们有太多的监管机构和太多监管空白。没有一

个机构可以获取所有相关信息。责任往往是高度分散的。这个问题可能相对容易解决，但前提是我们有政治意愿解决它。

C.监管抵押贷款业务(包括商业抵押贷款)的必要性

导致我们陷入这一混乱的许多监管漏洞今天仍然存在，例如抵押贷款业务。抵押贷款是美国最大的金融产品，虽然我们不想扼杀创新，但整个抵押贷款业务显然需要受到监管。抵押贷款和房地产已经不是第一次导致美国及其许多金融机构陷入困境。适当的监管将大大有助于规范产品、测试新产品、改善客户信息披露和明确责任。

D.修复资产证券化的必要性

我们认为，资产证券化仍然是一种非常有效的资产融资方式。但一些证券化，特别是抵押贷款证券化，有一个巨大的缺陷：没有人对承销的实际质量负责。甚至抵押贷款服务合同也没有标准化，因此如果出现问题，客户将得不到一致的解决。我们不能仅仅依靠市场纪律(即消除不良行为)来解决这个问题。

E.需要修正《巴塞尔协议 II》实现更高的资本比率，以使系统更稳定

正如前面所讨论的，《巴塞尔协议 II》有许多缺陷——实施时间太长，对市场变化反应迟缓，而且在全球范围内应用也不均衡。也许它最糟糕的失败是，在目前《巴塞尔协议 II》框架下，它没有包括流动性，这允许商业银行和投资银行购买流动性或非流动性资产，并为其提供短期资金。虽然这种做法在良性时期并不那么危险，但在市场危机期间，它给许多金融机构带来了巨大的问题。《巴塞尔协议 II》也过于依赖评级机构，从本质上讲，其资本要求高度依赖顺周期。降低这些资本要求的顺周期性很容易，并要求《巴塞尔协议 II》认识到短期融资的风险，特别是批发融资的风险。最后，《巴塞尔协议 II》应得到一致应用、持续审查和定期更新。世界瞬息万变。

F.需要严格会计监管

我们摩根大通坚信良好、保守的会计准则。会计应该始终反映真正的基本经济学，这实际上是我们经营公司的方式。然而，会计实务没有得到广泛理解，变化太频繁，而且容易被解释和操纵。有时，他们甚至无意中决定了美国政府的政策。

我们通常喜欢公允价值会计

对于买入和卖出的资产，公允价值会计创造了最好的纪律。公允价值会计(通常称为按市价计价会计)已经为最

近的价格处于极度困境的情况下提供了一定的灵活性。在这种情况下，可以采用良好的判断和稳健的基本现金流模型来评估某些资产的估值。然而，我们认为，某些类别的公允价值会计应用需要重新考虑。例如：

我们现在不得不使用潜在的人工基准来衡量我们的私募股权投资。这些投资的性质非常缺乏流动性，有意持有数年。为了将它们推向市场，使用了由可比较公司组成的代表，并应用了适当的折扣和判断。本质上，我们不管在市场好的时候还是市场不好的时候，都把这些投资记录到报表上。但我很有信心，这种方法并不总是正确的。在许多情况下，成本是公允价值的最佳代表。我们宁愿向股东描述我们的投资，告诉他们我们认为这些投资什么时候可能更值钱，当然，当它们受损时，也要将它们记在我们的财务报表上。

一项新的按市值计价规则涉及"借方估值调整"。从本质上讲，我们现在必须对我们发行的某些摩根大通债券按市场信贷利差进行计价。例如，当摩根大通债券息差扩大时，我们实际上可以获得收益。当然，当这些息差收窄时，我们会出现亏损。这个理论很有趣，但实际上是荒谬的。极端地说，如果一家公司即将破产，那么它将在自己的未偿债务上获得巨额利润，直到它实际宣布破产为止——到那时，这一点就无关紧要了。

比较不同公司的某些金融工具的市值变得越来越困难。虽然这里涉及的太多细节无法详述，但不同的公司可能会对类似的按市值计价资产做出不同的解释。这需要通过确保公司在适用规则时遵守一致的估值原则来解决这一问题。

公允价值会计不适用于也不应适用于所有资产。打算长期持有的投资或某些非流动资产(如房地产或厂房和设备)或贷款，以及某些短期资产(如应收账款或投资)实际上都可以按市场计价。事实上，其中一些资产存在市场，其他资产可以根据合理假设进行计算；例如，当玉米价格上涨时，农场的价值会更高，而当半导体价格下跌时，半导体工厂的价值会更低。然而，如果我们以这种方式对这些资产进行标记，它们的价格将大不相同，这取决于经济的健康状况，或其产出的价格波动。虽然会计应确认资产价值的实际减值，但每天将上述资产推向市场将是浪费时间。在这种情况下，公司很难投资于任何流动性不足的资产，或进行长期投资。

新的会计规则可能会无意中影响资本市场的运作或改变美国政府的基本长期政策，应谨慎、有意识地制定，并广泛投入

例如，我们都认为公司应该有全额资金的养老金计划；即，计划中的实际资产应足以满足负债的公允估计。几年前，如果不是这样的话，公司被允许维持"赤字"，并在几年内为其提供资金。该赤字没有记录在公司的财务报

表上。

会计规则的变化表明，赤字不应只是财务报表的脚注，而应直接反映在公司的权益账户中。显然，在非常糟糕的市场中，这些赤字急剧增长，从而耗尽了公司日益宝贵的资本。(这只是顺周期力量的另一个例子)。当公司意识到他们的资本账户出现巨大波动时，他们开始缩减或取消养老金计划，转而选择 401(k)计划(个人承担所有的投资风险)。这是一个理性的、预防性的步骤。但实际上，它将风险从公司转移到了个人身上。大公司不再承担为退休员工提供稳定收入来源的风险。相反，风险被转嫁到了个人身上，而他们中的许多人负担不起。

这是一个说明会计是如何制定政策的很好例子。在我看来，这可能是国家的错误政策。有很多方法可以在不做出有害政策改变的情况下实现会计的经济目的。还有无数其他例子，我们希望监管机构和会计师最终能够找到更好的方法来应用会计原则。

G.需要适当的反周期政策

在这场危机中，我们的制度显然产生了巨大的顺周期趋势。事实上，我根本想不出一一种反周期政策(政府采取的紧急行动除外)。

按市值计价和贷款损失准备金等会计政策是顺周期的。《巴塞尔协议 II》的资本要求是顺周期的。监管和法律要求是顺周期的。回购和短期融资是顺周期的。一个我们可能永远无法纠正的顺周期趋势是市场本身的趋势(即资本成本在低迷时期大幅上升，或投资者拒绝为流动性较差的资产融资)。我听到了很多关于如何制定一些逆周期政策的好主意，这里将重点介绍三个。

贷款损失准备金很容易进行逆周期调节

我觉得荒谬的是，贷款损失准备金往往恰好在情况即将恶化时处于最低点。随着情况的恶化和冲销的急剧增加，人们必须大幅增加贷款损失准备金，从而迅速耗尽资本。如果允许银行在其贷款组合的生命周期内估计信贷损失，这个问题就会得到解决。

应保留准备金以吸收这些损失。这将使银行能够在损失较低时增加准备金，并在损失较高时利用准备金。透明度将得到充分保护，因为投资者和监管机构仍将看到实际的冲销和不良行为。这需要对整个周期损失估计的适当性作出合理解释。它还将产生积极的效果，不断提醒首席执行官、管理团队和投资者，事实上，糟糕的时期确实会发生，他们应该为这些事件做好准备。

回购和短期融资很容易逆周期

现在，所有银行都可以通过美联储获得证券和贷款的标准融资工具(即，美联储将针对特定资产发放特定金额的贷款)。一个建议是：如果一家机构向客户提供的融资，超过了美联储为同一证券向银行提供的贷款，则必须向风险承担者和公司董事会披露。然后，美联储将有两个主要工具来降低杠杆率，并以一种反周期的方式——当银行的贷款超过美联储的贷款额时，美联储可能会向银行收取更高的资本成本，或者美联储可能减少向银行的贷款额。市场参与者仍然可以自由提供他们认为合适的信贷和杠杆。

银行应该有能力通过快速配股实现逆周期融资

银行和可能的其他公司可以在接到通知后立即实施配股。监管机构应在几天而不是几周内，通过适当的披露，促进此类发行。这将使公司能够筹集资本并修复可能因未预料到的市场事件而紧张的资产负债表，并以公平且不稀释公司现有股东基础的方式进行。

H.卫生保健、养老金、能源和环境、基础设施和教育方面的政策需要，这些政策将长期为我们服务

除了金融危机，还有几个重要问题将决定美国在下个世纪是否会继续繁荣。我们相信我们的国家能够而且应该能够为所有人提供医疗保障。这是正确的做法，它将帮助我们建设一个更强大的国家，如果做得正确和有效，我们相信最终会比我们目前的做法更便宜。在能源方面，我们现在已经经历了第三次重大危机，而作为一个国家，我们仍然没有执行明智的长期能源政策。同样，我们认为，如果做得好，能源政策可以经济高效，创造巨大的创新，减少地缘政治紧张，改善我们的环境。同样，我们需要改善我们国家的基础设施，发展符合我们传统的教育体系。

我们不能陷入体制硬化的陷阱——现在是采取行动的时候了。在过去，这个国家表现出了共同努力完成伟大事业的毅力，我们需要再次这样做。就我们而言，我们摩根大通正在尽一切努力在所有这些问题上帮助我们的领导人。

五、摩根大通的下一步

您的管理团队非常投入，航行在这些未知水域时非常谨慎。美国财政部和美联储继续采取大胆和戏剧性的行动，世界各地的央行和政府也是如此。在下一节中，我们将讨论摩根大通的一些重要问题。

A.我们在抵押贷款和支持政府抵押贷款修改计划方面的领导地位

摩根大通在全国范围内处于取消抵押品赎回权和抵押贷款修改的前线。我们的止赎努力旨在达到我们拥有的 3000 亿美元贷款和我们服务投资者的 1.2 万亿美元自有贷款。我们已经帮助 33 万借款人成功保住自己的房产，预计到 2010 年底将帮助避免 65 万起强制赎回。我们致力于在许多情况下，在违约发生之前，通过进行可持续的、书面的贷款修改，让借款人保住自己的房产。

我们相信，尽快采取纠正措施符合房主和抵押贷款持有人的最大利益。我们的再违约率是 OCC 所说的国家服务商经历的违约率的一半。一旦通过适当的承销调整，随着经济和房价开始改善，该行业的再违约率通常会下降。如果再违约率极低，我们可能应该做更多的调整。

我们强烈支持奥巴马政府的抵押贷款修改计划。该计划的特点与我们已经实施的计划相一致，将其扩展到更困难的房主，并为我们和其他服务商提供更多选择，让他们的家庭留在自己的家中。我们也支持该计划，因为该指南为所有服务人员建立了一套清晰、公平和一致的标准。它适用于抵押贷款低于 729750 美元的借款人；所有借款人都必须提供完整的收入记录证明文件，清楚地表明经济困难，并要求住在自己家里。

我们认为，这些抵押贷款修改在经济上和道德上都是正确的做法，该计划强调了相互尊重的重要性——以我们希望在相同情况下受到的对待方式去对待他人——同时坚持个人、企业和公司如果有能力应该偿还贷款的基本原则。我们认为，其完整性消除了破产程序中司法修改的必要性。然而，如果立法，司法修改应与该计划保持一致，并只关注不符合资格或未获得修改的借款人。除此之外，现在是快速实施抵押贷款修改计划的时候了——即使它在每个人看来都不完美——然后继续前进。

B.对衍生品业务的评论

衍生工具已成为一种重要且广泛使用的风险管理工具。国际掉期和衍生品协会估计，90%的《财富》500 强公司、50%的中型公司和数千家其他规模较小的美国公司使用衍生品来管理某些风险，包括货币和利率风险。因此，衍生品对摩根大通和世界各地的公司来说都是一项巨大的业务。值得注意的是，衍生品本身并没有引发这场危机。事实上，衍生品在这场危机中表现得相当不错。然而，很明显，衍生品很难理解，至少在财务报告中缺乏透明度，并在一定程度上助长了危机。在摩根大通，我们相信，衍生品如果使用得当，在管理风险方面发挥着重要作用，我们正在努力解决衍生品的问题。

在提高财务报告透明度方面。我们一直是标准制定者并将继续这样做。在本报告中，您将看到有关我们的交易对手风险敞口和其他风险因素的详细信息，这些信息对了解我们的衍生品和其他交易业务至关重要。

对衍生品的一些担忧与大额名义金额有关。但这些数字只是参考指标，并不反映实际的交易对手信用风险。实际风险是在考虑到与交易对手、抵押品和对冲的所有交易的风险净额后，合同的市场价值。实际风险预测还考虑了市场变动带来的潜在未来风险敞口。

我们的交易对手风险敞口(扣除抵押品和对冲)为 1330 亿美元，公司对这些风险敞口进行了严格的鹰派式按名称管理。这一数字很大，但我们得到了承担风险的报酬，我们保守地对风险进行了准备金提列和核算，并将其与所有其他信贷风险一起管理。

随着交易对手信用风险总量的增长，人们也担心这种增长会增加系统风险。为了解决这一问题，我们支持发展清算所，我们相信这将降低交易对手风险，提高标准化合同的透明度。我们已经通过清算所清算了利率和大宗商品衍生品的很大一部分，并且我们一直在积极发展信用违约掉期清算所。那些过于定制而无法清算的衍生工具很容易受到监管机构的监控，以确保它们不会造成系统性风险。

AIG 的垮台并不是因为其本身使用衍生品，而是因为其糟糕的风险管理实务。这家保险公司通过为抵押贷款相关资产投保的信用违约互换 CDS 承担了集中的风险。另一方面，一些交易商从 AIG 购买了这项保险，而不要求他们在信用评级恶化之前提供担保。在这种情况下，AIG 的糟糕的风险管理与 AIG 对手的糟糕交易对手风险管理，使问题更加复杂。它潜在的系统影响是巨大的。摩根大通与 AIG 有业务往来，但根据我们的一般政策，我们将信用风险敞口保持在相对较小的水平，这样，如果允许 AIG 破产，我们的公司就不会受到损害。事后看来，如果 AIG 受到适当监管并被要求(向清算所或其交易对手)提供担保品，问题本身本可以得到更好的控制，并得到显著缓解。

监管方面的漏洞需要认真关注，AIG 就是一个明证。预防未来 AIG 事件的一种方法是，授权成立系统风险监控机构(如前所述)，这样的监管机构可以在公司倒闭之前看到风险的累积并提前解决它。

将衍生品交易的利润提前确认可能存在问题。尽管这不是标准会计，但我们认为，与衍生工具相关的风险头寸相关的利润，应在整个交易期限内，根据剩余风险按比例入账。

通过适当的管理，衍生品产生的系统性风险可以大大降低，而不会影响公司利用衍生品管理风险敞口的能

力。

C.维持堡垒式资产负债表和削减股息的原因

保持强大稳定的资产负债表对我们来说始终至关重要。我们的一级资本比率为 10.9%，有形普通股本为 810 亿美元，我们将继续酌情增加贷款损失准备金。截至 2008 年底，我们有 240 亿美元的信贷损失准备金，我们相信我们所有业务的贷款损失准备金都是业内最强的。

出于在这种不确定的环境中为未来做好充分准备的谨慎，我们认为将季度股息从每股 0.38 美元降至 0.05 美元是明智的，这将在下一次定期股息支付时生效。

我们没有轻率地采取这一行动，我们认识到我们对股东的巨大义务，即努力保持股息水平。但非常时期需要采取非常措施。因此，尽管我们的业绩和资本是稳定的，但我们有更高的义务确保我们的资产负债表保持稳固。这将使我们能够保持灵活性，抓住机遇，继续建设和投资我们的市场领先企业，即使在压力很大的环境中也是如此。

我们保持对股息的长期承诺，仍然认为正常化收益的 30%-40%的最终派息率是合理的。我们将继续审查所有相关标准，以确保我们的资本基础持续强劲，并将在增加股息之前等待更稳定的经济环境。

D.对 TARP 的评论

虽然减少股息的决定与接受 TARP 没有直接关系，但它确实为我们提供了每年约 50 亿美元的额外资本，这可能使我们能够比其他情况更早地偿还 TARP 资金。当然，我们会与监管机构协商。

许多人希望我们尽快偿还 TARP 资金；一些人对政府接受 TARP 资金的条件不断变化感到愤怒；一些人希望将迅速偿还视为原则问题。

我们接受 TARP 的原因仍然存在——我们认为这符合美国和整个银行系统的最大利益。在决定何时偿还 TARP 资金时，我们不会任性或出于愤怒做出反应。只有这样做符合我们国家和公司的最大利益时，我们才会偿还他们。

E.深度衰退的影响和政府的压力测试

我们一直直言不讳，始终如一地让我们的股东知道，经济衰退会影响我们的财务业绩，严重的经济衰退更是如此。去年，我们注意到，经济衰退将对信贷产生重大影响，在困难的环境中，“信贷损失可能会大幅增加，随着

时间的推移，可能会增加 50 亿美元，这将需要增加贷款损失准备金。"2008 年，管理净冲销额为 130 亿美元，高于 2007 年的 70 亿美元。我们目前的看法是，2009 年的冲销将更高。

经济衰退将波及并影响我们所有的消费和商业信贷风险——有些风险比其他的更糟糕。除了更高的冲销外，还需要大幅度增加准备金，我们已将准备金从 2007 年底的 100 亿美元增加到 2008 年底的 240 亿美元。去年我们已经说过，我们认为抵押贷款和房屋净值损失可能会变得多么糟糕，不幸的是，它们已经变得更加糟糕。经济衰退的严重程度也可能对信用卡损失产生巨大影响；我们现在预计，9%的失业率将导致超过 9%的核销。(过去，我们预计 9%的失业率将导致 7%或更高的冲销率。然而，现在，我们认为失业率和主要住房价格下跌的综合影响将导致更高的冲销率。)

财政部与 OCC、FDIC 和美联储联合推出了一项压力测试计划，以确保 19 家最大的银行(资产超过 1000 亿美元的银行)有能力在高度紧张的环境中保持适当的资本。政府不利的经济环境预计将出现两年的衰退，失业率将达到 10.4%，房价指数从高峰到低谷下降 48%。虽然一些银行可能需要额外的资本或支持，但成功完成压力测试计划应无需猜测哪些银行资本充足，哪些银行资本不足。在最好的情况下，它将确认银行的资本、会计和准备金率，这将消除市场的不确定性，提高金融稳定性。(不幸的是，预计将于 4 月底公布的压力测试结果，正在市场上引起了巨大的恐慌，这种恐慌是最好避免的。)

我们定期为公司进行压力测试，不断预测我们的资本和流动性。我们认为，在政府的"不利经济环境"中，我们的资本比率将保持其极为强劲的水平。您还应该知道，您的公司将为比刚才描述的更糟糕的环境做好准备。

F.最近的政府行动和协同努力的潜在力量

世界各国政府在这场危机中采取了戏剧性的行动。美联储和财政部提供了 5 万亿美元的流动性贷款，为各类资产提供融资，并为稳定个别公司和整个系统提供了担保，为某些机构的资产负债表上的近 1 万亿美元资产提供担保，并向金融系统注入了 1 万亿美元资本。此外，政府正试图通过购买抵押贷款来降低抵押贷款利率，从而使再融资更为容易；减少消费者支付；积极推动抵押贷款修改计划。我们认为，最近的定期资产支持证券贷款机制(TALF)计划将有助于证券化市场，该计划允许私人投资者获得资产支持证券的无追索权融资。该计划最终可能会贷款 1 万亿美元，为新的担保贷款提供资金。它也可以根据需要进行修改和扩展。应该指出的是，政府的许多计划不仅取代了银行贷款，而且填补了许多非银行贷款机构在资本市场上留下的空白。

我们知道，这些政府行动将产生意想不到的后果，并可能导致政治干预，我们需要随着时间的推移，明智地取消这些形式的支持。所有这些担忧都增加了我们的担忧，尤其是对未来潜在通胀的担忧，但我们将把这种讨论留待下次讨论。

没有什么灵丹妙药：我们相信，如果这些行动得到适当实施和执行，并及时与美国财政刺激计划相结合，将产生巨大的积极影响。这些部分的总和可能比每个单独的动作更有力量。

我们看到，全球政府正在采取大规模行动应对全球最大的经济衰退，尽管具体结果尚不确定，但有充分理由认为政府最终会获胜。

这个国家有其决定性的时刻：内战；大萧条；二战。这可能也是其中之一。亚伯拉罕·林肯总统说："一个内部分裂的国家是站不住脚的。"正如我们的军队在一位总司令的领导下，陆军、海军、空军和海军陆战队协同作战一样。现在，我们也应该这样做。这意味着众议院和参议院、民主党和共和党之间的协调。如果我们现在就迎接挑战，我们将获全胜。

六、获得补偿权至关重要

回顾去年，我继续反思我对这家公司的员工感到多么自豪。人们往往在最艰难的时候，人们才知道人的本质。我们的员工比以往任何时候都更加努力，在极具挑战性的条件下，为公司、为客户甚至为国家做出了令人钦佩的表现。在 2008 年的意外事件和令人难以置信的压力中，很难不被这家公司员工的才智、职业道德和性格的力量所打动。

我知道，许多美国人对整个金融服务业的薪酬做法感到担忧，许多担忧都是合理的。在摩根大通，我们相信我们一直处于合理薪酬做法的前沿。我们的流程纪律严明，一直致力于奖励员工的长期表现。我们的实践反映了这一点：

我们为员工多年来的良好表现支付薪水，并帮助建立一个具有长期、可持续绩效的公司。

在考察绩效时，我们总是试图适当地考量所承担的风险。我们还注意到，涨潮会使所有船只都浮起来，我们不想以此为基础向人们支付工资。

对我们来说，业绩从来不是一个简单的财务衡量指标。它始终包括一个人为公司带来的更广泛的贡献，例如保持诚信和合规；招聘和培训多样化的优秀员工团队；建立更好的系统和创新。

我们已经制定了超过萨班斯-奥克斯利法案要求的奖金补偿政策。

我们没有：控制权变更协议、特别高管退休计划、黄金降落伞、高管特别遣散费或合并奖金。

我们一直以股票形式支付相当比例的激励薪酬，约 50%用于高管团队，多年来一直行之有效。

我们的高管团队通常必须保留并持有从公司收到的所有股票的大约 75%。

不仅在金融公司，而且在所有类型的公司，都有很多关于薪酬的合理投诉。好的公司知道，薪酬会导致不良激励。他们知道日历年度并没有什么魔力，他们必须小心，不要在当前年度给人们支付过高薪水。这要么是因为市场繁荣，要么是因为真实的市场压力。薪酬是我们处理的最复杂的问题之一，因为它对个人和公司都很重要。如果做得不好，它可能会摧毁一家公司。我们努力招聘、培训和留住最优秀的人才——聪明、有道德、勤奋、有创业精神的人，而获得适当的薪酬是这一过程的关键部分。

七、企业责任

我们相信，我们对您、我们的股东、我们的债权人、我们的客户和我们的所有员工负有重大责任。我们每天都非常努力地履行我们的所有义务。

我们对企业公民身份的承诺

我们一直致力于成为优秀的企业公民。这是我们作为一家公司所做的事情，以及我们是谁的重要组成部分。因此，我们加强了企业责任努力，引导资源为我们所在社区的生活和工作人员带来有意义的改变。

虽然有些人可能认为我们是一家华尔街公司，但我们在很大程度上也是华尔街的一部分：我们在全球 48 个州和 60 多个国家雇佣了 22.5 万人。我们的 5000 家分支机构为 23 个州的客户提供服务。我们为 40 万人提供医疗保障。平均而言，我们每年向美国政府以及州和地方司法机构缴纳的税款超过 100 亿美元。

仅去年一年，我们的公司和我们的基金会就在美国各地的市场上作出了约 1 亿美元的慈善捐款。在过去五年中，我们向全球 13500 个组织提供了超过 6 亿美元。这些极为重要的投资有助于市中心的年轻人找到工作，资助教育项目，建设负担得起的住房，并在海啸、地震或飓风袭击我们的一个全球社区后支持重建工作。我们的人民致力于他们所服务的社区，在互惠互利的关系中，当这些社区健康、安全和繁荣时，我们就会茁壮成长。

前进之路：加快我们的比赛

我们努力以各种方式帮助我们的客户和消费者，尤其是在这些困难时期。这一总体努力是"前进之路"倡议的一

部分，代表了我们对我们已经采取并愿意采取的行动的承诺，以推动美国和全球经济向前发展。

纵观我们的历史，我们始终相信，我们的责任不仅仅是为股东、客户和员工服务。对我们来说，公共服务意味着与政府官员合作，以非歧视的方式，充分识别、分析和克服我们的问题。我们相信，只有当我们参与建设性对话，超越"这在政治上不可行"这句话，采取大胆的步骤，正确的解决方案才会出现。

确保公司未来 200 年的健康和活力至关重要

衡量一个国家或一家公司实力的真正标准不是我们是否有问题，而是我们如何从中吸取教训，克服困难，并更好地应对问题。200 多年来，世界在困难和动荡时期都求助于摩根大通，依靠我们的员工来支持我们的国家、我们的客户和我们在世界各地的社区。我们比以往任何时候都更加强烈地感受到这一义务，并专注于尽我们所能确保这家公司保持强大、健康和活力，以便在未来 200 年中继续做最好的事情。

杰米·戴蒙 Jamie Dimon

董事长兼首席执行官

2009 年 3 月 23 日



巴菲特：对话六所商学院学生 2009

2009 年 2 月 6 日

来自 Emory 大学 Goizueta 商学院等六所商学院的学生前来奥巴马拜访巴菲特并参与问答环节。我尽可能根据回忆和其他学生的笔记去重现所听到的对话。我不能保证记录完全准确，但我将尽力保留神韵。

巴菲特：你们听说今年的华尔街圣诞庆典都取消了吗？他们甚至找不出三个聪明人和一个处女...

市场有时效率很低，而现在就是其中之一。现在有很多投资机会。

Kansas 大学：伯克希尔投资了几家保险公司，你会进入健康险业务吗？

巴菲特：不会。健康险业务非常依赖国家政策，这是一个艰难的行业，竞争很激烈。从商业的角度，我不怎么看好它，我不喜欢高贷款损失率的保单。话虽如此，但如果健康险业务被低估，我还是愿意买进。

保险是一个很有趣的行业。你知道，我们为 MikeTyson 承保了两年的人寿保险。我希望在保单中增加一条免赔条款，就是假如泰森被女性枪杀，我们将不予赔付。不过，他们没有同意。

South Dakota 大学：你最近投资了高盛和通用电气，现在是买进金融板块的时机吗？

巴菲特：除非你理解这个行业，否则不管什么行业你都不应该买进。不过我相信，现在在金融业中有很好的价值和很大的机会，因为现在金融业正遭受冷落。该不该买进不是看行业，而是看公司是否被低估。

你们知道如何评估公司的价值，预测未来的现金流折现值，然后在留足安全边际的前提下买进，预期的利润要大于当前的利润。**不受追捧的东西总是值得去研究的。**假如我现在刚从学校毕业，我会先去研究一下。

Creighton 大学：风险因素在你的投资决策中有何影响？你向新兴市场投资吗？

巴菲特：总的来说，因为我需要投资的金额很大，所以我对新兴市场不怎么感冒。

风险不等于 β 系数，风险来自于你对某件事理解不透彻，而不是因为 β 系数。

在我得到一个点子的时候，我通常使用十个过滤器来筛选。最重要的一点是，我是否能够理解这个业务，并理解其不利的影响。我很少有损失达到净值的 1% 的时候。我可能是风险厌恶者，但是我不是行动厌恶者。

B 夫人花了 16 年积攒了 500 美元，创办了内布拉斯加家具商场。IBM 的老汤姆·沃森(Tom Watson Sr)说，**我不是天才。但我在某些领域很聪明，而且我就待在这些地方。**我只在我有自信的市场投资。当我在 1983 年买进内布拉斯加家具商场的时候，B 夫人只接受现金而不愿意要伯克希尔的股票。为什么呢？因为她不理解股票的价值。她理解现金，所以她就拿了现金。**我不需要几千个投资点子，只要做对几个点子就足够了。**

泰德·威廉斯写了本《The Science of Hitting》(击球的科学)，他把打击区划分成 92 个球形区。他知道，假

如在甜蜜区击球，他能打出 43%，假如有点偏离一点，他只能打出 35%。你必须知道自己的甜蜜区在哪里。投资的魅力在于，这是一个“想挥棒才挥的游戏”，而不像棒球，球来了你就得挥棒。投资中我不想挥棒，就可以不挥棒。

当我进行投资的时候，我不在意股价会不会从 10 美元变成 2 美元，我在意的是企业价值会不会从 10 美元变成 2 美元。

要避免上杠杆。我很早就下了决定，我绝不会使负债超过我的净值的 25%，除了在刚起步的时候，我从来没有超过这个值。

我喜欢在有利的条件下下注。我总是试图让赔率对我有利。当我去拉斯维加斯的时候，我不会花 5 美元去玩 21 点。假如有人走进我的房间白送我 5 美元，那倒不错。我喜欢胜率更高一些的游戏。

Emory 大学：你对价值是怎么看的？

巴菲特：价值的公式是公元前 600 年一位名叫伊索的人传下的：一鸟在手胜过二鸟在林。投资就是用一只在手的鸟，来换取树林里的两只或更多的鸟。关键是，专注于你喜欢的树林，弄明白得到林中鸟要花多长时间。当利率是 20% 的时候，你就得立即抓到林中鸟。当利率是 1% 的时候，你 10 年后抓鸟也无妨。要思考资产最终会产出什么。要专注于资产本身，而不是什么 β 系数。

我真的不关心波动性，股价对我来说不重要。股价波动正好给我机会以划算的价格买进。就算他们让纽交所休市 5 年，我也不在乎。我更关心业务本身而不是事件。我关心公司的产品是否有价格弹性(提价能力)，以及公司能不能获得更多的市场份额，人们喝可乐是不是更多了。

20 年前，我以每英亩 600 美元的价格从 FDIC 处拍卖了一座农场(巴菲特买了 500 亩农场给大儿子耕种)。我现在对农业依然一无所知，但是我的儿子懂。我问他，买种耕作以及收获玉米的生产成本是多少，每英亩的产出是多少，预期的玉米价格是多少。在 20 年里，我一直都没得到过这个农场的报价。

假如我来教授商学院，我只会开设两门课程。第一门当然是如何评估企业价值的投资课程。第二门课程是如何看待股市以及如何应对波动。股市是很有趣的。没有人强迫你行动，而且一直都有一群傻瓜在给公司定价，所以你的胜率很高。我希望市场像一个狂躁抑郁的醉鬼。

在《聪明投资者》这本书的第 8 章，格雷厄姆讲了一个市场先生的故事，这是我读过的最棒的故事。现在纽

交所里面有几千家公司供你选择。对我来说，因为我投资规模太大，可选范围大大缩小了。**看待市场的态度远远比智商重要得多。**高智商的人也会陷入麻烦，你看 LTCM 公司破产了。你们得有正确的哲学气质。

Penn 大学：你为什么投资哈雷·戴维森呢？(哈雷向 BRK 定向发行 5 年期 3 亿美元优先债，年利率 15%)

巴菲特：我喜欢它那 15% 的年利率。相比其他信贷，不管是相对还是绝对而言，15% 的利率都极具吸引力。而且我们必须要在投资组合中配置一定量的债务组合。最近政府为一些公司提供担保，但不是所有的公司都能够得到。流动性是紧张还是富裕，不是取决于公司的信贷质量，而是取决于能否得到政府的救助。一些金融公司在获取资金方面存在问题，但在受顾客欢迎方面没有问题。

任何一个能够让顾客把公司的名称纹在自己身上的公司，都具有非常强大的品牌。对于这类投资，我不得不考虑到它们无法偿还债务的可能性。**假如它们债务违约，我会想拥有这家公司吗？**哈雷戴维森的股票不会一文不值。企业债券市场的风险溢价从极低的水平迅速攀升到极高的水平(定价暴跌)。现在的债券市场完全失控。另一方面，政府债券定价过高，政府债券中出现泡沫。现在的国债实际上是负利率。

我没想到居然会看到这样的情况。过去投资美国 10 年期国债，居然回报率低的还不如直接把钱塞在床垫子下面。做多企业债券并做空 10 年期国债，一直以来都是个好主意。**而聪明人因为这么做，现在却濒临破产了(企债暴跌国债暴涨)，因为即使你判断正确，你也需要有能力抗住这种暴跌。我总是做最坏的打算。**如果核弹爆炸，或者美联储主席伯南克带着帕丽斯·希尔顿(Paris Hilton 希尔顿集团继承人，演员)私奔去了南美，我会怎么办。

Texas 大学：你觉得美国的强权已经发生改变了吗？

巴菲特：**你可以做空美元，但是我绝不会做空美国的国运。**美国的体制使得这个国家能够比其他国家更多地释放人类的潜能，从 1776 年起，美国的体制就和其他国家不一样了。美国人不是最聪明的，我们的资源也不是最多的，但不一样的美国体系却充分释放了人类的潜能。

今天，我们拥有相同的体制，拥有相似的智力。我也曾做空过美元和美股，但美国长期必将胜出。虽然我们会经过各种崎岖的道路，但是我们有法制、平等的机会，以及贤能的政府。我们有市场体系，人们投入精力和想象力创造出大众欢迎的产品。我们的潜力远远未完全开发出。

Kansas 大学：我知道你是很厉害的桥牌玩家，你认为桥牌和投资有关联吗？两者之间存在相通性吗？

巴菲特：桥牌是最好的游戏。你要根据每一次叫牌和出牌，还有已经打出的牌和尚未打出的牌去进行推理。

它能教会你什么叫做合伙关系，以及其他的为人技巧。在桥牌游戏中，你需要根据已有的一切信息进行推理，这种做法同样适用于投资。在桥牌游戏中，就像在生活中一样，虽然每次你抓到的牌都不一样，但历史具有借鉴意义。过去并不能决定未来，但你可以从这些经历中吸取教训。

我认为桥牌中的合伙关系是人生的重要课程。假如我要去打仗，我会希望有最好的搭档。我曾经和一位世界冠军搭档，对抗我的姐姐和姐夫，但我们输了，所以我吃下了计分纸。

South Dakota 大学：你对衍生品怎么看，你认为衍生品是如何影响全球市场的？

巴菲特：在 2002 年的致股东信中，我称衍生品为“大规模杀伤性武器”。衍生品是一种保险产品，其结算时间很长，比如说 100 年，这和股票可以在 3 天内结算形成鲜明的对比。这种系统会导致公司积累巨额的保险赔付。在 2008 年 9 月 AIG 打电话给我，告诉我它们的信用评级要被降级了，可能会被要求更高的保证金。AIG 是一家有几十年历史的公司，在 48 小时内就被衍生品摧毁了。

使用衍生品，你就暴露在交易对手面前，因此你的命运就握在别人手里。这样的赔付慢慢会积累到几十亿美元，假如一家保险公司倒下，整个系统也会连锁倒下。衍生品本身不是邪恶的，我们需要正确地使用它们。对于金融系统来说，衍生品简直就是耗子药。虽然伯克希尔持有很多衍生品，不过我们总是持有大量现金以防万一。

Creighton 大学：你对刺激计划怎么看？你宁愿看到政府减税还是削减开支呢？

巴菲特：我们显然遭遇了重大问题，不过我们能够解决问题。有人也许认为刺激计划能够立即对经济产生影响，不过当前的提案是不会有快速效果的。当处理这种情况时，我们不能只做一件事，我们要不断地问自己，下一个要解决的问题是什么。我们已经动用了货币政策，而且对所有的一切都提供了保证。这是标准的凯恩斯处方。减税在短期内对各人的好处各不相同。减税就相当于，大家不用为政府开支买单，而且政府还会寄给你钱，不过总比什么都不做要好。最后，你应该买进就连白痴也能管理好的公司的股票，因为有时候真的会有白痴登上宝座的。你知道，美国政府也是一样。

Emory 大学：你今天的观点和 20 年前有何不同？你预期的 2030 年最大的变化将是什么？

巴菲特：我在年轻时学习到的投资基础理论，到今天也没有改变。我很幸运，在 19 岁时读了《聪明投资者》，学到了投资概念和投资决策的结构。随着时间的推移，我学会了不同的应用方法，我学到了能力圈之外的东西。我在 1972 年收购了喜诗糖果，我认为我对品牌价值的理解，驱使我在 1988 年做出买进可口可乐的决策。随

着经验的增加，我在预测评估人类行为方面变得越来越聪明了。我的妻子是我在人类行为方面的导师。

我真的很喜欢做我所做的事情，我可以去做我想做的任何事情。我喜欢和大家这样聊天。Irv 和 Ron Blumkin 都是我的好朋友，而且在买进企业的过程中我还不断交到好朋友。我不想买游艇或豪宅。我已经活到了平均寿命，活一天赚一天了。不过年龄并不会影响我从事投资工作，和高尔夫球手 Arnold Palmer 不一样，他老了就不能再打球了。

Penn 大学：你对普通美国人有何建议呢？

巴菲特：给可能失业的人提建议不是一件容易的事情。我父亲在 1931 年 8 月 13 日去上班时，发现他工作的银行倒闭了，他所有的钱都存在这家银行里，自然都打了水漂。他没有工作，没有钱，还有两个孩子。所以，你们要尽可能做好准备，不要负债。疾病会带来悲痛，信用卡债务比疾病更可怕。信用卡是毒药。假如你挣 1 美元，花 95 美分而不是 1.05 美元，你就一直能够立于不败之地，而欠了债，再爬起来就不那么容易了。

假如你想一路顺风，你就要在做事情之前事先动动脑子。在事情进展顺利的时候，人们不一定喜欢听建议。

人们冒着失去自己一切的风险，去追求自己没有的或者根本并不需要的东西。查理曾说，"问题不在于如何变富，而在于如何保持理智。"

Texas 大学：美国面对的最大的挑战是什么？

巴菲特：最大的问题可能是大规模恐怖袭击。总有人不适应社会，想伤害其他人。1945 年，我们发明了核武器，这改变了一切。不过人类的动物本性没有改变，我们仍然有一定比例的人精神失常。问题在于这些人的知识、资源和交付能力。这种敌对意识的传染病的威力巨大。今天信息传播更快。政府、个人还有团体无法保证 100%安全。假如我有办法，我愿意把所有的钱都投进去。坐在这里的每个人都中了我所说的卵巢彩票，我们生逢其时，非常幸运。我们人类中最幸运的 1%。

Kansas 大学：在次级债危机中，美国财长保尔森犯了什么错误？

巴菲特：Hank Paulson 是一个伟大的人，也是一位很好的朋友。他在市场方面非常聪明，但是在政治方面就没那么聪明了。我很同情他。他不是总指挥，他得和至少 535 个动机各异的人(国会议员)周旋。整个局势发展得非常快，超出所有人的想象。第一个 TARP(问题资产援助计划)被否决，改变了市场形势。所有的变量都会互相影响。国会没有意识到问题有多么严峻。我将其称为 2008 年 9 月的"经济上的珍珠港事件"。罗斯福当年可是得到了

一张空白支票可以随便填的，大家的想法很重要，信赖很重要。**保尔森要重建对金融系统的信心。**

在当时的情况下，保尔森要完成他的任务几乎是不可能的。他曾经在高盛银行工作，那里可不需要什么多数同意。担任公务员的人难免会遭遇不公正的攻击、批评和挑剔。我当一次事后诸葛亮，让雷曼兄弟破产可能不是正确的决定，但在当时很难判断。这导致了信任危机，随后货币市场基金崩溃了。当人们开始担心货币市场的资金问题时，这就是个大问题。当时人们想得到政府的定心丸，但这很容易重归老路。当人们认为花旗或雷曼是纸牌搭成的房子时.....信任也就不复存在了。就好像诺亚在洪水到来之前建造方舟。你能想象大家对他的反应吗？

South Dakota 大学：你对美国的贸易逆差有何看法？

巴菲特：在 2009 年 8 月我和奥巴马有过一次谈话，我说，“我有一个好消息和一个坏消息。好消息是经济会很糟糕，所以你肯定会当选。坏消息是，在你就职的时候，经济会更糟糕。”奥巴马问道，“现在重新选举是不是有点来不及了？”贸易逆差摆在那里，它会导致问题，而且可能使局势恶化。不过，在我们解决最大的问题之前，要把所有的其他问题放在一边。

我们创办了主权财富基金，采购的产品和服务比世界上其他任何国家都多。油价下跌有助于降低贸易赤字，但是在每个人都感觉好起来之前，局势不会好转。每天我们买进的产品和服务超过出口 20 亿美元。我们用美元向出口国付款。贸易赤字使美国背上了债务。有时候，我们有点虚伪。例如，三年前，中国想买 Unocal 公司(一家小型石油公司)，国会谴责中国用我们付给他们的美元来收购这家石油公司。这有点虚伪。

贸易逆差产生了一种情况，我们向别人开了支票，而当别人想要使用这些支票的时候，我们感到不安。1980 年代，日本买了洛克菲勒中心。难道日本人会把楼拆了搬回日本吗，那么为什么不开心呢？在核武器时代，煽动仇恨是不好的，这就是美国资产被别人收购的问题所在。在我们解决当前问题的时候，贸易赤字仍将大幅增加。

Creighton 大学：你为什么选择这样的生活？

巴菲特：你的意思是不是说，我为什么这么节俭？你买不到健康，也买不到爱。我可以参加任何一家我想参加的高尔夫俱乐部。我是奥古斯塔国家残疾人俱乐部的最高会员。比起去世界上最豪华的高尔夫球场，我宁愿在这里跟我喜欢的人打球。我可以做任何我喜欢做的事情，我喜欢什么就买什么。我对汽车不感兴趣，**我的目标不是叫别人嫉妒，不要把生活成本和生活标准混为一谈。**

Bella Eidenberg 是波兰犹太人，她从奥斯威辛集中营生还，不过她的一些家人遭遇了不幸。20 年前，她说

她在交朋友方面很困难，她心里一直都在问，“假如在二战时，你会把我藏在你的家里吗？”假如你有很多会冒险收留你的朋友，那么你就拥有成功的人生。这是钱买不到的。我认识一些人，身家几十亿美元，不过他们的孩子们说，“他藏在阁楼里”。

我估计我每年的生活费要 10 万美元，除了我的飞机每年要花 100-150 万美元。我喜欢这架飞机，飞机使我的生活更美好。我的电脑和飞机大大改变了我的生活，假如要我放弃其中的一个，我都不知道该如何选择。假如我拿出 30 亿美元的伯克希尔股票，我可以雇 3 万个画家，每人每年 10 万美元薪水，专门负责给我画肖像。我可以雇 5 万个人，每人每年 6 万美元薪水，腰上围块布扮埃及人，搬运石头给我造一座巴菲特金字塔。不过这可不是我要的生活。我认为我应该给我的孩子足够的帮助，让他们可以做任何事情，但不要太多，让他们无事可做。

Penn 大学：你对好银行、烂银行怎么看？

巴菲特：这很难做到，但是假如做到了，就能起到很大的效果。用“整合银行”的方法来处理烂银行，有很多过去的问题有待清理。在美国有七千家银行，状况各异，所以很难对其全面改革。他们正在努力解决的最大问题是如何给整合银行定价。有一些聪明、正直的人正在努力地试图解决问题。

Emory 大学：你对自己宽松的日程表很自豪。你是否认为美国企业的日程安排过密，太繁琐了？

巴菲特：(展示他的空白日程表)，比尔·盖茨的日程安排太密了。我很幸运，我可以对任何事情说不，因为没有什么组织可以用经济压力来迫使我就范。很多 CEO 要参加很多仪式，这是他们工作的一部分。我宁可送报纸，也不愿意当通用电气的 CEO。他们的事情太多了，真是痛苦。不要误解了我的意思。对我来说是痛苦，而那些 CEO 却很擅长对付这些。我猜想，财富 500 强企业的 CEO，就算给他们降薪 50%，他们也干得很高兴。

伯克希尔旗下大约有 76 位 CEO，他们无需面对银行家和律师。在伯克希尔，我们从来不召集 CEO 开会。我们没有演讲会，也没有委员会。这样他们可以变得更有效率。假如让他们专心做喜欢的事情，他们能做得更好。

Kansas 大学：成功经理人的三个特点是什么？

巴菲特：激情是我在经理人身上最看重的东西。智商反而不是真的那么重要。他们需要能够很好的跟其他人合作，并有能力让别人做你派发给他们的任务。我认为这三个特点是：聪明(intelligence)、勤奋(energy)和正直(integrity)。如果他不正直，那既聪明又勤奋的经理人会害死你的，你得到的是一个努力工作的骗子。假如一个人不正直，还是又蠢又懒比较好。

假如你要把你未来收入的 10%投在一个同窗身上，你应该选那个最能和别人合作的人。这些品质是可选择的。假如你可以选择一个同学进行做空，那么他就是大家都不愿与之共事的人。你可以选出你向往的那种人，看看你选出的两个人的品质(一个做多，一个做空)。其实，这些品质你自己也都有。这就像婚姻一样。假如你想要一个能够持久的婚姻，那就该找一个期望值比较低的人结婚。不要记仇，记仇不能为你建立组织、组建家庭等等。我从来没有和查理拌过嘴。

当我接管所罗门的时候，我要挑选最优秀的人来执掌它。我面试了 12 个人，每人面试 15 分钟，我问我自己，"我愿意跟谁待在一个散兵坑呢？"我从来不看成绩或者毕业院校。当我选中 Deryck Maughan 的时候，他压根没有问过报酬或期权或保险之类的问题，他直接就去上班了。

习惯的枷锁，开始的时候，它轻的难以察觉，直到后来，却重的无法摆脱。至于选人方面，你们要想想在生活中应该怎样培养自己的习惯，才能使我选择你？

巴菲特：恐慌是会传染的，我们必须做些什么

2009 年 3 月 9 日

随着金融危机进一步加剧，美国人的恐慌情绪也越来越强烈，平时为人低调的“股神”，巴菲特此时挺身而出，频频接受财经记者采访，畅谈世界形势和美国经济，用自己的经历鼓励美国人民不要害怕。我们相信，很多人听了这位来自“奥马哈的先知”(Oracle of Omaha)的“布道”心里都会松了一口气。3 月 9 日一大早，巴菲特接受了美国全国广播公司 CNBC 财经频道记者贝基奎克(Becky Quick)的专访，除了谈了对时下美国经济的看法之外，他还谈了自己有趣的投资经历。

主持人：这是财经论坛的特别节目“Ask Warren”。这位传奇的投资者将会回答你通过电邮提出的关于稳定经济、重新获取信任和寻找价值等方面的问题。你可以有机会连线这位“奥马哈先知”。财经论坛现在开始。

Becky：早上好各位，欢迎收看 CNBC 财经论坛。我是贝基·奎克(Becky Quick)，这位是乔·柯南(Joe Kernen)，Carl 今天没有来，不过 Joe 来了。今天早上我们有一位特别来宾：沃伦·巴菲特。他现在正和我们在一起，而且将和我们一起度过三个小时。我们很高兴能够邀请到他。我们现在在内布拉斯加家具市场(Nebraska Furniture Mart)。沃伦，很高兴在这里见到你。非常感谢你今早来参加我们的节目。

巴菲特：除了时间以外，我喜欢节目的一切。

Becky：“除了时间以外”，真是非常感谢你在今天起得特别早。现在是奥马哈时间上午 5:00，你能从床上爬起来，真了不起。我们可以采访你三个小时，大多数情况下，三个小时是挺长的。不过，我得告诉你，在当前经济情况下，三个小时可能还不够。所以，再次感谢你今天参加我们的节目。

巴菲特：不客气。

Becky：沃伦，为什么我们不现在就开始讨论经济呢？这正是大家关心的。现在经济怎么了？大家一直都在讨论这个话题。坦率地说，大家对当前的经济情况非常恐惧。

巴菲特：是的。我们在去年 9 月份就讨论过。

Joe：沃伦，等一下。很抱歉插话，默克制药(Merck)和先灵葆雅(Schering-Plough)正在合并，沃伦。

Becky：虽然今天早上我们有很多话题可谈，沃伦，为什么我们不从这起合并的新闻说起呢？

Joe：我本来不想打断“先知”的，我很抱歉。董事会一致同意，合并是确定无疑了，合并后名称为默克，合并涉及到股票和现金的交易。先灵葆雅的股东将会得到每股 0.5767 股的默克的股票和 10.50 美元的现金。默克的股票将会变成合并后公司的股票。默克的董事长、总裁兼 CEO，Richard Clark 将领导组合后的公司。这真是周一早上 6 点的大新闻！我想你会说，虽然非理性的动物精神也许不能解决我们所有的问题，但是肯定对美国企业有支

持作用，**并购就是动物精神的体现。**

巴菲特：对，动物精神一直都存在。唯一的问题是谁有资金来实现动物精神呢？不过制药业很特别，药厂都有良好的资产负债表，**一般而言，制药企业是有能力并购的。**

Becky：你对这场并购的规模吃惊吗？

巴菲特：我对任何这种规模的并购都很吃惊。这是肯定的。在大多数行业里，现在并购不容易。

Joe：先灵葆雅的收盘价是 17.63 美元，这次并购中，先灵葆雅每股作价 23.61 美元，总计 411 亿美元。我猜你也许会说默克的 Vioxx 药品丑闻。我们不谈药品丑闻，光看先灵葆雅 411 亿美元的收购，倒是很令人心情舒畅的。这是一场很令人愉快的并购。沃伦，你拥有世界各地的制药公司，你也拥有它们和一些美国制药公司的股份。制药公司一直都是你偏爱的公司。

巴菲特：我们没有任何先灵葆雅的股份，这就是你为什么看见我后悔得眼泪都出来了的原因。

Becky：那么默克呢？你有没有默克的股份？

巴菲特：也没有任何默克的股份。

Becky：连你的私人账户里都没有？

巴菲特：没有。

Joe：你最大的控股公司是什么？我知道你持有一些药厂的股票，你持有哪几家外国药厂的股票呢？

巴菲特：我们控股的最大的医药类公司是赛诺菲安万特(Sanofi-Aventis)，我们还有美国的强生(J&J)。

Becky：那么，沃伦，我们多谈谈这次合并和它的含义，你认为这次合并还会导致其他的并购吗？

巴菲特：每个交易都会引起另一个交易。特别是在同行中。你知道，假如可口可乐并购了什么，那么百事可乐也会考虑并购。我参加了很多的董事会议，所以我知道，每个 CEO 都有点这种跟风的倾向。

Becky：对。我们稍后再谈这个问题。现在先回到经济情况上来，总体上说，你现在有何看法？你上周说经济千疮百孔，而且还会不妙很长一段时间，这着实吓到了不少人。

巴菲特：对，从 2008 年 9 月份起，我们就认为经济中正在出现珍珠港事件，而且灾难将会很快传播到现实世界中。它就像坠入万丈悬崖，**不仅严重挫伤了经济，还前所未有地改变了人们的行为方式。奢侈品和类似的产业好像突然停止了，这就是为什么沃尔玛业绩不错的原因。**你知道，我不想点出业绩糟糕的公司的名字。人们的观

念发生了大改变，就像 GEICO 保险公司那样，我们年复一年地劝人要省出一点钱来买个保险，每次总有一些人说，“你知道，我有个好朋友 RotaryJoe，我花 100 美元，他就会为我保险，我为什么要换保险公司呢？”现在每个周，我们都看到这样的事情。**越来越多的人选择便宜的保险。**我们的价格没有什么差别，我们的广告没有什么大的差别，但是美国人却真的改变了他们的购买习惯。另外，**我们的珠宝商店在现在的局势下就完蛋了。高档产品企业受伤最严重，中档产品企业受伤情况第二严重，低档产品受伤最轻。**

Becky：你在不久前告诉我们，这是在 6 个月前发生的经济珍珠港事件，事情有没有比你预期的来得更快更严重呢？

巴菲特：很可能发生最糟糕的情况。我的意思是，你永远不会知道将来会发生什么，我不认为将来会比现在更糟糕，我当时说那番话的时候，是在危机发生时，美联储在 9 月份做了一些事.....那些是保持经济运转必须要做的事。**假如美联储没有为货币市场账户和商业票据提供保险，你我今天早上只怕得在麦当劳见面了。**

Becky：在麦当劳见面？为什么你认为消费者非常恐慌呢？恐慌听起来没有什么大威力吧。

巴菲特：不，**消费者是被吓坏了，恐慌是会传染的。**我从来没有见过消费者或美国人这么恐慌过，而且他们也很困惑。如果你顷刻间被吓坏，那么你不可能在 5 分钟内重获信心；如果你在 5 分钟内被吓坏，那么你会在很长一段时期里都不能建立信心。至于重建信心能有多快，这就很大程度上要看政府了。假如你不光恐惧而且还困惑，那么只有消除困惑才能摆脱恐惧。我认为，政府应该发出非常清楚的信号，告知大家它会怎么做。我们之所以得到了混乱的信号，这是由政治的本质造成的。因为美国人不知道将来会怎样，所以他们的反应就是彻底退出市场。

Becky：已经存在很多互相指责的手指，指向不同的方向。但是，你说华盛顿传递的信息是令人困惑的.....

巴菲特：我认为这是政治的本质。大家看到有 535 位国会议员各自发表意见。我认为，政府的管理出现了变化，而且**政府在处理大众不理解的东西。**我的意思是，当你对大众使用 SIV(结构性投资工具)这个术语或者类似术语，或者谈论信用违约互换 CDS 的时候，大家只知道是什么东西出了问题，但不懂到底是什么问题。

Becky：这是我们能想象出的最糟糕的情况。是什么出了问题？为什么我们会遭遇最糟糕的情况？

巴菲特：我们出问题是因为我们有一个信念，**每个人都有个房价只会上涨的信念。**我有、政府有、抵押贷款的贷方有、借方有、媒体有，每个人都相信房价只会上涨，至少不可能大幅下跌。一旦你有这个信念(其实全美

国都有这个信念)，那么就不存在万一借贷的人不还贷款怎么办的问题，因为假如他敢不还，你就可以把房子收回来拍卖掉，贷方还能赚到至少不会有什么大损失。所以，在住宅抵押贷款中有 11 万亿美元的债务就建立在这个理论之上，既然房价会一直上升，那么借款人的收入就不重要。

当房地产下跌的时候，在顶峰时价值约 22 万亿美国的房屋可能跌去 4 万亿或 5 万亿美元。大家的净资产大量减少。房产是大多数人的最大资产，而且所有的这些金融工具都是建立在房产之上的，而大家对这些金融工具又不怎么了解，价值开始减少，然后暴露了其他问题。

就像有个小孩说"皇帝没有穿衣服"一样，在说了这句话之后，小孩还说"皇帝也没有穿内衣"。我的意思是，金融中各个层次是互相作用的：当人们吓坏了的时候，人们就会改变购买习惯；当人们减少买进的时候，企业就会裁员。我们处在一个非常糟糕的恶性循环。不过，相信我，这个循环将会结束。我可不认为它就是电影的结尾，我的年报的结束语就是"美国的好日子还在后头"。我们可以讨论为什么，但是，这就是我的最后结论。

我们的恢复能有多快，不仅仅取决于政府的政策是否明智，还取决于政府能不能适当地和民众交流。当我们遭遇珍珠港事件的时候，美国在 12 月 8 日就团结起来，无畏地对付所有的进攻。我们有小小的争论，不过我们把它放在一旁，所有人都参加国防计划，我们开始制造飞机，我们开始制造船只.....即使一时半会不能成功，人们还是照样参加。陆军没有责怪海军把太多的船只集中在珍珠港——本来不应该这么配置舰队的。陆军也没有说："这是你们海军的错，我们陆军才不会趟这趟浑水。"绝没有这种互相指责的事情。我们当时团结起来了，现在，我们也需要团结。

Becky：你有没有认为现在没有到这种程度？现在团结不够吗？

巴菲特：是的。你知道珍珠港事件发生了什么，我们损失了很多舰队，人们大体上知道应该做什么，也知道该听从指挥官和领导人的命令。所以就不需要在 12 月 8 日召开国会听证会，你知道，听证会要持续好几周。而与此同时，所有的指挥官和负责人都已经被大家以不同方式责备奚落了，"为什么会发生这种事情？"共和党人说，"你们民主党从 1933 年就开始执政了，所以这是你们的错。"没有这种事情发生。

人们关心的是："我们得动手做些事情。"他们相信他们的领袖能够做到这一点，而且把党派政治放在一边。顺便提一下，我们每个人都觉得我们会打赢战争，即使在最初的 6 个月里，我们失去了柯雷吉多尔岛、巴丹半岛，战俘遭遇了死亡行军，还承受了其他的挫折，新闻里都是坏消息。但是我们知道，当我们团结起来，听从我们的

领导人的指挥，就打赢了那场战争。

Becky: 我们今天早上会有很多时间讨论解决方案，但是关于经济，你认为最好和最差的情况各会是什么？

巴菲特: 大局已定，虽然很多人希望有个反转，但我认为不可能很快有反转。上个月有 60 多万的人失业，这不仅仅影响了失业的 60 多万人(失业对他们来说是惨重的)，而且影响了每个人。在美国，大家都害怕失去工作，**害怕失业的人占的百分比大大高于真正失业的。这些害怕的人，虽然没有失业，但行为却完全改变了。**他们甚至连好市多(Costco)和沃尔玛都不去光顾了，超市珠宝部门的业绩一路下降，其他部门的业绩却上升了。人们开始省钱。我们劝告大家省钱好多年，现在大家倒真的开始省钱了，这是对经济的双重打击。

美国有世界上最优秀的经济机器，现在有点噼噼啪啪的杂音，我们说，"我们也许应该放慢速度，看看出了什么毛病。"机器的噼啪声更大了。我们可能没有意识到两者之间是互相影响的：机器运转速度越慢，噼啪声越大。经济会重新走上正轨，但是不会很快，失业将会拖慢最后的真正反转。

Becky: 我们已经有 8%的失业率，你认为失业率会上升到多少？

巴菲特: 我报不出数字，坦率地说，这取决于政府政策的明智程度。失业率会上升，可能会上升很高。但是另一方面，我可以保证，从今天起的五年之后，我们的机器会运转良好，我希望我们的恢复大大短于 5 年。我相信我们能做到。

Becky: Joe，你有没有什么想问的？

Joe: 有。沃伦先生，你刚才说了一些很有趣的东西，你说取决于政策的明智程度。在战争期间，大家都团结在指挥官和领导人身边，但是，很显然，对什么是"明智的政策"还存在着分歧。现在"忠诚的反对派"会支持总统，但是假如因为危机，错误的政策被匆忙制订成法案，那么"忠诚的反对派"也应有义务说出自己的观点，对吗？

巴菲特: 对。而且，Joe，假如在战争期间(我们现在其实处在经济战争期间)，多数派有义务不激怒少数派，例如 12 月 8 日。在 12 月 7 日，当罗斯福召集国会投票宣战的时候，他没有说"我有 10 个小项目要搭个顺风车"，国会议员们也没有在 1941 年宣战的时候乘机推出 8,000 个特别拨款。所以我认为，少数派有义务支持很明显有利于打赢战争的东西。我不认为在 6 月的 D 日之前、6 月 5 日或 6 月 1 日之前，让国会去听证 535 个人陈述应该在哪里登陆、天气会怎样、登陆多少军队等等。而且我认为，在 6 月 6 日之后，我们也不应该再去开个听证会，讨论"天哪，假如我们把登陆点向北挪 1 英里".....

JoeKernen：对，但是你不可以解决.....

Joe：你不可在 D 日胜利之后第二天就去解决全球变暖的问题，沃伦。

巴菲特：完全正确。我认为，**共和党有义务把危机当成一场经济战争，认识到我们需要一个领导人而且需要支持这个领导人。我投票给奥巴马，我坚决支持他，是因为我认为他是正确的总统人选。但是民主党派不应该利用这一点，不应该打着团结的旗号来打压共和党。**

有很多事要做：**首要任务是打赢经济战争，其次依然是打赢经济战争，再次还是打赢经济战争。**当别人对你不满的时候，你不能指望他们团结在你周围。所以我认为，在这段时间里，一直到我们解决了问题，我不会提出引起争吵的东西，我也不会指责别人的错误。我不会说"前总统布什导致了我们的困局"。忘了吧。虽然海军在珍珠港犯了一个错误，部署了太多的军舰，但是我们不应该把时间都花在指责海军上，我们需要海军。所以我不会去指责、去报复，我不会去做这些事情。我们应该向前看。

Becky：现在回到节目。我们收到了很多观众的电邮，有几千份。我们现在就开始看这些信件。沃伦，你说你有话想声明？

巴菲特：我想对 Joe 说，你听到最近有些共和党人说"不要浪费危机"了么。因为我认为现在就是经济战争，所以，在 12 月 7 日，没有人会说"不要浪费战争，我们会努力乘机做些别的事情，不过我们还是希望其他党派和我们团结起来"。我认为这是错的，当你有一个压倒一切的目标时，不应该把其他东西和这个目标绑在一起。

Becky：嗯，这就是你的观点.....你是不是说各党派的人都应该出力.....

Joe：对。

巴菲特：对，我们需要他们。

Becky：对，现在让我们来看这些观众来信。来自明尼阿波利斯市的史蒂夫的问题是，"你认为下面的观点今天仍然正确吗：依我来看，纸币系统的结局总是崩溃和经济混乱？"对了，这是你的父亲、国会议员 Howard Buffett 的观点。

巴菲特：的确是我父亲的口气。有很长的一段时间，我每晚都在餐桌前听到这个观点。我认为，长远看，很少有纸币会增值的。我们现在的做法有很大的潜在通胀倾向，这是我们经济战争的本质。顺便说一下，当我们进行二战时，通胀是很厉害的，我们采取了各种方法来试图最小化通胀的冲击。

我事先不知道史蒂夫会问这个问题，你看看这张美元，美元背面上写着"我们信仰上帝"，美元的正面写着"我们相信美联储"，对不对？这其实是一张美联储的票据。现在，假如你走进美联储银行，说："我想把这张美元换一下。"银行里和蔼的女士会说："你想要两张 10 美元还是四张 5 美元？"我的意思是，这只是纸币。假如不停地发行更多的纸币，M2 就会快速增长。假如你在现在这种局势下去美联储，你就会看到它在大量印钱。这样会导致通胀。**相对于经济活动，印钱越多，纸币价值越低。**

Becky: 让我们讨论下一个话题吧.....

巴菲特: 我最好还是在你把话筒抢走以前停下来。

Becky: 在我把话筒抢走前，让我们先讨论下一个问题。控制室的同事们，辛苦一下，我们现在讨论 33 号文件，来自纽约布鲁克林的乔伊，他的问题和你刚才的话有点关联。乔伊问道，"我们将要面对的通胀会不会超过 1970 年代末的通胀？为什么？"

巴菲特: 这依然取决于美联储的政策明智程度。但是，我们在货币供应上的做法和我们接下来的做法，将会决定你的问题的答案。肯定有潜在可能性出现更严重的通胀。我们正在打一场经济大战，我们要用钱来打赢这一仗。全世界都被牵连，导致经济下滑，唯一能够扭转乾坤的是美国政府。

美国政府能够印钞票，只要人们还用美元做生意，美国政府就有能力做到任何事。可能通胀会更严重，在经济上没有什么免费午餐可吃。就算将来要付钱，有午饭吃总是好的。我的意思是，就算要付钱，有午饭总比没午饭好。我们正在努力去得到午饭，某种程度上，我们将来要为此付出代价。

Becky: 关于通胀在各个方面的影响，我们还有更多的问题。我们将在下一个小时讨论通胀对市场和对某些投资的影响。来自纽约的 Carmen 写信说，"你相信假如评级机构拒绝对华尔街很显然自己都不懂的奇异的金融产品 (exotic products) 评级，就能够防止当前的金融混乱吗？"

巴菲特: 会有很大帮助。当国会敦促房利美和房地美扩大放贷的时候，评级机构里面的人也像你我以前一样都相信：房价不会、永远不会真正下跌。这个信念也影响了评级机构。毫无疑问，在评级机构中，有些人因为某种理由采取了某种立场，他们应该仔细考虑过自己的立场。但是假如他们采取了这样一个立场，说，"我们假设房价会下降 25% 或 30%，因此我们应该给这些产品另一种评级。"这是有可能发生的，不过华尔街的家伙们十有八九的可能会换家评级机构重新评级。大家本不该接受这些产品，可惜我们在评级中犯下了错误。

Becky: 对。肯塔基州路易斯维尔的 T.提德维尔写信询问, "你认为令现在的投资者肯定会大吃一惊的、2009 年的'令人震惊的可能的真相'是什么?"这个问题很难。

巴菲特: 嗯。我希望我知道。大多数人对 2009 年抱有期望。我认为, 我们的政策已经到位, 但是假如政府和民众多进行一些沟通, 会有好处。至于金融系统, 假如处理得当, 就不会对经济造成问题。对金融系统会给经济带来问题的害怕, 影响了经济行为本身, 但是我们有一个能够照顾银行的系统, 而且大多数银行状况不错。

Becky: 一个令人震惊的真相可能是结果或许比大家预期的要好? 你不能作出这样的推测?

巴菲特: 嗯, 我不能这样推测。

Becky: 沃伦, 今天《华尔街日报》的封面文章说, 我们对信贷市场所做的某些努力正在倒退当中, 情况正在变差。LIBOR(伦敦银行同业拆放利率)又一次缓慢上升。你对信贷市场的看法也是如此吗?

巴菲特: 是的, 我也是这样认为的。在去年 9 月份的时候, 局势看起来没有在变糟, 但是当大家失去信心的时候, 不管是执掌大公司、大银行的大人物, 或是街上的行人, 人们的行为都发生了同样的改变。我的意思是, 产生了人类的"裸猿"式反应, 出现了恐惧或逃亡, 有政府保证的资产他们也逃离了。你现在看到了这种现象, 将来还会看到。人们必须要自信。系统没有自信是不可能运作的。大家现在没有信心, 大家都很困惑。政府必须向公众清楚地解释: 政府对金融系统做了很多事.....

但是, 坦率地说, 当政府有一些变化, 比如当有 535 位国会议员批评各种政策甚至指责某些人时, 公众对此的反应是, 你知道, 吓得只买政府保障过的东西。假如继续这样下去, 我们的世界就不能运转了。

Becky: 让我们回到话题, 政府怎么才能驾驭住国会的 535 位议员呢? 更别提 24 小时的滚动新闻了, 新闻到处采访, 各式各样的人都会发表看法。

巴菲特: 首先, 我们应该认识到, 这是一场经济上的珍珠港事件。假如你同意这一点, 那么你就知道为什么国会议员不应该乘机提出 8,000 项特别拨款, 或者为什么当时他们的做法是不对的。我在 6 个月前说过, 国会议员们是一群爱国者。我认为有些议员没有完全理解当前局势的严重性和我们需要做什么。我们需要一个总指挥, 我们应该把这个总指挥视为战时的总指挥, 尽可能地支持他的需要。等我们把局势收拾好, 再互相指责争吵、再提出搭顺风车的小计划、玩各种政治家的把戏也不迟。但是现在, 我们应该放下这一切, 尽可能地努力协作。

说句坦白的题外话, 现在除了总统以外, 美国人谁都不相信。鲍尔森、盖特纳、伯南克这些人的威望都不

足，现在在美国唯一有威望说"这件事我们应该做，那件事我们不应该做"的人是美国总统。

Joe：嗯，我快速说一下最新新闻，默克承诺维持股息不降低，所以股息将是 6.7%。回到 Becky 的话题，沃伦先生，我们讨论过杂志上的这篇文章。它的要点是，假如你不确定政府会对固定收益的东西做什么，甚至高级债券的持有者都不确定能不能得到偿还，你怎么能预期这些债券能够走出困境呢？政府应该怎么做？

奥巴马总统显然需要代表政府发言，但是我们还不是真的确定到底应该对金融系统做什么。

巴菲特：假如我只有一分钟，我会回顾一下历史。在 19 世纪，我们遇见了至少 6 次巨型金融恐慌。在很多情况下，都是因为人们对银行失去信心而造成的。假如在奥马哈有人对银行失去信心，他们就会排队挤兑，只要有人在第一国民银行(FirstNational)门前挤兑，那么第二国民银行(SecondNational)门前同样会出现挤兑的情况，其他银行也都逃不了。我们有过一次又一次的教训，他们管这叫作"恐慌"。为什么把这叫作"恐慌"呢？因为当你去银行却取不出自己的钱的时候，你就会恐慌。这种情况会一直存在。假如人们把自己的钱存在某处，当他们担心的时候，他们就会尽快地把钱取出来；假如人们看到其他人想把钱取出来，他们也会跟风取钱。

然后是 20 世纪。我们有了美联储，我们认为这样可以使人们冷静。但是在 1930 年代，我们发现，如果对金融系统缺乏信心，我们的经济永远不会好。所以，我们组建了 FDIC(美国联邦存款保险公司)。现在的情况很有趣：FDIC 自建立以来，已经帮助了 3600 家银行。3600！在美国总共约有 7000 银行，还有另外的 1400 家储蓄机构。从 1934 年后，没有存款人曾在存款机构中损失过一分钱。要使美国经济成为世界上最好的经济、有史以来最好的经济，存款安全是一个重要的因素。这没有花纳税人一分钱，却能够做到让存款人不损失一分钱。

现在美国人应该知道的是，当大型金融机构出现在新闻中时，比如花旗银行，当人们认为 FDIC 不能来救自己的时候，他们就会连夜跑去奥马哈的第二国民银行或其他银行挤兑，政府需要确保所有的存款安全，也就是确保花旗的所有债务都能得到偿还。事实是，我们会这样做的。虽然人们说，这些大银行很大，不会出事，但是真的需要有威望的人站出来说"不要担心你的钱或者银行的债务票据"。在这个问题上容不得一丝半点的含糊。FDIC 现在正筹集更多的资金，FDIC 会照顾银行，它在讨论国有化银行，今年一下子国有化了 20 家银行，去年大约也是 20 家。本来情况是很好的，没有人损失一毛钱。大家应该对整个金融系统都放心。但是大家没有放心，在《华尔街日报》上还会有更多的像你刚才说过的那种不妙新闻出现。

Becky：昨天，参议员 RichardShelby 和参议员 JohnMcCain 都对早晨新闻作出了评论，说在这种情况下，

应该允许一些银行破产。"关掉它们，把它们清理出银行业。假如它们已经死了，就应该下葬"。Shelby 说。

巴菲特：有 3600 家这样的银行。它们倒不是家家都死了，不过大多数死了而且下葬了。我认为在这个周末乔治亚州还会增加一家破产银行。在高峰年份，美国有 500 家以上的银行破产，国家的情况却很好，因为大家没有对银行恐慌。所以银行破产没什么，应该允许银行破产。你知道，我们要保证的是在银行存钱的人的平安，股东么，赔光了都可以。历史上已经有几千家银行的股东们赔得精光了。

Becky：Shelby 也说，花旗一直都是问题小孩。你会怎么处理像花旗那样规模的银行呢？

巴菲特：花旗的规模可能会不断缩小，但是没有人会因为他们把钱存在花旗而担心。另一方面，花旗倒闭不存在道德风险。股价从 50 美元降到 1 美元和股价从 50 美元降到 0 的道德风险是一样的。我的意思是，我们的经济系统会在管理层搞砸了的时候惩罚股东。但是我们必须要非常清楚地声明，不要用美联储的那种声明，我们要让大家明白：储户不会损失钱。不是说银行不会倒闭，而是储户不会损失。假如有足够的时间，我可以多谈谈这个问题。这是美国金融业的本质。

Becky：欢迎回到经济论坛特别节目。我们现在在内布拉斯加家具市场和巴菲特一起为您直播，我们从观众处收到了几千封电邮。沃伦，让我们从一直出现的一个话题开始吧。这是来自德克萨斯州圣安东尼奥市的特里的信，他问："世界会不会恢复正常呢？"

巴菲特：世界将会恢复正常。美国拥有人类有史以来最伟大的经济机器，我相信这一点。1790 年，美国只有 400 万人，看美国草莱初辟时的历史，美国的成就不是因为美国人比其他国家的人更聪明、也不是美国的土地更肥沃，或者因为有更多的矿产或气候更加怡人，而是因为美国的体制卓有成效，这个体制释放了人类的潜能。不过体制也有出故障的时候：在 19 世纪我们发生了 6 次恐慌；在 20 世纪我们遭遇了大萧条和世界大战.....但是我们的这个体制，拥有非常自由的市场、法制、平等的机会和其他的能够释放人类潜能的东西，我们的辉煌才刚刚开始。所以，我认为你孩子的生活将会比你好，你孙儿的生活会比你的孩子好：这一点毫无疑问。我们的机器有时候会出点小故障，假如你回顾美国历史，你会看到大约有 15 年是糟糕的，不过我们一直都能走出困境。

Becky：这就带来了另一个问题。很多人想知道，现在和当年的大萧条有何不同。现在来看下一封信，来自宾夕法尼亚州索荷拉的 Dan，他问的就是这方面的问题，"现在的市场比 1929-1933 年期间的情况好在哪里呢？"

巴菲特：这个问题很难。在所有的不景气、萧条或者在 19 世纪被称为恐慌的局势之间，都有很多类似点，也

存在不同点。一个关键的类似点是都存在对银行的信心缺失。现在对银行失去信心其实是很傻的，因为 FDIC 又不是光吃饭不干事。在 1931 年 8 月 15 日，我的父亲到他就职的银行去上班，却发现银行关门了，他没了工作，而且连存在银行里的那一点点储蓄都没了。我的意思是，假如你不相信你存钱的地方，那么这个世界就停转了。他们认识到了这一点，不过有点迟了。直到 1934 年，《Glass-Steagall 法案》才开始对存款提供保险。美国的体制可以很轻松地做到这一点。问题是，很多人不相信这个体制。我们需要明确存款的安全。事实上，新任纽约联邦储备银行的领导人 William Dudley 在周五就说过这一点，你可以去它的网站上看，他说得很好。不过全美国都没有什么人会相信 Dudley 先生的话。今天来家具市场的人或许都不知道 Dudley 是谁，也不会去看网站。其实我们需要美国总统来宣布存款安全，大家才会相信。

Becky: 不过，奥巴马常常对公众说他的想法，说他将会怎样。在他的谈话中有没有什么信息传递错误呢？

巴菲特：我不认为奥巴马传递的信息有何不妥，我认为他很有口才。不过，我想，国会应该有必要采取这样一个态度，当前我们处在战争状态，总统是我们的指挥官和首领，而现在华盛顿发生的很多事情真的不是这样。我认为，应该尽可能清楚地宣布，我认为只有总统才能让人信服，除了总统以外，没有人能够做到。FDIC 的存款保险上限是 25 万美元，我想，大家根本不需要因为把钱存在美国的银行而担心，或者因为持有美国的银行的债务而睡不着觉。

Becky: 好的。你说这是一场经济上的珍珠港事件。来自新泽西州的春湖高地的 Dan 问道，我们的金融系统是不是崩溃在即呢？

巴菲特：在去年 9 月份，我认为是的。我记得在一个周的前三天里，有 2 千亿美元从货币市场基金中大逃亡，当时货币市场基金一共有 3 万亿美元，当 Reserve 基金净值跌破 1 美元的时候，资金蜂拥而出、落荒而逃。这就意味着商业票据市场不复存在。美国经济机体的血液被抽干了，我们必须快速、明智地采取行动。

美联储主席伯南克站出来说，商业票据市场将会继续运行。这就起到了很大的作用，人们开始进入，而且认为自己不会在货币市场基金中损失金钱。我们现在应该像当时他们为货币市场基金打包票那样，为整个金融系统说几句话。事实上，我们已经用各种渠道说了这些话。假如你阅读纽约联邦储蓄银行董事长的演讲词，就能发现他说了，但是我们没有用美国人民能够听见的声音来说出存款安全这句话。美国总统必须要站出来，清楚地说："大家不用担心自己的存款。"

Becky: Joe?

Joe: 谢谢。耽误一会儿，沃伦，你知道，当你在说话的时候，又有新闻出来了。我为你读两段吧。一条是"巴菲特说两党应该团结在奥巴马周围。"接下来的一条新闻是，"巴菲特说共和党不应该往经济救援中塞代表小团体利益的小项目。"我很同意我们要团结，我们回到开始时的话题。谁的错最大？还是两党都该打五十大板？共和党是不是塞项目塞得过分了，或民主党的党派之见太过了？

巴菲特：我发过誓，我不指责任何人。过去我曾经受到过一些很尖锐的批评。爱国的共和党人、爱国的美国人将会认识到这是一场战争，假如他们不能马上认识到这一点，我也能够理解，毕竟这场战争不是真刀真枪的，在真的战争中，你可以从新闻里知道美国被攻击了。但是我认为，对两党来说，当前局势的严重程度实际上已经很清楚了。假如做出正确行动的话，我们就会胜利。这就意味着，共和党应该和民主党合作，这样就能无往不胜。你必须相信，我们能够走出困境。当我们正在努力走出困境的时候，我不是说政府除了救经济以外什么都不能做，我的意思是，**对于那些争论的东西，等我们把经济推上正轨之后，我们再去好好争论也不迟。**先把别的东西抛在一旁吧。因为假如经济不能走上正轨.....

Joe: 对。这就是困难之处啊。沃伦，你知道这就是我们需要做的事情和不应该做的事情。很不幸，这也是争论的焦点之一。你能不能列出一个表格，列出我们需要做的事情和不需要做的事情，然后我们寄给华盛顿.....

巴菲特：好啊。我们需要增加金融系统的透明度，顺便说一下，**政府恨极银行的不透明了。**当 1990 年我管理所罗门公司(Salomon)的时候，我对所有的人说，绝不要说我们规模太大了，我们是倒闭不了的。对政府说这话，就好像在一头牛面前摇晃 12 面红旗，政府可不喜欢别人告诉它"我们太大了，我们是倒闭不得的，你除了救我们以外没有别的选择"。所以，**"倒闭不得"是政府最痛恨的。**我理解。但是，整体上，美国的金融系统还真的倒闭不得，你不得不去救它。顺便说一下，我们还有准银行机构，它们有很大的债务，假如不救，将会对经济系统造成巨大的冲击。存在这种情况真是很不幸，也许我们需要纠正立法，以使这种事情不再发生。

但是现在要处理我们面对的情况，坦率地说，我说的就是 AIG。每个人都痛恨不得不去救你，但是假如政府说，"哈，这又不是银行，见鬼去吧，自作自受，我们不救你。"那就是政府疯了。我们必须处理所有的大型准金融机构以及所有的银行的问题，我们不能让公众对这些机构不放心，我们不能再像去年 9 月那样，让危机四处蔓延。去年 9 月，世界几乎停顿了。

Becky: 有一位观众写信过来, 本来我们准备稍后谈论这个话题的, 不过已经有观众在问《Glass-Steagall 法案》了。我们要不要恢复这部法案呢?

巴菲特: 我认为我们需要立法。我的意思是, 不一定要《Glass-Steagall 法案》。这部法案是 FDIC 提出的, 是很了不起的法案。你知道, 奇异的金融工具(exotic instruments)和其他各种能够从资产负债表上去除债务的工具, 可以在季报上使你的利润更加好看一些。假如你执掌一家金融机构, 但是不能达成良好、平稳的成长和赚取利润, 你就可能在报表上使用欺骗手段。出现了很多这样的情况。我们需要让银行回到金融业务上, 要学会帮助这些金融业务的人。不过在这之前, 我们要让银行走出困境。我们不应该只指责别人, 而应该着手解决问题。

顺便说一下, 你可能会很惊讶, 现在重要的问题竟是银行, 某种意义上说, 金融行业形势从来没有这么好过。银行能够以极低的成本得到资金、储蓄在不断增加、利差没有变大、所有的新公司业绩都极好, 在大多数情况下, 它们能够走出困境。在现在的环境下, 银行不敢以极低的价格发行大量的股票, 这样做会不断压低股票价格。金融机构的人也害怕。不过银行能够摆脱困境。在去年第四季度, 富国银行的平均资金成本是 1.44%。假如以 1.44% 的利息借钱给我, 我可以挣到钱。我的意思是, 资金很便宜、充裕, 而且利差极好。

Becky: 但是, 沃伦, 你说过为了让股东放心, 为了让关注和担忧金融系统的人放心, 那么你对人民的愤怒怎么说呢? 银行能够轻松挣到很多钱, 为什么我们还要帮助它们?

巴菲特: 在二战期间, 造船厂挣到大钱了。我的意思是, 没有人说 Henry Kaiser 靠造船挣钱太多, 或者 Curtiss-Wright 造飞机挣钱太多, 他们交了超额利润税等等所有的税, 他们挣钱多是好事。关键是我们需要做什么? 我一直牢牢记住, 假如 Joe 要我评论别人, 我绝不对任何人开火。指责别人不是当前要务, 当前重要的是, 我们做正确的事来走出困境。

Becky: 很好, 让我们都记住这一点。稍后我们将会回到节目。我们收到了几千封信, 沃伦, 我们要问你一些问题。有很多人关心股市发生的事情, 我们也听说一些大的欺诈事件, 这些都动摇了大家的信心。来自俄亥俄州的辛辛那提的 Bruce 问, "我们怎么知道你不是另一个庞氏骗局的 Bernie Madoff 呢?"

巴菲特: 问得好。我认为, 这是选择投资顾问的问题。世界上有一定数量的骗子, 有时候这些骗子很能说, 最厉害的骗子怎么看都不像骗子。我说我在募集资金准备挣大钱, 我在投资, 我已经做这行很久很久了。我可没有跑路, 你知道, 我可没跑去南美。不过, 能够相信谁, 的确是个问题。

Becky: 对。严肃地补充一下, 有很多人在关注股市, 想知道这一切是不是庞式骗局。

巴菲特: 股市不是庞式骗局。

Becky: 大家怎么知道应该信任谁呢?

巴菲特: 我们正在讨论。美国的上市公司雇佣了几千万的美国人, 这些公司是真正的公司。内布拉斯加家具市场今年将会有 4 亿美元的营业额。你当然也有别的选择。你可以拥有房地产, 直接拥有一个农场或者公寓楼, 也可以把钱存在储蓄账户里, 还可以买进政府债券或者投入美国的企业中(美国的企业总体上很不错)。单只股票可能有失败的例子。但是在 20 世纪, 道琼斯工业指数从 66 点上升到 11,000 点, 虽然在这段时间里, 我们遭遇了各种问题, 但是企业总体上是挣钱的。当然, 企业不一定每天、每周或每个月都挣钱, 有时候会陷入逆境, 有时候我们需要政府的创新政策来使美国的机器平稳运转。

不管怎样, 美国的市场机制是有效的。以长期眼光来看, 股票就是分享美国成就的方法。

JoeKernen: 沃伦, 我认为你有几点说得很好, 法规不一定能方方面面都管到。我认为这很有趣, 因为你说骗子都很能说, 而且看起来绝不像骗子。我看着你, 我想, 你很能说, 而且你一点都不像骗子, 你知道我的意思吗? 法规不一定能方方面面都管到, 你对这种环境担不担心呢? 我们会不会矫枉过正呢?

巴菲特: 的确。我认为我们会出现一些矫枉过正的情况, 但是不管怎样, 我们都需要纠正。我的合伙人查理芒格说, 将来某天, 一位带着午餐袋坐公交车上班的人就能够把我们给骗倒。穿着麂皮鞋的大模大样的骗子骗不倒我们, 可是另一种形式的骗子就难说了。

假如你通过经纪公司买证券的话, CPIC 可以保护你。我认为, 所有的银行所有存款都应该受保护, 这是我们应该采取的一个行动, 就像我们在 1934 年为每位存款人提供上限为 2,500 美元的赔付那样。我们不能让公众对银行都提心吊胆。大多数人是诚实的, 但是我们要采取措施防备万一哪一个不诚实。我们都应该采取一些安全措施。这是一种很好的防骗子的方法。我还有一个保险箱, 里面放了一些证券。我们要一直小心骗子。

Becky: 沃伦, 现在道琼斯指数只略高于 6,600 点, 大约是 6,626 点。五个月前, 你为《纽约时报》写了一篇文章, 你说, 至少标题是这么说的, "我在买进美国。"大家现在在想, 在那之后, 市场显著下跌。你是不是后悔发表那篇社论呢?

(屏幕上显示)《纽约时报》: 金融世界一团糟, 美国和全世界都如此。更糟的是, 金融界的问题开始泄漏到常规经济中, 而且现在泄漏成了井喷。在不久的将来, 失业率将上升, 企业业务将会蹒跚不稳, 新闻会不断出现坏消息。……我已经在买进美国的股票。

巴菲特：我当时希望我能抄到底，不过标题可不是我写的。我对那篇文章的全文负责，但是标题可不关我的事。在正文中，我说了情况很糟糕，经济会恶化加剧等等。我也说了我不能预测股票市场，我不知道哪里是底部。假如我知道底部，我就用不着去研究 10K 年度报表，也无需做其他所有的研究了，我只要在标准普尔指数 500 的底部买进就行了。我也不知道股票市场明天、下周、下个月或明年会怎样。这个意思我在文章里说了两遍。编辑说，你用不着把一件事情说两遍。我说，我想把这说两遍。但是我要说的是，以 10 年的长期眼光来看，持有一篮子股票要比只持有 1 只股票回报要好，也比短期国债或者滚动持有要好，不断滚动换来换去可能会最后什么都赚不到，持有 10 年期国债只会得到一点点回报。

（屏幕上显示）《纽约时报》：指导你买进的简单规则：当其他人贪婪的时候你恐惧，当其他人恐惧的时候你贪婪。请允许我阐明一点：我不能预测股市的短期走向。我对股票在下一个月或下一年里会上升还是下降没有什么好主意。然而，市场会上升得更高，也许上升会很高，可能会在大家看好之前或者经济向上走之前市场就开始上升。所以，假如你等待知更鸟，就可能错过了春天。（巴菲特，2008 年 10 月 17 日）

巴菲特：我的意思是，股票的表现会更好。我不知道一年内股票是不是比其他投资方式好，我的确不知道，这一点已经被证明了。不过我并不从事短线投资。总体上，股票的回报比同样价格的美国政府债券的回报高多了。美国政府债券肯定会损失购买力。我们的政策会使金钱越来越不值钱，对于所有的政府来说，都是这样的，也是一直都是这样的。我仍然认为那篇文章没错，只是我写得早了几个月。

Becky：有一位非常聪明的人问我，他说你知道经济会更糟吗？

巴菲特：是的，我知道。

Becky：那么，你为什么对通用电气和高盛银行作出大笔投资呢？你为什么不等待呢？

巴菲特：在这两个案例中，我得到了 10% 收益的优先股。我想，现在肯定是买不到了。假如它们现在还发行优先股，因为当时买进的时候附有权证，所以我可以以更便宜的价格买进。当时这两家公司都需要资金，所以我们可以买到有吸引力的优先股。事实是，即使企业都会走下坡路，也不一定意味着要等等再买股票。

Joe：但是，沃伦，你知道，你的投资很有吸引力，有 10% 的收益。但是我想很多你长期持有的资产，例如美国运通，就几乎只有个位数的收益。富国银行是一家你喜爱的公司，只有 8.6% 个位数的收益。高盛银行，你很喜欢它，你说收益也在这个数字左右。通用电气，你很喜欢的，我记得不是清楚，你说它会辉煌 100 年，会成为伟大的公司，现在的股价是 7 美元。看起来，这个季度末，我们会听说你大量买进这些公司的股票了。假如你喜欢这些公司，你就应该在 50 美元或者别的什么价位持有美国运通很长时间，假如你看到这家公司股价在 10 美元

时，决定大量买进拉低你的平均成本，那么就会给我们很多信心。

巴菲特：对。美国运通是个特例，因为它是一家银行控股的公司。假如你持有一家银行控股公司的股份超过 9.9%，你就需要得到美联储的许可才能再买。我认为这家公司正在变成一家银行控股公司。根据我对法律的理解，因为我们已经拥有了那样多的股份，所以我们就不能再买进了。例如美国运通，在 2009 年，它在应收款项中的损失将会大大高于去年。因此，它的利润将会受到一定的影响。不过这并不意味着美国运通只值 10 美元一股。美国运通会一直存在。它有很多信用很好的信用卡用户。不幸的是，其中也有一些不怎么好的信用卡用户。

（屏幕上显示）伯克希尔·哈撒韦的投资：截至 2008 年 12 月 31 日美国运通 151,610,700 股，可口可乐 200,000,000 股，康菲石油 84,896,273 股，卡夫食品 130,272,500 股，（资料来源：伯克希尔·哈撒韦年报）。

Joe：不过，你在通用电气的持股应该没有 10%吧。

巴菲特：没有。我们买进了通用电气的优先股。你知道，有很多东西我很想买，但也要完全确信伯克希尔不需要任何人的帮助来度过这段艰难的时间段。我们持有很多现金。我不喜欢持有超过必要金额的现金，但是因为我总是做最坏的打算，所以我认为的必要金额大大高于其他人的必要金额。

Becky：在过去，你希望在手边保留有 100 亿美元现金。现在还有这么多吗？

巴菲特：100 亿美元是个最低值。假如我说 100 亿美元是最低值，我就会在手边保留更多的现金，来确保我的现金不会低于最低值。因为明天可能会有一场风暴，或者我们的保险公司会出什么事情，谁知道呢。所以我要留足缓冲的资金。

Becky：你现在的缓冲资金比以前更多吗？

巴菲特：不是的，一样多。

Becky：这也是你一直以来的做法吗？

巴菲特：缓冲资金中的改变是，今年会较原计划减少灾难保险业务，原来我们的现金比现在更多。我自己琢磨，在洛杉矶或旧金山，或太平洋西北部或什么地方发生 9 级地震怎么办，我希望今后为灾难保险准备很多现金。而且，你知道，宁可失之谨慎。不过这并不意味着我躲进洞里不出来了。当有机会买进的时候，就像我们买进箭牌公司(Wrigley)、通用电气、高盛等等一样，我们会大手笔地买进。事实上，当我们买进通用电气的时候，同时在低价出售了 20 亿美元的强生(J&J)。我不想卖出强生，我喜欢强生。但是，我希望在投资很多资金的时候有 20 亿美元现金。这是我的工作，我不想也不能依赖任何人。

Becky: 乔治亚州蒂夫顿的凯文(Kevin)问了一个问题, 他问: "我总是听到像 DougKass 这样的人说, 你的买进然后持有的投资风格已经行不通了。你认为是这样吗?"

巴菲特: 这取决于你买进并持有的是什么。假如你在正确的价格上, 买进了正确的公司, 这不会有什么问题。你知道, 我们持有 70 家公司, 其中有喜诗糖果, 从 1972 年起, 我们就买进并持有喜诗糖果了。这是一家很好的公司。股票每天的价格都有变化, 我是不是应该 100 股或 500 股地买进或卖出呢? 不过, 假如你买了正确的企业, 比如诞生于 1886 年的可口可乐或类似的公司, 你知道, 它们产品的人均消费量每年都有上升。假如有人今天买进一只股票, 明天卖出买另一只股票, 他也可能比我买进并持有挣得更多。我只知道, 假如我买进正确的企业, 那么我就能赚到不少。

Becky: 现在让我们看更多的问题。沃伦, 我们希望你能回答来自维吉尼亚州学斯普林费尔德的亚当的问题。他说他想知道, "假如你想对去年的一项投资吃后悔药, 那么将会是哪一项投资呢, 为什么?"

巴菲特: 我想吃后悔药的投资还不少呢, 我在年报里说起过的。我在油价高于 100 美元的时候买进了康菲石油, 我对油价判断错了, 因此, 买进这只股票的时机也错了。我买进了两只爱尔兰的银行股, 我没有做好研究工作, 彻头彻尾地错了。我犯了很多错误。有趣的是, 我还会犯更多的错误。错误是投资的一部分, 我只要确保正确的投资比错误多得多就行了。

Becky: 让我们把焦点放在你的投资策略上吧。Seabreeze 资产管理公司的 DougKass 以前曾写过文章, 他最近批评你的投资风格, 而且向你提了一个问题。他说, 巴菲特先生, 你的长期投资哲学主要基于一个基础, 即成功地识别有护城河保护的企业特许经营权的公司, 然后持有一段时间或者永远持有。你是否认为你持有的公司的护城河被大水淹了呢, 而且现在的企业界变化比过去快得多, 你有没有计划把你的永远持有改成持有一个短一点的时间呢?

巴菲特: 对于我们买进的企业, 像喜诗糖果这些公司, 我们真的准备永远持有, 我的意思是, 我们计划持有股票很长时间。我们从 1973 年起就持有《华盛顿邮报》了, 也持有可口可乐很长时间, 总体上, 我喜欢以永久持有的想法来买进它们。它们的价格并不重要。我除了股票还拥有三样东西。我拥有这里棒球队的四分之一股份。棒球队可不是每天都有报价的, 我已经拥有它 15 年了。我拥有附近的一个农场, 我已经买进它 20 年了, 农场也不是每天都有报价的, 我关注的是资产的业绩。

假如你研究富国银行，我预期在两年里(和管理层水平无关，我说的业绩不是来自于管理)，此银行资产拨备前收入一年会有 400 亿美元，亏损为 100 亿到 120 亿美元一年。假如金融业务亏损，你就努力不要亏损太多，所以，我们得到了很有趣的数字。**这家银行的业务的利差非常大。它可以用很合算的利率得到资金。**所以，假如富国银行没有报价，我也会像拥有我的农场一样一直持有它。我会认为这家银行在成长中，我会说，"这两年，金融机构将承受极大的亏损，但是不管什么公司都会遭遇逆境。"当这家银行走出逆境的时候，它的盈利能力将会前所未有的大。**唯一担心的事情是，政府可能会迫使我以极低的价格出售股票。我希望政府足够明智不要这么做。这样会在很大程度上给金融市场带来恐慌。**

Becky: 你也担心这个。

巴菲特: 是的，当然。

Becky: 这就是为什么我们希望华盛顿在计划做什么方面多一点透明度的原因。

巴菲特: 这是其中的一个理由。我尤为相信，**透明度是对全美国都有好处的事情**，在使用纳税人的钱的时候，透明度是很重要的。大家希望清楚自己的钱是怎么花的。但是我认为，美国合众银行(我们其实是有这家银行的股票的)或富国银行，这些银行未来三年的前景前所未有地好。假如这些公司没有不断变化的报价，人们拥有这些公司的时候会感觉良好。你知道，他们会亏损资金，比平常更多，可能今年和明年都亏损，但是这些公司已经建立了预防措施，**只要这些公司不大量增发股票，股东将来就会得到很好的收益。**

Becky: 政府在反复讨论现在采取哪一个计划。有很多困惑。有一种说法，TARP 资金原本是用来从银行剥离有毒的资产的。还有一种想法，认为政府应该直接购买股票。这就是国有化的想法。哪一种想法是正确的呢？

巴菲特: 对我来说，正确答案是，**总统应该尽可能地把事实澄清，因为大家听到了太多的不同的消息。**你知道，政府在竭尽全力和民众沟通，但是美国人更相信不久前赢得他们信任的奥巴马。他的演讲水平不错，他是总指挥，应该予以澄清。就像我说的那样，纽约联邦储备银行的首脑发表谈话，解释了很多，但是没有人怎么在意这个银行领导说的是什么，我们需要美国总统来澄清事实。因为大家都不清楚，大家会困惑。假如大家困惑，大家就会吓得一动不动。这样的情况应该结束了。

Becky: 你说的好像不管总统说什么都可以，只要总统从一堆方案中挑选一个就行了。

巴菲特: 其实方案也很重要。

Becky: 这就是说, 你是有倾向性的。

巴菲特: 这可以算是重要的。我们知道中途岛战役是很重要的战役, 当菲律宾失守的时候, 我们需要一个总指挥。领导者应该是智慧的, 应该心怀国家的利益。我们不能指望自己会同意领导者的每一个观点, 但是即使我们不同意, 我们也要为了共同的目标努力。

Joe: 沃伦, 你正在讨论你可能感到后悔的投资。去年你卖出看跌期权, 那是对衡量市场的标准普尔的长期投资, 现在看跌期权涨到几十亿美元了。你后悔吗? 未来还会出现这种情况吗? 你现在还看多吗? 标准普尔什么时候会上涨呢?

巴菲特: 那是赌标普指数在我们买入这些期权后的 15-25 年后会上涨。假如最后标普指数实际上涨不高于 15%, 我们是不赚不赔, 而且这笔资金在这 15 至 20 年里会被我们占有。我们持有大约 48 亿美元的期权, 最早的 2019 年下半年到期。显然, 我宁愿现在投入这些头寸而不是在几年前投入。但是, 假如你让我在完全不拥有这些头寸和只保持已有的头寸中选择, 那么我会选择保持已有的头寸。我认为, 胜率很不错, 我们会挣钱的。我确定, 我们将持有接近 50 亿美元的 15-20 年之间的期权。

JoeKernen: 嗯。这些是衍生品。你不喜欢衍生品, 但是你在这种情况下使用衍生品, 对吗?

巴菲特: 我们使用衍生品很多年了。我自己不认为衍生品是邪恶的, 但认为衍生品是危险的。我一直都说衍生品很危险。我说, 它们是大规模杀伤性的金融武器。虽然铀也是危险的, 但是我两周前还经过一个核电站。汽车也是危险的。我的意思是, 汽车很危险, 不过每个美国人都想要辆汽车。你知道, 很多东西都是危险的, 但是我们可以对怎么使用它们进行管理。那天我去核电站的时候, 电站有警卫还有机关枪保卫。我们每天使用的东西很多都是危险的, 只要我们对如何使用这些东西多多注意就行了。我们要规定汽车最高时速。

Joe: 对, 说得很好。我希望, Becky, 我们能有机会讨论一下 AIG, 还有我们应该采取什么措施, 它们可以签订很多的保险合同, 而无需准备保证金, 这需要政府监管, 对不对? 我的意思是, 这就是造成我们现在困境的原因。

巴菲特: 我曾在 1981 年写信给国会议员丁格尔(Dingell), 你知道, 当时它们的做法是很危险的。

Becky: 那封信是关于 AIG 还是关于衍生品呢?

巴菲特: 那封信实际上是关于可以对标普 500 指数进行的期货交易, 而且允许疯狂使用杠杆的衍生品问题。

在 1929 年之后，美国政府提出了保证金要求。我们认为 1929 年是一场可怕的大崩溃，部分是因为股票市场，部分是因为人们使用很少的保证金来买股票。所以美国国会对美联储说：你负责管理这些东西。那是 75 年前的事情了。现在，美联储还在管理这些，但是衍生品可以绕开保证金法规。衍生品使这些法规变得毫无意义。我们的金融系统大量使用了杠杆，现在知道痛了，在去杠杆化的过程中，还连累了无辜的民众。所以衍生品是大规模杀伤性武器。我们需要新的法规。

Becky: AIG 能够这样做，部分是因为当时 AIG 的信用评级很高。

巴菲特：对，完全正确。

Becky: 你不是在建议政府修改根据信用等级可以得到保证金优惠的待遇吧？因为你自已也因为 AAA 信用等级而受益不少的，

巴菲特：对。不过，这些天来，我们因为 AAA 信用等级受益比以前少了。AIG 旗下有 AIG 金融产品公司，当我买进 GenRe 公司的时候，GenRe 也有当时叫 GenRe 金融产品的部门。它们有 2.38 万份衍生品合同，天啊，这些合同中可能有 2.2 万份我都弄不懂，怎么都弄不懂！这些部门可能每年都有利润，执掌这个部门的人挣了很多的钱，假如他们一直这样做，最后可能会把整个公司都害死。当你使用高评级大机构的信用来做这些衍生品生意的时候，大量使用杠杆迟早会害死你。花旗能够做结构性投资工具(SIV)生意，因为所有人都信任花旗，没有人知道这些衍生品没有记录在资产负债表上。这是一种绕开资本要求的方法，我们应该监管这些有钱人。

Joe: 现在切换回 Becky，她今天早晨在奥马哈采访传奇的投资者巴菲特，正在为您现场直播。

Becky: 你知道，Joe，今天早上最大的新闻是底特律汽车三巨头的新闻。奥巴马总统今天和汽车大王们会面，试图决定政府是否要向通用汽车和克莱斯勒提供更多的贷款。本周周末曾有一些评论，参议员 McCain 又一次在周日早上公开讲话，谈了一点他对通用汽车的意见，就是让通用破产。这是一个巨大的问题。假如你站在奥巴马总统的角度，你会对通用汽车怎么做？

巴菲特：我可不可以用一下电话？我要和一位朋友通电话。

Becky: 现在和朋友通电话？

巴菲特：这个朋友很重要，非常重要。

Becky: 好吧。

巴菲特：现在我们有 2.5 亿辆汽车和轻型卡车在路上奔跑，我们却遇见了汽车厂要倒闭的问题(我们每年制造大约 1500 万辆车，考虑到汽车的正常服役周期(约 17 年)，那么就有 2.5 亿辆汽车)。但是上个月我们的年产量下降了，变成不到 900 万辆，所以现在各地的汽车制造商都处在一个很糟糕的时期。美国国内的汽车工厂有很大的历史遗留问题，通用汽车也不例外。过去，因为它们曾经使用现在已经不存在的企业模式，所以它们做了很多蠢事。工会和它们讨价还价，你知道，工会有这个权利，它们达成了协议，于是汽车厂就需要养活成百上千的退休人员。我们需要一种新的企业模式，我们也需要一个恢复。不仅仅是企业模式有问题，我认为，假如它们修改企业模式，适应现在年产 1300 万辆汽车的现实，我们就在未来几年做得更好。它们现在的企业模式不适应 900 万辆车的年产量，假如它们能够适应，采用能够适应年产 900 万辆汽车的企业模型，就有希望。在另一方面，我们将来汽车的年销售辆将会是 1300 万、1400 万、1500 万辆。

Becky：你认为这些汽车厂采用你说的企业模式就可以避免破产？

巴菲特：这是一个很艰难的任务，是政府、企业管理层、工会能否携手合作的挑战。我理解，当前的管理层对我们目前的情况并不负有责任。对三巨头的管理人员生气是没有什么用的。对工会生气也是没什么用的，工会争取了他们的权益，工人们需要这些来生活。当前的企业模式不可能再持续下去了，假如它们想避免破产，那么它们就必须进行修改，各阶层的利益都与之相关。美国人不希望，某种意义上是美国工业发源地的汽车城现在落到破产的地步。但是，这些汽车公司需要一个新的企业规划。这不应该是一个只适应 900 万辆、1000 万辆或 1100 万辆的年产量的企业规划。这必须是一个适应 1300 万辆年产量的企业规划。

美国汽车的年产量将会恢复，这和住宅市场是一样的。你知道，我们现在住宅过剩 150 万套。我们不断出现新的家庭，产生对住宅的需求，同时也有人在建造住宅。有一段时间，我们建造了 175 万套房屋，或类似的数量，而出现的新家庭是 130 万户，而且只有三分之二的新家庭想住在自己的房子里，所以我们的住宅需求可能是 100 万套，你猜发生了什么？我们的住宅过剩了。现在我们的住宅建设下降到 50 万套左右。我们正在慢慢消耗那过剩的 150 万套住宅。我们会努力走出住宅的困境，我们也必须走出汽车的困境。

Becky：嗯，你提起了住宅市场的局势。来自华盛顿州西雅图的 Bob 写信过来，他问，“你认为美国过去 10-15 年的经济是一个纸牌搭起来屋子吗？现在有人呼吁增加贷款和借贷，会不会再次建立纸牌搭起来的屋子呢？”

巴菲特：过去 10-15 年的美国经济不是纸牌搭起来的屋子，它是一个受益于杠杆，被杠杆支撑起来的经济。

当你使用杠杆的时候，是很开心的。我的意思是，使用杠杆可以建造超过市场能消化数量的房屋，可以使人们参加房屋投机，让人们在收入上作假，来骗取贷款买进自己买不起的房屋。于是，除了美国家庭以外，其他的买房人增加了一点，只增加了一点，因为这些人的收入其实买不起房。现在住宅市场下降了，但这并不是纸牌搭起来的房屋。我的意思是，美国的经济是有效的。

现在我们就站在一家商店里，大约 90 年前，一位女士离开俄国来到美国，用花了 16 年时间积攒的 500 美元起家，创办了现在的这家美国最大的家具商店，年营业额 4 亿美元。没有人带着 500 美元去俄国就能够开办年营业额 4 亿美元的商店。这位女士不会读书、不会写字，但是她在美国的经济系统中。她给顾客更优惠的商品，她比其他任何人都努力。她很聪明，她取得了巨大的成功，她现在有几千位员工。

美国经济是有效的，美国在过去 10 年是有效的，**我们只是在使用杠杆的时候做了一些蠢事。**

Becky：你是说创办内布拉斯加家具市场的 RoseBlumkin 吗？

巴菲特：对。没有人能够离开美国去俄国取得这么大的成就。

Becky：让我们谈谈住宅市场吧，有人说，整个危机都是因为住宅市场而引起的。纽约州长 DavidPaterson 在周末华尔街日报上发表了一篇文章，他说，“奥巴马总统提议的抵押贷款计划是正确的”。你同意他的观点吗？

巴菲特：我都不知道这篇文章说了什么，我认为，在改善当前局势方面，政府应该愿意并及时听取建议。我不知道它是不是需要听取建议，我只是说，它应该思路开放。政府应该有一个计划。认为政策使一些不该受益的人受益的想法，对我来说，就好比在珍珠港事件后认为这是海军的错，所以陆军和海军陆战队就应该袖手旁观、美国人民不应该参战、让海军自作自受一样荒谬。我们需要帮助住宅市场走出困境。

现在最大的问题是我们有 150 万套房屋过剩。空置率上升了 2%，8 千万套住宅的 2%就是 160 万套。我们总不能为了增加买房的新家庭，叫 14 岁的小孩也去结婚生孩子吧？！所以我根据人口统计数据做了些计算。我们将会有 130 万户新家庭，其中的 90 万户会希望有自己的住宅，开始新生活，我们也会拆掉一些老房子。所以住宅市场有一些需求。**我们很幸运，美国的人口在增长中。当日本经济泡沫破灭时，它的人口已不再增长了，而我们美国的人口正在增长。**今后 5 年，在美国将会需要更多的住宅，住宅需求 10 年后将会比 5 年后更多。但是我们不可能在一周、一个月或一年就摆脱困境。这是不可能的。我认为，向收入和借贷百分比合理的人推出一个抵押贷款计划，是首选的策略，不是疯狂的。我的意思是，我们的目标是解决问题，而不是互相指责。

Becky: 你的意思是不是美国不会步日本的后尘？我们不会有 20 年的停滞的市场？

巴菲特：绝不会有 20 年。不会。

Becky: 那么会不会有 10 年呢？

巴菲特：这个要看情况了。坦率地说，好事会发生的。造砖业和地毯业，都因为缺乏新建筑而受到伤害。新建筑的缺乏是一个伤害经济的重要要素，但是我们有太多的住宅了。我们的需求有一定的增长，每年增长 X%，也有人会买进第二套房改善生活，我们虽然不可能把已有的住宅都炸掉，叫美国人再去买房，但是我们可以使建造量低于需求，让存量房慢慢被消化。我认为，可能两三年里，我们就能摆脱困境了。

Becky: 两三年？这和别的预期大不相同.....

巴菲特：这取决于房屋建造量。我们新的住宅开始变少。我认为最新的数字大约是年建造 50 万套。这样做会起到很大的效果，当然效果不会马上就出来。我的意思是，我们需要放慢机器。

Becky: Joe, 你有没有什么问题？

Joe: 有，我想回到沃伦刚才快速带过的话题上，我们谈得不够深入。那就是：在过去 10 年里，沃伦，你说经济基本上是有效的。现在我们回顾过去，认为在过去的 10 年里，我们每一步都是错误的，最终导致了现在的危机。我知道你不喜欢布什总统的减税政策，但是你不应该把孩子和洗澡水一起倒掉。也许我们真的需要更多的法规，你能不能说一下，总体上，为什么产生现在的情况呢？

巴菲特：我们陷入困境的最大的原因是，我们杠杆化了整个国家，我们实质上在对住宅进行大赌博，使用的是各种金融工具。在过去的 10 年里，发生了很多的事情，这些是正确的事情，接下来的 10 年里还会发生很多正确的事情。美国的机器现在卡壳了，但是只是因为缺乏信心、人们被吓坏了的缘故，我的意思是，这会相互影响，形成一个恶性循环。这个恶性循环将会被打破，我保证它将会被打破。Joe，我想它即将要被打破了，假如政府采取有效措施会更快打破。

Joe: 自由市场固有的自由，会不会给你足够的绳子上吊很多次呢？也许我们应该这样想？我的意思是，在每个泡沫中，在过去的 500 年里，都可以看见人的贪婪，我们有很多贪婪，我们该怎样去解决这个问题呢？假如你处在自由市场，会有足够的绳子把你吊死，对不对？

巴菲特：对，我有足够的绳子来把自己吊死没关系，但是我们要避免我们有足够的绳子把整个美国都吊死。

失败是美国系统的一部分。但是我们不希望产生会造成失败的条件，不希望那些大型机构变得非常有传染性，不希望产生恐惧.....不希望所有的这类事情。

这是毫无疑问的：自由市场有点过头了，他们做了一些错误的事情。虽然他们的工作无与伦比，但是在某些竞技场中，必须要监督他们，因为有些领域里，人们干的傻事并不仅仅影响自己，还会影响整个经济体系。我不想放弃市场系统。但是我们需要政府，特别是在像现在的这种情况下，我们更需要政府。

Becky：对。我们从观众那里收到了很多很多的问题，我们现在回到电子邮件吧。整个早上电邮都在不断涌进来。沃伦，来自佛罗里达州维罗海滩的汤姆问道，"伯克希尔主要业务就是买股票，你觉得道琼斯指数会跌破2000点吗？你愿意公开阐述你的想法吗？你是不是觉得应该把对股市的预测保密呢？"

巴菲特：我从来都不想道琼斯指数会跌到2,000点或涨到12,000点，或跌到4,300点或涨到20,200点这种问题。我知道，用长期眼光来看，指数会越来越高。我的意思是，长远来看，美元的币值会下降，企业的留存收益将会增加企业的价值，美国的企业会更加值钱。美国的人口将会增加，购买力将会更加强劲。长远来看，股票将会更值钱。我只知道结果，但不知道中间会发生什么。

据我所知，我买进的那个农场，20年前大约是1,200美元/英亩，我对农场土地根本不懂。我只知道，长远来看，那个农场每英亩将会出产120蒲式耳玉米。我从来都没有试图预测过股价。

Becky：你知道，这很有趣。我对道琼斯指数会不会到6,626点作了评论，而同时你也对此作了评论。

巴菲特：对，当指数在6,626点时，上个世纪，指数开始时是66点，所以上升了100倍。在这期间，我们经历了大萧条、两次大战、禽流感、原子弹和冷战。我的意思是，你明白的，在那100年里至少有15年看起来很不妙，其中有5-6年看起来几乎就是灾难。但是最后，美国的系统运作十分良好。这个系统不是每天、每周或每个月都运作良好，有时候需要政府起很大作用来使系统回到正轨。虽然如此，但是美国的系统是有效的。我可以向你保证，道琼斯指数会大大升高。具体数字会是多少，是10年后还是20年后，我不知道。2,000点、8,000点，都只是数字。

Becky：很多观众写信进来，有很多是关于你的投资的问题。大卫写信问，"你宣布资助陶氏化学(Dow Chemical)并购罗门哈斯公司(Rohmand Haas)，你对即将来临的诉讼有何看法，这件交易会不会成功呢？"

巴菲特：我不能对此发表评论。诉讼可能会发生也可能不会。我想，他们很快就会作出决定。就像他们在打

高尔夫的时候说的那样，**每次短打都会有某人开心**。但是在去年夏天的这场交易中，所有的卖方都很开心，所有的买方都不开心。你知道，交易不该是这样的。我们宣布买进 30 亿美元价值的优先股，这不是一个聪明的承诺，但是我们会去履行。就像我对陶氏的 CEO 说过的那样，我说，就算本·伯南克和 Paris Hilton 私奔去南美，我们也会投入 30 亿美元。我的意思是，我们会投入资金。不过，今天看来，那笔交易是不是一个明智的交易呢？

不是。**陶氏和罗门哈斯的情况都发生了巨大变化**。大家喜欢陶氏，陶氏可以得到合理的融资，而且科威特人会与陶氏合伙。但是世界难以置信地改变了，很显然，这笔交易现在已经不是一个好交易了。**我们的承诺，当时是很明智的，现在看起来很愚蠢**。不过，世界就是如此。

Becky：好的。国债市场中出现了变化，K·哈特写信进来问："假如很多人都在讨论的国债市场的泡沫真的破灭，那么暴露于国债市场的货币市场账户，会不会受到负面的影响？"

巴菲特：不会，你的美元不会受损失。假如我们发行很多美元的话，那么只是购买力下降，你可以去网站上看 M1 和 M2 的数值，现在他们不谈这个话题了，**但是我们现在的做法会在不久以后增加很大的通胀压力**。我们还要做更多的这样的事情，这样做是正确的。**我希望我们可以不这样做，但是这是正确的做法**。在经济中，不能只做一件事情。我的意思是，假如你做某件事，那么它就会产生后果，这就是**为什么大家说天下没有免费午餐的原因**。纵然我们稍后要为现在的午餐付款，总比没有午餐好。

Becky：来自加利福尼亚州圣罗莎的布赖恩写信进来，他问道，"我是一名 33 岁的律师，我从来没有学习过商学课程。我认为现在有很多的(假如不是大部分的话)蓝筹股，当前的价值是一生罕见的机会，我是不是疯了？"

巴菲特：我不知道是不是一生罕见的机会，但是我认为大多数买进股票的人，买进的是资本化良好的公司。**我不希望买进在这种局势下还高度杠杆化的公司，因为它们可能爬不起来了**。但是假如你买进一篮子良好的股票，大体上都是资本化良好的公司，那么你在接下来的 10 年或 20 年里将会赚钱。我不能预测将来 10 个月会怎样，不过这并不重要。当我买进那个农场的时候，它根本就没有什么报价。虽然我也观察拍卖会的人气，观察布告栏上有没有农场的广告等等，不过，我判断投资是否成功是根据奥马哈皇家棒球队(Omaha Royals)和农场的业绩。股民做到这一点就有点难了，因为股市的报价每天都会影响他们。**忘记报价，着眼于你买进的公司**。

Becky：不过现在很多人还是关注着这些报价。

巴菲特：对。

Becky: 纽约市的理查德写信来问, "2008 年的年报中, 你说'现在我们的账面价值大大低于伯克希尔的内在价值'。他想知道, "你介意解释一下到底低估了多少吗?" 例如 30%?

巴菲特: 我们有具体数字吗? 答案是有的。虽然我不能告诉你具体数字, 但是我可以告诉你其他的一些数字: 例如, 在 1972 年, 我们花了 2,500 万美元买了喜诗糖果。现在喜诗糖果的价值大大超过了 2500 万美元。关于不同公司的数字方面, 你知道 GEICO 保险公司的价值远远大于我们买入时支付的价格, 不过其他的公司价值没有大幅超出价格。在资产负债表上, 我们的账面价值的确低于内在价值, 不过谁知道到底是多少呢?

Becky: 纽约威廉姆斯威尔的哈罗德写信来问, "你说在不远的将来, 国库券和现金等价物将会有段时间很不妙。这是不是意味着你喜欢黄金、银以及和金银相关的股票?"

巴菲特: 不, 这意味着我喜欢好企业。你知道, 假如美元贬值, 我们的喜诗糖果就会更加值钱。我的意思是: 真的美元(也就是购买力)不会变多, 有人用 15 分钟或半小时的劳动所得, 买进一磅巧克力或六罐巧克力——不管货币币值怎样, 巧克力相对于劳动时间的价格基本上不会有变化。

所以, 在通胀期间, 你最好的资产就是你的本领。我的意思是, 假如你是优秀的医生、优秀的律师或者优秀的广播员, 那么不管怎样, 你总是能够得到一定百分比的社会资源。所以, 你的天分是最重要的。假如你没有像我这样的投资能力, 你可以去买其他人的投资能力。你知道, 据我所知, 这是最好的糖果、这是最好的软饮料, 而且在 10 年里不会改变。不管货币币值如何, 我们都会在当时的价值中得到我们的份额。

Becky: 你以前在我们讨论可抵押贷款计划可能会帮助一些不该受帮助的人的时候提到过。

巴菲特: 当然。

Becky: 现在我们需要吸收并理解一些事。这样就导致其他人担心, 自己没有做坏事会不会也要遭到连累。南达科他州拉皮德城的鲍勃和拉尼写信询问, 我们是保守的南达科他州人, 我们现在的储蓄更多了, 但是政府希望我们多花钱。你对我们的立即支付个人票据、花钱不超过力所能及范围的策略是"看多"还是"看空"呢?

巴菲特: 嗯, 我也一直遵循这个策略的, 所以, 我 100%地支持你们的策略。但是关于这个 100%, 我的意思是, 我不想陷入困境。假如你陷入困境, 你就得想办法走出困境, 努力总是有好处的。几百年前, 本·富兰克林说过: 挣 1 美元花 99 美分, 带来快乐; 挣 99 美分花 1 美元, 导致不幸。

至于股票, 假如我被 Bernard Madoff 骗了(我运气不错, 我都没有听说过他), 就相当于我和他在密歇根湖中

央的同一条船上，我在船这边，他在船那边，船沉了，我就损失全部净资产。我看到 Madoff 那边出现一个洞漏水，难道我会欢呼吗？不，你知道，我会去救 Madoff。我不是真的想去救他，不过，他那边漏水，我这边也免不了会沉下去的，漏水会影响到全船。这是毫无疑问的。所以，**在某种程度上，没有犯错的人要帮助犯错的人，因为我们都在一条船上。**在珍珠港事件中，陆军毫无疑问没有任何责任，是海军把军舰都停在珍珠港，可以说是在睡梦中被攻击了。但是，这难道就意味着陆军可以袖手旁观吗？大家都要出把力。

Joe：嗨，沃伦，Becky 对你很欣赏。我希望你知道，有时候 Becky 会发飙，因为她也是扛了房贷的房奴之一，她总是抱怨，她好久没有买过新的卧室家具了。

Becky：哦，快别说了。

Joe：你们正好在家具商场！你们可以送她一套新的卧室家具，这样我们就再也不会听见 Becky 抱怨了。你们不就正好在家具商店么？

巴菲特：我们不会呆多久，市场已经关门了。我们已经关门了，Joe。她看见家具都走不动路了，看来我们得把她拽出去才行。

Joe：Becky，告诉巴菲特，你很恼火，因为你一直都规规矩矩的，现在却要救援那些闯祸精。

Becky：其实在你提到我的时候我更恼火，不过，巴菲特说的不错。

巴菲特：恼火没有错，Joe。不过有时候你要克服自己的情绪。我们的商店老少咸宜，也欢迎 Joe 来买家具。我们会为你开设一个账户的。

Joe：好，谢谢。

.....

Becky：早安，各位，欢迎回到 CNBC 财经论坛。我是 Becky，我身边是 JoeKernen。今天早上我们在奥马哈的内布拉斯加家具市场现场直播对一位特别来宾的采访。当然，我们说的是巴菲特。他已经回答了我们很多问题，也回答了很多电子邮件。我们收到了几千封邮件，不过假如您写信给我们，下一个问题可能就会是您的，各位观众，您可以写信给 AskWarren@CNBC.com 来提问。今天早上也有几个大新闻，那就是默克和先灵葆雅之间的 410 亿美元规模的合并。在几分钟后，Joe 将会详细讨论这个新闻，告诉您到底发生了什么事。现在，让我们切换到巴菲特先生。这个小时，我们将会讨论解决方案。奥巴马总统和国会现在应该做什么呢？总统的预算会对

国家经济的恢复起什么作用呢？这些都是大问题，幸运的是，今天我们有一位非常智慧的人来回答这些问题。让我们开始吧。

巴菲特先生，今天早上我们已经谈论了一些解决方案，不过，这一次，美国人被发生的事情吓坏了。现在有各种各样的解决方案在讨论中，人们希望知道哪一个才是最好的。

巴菲特：我认为，哪一个是最好的方案，大家应该听美国总统的。六个月前，当我们讨论的时候，我认为这是一场经济上的珍珠港事件，此时此刻，我们需要一位总指挥。人们很困惑而且很害怕，而且人们的恐惧会持续，不会很快消失。恐惧出现很快，消失却很慢。只有在人们的困惑被消除后，恐惧才会离去。**我认为，现在最需要澄清的事情是：银行是安全的。**在 1930 年代初，我们建立 FDIC 时就是为了证明这一点；在 19 世纪时的大恐慌后，我们建立美联储也是为了证明这一点。**大家得相信银行。**

除了大家应该相信银行以外，也应该非常清楚地知道，不仅仅是 FDIC 的存款保险金额上限内的 25 万美元是安全的，任何人在美国的银行中的钱或任何人持有的美国的银行的债务也都不会打水漂。这并不是说银行不会倒闭。FDIC 自建立起就不断地接管银行，它已经接管了超过 3,600 家银行或储蓄机构。**自 FDIC 出现以来，没有人损失过一毛钱的存款，这种保险也没有花过政府一毛钱。**我们需要澄清这一点，而且大家不会相信财政部的官员或者类似人员的话。在这个时候，人们被吓坏了，**我们需要美国总统来亲自澄清。**

Becky：我记得好像总统已经澄清过了，他说我们将支持金融系统，金融系统将不会倒下。他还能怎样更明确地澄清呢？

巴菲特：我不确定总统是不是说得够清楚，顺便说一下，当时说的不是时候，那些家伙都在伸手向政府讨饭。我们应该向人们保证存款安全，应该非常清楚地向人们传达这个信息。你知道，最后花旗银行股价跌破了 1 美元，以前它的股价可是值 50 美元的，而**花旗的股东们，他们的钱可能是打水漂了。**我的意思是，银行股价从 50 美元跌到 1 美元，不存在道德风险，相信我，思路开阔一点。所以，我们无需为此担心；政府也无需投入更多资金，它只需要阐明：花旗股价暴跌没关系，假如花旗倒闭，那就倒闭吧，我们会像处理其他倒闭的金融机构那样处理它，大家的存款是安全的，可以转到任何其他地方。

你看美联银行(Wachovia)事件，我想它可能是当时美国第五大银行了，一觉醒来，这家银行卖身给了富国银行，没有人因为它的垮掉而损失一毛钱。一觉醒来，华盛顿互惠银行就被摩根大通给吞了。去年，这些倒闭银行

的存款占到美国总储蓄额的 8%左右，它们都成功地安全转移了。所以，应该传达的信息是：大家用不着担心银行，美国银行多着呢，倒闭几家没什么。

Becky: 关于 TARP 资金会怎么使用，我们得到了很多混乱的信息。为什么最近会发生这些事？难道只是因为这个问题太困难而一直解决不了吗？还是因为厨房里大厨太多，三个和尚没水喝？到底发生了什么事呢？

巴菲特：的确是厨房里大厨太多了。我的意思是，假如这真的是一场经济上的珍珠港事件，那么在 12 月 8 日，罗斯福就不会花三个周召开听证会，让 535 位国会议员都各自发表意见，因为有一些意见完全是故作姿态。顺便说一下，我认为国会没有意识到这是相当于珍珠港事件的经济事件。他们是爱国者，但是让 535 个人去策划战争策略、批评别人、互相指责等等，实在是不智。我们这么做，其实摧毁了信心。我的意思是，美国公众部分看见了这些各种行动在上演，而大家又不明白是怎么回事，看到议员们批评每一件事，大家都很困惑。我认为在战争时期，这种做法是起不到什么正面作用的。

Becky: 国会可能会回击说，这是美国纳税人的钱，国会的职责就是保护投票给它的选民的利益。

巴菲特：你知道，D 日登陆也是美国纳税人掏的钱，我们可没有在登陆前去花两个周召开国会听证会，让每个人都来辩论该在哪里登陆、在哪一天登陆。我们也没有在两个周后讨论登陆战伤亡惨重，我们是应该再多派点军队还是少派点军队，或者还是干脆下个周打道回国算了。国会有责任保护纳税人，宪法中规定了这一点，但是国会应该认识到，有的时候，应该让总指挥代表支持他的各方说一点话。当这个时候到来时，当我们真的需要总指挥的时候，实际上就是多数派需要和少数派携手合作的时候。我们不能使用这个作为借口来达成团结，不过在一场重要战争中，两党的团结一致将会起到很大的作用。目前我们就处在一场重要的战争当中。

Joe: 沃伦，你记得你买进高盛和通用电气的事情吧，你说，你买进其实是因为对 TARP 的期待。根据开始时我们对 TARP 的理解，TARP 将会从账面上剥离那些有毒资产。政府还没有这样做，我们仍然在等待。总统说，"财政部长 Geithner 将要宣布更多的细节"，然而我们却没有听到更多的细节，所以，我们的希望破灭了。很多人指出，就是那一天，我们又开始了新一轮的下跌。你会不会敦促总统让财政部长盖特纳专心进行这个计划，专心帮助某些类型的私营/公立企业摆脱有毒资产？大家都在等待，但却没有看到实行。

巴菲特：有趣的事情是：假如按照市场价来给有毒资产定价，那么这些有毒资产倒成了银行最好的资产。因为它们当前的定价很低，低到不使用杠杆的买家也可以买进这些具有相当投机性的资产，这种资产市场价的回报

可能几乎是最好的。假如其他资产也都是按市值计价会计准则计算价值的话，这些有毒资产将来的回报前景是银行所有资产中最好的。

你知道，银行的主要问题不是有毒资产，可能有一两家最大的银行的问题是有毒资产，但是濒临破产的那 20 家银行的问题却不是有毒资产。银行的盈利能力其实前所未有地好，只要银行降低股息，就能够改善资本情况。有毒资产其实不是银行的问题所在。现在当我说这是有条件的时候，我记得这个条件不是取决于 TARP 而是取决于政府是否介入。在 9 月份时，政府需要进行大动作，我待会儿给你解释。它的确进行了大动作。

Joe：所以，TARP 开始的意图是将有毒资产从银行剥离，现在变成了向银行提供资本，你支持这个转变？

巴菲特：我认为，它无需向银行提供很多资本。它只需要允许几乎所有的银行，我的意思是，对大多数银行的正确处方是，允许它们减少股息，进行一段时间的资本积累，这些银行会积累很多资本的。政府需要向公众宣布，没有人会因为在这类银行中存款而损失一毛钱。只要避免挤兑，银行就能利用存款挣到很多钱。

利差前所未有的大。其实现在是金融业挣钱的好时机，只要你能够填平过去的深坑。现在，银行不断发放贷款给人们去买住宅，我们正在发放数以百万计计的贷款，今年将会有 450 万套房屋交易，房屋空置将会低于 8 千万套。这些都是优良的抵押贷款，也是我们想要列在账面上的资产。我们因为这些贷款而得到很高的利差。现在是金融业的好日子，但是必须要填平过去的深坑。至于有毒资产，我认为，假如把它们减值到市场价，在银行的所有资产中，是我最想买的资产。

JoeKernen：嗯。对。我想飞快地问你们两个一些问题。我们一直在等麦当劳的同店销售数据，因为这个数据非常有趣。增加了 1.4%，看起来似乎低于麦当劳的预期。你知道吗？2008 年是闰年。2008 年 2 月比 2009 的 2 月多 1 天，一天的营业额占到 4%。所以，假如你考虑到这一点，把这 4%加进去，那么同店销售数据其实是上升 5.4%。所以，1.4%这个结果出人意料，比预期多了 0.4%。美国的麦当劳上升了 2.8%，比预期高了 0.6%，欧洲低于预期 0.2%。总体来说，除了亚太地区、中东和非洲略有降低之外，都有上升，预计是 3.8%的上升。初看下，1.4%的同店销售增长不算是麦当劳的优秀业绩，但是两个月天数相差一天，一天就是 4%。你看这个新闻真是一份很好的礼物。

巴菲特：Joe，我给你说一条惊人的新闻：DQ 冰淇淋(DairyQueen)同店销售也上升了。不过，我不喜欢在曼哈顿拥有一家奢侈饭店。我们三个等级的珠宝商店，它们某种程度上业务有所重叠。我们的高端珠宝店是惨不

忍睹；我们的中档“熊妈妈”珠宝店下降了很多；低档的“熊宝宝”珠宝店只下降了一点。我的意思是，你的方法是正确的，从同店销售上可以看到美国公众在做什么。美国公众难以置信地彻底改变了购买习惯。

Becky：那么，你为什么向蒂梵尼珠宝公司(Tiffany)投资呢？

巴菲特：我们以 10% 的利息借给蒂梵尼一些钱。我们没有买进股票。我想，蒂梵尼可能还不了钱了，因为今年蒂梵尼将会很悲惨。奢侈品行业常常会遭遇低谷年份，有时候还会连续遇见几年。但是 5 年、10 年、20 年后，美国经济水平将会比现在更高。假如某人回家带着一个装着珠宝的蓝色盒子，那么在家里等他归家的爱人一定会吻他的。我的意思是，珠宝市场总是会存在的。

奥巴马总统(磁带录音)：我和希拉里的朋友巴菲特，……这是真的，我的朋友和支持者巴菲特，例如……让我告诉你我和谁共事：在经济策略上，我和巴菲特……

Becky：欢迎回到节目。今天早上，我们和巴菲特一起在奥马哈的内布拉斯加家具市场为您现场直播。巴菲特先生，你刚才听到录音了吧，那是总统候选人奥巴马在竞选获胜之前，谈论和你的关系的录音。我们知道你支持他，你投票选他，你为他筹集资金。今天早上，纽约的罗伯特写信问了一个问题，他问道，“巴菲特先生，请描述一下，你对奥巴马总统或他的团队提建议的能力有多大，你扮演什么角色？”

巴菲特：我和政府官员谈过一两次话，不是和奥巴马的团队，而是和政府里的人。我只见过奥巴马一面，对他说了一声“你好”。除此以外，我们没和总统有过什么谈话。他是一个很好的总统，顺便说一下，美国是一个很好的国家。我的意思是，我们在正确的国家选到了正确的总统。我们陷入了困境，但是美国不会长久地陷在困境之中，现在是摆脱困境的时候了。我希望我不是 78 岁而是 21 岁。美国的好日子就在前头。奥巴马总统非常聪明，我想，他的目标很正确，他很有表达能力，他将是这次经济危机中总指挥的正确人选。这是一场经济危机。

Becky：这是一场经济危机。在以前，你说我们掉下经济悬崖的危险已经迫在眉睫了。

巴菲特：在 2008 年 9 月份。现在我们做了很多应该做的事情。我们保证了货币市场基金的稳定，假如我们没有那么做，那么美元就会像尼亚加拉河大瀑布一样暴跌，而不是上涨。假如我们没有让美联储执行拯救商业票据的行动(现在美联储的介入基本上结束了，已经稳定了市场)，那么我们就会在 2008 年 9 月份损失大量资金和流动性。政府在止血和找出问题对症下药方面基本上做对了，至少我们不用自己去对付这些问题了。

这是很关键的。这是一场珍珠港事件，现在还有很多事情要做。我们不能同时完成那么多任务。现在的当务之急是，政府需要澄清对金融系统将采取什么措施。不同的官员说的话都不相同，迷惑已经足够多了。我认为，

奥巴马总统应该亲自说明。

Becky: 除了政府将要做什么以外, 还有人在询问政府已经在做的事情。巴尔的摩的 Bob Knott 问道, "假如用 10 分制打分, 你对美国总统最近启动的经济刺激计划打几分?"

巴菲特: 刺激计划起作用需要很长时间, 虽然有的东西起作用很快。刺激计划是经济恢复的一部分, **但是刺激计划不是最重要的, 当前最重要的是重新建立信心。**从电视或所有媒体上, 我们都看不到信心。在我们讨论 14 万亿美元经济规模的时候, 我们也在讨论大家的担心害怕, 其实害怕更贴切些, 因为**人们现在就是在害怕。**实际上, 现在有比刺激计划更重要的事情, 即恢复信心。不过我还是很喜欢有个刺激计划的。

Becky: 有人在寻求立竿见影的解决方案。乔治亚州伍德斯托克的西奥多写信询问了一个很多人都在问的问题 "美国证券交易委员会应该暂停按市值计价会计准则吗?"

巴菲特: 你知道, **我总是坚定地支持按市值计价会计准则的。**假如你允许大家在资产负债表上或利润表上自由发挥, 你想他们会怎样利用这一点, 这种情况我见多了。坦率地说, 美国企业行为出现了严重的错误, 特别是 1990 年代。他们都在玩数字游戏。也许现在还在玩。这种做法几乎被认可为一种经营企业的方法。所以, 允许 CEO 对账目使用想象力, 相信他为了荣誉不会作假, 我总是很怀疑是否可行。**除了按市值计价会计准则以外的任何制度都给了 CEO 太大的做账自由。**现在我认为, 按市值计价会计准则对金融机构的困境的确起到了一些火上浇油的效果。市场在某些领域是非常与现实脱节的, 这就是我刚才说市场价的有毒资产其实是最想买进的银行资产的原因。照我看来, 买进这些有毒资产可以赚很多钱, 这些资产的定价大大低于公允价值。

我是赞同这个制度的。我认为, 最好的处理方法可能仍然是采用按市值计价的数字, 但是政府管理部门不应该说, "我们要强迫你根据按市值计价的数字投入更多的资本"。我在我的公司的年报里说, 我们所有的会计报表都是按市值计价的。我说在某些案例中我不同意按市值计价的数字, 我解释了我的理由, 股东们可以决定这些理由是否成立。**不过我反对放弃按市值计价会计准则。**

Joe: 我想深入询问你几个问题, 巴菲特先生。你谈到了 535 位国会议员, 你认为, 在危机中, 国会议员大讨论是没有必要的, 我们应该像压路机一样压过去或者直接通过, 因为我们是处在危机当中。我希望能够深入问你几个这方面的问题。我想奥巴马总统是知道预算案中有什么的, 你知道, 毫无疑问, 是总统签署了预算案。我说的是, 例如碳税, 这样做有没有道理呢? 哪些做法有道理, 哪些做法没有道理? 上周总统讨论了《劳工自由选择

法案》(EFCA)中的多数派签约问题。你对此有何看法呢，巴菲特先生？

巴菲特：毫无疑问，多数派签约是有争议的，我建议推迟议案。你知道，有句话说得好，不应该浪费危机。假如你说不应该浪费战争，要把它当成一个借口来推动所有的议案，我认为这是不对的。我不会在伯克希尔的经理们被迫执行很多他们不同意的新行动时，要求他们团结不能反对。你知道，这不是什么都不做的问题，而是某些事应该推迟，因为这些事会导致(措施延误).....

Joe：巴菲特先生，你说的某些事是什么呢？你知道，总统采取你的建议，而且在谈论他和谁讨论经济时提到了你的名字。你要劝总统暂时放一放的事情是什么事情呢？现在政府正试图把所有的事都一下子做好。

巴菲特：我不认为把所有的事都一下子做好是个好主意。我也不认为通过 CNBC 来向美国总统进言是个好主意。尽管我已经通过 CNBC 进了一点点言。

Joe：好吧，我想还是问你，你说的那些该放一放的事情是什么呢？我知道总统他们肯定在看电视，他们正在听你的回答。你知道，有些人需要聆听你的意见。

巴菲特：我可能会在做事做过头上犯错。就好像，你要在诺曼底登陆，你该投入多少部队呢？可能会过多地派遣部队。我认为，过犹不及，对经济做过多的干预是不对的，在很多事情上，假如做得不够也是不对的。

Joe：你是在说经济中的金融系统吗？

巴菲特：对。我们的任务是修复金融系统的问题。

Becky：很好，听到了你对按市值计价会计准则的意见。那么上涨抛空规则呢？有几位观众询问这个问题。

巴菲特：毫无疑问，不管是做多股票还是做空股票，散布假消息都是不对的。有时候看起来，空头比多头更喜欢散布假消息。不过，我也见过很多多头做了不少不该做的事情。我想，上涨抛空规则(即卖空的价格必须高于最新的成交价，防止金融危机中的空头打压导致暴跌)可能是一个好主意。我们已经实行了这个规则几十年了，总的来说，我很欢迎重新启用这条规则。我不认为上涨抛空规则是解决问题的关键。

我的意思是，我们可以对信用违约、信用互换和等等这些有问题的东西进行空头袭击(bearraids)，总是有人喜欢推动最熊预期(bearcase)，也一直有人喜欢推动最牛预期(bullcase)。最后强调一句，只要你不是负债买股票，而且你买进的是优秀公司，那么纵使某人用上涨抛空等方法做空股票，这家公司也不会被毁灭。我欢迎大家来做空伯克希尔，你知道我的意思吗？被打压后，真正的买家就会进场了。买家总是要出手的，对不对？

再次重复，上涨抛空对我没有什么影响，你知道，每天都有很多人卖出伯克希尔，也有很多人买进伯克希尔。假如有人想做空伯克希尔，打压以后再买进，我没有意见。我的意思是，反正是有人买的。

Becky：这是来自康涅狄格州米斯提克的迈克尔的问题，他问，"在你对奥巴马总统表示支持并对他提出了建议之后，鉴于伯克希尔拥有 NetJets 公司，你对总统公开批评该公司 CEO 们乘坐公司喷气机有何看法？而且这些 CEO 有些是你的大客户。"

巴菲特：对。鉴于我们拥有这家公司的事实，并且我也卷进了这场争论，所以我肯定是有偏见的。飞机可以用作个人用途和公事，我的意思是，我有一样自己花钱买的东西，把这件东西用在公事中并不是坏事。我对 NetJets 的观点可能不公正，我认为假如我有一架飞机可以四处飞，去做生意什么的，对伯克希尔有好处。妖魔化那些 CEO 是不对的。我只是认为美国人应该看看历史。我们无需把谁竖成反面角色，我们需要的只是胜利。

Becky：他是世界上最著名的投资者，今天，巴菲特正在回答您的问题。这是财经论坛的特别节目，我们正在内布拉斯加州的奥马哈为您现场直播。欢迎回到 CNBC 的财经论坛，首先让我们看一下世界新闻。再过一小时，华尔街就会敲响开市的钟声。今天早上，未来会有怎样的压力？我们的观众可以向沃伦·巴菲特提问任何问题，从经济到投资，无所不可。现在我们先开始回答一些电邮问题。

巴菲特先生，感谢你今天早上挤出时间参加我们的节目。来自科罗拉多州莫里森的布伦特写信进来，他问了一个关于税收的问题。他问道，"你认为现在对经济是加税更有好处还是减税更有好处？"

巴菲特：我认为，对于收入不高的人，应该减税。记住，明年我们将会支出 3.6 万亿美元左右，虽然没人想被征税，但是总得有人掏这个钱。我以前可能已经表达过了我的观点，我认为总的来说，像我这样的人税缴得太少了，税务所统计出在 2006 年美国 400 位最富有的人的纳税和收入比是 17% 左右，是自从开始统计这个数字以来的最低值，在 12 或 13 年前，这个数字大约是 29%。

所以，我认为，像我这样的富人得到的照顾太多了，而在 NFM 家具市场买东西的普通顾客得到的照顾太少了。我们的贫富将会更加分化。政府将投入 1000 亿美元帮助底层的人们。不管具体数字是多少，我都支持。在这个经济体系中，我认为我不需要帮助。所以，我希望，将来这个税收体系能够更加公平，至少照我看来，对普通人应该更加照顾一些。因为我很擅长资本配置，所以我缴纳的税率大大低于普通人。

Becky：你认为是否需要立即进行呢？或者还是应该等经济走出困境后再进行？

巴菲特：我认为，总体上，我们应该推迟让人们生气的事情。我认为，我们应该继续向公众发出信息："我们正处于经济战争中，我们要一起解决问题，我们不会以此为借口来乱修改法规。"我倒是希望看到税法出现一点修改，现在我支持这样做来帮助处境最糟糕的穷人，支持不会影响我们团结的任何事情。**我认为我们现在不应该做有损团结的事情。我们有一个共同的利益和一个巨大的目标，那就是让经济走上正轨，这需要大家团结协作。**

Becky：麻萨诸塞州弗里斯特戴尔的理查德写信询问，"一些人认为，美联储必须时常成为最后贷款人，美联储和财政部现在就是最后消费人吗？"

巴菲特：问得好。我认为美联储，例如纽约联邦储蓄银行，在一年前，全美存款只有 90 亿美元，而现在是 4,500 亿美元。你能想象吗？银行的行为发生了巨大的改变。银行几乎变成了一种媒介，我的意思是，**大家的存款都流向了美联储**，你知道，它能印钞票。基本上，它扮演着重要的角色。我认为他们干得不错，我祝贺美联储主席伯南克，他在需要的时候，做了一些重要的事情，他有很大的功劳。

Becky：Joe，你也有问题吗？

Joe：我在想别的事情。我觉得自己有点像讨人嫌的小蚊子。我有一些想法，巴菲特先生。我们已经谈了应该做的事情和不应该做的事情，一些人的税收优惠太多了，其他人的税收优惠不够。有人说《劳工自由选择法案》和多数派签约将会缩小社会的贫富分化，换言之，工会能量会更大，更多的公司会组建工会。这是一个好主意吗？作为一个企业主，你认为会不会对经济造成负面影响？

巴菲特：我认为，**在美国，工会秘密投票是很重要的。简单地说，我反对与多数派签约。**

Joe：说得很好，谢谢你。我喜欢这样的答案。我不是说我同意或是反对，我只是喜欢听到来自沃伦的意见。

巴菲特：在伯克希尔有很多工会，我们旗下的各公司里也有几十个工会，我理解工会存在的原因，总体上我认为，工会的会员们在税法上遭受不公平的待遇，**我认为与多数派签约是错的。**

Joe：能听到你的意见很不错。我们都支持总统，显然我们都希望摆脱现在所处的困境，但是，这并不意味着不能指出总统的某个决定不是好主意，这就是我们为什么谈话的原因，对吗？

巴菲特：对。

Becky：对。很好。让我们讨论下一位观众的问题吧。来自纽约布鲁克斯维尔的史蒂芬写信进来，他的问题和你早先对银行的评论有关，他问，"奥巴马总统最近说，假如股票有良好的长期预期，那么买股票是个潜在的好交

易。假如问奥巴马总统是否该买进银行股”，史提芬列出了花旗银行、美国银行、富国银行和摩根大通，“这些银行是不是潜在的好交易呢？你认为奥巴马总统会怎么说，你自己会怎样回答这个问题？”

巴菲特：我不知道奥巴马总统会怎么回答，奥巴马的投资组合可没有向我咨询过。我认为，有些银行是没有希望了。FDIC 自 1934 年创建以来，已经救了 3600 家银行。不管怎样，银行和储蓄机构，政府不得不救。不过，FDIC 不会去救这些银行的股东。所以，假如你买进银行股，你就可能血本无归。但是，假如你贷款给银行或者存钱在银行，你倒不会有任何损失。

所以问题是，将来盈利能力惊人的银行，现在会不会被迫以极低的价格出售股票？大部分的银行在走出困境后会有很出色的利润，不过，今后一年，破产的银行将会增加。假如银行可以避免以低价出售股票的方法筹集资金，我想一些银行的业绩可以非常好。我们持有一些银行股票，我喜欢持有，我对持有的股份数量也很满意。

我唯一害怕的就是在某种情况下，银行会增发很多普通股，其实银行用不着这样做的。银行会减少股息，这样可以积累资本，在当前的利差下，银行积累资本的速度很快。所以，金融系统将在很大程度上自己痊愈。不过花旗是个特例。我担心美国公众在某种程度上把花旗的特例当成了美国金融界的普遍情况。美国有 7,400 家左右的银行，大部分情况其实是良好的。你看奥马哈的银行，你知道，它们可不会破产。一个月前，在内布拉斯加州卢普城有一家银行破产了；两三个月后，在内布拉斯加州别的地方还会有一家银行破产。不过，大体上，银行情况不错，当前的利差极好，银行的资产在不断增加之中。

Becky：金融系统将会自己照顾自己，能够自己摆脱困境？

巴菲特：大部分银行能做到。

Becky：你认为，已经花在这些银行上的美国纳税人的钱花得值不值？我们能够收回我们的投资吗？

巴菲特：我认为，在大多数的银行上是值得的，但是，我也认为有很大数量的钱在一些案例中是有疑问的。

Becky：你在说 AIG 和花旗吗？

巴菲特：我们在说任何你想说的话题。

Becky：AIG 和花旗是我想出的最大的名字。

巴菲特：AIG 不是银行，不过我们向 AIG 投入了不少钱。AIG 对金融系统是一个巨大的危险，未来不能允许再次出现这种情况。我们不允许这种情况再次发生，并不意味着 AIG 的错误是从去年 9 月份才开始的。那个周

末，你知道，我们有雷曼兄弟银行和 AIG，同一个周末，美林被美国银行吞并.....多米诺骨牌排成了，它们是巨大的多米诺骨牌，不让它们倒下是正确的。

Becky: 好的。我有一个问题，是七八年级投资俱乐部问的，它每年模拟投资 100 万美元，它就是俄亥俄州都柏林的格力泽尔中学投资俱乐部。问题是这样的：五年内黄金会是牛市吗，黄金是不是价值投资呢？

巴菲特：我不知道黄金将来会怎样，不过我可以告诉你，**黄金将来没什么大牛市**。可口可乐在挣钱，富国银行将会挣很多钱，**买一只会下金蛋的鹅要比买一只光坐在那里吃保险和储蓄的鹅更好**。黄金不过是从南非的土里挖出来，然后运到美国，然后又被藏在地下仓库里。你知道，藏在纽约联邦储蓄银行地下仓库里的一种东西，对我来说，这不是什么很好的资产。

Becky: 密苏里州罗拉的基思问了另一个问题。我们早先时候谈了一点通用汽车，你说，需要一个不同的计划。你认为通用汽车能逃过破产吗？基思的问题是，"假如通用汽车申请破产，会对福特和克莱斯勒有何影响？"

巴菲特：会比较悲惨。我的意思是，福特能努力不要政府救援，但是整个经济会受到影响，特别是现在。这就是为什么我认为现在的处理方法不正确的原因，我认为政府应该仔细研究出怎样改变通用汽车的企业模式，使其适应 1,200 万或 1,300 万的年产量，我们将会看到政府会怎么做。

Becky: 好。我们再次回到 TARP 等刚才讨论过的问题，来自纽约斯托克顿的杰夫问道，"假如把国会批准的 7 千亿美元 TARP 直接分给我们，是不是一个更好的主意？"他的意思是，分给美国人民，"例如，假如每对夫妻派发 3 万美元，单身人士每人 1.5 万美元，他们会用钱消费，反馈给经济，经济将会被推动上升。"他认为把钱分给他，他会买一套房屋、买一辆汽车、存一些钱进银行。很多人问了类似的问题。按人头每人发 3 万美元或 10 万美元，岂不是一个更好的主意？

巴菲特：这个计算有点错误，因为美国有接近 1.2 亿个家庭，而 TARP 只有 7 千亿美元，所以，假如分给 1.2 亿个家庭，每个家庭得到的将会是不到 6 千美元。分给大家其实是无济于事的，因为救援的目标是要让大家信任金融系统，而不是分给大家区区 6 千美元。没有信任，机器运转不起来。假如大家不信任金融系统，政府就是向每户人家白送 6 千美元，我不知道对经济活动有没有好处。

TARP 已经被决定了，我不喜欢当事后诸葛亮。我的意思是，这就好像事后讨论假如海军少部署四艘军舰在珍珠港，那么珍珠港事件就会损失少一点一样。你知道，我们应该向前看。

Becky: 欢迎各位回来, 这是财经论坛的特别节目。我们在内布拉斯加州的内布拉斯加家具市场, 和沃伦·巴菲特在一起, 为您现场直播。我们收到了很多的问题, 巴菲特先生。我们希望能够询问你这些问题。第一个问题是, 来自乔治亚州罗斯威尔的格雷格·马丁询问, "我们怎样面对经济刺激计划带来的通胀呢, 你预期通胀将会有多剧烈呢?"

巴菲特: 很难说会有多剧烈。在今后几年, 政府和美联储将会努力去抵消通胀。不过, 我们现在做的事情将会导致很严重的通胀。在通胀期间, 最好的资产莫过于你的挣钱能力。任何增加你才能、增加你价值的投入, 都会增加你的购买力。如果你有擅长的本领, 不管通胀怎样, 都不会影响你: 比如你是美国职业棒球大联盟的球员或者是一位优秀的助手, 你的职业技能就是最好的资产。照我看来, 仅次于你挣钱能力的第二好的资产就是优秀的企业, 你可以自己拥有一家这样的企业, 也可以通过持有股票来拥有这样的企业。

Becky: 很好。来自佛罗里达州德尔雷比奇的亨德里克问道, "在国际投资者眼中, 美国的产品, 零售或各种货物, 现在是不是很便宜呢?" 他们想知道, 现在是不是美国搞出口的好时机。

巴菲特: 显然, 你希望出口增长。顺便说一下, 因为贸易收支数字和进口量掩盖, 所以大家没有注意到出口。在 1970 年美国的出口占到 GDP 的 5%。现在, 这个比例上升到大约 12%。我们生产了很多世界喜欢的东西, 很多很多。美国 GDP 是 14 万亿美元, 14 万亿美元的 12% 可不是小数目。我们的出口一直都很好, 出口保持得也很好。而且, 你知道, 我们也从其他国家进口。我们希望采取一些措施来鼓励进出口。就像我平时说的那样, 我们一直做得很好, 在过去十年里, 美国进口和消费都很狂热。

Becky: 对。来自路易斯安那的比尔写信来问, 他对新的税收政策有个问题, 他问道, "你和比尔·盖茨都很注重慈善捐款, 当然, 我知道你不是为了税收抵扣才去捐款的, 但是新的政策似乎对捐款没有那么多的税收抵扣了。" 你对此怎么看?

巴菲特: 我认为, 这个提案在某种程度上降低了税收抵扣的值。贷款利息抵税等等。我认为我们应该看完整的政策。假如, 慈善捐款只能抵扣 28% 的税而不是 36%..... 我不认为这会带来世界末日, 不认为这会改变慈善捐款的情况。我认为, 经济好坏才会影响慈善捐款。对慈善事业最好的事情, 莫过于让经济走上正轨。

就我所认识的人来说, 税收抵扣的量不是一个大因素。当然, 有些人是在利用税收抵扣等等优惠。我们有 50 亿美元的慈善捐款抵扣税金的结转, 我不会使用这些结转的。我的意思是: 假如你是支持慈善事业的, 那么慈善

捐款抵扣税金对你没有什么意义；假如你很在意从 35%或 36%变到 28%的慈善捐款抵扣税金，那么不管怎样，你都不会是对慈善捐钱很多的人。

Becky: 对。Joe，我知道你也有问题想问。

Joe: 虽然我们在同一条战线上，但是我们可以选择不同的问题。很多电子邮件 Becky 可能都看过了，实际上，不少观众都问这样的问题：巴菲特先生，在碳总量控制与交易制度方面，很多人认为它将有损整体经济。我知道你对康菲石油公司下了注，你买进了公共事业公司。你支持预算草案中的碳总量控制与交易制度，是不是真的？

巴菲特: 对。现在这项制度还没有被颁布，但是这是那天推出的预算草案中的一部分。碳排放法案生效后，有些人将会承受冲击。至于常规的公共事业企业，成本其实最终还是转嫁给顾客。

事实上，这将作为一项税收。因为，市场系统不能够适当地处罚那些虽然有损我们的未来，但短期看不出恶果的行为，所以，我们决定我们需要采取这个行动。不过，这项税收很可能是递减的，它根据公共事业企业具体在哪一州和转嫁给哪些顾客而定。假如对向大气层排放碳化物的行为收费，这个收费是由消费者扛的。这其实是一项税收。至于康菲石油公司，不会受到直接的影响，或者说石油行业都不会受到直接影响。至于公共事业企业，成本将会被转嫁给消费者。

Joe: 煤炭行业将会有点困难。你认为我们现在是不是不应该推出这个法案呢？

巴菲特: 我们应该在它对经济产生影响之后再评价，不过，我认为我们需要最先考虑的是怎样使经济走出困境。我认为，我们当前的首要工作、次要工作，再次要工作，都是拯救经济。Joe，我认为，我们也应该考虑到未来。我的意思是，假如市场系统正在产生在 100 年或 150 年后会深深改变世界的某种东西，我们最好还是采取一些措施来迫使市场系统改变这种做法。我们的中美能源的工作人员，他们是非常聪明的人，一般都不喜欢碳总量控制与交易制度，他们的理由比我充分多了。不管怎样，社会肯定要为此买单的。

Joe: 对。我认为你反对碳总量控制与交易制度。

Becky: 沃伦，有一封来自印度瓦萧的邮件，询问道，"查理 芒格说你是一台学习机器。你在 2008 年学到的最大的东西是什么呢？"

巴菲特: 我学到了什么呢？在 2008 年，我认为就是重新强调了极度杠杆化的危险，不管是对个人还是对社

会。在市场上涨的时候，使用杠杆很开心；假如在市场下降的时候，极度杠杆化会带来什么后果呢？对个人来说，可能就是某些人狂刷信用卡的悲剧，信用卡就是一种杠杆，这会影响婚姻和生活的一切。现在，整个经济或大部分经济都以某种方式杠杆化，当经济不得不去杠杆化的时候，就会产生社会危险。

我们应该从中吸取教训。假如你在交易的话，要记住，**在生活中有很多事情你不知道到底是太多还是太少。**我认为我们应该学到了一个教训，那就是**宁可失之谨慎，不可失之失败**。下一次，我们不应该像现在那样，允许个人或大型机构不受监督地使用杠杆。

Becky：沃伦，有很多人写信进来，询问你是不是担心我们吓跑了整整一代投资者。在目睹这一切之后，他们会不会害怕不敢再投资了呢？

巴菲特：在这场经济珍珠港事件之后，人们的消费行为和投资行为都发生了重大改变，毫无疑问，人们忘却这个危机需要很长时间。所以答案是，在一段时间里，大家将会把钱花在与以前不同的地方，投资到与以前不同的地方。最后，假如你有储蓄，你就会去投资。现在，假如你决定把钱投进实际上没有收益的政府发行的证券中，你其实是在损失购买力。我的意思是，你仍然得面对问题。我希望大家能够汲取教训。不过，毫无疑问，大家心里都有恐慌，恐慌会影响人们的行为一段时间。现在你就看到了。

Becky：你谈到了你希望奥巴马总统和国会怎么解决这个问题。你认为美国企业的 CEO 们应该怎么做？

巴菲特：我认为美国的企业，尽管抱怨税收，抱怨这个抱怨那个，其实企业的业绩有很大的操纵水分。这些伎俩已经触到 1990 年代的底部。我认为，自那时以后，企业的行为就有了一定改良。有一部分企业是聪明的；但是有一小部分企业疯狂地杠杆化，造成了现在的一切。

大型金融机构说“我们每年利润上升 X%，我们每个季度都同比上升”，这是不可能的。你知道，**假如真的要在报表上保持这样，那就得玩弄伎俩了，你就得创造 SIV 来绕过资本要求，你就会需要流动性看跌期权(liquidity put option)等等。你会涉入这些事情，通过玩弄伎俩来获得更好的数字。**你将会进行黑箱操作，就像 AIG，最后变成了黑洞，因为你可以从黑箱中拿出数字，在一段时间里，你可以不受惩罚。我认为，美国的企业在报表数字真实性上做得很糟糕，在 1990 年代最糟糕，我希望这些企业能够改正。

Becky：普通美国人呢？我们应该怎么做？

巴菲特：我想，基本上，**普通美国人应该竭尽全力不要负债。**我们已经戏剧性地改变了储蓄模式，是美国人

自己作出的改变：美国人不是因为总统或任何人的劝告而改变，只是因为吓坏了所以就开始储蓄。我认为，对大多数人来说，他们肯定能够避免背上信用卡债务。你知道，以 18%或 20%的利息借钱，连我都挣不到那么高利息的钱。我们有信用卡，我的意思是，美国大众需要信用卡，所以我们的家具店也发信用卡，你知道，很多店都这样做，但是不要乱刷卡。我们一直都是这样教育学生的。你不可能以 18%或 20%的利息借钱还能挣钱，至少我没这本事，我会破产的。所以，尽可能不要背债。当你看到房价下跌到合理价位，你找到喜欢的房子时，就买吧，但是不要超出自己的承受能力。不要让债务超出你的负担能力，避免过高的债务。

Becky：你说得很快，当你告诉我们处在经济珍珠港事件中的时候，你是比六个月前更加乐观还是更悲观了？

巴菲特：我对我们能否走出困境是持乐观态度的，政府做了需要做的事情，而且出手很快。我有一点悲观，但是我对长期情况不悲观。就算我们都失败了，美国将来照样会很好。

重要的是怎样发挥人的潜力，重要的是大家携手合作。我不喜欢党派之见，我理解国会和它肩负的责任，但是国会应该意识到局势和平时有所不同。总统也必须要做好他的本职工作。实际上，对于政府迅速的反应，我很欣慰，因为这某种程度上拯救了金融系统。不过，我对我们没能团结努力以及美国的公众没能理解发生了什么有点失望，这是我们需要努力的地方。我认为我们在沟通上还有些工作要做。

Becky：对。巴菲特先生，非常感谢你今天抽出时间参加节目。你给予了我们很多宝贵的意见。

巴菲特：谢谢。

Becky：我们很欣赏你的谈话。再次感谢，沃伦·巴菲特。这里是奥马哈，今天的 CNBC 报告节目到此结束。再见，Joe。

Joe：好。替我感谢巴菲特先生，感谢他抽出时间。谢谢你，Becky。再见。

巴菲特：CNBC 专访 2009

2009 年 7 月 9 日

巴菲特是奥巴马的坚定支持者，不但支持奥巴马采取的一系列宽松财政政策和货币政策，为了弥补政府巨额的财政赤字，巴菲特更向奥巴马建议对富人课以重税，这就是所谓的"巴菲特税"。2009 年 7 月 9 日巴菲特接受美国全国广播公司 CNBC 财经频道记者朱莉娅布斯汀(Julia Boorstin)的采访，对美国政府的第二轮"量化宽松"政策以及"巴菲特税"进行了详细分析，另外他对美国经济短期表示悲观而长期表示乐观。

Boorstin：沃伦·巴菲特，非常感谢你在太阳谷这里和我们谈话。首先我想就当下发生的事情问你一个问题。

我们得到了一些同店可比销售数据。好市多(Costco)的销售数据是下降的，尽管它收到了一些退税支票，我在想，你拥有大量的面对消费者的生意，你对消费经济是如何理解的？它确实和看上去的一样糟糕吗？

巴菲特：我想是的。我还没有看到你说的数据，不过我提前听说了这些数据，不是好市多的数据，它们会是非常难看的数据。父亲节期间，我不知道在那一天美国人是不是过的"反抗父亲节"，总之销售情况很糟糕。服装的销售情况是很差的。我们是在内衣行业。我们每天都在观察内衣的销售变化，却发现妻子不为他们的丈夫买内衣了。内衣销售现在依然非常疲软。

Boorstin：内衣的销售指标很糟糕啊。

巴菲特：是的，没错，内衣的销售量正在下降。

Boorstin：纵观你拥有的消费类企业，你感觉消费经济何时重回升势？

巴菲特：没有。当它重回升势的时候我才知道。我有非常非常及时的数据。所以当那种情况发生时，我就会知道。不过我在今天的数据中丝毫看不出明天将会发生什么。它告诉我的是现在它尚未重回升势。

Boorstin：全球经济衰退是今天对话的主要话题。我知道昨天在这个问题上召开了一次大型的专题讨论会。从我了解的情况来看，气氛非常郁闷。我听说会场气氛沉闷。我也听说会场气氛郁闷。那天专家们的情绪低落。你认同那种情绪吗？

巴菲特：哦，我想说的是我们小组正处于一个非常非常艰难的时期。我们一直处于这样的个时期——它始于去年 9 月份——确切说是去年 9 月中旬，金融界遭到了前所未有的打击，随后整个经济受到牵连。现在是艰难时期。但另一方面，这部"电影"将会有有一个圆满的结局。

Boorstin：圆满结局何时到来？

巴菲特：我不知道这部"电影"要演多久。我知道结局将是圆满的，但我不知道它的片长到底是 2 个小时还是 4 个小时。

Boorstin：噢，你说过经济刺激方案对经济好转作用不大。你认为这里的人们同意你的说法吗？

巴菲特：哦，我不知道人们是否同意我的说法，不过是的，我想他们也许大体上同意我的说法。但是经济刺激方案的作用从来都不是立竿见影的。人们希望它开始起点作用。总的说来，我认为这不是在批评政府，因为我相信经济刺激方案，我也许会相信另外一轮的经济刺激方案，也许人们过高地估计了它们迅速结束衰退的能力。

Boorstin：可是你提倡另外一轮的经济刺激方案，它们被高估了吗？

巴菲特：我认为它们有用，但我认为要是人们把它们看成灵丹妙药的话，那他们就错了。不过它们有用，确实有用。

Boorstin：你认为现在应该采取什么措施？你认为现在应该推出另外一轮经济刺激方案吗？

巴菲特：我认为也许应该推出。不过我不会指望奇迹会发生。

Boorstin：可是经济刺激方案中的 8000 亿美元才只花了一点点。现在对经济实施另外一轮刺激的做法有意义吗？换句话说，我们是否要等到那笔钱花掉再推出另外一轮经济刺激方案？

巴菲特：哦，我想是的。如果你实施另外一轮经济刺激方案，你花在特定选区圣诞树上的钱就得尽可能的少，你会努力尽快地把钱花出去。但是总统一开始就说了，我们尽量做完那些准备开工的项目。然后国会插了进来，我想这多多少少冲淡了它的作用。

Boorstin：那么，如果刺激方案是多重的刺激方案而不是一剂灵丹妙药的话，解决之道是什么？

巴菲特：没有好办法。我是说，导致这种困境的罪魁祸首是房地产泡沫。很多因素起到了推波助澜的作用，也有很多因素是从房地产泡沫中衍生出来的，诸如此类。我们一年就建了数百万套住房。我们一年就建了 130 万套住房，吃惊吧？我们一时间建了太多的住房。我们一天之内或一周之内或一月之内不能消化掉这么多住房。我们能做的最好的事情就是现在不要建一大片新住房。我是说，我们要尽快售出多余的存量住房。如果你想尽快地结束衰退的话，你就不要鼓励人们新建住房。这对房屋开发商来说是非常困难的，但对让房地产市场回到供求均衡的状态而言这可能为一剂良方。

Boorstin：那对利率来说意味着什么呢？

巴菲特：噢，你想要的是低利率。有更多买得起的房子意味着人们必须有工作，但是低利率对住房市场是一大福音，因为它意味着人们有资格拥有一套原来买不起的住房。但是我们依然拥有太多的房屋。唯一的解决方法

就是，或者我们组成更多的家庭，让所有 14 岁的孩子住在一起——他们也许喜欢这个主意，或者我们干脆炸掉一大片房子——我想没人喜欢这个主意，或者我们制造更多的房屋结构，这样我们就会把存量房卖光，从而我们的经济重现活力。

Boorstin：你曾支持奥巴马总统——

巴菲特：百分之一百地支持。

Boorstin：你对他入主白宫以来的表现和决策有什么看法？

巴菲特：他一直很优秀。我想非常重要的一点就是我们国家的人民有了一个他们信任的领导人，就像 1930 年代的情形一样。他们有充分的理由信任他。此外，他有非凡的沟通技巧，从而人们可以理解他在做什么、他为什么那么做以及可能的时间表是什么等。所以在白宫里的那个人就是我们想要的人。

Boorstin：但你觉得经济刺激方案还没做到位，那么你同意他处理金融危机的方式吗？

巴菲特：噢，是国会写的经济刺激法案。

Boorstin：你提到过你现在并不担心通货膨胀。你担心以后会出现通货膨胀问题。政府和美联储现在能够做些什么，以便最大限度地降低那种风险？

巴菲特：哦，现在他们正在下“猛药”。遗憾的是他们下的这种“药”会产生副作用，那就是通货膨胀，问题是通货膨胀有多严重以及有多极端？我们打算使用多种“药物”，我们可能在未来产生较为严重的通货膨胀。但让病人恢复健康总比坐在那里说“我担心药物的副作用，所以我们别管它了”要好吧。

Boorstin：油价在过去 6 周里一直在大幅下降。我想现在的油价大概是每桶 60 美元吧。这对经济形势有所帮助吗？

巴菲特：嗯，低油价一直有助于经济的发展。我是指，我们一天就从世界其他国家进口 1000 万桶的石油，这是加在我们身上的一个负担。为了换石油，我们提供给这些国家我们的产品和服务或者打借条。我们买的石油越便宜，我们的日子就会越好过。

Boorstin：你认为 1 年后的油价是多少？

巴菲特：如果我知道的话，我也不会告诉你的，可是我真不知道。

Boorstin：所以奥巴马总统最近在海外花了很多时间处理国际关系。很显然他手头上有很多问题要处理。油

价问题应该是他关注的焦点吧？

巴菲特：哦，很显然他那么做非常重要。摆在第一位的工作是经济，但这并不意味着你可以忽视外面的世界。再说他在世界其他地方很受欢迎，他应该利用这个优势。他应该和重要的国家建立比过去 8 年更为良好的关系。

Boorstin：那么你是否认为当前奥巴马面临的最大问题是美国的经济问题？

巴菲特：那当然了。我是说，假如你失业了，你最重要的任务就是找到另外一份工作并得到收入。在某种意义上说我们国家处于失业状态。所以让我们国家的经济恢复正常就显得非常重要。我们国家的经济会恢复正常的。政府在经济恢复正常的速度方面的影响力比很多人希望的要小。但政府是局内人，只不过它没有高招而已。尽管如此，经济会复原的。

Boorstin：医疗保健问题看上去似乎是经济面临的重大问题之一，也是我们讨论的一大话题。我知道今天这里有很多专家座谈会在讨论医疗保健问题。你认为这个问题有多严重？你认为医疗保健体系是一个严重问题吗？你认为如何解决这个问题？

巴菲特：这个嘛，我知道这个问题有多挠头，但是我不知道如何解决它。假如我知道解决方法的话，我会毫不犹豫地把它奉献出来。对于这个问题，有数不清的人和我一样并不了解，甚至比我了解得还少，但我拿不出任何办法。不过当医疗保健体系耗尽一切资源——无论是什么资源——的时候，它显然就是一个重大的问题，有人说它耗掉的费用在 GDP 中占的比重高达 17%。不过我们不能容忍医疗保健费用继续以比 GDP 增速还要快的速度积累。我们已经做了好长一段时间，但是我们需要一个解决方法，有更聪明的人比我更有资格提出解决方法。

Boorstin：民主党参议员们正在讨论的一个想法就是对收入超过 2 万美元的个人征收附加税。你对用附加税解决医疗保健费用问题的想法有何意见？

巴菲特：哦，我不会特别针对医疗保健来征收附加税，不过我认为总的来说相对于中产阶级和低收入人群富人交的税太少。我是说，特别是在过去 10 年里税法特别青睐于像我这样的人，而我们不需要照顾。这个国家里有很多人需要帮助。

Boorstin：那么针对未来的税种你有什么建议？

巴菲特：我会建议对像我这样的人课以重税，而对于那些今天早晨为我们送来早餐的人课以轻税。

Boorstin：那么分界线是什么？是 2 万美元吗？那样划分有道理吗？

巴菲特：我认为应该是你收入越高，你交的税就越多。可是我认为可笑的是我交的资本利得税比你们今天挣得的工资税还要少。

Boorstin：你觉得这里的其他人会对你的这种提法怎么想？

巴菲特：噢，你得问问他们。他们中的一些人会同意。不，他们中的很多人会同意。他们不喜欢这种想法。没人喜欢自己交的税增加。我不喜欢自己交的税增加。但是另一方面，我们收入为 2.3 万亿，差不多是这个数吧。我们可能花掉 4 万亿。我们必须在某些地方作出调整，我想最好在我们这些人身上，而不是今早伺候我早餐的那些人身上作出某种程度的调整。

Boorstin：要多久——你认为税负会在不久的将来上升吗？

巴菲特：我不知道不久的将来会不会上升，但是税负将会随着时间的流逝而上升，因为我们将要把支出从 4 万亿降到 2.3 万亿，我们的收入不会增加，除非我们——经济复苏将会有所帮助，可是我们需要在某个地方提高点税收。

Boorstin：那么我们回到医疗保健问题上来。说到税收，问题之一是我们是否该对雇主提供的医疗保健征税。这是人们辩论的一个大问题。你的想法是什么？

巴菲特：里面牵扯到很多利益交换，它将不会是一个完美的法案。没人能够设计一个完美的法案。所以，你真的不能只看其中的一面，而不看其中的另外一面。所以在这个问题上我没有魔术般的答案。

Boorstin：我们经常听到的另外一件事是，医疗行业已经同意大幅度地降低费用。我们已经看到医药行业同意大幅度地降价。两个行业加在一起，减少的费用在数亿美元。他们的这种妥协对于未来找到医疗保健问题的解决方法有多大作用？

巴菲特：哦，它们将会是重要的一环。但问题是一年花在医疗保健上面的费用超过了 2 万亿美元，这就是我们面临的处境。这意味着 2 万亿美元流入了一些人的腰包，无论他们是医生、护士、医院还是医药公司，不一而足。每个人都将会盯着那个法案说："我得的是多了还是少了？"

它就像一项税法的变动。税法中的每一行后面都有一个选区。所以，医疗支出中的每一美元后面都有一个选区，最终它是一件非常难办的事。领导者为了让人们得到福利而费尽心机斗智斗勇。

但它是一个必须要解决的问题。

Boorstin：现在除了医疗保健问题之外，今年的数字媒体和媒体发行以及媒体货币化都一直是这里对话的重大话题。去年我们讨论了 kindle 电子书，你非常喜欢自己的 kindle 电子书。你认为今年的重大话题会是什么？

巴菲特：哦，我在这里就是他们延伸服务对象的一员。在这个问题上我是个乡村野夫。所以他们拿来各种玩意让我试用，假如他们的产品在我这里通过了测试，那么任何一个 3 岁小孩都可以用了。在这个问题上你问错了人。

Boorstin：他们今年有没有找你试用过什么东西？

巴菲特：人们总是试图找我使用他们的产品。正如我说的那样，我是最后一个使用固定电话和阅读报纸以及做这类事情的人。

Boorstin：你尝试上过 Twitter 吗？

巴菲特：我没有上过 Twitter，不过我见到了 Twitter 的一位创始人，他是来自内布拉斯加州一座小镇的克拉克，他在内布拉斯加大学读了几年。所以 Twitter 不可能坏到哪里去的。

Boorstin：它不可能坏到哪里去。现在问你一个问题，自从我们听很多人说在网上看电视这回事之后，你在网上看过电视吗？

巴菲特：我没在网上看过电视，不过我经常上网。经常。

Boorstin：那么你在这里和媒体界的 CEO 们谈话，和来自很多行业的 CEO 们谈话，有可口可乐的 CEO，有美国运通的 CEO，他们都来到了这里，你觉得他们对经济状态的感受是什么？

巴菲特：噢，他们的感受和我一样。他们可能会说经济下滑趋势已经停止了，他们中的多数人站在他们自己行业的角度都会这么说，但经济一直没有反弹。那并不意味着经济不会进一步下探。它并不意味着反弹不会从明天开始。但是他们在自己行业里看到的是大幅下降之后的一条水平线。

Boorstin：你有没有从这些 CEO 嘴里听到什么让你吃惊的事情？

巴菲特：没有，我根本不会说出来的。他们和我的看法一个样。我们来自大约 70 个企业，我和那些公司的每个 CEO 都认识，所以在来这里之前我和其中的多数人谈过话。

Boorstin：那么我必须问你一个问题，我知道你和勒布朗·詹姆斯是朋友。我知道他是你的铁杆粉丝。昨天我

和他聊天的时候，他说他愿意和这里的任何一位感兴趣的 CEO 进行一场即兴篮球赛。你打算和勒布朗·詹姆斯打一场即兴篮球赛吗？

巴菲特：我已经打过了。几年前我和他玩过篮球了。我们打了几个小时，也许我甚至把那场比赛的比分告诉你——

Boorstin：谁赢了？

巴菲特：哦，我会和他比赛他想比的任何项目，只要我得分就行。不过我不会提前告诉他我的得分方法的。

Boorstin：那么这里没有安排比赛了？

巴菲特：我们计划打高尔夫球，不打篮球。

Boorstin：他是一名好的高尔夫球手吗？

巴菲特：他告诉我他从来没打过高尔夫。我打高尔夫打了 65 年，如果你想赌我们俩谁赢的话，赌他赢吧。不过，他有一套很特别的球杆。耐克公司的菲尔·奈特给了他这套特别的球杆，所以谁知道他的球杆长什么样呢。

Boorstin：也许他将会成为一名专家呢。好了，非常感谢你和我们谈话。我真的很感谢。

巴菲特：我也很高兴。谢谢。



2011 年 2 月 15 日，巴菲特在白宫获得总统自由勋章
奥巴马总统称赞他证明了：正直不仅仅是一种好品质，它对商业也很有帮助。

巴菲特：美元效应 2009

2009 年 8 月 18 日

在自然界中，每一个行为都会产生各自后果，这种现象被称为蝴蝶效应。而且，这些后果并不一定成正比。

例如，如果我们向大气中排放的二氧化碳增加一倍，那么随之而来的社会问题可能会增加一倍还多。意识到这一点，全世界理应都为温室气体排放而担忧。

蝴蝶效应还延伸到了金融领域。在这里，美国正在向我们的经济注入一种潜在的破坏性物质，"美元放水"。

当然，我们这样做是有原因的，我对此大加赞赏。去年秋天，我们的金融体系濒临崩溃，有可能引发经济大萧条。这场危机要求我们的政府表现出智慧、勇气和果断。幸运的是，美联储以及布什和奥巴马政府的主要经济官员，都对这一需求做出了出色的反应。

当然，他们犯了错误。当我们经济结构中，本应坚不可摧的支柱在他们身边摇摇欲坠时，他们怎么可能不犯错呢？不过，由于大量联邦资金在拯救过程中发挥了至关重要的作用，经济崩溃得以避免。

美国经济现已走出急诊室，似乎正在缓慢复苏。但是，巨大剂量的货币药物仍在继续使用，不久之后，我们将需要应对货币放水的副作用。就目前而言，这些副作用大多是隐形的，而且可能会潜伏很长一段时间。尽管如此，它们的威胁可能与金融危机本身造成的威胁一样不祥。

要理解这种威胁，我们需要从历史的角度上，审视我们现在所处的位置。如果撇开 1942-1946 年受战争的影响不谈，美国自 1920 年以来最大的年度赤字是 GDP 的 6%。但在本财年，赤字将上升到约占 GDP 的 13%，是非战时记录的两倍多。以美元计算，相当于惊人的 1.8 万亿美元。在财政方面，我们正处于未知领域。

由于巨额赤字，我国的"净债务"(即公开持有的数额)如雨后春笋般增长。在本财年，净债务将每月增加一个百分点以上，从占 GDP 的 41%攀升至约 56%。诚然，日本和意大利等其他国家的净债务占国内生产总值的比例要高得多，没有人知道美国的净债务占 GDP 的比例达到哪个精确水平，才会失去其金融诚信的声誉。但再过几年，我们就会知道了。

增加联邦债务的资金来源有三种：向外国人借贷、向本国公民借贷，或者通过迂回的方式印钞。让我们来看看各自以及组合的前景。

首先是经常账户赤字，也就是我们向世界其他国家强行输入的美元，它们将必须用于投资，其规模今年将达到 4000 亿美元左右。假设在一个相对温和的情况下，所有这些资金的接受方(以中国为首)，都将被引导投资美

债。别忘了，这种投资国债的方式并不可靠：一些国家可能会决定购买美国股票、房地产或收购整个公司，这比投资美元债券更有意义。这方面的传言最近越来越多。

再看方案的第二个要素：向本国公民借贷。假设美国人储蓄了 5000 亿美元，远高于他们最近的储蓄水平，但也许与不断变化的国民情绪相一致。最后，假设这些公民选择将其所有储蓄投入美国国债(部分通过银行等中介机构)。即使有了这些英勇的假设，财政部也不得不再筹集 9000 亿美元来为其发行的 1.8 万亿美元债务的剩余部分提供资金。华盛顿的印钞机将需要加班工作。

要减缓这些变化，需要非凡的政治意愿。目前，政府支出占财政收入的 185%，因此需要对税收和支出进行真正的重大改革。经济复苏也无法弥补这样的差距。

立法者会正确地认识到，无论是提高税收还是削减开支，都会威胁到他们的连任。为了避免这种命运，他们会选择提高通胀水平，而高通胀率从来不需要记录在案的投票，也不能归咎于任何民选官员采取的具体行动。

事实上，凯恩斯(John Maynard Keynes)很早以前就制定了在这种经济灾难中政治生存的路线图："通过持续的通货膨胀过程，政府可以秘密地、不被察觉地没收其公民财富的重要组成部分....。这个过程调动了经济规律中所有潜在的破坏力量，而且以被发现的概率低于百万分之一的方式进行的"。

我想强调的是，债务的增加与收入或资产的增加成正比，这并没有什么邪恶或破坏性。随着个人、公司和国家资源的增长，每个国家都可以承受更多的债务。到目前为止，美国仍然是世界上最繁荣的国家，它的债务承受能力在未来也会像过去一样增长。

但有位智者说过："我只想知道我将死在哪里，所以我永远不会去那里。"我们不希望我们的国家演变成凯恩斯所描述的香蕉共和国经济。

我们的当务之急是让我们的国家重新站立起来并蓬勃发展，"不惜一切代价"仍然是有意义的。然而，一旦实现复苏，国会必须停止债务/GDP 比值的上升，并使我们的债务增长与资源增长保持一致。

不加控制的碳排放很可能导致冰山融化。不加控制的美元放水必将导致货币购买力的下降。

美元的命运掌握在国会手中。

巴菲特：收购 BNSF 铁路

2009 年 11 月 13 日

伯克希尔哈撒韦公司董事长兼 CEO 沃伦·巴菲特，就全球和美国经济的复苏，以及伯克希尔以 260 亿美元收购 BNSF 伯灵顿北方圣达菲铁路公司一事展开讨论。

<https://charlirose.com/videos/22046>

查理·罗斯：欢迎沃伦·巴菲特来到了节目现场。众所周知，他或许是全球最受尊敬的投资者。他同时也是伯克希尔·哈撒韦公司的董事长兼 CEO，多次参与我们的节目。我上次与他交谈是在一年多以前，正值大萧条以来最严重的经济危机高峰期。当时他表示，美国遭受了一场经济“珍珠港事件”。但自那以后，情况发生了很大变化，今天他来到这里，为我们讲述他对全球和美国经济复苏的看法。他所在的公司也体现了近几个月来取得的进展。上周，伯克希尔达成了一项 260 亿美元的交易，全额收购 BNSF 伯灵顿北方圣达菲铁路公司，这是该公司历史上规模最大的一笔收购。他称这笔交易是对美国经济的一次全力押注。

他来到纽约是为了参加昨天在哥伦比亚大学与比尔·盖茨共同举办的市政厅活动。他还特意多在纽约停留了一晚，我很高兴我的好朋友再次来到节目现场。欢迎你，沃伦·巴菲特。

巴菲特：谢谢你，查理。很高兴来到这里。

罗斯：很高兴见到你。从 2008 年年中到 2009 年年中，这无疑是不可思议的一年。

巴菲特：不可思议的一年。我希望这辈子就经历这一次。

罗斯：是啊。和我讲讲你眼中的这一年吧。

巴菲特：这一年，对美国来说真的是非同寻常。我们比我经历过的任何时候都更接近金融崩溃，在某些方面，甚至可能比大萧条时期还要恐慌，因为危机来得如此迅速和出乎意料。整个国家都在去杠杆化，企业和个人都是如此。幸运的是，政府采取了应对措施。上次我们交谈时，还不确定国会是否会做出正确回应。不过他们最终还是行动了，我也一直相信他们最终会这么做。毕竟，当事情对国家至关重要时，他们会团结一致。而且华盛顿有合适的人在负责。要是换一群人，像被车灯照到的鹿一样惊慌失措，那美国可就惨了。

罗斯：所以，当时保尔森、伯南克和盖特纳是正确人选，要是其他人掌权，后果不堪设想。

巴菲特：我就不点名我能想到其他人选，但换作他们，我们可能已经深陷深渊，而不只是身处边缘。

罗斯：在那段时期，你投资了通用电气、高盛。但你这次收购可是下了大注。

巴菲特：嗯，这笔投资可能耗尽了我們大部分资金。(笑声)

罗斯：你说过，为了这笔投资，你倾尽全力。为什么要这么做？

巴菲特：我认为这是一个收购一家能够存续 100 年甚至 200 年企业的机会。这家企业与美国经济紧密相连，只要美国经济繁荣，它就能繁荣发展。铁路运输是美国国内运输货物最高效的方式，也是最环保的方式，这两点都非常重要。但最重要的是，美国经济会发展得很好。毕竟，我们没法把铁路搬到中国或印度去，他们也还没找到办法这么做。就像 Frank Sinatra 唱的那首关于纽约的歌里唱的：在这里能成功，在哪里也都能成功。这条铁路每加仑柴油能运输 1 吨货物 470 英里。一列火车能替代 280 辆公路卡车。与卡车运输相比，它向大气中排放的污染物要少得多。就整个铁路行业而言，它承担了 40% 的货物运输量。

罗斯：像休斯敦这样的新入境港口，通过巴拿马运河运来了大量货物.....

巴菲特：哦，那是肯定的。美国人口会越来越多，人们对商品的需求也会不断增加。当然，偶尔也会遇到不景气的年份。在未来 100 年里，可能会有 15 个不景气的年份，虽然我不知道它们会在什么时候出现，但我知道铁路对这个国家至关重要。

罗斯：你给查理·芒格打电话说考虑这笔投资时，他是马上表示赞同，还是提出了其他意见？

巴菲特：如果查理马上说“干得好，沃伦”，我肯定觉得打错电话了。那肯定不是他会说的话。这种话可能会是我妻子或者其他人说的。而查理只是低声嘟囔了几句，对他来说，这就已经是很大的认可了。

罗斯：但据说，他也指出，这是一个受监管的行业。这是一个资本密集型行业。还是工会化的行业。

巴菲特：没错。资本密集度非常高。你得不断投入资金。在这个行业，你每天都得投入资金，要花大量的钱来维修铁轨、增加机车车辆等等。所以它资本非常密集，而且受到政府监管，未来也会继续如此。

我认为铁路提供的服务在很多方面都非常重要。尽可能地通过铁路运输货物是正确的选择。而且，与使用卡车相比，铁路运输在应对全球变暖方面要更具优势。所以铁路行业会一直存在。但如果我们在追加的资本投入上能获得合理回报，因为铁路确实需要追加投资，那我们就认为追加投入没有问题。

罗斯：合理的回报就够了吗？

巴菲特：合理的回报就够了，查理。50 年前，我追求的是超高回报，但现在我知道那不太现实。我们每年有 80-100 亿美元的资金用于投资。我们还涉足公用事业领域，道理是一样的。当我们建设发电设施或类似项目时，不能期望获得超高回报。我们建设的是对社会至关重要的项目，人们需要我们的服务。比如，在电力供应方面，

人们别无选择，在铁路运输方面有时也是如此。我们应该获得合理的回报，足以鼓励我们继续投入资金，但我们也没资格要求超高回报。

罗斯：你们运输煤炭吗？

巴菲特：从运输吨位来看，煤炭运输量很大。

罗斯：如果我们真的逐渐减少对煤炭的依赖，这会是个大问题吗？

巴菲特：随着时间推移，我们确实会逐渐减少对煤炭的依赖。目前，40%的电力来自煤炭，我们不可能下周、下个月或者明年就改变这一现状，但我们会逐步减少对煤炭的使用，也应该这么做。

罗斯：你们可以增加其他运输货物，情况会有所变化.....

巴菲特：未来会有更多的谷物需要运输，还有各种化学品之类的物资。10 年、20 年或者 30 年后，美国国内的货物运输量会比现在更多。

罗斯：你一直强调“护城河”的概念，没人愿意涉足铁路行业，这是不是让你很满意？

巴菲特：如果有人想复制 BNSF 铁路公司，可能需要投入 1000 亿美元左右。

罗斯：那可能得花 1000 亿年。(笑声)

巴菲特：那他们可真是太有“勇气”了。(笑声)

罗斯：如今的铁路也实现了现代化，对吧？

巴菲特：变化巨大。就拿 BNSF 铁路公司来说，他们现在用更少的人力、更少的燃料，运输了更多的货物。多年来，铁路运输效率大幅提高。二战后，铁路行业曾雇佣了 150 万人，如今美国铁路行业的从业人员不到 20 万，但运输的货物却多得多。所以铁路运输效率确实提高了很多。你看那些有 130 节车厢的双层列车.....

罗斯：你的投资组合里还有其他铁路公司的股票。你打算卖掉它们吗？

巴菲特：是的，我已经卖掉了。这么做是为了促成这次收购交易。我认为这些股票是不错的投资，但如果没有这次收购，我会继续持有。

罗斯：展望未来，有人认为，这次收购符合你现在的投资理念——抛售现金，买入资产。因为我们不知道美元会发生什么变化。

巴菲特：现金一直都不是好的投资选择。去年人们说“现金为王”的时候，我就觉得很荒谬。现金不会产生任何

收益，而且随着时间推移肯定会贬值。当然，你得确保手头有足够的现金，这就像氧气一样，得保证它的存在，但也没必要持有过多。我们公司会一直持有足够的现金。但只要我们有多余的现金，我就会觉得不满意。

我宁愿持有优质企业，也不愿持有现金。在过去一年左右的时间里，我们有了投资的机会。一开始我们有 400 多亿美元现金，现在大概还剩 200 亿美元，期间还有一些收益。所以，我们已经投入了大量现金，我很满意这样的做法。比起现金，我更愿意持有优质企业。

罗斯：这是对冲美元风险的一种方式吗？

巴菲特：可以说所有资产都能对冲美元风险。但我们只知道，10 年、20 年、30 年后，美元的价值会降低。我说的是“价值降低”(购买力)，并不是“一文不值”。(笑声)你得注意这一点。几乎所有货币都是如此，问题在于贬值的幅度。现金可不是保值的好选择.....

罗斯：为什么美元会贬值呢？

巴菲特：因为随着商品流通量的增加，我们会印发更多的美元。比如说，如果现在给每个美国家庭发 100 万美元现金，除了那些投资美元计价资产的人，其他人都会很高兴。你懂的.....

罗斯：确实，我明白了。

巴菲特：长期来看，美国不会出现通货紧缩，或者说几乎不会出现通货紧缩。

罗斯：在我们以往的所有对话中，我从没想过有一天会和你坐在一起讨论伯克希尔 B 股 50 比 1 拆分的事情。这肯定不是个容易的决定，对吧？

巴菲特：我觉得自己那晚像是做了脑叶切除术，完全昏了头才做了这个决定。这对我来说并不寻常，但为了让 BNSF 铁路公司的小股东和大股东获得相同的交易条件，这是必要的。

罗斯：没错，确实如此。这会令你们公司符合标准普尔指数的纳入条件吗？

巴菲特：从长远来看，这可能会让我们更有可能被纳入该指数。这对标准普尔来说更容易操作，因为我们是目前尚未被纳入该指数的最大公司，我猜他们会考虑将我们纳入。

罗斯：你希望被纳入吗？

巴菲特：我当然不介意。但这也不是我圣诞节的愿望清单上的头等大事。

罗斯：不是你最渴望的事情。

巴菲特：不是。最重要的是公司的价值。如果我们提升了公司价值，股票自然会有好的表现。

罗斯：没错。当你看待铁路行业时，它有一种独特的魅力。我记得你家阁楼里有一个铁路模型，是吗？

巴菲特：现在还有。我还留着呢。希望不会因为反垄断的原因让我卖掉它。(笑声)

罗斯：看看这段 BNSF 铁路运行的录像。

巴菲特：我的心跳都加速了。要是再有 Grace Kelly 或 Marilyn Monroe，我可能会出更高的价钱。(笑声)

罗斯：J.P.摩根也曾涉足铁路行业，对吧？

巴菲特：是的，事实上，他们围绕北太平洋铁路公司还发生过一场激烈的争斗，那是 BNSF 铁路公司的前身之一。当时有两派势力，摩根站在其中一方。他在铁路行业涉足很深。

罗斯：昨晚在哥伦比亚大学，你说经济恐慌已经结束。你认为我们现在处于什么阶段？

巴菲特：是的已经结束。我可以告诉你我们现在的情况，但未来会怎样，我可说不准。我们旗下有 70 多家企业，所以我了解很多情况。经济恐慌确实已经结束。

现在资金在流动，虽然我们还处于经济衰退期，对资金的需求没那么大，而且资金也不会像几年前那样流向那些不靠谱的项目，但现在资金是充足的。恐慌情绪已经消散，信用违约利差大幅下降。但去年秋天蔓延到实体经济的恐慌，给美国民众的心理留下了深深的创伤。去年秋天，他们的消费习惯和对未来的规划发生了巨大改变，而且这种改变至今没有恢复。我们公司旗下的业务已经触底，但几乎没有回升的迹象，目前基本处于筑底状态。不过，查理，经济肯定会复苏的，我想强调这一点。只是到目前为止，还没有太大变化。

罗斯：你能预测经济复苏的时间吗？

巴菲特：很难说。我一直在观察，经济肯定会复苏。人们不再恐慌，但他们的行为和一年前相比很大不同。

罗斯：人们开始增加储蓄，减少风险投资，理财规划也更加合理。

巴菲特：他们减少了风险投资，更多人开始担忧未来。他们看到了一些原本认为不可能发生的事情。

罗斯：你一直认为，美国是一个过度消费的社会，储蓄率太低。现在我们会转变为一个储蓄型社会吗？

巴菲特：有可能，我们可能会变成储蓄型社会。但政府的借贷需求很大，即使有大量外资流入，国内仍需大量借贷。

罗斯：那么消费需求从何而来呢？

巴菲特：最终还是会恢复的。我们的经济体系仍然有效。去年我们把美国经济比作心脏病突发倒在地上的运动员，我们还没出院，但肯定会康复出院的。美国之所以强大的那些因素并没有消失，随着时间推移，它们会再次发挥作用。但如果房屋供应过剩，那就需要时间来消化。如果商业房地产市场存在问题，比如人们过度借贷，以过低的资本化率买入房产，这些问题都需要时间来解决。不过，过去我们也遇到过类似情况，19 世纪 20 世纪都有，每次我们都能更加强劲地复苏。

罗斯：商业房地产市场现在确实陷入困境。

巴菲特：一团糟。

罗斯：你还涉足了内衣、冰淇淋行业，还投资了公用事业领域。电力需求也出现了下降，是吗？

巴菲特：这很惊人。在爱荷华州、中西部地区，还有太平洋西北地区和山区各州，工业用电需求大幅下降在意料之中，但如果排除天气因素，居民用电需求也下降了。这是自二战以来从未有过的情况。倒不是说居民用电量下降了 20%之类的，但这种情况和二战后的任何时期都截然不同。

罗斯：这场危机之后，会不会出现这样的情况：除了美国经济，其他国家要承担并创造对美国产品的需求？

巴菲特：不会，美国经济会复苏的。虽然不会马上实现，而且也不会和以前完全一样。但最终，美国人民的创新能力、对繁荣的渴望和追求新想法的热情都没有改变。新的企业会不断涌现，现有企业也会不断扩张。只是短期内不会有太大变化。

罗斯：你曾说过，我们可能需要更多“药方”。是指更多的经济刺激措施吗？还是别的什么？

巴菲特：我们已经采取了很多刺激措施，这些措施也带来了不少副作用。

罗斯：没错。一会儿我们再详细谈谈这个。

巴菲特：没错，但经济刺激计划并没有完美实施。毕竟，没有什么事情是完美的，我也不该过分批评。

罗斯：为什么不能批评呢？我们不就是从批评中吸取教训吗？

巴菲特：哦，也对。但总的来说，只要能解决问题，我觉得就没必要对具体措施过分挑剔。不过，刺激计划中本应包含更多基础设施建设项目，而不是像现在这样，添加了很多非必要的项目，就像把半片伟哥和糖果混在一起。不如去掉糖果，直接服用一整片伟哥。（笑声）

罗斯：但你认为我们还需要新的经济刺激计划吗？因为之前的计划存在缺陷。

巴菲特：我觉得可以先观望一下。等假期到来，我们就能看出一些端倪。就目前我所看到的情况，我觉得这个假期的消费不会太火爆，但一个月后我们就知道结果了。

罗斯：这是投资的最佳时机吗？

巴菲特：绝对是。

罗斯：对美国公司以及其他所有方面来说都是如此吗？

巴菲特：所有方面。回顾过去几百年，我们能取得如今的成就，并非因为我们变得更聪明或工作更努力，而是**因为我们找到了释放人类潜能的方法**。是什么起到了作用呢？**法治、市场体系、机会平等都发挥了作用**。这些仍然是美国体系的基本组成部分。事实上，如今的美国体系比几百年前更好，因为在 19 世纪修正案通过之前，美国有一半的人才无法充分发挥才能。所以我们拥有一个很棒的体系。

罗斯：但现在的情况是，世界其他国家，尤其是中国、印度等国家发展迅速，潜力巨大，而且发展速度比我们快。

巴菲特：这也很棒啊。

罗斯：很棒？这意味着蛋糕更大了？

巴菲特：当然。**世界不是零和博弈**。如果让我们选择，是成为一个 65 亿人中有大多数都在挣扎，只有我们繁荣的孤岛，还是和其他国家一起繁荣，后者显然是更好的选择，尤其是在核时代。你不会希望数十亿拥有核能力的人嫉妒你，觉得你独占了世界上所有的好处。所以，与中国相比，我们的增长速度会慢很多，但他们的起点要低得多。

罗斯：但在 21 世纪中叶的某个时候，他们的经济规模可能会超过我们。你不这么认为吗？

巴菲特：那还需要很长时间。从人均角度来看，他们要超过我们还有很长的路要走.....

罗斯：我不是说人均，而是总体经济规模的增长。他们的 GDP 增长规模会超过我们。

巴菲特：这倒是真的。他们的人口是我们的四倍，所以他们的总体经济规模必然会超过我们。他们的增长速度会比我们快，但他们的起点低很多。打个比方，我今天在街上遇到一个人，他的净资产增长百分比可能比我快，但如果我的起点足够高，他要赶上我还需要一段时间。

罗斯：哦，确实。中国的情况也有所不同。你投资了一家中国的汽车和电池公司，这家公司的创始人是一位

43 岁的企业家王传福，无论他来自哪里，都会让人钦佩。他的身上还有点你的影子。

巴菲特：嗯，没错。不过他会说中文，我可不会。他很可能会做出了不起的成就。

罗斯：他现在是**中国首富**。

巴菲特：没错。但我认为如果他取得非凡成就，对美国也有好处。比如说，如果他研发出更好的电池技术，相信我，我们也能用上。

罗斯：好的，但有一个问题。过去，美国在技术领域一直处于前沿，你的好朋友比尔·盖茨就是很好的证明。但中国是否正在发展相关能力呢？比亚迪将引领电池技术发展。还有人说中国将在太阳能技术领域占据领先地位。还有其他方面，中国做得更多。我们是否要面对这个残酷的现实呢？

巴菲特：这个嘛，我们也不确定.....其实，让全世界的人才都致力于电池技术或其他领域的研究是好事。我是说，如果能借助更多人的力量来解决我们的问题，我举双手赞成。如果我们率先取得突破，他们效仿我们，没问题。如果他们先取得成果，我们借鉴他们，也没问题。毕竟，他们不可能垄断技术，不让我们知晓。

所以，**我当然希望美国在所有领域都领先，但如果中国或印度有人研发出能帮助美国解决问题的技术，我也不觉得这有什么不好。我们能获得这些技术。**

罗斯：很可能世界正在觉醒。我今天看到俄罗斯梅德韦杰夫总统向民众发出了严厉的信息，他说我们不能仅仅依赖石油和能源出口，必须开始思考如何进行全面的结构调整，这听起来和美国人谈论当今经济现实的口吻很像.....

巴菲特：是的。他这么说是因为这太明显了。他们过去过于依赖石油。但好在，我们并没有垄断市场体系。市场体系也可以在其他地方存在。这会促使人们致力于研发他人需要的东西。这可比中央计划经济好多了。

罗斯：看看当下，考虑到就业现实，我们有能力创造足够的就业机会吗？还是说我们不得不接受一个前所未有的高失业率？

巴菲特：我们能创造新的就业机会。我们经历过各种艰难的失业周期，1980 年代初可能是最艰难的时期。当时的情况看起来比现在严峻，当然不是在金融领域。1981-1982 年，失业率高达 10%，沃尔克对经济采取了强硬措施，人们担心德国和日本会生产所有产品，美国该何去何从。但从那以后，我们创造了数以百万计的就业机会。想想看，当年保罗·艾伦和比尔·盖茨在阿尔伯克基凌晨两点吃披萨喝可乐写代码的时候，谁能想到他们会成为

美国未来的重要力量呢？现在也一样，几年前，谁能想到谷歌的创始人在做的事情会有如此大的影响力呢？

我们无法预测未来会怎样。昨晚我在哥伦比亚大学的教室里和 1000 人交流。如果回到 1790 年，我对同样的 1000 人发表这样的鼓舞讲话，他们离开后回到农场，可能会说，讲得不错，但我们到底该怎么办呢？如果农具改进了，反而会导致失业。他们当时不会想到汽车、飞机和电力的出现。我无法告诉你未来会创造什么样的就业机会，但我能肯定，新的就业机会一定会出现。

罗斯：你也明确表示过，在这次以及其他谈话中，你认为在危机时刻我们不得不投入大量资金，但这可能会带来一个和危机本身一样棘手的问题。

巴菲特：当你以史无前例的剂量使用传统的经济手段，甚至像去年秋天那样发明一些新的手段时，就会产生副作用和后续影响。而且，这些影响在某种程度上可能与措施的极端程度成正比。所以，如果我们继续像现在这样维持巨额财政赤字，长期来看必然会带来很多问题。

罗斯：2009 年的财政赤字达到 1.4 万亿美元。这些都是实实在在的数字。

巴菲特：是的，数额巨大.....对我来说也是如此。"万亿"这个数字确实很惊人。这会带来后果。而且我们并没有 1.4 万亿美元的储蓄来填补这个赤字。二战期间，我们也面临巨额赤字，相对于当时的国内生产总值，那是为了打仗。战后甚至在战争期间都出现了通货膨胀。

罗斯：所以，由于投入的资金量巨大，通货膨胀是不可避免的吗？

巴菲特：接下来的问题基本上取决于国会。从长远来看，国会决定着美元的价值。如果他们采取的政策导致我们过度印钞、货币化债务等等，美元就会大幅贬值。

罗斯：那么国会应该怎么做呢？

巴菲特：一旦经济恢复增长.....随着经济衰退结束，人们的收入会增加，所以他们现在就应该提高税收，但他们还必须缩小财政支出缺口。

罗斯：他们必须增加财政收入。控制财政支出比增加财政收入更难，不是吗？你认为削减支出和增加收入，哪个更容易？

巴菲特：是的。他们必须二者选其一，因为这两者之间的差距，占国内生产总值的比例，除了战争时期，比以往任何时候都要大。

罗斯：现在这个比例是多少，10%吗？

巴菲特：没错，刚好超过10%，这个差距非常大。

罗斯：可接受的比例是多少呢？6%？里根时期是6%。

巴菲特：如果财政收支缺口保持在2-2.5%左右，同时经济保持正常增长，那么债务占GDP的比例就不会上升。随着时间推移，国家会更富裕，生产能力也会增强等等。所以我们可以承受一定的债务，但债务规模应该与国家的财富和收入成一定比例。**长期来看，我们可以承受2%左右的财政收支缺口，这样债务就不会成比例增长。**目前，净未偿债务约占GDP的55%，这个比例目前来说还没问题。但不能让它持续上升。一旦失去控制，债务利息会不断累积等等。当然，在经济好的年份，如果平均财政收支缺口目标是2%，那就不能把2%作为底线，因为遇到像今年这样财政收支缺口达到10%的年份，平均水平就会被大幅拉高。

罗斯：经常有人问这个问题：如果赤字、债务不断增加，美元持续贬值，会不会有一天，持有美国债务的人不再愿意购买美国国债，从而引发危机呢？

巴菲特：从某种意义上说，世界其他国家也没什么选择。如果美国的经常账户赤字是400亿美元，这意味着我们给了世界其他国家400亿美元。他们必须用这些钱买些东西，而且无论如何都得用美元购买。比如说，他们用这些美元购买美国国债，之后又决定卖掉国债去买股票，卖掉国债后他们得到的还是美元。他们可以在不同资产之间选择，但实际上无法选择不投资美国。

罗斯：但他们可以选择去其他地方进行新的投资，不是吗？

巴菲特：实际上，如果美国的赤字是400亿美元，世界其他国家就会得到价值400亿美元的美国各种“欠条”。现在，有人说中国会购买法国的资产，如果他们把这些钱投资到法国，那么法国就得到了这些美元。要减少这种情况，最终还是要消除经常账户赤字。但如果美国的赤字高达1.4万亿美元，即使实际上向世界其他国家输出了400亿美元的“欠条”，仍有1万亿美元的缺口。而且国内的储蓄者无法填补这1万亿美元的缺口。所以，我们目前的做法从长期来看是不可持续的。

确实，如果美国不断向世界输出债务，而人们又看到美国的财政政策有些失控，他们对美国债务的兴趣就会越来越低。到那时，就会出现两种情况：要么不断提高利率来滚动偿还债务，要么疯狂印钞来货币化债务。美联储可以购买国债并发行货币，但这样一来，货币就会贬值。

罗斯：如果我们不尽快采取有力措施，你刚才描述的情况会成为现实吗？

巴菲特：很快就会面临这种情况。但我们还是希望经济能够复苏。我们得先扑灭大火，但我们不能只是盲目地泼水。我们得知道火什么时候灭了。

罗斯：是的，但我们怎么知道呢？这是我的问题。

巴菲特：嗯，失业率最终会见顶回落。当经济真正开始复苏时，我们就会知道。

罗斯：有什么迹象能表明经济开始复苏呢？

巴菲特：零售额、汽车销量会上升，住房建设也会回暖。会有很多经济指标反映出来，只是这些指标可能会有一定滞后性，被人们注意到的时候会晚一些。但我们肯定会知道的。我们无法预知经济何时好转，但三四月后，我们就能确定经济已经开始复苏。

罗斯：未来一两年或者更晚些时候，经济复苏是必然的吗？

巴菲特：我觉得两年内复苏的可能性比一年内更大。但你说必然，并不意味着不可能更早复苏。

罗斯：我是说，你担心哪些因素会阻碍经济以应有的方式复苏，担心这场危机的哪些影响会产生持久的负面作用呢？

巴菲特：肯定会有一些持久的影响，但对于经济复苏，我并不担心。

不过，如果发生一些重大的外部事件，比如某个国家发动攻击，或者恐怖分子制造类似“911”事件规模翻倍的袭击，或者发生大规模炭疽袭击之类的，又或者油价涨到每桶 250 美元。如果油价涨到每桶 250 美元，一些外部因素可能会产生负面作用。比如说，全球每天 8500 万桶石油产量中，有 500 万桶突然停止供应，而且当时看起来几乎是永久性停产，那全球经济就会受到很大冲击。

罗斯：回顾这场危机，我们得到了很多教训。其中之一就是你提到的过度杠杆化。我们还经历了房地产泡沫。以后还会出现其他泡沫吗？

巴菲特：肯定会有。我敢保证。

罗斯：我们还会回到以前那种过度杠杆化的状态吗？

巴菲特：短期内不会。我们会从教训中吸取经验，而且伤痛越深，记忆就越深刻。我就受益于此。

1951 年我毕业的时候，我的竞争对手们还在担心大萧条，而我因为记忆没那么深刻，所以没受太大影响。所

以，这场危机在一定程度上会在很长一段时间内影响人们的思维。但恐惧、贪婪和愚蠢的人性不会改变。我们无法消除这些人性弱点。我们在很多方面变得更聪明，但在情感方面却没有太大进步。

罗斯：为什么会这样呢？

巴菲特：这就是人类的本性。你知道，记忆会逐渐模糊，而新的诱惑又会不断出现。而且贪婪在短期内可能会让人感觉很“爽”。杠杆在多数情况下都能发挥作用，100 次里有 99 次都有效，但一旦失效，就全完了。

罗斯：你总是更享受赚钱和投资的过程，而不是花钱，怎么解释这种现象呢？

巴菲特：我已经拥有了生活中想要的一切，没什么需要花钱去买的。

比如，我就算有 10 栋房子，也不会比只有 1 栋更开心。有 10 辆车，也不会比有 2 辆车更快乐，反而会让我心烦。要是有一艘 400 英尺长的船，还得配备五六十人的船员，谁知道他们之间会发生什么事呢。如果我想当船长，当初就会选择别的职业了。我已经拥有了生活中想要的一切。

罗斯：你喜欢研究当下的情况，通过交流和阅读进行分析.....

巴菲特：我喜欢和同事们一起工作。我喜欢观察人间百态。我的生活很理想，每天都能做自己想做的事。金钱能买到的东西也就到此为止了。

罗斯：你对增值税怎么看？

巴菲特：我基本上不太喜欢增值税，它和销售税有些类似，虽然不完全一样，但有相似之处。它是累退税。美国不需要更多的累退税。

罗斯：这就是你不喜欢“总量控制与交易”政策的原因吧。

巴菲特：没错，从对人们的影响来看，确实如此。我觉得如果要增加财政收入，应该多向我这样的人征税。我支付的股息和资本利得税率比我的清洁工还低，单从她缴纳的工资税就能看出来。近年来，财富分配差距越来越大，大部分人都被甩在了后面，真是“涨潮只把游艇浮”(少数富人受益)。(笑声)

罗斯：但像你这样的人并不多。你和比尔·盖茨可是首富级别的。还有一个问题，对于像你这样的人，在不抑制经济增长的前提下，合适的税率是多少呢？一些保守派和供应学派人士认为，过高的税率会抑制经济增长。

巴菲特：我经历过各种税收制度。我和富人打过交道，1950 年代就开始了。当时最高税率达到 70%，资本利得税率是 39.6%，但没有一个人跟我说，因为边际税率太高，下午 1 点了，我不想工作，想去看电影。查理，实

实际上他们反而工作得更努力了。

罗斯：他们能致富就是因为工作努力。

巴菲特：我接触过几百人，在合伙经营的过程中，没有一个人跟我说："沃伦，税率 39.6%，我决定不投资了。"他们不投资能把钱放哪儿呢？藏在床垫下面吗？

罗斯：这是否意味着美国的制度在某种程度上对富人更有利，有点不公平呢？

巴菲特：随着时间推移，美国制度确实越来越偏向富人。很明显，富人对国会的决策有着不成比例的影响力.....

罗斯：金钱影响政治。

巴菲特：基本上来说，如果一个国家很富裕，有很多超级富豪，那就必须防止出现财阀统治。为了让民主原则战胜财阀统治，国会必须.....在这方面我们国家做得还不错。但这是一场持续的斗争。K 街游说团体可不是由代表我家清洁工的人组成的。看看《福布斯》富豪 400 强榜单，你就会发现，他们会和游说团体相互勾结。

罗斯：确实。他们在游说团体那里有很大的话语权。

(华盛顿 K Street 位于国会山和白宫之间，是美国一条著名的游说一条街。它云集了大批智库、游说集团、公关公司、民间组织、国际总部，世界银行、国际货币基金组织 也在此落户。如果美国纽约华尔街 是国际金融中心的话，那么华盛顿 K 街就是风云变幻的国际政治中心。)

巴菲特：他们很在意这些。当然在意。

罗斯：那你认为该怎么解决这个问题呢？

巴菲特：这一直是个难题。我们希望国家繁荣，所以需要有很多富人，但在像美国这样繁荣的国家，也希望每个人都能过得不错。美国人均 GDP 达到了 4.5 万美元，但近 6000 万人生活在家庭收入最高不超过 2.1 万美元的家庭中。这可是 6000 万人的家庭收入上限。所以我们还能做得更好。实际上，随着时间推移，我们已经取得了一些进步。比如推出了社会保障制度，还实施了一些医疗保险和医疗补助计划。但一个繁荣的国家，不应该只为像我这样，天生在某方面有优势(这可不是我的功劳)的人提供富足生活。我只是碰巧擅长资本配置。其实我也可能天生擅长.....我不知道，比如说成为一名出色的尤克里里演奏家。但从事我现在的工作能赚更多钱。

罗斯：有时候也能两者兼顾。

巴菲特：嗯，不过这种情况不常见。反正我不行。但我做的事情确实更赚钱。我们不能破坏能够激发人们最大潜能的市场体系，但市场体系在财富分配方面并不完美。税收是一种手段，既能调节市场体系产生的财富分配

不均，又能照顾那些在市场竞争中处于劣势的人。在像美国这样繁荣的国家，不应该有人过得太过艰难。

罗斯：你知道，有些人听到你这么说，会说：沃伦这是在谈财富共享。他又这么说了.....

巴菲特：我谈的是共享繁荣。我能过上富足的生活，得益于周围的社会环境。把我扔到某个贫穷国家，我说我会资本配置，他们可能会说，那又怎样？我们需要的是身强力壮的人。可我没什么力气。

罗斯：但你能干划船之类的吧？

巴菲特：嗯，好吧。但比如这周末要是有两个中量级拳击手在付费电视上比赛，我花 49.95 美元观看，可两周后我可能就不记得他们的名字了。他们能受益，很大程度上不是因为自身的天赋，而是有人发明了电视，又发明了有线电视，还学会了把能容纳 1.5 万人的体育场观众数量变成 3 亿人。所以我们都从社会分工中受益。像我这样的人受益更多。我一个人可做不到这些。把我扔到荒岛上，你肯定不想跟我在同一个岛上。

罗斯：还有这个问题。布什政府表示，经济危机爆发时，他们采取了相应策略。他们担心奥巴马政府的做法，是在构建一种政府与经济关系的新态度。

巴菲特：我觉得奥巴马政府并不想让政府接管经济。但他们确实面临着.....顺便说一句，我要肯定布什政府在 2008 年最后四五个月的表现。他们做了很多正确的事。比如 George Bush 说，如果资金不松动，经济可能就跌入深渊了。就经济层面而言，这是非常深刻的见解。在那一刻，他在我心中就是首席经济学家。所以我也认可他们的做法。但奥巴马政府接管通用汽车，并不是因为他们想经营通用汽车。Barack Obama 可不是从小就梦想着管理整个美国经济。他们.....

罗斯：不过他说不定想买条铁路呢。

巴菲特：嗯，也有可能。他可以从我这儿买。

罗斯：这是个有趣的话题，接着说

巴菲特：他们在做自己认为必要的事，来让经济重回正轨。在这件事上，没人能做出完美的决策。他们做的一些事，肯定也是自己不喜欢做的。我觉得他们并不想经营通用汽车、克莱斯勒、AIG 集团这些公司，还有救助房地美和房利美，这可没什么乐趣。巴拉克·奥巴马希望经济更加繁荣，秉持让美国繁荣的那些原则，但我认为他确实想确保底层 20-30% 的人，能比过去 20 年过得更好，因为在过去 20 年里，顶层的人已经非常富足了。

罗斯：所以，那些认为奥巴马政府有什么新"社会主义"想法的人，你可不认同这种说法。这就引出了另一个问

题，先不说国会有没有意愿，关键是如何建立一个新的监管框架和体系。一方面，政府表示让美联储来负责监管；另一方面，Chris Dodd 说不行；Barney Frank 则持中间态度。你有什么看法呢？

巴菲特：我百分之百支持美联储的独立性。如果中央银行直接或间接地通过某些机制屈从于国会的意志，那将是一场灾难。

罗斯：谁想干涉他们的货币政策决定、监管之类的事务.....

巴菲特：是啊，我们只能寄希望于有一位出色的美联储主席和优秀的委员，总体来说我们还是做到了这一点。保罗·沃尔克对美国走出 1979-1982 年那段困境至关重要。本·伯南克在去年 9 月让我们避免陷入深渊。我们需要一个独立的美联储，我认为每个国家都需要一个独立的央行。

罗斯：但这意味着美联储也应该承担监管职责吗？

巴菲特：总得有人来监管，银行确实需要监管。

罗斯：我们需要一个大一统的监管机构吗，就像.....

巴菲特：如果由我决定，我会希望有这样一个机构。因为我们需要一个强有力的监管者。如果放任自流，人们会过度借贷。也许今年或明年不会，但金融机构，尤其是那些承诺每个季度都要提高每股收益的机构，会进行表外业务等各种违规操作，就像几年前那样。房地美和房利美就犯了很多这样的错误，而它们是由国会监管的。美国最重要的五六家金融机构中，有两家是由国会监管的，结果一塌糊涂。所以，监管工作很难做，但我们需要一个独立、有实权，而且希望是真正了解如何维持金融体系良好运转的监管者。

罗斯：每天都有 200 名监管人员出入它们的办公室。你认为美联储就很合适？

巴菲特：我觉得他们很擅长。没错。虽然这次他们也不完美，但国会也没好到哪儿去。

罗斯：但问题出现后，他们做出了反应，你非常钦佩伯南克。

巴菲特：要是他没有相应的权力，甚至如果他当时认为自己有比实际更多一点的权力，结果不堪设想，所以这也有一定道理。当时必须有人站出来，为货币基金提供担保，维持商业票据的流通，做这些不是谁都能做到的事。国会肯定没办法这么迅速地做出反应，而速度至关重要。当时根本没有太多时间拯救美国经济这个“病人”。

罗斯：他们也明白这一点。并且做出了反应，获得并运用了很大的权力。还有一个问题，不能设定一个固定的杠杆率吗？比如说，规定最高只能是 15：1。

巴菲特：不行。如果一家银行持有的全是短期政府债券，它的杠杆率可以达到 50：1；但如果一家银行把大量资金贷给了从事各种投机活动、已经加了杠杆的人，5：1 的杠杆率都太高了。所以单纯规定数字没什么用。

罗斯：那什么方法有用呢？

巴菲特：这就是问题所在。如果规定几个比率就能解决问题，那就简单了。

罗斯：但到底什么方法有用呢？我是说，这是个难题，给我一个可能的解决办法吧。

巴菲特：我希望有一个非常睿智、强有力的监管者，他能理解不同类型杠杆的细微差别及其潜在影响。不仅能针对单个机构制定并执行规则，还能向公众发声。虽然不能频繁发声，但一旦发声就要切中要害，向公众说明普遍存在的问题。这正是我们所需要的。问题并不在于某家银行，而是当时出现了一个所有人都参与的泡沫。能站出来指出这一点，需要很大的勇气，而且可能会被忽视。不过，如果是美联储主席或者美国总统这样的人发声，肯定会产生影响。

罗斯：你说过不赞成对金融机构过度宽容，希望能采取更严厉的措施。能讲讲你的想法吗？

巴菲特：我的意思是，金融机构由于资本集中，极有可能引发问题。如果经营一家金融机构，一旦这家机构的问题严重到，除非联邦政府介入，否则会拖垮整个金融体系的地步。到了这种地步，我认为相关人员应该受到严惩。他们不应该带着大笔钱财离开，甚至不应该保留之前 10% 的净资产。而且选择并允许其这样经营的董事会成员也应该承担后果。我不是说要对他们严惩不贷，但我要让他们付出沉重代价。说真的.....

罗斯：怎么让他们付出代价呢？比如，不让他们买保险？

巴菲特：不，对于那些大型金融机构，如果它们不得不向政府求助，而政府也必须采取行动，毕竟总会有“大而不能倒”的机构存在。这让监管者很头疼，但这就是现实。如果一家机构跑来跟政府说：要是我们倒闭了，整个国家都得跟着遭殃。我认为这样的机构，其董事会成员和 CEO，尤其是董事会成员，应该退还.....比如说，退还过去一年中获得的最高薪酬的五倍。因为现在有些董事会成员每年能拿 20-30 万美元，我花这些钱，是希望他们能选拔并设计出一套合理的薪酬体系，让 CEO 同时也能成为首席风险官。我希望他们建立的体系能对违规者进行严厉惩罚，如果他们选错了人，或者对违规行为听之任之，那他们自己也应该付出代价。

罗斯：好的。所以，你希望对不履行职责的董事会成员进行惩罚。但你也承认，金融机构“大而不能倒”的情况过去存在，将来也会继续存在。不能简单地说，不管一家机构规模有多大、后果有多严重，都任由其倒闭。

巴菲特：当然不能，如果那样，每个街角就只能剩下夫妻店式的小银行了，这根本行不通。

罗斯：你觉得金融界人士有愧疚感吗？

巴菲特：嗯，大多数人其实没做错什么。那些导致金融机构陷入困境的负责人，很多都已经离开了。但他们离开的时候，带走的钱比我认为合理的要多。让美国民众愤怒的是，在奥马哈这样的地方，很多人经历了失业，看到自己或朋友的房子被银行收回。而那些对这些问题负有重大责任的金融机构负责人，没人进监狱。在民众看来，这些机构的负责人，也许财富从 1 亿美元缩水到了 1000 万美元，但他们没有受到应有的惩罚。

罗斯：而且民众觉得，如果自己只是经营一个小生意失败了，根本不会有人来帮忙。

巴菲特：没错，他们想得没错。如果我的小生意倒闭了，对美国没什么影响。但要是房地美、房利美、或者美国国际集团、花旗银行这些机构倒闭会影响整个美国。我们不能眼睁睁看着多米诺骨牌倒下。

人们很气愤，但也没办法。要是当年 9 月 12-14 日那个周末，再多倒几张“多米诺骨牌”，比如美林证券倒闭后，摩根士丹利也跟着倒下……

罗斯：如果没有政府干预，它们肯定会倒闭。

巴菲特：肯定会。但要知道，有人说这存在道德风险，其实根本不存在。看看花旗银行，90%的市值都没了。再看看房地美，市值缩水超过 90%。房利美、美国国际集团，都是如此。**股东们损失惨重，几乎血本无归。**所以，花旗银行、房地美、房利美、美国国际集团这些公司的股东，没人会觉得“哈哈，反正有体制救我”，因为他们并没有得到拯救，反而损失巨大。**但那些高层管理人员，大多数并没有受到太大损失，可犯错的却是他们。**他们本应该付出更大的代价。

罗斯：那政府应该怎么做呢？

巴菲特：对于这类机构，**我可能会规定，相关人员在离职五年内都不能从经营这些机构中获取巨额财富。我会设置严格的限制和资金追回条款，态度会非常强硬。**如果董事会成员没有建立相应的制度，我也会对他们进行严惩。

罗斯：现在，听听金融高管们的说法，他们说支持追回条款，也已经实施了相关措施。但我不确定他们是不是真的落实了……

巴菲特：他们确实做了一些，但力度还不够，我可能会加大力度。**而且我不会允许他们购买董事和高管责任**

保险。伯克希尔就不买这种保险。如果我们的股东利益受损，我希望自己和董事会成员也一起承担后果。我们既然承担了这份责任，如果公司出了问题，我们不应该率先逃生。

巴菲特：确实很好。

罗斯：书里也提到了你。那段时间，你接到很多人的电话.....

巴菲特：都是来要钱的。(笑声)

罗斯：所以大多是来要钱的。回顾那段时间，有没有你拒绝了，但后来觉得或许应该答应的情况呢？我是说，你有没有这种想法.....

巴菲特：这就好比站在击球区，球飞过来，你只有半秒时间决定要不要挥棒。所以，我会说我本可以做出更明智的决策。或者说那段时间我没有做到最优决策。

罗斯：我知道你不会为此纠结。因为你有钱，他们需要钱，为了拿到救命钱，他们愿意付出很大代价。

巴菲特：没错，而且后来股市又跌了六个月，跌幅还很大。如果当时我把钱留着，六个月后再投入股市，肯定比当时做那些投资划算得多。但当时我并不知道这些。

罗斯：所以你说过，你很乐观，但不确定这种乐观是否合理。

巴菲特：我不会试图抄底。当接到电话，觉得投资可行，而且我又有钱的时候，我就会行动。我不会想着明天或者后天再做会更好。但大多数投资方案我都觉得不可行。

罗斯：但你也告诉过我，投资机会并不多。

巴菲特：大额投资的机会确实不多。

罗斯：看看 BNSF 铁路公司这笔投资，涉及的资金量很大。

巴菲特：没错。而且这类投资很难捡到便宜，价格并不低。

罗斯：但这笔投资划算吗？

巴菲特：不算便宜(not a bargain)。

罗斯：我也这么认为，所以才问你。

巴菲特：虽然不便宜，但对伯克希尔来说，在未来一个世纪，这是一项优质资产。

罗斯：但这会不会限制你的投资选择呢？比如说，明天出现了一个绝佳的投资机会，而你之前并不知道，你

会说"天哪....."吗？

巴菲特：有可能。比如，如果联合太平洋铁路公司以半价出售，但是查理，我根本不担心这种情况。

罗斯：所以，当我们回顾这段时期，对于一个喜欢了解当下发生的事情以及未来走向的人来说，你之前跟我说过，如果有人过来跟你说：沃伦，我能告诉你未来 40 年的样子。你所有的疑问，我都能解答。你甚至愿意牺牲生命的最后一年去换取这个机会。

巴菲特：或者就让我看看未来 40 年的发展。哪怕最后一年我不在人世了，但能看到未来 40 年的变化也值了。就像 Chauncey Gardiner 一样，他就喜欢观察世事。

罗斯：所以，总结一下，我们最终会走出困境的。

巴菲特：绝对会。

罗斯：我们确实有一些实际问题需要解决。财政赤字就是其中之一。还有如何从这次危机中吸取教训，找到有效的监管方式。要相信，我们能走到今天，是因为拥有独特的技能。回顾 1776 年，看看当初那一小群人做的事情，再看看我们如今的成就，这会对美国感到乐观，同时也对世界感到乐观。尤其是随着经济重心向亚洲转移。

巴菲特：过去几百年我们积累的经验教训，在世界许多地方被吸收借鉴，这是很棒的事情。人们看到了成功的范例，并且明智地借鉴其中一些经验，将那些让我们成功的要素融入他们自己的体系中。但这并不意味着我们失去了这些要素。他们能够利用这些要素，并不代表我们就不能用了。

在我人生的每一年年初，我都能在本子上写下十几个影响经济的潜在问题。当人们说"现在时局不明朗，我不买股票"的时候，我会问他们：2001 年 9 月 10 日的时候，时局就明朗吗？当时你们觉得局势稳定，但第二天就发生了意外。1987 年 10 月 18 日，在道琼斯指数暴跌 22% 之前，情况也是如此。

短期来看，世事总是充满不确定性。真正确定的是，长期以来行之有效的因素，未来也会继续发挥作用。所以，明天总是不确定的，下一个小时也总是不确定的。但从长远来看，未来是相当确定的。

罗斯：沃伦，谢谢你。每次见到你都很开心。

巴菲特：谢谢你。

罗斯：沃伦·巴菲特，感谢你花一小时参与我们的节目。非常感谢你加入我们，下次再见。

巴菲特：对话哥大商学院学生

2009 年 11 月 13 日

每隔几年，巴菲特就和盖茨一起到美国的某所高校和学生们进行交流，主要目的是向青年学子灌输创新理念和投资理念，当然也和他们分享成功的人生智慧。2009 年 11 月 13 日，巴菲特携盖茨回到了自己的母校哥伦比亚大学，和在校研究生们座谈并回答他们提出的各种问题。鉴于当时美国金融危机愈演愈烈的形势，媒体给这次活动起了个振奋人心的名字，叫做“让美国继续保持伟大”(Keeping America Great)。

主持人：沃伦·巴菲特和比尔·盖茨是“美国梦”的具体践行者，他们靠个人奋斗而成为了亿万富翁，他们的价值观就像他们的财富一样深入人心。他们中的一个重新规划了一个产业，而另外一个则是现代投资大师。但他们都对美国充满信心，他们两人都积极投身于商业和人道主义活动，并收获这个伟大国度里的资本主义传统所给予的奖励。不过今天该传统正遭到冲击，我们的生活方式遭到了质疑。美国正处于转折期，一代年轻人希望从这两位世界上最了不起的资本家身上学习经验。今天他们两人返回校园，不是为了学习，而是为了传道，向未来一代的商业领袖说明财富不是你积聚的金钱数量，而是你影响的人数。今晚在 CNBC 主办的市政厅式讨论会上，沃伦·巴菲特和比尔·盖茨将同各位分享让美国继续保持伟大的秘诀。

Becky：欢迎各位参加一场由 CNBC 主办的特殊的市政厅式讨论会。我是贝基·奎克(Becky Quick)，我们现在是在哥伦比亚大学商学院。让我们听听你们的欢呼声吧，小伙子们。我们是在纽约的市中心。这里是世界资本集中的中心，这是一个真正让梦想成真的地方。事实上，此时此刻，看看今天来到这里的这些人吧。我们周围或许就是未来的沃伦·巴菲特们和比尔·盖茨们。你们觉得怎么样？你们准备好了吗？

学生：我们今天来到这里感到无比激动。我们要是告诉你前排座位的票价是多少钱的话，你不会相信的。

Becky：我知道你说的不是真的。你们必须凭身份证才能进来，是吗？

学生：是的，这是真的。

Becky：今晚我们作好了准备。今晚的主题就是“让美国继续保持伟大”。没人比沃伦·巴菲特和比尔·盖茨更适合阐述这一主题的了。朋友们，让我们欢迎沃伦·巴菲特和比尔·盖茨。我发现沃伦正在试图调动哥伦比亚大学本地观众的情绪。先生们，非常感谢你们今晚来到这里和我们在一起。众所周知，今年是不平凡的一年。在这一年里，规则被完全改写，我们把规则手册扔在了一边，而且看到偶像轰然倒塌。与此同时很多人在这段时间里也许在反思我们的生活方式，包括这个房间里的人们。1 分钟后它将成为我们讨论的焦点。先生们，在我们正式进入主题之前，你们两位似乎看上去是非常怪的一对。在任何一个对你们两位不太熟的人看来.....

巴菲特：等节目结束了你会觉得更奇怪。

Becky: 是什么让你们两位今晚聚在了一起? 为什么是你们两人, 又为什么在这里和这些哥伦比亚商学院的学生们在一起?

巴菲特: 嗯, 我们喜欢在一起。实际上, 当我离开哥伦比亚大学的时候, 他们告诉我, 我也许得回来复读一些课程。所以我来了。

Becky: 比尔, 你呢? 你准备好和大学生们交流吗?

盖茨: 准备好了, 这将是很有趣的一件事。沃伦和我喜欢回答问题, 喜欢谈论我们的乐观态度。

Becky: 今晚之所以邀请你们两人来到这里, 是因为美国正处于一个历史上的关键时期。人们对美国经济以及整个资本集中制度存在着很多疑问。先生们, 让我问你们俩一个相同的问题, 就是在过去一年里, 是否有过那么一刻你曾经对资本集中制度以及我们的生活方式存在过质疑?

巴菲特: 没有, 任何时候我都没有怀疑过。如果真有那样的时刻, 那该是去年 9 月份我们向经济注入大量资金的时候, 当时美国似乎跌进了万丈深渊。资金从货币市场里的各种基金中流出。商业票据市场陷入绝境, 诸如此类问题不一而足。我们投入了 80 亿美元, 仅在几天后就见到了效果。所以**我从来没有对经济制度失去信心**。美国依然有效地运转着。我们有 200 年的历史为证。美国还将会继续有效地运转下去。

Becky: 比尔, 你怎么想? 比尔?

盖茨: 噢, 我们拥有一个复杂的金融体系, 事实已经证明我们这个体系会犯错误。但更为根本性的因素是创新, 你可以创办新公司, 人们愿意承担风险并进行投资, 重大的科学发现不断涌现, 这些都是事实。**这个国家仍然拥有最好的大学、最厉害的科学, 我们将对资本集中制度作出调整**。我们用大量的短期贷款掩盖了长期需求, 我们有大量的杠杆借贷, 毫无疑问这些都是我们要吸取的教训。但美国资本集中制度的核心, 即市场化制度是会持续下去的, 在这个制度下投资教育和诸多基础设施是为了长远打算。此外, 我敢打赌, 一些发明创新在去年秋天情况最为糟糕的时刻就开始进行了。人们研制新药物、新芯片、新机器人以及能够在未来数十年改善我们每个人的生活的新产品。

Becky: 好了。今晚是由大学生们唱主角, 我们何不马上让他们出场。

问答开始:

学生: 大家好, 我名叫曼妮·佩雷兹, 我来自新泽西州, 是哥伦比亚大学大二学生。首先我想谢谢你们两位来

到这里。我们感到非常荣幸你们能来到我们大学。盖茨先生和巴菲特先生，我的第一个问题是问你们两人的。对于贪婪和不道德行为到底是不是导致最近金融危机的原因，我想知道你们的观点。

巴菲特：它们当然起了一定的作用。我们永远都会有贪婪之心。贪婪并非过去这几年才出现的。贪婪与恐惧出现在了去年第三季度——我是说，那一阵子美国人民真的很恐慌。贪婪与恐惧影响到了他们的行为——它肇始于华尔街，但随后蔓延到了整个经济之中。**但我们永远无法摆脱贪婪，我们永远无法消除恐惧。**正如比尔所说，我们拥有的是一个市场制度，在这个制度下人们拥有均等的机会和法治，在过去 200 多年里两者共同释放出来的美国民众的潜能之大是几百年前的任何人都想象不到的。

这个制度没有任何错。我们的经济像一台出了故障的机器一样吱吱作响，现在还在吱吱作响。但我们为这台机器安装了最棒的引擎。好戏刚刚开始。贪婪还会延续。不用对此忧心忡忡。奥利弗·斯通即将完成《华尔街》的续集。也许值得一提的是在这部电影中戈登·盖柯重返华尔街。但那并不是推动美国制度进步的因素。**推动美国制度进步的是人们在市场制度中获得的平等机遇以及你在这里获得的知识，当你离开这里之后就能享受由它所带来的成果。这将继续推动美国前行。**我愿意和你们中的任何一个人交换位置。

Becky：比尔，你在这个问题上还有什么其他的想法？

盖茨：噢，最好的制度是这样一种制度，你拥有不错的短期测评标准、有完善的会计制度、你追逐利润但同时也关注风险并愿意着眼于长期目标、投资于新研究、让人们创办新公司。美国在鼓励年轻人冒险方面举世无双，而我就是最大的受益者。你知道吗，我必须招募那些年龄较大的人。我必须将产品销售给较年长的人。这就是所谓的梦想成真——其他国家目睹了这一切，他们正努力创造同样的活力。这有利于全世界。中国和印度将借鉴我们关于大学教育、创业精神以及简化商业流程的理念，这很不错。我们谁也不想再重蹈我们过度杠杆借贷的覆辙。不过在某种意义上说，那有点——我不想贬低它，但它不是美国制度运转如此之良好的根本原因。

Becky：好吧。让我们看看下一个问题。这里有人要问吗？

学生：你们好。我是阿克莎·白吉玛，来自北弗吉尼亚地区，我是哥伦比亚大学大一学生。我想再一次感谢你们两位的到来。这是我们的荣幸。我问盖茨先生一个问题。盖茨先生，我知道你不是搞金融的，但你能告诉你们，当你第一次听说雷曼申请破产保护的时候你是怎么想的吗？

盖茨：我不大关注投资银行。因此，雷曼申请破产保护并没有让我觉得是一件多么可怕的事情。在科技行

业，我最景仰的两个公司王安电脑公司和数据设备公司实际上都基本破产了。数据设备公司实际上被收购了。因此，事实是，市场总有起有落，某些公司被淘汰出局，我并不会对哪家公司出局感到失落。但倒闭带来的连锁反应影响到了那些相关债权人，那些人将会惴惴不安，这就让局面变得复杂化了，而这种复杂性可能会导致市场冻结，我当时给巴菲特打电话说："我应该对此感到担忧吗？"他回答说："该有一点吧。"

Becky: 沃伦，政府放任雷曼兄弟破产是个错误吗？

巴菲特：或许是吧。我想说的是，正如我们此前讨论过的一样，总的来说华盛顿的官员在应对这场所谓的经济领域"珍珠港事件"时表现得相当不错。所以我想说假如当时美国银行没有收购美林的话，美林很快就会消失掉了。当时一串多米诺骨牌确实排在了那里。我觉得政府可能没有完全认识到雷曼兄弟是一张多么庞大的多米诺骨牌，或者没有意识到它会对其他大型的多米诺骨牌造成怎样的影响。但总的来说，我对(前财长)保尔森、(美联储主席)伯南克、(美国联邦存款保险公司主席)谢拉·贝尔、(现任财长)蒂姆·盖特纳给予很高的评价，因为他们面对危机采取了史无前例的举措。

Becky: 让我们听听下一个问题。请提问。

学生：大家好，我名叫格莱格·特。我在俄亥俄州长大。我问一个关于雷曼兄弟以及高盛银行的问题，这个问题和巴菲特先生有关。巴菲特先生，你曾有机会对它们进行投资，我想问的是，你为什么选择投资高盛银行？你为什么没有对两家银行都投资呢？换言之，是什么让你决定不对雷曼兄弟进行投资？

巴菲特：那个时候，相对于华尔街任何其他公司而言我对高盛银行的财务数字以及管理层更有信心。现在看起来，当时有可能会发生一些事让高盛成为倒下的另外一张多米诺骨牌。(高盛总裁)罗伊·布兰科菲恩曾经说过，他在摩根·史坦利倒掉后的工作时间为 30 秒钟。Andrew Ross Sorkin 在他的《大而不倒》([Too Big to Fail: Inside the Battle to Save Wall Street](#))这本书里很好地讲到了这一点。但我不认为我们的制度会随之崩溃。我认为华盛顿最终会采取正确举措。我认为，如果华盛顿采取正确举措，高盛就是我认为它就是我的最佳选择。我认为高盛的财务数据最为健全，我认为它们的前景最为光明。另外，我也喜欢那些投资条款。

Becky: 沃伦，你那时说高盛拥有最好的管理人员和很多其他优点。从那以后你改变过看法吗？

巴菲特：我和高盛的交往史可以追溯到 1940 年我遇见西德尼·温伯格。我追踪这家公司很长一段时间了。他们拥有严格的纪律，尤其是他们对市场的时机把握能力，我认为可能是华尔街所有公司中最为出色的。我认为罗

伊·布兰科菲恩有着很强的风险判断力。如果金融体系崩溃，那么所有人都会受到冲击。但我觉得高盛在很大程度上拥有业界最优秀的人才。因此，高盛是我的首选。当时人们也给我了一些其他选择方案。

学生：今天很高兴和你们两位在一起。我叫约翰·莱姆利。我来自纽约的斯卡斯代尔镇。考虑到经济衰退的严重性，一些人将此归咎于对于风险监管和贷款担保标准监管的系统失灵，随后党派之间就政府应当扮演怎样的角色这一问题展开了激烈的争论。政府能够在其中扮演积极角色吗？如果能的话，它如何扮演？

Becky：你们两位怎么看待大政府？

盖茨：显然政府在经济周期中发挥着作用。随着时间的推移，政府的角色也在进行微调，错误也时有发生。它所犯之错主要是通过通货膨胀和利率水平进行衡量。现在的问题是，是否存在一种风险衡量方法，使政府干预经济——或许开征交易税，让较大型的公司把更多的资金闲置起来。所以切实的问题依然是，你是否能认识到这些情况并让政府发挥积极的作用。当事情开始变得不可收拾的时候，我们知道政府能够更为迅速地采取一些举措救助那些正在走下坡路的公司——在这方面政府大有可为。但一个基本思想是，你能够发现泡沫吗？政府能发现泡沫吗？这是一个大问题。一些伟大的经济学家对此有一些看法。但这是个未知领域。

巴菲特：去年 9 月，只有政府才能挽救局面。整个世界都想减持债务。人们争相减持债务，几乎到了慌不择路的程度，有的人则被逼无奈而减持。**就在人人都想减持债务的同时，唯一可能增持债务的实体就是联邦政府。**就在 2000 亿美元数日之内撤出货币市场里的各种基金之时，就在商业票据市场停止运转之时，只有联邦政府才能采取行动。幸运的是我们联邦政府官员认识到了这一点，迅速采取了行动。政府发挥着巨大的作用。放眼未来，要想出一个办法来制止过度借贷，并阻止资产负债表外的交易陷入困境，或者不让大型风险机构的高管们去冒险，这将是非常困难的一件事。但我们正在全力应对。任何以建设更强的社会为借口，而不得不向联邦政府寻求救助的金融机构高管，都应当受到更多的惩罚。目前为止，在对那些 CEO 们采取胡萝卜加大棒的激励措施方面，我们已经有所改善。但我觉得政府还应该使出更多的“大棒”。

Becky：好的。让我们看看下一个问题是什么。

学生：我是哥伦比亚大学大一的学生，名叫布莱恩。我现在在一所商学院学习，在我看来在这次全国性的信用危机中，商学院的毕业生扮演了极为不光彩的角色。你们两位认为，像哥伦比亚这样的商学院在多大程度上应当为信贷危机所发生的一切承担起一定的责任呢？

盖茨：记住，资本集中制度取得了巨大的成功。人们的生活水平、医药等一切重大的事物都来自于这种制度。**商学院的职责之一就是训练人们思考什么是价值和领导力。**伟大的商学院如哥伦比亚大学商学院会教授学生们出色的技能。现实是，没错，我们遭遇了一场危机，我们遭遇了挫折，或许我们因为犯下的错误而白白浪费了两到三年时间，但这并不是说商学院就不会发挥重要的作用。未来几十年，这里的商学院都会教授此次危机中出现的个案研究。至少我们会“吃一堑长一智”吧。

杠杆借贷是一件非常危险的事。巴菲特也许说过了，金融衍生品就好像大规模杀伤性武器。但它没有引起足够的重视，结果最后出了问题，特别是在房地产领域，人们不太明白房价下跌所带来的风险及其对那些衍生品工具带来的系统性风险。大规模破坏随后如期而至。

Becky：沃伦，你能在商学院里教授道德课程吗？它必须来自别的什么地方吗？

巴菲特：噢，我觉得**学习道德的最佳场所就是在家。**我认为我们大多数人在上商学院之前，就从我们看到的周围事物上学到了价值观。我认为重要的是强化那些道德观，但我觉得，如果你让我选择是在家里还是在学校里接受良好的教育和道德观的话，我会选择在家里。奇妙的是，在这个国家有德之人会取得巨大成功。道德不是绊脚石。它有时是助推器。有时它又是不偏不倚的。不过它绝对不是绊脚石。

简言之，这里的每个人都会有一个不错的未来。我是说，你们将要进入的是一个充满活力的经济体。如果你回顾 19 世纪，我们曾经有过 7 次银行大恐慌事件。如果你回顾 20 世纪，我们有过大萧条、世界大战和大流感。美国并不能避免出问题。但它可以解决问题。在未来 100 年里，我们的制度这台“机器”还会出故障而吱吱作响。或许未来 15 年都是平平凡凡的岁月，但我们还有 85 年的时间。在 20 世纪，道琼斯指数从 66 点上升到 11400 点，所以这是一片肥沃的土地供你耕耘，我们没有理由投机取巧。

Becky：好的。让我们听听下一个问题。

学生：你们好。我的名字是卡特里娜·甘可娜，我出生在俄罗斯。现在我是哥伦比亚大学商学院的研二学生。我的问题是问盖茨先生的。你觉得哪个行业最有可能产生下一个比尔·盖茨？因为我本人就想投身于那样的行业。

盖茨：每个行业的技术创新步伐并不相同。**IT 行业**因为有了魔幻般的软件、光纤、以及每隔几年其速度增加一倍的芯片，而一直成为一个不但最令人激动而且也改变了其他很多行业规则的行业。现有的信息量有多大、网上的世界是个什么样子，这些都让人难以相信。我想告诉你们的是，今后数十年内有一些行业将会和 IT 行业一样

地让人激动。**能源行业**将提供更加廉价且环境友好的能源。该产业里存在着大量的科学技术，存在着大量的生意。那是全球性的行业。该行业将提供一些非常不错的职位。另一个是**医药行业**。我们还无法治愈帕金森症、阿尔茨海默症，我们也没解决那些贫穷国家里的 20 多种疾病，但我们可以确信的是我们正沿着正确的道路前进。因此，我认为你们会在这三个行业里大显身手。还有很多其他的行业，不过这三大产业对我本人的吸引力最大。

巴菲特：**找到让你最兴奋的、最能激发你工作热情的行业**。当年我离开哥伦比亚大学的时候，假如有人告诉我比尔所在的行业将会是一个令人激动的行业的话，我并不认为自己能够在那个产业内做得如此之好。但我知道如何寻找自己感兴趣的领域。本·格雷厄姆教授曾是我的老师。我曾请求为他免费工作。他说：“**你高估了自己的身价**。”但无论如何，我还是入了行。**我敢保证，无论你干什么，只要你感兴趣，你就能做得很好**。对于这一点各位不用怀疑。不要让别人告诉你该做什么。想想自己在干什么。

Becky：好的。事实上我们得到了一次对这些学生们进行调查的机会。我们问他们，在有生之年能否再看到一家同微软一样具有创新精神的公司？10 个学生里有 8 个学生说“能”。也就是说 80% 的受调查者给出了肯定答案，他们的确认为这将是另外一个问题。你们真是一群非常乐观的人啊。比尔，你认同他们的这种乐观态度吗？

盖茨：绝对认同。资本集中制度是优良的制度，它催生了大量的新生事物。虽然其中有很多会归于失败。一些表现平平。但另外一些则卓尔不群，它们能够不断成长并让所有人都惊叹不已。在我前面提及的所有产业中都将会出现一些让人惊叹不已的公司。

Becky：好的。我们看看下一位同学提什么问题。

学生：大家好，我叫丽萨·威廉姆斯。我来自新泽西的南奥兰治。我现在是一年级 MBA 研究生。很高兴见到你们两位。我实际上想问巴菲特先生一个问题。有关伯林顿北方公司交易的真实动机人们众说纷纭。我很想知道你能否告诉我们，你此时增持铁路部门股票的主要动机是什么？

巴菲特：你知道吗？在刚满 6 岁的时候，我特别渴望能得到一整套火车玩具，但老爸没有给我买。你们想想看吧。铁路同美国未来的繁荣发展息息相关。你无法把这里的铁路搬到中国、印度或任何别的国家去。我们从这个前提出发，而且我认为这是个最基本的前提，美国人口在今后 10 年、20 年、30 年内将会增加。越来越多的物品在他们之间来回流动。而铁路运输是你邮寄物品最环境友好、最合算的途径。**伯林顿铁路公司去年平均每加仑柴油运输一吨货物达 470 英里。该运输方式的成本远远低于高速公路。**

整体来看，火车消耗的燃料比卡车少三分之一，污染物排放量也低于卡车。一列火车的运输量大约相当于 280 辆卡车的总运输量。因此**铁路更符合未来的运输需求**。我喜欢美国西部地区。我喜欢伯林顿公司拥有的数万英里铁路线。你知道吗？如果美国前景不妙，那么铁路的前景也就很暗淡。我愿意下赌注——具体来说赌金是 340 亿美元，赌今后 10 年、20 年及 50 年内将会有越来越多的物品是通过铁路来运输的，这更加有利于美国，也更加有利于伯林顿公司的股东。

Becky: 好。下一个问题。

学生: 大家好。我的名字是乔什·波特。我是来自马萨诸塞州北雷丁镇的大一学生。我们刚刚经历过但愿是我们一生见过的最为严重的金融危机。我知道它让很多美国人寝食难安，为自己的前途而担心。是什么事情让你们两人都寝食难安呢，假如有那种事情的话？

巴菲特: 我努力热爱自己的生命，因此没有什么事情让我寝食难安的。你知道吗？我不想让自己听上去像是流行病爆发季节里的殡仪师，但去年秋季发生的事确实让我很激动。虽然我并不希望那样的事发生在任何人身 上，但它确实发生了。一两年前不存在的机会，现在出现在了 我们眼前。因此我真的不想让自己处于一种负债累累或彻夜难眠的境地。我并不担心我们经济制度会最终消亡。我们陷入了混乱，这一点毫无疑问。但工厂没有消失。玉米地也还在。美国人的聪明才智并没有消失。下一个比尔·盖茨的创新精神并没有消失。美国会好起来的。我心知肚明。我们需要做的就是拨乱反正。我们已经在这样做。

Becky: 盖茨，你刚才提到曾给巴菲特打电话，他的回答是：“是，我们也许应该有那么一点点担心。”那晚上你是否因为担心而彻夜难眠呢？

盖茨: 没有。幸运的是，美国金融体系因有一批优秀的管理人才而具备自我调节能力。我认为有些具有负面影响的事件会让我们大吃一惊。在今后 20 年里恐怖分子有时会制造大型的恐怖事件，那会造成相当大的负面影响。流行病也是如此，目前正爆发的新型流感按照其传播速度实际上就是流行病。幸运的是，这次流行病的实际影响不是很大，远不及前几次。所以你必须随时关注这些异常情况。这是我想指出来其中两件异常事件。但整个体系的其余部分则具备超强的自我纠正能力。从长远看，**一件不让我彻夜难眠但却让我忧心忡忡的事情就是，我们的教育制度并没有得到应有的改善**——特别是贯穿幼儿园到 12 年级的教育制度。教育制度对于人们获得机会而言非常重要，对于美国经济增长而言非常重要，既然美国教育制度还没有得到很大的改进，它就有点让人担忧，

因此需要更加引起我们的注意。

巴菲特：Becky，如果你拥有一家不错的农场，而且你知道今后 50 年内将会出现 5 次旱灾，但其他年份皆风调雨顺，我是说你该不会因为一想到那 5 年的旱灾而崩溃瓦解吧。你会认为你拥有一个随着时间流逝而运转良好的系统，那就是我们美国的经济系统。

Becky：我们刚刚碰到了一个旱灾年，那会不会让它不大可能——

巴菲特：不会的。如果你在哥伦比亚大学学习统计学的话，你会认识到——

Becky：好的。让我们看看下一个问题是什么。就在后面的这位学生。

学生：我叫皮特·劳伦斯，是哥伦比亚大学的大一学生。首先非常感谢你们两位来到这里。巴菲特先生，近来市场出现了历史性的扩张。但很多人似乎对当前股价水平的可持续性怀有疑问。你觉得这种回升是真实的吗？

巴菲特：谁知道明天会发生什么事情？我来举个例子。1942 年，我买入了自己的第一支股票。那年我 11 岁。此前我一直磨磨蹭蹭没有买。到了 11 岁的时候我才认真起来。你认为自 1942 年以来一直到现在哪年股市表现最好？就是从 1942 年以来一直到现在最好的一年。嗯，你们没理由知道答案的。答案是 1954 年。1954 年的道琼斯上涨了 50%。现在如果你回头看一下 1954 年，就会发现当年我们大部分时间也是处在经济衰退时期。那次经济衰退始于 1953 年 7 月。美国失业率于 1954 年 9 月达到了最高点。一直到 1954 年 11 月就业数据才有所好转。在那段时间里失业率翻了一番多。但那一年却是股市表现最好的一年。由此可见，**基于当前经济状况来决定是否购买或出售股票是一种糟糕的错误做法**。你应该依据你的投资回报率，即在任何时候你购买股票的长期价值来决定是否买入或卖出股票。"下周"本身没有什么意义，因为下周离现在还有一周的时间。重要的是要有远见，要对投资对象作出评估。如此一来，糟糕的市场或糟糕的经济就是你的好朋友。我在购买伯林顿公司时根本不去考虑运输业是否会在下周或下个月甚或明年出现重大转机或诸如此类的事情。像这样的时期给了我出手的机会。坐等是愚蠢的做法。我曾写过一篇文章，我说等你看到知更鸟时，春天已经过去了。

Becky：但与此同时——沃伦，去年你曾多次说过，在美国不少领域里的投资其实是在赌美国的未来。可是你还在海外市场进行投资，比如你投资中国的比亚迪公司。你们两位都去过中国。海外机会多还是美国机会多？

巴菲特：我觉得美国机会更多。我们是全球规模最大的经济体，我们正在这里寻找大买卖。但我也很高兴能够在其他地方寻找投资机会，无论是在中国或者以色列，比如我们对伊斯卡公司的投资等等。美国的投资机遇多

于其他任何地方。

Becky: 比尔, 你同意巴菲特的这个观点吗?

盖茨: 嗯, 同意。全球得益, 美国也就得益。你找不到这样的一个案例, 即世界上其他地方表现都很差, 而唯独美国表现很好。我们的命运同自由贸易以及无处不在的技术创新紧密连接在了一起。你知道吗? 甚至伯林顿公司所使用的一些铁路设备很可能就是来自其他国家。

巴菲特: 我希望如此。

盖茨: 看到中国发生的事情令人激动。那对我们而言是相当好的一件事。如果我们可以替所有中国人作出选择, 是让他们过和我们一样富裕的生活, 还是让他们回到 1979 年去过过去的穷日子, 那么让他们也成为像我们一样的消费者和发明家则会大大地改善我们的境况。虽然中国离这个目标还有很长的道路要走, 但中国人口数量庞大, 而且那里正在发生可喜的变化。众所周知, 过去那些被我们视为不能自理需要接受我们大量援助的国家, 如巴西、墨西哥和泰国, 现在都成为了全球经济的重要贡献者。所以世界不再仅仅依赖于美国, 这是件好事。而且美国很可能是能源革命仍将发生、IT 革命仍将继续的地方。人们寄希望于我们在这些领域扮演领导者角色。

Becky: 好的。我们很快回来继续下一个问题。顺便问一句, 如果你有机会的话, 你如何打算让沃伦·巴菲特和比尔·盖茨作为你的职业规划师帮你出谋划策? 好, 我们回来时将回答这一问题。

Becky: 欢迎大家回来。我们有更多的问题要问比尔·盖茨和沃伦·巴菲特。我们穿越在学生们中间, 但让我们继续鼓励他们提问。就在这里有人要提问。

学生: 我的名字是艾丽卡·布莱丽, 我是一名大二的学生。我想问盖茨先生一个问题。你每天做的最重要的事情是什么?

盖茨: 嗯。我每天做很多事情。我认为大量读书和继续学习最重要。我在基金会里遇到大量我并不熟悉的领域, 如教育和卫生。我喜欢大量阅读。所以我想, 用那些知识武装自己头脑, 然后和那些有经验的人坐在一起交流并和他们来一场头脑风暴, 这些会帮助我支持那些合适的人选并确保我了解实际发生的情况。因此我想说, 学习是关键。

Becky: 让我们听听下一个问题。

学生: 巴菲特先生, 盖茨先生, 谢谢你们今天大驾光临。我叫贾斯汀·海曼。我是 MBA 研二学生, 因为我马

上要毕业了嘛，所以我想问，当你们离开这里踏进社会后，你们的 MBA 课程没有教会你们的一件事是什么？

巴菲特：哦，当时它让我作好了充分的准备，我不是说我的学位让我作好了充分的准备，而是那些教授们让我作好了充分的准备去进入我想进入的领域。就像我说的一样，我在六七岁的时候就知道自己对投资感兴趣。所以幸运的是我很早就找到了自己感兴趣的东西。**在哥伦比亚大学我遇上了两位了不起的教授，我读遍了他们写的文章。所以我获得的不是增量知识，我获得的是灵感。**那两位教授待我很好，待我就像对待他们的儿子一样。他们还经常带我出去吃晚饭。本·格雷厄姆也是这样待我的。所以 MBA 课程给了我自信心。它把我带入了一个我本人已经非常喜欢的领域，而在这个领域里，我搭上了那些对我充满信任的教授们的超棒顺风车。

不过请允许我补充一点——是关于 MBA 教育处境的。现在，我愿意出 10 万美元来换取在座任何一个人未来 10% 的收入。任何想要这 10 万美元的人在节目结束后都可来找我。如果这个交易条件成立的话，你现在的身家就是 100 万美元，对吧？假如你的 10% 的收入是 10 万。你们可以提高自己——你们中的很多人都可以，当年我离开学校的时候当然也是可以提高自己的，只要学会沟通技巧就可以了。你知道吗？**沟通技巧可不是在课堂上学到的东西。实际上我后来去听戴尔·卡耐基的公开演讲课。**可是如果你们通过提高沟通技巧使你们的价值增长 50%，则你们的资本价值等于升值了 50 万美元。下课后来找我，我将支付你 15 万美元。

Becky：沃伦，你把你的快乐时光带到了这里。我不知道你是否看到了后面的显示器，但我们确实看了一眼你的年鉴并偷了一张你 1951 年的照片。我想我们在背面有一张照片。就是这张。

巴菲特：我不认为我愿意出 10 万美元买那个家伙的 10% 的未来身家。

Becky：这里有人提下一个问题。

学生：你们好。我叫奥列格·切什。我是这里的 MBA 研二学生。我想请盖茨先生回答我的问题。你显然是通过自身艰苦努力而取得了今天的成就。你能回顾一下纯粹的幸运在你成功之路上扮演什么样的角色吗？

盖茨：是，我在很多方面都非常幸运。我幸运是因为我生来就有某些天赋。我幸运我父母给我创造了一个可以分享他们的工作成果**并让我购买任何自己想看的书的环境**。我幸运自己赶上了好时候。当时微处理器的发明意义深远。事实证明只有关注它的年轻人才懂得欣赏该发明所带来的东西。随后我对编写软件上了瘾。事实证明软件是能使处理器产生不可思议影响的关键因素，而当时软件奇缺。我非常幸运地赶上了好时候并且拥有一门编程技术，我非常幸运地遇到了一些人，我遇到了巴菲特，我和他交谈，向他学习，我想一个人在一生中很难碰到这

么多幸运事。但幸运正是我能做这些事情的主要因素。

Becky: 好的。这里有人问下一个问题。

学生: 你们好, 我名叫尤金·奎恩, 来自伊利诺伊州迪尔菲尔德市, 是哥伦比亚商学院的一年级学生。我想请巴菲特先生和盖茨先生同时回答我的问题。鉴于你们的工作关系和独特的个人友谊, 你们最欣赏对方哪一点?

巴菲特: 我的体育运动能力。可以这么说吧。嗯, 我想说的是, 我真正最佩服盖茨的是他处理自己积累起来的财富的态度。我是指, 就像他所说的那样, 他确实很幸运。他在合适的时间生在了一个合适的国家, 而且身怀合适的技术, 如此等等。他最终懂得他是这个很棒社会的宠儿, 并非每个人都会像他或我那样得到一个“长吸管”。因此他认为世人皆平等, 于是他不仅利用金钱来支持自己的这一观点, 他还拿出自己的时间来践行这一理念。他妻子梅琳达也拿出时间支持他的这一观点。他们真的将拿出自己差不多后半生的时间把财富、才华、精力、想象力等用在改善全球 65 亿人生活质量的事业之中去。这是我最钦佩他的地方。

盖茨: 沃伦身上有许多优点可以挑出来作为我最佩服他的答案, 比如他的真诚就为世人树立了榜样, 还有他的幽默感。但我想我会挑选他诲人不倦的愿望, 他愿意深入浅出地教导他人, 如此一来, 人们就能恍然大悟并从他的经验以及他对世界运行规律的看法中得到教益。他乐于教导他人。他和学生们见面时是这么做的。他在每年给股东写信时是这么做的。他在给我打电话时是这么做的。这是真正的天赋, 让我无比佩服。

Becky: 让我们听听这一位提什么问题。

学生: 巴菲特先生, 盖茨先生, 感谢你们今晚光临此地。我是易卜拉欣·多利, 是哥伦比亚大学一年级学生。我来自葡萄牙。我想问你们两位一个问题。在你们的职业生涯中, 你们很早便知道自己想要做什么。对于我们这些还懵懵懂懂的人, 你们有什么建议吗?

盖茨: 哦, 要找到激发你热情而且你又擅长的事情, 有时候可能得花上若干年时间。我想沃伦和我都挺幸运的, 我们都有点撞大运的意思。那时候我甚至不知道我的兴趣就是软件。我对它有点痴迷, 但还不清楚编程会成为我的职业。当那事发生的时候, 我感觉真好。我想大部分人到 20 多岁的时候就不得不尝试一些不同的经历了。有些事情会为你提供很多不同的生意机会, 或者为你提供很多不同的工作机会。我想你可以从最初的几份工作中挖掘这样的机会。然后当你发现你为之疯狂的事情之后, 就开始干吧。

巴菲特: 第一, 我想说的是, 找个合适的人结婚吧。我是认真说的。婚姻将让你的生活变得更加不同。它会

改变你的抱负等等。非常重要的一点是你跟谁结婚。除此之外，我想说的是，如果你处在我的位置上，钱财对你而言已经没有什么意义，那么就**做你喜欢做的任何事情**。我今年 79 岁了，我每天还上班。这才是我最想做的事情。**你越早离我所说的这个目标越近，你在生活中获得的乐趣就越多，你的工作也就会做得越好。所以不要被眼前的蝇头小利所驱使。**

此外如有可能，**要为你钦佩的组织或个人去工作**。我指的是，我主动提出为本·格雷厄姆工作，因为他是业界我最为钦佩的人。我根本不在乎他给我多少回报。他最终于 1954 年雇用了我，我就从奥马哈市搬到了纽约，在我得到自己的第一张工资单之前我根本不知道自己的薪水是多少。但我知道我愿意为本·格雷厄姆工作。**我知道自己每天早晨会从床上一跃而起，对我要做的工作充满期待，等到我晚上回家时，我又变得比早晨聪明了一些。去找一份你感兴趣的工作，为能够激起你工作热情的个人或机构工作。**

学生：我的名字是亚当·冯·戴姆，是一年级学生。这个问题请巴菲特先生回答。如果说收购伯林顿公司代表了你的"长期投资永久持有"的投资理念的话，我想知道本次金融危机是否对你的投资理念或投资过程产生了影响？

巴菲特：没有。这次金融危机对我的投资理念没有产生任何影响。我们喜欢可口可乐这样的产品。金融危机如何对这种商品产生影响呢？这种商品始于 1886 年。它经历过所有的风风雨雨。结果今天一天 8 盎司瓶装可口可乐的消耗量将是 16 亿瓶，到明年这个数量还将会增加。我们想进入这样的企业，**该企业拥有持久的竞争优势，拥有我们喜欢并相信的管理层，然后我们以我们喜欢的价位购买其股票。我们的投资理念丝毫没变。附带说一句，我们也拥有鲜果布衣公司的股票，但我不打算生产产品。**

Becky：好的。下一个问题。

学生：你们好，我是二年级的布莱恩·赛达巴克。巴菲特先生，再次看到你我感到很高兴。上个月我去了趟奥马哈。感谢你招待了我们。我的问题是，对于今天遵循格雷厄姆和多德的投资哲学去配置资金的个人投资者来说，你会有什么样的建议？

巴菲特：噢，这将取决于他们是否是主动的投资者。格雷厄姆将投资者分为防御型和进取型两类。所以，**如果你愿意在投资上花大量时间，我建议你尽可能多地阅读些材料，这样你就会找到一些便宜货。如果你发现了目标，你就得赶快行动。**这个原则自我于 1950 年、1951 年来到这里后就一直没变过。我今后也不会改变它。

我开始翻书。在我离开学校后，我把厚达 1 万页左右的穆迪投资报告中的每页都看了两遍，目的是寻找合适

的公司。你得自己去寻找。世人不会告诉你哪儿存在好买卖。你得自己去寻找。而这需要耗费你大量时间。所以如果你不打算那么做，如果你只想成为一名被动的投资者，那么我只能建议你长期持有指数基金。我要告诉你的是，人们最糟糕的投资方式就是持有现金。人人都在谈论"现金为王"之类的话题。但对于你们绝大多数人而言，你们看上去并没有被身上的现金压弯了腰。随着时间的推移，现金将贬值，但好公司则将会升值。你并不想在现金上付出太多，因此你务必立下一些规矩。你需要做的就是找到一家好企业并坚持和它站在一起。

Becky：这是否意味着你认为我们已经度过了最困难的时期？你以前也经常说要持有现金。

巴菲特：我们一直持有足够的现金，所以我才感到非常的舒服，晚上睡觉也不用担心。但我这样做并不是因为我把持有现金当做了一种投资工具。长期来说，持有现金是糟糕的投资方式。但你总想拥有足够现金，这样才能避免由别人来主宰你的未来。金融恐慌已经过去，但某种程度上由金融恐慌所导致的经济动荡还没有完全消失。它会结束的。我不知道它结束的时间是明天、下周还是下月，或许是明年。但它不会永远持续下去。人们在今年3月份试图抄底，但美国失业率仍未触底，美国商业活动也未触底，而股市已经触底。不要因为觉得明天会找到比今天更加有吸引力的东西而拒绝今天有吸引力的东西。

Becky：这里有人提下一个问题。

学生：巴菲特先生和盖茨先生，我的名字是安托瓦内特·吉纳维。我是EMBA一年级学生。我实际上在高盛工作，所以谢谢你们投资于高盛。我的问题是，想请你们两人谈谈在投资可替代能源，以促进经济发展，并让经济重新回到正常轨道问题上的想法。

Becky：比尔，你较早前接触过这个问题。

盖茨：哦，人们在这个问题上有很多很多的想法。可以这么说吧，其中大部分想法将被证明是死路一条。太阳热能、太阳能以及核能都将得以复兴，但它们需要解决高成本带来的挑战。我们希望美国能够确保所有这些替代能源都得到足够的研发经费和监管，因为其中一种能源将会为我们提供安全廉价得多但又不会带来任何问题的动力。我们不知道具体是哪一个。我们对这些替代能源的研发投资力度还不如我预期的大。我们有了不小的进步，但我认为政府的政策能够鼓励更多的投资。不过替代能源实际上是目前的热门投资领域之一。

当大家都关注一个领域时，就会有大量资金涌入该领域。总体资本回报率也会很高。美国汽车业在其鼎盛时期变成了一场灾难。航空业软件业也是如此，因为人们直到今天才记得非微软的软件是存在的。当某种东西成为

抢手货时，泡沫就会出现。因此，应该谨慎对待替代能源，确保替代能源的成本结构是合理的，而不仅仅靠政府补贴向前推进，确保科学奇迹在未来出现。因此替代能源是一个热门投资领域，但未必是一个好的投资领域。

Becky: 好的。这位是哈伯德院长。顺便提一下，格伦·哈伯德不仅仅是商学院的头，他还曾在白宫任职过，他曾经担任经济顾问委员会主席。所以这个人不仅仅对经济的运行了如指掌，他还对这些学生们的言行了如指掌。你一直和他们交谈。你想问盖茨先生和巴菲特先生什么问题？

哈伯德：谢谢你，Becky，也感谢你们两位今天来到这里。沃伦，欢迎回家(巴菲特：谢谢)。沃伦，几年前你说过一句话，这句话一直萦绕在我心头，你说除非潮水退去，否则你永远不知道谁在裸泳。那当然说的也许是知道何时会退潮的重要性。它同时也指明了洞察环境的重要性。我们该如何培养——我们如何鼓励商业领袖洞察环境并将点点滴滴勾连起来？

巴菲特：哦，我觉得他们在过去一年里学到了很多。你知道吗？有些人从来不学习。在伯克希尔，我们实际上有 70 名左右的经理。我认为，他们大多数人都比 15 个月前更为聪明了。不过，他们加入我们企业本身就说明他们足够聪明。但你知道吗？我认为我是从本·格雷厄姆那里学到了经验教训，他过去每周四下午来这里上课。你知道吗？他不需要那么做的。他把挣到的所有钱都捐给了这所学校。**拥有合理的原则能让你渡过一切。**我从格雷厄姆和多德那里学到了一些基本原则，我对这些原则没必要作任何改动。它们引领我度过了美好时光。它们也引领我度过了艰难时光。最终我不需要对它们感到担忧，因为我知道它们有效。

Becky: 比尔，你认为一名商界领袖最重要的特质是什么？

盖茨：哦，令人惊讶的是，**经商的基本要素非常简单。你试图让获得的收入高于你所花的成本。**这是一道非常简单的减法运算题。但同样令人惊讶的是，**你要提前几年就要作出如下这样的规划：我们是否进行正确的投资？我们是否能在竞争中胜出？我们做的事情别人是否难于替代？**这是常识，但我想你需要通过历练才能体会这些常识。我认为理想的情况是，如果你年轻，你就可以从小打小闹中获取这些常识并亲身实践它们，因为很多从一开始就做大生意的人可能很难获得这样的常识。所以基本原则是很简单的。**通过阅读大量书籍学习这些原则在各类行业里是如何起作用 and 如何不起作用的运行方式，我想这是一个随着时间积累而水到渠成的过程，**而商学院则加速了这一过程而让你能够捷足先登。

巴菲特：每隔一年半或两年，我就会发布一则信息。股东们每隔几年就会收到我的一封信。我在信里基本上

是这么说的，经营这个企业就好像它是你家族在未来 100 年里唯一能拥有的企业。你不能出售它。但你不需要用每年的季度收入数据去考核你的企业。衡量一个企业的标准是看看它周围的"护城河"——即随着时间而来的竞争优势是扩大还是缩小。如果你不断这么做上 100 年，你的企业将会很好地运转下去。我告诉他们，如果你做什么事的理由是因为别人都在做那件事的话，那么你的这个理由是不充分的。如果你必须将其作为一个理由的话，还是忘了那件事吧，因为你没有一个充足的理由去做它。永远不要找那种理由。

Becky: 让我们找一些学生提问题吧。

学生: 巴菲特先生，盖茨先生，你们来到这里真是妙不可言啊。非常感谢你们。我叫卡塔·卡方卡。我是哥伦比亚大学 MBA 二年级学生。其实我的问题和你们问的问题很相关。我们很多人基本上是渴望成为像你们那样的人。但实际上只有很少的人到达你们的高度，对吧？所以你们两位觉得是什么重要的品质让你们脱颖而出？

巴菲特: 当比尔和我一起出现的时候，有意思的一件事是，人们认为他们做不了比尔做的事，但他们知道他们可以做我做的事。我们俩人都有激情。我们从事现在的事业是因为我们热爱它。我们并不是为了发财才从事当前事业的。我们可能觉得，假如我们能够做好它，我们就会发财。但你知道吗？假如有人为了让我们继续从事我们的事业而从门缝里塞进面包的话，我们也会这么做的。所以我觉得，激情对于事业而言是极其重要的。

我很幸运拥有几位了不起的老师，其中一位尤其了不起。我父亲是我的了不起的老师。但在职业生涯方面我有另外一位了不起的老师，他就是本·格雷厄姆。我很幸运在很早的时候就打下了正确的基础。后来我基本上不再听别人说什么了。我每天早上只是照照镜子，而镜子总是同意我的。于是我就出门做我认为自己该做的事情。其他人的想法不会影响到我的。

盖茨: 噢，我们谈论了一些基本品质，比如接触杰出人物、博览群书以及志存高远。不过我也认为在为数不多的见证奇迹的重要时刻，你必须对自己充满信心。你们知道吗？在巴菲特只身一人进入投资领域时，他本可以接受一份作为投资分析师的工作。但他知道自己有挣大钱建立自己合伙公司的本领。我从哈佛大学辍学时，曾对我的朋友们说道："来为我工作吧。"这在某种程度上就是一种厚颜无耻的自信。在为数不多的时刻，你要相信自己，对自己说"是的，这个可以实现"——你必须抓住那些机会，因为机会并不多。

Becky: 好的。很好的建议。相信你自己。朋友们，我们马上进入填鸭式教学环节，我们会得到一些相当快捷的答案。让我们走到后面来。我们这里有人提问。

学生：我叫妮基·谢尔顿，来自纽约的罗斯威尔。我是商学院的一名二年级学生。首先我想对你们两位成为伟大的慈善家说一声"谢谢你们"。你们为世界做了一件大好事。巴菲特先生，你最近向比尔和梅琳达基金会捐了一大笔钱。你能否向我们谈一谈你捐款的理由，以及你希望看到这些资金如何投入使用吗？

巴菲特：噢，除非我百分之百认同他们为大多数人谋最大福利的目标，否则我不会把钱捐给他们的，无论他们帮助的对象是谁，是男是女，是何种肤色，持何种宗教信仰等等。他们相信世人皆平等。我本人是赚钱高手。如果你去阅读一下亚当·斯密于 1776 年所撰写的有关劳动分工的书籍的话，你就会知道，如果你需要接生婴儿的话，你不必尝试自己学习接生，找个产科医生就行了。因此，比尔和梅琳达从事基金会的工作比我更出色，将来我的孩子们如果拥有基金会的话，他们将会比我更擅长运作基金会。这很好。我将做我擅长的工作，而我将会让他们做基金会的工作。他们所从事的工作和我的愿望完全一致。

Becky：这里有人提另外一个问题。

学生：巴菲特先生和盖茨先生，欢迎光临哥伦比亚大学商学院。我名叫克里斯，来自宾夕法尼亚，是 MBA 一年级学生。我的问题是，你们各自最重要的导师有哪些？他们是谁？你们从他们身上学到了什么？

盖茨：哦，我得益于我的父母，他们给我树立了榜样。我父亲曾经是一位律师，他同我分享他的工作经验。我还有一些商业伙伴，我们一起学习，特别是史蒂夫·鲍尔默。后来我又从巴菲特身上学到了很多，听他讲述如何应对困境、如何深谋远虑、如何为世界作出表率的故事。如果你有机会和这些人在一起，那真是一件非常棒的事情。

Becky：你准备好问题了吗？

学生：是的。欢迎你们。我叫史蒂文·马修斯，是商学院行政人员。谢谢你们光临这里。我的问题是关于苹果公司的。盖茨先生，你能否告诉我们你是如何评价苹果公司 CEO 史蒂夫·乔布斯的工作表现的？

盖茨：嗯，乔布斯的工作非常出色。苹果的商业模式和我们的稍有不同，他们既做硬件又做软件。但当乔布斯重返苹果时(实际上是通过苹果公司收购他经营的 NeXT 公司实现的)，他面对的苹果公司是一个烂摊子。事实上，当时苹果公司很可能难以生存下去。乔布斯带来了一支队伍。他为苹果推出很多了不起的产品和设计带来了灵感，让苹果公司重新拥有了生产好产品的无穷力量。你知道吗？我们能有苹果这样的竞争对手是件好事。我们为苹果公司编写软件，微软的确为苹果公司编写软件。我们也同苹果公司展开竞争。但在我共事过的所有业界领

袖中，乔布斯所展现的灵感无人能及，正是他拯救了苹果公司。

Becky: 好的。没错，就是你。

学生: 谢谢你。我名叫迈克尔。我是 MBA 一年级学生。这个问题是针对盖茨先生的。我想知道你是否觉得目前的谷歌就像当年的微软?

盖茨: 哦，他们面临着我们当初遇到的问题。谷歌是我们另外一个出色的竞争对手。他们招聘了很多聪明人。他们在搜索引擎市场占据了主导地位，他们获得了巨额利润并成为了业界老大。随着时间的推移，他们可能会遇到一些竞争。但他们很好地证明了当年轻人聚在一起努力追求理想时在他们身上会发生什么，他们取得了巨大成功。我们所有人都希望大家使用搜索引擎，也许有更多选择。我们都能从中受益。

Becky: 这里有人要问。

学生: 你们好，我是乔希·奥斯汀，是 MBA 二年级学生。我的问题是针对你的，巴菲特先生。像你这样的价值投资者相信基本面分析而且是深入的基本面分析是明智投资的关键。但你过去多次表示，你能非常迅速地作出资金配置的决定，有时不到五分钟就能拍板。我想知道是什么样的数据让你满怀信心作出决定?

巴菲特: 噢，那就是所谓的“**台上一分钟，台下十年功**”。仅以可口可乐为例。我抽样调查该产品长达 60 年的时间，然后我从中看到了几个促使我在 1988 年购入该股票的关键要素。但好的重大决策是根本不需要花多少时间。如果你耗费时间的话，你就有麻烦了。

Becky: 先生们，这是今天的最后一个问题。假如美国是一只股票的话，你会购买它吗? 比尔。

盖茨: 那当然了。

Becky: 沃伦。

巴菲特: 融资购买。

Becky: 先生们，我们十分感谢你们抽出时间来到这里。比尔，沃伦，你们真好。我们真的很感谢你们。朋友们，让我们把热烈的掌声送给他们吧。我们也感谢这里的所有人。哥伦比亚大学，商学院，哈伯德院长，谢谢你们，朋友们。我们真的很感谢。今晚真美好。

巴菲特：对话 IVEY 商学院学生 2010

2010 年 2 月 26 日

巴菲特会见了来自 Ivey 商学院 George Athanassakos 博士带队的 MBA 和 HBA 学生。以下为会谈纪要。

Q：关于新兴市场投资

从根本上说，投资新兴市场与投资发达市场非常相似：你仍然需要了解你所投资的企业及其未来 2 年、5 年、10 年的前景。此外，这些企业需要在很大程度上不受重大变化的影响，并有很大的上升空间(例如，未来人均购买力将提高)。

投资那些在新兴市场投资和运营的企业(如可口可乐)，是接触新兴市场的好方法。

美国成为新兴市场的净出口国并非威胁，因为最终重要的是释放人类的潜力。这使整个人类得以进步(这不是零和游戏，每个人都能从进步中获益)。

一般来说，伯克希尔对外国有价证券的兴趣较小，伯克希尔更感兴趣的是购买整个企业或其中的大部分。

2000 年中期在翻阅一本韩国股票手册时，发现了大量便宜货(好公司，3 倍市盈率或更低)。买了 20 只构成了一个组合，以降低整体风险(因为伯克希尔的仓位需要很大才能对其业绩产生影响)。

Q：如果今天创办巴菲特合伙公司，巴菲特会做什么不同的事情

巴菲特先生解释了巴菲特合伙公司：他最初与朋友和家人建立了一个合伙公司，管理的资金总额为 10.5 万美元，后来与许多奥马哈当地人建立了一系列合伙公司，最终进行了合并。他不想浪费时间向合伙人解释，因此每年给合伙人写一封信，以减轻人们的投资"心理压力"。

巴菲特最初是一名股票经纪人，但他承认自己不是最好的推销员，他想为自己和投资者做真正的投资分析工作。他唯一的遗憾是起步不够早(但他第一次购买股票是在 11 岁)。

Q：关于"内部记分卡"

第一条建议是"要嫁得好"。你无法选择你的父母，但你可以选择你的配偶，要嫁给一个"低期望值"的人。

第二条建议是要确保自己拥有正确的人生英雄。他提到了自己的一些英雄，包括父亲霍华德巴菲特和恩师本格雷厄姆。

巴菲特谈到了奥马哈的一位波兰籍大屠杀幸存者，这位老人在去年去世。他认为人生真正的成功意味着，在六七十岁的时候，有很多人愿意"把你藏起来"(也就是说，如果他们遇到了像他所比喻的大屠杀那样的情况，他们

会不会愿意把自己的命搭进去救你?)

Q: 伯克希尔收购 BNSF 铁路(伯灵顿北方圣达菲)公司

巴菲特谈到了, 铁路与美国经济整体长期目标的同步性, 以及铁路的一些基本要素: 美国 40%的货物通过铁路运输, 二氧化碳排放量低(使用 1 加仑柴油可行驶 480 英里), 以及资本密集, BNSF 的资本支出超出折旧摊销数十亿美元。

虽然 BNSF 的业绩比 2008 年的水平下降了 16%, 但他认为 10-20 年后将会有更多的货物通过铁路运输到全国各地, BNSF 将获得"合理的资本回报"。BNSF 运营的西部地区比东部地区更具吸引力。

除了伯克希尔之前持有的 BNSF 股份之外, 巴菲特在沃斯堡访问 DTI、Justin Boot 和 ACME Bricks 时, 他与 BNSF 铁路的 CEO-Matt Rose 会面时产生了收购的想法。他将 BNSF 铁路与喜诗糖果做了对比, 喜诗糖果的销售规模很小, 单位销售使用的资本很少(税前利润 7000 万美元, 投入资本 4000 万美元), 而铁路业务则是资本密集型的低回报业务。

他谈到了喜诗糖果的定价权: 每到 12 月 26 日, 价格就会上涨 1 美分。在圣诞节和情人节, 销售量最大, 没有人愿意购买便宜货; 与 BNSF 铁路不同, 喜诗糖果的问题在于它的销售额几乎没有增长, 也没有机会再重新配置资本。

BNSF 铁路是一项很好的投资, 主要是因为它提供了以相当高的回报率重新部署资本的机会(更新铁路设施如铁轨、桥梁、隧道、机车等)。

Q: 关于美国联邦债务及其对子孙后代的影响

关于赤字的水平, 巴菲特说, 由于信托基金的存在, 赤字实际上占 GDP 的 60%而不是 80%。二战结束时赤字率为 120%, 与二战前相比, 我们现在的日子要好过得多。

你无法真正承诺未来 20 年的福利: 资本回报可能会增加, 政府可以承诺任何人们想要的东西, 但这不一定会发生; 事情必须调整。

雄心和创新并没有消亡; 巴菲特不知道下一个好机会会从哪里来, 但他相信它们正在到来。

巴菲特确实非常担心原子弹化学或生物武器战争。狂热分子可能大规模地伤害他人, 他们一直存在, 并将继续存在。事实上, 顽固分子与人口成正比; 最大的区别在于, 只有现在才有可能以指数级增长的方式伤害他人。

我们在思考大规模攻击时必须考虑到：意图、知识、材料和可投递性。现在唯一的瓶颈是核材料，必须继续强调这一点，这也是他最担心的地方。

巴菲特先生谈到我们的生活如何比 John D. Rockefeller 更好，洛克菲勒曾控制着美国有史以来最大比例的 GDP。我们现在可以根据喜好选择温暖或寒冷的环境，我们可以通过电视观看世界大赛，而不必真的坐火车前往，等等。

巴菲特与我们生活的对比：我们的日常消费大致相同(他的西装更贵，但穿在他身上显得很廉价，他还使用私人飞机)；财富带来了生活上的些许改善，但总体而言差别不大。

成功就是得到你想要的；幸福就是想要你得到的。

Q：关于中国经济是否存在泡沫

巴菲特拒绝评论 Jim Chanos 对中国房地产形势的评论。

巴菲特称，美国经济的结构释放了世界上像盖茨家族和福特家族的潜力。中国吸收了我们制度中的元素，并自然地加以调整，以释放 2 亿人的潜能。巴菲特特别指出，如果中国发展得好，我们也不会受苦。"我们的繁荣让世界其他国家受苦了吗？"

巴菲特谈到了比亚迪的成功，王传福于 1995 年创立了比亚迪，现年 43 岁，拥有 13 万名员工和 1.3 万名工程师，在中国(全球最大的汽车市场)销售最好的汽车。

巴菲特的西装是在中国定制的。

"主队赢得每场比赛固然好，但这是不可能的"。巴菲特谈到了 1938 年 Lewis-Schmeling 的比赛(全世界都在关注这场比赛，但比赛没有赚到钱，麦迪逊广场花园只有 2.5 万人观看了比赛)。现在，通过付费观看中量级拳击手能赚到数亿美元，而发明电视机的人什么也没赚到，赚到钱的是通过电视机赚钱的人。

Q：关于过去 30 年的金融创新

金融创新与其他地方的创新并无不同。"那它为什么不好呢？"

巴菲特说，首先，CDO 的平方并不是当前最重要的问题，在货币的范畴内，极端情况永远存在。

巴菲特讨论了这样一个寓言故事：房间里的每个人同时遭遇了海难，来到了一个荒岛上，每个人都靠种植大米而生存。大家每天在稻田里工作 8 小时，就可以靠大米生存，生活满足。但如果有 20% 的人开始进行大米期货

和期权交易，导致其他人不得不每天工作 9 小时呢？每个人的情况都会变得更糟。这就像任何“赌场”式的活动一样，社会的净收益是多少？

虽然社会可能并不公平，但华尔街上有很多钱，需要加以约束。

看不见的手有时会失控。衍生品是大规模杀伤性金融武器。

但这也不全是坏事：就智商和精力而言，华尔街赚的钱最多，那么我们如何在不“把孩子和洗澡水一起倒掉”的情况下解决问题呢？

如果情况变得足够极端，美国就会“做正确的事”(比如经济刺激计划)。

我们能否拥有一个开明的、不受限制的市场体系还有待观察，但当你拥有美国政府支持的特权时，你就需要在一定的监管规则的范围内运作。如果你想违规，那么对不起。

Q：关于巴菲特最困难的挑战，以及他是如何克服困难的

巴菲特并不认为自己一生中遇到过多少逆境。他认为自己异常幸运。

我中了卵巢彩票。我没有什么可抱怨的。在我出生时，大约有五十分之一的机会出生在美国。我还有一对好父母，接受了良好的教育。我是白人。而且我是男性。我的姐妹们和我一样聪明，但尽管我们的父母没有告诉她们该做什么，她们还是从社会上得到了应该做什么的信息。

我的性格使我擅长资本分配。我没有被哈佛大学录取，这在当时看来似乎很不走运，但却是我遇到的最好的事情。最后我被哥伦比亚大学录取，成为格雷厄姆和多德的学生。

我没有肌肉。我的体格很差，但似乎没什么问题。医生说我很健康！

去嫉妒你没有的东西，那是一种精神上的摧残。

如果你有机会与世界 60 亿人随机抽取的 100 个人互相交换生命，你会这样做吗？如果你不愿意，我想没有人会这么做。这是因为你幸运地生活在北美，你足够聪明，有能力接受良好的教育。你们是人类中最幸运的 1%。

Q：关于性格的重要性(特别是谦逊、耐心和纪律)

选一个你希望长期交往的同学，或者获得他终身收入的 10%。想一想你喜欢、钦佩、以及富有成效的人。这个人的智商可能不是最高的，但他们的能力很强。你打赌他们会非常成功。现在再选一个你不喜欢的同学。列出成功学生的优秀品质和不成功学生的不良品质。

目标是通过努力实现成功者的优秀品质，消除不成功学生的不良品质和习惯，从而成为一个成功者。培养你喜欢的人的品质，戒掉你不喜欢的人的品质。

趁年轻，改变不良品质：习惯的枷锁，开始时它轻的难以察觉，直到后来它沉重到你根本无法挣脱。

与行业知识相比，吸引优秀人才加盟更能带来成功。

Q：关于美国经济从制造业驱动型经济向服务型经济转型

目前，美国交给中国绿纸片，他们给我们运来 2250 亿美元我们想买的东西。他们为什么不把他们的钱和他们生产的商品留着呢？人们就是不这么想。

中美关系不可能永远这样持续下去，而不可能永远持续下去的事情就会结束。目前的优势在于，美国可以用自己的货币对债务进行计价。而其他国家不能。动态并不一定需要逆转。稳定状态是有可能存在的。人们认为，维持目前的体系符合相关国家的利益，而且这种体系可能还会存在一段时间。如果它真的结束了，也不会是世界末日。钱不会消失，只会流入其他人的口袋。中国目前的安排是出口商品并收取现金。这种情况可能在一段时间内不会改变。

Q：关于对伯克希尔控股公司以及潜在投资公司的经理人的判断

购买一家好到白痴都能经营的企业，因为迟早会有一个白痴来经营。

我总是问自己：经理人是爱企业，还是爱钱？

经理人需要有激情。否则，合同将无法让他们在精神上留着这里，或长期留在这里。

确保他们不会失去对事业的激情，并向他们承诺，他们将“自己画出自己的画”，我不会给他们太多的指导，从而剥夺他们的激情。

巴菲特热爱自己的工作，因为他可以画自己的画，并获得掌声。

优秀的经理人都是具有类似等式的人。巴菲特会给他的经理们掌声，让他们画自己的画。伯克希尔的经理们没有合同。

伯克希尔从未向私募股权公司购买过资产，因为他们爱的是钱，而不是企业。这并不是坏事，只是不适合巴菲特。

每个人都在争夺最高职位，这不是一个健康的环境。例如，在通用电气，会有 40 名高管希望获得最高职位。

当新任 CEO 公布后，那些没有被选中的人就会立即离职。就这样，你失去了 39 位最优秀的员工，却保留了一位。在伯克希尔，人们热爱自己的工作。没有人想要我的位置，因为他们都热爱自己的工作。

接受让你兴奋的工作，钱就会随之而来。我们的目标是，每天工作结束时都能变得更聪明。这就是 Rose Blumkin (内布拉斯加家具商场创始人)一直工作到 103 岁的原因。

当你有选择的时候，总是对自己所做的事情感到兴奋。这并不总是可能的。

巴菲特曾经在 Penny 百货公司卖过衬衫，他不喜欢这样。

Q: 关于押注美国经济

你怎么能把赌注押在美国身上呢？

电话发明 40 年后，人们平均要花 53 个小时才能赚到足够支付 3 分钟长途电话费的钱。看看你现在可以免费做什么。美国的制度促进了这种发展。

Q: 关于可口可乐收购其北美主要灌装商

可口可乐历史上最愚蠢的合同是与大型装瓶商签订的固定价格糖浆长期许可协议。这是一种低效的装瓶方式。每个装瓶商都紧紧抓住这些许可证不放。没有人能碰它们，百事可乐和可口可乐最终就像大宗商品一样。如今仍有 80-90 份这些合同存在，可口可乐收购了这家大型装瓶商，试图重组分销渠道，使产品分销合理化。

可乐是一种好产品。它是唯一一种没有味觉记忆的产品。一天中的第五杯可乐喝起来和第一杯一样新鲜。你不会厌倦这种味道。(巴菲特先生每天喝 5-6 瓶可乐，相当于每天从可乐中摄取 750 卡路里。巴菲特开玩笑说，他的一半生命归功于可乐！)

可口可乐与快乐联系在一起，并赞助这类活动，比如奥运会等。

你希望一个品牌长期与情感联系在一起。伯克希尔子公司喜诗糖果也是如此：如果一个男人在情人节给他的爱人买了巧克力，并得到了她的一个吻，这会让他对这个品牌产生积极的联想！

Q: 关于他作为公众人物的角色

巴菲特不会支持任何他不相信的东西，无论它对伯克希尔是有利还是有害。他说，他看到什么就会说出自己的看法。

巴菲特认为，与生活在美国的其他人相比，他和伯克希尔公司的税负较低。他要为 6600 万美元的收入缴纳

16.6%的税。他认为这不公平，认为应该对制度进行重大改革。

他将低税率归功于 George Bush 执政时期颁布的政策。

George Bush 是我的税务规划师！他似乎认为像我这样的人已经奄奄一息，需要得到保护。

Q：关于伦理

当事情出错时，有些人认为你需要更好的公关。问题是你做错了。

有些人想在靠近底线的地方打球，但在球场中央打球还是能赚很多钱的。

永远不要用声誉换取金钱。

巴菲特致股东的信 2009

2010 年 2 月 26 日, BRK: \$95200-99200

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

公司 2009 年的账面价值增加 218 亿美元, A/B 股每股的账面价值增长了 19.8%(标普 2.7%), 自现任管理层接手的 45 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 84487 美元, 年复合成长率约为 20.3%。

公司最近收购了伯灵顿北方圣太菲铁路公司(BNSF), 这使我们已有的约 50 万名股东至少增加了 6.5 万名。对于我和我的长期合伙人查理芒格而言, 最重要的是所有的股东都能了解公司的业务、目标、局限性和文化。因此, 在每次的年报中, 我们都重述了指导我们的经济原则。**我强烈建议所有人尤其是新股东认真阅读这些原则。**伯克希尔数十年来都在坚守这些原则, 在我不在之后的长时间内会继续坚持。此外, 在这封信中我们将回顾基本业务的运营情况, 希望为新加入的 BNSF 股东提供专项辅导, 老股东也同时复习。

我们如何衡量自己

我们评估管理层绩效的标准刊登在首页。查理和我一开始就认为, 要有一个理性和坚定的标准来衡量我们完成和未完成的工作。这让我们避免看到业绩之箭落在何处然后在其周围画上靶心。

将标普 500 指数作为我们的基准是一个很容易的选择, 因为我们的股东持有指数基金几乎不费什么代价就能实现这样的业绩。那么, 他们有什么理由为我们仅仅创造同样绩效而给我们付钱?

对于我们而言, 难度更大的决定是如何衡量伯克希尔相比标普 500 指数的进步。简单的使用股价变化来衡量也有充分的理由。实际上, 在一段较长时间内股价是最好的考验。不过, 每一年的市场价格可能会极其不稳定, 即使涵盖时间长达 10 年的评估, 也可能因衡量期间开始和结束时愚蠢的高价或低价而极大扭曲。微软的史蒂夫鲍尔默(Steve Ballmer)和通用电气的杰夫伊梅尔特(Jeff Immelt)对此就有体会, 他们在接掌这些企业时, 都遭遇高的吓人的股价暴跌的过程。

衡量我们年度进展的理想标准或许是伯克希尔每股内在价值的变动, 奈何这一价值难以用精确的方法计算, 所以我们使用了一个粗略的替代标准: 每股的账面价值。依靠这一标准有其自身的缺点, 我们在后文对此进行了讨论。此外, 大多数企业股票的账面价值都低估了内在价值, 在伯克希尔当然也是如此。总的说来, 我们企业的内在价值远高于其账面价值, 而且在我们最重要的保险业务中差额巨大。即使如此, 查理和我认为, 我们的账面价值(虽然被低估), 是追踪内在价值变动的最有力工具。运用这种衡量标准, 正如本封信开篇一段所言, 自 1965

财年以来，伯克希尔账面价值年复合增长率达 20.3%。

我们应该注意到，如果选用股价作为我们的衡量标准，伯克希尔的业绩看起来会更好，自 1965 财年年初以来的年复合增长率达到 22%。令人惊讶的是，年复合增长率的这一温和差额，导致 45 年间，市场价值增长 801516%，而账面价值的增长 434057%。市值增长更高是因为，在 1965 年，伯克希尔股票以盈利不佳的纺织资产账面价值的适当折扣出售，而如今，伯克希尔股票一般以其一流业务的账面价值溢价出售。

总之，业绩表格传达了三个信息，其中两个为正面信息和另一个极为负面。首先，在从 1965-1969 年开始、至 2005-2009 年结束的 41 个五年期内，我们账面价值的增速都超过了标普 500 指数的增速；其次，**虽然我们在市场向好的几年中落后于标普 500 指数，但在市场不利的年份，我们一直优于指数。换言之，我们的防守要好于进攻，这种情况很可能会持续下去。**

最大的负面因素是，随着公司规模增长，我们的业绩优势大幅减少，这一令人不快的趋势肯定会持续下去。可以肯定的是，伯克希尔拥有许多出众的业务和一批真正优秀的经理人，并以一种不同寻常的企业文化运营，使他们能够最大限度发挥自己的才干。查理和我相信，这些因素随着时间的推移将继续创造好于平均水平的业绩。但是，巨大的资金规模已经形成沉重的锚，而我们未来的优势(如果有的话)，将只是我们过去优势的一小部分。

我们有所不为

很久以前，查理制订了自己最远大的雄心：“我只想知道我将死在哪里，那么我就绝不会去那个地方”。这些智慧受到了伟大的普鲁士数学家雅各比的启发，他建议“反向一直反向”，以帮助解决难题。(我也可以说，这种反向方法在一个不那么崇高的层面上也会起作用：倒唱一首乡村歌曲，你会很快找回房子、车子和妻子。)

以下是我们如何在伯克希尔应用查理的思想的几个例子：

1，查理和我避开那些我们不能评估其未来的业务，无论他们的产品有多么令人兴奋。在过去，人们不需要什么智慧就能预见到汽车(1910 年)飞机(1930 年)和电视机(1950 年)等行业的惊人增长。但未来，还包括各方面的动态竞争，几乎所有进军这些行业的公司将被竞争摧毁，即使是幸存者也常常是遍体鳞伤地离开。

在众多的竞争对手争夺霸主地位的情况下，即使查理和我能够明确预见某个行业未来会有巨大的增长，那也不代表我们能够判断其利润率和资本回报会是多少。**在伯克希尔，我们将坚持从事其未来数十年的利润似乎可以合理预测的行业。**即使如此，我们还是会犯下许多错误。

2, 我们永远不会依赖陌生人的善举。"大到不能倒"不会是伯克希尔的退路。相反, 我们总是安排我们的事务, 以使我们自己的流动资金能够满足任何我们可以想象到的现金需求。此外, 我们众多且多元化的业务带来的大量收益, 将不断注入新的流动性。

2008 年 9 月, 当金融体系陷入瘫痪之时, 伯克希尔是该体系流动性和资本的提供者, 而不是求助者。在危机顶峰时期, 我们向企业界投入了 155 亿美元, 否则这些企业可能只能向联邦政府求助。其中, 90 亿美元投入了三家倍受尊敬、以前均安全的美国企业以提高它们的资本金, 这些企业刻不容缓需要我们投出无形的信任票。其余的 65 亿美元满足了我们为收购绿箭提供资金的承诺, 这桩交易在其他交易充满恐慌时顺畅完成。为保持一流的财务实力, 我们付出了极高的代价。我们通常持有 200 多亿美元的类型现金资产收益微薄, 但是, 我们睡得安稳。

(2008 年 4 月, <玛氏公司>筹集资金 230 亿收购箭牌公司, 向伯克希尔发行 44 亿美元次级债, 十年期利率 11.45%, 发行 21 亿美元箭牌公司优先股, 每年固定 5%股息, 8 年后可赎回。2013 年 10 月, 44 亿次级债以 115%面值赎回。2016 年 9 月, 21 亿优先股以 217%面值赎回。由于是危机前的 4 月签订协议, 条款不是非常优厚。

2008 年 9 月, <星座能源>同意伯克希尔旗下中美能源 47 亿美元并购要约, 并紧急向伯克希尔发行 10 亿美元优先股, 每年 8%固定股息, 以维持债信评级。12 月因法国电力参与并购协议告吹, 星座能源支付 1.75 亿美元分手费以及 2000 万股票, 随后伯克希尔全部减持, 盈利 9.7 亿。

2008 年 10 月, <高盛>向伯克希尔发行 5 万股 50 亿美元优先股, 每年 10%固定股息, 3 年后高盛有权以溢价 10%的价格回购这些优先股; 伯克希尔同时获得 5 年内以每股 115 美元的价格认购 4350 万股高盛普通股的权力, 这约相当于高盛流通股数量的 9%; 2011 年 4 月高盛 55 亿美元(50 亿本金+5 亿罚息)回购全部优先股, 此前已累计支付了 12.5 亿股息。

2008 年 10 月, <通用电气>向伯克希尔发行 30 亿美元优先股。每年 10%固定股息, 3 年后通用电气有权以溢价 10%的价格回购这些优先股; 伯克希尔同时获得 5 年内以 22.25 美元/股的价格认购通用电器 30 亿美元普通股的权力。2011 年 10 月, 通用电气支付 33 亿美元外加 3 年 9 亿美元股息回购全部优先股。

2009 年 2 月, <瑞士再保险>向伯克希尔发行 30 亿瑞士法郎优先股, 每年 12%固定股息。伯克希尔同时获得 3 年后以 25 瑞士法郎/股的价格认购瑞士再保险股票的权力。2010 年, 伯克希尔承接瑞士再保险对美国人手保险公司再保险合同进行转分保, 遭受了 6.4 亿美元损失。2012 年伯克希尔提出 10 亿美元索赔。

2009 年 2 月, <哈雷戴维森摩托>向伯克希尔发行 5 年期 3 亿美元优先债, 年利率 15%。<蒂芙尼>向伯克希尔发行 2.5 亿美元优先债, 年利率 10%, 其中 1 亿为 10 年期, 1.5 亿为 8 年期。

2009 年 4 月, <陶氏化学>向伯克希尔发行 300 万股 30 亿美元优先股, 每年 8.5%固定股息, 以筹集资金收购英国罗门哈斯[Rohm & Haas Co.]。若陶氏股票在持续 30 个交易日内有 20 日报收于 53.72 美元之上, 伯克希尔拥有的优先股将转换为普通股。2016 年底, 伯克希尔将优先股转换为 6%陶氏化学普通股。)

3, 我们倾向于让我们的子公司自主经营, 我们不会实行任何程度的监督和监视。这意味着我们有时会很晚才发现管理的问题, 有时他们的运营和资本方面的决策, 如果咨询我和查理的意见, 我们可能会不同意。然而, 我们大多数经理人都很好运用了我们授予的自主权, 保持着一种在大型机构鲜见的、以股东为导向的珍贵态度, 来回报我们的信任。我们宁愿承受一些糟糕决策造成的可见成本, 也不愿承担由于僵化的官僚作风而导致的决策迟缓(或者根本没有决策)带来的大量无形代价。

收购 BNSF 之后, 我们现在拥有 25.7 万名员工和数百家运营单位。我们希望增加这两方的数量, 但绝不允许

伯克希尔成为一个充满各种委员会、预算报告和多级管理层的庞然大物。相反，我们计划以一批单独管理的中型和大型企业集团的方式运营，这些企业的大多数决策都在运营层做出。查理和我将把自己的角色限于资本配置、控制企业风险、挑选经理人和制定他们的薪酬。

4，我们没有试图去讨好华尔街。基于媒体或分析师评论进行交易的投资者不是我们的目标，相反，我们希望加入伯克希尔的合作伙伴是因为，他们希望对自身理解的企业进行长期投资、并认同这个企业所遵循的原则。假如查理和我要与一些合作伙伴加入一家小企业，我们会寻找与我们志同道合的人，因为我们知道共同的目标和命运会让股东和经理人之间建立一个幸福的“商业婚姻”。就算扩展到大规模的投资也不会改变这一事实。

为了建立一个和谐的股东群体，我们努力与股东进行直接和有效的沟通。我们的目标是告诉你，如果我们的角色互换我们想要知道什么。此外，我们会在周末一早把季度和年度财务信息公布在网上，从而在非交易时段给予你和其他投资者充足的时间，来消化我们多元化企业发生的事情。（有时 SEC 最后期限会强制在非周五披露。）短短数段不能充分概况这些问题，也不是成为新闻记者寻求的那种夺人眼球的新闻标题。

在去年我们一个例子中看到原文摘要是如何出问题的。在长约 12830 个字的年度信中有这么一句话：“例如，我们确信整个 2009 年甚至更久以后，经济环境仍将艰难，但是这一结论并不能告诉我们市场是涨是跌”。许多新闻机构报道了（实际上是大肆宣扬）这句话的前半部分，而对后半部分只字不提。我认为这是可怕的新闻报道，受到误导的读者或观众很可能会认为查理和我在预测股市会出现糟糕状况，虽然我们不仅在这句话中还在其它地方清楚的表示，我们根本不是在预测股市。任何被这些耸人听闻的新闻所误导的投资者都付出了巨大代价，道琼斯指数在这封信公布之日以 7063 点收盘，而在年末收于 10428 点。

考虑到我们有过类似的经历，你会明白为什么我更希望我们与你之间的沟通尽可能地直接和完整。

让我们谈谈伯克希尔公司运营的细节。我们有四大业务部分，每一部门的资产负债表和营收帐目都各具特色。如果按照财务报告标准做法把它们混杂在一起会妨碍分析。因此，我们会把它们分为四个独立业务进行展示，这也是查理和我看待它们的方式。

保险业务

我们的财产险业务一直是公司的增长引擎，它为我们取得了惊人的成绩，并在未来的时间里继续充当这一角色。当前财产险公司帐面价值超过其有形资产净额 155 亿美元，这是我们商誉科目中的金额。当然，通过我下面

对财产险领域经济模式特点的解释可以了解到，这些公司的价值要远远超过其帐面价值。

保险公司运营模式的突出特点即预先收取保费而滞后支付客户索赔。在一些极端情况下，如一些企业工人的事故赔偿，赔偿期甚至长达几十年之久。这种先收后付的模式使得我们能够得以持有大量资金，我们称之为“浮存金”。尽管这部分资本最终将会流向客户，但同时，我们能够利用这部分资金进行投资并为伯克希尔带来利润。尽管不断有保单及索赔进进出出，但我们所持有的浮存金规模相对于保费收入仍基本保持稳定。因此，随着我们业务的增长，浮存金也会越来越多。

如果保费收入超过了最终赔偿及运营费用支出总额，那么我们除浮存金的投资收益外，还获得了承保收益。这种组合为我们提供了使用免费资金的机会，更有利的是，我们甚至还因为持有免费资金而获得了报酬。当然，期望这一理想的结果也产生了激烈的行业竞争，在大多数年份里，这种竞争使得整个财产险行业的承保严重亏损。事实上，承保亏损正是该行业为其获得浮存金所付出的代价。通常这一成本并不高，但在一些灾难频发的年份中，承保损失的成本会超过其浮存金带来的投资收益。

在我看来，伯克希尔拥有全球最好的大型保险运营机构，这或许有失偏颇，但我绝对会说，我们拥有世界上最好的经理人。自 1967 年进入保险领域至 2009 年底，我们的浮存金从当时的 1600 万美元上升至 620 亿美元。此外，我们的运营已连续 7 年实现了承保盈利。我很有信心，在未来的大部分年份里，我们也将能保持承保盈利的骄人局面(当然不是所有年份)。如果是这样，那么我们的浮存金将是免费的。就像有人向我们存入 620 亿美元的存款，我们可以在不必支付利息的情况下，使用这些资金进行投资为我们带来利润。

让我再次强调，无成本浮存金并不是整个财产险行业的普遍现象，在大多数年份，保费并不足以支付客户索赔及公司运营费用。因此，数十年来该行业的有形资产回报率远远低于标普 500 指数，伯克希尔之所以取得骄人的成绩，仅仅是因为我们拥有众多出色的经理人在经营那些非比寻常的业务。我们保险公司的那些 CEO 们理应得到你们的感谢，是他们使得伯克希尔的价值增加了数十亿美元。在此，我很荣幸向大家介绍这些明星 CEO 们：

让我们从 GEICO 保险公司开始，它因为每年 8 亿美元的广告宣传预算而为大家所熟知，这几乎是汽车险领域第二名广告费用的两倍。GEICO 首席执行官托尼·莱斯利(Tony Nicely)18 岁进入公司工作，现年已经 66 岁的托尼仍然每天跳着踢踏舞来上班，正如我在 79 岁时所做的一样。我们都为从事自己热爱的事业而感到幸运。

GEICO 的客户同样对公司也有着温暖的感觉。自伯克希尔 1996 年接手 GEICO 以来，其市场占有率由 2.5%

上升到了 8.1%，投保人净增加 700 万。他们或许是因为我们的壁虎形象可爱而与我们取得联系，但他们最终选择了从我们这里购买保险则是为了省钱。他们对我们服务与价格的肯定而成为了我们稳定的客户。(也许你也可以，请拨打 1-800-847-7536 或访问 www.GEICO.com)

伯克希尔分两个阶段完成了对 GEICO 的收购。1976-1980 年，我们出资 4700 万美元购买了 GEICO 约三分之一的股份，多年了，GEICO 大量回购股票使得我们的份额增长至 50%左右。1996 年 1 月 2 日，我们再次以 23 亿美元现金的形式购买了 GEICO 剩余的 50%股份，这一价格大概是我们最初购买价格的 50 倍。

华尔街流行的一个老笑话很好地诠释了这段经历：

客户："很感谢你帮助我以 5 美元的价格买进了 XYZ 股票，我听说现在它已经涨到 18 美元了。"

经纪人："是的，这才刚刚开始呢。事实上，由于该公司表现强劲，相比 5 美元时，现在在 18 美元买进甚至会更好。"

客户："见鬼。我就知道我应该再等等的。"

GEICO 的增长在 2010 年可能会有所减缓。由于汽车销售量的下滑，美国车辆登记数目实际上也在下降，此外，高失业率使得越来越多的司机没有买保险(这几乎在任何地方都是违法的，但如果你失业了还想开车...)，然而我们"低成本生产商"的地位无疑会在未来给我们带来可观的业务。1995 年，GEICO 是全美第六大汽车保险公司，而现在我们排名第三。企业的浮存金也由 27 亿美元上涨至 96 亿美元。同样重要的是，GEICO 在伯克希尔管理的 14 年里，其中的 13 年均实现了承保盈利。1951 年 1 月，当时我还是一名 20 岁的学生，第一次访问 GEICO 我就对它产生兴趣，多亏了托尼，我今天对 GEICO 更加兴奋了。

在 1985 年的一个周六，伯克希尔历史上发生了一项重大事件，在阿吉特·贾恩(Ajit Jain)进入我办公室的那一刻，我立即意识到我们找到了一个超级明星(他是被 MikeGoldberg 挖来，现在被提升为 St.Mike)。我们立即让阿吉特负责运营国民保险的小型而艰难的再保险业务。多年来，他把该业务发展成为保险领域第一无二的巨头。

如今，阿吉特仅有 30 名员工，但其业务在许多保险领域都创下了交易额新高。阿吉特签下数十亿美元的风险上限，然后保留了每一分风险，而不是分保给其它保险公司。三年前，他接手了 Lloyds 保险协会的巨额债务，参与清理与 27927 名参与者当年签下无数问题重重的保单，这些保单一度威胁到这家拥有 322 年历史的保险机构的生存。仅这一份合同的交易金额就达到了 71 亿美元。2009 年中，他谈成的一项人寿保险再保险合同将在未来 50 年左右的时间里为我们带来 500 亿美元的保险费。

阿吉特的业务特点正好与 GEICO 相反。在 GEICO，我们拥有数百万的小额保单年复一年地被更新。然而阿吉特签定的保单数量很少，而且每年的保单都会发生巨大变化。在全球范围内，阿吉特是人们在寻求为巨大而非同

寻常的事物购买保险时，就会打电话的人。如果有一天，查理、阿吉特和我共在一条正在下沉的船上，而我们当中只有一人能获救的话，那么就救阿吉特吧。

我们第三家保险公司是通用再保险。几年前，这家企业还处在困境之中，而如今，它却是我们保险领域里一块闪闪发光的宝石。在泰德蒙特罗斯(TadMontross)领导下，通用再保险在 2009 年完成了出色的承保业绩，并且为我们在每美元保费收入中提供了罕有的大笔浮存金。除了财产险业务，泰德和他的伙伴们还开发了人寿再保险业务，其价值日益增长。去年，通用再保险终于拥有科隆再保险全部 100%的股份。自 1995 年以来，科隆再保险一直是我们在世界各地业务的一部分，尽管只是部分拥有。泰德和我今年 9 月将前往科隆，去向那些经理人为伯克希尔所做出的突出贡献表示感谢。

最后，我们还拥有一些规模较小的保险公司，他们中的大部分都专攻保险业中某个不常见的特殊领域。总的说来，他们业绩一直都是盈利的。从下面的数据中可以看出，这些小型保险公司一直为我们提供可观的浮存金。查理和我十分重视和感谢这些企业以及他们优秀的经理人。

下面是我们财产险和人寿险业务四个构成部分的主要业绩：

承保损益							
百万美元	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
通用再保险	477	342	555	526	-334	3	
B-H 再保险	349	1324	1427	1658	-1069	417	
GEICO	649	916	1113	1314	1221	970	
其他直保	84	210	279	**340	*235	161	
合计	1559	2792	3374	3838	53	1551	
年末浮存金							
百万美元	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
通用再保险	21014	21074	23009	22827	22920	23120	23654
B-H 再保险	26223	24221	23692	16860	16233	15278	13948
GEICO	9613	8454	7768	7171	6692	5960	5287
其他直保	5061	4739	4229	4029	3442	1736	1331
合计	61911	58488	58698	50887	49287	46094	44220

最后，是我的一项忏悔。去年，你们的董事长结束了一项完全由他自己造成的成本昂贵的商业惨败。

多年来，我一直在思考为数百万忠诚的 GEICO 客户提供一些附加产品，不幸的是，我终于想到了一个绝妙的主意，向客户推销我们自己的信用卡。我推测 GEICO 的投保人极有可能拥有良好的信用风险，假如我们发行了具有吸引力的信用卡，他们可能会更青睐我们的业务。遗憾的是，我们的方向是正确的，但形式却是错误的。在我

觉醒之前，我们在信用卡税前损失约为 630 万美元，然后，我们以 55 折出售了 9800 万美元的不良应收账款组合，损失了 4400 万美元。值得强调的是，GEICO 的经理们始终没有对我的想法产生兴趣，他们提醒我说，我们不会从 GEICO 客户身上揩到油水，而是会得到(坏账)，我称之为非奶油。我婉转的暗示了我的老辣。

公用事业业务

伯克希尔拥有中美能源控股公司 89.5%的股份，后者在公用事业方面业务广泛，其中主要包括：(1)约克郡电力与北方电力公司(Yorkshire Electricity,Northern Electric)，拥有 380 万电力用户，为英国第三大的电力分销商；(2)中美能源(MidAmerican Energy)，在爱荷华州拥有 72.5 万电力用户；(3)太平洋电力与洛基山电力公司(Pacific Power,Rocky Mountain Power)，在美西 6 州拥有 170 万电力用户；(4)科恩河与北方天然管道公司(Kern River,Northern Natural pipelines)，供应全美 8%的天然气消耗量。

中美能源控股有两位了不起的管理者 DaveSokol 和 GregAbel。另外，我的老友 WalterScott 及其家族也持有该公司部分股权。Walter 为任何业务带来非凡的商业头脑。同 Dave、Greg 和 Walter 的十年合作让我深信，我们再找不到比他们更好的搭档了，他们是真正的梦之队。

有些让人不协调的是，中美能源还拥有全美第二大房地产经纪商美国家庭服务公司 HomeServices。这家公司有 21 个地方品牌和 1.6 万个代理商。尽管去年对于房屋销售而言仍是恐怖之年，但该公司取得了还算不错的业绩。另外，公司并购了芝加哥一家经纪公司，并且我们还将在合理价格水平上寻求收购其他高质量的经纪公司。

中美能源一些主要运营数据：

百万美元	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
英国电力	248	339	337	338	308	326	289	267
爱荷华电力	285	425	412	348	288	268	269	241
西部电力	788	703	692	356				
管道运输业务	457	595	473	376	309	288	261	104
家庭服务	43	-45	42	74	148	130	113	70
其他	25	186	130	245	107	172	144	108
来自锌回收项目停运损失					8	-579	-46	
息税前收益	1846	2203	2086	1737	1168	605	1076	790
投资星座能源		1092						
利息支出-其它企业债务	-318	-332	-312	-261	-200	-212	-225	-192
利息支出-伯克希尔次级债券	-58	-111	-108	-134	-157	-170	-184	-118
所得税	-313	-1002	-477	-426	-248	-53	-251	-100
净收益	1157	1850	1189	916	563	170	416	380

**归属于伯克希尔净收益	1071	1704	1114	885	523	237	429	359
**其中：借款利息税后收益	38	72	70	87	102	110	118	75
应付其它企业债务	19579	19145	19002	16946	10296	10528	10296	10286
应付伯克希尔债务	353	1087	821	1055	1289	1478	1578	1728

我们受监管的电力公司在多数情况下提供垄断性服务，与客户在多方面形成共生关系，客户依赖我们为其提供一流的服务和未来的投资。发电输电项目的审批和建设周期漫长，所以我们必须长远考虑。反过来，为满足未来的能源需求我们必须向其投入巨额资本，我们希望代表我们客户利益的监管机构，允许我们从中获得适当的回报。我们必须自力更生，而非寄希望于我们的监管机构履行承诺。

大卫和格雷格确保我们正为此而努力。国家研究机构一致认为我们的爱荷华和西部电力在行业中名列前茅。同样，根据 Mastio 公司对 43 家企业的排名，我们的科恩河与北部天然气位列第二。

此外，我们继续向该业务投入巨资，不但着眼未来，而且使这些业务更加环保。自从我们十年前收购中美能源以来，公司从未派发过红利，而是将其再投资以扩大再生产。一个明显的例子是，在过去 3 年中我们的爱荷华和西部电力公司盈利 25 亿美元，但同期在风电设施上的投资是 30 亿美元。中美能源以社会责任为重，注重社会信誉，并因此受益：除个别情况外，监管机构允许我们从不断增加的投资中取得合理的回报，未来我们将尽可能以监管期望的方式满足客户的需求。我们相信，我们能够从这些投资中受益。

早期，查理和我曾避开了公用事业等资本密集型企业。截至目前，最好的投资依然是那些资本回报率高，增长所需增量投资少的企业。幸运的是我们拥有许多这样的企业，而且很乐意买入更多。不过，伯克希尔预计将产生越来越多的现金，我们目前非常愿意进入那些经常性需要大量资本支出的业务。我们希望这些企业能够从投资的增量资本中获得合理的回报。如果我们的预期得以实现(我相信会的)，伯克希尔不断增加的从良好到伟大的业务，在未来几十年中虽不能取得惊人的回报，但是应该可以超过平均水平。

值得注意的是，我们的 BNSF 铁路公司与我们的电力公共事业公司具有相似的经济特征。在这两个业务中，我们提供的基本服务对客户、社区以及整个国家的经济发展都至关重要，两者都需要大量的投资，在未来几十年将远超折旧额。两者都必须进行前瞻性规划，以满足超过过去的需求。最后，两者都需要明智的监管机构提供许可回报率的确定性，以便我们可以满怀信心地进行维护更新和扩建所需的巨额投资。

我们发现公众与我们的铁路企业之间存在某种“社会契约”，就像我们的公用事业一样。如果一方推卸责任，双方都将不可避免的遭受损失。所以，我们认为契约双方应该互相理解并鼓励对方良好行为的方式相处。如果国家

没有一流的电力和铁路系统，就无法实现其全部的经济潜力。我们会尽力确保它们的存在。

未来，BNSF 铁路公司的业绩可能并入公用事业部分，除了二者具有类似的经济特征外，它们使用的大量债务都不是伯克希尔担保的。两者都将保留它们的大部分收益。无论经济形势好坏，两者都将赚取和投资巨额资金，**尽管铁路将表现出更大的周期性**。总之，我们预计随着时间的推移，这个受监管的行业将带来显著的收益增长，**尽管代价是我们投入数百亿美元的增量资本**。

制造业、服务业和零售业

伯克希尔在这些行业中业务众多。首先让我们先看一下整个集团的资产负债表和损益表摘要。

资产负债表

资产	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
现金及等价物	3018	2497	2080	1543	1004	899	1250
应收账款和应付票据	5066	5047	4488	3793	3287	3074	2796
存货	6147	7500	5793	5257	4143	3842	3656
其他流动资产	625	752	470	363	342	254	262
流动资产合计	14856	15796	12831	10956	8776	8069	7964
商誉及无形资产	16499	16515	14201	13314	9260	8362	8351
固定资产	15374	16338	9605	8934	7148	6161	5898
其他非流动资产	2070	1248	1685	1168	1021	1044	1054
合计	48799	49897	38322	34327	26205	23636	23267
	负债和权益						
负债	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
应付票据	1842	2212	1278	1468	1469	1143	1593
其他流动负债	7414	8087	7652	6635	5371	4685	4300
流动负债合计	9256	10299	8930	8103	6840	5828	5893
递延所得税	2834	2786	828	540	338	248	105
长期负债及其他负债	6240	6033	3079	3014	2188	1965	1890
所有者权益	30469	30779	25485	22715	16839	15595	15379
合计	48799	49897	38322	34372	26205	23636	23267

利润表

百万美元	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
收入	61665	66099	59100	52660	46896	44142	32106	16970
营业费用	59509	61937	55026	49002	44190	41604	29885	14921
其中：折旧费用	1422	1280	955	823	699	676	605	477
利息费用	98	139	127	132	83	57	64	108
税前利润	2058	4023	3947	3526	2623	2481	2157	1941
所得税	945	1740	1594	1395	977	941	813	743

净利润	1113	2283	2353	2131	1646	1540	1344	1198
平均净有形资产	14117	12774	10343	8490	7406	7131	6492	
回报率	7.9%	17.9%	22.7%	25.1%	22.2%	21.6%	20.7%	
平均净资产	30624	28132	24100	19777	16217	15487	14608	
回报率	3.6%	8.1%	9.8%	10.8%	10.1%	9.9%	9.2%	

*税前利润不包含购买法会计调整

2009 年全球经济衰退使我们旗下种类繁多的业务都受到某种程度上的影响，但麦克莱恩(McLane)却是个例外，它是杂货、糖果及其它非食品类商品的分销商，为数千家零售店提供供应服务，目前其最大客户是著名零售企业沃尔玛。格雷迪罗齐尔(GradyRosier)领导下的麦克莱恩 2009 年创下了 3.44 亿美元的税前收益纪录。尽管如此，其 312 亿美元的销售收入中，每 1 美元的利润只有 1 美分。麦克莱恩拥有一系列实物资产，包括 3242 辆拖车、2309 辆牵引机及总面积达 1520 万平方英尺的 55 个分销中心。当然麦克莱恩最重要的资产是 Grady。

我们许多公司尽管销售下滑但盈利增长，这一直是一项非凡的管理成就，以下是成就这一事实的 CEO 们：

公司	CEO
本杰明摩尔(油漆)	DenisAbrams
波仙珠宝(珠宝零售)	SusanJacques
布朗鞋业(鞋业制造零售)	JimIssler
CTB(农业设备)	VicMancinelli
冰雪皇后(零售)	JohnGainor
内布拉斯加家具商场(家具零售)	RonandIrvBlumkin
PamperedChef(厨房用具直销)	MarlaGottschalk
喜诗糖果(糖果制造零售)	BradKinstler
明星家具(家具零售)	BillKimbrell

在我们拥有的受低迷工业部门影响的主要企业中，Marmon 和 Iscar 的表现都相对强劲。尽管弗兰克-普塔克(FrankPtak)领导的 Marmon 公司销售额下降了 27%，但税前利润增长 13.5%创下历史新高，弗兰克的成本管理弥补了收益下滑。无论战争、经济衰退还是竞争对手，都无法阻止以色列的 Iscar 公司前进的步伐。世界上另外两家小型切削工具供应商年内大半时间都处在亏损状态。尽管 Iscar 业绩相比 2008 年也明显下滑，但是依然盈利，即使在整合和吸收 Tungaloy 的过程中也是如此(去年我曾向你介绍 Iscar 在日本收购切削工具供应商 Tungaloy)。一旦制造业复苏，Isicar 将再创新高。由 EitanWertheimer, JacobHarpaz 和 DannyGoldman 组成的管理团队对此翘首以待。

2009 年，我们拥有的与住宅及商业建筑相关的业务都遭到了严重的冲击。Shaw, JohnsManville, MiTek, AcmeBrick 的税前总收益是 2.27 亿美元，较 2006 年建筑业高潮期的 12.95 亿美元减少 82.5%。上述企业仍将奋

力挣扎，但其竞争力依然完好无损。

伯克希尔去年面临的最主要的问题是经营飞机部分所有权的利捷航空 NetJets。多年来，NetJets 成功的确立为该行业的龙头企业，它拥有的机队价值超过其三大竞争对手的总和。总体上说，NetJets 在该行业中的主导地位仍然没有收到挑战，但其管理运营上存在问题。在我们拥有 NetJets 的 11 年中，累计税前亏损达到了 1.57 亿美元。此外，截至去年 4 月，公司债务由最初的 1.02 亿美元飞涨至 19 亿美元。如果没有伯克希尔对其债务提供担保，恐怕 NetJets 已经倒闭了。显然对于 NetJets 走到今天这个地步我难辞其咎，但幸运的是我们已经获得救援。中美能源杰出的建立者及管理者的索科尔(Dave Sokol)于去年 8 月成为 NetJets 的新任 CEO。他改革了旧有的领导方式，目前公司债务已下降至 14 亿美元，在 2009 年遭受了 7.11 亿美元惊人的亏损后，公司现在已经实现了稳定的赢利。

更为重要的是，大卫采取的措施丝毫没有损害 NetJets 前任 CEO 共享飞机之父 Rich Santulli 所坚持的安全和服务的严格标准。大卫和我对于保持上述标准非常赞同，我们及家人的出行几乎都乘 NetJets 的航班，而且公司的许多主管和经理也是如此。我们没有人被指派专机和服务人员。我们与其他乘客一视同仁，支付同样的价格，享受同样的服务。简言之，我们自己做饭自己吃。在航空业，没有其它的(安全)证明文件能比这个更有力。

金融及金融产品

我们在这一领域最大的业务是 Clayton Homes，美国最大模块化预制住宅制造商。Clayton 并非一直占据着龙头位置。十年前，该领域三大制造商 Fleetwood、Champion、Oakwood 合计占据行业 44% 的产量，但这些公司现在都已破产。同时，整个行业的产量也从 1999 年的 38.2 万套下降至 2009 年的 6 万套。

该行业陷入困局有两个主要原因。第一个原因跟美国住房开工率有关，美国经济若要实现复苏就必须忍受其影响。2009 年 55.4 万套新屋开工量，是有数据 50 年以来的最低记录。但这似乎是一个好消息。几年前人们认为每年新屋开工量(供应方)200 万套是一个好消息，但新组建家庭(需求方)仅约 120 万。在经历了几年这种失衡后，不出所料，这个国家最终拥有了太多的存量住房。

有三种途径可以解决这个问题：第一，与“旧车换现金”计划相似，拆掉大量住房；第二，鼓励青年人同居加速家庭组建，但这一办法只有在当事人自愿的情况下才能得以推行；第三，将新屋开工数量减少到远低于家庭组建水平。我们的国家理智地选择了第三种途径。这意味着在一年的时间里，住房的问题的政策将非常支持我们，那

些高价豪宅和滥建问题极为严重的地方除外。当然住房价格将会远远低于泡沫时期水平，但对于每一个受此影响的售房者或信贷方造成损失的同时，都会有一个购房者从中受益。事实上，几年前那些无法承担购房压力的家庭现在发现，拥有一套住房成为了他们力所能及的事，因为房地产市场泡沫已经破裂。

住宅建造业陷入困境的第二个原因是该行业特有的：工厂预制房屋和现场建造房屋之间存在惩罚性抵押贷款利率差异。在你继续阅读之前，让我强调一个显而易见的事实，伯克希尔在这场斗争中有利益所在(Clayton)，因此你应该特别小心接下来的评论。然而，这个警告让我解释一下，为什么利率的差异会给大量低收入美国人及 Clayton 公司带来问题。

住房抵押贷款市场是由联邦住房管理局 FHA、房地美、房利美制度出来的条例控制，其信贷标准占有绝对的优势，因为他们担保的抵押贷款能够实现证券化，并且实际上均将其转变成联邦政府义务。目前，符合这些担保条件的传统现场建造住宅买家，可以获得利率仅为 5.25% 的 30 年期贷款。此外，作为维持超低利率水平的举措之一，目前这种贷款已大量被美联储购买。

相比之下，很少有工厂预制房屋符合机构抵押贷款的资格，因此一个预制房购房者必须负担的贷款利率达到 9%。对于那些采取现金支付方式的购房者，Clayton 的住房拥有着极高的购买价值，然而，如果购房者需要申请住房抵押贷款(事实上大部分购房者都需要)，那么贷款利率上的差异足以抵消预制房在价格上的吸引力。

去年，我曾解释了为什么我们信用风险很高的买家(通常是低收入群体)但却表现出了更好的信用，因为他们的态度决定了一切。他们购买房屋是为了居住其中而并非打算从转售中赚上一笔。通常，我们的买家通常会根据核实过的偿付能力选择贷款(我们不发放骗子贷款)，并期待着某天他们能最终还清贷款。当然，如果他们失业、离婚或者遭遇了严重的健康问题，我们也有可能面临违约问题的发生，但他们很少因为房价下跌而放弃偿还贷款。即使当前失业压力剧增，但 Clayton 的拖欠和违约行为仍很适度并且没有我们制造出重大麻烦。

我们也曾努力使更多客户能够符合政府的资格，以获得现场建造房屋类似的利率优惠。但截至目前，我们只取得了一些象征性成功。因此，许多收入不高但习惯负责任的家庭不得不放弃购房，仅仅因为预制房抵押贷款利率差异导致其每月还款额过高。如果我们的低利率的贷款限定条件不被放宽，以便向所有符合首付和收入标准的购房者提供融资，那么预制房制造业务发展空间注定越来越萎缩。

尽管在这样情况下，我相信 Clayton 在未来几年仍将盈利，虽然盈利远远低于其真实潜力。我们没有比 CEO

凯文克莱顿(KevinClayton)更优秀的经理人了，他将伯克希尔的利益视为自身利益。我们的产品一流物美价廉，并且不断改进。而且，伯克希尔也将会继续以其信用支持 Clayton 的抵押贷款计划，因为我们相信这些贷款的合理性。即使如此，我们也无法以接近政府贷款的利率去借款，这一障碍将会限制我们的销售，损害到 Clayton 和大量渴望廉价住房的美国家庭的共同利益。在下表中，克莱顿的收益是该公司因使用伯克希尔的信用而向其支付信用成本后的净额。克莱顿的这一成本，以相同的金额，被记入伯克希尔金融业务"其他收入"科目中的收益中。

2009 年的收益为 1.16 亿美元和 2008 年则为 9200 万美元。

下表还说明了去年的经济危机对我们的家具(CORT)和拖车(XTRA)租赁业务造成了多么严重的影响。尽管他们的竞争地位仍如以往一样牢固，但我们尚未看到这些业务有任何回暖迹象：

百万美元	税前收益							
	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
交易-经常性收入	278	330	272	274	200	264	335	553
人寿年金业务	116	23	60	29	11	-57	85	83
租赁业务	14	87	111	182	173	92	34	34
克莱顿金融	187	206	526	513	416	220	37	
其他	186	141	157	158	159	78	75	102
其中：克莱顿利息	116	92	85	86	83			
通用再保险证券			结束	-5	-104	-44	-99	-173
价值资本			结束	6	-33	30	31	61
Berkadia					结束	1	101	115
收益合计	781	787	1006	1157	822	584	619	775
交易-资本性收益			105	938	-234	1750	1215	578
合计			1111	2095	588	2334	1834	1353

2009 年底，我们已拥有全国第三大商业抵押贷款服务商 Berkadia Commercial Mortgage 公司(以前称为 Capmark)50%的股份。除了管理 2350 亿美元的投资资产外，Berkadia 是最初出现住房抵押贷款时的重要操作者，在全国拥有 25 个办事处。尽管在接下来的几年里商业房地产将面临巨大的挑战，但长远地看，Berkadia 将拥有巨大的发展机会。我们在 Berkadia 的合作伙伴是 Leucadia 公司，由乔斯坦伯格(JoeSteinberg)和伊恩卡明(IanCumming)运营。几年前，当伯克希尔与他们一起收购陷入困境的 Finova 金融公司时，我们就曾有过愉快的合作经历。当时为了解决问题，乔和伊恩所做的努力远远超出了其份内工作，这也是我一直夸赞的。所以当与他们联系共同购买 Berkadia 时我感到很高兴。我们也将第一次的冒险经历命名为 Berkadia，所以让我们将这次称为 Berkadia 的儿子，未来的某天，我将会在写给股东的信中谈论 Berkadia 的孙子。

投资业务

下表是我们年末市场价值超过 10 亿美元的普通股投资：

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
200,000,000	可口可乐	8.6%	1,299	11,400
334,235,585	富国银行-增持	6.5%	7,394	9,021
151,610,700	美国运通	12.7%	1,287	6,143
83,128,411	宝洁 P&G-微减	2.9%	533	5,040
130,272,500	卡夫食品 Karft	8.8%	4,330	3,541
3,947,554	浦项钢铁 POSCO	5.2%	768	2,092
39,037,142	沃尔玛-加仓	1.0%	1,893	2,087
225,000,000	比亚迪 BYD	9.9%	232	1,986
25,108,967	赛诺菲 Sanofi-Aventis-加仓	1.9%	2,027	1,979
37,711,330	康菲石油 ConocoPhillips-减持	2.5%	2,741	1,926
28,530,467	强生 Johnson&Johnson-微减	1.0%	1,724	1,838
76,633,426	美国合众银行 US Bancorp-微增	4.0%	2,371	1,725
234,247,373	乐购 Tesco-微增	3.0%	1,367	1,620
	其他		6,680	8,636
	股票投资合计		34,646	59,034
	BNSF-并购			7572
1,727,765	华盛顿邮报	18.4%	11	760
28,415,250	穆迪 Moody's-减持 4 成	9.5%	295	754
	耐克 NIKE	GEICO		505
6,708,760	M&T 银行	6.1%	103	449
	开市客 Costco			311
17,072,192	美国石膏板 USG	17.2%	536	240
	共和环保-建仓	GEICO		234
	纳尔科铝业 Nalco			230
	英格索兰 Ingersoll	GEICO		201
	车美仕连锁 Carmax-减持 5 成	GEICO		194
	Comcast 有线电视	GEICO		192
	Nestle 雀巢-建仓	GEICO		164
	铁山数据-加仓	GEICO		159
	NRG 电力-减持			142
	Lowe's 劳氏家装零售	GEICO		152
	Torchmark 保险			124
	BectonDickinson 医疗-建仓	GEICO		118
	通用电气			118
	家得宝-减持	GEICO		80
	UPS 快运			82
	伟彭保险 WellPoint-减持 7 成	GEICO		78

	美国银行	GEICO		75
	葛兰素史克 GSK			64
	太阳信托银行 STI-减持			49
	联合健康保险-减持 8 成	GEICO		36
	甘尼特报业 Gannett-减持 4 成			33
	联合太平洋铁路-微亏清仓			
	Norfolk 南方铁路-微亏清仓			
	威伯科 Wabco-亏 7 成清仓	GEICO		
	伊顿动力 Eaton-清仓	GEICO		
	星座能源-清仓			
	瑞士再保险 Swiss Re-清仓			

*成本项是我们实际的购买价格，也是计税的依据；这与 GAAP 会计原则所认定的“成本”有一些不同，因为少数情况下账面价值需要增加或减记。

此外，我们持有陶氏化学(30 亿)、通用电气(30 亿)、高盛(50 亿)、瑞士再保险(30 亿瑞士法郎约 26 亿美元)和箭牌(65 亿)的不可交易债券，总成本是 211 亿美元，账面现行价值是 260 亿美元。我们在过去 18 个月建立了这 5 个仓位。除了它们给我们提供的巨大的股权资产潜力之外，这些持股还给我们带来了每年总计 21 亿美元的股息和利息。最后，我们在年末拥有 76,777,029 股 BNSF 铁路股份(占比 22.5%)，每股平均成本 85.78 美元，但是随后并入了我们对整个公司的收购。

2009 年，我们最大的卖出是康菲石油，穆迪、宝洁，以及强生(后者的卖出在我们今年早期持仓后发生)。我和查理相信所有这些股票在将来都很可能涨得更高。我们在 2009 年初卖出了一些，为陶氏化学和瑞士再保险的收购筹集资金，然后年底卖出一些来准备 BNSF 的收购。

我们去年曾告诉你，当时公司和市政债券市场存在非常罕见的情况，这些债券相比于美国国债的价格低得离谱，我们通过几项购买支持了这个观点，但是我应该买的更多。这样大的机会非常罕见，当天上掉金子的时候，应该拿桶去接，而不是顶针。(一种套在指尖用于顶针的小小金属杯)



2008 年初，我们拥有 443 亿美元的类现金资产，之后我们保留了 170 美元的经营收益。然而，在 2009 年底，我们的现金减少到了 306 亿美元(其中 80 亿用于收购 BNSF)，我们在过去两年的混乱中投入了大量资金。那是一个理想的投资时期：恐慌的氛围的投资者的朋友。那些只在股评家乐观时投资的投资者，最终为了毫无意义的保证付出了极高的价格。最后，在投资中最重要的在于，你通过股票市场购买一家企业一小部分股权所支付的价格，以及该企业在随后的十年或二十年所赚取的利润。

去年我大篇幅的详细的介绍了我们的衍生品合约，这引起了争议和误解。有关讨论请登陆伯克希尔网站查

看。之后我们改变了一些仓位。一些信用合约已经到期失效。我们约 10%的股票指数看跌合约的条款发生了改变：到期日缩短，行权价降低。但这些改变并没有金钱易手。

去年中讨论的几点现在需要重申一下：

(1)，尽管不能确保，但我认为我们的合约最终将给我们带来利润，即使在计算中不包括浮存金的投资收益。我们的衍生品浮存金在年末约为 63 亿美元，这并不包括在之前提到的 620 亿美元保险浮存金中。

(2)，只有少数合约要求我们无论如何都要提交抵押品。去年，股市和信贷市场的最低位，我们发行的衍生品合约规模是 17 亿美元，只占我们衍生品相关浮存金的一小部分。让我补充一点，当我们提供抵押品时，我们所提供的证券仍然在给我们赚钱。

(3)，最后，这些合约的帐面价值会出现有大波动，这会很大程度上影响我们的季度报告盈利，但是不会影响我们的现金或投资持有。这个想法很适合 2009 年的环境。以下是衍生品估值的税前季度损益，这是我们去年报告收益的一部分：

季度	税前损益(十亿美元)
1	-1.517
2	2.357
3	1.732
4	1.052

正如我们解释的那样，这些剧烈波动不会使我和查理高兴或者烦恼。当我们报告给你的时候，我们仍将这些数字分开(就像我们确实实现了收益或损失一样)，这样你就可以更清楚地看到我们所经营业务的盈利情况。我们很高兴我们持有这些衍生品合约。至今我们已经从它们所提供的浮存金中获利颇丰。我们希望在这些合同有效期内赚取更多的投资收益。

我们长期投资于我和查理认为定价错误的衍生品合约，就像我们试图投资定价错误的股票和债券一样。事实上，我们在 1998 年第一次向你报告我们持有此类合约(白银)。我们早就警告过衍生品给社会和相关参与者带来的危险，这可能是毁灭性的，当这些合约导致极端的杠杆或交易对手风险时就会出现。在伯克希尔，这类事情从来没有发生过，将来也不会发生。

让伯克希尔远离这些风险是我的职责所在。查理和我都认为 CEO 不能把风险控制权交给别人。这太重要了。在伯克希尔，我发起并监控每一份衍生品合约，除了少数几家的子公司(中美能源)的相关运营合同，以及通用再保

险剩余的少数收尾合约。如果伯克希尔遇到麻烦，那就是我的错，决不会是风险委员会或首席风险官的责任。

在我看来，一家大型金融机构的董事会如果不坚持要求 CEO 承担全部风险控制责任，那么他们就是失职。如果 CEO 不能胜任这项任务，那么他应该另谋高就。如果他无法做到，而政府需要投入资金的话，CEO 和董事会应该承担很大责任。

搞砸了全国一些最大金融机构运营的不是股东，但却是股东承担了这一负担，在大多数失败案例中，他们持有的股票价值 90%或更多都被抹去了。在过去的两年中的四次最大的金融破产中，他们总计损失了超过 5000 亿美元。如果说这些股东得到了"救助"，那么简直都是对"救助"这个词的嘲讽。

然而这些破产公司的 CEO 和高管们基本都毫发无伤，他们的机遇可能因他们所监管的灾难而有所减少，但他们仍然过着奢华的生活。正是这些 CEO 和高管们的行为需要改变：如果他们的公司和国家因为他们的不负责任而受到伤害，他们应该付出沉重的代价，而不应该由公司或者保险来买单。在很多情况下，主管都从过多的金融胡萝卜中获利，应该在他们的职业生涯中加入一些大棒了。

一个难以忽视的事实(过热的董事会)

我们旗下的子公司去年为了现金做了几项小型并购案，但是我们对 BNSF 铁路的大型收购要求我们发行 95000 股伯克希尔 A 类股份，这接近已公开发行的 6.1%。我和查理对发行伯克希尔股票的喜爱，正如我们享受结肠镜检查前的准备工作一样。我们不喜欢发行股票的原因很简单。如果我们不梦想以现在的市价卖掉全部伯克希尔股票的话，为什么要以几乎同样不合理的发行价卖掉公司如此大的一部分呢？

评估换股并购时，目标公司的股东不仅注重收购方将要给予他们的股票的市场价，同样也希望这笔交易能够给他们带来所放弃的那些自己股份的内在价值。如果收购方股票价格低于其内在价值，那么收购方就不可能在换股合并交易中做出明智的交易。你不可能在不损害股东利益的情况下，用一只被低估的股票去交换一个被完全反应价值的股票。

想想一下，如果你喜欢的话，公司 A 和公司 B 规模相同，且两者的业务价值每股都是 100 美元。它们的股票每股售价 80 美元。A 公司的 CEO 非常自信但不够精明，他用 1.25 股去换 B 公司的 1 股，并告诉他的董事 B 公司每股价值 100 美元。然而他没有认识到，他将让他的股东们为 B 公司的每股支付 125 美元的内在价值。如果董事们在数字上也没有异议，那么交易就成交了。B 公司的股东将拥有 A&B 公司合并资产的 55.6%，而 A 公司的股

东只拥有 44.4%。并不是 A 公司的每个人都是这次不明智交易的受害者。在一个声望和薪酬往往与规模相关的世界里，它的 CEO 将经营一个两倍大的公司。

如果是收购方的股票被高估，那就另当别论了：这会对收购方有利。这就是为什么股市各个领域的泡沫将不可避免导致狡猾的发行人带来一系列的股票发行。**如果按照他们股票的市价，他们可以支付更高的价格，因为事实上他们使用的是伪币。**这种空气换资产的收购周期性的发生。1960 年代末是此类欺诈发行的一个特别肮脏的时期。事实上，某些大公司就是这样建立起来的(当然没有人公开承认事实，但是私下有许多窃笑)。

在我们收购 BNSF 铁路的过程中，出售方的股东合理的评估了我们所提出的每股 100 美元的报价。然而我们的成本却稍高于此，因为这 100 美元中 40%是以股票形式支付的。查理和我都相信这些股票的价值超过了市价。幸运的是，我们长期以来在市场上现金购买了大量 BNSF 股票，因此，总的来说，只有 30%的成本是用伯克希尔股票支付的。

最后，我和查理认为，**通过股票支付 30%的价格劣势，被给了我们的收购机会所抵消。**我们可以在一个我们了解并长期喜欢的业务中配置 220 亿美元资金。这还有一个额外的好处是，公司将由我们信任并敬佩的迈特罗斯 (MattRose)来经营。我们同样愿意在几年内以合理的回报率再投资几十亿美元。但最终的决定会很接近。如果我们需要用更多的股票来认购，那就没有意义了。我们会得不偿失。

我曾参加过数十次董事会，讨论收购方案，董事们通常会接受昂贵的投资银行提供的咨询(还有其它类型的吗？)。银行家总是会向董事会详细评估了被收购公司的价值，重大是为什么其内在价值远高于市场价值。然而在长达 50 年的董事生涯中，我从没听到任何投资银行(或管理层！)讨论公司所付出的真正价值。当交易涉及收购方股票的发行时，他们只需使用市价来衡量成本，甚至在知道收购方股票被严重低估时仍然这么做。

当低估的股票作为支付货币时，当董事从顾问获得理性意见的方法看起来只有一种，董事会应聘请第二位顾问，来反对提议的收购案，若交易失败则获得酬劳。如果没有这种严厉的补救措施，我们关于使用顾问的建议永远都是："不要问理发师你是不是该理发了。"

我忍不住要告诉你很久以前的一个真实故事。那时我们持有一家经营良好的大型银行(田纳西州 Nashville 市第三国民银行)的股票，几十年来法律禁止这家银行进行收购。最终法律改变了，我们的银行立即开始寻找可能的并购交易。银行经理人本来都是很有能力的银行家，这时毫不意外的表现得像没见过女孩的十几岁的男孩子。

他们很快盯上了一家较小规模的银行，经营也很好，在股本回报率，利差，贷款质量等方面具有相似的财务特征。我们的银行以较低的价格售出，几乎接近账面价值，市盈率很低，这也是我们买入的原因。然而该州其它大型银行也有意并购那家小银行，此时他们的要价已接近账面价值的 3 倍，此外，他们要股票而不要现金。

自然，我们银行的同事屈服了，同意了这桩破坏价值的交易。"我们需要显示我们开始收购了。而且这只是很小的交易。"他们这么说就好像只有对股东造成很大伤害才能成为阻止他们的理由一样。查理当时的反应是，"我们是否应该鼓掌庆幸，弄脏我们草坪的是金毛而不是二哈？"

这家小银行的卖方可不是傻瓜，在随后的谈判中提出了最后一个要求。当时他的措辞可能比较含蓄，"在合并后，我将成为你的银行的大股东，这是我净资产中很大一部分。因此你们必须向我保证，你们再也不做这么蠢的交易了。"是的，这个合并成功了。小银行的老板更富有了，而我们则赔了钱。合并而来规模更大银行的经理们，活得更滋润了。

年度股东大会

我们最乐观的估计是，去年有大约 3.5 万人参加了年会(1981 年仅 12 名，没有漏零)。随着股东人数的大幅增加，今年可能有更多人参会。因此，我们将不得不对惯例做一些改变。尽管如此，我们对大家的热情欢迎不减。我和查理将与大家见面，回答你的问题，最好还能让你们购买更多的产品。

今年的年会将在 5 月 1 日周六召开。同往常一样，Qwest 中心的大门会在早上 7 点准时敞开。8 点半放映一部新的伯克希尔影片。9 点半直接进入问答环节并持续到下午 3 点半(中间在 Qwest 休息午餐)。短暂休会后，我和查理将在 3:45 分召开会议。如果你决定在问答环节离开，请在查理讲话的时候走(但要快，他讲话很简短)。

离开会议去做的最佳活动当然是购物。我们将在 19.43 万平尺的相邻大厅里摆满各种伯克希尔商品。去年大家买东西都很努力，销售额破了纪录。今年大家还可以做的更好。(友情提示，如果我发现销量上不去将会很生气，并把出口锁上)。GEICO 保险将设一个展台，有来自全国的优秀顾问为您服务，竭诚为您提供汽车保险建议。GEICO 保险将给您一个股东折扣(通常是 8%)。我们开展业务的 51 个区域中的 44 个都允许了这个特别优惠。(额外提示：这个折扣不可累加在其他优惠上)带上你详细的保险资料，看看能否再省点钱。我相信你们中至少 50% 可以。一定要光顾书虫书屋，它提供 30 余种书和 DVD，其中有两本我儿子新出的书：Howard 的《Fragile: The Human Condition》，其中有采自全球的照片和评论，另一本是 Peter 的《父亲巴菲特教我的事》(Life Is What

You Make It)。完成家庭出书三部曲的是我的姐姐 Doris 自传的首次亮相，这本书讲述了她著名的慈善活动。还有《穷查理宝典》(Charlie's Almanac)，这是我合伙人的故事。它可以说是出版届的奇迹，从不打任何广告，每年都在网上售出上千本。如果您需要将买的书邮寄回去的话，旁边就有邮递服务。如果您是一位骨灰级购物狂或者只是观众，可以在周六中午到下午 5 点光顾奥马哈机场东侧的 Elliott Aviation。NetJet 公司的机队将让您心跳加速。有一个随信附件告诉您如何获取参会凭证，来参加会议和其它活动。至于航班、酒店和汽车租赁，我们仍将与美国运通(800-799-6634)合作，为您提供专门的服务。卡洛尔彼得森(Carol Pedersen)将一如既往为我们处理相关事务，我知道这很繁杂，在此对她表示感谢。酒店房间可能很难找，但是通过卡洛尔应该能订到。

内布拉斯加家具商场位于 72 街上道奇和太平洋之间，占地 77 英亩，在这里我们将召开"伯克希尔周末"特价促销。要得到伯克希尔折扣，你必须在 4 月 29 日周四到 5 月 3 日周一之间光临并出示参会证。本季特价包括了几个大牌产品，这几个牌子通常是没有任何折扣的，但因为是股东周末，所以有例外。我们感谢他们的支持。内布拉斯加家具店在周一至周六早 10 点到晚 9 点开放，周日是早上 10 点到晚上 6 点。周六下午 5 点半到晚 8 点，内布拉斯加家具店都举行烧烤晚会，邀请所有与会者。

在波仙珠宝，我们将再次召开两场股东专场活动。首先将是一个鸡尾酒招待会，在 4 月 30 日周五下午 6 点到晚上 10 点。然后是一个大型售卖活动，在 5 月 2 日周日早上 9 点到下午 4 点。周六，我们将开放到下午 6 点。我们将在波仙周末迎来大批顾客。为了您的方便，股东优惠将从 4 月 26 日周一持续到 5 月 8 日周六。在此期间，请出示您的参会卡或者股东证明来享受优惠。带水钻来带钻石走。我的女儿告诉我买的越多省得越多。

周日，在波仙外面的大厅，两届美国国际象棋冠军帕特里克·沃尔夫(Patrick Wolff)将以一敌六，蒙眼应战挑战者。著名的达拉斯魔术师贝克(Norman Beck)将进行精彩表演。今年的特别活动能够是我一位朋友的再次光临，她就是邢延华(Ariel Hsing)，中国顶级青少年乒乓球运动员(将来很有可能获得奥运会奖牌)。今年 14 岁的 Ariel 四年前参加过年会，打败了所有挑战者，包括我。(你可以在 YouTube 上参观我被打败的过程，只要输入 Ariel Hsing Berkshire 即可)当然，我一直在策划她的再次光临，她将在周日下午一点出现。所有的股东都可以试试运气。获奖者将获得一盒喜诗糖果。我们将准备现成的球拍，但你也可以带上自己的球拍，如果你觉得有所帮助的话(其实不会有差别)。

Gorat's 餐馆将在 5 月 2 日周日开放伯克希尔股东专场，从下午 1 点至晚上 10 点。去年简直人满为患。今年

我已经让我的朋友，Piccolo's 餐馆的唐纳·希恩(DonnaSheehan)，我的另一家最爱的餐馆，为股东在周日提供用餐服务。我计划两个餐厅都去，周日的活动将让我胃口大开，我在两家都有最爱的菜。要在 Gorat's 订餐，请在 4 月 1 日拨打电话 402-551-3733(但不要提前)，Piccolo's 电话是 402-342-9038。

遗憾的是，今年我们将不能为外国客人提供特别接待。我们国际客户去年增加了 800 个。既然今年要增加更多的国际客人，我和查理决定取消特殊接待。但是我们仍然一如既往地欢迎与会的国际客人。

去年我们改变了问答环节挑选问题的方法，会后很多人表示喜欢这样的安排。所以今年我们将同样由这三位财经记者主持问答环节，他们将通过电子邮件收集股东的问题，并对我和查理进行提问。这三位记者和他们的电子邮件分别是：财富杂志记者卡罗尔·卢米斯(CarolLoomis)：cloomis@fortunemail.com；CNBC 记者贝基·奎克(BeckyQuick)：BerkshireQuestions@cnbc.com；纽约时报记者安德鲁·罗斯·索金(AndrewRossSorkin)：arsorkin@nytimes.com。从提交的问题中，每位记者将选择十几个他认为最有趣最重要的问题。希望你们的邮件尽量简洁明了，并且不超过两个问题。(并注明是否介意透露姓名。)我和查理事先都不知道问题。记者们会挑选一些有挑战性的，这正是我们所喜欢的。我们将在周六八点十五分通过十三台手机抽签选出问题。在会议上，我将轮流回答记者提的问题和抽中的问题。我们已经将提问时间延长了三十分钟，所以每组大概能有三十个问题。

查理今年 86 岁，我 79 岁，我们仍然感到很幸运。我们在美国出生，我们的父母让我们接受了良好的教育，我们有美好的家庭和良好的健康，我们拥有的商业天赋给我们带来了财富，比那些跟我们一样为社会做出贡献的人获得的要多。不仅如此，我们一直以来都热爱我们的工作，我们得到了无数的才华横溢开朗的同事的无数的帮助，事实上这些年来，我们的工作变得越来越迷人，难怪我们跳着踢踏舞去上班。如果需要的话，我们简直愿意花钱来保住我们的工作(但请不要告诉薪酬委员会)。

然而，对我们来说，没有什么比在年会上同我们的股东合伙人相聚更加让人开心的了。所以，加入我们 5 月 1 日在 Qwest 为资本家举办的年度伍德斯托克音乐节吧。我们在那里见。

沃伦·巴菲特 董事会主席



太阳信托银行<SunTrust Banks Inc.>

SunTrust 是佐治亚信托公司(Trust Co.)于 1985 年成立的控股公司。该公司是佐治亚州主要的金融机构,拥有 3 家主要子公司,695 多家银行网点,提供多种服务,包括传统银行、信托和投资管理、抵押贷款银行、信用卡、折扣经纪、信贷相关保险、数据处理和信息以及众多其他服务。该银行稳定的核心是其在亚特兰大最著名的可口可乐公司拥有 4830 万股普通股,这一持股关系可以追溯到可口可乐的起源。

SunTrust 最早起源于 1891 年在亚特兰大成立的信托公司。19 世纪亚特兰大已经成为主要商业中心。从南北战争和谢尔曼焚烧城市以来,亚特兰大与它的凤凰象征一样出现。1890 年代,当亚特兰大有了"The Gate City"的绰号。1888 年,亚特兰大的大富豪 Asa Candler 看到了可口可乐的市场前景,买下了可口可乐公司。1919 年,Elntst Woodruff 以 250 万美元从 Asa Candler 后人手里买下可口可乐公司。1919 年,Woodruff 将可口可乐公司上市,信托公司作为承销商。作为回报,信托公司获得了价值 11 万美元(折合 1919 股)可口可乐股票,这项投资将成为该公司未来财富的核心。信托公司还向可口可乐提供配方保险服务,1925 年,配方正式存入银行保险箱,直到 2011 年再未挪过地方。2008 年金融危机,太阳信托依靠出售可口可乐股票成功自救,手中 4800 万股卖出了 19 亿美元。Elntst Woodruff 自 1904 年至 1922 年间,担任信托公司总裁。后来他的儿子 Robert Woodruff 接替他执掌可口可乐,一直到 1980 年代初。在他漫长的职业生涯中,Robert 将通过他家族命名的基金会大量捐赠,在亚特兰大留下深刻的印象。1970 年代,信托公司采用了一个"蓝色大 T"作为其标志。随着竞争对手一个接一个地被来自北卡罗来纳州的巨头吞并,该公司的独立性在未来几年受到考验。先是 NationsBank 收购了 Bank South and Citizens & Southern(C&S),Wachovia 银行收购了 First Atlanta。随后 Georgia Federal 银行、National Bank of Georgia 银行、Fulton Federal 银行和其他许多前竞争对手也消失了,只剩下信托公司保持了独立。1984 年,信托公司宣布打算与另一家银行合并。1985 年,佐治亚州和佛罗里达州之间的州际互惠银行法生效,7 月 1 日,信托公司正式与总部位于奥兰多的 SunBanks 合并,SunTrust 还收购了两家总资产达 1.3 亿美元的银行。新公司总资产从 160 亿美元增加为 194 亿美元。1986 年,SunTrust50 亿美元收购了位于纳什维尔的 Third National Corp。1987 年,SunTrust 公布了该行业最高的收益,《美国银行家》将其命名为"表现最佳的区域银行控股公司"。1988 年,它收购了位于佛罗里达州的两家梅隆银行信托子公司,并被列入标普 500 指数。在可口可乐短暂持有哥伦比亚电影娱乐公司期间,该公司获得了该娱乐公司的股票。1989 年,SunTrust 通过出售哥伦比亚普通股获得了 1000 万美元的意外收益。1989 年房地产危机对银行业影响扩大,该公司开始整合其地区性银行子公司,在 6 年内,从最高的 53 家减少到 29 家。1991 年,James B. Williams 成为 SunTrust 董事长兼 CEO,James Williams 担任可口可乐董事会成员,可口可乐董事长 Roberto Goizueta 担任 SunTrust 董事会成员。1992 年,SunTrust 持有可口可乐股票升值到 10 亿美元。1993 年的四次收购总额为 22 亿美元。现在,该银行在从迈阿密到田纳西州阿拉巴马州建立了办事处。《欧洲货币》杂志根据稳定性和稳健表现,将 SunTrust 评为全球第 14 大最佳银行。1994 年,SunTrust 引入的 STI 经典基金因其出色的表现赢得了全国的认可。STI 已向公众提供了总共 18 种不同的基金。1995 年,SunTrust 决定将旗下所有银行合并为一个 SunTrust 品牌。该公司还在其 ATM 机上提供对账单打印、优惠券和邮票分发以及支票兑现,同时还推出了一种个人电脑家庭银行服务。1997 年,持有的 4830 万股可口可乐的股票升值为 30 亿美元。自 1993 年以来的四年中,SunTrust 以超过 10 亿美元的成本回购了超过 3900 万股自己的股份,并计划购买仍在流通的 2.16 亿股中的更多股份,这进一步降低了其潜在的被收购风险。1997 年 9 月收购了位于纳什维尔的 Crestar Financial。总资产达 555 亿美元,排名美国第 19 大银行。1998 年,Williams 退休,Phillip Humann 接任董事长兼 CEO。2004 年,70 亿美元收购了总部位于孟菲斯的国民商业金融公司 National Commerce Financial Corp(NCF)。2019 年 2 月,美国地区性银行 BB&T Corporation 宣布将以 282.4 亿美元收购 SunTrust,此举将成为 2008 年金融危机以来,美国银行业最大规模的并购项目。1998 年根据 13F 披露,伯克希尔持有 SunTrust 股票 660 万股,超过 5 亿美金。2009 年清仓。

伯克希尔股东大会实录 2010

2010 年 5 月 1 日 Qwest 中心 4 万人

开场白

巴菲特：早上好。我是沃伦，他是查理。他能听见，我能看见，我们为此一起工作。(众笑)

我想在电影里做一个修正。我的快球是用慢镜头拍摄的。他们尝试了常规的方式，你甚至看不出来，所以(笑声)我们今天的做法将是宣布几件事，我们的收益，并给你们介绍董事们。结束后我们就会进入提问环节。中午之前我们都是这样的。然后我们休息一小时，一点钟再回来。那些在场外的人可以在那个时候进入这里的主会场。我们会一直回答问题到 3:30，然后我们会举行年度会议，届时，我们将进行董事选举。但由于届时在座的可能不是所有人，我想先向大家介绍一下各位董事，请他们起立。如果你能站着直到所有人都鼓掌完毕，或者你甚至可以在那之后再鼓掌(笑声)，这将会是一个非常有序的会议。让我们从霍华德·巴菲特开始。按字母顺序我是下一个。我们的新董事斯蒂芬·伯克(Stephen B.Burke，1986 年加入迪士尼，2004-11 年担任 Comcast 公司 CEO，2011-19 年 NBC 环球 CEO)。他们没有听到关于保持站立的部分，但这没关系。他们一般都很听话(笑声)。苏珊·德克尔，比尔·盖茨，大卫·戈特斯曼，桑迪·戈特斯曼，夏洛特·盖曼。唐·基奥今天不能和我们在一起。他经历了一次严重的手术，但他恢复得很好，他在观众中有很多朋友，明年他将和我们在一起。查理我们已经介绍过了。汤姆·墨菲。罗恩·奥尔森，我们电影里的经理。还有沃尔特·斯科特。现在你可以为这群人疯狂鼓掌了。(掌声)

一季度业绩

巴菲特：现在，在我们开始回答问题之前，我们已经有了第一季度的初步收益数据。我想请放映员放一张幻灯片 A。这些数字没有什么特别令人惊讶的，但我们想展示给你们。好的。我们在业务中看到是，几个月前的那种断断续续的复苏，似乎在 3 月和 4 月加快了步伐。我们的企业服务于广泛的行业，比如铁路、Marmon 或 Iscar，我们都看到了相当不错的增长。这与几年前的情况相差甚远，但几个月前的复苏非常不稳定，过去几个月的趋势似乎相当强劲。我们始终鼓励您关注经营收益。我们有额外的投资和衍生品业务的数据，但我们真的不认为它们在季度基础上意味着什么。显然，这些年来它们是有意义的。我的意思是，这些年来我们通过资本收益积累了大量的净资产。但在其他时候，它们都毫无意义。

你会注意到我们报告的另一件事。虽然通常我们必须计算每股收益，但在任何一个季度或任何一年都不会关注每股收益。我们专注于价值的积累。我们真的认为，过度关注季度收益，不仅对投资者来说可能是一个坏

主意，而且我们认为这对经理人来说也是一个可怕的想法。如果我告诉我们的经理，我们本季度将赚 3.175 美元，你知道，他们可能会做一些捏造，以确保我们实际上达到了这个数字。几个月前发表了一项非常有趣的研究，它对数千份收益报告进行了研究。他们没有按照报告中的惯例，将盈利数字精确到百分位，而是向上又取了一位数字。比如，如果你再多出一位数，如果是 4 或更少，你就向下取整，如果是 5 或更多，你就向上取整。他们发现，统计上不可能出现的数字——很小的数字——4 出现了，因为如果它们达到了 0.4 美分，会计部门的某个人设法找到了另一个 0.1 美分，所以它们可以向上四舍五入。这不是意外。而且，在我们看来，我们认为向一些你在公布财报前几个月，私下告诉华尔街分析师公司的盈利预测是很糟糕的做法。在伯克希尔，我们可能把这一点发挥到了极致。但我们总是把企业作为一个整体来考虑。我们考虑的是随着时间的推移创造价值。我们不担心每股收益，也不担心投资收益或亏损。查理可能想要对这件事发表一点看法。查理？

芒格：嗯，我同意你的看法。(众笑)

巴菲特：是的。他是个完美的副主席。(笑声)不会有比他更好的了。这很不错。如果我们提供盈利预测，那我们可能就该退休了。(众笑)

我们将在三位记者之间轮流提问。《财富》杂志的卡罗尔·卢米斯在最右边。(掌声)我们没有完全按照字母顺序来做。我们有请纽约时报的安德鲁·罗斯·索金。(掌声)和 CNBC 的贝基·奎克(Becky Quick)。(掌声)显然，安德鲁是为了在提问顺序中占得先机，但我可能会坚持按字母顺序提问。我们将轮流安排我们的记者提问，然后我们将绕着这里的礼堂走一圈，在那里，人们被抽中来提问。我想我们还会去其中一个场外的房间。那么让我们开始吧。

卡罗尔·卢米斯：嗯，因为我赢得了按字母顺序排列的彩票，我也可以做两个非常简短的声明。一是我们收到了大量的问题。我们真的不知道有多少，因为有些人把他们的问题发给了我们三个人。但我想我们有 1500 到 2000 个问题。很明显，我们不可能问完所有这些问题，对于那些我们没能问的问题，我们感到很抱歉。这些都是非常好的问题，我们感谢人们为这些问题所做的工作。我想提到的另一件事是，沃伦和查理完全没有得到任何关于问题内容的提示，所以他们必须在问题出现时就立即回答。

股东问答开始

1、巴菲特极力为高盛辩护

卡罗尔·卢米斯：第一个问题是关于议题 A，即高盛。我收到了几封关于 SEC 起诉高盛的电子邮件，所有这些

邮件都针对这个问题提出了不同的问题。我综合了这些问题中的几个想法，并感谢 GregFirman、MorganStanley 的 KaiPan、BrianChan 和 VicTimono，以下是问题：

沃伦，在伯克希尔每年的电影中，你今天又放了一次，你使用了所罗门危机中的片段，你告诉国会你已经警告所罗门的员工，如果他们失去了公司的一丝声誉，你会做出无情的反应。显然，高盛已经因为 SEC 的行动而名誉扫地。你能否告诉我们你对这起诉讼的反应，以及你对伯克希尔在高盛的大笔投资的想法？根据你自己在所罗门的经历，你会给高盛的董事会和管理层什么建议？

巴菲特：好的。任何时候你问我这些问题，我可能会从最初给你讲讲来龙去脉。好吧，让我们从交易开始，因为这是重要的事情。几周前的一个周五，一笔被称为 Abacus 的交易成为了 SEC 投诉的对象。我想大概有 22 页。我认为可能存在某种误报，显然不是故意的，但至少是误报了该交易的性质，至少在我读到的有关该交易的大多数账户中是这样的。所以，我认为这是一个重要的主题。我想这需要一点时间谈谈这笔交易，然后我们将进一步深入谈谈那些给卡罗尔发邮件的人提出的问题。

在 Abacus 的交易中，有四个输家，但我们只关注其中两个。高盛本身就是一个失败者。我敢肯定，他们并不想成为失败者。他们无法出售交易的一部分，他们保留了它，我认为他们因为保留了它而损失了 0.9-1 亿美元。但就实际资金流出而言，最大的输家是欧洲一家名为荷兰银行(ABNAmro)的超大型银行，该银行随后成为苏格兰皇家银行(RBS)的一部分。那么，荷兰银行做了什么？他们为什么会亏损？他们亏损了，因为他们实际上担保了另一家公司 ACA 的信用。荷兰银行的业务是判断信贷，决定自己接受哪些信贷，担保哪些信贷。

实际上，他们在保险界做了一些被称为前置交易的事情，这实际上意味着为另一方的信用提供担保。我们在伯克希尔做了很多次。我们为此得到了保费。人们不想要 XYZ 保险公司的信用，但他们说，如果我们提供担保，他们会接受 XYZ 的保单。这些年来，伯克希尔在担保方面赚了很多钱。查理还记得 1970 年代初，我们遇到了一些非常不诚实的人，我们损失了很多钱，当时我们损失了相当多的钱，因为我们担保了一些信用不太好的人。好像是劳合社的一些财团。但他们总想办法不付我们的钱。

回到 Abacus 的讨论上，荷兰银行同意为一家名为 ACA 的公司的约 9 亿美元信贷提供担保。他们为此得到了回报，这是在 SEC 的投诉中提到的。这不是经常提到的，但他们得到了 17 个基点，即 1% 的 17/100。因此，他们承担了 9 亿美元的信用担保风险。他们拿到了大约 100 万美元的回报。他们担保的公司破产了，所以他们不得

不支付 9 亿美元。我很难对一家银行做了一笔愚蠢的信贷交易表示同情。

但让我们看看 ACA，因为它们是交易的核心。ACA 是一家债券保险商，但通过阅读大多数媒体的报道，你不会真的知道这一点。现在，他们开始作为一个市政债券保险公司，为各种信贷提供担保，就像 Ambac(美国市政债券保险集团，于 1971 年成立，2010 年倒闭)，MBIA，FGIC，FSA(英国金融服务管理局)。所有这些公司都开始为市政债券提供保险(我们在几年前的报告中写到了这一点)。有些是 30 年前开始的。市政债券的保险业务非常大。然后，市政债券业务的利润率开始受到挤压。那么他们做了什么？他们不是坚持他们熟悉的业务，接受较低的利润，而是走出去，进入结构性信贷保险和各种不同的其他交易的业务。我在年度报告中描述了他们几年来的活动，就像梅·韦斯特(Mae West，美国著名舞台剧明星与影星，以美丽性感和题材争议著称)说的那样：**曾经我是位白雪公主，但如今我已误入歧途。**(笑声)

这些债券保险公司涉足了他们不太了解的保险业务(几乎所有的公司都这么做了)，但他们可以从中赚到更多的钱。ACA 是这样，MBIA，Ambac，FGIC，FSA 都是这样。他们都陷入了麻烦，每一个公司都是如此。现在，债券保险公司为结构性信贷或市政债券以外的其他债券提供保险，这虽然没有什么错，但前提是你最好知道你在做什么。现在非常有趣的是，当其他公司陷入困境时，伯克希尔进入了市政债券保险业务。我们投保的东西几乎与 ACA 或其他公司投保的一样，区别在于我们认为我们更了解我们在做什么。我们得到的保费比他们高，我们远离那些我们不懂的东西。**我们从未为 CDO 投保；我们也从未为任何类型的 RMBS(住房抵押贷款担保证券)或任何类似的交易担保。**但我想给大家举一个我们担保的例子，因为我认为这会帮助大家更好地理解这个 Abacus 交易。

现在，我们定期为债券担保。我们担保了奥马哈地区公共事业的债券，你们很多人都很熟悉。我们担保了距离这里六七英里的内布拉斯加州卫理公会医院的债券。我们已经告诉人们，如果内布拉斯加州卫理公会医院不支付其债券，伯克希尔将支付。在他们的案例中，我们已经担保了大约 1 亿美元。所以我们从事的是债券保险业务。几年前一家大型投资银行有人找到我们，过一会儿我再告诉你名字，他们说，“看看这个投资组合”。正如你幻灯片上所看到的，它有一大堆州的名字。和非常不同的规模。佛罗里达有 10 亿，加州有 2 亿美元。他们对我们说，“你们会为这些州提供保险吗，确保这些州的债券将在未来 10 年支付？如果任何州不支付，你们必须作为保险人支付。”我看了看清单，Ajit Jain 看了看清单，我们必须决定：1、我们是否知道足够的信息来给他们投保，2、我们将收取多少保费，因为这是我们从事这项业务的目的。我们不需要给他们都担保。我们可以说，“算了

吧。我们不知道如何做出决定。”但我们做出了决定，我们为这些债券提供了 10 年 1.6 亿美元的保险。因此，我们收取了 1.6 亿多一点的保费，而另一边的某个人，他们称之为交易对手，在 10 年内得到了一个保证，如果这些州不支付，我们将支付，就像这些州支付一样。这就触及到了美国 SEC 针对高盛的案件(或投诉)的关键。有人带着这份名单来找我们；这个名单不是我们凭空想出来的。另一伙人也来找过我们。

现在，我告诉你两年前来找我们的那个人是谁：是雷曼兄弟。所以雷曼兄弟大概有四种可能：雷曼兄弟可能拥有这些债券，并希望获得信贷保护；他们可能只是对债券市场持负面态度，实际上这是在做空这些债券，他们使用这种方法作为做空的一种方式；他们可能有一个拥有这些债券的客户，想要购买针对这些信用的购买保护；或者他们可能有一个客户对这些债券持负面看法，只是想做空。

我们不关心哪种情况存在。我们的工作评估债券的风险，并确定适当的保费。如果他们告诉我本伯南克是交易的另一方，这对我来说不会有任何区别。如果我必须关心交易的另一方是谁，我就不应该为债券担保。他们本可以告诉我查理是交易的另一方。(笑)因此，实际上，我们对这些债券所做的与 ACA 对呈现给他们的债券所做的完全一样。现在，ACA 说，他们收到了 120 家保险公司的名单，他们说，我们愿意为其中的 50 家公司担保。然后他们回去谈判，又接手了 30 多个。我们可能会说，我们不喜欢德克萨斯州的 150 个亿的债券，我们宁愿你给我们更多的佛罗里达州的债券，或类似的东西。但我们没有这样做。我们只是收到了提交过来的清单。所以我们担保的完全是另一个人的清单。

在 Abacus 交易的例子中，这是一种关于哪些债券包括在内的谈判。现在，最终包括 Abacus 的债券都发生了迅速下跌。这并不是很明显，他们在 2007 年初就会这么做，你可以通过研究 ABX 指数看到这一点。但狂热的房地产泡沫在 2007 年开始破灭。现在，在我们投保的这些州可能会有麻烦。你可以说他们有很大的养老金义务，也许在另一边做空他们的人比我们更了解这一点，但你知道，这是我们的问题。我的意思是，如果我们想为债券担保，在 ACA 或 MBIA 的情况下，他们有团队来做。而我们只是和伯克希尔的几个人一起做。但我什么也没看到。我的意思是，如果我们在这些债券上损失了很多钱，我不会去找交易另一方的人说，“哎呀，你占了我的便宜。”我不在乎约翰·保尔森(次贷危机做空 CDO 大赚几十亿美元被称为华尔街空神)是否在对我做空这些债券。他一点也不担心我会说他对这些州的财政状况有很高的了解，或者诸如此类的事情。所以这基本上就是 Abacus 的交易。我认为，争论的核心部分是，**保尔森比债券保险商更了解债券。我的猜测是，债券保险公司雇佣的人比约翰·保尔森**

在他的业务中雇佣的人更多，而事后看来，他们做出了一个愚蠢的保险决定。在我看来，无论交易的另一方是约翰·保尔森，还是高盛，抑或是伯克希尔都没有什么区别。假设我们在 2007 年初决定做空房地产市场。如果我们这样干了，那我觉得现在没人应该责怪我们。但我们不是这样干的，或者说我们做多了。我想在我们讨论卡罗尔的其他问题之前，我会请查理对此发表评论，因为查理拥有法律学位，在其他方面也优于我，所以我们会了解他的观点。

芒格：嗯，我的态度很简单。这是 SEC 委员们在通常情况下一致做出的 3 比 2 的决定。如果我在证券交易委员会，我就会投票支持少数的两个，而不是授权诉讼的三个。

巴菲特：卡罗尔，你能谈谈我们可能还没有回答的三个部分吗？然后我会谈谈这些问题。但我真的觉得了解交易很重要。我没有看到——我看到 ACA 被称为投资者。ACA 确实有一家管理公司，但它是 100% 由 ACA 所有。ACA 就是一家债券保险公司。非常简单，事实证明他们让组织的一个部分做这个做那个。但 ACA 亏损了，因为他们是债券保险商。卡罗尔？

卡罗尔·卢米斯：好的，我假设你已经谈到了你对诉讼的反应。所以接下来的问题是，鉴于伯克希尔在高盛的大笔投资，你有什么反思？然后第三个问题是，鉴于你在所罗门的经历和你所建立的声誉，你会有什么建议？

巴菲特：非常具有讽刺意味的是，这可能在某种程度上帮助了我们对高盛的投资，因为我们有 50 亿美元的优先股，每年 5 亿美元股息。高盛在法律上有权以面值 110% 的价格赎回，所以他们随时可以，给伯克希尔 55 亿美元，然后他们就可以摆脱掉这只每年花费 5 亿美元的优先股。如果我们得到 55 亿美元，我们会立即将其投入短期证券，在今天的条件下，可能每年产生 2000 万美元的利息。所以每过一天，高盛不赎回我们的优先股的钱都在银行里。有人指出，我们的优先股相当于是每秒支付给 15 美元。所以当我们坐在这里，滴答，滴答，滴答，每次滴答 15 美元。(掌声)我不想让那些滴答声消失。(笑声)我就是喜欢它们。它们在晚上我睡觉的时候，在周末一直都在。(笑声)坦率地说，高盛很想摆脱这种优先股。我的意思是，他们只同意卖给我们，因为它是在危机最严重的时候所发行的。在美国，我不确定政府的哪一部分，可能是美联储，但他们一直在告诉接受了 TARP 资金的公司，他们是否可以增加股息，是否可以赎回优先股，等等。到目前为止，联邦政府可能一直在帮我们的大忙，甚至在这件事发生之前，他们可能一直在告诉高盛，“除非我们告诉你可以，否则你不能赎回优先股。你也不能增加你的股息。”美联储对所有接受 TARP 的公司的态度都很强硬。这并没有被宣传得太多，但相信我，事实就是如此。所

以我坐在这里希望持续下去。在高盛赎回我们的优先股方面，美联储或不管是谁，会继续非常强硬。但这不会永远持续下去。我认为最近的事态发展可能将我们的优先股赎回推迟了一段时间，所以滴答、滴答、滴答将继续下去(笑声)，我们将每年得到 5 亿美元，而不是每年 2000 万美元。我们喜欢这一笔投资，我也希望如此。

然后我谈谈关于失去声誉的问题。毫无疑问，单是这一指控就让公司名誉扫地，显然，过去几周的媒体报道，也对公司声誉造成了伤害。这件事伤害了一家公司，也会伤害士气，还有很多事情。它不是致命的或类似的东西，但它造成的伤害很痛。顺便说一句，在 30-40 年前，高盛曾与宾州中央银行有过一次合作。那时候也很痛苦。他们当时和一个叫 Boesky 的人有联系，这在当时很伤人。这给当时执掌高盛的约翰·温伯格带来了巨大痛苦。但我不认为这件事属于我的“名誉扫地”的范畴。如果某件事被证实了，那你就得看看它。我的建议是，在某些紧急情况下，当发现或指控一些违规行为时，你在我们的电影里看到罗恩·奥尔森，他基本上是团队的经理。当我们一起在所罗门工作时，情况有些类似，我们的座右铭是：“**做对的事，快速的办事，把事情做成功，然后把事情做完**”。但是，“做对的事”是第一位的。我的意思是，你必须有正确的事实，因为如果你带着错误的事实出去，你就会失败，而且你不能在事后重做。但这确实意味着有时会有一些延迟。你必须从自己的组织内部收集信息，而且你处于守势。

我一点也不反对高盛被 SEC 指控的事实。如果它导致了更严重的事情，我们会看看当时的情况。但就我所看到的 Abacus 交易而言，我看不出这与我抱怨几年前给我的市政保险名单的事有什么不同。查理？

芒格：我完全同意这一点。但我也认为，**每个企业都应该拒绝很多完全合法和可适度接受的一些业务**。换句话说，商业标准不应该是合法和方便的。标准应该有所不同。**我认为美国的任何一家投资银行都不可能不接待太多肮脏的客户，不经营太多肮脏的证券。**(掌声)

巴菲特：我同意这一点。但是，查理你认为我们应该做我们的市政债券交易吗？

芒格：我认为这就是一个比你更接近事实的情况。(笑)

巴菲特：好的。我们现在大概为市政债券担保了 400 亿美元或类似的金额。**去年我们做得很少，不是因为查理刚刚表达的观点，而是因为价格不正确，保费是错误的。**而当保费出错时，其他人的反应是承担更多风险。而当保费出错时，我们的反应就是去打高尔夫之类的，然后告诉别人当保费再次正确时给我们打电话。查理和我将就华尔街发生的许多活动发表我们的看法，我们确实认为许多行为是错误的。

不过，我确实想指出，我们与高盛的合作可以追溯到 44 年前。在这些年里，我们通过他们收购的企业比通过任何其他华尔街投资银行收购的都要多。我们可能做了更多的融资。他们帮助建立了伯克希尔哈撒韦公司。我们也和他们进行交易。我们不聘请他们作为投资顾问。他们有一个很大的投资咨询业务，你知道，我们对此的反应是："不，谢谢。"你知道，我们的投资是自己做决定。但当我们与他们交易时，他们很可能会卖空我们买入的股票。你知道，他们可以用自己的账户购买我们正在出售的股票。他们不需要向我们透露他们的立场，我们也不需要向他们解释我们的理由或我们在我们的立场上正在做什么。我们在那里是以非受托的身份行事，而在我看来，当他们与我们进行交易时，他们也是以非受托的身份行事。现在，如果他们代表我们进行收购或融资，那就另当别论了。但我要说的是，我们与高盛进行了许多非常令人满意的交易。

我不会再回答这样的问题了。但我想带大家回顾一下查理和我发行的第一批债券，在座的一些人会记得这一点。我想这是我们 1967 年的处女秀。这是 1967 年的一次要约收购。当时我们成立了一家名为"多元零售"的公司，刚刚收购了一家百货公司。现在多元零售只有一个零售业务，但我们当时有点想象力，所以叫多元零售。(众笑)我们筹集了 550 万美元。奥马哈的 Charlie Heider 在融资方面帮助了我，你们很多人都认识他。你会注意到我们的要约收购报告的最上面两行写着"纽约证券"和"第一内布拉斯加州证券"。他们是主承销商。按照惯例，下面列出了一组承销商，他们通常按参与程度列出。参与的越多，排名就越靠前，主承销商排在第一位。我见过的每一份要约收购报告都是如此，除了这一份。这一次的情况是，我们在筹集 550 万美元的资金时遇到了麻烦。我打电话给高盛的格斯·利维，我还打电话给基德尔皮博迪(Kidder Peabody)的阿尔·戈登(Albert Gordon)。这是当时华尔街最有声望的两家公司。我说，"你们能帮我吗？我们正在努力筹集 550 万美元，但没有人愿意给查理和我 550 万美元。我们找来的承销商在完成这件事上遇到了困难。"格斯·利维和阿尔·戈登都对我说，"沃伦，我们会负责其中一大块"。在第三张幻灯片你们会看到承销商的名单，高盛和基德皮博迪是第二大承销商。但他们对与我们的公司联系在一起感到非常羞愧，所以要求我们把他们的名字删掉。(众笑)他们想用假名给我们钱。(众笑)但他们确实为我们募集了资金。相信我，那时很多人都不会为我们而来。我对那些长期以来一直很好地照顾伯克希尔的人有很深刻的记忆。阿尔·戈登去年去世，享年 107 岁。他一直工作到 104 岁。他是个了不起的人。格斯·利维是个了不起的人。我感谢他们的参与，尽管他们确实想以假名参加。(众笑)

2、芒格："我会让保罗·沃尔克看起来像个娘娘腔"

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。我叫盖伊·波普，来自俄勒冈州波特兰市。我很好奇你对国会目前正在进行的金融改革的看法。具体来说，你认为哪些好的想法应该被纳入法案，哪些坏的想法应该被排除在外？

巴菲特：查理，总共是 1550 页，所以你负责前 1500 页，我负责后 50 页。(众笑)

芒格：嗯，我认为现在在美国的任何人，包括国会的人，都不知道会发生什么。而我的猜测是，他们中的大多数人也没有读过该法案(掌声)。因此，我认为我们都在怀疑将会发生什么。对我来说，有一件事是非常清楚的，那就是**我们的政府体系，它监管着大型投资银行，是如此的宽容**。投资银行文化有一种性质，它们共同促成了这一切，在压力下，除了高盛，所有的大型投资银行都会陷入困境。一个对国家来说非常重要系统可能会出现问題，那么就应该进行改革，减少对银行和投资银行行为的放纵。人们现在就在思考这个问题。银行和投资银行只是讨厌失去投资灵活性的想法。例如，在摩根大通(JPMorganChase)维持世界上最大的衍生品账簿。他们讨厌放弃那些东西。这并不意味着允许他们继续做他们已经做过的事情对国家有好处。

巴菲特：根据你对该法案的了解，我知道你还没有读完 1550 页，但你今天会不会投赞成票？

芒格：我对此了解得还不够。如果我是美国仁慈的暴君，我知道我会怎么做。我会让保罗·沃尔克看起来像个娘娘腔。(笑声和掌声)

巴菲特：你想知道更多细节吗？这真是一幅绝妙的图画。(笑)想说得再具体点吗，查理？

芒格：嗯，我会减少被允许的活动。如果你实际上是利用政府的信用来帮助你的企业运行，那你不应该有一堆数万亿的财务报表，即使你是企业的合作伙伴，你也无法真正了解这些财务报表。这太疯狂了。**系统的复杂性会适得其反**。当然，人们已经证明他们无法真正控制它。因此，我认为我们需要的是新版本的《格拉斯-斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall)，**大幅限制商业银行和投资银行被允许做的事情**。他们应该有一个更简单和更安全的商业模式。当我们拥有一个储贷公司时，它可以使用的工具都非常有限。当然，它的存款有政府信用。总之，只要这些措施是有限的，储蓄和贷款就不会遇到麻烦。但如果你在回购系统和其他制度下，给人类以随心所欲的灵活性，让他们做任何他们想做的该死的事情，他们就会发疯。当然，他们的目的达到了。

巴菲特：好的。在这愉快的时刻，我们将问题给到 Becky。(众笑)

3、我们不应该为之前的交易提供抵押

Becky：我们收到了很多关于即将出台的金融监管立法的问题。这个问题来自 JayGelb，他想跟进波普先生刚

才提出的观点，"悬而未决的金融改革立法对伯克希尔的预期影响是什么？特别是，伯克希尔现有的 630 亿美元的衍生品合约可能需要多少额外的抵押品？伯克希尔是否会因此过于接近其手头 200 亿美元现金的最低要求？"

巴菲特：是的。按照我现在的理解，几天前提交的法案对伯克希尔的影响是零，我可能会错，但我认为我理解了它，我读了其中的章节。如果伯克希尔被发现对整个系统是危险的，那么由财政部长，或者我相信是一些委员会可能要求我们在过去签订的追溯性保险合同上提供抵押品。我认为，当我们只有 250 份合同，而其他公司有 100 万份合同时，我们被视为系统性风险的机会很低，虽然《华尔街日报》不久前将我们的地位描述为"巨大的"。你知道，我们的头寸是 1%，从名义价值或负债或很多衡量方式来看。是其他几个非常大的机构的 1%。所以我真的很想知道，如果你用"巨大"这个词来形容我们的地位，那你会用什么来形容 100 倍于这个地位的地位？那一定会是某个隐藏在某处的形容词用来形容其地位。10 年前我们买入通用再保险时，我们有 2.3 万个头寸。我们迅速着手处理掉了，最后剩下的不到 100 个。所以，在我看来，我们绝对没有任何问题。

不过，如果出于任何原因，财政部或委员会应该回溯，也许在一些更广泛的声明中决定，他们希望所有过去的合同都得到担保，我们显然会遵守这一点。我们也会觉得我们应该得到一大笔钱，因为在谈判这些合同时，有抵押的合同是一个价格，而无抵押的合同是另一个价格。所以，如果我以 10 万美元的价格把房子卖给你，如果里面家具，那我想要 12 万美元，但你说，"我会以 10 万美元的价格买下没有家具的房子"，然后国会后来又说，"所有的房子都必须出售家具，顺便说一句，这是有追溯力的"，如果我现在把家具给你，我想要一些东西。但这也许有点不合理。我们认为，就在一周前，一家最大的投资银行之一向我们提供了一份相同的股权出售合同，基本上是一份 10 年期合同。他们将支付给我们的价格是 750 万美元无抵押，1100 万美元有抵押。所以有一个非常不同的需要付出代价的有抵押的合同。

我们选择放弃了可能 10 亿美元的额外保费，如果我们同意将它们作为抵押，我们过去就可以从我们的合同中获得这些额外保费。除了少数例外，我们拒绝了。我们会觉得，如果我们必须为它们提供抵押，我们将有权获得公平的补偿，我们希望这一措辞出现在法案中。

顺便说一句，在第 7 张幻灯片，我们有盖特纳部长 12 月 2 日在参议院农业委员会的证词。正如你所看到的，他非常有力地证明了过去合同的神圣不可侵犯性。但如果明天法案通过，我们和我们的律师都会明白，我们不需要拿出一分钱。我认为，在伯克希尔之前，可能会有其他一些公司被认定为对系统构成威胁。所以我真的没有看

到任何后果，除非有一些笼统的声明，要求任何具有衍生品的一定规模的公司必须提供抵押品。如果需要的话，我们会的，这不是问题。它会让我们在机会成本方面付出代价，但之后我们当然会争论什么样的抵押品才是合适的等等。如果我们可以把我们的可口可乐股票作为抵押，你知道，我们将继续持有我们的可口可乐股票。所以这真的什么都不会改变。如果把可口可乐股票作为抵押品，我们仍然可以获得股息，如果它上涨，我们就可以获得利润。查理？

芒格：嗯，是的。如果抵押品要求被政府的法令加入到现有的合同中，就像有一份 100 万美元买房子的合同，而政府通过一项法律说，“不，你必须支付 200 万美元”。我的意思是，这将是可疑的合宪性，这将是既不公平又愚蠢的。我不认为政府有那么疯狂。（众笑）

巴菲特：另外，事实上，我认为有一张幻灯片专门写这个。好的，我们放第八张幻灯片。这只是反对提供抵押品的人的一页样本，他们被要求提供抵押品，未来你会看到 IBM、福特、3M 和 HCA。我的意思是，未来有各种各样的公司不想这么做。我们不在乎将来做什么，只要我们能从中得到保费。因此，这根本不是伯克希尔特有的问题。事实上，在这方面，我们恰好处于与 IBM 和 3M 以及世界其他公司不同的位置。只要我们能获得保费，我们就不会在意未来的规则。但考虑到我们过去收取保费较少的事实，**我们不会喜欢有追溯性的合约从我们的口袋里掏钱**。但请记住，我们收购伯灵顿北方铁路公司时，它有一些燃料合约。中美能源签有能源合约。

几周前，《商业周刊》上有一篇关于安海斯-布希 A-B 的报道。而且，你知道，他们说，“我们不想把钱从我们的业务中拿出来，送到华尔街作为抵押存款”。我认为，如果他们真的认识到，这一举措的净效果将是把大量资金交给华尔街，而这些资金本来是用于经营企业的，那么国会的热情可能会少一些。

4、希腊债务危机：“我不知道这部电影的结局如何”

股东：大家早上好。查理和沃伦，我是诺曼·伦特洛普，来自德国波恩。我想先给你一个大大的感谢，然后再提一个问题。“坐火车来吧，”你在股东信中写道，这就是 1997 年我第一次来奥马哈的原因。我特意从丹佛坐火车来体验奥马哈这个铁路城市，我立刻就喜欢上了奥马哈。但在火车上，我看到了改进的空间。因此，非常感谢你们将美国铁路的未来交到你们天才的手中。（掌声）

巴菲特：这是我听过的最好的问题之一。（众笑）

股东：这问题是关于希腊，欧元的未来，以及全世界的财政纪律，以及我们作为投资者必须做的准备。过

去，你一直在警告我们美元的结构弱点。现在，我们看到希腊，以及其他欧洲国家，陷入了危机。伯克希尔在欧元区有大量投资，比如科隆再保险公司(CologneRe)、慕尼黑再保险公司(MunichRe)等大型企业，甚至还有汉堡的伊斯卡(Iscar)等小型企业。你如何应对伯克希尔潜在的货币风险？你对欧元的可持续性有什么看法？作为投资者，你对我们有什么建议？

巴菲特：是的。查理和我最近没有谈到希腊，所以我很有兴趣听听他对此的看法。我先回答你问题的最后一部分。我们在不同国家的资产和负债方面都有很多风险敞口。换句话说，我们拥有慕尼黑再保险公司的股票，他们有很多资产，大部分可能是欧元资产。我们有科隆再保险公司，它是通用再保险公司的子公司，它拥有的大量资产账面价值基本上与欧元挂钩。另一方面，我们有非常大量的以其他货币计价的负债，包括在全球相当大的一段时间内以欧元计价的负债。例如，也许是三年前，我们对 Equitas 进行了再保险，我们在全球承担了数十亿的债务。实际上，是由劳合社支付给我们的。我们用这笔钱投资了美元资产。因此，我们保留了 Equitas 以外币形式产生的各种旧保险索赔的债务。如果欧元对美元贬值，我们在这方面受益，但正如你指出的那样，我们在其他方面受损。这是我不关心的事情，无论我们的欧元，英镑，日元的净额是多少，我都不能告诉你。其中一些进入了我们的股票看跌期权和类似的东西。但我们在任何其他货币上都没有显著的风险敞口。这并不意味着其他货币对我们不重要，因为从世界的角度来看，希腊局势会发生什么，以及可能会产生什么后果，都是非常重要的。查理会向你解释这到底是什么。(众笑)

芒格：是的。嗯，一般来说，当然也有极少数例外，我们对货币是不可知论者。我们只是简单地做我们的生意，当它们下跌时，我们接受那些波动，你同意吗？

巴菲特：是的。我们在相对价值方面是不可知的，一般来说，我们不知道所有货币的走向。

芒格：希腊提出了一个有趣的问题。像美国这样的地方过去发生的事情是，保守主义给了它美妙的荣誉，成功和保守主义的结合。我们利用这一荣誉赢得了第二次世界大战，并帮助德国和日本复兴，做出了世界历史上最具建设性和最明智的外交决策之一。在伯克希尔蓬勃发展的这几十年里，我们用这种信誉来帮助确保繁荣。

当然，现在政府的信用，没有被大量使用之前那么好了。这种情况几乎在世界各地都发生过。所以希腊只是一个非常有趣的时期的开始，当然，当政府如此大力推动他们的信用时，这对文明来说是更危险的。因为如果你需要信用来帮助文明运转，而你在过去却因为自己的激进行为而把它搞砸了，这不是一件好事。我认为，在这个

国家，以及其他国家，负责任的声音现在意识到，我们面临的政府信用缺失问题比我这辈子遇到的都要严重。

巴菲特：你读到的关于国家信用、货币的一切，你总是想要区分那些几乎完全以自己的货币借贷的国家，比如日本或美国，以及那些由于这样或那样的原因被迫以其他国家的货币借贷的国家，因为世界不信任他们。我的意思是，在过去如果你是一些南美国家，你用自己的货币借贷，你永远不会违约，你只需要买一台新的印刷机或者稍微努力一点。但世界并不喜欢这样的事情。因此，随着信用变弱，国家的声誉变差，他们迫使这些国家以其他货币借款，经常是美元。这真的会让你很快破产，因为如果你是一些南美国家，你不能印刷美元，尽管你可以印刷自己的货币。这就是导致各国失败的原因。

欧洲货币联盟，这是一个非常有趣的情况，因为希腊，他们是一个主权国家，在他们自己的预算方面。但他们不能印刷自己的货币，他们有欧元。20 年前或者不到 20 年，欧元都被视为一个相当不错的实验。但你可能会在这里看到某种实例，即一个国家实际上没有使用自己的货币，或使用共同货币，但在向其公民做出自己的承诺方面，它是作为主权国家。我不知道这部电影的结局是什么。这并不意味着我在预测灾难或任何事情，我真的只是不知道这部电影的结局如何。如果可以的话，我尽量不去看那样的电影。(众笑)但我会看到的。真的，在我看来，这里发生的一切将是一场高戏剧性的事件。

有一件事，查理说我们对货币是不可知论者，我们不做大货币游戏。几年前我们确实做了一个，我们做得很好。但我们很少会对一种货币与另一种货币形成强烈的看法。不过，我要说的是，过去几年世界上发生的事件会让我比以前更不看好所有货币的未来——随着时间的推移持有它们的价值。但这不是美国独有的，也不是英国独有的。如果你真的能把预算赤字控制在 GDP 的 10%，并能持续很长一段时间，那会非常有趣。相信我，世界早就这么做了。而过去没有做的原因，我想，可能是大多数人都明白，它不可能一直保持下去。以及世界如何摆脱一个又一个国家的巨额赤字融资。我的意思是，这将很有趣值得关注。但你不必担心。当你可以印刷自己的货币时，你就不会违约。

芒格：嗯，是的。当然，公布的统计数据具有相当大的误导性，因为各国货币的债务通常是以未偿政府债券的形式表示的，而各国政府未兑现的承诺远远大于未偿政府债券。所以当你阅读统计数据时，无论你认为这个问题是什么，它都要大得多。如果保持人均 GDP 每年增长 2-3%，这些没有资金支持的承诺就没有约束力。你可以承担那些没有资金支持的承诺。但如果你到达了增长停止的地方，那么你将会有巨大的社会压力。天知道这对政

府政策和货币会产生什么影响。

5、高盛需要披露 SEC 通知吗？

安德鲁·罗斯·索金：我收到了 300 多个与高盛有关的问题，我知道我们已经谈过了，但还有几个问题没有解决，有一个人提出了三个我认为我应该问的具体问题。第一个问题是，既然伯克希尔是高盛的股东，如果不是劳埃德·布兰克福恩，你希望谁来执掌高盛？在提起诉讼之前，你是否知道高盛的威尔斯通知，或任何有关此案的信息？你是否认为富国银行的传单构成重大信息并应予以披露？你会透露吗？最后，是否有人在调查盖伦集团 (Galleon) 时联系过你，并指控高盛董事会成员在 2008 年危机最严重的时候，将你在高盛的投资内幕信息透露给了盖伦集团？我知道这其中有很多因素，但我想我们应该让高盛走出困境。

巴菲特：很好。我们先回答第三个问题。关于盖伦集团的事，我们没有接到任何联系。我在报纸上读到了这件事，还看到了高盛一位董事与盖伦集团之间显然存在联系的指控。我想在其中一个故事里，我读到了一些关于，大概是盖伦集团在上面交易。但答案是没有任何人联系。我也不会念那个经营盖伦集团的人的名字。(众笑)

关于富国银行，我和很多律师谈过这个问题。我认为，我们没有直接得到富国银行的传单，但当通用再保险的高管得到富国银行的传单时，我很确定我们在 10-K 或 10-Q 中遇到了这个问题。也许我们会提交一份 8-K 来披露它。这不是我们自己收到的，而是某些高管收到的。在过去的 40 年里，我至少在一家知名公司的董事会任职，我不会把范围缩小到更多。但之前，他们收到了富国银行的传单却没有公开，事实上，这没什么。所以律师告诉我，如果你认为它很重要，你就报告它。我不认为如果我收到了与 Abacus 交易有关的东西，根据我对它的了解，我会认为它对一家一年赚几十亿美元的公司来说很重要。查理？

芒格：嗯，我也不会把它视为很重要。如果每一家公司都报告每一件他们认为极有可能发生的小事，我们就会有无数令人困惑的报告。必须有一些实质性标准。你不想让那些对你生气并提出要求的人有被勒索的可能。我并不是说这就是 SEC 所做的，但是——

巴菲特：不，但它可能发生在很多人身上——(笑声)它可能发生在个人身上——

芒格：这可能发生在其他人身上，是的。

巴菲特：我知道有多大比例的富国银行的传单会对公司产生重大影响。但我的猜测是，有很多人不会这样做。当然，公司规模越大，其重要性的可能性就越小。然后你的另一个问题是，如果不是劳埃德，我会让谁来担

任？我想如果劳埃德有个双胞胎兄弟，我会选他。但我从来没想到。我们会考虑谁来运营伯克希尔(笑)，但在我看来，真的没有理由去考虑谁来管理高盛这个问题。在 1970 年，宾夕法尼亚中央银行的问题是否应该由盖斯·列维以外的人来管理宾夕法尼亚中央银行。当这件事与波斯基事件有关时，约翰·温伯格当时在主持工作。我认为约翰·温伯格是高盛一位出色的经理。所以我不认为这是对劳埃德的影响。我认为，我们有强烈的感受。华尔街有很多我们不喜欢的东西。但我们知道这不是针对高盛的。查理？

芒格：嗯，在美国，我希望看到很多 CEO 离开。(众笑)但劳埃德·布兰克费恩不是其中之一。

巴菲特：好的，下一个问题。(众笑)我担心他可能会开始指名道姓。(众笑)

6、司机反馈技术

股东：你好。我叫大卫·克莱曼，来自伊利诺伊州的芝加哥。这个问题是给巴菲特和盖茨的，主要是作为伯克希尔的股东，但也包括作为比尔和梅琳达·盖茨基金会的受托人。我这个年纪的美国人的主要死因是车祸。每年发生的事故超过 600 万起，你为其中相当数量的事故投保。世界卫生组织将机动车事故列为世界上第 11 大死亡原因。一种新的技术正在进入市场。这些技术不仅能减少驾驶员的注意力分散，还能向驾驶员提供积极的反馈，帮助他们意识到自己的驾驶水平有多高，或者他们可以做得更好。GEICO 或盖茨基金会是否会对驾驶员反馈技术进行积极而明显的押注，以刺激人们对道路安全的关注，并拯救生命和自由、节省财产和保险费？我这里有张便条给盖茨先生和巴菲特先生。如果我能想办法把这些给你，我会很高兴的。

巴菲特：好的，我想我们知道你的立场(众笑)。我认为，盖茨基金会，与布隆伯格市长一起，在吸烟问题方面有一个相当重要的倡议。我想你会发现受这一影响的人比受车祸影响的人要多得多。每英里行驶的汽车事故和汽车死亡人数已经减少。我认为这个数字实际上更多的是在 3-4 万之间，但它随着时间的推移而减少。你知道，为了让汽车更安全，已经做了很多事情。我不确定手机和黑莓是否在其中。(笑声)我认为事实确实如此。因为手机和其他各种工具的发明，将会有更多的人死于车祸，而不是其他方式。我不知道这件事有多重要。

但每个人都对降低死亡率感兴趣。GEICO 有一个非常积极的安全项目，不断的测试汽车，做各种事情，通常与其他保险公司合作。在我看来，盖茨基金会有相当具体和明智的指导方针来指导他们的活动，他们相信做事情要有重点，所以他们不会试图解决世界上的每一个问题。但我可以向你保证，保险行业以及汽车公司都在不断努力，使汽车更加安全。查理？

芒格：我没有什么要补充的。(众笑)

7、伯克希尔股票不受巴菲特捐款影响

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自奥巴马的 MichaelMcLaughlin，也与盖茨基金会有关，但情况完全不同。你的一条与所有者相关的商业原则是，你将试图通过你的政策和沟通，让伯克希尔的股价保持理性。"然而，你每年都会把大量伯克希尔股票捐给盖茨基金会。我的理解是，当你去世时，更多的钱将会捐给盖茨基金会。我们已经看到，该基金会定期出售伯克希尔股票，而且还会出售更多，因为其目的是向慈善机构捐款，而不是永远持有股票。基金会的抛售会不会对股票造成下行压力，因为高达 25%的股票将被抛售？"

巴菲特：是的。基本上，每年七月我都会给五个基金会捐钱。而我现在已经捐出的股份，大概是 5%，我现在每年的捐赠相当于每年已发行股份的 1.5%，就是这样。所以如果他们在收到股票后立即出售，作为慈善捐赠，你每年可以出售 1.5%的股票。现在，如果你把它和纽约证券交易所的交易做个对比，纽约证券交易所的平均交易量超过了全部流通在外的股票数量，这在交易方面一点也不奇怪。这是一个自由的国家。我的意思是，如果我愿意我可以卖掉公司 10%的股份。我这辈子从来没有卖过一股，我这辈子也从来没有打算卖一股。我死后也不会卖掉太多的股票。(众笑)如果伯克希尔 1.5%的流通股在一年内使股价下跌，那么它可能理应下跌。查理？

芒格：当然，我认为这种帮助慈善事业的股票分配程度几乎是无关紧要的，实际上它可能是一个建设性的事件，就把伯克希尔纳入标准普尔指数等等而言。我认为你有更重要的事情要担心。(笑)

巴菲特：如果我拥有伯克希尔 100%的股份，肯定不会进入标普 500。因此，如果通过减持股票确实增加了伯克希尔进入标准普尔 500 指数的几率，在某种程度上确实如此。现在指数基金可能占到总股本的 7%左右，或类似这样的数字。你可以这样说，那是不寻常的，指数基金的进入，在某种程度上是由于我自己的持股减少了。正如查理所说，我会说，如果在过去四年里没有任何股票被捐出，我不知道股票会卖得更高一点还是更低一点。我认为这是一种势均力敌的赌注。

8、巴菲特："我不会逃离美国"

股东：您好，巴菲特先生。你好，芒格先生。我叫 VernCushenbery 我来自堪萨斯州的 OverlandPark。相对于其他国家，你认为美国经济面临的最大的挑战是什么？这对未来十年的全球投资有何影响？

巴菲特：查理？(众笑)

芒格：谢谢你把这个简单的问题交给我。(众笑)我认为这个问题的答案是，总的来说，我们的生活方式并不是通过建立一个伟大的全球分资产配置系来实现的。总体而言，伯克希尔的态度是，找到我们认为合理的事情，并在一定程度上专注于这些事情。然后任由世界经济和世界货币波动。我确实认为我们更喜欢一些国家，而不是其他国家，国家看起来越负责任，我们就越舒服。但除此之外，我们不能帮你太多，因为我们在伯克希尔真的没有一个全球配置系统，除非沃伦对我保密。(众笑)

巴菲特：不是那个。(众笑)我们买下北伯林顿的时候，并没有打算把它搬到中国、印度或巴西(笑声)，我们喜欢这一点。我们喜欢北伯林顿在美国这一事实。我们面临的重大威胁是某种大规模的核、化学或生物袭击。如果你说在 50 年的时间里，这种可能性有多大，这是相当高的。在一年的时间里，这是非常低的。但是，如果你谈论过去 220 年来取得的令人难以置信的进步，虽然有很多小问题，但我们在这两个世纪中所经历的人类状况与历史上任何两个世纪相比，这个国家是非凡的，它的制度也是非凡的。它确实释放了人类前所未有的潜能。

这里的人群并不比 200 年前类似的人群更聪明，他们不会更努力地工作。但是，孩子们的生活方式不同。他们过着不同的生活，因为这种制度让相当普通的人，在一段时间内，做出了非凡的事情。而这个游戏还没有结束。在我看来，没有什么表明我们已经接近人类所能达到的极限。我们可能甚至不知道自己的潜力，就像 1790 年的人不知道自己的潜力一样。我的意思是，他们认为，如果有人能最终带来一些农具，让他们每天工作 10 个小时而不是 12 个小时，那就太好了。所以，我希望世界其他国家做得很好，我认为他们会做得很好。这不是一场零和游戏。如果中国和印度做得好，并不意味着我们做得更差。所以不是他们得到的东西把它从我们身上夺走了。但如果伯克希尔被迫以某种方式将其投资限制在美国现有的机会范围内，我会非常满意。我们会有很多机会。显然，就机会而言，我宁愿拥有整个世界，但在这个国家将会有充足的机会。我不会逃离美国。不错。(掌声)

9、不急着找新的投资主管

Becky：这个问题与伯克希尔的继任计划有关。来自斯普鲁斯格罗夫的克雷格·梅里根问道，伯克希尔首席投资官职位的四位潜在候选人在 2008 年和 2009 年的表现如何？这四个人中有谁使用了杠杆？有谁现在被排除在考虑范围之外？

巴菲特：答案是，在 2008 年我向你们报告过，他们没有表现很好。我想我们去年有一个类似的问题，他们并没有脱颖而出。2009 年，他们做得相当不错。他们四人的表现和 08 年截然不同。查理，我想他们都不会利用杠

杆。你这么认为吗？

芒格：嗯，我最熟悉的一位是使用零杠杆获得了略高于 200% 的收益。

巴菲特：嗯，这缩小了范围。(众笑)对于潜在的投资人员，这份名单可能会比 CEO 的继任更容易发生变动。而这真的远没有那么紧迫。如果我今晚去世，伯克希尔将在 24 小时内产生一位新的 CEO，所有董事都知道会是谁，他们都对此感到满意。24 小时内就会有人到位。

投资，他们不需要在下周做任何事情。我可以去一边度假一边投资。我们不会去，或者董事们不会去，我不会去，但他们仍可以等一个月，他们可以等两个月。可口可乐不会消失，宝洁也不会消失，美国运通也不会。没有必要一天一天地做事情。我们不是每天都做事情。所以他们可以很悠闲地工作，可能是和一个新 CEO 一起，他们会想带谁进来，他们会想该如何给他们薪酬，以及可能有多少人等等。那根本不是固定的。我可以告诉你的一件事是，有一些非常有能力的人，我认为，他们非常愿意为伯克希尔管理资金，他们会做得很好，至少一些董事对他们很熟悉。这个问题就会得到解决。CEO 的问题不是问题，但你现在想要一个答案，你想要准备好实施它。你知道，第我刚刚进行了体检，结果很好。(众笑)我的医生今天不在这里，所以我告诉你，这让他很抓狂，因为我像现在这样吃，他找不到任何问题。(笑)而且他也想，相信我。(笑声)查理？(掌声)

芒格：嗯，在这两个人中我不是最乐观的。(笑声)然而，我非常乐观地认为，伯克希尔的文化将持续很长时间，而且将大大超过创始人的寿命。我觉得会成功的。

巴菲特：我们不应该使用最高级的词语，但我认为，在管理者、所有权和整个投资方面，我们拥有和美国任何一家真正的大公司一样强大、独特的文化。它花了很长的时间来发展，但在一个点之后它会自我强化。我们很喜欢，我想我走后他们也会喜欢的。(掌声)关于这点，别在那里鼓掌。(众笑)

10、对于资本密集型企业的投资，回报不错但不暴利

股东：大家好，我是来自肯塔基州路易斯维尔的史蒂夫·富尔顿。我又一次放弃了肯塔基赛马会的包厢座位，来问你一个问题。(众笑)我很感激这次机会。我的问题集中在向资本密集型业务投资的转变，以及对内在价值的相关影响。你在年度报告中再次指出，对股东来说，最好的企业是那些资本回报率高、所需增量资本少的企业。我意识到这个决定在某种程度上是由当前运营公司账面上的大量现金所驱动的，但我希望你们将对这些资本的要求与内在价值的定义进行对比，内在价值是被投资的现金所带来的未来现金流的折现值。为了让我们所有人都能意

识到，你提到了一个事实，你认为这些业务在几十年内将需要数百亿美元，就时间价值而言，我想多了解一点你对这方面的见解。

巴菲特：好的。尽管很明显，你对形势非常了解，而且我想说，在伯克希尔，这是你能问的最重要的问题。

从经济角度来看，我们正在把大笔的钱投入到好的业务中。但它们不如我们在处理较小金额时所能买到的一些好。如果你拿喜诗糖果来说，它的业务需要 4000 万美元左右的资本，而且，它的收益远高于这个数字。现在如果我们能把资本加倍，如果我们能再投入 4000 万美元，就像我们收到的前 4000 万美元的回报一样，我的意思是，我们今天下午就拿着钱去那里了。不幸的是，出色的企业无法消化新的资本。这也是它们很棒的原因之一。

以我们目前的规模，我们获得了 22 亿美元的经营收益，不管第一季度是多少，我们不会立刻把它花出去。我们的工作就是尽可能聪明地把它花出去。我们找不到能吸走那么多钱的“喜诗糖果”。当我们找到它们时，我们会买下它们，但它们不会吸光我们赚来的钱。接下来的问题是，我们能不能明智地运用它，是不是出色的运用它？到目前为止，我们认为答案是肯定的。我们认为进入我们所拥有的资本密集型业务是有意义的。到目前为止，这是有意义的，它赚取的收益很好，但它不能暴利。这个世界的建立不是为了让你可以再投资数百亿美元，并获得巨大的回报，这种事情不会发生。我们试图尽可能仔细地阐明这一点，以便股东们了解我们的局限性。

现在，你可以说，“那么，你把钱分了不是更好吗？”

正如你所提到的，只要我们能够很好的转化未来现金所产生的折现值，我们最好就不要把它分掉。如果我们能把它转化为超过一美元现值的东西，我们将继续寻找实现这一目标的方法。根据我们的判断，我们与 BNSF 一起做了这件事，但记分卡将在 10 年或 20 年后写在上面。我们用中美能源做到了。我们进入了一个资本非常密集的行业，到目前为止，我们在股本复利方面做得非常好。但就基本业务而言，它不可能是可口可乐。在可口可乐业务中，你真的不需要太多资本，甚至几乎不需要。如果你幸运的话，你可以继续发展你的业务。喜诗糖果不是一家成长中的企业。这是一个很好的业务，但它不会像可口可乐那样在世界各地传播。所以我会说你的问题问在正确的点上。我想你和我们一样明白。我希望我们不会让你失望，我们会继续把钱拿出来投资，以获得体面的良好的回报。但如果有人期望从伯克希尔的这个基础上获得辉煌的回报，你知道，我们不知道如何做到。查理？

芒格：嗯，我和你一样擅长不知道。(众笑)

11、金融危机期间为什么投资债券

安德鲁·罗斯·索尔金：这个问题来自加州圣莫尼卡的股东 Victor 和 AmyLiu。他们问，当你在 2009 年 2 月金融危机期间进行投资时，你为什么倾向于债务工具而不是股票？例如，你为什么要以 15% 的利息投资 3 亿美元给哈雷戴维森，而不是在股价 12 美元的时候买入股票？如今，哈雷戴维森的股票价格为 33 美元。

巴菲特：嗯，我会说，如果我现在遇到这个问题，我可能会采取同样的做法。但我不确定你是否会在 09 年 2 月份问出同样的问题。显然，在投资中有不同的风险状况。而事实是，我不知道哈雷戴维森的股权价值是 33 美元、20 美元还是 45 美元。我对此没有什么看法。你知道，我有点喜欢你的客户把你的名字纹在他们的胸部或什么的生意(笑声)。但是计算它的内在价值，我甚至不确定出去询问那些人，我能从他们身上学到多少。(众笑)

但我认为，而且我认为我是对的，首先，哈雷戴维森不会倒闭。其次，15% 的利率看起来非常有吸引力。而事实是，我们可能会出售这些债券，可能是按照 135 美元或类似的价格。因此，我们可以有一个非常可观的资本收益，大量的收益。所以我知道应该借钱给他们。

现在，让我们假设说高盛，不是给我 10% 的优先和认股权证，而是说，“你可以有一个 12% 的优先股，但不可赎回”。那我可能已经采取了这个作为替代品。我的意思是，那是可赎回的。所有这些证券都涉及到权衡比较。很明显，如果我认为我可以赚到很多钱，就像我们在哈雷戴维森上做的一样，通过一个非常简单的决定，只有一个问题，“他们是否会破产？”而不是一个更艰难的决定，“摩托车市场是否会大幅萎缩？你知道，利润是否会受到挤压？”等等。那我会做一个简单的决定。查理？

芒格：当然，你有一个很好的回答，那就是你根本不知道要买股票，但你知道要买债券，这是一个很好的回应。另一方面是，毕竟，我们是很多人的受托人，包括遭受永久性伤害的人等等。在某种程度上，我们受到了购买股票相对于其他东西的激进程度的限制。如果你把我们刚才说的方面混合在一起，这就是为什么我们的投资策略是买债券。我认为，总的来说，你提出了一个很好的问题。很多时候，当你看到一种窘迫的情况并买入债券时，你应该买入股票。所以我认为你正在寻找一个有前途的领域。

巴菲特：是的。本·格雷厄姆在 1934 年的《证券分析》中写道，在对高级证券的分析中，低等级证券通常表现更好，但你可能会因为持有高级证券睡得更好。正如查理指出的，在我们的保险运营中，我们对投保人有 600 亿美元的负债，在某些情况下，会延续 50 年或更长时间。我们永远不会把所有的钱都投在股票上。我的意思是，我们可能有很多钱，但我们正在经营这个地方，目的是使它能够承受任何事情。几年前，我们对这种哲学给我们

带来的影响感到非常满意。我的意思是，我们实际上可以在大多数人遭遇困难的时候继续做一些事情，我们将继续以这种方式运行。

12、创建一个好的公司文化比改变一个坏的公司文化容易

股东：芒格先生和巴菲特先生，感谢你们邀请我们来到这里。我最近加入了一家新公司，为了在那里取得成功，公司的文化需要改变。所以我很想听听您对如何改变组织文化的看法。如果你正在建立一个新的公司，那么你怎么确保你有一个强大而独特的文化？

巴菲特：嗯，我认为，围绕一种文化建立一个新的公司，比改变一个现有公司的文化要容易得多。这真的很难。我喜欢这个事实，特别是在伯克希尔的意义上。我的意思是，要改变伯克希尔的文化是非常困难的。这在我们所有的管理者和所有者中都是根深蒂固的。实际上，这个地方的一切都是为了强化一种文化。对于任何试图改变它的人来说，我认为文化基本上会拒绝它。

而你所描述的问题，如果你想改变什么样的组织，在这里必须要小心一点——改变文化是很难的。查理和我已经反对过几次了。我想说，如果在这件事上有任何选择的话，我宁愿从零开始，围绕它来建立它。但那是我在伯克希尔的时间很充裕。这要追溯到 1965 年，那里真的什么都没有，你知道，除了一些纺织品，所以我不需要去对抗任何东西。当我们增加公司时，他们变得互补，他们买了一些他们觉得不错的东西，但这花了几十年时间。而且，你知道，在所罗门，我试图在某些方面改变文化，我不会在结果方面给自己打 A+。查理？

芒格：我很荣幸一个人会说，他在一个新的地方，除非他改变文化，否则他不可能成功，他希望我们告诉他如何改变文化。在你的位置上，我的失败率是 100%。(笑声)

巴菲特：是的，查理开了一家律师事务所。回到 1962 年，查理，那是什么？

芒格：是的。我可以搬出去，但我不能改变文化。(笑)

巴菲特：我们可以从以前的律师事务所讲一些有趣的故事，但我们现在要继续。

13、阿吉特·贾恩是不可替代的。

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自纽约市 Ruane, Cunniff 公司的 Jon Brandt。"你曾多次强调阿吉特·贾恩 (Ajit Jain) 对伯克希尔和国民赔款再保险业务有多么重要。所以我想知道，你是否预计国民赔款再保险公司的浮存金将继续增长，还是在他退休后将会停滞？"当然我们不认为阿吉特将会退休。

"另一个问题是，国民赔款再保险公司是否拥有超越阿吉特·贾恩的竞争优势，或者说，其账面价值以外的所有价值，都与阿吉特·贾恩以及他已经记入账上的交易的最终利润捆绑在一起？"

巴菲特：国民赔款再保险公司的运营拥有超越阿吉特的竞争优势，但这些优势是由阿吉特开发的，他将这些优势最大化，在我看来，他知道如何更好地利用这些优势，比世界上其他任何人都要好。但它们不会全部消失。我的意思是，国民赔款再保险公司有一个大约 30 人的骨干，他们在这方面受过训练，你知道，就国民赔款再保险公司让他们的成员做的事情而言，在某种程度上，"这让耶稣会看起来相当自由"。

你无法想象比阿吉特更有纪律的运营官了。阿吉特是不可替代的。另一方面，我要说的是，如果阿吉特出了什么事，对伯克希尔来说绝对是巨大的损失。但这并不意味着伯克希尔的再保险业务不会继续成为一个极其特殊的地方，不会做别人不会做的大交易，不会以其他保险机构几乎无法做到的方式快速思考和行动。我们在那个单位有一些非常特别的东西，然后我们有阿吉特做出了最特别的领导。

至于我们的浮存金，每年我都认为我们的浮存金达到了顶峰。我看不出我们还能增加什么。现在已经达到了 600 多亿。我们也有像 Equitas 交易这样的东西，这都是不确定的。在保险行业，每天都有一些浮存金流失，只是我们增加了额外的金额，我已经准备好面临浮存金的增长瓶颈，在 200 亿的时候，我就认为我们可能已经达到了顶峰，但它最终超过了 600 亿。事情在不断的发生。在我看来，伯克希尔已经成为世界上首屈一指的保险机构，我们从中获得了很多好处。我看不出我们现在已经有了 600 多亿的浮存金，我看不出我们如何能够大幅增加浮存金，除非我们进行一些非常重大的收购，我不排除这一点，但这方面没有什么迫在眉睫的。但我们不会从现在开始就快速增加伯克希尔的浮存金规模。这是不可能的。我们可能会为保持浮存金规模稳定而战。但我们可能会突然想出一些办法，三年前谁会知道 Equitas 会出现呢？有很多事情都可能发生在积极的方面。但当我告诉你阿吉特为伯克希尔带来的价值时，相信我，如果说有什么不同的话，那就是我低估了它。查理？

芒格：嗯，我同意你的观点，我没有什么要补充的。(众笑)

14、不喜欢印度政府的瘫痪

股东：早上好，沃伦和查理叔叔。我必须叫你叔叔，因为我的父母来自印度，我们叫任何比我们年长的人叔叔或阿姨。我是来自洛杉矶的 Sabrina Choog，今年 12 岁。我妈妈有很多伯克希尔的股票，显然我总有一天会得到它的。(众笑)我的问题是，世界上 17% 的人是印度人。这是世界上六个人之一。印度的经济一直以每年 7-8% 的

速度增长。按照这个速度，它将在 2043 年超过美国的 GDP 总量。你能告诉我你为什么不在印度投资吗？(掌声)

巴菲特：这是一个很好的问题。显然，我们在这方面有研究。在保险领域，非印度人所有的公司所能做的有非常明显的限制。我们看了很多，主要是通过阿吉特。我们对在那里从事保险业务的可能性进行了大量研究。实际上，从昨天起，我同意明年 3 月去印度(掌声)，因为我们的伊斯卡的业务在那里做得非常好。但是，我不知道他们认为我还能做些什么，但无论如何，他们说，“三月去印度看看，看看我们能不能大幅扩张”。

印度将大幅增长，伊斯卡属于世界上每一个工业国家。我的意思是，我们是非常基础的行业，我们已经为我们的客户在世界各地创造了奇迹。我们在印度有一个相当大的业务规模。但伊斯卡的管理层希望，如果我们 3 月份去那里一趟，我们可能会获得更多的客户。相信我，我们不排除印度会考虑直接投资或有价证券。事实上，浦项制铁对印度有大计划，查理比我更能描述浦项制铁的情况，查理？

芒格：是的，印度带来的一个麻烦是，它的政府经常瘫痪，因为有无休止的程序正义，还有无休止的反对意见。分区域很难，规划许可也很难，等等。这导致现代新加坡非常明智的创始人李光耀说，中国将比印度增长得更快，因为他们政府的瘫痪更少。因此，这些国家所提供的机会是不同的。但我们当然喜欢印度，我们有点钦佩导致瘫痪的民主，但我们仍然不喜欢这种瘫痪。

巴菲特：然而，这并不是命中注定的。你知道，如果你看看 40 年前的中国，你不会想到会发生什么。因此，各国确实相互学习，它们应该相互学习。我认为他们从美国学到了很多他们适应的东西。我不是在专门谈论印度，我是在谈论其他国家的总体情况。他们不会拿走我们所有的东西。但是，如果你看看一个像这个国家一样成功了几百年的国家，你可能会认为，可能有一些好的想法你可以窃取。我认为你在世界各地都看到了这一点，也许他们可以改进我们自己呢。因此，**我不认为我会觉得现在存在的任何增长障碍都必然是永久性的。**

我们应该想出很多办法在这些国家做生意。很明显，我的偏好是保险之类的东西，我能理解，我们有很棒的员工。中国和印度现在都在相当大的程度上限制了我们直接拥有一家公司。**我真的很讨厌让我们的一些管理人才去为我们只拥有 25% 的股份的公司工作。我宁愿让他们做我们拥有 100% 股份的事。所以这将取决于法律。**但 20 年后，印度人民的生活将比现在好得多，就像他们在中国和美国一样。

15、押注更高的通胀

Becky：这个问题来自澳大利亚悉尼的 Jonathan Marsh。他说，1970 年代和 1980 年代的许多股东信函讨论

了通货膨胀的各个方面及其对投资的潜在破坏性影响。2008 年的信中提到当前美联储的量化宽松政策可能再次带来通胀，但 2009 年的信中没有提到这一威胁。"您目前对美国通胀上升的风险水平有何看法？"

巴菲特：我对这个问题可能有点偏见，因为我一直很担心通货膨胀，而且通货膨胀一直很严重。你知道，查理指出，自从我 1930 年出生以来，美元贬值了超过 90%。但正如他也指出的，我们做得很好。所以这不一定是世界末日。我认为，不仅在这里，在世界各地，由于各国政府被迫或选择接受的局面，出现严重通货膨胀的可能性增加了。它们很可能是正确的反应，但我们可能会发现，"摆脱药物比解决原来的疾病更难。"而药物一直是大量的债务。就像我说的，不仅是这里，还有其他地方。而且，那些赤字/GDP 非常高的国家的货币价值，必然会随着时间的推移而显著下降。现在，它可以持续一段时间。我的意思是，我们经历了战争和其他一切，也许我们会纠正这种情况。但如果我们不这样做，我一年前在《纽约时报》上写了一篇关于这个的专栏文章。而我确实认为，如果你想押注于更高或更低的通胀，押注于你的生活，我会押注更高的通货膨胀。查理？

芒格：嗯，我再次表示同意。(众笑)

16、芒格：麦当劳是比大学更好的教育者

股东：我的名字是 LucasRineswell，我来自新西兰 Whangerei。我是个理想主义者。我们可以做些什么来教育孩子们了解奥马哈圣人的成功理财哲学，并防止 2007 年和 2008 年我们都看到和经历过的金融灾难重演？

巴菲特：正如你所说，我们将不时看到金融灾难。我希望我们减少它，我希望我们减少它的量级，等等。但人们会做一些疯狂的事情，这不是智商的作用，有时也不是教育的作用。事实上，我想说的是，过去 30 年里发生的一些问题，很大一部分都是由那些在顶尖商学院里成为主流的传统智慧造成的。所以，我对不时修正人类的疯狂不是特别积极。

然而，第一部分也是我们电影中的一部分。我真的相信，在人生的早期养成良好的理财习惯以及其他一些习惯，是非常重要的。但我在这里想的是主要的理财习惯。我的意思是，查理和我可能是幸运的，我们在这样的家庭中长大，我们得到了各种各样的无声的教育，特别是关于如何处理我们的生活，如何处理财务方面。

并不是每个人都明白这一点。三、四年前，安迪·海沃德(AndyHeyward)在《自由之子》(Liberty'sKids)中出色地讲授了美国历史，他提出了《秘密百万富翁俱乐部》(TheSecretMillionairesClub)的想法。如果我们能让 2% 或 3%，或 5%，或不管是什么比例的孩子，在给他们一些他们可能不会有的想法方面，让他们围绕它建立一些习

惯，你知道，这不会改变世界，但它可能是他们生活中的一个加分项。

养成理财习惯非常重要。真的，查理和我都是本·富兰克林的超级粉丝。他在几百年前就开始教授这些习惯了。所以我们要试着把本·富兰克林的想法变成有趣的儿童故事。我认为这是你应该做的。坦率地说，**我认为在初级阶段获得良好的学习，比在高级学位和研究生院获得良好的学习重要得多。**查理？

芒格：是的，美国还有其他一些很好的教育机构来帮助解决这个问题。其中我最欣赏的是麦当劳。有一次，我在一所重点大学里很开心地说，我认为作为一名教育工作者，麦当劳比大学里的人做得更好。我的意思是，麦当劳雇佣了很多在职业生涯刚开始时处于边缘地位的人。他们学会了准时上班，遵守纪律。他们中的许多人继续从事更高层次的工作。他们教育很多人承担责任方面产生了巨大的建设性影响，不能做到这一点他们许多人受到威胁。所以我认为我们都应该感谢麦当劳的就业文化，但我们对它的赞赏还不够。

巴菲特：我从《华盛顿时报先驱报》一位名叫约翰·戴利(John Daley)的报纸经理那里学到了很多。大概是 13 岁或 14 岁，我很幸运遇到了他。基本上，如果我没有从一个以一种非常愉快的方式教给我这些经验的人那里学到这些经验，我的生活将会有所不同。他不是在向我说教，他只是告诉我，如果我做这个做那个，我会做得更好，这很有效。所以如果你有父母教你这些，你是幸运的。但任何把它带入更广阔的教学环境的东西，我都支持。就像我说的，我真的认为安迪在这方面有一个很棒的项目，我们会看到它的进展。

17、捐赠一切财产是一种"绝妙的逃税行为"

安德鲁·罗斯·索金：巴菲特先生，关于你的税收问题，我们至少收到了来自股东们的十几个问题。我选择了我希望是这个问题最礼貌的版本。这个来自 Tom Cornfeld。他说，人们经常引用巴菲特的话说，他的助理支付的税率比他高，因为长期资本利得税和普通所得税税率之间存在差异。言下之意是，对像他这样的人征税应该高得多。不过，我注意到巴菲特先生几乎将他的全部遗产都捐给了慈善组织。因为他持有伯克希尔的股票已经很多年了，没有分红，所以可以肯定的是，他的大部分遗产将永远不会被美国政府征税。"我的问题是，如果巴菲特先生觉得他应该缴纳更多的税，那么税收制度应该如何改变？"

巴菲特：嗯，你可以征收财富税，这是一种方法。但我不知道现在有多少国家这样做，查理。实际上，在某些情况下，你可以用财产税，但你也可以用财富税。我要说的是：他是绝对正确的。如果你想把所有的钱都捐出去，那这是一种很棒的避税行为。(笑)尽管如此，我还是要说。在我刚刚提交的报税表中，在"慈善捐款"一栏，我

有一笔超过 70 亿美元的未使用结转款项，我没有从中扣除。(众笑)但我欢迎提问者或其他任何人效仿我的避税例子，捐出他们的钱。通过这种方式，他们将节省大量的税收，而且这些钱可能会带来很多好处。(笑声掌声)

税收，如果作为一个国家，我们继续保持财政赤字并达到 GDP 的 25%，要知道是我们通过选举出议员来制订相应的赤字计划的，那我们将无法将税收保持在 GDP 的 15%。现在，我们有一个赤字委员会。你不可能有两个比厄斯金·鲍尔斯和艾伦·辛普森更好的人来领导它。你有两个很有品位的人。他们很聪明，也很正派。人们喜欢和他们一起工作。总统选这两个人真是明智。但最终，他们将不得不提出建议，这将是一种税收更高，支出更低的组合，然后他们就不会像现在这样受欢迎了。我非常怀疑，如果你能大幅提高税收占 GDP 的比例，基本上，这是从向低收入人群征收更高的税来实现这一目标。这将是一个很有趣的方程，我祝他们一切顺利。他们是两个了不起的家伙。查理，关于税收你有什么要说的？

芒格：嗯，我认为那些担心你的税收低得不公平的人应该得到安慰，因为最终你会支付 100% 的税收。当你死的时候，人们会问："老沃伦留下了多少钱？"答案会是："我相信他留下了所有的钱。"

巴菲特：我希望他们强调的是年老。(众笑)不，这挺有趣的。我是说，就拿伯克希尔来说。你知道，从本质上说，我永远不会卖出伯克希尔的股票。但我已经知道很久很久很久了。所以基本上，这很好。如果我是某个信托公司的受托人，而他们拥有伯克希尔，实际上，你知道，经营一切都很有趣。我已经拥有了生活中我可能需要的一切，而且我会一直如此。而且，最后，因为伯克希尔做得很好，我们可以把剩下的都捐出去。现在，如果你愿意，你可以争辩说，如果我把钱都给了联邦政府，而不是给了慈善机构，社会会变得更好，但我不认为你们中的很多人会愿意担任这个职位。(众笑)

18、你的才能是抵御通货膨胀的最佳办法

股东：你好。巴菲特先生，我是来自旧金山的杰夫·陈。我想问你更多关于通胀问题的细节，想知道当你评估未来通胀和你的估值方法时，你关注的关键指标是什么？未来会有哪些因素导致通胀上升呢？

巴菲特：你这是认为我的脑力比我回答问题的实际能力更强。我不认为你可以在任何一个特定的月份看任何一个特定的指标，并准确地计算出这将对通货膨胀率产生什么影响，因为，如果它发展得如此之快，它就会产生自己的动态。你知道，我们在 1970 年代末和 1980 年代初看到了这种情况，直到沃尔克对经济施以重拳。当时人们都在为钱而奔波。那时我们的银行把主要存款利率提高到 21%，我们的政府把国债利率提高到非常接近 15%。

30 年前，我们在这个国家开展了一个小型示范项目，讲述人们对金钱感到恐惧时会发生什么。如果我们继续我们现在的政策，我认为很有可能重蹈覆辙。但是，这种趋势并不是 100% 的事。我们有能力应对，国会也有能力去应对。这就是为什么我一年前写了那篇专栏文章，这有点像亮起了黄灯。

我们有能力去控制我们的未来，我们通过选举的代表做到这一点。我将回到我的结论，基于我所看到的情况，美国人民，世界各地的政府，我认为现在持有货币是一个比以前做这种决定更糟糕的赌注。但我不知道这对通货膨胀率意味着什么。我希望我是错的。我想说的是，如果通胀真的发生了，那么它会以多快的速度加速，对制度的信心会以多快的速度崩溃，这些都变得非常不可预测。很多不好的事情都可能发生。查理？

芒格：是的。当然，最好的防御是尽你所能地为文明做出贡献，并期望通过自己的功绩来对抗通胀的影响。那是最安全的解药。那种认为只要比别人更聪明就能从通胀中获利的想法，是一种危险得多的行为。

巴菲特：是的。你的钱可以被通货膨胀吞噬掉，但你的才能不能被吞噬。如果你是奥马哈最好的脑外科医生，或者是最好的画家，或者不管是什么，你总是会支配你周围的资源，你知道，不管货币是贝壳还是 1 千万美元的钞票，或者不管它是什么。人才是应对任何货币形势的极佳资产。但查理和我不得不依靠钱。（众笑）

19、NetJets 的飞机减值造成亏损

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自亚特兰大 Banyan 资本管理公司的 Douglas Ott。在你最近给股东的信中，你写道，很明显，你让 NetJets 陷入如此境地是辜负了我们，在我们拥有该公司的 11 年里，NetJets 的税前亏损总额达到了创纪录的水平。"你和前任 CEO 具体犯了哪些错误？你从中学到了什么？你将如何防止未来我们的其他业务发生这样的事情？"

巴菲特：嗯，我可能没法阻止以后犯类似的错误。（笑）我们会时不时地犯错误，我们的一些管理者也可能会犯错误。有时你会遇到非常特殊的情况。但 NetJets 所犯的最大错误本质上是我们在购买飞机，按我们购买飞机的价格，我们后来出售的价格是偏低的，因为在买进卖出这当中会有一定的时间间隔。对此有很多解释，但最终，我们没有为明显发生的事情做好充分的准备。我们损失了很多钱，其中很大一部分是由于飞机的减记，你可以称之为我们的库存，我们以 X 的价格购买它们，但我们不能以 X 的价格或 X 的 90% 出售它们。其中一些是我们本不该接手的新飞机，还有许多是从业主那里买回来的飞机。我们还让我们的运营成本与经常性收入脱节。

但是，你知道，我犯了很多错误。我在纺织行业干了 20 年，我知道这是个糟糕的行业。查理安慰我，只是第

一年和第二年的生意很糟糕。20年后我醒来了，我就像瑞普·凡·温克尔醒来一样。我的意思是，当你想到这件事的时候，你会觉得很沮丧。(众笑)但我们要保证的一件事是，我们会犯一些错误。NetJets 是一个大错误，现在这个损失的数字是 7.11 亿美元。但我们现在在 NetJets 的运营利润非常可观。你在屏幕上看到的数字反映了第一季度税前利润远远超过 5,000 万美元，而这与飞机销售或其他方面的大幅增长无关。这只是一个商业计划上的改变，不涉及丝毫的安全或服务的减少，只是让事情符合需要。我给大卫·索科尔巨大的信任。我的意思是，他彻底扭转了 NetJets 的局面，就像没有人能做到的那样，这里的所有股东都欠他一个大大的感谢。查理？(掌声)

芒格：是的，但我认为，这一事件应该放在大背景下来审视。如果我们收购了 30 家大企业，并且通常让那些成功运营它们的人和之前运营它们的人很少受到总部的干扰，而且它在 95%的时间里都运转得很好，我们有一段时间基本的特许经营权得到了保护，但我们失去了一段时间的盈利机会，这不应该算是一个巨大的失败记录。这并不意味着我们不应该对那些加入我们公司的杰出人士过于宽容。

巴菲特：是的，这根本不会改变我们的管理方式。我认为，总体而言，经理们的表现超出了我最初组建这家公司时的梦想。所以，我们让经理们做他们的事情。对我们来说，它起到了很好的作用。我们会继续做下去。

芒格：整体而言对我们来说很有效。

20、比亚迪的投资表明，“老人们”仍在学习

股东：巴菲特先生和芒格先生。我是来自中国北京的 EricChang。首先，感谢有这样的机会让我们与你们接触，也是为了激励年轻人学习。芒格先生把你描述为一个不可思议的学习机器，学习新的领域，扩大你的能力圈范围。所以我想理解的是，你是否能把它变得更具体一点。最近你投资了比亚迪，一家在中国制造电池和电动汽车的公司，可以说，这是一家科技公司。所以你能不能稍微回顾一下那个例子，看看你是如何分析这个案例，并提出问题，帮助你做出投资这样一家公司的决定？谢谢。

巴菲特：比亚迪的功劳 100%是查理的，所以我要让他来回答这个问题。

芒格：这是一个有趣的例子，因为如果机会出现在 5 年或 10 年前，伯克希尔就不会投资比亚迪。这表明老人们还在继续学习，这是绝对必要的。如果我们保持现状，伯克希尔的潜力会比现在低。所以，你呼吁大家关注这一笔投资是完全正确的。再一次，大卫·索科尔帮了忙。我一点也不确定我能让沃伦自己做这件事，所以我邀请大卫和我们一起去中国，以帮助我们两个人更好的进行学习过程。(众笑)

巴菲特：说得好。说得好。

21、为什么我们永远不会聘请薪酬顾问

Becky：这个问题来自 MarkWares，与伯克希尔的薪酬有关。他说，"伯克希尔如何构建其子公司 CEO 的绩效薪酬？请尽可能具体地考虑您最关注的指标，以及如何将这些指标的实现程度转化为薪酬。"

巴菲特：是的，我们做的第一件事是我们从不聘请薪酬顾问。(掌声)我们有 70 多家企业，他们有着截然不同的经济特征。我们试图制定一些伯克希尔的标准，以应用于保险等业务，而这些业务需要资本作为保障，但我们可以用其浮存金投资于其他我们想要投资的东西，所以这当中我们希望其涉及的资本成本是负的；而对于 BNSF 或我们的公用事业业务，它们也涉及大量资本；而在喜诗糖果这类业务中，却涉及很少资本。我们还有其他的生意，基本上是非常好的生意，你知道，一只黑猩猩就可以经营它们；同时，我们还有其他的生意，有时非常艰难，你知道，即使我们让阿尔弗雷德·P·斯隆回来(Alfred P. Sloan, 1921-1946 通用汽车 CEO, 《我在通用汽车的岁月》)，我们也不能很好地经营它们。因此，我们企业的经济特征存在巨大差异。

考虑到企业的经济特点，我试图弄清楚，如果我拥有整个企业，雇佣员工并给予他们回报的明智方式是什么？所以我们有各种不同的薪酬计划。我一年花不了几个小时就能制定。我们有和我们一直在一起的经理，所以他们肯定对薪酬计划相当满意。而且，你知道，这不是火箭科学，但它确实需要差异化的能力。如果我们有一个人际关系部门，那将是一场灾难。他们将参加会议，人们将告诉他们所有这些不同的东西，以及一些关于薪酬的方程等等。但实际上，它只是需要一定的常识。顺便提一句，这需要根据经理们进行互动，你知道，我听他们的，他们听我的，我们在衡量他们为公司所做的实际贡献方面达成了某种共识。你对此有什么看法，查理？

芒格：我认为美国陆军和通用电气的集中人事政策可能最适合他们，而我们的制度正好相反，我认为这显然最适合我们。实际上，没有人和我们完全一样，这让我们变得非常奇怪。我喜欢这样，你呢？

巴菲特：是的，我们真的很喜欢这样。当人们同意我们的观点时，我们会感到担心。(众笑)我们付了很多钱给经理人们。我们的经理们每年都能挣到数千万美元；同时，我们的经理们，当我们遭罪的时候，他们也会遭罪。但你必须公平待人。尽管他们不需要钱，但每个人都希望得到公平的对待。

因此，人们应该尽可能明白你是如何做到这一点的，但根本没有适用于伯克希尔所有子公司的办法。我的意思是，如果你运行喜诗糖果，然后如果你把资本成本因素或类似的东西放进到薪酬计划里去，那这就是胡说八

道。不管是 4000 万还是 4300 万还是 3700 万的资本，都不会有什么区别。就市场地位和所有这类事情而言，我真正想付钱给经理的真正目的是希望，随着时间的推移，他们能够拓宽我们的业务与竞争对手的业务之间的护城河。现在，这变得非常主观，所以我没有任何完美的方法来做到这一点。但在设计薪酬体系时，我一直在想这个问题。到目前为止，就像我说的，你能想起有哪个经理因为薪酬问题离开过我们吗，查理？

芒格：我认为这是令人惊讶的，它是如此的简单，花费的时间如此之短，效果如此之好。我们认为，总部实际上可以做这些很棒的事情。在一个企业集团中，总部经常是被内部人所讨厌的。而我们不想令人生厌。我们可不要一个帝国总部，它的内部成本高昂。整体来说，这对我们来说非常好。

巴菲特：是的，我们不收取任何总部费用。大多数公司都把百分之几的销售额消耗在他们企业内部。通常情况下，这令人生厌。所以我们不做。

22、"我们不会用名誉来换取金钱"

股东：谢谢。我叫乔·鲍勃·希区柯克。我是加州纳帕谷的酿酒师。我想建议下次你和查理在 Gorat's 吃牛排的时候，搭配一种新的健康食品，一种纳帕谷的红酒。(众笑)

巴菲特：正如你所知，我们刚刚进入葡萄酒分销行业。(笑)

芒格：沃伦对此一无所知，但我支持你。

股东：好的。(众笑)我给你送一瓶。伯克希尔成功的关键之一是，您的政策允许伯克希尔旗下各公司的管理人员在最大程度上不受奥马哈干扰的情况下运作。但如果你意识到伯克希尔子公司存在不道德或违法行为，你会直接亲自干预吗？

巴菲特：当然。我们有一条举报热线，这是萨班斯-奥克斯利法案中体现的一项好政策。对我们来说是件好事。我有时会直接收到举报信。所以我想听听有什么问题。我希望其他人先听到这些问题，并已经解决了这些问题，但如果在其他地方没有解决，我希望听到这些问题。我们还有内部审计职能，这在伯克希尔很重要。当有人打进投诉电话说，"在我旁边工作的人有口臭"时，我倾向于跳过这些琐碎事。但如果有任何与所谓的不良行为有关的事情发生，伯克希尔将会对其进行调查。而且我们确实如此。时不时地，有一些重要的越轨行为通过给我写信，或者打热线电话，或者给审计委员会写信等方式出现在我们面前。我们鼓励这样做。查理？

芒格：是的。比起商业失误，我们更关心这一点。

巴菲特：我们大约每两年发出一封信。这是唯一的交流方式。我可能应该把它的副本放在年度报告中，以便股东们看到它。但它有一页半长，我要求经理告诉我，如果某天晚上他们发生了什么事，我应该考虑让谁来负责第二天的工作。这并不意味着我会听从他们的建议，但我想知道他们的理由和优缺点。但信一开始就说，“看，我们已经有了我们需要的所有钱。我们想赚更多的钱。我们喜欢赚钱。但我们的名声并不比我们需要的多，而且我们不会用名声来换钱。”我们希望这一信息能够传播出去。这就是为什么我们每年都要在电影中加入所罗门的故事。我的意思是，也许你们中的一些人现在已经能背诵了，但我不认为一直重复那个故事会有什么坏处。

我们告诉他们的一件事是——我们告诉他们这个信息，然后我在这里面加了新的一行。我说，如果你做某件事的原因，你能想到的最好的原因，是另一个人在做，那就不够好。除了“另一个家伙在做”，肯定有别的原因，否则你就有麻烦了。我告诉他们，“如果有什么可疑的地方，就给我打电话。如果你觉得已经触犯了底线，那就给我打电话”。通过这样说，没有人给我打电话(笑)，因为他们知道，他们认为这么接近底线的事实，很可能告诉他们已经过线了。但我想听听你说些什么。如果我们能及时听到并采取行动，我们就能解决任何问题。但如果它被允许在某个地方溃烂，而人们把它掩盖起来，有时他们确实这么做了，那么我们就有麻烦了。

我们将来会有更多这样的事情，你知道，这是无法回避的。如果你有 26 万人，就会有一些事情发生。我只希望我们能尽快听到他们的消息。我希望他们的经理能更快地了解他们，并在我们了解之前采取行动。但我们非常希望保护伯克希尔的声誉。这样做是对的。查理？

芒格：嗯，这是绝对必要的。从各大媒体和调查的评级来看，伯克希尔的平均声誉非常好。这对我们来说非常珍贵。从某种意义上说，你们也是文化的一部分。理想的做法不是在不引起太多法律麻烦的情况下赚到所有合法的钱。而我们的这个想法比那更重要。那就是，我们只有在公平地赢得并明智地使用财富时，我们才会庆祝。如果这种想法渗透到一个地方的文化中，包括股东，我们认为这对我们非常有帮助。(掌声)

23、铁路行业不如电力行业

安德鲁·罗斯·索金：这个问题与您在北伯林顿公司的投资有关，它来自纽约 Josh Sanbules。他问道：“你在年度信中提到，铁路行业的监管机构需要提供，引用‘允许收益的确定性’，以便进行巨额投资。如果你要帮助监管机构计算，引用‘允许的回报’，你会建议他们如何做？”

巴菲特：嗯，也许马特·罗斯可以帮助提供更多细节，我认为服务运输委员会已经接受了我们可以获得在投入

资本基础上 10.5%的回报率。如果利率发生了足够大的变化，你可以说应该进行一些调整，也许是朝着某个方向。通常，就受监管的公用事业而言，他们谈论的是股本回报率(ROE)。你在不同的州有不同的数字，但有些州可能是 11%，有些州可能是 12%或类似的。通常都在这个范围内。对于铁路公司来说，他们选择的是投入资本回报率(ROIC)，其中包括调整后的债务。

我不认为这是一个疯狂的标准。铁路不像电力公司。如果你表现良好的话，当你在电力公司得到允许的回报时你几乎肯定能赚到。在电力行业，你的需求不会下降那么多，但在铁路行业，你很可能会获得远远低于你的预期的回报。如果遭遇严重的工业衰退，铁路的下行风险会更大，所以在下行风险上你不会得到保护。但应该有一些数字，我会说，投入资本基础上的 10.5%，这是由四大铁路公司在最近几年实现的平均数，它接近这个数字。你会希望铁路的投资远远超过折旧，我认为这对我来说无疑是一种诱惑，促使我投资于改善运输系统。

另一方面，如果回报率远远低于这个数字，那么投入资金将是疯狂的，因为你不能改变铁路系统，也无法用它来做其他事情。因此，我认为国家和铁路系统有一个非常共同的利益，那就是不要赚取过高的利润或类似的东西，而是从未来 10 年、20 年、30 年肯定非常需要的投资中获得体面的回报。如果服务运输委员会说 10.5%，或者类似的数字，我认为这不是一个疯狂的数字。查理？

芒格：是的，就受监管的业务而言，铁路一直是一个非常成功的系统。如果你停下来想一想，在过去的 30 或 40 年里，美国的铁路基本上完全重建了。他们改进了轨道，他们改变了隧道的大小，他们改进了桥梁。火车的平均长度和重量是普通火车的两倍多。你很难想象有哪个行业比美国铁路行业在适应我们其他人的需求方面做得更好。总的来说，这是一个明智的监管与明智的管理相结合的体系。但事实并非总是如此。如果你追溯到很久以前，无论是管理还是监管都不是那么明智。但现有的体系对我们所有人都很有效。

24、"不稳定"的收益是竞争优势

股东：大家好，我的名字是 Ashish Texali，来自印度新德里。首先，我要感谢美国运通公司的 Kelly Bruce 和 Carol，感谢他们为本次活动提供的帮助。关于一般再保险业务的问题。由于保险业务使用的是复杂的模型，伯克希尔如何能更放心地确保保险业务模型不会像华尔街的模型那样让你面临重大风险？此外，如果不是保密的话，我想请问是否存在集中风险？那就是，能给保险业务造成重大损失的少数事件是什么？

巴菲特：我不确定我是否了解所有这些，但我们面临着地震带来的巨大风险。我们在智利地震中——我不知

道在第一季度会有多少。当你读到我们的 10-Q 时，里面会有一个数字。但我们为瑞士再保险投保了 20%。我们将从这次的损失中扣除 20%。我们还有其他各种类似的风险敞口。我们把我们的最佳估计包括在我早些时候提出的那些数字中。**就频率和严重程度而言，地震或飓风是两个最大的自然灾害**，我们现在的峰值风险可能比几年前下降了很多，但这并不是因为对风险的偏好降低了。但我们只是觉得这些地区的保费收益率没有那么有吸引力。但如果我们认为收益率具有吸引力，我们完全愿意承担一组风险，如果发生非常接近最坏情况的事情，你知道，我们将损失 50 亿美元或类似的东西。我们在卡特里娜飓风中损失了 30 多亿美元。我们在 911 事件中损失了 20 多亿美元，我认为实际上比这还要多。总会有这样的事情发生。不过，就平均水平而言，没有什么能让我们感到不舒服。我不知道我是否理解了他的全部问题，查理？

芒格：嗯，很接近了。我要说的是，我们的做法与大多数人的做法的主要区别在于，我们是在刻意寻求一种在一年中偶尔会给我们带来巨大整体损失的运营方法。而其他所有人都在努力避免这种情况。我们只是想要足够富有，所以一年内的重大亏损是暂时的。**愿意忍受年度业绩的波动，这是一种很大的竞争优势。**

巴菲特：这是一个巨大的优势。这是一个别人不会注意到的问题。我的意思是，他们知道我们在做什么，他们只是不想做，或者他们没有能力做，从财务实力的角度来说。因此，我想说，这非常接近伯克希尔的永久和实质性的优势。你不应该忘记那些灾难，不应该忘记人类的痛苦和所有这一切。卡特里娜飓风带来的经济后果，当我们损失 30 亿美元时，我没有感觉到第二天和前一天有什么不同。我的意思是，这没什么区别，因为我们在那个特殊的游戏中。**只要我们在一段时间内做出正确的决定，就我们获得的保费而言，只要我们永远不会让自己遭受真正动摇我们的资本结构或任何东西的损失，你知道，这是一场我们拥有巨大竞争优势的游戏。而且这个优势每年都在扩大。**所以，你知道我们从事的是保险行业，我们只是利用其他人希望平滑他们的收益的想法。而作为交换，随着时间的推移，获得我们认为更大的、却起伏不定的收益。我们喜欢这个生意。查理？

芒格：我想说的是，沃伦在保险行业的地位与其他许多人不同。在伯克希尔损失惨重的一年后，他可以对着镜子说："你的股东仍然爱你。"(笑声) 其他人不在那个位置上。

巴菲特：没错。查理和我认识一个来自奥马哈的人，他在 40 或 50 年前是美国最富有的人之一，名叫霍华德·阿曼森。霍华德有一个癖好，那就是拥有他接触到的所有东西的 100%。所以当被问及原因时，他说："我喜欢对着镜子说，'我所有的股东都爱我。'"(笑声)我也不是那么极端，但我喜欢对着镜子说："我的股东爱我的已经够

多了。"(笑声)

25、用衍生品"赌博"

卡罗尔·卢米斯：这个问题是关于衍生品的。衍生工具在我们的经济中有什么有用的功能？多年来，我们没有衍生工具也过得很好。如果衍生工具没有任何有用的功能，而且事实上已经证明它们可以对经济造成相当大的损害，为什么它们不被视为非法，尤其是那些赤裸裸的衍生工具？这是有先例的。"我认为，卖空不拥有或设法借入的股票是非法的。"

巴菲特：查理在这件事上比我更激动，所以我会让他回答这个问题。(笑)

芒格：嗯，我认为衍生品的有用性一直被高估了。如果我们没有任何衍生品，包括在交易所交易的谷物买卖合约，我们仍然会有大量的燕麦和小麦。我认为人们能够利用衍生品市场和大宗商品来对冲他们的农业方面的风险会稍微方便一些。检验的标准不是"衍生品有没有好处？"问题是，衍生品的净好处与坏处是否有用？或者没有它我们会更好？我个人的观点是，如果我们回到除了商品、金属、货币的衍生品交易之外的一切，在负责任的规则下安全地进行，并且所有其他衍生品合约从地球上消失，那将是一个更好的地方。(掌声)

巴菲特：我们将举一个当前的例子。北伯林顿铁路对他们多年来大量使用的柴油进行了套期保值。然后他们在很多运输合同中也有燃料调整条款。马特·罗斯(MattRose)在管理北伯林顿公司方面做得很好，我基本上会说，"如果我在管理这个地方，我不会费心去对冲它们。因为如果你对冲了 100 万桶，你很可能会损失交易费用，除非你能比柴油市场更聪明(能盈利)。如果你比柴油市场的所有人更聪明，那我们就会去做柴油投机生意。"我的意思是，**如果在这方面我们真的有优势，那为什么我们要费心经营火车？我们不如直接推测一下柴油燃料走势。**但我也要说明，你知道，如果他们有一个组织，有人负责这项活动，这种事情就会发生。

另一方面，马特·罗斯和他的管理团队在运营北伯林顿公司方面做得非常出色。如果他们感到更舒服，或者他们觉得在定价合同或任何方面对冲风险都是有用的，那对我来说也很好。我是说，这是他的公司，他能想出最好的经营方式。随着时间的推移，我会让他对此负责。而且，我会用一种方式，而别人会用另一种方式。我不会谴责任何经营铁路的人对冲柴油，我也不会谴责任何经营能源公司的人，比如我们中美能源公司，以某种方式对冲能源成本。

但我确实认为，在 1935 年的时候凯恩斯说得非常好。事实上，到目前为止，在我看来，凯恩斯的《就业、利

息和货币通论》第 12 章，可能也是对资本市场运作方式的最好描述，也是对人们真实运作方式的最好描述。它是规范性的，描述性的。每个人都应该阅读第 12 章。它的第一部分是人们非常熟悉的。我的意思是，这句话已经被用过很多次了。但在我看来，这里的每一个字都是正确的。

"投机者可能对源源不断发生的企业泡沫无害，但当企业成为投机漩涡中的泡沫的一部分时时，情况就严重了。"如果你愿意，你可以把它改成"赌博"。"当一个国家的资本发展成为赌场活动的副产品时，这项工作很可能会做得很糟糕。"这是这句名言的著名部分。凯恩斯接着说，"华尔街作为一个机构，其正确的社会目的是引导新的投资进入未来收益方面最有利可图的渠道，它所取得的成功不能被称为自由放任资本主义的杰出胜利之一。这并不令人惊讶，我认为我的想法是对的，华尔街最优秀的头脑实际上是朝着另一个目标前进的。"

那是 1935 年写的。我不认为有比这更好的关于政府和公民应该如何看待华尔街以及它做了什么和不做什么。它一直是赌场经营和非常重要的社会经营的混合体。当衍生品变得流行时，学术界百分之百地支持它们。他们教的更多的是如何评估期权的价值，而不是如何评估企业的价值。我亲眼目睹了这一切，这让我疯狂。但在 1982 年，国会考虑将衍生品合约以公开的方式扩大到可以让公众参与。这是标普 500 指数的合约。这改变了整个衍生品游戏。到那时，基本上，华尔街只是说，"来吧，每个人都可以投机一个指数。不是任何真实的公司，只是一个指数。你可以在早上 10 点买进，在 10 点 01 分卖出，你这样做是在为这个美好的社会做贡献"。我给丁格尔议员写了一封信，我只是摘录了我在那里所作的一些发言。一个月后，标普 500 指数期货开始交易。1982 年 4 月，在芝加哥，它们首先在堪萨斯城做了一点。我看了四页的东西，然后我就挑出了一些东西。但我认为，在某种程度上，我当时的预测结果确实如此。然后，它发生了巨大的变化，因为在华尔街的人都不断梦想着新的和新的方式，让人们去赌博。正如我所说，学术界一直在鼓掌，并被聘为各种交流的顾问，告诉他们，在他们的社会目的方面，他们是多么的出色。我相信整封信曾经在 1987 年《财富》杂志上重印过，卡罗尔？

芒格：顺便说一下，如果我没记错的话，这封信是唯一一封反对信，其他人在这方面的相关事务上，对拥有更好赌博的新世界给予了赞誉。沃伦写了这封唯一的一封信。他基本上是说这个想法很疯狂。这将弊大于利。当时和现在一样，人们并没有那么关注他。

巴菲特：你们都知道，如果你买一只股票，你必须长期持有它，才能获得特别的资本利得待遇。如果你在 11 点买入标普 500 合约，在 11 点 01 卖出并获得利润，你的长期资本利得税为 60%，但短期资本利得税为 40%。

所以，在芝加哥，如果你在标普 500 指数的衍生品上赌博，你会得到更好的税收优惠，而不是在证券上投资 4 到 5 个月，然后因为某种原因不得不卖掉它。这要归功于一个相当小的团体的游说力量，他们在这一特殊活动中做得很好。我敢说在座的很少有人知道。

查理，你能想出什么原因吗，如果你拿着一个东西 30 秒，就会有 60% 的长期收益？(笑)

芒格：嗯，这当然很疯狂。这既不公平也不合理。但是，如果一个拥有大量资金和影响力的小团体非常关心某件事，而我们其他人却漠不关心，这就是为什么，他们往往会在我们的立法机构面前获胜。事情就是这样。我一直很喜欢俾斯麦(Bismarck)的一句话：有两件事你不应该看——香肠制作和立法。(众笑)

巴菲特：好的，说完这些充满希望的话(笑声)，我们要休息一下吃午饭了。

两年半前，在午餐前休息时，我和 Protégé Partners 投资经理泰德·西德斯(Ted Seides)打了一个慈善赌局，赌的是他们会选择的基金中的基金、对冲基金和标普指数基金的行为。我们的赌注是十年，无论哪一方输了，双方的钱都归赢家的慈善机构，这就是赌注的金额。西海岸有一家很有意思的公司负责监管他们所谓的长期押注。所以你们可以看看 PPT，你们可以看到在这一点上我落后了。看到了吗？是啊。我们去吃午饭吧。(众笑)

* * * 下午场 * * *

1、说话要有责任感

股东：你们好，巴菲特先生和芒格先生。我是来自纽约的股东。有人可能会说，大泡沫的一个主要原因是没有进行健康和公开的辩论。所有的意见和所有的钱都在交易的一方。最近，我在阅读克里斯汀·理查德(Christine Richard)的新书《信心游戏》(Confidence Game)时也在思考这个问题，这本书讲述了比尔·阿克曼(Bill Ackman)与曾经最大的债券保险商 MBIA 之间的斗争。这个故事也让我想起了大卫·艾因霍恩(David Einhorn)，以及他对联合资本(Allied Capital)和雷曼兄弟(Lehman Brothers)提出的问题。我们现在知道，他们是百分之百正确的，但在他们首次发言时，他们遭到了公司的攻击、媒体的嘲笑、以及公司的会计师和评级机构的忽视，也许最令人震惊的是，他们因敢于公开其悲观分析而受到美国 SEC 的调查。我可以告诉你，看到他们身上发生的事情，这对任何其他说出和提出类似问题都是一种真正的威慑。所以我很好奇你对此的看法，让卖空者为我们的市场发声是健

康的吗？总的来说，应该做些什么来鼓励更多的意见，以避免未来的泡沫？谢谢。（掌声）

巴菲特：是的，我不认为那些发表积极或消极言论的人有什么错，只要他们愿意为自己的言论负责。

举个极端的例子。如果镇上有两家银行，而我拥有其中一家，而且我是那种头脑不太灵光的人，我可能会出去雇 50 个人在另一家银行前排队，那不久之后我可能就没有竞争对手了。所以无论你是多头还是空头，你都可以做很多我认为这肯定是不道德的事，甚至在许多情况下应该是非法的。但任何时候，你对传统智慧进行抨击，那你都会遇到很多反对，因为你在威胁人们的立场。当我们在 30 年前谈论有效市场理论时，几乎全国的每一个金融部门、主要的学校都认为它是绝对必要的，你要么必须宣誓效忠它，要么你不会得到晋升。你知道，人们不喜欢那样。而任何机构，当他们受到来自外部的威胁时，他们会同时攻击威胁和威胁者。但这种情况在双方都存在。

我不反对卖空交易，我也不反对负责任地说出你这么做的理由，就像我不反对做多一样。空方有一些非常糟糕的做法，而多方也有一些非常糟糕的做法，即人们试图从字面上传播不真实的东西。但这些年来，在一定程度上，这可能更多的是在做多，而不是做空。查理？

芒格：是的，我认为在某种程度上你批评错了人。在许多情况下，那些允许糟糕的会计准则生效的会计人员应该被送上被告席。他们在美国很少受到批评，这是一个错误。

2、为什么子公司之间没有协同效应

Becky：这个问题来自加拿大温哥华地区的 BenSoh，这是给巴菲特或芒格的问题。他特别想了解伯克希尔的协同效应，加拿大的 DairyQueen 商店销售百事公司的产品，而且不接受美国运通卡，只接受万事达卡或 Visa 卡，这有意义吗？（笑声）

巴菲特：在世界各地，大约有 6000 家这样或那样的 DairyQueen 门店，其中有些现在叫做 GrillandChill，卖不同的东西。但 6000 家店中只有 70 家是公司直营的，所以几乎 99%都是特许经营。在 DQ，我们不控制特许经营商的行为。我上次检查过，大多数的特许经营商提供可口可乐（笑声），但这完全是他们自己的事。他们可以供应可口可乐产品或百事可乐。看起来其他一些特许经营商似乎比 DQ 对此有更多的控制权。但如果你想想，在麦当劳、温蒂汉堡、汉堡王、肯塔基油炸之前，DQ 就已经出现了。这可以追溯到 1930 年代，很多与特许经营商的协议都是在餐巾纸的背面或类似的东西上签订的。因此，在某种程度上，我们对特许经营商的控制较少，特别是在某些地方比其他人更少一些。但我们会继续在餐厅中索要可口可乐，也许你能让他们看到你的需要。

伯克希尔的任何协同效应，都是在运营层面产生的。我们不会让我们的公司相互做生意。但我们希望他们能够彼此做生意，而且，我们希望子公司 A 的每一方都为子公司 B 与他们做生意提供充分的理由。但伯克希尔的整体理念是，我们的经理人要对自己的业务负责，如果他们要对自己的业务负责，那就意味着我们不应该告诉他们该做什么，除非是在非常有限的范围内。查理？

芒格：嗯，你已经准确地描述了它的方式。有趣的是我们真的很喜欢这样。(众笑)

巴菲特：工作量少了很多。(笑)实际上，我认为这是有一些优点的。有时候，如果是他们自己决定一起工作，而不是你告诉他们一起工作，人们会更好地合作。

芒格：不仅仅那么简单。如果我们在子公司，沃伦和我也希望这样。这是毫无疑问的。

巴菲特：是的，如果不是那样的话，我们可能会离开。(笑)

3、表现得好像"你是这个地方的主人"

股东：尊敬的巴菲特先生，尊敬的芒格先生，我是来自奥地利维也纳大学机械工程系的学生史蒂文·罗曼。如果我有一天想申请成为伯克希尔旗下一家公司的经理，你特别希望我具备哪些素质？我要怎么做才能成为你的接班人？(众笑)

巴菲特：那你可能需要拿枪指着我。(众笑)我们子公司的经理自己雇人。我要做的关于经理的决定真的真的很少。正如我前面提到的，他们确实会给我一封信，如果他们发生了什么事，他们会告诉我他们的想法，谁应该接替他们。但我不会决定谁会被 Geico、伯灵顿或中美能源等公司雇佣。如果他们需要一个 CFO，他们就会自己去雇佣一个 CFO，如果他们需要有人来管理工厂，他们会自己去雇佣一个。他们对自己的行动负责，偶尔我们会有人去世，我们偶尔会有人辞职，非常偶尔，我几乎想不出一个。那时我必须决定由谁来负责这项业务的运营。但我不认为我在 45 年里有超过 10 或 12 次这样的经历。所以我不是一个很好的职业介绍所。我们在总部有 21 个人，我想是的，几个月前我在这里做了一个很棒的招聘。但那会够我四五年用的了。查理？

芒格：是的，也没有迹象表明我们会特别擅长这个。(众笑)

巴菲特：是的。我不想提这个(众笑)。但我要说的是，当你发现某个人很出色时，他们自己就会展现出来。有些人会以正确的方式思考如何工作，然后他们会格外努力地工作。在这个世界上并没有那么多这样做的竞争者。所以，就组织内部的普遍进步而言，**我认为如果你开始像你是这个地方的所有者那样思考，并像你是这个地方的**

所有者那样工作，你会惊讶于你真正拥有的竞争是如此之少，而且很快你可能就会经营一些东西。

4、留存收益、现值和股利

安德鲁·罗斯·索金：这个问题来自以色列特拉维夫的 Tomer Malon。他显然是一位长期股东，因为他提到了你 1984 年的董事长信。他写道，你以前说过，一家公司只有在“每保留一美元至少为所有者创造一美元的市场价值”的情况下，才应该保留其收益。你还指出，如果这些条件不再适用于伯克希尔，根据五年滚动平均值计算，那么“我们将分配所有我们认为不能有效使用的不受限制的留存收益”。然而，在 2005 年 1 月 3 日至 2009 年 12 月 31 日的五年期间，A 类股的平均每股收益达到 5930 美元，而同期股票市场价格的平均年度变化仅为 2420 美元。因此，你们是在考虑派发股息还是回购股票？我想我知道答案，但我认为我们必须问一下。(笑声)

巴菲特：嗯，他确实知道答案，但我们会详细说明。我确实写过，不仅是在 1984 年，而且一直写在伯克希尔年报的后面，在那里我有我们的合伙原则。坦率地说，我第一次写的方式没有经过深思熟虑。部分是因为去年有人问了这个问题，在 2009 年的年度报告中，我实际上重写了这一部分。我指出，即使我在 1984 年写这篇文章的时候，我们也会在过去很多年的测试中不及格，因为股票市场在一段时间内经历了大幅下跌，一般来说就会不及格。现在你可以看到我们的报告，我们在业务中保留的每一美元，按现值计算都产生了超过 1.30 美元的市值。我们通过了留存收益的考验，证明了它们的价值。但我最初的表述是，当股票市场在 5 年时间里大幅下跌，而我们因为在 5 年前以某一价格持有的可口可乐(或不管它是什么)的价值计入我们的总体资产价值，即使我们可以在这五年期间很好地资本配置工作，但我们仍然会看起来很糟糕。同样，如果股市大幅上涨，我们可以看起来很好，但实际上资本配置做得很糟糕。所以，如果你看一下 2009 年年度报告的背面，读一读我们的合伙原则。你会发现我不得不承认我最初的用词错误。但我认为，就我的本意而言，这仍然是非常理智和诚实的。

你知道，在我投赞成票之前，我投了反对票，就像约翰·克里在 2004 年说的那样(笑)。我认为，它确实达到了一美元保留收益产生的市值超过一美元的标准。我们将继续根据我们是否达到这一标准来衡量我们自己。如果我们保留每一美元不能产生超过一美元的现值，我不是指每天或每周，但随着时间的推移，我们应该想出别的办法来做。查理？

芒格：嗯，我喜欢那些在分析一长串文件时发现错误并让我难堪的人，特别是当那是你自己的错误时。

巴菲特：这让我感到不安。(众笑)你们是多么宽容啊。我本来应该让他说的。事实上，我认为这是他的原话。

我刚想起来。(众笑)

5、失业者需要安全保障，但伯克希尔不会这么做

股东：GlenMolinar 来自俄亥俄州克利夫兰。见到你们是我的遗愿之一，巴菲特先生和芒格先生，所以我很荣幸来到这里。我的问题与希望和就业有关。你知道，在美国，我认为我们需要弄清楚如何才能创造就业机会。我一直在努力帮助人们找到工作。我的问题是，也许也是一个挑战，我们怎样才能让伯克希尔和你的董事会出去雇佣一些人给他们希望？

巴菲特：嗯，当我们有事情让他们做的时候，我们会雇佣他们。(掌声)事实上，我们现在正在招人。

我的意思是，当伯灵顿像上周一样每周运送 17.3 万辆车，而不是以前的 15.5 万辆，我们需要更多的人。我们的其他一些业务也需要更多人手。但是我们的地毯业务，我们从高峰期减少了 6 千多人。但人们不会永远不买地毯。我们将会雇佣一些人，但是当他们无事可做的时候，雇佣他们是没有意义的。我经历了一段时期，特别是，对我来说很戏剧性，因为我们拥有伯克希尔哈撒韦公司几家纺织厂，其中一家在新贝德福德。最终，我们不得不关闭这些工厂，我们努力了 20 年使它们运转起来。如果你找到一个在纺织厂工作的人，他们已经 55 岁了，而且在很多情况下还在说葡萄牙语，你知道，再培训对他们来说并没有多大意义。我的意思是，**如果你相信创造性破坏，相信资本主义，本质上是想办法用越来越少的人做同样的事情，你最好有一个社会安全保障体系。**我们有一个相当好的国家，这个国家比 30 或 40 年前好得多。但现在仍然有大量的失业。数字虽然不会比 1982 年高多少，但这个数字很大，而且不会很快消失，尽管它会消失。在我看来，社会欠那些正在寻找工作、试图获得工作的人一些最低生活标准保障，坦率地说，在这样的时刻，他们将无法找到工作。但我不认为伯克希尔应该成为社会安全保障体系的一部分。查理？

芒格：是的，我想说的是，如果伯克希尔一开始为了增加人类的希望，而创造了一大堆创造工作的工作，那么随着时间的推移，最终的结果将是减少人类的希望。(掌声)

巴菲特：我认为这是真的，但我宁愿查理说出来，而不是我。(众笑)

6、为什么 GEICO 不关注中国或印度

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自纽约 A.J.。他问，"我们的汽车保险业务一直保持着良好的利润回报，并在美国国内拓展业务。为什么伯克希尔在中国、印度甚至欧洲的汽车保险业务没有取得任何进展？正如比亚迪的数据所

展示的，这些市场的汽车销量正呈爆炸式增长，因此，投资它们的时机不是已经成熟了吗？”

巴菲特：是的。我们早就知道，世界各地都不缺司机。我们在美国可能有很多业务，但在其他地方也有很多业务。就印度和中国而言，我们在这两个国家的公司只能拥有有限的股份，我认为是 24.9%。我们并不渴望在只能拥有 24.9%的东西上努力工作，肯定不如在我们可以 100%拥有的东西上那般努力。显然，我们一直在讨论，我们已经思考了几十年关于我们可能扩大 GEICO 的方式，因为它是一家非常非常棒的公司。我们的市场份额从当初收购时的 2%到现在的 8.5%左右。但美国市场还有很多事可做。在其他市场中，我们没有同样的优势，或者说我们不认为我们能在任何合理的时间内建立起这样的优势，就像我们在其他市场看到的那样。我的意思是，很明显我们关注的是加拿大，托尼和我经常谈论这类事情。我同意他的决定，可能在未来很长一段时间内，美国有如此多的机会。而在其他市场，由于种种原因，我们在研究它们的时候，并没有给我们带来我们在这里所拥有的竞争优势。但我们喜欢这样的想法，即把在一个市场成功的企业扩展到其他市场，让它们的成功进行复制。不管是地理上的邻近，还是产品的延伸，或者是各种各样的东西。我们很清楚外面市场的可能性。就 GEICO 而言，我们还没有决定去其他国家，但这并不是因为我们不知道那里有汽车。(众笑)查理？

芒格：我没有什么要补充的。(众笑)

7、中国的经济增长是"有趣的"

中国学生：下午好。我的名字是 ShinTseChen。我是来自堪萨斯州立大学的中国留学生。我的问题是，巴菲特先生，您从中国学到的最重要的东西是什么？谢谢。

巴菲特：查理，你从中国学到的最重要的东西是什么？(众笑)

芒格：比亚迪有一些非常不寻常的人。(众笑)没有其他课程比这一课更重要。(众笑)

巴菲特：我知道他们更喜欢雪碧而不是可乐。雪碧在中国的销量是可口可乐的两倍。但它们都在急剧增长。我认为中国是一个了不起的经济体。我的意思是，毫无疑问，中国的人均财富将是快速增长的，而他们才刚刚开始发挥自己的潜力。你想想看，在 1790 年，美国有不到四百万人，而在 1790 年中国有 2.9 亿人。同样聪明，同样努力工作，土地资源，矿产，一切，气候，非常非常相似。在 170 年左右的时间里，这些人的生活水平几乎没有什么进步，就像你说的，他们拥有和美国人一样所拥有的天赋和能力。但是，你知道，近几十年来，中国人的潜力正在释放，而且是巨大的。我认为这是非常非常有趣的。查理和我，还有一些董事，将在 9 月底去那里。你

知道——几年前我去过那里。这是一个值得一看的景象。但是，就具体的课程而言，我不得不说，他们还没有教我如何吃中国菜。(笑)

芒格：我想我一直都知道中国人民有巨大的潜力来实现巨大而快速的进步，因为我从我接触过的所有华裔美国人身上看到这一点。事实上，早些年中国人以"苦力"的身份来到这里，实际上是奴隶，而他们的崛起如此之快，令人惊叹。所以我一直知道，中国有潜力为人类文明的发展做出巨大贡献。但我想我低估了它发生的速度。中国正在以非常快的速度创造一个新的文明进步记录。它看起来很有趣。

8、透视盈余不公布是因为未分配利润占比不高

Becky：这个问题来自南卡罗来纳州艾肯市(Aiken)的一位要求匿名的股东，他要求巴菲特或芒格讨论过去几年伯克希尔年报中的变化，以及做出这些变化的原因。他注意到的两个变化是，第一，透视收益似乎不再被讨论，第二，未经审计的业务集团的合并财务报表似乎不再被包括在内，尽管至少一些业务集团的重要内容似乎在报告的其他地方也有所涉及。

巴菲特：是的，我对第二点感到困惑，因为我们把它们分成了四组，并试图给出我们认为合乎逻辑的分组的相关财务信息，并将继续这样做。所以我不确定我是否完全明白他问题的意思。我们确实有四个相当符合逻辑的业务拆分讲解。当然，你可以用 70 种方法来拆分它，但有一点要说明的是，在一份年度报告中增加 100 页内容反而会混淆必要的信息，而不是说明问题。

这就是我们所做的——我们试图用合理的字数，尽可能多地传达我们想要获得的信息。我们假设如果我们处在股东的位置，你们想知道的内容。所以我不认为我们在透视收益这一点上真的有所改变。现在，当你查看透视收益时，或者有时当我们谈论每股收益和每股投资时，有些内容我不会每年重复，因为我们已经试图在年度报告中，花了大概 12000 个字来讲解了类似的内容了。我真的认为，不太适合把年度报告的篇幅延伸得太长——我要说，没有人告诉我它太短了(笑)，包括我的编辑卡罗尔，她今天也在这里。

每隔一年，我可能会在营业收入和利润之间做一些不同的细分，但这需要 1000 字左右来向人们解释。整个报告都是有指导意义的，自从我在 70 年代中期开始认真对待年度报告以来，我脑子里有我的听众。事实上，我一直认为是在给我在这里的两个姐妹写信，他们是非常聪明、感兴趣的人，但他们不在伯克希尔，并已经一年没查看相关信息了，虽然他们非常有能力理解任何事情，但他们不一定熟悉所有的术语。如果我把股东信写的太深奥

了，那么我应该解释一下。我真的想让他们了解我是如何考虑这一业务的，以及我认为他们应该如何考虑这一业务，并回答我认为他们会想到的问题。他们的大部分净资产都在里面，所以他们会读到最后。我并没有改变我脑中的写作框架。我开始在脑子里写"亲爱的多丽丝和伯蒂"，然后我把它划掉，写上"伯克希尔哈撒韦公司的股东们"，但这就是我们的方式。查理？

芒格：是的，但是细节会随着事实的变化而变化。我们持有少数股份但不能控制的公司的未分配利润，在过去去占伯克希尔的比重比现在重要得多。所以股东信的重点转移是非常自然的。

巴菲特：是的，现在这些公司(我们持有股份却没有控制权的公司)的未分配利润，在我不仔细看的情况下，你知道，可能不会超过我们公布的总利润的 15%。而它们过去的比例要高得多。但它们仍然很重要。但是我不认为他们——我认为人们明白可口可乐和美国运通并没有支付他们所有的利润，并且这个数字不够大，所以我不想花很多时间在报告中解释它。

9、芒格支持 Roth 个人退休账户(RothIRAs)

股东：我的名字是 JoeHudson，来自印第安纳州 Culver 的股东。我怀疑你们谁都没有把钱投在罗斯个人退休账户(Roth IRAs，享受免税优惠)上，但是你认为今年有什么机会把个人退休账户转换成罗斯个人退休账户，从而使伯克希尔或其他投资的未来增长 100%免税？政府是不是犯了一个大错，人们是否应该担心这笔交易在未来会发生变化？

芒格：我有一个个人退休帐户，我将把它转换成罗斯个人退休帐户。这就是我给你的答案。(众笑)

巴菲特：好的。如果是查理说的，我想那一定是真的。

10、报纸在与互联网的战斗中节节败退

安德鲁·罗斯·索金：这个问题来自约翰内斯堡的安东·奥西普和亚历山大·福布斯，他写道，去年你说你对报业很失望。鉴于你一直以来对报业公司的兴趣，以及你在华盛顿邮报公司和其他公司的持股，在过去一年里，随着 iPad 和其他电子阅读技术的引入，你的观点是否发生了改变？你认为我们会看到媒体公司的价值继续缩水吗？

巴菲特：嗯，你可能比我回答得更好。我的观点相对无知，因为我对技术不是很了解。但我只是有一种感觉，基本上，大约四分之三的资本认为，报纸对广告商来说变得不那么有用了。我是说，在过去很长很长一段时间里，它们是镇上唯一的信息渠道，但它们不是城里唯一的渠道。如果你在卖东西，那会有多大的不同啊。

所以，我给《费城问询报》的斯坦·利普西打了电话，我说，“斯坦，这可能像一匹老火马或什么的，但让我们无论如何稍微考虑一下。”它昨天以破产出售的形式被卖掉了，不过我想这还有待确认。但是，你知道，这是非常诱人的，如果《费城问询报》仍然有相当大的发行量，他们也提供每日新闻。但就盈利而言真的很难。我的意思是，发行成本，印刷成本，所有的一切，也许所有这些变化在某种程度上你会比我更了解。但是，由于我不理解它，我必须留下来——有很多事情我不理解——我无法在报纸所有权问题上做出肯定的决定。

我几天前刚拿到美国广播公司(ABC)发布的《快速事实》(FastFacts)，这本黄色的大出版物，我忍不住要看一看。我翻着书页，看着各种报纸的发行量。实际上，在布法罗，我们减少的报纸还不是很多，尽管你知道，我们的统计数据显示情况非常严峻。我要提一下，我们下降比率比甘尼特旗下的罗切斯特(Rochester)还要低。但你看《旧金山纪事报》，它的数字下降了 20% 多。而这些都是蓬勃发展的社区，人们放弃它的速度之快令人震惊。这不仅仅是老用户的流失，也不仅仅是缺乏新用户的进入。我的意思是，就报纸的本质而言，世界真的改变了。

当我和查理在 1970 年或 1965 年谈论报纸行业的时候，没有什么比竞争消失了的日报看起来更坚如磐石了。但它是一种信息和娱乐的传播形式，在现在的很多情况下已经失去了它的即时性。当然，这不是我们必须去的地方，想想 30 或 35 年前的股票市场行市。你在报纸上看到股票的走势。你看报纸是为了了解体育比赛的结果。所以它作为信息传播的首要地位已经消失了，很多广告商已经不在那里。而从前广告商是非常喜欢报纸出版商的，因为在那里报纸是一个麦克风，广告商可以通过报纸和镇上的每个人说话，而它们必须和镇上的每个人说话。因此，你会遇到这样的鸡和蛋的事情：随着广告客户的流失，报纸变得不那么有价值了，而随着订户的减少，广告客户也在流失。我也没看到什么好的解决方案，但是查理，你有什么要说的？

芒格：各地独立的报纸，由于历史的偶然，当它们在各自的城镇占据主导地位时，几十年来拥有坚不可摧的经济实力。总的来说，它们表现得很好，因为它们坚不可摧。在某种程度上，它们实际上是政府的一个分支，帮助政府保持诚实。如果你看看我们所处的这个州，《世界先驱报》在很长一段时间里一直是一股非常有建设性的力量。随着那些占主导地位的力量不断被削弱，这对国家来说并不是好事。我认为我们正在失去一些我们无法替代的东西。我认为这是非常可悲的，我不知道该怎么做。

巴菲特：查理和我都喜欢报纸。我认为《世界先驱报》周日的发行量一度达到 30 万份的峰值。这个州的人口增加了，这个城市的人口也增加了。我认为这对我来说和以往一样重要，但对整个人口来说，它地位很明显已经

发生了变化。而且，你知道，当我看《费城问询报》的时候，它的发行了大概在 35 万份左右，因此你知道，我不担心《费城问询报》会很快消失。但当我看到数字下降时，我忘了一年是下降了 3 万还是 4 万份，你知道，随着这种情况的发展，它的经营并不是很好，因为广告商只是不再像 10 或 15 年前那样需要你了。所以你的定价能力在他们身上消失了。查理和我在 1970 年左右遇到汤普森勋爵，他拥有这家报纸，在康瑟尔布拉夫斯，就在河对岸。他是一个快乐的家伙，他很高兴看到我们。我们对他说，"汤姆森勋爵，我们注意到你拥有康瑟尔布拉夫斯的报纸。你去过那里吗？"他说，"我做梦也没想过去那。"(笑声)然后我说，"好吧，汤姆森勋爵，你似乎每年都在提高你的报纸的价格和你可怜客户的广告价格，他们能做什么呢？"他说，"他们什么也做不了。"

然后我就跟他说，那这样的话，你怎么决定涨价多少，完全由你来决定。他说，"我告诉我在美国的经理们，让他们把税前利润定在 40%。如果超过这个比例，我觉得我可能是在敲竹杠。"(笑声)我想查理会记住这句话的，那些日子已经过去了。(笑)

芒格：是的，在报纸变弱的同时，政客们的表现也没有变好。我们会怀念报纸的力量。

巴菲特：我同意这一点。(掌声)

11、总会有"表现出色的机会"

股东：我叫罗伯特·麦克阿瑟，来自马萨诸塞州的波士顿。我正在开始投资生涯，很多(如果不是大多数的话)和我同龄的投资者都认为他们是价值投资者。此外，今年来看参会人数创下了纪录，同样是三年前被嘲笑的价值投资者，现在却受到了财经媒体的追捧。未来市场中的赚钱机会不会越来越少？如果是这样，我是否应该寻找一份管理企业的职业，而不是管理金钱？

巴菲特：机会可能会更少，但我要说的是，也许除了在泡沫最严重的市场，机会永远都会有。但如果你不是在与大量资金打交道，机会永远都会有。

投资经理是一个基本的冲突。大多数企业都存在冲突，每个人都指出了现在投资银行业务中的冲突。但投资管理业务有一个同样重要的矛盾，**因为在你的收入中，资金募集可能成为比资产管理更重要的一部分**。但如果你管理的资金规模适中，我认为总会有表现超常的机会。这并不意味着会有很多人去做投资，但肯定有人会去做。而且，很多年前投资可能更容易，当时有更少的竞争对手，也没有那么多可用的信息在互联网上等等。

但人们仍然会犯跟过去同样的错误。我给你举个例子。查理有一家叫 DailyJournal 的公司。DailyJournal 是

一家净现金公司，而我拥有 100 股，这是他会让我拥有的所有了，我前一阵子在这里得到了他们的年度报告。在他们 2009 年的财政年度里，他们从来没有买过股票，然后在我看到今年年报时，突然之间，他们买了价值 1500 万美元的股票，现在价值 4500 万美元。因此，查理就在那坐着，在某些情况下等到事情变得非常荒谬时，他拿出了 1500 万美元买股票，然后在大约六个月的时间内变成了 4500 万美元。**所以机会总是会来的。你必须准备好在机会来临的时候抓住它们。**你不能用我们伯克希尔经营的这么多钱来获得非凡的回报。但有了适量的资金，我认为总会有机会。查理现在可能会告诉你一些更悲观的事情。(众笑)

芒格：是的。**沃伦经常给出的一条建议就是"走正道，它远没有那么拥挤"。**对那些打算从事资金管理的人尤其有用。(笑声和掌声)

巴菲特：参议员艾伦·辛普森(Alan Simpson)曾说，"在华盛顿走大路的人很少会被繁忙的交通所困扰"。(笑声)

关于你问题的最后一部分，无论是在资金管理，运营管理，还是其他领域，都会有机会。有耐心的人总会成功。你知道，资金管理更容易扩大规模，更容易入行等等。所以，无论如何，这肯定是我的倾向努力的方向。我不会想要通过自己的努力升到工厂主管之类的职位，直到我得到了一份高层的工作(笑)，你知道，那时候他们准备给我一块金表。但这两个地方(资金管理和企业经营)都会有机会。

12、市政债券保险公司必须担心危机蔓延

卡罗尔·卢米斯：这个问题是关于市政债券的。你在 2008 年信中描述的市政债券违约规模，迄今尚未出现。在未来 5 到 10 年里，我们会看到市政当局在多大程度上彻底违约？债券保险公司是否能够承受损失？联邦政府会对各州进行救助吗？考虑到所有这些风险，投资者是否应该获得比持有市政债券更高的回报？

巴菲特：如果伯克希尔为这些债券提供了保险，你就完全不用担心了。(笑)但我们目前没有承保很多债券，因为我们认为保费不合适，这就引出了问题。就在前几天你可能在报纸上读到过，宾夕法尼亚州的哈里斯堡市(Harrisburg)在一笔相对较小的债券上违约。名为保证担保的债券保险公司开始支付债息。哈里斯堡可能会在一周内解决问题，也可能不会。这样做当然有一些动机。如果他们真的解决了，债券保险公司也不会有太大的麻烦。

但你担心的是这个领域的相关性。如果一个实体违约，特别是如果没有发生什么可怕的事情，第二天警察仍然在街上，消防车仍然去救火等等，这些政府的人就会开始想，"当我可以提供更低的税收，同时仍然提供市民们所需要的所有服务时，我为什么还要保持良好的财政声誉呢？"所以，这很难判断事情将如何发展。我个人认为，

联邦政府最终很难拒绝一个正面临极端财政困难的州，而实际上，联邦政府也介入了通用汽车和其他各种实体，并拯救了它们。我不知道你是如何告诉 X 州的州长你要对他采取强硬措施的(拒绝救助)，而你已经参与了那么多对公司的救助。但谁知道会发生什么，谁知道会危机有多大的传染性？如果你是一家债券保险公司，你最担心的就是危机蔓延。在我看来，除了伯克希尔以外的债券保险公司，在它们的资本方面显然背负着巨大的债务。

事实上，几乎每个银行实质上都破产了，们不得不分拆成一个坏银行和一个好银行，或者类似的东西，仅仅是因为它们在进入结构性证券时遇到的麻烦。我认为它们对这一领域可能发生的事情持非常乐观的态度。但我不知道未来几年违约率会是多少。我认为一年半前的那次冒险(市政债券保险)让我得到了公平的回报，但现在我不觉得我们得到的保费是公平的，所以我们会让别人去做。查理？

芒格：是的，有了市政债券，我会尝试投资那些既繁荣又有纪律的地方。**你想在繁荣的地方投资，因为本·富兰克林说得对，"一个空麻袋很难直立"。你想要投资在有纪律的地方，因为正直仍然很重要。**这并不是很难，也不是很复杂。

巴菲特：但你可能会说，在一个州，如果不守纪律的人不会因为不守纪律而受到惩罚，那么守纪律地区的纳税人就会说，"为什么我们要保持审慎理财的记录，当其他人不支付他们的账单时，而我们却还要支付？"

芒格：**毫无疑问，不良行为是会传染的。这就是人类的本性。但我还是宁愿和纪律严明的人在一起，这就是我喜欢伯克希尔会议的原因。**(众笑)

13、短期股价走势不可预测，也无关紧要

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我来自佛罗里达州 Fort Lauderdale。首先，我要感谢你如此慷慨地与我们分享你的智慧。2008 年 10 月，你强烈建议购买美国股票，这是一个非常好的主意，效果非常好。我只是想听听你对未来市场的看法。你还那么乐观吗？在未来十年左右的时间里，你预计股票的合理回报率是多少？

巴菲特：我很少写文章，也很少接受采访，去谈论市场本身的总体水平。40 年来，我可能只有 4、5 次真正表明了自己对股市总体水平的看法。事实证明，实际上我做得太早了，那是在 2008 年 10 月，就像很多人告诉我的那样。但我在那篇文章中确实说过，长期持有股票比购买长期债券或持有现金要好得多。我知道我可以做出这样的声明，我最终会被证明是正确的，而且我认为可能性非常高。

但我不喜欢预测市场，我不知道下周、下个月或明年股市会怎样。对此我没有任何想法。可人们总是认为我

知道。而我知道我并不知道，我也不会去想它，因为想与不想对我来说没有任何区别，因为我基本上想不起查理和我曾经就预测未来进行过讨论。

但我确实认为，在未来 10 年或 20 年里，我更愿意持有股票而不是持有现金，或者说，我更希望持有股票，而不是持有 10 年或 20 年期的债券。但这在一定程度上是因为我对其他选择不感兴趣。我认为，随着时间的推移，股票可能会给你带来一些适度的实际正回报。但除此之外，我真的什么都不知道。查理？

芒格：这是一个令人愉快的想法，即股票是众多糟糕机会中最好的一种(众笑)。我认为，人们应该习惯于在实际投资组合中平均较差的表现。我们在很长一段时期内都处于这样一种状态，即不令人非常兴奋的普通结果。

巴菲特：我们喜欢拥有企业。我们可以拥有整个企业，但我们也喜欢拥有企业的部分所有权。我们想要拥有的企业，是我们真正认为它们随着时间的推移会有一些竞争优势的企业，是我们对管理感觉良好的企业，也是我们认为价格具有合理吸引力的企业。我认为你现在可以找到这样的东西，但它们一点也不引人注目。在我看来，他们确实胜过持有现金或 5 年、10 年或 20 年期债券。

14、为什么我们不使用债券评级机构

Becky：这个问题来自 John Bailer，他问的是关于评级机构的问题。他指出，你今年开始出售你在穆迪的股份。“穆迪的投资理由是否因潜在的监管而改变，如果是这样，为什么不把头寸卖到零？”

巴菲特：我们不会讨论我们在任何持仓上会做什么或不会做什么，但我会这么说：在目前的情况下，评级机构曾经拥有并且仍然拥有一个令人难以置信的美妙的业务。我的意思是，它根本不需要资本，而且拥有重要的定价权。世界上的某些地区觉得他们需要评级机构。

世界上有一部分人对评级机构非常恼火。许多人觉得评级机构让他们失望了。本质上，评级机构也屈服于同样的狂热。实际上这种狂热不光在投资界盛行，在政治界，媒体界等等也流行。他们犯了同样的错误，政客们犯过，我犯过，你们犯过，抵押贷款经纪人犯过，不管是谁。他们无法预见全国范围内的住宅市场会崩溃。我不认为这是因为他们不合适的激励制度引起的，但可能这在一些小的方面发挥了作用。你知道，人们的想法很难与大众的想法相反。另一方面，评级机构显然受到了强烈反对。因此，可能有法律补救措施。

你可以通过任何一种方式获得投资观点。如果他们不被迫改变他们的定价，他们周围的整个商业模式不以某种戏剧性的方式改变，这仍是一个相当不错的业务，因为你不能在购买评级机构业务中自我定价。

在伯克希尔，我们从来没有关注过债券的评级。我们不认为我们应该把投资判断外包。如果我们自己做不到，那就干脆不做。我们不会依赖别人的意见，不管是评级机构还是投资咨询机构，或者是管理咨询公司，或者其他任何人。所以，这不是我们所依赖的业务，但我们确实认识到，如果商业模式没有改变，它仍然是一个非凡的业务。查理？

芒格：我想说的是，评级机构，在他们目前的组织形式上，在他们目前的激励机制下，几十年来一直在我们国家发挥着极具建设性的影响。当然，现在所发生的是认知的动摇。他们以一种令人遗憾的方式随波逐流于他们那个时代的愚蠢。部分原因来自于美国商业教育的愚蠢。他们过分相信这些荒谬的模型，等等等等。我还没有听到商业学术界，就其对我们目前困难的巨大贡献表示一句道歉。(掌声)

15、当石油的"意外之财"耗尽时，世界将找到解决方案

股东：MikeMcCoy，来自旧金山。巴菲特主席，你经常称赞未来几代人的繁荣，说我们的孩子和我们孩子的孩子会比我们过得更好。我们目前的繁荣有多少归功于我们能够以石油在经济中对我们价值的一小部分成本从地下开采石油？当我们不再能得到越来越多的免费午餐，我们变得依赖于更多的清洁能源时，如太阳能和风能时，我们如何能够在未来生活得更好？难道这不像是用可口可乐来满足一个瘾君子吗？

巴菲特：是谁发现的石油？大约在 1850 年左右？是宾夕法尼亚泰特斯维尔的德雷克上校吗？这以一种非常重大的方式改变了世界，而这仅仅发生在 150 年前。从那以后，我们一直在以惊人的速度把吸管插进地球。你相信美国有超过 50 万个生产油井吗？一个油井平均每天生产 10-11 桶原油。我们真的利用了几十万年还是几百万年创造出来的东西。它为世界的繁荣做出了巨大的贡献，但在我看来，在未来的一百年里，世界将不会依赖于这个特殊的東西，可称之为"意外之财"。查理对这个主题的了解比我多得多，但会有其他的免费午餐。你知道，不管是太阳能还是其它，这有很多可能性。永远不要放弃人类的创新能力，去创造解决看似无法解决的问题的方法。我们面对过各种各样的预测。我忘了是谁说的一句名言，"所有的发明都被发明了"。

我们还没真正开始呢。我的意思是，如果不考虑核、化学和生物威胁，你可以在历史上选择一个你想出生的时间，我会选择今天。世界前途一片光明。现在，查理会告诉你另一面。(众笑)

芒格：不，我认为你没有认识到真正重要的事情。在 150 年前的技术中，他们确实需要石油来获得成功。在我们受益于过去 150 年的技术专长的先进文明中，如果有必要，我们可以在没有石油的情况下取得进步。现在，

弗里曼·戴森是一位物理学家，他不是经济学家，而是一位天才，他很擅长指出，考虑一个没有石油的世界并不那么可怕，只要这个世界像我们现在这样富有和博学。因此，如果没有 150 年前开始的石油，他们不可能达到我们现在的水平，但这并不意味着我们在必要的时候就不能没有石油。我们需要石油、天然气和煤，但最终，我们需要更多的化学原料，而不只是用来取暖和推动我们的车辆。

巴菲特：幸运的是，调整将是相当渐进的。我的意思是，并不是说每天 8500 万桶石油在 5 年或 10 年内就会变成 5000 万桶或更多。因此，在我看来，这是一个可执行的调整期。

芒格：如果这不会让更了解这件事的弗里曼·戴森感到困扰的话，这件事也不应该让你感到太困扰。(众笑)

巴菲特：他总是把这一点强加于我。(众笑)

16、巴菲特不喜欢卡夫收购吉百利

安德鲁·罗斯·索金：我收到了许多关于卡夫的问题，这一问题来自一位匿名股东，他的问题是，考虑到你在卡夫的股份，以及今年早些时候你对卡夫-吉百利(Kraft-Cadbury)交易的公开批评，你会如何评价卡夫董事会的资本配置和管理层的薪酬能力？您对卡夫 CEO 艾琳·罗森菲尔德(Irene Rosenfeld)2630 万美元的服务薪酬方案有何看法？包括她在完成吉百利收购和出售卡夫北美冷冻比萨饼业务方面所展示出的领导能力。

巴菲特：嗯，我既不喜欢吉百利的决定，也不喜欢披萨的决定。但你知道，我们在伯克希尔做了很多愚蠢的交易。所以我对其他人更加宽容了，顺便说一句，我认为这是一个愚蠢的交易的事实并不一定使它成为一个愚蠢的交易，但我认为它是一个愚蠢交易的可能性很大。事实上，我认为这两笔交易都很愚蠢。在我看来披萨的交易特别愚蠢，但想想我们做过的那些蠢事，对吧？从巴尔的摩的那家百货商店开始。

芒格：哦，是的。还有几家爱尔兰银行，你知道。我们永远不会忘记。(笑)

巴菲特：对，我希望你没有提起这件事。我们只是期望是我们自己做了一些愚蠢的事情，当别人用我们的钱做愚蠢的事情时，我们会生气(笑)。你知道，关于披萨交易我可能在某个地方有一些数字，他们宣布以 37 亿美元出售披萨业务，但他们没有收到 37 亿美元，他们得到的是大约 25 亿美元。这是一笔非常糟糕的低税收效率的交易，而他们已经显示出他们的能力，当他们早些时候出售了 PostCereals 的业务时，他们就已经明白可以做一笔高税收效率的交易。他们之前根本没有提到披萨之前的收入，但我认为雀巢说它的税前盈利大约为 2.8 亿美元，但这是指前一年。但当他们谈论他们购买的吉百利的盈利时，他们谈的是明年。当他们谈到他们卖掉的比萨的盈利

时，他们谈的是去年。2009 年，信不信由你，披萨业务税前收益是 3.4 亿美元。因此，他们用税前 3.4 亿美元收益的比萨业务换来了 25 亿美元的现金，披萨业务的盈利增长速度与吉百利的盈利增长速度相同或更快，而销售额的增长速度也与吉百利相同或更快。在我看来，这实在说不通。

现在，你知道，艾琳是一个完全有能力的经理人，她可能知道很多关于那个企业的事情，而我不知道。就像我说的，我们自己也犯了很多错误。但如果是我，**我会投票保留披萨业务，而不是去收购吉百利。我表达了我自己的反对意见，虽然我不经常这样做，但我们拥有很多卡夫股份。**而卡夫的股价仍大大低于其组成部分的价值，尤其是如果你按并购吉百利那样对它们进行估值的话。(众笑)

但如果他们不像卖披萨那样卖掉它们，你知道，它出售的估值(25/3.4 约 7.4PE)是低于 Kool-Aid 饮料和 A1 牛排酱的估值的。卡夫还有一些果冻业务和香肠业务什么的。这些都是非常好的业务。**我只是不愿看到他们放弃这些业务的很大一部分，然后以我觉得非常昂贵的价格收购吉百利。**至于她的薪酬，你知道，我们伯克希尔的薪酬体系在我看来是相当合理的。在美国有很多公司有不同的薪酬制度。(众笑)

芒格：是的，我认为一般来说，在美国企业的高层，人们认为他们对战略了解太多了。而且，**他们往往讨厌自己所在行业的激烈竞争环境，渴望从事一些不那么困难的行业。**你还记得施乐(Xerox)收购美国宠物保险公司 Crum&Forster 吗？那是史上最愚蠢的收购之一。施乐这样做的原因是，他们没有与任何强硬的日本人在保险业务上竞争。他们真的厌倦了面对他们所在行业的激烈竞争。我认为这是很典型的梦想，如果你在做生意，有一些不同的东西，无论你花多少钱，都会让你的麻烦减少。

巴菲特：你将拥有一支由律师、投资顾问、公关人员组成的绝对大军，所有这些人都对你推进交易有着强烈的经济利益，而不管股东们如何表态。这就是它的工作方式：这笔交易很不错。

芒格：这就是为什么伯克希尔是一笔更好的交易。我们在很多方面都很愚蠢，但我们已经避免了一小部分愚蠢。而且这很重要。(众笑)

17、诚信的最大威胁："其他人都在这么做"

股东：尊敬的巴菲特先生，尊敬的芒格先生。我是来自德国的股东 Richard Rentrop。芒格先生，你刚才又提到了诚信的重要性。我的问题是关于诚信管理的变化。你的三个关键问题之一是，管理层是爱他们所做的事情，还是爱他们的钱？那么，你如何看待这场危机改变了管理的完整性？

芒格：我认为导致这场危机的原因，在某种程度上是**因为许多管理层缺乏诚信**。幸运的是，他们中的一些人现在已经走了。所以，**诚信非常重要，也是最安全的赚钱方式**。偶尔会有一个完美的无赖，在金钱方面取得了很好的成功，但这种成功让我想起了教皇 Urban 对红衣主教 Richelieu 的评价。他说："如果有上帝的话，红衣主教 Richelieu 有很多事情要回答。但是如果没有上帝，他做得相当好。"(笑声)还有太多的人想要效仿教皇 Urban 对 Richelieu 的看法。诚信非常重要。当然，每个人都说正直，即使是在缺乏正直的时候。因此，**很难确定宣称正直与拥有正直是一样的**。

巴菲特：**"其他人都在这么做"是最艰难的事情**。我认为你有这个经典的例子。大概在 1993 年，会计准则委员会 FASB 发表声明说，大家一直都很清楚的是，股票期权实际上是费用，而费用属于损益表。而美国企业界以你无法相信的方式进行了反击。我的意思是，这就像是第三次世界大战爆发了，CEO 们的军队向华盛顿进军了。所以 FASB 让步了。国会参议院以 88 票对 9 票的结果告知他们该怎么做，你知道，这 TM 究竟是 FASB 更懂会计，还是参议院更懂会计。FASB 妥协时说，"我们现在宣布，你可以用两种方法中的一种来做。首选第一种，费用化。第二种也是可以接受的，但不是首选。"

在标普 500 指数成分股公司中，498 家选择了第二种非首选方式。只有其中两家选择了首选的方法。我和 498 家公司里的许多人谈过，其中一些人是我相信他们有资格成为我遗嘱的受托人，你知道，我很想让他们成为我的邻居，他们可以娶我的女儿，但最后他们说，"如果别人不这么做，我就不能这么做"。这是"我这么做是因为别人在这么做"的变体。他们基本上是说，"如果我报告的收益比我能报告的少，我这是在惩罚我的股东。其他所有人都是这么做的，我理解你的意思。"

而且现在道德问题的形势非常严重。我早些时候给过你一个例子，如果你把报告收益按季度分成四分之一并计算到十分之一美分，你会发现这是多么罕见。这不是偶然的，但如果你和玩这种游戏的人交谈，他们会说，"其他人都在这么做，你自己的统计数据也证明了这一点。"你知道，这是一个很难处理的问题。

我们尽量在伯克希尔里制造尽可能少的可能诱导这种行为的情况。我没有让经理们向我提交预算，伯克希尔没有预算。他们可以在自己的经营中自由使用它们。有些人做，有些人不做。但很多人这样做。但是如果他们把它们提交给我，你知道，这种诱惑就变成了，"如果他们没有做到，但他们认为我一直在监视他们，所以他们就想以某种方式蒙混过去。"很少有人会这样做，但如果人们越是认为其他人也会这样做，他们就越会这么做。这只是

人类的行为。你总是想尝试创造一种结构，最大限度地减少人类行为的弱点。

我认为伯克希尔在这方面和其他公司一样出色，尽管我确信我们在这方面做得并不完美。查理？

芒格：是的，在这个问题上真正有趣的是，如此多的不良行为并不是出于恶意或过度贪婪或类似的东西。它来自于糟糕的潜意识认知，它为很多行为辩护，如果更好地理解这些行为，它们其实是不合理的。这几乎发生在每个人身上，而且治愈它非常困难。最好的解决办法是建立一个由决策者承担后果的制度。

这就是为什么华尔街创造了一个没有人真正拥有抵押贷款的系统，他们只是把它们迅速地转移给别人并从中获利。因此，没有人觉得抵押贷款有任何好处。从根本上来说，这样的系统是不负责任的系统，创造这样不负责任的系统是非常不道德的。但创造它们的人并没有意识到它们是不道德的，他们认为这些系统很棒。我们最近的混乱中如此令人遗憾的行为，你认为谁会为此道歉？你会注意到，很少有人道歉。人们认为他们做得很好。(掌声)

18、如果别人都害怕你却害怕，你就赚不到钱

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自 James A. Star。我读过大量有关过去市场下跌的报道，以及它们给投资者带来的机会。过去两年对我这个 43 岁的投资者来说，似乎是一个真正的机会。然而，在行动最激烈的时候，我太害怕了，因为我觉得市场下跌虽然严重，但未必足以与全球金融崩溃的风险相匹配。所以我的问题是，考虑到我们可能还没有完全脱离险境，你们两个人是如何评估这次最新的买入机会与之前的人生机遇的对比？

巴菲特：这不是最伟大的一个。我们也已经看到了几个显然高估的时期。而 90% 的时间我们都处于两者之间，我们不知道自己处于两者之间的确切位置。而关于面对害怕的事，我不知道你会怎么处理。

如果你有一种当别人害怕时你自己也会害怕的气质，如果你是那样的人，你知道，随着时间的推移，你很可能不会在证券上赚很多钱。当然，整个世界都在敦促人们看报价，更重要的是，人们真的根据报价的微小变化做一些事情。如果他们不看报价的话那么会好的多。

但想想看，投资农场比许多人购买股票的方式要理性得多，我们之前已经讨论过这个问题。如果你买了一个农场，你会在下周得到报价吗？你会在下个月得到报价吗？如果你买了一套公寓，你会在下周或下个月得到报价吗？不，你看着公寓或农场，你说，“我希望它能生产出这么多蒲式耳的大豆和玉米，如果它做到了，它就达到了我的期望。”如果他们买了一只股票，他们认为如果它涨了就很好，如果它跌了就很糟糕。我们的想法正好相反。当它下跌时，我们喜欢它，因为我们会买更多。如果它涨了，我们就无法购入更多。

你知道，本·格雷厄姆写过类似的观点。他也已经解释过了。但如果你不能让自己处于那种精神状态，那么无论什么时候别人害怕你都会害怕。如果期望别人告诉你什么时候买，从而让你重新鼓起勇气，你知道，通过说这是一个很好的购买时机，可以让这个人鼓起很大的勇气，然后一周后他会遇到另一个人，他告诉他世界末日到了，他就会卖出。我的意思是，他是经纪人的朋友，但他不会赚很多钱。查理？

芒格：是的，我认为在我知道自己可以应付困难之后，我培养了更多的勇气。所以也许你应该多经历一些失败。(笑声和掌声)

巴菲特：我当然听从了这个建议。(众笑)不过，显然有些人真的没有投资证券的气质，或情绪稳定性，或任何可能的东西。如果根本没有报价，他们的日子会好过得多。凯恩斯过去也谈到过这一点。拿一些是资产的东西来说，每天有报价，流动性极好，但没有人会说，我的农场的流动性很好之类的话。所以他们不指望价格能告诉他们情况。每当有人说，“市场在说这个或那个”，你知道，这种投资方式有点令人难以置信。但人们对投资有很大的兴趣，人们会一直喋喋不休地讨论这个问题。最后，重要的是以合适的价格买下一家好企业，然后在很长、很长、很长一段时间内忘记它。有些人能做到，有些人不能。

19、芒格对太阳能“非常乐观”

股东：嗨，我是来自科罗拉多州的利特尔顿的 Joe McCabe。我要感谢你们给我提问的机会，感谢你们在报告中进行的年度讨论，这是一份精彩的报告。查理·芒格，你在 YouTube 上的视频讨论了比亚迪 BYD 和太阳能，我真的很感谢这次采访。所以我想谈谈 BYD 与你们其他公司的关系。BYD 被提到是电动汽车和电池，但我知道他们的第二个目标是太阳能。你还拥有屋顶和建筑公司，克莱顿房屋，以及公用事业，中美能源，太平洋电力公司。这似乎是一个完美的黄金机会，太阳能将在这些建筑在这些类型的公用事业公司。你提到过你不干涉个别公司，但有没有一种方法可以指导、建议、激励所有这些公司之间的协同效应，从而带来太阳能解决方案？谢谢。

芒格：随着太阳能解决方案的到来，因为它们是如此明显地被需要。至于屋顶上的太阳能电池板，我从来不会放过任何一个拒绝安装的机会，因为我认为它们会便宜很多，我宁愿等待。

巴菲特：好的，在 86 岁的时候，你可以负担得起，查理。(众笑)

芒格：是的，我必须考虑长远。(众笑)这让我想起了一个妻子，丈夫问，“如果我失去了所有的钱，你还会爱我吗？”她说，“是的，我将永远爱你，但我会更非常想念你。”(笑声)

嗯，太阳能的到来是因为我们没有其他可行的选择。这应该被视为一件非常好的事情，因为如果我们没有化石燃料的替代品，现代文明会怎么做？这将是一个非常严重的问题。因此，那些因自身有毒空气而窒息的城市当然会转向电动汽车，**我们将从太阳能中获得更多的可再生能源。我也对在美国种植玉米使用化石水和化石燃料，以便在汽车中燃烧持非常消极的态度。**(掌声)这是一个极其愚蠢的想法，也是我们的政治家如何让我们失望的又一个例子。但我对即将发生的事情非常乐观。我们的政治家最终会建立一个比我们现在拥有的更好的更大的电网。我们最终会拥有我们需要的能量，我们会因此变得更好。这些技术问题被证明是可以解决的，这真是太好了。从长远来看，如果太阳能发电的成本是我们过去使用的两倍，那就不是那么重要了。这是我们国家经济未来的一个转折点。我认为这可能是一件好事，我们有所有这些巨大的资本需求，最终将创造一个更好的系统，最终解决我们的问题。所以我很乐观。但就直接的商业决策而言，我认为正确的答案往往是违反直觉的，就像我说的，如果你想安装太阳能电池板，请等待。他们会变得更便宜。沃伦，你想批评吗？

巴菲特：我没有什么要补充的。(众笑) Becky？

20、我们的股票投资组合里没有“爆炸性”

Becky：这个问题来自奥马哈的股东 Jennifer Mancuso。她希望你能解决她丈夫和她之间的争论。她说，他认为伯克希尔的股票将在未来一到两年内大幅上涨，因为沃伦去年在财富 500 强公司股价见底时进行了明智的买入。她说，她知道这种类型的购买推动了你的财务成功，但她不知道这些购买的影响有多大，考虑到伯克希尔的规模，以及沃伦本人表示，我们不应该期待他的股价在未来几年大幅上涨。所以问题是，这些股票购买占投资组合的百分比是多少，随着股票估值的增加，它们对伯克希尔的价值会产生什么样的影响？

巴菲特：我要说的是，我一直认为我们的投资组合在未来会更值钱。但是，随着时间的推移，与我预期将会产生的价值相比，我们的投资组合目前的价值低估程度并不是很大，而且这种价值低估在过去已经被超过了很多次。所以我们的股票投资组合并没有什么爆炸性。这与事实相差太远了。随着时间的推移，我们认为我们会做得相当好。我们有很多优秀的企业，我们试图合理配置资本，我们不会在总部浪费很多钱。但我们没有一大堆可能大幅增值的东西，情况并非如此。所以我希望她和她的丈夫相处得很好。(众笑)查理？

芒格：我也不认为我能解决任何家庭问题。**在我自己的家庭里，我只是接受了另一方的观点。**(众笑)

21、“如果我能在快死的时候保持乐观，那么你们其他人肯定能应对通货膨胀”

股东：先生们，大家好，我是来自马里兰州的 RockHall 的 Randy Bellows。我参加很多很多年了，但今天我从你们每个人身上感受到了一种谨慎的感觉，一种矜持的感觉。这不是明显的悲观，而是真正的保留。你已经谈到了即将到来的通货膨胀，政府债务，在这里和国外，这比我们所习惯的要高，增加的监管和繁文缛节可能会减缓创新和增长。就在几分钟前，查理，你谈到我们必须降低我们对投资回报的期望。然而，在同一天，你说印度的孩子会比我们过得更好，中国人会比我们过得更好，我们在这个国家的孩子也会比今天过得好。你能给我四到五个事实来解释你的乐观吗？还有谢谢你。

芒格：嗯，解决文明的主要技术问题——当然，这些问题都与能源有关，找到一个即将到来的技术解决方案，这对人类来说是个不小的好处。这是我们面临的最大问题，所以我当然对此持乐观态度。而且，我对伯克希尔普遍存在的文化感到乐观，因为我认为它将继续发挥作用。当然，我也很高兴地看到，在中国和印度的许多地方，那些经历了长期艰苦生活的人，通过自己的极端努力和才能，迅速崛起。所有这些都给了我快乐，为什么呢？当然有可怕的问题，当然降低预期是理性的做法。这比起提高你的成绩，没有比降低你的期望更好的快乐方式了。只是在这方面，除了最基本的常识，我们什么都不知道。令人惊讶的是，这对我们来说已经足够了。所以我对生活很乐观。如果我在快要死的时候还能保持乐观，那么你们其余的人肯定也能应付通货膨胀。(笑声和掌声)

巴菲特：我真的没有什么要补充的。(众笑) 安德鲁？

22、巴菲特为何偏爱电视访谈

安德鲁·罗斯·索金：这个问题来自 MyardShields，但我不太想问这个问题。问题是，"美国公众几乎肯定受益于巴菲特先生越来越多的媒体曝光，但对伯克希尔的股东来说，这是对你们时间的最好利用吗？"

巴菲特：可能不是。(众笑)我为伯克希尔股东做了很多不能最好地利用时间的东西。你知道，我每周在网上打12个小时的桥牌。我不会坐在那里想着提高我的桥牌技能会给伯克希尔带来奇迹。(笑)

不过，这些年来我看到了广播电视的发展，而不是印刷媒体，我要说，如果你想把你说过话记录下来，而不是通过记者和编辑进行解读(他们会说，把六段文字缩减到四段；为什么你不问这个问题？)我更希望查理·罗斯(CharlieRose)的采访能够作为永久的记录。人们可以回过头来看看我到底说了什么，我的肢体语言，以及我是否在开玩笑。我相信劳埃德·布兰克费恩(LloydBlankfein)更愿意接受电视采访。他想收回刚才说的，"在任何情况下，都要做上帝的工作。"但我敢打赌，这是一个随口就说的话，就像之前说的。很明显，他的意思并不是字面上

的意思，但他在媒体上被误解了，因为有人选择认真地对待这件事，然后其他人，为了迎合其他的故事，就这样处理。我喜欢这样的想法，不管是 CNBC 还是查理·罗斯，他们都会根据我自己的话来判断，而不是让人写几段文字来总结一些观点。这就要求人们接受电视采访，而不是花一个小时的时间接受编辑的采访。这通常只是为了寻找符合他们故事情节的一句话，然后就成为了标题党。所以，我越清楚自己的想法，无论是写自己的年度报告，还是在电视中，我对报告的准确性就越有感觉。几年前我就明白了。所以这就是我现在的方向。不管是不是最好地利用了时间，它都很有效。

我给你们讲个故事。你们连广播都要小心一点。在我们与伯灵顿达成交易后，查理·罗斯对我进行了一次采访，我们在一个周五的早上录了下来。我们做了磁带，我们很开心。在录像带中有一小部分展示了很棒的铁路场景，一个场景里有卡里·格兰特(Cary Grant)和格蕾丝·凯利(Grace Kelly)，另一个是玛丽莲·梦露(Marilyn Monroe)在《热情似火》中的场景，然后他们展示了很多我们今天早上在电影中看到的关于铁路的东西。当我们完成了所有这些，他问了我一些问题。我随便回答了一下，但这确实与我刚才看到的相符，我说："嗯，如果他们再加上格蕾丝·凯利和玛丽莲·梦露，我会付更多的钱买伯灵顿。"然后，这段采访持续了 1 小时 6 分钟，但当他们播放当晚的预告时，他们不得不剪辑出 6 分钟，于是他们拿出了格蕾丝·凯利和玛丽莲·梦露在铁路上的镜头。(众笑)因此，对于任何看过这件事的人来说，当查理和我说话的时候，我好像花了我的时间在幻想这些东西。(众笑)

所以即使是电视也不安全。(众笑)

23、伯克希尔如何赢得忠诚的股东

股东：大家好，我是来自马萨诸塞州波士顿的 Kip Johann-Berkel。首先，感谢两位的著作、年度股东大会，甚至是查理·罗斯的访谈(巴菲特笑着说)，因为它们帮助我成长为一名投资者和一个人。在我看来，伯克希尔拥有所有上市公司或共同基金中最好、最忠诚的股东。你如何吸引并留住股东基础，尤其是在许多导致证券定价不合理的行为倾向也会吸引股东人数快速增长的时候？谢谢。

巴菲特：是的，有价值证券的有趣之处在于，基本上，任何人都可以购买它们。你可能会选择与某人一起购买麦当劳的特许经营权或农场，或公寓或其他东西，但如果你经营一家上市公司，你知道，你可以让任何人，从奥萨马·本·拉登，到教皇都成为你的股东。我的意思是，是他们在选择你，不是你选他们。现在，如果你想要一个与你同步的股东结构，那么在我看来，重要的是你要让他们确切知道，你计划运营的是什么样的机构。我们有年度

报告，我们有电视采访，我们有各种方式向人们传达伯克希尔是一个什么样的地方。对一些人来说，“进来”，对另一些人来说，“出去”。菲利普·费雪在 1960 年代初写了一本关于投资的伟大著作，他这样描述当时的情况。他说：“你有一家法国菜餐厅，如果想吃法国菜的人们来就餐，你就会得到一个满意的回头客。你也可以再开一个写着汉堡包的餐厅。但你不能做的是，在外面的大厅里放着汉堡包，而在里面提供法国菜。”

很多公司都试图向每个人承诺一切。他们的投资者关系部门告诉他们，任何他们感兴趣的股东他们都想要。我们需要和我们一样思考的人。我们认为，总的来说，我们不会让他们太失望。但如果我们有一群人认为下个季度的收益会因为某种原因上涨 10%，这就是他们持有股票的原因，我们将会有很多人失望。**我们的人生目标不是把时间花在与那些会对我们感到失望的人交往上。**如果我们发布了错误的广告，那是我们的错。所以我们努力宣传我们是什么，然后我们努力实现这一点。

在大型上市公司中，我确实认为我们拥有世界上最好的股东群体。我认为这是因为我们多年来收购了很多企业，他们在多年来成为我们的合作伙伴，他们知道我们会像对待合作伙伴一样对待他们。反过来，他们也给了我们很大的安慰，因为我们有一个稳定的股东基础，以及一种仅仅是管理整个地方的良好感觉。查理？

芒格：从某种程度上说，这里发生的一切是一场意外。沃伦和我开始为我们的家人和朋友投资，以及在我们年轻和不知名的时候信任我们的人，当然，我们对他们产生了强烈的感情。我们从这一基础演变为控股上市公司，因此**我们倾向于将我们的股东，包括新股东，视为家族。**这不是装出来的，这就是我们对你的看法。

其他人无法做到这一点，因为他们以不同的方式改变了他们的处境。如果你是一位 CEO，与普通的机构投资者打交道，他们感兴趣的是让自己的投资组合管理在未来六个月表现良好，你会发现很难去爱你的股东。他们是一种敌对势力，对你施加不合理的期望。因此，我认为沃伦和我不应该因为我们与股东的关系更好而得到如此美妙的赞誉。我们以一种完全不同的方式来到这里。现在，我们确实有足够的理智，当我们看到这是一件如此好的事情，如此令人满意，我们就坚持了下来。但我们是偶然走到这一步的，不是吗？

巴菲特：是的，我们是偶然进入的，我们也很幸运，因为我们没有一个投资者关系部门希望我们出去加油。

芒格：但那是故意的。（众笑）

巴菲特：是的，是的。我见过他们在几十家公司的运作，我以这样或那样的方式参与其中。这真的很荒谬，你走出去，试图迎合人们的期望，他们希望你做一些你 cannot 通过运营做到的事情，但也许你可以通过会计在短期

内做到。它导致了最糟糕的行为。最后，有人会拥有你所有的股份，你知道，股票名单不可能一直空着，所以，为什么不找一群和你保持同步的人来支持你呢？如果你能相当准确地告诉他们你的期望，你期望如何去做，并告诉他们你什么时候会犯错误，所有这些，他们就会保持一致。

芒格：但我们或许不应该对那些以不同方式应对不同股东面孔的人那么挑剔。如果我们继续保持与之前同样的经营方式继续扩大规模，我们到底会不会以同样的方式走向终点？这一点我们也不清楚。

巴菲特：当然。是啊。所以我们会在接下来的 5 到 10 分钟里放弃批评，然后我们再回来。(众笑)

24、低利率伤害了那些被吓得不敢炒股的人

卡罗尔·卢米斯：非常简短的问题。请评论一下我们现有的，也许还在继续的零利率的影响。

巴菲特：对于任何以短期资金进行投资的人来说，这都是非常困难的。你知道，如果你目前在一些货币市场基金上获得 0.1% 的收益，如果你在哥伦布登陆时就开始这么做，并且不支付任何税收，那么到现在你的钱几乎已经翻倍了。(众笑)

我的意思是，人们在谈论宽松的货币政策，对已经有钱的人来说并不是那么容易，但它不会永远持续下去，对那些有固定收入的人来说，它可能看起来像是永远，我非常同情他们。基本上，他们中的许多人在 2008 年末世界看起来崩溃时变得恐惧。他们付出的代价从回报的角度来说非常糟糕，他们的购买力会被蚕食，我知道有些人就是这样，但这将在某个时候结束。我不知道结局如何，但我不想成为美联储主席或财政部长。从来没有人问过我，但也许这就是为什么我说我不想做的原因。但是，我们不会永远实行巨额预算赤字和非常宽松的货币政策。如果我们真的遇到麻烦，责任不应归咎于美联储，而应归咎于国会。(掌声)

芒格：从某种意义上说，我们的现实情况几乎是令人沮丧的。股票上涨是因为，以安全的方式将你的钱贷出去的利息回报是如此糟糕，当然，一个答案是，这不会持续太久。在这种情况下，相对而言，股票的价值不会那么明显。当然，如果它像日本那样持续下去，我们也不会喜欢，因为这将意味着我们陷入某种可怕的停滞。这是一个非常令人愉快的消息。(众笑)

巴菲特：极低的短期利率，对其他所有东西的价值所施加的压力，怎么高估都不为过。我的意思是，人们之所以以 0.1% 的利息把钱拿出来是因为，他们害怕投资其他一切。但随着他们对其他一切的恐惧减弱，就像过去几年一样，推动股票价格上涨，推动房地产价格回升的压力是巨大的。当然，与这些事情有关的人都明白这一点。

但我认为，你不应该低估过去一年股票价格的上涨程度，这是人们把钱放在短期货币工具上所经历的痛苦的结果。除非他们对世界感到恐惧，否则他们会被迫进行其他投资，我认为我们已经看到了很多这样的情况，如果他们真的提高了利率，我们就会看到会发生什么。

25、通过提问来评估企业

股东：大家好，我是来自堪萨斯州的 Olathe 的 Jeff Colvette。我在 1999 年开始投资，正好是在科技泡沫大爆发之前。不幸的是，在我学会评估企业价值和运用安全边际的重要性之前，我学会了买入并持有，不要担心市场价格波动。所以，正如查理所说，我很快就经历了巨大的失败。我现在感觉不那么糟糕了。这就引出了我的问题。我已经读了所有伯克希尔的报告以及我能读到的所有关于你们俩的资料，我感谢你们安排了这么精彩的会面。但它似乎可以归结为一些简单的事情，即评估一项业务并应用安全边际。所以我的问题是，你推荐什么方法来更好地评估公司？

巴菲特：这是一个非常非常好的问题。以我自己为例，你知道，我一开始对公司估值一无所知。格雷厄姆教给我一种方法，来评估某种类型的公司的价值，这种公司会被证明是成功的，只是这些公司已经很难找到了。但尽管如此，这几乎可以保证不会失败，但并不能保证这些东西会继续可用。

查理教会了我很多关于持久竞争优势的价值，以及什么是真正一流的企业。但随着时间的推移，我对各种类型的企业有了更多的了解。但你会惊讶地发现，有很多生意我都不太了解。最重要的不是你的能力圈范围有多大，而是你知道自己的能力圈边界在哪里。你不必对 90%、80%、70% 或 50% 的生意成为专家，但你必须对你投资的那些公司有所了解，如果那只是宇宙中的一小部分，那仍然不是一个杀手。

我认为，如果你想想你会为麦当劳的三明治付多少钱，你会认为你会明白。如果想想你自己的家乡奥拉西的那些企业，你想买哪个？你认为你能理解他们的商业模式吗？你认为 10 年后还是 20 年后，与它们哪个竞争会很艰难？只要不断问自己关于企业的问题，并和其他人谈论它们。随着时间的推移，你将扩展你的知识。要永远记住安全边际。我认为你基本上有正确的态度，因为你认识到自己的局限性，这在投资行业非常重要。你会找到自己的天地的。

6-7 年前，也许没那么久，当我研究韩国股票的时候，我从来没有想过我会买韩国股票。但我看了看我发现有一些企业符合我安全边际的测试。在那里，我进行了分散的投资，因为我对任何具体的公司都不太了解，但我知

道，20 个这样公司的投资组合将会非常成功，即使一个骗子可能会经营其中的一个，或者其中几个公司可能会遇到我没有预料到的竞争，但他们实在太便宜了。这是一种古老的格雷厄姆方法。你会不时地发现机会，而它的美妙之处在于你不必发现其中的很多机会。查理？

芒格：很明显，如果你想竞争激烈的事情上做得更好，你必须要多思考，多学习，多练习。而这个领域的世界是这样构建的，你必须不断学习，因为世界在不断变化，你的竞争对手也在不断学习。所以你只需要每天早上起床，然后试着在晚上睡觉的时候比起床的时候更聪明一点。如果你坚持这样做很长一段时间，并积累一些经验，无论是好的还是坏的，当你尝试并掌握你想要做的事情时，这样做的人几乎不会彻底失败。他们可能会有一个糟糕的时期，特别是当运气不佳或什么的。但很少有人在这方面失败过。如果你有正确的品性，你可能会慢慢进步，但你一定会进步。

巴菲特：查理，你在学校里学过商业课程吗？

芒格：没有。我学的是会计。

巴菲特：你是什么时候开始对企业进行估值的，你是怎么做的？

芒格：当我还是个小男孩的时候(众笑)。我记得，我会去奥马哈俱乐部，那里有一位老先生，每天早上 10 点半左右去奥马哈俱乐部。显然，他几乎不工作，但却相当富裕。

巴菲特：他成了你的理想。(众笑)

芒格：是的。但他让我这个小男孩非常好奇。我问父亲：他到底是怎么做到的？父亲说：查理，这是一个几乎没有竞争的行业，他是负责收集和处理马的尸体的。这是一种通过策略避免竞争的例子。你不断地问现实中一些类似的问题，然后从很小的时候开始，你慢慢地就学会了。你不也是这么做的吗？

巴菲特：是的，谢天谢地，查理超越了自己最初的洞察力。(笑)

芒格：我注意到了，这很有趣——当我还是个小男孩的时候，你会看到在奥马哈，有很多具有统治地位的企业都破产了，很多都在困境中以适中的价格卖掉了。而像 Kiewit 这样的一些人，从小起步，当时没有人认为他们会成为伟大的企业。我觉得生活就是这样的。你很难接近顶峰，一旦你达到了顶峰，你就很难长久的占据这个位置。但我认为你可以预测 Kiewit 很可能会赢。因为他们更关心如何把事情做好，他们更关心如何避免麻烦，同时他们对自己有更多的约束。

巴菲特：如果你很了解这个人，你就会下注，对吧？

芒格：我不会把赌注押在我认识的那些已经很富有的人身上。但我会把赌注押在皮特·基威特(Pete Kiewit)身上，他姐姐教我数学，一半荷兰口音，一半德国口音，你知道，这是一种艰苦的文化(模仿口音众笑)。不管怎么说，我只是自然而然地跟着做了。**什么是有效的，什么是失败的，为什么是有效的，为什么是失败的？如果你有这种品性，你就会慢慢地去学习。如果你没有那种品性，我也帮不了你。**(众笑)

巴菲特：如果你跟随皮特·基威特 10 年，你永远不会看到他做任何愚蠢的事情，这是在避免愚蠢的事情。你真的不必很聪明，但是，你知道，你必须避免那种几乎是显而易见的错误。但我想说的是，你已经走上了正确的道路，因为你已经具备了基本的基础，知道了自己的局限性，但仍在寻求更多地了解各种业务。我想，当查理从事法律工作的时候，任何他服务的客户，他都会认真思考这些客户的业务，就好像他拥有这个地方一样，他可能普遍认为自己比真正拥有这个生意的客户更了解这个地方(笑)。但我记得 50 年前和他交谈时，他会开始谈论 Caterpillar 在 Bakersfield 的经销店之类的事情。他无法在不考虑基本经济学原理的情况下看待一个企业。那家伙跟 Caterpillar 的交易怎么样了？(笑)

芒格：嗯，他以一个非常荒谬的价格把它卖给了一家愚蠢的石油公司。(众笑)这还不值他得到的一半。他们有一个概念和战略，因为他们有顾问。(众笑)

巴菲特：是的。(笑)

26、资本回报率最高的公司

Becky：这个问题来自南达科他州阿伯丁的 Carson Mitchell，他问，对于伯克希尔来说，什么业务的资本回报率最高，世界上什么业务的资本回报率最高？

巴菲特：这有两种算法。如果你谈论经营企业所需的资本，而不是我们可能为企业付出的代价，我的意思是，如果我们收购一家很棒的企业，你可以在没有资本的情况下经营它。比如，假设你有装瓶系统，你无需资本就能经营可口可乐公司。现在，如果你以 1000 亿美元的价格购买它，你可以将其视为你的投入资本，也可以将其视为基本资本。**当我们看什么是好的企业时，我们是从企业实际所需的资本来定义它的。但对我们来说是不是一项好的投资，则取决于我们最终为此付出了多少钱。**

有许多企业是靠负资本运营的。**任何伟大的杂志都是负资本运作的。**卡罗尔在财富杂志工作，用户提前付

款，没有固定资产可言，应收款也没有那么多，库存什么都没有。因此，我猜《人物》杂志或《体育画报》杂志是以负资本运作的，特别是《人物》赚了很多钱。我们有一家名为蓝筹印花的公司，我们提前获得了浮存金，并以非常可观的负资本运作。你知道，苹果不需要那么多资本。所以，有很多伟大的企业只需要非常非常少的资本。当然，最好的是那些不需要资本就能变得很大的公司。喜诗糖果是一个很棒的生意，只需要很少的资本，但我们不能让人们每天吃 10 磅的盒装巧克力。

一般来说，大型消费企业需要的资金相对较少。人们提前预付给你钱。杂志订阅是一个案例，保险是一个案例，你知道，你正在使用你客户的资本。我们喜欢这类企业，当然，世界其他地区也是如此，所以收购这些企业他们会变得非常有竞争力。例如，我们有一家由 CathyBaronTamraz 经营得很好的公司，叫做美国商业资讯公司 (BusinessWire)。它不需要很多资金。它有应收账款，什么都有，但是它是一个服务型企业。很多服务型企业和消费型企业几乎不需要资本。当他们收购成功的时候，你知道，他们真的可以成就一番事业。查理？

芒格：我没有什么要补充的，但无论如何，这个公式永远不会改变。

巴菲特：查理，如果你能在世界上拥有一家公司，你会选择哪一家？(众笑)我希望我们已经拥有它们了。

芒格：几十年前，你和我因为谈论这样一个话题而陷入了麻烦。我想我不会再说了。(收费桥梁的讨论在布法罗新闻报官司中的负面影响)。如果说出一些拥有令人难以置信的定价能力的企业，你说的就是一个垄断或接近垄断的企业。我认为我们坐在这里说出我们最受赞赏的业务或其他人认为是垄断的东西是不明智的。

巴菲特：好的。我们会继续前进的。(众笑)

27、电话一直没响，但我们还是准备买

股东：巴菲特先生，芒格先生，来自纽约的 GlennTongue。我要感谢你们二位在经济危机中所做的堪称楷模的领导。由于你们的努力，我们在几个方面都变得更加富有。我想问一下伯克希尔的增长情况，特别是你的收购前景和兴趣。电话一直在响吗？

巴菲特：你知道，伯克希尔的电话不会经常响起。我们在年度报告中列出了我们寻找公司的标准，我们并不是在寻找越来越大的东西。所以当我们想要收购那些税前至少能赚 7500 万或 1 亿美元的企业时，就会淘汰掉很多电话。我想说，如果我们一年接到几个 3-4 个符合我们标准的认真电话，那就是一个好的年份，这看起来有可能，我会很满意。让我们感兴趣的事情出现的频率，我不认为会有任何的重大变化。

我的答案是，就兴趣方面，我们是一如既往地感兴趣。我的意思是，我们开了一张大额支票，发行了与 BNSF 有关的股票。但如果周一早上我的电话响了，说有什么大的收购，我会很高兴的。我们会想出办法的。查理？

芒格：是的，我很惊讶我们在购买理想的公司方面取得了成功。正是人们的反感帮助我们，因为许多向我们出售公司的人非常聪明，而他们对几乎所有的机构都感到反感。他们不想把公司卖给那些以收费驱动的买卖机构手中，这些机构根本不关心员工或生意本身。所以他们最终决定加入伯克希尔，他们不想加入其他公司。当然，这对我们来说是了不起的。在某种程度上，我们已经有了一个过滤装置，它在保护我们不受坏人的伤害。很少有人有这种特殊的制度。我们得到的东西是那些不会卖给别人的人提供的。这真的很奇怪。发生了多少次了？

巴菲特：嗯，这已经发生了很多，而且是在重要的事情上。我之前提到过，所以我可以提一下名字。当我听到伊斯卡(ISCAR)的消息时，我之前从未听说过 ISCAR，也从未听说过 Eitan Wertheimer，他写信给我，但他基本上告诉了我公司的情况，并说得很具体，他们要么想把它卖给伯克希尔，要么不想卖给任何人。我们见了面，做了个交易。

还有另一家公司(TTI)2006 年加入了我们，Paul Andreu 在出售生意的问题上思考了大约一年，而他已经建立了这个公司几十年了。他说，“有三种可能。一种是把它卖给竞争对手。但他们会立即想到他们可以把所有的人从这个地方带走，然后把总部搬走”——他们会拆除他花了 30 年左右建造的东西。所以他决定他不想这么做，尽管这对竞争对手来说可能更有价值，因为这是经常发生的情况，而不是其他任何人。然后，他也考虑卖给一家杠杆收购公司(现在他们会称自己是一家私募股权公司)，他决定，他不希望自己的地方成为一块不用多少年就会被转卖的公司。他真的很想找到一个永久的家。所以他说，“当我来找你的时候，不是因为你太有魅力了。而是因为你是唯一剩下的人了。”(笑声)于是我们买下了生意。

所以这种情况时有发生，而且是偶然发生的。当某人的生活中发生了一些事情时，他们才会决定真正想要找到一个永久的家。这可能是因为这个家庭相处得不好。你知道，可能有很多原因。也许有人想把它货币化，因为他们想捐出很多钱。但这会周期性地出现，而伯克希尔是一个合乎逻辑的地方，我们会接到电话的。但是，我们没有多少办法来加快这一进程，或做任何类似的事情。我们随时准备在它发生时采取行动。我的意思是，如果在周一我接到电话，是 100 亿美元的交易，并且我喜欢它，那我会说好的。(笑)然后我会想出我们该怎么做。

芒格：是的，我认为还没有结束。事实上，它可能会比早些时候更慢。但考虑到我们比过去富裕了很多，这

也不算太坏。

28、伯克希尔未来的大问题

安德鲁·罗斯·索金：这个问题来自马萨诸塞州韦纳姆的股东 Peter Brotchie。他问，沃伦和查理，谢谢你们去年改进了问答环节。在这些问题中，有没有一些重要的问题让你感到惊讶，因为你没有被问及伯克希尔的财务或业务情况？如果是这样的话，如果角色互换，你会问自己什么问题？

巴菲特：好的，安德鲁，首先，我要说的是，我们在改变形式方面得到了很多赞扬。它起作用了，这就是我们继续它的原因。所以它运作得很好。(掌声)这掌声是给你的，不是给我的，这是你应得的。

它确实提高了问题的质量，因为它与伯克希尔有关，并有一个筛选问题的系统，而不是由我们来筛选。现在，我给了查理时间去思考这个问题的答案会是什么，所以我要把它交给他。(众笑)

芒格：我对伯克希尔应该采取不同做法的事情没有太多评论。我认为，我们进入比亚迪是非常有趣的，因为比亚迪正在新技术的发展前沿上冲浪，而我们一直吹嘘要避免这种情况。这不是一个公平的说法吗？

巴菲特：这很公平。

芒格：然而我们却在这里。我认为这是因为我们已经展示了一些学习的能力。我认为比亚迪的投资将会非常成功。我认为它会以一种让我们所有股东都感到非常高兴的方式得到很好的解决，因为我认为他们将帮助解决世界上的一些重大问题。而且，你知道，我很自豪地谈到 Kiewit。他们更努力，他们更自律。这就是我对比亚迪的感觉。和这样的人交往是一种快乐，在我的生活中，他们是我成就最大的人。所以就我而言，我们找到了自己的同类，除了他们更好。我们可能会做更多这样的事情。我们也不会有足够的信心进入风险投资领域，因为这通常只是依赖一个聪明的年轻人，不管他有多么聪明的想法都相信他。

巴菲特：这不是我的做法。

芒格：不，我也不会。但当我们发现比亚迪的时候，它已经展现了它的活力。他们完成了让我觉得几乎不可能完成的事情，然而他们做到了。因此，我认为这不是伯克希尔最后一件不寻常的事情，也不是最后一件有效的东西。我认为收购伯灵顿北方公司时，我们知道这对他们的股东比对我们的股东更有利，因为毕竟他们要进入伯克希尔。(众笑)但我们也认为这对我们的股东有好处。如果对我们来说是满意的，我们为什么要在意(加入我们)对他们来说是更好的呢？我认为这种情况也会再次发生。这就是我们的文化。你知道，中西部，不断改善的地方。

与中美能源公司和伯灵顿合作，我们为伯克希尔带来了相当数量的工程技术人员，当然，我很喜欢这一点。所以我希望你们对事情的进展感到满意，因为我认为他们会继续朝着同一个方向前进。(掌声)

巴菲特：是的。(掌声)我认为他们将继续朝着同一个方向前进。但要回答你关于这个问题，安德鲁，我可能会问这个问题，你知道，"你能在很长一段时期内有效地使用你创造的所有资本吗？"我认为，答案是——我们将看到更多的事情，我们将做更多的事情。当数字变得足够大时，要做增加价值的事情就会变得异常困难。我的意思是，如果你把这些数字摆出来，你可以看到在 10 年或 15 年后，不仅是已经积累的资本，而且还包括所有新产生的资本，都会使事情变得非常困难——很难使得每一美元的投资都会创造超过一美元的价值。一部分资金可能会以这种方式使用，而且很可能会用于我们所从事的这类业务。到了某一时刻，数字变得太大了。实际上，我们的历史是一条曲线，一直在接近那个点。结果是，现在我认为我们可以走得更远，比我 30 年前所想的要远。我的意思是，它就是这样发展的。部分原因是我们看到了 30 年前我从未想过我们会看到的東西。但事情的发展总有一个限度。在我看来，总有一天我们不能明智地使用我们内部开发的 100% 的资本。然后我们会做一些符合股东最大利益的事情。

芒格：我认为谈到伯克希尔，在投资方面会有一些改变——可能比你们许多人预期的更早开始——这些投资经理有希望做得很好，即使没有沃伦好，但也会是一个不错的近似值。在某些情况下，他们还具备沃伦所缺乏的能力。换句话说，他们不会都是负面的。(众笑)所以我真的很乐观。(众笑)我可以看到——我认为我们会成功的原因，是沃伦会对任何有点古怪的人多看一眼，当然，这就是你在这里看到的。

巴菲特：是的，活生生的证据。(众笑)

29、"找到你的激情，然后不要让任何事情阻止你"

股东：大家好，来自宾夕法尼亚州的 Jim Thorpe 的 Joseph Mazzella。我想首先感谢芒格先生和巴菲特先生，以及本次会议的董事会，以及整个股东周末。到目前为止，我过得很愉快。我想和大家分享一下。当被问到如何定义财富时，亚里士多德的回答很简单："是他花的比赚的少。"对于像我这样的年轻企业家，你能给出什么建议，关于如何定义和如何在自己的企业中积累财富，因为我希望建立一个有一天，你会有兴趣收购的企业。

巴菲特：我预测你会建造一个这样的企业。你知道，它可能不会达到那种规模——我们也是有一个变化的目

标——但如果你从你刚才阐述的原则开始，可能还有其他一些我们也会同意的类似原则。没有什么比追随你的激情更好的了。我的意思是，我喜欢我所做的，很明显，我一直都很喜欢我所做的。查理也是这样。我们有经理人，你知道，他们也来了——有些人上过商学院，有些人没上过。他们都是这种类型。但他们的共同因素是，他们是成功的，他们热爱他们所做事情。你必须在生活中找到这一点。有些人很幸运，很早就发现了它。幸运的是，我的父亲正好从事证券行业，所以当我去他的办公室时，有很多书可以读，我对此很着迷。但是，你知道，如果他从事其他职业——我想我最终会读到那些证券的书，但那会是很久以后的事了。所以如果你找到了让你兴奋的东西，我猜你会做得很好。从某种意义上说，它的美妙之处在于，没有那么多的竞争。在你选择参加的比赛中，不会有很多人跑得比你快。如果你还没有找到它——你很可能已经找到了，但如果你还没有找到它，你知道，你必须继续寻找。我们有 70 多位经理人。你知道，我们有一个人没有上过高中，我想他在四年级的时候就退学了。嗯，B 夫人一生中从来没有上过一天学。当你去家具市场的时候——我希望你今晚就去，我们希望今天的销售额创下新纪录(笑声)，你在这 78 英亩土地上看到的是最大的家居用品商店，销售额约为 4 亿美元。这是美国最大的商店，它的初始 500 美元的资金来自一位一辈子没上过一天学，不会读写的女人。她热爱她所做的一切，而且，你知道，我告诉这个故事，这是一个真实的故事。当她 90 多岁的时候，她邀请我去她家吃晚餐。这很不寻常。它们还有一栋非常漂亮的房子，离商店六七个街区远。我走进房子，沙发，椅子，灯，餐桌，它们都挂着绿色的价格标签。(众笑)这让她感到宾至如归。(众笑)我对她说，"B 夫人，你是我喜欢的那种女人。"忘了索菲娅·罗兰吧，这才是我喜欢的女人。她很喜欢这个生意。她一生都喜欢它，想想它产生了什么。我的意思是，这简直太不可思议了。我的意思是，你知道，有一次我父亲曾引用爱默生的话说，"你内心的力量是无穷无尽的。"从根本上说，B 夫人的内心的力量就是无穷无尽的。在她的一生中，它产生了惊人的东西。所以，去找到你的激情，然后不要让任何事情阻止你。(掌声)

30、芒格关于人生的基本原则：重复有效的方法

卡罗尔·卢米斯：这是一个深刻的哲学问题。和查理所做的和宣扬的许多事情与人们所实践和期望的是相反的。例如，你不改变被收购公司的管理层，你为长期雇员鼓掌，而其他人士总是寻找新鲜血液，试图随着年龄的增长而解雇员工。你可能不鼓励退休，而许多公司却鼓励退休。你没有给董事们大量的回报，也没有用股票期权来补偿他们。你似乎没有雇佣很多 MBA。你没有投资高科技，但你的公司发展得很快。你没有提供收益指引。你不

住在纽约附近。你不喜欢寿司(笑声)。我想知道，所有这些事情的根本原因是什么？换句话说，这里似乎有一个我所缺失的核心哲学。我可以把这些理解为孤立的原则，但关键在哪里？科学家和哲学家在可能的情况下寻找统一的理论。你的是什么？是佛教，还是异教，还是别的什么？是的，我在寻找你人生管理的基本或统一理论或基本指导原则。

芒格：沃伦，让我试试这个问题。它是实用主义。部分原因是，我们以(与其他人)不同的方式做事，是因为这样做适合我们自己。部分原因是，这样做符合我们的品格和天性。部分原因是，我们通过经验发现，这样做效果更好，至少从我们所处的角度来看，它更好。就是这么简单。

当某件事情进展良好时，我们有充分的理由继续这样做下去(坚持不懈)。所以我想说，我们正在证明什么可以被作为人生的基本原则。重复有效的方法(Repeat What works)。对你来说够简洁了吗？(众笑)

31、私营高速客运列车并不经济

股东：下午好，我是来自伊利诺伊州巴灵顿的卡洛琳·博伊尔。感谢会议的召开，感谢幕后的每一位工作人员。这是相当精心策划的。(掌声)

巴菲特：如果我可以打断你一秒钟，这是当之无愧的。我要指出的是，在伯克希尔，我们总部的所有 21 个人都参与了本次会议的工作。我们的首席财务官在做这件事，你可以说出办公室里任何人的名字，因为他们喜欢它。我认为，对于市值接近 2000 亿美元的公司来说，这可能是相当不寻常的。(笑)但你见过马克·汉堡在这里走来走去，做些事情。这是一个团队的努力，我希望他们有做这件事的乐趣，因为他们肯定不会因此得到奖金(笑)。但我认为它体现了我们的组织文化。谢谢，很抱歉打断你，请继续。

股东：没关系。现在您拥有一些铁路业务，我想听听您对我们国家是否需要高速客运铁路服务的看法。如果你认为是这样，那应该是私人的还是公共的努力？

巴菲特：是的，我认为就其本质而言，当它与汽车竞争，与航空业竞争时，它是不经济的。我们没有点对点的密度和需求，无法产生资本回报。但这是我的猜测，我没有对它进行大的研究。但在我看到的所有关于 IT 经济的预测中，它的效果都不是那么好。所以如果它完成了——除非它以某种方式得到大量补贴，这意味着它无论如何都是公共的，我不认为它会在私人的情况下发生，它不会满足私人经济的考验。

查理，你知道，他们在加州有一个很大的提案。你对这件事的经济意义了解多少？

芒格：嗯，我知道的很少，但我至少和你一样半信半疑。在一个已经人口稠密的地方建设高铁系统的成本高得惊人。当然，你是在和一个人人们更喜欢的交通系统(自驾)在竞争。我对坚持高铁持非常怀疑的态度。但我觉得在日本和中国都很棒。他们有不同的演算。但在我看来，在洛杉矶建设高铁就像是一个成本和麻烦的无底洞。想想这有多难。

巴菲特：是的，在日本，但它起作用了。你知道，从定义上来说，如果它要高速运转，它不可能经常停下来。因此，如果要让它真正实现点对点运输，那成本将变得惊人。在奥马哈有关于电车系统的讨论，他们正在谈论，需要联邦政府提供的数亿美元补贴或类似的东西。我记得实际收入的预测是大约 40 万美元，而这是在运营成本之前。所以，你投入 2 亿美元，让人们在奥马哈行驶几英里，估计大多数人都会想开自己的车。同时，为了让它更有效率，对人们来说它必须是点对点的。我的意思是，如果你先往一个方向开六个街区，然后再往另一个方向开八个街区，你会说，"疯子，我还是开车吧。"这些东西的数学计算真的很惊人。

现在，你知道，每个人都认为如果你能从联邦政府那里拿到钱，这不会让任何人付出任何代价。但这会是一大笔钱。在布法罗已经这样做了，人们喜欢它。我已经看了关于它的相关数据，它让你大吃一惊，在条款方面，你甚至可以让每个人都坐出租车或什么的，这反而对整个社会来说会更便宜。所以我有一种感觉，它也许在东京和横滨之间工作得非常好。确实如此。它甚至运行得很好，所以我认为它为私人投资提供了理由。

但在一个拥有超过 300 多万平方英里面积的国家里，在 48 个州的范围内，这是很艰难的。从成本意义上来说，这个数字难以让人接受。现在，如果它变成了一个巨大的公共项目或属于政府的东西，不涉及任何私人部门的，那你知道，也许它会发生。但我不认为这会在想要得到资本回报的人身上。

32、我们可以处理大地震的索赔

Becky：这是 JerryHaller 提出的一个关于保险投资组合的问题。如果一场袭击智利的同等震级的地震集中在洛杉矶或旧金山，对保险公司和美国整体经济会有什么影响？

巴菲特：我不知道这个问题的答案。即使你告诉我震中在哪里，里氏震级也远远不是一个完美的损失指数。然后你知道，著名的旧金山地震中最大的破坏是随后的火灾。当他们区分这两者时，他们称之为"摇一摇，烧一烧"。我是说，摇一摇要赔多少钱，然后再烧一烧要赔多少钱？(众笑)我的意思是，在一场真正的极端的地震中，我认为赔付总额很难远远超过 1000 亿。

你知道，非常大的地震发生的频率要低得多。但如果你在太平洋西北部地区，那里有可能发生里氏震级非常高的地震。当然，我们的历史不会追溯到那么久，但我们知道密苏里州的新马德里在相对较短的时间内发生了三次地震，都远远超过里氏八级。这种情况总有一天会再次发生，也许是 500 年，也许是 1000 年，也许就在明天。这就是保险业务的意义所在。当我想到地震风险时，在加州的最坏情况，我倾向于认为最多的赔付不会超过 1000 亿美元。北岭地震造成的破坏比几年前旧金山附近的那次大得多。但我们能够处理。伯克希尔完全准备好应对任何可能出现的情况，即使情况比我所经历的要糟糕得多。

最严重的保险损失——我不知道卡特里娜飓风最后是不是达到了 700 亿美元或者类似的数字，而那是我认为在是在最坏情况下全行业需要赔付超过 2500 亿美元的时候。我的猜测是，如果出现这种情况，我们仍然会有一个正常的一年和其他一切，伯克希尔仍将有一些实质性的正收益。所以我们准备好了。查理？

芒格：是的，你知道，1906 年旧金山的大地震引起了一场可怕的大火。但是最近加州的那些大地震，并没有引起太多的火灾。而且很多地震造成的损失完全没有保险。所以你可能会有很大的损失，而不是大规模的保费赔偿。沃伦会比我更了解这一点。地震保险不像火灾保险那样具有普遍性。所以，在我看来，一场真正可怕的火灾，或者可怕的飓风，可能比地震更能让人受创。

巴菲特：哦，不，不，一点也不，一点也不。到目前为止，在智利，据我所知，我可能在这一点上是错误的，这可能不是最终数字，但随着数字的不断增加，就损失而言，大约 40% 是海啸，60% 是地震。但就最终的数字而言，这可能不会成为现实。世界上不时会有巨大的灾难发生。我们在处理这些问题的能力上是不同的。

我的意思是，我们在保险业务之外有如此强大的盈利能力，如果你拿一场 2500 亿美元的地震、飓风或其他什么，而我们现在可能只有不到 3% 的收入，但不妨称之为 4%，那对我们来说就是 100 亿美元的赔付。而且，你知道，我们的税前收益，在任何给定的年份，我预计都会远远高于这个数字。我们的净收益是其他保险公司都望尘不及的。所以我们在这方面做得很好。

33、"巨额债务不会让我们陷入困境"

股东：我叫弗兰克·蒂德，来自阿肯色州的阿卡德尔菲亚。这也是一个保险类的问题，但我确实想感谢巴菲特先生和芒格先生，感谢董事会，在阿肯色州我们称他们为合伙人，感谢你们在运营伯克希尔和公平对待股东方面的诚信。所以非常感谢你们。(掌声)

在信贷危机中，我们看到了信贷的过度使用，这导致了金融大崩溃，政府最终介入。现在，我们看到我们的城市、我们的州、我们的国家的债务大幅增加。对于伯克希尔来说，我们在全球金融危机中的风险敞口可能是什么？会不会有让我们陷入麻烦的相关风险？你说我们有 400 亿的市政债券保险。有 80 亿给了美国，我不确定这不是市政债券。大型事件会不会造成大量损失，再加上我们的投资减少，造成 AIG 类型的情况？谢谢。

巴菲特：如果你假设某件事发生了彻底的崩溃，而我们在 2008 年基本上就下了赌注，那就不会发生。这是没有必要的，但我们在 2008 年接近成功，我认为政府可以解决存在的恐慌，最终他们会这么做的。很多人所担心的，在我心中却不是任何问题。人们的问题可能是，情况会继续混乱吗？决策会瘫痪吗？战争会爆发吗？国会会站出来干预吗？.....诸如此类的所有这些事情。我想会有一些这样的情况，但我想最终我们会做正确的事情，**全力以赴的做正确的事情**，回过头来看，我们做到了。这种情况还会再次发生。所以，如果你谈论一些大规模的核、化学或生物袭击，这些攻击真的在很大比例的人口中发生，谁知道会发生什么。但我要说的是，我认为伯克希尔可以承受任何公司所能承受的一切。我们的保险业务不会造成问题。如果发生一些特别的事情，我根本没有预料到这一点，但可能会出现世界陷入瘫痪的局面。但我认为，在经历了 2008 年之后，我认为我们的政府可能更好地理解在了那样的时刻采取大规模行动的必要性。

做任何必要的事情——当有担保的货币市场基金，当有担保的商业票据发生问题时，当有这样的事情发生时，你知道，这种情况是前所未有的，但政府的行动非常坚决。在我看来，他们会再次这样做。这个国家的植物不会消失，土地不会变得更贫瘠，你知道，人们不会变得更缺乏创新精神，一切都会正常，除非经济的齿轮完全失灵。我不认为这会发生。你说的对，事情都是相互关联的，当一个地区的情况不好时，它们确实会蔓延到另一个地区。但我认为，伯克希尔是为了抵御任何极端情况而建立起来的，除非人类从世界上彻底被消灭外，而这不会发生的。巨额的债务不会让我们陷入困境。这我可以向你保证的一件事。我不能告诉你彗星撞击我们或类似的事情，但我不关心政府在金融方面有多愚蠢，或公司有多愚蠢，或类似的事情，这些都不会伤害伯克希尔。

我想感谢你们所有人的到来。查理和我真的很感激。谢谢你们。(掌声)现在我们将休息 5 分钟。你们中的一些人可以去购物，一些人想留下来参加商务会议，我们将在 5 分钟后开始，我们将看看需要多长时间。

正式商务会议

巴菲特：好的，我已经介绍过伯克希尔的董事。今天和我们在一起的还有我们的审计师 Deloitte & Touche

公司的合伙人。他们可以回答你们关于他们公司对伯克希尔账户审计的问题。Forrest Krutter 先生是伯克希尔的秘书。他将对会议情况做书面记录。Becki Amick 小姐已被任命为本次会议的选举检查员，她将证明在选举董事时的投票数。本次会议的主要代理持有人是 Walter Scott 和 Marc Hamburg。秘书是否有一份关于已发行的、有投票权的、在会议上有代表的伯克希尔股票数量的报告？

Forrest Krutter：是的。正如随同本次会议通知寄给所有在册股东的代理声明中所指出的那样，在 2010 年 3 月 3 日，即本次会议的记录日期，共有 1,029,738 股 A 类伯克希尔普通股流通，每股有权对会议上审议的议案投一票，以及 926,013,086 股 B 类伯克希尔哈撒韦普通股流通，每股有权对会议上审议的议案投万分之一票。其中 705,611 股 A 类股和 566,627,821 股 B 类股由截至 4 月 29 日星期四晚上返回的代表权代表出席本次会议。

巴菲特：谢谢你。这个数字代表了法定人数，因此我们将直接进行会议。第一项是宣读上次股东大会的会议记录。我请 Walter Scott 先生发言，他将向会议提出动议。

Walter Scott：我提议免去宣读上次股东年会和股东特别会议的会议记录，并批准该会议记录。

巴菲特：我听到了吗？(声音：我支持这项动议)。动议已经提出并得到支持。是否有任何意见或问题？我们将以语音表决的方式对这项动议进行表决。所有赞成的人说"同意"。(声音：赞成)。动议通过。

第二项是选举董事。在场的股东如果希望撤回之前送来的委托书，并在选举董事时亲自投票，您可以这样做。此外，如果在场的任何股东没有交出委托书，希望得到一张选票以便亲自投票，您可以这样做。如果你想这样做，请在过道上向会议官员表明你的身份，他们将为你提供选票。希望得到选票的人请表明自己的身份，以便我们能够分发选票。我现在请 Walter Scott 先生向会议提出一项关于选举董事的动议。

Walter Scott：我提议选举 Warren Buffett, Charles Munger, Howard Buffett, Stephen Burke, Susan Decker, William Gates, David Gottesman, Charlotte Guyman, Donald Keough, Thomas Murphy, Ron Olson, Walter Scott 为董事。

巴菲特：有问题吗？(声音：我支持这项动议)。有人提议并附议，上述人士当选为董事。是否有其他提名？是否有任何讨论？提名已经准备好了，可以投票了。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在选举董事的选票上做标记，并允许将选票交付给选举检查员。Amick 小姐，当你准备好了，你可以报告了。

Becki Amick：我的报告已经准备好了。根据截至上周四晚间收到的委托书，委托人的选票对每个被提名人投

了不少于 756,041 票。这个数字远远超过了与所有流通的 A 类和 B 类股份有关的总投票数的大多数。特拉华州法律要求的准确票数证明，包括代表持有人在本次会议上交付的委托书所投的额外票数，以及在本次会议上亲自投票的票数，将交给秘书，与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你， Amick 小姐。上述人士已当选为董事。在我们休会之前，是否有人要在这个会议上提出其他事项？如果没有，我请 Walter Scott 先生在会议上提出一项动议。

Walter Scott：我提议休会。(声音：我支持这项动议)。

巴菲特：休会的动议已经提出并得到支持。我们将以语音方式进行表决。是否有任何讨论？如果没有，所有赞成的人说"同意"。反对者说"不"。(声音：赞成)。会议休会。



BNSF 铁路模型

巴菲特：给全体经理人备忘录 2010

2010 年 7 月 26 日

致：伯克希尔经理人("全明星")

抄送：伯克希尔公司董事

这是我每隔两年都会发给各位的一封信，目的是再次强调伯克希尔公司的最高优先原则，并在继任者计划(你的，不是我的!)上寻求你的帮助。

最优先的原则是，我们所有人都要继续坚持不懈满腔热情地捍卫伯克希尔公司的名誉。我们做不到尽善尽美，但是我们将全力以赴去争取。就像我过去 25 年在这些备忘录里一直在说的那样："我们可能承受金钱上的损失，甚至是大笔的金钱损失。但是，我们无法承受名誉上的损失，甚至一丝一毫也不可以"。我们必须坚持不懈地衡量每一个行为：不但要保证是合法的，而且还要保证即使是一位充满敌意而且聪明能干的记者报道我们的这一行为，并且发表在国家级报纸头版头条上，我们也会愉快的面对。

有时候，你的伙伴可能会说：每个人都在这么干。如果这是为一项商业活动进行辩解的话，那么这几乎是一个糟糕的理由。如果这是一个评估和道德有关的决策的理由时，这绝对是完全无法接受的。无论任何时候，当有人说这句话做为理由时，事实上他们的本意是说自己拿不出的一个好的理由。如果有人给出这样一个理由进行解释，你可以告诉他们，把这个理由告诉记者或者法官试试看，他们就会看到这个理由的后果会有多么严重。

如果你看到任何正当性和合法性让你感到犹豫不决的事情时，请务必打电话告诉我。可是，如果一项既定行动的进程导致你感到犹豫不决时，很有可能这件事已经接近于底线，应当放弃。在场地的中央区域有大把钱可以赚。因此，当怀疑某些行动是否接近于底线时，干脆假设已经出了底线，忘掉这件事算了。

同样的道理，如果有任何重大的坏消息，也要马上让我知道。坏消息，我完全能够应对，但是我不喜欢在坏消息已经导致发烂化脓一段时间之后再来应对坏消息。不愿意马上面对坏消息，使得所罗门公司的一个本来可以很容易解决的小问题，转变成一个几乎把这个拥有 8000 名员工的大公司灭亡的大问题。

在伯克希尔公司里面，有些人现在正在做着一些事情，你们和我一旦知道会感到很不高兴。这是无法避免的，因为我们现在雇佣了 25 万名员工，所以想要任何一天里没有发生任何一次不良行为的概率是零，是根本不可能的事。但是如果我们马上处理任何有一点点不正当可能性的行为，我们就会在减少不良行为发生概率上取得很大的效果。你们这些经理人对些事情的态度，通过你们的行为和言语表达出来，将会是你们管理的公司形成的企业文化中最为重要的一个因素。文化，而不是企业规定手册，决定一个组织的行为举止。

至于其它方面，告诉我们现在情况如何，说多说少，随你们自己来定。你们中的每一个经理在用你们自己的独特风格来管理你们公司的业务上都做出了一流的工作，根本不需要我的帮助。你们唯一需要清清楚楚告诉我的，是退休后福利的任何变化，以及任何不同寻常的重大资本支出或者企业并购。

在继任者问题上我需要你们的帮助。我并不希望你们中的任何一位经理人退休，我希望你们都能活到 100 岁。(至于芒格，我希望他活到 110 岁。)但是为了避免你们万一没有活到 100 岁，请给我写一封信，你愿意的话，也可以寄到我家里，告诉我，如果你一夜之间突然变得没有能力继续管理公司，你会推荐谁来接替你的职位。你们的这些信，除了我本人以外任何人都看不到，除非我不再担任伯克希尔 CEO，这时我的继任者将会需要了解你们信中的信息。请总结说明你选择的继承人的优点和缺点，包括你首选的继承人以及任何你觉得应该包括在内的替代人选。你们大部分人过去已经参与过这类推荐继承人的活动，其它人也口头上谈过对继承人的想法。可是对我来说，定期更新非常重要，而且我们伯克希尔现在旗下增加了这么多企业，所以我非常需要你们把自己关于继承人的想法写下来，而不是让我记在脑子里。当然，有少数几家公司由两个人甚至更多人共同管理，比如 Blumkins 家族，the Merschmans 家族以及 Applied Underwriters 公司的两位经理人等，在这种多人管理的情况下，就不要给我写信谈继承人的事情了。你们给我的信可以非常简单，可以是非正式的，可以是手写的，等等。只要注明"给巴菲特的私人信件"即可。

谢谢你们在所有这些事情上给我的帮助，也谢谢你们独立管理你们的公司的方式。因为你们，我的工作才变得如此容易。

沃伦·巴菲特 董事会主席

另外：

我还有一个小小的请求：请回绝任何请我演讲、捐助、给盖茨基金会打招呼等的要求。有时这些让你做为中间人转达要求的人会说："问一下又无所谓"，你直接一口回绝，对你对我来说都更好办一些。做为一个顺带的请求，千万不要建议他们写信或者打电话给我。如果我们下属 76 家公司都隔一段时间碰到这种"我想巴菲特先生会感兴趣"的事情来找我，我如何能够应付过来。因此你们应该明白，马上斩钉截铁地回绝更加合适。

巴菲特：金融危机调查委员会专访

2010 年 5 月 26 日

主持人：非常感谢。巴菲特先生，我们是金融危机调查委员会(FCIC)的工作人员。我们于 2009 年由国会组建，旨在调查全球和国内金融危机的起因。并在今年年底 2010 年 12 月 15 日，向总统和国会提交一份报告，我们也计划向美国公众发布这份报告。我们的任务不仅是调查金融危机的原因，还包括国会在组成委员会的《反欺诈执法法案》中列举的具体问题。该委员会是一个两党委员会，有 6 名民主党委员和 4 名共和党委员，我们与委员会的工作人员在一起。今天我们想问你几个问题，并听听你的观点和见解，以便我们更好地理解金融危机的起因。此外，由于您是穆迪(Moody's)的重要股东，我们还想问您一些关于穆迪的问题。如果你不介意，让我们先具体问问穆迪的情况。据我所知，1999 年和 2000 年 2 月，您也曾投资过邓白氏(Dun&Bradstreet)。

巴菲特：没错。我不知道确切日期，但听起来没错。

主持人：是的，先生。在穆迪从邓白氏分拆以后，您没有进行任何购买，我说的对吗？

巴菲特：我认为这是正确的。

主持人：1999 年首次购买邓白氏，2000 年再次购买时，您和您的员工做了什么样的尽职调查？

巴菲特：我们没有工作人员。**所有的投资决策都是我做的，我自己做所有的分析。**基本上，这是对邓白氏和穆迪两家公司的评估，对其业务经济特性的评估。我从未见过任何人。邓白氏的生意很好，穆迪的生意甚至更好。基本上，**评估企业最重要的决定是定价权。你有能力提高价格，而不会输给竞争对手，你的生意就会很好。如果你必须在涨价 10%之前必须进行祈祷(笑)，那么你的生意就糟透了。**我都经历过，我知道两者的区别。

主持人：现在，你已经描述了质量管理在投资决策中的重要性，我知道你的导师是本杰明·格雷厄姆，我碰巧也读过他的书，他描述了管理的重要性。当您进行最初的投资时，是什么吸引您加入穆迪的管理层？

巴菲特：我对穆迪的管理一无所知。我在年度报告和其他地方也说过很多次，**当一个才华横溢的经理人遭遇一家经济特性不佳的企业，保持不变往往是这家企业的声誉，而经理人的声誉可能已经不在。**如果你有足够好的生意，如果你有一家垄断的报纸，如果你拥有一家有线电视台，我说的是过去，你知道，你的白痴侄子都可以经营好它。如果你有真正好的生意的话，这真的没有任何区别。这可能会在资本配置或其他类似方面有所不同，但**非凡的业务并不需要良好的管理。**

我没有给穆迪的管理层提供任何意见，我不认识他们。你知道，如果五年前你拥有镇上唯一的报纸，你就拥有定价权，你都不必去公司(管理它们)。这是真的。

主持人：你对穆迪的管理表现有什么看法吗？

巴菲特：当你的企业拥有如此大的定价能力时，你很难去评估它们。我的意思是，就有形资产的巨大回报而言，他们做得非常好，回报几乎是无限的。而且，随着资本市场变得更加活跃，他们的业务也在增长。所以最终他们提高了价格。我们也是穆迪的客户，所以我从两方都看到了这一点，**我也是一个不情愿提价的客户，但我们仍然是一个客户。**我作为客户所看到的，反映在他们的财务记录中。

主持人：我在很多地方都看到你被称为穆迪的被动投资者。这是一个公平的描述吗？您与董事会和穆迪管理层进行了哪些互动和沟通？

巴菲特：一开始，有一个叫克里夫·亚历山大(Cliff Alexander)的人，他是邓白氏的主席，当时他们正准备拆分。他认识我。我认识他是因为几年前的一些事情，我们曾经一起吃过午餐，但他并不是真正的运营经理，他在那里监督着拆分的进展。由于我们在邓白氏和穆迪拆分时持有他们的股票，所以我从未去过穆迪的办公室。我想我也从未主动给他们打过电话。我会说，作为一般路演的一部分，他们的 CEO 和投资者关系的人会来三四次，他们认为他们必须这样做。我基本上对这不感兴趣，我也从未要求会面。这只是他们认为投资者关系的一部分。我们不太相信这一点。

主持人：董事会成员呢？你是否要求选举任何成员加入穆迪董事会？

巴菲特：没有，我对此不感兴趣。

主持人：我们已经讨论了口头交流方面。您是否向穆迪发送过任何信函或提交任何备忘录或战略决策建议？

巴菲特：没有。**如果我觉得他们的决策需要我的参与，我就不会买它的股票了。**(笑)

主持人：2006 年，穆迪开始重新回购其已发行的股票，根据我们的记录，他们在 2006-2008 年期间这样做了。当时你为什么不要把股票卖给穆迪？我知道在 2009 年之后，你已经卖出了一些股票，但从 2006-2009 年，在回购期间，你是否考虑过售回股票？如果是，你为什么不考虑？

巴菲特：哦，我以为他们有一个非凡的生意，你知道，我确信他们现在的生意依旧非同寻常，尽管它们现在面临着不同的威胁，我们稍后会讨论。**但我犯了一个错误，在它达到非常高的估值时我们没有卖出。**无论我们是

向公司回售还是在公开市场上出售，都不会有任何区别。但很少有企业拥有穆迪和标普所拥有的竞争地位，它们基本上拥有相同的竞争地位。世界上很少有这样的企业。在某种程度上，这是一种天然的双寡头垄断，现在可能会有所改变，但历史上，这一直是一种天然的双寡头垄断：任何人以半价进来竞争都没有机会成功。而且，没有多少企业能进来把价格降低一半，没人考虑改变这种竞争格局。这是评级业务的本质，这是自然获得的。我的意思是，他们两个成为监管机构的标准和所有这一切，都有助于这一优势。因此，随着时间的推移，政府的行动对其提供了帮助。但这是一个天然的双寡头垄断。

主持人：现在，巴菲特先生，有报道说你投资中从不使用评级，但全世界都用。

巴菲特：是的。但我们会为我不喜欢的那些评级买单。(笑)

主持人：我的问题更多是关于政策和理念，那就是，如果信用评级没有如此深入我们的监管，如果市场参与者对信用评级的依赖程度降低，美国经济从长远来看会更好吗？

巴菲特：好吧，我认为如果每个投入大量资金的人都做出自己的分析，情况可能会更好一点，但这不是世界的运作方式。监管机构在设定资本要求时遇到了一个可怕的问题，所有这些事情都缺乏他们所期待的某种标准，即使这些标准远非完美，但没有更好的替代方案。从监管机构的角度看，我真的无法做出完美的判断。从投资者的角度来看，我认为投资者应该自己做分析，而我们一直这样做。

主持人：您是否支持从监管中删除对信用评级的引用？

巴菲特：这是个很难回答的问题。你知道，你们是如何监管保险和银行的。我们在保险业中占有举足轻重的地位，我们被告知，我们只能拥有 3B 及以上的保险公司，而且不同的州甚至不同的国家都有各种不同的规定。评级可能是一个用来确定适当的资本的粗糙工具，或者防止某些不法者进行投机，比如银行的钱是通过政府担保的。所以这不是一个简单的问题。

主持人：正如我在开头提到的，我们正在调查金融危机的成因，我想听听你的意见，信用评级以及评级机构显然未能准确预测结构性金融产品(如住房抵押贷款支持证券 MBS 和债务抵押债券 CDO)的信贷质量。这种失败或明显的失败是否导致或促成了金融危机？

巴菲特：这并不是造成这一现象的唯一原因，有很多因素促成了这一现象。根本的原因是，你知道，部分是心理因素，部分是现实因素，房价不会下降逐渐成为一种越来越普遍的信念。事实上每个人都屈从了这个信念。

但是，你获得泡沫的唯一途径就是，基本上，**当有很高比例的人基于一些原本合理的假设去买入时(这是非常有趣的)**，随着时间的推移，原本合理的假设变得扭曲，人们忘记了最初合理的假设，开始只关注价格行为。因此，媒体、投资者、抵押贷款银行家、美国公众、我，我的邻居、评级机构、国会等等，绝大多数人都认为房价不会大幅下跌。因为它是美国最大的资产类别，也是最容易抵押贷款的资产类别。你知道，这可能是我们历史上最大的泡沫。这将是一个与南海泡沫和难以理解的泡沫一起被记住的泡沫。

主持人：我确实想问你一些关于泡沫形成的问题，如果我可以在评级机构方面再问几个问题，然后转向这个问题。那么，我是否可以认为，你认为评级的失败至少在一定程度上导致了金融危机？

巴菲特：我确实认为它是，我认为社会的每个方面都在无形中促成了它。但他们最终陷入了全国各地都存在的同样的错觉。这意味着他们的模型并不好。他们没有深思熟虑，但是 3 亿美国人头脑中的模型也没有深入考虑会发生什么。

主持人：同样，评级机构穆迪和标普大约从 2007 年 7 月份 10 日开始大规模下调证券评级。然后又在 2007 年 10 月中旬继续下调。许多人指出，是这些降级导致了危机。你认为这些降级、突然的降级会导致市场的不确定性或迫在眉睫的危机吗？

巴菲特：嗯，我认为人们意识到泡沫开始破裂不是每个人在某个早上六点醒来都能发现的。但房地美、房利美在 2007 年年中的感受，与 2006 年或 2005 年年中不同。所以人们在观望，他们认为最后会有一个美好的结局，突然屏幕上的事件开始告诉他们一些不同的事情。不同的观众可能会在不同的时间、不同的日子、不同的周看到它。但在某个时刻泡沫破灭了。对于不同的人来说，他们在不同的时间看到它。但你可以说，媒体也造成了这种情况，如果说泡沫破裂了，我想评级机构对此的认可，可能已经吸引了一大群以前不太关注它发生的人。房地美 Freddie 和房利美 Fannie 的报告可能已经告诉了人们全国范围正在发生的事情，我认为那是在 2007 年夏天确切的告诉了人们这一点。所以在某种程度上，人们开始意识到他们所相信的是不真实的。

主持人：我在你的一封股东信中读到，我认为你说的很恰当：“**每一个泡沫都有一根针在等着它。**”

巴菲特：这是最大的一个。

主持人：你是什么时候意识到抵押贷款即将崩溃的？如果是这样，你采取了什么措施来应对？如果是否定的，那么作为据称是美国最聪明的投资者之一，你为什么无法发现这个巨大的泡沫正在膨胀呢？

巴菲特：答案是，采取措施还不够快。(笑)这是我们在年会上谈论的话题。我想有一点我把它叫做泡泡糖，我不记得那是哪一年了。但我谈到了我在 Laguna 的家，那里土地的隐含价值已经达到了 3000 万美元/英亩或类似的价格。但泡沫的本质是终将崩溃，互联网泡沫我也意识到了这一点，但我没有去做空股票。我从不做空互联网股票，也不做空房地产股票。回顾过去，我们没有做空，但如果我能预见即将发生的事情，我可能会有不同的表现(笑)，包括卖出穆迪。但事情有点不对劲了。

主持人：显然，我们过去也有过泡沫。正如你所指出的互联网泡沫等等。但至少在最近几年，我们从未经历过像现在这样严重的金融危机。你什么时候意识到这场泡沫破裂和金融危机与最近其它任何一次都不同的？

巴菲特：不幸的是，这是一个渐进的过程，我变聪明太晚了。2008 年 9 月，我在 CNBC 上说，这是一个经济上的珍珠港事件。从定义上说是这样，我没有在三个月前预见到一个珍珠港事件。有各种各样的事件的发酵，但从程度上它会使金融系统崩溃，随后蔓延到经济领域。直到 2008 年 9 月，我才完全意识到。

主持人：如果你要指出泡沫背后的一个驱动因素，你认为是什么？你会怎么说？

巴菲特：这里有一个非常有趣的方面，需要一两分钟的时间来解释，但我的前老板本·格雷厄姆在 50 多年前的一个观察，真的让我印象深刻，现在我已经看到了其中的一些元素。他说，**在投资中一个好主意比一个坏主意会导致更多的麻烦。**如果假设月亮是由绿色奶酪或其他东西制成的，这明显很可笑。如果你认为普通股的表现会比债券好，我在 2001 年的《财富》杂志上写过这篇文章。因为埃德加·劳伦斯·史密斯(Edgar Lawrence Smith)在 1924 年出版了一本著名的小书《普通股的长期投资》(Common Stocks as Long Term Investments)，对普通股和债券投资进行了研究。结果表明，他一开始的想法是，在通货紧缩期间债券会表现更好，而在通货膨胀期间普通股会表现低迷。他回去研究了一大堆时期结果发现，**他最初的假设是错误的。他发现普通股总是表现出色。他开始思考这是为什么。这是因为有一个留存收益因素。他们发行了股票，你得到的股息与债券的收益率相同，除此之外，你还有留存收益。所以股票表现得太好了。这成了 1929 年泡沫的潜在基础。人们认为股票开始表现很好，他们忘记了最初的限制性假设，即如果股票的收益率与债券的收益率相同，那么股票的收益率会更好。所以，过了一段时间，最初的假设被遗忘了，价格行动取而代之，这成为泡沫的某种推动力。**

现在我们在住房方面也看到了同样的情况。这是一个完全合理的前提：随着时间的推移，房子会变得更值钱，因为美元变得更不值钱。你知道，建筑成本上升了，这并不是因为房子如此美妙，而是因为美元贬值了，40

年前买的房子今天比当时更值钱。由于 1/3 的人想拥有自己的房子，因为你可以借钱买你梦想的房子，如果你真的相信房子会升值，你就尽快买一套。这是一个非常合理的前提。当然，这与房屋以重置价格之类的售价有关，而不是扣除通胀的价格。因此，合理的前提是，今年买房是个好主意，因为明年可能会花更多的钱，而且你会想要一套房子。如果房价每年上涨 10%，通货膨胀率每年为几个百分点，你能够为它融资的事实会随着时间的推移而扭曲。很快，或者在某个时候，价格行动开始了。你想买三套房子和五套房子，你想不付任何首付款，你想同意支付你无法支付的款项等等，因为它不会产生任何影响，明年它会更值钱。贷款人也是这么想的。如果这是骗贷，或者你没有收入支撑或其他什么的，都不会有什么区别，因为即使他们不得不接管，明年也会值钱。

一旦这一趋势增强，它就会被价格行动所强化，而最初的假设被会遗忘，就像 1929 年。互联网泡沫也是一样的。互联网将改变我们的生活，但这并不意味着每一家公司都有 500 亿美元的价值，可以凭空造出一份招股说明书，价格行动对人们来说变得如此重要，以至于它占据了他们的头脑。因为住房是最大的单一资产，大约 22 万亿左右，你知道，美国大约有 50-60 万亿的家庭财富，如此巨大的资产，公众是可以理解的。他们可能不懂股票或互联网，你知道，他们可能不了解郁金香球茎，但他们了解房子。不管怎样，他们都想买一个，然后融资，你可以举债到天上去，这创造了一个我们从未见过的泡沫。真希望我能在 2005 年就弄明白这一点。

主持人：然而，这种泡沫被描述为与之前的房地产泡沫不同。当然，你所描述的关于价格的力量以及你所描述过的贷款类型已经存在了一段时间。不过，你认为是什么使得这个特定的房地产泡沫有所不同？你能指出这个特定房地产泡沫的增长的一些特点吗？一些人指出资金便宜，实质上一些人指出房贷业务缺乏监管，一些人则指出华尔街推动抵押贷款证券化 MBS 和住房抵押贷款支持证券 RMBS，然后作为 CDO 的抵押品。其他人则指出是政府政策导致了房地产泡沫。你认为是什么导致了房地产泡沫？

巴菲特：这是一个很好的问题，我没有很好的答案。为什么会出现泡沫呢，我不知道郁金香泡球是在 1610 年还是 1620 年，但郁金香很早就有了，它们一直看起来很漂亮，人们都想把它们放在桌子上。由于种种原因，它达到了一个临界点，这个临界点就是价格行为开始主宰人们的思想。当你的邻居通过购买网络股票赚了很多钱，而你妻子说你比他更聪明，但他比你更富有，那你为什么不这样做呢？当事情发展到一定程度，当日复一日的交易开始时，所有这类事情都很难指出它会是什么，我的意思是，我们有呼啦圈，有宠物石，我是说，你知道，这是一种狂热的个人财务表现。我很难知道是什么导致了所有这些，你可以列举出很多因素，但要说这一次的不同之

处是什么，为什么它没有更早崩盘，我不能给你答案。

<呼啦圈热潮>

呼啦圈被称作是有史以来真正风靡世界的玩具，从产品悄无声息的上市，到《纽约时报》对呼啦圈的产业链进行深度报道，只用了2个月的时间。很少有某种玩具像呼啦圈那样，流行到不分男女老幼、不管天南海北的人们几乎全部热烈的卷入其中，然后，忽然之间踪迹全无。1958年3月，在纽约的一次玩具博览会上，加州 Warm-O 玩具制造公司的 Arthur Melin 和 Richard Knerr 得知，有一种大木圈正在澳大利亚到处流行，孩子把它套在屁股上转着玩。回到公司后，内尔和梅林便开始尝试制造木圈。但他们发现沉重的木头不合适转动，就想用塑料来试一试。化学工业的迅猛发展让高分子合成材料从战前的奢侈品变成使用范围广泛的普通材料。到5月他们做出了符合他们要求的产品，他们用花花绿绿的聚乙烯管做成3英尺大的圈，每只售价93美分，毛利16%。公司将这种新玩具定名为呼拉圈 hu la hoop。由于不符合专利申请条件，到9月便已有十多家公司依样仿制，另立商标出售。成群的十几岁年轻人晃动着呼啦圈的情景上了《生活》杂志和时尚电视节目。Wharm-O 公司日产量提高到2万个，在4个月里至少有2500万个呼啦圈被销往7个国家。仅仅第一年 Wharm-O 在全球就销售了4000万个呼啦圈，到1960年市场销售量达到了1亿个，没有其他任何玩具能够与之匹敌。突然之间"呼啦圈"热潮席卷世界，人们争相购买，闲暇时期纷纷开始跳呼啦圈舞。当时很多的机构，也组织了规模庞大的呼啦圈活动，媒体对呼啦圈的报道也是铺天盖地。甚至在一些社会主义国家，呼啦圈也迅速的席卷大街小巷，如波兰、南斯拉夫，许多工厂日夜生产，还是供不应求。一年之内，波兰一共卖出7000万个呼啦圈，尽管已经达到16人民币一个，还会出现排队抢购，甚至还衍生出了很多制作呼啦圈的私人作坊和黑市。那时买呼啦圈就像如今买苹果手机一样，得老早就去排队。《纽约时报》的报道这样描述呼啦圈在当时的商业地位：在1958年，如果世界上的哪个地方没有人玩这种美国塑料圈就说明这地方尚未'与世界接轨'。这是描述呼啦圈流行的最经典的一句话。成年人所以愿意观看别人玩呼拉圈，是因为有些人屁股的扭动颇富诱惑性。那年秋天，每当举行橄榄球赛时，常出现一种意想不到的乐事：那就是观看迷人的乐队女队长发狂般地扭动着自己的腰部，引得成千上万的观众欢叫不已。呼啦圈让女性毫无顾忌地扭动起了屁股，这被看作是当时部分国家拒绝呼啦圈的原因。剧烈的扭动引发腰部损伤接踵而至，随后欧洲的医学刊物发出警告，谨防因过度激烈而损伤身体。实际受伤的例子非常多，英国医学会发出警告说：凡是已发现有心脏病的人都不能玩呼拉圈，凡是缺乏训练的人都不能一开始就玩得太猛。在日本，医院急诊室里挤满了因玩呼拉圈而引起腰椎间盘突出和脊椎骨错位的病人。但是当每个家庭都拥有了2-3个几乎永远也不会磨损的呼啦圈时，市场便已接近饱和。潮流开始衰退，呼啦圈巨大的销售收益也迅速崩溃。Warm-O 公司里堆着小山一样的塑料管。呼拉圈热来得快，去得也快。到1959年夏，许多城市的垃圾场上都堆满了丢弃的呼拉圈。但不管怎样，从这种狂热完全可以看出，美国群众文化生活中即使一件微不足道的小事，对世界其他地方都会有多么巨大的影响。此后，Melin 和 Knerr 并没有让 Warm-O 公司就此垮台，呼拉圈并不是公司的唯一法宝。1957年推出的飞盘是比呼啦圈更为持久的流行玩具，而在呼啦圈之后，1965年发明的超级弹力球也让 Warm-O 再次赢得市场。

<宠物石热潮>

1975年，一个名叫加里·达尔(Gary Dahl)的美国人通过卖"宠物石"(Pet Rock)成为了亿万富翁，这个历史事件被视为是市场营销史上的奇迹之一。1975年的一个下午，Gary Dahl 和几个朋友讨论"完美宠物"的定义。他们认为，一个完美的宠物应该不需要喂养、散步、梳毛等繁琐的工作，同时还要有足够的个性和可爱的外表。最终，他们达成了一个疯狂的想法：把石头当成宠物。Gary Dahl 随即开始行动起来，他去找了一家宠物店的老板，从他那里学到了如何制作宠物盒子。然后，他去了一家玩具店，买了一些普通的灰石头，用宠物盒子装起来，加上一份笑话式的使用说明书，这样"宠物石"就诞生了。Gary Dahl 并没有像其他人一样通过零售店出售宠物石，而是通过邮购的方式进行销售。他在《纽约时报》上刊登了一则广告，介绍了宠物石的特点，并将价格定在每只3.95美元。广告的效果出乎意料的好，Gary Dahl 收到了大量的订单。为了进一步扩大销售规模，Gary Dahl 开始展开营销活动。他在电视和电台上发表演讲，介绍宠物石的特点，并解释如何使用宠物石。他还在报纸上刊登广告，聘请名人代言，出版了一本《如何照顾你的宠物石》的书籍，并推出了一系列与宠物石相关的周边产品，如宠物石颈链、宠物石笔筒等。宠物石是一个独特的产品，它不同于其他任何一种宠物。它不需要喂食、散步、梳毛等繁琐的工作，同时又具有足够的个性和可爱的外表，吸引了消费者的注意力。这种产品理念的独特性和创新性，成为了宠物石能够成功的重要原因之一。除了产品本身的创新性外，宠物石的使用说明书也是其成功的关键之一。这份使用说明书充满了幽默感和调侃，不仅让人忍俊不禁，还让人对这个看似无聊的产品产生了兴趣。例如，请不要教你的宠物石怎么玩死亡雷电游戏，因为你会失望的发现，它们是没有脑子的。这种幽默感的使用，让宠物石成为了一种时尚、有趣的产品，引发了消费者的购买欲望。除了产品和使用说明书的独特性和幽默感，还有一种与产品相关的情感因素，即对宠物的情感共鸣。无论是什么样的宠物，都会在人们心中占据一个重要的位置，

是人们情感生活中不可或缺的一部分。而宠物石通过创造情感共鸣，引发了消费者的共鸣和购买欲望。人们会把宠物石当成一种新的宠物，将其看作是一种陪伴和抚慰自己情感的方式，从而愿意为它买单。

宠物石作为一个经典的市场营销案例，给我们带来了很多的启示。创新性和独特性是市场营销中最为重要的因素之一。在竞争激烈的市场中，一个独特而创新的产品能够引起人们的关注和兴趣，从而成为市场的佼佼者。营销活动中，幽默感和情感共鸣也是非常重要的因素。通过幽默感和情感共鸣，能够引起消费者的共鸣和购买欲望，提高产品的销售量。因此营销活动应该注重对消费者情感的理解，从而通过情感共鸣，引发消费者对产品的关注和兴趣。宠物石其成功不仅在于产品本身的特点，还在于其品牌形象的建立。它通过使用说明书中的幽默感和情感共鸣，塑造了自己独特的品牌形象，成为了消费者心中的新宠物。因此营销活动也应注重品牌形象的建立，从而提高品牌的知名度和美誉度。宠物石通过准确地定位自己的目标消费群体，成功地占据了市场的一席之地。

主持人：你不会让我们的工作变得更容易。(笑)

巴菲特：不，只是我没有一个很好的答案，关于这一点我可能已经写了一篇文章或者其他什么了。我的意思是，我认为完全诚实的回答就是无法回答它。这并不意味着你的时间被浪费了。要知道，泡沫的病因并非无关紧要——事实上，我们有一个更严重的泡沫，大约三个月前，《奥马哈世界先驱报》上有一篇文章描述了泡沫是如何演变严重的。1980 年代初，中西部的农场出现了金融泡沫，但它仅限于农业领域。这个特别的泡沫对中西部的住房方面没有很大的冲击。因此，内布拉斯加州在农场泡沫中受到的打击要大得多。农场泡沫也有同样的逻辑。通货膨胀失控了，沃尔克还没有真正开始用他的砍肉斧来解决经济问题，人们说，你不会创造出更多的农田，但会有更多的人吃饭，随着时间的推移，农田变得更具生产力。我们了解了更多关于化肥和其他诸如此类的东西。现金是垃圾，所以你应该去拥有真正的农场。我从联邦存款保险公司 FDIC 买下了一个农场，他们接管了离这里 30 英里的一家银行。银行是以每英亩 2000 美元的价格发放的贷款，而我只以每英亩 600 美元的价格就买了下来。而农场不知道我付了多少钱，也不知道其他人付了多少，或者借了多少钱。按照玉米大豆的价格计算，农场的生产能力可能为每英亩 60 美元。在利率为 10% 的情况下按 2000 美元/英亩发放贷款是疯狂的。内布拉斯加州的银行都破产了，因为它们都疯了。他们挺过了 1930 年代大萧条，但却因为农场除了上涨什么也做不了的心理占据了上风而破产了。这是全国范围内房产泡沫的一个重要但非常小的缩影。

主持人：之前你提到了政府支持企业 GSE，据报道，2000 年你出售了几乎所有的房地美和房利美股票。是什么让你在 2000 年认为这些不再是好的投资？

巴菲特：嗯，我不知道他们不会是好的投资。但我担心房地美和房利美的管理层，尽管我们的持股集中在房地美。他们试图宣称，他们可以以低两位数或类似的范围内的增长率提高每股收益。任何时候，大型金融机构开始承诺定期增加收益，你都会遇到麻烦。在一家金融机构中，不同的利率环境将占据主导地位，而所有这些都是基于一个非常大的资产基数来产生平稳的定期收益。所以，如果人们想提高收益，他们就可能会在会计方面做手

脚，事实证明，房地美和房利美都是如此，在我认为不稳健的业务经营中也是如此。我不知道什么时候会发生，我甚至不知道它是否会发生。如果他们坚持这一政策，这(会计造假)最终会发生，所以，我们只能决定退出。

主持人：2007 年 10 月 31 日《华盛顿邮报》报道称，你在前一天针对房地美 CEO 的案件中提供了一些证词，你曾表示，**当房地美做出与其使命无关的投资时，他将陷入了困境**。那篇文章引用了你的话说，你认为这根本没有意义，你担心他们可能在做些我们不知道的事情。哪项跟它使命无关的投资是什么？

巴菲特：我记得是菲利普莫里斯的垃圾债券(Philip Morris)，我可能记错了，也可能是 R.J.Reynolds 的垃圾债券或其它垃圾债。**但他们投资了大量垃圾债**。现在，他们主要经营的是政府担保的信贷。我们当时就知道这一点，后来发生的事情证实了这一点。所以，**这个机构试图服务于两个主人，华尔街及其投资者，以及国会**。他们用政府的力量做了一些与使命完全无关的事情，然后他们给了我一些半生不熟的解释，解释它是如何增加流动性的，这简直是无稽之谈。**事实是，他们在用政府的信用套利**。政府真的不想让他们这么做。而且，你知道，**厨房里不可能只有一只蟑螂**。你一打开灯，它们都开始乱窜。我没有找到电灯开关，但我看到了一只。

主持人：谈谈最近的。你在 2008 年 9 月投资了高盛和通用电气。你在进行这些投资时考虑了什么？你是否被任何政府官员说服进行这些投资？

巴菲特：我并没有被说服，我认为，金融世界和经济只有一种方法才能摆脱这种局面。2008 年 9 月的金融系统瘫痪期间，我做出了一个根本的决定，那就是伯南克和保尔森中是真正合适的人选，总统会支持他们。只有政府才能采取行动。政府将采取行动让一台基本陷入停滞的经济机器重新运转起来。我不知道政府会做什么，我不知道国会会做什么。重要的是，美国公众会开始相信我们的政府会不惜一切代价。**我认为，如果不这样做，那将是自杀**。但在 1930 年代初政府却没有这样做。像通用电气或高盛这样的公司随着时间的推移会好起来，**但本质上，投资他们是一场赌博，赌的是在世界其他国家试图去杠杆和恐慌的时候，政府不会真的推卸责任**。

主持人：大约在 2008 年 10 月 17 日的同一时间，你在《纽约时报》上写了一篇专栏文章，讲述你为什么要购买美国股票。联邦政府或美联储有人要求你写这封信吗？

巴菲特：没有。

主持人：我知道任何政府要求你做的事情都没能说服你，但有人要求你对高盛等金融公司进行任何投资吗？

巴菲特：没有，政府没有人这样做。是高盛和通用电气要求我这么做，许多其他公司也要求我这么做。

主持人：没有来自政府的人？

巴菲特：没有。事实上，我已经作证。2008 年春天，雷曼兄弟试图筹集一些资金，Dick Fuld 打电话给我，他确实让 Hank Paulson 打了电话，但 Paulson 没有敦促我买入。他是在回应 Fuld 的请求，他打了电话，但我没有被要求购买任何东西。如果他们要求的话，也不会有什么好处。(笑)

主持人：你相信你作为投资者的声望和你的股票购买行动可以缓解金融危机吗？

巴菲特：这不是我投资的动机。

主持人：这是考虑因素吗？

巴菲特：不，不，一点也不。(笑)我的公益精神已经停止在 80 亿美元了。

主持人：如果没有政府对金融机构的特殊援助，美国经济从长远来看会更好吗？换句话说，你认为从长远来看，我们增加了道德风险的可能性吗？

巴菲特：我认为道德风险这个概念在很大程度上被误解了。花旗集团、房地美、房利美、华盛顿互惠银行 WaMu 和美联银行 Wachovia 的股东都不存在道德风险，他们只是在股价走势线上上下下。我的意思是，这些人损失了 90-100% 的钱。就这一观点而言，他们会走开然后想，我被联邦政府拯救了。我认为，就我提到的公司而言，这些普通股东现在至少损失了 5 千亿美元。还有一个管理层的问题，我们以后可能会涉及到。但就道德风险而言，我甚至不明白为什么人们会用持股来谈论这个问题。

主持人：如果没有政府的援助，你认为我们会过得更好吗？

巴菲特：我认为这将是一场灾难。这将是历史以来最大的灾难。

主持人：我希望你能帮我澄清一下你所说的关于信用违约互换 CDS 的一些问题，我相信我的同事 Chris Seifer 一直在关注这些领域，他会问你其他问题。但有人引用你的话说，CDS 是大规模杀伤性金融武器。

巴菲特：不，我说的是衍生品。

主持人：衍生品，不好意思。

巴菲特：是的，对金融系统来说，**衍生品代表了潜在的大规模杀伤性金融武器**。我认为这是毫无疑问的。

主持人：我知道 2008 年你开始投资 CDS。

巴菲特：是的，我们卖保险已经很多年了，有时 CDS 是信用保险。而且，我不认为出售保险跟某种可能具有

系统性危险的衍生品有任何联系，它们在所产生的杠杆作用方面和签订的合同范围方面达到极端时将引发系统性风险。但我不认为信用保险有任何不当之处。几十年来，银行一直在通过信用证之类的东西做这件事。

主持人：就你对衍生品的关注而言，这是产品类型的问题，还是使用的问题，或者两者兼而有之？

巴菲特：这是一个自身存在的问题，**这是向一个杠杆很危险的系统注入大量杠杆的能力**。而且，如果人们没有充分认识到杠杆的数量，作为杠杆的副产品，交易对手就有可能积累大量的应收账款和应付账款。**股市运作良好的原因之一是你只有三天的结算期，如果你有一年的结算期你会遇到更多的问题**。事实上，我想，几年前在科威特，他们就这样做了，系统彻底崩溃了。**衍生品和债券结算期是非常非常长的**，在你签订合同时，如果你有一个结算期的话，比如在我们的通用再保险有一个结算期是 100 年的合同，**很难预测 100 年后其他人的行为**。(笑) 衍生品带来了很大的问题。现在，如果只有少量的使用，对系统没有太大的影响。但如果它们变得越来越普遍，越来越富有想象力，而且实际上很少有人关注它们的风险，这就是我发出警告的原因。

我不认为杠杆本身是邪恶的，我的意思是，有一个期货合同或类似的东西没有什么错，但他们确实让人们从事大规模的恶作剧。我发现这件事非常特别，这里有一个委员会，它正在做很多年前我做的事情。Tracy 你可以给他们看看我在 1982 年写的这封信。当我们在 29 年后举行听证会时，我们认为杠杆对人们来说是危险的，在股票市场上使用杠杆时可能会导致系统性问题。我们的美联储有权决定保证金的要求。我们认为这一点很重要，如果人们在股票上过度杠杆化，如果这是大规模的，他们不仅会给自己带来问题，而且会给其他人带来问题。然后，在 1982 年出现了股指期货，在某种意义上，我们以极端的方式向任何人开放了杠杆，从那时起，28 年后，我也许还有其他人指出，但我至少指出了 20 次，在美联储有人告诉人们，他们只能允许对股票贷款 50%，无论什么时候的保证金要求都是如此，这真是胡说八道。**然后他们同时告诉人们，你可以在标普指数期货或其他东西上进行赌博，只要 2% 或 3% 的保证金或其他任何可能的东西**。我和国会讨论过这个问题，直到今天，美联储告诉你，你可以借多少钱来购买股票，我们有一个类似的系统，人们可以赌任何他们想要的东西，最明显的就是标普指数期货。我从未见过任何人试图解决这一矛盾。也许可以给你的委员会提个建议。

主持人：本着这种精神，我们被要求谈论一下过度风险和过度投机，我知道你在一封信中评论了你认为的投机行为。但我们在委员会内部进行了一些讨论关于“预测”一词的使用范围。

巴菲特：定义投资、投机和赌博是一个很有趣的问题。

主持人：我感兴趣的是，你认为投机与你所写的投资是相对的，以及你认为在这种情况下过度投机或过度风险是什么？

巴菲特：这是一个棘手的定义，从参与交易的人的意图来看，投机就像引用著名的色情名言(笑)(就像把每天寻找一夜情的花花公子称作为浪漫情人一样)。而投资，这不是格雷厄姆在书中对它的定义(投资是经过详尽分析，可以承诺本金安全并提供满意回报的行为)，但在我看来，投资是指你在分析资产之后，现在决定投入一些钱，未来取回更多钱的行为。所以你要去看公寓，看公司，看农场，看它能生产出什么。而且你根本不在乎它是否有报价。基本上是你现在投入一些资金，以便以后通过资产经营以获得更多资金。我将投机定义为更多关注股票的价格走势的行为，尤其是你购买的股票或指数期货或类似的东西，因为你不是真的在指望资产本事。无论是什么短期因素，可能是季度收益可能上涨，或是股息可能增加，或是公司将要拆分，但你并不指望资产本身。真正考验你的是，你在乎什么，你是否在乎市场是否开放。当我购买一只股票时，我不在乎他们是否会在未来几年内关闭股市，因为我希望可口可乐或其他任何东西未来能为我带来回报。现在，如果我关心明天股市是否开放，那么我会在某种程度上说我在投机，因为我在考虑明天股价是否会上涨。我不知道价格会如何。

我将赌博定义为，从事不需要成为系统一部分的交易。我的意思是，如果我想赌足球比赛，而足球比赛的运作并不取决于我赌不赌。现在，如果我想赌 10 月份的小麦或类似的东西，人们必须种植小麦，当他们种植小麦时，他们不知道稍后的价格会是什么。所以，你需要另一方面的活动，谁可能会对其进行投机，但赌博不是一种人为的交易，根本没有必要在经济框架中存在。人们赌博的倾向是巨大的。大约 100 年前，人们在西部沙漠中创造了一个巨大的赌博产业，人们飞上几千英里去做数学上不明智的事情。这表明了人类有一种强烈的行为特征。想象一下，坐在电脑前享受同样的乐趣是多么容易，不用上飞机飞 1000 英里，也不用预订座位和做这类事情。因此，由于州政府偶然鼓励了这种赌博的倾向。你知道，由于彩票的赔率很高，人们不必经过训练就想在这个国家赌博。人们有赌博的本能，当他们看到周围的一些人成功时，他们会受到鼓舞。这就是为什么当有人中了头奖时，赌场里会响起钟声和口哨声。所以，你知道，所有这些事情都在推动这一点，包括政府敦促购买彩票等等。现在你有了一个工具，比如标普指数期货，或者你可以买卖的东西，如果你赢了，国会会给你特别优惠的税收待遇。我的意思是，你可以在十秒钟内获得 60% 的长期收益，我认为这是非常了不起的。但它是存在的。这就是我所知道的关于赌博的一切，实际上这就是投机(笑)，但当我看到它时，我就会知道。

主持人：在我把事情交给你们之前，我的最后一个问题是，你提到了管理层，人们注意到华尔街银行的管理失败。同样，人们也描述了在这场危机中，监管机构的失败。

巴菲特：媒体的失败，国会的失败，评论员的失败。

主持人：管理层是如何失败的？您认为华尔街公司管理层的根本失败是什么？同样，您认为危机前和危机期间，监管机构的失败是什么呢？

巴菲特：嗯，他们没有预料到泡沫会有多大。很难指责他们，**因为当人群朝着一个方向狂奔时，很少有人意识到另一个方向的存在，有人很难做到这一点。你知道，通常那些这样做的人会因为价格行动而名誉扫地。**如果你是 2005 年或 2006 年的预言家，房子一直在上涨，过了一段时间，人们就不再听了你的了。这是很难理解的，因为不管发生什么事情，他们反正都是疯子，所以你也有预言家的一些元素。可以想象，你知道，如果美国总统或者美联储主席或其他人发表了一个强有力的声明，我记得格林斯潘在 1996 年发表了一次强有力的演讲(用非理性繁荣形容当时股市)。当人们认为有容易获得的钱时，他们不愿意改变。特别是如果两个月前有人说要小心这种容易赚的钱，然后他们的邻居在接下来的一两个月里又赚了一些钱，那真是太让人受不了了。我们已经看到了。

主持人：监管机构的失败呢？有吗？

巴菲特：我的意思是，在某种意义上，金融危机是所有人的失败。**但最大的失败是，在这些情况下，监管机构无法做出与人类行为相反的行动。**我的意思是，你可以说，监管机构应该对这些在做傻事的人大声疾呼，当然，监管机构本可以阻止它的发生。监管机构或者国会本可以阻止房地美和房利美。如果房地美与房利美说，我们将只接受 30% 首付的抵押贷款，核实的收入，还款不能超过收入的 30%，这会阻止危机的发生。但是谁能做到这一点。事实上，如果你建议这样做，当然对于未来的抵押贷款行动，你最好用一个未登记的电话号码。(笑)

主持人：你认为如果房利美有更严格的标准和更严格的控制，我们能够避免一场金融危机吗？

巴菲特：房地美和房利美无论他们实际上处于那个位置，无论国会是否会容忍他们提出更严格的标准，我认为这都不可能发生。**我也不确定他们是否希望这样。但他们也很享受聚会，他们没想到聚会会这样结束。**我的意思是，他们不认为这样做会导致美国经济瘫痪。他们开始相信别人所相信的。这是很难抗拒的。我的意思是，未来我们还会有其他泡沫，这是毫无疑问的。我认为，美国总统不可能用言辞阻止它的发生。我认为，如果任何一位美国总统说，我竞选的计划是，一个 30% 首付、核实收入、还款不能超过收入的 30%，他们可能不会弹劾他，

但他们肯定不会再选举他。(笑)

主持人：谢谢。我将主要问你关于衍生品的问题，但我想先问你一些不同的问题。在你最近的股东信中，你谈到了伯克希尔永远不会依赖陌生人的善意。"大到不能倒"并不是一个最终的退路，公司将总是保持足够的现金，显然目前达到了 200 亿美元，所以这不会是伯克希尔的问题。一般来说，当你考虑"大到不能倒"的问题时，它仅仅是一个流动性问题吗？你有足够的现金吗？没有人能大而不能倒，因为这个问题永远不会出现？

巴菲特：这些机构大而不能倒，它们之后还会一直出现。委员会报告说，房地美和房利美大而不能倒。我不是在反对这个政策，我是说，**他们不能大到可以消灭股东的地步**。所以，在我看来，政府对房地美和房利美做了正确的事情。但他们消灭了股东，没有人会幻想政府会保护股东。作为债权人，他们确实相信将受到保护，但我们早在泡沫出现之前就发出了这一信息。国会会说，技术上我们不支持他们，他们只剩下 225 万或其它什么。但房地美和房利美的投资者世界各地都有，在一个别人拥有核弹的世界里，你有点暗示他们，政府是支持这件事的。我觉得你不会希望房地美和房利美违约，所以我认为我们做了正确的事。但是会有一些机构大而不能倒，但它们不能大到消灭股东。我认为它们不应该太大。**我认为这类机构的最高管理层应该有不同激励机制。在这些大而不能倒的机构，造成这个问题的 CEO 应该一分钱也拿不到。**

主持人：我只是想问，你认为"大到不能倒"是否会让他们持有更多现金？

巴菲特：这并不是一个完美的答案，你总会有机构大而不能倒，它们可能会在未来 100 年内倒闭。但是，**如果高层和董事会选择并制定了雇佣条款的那个人，如果他有很多可以失去的东西，那么你失败的机会就会更少。**在这个特殊事件中，股东们可能得到了超过 5000 亿也许接近 1 万亿美元的救助，但他们遭受了巨大损失，排在第二位的社会也遭受的所有的破坏损失。而董事和 CEO 的薪水只是降为以前的 80%，他们仍是多数美国人做梦都不敢想的富人。董事每年收取二三十万美元，他们还受到责任保险的保护。因此，在我看来，那些能日复一日做出决策的管理层，需要不同的激励措施来权衡，是选择自身机构的安全性还是有机会提高季度收益。到目前为止，机构高层还没有对此采取任何行动。

主持人：我想问你，因为我们关注的另一个领域是金融危机的潜在成本，即公司内部的薪酬结构和激励结构。自危机以来，你也看到了很多公司，他们说：好吧，现在我们做事方式已经不同了。现在我们用股票支付更多的高管薪水。现在，股票或现金奖金受到期权回收条款和授权期或其他条款的限制。你有没有想过，当事情出

错的时候，你怎么让他们承担责任？

巴菲特：所有这些措施都比以前的更好。但我认为，要想真正改变人们的行为，还需要比这更严厉的手段。区别就在于，过去一个赚了 1 亿或 5 千万的人，我不认为追回 2500 万会改变他的行为，至少与我想象的相比并没有什么改变。

主持人：下一个我要问你的是，什么是更严厉的手段？

巴菲特：当你有一个非常大的金融机构，我认为这是非常重要的，也许在其他情况下也是如此。我们的总部在一栋由 Kiewit 公司经营的大厦里。它是这个世界上最成功的建筑公司，几十年来一直如此。没有人听说过它，但它的规模巨大，它有一套管理原则，基本上它始于皮特·基维特(Pete Kiewit)安排一个薪酬制度，如果公司陷入困境，不仅他会破产，而且所有让他陷入困境的人都会破产。当你有权力用政府担保的资金来做事情时，比如银行或房地美和房利美之类的，你的高层需要拥有一个危难的处境，就像汽车工人因失业所带来的一切缺点。这会改变人们的行为。你可以说这会让他们过于谨慎，所以你也希望他们有好处，你希望他们以某种方式平衡自己的利益，这样社会才能平衡自己的利益。

作为与 CEO 合作的一部分，我认为你需要在董事方面作出重要但不那么严厉的薪酬安排。因为他们不能评估大型机构的风险，也不能让风险委员会告诉他们发生了什么。但是，他们可以为 CEO 制定一个雇佣条款，让他们非常具有风险意识。如果他们不这样做，如果他们没有有效地做到这一点，我认为董事应该有重大的不利影响。我建议他们，也许他们应退还最高五倍于过去五年或类似年份的最高薪酬的赔偿。惩罚必须是有意义的，但它不能过于严厉以至于你找不到董事。但你会找到 CEO，你不必担心这一点，如果你给 CEO 足够的好处，你也可以给他足够的惩罚，你知道，可以让他披麻蒙灰懊悔不已，但你仍然会找到 CEO。

主持人：负面影响当然是一切归零，因为他们会申请破产，仅此而已。我有个相关的问题，在你投资的 50 多年里，你是否看到了这些公司高管的薪酬建议，政策，态度的变化吗？

巴菲特：这是渐进的，这些年来确实发生了变化，你可以从高管人员与普通员工的薪酬关系中看出来。因此，从 50 年前开始，薪酬变得更加慷慨了，如果你想用这个词来形容的话。曾经有一些杰出的公司，比如伯利恒钢铁公司(Bethlehem Steel)支付高管大量资金而闻名，你可以追溯到很久之前，但总的来说，这是意料之中的事。这里有些讽刺的地方，因为在某种意义上，SEC 要求在薪酬方面有更多的披露要求等等，所以，你会有这种

嫉妒的因素。你知道，同样的事情也发生在棒球上。如果你的击球率是 0.32，你预计会超过 0.31，而在生意场上，没人知道你是否击球率是 0.32，所以每个人都说是 0.32 的击球手。董事会不得不说，我们有一个 0.32 的击球手，因为他们不必为挑选了一个 0.25 的击球手而担责。所以你会有一种棘轮效应，我已经说过很多次了。在某种程度上，**关于薪酬的信息公布的越多，人们的行为就变得越糟糕。因为他们看着另一个家伙，他有私人飞机或任何东西(笑)，它会被纳入下一份雇佣合同。因此，这些年来情况发生了变化，但对自己不利的方面没有什么改善，而在对自己有利的方面创新不断。**

主持人：那么，让我问你，除了对收到的金钱和补偿采取可能更严厉的追回措施外，你对最初以任何形式支付的薪酬金额有什么意见吗？例如，我们看到的一件事情，坦率地说，我在来 FCIC 之前就看到了，你总是会在委托书中读到，所有这些公司都会通过雇人出去做调查来制定高管薪酬，他们会看到一些公司付给高管很多钱。他们说，好吧，你也应该得到一大笔钱。

巴菲特：棘轮，棘轮，棘轮，这就是公司董事会的代名词。

主持人：你对高管的薪酬水平有什么看法吗？

巴菲特：这完全可以理解，我是说，你有一个非常在乎自己薪水的 CEO。你有一个薪酬委员会，也许每次开会都要几个小时。你有一个为 CEO 工作的人际关系副总裁，他可能会建议你向薪酬顾问寻求帮助。**但一个吝啬的薪酬顾问通常不会被聘用，甚至不会在对自己不利的方面有太多的创新。所以，这就是经济学家所说的代理人问题。**但是，随着时间的推移，改变是非常非常困难的。然后你得到了**薪酬比较**这个因素，它体现了我刚才提到的所有其他事情，然后薪酬顾问进来说，好吧，我们没有聘请最底层的 1/4 来作为我们的 CEO，所以我们不会去比较最底层 1/4 的人的薪酬水平，我们也不会去比较最底层 2/4 的人。因此，我们已经看到，**薪酬只会逐渐上升。**

制定薪酬又不是什么火箭科学，我是伯克希尔旗下 70 多家公司的薪酬委员会成员，我们给一些 CEO 支付了很多钱，但这都是跟业绩相关。**如果他们赚了很多钱，这是跟业绩挂钩的。我们对不同的人有不同的安排。但我们从来没有聘请过薪酬顾问。我们永远不会聘请。我的意思是，如果我不知道怎么给这些人制定薪酬，我就不适合做 CEO 这个工作。衡量标准就是他们的业绩表现，以及他们是否会因为薪水离职去其他地方，你知道，我们有经理人这方面的历史记录。问题是，我是这些子公司的控股股东有动力这么做，而介于股东和经理人之间的董事，每年能拿二三十万美元的薪水，这个薪水对董事中的一些人很重要，他们希望进入其他公司董事会，所以，**

当他们能再获得二三十万美元的年薪时，他们在监管工作中不会是真正的杜宾犬，而是温顺的可卡犬。

主持人：在这方面，我们已经看到贝尔斯登破产，雷曼破产，美林近乎破产并被美国银行和摩根士丹利收购，高盛得到了政府救助，高盛也受益于你的投资。所有这些具有特许经营权的投资银行，我相信基本上净收入中最少有 45%是用于支付薪酬的，有些年份甚至更高。你对投资银行的薪酬结构有什么看法吗？

巴菲特：我可以告诉你这很难改变。我当时在所罗门作临时 CEO 都无法改变(笑)。华尔街的本质是，总体而言，相对于从业人数，业内人员的智商，以及消耗的精力而言，他们赚了太多的钱。他们努力工作，他们很聪明，但是相比那些在某个地方建造发电大坝的人来说，他们的工作没有那么努力，也没有那么聪明。但在一个市场薪酬体系中，他们的回报是非常非常高的。实际上，与纽约 Madison 广场花园拥有 2.5 万个座位的唯一比赛场馆相比，拳击手现在的薪酬非常高，现在你有了有线电视，所以，对一些你永远不会再喜欢的轻量级拳击手，你可以选择按次付费观看，他们现在会得到数百万美元报酬。市场体系会产生奇怪的结果，总的来说，华尔街资本市场是如此庞大，有如此多的资金，一个很小的百分比就会产生巨大的人均资金数额。他们绝不愿意放弃。

主持人：当你看到以百分比支付的一般薪酬结构，以及他们有不同严厉程度的追回结构，或其它比如导致破产和救助风险结果的结构，我的意思是，一般的薪酬结构是导致华尔街所发生事情的一部分原因吗？

巴菲特：大部分的薪酬比较，大部分个性化的薪酬结构，他们称之为特别期权。公司有好的年份也有坏的年份。他们预计明年不会再有好年景，他们可能就会去跳槽到另一家公司，他们的利益并不完全与股东一致。我想说的是，我认为大多数华尔街公司的管理层和我都在观望所罗门会发生什么，他们正在努力，他们想要让人们预期保持一致，我的意思是，管理层并没有忽视这个问题。但是我可以告诉你，就我个人而言，这是个真正的问题。因为这家伙可以去其它公司或者他可以建立一个对冲基金或者其他什么的。你没有一个好的方法，让一个创造 X 美元收入的人只给他 10%X，因为他会发现，他会找到其他地方给他 20%X 或者其他什么。这是一个棘手的管理问题，但我认为最好的措施就是，如果你担心世界上其它公司发生类似贝尔斯登的事件，最好的办法就是做出一个安排，如果他们不得不去向联邦政府寻求帮助，CEO 及其配偶将一无所有。我认为这是可以做到的。我认为如果政府被要求介入，引发的各种事情会影响数百万美国人的生活，我认为这应该有很多负面影响。而且我认为这将比试图写一些复杂的条款更能改变人们的行为，你知道，这些规则我们只有 38%能做到(笑)。我只是不知道如何制定复杂的规则。这会引起他们的注意，但我不会去尝试。我不知道该如何说的更具体。

主持人：那我问你，如果 CEO 以及配偶有一个不幸的婚姻，而你知道，他们又必须归还一切？

巴菲特：你可能会认为配偶会是一个比监管机构更好的警察。(笑)

主持人：你知道，他们需要把所有东西都还回去，或者被赶出去，如果公司需要政府的救助，有些得到政府救助的 CEO 仍然在哪里，比如高盛 CEO-Blankfein 先生，我至少读过你说，孩子，如果他們要取代 Blankfein，我想用他的兄弟来取代他们。

巴菲特：是的。我觉得高盛不需要救助。但当时的金融体系需要救助，但如果他们周一在财政部举行那场著名的会议时，没有召集高盛和其他银行，高盛不会发生什么事情。是这个系统需要支持，精准的救助并不重要。全世界都必须看到联邦政府会不惜一切代价。没人知道这意味着什么。但他们确实需要看到信念、行动和所有这一切。Bernanke 和 Paulson 他们本可以召集其他九家不同的机构，这些机构都是非常好的，但是如果通过同样的机制，高盛会没事的，富国银行也不会有问题。他们不需要钱，但这个系统需要政府会采取行动的保证。

主持人：有报道说，你在 2008 年 9 月投资高盛的时候，在某种程度上，你是在押注政府会采取某种行动。

巴菲特：虽然和投资高盛无关，但是，我打赌联邦政府会向美国人民表明他们的态度，实际上，他们会不惜一切代价重新启动引擎。

主持人：所以，我不知道你是否能回答这个问题，因为这在某种程度上是一个假设，但如果你知道政府不会向高盛投入任何资金，你还会继续投资吗？

巴菲特：是的，政府是否会把钱投进高盛不会困扰我，但如果我认为政府没有通过行动，演讲等等来安抚美国公众，他们没有不惜一切代价来拯救这个体系，我就会把我的资金储备拿出来。但是，高盛并不需要资金，而整个金融体系需要的是信心。但如果高盛被叫到那里，他们就不会有事。如果我认为高盛需要政府采取具体救助行动才能活下去，我根本不会把钱投进去。但如果我认为政府会袖手旁观的话，我也不会把钱投进去。

主持人：好吧。现在让我们来谈谈衍生品，我没想到我们会花那么多时间。法规告诉我们要关注衍生品在金融危机中扮演的角色，我们已经和这个领域的许多从事衍生品工作的砖家交谈过，不管他们是学者还是市场参与者。当然，我们已经读到，你在股东信中所写，衍生品是大规模杀伤性武器，它们可能导致过度风险和杠杆，还有交易对手风险。同时，如果他们得到有效地管理，他们可能会运行的很好，虽然我认为在你的股东信中主要谈论的是信用衍生品，但我可能理解错了。

巴菲特：我们买 BNSF 铁路的时候，他们在做柴油衍生品对冲。现在我告诉他们，如果是我就不会这么做，但这完全取决于他们自己。柴油对他们来说是一个很大的成本，他们可以通过使用铁路的人转嫁部分成本，所以他们有部分燃油风险敞口。我告诉他们唯一的一点就是，如果他们真的不想使用柴油，我们只要关闭铁路业务，然后天天都在市场上交易柴油就行了。如果他们不知道这一点，随着时间的推移，他们将损失很多摩擦成本。他们之所以这么做，是因为他们希望上市公司能够平滑盈利。我不是说这有什么不对，但这就是他们做柴油衍生品的动机。随着时间的推移，他们在柴油合同上的损失会和他们赚到的一样多，但是他们认为它可以保护自己，就像可口可乐在外汇上做的那样，他们把这当成一件大事在做。我不会这么做，但他们会像大多数公司都会做的这样做。几周前，Anheuser-Busch 在《Business Week》上谈到了他们是如何做到这一点的。这是一种常见的做法。在我看来，这有点过头了，但这是市场对柴油成本可能会影响 BNSF 铁路或联合太平洋铁路某个季度盈利这一事实的反应。在我看来，随着时间的推移，他们不会赚到任何钱也不会节省任何钱。

主持人：总的来说，你是否认为利率，外汇，商品，股票，信用衍生品这些因素促成或导致了金融危机，它们在其中扮演了什么角色，不管是原因，促成原因，传播机制或任何东西？

巴菲特：任何显著提高杠杆率的举措都不会引发危机，但会加剧任何已经发生的危机。因此，我认为，如果雷曼的杠杆率降低，问题就会减少。这种杠杆作用部分源于衍生品的使用。后来发生的一部分错位就是由此产生的。还有一些有趣的材料，我并不完全了解雷曼的材料，但是我记得在他们破产的前一天，他们和美国银行有净额结算安排，美国银行的头寸为负 6 亿美元或类似的数字，这些是记忆中非常，非常，非常粗略的数字，我认为摩根大通和雷曼有关，我认为就在他们破产的那天，在另一个方向上逆转到负 15 亿美元，这些都是很大的数字。我认为这些数字我能记住的只是数量级。所以当系统中存在这样的东西，由于其他原因，它受到压力，这就变成了一个放大因素。你不知道有多大。但如果雷曼没有现有的衍生品账簿，它对金融体系的影响就会小一些。现在他们有很多糟糕的房地产投资，还有一大堆其他的事情。

主持人：当你谈论杠杆和衍生产品的交易对手风险时，你是在谈论某些类型或衍生品，你知道，我们看到了五种类型。你对此有什么看法？

巴菲特：是的，不幸的是人们对于衍生品并没有真正的想象力。衍生品开始于一些简单的东西，比如外汇，利率，掉期之类的东西。然后利润就从这些东西上被抽走了。当我在所罗门的时候，他们谈到，在普通型的合同

里没有什么钱赚，但他们在称之为有毒的(toxic)复杂型合同中有钱赚，越复杂的衍生品越有钱赚，比如，美国信孚银行(Banker's Trust)与吉布森贺卡公司(Gibson Greetings)和宝洁公司的一些交易，如果你阅读这些合同的性质，他们有些突发性因素，当你超过一个点，像宝洁公司或贺卡公司的首席财务官可能不能很好的理解这些事情。而且合同里还有更多的钱是人们不能理解的。所以导致风险扩散，谁知道这些衍生品的最终客户在想些什么，他们正在保护自己免受阿拉巴马州杰斐逊县某种事情的影响。所以，这是一个容易造成很多麻烦的工具，因为结算期很长，有时候推导最终赔付支出的变量很复杂，这些变量很可能出现问题，并造成很多麻烦。就像一个人跟另一个人玩掷骰子游戏，每次只押 5 块钱，这种风险跟恶作剧没有多大区别，但是当你投入大额资金的时候就会有很大区别。

美国历史上对于及金融衍生品交易欺诈的惩治力度是相当大的，比较著名的是宝洁公司等 4 家公司诉美国信孚银行。美国信孚银行(Bankers Trust Co.)是一家在衍生交易市场非常活跃的银行，其在创新金融产品销售方面非常领先。宝洁公司指控信孚银行通过欺诈手段对其销售极其复杂的金融衍生产品，导致宝洁亏损 1.02 亿美元。信孚银行最终被法庭判定有欺诈嫌疑，在信誉崩溃之后，1998 年，德意志银行出资 102 亿美元将其收购。

自 1996 年以来信孚银行就一直是宝洁公司的主银行之一。在 1985-1993 年一直担当宝洁公司债券发行的发行银行，并为宝洁公司提供商业银行和投资银行咨询服务。从 1993-1994 年宝洁公司与信孚银行签订了一系列互换协议，这些协议有普通型互换又有复杂的杠杆互换。1993 年 10 月，宝洁公司就与信孚银行商议，希望用一个新的互换协议来代替目前将要到期的固定对浮动利率的利率互换协议。在这个协议中宝洁公司收取固定利率而支付市场商业票据利率，可以减少 40 个基点的利息。宝洁公司希望能获得相似的互换协议，并且能获得较低的利率支付。对此，信孚银行为宝洁公司提供了三种选择：一个是普通型互换，两个是带有杠杆属性互换。1993 年 11 月 2 日，宝洁公司向信孚购买了第一批 5 年期利率互换性质的衍生产品，它想通过使用利率衍生工具来帮助其降低融资成本。多数交易是以一个复杂的支付公式为基础的，即要求宝洁在利率上升时向信孚支付差价，在利率下降时获得信孚的补差，由此有效降低其财务成本。在利率稳定时，宝洁最初是受益的。然而，1994 年 2 月，联邦储备委员会提高了利率，这样宝洁就在交易中受损。到 1994 年 10 月，宝洁以信孚未就交易事项披露重要信息(比如如何计算不同情景下的利率互换的支付额)、错误提示交易风险、违背受托及顾问关系等为由起诉。宝洁指出，因信孚的这个利率互换产品而蒙受损失的不止他们一家，其他的公司也蒙受类似的损失，包括 Gibson Greeting、Jefferson Smurf、山德士、航空产品制造公司以及联邦纸业委员会。法庭在审理中披露了信孚交易记录中一些令人难堪的材料，反映出信孚某些员工的“激进式”销售做法及态度。法庭结案之前，双方取得了庭外和解：宝洁同意支付 3500 万美元抵消衍生品合约中的 1.95 亿美元负债。宝洁季报中记录与此案相关的 7800 万美元收益。

吉布森公司(Gibson Greetings Inc.)是一家生产销售贺卡和礼品包装材料的企业。Gibson 公司从 1983 年起就成为信孚银行的客户，从后者取得了大量的信贷支持。在 1991 至 1994 年间，两公司叙做了约 21 笔衍生交易。其中，在 1994 年 1 月 14 日双方叙做了两笔与利率挂钩的掉期交易，该交易对 Gibson 公司而言，只有利率下降才能盈利，否则将发生亏损。1994 年 2 月美联储上调利率后，信孚银行通知 Gibson 公司已发生浮亏 800 万美元，该金额在未来一周可能上升到 1750 万美元，而且其潜在亏损可能无限大。1994 年 3 月 4 日，Gibson 公司与信孚银行叙做了一笔反向交易，对冲了上述两笔掉期交易，Gibson 公司的损失被锁定在 2750 万美元。1994 年 9 月 12 日，Gibson 公司将信孚银行告上了法庭。Gibson 公司认为，信孚银行在衍生交易领域具有丰富的知识和经验，由于长期的业务往来，信孚银行熟知 Gibson 公司的财务状况、业务需要和风险偏好，Gibson 公司正是基于对信孚银行的信赖才与其叙做了上述交易。但是信孚银行在交易中存在不实陈述，且未充分披露重要信息，违背了其对 Gibson 公司的信义义务(Fiduciary Duty)，最终导致 Gibson 公司发生重大损失。Gibson 公司还指出，上述两笔衍生交易远远超出了该公司的理解能力，该公司也无法验证信孚银行提供的估值结果，只是在收到信孚银行的警告之后才不得已同意终止相关交易。Gibson 公司要求法庭免除其支付义务，并向信孚银行索赔 5000 万美元。

信孚银行对 Gibson 公司的指控提出了以下几点抗辩：第一，信孚银行并非 Gibson 公司的财务顾问，双方均是基于自身独立判断叙做了相关交易，根据已签署的 ISDA 协议，双方并无任何顾问或信托关系；第二，信孚银行向

Gibson 公司推荐了多笔衍生交易，其中包括较为简单的类型，但 Gibson 公司自己选择了这两笔较为复杂的交易；第三，信孚银行诚实地回答了 Gibson 公司提出的所有关于该交易的问题。信孚银行主张交易有效，要求 Gibson 公司按约定履行义务并赔偿律师费。出人意料的是，该案并未进入审判阶段。1994 年 11 月，信孚银行在收取 620 万美元补偿后与 Gibson 公司达成了和解。尽管法院的审判终止了，但信孚银行还是接受了美国证监会 (SEC) 和美国期货交易委员会 (CFTC) 的调查，并发现了以下对信孚银行非常不利的情况 (这也许可以解释信孚银行为什么愿意和解结案)：第一，尽管信孚银行与 Gibson 公司并无顾问关系，但与信孚银行的关联公司 BTS 公司 (Bankers Trust Securities Corp.) 是 Gibson 公司的商品交易顾问，Gibson 公司是受到 BTS 公司的影响并基于对 BTS 公司的信赖才叙做了上述衍生交易；第二，在 BTS 公司的录音记录中发现其雇员在聊天时曾说 "Gibson 公司已经落在我们的手掌心里"，这证明 BTS 公司完全知道 Gibson 公司对相关衍生交易并不具备理解和估值能力，而且可能利用了 Gibson 公司的弱势地位以谋取不正当利益；第三，该两笔交易虽然名为掉期交易，但实质是期权交易，存在名实不符的问题。由于存在上述问题，美国证监会和美国期货交易委员会要求信孚银行对其衍生交易业务进行整改，并处以 1000 万美元罚款。

主持人：所以让我来问问你，你在给股东的信中提到的透明度问题，不是最近的那封，是前年的那封，投资者根本不可能理解和分析这些。审计人员不可能或者至少是很难对它们进行审计，监管机构也很难对它们进行监管，花费时间看了金融机构的 10-K 报告或其它什么一段时间以后，总之，你非常感激自己拿到了一瓶阿司匹林止痛。(笑声)但是，你也写道，政策制定者谈论透明度是治疗所有疾病的万能药。

巴菲特：这是一个很棒的词。(笑)没有人能反对透明度。

主持人：但是，我不知道有任何报告系统可以解决这个问题。所以，我的意思是，很明显我们不只是在寻找金融危机的原因，而是整个系统缺乏透明度，特别是在衍生品领域，看到 10K 报告就像服用阿司匹林治疗头痛，这是一个问题。所以我想知道，你的意见是什么，我们如何解决这个问题？

巴菲特：我认为这是一个非常困难的问题，我认为我不能解决它。我们收购了拥有 2.3 万份衍生品合约的通用再保险 Gen Re。我可以雇佣 15 个最聪明的人，你知道，数学专业的博士，我可以全权委托他们为我设计任何报告系统，让我能够知道我接触的风险，但这并不会奏效。我的答案是，唯一的解决办法就是退出。你能想象和全世界 900 家机构签订 2.3 万份衍生品合同吗，其中大概有 200 个名字我念不出来。所有这些合同都将持续数年，包含多个变量，你根本无法管理它们。在我看来，我不可能管理这些合同。

如果我读一篇长达 300 页的 10-K 报告，它描述了所有这些合同的名义价值，我不想责怪任何人，因为它可能是管理最好的大型机构之一，但如果让我来看摩根大通，我会看到了 2 万亿的应收账款，2 万亿的应付账款，两边扣除 1.7 万亿，剩余 3000 亿美元可能有 2000 亿抵押品。目前这一切都很好，但我不知道，如果有一个核威胁，化学或生物恐怖主义行动，真的破坏了整个金融系统，这些突发事件会在一夜之间对这些数字产生什么影响，谁知道双方或数千个交易对手的这些数字会发生什么。所以我认为这实际上是无法控制的。对我来说肯定是

这样的。

主持人：让我问一下，我最近看了一下，高盛年度报告了超过 100 万份合同。他们没有披露名义价值，至少我还没有发现，但他们披露了，当你去除净值，大约有 1.5 万亿美元资产和负债都流向国际清算银行，并从高盛那里获得信息，这没有在他们 10-K 中披露，当你把所有的数字加起来，可能有 45 万亿美元。

巴菲特：摩根大通的数字更大。

主持人：有一个问题是谁是交易对手，我没有在年报中看到任何相关信息。所以，我的意思是，这会不会有助于提高透明度，更多地披露交易对手的身份？

巴菲特：我无法设计这个系统，我有一个聪明的搭档是查理芒格，我们两个都无法设计或接近设计一个系统来告诉我们正在做什么。所以我们退出了该业务。我们知道我们的 250 份衍生品合同在做什么。坦率地说，我认为我们在披露衍生品头寸方面做得比美国任何一家公司都要好。我们只是告诉人们我们做了什么，这很容易做到，这 250 份合同只分为几个类别。但我如果想知道每一份合同的内容，我可以用我们的方式做到这一点。但我~~不敢用一群交易员去处理这 2.3 万份合同。这些合同都是由我亲自处理，在做衍生品交易时，我脑海真的只出现过大约两三个决定。但一群交易员在这方面进行了数以千计的交易，并指望与 A 方的交易能够抵消跟 C 方之间可能发生的事情，我只是不知道如何才能做到这一点。我觉得没人知道该怎么做到这一点。我可能不应该说名字，但在危机爆发之前，我曾与一个非常重要的人讨论过这个问题，他们相信风险委员会会用电子表格解释这一切，我一直认为这完全是胡说八道。~~

主持人：至少最近媒体有一些报道说，你一直在游说反对调整追溯效力，或者至少反对立法要求抵押品。

巴菲特：我们并不是反对要求提供抵押品，我们确实说过，~~如果你要追溯修改合同，如果合同的任何一部分发生了变更，受益方应该向受害方支付适当的补偿金额。~~现在，当我们签订非担保类合同，我们不想让自己处于一个对国家造成问题的位置。~~现在如果我们同意抵押，我们会从抵押合同中得到更多的保险费。~~现在我们正在研究一份合同，如果我们同意提供抵押品，我们可以得到 1100 万美元保费，如果我们不同意提供抵押品，我们可以得到 750 万美元保费。合同的其他条款都是一样的。所以我们说的是，如果这些东西被追溯改变，我们希望得到抵押合同和非抵押合同之间的价值差额补偿。否则，顺便说一句，不仅仅是我们，可口可乐，Anheuser-Busch 公司，你能想到的，将不得不向华尔街支付补偿，作为这笔交易的一部分，交易条款将与以前有所改变。如果是

公共政策的问题，他们希望所有的合同都有抵押，包括追溯修改合同，这没有什么错。可能存在一些宪法方面的问题，但我不确定。

但如果这个差额是指抵押与无抵押合同价值之间的差额，那么我们的抵押合同价值超过了 1.5 亿美元，而在金融危机最严重的时候，我们的抵押合同只占较小的一部分。如果我们愿意从无抵押合同转变为有抵押合同，如果我们被迫这样做，我们想要华尔街支付我们 1.5 亿美元或任何合适的数字。如果我们卖掉了一栋没有家具的房子，我们会得到更多的钱，如果政府现在说，在我们达成协议 2 年后，你必须提供家具，那么我们就必须要得到相应的补偿。我想如果法案中没有提到这一点的话，这个问题可能会在法庭上得到支持。但我们将拭目以待。

主持人：当然。我们从其他人那里听到的其他事情，我会询问你的意见，很多人似乎认为，很多场外衍生品都是非常标准化的合约，应该都纳入交易所交易。你对此有什么意见吗？

巴菲特：我觉得这很难做到。我们现在在交易所有一些外汇合约。交易量几乎忽略不计。因为在那里，我们就签了一个瑞士法郎的合约。有一份 9 月合约，一份 12 月合约和一份 3 月合约。但如果我们想对冲我们现有的一些工具，我们已经有些合约做到了。我们想对冲一些 12 月 16 日到期的远期合约。因此，虽然它很容易得到，我不知道是 7 月玉米合约或 10 月玉米合约，无论是什么，它都没有一个大的交割量，没有对一个特定行业进行大量调整的必要。你可以通过四个到期日的合约或者其他什么东西做到。但是如果你有一个电力合约或者类似的合约，在 7 月 15 日交付电力，而你担心你可能需要在商业市场购买电力来完成交付，你可能会需要一个 7 月 15 日签署的合同。我不知道这类合约如何标准化，标准化 10 月份的铜和石油合约很容易，我的意思是，你知道，你有延续多年的石油或者天然气合同，但它们是周期性的结算日期。我认为，对于大量的衍生品合约来说，标准化是非常困难的。但我不是这方面的专家，我的意思是，也许可以通过交易所来解决这个问题。

主持人：让我来问你关于监管方面的问题。我们从一些研究中了解到的一件事情是，早在十年前或 2000 年初，《商品期货现代化法案》中有条款规定你不能监管信用衍生品。所以他们不受监管。对信用衍生品或一般衍生品的监管，你有何看法？

巴菲特：我认为这很难做到，我会说，每当我听到金融市场现代化或创新这个词时，我都会伸手去捂住我的钱包(笑)。通常这意味着创造收入，我认为监管是非常困难的。我的意思是，这就是我在 1982 年的信中所说的，当你赋予人们投机或赌博长久期合约的权利，却只需要最小的保证金要求，那么你就打开了潘多拉的魔盒。我的

意思是，它可能会对整个金融体系构成危险，但最终是杠杆作用的整体影响。我是说，如果你没有杠杆，你就不会惹上麻烦。这是聪明人破产的唯一方式(笑)。我总是说，如果你聪明，你就不需要它，如果你愚蠢，你就不应该使用它。所以我不太喜欢杠杆作用。但在我看来，杠杆和激励是我们努力关注的问题。要认识到你能做的事情有很多局限性。我们对银行一直有这种感觉。银行实际上有权使用政府担保的资金。你必须对其杠杆有一些限制，所以，他们才会想出结构性投资工具 SIV 和衍生品，以及各种各样的方法来增加杠杆而不违反监管规则。

这是一个很难回答的问题，但对杠杆我会保持相当强硬，因为我不想重头再来。但 CEO 是做决定的人，当我在伯克希尔做决定的时候，我考虑的是这样一个事实：我有 99% 的净资产在里面，而且全部都将捐给了慈善机构，所以如果我让这个地方破产，对我来说有很多不利因素。如果 Kiewit 公司在他们的建筑生意中做些傻事，他们会有很多负面影响，我认为这种负面影响会对人产生影响。

主持人：你是否认为 CEO 应该对他们所冒的不合理风险负责。你认为监管机构应该解决这个问题吗？

巴菲特：是的，但我的一生从来没有写过什么议案，所以我不知道你会怎么写。但我确实认为，如果我是负责人，我会有一些规定，这并不非常复杂。我们说的可不是什么小型社区银行什么的。我们说的是需要政府干预的大型机构。联邦存款保险公司 FDIC 将照顾小银行和所有这一切。不管怎样，很多小机构都是个人所有。但 FDIC 不是联邦政府，那是其它银行为某些银行的错误买单，但是当美国政府开始为特定的错误买单时，我认为应该有很多负面影响。

主持人：我可以补充一点，你提到了小型银行和社区银行。我们读过关于社区银行投资 CDO 的报道。

巴菲特：他们买了很多房地美和房利美的优先股，损失了很多钱。

主持人：是的。但就债务抵押债券 CDO 而言，其中许多人购买了评级为 AAA 级的 CDO。超过 90% 的 CDO 评级被下调至垃圾级或接近垃圾级。因为信用评级机构声称他们拥有宪法第一修正案赋予的权利，撇开法律责任不谈，但 AAA 评级意味着 AAA 质量，信用评级机构对投资界依赖其评级的决定负有多大的道德责任。你认为信用评级机构对社区银行做出的这些决定负有多大责任。

巴菲特：如果你是个银行家，你会怎么想？你的工作就是评估你所承诺任何东西的信用。这些 CDO 的有趣之处在于，它们大多由混合银行证券组成。我的意思是，有很多混合银行证券投入到 CDO 中，他们实际上从公众那里筹集资金中受益。结果证明，这是一种比他们想象的要少得多的资产。随着他们的成长，这在一定程度上创造

了负债。但是我想回到一个事实上，如果你经营一家银行，我认为你的工作就是评估你配置资金时的信用，无论你是购买美国国债，还是希腊债券，无论你是购买还是出借资金给建筑业，我认为我依赖一个评级机构，评级机构有他们的模型，当我们投资的时候，我们脑子里也有自己的模型，但是他们制定了模型，有很多清单等等。我自己不相信这些模型，但我脑子里有一个自己的模型，每个人在做投资的时候脑子里都应该有一个模型。依靠模型 98%的时间是有用的，但模型从来没有 100%的有效。每个人都应该意识到这只是在利用他们。

主持人：你之前也提到了透明度。这些 CDO 工具在组成结构等方面对于投资它们的投资者来说基本上是不透明的。它们是围绕评级以及跟评级机构联系在一起而构建的。你是否认为，由于这些工具的不透明性，评级在投资者心目中变得比它们本应具有的地位更为重要？

巴菲特：我想说，任何投资于他们认为不透明的东西的人都应该离开。不管是普通股还是新发明什么的。这就是为什么格雷厄姆要写书的原因，他试图让人们接受投资思想，但这是非常困难的。你可能会认为，银行家们在开始经营银行时就已经学会了避开不透明的东西。

主持人：现在让我们把话题跳出衍生品。关于你们对金融危机起因的看法，我们今天已经讨论了几个领域。当然，我们有一个法令，里面有无数的东西我们要调查，我知道时间可能已经不多了，所以我想问问你，你还有什么没有告诉我们的，你认为是金融危机重要的原因。然后我会尽快列出我们的法规的清单，并听取你的意见。

巴菲特：我认为最主要的原因是每个人都普遍相信房价会继续上涨，我不会特别指责其中的任何一部分，但是国会，媒体，监管者，房主，抵押贷款银行家，华尔街，每个人都认为房价会上涨。这是一个 22 万亿美元的资产类别，在许多情况下，它被杠杆化了，当它出错时，你会有各种各样的后果，它不仅会打击那些做了不可靠事情的人，在某种程度上也会打击半可靠的人，然后最终是包括那些稳健的人，即使它在上涨时会产生正反馈效应，下跌时会产生同样的负反馈效应。我认为导致泡沫破裂的原因是不恰当的激励机制和杠杆作用。我的意思是，它们会助长几乎所有的泡沫，不管是互联网还是其他什么东西。互联网时代的激励机制非常糟糕。我是说，你刚刚成立了一家公司，你说我会以某种方式吸引到 10 亿个用户关注，然后有人说，好吧，那 50 美元一个甚至会更多。我是说，你会高兴到疯。在互联网泡沫中，杠杆并不是一个重要因素。但我认为在这个特定的泡沫中，杠杆是房产泡沫中非常重要的一部分，一旦你放松了杠杆，你就提供了燃料，导致泡沫变得更大。当你让泡沫变得更大时，泡沫最终破裂了。

主持人：对于其中欺诈的作用，无论是抵押贷款欺诈还是危机中的其他类型的欺诈，你有什么看法？

巴菲特：这显然有很多欺诈行为。借款人方面存在欺诈行为，在某些情况下，中介机构也存在欺诈行为。但你最好不要依赖一个没有欺诈的系统。(笑)它将始终与我们同在。

主持人：那么，我想我们在过去十年中看到的另一件不同的事情是，以前许多金融机构都会发放贷款并记录在账上，但现在我们看到更多的创新，你知道，抵押贷款经纪人激增，建立分销模型，资产包装发行和证券化，把它销售给其他人，他们可能持有或将其投入 CDO 等等。对于抵押资产起源方式的相对变化你有什么看法吗？

巴菲特：不，**人们对待自己的钱会比对待别人的钱更谨慎**。你可以说，房地美和房利美实际上开始了证券化，在很大程度上，现在人们习惯于购买抵押贷款工具，这已经与初始的抵押贷款完全脱节。所以毫无疑问，如果有法律禁止向其他人提供抵押贷款衍生品，你就不会有相同的情况。你可能就没有那么多危机，在这个国家也发生了很多好事，我不确定我能不能平衡它们。但我可以告诉你，**如果挪威人来奥巴马哈购买抵押贷款，会比这里的人购买更加危险**。(笑)

主持人：当然，承销标准似乎有所放松，我们所称的非传统抵押贷款产品也有所增加，无论是较低的首付，还是骗子贷款，固定收入贷款，无论是期权还是 228s, 327s 等等。对此有什么看法吗？

巴菲特：它有很多影响，**它助长了极端的杠杆作用，这些杠杆只能通过转售资产而不是借款人的收入来偿还**，一旦你开始把钱大量借给人们，你希望通过资产价格的上升来获得回报，而不是资产的产出来偿还贷款，我的意思是，无论是一块农场，还是德州的油田，本质上都会带来很多问题。

主持人：对于这种非传统抵押贷款产品的增长，有什么看法吗？

巴菲特：人们相信房子会继续上涨。**一旦你认为资产会上涨，你就什么都不指望了**。因为它一直在上涨，很多人认为它必须继续上涨。这就是泡沫的本质。

主持人：从我们交谈过的人和我们读过的文章，我们听到人们谈论或读到，有很多钱进入美国追求更高的资产收益率。华尔街之所以想要它，是因为从买入持有转向了证券化模式。房地美和房地美是否因为某些原因改变了购买模式，增加了对非传统抵押贷款产品的需求。你对这些可能性有什么看法吗？

巴菲特：**市场体系激励人们做更多的交易**。这就是市场的本质。而且，世界各地的人们都在谈论资金过剩等问题。我倾向于忽略这类事情。我并不否认美国公众期望明天就做成一笔交易的动机。但这并不意味着他们是

糟糕的人，但如果我是一个房地产经纪人，我看到一个房子从 25 万美元涨到 50 万美元，我会对这个人说，现在以 50 万美元买下房子是有点愚蠢的，因为价格太高了。但这根本不会发生。他们会说，你最好今天就买，因为明天价格会更高。所以每个人都参与其中，并不意味着他们是邪恶的人。在这个过程中有一些骗子，但总的来说，所发生的事情并不是由骗子造成的。它可能导致了一些骗子变得富有(笑)，很多都是如此。但在我看来，很大程度上它是由一种大众集体错觉造成的。

主持人：在整个 1990 年代和 2000 年初，国会议员、政府成员都在鼓励拥有住房。通过声明、计划和政策。你认为其中有多少促成了泡沫？

巴菲特：这些都有所助力。事实上，我告诉人们买房是一个很好的投资。特别是如果它的价值超过了随着时间的推移可能的资产升值。**如果你借了相当数量的钱买房，这确实是做空美元的一种方式。**大多数人都没有一个很好的方法来做空美元，但这是一个做空美元相对容易的方式，只要你持有房产的成本不是太高。当利率降低时，持有成本也不高。所以这并不是一件愚蠢的事情。**只有当房价进入这个泡沫状态时，买房才会变得愚蠢。**但现在我的建议是，如果一对夫妇可以负担得起房价，并且没有为房产重置价值等等方面支付愚蠢的价格，而且你想在奥马哈买一套房子，我会说，如果你找到了你想要的邻居，你想要去居住的社区，你的家人要住在那里，现在我认为抵押贷款利率是非常有吸引力的，我会说去买房吧。但我不会说再买三套房子来投机，如果它将要你用你 50% 的收入来支付抵押贷款，我也不会建议你买。这听起来是个疯狂的主意。

主持人：鼓励市民自置居所是否应成为政府的政策

巴菲特：我会说这应该是一项政府政策，我们已经通过房利美和房地美代替国家在做抵押贷款业务。为了帮助那些遵循良好做法的人，我不认为政府的担保计划有什么不对，当人们真的只有 20% 的首付，而且只投入他们 30% 左右的收入还款的时候，政府担保计划就会发挥作用。仍然有人会因为失业、死亡、离婚和残疾而失去他们的家园。我是说，三个 D。但这不会导致系统性问题。到目前为止，从这个两房抵押贷款项目中受益的人要远远多于受到伤害的人。所以我认为政府在其中应该有一席之地，世界各地的政府也应在其中有一席之地。但我认为，如果你要得到 20% 的首付，你就不应该接受 3% 首付的交易，然后放弃一些抵押贷款保险公司或类似的东西。**你不会想鼓励人们去做那些会让他们以后痛苦的事情。**你偶尔会因为人们失业而违约感到痛苦，但你不要整个系统的痛苦，只因为你鼓励他们做一些愚蠢的事情。

主持人：我们法规中的一个领域是货币政策的作用，当然，很多人都对 2000 年代的低利率水平发表了评论。

有人认为这是原因之一吗？

巴菲特：低利率确实让事情变得很明显很容易，但我不认为这是导致这一切的原因。如果利率是 15%，就不会出现这样的结果。但房价持续上涨是这一切共同作用的结果。它只是在人们的头脑中树立了一个观念。3 亿美国人的头脑中形成了一个经济模型，你会说，穆迪有这个模型是愚蠢的，标普有这个模型是愚蠢的，但它是无处不在的。

主持人：我们一直在关注会计领域的法规，当然我们也一直在关注会计的作用，特别是会计的按市值计价规则。我知道你在股东信中写道，按市值计价的会计规则会导致你的衍生品会计出现剧烈波动，但你和芒格先生如何评价它？

巴菲特：我们的工作就是解释它。

主持人：没错，确实如此。我们交谈的其他人以及我们读过的文章都谈到了，按市值计价的会计准则可能会加剧螺旋下跌。在 2007-2008 年期间，当人们陷入流动性紧缩时不得不出售资产等等。你对按市值计价会计的作用有何看法？

巴菲特：我不像以前那么虔诚了(笑)。因为在 1929 年之后，在保险业他们有一个术语，我忘了，但我猜它被称为，基本上是某种委托评估。他们没有让保险公司承保任何东西，因为他们说，你基本上是让他们全部破产了。事实上，在 1930 年代初，他们没有基于市值计价会计清算所有的保险公司，这可能使国家受益。但当你远离按市值计价时，仍然会有很多不好的事情发生，但我仍然相信这项规则。我可以看到某些情况下，它也可能产生反社会的影响。回到衍生产品，一直让我感到不同寻常的是，国家基本上只有四家大型审计公司。我可以向你保证，他们证明了所确认的报告，衍生品交易中的双方对其设定了一个不同的价值，而且他们还为双方签约了，我是说，从摩根大通的几百万份合同，找出两家拥有相同审计师的公司，然后比较他们的估值。(笑)

主持人：这对我们来说可能是个很好的调查。我的意思是，我们确实触及了一个领域，杠杆和流动性作为金融机构的资本要求太低了吗？

巴菲特：这非常困难。因为机构运作方式有很大不同，我的意思是，就拿衍生品账户来说，你如何与直接贷款进行比较？你最终是用扣除非抵押余额的净额，说这是你唯一的风险敞口，还是你会对净额进行加权计算，增

加 10%权重。这是非常困难的，我们很可能会有更高的资本标准，但知道如何衡量这一切是公允的，这是个非常困难的问题。当然，某种程度上人们使用评级解决了这个问题。

还有一件非同寻常的事情，如果你看看 AIG，我的记忆是，他们所谓的监管套利达到了大约 3000 亿美元的规模，这使得大部分德国银行，当然欧洲银行能够减少贷款中的资本，因为 AIG 为这些贷款的损失提供担保，AIG 有 AAA 评级，因此结转为国外较低的资本要求。他们认为他们不会冒任何风险。但这是一种评级套利，基本上，他们称之为监管套利。但这是基于资本金要求的评级要求。但监管者的工作也很糟糕，你如何处理所有这些做不同的事情的人，并制定某种资本要求的标准监管他们。我一点不羡慕他们的工作。

主持人：你经常听到另一方不希望更高资本要求的机构提出的一个论点是，这将对我们在全球的竞争力产生影响。对此回应有什么看法？

巴菲特：会的。我的意思是，把它发挥到极致。如果你说美国的每家银行都必须有 30% 的资本，而欧洲的每家银行都有 3% 的资本，为了获得同样的资本回报率(笑)，他们的利润率可以比美国银行低得多。这并不意味着你不能这样做，但就实现股本回报率而言，杠杆是一种有竞争力的工具。这就是为什么必须对杠杆加以限制。

主持人：对金融机构的正确资本水平有何看法？

巴菲特：比这更复杂。

主持人：回想 30 年、40 年、50 年前，在银行能够进入更具奇特的业务之前，施加某种杠杆限制和风险管理你是否认为政府应该通过监管发挥作用，还是如果 Greenspan 两年前这样做，市场可以以某种方式自我监管？

巴菲特：我不相信市场政策本身，Greenspan 是我的朋友，但他读过的关于 Ayn Rand 的书比我读过的多。所以，我不相信市场能在杠杆和其他问题上自我监管。这就是为什么我会回到那个人的激励上。我的意思是，这很重要。它并不能解决所有问题，你仍然可以得到非常乐观的管理层，他们会做非常愚蠢的事情等等。但如果我能在制定资本标准和制定管理激励之间做出选择，而这是我在银行的唯一选择，我宁愿制定管理激励。

主持人：我们所看到的，以及我以前作为银行审查员所看到的，特别是在经纪交易商身上看到的是，他们资产负债错配的流动性问题。尤其是他们有很多短期资金。

巴菲特：这就是人寿保险公司和银行这两个国家机构的性质。无资本的要求可以保护你免受真正的挤兑。我的意思是，如果你所有的债务都在当天支付，你不可能经营一家金融机构并为此做好准备。这就是为什么我们有

美联储和联邦存款保险公司 FDIC。如果你是一家人寿保险公司或银行，你不能袖手旁观，你可以成为镇上资本最充足的公司，但如果我雇佣人去排队，如果没有 FDIC 和美联储，你有一家资本充足率为 10% 的银行，我有一家资本充足率为 5% 的银行，我雇佣了 50 个人，开始站在你的银行面前排队，你是第一个倒闭的人。然后他们也会来我的银行，这就是为什么我们不做那种事，**因为你无法控制对方银行的火势**。但你不能放任其发展。所以你需要美联储和 FDIC。即使是 NorthernRock 银行，英国政府也进来说，我们确保他们仍然有线。我是说，当人们害怕的时候，他们就会害怕。没有理由不去排队。如果你看到它没有保险，你看到你存钱的银行排起了队，那就排队吧。(笑)。如果有必要的话，从排在第一位的人那里买个位置。即使你在另一家银行也有存款，也要去排队把你的钱取回放在床垫下面。只要没有处罚，你总是可以在一周后在把它存回去。这就是为什么我们有一个美联储和 FDIC，**我认为 FDIC 和社会保障是 1930 年代出现的两个最重要的事情之一**。我的意思是，金融系统需要 FDIC。

主持人：你真正提出了影子银行系统的问题，在没有 FDIC 保险或其他形式的保险的情况下，类似的情况不受监管，直到他们介入并确保货币市场基金的短期稳定和信心的提升。伯克希尔把所有的现金都用来做什么了？

巴菲特：这是一个非常好的问题，例如，在 2008 年 10 月 6 日，我们必须为箭牌的交易拿出 65 亿美元。即使我只能获得一个负的收益率，我也只能把它投资于短期国库券，因为我必须能拿到现金。我不确定 10 月 6 日的时候，其它银行的情况会怎样。现在我认为 99.99% 的人没事，但我不认为是 100%。我可能会带去听证会，我在 2008 年 12 月以 500 万零 90 美元的价格卖出了国债，那是在 4 月到期的 500 万美元的国债，那家伙将得到 500 万美元，他说国债比他的现金高 90 美元。他本可以把 500 万美元藏在床垫下然后在 4 月的时候比买国债的时候多赚 90 美元。我也是这么想的，我感觉非常偶然，我们这里没有一整套被批准的短期投资清单。如果有必要印钞票，基本上财政部有权发行国债，还是 AAA 级的，我愿意公开声明。(笑)

主持人：这是自己给你自己一个评级。(众笑)

巴菲特：但在我心目中，没人是 AAA 级的。**如果我们真的要保护自己，如果我们持有大量现金，我们就会需要真正的钱**。现在我让部分资金用于投资。但就我们这里的大部分财富而言，持有的国债部分会一直保持下去。因为我不知道明天会发生什么。我不知道是否有任何一种巨大的破坏发生，这就是你必须担心的是不连续性，总有一天会遇见一个。他们在 1914 年关闭了证券交易所，你知道，关闭了好几个月。他们在 911 恐袭后关闭了几天，谁也不知道明天会发生什么？

主持人：说到这种不确定性，你是否认为在金融危机中，政府制造了一些不确定性，例如，政府介入并策划了摩根大通和贝尔斯登之间的交易，而政府没有介入或没有充分介入，雷曼兄弟的交易。你认为这会给市场参与者带来不确定性吗？

巴菲特：是的，毫无疑问，你会预料到，看到他们介入贝尔斯登，你会预料到他们会介入雷曼。因此，**当他们没有介入雷曼时，世界陷入了恐慌。**雷曼商业票据由货币市场基金持有，3000 万美国人持有货币市场基金，如果有 3000 万美国人担心他们的货币市场基金是否值 100%安全，他们就什么都不会买。所以你制造了一场金融海啸，但是，最有趣的是，当然如果 KenLewis 没有在周日收购美林，我认为金融系统将会崩溃。他就是那个最终拯救了金融体系的人。在我看来，他付出了一个疯狂的代价，他本可以在第二天免费买下它，因为当雷曼破产时，美林也将破产。所以政府不得不在某个地方采取行动，你可以说他们或许应该对雷曼采取行动。但我要说的是，我总体上考虑了 Paulson，Bernanke 和 SheilaBair 的行为。尽管我不是共和党人，甚至不是总统，但我认为他们在那段时期做得很好。我的意思是，你不能说所有的事情都是对的，如果他们在雷曼上犯了错误，他们就会改正。他们尽一切可能迅速纠正。如果他们没有这么做，如果美国银行 KenLewis 没这么做，我们会这么做，否则金融系统就会崩溃。不管怎样，它停摆了一小段时间。但我们随后看到的经济衰退，与我认为与不这么做将会发生的情况相比，这根本算不上什么。

主持人：接下来是商业票据市场。你提到了商业票据市场发生的情况。当金融系统崩溃时，任何关于额外保障措施的想法或任何补救措施有效吗？

巴菲特：挺难的。我们不买商业票据。但我相信，如果你今天遇到类似的情况，政府会担保商业票据，他们不得不这样做。这才是最重要的。你必须相信联邦政府会采取行动，他们会迅速、果断地采取行动。我想，在雷曼破产之后，这成为了一个非常重要的问题。在我看来，财政部和美联储通过采取行动，非常迅速地解决了这个问题。我说这是经济上的珍珠港事件，第二天我们派出了舰队，但不幸的是，雷曼破产那天，我们有船就在港口。(笑)但是你看第一个 TARP 资产救助计划在国会被否决后，市场上发生了什么。我的意思是，国会当时是美国公众最大的恐惧来源。

主持人：你如何界定政府应该在哪些方面对特定机构进行干预，哪些不是。

巴菲特：我认为他们在贝尔斯登做得很好，我是说他们几乎把股东们都干掉了，结果很明显，你损失了 180

只剩下 10。但如果按照保尔森的说法，这个数字将不超过 2。你把股东们都干掉了。再说一次，管理层 Jimmy Cayne 损失了很多钱，但他仍然是个有钱人。所以这并没有给世界其他公司管理层一个教训，但你给股东们上了一堂很重要的课。我认为，如果政府必须做出决定，如果麻烦正在酝酿，政府应该雷霆出击。

主持人：你会在介入贝尔斯登和不介入 ACME 或其他金融机构之间做出选择吗？你是怎么划清界限的？

巴菲特：对于银行来说，这很容易，因为 FDIC 可以处理除了花旗和美国银行之外的所有事情。他们用自己的方式处理美联银行 Wachovia，处理华盛顿互助银行 WaMu。我的意思是，我们在没有联邦政府介入的情况下，有 8%或 9%的美国存款转手。但 FDIC 不可能这么做，他们参与了与花旗的救助，但花旗的问题可能太严重了。Wachovia 银行是全国第三大银行，他们做到了。所以，你不需要担心介入这里的机构，但是介入房地美和房利美的机会是毫无疑问的。如果他们介入摩根士丹利、高盛或富国银行，他们真的不需要救助。但他们确实需要这个系统，他们需要给美国公众信心，让他们相信他们会不惜一切代价。现在只要这个金融体系没有完全崩溃，这些公司就不需要它。但是为了让世界相信这个系统不会完全崩溃，他们只是电影的一部分。

主持人：我们采访马上就要结束了，我们开始得有点早，所以我要谢谢你。有几个问题。你知道欧洲现在发生的情况和欧洲过去发生的情况之间会有什么不同吗？相比这里发生的情况，很明显欧洲没有发生同样的危机。

巴菲特：是的。这是非常不同的，这是一个更有趣的状况(笑)，因为这有了前车之鉴，所以人们会知道这一切是如何发展的。我不知道欧洲的结果会怎样。美国情况不同，我们是在自救。我们想要被拯救，我们知道只有政府才可以把我们从巨大的崩溃中拯救出来。即使在一年半之后，很多人还是对那些参与其中的人感到愤怒。我们所做的一切都是为了拯救我们自己，而不是为了拯救墨西哥。这不像我们有一个北美联盟，我们所有人都与同一种货币联系在一起，墨西哥的问题是——你能想象如果我们拯救了墨西哥而不是美国，对立法机构或者涉及其中的监管机构会有什么反应吗。所以欧洲，他们必须行动起来，他们有一个欧元系统，一群人将不得不帮助另一群人。现在我们都认为我们是美国人，所以当美国人在拯救美国的时候，我们可以很有凝聚力。但是尽管如我所说，这仍然相互指责，各种各样的事情都已经发生了。现在你想象一下欧洲，有一群人可能被要求提供大量资金，或者承担大量负债，也许引发通货膨胀，以帮助另一群他们认为他们的行为不符合他们行为准则的群体。他们没有真正的种族社会联系，我认为发生的事情真的很有问题。

主持人：但是你认为欧洲的问题是如何发展的，或者这真的是欧洲的问题，而不是房地产泡沫？

巴菲特：可能很困难。因为很长一段时间以来，每个人都认为他们是平等的，如果你从 16 个国家中任何一个国家买了欧元计价的债券，它并没有什么不同，存款也都是一样的，然后突然之间，市场意识到事实并非如此。一旦人们开始思考这个问题，他们意识到事实并非如此。这欧元才出现不到 15 年。然后他们开始想也许我最好去银行排队。他们不必亲自去排队，他们只需按下按钮，钱就开始流动，突然间 16 个国家出现了问题，**他们认为，大多数人认为他们不是其中的一部分。**也就是说，这可能具有极大的传染性。没有人必须购买希腊债券，也没有人必须购买西班牙债券。现在通常在美国，这是一个迂回的过程，当中央银行不得不购买债券的时候，我们知道明天有人会购买美国债券，**因为我们有一个完全符合国家利益的中央银行。如果有必要，我们会印钞票。希腊没有印钱的权力，如果他们有权利印钱他们就会很好。**这是一个非常，非常有趣的问题，我不会预测它将如何摆脱，因为你会翻旧账(笑)，让我以后看起来非常愚蠢。

主持人：你有没有什么关于这次危机的书？我知道 Andrew Ross Sorkin 写了 **《大而不倒》**。

巴菲特：Sorkin 写了一本很好的书。有很多好书。如果我从事写作行业，我会写一本虚构的书，我的书可能会被命名为《如果 Ken Lewis 没有接电话》，然后我会从哪里开始写下去，周一美林公司倒闭，我会描述这个世界会是什么样子。那会是本地狱般的书。(笑)我不知道结局会是什么，但他在周六接到电话，他在 24 小时内得到公平的意见，两个家伙各得到 1000 万美元顾问费。以每股 29 美元的价格收购美林证券比较公允。

主持人：Chris Flowers

巴菲特：Chris Flowers 和另一家与 Chris Flowers 有关联的公司。你认为 Chris Flowers 会在周日花每股 29 美元或者 2.9 美元买下美林证券吗？(笑)这是一个有趣的世界，但它可能已经拯救了系统的一些可怕的行为。可能真的拯救了整个金融系统。如果你决定写那本书，我不希望有任何版税。(笑)

主持人：好的，以我们现在的速度要花很长时间，谢谢。

来源：www.FDIC.gov，www.santangelsreview.com

巴菲特："捐赠誓言"计划 2010

2010 年 6 月 16 日

伯克希尔哈撒韦公司董事长兼 CEO 沃伦巴菲特，以及比尔梅琳达盖茨基金会的联合主席比尔盖茨和梅琳达盖茨，在此次电视节目中，唯一一次专门介绍他们向美国最富有的人发起的挑战，即让他们承诺将一半的财富捐赠给他们关心的事业。

<https://charlieroose.com/videos/14869>

2006 年 6 月 26 日采访片段：

巴菲特：这是我一直以来的计划。我和妻子苏珊早就打算，无论我赚多少钱，最终都要回馈社会。起初我认为她会比我长寿，届时她会做出重大决定，确定捐赠的方式。但她去世后，我不得不重新思考如何以最有效的方式将这笔钱投入社会。答案其实就在眼前。我看到比尔和梅琳达在他们的基金会所做的一切。他们用自己的钱投入慈善事业，全身心地付出。他们做出的决策很明智，目标也和我相似。所以，是时候行动了。

罗斯：比尔已经给了你一本书，让你了解这些问题。

巴菲特：节目结束后说不定还有个小小测验呢。

罗斯：我们会谈到其中一些问题。你对疟疾、肺结核了解多少？

巴菲特：我觉得他是想让我染上这些病，这样我就能亲身体验并致力于解决了。

罗斯：你们二位如何看待这件事的意义呢？对你们个人以及你们所投身的事业而言，意味着什么？

梅琳达：对我们来说，这太棒了，因为我们认为这会让我们的影响力加倍。我们长期致力于解决的疾病防治、教育问题以及社会不平等现象，都将因为沃伦的捐赠而获得加倍的资源投入。在全球健康问题上，我们将能够深入开展更多工作，这简直不可思议。

盖茨：这是一项重大责任。从某种程度上说，如果你用自己的钱做慈善出了差错，可能不会像用别人的钱时那么愧疚。所以现在更加专注于把事情做好。这是一个令人兴奋的时期。医学的进步以及其他可以缓解贫困的举措，让我们取得了不错的进展。随着资源翻倍，我们相信我们产生的影响不止翻倍。这很令人激动，但也责任重大。

查理罗斯：在这里，人们的生活将永远改变。接下来，让我们关注"捐赠誓言"计划。比尔盖茨、梅琳达盖茨和沃伦巴菲特在 2006 年改变了慈善事业的格局，如今他们再次行动。他们三人今天宣布了一项重大决定，这可能会对慈善界产生深远影响。他们呼吁美国最富有的人承诺将至少一半的净资产捐赠给慈善事业，他们称之为"捐赠誓言"。该计划鼓励捐赠者将善款捐给他们喜爱的事业，而非特定的基金会。今天的声明并未要求具体的捐赠数额，只是寻求一种道德承诺。目前已有四人确认参与了这项承诺，他们是 Eli & Edythe Broad 夫妇、John Doerr、Gerry Lenfest，以及 John & Tashia Morgridge 夫妇。如果这项承诺成功推行，可能会为各种具体需求筹集到 6000 亿美元资金。盖茨夫妇和巴菲特之间的合作由来已久。2006 年，巴菲特承诺将其 400 多亿美元财富的 99% 捐赠给比尔梅琳达盖茨基金会，双方的合作就此拉开序幕。比尔盖茨、梅琳达盖茨和沃伦巴菲特来到节目现场，与我们分享他们当时携手合作的非凡历程。

<Eli Broad>，1933 年出生于美国底特律，是密歇根州最年轻的注册会计师记录保持者，并且从零开始打造了两家财富 500 强公司[洛杉矶地产旗舰品牌 KB Home]+[保险巨头 Sunamerica 被 AG 收购]。他的名下慈善基金会资产高达 26 亿美元。Eli Broad 于 2021 年去世，但他与妻子 Edythe Broad 共同捐赠了近 1 亿美元给母校密歇根州立大学，并冠名了商学楼。此外，他们还捐赠了 2800 万美元建造了以他们名字命名的 Broad 艺术博物馆，该博物馆由扎哈·哈迪德设计，位于密歇根州立大学校园内，并对公众免费开放。

<John Doerr>, 1951 年出生于美国, 是 KPCB 风险投资公司的合伙人, 全世界最具传奇色彩的硅谷风险投资家之一, 被誉为风险投资之王。他 1974 年加入了早期的 Intel 公司, 工作涉及产品开发、市场与销售。后创立了一家 CAD 软件公司 Silicon Compilers, 还共同创立了全球第一家宽带运营公司@Home。从 1980 年开始 John 参与了众多硅谷成功企业的早期投资, 包括 Google、SUN、康柏、亚马逊、网景、Intuit、Lotus、赛门铁克、Cypress、S3、Millennium Pharmaceuticals 等, 向 250 家美国技术公司投资超过 13 亿美元, 创造了高达 1000 亿美元的经济价值。他同时也担任多家上市公司的董事, 包括 Google、Intuit、亚马逊、和 SUN。

<Gerry Lenfest>, 美国著名的传媒大亨, 费城最具影响力的公民领袖之一。他通过几十年的艰苦创业, 与妻子玛格丽特共同建立了自己的有线电视业务, 并在 2000 年出售了 Lenfest Communications Inc., 随后积极投身于慈善事业, 公益捐赠总额超过 13 亿美元, 涉及教育、文化、媒体等多个领域。他曾为费城艺术博物馆、柯蒂斯音乐学院等老牌艺术机构提供资金支持, 并担任这些机构的董事长, 推动了它们的发展。此外还向美国革命博物馆捐赠了大量资金, 并在生命的最后阶段成为报业主, 收购了 the Inquirer、Daily News 和 Philly.com 的出版公司, 进一步推动了报纸的数字化整合。Lenfest 于 2018 年 8 月 5 日在宾州去世, 享年 88 岁。

<John Morgridge>, 威斯康星州 Wauwatosa 出生, 父母均为教师。1988 年加盟思科 Cisco 担任 CEO。他将一个年收入只有 500 万美元的公司, 转变为 10 亿美元的巨头, 从只有 34 人的小型公司变成了 2260 人的大公司。后执教于斯坦福商学院研究生院, 个人资产达到 16 亿美元。他为威斯康星大学和斯坦福大学提供了大量资助。

罗斯: "捐赠誓言"的想法源自沃伦·巴菲特, 随后盖茨夫妇组织了一系列晚宴。2009 年, 大卫·洛克菲勒在洛克菲勒大学主持了第一场晚宴。之后, 美国各地举办的其他晚宴将众多富豪聚集在一起, 共同探讨捐赠的经历。"捐赠誓言"主要面向美国最富有的亿万富翁, 希望它能在全球范围内推广。

上个月, 我飞往华盛顿州雷德蒙德市, 与沃伦、比尔和梅琳达就今天的声明进行对话并录制节目。这是他们唯一一次就这项非凡的承诺接受电视采访。除了本期节目, 卡罗尔·卢米斯在今天的《财富》杂志上发表了一篇题为《6000 亿美元的挑战》的文章。在雷德蒙德微软园区与比尔·盖茨、梅琳达·盖茨和沃伦·巴菲特对话时, 我同意在《财富》杂志和本期节目共同发布声明之前, 暂不播出这段对话。我们首先问比尔·盖茨, "捐赠誓言"是什么, 他们希望达成什么目标, 以及对其成效有何预期。

盖茨: 其实很简单。这个想法就是, 投身慈善事业的人们写一封信, 讲述自己的慈善行动, 并承诺在生前或通过遗嘱捐赠大部分财富。我们希望把做出这种承诺的人聚集在一起, 认为他们可以分享想法、相互学习、彼此鼓励。所以我们现在发起这个倡议, 并邀请众多人士加入。

罗斯: 所以捐赠可以在任何时候进行吗?

梅琳达: 可以在任何时候。关键是做出承诺, 克服心理障碍, 不要总想着以后再考虑, 现在就行动起来, 认真思考捐赠这件事。我们希望很多人最终选择在有生之年进行捐赠, 因为这不仅仅是捐钱的问题。如果他们愿意, 也可以选择在去世后捐赠。但当人们开始思考慈善并付诸行动时, 就能够改变社会。所以, 大家聚在一起, 交流各自对慈善的想法, 是一件很棒的事情。

罗斯: "捐赠誓言"是一份合同, 还是一种道德义务呢?

巴菲特：这是一种道德义务。我们不希望人们去找律师，要求起草一份 40 页、带有 28 个免责条款的文件之类的东西。我想说，几乎每个做出这种承诺的人都会遵守誓言。

这是一项严肃的承诺，但并非法律意义上的承诺，而是道德承诺。

罗斯：这与盖茨基金会无关，而是你们希望人们认同的一种理念。其核心是让人们思考慈善，思考什么呢？

盖茨：这一想法实际上源于我们与一些投身慈善事业的人共进晚餐时的讨论。聆听他们的故事，感受他们的热情，以及了解他们如何随着时间推移而发生改变，这一切都非常美妙。我们觉得这些交流对我们很有帮助，而且在我们举办的三次这样的晚宴上，这些讨论让在场的每个人都充满热情。后来讨论的焦点变成了如何吸引更多人参与。人们往往会拖延，可能是因为他们不了解正在发生的有意义的事情。所以在这些讨论中，“捐赠誓言”的想法应运而生，到第三次晚宴时，这个想法已经相当成熟。我们力求保持简单，不搞资金汇集，也不规定哪种捐赠方式才是正确的。这只是一个承诺，做出承诺的人们会相聚在一起，分享各自独特的捐赠方式。

罗斯：这些晚宴是怎么发起的呢？

梅琳达：最初，我们谈论的是是什么激发了我们回馈社会的想法，以及如何激励他人也这样做。我想是沃伦最先和我们开启了这个话题，然后我们说，那就把其他人聚在一起讨论吧。于是我们有了举办第一场晚宴的想法，由大卫·洛克菲勒主持。从那以后，这个活动仿佛有了自己的生命力，人们带来了各自的思考和想法。就在那时，我们确定了“捐赠誓言”这个想法。我觉得在晚宴上我们学到的一件很酷的事情是，慈善是非常个人化的行为。对我们来说，人们捐赠的对象并不重要，无论是文化、气候、人道主义还是社会问题领域。真正重要的是他们内心的驱动力，正是这种驱动力促使他们去捐赠。我们只是希望确保他们在思考捐赠这件事。现在围绕这个话题，大家都充满热情。

罗斯：跟我讲讲第一场晚宴的情况吧。当时氛围如何？大家都讨论了什么问题？

巴菲特：一开始我们心里也没底。大卫·洛克菲勒非常周到地主持了晚宴。当时大概有七对夫妇参加，可能有一两个人是独自前来的。我们围着桌子轮流发言。我请每对夫妇或每个人讲讲他们慈善理念的形成过程，是如何走到今天这一步的，以及他们希望实现什么目标。查理，那场面太不可思议了，围着桌子一圈讨论下来，大概花了两个小时。人们都很乐意分享自己的想法，也很愿意倾听别人的故事。当别人发言时，他们和自己发言时一样专注。所以，等一圈讨论结束，我想我们开始有了一个初步的想法：如果能把这种热情和承诺传递给更多人，或

许很多原本打算以后再考虑如何处理财富的人，现在就会积极行动起来。

罗斯：人们都问了哪些问题呢？

盖茨：每个人都有自己投身慈善的独特故事，比如是什么吸引他们参与，他们如何让孩子也参与进来，以及他们是如何关注到自己所支持的事业的。大家提了很多问题，讨论了很多话题，各种想法层出不穷。但总体氛围很热烈，大家都希望分享慈善带来的乐趣，让更多人了解慈善的影响力。还有一点我想说，没有人后悔自己做了捐赠。每个人都觉得更有成就感，还能以独特的方式发挥创造力。他们也在思考如何分享这些感受。最终，我们达成了非常简单直接的承诺，这将促使人们定期相聚交流。

巴菲特：查理，我敢打赌，参加这三次晚宴的大概 20 对夫妇中，很多人尽管之前就有投身慈善的决心，但离开时都有了新的想法，并且对继续践行慈善更加坚定。我也不知道，也许这就像参加教堂礼拜时会发生的事情吧。但我能确定的是，这种变化很明显。

罗斯：你们打算如何挑选邀请对象，让他们做出捐赠承诺呢？

巴菲特：我们本来想从你开始，查理。

梅琳达：没错。实际上，晚宴上的一些人在结束后马上找到我们，说对这个想法非常感兴趣。目前已经有四个人表示愿意参与，帮助我们吸引更多人进行捐赠。我们会联系参加晚宴的那 20 对左右的夫妇，然后我们和他们会继续邀请其他人，告诉他们这是一件可行的事情，希望大家都能来参与。

罗斯：这个计划有组织架构、流程或者专门的组织吗？

梅琳达：有一个名为 thegivingpledge.org 的网站，人们可以访问。我们会在上面公布所有的捐赠承诺，那些签署了“我将捐赠 50% 财富”声明的信件都会展示在上面。人们还会在网站上发表一两页内容，阐述自己的捐赠理念。此外，这个网站还会链接到其他相关网站。有很多人长期致力于捐赠，或者正在考虑捐赠。有一个叫 boldergiving.org 的网站，能帮助人们思考如何捐赠，我们会把这些网站链接起来。

罗斯：如果有人找到你说，我了解了这个计划，能告诉我为什么我应该做出捐赠承诺吗？

巴菲特：只有当这件事真正吸引你时，你才去做。毕竟这是你的钱。我可以告诉你这对我意味着什么，以及这些年来和我交流过的一些人的看法。每个人的情况都不一样，人们的资产状况和兴趣各不相同。比如，如果家里有人患了某种特殊疾病，他们就更有可能是对该疾病的研究等相关领域感兴趣。但我会告诉他们，先确定自己想

做什么。很多富人寿命更长，这是财富带来的好处之一。所以，很多遗嘱是八九十岁的老人订立的，那时他们的身体机能和思维能力都不如从前。我在四五年前做出捐赠决定的部分原因是，我不确定自己 90 岁时的思维还能否像 75 岁时那样清晰。我们只是希望人们确定自己的想法，同时倾听那些已经做出选择的人的经验，看看是否能引起自己的共鸣。我相信很多人会感兴趣的。

罗斯：这对你来说意味着什么呢？

巴菲特：实际上，我一生都秉持一种理念，我持有的伯克希尔股票最终都将用于慈善事业。说实话，我拥有生活中想要的一切。我从未因为捐赠而放弃看一场电影、吃一顿晚餐，或是去迪士尼乐园游玩。所以，捐赠对我来说没有任何损失。在我的保险箱里，存放着一些几十年前购买的股票凭证，如今它们的价值大幅增长。这些凭证就像是未来的提货单，但我未来并不需要这些东西。而其他很多人却有着各种各样的需求。通过捐赠，我可以用这些凭证改变他人的生活，让他们过得更好。我的生活已经非常美好，不会再有什么改变能让它变得更好。如果这些股票凭证能够帮助孩子们预防疾病、接受更好的教育，或者让人们在晚年生活得更好，那就太棒了。我想很多人都有同感。

罗斯：参与这样一项能够影响他人生活的慈善事业，对你来说意味着什么呢？

盖茨：实际上，这已经成为我们全身心投入的事业，在这个过程中能学到很多东西。我们取得过很大的进展，也遇到过挫折，还建立了许多合作关系。与这个领域的从业者、科研人员交流，都让我们收获颇丰。这比我们预想的有趣得多，也更有意义。现在，机会就在眼前。当然，我们的方式只是众多慈善方式中的一种。但对我们个人以及我们夫妻来说，共同参与这项事业是一段非常特别的经历。

梅琳达：完全正确。回想一下，如果在我们刚订婚或结婚时，有人问我们会不会像现在这样全身心投入慈善事业，我们肯定想不到。我 3 月份去了印度，回来后第一个想分享经历的人就是比尔。比尔周六早上刚从印度回来，整个周六我们都在聊他在印度的见闻。能够一起参与慈善事业，见证我们的基金会和我们夫妻在这个过程中成长，对我们来说非常有意义。在晚宴上和其他家庭交流时，听他们讲述自己的慈善历程，看着他们从一个起点起步，不断发展变化，我想这也是所有投身慈善事业的人都会有的感受，无论他们关注的是什么问题。

罗斯：为什么现在有些人没有更多地参与慈善呢？是因为觉得慈善很复杂，还是不知道从何做起呢？

巴菲特：我觉得他们常常推迟做决定，而且有些人会想，比如我要怎么成立一个基金会之类的。或者我要怎

么管理慈善事务呢？假设他们拥有一家价值很高的私人企业，他们会想，我现在要怎么在不放弃企业的前提下捐赠呢？其实这些问题都有解决办法。在晚宴上和大家交流时，我们了解到他们是如何处理这些问题的。但有些人可能在没有听取他人经验之前，就只是想着“我明天再考虑吧”。

罗斯：听起来这些晚宴充满了情感交流。

梅琳达：人们分享着自己的人生故事，讲述自己的奋斗历程。

巴菲特：确实如此。有时候我感觉自己像个心理医生。他们谈论的内容很多，大多数人都提到孩子参与其中的情况，也有一些人的孩子选择不参与。他们有着各种各样的经历，大家都听得津津有味。你听比尔和梅琳达讲过他们的故事，而我们在晚宴上听了一个又一个故事。在旧金山的那次晚宴上，七对夫妇发言，我们围着桌子讨论了大概三个小时。大家都敞开心扉，真的是畅所欲言。

盖茨：这确实是一种思维转变。一直以来你都在赚钱，而捐赠是完全不同的事情。你不确定自己能否找到有意义的事情去做，所以需要迈出一小步，尝试一下。你不知道这会带来多大的成就感，还需要确定捐赠的范围，不然收到的捐赠请求会多得让你应接不暇。你还得考虑捐赠的架构，以及如何让更多人参与进来。但这真的很有成就感。这些参与晚宴的人都很有才华，如果他们愿意分享自己的见解，吸引那些同样想投身慈善的优秀人才加入，与他人合作，社会会变得更好。虽然“捐赠誓言”计划没有预设具体议程，但我们希望人们能相互认识，找到共同关注的事业并携手合作，无论是什么事业。在晚宴后的交流中，我们已经看到了一些这样的迹象。所以，我们希望有更多人参与进来，积累更多经验，让大家意识到“现在就开始思考，尽早参与”。晚宴上的人们也表示，这个计划很直接明了，他们觉得确实应该这样做。

巴菲特：查理，我觉得人们主要有两个顾虑。一是担心收到过多的捐赠请求，感觉自己的生活就像办公室外排着长队等待帮助的场景，没人希望这样。二是担心自己的钱不能被有效利用。他们会看到关于这个或那个慈善机构的报道，他们习惯在自己的企业里用具体的指标衡量一切，而现在要通过他人去帮助远在万里之外的人，他们想知道如何才能做好这件事。如果他们听听我们接触过的那些人的经验，就会知道如何把慈善做好。而且我们也会教他们如何拒绝那些不合理的请求。

罗斯：再讲讲晚宴上的情感氛围吧，是什么让这些晚宴成为你们创立这项特殊计划的关键契机？

梅琳达：我想最让我们惊讶的就是这一点。刚开始举办晚宴时，我们也不知道会有什么收获。但听到夫妇们

讲述他们长期以来在慈善问题上的思考与挣扎，真的很触动人心。我记得有一对夫妇的故事特别温馨，丈夫说："每次我们长途开车时，只要妻子把收音机音量调低，我就知道她又要和我讨论慈善这个大话题了。"接着他们谈到了自己做出的最重要的捐赠、第一笔大额捐赠，以及这些捐赠如何引发了后续的善举，还有他们对慈善的看法。晚宴最棒的地方在于，人们分享着自己早年如何专注赚钱，后来思想又如何转变，小额捐赠和大额捐赠对他们产生的不同影响。他们相互交流："我最初设定了这样的目标，但不知道该怎么做，后来我是这样学习的。"还有人会问："我也考虑过这个问题，你是怎么解决这个具体问题的呢？"很多人会谈论自己感兴趣的领域，比如美国的教育问题，或者气候变化问题。我想这就是吸引我们的地方。彼得·辛格在他关于救助生命的书中提到，人们往往会模仿参照群体的行为。所以，如果你看到身边的人做着让你觉得正确的事，而且取得了成功，带来了改变，你就更有可能行动起来，做到最好。对我们来说，围坐在晚宴桌旁，听着这些意想不到的故事，身边的人就是我们的参照群体。

罗斯："捐赠誓言"成功的衡量标准是什么呢？

梅琳达：我认为，成功的标志是让这群有影响力的人，也就是这些亿万富翁们，在人生早期就开始思考如何回馈社会，无论是在生前还是去世后进行捐赠，因为他们认真规划了这件事，而不是推迟做决定。只要他们开始思考并付诸行动，我们就成功开启了这个话题，也会为此感到欣慰。我们希望传递这样的理念：这就是对待慈善的正确态度，你应该考虑将自己的财富回馈给社会。

巴菲特：2008 年是最近有遗产税数据统计的年份，提交的遗产税申报表显示，美国当年申报的遗产总额约 2300 亿美元，但申报数量不到 4 万份。其中，约 12% 的遗产捐赠给了慈善机构。我希望 10 年、20 年、30 年后，这个比例能大幅提高。我相信一定会的。

罗斯：如果"捐赠誓言"取得巨大成功，它可能带来哪些改变，会产生怎样的影响呢？

盖茨：慈善的历史充满了令人惊叹的故事。美国的图书馆事业，卡内基功不可没；一些医学研究，洛克菲勒家族贡献巨大。慈善还能凸显一些社会问题，促使政府介入。比如洛克菲勒曾大力资助美国南方黑人学校，让人们看到了当时存在的严重不公。在当今时代，也有像乔治·索罗斯这样富有创造力的人，在东欧新兴国家积极推动变革，产生了深远影响。他敢于冒险，充满创新精神。查克·费尼也做了很多了不起的事。所以，慈善是有成功范例的。当然，我们鼓励多样性，不希望人们完全照搬前人的模式，因为新的想法往往具有巨大的推动作用。慈善

真的能带来改变，这可以说是资本主义最好的一面。有人赚了钱，享受着财富带来的满足感，正如沃伦所说，生活富足、应有尽有。这时，如果能明智地运用财富，意识到自己很幸运，进而为他人创造更好的条件，那就再好不过了。在教育领域，有很多慈善家提供资助，对全球健康和气候变化问题的解决也发挥了重要作用。如果没有慈善，很多事情都无法实现。

罗斯：但关键在于，就像你在 2009 年 11 月和我交谈时说的，与我们面临的巨大问题相比，目前慈善事业所取得的成果只是一个小小的开端。

梅琳达：确实只是开端，还只是冰山一角。但它可以成为解决许多社会问题的切入点。回顾 250 年前，亚当·斯密曾说，了解世界其他地方发生的事情几乎没有意义，因为你无法跨越大陆去帮助他人解决问题。但如今，交通和通信的发展让世界紧密相连，个人的力量也能发挥作用。你可以登录 keyhave.org 网站，为非洲的一位女性提供农业帮助；在美国，教师会在 donorschoose.org 网站上发布教室所需物资，你可以资助她们，确保科学实验室的教学计划得以实施。现在捐赠变得非常容易，无论你想在当地社区做慈善，还是为美国国内的事业捐款，又或是向全球其他地方伸出援手，都能轻松实现。对我来说，这就是慈善事业的新时代，也是“捐赠誓言”如此令人激动的原因。

巴菲特：这次“捐赠誓言”是承诺捐赠 50% 的财富，但有些没有巨额财富却同样有慈善意愿的人，他们可以承诺贡献 10% 的时间或其他资源。关键是让每个人都思考这个问题。当然，我们无法让所有人都参与进来，但每个人都有机会参与其中，比如去辅导一个小孩。这些人值得赞扬，甚至比我这样只是捐赠股票的人更值得赞扬。

罗斯：这确实是一个很重要的观点，参与慈善并不局限于亿万富翁。“捐赠誓言”不是亿万富翁的专属俱乐部，不是只有他们才能聚在一起试图改变世界。这是一个极具潜力的伟大构想。它有着强大的影响力和潜力。

梅琳达：没错。对这些亿万富翁来说，做出这样的承诺是正确的选择。但实际上，很多人都在谈论回馈社会。有些人虽然经济条件一般，但愿意奉献自己的时间，或者拿出每周收入的一半用于慈善，在我看来，他们才是慈善界的英雄。所以，我们认为“捐赠誓言”对我们认识的这些人来说是正确的选择，同时也希望更多人能受到鼓舞，积极参与慈善，毕竟已经有很多人在身体力行地做慈善了。

罗斯：你提到过彼得·辛格，他提出收入远低于亿万富翁的人也可以按一定比例捐赠财富，同样能产生影响。

梅琳达：没错。有个家庭写了一本书分享他们的故事，全家人一起捐赠了一半的财产。他们说要拿出 80 万美

元用于慈善，甚至卖掉了梦想中的房子。一开始，他们不太愿意公开这件事，因为他们不是为了博眼球，只是觉得这样做很有意义，后来看到自己的行为激励了他人，才决定分享这段经历。

罗斯：你们从这些经历中学到了什么呢？

盖茨：要深入具体领域才能学到东西。有些问题非常棘手，比如教育问题，每一点小小的进步都来之不易。

罗斯：实际上，你说过教育问题比全球健康问题更难解决。为什么这么说呢？

盖茨：有可能。教育领域不太容易取得突破性进展。我们发现，有很多教育创新者和研发新疫苗的科学家得不到资助。要吸引这些人参与进来，需要花费时间。所以我很欣赏很多慈善家专注于少数几个领域的做法。如果什么都想做，就很难深入了解，也难以积累专业知识。对我们来说，我们选择了几个重点领域进行帮助，健康和教育是重中之重。我们很庆幸做了这样的选择，也会继续专注于此。但慈善事业需要大家共同参与，要有各种各样的捐赠者，因为还有很多我们没有涉及的事业也需要支持。

罗斯：慈善事业能带来一种群体支持的力量。

梅琳达：这就是为什么人们做出捐赠承诺后，我们每年会把大家聚在一起，讨论这些问题，还会举办研讨会。我们希望这个活动能持续发展，大家可以交流“你是怎么开始做慈善的”。我们也会继续参与，不断学习。我们期待这个活动能够发展壮大，大家能持续相聚交流。

巴菲特：人们在思考如何让孩子参与慈善时遇到了一些难题。有些人成功了，有些人还在摸索。但如果多听听成功人士的经验，会有更多人成功引导孩子参与进来。

罗斯：据说，如今的年轻企业家比以往任何时候都更早地思考慈善问题。这是你们观察到的现象吗？

盖茨：我觉得是这样。过去，大多数人很晚才开始考虑慈善。但现在，有些人在三四十岁就能凭借科技创业积累财富，情况有所不同。到了五十岁甚至更早，他们就会思考是否应该把注意力转移到慈善上，或者能否在继续工作的同时，以有意义的方式捐赠财富。一开始，我也不太确定能否兼顾工作和慈善，但和梅琳达商量后，我们找到了平衡的方法。未来会有更多成功人士在更长时间里深入参与慈善事业，这在慈善历史上并不常见。

罗斯：如果有人找到你说，我想效仿你们，亲自参与慈善工作。你会建议他这么做吗？

盖茨：如果他对此充满热情，那当然应该去做。因为在这个过程中，你会结识很多人，经历很多事，这些收获不逊色于你创造财富时的经历。参与慈善还能拓宽个人视野，丰富人生阅历。

罗斯：梅琳达，你全职投入慈善事业的时间比比尔更长。在你看来，对慈善事业的认知、对其可能性和潜力的看法，经历了怎样的变化呢？

梅琳达：以前，我有时会有些担忧。去印度或孟加拉国时，我会想，天啊，看到这么多需要帮助的人，回来后我会不会感到无力和沮丧？但实际上，每次去实地考察回来，我都会发现一些新的机会、新的可能性，或是新的解决问题的思路。所以每次回来我都充满干劲，然后和比尔坐下来讨论，阅读更多资料，召集专家，了解问题的全貌，看看有哪些可行的解决方案。每一次经历都是一次积累。我觉得我们现在做慈善还是保持着这样的节奏。在我们关注的领域，我们还在不断学习。2006年沃伦做出了惊人的捐赠决定，他告诉我们继续做正在做的事，不要盲目扩张领域，但要勇于冒险。我想我们一直在努力学习，不断进步，作为夫妻和基金会，与身边的人一起成长。

盖茨：我觉得一开始人们可能会有些退缩，尤其是那些善于分析的人。当他们了解到一些情况，比如学校的状况比想象中糟糕，非洲贫困人口的食物问题比想象中严重，可能会感到沮丧。但一旦深入了解，看到通过组织妇女团体、提供优质种子，或者推动政府合理调配资源等方式取得的成效，他们就会看到成功的案例。梅琳达说得对，这个阶段更重要的是……

罗斯：你们和伦敦、巴黎等地的人交流过，他们的反应和美国人有什么不同吗？

盖茨：我们发现一个差异在于，如果是第一代富豪，也就是自己创造财富的人，他们更倾向于自主决定把大部分财富回馈社会，并选择具体的慈善方向。美国有很多白手起家的富豪，他们积累了大量财富，也勇于冒险，这使得美国的慈善事业更为发达。如今在印度和中国，也出现了类似的情况。有些富豪不仅承诺捐赠一半财富，甚至有人几乎捐出全部身家。所以我觉得文化差异并没有那么大。重要的是让那些创造财富的人认真思考沃伦所说的“财富兑现”问题，也就是如何运用财富回馈社会。

罗斯：没错。在了解这个计划的过程中，有一点很令人感慨，那就是资金需求非常迫切。尽管你们和基金会已经拥有很多资源，但需要帮助的地方太多了，关键还是要筹集更多资金。

梅琳达：需求确实巨大。任何投身慈善的人都应该明白，个人的捐赠只是起到推动作用，只是解决问题的一个切入点。因为与全球的需求相比，慈善资金只是杯水车薪。所以我们要思考，慈善组织的理念、用资金尝试新方法解决问题的冒险精神，如何传播开来，进而推动社会问题的解决？当关注重大社会问题时，就应该从这个角

度去思考。

巴菲特：顺便说一句，对于一些成功人士来说，如果你能向他们展示如何让捐赠发挥更大的影响力，他们会很感兴趣。

罗斯：你很懂"影响力"这个概念。

巴菲特：当然，也有些人只是出于情感因素，比如看到残疾儿童就想要提供帮助。人们做慈善的动机各不相同，影响力因素很重要。

盖茨：我觉得我们所处的时代很特别，很多问题都有解决的可能。地球上的每个人都能接受良好的教育吗？都能获得足够的食物吗？我们能否通过改善教育体系，让"美国梦"中的机会平等惠及更多人？这些目标并非遥不可及。50年前的慈善家可能无法想象这些目标能够实现。那时，关注身边或本国的问题就已经足够。但如今全球财富总量惊人，只是分配不均，而这种激励机制本身并没有错。如何在保持激励机制的同时实现公平呢？慈善就是答案之一。政府项目与慈善事业相结合，才能实现两者的优势互补。

巴菲特：就富豪参与慈善这件事，我认为这对他们的家庭也有好处。看看洛克菲勒家族，约翰·D·洛克菲勒一世的后代们受其影响，在慈善方面积极作为，这为家族树立了良好的榜样，与那些不重视慈善的家族形成了鲜明对比。我想说，很少有家族会因为积极参与慈善而受到负面影响，相反，很多家族会从中受益。就我自己的家庭而言，慈善活动带来了积极影响。

罗斯：跟我讲讲具体有哪些影响。

巴菲特：我有三个孩子，我和妻子支持他们开展自己的慈善活动。我觉得他们因此成为了更好的公民，对世界上存在的问题更加敏感和关注。我相信他们也会更好地教育自己的孩子。因为参与慈善，他们的价值观得到了提升。这很大程度上要归功于我的妻子，最初是她引导孩子们关注慈善。孩子们不仅意识到自己能为世界做些什么，还积极行动起来，将自身的能力和才华与捐赠的资金结合，投身慈善事业。我觉得他们对自己更有信心，他们的孩子也会受到积极影响。我作为家长，也为他们感到骄傲。总体来说，一个热衷慈善的家族，相比那些一毛不拔的家族，会对自己和后代更有信心，更有成就感。

梅琳达：想想慈善事业的未来，以及年轻一代的情况。几年前，谁能想到普利策获奖作品《山外有山》讲述的是保罗·法默的故事呢？他最初得到了波士顿慈善家汤姆·怀特的大力支持。63岁的汤姆·怀特遇到了23岁正在

哈佛医学院求学的保罗·法默，两人一拍即合。保罗在海地创办了诊所，如今已经发展到多家。他还前往卢旺达，与卢旺达政府合作，致力于改善当地的医疗体系。因为这个故事，很多大学生甚至高中生都开始思考慈善。《山外有山》成为了他们的必读书目。孩子们会想，我也能像保罗·法默一样，为发展中国家带来改变。但保罗需要有人支持，这说明各个环节相互关联。我觉得现在的年轻一代很早就开始思考如何回馈社会，以及回馈社会对自己的人生有何意义，这是非常好的现象。

罗斯：随着“捐赠誓言”计划的推进，未来会有更多发展吗？比如，除了网站之外，是否会形成更完善的组织架构？如果这个计划取得巨大成功，可能需要更完善的体系来支撑。你为什么笑呢？

巴菲特：我觉得这会发展成为一场运动，而且很可能会以某种形式组织起来。从已经做出承诺的 20 多个人身上，就能感受到这种趋势。他们不仅自己积极参与，还想把这个理念传递给更多人。

罗斯：他们想积极推广这个理念。

巴菲特：没错。而且在这个过程中，如何明智地管理资产、合理分配捐赠资金等问题也很重要。谁知道呢？但他们肯定希望分享经验。显然，我们应该提供帮助，随着时间推移，大家也应该共同建立一个平台，定期为分享经验提供场所。不同的人对慈善的方向会有不同的见解，我不会去评判。但只要他们的观点合理，就让他们去和其他人交流分享。

梅琳达：我认为这四个家庭已经表示愿意参与推动这件事。他们也会和朋友们分享。一旦有了最初的一批参与者，这个计划就会有自己的发展动力，他们会决定具体的实施方式。随着大家在秋季首次相聚交流，了解哪些做法有效，这个计划可能会随着时间不断演变。所以，目前的想法就是先推动计划开展，看看自然发展会带来什么成果，但核心是让大家认为这对参与的群体来说是正确的选择。

巴菲特：这些人都是实干家。没有一个是退缩不前的人。

盖茨：没错，这一点很明显。

罗斯：不过，我还想回到之前的话题。跟我讲讲在这些会议中，有哪些让你深受触动的事情。

盖茨：像 Chuck Feeney，他几乎捐出了自己的全部身家，这是个了不起的故事。还有 Ted Turner，他勇于开拓新的慈善领域，还希望其他人也能这么做。也有人是因为发现了某些迫切的需求而投身慈善，他们甚至没想到自己会被慈善事业吸引，但对这些需求了解得越多，就越觉得自己应该为此做点什么。很多人还谈到了自己的

父母，说如果父母看到他们现在做的事会感到很骄傲。

梅琳达：我记得在一次晚宴上，还有一件事特别感人，就是人们谈到了自己的孩子，讨论要不要让孩子参与慈善。有一对夫妇最初将健康和公共服务领域作为家庭慈善的重点方向，当时他们的孩子刚 20 岁出头，他们给了孩子一些钱，支持孩子参与慈善。孩子们让他们在健康和公共服务领域有了一些新的思考方向，这对夫妇为孩子的想法和行动感到无比欣慰。他们说，我们一家人一起做慈善，很享受这个过程。等我们离开后，剩下的捐赠事宜交给孩子，我们对孩子的做法很放心，这种感觉太棒了。

罗斯：政府应该做些什么来推动这个项目更好地发展呢？

盖茨：我认为当慈善事业证明某些做法有效时，通过民主机制让政府借鉴慈善领域的实验成果是非常重要的。美国的体系是一个混合体系，有很多慈善行为，比如联合劝募会就支持许多不同的公益事业。实际上，美国政府和非政府组织之间形成了一种互补关系。有趣的是，在中国，目前主要是政府在承担公益责任。所以当我们和中国的富豪交流慈善时，他们会说没有成熟的捐赠渠道。也许中国的富豪们需要做的，就是推动建立更多明确的捐赠渠道，比如明确如何为学校捐赠。在这方面，美国已经积累了很多经验，许多相关组织都是由慈善捐赠和政府支持共同维持运营的。所以我认为美国的模式有值得借鉴的地方。

罗斯：你们可能知道这些数据，如果有人清楚的话，那肯定是你们。如果《财富》杂志富豪 400 强榜单上的人，或者其他类似榜单上的富豪都做出这个捐赠承诺.....

巴菲特：大概能筹集 6000 亿美元。少一点的话，5500 亿美元我也能接受。

罗斯：好的，但继续听我说。想想这笔钱能发挥多大作用，再对比一下盖茨基金会目前的资金规模，以及每年的资金使用比例。从每年对各类有需求领域的捐赠贡献来看，会是怎样的情况呢？

盖茨：人们至少要捐赠 5% 的资产，这是规定的最低捐赠比例。按照这个比例计算，每年大概能有 300 亿美元。即便这笔钱要分散用于几十个不同的领域，这个数额也相当可观。它能带来的催化作用将是巨大的。其中很大一部分会用于美国国内，也有一部分会投向其他国家。这两个方向都有很多值得投入的地方。

梅琳达：别忘了，各基金会之间相互推动、相互启发，不断改进捐赠思路。在特许学校运动早期，以及布罗德基金会在教育领域的工作，都给了我们很多启发。我们有很多共同的目标，但看待问题的角度略有不同。伦敦的克里斯·哈恩和杰米·库珀·哈恩创办了儿童投资基金。在艾滋病防治项目的资助上，我们与他们展开合作。他们对

资金发放方式以及受资助方资金使用的思考，让我们的资助工作做得更好。

罗斯：他们的哪些理念对你影响很大，让你觉得在捐赠和推动慈善事业方面非常重要呢？

梅琳达：他们看待问题的角度稍有不同，比如在艾滋病防治方面，他们会问："你以这种方式捐赠资金，但艾滋病防治与营养问题有什么联系呢？母亲需要足够的营养才能喂养婴儿。你在做营养方面的捐赠，但有没有真正考虑到这些关联呢？"在捐赠决策上，他们比我们考虑得更深入。所以我们反思后调整了思路，从他们的角度审视我们的捐赠项目。当双方从不同角度思考资源分配，并确保有效评估时，这种思想交流非常有意义。我们一直认为自己在评估方面做得不错，但发现他们做得更好，值得我们学习，这是非常好的事情。

巴菲特：查理，回到那 6000 亿美元的话题。新的财富在不断创造，这为慈善事业奠定了基础。长期来看，慈善资金的规模将达到数万亿美元，这不是一次性的静态数字。明年、后年还会有更多财富产生，新富们会参考前人的做法。我们希望能建立一种新的社会规范。

罗斯：建立一种关于合理捐赠的新规范。你们是怎么确定 50% 这个捐赠比例的呢？

巴菲特：我们在讨论小组中探讨过这个问题，但这不是上限。我觉得会有人捐赠超过这个比例，Chuck Feeney 就是一个例子。

盖茨：讨论时大家的想法是先吸引人们参与进来，因为一旦参与，很少有人会只捐赠 50%。从某种意义上说，让人们捐赠大部分财富，这个说法简单明了。做出这个承诺并不容易，需要考虑自己的遗产规划、资产状况以及身边的人。但一旦迈出这一步，我们觉得这个群体的平均捐赠比例会远远超过 50%。

梅琳达：因为一旦开始捐赠，就会形成一种动力。我们早期就是这样，原本计划了捐赠数额，但在过程中发现捐赠带来的快乐超出预期，于是加大了生前捐赠的力度。我想其他人也会有类似的情况。

罗斯：捐赠带来的快乐是什么呢？

梅琳达：比如，你知道自己能给美国的一个孩子提供接受优质教育的机会，这就是一种快乐。我们所做的就是为他们创造机会，让他们站在和我们当初因父母的支持而拥有的同样的起跑线上。

盖茨：可以从两个方面来看待这种快乐。一是结果，二是过程。在教育领域，你会遇到满怀热忱却又有些无奈的教师，以及潜力尚未被挖掘的学生。当你和他们一起为共同的目标努力时，就会有人提出新的想法。对于那些愿意投入时间的人来说，参与慈善活动和赚钱一样充满吸引力。

罗斯：从具体成果来看，我们之前讨论过这个项目在解决饥饿、贫困等问题上能发挥的作用。如果能提高贫困地区的生活水平，也会对人口问题产生积极影响。儿童死亡率的数据高得惊人，如果这些都不能让你想要做出捐赠承诺……

盖茨：事实上，儿童死亡率是可以降低的。每年约有 900 万儿童死亡，这只是众多社会问题之一，但它引起了我的关注。人们可以采取不同的方式来降低这个数字，慈善在加速这一进程中能发挥巨大的推动作用——将死亡人数降到 600 万、300 万。想象一下，世界会因此变得更加美好。1960 年，这个数字是 2000 万，而现在全球出生人口比那时多得多，这说明通过慈善、科学、政府和公众的共同努力，我们已经取得了很大的进步。有些问题看似难以解决，但只要找到正确的方向，就能得到极大的改善。

罗斯：沃伦，你让很多人变得富有，也认识很多富人。在你认识的这些人中，你觉得这个计划会引起他们的共鸣吗？毕竟你了解他们，也知道他们的想法。

巴菲特：我认识很多富人，我也认识很多没参与这个计划的富人，我还能补充一点。但我很肯定会的。有些人已经主动投身慈善。早期参与的人中，很多人现在都 80 多岁了，他们中有些人捐赠的数额相当可观，不是 50%，而是 90%甚至 95%。还会有更多人加入进来。我从来不会亲自去劝说别人参与，但一旦他们了解到这个计划，看到我们共同的朋友参与其中，肯定会有更多人响应，捐赠更多的钱。

梅琳达：在过去 20 年里，沃伦把他的一些朋友介绍给我们认识。听了他们已经做出的慈善贡献，以及在教育等领域的慈善成果，我们深受启发。我想，正是因为看到了慈善的可能性，很多人才会觉得这件事可行，进而想要参与进来。

巴菲特：查理，我有一个由 50 到 60 人组成的圈子，每两年聚一次，我以本·格雷厄姆的名字命名这个圈子。1999 年，我安排比尔在聚会上分享他的慈善理念发展历程。在我们举办聚会的 42 年里，我觉得那次分享是大家听得最认真、记得最牢的一次。我敢肯定，那次分享影响了在场 58 人中的一些人，在随后的 10 到 11 年里，他们的慈善行为因此发生了改变。所以，比尔的那次分享……

罗斯：你觉得是什么让那次分享引起了这么大的共鸣呢？

巴菲特：他的分享既有理性的思考，又充满情感，讲述了一个年轻人如何一步步走到现在。内容很有吸引力，大家都听得入迷。真希望当时我把它录下来了。我敢保证，在场听了那次分享的 50 到 60 人里，有些人因为

他的话改变了自己的行为，而且他们很庆幸自己这么做了。

盖茨：那次分享也让我很意外，因为我感受到了大家和我一样对慈善事业的执着和热情，就像我一生对软件事业的投入。那次演讲是我做过的最有意思的演讲之一。看似复杂的健康问题，其实可以归结为几个关键指标，比如儿童存活率、导致死亡的几种疾病，以及一些像疫苗这样的关键要素。重点不在于具体的内容，我想大家惊讶的是，原来我并非只关注可量化的事情，在慈善领域也能看到我思维的转变。那次分享对我来说也很有启发。

梅琳达：比尔准备那次演讲时，我们一起散步讨论了很久。向别人解释自己的捐赠理念其实很有挑战性。演讲结束后，我们又散步交流，根据大家的反应，思考我们是否要调整自己的捐赠方式。当你向别人讲述自己做慈善的原因和方式时，会收获很多，对我们来说这是很有趣的过程。

巴菲特：我们和那 20 对夫妇交流时，也让他们分享自己的慈善理念。他们来的时候并不知道会被问到这个问题，所以都是即兴分享，但他们都很好地回应了。

罗斯：你问他们的问题是什么呢？

巴菲特：我问他们，也是每个人都回答了的问题是：讲讲你们慈善理念的发展历程。你们是如何走到现在这一步的，毕竟一开始你们并非如此。他们都分享了自己的故事，有的和家庭经历有关，有的讲述了自己如何辛苦赚到第一桶金。每个人都有自己的慈善之路，其他人听了这些故事，就像我圈子里的人听了比尔的分享一样，受到了触动。

罗斯：我记得你说过，比尔准备那次演讲时比你以往看到的任何一次演讲都更认真。

梅琳达：确实，在很长一段时间里，他真的停下来深入思考，仔细琢磨如何阐述自己在慈善领域的各个方面的想法，他真的非常认真。

罗斯：所以，我们希望这个计划能让人们像你们说的那样，问问自己如何.....

巴菲特：苏珊当时也在，她还问我："你为什么不多捐点呢？"

罗斯：这是一个很有影响力的想法。恭喜你们并感谢你们抽出时间来谈论这个计划。"捐赠誓言"这个想法值得大家思考。希望大家自己认真想想，也想想我们今天在这里讨论的内容，明确是什么激励着自己，想想那些触动内心、引发情感共鸣的事情，因为这才是慈善的源动力。

巴菲特：慈善中国行 2010

2010 年 9 月 27 日

1, 巴菲特先生, 您能否谈谈您对未来新能源的看法以及对比亚迪的期待?

巴菲特: 虽然芒格只比我年长六岁, 但他比我智慧, 所以, 我让他来回答这第一个问题。

芒格: 对于一个国家和公司未来的发展, 新能源的使用是必须的, 你们在合适的时间, 合适的地点进入了一个合适的行业, 你们获得了政府的大力支持, 因此, 你们是很幸运的, 因为你们正处在一个很好的平台上。我们对于能够跟你们一起在这个平台上合作, 感到非常荣幸。

2、盖茨先生, 您认为技术是否能改变世界?

盖茨: 技术和发明创造当然能改变世界, 过去是这样, 未来仍然将这样。未来世界将因科技的不断进步而得到改变和完善。当然, 全新的事物在开始的初期是有一定风险的, 但之后, 都证明这些技术提高了人类的生存条件, 改善了人类的生活。

现在科学和技术创新的速度越来越快, 而在中国, 这样的趋势更加显著, 我们看到在中国还有许多优秀的人才选择学习理工科, 我认为他们仍然希望在科学技术领域不断获得进步, 而在美国, 选择学习理工科的优秀人才越来越少。所以, 我坚信, 中国将对世界的科技进步作出巨大的贡献, 这种贡献一方面可以通过大学的科研来实现, 另一方面还可以通过像比亚迪这样优秀的公司来实现。

城市涉及的问题是很多的, 不同的地区有不同的方式, 在欧洲, 人均的能耗只有美国人均能耗的一半, 中国未来的发展, 究竟是学习美国模式, 还是学习欧洲模式, 可能有一个选择的问题, 但无论是学习美国还是欧洲, 不论是选择那一种方向, 我们都可以毫不怀疑地说新能源一定能为我们的未来提供更好的城市发展的解决方案。

3, 芒格先生, 您能谈谈成功企业的三个原则吗? 您选择投资最重要的标准是什么呢?

芒格: 在过去, 我们投资了很多公司, 我们投资的许多公司都是看起来远远没有比亚迪优秀的公司, 但我们也赚了很多钱。所以, 在谈到企业成功之道方面, 比亚迪已经给我们作出了榜样, 所以, 关于企业成功的原则, 我认为, 你们可以教给我们更多的东西。

我经常跟大家说我们要努力, 要勤奋、要有智慧、还要合作, 在所有这些方面, 比亚迪都做得非常好, 所以, 我们这次是来学习的, 而不是来教大家怎样做投资的。

巴菲特: 选择投资机会, 我通常会关注这些因素:

(1)了解市场需求并寻找好的公司：首先我认为汽车和电力是两个非常大而且非常有潜力的市场，需求很大，因此，这两个行业是值得关注的，那接下来就是寻找谁去满足这个市场的需求，我们需要有足够的信息和证据去证明这个公司未来是能在这个行业里站的住脚的。所以，我们找到了比亚迪。

(2)竞争优势：首先是人，也就是一个组织需要有非常优秀的领导人，比亚迪的团队(巴菲特一直提的是王传福，但我的理解应该是指管理层团队，只是老头为了强调对王传福的喜爱，说话比较单纯)远远超出了我的要求。王先生和他的团队还很年轻，他们有足够的精力和智力，同时充满激情，有抱负和远见。王传福说他们的目标是2025 年成为世界最大的汽车制造商，我觉得他们会提前实现。

(3)充裕的现金流：从投资角度看，充裕的现金流是非常重要的，王传福他们在创业初期就很关注这个问题。

(4)好的市场前景。好的管理团队。好的现金流。所以，我们可以高枕无忧了。

4、巴菲特先生，您曾经说王传福是杰克韦尔奇和爱迪生的结合体，那您认为比亚迪什么时候能超过 GE 呢？

巴菲特：生逢其时对于一个企业的发展是十分重要的。我们看到，中国政府推出了有利比亚迪的新政策，而世界对中国的关注度与日俱增。虽然我很想多活几年，但即使我明天仙逝，我也坚定地相信中国文化和比亚迪的文化会在世界范围内获得成功。

两年前，芒格建议我买比亚迪的时候，我对比亚迪一无所知，但我对芒格的建议非常看重，我开始关注这个公司，但没有买。后来，他只给我打过三次电话，我一直都在等他的电话：第一次，他说如果你不买比亚迪，你就会错过像亨利福特那样的好公司，我还是没有买；第二次，他说如果你还是不买比亚迪，你可能错过爱迪生那样的伟大人物；第三次，他说如果你再不买，你就会错失比尔盖茨这样的人物。所以，我就买了。

5、巴菲特先生，您是比尔盖茨的好朋友，为什么您买了比亚迪的股票，却没有买比尔盖茨的股票？

巴菲特：从规模角度来看，我认为电动汽车和新能源有更大的潜力和需求，从投资角度，我们希望获得更高的投资回报，从长远来看，我觉得买比亚迪比买微软和我们自己的公司会更有价值。所以，我会建议大家买比亚迪。我认为在比亚迪的投资能赚更多的钱。

6、芒格先生，您对比亚迪所在的坪山新区的规划有什么建议？您认为一个什么样的城区规划才能体现出"伟大的新区匹配伟大的公司"这样的说法？

芒格：我对比亚迪有很高的期待，而在过去 24 小时内，我都得到了满足。比亚迪优秀的管理层、管理风格都

让我们高兴，而我也相信在这样的区域成长发展的比亚迪，一定得到了政府的支持，所以，政府一定创造了很好的氛围。从区域和社区规划角度来说，我认为最重要的是教育，大力发展教育业能为像比亚迪这样的公司贡献更多人才，没有什么比投资教育更重要了。

7、巴菲特先生，你是否有兴趣在中国成立一支人民币的基金呢？

巴菲特：我们在美国也不管理公众的钱，我们有自己的公司的，而且是上市公司，所以，我们是为我们的股东打理资产，管的是股东的钱，不是一般意义的公募或私募基金。

8、盖茨先生：你能不能对互联网的十年发展作出 5 个最厉害的预言？

盖茨：(1)输入方式：我认为未来跟互联网进行互动的不会局限在目前的键盘和鼠标，所以语音方式、手写方式也将成为跟互联网进行沟通的重要方式。

(2)信息载体的趋同：未来，阅读媒介，比如书、报纸、电视、电脑等介质都会趋同，所有这些信息的载体都会在一个平台上集成，一个屏幕可以满足你的所有信息获取需求。

(3)数字化方式补充和提升传统教育方式：未来，我们可以用数字化的方式来补充和提升传统教育方式，比如，最好的教授的教学，最精彩的演讲，可以让全世界在同一个时间获取，你可以通过电脑来测试你的能力、缺陷，让你知道自己的长处和弱点，然后让电脑帮助你改进。

(4)机器人的运用：未来机器人将是我们日常生活中随时能接触的，我认为机器人的发展和运用会非常迅速，在这方面，我认为比亚迪是有优势的，而微软就无法做了。机器人的运用会改变人们的生活方式，而且他的发展会很快。

9、巴菲特先生，您如何评价盖茨基金会在美国和欧洲的运作，它们对中国会有什么影响？有哪些经验可以与中国企业家分享？

巴菲特：我认为你们目前在电动汽车领域的付出、你们正在大力推进的太阳能业务和储能业务，都是最好的社会责任，因为你们做的会影响成千上万汽车的耗能，可能会影响几十亿人的生活，这本身就是最大的慈善。我坚信在这三方面，比亚迪将会获得成功，这样的成功将为人类带来福祉。所以，我们目前所做的慈善，相对于比亚迪通过公司运营和日常工作的方式所做的，是小巫见大巫。

当然，除了企业本身以从绿到金的方式践行公益之外，我觉得还可以采取一些活动，特别是社区的活动，我

们应该关注社区的弱势群体，比如残疾人，比如那些疾病缠身的人，我们应该对他们施与仁爱；此外，从长期来看，我认为教育非常重要，科研也非常重要。我们在管理和经营在我们企业的同时，能把视线投向其他地方，投向一些贫困的角落，做一些力所能及的事情，这也是很有价值的。我知道比亚迪已经在西藏进行了很多捐赠，我们希望未来能跟比亚迪一起做更多的事情。

10、巴菲特先生，您认为比亚迪的股价多少合理？你打算持有多长时间？

巴菲特：我从来不预测股价，也不对未来如何处理股票做任何计划。如果未来十年比亚迪能跟过去十年一样很成功，我就会非常满意。我所关心的不是股价本身，更不是股价波动的情况，我关心的是这个股票背后所代表的这个企业的基本面的发展情况，所以，我不担心短期，当然，我的意思不是建议大家明天去买。

11、芒格先生，现在中国有很多劳动密集型产业，如果未来科技发展了，劳动密集型的产业可能不行了，这样就会有失业人员，这对政府和社会稳定会是一个问题，您如何看这个问题？

芒格：我们中国还有很多未被雇佣的劳动力，而边远地区的人们还在源源不断地来城市工作，这说明劳动密集型产业还有发展的空间，所以，我觉得这对中国目前不构成一个问题或担心。但我们应该鼓励技术含量高的行业有更多更好的发展，往价值链的上游发展。当然，中国已经开始在做了，比亚迪就是很好的例子，还有谁的技术比亚迪更先进呢？

巴菲特：回顾人类历史发展，在每个阶段，我们都会碰到产业的兴衰问题，当某一个产业在一个经济体的比例下降的时候，大家都会担心失业的问题。比如美国 1920 年的农业人口占了很大的比例，但现在这个比例已经极低。而这几十年的发展催生出有很多新兴的行业。比如，美国 80 年代的时候，制造业落后了，德国和日本人赶上来了，当时美国人很担心失业，但当时谁也没有想到，世界进入到互联网时代，这十几年，因为新兴产业的诞生，美国又提供了 2000 多万个就业机会，比如微软，就是新兴产业的典型代表。我相信，随着人类的进入，未来还有很多你想象不到的行业产生出来，所以，你们完全不用担心。当然在每个阶段，活跃的行业可能会不同。

12、芒格先生，您认为证券投机将对中国证券市场产生什么影响？

证券市场的投机就像赌博，证券将变成筹码。美国曾经犯过很大的错误，如果很多人都去投机股票，对经济的负面影响会很大，所以，证券市场不能是赌场，股票不是赌场的筹码。

13、巴菲特先生，20 年代美国证券业开始发展，比较美国的投资环境，您如何看待中国的目前的投资环境和

背景，能否成就像您这样的投资家？一切价格现象都是货币现象，我们最关心美元的汇率和利率。美元的地位和人民币的地位。

芒格：既然中国的年轻人想成为中国的巴菲特而不是中国的芒格，那这个问题还是由你巴菲特来回答吧。

巴菲特：我在 1949 年 19 岁时读了《聪明投资者》，股价波动的因素很多，而我看中的是公司，而不是每天、每个月、每个季度的股价波动，而是这个股票背后所代表的公司，我觉得这个原理在中国和美国是一样的。

14、盖茨先生，请教一个关于人才的问题...

盖茨：微软有着优秀的团队，他们也有对外的招聘，他们会从外部招收一些有经验的人，但这部分人才的占比不超过 10%。公司更多愿意直接从大学招聘，他们虽然是新手，但有激情、有梦想，能塑造成非常强大的团队。比亚迪的增长很快，人才有很多的发展空间，这对人才的吸引和发展都是一个很好的机会，重要的是企业要打造出能留住人才的氛围，这需要强大的企业文化去指引，在这一点上微软和比亚迪是很接近的。

15、盖茨、巴菲特、芒格先生，人类经历了三次工业革命：即蒸汽机车、电和计算机的发明和应用，新能源能否成为第四次工业革命？

盖茨：人类文明的进步需要能源，但只是减少能源的消耗，而不降低成本，还是不能满足需求。目前，可行的技术是比较少的，主要有核电和太阳能光伏发电。我们一直在如何减少碳排放这方面进行研发，比较起来，我觉得不如研发更多我们都用得起的清洁能源，在这方面争取更多的突破，为社会文明的进步作出贡献。我们需要能源的突破，新能源有这种可能，太阳能是一个很好的来源。

芒格：我看好比亚迪太阳能光伏发电的技术，我们如果把煤炭等需要许多年积累才能够形成的能源用光是很不明智的事，我们需要给子孙后代多留一点资源。我们很幸运遇到像比亚迪这样的公司，只要太阳升起一天，我们的生意就可以红火一天。

巴菲特：芒格总是对所有的事情进行总结，盖棺定论，所以，他回答过的问题我就不回答了。但我还是忍不住要说两句：我要感谢在座的各位，我也很羡慕大家的生逢其时，羡慕你们在比亚迪这样一家公司工作，你们有着优秀的领导人，你们在为人类文明的进步作出你们的贡献。

巴菲特：CNBC 专访 2010

2010 年 10 月 18 日

巴菲特接受美国全国广播公司财经频道记者贝基·奎克(BeckyQuick)的采访，不过和先前的采访不同，本次采访的主要话题只有一个，就是回忆过去的投资经历，主要是控股伯克希尔的有趣经历。

Becky：好的。沃伦，非常感谢你今天参加我们的节目。

巴菲特：我很荣幸。

Becky：我们现在想问个究竟的是你曾经做过的最糟糕的交易是什么？你从中学到了什么？

巴菲特：我曾买过的最糟糕的股票是——这个地方要擂鼓了——伯克希尔哈撒韦。对于这一点我也许需要略作解释。那是在 1962 年上半年的时候，我正在经营一家小型合伙公司，资产大概 700 万美元。他们现在称之为对冲基金。当时它是一只便宜的股票，用运营资本的标准看是便宜。不过它是属于一家连续几年走下坡路的纺织公司的股票。所以它原本是一家大型公司，他们不停地关闭一家又一家工厂。每次他们关闭工厂的时候，他们会拿着款项大批回购他们的股票。我猜想他们将会关掉另外一家工厂，尽管他们手中的工厂所剩无几。我吃进股票。我打算让他们回购我的股票，从中赚取微薄的利润。于是我开始吃进股票。到 1964 年的时候我们手中已经持有该公司的大量股票。于是我去拜访他们的经理斯坦顿先生。

他看着我说道：巴菲特先生，我们刚刚卖掉了几家工厂。我们有多余的现金。我们打算回购你手中的股票。你打算以什么样的价格出售你持有的股票？我说：每股 11.5 美元。他说：你答应我你将以每股 11.5 美元的价格出售你的股票吗？我说：斯坦顿先生，我向你保证，如果在不久的将来回购的话，我将以每股 11.5 美元的价格出售给你。我回到了奥马哈。几周后我打开了一封信——就是这封：来自伯克希尔哈撒韦的要约收购——发自 1964 年。如果你仔细看看你会看到价格是 11.375 美元。他撬掉我 0.125 美元。如果那封信上标明是 11.5 美元的话，我会卖掉我的股票。但这封信让我发疯。于是我出去开始吃进股票，最后我控制了这家公司，炒了斯坦顿先生的鱿鱼。我们就是从那里起步的。

此时此刻这听上去有点像一个非常不错的恶有恶报的道德小故事。但事实是我把一大笔钱用在了一个可怕的企业上。伯克希尔哈撒韦从此成为了我做一切事情的基础。所以到了 1967 年，当一家不错的保险公司出现在我眼前的时候，我为伯克希尔哈撒韦买下了它。我真应该把它单独作为一个新实体买下来。因为那时的伯克希尔哈撒韦带着这些纺织资产前行。所以开始的时候它所有的资产都是没有任何价值的纺织资产。然后渐渐地我们加入了其他资产。但我们一直带着这些行头前进。在随后的 20 年里我一直为纺织业而奋斗，直到我放弃为止。如果当初

我们不把钱投到纺织业而一开始就投资保险业的话，伯克希尔的市值将会是今天的两倍。所以这就是 2000 亿美元(代价)。你可以算一算就能算出来。因为这个天才自认为能够经营一家纺织企业。

Becky: 为什么是 2000 亿美元?

巴菲特: 噢，因为如果我们把我投在纺织企业的钱投向保险企业并以此为起点的话，我们会更好。因为那笔钱的使用拖了我们的后腿。我是说我们不得不——其净市值为 2000 万美元。伯克希尔哈撒韦年复一年地不挣一分钱。所以你就有了 2000 亿美元的故事。附带说一句，如果 10 年后你回来问我的话，我也许给你一个更吓人的数字。

Becky: 可是如果你必须从你的那个故事中得到某种寓意的话，它是不是就是"别为了刁难自己这张脸而割掉自己的鼻子"?

巴菲特: 我想说无论你是不是因怒生恨，**如果你进入了一个不好的行业，赶紧出来**。那是一个非常糟糕的错误，仅仅因为我不经意地陷入了那个行业，可以这么说吧。我常常说如果你想让人知道你是一个好经理的话，那么去购买一家好企业。这才是行事之道。人人都将会认为你聪明。而当我拥有一家像"喜诗糖果"这样的好企业时，人们就想："好家伙，那家伙真聪明。”当我涉足像纺织业这样糟糕的行业时，我不知道自己在做什么，或者像后来涉足制鞋业，或者无论什么样的糟糕行业，如果你自认为是个管理天才的话，你去一个糟糕的企业试试。

Becky: 那就是你吸取的教训吗?

巴菲特: 当然。

Becky: 可是你实际运用过它吗?

巴菲特: 实际上这件事发生很多年后，我在每年的年度报告里都写上一句话。我说：**当一名以聪明而闻名的经理人，遇到以糟糕的经济状况而闻名的企业时，保持不变的是企业的糟糕的名声。**

Becky: 所以那就是你得到的教训啦？可是有一个东西每天都在提醒着你。它就是伯克希尔哈撒韦公司。

巴菲特: 是的。我时不时地受到诱惑。因为我在 1950 年左右就开始和本·格雷厄姆在一起了，而他的整个思想就是买便宜的股票。你别想买进便宜的股票。**你要买进好股票。以一个合理的价格买进好股票比以一个便宜的价格买进便宜的东西要好得多。**当初我没有那么做。

Becky: 你用了多久悟出了这个教训?

巴菲特：噢，我花了 20 年时间才最终放弃了纺织业。我雇了一个了不起的人去经营它。在西伯里·斯坦顿被解雇之后，一个名叫肯·蔡司的人经营它。他很不错，既诚实能干又勤勤恳恳。他不能让它起死回生。但我们还是不断地在它身上费尽心思，我们买下了另外一家纺织厂，位于新罕布尔什州的曼彻斯特市。这是我犯的另外一个错误。**如果你打算在一个糟糕的企业里表现你的聪明才智的话，为什么不在一个好企业里去展现你的聪明才智？**

Becky：可是实际上，你花了 20 年时间却终于放弃了它。你什么时候稍微明白了“噢，这样不行”的呢？真用了 20 年的时间？

巴菲特：噢，不是的。我很快就想到了。但我只是不断地在想，我不打算放弃它。顺便说一下，我们当时拥有一个很棒的工人大军。我是指，我们不是被别的而是被活跃的竞争搞垮的。我们会购买新设备或者我们会把这间工厂搬到曼彻斯特，我们会说“看看所有这些工厂的协同作用吧”，如此等等，不一而足。但一切都无济于事。事实上，**我过去常常不自量力**。他们经常不断地送给我这样的字条：如果我们买下这台机器，我们会节省 14 个人力。如果我们买下这台机器，我们会节省 12 个人力。我不断地把这些字条放进抽屉里。买下所有那些机器，我们就会比我们开始时节省更多的人力——设想我们没有人操作那些机器。但那样不行。

Becky：有没有这样的行业，你之所以没有进入是因为你想过“等一下，我以前曾经走过这条路”？在哪个地方你受到过诱惑但你又反悔了？

巴菲特：我常常接到处理一些老大难企业的请求。你知道吗？人们这样说：你为什么不去处理它？你拥有这么多资源和这么好的经理人。但是有趣的是，做企业不同于参加奥林匹克运动会。在奥林匹克运动会上，假如你从事跳水运动的话，站在一个高台上往下跳并做四五个翻转动作一路往下跳，你进入水中的姿势有点难看，但有难度系数的因素在里面。所以你比那些屈体跳水跳得漂亮的人得到的分数还高。**所以难度系数在奥林匹克运动会上有用，但它在企业经营上没用。你不会因事情难做的事实而得到额外加分。所以你最好只跨过 1 尺高的栏杆，而不是试图跨过 7 尺高的栏杆。**

Becky：你知道人们会说：“好吧，等等看”。你从事一些已经被人们宣布死亡的报纸业有什么不同吗？

巴菲特：你说的对。不过我们是在 1977 年购入的报纸企业。而且这么多年来我们做得很好。一开始的时候我们做得并不好。后来我们就做得很好了。可是 2010 年的报业不是 1977 年的报业。我是说，它发生了天翻地覆的变化。真的，我们把这句话写在了我们的年度报告里，即我们经营伯克希尔的方法和他们在商学院里教的方法不

一样。因为在商学院里他们说，你要卖掉表现平平的企业，而且要不断地购买新企业。我将其称之为金拉米管理模式(Ginrummy 一种双人纸牌游戏)。假如我有 50 个孩子而其中一个的表现不如其他孩子的话，我不会把他送给别人收养。除非它们永远让我们亏损，或者它们碰到了劳动力方面的重大难题，否则我们维持那些表现不如其他企业的企业。所以如果我打算遵循那一投资哲学的话，我最好留意我购买的企业，是吧？

Becky: 没错。你的生意伙伴查理·芒格如何看？他会说你犯的最大错误是什么？

巴菲特：噢，他也许会重复我说的这些话。我想说的是，仅仅通过谈话我就学到了很多——我从查理那里学到了很多。1959 年查理第一次见到我就告诉了我这句话。他是这么说的——我原本可以省去很多麻烦的，假如我听他的话的话。可是查理知道什么呢？

Becky: 好。沃伦，非常感谢你。我们真的感谢你抽时间来我们节目做客。

巴菲特：谢谢你。谢谢你们邀请我。



巴菲特：对话八所商学院学生 2011

2011 年 4 月 1 日

巴菲特每年要从 200 所申请大学中选择出 8 所大学，选送 100 多名 MBA 学生到奥马哈，与巴菲特共处一天，参观伯克希尔公司总部，与巴菲特共进午餐，聆听巴菲特演讲，交流提问。这次南京大学商学院赵曙明院长带队首次代表中国来到奥马哈参加此次活动，期望以后国内有更多院校申请参加。巴菲特身着深色西装，精神矍铄，笑容可掬。两个多小时的问答在 8 所学校间轮换，无所不包的问题大师一一作答，所有聆听者在仰望大师胸怀与智慧的同时，无不被他的平朴和幽默深深感染。

巴菲特：我们将按照学校次序问答到中午 12 点一刻，然后一起吃午饭。你们尽管问一些比较刁钻的问题，我会很高兴回答。你们可以问投资，可以问人生，可以问商业，可以问世界的变化，你们的个人生活，你们关心什么就问什么。

（简单开场白之后，巴菲特首先问大家是否去了“内布加斯加家具商城”，他的手里拿着一份协议副本，这份协议就是 1983 年和 B 夫人签署收购协议的复印件，是他自己在办公室逐字打的协议。内布加斯加家具商城是 B 夫人用 500 万美元创立的，用毕生时间建成 2 个全美最大的家具商场，年销售收入已达 4 亿美金。这是一个家族控制的生意，B 夫人持有 20% 股权，她的另外 4 个子女，各持有剩下的 20% 股权。但是 B 夫人是否同意出股权才是关键，其他股东都跟着 B 夫人的决定走。协议写到 BRK 收购公司 90% 股权，并且 B 夫人认为支付的价格是公平的，是满意的。整个协议只有 4 页纸，没有审计报告，没有律师参与，也没有审查是否公司旗下的房产都属实。整个交易的费用是 1400 美金，而 2010 年收购 BNSF 铁路的交易，高盛就出具公平交易意见就收取了 3500 万美金，结果还有人认为还需要就这个意见再找第三方出具一个独立意见，于是又花了 1100 万美金）。

我和她说，我比信任英国中央银行出具的书面承诺，还要信任 B 夫人你的口头同意。我们在那天就达成了交易。我经常向律师提出要求，能否在一页纸内把协议写完。事实是，我不太做这些尽职调查，我认为，犯错误的风险在于错误计算了公司未来的经济前景，而不是纠缠于法律的细节。法律的一些细节可能出错，比如环保评价，房产租赁协议，雇佣协议等，这些也有一定的重要性，但它们并不会真正影响公司的价值。反之在商业竞争环境判断上犯错误的后果要严重的多，比如我曾经错误判断了美国鞋业(Dexter 鞋业)的生意前景。15 年前，我做这个投资决定，整个就是判断错了。公司的环保问题也可能出问题，但是这些问题是比较小的一些问题，相比而言错误判断了在美国生产鞋的前景问题，产生了大的错误。这导致了这笔投资交易，4 亿美金最后损失为 0。

好，现在开始请你们提问。

1，学生：日本地震对于世界经济的影响？

巴菲特：这确实会对日本经济带来短期但可能非常严重的影响。虽然这个灾难造成很大的人员损失，但是对经济是否只产生负面影响还很难说。仔细想想，这个情况很像战争中，部分的区域被毁坏了，这样从经济上看需要重建，这会拉动很多的经济动作，中央银行也需要注入很多资金来挽回经济损失。

就是否会改变我的购买股票或者生意的决策而言，我觉得影响不大。我在海啸的一周后，就访问日本，去参

加一个工厂的落成典礼，当时的地点离出事情的核反应堆就 25 英里。我们在日本还有其他几个工厂，如果灾难中人员并没有伤亡，我们很高兴在事态稳定下来后重建，或者找到其他替代方案。因为地震的冲击，日本经济在 3 年后可能会比现在更强，美国在 911 以后，因为担心有后续的袭击，所以经济暂时瘫痪了一阵，但是没有多久，经济就重新开始发展了。当然这其中也会有反复，地震会造成日本经济的动荡，会对于日本东京电力公司产生巨大的影响，但总体我不认为日本地震会中断近年来的全球经济回升的大势。

但是这个事件，可能会对于美国核电产业的前景产生深远的影响。美国核电工业花了 30 年时间才从三里岛核泄漏事件造成的影响中摆脱出来。本来反对发展核电的声音逐渐减少了，但是这个时间再次点燃了人们的担心，所以我认为这个事件将对于美国核电产业前景造成重大影响。

我也不认为我们遍布全球的这些生意的价值，会因为这个事件而价值减少。这样的灾难事情还会发生，我经营保险业务，所有可能发生的最终都会发生。美国历史上最大的一次地震发生在新马德里，大约在 300 年前 1811 年 12 月 16 日，这次地震曾经造成了密西西比河倒流，并且造成波士顿的真理钟拉响警报，如果研究历史就可以发现，美洲大陆还会有地震(潜台词就是美国经济还是持续的繁荣和发展了)。我们向加州的一位修女出售了地震保险，我和她说，如果你看到周围有地震的异常现象，就尽快给我打电话，我就好尽快把地震险这个产品取消掉(笑声)。总体而言，我认为日本地震是一次悲惨的事件，是人的灾难，但不会是影响全球的经济灾难，我并不会因为这个事件，而改变我的计划。

巴菲特说，身上的衣服除了领带，都是中国生产的。他说在 3 年以前我在大连见过一位李桂莲女士，她就像大连版的 B 夫人。她在 30 年前，从一个缝纫机起家，现在雇佣 5 万员工，可能没有上过商学院，但是从一台缝纫机建立起一家叫做大杨创世的企业。她给我送了十多套定制的衣服，包括夏天穿的，多的我都穿不了，不行就送给身材差不多的朋友穿(笑声)。她是位了不起的女士，体现了中国发生的变化，如果她早 50 年出生，可能她的人生就不会发生这么多好的变化，你看现在她送衣服给我穿，我也得到了好处。

2，南大学生：早上好，非常高兴您和我们见面，我们有 19 位来自中国南京大学的 EMBA 学生，我的问题是，您在“新兴市场”特别是中国，寻找好的投资的投资标准是什么？

巴菲特：太好了，很高兴和你们见面。在小的新兴国家里，我们比较难去那里找好的投资机会，因为伯克希尔现在是 2000 亿美金的市值，所以不可能在一些国家做 5 百万或者 8 百万美元的投资项目。中国不是小的经济体，情况就不同了。我们在中国的投资标准和在全球其他地方和美国的标准是一致的。

我们寻找这样的投资机会，**首先，我们应该能够理解这个生意，也就是说我能够对于这个生意未来 5 年 10 年 20 年后的经济前景做出评估，并且这个评估有相当水平的确定性，虽然不需要 100% 确定。另外，我需要充分了**

解对于公司所在产业竞争的动态环境，以及公司在竞争中的确切位置有充分了解；有多大可能 10 年 15 年 20 年以后这个生意的竞争地位和我今天看到的情况一样。另外还要问自己：我有这样的评估能力吗？

我能够评估内布加斯加家具商城的生意，我会看这个公司，然后问自己：谁能够真正地和这个生意竞争？在这个生意的周围有一条护城河，就是它比任何其他人卖的东西都便宜一些。如果我能看到护城河在加宽，我可以看到未来 5-10 年后，公司还是能够保持这个竞争优势，这就能满足第一条。

第二个条件，就是要能找到有能力的，而且可以信任的管理层。因为我没有能力运营这些公司，比如经营一个家具销售业务，而且我们总部也没太多人。我们不会雇佣一大批的 MBA 学生，从一个地方派到另一个地方，所以我必须要买到一个生意的同时买到一个管理团队。我在 1981 年结识年轻一代的布鲁姆金家族，我判断 20 年后我对他们的感觉仍会非常好，我们会是很好的朋友，我们一起旅游，他们都是非常棒的人。所以我需要好的团队，这是条件二。

第三个条件，和我能看到的未来经济前景相比，我需要一个合理的价格(price that make sense)。

差不多就是这些了。在经济世界中，我把好的生意看成一个强大的经济城堡，在经济社会中，自然法则就是有很多人希望夺取这个城堡。如果你是可口可乐，你会发现一直有这样或者那样的人希望推出各种产品，来打败可口可乐。所以，该如何保护这个经济城堡？我需要非常好的骑士来一直警惕的守护着它，我不能要那些昏昏欲睡的人来做城堡的守护者。我还需要把护城河不断加宽，你看不到每天这个护城河是在加宽还是变小，就像一个城市是变大还是逐渐消亡一样。公司的每一个行为，不管大小，不是在加强就是在削弱这条护城河。

我有非常优秀的团队在镇守这些城堡，而且我看到护城河每天都在加宽，对手越来越难出售有竞争力的产品。当时我买的时候企业值 8000-9000 万美金，现在它在奥马哈的单店价值 4 亿美金，在堪萨斯的店也值 4 亿美金。我们城堡的护城河已经在不断加宽，管理者的不仅仅很有能力，还非常的诚实，并且我们付的价格也很合理，6000 万美金买了大约 80% 的公司股份。

我们在中国寻找的项目也非常类似，我需要了解当地的文化和法律，我对于美国市场体系天生了解更多，但是学习这些内容都不是不能完成的障碍，在别的国家可能会构成实质性的障碍。

我讲一下投资中国石油股票的案例，在大约 8 年以前，我做的所有的事情就是在办公室阅读它的年报，报告是英文的，年报写的非常好。我读了报告后对自己说，这个公司应该价值 1000 亿美金左右，然后我看了一下公司

的股票交易市值。我一般是先看报告，形成对于公司价值的判断，然后再看公司的价格，否则先看公司的价格会潜意识的影响对于公司价值的判断。如果不受到公开市场报价的影响，我能更好地对公司进行估值。中石油 90% 的股票由中国政府持有，10% 在香港股票交易所公开交易，从交易价格推算，公司的总体市值为 350 亿美金左右。这就像我能 350 亿美金价格买到 1000 亿美元价值的东西，虽然我不能买到控制权，但是我喜欢这个投资。我没有办法以这个价格购买美孚或者壳牌这样的公司。

有趣的是，与此同时我几乎能以差不多的估值购买到俄罗斯的石油公司尤科斯，这也是家很大的石油公司。我思考后决定，购买中国公司会比购买俄罗斯公司要妥善得多。我不知道这两个公司的管理层如何，也不知道这两个公司的石油储备各有多少，真正的差别是一个公司是在中国销售石油，另一个在俄罗斯销售石油。我对于中国要感觉好的多，所以我决定购买中石油。可惜的是，中国政府持有 90% 的股票，我买不到更多。我们买了剩下的 10% 股票中的 14%，所以我的看法是，我和中国政府共同控制中石油，中国政府持股 90%，我们持股 1.4%，我们一起投票就能控制这家公司。(笑声)

最终，曾经在一个时点，公司的市值迅速上涨到了接近 1 万亿美元的高度，虽然我并没有持有并分享到股价的全部涨幅。中石油交易非常有意思的一点是，公司在年报中写道，他们将把利润的 45% 拿出来进行分红。在其他大的石油公司中，没有任何一个曾经这么写过。但这非常重要，他说我赚的钱，你能够拿到 45%，这非常非常难得，我几乎不记得有美国的那家公司曾经这么书面做出过这样得承诺。中石油信守了承诺，这太好了。

但我们要买的公司，都必须是做非常大规模的交易，这就使得可以做的交易数量少了很多。

3，学生：你曾经说过危机使得经济掉下了悬崖，经济放缓，人们在改变消费习惯，您怎么看未来的经济前景，投资环境和投资战略？

巴菲特：经济的确曾经掉下过悬崖，问题是未来是否能够恢复。金融危机是全球经济的一个急刹车，大多数的经济体以前都没有过这样的经历，但最终结果并没有落得和 1930 年的大萧条一样。整个危机的过程和大萧条危机也不一样，但是就危机最初对于经济系统的冲击来说，可能比 1920-1930 年代的那些造成大萧条的危机事件，来得都更加猛烈。我们那时的状态就是只能用手指钩住悬在悬崖边了，当时世界大多数的经济体几乎确信就快要掉下经济的悬崖了。在 2008 年，各种经济活动的确下跌非常多而且非常快，但是我从来没有感到，我们不能恢复过来。当时很多人认为，我们是恢复不过来的。我知道我们有让经济恢复过来的工具，只有政府有这样的工具，

私营经济体没有办法能够把经济带回来。我们强烈需要政府在 2008 年的 9 月底和 10 月初采取行动，因为货币基金市场的资金几乎是全美国人储蓄的一半，突然一下子出了问题。3.5 万亿美元的资产，在 9 月初你觉得一切都正常很好，但是一觉醒来，却发现出现了全面的危机。商业票据市场，像 GE 和美国运通这样的公司依靠商业票据来运作资金，并且认为这些资金来源都是自动的，却突然发现支票不能兑付，金融系统停摆了。

联邦政府有这样的工具来阻止金融危机，所以剩下的事情是，他们是否有足够的意愿和紧迫感来行动。我充分的感谢当时的一些关键人物，比如伯南克、盖特纳和保尔森(前美国财长著有《崩溃边缘》)，他们行动迅速，史无前例，甚至于超越了自身职权的界限。但是他们应该这么做。我们也应该感谢乔治布什，他可能做出了可能最具有洞察力的经济见解，历史上亚当斯密提出了专业化分工和无形之手的思想，还有其他大师提出的像竞争优势思想，凯恩斯提出的动物精神思想，但这些人物的思想和乔治布什相比，都只能算是一年级学生。乔治布什从白宫的会议室走向讲台，关于经济讲了一句话，大约就是 10 多个字，他说：if money does not loose up, this

sucker will go down。他支持了伯南克和保尔森，政府的行动非常迅速，具有想象力和力量，很多人怀疑他们是否做得到。当时经济的机器已经停摆，如果你不猛踢他一脚，让他启动的话，谁知道会发生什么呢？所以我们要感谢美国政府和世界各国的政府，他们协同一致采取了行动。

当大众恐惧的时候，他们会停止买房子，停止买车，他们的经济活动很快就冻结了，但是要解冻却需要一段时间。当我发出火警警报的时候，可以让你们每个人都快速的冲向门口，但我不能让你们以同样迅猛的回到座位上。当大众在恐惧的时候，他们群体恐慌行动，这在美国和全世界有好长一阵是这样的。然后我们会看到信心逐渐回来，政策和经济的自恢复能力慢慢起作用，信心的恢复稳定进行，经济每月都在恢复，虽然恢复的进程不是均等进行的，例如住宅房地产就还没有恢复，大多数的经济活动都会花很长的时间逐渐恢复。我们的铁路生意在缓慢回升，世界经济在回升，美国经济在回升，我们已经不是在悬崖的边缘了。我们应该感谢美国政府，他们可能动作有些笨拙，但是当需要速度，力量和想象力的时候，他们在很短的时候做到了。我担心过国会，他们第一次否决政府提案的那一天，道琼斯指数下降了 777 点。长期来说，一切都会慢慢的稳健的恢复过来。

4，提问：请您从定性层面谈谈您是如何计算估值？你如何得出估值的数字的，是用 excel 表做定量的估值计算吗？

巴菲特：我从来不用 excel 表进行计算，但不代表我脑袋里面没有类似 excel 计算的框架。比如说我不动笔做

笔记，不代表我头脑中不记忆，这些是读书的时候就形成的学习习惯。我从来就没有开始用过 excel，而且我过去的 60 年也没有学什么新的工具，除非我开始学，否则我不会用 excel 来计算，但我也能算出你通过 excel 进行的计算结果。我不喜欢任何可能传达虚假假设的计算。通过在 excel 表中列出详细的数据表格，人们会获得一种虚假的安全感，让人们认为未来会更加的有规律，但是事实并不是这样。

我曾经在所罗门投行待过一段时间，根据一个客户的股票研究要求，研究部门的人花了几周时间，打出来了 一个很长的报告，预测了一个制造业公司未来 20 年的利润情况。另一方面，当我问所罗门公司未来一周能够产生多少利润的时候，他们说这怎么可能算的出来。真正的原因是，做 20 年后的预测，这些人都不一定还在这里了，而要做出下一周的预测，我们下一周马上知道预测是对的还是错的，所以我从来不看这些预测。

我们在收购路博润 Lubrizol 的交易中，公司 CEO 要给我看他们对于生意未来业绩的预测，我说我不用看了，每一个公司都会预测说，明年要赚的更多。如果我对于未来的生意没有形成自己的判断，我也不想别人告诉我。如果我不知道该怎么做，别人没有放自己钱的人，又怎会告诉你该如何做呢。我不关注他们做的预测，但是我头脑中自有对于公司的经济前景有预测，然后基于这个预测进行估值。

对于收购路博润、或一年前收购的 BNSF 铁路、或任何想收购的项目进行评估，我第一个问自己的问题是：我是否能够理解这个生意和所在产业的经济特性？然后再问：我能否理解 5 年后，10 年后，或者 20 年后这个生意的经济特性。每个人都玩 EXCEL，但是我很难评估 5 年后微软这个生意会如何。相反可口可乐诞生于 1886，我们拥有 9% 的股份，我们可以看到未来 20 年后的前景，虽然不完美，也有相当的确定性。我对于 Youtube，Facebook 或者 Twitter 不太知道，现在看来他们都很棒，但是 5 年后 10 年后，竞争会如何，我看不太清楚。

我不会去玩一个我明显处于劣势的游戏。你们可以随便比赛，举重或者下棋，关键是你耍玩你有优势的游戏。我的游戏是做生意，对于路博润的生意，我感觉很有信心，不是 100% 的确定，对任何事情不可能做到 100% 的确定，但是我感觉非常有信心能判断对于这个行业未来会如何演变。然后我对自己说，对于这个生意我支付 87 亿美元，是否能够给我带来期待的长期回报呢？我在别的地方做这样 87 亿美元的投资，能获得同样的回报吗？有时候回答是：我不能取得期望的回报，但是也能赚不少的钱。这样的话，我就再等下一个机会。对于路博润，我感觉很 ok，就像在 1983 年我投资 6000 万美金购买内布加斯加家具商城时我感觉 ok 一样，这里面没有什么神秘魔术的东西。看家具商城生意，我判断他们的市场份额会扩大，没有什么原因会导致毛利下降，他们的资

本回报率很不错，那我的投资就很合算了，这就是我头脑中做投资判断的流程。

有人会问我的资金成本是什么？我的资金成本是我能够找到的次好的投资机会。我们的资金来源每年能够收到 120 亿美金，如果多卖保险我能收得更多，然后我问今年这 120 亿美元最好的去处在哪里？我觉得今年不一定要把钱投出去，但是我不能一直等下去。如同一个女孩在 20 岁的时候想再看一看身边有哪些优选对象，到了 30 岁的时候你想可能找不到乔治克鲁尼了，到了 40 岁了，可能随便一个男人看起来也不错。这个心态的转换和买生意是一样的，我们是在 40 岁的时候买的路博润。

5，学生：据说格雷厄姆 BenGraham 给了你最大的投资上的影响，那么谁是你最大的生意上的伙伴呢？

巴菲特：格雷厄姆是排名第一影响我投资思想的人，但不是唯一的影响者，菲利普费雪和查理芒格都给了我很重要的影响。

就投资生意上的影响而言，查理芒格给了我非常大的影响。当查理和我讨论投资的时候，我们是在讨论生意，而且查理确实影响了我去拥有基本面更好的生意，或者是直接去收购，或者通过股票投资来间接获得。

教我管理一个生意最多的人是汤姆墨菲。通过在一起出席董事会，我观察了他将近 42 年的管理实践，如果我能够有汤姆墨菲一半的能力去管理生意，我就会认为自己获得了伟大的成功。这不是因为他知道更多的一些计算证券的公式，或者资金成本的概念，而是因为他和工作上的伙伴如何相处。

管理的秘诀首先是需要选对生意，如果你选错了，比如你选择了在美国制鞋的生意，不管你能力有多大，都难以有一个好结果。**管理是激励别人做你想做的事情，而且非常有自主意愿、非常具有激情的去做，并且让大家的目标都保持一致。**汤姆墨菲就是这样的一个人，大家愿意为他工作。我观察了他接近 42 年，即使是一些好莱坞的人，通常是那些先满足私利的人，都非常愿意为汤姆墨菲做到最好。我看到数以百计的人，愿意为了实现他的目标，而不懈努力，这就是管理。我仅仅从观察他，就学到了很多管理的知识。

但如果就商业经济学获得洞见而言，我从查理身上学到了很多。我和查理是 52 年的生意伙伴，他主见非常强，而且我们也有不少的不同意见，但是我们从来没有争吵过。他是一位非常棒的合作伙伴。当我们会有不同意见时，他经常说：仔细想一想沃伦，你会同意我的，因为你是聪明的，而我是正确的。

6，能分享给我们“捐赠承诺”(Giving Pledge)行动是如何形成的吗？

巴菲特：我们三个创始人并不记得创想这个行动有一个确切的时点。大概是几年前，我们在谈慈善，当时

想，把一些知道他们也关心慈善的富豪朋友，找到一起也许很有意思，其中的一些朋友可能是我们认识但并不是最了解的，大家在一起聊一聊慈善哲学，聊我们是如何成功的，聊他们是如何做慈善的。于是我们找到了大卫洛克菲勒，他是国内慈善方面的权威，问他能否帮助安排一个在纽约的晚餐，我们来建议邀请那一些人，来谈一下这个话题。他非常欢迎这个想法，我们发出了 50 份邀请，有些携带夫人出席，有些就一个人来，其中包括 CNN 创始人 Ted Turner，彭博创始人 Bloomberg 等一些可能对慈善感兴趣的人。就在两年前，我们在纽约见面了。结果出人意料得非常精彩，因为当时我对于事态会如何发展也没有把握，担心有些人有自大的心态(Ego)，有些人很注意隐私，但是这些人多少原来都相互认识。所以，我们在一起晚餐时，我要求每个人都解释他们是如何获得财富的，以及他们慈善哲学。你知道，有些人是生来就是巨富，有些则是后天努力获得的财富。我先讲了我的故事来打破气氛，然后大家受到鼓励，就开始纷纷发言，结果讲了整整 2 个半小时。大家分享了一些非常个人的故事，比如是否计划在去世前把钱花掉，还是捐给慈善，是否让孩子参与这些慈善，他们是否同意这些慈善。结果谈的非常精彩，大家对于彼此的故事都很感兴趣。你知道，故事可以很有说服力。大家决定下次再参加一次这样的晚餐聚会，后来在西海岸和纽约又各有几次这样得聚会。总之，大家自愿慢慢形成了这样松散的一种组织，共同从道德层面上给出了捐赠的承诺。

这样做有两个好处，一则我们可以经常聚会，相互学习，避免在做慈善上可能犯的一些错误。二则这些行为公开化，有可能逐渐上规模，促成社会规范形成，这将会影响社会下一代人的慈善行为。特别是当 FB 创始人扎克伯格也签署承诺的时候，该组织的影响力就更大了。因为他有完全不一样的听众，这些人现在大概只有 20 多岁，现在可能还没有太多财富，也没有想未来会如何捐赠，但是他们年老之后也会思考这个问题，所以这些都会起到非常好的推动作用。

人不愿意思考死亡，以及如何处理后事，所以倾向于推迟这个思考。我们希望触动大家早一些思考这个问题，我问一个已经 75 岁了的朋友，你觉得你的理性思考能力是现在强一些了，还是在 95 岁身边有个金发女郎的时候，更强一些呢？这样一说，他就明白了。

我们的组织现在有 60 多个人，我们去印度见过那里的亿万富翁，我们不强求别人也加入我们这个组织，他们有不同的文化，他们有自己的世界，我们只是告诉他们我们在做的事情，然后回答他们的问题，他们也许会选择不同的做事情的方式。我们去过中国，见过 50-60 位富豪，在印度我们见过约 70 位富豪，大家都对这个主题很

感兴趣，这让我印象深刻。在中国我们需要一个口译员，她翻译的很棒，在印度我们不需要。虽然在中国需要通过翻译交流，而且我认识的人不多，但是当他们发言的时候，他们和美国的富豪讲的一样精彩，他们讲到了做慈善的时候，他们担心什么，他们会为什么感到骄傲，他们的慈善计划是什么，政府的行为如何影响他们的慈善行为，他们讲到了慈善的方方面面。上个星期，我在印度，见到了大约 70 个人，一旦他们开始讲，他们都踊跃发言，有几位朋友的捐赠承诺金额很大，他们自己选择如何捐赠，我们并不希望去组织捐赠的行为，全由他们自己决定。几个月后，今年我们会再次聚会，如果有些其他国家的朋友非常希望来美国参加这个活动，我们会非常高兴邀请他们。你们可以上 givingpledge.org 去了解更多，会发现很多熟悉的名字，读一读他们的承诺信，你会发现他们是发自心底认为这是正确的事情，如果你有很多钱，远远超过你需要花的钱的话。

我们主要向超过 10 亿美金的富豪发出呼吁，并且提出希望他们捐赠 50% 的财富，也就是说他们至少还剩下 5 亿美金的财富，我不觉得我是拿着枪在逼他们捐钱。拿我来说，我有所有我想要的东西，孩子们也都过得很舒适，所以我有非常多的剩余的财富。**如果我把这些对于我而言不是最有用的钱，变成对于其它人很有用的捐赠，这其实是非常理性的行为。**我想很多的人会同意我这个观点。我并不赞成设立永久基金会的方式来捐赠，我赞成在当世找到我信任的有能力去实施捐赠的人，而不是留给后人，等待 50 年后有一个子孙也和我有一样的慈善之心，然后再由他去捐赠。

7，学生：讲讲有哪些经历是对于塑造您的人生有重大的影响的？

巴菲特：在生活上，我的父亲和第一位妻子教了我很多，在事业上是格雷厄姆，查理芒格，汤姆墨菲给了我最多的教益。我非常幸运，人生中一直有正确的英雄。在人生榜样的选择上，你要非常小心。

我最早的榜样是我的父亲。**对于你们很多人来说，做父母是人生最重要的工作之一。在孩子出生的一刻起，你就担负起了养育的责任，他们从你的言和行中学习，你的言行不一致会对孩子产生深远的影响。我的父亲给了我无条件的爱，地球上没有其他任何的力量，能够和之相比。**我做过很多叛逆的事情，但是我知道到最终他会支持我的，这是一种对于你成长非常重要的支撑力量。我的太太也给了我非常大的影响，她给了我很多支持，扶持我成功，如果我是和另一个人结婚，也许我就不是今天这样了。

在找到格雷厄姆之前，我没有任何的投资哲学，我读了很多投资方面的书，尝试买卖股票，和别人聊投资，但是我并不知道我在做什么，然后我读了他的书，上他的课，并且为他工作了几年。其实读他的书就可以学到他

的思想，而上课和为他工作增强了我的学习效果。如果说格雷厄姆是圣经的旧约，那么查理芒格就是圣经的新约，两本都需要读。汤姆墨菲弥补了我关于公司运营的知识。我从这些人身上学到了很多。人生路上，还有其他一些人也都教了我很多。

8，学生：什么品格，让人能够实现全部的潜能？

巴菲特：我没有见到什么人实现他全部的潜能，但是如果一个人有 500 马力的能力，却只用 100 马力去行动，那的确不够理想，但很多人就是在这样的状态。如果你和我一起做一个游戏的话，我想你可以自己得出这个问题的答案。

假设你在一个班级上，大约 20 个同学，假设你有机会购买另一个同学一生收入的 10%，那你就从剩下的 19 个同学中选择一个。你有一个小时的时间，一个小时后，你会以什么样的标准来选择这个同学呢？你会选择智商最高的同学吗？你会选择分数最高的同学吗？你也许会选择谁的家族最有钱，但这种不能算(笑声)。因为大家都有接近 500 马力的能量，有些人可能 490，有些人可能 520 马力，所以，**你会选择具有最高的输出效率的人。你不会选择最高智商或最高分数的人，你会选择那些具有最良好品行的人。高尚的品行让他们输出的效率高，让别人愿意为他工作，让他成为下一个汤姆墨菲。**好，假设你选出这个人了，然后要求你选出另一个人，你做空他的未来收益的 10%，那你会选谁？(笑声)你也不会选成绩最差的人，你会选择你最不愿意一起工作的人，他们干的少，但是拿的功劳多，他作弊，总之他具有不好的品行。

如果你看看那些好的品行和差的品行，你会发现，这些并不是天生的，而是你在后天可以养成的，你可以选择慷慨大方，也可以选择很吝啬，你可以选择邀功请赏，也可以选择不邀功请赏。这些都是可以后天养成的品行特点。我鼓励你们把好的和差的品行分别列出来，然后看看你们的偶像中哪些好的品行，是你可以学会的。格雷厄姆在年轻的时候，就这么做过。**如果你一直这么做，随着时间推移，你的潜能利用效率就会越来越高，人们就愿意和你一起工作，而不是他们必须和你一起工作，这会有很大的不同。**把自己变成拥有这些良好品行的人，这不是火箭科学，我没法具体告诉你如何做，但是应该尽可能早的时候开始。很多刚才谈到的品行都是一种习惯，你不能说到了 60 岁才去改变自己的性格习惯。

看看这些好的品行和差的品行，为何不见贤思齐呢？这又回到另一个问题，你如何选择正确的英雄榜样？如果你有一天能做到像汤姆墨菲这样，那当然很好。如果做不到 100%也没有关系，只要向这个方向努力就行，不

必追求完美，尽力而为。这个过程中你会犯一些错误，我看到很多人因为过程中犯了错误而痛苦，甚至被打败了，要向前看。你人生做的最重要的决策可能就是结婚，这个决策要认真考虑。

9，学生：您在商学院学到的最主要的内容是什么？

巴菲特：我当时对于读书不是最有兴趣，我比较急于快点开始工作。我申请哈佛商学院时被拒绝了，我后来在哥伦比亚大学商学院读 MBA，几个教授给了我非常大的影响。其实如果你能遇到 3-4 个好教授，他们就能改变你的人生，你不需要一定在学校才能找到找到，他们也可能是你家人。

在哥伦比亚商学院读 MBA，我能记得的就是两位教授，格雷厄姆教授和多德教授。我去那里读书，主要原因是想尽可能多从他们那里学习到投资知识。我去哥伦比亚大学的故事很有趣，首先我申请哈佛大学被拒绝了，然后我在奥马哈大学图书馆找各个大学商学院的介绍，看到格雷厄姆教授和多德教授的介绍，我当时没有想到这两人竟然还在教书。我以前读过他们写的书，然后我一直以为这些作者就跟亚当斯密一样，是 200 年前的人物，所以我没有怎么注意他们。现在当我看到多德教授是哥伦比亚大学的金融系副主任，我就决定要去哥伦比亚大学商学院读书，但那个时候已经 8 月份了(9 月份就开学申请来不及了)，我就写了封信给他：多德教授，我以为你们都不在人世了，现在我发现你们还活着，我一定要来读书，听你的课。他接受了，之后我们成为了一生的朋友，这是非常好的事情。现在我就只记得格雷厄姆教授和多德教授了。我在沃顿商学院读了两年本科，这是因为我父亲希望我去那里读书，然后我转学到了内布加斯加大学。

另外有一个非常重要的能力，是我是在商学院可能学不到的，那就是公开演讲得能力。我最早连在大众面前，告诉大家我的名字都做不到，而且后来我越来越不敢在大众面前讲话。我知道我必须克服这个缺点，但是我很难做到。我在哥伦比亚读书的时候，去市区参加了一个戴尔卡耐基的演讲培训班，第一次去的时候，我开了张支票，但是因为害羞，我都走到门口了，还是没有去听课。后来我回到奥马哈做股票经纪，那时候我大概 20 岁左右，长的像 15 岁，心智大概只有 8 岁。我就是知道我必须要克服这个弱点，如果你不能和大家进行沟通，你将处于很大的一个劣势。你内心有很多的东西，但是你不能交流出来，这太可惜了。我写作不错，但是我公开演讲不行，所以我又去看了在奥马哈的戴尔卡耐基演讲课程。这次我和教课的老师成了朋友，然后我付了 100 元的现金，我知道如果我付了现金，我在星期一晚上一定会去上课的。课上大约有 30 多人，他们都不知道我的名字，他们都是比较不善于公开演讲的，所以我感觉舒服很多。我的人生发生了很大的转变。每周一老师会发一枝铅笔，

奖励上周对于新学到的技巧做的最好的人，结果有一周，我向未来的太太求婚成功，并且还赢得了铅笔，所以你看我一周就拿到了铅笔，也搞定了老婆，还是非常值的。如果你能和大家良好沟通，那你至少能增加 50% 的价值。这个课程一结束，我就开始在奥马哈当地的大学自愿去教书，因为我知道，如果我不努力练习在公开场合讲课的话，我就会缩回到过去的状态里面去。

我想向你们所有的人说，学习好写作和演讲是最重要的技能之一。忘记那些资产定价模型，或者 B-S 模型，或者 π 值，学习如何沟通，至少能增加你 50% 的价值。从这个角度想，对于你们在座的每一个人，我都愿意付 10 万美金来购买你们未来收益的 10%，这说明你们至少值 1 百万美金，还不算你们已经赚到的钱，纯粹你的能力就值这么多钱。如果你的价值再增长 50%，那就是价值 50 万美金。也许你现在不能再以 100 美元的价格来学习戴尔·卡耐基的课，但是这会是你非常合算的投资。在我的办公室，我只挂了一个学历证书，就是戴尔·卡耐基的证书，它重大地改变了我的生。

10，学生：经济发展速度放缓在改变人们的习惯。这对未来投资策略和投资环境的影响有哪些？

巴菲特：我在 1930 年 8 月 30 日出生，这说明我是在 1929 年 11 月 30 日怀上的。我父亲是股票经纪人，股市大熊市，他什么股票都卖不出去，所以那段时间他就只能呆在家里，这样我母亲就怀上了我。所以从某种意义上说，我是 1929 年股市暴跌的产物。如果我父亲在那一年能够卖出很多股票的话，可能就没有我了。1929 年经济危机的时候，失业率高达 25%，4000 家银行破产，我的父亲一年以后失去了工作。世界永远会充满不确定性。1950 年当我毕业的时候，我最崇敬的两个人，格雷厄姆和我的父亲都说：沃伦，你会有非常好的未来，为何不再等两年你再碰股票，因为现在股票价格已经非常高了。而我没有选择等待。

在 1930 年的时候看，经济大萧条，后面又接着有第二次世界大战，而且有那么几个月，大家都觉得美国可能会输掉战争。不要因为看到世界很多问题而觉得沮丧，因为世界上永远都会有问题存在，而你也应该看到机会。从我出生的时候开始算，80 年后，美国的真实人均 GDP(调整通胀后)增长了 6 倍。你想象在一个社会中，就一生的时间，你能获得 6 倍的财富增长，我发明不了电视，发明不了空调，发明不了电脑，但是我得到了这么多的好处，是因为一个事实，无数的人们在努力寻找把工作做的更好的方法，把这个世界变得更加美好一些。过去 80 年已经有 6 倍的涨幅，但是如果让我选，我更愿意在今天出生。

世界会有很多的问题，但是世界也会持续向前。回到历史上的任何一年，你拿出小记事本，记下那些负面的

事情，你会发现会有很多。而正面的事情，也许很难去找，但是从历史看，正面永远都战胜了负面的事情。现在你们这个年龄所在的时代，是一个伟大的时代。每一年都会有一些不幸的事情，有人为之哀伤，但如果你看看周围，就会发现有各种各样的人都比 5 年或 10 年前过的更好。给你们举一个例子，1918 年，在电话发明后的第四年，要从纽约给旧金山打一个固定电话需要花掉 18 美金，是一个美国产业工人 54 周的工资。现在你打一个电话几乎不花什么钱，这个世界已经变的好太多了。你也可以看互连网的例子。我可以上 Youtube，然后连续几个小时的娱乐自己。

11，学生：在所有写您的传记中，请问那一本书是您最喜欢的？或者说，对于年轻的投资者而言，那一本能最好的表达你的投资思想呢？

巴菲特：如果想知道了解我的投资思想，我推荐由 Larry Cunningham 编写的《巴菲特致股东信》。这本书将我 40 年的思想重新组织起来，它很好读。有关于投资和管理的哲学，Larry Cunningham 的书最好。而就传记来说，可能就是 Roger Lowenstein 写的《巴菲特传》，Alice Schroeder 写的《滚雪球》偏长了一些。有些人喜欢隔一两年就写我一两本自传。Janet Lowe 写了《巴菲特如是说》，我的传记写来写去已经变成个小产业了。

Lawrence Cunningham 《The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America》

Roger Lowenstein 《Making of an American Capitalist》

Alice Schroeder 《The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life》

Andrew Kilpatrick 《Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett》

Janet Lowe 《Warren Buffett Speaks: Wit and Wisdom from the World's Greatest Investor》

12，学生：在最近《名利场》杂志(Vanity Fair)的访谈中，您谈到美国的系统能够很好的释放人类的潜力，那究竟什么是你说的美国系统呢？

巴菲特：在 1790 年左右，大约有四百万人在美国所在地，那时在中国有 2.9 亿人，在欧洲大约有 1 亿人。我们也不比他们聪明，也不一定更加勤奋，气候条件也差不多，资源也差不多，但是几百年后，我们的 GDP 是世界之首，而且人们的生活有很大的改善。你需要问什么是成功背后的原因？你看中国人也很聪明，也很努力工作，气候也差不多。

我个人觉得至少有三点重要因素，我们在三个因素上发展到了相当的程度，以致于其他社会大体没有做到。

第一，我们真正认为机会均等，任何人都有权利做任何事情，我们没有受到阶层，社会地位等的限制。第二，我们相信法治，我们相信任何人不管社会地位，都应该受到法律的监管。第三，我们相信市场经济体系，我们无数人为了无数人的明天的需求而努力工作。虽然这三点，我们做的都不够完美。

就机会均等而言，要记住，我们开始是歧视和压迫黑人的。当美国独立宣言写道“人人生而平等”的时候，我们其实远还没有做到这一点。我们没有通过宪法第 19 修正案，给妇女平等的权利和地位，直到 1920 才做到。所以那段时间，我们大概浪费了一半的人力资源。但我反而觉得深受鼓舞，因为如果我们只靠一半人就能取得这样的成就，那么如果全部的人力资源都能被开发的话，你可以想象我们将取得怎样的成就。

如果你相信机会均等，那你就应该相信尽可能给孩子们平等的高质量教育机会，那你就应该在起点线上让大家均等，那就应该让我父亲的孩子和洛克菲勒的孩子有一样的受教育的机会，就非常重要了。我们这些体系的特征让人类的潜力得到释放，你看到了从 1790 年到现在，美国社会发生的变化。而你看中国，看过去 35 年也发生难以置信的巨变，再看他们曾经几百年基本上没有变化。还是同样的人，同样的脑力和同样的勤劳，但是你看现在他们有爆炸性的增长，他们找到了有效的社会系统。他们的系统和我们的系统不尽相同，但是他们的系统也整合了那些释放人类潜力的想法。我在访问中国的时候被震惊了，所有的人都在向一个方向努力去获得成就，政府帮助管理劳工，大家都有同样的目标和同样的紧迫感，整个国家都在改变。你在印度也看到类似的情况，在世界其他地方也能看得到。其实为何你会看不到呢？如果你看到美国这么成功，你想为何不能复制一些想法呢？然后你会把文化的差异，实践验证因素等融合进你自己得方案中。

我的确相信，由市场体系，而不是由国王决定是生产稻米还是摇扇，是更好得体系；摆脱社会等级森严制度，转而相信人人都有潜力，这些产生了巨大的不同。这是美国社会运作的方式，这个方式已经传播到了全世界，中国是一个太好的例子，整个国家也就 30 多年的时间，发生了巨大的转变。还是同样的人，但是仅仅是人们相信他们可以做到这些。如果比较普通中国人 50 年前和现在的物质期望，都可以说这是两个世界。

有趣的是，在这个过程中，中国人积累了 2.6 万亿美元的储蓄。当美国经济繁荣发展的时候，我们建铁路等等，我们从英国借钱，曾经一段时间是纯债务国，后来我们很聪明地把钱都还了。而中国在取得经济繁荣的同时，还成为了世界上最大的债权国。当你看到成功的模式的时候，你就应该注意学习，虽然你不必完全照搬，你会发现这些成功模式就是有道理的。我看到过行之有效的行为模式，我看到汤姆墨菲的成功行为方式，我父亲的成功行为方式，我太太的成功行为方式，我想我应该从中学到些东西，因为这些成功后面都有道理。一个人可以学习，一个国家也可以学习，我们在全世界都看到了这种爆炸性的增长。

我想美国曾经是原创的成功的范例，但不代表我们的发展已经结束了。我们内部也有很多的不均衡，如果做

到了，还能发展更好。例如 19 号修正案的通过，就能释放女性的潜力，而女性的潜力和男性是一样的。我在 1930 年出生的时候，我有两个姐妹，她们的潜能跟我一样。但是她们没有机会知道其实她们会有多么聪明，因为我的父母虽然没有怎么说，对于她们和我有不同的期望。我们的老师也对于我们有不同的期望，不是因为我聪明，而是仅仅是因为我是男孩，这就是那个时代的社会规范。想想从那个时代到现在的社会进步，所有这些变革都使得这个社会成为一个更加有生产效率和更加公平的社会。

13，学生：您在今天的致股东信中提到，房地产复苏的时间点会今明两年到来，我想听您对于房地产复苏的看法？

巴菲特：我曾经预计在今年可以看到房地产复苏的迹象，但是随着时间的推移，我开始有些紧张了，因为确实还没有看到好转的迹象。另一方面，房地产复苏迟早会发生，只是没有人知道具体会是什么时候。在佛罗里达南部，基本上全国也是这样，房地产复苏的时候，也就是每年新增加的家庭数量逐渐消化掉过剩的房地产供应。我是说移民速度下降虽然影响需求，但是下降幅度是有限度的。另外有些夫妇选择和父母挤着住一起，也是有限度的，因为你不能老和父母住在一起。

6-7 年以前，房地产市场的供需大体是均衡的。我们每年新增房产供应大约在 200 万套左右，当时每年的新增家庭在 100-200 万左右。因为人们考虑到他们总是能够拿到房贷，而且房地产价格肯定会上涨，所以大家都想多买房子没什么问题。因此这个供需差问题并不大。

我在 2005 年在旧金山卖了两处房产。它们都是六居室房子。我打了广告，一个标价 1,000,006 美金，一个标价 1,000,002 美金左右。就在挂出来那个星期天，买家蜂拥而至，价格不断攀升，我两套房子很快都成交了，最后成交价比报价高了几十万美金。

如果你现在挂同样的广告出售，会很慢成交，成交价格会大打折扣。但那个时候，人们处于淘金热潮之中，他们认为房子会在下个月，明年持续上涨，而且他们可以很容易地借到房贷，所以大家拼命买。**其实对于任何资产，当大家认为他们能够持续上涨的时候，都会疯狂地去买。这就是所谓动物精神。**

当时我拥有富国银行的股票，我看到这个现象的反应是，马上给银行负责房贷的经理打电话，说可不要借钱给这些购房者。他向我保证说，没有涉足这些贷款。这种程度的供给过剩，不管是在亚利桑那州，佛罗里达州还是加州，在那些房产升值最大的地方，在那些房产的首期支付最小，购房者虚报收入骗房贷最多的地方，会需要

很长的时间才能从这个危机中走出来。在奥马哈，这里的供给过剩情况比较少。

我想当需要建设新房子以满足新设家庭的需要的时候，房地产复苏就不远了。但我也可能想错了。没有绝对精确的预测。在我上次做预测认为今年年底能够复苏的时候，我看到美国大约会有 50 万户住房的新增需求，其实除非新增建房数达到至少 70 万户，我不会认为拐点到来。关于恢复的时机，我可能整个猜错了。但是我认为未来的某个时点。房地产复苏是一定会到来的。

我觉得，人为地刺激购房需求是错误的，例如我们去年提供 8000 美元的贷款计划，这只会把问题拖得更长。
我觉得让泡沫破掉比较好，我觉得一点点的把切掉狗尾巴的做法不是很妥当。住宅房地产会回暖，这会很大的推动就业。我们有一个地毯公司，曾经雇佣 2.5 万人，现在从高峰期减少了 6000 人。你也许说我们不是一个建筑业公司，但是实际上由于很多地毯卖到房产项目中，所以我们受到房产的影响很大。

房地产一定会回暖。我希望我上次说年底回暖是对的，当然我不会很赌这一点。当然我也不会赌今年年底以前，一定不会回暖。

14，学生：什么产业或者公司，您认为最有未被识别的定价能力？

巴菲特：我们一直在寻找具有产品定价能力的生意。最近，比较有定价能力的是原材料生意，比如棉花，铜，还有其他东西。

有定价能力的生意，价格就一定会上升。我给你们举一个例子。我们用有一家公司叫做喜诗糖果，它销售盒装巧克力，主要在西海岸销售。我们的税前利润有 8000 万美金，这个生意需要 4000 万美金就能实现运转，这是一个很好的生意。你说为何不用这 4000 万美金的剩余资金，用来向东部扩张，我过去至少试过 50 次了，但每次尝试扩张都很头疼。这个生意不太容易迁移到别的地区，是一个非常本地化的生意(localization)。但是在自己的地盘上，她在盒装巧克力市场很有统治力。在加州大约有 3000 万到 3700 万人，但每个人在头脑中都对于喜诗糖果有一些认知，他们并不经常购买，但是当他们有朋友住院了，或者在情人节，或者在家庭聚会，他们都会去买喜诗糖果。因为他们并不是经常买，所以他们不是很记得上次购买的价格。而他们吃了点巧克力后，下次就忘了这次付了多少钱了。

我们在 1972 年买的这家公司，在此之前，我不了解这个公司，当时我做了些调查，得出结论说，这个公司有"未被开发的定价能力"。当时价格是每磅卖 1.95 美金，然后以后每年的 12 月 26 日，到现在已经 39 年了，我们

就提一次价。如果可可豆的价格下降，我们会提价，可可豆的价格上升，我们还提价。无论糖价上涨或是下跌，我们也提价，无论奶油上涨还是下跌，我们都提价。人们买或者不买，不是基于价格与原材料成本之间的关系。他们买是因为，他们是 16 岁的少年，当他们买一盒巧克力给女孩子的时候，她们会给他一个吻。只要她吻了他，我们就赢了，价格贵或者便宜没有关系。如果女孩打了男孩一巴掌，那就没戏了。我们专门请一些漂亮女孩在大街上促销喜诗糖果，并且给消费者一个吻，这样就加强了品牌形象。如果今年情人节，你回到家，和太太或者女朋友说：抱歉今年我贪图便宜，没有买喜诗，买了便宜货。这肯定不行。

价格贵或者便宜影响不大。品牌已经深入人心了。你不希望提价太高，一下子把消费者吓跑，但是你不要浪费了每年提价的机会。每个秋季，我都会对着镜子问自己，今年我应该涨多少价啊？镜子和我说，可以涨很多。这就是喜诗糖果公司的定价系统。我们没有那么复杂的供需分析和敏感性分析等等。这些没有什么用。

举一个反面的例子，伯克希尔原来是生产西服衬里的。没有人知道他们买的西装衬里是谁生产的，他们只记得去那个门店买的西装和西装的品牌。他们也不关心谁做的衬里。我们曾经是美国最好的西装衬里制造企业，获了很多奖，但是如果我们说今年涨一些价，大家就会把我们扔到门外面去。这个生意就没有任何的定价权利，除了原材料上涨带来的部分涨价外。

如果你只问一个问题，你就问：你这个生意有定价权吗？你每次涨 1-2%时就像跟钱包对话(Purse session)，还是你很有信心，每次你间歇性涨价之后，知道你的对手会跟进涨价。领先的商学院不担心每年涨一些学费，从某种角度说，价格越贵，可能学位越值钱。很难定量估计学校 A 的教育比学校 B 的教育价值更大(定量困难时解释成本高昂)，所以有些家长和学生就想，贵的学校可能更好。所以当大家把高价格和高价值画等号的时候，最好的学校的竞争地位非常好，有些行业也是这样的(如烈酒)。所以当评估一个生意的时候，要问好的问题，如果你通过这个问题，知道那些在经营的人，做出涨价这个决策有多难，你对这个生意的理解就能加深。

如果你在运营另外一个可乐品牌，你会发现你的价格会是可口可乐定价的某个折扣，你很难在超市和可乐的定价一样。可乐建立了一个定价能力，就是其他的可乐产品价格必须是可乐的某个折扣。在有些市场可乐的价格敏感性不强，在美国可乐的价格敏感性很强，除了在电影院，你会花 5 美金买到一杯可乐，那是因为你只能在那里享受电影给你带来的娱乐。定价能力是生意的一个关键问题。

15，学生：请您谈一谈政府管制对于经济的影响

巴菲特：政府的参与在很多经济活动中都是非常重要的。我过去 10 天出去旅行，可能需要担心水的质量问题，我已经默认水是不会有问题的。政府给很多影响我生活质量的经济活动，提供了质量保证。

在民主制度中，你会认为看到有人在争取取消一些政府施加的无理管制，另一方面，你又看到有人在争取要政府来管理更多事情，随着时间推移，我认为美国会找到一个合理的平衡，虽然现在看来还不够完美。

我很高兴看到，直到 1934 年才成立 FDIC(Federal Deposit Insurance Corporation 联邦存款保险公司)。在 1931 年 1 月，如果你把钱放在银行里，那时你担心你的存款都会没有了，我的父亲那时就很担心存在银行里的钱是否会没有，都不知道怎么支付明天的帐单。幸亏，FDIC 出面担保消除了所有美国人的恐惧，如果你能够消除人们的生活中的恐惧，给大家银行存款的安全感，这是非常重大的经济贡献，只有政府才能做到这些.....

16，学生：在您的致股东信中提到，有些伯克希尔旗下公司的总裁，您是一年见一次，有些您几乎是每天见面，您能和我们说说和他们都讨论些什么吗？

巴菲特：我几乎每天都会通话的是再保险公司的总裁阿吉特贾因 Ajit Jain。他并不需要每天和我通话，但是我们非常喜欢对方。他给我带来一些非常有意思的东西。比如说，我们给棒球比赛中的一个球手 Aron 承保事故永久残废保险，这个产品全世界没有其他保险公司提供。然后他会下午给我打电话，问我们给 Aron 承保 2.6 亿美金的事永久残废险，应该收取多少的保费？这肯定比问我中午吃什么午餐有意思多了。我喜欢思考这样的问题。

还有一次，新西兰在地震和澳大利亚在发洪水，我们接到一个保险要求，就是希望如果在 12 个月以内再次出现地震和洪水的话，我们赔偿几十亿美金给他们。问题是收取多少保费？阿吉特会想出一个数，然后我会想一个数，然后我们比一比，看谁的数字高，就用谁的。我们的客户说，其实你们是把这两个数字加起来收费的，有时候他们这么说也没错。这个生意很有意思，我们对各种各样的事情提供保险，比如世界杯。如果法国要是赢了决赛，我们就要赔付大约 3000-4000 万美金，如果墨西哥要是赢了，我们就不用赔了。阿吉特和我讨论各种这样有意思的保险交易。另外我也觉得阿吉特就像我的儿子一样，我们的关系非常紧密。所以我非常喜欢每天和他聊天，就像你跟你的孩子聊天一样。

也有一些老总，我是每周聊一次，有些过去一年都没有沟通过。但这些都是由他们自己来决定。他们的性格非常不同，各样的风格都有。一些人喜欢和我沟通，还有一些人根本就不愿意和我讲话，你知道我不太介意的。更多不是因为工作需要，而是个性特点，使得有些人沟通的比较多。他们很少是让我帮助他们做个困难的决定，

往往他们和我讲的时候，这个问题就找到答案了。

我有一个朋友，是位女士，她偶尔会给我打电话。我和她说，我的作用就像一个回声器(Rectang)。你是一个聪明人，当你向回声器解释问题，当你把非常积极地说清楚后，其实你就想的更明白一些了。当你假装向回声器解释一个问题的时候，你会发现你的思考中有漏洞，然后你会改进这些思考。我以前觉得她是我的回声器，结果她说我才是她的回声器。**其实人的大脑就是这么运作的，你和自己自言自语很好，但是和你认识的一个人交流会更有用，它会让你更好的思考。查理和我能作更好的思考，是因为我们经常对话。**

17, 学生：巴菲特先生，问您一个个人的问题，在您回顾人生的时，是否发现曾有那么一瞬间，让您的世界观和人生观发生过了重大改变，让您找到人生的定位？

巴菲特：我不觉得人生的改变是一瞬间的问题。当然，的确有事件让我发生很大的变化，甚至是向最坏的方向变化。我 12 岁的时候，我的父亲被选举成为国会议员，全家搬到了华盛顿，整个生活都被打乱了，我只能离开我所有的朋友。我没有安全感，在相当长的一段时间内，我表现很糟，当然我慢慢克服了部分。在我结婚的前 5 年，我有重大的改变，但这也不是一下子发生的。如果你的心灵受到了伤害，它很难一下子恢复，但在爱和关心的支持下的确会慢慢恢复，所以并没有那么一个神奇的时刻，突然你看到了一个全新的世界和全新的人生。

我的确改变了对于人生的看法，如果没有我太太的悉心照顾我，我没法实现这个人生的跃变，但我不知道这是一个 3 年还是 5 年的过程，实际上这是人生一个连续的过程。随着时间的推移，你应该越变越好。你应该一直在学习，学习什么构成这个世界，以及什么又构成你的世界，知道什么是更好的，什么是更差的。

在你离开学校以后，学习并没有停止。学无止境，你一直都在学习了解自己，了解人类的行为，学习其他任何让你在社会中有成就所需要的东西。所以如果在 20 或 25 岁的时候，你就觉得没有什么要学的了，那你一定是疯了。你应该一直要从其他人身上学习。我的幸运之处在于，我遇到了很多有意思的人。比如我提到的华盛顿邮报的 Katharine Graham。我从她身上学到很多。这又回到我们曾经谈过的，你要选对人生正确的英雄的问题，否则你难以做到一生一直都从他那儿学到东西。

18, 学生：我比较好奇...

巴菲特：我必须告诉你，我有一个合伙人叫查理芒格，他已经 87 岁了，我觉得他开始失去听力了。我就找到医生说，我有个合伙人，87 岁了，听力似乎不行了，但我还不是很确定，你看应该怎么办？他说，你们俩人分别

站在房间的两个角落，然后你讲话给他听，看看情况怎么样。那好，我们就在房间两个对角站好了，然后我说，查理，我觉得我们应该在 26 美元买微软，你怎么看？我没听到什么反应。然后我走到房间的中间，又问了一遍，查理，我觉得我们应该在 26 美元买微软，你同不同意？还是没有反应。然后我走到他身边，和他说，查理，我觉得我们应该在 26 美元的时候买微软，你同不同意？这次我听到了，他说，我已经说了三遍了，可以！

19，学生：你会给今天的年轻学生怎样的职业发展建议？

巴菲特：我能给你的唯一的建议，也是一个好的建议，**就是你要追随你的“激情”**。我有三个孩子，他们做的事情，各个都不同，我为他们每个人都感到骄傲。他们没有人想来伯克希尔，这没问题。如果他们想来伯克希尔，我没问题，如果他们做他们想做的事情，我也没有问题。我的父亲给我的建议是，做什么都要做得在行才行。无论我是希望成为医生、律师或者议员，他都支持我。只要我是诚实的，工作是有意义得，都能自动得到他的同意。他觉得我能够找寻到适合我的道路。无论我找到什么，他都会为我加油的。

我想说的是，要选择当你已经有了全世界所有的钱，你还是想去做的工作。**不要为了钱工作，要做你觉得有激情的事情**。我就是这么做的，我 80 岁了，但我每天都做我喜欢做的事情。早上我从床上跳下来，我跳着踢踏舞去上班，我对于工作感到兴奋。我爱我的工作超过其他任何事情。我知道我喜欢什么。但我不知道你喜欢什么。我知道，你们都很聪明，很有热情，也受到了良好的教育，**你们应该要找到你愿意跳着踢踏舞去做的工作**。

我的意思不是说你不用想赚钱养家，但如果你选择这个工作，就是因为它每月多赚 100 美元，你一定是疯了。你需要的是，找到你有足够热情的东西。当我 23 岁的时候，我终于能够为格雷厄姆工作，之前我试过一次没有成功。后来他说我觉得你可以你来为我工作了。我就问了我的太太，搬到纽约怎么样，**但我从来都没问薪水会有多少的问题**。我拿到第一个月工资的时候，才知道我究竟一个月拿多少钱。但这没有任何差别。**我知道的是我将对所要做的事情充满激情**。我当时大概是拿到 12,000 美金一年，我并不在意是拿 13,000 美元还是 11,000 美元，我喜欢我做的事情，而且我已经有了过上一个理性和富足的生活所需要的钱。我后来赚了很多钱。我工作的地方有我很尊重的人，而且学到了很多。格雷厄姆后来决定搬去加州生活，然后我回到了奥马哈。我也许会为另一个人工作，拿每年 18,000 美金的年薪，如果我为我不敬佩的人工作，我要每天经历那么多的情绪变化，这会是一个非常愚蠢的错误。所以，**你一定要做一份你能为之兴奋的工作**。

我在哈佛演讲这些的时候，遇到了一些麻烦，院长问我，你都究竟和我的学生们讲了什么啊？我说，我就是

建议他们只为自己最敬仰的人工作。院长说，那我明白了，那些学生后来全都选择自己创业当老板了。

20，学生：你觉得印度和中国会怎样？

巴菲特：略...

21，学生：究竟什么是 BRK 的护城河，是什么在阻止其他的投资人以及工业控股公司来复制你的成功？另外除了保险产业之外，您看到有哪些行业也能够提供长期的低成本资金来源，如同保险的浮存金？

巴菲特：在我们的汽车保险公司例如 GEICO，我们的护城河在于低成本的核心保险产品。在美国，人们必须购买汽车保险，我们在卖的产品，大家不想买但大家必须买。他们不想保险，他们想开车，但不买保险就没法开车。这是一个很贵的产品，平均每年每人要支付 1400 美元。因为他们并不是真的想要买这个产品，也不需要买更漂亮的，或者闻起来更香的产品，所以他们想买最便宜的能保护车的产品。我们的商业模式从公司创立之初就是低成本模式，还有其他好的商业模式，但是我们模式让我们能够接触到大多数的客户，而且基础已经非常稳固，这就太好了。

在喜诗糖果，我给你 10 亿美金(看来你不是很激动啊)，然后我说你把钱拿去干掉喜诗糖果的生意，在加州建立一个更好的盒装糖果门店销售生意。你做不到，你的品牌不能进入加州 3500 万人的大脑，因为他们已经形成了观点，他们已经认知了喜诗糖果的品牌，认知了她的“带来香吻”的品牌内涵，所以，**客户的偏好构成了喜诗糖果的护城河，别人几乎没有可能跨越这个护城河。**除非我们搞砸了，犯了例如产品失败等非常严重的错误。

我们有很多种类的生意，也有不同类型的护城河。

美国西部只有两条大的铁路网络，在密西西比河以西，只有两条大的铁路网，没有人还会再去建大的铁路网了，现在可能还会建高速的客运铁路，但是运货的铁路没有了。我们支付了 430 亿美元来收购 BNSF 铁路公司，联邦政府和加州也在讨论建一条 800 英里的高速客运铁路，大约也要花 430 亿美金。我们有 2.2 万英里的大陆轨道，6000 个火车头，一个火车几百万美金，上万座桥梁，没有人能够有钱重新修建这些铁路。在平地是 250 万美金一英里，在阶梯地形是 500 万美金一英里，按照这个计算的总造价远远超过 430 亿美金。

在西部我们主要和(联合太平洋铁路(union pacific)以及卡车竞争。我们的竞争优势很强，因为跟卡车相比，我们运越重的东西越远距离，越有优势。我们的优势越来越明显，因为我们可以用 1 加仑柴油运 1 吨的货物到 5 英里的距离。卡车做同样的工作，需要耗 3 倍的柴油。油价上升对于我们更加有利。高速公路拥堵也对于铁路有

好处。卡车的收费比我们和联合太平洋的收费贵，但在有时候，卡车比我们更快送达，所以这对我们的竞争优势也有一些限制，但是我们的护城河还是很强大。

我们在不同生意有不同程度的护城河，你可能还要问在伯克希尔母公司这一层的护城河是什么？

我们有一个非集权子公司独立运营的结构，一个其他大部份产业公司都不能提供的运营环境。有些企业家想出售生意，但是还想继续运营这个生意，所以 he 不想任何人干涉他的运营，但是他希望有一个总部来负责所有的财务，法律和公共关系，但是不希望总部有个人告诉他说，下一周应该销售什么商品。我们基本上在这个领域是独一无二的，但不一定所有的人都喜欢我们这个做法。我们是唯一以这个模式运营的企业。

所以我们有单个的护城河，也有整体的护城河，我们的工作就是每天不断地把这个护城河加宽。因为每天护城河不是在变宽就是在变窄。我也有一些生意，护城河在变窄，或者根本就没有护城河，这时我告诉管理人员要把鳄鱼和鲨鱼都扔到护城河中，这种情况并不是很多。



巴菲特和南大商学院 EMBA 游学团全体学生

巴菲特致股东的信 2010

2011 年 2 月 26 日, BRK: \$99350-120450

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东:

公司 2010 年的账面价值增加 49 亿美元, A/B 股每股的账面价值增长了 13%(标普 21.4%), 自现任管理层接手的 46 年以来, 每股账面价值由当初的 19 美元成长到目前的 95453 美元, 年复合成长率约为 20.2%。

(2010 年 1 月为收购 BNSF, 伯克希尔每 1 股 B 股拆分为 50 股, 拆分后每 1 股 A 股可兑换 1500 股 B 股)

2010 年的亮点是公司收购了 BNSF 铁路公司(BurlingtonNorthernSantaFe), 该项收购比我预期的要顺利。现在看来, 收购这条铁路将使伯克希尔"常规"盈利能力税前增长 40%, 税后增长超过 30%。这起收购让我们的股票数量增加 6%, 并花费 220 亿美元现金。由于我们迅速补充了现金, 该项交易的经济效益最终表现非常好。

当然, 我的合伙人、伯克希尔的副董事长查理·芒格也是我的合伙人, 或者我本人, 都很难精确定义到底什么才是"一个正常年份"。但是, 为了估算我们现有的盈利能力, 我们对于正常年份的设想是, 在保险生意方面不存在巨大灾难, 总体经济环境好于 2010 年, 但却弱于 2005 年或 2006 年。按照这样的假设和其他我在"投资"部分阐述的其他几个假设, 我估计公司目前所拥有资产的正常盈利能力为, 税前 170 亿美元或税后 120 亿美元, 不包括任何资本损益。查理和我每天都在思考如何增强公司的盈利能力。

我们两人都对 BNSF 的前景持乐观的态度, 因为与其主要的竞争对手卡车运输相比, 铁路存在巨大的成本和环境优势。在 2010 年, BNSF 每吨货物运输的成本为 1 加仑柴油/500 英里, 比卡车运输省油三倍, 这意味着公司的铁路运输拥有巨大的运营成本优势。同时, 降低温室气体排放量, 减少对进口石油的需求量, 将使得我们的国家受益。铁路运输使整个社会受益。随着时间的推移, 美国境内的货物运输将会增加, BNSF 将会实现其全部收益。为了实现这种收益, 需要对铁路进行巨额投资, 伯克希尔是最佳的资金供给者。不管经济增长多么缓慢, 市场如何动荡, 我们的支票都将兑付。

2010 年, 在大家都不看好美国经济的情况下, 伯克希尔显示了对资本投资的热情, 花费了 60 亿美元进行不动产和设备投资, 其中 90%约 54 亿美元投资在美国境内。当然, 公司的业务在将来将会扩张, 但是绝大多数投资还将位于美国境内。在 2011 年, 我们将创造 80 亿美元资本支出的新记录, 所增加的 20 亿美元将全部投资于美国境内。

资本总是在追逐机会, 而美国存在大量的机会。现在的评论员总会说美国有"巨大的不确定性"。但是回想一下

1941 年 12 月 6 日，1987 年 10 月 18 日，2001 年 9 月 10 日。无论今天如何平静，未来总是存在不确定性。不要让那样的现实吓坏了你。在我的整个一生中，政客和学者们一直都抱怨和夸大美国面临的可怕问题。然而，与我出生之时相比，美国民众的生活水平惊人的提高了 6 倍。那些悲观论者忽视了一个至关重要的因素：人类的潜能是取之不尽用之不竭的，尽管时不时受到经济衰退甚至内战的干扰，但用来释放这种潜能的美国制度依然充满活力和效率。我们并没有比建国时更加聪慧，工作更加努力。但是，环顾四周你会看到，世界已经超越了殖民时代民众的梦想。现在，正如 1776、1861、1932 和 1941 年一样，美国人的好日子还在前头。

业绩

查理和我认为，那些受托管理别人资金的人，应该在其工作伊始就确定绩效目标。如果缺乏业绩标准，管理层将会倾向先射出业绩之箭，然后在周围画上靶心。就伯克希尔而言，我们很早就告诉过大家，我们的目标是，使每股内在价值增长超过标准普尔 500 指数(含股息)。在有些年份我们超过了，但也有一些年份我们没有超过。但是，如果随着时间推移，我们无法达到这一目标，我们就没有为我们的投资者带来任何东西，他们完全可以通过购买一只指数基金来实现同等的或者更好的回报。

当然，如何计算内在价值也是一项挑战。将这个问题交给查理和我，你将得到两个不同的答案。想要精确是不可能的。为了消除主观性，我们在衡量业绩时，采用账面价值作为内在价值的一个低估的替代指标。可以肯定的是，我们的一些业务价值远远超过他们的账面价值。(在这份报告的后半部分，将介绍一个案例研究)。因为内在价值相比账面价值的溢价，每年很少巨幅波动，所以，账面价值可以作为衡量我们表现的一个合理工具。

首页的业绩对比表说明了 46 年以来，伯克希尔相对于标准普尔 500 指数的业绩变化。在早期年份，伯克希尔的业绩非常好，而现在的业绩只能说是令人满意。我们在此想强调的是，那些富饶的年份已经一去不复返。我们目前管理的巨额资本已经不存在任何实现非凡的业绩的可能性。然而，我们将竭尽所能，使得业绩超过平均水平。达到这个标准对你们来说是公平的。

需要注意的是，我们不应该忽略年度数据，也不应该过于看重。地球绕太阳公转的速度，与投资理念和运营决策产生业绩所需的时间并不同步。例如，在 GEICO，我们 2010 年的广告支出高达 9000 万美元，而所吸引的保险客户并没有立即为我们带来利润。如果我们的广告支出能够有效的翻番，我们将很高兴这么做，即使短期业绩将进一步承压。在对铁路和公用事业进行大额投资的时候，我们也着眼于未来的回报。

为了让你们对业绩有一个更长远的看法，我们重新编制了首页的年度业绩对比数据，以 5 年为期总共 42 期，它们讲述了一个有趣的故事。比较来看，我们最好的年份结束于 1980 年代。然而，接下来的 17 年是市场的黄金时期。尽管我们的相对优势缩小，但伯克希尔仍然取得了惊人的绝对回报。1999 年之后市场停滞(不知道你们是否注意到这一点？)，因此，从那时起，伯克希尔所实现的相对于标普 500 指数的令人满意的回报率，只带来了温和的绝对收益。展望未来，我们希望伯克希尔所实现的收益率能够比标普 500 指数平均高几个点，尽管这远非确定。如果我们达到了这个目标，几乎可以肯定，在股市低迷的年份，我们将实现较好的相对业绩，而在股市狂热的年份则会相对较差。

伯克希尔业绩与标普 500 指数(五年期)百分比变化

5 年期	每股账面价值	S&P500(含股息)	相对收益%
1965-1969	17.2	5.0	12.2
1966-1970	14.7	3.9	10.8
1967-1971	13.9	9.2	4.7
1968-1972	16.8	7.5	9.3
1969-1973	17.7	2.0	15.7
1970-1974	15.0	-2.4	17.4
1971-1975	13.9	3.2	10.7
1972-1976	20.8	4.9	15.9
1973-1977	23.4	-0.2	23.6
1974-1978	24.4	4.3	20.1
1975-1979	30.1	14.7	15.4
1976-1980	33.4	13.9	19.5
1977-1981	29.0	8.1	20.9
1978-1982	29.9	14.1	15.8
1979-1983	31.6	17.3	14.3
1980-1984	27.0	14.8	12.2
1981-1985	32.6	14.6	18.0
1982-1986	31.5	19.8	11.7
1983-1987	27.4	16.4	11.0
1984-1988	25.0	15.2	9.8
1985-1989	31.1	20.3	10.8
1986-1990	22.9	13.1	9.8
1987-1991	25.4	15.3	10.1
1988-1992	25.6	15.8	9.8
1989-1993	24.4	14.5	9.9
1990-1994	18.6	8.7	9.9

1991-1995	25.6	16.5	9.1
1992-1996	24.2	15.2	9.0
1993-1997	26.9	20.2	6.7
1994-1998	33.7	24.0	9.7
1995-1999	30.4	28.5	1.9
1996-2000	22.9	18.3	4.6
1997-2001	14.8	10.7	4.1
1998-2002	10.4	-0.6	11.0
1999-2003	6.0	-0.6	6.6
2000-2004	8.0	-2.3	10.3
2001-2005	8.0	0.6	7.4
2002-2006	13.1	6.2	6.9
2003-2007	13.3	12.8	0.5
2004-2008	6.9	-2.2	9.1
2005-2009	8.6	0.4	8.2
2006-2010	10.0	2.3	7.7

注：前两期涵盖始于前一年 9 月 30 日的五年，第三期涵盖从 1966 年 9 月 30 日到 1971 年 12 月 31 日的 63 个月。其他所有年份均为公历年份。

内在价值的今天和明天

尽管我们无法准确计算伯克希尔的内在价值，但是，对于其三个关键因素，我们可以衡量其中的两个。查理和我在评估伯克希尔内在价值的时候，特别依赖这些因素。

公司内在价值的**第一个组成部分是我们的投资**，包括股票、债券和现金等价物。期末，这些投资的市场价值为 1580 亿美元。保险浮存金是在保险业务中我们所临时持有的不属于我们的货币。保险浮存金为我们的投资提供了 660 亿美元的资金。只要保险承保能盈亏平衡，这些钱就是免费的，也就是说，我们收取的保费能覆盖我们所产生赔付损失和运营成本。当然，保险承保损益波动不定。然而，纵观伯克希尔的整个历史，我们一直保持盈利。在将来，我也希望我们能够实现盈亏平衡或更好的结果。如果达到了这一点，那些由保险浮存金和留存收益提供资金的投资，都可以视为伯克希尔股东价值的重要组成部分。

公司内在价值的**第二个组成部分是来自于投资和保险承保之外的其他收益**。它们来自于 68 家非保险公司，在之后有详细说明。在伯克希尔的早期，我们专注于投资。然而，在过去 20 年间，我们越来越强调拓展来自于非保险业务的收益。这个战略我们将继续下去。

下表表明了这种改变。在表中，我们从 1970 年开始(即我们进入保险业 3 年后)，以 10 年为期列出了每股投资和每股经营收益(不包括少数股东权益)。尽管在这 40 年，我们每股投资年复合增长率达到惊人的 19.9%，然

而，由于近年来我们集中资金专注于购买经营业务，每股投资年增长率急速下降。表中每股税前经营收益，印证了我们非保险业务的收益是如何增长的。40 年来，伯克希尔非保险业务每股税前收益年复合增长率为 21.0%，公司股价同期年复合增长率为 22.1%。随着时间的推移，你就会发现公司的股价变动与伯克希尔的投资和收益变动大致同步。市场价格和内在价值遵循的路径经常不同，尽管有时交汇时间很漫长，但它们终将交汇。

年度	每股投资金额	十年期增长率	每股税前经营收益	十年期增长率
1970	66		2.87	
1980	754	27.5%	19.01	20.8%
1990	7798	26.3%	102.58	18.4%
2000	50229	20.5%	918.66	24.5%
2010	94730	6.6%	5926.04	20.5%
1970-2010		19.9%		21.0%

内在价值计算还涉及**第三个因素：未来留存收益的使用效率**。这个要素主观性比较强，可以是积极的，也可以是消极的。我们以及其他众多企业一样，很可能在未来十年内，保留的收益将等于甚至超过，我们目前所使用的资本。其中有些公司从每 1 美元的留存收益中收回 50 美分，而有些公司则收回 2 美元。

为了让我们或任何人能够合理地估计一家企业的内在价值，"他们将用留存收益做些什么"这个因素，必须与前面两个"我们现在拥有什么"的计算，一起进行评估。这是因为当管理层使用其在公司部分收益进行再投资时，外部投资者只能旁观。如果一名 CEO 能够胜任这项工作，再投资前景将增加企业的当前价值，如果 CEO 的能力和动机受到怀疑，那么当前的价值将大打折扣。其结果的差异可能是巨大的。1960 年代，交给 Sears 公司或 Montgomery 公司的 CEO 的每一美元，与交给沃尔玛公司 Sam Walton 的相比，其结局真是大相径庭。

查理和我希望我们非保险业务的每股收益能够以令人满意的适度增长。但是，随着数字越来越大，工作变得越来越困难。我们不仅希望当前业务经营良好，还希望出现更多大宗收购。我们整装待发，猎象之枪已经上膛，扣住扳机的手指正发痒。

我们所具备的一些重要优势部分抵消了我们的庞大规模。首先，我们拥有一批能力出众的管理人才，他们对自身的业务运营以及伯克希尔忠诚无比。**我们的许多 CEO 都很富有，他们工作的唯一原因是出于对本职工作的热爱。他们是自愿的，而非为钱而来。因为没有人能够给他们提供一份更他们喜欢的工作，所以他们不会因为受到利诱而离开公司。**

在伯克希尔，经理人能够专注于经营各自的业务：他们无需参加总部召开的会议，也无需担忧融资问题，更

不会受到华尔街的骚扰。他们只是每两年会收到本人的一封信，如果他们愿意就会给我打电话。他们工作的方式各不相同：在过去一年之中，有些经理从未与我交谈，而有些经理几乎每天都要和我交谈。我们信任的是人，而并非流程。**"雇佣优秀员工，少管理他们"**的箴言不仅适用于这些经理人，而且也适用于我本人。伯克希尔的 CEO 们各式各样。有些人拥有 MBA，有些没上过大学。有些 CEO 按部就班进行预算；有些则是按自己意愿行事。我们的团队犹如一支由击球风格迥异的全明星组成的棒球队，我们很少要求他们做出改变。

我们的第二个优势与我们分配利润的方式有关。在满足业务需要之后，我们还有大量的剩余现金。**绝大多数公司资本再投资，局限于自己一直经营的业务领域。这往往将它们限制在一个很小的范围内，对于为数不多的机会的竞争趋于激烈。**卖方占据有力地位，如同在唯一一个女孩出现在一个男孩众多的舞会上一样。这种不均衡的局面将对女孩有利，但对男孩来说就太糟糕了。

在伯克希尔，我们配置资本的时候不会受到制度上的约束。查理和我只是受制于个人的能力，无法理解潜在收购的可能未来。如果我们克服这项障碍(通常我们并不能)，我们就能够将一项机会与其他众多机会进行比较。

当我于 1965 年接管伯克希尔的时候，并没有利用该项优势。当时，伯克希尔只从事纺织业务。在我接管之前的 10 年间，公司亏损严重。我做过的最蠢的事情莫过于决定，继续在现存的纺织业务里继续寻找机会并扩大经营，所以在之后几年中我就一直致力于此，就在那时，在最后的灵光一闪中，我出去收购了另外一家纺织企业。啊啊啊(真是糟糕透了)!! 最终，我醒悟过来，首先跨入保险业，之后又进入了其他行业。

除了这种"世界尽在我手"的优势之外，还有一个补充：除了评估一个企业相对于其他企业的优点之外，我们还衡量这项业务相对于**有价证券**的机会。而这种衡量方式却被大多是管理层忽略了。在大多数情况下，企业定价过高，而股票或债券投资可能赚取更高的收益。在这种情况下，我们买进证券，等待时机。

我们在资本配置上的灵活性，是我们迄今所取得的大多数成就的主要原因。例如，我们的喜诗糖果或者美国商业资讯公司(Business Wire)是我们经营的最好的两项业务，也是再投资机会非常有限的两项业务，我们从中两家公司获得收益，并将其收益投入到购买 BNSF 铁路公司中去。

我们的最后一项优势是，弥漫在伯克希尔内的难以复制的企业文化。在经营中，企业文化至关重要。

首先，**代表你们的董事们像股东一样思考和行动，他们只得到了象征性地补偿：**没有期权、没有受限股票，而且因此，实质上也几乎没有现金。我们没有向董事和高管提供责任保险，而其他大型上市公司都提供责任保

险。如果他们搞糟了你们的钱，他们也同样失去金钱。除我个人股份以外，这些董事及其家庭所持有的伯克希尔股份价值超过 30 亿美元。因此，我们的董事，以极大的热情和股东视角监督伯克希尔的行动和结果。选择他们作为财产管理员，对你们和我来讲，何其幸运！

这种所有者导向的文化同样在我们子公司的管理层中盛行。在很多中情况下，这些人们将伯克希尔视为一个收购他们及其家族所长期拥有的一项业务的收购方。他们带着所有者的心态加入我们，我们向他们提供一个能够保持这种所有者心态的环境。**拥有一批热爱自己业务的经理人，是我们一项很大的优势。**

文化是自我传播的。温斯顿·丘吉尔曾经说道，“你塑造了建筑，然后建筑塑造了你”(You shape your houses and then they shape you.)。这一智慧同样适用于企业。官僚主义的程序导致更多的官僚主义，专制将诱发专横的行为。正如一句俚语所言：当你坐在汽车后座，而车一动不动时，你就知道自己已经不再是一名 CEO 了。在伯克希尔的“全球总部”，我们每年的租金仅为 270212 美元。此外，办公室家具、艺术品、自动可乐售货机、午餐室、高科技设备等方面的投资为 301363 美元。只要查理和我视你们的钱为我们自己的钱，伯克希尔的经理人也将小心经营。

我们的薪酬方案、年度股东大会、甚至我们的年度报告的设计，都是为了增强伯克希尔的企业文化，使得这种文化能够排斥和驱逐带有不同倾向的经理人。这种文化氛围逐年增强，即使在查理和我离职之后很久一段时间内，这种文化将完好无缺地保留下来。我们需要继续保持我以上描述的所有优势，才能做得相当好。我们的管理层会以身作则，这一点你们大可放心。但是，查理和我能否在资本分配方面坚持到底，部分取决于收购的竞争环境。我们将竭尽所能。

GEICO 保险

现在，让我来给你讲一个故事，该故事有助于你理解一项业务的内在价值可以远远超过其账面价值。讲述这个故事可以让我重温一些美好的记忆。

60 年前的一个月，GEICO 保险步入我的生活，从此改变了我的一生。当时，我是哥伦比亚大学一名 20 岁的研究生，之所以到那儿上学，因为我心目中的偶像本杰明·格雷厄姆，每周都会在学校教一次课。一天在图书馆，我在美国名人录中发现他是 GEICO 保险的主席。我对保险一无所知，并且从来没有听过该公司。然而，图书管理员指引我阅读一个大型的保险公司目录。在阅读到 GEICO 保险的时候，我决定拜访该公司。

在接下来的周六，我登上了前往华盛顿的早班车。在我抵达公司总部的时候，大楼已经关门了。我当时不断敲门，直到最后一名看门人出来了。我问他公司是否还有人可以进行交谈，他就领我去找当时唯一一个还在办公室里的人，洛里默·戴维森(Lorimer Davidson)。我的幸运时刻到了。在接下来的四个小时里，"Davy"给我上了一节关于保险和 GEICO 的课程。我们之间伟大的友谊由此开始。不久以后，我从哥伦比亚大学毕业，成了奥马哈的一名股票销售员。当然，GEICO 保险就是我得首要推荐，这让我与数十名客户建立了一个绝好的开端。就在与 Davy 会面后不久，在我 9800 美元的投资组合中，GEICO 保险占了 75%，即便如此，我现在还是认为这个比例少了点。后来，Davy 担任 GEICO 保险的 CEO，把公司发展到了梦想不到的高度。但是，就在 Davy 退休后的 1970 年代，GEICO 保险陷入困境，股票价格下跌 95%。伯克希尔在市场上购买了该公司大约 1/3 的股票。数年之后，由于 GEICO 保险的回购，伯克希尔的持股比例增加到 50%，伯克希尔的持有成本为 4600 万美元(尽管我们的持股比例比较高，但是没有行使控制权)。在 1996 年初，我们又收购了 GEICO 保险剩余 50%的股票，这促使 Davy 在其 95 岁高龄之际，通过录像带向我表明他是多么高兴，他所热爱的 GEICO 保险将永久性地成为伯克希尔的一部分。(他还十分风趣地总结道，"下次沃伦，请任命我哦。")

在过去的 60 年间，GEICO 保险发生了很多变故，但是，它的核心目标，大幅节省美国人的汽车保险购买成本，却始终未变(可以拨打电话 1-800-847-7596，或者登陆 www.GEICO.com 了解详情)。换言之，通过获得保险客户的认可来获得业务。通过专注于该目标，公司发展成为美国第三大汽车保险商，市场占有率为 8.8%。

当 GEICO 保险的 CEO 托尼·莱斯利(Tony Nicely)上任的时候，GEICO 保险的市场占有率为 2.0%。GEICO 保险的市场占有率曾经在 10 年中徘徊在该水平。在 Tony 的领导下，GEICO 保险成长为一家人不同的公司，因为 Tony 发现了一条持续增长的道路，既能保持承保纪律，又能保持低成本。

让我来量化一下 Tony 的成绩。当我们在 1996 年购买 GEICO 保险剩余的 50%的股权时，成本为 23 亿美元，对应的隐含价值为 46 亿美元，GEICO 保险当时有形资产账面价值为 19 亿美元。隐含价值比有形资产价值高 27 亿美元，这 **27 亿美元**就是我们估算的 GEICO 保险的"商誉"在当时的价值。这种商誉代表当时与 GEICO 保险发生业务联系的保险客户的经济价值。在 1995 年，这些客户向 GEICO 保险支付了 **28 亿美元的保费**，因此我们对 **GEICO 客户的估值为他们每年支付给公司保费的 97%(27/28)**。按照行业标准，这是一个非常高的价格。但是，GEICO 保险不是普通的保险公司。由于运营成本比较低，承保一直是保持盈利的，并且客户忠诚度非常高。

现在公司保费为 143 亿美元，并且持续上升。然而，在我们的账上，GEICO 商誉的账面价值仅为 14 亿美元。无论 GEICO 保险的价值增加多少，商誉的账面价值都保持不变(按照会计准则，如果商誉的经济价值降低，则需要减值，但如果经济价值增加，则保持不变)。按照我们 1996 年购买 GEICO 保险的估值标准，现在 GEICO 商誉的实际价值大约为 140 亿美元。在 10-20 年之后，这个金额也更高。在 2011 年 GEICO 保险迎来了一个强劲的开端，这是一份不断奉献给你们的礼物。

一个不可忽略的备注：在 Tony 的领导下，GEICO 保险已经发展成为美国境内最大的个人保险机构，主要向 GEICO 保险汽车保险客户销售房主保单。在该项业务中，我们代表了众多与我们无关的保险公司。他们承担风险，我们只是负责销售。在 2010 年，我们出售了 769898 份新保单，比 2009 年增加了 34%。该项业务对我们最明显的帮助是能够带来佣金收入。同等重要的是，它进一步增强了我们的保险客户与我们的关系，有助于我们留住客户。我欠 Tony 和 Davy 很多(也同样欠那个看门人很多)。

现在，让我们来检查一下伯克希尔的四大部门。每个部门的资产负债表和收入特征各有不同，将它们搅合在一块则无法分析。因此，我们将其作为四项独立业务展示，这是查理和我对它们的看法。

首先来看保险业务，这是伯克希尔的核心业务以及多年来推动我们扩张的发动机。

保险业务

财产意外险保险公司预先收取保费，事后支付索赔。在极端情况下，例如对于工人事故赔偿问题所引发的索赔，索赔支付可能会持续数十年。这种"先收钱后付款"的模式使我们持有大量的现金，我们称其为"浮存金"，这些"浮存金"最终将流向投保人。同时，我们可以用"浮存金"为伯克希尔投资并获利。尽管个人保单和索赔来去不停，但我们持有的浮存金相比保单数量却特别稳定。因此，随着公司业务的增长，浮存金也会增长。

我们是如何增长的，请看下表：

百万美元	期末浮存金
1970	39
1980	237
1990	1632
2000	27871
2010	65832

如果我们收到的的保费超过运营费用和最终赔付损失的总和，则记为承保利润，这将加计入到保险浮存金产生的投资收益之中。如果承保产生了利润，我们就能享受到免费使用这些资金，更棒的是，还因为持有这种免费

资金而获得回报。哎，所有保险公司都希望实现这一令人满意的结果，这导致了激烈的竞争。在绝大多数年份，竞争是如此激烈，以至于财产意外险行业整体遭遇严重的承保亏损。实际上这一损失是财产意外险行业持有保险浮存金所付出的代价。例如，州立农业保险到目前为止是美国最大的保险公司，尽管其经营管理良好，但在过去 10 年之中，有 7 年都发生了承保损失。在此期间，总承保损失超过 200 亿美元。

伯克希尔我们连续八年获得承保盈利，在此期间的盈利总计达到 170 亿美元。我相信我们在将来的绝大多数年份(尽管不是全部)都将继续保持盈利。如果我们达到了这个目标，我们持有的浮存金将比零成本更棒。就像有人向我们存入 660 亿美元，每年还因为这些钱而向我们支付费用，然后允许我们拿去投资获利，我们必将受益。

我要再次强调一下，"无成本"的浮存金并不是整个财产意外险行业的一个预期结果。在大多数年份，行业的保险费不足以支付理赔和运营费用。因此，几十年来，保险业有形资本的回报率远远低于美国全行业实现的平均收益率，这种令人失望的表现肯定会持续下去。伯克希尔之所以拥有雄厚的经济效益，是因为我们有一些卓越的经理人，他们经营着一些非同寻常的业务。除了 GEICO 保险外，我们还拥有另外两家大型保险公司和数家小公司。每个公司都因为自己的特色而熠熠生辉。

首先是伯克希尔再保险集团，由阿吉特·贾恩负责。阿吉特·贾恩(Ajit Jain)敢于承保他人不愿意，或者其他资本不愿意接手的风险，其经营融合了能力、速度和果断，更重要的是，在保险业，他拥有独具一格的思维方式。他从未让伯克希尔遭受与自身实力不成比例的风险。实际上，我们在这一点上比业内的其他大型保险公司更为保守。在 2010 年，阿吉特·贾恩大幅提高了人寿再保险业务，保险费高达 20 亿美元，这将在今后持续数十年(来自瑞士再保险)。自 1985 年以来，阿吉特·创建了一家拥有 300 亿美元浮存金和巨额承保利润的保险公司，这一成就是其他任何保险公司的 CEO 都无法企及的壮举。阿吉特所取得的成就为伯克希尔增添了数十亿美元的资产。即使氪石都无法击败他。(氪石是科幻故事里无敌的氪星人终极弱点)

我们还拥有通用再保险公司，由泰德·蒙特罗斯(TadMontross)负责管理。

实际上，保险业务的健康运营需要遵循四条准则：1、了解可能导致承保损失的所有风险；2、保守地估计造成实际损失的任何风险的可能性以及一旦发生损失情况下的可能成本；3、一般来讲，在扣除预期索赔损失和运营费用之后，设定的保费能够获得平均的承保收益；4、如果不能获得合理的保费就放弃这项业务。

许多保险公司通过了前三条准则的考验，却在第四条碰了壁。华尔街的急功近利、机构和经纪人带来的压

力，或者是**雄性激素驱动的 CEO 不肯接受业务下滑，导致许多保险公司以低价承保。**"别人在做，我们也必须要做"，这种想法让许多企业身陷困境，而保险行业尤其如此。

Tad 一贯恪守这四条准则，这在他的业绩中得到了体现。通用再保险公司在他的领导下拥有巨额可以免费使用的保险浮存金，并获得承保利润。我们预计该公司的浮存金规模能够持续下去。

最后，我们拥有许多小型保险公司，其中，它们中的绝大多数都有专属经营领域。总体而言，这些保险公司一直以来都是盈利的，向我们提供了大量的浮存金(见下表)。我和查理非常珍视这些企业和他们的经理人。

下表为我们财产意外险业务所有四个部门的业绩记录：

承保损益								
百万美元	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
通用再保险	452	477	342	555	526	-334	3	
B-H 再保险	176	250	1324	1427	1658	-1069	417	
GEICO	1117	649	916	1113	1314	1221	970	
其他直保	268	84	210	279	**340	*235	161	
合计	2013	1460	2792	3374	3838	53	1551	
年末浮存金								
百万美元	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
通用再保险	20049	21014	21074	23009	22827	22920	23120	23654
B-H 再保险	30370	27753	24221	23692	16860	16233	15278	13948
GEICO	10272	9613	8454	7768	7171	6692	5960	5287
其他直保	5141	5061	4739	4229	4029	3442	1736	1331
合计	65832	63441	58488	58698	50887	49287	46094	44220

在大型的保险公司中，我认为伯克希尔是世界上最好的保险公司。

制造业、服务业和零售业

伯克希尔在该部分的业务涵盖广泛，让我看一看整个部门的资产负债表和利润表摘要：

资产负债表

资产	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
现金及等价物	2673	3018	2497	2080	1543	1004	899	1250
应收账款和应付票据	5396	5066	5047	4488	3793	3287	3074	2796
存货	7101	6147	7500	5793	5257	4143	3842	3656
其他流动资产	550	625	752	470	363	342	254	262
流动资产合计	15720	14856	15796	12831	10956	8776	8069	7964
商誉及无形资产	16976	16499	16515	14201	13314	9260	8362	8351
固定资产	15421	15374	16338	9605	8934	7148	6161	5898
其他非流动资产	3029	2070	1248	1685	1168	1021	1044	1054

合计	51146	48799	49897	38322	34327	26205	23636	23267
负债和权益								
负债	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
应付票据	1805	1842	2212	1278	1468	1469	1143	1593
其他流动负债	8169	7414	8087	7652	6635	5371	4685	4300
流动负债合计	9974	9256	10299	8930	8103	6840	5828	5893
递延所得税	3001	2834	2786	828	540	338	248	105
长期负债及其他负债	6621	6240	6033	3079	3014	2188	1965	1890
所有者权益	31550	30469	30779	25485	22715	16839	15595	15379
合计	51146	48799	49897	38322	34372	26205	23636	23267

利润表

百万美元	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
收入	66610	61665	66099	59100	52660	46896	44142	32106	16970
营业费用	62225	59509	61937	55026	49002	44190	41604	29885	14921
其中：折旧费用	1362	1422	1280	955	823	699	676	605	477
利息费用	111	98	139	127	132	83	57	64	108
税前利润	4274	2058	4023	3947	3526	2623	2481	2157	1941
所得税	1812	945	1740	1594	1395	977	941	813	743
净利润	2462	1113	2283	2353	2131	1646	1540	1344	1198
平均净有形资产	14272	14117	12774	10343	8490	7406	7131	6492	
回报率	17.3%	7.9%	17.9%	22.7%	25.1%	22.2%	21.6%	20.7%	
平均净资产	31010	30624	28132	24100	19777	16217	15487	14608	
回报率	7.9%	3.6%	8.1%	9.8%	10.8%	10.1%	9.9%	9.2%	

*税前利润不包含购买法会计调整

这群企业销售的产品范围很广，从棒棒糖到喷气飞机。有些企业的经济效益特别好。用非杠杆净有形资产收益率来衡量，其税后收益率最低为 25%，高的甚至超过 100%。其他企业的收益率在 12-20%之间。不幸的是，少数企业的收益率特别低，这是我在资本配置的工作中所犯下的严重错误的结果。之所以发生这些错误，是因为我错误判断了我所收购的企业的竞争力，或者它在该行业的未来经济效益。我试图本着十年二十年的长期持有来进行收购，但有时候也难免老眼昏花。

该组中的绝大多数企业在 2010 年收益有所提高，让我们先看看收益创造了新的记录的四家企业。

1, TTI 是一家电器元器件分销商。2010 年销售收入同比增长了 21%，超过了 2008 年创下的最高记录，税前利润也比之前的最高记录提高了 58%。销售收入增长按区域分，北美 16%、欧洲 26%、亚洲 50%。TTI 分销的数千件产品为普通消费品，许多售价不足一美元。TTI 卓越的业绩是由公司的 CEO 保罗·安德鲁(Paul Andrews)及其同事创造的。

2, 森林之河(Forest River)是一家房车及游艇制造商。2010 年的销售收入和利润再创新高, 其销售收入接近 20 亿美元。森林河拥有 82 个工厂, 我还没去拜访过其中一家(或总部), 根本没有必要。公司的 CEO 比特·利格尔(PiteLiegl)经营的非常好。来年会看看他们的产品, 最好能买一个。

3, CTB 是一家农业设备公司。2010 年再次创造了新的盈利记录。在 2008 年的年报中, 我曾告诉过你们关于公司的 CEO, VicMancinelli。他经营的越来越好了。伯克希尔 2002 年支付了 1.4 亿美元收购了 CTB, 迄今为止, CTB 向我们支付了 1.6 亿美元股息, 并且偿还了 4000 万美元的债务。2010 年 CTB 的税前利润为 1.06 亿美元。税前利润的增加主要应该归因于生产效率的提高。当我们收购 CTB 的时候, 单位雇员的销售收入为 189365 美元, 现在则增加到 405878 美元。

4, 你敢相信还有制鞋业务吗? 吉姆·艾斯拉(JimIssler)经营的布朗鞋业(以"Born"品牌闻名), 在 2010 年创下收入和利润新的记录。吉姆出色的适应了重大的行业变化。我要提醒一下, 吉姆的工作由 89 岁的弗兰克·鲁尼(Frank Rooney)负责。他是一名卓越的企业家, 也是高尔夫球场的一个危险人物。

年度同比进步最快的企业是 NetJets 公司。在此, 大卫·索科尔(DaveSokol)对于 NetJets 取得的成就发挥的重要作用和广泛性怎么强调都不为过。NetJets 是喷气式飞机部分所有权的主要供应商。NetJets 长期以来在运营上取得成功, 2010 年的市场占有率是第二名的五倍。我们卓越的领导能力源自于一个由飞行员、机械师以及乘务人员组成的团队。该团队 2010 年出色完成工作, 客户满意度创下新高。

尽管 NetJets 一直在客户中大获全胜, 但自从 1998 年收购以来, 我们的财务结果一直处于亏损状态。2009 年前的 11 年里, 该公司报告的税前亏损累计 1.57 亿美元。这一数字远低于实际, 因为 NetJets 的借款成本得到伯克希尔免费信用的大量补贴。如果 NetJets 独立经营的话, 多年来的亏损将会再多出数亿美元。现在, 对于伯克希尔的担保, 我们向 NetJets 收取适当的费用。扣除这种费用之后(2010 年为 3800 万美元), 税前收益为 2.07 亿美元, 比 2009 年增加了 9.18 亿美元。大卫迅速对其管理层进行了重组, 并对公司的采购和支出政策作了合理规划, 结束了现金大量流失的状况。并将伯克希尔唯一的问题业务, 转变为一个稳定盈利的业务。

同时, 大卫还保持了 NetJets 在安全性和服务方面的业内领先地位。在很多重要方面, 我们的培训和操作标准都高出 FAA 的要求。保持最高标准是正确之举, 但是, 我还有一个私人原因希望 NetJets 公司能够一直保持这项原则。我和家人已经乘坐该公司的飞机飞行了 5000 小时(相当于 7 个月内每天飞行 24 小时), 将来还要再飞上

数千小时。我们从来没要求什么特殊待遇，而是随机选择了至少 100 架飞机和 300 名机组人员。无论那一架飞机或机组人员，我们都是与私人航空领域中最优秀的机师们共同飞行。

马蒙控股集团(Marmon)是我们在制造业、服务业和零售业中最赚钱的公司，该公司共有 130 项业务。我们将按照计划从 Pritzker 家族收购该公司 17%的股份，那么我们在该公司的所有权将提高到 80%，收购成本约为 15 亿美元。我们然后将在 2013 年或者 2014 年收购 Pritzker 家族所持有的该公司剩余的股权，具体日期由 Pritzker 决定。弗兰克·普特克(FrankPtak)把马蒙控股集团经营的特别好，我们期望能够 100%收购该公司。

伊斯卡(Iscar)和麦克莱恩(McLane)是另外两家最赚钱的公司。麦克莱恩是一家食品、香烟、糖果和杂物分销商，2010 年营业收入为 320 亿美元，在 GradyRosier 的领导下，于 2010 年进入葡萄酒和烈酒分销业务。在收购位于乔治亚州和北加州 Empire 分销商时，我们和公司 CEO 大卫卡恩(DavidKahn)合作。David 正领导我们扩大业务地域范围。年底 David 已经完成了首项收购，即收购位于田纳西州的 HorizonWine&Spirits 公司。

ISCAR 公司 2010 年的利润增加了 159%，2011 年公司的利润将极有可能超过经济衰退前的水平。全球的销售收入正在改善，尤其是亚洲。这些都是好消息。Credit Eitan Wertheimer, Jacob Harpaz, Danny Goldman 的出色表现，远远超过了伊斯卡的主要竞争对手。

所有这些都是好消息。然而，家具建材业务继续面临困境，JohnsManville、MiTek、Shaw 和 AcmeBrick 继续保持其竞争地位，但是，利润远低于几年前水平。2010 年这些公司的税前利润为 3.62 亿美元，而 2006 年则为 13 亿美元，员工人数也削减了 9400 名。

房地产市场可能会在一年左右开始复苏，无论如何，它肯定会在某个时刻发生。因此：(1)在过去 11 个月内，MiTek 进行了 5 次“补强型收购”(bolt-on)；(2)最近 Acme 花费 5000 万美元收购了阿拉巴马州一家主要的造砖厂；(3)JohnsManville 在俄亥俄州花费 5500 万美元建造了一家屋顶薄膜厂，在明年竣工；(4)2011 年 Shaw 将在工厂和设备上投资 2000 万美元，所有投资都位于美国境内。这些企业在进入衰退时表现强劲，在衰退结束时表现更为强劲。伯克希尔的经营期限是永久。

受管制的资本密集型业务

BNSF 铁路公司和中美能源是我们旗下两家最大的企业，这两家企业都有区别于我们其他企业的共性。因此，我们在股东信函中把它们单独列为一个部门，并且，其财务数据单独列示在 GAAP 资产负债表和收入表中。

这两家企业的一个主要特征是对使用寿命长、受管制资产进行了巨额投资，这些资产的资金来自伯克希尔不提供担保的大量长期债务。这两家企业不需要我们的信用：它们都拥有盈利能力，即使面临不利的经营环境，也可以充分满足所需支付利息的要求。例如，在经济衰退的 2010 年，BNSF 的车载运输量远低于峰值水平，该企业的盈利对利息的覆盖倍数为 6:1。

这两家企业都受到严格的监管，需要长期在工厂和设备方面进行巨额投资，同时还需要提供高效的、客户满意的服务来获得业界的及其监管的尊重。作为回报，两家企业能够在未来的资本投资中获得合理的回报。

先前我就解释过铁路对于国家未来的重要性。如果按照吨英里来衡量的话，美国境内 42% 的城际货物是通过铁路运输的，其中约 28% 的货物是 BNSF 来运输的，超过了其他任何铁路公司。简单计算一下你就会发现，**美国超过 11% 的城际货物是通过 BNSF 运输的**。鉴于美国人口的西进趋势，我们的市场份额还会进一步扩大。

重任在肩，我们是美国经济循环系统中重要的组成部分，必须不断维护和改善我们 2.3 万英里的铁路线，以及附属的桥梁、隧道、牵引车和车厢。为了履行这份职责，我们不只是被动作出反应，还要预见社会的需求。为了履行我们的社会责任，我们的经常性资本支出将远远超过折旧，2011 年这一金额为 20 亿美元。我相信我们将从巨大的增量投资中获得适当的回报。明智的监管和明智的投资是同一枚硬币的正反面。

至于中美能源，我们也享有类似的“社会契约”。为了满足客户的未来需要，我们期望投入更多资本。如果能够同时可靠和高效的运营，我们将从这些投资中获得公正的回报。

中美能源向美国 240 万客户提供能源，是爱荷华州、怀俄明州和犹他州最大的电力供应商，同时也是其他州重要的电力供应商。美国 8% 的天然气是通过我们的管道运输的。显然，每天有数以百万计的美国人依赖我们。中美能源为其所有者(伯克希尔拥有 89.8% 的股份)和客户带来了卓越的业绩。就在 2002 年中美能源收购了北方天然气管线后不久，按照业界一家权威的评级，该公司天然气管道的业绩在 43 家公司之中排名最后。而在最近发布的报告中，北方天然气排名第二。第一名是我们的另一条管道科恩河管道公司。在其电力业务中，中美能源也有一个不错的记录。自 1999 年收购爱荷华州的电力业务以来，其电费一直没涨过。而在同期，该州其他主要电力公司已经将电价提高了 70% 以上，目前电价远远超过我们的电价。在某些两家公司共同经营的大型城市，我们客户的电费远低于他们的邻居。有人曾经告诉我，城市中位于我们服务区域的房产相比其它地区的售价会更高。

截止到 2011 年底，中美能源的风力发电量将超过 2909 兆瓦，超过美国任何受监管的电力公司。中美能源在

风能领域的投资总额高达 54 亿美元。我们之所以能够进行这么大的投资是因为，中美能源保留了所有的收益，而不同于其他电力公司几乎花光其所有的收益。

正如你现在所看到的，我为 BNSF 的马特罗斯(MattRose)和中美能源的大卫索科尔(DavidSokol)及格雷格阿贝尔(GregAbel)所取得的成就感到骄傲，我也对他们为伯克希尔股东们所作出的贡献感到骄傲，并心生感激。

百万美元	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
英国电力	333	248	339	337	338	308	326	289	267
爱荷华电力	279	285	425	412	348	288	268	269	241
西部电力	783	788	703	692	356				
管道运输业务	378	457	595	473	376	309	288	261	104
家庭服务	42	43	-45	42	74	148	130	113	70
其他	47	25	186	130	245	107	172	144	108
锌回收项目停运损失						8	-579	-46	
息税前收益	1862	1846	2203	2086	1737	1168	605	1076	790
投资星座能源			1092						
利息支出-其它企业债务	-323	-318	-332	-312	-261	-200	-212	-225	-192
利息支出-伯克希尔次级债券	-30	-58	-111	-108	-134	-157	-170	-184	-118
所得税	-271	-313	-1002	-477	-426	-248	-53	-251	-100
净收益	1238	1157	1850	1189	916	563	170	416	380
*归属于伯克希尔净收益	1131	1071	1704	1114	885	523	237	429	359
*其中：借款利息税后收益	19	38	72	70	87	102	110	118	75
应付其它企业债务		19579	19145	19002	16946	10296	10528	10296	10286
应付伯克希尔债务		353	1087	821	1055	1289	1478	1578	1728

BNSF 财务摘要

(截止到 2010 年 2 月 12 日为止的历史财务数据，之后是购买法会计调整)

百万美元	2010	2009
营业收入	16850	14016
营业利润	4495	3254
利息成本	507	613
税前利润	3988	2641
净利润	2459	1721

金融和金融产品业务

这是我们规模最小的部门，包括两家租赁公司，分别是经营拖车租赁业务的 XTRA 公司和经营家具租赁的科特家具(CORT)，以及全美最大的预制房屋建造商和融资公司克莱顿(Clayton Homes)。

去年两家租赁公司的业绩都有所改善，尽管基数很低。XTRA 公司的设备利用率从 2009 年的 63%提高至 2010 年的 75%，税前利润也随之从 1700 万美元增加到 3500 万美元；科特家具的业务也逐步复苏，同时严控运

营费用，合并后的税前收益从 300 万美元提高到 1800 万美元。

克莱顿去年建造了 23343 套预制房，占整个行业 50046 套产量的 47%。与之形成鲜明对比的是 1998 年的行业高峰，当年我们建造了 372843 套(只占 8%行业份额)。去年的销售业绩在任何情况下看都很糟糕，而我在 2009 年的报告中提及的融资问题加剧了我们的困境。具体来说：美国政府的住房贷款政策偏好现场建造的住宅(从适用于联邦住房管理局 FHA，房地美和房利美可接受的贷款中可以看出)，使预制房的价格优势遭到削弱。

克莱顿向预制房买家提供的贷款比任何其他公司都多。我们的经验对致力于改革美国住房贷款政策的各方都具有借鉴意义。让我们来看看。克莱顿提供了 200804 笔住房抵押贷款(它还购买了一些抵押贷款组合)。在克莱顿发放贷款时，客户的平均 FICO 信用分为 648，其中 47%的客户信用分为 640 或者更低。通常银行认为这些客户的信用有问题。尽管如此，即使在金融危机期间，我们的贷款投资组合业绩仍然表现不错。下面是过去 5 年我们的原始贷款的损失经验：

年度	净损失占平均贷款的比例
2006	1.53%
2007	1.27%
2008	1.17%
2009	1.86%
2010	1.72%

我们的贷款客户在失业、健康问题、离婚等情况下而陷入困境，经济衰退对他们打击很大，但他们希望能保住住房。通常来说，他们贷款的额度与收入相称。另外，我们将原始的抵押贷款保留在自己报表中，这意味着我们没有将其证券化或者再次转售。如果我们在放贷方面愚蠢行事，我们必会付出代价。必须牢记这一点。

如果全国的购房者都像我们的客户那样行事，美国就不会面临信贷危机了。我们的成功法则是：收取合理的首付，且将固定月还款额度与收入挂钩。该政策使克莱顿保持偿付能力，也帮助客户保住了房子。

考虑到现今美国的房价和利率都很低，购买住房对大多数美国人来说都是明智的选择。总的来说，我自己就把购买的住宅看成我第三成功的投资(前两大成功投资是购买一对婚戒)，仅仅花了 3.15 万美元，我和家人获得了 52 年的美好回忆，而且今后还将继续受益。

但是，如果购房者的眼光高于其经济承受能力，而银行(受政府担保)助长了他的幻想，那房子就可能成为灾难。我们国家的社会目标不应该是让家庭享受梦幻住宅，而是住进能够负担得起的住房。

投资业务

以下表格反映了 2010 年年底伯克希尔持有的市值超过 10 亿美元的普通股投资

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
200,000,000	可口可乐 Coca-Cola	8.6%	1,299	13,154
358,936,125	富国银行-增持	6.8%	8,015	11,123
151,610,700	美国运通	12.6%	1,287	6,507
72,391,036	宝洁 Procter&Gamble-微减	2.6%	464	4,657
97,214,584	卡夫食品 Karft-减持	5.6%	3,207	3,063
19,259,600	慕尼黑再保险 Munich Re-新进	10.5%	2,896	2,924
45,022,563	强生 Johnson&Johnson-加仓	1.6%	2,749	2,785
39,037,142	沃尔玛	1.1%	1,893	2,105
78,060,769	美国合众银行 US Bancorp-微增	4.1%	2,401	2,105
29,109,637	康菲石油 Conoco Phillips-减持	2.0%	2,028	1,982
3,947,555	浦项钢铁 POSCO	4.6%	768	1,706
25,848,838	赛诺菲 Sanofi-Aventis-微增	2.0%	2,060	1,656
242,163,773	乐购 Tesco-微增	3.0%	1,414	1,608
225,000,000	比亚迪 BYD	9.9%	232	1,182
	其他		3,023	4,956
	股票投资合计		33,733	61,513
28,415,250	穆迪 Moody's	9.5%	248	754
5,363,821	M&T 银行-减持 2 成	6.1%	82	467
17,072,192	美国石膏板 USG	17.2%	536	287
1,727,765	华盛顿邮报	18.4%	11	759
	开市客 Costco			313
	Torchmark 保险			169
	通用电气			142
	UPS 快运			104
	葛兰素史克 GSK			59
	甘尼特报业 Gannett-接近清仓			26
	太阳信托银行 STI-腰斩清仓			
	NRG 电力-清仓			
	纳尔科铝业 Nalco-清仓			
盈利 1.7 倍	耐克 NIKE-清仓	GEICO		
	Lowe's 劳氏家装零售-清仓	GEICO		
	Comcast 有线电视-巨亏清仓	GEICO		
	车美仕连锁 Carmax-巨亏清仓	GEICO		
	家得宝-清仓	GEICO		
	铁山数据-清仓	GEICO		
	伟彭保险 WellPoint-清仓	GEICO		
	共和环保-清仓	GEICO		
	Nestle 雀巢-清仓	GEICO		

	BectonDickinson 医疗-清仓	GEICO		
	联合健康保险-清仓	GEICO		
	美国银行-清仓	GEICO		
	英格索兰 Ingersoll-清仓	GEICO		

*成本项是我们实际的购买价格，也是计税的依据；这与 GAAP 会计原则所认定的“成本”有一些不同，因为少数情况下账面价值需要增加或减记。

我们在报表中反映的收益只是投资组合公司支付给我们的股息。然而，2010 年我们在这些被投资公司的留存收益中所占的份额超过 20 亿美元。这些留存收益特别重要。根据过去一个世纪的投资经验，这些留存收益将创造相当甚至超过的市值收益，尽管是以不规则的方式。(事实上，有时这种相关性是相反的，正如一位投资者在 2009 年所说，这比离婚还糟糕！我已经损失了一半的净资产，但我妻子还在。)我们预计，我们持股公司未来的市场收益最终将至少等于这些公司的留存收益。

此前对伯克希尔常规盈利能力的估计中，我们对未来的投资收益进行了三次调整(但没有考虑刚才提到的留存收益因素)。第一次调整是负面的，去年我们讨论了五笔大型固定收益投资，这些投资为我们的报告收益贡献了大量收益。其中，瑞士再保险债券于 2011 年初被赎回。高盛和通用电气的优先股可能在年底前被赎回。通用电气有权在 10 月份回购我们所持有的优先股，并且表明了该意向。高盛有权赎回，只需要提前 30 天通知，但美联储目前还没有批准(上天保佑)。不过美联储可能要不了多久就会批准。这三家企业必须向我们支付溢价才能进行回购，总计约 14 亿美元。不过所有的回购计划都不受投资者的欢迎。回购后，我们的盈利能力将会大幅降低，这是个不利消息。

还有两个好消息来抵消不利影响。截止去年年底，我们持有的现金等价物是 380 亿美元，它们在 2010 年一直收益微薄。但是，在某个时候利率将有所提高。我们的投资收益因此将至少增加 5 亿美元，可能会更高。类似这种货币市场收益率上升的情况不会马上到来。但我们在评估“常规”盈利能力时，将提高的利率纳入估算是合适的。即便在更高的利率到来之前，我们也能幸运地找到机会，让手中的现金得到不错的回报。那一天对我来说不会来得太早，更新伊索，坐在敞篷车的一个女孩抵得上电话簿里的 5 个(一鸟在手胜过两鸟在林)。

此外，我们持有普通股的股息肯定会增加。最大的收益可能来自富国银行。美联储在过去两年中不考虑银行业务好坏，限制各大银行的股息水平。富国银行在经济衰退时期持续发展，目前拥有雄厚的财务实力和盈利能力，却被迫维持低支出水平(我们无意指责美联储的决定，出于多方原因，全面限制银行红利在危机期间合情合理)。美联储有可能不久后取消对于红利的限制。富国银行可以恢复合理的红利政策，到时候，我们预计从富国银

行获得的红利每年将给公司增加几亿美元的收入。

我们持股的其他企业也可能提高股息。1995 年可口可乐公司向我们支付了 8800 万元红利，当时我们刚完成可口可乐股票的建仓。此后，可口可乐每年都在提高股息。2011 年，可口可乐股息将高达 3.76 亿美元，比去年增加 2400 万美元。我预计十年内其股息将比 3.76 亿美元翻一番。十年后，如果我们在可口可乐收入中所占的份额超过当初的投资成本(13 亿)，我也不会感到惊讶。时间是好生意的朋友。总体看来，我们的常规投资收益将和 2010 年的收入持平，尽管前面所说的赎回将减少我们在 2011 年和 2012 年的收益。

投资经理人选

去年夏天，路易·辛普森(Lou Simpson)向我表示他有意退休，由于他才 74 岁，查理和我认为这个年纪对伯克希尔来说还很年轻，他的来电要求让我们感到吃惊。1979 年，路易担任 GEICO 保险公司的投资经理，他为该公司的服务非常宝贵。在 2004 年的年报中我详细介绍了他的投资业绩，我之所以停止了更新，是因为他的突出业绩让我感到自愧不如。路易从未自己炫耀他的才能，但我会，路易是一个伟大的投资大师，我们都会想念他。

四年以前，我曾经说过，等到查理、路易和我都不在后，公司需要增加一名或多名年轻的投资经理。当时我们有多位杰出的候选人可以立刻接任我 CEO 的工作，就像现在一样，但我们在投资领域还没有合适的后备人选。

很容易找到许多近期业绩卓越的投资经理人。但过去出色的表现虽然重要，却不能以此判断未来的业绩。至关重要是如何取得业绩，**投资经理如何理解和感知风险也至关重要**(这绝不能用太多学者所选择的贝塔系数来衡量)。在风险评价标准方面，我们希望找到能力罕见超群的候选人，他能够预计到以前从未出现过的经济情景的影响。最后，我们需要全身心为伯克希尔效力的候选人，而不仅仅把这当做一份工作。

查理和我遇到托德·库姆斯(Todd Combs)的时候，我们就知道他符合我们的各项要求。Todd 和路易·辛普森的待遇相同，将根据他相对于标普指数的表现，获得一份薪水外加相关奖金。我们已制定收入延期和结转的安排，防止波动剧烈的投资受到不当支付的影响。对冲基金行业见证了普通合伙人 GP 的一些可怕行径，他们在股价上涨时获得了巨额回报，而当糟糕业绩出现时，有限合伙人 LP 则失去了此前的收益。有时，这些普通合伙人 GP 迅速启动另一个基金，以便他们套取未来的预期利润，而不必承担过去的损失。把资金托付给这类基金经理的投资者实际上成了替罪羊，而不是合伙人。

只要我还担任 CEO，我就会继续管理伯克希尔的大部分资产，包括债券和股票。Todd 将初步管理 10-30 亿

美元的基金，他可以每年重新调整这一规模。他投资的重点将是股票，但并不局限于股票。（基金顾问喜欢将投资类型描述成"对冲"、"宏观"和"国际"等模式，而在伯克希尔我们只有一种模式，即"精明"的投资。）

随着时间推移，如果能找到合适的人选，我们将增加 1-2 名投资经理。如果我们这么做，我们可能会让每位投资经理的绩效薪酬，80%来自于他管理的投资组合，20%来自于其他经理人的投资组合。我们希望建立一个能为个人的成功带来巨大回报的薪酬体系，同时也能促进他们之间相互合作而不是竞争。

等到查理和我不在后，我们的投资经理将按照 CEO 和董事会规定的方式对整个投资组合负责。因为出色的投资者为企业收购带来了良好的视角，我们希望他们能够就可能的企业并购是否明智方面进行咨询，但不是表决。当然，董事会将会对任何重大并购作出决策。

一个补充：当我们宣布 Todd 将加盟我们的时候，有些评论员指出，Todd 是无名之辈，对于我们没有找到声名显赫的经理人表示困惑。我想知道，他们究竟有多少人在 1979 年听说过路易·辛普森，在 1985 年认识阿吉特·贾恩，在 1959 年听说过查理。我们的目标是找到一位资历尚浅的经理人，而不是久经沙场的老将。对于一个 80 岁的 CEO 来说，这可能不是最明智的比喻。

金融衍生品

两年前，在 2008 年年告中，我向你们披露伯克希尔持有 251 个金融衍生品合约(不包括用于子公司经营的合约，比如中美能源，以及通用再保险留下的少数合约)。今天可比的数字是 203 个，数字变化是由于我们组合中增加了一些新的合约，以及一些旧的合约已经到期或被解除。

我们继续持有的这些金融衍生品均由我本人负责，它们主要包括两种类型。这两种都属于和保险相似的投资活动，即我们承担他人极力避免的风险而收取保费。实际上，在这些衍生品交易中我们采用的决策机制也与保险业务相似。此外，我们在缔结这些合同时预先收费，因此不会面临交易对手风险。这点相当重要。

第一类衍生品主要是在 2004-2008 年间签订的合约，它们要求：如果某些高收益率指数的成份股企业发生了债券违约，伯克希尔将给予赔付。在极少例外的情况下，我们所面临的风险期为 5 年，每份合约涵盖 100 家公司。总的来说，我们从这些合约中收取了 34 亿美元保费。在 2007 年的年报中，我说预计这些合约将带来"承保利润"，这意味着我们的赔付将低于收取的保费。另外，我说，我们将从"浮存金"的使用中获利。

后来如你所知，我们遭遇了金融恐慌和严重的经济衰退。许多高收益率指数的成份股企业破产了，我们为此

赔付了 25 亿美元。尽管如此，现在风险较高的合约基本已经到期，我们面临的风险敞口已经大大减少。因此，我们几乎肯定会获得当初预期的承保利润。此外，在这些合约有效期内，我们还使用了平均高达 20 亿美元的无息“浮存金”。简而言之，我们收取的保费金额适当，这在三年前经济环境恶化时保护了我们。

其它的大型衍生品则是“股票看跌期权”，我们为美国、英国、欧洲和日本的希望避免股价暴跌风险的投资者提供保险。这些合约与各种股票指数挂钩，比如美国的标普 500 指数、英国的富时 100 指数等。2004-2008 年间，我们签订了 47 个此类合约，收取了 48 亿美元保费，大多数合约有效期是 15 年。在这些合约中，只有到期日的指数价格才重要，此前的任何价格都不需要赔付。

关于这些合约的情况，我向大家披露如下：在交易对手的要求下，我们在 2010 年下半年解除了 8 份原定于 2021-2028 年到期的合约，这些合约我们最初收到 6.47 亿美元保费，因解约我们需退回 4.25 亿美元，因此我们实现了 2.22 亿美元的收益，并在三年内无息、无限制的使用了 6.47 亿美元资金。截至 2010 年底，我们还剩下 39 份股票看跌期权，这些合约成立之初我们总共收到 42 亿美元保费。

当然，这些合约的未来收益是不确定的，但我可以从下列角度说明：如果相关合约指数在上述合约到期时的价格，与 2010 年 12 月 31 日相同，而外汇汇率保持不变的话，那么在 2018-2026 年到期时，我们将赔付 38 亿美元，你们可以视其为“结算价值”。然而在我们的资产负债表上，我们将这些剩余看跌期权的负债记为 67 亿美元。换言之，如果相关指数的价格自该日起保持不变，我们将在未来这些合约到期的年份录得 29 亿美元收益，也就是 67 亿美元负债与 38 亿美元结算价值之间的差额。我相信，从现在到结算日，股票价格很可能会上涨，我们的负债将会大幅下降。如果这一预言成真，我们获得的收益将更大，当然这并非确定的事情。可以确定的是，在未来十年间我们可以无息使用平均 42 亿美元浮存金。我们保险业务 660 亿美元的浮存金中不包含该部分，也不包括前一类高收益合约产生的浮存金。由于资金是可替代的，想象一下这些资金被部分用于收购 BNSF 铁路。

正如我们之前告诉你们的那样，我们几乎所有的衍生品合约都没提供担保品的义务，这种情况降低了我们可以收取的保费。但是在金融危机期间，也让我们倍感舒适，使得我们能够在那些日子进行一些有利的收购。事实证明，放弃一些额外的衍生品保费被证明是非常值得的。

报告与误报：财报中重要的数字和不重要的数字

在这封信的前面部分我列示了一些数字，查理和我认为这些数字有助于评估伯克希尔的价值并衡量其进展。

下面我们重点谈谈一个被忽略的数字：净利润。这个数字在媒体中是非常重要的。尽管这个数字对大多数公司来说很重要，但对伯克希尔来说几乎毫无意义。不管业务如何运营，查理和我可以合法的在任何特定时期内创造任何我们想要的净利润数字。

我们具有这种灵活性是因为，已实现的投资损益被纳入净利润中，而未实现的损益(大部分情况下为亏损)则被排除在外。例如，如果伯克希尔某年末实现的投资收益为 100 亿美元，同时实现了投资损失为 10 亿美元，那么我们报告的仅计入亏损的净利润，将会低于经营收益。同时，如果我们上一年有已实现收益，新闻头条中就可能会宣称我们的收益下降了 X%，而实际上我们的业务可能已大大改善。由于我们有大量的未实现收益可以利用，因此，如果我们真的认为净利润数字很重要，我们可以定期将已实现的收益注入其中。不过，请放心，查理和我绝不会抛售，因为抛售会影响我们即将报告的净利润数字，而且我们都对“玩数字游戏”深恶痛绝。

尽管存在某些缺点，但经营收益总体上是企业经营状况的一个合理的指标。我们忽略的净利润数字，然而法规要求我们向你们报告。但是，如果你发现报告方注意力在此，这将比我们所能告诉你的更多。我们的帐面价值的计算已经全面反映了已实现和未实现的损益。关注账面价值以及经营收益的变化过程，你将步入正轨。

顺便说一句，我忍不住要指出，报告的净利润多么变幻莫测。假如我们看跌期权到期日定在 2010 年 6 月 30 日，我们必须向交易对手支付 64 亿美元。证券价格在接下来的一个季度普遍上涨，使得相应数字在 9 月 30 日下降至 58 亿美元。然而，我们用于评估这些合约的 Black-Scholes 期权定价模型要求我们，在此期间将资产负债表上的负债从 89 亿美元增加到 96 亿美元，这一更改在应计税的影响下，我们本季度净利润降低了 4.55 亿美元。查理和我都认为，在评估长期期权时，Black-Scholes 期权定价模型产生了非常不准确的数值。两年前，我们在这部分列举了一个荒唐的例子。更具体的说，我们通过卖出股票看跌期权含蓄的表示，我们的交易对手或其客户采用的 Black-Scholes 期权定价模型的运算是错误的。

但是，我们继续采用这个公式编制财务报表，因为 Black-Scholes 是公认的期权估价标准，几乎所有顶级商学院都开设这个课程。我们不得不按它计算，就会被指责会计造假。此外，还会给审计师带来难以解决的问题，因为他们的客户是我们的交易对手，他们在相同的合同中也采用此公式，如果双方的评估方法相差太大，审计就无法证明他们与我们评估的精确度。

Black-Scholes 对于审计和监管者的部分吸引力在于，它能提供精确的数字，而查理和我不能提供这些。我们

认为，我们合同的真实负债远低于按该公式计算出的数值，但是我们无法拿出准确的数字，也无法提供 GEICO 保险、BNSF 铁路或伯克希尔准确的价值。对此我们并不困扰，**因为模糊的正确远好过精确的错误。**

John Kenneth Galbraith 曾经俏皮地评论，经济学家在思想最节省：他们让在研究生院学到的东西可以用一辈子。大学金融院系的行为往往类似。上世纪七、八十年代，几乎所有人都固执地坚持有效市场理论，轻蔑地将驳倒这一理论的有力事实称之为“异常现象”。(我一直很喜欢这种解释：“地平说学会”可能认为轮船环游地球令人讨厌、不合逻辑且不正常。)

学术界目前教授 Black-Scholes 模型作为揭示真理的做法需要重新审视，就此而言，学术界对期权估值的过度重视也是如此。即使你没有丝毫评估期权的能力，你一样可以成为非常成功的投资者。学生们应该学习的是如何评估企业的价值，那才是投资的意义所在。

生活和债务

汽车比赛的基本法则是，**比赛第一的前提是你必须先能完成比赛。**该准则同样适合经营企业，指导我们在伯克希尔的每一项活动。

毫无疑问，有些人通过借钱投资成为巨富，然而这也同样能使你一贫如洗。当杠杆效应发挥作用的时候，收益会成倍放大，配偶觉得你很聪明，邻居也艳羡不已。但杠杆会使人上瘾，一旦你从奇迹中获利，很少有人回到保守的做法上去。正如我们在三年级学到的(有些人在 2008 年金融危机中重新学到)，不管多大的数字一旦乘以 0 都会化为乌有。历史表明，**无论操作者多么聪明，杠杆效应的结果往往是“0”。**

当然对企业来说，金融杠杆也是致命的。许多负债累累的公司认为债务到期时可以靠继续融资解决，这种假定通常是正常的。可一旦企业本身或者全球信用出现危机，到期债务就必须如约清偿，届时只有现金才靠得住。然后，借款人就会明白，**现金就像氧气，供应充沛时，人们甚至不会加以注意。而一旦发生紧缺，你就会注意到它的重要性。**即使短暂的信贷危机也可能使企业崩溃，事实上，2008 年 9 月一夜之间席卷多个经济部门的信贷危机使整个美国都濒临崩溃。

查理和我对任何可能给伯克希尔的健康带来丝毫威胁的活动都不感兴趣。(我们俩加起来已经 167 岁，可不想**“从头再来”**)。我们永远铭记在心：你们，也就是我们的合伙人，将毕生大部分积蓄托付给我们。此外，一些重要的慈善活动也依赖于我们的审慎决定。最后，许多因我们的投保人造成的事故导致致残的受害人，也指望我们未

来几十年的提供保险金。如果为了追求额外的一点利润而使这么多人面临风险，那将是不负责任的。

我个人的一点历史经历或许可以解释，为什么我们对任何财务上的冒险主义极度厌恶。我直到查理 35 岁才见到他，尽管他在距离我已经居住了 52 年的房子只有 100 码远，而且我们在奥马哈市区同一所公立高中上学，我的爸爸、妻子、三个孩子和两个孙子也是上了这所高中。但查理和我都是小男孩的时候，都在我爷爷的杂货店里打过工。尽管我俩打工的时间相隔 5 年之久。我爷爷的名字是欧内斯特(Ernest)，可能再也没有任何人比他更适合这个名字了。所有为他工作过的人，即使是一个股票男孩，都会受到这段工作经历的重大影响。后面你会看到 Ernest 在 1939 年写给他的最小的儿子也就是我的叔叔弗雷德(Fred)的一封信。他另外四个孩子也收到过同样的信。我还保存着爷爷写给我姑姑爱丽丝(Alice)的同样内容的一封信。1970 年，作为姑姑的遗嘱执行人，我打开了她放在银行的保险箱，发现了爷爷给她的信，信里还有 1000 美元现金。Ernest 从来没有读什么商业院校，事实上他连高中也没有读完，但是他非常明白，现金作为确保生存前提至关重要。在伯克希尔，我们严格遵循他保留足够现金的原则，并对他 1000 美元的解决方案进一步推进了一步，**我们承诺，将始终维持最少 100 亿美元的现金储备，为此我们通常会保留最少 200 亿美元现金。**这样我们就可以承受前所未有的保险损失(迄今为止最大的一笔是卡特里娜飓风造成的高达 30 亿美元的保险赔付，这是保险业最昂贵的一次灾害)，并能迅速抓住收购或投资机会，即使是金融危机也影响不到我们。

我们的现金主要是以美国国债的形式存在，而避免持有利率略高几个基点的其他短期证券。商业债券和货币基金的脆弱性在 2008 年 9 月暴露无疑，而我们在此之前就长期坚持上述原则。我们非常认同投资作家 Ray DeVoe 的观点：**更多的钱损失在追求盈利上而不是损失在枪口下。**在伯克希尔，我们既不依赖于银行的信用额度，也不会签订需要提供担保的借款合同，除非这些抵押品的规模相对于我们庞大的流动性资产而言微不足道。

此外，过去 40 年来伯克希尔从未将现金用于分红或回购股票，我们保留了所有的收益来强化我们的业务，现在月度盈利已超过 10 亿美元。在这 40 年中，我们的股东权益从 4800 万美元增长至 1570 亿美元。我们的内在价值增长的更快。没有任何一家美国公司能够以这种坚持不懈的方式建立起自己的财务实力。

由于我们对利用财务杠杆如此谨慎，我们的回报略受影响，但拥有大量现金使我们得以安枕无忧。此外，在偶尔爆发的经济危机中，在其他公司都为生存而挣扎时，我们将拥有充沛资金和精神准备去发动攻势。2008 年雷曼兄弟破产后市场一片恐慌，而我们得以在 25 天内投资了 156 亿美元。

年度股东大会

年会将于 4 月 30 日周六召开。来自总部的 CarrieKizer 将成为主持人，她今年的主题是飞机、火车和汽车，NetJets、BNSF 和比亚迪将有一个上场的机会。

同往常一样，Qwest 中心的大门会在早上 7 点准时开放。8 点半放映一部新的伯克希尔影片。9 点半直接进入问答环节并持续到下午 3 点半(中午在 Qwest 午餐)。在一个短暂的休息后，我和查理将在 3:45 做会议总结。如果你决定在问答环节离开，请在查理讲话的时候走(但要快，他讲话很简短)。

离开会议的最佳原因当然是购物。我们将在 194300 万平米的相邻大厅里摆满各种伯克希尔子公司的商品。去年大家踊跃购物，销售额破了纪录。在 9 个小时之内，我们出售了 1053 双 Justin 长靴，12416 磅糖果，8000 个 DQ 暴风雪冰激凌，8800 把 Quikut 餐刀(相当于每分钟销售 16 把餐刀)。今年大家还可以做的更好。记住：那些说金钱买不到幸福的人只是还没有学会在哪里购物。

GEICO 保险将设一个展台，有来自全国的优秀顾问为您服务，竭诚为您提供汽车保险建议。GEICO 保险将给您一个股东折扣(通常是 8%)。我们开展业务的 51 个司法辖区内的 44 个都允许了这个特别优惠。(额外提示：这个折扣不可以累积在其他优惠上)把你现在的保险拿来，看看能否再省点钱。我相信你们中至少 50%可以。

一定要光顾书虫书吧。它提供 60 余种书和 DVD，其中包括《穷查理宝典》，这是本我合伙人的畅销书。不识中文又怎样？只要买一本带在身边，它会让你看起来彬彬有礼、博学多才。如果您需要将买的书邮寄回去的话，旁边就有邮递服务。如果您是一位骨灰级购物狂，或者只是喜欢到处看看，可以在周六中午到下午 5 点光顾奥马哈机场东侧的伊里亚特飞机(ElliottAviation)。NetJet 公司的机队将让您心跳加速。坐车来，乘私人飞机离开。

本报告随附的代理材料告诉您如何获取参加会议和其它活动的参会凭证。至于航班、酒店和汽车租赁，我们仍将与美国运通(800-799-6634)合作，为您提供专门的服务。将一如既往为我们处理相关事务，我知道这很繁杂，在此对她表示感谢。酒店房间可能很难找，但是通过 Carol 应该能订到。航空公司经常在伯克希尔周末期间抬高价格，有时会大幅上涨。如果你来自遥远的地方，比较一下飞往堪萨斯城和奥马哈的费用。开车大约需要 2.5 小时，这可能会让你节省很多钱，特别是如果你计划在奥马哈租车的话。

内布拉斯加家具商场位于 72 街上道奇和太平洋之间，占地 77 英亩，在这里我们将召开"伯克希尔周末"特价促销。去年，该商场在年后期间的销售收入为 3330 万美元，超过一个零售商店一周的销售收入总额。要得到伯克

希尔折扣，你必须在 4 月 26 日周二到 5 月 2 日周一之间光临并出示参会证。本季特价包括了几个大牌产品，这几个牌子通常是没有任何折扣的，但由于是股东周末，所以有例外。我们感谢他们的支持。内布拉斯加家具店在周一至周六早 10 点到晚 9 点开放，周日是早上 10 点到晚上 6 点。周六下午 5 点半到晚 8 点，内布拉斯加家具店都举行烧烤晚会，邀请所有与会者。在波仙珠宝，我们将再次举办两场股东专场活动。首先将是一个鸡尾酒招待会，在 4 月 29 日周五下午 6 点到晚上 9 点。然后是一个大型售卖活动，在 5 月 1 日周日早上 9 点到下午 4 点。周六，我们将开放到下午 6 点。周日下午 1 点左右，我将面带微笑和擦鞋的态度，在博尔斯海姆卖珠宝，就像 63 年前我在 J.C.Penney's 卖男式衬衫一样。波仙将在周末迎来大批顾客。我已经告诉 Borsheims 的 CEO-Susan Jacques，我仍然是一个炙手可热的推销员，但我从她的眼神中看到了怀疑。所以放开手脚，从我这里买些东西给你的妻子或爱人(大概是同一个人)，让我看起来宝刀不老。为了您的方便，股东优惠将从 4 月 25 日周一持续到 5 月 7 日周六。在此期间，请出示您的参会卡或者股东证明来享受优惠。

周日，在波仙外面的大厅，两届美国国际象棋冠军 Patrick Wolff 将以一敌六，盲棋应战挑战者。著名的达拉斯魔术师 Norman Beck 将进行精彩表演。此外，周日下午，我们将邀请 Bob Hamman 和 Sharon Osberg 两位世界顶尖的桥牌专家与我们的股东一起玩桥牌。Gorat's 和 Piccolo's 餐馆将在 5 月 1 日周日开放伯克希尔股东专场，从下午 1 点至晚上 10 点。Gorat's 餐馆下午 1 点钟开始营业，Piccolo's 餐馆下午 4 点开始营业。我在两家都有最爱的菜，作为一个还在长身体的男孩，周日晚上将在这两家餐厅用餐。要在 Gorat's 订餐，请在 4 月 1 日拨打电话 402-551-3733(但不要提前)，Piccolo's 电话是 402-342-9038。

今年我们将同样由这三位财经记者主持问答环节，他们将通过电子邮件收集股东的问题，并对我和查理进行提问。这三位记者和他们的电子邮件分别是：财富杂志记者卡 Carol Loomis: cloomis@fortunemail.com; CNBC 记者 Becky Quick: BerkshireQuestions@cnbc.com; 纽约时报记者 Andrew Ross Sorkin: arsorkin@nytimes.com。从提交的问题中，每位记者将选择十几个他认为最有趣最重要的问题。他们表示，如果你的邮件保持简洁明了，与伯克希尔有关并不超过两个问题，那么你的问题最有可能被选中(请注明是否介意透露姓名)。查理和我都不会提前得到要问问题的线索。记者们会挑选一些有挑战性的，这正是我们所喜欢的。

我们将在周六 8 点 15 分我们将再次在 13 个麦克风中为希望现场提问的股东通过抽签选出问题。在会议上，我将轮流回答记者提的问题和抽中的问题。我们希望能够至少回答 60 个问题。从我们的立场来看，越多越好。每年

公布致股东信函和召开年后讨论的目的是让你们更好地理解你所拥有的业务。

出于充分的理由，我定期赞美我们运营经理人所取得的成就。但是，同等重要的是那些和我在企业办公室一块工作的 20 名男女同事(我们有意安排所有人在同一个楼层工作)。我们的小组高效处理众多的 SEC 和其他监管要求，整理多达 14097 页的联邦所得税申报单、州所得税和外国所得税申报单，回答股东和媒体的无数个询问，编制年度报表，准备召开全美最大的年会，协调董事会活动，等等。他们以令人难以置信的效率开心地处理各种业务任务，让我倍感轻松和愉悦。他们的努力不仅局限于公司，他们还需要同 48 所大学(从 200 所大学中选出)打交道。这些大学在该学年将选送学生到位于奥马哈，与我共处一天。同时还处理我收到的各种询问，安排我的旅行，甚至给我买汉堡包当午餐。没有那位 CEO 比这更好。我衷心感谢总部办公室全体成员，他们也值得你们的感谢。请在 4 月 30 日来参加为资本家举办的年度伍德斯托克音乐节，并告诉他们这一点。

沃伦·巴菲特 董事会主席



2011 年奥巴马向巴菲特颁发总统自由勋章

附录：欧内斯特给弗雷德和凯瑟琳的信

亲爱的 Fred 和 Catherine：

过去多年的人生经历中，我曾经见到过很多人或早或晚遭受各不相同的苦难，原因仅仅是因为手头没有现金。我曾经见过一些人因为当时急需现金而不得不低价变卖他们的私人财产。很多年来，你们的爷爷总是会保留一定数量的现金，只需要在非常短时间内提前通知，就可以很快把现金拿到手。

多年来，我特别注意一点，就是保持一定数额的备用金，以防备在某些特殊情况下我会马上需要使用现金，而不用动用我正在做生意用的钱而影响生意。曾经有两三次这样的经验，让我感到有了这笔备用金就像及时雨一样再好不过了。因此，我认为每个人都应该拥有一笔备用金。我希望你们永远用不上这笔备用金，但还是可能有一天你需要现金用，而且特别急用。正是考虑到以防万一，当你结婚的时候，我开始为你建立一笔备用金，一开始先把 200 美元放进一个信封，写上你的名字。此后每一年我都会往信封里再多放进去一些钱，如今这笔备用金总数已经达到 1000 美元。从你结婚到现在已经十年过去了，这笔备用金终于攒成了。

我希望你们能够把这个信封放在你们的银行保险箱里，保存好这笔现金，以达到我为你们设立这笔备用金的目的。如果到了需要使用其中一部分备用金的时候，我建议你们尽可能少量地使用，而且尽可能快速地补充回来。你们可能会觉得这笔现金应该进行投资以带来更多的收益。千万不要这样想，拥有 1000 美元放在你可以一伸手就拿到的地方，比这笔现金能够带来的再多收益都有价值，尤其是当你把钱投资在某些无法迅速变现的东西上时更是如此。

如果未来几年你觉得这是一个好主意，你会重复我的这种做法，为你自己的孩子建立备用金。

我要告诉你们一点我们祖辈的传统，供你们参考，那就是：巴菲特家族从来没有一个留下过一笔非常大的遗产，但是也从来没有一个人一点遗产也没留下过。我们巴菲特家族的人，从来没有一个人会花光所有自己赚的钱，总是把赚的钱的一部分储存起来，这个做法的效果非常好。此信写于你们结婚十年期满之日。

欧内斯特·巴菲特

伯克希尔股东大会实录 2011

2011 年 5 月 2 日 Qwest 中心 4 万人

开场白

巴菲特：早上好。我是沃伦。他是查理。我能看见，他能听见。这就是我们合作的原因。(众笑)不过有时我们很难记住对方的名字。(笑)我们将介绍董事们，我们将向你们提供一些有关第一季度收益的信息。我们将简要介绍一下大卫·索科尔和路博润公司(David Sokol/Lubrizol)的情况，然后我们将开始提问。与路博润事件有关的任何内容都将被抄录下来，并尽快放到伯克希尔哈撒韦公司的网站，可能是今天晚上或下午，也可能是明天早上，但要非常快，因为我们希望确保所有股东都能听到或读到这里所说的关于这件事的每一个字。

首先，我想介绍一下各位董事。如果他们一直站着，你可以在他们站着的时候不鼓掌，但你可以在最后疯狂鼓掌，或者你可以继续不鼓掌。这将是你的决定。(众笑)查理和我在这里，我们不喜欢站起来太频繁，所以我们会跳过我们的介绍。霍华德·巴菲特、斯蒂芬·伯克、苏珊·德克尔、比尔·盖茨、桑迪·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、唐·基奥、汤姆·墨菲、罗恩·奥尔森和沃尔特·斯科特。(掌声)

一季度业绩

巴菲特：现在，我们有几张幻灯片来介绍第一季度的收益情况。我想 Marc Hamburg 想让我强调这些都是初步的。这是我们最早的一次与季度收益有关会议。这通常都是在五月的第一个周六，所以他们必须比平常更努力地工作才能把这些数字凑齐。作为背景，我会告诉你，基本上我们所有的业务，除了那些与住宅相关的业务，都在变得更好，你几乎可以看到它们中的大多数每季度都在变好。我们的业务种类繁多。我们有 70 多家公司上市，但 Marmon 本身有 100 多家企业。因此，我们不仅是美国经济的一个横截面，而且在某种程度上，我们也看到了相当多的国际上正在发生的事情。而在第一季度，就像 2009 年秋天以来的情况一样，我们的非住宅建筑业务，除了那些非住宅建筑业务，我们的其他业务都在一个季度一个季度地好转，在第一季度也没有例外。第一季度非常不同的是，就全球发生的灾难而言，我们经历了可能是保险业第二糟糕的季度。通常情况下，一年的第三季度是最糟糕的时期，因为那时飓风往往会袭击美国，大约 50% 的飓风发生在 9 月，然后在 9 月前后会恢复正常，所以第三季度通常是创纪录的季度，而当卡特里娜飓风发生时，第三季度就是创纪录的季度。但在今年第一季度，我们在太平洋和亚洲地区发生了一些重大灾难，对再保险业的打击尤为严重。在这一点上没有人知道。我的意思是这是一个大胆的猜测，但可能这些灾难让再保险行业赔付了大约 500 亿美元，而我们通常参与其中的 3% 到 5%。

首先，我会以我们通常展示的方式给你们看我们的总收益。请工作人员把第一张幻灯片放上去。你可以看到我们的保险承保遭受了 8.21 亿美元的税后损失。现在，当我撰写年度报告时，我假设伯克希尔的正常盈利能力为税前约 170 亿美元，税后约 120 亿美元，我们假设保险承保实现盈亏平衡。实际上，我们的保险承保业绩好于收支平衡。事实上，它连续八年都赚了不少钱。但我要说的是，鉴于我们在第一季度经历的灾难，我们不太可能在 2011 年实现承保利润。如果从这一刻开始，包括美国的飓风在内，如果没有发生重大灾难，我们就可以实现收支平衡，或者获得少量利润。但这是一个不太可能的假设，所以我认为，九年来，我们今年可能会首次出现保险承保亏损。我认为，我们的记录肯定比大多数其他再保险公司要好得多，但这并不会改变我的期望，即随着时间的推移，我们的保险承保至少应该收支平衡。如果你按照我在年度报告中写的，如果保险收支平衡，我们可以自由使用浮存金，这在过去是非常有价值的，我希望在未来也是如此。

如果你看看其他的业务线，保险投资收入下降了一点。这个数字还会继续下降，因为我们的高盛优先股在 4 月份被赎回。我们的通用电气公司的优先股几乎肯定会在 10 月被赎回。所以我们损失了一个。我们从瑞士再保险公司得到了一张票据，它支付了我们 12% 的利率，按照瑞士法郎的汇率算，它达到了一年 3.6 亿美元。因此，我们已经或正在失去至少三项非常高收益的投资，我们目前无法用类似的投资来取代它们。所以我们的投资回报率会下降。另一方面，在本季度末，我们有 380 亿美元的现金，这还不包括我们将在 4 月份从我们的高盛优先股获得的 52 亿美元。因此，这些钱现在几乎没有任何收益，我也不指望这会成为长期前景的一部分。所以，你知道，只要有几个百分点的变动，就会有好几亿美元的影响。因此，我认为，随着时间的推移，我们的保险投资收入，即使今年全年会有所下降，我预计，如果我们有类似的投资水平，实际上会比我们在这里显示的水平有所增长。

我们在今年的季度拥有了 BNSF 的全部所有权。我想，从去年 2 月 12 日开始，我们才完全拥有了它，所以，这在很大程度上解释了表中下一行的铁路、公用事业和能源的收益。但 BNSF 在收益方面也有显著的增长，在我看来，铁路业务今年将会有有一个非常好的一年，不仅仅是我们的铁路，而是所有的铁路。铁路的竞争优势正变得越来越明显，几乎每天都是如此，特别是随着燃料价格的上涨。在剩下的几条线中，我们的大部分业务也都有所收获。所以总的来说，我们在保险业务上受到了很大的打击。

如果我们转到幻灯片 2，我们列出了发生的三次重大灾难，我们估计总共损失税前约 10 亿美元，这个数字和早期对重大灾难的估计一样，有很大的变化。没有人知道日本地震的保险损失会是多少。但这是我们现在能得

到的最好的估计。你会注意到，超过 40%的承保损失来自我们与瑞士再保险公司签订的合同，我们获得了他们 20%的业务。这份合同是其五年合同中的第四年。他们已经表示，他们对续约不感兴趣。我只希望他们几个月前就告诉我们。(笑)但我们很享受与瑞士再保险的合作，只是我们在某些方面比其他方面更享受。我们在他们的估计中加入了一些东西，因为总的来说，我们觉得大多数灾难损失赔付金额都是向上发展的。这是生意的本质。

但是——顺便说一下，四月份的龙卷风，就在 GEICO，我们预计——我们在这里谈论的都是汽车，因为我们不给房主上保险。我们代理他人投保，但不承担保险风险。我们估计 25000 辆汽车将获得汽车索赔。你想想看，这是很多汽车，我们的市场份额约为 9%，尽管各州有所不同。

但正如你们所知，这是一个非同寻常的龙卷风季节。我不认为这会对再保险业务造成特别大的冲击，因为有多起、多起事件，但没有一起事件像新西兰地震那样。新西兰地震的保险损失估计为 120 亿美元。查理，新西兰有多少人？

芒格：也许五百万吧。

巴菲特：好的。五百万人，所以我们会说，这是美国 1/60 的人口，如果你拿出 120 亿，乘以 60，你会得出 7200 亿，就对新西兰这样一个地方的影响而言，这是卡特里娜飓风的 10 倍赔付额。所以今年发生了一些非常特别的地震。正如我所说，一般来说，对于再保险公司来说，这个季节最糟糕的部分还没有到来。因此，这可能是再保险公司将铭记的一年，尽管他们可能更愿意忘记这一年。

而在保险方面有一些好消息。在下一张幻灯片中，我展示了今年与去年相比，GEICO 的保单数量逐月增长的情况。现在，如果你还记得的话，在年度报告中我给出了一个解释，在谈论商誉价值时，关于 GEICO 的商誉是如何在我们的帐面上以大约 10 亿美元计入的。无论企业变得多么成功，账面上的商誉价值永远不会增加，但它确实在增长。正如我在年度报告中所说的，我估计它目前的价值，使用的是我们在 1995 年收购该公司后半部分时所用的那种衡量标准，我估计其价值可能已经增长到 140 亿美元。我的意思是，GEICO 的每个投保人，平均而言，对我们来说都有价值，我计算的方式，**大约是每个投保人价值 1500 美元**。我们对 GEICO 的商誉价值重估增加了近 5 亿美元。这还不包括承保收益，这对 GEICO 来说是相当可观的。这也不包括浮存金的投资收益，也不包括我们认可的净资产的投资收益。这就是附加商誉价值，和可口可乐，玛氏，或其他公司的商誉价值一样。当人们想到大多数消费产品时，他们会有不同的想法。但伯克希尔的保险客户在 GEICO 具有非常非常重要的价值。**有很大比**

例的人已经是 10 年或更长时间的客户。这是我们在资产负债表或损益表上没有意识到的东西，但它是一种与我们在资产负债表上的数字一样真实的资产。GEICO 有个好消息。我们每天都在扩大市场份额。事实上，如果你想一想，我们在隔壁房间的一些人会很乐意向你推销 GEICO 保单，如果你们中有 66 个人成为客户，那就是大约 10 万美元的商誉价值，所以它将承担本次会议的一些费用。(众笑)我并不在乎你买不买，但是——(笑)

现在，我想再谈一谈盈利情况，因为它在一定程度上说明了会计的变化无常，以及我们如何对我们的证券进行估值——或者说，我们是否会对它们进行减记。有一种叫做“非暂时性减值”的东西，这是一种会计规则。这是一种模糊的会计规则，但它说，如果你拥有一种证券一段时间，你为它支付了 X，它一直在交易，比如说，按照价格 X 的 80% 交易，如果在相当长的一段时间里——没有人确切地知道相当长的一段时间意味着什么，我相信他们在会计教科书中用不同的措辞——但无论如何，如果它在那个价格交易了很长一段时间，你应该把它降低到新的估价，并通过你的利润表和资产负债表进行减记。现在我们在任何情况下都会把它记到资产负债表上，资产负债表给出了账面价值的数字，也是我们的参考点。但只有当它遇到长久的打击，而不是暂时的事情时，它才会真正通过减值进入损益表。

现在，在 3 月 31 日，如图所示，我相信，在下一张幻灯片上，我们拥有一些富国银行的股票，成本约为 80 亿美元，市值为 113 亿美元。但我们买入的富国银行股票中，有些是以高于 3 月 31 日数据的价格买入的，而正如你所看到的，富国银行的很多股票，其中有 37 亿美元的收益，是以更低的价格买入。好吧，根据规定，我们被要求将我们以更高的价格购买的股票减记 3.37 亿美元，而我们却在盈利账户中忽略了 37 亿美元的收益。现在，非常有趣的是，有两种方法可以对这些证券进行会计处理，据我所知，这两种方法都完全符合 GAAP 会计要求。如果我们使用平均成本法，我们就不需要通过减值降低成本。但我们使用的是他们所谓的特定识别方法。从税收的角度来看，特定识别法其实对我们很有用，因为它意味着，每当我们出售一种证券时，我们可以挑选出价格最高的证券，并将出售归为该证券。因此，这实际上为我们节省了资金(税收)，或者说节省了使用资金的时间成本。但我们可以使用平均成本法，这样更容易，但这样我们就不会像以前那样进行减记，这就是为什么我强调这一点的原因之一。你应该忽略证券或衍生品的季度甚至年度损益。重要的是，我们的业务经营收益如何，以及账面价值的总体收益如何。最重要的是，你必须对内在价值做出自己的估计，其中包括在 GEICO 开发的商誉价值。我很抱歉带你们上了会计课，但新闻标题往往只说最终的净收益是多少，好像这是最重要的数字。有时候，这是一个

非常具有欺骗性的数字。我的意思是，如果你把收益和损失包括在内的话，虽然它真的很重要，但它真的与从我们的角度来看一个季度是否令人满意的现实没有任何联系。但它确实在媒体上得到了很多关注，这就是为什么我们可能会花费大量的时间来解释我们的财务状况到底发生了什么。

1, 关于大卫索科尔内幕交易始末

巴菲特：我只想发表几分钟的评论，这将被转录到我们的网页上，然后我想请查理就大卫·索科尔和购买路博润股票一事发表他的看法。你可以在电影中看到所罗门事件的片段，那是 20 年前的事了。今年 8 月将是 20 年前。当时是周日，查理在那里，大概是下午 3 点左右我被选为主席，我想是在所罗门的一个周日，我去向一个媒体集团发表演讲。在最初的问题中，有人问我，“发生了什么？”嗯，首先，我最近才接触到所罗门，所以我对它了解得不是很多，但当时从我脑子里冒出来的那句话是，“在所罗门发生的事情是令人费解和不可原谅的”。现在 20 年过去了，回顾所罗门，我仍然觉得发生的事情令人费解，不可原谅。你知道，我永远也不会明白为什么有些事情会发生。在某种程度上，看看几个月前发生的事情，大卫·索科尔没有通知我他与花旗集团有任何联系。事实上，他让我注意到他们是路博润的代表，却对与他们的任何接触只字未提。

然后就是他在向伯克希尔推荐路博润之前先购买了股票，出于审计委员会报告中列出的原因，我强烈要求你们阅读我们的网站上的内容。我认为大卫违反的不可原谅的部分没有任何问题，他还违反了道德准则，他违反了我们的内幕交易规定，他违反了我每两年在给我们所有经理的直接私人信件中提出的原则。我提出的原则，我一直在这么做，持续很长时间了。所以你们可以阅读审计委员会的报告。

这是令人费解的，但我想谈一谈，因为我会告诉你我对它的看法。有趣的是，据我所知，至少大卫没有试图掩饰他购买股票的事实。我的意思是，当你读到内幕交易案件，人们在卢森堡设立信托，或者他们利用认识邻居的邻居，或者他们使用第三个表亲交易。我的意思是，他们有各种方式试图购买股票，以便在以后获利。FINRA 是一个监督机构，负责监管交易活动。在交易前的几个月，他们并没有看到与交易有关的名字。据我所知，大卫没有做过这样的事，所以他留下了一份完整的股票购入记录。

现在，我认为我们在任何交易后都会被询问。我们被问到谁在什么时候知道这件事，我们提供了一份名单，里面包括了律师事务所的人，以及在我们这里或律师事务所担任秘书职务的人。我们向他们提供了一份名单，列出了在公开宣布之前可能已经知道或确实知道这笔交易的所有人。我不知道他们是否百分之百地做到了这一点，

但根据我的经验，你肯定能理解。然后过了一段时间，你会得到一份名单，名单上的人都是美国金融业监管局挑选的交易对象，他们会问你是否对这些名字有印象。所以他们想弄清楚是否有人提前进行了内幕交易。因此，如果你以自己的名义进行交易，而且你在事先知道交易的人的名单上，那么在我看来，我认为交易不被接受的可能性非常大。但是，据我所知，大卫并没有掩饰交易。你知道，这有点令人费解，如果他真的觉得自己参与了内幕交易，并知道可能会受到的处罚，他基本上是在公开的情况下这么做的。

第二个事实或许不那么令人费解，但大卫显然拥有大量的净资产。我想，他去年从伯克希尔赚到了 2400 万美元，我们的钱花得很值，但他也拿到了 2400 万美元。所以我想说，这个世界上有很多令人讨厌的活动，都是有很多钱的人做的。所以我不认为这是完全令人费解的。但我给你举一个例子，它确实令人费解。这让我很费解。伯克希尔在 1999 年底收购了中美能源约 80% 的股份。我刚才介绍的沃尔特·斯科特，他的家族是第二大股东，我认为超过 10%，然后两个运营人员，大卫·索科尔，是比较资深的，拥有一大块的期权，格雷格·阿贝尔，他是大卫的一个很棒的合伙人，也有一块期权。沃尔特·斯科特在我们买下它一两年后来找我，沃尔特说，我认为如果大卫和格雷格的表现真的很出色，我们应该为他们做一些特殊的薪酬安排。我想他可能建议了一些涉及公平的事情，然后他看到我脸色变白了。于是他说："你为什么不设计一个薪酬方案，然后告诉我。"于是我就在一个黄色的垫子上涂写了一些东西。我没花五分钟。为了纪念查理，我们称其为 Lollapalooza，尽管他并不知道这个。它提供了非常大的现金薪酬，这是基于五年的复利收益。而我们的起点很高，换句话说，我们的起点并不低，我们设定的数字是美国其他公用事业公司无法企及的。但是，如果达到这个数字，我们将向大卫提供 5000 万美元，向格雷格·阿贝尔提供 2500 万美元。我让大卫来到办公室，我说，"这是我和沃尔特的想法，你觉得这个计划怎么样？"它涉及到每股以每年 16% 的复利向前增长，然后我说，"这是你的回报。"他看了很短的一段时间，然后他说，"沃伦，这太慷慨了。"但他说，"你只需要做一个改变。"我说，"那是什么？"他说，"你应该在我和格雷格之间平分，而不是给我 5000 万，给格雷格 2500 万。每人 3750 万。"所以我们看到大卫自愿的转移了超过 1250 万美元的回报给他的初级合伙人格雷格。这件事没有得到任何宣传。我见证了，沃尔特也见证了，你可以和他谈谈，格雷格与此无关，他不在那里。我认为这是相当不寻常的。但真正让它不寻常的是那 300 万美元，你知道，在大约 10 年后，导致它所导致的那种麻烦。这真的是我发现无法解释的事实。你知道，这是所罗门 20 年后的事了，再有 20 年查理就 107 岁了(笑声)，我们不会提到我会成为什么。但我想 20 年后，我不明白是什么原因导致一个人

自愿把 1250 万美元给了一个合伙人，却无法在世界上得到任何信任。

然后 10 年后，在他和我谈话的前一周，他自己买了大量的股票。当他和我谈到路博润时，不是 14 号就是 15 号——他说是 14 号，我没有理由不同意。我不能具体说的唯一原因是，我在那个周五有 8 个大学团体，160 名学生。这是唯一能表现出来的，我花了大半天时间和他们在一起。周六打印出来的 10K 和 10Q 上的日期是 15 号，那是我第一次看路博润的时候。你可能有兴趣知道，我已经读了二三十年的 10K 和 10Q，但我不知道如何把它们打印出来。所以，幸运的是，TracyBritt 在办公室，我说，"Tracy，你能把这该死的东西打印出来吗？我还不知道怎么做。"(笑声)但这就是为什么我不知道是 14 号还是 15 号。10Q 说的是 15 号。但是，当时，当大卫打电话给我时，他没有提到与花旗集团的接触或任何类似的事情，我说，"我对这家公司真的一无所知。"他说，"好吧，你该看一看。它可能适合伯克希尔。"我说，"怎么会呢？"他说，"我买了这家公司，它是一家很好的公司。它是伯克希尔类型的公司。"然后，你知道，我显然犯了一个很大的错误，因为我没有说，"你什么时候买的？"但我认为，如果有人说我持有这只股票，你知道，那么在我会认为，他们在给我推荐的前一周并没有买入这家公司。所以我们面对的情况，对伯克希尔来说是悲伤的，对大卫来说是悲伤的，在我的脑海中仍然是无法解释的，我们无疑会在这方面得到更多的问题。我们很乐意回答。查理，你有什么想法吗？

芒格：我认为，通常认为人是理性的、是完美的，这是错误的，即使在非常有能力的人身上也是如此。(众笑)

我们很好地证明了这一点。

巴菲特：你对非理性有什么解释吗？

芒格：是的。我认为狂妄自大是原因之一。

巴菲特：好的，我们已经从他身上得到了很多，伙计们。(众笑)

好的。我们开始工作吧。我们将从《财富》杂志的卡罗尔·卢米斯开始。我应该在这里介绍一下我们的小组。

我们这次没有按字母顺序来。我们有卡罗尔，还有纽约时报的安德鲁·罗斯·索金，还有 CNBC 的贝基·奎克。(掌声)

就我的提问顺序而言，我还是会去找 Becky。那是按字母顺序排列的。所以，安德鲁，试着移动到中间的位置对你没有任何好处。(笑)卡罗尔，该你上场了。

卡罗尔·卢米斯：我们大家早上好，我将做一个我以前做过的开场白。几个月来，我们每个人都收到了电子邮件上的问题。有时一个问题会发给我们三个人，有时只发给我们中的一个人，因此很难统计我们有多少个问题，

但肯定有几百个问题，可能有上千个，大概 2000 个。显然，我们不可能挑出每一个好问题。我们有很多好的问题无法回答。但这只是你必须挑选。我要说的另一件事是，无论我们问什么，沃伦和查理都不知道这个问题。没有人事先知道。没有任何提示。

巴菲特：有时我们也不知道答案，但请继续。(众笑)

卡罗尔·卢米斯：那我就开始了。任何人都会对索科尔的问题感到惊讶。事实上，这位长期股东相信，沃伦也相信，他说，“我不明白为什么当索科尔说他持有路博润股票时，人们会期望他询问他所持有的股票。这不是一个自然的问题。但当你不久后发现他购买股票的细节时，我不明白你的反应。你肯定马上意识到，这些事实将被曝光，它们将损害伯克希尔哈撒韦的声誉，而你曾反复说过，你会不惜一切代价保护这些声誉。冷酷无情可能意味着你当场解雇了索科尔，但你没有这么做。然后你发布了一份新闻稿，我与许多伯克希尔的股东交谈过，他们都认为这是完全不够的。你总是非常直接地陈述事情。在那篇新闻稿中，除了赞扬大卫·索科尔之外，你并不直接。否则，你陈述了一些你认为不违法的事实和行为。然后你就这么结束了这个话题，现在你可能认为我们会读到言外之意，你竟然没有对所发生的事情表示任何愤怒。为什么你没有被激怒？为什么不表示你的愤怒？你为什么对这个问题处理不当呢？”

巴菲特：是的。(掌声)你说的这些事并不是立刻发生的。我是在 3 月 14 日得知的，也就是我们宣布的那天。现在请记住他第一次谈话时，他说他拥有的股票是 1 月 14 日。在 1 月 14 日到 3 月 14 日之间，大卫没有任何迹象表明他与花旗集团有任何形式的接触，我们后来了解到，他们可能在去年 10 月左右于地方见了面，并讨论了伯克希尔可能的收购。但他曾告诉我，他说 Evercore 和花旗代表路博润。其中一人代表董事，一人代表公司，对任何他们之间的接触只字不提。3 月 14 日上午宣布交易时，我接到了花旗 John Freund 的电话。Freund 今天可能在这里。John Freund 在芝加哥为花旗工作，几十年来，他处理了我们在股票方面的绝大部分业务，我和他有直接的联系。我经常和他谈话。他打来电话，说了祝贺的话“难道你不为我们感到骄傲吗”，大意如此。你可以直接与 Freund 交谈，尽管我听说花旗的律师告诉他不要对外谈论，但我了解媒体，他们可能会从他身上找到一些东西。他的原话是，花旗的团队与大卫在这次收购中进行了合作，他们对参与其中感到自豪，等等。

这对我来说都是新闻，所以至少亮起了一些黄灯。第二天，我让我们的首席财务官 Marc Hamburg 打电话给大卫，大卫很乐意地告诉他他什么时候买的股票，买了多少。Marc 还问他，花旗的参与对伯克希尔方面的交易有

何影响，他说自己给那里的一个人打了电话，想要知道对方的电话号码，结果证明他说得有点轻描淡写。现在，在我们 3 月 14 日宣布交易的这段时间里，路博润是需要准备一份要约收购报告的公司。但我们不需要在伯克希尔发行股票，所以我们伯克希尔没有这类报告。路博润的法律团队众达律师事务所(JonesDay)与路博润管理层合作，开始准备要约收购报告。我们急切地等待着看到这份报告的初稿，因为我将于周六启程前往亚洲，我猜那将是 19 日，我想看看路博润对整个花旗事件或其他任何事情有什么看法。每一份报告最有趣的部分都是这样说的，它基本上是交易的历史，它是我在任何交易中读到的第一点，因为它让你对所发生的事情有一个详尽的了解。正如 MarchHamburg 可以告诉你的那样，我们的律师事务所可以告诉你，我一直敦促他们在我出发去亚洲之前把这个交给我。我们是在 18 号周五下午收到的，里面有大量关于大卫参与花旗集团的材料。

然后我相信是在那个时候，我们的芒格·托尔斯(MungerTolles)律师事务所介入了，他们向路博润的律师们提供了我们看到的不同之处或者我们看到的他们不知道的我们可以补充的地方。伯克希尔董事、律所合伙人罗恩·奥尔森(RonOlson)也在此次亚洲之行中。所以我们在 19 号周六上了飞机，然后在接下来的一周一直旅行到 26 号。当时我们知道，他在律所的合伙人正在对大卫访谈，也许还有其他人，但肯定是有大卫，我相信他至少接受了三次谈话，分别谈到股票购买、与花旗集团的关系历史，他们正在收集这些信息。我没有黑莓之类的智能手机。但罗恩知道详情。当我们一起的时候，他会得到一些信息。他得到了一些建议，但我们决定，当我们回来时，我们需要立即召开一次伯克希尔董事会会议，讨论这个问题。我们还将了解到鲍勃·德纳姆(BobDenham)以及律所的其他律师从与大卫的面谈中了解到的情况——至少是全部细节。

然后我猜是 28 号我们打算在召开董事会会议前让查理参与进来。但那周会有一次董事会会议。然后大约在下午五点左右，大卫的助手送来了一封辞职信，这真是突如其来。他对我说，他觉得他到了职业生涯的一个高点，需要退休了，他给出了他为什么要退休的原因等等。我不知道前一周的谈话是否影响了他的态度。他会说不是。但无论如何，他已经辞职了。我相信这份辞职报告可能已经被写进了审计委员会的报告，这可能为我们节省了一些钱。如果我们解雇了他，问题是是否有正当理由，我们会说有正当理由，但那很可能会引起诉讼，实际上，退休提供的遣散费和有正当理由解雇提供的遣散费是一样的。因此，我起草了一份新闻稿，后来至少受到了温和批评(笑)，我列出了大卫做过的好事，他为公司做过的好事。他做了很多好事，一些非凡的事。然后我列出了一些行动，我说，根据我当时知道的情况，这些行动在我看来并不违法，顺便说一句，我与查理和罗恩都谈到了这一

点。罗恩会在措辞上更加谨慎。我不确定查理会不会这么说。待会我会让他自己说的。

周二早上我问了大卫，以确保事实是准确的。他说，他非常反对我所说的“他能够继承我在伯克希尔位置的希望破灭了”。他说，这绝对不是真的，因为他从来没有希望接替我的位置。你知道，基本上他是在告诉我他的想法。我不应该去猜测他的想法。所以我把那部分去掉了。但他肯定了那封信中的所有其他事实，然后我把信拿出来，第二次寄给他，以确保他对这些事实没有意见，他说这些事实是准确的。

现在，其中包括这样一个事实，即大卫没有任何迹象表明，路博润对伯克希尔的接洽有任何兴趣，至少根据路博润最终的收购报告，情况并非如此。除了花旗集团的 John Freund，我没有与任何人交谈过，所以除了我在路博润收购报告上看到的内容，我不知道花旗集团的投资银行家们发生了什么。但路博润的代理方现在表示，大卫确实在 12 月 17 日就买入了路博润。但是，有两次机会他可以纠正。有一次当他在周四参加 CNBC 时，他甚至谈了半个小时，但他没有试图纠正其中的任何事实。

现在，在周三，当我们发布新闻稿时，我们必须先召开董事会会议。这对董事会来说是新闻。他们提前一点得到了新闻稿，然后我们召开了董事会会议。我们还通过我们的律师事务所，给美国 SEC 执法部门的负责人打了电话，告诉他有关股票购买的确切情况，以及他们可能关心的任何其他情况。因此，我认为，我们在那起案件中非常、非常迅速地采取了行动，以确保证券交易委员会和执法部门的最高层，据我们所知，在那之前对所发生的事情了如指掌。所以，从我们和我的立场来看，大卫走了，遣散费降到了最低，关于他应得的赔偿的诉讼机会降到了最低，在我看来，我们已经向公众和 SEC 提交了一些非常确凿的证据。

我认为让人们感到困扰的是，在问题的解决过程中并没有什么强烈的愤怒或其他什么，你知道，我承认这一点。这位同事在过去 10 年或 11 年里为我们做了很多好事，我觉得如果我列出一大堆事实，这些事实将在未来几年给他带来很多问题，同时，我也会列出他为伯克希尔做出的贡献。正如我之前说过的，你知道，我甚至没有提到的一件事是，他实际上把 1250 万美元的薪酬分给了另一位同事。这就是我整件事思考的过程。查理，你还有什么要补充的吗？(掌声)

芒格：是的。好吧，我认为我们可以承认，那份新闻稿不是世界历史上最聪明的新闻稿。(众笑)事实是复杂的，我们没有适当地预见到自然的反应。但我要说的是，你不想在愤怒中做出重要决定。你想表现出你职责所要求的冷酷无情，你不想因为生气而增加任何一点(掌声)。所以，我们最好的董事之一汤姆·墨菲，总是告诉首府广播

公司的人，如果这是个好主意，你总是可以告诉一个人明天去地狱。(众笑)所以，愤怒是其中的一部分。我认为，记住这个人的美德和他的错误并没有错。(掌声)

巴菲特：我想插一句题外话，查理和我一起工作了 52 年，我们在很多事情上都有分歧。我们从没吵过架。在其他事情上，我需要汤姆·墨菲的建议来提醒自己很多次，但对查理来说，这根本没有必要。那是在我遇见墨芙之前很久的事了。

2，诚信方面没有灰色地带

安德鲁·罗斯·索金：问题是，“您能否解释一下公司对您和您的其他经理在伯克希尔以外的个人投资的政策，以及为什么不像大多数其他公司一样，所有投资交易都首先通过合规部门进行审核？”

巴菲特：我不认为其他大多数公司也是如此。我们有 26 万名员工，我们有一家通用再保险子公司叫做新英格兰资产管理公司(New England Asset Management)，但那是唯一一家为其他人提供投资建议或在投资领域运营的公司。在伯克希尔，目前有三个人可以执行交易，然后还有其他几个文秘会看到做了什么。但我们不是投资咨询公司。我们不是共同基金之类的机构。所以，我认为，我们有一些相当明确的规则，审计委员会将再次审查这些规则，我可以向你保证。但就涉及经理人的行为准则、道德准则和内幕交易规则方面，我不认为这里有任何含糊之处。现在，为了扩展这些规则到更广的范围——我不知道这些规则会下发给多少人，马克？不管是 60 人还是 70 人或者更多，我不确定这个数字——但规则的问题是，我们必须有它们，我们不仅强调规则的字面意思，而且还强调它们的内在精神。这就是为什么我每隔几年就会写那封信。

例如，我是可口可乐的审计委员会成员。可口可乐的员工数量是 5 万人左右，是伯克希尔的五分之一左右。每次审计委员会开会时，我们都有 8-10 次违反准则的情况。我的意思是，如果你以伯克希尔 26 万人为例，你知道，这大约是大城市奥马哈的家庭数量。尽管我们认为我们在奥马哈是完美的，但我要告诉你，在我们坐在这里的时候，奥马哈发生了很多不符合规则的事情。所以这是一个真正的问题。

很明显，大卫·索科尔的问题在于它的影响非常非常大。我们以前有过一个案子，我的一个私人朋友，我们一个子公司的副总裁，就像我说的，我们提供了把他送进监狱的证据。你知道，它已经发生了。我记得几年前，我想是在纽约的伍德伯里，我们可能有一名妇女在办公室被捕，只是因为我们想非常清楚地表明，我们是认真的，正如审计委员会所说，这并不是简单的公共关系，这是现实。

这是 Johns Manville 寄来的一封信，直到 Todd Raba 前几天把它交给我，我才知道这件事。但它写的日期是 4 月 27 日，信中说，审计委员会清楚地发现，索科尔损害了伯克希尔和 JM 公司努力在两家公司结构中扎根的诚信价值观。这对 JM 的每一位员工来说都是一个惨痛的教训。然后用黑体字写道，"在诚信方面没有灰色地带"。

因此，我们希望从这次经历中获得一些价值，这将有助于加强我们在诚信方面的认真态度，不仅仅 60 或 70 名经理，还包括 26 万员工。我们已经向他们表明，当我们将不止一个人送进监狱时，我们是认真的。你知道，我们可以查阅世界上所有的记录。如果有人想在他们以外的地方进行交易，他们不会告诉我们他们是以他们堂兄弟的名义进行交易的，我的意思是，这是行不通的。

我们将来会有人做错事的时候。通常他们在子公司层面得到处理。我的意思是，这是某人做的事，不管是从供应商那里得到回扣还是从收银机里偷东西，不管是什么，然后你知道，我们偶尔会遇到大麻烦，这是非常痛苦的。如果我们可以在规则中做些什么，使它更加明确，或者让人们进一步了解规则不是用来绕圈子的，而是要充分理解制定规则背后的精神，我们希望确保我们做到这一点。查理？

芒格：是的，所有这些都说明，如果你看看世界上最伟大的机构，他们选择非常值得信赖的人，他们非常信任他们。被人信任是件很有趣的事。当你被信任和值得信任的时候，你会从中获得如此多的自尊，我认为最好的合规文化是那些拥有这种信任态度的文化，而华尔街一些拥有最大合规部门的机构却有着最多的丑闻。所以，仅仅让合规部门越来越大，你就可以自动的让你的行为变得更好，并不是这么简单。这种普遍的信任文化是行之有效的。而且，你知道，伯克希尔没有那么多严重的丑闻，我也不认为我们在这方面会犯很多错误。

3、美联储结束刺激政策的市场反应

股东：Mary Broderick，加州伯克利。早上好，巴菲特先生。早上好，芒格先生。我想对你们表达感谢，你们可能不知道这一点，但多年来你们一直是我的个人金融和投资顾问。我想知道，您认为政府在今年 7 月中旬结束永久性公开市场操作(POMO)计划将对股市和整体经济产生什么影响。

巴菲特：嗯，你比我领先一个缩略词。(众笑)

就像我们现在讨论的那样，他们要做什么并不是秘密。我的意思是，这是历史上公开市场上最受关注的购买行为，从每月的购买量来看，当美联储结束的时候，资产负债表会是什么样的。所以，如果某件事被市场中的所有参与者所熟知，我认为它的任何影响在这个时间点已经贴现了。我的意思是，如果你说你要在一年内增加税

率，我们会说，对公司盈利的减少或其他事情，市场不会等到税收增加或减少的那一天才将其纳入市场价格。因此，我看不出有什么理由让这个计划结束会在那个时候对股票或债券市场造成任何重大的变化。但你知道，很明显，一股巨大的市场力量将会退出。我的意思是，如果你购买了价值 6000 亿美元的美国国债，你可能会在购买过程中留下一些痕迹。现在每个月有 1000 亿美元左右，购买将不会在市场上进行，但政府发行的债务仍将保持在与现在一致的水平上。所以这将是一个不同的市场，但我认为这是一个已经被预期的不同的市场。查理？

芒格：我没有什么要补充的。(众笑)

4、伯克希尔下一任董事长

Becky：问题来自德克萨斯州 Sugar Land 的 Ron Taracant。他说，早上好，巴菲特先生和芒格先生。你们一直非常重视聘用和留住不仅拥有卓越才能，而且坚持更高标准的企业道德和行为的经理人。最近围绕索科尔行为发生的事件表明，我们离让伯克希尔的掌舵人拥有卓越才能，但缺乏其他品质的情况并不遥远，而正是这些品质让伯克希尔成为商界羡慕的对象。在某些方面，我们对这些事件发生时你还在掌舵感到欣慰。但是回到你的继任计划，你如何确保你拥有的继任经理阵容中没有更多的索科尔。

巴菲特：是的，提问者假设索科尔是下一位接班人，我不确定这是否有根据。但索科尔他当然有权认为自己是一名候选人。我认为，如果我的儿子霍华德·巴菲特在我不在的时候担任董事长，他是不会得到任何回报的，也不会参与公司的任何活动。而在选择 CEO 的时候，我们是有可能犯错误。我的意思是，我认为我们犯错误的几率非常非常低。当然，我认为现在领先的候选人，我会把大笔的钱押在他是个正直的人这一事实上。但错误仍然是可能犯的。你知道，圣经上说温顺的人会继承大地，但问题是，他们会一直温顺下去吗？(众笑)

一个将拥有大量股票的独立董事是我的打算。因为即使在我死的时候，由于股票的集中等等，继承我股份的人将会有非常重要的一块投票权。如果管理层犯了一些错误，如果有非常大的一部分股票可以表达意见，并且董事长的职位和 CEO 是分开的话，管理层改变起来会更容易。在那些无论是道德素质还是智力素质都有所欠缺的公司，更换 CEO 已经不那么困难了，但仍然很难。如果管理层雇佣了一个平庸的 CEO，那就特别困难。如果这个人真的很坏，人们有时会站起来，特别是如果他们开会时 CEO 不在场。要知道，**要取代一位同时担任董事长并控制议程的现任 CEO 并不是一件容易的事**。因此，我认为，一个独立的董事长，特别是一个代表着很大一批股票的董事长，而且他本人并没有打算接管这个地方，这将是一种管理层层面的安全措施，因为管理层总有可能做出错

误的决定，不管这种可能性有多小。但我要告诉你的是，伯克希尔的董事们会认真考虑每个管理层的品质。但在在我看来，在伯克希尔拥有这样一个人是至关重要的，他在管理这个地方的时候，会真正关心伯克希尔，而不是他自己。我认为我们有多个人来实现这一点。而独立董事长的想法是其中的一部分。查理？

芒格：你知道，你关于巴菲特家族的想法是有先例的。洛克菲勒家族在几十年前就离开了标准石油公司的管理层，但他们确实干预过一次，那就是抛弃了印第安纳标准公司的负责人，这是基于道德的理由。所以这种事情可能会发生，你必须在我们的弓上再加一根弦。

5、挑选科技股很难，但可能有利可图

股东：Caroline Tile，马萨诸塞州波士顿。巴菲特先生和芒格先生，如果你们将再活 50 年——我们真诚地希望你们这样做，并且能够在你们的能力圈中再增加一个行业或资产类别，你们会选择哪个行业？为什么？

巴菲特：这个问题问得很好，我特别喜欢序言部分。(众笑)好吧，你肯定会选择一个大的行业，因为如果我们成为一些微小行业或业务的专家，对伯克希尔来说不会有任何区别。我会说，如果我能成为真正的专家，比几乎任何其他人在技术领域知道得更多，你知道，我认为那将是了不起的。这不会发生在我身上，但这将是一个巨大的领域。你知道，这里面可能会有一些巨大的赢家，也会很多失败者。因此，挑选赢家的能力，与挑选赢家的能力是不成比例的。但我们会说，在综合性的大型主要石油公司中，他们都在价格上相等。在雪佛龙，埃克森，大陆石油和西方石油公司之间，你不会有很大的优势。但未来大型科技公司之间的业绩差距可能会非常非常大。如果我有在那里挑选优胜者的技能，我会比我有在大型综合油田挑选优胜者的技能做得更好。你和查理在这方面可能会有更好的运气，因为他对很多行业的了解都比我多。查理，你的答案是什么？

芒格：嗯，要么是科技，要么是能源。我认为我们不是培养专业技能的合适人选。(众笑)

我想如果我们真要这么做的话，事情早就已经发生了。我确实认为，我们可能会发现其他人有我们所缺乏的能力。这对我们来说很难，但我们最近做得好了一点。(笑声)

巴菲特：我们不会告诉你。(笑)

6、巴菲特为何不再怀疑路博润

安德鲁·罗斯·索金：这个问题来自一位名叫 Ralph Coutant 的股东，他问，在你最初的新闻稿中，你提到大卫在 1 月 14 日或 15 日向我提出了购买路博润的想法。一开始你说，“我不为所动。”接着你写道，在 1 月 24 日你

又给大卫发了一封信，表明你对收购该公司持“怀疑态度”。然而，在大卫与路博润 CEO 讨论后的很短一段时间内，你迅速对这个想法产生了兴趣。如果你第一眼看到这个想法时并不觉得它很棒，请你澄清一下是什么让你对这个想法‘感兴趣’。改变了什么？大卫·索科尔是怎么说服你的？

巴菲特：是的，它让我感到震惊，因为我一开始对石油添加剂这个行业一无所知。你知道，我永远不会明白其中的化学作用，但这并不重要。重要的是我了解这个行业的经济动态。有没有竞争的护城河？是否有进入门槛？以及所有这类事情。一开始，我对此没有任何理解。事实上，我向大卫建议，我说：“查理在石油方面比我聪明得多。你为什么不给他打个电话，因为我对石油行业一无所知。”几天后我和查理谈过，我不记得我是否问过他大卫有没有打过电话什么的，但我向查理提到了这件事，查理说，“我也不明白。”所以当我后来和大卫谈话时，他没有联系到查理。我告诉他，“算了吧，他对这家公司的理解和我一样糟糕。”

大卫在与詹姆斯·汉布里克(James Hambrick)共进晚餐后向我传达了什么，我后来在 2 月 8 日詹姆斯·汉布里克来这里时的一顿午餐中证实了这一点，但这是同一件事。我现在仍然觉得——我认为我很好地理解了行业动态，以及随着时间的推移，企业是如何发展的，石油公司的作用是什么，以及与化学添加剂的关系是什么。石油公司是最大的客户。他们把基础油卖给路博润公司，他们已经在相当程度上退出了这个行业，尽管还有两家公司在里面。所以随着时间的推移，这个行业竞争格局逐渐固化。我看了一下关于进入门槛的问题。你知道，每次我看着一家企业——当我们在 1972 年收购喜诗糖果时，我对自己说，如果我有一亿美元，我想进去挑战喜诗糖果，我能做到吗？我得出的结论是 NO，所以我们买了喜斯糖果。如果答案是 YES，我们就不会这么做了。我问我自己同样的问题，如果我有 1000 亿美元，我能开一家软饮料公司，和可口可乐竞争吗？理查德·布兰森几年前在一种叫维珍可乐的饮料中尝试过。你知道，品牌应该是一种承诺。我不确定这是你买软饮料时想要得到的承诺(笑声)，但无论如何，在我与大卫的谈话之后，我觉得人们进入这个行业并非完全不可能。这也是我与詹姆斯·汉布里克的第二次谈话的主题，但涉及的范围是相同的。

这并不是一个巨大的市场，它可能只是一个价值 100 亿美元左右的市场。但就路博润以相对较低的成本提供的服务而言，就试图打入市场并与路博润竞争的人而言，因此我认为，路博润有一条相当大的护城河。他们有很多很多的专利，但更重要的是，他们与客户有联系。当新的发动机出现时，他们与客户合作开发合适的添加剂。所以我觉得我对业务有了一种理解，但我对化学的理解并没有比我刚开始时多一点。这种关于业务的理解，就像

当时伊斯卡(ISCAR)的人跟我说话时给我的感觉是一样的。我的意思是，谁会想到你能从中国的土地里挖出一些钨，把它融合进小小的硬质合金工具里，你就能得到一些持久的竞争优势？但在研究了一段时间后，我认为伊斯卡具有持久的竞争优势。

我得出的结论是(查理也是)，**路博润的地位是占主导地位的**。或者说就市场份额而言，业内第一的公司，而在这一业务中，第一的地位是可持续的，随着时间的推移，这是一项非常好的业务。你知道，它们帮助发动机运行更长时间，运行更平稳，这很有帮助。当金属作用于金属时，润滑剂是重要的，它们总是需要环绕在金属周围。我认为路博润将在很长很长一段时间内成为领先的公司。这就是我得出的结论。在大卫向我转述他在那次晚宴上学到的东西之前，我和查理都没有确定这一点，顺便说一句，路博润一直在告诉世界，他们多年来做了大量的投资者演讲和所有这一切。我根本没有真正注意到这一点。当它向我解释的时候，我认为我理解了，我到现在也是仍然认为我理解了。我认为路博润将是伯克希尔非常非常好的补充。就在昨天，我还见到了詹姆斯·汉布里克，尽管围绕这件事发生了动荡，但他们非常热衷于成为伯克希尔的一部分，他们将其视为理想的家园。查理？

芒格：是的，你知道，伊斯卡和路博润在某种程度上是姐妹。你的市场很小，对任何打算进入的人都没有太大的吸引力，它们对产品和服务也很狂热。所以如果你还有类似的问题，请给沃伦打个电话。(众笑)

7、利用伯克希尔的股票进行收购

股东：我是来自安大略省渥太华市的 Hsiao Chu。沃伦，查理，我非常钦佩你们。我想问一个关于贵公司估值的问题。你说，"价格是你付出的，价值是你得到的。"在你们今年致股东的信中，每一股 A 类股票拥有约 9.5 万美元的投资，而每股股票的收益为 6000 美元。因此，按照我的简单计算方法，每股价值 9.5 万美元的投资加上每股 6000 美元的盈利折现值(按照 7%的折现率)，这又是另外的 9 万美元。所以加起来大约有 18.5 万美元。是这样吗？这是否意味着你的帝国的复杂性是一个价值陷阱？

巴菲特：我们给出这些数据是因为我们认为这些数据很重要，包括每股投资和每股经营收益，不包括来自投资的收益，也不包括保险承保损益，因为我们认为最坏的情况也就是不赔不赚，但它们确实每年都表现不错。这些数字是经营收益的税前数据，所以我不确定你的折现系数是税前的还是税后的。但我们认为它们很重要。

我预计经营收益几乎肯定会增加。至于增加多少，谁知道呢？但这个数字很可能还会上升。投资和年底时差不多，但可能会上升或下降，这取决于我们是否能够收购更多的运营企业。我们的目标是在一定程度上继续完善

这两个方面，但我们的首要目标是加强经营收益。

如果查理和我必须在我们面前的信封里塞一个数字来说明我们认为伯克希尔的内在价值是什么的话，我想我们谁也不会坚持一个数字，我们会坚持一个范围，因为拿出一个具体的数字是很荒谬的，这个数字不仅包括我们拥有的企业，但我们将来要用这些资金做什么。但即使是我们两人的范围也会略有不同，就今天和明天的感受而言，可能会有不同，但不会有很大的不同。我要说的是：我认为，当我们说要回购我们的股票时(你已经收到过一两次信号)，我们显然认为我们的股价是在低于保守的内在价值区间的底部区间交易的，几年前我们就这么做过一次。通过这样表明态度，我们想要购买的股票价格上涨了，所以我们从没有买过任何股票。因此，我们采取的这种方法有一种弄巧成拙的因素，这就是告诉人们，我们购买股票的唯一原因是我们认为它便宜。而这根本不是美国企业的标准做法。事实上，在某种程度上，美国公司在股价高的时候比股价低的时候更积极地回购股票。但他们脑海中可能有某种方程式，我对此无法推理。但我认为，我们并不认为伯克希尔定价过高。

我要说的是，我们最近遇到了一家非常非常大的国际公司，它可能有兴趣与伯克希尔做一些事情，而这是一家非常好的公司，但它的规模超出了我们的处理能力，除非我们使用大量股票进行交易。但我们不会用股票进行交易。我们只是认为我们的股东利益会受损。这将是一家很棒的公司，你知道，如果交易成功的话，会成为头条新闻。但如果用股票进行交易，最终我们的股东会变得更穷。因为我们的股票是一种货币，除非它被充分估值，否则把它作为一种货币使用是一个很大的错误。现在，我们在伯灵顿的交易中使用了一些股票进行交易，但我们使用了更多的现金(70%)，实际上，我们只使用了 30%的股票，但这是值得做的，但这也是痛苦的。

如果路博润想做一笔涉及股票的交易，我们就不会这么做。我一开始就把这个原则告诉了詹姆斯·汉布里克。因此，我们绝对没有兴趣用发行股份去收购路博润，但我们完全愿意拿出近 90 亿美元的现金，在我看来，我们的钱花得很值。但我们不会将其中很大一部分以伯克希尔股票进行支付，因为这意味着我们将放弃我们已经拥有的部分业务，我们喜欢伯灵顿，我们喜欢喜诗糖果，我们喜欢伊斯卡。而放弃其中的一部分，即使是为了获得另一项非常好的业务，对我们的股东来说也不会有任何财务意义。所以你可以从这一陈述中得出关于我们的内在价值计算的推论。查理？

芒格：嗯，很明显，他看到了两个正确的因素。我认为，我们并没有永远失去利用我们的巨大的现金储备和
有价证券，去做一些有趣的事情的能力。我们不会永远像现在这样无所作为。

巴菲特：查理，我们并不是那么无所作为。(众笑)你知道，我们一年正常的盈利能力是 120 亿。90 亿这就用掉了一年的配额的很大一部分。虽然我们想用更多。我是说，毫无疑问。你能预见未来几年我们会使用股票吗？

芒格：当然，我们的麻烦是我们现有的生意太好了。通常来说，为了一个我们不值得拥有的生意而放弃这些好生意是不明智的。

8、巴菲特总是对美国资本主义持乐观态度

卡罗尔·卢米斯：这是你在奥马哈的老朋友迪克·霍兰德(Dick Holland)送给沃伦和查理的礼物。每当你泛泛地谈论美国的经济未来时，你的言论总是积极的，甚至是热情洋溢的，尽管存在公共和私人债务不断增长的严重问题，以及由此导致的巨大预算失衡，而且没有真正的政策来解决这些问题。一些专家认为，我们可能会达到未来债券发行可能失败的地步，以弥补不断增加的债务。许多人怀疑，我们是不是正在进入一个国家衰落的时代。长期糟糕的美国经济怎么能让你这么开心？为什么你看到的是金子，而别人看到的是盐？

巴菲特：这也是查理的好朋友迪克·霍兰德说的，我们都认识他有 60 多年了。除了对这个国家充满热情，我看不出还有什么人能做到这一点。如果你回顾一下 1776 年或 1789 年，无论你想要追溯到哪一年，你都知道，这是世界历史上最非凡的经济时期。事实上，如果你回到过去——我出生于 1930 年 8 月 30 日。如果有人在我的子宫里对我说，让我告诉你现在外面是什么样子。股市刚刚崩盘，但你还没有看到任何东西。4000 家银行将要倒闭。道琼斯平均指数将跌至 42 点。在你出生之前，它曾涨至 381 点，现在它将跌至 42 点。他们将关闭银行一段时间。我们将有 25% 的失业率。我们将在中西部地区遭遇沙尘暴。蚱蜢将接管一切。你知道，这就像伍迪·艾伦的电影，他说，"回去吧，回去吧。"自 1930 年 8 月 30 日以来，美国人的平均生活水平提高了六倍。你知道，这绝对是难以置信的。我的意思是，你看看几个世纪来，对普通人来说什么都没有发生。我是说，一个世纪又一个世纪。因此，我们有一个运作良好的系统。它会周期性地遇到问题。它总是会有麻烦。你知道，我的父亲非常反对新政，所以我和我的姐妹们围坐在餐桌旁，我们记得听到事情是如何走向地狱的。事实上，我的岳父告诉我的准妻子和她的母亲，他想在我们结婚之前和我谈一谈。他非常支持我，所以我对此并不惊慌，但我在婚礼前不久去了他的家，这个很棒的男人，汤普森医生，在椅子上坐了几个小时，他说，"沃伦，"他说。"我只想告诉你，你会失败，但这不是你的错。"(笑声)他说，"你和苏西，我的女儿，如果你饿死了，她也会饿死的。我的意思是，这不是你的错。你知道，这是因为民主党人加入了，他们将把这个国家带向共产主义的道路，不要担心你会失败的事

实。"这种情况持续了很长一段时间。然后他祝福了我，我们结婚了。这是一个快乐的结局。

但从那以后，当我 1951 年离开学校的时候，我最崇拜的两个人，我爸爸和本·格雷厄姆，都说，"你知道，你有一个很好的未来，但不要现在就开始投资股票，因为没有哪一年道琼斯平均指数没有跌破 200 点。现在已经超过 200 了。这太高了，如果你现在开始向人们出售股票，他们将会有糟糕的经历。所以你为什么不等一段时间，然后去奥马哈国家银行工作，或者做点什么，把自己留在股市外呢？"

生活中总是有负面的东西。国家总是面临问题。我的意思是，这个国家经历了内战，它经历了各种事情。但是会发生什么呢？你知道，我们偶尔会有几年糟糕的日子。自从这个国家成立以来，我们大概经历了 15 次经济衰退。我们总会在年初列出 10 到 15 件事情，告诉你为什么这个国家不可能很好地运转。但我能告诉你的是，**经济的发展并不是一条直线，但资本主义的力量是不可思议的。这就是带我们走出经济衰退的原因。**

我的意思是，货币和财政政策增加了一些效用，当然在 2008 年的秋天，政府需要以一种巨大的、巨大的方式介入。它能做什么？它是唯一能做并且需要做这个事情的组织。但是如果你看看美国的历史，你知道，我们大约一半的衰退都发生在 19 世纪，那时人们甚至不知道财政或货币政策是什么。我的意思是，当时发生的情况是，衰退总会出现，然后资本主义的复苏力量会让国家回到正确的方向——更强劲的增长模式，这种情况一次又一次地发生。游戏还没结束。我的意思是，美国的潜力并没有被耗尽。

在某种程度上，世界其他地区已经开始流行这种方式，所以你会看到中国等地出现了一些国家资本主义，它们正在让沉睡了几个世纪的经济开始复苏。但这并不是因为人们更聪明。这不是因为他们工作更努力。**这只是因为他们利用了一个随着时间的推移工作得非常好的系统。**我要告诉你，在未来的一百年里，你可能会有 15 年，也许多达 20 年的糟糕岁月，但我们将远远领先于我们现在所处的位置，这将是毫无疑问的。查理？(掌声)

芒格：嗯，我可以追溯得更远。你知道，欧洲在黑死病中幸存了下来，大约三分之一的人死于黑死病。而世界将继续前进。

巴菲特：这对查理来说太乐观了。(众笑)你还有什么比这更鼓舞人心的话要说吗，查理？(众笑)

芒格：我不知道。我有点理解迪克·霍兰德的观点。顺便说一下，我认识他很久了。他让我失去了成为唯一神教教堂首席灭烛师的希望。(众笑)他太擅长这个了。(众笑)不管怎么说，问题是什么？(众笑)

巴菲特：你能说些乐观的话吗？

芒格：嗯，我对此有一点小小的曲解。我会说，即使情况稍微恶化，你也可以保持乐观，这是一种非常好的品质。我个人有一句话总是让我觉得很有趣。要我说，政客再坏也不会坏到让人不想要他们回来的地步。(众笑)

巴菲特：好的，这充满了智慧。(笑声)

9、通胀环境下的最佳资产

股东：早上好。马萨诸塞州剑桥市的 Angie Janssen。我的问题是，除了需要投入巨额资本运作之外，你是否仍然认为，像喜诗或可口可乐这样的有形资本业务的高回报率，是在通胀环境下持有的最佳资产？或者你现在是否认为，像铁路或水电大坝这样具有定价能力、不可替代的硬资产更具优势？

巴菲特：第一类资产是更优越的。我的意思是，如果你能拥有一种很棒的消费品——不一定非得是消费品，一种只需要很少的资本就能增长，并获得更多的美元数量的产品，就像通货膨胀会发生的那样，即使你销量没有增长，也不需要太多的资本来支持这种增长，这是在通货膨胀中拥有的一种很棒的资产。

最终的考验是你自己的赚钱能力。我的意思是，如果你是一名杰出的医生、律师，教师，不管是什么，随着通货膨胀的发展，你的服务将越来越多地以美元计算，而你不必对自己进行任何额外的投资。人们认为，长期存在的房地产资产或类似的东西，比如农场，或任何不需要额外资本来资助通胀增长的东西，能够抵抗通货膨胀。

最糟糕的企业是那些有大量应收账款和库存的企业。以美元计算，如果他们的交易量保持不变，但价格水平翻了一番，他们需要拿出两倍的钱来做同样数量的生意，这可能是一笔非常糟糕的资产。现在，我们通常对需要大量资本投资的企业不感兴趣，就像公用事业和铁路。另一方面，我们认为，特别是铁路，在你没有任何保证的较低回报率的情况下，你应该有权从对经济越来越有价值的资产上获得回报——不管是因为通胀因素还是因为自然增长因素，或者在美国的情况下，我认为两者都有。

但最理想的生意就像喜诗糖果正在做的，当我们收购它时，它的销售额是 2500 万美元，它卖出了 1600 万磅糖果，它的零售价是 1.90 美元，我们有一些数量折扣，所以我们正在做价值接近 3000 万美元的生意。现在，我们正在做价值超过 3 亿美元的生意。当它运营 30 年的时候，也仅仅需要 900 万美元的有形资产，而当它运营 300 多年的时候，大概需要 4000 万美元的有形资产。因此，我们只需将 3000 万美元投入到一项业务中，这可能使我们在此期间获得 15 亿美元的税前收益。如果糖果价格翻倍，我们也没有任何应收账款可言。我们的库存变化很快。我们不储存它或类似的东西。我们季节性增加销售，同时固定资产不是很大，所以如果通货膨胀很严重

的话，这是一个比公共事业更好的生意。查理？

芒格：有趣的是，我们并不总是知道这一点。(笑声)

巴菲特：有时候我们会忘记。(众笑)

芒格：这也是事实。但它表明，**要想在世界上取得任何重大成就，持续学习是绝对必要的。**

巴菲特：是的，我过去曾说过，我是一个更好的商人，因为我是一个投资者，我也是一个更好的投资者，因为我是一名商人。没有什么比得上真实体验的必要性更好的了，特别是在 1970 年代，当时通货膨胀正在增强，而在 80 年代初，你会看到这种绝对必要的资本投资规模非常大，但实际上并没有产生任何与收益相称的东西。早在 1977 年，我就为《财富》杂志写过一篇文章，名为《通胀如何欺骗股票投资者》(How Inflation Swindles the Equity Investor)。

你真正想要的理想的资产，是在通货膨胀期间对别人的销售额收税，你所做的就是每个月得到一张税金支票，而且是基于他们的销售额。然后你发明了一些产品，把它授权给他们，然后你就再也不需要资本投入了。没有应收账款，没有存货，没有固定资产。这种业务是真正的通货膨胀保护，假设产品保持其生存能力。

因此，**尽管我们正在进入一些资本非常密集的业务，但这部分反映出我们无法将我们拥有的大量资本投入到一大堆喜诗糖果中的事实。我们只是找不到这么多类似喜诗糖果的公司。**我们很想找到它们，但我们找不到那么多。因此，当我们每年必须投资数十亿美元时，我们在资本方面做得并不像我们每年投资几百万美元时那样好。这是毫无疑问。在投资中也是如此。在经营企业中也是如此。规模确实是个不利因素，我们只是希望这个问题能继续下去。

芒格：这才像话。

10、没有股息，所以如果你需要现金，可以卖出一部分伯克希尔的股票

Becky：除了关于 Dave Sokol 的问题，我收到的来自股东的大多数问题都与股息有关。股东大卫·科尔内因为要参加女儿的婚礼而无法出席本周末的会议，他写道：我知道伯克希尔是一个伟大的资本配置者，但作为一个股票持有者，随着我临近退休，总有一天我会需要从我的资产中获得收入。目前，伯克希尔不支付股息，但它喜欢从投资中收取股息。它还产生了大量的现金流，如果它愿意的话，可以在这些现金流中支付股息。目前，从伯克希尔的投资中获得收入的唯一真正选择是卖出一股或两股股票。未来是否会出现伯克希尔的股东希望支付股息的

情况，或者伯克希尔需要满足哪些条件才会考虑支付股息？

巴菲特：是的，我们将支付股息。事实上，可能会有一种观点认为，当我们支付股息时，我们应该支付几乎 100% 的股息，因为这意味着我们失去了以一种投资一美元为股东创造超过一美元现值的能力。但让我们假设你有一个储蓄账户，储蓄账户支付 5%。你可以选择每年拿出 50 美元，或者让这 50 美元留在账户里，只要你想卖掉其中的一部分，就会有人付给你存款的 120%。现在，在这个账户，你是想把这 5 美元拿出来，还是宁愿让它积累起来，并有能力以每 1 美元卖出 120 美分的价格？

在伯克希尔再投资的每一美元都创造了超过一美元的市场价值，所以这是更明智的，如果你控制伯克希尔的股利政策，人们更明智的做法是把美元留在里面，让它的价值变为 1.20 美元或 1.30 美元或其他任何可能的价值，如果他们想要收入，或者如果他们想要获得一些现金，就然后卖掉一小部分。

我认为，它的逻辑是不容置疑的。它的执行是一个问题。我的意思是，我们是否可以继续投资每 1 美元，以创造超过 1 美元的当前市场价值，你知道，这在某个时候是有尽头的。但到目前为止，人们在第三季度末留下了 1600 亿美元，同时有 2000 亿美元可以随时变现。总有一天会到来的，你知道，谁知道会有多快，因为数字正在变大，而总有一天，我们认为我们会遇到无法在每年拿出 150 亿或 200 亿美元的资金，来为我们的股东立即获得比这更值钱的东西。就像我说的，当 1 美元只能买到 90 美分价值的时候，我们就不会花这 1 美元了。我们会把它交给股东。但我预测，伯克希尔宣布分红的那一天，股价将会下跌。我的意思是，股价应该下降。因为这基本上是承认，一台复利机器已经失去了继续这一进程的能力。查理？

芒格：嗯，如果你在正确的地方卖出一点伯克希尔的股票来买珠宝，这没有什么错。(众笑)

巴菲特：我想宣布，我的侄女 Cynthia 昨天 3 点左右参观了波仙珠宝，她和她的男朋友在那里，他向她求婚了，他们还买了一枚戒指。祝贺。(掌声)她妈妈几年前也做过同样的事。而且，你知道，这些事情成为了家庭传统，所以走出去，谁知道会发生什么？(众笑)

11、仍看好银行股，比如富国银行和美国合众银行

股东：Jeremy Pozen，马萨诸塞州。巴菲特和芒格先生，伯克希尔在富国银行和美国银行都有大笔投资。考虑到美国经济增长缓慢、消费需求扩大、房地产市场温和反弹、资产减记减少但仍处于历史高位，以及通胀可能高于预期，甚至可能出现类似日本的通缩，这两家银行的收入前景和业务前景如何？感谢您的时间和说明。

巴菲特：是的，富国银行和美国合众银行都是美国最好的大银行，如果不是最好的话，它们和你想象中的中央银行不同，但它们都非常大。富国银行是美国合众银行的四倍大。在我看来，银行业作为一个整体，即美国银行业，未来一段时期的盈利能力将大大低于本世纪初的水平。还有一个很重要的原因就是杠杆会降低。但这对社会来说可能是件好事。这对个别可以明智使用杠杆的银行来说可能是件坏事，但麻烦的是，**所有银行都认为自己可以明智地使用杠杆，而一个或多个不明智的行为，却会对所有人产生后果。**如果你看过 HBO 的任何节目，你就会明白这一点。所以，我要说的是资产回报率，即使资产回报率和几年前一样好，每一美元普通股权益对应的总资产也会比以前少，这意味着普通股的回报率会更低。我们仍然认为富国银行和美国银行是非常好的业务。我们认为他们是非常体面的企业。它们没有杠杆比率可能更高时那么有吸引力。

就银行业的问题而言，我认为，到目前为止，你们已经看到了过去最糟糕的情况。几个季度以来，贷款损失一直呈下降趋势，我认为这一趋势将持续下去，我认为银行业是一个非常重要的行业。但正如几年前富国银行的 John Stumpf 所言，他说：“**我不知道为什么我们一直在想新的赔钱方法，而旧的方法却依然有效。**”(笑声)

银行会周期性地陷入疯狂。特别是在资产方面。我的意思是，在这里你有便宜的钱。你得到了联邦政府的支持，尽管联邦政府从来没有支付过任何费用——就联邦存款保险公司(FDIC)而言。FDIC 自 1934 年 1 月 1 日成立以来，已经支付了大约 3800 到 3900 家机构的赔付，其中 250 家左右是在过去的几年里。而这并没有花费美国纳税人一分钱。我的意思是，这一切都来自 FDIC 对其他银行核定的保费收入。这相当于是一家互助保险公司。

如果你只是在资产方面避免麻烦的话，银行业是一个非常好的行业，因为你可以很便宜地得到你的钱，因为隐性的联邦担保，你可以在相当大的程度上利用杠杆，美国一直有一个很好的贷款市场。所以我喜欢我们在银行业的持仓。如果你看一下这些总额，你会看到我们增加了富国银行的持仓。这两家公司都是运营良好的机构，但它们将无法保持高盈利，我不知道具体数字是多少，但我认为它们的有形资产回报率是 25%或 30%，这种情况未来不会再出现，也不应该再出现。查理？

芒格：嗯，是的，我们可能会加上大多数人从未谈论过的 M&T 银行，因为它们由一个非常明智的人领导，这对我们来说是一项非常棒的投资。

巴菲特：是的，事实上，如果你看 **M&T 的年报，它是由鲍勃·威尔默斯(Robert G. Wilmers)写的**，那封信，第一部分是关于 M&T 的，但第二部分是关于美国金融经济的，我真的建议你读一下。鲍勃是一个非常聪明的家

伙，他有很多很好的观察。坦率地说，我推荐你们阅读的另一封信是杰米·戴蒙(Jamie Dimon)给摩根大通的股东信。他对一些非常重要的课题有真知灼见。我们没有这只股票，但我认为每个人都可以阅读这封信学到很多东西，就像他们可以通过阅读鲍勃·威尔默斯给我的信学到很多东西一样。

芒格：对于那些喜欢商业中的道德元素的人来说，威尔默听起来就像旧约中的先知。我的意思是，他真的不喜欢所有真正的大银行都从交易中赚了这么多钱，因为他说，这是试图在用智力去挑战你自己的客户，而他更愿意在一个双方都值得信任的文化中为他们服务。你很难认为他的观点是错误的。

巴菲特：他还表达了对这样一个事实的反感，即市场体系创造了一种奖励制度，让金钱不成比例地流向那些与金钱打交道的人，而这往往会吸引不成比例拥有高智商的人进入金融行业，而这些人可能更适合把智力部署在其他地方。这是一本有趣的读物。

芒格：这是银行业有史以来最好的年报之一，就在布法罗 M&T。

12、生产性资产总是胜过黄金

安德鲁·罗斯·索金：这个问题来自 Neil Steinhoff，他写道，大宗商品市场，尤其是黄金，在过去几年里大幅升值。而我的伯克希尔股票只比 2006 年略好一点，几乎赶不上通货膨胀。请解释一下你们为什么没有加大对大宗商品的投資。只要本·伯南克(Ben Bernanke)继续印钞，而且没有迹象表明他会很快停止印钞，大宗商品，尤其是黄金，就会继续升值，这难道不对吗？"

巴菲特：我要指出的是，当我们开始投资伯克希尔的时候，当时的价格是大约 3/4 盎司黄金，当时的黄金价格是 20 美元一盎司，现在是 15 美元一盎司。所以黄金，即使是 1500 美元也还有很长的路要走。(笑声掌声)我认为他对通货膨胀的看法是对的。但如果你仔细想想，有三大类投资资产。在你开始考虑这一类别的选择之前，你应该认真考虑你想要进入哪一类。

现在，第一类资产是任何以货币计价的东西。它可以是债券，可以是银行存款，可以是货币市场基金，也可以是口袋里的现金。如果你愿意把手伸进口袋掏出你的钱包，如果你看看美元的背面写着"我们相信上帝"，我可能会说这是一个虚假广告。如果伊丽莎白·沃伦(Elizabeth Warren)在这里，她应该会很恰当地说，"我们信任政府"，因为上帝不会对这张美元采取任何行动。就保持美元的价值而言，就像你放弃购买债券或存入银行一样，任何与货币相关的投资都是在押注政府现在和未来的行为。如果政府做错了事情，如果你碰巧不幸地生活在津巴布韦，

你决定进行与货币相关的投资，你知道，你的家人现在已经离开了你，这不是一个好的决定。

随着时间的推移，几乎所有货币都贬值了。我的意思是，在几乎所有的经济体系中，货币贬值比货币升值更容易起作用，日本人可能会以他们的经验重申这一点。因此，**作为一类与货币相关的投资，不管是在英国、美国还是其他任何地方，除非我们因为拥有它们而获得极高的回报，否则我们认为没有多大意义。**

第二类资产是指你购买的物品不会产生任何东西，但你希望以后有人会付你更多的钱。最典型的例子就是黄金。我以前用过这个例子，但如果你把世界上所有的黄金铸成一个立方体，它将是一个边长约 67 英尺的立方体。那将是 16.5-17 万吨。所以，如果你拥有世界上所有的黄金，你可以有一个边长 67 或 68 英尺的立方体，你可以爬到它的顶部，你可以说，我正坐在世界之巅，并认为你是世界之王。你可以盯着它抚摸它，你可以用它做所有这些事情。但黄金不会做任何事情。当你投资这些东西的时候，你只是希望一年后，或者五年后，别人会付你更多的钱来买你的东西，再说一遍，这些东西什么也做不了，但你希望那个人会认为五年后别人会从他那里买东西。换句话说，你赌的不仅仅是人们现在对纸币有多恐惧，你赌的是他们认为一年后两年后人们会有多害怕。

我记得凯恩斯在《就业、利息和货币通论》第 12 章描述了这一切。当他谈到这个著名的选美比赛时，**比赛的目的不是选出一组中最漂亮的女人，而是选出其他人认为是最漂亮的女人，然后他继续进行第二和第三级推理。**

任何时候，你购买一项不能做任何事、不能生产任何东西的资产，你只是在打赌，别人是否会为一项不能做任何事的资产支付更高的价格。

实际上，我们曾经投资过白银，但白银有工业用途，大约 13 年前，我买了一大批白银。如果你注意到的话，银价最近已经有变化了，所以我的时间差只有 13 年，但是，你知道，事情总是很难完美，谁愿意这样呢？

第三类资产是指其价值基于它的产出和交付的东西。你买农场是因为你希望每年都产出一定数量的玉米或大豆或棉花或其他任何东西来到你的身边。而你决定支付多少钱，是基于你认为资产本身在一段时间内会产生多少收益。这些都是吸引我和查理的资产。

现在，有一些合乎逻辑的后续行动。如果你买了这个农场，你真的要想一想它会生产多少蒲式耳的玉米，多少蒲式耳的大豆，我要付多少钱给佃农，我要付多少税等等，你可以做一个理性的计算，而这个投资的成功与否将取决于你自己的想法，它是否符合你对它所提供的东西的期望。从逻辑上讲，你不应该关心你是否在一天后、一周后、一个月后或一年后获得该农场的报价。我们对企业也有同样的感受。

当我们购买 ISCAR，或我们购买路博润(Lubrizol)，或其他什么时，我们不会每周跑来跑去拿报价，然后问，"它是涨了还是跌了，还是什么之类的？"我们会关注业务本身。我们对证券也有同样的感觉。当我们购买一种有价证券时，我们不在乎证券交易所是否会关闭几年。因此，当我们审视伯克希尔时，我们看到的是我们认为我们所拥有的生产性资产可以提供什么，以及我们如何利用这些资本来收购更具生产性的资产。

你知道，有时棉花价格会翻一番，这让我们对"鲜果布衣"的业务感到懊恼，如果你在过去一年里拥有 6 个月或 8 个月的棉花，你能赚的钱就会接近翻倍。但是，如果你回到一个世纪前，试图通过持有棉花来赚钱，这并不是一个很好的投资。因此，要选择一种产品，原油、棉花、黄金、白银，任何东西——当然，棉花是有用途的。但黄金真的没有效用。我敢打赌，在任何一段时间内，好的生产型企业的表现都会超过那些什么都不做的企业。

但毫无疑问的是，不断上涨的价格本身就会令人兴奋。因此，当人们看到黄金大幅上涨时——我的意思是，如果你的邻居拥有一些黄金，而你认为你比他更聪明，但你不拥有任何黄金，你的妻子对你说，你知道，"为什么隔壁那个混蛋在赚钱，而你只是坐在这里？"这可能会开始影响人们的行为。人们喜欢买那些价格一直在上涨的东西。但随着时间的推移，这并不是致富之道。查理？

芒格：嗯，我当然同意这一点。此外，购买一种只有在世界真的陷入地狱时才会真正上涨的资产，也是一种奇特的做法(众笑)。对我来说，这并不是一件完全理性的事情。我认为你可以考虑离开这个国家，因为这个国家正在消磨你的财富。但所有你可能去的国家也会被彻底搞砸。我认为所有这些人都应该买一点黄金，但我认为我们其余人最好还是买伯克希尔股票吧。(笑声掌声)当然，还有另一类人认为他们可以通过购买名画来保护自己。(众笑)我也不建议这样。(众笑)

巴菲特：关于黄金的一件事是，除了这 67 英尺的立方体，每年还在生产更多的黄金。因此，你不仅要让买家在事件的自然发展过程中抵消卖家的影响，还要吸收价值 1000 亿美元的没有效用的附加项目。他们在南非把它从地里挖出来，然后运到纽约的美联储，再把它放回地里，这真的很有趣。我的意思是，如果你在火星上看这个，你可能会觉得有点奇怪。但想想它能让多少人快乐。

这个立方体的价值，也就是世界上所有的黄金，按照 1500 多美元计算，现在的价值大约是 8 万亿美元。在美国大约有 10 亿英亩的农田，约 150 万平方英里，它的价值超过 2 万亿美元。如果你买 10 家埃克森美孚，你可能会再增加 4 万亿——甚至可能不是那么多，就这样你就可以拥有美国所有的农田每一块土地，以及 10 家埃克森美

孚公司，你还剩下一万亿左右的钱放在你的口袋里；然后你也可以选择它，也可以选择这个 67 英尺立方的金块，然后你可以抚摸它(笑声)...对一些人来说，这似乎是一个很接近的选择，但对我来说不是。(众笑)

芒格：嗯，你还需要一支军队来保卫黄金。这真的不是一个很好的地方。

13、巴菲特谈到了他的第一批投资者

股东：巴菲特先生和芒格先生，当你们筹集第一笔投资基金时，你们是如何吸引投资者的，而一旦你们拥有了第一笔基金和第一批投资者，你们又是如何发展它们的？

巴菲特：在我看来，他像是一个即将准备好开办对冲基金的人(众笑)。对我来说，我是 1956 年 3 月左右从纽约搬回来的，我的几个家人说，我们希望你能管理我们的投资，就像我去纽约之前在这里卖证券一样。我不喜欢从事证券销售业务，部分原因是如果我以 20 美元的价格卖给某人一只股票，而它跌到了 10 美元，我想买更多，但我无法面对那些在 20 美元时就买了的人的想法，他们只是基于对我的信心，而不是基于他们理解这只股票而买入。现在他们感到沮丧，这个工作不是非常令人满意的。

如果每个决定都被人盯着看，我就不可能像我一个人在房间里做的那样管理好自己的钱。所以我告诉了这七个家庭成员(其中一个实际上是我大学的室友和他的母亲，他们也加入了)，我说，你知道，如果你想加入我作为一个合作伙伴，我不会告诉你发生了什么，但我会告诉你，我会用我自己的钱做我用你的钱做的事情。后来，我把自己所有的钱都投了进去。

它只是非常缓慢。几个月后，我曾经工作过的格雷厄姆纽曼公司正在进行清算，一个叫 Homer Dodge 的人问本·格雷厄姆他该如何处理从格雷厄姆纽曼公司那里得到的钱。他说，“这个孩子以前为我工作，他很好。”所以他从那退出后就加入了我。另一个家伙，在秋天的晚些时候，看到了一些法律文件上的合伙通知，他说，“这是什么？”然后也加入了我。我们只是跌跌撞撞地走着。在将近六年的时间里，我都是在家办公，没有员工。我保留了所有的账簿，我填了报税单，我出去亲自把股票取了回来，把它们放进了一个保险箱。当查理出现的时候，我一直在责难他这个事实——我是在 1959 年认识他的，我说，“法律作为一种爱好是可以的，但它不是一个像你这样有才智的人消磨时间的地方。”(笑声)好吧，我让查理接着说吧。

芒格：实际上，我花了很长时间才离开家族企业。所以你们中的任何一个人接受好主意的时间都很慢，这就是为什么你们应该为我的例子欢呼，因为那是在你在开始和我交谈了几年之后，通过不断地敲打我，使我慢慢明

白了。如果你能在生活中引导自己，让别人信任你，这是有帮助的。如果别人信任你是正确的，那就更有帮助了。所以这个公式很简单。先是一个人信任你，然后是另一个。

巴菲特：你可以看到为什么我起步那么慢，而他那么快(众笑)。不幸的是，在目前的收费结构下，仅仅吸引资金，而不是利用资金进行运作，就可以获得巨大的利润。因此，吸引资金的技能可能是比管理资金的能力更重要的素质(至少在短期内，也许是中期)。但我们两个都没有收取任何形式的固定费用。我说的对吗，查理？

芒格：我们年轻并且规模很小的时候，就不用这种华尔街常用的收取固定费用的收费结构了。我希望我们的例子得到普及。我也喜欢我们的收费方式，而且它们正在慢慢推广。

14、伯克希尔不是一家 60 年代"活跃"的企业集团

卡罗尔·卢米斯：问题来自董事杰夫·坎宁安(Jeff Cunningham)。伯克希尔的企业战略类似于 1960 年代的大型企业集团：哈罗德·杰林(Harold Geneen)管理的国际电话电信公司(ITT)、亨利辛格尔顿(Henry Earl Singleton)管理的特利丹(Teledyne)、德事隆(Textron)。小型公司团队、严格的财务控制、业务独立、很少参与子公司运营，最终这些子公司的价值总和没有得到充分体现。如果你不同意这一点，那么伯克希尔有何不同？

巴菲特：是的，我们是一家企业集团，你知道，人们羞于使用这个名字，但我们就是这样的企业集团。我认为，我在年度报告中至少列出了作为一个企业集团的优势之一，即把资金从没有良好使用方式的企业转移到有更好使用方式的企业，如果明智地进行，这是一个非常重要的优势。

你提到的企业集团我对它们都很熟悉，它们实际上成了某种股票发行机器，其理念是你的股票以非常高的倍数出售，然后并购其他以较低倍数出售的股票。你知道，每股收益上升了，然后人们说你会再次这样做。而这真的被华尔街接受和认可了，如果你有这种半庞氏骗局，不断地为收购那些市盈率更低的东西发行股票，每个人都知道这是什么游戏，但他们认为游戏会继续成功。有一段时间确实如此。

海湾和西方企业集团(Gulf and Westerns)，还有利顿企业集团(Littons).....这类公司众多，这几乎就像是一个心照不宣的阴谋，没有人会指出这是一种永动机，如果他们不主动停止，它就会继续工作。但如果有人说"皇帝没穿衣服"，它就会崩溃。当然，有趣的是，你在里面提到了 Teledyne。Teledyne 也玩了这个游戏，然后游戏结束了，所有这些东西都回到了地球上，但后来 Teledyne 进入了相反的方向，当他们的股票被低估时，他们疯狂地回购股票。所以他们在股票定价过高的时候疯狂发行，而在定价过低的时候又以超乎寻常的程度买进，创造了一

个轰动的记录。不过，我认为，这些公司中的大多数与伯克希尔哈撒韦公司没有什么关系。

的确，我认为，他们中的一些业务是没有联系的，我记得 Harold Geneen 有一个著名的办公室，他带了很多
人进去。你知道，他们每个月都会因为没有做出预测而被训斥，所以他们学会了做出预测，不管他们是否真的做
出了预测。如果你拿 Gulf&Western 公司的查理·布卢多恩(Charlie Bluhdorn)来说，或者你知道的其它经理人比
如 LTV 的吉米·林(Jimmy Ling)，就整个经理人群体来说，他们主要考虑的是如何把股票推高到一个水平，这样他
们就能够收购那些以较低市盈率出售的大型成熟企业，让这个永动游戏继续下去。但他们的游戏就这样结束了。

你知道，在伯克希尔，我们不玩这种游戏。我们正在努力收购我们将永远保留的非常好的企业，并让它们增
加收益，同时让它们贡献出我们可以用来收购更多类似企业的现金。它是一个企业集团。一般来说，企业集团是
不受欢迎的，我并不反对它们不受欢迎的原因。但我认为这是一种非常合理的经营方式，只要你把重点放在经营
业务上，而不是作为股票发行机器。查理？

芒格：是的，其中一些公司对数字进行了非常严重的操纵。其中一个说："我知道我要报告什么，我只是不知
道我要怎么做。"(笑声)这不是我们伯克希尔的态度。

巴菲特：是的，我们不知道我们将要报告什么。(笑)

芒格：不，不。有时候我们也不知道该怎么做。(众笑)

〈亨利辛格尔顿〉

1916 年，亨利辛格尔顿(Henry Earl Singleton)出生于得克萨斯州海斯伍德的一个小牧场。1933 年，进入北德克
萨斯农业大学。1938 年，进入麻省理工学院，把电气工程专业从本科读到了博士。1939 年，作为全美数学尖子生
获得了普特南奖章。二战期间，辛格尔顿开发了一种"消磁"技术，使盟军舰艇能够避开雷达探测；1950 年代末，
他在利顿公司开发的一套惯性制导系统，至今仍被运用在商用和军用飞机上。1950 年，再北美航空旗下的休斯飞
机公司担任研发工程师，后来被利顿工业公司的传奇少年特克斯-桑顿(Tex Thornton)招至麾下，成为利顿工业公
司电子系统集团的总经理。1960 年，离开利顿工业公司，跟电子元件部门的同事 George Kozmetsky 联合创建
Teledyne 公司。随后收购了 3 家小型电子公司，并以此为基础成功地中标了海军的一项大订单。1961 年，
Teledyne 公司股票在纽交所上市。1960 年代半导体行业受到追捧。Teledyne 市盈率在 20-50 倍之间徘徊。辛格尔
顿利用自身股价高企时，发行大量股票收购了 130 家公司，集中在航空电子、特种钢材和保险等行业，并且只专
注于持续盈利并不断成长的企业。收购时这些企业没有超过 12 倍市盈率的。1967 年，Teledyne 公司 4300 万收购
Vacso Metals 特钢公司，并将其总裁 George Roberts 提拔为 Teledyne 公司总裁，Roberts 是辛格尔顿海军学院
的室友，这是当时最大的一宗并购。1969 年市场逐渐转冷，辛格尔顿把注意力转型企业经营上，他避开了当时时
髦的合并协同的概念，转而强调去中心化，将公司管理权下放到各子公司，从而避免的勾心斗角的官僚管理。财
务官 Jerry Jerome 设计了一个考核指标，按人均现金流和人均净利润计算各业务单位的管理层薪酬奖金。极大消
减了公司的运营成本，提高了资本效率，产生大量现金。1972 年，随着现金增长和收购对象的缺乏，辛格尔顿跟
董事 Arthur Rock 商量回购股票，二人一拍即合。当时股票回购很不多见，被华尔街视为公司虚弱的标志，自
1972-1984 年间，通过 8 次荷兰式拍卖，辛格尔顿花费 25 亿美元回购了公司 90%的流通股。辛格尔顿认为，相比
分红，回购股票具有高效避税的优势。70 年代的大熊市提供了绝佳的时间窗口，平均回购市盈率低于 8 倍，相比
60 年代发行股票市盈率是 25 倍，1980 年在公司历史市盈率最低点，一次性回购了公司 20%股份，甚至发行固定利
率债券筹资资金。辛格尔顿旗下最大的 Unitrin 保险子公司，其股票投资仓位从 1975 年的 10%提高到 1981 年的

77%，股票池中 70% 资金集中于自己熟悉的 5 家公司中，最高的利顿工业超过 25%。至 1985 年的十年间，保险子公司账面价值增长了 8 倍。1986 年，搭档 George Roberts 接任 CEO。1987 年，正值杠杆并购火热时期，辛格尔顿认为没有更好的投资机会了，他宣布了上市 26 年以来首次分红。1990 年，Unitrin 保险公司分拆独立上市。1991 年，辛格尔顿退休。后来他曾花 14 年时间在新墨西哥和加州收集了 4500 平方公里的土地，主要用来养牛，成为美国最大的私人土地所有者之一。1996 年，Teledyne 公司旗下的制造业务和 Allegheny 工业公司合并，成功阻止了 Bennett LeBow 发起的恶意并购，在这次交易谈判中，辛格尔顿只专注于获得尽可能的高价，比公司之前的交易价格高出 30%。1961-1990 年，辛格尔顿管理期间，Teledyne 公司股价年复合增长率达到 20.4%。远远超过标普 500 指数 8%，以及同行公司 11.6% 的涨幅。辛格尔顿作为 CEO，风格跟同行迥异，他将管理权下放，自己不负责日常管理工作，他唯一的工作就是不断调整航向，做好资本配置。不同于同时期的国际电话电信公司 (ITT) 哈罗德-杰林 (Harold Geneen)，利顿工业公司的特克斯-桑顿 (Tex Thornton)，海湾西方工业公司的查尔斯-布卢多恩 (Charles Blundorn)，辛格尔顿不去讨好华尔街，也不出席行业大会，拒绝提供季报，但是年报信息丰富详尽。并且董事会只有 6 名成员，除了辛格尔顿、罗伯特以及 Kozmetsky，还包括 MIT 的同学克劳德香农 (Claude Elwood Shannon)，风险投资家阿瑟洛克 (Arthur Rock)，休斯顿基金法耶兹-沙罗菲 (Fayez Sarofim)，他们共持有公司 40% 股份。《商界局外人》

15、巴菲特最爱的遗产："老师"

股东：早上好，沃伦和查理。来自爱荷华州西得梅因的约翰·诺伍德。我有个关于遗产的问题。一百年后，沃伦和查理，你们每个人都会因为什么而被铭记？

巴菲特：我足够老。(众笑)

芒格：我听沃伦说过，他想在葬礼上说的是，这是我见过的最古老的尸体。(众笑) 我有一个不同的说法，是从我的一位曾祖父传下来的。他希望人们记住他公平地赢得并明智地使用了一笔财富。这是一个很好的系统。

巴菲特：是的，如果你真的问我，我可能会喜欢"老师"。我喜欢教很多东西。有些人认为我做的说教有点太多了，但我喜欢学生来。我受益于一些很棒的老师，从我爸爸开始，然后是本·格雷厄姆，然后是汤姆·墨菲，我的意思是，很多很棒的老师。所以我会这么说。我可以指出，在威尔特张伯伦 (Wilt Chamberlain) 的墓碑上，我想它会写着，"最后，我独自睡觉。"(笑声) 好吧，我们这里有一些来自堪萨斯的人。(笑)

16、美元会贬值，但通胀不会摧毁经济

Becky：这个问题来自 Pierre Sorel。他是富达 (Fidelity) 的投资组合经理，他说，美元兑主要货币一直在贬值。与其他正在加息或退出量化宽松的主要经济体相比，美联储继续实行零利率政策。几年前，伯克希尔建立了美元空头头寸，以保护公司价值不受美元贬值的影响。鉴于公司的大部分资产和运营业务都是以美元计价的，那么公司管理层将如何应对美元进一步走软的风险？

巴菲特：是的，几年前我们有一些重要的空头头寸。去年我们在两种货币上有少量的空头头寸，我们在这两种货币上赚了大约一亿美元，但我们在外汇市场上并没有真正活跃起来。我认为(不包括查理)，毫无疑问美元的购

买力将随着时间的推移而下降，唯一的问题是以什么速度。几乎是世界上大多数货币的购买力将会下降。当然，**开空仓只是赌一把哪一个下跌的速度更快，我对此没有很强的信念**，我对它有一些温和的感觉，但还不足以让我想用很多钱来支持它。我们确实拥有一些企业比如可口可乐，可能 80% 的收入是非美元收入。我们还通过其他方式拥有外汇敞口。但我们不太可能再进行一次大的货币押注，尽管我确实认为美元的购买力注定会下降。

我一直有一些不必要的恐惧，担心美元的购买力快速下降。查理向我指出，1930 年我出生时的 1 美元现在只值 6 美分，贬值为 1/16。正如他所指出的，我们都做得很好。因此，通胀并没有摧毁我们。如果有人 1930 年对我说，除了你正面临的大萧条，和一场看起来我们甚至会输一段时间的世界大战，以及所有这些可怕的事情，最重要的是，你知道，你的祖父在你出生时会给你的那一美元，在现在只值 6 美分的购买力，这可能是令人沮丧的。但总的来说，我们仍然做得很好。所以，我讨厌通货膨胀，但这些年来我们已经很好地适应了它，我们还没有出现真正会扰乱社会的全面失控的通货膨胀，但我认为这是你必须时刻防范的。查理？

芒格：不，但上帝知道世界将走向何方。我只是觉得，不管怎样，这个世界都得混过去。就拿现代希腊来说吧，这是一种非常糟糕的文化。我不是说希腊人有什么问题，在他们的家庭生活中，他们有着糟糕理财和纳税的方式。希腊的主要产业之一是旅游景点，但它们在旅游旺季的大部分时间都关闭了。这是一个相当不正常的政府。(众笑)当然，人们不想交任何税，也不想做太多的工作，但事实就是如此。但希腊人民仍然在生存。

亚当·斯密说得很好，"一个伟大的文明中有很多废墟。"这需要很长时间，而且在你经历了很多破坏之后，你还剩下很多。事实上，这是一个比普通的生与死的过程更简单的游戏。

巴菲特：这种情况持续了很长时间。我认为我们将会看到严重的通货膨胀，但如果我有选择的话，我宁愿今天出生在美国，而不是历史上的任何一个时期的任何一个地方。(掌声)

17、买伯克希尔股票还是共同基金？

股东：早上好，芒格先生和巴菲特先生。我是明尼苏达州罗蔡斯特市的 Mary Bundrick。我想知道，在决定投资伯克希尔与投资免付佣金共同基金时，你会考虑哪些因素？

巴菲特：我建议人们购买指数基金，实际上，如果你不打算积极投资的话，如果你有一份日常工作，你只是想随着时间的推移把钱存起来，我认为，**普通个人持续购买指数基金会更好**，而不是几乎任何其他可用的东西。这将是完全令人满意的投资。它永远不会被视为一项伟大的投资，但它将是一项完全令人满意的投资。如果

以目前的价格，我个人可以在指数基金和伯克希尔之间做出选择的话，我宁愿持有伯克希尔。但如果你告诉我，我必须把所有的钱放一只指数基金度过余生，我也不会不高兴，但我更喜欢伯克希尔。(笑)查理？

芒格：嗯，我更喜欢它，如果我必须拥有一只指数基金，我会非常不高兴。我的野心更大。我不认为一个有经验的投资者在未来 50 年的平均回报会像过去 50 年那样好。因此，我认为降低预期是任何投资者拥有的最好防御手段，在此之后，我认为伯克希尔是一个很好的选择。

巴菲特：查理在降低期望上做得很大。

芒格：当然。(众笑)这就是我婚姻的方式。(众笑)我妻子降低了她的期望。(众笑)

巴菲特：他没有辜负妻子啊。(众笑)

18、赤字支出是经济刺激

股东：嗨，查理和沃伦。我是来自伊利诺伊州迪凯特的 Michelle。一半的美国经济似乎在缓慢复苏，而大多数外国经济体都显示出坚实的增长数字。您认为当前的美国经济政策、美联储政策或税法是否可以做出重大改变，以使美国经济保持健康和增长？

巴菲特：是的，我们在货币政策和财政政策上都取得了进展。你已经看到了，很明显，在货币方面，我们延长了有效的零利率期限，实际上美联储主席，就在前几天说这将会持续很长一段时间。然后他们问他延长期限是什么意思，他说是延长期限。(众笑)

很难想象我们会比现在更努力地推行货币政策。有趣的是人们想到财政政策，他们认为，我们将有一个刺激法案。好吧，如果你想想刺激到底是什么，它可能不是你称之为刺激法案的东西。如果你有一个叫做刺激法案的东西，而你却没有赤字，它就不是刺激。如果你根本没有任何所谓的刺激法案，但你的支出比你的收入高出 10% 的 GDP，你就是在对经济实施难以置信的财政刺激。我们现在正在实施一个庞大的财政刺激计划，叫做拿出 GDP 的 15%，支出占 GDP 的 25%，这太不可思议了。所以，我认为我们以一种几乎前所未有的方式使用了这些杠杆。我认为，总体而言，做已经做过的事情是明智的，我认为 2008 年秋季所做的事情尤其明智。

但我认为，总的来说，我们遵循了正确的政策。我认为它们没有大多数人认为的那么重要。如果你采取了错误的政策，就真的会把事情搞砸。但我不认为资本主义的自然复苏力量，将是把我们赶出去的最大因素。我想你在过去的两年里已经看到了，我们每个月都在看到。

我想说的是：住宅建设每年大约 50 万套。我认为当这些数字开始回升的时候，它已经消化掉了我们拥有的疯狂的过剩库存，而除了创造比家庭单位更少的住宅之外，没有其他方法可以做到这一点。这就是你减少供应过剩的方法。当这一切结束的时候，当一部分行业复苏的时候，我认为，你将看到更多的就业机会出现，而不仅仅是建筑工人的角度。我是说，我们有 Shaw 地毯。你知道，他们肯定不算建筑工作，但我们在那里工作的人少了数千人，因为它处于住宅建筑行业。我们在家具商场有很多员工，他们卖了多少地毯或家具，所以我认为，当住宅建设回归时，有很多间接和直接的工作机会将被利用。我认为我不会仅仅用当前雇佣的建筑工人的数量与四五年前相比来衡量。它会复苏的。但我不知道什么时候。我在年度报告中说，我认为你会在年底看到它。我可能是对的，也可能是错的，但这是我最好的猜测。我们创造家庭的速度快于创造住房的速度。而且，你知道，我们还因为龙卷风失去了一些住房。

因此，这个问题将得到解决。当你提到我们的进展比其他地方慢时，我并不这么认为。虽然就与亚洲对比而言，你知道，这点是毫无疑问的，巴西也是。但实际上，我认为虽然与我们在 2008 年遭受的经济陷入瘫痪的打击相比，我们走出困境的步伐要缓慢一点，但它已经复苏了相当的程度，我们在我们的企业中看到了这一点。现在，在 2006 年我们的铁路车装载量的峰值是每周 21.9 万辆，但是我们的底部是 15 万或 5.1 万辆。目前，我们可能会达到 19 万左右，随着时间的推移，这个数字还会增加。所以它以一种重要的方式复苏了。

我们有一些为基础工业服务的公司正在创造盈利纪录。如果你看看 TTI，它生产分销电子元件，在全世界拥有成千上万的客户，它正在创造新的记录，第一季度的业绩大幅上升，去年创下了记录。如果你看看 ISCAR，它只提供基础的工业产品，我的意思是，没有人买小的碳钢切割工具放在他们的娱乐室或其他地方。你知道，这些东西是用来做大型工业设备的，他们的生意一个月比一个月做的更好。因此，经济正在复苏，当住宅建设最终消化了历史上的巨大的过剩时，我认为你会看到就业状况有很大的改善。查理？

芒格：是的，我觉得我们犯了一个巨大的错误，那就是我们没有从金融体系过度的混乱中吸取足够的教训。
我认为我们在经济的这一方面对罪恶和愚蠢的压制还远远不够。如果你看看美国所有的恐慌和萧条，它们都来自于金融崩溃，通常之前都是十足的愚蠢和贪婪的行为。我认为，对我们的金融部门采取大刀阔斧的改革，并将其削减到一个更具建设性的规模，应该做得很多。

巴菲特：跟我们说说你是如何使用那把斧头的。（掌声）

芒格：嗯，沃伦，我也许会让自己变得可笑，但我想我太老了，我有权这么做。我会让税收制度阻碍交易。我会有各种各样的托宾税。我会让证券交易更多地以房地产交易的频率进行，而不是通过计算机算法进行交易，在这种算法中，一个人的计算机快于另一个人的计算机，这相当于某种合法的抢先交易。我们不需要这些东西。我认为把成功的人塑造成英雄对国家的本质也没有好处。我讨厌我们最好的工程师中有 25% 进入金融行业。所以，我认为我们所允许的很多都是疯狂的。(掌声)我认为我们的金融部门，在他们让我们陷入可耻的事情之后，缺乏悔悟，这是非常可怕的。这让大卫·索科尔看起来像个英雄。(掌声)

巴菲特：他正在热身。(众笑)

顺便提一下，你们中有多少人知道，如果你交易一个标普 500 期货合约，你持有它 10 秒钟就能获利，然后其中 60% 的收益是长期收益，40% 是短期收益。我们的国会已经表示，这项活动应该比清洁洗手间或做你们这些人每天做的所有事情征税更轻。所以，从本质上说，你得到了特殊的税收待遇。现在这说明了税法的一个问题，因为有一些人强烈地关注这一点，从美国政府收入减少的角度来看，减少的税收分散在一个更大的群体中，没有一个人有足够的兴趣想要去写信给他们的国会议员或雇佣一个游说者来反对税法。

但我们决定对这种特殊形式的交易活动的 60% 部分按最高税率 15% 征税，这是相当不同寻常的，尽管它可能只需要 10 或 20 秒，在屏幕上只是一个小小的闪烁。

芒格：美国的对冲基金经营者的税率比物理学教授或出租车司机低得多。这太疯狂了。(掌声)

巴菲特：好的，说到这里，我们中午就要休息了，三年前我和一些管理基金的人打了一个赌，我承诺每年都会公布我们的业绩。这是一份为期 10 年的协议。我们能把幻灯片放上去，正如你所看到的，这是由我喜欢的泰德·塞德斯(Ted Seides)和他的朋友们选择的 5 个基金中的基金，泰德今天不能和我们一起，但我们将每年公布这些数字。他和他的团队取得了一个很好的开始。显然，对冲基金应该在低迷市场中表现的更好。我们还没有在标普 500 指数中超过他们，但这将给你们一个理由，在接下来的七年里继续关注，因为我会定期报告我们在标普 500 指数中的表现与这 5 只基金的表现。正如《财富》杂志的卡罗尔·卢米斯最近在一篇文章(或许是在网上)中所指出的那样，在对此进行报道时，她看到了标普 500 指数的投资者三年来落后了，而"FOF"的投资者也落后了，目前唯一领先的人只有投资经理(笑声)。他们在这一点上做得很好。所以我们会让你了解这方面的最新情况。

开场白

巴菲特：好的。请大家坐下。我看不清罗恩·奥尔森(Ron Olson)是否在前排。罗恩有一两个地方想要改正，所以我们要把麦克风给他。

罗恩·奥尔森：我想既然我们要记录，我想澄清两点。伯克希尔的律师事务所(Munger, Tolles & Olson)与路博润律师合作，共同起草了沃伦所说的路博润的委托书，描述了这笔交易的背景。作为伯克希尔的法律顾问，我们在3月15日那周开始收集与伯克希尔的参与有关的事实，主要是大卫·索科尔和沃伦的。我相信，沃伦今天早上向你们讲述的事实，将这项工作的开始放在了接下来的一周。所以我只是想澄清一下，当我们收集事实的时候，那次聚会包括那一周对大卫·索科尔的几次采访。其次，在描述伯克希尔为防范不当行为或疏忽行为而制定的内部政策时，伯克希尔坚持一种交易行业人士称之为限制清单的东西。在限制名单上的是伯克希尔正在购买、出售、拥有特殊利益的任何证券，禁止任何公司高管或伯克希尔子公司的高管在未经首席财务官 Marc Hamburg 同意的情况下参与这些证券的交易。这就是我要澄清的，沃伦。

我想澄清我的澄清说明。Marc Hamburg 担心，当我谈到我们的内幕交易政策，并提到我们有一个限制名单时，有人可能会认为这意味着路博润在限制名单上。但它没有。我们限制名单上的是我们公开报道的我们持有的证券。所以我只是想澄清这一点。路博润不在我们的限制名单上。

巴菲特：谢谢，罗恩。我们会继续前进的。我们将进行到3:30，然后我们将休会几分钟，然后我们将进行常规会议。卡罗尔再次领先。

1, 芒格仍看好电动车制造商比亚迪

卡罗尔·卢米斯：沃伦和查理，2008年中美能源收购比亚迪股份时，你们两位都表达了对比亚迪及其董事长王传福非常积极的看法。现在，比亚迪作为长期投资的吸引力是否还像当初你收购股权时那样大？如果是这样，为什么？比亚迪最近出现的无法解释的延迟产品发布是否影响了您对运营的信心？

芒格：当然，现在的价格仍然远远高于伯克希尔支付的价格，所以从定义上来说，它并不像当时那么便宜。

任何一家试图像比亚迪一样快速前进的公司，在许多方面都会遇到各种各样的问题。但我要说的是，我对正在发生的事情感到非常鼓舞，但我预计总会出现问题。他们在汽车分销方面遇到了麻烦，但他们试图在六年时间里每年都让汽车销量翻番，而前五次都成功了。(众笑)

巴菲特：我没有什么要补充的。(众笑)

2、通过石油交易赚钱太难了

股东：嗨，沃伦和查理。我是来自加州洛杉矶 Catherine Brood。我主要投资大宗商品和大宗商品股票。我从 2007 年开始购买石油。2008 年夏天，我们达到了石油泡沫的顶峰。就在那时，我逆转了我的持股，开始做空石油。我赚了一大笔钱。2009 年，我又开始购买石油和石油股票，我一直做得很好。但考虑到当今世界的现状和油价，我对自己的投资产生了质疑。这是另一个石油泡沫吗？石油已经达到顶峰了吗？我应该保留我的股份吗？我应该做空石油吗？我是否应该完全退出石油行业，转而投资其他大宗商品或其他投资？所以我的问题是，你对石油有什么看法？

巴菲特：嗯，我会说你们做得比我们好得多。(笑)我想观众们更想听到你的声音。很久以前我们确实在石油领域占据了一席之地，那是在 1990 年代，尽管我们已经看到石油比那时便宜得多。1932 年，东德克萨斯的石油卖到了一毛钱一桶。我想说，对于石油的价格，我们是真的不知道。很明显，你面对的是有限的资源。我不知道世界产量是达到 8800 万桶还是下降到大约 8500 万桶，但肯定会有所回升，所以如果目前的数字接近每天 8800 万桶，我也不会感到惊讶。每天要从地下开采出大量的石油。当然，也有一些新的被发现了，但是你在地球上插了很多吸管，而它的数量是有限的。所以，我几乎可以向你们保证的一件事是，石油总有一天会卖得更贵。

有趣的是，你认为美国有多少生产油井？答案大概是 50 万，在查理家附近有一些已经开采了一百年的低产井。但是我们现在已经看了很多地方。当然，从美国公司的角度来看，现在正在发现石油的较小国家在如何授予特许权方面比 50 年、75 年或 100 年前的人们要聪明得多，因此他们促成的交易，比我们最初在世界各地进行勘探的情况更为明智。

我们的 BNSF 对冲了一定数量的石油，因为他们显然使用了大量的柴油。但我向他们建议不要对冲。尽管他们如何运营 BNSF 取决于他们，但我真的不认为我们能猜到石油的价格。我想如果我们能猜出油价，我们就不需要经营铁路了。我的意思是，光运营这条铁路就花费了很多精力和时间，如果我们知道如何坐在一个房间里交易

石油赚钱，为什么不这样做呢？所以就伯克希尔母公司的政策而言，我们没有对大宗商品进行任何对冲。我们的一些子公司这样做，这也很好。他们对自己的生意负责。但我从未想过自己会知道未来六个月或一年内大宗商品的走势。

正如我们今天上午所谈到的，我非常确信的一件事是，随着时间的推移，美元将变得越来越不值钱，因此大多数东西的美元价格将会上涨，而且可能会大幅上涨。他们是否上升到足以让你在为名义收益缴税后拥有等量的购买力，这是另一个问题。我真的认为，随着时间的推移，一个聪明的人可以通过思考生产性资产赚更多的钱，而不是投机大宗商品或者固定美元投资，但这可能是我自己的偏好。查理？

芒格：嗯，如果我们从一开始就只关注石油，我相信我们不会取得今天的成绩。对我来说，这是非常明显的。所以我认为我们所做的比你所尝试的要容易得多。我们并不是想让它变得更困难，除非我们不得不这么做。

巴菲特：我们喜欢简单。我真的不知道在这种活动中有什么优势。我的意思是，如果你要试图弄清楚何时做多或做空石油、天然气、铜、棉花或其他什么，我不知道有谁会在未来 10 年里有优势这么做。但我确实认识一些人，我认为他们在投资普通股方面会有非常显著的优势，就这一点而言，或许也包括不良债券。

芒格：是的，对于那些贿赂尼日利亚的人来说，石油交易是最好的。那不是我们的环境。

巴菲特：嗯，这是我以前从未听到过的见解。(众笑) 好的。Becky？

3、"我会让查理写下一篇新闻稿。"

Becky：这个问题来自加拿大滑铁卢的 Peter Kerr。他有几个不同的问题，他说：查理，你能告诉我们你去年学到的最重要的东西吗？

芒格：我讨厌承认这一点，因为我一生都忽略了高科技，但我确实读过那本描写谷歌的书《In the Plex》(Google 總部大揭密)，我发现这是一本非常有趣的书。现在我已经年事已高了，我发现人们创造这些工程文化的方式很有趣，这与我们在伯克希尔所拥有的大多数都很不同。我会利用这一切吗？我很怀疑。但我当然喜欢学习它。如果喜欢学习它，那我就认为它很重要，因为我认为这就是你在这里的目的，就是让你每晚睡觉时比起床时更聪明一点。

巴菲特：事实上，我只是想保持自己的风格。(笑)去年我学到的是我要让查理写下一篇新闻稿。(众笑)

芒格：沃伦，我毫无异议地批准了那份该死的新闻稿。(众笑)如果伯克希尔的股东们指望我来纠正你们的错

误，他们将陷入可怕的麻烦之中。(众笑)

4、在接受救助后，首席执行官应该"身无分文"

股东：下午好，沃伦和查理。我的名字是 Phil Drew，我和我的妻子 Tina 以及我们的好朋友 Grummys 和 Henriksens 在一起。我们都来自印第安纳波利斯，我们都是小商人。所以我们不是大到不能倒。而我们的问题，基本上是：你们两位先生是否认为，几年后当我们作为纳税人陷入困境时，我们可能会走上同样的道路，我们可能不得不救助华尔街一家大到不能倒的公司？如果是这样，我们做了什么来避免这种情况吗？

巴菲特：我认为政府应该妥善处理世界各地的一些机构，尽管人们不会喜欢这样做，认为救助这个词带有一点贬义，从某种意义上说，不应该拯救股东，不应该拯救经理人，但在某些情况下，当然不应该让这些机构立即崩溃。我的意思是，现在，我们继续遵循这一政策，例如，房地美和房利美。我的意思是，他们没有像许多银行和汽车公司那样重组自己。我的意思是，克莱斯勒甚至还钱了，你知道，这让我很惊讶，但我向他们脱帽致敬，我是真心的。在拯救汽车公司的问题上，我确实持观望态度，但我认为政府做了正确的事情。他们并没有拯救汽车公司本身，他们仍然在努力拯救一个非常脆弱的经济。特别是回想起来，在我看来，他们确实做出了正确的决定。现在，在欧洲，他们正在决定国家是否大到不能倒。所以我认为这个问题将永远伴随着我们。

我认为出于这个原因，你必须做一些事情来减少失败的倾向，在这些事情中，我认为，**在某种程度上，任何需要社会来帮助它摆脱困境的机构，都应该建立一个体系，让他们的 CEO 和他的配偶能够破产。因为我认为正面激励和负面激励是完全不同的。**(掌声)我认为这些机构的董事会应该受到严厉的处罚，但不是我对 CEO 建议的那种严厉程度，他们当然应该返还，比如过去五年的董事费或他们可能收到的任何东西。但现在却没有这样的事。如果你经营一家确实需要社会救助的机构——比如如果你失败了，社会可能会遭受这样那样的打击，因此社会需要进来拯救你，对于负责经营这家机构的管理人员，你应该有适当的激励措施，同时如果失败真的发生了，要让参与其中的人感到非常、非常、非常痛苦。你还应该减少系统中的杠杆，我认为我们已经在一定程度上朝这个方向发展了。但 10 年后或 20 年后，将会出现"大到不能倒"的机构。现在，房地美和房利美的规模都太大了，很难搞清楚。顺便说一句，救助并没有什么错。拿出正确的解决方案比拿出立即的解决方案更重要。但我要说，特别是在欧洲，有些国家的银行机构面临着这样的问题：它们是否太大而不能倒闭。查理？

芒格：我的回答是，过去的恐慌和萧条基本上都是从华尔街或股票经纪公司开始的。它们往往涉及过度投机

的巨大浪潮以及那些从这些浪潮中获利的人的不良行为，比如销售员，做市商，促销员等等。我认为，这最后的混乱，造成了如此多的危险，应该引起类似于 30 年代的后果，我们在很长很长一段时间内阻止了新的混乱，但是，当然，它没有做到。因此，我认为，在你的职业生涯结束之前，你可以满怀信心地期待出现一两个新的混乱局面，我认为，我们的国家允许这种情况发生是非常愚蠢的。从某种程度上说，失败不是一种罪恶，而是一种愚蠢。愚蠢的部分原因是我们伟大的学术机构相信了很多不真实的东西。这是一个很难解决的问题。

巴菲特：你说的是特别是在金融领域？

芒格：是的，当然，还有经济学。这些都不是硬科学，不是金融学和经济学。而金融真正吸引的是那些本应该对蛇感兴趣的人。(笑声)

巴菲特：如果我们忘了侮辱谁，只要传个纸条，我们会找到你。(众笑)

芒格：是的。

5、从董事会辞职后，华盛顿邮报的股票将不会出售

安德鲁·罗斯·索金：这个问题来自华盛顿特区的一位股东，他要求匿名。他说，沃伦，在过去的一年里，你和梅琳达·盖茨从华盛顿邮报董事会辞职。这说明了伯克希尔打算长期持有华盛顿邮报的股票，这是否与其盈利性教育业务卡普兰(Kaplan)的问题有关？

巴菲特：不，我实际上是公开发表了这一声明，他们可能只是在华盛顿邮报上发表了这一声明，我不确定在其他地方。但我声明，我们不会出售任何股票，这与此无关，我与唐·格雷厄姆或华盛顿邮报的其他人只有一通电话的距离，他们可以节省大量的董事费，如果我在 80 岁的时候决定我宁愿在伯克希尔多呆几天，少花点时间在路上，我可以节省大量的旅行。我们不会出售任何华盛顿邮报的股票。通常我不会评论我们将在有偿证券上做什么，但我会毫不含糊地说。我对华盛顿邮报本身和管理层的热情一如既往，而且如果华盛顿邮报管理层想要任何建议，我可以比以前担任董事的时候要便宜得多。我在 80 岁的时候就决定，我从 1974 年开始就一直在那里，当时我要加入 Cap Cities/ABC 工作，中途被迫退出了，这样做要容易得多。

我不认为梅林达是因为年龄才这么做的。所以你得去问她。

查理，你有没有考虑过在董事会任职？查理是好市多的董事。

芒格：嗯，那是因为我真的很崇拜好市多。和这些人打交道，是我生活中的乐趣之一。但这是我们唯一没有

很大的所有权权益的地方。我认为，总的来说，在各种各样的董事会工作是很无聊的。(众笑)

巴菲特：是的。我同意。(笑)

6、无法预测伯克希尔是否会跑赢澳元

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我是来自澳大利亚墨尔本的 Marc Rabinov。作为一名来自亚洲地区的投资者，我担心美元走软将侵蚀我持有的伯克希尔股票的价值。然而，伯克希尔的生产效率很高，拥有真正的定价能力，因此我能相信，从长期来看，美元的任何下跌都会被我所持的伯克希尔股票的价值上涨所抵消吗？我的意思是除了基础业务的内在增长之外。

芒格：答案是否定的。(巴菲特笑)

巴菲特：如果只是澳元下跌，那就容易多了。**澳元是我们去年拥有的两种货币之一**，为 1 亿美元的利润做出了贡献。但是，我不能告诉你美国将遵循什么样的政策，澳大利亚将遵循什么样的政策，政策将是什么，以及它们将如何影响这两种货币的相对价值，比如说，10 年后。我认为这一运动可能会非常戏剧性，我认为它实际上在任何方向上都可能是戏剧性的。这就是为什么我不知道该怎么做。

但你从查理和我那里得到的关于伯克希尔的唯一承诺是，正如我在年报中所说的那样，我们每天都在努力思考如何提高伯克希尔的盈利能力和内在价值。在我们增加的程度上或者在我们减少的程度上，股东们将与查理和我分享完全相同的比例。我们的利益是百分之百一致的。我们会通过股票赚钱或赔钱，而运气在某种程度上将决定我们做得有多好。我们知道，我们在未来不能像过去那样做得那么好。我们不知道如何以接近我们在处理小得多的金额时所能达到的收益率，来让目前规模巨大的伯克希尔继续增长。但你会得到我们最大的努力。查理？

芒格：我没什么补充。澳大利亚拥有这些极好的露天矿场，在亚洲对金属的需求刚刚全面繁荣之际，我无法告诉你伯克希尔股票相对于澳大利亚矿场的表现会如何。但我认为，与美国的公司相比，我们会做得很好。

巴菲特：是的，我也这么认为。

7、我们没有忽视股票投资组合

卡罗尔·卢米斯：这位股东首字母 A.J.，在过去几十年里，伯克希尔股票投资组合的重要性已经降低了。如今，我认为伯克希尔哈撒韦对股权的兴趣是事后才想到的，相反，我认为伯克希尔哈撒韦的重点是大规模收购。

你是否同意这一点，你认为未来 5 年或 10 年的股票投资组合走向如何？

巴菲特：嗯，我更喜欢大规模的收购，但就投资组合而言，这完全不是事后的想法。我的意思是，查理和我可能会花更多的时间考虑投资组合，因为我们只是偶尔才有机会考虑那些规模可观且对我们可用的收购。因此，我们对伯克希尔运营的两个方面都同样感兴趣。但我们希望我们真正幸运的是，在我们现有的基础上增加一些重要的公司，并让我们已经拥有的公司进行各种补强收购。我们今年已经发生了几起你没有读到过的事件。我们的许多公司有潜力在 5 年或 10 年后赚到比现在多得多的钱。因此，这些业务的发展，实际上取决于经理们，查理和我对此没有任何贡献。但我们会像以往一样花更多的时间考虑投资组合，这很重要。如果你谈论的是 1500 亿美元的现金和可交易证券，那么这一特定领域的表现将与伯克希尔在一段时间内的表现有很大关系。查理？

芒格：是的，由于我们有保险子公司，我们总是会有相当数量的有价证券，但随着我们的规模被迫投资越来越大的股票时，相比过去比我们有更大实际可行的投资范围时，我们的表现当然会变差。

巴菲特：是没那么好。这真的是事情的本质。在大多数情况下，我们购买的都是需要投入数十亿美元的证券，而其他分析师并没有忽视这一领域。所以不可能有很大的优势。但我们希望我们有一个小小的优势。

芒格：另一方面，当我们的有价证券业务做得很好的时候，没有人打电话给我们说：我的生意很好，你是世界上唯一——一个我想转让它的地方。而现在这种事一年至少发生几次。在某些方面，我真的更喜欢这部分，而不是早期那样。比起比别人更聪明，把一些股票小纸堆在一起，创造一个永久的伙伴做一些有建设性的事情更有趣。

巴菲特：事实上，两者兼顾很有趣。(众笑)

芒格：好吧，我看不出你有所保留。(巴菲特笑)

8、我们拥有令人难以置信的保险业务

股东：大家好，我是来自纽约的股东 Whitney Tilson。感谢您在最新的年度信函中提供了有关伯克希尔的完整、清晰的估值信息。您指出，保险业务的经营收益不包括在您的收益表中，我知道您今天上午说，2011 年最多也就是收支平衡的一年。但鉴于年报披露，伯克希尔过去八年盈利 170 亿美元，没有一年亏损，你是不是过于保守了？你不认为你的保险业务的内在价值不仅仅是他们的浮存金，尤其是 GEICO，就像你今早讨论的那样？

巴菲特：是的，我同意 Whitney 的观点，但在未来 20 年或类似的时间里，我很难估计正常的承销利润可能是多少。所以我同意你的观点。我不知道我是否会称之为过度保守。我想说的是，保守的假设是承保盈亏平衡。但如果我们再来一次卡特里娜飓风或类似的灾难——忘记欧洲的冬季风暴和所有这些，今年我们预计可能会在承

保方面损失大量资金，你知道，也许每五年、每十年，不管是什么。但我认为你说得对，除了我在年度报告中所做的计算外，纳入一些正常化承保利润并无不妥。

芒格：Whitney，让我帮你问另一个沃伦的问题。据你所知，世界上还有没有其他大型意外险公司愿意与我们进行交易？

巴菲特：不，不，没有。我的意思是，无论我们多么幸运，我们有一个令人难以置信的保险业务。GEICO 非常棒。而且，如果你想一想——自 1936 年以来，GEICO 现在已经发展成为美国第三大财险公司，并且每天都在向他们前面的两家公司逼近，而且利润非常丰厚。GEICO 的综合比率低于 100%，我记得 GEICO 第一季度的承保利润接近 8%。现在可能是一年中最好的一个季度，但这是一件了不起的事情。

阿吉特·贾因在再保险业务领域从零开始建立了保险业务，在很多方面他都是独自经营的。他可能不会在任何给定的时间内看到很多交易，但有一些特定的事情，如果有人想要巨额保单和快速的回复，甚至有时是缓慢的回复——我们会给他们一个快速的回复，实际上没有其他人可以打电话了。这有点像查理提到的收购机会。所以他做到了。他加入的时候这项业务根本就不存在。

Tad Montrose 在通用再保险经营的很棒。它必须在一定程度上进行整顿，但 Tad 在那里的业务非常、非常有纪律。然后我们还有一群规模较小的公司，其中一些拥有一些非常不寻常的特许经营权。我和这件事没有任何关系，所以我可以夸耀这些人，但他们在建立一家保险公司方面确实做了工作，我认为没有什么能与之相比。

芒格：你们中的一些人已经在这很长一段时间了，你们和一个奥马哈男孩一起投资，你们最终拥有了世界上最好的意外险业务的一部分。

巴菲特：如果你去第 30 街和哈尼街交汇处，你会看到那里有一栋大楼，那是国民保险公司。我们花了 700 万美元买下了国民保险公司，花了 400 万买下了它的姐妹公司国民火灾和海事公司。我们今天的运营大楼就是 1967 年的运营大楼。唯一的区别是，如今它的净资产超过了世界上任何一家保险公司。

芒格：是的，要知道，作为一项业务，意外伤害保险不是那么好的业务。这是一场艰苦的比赛。这里面有愚蠢的诱惑。就像银行业一样。(众笑)但是，如果你在这个行业里面，我想我们有最好的一家公司。

巴菲特：说完这些谦虚的陈述，我们将继续讨论。Becky。(笑)

9、为什么喜诗糖果在通胀时期表现出色

Becky: 这个问题来自南卡罗来纳州查尔斯顿的 Mark Jordan。他写道，在高通胀时期，伯克希尔旗下的哪些特定企业将表现最好，哪些将表现最差，为什么？

巴菲特：表现最好的企业是那些只需要很少资本投资就能促进通胀增长的企业，以及那些拥有强大地位、能够让价格随通胀上涨的企业。你知道，我们有一个糖果生意，例如，自从我们买了那个糖果生意以来，美元可能已经贬值了至少 80-85%，而糖果销量比我们买它的时候增长了 75%，但是它的收入增长了十倍，并且它不需要更多的资本。因此，任何有足够的自由来定价能力的企业，可以抵御通胀，而且不需要巨额投资以支持业务运营的话，那它就会做得很好。

像我们的公用事业这样的企业，实际上，获得了类似债券的回报，但你知道，如果现在你要建造一个发电厂，它每千瓦时的建造成本是现在的两倍，而你所能得到的是固定的回报。随着高通胀，债券的收益率会上升，也许会急剧上升，那么公用事业在通胀时期不会有那么好的表现，只是因为它具有类似债券投资的某些方面特征，而债券通常不会在通胀中表现良好。查理？

芒格：嗯，但就像我们的保险业务一样，我们的资本密集型铁路业务肯定是世界上最好的铁路之一。我们的公共事业运营无疑是世界上最好的公共事业运营之一。在你的主要业务中，达到世界一流水平并不全是坏事。

巴菲特：政府已经讨论过在加州建设高速铁路系统。我认为他们正在谈论 800 英里的轨道，他们估计的成本约为 430 亿美元，估计的建设成本和类似的东西的成本大幅上升的概率要比减少的概率高得多。当然，我们为我们的铁路系统支付了 430 亿美元，包括承担的债务，我们的铁路系统有 2.2 万英里的铁轨和 6 千多个机车，以及 1.3 万座桥梁——如果你想买一座桥梁的话。因此，在通货膨胀期间，该资产的重置价值已经非常巨大，而且它将大幅增长，对全世界而言，我们将永远需要铁路运输。所以它是一个值得拥有的极好的资产，我就不多说了。

10、"祝你活到 A 股分拆"

股东：我是加州大学洛杉矶分校安德森学院的 Martin Greenberger，我在这里研究的是颠覆性技术，而不是金融。我的朋友 Walt 想知道，伯克希尔是否一直在考虑分拆 A 股，就像分拆 B 股一样，如果是这样的话，您认为其利弊如何？短期和长期的影响是什么？

巴菲特：是的。实际上，我们已经把它分拆了，因为 1 股 A 股可以转换成 1500 股 B 股。而且，我们的情况是，公司永远不会被出售，但如果任何交易涉及 A 股，B 股将得到完全相同的待遇。所以持有 B 股并没有什么劣

势，除了它的投票权比 A 股小。但在其他方面都是相同的工具，所以我们已经有了可用的分拆工具。因此，我会告诉他真的不应该严重指望 A 股被拆分。查理？

芒格：是的，沃伦曾经告诉他的老朋友们，“希望你们能活到 A 股分拆。”(众笑)

巴菲特：我很愿意自己亲自做这笔交易。(笑)

11、巴菲特的最佳交易：聘用阿吉特·贾因

安德鲁·罗斯·索金：这个问题来自马萨诸塞州北安多弗的 Matthew Palmer。他写道，巴菲特先生，您曾称赞阿吉特·贾因是一位可能的继任者。由于他可能会成为我们的下一任 CEO，您能否给我们举一个他承保的给您留下深刻印象的保单的具体例子，以及您能否谈一谈他的思维方式，因为我们很少有机会听到他的声音？

巴菲特：是的，阿吉特并不是一个公众人物。我想不出他做过的任何决定，我会认为我可以做得更好。我不再参与他所有的交易了。有很多交易都不是很大，也不是很有趣，但他告诉了我所有有趣的事情，以及所有非常大的事情。我想说的是：在听完他提出的任何建议后，你最好还是投赞成他的票，而不是投我的票。

他和查理一样是个理性的思想家，和我见过的任何人一样。他热爱他所做的。他很有创意。他很有创造力。我们已经进入了再保险的一个又一个领域，当人们在我们将要经营的业务领域模仿我们时。阿吉特想出了别的办法。最近，我们在寿险再保险方面更加积极，但谁知道明天会怎样呢。如果今年第三季度碰巧有巨灾保险的赔付或类似的东西，如果行业的赔付能力变得紧张的话，这可能会在再保险方面创造各种机会。但谁知道会发生什么。我只知道阿吉特的思维像机器一样运转，你知道，日复一日。他热爱他所做的一切，这是做好任何事情的重要部分。我真的不知道他最好的交易是什么。我知道我最好的交易是什么，就是雇佣他。查理？

芒格：是的。威廉·奥斯勒爵士为世界创建了一所模范医学院，他曾经说过，在一个领域取得成功的秘诀是对它非常感兴趣。好吧，阿吉特对他的工作很感兴趣。你们很多人不知道这一点，但每年感恩节，阿吉特都会飞往伦敦，因为他们没有感恩节假期。(众笑)

巴菲特：不过，我们给他放了圣诞假。(众笑)阿吉特，我想说他是多么的无价，当我们谈论他的时候，我没有夸张。在很大程度上，他首先想到的是伯克希尔。阿吉特在不同时期，当保险公司因为这样或那样的原因变得流行时，在几年前，百慕大公司遇到了很大的机会，阿吉特可以把自己赚钱到令人难以置信的程度。这还是可以做到的。我的意思是，人们会把任何公司的很大一部分资金交给他，这样他就可以毫不费事地获得数亿美元的财

富，比如有人拿出几十亿美元，告诉他你有 20% 的股份之类的。我是说，他很聪明，他知道这一点，但他从没想过要做那样的事。我的意思是，他总是感谢我在年终所做的一切，但当我完成所有的事情时，我总觉得我给出的回报少了一个零。(笑)他是个了不起的人。我认为，我们非常非常幸运的是，他在伯克希尔的工作充满了乐趣。他手下有大约 30 个人和他一起工作。还有更多的人在负责理赔和其他各种工作，但在我看来，你不会找到任何类似的经理人，不仅在保险行业，而且在几乎所有的商业领域都是如此。(掌声)

芒格：你没有回答问题。也许你是故意避开的。他问，我们最糟糕的业务是什么？

巴菲特：我们最糟糕的业务是什么？好吧，我们会在购买一些小企业时犯了某些错误，而这些企业实际上从来没有变大的潜力。但我想说，总体而言，**我可能会把零售称为我们最糟糕的业务**——你知道，德克斯特鞋业，但我认为家具商场显然是一个了不起的业务，尽管我们有业务众多的零售业务，但总的来说，我们在那里没有创造出大的盈利能力。你同意吗，查理？

芒格：是的，但幸运的是，这只是我们业务的一小部分。但你是对的。**这对我们来说是最艰难的比赛**。如果我们更聪明一点，我们可以更好地解决这个问题。(笑)在某种程度上，喜诗是一家零售企业。

巴菲特：嗯，如果我们更聪明一点，我们可以做很多事情。(笑)我们在喜诗糖果取得了巨大的成功，所以也许我们开始认为自己是天才。**我们就像下雨时池塘里的鸭子，我们以为我们能在这个世界上崛起，是因为有价值，而这只是因为下雨。**(众笑)

12、评估企业时忘记商誉

股东：Joe Tellinghas，马萨诸塞州波士顿。如何看待商誉和资本回报？伯克希尔的制造、服务和零售业务的**有形资本税前回报率超过 20%**，这表明要么是有技能的经理人，要么是出色的企业。但**已分配股本的回报率只有个位数**，看起来单调乏味。会计人员对待无形资产的方式是相似的，因为它们具有不同的经济学原理。对于像喜诗或可口可乐这样坚不可摧的品牌，我明白为什么无形资产不应该摊销，因为它每年都更值钱，而你对 GEICO 保单持有人的评论是思考这个问题的另一种方式。但在发达国家，所有的烟草公司每年都有数十亿美元的香烟销售商誉，所以也许它们应该摊销。对于美国在线时代华纳来说，商誉肯定需要摊销。

巴菲特：是的，如果你提到的是美国在线时代华纳或类似的东西，实际上，它应该被计提。因为这只是一个错误的购买价格。商誉不应用于评估企业的基本吸引力。在这方面，你应该关注有形资本的回报率，即便如此，

你可能需要进行一些其他小的调整。但基本上，在评估我们所拥有的企业时，从管理层在做什么和企业的基本经济状况来看，不需要考虑商誉。在评估我们在资本配置方面所做的工作时，你必须包括商誉，因为我们为此付出了代价。可口可乐的历史可以追溯到 1886 年，当时是亚特兰大雅各布斯药房的 John Pemberton，当他卖出第一瓶可口可乐的时候，并没有太多的商誉。如果你现在要买下整个公司，你就得花 1000 亿美元。

在判断企业的经济状况时，你不应该考虑商誉。但在判断收购企业的经济情况时，你必须考虑到商誉。我们在伯克希尔就是这么做的，因为我们在为它付出了资本，并为此付出了很多。我认为商誉的摊销没有任何意义。我认为，当你发现你做了错误的收购，付出了与业务收入不相称的有形资产加上商誉的资金，那么我认为计提是有意义的。但在考察企业时，要看它们是否是好企业、平庸企业、差企业，要看净有形资产的回报率。查理？

芒格：我认为这是对的。但正如这位先生所说，当我们收购整个企业时，我们从来没有得到一个巨大的折扣。当然，按我们支付的价格，可能税前回报率降到了 10%，但这并不像你想象的那么可怕。因为很多资金是来自于保险的浮存金，它不需要你付出任何成本。换句话说，如果你有 600 亿的浮存金，而上帝每年给你 60 亿的收益，这并不全是坏事。

巴菲特：在路博润，我们为股权支付了近 90 亿美元，目前的收益率可能是税前 10 亿美元。你应该对债务进行调整，但这不是一个重要因素。而现在路博润只雇佣了 25 亿的净有形资产来赚取这 10 亿的税前利润，所以就利用的资产而言，这是一项非常好的业务。但当我们计入我们最终支付购买它的溢价时，它就变成了为了 10 亿美元的税前利润而付出了接近 90 亿美元的投资。你必须根据接近 90 亿美元的投资来判断我们的投资效率。但你必须根据 James Hambrick 使用的低得多的资本来评判他的经营效率。这可能是一项非常好的业务。如果它不像我们现在认为的那么好，那么我们可能犯了至少一个小错误。但基于所使用的有形资本，它仍然是一项非常令人满意的业务，查理，你能说得更清楚些吗？(笑)

芒格：在目前的环境下，我们没有办法去收购那些价格低廉、运营良好的企业。这是不可能发生的。

13、芒格真的很喜欢好市多

卡罗尔·卢米斯：在 Janet Lowe 写的一本关于查理的书《Damn right!》中，查理谈到了他对金融教学的看法。他说，他会用一百多家做对或做错事情的公司的历史作为教授这门课程的基础。由于这涉及到查理，你们每个人能否给我们举一个或两个类别的例子，正确的行动或错误的行动？我们将从查理开始

巴菲特：我预测查理将会谈论好市多。去吧，查理。(笑)

芒格：好市多，当然是一个(笑声)。它成为世界上同类产品中最好的企业，它以一种极端的精英管理和一种极端的道德义务做到了这一点，自我强加，以最快的速度把所有的成本优势积累起来并传递给顾客。当然，这也创造了极高的客户忠诚度。这是一项值得关注的奇妙事业，当然，当你这样做并持续足够长的时间时，奇怪的事情就会发生。好市多在韩国有一家店，今年的销售额将超过 4 亿美元。这些数字在零售业中不可能存在，但它们当然存在。所以，这是一个拥有正确的管理体系、正确的人员选择、正确的道德规范、正确的勤奋等等等等的例子。这是相当罕见的。如果你一生中有一次或两次与这样的企业联系在一起，你是一个非常幸运的人。

而更正常的企业是像通用汽车这样的企业，它曾经成为了世界上最成功的企业，但去年就把普通股东都消灭了，是吗？这是一个非常有趣的故事，如果我在一所商学院教书，我会用《价值线》上面的一些数字，让人们了解通用汽车的整个历史。我会尝试将图表和数据中的变化与业务中发生的情况联系起来。在某种程度上，他们面临着一个真正困难的问题：大量成立工会的企业，再加上历史上的巨大的成功，以及来自亚洲和来自欧洲的非常强硬的竞争对手。这是一个真正的问题，如何防止财富导致的失败，如何防止你的成功变成劣势，这都是商业中的一个重大问题。在这些图表中有很多精彩的经验教训。我不知道为什么人们不这样做。如果我教书，这些图表甚至都不需要。我不能想象有谁会笨到不使用我所渴望的那种图表。(众笑)但据我所知，国内没有哪所商学院的教学里能够看到这些图表。他们不想这样做的部分原因是，如果你以这种方式教授商业史，你会践踏所有分支学科的小教授的领地。你会窃取他们的一些最好的案例。而在官僚机构，甚至是学术官僚机构，人们都会保护自己的地盘。当然，很多这样的事情都发生在通用汽车公司。(掌声)

我真的认为这个世界应该以这种方式被教授。哈佛商学院曾经以这种方式教授了很多内容，但他们后来停止了。我想做一个案例研究，看看他们为什么停下来。(众笑)我想我能猜出来。当然，商业的历史践踏了其他领域的贵族比如营销的贵族，金融的贵族，等等。而 IBM 是一个有趣的案例。我的意思是，它们一个接一个地非常迷人，我认为它们根本没有被正确地教导，因为没有人想要全面地了解。

巴菲特：查理和我最近在一架被劫持的飞机上。我讲的是我们在那架被劫持的飞机上的经历，劫机者把我们挑出来，说我们是他们真正要处决的两个肮脏的资本家。但他们对此有点不好意思。他们并不是真的反对我们，所以他们说在他们开枪之前，我们每个人都有个要求，他们转向查理说，你想要什么作为你的要求？查理说：

我想再讲一次好市多的优点，并配上插图。(笑声)劫机者说：嗯，我觉得这听起来很合理。然后他转向我说：巴菲特先生，你想要什么？我说：先杀了我。(笑声)

芒格：有道理。(笑声)

14、激励孩子

股东：来自印度克什米尔的 Sumat Mehra。巴菲特先生，希望你第一次印度之行过得愉快。我的问题是，激励是人们最重要的动力之一，但如果你生活在一个富裕的社会，很难让你的孩子努力工作，充分发挥他们的潜力，因为他们根本不需要这样做。所以如果你或查理决定在未来五年内要个孩子，(笑声)你会如何激励他(她)与来自中国、巴西、俄罗斯或印度等新兴市场的充满渴望和动力的孩子们竞争？

芒格：这将是东方的一颗明星。

巴菲特：需要的不仅仅是一个决定。(众笑)这是个好问题。我当然认为，如果你非常富有，你让你的孩子认为他们在社会上更重要，或者他们有一些特殊的特权，仅仅因为他们出生在正确的子宫里，这是一个可怕的错误。

但查理养育了八个孩子，我很了解他们中的大多数，但我不认为他们中的任何一个有这样的意识。但是，如果你真的打算让你的孩子认为其他人应该为他们做所有的工作，认为他们有资格在他们的余生里坐在那里为自己扇风——我的意思是，你可能不会得到一个好的结果。

查理大部分时间都很富有，他的很多孩子正在成长，当我的孩子们进入高中和大学的时候，我已经很富有了，但我不认为，我不想让他们觉得他们很特别，仅仅因为他们的父母很富有。我不认为你会希望你的孩子对生活没有任何动力，仅仅因为他们的父母是富有的。有一件事我不认为你会鼓励他们去做，那就是在他们父母碰巧擅长的事情上超越他们的父母。我不认为这说得通，无论你是职业运动员，还是富人，或者是任何你能想到的伟大的小说家。但我真的认为，如果你很富有，而你的孩子没有激励措施，我认为你不应该指责他们。我觉得你应该指着自己。查理？

芒格：嗯，我不认为你可以在一个富裕的家庭里抚养孩子，让他们每周在烈日下工作 60 个小时，挖栅栏柱的洞什么的。那是行不通的。所以在某种程度上，你正在破坏某些类型的激励。我给你的建议是尽可能优雅地输掉你的战斗。(众笑)

巴菲特：如果你是穷人，我不确定你是否能让你孩子喜欢每周工作 60 个小时，他们可能不得不这么做。

芒格：真正对某件事感兴趣的孩子，无论他们多么富有，都会成功。但很少会有像阿吉特那样强烈的兴趣。

你知道，如果你是一个直肠科医生，你可能会不喜欢这样的日子。(众笑)

巴菲特：我认为我们最好继续前进。Becky? (众笑)

15、伯克希尔下一任 CEO 的薪酬激励

Becky：这个问题来自爱荷华州中部的一位股东，他问，伯克希尔做得很好，部分原因是因为其经理人想要以非金钱的理由进入该公司。但似乎下一任运营 CEO 最好是由坚持要求年薪超过 10 万美元的人来担任。你期待伯克希尔下一代领导层的薪酬结构是什么样的？

巴菲特：嗯，我认为下一任 CEO 会赚很多钱，也应该赚很多钱。我的意思是，运营一家市值高达数千亿美元的公司应该会有不错的回报。我认为，无论董事会决定的基本工资水平是多少，都应该辅之以一种期权制度，其中包含一些或许不同寻常的东西。我认为期权最初的行权价应该不低于，如果公司被出售，这些资产将带来的价值。因此，我认为，在股票市场低迷的时候，以市场价格给予某人期权的想法是疯狂的，因为你不会以这个价格出售你的企业，而且为什么要在这个基础上出售一部分呢？所以我认为，基础价格应该是你开始接手时的价值，然后，由于把钱保留在那里的复利效应，压根没有任何管理层，企业都会随着时间的推移产生一些价值上的收益，所以我认为基础价格应该每年以一定的速度增长，然后减去正在支付的红利。

因此，如果你假设支付了 3% 的股息，并且你希望最低回报率为每年增长 7% 或 8%，那么你的期权基础价格可能会每年上涨到 4% 或 5%。但有了这种结构，我认为你可以给出一个非常大的期权，如果有人在一笔非常大的金额上创造了超出给定回报率的超额价值，我认为他们应该获得相当可观的超额收益。

现在，目前的薪酬体系与我的继任者应该挣多少钱完全不相关。最重要的是找到具有正确价值观的正确人选，他要能与经理人很好地互动，知道如何分配资本。正如你刚才听到的，我们的经理人取得了很多成就，如果他们运营大型业务赚到很多美元，他们可以在伯克希尔赚很多钱。

我和查理在顶级比赛中的怪癖是无法消除的。所以，你知道，在伯克希尔，人们有时能赚到 8 位数。但是他们赚了钱并不是因为任何虚假的目标或诸如此类的东西，自己赢得了它，他们没有免费得到它，仅仅因为。他们之所以能做到这一点，是因为他们确实为伯克希尔带来了令人难以置信的、在某些情况下的超额价值。查理？

芒格：嗯，我希望这是很长一段时间以后的事，我也不认为沃伦的位置有一天会被一个采用沃伦的薪酬体系

的非常富有的人占据是绝对不可思议的。我认为在美国，必须有人成为不去攫取你所能攫取的一切的典范。我认为这是整个体系中非常重要的一部分。(掌声)

巴菲特：我认为在我离开后你最好不要登一条广告，上面写着 CEO 想要 10 万年薪外加舒适的环境。(笑)

16、有一些社会问题没有进入我们的投资决策

股东：嗨，巴菲特先生，芒格先生。我的名字是 Vern Cushenbery，我代表今天从堪萨斯州 Overland Park 赶来的一群投资者提出这个问题。鉴于你对可再生能源和自然资源的兴趣，我想知道你是否愿意分享你的想法，即清洁淡水供应有限和枯竭以及粮食库存下降的世界，如何影响你的投资战略和对未来的思考。

巴菲特：是的，我会说这是一个重要的话题，但它不会在任何程度上影响我们的投资策略。换句话说，你知道，我们很想再买一家 GEICO。我们很想再买一个 BNSF，我们很想再买一个中美能源。我们在很长一段时期内一直在观察这些企业，与我们支付的价格相比，它们在未来三年、五年、十年甚至十五年里，我们期望的盈利能力会有多大。因此，我要说，有一些社会问题并没有真正进入我们的投资或购买商业类型的决定。查理？

芒格：嗯，我建议不要太关注清洁水的问题。如果有足够的能源，你总是可以得到足够的干净的水。以色列有时月复一月地从海水中提取一半的水。有了足够的能量，水的问题就消失了。这对考虑未来很有帮助。

至于农业生产力，我认为限制使用碳氢化合物(石化能源)的主要原因之一是，离开碳氢化合物现代农业无法运转。所以，相比在把所有的碳氢化合物都用在取暖和开车上，我是一个相当保守的人。我想，如果我们在中东拿了一大堆石油，然后把它们运到这里，放进盐洞里，我们会有多高兴。我的意思是，你可以争辩说我们真的把过去搞砸了，你可以争辩所有那些认为我们的主要解决方案是钻，钻，钻的人。他们都疯了。(笑声和掌声)用完别人的碳氢化合物，同时保留我们自己的碳氢化合物，这可能是非常明智的。它不会消失，因为我们现在不钻探了。但你可以看到，这将导致毫无成效的讨论。(众笑)

17、我们参加任何公司的拍卖

安德鲁·罗斯·索金：下一个问题来自黑莓公司的人，他是一位知名的投资者，要求匿名。他的问题是，你对路博润公司的收购是通过谈判达成的交易，路博润董事会并没有将公司推向市场出售，也没有进行拍卖。委托书显示，你没有允许该公司进行询价流程，尽管你有请求允许他们这样做。路博润董事会是否违反了其受托责任，没有通过更具竞争性的程序出售公司？如果没有，为什么没有？

芒格：让我来吧。答案是否定的，路博润董事会并没有失职，因为如果他们不按我们的方式行事，我们就不会参与交易。(笑声和掌声)

巴菲特：是的，我们基本上不参加拍卖。实际上，在最近我们就被要求参加一个拍卖，但我们不感兴趣。他们最终得到的钱可能比他们从我们这里得到的要少。但如果他们想拍卖它，我可以向他们保证的一件事是，当他们拍卖完之后，我们不会支付他们原本应该支付的钱。所以他们得到了一个非常确定的交易，他们得到了一个非常重要的价格，在我和两位顾问看来。如果他们说我们想进行拍卖，我们会说祝你好运，我们会看别的东西。

芒格：还有谁有简单的问题吗？(众笑)

18、如何判断巴菲特在配置资本方面做得好不好？

股东：嗨，我是来自康涅狄格州斯坦福的 Matarin 资本管理公司的 Stuart Kaye。我有个简单的问题。沃伦，你经常描述你工作的很大一部分是分配资本。展望未来，单看伯克希尔的财务报表，我们如何确定你在资本配置方面做得有多好？

巴菲特：嗯，真正的考验将是，**收益增长的速度是否与留存的资本数量相称**。虽然市场可能非常不稳定和反复无常，但随着时间的推移，显然，除非伯克希尔的市值显著高于我们从你们那里保留的资本数额(否则就做的不好)，你知道，如果我们的股票开始以低于这一标准的折扣出售，市场的判决将对我们不利。

这不是一个完美的衡量标准，当然也不是以三个月、六个月甚至一年为基础的衡量标准，但随着时间的推移，如果我们要保留你的钱，**我们必须从保留的钱中获得高于平均水平的回报，而这必须转化为以高于我们从你那里保留的钱的溢价的价格出售股票**。到目前为止，我们在这方面做得不错，但工作每年都在变得更难。查理？

芒格：是的。我们继续跑赢市场平均水平，但我们只是没有办法打破我们自己过去的记录。我保证这种情况将继续下去，至少针对后者是这样的。(众笑)

19、不要把现在的机会与你有史以来最好的交易进行比较

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自迈克·里夫金。他想问一下你，最近几年做的五笔交易的交易条款都不一样：高盛，50 亿美元@10%利率，外加认股权；通用电气，30 亿美元@10%利率，外加认股权；陶氏化学，30 亿美元@8.5%利率，可转换为普通股；箭牌-M&M Mars，44 亿美元@11.45%利率；瑞士再保险，27 亿美元@12%利率。为什么你们设定了不同的利率，为什么在某些情况下认股权，为什么富有的 Mars 家族需要借 44 亿美元来做

交易，而且是按 11.45% 的利率？

巴菲特：好的，我们会让 Mars 家族为自己说话。但从这五笔交易的比较来看，与通用电气的交易是 30 亿美元，而 Mars 的交易实际上还涉及 21 亿美元的优先股，这有一些常见的特征，所以你必须把它作为一个整体。但重要的是，这些交易中的每一笔都是在不同的时间完成的，尽管高盛和通用电气的交易是在非常接近的时间完成的，但市场条件各不相同，在前面电影中你听过查理谈到机会成本。我们的机会成本在这五次交易中的每一次都是不同的。顺便说一句，就恐慌后期而言，在分配资金上我们本可以做得更好。与五个月后的情况相比，我对高盛和通用电气的交易太早了。但是，你知道，我们不仅没有完美的预见，有时还很糟糕。当我完成瑞士再保险的交易时，我并没有想到陶氏化学的交易，那可能是一年多以前的事了。我在想我还能用 27 亿美元做些什么，所有的交易决定都是这样做出的。所以它们彼此之间没有关系。

交易决定的思维方式是看当天能得到的所有东西，包括我们拥有的现金数量，下周或下个月能够做其他事情的可能性，我们当天还能做什么。而我们过去达成的交易也并没有什么不同。事实上，人们在商业中犯的错误之一(有时可能是巨大的错误)，就是他们试图用他们曾经做过的最好的交易来衡量每一笔交易。所以他们说，我做了这个很棒的交易，可能是一份书面保险，也可能是一家公司被收购，也可能是股票被收购，他们决定永远以后再也不做那些在未来没有吸引力的交易。所以，实际上，他们有时会退出游戏。我们的目标不是达成比以往任何时候都更好的交易。我们的目标是达成一笔令人满意的交易，这是你当时能达成的最好的交易。

查理把它和婚姻联系起来，我会让他详细说明这一点。(众笑)

芒格：不。当然，我们会在不同的时间根据不同的机会成本进行不同的交易。没有其他更合理的交易方式。

20、你不必读得很快，但你应该持续阅读

股东：我是来自马萨诸塞州诺福克市的 Keith McGowan。谢谢巴菲特先生和芒格先生。谢谢你成为我的榜样。你的道德、节俭、幽默感、诚实，分享你关于投资的想法，分享你关于商业的想法，让这个世界变得对每个人都更美好。(掌声)查理在前面的回答中提到了持续学习。巴菲特先生，你一天大约看五份报纸。你还会阅读很多年度报告和其他与业务相关的报告。你有能力比绝大多数人读得快得多。阅读是一件奇妙的事情。对于想要提高阅读速度的高中生、大学生或成年人，你会给他们什么建议？

巴菲特：你知道，这是一个有趣的问题，正如你所描述的，我确实每天阅读了五份报纸和大量的 10K10Q。

不幸的是，我不是一个快速的读者，我不像我过去那样快速阅读。但我不知道各种速读课的效果如何，如果它们有效的话，我真的会建议任何能提高速度的人(去尝试一下)——我希望我能比我读得快得多。查理比我读得快。

能够快速阅读是一个巨大的优势。你知道，有一个 WoodyAllen 如何参加快速阅读课程的老故事，他遇到了一个人，那个人告诉他这是多么美妙："好吧，给我举个例子。我昨晚在 20 分钟内读完了《战争与和平》。它是关于俄罗斯的。"(笑声)这就是我在尝试快速阅读时遇到的问题。我读完了关于生意这本书。所以，我真的不知道速读类课程的效果如何，但如果你认识任何朋友有一些有效的技巧，你可以了解更多这方面的知识。

显然，你们要做的事情是在很小的时候就开始学习，因为真的没有什么比阅读、阅读、再阅读更令人愉悦的了。查理和我做了很多。我们继续做了很多。但我做得没有我想要的那么快。查理？

芒格：嗯，我认为我阅读的速度被高估了。我在加州理工学院有一个室友，他的思维非常杰出，我做题的速度比他快，但他从未犯过错误，而我犯了错误。(众笑)所以，如果必须走得慢一点，我也不会太气馁。这有什么区别吗？(笑声和掌声)

巴菲特：你可能已经注意到，我们在另一个房间里有一个 15 磅重的书出售，但查理正在寻找 25 磅重的。

21、设置债务上限纯属浪费时间

Becky：这个问题来自 Eric Wiseman，他问："你是否担心国会在提高债务上限问题上玩弄政治？这对伯克希尔的股票和整体经济会有什么影响？"

巴菲特：是的，嗯。你知道，这可能是国会所采取的最愚蠢的行动。在 1890 年代的印第安纳州，我记得当时他们通过了一项法案，你可以在搜索引擎上找到它。他们将数学术语 π 的值改为整数(笑声)，因为他们说，这将使学校的孩子更容易学习。好吧，这是我唯一能想到的一项会给拒绝提高债务上限带来竞争的法案。

我的意思是，这真的太不可思议了。我们的赤字每个月超过 1000 亿美元，以及各种不能改变的项目——我的意思是，设定债务上限一开始就是一个错误。我的意思是，2011 年的美国与 1911 年的美国有不同的债务能力，它将是一个不断增长的国家，我们将有一个不断增长的债务能力。但这并不意味着我认为让债务占 GDP 的比例增长是个好主意。

但债务上限的问题使得这些游戏被玩了起来，浪费了所有的时间和一切，还有，你听到的大量愚蠢的声明，**对于一个有很多事情要做的国家来说，这简直是在浪费时间，但最终他们不提高债务上限是不可能的。**我很乐意

看到他们消除这种想法，因为这会导致这种周期性的僵局行为，每个人都会利用这种做法来故作姿态，或诸如此类的时期。只要我们继续发行自己的货币，美国就不会发生任何形式的债务危机。你知道，能借到自己的货币和必须借到另一种货币之间是天壤之别。我们唯一要担心的是印钞机和通货膨胀。如果你是欧元、欧洲货币联盟的成员，你必须担心你不能自己印钞，但你可以去找你的同盟国来帮助你。放弃以本国货币发行债券的权利是一个巨大的变化，而美国没有这样做。我不知道我们是否发行过以其他货币计价的美国债券，但我们肯定没有养成这种习惯。顺便说一句，日本的债务占 GDP 的比例非常高，但它们也一直在以本币借债。

相信我，当你要偿还别人债务的时候，你被迫支付别人的货币，而不是用自己的货币支付，这完全是另一回事。事实上，查理和我，我们想把那家芝加哥银行买回来，在 1960 年代末的芝加哥，那是一个资金非常紧张的时期。当时的紧缩货币政策与今天的不同。我是说，银根紧缩意味着没有钱。我们想买下这家银行，但我们唯一能找到钱的地方，我想是科威特的第纳尔。(笑声)我心想(查理也会同意)，谁他妈知道当我们去还钱的时候，他们会说第纳尔的价值是多少。这不是我们能很好控制的事情。所以我们决定不借第纳尔，尽管我还是有点希望我们买下了这家银行。查理，你对此有什么要说的吗？(笑声)

芒格：没有。我确实认为是这样。你知道，我记得我们有一个两党合作外交政策的时代，我喜欢那个时代。这就是马歇尔计划，我们做了很多有建设性的事情，这些都是慷慨的事情。现在在我看来，两党都在努力竞争，看谁才是最愚蠢的，而且他们一直在试图超越对方。(笑声和掌声)

巴菲特：你可以看出，查理总是填写准确的所得税表格。(众笑)他对此一点都不担心。

22、核能"重要"和"安全"

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我是来自爱荷华州爱荷华市的 John Gorrie，我是中美能源的一名满意的客户。2004 年前后，巴菲特先生，您告诉我们，您非常重视限制伯克希尔在大灾难中的风险敞口，这样就不会让伯克希尔破产。今天，中美能源正在寻求批准在爱荷华州东部建造一座核电站。与此同时，另一家公用事业公司东京电力公司(Tokyo Electric & Power)因福岛核事故面临着美林公司(Merrill Lynch)估计超过 12 万亿日元(约合 1400 亿美元)索赔要求，以赔偿被迫转移的居民和企业以及无法生产的农民。你是否认为，中美能源可能从一座核电站获得的债券般的回报，能够证明它将给伯克希尔带来的巨大灾难风险是合理的？

巴菲特：是的，我不知道它的细节，格雷格·阿贝尔可以比我更好地谈论它，但我不认为有任何像你所提到的

风险敞口。我认为核能是世界平衡的一个重要部分。核电厂是非常长期的，因为你不会很快改变现有的基础设施。如你所知，法国拥有很高比例的核能。实际上，美国 20% 的电力来自核能。我们可能从 FortCalhoun 得到了一些核电，奥马哈公共动力区(Omaha Public Power District)在哪里有一个核设施，我曾去过那里。但我认为核能很重要，而且我认为它很安全。不过我认为可能在相当长一段时间内，美国的任何地方都不会批准新建核能，因为日本政府对东京电力核电站事件的反应。但这并不能改变我的观点，包括美国在全世界范围内继续发展核能是明智的。我认为有些人误解了我在接受采访时所说的话，当时我说我认为它的发展会受到重大挫折，只是公众对日本核事故的普遍反应。但这并不能改变我的观点，即核能对这个国家和世界的未来都很重要。查理？(掌声)

芒格：是的，我们不能如此厌恶风险，以至于难以忍受一个子公司可能产生重大影响的微小概率。我们必须有一定的合理的勇气来经营这家公司。

巴菲特：我们有天然气管道，你可以想象各种最糟糕的情况。我们经营的业务含有一些有毒物质。法律要求我们在铁路上运输这些东西，你知道，你可以想象错误的地点，错误的时间，错误的一切。但在我看来，我们从未承担过任何威胁我们企业健康的风险。我是说，这是我一直在想的一件事。我认为自己是伯克希尔的首席风险官，在我看来，这根本不是一件可以委托给任何委员会的事情。

所以我想，无论是考虑衍生品头寸，还是考虑杠杆，无论是考虑核电站还是其他什么，我们没有做任何我所知道的会威胁到伯克希尔的事情。尽我所能地发挥我的想象力，我们不会做任何可能威胁到伯克希尔的健康的事情，也不会因此而彻夜难眠。

芒格：我想你也会相信，在爱荷华州建造的任何新核电站都会比我们现有的核电站安全得多。我们在这里边走边学。(掌声)

巴菲特：是的。到目前为止，显然有更多的人在煤矿事故中失去了生命。在美国没有产生任何与核有关的损失，而它生产了 3.09 亿人使用的 20% 的电力，比以往任何时候都更多。

芒格：如果海啸到达爱荷华州，那将是一场可怕的海啸。(众笑)

巴菲特：是的。那我们的铁路也不会做得这么好。(众笑)

23、慈善项目成了压力团体的牺牲品

安德鲁·罗斯·索金：这个问题来自伊利诺伊州斯普林菲尔德的 Mary 和 Jim Beaumont。他们自 1971 年以来

一直是伯克希尔的股东，我应该指出，我们收到了一些长期股东提出的类似问题，其中一个问题是：

伯克希尔是否会考虑恢复其由股东主导的慈善捐赠计划，因为你现在拥有大量现金，并且正在敦促人们将他们的财富捐给有价值的事业？当你有了这个项目，我们多年来能够支持许多当地的学校和慈善机构。

巴菲特：是的，我很喜欢这个项目，我们已经做了大概 20 年了。查理很喜欢。很多股东都很喜欢。这很有趣，因为这是一种节税的方式，让股东把一些钱捐给他们选择的任何机构。只要是 501(c)(3)，他们最多可以捐给三个慈善机构。例如，一些家庭把它作为学习工具。当他们从我们这里拿到表格时，他们会让孩子们围坐在桌旁，一起讨论慈善事业，以及他们为什么选择他们所做的事情。

有一件事非常有趣，那就是没有其他人复制它。我的意思是，美国其他公司对股东直接出资不感兴趣。他们对 CEO 的直接贡献更感兴趣。因此，尽管有相当多的宣传，它并没有流行起来。有些人不喜欢我们股东所选择的慈善机构，他们总是会对我们表示不满。

所以伯克希尔的名字出现在支票上。股东们会告诉我们，我们想要捐 20 美元一股，比如他们拥有 10 股，所以他们可以直接捐 200 美元。他们会说，我们希望我们的 200 美元用于更多的地方。实际上排第一位的受赠对象是教堂和犹太教堂，还有学校，以及有各种各样的机构。我们总是会收到一些信，要求伯克希尔为加州计划生育协会捐款。所以有人会说，“我们不会买喜诗糖果，因为伯克希尔支持加州的计划生育协会”。有时我会回信告诉他们，当喜诗糖果采购杏仁或牛奶之类的东西时，我们并没有考虑到供应我们产品的人的慈善偏好，但这从来没有什么实际意义。

然后我们买下了 Pampered Chef，这是一个不同的情况，因为有了 Pampered Chef，我们通过 5 万多个独立承包商进行运作经营。这些大多数都是女性，有时她们是为了兼职增加收入而有时作为主要收入来源。我们办公室里至少有一位女性销售 Pampered Chef 的产品。这 5 万人都是独立承包商。然后一场运动开始了，人们说因为伯克希尔捐钱给支持堕胎权利的组织，所以他们打算抵制这些独立承包商。但这是我们股东要求把钱捐给反对堕胎的组织，我的意思是，这些捐款反映了我们股东的观点，而不是伯克希尔管理层的观点。这些人的收入依赖于销售产品，但这些都与伯克希尔的政策无关，而他们的生活受到了伤害，在一些城市，这甚至变成了一场广播运动，在一些城市，人们开始经常干扰我们 Pampered Chef 的顾问所安排的聚会。这伤害了很多无辜的人，他们与伯克希尔无关。那时，我们很不情愿地决定结束这个项目。

我其实一点也不介意失去一些喜诗糖果的生意或其他什么。但当我们的政策开始影响到一些个别人时，她们大多数都不是高收入人士，我们因为股东捐赠计划而切断了他们的生计，这对我来说很明显，所以这个计划继续下去是不公平的，我们很不情愿地停止了，我认为这太糟糕了。查理？

芒格：我们不希望母公司卷入有关时代社会问题的令人分心的争论中。

巴菲特：我们当然不希望它影响到只是旁观者的人们，他们多年来一直指望我们与他们合作。它确实影响了数千人的收入，主要是妇女，她们集中在全国各地某些社区。

芒格：每年都有大量的伯克希尔股票被赠送出去。我们并没有完全失去慈善的力量。

巴菲特：没有失去，大量的财富都捐出去了。部分原因是查理和我在上世纪五六十年代就开始了我们各自的合伙事业，我们有很多合伙人现在已经 80 多岁了，他们中的一些人已经捐出了非常多的钱。你之前有一个问题来自 DickHolland，我认为这是一个关于确切数字的问题，但他在过去几年里捐出了大量的钱，而且还在继续。我们有几十个这样的人，我想说，他们最终将把他们在伯克希尔赚的钱 90%或更多的钱捐出去了。

24、为什么我们讨厌预测？

股东：Tanya Laneva，马萨诸塞州波士顿。当你考虑长期现金流时，你会尝试预测增长吗？还是你只考虑确定性？如果你有一家坚不可摧的公司，比如可口可乐或北伯林顿，你会尝试估算增长吗？

巴菲特：嗯，我们认为增长是投资等式的一部分，显然，我们喜欢有利可图的增长。所以我们很想找到一种办法，比如拿喜诗糖果来说，从地理上把他从一个地方复制到另外一个地方，以及各自类似的事情等等。我的意思是，如果我们能为喜诗找到增长的领域，它很可能会非常有利可图。可口可乐在 200 个国家都有业务，我的意思是，他们已经成功地推行了这个(异地扩张的)政策 125 年了。

有些产品比其它产品更适合异地经营。但当我们审视一项业务并展望未来时，显然，如果我们看到未来前景中的增长，而且这种增长对所涉及的增量资本产生了高额回报，我们会喜欢它。但我们也不排斥那些我们认为增长很少或没有增长的公司，特别是如果它的价格相对于盈利能力具有吸引力的话。

你知道，随着时间的推移，像路博润的润滑油这类产品会有一些增长，但不会是爆炸式的增长。如果它的销量或者其它类似的东西能以每年 10%的速度增长，我们会喜欢它吗？当然。但这是不可能的。所以，这是每个投资决策中的一个因素，因为我们真正着眼于未来的盈利能力，以及未来的资本要求。我们会充分考虑我们进入的

任何业务，是否会实现盈利的增长，有时我们是对的，有时我们是错的。但我们不排斥公司增长非常缓慢或没有增长的可能性。查理？

芒格：是的，有趣的是，在我们国家，商学院教授人们如何预测未来，他们通过计算机模型来实现这些预测。然后他们在业务决策中使用它们，等等。我一直认为这些预测弊大于利。据我所知，沃伦从来没有准备过研究报告，而投资银行家准备的研究报告，我们往往不读就把它们扔到一边。我认为，当你用计算机模型来进行未来的长期预测时，会产生一个巨大的精确错误。我们总是在脑海中做着粗略的预测，我们不做任何形式上的正式预测。它们因为都是写在纸上，并是从电脑里计算出来的，这让一些人认为它们一定很重要。我真的认为它们造成的破坏比它们带来的好处更多。

巴菲特：当我们在 1985 年收购 ScottFetzer 的时候，它已经被第一波士顿(FirstBoston)带着去参与了 30 多个策略会，但他们从来没有打电话给我们。所以在逛了大约 30 个策略会之后，Scott Fetzer 在其他事情失败后，终于与 ESOP 达成了一项协议，我忘记了具体的细节。我寄了一封信给 Ralph Schey。我在报纸上看到过他，我从没见过他，也没跟他说过话。我说，“我们将支付每股 60 美元。如果你喜欢这个主意，我将在周日在芝加哥见你，如果你不喜欢这个主意，就把信撕了。”就这样，拉尔夫和我见了面，我们达成了协议，我们支付了每股 60 美元的价格。查理和我回去签署了协议，第一波士顿的投资银行家也在那里，他有点尴尬，因为当他们在找交易对手的时候，他根本没有联系我们。但很自然地，他有一份顾问合同，要求几百万美元的佣金，尽管他从来没有联系我们，我们自己完成了这笔交易。所以，在他收到的几百万美元的时候，他兴奋地对查理说，“好吧，我们准备了这本与 Scott Fetzer 有关的研究报告，既然你付了我们几百万美元，但到目前为止什么也没得到，也许你会想要这本研究报告”。而查理用他一贯的老练说，“如果你不给我看这本书，我宁愿再付给你 200 万美元”。(众笑)

我应该提一下，关于路博润，Dave Sokol 会见了 James Hambrick，我想是在 1 月 25 日，或者是什么日期，路博润已经公开预测了 2013 年的业绩。Dave 告诉我，James 也给了他一些预测，我猜是到 2015 年之类的，我想看看吗？我告诉他我完全没兴趣。我的意思是，**我不想看其他人的预测。我从未见过投资银行家的预测，显示的收益没有随时间的推移而上升，请相信我，收益并不总是随时间的推移而上升。所以，你知道，这是一个古老的故事：不要问理发师你是否需要理发。你绝对不应该问一位投资银行家，问他那些他试图出售的东西在五年内的收益是多少。所以我对这类事情并不关心。**

但是，正如查理所说，当我们审视一项业务时，我们显然是在头脑中进行预测。我的意思是，当我们看任何要买的公司，或任何要买的股票时，**我们都会在头脑中思考，我们已经在头脑中有了一个模型，这个地方在未来几年可能会是什么样子？然后我们的头脑中也有一些模型，关于我们能走多远。**我的意思是，有些事情我们可能做到很好，有些我们可能做得还很有限。所有这些都在发生，但我们肯定不想听任何人的预测。

芒格：即将进入商学院的同学们，或者已经在商学院的同学们，我建议你们按照我们的方式学习，但至少在你们毕业之前，你们必须假装按照他们的方式学习。(笑声和掌声)

25、巴菲特拥有一些股票和大量债券

卡罗尔·卢米斯：在伯克希尔向美国 SEC 提交的季度 13F 文件中，有三只股票仅由表格中记录为 Warren E. Buffett 所持有，而不是由伯克希尔子公司持有。请澄清这些混乱，这些持股是你自己在伯克希尔以外的个人投资，还是属于伯克希尔？

巴菲特：是的。嗯，Marc Hamburg 准备这些表格。Marc，你有没有麦克风？

MarcHamburg：这些证券是由某些员工福利计划所拥有的，因此沃伦被引入这些计划，但事实并非如此，它们不是由沃伦拥有的，或者没有迹象表明它们是由沃伦拥有的。沃伦之所以成为文件的一部分，因为他被认为是伯克希尔的控股股东，所以申报文件中每个证券都显示沃伦是所有者之一。

巴菲特：是的。我们要申报养老金计划持有的股票吗？

MarcHamburg：在你作为股东的范围内需要。

巴菲特：我明白了。好吧，Marc 比我更清楚这方面的规则。我只有非常非常少的证券。我真的花了很多时间思考伯克希尔，所以我一直告诉你们不要买政府债券。这并不是因为伯克希尔是一项好的投资，但这是一个赚了钱可以不用管它的地方，我会在伯克希尔继续工作。

26、投资国外公司

股东：巴菲特先生，芒格先生，非常荣幸。我叫 Ben Anderson，来自洛杉矶。当你考虑在中国投资时，中国的商业文化与美国有很大不同，成功的商业实践也与美国有很大不同，当你投资这家公司时，你会寻找什么样的特点，这与伯克希尔的一般原则有什么不同吗？

巴菲特：我们遵循同样的原则，但我们认识到，在美国以外的任何时候，我们对税法、对习俗、对股东的态

度的了解，都比我们在美国所了解的要少。现在，在不同程度上我们权衡了这种不确定性。

我买中石油股票的时候，大概是在 2003 年左右，不管是用储量、炼油能力或现金流任何方式计算，它都非常便宜。与此同时，俄罗斯的尤科斯公司同样非常非常便宜，而且两家公司都很庞大。我不是地缘政治方面的专家，但我认为，与收购尤科斯相比，我更愿意收购中石油。那么，我购买中石油是否会像购买类似规模的国内公司一样放心呢？不！因为我不知道中国税法所有的复杂性以及可能的政策，我当时不知道，现在也不知道。但当我读到中石油的报告时，我印象相当相当深刻。

另一方面，他们说他们将支付 45% 的收益作为股息。这比美国任何一家石油公司告诉我的都要多。所以我把它看作是一个加分项，一个我认为会实现的意图的指示，它已经实现了。因此，我们确实考虑到我们对各种关键因素缺乏了解，就像我们在美国可能会做的那样。但基本原则是，努力评估业务价值，努力找到我们对其能力和诚信都有信心的管理层，然后找到有吸引力的收购价格，这些原则适用于我们在世界上任何地方的投资。查理？

芒格：我们在中国的投资太少了，很难从我们身上学到什么。这让我想起有一次，一位教授去西部过暑假，回到他的教员那里，他说：“我知道印度人总是排成一列走。”他们说：“你是怎么弄明白的？”他说：“我看到了一个，他就是这么做的。”(笑声)

巴菲特：我们是如何从那里走向中国的？(众笑)

芒格：嗯，我们在中国只有几样东西。他们就像印第安人一样。你不能从他们身上吸取一般性的教训。

巴菲特：如果我们接到类似的投资，我们愿意明天再看。我的意思是，很明显，这可能是一个很大规模的投资，但对我们的规模来说，那些只能投入几亿美元的生意是没有任何意义的。但是，你知道，我喜欢研究各种想法的想法。我的意思是，听到对我来说是陌生的企业或生意，我觉得这是一个迷人的游戏。现在的问题是，由于我们的规模，我们可以投资的范围变得更小了。但我们欢迎许多国家的机会。有些国家实在是太小了。他们不会有像伯克希尔这样的公司，所以这些公司不在名单上。

芒格：中国至少有一家私营企业每年的税后利润超过 30 亿美元。外面有一些很重要的公司。

巴菲特：我稍后会从他那里得到这个名字，但我不想让你听到。(众笑)

27、伯克希尔如何持有短期现金

Becky：这个问题来自阿拉斯加州的 Ed Schmidt。他问的是伯克希尔的现金。他写道，这些钱在哪里？都是

短期国库券或短期国库券？如果是这样的话，当美联储这个最大的买家在 6 月退出购买时，会发生什么？那些场外的钱在哪里？是在我们两年前看到的床垫下面吗？我看不出有多少资金会存在不支付利息的银行里，或者风险高且利息不高的公司债券，或者随着时间的推移越来越不可靠的政府债券中。

巴菲特：他说得很对，现在所有的选择对短期资金来说都很糟糕，但我们不会玩弄短期资金。因此，在 2008 年出现问题之前，我们没有持有商业票据和货币市场基金。当我说我们不拥有这类资产时，可能在别的子公司都有少量，但就我们从伯克希尔流出的大笔资金而言，我们基本上都持有美国国债。我们现在几乎没有得到任何回报，这令人恼火，但在伯克希尔我们最不愿意做的事就是尝试用我们的短期资金去做其他事情，只为了多赚 5 个、10 个、20 个或者 30 个基点。

这是一个不吸引人的停车场，但它是一个停车场。我们会在我们需要的时候，来会取走我们的车。

你知道，当我们需要的时候，在 2008 年 9 月，当 Mars 收购 Wrigley 交易发生的时候，我们已经承诺向箭牌投入 65 亿美元，早先我们在做出承诺的时候(可能是夏天)，当然没有考虑到事件会像 9 月所发生的那样，但我们有钱。我知道在 10 月 6 日我必须带着 62 亿美元现身，而且你知道，我必须有足够的资金。(笑)我不能带着货币市场基金或商业票据之类的东西出现。我必须带着现金出现。实际上我唯一感到高兴的就是拥有大量现金，也就是我们所拥有的短期国库券——如果你看看我们 3 月 31 日的公告，我想你会看到 380 亿美元，而且绝大多数将是在国债中。查理？

芒格：当然，我看到很多人都在挣扎，他们认为在短期资金上额外再获得 10 个基点是他们一生的责任。我认为，如果你像我们一样处于一种机会主义者的游戏中，我们想要突然把钱配置出去，那么试图让短期资金的回报最大化是非常愚蠢的。当我们突然需要这么多钱的时候，为什么还要浪费精力摆弄一些可疑的工具呢？

巴菲特：我们买下了一条管道，而卖方担心在接下来的一周会破产。联邦贸易委员会 FTC 需要 Hart-Scott-Rodino 的许可，他们需要马上得到这笔钱，我记得我给 FTC 写了一封信，我说我们以后会照你们说的做，你想怎么看就怎么看。我们会给你想要的所有数据。如果你告诉我们，解除协议，无论你说什么，我们都会照做。但这些人需要钱，所以我们提前达成了交易。我们有能力在人们需要现金的时候，在世界其他国家出于某种原因而惊慌失措的时候，拿出现金，这使得几笔交易得以完成。

我们不知道明天会不会发生。我的意思是，如果 Ben Bernanke 和 Paris Hilton 跑到南美去了，谁知道会发生

什么。我们希望，在那一刻，我们的支票能够兑现。所以，我们认为我们永远不知道明天会发生什么，尽管它不会带来什么，我想请把我刚才的玩笑在文字稿中删除。(众笑)但是当有人来找我们时，他们说，我们现在需要一个交易，我们可以做到，他们知道我们可以做到这一点，而且规模会很大。它只需要有吸引力。

28、风电需要政府补贴

股东：嗨，沃伦。嗨，查理。非常感谢您抽出时间来参加这次精彩的股东大会。四年前我们宣布以你的名字命名我们的儿子，所以我们很高兴向你和查理问好。查理，自从伯克希尔收购威斯科以来，我们想看看你是否能花些时间主持一次你自己的会议？它可以在任何地方，任何时间。

芒格：会的。我们不会称其为威斯科会议，就叫它"和查理的一个下午"。这只是为狂热的粉丝准备的。(众笑)

股东：太好了。沃伦，中美能源在风力发电上投资超过 10 亿美元。你对风力发电作为一种可再生能源及其经济性有何看法？这种投资规模是否会持续，您预计风电将带来何种类型的回报？

巴菲特：是的，风能是很棒的，但只有当风吹起来的时候。我记得在爱荷华州，大约 35%的时间都在刮风。所以你永远不能指望风力发电，让风力作为你的基本负荷，这是一个真正的限制。另一方面，风力发电，基本上是你所能想出的最清洁的能源，除了它不可靠的事实。只有联邦政府提供激励性税收信贷，才能使经济上变得有意义，他们已经做了相当长的一段时间。

这意味着，依靠自己的力量，这类投资不会产生足够的资本回报。因此，政府已经做出了税收抵免的决定，实际上，它想要补贴风力发电。而爱荷华州一直是一个风力良好的州。整个国家中部地带都很好，所以在爱荷华州建设很多兆瓦的发电能力是有道理的，我们现在有更多的在建项目，我认为我们现在在风力发电方面是全国第一，所以我们会做得更多。它取决于你能得到的价格，你产能实际得到利用的时间百分比等等，它只有在税收抵免的情况下才有意义。

有一件事很有趣——伯克希尔的资产之一是它缴纳了很多税。这听起来不像是一种资产，但在这些日子里，很多公用事业，当你得到百分之百的折旧，这已经由联邦政府投入了很短的一段时间，你得到了这种对风能发电的税收抵免——要知道，很多风力发电公司真的没有能力支付税收抵免。因此，他们的处境与伯克希尔不同，伯克希尔缴纳了大量税款。在过去的五年里，我们大概支付了美国所有企业税的 2%。我想复核一下，但我不认为那是错的。所以我们有很大的纳税能力。我们可以用它来建造更多的风电项目。我认为我们很有可能会继续这样

做。它帮助我们的爱荷华州客户。因为这些项目是成功的，它使我们能够保持费率。除其他原因外，它帮助使电价保持绝对不变十多年，这在美国的电力公司中是很不寻常的。查理？

芒格：没有，我没有什么要补充的。

29、我们不会让 NetJets 破产

安德鲁·罗斯·索金：这不是一个问大卫·索科尔的问题，这其实是 NetJets 的问题。这位股东问：当你称赞索科尔‘挽救了一个注定要破产的公司’时，我被你的话深深打动了。这确实引起了我的注意，因为我不记得你或伯克希尔早些时候说过，在 NetJets 的前任 Richard Santulli 退休时，NetJets 正处于破产边缘。事实上，当时该公司给人的印象似乎是在处理一些短期问题，但从根本上讲是健康的。实际上，它离破产有多近？如果是这样的话，你为什么告诉我们？最后，在 NetJets 的主要股东眼中，该公司‘注定要破产’的时候，NetJets 让有前途的客户掏钱，这样做合乎道德吗？

巴菲特：是的，也许我们可以在这里找到确切的措辞，但我想我说过，如果它是一个独立的实体，它注定会破产，尽管伯克希尔拥有它。伯克希尔从来没有，也永远不会有任何意图，让 NetJets 破产。但如果它作为一个独立的实体被其他人，也就是公众所拥有，它就会破产。伯克希尔拥有这两家保险公司，作为独立的保险公司，这两家保险公司可能会破产。我们从没想过我们会让他们这么做。所以我们把钱投入到伯克希尔拥有的破产公司，基本上是为了让它们保持完整。从本质上讲，我们在 NetJets 上投入时也是这么做的，我们的投入达到了 19 亿美元。但是，在我看来，NetJets 如果没有像伯克希尔这样的人拥有它，它早就破产了。我几乎可以肯定我说过，如果没有伯克希尔控股，或者说一些类似的话——让我们看看我是否能回忆起。也许查理可以在我回忆这个时候发表评论。(笑声)嗯，我没有立即想起它，但我知道我谈过关于其破产的事情，但我也知道，如果这种情况发生，那它肯定不属于伯克希尔。查理？

芒格：无可奉告。(众笑)

巴菲特：无可奉告。我们已经向标普和穆迪指出了这一点。伯克希尔有很多不同的公司，但我们认为它是一个实体，穆迪或标普必须分别看待每一家公司，但查理和我并不是为了离开某家公司而经营这个业务的。我们在路易斯安那州有一家公司叫 Southern Casualty，在芝加哥也有一家，如果任其发展，这两家公司都会破产，但我们并没有考虑这个问题。

30、巴菲特的建议：投资于你自己的技能

股东：下午好。我是来自弗吉尼亚州阿灵顿的一名企业家 Christopher David。我的问题是关于年轻人的。我与许多高中生、大学生和应届毕业生一起工作，他们正面临着一个年轻人失业率高达 20% 的就业市场，同时也是最有利的创业环境之一。现在比以往任何时候都更容易创业或参与创业。因此，考虑到这些孩子有政治头脑，他们喜欢学习经济学，他们才华横溢，愿意学习，你能从投资的角度给他们什么建议来帮助他们规划自己的课程，而不是去找一份朝九晚五的工作？

巴菲特：嗯，人们会用不同的方式来做，我过去常常通过大量阅读来做到这一点。在我 9 岁、10 岁或 11 岁之前的三到四年里，几乎一直住在奥马哈公共图书馆。我的意思是，无论你做什么来提高自己的技能，你永远不知道以后会在哪里得到回报。我的办公室里挂着一张文凭，还有其他几张，但我挂在那里的唯一文凭是我从戴尔·卡内基的课程中获得的，那门课在 1951 年花了我 100 美元，我从那 100 美元中获得了无法估量的价值。

没有什么比努力提高自己的技能更重要的了，我想说的是，无论你做什么，沟通技能是我会努力提高个人价值的第一个领域。我的意思是，回到 1950 年或 51 年，如果我在沟通方面保持现在的位置，我的生活将会完全不同。我的意思是，我开始销售证券，如果你不能和人们交流，那你销售证券就真的遇到难题了。

所以我认为，如果你很幸运，你很早就会找到自己的激情，但你想从事自己热爱的工作，然后你想努力提高自己的这方面的技能。我认为如果你做了这两件事，我认为你可能会做得很好。查理？

芒格：是的，我认为经济学是一门非常难的学科，我认为教授基本的微观经济学和某些基本思想是很容易的，但一旦涉及到所有的复杂性，你就会遇到专家们不同意的困难。所以，如果我想要学习一些没有专家能达成一致领域的，我不认为我会着急。我会先掌握简单的东西。

巴菲特：是的，，我不建议正在上学的人去上很多经济学课程。我只是试着回想一下。我在沃顿商学院上经济学课已经有很长时间了，但我并不认为是这些课程推动了我任何重要方面的进步。

31、再保险比看起来要困难得多

卡罗尔·卢米斯：来自 Jon Brandt 的问题。伯克希尔在慕尼黑和瑞士再保险的投资是否会减少你愿意直接承保的巨灾风险保险业务的数量？如果是这样，假设价格重新变得有吸引力，那么你会限制你购买的其他再保险股票的数量，以便你可以做更多的直接业务吗？

巴菲特：我们在慕尼黑和瑞士再保险公司的投资不到 40 亿美元，也就是说占我们净资产的 2.5%。因此，这些投资，总体而言，并不会让我改变我们在再保险领域愿意做的事情。我们愿意承担的风险。就保险所能承受的风险而言，我们已经远远低于能力了。我在报告中说，我预计我们的正常盈利能力在税前 170 亿美元左右。

嗯，这与世界上任何其他再保险公司都不一样。我们经历了再保险史上最糟糕的一个季度，除了卡特里娜飓风的那个季度，你知道，我们最后赚了非常可观的金额。因此，这些投资对我们承保的意愿没有任何限制。我们希望在帐面上有更多有吸引力的再保险业务，我们只是无法找到，我们认为与风险相称的价格。但这并不是因为总体上对风险的厌恶。查理？

芒格：是的，**保险尤其是再保险，这不是一项容易的业务。**你花了很长时间才做得这么好。如果不是因为阿吉特，我们的企业会小得多。

巴菲特：应该指出的是，我们在前 15 年的再保险业务中确实没有取得任何成功。我们在 1970 年左右开始从事再保险业务，我们有一个经营再保险的行家 George Young，但算上浮存金的价值，15 年来对我们来说都不是一个好的业务，直到阿吉特出现。**这不是一个容易的业务。大多数时候看起来很容易。**这就是它的问题所在。看起来容易做起来难。而且，这就像有一对骰子在接受投注一样。你要知道，可能在第 36 次才会出现损失，所以你可以有时候可以通过错误的赔率赢得很多筹码，但如果你继续这样做足够长的时间，你最终会赔掉很多钱。因此，这些不常见的事件，你最好已经考虑到你的定价，而不是欺骗自己，不管你是在一年或两年甚至三年或四年内赚钱。**大多数人在这方面都有点麻烦，我们在这方面的麻烦持续了大约 15 年。**

芒格：顺便说一下，世界上的投资银行家，他们为了赚钱交易了这么多衍生品，他们卖出了一些这样的产品——虽然在大多数情况下客户是赚钱的，但当客户赔钱的时候，那真的是损失惨重。换句话说，他们比顾客更聪明，他们给普通商人造成了一些最可怕的损失。它发生在韩国，发生在墨西哥，只是要小心那些正在销售新的衍生产品的推销员。

巴菲特：或者那些销售过时的衍生产品的人。

芒格：是的，但是销售新的衍生产品更糟。

32、巴菲特与托德·库姆斯(Todd Combs)的初次相遇

股东：嗨，我的名字是 Bottle Pondy。我来自宾夕法尼亚州的费城。问题是关于你去年聘请的年轻基金经理

Todd Combs。对于芒格先生，我知道你把他介绍给了伯克希尔。你能不能谈一谈这个问题。这种关系是如何开始的，以及我们作为股东，我们如何能够评估他的进展？

芒格：嗯，我讨厌这样做，因为我可能会收到比我想要的更多的信，但他给我寄了一封信。事情就是这样发生的。这就像沃伦写给拉尔夫·谢伊的信。不管怎样，我和他一起吃了顿饭，然后我给沃伦打了电话，我说，我认为你应该和这个人谈谈。你可以看出，我们的业务非常复杂，程序也非常复杂。(众笑)

巴菲特：他的结果将在五年左右的时间内揭晓。我的意思是，你不能根据一个投资者在六个月或一年内做了什么来判断他。

芒格：Todd 的优势在于，他多年来一直在考虑伯克希尔这样的金融公司。这对我们来说很有用。

巴菲特：正如我们在年度报告中所说的，随着时间的推移，我们会有不止一位投资经理，这很有可能，但不一定。你知道，伯克希尔有很多钱需要管理。这不是一个坏主意，但我们必须找到合适的人，合适的人并不意味着特定的智商或特定的过去记录，它意味着很多东西。如果我们最后有 2-3 个投资经理，那是一个加分项。但我们不会强制要求这种结果。

33、收购和股票

Becky：这个问题来自芝加哥 Scott Wilkin，他现在在观众席上。他问，强生公司是伯克希尔最大持股公司之一，你怎么看强生公司最近以 210 亿美元收购辛迪斯公司(Synthes)？你非常坦率地反对卡夫(Kraft)收购吉百利(Cadbury)的交易，特别是因为他们使用股票。强生的交易也主要是股票，你支持这个交易吗？

巴菲特：我没有和强生公司管理层的任何人谈过，我对这家公司也不了解，但基本上，如果全部以现金交易，我会更喜欢这笔交易。当管理层进行交易时，我认为这笔交易大约有三分之二是股票，三分之一是现金。强生公司有足够的能力以现金支付 220 亿美元的交易。当他们把现在的生意换成其他生意时，他们要么说自己的生意很有价值，要么说卖给他们的人犯了大错。所以就像我说的，如果都是现金，我会更喜欢它。我认为，通过在这样一笔交易中使用大量的股票，你当然可以得出这样的推论：强生对自己业务的估值，没有你认为他们应该被评估的那么有吸引力。如果你用自己公司的股票为其他公司支付 20%或更多的市场价格，你知道，在管理中可能不会涉及很多协同效应或任何东西。可能会有一些，但通常也会有一些抵消。但就像我说的，我更希望他们能用现金支付。查理？

芒格：是的，你对巧克力和比萨饼的了解比你对我对医疗设备的了解要多得多。

巴菲特：你认为我更了解巧克力？(笑声)

芒格：嗯，但在卡夫，你谈论的是沃伦了解很多的业务，而我们两个都不太了解医疗器械。

巴菲特：是的，自从被卡夫出售以来，比萨饼的生意一直很好。(笑)

34、为什么我们不会发行股票进行收购

股东：大家好，我是来自纽约的 Glenn Tongue。首先，感谢你们让我们度过了美好的一天。我的问题涉及收购。在路博润上市之前，我们估计伯克希尔哈撒韦 2011 年年底的现金余额可能接近 600 亿美元。我相信你最近对一头你认为太大的大象发表了评论。你的收购欲望是什么？什么才是大的规模？最近电话一直在响吗？作为股东，我们能做些什么来提供帮助呢？

巴菲特：我上大学时回答的问题比这还少。(笑声)但如果你能帮上忙，我很感激，Glenn。

你知道，很难说出一个精确的数字。这个太大的定义是需要我们发行大量的股票。但就像我说的，我们不会这样做。我们的胃口一直都在。我们不打算借很多钱。我们不会发行股票，除非是为了达成一笔无法达成的交易而发行少量股票。但是，显然，我们永远不会卖掉一家企业去收购其他企业。所以，你知道，除非我们做点什么，否则我们的现金余额会逐月增加。我们可以，也将出售一些投资组合证券。但做路博润需要接近 90 亿美元的现金，显然我们可以再投资一家这样规模的公司。事实上，我们正在关注几家公司，但它们不过是昙花一现，但它们的规模与路博润差不多，而且，你知道，我们会很乐意这么做，它们会显著增加伯克希尔的盈利能力。他们值得去做。我们从来没有真正冒过任何风险，因为我们不需要，我们不会用我们拥有和需要的东西去交换我们没有和不需要的东西，即使我们有点想拥有它。查理？

芒格：嗯，我当然同意这一切。我们非常不愿意发行股票。在这一点上，我们与大多数地方不同。

我有一个朋友，他把公司卖给了社会主义国家，他们发行了受控公司的股票，而社会主义的 CEO 说，"这不是很好吗？我们免费获得了这项业务。"

巴菲特：有些人确实是这样，当然，我们谈到了发生在 60 年代末的浪潮，但周期性地，其中一个肯定发生在互联网时期，这些公司只怪发行股票的速度还不够快，因为他们基本上是在用五彩纸屑换取实物资产。这是一种商业模式，在过去的一段时间里，某些公司已经成功地应用了这种模式。它通常以某种惨败告终，可能我不应该

说它通常会失败，但它在某个时候偃旗息鼓了。但是，你知道，从本质上来说，我们从来没有参与过这个游戏。

我们讨厌发行股票和出售我们股份的想法。当我们发行股票时，我们正在出售我们拥有的每一项精彩业务的一部分，从 GEICO 到 ISCAR 到你能想到的所有业务。我们不喜欢这样做。我们喜欢拥有这些企业。我们想拥有更多。你知道，我们达成了一项协议，今年我们将购买 Marmon 更多的股份，我们将在未来几年内购买剩余的股份，我们对此感到满意。我们为此付出了合理的代价，但我们得到了一个我们熟悉的企业，一个我们喜欢的管理层，而这正是我们希望在伯克希尔继续做的事情。事实上，我们会继续做下去。

35、房地产市场很糟糕，但我们会在反弹中获利

安德鲁·罗斯·索金：这个问题来自 Larry Pitkowsky，他是一位来自 Goodhaven 基金的长期股东。他问，多年来，您建立或收购了大量与住宅和商业房地产市场相关的业务，包括经纪服务、绝缘材料、地毯、建筑产品和油漆家具等领域。伯克希尔对这些业务的所有权似乎给了你一个独特的窗口，让你可以通过这个窗口来观察当前的状况。你能否给我们一些关于住房和商业房地产市场现状的见解，以及我们可能会在这些业务中看到的未来十年——这可能是一个很长的展望。

巴菲特：目前的情况是，情况很糟糕。这已经持续了很长一段时间，它影响了 Shaw, Mitek, Acme Brick, Johns Manville, 以及 HomeServices。而且根本没有反弹，但你也可以在住房开工数据中看到这点。我不会告诉你任何你看不到的东西，除了我看到每月的收入数字时，我痛苦地看到了它。但这些都是好生意。正如我在年度报告中提到的，我们收购了阿拉巴马州最大的砖厂。我认为阿拉巴马州人均使用砖块比美国任何一个州都多，但这在当前并不意味着什么，因为没有人使用任何砖块。但我们买了。我们开了一张现金支票，我们希望改善我们的地位。MiTek 收购了一些业务。Shaw 今年花费了数亿美元，部分原因是地毯业务的性质发生了变化。随着时间的推移，这个国家将以与家庭增长相称的总体速度建造房屋，我认为在未来几十年里，我们将看到大量的家庭增长，我认为当我们的房屋建造达到正常水平时，我们的公司将处于有利地位来赚取可观的利润。

我在年度报告中说，我认为我们将在年底前看到回升。自从我写了年度报告以来，我没有看到任何东西使它看起来像我肯定是正确的或什么的，在我写报告以来的两个月里，到目前为止，我没有看到任何进展。我认为它会在年底开始发生，但如果不发生，你知道，它可能会在一年后。我想没有人知道这个问题的答案。不过，如果我不得不以这种或那种方式打赌，我认为它将在年底出现。

对我们来说真的不是那么重要。当我决定收购阿拉巴马州的砖厂时，并不是因为我认为这个砖厂在两个月、六个月或一年后就会翻身。我认为，随着时间的推移，作为阿拉巴马州一个非常重要的砖制造商和经销商，毗邻我们在德克萨斯州的强大业务，这将是一个很好的投资，以我们支付的价格。我对这个决定感觉很好，但在接下来的六个月里，我不会对我们的砖块业务感觉很好。这一点我可以肯定。查理？

芒格：购买这些周期性很强的企业的一个好处是很多人不喜欢它们。如果平均年收入能达到 3 亿美元，那即使收入不稳定，对我们又有什么影响呢？从大局来看，只要是好的业务，我们又何必在意它是否起伏不定呢？我们在这方面有优势。在阿拉巴马州，没有其他人会竞标一家没有客户的砖厂。(众笑)

巴菲特：如果你在阿拉巴马州需要砖，我们会在那里。(众笑)你知道，喜诗糖果，一个很棒的生意，一年中大概有八个月是亏损的。现在，我们知道了季节的规律，所以我们不会在七月担心圣诞节不会来，你知道的。我们有几千年的时间。(众笑)所以，这很容易看到。如果你只看一个月或一个季度的喜诗的收益，你会想，这些人在这个行业做什么？现在，显然，**周期性业务不会跟季节性的企业表现一样，但为什么要用不同的眼光看待它呢？**

我的意思是，**如果你考虑未来 20 年，你知道，将会有三四年的住宅市场非常糟糕，其中将会有很多非常好的住宅市场，也会有一些非常棒的住宅市场。我不知道它们出现的顺序，但我知道，如果我能以足够便宜的价格购买资产，参与这 20 年的投资，我们在这段时间里会做得很好。这就是我们做砖瓦生意的原因。**

巴菲特：现在让我们看看。是的，我们现在是 3:30，所以我们将休会大约 5 分钟，然后我们将进行伯克希尔哈撒韦公司的业务会议，我们可以把灯打开，几分钟后我们将重新加入你们。(掌声)

正式商务会议

今天上午，我介绍了在座的伯克希尔的董事。今天和我们在一起的还有我们的审计师德勤会计师事务所的合伙人。他们可以回答你们关于他们公司对伯克希尔账户的审计的问题。Forrest Krutter 是伯克希尔的秘书。他将对会议过程做书面记录。Becki Amick 已被任命为本次会议的选举检查员。她将对本次会议上的董事选举和动议投票的票数进行证明。本次会议的指定代理持有人是 Walter Scott 和 Marc Hamburg。

秘书是否有一份关于已发行的、有投票权的、在会议上有代表的伯克希尔股票数量的报告？

Forrest Krutter：是的，我知道。正如随同本次会议通知寄给所有在册股东的代理声明中所指出的，在本次会议的记录日期 2011 年 3 月 2 日，共有 942,559 股 A 类伯克希尔哈撒韦普通股流通，每股有权对会议上审议的议

案进行投票，以及 1,059,055,810 股 B 类伯克希尔哈撒韦普通股流通，每股有权对会议上审议的议案进行万分之一的投票。其中 663,042 股 A 类股和 659,697,109 股 B 类股由截至 4 月 28 日星期四晚上返回的代表权代表出席本次会议。

巴菲特：谢谢你。这个数字代表了法定人数，因此我们将直接进行会议。

第一项是宣读上次股东大会的会议记录。我请 Walter Scott 先生发言，他将向会议提出一项动议。

Walter Scott：我提议免于宣读上次股东大会的会议记录，并批准该会议记录。

巴菲特：我听到了吗？(声音：同意)。动议已经提出并得到支持。是否有任何意见或问题？我们将以语音表决的方式对这项动议进行表决。赞成的请说"赞成"。反对吗？(声音：赞成)该动议获得通过。

下一项是选举董事。如果有股东希望撤回之前送来的委托书并亲自就董事选举进行投票，可以这样做。此外，如果在场的任何股东没有交出委托书，希望得到一张选票以便亲自投票，你可以这样做。如果你想这样做，请向过道上的一位会议官员表明你的身份，他将为你提供一张选票。

我请 Walter Scott 先生向会议提出一项关于选举董事的动议。

Walter Scott：我提议选举 Warren Buffett, Charles Munger, Howard Buffett, Stephen Burke, Susan Decker, William Gates, David Gottesman, Charlotte Guyman, Don Keough, Tom Murphy, Ron Olson, Walter Scott 为董事。

巴菲特：有第二个问题吗？(声音：我支持这项动议)。经提议和附议，上述人数当选为董事。是否有其他提名？是否有任何讨论？提名已经准备好了，可以采取行动了。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在选举董事的选票上做记号，并允许将选票交付给选举检查员。Amick 小姐，当你准备好了，你可以做报告了。

BeckiAmick：我的报告已经准备好了。针对截至上周四晚间收到的委托书，委托人的选票为每位被提名人投了不少于 701,770 票。这个数字远远超过了所有 A 类和 B 类流通股总票数的大多数。特拉华州法律要求的精确计票证明将交给秘书，与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amick 小姐。上述人士已当选为董事。议程上的下一个项目是对伯克希尔高管的报酬进行咨询投票。我请 Walter Scott 先生就这个项目向会议提出动议。

Walter Scott：我提议公司股东在咨询的基础上批准支付给公司指定高管的薪酬，这些薪酬根据 S-K 条例第

402 条披露，包括公司 2011 年度会议代理声明中的薪酬讨论和分析、附带的薪酬表以及相关的叙述性讨论。

巴菲特：有第二个问题吗？（声音：我支持这项动议）。有人提议并附议，公司股东在咨询的基础上批准支付给公司指定董事的报酬。是否有任何讨论？该议案已准备就绪，可以行动。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在动议上标明自己的选票，并允许将选票交付给选举检查员。Amick 小姐，当你准备好了，你可以做报告了。

BeckiAmick：我的报告已经准备好了。在上周四晚间收到的代理股东的投票中，不少于 720,883 票赞成在咨询基础上批准支付给公司指定执行官的报酬。这个数字远远超过了所有 A 类和 B 类流通股总票数的大多数。特拉华州法律要求的精确计票证明将交给秘书，与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amick 小姐。关于以咨询方式批准支付给公司指定执行官的报酬的动议已经通过。

下一个项目是关于股东对指定行政人员的报酬进行咨询投票的频率的咨询投票。我请 Walter Scott 先生就这一项目向会议提出一项动议。

Walter Scott：我提议，公司股东在咨询的基础上决定对公司委托书中规定的公司高管的薪酬进行咨询投票的频率，无论是每年一次，还是每两年一次，还是每三年一次。

巴菲特：有第二个问题吗？（声音：我支持这项动议）。如果有人提出并附议，公司股东应决定他们对指定执行官的报酬进行咨询投票的频率，选择是每一年、两年或三年一次。是否有任何讨论？该议案已准备就绪，可以付诸行动。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在动议上标明自己的选票，并允许将选票交付给选举检查员。

Amick 小姐，当你准备好了，你可以做报告了。

BeckiAmick：我的报告已经准备好了。在上周四晚间收到的代理人投票中，112,395 票支持每年一次；4,615 票支持每两年一次；609,699 票支持每三年一次，对指定行政官员的薪酬进行咨询投票。特拉华州法律要求的精确计票证明将交给秘书，与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amick 小姐。公司股东已经决定，在咨询的基础上，每三年对支付给公司指定执行官的报酬进行一次咨询投票。下一个议题是 Coward 小姐提出的动议，她是伯克希尔的股东，由 Bruce Herbert 先生和 Larry Dorrs 先生代表。该动议载于代理声明。该动议要求伯克希尔为其子公司的发电厂制定减少温室气体的目标，并为股东准备一份关于如何实现这些目标的报告。董事们建议股东们投票反对该提案。我现在请 Herbert 先生提出议案。为了让所有感兴趣的股东都能发表意见，我请 Herbert 先生将其发言限制在五分钟之内。如果我们

能把灯光调亮，让我们先请 Herbert 先生。

Bruce Herbert：谢谢你。女士们，先生们，今天好。我的名字是 Bruce Herbert，我是华盛顿州西雅图 Newground Social 投资公司的 CEO。今天，我很高兴能在这里代表伯克希尔 A 类股票的终身拥有者。我站在这里提交委托书第 12 页上的决议，该决议要求伯克希尔为其能源控股公司制定减少温室气体排放的目标。这是因为严肃的投资者知道，而且研究表明，气候变化会产生财务责任。气候风险投资者网络(其成员管理着超过 10 万亿美元资产)和碳排放披露项目(代表着全球超过 70 万亿美元资产)呼吁公司披露与气候变化有关的风险，以及为减轻这些风险所采取的行动。

2010 年，66%的美国电力公司已经制定了温室气体减排目标。不幸的是，伯克希尔中美能源公司并不在其中。现在，投资者有理由感到担忧。就在去年，美国 SEC 宣布，气候风险是实质性的，而且必须予以披露。我们确实为中美能源拥有美国所有公用事业公司中最大的风能组合而喝彩。然而，中美能源也确实有接近四分之三的电力是燃煤发电。在全球范围内，投资者希望通过清洁发电来降低风险，66%的公共事业单位已经公布了他们这样做的计划。但中美能源没有提供这样的计划，尽管其网站上公开宣称，“我们将制定具有挑战性的目标，并评估我们的能力，以不断提高我们的环境绩效”。对于一个烧煤的公用事业公司来说，没有比减少污染更重要的环境目标了。但不仅如此，伯克希尔还具有独特的脆弱性，因为气候变化的财务负担被推给了保险公司，而作为一个主要的保险公司，这对我们公司有严重的财务影响。伯克希尔在过去几十年中，因具有实际的远见卓识而享有显著的、得来不易的声誉。应对气候变化为我们公司提供了一个维护和提高这一声誉的机会。因此，最后，世界上最大的机构投资者呼吁公司制定温室气体减排目标。这种目标是管理气候变化带来的特殊商业风险的关键工具。美国三分之二的公用事业公司已经制定了这些类型的减排目标，而这项决议，重要的是，给予伯克希尔的管理者自由，以确定这些目标应该是什么，并形成实现这些目标的过程。而主要的代理咨询公司也多次建议投票支持类似的决议。因此，我将以一个请求和一个问题结束。请求是请在座的各位和我们一起支持这个常识性的提案。而问题是，先生们，你们是否评估了气候变化对我们公司的商业风险，你们发现了什么？谢谢你。

巴菲特：谢谢你，Herbert 先生。我们在 1 区有一个话筒。任何希望支持或反对该动议的人都可以使用。你们已经看到了 1 区的麦克风。我再等一两分钟，如果有额外的发言者？为了在场的人的利益，我请赞成或反对该动议的每一位发言者将自己的时间限制在两分钟之内，并将你们的发言仅仅局限于该动议。所以请继续。

听众：你好，我是 Paul Herman，HIP 投资者的创始人。HIP 是 Human Impact Profit 的意思。我们是加州、伊利诺伊州和华盛顿州的注册投资顾问。气候变化显然是伯克希尔的风险之一，包括中美能源公司和伯灵顿铁路，其中大部分被出口到了中国。因此，我们也关注温室气体的披露、量化和对利润的影响，以及对生态效益高的公司可能获得的碳信用额度资产的量化。因此，我们强烈支持这项决议，以增加披露，提高透明度，并评估可能的财务回报，或财务责任，特别是利用你在再保险方面的专业知识，因为再保险公司通常会对潜在的碳风险和责任进行量化，而传统保险公司可能不会这样做。因此，我们强烈主张对潜在的风险和责任进行透明、披露和量化。美国 SEC 已经鼓励这种类型的披露，尽管他们没有强制要求。因此，伯克希尔是这样做的领导者，像通用电气这样的公司，他们的绿色畅想倡议，他们从绿色产品中获得 10% 的收入，以及从 Jeff Immelt 到 Duke Power 电力公司的其他领导人，他们对解决气候变化和碳效率可能带来的财务回报采取积极的立场。谢谢你。

巴菲特：谢谢你。我们那里还有一些发言者？

听众：巴菲特先生，芒格先生。Jefferson Lilly 是伯克希尔的长期股东。我个人认为，在围绕全球变暖的问题上，前两位发言者才是 hot air (掌声)，我们不要对伯克希尔进行监管，强迫它进行碳排放或其他愚蠢的规定。如果各个企业的管理者选择自己去做，那也没什么，但把全球变暖这种虚假的宗教拿来试图监管伯克希尔，是完全不合适的。你们自己的工作做得很好。(鼓掌)

听众：芒格先生和沃伦-巴菲特。我只想说一件事，我认为这真的很重要。伯克希尔可以成为环境方面的领导者。我支持透明度，我知道这两位先生也是如此，还有 John Doerr，他对环境非常热情，我知道如果他今天在这里，他也会和这两位先生有同样的感受。而重要的是，作为美国公民，我们要关心环境。而不是继续污染环境。我百分之百地支持这两位先生。(掌声)

听众：是的。我的名字是 Eric Shlime。我不赞成这样做，所以反对这项动议。我认为伯克希尔在清洁方面有很好的声誉，对环境负责。我不认为有人说巴菲特先生或芒格先生在某种程度上不关心环境。我认为大多数人都关心环境问题。但这并不意味着我们应该为巴菲特先生和芒格先生，或任何一位首席执行官，来告诉他们如何经营他们的业务。你们非常关心伯克希尔的声誉。如果伯克希尔的子公司只是污染海洋和池塘，破坏不同城镇的声誉，我想这对巴菲特或芒格来说都不会太爽。所以，并不意味着你不关心环境，只是因为你不打算以某种方式监

管和告诉其他人如何经营他们的业务。让我们自愿地做事情，做事情赚钱，负责任。在一天结束时，这才是赢家。谢谢你。(掌声)

听众：是的，我叫 Larry Dorrs，我支持这项决议。我认为除了你们是非常正直的绅士之外，没有人在说什么。但这是一个美元和美分的问题。而环保局正在发布新的规则，要求对温室气体排放进行更多监管。所以，我们真的是从一个拥有保险控股权的企业集团的角度来处理这个问题的，而且确实是保险公司在承担巨大的成本。所以我非常期待你在这方面的观点。谢谢你。

听众成员：谢谢。股东 David Hughes。我认为这是正确的事情，我认为作为一个组织，在被迫这样做之前，这样做是有意义的。如果这给了你工具，让你按照自己的方式制定规则，就像你认为合适的那样，那么我认为这要强大得多，并树立了一个先例，就像伯克希尔过去所做的那样，所以我支持这个决议。

听众：你好。我的名字是 Thomas Dankenburtter，我的背景是生物化学，我对环境非常热情，我认为伯克希尔努力成为一个领导者非常重要，所以我非常支持这个提议。

听众：你好，Sarah Cleveland 来自俄勒冈州的波特兰市。我也想对这项决议表示支持，我认为这不是关于权利或错误。这是关于愿意看一看风险和机会。也是为了让伯克希尔成为一个领导者。而且还与子公司合作，探讨具体的可能性。

听众：我的名字是 Sam Roy。这是我的第一次参会。芒格和巴菲特先生，我对你们如何经营企业印象深刻，但我认为你们也会关心环境。我不知道我们是否应该规定一个路线，但至少你会通过你的行为，当地的企业是如何运行的，所有的操作都会出现，毫无疑问，我们做一切可能，我们永远不会污染空气，不能改变。这不是热空气，但这是我非常热衷的事情。你可以用你的环境做任何事情，但如果你现在不负责任，我们不知道对我们的孩子和孙子会有什么影响。我请求你们对其进行全面调查，我想你们会这样做的。谢谢你给我这个机会。

听众：是的。巴菲特和芒格先生，我的名字是 Bob Stein。我是一名注册的专业工程师，我有几点意见，我是伯克希尔的股东。第一，我认为我们都支持非常健全的环境保护。但是，在此之前，环保局用于温室气体的科学不一定合理，也不一定符合伯克希尔股东的最佳利益。另外，环保局提出的一切建议都是不切实际的，并给美国在世界工业市场上的竞争带来了很多问题。谢谢你。

听众：Jason Bang 来自加州 Palo Alto。对我来说，关于这个问题非常有趣的一点是，它是值得人们为之付出

热情的东西。实际上，在这个问题的科学性上，我支持许多人的观点。我担心的是，不一定是伯克希尔同意这个动议，实际上我是反对的，而是伯克希尔旗下的企业要帮助宣扬实际情况背后的真正科学，帮助美国公众获得更好的理解，这样他们也能带来改变，而不是让这一切从行政层面发生。

听众：下午好。Bill Guenther 来自佛蒙特州 Newfane 的股东。我在老家做州级林务员，我想说，对于那些不相信全球变暖是现实的人，我希望你们能在树林里跟着我。它绝对是。我想支持这项决议，我希望其他股东会觉得这项决议很重要，能把它看完。谢谢你。

听众：下午好。我关心能源问题。我比其他人更关心能源和环境，因为我目前仍在研究能源和环境问题。但我真的相信私营部门的力量，相信自由市场的力量。我认为你没有责任为这个问题投入股东的资源。这不是你的专长。我个人可以做得更好，提供做环保宣传的工作，比你做得更好。所以实际上反对这项决议。谢谢。

听众：对不起，我有个朋友想说点什么。我可以翻译。他说，太阳能电池板的发展对中国有很大影响。实际上，伯克希尔应该做一些事情，因为应该考虑到其中的影响。

听众：你好，我是 Kevin Thompson。我是一个股东。我支持这项动议。我是一名职业工程师，在一家石油公司工作。当我们开始研究温室气体排放时，我们认为最终会使公司花费更多钱的东西，实际上为公司创造了更多的收入。而这些是一些通常不被提及的故事，但它们就在那里。我建议你看一看，因为在实际中，你可能被驳回的东西实际上可能是你的股东的收入。谢谢。

听众：你好，巴菲特先生。我是 Mike，显然，在砍伐亚马逊森林和燃烧一些煤炭之间有一条细微的界限。所以有时你可以放弃一点，但你不能真的放弃那么多。因此，这就是为什么我不支持这项动议。

会议官员：似乎没有任何进一步的意见。(掌声)

巴菲特：好的，谢谢。民主在伯克希尔的行动。有人提出了几个问题。就重大信息或重大风险而言，关于伯克希尔，特别是关于我们的保险业务，每年在 10-K 报告中都会有关于风险的叙述。在我看来，就我们的保险业务而言，这个问题对伯克希尔的保险业务不构成重大风险。问题的最后，一位先生提到了这样一个事实，即如果我们遵循动议，可能会发生什么，这对伯克希尔来说甚至可能更有利可图。具有讽刺意味的是，如果在我们的决定中，他很可能是正确的，但仅以我们在电力设施运营方面的三个主要州为例，我们为近 200 万客户提供服务，爱荷华州、犹他州和俄勒冈州，但在其他州也是如此。我们在这三个州的公用事业委员会的支配下运作，所有这些

委员会都制定了自己的运营规则，而我们最终都要遵守这些规则。例如，如果我们单方面决定关闭大量煤炭发电，我们将被告知在更短的时间内对这些工厂进行折旧，而这将转化为当地更高的电价，不是伯克希尔的成本。我们有权获得投资回报，折旧越快，为了实现允许的回报，电价就必须越高。因此，例如，有一位来自俄勒冈州的妇女发言。我们任何单方面的尝试的成本会落在客户身上。没有公用事业委员会的批准，我们不能这样做。事实上，我们确实会收回加速折旧，我们可能会有更大的投资，我们将被允许在其他发电设施上获得回报。但这个问题，不是伯克希尔的股东最终承担费用的事情。这是一个电价费率问题，或者说是这些不同州的电力用户将支付的东西。而这种判断非常正确，应该由这些不同州的公共事业委员会做出。无论他们做出什么决定，你知道，我们都会遵循。随着时间的推移，毫无疑问，就像我们在爱荷华州谈到我们的风力发电一样，这个国家将朝着不同的发电成分发展。正如我先前所说，我个人赞成随着时间的推移增加核电，但这将在州一级决定，在某些方面，在国家一级决定。因此，我们的建议是否决该动议。我想现在可以对该动议采取行动了。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在动议上标明自己的选票，并允许将选票交付给选举检查员。Amick 小姐，当你准备好了，你可以做报告了。

BeckiAmick：我的报告已经准备好了。针对截至上周四晚间收到的委托书，委托人的投票结果是 67,733 票支持该议案，608,576 票反对该议案。由于反对票数超过所有已发行 A 类和 B 类股票的多数票数，该议案未能通过。特拉华州法律要求的精确计票证明将交给秘书，与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amick 小姐。该提议失败。在我们休会之前，是否有人要在这次会议上提出其他事项？如果没有，我请斯科特先生在会议上提出一项动议。

WALTER SCOTT：我提议休会。

巴菲特：有第二个问题吗？(声音：我赞成)。有人提出了休会的动议，并得到了支持。我们将以语音方式进行表决。是否有任何讨论？所有赞成的人说"同意"。反对者说"不"。(声音：赞成)。会议休会。

Wesco 股东大会 2011

2011 年 6 月 24 日

6 月 24 日 Wesco 举行特别股东大会，表决伯克希尔收购 Wesco 剩余 19.9% 股份议案，议案通过后，Wesco 并入伯克希尔。7 月 1 日，芒格最后一次回答 Wesco 股东提问，查理说，这将是最后一次举行这样的会议。Wesco 股东以后需要找一个新的崇拜的英雄。他举行这样的会议的部分原因是，他仍然是做忏悔，因为他一辈子买卖股票赚太多钱，他试图在生活中做更多的对社会有用的事情。

开幕词

Wesco 被伯克希尔收购后，谁来支付今天的活动费用。芒格决定支付这笔费用，以延续这一传统。

芒格说，BRK 是 Wesco 的理想港湾。他感觉自己就像一位船长，终于到达了梦寐以求的港口。巴菲特只是等待，等待，等待，直到价格是合适的才收购，完成合并芒格很高兴，这是我们一直想要的理想的结果。Wesco 股东将获得一半现金和一半伯克希尔 B 股，由于瑞士再保险公司确认的损失，该合同对 BRK 不利。随后，BRK 的股票价格一路走低，由于最近股价低廉，合并不利伯克希尔。Wesco 的股东获得的股份比巴菲特和他的预期还要多。不过，最后还是顺风顺水。芒格说，大多数公司收购伤害股东利益，伯克希尔并购 Wesco，并没有损害股东利益。沃伦和查理以做正确的事而闻名。即使 BRK 拥有权力，而他们的合作伙伴或交易对手没有权力，以做正确的事而闻名也是行之有效的。(拥有暴君的权力是多么美好，而像暴君那样使用去权力又是多么错误)。

查理认为听众在谈话结束时不愿听这些，所以把它放在了开头。

当你拥有一个复杂的系统时，他所说的"lollapaloozas"可能会产生很大的影响。这是一个合力的结果，几乎总是来自同一方向的各种因素，但却来自不同的学科：经济学、金融学和心理学。不过，他从不关心这些因素来自哪些学科。重要的是，这些因素汇聚在一起会产生巨大的影响。

考虑到 lollapaloozas 效应，他想让我们知道他是如何处理问题的。有一个问题一直困扰着大学的经济系。当经济学家们去电影院看电影时，他们发现可乐和爆米花的价格相对于其他地方的价格来说太高了。为了理解这一现象，人们投入了数百万个工时。他们明白为什么飞机头等舱的座位比经济舱的座位卖得贵，但却不明白用边际效用来解释，为什么棒棒糖在电影院卖得那么贵。

同样，众所周知，汽车制造商卖一辆 4 万美元的汽车，然后以 400 美元售价卖给你一个 20 美元的额外小玩意儿。当你花 4 万美元买一辆车时，400 美元的费用是如此之小，以至于人们几乎不会注意到它，而销售商可以通过这种方式从客户那里榨取更多的钱。没有什么比他告诉我们的更简单的了，但他不敢相信有这么多学者不明

白这一点。然后，他建议说，如果你能采用他的技巧和方法，你就能比其他人做得更好。

然后，他将同样的方法应用于更复杂的事情上。凯恩斯主义者认为，可以通过借贷和印钞来缓解经济衰退，这已成为正统观点。凯恩斯主义者认为，通过借贷和印钞，经济衰退的时间会缩短，经济萧条的可能性会降低。人们对这一观点如此着迷，以至于认为这些经济学定律就像物理学定律一样。

日本之所以陷入困境，就是因为房地产白痴般的繁荣。现在，他们已经尝试了凯恩斯主义著作中的所有方法来解决这个问题。他们不得不面对长达 20 年的停滞不前，而这正是他们唯一能做的。他们是一个善良而有礼貌的民族。然而，美国人和大多数其他国家的人可能无法经历 20 年的停滞期。如果"新"经济学定律不能像教授们认为的那样发挥作用，美国人就会有麻烦。

当然，当所有人都知道你在玩凯恩斯主义和货币把戏时，这些把戏就不那么管用了。例如，1930 年代行之有效的办法现在可能就行不通了。当时美国的信用较好，人们不会利用民意调查让自己变得富有。也就是说，人们不会通过投票选举上台，然后利用手中的权力致富。这就是一个"lollapalooza"系统。

接下来，查理对日本经济的萎靡不振做出了一个不常被提及的解释。日本是一个依赖出口的经济体。1980-90 年代，日本遇到了来自中国和韩国的巨大而确信的新竞争。之所以会出现这种情况，是因为中国和韩国在采用类似自由市场资本主义的做法时，传统的经济规律在它们那里行之有效。主要竞争对手变得更具竞争力，这对日本产生了巨大影响。这是你从未听到过的解释。这就是为什么你需要尝试多种方法来解决这个问题，使用检查清单。

此外最近查理又重读了 Matt Ridley 的《理性乐观派》The Rational Optimist: How Prosperity Evolves。这是一本伟大的好书。Ridley 对自由市场资本主义改变世界的方式非常着迷。具体来说，他爱上了分工是这一成功的主要因素这一观点。不过，他只看到了这一解释，而这是完全不够的。自由市场资本主义之所以如此成功，有多种因素。即使斯大林经营的是一家大头针工厂，他也会从中获得效率，亚当斯密《国富论》对此作了著名论述。不同业务和公司之间的竞争过程导致权力被分配给那些优秀的、能够提供优质服务的人。但是，如果仅止于此，就会错过其他事情。例如，企业主经常会得到"强化"。每次收银机响起，他都会有一种"啊哈"的感觉。自由市场资本主义有很多奖惩措施，但这些措施并不一定适用于在农业部工作(不能被解雇)或在东欧当共产党员的人。

我们得到的启示是，通过检查清单可以更好地解决各种问题。这在初级医疗中也很有效。只有糟糕的内科医生才会直接得出第一个结论并坚持到底。可悲的是，这代表了大约 75% 的内科医生。

然后他接着谈到蓝筹印花公司，这是一家“注定要失败”的印花票销售公司。几乎所有这类公司现在都已死亡或几乎死亡。然而，在这家公司盈利较好的时候，它却像伤亡保险公司一样产生了大量的浮存金。有趣的是，BRK几十年来只用这笔钱做了三件大事：收购喜诗糖果、布法罗新闻报和 Wesco 金融的控制权。鉴于投资银行家们总是催促人们收购业务，他和沃伦只做了三次收购的想法很有趣。例如，经营一家企业并确保每家餐厅都干净整洁是一件“无聊”的事。寻找可以收购的东西要有趣得多。然而，几乎所有的数据都表明，在所有这些收购中，大多数股东都是亏损的，学术研究证明了这一点。但是，BRK 的股东并没有损失，因为他和沃伦只做了三次，而且很有耐心。他们能够保持耐心，是因为他们可以用这笔钱做其它事情。他们可以选择购买有价证券。大多数公司都没有这种选择权，只要他们有耐心，这些选择权的组合会给他们带来可观的收益。奇怪的是，最糟糕的事情莫过于收购 Wesco。他们收购的另外两家公司利润更高。但即便如此，Wesco 公司的股票还是从 5 美元涨到了 385 美元。即使在经济上创立微软比收购 Wesco 更划算，他和沃伦也不心动。他们不想成为嫉妒的牺牲品。嫉妒是愚蠢的，因为你无法从嫉妒中获得乐趣，嫉妒总是代表着完全的净损失。总有人比你做得更好。

BRK 运营的另一个优势是，沃伦和查理边干边学。他们从中看到和学到了很多，对伯克希尔未来的投资，产生了重大影响。在收购喜诗糖果之前，他们并不了解伟大品牌的力量。他们发现，每年可以提价 10-15% 而毫无阻力，这极大的转变了他们的投资心态。这一认识改变了 BRK 及其投资模式。我们都很无知，没有人知道现在足以应对未来。他的座右铭是：先投资自己，提升自己的智慧，让头脑变得更好。你要终身学习。提高理性是一种道德责任，尽可能地不断提高智慧是非常重要的。他和沃伦就是这样做的，而且效果很好。

他们并不是最聪明的人，而是非常无知。事实上，BRK 的许多重大成功都是从巨大的失败开始的。例如，他们收购了巴尔的摩四大百货商店之一。这真的很愚蠢！但他们很快认识到了错误，并顺利退出。他们基本上以买入时的价格卖出了。他们利用买下百货公司时建立的人脉，买下了一家利基零售商，为他们赚了一大笔钱。

现在很多人从沃顿商学院毕业后，认为自己什么都会了，这是大错特错的。我们需要的是一个终身学习的过程，这既有帮助，又非常有趣。他说，他在学习中获得了很多乐趣。事实上，看到经济学教授们花费这么多工时而解决愚蠢的问题，他觉得很有趣，尽管他从未上过经济学课，但他用左手就能解决这些问题。

美国的次贷泡沫是银行业(包括抵押贷款和投资银行业)许多人的自大、疯狂和邪恶的综合结果。格林斯潘是个聪明人，但他年轻时过度崇拜 Ayn Rand(俄裔美国哲学家，强调个人主义的概念、理性的利己主义，以及彻底自由

放任的市场经济，格林斯潘曾把她作为精神导师)。你不能完全自由地创造赌博游戏。悄然进入投资银行业的很多东西都是一种变装的赌博游戏，而不是资本融资。现在，投资银行已经在衍生品方面形成了优势，而且不想放弃。赌场绝不会为了保留轮盘赌和二十一点而放弃赌博老虎机。同样，银行也不愿意放弃自己最擅长的业务，让我们其他人免于风险。银行不想放弃是有道理的。

押注股指就像押注小投机交易所。银行通过衍生品市场又把小交易所带了回来。赌场必须有停车场、酒吧、餐厅和艺人。但银行的赌场却没有开销。政府允许它们通过回购系统进行杠杆操作。保守的投资银行的杠杆率达到 30-50 倍，每笔交易的回报很小，但合计却赚了很多钱。

然后，会计行业允许银行显示并非真正的收入和资产。会计师们认为，他们没有责任显示可能导致整个系统瘫痪的实际混乱情况。医疗系统希望预防流行病，但会计行业却不想处理棘手的、具有系统风险的问题，他们想通过让一切变得更加复杂来收取更多费用。这是一种可鄙的做法。有哪些会计界人士表示过忏悔？美国有哪位大人物因美国会计而感到尴尬？寥寥无几。但摩根大通的 Jamie Dimon 就是其中之一。

举例来说，在经济繁荣时，坏账准备金会为零。哪个疯子会认为这是个好会计？只有注册会计师或会计学教授才会这么想。我们其他人都是成年人，知道这不是好会计。转引自 Burke 的一句话：要想让世界上所有的蠢事都猖獗起来，所有的好人和智者都必须无所作为。

Bernie Madoff 毫无悔改之意。在他看来，他是对的。大多数人认为他被判 150 年是不公平的。查理敢打赌，雷曼兄弟的 CEO-Dick Fuld 如今也没有任何悔改之意。他的狂妄自大彻底毁了雷曼兄弟。这种情况非常严重，因为人们不会感到羞耻。你需要一个有正确规则的社会来阻止人们发疯。应该制定一些规则，只允许银行利用政府的信用去做一些简单的业务，这样才是安全的。还记得储贷危机吗？银行家们显然没那么聪明，也没那么守规矩。他们因嫉妒而疯狂。

如果街边的人赚了很多钱，就很难不去尝试做同样的事情。大型会计师事务所开始出售欺诈性避税方案。但是，当他们最终被揭发时，他们不情愿地将参与其中的合伙人赶了出去。然而，他从未听到有人说他们感到羞愧。与这些人同流合污，查理觉得很羞愧。防止人们做出疯狂或邪恶行为的明智法律非常重要。缺乏责任制和问责制。

在韩国和墨西哥的案例中，投资银行家向他们出售金融衍生品，导致这些国家和已经有十年历史的公司破

产。如果金融公司有点无聊也没关系。我们最好的一些银行提供免费支票，以吸引那些不懂信贷的人注册，这种情况导致透支，人们被收取巨额费用。银行还将计算机编程，以优先处理最大的支票，这导致了更高的费用。现在，银行正在通过集体诉讼为这些行为付出代价，他们应该这样做。制定明智的法律来约束人们能够以某种方式合理化的最恶劣活动是非常有价值的。你正在和一位钦佩 Elizabeth Warren 的共和党人谈话。然后他说，这些评论并不像他在那篇文章中写的那样蔑视那些对经济大衰退负有过错的人。

(伯纳德·麦道夫 Bernard L. Madoff, 1938 年出生于纽约一个犹太人家庭, 1960 年, 从纽约 Hofstra 大学法学院毕业。创立了伯纳德·麦道夫投资证券公司, 从事证券经纪业务。1980 年初, 麦道夫在华尔街积极推动场外电子交易, 将股票交易从电话转移到电脑上进行。当时, 麦道夫公司已成为美国最大的可独立从事证券交易的交易商。1983 年, 麦道夫公司在伦敦开设了办事处, 并成为第一批在伦敦证券交易所进行交易的美国公司。1991 年, 伯纳德·麦道夫成为纳斯达克董事会主席。在其带领下, 纳斯达克成为足以和纽交所分庭抗礼的证券交易所, 为苹果公司、思科、Google 等公司日后到纳斯达克上市做出了巨大贡献。到 2000 年, 麦道夫公司已拥有约 3 亿美元资产。2001 年, 麦道夫公司为纽交所第三大经纪公司。1990 年开始, 麦道夫领导着一项投资顾问业务, 这一业务专为富人、对冲基金和其他机构投资者理财。麦道夫通过自己的社会网络为这个基金进行筹资, 他在透过棕榈滩乡村俱乐部或其它慈善团体的场合, 广交朋友, 并利用一些已落入他陷阱的投资客做介绍人, 介绍更多客户给他, 那些介绍人可以收取回佣, 自然乐于做中间人, 这样就有滚雪球效应。表面看来, 麦道夫的基金是一项风险很低的投资行为。他的庞大的基金有着稳定的利润分红率。而增长背后的原因是该基金不断的做着购买大盘增长基金和定额认购股权等等生意。2005 年的时候, 麦道夫的投资基金生意逐渐变成了一种庞兹骗局(金字塔层压式投资骗局), 每年提供 8-12% 固定回报, 一些犹太老人称麦道夫是“犹太债券”, 所有的返还给投资者的收益都是来自于越来越多的新加入的投资者。20 年来麦道夫基金从未亏损引发众多质疑, 直到 2008 年金融危机爆发, 虽然他依然在报告自己的增长记录, 但开始有越来越多的投资者开始要求麦道夫返还投资。客户集中赎回的压力让金字塔骗局彻底崩塌, 不少著名投资者金融机构损失超过 500 亿美元。这是美国历史上最大的诈骗案。2009 年 6 月 29 日, 麦道夫因诈骗被判处 150 年监禁。2021 年 4 月 14 日, 麦道夫在狱中去世。)

场面非常艰难。查理喜欢 PIMCO 的比尔格罗斯 Bill Gross 提出的“新常态”概念, 他认为世界将会变得很糟糕。他说, 我们不能因为收益率太低而喜欢债券。此外, 由于麻烦太多, 日本和欧洲的老把戏不再奏效, 这些国家又有了“成人”的经历, 这个世界看起来很糟糕。当然, 仔细挑选一些股票会有利可图。

不过, 这些收益会因为顾问、经理、交易员和分析师的存在而受到影响, 因为他们的成本很高, 会从我们其他人那里攫取利润。现在, 人们凭借自己的数学和计算机技能, 在做着基本合法化的幌子。我们的大学捐赠基金和养老基金正在通过降低回报为这种不公平的优势买单。更糟糕的是, 公共养老金计划的掌权者正在想方设法扩大养老金的规模。即将退休的人员通过在最后一年大量加班, 使最后一年的工资畸高, 从而操纵养老金。这样一来, 一个在整个职业生涯中挣了 5 万美元的警察, 退休时就可以领到 10 万美元的养老金。这是邪恶和错误的。

查理说, 他最喜欢的历史事件之一发生在 Punic 战争时期。罗马输不起战争, 因为一旦战争失败, 人们就会沦为奴隶。但是, 在这场不寻常的战争中, 罗马用硬通货在战争结束前就偿还了三分之二的战争债务。在此期间, 皇帝们不断贬值货币, 但我们应该从那些有纪律偿还债务的人身上吸取正确的教训。他不喜欢美国在任何情

况下都不能增税的说法(共和党目前的立场)。但是，另一种认为富人应该支付所有税款的观点同样疯狂(民主党目前的立场)。富人应该缴纳大部分税款，但每个人都应该缴纳适度的税款。

无论如何，极端分裂都不是好事。他还记得过去美国政治阶层中真正的高尚。一战后，盟国决定让德国人真正为他们的过失付出代价，这一决定导致了希特勒的崛起。如果希特勒稍微明智一点，他的祖先可能现在还在掌管世界。查理声称，盟军赢得战争是因为运气和希特勒的失误。幸运的是，我们在第一次世界大战后懂得了不要做让人绝望的事情，因此在第二次世界大战后决定不再报复。德国人把犹太人关进了焚尸炉，日本人把人们押赴刑场。但是，我们决定怎么做呢？我们决定给他们钱，过去的就让它过去吧。

这是一个伟大的决定，尤其是马歇尔计划。凯恩斯写了《和平的经济后果》(1919年他在书中主张更慷慨的和平，The Economic Consequences of Peace)，后来人们意识到他是对的。因此，美国人在二战结束时表现得非常好。很难想象现在会出现同样的情况。政客们互相憎恨，他不忍目睹。他对这种情况的改变抱有一丝希望。但是，当前的体制功能失调，我们需要改变。

耐心和机会主义的结合非常重要，这是 BRK 的投资态度。查理的曾祖父对他的人生影响很大。这个人是查理唯一——一个成为富翁的祖先。他告诉查理，要想成功，就必须随时准备抓住机会。他们在 BRK 就是这样做的，时刻做好准备。当大好机会来临时，你不要胆怯。这就好比大多数婚姻都不成功，你可能只有一次机会嫁给对的人。

问答环节：

Q1：在您人生的这个阶段，您的遗产中最重要的三个组成部分是什么？

芒格：查理犹豫要不要回答这个问题，因为他认为自己不是一个好榜样。

以他为榜样的大多数人都变得很不受欢迎。他确实热衷于自我完善，但他性格中的某些特点却不应被模仿。例如，模仿他坚持自我完善的心态和不苟言笑的性格会给你带来麻烦。模仿理性和客观是可行的。但是，让那么多人听他演讲的特质，对其他人可能不起作用。真正起作用的东西是自律，基本道德，理性客观。

Q2：第一个问题与《华尔街日报》在默多克 Rupert Murdoch 接手后每况愈下有关。第二个问题与加州是否应成为单一院制的州有关。

芒格：关于第一部分，他喜欢《华尔街日报》，尽管他从不喜欢社论版。不过，他最喜欢的刊物是《经济学人》。他认为这是世界上最成人化的知识刊物。《华尔街日报》虽然没有那么好，但在其领域中也是不错的。

关于第二个问题，加州不应该实行单一院制立法。他对这个问题持不可知论，倾向于怀疑。

Q3：您如何看待交易所交易基金 ETF 和共同基金？

芒格：他说他不知道，因为他从来不看。总的来说，**他喜欢低成本的指数基金**，并认为人们投资这些基金比雇佣高级经理人管理更好。他不知道哪些基金比其他基金好，因为他不投资这些基金。他更倾向于通过投资特定的公司来做得更好。

Q4：芒格为什么选择在 Brentwood 打一场商业地产战？

芒格：部分原因是他疯了。在他没有疯的情况下，他在生活中做了一些他知道会非常困难的事情。他偶尔也会承担一些会让他的生活变得艰难的事情。他觉得自己有责任做正确的事，不管这对芒格家族是否有利。不过，这种受虐精神也是有限度的。他的生活如此受人青睐，他的性情如此不卑不亢，也许他需要一些受虐精神。

Q5：问题涉及 BRK 现在的股价是否被低估。

芒格：购买股票和经营企业都很难。他和沃伦是更好的股票投资者，因为他们拥有企业；他们是更好的企业经营着，因为他们持有股票。当他们收购公司时，他们会以相当宽泛的方式支付，就像他们收购 Dexter 鞋业公司一样。但是，就 Dexter 而言，他们在一个简单的问题上彻底失败了。当他们收购企业时，他们不愿以低廉的价格收购普通的公司。不过，像喜诗糖果这样的一些企业却运作得非常好。当所有交易平均下来时，他喜欢现在的情况，因为 BRK 拥有大量优秀的企业。未来不可能像过去一样，因为 BRK 的净资产和资产规模会限制回报率。尽管如此，他相信，如果有人持有 BRK 的股票，并且什么都不做，只是持有它，那么他将会做得非常好。

他喜欢认为 BRK 的文化为世界做出了贡献。虽然，他一直在等待一大批高管追随他只拿 10 万美元的薪水，就像他一样，但这并没有出现。只有洛克菲勒家族和卡内基家族愿意这样做。此外，很少有公司像 BRK 这样对其其他业务至关重要。因此，在内心深处，有些人真的不喜欢他。例如，当他说华尔街的人愚蠢而邪恶时，他在华尔街就交不到好朋友。这不是在美国企业界取得成功的方法。

Q6：对于成功供养家族和应对逆境，您有什么建议？

芒格：**在逆境中，你必须勇往直前。过于恐惧会导致无视机会。应对逆境会带来机遇。**不要惊慌，也不要疯狂。人们会永远记住那个能够保持冷静的人。当 Bobby Kennedy 奄奄一息，整个肯尼迪家族哭哭啼啼分崩离析时，只有 Jackie Kennedy 保持了理智和冷静。我们记得谁？我们记得 Jackie Kennedy。

Q7：鉴于股价下跌，比亚迪股票目前是否是一个重大机会？他会把多少比例的资金投入比亚迪股票？

芒格：他不想吹捧某种安全感，尤其是在他大半生都在回避早期创业公司的情况下。比亚迪是一家高科技公司，致力于制造不会爆炸的锂电池。他们有 2 万名工程师来处理这些非常棘手的问题。他会一直持有比亚迪的股票，因为他喜欢比亚迪的人。但是，他不能建议其他人应该如何处置他们的钱。他在早期风险投资方面的经验很少(这意味着购买比亚迪股票类似于风险投资)；他投资该公司是因为他想提高自己的头脑。

Q8：关于通货膨胀，考虑到所有印钞行为，他有什么想法？未来是否会出现更严重的通货膨胀？自 20 世纪初以来，美元已贬值 95%，如果美国是一家公司，每美元代表一股股票，他会买入、卖出还是持有？

芒格：他说，在 50-100 年的时间里，我们很可能会遇到通货膨胀。但是，与人们的担心相反，通货膨胀并没有阻止我们文明的成功。几十年来，尽管我们经历了通货膨胀，但我们的人均国内生产总值一直保持着 2% 的增长。提问者认为，即将到来的通货膨胀将代表着失败。然而，失败比这更糟糕。事实上，尽管美元贬值了 95%，但提问者描述的情况简直是猪的天堂。查理说，他去意大利的一家酒店，用数亿里拉付账。因此，提问者所描述的恐怖景象在查理心中就是成功的顶峰。

如果在座的每一个人都必须生活在税后实际投资回报率为 0% 的环境中，他认为我们都应该感到相当的幸福。但很多人不会感到幸福，比如希腊。在希腊，他们不想要工作：他们只想坐着等钱来。工作是一种负担，每天浪费 8 个小时。如果他在管理欧盟，他就不会让希腊加入。他说过，我们应该有一个欧盟，但不是为一罗筐而设的。当你陷入像欧洲这样的困境时，你必须在某个地方划出一条界线。在他看来，他们不能让大银行的储户破产。他们可以让银行股东倒闭，但不能让储户破产。他知道欧元行不通，欧盟总有一天要面对现实。

在雷曼兄弟事件中，我们国家与之划清了界限。但是，雷曼兄弟倒闭后，我们不得不进行大规模干预。他对 Hank Paulson、两党和 George Bush 处理大衰退的方式感觉满意。大规模干预是成功的。如果你认为事情会非常艰难，但你可以承受，你就微笑着继续前进。如果世界如此艰难，以至于芒格家族的财富失去了购买力，那又怎样？反正如此巨大的财富对家族也未必是好事。

Q9：在美国，工程师文化非常重要。对于目前市场认为每况愈下的公司比如谷歌、英特尔和苹果会发生什么，是否有历史先例？

芒格：这一点他还不够了解。他不知道如何取代谷歌，但很多其他公司都会遇到竞争问题。

Q10: 芒格一直对他人的金融活动持批评态度。然而，在他的金融活动中，他是否为社会增加了价值？

芒格：只是弄清楚什么证券会上涨，然后就坐享其成，那对社会没什么贡献。作为一个熟练的投资者，他增加了芒格家族的财富，唯一不同的是，他为此感到羞耻，所以他又增加了其他活动，比如他在 Brentwood 的房地产开发中受虐。他接着说，我们可能会认为我们来参加这个年会是由于他本性中的某种高尚。然而，事实上，**举办这样的年会问答只不过是赎罪而已。**

Q11: 作为父亲，他似乎非常严厉。现在孩子们长大了，他和孩子们的关系如何？是否在经济上帮助子女？

芒格：他当然在经济上帮助过他们。**完全不帮助子女的富人，其子女最终会憎恨他们。**从某种意义上说，他是幸运的，因为他并不总是富有。他最早的孩子可能比后来的孩子养育得更好。富裕的孩子会像艰苦奋斗的人一样有上进心吗？不会。你不可能让人们愿意吃苦，并为家人提供"美好"的艰辛。因此，答案是富人应该心甘情愿的认输。但是，这并不包括为孩子们提供人为的困难，这是不现实的。

Q12: 历史上哪些经济实体与 BRK 最为相似？比亚迪的竞争优势是什么？

芒格：如果追溯到 1911 年，看看当时排名前十的公司，很多都已不复存在。现存的两家主要公司是通用电气和标准石油。在当今所有大公司中，标准石油公司独树一帜。**它的成功得益于其浓厚的工程师文化和在正确的时机进入正确的行业。**公司一直顺风顺水。当石油从地下渗出时，你并不需要多么聪明。你只需要早年富有，有能力购买石油资源丰富的地产。游戏的本质是，随着能源供应越来越少，石油价格会越来越高。事实上，Paul Getty 之所以变得非常富有，正是因为他拥有的石油储备无法迅速从地下开采出来，当石油还储存在地下时，价格却大幅上涨了。今天的标准石油类型的公司是哪一个？他不知道。标准石油公司解体时有 13 家公司，它们都取得了巨大成功。**他无法识别下一家标准石油公司是什么。**

关于比亚迪，他喜欢比亚迪能够解决棘手的工程问题。他喜欢他们在失败时低下头，继续努力。他已经老了，**与其和其他他不太喜欢的人打交道，不如多想想他欣赏的人，这样才能赚到钱。**幸运的是，他钦佩 BRK，所以他不必担心自己的钱。

Q13: 波士顿大道家族理财办公室的 Chuck Gillman: 您希望看到更多的价值投资者在业绩不佳的公司开展代理权争夺战吗？

芒格：在这个问题上他很矛盾。他并不喜欢那些像秃鹫一样到处肆虐的人。但是，他也不喜欢那些根深蒂固

的管理者，他们不优秀，而且过于放纵自己。但归根结底，他并不希望看到更多的企业掠夺者。他宁愿忍受我们已有的罪恶。

Q14：根据我们所处的人生阶段，我们应该如何安排时间的优先顺序？

芒格：除了保持终身学习的一般建议外，他没有太多建议，他相信要不断学习进步。他不相信中途可以改变人生。你成为一个彻头彻尾的混蛋，不可能在以后的生活中表现良好。如果你早就知道自己想要什么，不如早点去实现。他不喜欢划分人生阶段或一些生活计划。这是绝对不赞成的生活。

终身学习很有效，也很有趣。他已经 88 岁了，还在学习更多的天体物理学知识。这能带来什么呢？很少，但他真的乐在其中。好消息是，他比 88 岁普通人更了解天体物理学。

Q15：明年还会举办这样的活动吗？BRK 如何管理现金？公司是否面临银行或交易对手倒闭的风险？

芒格：他说他很高兴主办这次活动，但明年他不想继续主办，因为他认为我们需要一个新的崇拜英雄。因此，他明年不再举办这项活动。他实际上是在帮助我们，让我们继续前进。

BRK 依赖于现代金融/存款系统和计算机交易系统。不幸的是，BRK 必须与沃伦和查理不喜欢的人打交道，或者他们的行为会引起怀疑的人打交道。例如，他不喜欢信用卡公司将信贷推给那些不可避免地会因信贷而伤害自己的人。在 Wesco 的一次会议上，他说公司只能通过销售对客户有利的东西来赚钱，而不是像赌博一样。是的，他的这些话是针对我们的主要投资银行说的。

Q16：如果您是一名大学生，有 20 年的时间成为某一领域的专家，您会专注于哪些方面？

芒格：这个问题很简单。当你作为一个年轻人四处寻找工作时，你必须选择自己喜欢做的事情。他从不擅长做自己不感兴趣的事情，当他感兴趣的时候，他的效率会更高。如果上帝给了你绘制建筑的激情，那么你就必须成为一名建筑师。顺便说一句，这个工作是一种很糟糕的赚钱方式。然而，他有一位建筑师朋友说，他不在乎这种赚钱方式是否糟糕。这个人不在乎，因为在他看来，这不是工作，而是娱乐。

人是其天赋的囚徒。这句话在他的人生中同样适用。他不可能成为芭蕾舞者或职业橄榄球四分卫。对于他的天赋和兴趣来说，律师工作也许并不完美，但这是次佳的选择。与其他人不同，他不甘接受报酬低微的工作。

Q17：你曾经说过，你把一天中最美好的时光卖给了自己。这是什么意思？今天的可口可乐是否和 20 年前一样好？

芒格：当他还是一名律师时，他说他每天早上会花一个小时的时间来做自己喜欢的事情，然后把剩下的时间交给他的客户。大多数人都不会承认自己这样做了，但他认为这样做非常有价值。

可口可乐已经不如 20 年前了。不过，与销售消费品的大公司相比，它要好一些。但是，就像 BRK 一样，公司规模太大，很难快速增长。试想一下：如果我们每天必须喝 8 杯水，而公司可以稍微改善一下水的口感，这就是一种既便宜又容易让人们喝下这 8 杯水的方法。竞争者很难仿制出一个拥有伟大品牌能给人带来快乐的廉价产品。不过，对于一台 500 美元的电脑就未必如此了。如果他是为养老基金投资，每个账户都会投资可口可乐。这并不意味着可口可乐会为人们创造奇迹，但与其他公司相比，他宁愿拥有可口可乐。

Q18：他是如何安排自己的一天的？

芒格：他首先履行自己的职责，因为他不想让别人失望。但他拒绝了很多新的机会，他在这方面就是这么残酷。他的日程表非常开放，就像巴菲特一样，有相当空余的时间来阅读思考。他喜欢自由接听朋友和家人的电话。他不想像忙碌的牙医一样被预约安排得满满当当，这种灵活性对他很有效。如果你的性情能让你应对别人无法理解的问题，那么你就会拥有优势。他更喜欢棘手的问题，他不想做牙医去一遍一遍地重复简单的流程。

Q19：关于巴菲特对未来业绩表现的评论，BRK 在几年内的表现会略微跑赢指数，这是否不切实际？

芒格：不，这并非不切实际，巴菲特会实现他的期望。如果他们只持有大型普通股，这可能行不通。但是，通过经营多元化企业集团，并且因为不想卖给别人而卖给他们的企业主，巴菲特可能会如愿以偿。不过，巴菲特可能无法如愿以偿地在那里呆上 20 年，亲眼目睹这一切的发生。

Q20：他对养育儿子有什么建议？

芒格：不要说一套做一套！言传身教每一天。

Q21：成为被崇拜的英雄，这是否限制或提高了他做自己想做的事情的能力？

芒格：两者兼而有之。他只想打动像我们这样奇特的人。他很幸运，因为我们是唯一打动过的人。只要他被这群人熟知，他就会认为这是件好事。但是，他并不想要更大的房子或更多的赞誉。事实上，他已经在这些方面超越了自己。

Q22：我们能否得到一份他使用的 99 种思维模型的清单？

芒格：提问的女士对他的评价比他自己还高。他不能这么做！

Q23: 关于 BRK 派息前景。

芒格：我们中的一些人将有生之年看到 BRK 派息，但他不希望看到。这将意味着公司不再有很好的投资机会。他不想看到派息，他认为是个失败。

Q24: 在评估持久竞争优势时，他考虑最多的是什么？

芒格：他和沃伦只关注拥有核心竞争力的行业和公司。每个人都必须做同样的事情。你的时间和才能有限，你必须巧妙地分配。你需要专注于自己的能力圈，并找出最适合您的。

Q25: 您认为美国的衰落与罗马帝国的衰落有相似之处吗？

芒格：他当然看到了相似之处。大帝国在地理方面的失败率是 100%。只要看看今天的雅典和英国，每个人都在适当的时候接过了接力棒。然而，从某种意义上说，这些帝国今天仍然与我们同在。古希腊的伟大之处与我们的世界同在，它只是转移了地方。可以确信的是，美国不会永远是世界最具统治力和最受崇拜的国家。我们可能会比大多数国家走得更长远，我们甚至可能还有很长的路要走。但是，我们终将从巅峰跌落。

但是，美国对亚洲产生了巨大的建设性影响。亚洲对世界的未来非常重要，那里的许多人都从美国的经验中学到了东西。新加坡的李光耀是世界的另一位伟大导师。他帮助改变了中国。李光耀从哪里学到他的价值观？他在英国接受教育，一生都说英语。因此，这个房间的很多文化都被新加坡吸收了。如果中国成为世界上最伟大的国家，我们的一些优秀美德也将成为这个国家的一部分。

Q26: 您认为失业率高会导致经济萧条吗？

芒格：与我们的愿望相比，就业条件很糟糕。在相当长的一段时间内，就业将是一个问题。但这不会毁掉生活。他是在大萧条中长大的，但大萧条并没有毁掉他的生活。我们解决就业问题的一个好办法就是"进取心" Gumption。(进取心是他最喜欢的词之一，但现在没人再用了)。

Q27: 他有什么建议可以帮助就业吗？

芒格：与日本过去几十年的情况一样，美国面临着来自中国等地的新的巨大竞争。这种态势减少了就业机会。这些都是投资者必须考虑的现实问题。展望未来，他们必须比当年收购 Dexter 鞋业时的 BRK 更明智，该公司很快就输给了更便宜的中国竞争对手。问题的部分原因在于，亚洲才华横溢。他们之所以被压抑了那么久，是因为他们陷入了马尔萨斯陷阱，他们没有足够的食物，而现在这个问题在很大程度上得到了缓解。这些人现在

得到了释放，他们拥有巨大的抱负和文化。中国商品越来越好，越来越便宜，我们从中受益匪浅。但是，这也带来了一个副作用，那就是我们在制造业方面面临着激烈的竞争。

他对这样的事情很有哲理。他喜欢中国人的崛起。他喜欢日本的成功。看看汽车和电视机的生产去了哪里，去了韩国和日本，离开了美国。他几乎无法相信现代产品的发展。例如，他的牙医在他去看牙医的这些年里至少对设备进行了 4 次全面改造。设备好得连他自己都觉得可以操作使用。牙医助理现在有了相当于矿灯的现代设备，可以帮助她看得更清楚。现在，她不太容易把东西扎进他的牙龈而不是她想扎的地方了。

Q28：他对经营养老金的集中投资者有何建议？

芒格：带着自己风格特征和所有费用的现代咨询师，一般来说是不会有什​​么效果的。但他相信，具有提问者的态度和理念的人，会比一般人做得更好。但对于某些雇主来说，高于平均水平可能还不够好。他绝不会让养老基金假设有 8% 的回报率。在债券和股票收益率都很低的情况下，怎么会有 8% 的收益率呢？因为这是你想要的。这不是芒格的系统。在他看来，你的一生都在寻找痛苦，并提前承受痛苦。这让你成为自己和雇主的保护者。

Q29：在 BRK 之外，您最喜欢哪家公司？您最欣赏哪位 CEO？

芒格：他唯一的其他董事职位是 Costco 董事会成员。他之所以进入董事会，一是因为这是他的愿望，二是因为许多公司都避开他，不希望他进入董事会。Costco 是世界上最令人钦佩的公司之一，CEO-Jim Sinegal 是世界上最优秀的管理者之一。查理对 Costco 的钦佩之情溢于言表。但世界已经发现了这一点，该公司股票的市盈率高达 25 倍。世界就应该这样运转，寻找投资的好地方。如果你能接受 25 倍的市盈率、缓慢的发展以及与优秀人才共事，那么 25 倍市盈率的 Costco 就是世界上最令人钦佩的资本主义机构之一。它是一个完全任人唯贤的机构。他们把节省下来的成本转嫁给顾客，仿佛这是一种道德义务。公司短期亏损，长期赚钱。在场的每个人都应该去看看 Costco 的年度报告。事实上每当 Donald Trump 说了什么，你感到气馁的时候，就想想 Costco 吧。

Q30：这个问题与他读什么书有关，如果他开始读一本不喜欢的书，他会怎么做？

芒格：当他开始后悔看书时，他就会加快翻书的速度。但是，他并不为那些糟糕透顶的书所累，因为他要么完全避开它们，要么在很短的时间内就停止阅读。他年轻时热衷于阅读世界名著。但是，在他掌握了大部分诀窍之后，他就逐渐淡出了这一领域。他大部分时间都在读非虚构类书籍，即使是为了消遣，现在也很少读虚构类书籍了。

他小时候喜欢福尔摩斯。后来，他读了一本平装书，里面收录了 Arthur Conan Doyle 全部作品。他发现有些非福尔摩斯的作品写的实在是太糟糕了。福尔摩斯类型的书是一座金矿。Arthur Conan Doyle 甚至也没那么好，他只是偶然发现了正确的金矿。不过，查理喜欢这样的想法：他现在可以承认，他曾经崇拜的东西并没有那么好。他还喜欢能更好地理解偶然发现正确的金矿是多么重要。

同样，他也喜欢承认自己是个十足的蠢货。最近，他所在的乡村俱乐部想以高昂的代价砍掉很多树，他反对了这个计划。现在树没了，他才知道花这些钱是值得的，他是个蠢货。如果你以自己的错误为乐，你就会从愚蠢中解脱出来。这是一件非常美妙的事情。你永远不会缺少机会。

Q31：如果无法看到投资经理的回报，您将如何挑选投资经理人？

芒格：这很难做到。很多人来到 BRK，他们都是非常优秀的投资者，但**挑选经理人并不像桶里射鱼**。你不希望找到那些只有坚持在自己的专长领域内才能真正优秀的人。查理和沃伦可以扩大规模，这是他们的优势。他现在只知道有一个人能以这种方式扩大规模。他不喜欢经理人的经理人概念(例如基金中的基金)，人太多导致更多复杂性。他打算把这个筛选过程留给哈佛，一个经常犯愚蠢错误的捐赠机构。

要找到应该避开的某些人很容易，但要找到值得钦佩的人却很难。随着管理者的规模越来越大，雇佣的人越来越多，这一点尤其困难。大的投资公司资金越多，业绩越差。不过，富裕到需要寻找投资经理的地步确实是个好问题。

Q32：最近发生的灾害和持续发生的灾害是否会改变财产人身保险业务？

芒格：这个行业还在继续发展，就像过去一样，但它一直是个平庸的行业。**任何生意，只要你吸纳资金，保管一段时间，然后必须在很长时间后将其归还，就会吸引很多愚蠢的人**。这种业务没有应收账款，在纸面上非常吸引人。但是，保险业总是有点疯狂。不过，它并不像金融业那样可怕，在金融业人们会变得疯狂。**意外险业务非常艰难，人寿保险更是难上加难**。他随后表示，尽管最近发生了一些可怕的事件，但目前保险业务还算正常。

Q33：您对美国将如何变得更加成熟有什么看法？

芒格：正如狄更斯所说，**这是最好的时代，也是最坏的时代**。例如，人们审视能源形势，决定将玉米转化为酒精燃料。这是一个愚蠢的想法，人们刚刚开始认识到它有多么愚蠢。他一直都知道这一点，但却无能为力。他提到，BRK 爱荷华州公用事业公司 20% 的电力来自风能。在世界还没有认真考虑没有碳氢化合物的能源之前，你

可能会对人类的未来黯然神伤。但现在，我们可以更加乐观，我们有可能拥有足够的风能和太阳能来应对石油和煤炭资源的枯竭。我们将不得不为页岩天然气等东西支付更多的费用。但是，能够获得这些天然气是一件非常有利的东西。未来，我们将通过太阳获取大量能源。我们将在某个时候建立一个大型国家电网。我们正在向中国学习，因为中国正在建设一个巨大的电网。

只要有足够的能源，许多技术问题都是可以解决的。可以把海水转化为饮用水。我们将面临全球变暖，人类可能会对此产生一些影响。但是，他认为情况不会那么糟糕。有些人喜欢坐着担心事情会变得有多糟糕，但人类在过去已经适应了温度的变化。在某些时期，气温会变得更冷或更热。我们现在甚至拥有地球工程的能力。如果我们不满意，我们可以改变地球的温度。如果我们愿意，我们可以反射更多的光线。他还说，让世界变得稍微温暖一些也许是个好主意。他不认为会有很多人从南加州搬到北达科他州。另外，加拿大有很多土地，如果世界稍微变暖，这些土地的生产力会大大提高。在这个问题上，他喜欢一个叫 Freeman Dyson 的人的研究成果。

Q34: 加州大学洛杉矶分校安德森分校 UCLA Anderson 和 WestCoast 资产管理公司的 Jeff Ellis 就巴菲特去世后董事长的角色提出疑问。比尔盖茨会比霍华德巴菲特更适合担任董事长吗？

芒格：不愿评论巴菲特的儿子是否能胜任董事长一职。

Q35: Causeway Capital 的 Victor Liu 问，你倾向于公立学校教育还是私立学校教育？

芒格：现在的公立学校远不如哈佛 Westlake 这样的私立学校好。他想知道，如果他在哈佛 Westlake 而不是奥马哈的公立学校接受教育，他的成绩会好到哪里去。但是，他认为他在公立学校接受的教育已经足够好了。

他认为，无论如何，他都会很快忘记微积分，什么时候学都无所谓。归根结底，你需要让孩子接受一定的基础教育。但是，把孩子拖到未来几年可能会有问题。他小时候就够讨人厌的了。他认为，推动最好的现代学校的发展是值得的。他想看看我们的制度能有多好。但是，从这些学校毕业的学生是否会有很大的优势还不得而知。他所知道的是，有很多有缺陷的大学生。从名校毕业的学生在他们面前就像鹤立鸡群。

Q36: 在判断优秀管理方面，他有什么建议？

芒格：评价像 ISCAR 这样的公司的管理层很容易，这些人都才华横溢，非常出色。但是，像这样的管理层并不多，而且很少有人有如此强烈的动机。以色列不允许失败，他们没有石油，到处都是敌人。评判伟大的管理者很容易。另一方面，他知道有一家公司的文化和业务都很出色，他和沃伦都很欣赏这家公司的老板。但是，这个

人刚刚进行了一次糟糕的收购。查理认为，你必须愿意接受经理人做的一些令人失望的事情。所有的经理人都会有偏差。既然他和沃伦在收购 Dexter 鞋业公司时会错得如此离谱，那么我们就应该对其他人的收购失误感到惊讶。如果你不对自己所看到的感到沮丧，那就说明你不了解它。

Q37：美国银行 USB 和富国银行 WFC 的业绩好于其他银行，但也有可能被业内的不良行为拖垮。它们如何避免这种情况？

芒格：没有人能百分之百远离麻烦。但是，像 USB 和 WFC 这样的公司在避免银行业常见的愚蠢行为方面比大多数公司做得更好。BRK 也没有完美的经理人。总有一些妥协，就像他妻子嫁给他时所做的那样。他们必须应对现有的问题。他认识一些人，他们不愿意拥有金融资产，因为他们认为银行会疯掉。查理知道这并非无理取闹。但是，他喜欢这些银行承认这个问题。富国的银行家们承认，他们在发放大量二次抵押贷款时非常谨慎。看看美国银行遇到的麻烦吧。在决策方面简直是耻辱。当然，这些公司也有风险。但是，制造企业也并非十全十美。他的预期寿命已今非昔比，但他仍在这里相对愉快地工作。如果他躺在地上泣不成声，那会更好吗？

Q38：关于 Level3 通信公司的前景？

芒格：他对这家公司不太了解。人们修建了太多的光缆，就像过去修建了太多的火车轨道一样。然后他们得到了同样的结果：巨大的萎缩。他从未看过 Level 3 公司。他的办公桌上有三个文件夹，分别是"懂的"、"不懂的"和"太难的"。Level 3 公司放在太难的文件夹里。

Q39：关于本富兰克林在芒格一生中的所扮演的角色。

芒格：富兰克林说过这样一句话："当世界公民发现他们可以通过投票来获得金钱时，文明的末日也就不远了"。现在的人们对金钱和权力表现得好像他们需要它、想要它、理应得到它。这些可悲的成年人就像孩子一样。

如果富兰克林今天还活着，他一定会强调这个问题。我们的祖先只允许财产所有者投票，从而限制了这一现象，但由于我们的投票规则，我们在这方面遇到了麻烦。他曾经问过为什么每个人都应该投票。他一直反对强制投票，因为他认为如果每个人都投票，实际上会损害文明。

芒格在问答环节结束时对掌声的回应：他喜欢大家给他的问题和这么多人来参会，而不是像死人的葬礼那样，大家踊跃参加，只为确认他是否已死。

巴菲特：CNBC 专访 2011

2011 年 5 月 2 日

2011 年 5 月 1 日对于美国人来说是个不同寻常的日子，因为美国的头号敌人本·拉登被美国军人击毙，消息传来举国欢腾。第二天一大早，美国全国广播公司财经频道记者贝基·奎克(BeckyQuick)就采访了正在奥马哈召开股东大会的巴菲特。"9.11 事件"让巴菲特损失惨重，所以他对本·拉登被击毙一事显得格外高兴。当然，话题很快就转到了经济方面，当时的美国经济还在谷底徘徊，但已经有了起色，巴菲特一如既往地表达了对美国经济和世界经济的信心。和巴菲特一同接受采访的还有通用公司前 CEO 杰克·韦尔奇。

Becky: 现在我们实际上想得到更多人对昨晚事件进展的反应。我们是在奥马哈，伯克希尔哈撒韦公司本周末在这里召开它的年度股东大会。现在沃伦·巴菲特本人也来到了我们节目。同时正在接受连线采访的还有杰克·韦尔奇。这两位先生都参加了 2001 年 9 月 16 日的《60 分钟》节目。那一天是美国股市在"911"事件之后重新开市的前一天。在那个节目里，他们谈了那些邪恶的恐怖行为对经济和投资造成的影响。先生们，我们要感谢你们两位今天早上参加我们的节目并就发生的事情发表高见。

(巴菲特：谢谢你。杰克·韦尔奇：谢谢你。)

Becky: 早上好，杰克。我们谢谢你，杰克。当我们需要从历史角度看问题时，当我们试图把事件放到某种背景下观察时，我们常常想起你们两位。沃伦，当你昨晚听到关于奥萨马·本·拉登的消息时，你是怎么想的？

巴菲特：它是个好消息。它是个让人高兴的消息。我的思绪回到了"911"发生的那一天，实际上我当时正在看 CNBC 的节目，马克·海恩斯在主持节目。我当时正在举办一场慈善高尔夫锦标赛，而具有讽刺意味的是那天早上我安排了来自全国各地的许多人(包括管理富得利信托基金的那位妇女)参观战略空军司令部。所以他们知道战略空军司令部受到了攻击。当然，随后布什总统飞到了那里。我想起初它让我们所有美国人在那个时刻先是感到震惊，然后感到愤怒，最后让我们变得果敢。

韦尔奇：噢，今天真是大快人心的一天。看看今天早晨的情形，看看人们在"归零地"背诵誓词的情形，你会激动得浑身发抖。看到美国精神从人们心中升腾，真让人高兴啊。你知道吗？这是西方世界里的惊魂 72 小时。如果你想想英国人面临的经济问题，想想他们正在实行的这些紧缩措施，再看看他们上周五在特拉法加广场欢呼雀跃的样子以及满大街飘舞着的英国国旗，再看看现在大街上的美国人，看到这样的信心和团结一致的力量，这对西方世界来说是多么美好的事情啊。这对我们所有人来说都是激动人心的一刻。

Becky: 嗯。沃伦，杰克提出了一个好的看法。最近有太多的坏消息敲打着我们的神经，我们遇到了很多的麻烦，从海湾漏油到金融危机再到全国性的经济崩溃。看到今天这样的事情，我们又看到了一点点希望。

巴菲特：是啊。噢，自从 1776 年以来，看衰美国一直就是一个错误。你知道吗？我们时不时地承受着重击，但我们国家总是能安然无恙。当我们团结一致的时候，我们就能解决问题。在这样的时刻你特别能看清这一点。当然，“911”之后我们看清了这一点。但我一直对我们国家抱有强烈的信心，我相信它无所不能，无论是在经济方面还是在解放人民方面还是在其他方面。本次事件只不过再次以戏剧性的方式说明，当美国决心干某事的时候，它就一定能把它做成。

Becky：嗯。杰克，有人提到了希特勒之死，他们认为拉登之死让他们有当年希特勒之死的感觉，他们认为他们就是透过那面镜子看待拉登之死的。

韦尔奇：哦，你知道吗？我想他们的这些看法可能是对的。但我并不认为本·拉登之死就从根本上意味着事情的结束，和希特勒之死不一样。让我们正视现实，今天在世界各地还有很多恐怖分子的窝点以及由此形成的小派别。刚才有人在你的节目里谈到了一个事实，即在东方国家里为争取民主而发生的起义象征着——在某些方面和这个有关。哦，对此我不太确定。我不太确定我们是否清楚我们会从这些起义中得到什么。我们不确定是谁在哪个地方在控制着局面。我想享受这一刻。我为美国感到振奋。我和任何活着的人一样相信美国。我对我们的情报人员感到无比骄傲。我们常常在周五晚上出去消磨时光，我会对我妻子苏西说：你知道吗？试想下，此时此刻有人为了让我们能够享受这一刻而在做着什么事情。我们不知道他们的名字，我们不知道他们在做什么。他们正在粉碎藏身英国的恐怖分子的窝点，他们正在别的什么地方做着些事情。我们必须赞美所有勤奋工作让我们以我们的方式继续生活的情报人员。但我不认为这一刻和希特勒之死的那一刻一样。我认为希特勒之死是句子后面的句号。我不认为拉登之死为整个事件画上了一个句号。这是一个重要时刻，但所有其他的小团伙让我担心，Becky。

Becky：沃伦，你认为这是事情的结束还是新事件的开始？

巴菲特：不是。一个发动令人不可思议的大规模屠杀的凶手已经被消灭了，像希特勒被消灭一样。但是世界上还会有很多人会对我们国家以及别的国家里的人民怀有邪恶的企图，他们不会消失掉。他们将会继续想办法伤害我们、瓦解我们，我认为我们政府做了一件相当了不起的事情。我们不知道他们采取什么行动，但是我可以告诉你，在“911”发生的时候我们国家有相当一部分人预料在很短时间内再发生一次攻击事件。作为一个身处保险行业的公民，我对“911”想了很多。我当时真的认为我们将会再次受到攻击。我们没有受到第二次攻击，我们不知道什么原因。但这么多年来两届政府做了很多事情才使得那种事情没有发生。但是世界上有太多人在内心里存在着伤

害我们的愿望，而且他们在寻找新的途径来实施伤害我们的行为，所以我们需要一个永远保持警惕的政府，我想我们有了这样的一个政府。

Becky: 杰克，我们看到了这次恐怖事件对经济产生的影响。我们看到人们如何停止了花费，人们害怕做事情。我们看到了一种叫做恐怖保险费的商品进入了交易市场。从那时起我们来到了哪里？你认为那种恐怖事件依然存在的可能性有多大？我们远离它了吗？还是说它依然构成我们日常生活的一大部分？

韦尔奇：哦，我想它是我们日常生活的一部分。但我认为如果你愿意的话，看看像这样的时刻吧，像刚刚过去的胜利 72 小时这样的时刻对于振奋我们的精神产生的奇妙作用，这样的时刻让我们信心倍增。因失去住房而饱受打击的人们或者在工作方面遇到问题的人们感觉好多了，他们将会加快他们的行动步伐。他们将会因为自己是个美国人而感到更加自豪，而且这种感觉总是有用的。在胜利者衣帽间里比在失败者衣帽间里的感觉要好多了。在今天以及接下来的几天几周里，这些人就会感受到一种积极的态度，这种态度是一定有用的。

Becky: 绝对的，杰克，在这个问题上我完全同意你的看法。沃伦，你看到经济发生了什么，也看到经济正在发生着什么。我们看到了经济好转并重拾升势。你最近看到了什么？比如说在过去几周里，或许甚至就在上个月或前两个月？

巴菲特：哦，自从 2009 年秋季以来，我们透过很多镜头从很多方面看到经济一直缓慢而稳步地好转，不是在住宅建设领域，而是在除此之外的几乎所有其他领域，我们看到经济在稳步回升。人们对于经济回升的情绪忽高忽低飘浮不定。有时候我们对经济复苏的步伐非常满意，有时候我们又很失望。在我看来，经济复苏的步伐是相当稳健的，比人们的情绪稳健多了，截至目前为止，我们看到我们绝大多数行业取得了进展，但住宅建设领域除外。住宅建设领域的不景气不仅仅影响了一大批建筑工人，它还影响了地毯业和隔热材料业等等。

我是这样想的，考虑到 2008 年秋季美国经济所承受的沉重打击，美国经济的表现已经是相当之好了，并且我认为当住宅建设市场回暖的时候，它在就业市场上的表现将会超出大多数人的想象，因为住宅建设市场牵扯到的不仅仅是建筑工人。我们将会在我们的家具大卖场感受得到，我们将会在我们的地毯行业感受得到，当住宅建设市场回暖的时候，将会有另外数千人返回工作岗位，我认为这基本上是可以期待的事情。

Becky: 好的。乔，我知道你也有一些问题。

乔：是的，我打算问杰克一个和巴基斯坦有关的问题。但是只要我们关注这个话题，杰克就什么都明白——

他知道克莱顿公司以及他们拥有的所有公司发生了什么。还有，杰克，1.8%的经济增长率是暂时性的吗？你对GDP 增速放缓感到吃惊吗？你认为这是一个暂时性的低点吗？你熟悉的行业表现如何？

韦尔奇：哦，听着，乔，毫无疑问在过去几个月里油价和食品通胀已经明显地打击了我们的某些短周期行业。现在的问题是，这里面有多少是永久性的，有多少只是一次震动。但毫无疑问，当第一季度的数据出台时美国经济被油价吸走了 1000 亿美元。这是个大数目。所以餐饮行业和其他行业的消费者们已经感受到了这一点。我们的会员在第一季度的下半期就向我们反映说一些行业的复苏步伐放缓。

乔：是的，以我对你的了解，我将回到巴基斯坦问题上。拉登他就在一座豪宅里，而豪宅就位于镇子的中央，而且周围还有军人。我只是不相信他们不知道他就在那里，我不知道现在我们如何处理和巴基斯坦的关系。但我曾想象拉登躲在一个山洞里吃蛆虫或别的什么东西。但事实不是那样，这让我感到愤怒。我不知道我们如何处理和巴基斯坦的关系。

韦尔奇：哦，我认为在这场表演的最高潮的时候，华盛顿的一位先生作了这样一番评论，他说拉登藏在那里就如同把某人藏在了一座位西点军校拐角处的豪宅里。这个类比相当可恶。

乔：是的。这真让人沮丧，我猜我们需要做的不是疏远他们，而这正是外交政策的全部意义所在。

Becky：沃伦，你对巴基斯坦以及我们这个时候和他们的合作有什么看法？

巴菲特：我想这么多年来我们和巴基斯坦打交道所传递遵循的原则是符合国际利益。我不会假装知道他们日复一日或年复一年活动的细微差别。但他们是国际舞台上的游戏参与者，而且他们拥有武器，美国有责任弄清楚我们的国际利益是什么以及如何有效地和巴基斯坦打交道，以便始终符合我们的国际礼仪。至于你如何完成那个游戏，我自己没有深刻的见解。我确信华盛顿的人们天天在想着这件事，而且他们拥有的信息比我多得多。

Becky：沃伦，杰克提到了气价和油价正在伤害消费者的利益。我想他举了一个上一季 1000 亿美元从消费者口袋里白白流出的例子。但他谈到了那种情况如何实实在在地伤害到了消费者以及他们如何在消费行业看到了那种情形。你自己也看到消费者缩手缩脚或者不愿意花钱了吗？

巴菲特：噢，你已经看到了一些迹象。请记住，我们是在这个国家谈论问题，我们说在这个节骨眼上提高税负的做法是多么的不明智。哦，这就是一种提高税负的做法。当你提高天然气的价格时，这就相当于提高税负。唯一的区别是这里的税收给了欧佩克而不是华盛顿。但其影响和大幅度提高税负一模一样。它过重地打击了收入

最低层的人群，在这个意义上说它是退步的。所以我们送给人家几百亿几百亿的美元——如果油价每桶上升 20 美元，而你进口 1000 多万桶的话，一天几亿美元就不见了，欧佩克刚刚投票增加我们的进口关税，而这笔钱没有流进联邦政府的口袋里。所以它有影响，毫无疑问。

Becky: 杰克，对此我们能做什么吗？我是说，如果你站在政府角度上看，要把油价打回去有点困难。他们在过去尝试过的所有方法都不顶用。

韦尔奇：哦，我当然不认为我们停止对国内钻油公司的减税政策的建议会对降低油价起任何作用，事实上就我看来它会助长油价。

巴菲特：是，我同意这个观点。**真正的答案是以后少使用石油。**在这个方面人们提出了很多倡议。但我们不想向欧佩克和其他石油生产国支付巨大的税负，我指的是我们不想每天向它们支付巨大的税负，而让我们的公民在加气站排队。他们好像是为每一个美国人填 1040 号税单。但真正摆脱这种依赖的是少用石油。

Becky：嗯。杰克，你提到了击毙拉登这件事让美国人感觉良好，而当美国人感觉良好的时候，他们就往往会在民意测验上反映出他们的良好感觉。这很有可能帮助奥巴马总统获得民意，你认为呢？

韦尔奇：是的，毫无疑问它将对民意测验产生短期影响。当然，奥巴马政府必须回顾历史，而我确定他们会。乔治·布什在“沙漠风暴”后得到了 91% 的满意度。18 个月后，比尔·克林顿成了总统。所以这些事情很难说，除非整个事件凑在一起且持续一段时间——如果失业率降不下来，如果住房市场根本没有回暖的迹象，如果所有这些事情发生了，尽管总统取得了这次骄人的成就，在从现在起的 18 个月里人们将会根据自己的感受和他们对自我生活及家人生活的感受而去评判他。

乔：我们看到上周伯南克认为第二轮量化宽松货币政策够用了，杰克，我不知道此时推出的第二轮量化宽松货币政策是利大于弊还是弊大于利。他上周有没有说服你，杰克。

韦尔奇：没有说服我。我只是认为很聪明的人手中握有闲钱时间久了就会生出一些是非。我不知道这次的是非究竟会是什么，但每次当我们把闲钱给很多很聪明且知道如何使用它的人的时候，最后的结果总是出现泡沫或者出现一个我们看不大明白的问题。有些人有闲钱，可是我从来没有过。

乔：沃伦，我们总是用“飞机撒钱”来进行类比。我选择糟糕的一天来戒烟。油价上升对经济伤害越大，而且一些人将商品的通货膨胀和第二轮量化宽松政策联系在一起，那么让我们难以走出经济疲软期的因素就越多，则他

们越需要继续加大油门增发货币。这看上去差不多形成了一个闭环结构。就像一个自循环系统一样，他们不得不持续加大油门。

巴菲特：我同意杰克的观点。我很敬重伯南克，我尤其对他在 2008 年秋季的所作所为深表敬佩。但我对于这一次的量化宽松政策，我想这是一种被超剂量服用的药品，未必能够达到预期的效果，说不定还会产生很多不可逆转的副作用。

Becky：你愿意看到什么样的情形，沃伦？假如他们打算现在采取某种行动的话，你愿意看到美联储逐渐减少其资产负债表吗？还是你宁愿看到它实际提高利率呢？哪种做法更有效？

巴菲特：哦，逐渐减少资产负债表将会是一个让我有兴趣去观察的做法。购买价值 6000 亿美元的证券是一回事，而把它卖掉又是另外一回事。华尔街那一栏给谁呢？我认为我们已经在财政政策和货币政策方面都付出了巨大努力。我们现在的联邦预算赤字占 GDP 的比重为 10%。这是财政刺激。它可能不会通过所谓的经济刺激法案，但花掉的每一美元都是通过政府借贷或印刷货币筹集到的，其实质都属于对经济的一种刺激。很长一段时间以来，我们利用货币政策将利率维持在接近零。我认为资本主义制度的正常再生能力被严重高估了。

我是说，我们国家经历过了 15 次左右的经济衰退，有一半的经济衰退也许叫做经济恐慌，就像它们在 19 世纪被人们称呼的那样，而有一半的经济衰退是在人们不知道财政政策或货币政策为何物的时候发生的。但是身处其中的数百万人思考如何在明天做得更好。我是说，当杰克在通用公司的时候，他每天都在思索所有部门如何在第二天更好和更有效地生产新产品等等诸如此类的事情。那就是推动这个国家前进的真正力量，而我想现在这股力量正在推动我们国家前进。所以我认为如果你把它们搞错了，你就只能把事情搞砸。但我想经济持续复苏的一大因素就是世界上出现史蒂夫·乔布斯这样的人物给人们带来以前没有想到过的新产品。数百万美国人做前人做过的事情，努力想办法更有效地制造新产品。资本主义制度是有效的，我想我们正在目睹它有效地运转。

Becky：尽管如此，杰克，我们依然还有很大的问题，你提到过了，失业率顽固地居高不下。从财政政策角度看政府已经使出了浑身解数。从货币政策角度看美联储也已经使出了浑身解数。那么我们需要做些什么来降低失业率呢？

韦尔奇：我们需要让消费者恢复信心。就在昨天发生的事情将有助于让消费者恢复信心。但同时我们还需要沃伦提到的像史蒂夫·乔布斯这样的人物。**创新是我们杀出重围的关键因素**。我们将不得不找到更好的做事的方

法，因为在本次衰退期间人们已经找到了多做事少花钱的途径。这一点是毫无疑问的。有了生产力和其他东西我们就能够用较少的人去做更多的事情。现在我们需要的是我们一直需要的就是世界需要的创新型产品。创新型产品不会来自发展中国家。我们较为低廉的产品来自发展中国家，但创新型产品不会来自那些国家。

我们的工作就是在我们所做的每件事上创新、创新、再创新。看看卡特彼勒公司推出的产品吧。看看乔布斯吧，而且他制造产品的速度不够快。我们需要更多创新，我们将会得到创新。美国的创新精神从来没有这么高涨过。美国的创新动力从来没有这么强劲过。另一方面，我们有能力用较少的人去做更多的事情。所以除了创新，我们不会祷告别的什么东西。

Becky: 杰克，最后再说说你对昨晚听到奥萨·本·拉登被美军击毙的消息后的想法吧。

韦尔奇：听我说，我将离开本次谈话，而你们可以继续和沃伦谈话。我绝对因自己是个美国人而感到自豪。我一直如此。此刻是我最自豪的时候。总统发表了一个了不起的演讲。他配得上世界上所有的赞美，因在他的监控之下发生的这件事。我希望这是可以燎原的星星之火，而美国精神在承受了自 2008 年以来的几次真正打击后杀了回来，我们因为这件事而心情愉快，所以谢谢你们邀请我来到这次节目。

乔：我最喜欢你说过的的一句话是"你想被人们记住"。我喜欢这句话，我打算用上这句话——你想被人们记住你是一个很老很老的人。这是最精彩的一句话。另外一句更精彩的话是，"假如你可以在知道自己何时死亡或者在哪里死亡之间进行选择的话，你会选哪个？我会选知道自己在哪里死亡，因为我不去那里就行"。

巴菲特：绝对正确。如果《福布斯》制作了一张名单，上面列出 400 名最长寿的美国人，而我名列其中，那么我真正想上的就是这样的一张名单。

乔：是的。绝对正确。你想作为一个大寿星而被人们记住。非常感谢你今天和我们在一起制作本期节目。

Becky：是的，沃伦，我们再次谢谢你在奥马哈的伯克希尔和我们一起制作节目，谢谢你为我们所做的一切，我们不久将会再次和你交谈。

巴菲特：谢谢。

巴菲特：查理·罗斯专访 2011

2011 年 8 月 15 日

巴菲特接受了美国著名电视节目主持人查理·罗斯(Charlie Rose)的采访，访谈内容十分广泛，包括"巴菲特税"、美国的国债问题、欧洲债务危机、美国的房地产市场前景、巴菲特的接班人问题以及遗产问题。

英文原文及视频地址：<https://charlirose.com/videos/14503>

罗斯(主持人)：我们在内布拉斯加州奥马哈市和沃伦·巴菲特进行对话。和很多人一样，今天早晨我在纽约醒来后阅读《纽约时报》社论版，我发现了由巴菲特写的下面的专栏文章。这是一篇专栏文章，题目是《停止宠爱超级富豪》。以下是节选："我们的领导人要求我们共同作出牺牲，可是当他们提出这种要求的时候，他们'赦免'了我。我和我的那些超级富豪的朋友们核实了一下，发现他们原本期待悬在头上的达摩克利斯之剑会落下来，结果呢他们和我一样毫发无损。就在穷人和中产阶级在阿富汗为我们作战的时候，就在大多数美国人为生活而苦苦挣扎的时候，我们这些超级富豪们还在继续享受着非常非常的税收优惠政策。"

巴菲特直接对刚刚任命的 12 位国会超级委员会成员喊话，向他们概述了美国所面临的危险。"美国人民正在迅速地失去对国会处理国家财政问题的能力的信任创造出自己的生存空间。只有快速有效地采取实际行动，才能阻止人民的怀疑情绪演变成绝望情绪。那种情绪是可以变成现实的。"

他谈论支出，同时也谈论税收："这 12 名议员的首要工作就是停止说一些即使富有的美国都不能实现的空话。现在必须大把大把地存钱。" 接下来他把话题转向了对富人征税方面。"这 12 名议员接下来的工作应该转向税收问题。我会让 99.7%的纳税人的税率保持不变，我会延续当前对职工工资税 2%的优惠政策。"

他的论据是详细的。"对那些收入在 100 万美元以上的人来说(这样的人数在 2009 年是 236883 人)，我会当机立断提高收入超过 100 万美元者的税率(当然包括红利和资本利得)。对于那些收入超过 1000 万美元甚至更多的人(这样的人在 2009 年有 8274 个)，我会建议额外提高他们的税率。"

那么事情就是这样。在人们就税收和支出问题展开政治大辩论的时候，世界上最富有的人之一，对他的国家说，像他这样的人应该多交税。 此刻沃伦·巴菲特和我在一起谈论他的专栏、美国经济、全球经济、赤字、债务以及他认为我们应对税收做些什么。 我很高兴和我的朋友沃伦·巴菲特再次谈话。 欢迎你。

巴菲特：见到你很高兴，查理。

罗斯：好的。这对你来说不是什么新鲜的想法。

巴菲特：是，它不是新想法。这种情况发生过 3 次，当我在办公室检查，结果发现自己是一个纳税少的人，但这次我的失落感比平时要多一点。

罗斯：那么你有了更强的失落感，于是决定把你的核心想法写出来公之于众。

巴菲特：是啊，我们一直听到人们谈论共同牺牲什么的。请相信我，人们知道他们谈论的"牺牲"是什么意思。我是说，在这个国家里到处有人在牺牲着什么，我们谈论的那些人他们牺牲的是已经得到的对未来某些权利的承诺。所以我决定到处走走，看看我的朋友们有没有受到"共同牺牲"号召的影响，他们和我一样正在享受着相当低的税率，而非常富有的人比为他们打扫办公室的人所交税款还少的例子不在少数。

罗斯：在过去 1 年时间里，富人的税率有所下降，他们中更多的人有了更多的应税所得。

巴菲特：是的，哦，国税局公布统计数字。他们自 1992 年开始就做这件事了。这个国家里大约有 400 名最赚钱的人——这个数字每年都不一样。这些最赚钱的人的收入自 1992 年以来增加到了 5 倍。我不知道电视机前的听众中有多少人的收入增加到了 5 倍。就在同一时期，他们的税率从 29%多降到了 21%多。

罗斯：你也赞成缩减开支。

巴菲特：必须的，查理。我们是一个非常非常富有的国家。我们人均 GDP 接近 48000 美元。如果我小时候你告诉我说这事会发生，我会认为你疯了。即使一个富有的国家也有极限，但我们曾经许下了未能实现的承诺，这是一个错误。但我们仍然对非常富的人实行低赋税政策。顺便提及的是，我的建议不会触及 99.7%的纳税人的利益。我谈的是 0.3%的美国人。现在国家要求我们作出牺牲，而我认为收入在 100 万美元以上的人应该承担其中的一部分。

罗斯：你有什么方法？

巴菲特：哦，像我这样的超级富豪得到的真正低税率是在红利和资本利得上面。如果你看看国税局筛选出来的这些富豪，他们的资本利得自 1992 年起到现在几乎翻了 10 倍。他们的红利也差不多翻了 10 倍。而他们的税率为 15%，而且还没有工资税。现在工资税在政府收入中所占比重几乎和所得税一样。两者很接近，去年的工资税为 8000 多万美元，而所得税大约为 9000 多万美元。这就是华盛顿政府的收入来源。说起来他们从我收入上面没有拿走一分的工资税。我这里有一张纳税申报单。

罗斯：我们接下来看看那张申报单。

巴菲特：我交的税最多为 10 万美元。而我的那些超级富豪朋友们上缴的税最多也是 10 万美元。这个税额对我的办公室工作人员打击很大很大。通常他们的配偶也有工作，这样的话他们的工资税就高达 20 万美元。今年我们少交两个百分点的工资税，但一般情况下其税率也是 15.3%。仅此一项就比资本利得或红利的税率高。

罗斯：你指出听众中一般人的税率——你办公室人员的一般应税所得的税率是 36%。

巴菲特：是，36%。没人低于 33%。顺便说一下，我们办公室收入最低的那个人的税率也比 33%高。他们没有享受低税率政策。所以税率从 33%到 41%，平均而言是 36%，而我上缴的税率只有 17.4%，我认为这是一个优厚的税率。

罗斯：为什么会这样？

巴菲特：噢，如果你用钱来生钱的话，你被课的税就很低，资本利得税为 15%。没有工资税。如果你是通过卖力气或者勤奋工作或者辛勤劳动而获得收入的话，你被征收的税率就会一路上扬。大多数中产阶级的所得税率要么是 15%，要么是 25%，但让他们真正受伤的是工资税，如果你把我从办公室人员中剔除出去的话，我们办公室人员平均的工资税率为 36%。

罗斯：20%收入最低人群的税率又是多少？

巴菲特：穷人不交税。我是说有 8000 多万名纳税人交税。顺便说一下，一些超级富豪不纳税，但这只是极个别的反常现象。但是中产阶级以及中产阶级偏上阶层的高税率在下降。

罗斯：有时候人们给出的论据是这样的，他们相信减税通常是好的经济政策，如果减税能够实实在在地带动经济扩张和经济增长的话。如果人们不交纳那么多税的话，他们就会去消费并创造出工作机会。如果人们交纳较高税负的话，他们就不会投资那么多了。

巴菲特：哦，我和投资者一起工作了 60 年，他们中有小投资者，有大投资者，还有超大投资者。我的资本利得税率为 39.9%、36%和 25%，我还没听到有一个人对我这样说："查理，假如我在半夜三更给你打电话说：'查理，我有一个迫切的投资想法。'你的反应不是说："不管税率有多高，算了吧，我打算继续回去睡觉，因为资本利得税率太高了。"不会的，你会这么说："快告诉我投资项目的名称，沃伦，最好在你改变主意之前就告诉我。"你知道吗？还从来没有一个人拒绝和我一起投资。四五十年前当税率还相当高的时候我就运作资金，和我在一起搞投资和运作资金的人中没有一个人流露出丝毫的不愿意。

罗斯：还有其他的理由——现在就必须这么做吗？

巴菲特：嗯，我认为必须这么做。我认为人们对政府的运作方式特别是它在赤字到达上限那段时间里的运作方式感到特别特别地失望。我是说，只要我和人们聊天，他们就感到非常失望。来自星巴克的霍华德·舒尔茨就在前几天就此事写了一篇文章。所以，我想重要的是无论做什么都会在一定程度上恢复人们对政府能行这一事实的信心——我们不可能在一夜之间完全恢复。

同时我也认为公平是重要的，还有要抛弃那些不切实际的承诺。我不认为现在我们应该大幅度地削减开支。我不认为我的税收观点能从根本上解决赤字缺口问题。不过我认为公平是重要的。我认为制定一个合理的长期计划是重要的，而让人们相信它则尤为重要，因为人们一般不相信来自国会的过时的东西。他们看得太多了。

罗斯：是不是因为站在你的立场上你想谈谈税收的现状。平衡和公平的现状。

巴菲特：我想是的。举例来说，我认为美国人民有权利知道像我这样的人交了多少税。但必须让他们知道未来承诺的真实性。必须让他们知道当经济变得脆弱时，政府有必要采取大规模的赤字政策。我是说，在经济学教育上，我们有很多东西要做。但现在就是做的时候。如果我们现在不做，如果这 12 位刚刚被任命为超级委员会成员的人——如果他们提出让人很伤感的建议的话，你知道吗？美国民众受够了。

罗斯：国家怎么样？

巴菲特：不过，这个国家依然将会取得成功，相信我吧。我们将会抓住每个时机，机会最终会到来的。但我们在潜在产出方面、在我们应该给予人们机会方面浪费得太多。我是指，政府的工作就是治理。

罗斯：让我回到债务上限的讨论上来谈论一会吧。

巴菲特：让我们这么说吧，查理，你和我都同意离开这里的演播室之后到附近的跑道上开展撞车比赛，我打算开着我的车跑向跑道的一端，而你则跑向另一端，中间有一条线，无论是谁只要有胆怯的表现，则其净财产就归另外一人所有。你想玩吗？

罗斯：想玩。

巴菲特：你想玩什么取决于你认为我有多疯狂。那么如果我们到了跑道上，我们做些什么呢？你的净财产赌在了那条线上，而我的净财产也赌在了那条线上，我们的发动机正在嗡嗡作响。我向你做出的是这些挑衅姿态。我试图看上去像疯了。而你也试图让我觉得你发疯了。我们两个都跳进车里，我们想都不想对方疯了。那么我们

做些什么？就在引擎启动的时候，我拔掉方向盘扔到车外。现在你相信我是玩真的了吧？噢，博纳没有扔掉方向盘，麦康纳尔没有扔掉方向盘，但是他们身后有一群人在喊："扔掉方向盘啊，议长先生，要让那些人意识到我们不会同意任何决议，除非让他们按我们的想法去做。"如果一个正常人去对付一个你认为可能不正常的人，当他们都拔掉方向盘的时候，你觉得他们疯了。你输了。顺便说一下，美国人民输了。

罗斯：接下来标准普尔卷了进来，美国主权信用遭到了降级。因为他们说美国国会看上去不能正常运转，也不能处理问题。你不同意降级？

巴菲特：百分百不同意。

罗斯：可是你清楚他们为什么作出这一决定吗？

巴菲特：噢，我清楚他们为什么那么做。格劳·希尔集团拥有标准普尔公司。我敢打赌如果他们在身边留有短期货币的话，那一定是国债。我不确切地知道那是怎么回事，但他们不会担心国债问题。我们可以印钞票。欧洲有 17 个国家放弃了印钞票的权利，而他们不想放弃印钞票的权利。

罗斯：因为他们加入了欧元区。

巴菲特：是的，他们加入了欧元区，现在他们因为不能印钞票而遇到了可怕的问题。我们可以印钞票。与其说我们应该担心我们的政府不能正常运转，倒不如说我们应该担心可恶的印钞机不能正常运转。

罗斯：那么实际上你是说美国总是能够还上债的，因此它不应该下调它的 3A 级？

巴菲特：是的，没错。

罗斯：是的。可是你怎么看待来自中国的批评？

巴菲特：噢，我确信他们还有点沾沾自喜呢。我是说，他们也应该批评一下，因为假如我是中国人并以这种方式或那种方式持有美国政府 1 万多亿美元的国债的话，我对国债购买力的表现会非常担忧。我是说有权利要回我的 1 万亿美元，而且我将会要回我的 1 万亿美元。问题是到那时候它将买到什么？我们政府时常给你留下这样的印象，即如有必要的话他们就会求助于印钞机。如果他们印得多了，那么美元就会贬值，而且贬值得很厉害。所以如果你持有一大堆美元的话，就如同中国人做的那样——我能明白你会对美国政府的那种做法感到不爽。

罗斯：你对美联储宣布维持低利率的做法怎么看？

巴菲特：哦，这是一个非常非常朴实的声明。我是指美联储说他们打算把低利率维持到 2013 年的时候，他们

其实是在说美国经济在那之前都不会很好。那是一个不同寻常的声明。我认为他们有可能是错的，我认为 2013 年之前利率可以走高。

罗斯：你认为美国经济在那之前会好转吗？

巴菲特：是的，美国经济会好转起来的。我认为自 2009 年夏季以来它一直在好转。一直好转到上个月。我是说我看到了 70 多个行业的数据。本次重大衰退的不同寻常之处在于它在很大程度上是由房地产泡沫引起的。我是指，大约有 67% 的美国人拥有自己的住房。那些在股市最高点拥有 22 万亿美元的人们眼睁睁地看着市值急剧缩水。它影响到了三分之二的美国家庭。它对美国经济产生了不可估量的影响，我们的经济不会大范围地回暖除非我们消化掉几年前因住房市场过热而建造的过量的空置房。我们正在这方面取得进展，日新月异。我是说，我们建造房屋的数量比我们组建家庭的数量要少了。家庭的数量必须超过住房构建的数量。这种情况在过去几年里一直在发生着，而且这恰恰是本应该发生的事情。实际上今天我读了一篇文章，里面说有人提议炸掉一些房子什么的。假如你炸掉 100 万套房子的话，你也许就处于供需平衡了。我不赞成那么做，真的。如果 12 岁的孩子们开始组成家庭的话，你也许就要加快家庭构建速度了。可是这两种情况都没发生。我们每天都会有新家庭形成。那被合并进人口统计饼图里了。

罗斯：你是说现在美国经济增长所面临的问题是住房和建筑

巴菲特：对。我们每个行业实际上或者说我们的 70 多个行业正在一个季度比一个季度地好转，除了那些和住房市场关联的行业。但是住房远比建筑工人重要得多。在我看来，当我们重新开始建造 100 万套住房的时候，失业率将会显著下降，因为那不仅仅关系到建筑工人，它还关系到我们的地毯工人(我们已经解雇了 6000 名地毯工人)，还关系到我们的制砖工人。因此它关系到工人的上下岗。所以大规模的经济复苏——我们的公司利润已经有所恢复。我们的银行状况已经好转，现在的银行业处于良好的状态。我们在所有领域都有所好转。美国公司在多数领域表现出色。不过它在住宅建设领域表现不佳。除非我们消化掉多余的空置房，否则那一领域不会好转。但根据我的判断空置房的数量并不像很多人想的那么多，这就是为什么我说它可以在 2013 年年中之前有所好转。

罗斯：下降到 8% 什么的？

巴菲特：我想是的。我想如果当房屋建造以百万为单位或以更快的速度建造时，我想我们将会看到下降到 7% 或者更低一点的水平。

罗斯：你和美国政府管理与预算办公室前主任彼得·奥斯泽格打了赌？

巴菲特：是的，不过我和他和解了。

罗斯：赌什么呢？

巴菲特：赌下次大选时空置率降到 7.3%，我当时认为届时住房建设会回升。也许我错了。也许我是对的，不过我向你保证，当住房建设回到以 100 万套甚至是 200 万套，我们失业率将会大幅度地下降。

罗斯：在某一时刻会降到 6%吗？

巴菲特：哦，当然会降到 7%以下。

罗斯：在 2013 年之前？

巴菲特：哦，我认为很可能会——美联储和我的看法不同。而且伯南克在那个问题上比我聪明多了。可是我们正在消化空置房。相对于人口我们的住房空置率从来没有这么低过——就我所知道的数据而言。这是对突然爆裂的房产泡沫的一次彻底纠正。

罗斯：那么在接下来的两年里为了增加家庭构成并减少建屋数量，我们有必要采取什么措施呢？

巴菲特：噢，我们在减少建屋数量方面做得相当不错。我们还没完成

罗斯：需求是其中的一个因素吧。

巴菲特：需求是一个因素，当我们在一两年前使用信用卡购房时，我们人为地刺激了一下需求。我认为那是一个错误的尝试。我是说它只会推迟最终复苏的到来。如果你在某方面做得过度——如果我有太多紫色的衣服，而且我经营一家服装店，那么我就淘汰那些紫色衣服——然后摆上人们需要的衣服，从头开始。我不计成本减价处理。例如，你可以让一大批有钱的移民进来，他们需要房子。我是说如果你为了让 50 万必须拥有大笔净资产的移民入境而修改移民政策的话，你就会很快地解决问题。但问题会自然得到解决。资本主义制度正在解决这个问题。但在解决这个问题的时候我们是幸运的，而日本的人口在下降。我是说，如果他们的东西太多了，他们消化不掉。我们每天都在组成新家庭。本周末我的一个孙子要结婚，所以我们一直在组成新家庭。再说了我们组成新家庭的速度要快于我们造房子的速度。

罗斯：我们的经济是建立在内需基础之上的。

巴菲特：那当然。

罗斯：是，而中国正努力把需求从外部转到国内去。

巴菲特：是，他们在很长一段时期内将是一个强有力的出口型国家。

罗斯：当你观察经济增长时，第一个问题就是就业问题，但接下来还是经济增长率即 GDP 增长率问题。你是如何看待这个问题的呢？

巴菲特：我想它将会随着时间的流逝而有非常好的表现。我是说我们有 200 多年的历史来证明同样的东西一直有效地运转。我出生于 1930 年 8 月 30 日。那一天的道琼斯工业指数位于那年的高点，是 242 点。它们会回来的，人们认为它们让我们正在进入经济衰退状态。接下来的几年发生了什么呢？4000 家银行倒闭，道琼斯指数跌到了 41 点，就像今天的道指降到了 2000 点一样。我父亲失去了他的工作，我们经历了一场“沙尘暴”。我们现在的情况比当年好 6 倍呢。美国制度有效运转。它非常有效地运转，它偶尔有经济衰退。我是说我们有一自从国家形成之后大概有 15 次经济衰退，而本次的情况特别严重，因为我们在美国民众最大的资产上产生了泡沫。

罗斯：你有过这样一个观点，我记得你好像说中国人口在 1779 年左右的时候差不多是 2.9 亿。美国当时的人口大概是 400 万，而欧洲人口大概是 5000 万。瞧瞧发生了什么。

巴菲特：瞧瞧发生了什么。我们没有人聪明，我们没有人勤奋，我们的自然资源也没有人家的丰富，我们拥有的只是一套有效运转的制度，而他们足够聪明会弄明白这一切的。

罗斯：可是还有一些有意思的东西也在发挥着作用，比如人口。所以中国或印度或巴西或其他地方因其庞大的人口而可能有更大的国内需求。

巴菲特：有人会争辩，说美国的竞争环境将会更加激烈。尽管我们有一套制度，但别人正在学习我们的制度，同时他们也有一些我们所不具备的内在优势。

罗斯：是的，他们已经变得更加聪明了。

巴菲特：我是说假如你回头看 50 年前的中国，那时的中国人和现在一样的聪明，他们和现在一样地努力工作，但他们没有得到应有的成果。现在他们得到的成果令人惊叹。他们注意到了制度的重要性，但这对我们来说不是坏事。我是说这个世界根本就不是一个零和游戏的世界。我们想让周围的世界繁荣起来。我们将会卖给他们很多东西。大多数人并没有意识到我们出口占 GDP 的比重在过去 40 年里翻了一番。我们在出口方面变得更强了。只是我们的进口额比以前多多了。

罗斯：好的。不过说到了欧洲，发生在欧洲的主权债务危机对我们会产生什么影响呢？

巴菲特：噢，问题是我也不知道。我不知道那里到底发生了什么。我知道 17 个加入欧洲货币联盟的国家放弃了印刷自己钞票的权利。那可是一个重大的决定啊。我希望美国永远别那么干。我是说它改变了游戏规则。

罗斯：实际上印钞票是为了控制自己的财源。

巴菲特：是的。他们把自己拴在了一起。他们把自己的信用卡交给彼此，然后说"让我们出发吧。"有些人做得比别人好，而有些人做得比别人差。

罗斯：那他们应该解散欧元区吗？

巴菲特：我不知道。我是说情况很复杂。你必须就一两件事作出决定。你必须决定这些成员国是不是真的打算一起行动，有些成员国陷入了大麻烦，因为他们需要很多钱。他们必须偿还旧债务。所以没人有义务借钱给这个国家或者那个国家。没人有义务借钱给他们。没人借钱给美国，我们自己印钱。但问题不止这些。如果希腊缺德拉克，他们会发生严重的通货膨胀和货币贬值等问题。但是他们在还债方面不会存在问题。他们放弃了这个权利。现在或者是较弱的国家在某些重大问题上行动一致——我认为这是非常非常困难的一件事——或者从根本上说是那些非常强大的伙伴，我们谈的是德国，他们不得不说"我愿意照顾一直使用我信用卡的妻弟。"

罗斯：那就是他们到目前为止所说的话。

巴菲特：嗯，他们有一半是这么说的。我是说这就是他们的问题。如果一家银行发生挤兑，而且银行前面有 10 个人排队，联邦存款保险公司不能保证那支队伍不会维持在 10 个人。你要么把那 10 个人弄走，要么你会看到队伍扩大到 100 个人。迄今为止，在欧洲他们不断地谈论 10 个人的队伍，还有更多的人在队伍后面徘徊，所以他们没有把队伍弄走，而当银行发生挤兑时，队伍只能越来越长，除非人们得到非常迅速的照顾。

罗斯：但对美国和亚洲都有什么影响呢？

巴菲特：我不知道该怎么回答这个问题。我并不认为它们的前景就必然那么暗淡。影响肯定会有的，但欧洲不会离我们而去。我们卖给欧洲大量产品。它是一个巨大的市场。他们不会离我们而去，工厂不会离我们而去，农场不会离我们而去。那里的经济只是暂时性地有点糟糕而已。

罗斯：你以前对我和别人都说过伯克希尔是你作画的画布。它是你的杰作。

巴菲特：哦，我不知道是不是杰作，反正是画布。

罗斯：那么如果今天你看看伯克希尔这幅画并挑挑毛病的话，会是什么毛病呢？

巴菲特：噢，一路走来我犯了很多错，所以我留下了很多笔触，给我一点点能擦掉它们的东西吧，无论什么东西都行，我会擦掉的。所以我犯了错，可是我预计自己会犯错的，而且还将继续犯错误。

罗斯：因为除非你去冒险，否则你是不会犯错误的。

巴菲特：噢，当然了，再说错误是游戏的一部分。我是说就像你挥棒击球一样，我不想听上去我对伯克希尔感觉良好。我是说，和我有生意往来的人们，我们提出我们的经济原则，很多年很多年以前我就提出了这些经济原则。我们没有改变它们。我是说我们尽力按照那些原则运作。那不意味着我们尽善尽美。假如你拥有一家 26 万人的公司的话，我向你保证现在的公司就有人做我不希望他们做的事情。你不可能在一个拥有 26 万人口的城市里没有一座监狱。但总的来说我觉得我们公司有一种文化，而我认为任何其他大型上市公司都不具备这一文化，而我认为它之所以经久不衰是因为它被彻底地灌输进了经理、股东、董事和公司每个人的脑海里。所以我就是这么看伯克希尔的。

罗斯：在某种意义上说，你已经把伯克希尔打造得如此强大，以至于没有你的话它依然存在，所以假如我说你最担心的事情是你离开后那种文化能否保持现在的样子不变的话，我错了吗？

巴菲特：是的，我不担心这个问题。我曾担心过好几年，所以我做了一大堆我自认为可以确保伯克希尔未来的事情。但问题总是存在。你已经看到了各种各样大公司的垮台始于

罗斯：你曾经对我和别的人说过你必须让你的公司成为一家防白痴的公司，因为在某个时候某个白痴将会经营它。

巴菲特：是的。嗯，现在也许就是这种情形。

罗斯：我记得有人说过，你最担心的是伯克希尔在你离开 20 年之后会不会解体。

巴菲特：我不担心，但我关心这个问题。因为我关心这个问题，所以我把一切都安排妥当了，我认为我的这个安排几乎可以保证伯克希尔在我离开 20 年之后的状况比现在还要好很多。

罗斯：你现在的接班人是谁？

巴菲特：假如我今晚或明天早晨死了的话，董事会用不了一小时时间就会宣布我的接班人。他们准确地知道他是谁，而且他们都同意了。

罗斯：可是 6 个月之后的情况可能会发生变化的。

巴菲特：6 个月之后的情况可能会发生变化。但只是可能会变化。我是说那个人可能会死掉。

罗斯：是有一群人还是只有一个人？

巴菲特：不。有几个人选，但获得大家认可的只有一个人。我是说，没有任何理由等到现任 CEO 离开的那一天，董事会才开始考虑谁应该是新任的 CEO，我是说假如那种情况发生的话，那就是他们的失职。

罗斯：索科尔事件让你感到忧心忡忡是因为它和判断力有关吗？

巴菲特：嗯，这件事让我感到担忧。我不知道它是不是我职业生涯中最让我担忧的事情，但它确实出现了。

罗斯：当你考虑究竟会留下什么遗产的时候，你说你的遗产是伯克希尔，它超越了你的家庭和慈善事业。

巴菲特：是的，它们让我心满意足。

罗斯：你引用了克里斯多佛·雷恩爵士的话，我想是他建造了圣保罗大教堂。

巴菲特：没错。他也葬在了那里。

罗斯：如果你去那里的话，他为自己写的墓志铭会是什么？

巴菲特：我将会稍微解释一下他的碑文。"如果你在寻找我的纪念碑，看看你周围吧。"我是说那应该是我们看待这个国家的方式。我是指几年前在这个国家发生的事情就是一座让人民景仰的丰碑。这真是不可思议。

请想象一下，如果你愿意回到 1790 年的话，你说："我想为这个新国家建造一座纪念碑，我把它送给你，而你要想象一下这个国家在 2011 年的样子。"我不认为任何人会梦想到今天这个样子。当我飞越这个国家的时候我就想，假如你真的要寻找这个国家的纪念碑的话，假如你要寻找我们建国之父们的纪念碑的话，看看你周围吧。

罗斯：现在你担心我们国家存在着某种威胁。不是因为制度不对，不是因为制度不够强大，而是你担心发生的事情如果不能得到解决的话，将会让我们的国家变得不那么强大。

巴菲特：对。我想我们正在接受考验，查理，是的。但是我们在内战期间接受过考验。我们在大萧条期间接受过考验。我们在 1941 年 12 月 7 日接受过考验。我们在 2001 年 9 月 11 日接受过考验。我们还将接受考验。而本次金融危机就是一次考验。我们将会经受住考验，但我宁愿现在继续从事战胜它们的工作。

2011 年 9 月 30 日

在节目开播 20 周年之际，伯克希尔哈撒韦公司董事长沃伦·巴菲特，就回购公司股票以及他提出的超级富豪应缴纳更高税款的提议展开讨论。

<https://charlirose.com/videos/24268>

罗斯：今晚，我们庆祝本节目开播 20 周年。没错，20 年前这个节目正式开播。在这 20 年里，没有哪位嘉宾比沃伦·巴菲特更有趣、更让人期待。他的经历引人入胜，作为一名投资者，他取得了非凡的成就，其执掌的伯克希尔哈撒韦公司也同样成绩斐然，这让他闻名全球。最近，他因对美国银行进行重大投资而成为新闻焦点。他还宣布了伯克希尔哈撒韦公司的股票回购计划。或许，近期最受关注的还是他提出的富人应多缴税的主张。奥巴马总统显然对此表示关注，并将其纳入了税法改革建议中，称之为“巴菲特规则”。沃伦·巴菲特此刻正在纽约，我们非常高兴他能来到节目现场。他一直是我们的节目出色的嘉宾，同时也是我的好友。欢迎你，沃伦·巴菲特。

巴菲特：谢谢你，查理。

罗斯：你最近宣布要回购，或者说已经启动了伯克希尔哈撒韦公司股票的回购程序。有些人对此感到惊讶，因为你曾在那封著名的股东信中写道：我不会这么做。

巴菲特：我没那么说过。我是说，只有当你认为股票的售价低于其内在价值时，才应该回购股票。而内在价值并非精确数值，只是一种估算。

罗斯：你这么说的部分原因是，你认为人们回购股票不一定只是为了提升股价表现，对吧？

巴菲特：有时候他们是想支撑股价。谁知道他们的动机是什么呢。但对我来说，动机只有一个。如果我认为自己是以折价买入公司的业务，那我觉得这对所有股东都有好处。而且我认为在回购前应该告知大家。就好比你是我的合伙人，你想退出，而我想买下你的份额，如果我觉得买价太低，就应该告诉你。现在股票价格由证券交易所设定。大约 10-11 年前，我曾认为伯克希尔的股票明显低于其业务价值，于是我们宣布可能会回购。结果股价随即上涨.....

罗斯：没错，所以你就没回购。

巴菲特：但这次，如果市场表现疲软，我们可能会大量回购股票。不过我想说的是，只有当我们认为回购股票是在为继续持股的股东着想时，才会这么做。

罗斯：因为你认为构成伯克希尔这些业务的内在价值被低估了。

巴菲特：其内在价值高于股价，明显高于股价。虽然这不是一个精确的数值，但明显高于当前股价。

罗斯：你提出以账面价值加 10%的价格回购。

巴菲特：我说过这(1.1PB)是我们愿意支付的上限，实际价格由市场决定。所以，如果下周市场大幅下跌，伯克希尔的股价可能会比这个价格便宜很多。我并没有以任何方式支撑股价，只是设定了我们愿意支付的最高价格。因为超过这个价格，虽然我可能仍觉得股票便宜，但我希望买到的股票有明显的折价。我希望通过回购股票，让继续持股的股东受益。

罗斯：你们现在有多少现金，470 亿到 500 亿美元？

巴菲特：现金有所减少，查理。我们花了一些钱，但可以说我们的现金很充裕。

罗斯：你有没有设定一个现金储备的下限，以防出现绝佳的投资机会，这样你就能随时出手抓住机会？

巴菲特：有。我们的合并现金储备不会低于 200 亿美元。

罗斯：现金，没错。所以你准备好花掉超过 200 亿.....

巴菲特：是的，超过 200 亿美元用于回购股票。我们能花多少钱取决于时间跨度，因为我们一直在盈利，盈利会不断补充资金。在回购这件事上，没有时间限制，也没有金额限制，只有估值方面的限制，以及维持一定现金水平的限制。

罗斯：据说有人认为伯克希尔 A 股的每股资产价值接近 13-15 万美元。

巴菲特：我不太清楚具体数字。我只知道它超过账面价值的 110%。我们有一些非常出色的业务，也有一些表现没那么好的。但一些重要的业务，真的非常优秀，它们现在的价值比我们收购时高得多。

罗斯：你为什么不卖掉那些表现不太好的业务呢？

巴菲特：我就是不会那么做。打个比方，如果我有 10 个孩子，其中一个有点迟钝，我不会把他送去领养。

罗斯：所以你对这些业务就是这种态度。

巴菲特：是的。除非这些业务长期亏损，或者存在严重的劳资问题，而且我已经在年度报告里提了 30 年。人们把业务卖给我，卖完之后还努力为我工作。生活中并非事事完美，我不会因为业务表现欠佳就抛弃它们。当然，如果情况糟透了，我们就得退出。

罗斯：这是否意味着，奥马哈的这位“股神”认为现在投资机会不多呢？

巴菲特：这种说法不对。实际上，我们昨天上午才完成回购程序相关文件的审批。所以我们已经开始买入一

些股票。之后是否大量回购，取决于股价。只要符合我们设定的条件，我们就打算继续回购。这与其他因素无关.....即便我活到 100 岁，头脑还清醒，我也希望能继续做这件事。

罗斯：实际上，上个季度你在普通股上的投资是不是用了大约 40 亿美元？

巴菲特：不是。实际上截至 9 月 30 日的第三季度，我们在普通股上的净投资约为 40 亿美元。

罗斯：今年到目前为止，在普通股投资上的花费大概是 80 亿美元？

巴菲特：差不多。

罗斯：这表明你买入股票，是因为你看好美国，看好这些公司，并且你相信.....

巴菲特：这些都是美国公司。虽然有些公司在海外有不少业务，但本质上还是美国公司。顺便说一句，我们正在投资 70 亿美元.....

罗斯：你提到了这一点。在基础设施方面.....

巴菲特：当我们回购自己的股票时，实际上是在加大对一系列美国公司的关注和投入。如果回购股票，我们的股东在 BNSF 铁路、中美能源以及 GEICO 保险等公司的持股比例将增加。公司的整体价值不变，但股份数量减少，每股所代表的权益就会增加。

罗斯：乔治·索罗斯上周在 CNBC 表示：我认为美国不是在未来某个时候可能陷入衰退，而是现在已经处于衰退之中。Michael Spence 和克鲁格曼也认为，美国有 50% 的可能性再次陷入衰退。你不同意这种观点，是吗？

巴菲特：我不同意。我关注着 70 多家公司的情况，我可以告诉你，上周有一条铁路运输了 19.3 万辆车皮的货物。从球童用品销售和珠宝销售数据来看，我们有三家不同的珠宝业务公司，四家不同的家具业务公司，虽然增长速度不快，但并没有出现下滑。除了我之前说的，住房建设依然毫无起色。

罗斯：住房建设什么时候能好转呢？

巴菲特：当新建家庭数量超过新建房屋数量，使房屋库存下降.....

罗斯：有没有什么好办法来实现这一点？

巴菲特：办法就是减少新建房屋的数量。目前，美国的房屋开工数量(包括公寓)约为 50 多万套。如果新建家庭数量超过新建房屋数量，就能使房屋库存恢复平衡。我不知道具体时间，但六七年前我们的做法却恰恰相反，当时新建房屋数量超过了新建家庭数量，结果房屋供过于求。这其实就是供需关系的问题。前几年，我们建造的

房屋相对于家庭数量太多了，现在每天新建家庭数量超过新建房屋数量，供需关系会逐渐恢复平衡。我不确定具体时间，但当新建房屋数量回到每年 100 万套左右时，我认为失业率会大幅下降。

罗斯：也许会降到 6%？那时经济会全面复苏吗？

巴菲特：那时肯定会看到经济明显好转，非常接近全面复苏。

罗斯：你认为经济能恢复到 2008 年以前的水平吗？

巴菲特：在一定程度上，之前我们经历了一段不可持续的经济繁荣期，建造了过多房屋，还把房子卖给了无力偿还贷款的人，各种问题层出不穷。就好比我们在酒吧里纵情狂欢，现在我不确定是否要完全回到过去那种状态，但我们得从这场“宿醉”中恢复过来。

罗斯：但与此同时，你最近对美国银行进行了一笔重大投资。有人说，美国银行经营困难的部分原因是其承担的抵押贷款业务规模过大。

巴菲特：没错。在那段经济繁荣期，美国银行和其他许多金融机构一样，犯了很多错误，其中也包括房利美和房地美这两家由联邦政府运营的机构。它们确实犯了错，我也犯过错。现在的管理层正在为此付出代价，努力解决上一任管理层遗留的问题，这需要大量时间。目前问题还没有解决，未来仍需时日。但这并不影响我对它的信心。这只是商业的一部分。做了蠢事，就得想办法弥补。

罗斯：时间一直是你最好的伙伴，不是吗？

巴菲特：没错，时间很重要。你知道，1970 年代中期，GEICO 保险陷入困境；1960 年代中期，美国运通也遇到麻烦。但这两家公司是我最成功的投资案例之一。看待这些公司，你得有长远眼光，预测未来 5-10 年的发展。其实，看待美国经济也是如此。从长期来看，美国经济非常出色。它会复苏的，就像盖可保险公司和美国运通一样。美国银行也会解决自身问题，虽然过程会很痛苦，未来很长一段时间都会有相关负面报道。这不是三五个个月就能解决的事，但现在有人在努力解决问题，现任管理层 Brian Moynihan 布莱恩·莫伊尼汉并没有制造这些问题，他们正在努力应对。而且美国银行的核心业务非常出色。

罗斯：在即将到来的政治博弈中，共和党和民主党争论的焦点之一将是削减开支，这在一定程度上有助于缓解赤字问题，与着眼未来的经济增长战略之间的平衡。你如何看待这个问题呢？

巴菲特：未来美国经济会实现增长。美国拥有创新精神和资本主义的活力，这些因素会推动经济持续发展。

很多时候，人们谈论经济增长，实际上指的是制造通货膨胀，但这并非经济增长的本质。所以我并不担心美国人均国内生产总值的长期增长。美国经济会周期性地经历衰退，这次衰退尤为严重，因为之前的经济繁荣期过于疯狂。我们现在正在为此付出代价。

罗斯：美国联邦政府或美联储是否需要采取措施刺激经济增长呢？

巴菲特：我们已经在疯狂地刺激经济了。近年来，美国每年的财政赤字接近国内生产总值的 10%，这是相当大规模的刺激措施。这可不只是所谓的"经济刺激法案"，整个财政政策都是一种刺激手段。货币政策方面，我们将利率降至零，还让美联储积累了大量储备金。所以刺激足够了.....

罗斯：但美联储内部对于下一步行动和重点方向存在争议。

巴菲特：我觉得这没那么重要。关键是美联储在三年前采取的行动，如果当时决策失误，我们现在就得付出巨大代价。但现在他们的政策手段已经用得差不多了。美联储主席可能不同意我的观点，但在我看来，货币政策已经发挥到极致了。虽然它发挥了一定作用，但我认为现在再采取什么行动，也很难改变经济复苏的进程。他正在实施"扭转操作"，试图降低长期利率。现在利率已经很低了，短期利率几乎为零，长期利率也相当低。所以我觉得在利率方面再做文章，对经济不会有太大影响。

罗斯：我刚和一些到华盛顿与美国国务卿和财政部长会面的中国商人交谈过，他们对中国的通货膨胀问题有些担忧。

巴菲特：是的，中国会面临一些通胀压力，有时可能还会比较大。看看美国这些年的情况就知道了，我出生时的 1 美元，如今价值大概只有 6 美分。从那时到现在，美元贬值了约 15 倍。如果 1930 年有人告诉我父亲这个情况，我不确定他还会不会要孩子，他可能会觉得世界末日要来了。但实际上，后来的情况还不错。在同一时期，美国人均实际国内生产总值增长了 6 倍。我并不完全反对通胀，适度的通胀在经济繁荣时是正常的，但有时通胀可能会失控，这就需要采取措施应对。不过，大多数时候，这些问题并非世界末日，可我们总觉得好像天要塌了。就像我之前说的，1930 年 8 月 30 日我出生那天，道琼斯指数达到了当年的最高点 242 点，之后一路暴跌至 41 点。我母亲看到这种情况，肯定愧疚极了。但你看，当时美国失业率高达 25%，各种问题层出不穷。但这个国家挺过来了，从珍珠港事件的打击中恢复过来，也从各种困境中走了出来，现在同样如此。

罗斯：那么"巴菲特规则"在经济复苏过程中能起到什么作用呢？

巴菲特：我认为"巴菲特规则"对于促使人们做出必要的牺牲非常重要。我们即将告诉民众，一些承诺可能需要调整。这些民众在生活中并没有太多的安全保障，他们和我不一样。如果遇到支付问题，他们没办法像我一样卖掉一些股票来解决。所以，当我们把政府支出从 GDP 的 25%左右降下来时，需要全体美国民众勒紧裤腰带共渡难关。我发现，有一小部分超级富豪，年收入超过 100 万美元，他们的税率却很低，比如我自己的税率是 17%。在过去几个月里，我和很多人聊过，其中一些人属于著名的"福布斯 400 富豪榜"成员，他们平均每人年收入超过 2.2 亿美元，但税率甚至比我还低。这可是相当高的收入，对吧？

罗斯：他们税率低主要是因为适用 15%资本利得税率吗？

巴菲特：没错，这是主要因素，但股息税率也是 15%。有很多超级富豪缴纳的税款远低于正常水平，但也有不少人并非如此。不过，确实有相当一部分富豪税率过低。我认为，要求 3 亿美国人勒紧裤腰带，却对这部分富豪网开一面，这是个严重的错误。

罗斯：但我认为，推行"巴菲特规则"，是因为这能为美国国税局带来更多收入。从经济层面有实际价值，还是因为美国体系的基本公平性才是关键所在？毕竟当要求民众做出牺牲时，必须让他们坚信国家的政策是公平的。

巴菲特：两者兼而有之。但我认为第二个原因更为重要。据我估计，如果实施最低税率，可能会影响一部分超级富豪。粗略估算，这每年可能会增加 200 亿美元的税收。我觉得这个估算并非不切实际。虽然每年 200 亿美元对于约 1 万亿美元的财政赤字来说只是杯水车薪，但这意味着 2000 万个家庭每年每户能多出 1000 美元。毕竟政府得想办法增加财政收入。

谁也不知道最终会让大家如何做出牺牲，但如果要在让 2000 万个家庭每户多拿出 1000 美元，和对约 5 万名高收入、低税率的富豪征税之间做选择，我更倾向于向像我这样的人征税来获取这 200 亿美元。

罗斯：美国众议院议长 John Boehner 称，总统采纳这一想法是在搞"阶级斗争"，对此你怎么看？

巴菲特："阶级斗争"其实一直都存在。看看那 400 位顶级富豪，他们的平均家庭年收入从 4000 万美元涨到了 2 亿美元，而税率却从 29%左右降至 21%，"阶级斗争"显而易见。只不过在这场"斗争"中，我所属的阶层赢了，而且优势巨大，这简直是一场一边倒的胜利。

罗斯：你把问题看得很透彻。

巴菲特：看看如今的美国就知道了，超级富豪们在经济危机中并未受到太大影响。顺便说一句，如果有人作

为 CEO、运动员或其他身份，年收入达到 500 万、1000 万，甚至 2000 万、3000 万美元，并且按正常税率纳税，税率大概在 35% 左右。在和许多超级富豪交流后，我坚信，确保年收入在 100 万美元及以上的人，税率维持在 35% 左右，才是最好的办法。

罗斯：如果以 100 万美元为界限，会有多少人受到影响呢？是所有年收入超过 100 万美元的人都会受影响吗？还是说只是特定的一部分人？

巴菲特：不是所有人。有两种方式来实施。一种是统一提高税率，这样所有高收入群体都会受到影响，大概涉及 25 万人，比如把税率提高 5 个百分点之类的。这是一种可行的办法。但在和许多富豪交流后，我认为更公平的做法是，针对那些通过各种手段将税率降至 15% 的人，设定最低税率。我是 17%，还有人甚至低于 10%。我估计这样会涉及约 5 万人。我没有精确的数据，可能是 7 万人，也可能是 4 万人，但肯定不是 1 万人，不会是全部 25 万人，大概是其中的 5 万人。这样一来，他们的整体税率会提高到 30% 以上。

罗斯：那你收入中按 15% 或 17% 税率纳税的部分占比有多少呢？因为你也有一些普通收入，比如你给自己设定的年薪是 10 万美元左右。

巴菲特：占比很大。我还有一些利息收入之类的。但是这得看具体年份，查理。前几年有段时间，我通过持有房利美和房地美的抵押贷款证券赚了不少钱，获得了大量利息收入，同时还获得了一笔巨额资本利得。顺便说一句，这些钱在企业层面之前并未纳税。我看过相关的讨论，但那些说法并不适用于我的情况。几年前，我投资一些韩国小公司的股票也赚了不少钱，我可能跟你提过这事。那些公司在美国无需缴纳所得税。

罗斯：有人认为需要进行税制改革，因为这样企业就会把海外留存的资金转回国内。目前企业不把资金转回国内，是因为他们觉得会面临双重征税。你怎么看待这种观点？

巴菲特：企业确实希望把海外资金转回国内。这些资金在全球一些地方享受很低的税率，有些是因为当地制造业情况，这种低税率有一定合理性，但也有部分是人为因素造成的。他们希望能像五六年前那样，有一次性的资金回流政策，把钱转回国内。此外，我们持有一些这样的公司的股票，这些公司有大量资金滞留在海外。如果允许它们把资金转回国内，且只需缴纳很少的税款，你觉得它们会怎么做？它们肯定还想继续在海外赚钱。

罗斯：所以你认为它们不会把资金转回国内？

巴菲特：如果允许它们几乎不缴税或者只缴 5% 的税就把资金转回国内，它们会这么做。但它们会说，这样太

好了，因为我们把钱转回美国了，还会进行投资。但实际情况是：天哪，在海外税率只有 5%或 10%的地方，我们能赚更多钱，那就继续把钱投到海外，在那里建更多工厂。所以这是一把双刃剑。如果设定较低的资金回流税率，会刺激企业把更多生产活动转移到海外，在海外赚取更多利润，因为这样能降低它们的整体税率。

罗斯：美国企业目前持有大量现金，他们给出了几个理由。一是认为监管政策导致的，二是对股市和税收结构的不确定性缺乏信心。你认同这些说法吗？

巴菲特：不认同。我认为原因是他们找不到满意的投资项目，也看不到某些产品的市场需求。如果我看不到地毯或砖块的销路，我是不会去投资建更多地毯厂或砖厂的。

罗斯：我们说的不只是与房地产行业相关的企业。美国有很多企业都持有大量现金，他们声称对未来缺乏信心，所以才这么做。你对此有何看法？

巴菲特：我对未来很有信心，他们也应该有信心。大多数美国企业在有形净资产上都获得了不错的回报，美国企业的经营状况其实还不错。

罗斯：如果他们把资金用于投资，雇佣更多员工，情况会好很多。

巴菲特：没错，但他们得找到合适的投资项目。必须承认，据我所知，没有哪家企业手握资金，又看到了明智的投资方向，却还把钱闲置着。

罗斯：所以，你基本上认为美国经济目前的问题在于，创造私营企业就业岗位的美国企业，找不到明智的资金投资方向，对吗？

巴菲特：是的，主要是缺乏市场需求。凯恩斯可能会说是我的问题。但显然不是.....他会说政府需要进一步加大刺激力度，因为只有政府能.....

罗斯：保罗·克鲁格曼也是这么认为的。

巴菲特：没错。他们或许有一定道理，但我们已经采取了很多刺激措施，也看到了一些效果。在我看来，进一步刺激会有一定作用，但考虑到一开始我们就实施了占 10%GDP 的刺激政策，后续再刺激的效果能有多大呢？

罗斯：你认为这种需求不足、缺乏明智投资机会的情况，部分原因是现任政府对经济的管理方式导致的吗？

巴菲特：我觉得这是经济从严重危机中复苏的正常过程。就像我们之前说的，经济就像生病住院的病人。之前我们经历了一场严重的经济泡沫，体现在很多方面，尤其是房地产领域。美国住宅房地产总值曾高达 22 万亿美

元，在房地产市场高峰期，这是美国民众净资产的重要组成部分。经济遭受了沉重打击，我们正在恢复过程中。未来我们会有更多投资机会。

罗斯：所以你支持总统，还在纽约为他举办了筹款活动，因为你认为他和他的政府为促进美国经济增长做出了正确决策，你觉得没有什么具体决策让你无法支持总统吗？

巴菲特：总体上是这样。查理，跟你说，我们有一家叫 Marman 的公司，不是 BNSF 铁路公司，这家公司生产铁路油罐车，还经营罐车出租。我们在路易斯安那州的亚历山大市开展业务，在过去 12 个月里，产量增长了三四倍。和一年前相比，我们在亚历山大市雇佣了更多员工来生产油罐车，而且产量还在逐步增加。我们还看到油田对起重机的使用需求也在增加。这种积极的变化随处可见.....

罗斯：但你和其他人有所不同。普遍的看法是，上次支持总统的大多数华尔街人士这次不再支持他了，杰米·戴蒙就是其中之一。这些人面对的是同样的经济形势。

巴菲特：我觉得杰米不会说经济没有好转。事实上，我好像看到过他明确表示.....

罗斯：不，他说他的银行经营状况在改善，他对银行的情况很满意。但据我们所知，他并不支持总统。

巴菲特：这也不一定。

罗斯：但很多华尔街人士，至少你得承认，很多人基于同样的经济数据，却认为政府的管理并不出色，而且他们也不像你这么看好经济形势。他们觉得监管政策等因素对经济产生了负面影响。

巴菲特：我是这么看的。他们中的大多数人所在的企业经营状况都还不错，虽然可能比不上经济繁荣时期。在华尔街，年收入超过 100 万美元的人多得能坐满一个大礼堂。

罗斯：是的，他们过得还不错。但他们不支持总统，对吧？

巴菲特：有很多不支持，至少我感觉是这样。

罗斯：这是为什么呢？他们为什么不再支持总统了？

巴菲特：我觉得部分原因是一些言论导致的。

罗斯：比如对企业的批判言论？

巴菲特：他们是这么认为的。我觉得总统也会觉得，我为企业做了这么多，他们却不领情。我是在保护他们，不然他们可能会面临更大的麻烦。所以华尔街的人觉得自己没得到认可，他们其实希望得到肯定。

罗斯：总统在一次会议上确实这么说过。但在美国主流社会，比如在奥马哈，人们并不这么认为。在其他地方也是.....

巴菲特：嗯，确实有人这么认为.....毫无疑问，就像科莫市长说的，**竞选时可以用诗意的语言描绘愿景，但执政时必须脚踏实地。仔细想想，竞选的过程就是不断提高人们的期望，而当选后又得让人们回归现实。**

罗斯：基本上你是说，总体而言，你对这位总统并不失望。你和那些大力支持总统的人一样，比如鲍尔斯-辛普森委员会的成员。

巴菲特：是的，我同意这种说法。我并不失望。听着，无论你多么支持一位总统，你都不可能对他的每一个决策都百分百满意。我敢肯定，伯克希尔的股东也不会对我做的每件事都满意。在一个有 3 亿人口的国家，情况就是如此。大家对各种问题都有不同的看法.....

罗斯：有人认为，如果总统更懂商业，有商业管理经验，情况会更好，做出的决策也会不同。你怎么看？

巴菲特：我不这么认为。从整体决策来看，我不同意这种观点。当然，个别决策或许可以更好。比如任命蒂姆·盖特纳为财政部长就是一个非常明智的决定。就像我挑选到一位优秀的首席执行官，这就是个明智的决定，之后我就不用再为相关事务操心了。

罗斯：有没有可能是你和其他人不同呢？也许是因为你母亲、妻子的影响，或者是你自身的天赋，又或者其他原因，总之你看待世界的方式和大多数美国知名商人不同。

巴菲特：每个人都会受到周围环境的影响。

罗斯：比如本·格雷厄姆的影响.....不管是什么原因，沃伦·巴菲特，你看待世界的方式确实和大多数美国杰出商人不同。

巴菲特：可能确实和很多人想法不同，但也有不少人在某些方面认同我的观点，当然，也不会完全认同。**即使是双胞胎，想法也不可能完全一致。**我收到过很多富豪和普通商人的反馈，总体来说，有些人认同我的观点，他们对美国也有着相似的期望。当然，也有很多人不同意我的看法。

罗斯：眼前有两个备受关注的问题。一个是欧洲的局势。你曾表示不会对欧洲银行进行大规模投资救助。你还说过，如果欧洲局势恶化，你非常担心会带来严重后果。你这么说是什么意思呢？

巴菲特：欧洲的问题很严重。他们进行了一项实验，但其中的缺陷逐渐暴露出来。涉及的金额巨大，银行的

偿债能力与各国政府的偿债能力相互交织，反之亦然。他们让 17 个国家使用统一货币，但文化、财政政策政治等各种问题都没解决好。所以他们要么进一步加强合作，要么分道扬镳。

罗斯：也就是放弃欧元和欧元区。但有人说，他们只是在拖延问题。

巴菲特：对，可他们又不想这么做，这也可以理解。而且这条路已经没多长了，查理。你都能看到尽头。他们可别再把问题往后拖了，不然就来不及了。

罗斯：他们真的需要采取更有力的措施，一次性多做一些事，确保能解决问题。要是他们觉得前面是悬崖.....所以，如果最糟糕的情况发生，对美国 and 全球经济会有什么影响呢？

巴菲特：我也不确定他们会怎么做。毕竟涉及 17 个国家，谁也说不准。政治因素等等，太复杂了。但要让我猜，他们最终很可能会选择印钞，不过这也有很多问题，因为他们使用的是统一货币。但当政客们面临难以解决的问题，又觉得印钞能解决时，我想他们会这么做的。我觉得他们会在必要的时候救助银行，但我也不确定，这不是预测，只是我的猜测。

罗斯：话虽如此，但时间太晚了。

巴菲特：很晚了，真的很晚了。欧洲的银行之前被鼓励大量持有主权债务，因为没有针对这方面的资本要求。这让银行有机会进一步加杠杆，稍微提高每股收益，所以它们大量买入。银行原本觉得这些债务信用良好，因为这些国家都在同一个联盟。但现在他们发现并非如此。

罗斯：你一年前抛售欧洲主权债务时，察觉到了什么？

巴菲特：我看到了问题的发展趋势。

罗斯：我是说，你看到了问题，其他人没看到吗？

巴菲特：不是，我觉得很多人.....这有点像 2006 年到 2007 年美国的情况。大家都隐隐约约感觉到有问题，但都觉得.....

罗斯：嗯，我不确定他们都看到了问题，而且我觉得他们没理解问题的严重性。就像次贷危机，你觉得我这么说不对吗？他们真的看到问题了吗？

巴菲特：嗯，很多人确实有一种不安的感觉。但他们就像舞会上的灰姑娘。

罗斯：没错，他们就是这么形容的，你还记得吗？有高管说，只要音乐还在播放，你就得继续跳舞。这是个

很经典的说法.....

巴菲特：没错。然后他.....你知道，他可能觉得午夜钟声敲响前自己能及时离场，但他们没意识到午夜已经临近。而且他也不是唯一这么想的人。在这方面我也犯过不少错。我看到了一些问题正在发生，但很多时候没有采取足够有力的措施。我和其他人一样有责任。但就欧洲的情况而言，一年多前我就很清楚，我们正走向悬崖边缘。那些使用统一货币却失去印钞权的国家，如果行事鲁莽，问题很快就会爆发。而且这些国家的债券被金融机构大量持有.....情况非常糟糕。但查理，这也不是世界末日。欧洲不会消失，十年后的欧洲肯定会比现在更强大。只是我不知道这期间他们要经历多少痛苦。未来欧洲仍会是一个巨大的商品市场，会有.....

罗斯：但实行紧缩政策是解决办法吗？

巴菲特：我不知道。总说让别人实行紧缩政策很容易。这就是他们面临的问题，而且大家对紧缩政策的理解也不一致。有人觉得，你实行紧缩政策，我的债券就能得到保障了。

罗斯：德国人有他们的道理，对吧？

巴菲特：没错，他们确实有自己的道理，肯定有。

罗斯：有人开始说，也许实行单一税率并不是个坏主意。

巴菲特：单一税率缺乏累进性。我的意思是，我们需要增加的财政收入比现在更多。我们得把财政收入占GDP的比例提高到18%或者15.5%。同时还得削减开支。

罗斯：你为什么不动劝总统，让他明确一下在社会保障支出方面的计划呢？

巴菲特：查理，我这辈子都没给总统打过电话。但总统会打电话请你去白宫发表看法，征求你的建议。我猜你去白宫是因为他想听你分享见解，而不是听他给你讲他的想法。

巴菲特：实际上，他是想送我一条新领带。

罗斯：这倒是真的。如果总统能为华盛顿的政治讨论指明方向，明确他认为哪些方面适合削减开支，不是更好吗？

巴菲特：现在回头看，确实如此，在股市里我们也经常这样事后诸葛亮。但回头看，他或许应该让美国民众更好地为未来可能面临的情况做好准备。

2009年他上任时，并没有什么神奇的办法能立刻解决所有问题。他也做了很多正确的事，我非常钦佩他和他

采取的行动。但如果人们认为这些措施能在六到十个月内解决所有问题，那就错了。

罗斯：你也知道，标准普尔下调了美国的信用评级，主要原因是美国政治上的混乱。至少他们是这么说的。你觉得怎样才能解决这种政治混乱的局面呢？

巴菲特：这是个难题。华盛顿有太多人主要考虑的是如何让对手出丑，而且美国民众也明白。而我希望两党都能表现出色，希望政府高效运转。这种情况一直都存在，但现在感觉尤为严重。债务上限问题就是个典型，它让美国民众清楚地看到了华盛顿的混乱。美国民众觉得华盛顿在某些方面运转失灵，而且是故意为之。

罗斯：他们觉得通过制造混乱能获胜吗？

巴菲特：嗯，如果无论是哪个党派，都能让对国家发展不满的美国民众相信这是对手的错，那这确实是获胜的一种方式。

罗斯：对。你觉得如果美国民众知道谁最不关心他们的福祉，会起来反抗吗？

巴菲特：我真的希望如此，而且我觉得有这种可能。但事情会如何发展，我也不确定。我觉得两党都有不少人认为，未来 12 个月情况会很糟糕，至少看起来会很糟，失业率也不会下降太多等等。他们都在想怎么把责任推给对方。这就是.....

罗斯：所以他们会因为不想让对手获益，而拒绝投票支持可能改善国家经济的政策？

巴菲特：嗯，也许没那么极端，但大致就是这种感觉。我想这就是人们对华盛顿不满的原因。

罗斯：但问题是，他们很可能会对两党都感到失望。他们现在对国会就是这种态度。

巴菲特：没错，我觉得他们对国会就是这种感觉。而且他们有充分的理由这么想。

罗斯：你觉得美国需要成立第三党吗？

巴菲特：我真不知道这会有什么效果。

罗斯：很高兴见到你。

巴菲特：我也很高兴能来这里。

罗斯：很荣幸你能来参加节目。

巴菲特：谢谢查理，祝你节目再办 20 年。

巴菲特：500 亿美元的决定

自从我读过本杰明·格雷厄姆的著作《聪明投资者》之后，他一直是心目中的偶像。此后我一直想去哥伦比亚大学商学院念书，因为他在那里担任教授。

当我从哥伦比亚商学院毕业，回到奥马哈，并开始推销证券之后，我仍没有忘记他。在 1951-1954 年期间，我老是打扰他：经常写信给他讨论有关证券投资的想法。后来我收到了他的一封回信，他在信里说："你下次来纽约的时候，请来见我"。于是我就去见了，他聘请我和杰里·纽曼共同负责运营的格雷厄姆·纽曼公司工作。我和当时已怀孕四个月的妻子苏茜及女儿一起搬到纽约州怀特普莱恩斯。

每天早上，我上班都是坐火车到纽约市中央车站。我在那里工作的时间很短：第二年，当我 25 岁时，格雷厄姆先生告诉我说，他打算退休了。事实上，他告诉我的不止是这个消息，他还向我提供了接替他的机会：杰里的儿子米奇担任新的高级合伙人，而我担任新的初级合伙人。格雷厄姆·纽曼公司是一家规模非常小的基金公司，管理的资金只有六七百万美元，但名气非常响。

这是一个非常痛苦的决定。这是我接替自己偶像的机会，我甚至把我大儿子取名为霍华德·格雷厄姆·巴菲特，但我也很想返回奥马哈。那时大概有一个月的时间，我每天早上在上班途中都一直在考虑告诉格雷厄姆先生我打算离职，但很难做到。当我从大学毕业时，我手头有 9800 美元，但到了 1955 年年底，我拥有的个人资金已增加到 12.7 万美元。我当时想，我要返回奥马哈，选修些大学课程，并且阅读大量书籍——我打算退休！

我想我们每年有 1.2 万美元就够生活开销了，而凭借我已拥有的 12.7 万美元个人资产，我可以很轻松地赚到这笔生活费。那时我对我的妻子说："复利能保证我会发财致富"。

我的妻子和孩子先我一步返回奥马哈，而我则坐上汽车，在返回奥马哈的路上，顺道拜访考察那些我有兴趣投资的公司。我在宾夕法尼亚州黑泽尔顿停留了一下，拜访了杰都-高地煤炭公司。在密歇根州，我走访了当时正在进行破产清算的卡拉马祖炉灶公司，我去查看该公司待售的公司厂房看上去情况如何，我去了俄亥俄州特拉华市，调研格雷夫兄弟制桶公司(现在谁还知道制桶这门行业呢)，并与公司董事长会面。我事先没有预约，只是顺道拜访而已。我发现人们总是愿意与我交谈，所有这些都对我给予了帮助。

在奥马哈，我租了一幢房子，地址是安德伍德大道 5202 号，那时每月租金为 175 美元。我当时对妻子说："我很乐意购买一幢住房，但那样做的话，就像是一个木匠卖掉了自己的工具箱了"。我不想用光我的所有资金。

当时我还没有计划创办合伙投资公司，甚至也没想找份工作。只要我可以自行操作投资，我就没有什么可以顾虑的。我当然不想再向别人推销证券了。但纯属机缘巧合，当时有七个人，其中包括我的一些亲戚，他们对我说："你以前卖过股票，我们希望你能告诉我们该如何打理自己的资金"。我回答说："我不打算再卖股票了，但我会像格雷厄姆和纽曼那样，建立一个合伙制投资公司，如果你想加入的话，就可以加入。"

我的岳父、我的大学室友及其母亲，我的姑妈爱丽丝，我的姐姐及姐夫，我的律师都签约加入，我也投资了 100 美元，这就是我创办投资公司的起步，纯属偶然。

当我成立这家合伙制投资公司时，我们共进了晚餐，我花 49 美分购买了一本账簿，他们带来了各自投资的支票。我在收下他们的支票前，先向他们分发了用复写纸抄写的半页纸，上面列出了我所谓的基本原则。

我说："有关合伙投资公司的法律文件有两到四页之多。对此不必担心。我会完完全全地告诉你们这些文件里有些什么内容，以后你们就不会有任何意想不到的相关问题。但是这些基本原则就是投资理念。如果你赞同我的投资理念，那么我们就开始吧。如果不赞同的话，我也对此表示理解。今后我不会告诉你们我们拥有哪些股票之类的事情。如果我因投资业绩出色而应该得到鲜花，那么我希望得到它，而如果我因投资业绩不佳而应该受到警告，那么我希望你们向我扔来的是鸡蛋。但如果我的投资下跌了 5%，而市场却下跌了 15% 的话，那么我可不希望有人会向我扔鸡蛋，在这种情况下，我会认为自己应该得到鲜花。"

我们把一切都谈清楚了，接着他们就把支票递给了我。我没有向外募集资金，但一些我不认识的人也开始向我寄来要求入股的支票。而当时在纽约，格雷厄姆纽曼公司正在进行清算。

在佛蒙特州有一位大学校长，他叫霍默·道奇，之前一直投资于格雷厄姆的基金，他当时问格雷厄姆："我该如何处置我的资金呢？"格雷厄姆回答说："嗯，这个孩子曾经在我这里工作过……"于是道奇便开车来到奥马哈，来到我当时居住的那幢租来的房子，我那时 25 岁，看上去像是 17 岁，而举止像是 12 岁。他当时问我："你现在在做什么呢？"我回答说："我在帮我家人做这些投资理财的事情，我也会帮你做这些事情。"

虽然当时我并不知道，但 25 岁确实是我人生中的一个转折点。那年我在改变自己的生活，创建了我的第一家合伙制投资公司，而这家公司最终变成规模相当大的一家合伙制投资公司，它叫做伯克希尔哈撒韦。当时我并不害怕，只是在做自己喜欢做的事情，而现在我仍然在做这件事情。

巴菲特：对话 IVEY 商学院学生 2012

2012 年 3 月 30 日

巴菲特会见了来自 Ivey 商学院 George Athanassakos 博士带队的 MBA 和 HBA 学生。以下为会谈纪要。

Q：您已经做了 60 多年的投资，随着时间的推移，您的投资原则发生了哪些变化？

价值投资的原则从本格雷厄姆的教导至今从未改变。

希腊作家伊索曾经说过：一鸟在手，胜过两鸟在林。我认为事实并非总是如此。在评估一家企业时，我们应将其视为“推迟消费，现在投入资金，日后获得更多回报”，即“一鸟在手，胜过两鸟在林”。有两个主要问题需要回

答：1).投资者能拿回多少钱；2).他们什么时候能拿回钱。

我所追求的是回报的确定性，确保灌木丛中有两只鸟。我处理确定性问题的方法是，利用竞争优势，寻找历史上回报和收益都很高的公司。

例如，可口可乐诞生于 1886 年。它的诞生是为了治疗头痛，但发明者机缘巧合地想到了口感极好的产品，并将其发展成了今天的饮料。关键是，我可以看清楚十年后的可口可乐的样子。它已经存在了很长时间，并将继续存在下去。即使再过十年，它也不会与今天有太大的不同。它已在 200 个国家开展业务，销售额不断增长。业务具有确定性。可口可乐每涨价一分钱，就能增加数十亿美元的收入。可口可乐已成为全球数百万消费者的生活习惯，多花一分钱又算得了什么呢？

投资的原则是投资于确定性，你知道你投入的资金会得到两只鸟。另一方面，在互联网狂热时期，人们投资的公司以前和现在都不产生收益，因此不确定性很高。

Q：请解释一下你年轻时的理想和动机。

我总是把它与绘画联系在一起。享受你正在做的事情，如果表现出色，那就更好了。父亲教会我拥有一张内在记分卡的重要性，并在生活中努力来实现它。这将帮助你做自己喜欢做的事情。

看看你的同学；选择一个你喜欢的人“买下”，选择一个你不喜欢的人“卖掉”。然后把这些人的特质写下来，你会发现这些特质不是天生的，而是在生活中培养出来的。写下来并遵循它们。

如果免费给你一辆你想要的任何汽车，你会选择什么车？但只有一个限制条件，这将是你的余生拥有的唯一一辆车。这辆车就相当于你的身体。你必须照顾好它，给它最好的燃料，保护好它，不要滥用它，因为它是你余生唯一拥有的一辆车。

Q: 企业应如何平衡社会责任和财政责任?

不要做任何反社会和违法的事情。我曾经让股东决定捐款的去向。然而,这在一些社区引起了反社会反应。因此,应该注意不要影响到其他人。

归根结底,这是个人的选择,但受到股东的限制。

Q: 金融危机后,政府采取了各种措施,如《Dodd Frank Act》,以降低银行业的风险。您认为这些措施是否使当今世界变得更加安全?

美国是一个更安全的地方,但欧盟不是。美国的经济状况要比欧盟好得多,欧盟在去年年底曾一度濒临流动性危机。尽管欧盟如今一团糟,但它也会渡过难关的。人们和他们的欲望不会消失。10-20年后,他们将重新开始消费。

在美国,几年前造成问题的东西已经不存在了,但泡沫将来还会出现,因为那时我们会遇到新的问题。这就是资本主义的本质。诀窍在于,当所有人都兴奋不已时,不要过于激动,而要努力发掘这些泡沫带来的机遇。

Q: 您对中国经济的崛起有什么看法?中国的GDP何时能赶上美国?

中国的人口是美国的四倍,而且同样聪明,同样勤奋。因此,中国最终将超越美国。100年前,美国人口为400万,欧盟人口为7500万,中国人口为2.9亿。但在这100年间,美国的GDP占到世界的25%,因为他们知道如何释放人类的潜能。现在,中国正在以美国为榜样,学习美国如何创造奇迹。

中国的进步对美国和世界其他国家来说并非坏事,因为世界不再是零和游戏。随着时间的推移,中国做得越好,美国也会做得越好。如今在美国有很多反华言论。然而,我们与中国人以及印度人有许多共同之处。一个合作的世界对每个人都会更好。

美国不应该在平等问题上对世界说教,因为我们需要照照镜子(黑人的收入是白人的五分之三,妇女直到1920年代才成为平等的公民)。要小心美国政治代表的反华言论。

Q: 在最近的一篇文章中,您谈到了回到奥马哈,而不是留在纽约做您的导师本格雷厄姆的初级合伙人。你的动机是什么?

为了得到这份工作,我缠了本格雷厄姆好几个月。事实上,我提出免费工作,他回答说"你的价格太高了"。初级合伙人对我没有吸引力,因为这不是一份长期的工作。你可能会拿到12.5万美元的底薪,但之后的发展有限。

但如果你能建立自己的梦想，为什么不呢？

我决定住在奥马哈，因为我喜欢这里的城市和社区，这里就是我的家。这一切都取决于你真正想做什么。住在曼哈顿很贵，而且你需要很有钱。那里缺乏社区感和生活方式，因此缺乏生活乐趣。在纽约，你可能需要每天做 50 件事，但我宁愿在办公室里读点书，每天做 1 到 2 件事，并把它们做好。我回到奥马哈时没有真正的计划，离开纽约时也没有总体规划。

在生活和工作之间找到平衡点也非常重要。追随自己的内心，做自己喜欢的事情。

Q：助学贷款为人们提供了接受高等教育的机会，但在美国，学生债务高达一万亿美元。约 36% 的学生毕业时"几乎没有接受过高等教育"。就高等教育的发展趋势而言，是否会出现泡沫？你对这个问题有什么看法，这个泡沫什么时候会破灭？

你能得到的最好教育就是投资你自己。但这并不总是指学院或大学。我有两个学位，但我没有把它们挂在墙上，事实上，我甚至不知道它们放在哪里。我曾经害怕当众演讲，现在我意识到，总有一天我必须这样做。我有一张戴尔卡耐基(Dale Carnegie)公开演讲课程的证书，只花了 100 美元。因此，我不认为每个人都适合上大学，上大学的一个好处是给你一个起点。事实上，我的三个孩子都没有从大学毕业。

约翰梅洛(John Mellor)对一群学生进行了研究。其中一组被送往海滩，另一组则在大学学习。他们的结果相差不多。每个人要始终坚持不懈地提高自己的能力。你应该经常问自己：这对我有价值吗？我上大学是因为父母的期望。当我拿到录取通知书时，我对父亲说：要不你替我去上吧。你要在追求梦想的同时为社会做出贡献。

Q：美元会继续成为世界的安全网吗？

毫无疑问，随着时间的推移，美元将失去购买力。所有纸币都会贬值。至于美元相对于其他货币的表现，就不那么确定了。贬值之所以可悲，是因为它伤害了不成熟的投资者和信任政府的人。对冲美元的最佳方式是在经济增长的地区买房，并办理 30 年期 4% 的抵押贷款。您实际上是在做空美元。

Q：在您拥有或未拥有的行业或企业中，是否存在尚未开发的定价能力？

伯克希尔最初是一家人造丝西服衬里公司。他们生产优质产品，但从来没有人要求在西服中使用指定品牌的衬里。即使我们是年度供应商，我们也不可能要求一个更高的价格。

另一个例子是新印刷品。有些产品或服务对企业的价值链至关重要，但定价权却很小(例如，蓝色牛仔裤的缝

线/报纸的印刷服务)

喜诗糖果是我们一家拥有定价权的企业。我们的产品经常被用作特殊的点心或礼物。我第一次买喜诗糖果时，把它送给了我未来的妻子，并得到了她的一个吻。从那以后，我的生活就有了保障。这是因为喜诗糖果是一种提供快乐的产品。情人节那天，你真的会在乎一盒巧克力的价格是 4 美元还是 5 美元吗？你不可能回家对妻子说你买的是廉价巧克力。消费者也不会在意每年的定价。我年轻的时候，糖果每磅卖 1.95 美元。如今却卖到了 16 美元/磅。喜诗糖果总是在 12 月 26 日提价。我买下这家公司时，它的销售额是 400 万美元。如今，它的销售额已达 8300 万美元。这就是定价能力。

可口可乐在北美的定价能力已大不如前。北美消费者发现了可口可乐和百事可乐的替代品。他们会购买售价较低的可乐，这使得可乐的定价能力与大宗商品无异。然而，在国际上，可口可乐仍然是那一刻的特殊享受。

您还可以从运营效率中看到定价能力。例如，与卡车运输相比，BNSF 铁路公司的铁路运输的成本效率和竞争力高出三倍。成本效率更高的产品能够要求更高的价格。他们的产品具有定价权，因为他们的消费者愿意支付更高的价格来获取这些效率。

Q：您对当今 CEO 的个人素质和薪酬有何看法？

我钦佩的许多 CEO 都是普通人。与 3000 万美元薪水相比，如果他们的薪水是 100 万美元，他们也会同样出色地完成工作。

然而，管理是一个充满竞争的环境，高管的薪酬也会水涨船高。人们往往会遵循业内惯例，去模仿周围人的行为。即使是最优秀的人也会屈服于环境。

在伯克希尔，“其他人都在这么做”从来都不是一个可以接受的理由，但也许这就是为什么我只被派到过一次薪酬委员会的原因。他们不希望薪酬委员会里有斗牛犬，而希望有摇尾巴的可卡犬。这样，管理层就可以请来人力资源专家，让他们告诉委员会该怎么做。当然，这些专家会观察其他人都在做什么，并试图让他们的客户处于前四分之一，因为没有人愿意说他们的薪酬处于后四分之一，尽管必须有人这么做。这样一来，薪酬就越来越高，这是个糟糕的制度，但目前我们只有这个制度。

Q：如果今天重新开始，你的人生会取得同样的成功吗？

机会一直就在那里，世界仍将继续发展。我想我仍会玩得很开心。你应该追随自己的激情。我的爱好是评估

公司。我真的相信，你能做出的最重要的决定就是选择合适的配偶。所以我想，如果我有幸拥有同样的两个因素，即优秀的榜样和合适的配偶，我想我会做得很好。

请记住，我非常幸运的出生在美国。赢得"卵巢彩票"可以改变人生。我的两个姐姐和我一样聪明，但却从来没有得到过同样的关注和机会。如果你可以玩一个游戏，把你的名字放在一个装有 70 亿个名字的木桶里，从中抽出一个，然后从这个人的人生开始，你愿意吗？100 人中可能只有 5 人出生在美国，其中一半人的智力低于平均水平。有些人有健康问题，许多人没有同样的机会接受教育。你不会玩这个游戏的。要意识到你现在所拥有的这些是多么幸运。

Q：企业现在开始更加关注短期成果，您有什么建议，既能实现这些成果，又能保持长期关注？

你要选择一个不需要去适应一个拥有会让你反胃的文化的公司。把你的职业生涯想象成一幅你永远也画不完的画。你应该寻找一家与你原则相同的公司，而不是相反。你应该找一个你对工作充满热情的地方，这对第一份工作来说很难。不要为了钱而工作。

对我来说，我有我想要的工作。我们有彼此喜欢的人。你应该去为你最欣赏的人工作。人生只有一次。

你不希望在一个以季度业绩为评判标准的地方工作。是的，这个世界已经变得更加短期化。要避免为那些承受巨大压力的人工作，因为他们会为了特殊奖励去提高年终业绩而伪造数字。我在吉列公司董事会任职时，该公司在沃尔玛会在季度末打折促销剃须刀片，以提高业绩。这是一个可怕的"跑步竞赛"。在伯克希尔，我不知道我们年底的成绩如何。我们各尽所能，等结果出来就知道了。我们不想逐月竞赛。

Q：你对占领运动和类似的平等运动有何看法？

我认为这并不十分有效，但就像其他团体一样，他们喜欢受到关注。但是，如果你上网在 BING 上搜索，BING 不是 Google，别告诉比尔盖茨是我说的，你就会找到纳税最高的 400 人。你可以查询最近的 400 位最高收入者，他们平均每人的收入为 2.7 亿美元。1992 年，同样的 400 人每人的收入为 4500 万美元。这个数字从 4500 万美元上升到了 2.7 亿美元。1992 年，其中 16 人的纳税额低于 15%。近年来，30 人的纳税额低于 10%，131 人的纳税额低于 15%。这比普通人 30% 的缴纳额要低得多。

与食品券一样，它们会造成周期性问题。我理解人们的不快，但没有人对自己的生活感到满意。我们要的是，结果虽然不平等但机会是平等的。我们得到的都是周围人和前人的成果。而你却希望那些得到了长稻草的人

把稻草分给短稻草的人。问问在诺曼底海滩死去的人，你是否还认为自己交了太多的税。

我国人均 GDP 最高，因此没有理由让 20%的人口收入低于 2 万美元的贫困线。在低收入阶层中，有 2400 万个家庭 6100 万人。想想看，如果你拿到的是另一张人生彩票，你会怎么想？有些人根本无法适应市场经济体系，因为他们拥有其他的天赋或技能。

Q：您在生活中学到的最重要的东西是什么？

找到你的激情。当你看到它时，你就会知道。它比金钱更重要。你要问这样一个问题："我在哪里能找到最多的乐趣？"我不知道有谁是充满激情却过得不好的。如果你对工作充满热情，你就会拥有美好的人生。高尔夫球手的生活都是最美好的，他们不是所有运动中赚钱最多的，但他们却能享受到最多的乐趣。

Q：两周前，高盛集团的 Greg Smith 辞职，称高盛的企业文化是有毒的。您认为政界人士应如何防止 Greg Smith 对高盛提出的某些指控，并进一步保护投资者？

在大型组织或公司中，总会有人做错事或说坏话。公司可以通过给员工的报告和信件来宣传公司的价值观和原则，尽量减少这种情况的发生。

我们有 27 万人在伯克希尔工作，现在就有人在做违法的事情。我写给员工的信很短，主要内容是"千万不要为了钱而出卖声誉"，"不要去做任何会让你登上第二天报纸封面的事情"。

持有商业交易信息是合法的。这就是商业运作的方式，每一方都有不同的愿望和要求。就企业文化而言，在过去 20 年里，无论是公共还是私营企业，都没有发生任何需要采取行动的真正变化。我觉得这篇文章有些不妥，而且也没有必要对法律进行重大修改，但那些做出对社会有重大影响的决定的人应该承担相应的后果。"大而不能倒"机构的 CEO 应该在机构倒闭时承担赔偿责任，而不是带着巨额收益离开。经过 Dodd-Frank 改革和 2007 年的余波，美国的金融体系已经稳固。另一方面，欧洲尚未解决银行和金融主权问题。不管如何监管，泡沫和恐慌总是会发生，这就是资本主义的本性，过度膨胀，过度乐观，但这正是你可以发财的时候。

你不能让每个人都做他们不该做的事。我告诉我的经理们，我们有我们需要的所有资金，永远不要以声誉换取利益，许多其他经营企业的人也有同感。然而，在高盛这样的大型企业中，你不能期望每个人都有完美的行为。我从未见过我的任何财务顾问从事有问题的活动，我不认为 Greg Smith 的观点是对高盛集团的准确反映。

Q：爱迪生说过：大多数人都错过了机遇，因为它穿着工作服，看起来像工作。现在还有机会吗？

艰苦奋斗从来没有杀死过任何人，但为什么要冒险呢？与五六十年前相比，当今社会已经富裕了许多。成功的诀窍在于找到自己喜欢做的事情。

度蜜月时，我去西部旅行。当我来到赌场，看到那些衣着光鲜的人都在参加一场赔率对他们不利的游戏时，我意识到自己发财毫无问题！

现在机会更多了，我们生活在一个更加富裕的社会，想想我们过去几十年的巨大发展吧。今天在美国出生的婴儿是世界上最幸运的人，比任何时候都幸运。互联网是一个巨大的资源，而且是免费的。我喜欢我的私人飞机，但在我放弃使用互联网之前，我会首先放弃它。思考并衡量自己的生活与父母的生活。世界绝不是零和游戏。今天的机会比许多年前要多得多，今天的年轻人将比昨天的年轻人拥有更多的机会。

Q：您早期职业生涯的关键是基本信息套利。鉴于世界的变化和现在信息以光速传播，您是如何继续取得如此巨大成功的？

人们现在有了更多的信息，但他们的行为仍然是非理性的。

当我第一次从事证券分析师工作时，上市股票信息只有两种来源：穆迪手册或标普手册。因此，我几乎整天都在一页一页地翻阅这本书，寻找价值被低估的证券。我发现一家公司的收益约为 13 美元/股，交易价格为 22 美元。因此，以 2 倍的市盈率计算，这是一个很好的买点。但当时只有 400 名股东，我根本无法真正买到它。于是，我来到公司总部所在的小镇，在报纸上刊登了购买股票的广告。有时候，你必须付出一点努力才能得到好的交易。通过翻阅韩国的股票手册，我今天也发现了一些这样的机会。但归根结底，成功的关键在于情绪稳定。致富不需要高智商。

Q：请解释您的总体投资策略

随着时间的推移，慢慢投资于股票。投资你自己。增强自己的才能和弱点。特别是口头和书面的沟通表达能力。

购买那些能永远发展下去的公司，比如可口可乐。但关键是要长期慢慢地积累股票，不要试图把握市场时机。对于更严肃的投资者来说，要策略性，机会性地购买股票。当你有资本并出现好的交易机会的时候，就要重仓要全力以赴。我的合伙基金对一次投资的金额有限制。当这是个绝好的机会，于是我找到我的投资者，告诉他们我想增加投资额。最后，我把 75% 的资金投入了这项投资，最后的效果很好。我相信我还会这么做的。

不要使用杠杆，如果没有好的投资机会，就坐拥现金。

Q：随着互联网的出现，您的策略发生了哪些变化？

我总是说，买你能理解的东西，专注于你的能力圈。这个圈子有多大并不重要，但你必须知道它的边界。

查理和我在互联网发展初期曾与比尔盖茨会面，讨论商业化以及如何从中赚钱的问题。盖茨了解技术，而我们有商业头脑。于是，我们见了面，坐下来讨论我们能做什么，以及互联网的未来。3个小时后，我们一无所获，一次也没有谈及 Google 或 Facebook 之类的东西。因为你根本不知道互联网会走向何方。后来有人走过来跟我谈论互联网，说它将如何改变一切。我问他具体会改变什么？他回答说："一切！"。于是我问，如果我买口香糖，它会改变吗？好吧...不会。它会改变我购买口香糖的品牌吗？好吧...也不会。所以我说，好吧，我去买口香糖，你去买互联网。要专注于你自己的能力圈。

Q：关于量化宽松和零利率。从长远来看，这对经济有好处吗？

在危机之前，我从未听说过量化宽松这个词。它是债务的货币化。我们都应该感谢政府，因为在 2008 年之后，他们做了正确的事情。他们有破釜沉舟的意愿，而且做得再好不过了。史上最伟大的经济学家说过："如果不放松银根，这个傻瓜(George W. Bush)就会倒下"。但是，当支出超过收入时，就会出现問題，这是由巨大的刺激政策造成的。支出占 GDP 的比例仍比收入高出 9%。

2009 年 8 月，我在《纽约时报》上发表了一篇文章。"刺激政策的问题"。持续的巨额刺激，许多后果将被推迟到未来几年。伯南克仍在放水。如果他这样做的时间太长，将会产生可怕的后果。为通货膨胀埋下伏笔。

通货膨胀就像性病。得了它，你一时半会意识不到，而治愈它又是痛苦的。伯南克是正确位置上的正确人选，他知道这一点，但他认为经济仍然不够活跃。但我们不应该这样做太久(利率接近于零)，我们可能已经做过头了，但我不知道。

Q：您如何看待欧洲目前的局势？

在美国，美联储有权做出决定并采取行动。

在立法、税收或文化方面不一致的情况下放弃印钞能力是不明智的。

在美国，您可以给美联储打电话。在欧洲，没有一个"号码"可以拨打。

Q：怎样才能成为优秀的价值投资者，价值投资者与其他专业投资者有何不同？

价值投资者总是从长远角度看问题，我们不关心明天发财，而是关心十年后发财。我们希望能更胜一筹。价值投资者并不关心明天能否致富。想快速致富的人根本不会致富。慢慢致富并没有错。

记住，我们睡的是同一张床垫，吃的是同一种食物。一定要记得多找点乐子，你可能没有很多钱买不了很多东西，但你的生活会很愉快。我认识很多在经济上并不富有的人，但他们仍然很快乐。我也认识很多不快乐的有钱人。

Q：鉴于您和许多价值投资者都取得了成功，为什么不是所有投资者都遵循这一投资策略呢？

我不知道！这与高智商无关。这似乎无法引起某些人的共鸣，谈论它，或向他们展示业绩表现都无济于事。他们只是对此感觉不舒服。我也不明白为什么价值投资没有流行起来。我的意思是，还有什么其他类型的投资呢？除了价值投资，你还想要别的吗？但问题是，人们就是不愿意相信。他们选择在情感上得到满足的东西。即使你给他们看结果，他们还是不相信你。然而，最终还是要通过结果来证明。

Q：在共同基金公司等大型金融组织中，要成为一名成功的价值投资者，是否存在任何制度上的限制？

长期以来，共同基金在法律约束下遵循价值投资理念，取得超额收益的例子不胜枚举：彼得林奇 Peter Lynch (富达投资公司)或比尔鲁安 Bill Ruane (红杉基金公司)。

在我创建合伙公司时，我选择不设置任何约束条件，但我确实告知合伙人，我在单一证券上的投资不会超过25%。1961年，我想推翻这一约束条件，大量投资于美国运通，并将这一想法告诉了合伙人，但没有告诉他们是哪家公司。我投资了整个投资组合的近40%。在法律制度的约束下，人们仍然可以从事价值投资，聪明的投资者就是善于利用他们的约束。

Q：在招聘团队成员时，您会看重哪些关键技能、能力和行为特征？

首先也是最重要的一点，我要找的是那些谦逊的、人品良好的人。在我的招聘决定中，潜在员工的成绩和学校名称都不重要。我非常希望了解潜在员工的背景、家庭和工作动机。对金融和价值投资感兴趣是件好事，但是有求知欲的人也可以学习这个专业。

巴菲特致股东的信 2011

2012 年 2 月 25 日 BRK: \$120550-114755

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东：

我们公司在 2011 年 A/B 股的每股账面价值都增长了 4.6%(标普 2.1%)。自现任管理层接手的 47 年以来，每股账面价值从 19 美元增长到了 99860 美元，年复合增长率为 19.8%。(A 股=1500×B 股)

伯克希尔的副董事长兼我的合伙人查理·芒格，以及我对公司 2011 年的业务进展感到相当满意。以下是其中的亮点：

1，**董事会首要工作是确保由正确的经理人在经营管理企业业务，并确保已经选定下一代接班的领导人而且已经准备好明天就能接手。**我曾加入过 19 家公司的董事会，我认为，在接班人规划上付出的时间和精力上，伯克希尔公司的董事会肯定排名前列。更重要的是，他们的努力已经得到了回报。2011 年初，托德·康布斯(Todd Combs)作为投资经理人加入我们，2012 年初泰德·韦斯勒(Ted Weschler)也加入了我们。他们两位都具有杰出的投资技巧，而且愿意全心全意为伯克希尔服务。2012 年他们俩人都将管理几十亿美元的投资，但是当查理和我不再管理伯克希尔的时候，他们俩人具备的头脑、判断和性格完全能够管理我们的整个投资组合。

公司董事会对我的继任 CEO 同样充满信心，他们对他已经非常了解，对于此人的管理能力和个人品德也非常敬仰。(我们同时还有两位出色的候选人)。未来需要移交管理职责的时候，一切将会是平滑过渡无缝衔接，伯克希尔的前景仍将是一片光明。我个人 98%以上的财富都放在伯克希尔股票上，所有这些持股将会捐赠慈善机构。如此高度集中投资于一只股票完全违背传统的投资智慧。但是我对这种安排非常满意，因为我本人既非常了解我们所拥有的企业的品质和多元化程度，也了解管理这些企业的经理人的出色能力。能够拥有如此优质的资产，我的继任者将会拥有一个很好的起点。然而，千万不要根据这些讨论，就推断查理和我将很快将会离开管理岗位，我们仍然非常健康，而且我们非常热爱我们的工作。

2，2011 年 9 月 16 日，我们收购了路博润(Lubrizol)，这是一家全球性的添加剂及其它特殊化学品生产商。自 2004 年 James Hambrick 担任 CEO 以来，该公司的业绩一直表现突出，税前利润从 1.47 亿增至 10.85 亿美元。Lubrizol 公司在专业化学品领域将会拥有很多"补强型收购"机会(bolt-on)。实际上，我们已经谈成了三个，共投入 4.93 亿美元。James Hambrick 既是一个训练有素的收购者，又是一个出色的经营者。查理和我急切盼望

能够扩大他的管理范围。

3, 去年我们旗下主要业务都表现出色。事实上, 我们五大非保险企业 BNSF, Iscar, Lubrizol, Marmon 和中美能源都实现了创纪录的经营收益。2011 年这些企业的税前收益合计超过 90 亿美元。相比之下, 七年前我们只拥有中美能源一家, 其税前收益为 3.93 亿美元。除非 2012 年经济衰退, 否则我们这五家企业都将再创纪录, 税前总收益将轻松超过 100 亿美元。

4, 总体而言, 2011 年我们所有的运营业务在房产厂房设备方面的资本支出高达 82 亿美元, 比我们过去的历史记录还要多 20 亿美元。其中 95% 投在美国, 这一事实或许会让那些认为美国缺乏投资机会的人非常震惊。我们也非常乐意在海外投资, 但是我们期望伯克希尔未来绝大多数资本支出将在美国。2012 年, 这些资本支出将会再创新高。

5, 我们的保险业务继续为无数其它投资机会提供无成本的资金。保险业务产生了“浮存金”, 这是不属于我们的钱, 但我们可以为伯克希尔的利益拿来投资。如果我们未来赔付和运营费用支出低于我们收取的保费, 我们还能额外获得承保盈利, 这意味着我们的保险浮存金的成本低于零。尽管我们肯定会不时出现承保亏损, 但我们已经连续 9 年实现承保盈利, 累计获利 170 亿美元。这 9 年期间, 我们的浮存金从 410 亿美元增长到现在创纪录的 700 亿美元。保险业务对我们来说简直太棒了。

6, 最后我们对证券市场进行了两笔主要投资: 投资 50 亿美元买入美国银行年利率 6% 的优先股, 附带可以在 2021 年 9 月 2 日前以每股 7.14 美元购买 7 亿股普通股的认股权证; 投资 109 亿美元买入 IBM 公司 6390 万股股票。算上 IBM, 我们现在拥有四家特殊公司的大量股权: 美国运通 13%, 可口可乐 8.8%, 富国银行 7.6%, IBM 5.5%。当然我们还拥有其它许多较小但重要的持仓。

我们把这些持股都视为伟大企业的部分合伙权益, 而不是根据其近期前景而买卖的纸片。然而, 我们在这些企业收益中应占的份额并未完全反映在我们的收益中, 只有我们实际收到的股息才反映在我们的财务报表上。不过长期而言, 这些公司归属于我们的留存收益, 对我们来说非常重要。这是因为它们将通过各种方式, 进一步提高这些企业的未来收益和股息。它们也可能被用于股票回购, 这将提高我们在企业未来收益中的份额。

如果我们在去年全年持有目前的头寸, 我们从四巨头获得的股息将是 8.62 亿美元。这就是伯克希尔损益表中可以报告的收益。然而, 我们在这四家公司的收益中所占的份额要多得多: 33 亿美元。查理和我相信, 我们报表

中未报告的 24 亿美元至少为伯克希尔创造了这么多的价值，因为它在未来几年将推动收益增长。我们预计，在 2012 年这四家公司的合并收益以及股息都将增长。因此，在未来很长一段时间内年年都将保持增长。十年后，我们目前持有的这四家公司的股份可能会为我们带来 70 亿美元的收益，其中有 20 亿美元为我们收到的股息。

好消息我已经说完了。以下是一些在 2011 年给我们带来伤害的坏消息：

1，几年前，我花了 20 亿美元购买了一家服务于德州部分地区的**未来能源控股公司**(Energy Future Holdings)发行的债券。这是一个错误，而且是一个大错误。总体上看，这家公司的发展前景与天然气价格挂钩，而我们买入债券不久天然气价格就开始下跌，目前仍非常低迷。尽管我们买入后，每年都收到 1.02 亿美元的债券利息，但是这家公司支付利息的能力将会很快耗尽，除非天然气市场价格大幅上升。2010 年我们减记了 10 亿美元，2011 年又减记了 3.9 亿美元。

在年底，我们持有的债券市值为 8.78 亿美元。如果天然气价格保持在目前的水平，我们很可能会面临进一步的损失，可能会使我们目前的账面价值化为乌有。相反，天然气价格的大幅上涨可能会让我们收回部分甚至全部减记。不管结果如何，我在购买债券时完全错误地估算了收益/损失的概率。用网球的话说，这是你的主席犯的一个重大的非受迫性错误。

<巴菲特失败案例之 Texas Energy Future Holdings>

<得克萨斯州的 TXU 公司 (TXU Corp) 是一家总部位于达拉斯的能源公司，于 1945 年由三个发电厂合并而成，1996 年成为德州最大的电力供应商，在德州管理着一系列有竞争力和受监管的能源业务。2006 年的总收入为 109 亿美元。TXU 公司是一家控股公司，主要通过其子公司 TXU 能源公司 (TXU Energy Co. LLC)、TXU 输电公司 (TXU Electric Delivery Co.) 和 TXU 电力开发公司 (TXU Generation Development Co. LLC) 开展业务。TXU 能源公司是一家控股公司，其子公司主要在德州从事竞争性市场活动，包括发电、向居民和商业客户零售电力、批量能源采购和销售以及大宗商品风险管理和交易活动。TXU 电力输送公司在德州从事受监管的输电和配电业务。TXU 电力开发公司正在开发新的燃煤发电设施，预计将作为 TXU 能源公司的子公司运行这些设施。TXU 能源公司在德州拥有或租赁 17605 兆瓦的发电能力，其中包括 2300 兆瓦的核电、5837 兆瓦的煤电和 9468 兆瓦的天然气发电。TXU 能源公司为德州 210 多万电力用户提供电力。截至 2006 年 12 月 31 日，TXU 能源公司在德州电力可靠委员会 (Electric Reliability Council of Texas, ERCOT) 零售住宅和小企业市场的估计份额分别为 37% 和 26%。TXU 输电公司运营着德州最大的配电和输电系统，为超过 10 万英里的配电线路和 14300 英里的输电线路上的 300 多万个电力输送点提供电力。TXU 公司主要在 ERCOT 管辖区运营，该区域约占德州电力消费量的 85%。ERCOT 是德州电力系统成员的区域可靠性协调组织，也是这些系统互联输电系统的独立系统运营商。就装机容量和发电量而言，天然气发电是 ERCOT 地区的主要供应资源，约占 ERCOT 地区装机容量的 75% 和发电量的 50%。因此，以天然气为燃料的发电运营商是 ERCOT 的边际成本最高的供应商，批发电价与天然气价格高度相关。

德州是美国用电量最大的州，占全美用电总量的 11%，也是北美三大独立电力系统之一。德州电力市场于 1999 年率先放松行业管制，在发电和售电侧引入市场化竞争，成为完全竞争的电力竞价上网市场。由于电价不再受到保护，用电需求增长缓慢，市场长期处于产能过剩状态，TXU 的经营业绩一直乏善可陈，净利润跟随电价在 5-10 亿美元之间波动，EBITDA 稳定在 25 亿美元左右。2004 年，TXU 预期电价进入上涨通道，开始扩大产能，并放弃签署锁价的长期购电协议，也没有购买电价对冲产品。2005 年，德州遭遇 Katrina 飓风，电力供应减少，电价飙升了 30%，TXU 业绩爆发，净利润 2005 年 17 亿，2006 年 26 亿美元，EBITDA 2005 年 39 亿，2006 年 55 亿美元。市值从 149 亿飙升到 265 亿美元。德州电力市场的市场化竞价模式明确电价由边际成本最高的电价决定，德州的发电燃料

70%是天然气，因此天然气价格直接与德州电价挂钩。由于美国能源供不应求，美国的天然气进口量已上升至总使用量的16%，当时市场一致预期石油和天然气会继续短缺，价格将持续上升，进而会推升德州电价。

于是KKR、TPG和高盛组成的买方团2006年初开始接触TXU，2007年2月26日，TXU公司宣布，与德州能源未来控股有限公司(Texas Energy Future Holdings Limited Partnership, EFH为母公司)和德州能源合并子公司(Texas Energy Future Merger Sub Corp, EFMS为子公司)于2007年2月25日签订了一份合并协议，据此TXU公司将与Merger Sub公司合并，TXU公司将成为TEF控股公司的全资子公司。最终双方在2007年10月，以69.25美元/股(318亿美元)的价格收购TXU公司的所有已发行股份完成私有化。EFH公司承担TXU公司约120亿美元的债务，并以320亿美元的对价收购TXU所有股份，其中买方团股权出资83亿，合并基金提供246亿债务融资，加上原有债务约370亿，由合并后的EFH子公司Merger Sub公司承担，原TXU资产提供抵押担保，交易价格合计约450亿美元。伯克希尔买进了其中20亿美元的高收益债券(约8%利率)。交易价格对应2006年市盈率12倍。EBITDA5.8倍。估值看起来非常之低。

2008年美国次贷危机爆发，经济陷入衰退，天然气价格暴跌了60%，并一直在底部震荡，同时，德州发电企业的批发电价暴跌。雪上加霜的是，页岩气革命彻底颠覆了天然气的定价逻辑，随着压裂技术的成熟，天然气产能大幅飙升，产量上升规模效应显现，开采成本不断下降，天然气价格一蹶不振，美国也从天然气进口国迅速转为出口国。德州电价的下跌，导致EFH公司的收入锐减，从并购时2006年底的109亿腰斩至2013年的60亿美元。累计产生240亿美元债务利息和260亿美元亏损，至2013年，债务规模超过400亿，已资不抵债不得不宣布破产。2014年4月EFH提交了破产申请，成为当时美国史上前十大破产案之一。买方团的83亿股权出资血本无归，债券投资者的370亿美元投资累计回收了150亿美元，伯克希尔20亿投资，加利息收回11亿，近乎腰斩。

2004年，KKR和TPG曾组成买方团以9亿美元股权出资和10亿美元杠杆资金收购了德州排名第二的发电厂Texas Genco。Genco主要依赖煤炭发电，随着天然气价格的上升盈利大涨，投资15个月后以86亿美元交易对价出售，其中股权价值59亿美元，1年半实现了6.5倍股权收益。在德州电力市场的成功投资经验，使KKR和TPG愿意持续下注，开始谋求私有化TXU。>

2，2011年，三笔规模庞大且非常具有吸引力的固定收益投资被发行人撤回。瑞士再保险(Swiss Re)、高盛和通用电气总共向我们支付了128亿美元以赎回这些证券，它们为伯克希尔创造了约12亿美元的税前收益。那可是一大笔收益需要填补，不过我们收购路博润确实抵消了大部分。

3，去年我告诉你说："房地产可能会在未来1年左右开始复苏"。我实在是大错特错。我们旗下有5家企业的经营业绩受到住房市场活动的显著影响。其中影响最直接的是ClaytonHomes，它是美国最大的预制房屋生产商，在2011年建成的住宅中约占7%。

此外，Acme Brick(砖块)、Shaw(地毯)、Johns Manville(隔热材料)和MiTek(建筑产品，主要用于屋顶的连接件)都受房屋建设活动的严重影响。总体而言，2011年我们旗下与房屋建设密切相关的5家企业的税前利润只有5.13亿美元，与去年相当，但是相比2006年18亿美元的税前利润，下跌超过70%。

住房市场会回来的，这一点你可以肯定。随着时间的推移，住房单元的数量必然与家庭数量相匹配(考虑到正常的空置率水平)。然而，在2008年之前的一段时间里，美国新增的住房单元超过了家庭数量。不可避免的是，我们最终拥有了太多的住房单元，泡沫的破灭暴力地摧毁了整个经济。这又给住房市场带来了另一个问题：在经济衰退初期，家庭组建放缓，在2009年又大幅下降。

现在这种供给远超需求的毁灭性供需关系开始逆转：每天我们创造出的新的家庭数量都超过新增住房数量。在不确定的时期，人们也许会推迟结婚，但最终荷尔蒙会战胜一切。虽然与家庭亲属“合住”可能是在经济衰退期间有些人作出的最初反应，但是“合住”很快就会失去原来的吸引力。

以我们现在每年 60 万套新房的开工速度，大幅低于新成立的家庭数量，购买方和租房者正在逐步消化过去过度建设的房屋库存。(这个消化过程将在美国各地以不同速度进行，各地供求关系也有很大差别。)然而，尽管这一复苏现象正在进行，但我们旗下与房屋建设市场相关的企业却仍然业务萎缩，雇员人数从 2006 年的 58769 人下降到 2011 年的 43315 人。房产行业是非常重要的经济部门，不仅仅包括建筑行业，还包括所有依赖于它，仍然处于衰退之中的行业。我们已经看到美国几乎所有经济部门都出现了持续稳定的显著复苏，但就业人数的复苏却仍然严重滞后的主要原因我认为就在这里。

明智的货币和财政政策，在减缓衰退中发挥了重要作用，但是这些工具既不能创造出新的家庭，也不能消化过剩的房屋单元。幸运的是，人口统计数据和市场体系将恢复必须的平衡，可能不久就会恢复。当那一天到来，我们将会再次每年建造 100 万套甚至更多的住房单元。我相信，一旦这种情况发生，那些专家学者们将会非常吃惊地发现失业率大幅下降。他们那时就会重新认识到自 1776 年以来始终不变的事实真相：美国最好的日子还在后头。

企业内在价值

查理和我衡量我们业绩的标准是，伯克希尔每股企业内在价值的增长率。如果随着时间的推移，我们的回报能够超过标普 500 指数的表现，那么我们才能对得起我们拿的薪水。如果我们没有做到，那么不管我们拿多少薪水都是过高了。

我们无法精确确定内在价值。但是我们确实有一个可用(尽管有相当程度的低估)的替代指标：每股账面价值。对于大多数公司而言这个指标毫无意义。可是对于伯克希尔，账面价值能够大致地追踪企业内在价值的变化。这是因为伯克希尔的内在价值超越账面价值的金额并没有逐年剧烈波动，尽管在大多数年份超越的金额都在增加。随着时间的推移，两者的差额从绝对数值来看，可能会变得越来越大，但是随着内在价值/账面价值的分子分母的增加，其二者的比率将保持相对稳定。

我们经常强调说，在股市表现糟糕的年份，我们的账面价值的表现几乎肯定会超越标普 500 指数，但在股市

表现强劲的年份，我们的账面价值的表现也几乎肯定会落后于指数。真正考验我们的是其长期的表现如何。去年我在年报中列出了一张表，计算了自 1965 年我们接管伯克希尔以来 42 个 5 年为期的业绩表现(如 1965-69 年，1966-70 年等等)，所有这些记录表明，我们的账面价值表现都战胜了标普 500 指数，而且我们的连胜记录也持续保持到了最近的 2007-11 年的 5 年期。不过，如果标普 500 指数连续 5 年保持上涨的话，这个成功记录很可能将被打破(在我写下这篇文章时股市可能正在这样做呢)。

去年我还列出了两张表格，罗列了那些将会帮助你估算伯克希尔每股内在价值的关键性的定量因素。在这里我就不再重复叙述了，你可以在年报后文中找到那些内容。表格中更新的数据是，2011 年我们的每股投资增长了 4%达到 98366 美元，来自保险和投资业务之外的每股经营性税前利润增长了 18%达到了 6990 美元。

年度	每股投资金额	十年期增长率	每股税前经营收益	十年期增长率
1970	66		2.87	
1980	754	27.5%	19.01	20.8%
1990	7798	26.3%	102.58	18.4%
2000	50229	20.5%	918.66	24.5%
2010	94730	6.6%	5926.04	20.5%
2011	98366	4%	6990	18%
1970-2010		19.9%		21.0%

查理和我都希望能够在投资和经营两个方面都实现增长，但是我们关注的重点是提高经营性收益。长期而言，我们现在拥有业务的总收益将会进一步提高，我们也希望能收购一些大型企业，从而进一步推动我们业绩增长。我们现在有八家企业，如果它们做为独立的公司，每家都能进入财富 500 强。外面只有 492 家 500 强企业了。我的任务非常清楚，我正在搜寻猎物。

股票回购

2010 年 9 月，我们宣布伯克希尔将会以账面价值的 110%的价格回购自己的股票。我们在股票市场上只得到几天的买入机会，只回购了 6700 万美元股价就上涨超过我们的上限。尽管如此，考虑到股票回购的普遍重要性，我应该专门谈一下。只有满足以下两个前提条件，查理和我才愿意回购股票：第一，公司有充足的资金，完全能够满足业务上的运营和流动性需求；第二，保守地估算，公司的股价相对于其内在价值有很大的折扣。

我们已经亲眼见证过很多起股票回购，但都不满足第二个回购条件。当然，有时违规行为(甚至是严重的违规)也是无辜的；许多 CEO 一直认为自己公司的股票是低估的。而在其它情况下，似乎可以得出一个不太好的结论。如果说回购股票是为了抵消股票发行引发的股权稀释，或是仅仅因为公司有太多富余的现金，这是完全没有说服

力的。除非公司以低于内在价值的价格回购股票，否则，继续持股的股东的利益肯定受到损害。不管资金是用于收购企业还是用于回购股票，资本配置的第一定律都是，在一个价格上，**聪明的一边永远对应着愚蠢的一边。**

查理和我看到伯克希尔的股价远低于内在价值时，内心的感受十分复杂。我们非常愿意为继续持股的股东多赚钱，而做到这一点最可靠的方法莫过于，当我们知道自己的股价只有内在价值的 9 折、8 折甚至更低时，大力回购自己的股票。就像我们的一位董事所说，这就像在桶里射鱼，等到桶里的水流光以后，鱼也就不再扑腾了。尽管如此，我们并不喜欢折价回购合伙人的股票，即使我们这样做可以让他们卖的价格更高，因为如果我们不回购他们只能以更低的价格卖给别人。因此，当我们回购时，我们希望那些卖出的股东，能够充分了解他们所出售的资产的真实价值。

按照我们设定的最高 110% 账面价值的回购限价之下，回购显然会增加伯克希尔的每股内在价值。如果我们回购的越多越便宜，继续持股的股东获益就会越大。因此，一旦市场机会来临，我们可能会以我们最高限价或者更低的价格积极的回购股票。但是你们应当知道，我们没有任何兴趣去支撑股价。在特别低迷的市场，我们出价只会越来越低。**如果我们持有的现金等价物低于 200 亿美元时，我们也不会回购股票。**在伯克希尔，保持压倒性的财务实力毫无疑问高于一切。

这次股票回购的讨论，让我有机会谈一下很多投资者对于股价变化的非理性反应。当伯克希尔买入一家正在回购股票的公司时，我们希望两个事件能够发生：第一，我们通常希望，在未来很长一段时期内，**公司的收益将以良好的速度持续增长**；第二，我们同时也希望，**公司的股价长期表现不佳**。对于第二点必然导致产生下面的推论：如果市场是有效的，那么公开谈论我们持有股票，实际上对伯克希尔来说是有害的，而不是像很多评论人士通常认为的那样有益。

让我们以 IBM 为例。正如所有企业观察人士知道的那样，IBM 前任两位 CEO 郭士纳(Lou Gerstner)和彭明盛(Sam Palmisano)做得非常出色，把公司从 20 年前几近破产的边缘挽救回来，到现在打造成了一个卓越的公司。他们的管理成就实在是卓越非凡。但是，他们的财务管理同样做的非常出色，尤其是最近这些年公司的财务弹性大幅提升。事实上，我实在想不出有那家大公司拥有如此优异的财务管理技术，这显著增加了 IBM 股东们的投资收益。IBM 明智地运用债务融资，几乎完全只用现金进行增加公司内在价值的企业并购，而且非常积极地回购自己的股票。

如今，IBM 有 11.6 亿股流通股，其中我们持有 5.5% 约 6390 万股。当然，未来 5 年公司的盈利情况对我们来说非常重要。除此之外，在这 5 年公司准备花费 500 亿美元左右回购股票。我们今天的小测验是：在这段时间里，伯克希尔等长期股东应该为什么事情而欢呼？

我不会吊你胃口的。答案是：我们应该期望 IBM 未来 5 年的股价持续低迷下去。

让我们来算算吧。如果在此期间 IBM 的平均股价为每股 200 美元，该公司将以 500 亿美元的价格回购 2.5 亿股股票。因此，将剩下约 9.1 亿股流通股，我们持有的 6390 万股所占的持股比例将会从现在的 5.5% 上升到约 7%。如果股价走势相反，在 5 年内该股平均股价上涨为 300 美元，IBM 将仅能回购 1.67 亿股。5 年后，我们将拥有剩余 9.9 亿股流通股的 6.5%。

如果 IBM 在第 5 年的盈利达到 200 亿美元，那么在“令人失望”更低的股价情景下，我们在这些收益中所占的份额，将比股价更高的情景下，多出整整 1 亿美元。在未来的某个时候，我们的持股价值可能比“高价”回购情景发生时的价值，高出 1.5 亿美元。

逻辑非常简单：如果将来你准备成为[股票的净买入者]，不管是用你自己的钱直接买入，还是通过持股一家正在回购股票的公司间接买入，股价上涨都会损害你的利益。股价低迷不振反而会增加你的利益。然而，感情因素往往会让事情复杂化：大多数人，包括那些将来会是股票净买入者的投资者，看到股价上涨就会感到内心非常舒服。这样的股东，就像一个天天开车上班的人，仅仅因为他的油箱还有一天的油量，就为油价上涨而欢呼。

查理和我并不期望能让你们中多数人接受我们的思维方式，我们已经观察到了足够多的人类行为，深深知道这是徒劳的。但我们确实希望你们能够了解我们自己的计算逻辑。在这里我应该坦白的说：在我年轻的时候，也是一看到市场上涨就会非常高兴。后来我读了本·格雷厄姆写的《聪明投资者》，第八章讲的是投资者应该如何看待股价的波动。我立刻两眼放光，低估值成了我的朋友。拿起那本书是我一生中最幸运的一刻。

最终，我们对 IBM 投资的成功将主要取决于其未来的收益。但一个非常重要的第二因素是，该公司用其准备投入的巨额资金回购了多少股份。如果回购使 IBM 的流通股减少至 6390 万股(只剩下我自己)，我将放弃我著名的节俭，给伯克希尔员工一个带薪假期。

现在，让我们来看看我们四大主要运营业务。由于各类业务之间资产负债表和利润表的特点差异巨大，把它们合并一起会妨碍分析。因此我们把它们作为四个独立的业务来展示，这也是查理和我看待这些业务的方式。因

为我们可能会从你们有些股东手里回购股票，所以我们会在每类业务分析中，提供我们自己对于内在价值和账面价值如何比较的思考。

保险业务

我们先来看看保险业务，这是伯克希尔的核心业务，也是多年来推动我们不断扩张的发动机。

财产意外险保险公司先收取保费后支付索赔。在极端情况下，比如某些工人的事故赔偿，支付赔偿金可能长达几十年。这种"先收钱后赔付"的模式让我们能够持有巨额的资金，我们称其为"浮存金"，这些浮存金并不属于我们，最终将会进向别人的口袋。在持有期间，我们可以用这些浮存金进行投资，为伯克希尔赚取投资收益。尽管个人的保单和赔付进进出出，但我们持有的浮存金的总额相对保费收入的比例却非常稳定。因此，随着我们保险业务的增长，我们持有的浮存金也会相应增长。我们是如何增长的，请看下表：

百万美元	期末浮存金
1970	39
1980	237
1990	1632
2000	27871
2010	65832
2011	70571

我们现在的浮存金规模超过 700 亿美元，未来就算有增长的话，也不太可能大幅增长。这主要是因为我们的浮存金相对于保费水平，其金额已经过大。我必须加以说明的是，即使未来浮存金出现下降的话，也几乎可能肯定是非常缓慢的下降，因此不会对我们造成不寻常的资金压力。

如果我们的保费收入超过我们的费用支出和最终理赔损失之和，在财务报表上就会体现为承保盈利，这将增加我们浮存金产生的投资收益。如果产生了承保盈利，我们就可以享受到无成本使用资金的好处，更好的是，我们因持有免费资金而获得收益。不幸的是，所有保险公司都希望能够取得如此美妙的结果，因此导致了激烈的竞争，在绝大多数年份里竞争如此激烈，以至于财产意外险行业整体承保严重亏损。例如，州立农业保险公司目前是美国最大的保险公司，而且经营管理良好，但在过去 11 年期间有 8 年发生承保亏损。保险行业有很多亏钱的办法，而且这个行业还在源源不断地创造出新的亏钱的办法。

正如年报第一部分所述，我们已经已经连续 9 年实现承保盈利，期间累计盈利高达 170 亿美元。我相信，我们很可能在未来多数年份(当然不是所有年份)继续实现承保盈利。如果我们做到了这一点，那么我们的浮存金成本

要比无成本更低。我们肯定将会盈利，这就像有人在我们这里存了 706 亿美元的资金，而且支付我们一笔费用来持有这些资金，而且还让我们可以用这些资金进行投资，所得投资收益完全归我们自己。

那么，这些非常吸引人的保险浮存金会如何影响内在价值的估算？在计算伯克希尔账面价值时，我们的浮存金全部做为负债进行扣减，就像我们必须明天就偿还而且再也不能重新借到同样多的负债一样对待。但是，用这种方式来看待浮存金是不正确的，相反应该把浮存金看作是一笔不断循环滚动的基金。如果浮存金既能够是无成本的，又能够是长期持续的，那么这种负债的真正价值远远低于会计报表上的负债数额。

部分抵销这一高估负债的是我们保险公司的 155 亿“商誉”资产，它们作为一项资产计入账面价值。实际上，这种会计商誉只是代表我们为保险业务创造浮存金能力所支付的收购溢价。可是商誉的成本和它的真实价值并没有任何联系。如果一家保险公司发生了巨额的持续承保损失，那么无论其原始成本是多少，这些商誉资产都应该视为没有任何价值。

幸运的是，伯克希尔旗下的保险公司并非如此。查理和我相信，我们保险业商誉的真实经济价值，也就是我们购买创造同样品质的浮存金所需支付的价格，肯定远远超过其历史账面价值。我们的保险浮存金的巨大价值，是我们认为伯克希尔的内在价值大幅超越账面价值的一个原因，而且是一个重要原因。

我要再次强调，无成本的浮存金并不是整个财产意外险行业的预期结果：我们认为在保险行业并没有太多公司拥有类似于伯克希尔品质的浮存金。在大多数年份，包括 2011 年，保险行业的保费收入并不足以覆盖赔付损失和费用支出。因此，保险行业的净有形资产回报率水平，数十年来一直远远低于美国企业整体水平，保险行业这种糟糕的业绩表现几乎肯定会持续下去。伯克希尔保险业务卓越非凡的经济效益之所以存在，是因为我们拥有一些非凡的经理人在经营着一些非凡的保险业务。下面让我来告诉你我们主要的保险企业。

按照浮存金的规模排序，排名第一的是由阿吉特·贾因运营的伯克希尔再保险集团。阿吉特为那些其它任何保险公司没有意愿或者没有资本实力承担的风险提供保险。他在保险业务的操作以独一无二的方式，融和了能力、速度、决断力、以及最最重要的智力。但是他绝对不会把伯克希尔置于与我们拥有的资源不相匹配的高风险之中。事实上，在这一点上，我们比大多数大型保险公司要保守得多。例如，如果整个保险行业在某次巨灾中遭受 2500 亿美元的损失，这相当于保险业历史上最大损失的三倍，而伯克希尔作为一个整体，可能因为其众多的收益来源而录得温和的利润。而与此同时，所有其它主要大型保险公司和再保险公司都将出现巨额亏损，其中一些甚

至面临破产。

从 1985 年开始，阿吉特创立了一家拥有 340 亿美元浮存金和可观的承保盈利的保险公司，这一成就是任何其他保险公司的 CEO 都无法企及的。通过这些成就，他为伯克希尔增加了数十亿美元的价值。查理很乐意用我来交换第二个阿吉特。哈哈，可惜世界上根本找不到第二个阿吉特。

我们旗下还有另外一家实力强大的保险公司是通用再保险，由泰德·蒙特罗斯(TadMontross)管理。

从根本上讲，一个强健的保险公司在业务运营上需要坚持**四个原则**：第一，必须了解所有可能会导致理赔损失的风险敞口；第二，必须保守的评估任何实际导致损失的风险敞口的概率以及可能的损失成本。(3)合理制定保费水平，以保证扣除预期赔付损失成本和运营费用之后，能够产生一个平均的承保收益。(4)如果不能收取适当的保费，宁愿选择放弃。

许多保险公司通过了前三项测试，但第四项不及格。**他们根本无法放弃竞争对手正在热切承保的业务。**有句老话说："其他人都在这么干，所以我们也必须这么干"，这在任何行业都意味着麻烦，但在保险行业尤甚。事实上，一个优秀的保险商，需要具备独立思考的心态，这就像开车回家接到妻子电话的老年人一样，她警告说，"Albert，开车小心点。我刚从广播里听说，有辆车在州际公路上逆行。"他回答说："Mabel，他们根本没有看清真相的另一半，不只是一辆车，而是有上百辆车在逆行"。

泰德严格遵守了所有四条承保原则，这反映到他的经营业绩上。在他的领导下，通用再保持有的巨额浮存金成本比无成本更低。我们预计，未来平均而言这种情况仍将如此。在我们收购后的最初几年里，通用再保险是我们一个大麻烦，现在则是我们的大宝贝。

最后要谈的是 GEICO 保险公司，61 年前年轻的我就是通过投资这家保险公司开始领悟真正的投资之道。GEICO 由托尼·莱斯利(TonyNicely)管理，他 18 岁就加入公司，到 2011 年已经为公司服务了整整 50 年。

GEICO 令人羡慕的业绩记录，来自于托尼出色地运营着一个极棒的且几乎不可能复制的商业模式。在托尼担任 CEO 的 18 年期间，GEICO 的市场份额从 2.0%上升到 9.3%。如果市场份额维持不变，就像他接手前的十几年那样，那么我们现在的保费收入将只是 33 亿美元，而不是 2011 年的 154 亿美元保费收入。托尼和他的同事们创造的超额价值，是伯克希尔内在价值超过账面价值的主要因素。

仍有超过 90%的汽车保险市场份额等待 GEICO 去挖掘。千万不要打赌托尼未来不能做到年复一年地抢占大块

市场份额。我们的低成本允许我们提供给客户更低的保险价格，因此，每天都会有越来越多的人发现，GEICO 的吉祥物大蜥蜴 Gecko 正不断劝说他们，去访问 GEICO.com 查询汽车保险报价，这会让他们省下很多钱。(我们的大蜥蜴还有另外一个可爱的特质：和那些保险代理人或保险公司女性销售员不同，我们这个可爱的小家伙没有经纪人。)

除了这三家大型保险公司以外，我们旗下还有一群规模较小的的保险公司，它们的大部分专注于保险行业的一些细分领域。总体而言，他们一直保持承保盈利，而且为我们提供的浮存金规模相当大。查理和我非常珍视这些保险公司及其经理人。

2011 年底我们收购了普林斯顿保险公司(Princeton Insurance)，这是一家新泽西的医疗事故保险公司。这一补强收购扩大了蒂姆(TimKenesey)的管理领域，他是我们位于印地安那州的 Medical Protective 保险公司的明星 CEO。Princeton 为我们带来了超过 6 亿美元的浮存金，这一数字也包括在下面的表格里。

以下是我们所有四大块财产意外险和人寿保险业务的业绩摘要：

承保损益									
百万美元	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	
通用再保险	144	452	477	342	555	526	-334	3	
BH 再保险	-714	176	250	1324	1427	1658	-1069	417	
GEICO	576	1117	649	916	1113	1314	1221	970	
其他直保	242	268	84	210	279	**340	*235	161	
合计	248	2013	1460	2792	3374	3838	53	1551	
年末浮存金									
百万美元	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
通用再保险	19714	20049	21014	21074	23009	22827	22920	23120	23654
BH 再保险	33728	30370	27753	24221	23692	16860	16233	15278	13948
GEICO	11169	10272	9613	8454	7768	7171	6692	5960	5287
其他直保	5960	5141	5061	4739	4229	4029	3442	1736	1331
合计	70571	65832	63441	58488	58698	50887	49287	46094	44220

在所有大型保险公司中，我认为伯克希尔是世界上最好的保险公司。

受监管的资本密集型业务

我们拥有两家规模非常庞大的企业，BNSF 铁路和中美能源，他们具有一些非常重要的共同特点，使得他们与我们旗下其他众多企业完全不同。因此，我们在这封信里把他们单独列为一个板块，而且在 GAAP 财务报表中也将他们两家的合并财务数据单独列报。

这两家公司的一个关键特点是，它们对生命周期非常长期且受政府监管的资产，进行了巨额投资。其中部分资金来自于伯克希尔没有担保的巨额长期债务融资。它们并不需要伯克希尔的信用担保，因为它们具有强大的盈利能力，即使是在特别糟糕的经济环境下也能完全满足利息支付的资金需求。在 2011 年经济不太强劲的情况下，BNSF 的利息保障倍数高达 9.5 倍。同时，在中美能源公司，两项关键指标确保了其在任何情况下都有偿付债务的能力：一个是由于我们专为提供必需的基础服务而具有的收益稳定性，另一个是多元化的收益来源，使其避免受到任何单一监管机构的行动影响。

以吨公里计算，铁路运输承担了美国 42% 的城际货运，而 BNSF 的承运量超过了其它任何铁路公司，占到行业运输总量的 37%。简单的算术就能发现，**BNSF 的运输量约占美国城际吨公里货运总量的 15%**。毫不夸张的说，铁路是我们经济的循环系统。而我们的铁路是最大的动脉。

这样的地位让我们肩负巨大的责任。我们必须毫无疑问的维护和改善我们拥有的 23000 公里长的铁路线，以及 1.3 万座桥，80 条隧道，6900 辆机车和 78600 节货运车厢。这项工作要求我们在所有经济环境下都必须保有充足的财务资源，而且具有充足的人力资源，能够保证及时地有效地应对自然界的无常变化，比如 2011 年 BNSF 遭受的大范围洪灾。

为了履行其社会义务，BNSF 定期投资规模远远大于其折旧费用，2011 年投资超出折旧的金额更是高达 18 亿美元。美国其它三大铁路公司也都做出了类似的巨额投资。尽管许多人大声指责美国基础设施投入严重不足，但这种批评对于铁路行业来说并不公平。铁路行业从私人部门融入巨额资金注入投资项目，以在未来能够提供更好更广泛的服务。如果铁路公司没有做出这些巨大的投资支出，那么国家公共财政支持的公路系统将会面临更加严重的拥堵和维护问题。

如果未来 BNSF 不能从其承诺的巨额增量投资中获得适当的回报，那么 BNSF 正在进行的这种巨额投资将会是非常愚蠢的。但我很相信 BNSF 将从其提供的服务价值中获得适当的回报。很多年前本杰明·富兰克林曾建议说：**"照顾好你的店，你的店也会照顾好你"**。翻译这句话对应到我们的受监管业务，他今天可能会说："照顾好你的客户，你客户的代表也就是监管机构就会照顾好你"。每一方的良好行为都会换来对方良好的行为作为回报。

在中美能源公司，我们参与了一种类似的"社会契约"。我们预计将投入越来越多的资金来满足客户未来不断增长的需求。如果我们同时能够保持可靠且高效的运营，我们知道我们将从这些投资中获得公平合理的回报。

伯克希尔持有中美能源 89.8%的股份，向美国 250 万客户提供电力，在爱荷华州、犹他州和怀俄明州是最大的电力供应商，也是其他 6 个州重要的电力供应商。我们的管道运输了美国 8%的天然气。很明显，每天有数以百万的美国人依赖我们提供的服务。他们对我们的服务从来没有失望过。

中美能源在 2002 年收购北方天然管道公司时，行业内领先的权威机构对这家公司的管道业务表现评级极差，在业内 43 家公司中排名最后一名。而在最新一期报告中，北方天然已经排名第 2。排名第一的是我们旗下的另一条管道科恩河管道公司。

在电力业务上，中美能源也拥有类似于天然气业务的优秀表现。在最近的客户满意度调查中，中美能源旗下的美国公用事业业务在 60 家公用事业机构中排名第 2。而这一切与多年前中美能源收购这些公用事业资产时相比差异巨大。到 2012 年底，中美能源的风力发电量将会达到 3316 兆瓦，远远超过美国其他任何一家受到政府管制的电力企业。我们对风能的投资以及承诺的项目总额达到惊人的 60 亿美元。我们之所以能够做出如此规模巨大的投资，是因为中美能源保留了所有的利润，而不是像其他公用事业企业那样把大部分的利润都分配给了股东。此外，2011 年底我们承接了 2 个太阳能项目，一个是我们 100%持股的位于加州的项目，另一个我们持股 49%的位于亚利桑那州的项目，这两个项目建设成本约 30 亿美元。我们未来几乎肯定还会有更多的风能和太阳能项目。

正如你所看到的，我为 BNSF 铁路的 MattRose 和中美能源的 GregAbel 为社会做出的贡献感到非常骄傲。

我对他们为伯克希尔股东们做出的贡献既非常骄傲也非常感谢。以下是相关的经营业绩：

百万美元	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
英国电力	469	333	248	339	337	338	308	326	289	267
爱荷华电力	279	279	285	425	412	348	288	268	269	241
西部电力	771	783	788	703	692	356				
管道运输	388	378	457	595	473	376	309	288	261	104
家庭服务	39	42	43	-45	42	74	148	130	113	70
其他	36	47	25	186	130	245	107	172	144	108
锌回收项目损失							8	-579	-46	
息税前经营收益	1982	1862	1846	2203	2086	1737	1168	605	1076	790
投资星座能源				1092						
利息支出-其它企业债务	-323	-323	-318	-332	-312	-261	-200	-212	-225	-192
利息支出-BRK 次级债券	-13	-30	-58	-111	-108	-134	-157	-170	-184	-118
所得税	-315	-271	-313	-1002	-477	-426	-248	-53	-251	-100
净收益	1331	1238	1157	1850	1189	916	563	170	416	380
*归属于 BRK 的净收益	1204	1131	1071	1704	1114	885	523	237	429	359
*其中：借款利息税后收益	8	19	38	72	70	87	102	110	118	75

BNSF 财务摘要

(截至 2010 年 2 月 12 日为历史会计，之后采用购买法会计)

百万美元	2011	2010	2009
营业收入	19548	16850	14016
营业费用	14247	12355	10762
营业利润	5310	4495	3254
利息成本	560	507	613
税前利润	4741	3988	2641
所得税	1769	1529	920
净利润	2972	2459	1721

在我们的资产负债表的账面价值中，BNSF 和中美能源的商誉账面价值总计 200 亿美元。然而查理和我都相信现在这两家公司任何一家的内在价值都远远高于账面价值。

制造、服务和零售业务

伯克希尔这个板块的业务可以说是面面俱到包罗万象。不过让我们先看一下整体的资产负债表和利润表。

资产负债表

资产	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
现金及等价物	4241	2673	3018	2497	2080	1543	1004	899	1250
应收账款和应付票据	6584	5396	5066	5047	4488	3793	3287	3074	2796
存货	8975	7101	6147	7500	5793	5257	4143	3842	3656
其他流动资产	631	550	625	752	470	363	342	254	262
流动资产合计	20431	15720	14856	15796	12831	10956	8776	8069	7964
商誉及无形资产	24755	16976	16499	16515	14201	13314	9260	8362	8351
固定资产	17866	15421	15374	16338	9605	8934	7148	6161	5898
其他非流动资产	3661	3029	2070	1248	1685	1168	1021	1044	1054
合计	66713	51146	48799	49897	38322	34327	26205	23636	23267
负债和权益									
负债	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
应付票据	1611	1805	1842	2212	1278	1468	1469	1143	1593
其他流动负债	15124	8169	7414	8087	7652	6635	5371	4685	4300
流动负债合计	16735	9974	9256	10299	8930	8103	6840	5828	5893
递延所得税	4661	3001	2834	2786	828	540	338	248	105
长期负债及其他负债	6214	6621	6240	6033	3079	3014	2188	1965	1890
所有者权益	36693	31550	30469	30779	25485	22715	16839	15595	15379
合计	66713	51146	48799	49897	38322	34372	26205	23636	23267

利润表

百万美元	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

收入	72406	66610	61665	66099	59100	52660	46896	44142	32106	16970
营业费用	67239	62225	59509	61937	55026	49002	44190	41604	29885	14921
其中：折旧费用	1431	1362	1422	1280	955	823	699	676	605	477
利息费用	130	111	98	139	127	132	83	57	64	108
税前利润	5037	4274	2058	4023	3947	3526	2623	2481	2157	1941
所得税	1998	1812	945	1740	1594	1395	977	941	813	743
净利润	3039	2462	1113	2283	2353	2131	1646	1540	1344	1198
平均净有形资产	13256	14272	14117	12774	10343	8490	7406	7131	6492	
回报率	22.9%	17.3%	7.9%	17.9%	22.7%	25.1%	22.2%	21.6%	20.7%	
平均净资产	34122	31010	30624	28132	24100	19777	16217	15487	14608	
回报率	8.9%	7.9%	3.6%	8.1%	9.8%	10.8%	10.1%	9.9%	9.2%	

*税前利润不包含购买法会计调整；利润表 2011/9/16 起包含路博润的业绩。

这个板块包括多家公司，销售的产品包括从棒棒糖到喷气飞机。有些企业享有极其出色的竞争优势，以非财务杠杆的净有形资产收益率衡量，高达 25%甚至 100%以上。其他一些企业这种收益率则在 12-20%之间。但是也有少数企业回报率非常糟糕，这是因为我在资本配置工作中犯下了一些严重的错误。我之所以犯下这些错误，是因为我错误地判断这些被收购企业未来的竞争优势，或者错误判断这些企业所在行业的末的经济前景。我在投资时会努力看清楚企业未来 10 年或 20 年的发展前景，但有时我的判断非常糟糕。查理做的比我要好一些，他对我的一些错误收购投了反对票，而不是仅仅"列席"会议。

我们决定继续持有我错误收购的那些企业，这可能会让伯克希尔的新股东感到迷惑不解。毕竟这些公司的收益永远不会对伯克希尔的整体估值产生助力，而且有问题公司要比优秀的公司需要我们付出更多的管理时间。任何一个管理咨询顾问或或华尔街投资顾问，都会看着我们这些已经成为累赘的公司说："甩掉他们吧"。

我们是不会这么做的。过去 29 年来，我们一直在年报中定期阐述伯克希尔的经营原则，其中第 11 条讲的是，我们一般情况不愿卖掉业绩表现糟糕的公司(大多数情况下业绩表现落后是因为行业因素而不是管理缺陷)。我们的做法与达尔文主义者相差甚远，你们很多人可能并不赞同。我可以理解你们的看法。但是，我们曾经并将继续向我们收购的企业卖家承诺，在任何情况下，我们都将不惜一切代价继续保留这些公司。到目前为止，坚守这些承诺而付出的金钱成本并不算高，而且很可能会被我们在潜在企业出售者中建立的良好声誉而抵销，因为这些卖家是想为他们所珍视的业务和忠实的伙伴寻找一个合适且永久的归宿。这些企业所有人知道，他们从我们这里能够得到其他任何人都无法给予的承诺，我们对他们的承诺未来数十年都将忠诚不变。

但是请你们理解，查理和我既不是愿意长期忍受亏损的受虐狂，也不是盲目乐观的乐天派。如果我们制定的

第 11 条规则中的任何一个缺点出现——如果这些企业可能未来长期都是一个吞金兽，或如果劳资冲突非常激烈，我们将迅速果断的彻底放弃这些企业。在我们过去 47 年的经营历史中，这种情况只发生过几次，而且我们现在拥有的企业没有一家由于陷入困境而要求我们必须考虑放弃。

从前面的利润表列示的数据可以看出，美国经济从 2009 年中期以来正在稳步大幅复苏。这个业务部门总共包括 54 家公司。但是其中 Marmon 集团就在 11 个各不相同的行业中拥有 140 家企业。简而言之，当你分析伯克希尔的时候，实际上就是在分析整个美国企业界。所以，让我们进一步深入分析过去几年发生了什么变化。

这个业务部门中有四个与房地产相关的公司(不包括 Clayton 公司，我们将其归入金融和金融产品部分)，过去 3 年税前收益分别是：2009 年 2.27 亿美元，2010 年 3.62 亿美元，2011 年 3.59 亿美元。如果把这四家与房地产相关的公司从整个板块合并报表中扣除，你会发现我们多元化的非房产相关业务过去 3 年的经营收益分别是：2009 年 18.31 亿美元，2010 年 39.12 亿美元，2011 年 46.78 亿美元。2011 年约有 2.91 亿美元收益来自于收购的路博润公司。但是 2011 年剩余的收益为 43.87 亿美元，这说明美国大部分行业已经从 2008 年金融危机造成的打击中复苏过来。虽然房地产相关行业还停留在急诊室，但其他大多数行业都已经出院并完全康复。

2011 年我们旗下几乎所有的经理人都取得了优秀的业绩，其中包括管理房地产相关企业的经理人，他们正在与抵御飓风般的经营阻力。以下是其中几个做得非常优秀的经理人：

VicMancinelli 领导 CTB 公司再次创下新纪录。CTB 是我们的农业设备生产企业。我们在 2002 年以 1.39 亿美元收购了 CTB 公司。收购之后这几年 CTB 总共向伯克希尔分配了 1.8 亿美元股利，2011 年税前收益为 1.24 亿美元，而且账上拥有 1.09 亿美元的现金。VicMancinelli 在过去几年又进行了多次补强型收购，其中包括 2011 年底他刚刚签署的一项有意义的并购。

TTI 公司是我们旗下一家电子元件分销商，2011 年销售收入增加到 21 亿美元，比 2010 年增长了 12.4%。收益也创下新高，比 2007 年我们收购的第一年增长了 127%。2011 年 TTI 公司的业绩表现远远好于该领域的大型上市公司。这一点也不让人感到意外，因为保罗(Paul Andrews)和他的团队已经连续很多年都打败了他们。查理和我很高兴得知保罗在 2012 年初谈成了一项规模很大的补强型收购。我们期待以后他做出更多收购。

ISCAR 是我们拥有 80%股份的一家金属切割工具公司，其业绩表现一直让我们感到震惊，销售增长和整体业绩表现在其所在行业中是独一无二的。ISCAR 的经理人 Eitan Wertheimer、Jacob Harpaz 和 Danny Goldman 是

杰出的战略家和经营者。2008 年 11 月在全球经济遭受困境时，他们却逆向收购了日本领先的切削工具制造商 Tungaloy。2011 年春天海啸突袭东京北部时，Tungaloy 遭受严重毁坏。但是你绝对不会想到现在的情形：Tungaloy 在 2011 年创下新的销售纪录。我在 2011 年 11 月参观了他们在 Iwaki 的工厂，Tungaloy 管理层及其员工的热情和奉献精神深深打动了我。他们是一个非常杰出的团队，值得我们表示尊敬和感谢。

McLance 是我们旗下的大型分销公司，由 GradyRosier 运营，在 2011 年又新增了一些新的重要客户，并创下 3.7 亿美元的税前盈利纪录。自 2003 年以 15 亿美元收购以来，公司累计税前收益为 24 亿美元，而且由于它们分销的零售商品(糖果、口香糖、香烟等)价格上涨导致其后进先出的存货规模增加了 2.3 亿美元。在管理运营物流企业方面，没有人能够比得上 Grady。McLance 未来可能会有一些补强型收购，特别是在我们新进入的葡萄酒和烈酒分销业务上。

JordanHansell 在 2011 年 4 月份接管 Netjets 公司，其 2011 年税前收益为 2.27 亿美元。这是一个特别出色的业绩表现，因为在过去一年里大多数时间里，新飞机的的分时所有权销售都增长缓慢。不过 12 月销售出现了高于季节性正常水平的上升，但这种销售上升能持续多久还无法确定。几年之前，NetJets 是我最为担忧的企业，因为它的成本支出远远超过其收入，现金一直大量失血。如果没有伯克希尔的支持，NetJets 早就破产了。现在这些问题已经过去了，Jordan 正从一个成本控制良好运转顺畅的企业中稳定地创造利润。NetJests 正与一些一流合作伙伴合作计划进入中国市场，此举将进一步拓宽我们的业务“护城河”。现在没有其他任何一家分时所有权航空企业能够具有 NetJets 如此庞大的运营规模和广阔的市场范围，未来也不会有。NetJets 坚持不懈专注于安全和服务在市场上终于获得了回报。

我们很高兴看到 Marmon 公司在 FrankPtak 的领导下取得的进步。**除了取得了内部增长以外，Frank 还定期进行补强型并购**，这些并购总体上将会显著增加 Marmon 公司的盈利能力。他在过去几个月里就花费约 2.7 亿美元收购了三家公司。在全球范围内成立合资企业是 Marmon 另外一个发展机会。2011 年中 Marmon 公司与 Kundalia 家族合作成立了一家印度起重机公司，目前已经产生了可观的盈利。这是 Marmon 与这个家族合作成立的第二个合资企业，几家之前他们合资的电线电缆公司非常成功。在 Marmon 经营的 11 个主要行业中，有 10 个行业在过去一年都取得了盈利。你应该对 Marmon 未来几年取得更高的收益充满信心。

"采购大宗商品，销售品牌产品"，长期以来都是一个企业经营成功的秘诀。自 1886 年成立的可口可乐和自

1891 年成立的箭牌，这个秘诀让它们创造出巨大且持续的利润。自 40 年前我们收购喜诗糖果开始，我们也享受了喜诗糖果运用这个方法创造的高回报，尽管喜诗的规模要小得多。去年喜诗糖果的税前收益达到创纪录的 8300 万美元，使得我们收购以来累计盈利达到了 16.5 亿美元。相比之下我们的收购价格只有 2500 万美元，而且年末扣除现金后的账面价值小于零。是的，你没看错，喜诗使用的资本季节性波动很大，圣诞节之后会达到最低点。这一切都要归功于 BradKinstler，从 2006 年他接任 CEO 之后带领这家公司不断达到新的高度。

我们持股 80%的内布拉斯加家具商城 NFM 在 2011 年创下新的盈利纪录，是 1983 年我们收购时的十倍以上。但这还不算是大新闻。更重要的是，NFM 收购了达拉斯北部的 433 英亩的大片土地，我们将会在此建造几乎可以肯定是全美最大的家具商城。目前全美最大的家具商店是我们在奥马哈和堪萨斯的两家分店，两家商场在 2011 年都创下了超过 4 亿美元的销售纪录。德州的这家商场还需几年才能建成，但是我现在就盼望着去参加开业剪彩。在伯克希尔，经理人负责干活，我负责接受喝彩和表扬。我们的新店将提供无与伦比的商品种类和低价格，肯定会吸引无数远近的客户蜂拥而来。如此巨大的客户吸引力，再加上我们在这个地方拥有的大量土地，肯定能够使我们吸引很多大型卖家加入。(任何销量很大的零售商读到这封信，有兴趣的请与我联系。)

我们和 NFM 以及管理层 Blumkin 家族相处得都非常愉快。1937 年，RoseBlumkin(人称 B 夫人)创办了这家企业，当时她只有 500 美元和一个梦想。她 89 岁的时候把公司 80%的股份卖给了我，又一直工作到 103 岁。(她退休后仅仅一年就去世了。我经常把这个退休的严重后果告诉伯克希尔公司里面任何一个想要退休的经理人)。B 夫人的儿子 Louie，现在已经 92 岁了，他从二战后退伍回家后帮助他的母亲创办了这家企业，他和他的妻子 Fran 过去 55 年来一直都是我的朋友。后来，Louie 的儿子 Ron 和 Irv 将公司带到了新的高度，他们先是在堪萨斯开设一家分店，现在又准备进军德州。这两个“男孩”和我一起度过了很多美好的时光，我把他们看作是我最好的朋友。Blumkins 家族是一个了不起的家族。我从来不会让这个家族非凡的基因浪费掉，最近 Blumkin 家族第四代中有几位已经加入了 NFM，这让我感到非常高兴。

总体而言，伯克希尔旗下这一板块的内在价值大大超过它们的账面价值。可是对于其中很多规模较小的公司而言，情况并非如此。我在收购小公司上犯下了更多的错误。查理很早以前就告诉过我，“如果有些事情根本就不值得去做，那就不值得做好”。我本应该更加认真地听从他的话去做。我们在大型企业收购方面做的不错，其中有几个表现极好，总体上，我们在这个业务部分是个大赢家。

有些股东告诉我，他们渴望在我每年写的信中看到更多关于会计奥秘的讨论。所以在这里有一些关于公认会计准则(GAAP)规定的荒谬，我希望大家能够喜欢。常识会告诉你，我们各个子公司入账时，应该用我们的收购成本加上自收购以来的留存收益(除非其经济价值大幅减少，在这种情况下必须进行适当的减记)。这基本上符合的伯克希尔的实际情况，不过 Marmon 是一个非常奇怪的例外情况。我们在 2008 年收购了 Marmon 公司 64% 的股份，在我们账上记录了 48 亿美元的收购成本。到目前为止一切顺利。然后在 2011 年初期，按照我们原先跟 Pritzker 家族签订的协议，又购买了其 16% 的股份，并按照一个能反映 Marmon 增值的公式所计算的支付了 15 亿美元。可是在这种情况下，GAAP 却要求我们把追溯到 2010 年底的收购价格减记 6.14 亿美元。(不要提出任何疑问！)很显然这种减记与经济现实毫无关系。由于这种毫无意义的减记，导致 Marmon 的内在价值与其账面价值之间的差额进一步扩大了。(两次收购商誉占比降低减值？)

金融与金融产品

这个业务板块是我们公司中规模最小的，其中包括 XTRA(拖车)和 CORT(家具)两家租赁公司，以及美国领先的预制房屋制造商和融资提供方 ClaytonHomes。除了这三家我们 100% 控股的子公司，在该业务板块中还包括一系列金融资产以及我们持有的 Berkadia 商业抵押公司 50% 的股权。

分析我们这三家运营公司在 2008 年末经济跌落悬崖后所发生的事情很有启发意义，因为他们的经历体现了危机之后各个行业的复苏各不相同。我们的两家租赁公司的业绩表现反映了“非住房”行业的经济状况。他们两家公司过去 3 年的税前利润分别是：2009 年 1300 万美元，2010 年 5300 万美元，2011 年 1.55 亿美元，其盈利的持续增长也反映出我们在几乎所有非住房相关行业中所看到的稳步复苏。相比之下，Clayton 的预制房屋业务(跟固定地址上建造的房屋几乎一模一样)经历了一场真正的萧条，至今没有任何复苏的迹象。美国的预制房屋销售量过去 3 年分别是：2009 年 49789 套，2010 年 50046 套，2011 年 51606 套。(而在 2005 年住房市场繁荣期间年销量为 146744 套)。

尽管经历了如此艰难的萧条，但 Clayton 仍保持盈利，主要是因为其抵押贷款组合在极其艰难的经济环境下仍然表现良好。由于 Clayton 是预制房屋市场最大的贷款人，而且通常是贷款给中低收入家庭，所以你可能会推断，Clayton 肯定在住房市场崩溃中遭受了惨重的损失。但由于我们坚守传统贷款的基本原则，即高比例的首付以及占正常收入合理水平的月供，所以 Clayton 把损失维持在可以接受的水平，尽管我们许多借款人一直都是负资

产的情况下，仍然如此。

众所周知，美国在房屋所有权和抵押贷款政策上偏离了轨道，如今我们的经济正在为这些错误付出巨大的代价。包括政府、贷款人、借款人、媒体以及评级机构等在内，我们所有人都参与了这种自我毁灭性的行为。这些愚蠢行为的根本原因是，几乎所有人都相信，房屋的价格必定会随着时间的推移而一直上涨，任何下跌都是暂时的、无关紧要的。接受这种前提假设，就意味着在房地产交易中任何价格和做法都是合理的。各地的房主都感到自己变得更加富有了，纷纷抢着通过再融资将其房屋增值部分"货币化"。这些大规模的现金流入助长了整个经济的消费狂潮。这个过程的一切看起来似乎都非常美好。(一个几乎不被注意的事实是：数量众多的人由于丧失抵押品赎回权而"失去"自己的房屋，可是事实上他们却已经实现了盈利，因为他们在此之前通过再融资拿到的现金远超原来付出的成本。这这种情况下，被驱逐出房屋的房主是赢家，而贷款人才是真正的受害者)。

2007 年，泡沫破裂了，正如所有泡沫必定会经历的那样。我们如今正处于破裂后逐渐恢复的第 4 个年头，尽管这一恢复过程漫长而痛苦，但终将成功。今天，新家庭的形成数量持续高于房屋开工数量。当美国过剩的房屋库存逐步消化之后，Clayton 的盈利将会大幅提高。然而，根据现在我所看到的情况，我认为这三家企业的内在价值与其账面价值相比并没有显著的差异。

投资业务

以下表格列示了我们在 2011 年底持有的市值超过 10 亿美元的普通股投资：

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
200,000,000	可口可乐	8.8%	1,299	13,994
400,015,828	富国银行-增持	7.6%	9,086	11,024
63,905,931	IBM-新进	5.5%	10,856	11,751
151,610,700	美国运通	12.6%	1,287	7,151
72,391,036	宝洁 P&G-微减	2.6%	464	4,829
79,034,713	卡夫食品 Karft-减持	4.5%	2,589	2,953
20,060,390	慕尼黑再保险 MunichRe-微增	11.3%	2,990	2,464
31,416,127	强生 Johnson&Johnson-减持	1.2%	1,880	2,060
39,037,142	沃尔玛	1.1%	1,893	2,333
78,060,769	美国合众银行 US Bancorp	4.1%	2,401	2,112
29,100,637	康菲石油 ConocoPhillips-减持	2.3%	2,027	2,121
25,848,838	赛诺菲 Sanofi-Aventis	1.9%	2,055	1,900
291,577,428	乐购 Tesco-增持	3.6%	1,719	1,827
3,947,555	浦项钢铁 POSCO	5.1%	768	1,301
	其他		6,895	9,171

	股票投资合计		48,209	76,991
28,415,250	穆迪 Moody's	9.5%	248	957
1,727,765	华盛顿邮报	18.4%	11	651
225,000,000	比亚迪 BYD	9.9%	232	482
5,382,040	M&T 银行-微增	6.1%	83	411
17,072,192	美国石膏板 USG	17.2%	536	174
	DIRECTV 卫星电视-建仓	GEICO		870
	开市客 Costco			361
	CVS 药品连锁-建仓	GEICO		290
	Visa 维萨-建仓	GEICO		291
	Intel 英特尔-建仓	GEICO		279
	通用动力-建仓	GEICO		257
	DaVita 保健-建仓	GEICO		204
	Dollar 达乐零售-建仓	GEICO		185
	Torchmark 保险			184
	通用电气			139
	UPS 快运			105
	Verisk 数据分析-建仓	GEICO		138
	Liberty 自由媒体-建仓	GEICO		133
	MasterCard 万事达-建仓	GEICO		151
	葛兰素史克 GSK			69

*成本项是我们实际的购买价格，也是计税的依据；这与 GAAP 会计原则所认定的“成本”有一些不同，因为少数情况下账面价值需要增加或减记。

2011 年我们的投资持股几乎没有变化。但有三个投资举动非常重大：我们大幅购买 IBM 和美国银行，还增持了 10 亿美元的富国银行。银行业正在恢复，富国银行现在正蓬勃发展，其盈利强劲增长，资产稳健，资本金也达到创纪录的水平。至于美国银行，之前管理层犯下了一些重大错误。其现任首席执行官 Brian Moynihan 在清理这些错误方面取得了极其出色的进展，不过还需要数年时间才能完成清理过程。与此同时他正在培育一个规模巨大且有吸引力的基础业务，在今天的被人们遗忘之后，该业务能够持续经营下去。我们购买的 7 亿美国银行认购权证将在到期之前可能将会具有很高的价值。

如同我在 1988 年才投资可口可乐以及在 2006 年才投资 BNSF 铁路一样，我再一次因下手太晚而错过 IBM 的投资机会。我已经持续阅读这家公司的年报 50 多年了，直到去年 3 月的一个周六，我的想法才变的清晰起来。正如梭罗所说：“重要的不是你在看什么，而是你看到了什么”。

Todd Combs 去年建立了一个 17.5 亿美元的投资组合(按成本计)，Ted Weschler 也将很快建立一个类似规模的投资组合。他们每个人的业绩报酬，80%来自于自己，20%来自于合伙人。当我们的季度申报文件披露了占投

投资组合比例相对较小的持股时，这些股票不太可能是我买入的(尽管媒体经常会忽略这一点)，而是表示这是 Todd 或者 Ted 买入的。对这两位新来的投资经理人，我还有一点要补充说明。Ted 和 Todd 都会对伯克希尔的下一任 CEO 在收购企业决策中提供帮助。他们拥有非常出色的"商业头脑"，能够抓到那些可能决定各种企业未来的关键经济力量。**他们两人通过理解什么是可预知的，什么是不可知的，来帮助他们进行思考。**

关于我们的金融衍生品仓位，并没有什么新东西需要报告，在过去的年报中已经解释得非常详细。(从 1977 年以来我们的所有年报都可以在 berkshirehathaway.com 官网上查阅。)然而，我必须谈谈一个重要的行业性变化：虽然我们现有的合约对抵押品的要求很小，但是对于新建立的仓位的规定已经发生改变。因此，我们将不会新建任何大规模的衍生品仓位。**我们回避任何要求立即提供抵押品的衍生合约。**由于突发事件根本无法预测(比如全球金融危机或者大规模恐袭)，可能会导致某些突然且要求提供巨额担保物的要求，这完全不符合我们的首要目标——保持过剩的流动性和毋庸置疑的财务实力。

我们持有的类似于保险的衍生品合约，如果高收益率债券指数中包含的各种发行公司出现违约，我们将根据合约进行赔付。我们持有的损失风险最大的那些合约已经到期，其余的合约也将很快终止。2011 年，我们为两笔赔付支付了 8600 万美元，这也让我们的赔付总额达到了 26 亿美元。我们几乎可以确定，这个投资组合最终将会实现"承保盈利"，因为我们收到的类似保费收入是 34 亿美元，而我们未来的赔付会很小。此外，在这类合约的 5 年期间，我们持有的浮存金规模平均为 20 亿美元。在面临巨大信贷压力的时期取得这一成功业绩凸显出，**保费定价与所承担的风险相匹配是多么重要。**

考虑到我们未来能够持有 42 亿美元的浮存金超过 15 年以上，而且我们已经在那些回购合约上赚到了 2.22 亿美元，查理和我相信，我们的股票指数卖出期权合约将会实现相当可观的利润。2011 年底，伯克希尔的账面价值反映其余衍生品合约的 85 亿美元负债。如果这些合约全部持有到期，我们将会支付 62 亿美元。

投资者的基本选择与我们的强烈偏好

投资经常被描述为现在投入资金，以期望在未来收回更多的资金的过程。在伯克希尔，我们采用更加严格的标准，把投资定义为：**现在把购买力转让给别人，并合理的预期未来将获得更多的购买力(按税后名义收益)。**更简洁的说，**投资就是放弃现在的消费，以便未来拥有消费更多的能力。**

根据我们的定义可以得出一个重要的推论：一项投资的风险高低不能用贝塔值来衡量(beta 贝塔值是一个包含

波动性的华尔街金融术语，经常用于衡量风险)，而应该用购买力损失的可能性来衡量，也就是在其持有期内，这项投资导致其持有人的购买力出现损失的合理概率。资产的价格可以大幅波动，只要这些资产在持有期间能够合理地确保增加购买力，就可以说这项投资是没有风险的。后面我们将会分析说明，一项价格没有波动的资产可能充满风险。可供选择的投资种类多种多样，但投资总体上可以分为三大类，理解每类投资的特点非常重要，因此让我们来仔细分析这三类投资资产。

第一类投资：基于货币的资产

基于给定货币计价的资产，包括货币市场基金、债券、抵押贷款、银行存款和其他金融工具。大多数此类基于货币资产的投资都被视为“安全的”，但事实上它们是最危险的资产之一。它们的贝塔值可能是零，但它们的风险值却是巨大的。在过去的一个世纪，这类投资工具摧毁了很多国家投资者的购买力，即使投资人能够按时收到支付的利息和本金。而且，这样的糟糕结果未来将一再重现。政府决定了货币的最终价值，而系统性力量有时会导致政府更加倾向于采取那些会导致通货膨胀的政策。而这些政策总是会一次又一次失去控制。

即使是在美国，尽管政府强烈希望维持美元币值稳定，但自 1965 年我接管伯克希尔 47 年来，美元贬值了令人震惊的 86%。今天要花至少 7 美元才能买到当初 1 美元的东西。因此，一个免税机构也必须从债券投资中取得 4.3% 的收益率才能保持购买力不变。假如投资经理人把任何利息收入视为“收益”，他们就是在自欺欺人。

对于像你我这样必须缴税的投资者来说，情况就更加糟糕了。在过去这 47 年里，美国国债不断地滚动发行，年化收益率为 5.7%。听起来好像还不错。但对于一个所得税率平均为 25% 的个人投资者来说，这 5.7% 的国债名义收益率却不能够产生任何实际回报。投资者有形的所得税将从他 5.7% 名义收益中拿走其中的 1.4%，而无形的通货膨胀税将吞噬掉剩余的 4.3%。值得注意的是，隐形的通胀税是显性的所得税的三倍多，而投资者却可能认为所得税是其主要负担。虽然每张美元上都印着“我们信仰上帝”，但实际上启动政府印钞机的却是凡人之手。

当然，投资基于货币的资产时，高利率能弥补投资者必须面临的通胀风险。实际上，1980 年代早期的高利率确实很好地做到了这一点。可是，现在的利率水平并不足以抵消投资者承担的购买力减少风险。因此，现在的债券应该贴上一个风险警告标签。

因此，在目前利率水平低于通胀率的环境下，我一点也不喜欢那些基于货币的投资资产。尽管如此，伯克希尔仍持有大量的这类资产，主要是短期品种。在伯克希尔保持充足流动性的需求永远被置于极其重要的中心地位，

不管利率水平是多么低，它都不会被轻视。为了满足这种流动性的需要，我们主要持有美国短期国债，在最混乱的经济环境下，这是唯一可以指望获得流动性的投资资产。我们正常运营的流动性水平要求是 200 亿美元，100 亿美元是我们的最低限度。

在满足了流动性需求和监管强加给我们的要求之外，只有在基于货币的资产提供了非同寻常的收益时，我们才有可能购买——要么是因为特定的借款被错误定价，就像垃圾债券周期性暴跌期间发生的那样，要么是因为利率已经上升至较高的水平(债券下跌)，从而当利率下降期间，高评级债券有可能实现可观的资本收益。尽管我们过去曾经都利用过这两种机会，未来也有可能再次利用，但是现在我们距这类投资机会相距甚远。今天，华尔街人士戴维斯(Shelby Cullom Davis)多年前说的一句辛辣的评论视乎非常贴切："被宣传为提供无风险的回报的债券，现在的价格提供的却是无回报的风险"。

第二类投资：非生产性资产

第二类投资是那些永远不会有任何产出的资产。投资者之所以买入，是寄希望其他投资者将来会为它们支付更高的价格，尽管这些人同样也知道这类资产永远不会有任何产出。17 世纪，郁金香一度短暂的成为此类买家的最喜爱的投资品种。这种类型的投资需要不断扩大的买家群体，而这些买家反过来又会被吸引，因为他们相信买家群体会进一步扩大。资产所有者并不是被资产本身所能生产的东西所吸引(它将永远没有产出)，而是相信其他人在未来会更加渴望得到它。

这一类别最主要的资产是黄金。目前黄金是投资者的最爱，因为(危机之后)他们对黄金以外所有资产都非常恐惧，尤其是纸币(正如前面所说，担心纸币购买力下降是正确的)。不过，黄金有两个明显的缺点，一是没有太多用途，二是没有生产能力。的确，黄金有一些工业和装饰用途，但这些用途的需求量是有限的，而且没有能力消化新增产量。同时，如果投资者一直持有一盎司黄金，那么最终你仍将只有一盎司黄金。大多数黄金购买者的动机是他们相信对货币贬值恐惧的队伍会进一步升级。过去十这个信念被证明是正确的。除此之外，黄金价格的持续上涨本身也刺激投资者产生了额外的购买热情，吸引了那些把金价上涨看作验证了这种投资理论的投资者。随着"跟风"投资者的涌入黄金投资的狂潮，他们创造出他们自己信奉的真理，不过只是暂时的。

过去 15 年里，我们看到的网络股泡沫和房地产泡沫都证明了：将一个最初合理的投资观念，与广为宣传的价格上涨现象结合在一起，就能创造出非同寻常的过度行为。在这些市场泡沫中，很多原本持怀疑态度的投资者，

后来也屈服于市场给出的价格上涨"证据", 在一段时间内, 买方群体的规模迅速扩大, 不断增加的买入资金足以让泡沫继续膨胀。但吹的足够大的泡沫不可避免地会破裂。那时就会再次验证那句谚语: **智者先行, 愚者跟风。**

今天, 全球的黄金库存量约有 17 万公吨。如果把全球所有黄金熔在一起, 就会铸成一个边长约 21 米的立方体, 想象一下, 其大小差不多正好可以放在一个棒球场的内场里。以我现在写作时的金价 1750 美元/盎司计算, 全球所有黄金的市值约为 9.6 万亿美元。我们将这个黄金立方体称为 A 资产。现在, 让我们用同样的资金创建一个 B 资产。9.6 万亿美元的资产可以买下美国所有的土地(4 亿英亩, 年产值约 2 千亿美元), 再加上 16 家埃克森美孚石油公司(全球最赚钱的公司, 每年盈利超过 400 亿美元)。除此之外, 还剩下约 1 万亿美元可用作流动资金。因此, 即使是如此大手笔投资之后, 也丝毫不会感到资金紧张。你能想像一个拥有 9.6 万亿美元资金的投资者会选择购买 A 资产而不是 B 资产吗?

除了现在全球黄金库存的市值高得惊人之外, 按照当前的金价计算, 黄金年产量也高达约 1600 亿美元。黄金的买家, 不管是珠宝制造商、工业用户、非常恐惧货币贬值的个人、还是投机者, 都必须不断地消化这些每年不断增加的黄金供应量, 仅仅是为了在目前金价水平上保持供需均衡。一个世纪以后, 美国 4 亿英亩的土地将产出数量惊人的玉米、小麦、棉花和其他农作物, 而且不论未来货币是什么, 都将继续生产这些宝贵的产品。埃克森美孚石油公司可能会向股东派发了几万亿美元的股利, 而且公司还将会持有价值数万亿美元的资产(记住你拥有 16 家埃克森美孚石油公司)。而 17 万公吨黄金的体积不会有丝毫变化, 而且仍然不会有任何产出。当然, 你可以天天爱抚这个黄金立方体, 但是它却不会对你有任何回应。

不可否认, 即使是 100 年之后, 当人们感到恐惧时, 可能还是会有很多人冲向黄金。但我相信, 在本世纪末当前价值 9.6 万亿美元的 A 资产, 其年化回报率将会远远低于 B 资产。

第三类资产: 生产性资产

当恐惧心理达到顶点时, 前两类资产最受欢迎: **对经济崩溃的恐惧, 驱使个人投资基于货币的资产, 尤其是美国国债。而对货币崩溃的恐惧, 则驱使人们投资黄金等非生产性资产。**在 2008 年末, 我们听到人人都在说"现金为王", 而当时应该花掉现金而不是持有现金。同样, 在 1980 年代初, 我们听到人人都在说"现金是垃圾", 但是那时固定收益投资正处于我们记忆中最有吸引力的高收益水平。在这两种情况下, **那些盲目跟风的投资者为这种内心安慰而付出了高昂的代价。**

我自己最看好就是我们接下来要谈到的第三类：投资生产性资产。不管是企业、农场，还是房地产。最理想的标准是：在通货膨胀时期，这些资产能够生产出保持其购买力的产出，同时只需最低水平的新增资本投入。农场、房地产和许多优秀企业，比如可口可乐、IBM 以及我们拥有的喜诗糖果，都能经受住上述双重标准的检验。当然其他的公司之所以破产(比如受到政府监管的公用事业公司)，是因为通胀会给它们带来沉重的追加资本的要求。为了获得更多盈利，它们的股东必须投入更多的资本。尽管如此，这类投资仍将优于非生产性资产和基于货币的投资。

不管一个世纪后的货币形式是黄金、贝壳、鲨鱼牙，还是今天这样的一个小纸片，人们还是会愿意用几分钟的日常劳动，来换取一罐可口可乐或一些喜诗花生糖。未来，美国人肯定将运输更多的商品，消费更多的食物，要求更大的住房。人们将会永远用自己生产的东西交换别人生产的东西。美国企业将会继续高效地提供美国人所需要的商品和服务。打个比方，这些商业"奶牛"将会存活上好几百年，并生产出更多的"牛奶"。它们价值高低不取决于商品交换的媒介，而是取决于它们的产奶能力。销售牛奶的收益将会为奶牛所有者带来复利增长，就像 20 世纪的股票投资一样，期间道琼斯指数从 66 点增长到了 11497 点(并支付了大量股息)。伯克希尔的目标将是不断增加一流企业的所有权。我们的第一个选择是整体收购这些一流企业成为唯一的主人，但我们也愿意通过持有大量流通股的方式拥有其部分所有权。我相信在未来任何一个较长的时期内，对于一流企业的这类投资都将证明，是我们前面分析的三类投资最终的赢家。更重要的是，它也将是迄今为止最安全的投资。

年度股东大会

伯克希尔年度股东大会将在 5 月 5 日周六在奥马哈 CenturyLink 中心(原 Qwest 中心更名而来)。我们公司总部的员工 Carrie Kizer 去年首次担任年会上我们旗下公司产品表演的总导演，做得非常好，因此赢得终身导演的职务。所有人都喜欢她做的这份工作，尤其是我。CenturyLink 中心的大门 7 点打开。之后我们马上会推出一个新的活动项目：扔报纸挑战赛。去年底伯克希尔收购了《奥马哈世界先驱报》，在我们做为控股股东和员工的见面会上，我大谈我少年时期当报童时送了 50 万份报纸，练就一手卷报纸和扔报纸的绝技。

我立刻从看到台下的观众眼中看到了怀疑的目光。这并不让我感到吃惊。毕竟，记者的口头禅是："如果你妈妈说她很爱你，也要核查一下是否属实"。现在我得实际证明我所说的全部属实了。在股东年会上，我将和所有来宾一起，把《奥马哈世界先驱报》投掷得到 10 米开外的克莱顿之家的门廊。比我扔得更近的人就能获得一只雪

糕。我已经让为这次挑战赛多准备几只雪糕，不过我怀疑这些奖品根本用不上，因为我想没有人会赢我。我们会有一大摞报纸。抓起来一份，卷好用力扔(不能用皮筋)。放马过来吧，让我开心一下。

伯克希尔最新制作的年会电影将在 8:30 开始放映。一个小时后的 9:30 我们将开始问答环节，并将一直持续到下午 3:30 为止(中间短暂休息在 CenturyLink 中心的摊位上有午餐供应)。短暂休息之后，查理和我将在 3:45 召开年度股东大会。如果你要在问答环节离开会场的话，请在查理讲话的时候离开。

当然，离开会场的最好理由是去购物。我们为了给各位提供最好的购物服务，在与股东年会会场相邻的 19 万平方英尺的大厅里摆放了伯克希尔下属公司生产的各种商品。去年年会期间各位股东做得很棒，很多产品的销售都创下历史新高。年会召开的 9 个小时期间，我们销售了 1249 双 Justin 靴子，11254 磅喜诗糖果，8000 把 Quikut 小刀(每分钟销售 15 把)，6126 双 WellsLamont 手套，这是 Marmon 的产品，它的出现对我来说是个新闻。(我最关注的产品是钱)。但是你们今年能够做得更好。记住：谁说金钱不能买来快乐，只是因为他没有到我们这里来购物过。今年新加入展览的公司是我们下属的一家跑鞋公司 Brooks，它持续不断地攻占更多的市场份额，去年的市场份额已经高达 34%连续十年创下销售记录。顺便拜访并向公司的 CEO-Jim Weber 表示祝贺。同时一定要买入一双限量款"伯克希尔专属跑鞋。"

GEICO 保险将设一个展台，有来自全美最优秀的保险顾问为您服务，他们随时准备为您提供汽车保险询价。在大多数情况下，GEICO 将会给您一个股东特别折扣(通常是 8%)。我们开展业务的 51 个司法管辖区中有 44 个都批准了这个特别优惠。(额外提示：这个折扣不可以与其他优惠叠加使用，比如给予特定群体的优惠)。把你现有的保单拿过来，看看我们能否帮你多省点钱。我相信我们至少可以帮助你们中一半人省去更多保险费。

一定要去书虫书店看看，这里将会提供超过 35 种图书和 DVD，其中有一些是新出版的。我特别推荐关于讲述我们子公司 MiTek 发展史的一本书。你将会从书中看到，我最初对这家公司产生兴趣的原因是，我收到了一个邮包，里面装着一块丑陋的金属块，我根本不知道有什么用。自 2001 年收购以来，MiTek 公司已进行了 33 次"吸收型收购"(tuck-in)，几乎都很成功。我想你也会喜欢 Peter Bevelin 编写的一本小书，这本书汇总了我和芒格过去多年来在公司年报和股东大会上说的话，解释了伯克希尔的投资和经营的原则。如果您需要把买的书快递回去的话，旁边就有快递服务。如果您是一位挥金如土的大款，或者希望成为这样的大款，请在周六中午到下午 5 点参观位奥玛哈机场东侧的 Elliott 航空中心。那里有我们下属的 NetJet 公司的私人专机编队，将让您心跳加速。

坐着大巴来，乘着私人飞机回。别担心钱不够，我会给你贷款。

随同附上的股东大会资料中有个附件，告诉您如何获取参加股东的凭证，凭此才能参加股东年会和其它活动。在伯克希尔股东大会召开的周末，航空公司有时会提高机票价格。如果你从很远的地方过来，可以比较一下飞到肯萨斯与奥马哈的价格。飞到肯萨斯，再开车到奥马哈，只需要 2 个半小时左右，也许这样可以帮你省掉一大笔钱，尤其是你本来就打算在奥马哈租车的话。省下来的钱，一定要在会场上购物花掉噢。

内布拉斯加家具商场位于 72 街上，在 Dodge 和 Pacific 之间，占地 77 英亩，在这里我们将会再次举办"伯克希尔周末"特价促销活动。2011 年，这家商场在年会期间销售收入为 3270 万美元，比很多家具商店一年的销售收入总额还要高。要得到伯克希尔股东的特别优惠，你必须在 5 月 1 周二到 5 月 7 日周一之间购买并出示参加年会的凭证。这次特价促销包括了几个著名的大牌厂家产品，一般情况下严禁打折销售，但考虑到这是一个特别股东周末活动，所以特别破例只为参加股东大会人士提供优惠折扣。我们特别感谢他们的支持。内布拉斯加家具商城在周一至周六早 10 点到晚 9 点营业，周日是早上 10 点到晚上 6 点营业。周六下午 5 点半到晚 8 点，内布拉斯加家具商城将会举行野餐会，邀请所有与会者参加。

在波仙珠宝店，我们将再次召开两场股东专场活动。第一个活动将是一场鸡尾酒会，在 5 月 4 日周五下午 6 点到晚上 10 点举行。第二个活动是一个大型售卖活动，在 5 月 6 日周日早上 9 点到下午 4 点举行。周六，我们将会营业到下午 6 点。在周日下午 2 点左右，我本人将会亲自在波仙担任销售员，我极度渴望能够打破我去年创下的销售记录。所以请大家来照顾我的生意吧，我会给你一个疯狂的巴菲特特别优惠价格。整个周末我们在波仙会有大批观众。因此，为了您的方便，股东价格将从 4 月 30 日周一到 5 月 12 日周六提供。在此期间，请出示您的会议证明或经纪公司声明，表明您是伯克希尔的股东。在波仙外的购物中心里，美国两届国际象棋冠军 Patrick Wolff 将蒙上双眼，所有挑战者们六个一组，他一个人同时和 6 个人对奕。就在附近，著名的达拉斯魔术师 Norman Beck 将进行精彩表演。另外，两位世界级桥牌顶尖高手 Bob Hamman 和 Sharon Osberg 也会在周日下午与我们的股东们进行比赛。两位非专业选手，查理和我也会参加。

Gorat's 和 Piccolo's 餐厅将于 5 月 6 日周日再次向伯克希尔股东独家开放。Gorat's 会从下午 1 点营业到晚上 10 点，Piccolo's 将会从下午 4 点营业到晚上 10 点。这两家都是我喜欢的餐厅，周日晚上我会在两家餐厅用餐。(保险精算资料表明，在我死之前要消耗 1200 万卡路里，我非常担心我还没有吃够就死掉了，所以周日要提

前多吃一顿)。预定 Gorat's 请在 4 月 1 日致电 402-551-3733(不要提前), Piccolo's 预定电话是 402-342-9038。在 Piccolo's 餐厅, 要显得你有品位, 就得要上一大杯饮料作为甜点, 要小杯不是男子汉。

今年我们将再次邀请同样的三位财经记者引领年会问答环节, 他们通过电子邮件收集股东提交给他们的问
题, 向查理和我进行提问。这三位记者和他们的电子邮件地址分别是: 财富杂志的 Carol Loomis:
cloomis@fortunemail.com; CNBC 的 Becky Quick: BerkshireQuestions@cnbc.com; 纽约时报的 Andrew
Ross Sorkin: arsorkin@nytimes.com。从提交的问题中, 每位记者将选择他们认为最有趣和最重要的十几个问
题。如果你保持问题简洁, 避免在最后一刻发送, 问题与伯克希尔有关, 并且在发送给他们的任何电子邮件中包
含不超过两个问题, 那么你的问题最有可能被选中。(在你的电子邮件中, 如果你的问题被选中, 请告诉他们你是
否愿意提及你的名字)。今年我们另外增加了另外一个由三名金融分析师组成的小组, 他们是追踪伯克希尔的金融
分析师: KBW 公司的 Cliff Gallant, BarclaysCapital 公司的 Jay Gelb, Dowling and Partners 的 Gary Ransom。
这些分析师会提问他们自己想问的关于伯克希尔的问题, 他们将会记者以及现场听众轮流提问。查理和我相信,
所有股东都应该同时获得伯克希尔的最新信息披露, 而且应该有足够的时间进行分析, 这也是我们为什么总是努
力安排在周五收盘之后公布公司财务信息的原因。我们不会与大型机构投资者或分析师进行一对一沟通。我们新
增加一个分析师小组就是为了让分析师提出问题, 也许会有几个技术性强的问题, 希望这种方式能对很多股东提
供帮助。查理和我事先都不知道任何与问题有关的东西。我们知道, 记者和分析师会挑选一些难以回答的问题,
这正是我们所希望的。总的来说, 我们希望至少回答 54 个问题, 每个记者和分析师能提问 6 个问题, 现场听众提
问 18 个问题。如果还有一些剩余的时间, 我们将会回答现场听众更多的问题。听众提问者将通过 8:15 举行的抽
签决定, 13 个提问用的话筒分别放置的会场不同的区域和主要的分会场。

出于非常充分的理由, 我会定期高度赞扬我们子公司负责经营管理的经理人取得的成就。他们都是真正的全
明星, 他们经营自己的企业就像这是他们家族唯一拥有的资产一样。我相信他们的这种心态, 和那些大型上市公
司一样, 都是以股东利益为导向。大多数经理人根本没有任何工作的经济需求, 对他们来说, 打出商业上本垒打
的乐趣和薪水一样重要。

然而同样非常重要是在总部办公室和我一起工作的 23 名男女同事(所有人在同一个楼层办公, 我们特意这
样安排!)。这个只有 23 人的团队高效处理各种事务: 美国证监会和其他监管要求, 提交了多达 17839 页的联邦

收入所得税申报文件，还有州收入所得税和海外收入所得税相关文件，此外，他们还回应股东和媒体的无数个询问，发布年度报告，筹备全美规模最大的上市公司股东年大，协调董事会活动，他们的活动清单还可以列举出来很多很多。他们态度愉悦地处理这些企业事务，效率之高简直令人难以置信，让我倍感轻松和快乐。他们的努力并不仅局限于伯克希尔相关的活动，他们还需要同 48 所大学打交道，这 48 所大学是从 200 名申请大学中筛选出来的，在本学年将选送一些学生到奥马哈，与我共同度过一天的时间。他们还要处理我收到的各种请求，安排我的旅行，甚至去帮我买午餐的汉堡包。没有一个 CEO 像我做得这么舒服了。这个家庭办公室的工作人员，以及我们的运营经理，向你们致以我最深切的感谢，他们也值得你们的感谢。5 月 5 日，来资本家的摇篮奥马哈，告诉他们这一点。

沃伦·巴菲特 董事会主席

三 T 之 Todd Combs



Compound knowledge

Warren Buffett: "Read 500 pages like this a week...That's how knowledge works. It builds up, like compound interest. All of you can do it, but I guarantee not many of you will do it."

1/3: Books on investing/business, engineering, math, sciences, psychology...

1/3: Annual reports and transcripts: 10K/Q's, earnings call transcripts, regulatory filings

1/6: Periodicals: Wall Street Journal, New York Times, Financial Times, Barrons...

1/6: Industry publications

<https://www.cnbc.com/video/2014/03/03/warren-buffetts-secret-read-500-pages-a-week.html>

伯克希尔股东大会实录 2012

2012 年 5 月 5 日 CenturyLink 会议中心 3.5 万人

开场白

巴菲特：早上好。我是沃伦，这个多动的家伙是查理。我们将会像过去一样进行这项工作。我们将回答大家的问题，在 3:30 之前，在听众、媒体和分析师之间交替进行，中午休息一小时。然后我们将在那时开始召开股东会。你可以随意离开，在另一个房间购物。我们那里有很多东西给你。我们这次会议有一个照本宣科的环节，喜诗糖果在所有座位上都放了一个小盒子。我们想要把每个人同时吃糖果的过程录下来，以便在 Facebook 上发布，并供媒体在今天的会议上使用。所以，如果你们每个人现在打开糖果盒，我们希望你把它们举过头顶。我们会拍几张这样的照片.....不错。现在你可以把包装打开，精彩的部分就来了，这里有软糖，有花生糖。会议要开到 3 点半，如果我们每人摄入了 1 万卡路里，我们有时不得不提前停止。(众笑)

目前唯一的问题是，我们昨天公布了第一季度的收益。总体而言，除了住宅建筑业务领域的公司，所有公司几乎都表现出了良好的盈利，去年是这样，今年也是这样。在规模较大的非再保险公司中，五家最大的公司去年的收入都创下了纪录，这五家公司的税前收入总计超过 90 亿美元。在年度报告中，我认为，如果今年的业务没有急剧下滑，他们今年的税前利润将超过 100 亿美元。当然，我们目前看到的任何情况都不会让我放弃这一预测。如果您阅读我们的 10-Q 中保险部分，您将看到所有财产意外险公司都强制进行了会计变更，这是一项专业性很强的更改，我不会详细介绍它——它更改了递延保单获取成本的记账形式，称为 DPAC。它对运营和现金没有任何影响，但它确实使 GEICO 第一季度的税前收益减少了约 2.5 亿美元。这取决于你是否推迟一些广告。GEICO 第一季度表现出色，实际利润率接近 9%，浮存金增加，一切都很顺利。我们有很好的增长。但我们确实做了会计变更。会计准则的变化也会对第二季度产生较小程度的影响，甚至可能会略微拖到第三季度。但基本数字比我们在那里提供的数字要好一些。因此，总体而言，我们对第一季度感觉良好。我们对这一年感觉很好。

我们或许应该介绍一下董事们，尽管我们会在会议上再做一次。我不知道观众是否能听到，我们开始，首先是查理芒格。然后按字母顺序。如果董事们愿意起立的话(掌声)，我本来想建议你们把掌声留到最后，但我知道他有点忍不住，所以我们会为他找个借口。(众笑)对于剩下的董事，如果他们站着，请继续保持站着，然后你可以在最后为他们鼓掌，如果你愿意的话。我们有霍华德·巴菲特、斯蒂芬·伯克、苏珊·德克尔、比尔·盖茨、大卫·戈特斯

曼、夏洛特·盖曼、唐·基奥、汤姆·墨菲、罗恩·奥尔森和小沃尔特·斯科特。现在你们可以疯狂了。(掌声)

股东问答开始

1, 首席执行官必须是首席风险官

巴菲特：现在我们开始问答环节。我们将从媒体开始，然后是一位分析师，然后是一位股东。有时我们有多达 60-62 个问题。如果我们到了问题 54，小组里的每个人都有机会问 6 个问题，那么从第 55 个问题开始，我们将从股东开始。所以我们会看到结果如何。接下来，我们将从《财富》杂志的卡罗尔·卢米斯开始。

卡罗尔·卢米斯：早上好。我将发表我的简短演讲，最重要的一点是，沃伦和查理都不知道我们要问什么。另外我们收到了数百个问题。我们不知道确切的数目，所以我们当然不能问每一个问题。如果我们没有问到你的问题，我们很抱歉。所以对于第一个问题，沃伦，两位股东写信给我，告诉我你的继任者将承担沉重的责任，以及他应对这些责任的能力。所以我会把这个问题分成两部分。这个问题来自 Chris Inge, "巴菲特先生，您曾表示，您认为任何大型金融机构的首席执行官都必须兼任首席风险官。那么，在伯克希尔，作为继任者的 CEO 主要候选人以及后备候选人，是否具备担任首席风险官所必需的知识、经验和气质？"与此相关的问题是有关高盛、通用电气和美国银行的交易，它们都给了伯克希尔认股权证，你已经谈妥了。股东 Jacques Cartier 问，"如果没有你的参与，这些具体的交易是否可以以类似的条款进行。如果不是，这将对伯克希尔未来的回报产生什么影响？"

巴菲特：是的。我确实认为，任何大型公司，特别是金融机构的首席执行官都应该是首席风险官。这不是什么可以委托的事情。事实上，查理和我已经看到，**在非常大的机构中这一职能被下放**，风险委员会每周、每月都会来汇报，他们会向董事们汇报，他们会有很多漂亮的数字，并能够讨论涉及多少西格玛和所有的事情，而这个地方恰好麻烦不断。所以，**我就是伯克希尔首席风险官，我有责任去理解任何可能以任何灾难性的方式真正打击我们的事情**。我的继任者将承担同样的责任，我们不会选择我们认为不具备这种能力的人来担任这一职务。这是非常重要的能力。**它在资本配置和运营业务的经理人选择方面排名靠前。**

这不是不可能的工作。我的意思是，基本的风险可能涉及过度杠杆，然后可能涉及过高的保险风险。现在，我们有负责我们保险业务的人，他们自己非常担心自己部门的风险，因此，最高层的人确实必须了解那些经营大型保险部门的三个或四个人是否正确评估了他们的风险，然后还必须能够汇总和思考风险是如何在保险业务上积累的。这才是真正的风险所在，除非你在财务结构中使用了大量杠杆，但这不会在伯克希尔发生。在我回答第二

个问题之前，查理，你想对此发表评论吗？

芒格：在美国，这种风险决策经常被授权，而且被授权给那些使用非常愚蠢的方式来判断风险的人，而我们的一些一流商学院一直在教授这种方式(众笑)。所以这是这个人提出的一个非常严重的问题。所谓的"风险价值"(Value at Risk)和金融市场结果遵循高斯曲线的理论，无一例外。这是有史以来提出的最愚蠢的想法之一。(众笑)

巴菲特：他也不是在开玩笑。我们已经看到了它的副作用。有趣的是，我们已经在那些更懂数学的人身上看到了它的作用，那些有很高智商的人，那些研究大量数学的人。但是使用这种曲线要容易得多，因为每个人都知道这种曲线的性质，并且可以使用这种曲线计算到小数点后八位。但唯一的问题是，高斯曲线并不适用于市场行为，人们会周期性地发现这一点。

第二个问题：卡罗尔，我们有充分的准备来回答这个问题。我们不会让一个艺术专业的人来负责伯克希尔。(众笑)关于协议交易的问题，毫无疑问，部分是由于资历，部分是因为我认识的人比我过去认识的人要多得多，部分是由于我们积累了大量的资本，还有部分是因为我们能够迅速和果断地采取行动，这在美国大公司中是非常罕见的。我们偶尔会有机会进行大宗交易，但这需要另一方愿意这样做。

去年，当我们与美国银行的 Brian Moynihan 取得联系时，我设计了一笔对我们来说很有意义的交易，而且我认为在目前的情况下，这笔交易对美国银行来说也是有意义的。但我这辈子从没跟 Moynihan 说过话。我和美国银行没有真正的联系。但当我和他交谈时，他知道我们是说到做到的，所以如果我说我们会做 50 亿——我列出了认股权证的条款——我说到就会做到，他知道这很好，我们有很多钱。这种承诺的能力，让对方知道你的承诺对于大额投资或者复杂的投资工具，都是有利的。这是一个很大的优势。

伯克希尔将在我离开后拥有这些。我不认为我做的每一笔交易都一定会由继任者来完成，但他们也会带来其他人才。我的意思是，我可以告诉你，董事会同意的继任者可以做很多事情，比我能做的更好。所以，如果你放弃一些谈判达成的金融交易，你可能会获得更大的交易，对于那些更积极参与交易的人而言，他们会主动出击。而且这些交易对伯克希尔来说并不是关键。如果你看看我们与通用电气和高盛的交易，比如 2008 年的那两笔交易，它们都不错，但远没有购买可口可乐那么重要，你知道，可口可乐是在市场上用 6-8 个月的时间完成的。我们去年在市场上买了 IBM，用了 6-8 个月的时间。我们是在协商的基础上买下所有这些生意的。

因此，伯克希尔通过一些特殊证券交易积累的价值，与通过收购 GEICO 或 ISCAR 或 BNSF 等企业创造的价

值相比，实在微不足道。这并不是伯克希尔未来的关键，但就大规模交易而言，让我们能够做到这一点的因素仍将存在，而且在某种程度上是伯克希尔特有的。如果有人接到大多数人的电话，他们说需要资金，你知道，我们明天早上会给出 100 亿美元，我们会让律师连夜处理，条款是这样的，不会有任何意外，他们倾向于相信这是恶作剧电话之类的。但对于伯克希尔，他们相信这是可以做到的。查理？

芒格：是的，此外，伯克希尔的很多董事在风险分析方面都非常出色。想想 Kiewit 公司几十年来在油井平台和隧道以及偏远地区的投标施工工作中取得的成功。那不容易做到。大多数人最终都会失败，而沃尔特·斯科特一生都在主持这一风险控制工作，而且经常如此。桑迪·戈特斯曼创造了我最喜欢的一个风险控制例子。有一天，他解雇了一个同事，那个人说："我是这么重要的制片人，你怎么能解雇我呢？"桑迪说："是的，但我是个有钱的老头，你让我感到很紧张。"(笑声)

巴菲特：是的。伯克希尔周围没有让我们感到紧张的人。现在我们进入分析师小组。

2、我们在保险业务上"保持保守"

克里夫·加兰特：好的。再次感谢您给我这个机会。总体而言，主题仍然是再保险中的死亡率。

你在 2011 年年报中披露，伯克希尔再保险集团对死亡率风险的假设进行了修改，这导致了一项指控，具体说是死亡率超过了瑞士再保险合同中的假设。相反，在通用再保险的寿险部门，他们报告的死亡率低于预期，我相信这些趋势持续到第一季度，我们在昨晚的报告中也可以看到。瑞士再保险合同中的惊喜是什么？在伯克希尔的不同业务中，死亡率等基本假设和趋势是否存在差异？例如，在财产意外险业务中，是否在全公司范围内应用了相同的假设和保守的理念？

巴菲特：以瑞士再保险公司为例，大概是一年半以前，我们与瑞士再保险公司签订了一份非常非常大的再保险合同，我认为这份合同适用于他们在 2004 年或更早时候签订的业务。他们在美国有很多生意。我们开始看到每季度的死亡率数字大大超出我们的预期，而且看起来本来就应该这样，我们每季度都有报告，你可以看看他们以前的数字。所以在去年年底我们对此有一个止损安排，我们设立了一个准备金，真正将其保守的估计到最坏的情况。但在我们弄清楚该如何处理这份合同之前(我们在这方面有一些可能性)，我们将在最坏的情况下保留准备金。所以我们提列了这笔费用。我们确实这样做了。我们对瑞士再保险进行再保险，然后他们又为一批美国寿险公司进行再保险，我们有能力对这项业务进行重新定价，但我们和瑞士再保险希望重新定价的程度可能会引起争

议，我们拭目以待，所以我们只是决定在最坏情况的基础上进行重新定价。

谈到 GEICO 和通用再保险如何计提的问题，在我们的年报中有一定程度的描述。但我想说的是，一个最重要的原则是，我们希望我们的计提计划是要足够的保守。但在汽车行业中，这是非常不同的，在短期保险和物理损坏和财产损失方面，你知道，你很快就会发现你做的怎么样。如果你看看 GEICO 的数据，你知道，我们年复一年地裁员。通用再保险在我们买下它的时候处于准备金计提不足的状态，而在 1998/99 年间，它的发展非常糟糕。一段时间以来，他们发展非常顺利。我们有 Tad Montross 这样一个家伙，我对他的提取准备金的方式感觉非常好。但他与 GEICO 的 Tony Nicely 之间没有沟通，与伯克希尔再保险的 Ajit Jain 也没有沟通。我认为，他们都有相同的心态，但他们是三个非常不同的、不同的企业。查理？

芒格：总会有一些保险合同的结果比我们预期的要糟糕。如果不是这样的话，为什么有人会买我们的保险呢？(笑声)

巴菲特：就拿 911 事件来说，这很有趣。你知道，在发生 911 这样的事件后，很难进行准备金的评估，因为业务中断保险在多大程度上是很难定义。当你关闭股票交易所几天后，你能获得保险赔付吗？而且，你知道，因为 911 机场关闭了几天，当你关闭 2000 英里之外机场的餐厅时，那是属于业务中断保险吗？这当中出现了很多问题。事实证明，我们对 911 事件有些过于保守了。你在泰国和日本都遇到了同样的情况，因为如你所知，日本的海啸和泰国的洪水中断了许多美国公司的供应链。如果你是美国的一家汽车制造商，你没有得到零件，你知道，你的业务中断保险是否涵盖了你的供应商在泰国遭遇洪水或日本遭受海啸袭击的事实？有时候，这些事情需要很多年才能解决。总的来说，我想你会发现我们的准备金提列总体上发展良好。

3、我们不会给 CEO 提供建议

股东：早上好，主席先生，副主席先生。我叫安迪·皮克，来自康涅狄格州的韦斯顿。过去，你在中国进行了一些投资：中石油和比亚迪。鉴于中国在世界上的重要性日益增加，你会给中国新一届领导人和企业 CEO 们什么建议，让你们在中国进行更多的投资？谢谢。

巴菲特：好的，查理最近在中国进行了投资，所以我会让他来回答。

芒格：是的，我们没有花太多时间给中国提建议。(众笑)

巴菲特：这并不是因为他们不渴望得到我们的建议。(笑)

芒格：如果你停下来想一想，中国从一个非常艰难的开始一直做得非常非常好。在某种程度上，我们应该在那里寻求建议，而不是提供建议。

巴菲特：我要说的是，在 60 年的投资生涯中，我们发现给任何商界人士提供建议几乎毫无用处。

芒格：我们发现我们有很大的控制力——这有点像通过推动面条来控制事务(非常弱的控制力)。但令人惊讶的是，当我们拥有 20%的股票时，我们的影响力是如此之小。人们对总部的大规模控制抱有幻想。伯克希尔的美妙之处在于，我们创建了一个不需要总部进行太多控制的系统。

巴菲特：但是如果你看看我们四个最大的投资，我们会说它们今天肯定价值 500 亿美元。其中一些已经存在了 25 年，其中一个已经存在了 20 年。除非我们是董事会成员(我在可口可乐是董事会成员)，但我们与这些公司的 CEO 交谈的次数，平均每年不超过两次，我们不是在给他们提建议。如果我们认为我们投资的成功取决于他们听从我们的建议，我们就会去做别的事情。(众笑)

4、我们不会评判伯克希尔股价高低

Becky：这个问题来自一位名叫 Ben Noll 的股东，我收到了几封不同的电子邮件，它们与这个问题非常相似，但我选择了 Ben 的问题。他写道，虽然对贵公司宣布以账面价值 110%的价格回购股票感到高兴，但他感觉自己像个傻瓜，因为在过去几年里，有时他支付了账面价值的近 200%。既然你反复强调，估值过高和估值过低一样糟糕，为什么你之前没有提醒我们，当时的价格/账面价值关系非同寻常，或者你没有感觉到伯克希尔在过去十年中的交易价格高于内在价值？

巴菲特：是的，我们在报告的后面写道，我们不希望看到我们的股票以尽可能高的价格出售。我的意思是，我们在这方面的观点与许多经理人完全不同。如果我们按我们的方式，我们会每年进行一次股票交易，查理和我会努力为内在商业价值给出一个公平的价格，它会以这个价格交易。顺便说一下，这是一些私人公司所做的，但你不允许在公开市场上有这种奢侈，而公开市场会做一些很奇怪的事情。如果查理和我都认为伯克希尔估值过高，那么让我们在某天股市开盘前半小时宣布，天啊，我们认为你们的股票定价过高，这将是一个非常有趣的提议。我的意思是，我们必须与每个股东同时这样做，谁知道他们会如何反应。我们肯定从未有意识地鼓励人们以我们认为高于内在价值的价格购买我们的股票。

有一次，在 90 年代中期的一些压力下我们发行了股票，有人要用我们认为会对人们造成伤害的方式做一些事

情，我们发行了 B 股，当时我们认为这只股票有点偏高，我们在招股说明书的封面上写了一些我认为我在其他发行中从未见过的东西，我们说，查理和我都不会在这个价格上购买这只股票，我们也不会建议我们的家人这么做。(笑声)如果你向收藏股票发行说明书，那你就去买吧——因为我觉得你们不会再看到我们这么做了。

我们认为，如果我们要从人们手中回购股票，我们应该让他们知道，我们认为我们买得太便宜了。我的意思是，如果我们有两三个合作伙伴，而有人想卖掉，我们可能会努力达成一个公平的交易价格，但如果这是由市场建立的交易，他们卖得太便宜我们就会告诉他们，我们认为他们卖得太便宜了。我们不会卖。我们不是说账面价值的 111%或 112%是内在商业价值，但我们知道它明显高于 110%。我认为我们永远不会宣布我们认为这只股票的售价大大高于内在商业价值，但如果这种情况发生的话，**我们肯定不会做任何事情来表明我们认为这只股票的定价具有吸引力。**我看不出我们会这么做，查理？

芒格：我没有什么要补充的。(众笑)

5、伯克希尔回购原则

巴菲特：巴克莱银行的杰伊·盖尔布。

杰伊·盖尔布：谢谢。我的问题也是关于股票回购。沃伦，在去年的年度信中，你说在过去的 40 年里，没有一分钱的现金离开伯克希尔用于分红或股票回购。2011 年，伯克希尔改变了路线，宣布了一项股票回购授权。我想重点关注的是，基于持续强劲的盈利能力，伯克希尔的股票回购能力如何？与收购相比，部署超额资本和股票回购的吸引力有多大，即使是超过 1.1 倍的账面价值？您对设立股东分红制度的最新想法是什么？

巴菲特：1.1PB 是一个我们感到非常舒服的数字。因此，我们可能会对略高于这一水平的估值感到满意，但我们希望在大幅低估时回购，而且我们希望确保每一位向我们出售股票的股东都知道，我们认为它大幅低估了。但我们有一群了不起的企业。我们认为，我们拥有的**有价证券**，在未来会更值钱，但我们以今天的价格持有它们。所以，在资产负债表中，他们不是一个被低估的项目。但是，我们拥有的一些企业的价值，远远超过了我们持有它们的价值，这些重要的企业相比账面价值，并没有显著的折扣。因此，从严格的赚钱角度来看，我们愿意以 110%的账面价值购买价值数十亿、数十亿、数十亿美元的伯克希尔的股票，我们将把它提高到数百亿美元。你知道，我不认为这会发生，但它可能会发生。你永远不知道你会遇到什么样的市场。如果我们有机会这么做，只要我们的现金头寸不低于 200 亿美元，我们就会在这个价格上非常积极地买进。我们知道我们正在为剩下的股东赚

大钱。当我们以账面价值的 110% 购买股票时，每股内在价值就会上升，因此，对我们来说，很明显，如果有机会，如果我们的现金头寸不会降到让我们感到舒适的水平以下，我们会大举购买。查理？

芒格：嗯，有些人会不顾价格买回自己的股票。那不是我们的方式。

巴菲特：嗯，我们认为很多股票回购是愚蠢的。

芒格：我想说得更委婉些。

巴菲特：你以前从来没有这么做过。(众笑)我的意思是，他们是一种自负行为。我参加过很多董事会，他们都投票通过了股票回购授权，我可以向你们保证，这并不是因为 CEO 的想法和我们的想法完全一样。他们喜欢以更高的价格买入股票，也喜欢以更低的价格发行期权。你知道，这与我们的想法完全相反。我们这样做只有一个原因，那就是在我们这样做的第二天就提高每股内在价值。如果我们有机会这样做，我们会大范围地去做。严格地说，作为一个金融从业者，我希望我们能有机会回购。作为数十万人的受托人，我不想看到他们低价卖掉。

芒格：我们希望机会永远不会到来。

巴菲特：是的。但如果它来了，我们会抓住它的。

6、欧元区银行跟美国的银行完全不同

股东：你好，巴菲特先生。我叫 Bernard Fura，来自奥地利维也纳。我的问题是关于银行的。你对欧洲银行有何看法？你对美国的银行有什么看法？如果你投资欧洲银行，会发生什么？谢谢。

巴菲特：我对欧洲银行和美国银行的看法截然不同。与三四年前相比，美国银行的处境要好得多。他们已经从现在的三年半或四年前的投资组合中提取了大部分已经存在或将要显现的异常亏损。他们以一种非常大的方式支撑着他们的资本。他们从大银行那里获得了流动性。美国的银行系统状况良好。

几个月前，欧洲银行系统还在喘着粗气，这就是为什么德拉吉在欧洲央行打开钱包，为这些银行提供了大约 1 万亿欧元的流动性。现在一万亿欧元大概是 1.3 万亿美元，1.3 万亿美元大概是美国所有银行存款的六分之一。这是欧洲央行的一项重大举措，旨在取代从欧洲银行流失的资金。平均而言，欧洲银行比美国银行拥有更多的批发融资。看看美国银行或富国银行从天然的客户群中获得了巨额资金。欧洲的银行倾向于在批发的基础上获得更多的资金，而且这些资金可以跑得很快。因此，欧洲银行在很多情况下需要更多资本。他们在这方面做得很少。三几个月前，一家意大利银行在这里进行了配股，但基本上他们不想筹集资金，可能是因为他们不喜欢他们不得不

低价配股，他们正在失去资金基础。欧洲央行已经解决了融资基础的问题，因为欧洲央行以 1% 的利率向他们提供了三年的资金。我也很想以三年 1% 的成本借很多钱，但我没有遇到麻烦，所以我不能得到它。(众笑)

如果你看看我们的银行系统，它所取得的成就真的很了不起。我当时认为，当财政部和美联储把这些银行家带到华盛顿，把他们的头撞在一起，说不管你喜欢与否，你都要拿这笔钱的时候，他们可能做得有点过火了。但总体而言，我认为这一政策对这个国家的经济非常有利。如果一些银行被迫筹集他们不需要的资本，你知道，作为其中一家银行的股东，我可能不喜欢这样，总体而言，我认为我们的社会受益巨大。我认为美联储和财政部在一段时期内处理事情相当明智，如果他们没有明智地处理这件事，我们今天的世界将会有很大的不同。查理？

芒格：是的。欧洲有很多我们没有的问题，我们有完整的联邦联盟，管理中央银行的国家可以印刷自己的货币，偿还自己的债务等等。而在欧洲，他们没有一个完整的联邦联盟，这使得处理这些压力变得非常非常困难。所以我们对美国的风险状况更放心。

巴菲特：一边是黑夜，一边是白天。我的意思是，在 2008 年的秋天，当伯南克和保尔森，以及美国总统含蓄地说，我们将做任何需要做的事情，你知道他们有权力，有意愿，去做任何需要做的事情。但是当你看到欧洲 17 个国家放弃了他们的主权，就他们的货币而言，欧洲有这个问题。亨利·基辛格很久以前就说过。他说，“如果我想打电话到欧洲，我应该拨什么号码？”想象一下，如果我们在 2008 年有 17 个州，我们必须让这些州的州长都去华盛顿，并就行动方案达成一致，而货币市场基金正在恐慌，商业票据正在恐慌，我们会有一个不同的结果。所以我会把欧洲银行和美国银行归为两个非常不同的类别。

7、芒格：用天然气代替煤炭的“白痴”

安德鲁·罗斯·索金：谢谢你，沃伦。这个问题来自一位在煤矿公司工作的股东，他问了以下问题：BNSF 铁路和中美能源是关键供应链中的两个关键环节。您能否描述一下您对煤炭和天然气投资的看法，以及您能否讨论一下当前的低价环境如何影响这些业务的前景？“你似乎创造了一个优雅的对冲。由于 BNSF 受到煤炭价格下跌的影响，中美能源可能会从其燃料来源的廉价出售中受益。”

巴菲特：是的。中美能源永远不会真正受益于煤炭价格，也不会受到太大的惩罚，**因为如果煤炭价格便宜，好处就会转嫁到客户身上，如果价格昂贵，成本就会转嫁到客户身上。**你知道，中美能源真是一个受监管的公用事业。我们有两个中美公司，一个中美控股和一个在爱荷华州运营的中美公司，然后我们在西海岸有公用事业公

司。但这些公用事业公司都是一个“中介”。他们需要高效运营，以实现他们的回报率，但如果他们高效运营，并符合公众利益，不管是煤炭还是劳动力，不管价格是什么，可能上升或下降，真的不会影响他们，尽管这会影响他们的客户。煤炭运输对美国所有铁路都很重要，而今年煤炭运输量下降。这可能会让你感兴趣。今年第一季度，美国的用电量下降了 4.7%。**用电量的显著下降当然影响了对煤炭的需求。**但另一件正在发生的事情是，正如你所提到的，但天然气跌到 2 美元以下的同时(现在略有上涨)，石油是 100 美元。如果五年前你告诉查理或我，石油和天然气的比例是 50:1，我想我们会问你是不是喝醉了。你有没有想过那是可能的，查理？

芒格：不，我认为现在发生的事情，用你的话来说，是愚蠢的。我们正在用完一种宝贵的资源，而我们需要它来制造肥料等等，同时也在节约一种珍贵但不那么珍贵的资源，那就是动力煤。如果是我在管理美国，我会用尽每一盎司的热煤，然后才去碰一滴天然气。但传统的观点恰恰相反。我认为我们刚刚发现的天然气储量是我们留给后代的最宝贵的东西。我不急着把它用完，而且**天然气比煤更值钱。**

巴菲特：尽管我们在定价方面看到了一些疯狂的事情，特别是天然气价格与石油的比例。我的意思是，当你进入发电领域时，你的固有基础发电设施是如此巨大，你不能真正改变太多的比例，尽管最近几个月发生了一些变化。在天然气发电可行的地方，它已经取代了一些煤炭发电。当然，在未来，你会看到这个国家煤炭发电的比例将会下降。但它不可能是戏剧性的。因为所涉及的兆瓦数太大了，不可能有一些大规模的改变。

观察整个油气比例的变化是非常有趣的，因为它已经改变了大家的想法，而且是在很短的时间内改变的。我的意思是，三年前，人们不会说这是可能的。

芒格：是的。经济学教授的传统智慧是，如果这发生在自由市场，那肯定没问题。它最终会发挥出最好的效果。但这不是我百分之百准确的看法。我认为这种想法也有例外。我认为以这样的价格使用天然气是疯狂的。

8、前进保险的技术没有威胁到 GEICO 的竞争优势

巴菲特：好的。Dowling 公司的加里·兰塞姆。

加里·兰塞姆：远程信息处理是汽车保险业务中最新的定价技术，你可以在车上安装一个小设备，然后根据实际驾驶行为获得折扣或其他定价方式。GEICO 如何跟上这种变化？GEICO 是否采取了其他措施来保持其在定价方面的竞争优势？

巴菲特：是的。正如你所知道的，前进保险(Progressive)可能是你刚才所描述技术的领导者。我们在 GEICO

还没有这样做，但如果我们认为有更好的方法来评估任何人发生事故的可能性，你知道，如果你去我们的网站获得报价，你必须通过回答 51 个问题，这比我希望的数量要多。每一项都是用来评估你发生事故的可能性。显然，如果你能和某人一起坐六个月的车，你可能会了解到很多关于倾向性的东西，尤其是他们不知道你在那里的时候，比如和你 16 岁的儿子在一起。但我不认为这是一个重大的变化，但如果它能让你更好地预测任何特定个人发生事故的可能性，我们会接受它，你知道，我们会努力摆脱那些不能真正告诉我们太多的技术。但如果我们看看你周围的这些人，我们一直在寻找更多的东西，能告诉我们他们在未来一年发生事故的可能性。

例如，毫无疑问，一个 16 岁的男孩比像我这样一年开 3500 英里的人更有可能出车祸，你知道，他开车的时候并不是为了给女孩留下好印象。(众笑)所以，这一点很明显。其中的一些问题是非常好的预测因素，但你不一定喜欢它。信用评分是可以预测的，但不是所有地方都允许使用，但它会告诉你很多关于驾驶习惯的信息。

我们将继续关注任何事情，但我没有在这个新实验中看到任何威胁 GEICO 的事情。GEICO 在今年的第一季度增加了大量的保费——现在第一季度是我们最好的季度。我忘了确切的数字是多少，但出于某种原因，二月被证明是最好的月份。我们的保单数量接近 30 万份。所以我们的营销工作做的非常好，我们的风险筛选工作非常有效，我们的客户续保也很好。所以 GEICO 是一个相当好的赚钱机器。这是我们经营的最好的业务之一，正如我在过去提到的，我认为我们大约以比有形账面价值高出 10 亿美元的价格收购了这项业务。你知道，它的价值远不止这些。我的意思是，根据我们支付的价格，这个数字在这些日子里肯定会比账面价值高出 150 亿美元。但我们根本不会卖，这丝毫不会诱惑我们。查理？

芒格：没什么要补充的。

9、投资的真谛是如何估值和如何看待市场

股东：嗨，查理和沃伦。我叫克里斯·里斯。我和一群来自夏洛茨维尔的弗吉尼亚大学的 MBA 学生在一起。近几年来，商学院为近期的一些经济状况承担了很多责任。你对改变我国商业领袖的培养方式有何建议？

巴菲特：嗯，我不知道。我不会因为大多数弊病而责怪商学院，查理你会吗？我认为他们教给学生很多关于投资的废话，但我不认为这是造成重大社会问题的原因。你怎么看？

芒格：不，但这是相当大的罪过。(众笑)

巴菲特：好的，你想详细说明什么是更多的罪恶。

芒格：不，不。我认为商学院的教育正在改善。(众笑)

巴菲特：这是一个低起点的暗示还是？

芒格：是的。(众笑)

巴菲特：我同意(众笑)。在投资领域，我想说的是，我们在主要商学院看到的最愚蠢的东西可能一直在投资领域，也许是因为这是我们的能力圈范围。我的意思是，令我震惊的是，学校是如何专注于金融理论中一种又一种的时尚的，而它通常是基于数学的。当它变得非常流行时，如果你希望在教师晋升方面取得进展，你几乎不可能抗拒它。违背前辈们的真知灼见，对你在各大商学院的职业道路来说都是非常危险的。

你知道，投资真的并不复杂。我会上几门课。我会有一门关于如何评估企业价值的课程，也会有一门关于如何思考市场的课程。我认为，如果人们掌握了这两门课程的基本原理，他们的情况会比学习现代投资组合理论或期权定价模型要好得多。在投资业务中，谁需要期权定价模型？你知道，当 Ray Kroc 创办麦当劳的时候，他没有考虑麦当劳股票的期权价值或什么的。他在考虑人们是否会买汉堡包，你知道，什么会导致他们进来消费，以及如何使这些薯条不同于其他人的，等等诸如此类的事情。投资的教学它完全偏离了。我有时会看一些学生常用的书籍，里面真的没有关于评估企业价值的内容，而这正是投资的意义所在。如果你以低于实际价值的价格收购企业，你就会赚钱。如果你明白你能估值的业务和你不能估值的业务之间的区别，你就会赚钱。你知道，这才是关键，但他们试图让它变得更困难，当然，任何特定领域中的大祭司都是这么做的。他们必须说服俗人听取牧师的意见。查理？

芒格：这种愚蠢也会蔓延到会计领域。对你所理解的生意来说，一个非常长期的期权(即你所理解的大企业的股票)，甚至是股票市场指数，定价的最佳方式不是使用 Black-Scholes 期权定价模型，但会计行业就是这样做的。他们想要某种标准化的解决方案，这种解决方案需要他们不去想太多，而他们已经有了。(众笑)

巴菲特：还有我们忘记得罪的人吗？(众笑)如果你能给我写个便条那就好了。卡罗尔？(笑)

10、"超高收入人群"税率太低

卡罗尔·卢米斯：说到不冒犯，报纸和电视上到处都在谈论"巴菲特法则"。但我认为，你对高收入人群应如何征税的概念，与现在颁布的"巴菲特法则"不同。这是来自堪萨斯城大都市区的 Leo Slazeman 提出的问题。

巴菲特：是的。我要说的是：它有不同的用途。我认为，在某些情况下这是故意的，因为攻击我没说过的话

比攻击我说过的话更有趣。基本上，这个提议是让那些收入非常高的人支付的税率与其他人支付的税率相匹配。

大多数人都相信，当他们看到税率之类的东西时，如果你一年挣 3000 万、4000 万或 5000 万美元，你可能至少支付 30% 的税率。很多人都认为是这样。但是数据是这样的，如果你看最近的一年，你把工资税和所得税都加起来，因为它们都代表你上缴了联邦政府，如果你拿美国收入最高的 400 个人来算，他们平均每人 2.7 亿美元。按人均计算，每人 2.7 亿美元。这 400 人中有 131 人的税率低于 15%。现在工资税也在计算之列。换句话说，他们支付的工资税低于标准工资税(而我们直到最近才有了这个优惠)，而工资税在过去十年的大部分时间里是 15.3%。

因此，根据"巴菲特法则"我们将有一个最低税率(只针对这些非常非常高的收入者)，基本上，这将使他们的税率恢复到 1992 年时的水平。当时前 400 名的平均收入只有 4500 万美元，而 400 名中只有 16 人的税率在 15% 或以下。但现在有 131 个人。如果计算 30% 的税率以下的占比，那这个比例更高，我就不说了。

但我想说，当我们要求美国公众共同做出牺牲时，我们得到了社会保障和医疗保险等各种承诺，但当我们正式告诉他们我们很抱歉，我们承诺得太多了，所以我们得削减一些开支。我至少会确保这些有巨额收入的人得到与他们过去的征税方式相当的税率，而与该地区三分之二的人以更高的税率纳税是相称的。所以征税方法应该改变一点，但它会影响到非常，非常，非常少的人。而这会筹集到很多钱。(掌声)

芒格：沃伦，你的建议是不是可以把 30% 中的一半捐给慈善机构，而不是政府？

巴菲特：是啊。但是税率，如果你要支付 50% 并获得慈善扣除，你必须全部是支付现金。如果你开始提供增值证券，如果你捐给私人基金会，你就会下降到 20%。

芒格：但是现在这个提案中有一些例外，比如奥巴马总统的提案，慈善捐款对你有帮助？

巴菲特：嗯，有一个法案，实际上，是由罗德岛的参议员 Sheldon Whitehouse 提出的。这是唯一的实际法案。这是投票表决的，但没有获得表决。它在参议院获得了 51 票，但还需要 60 票。我无法告诉你确切数字。

你知道，有各种其他的方法来达到同样的目的。我只是认为，像我这样拥有巨额收入的人，我没有税收规划，没有任何避税手段，没有瑞士银行账户，没有任何这类东西。但当我完成所有的计算时，你知道，我做了四个不同的计算，在三个不同的时间 2004 年、2006 年和 2010 年，在这三年里，当我的收入在 2500 万到 6500 万左右时，我是我们办公室里的最低的税率。在不同的时间，我们办公室里大概有 15 到 22 个人，办公室里的每个人都很惊讶。他们都是在 30% 这个税率。我有几次在 17% 这个税率水平，这是因为税法在过去的几年里发生了

变化，在某种程度上有利于那些赚大钱的人。

想象一下，有 2.7 亿美元的收入，而在 400 人中有 31 个人的税率低于 10%，这也包括工资税。就像我说的，你知道，我的清洁女工(顺便说一句，我一直在谈论我的清洁女工，我被要求解释)，我的妻子想要非常清楚。她没有一个清洁女工，这是办公室的清洁女工玛丽。(笑声)我的妻子没有厨师，没有清洁女工，她对我暗示她有一个有点厌烦。因此，我办公室的清洁女工一直在支付 15.3% 的社会保障税，而与此同时，相当多的年收入数亿美元的人支付的社会保障税不到 10%。我想是时候看一看了。(掌声)

11、巨灾保险很难定价

克里夫·加兰特：在过去的两年里，世界目睹了一些重大灾难带来的令人惊讶的巨大金融损失，包括智利、日本、新西兰的地震，以及泰国的洪水。近期，您预计巨灾风险对再保险定价的影响是什么？从长期来看，重大巨灾发生频率增加的趋势是否会影响伯克希尔对全球再保险业务的看法？

巴菲特：这很难，因为地震和飓风等事件的随机性，很难知道什么时候你真的有一个趋势。我们已经经历了全球变暖的情况。我的意思是，过去几个月里这里一直很热。几年前，天气极其寒冷。任何像影响我们全球的事物一样缓慢的变化，**将新趋势和随机趋势区分开真的不容易做到，我们倾向于做最坏的打算。**我的意思是，如果我们在新西兰看到的地震比以往更多，你知道，在过去几年里比过去 100 年里发生的更多，我们不会说我们会过去几年的情况只是偶然。但我们也不会再采用过去 100 年所隐含的数字。在过去的几个月里，我们在亚洲承保了更多的业务，我指的是新西兰、澳大利亚、日本和泰国。与一两年前或三年前相比，我们承保了更多的业务，因为他们遭受了一些巨大的损失，他们发现他们一直使用的费率确实不够。在某些情况下，他们正在寻找巨灾保险，如果我们认为费率是正确的，我们就会这样做。但没有人确切知道正确的费率是多少。

我的意思是，我们可以告诉你在过去的一百年里，加州发生了多少次 6.0 级或更大的地震，以及有多少次 3 级飓风袭击了佛罗里达州的两侧，等等。在这方面有各种各样的数据，但问题是，它能告诉你多少关于未来 50 年的信息？所以，如果我们认为我们得到了一个费率，在一个相当消极的假设下，那么我们就继续前进，我们在太平洋地区已经这样做了。

我不知道你是否知道，但去年新西兰的克赖斯特彻奇发生了两三次地震，但我相信第二次地震造成了大约 120 亿美元的保险损失。如果你把它与一个四五百万人口的国家联系起来并把它和我们在美国遇到的巨灾相比，

那就是 10 个卡特里娜飓风的规模。你知道，有一些非常严重的洪水，泰国的洪水也是如此。就整个国家的保费收入而言，损失是巨大的。因此，当这种情况发生时，每个人都会重新评估形势，如果我们认为我们得到了正确的价格，我们完全愿意接受非常大的投保。

你知道，我们有多达 100 亿美元的保险计划。现在，我们不希望这 100 亿美元与其他任何东西相关，我们希望确保我们得到正确的价格。但是我们可能会在某个时候承保一些。从我们的角度来看，世界上某些地区的巨灾保险业务市场确实比一两年有了显著改善，但并非每个地方都是如此。

12、如果没有补贴，风力发电就不会盈利

股东：早上好，巴菲特先生，芒格先生。我的名字是 Verne Fishenberry，我代表一群从堪萨斯州 Overland Park 赶来的投资者提出这个问题。中美能源在风能和太阳能领域有大量投资。补贴和激励措施对该行业有何影响？您能否分享一下您对可持续能源政策的想法？我想我们应该节约天然气。如何最恰当地利用这一资源？

巴菲特：是的。好吧，我相信我们在风力方面比太阳能大得多，尽管我们在过去的六个月左右进入了太阳能领域。我们有两个太阳能项目，我们拥有其中每个项目的 50%。但是我们已经做了很长一段时间的风电，我认为补贴是 10 年期每千瓦时 2.2 美分，这是联邦补贴。毫无疑问，在风经常刮的地区补贴可以使风电项目运作起来，而如果没有补贴，它们就不会运作，因为在这种情况下，根本无法盈利。因此，政府通过投入 2.2 美分的补贴，鼓励了大量的风电开发。我想如果没有的话，我猜就不会有风能开发了。我认为，如果没有这种补贴，我们的任何项目都没有意义。在太阳能方面，我们的项目得到了太平洋天然气和电力公司的一个非常长期的采购承诺。这与他们的特定义务或什么东西有关系，我的意思是，他们为什么希望以从我们这里购买的价格购买它，可能涉及一些补贴。我不知道具体情况。但这两个项目不管是太阳能还是风能项目如果没有补贴，就无法运行。如果 Greg Abel 在这里，能走到麦克风前纠正我的错误就好了。

当然，你不能指望风力作为你的基本载荷。我的意思是，它非常好，它产生的能源是非常干净的，但如果不刮风人们的灯可能就不亮了，不是每个人都想关灯。所以它是一种补充能源，它不能成为基础能源的一部分。查理，你有什么想法吗？格雷格在这里吗？查理，你先说吧。

芒格：我认为，当然，最终我们将不得不从这些可再生能源中获取大量电力，当然，我们将不得不在补贴的同时帮助这一进程。你知道，我认为这是非常明智的，这就是各国政府正在做的事情。

巴菲特：是的，你可以说未来是靠补贴出来，在某种意义上，现在是基于石油和天然气。格雷格在线吗？

格雷格·阿贝尔：沃伦，仅就风力发电项目和太阳能项目而言，你是完全正确的。显然，与风力相关的补贴使我们现在能够在我们的两个项目上建设 3000 兆瓦。你是绝对正确的，如果没有这种补贴，我们就不会前进。在太阳能方面，实际上还有一些其他的激励措施。你会获得了与构建资产相关的巨大激励。我们在建造它的过程中收回了 30% 的建设成本。伯克希尔是一个完全的纳税人，这是一个巨大的优势，而美国的很多其他实体都不是，或者说，竞争这些项目的企业实体相对于我们自己，通常对这些类型的资产没有税收偏好。因此，我们确实受益于正在进行的税收结构，这是毫无疑问的，无论是在风能和太阳能领域。

巴菲特：格雷格说到了一个人们对伯克希尔不了解的观点——通常是不理解。我们有明显的竞争优势。这并不是独一无二的，但这是一个明显的竞争优势，因为伯克希尔支付了大量的联邦所得税。因此，例如，当能源领域有涉及税收抵免的项目时，我们可以使用它们，因为我们要缴纳很多税，因此，我们得到了一美元换一美元的好处。我没有数据，但我猜想美国可能有 80% 的公用事业公司无法从我们刚才所说的事情中获得全部的税收优惠，或者任何税收优惠，因为他们不支付任何联邦所得税。他们使用了红利折旧抵税的优惠政策，这是去年实施的，第一年就可以得到 100% 的抵免，他们抹去了他们的应纳税所得额。如果他们已经通过诸如红利折旧之类的东西抵消了他们的应税收入，他们就不能对获得税收抵免的风力项目或太阳能发电项目有任何兴趣。因此，作为伯克希尔的一部分，这是一个巨大的纳税人，中美能源有额外的能力去做很多项目，而不用担心他们是否耗尽了他们的纳税能力。这是我们的优势。Becky？

(bonus depreciation 红利折旧法案指的是在 2001-2004 年以及 2008 年至今，美国实施的一项法案，即如果企业投资是用于购买新的设备等固定资产(不包括地产土地等)，则合规的资产允许在购买当年给予一个折旧优惠，即当年可以将投资的 30-100% 直接计提为当年的折旧，用于冲抵应纳税所得额，剩下的额度按照正常的加速折旧法进行。从时间价值上讲，虽然企业购买的资产最终都要折旧，并且假设税率不变其 depreciation 总额相同，但因为第一年折旧较多，所以从税盾的折现价值上来看，会有一定的优惠。并且如果当年要交税，这种激励可以鼓励企业投资一点来冲抵税款，直接带来正的现金流，自己投资总比交税合算。)

13、政治观点不应影响投资决策

Becky：这个问题来自乔治亚州 Brunswick 的 John。他说，作为个人，你显然有权就任何和所有问题发表自己的看法，但最近围绕巴菲特税的宣传已经变得相当响亮。作为股东，我担心这在某种程度上限制了一些人对伯克希尔股票的兴趣。例如，我 84 岁的父亲对投资伯克希尔不感兴趣，因为他反对这种税收立场。"作为一家上市公司的 CEO，为了改善公司和股价，是否应该减少一些政治对话？"

巴菲特：是的。这是一个经常提出的问题。(掌声)我不认为伯克希尔的任何员工，我不认为我们拥有股票的任何公司的 CEO，应该以任何方式限制他们的公民身份。(掌声)

当查理和我接受这份工作时，我们并没有决定把我们的公民身份放弃。如果他们不同意我们，那也没关系。我觉得这有点傻。我不知道美国运通 CEO 肯·切诺特(Ken Chenault)、可口可乐 CEO 穆赫塔尔·肯特(Muhtar Kent)或富国银行 CEO 约翰·斯坦普夫(John Stumpf)的政治观点是什么。(笑)但他们经营的这些业务中，我们有 10 个。我的意思是，我们与 IBM 首席执行官罗睿兰有 120 亿美元的合作。我不知道她的政治立场是什么，我也不知道她的宗教信仰是什么。她有各种各样的个人观点，我敢肯定，可能比我的更好，但这没有任何区别。我只想知道她是怎么做生意的。我真的认为，如果一个 84 岁的老人根据他在政治上的立场来决定他的投资，那在我看来，你还不不如根据福克斯电视台去投资。(笑声和掌声)查理？

芒格：我想说的是，沃伦关于富人税收的观点降低了我在一家乡村俱乐部的人气。(众笑)

巴菲特：如果这能让他远离乡村俱乐部，我完全赞成。

芒格：为了参与这项计划，我愿意承担这一不利因素。(众笑)

巴菲特：查理和我，我们在很多事情上的分歧并不像你想象的那么多，但在过去 53 年里，我们在一些事情上肯定是有分歧的。但我们 53 年来从未发生过争吵。如果你努力的话，也许你可以从这里开始。(众笑)但政治方面它是不相关的。我的意思是，今年 11 月，大约一半的美国人会有这样的感觉，而另一半人会有不同的感觉。如果你开始选择你的投资，或你的朋友，或你的邻居，是基于试图让人们完全同意你的话，我认为你将过着一种非常奇特的生活。

14、潜在交易的规模受限于不使用新发行股票的承诺

杰伊·盖尔布：沃伦，这个问题是关于收购的。你会考虑超过 200 亿美元的收购吗？如果是这样的话，它的资金来源会不会是现有的现金，以及发行债券和股票，或者甚至是出售现有的投资？

巴菲特：是的。就在一两个月前，我们在这里考虑了一个我们本来希望我们能够做到的项目。大概有 220 亿。我的意思是，它超过 200 亿美元，它得到了越来越多的延伸，特别是因为我们根本不会使用我们的股票。我们在收购 BNSF 时使用了股票，我们觉得这是个错误，但实际上，我们用它做了大约 30%的交易，我们觉得我们在现金方面做得足够好，总体来说，组合是可以的。但我们现在不会使用我们的股票，甚至不会为一些交易的 30-

40%使用它。这很难想象。所以我们真的——

芒格：这很难想象，但有可能发生。

巴菲特：这可能发生。但我不认为这会发生。(笑)所以，我们看了这个 220 或 230 亿美元的交易，如果我们能够达成交易，我们会这么做。但它不会让我们的现金捉襟见肘，**我们不会把它推到让我们的现金低于 200 亿美元的地步。我们会出售证券，我们会做任何必要的事情，在完成交易时拥有 200 亿美元的现金余额。**但我不得不卖掉一些我不想卖的证券。我很喜欢这笔交易，所以我会这么做的。

现在，如果那是 400 亿，无论我多么喜欢它，我不认为我会想剥离 250 亿左右的**有价证券**试图完成它，而且我当然不想处于不确定中，我不知道钱到底从哪里来，因为在市场上总有可能受到一些可怕的冲击。不过，如果你有一笔 200 亿美元的交易，我有一个私人电话号码，所以(笑声)

但实际上交易已经达到了某种高度，我们开始有点犹豫，不知道我们会在哪里拿到钱。另一方面，我们的资金正在逐月增加，所以如果我们能达成 200 亿美元的正确交易，我们会这么做。明年如果我们还没有达成协议，我可能会说，如果我们能找到合适的 300 亿美元的协议，我们也会这么做。

15、我们不能把工作机会带回美国，因为他们从未离开

股东：Glenn Mollenhour，来自 Westlake, Ohio。首先，我要感谢你们今天邀请我们来到这里。很不错。沃伦，我想明晚和你在 Glide 餐厅共进晚餐。

巴菲特：他们将于 6 月在 Glide 进行竞标。去年它卖了 260 万。(众笑)

股东：我的问题是关于工作机会回归美国。我注意到一些公司已经开始把工作机会带回美国。伯克希尔是否打算对他们从美国离开的任何工作都这样做？

巴菲特：好的，我必须在这里结束我的胡说八道——我要说的是，在报告的后面列出的 200 个工作岗位中，我们拥有的工作岗位数量大约是 27 万个，年底是 270,858 个。我不认为我们有超过 1.5 万人在美国之外。因此，正如我在年报中所说，我们去年在工厂设备上的投资超过 80 亿美元，其中 95%左右是在美国，不是在股票上，不是在收购上，而是在工厂设备上。所以我们在世界各地并没有太多雇员。(掌声)

我并不反对海外投资。我的意思是，我们的伊斯卡公司总部设在以色列，业务遍及世界各地。我去过他们在日本的工厂，我去过他们在韩国的工厂，我去了他们在印度的工厂。他们销售的产品将销往世界各地。对他们来

说，美国是一个重要的市场，但并不是他们业务的主要部分。因此，该公司有大约 11000 名员工，其中相对较少的人将在美国工作。我们想在美国做更多的生意，但我们也想在韩国、日本和印度做更多的生意。我们在英国有公用事业业务，但除此之外，我们最近刚刚在澳大利亚的 Marmon Here 收购了一家企业。好吧，就在公告宣布的最后一天左右，我们在 CTB 收购了一家，我们和 CTB 有一段很棒的历史。Vic Mancinelli 一直是一个管理企业的伟人。就在过去一两天，CTB 收购了荷兰家禽加工设备制造商 Meyn Holding，尽管他们在这里也有业务。

但我要说的是，10 年后，当你看到我们员工的分布情况时，你会发现我们有更多的员工，可能有成千上万的员工。其中一些人将在这个国家之外，但大多数人将在这个国家。我们发现在美国有很多机会。机会并不少。不管是去年的 82 亿美元还是其他，我们很乐意拿出这笔钱，今年我们将拿出更多。我的意思是，这是一片充满机会的土地。这并不是要打击其他地方的机会。但我们发现有很多事情可以做，我们认为，在这个国家，这些事情很有意义。查理？

芒格：如果它从来没有离开过，你不可能带回很多东西。(众笑)

巴菲特：这是我的答案的加长版。(众笑) 安德鲁？

16、巴菲特的前列腺癌治疗不值一提

安德鲁·罗斯·索尔金：沃伦，我应该说我并不打算问你这个问题，但在过去的一小时里，我收到了大约 20 多封来自这间会议室的股东的电子邮件，他们想问这个问题，所以我会问，你感觉怎么样？

巴菲特：我感觉棒极了。顺便说一句，我总是感觉很棒。那不是新闻。(掌声)

我爱我所做的。我和我爱的人一起工作。一天比一天有趣。基本上，我似乎有一个良好的免疫系统。你知道，我的饮食是这样的，任何傻瓜都可以清楚地看到，我吃得很好。(众笑)我只能说它很有效。

我有四个医生，我想他们中至少有几个拥有伯克希尔股份。大约两周前，我和我的妻子和女儿听了他们四个人一个半小时的演讲。他们描述了各种替代方案，他们推荐的那些，不涉及一天的住院治疗。他们并不要求我休息一天。而我继续生存的概率大幅上升。我读过一篇文章，上面写的是 10 年的 99.5%。所以，你知道，也许我会被一个嫉妒的丈夫射杀(笑声)，但是这真的是一件小事，查理会告诉你这有多小。

芒格：事实上，我对沃伦得到的所有关注和同情相当不满。(众笑)我得前列腺癌的次数可能比他多。(众笑)

巴菲特：他在吹牛。

芒格：我不知道，因为我不让他们测试。(笑声和掌声)

巴菲特：他不是在开玩笑。(笑)

芒格：无论如何，我需要同情。(众笑)

巴菲特：我的秘书受到了太多的关注，所以我决定必须把聚光灯重新投向我自己。(众笑)

说真的，这不是什么大事。医疗中心离办公室只有两分钟的路程，在这两个月里，我每天下午都要去那里，只需要几分钟的时间。我的精力可能会少一些，但这可能意味着我会少做一些愚蠢的事情，谁知道呢？(众笑)

17、我们将以合适的价格承担年金负债

加里·兰塞姆：是的。你的保险业务已经占据了一些财产意外险业务的很大一部分。还有另一项业务的流失量也在不断增加，那就是年金业务，Hartford、ING、Cigna 等等。有没有一个时间，或者有没有条件，你可以考虑承接其中的一些业务？

巴菲特：当然。实际上，在我们的一些业务中，我们承担了一些年金，但它通常被归类为财产意外险。但我们会承接年金险。问题就在这里，在对这类东西进行投标时，我们不会假设有任何比无风险利率好得多的东西。我的意思是，我们不喜欢承担长期负债，并为此支付高于国债或什么的 150 个基点。有些人会这么做。在未来几年，他们可能不会像我们一样兑现这些承诺。但我们希望以具有吸引力的利率获得负债资金。现在，最有吸引力的是，如果我们在财产意外险业务实现承保盈利，就相当于免费获得它。但我们愿意支付年金型负债，我认为这是可能的，我们在英国做过一些。我们实际上已经承保了一点，但不是很大。但我们开始承保更多。

18、巴菲特会采取什么不同的做法？

股东：早上好，沃伦和查理。很高兴你感觉很好。我叫瑞安·博伊尔，今年 26 岁，在芝加哥的一家私募股权公司工作。如果你是我，有机会重新开始，你会考虑进入哪些领域？你认为我们这一代会有和你们一样多的机会吗？如果不是，你会关注新兴市场吗？

巴菲特：哦，我认为你有各种各样的机会。我可能会做我一生中做过的很多事情，除了我会试着更早地开始投资，我还会试着在经营合伙公司时做得更好一点，在更快地聚集资金方面。我曾经合伙人一起工作，收到 5000 美元的捐款(父亲)，而且，我会尽可能早地建立一份经过审计的业绩记录。我会尝试吸引一些资金，然后当我从投资中积累了相当数量的资金时，我会尝试进入一些更有趣的东西，那就是收购企业以保持下去。

你提到了私募股权基金，通常是买入企业再卖出。我不想做企业买卖生意。我的意思是，如果我和那些带着业务来找我的人建立了联系，他们想加入伯克希尔，我希望这是永久的。这让我非常满意。但进入这个行业需要一些资本，而我刚开始的时候没有任何资本，所以我通过为自己和其他人管理资金，结合起来建立了这个行业。就像我说的，我会让我们尽快完成这个资本积累过程，然后进入一个游戏，在那里我可以购买对我有意义和有趣的企业。我会用我的余生来做这件事，就像我过去做过的那样。查理？

芒格：嗯，我也没有什么要补充的。

巴菲特：顺便说一下，我会和查理一起做。(笑) 卡罗尔？

19、当"市场先生"表现得像个"精神病患者"时，要好好利用

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自一个人，他认为伯克希尔的股票因为你谈论巴菲特规则而被压低了一些。我知道你说你对此表示怀疑，但他怀疑这个领域至少有 95% 的人认为伯克希尔的股票被低估了。如果你们不认为是巴菲特规则，那么你们每个人都能给我们谈谈你们的观点，为什么股票停留在这些水平？

巴菲特：是的。我们已经经营伯克希尔 47 年了。有四五次我们认为它被严重低估了。我们看到，在相当短的时期内，价格腰斩有至少 4 次，或者说大致减半。我要说的是：如果你经营任何一家企业很长一段时间，总会有估值过高的时候，有时也会有估值过低的时候。汤姆·墨菲经营着世界上有史以来最成功的公司之一(首府广播公司)，在 1970 年代初，他的股票售价只有净资产的 1/3 左右。而且，你知道，伯克希尔早在 2000/2001 年，每当我在年度报告中写到我们也要回购股票时，都是以我认为非常低的价格出售，而我们没有回购到任何股票。但股票的魅力在于，它们确实会不时地以愚蠢的价格出售。查理和我就是这么发财的。

你知道，本·格雷厄姆在《聪明投资者》第 8 章中写到了这一点。你知道，**第 8 章和第 20 章是你在这个世界上致富所需要做的一切。**第 8 章说，在市场中，你会有一个叫"市场先生"的合伙人，他作为你的合伙人的好处是，他有点像精神病患者(笑声)，随着时间的推移，他会做出非常奇怪的事情，你的工作是要记住，**他在那里是为你服务的而不是给你建议的。**如果你能保持这种精神状态，那么市场先生每天为世界上每一家主要企业向你提供的成千上万的价格，实际上，他犯了很多错误，他犯错误的原因各种各样。**当他在任何特定时间，主动提出以相同的价格向你买卖任何特定的证券的时候，你所要做的就是偶尔满足他的要求。**

因此，股票定价错误是系统固有的，伯克希尔也不例外。我认为，总体而言，伯克希尔在 47 年左右的时间

里，比大多数大型公司更接近于围绕其内在价值进行交易。如果你看一下我们在某一年从高点到低点的波动范围，并将其与其他 100 只股票的高低波动范围进行比较，我认为你会发现我们的股票波动幅度比大多数股票要小，这是一个好的迹象。但我可以告诉你，在未来 20 年，伯克希尔总有一天会被严重高估，在某些时候又会被严重低估。对于可口可乐、富国银行、IBM 和所有其他证券都一样，只是我不知道在什么时候以什么顺序出现。

但最重要的是，你做决定是基于你对业务价值的思考是什么。如果你的买卖决策是基于你认为一家企业的价值，而且你坚持只买卖，你有充分的理由认为你可以估值的企业，那么你在股票投资方面就会表现出色。

股市是世界上最乐于助人、最赚钱的地方，因为你什么都不用做。你知道，你坐在那里看着，数千家企业被买卖双方以相同的价格交易，而且价格每天都在变化，你已经获得了很多关于这些企业的大量信息，而你不必做任何事情。你只需要把它和你手头上的其他投资机会进行比较。

我是说，你不能像交易股票一样交易农场。如果你拥有一个农场，而你旁边的人也拥有一个农场，你想要买下他的农场或者其他什么，他不会每天给出一个价格来购买你的农场或卖给你他的农场，但你可以通过伯克希尔或 IBM 的股票这样做。这是一场精彩的比赛。如果你不把这些规则颠倒过来，反而开始表现得像一个喝醉的精神病患者，而不是像一个利用规则的人，那么这些规则就会对你不利。查理？

芒格：这个地方的有趣之处在于，我们有了更多的乐趣，我们变得足够富有，所以我们购买了企业和股票，而不是转手就卖出。这是一种更有建设性的生活。所以你越快进入我们的状态，你的情况就越好。（众笑）

巴菲特：你应该为他只有 88 岁，而我只有 81 岁的事实感到非常鼓舞。想想看，这可能需要一段时间。（笑）

20、我们忽略了标题和宏观因素

克里夫·加兰特：我想，在你谈到醉酒的市场时，有没有系统性风险恐惧，导致你在购买股票的渴望中停下来？在 2008-09 年的时候，为什么你当时没有更有侵略性？

巴菲特：你可能会发现这很有趣。查理和我，在我的记忆中，53 年来，我认为我们从来没有讨论过买卖一只股票或一家企业，是基于我们讨论过的宏观事务。我的意思是，如果我们找到一家我们认为自己了解的企业，而且我们喜欢它的报价，我们就会买下它。头条新闻是什么，美联储正在做什么，欧洲正在发生什么，都不会有任何区别。我们买下它。你知道，总是会有好消息和坏消息，哪个消息得到最多的关注，取决于人们或报纸编辑或任何人的情绪。你知道，在 1942 年 6 月我买了我的第一只股票的时候，发生了有很多糟糕的事情。你知道，直到

中途岛战役我们才扭转战局。我的意思是，当时我所有的老朋友都消失了，我们不生产人们想要的任何商品，我们打算建造战舰和其他其他海里的东西，结果我们还是打输了，但当时股票很便宜。

2008 年 10 月，我在《泰晤士报》上写了那篇文章。我本应该几个月后再写的，但最后，我说我们刚刚经历了一场金融恐慌，它会蔓延到经济中，你知道，你会读到各种各样的坏消息，但那又怎样，你知道吗？美国不会消失。股票很便宜。我们关注价值，我们根本不看头条新闻。每个人都认为我们坐在一起谈论宏观因素。我们真的没有讨论任何宏观因素。查理？

芒格：是的，但我们确实是在恐慌的底部保留了流动性储备，如果我们知道情况不会变得更糟，我们就会花掉，但我们不知道。

巴菲特：是的。我们知道自己什么不知道。我们都知道我们不想破产，我们先从这一点开始。我们知道，如果你有相当数量的流动性储备，而且没有任何短期债务等等，你就不会破产。所以我们的第一条规则是，无论发生什么，明天都要继续在游戏里。但如果我们能够保证这一点，同时我们可以找到有吸引力的东西，我们就会买下它。查理有一家小公司叫每日新闻(Daily Journal)，他坐在那里，有一大笔现金。当 2008 年到来的时候，他出去买了一些股票。他不肯告诉我他们的名字，但是你知道，那是该花钱的时候，而不是坐在钱上面。能告诉我股票的名字吗，查理？(众笑)你从他那里什么也得不到。(众笑)

21、伯克希尔旗下的大型子公司在过去 5 年"表现良好"

股东：巴菲特先生，芒格先生，谢谢你们的灵感和洞察力。当你看一看伯克希尔拥有的稳定的业务，哪些业务在过去五年中极大地提高了其竞争地位，为什么？反过来说，也许你会说出一个不那么幸运的企业。

巴菲特：是的。我们不喜欢抛弃那些没有做得很好的公司，这是毫无疑问的。幸运的是，大公司做得很好。毫无疑问，我们没有拥有全部大公司。但在过去五年里我们实际上拥有了一块重要资产 BNSF 铁路。在过去的 15 年或 20 年里，铁路业务的地位得到了极大的改善，但由于非常根本的原因，我早就该想明白的，但它一直持续到今天。我的意思是，这是运输大批量的货物一种极其高效和环保的运输方式。这是一种无法复制的资产，而它的售价却只有 3-5 倍的市盈率。因此，这是一个比 5 年或 10 年前好得多的业务。

现在，GEICO 是一个比 5 年或 10 年前好得多的业务，尽管我认为你可以预测这是很有可能发生的。但你知道，我们现在已经接近 10%的市场份额。你回到 1995 年，我们只有 2%的市场份额。我们具备了扩大规模的要

素，然后幸运的是，我们有 Tony Nicely，他绝对最大限度地发挥了我们的潜力。

GEICO 的价值比我们买下它的时候高出了数十亿美元。BNSF 的价值比我们刚买下它时高出了数十亿美元，尽管它是最近才买下的。中美能源做了一项伟大的工作。我们在 1999 年以每股 34 美元左右的价格购买了这只股票，我认为我们现在的估价是每股 250 美元左右，这是在公用事业业务中。自我们六年前买了 ISCAR 之后，它的表现一直都很棒。他们就是停不下来。他们什么都做得很好。我不想和他们竞争。所以我们有很多这样的人。

芒格：我们有 80% 左右的企业至少在内在价值上增强了实力。

巴菲特：是的。如果按内在价值计算，我会说超过 80%。不是按市场报价，而是按内在价值。

芒格：按内在价值算的话，我们一点也不痛苦。但我们永远没法让这个比率达到 100%。

巴菲特：那是因为我们很可能在购买过程中犯了错误。我的意思是，这是因为 I 错误地估计了企业的竞争地位。而不是因为管理上的失误。要么是因为我身边的钱太多了，要么是我喝了太多樱桃可乐或其他什么东西，我以一种非常不恰当的方式来评估未来的竞争地位。但这并不是因为它真的改变了我这么多。你知道，我们已经做了一些。但那些大的公司都做的很好。通用再保险，它花了几年时间才解决了真正的问题。我的意思是，Tad Montross 在那里经营着一家很棒的公司。Ajit Jain 从无到有，创造了价值数百亿美元的再保险业务。你知道，他在 1985 年走进办公室，第一次进入保险行业，但他只是把头脑、精力和性格带到了某些事情上，我们给他一些资金支持，他创造了一个我从未见过的企业。查理？

芒格：我们非常幸运。有趣的是，好运不会因为沃伦的离开而消失。(众笑)这对他没有帮助，但是——(笑声)

巴菲特：你必须在本次会议的后半部分对此做出解释。(众笑) Becky？

22、伯克希尔在任何时候都在考虑最糟糕的情况

Becky：这个问题来自德克萨斯州达拉斯市的 Joel Bannister，他说，沃伦，你亲自过问衍生品。在你的任期结束后，谁来管理这些大规模杀伤性武器？我们不希望像 AIG 一样沦落到别人的监管之下。另外，我戴着你去年在 Borsheims 年会上卖给我妻子的结婚戒指。

巴菲特：很明显，他是一个很聪明的人。(众笑)

是的，我不认为在我离开后会有很多衍生品。事实上，当我在的时候，不会有太多的衍生品。我是说，这没什么大不了的。但很可能会有。我要说的是，因为在我们的某些公用事业运营中，他们几乎需要从事某些类型的

衍生品活动。他们回应公用事业委员会希望他们规避某些类型的活动。然后他们进行套期保值。有一些衍生产品适合这样做，但范围并不大。例如，铁路以前对柴油进行了套期保值。他们将来可能会这么做，也可能不会。所以有些业务会有一些小的仓位。

我认为将来会有几个投资经理人接替我，至少两个，他们现在已经加入伯克希尔，托德·库姆斯和泰德·韦施勒。我们和他们两个都打了一个本垒打。我们得到了比我们应得的更好的人选，但查理和我喜欢这样。他们几乎不可能在衍生品方面做任何交易，尽管我不会限制他们这么做，因为他们是聪明人，有时衍生品会被错误定价。但在伯克希尔，这不会成为一个重要因素。我认为我们的衍生品头寸将会做得很好。到目前为止，我们在到期的衍生品上做得很好，我喜欢这些头寸。但有关抵押的规则已经改变，我不喜欢让我们面对任何会让我担心伯克希尔的财务状况的事情，比如美联储明天遭到核弹袭击，或者类似的事情，或者在欧洲发生了一些可怕的事情。

伯克希尔在任何时候都在考虑最糟糕的情况。查理和我可能比你能找到的任何两个经理都更多地考虑最坏的情况，我们永远不会让自己暴露在最坏的情况下。抵押品的规则要求意味着你将自己置于这样一种境地，你可能必须在明天早上拿出一些现金，而我们永远不会大规模地这样做，因为我们不知道明天早上会发生什么。查理？

芒格：衍生品已经困扰了一些人。如果我们不得不签正常定价的合同，我们就永远不会进入。我们的信誉比任何人都好，我们得到了更好的财务条件。我认为，到这一切都结束的时候，我们将至少赚到 100 亿美元，也许更多。换句话说，如果我们签了那些合同，我们会非常幸运。

23、不同公司采用不同的估值方法

杰伊·盖尔布：沃伦，当你讨论伯克希尔的内在价值时，你为什么只以每股现金加投资来评价保险业务？

那么非保险业务的税前盈利的合理倍数是多少呢？

巴菲特：我并不像你所说的那样看重保险业务。例如，我对 GEICO 的估值与对通用再保险的估值不同，甚至对我们的一些小公司的估值也不同。但基本上，我会说 GEICO 的内在价值比它的账面价值和浮存金的总和更大，明显更大。但我不会这么说我们的其他一些保险业务。这有两个原因。第一我认为假设 GEICO 在未来十年或二十年内获得可观的承保盈利是非常合理的，第二我认为它很可能会有显著的增长。而这是两个价值巨大的因素。所以这增加了当前的浮存金价值(可用于投资的零成本且增长的浮存金)，但我不能说其他一些业务也是如此。但无论如何，你已经对此有了自己的估值，就经营业务而言，显然不同的企业有不同的特点。

但我很想收购一批新的运营企业，它们在所有领域都有类似的竞争地位。在目前的情况下，我愿意以税前收益 9 倍、也许是税前收益 10 倍的价格购买这些业务。我不是在说 EBITDA 之类的东西，这是胡说八道。我说的是经常性的税前收益。如果他们有类似的特点，我们可能会多付一些，因为我们对他们的了解比我们对其他一些企业的了解要多得多。你会怎么说，查理？

芒格：当你使用 EBITDA 这个词时，我对自己说，我甚至不喜欢听到这个词。(众笑)涉及 EBITDA 的疯狂想法太多了。在真正计入成本之前的收益(有个屁用)。(众笑)

巴菲特：是的。我们更喜欢 EBE 这个词，意思是收益高于一切。(众笑) EBITDA 是无稽之谈。我的意思是，如果做个比较，一个企业的设备需要在两年内折旧，然后一些企业几乎不使用资本，像喜斯糖果，那 EBITDA 这就是胡说八道。但 EBITDA 适用于那些以出售公司为目的的人。就像查理的朋友以前卖鱼饵一样，查理，对吧？

芒格：对。他们不把这些鱼饵卖给鱼。(笑)

24、巴菲特对黄金的否定"激起激情"

股东：来自凤凰城的尼尔·斯坦霍夫。感谢您召开今天的会议。你刚才提到你很担心你和查理会暴露自己。好吧，我很高兴你没有那样做。(众笑)自 1999 年以来，伯克希尔的股票没有明显上涨，而黄金却涨了好几倍。我拥有你的股票不是因为你的魅力。我拥有它是为了赚钱。发生了什么？

巴菲特：我想说的是：当我们接管伯克希尔时，金价为 20 美元，伯克希尔为 15 美元，现在金价为 1600 美元，伯克希尔为 12 万美元。所以你可以选择不同的开始时期(你丫买贵啦)(掌声)。

很明显，你可以选择任何在过去的一个月或一年里涨了很多的股票。它将击败 90%或 95%的其他投资。但有一件事我会用我的生命来打赌，基本上，在 50 年的时间里，伯克希尔不仅会比黄金表现得更好，而且作为一个整体，普通股也会比黄金表现得更好，很可能农田也会表现得比黄金好。我的意思是，如果你现在拥有一盎司黄金，你知道，你在未来的一百年里爱抚它，一百年后你还只是拥有一盎司黄金。如果你拥有一百英亩的农田，一百年后你也会拥有一百英亩的农田，但你会把一百年的产出拿去卖掉，在这个过程中你可能会买更多的农田。在很长一段时期内，非生产性投资很难超过生产性投资。我认识到了这一点。它非常有趣。我可以说债券不好，美联储主席 Ben Bernanke 仍然对我微笑。你知道，我可以说有些股票是不好的，但如果你说任何关于黄金的负面的东西，它会激起人们的热情，这有点令人着迷。因为通常如果你理智地思考一些事情，人们说什么通常不会对

你有太大的影响。问题应该是，你的事实是否正确，你的推理是否正确。但当你遇到真正对黄金感兴趣的人时，我来自一个父亲喜欢黄金的家庭。他很宽容。他可以对此进行讨论。我发现很多人对此很困难。查理？

芒格：嗯，我对持有黄金从来没有丝毫兴趣。与企业 and 从事商业的人一起工作是一种更好的生活。我无法想象还有比一群金甲虫更糟糕的人群了。(众笑)

25、巴菲特："我最好的创意都在伯克希尔"

安德鲁·罗斯·索尔金：关于这个话题有好几个人问。你在 CNBC 的一次采访中说，你用个人账户购买了摩根大通的股票。你能解释一下你是如何决定进行个人投资，而不是作为伯克希尔股东的受托人进行投资的吗？同时，您能否分享一些您最近为自己的帐户购买的股票名称？(掌声)

巴菲特：事实上，我更喜欢富国银行，而不是摩根大通，但我还是买了，而且伯克希尔已经买了而且正在继续购买富国银行，这让我个人无法去买富国银行了。因此，我做了一个对我个人不太喜欢但对伯克希尔来说我非常喜欢的事情。这就是我的问题之一，我不能买伯克希尔正在买的东西，我手头有一些钱，因此，我进入了第二选择，或者进入像我对韩国公司那样的小公司之类的东西。但我最好的点子都在伯克希尔。我可以向你保证。查理？查理也买了房地产，为了避免这个问题，他还买了很多不同的东西。

芒格：是的。但基本上，芒格家族只做了两三个投资。实际上我对分散投资毫无兴趣，除非它在伯克希尔这样的大公司自动发生。我很高兴有一天我开始摆脱了股票报价机的报价。我喜欢这种买入并持有的投资方式。这是一种很棒的生活方式，你可以和更好的阶层的人打交道，这对我们所有人都很有效。

我不认为你需要担心沃伦的个人投资。他在伯克希尔的投资是如此巨大，而那些投资相对来说是如此小。更重要的是，如果 BRK 是你生活中的主要投资，那你的生活就非常美好。

巴菲特：如果你有 98.5% 的资金在伯克希尔，你真的需要去思考什么投资对这 1.5% 是最好的，那你就有点疯狂了。(笑)你应该考虑伯克希尔，我可以向你保证，我是这么做的。

芒格：他确实更喜欢富国银行而不是摩根大通。

巴菲特：是的，我知道。我们在伯克希尔有 400 多万股富国银行的股票。我当然很喜欢摩根大通，但我更了解富国银行。更容易理解。所以，我们在第一季度买了富国银行。我们去年也买了富国银行。我们已经买了很多年了。如果我没有管理伯克希尔，而是坐拥自己的资金，我会在富国银行投入很多资金，我可能也会在摩根大通

上有一些资金。加里？

26、为什么 BNSF 是 National Indemnity 的子公司？

加里·兰塞姆：当伯克希尔收购 BNSF 时，它将财产意外险行业的盈余提高了约 4%。一家财产保险公司拥有如此大的非经营性公司是不寻常的。我还认为你的整个组织结构具有挑战性，有很多不同的部分，这引起了资本效率的问题。我想知道的是，无论是监管还是其他方面，你们的组织结构中是否有任何部分，在以最佳方式利用资本方面，存在任何障碍？特别是对 BNSF 而言。

巴菲特：是的。嗯，我想说的是，我们寿险公司的资金对我们的效用较小。我宁愿将 1 亿美元投入我们的财产保险公司，而不是 1 亿美元投入我们的寿险公司，**因为我们在寿险公司的资金用途方面受到更多限制**。因此，我们在寿险业务中投入了相当多的资金，但在我看来，这些资金在几年内不可能像我们在财产意外险业务中投入的资金那样得到有效利用。与财险业务相比，寿险业务是一种劣势。

而最好的投资——显然，我们最喜欢投入资金的地方是控股公司。我们现在在控股公司有大约 100 亿美元现金，这样你就拥有了最大的灵活性。我们的大多数运营企业都保留了比他们所需更多的现金，但它就放在那里。而只要有 200 亿在某个地方，我就觉得很舒服。**只要我手上有 200 亿，那就不会有任何让我失眠的东西**。这可能大大超过了我们的需要，但它只是让我们感到舒适，它让我们感觉，只要不利因素得到了保护，我们可以更积极的做其他事情。

将 BNSF 铁路纳入国民保险公司，只是我们认为拥有这样一笔巨大的资产是件好事，它可以让评级机构和所有人都感到放心，对我们没有任何不利。非常有趣的是，评级机构(至少有一家)表示，他们不想给我们这些资产任何信贷额度，尽管如果我们持有 20% 的股份(就像我们之前一样)，他们会按其市场价值给予我们全额的信贷。但我没有在这方面给他们施加太多压力。

我认为，这些事情的安排都是有一定逻辑的。如果我们要进行一次大规模收购，可能需要将一些资金从一个地方转移到另一个地方，所以我们总是会让每个地方都有足够的资本。如果你能想出一种方法，让我可以像使用财产险资金一样使用寿险资金，给我打电话。我有一个 800 号码。(笑)

芒格：我们的财产险运营有两个特别之处。一是，相对于保费收入而言，它拥有的资本比其他任何公司都得多。另一个是，在巨额的资本盈余中拥有 BNSF 铁路这类资产，从投保人的角度来看，这类资产让公司财务实

力非常强大。你说的是巨大的优势，而不是劣势。

巴菲特：是的。这是一家财产意外险公司，它拥有一项与保险无关的资产，税前利润可能达到 50 亿美元甚至更多。因此，如果假设我们承保的保费为 250 亿美元(我们承保的金额少于这个数字)，这意味着我们的综合成本率最高可以达到 120%，而这只是因为我们的铁路业务将给我们带来承保盈亏平衡。我的意思是，这太棒了——就像拥有皇室或其他什么。其他人都没有这个优势。

芒格：这是一个很好的位置。其他人都没有这个优势。如果我们不是那么强大，他们就不会让我们这么做。

27、我们不希望伯克希尔的股票价格太高或太低

股东：是的。约翰霍顿，水街资本，杰克逊维尔，佛罗里达州。由于伯克希尔可能需要为 BNSF 铁路这样的大型收购发行部分股票，伯克希尔难道不会通过提高股价至接近内在价值的水平来降低现金支出吗？比如提供 2% 至 3% 的股息或承诺的现金收益百分比？这是否会产生实际降低此类收购所需现金支出的效果？作为拥有近 10 亿美元风险敞口的 30 年股东，我们喜欢这种方式。谢谢。

巴菲特：是的。我们显然更愿意让我们的股票以完全符合内在商业价值的价格出售，尽管我们不知道确切的数字，但查理和我的范围不会相差太大。如果它超过了内在商业价值，我们可以把它作为以内在商业价值购买其他东西的对价的一部分，然后用现金支付余额，你知道，我们喜欢这种情况。这在未来很有可能发生。它曾在过去发生过。在过去 35 年左右的时间里，伯克希尔在不支付股息的情况下以等于或高于内在价值的价格出售股票的时间可能与低于内在价值的时间一样多。我的意思是，股价它会波动。而且，我不认为股息会是一个加分项，因为伯克希尔在大多数时候都是按内在价值出售的。我想提供股息的效果可能正好相反。我的意思是，我们愿意为伯克希尔的每 1 美元净资产支付至少 1.1 美元。因此，我们认为在伯克希尔的内在价值至少值 1.1 美元，因此让我们分派 1 美元的股息的这种想法对我们来说并不是很有吸引力，除非我们发现我们在未来不能做有意义的事情。但是我们把我们的目标写进了年度报告。我们的目标是让股票尽可能以接近内在价值的价格出售。

但对市场来说，你知道，市场的运作方式，大多数时候它会从那个水平上下波动。40 多年来，我们已经看到了这一点，我们试图至少在某种程度上指出我们认为正在发生的事情。我的意思是，当它以内在商业价值或更高的价格交易时，我们可能会利用它。不过，我们还是更喜欢用现金收购。现金是我们最喜欢的购买媒介，因为我们会产生大量的现金。我们讨厌增发股票。我们不喜欢交易掉部分喜诗糖果或 GEICO 或 Iscar 或 BNSF 的想法。

因为我们的任何收购野心而让你在那些公司持有较低比例的股份，这对我们来说是一种诅咒。查理？

芒格：他提出的是一种非常传统的方法，我们认为股东们最好还是按照我们现在的方式来做。(掌声)

巴菲特：我要指出的是，我现在的处境是每年都会捐出一些股票，**从现在到我去世后 10 年遗产处理完毕时，我将把我所有的股票都捐出去**。你知道，就其慈善后果而言，如果它的卖出价格更高的话，它可以被用来做更多的好事。我的意思是，这里没有人比我更有兴趣以我所说的内在价值，而不是以折价来出售股票。我知道我不是一个卖家，但我正在处理股票，我宁愿让它能购买 X 数量的疫苗，而不是只能购买 X 的 80%。所以，我们并不是很想把股票卖得便宜。如果它卖得便宜，我们会买进，但我们真正感兴趣的是让它以内在价值左右交易。

我们认为，如果我们在经营业务方面表现得相当好，**如果我们说出关于所有业务的真实情况，并向对投资方面感兴趣的特定股东群体解释，随着时间的推移，伯克希尔的股价将会达到内在价值的平均水平**。这些年来，这种情况一直在发生，但并不是每年都发生。如果人们对互联网股票足够兴奋，他们就会忘记伯克希尔。当他们对互联网股票的幻想破灭时，就像回到 10 年或 12 年前。但有些时候，人们对伯克希尔感到非常兴奋，也有些时候，他们变得非常沮丧。查理有什么发现吗？

28、社区感是地方报纸的核心价值

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自内布拉斯加州 Yutan 的 Kevin Getnowski。此外，我在最后增加了一个问题，这个问题来自另一位股东写的关于同一主题的文章。你曾经把过去的报业描述为砍伐树木，购买昂贵的印刷机，拥有一支运输车队，所有这些都是为了让人们读到昨天发生的事情。在评估一家企业或公司时，你会不断提到未来内在价值的重要性。在当今社交媒体提供各种新选择而报纸媒体即将消亡的情况下，为什么要购买《奥马哈世界先驱报》呢？这是另一个人的问题，这里面有没有自我放纵的因素？

巴菲特：不，我会这样说报纸。这真的很吸引人，因为她所说的一切都是真的，甚至比这更糟。(众笑)

报纸有三个问题，其中两个很难克服(高分发成本，网络免费内容)，如果他们不克服第三个(客户拥有强烈的社区感)，他们将会有更糟糕的问题，但也许可以克服。新闻是你不知道但你想知道的东西。我的意思是，这个房间里的每个人都有一大堆他们想要了解的事情。如果你回到 50 年前，报纸包含了人们感兴趣的几十个领域，它是主要的来源。如果你想租一套公寓，你可以通过看报纸而不是去其他地方了解更多关于租公寓的信息。如果你想要一份工作，你可以更多地了解这份工作。如果你想知道这个周末哪里的香蕉卖得最便宜，你可以找到它。如果

你想知道斯坦·穆西亚尔昨晚是怎么做到四投三中的，你可以在报纸上找到。如果你想看看你的股票以多少价格在交易，你可以在报纸上找到。现在，很多很多人感兴趣的所有这些事情，他们找到了其他渠道，在那里可以更及时地获得这些信息，而且通常是免费的。

因此，**报纸必须主要报道生活在其发行区域内的大部分人感兴趣的東西**。而在 30 或 40 年前，对于绝大多数地区，你可以通过购买一份报纸，并且只使用其中的一小部分，就会发现它对你有价值。但现在你不用报纸来看股价了。你可以立即在电脑上看到。在很多情况下，你不会去报纸上找公寓出租，或找工作，或香蕉的价格，或昨天在 NFL 发生的事情。所以报纸在所有这些重要的领域都失去了首要地位。但它们在许多领域仍然是主要的。《世界先驱报》每天都会告诉我很多我在别处找不到的我想知道的事情。他们不像 20、30、40 年前那样告诉我那么多我想知道的事情，但他们仍然告诉我一些我在其他地方找不到的事情。这些内容中的大多数都将是本地内容。你知道，他们不会告诉我很多关于阿富汗或我想知道但我不知道的事情。我将通过其他媒介获得这些信息。但它们确实告诉了我很多关于我所在城市的事情，关于当地的体育，关于我的邻居，关于很多我想知道的事情。只要他们还在竞技场上，他们就有我感兴趣的東西。

现在，它们的问题是，正如提问者提到的，他们的**分发成本很高**。然后第二个问题是，在整个国家，我们曾经有 1700 份日报。而现在有 1400 份左右。在很多情况下，他们在网上**免费提供**他们在现实报纸中需要收费的内容。现在我不知道有什么商业模式能维持很长时间，也许你能想到也许查理能想到，但报纸这种商业模式是在一个版本中收费很高，但在另一个版本向人们免费提供，我不认为这种商业模式长期会奏效。最近可能在去年，许多报纸都进行了实验，通过在网络上分发他们想要收费的内容来获得报酬，并在一定程度上取得了成功。

我认为，在一个**有社区感的地区**，人们真正关心他们的学校，关心特定地区内发生的事情，报纸是有前途的。我认为这是有市场的。当你有 50 个不同理由去订阅报纸时，它根本不像以前的方法那么可靠。但我认为，如果你所在的社区大多数人都有社区意识，你不会放弃这种产品，你会覆盖当地社区，告诉人们他们关心的事情，并比其他人做得更好，无论是高中体育，还是其他你想知道的事情。我一直在用讣告的例子。我的意思是，人们仍然从报纸上得到讣告的信息。人们很难在网上找到讣告信息。但我对奥巴马很感兴趣，我想知道谁结婚了，谁死了，谁有了孩子，谁离婚了，不管是什么。当我住在纽约的 White Plains 区住的时候，我对它并不是很感兴趣。我在那里没有感受到社区的感觉。所以我们买下布法罗的一家报纸，**那里有很强的社区感**，我们在布法罗赚

到了合理的钱。虽然它已经衰落了，并且我们也有一个互联网的版本，在网上人们也必须支付才能看到新闻。我们必须继续开发它。但我认为，根据我们支付的价格，我们可能会购买更多的报纸，我认为它的经济状况会很好。虽然它不像过去的日子，但它仍然发挥着重要的作用。现在报纸已经不会在周三告诉你周二股票的收盘价是多少。当你登陆 ESPN.com 的时候，它不会告诉你昨晚在篮球场上发生了什么。但如果你对当地的机构感兴趣的话，它会告诉你很多关于正在发生的事情。我们在人们对当地有强烈兴趣的城镇拥有报纸。查理？

芒格：几年前我们也有过类似的情况，当时世界图书公司的百科全书业务被比尔·盖茨毁掉了 80%。(众笑)他免费赠送了一台装有各种软件的电脑。

巴菲特：他收了 5 美元，我想，查理——

芒格：不管是什么。但我们仍在销售百科全书，我们仍在赚取合理的利润，但远不及过去那么多。我们希望这些报纸中的一些也会是同样的投资。但它们不会成为我们伟大的“棒棒糖”业务了。

巴菲特：嗯，我们实际上可能会在报纸上做得更多，我们会去有强烈社区意识的地方。但是如果你住在内布拉斯加州的 Grand Island 地区，我们在那里有一份报纸，或者 North Platte 地区，你的孩子住在那里，你的父母可能也住在那里，你的教堂也在那里。你会对哪里正在发生的很多事情很感兴趣，这些事情你不会轻易在电视或互联网上看到。而且你会愿意为此付出一些代价，广告商也会发现这是一种很好的与你对话的方式，但这不会像过去那样。克利夫？

29、巴菲特：亚马逊不会影响内布拉斯加家具市场

克里夫·加兰特：谢谢。关于这个一般性的话题，确实，在过去，你的一些投资受到了科技的影响，在报纸或世界图书上。你是否担心其他行业也会受到技术的影响，比如亚马逊或在线杂货店？它们会不会间接地影响企业，比如麦克莱恩(McLane)？

巴菲特：亚马逊是一个难以捉摸的企业。我的意思是，亚马逊可能会影响到很多企业，它们认为自己今天在零售领域不会受到影响。但亚马逊的影响是巨大的。我不认为它会影响内布拉斯加州的家具市场，但我认为它可能会影响我们的其他零售业务。

它不会影响内布拉斯加家具市场。我应该向你们报告，在本周股东会期间：周二至周五，我们在家具城的生意比去年增长了大约 11%，所以你们在那里尽了自己的一份力。我们在周二做了超过 600 万美元的生意。现在，

你们中从事零售业的人，想象一下周二和 600 多万的交易量。我们今天可能会卖得更多，这些都是巨大的、巨大的交易量。几年后我们要去达拉斯。我们在那里有一块 433 英亩的土地，我们将会建一个新店，它将使我们在过去创造的任何记录都相形见绌。

GEICO 受到互联网的影响很大，起初，我们忽略了这一点。我的意思是，GEICO 有一段有趣的历史。如果你回到 30 年代末和 40 年代初，它最初是通过邮递，当时非常成功。然后它开始改变，虽然没有把邮件完全抛弃，但它大规模的转移到了电视上。再然后互联网出现了，我原本以为，只有年轻人才会在互联网上投保，你知道，我的意思是，像我自己就永远不会这样做。我会用旋转拨号电话打电话，然后在 GEICO 的热线上得到我的报价。但它刚刚在互联网方面发生了巨大的变化。如果消费者发现他们喜欢的东西以某种新的方式做得更好，情况确实发生了非常显著的变化。

回到亚马逊，亚马逊取得了令人难以置信的成功，很难找到与亚马逊有业务往来的人对其交易感到不满。他们有快乐的顾客。一个拥有数百万快乐客户的企业可以向他们介绍新产品，然后，它将成为一个强大的企业，我认为它可能会影响很多企业。但我很难搞清楚。查理，你认为哪些企业会受到最大的伤害？

芒格：我认为这几乎肯定会对很多企业造成很大的伤害。任何可以通过家用电脑或 iPad 轻松买到的东西都受到影响。我不会买这些东西，因为我已经习惯了。此外，我几乎从不买任何东西。（众笑）但我认为这将极大地影响很多人。我认为这对大多数零售商来说是可怕的。不是轻微的可怕，而是真正的可怕。

巴菲特：好的，带着这个令人愉快的评价，我们将前往下一个问题。（众笑）

30、复制伯克希尔"几乎不可能"

股东：嗨。我是中国 xx 产业基金管理公司的 Hector。我的问题是，你提到以零成本甚至负成本获得保险浮存金是伯克希尔的关键竞争优势之一。我们还发现，伯克希尔的平均杠杆率总是在 100% 左右。我猜想，如果不使用杠杆，净资产增长将显著下降。因此，如果想要复制伯克希尔的商业模式，拥有一家保险公司并获得保险浮存金将是一个重要的策略。请你给我一个评价好吗？

芒格：我们有一个非常独特的模式，它非常适合我们。我认为其他人很难得到同样的结果。

巴菲特：是的，我认为这几乎是不可能的。此外，我们花了很长很长的时间才到达现在的竞争地位。这需要伯克希尔一直保持一致性，而且这种一致性是持续保持，因为基本上，在这段时间里，**我们只有一个控股股东。**

因此，我们不必屈从于华尔街的任何要求，不管市场上流行的是什么。

我们有这样一种文化——我们在 30 多年前写了 13 或 14 条原则，而且我们能够一直坚持这些原则。对大多数美国公司来说，这是很难做到的，我认为，**当经理们来来去去，他们只持有少量股份时，这是很难做到的。我认为这需要一个非常不寻常的管理结构才能做到。**而且，你知道，我们花了很长时间才达到这样的程度，即那些在这个国家拥有大型私营企业的人，在他们退出管理后，真正关心他们企业的最终归属是在哪里。我们花了很长时间才让很多人首先想到伯克希尔。好的方面是，如果他们首先想到伯克希尔，他们不会再想到任何人，所以我们得到了他们的电话。因为我们不擅长通过拍卖购买企业。我的意思是，如果有人唯一的兴趣是为他们的生意拿到最高的价格，我们很少能买成。我们确实在拍卖上收购了一个，但那是补强式的收购。我们(CTB)昨天买的荷兰公司是在拍卖会上买的。但这种情况有时会发生在我们较小规模的收购中。但大型私人收购将进入伯克希尔，**因为它们想进入伯克希尔。这是一个重要的竞争优势，我看不出有人能在这方面真正挑战我们。**

芒格：嗯，我不仅认为其他人将很难有效地复制它，而且我认为如果沃伦回到 30 岁的时候，拥有少量的资本，而且没有太多其他的东西，他也会很难再复制一次。

巴菲特：我很愿意尝试。(众笑) Becky?

31、很少尝试改变我们股票投资组合中的公司

Becky：这个问题来自科罗拉多州博尔德市的 David Schermerhorn。他写到：伯克希尔在其他上市公司中有几笔重大投资。作为股东，伯克希尔有权每年就董事选举、高管薪酬咨询投票、股票期权计划审批等事宜进行投票。所以，您能否告诉我们，我们在这些公司的股份的如何投票的，您的想法和决定是什么？

巴菲特：是的。我们几乎没有投票反对过管理层，但我们已经这样做了几次。

芒格：是的，50 年前。

巴菲特：是的。有几次我们在投票表决时，考虑过股票期权费用化的问题。如果有特别过分的期权授予或什么的，我们可能会投反对票，但我们的总体感觉是，当我们是一家公司的大股东时，我们通常会喜欢这家企业的业务，我们通常会喜欢管理层。我们意识到，他们不会百分之百地赞同我们的观点，但在许多情况下，90%或80%的人赞同我们的观点。并不意味着我们认为他们是坏人或什么的。在某种程度是通过其他地方的行为来判断他们的。他们是非常正派的人，但他们思考问题的方式和我们不完全一样。但这并不排除拥有一大块业务的可能

性。我们不是在试图改变人们。当我们收购整个企业时，我们不会试图改变他们。我们认为，这就像是和某人结婚然后来改变对方一样。这种情况它的效果并不太好。

芒格：对孩子们来说也不是很好。(众笑)

巴菲特：我们知道，我们不希望任何人为了改变我们而跟我们结婚。所以我的意思是，我们不会这样做，我们接受别人来到的方式，基本上就是这样。这并不意味着我们决定与任何人交往，我们也不期望每个人都是我们的克隆体。如果我们看到一个特别愚蠢的合并，一个特别恶劣的股票期权计划，我们可能会投反对票。虽然无论如何它都会通过的。但我们不会发起反对运动。但我们已经看到我们投资的一些公司，参与了一些我们认为是非常愚蠢的交易，我们通常是正确的，但我们无法阻止它们。但我想我们可能对其中一两项投了反对票。查理？

芒格：嗯，我想你已经说得够多了。

32、好的商业保险公司难找

杰伊·盖尔布：这个问题是关于伯克希尔的商业保险业务。与规模大得多的再保险和汽车保险业务相比，伯克希尔在直保商业险领域的业务规模较小。在什么情况下，伯克希尔才会对扩大包括收购直报商业险的规模？

巴菲特：是的，如果我们认为我们可以进行内部扩张(这很难做到)，或者收购一家商业险领域的大公司(这是更有可能的方式)，我们会这么做。现在，我们得到了一个机会，在六七年前，当通用电气想要退出医疗事故保险领域时，我们买下了它，然后我们在去年收购 Princeton Insurance 公司时又增加了这个机会。所以我们在六七年前确实有了一个机会买下一家一流的公司，有一位一流的经理 Tim Kenesey，我们欣然接受了。而通用电气刚刚退出保险业务。所以很难想象有多少商业险公司会让我感到兴奋，很少。可能会有几个我们很想要的生意。我的意思是，你知道，我们喜欢的私人公司很少，但很明显，我们喜欢 GEICO。我们喜欢的再保险公司很少，但我们喜欢我们现有的公司。如果我们能找到一家高质量的商业险公司，而且大概它会有高质量的管理，我们会立刻买下它。我们对这件事没有任何意见。

33、回购需要更加混乱的市场

股东：芒格先生和巴菲特先生，这是 Whitney Tilson。我是来自纽约的股东。我赞赏你设定了一个价格，超过这个价格就不会回购股票，但从公告发布以来的股票交易来看，这个价格似乎为股票设置了一个底线，可能设定了一个略高于账面价值 1.1 倍的上限。如果是这样的话，这显然与你想让股票交易接近内在价值的愿望背道而

驰，你说的内在价值远远高于账面价值的 1.1 倍。你有没有考虑过在回购股票的价格上更灵活一点，而这取决于你的业务进展如何，以及有没有其他机会？例如，我更希望你在上个季度以 1.15 倍于账面价值的价格回购 34 亿美元自己的股票，而不是你购买的其他公司的股票。

巴菲特：是的，我也是这么想的。但我不认为它设定了上限，但我确实认为它肯定会对下限产生影响。这往往不是底部。我的意思是，你和我见过足够多的市场情况，知道如果事情变得混乱或类似的东西，这个底部就会消失。所以，我认为在某些情况下，我们可能会买入大量股票，但我认为，这种可能性不大。如果我们的股价是 1.15 倍 PB，相信我，这不会是一个疯狂的价格，我不认为我们可能会买更多的股票。但它可能会对股票卖出产生影响，你知道，比这高一点甚至高很多，就像 1.1 倍 PB 一样可以起到同样的作用。但我确实认为，这向很多人发出了信号，如果他们以略高于我们指定的价格购买，他们不会有太多损失，或许他们会获得很多收益。但我觉得这还不够，当人们在市场上感觉不同时，它可以以非常不同的价格出售。如果我认为我们会以略高的价格买入更多的股票，我可能会调整价格，但我认为情况并非如此。我认为这只会让每个人都认为，你知道，我可以以更高的价格买下它，而且他们面临的损失会很少，就像他们现在可能会认为的那样。**但如果你进入任何一种混乱的市场我们可能会买很多股票，我们将来肯定会有混乱的市场。**查理？

芒格：哦，我也没有什么要补充的。

34、只要我们及时得到坏消息，我们就能处理

安德鲁·罗斯·索金：好的。这个问题来自马里兰州的一位名叫 David Cass 的股东。他说，伯克希尔近年来最大的投资之一是沃尔玛。墨西哥贿赂丑闻是否改变了你对这家公司的看法？

巴菲特：不，如果你读过《纽约时报》的报道，总会发现它的另一面。但看起来他们很可能在如何处理这件事上的方式上犯了错误，但这很可能会导致一笔巨额罚款。但我不认为这会改变沃尔玛发展的根本动力。我的意思是，沃尔玛的毛利率确实很低，这意味着它提供的价格很低。这在零售业中是可行的，他们在零售业中做了很多其他的事情。因此，我的意思是，这个事件是对管理层精力极大的分散，而且成本高昂，还有一大堆事情要做，但我不认为五年后沃尔玛的盈利能力会受到这种情况的结果的实质性影响。查理？

芒格：这些都是有趣的问题。我不知道伯克希尔在这个问题上有什么闪失，但我们有这么多员工，不难想象我们会在某个地方出现一些错误。如果你做得像沃尔玛那么大，你就会偶尔出现小故障。我不认为沃尔玛有什么

从底子上显得很不出彩的地方。

巴菲特：当你拥有像伯克希尔这样的大公司时，你会偶尔出现一些小故障。我的意思是，我们今天有 27 万名员工，他们与客户、政府官员、供应商和各种各样的人进行互动。我可以向你保证肯定有人做了错事。事实上，我可以向你保证，至少有 20 个人在做错事。你不能让一个 27 万人的城市没有任何事情发生。

对人们应该做什么和不应该做什么，我们可以一直争论到面红耳赤，但人们有时不会以你给他们的信息方式得到信息，你知道，我们与基层员工和管理层之间隔着层层的关系。很多人会做疯狂的事。所以，**这是一个真正的担忧，如果你经营这样的企业，你不会担心有人在做错事，因为总会有人在做错事。你所担心的是，做错事后他们什么都没做，这产生了实际的影响，因为理论上来说，如果你发现了什么错误，你会迅速行动。**而且，你知道，我们有监督热线，我们有完善的通讯渠道，但这并不能阻止错误的发生，即便是现在，仍有人在伯克希尔做错事。如果有一天我们的规模扩大一倍，我们就会有更多的员工。但我们努力向经理们传达，当他们发现一些事情时，要立刻采取行动，立即让我们知道。**只要我们能及时得到坏消息，我们就能处理。**但我非常同情那些为成千上万的人解决问题的人，有时候，他们甚至不认为自己做错了什么。我的意思是，如果你把 27 万人聚在一起，甚至是这么大的人群，你会发现里面有一些非常奇怪的人。(众笑)

35、巴菲特押注对冲基金的最新进展

巴菲特：好的，我们大概到中午了。四年前，我和 ProtegePartners 的一个团队做了这样的赌注：标普基金或指数基金与 5 只基金的基金对比。当时我告诉他们，我每年都会公布结果。正如你所看到的，第一年是一个巨大的下降。正如你所料，就像我们一样，我们在下跌的一年里打败了标普指数，而在过去的三年里，标普已经打败了他们，但在四年结束的时候，我们仍然落后于对冲基金一点点。还有六年的时间。你可能会觉得很有趣，我们每个人都买了一只 10 年期零息债券，这样就有 100 万美元可以捐给慈善机构——由他们或我选择，取决于谁赢了这场赌约——而这只零息债券表现得非常好，比伯克希尔好得多。(众笑)

我们应该只买零息债券。但是零息债券，因为利率太低了，你知道，几乎是按票面价格出售，所以我们请求这件事的利益相关者——我认为我们还没有听说——让我们出售零息债券，把钱放在伯克希尔。我向他们保证，10 年后它的价值将超过 100 万美元。但到目前为止，你能做的最好的事情就是忽略我们双方，只是看看我们把钱投在了哪里。我会让你随时了解这个赌约的最新进展，我们玩得很开心。

我们一小时后回来，然后我们问答到三点半，然后我们会有常规会议。

* * * 下午场 * * *

1、通用再保险的整改

巴菲特：好的。下午开始了。加里该你了。

加里·兰塞姆：好的。关于通用再保险的一个问题。如果我回顾一下通用再保险的财产意外险保费，与 10 年前相比，它大约减少了一半，最近可能稍微稳定一些。你能给我们一些关于你在这段时间里如何调整人员的想法吗？以及随着我们的发展，通用再保险公司有哪些发展机会？

巴菲特：是的，我认为，通用再保险之前偏离了轨道。当我们买它的时候，它可能偏离了轨道，而我未发现它。那部分是我负责的。而且，我认为他们更关心增长和满足某些特定人员的需要，而不是强调盈利能力，我们花了一段时间才弄明白这一点。

Joe Brandon 上任后，他 100%地专注于承保盈利，而不是保费收入，Tad Montross 也一直坚持这一点，并取得了惊人的成绩。但这确实意味着要摆脱很多没有任何意义的业务。他们做了很多我称之为“融通业务”的事情 (accommodation business)。所以，在那段时间里，财产险的承保量确实大幅下降，但这些错失的保费我们并不在意。在此期间，寿险业务持续增长。他们的寿险事业让我觉得非常非常好。他们在那里混合了一些长期医疗保险，而我们希望我们没有这些。

但就管理层而言，我认为通用再保险的规模是合适的。它有一个很好的承保纪律。如果它在未来以合理的速度增长，我也不会感到惊讶。但是，通用再保险的文化必须做出重大改变。但这不是一夜之间就能实现的，当你纠正错误的文化时，你只能放弃部分业务。它现在对我们来说是一笔巨大的财富。我认为，寿险业务将继续增长，我敢打赌，财产险业务也会增长。但只有当我们看到，有机会在盈利的基础上承保时，它才会增长。这是一个我们感觉比几年前好得多的问题。查理？

芒格：嗯，这是一次重大的整改，但我们最终完成了。

巴菲特：但我们不会再去寻找这些麻烦的事了。

2、巴菲特离开后对伯克希尔文化的威胁

股东：嗨。来自芝加哥丹·刘易斯。我想听听你对我对伯克希尔后巴菲特时代的两个担忧的看法。你是否担心，一旦你的一些关键运营和投资经理意识到他们是在为同行而不是传奇人物工作，他们可能会离开去寻找更好的机会？你认为大型机构或对冲基金有可能获得伯克希尔足够的控制权，迫使其改变独特的文化和结构吗？

巴菲特：是的。我会说我几乎知道，我们心目中的继任者，不会是那种会让我们的经理们感到厌烦的人，因为我心目中的继任者，已经像我一样深深地植根于文化之中。我们的经理们不会离开去找更赚钱的工作。我认为这是因为他们喜欢他们所处的环境。如果这种环境不存在，那么另一种选择是否更有利可图就不是问题了。

他们中的大多数人可以退休，根本不需要工作。在这种情况下，他们只有在工作比做其他任何事情更有趣的情况下才会去工作，因为在很多情况下，他们完全可以因为钱而离开。这和我工作的原因一样。我的意思是，我已经 81 岁了，我正在做我觉得世界上最愉快的事情，这有几个原因。我可以书写自己的人生，你知道，和我的同事一起工作，我有很多乐趣。我们的经理也是出于同样的原因工作。他们确实可以书写自己的人生。我的继任者会和我一样明白这一点。有很多人可能会很好地管理其他公司，但我认为如果他们在我的位置上，将会失去相当数量的经理人。他们只是管理风格和我不同，而我们的经理不需要这种风格。

就伯克希尔被收购而言，我认为这真的不太可能发生。规模是一个很大的因素。而且，即使当我把股份捐赠出去的时候，A 股也会转换成 B 股。甚至 10 年后，我的家族可能仍会拥有大约 20% 的股份。因此，在很长一段时间内，巴菲特家族的投票权可能是其他家族的 10 倍。所以我真的认为这是非常不可能的，因为这两个原因，规模和集中度都将持续存在。我们经营得越久，我们就会变得越大。因此，随着投票权方面的下降，规模方面的上升。所以我认为伯克希尔不会被收购。

你不需要担心我的继任者。你知道，在很多方面他都比我强。他将完全融入我们的文化。这家公司深受文化的影响。文化会帮助它拒绝任何不利的东西。董事会反映了这种文化。它无处不在。伯克希尔代表着与大多数公司不同的东西，这一点不会改变。查理？

芒格：嗯，我昨晚说的是，第一个 2000 亿美元很难，而第二个 2000 亿美元，随着势头的到位，与过去所取得的成就相比，可能会相当容易。所以，我认为它根本不会失败。我认为势头已经到位，合适的人已经到位，总的来说，我想说，选择参与其中的人非常喜欢这种文化。没有人会想要改变它。

巴菲特：是的，我们的业务已经到位，可以冲击 4000 亿美元。我们有生意可以把它带到 4000 亿美元。

芒格：嗯，但除此之外，我认为那些认定我们是唯一可接受的买家时卖给我们的人，我认为他们会来找我们的继任者，因为他们将是唯一可接受的买家，至少在一些重要部分是如此。所以我不认为这会很困难。

巴菲特：别说得太吸引人了，查理。(笑声) 卡罗尔？

3、巴菲特认为现金消耗型企业的回报率为 12%

卡罗尔·卢米斯：你感兴趣的是那些能产生大量现金的企业，比如喜诗糖果，以及那些你预计需要大量资本再投资的企业，比如 BNSF 铁路。是什么让一家资本消耗型业务说服你放弃你过去更喜欢的现金收益型业务呢？你如何平衡对资本消耗型业务的预期再投资需求与伯克希尔未来可能拥有的其他现金用途(如新投资或股票回购)？

巴菲特：从本质上讲，现金消耗型企业是没有吸引力的，除非它们消耗的现金能够获得合理的回报。而且，在电力事业中，我们可以预期现金留存可能会获得平均 12% 或类似的收益，我们认为这是相当令人满意的。这并不像拥有一些每年增长 20% 且不需要任何资本的业务那样令人兴奋。我的意思是，有一些像这样的好生意也是完全令人满意的。铁路业务也是如此。你知道，我们将在未来 10 年对铁路进行大量投资。每年我们花的钱远远超过折旧费。我认为在这方面获得合理回报的前景相当不错。

但如果我们不得不把很多钱投入到一些资本密集型的业务中，我们所做的一切只是用这些钱维持生存，那么我们将处于一个可怕的境地。我们没有任何我认为非常有前景的资本消耗型企业。这是事实，如果你回到我们认为我们可以在股权或类似的东西上赚取 20% 的世界，那么很少有资本消耗型企业可以以 20% 的速度赚取大量的增量资本。所以这将是不利的，但我们不知道如何在未来以我们正在使用的规模获得 20% 的回报。如果我们能在股权上获得 12% 或类似的收益，我们就会非常高兴，特别是当一些资本的消耗是由浮存金所产生的，而这并不需要我们付出任何代价。我们在这方面有一些小小的优势。查理？

芒格：嗯，我认为这将会非常有效。(笑声) 看起来人群里有几个芒格式的人物。但我希望你不要听信别人的妖言邪语，而是要和我这个传家宝呆在一起。

巴菲特：我的家人只希望得到一件传家宝。(笑声) 克里夫？

4、伯克希尔浮存金增长速度可能放缓

克里夫·加兰特：关于浮存金，在你今年的年度信函中，你说你预计浮存金的增长速度将会放缓。

有多慢？驱动因素是什么？浮存金有没有可能在未来缩水？

巴菲特：浮存金可能会缩水，因为我们有很多追溯性合约，就其性质而言，浮存金会减少，尽管速度不是很快。但是，GEICO 的浮存金将会增加。我的意思是，随着时间的推移，我们小型保险公司的浮存金可能会有一点净增长，但这并不是很多钱。在阿吉特的运营中，我们有很多追溯性的保单，这是非常非常艰难的。这相当于你总是有一个融化的冰块，你知道，你必须再加一点水。

我觉得当浮存金是 400 亿美元时，它可能不会增长太多，而现在我们是 700 亿美元。因此，我们一直在寻找聪明的增加浮存金的方法。自从 1967 年我进入保险行业以来，情况一直如此。所以，欲望总是存在的。我们一直在合理地发挥想象力，我们想办法做到这一点，但浮存金的成本仍然低于零。我们有业内最聪明的人在研究它。但现在的保费数字是巨大的，而你确实有一个随时间自然流失的追溯合同。所以我认为需要告诉股东们，当他们看到浮存金增长的历史时，他们真的不能推断出浮存金会持续保持快速增长。

如果我们幸运的话，你知道，我们可以增加相当多的浮存金，但它也有可能会减少一点，而且增长速度不是以很快，而且从现在开始，它肯定不会以很快的速度增长。阿吉特告诉我，当我在年度报告中提到这一点时，这对他来说是一个挑战。所以我很高兴我把它写了进去。他想让我看起来像个白痴，有时候这并不难。我可能要在明年的年度报告中加入一些其他的東西来引起注意。

如果我必须赌五年后浮存金是会更还是更低，我可能会赌得稍微高一点，但我也想告诉股东们知道，浮存金有可能会下降一点。不过，我们正在努力。我们每天都在做一些事情，试图找出如何增加它。查理？

芒格：是的。从本质上讲，意外伤害保险业务并不是一项非常好的业务。真的，你必须进入前 10%，才能在财险领域做得很好。我认为我们很幸运。我们可能拥有世界上最好的大型意外险业务。不能因为它是从无到有产生的，就认为它没有价值。但我认为它不会疯狂增长。它不会疯长，对吧，沃伦？但如果你有非常好的东西，而且它不会疯狂生长，那也不是世界末日。

巴菲特：对。但它确实把我们带到了今天的位置。它为我们创造了奇迹，有很多人这样做过——我的意思是，Tony 在 GEICO 保险所做的工作，我的意思是，他为伯克希尔的股东创造了数十亿美元的价值。对阿吉特来说当然是这样。你知道，这是巨大的价值。

芒格：我们已经习惯了让阿吉特创造奇迹，他可能会继续这样做很长一段时间。但如果 BNSF 的 马特·罗斯 (Matt Rose) 必须承担一些未来的创造价值的工作，那也没关系。

5、过去的错误：收购衰落的企业

股东：向来自欧洲中西部的问候。我是诺曼·伦特罗普，来自德国波恩。沃伦，非常感谢你对自己的健康状况如此坦诚。你在我的思念中，在我的祈祷中，我希望你彻底痊愈。

巴菲特：谢谢。(掌声)

股东：我已经跟随你很久了，但在帕萨迪纳不能问问题了，我希望你也能给我一个详尽的回答，查理。(笑声)

我的问题是，你如何评估衰退企业的价值？你说的是《世界百科全书》业务被 Encarta 拖垮，或者零售业被亚马逊和其他比价购物公司颠覆。你如何评估衰退企业的价值？

芒格：想让我回答这个问题吗？**它们的价值远不及成长中的企业。**(笑声)

但如果有大量现金流出，那它们仍然很有价值。

巴菲特：是的。一般来说，远离衰落的企业是值得的。这很难。你会对我们所提供的业务感到惊讶，你知道，我不想让查理不高兴，但他们说，这只是 EBITDA 的六倍，然后他们预测了一些没有任何意义的未来。

如果你真的认为一家企业正在走下坡路，大多数时候你应该避开它。现在，我们有几项业务正在走下坡路。你知道，报业是一个衰落的行业。我们将在那件事上付出代价。我们确实认为我们非常了解它。我们将为此付出代价，但这不是我们在伯克希尔真正赚钱的地方。

真正赚钱的是成长中的企业，这才是重点所在。我永远不会花很多时间去评估一家衰落的企业，我称之为雪茄烟蒂的方法，你可以从你找到的雪茄烟蒂中免费吸一口。事实并非如此——将同样多的精力和智慧带给其他类型的企业，只会带来更好的结果。所以除非有特殊情况，我们的一般反应是避免新的烟蒂。

我们正在处理某些衰退的业务，就其性质而言，我们是从衰退的业务开始的。我们从新英格兰的纺织品开始，我们尝试了美国制造的鞋子，巴尔的摩的百货商店，在霍华德和列克星敦街。蓝筹印花公司，这家企业在 1967 年或 1968 年实现了 1.2 亿美元左右的销售额，而去年我们做了多少？大约 2 万美元？

芒格：是的。我亲自主持的。(笑声)

巴菲特：是的。嗯，我想说我帮了忙。我是说，他不是一个人做的。我们想把销售图表拿到这里来，把它倒过来给你留下深刻印象，但查理仍然负责这项业务。(笑声)我不能让他卖掉它，但给我一个报价。(笑)

芒格：如果你想一想这三家衰落的企业所带来的结果，它们都失败了，你很难想象它们带来了多少财富。我

们不会找机会再做一次。

巴菲特：不。但在 1966 年，也许我们应该这样做，因为在 1966 年，我们的一位董事桑迪·戈特斯曼，查理和我，我们三人向一家公司投入了 600 万美元。，虽然我们只有一种业务，但是我们称之为多元零售公司。(笑声)这有点像 AngeloMozilo 当时把他在纽约的一个地方称为 Countrywide Mortgage。(笑声)我们在霍华德和列克星敦街买下了一家百货商店。现在，我们辩护说，在巴尔的摩的霍华德和列克星敦街的四家百货商店，都已经消失了。但那 600 万美元现在已经变成了大约 300 亿美元。

芒格：一个失败的生意。

巴菲特：失败的生意。当然，蓝筹印花是另一个失败的例子，当然，伯克希尔的纺织业也是一个。所以我们在早期有点像受虐狂。(笑)

芒格：也很无知。(笑声)

巴菲特：是的，好的。(笑声)这是我想到的词，但我真的不喜欢用它。(笑声)

6、远离 IPO 和高额佣金

Becky：这个问题来自比尔·诺兰，他是来自爱荷华州西德梅因的股东。他说，我们中的很多人都对伯克希尔购买什么感兴趣，但显然你不会告诉我们。利用查理的"反过来想、反过来想、总是反过来想"原则，也许你可以帮助我们建议要避免和远离什么，具体来说，在当今的投资世界中，什么让你觉得愚蠢、热门、不可持续、疯狂或愚蠢？

芒格：很多。(笑声)

巴菲特：是的，我想我会把它描述为，我们试图远离那些我们不理解的东西。当我不理解的时候，并不是我不理解某个企业是做什么的。当我说"理解"时，这意味着，我对 5 年或 10 年后的盈利能力和竞争地位有一个合理的定位。因此，我对行业将如何发展，以及公司在行业中的地位有了一些概念。好吧，这就排除了一大堆公司。除此之外，如果价格是疯狂的，即使我理解它，也会排除一批公司。所以你会得到一个非常小的可选范围。特别是当我们用很多钱投资时，你有一个特别小的范围是一个极大优势，就像我们现在这样。

但是至少在过去的 30 年里，我不记得我们买过一次新的 IPO 的股票，对吗，查理？

芒格：我想不出一个。

巴菲特：一个都没有。有人今天把一些公司拿到市场上出售，卖家可以选择什么时候上市，而这种股票将会将宣传成世界上最便宜的，你知道，这简直是无稽之谈。

芒格：然后，当它收取 7%或更高的佣金时就更荒唐了。

巴菲特：是的，这很荒唐。所以你知道它不可能是最吸引人的东西。但人们对即将发生的事情和诸如此类的事情感到兴奋。我可以向你保证，在世界各地的股市中有成千上万的机会，大多数都没有被推广或以特别佣金或其他方式出售，而那些卖方选择特定日子进入市场销售的新发行股票，相对于那些已经在二级市场交易的股票，都不值得花 5 秒钟去思考。**所以我们从不会考虑 IPO 的股票。**

我们也知道，有些新兴行业可能会有美好的未来，但我们根本不知道谁会是赢家，**所以我们也不考虑新兴行业。**所以有很多事情我们没有考虑到。查理和我有一些筛选标准，在我们愿意考虑它们之前，事情必须很快通过这些筛选标准。有时我们被认为是粗鲁的，可能查理比我更经常被这样认为(笑声)。因为人们会打电话给我们，他们开始向我们解释一些想法，但连第一个筛选标准都无法通过。所以我们只是礼貌地说，我们只是没有兴趣，我们不想让你把这句话说完。我们认为我们在节省他们的时间(笑声)。但我们就是这么做的，对吗，查理？

芒格：是的。

巴菲特：**我们不需要做很多有效的事情。**我是说，这就是这个行业的魅力所在。你不必会拼写 500 个单词或其它什么，就能在拼字比赛中获胜并击败其他人。你只需要时不时地做一两件事，而且把它做得很好，这样你就不会犯大的错误，然后，你会得到一个好的结果。**你不能犯大的错误，这是我们极力去避免的。**我们永远都不想损失伯克希尔的大部分净资产，到目前为止我们还没有。

芒格：我认为有几条经验法则。如果它有很大的佣金就不要理它。因为支付很高佣金的人给你很大优势的机会很低。第二，我认为，反过来想也是有帮助的，作为一个很好的角度，**看其他聪明人正在购买的东西。**这并不是一种疯狂的搜索方法，而是作为一种筛选机会的方法。

巴菲特：查理认识我的时候，**我总是以最快的速度拿到了格雷厄姆-纽曼的报告。**(笑)你知道，如果格雷厄姆-纽曼在做什么，那肯定值得我花时间去看一看。

芒格：沃伦让很多他甚至不认识的人变得富有。他们只是单纯的通过模仿他。

巴菲特：记住不要涉足佣金很高的行业。杰伊？

7、伯克希尔"不仅仅是一家投资公司"

杰伊·盖尔布(Jay Gelb): 关于监管问题,我经常从投资者那里得到的一个问题是,如果伯克希尔最终受到1940年《投资公司法》的约束,因为保险在伯克希尔整体业务中所占的比例越来越小,这会产生什么影响?

芒格: 那太遥远了。那是不会发生的。

巴菲特: 是的。我曾经把1940年的《投资公司法》读了大概20遍,因为当我建立我的合伙公司时,它非常中肯。我现在不记得每一个细节了,但我认为伯克希尔不可能接近这一点。我们曾经担心个人控股公司和投资公司的地位,但我们避开了这两个问题。现在我认为,我们已经离它十万八千里了。

芒格: 是的,我们真的需要金融实力来让我们的基本业务运转起来。我们不仅仅是一家投资公司。

巴菲特: 是的。我们有27万名员工。我们拥有8家公司,每一家都有资格单独进入财富500强。所以,人们认为我们是一家投资公司,但我们并没有打算朝那个方向发展。但我们两人的背景导致人们对这一概念的坚持时间过长。

8、伟大的中国公司

股东: 你好,巴菲特先生和芒格先生。下午好。我的名字是Yung。我来自加拿大多伦多。我很感谢你给我这个机会站在这里提问。我的问题是,你认为中国需要多长时间才能出现像可口可乐这样伟大的公司,你认为它会出现在哪个行业? 谢谢。

芒格: 中国已经有了一些伟大的公司。但很难想象一个伟大的品牌商品公司,但中国已经有了一些非常伟大的公司。我不知道他们的名字,但他们有一些非常伟大的公司。(笑声)

巴菲特: 是的。到目前为止,出口到美国的还不是中国的快餐公司,你知道,我们现在在中国有500多家冰雪皇后。我们倾向于出口某些产品,一些消费品,娱乐产品,诸如此类的东西。但中国有一些大公司,它们的市值可能会超过我们正在谈论的可口可乐等一些公司。

9、我不会投资苹果或谷歌,但也不会做空它们

安德鲁·罗斯·索尔金: 好的。这个问题来自古德海文基金的拉里·皮特科夫斯基,他也是另一位股东,也问了一个类似的问题,我试着把它们结合起来。鉴于你现在投资了IBM,用你的话来说,有没有其他在技术领域根深蒂固的领导者,就像可口可乐和吉列一样,是不可战胜的? 例如,谷歌是不可战胜的吗? 这是不是让人想起了你在

1970 年代拥有的广告公司，即所有数字支出的收费桥梁，随着时间的推移，它极有可能保持增长？另外，关于谷歌，你认为有哪一两件事是真正的风险？那苹果呢？

巴菲特：很明显，这些都是非凡的公司，而且都是大公司。他们赚了很多钱。他们获得了极高的资本回报。他们看起来很难被打败，因为他们有自己的优势。你知道，如果 10 年后它们值更多的钱，我一点也不会感到惊讶，但我不想买它们中的任何一个。我没有达到让我购买它们的认知水平。但我也肯定不会做空它们。查理？

芒格：嗯，我认为我们可以公平地说，其他人永远比我们更了解这两家公司。我们对此并没有优势。我们也对改变不抱有希望。(笑声)

巴菲特：现在他要说的是，IBM 不也是这样吗？

芒格：嗯，我不这么认为。我认为 IBM 更容易理解。

巴菲特：是的。至少对我们来说，在 IBM 犯错误的可能性可能比在谷歌或苹果犯错误的可能性要小。但这并不意味着后两家公司不会做得比 IBM 好得多。但在 10 年前，我们不会预测到苹果会发生什么。我很难预测未来 10 年会发生什么。他们已经推出了这些出色的产品。还有其他人试图推出绝妙的产品。我只是不知道该如何评价那些在大公司或是在车库里工作的人，他们都在努力想出一些能改变世界的东西，就像他们近年来改变世界的方式一样。

芒格：我们对计算机科学了解多少？

巴菲特：没有答案。(笑声) 加里？

10、强大的货运铁路经济将战胜政治

加里·兰塞姆：政治有时会影响你的生意。最近，我们看到一些燃煤电厂关闭，XL 的输油管道关闭，所有这些似乎都对 BNSF 的收入产生了潜在影响。你能谈谈你如何管理这种风险，或者其中一些政治问题可能会产生什么影响吗？

巴菲特：是的。嗯，BNSF 铁路公司经营自己的业务。几年前我们买下后，我去过一次沃斯堡，从那以后我就再也没去过那里。我可能会和 Matt 每三个月通一次电话。但毫无疑问，铁路、公用事业、保险公司都深受政治进程的影响。幸运的是，我认为，在铁路行业，我们有经济上的优势。而经济学通常会胜出。我们可以用一加仑柴油将一吨产品运输 500 英里，这可是卡车运输效率的三倍。这可能就是为什么铁路目前占有所有城际运输的 42%。

我不认为我们的百分比会下降，整个铁路行业，无论政治可能是什么。在铁路上进行长途运输的成本实在是太有吸引力了。在拥堵方面，在排放方面，各种各样的原因。

所以我们有一个很棒的产品，在政治舞台上，竞争对手和铁路公司之间，客户和铁路公司之间总是会有斗争。这是游戏的本质，在公用事业中也会有一些。但总的来说，我喜欢我们在其中的位置。

他们必须参与政治。我的意思是，所有四大铁路公司都将参与政治进程，因为人们想要改变一些规则，无论是作为客户还是竞争对手，也将参与政治，事情将在州首府决定，更重要的是在华盛顿决定。所以他们会有说客，他们会玩政治游戏，他们的对手也会。

我喜欢我们的竞争位置。对国家来说，如果做任何事情来阻止铁路行业花费资金来满足国家未来的运输需求，那将是非常愚蠢的。如果你想一想必须花在高速公路上的钱，以及其中涉及的成本，还有拥堵问题，排放问题，所有的一切，国家对铁路行业有着强烈的兴趣，有充分的投资动机。

你知道，铁路行业自负盈亏。今年我们将花费 39 亿美元，其中很大一部分将用于极大地改进我们目前的系统，还有一些将用于扩展一种类型。国家会因此变得更好，而联邦政府不会为此开出支票。查理？

芒格：是的。事物的本质是潮起伴随着潮落。BNSF 铁路公司得到了极大的帮助，通过把隧道建得更高一点，把桥梁建得更坚固一点，你可以把集装箱运输增加一倍。当他们在北达科他州发现这些石油时，他们得到了巨大的帮助，而那里没有任何管道。他们也会有一些糟糕的时刻，偶尔，有其他人也会分担一下。但平均而言，这是一家拥有出色管理的优秀企业。我认为我们的主要问题根本不是政治问题。

巴菲特：不。铁路行业——

芒格：首先，我们由一位杰出的民主党人领导。

巴菲特：铁路行业是——(笑声)——这可能帮不上忙，查理。(笑声)

在第二次世界大战之后，当时有大量的客运，铁路行业在美国有多达 170 万名员工。而我们今天在这里，只有不到 20 万。我的意思是，铁路已经变得如此高效，这是一个巨大的因素，从根本上说，这是一种非常好的长距离运输重物的方式。很难想象会有什么其它运输方式更有竞争力，也许驳船运输也不错，但在水运上，只有少数几条河流会有真正的运输量。所以，你有航空、管道、卡车、火车等运输方式，而火车表现相当不错。

11、4 号区域没有问题

股东：第 4 区域目前没有任何问题。谢谢。

巴菲特：嗯，这是第一次遇到这种情况。(笑声) 卡罗尔？

12、将伯克希尔与标准普尔指数进行比较

卡罗尔·卢米斯：虽然我没有准备，但这是一个关于年度信函第一页表格的问题，该表格显示了标普 500 指数相对于伯克希尔账面价值的相对表现。这是一种不公平的颠倒黑白的表示方法。标普 500 指数的投资者可以轻松获得标普指数所显示的回报，但伯克希尔的投资者可能无法获得该公司所显示的账面价值所暗示的回报。相反，他在任何特定时期内获得回报都取决于市场对其的评估，即市净率，而我们在过去几年中看到市净率有所下降。更公平的比较应该是与每股账面价值的年度百分比变化进行比较。

巴菲特：实际上，你可以用两种不同的方法来计算。你可以用标普的市值，也就是加上股息后的市值，和伯克希尔的市值做对比。伯克希尔在这张表上的表现会比在我展示的这张表上更好。换句话说，如果这样计算，我们相对于标普指数的优势会更大，因为我们从账面价值折价(低 PB)开始，最后以溢价(高 PB)结束。所以它会在几年内反弹。但总体而言，一段时期内，我们的总体收益可能至少比账面价值的收益高出 35%左右(1.35PB)，当你计算时，这将是很多的美元。

你也可以将标普的账面价值与伯克希尔的账面价值进行对比。这个数字需要处理一下，因为你考虑标普的价格与账面价值的比率前后差异，如果它开始时的比率与最后的比率保持相同，那么最后的结果将是可比的。所以我认为，我们可以做一个对伯克希尔更有利的计算。我不认为这个人的建议会导致对伯克希尔不利的计算结果。

芒格：从长期来看，股票价值与账面价值保持得相当好。

巴菲特：但它的表现超过了账面价值，一直都是。这个问题的重点似乎是——

芒格：嗯，你因为让自己的表现看起来更糟而受到批评。

巴菲特：是的。(笑声)

芒格：没关系。你能忍受的。(笑声)

巴菲特：其他的我也做过。(笑) 克里夫？

13、我们甚至没有尝试协调我们的子公司

克里夫·加兰特：在研究美国国际集团(AIG)破产的过程中，我们了解到的一件事是，该公司的一些部门明白市

场上存在某些金融风险，他们正在降低风险敞口。与此同时，AIG 的其他部门实际上也在增加同样的风险敞口。

在伯克希尔的企业风险管理方面，你如何在各部门之间共享信息，以确保不会犯同样的错误？

巴菲特：我不太明白。你听懂了吗，查理？

芒格：他问我们如何在各部门之间共享信息。如果要分享的话，那就是他们自己在做；我们没有去协调。

巴菲特：是的。我们俩是最不协调的一对，无论是在体育还是在管理层面。

当然，伯克希尔的一些人与伯克希尔的其他人有一些联系，但这并不是一种有组织的方式。我的意思是，通用再保险 CEO 泰德·蒙特罗斯、GEICO 的 CEO 托尼·奈斯利和伯克希尔再保险 CEO 阿吉特·贾因是朋友，还有国民保险的 CEO 唐·沃斯特，他们有时会见面，所以我相信他们会谈论保险。

但我们不会做任何协调的尝试，如果有人从通用再保险那里得到报价，并从阿吉特那里得到报价，我们没有系统来阻止或协调，来让我们的两个子公司给出相同的报价或类似的东西。

我们希望我们的企业能够非常自主地运行，我们希望这些企业的管理者感觉这是他们自己的企业。这在伯克希尔非常重要。所以我们不会告诉克莱顿房屋的人从 Shaw 地毯公司那里买地毯，或者从本杰明·摩尔那里买油漆。我们不会这么做。你可能会说这有点傻，但事实就是如此。我认为，通过这种销售获得增长方式，我们从中获得的任何收益，都会被经理人对他们是否真的在经营自己的业务的感觉的变化所抵消。

我们给这些经理人数十亿美元，而他们给我们股票，并且在许多情况下，他们已经经营这些业务几十年了。我们希望他们第二天也有同样的感觉：当他们有钱，我们持有股票时，就像前一天他们持有股票，我们有钱时一样。当我们开始告诉他们如何改变他们的经营方式，或者与这个人协调，或者获得这个人的批准，或者类似的事情时，你知道，这只会削弱我们认为非常重要的优势，即他们对自己的业务有这种所有权的感受。

我回答的如何，查理？

芒格：是的。我们正试图在你希望我们成功的事情上失败。(笑声)

巴菲特：我得考虑一下这个问题。(笑声)

14、不太可能收购一家林产品公司

股东：你好，查理和沃伦。我叫理查德·库珀，我来自密歇根州的奥诺尔。我是个专业的林务员。森林是美国最大的资源之一，一家运营良好的林业产品公司似乎很适合伯克希尔。你有运输系统来运输产品。你有建筑公司

来使用产品，家具公司，房屋建筑商，你还有保险公司来为这些资产的保险部分买单。你有没有想过成立一家林业产品公司吗？

巴菲特：你的问题涉及到我们刚刚给出的答案。在决定是否进入森林产品领域时，我们不会真正考虑伯克希尔的其他活动是否可以从受益。我们研究了森林产品公司，但我们没有考虑他们如何将产品转移到我们的其他子公司，或者其他子公司如何从向他们销售产品中获益。我们已经看到了几个方向。但到目前为止，我们还没有真正找到任何符合我们的投资回报标准的购买价格机会。

我的意思是，就经济和它的持久性以及诸如此类的事情而言，这是一个很容易或者说相当容易理解的行业。但从数学的角度来看，我们没有看到它的吸引力。查理？

芒格：许多林业产品公司将自己转变为某种形式的流动合伙公司(pass/flow-through entity，穿透实体，即公司再收入层面不纳税，只向有限合伙人征收红利税)，这样他们就不用像我们一样缴纳正常的全额企业所得税。而伯克希尔实际上是有组织的，所以我们在竞标森林资产时处于劣势——我们处于劣势。

巴菲特：是的。在人们转换为合伙公司方面，我们都处于不利地位。以房地产投资信托基金 REITs 为例，他们在其结构中取消了一项我们将承担的税收。就像查理说的，比如 Plum Creek Timber 这类公司，他们没有联邦所得税，可我们没有任何这样的结构。所以，我们有一个结构性的劣势，这是非常严重的。Becky？

15、没有计算风险的神奇公式

Becky：这个问题来自伊利诺伊州芝加哥的 Scott Bondurant，他是股东之一。他问道，你能详细阐述一下你对风险的看法吗？你显然不喜欢依赖统计概率，你强调需要 200 亿美元的现金才能感到舒服。为什么这是一个神奇的数字，它是否随着时间的推移而改变？

巴菲特：是的。好吧，这不是神奇的数字，也没有神奇的数字。我非常担心有人某天早上走进来，准确地告诉我们需要多少美元的现金，你知道，在三西格玛或类似的地方。查理和我经历了很多，我们看到在一个用西格玛表达风险的组织中出现了很多问题(所罗门)，有时我们甚至会争论他们计算风险的方式是否合适。

芒格：这真的很可怕。

巴菲特：他们比我们聪明得多。(笑)这就是令人沮丧的地方。但我们都有同样的想法，我们总是思考最坏的情况是什么，然后我们增加了一个很大的安全边际，我们不想回到过去从零开始。

我的意思是，我喜欢在另一个房间里摇晃那些文件，但我不想再以此为生了(所罗门任职经历)。因此，我们无疑建立了其他人可能认为愚蠢的安全边际，但我们有 60 万股东，我们有我的家庭成员，他们 80%或 90%的净资产都在公司。我只是不想向他们解释我们破产的原因，因为我们破产的几率是百分之一，剩下的几率是我们的钱翻倍的几率，我认为这是一场很好的赌博。

我们不会去冒险的。这并不意味着什么。**我们永远不会拿我们所拥有和需要的东西去冒险，去换取我们所没有和不需要的东西。**我们仍然会找到可以赚钱的事情做，但我们不需要费力去做。这是我的工作，查理也是这么想的。我们不需要谈论太多。但我们的工作找出这个地方到底出了什么问题，我们已经看到了 911 发生的，已经看到了 2008 年 9 月发生的事情，我们将看到其他性质不同但在未来产生类似影响的事情。我们不仅想在这些夜晚睡个好觉，我们还考虑用我们身边多余的钱做些什么。

所以，**如果你是以某种数学的方式校准风险，我会说它真的很危险。**我可以给你举几个关于数学模型的例子，但不幸的是，我是在保密的基础上了解它们的。但一些真正伟大的组织有几十个受过高级数学训练的人，他们每天都在思考这个问题，进行计算，但他们并没有真正解决风险这个问题。

因此，**这始终是伯克希尔的头等大事，100 年中有 99 年的回报可能会因为我们过于保守而受到惩罚，100 年中有一年，我们会生存下来，而其他一些人则不会。**查理？

芒格：是的，这些拥有高等数学学位的超级聪明的人怎么会做出这些愚蠢的事情呢？我认为这可以用一句古老的谚语来解释：**"对一个拿着锤子的人来说，每个问题看起来都像钉子。"**他们已经学会了这些技术，**他们只是扭曲了问题，以适应解决方案，这不是解决问题的方法。**

巴菲特：我想说，他们缺乏对历史的理解。1962 年，我在基维特广场(Kiewit Plaza)成立了我们的办公室，我们现在仍然在那里，但是另一层楼。我在墙上贴了七件物品。我们的艺术预算是 7 美元，我去了图书馆，用一张一美元的价格，把金融史上的几页复印了下来。

例如，其中一个案例发生在 1901 年 5 月，当时发生了北太平洋公司争夺事件，这在奥马哈是很有趣的，因为 Harriman 和 James J. Hill 都试图控制北太平洋公司。在彼此不知情的情况下，他们都购买了超过 50%的股票。当两个人各自购买了超过 50%的股票，并且他们都非常想要控制它，他们并不只是想将其转售。然后你知道，有趣的事情发生了。

芒格：做空者糟了。

巴菲特：在 1901 年 5 月的那份报纸中，整个市场都在崩溃，因为北太平洋公司在一天之内从每股 170 美元涨到了每股 1000 美元，以现金交易，因为空头需要现金。在那份报纸的顶部有一条小消息，我们的办公室里仍然保留着。纽约特洛伊的一名啤酒酿造商跳进一大桶热啤酒中自杀了，因为他收到了追加保证金的通知。

对我来说，这个教训是，那个家伙可能了解西格玛和其他一切，知道一只股票在一天内从 170 涨到 1000，以至于其他所有股票都被要求追加保证金，是多么不可能。他最后死在了一大桶热啤酒里，而我从来都不想死在一大桶热啤酒里。(笑声)

所以我贴在墙上的那 7 美元的报纸历史说明，金融市场的生活与西格玛没有任何关系。我的意思是，如果每个在金融市场运作的人都没有标准差之类的概念，他们的情况会好得多。你不这么认为吗，查理？

芒格：嗯，当然。(笑声) **数学制造了很多虚假的信心**，现在，它已经消失了。同样，正如我之前所说，商学院已经有所改善。华尔街的风险控制也是如此。他们现在采用了高斯曲线，并且改变了它的形状。他们把它扔掉了。他们只是做了一个与高斯不同的形状，现在它是一个更好的曲线，尽管它不那么精确。

巴菲特：他们谈论肥尾风险，但他们仍然不知道如何才能让它们变肥。他们不知道。

芒格：嗯，但他们从痛苦的经历中了解到自己不够胖。

巴菲特：是的。他们知道对方是错的，但他们不知道什么是对的。

芒格：我们一直都知道有肥尾风险。在所罗门的会议上，当风险控制人员讲话时，我们面面相觑翻白眼。

16、瑞士再保险合同到期

杰伊·盖尔布：这个问题是关于瑞士再保险公司的。伯克希尔与瑞士再保险签订的份额协议涵盖了瑞士再保险 20% 的财产意外险，该协议将于 2012 年到期。伯克希尔是否计划通过另一笔交易来取代这一保费？

巴菲特：嗯，我们总是希望获得更多的好的保单，但我们所做的与合同到期没有关系。我是说，那份合同是五年的。这是一份大合同，每年数十亿美元保费。但事实上，该协议到期后，我们的保费收入将下降数十亿美元，这并不会导致我们采取与其他方式不同的做法。我们有能力开展数十亿美元的业务，如果我们要扩大瑞士再保险的合同，我们很乐意这样做，我们不想在失去合同时开展任何愚蠢的业务。

就未来战略而言，这只是一件无关紧要的事情。就失去一些我们喜欢的业务而言，这不是一件无关紧要的

事，但就任何未来战略而言，这都是一件无关紧要的事。你知道，**我们认为每一个决定都是独立的**。如果有钱进来，这不会让我们今天想要做一些，我们前一天没有想过要做的事情。我们只是不那样做。我们会有一些很棒的东西，这并不意味着第二天我们不想再寻找一些很棒的东西。每个决定都是独立的。

芒格：我认为，世界上没有任何一家大型保险公司比我们更乐于接受业务量下降的局面。如果它没有意义，如果业务规模必须收缩，我们就让它收缩。

巴菲特：我们不以任何方式衡量自己的规模，但不包括价值随时间的增长。

17、“两房”“脱轨”后的住房问题

股东：来自波士顿的温迪·沃瑟曼。沃伦，祝你早日完全康复。我的问题是关于房利美和房地美的。你写道，你预计房地产市场现在会有所改善，但它并没有改善。你谈到了人口统计数据和业务中依赖住房的部分。然而，你没有谈到房利美和房地美。房利美、房地美和美联储是三大金融机构。然后是摩根大通和美国银行。房利美和房地美已经被托管了三年半，是时间最长的。最初，他们的总资产为 1.6 万亿美元，每个公司都是相当于雷曼兄弟。现在他们有 5.5 万亿美元，加上 4 万亿美元的表外项目和政府抵押贷款修改计划。它们是经营亏损的上市公司，账面价值为负数，由政府所有，有时利用政府的权力行事，由财政部的空白支票和纳税人(通常也是房主)提供资金。大多数濒临破产的公司都在剥离资产。这两项增加了资产和负债。美国国际集团 AIG 和通用汽车的重组中却没有这样。与普遍的看法相反，证券法并不需要大萧条以来最大规模的修改。1933 年和 1934 年的《证券法》发挥了作用。萨班斯-奥克斯利法案奏效了。房利美和房地美，以及 1938 年和 1968 年的监管法律，无论它们对美国住房标准的贡献有多大，都不会改变。

解决方案是什么？他们能托管多少年？可以使用清债信托机构吗？他们真的大到不能倒吗？(掌声)像富国银行和美国合众银行这样的主要抵押贷款银行在资本充足的情况下将扮演什么角色？MBS 市场和金融系统会发生什么？如果没有对房利美和房地美的回应，即使有更好的人口结构，住房如何改善？

巴菲特：嗯，我在大学里回答的问题都没有这么多。(笑声和掌声)

我想说的是，你的评论的整体基调表明你认为房利美和房地美是一团糟，这可能是有道理的。当然，它们一团糟的原因是，我们还没有弄清楚，或者说我们还没有达成一致，在这个国家来为抵押贷款融资，最好的结构是什么。毫无疑问，随着时间的推移，政府担保计划会降低抵押贷款的整体融资成本。

但我们在房利美和房地美有一个原因是，**当我们把利润动机引入到两个机构的组合中时，它变得疯狂了。这两个机构一半试图服务于住房使命，一半试图服务于利润使命。逐渐地，利润使命在某种程度上超过了住房使命。**国会还没有解决这个问题。很明显，这是个大项目。你知道，美国大约有 5000 万户家庭有住房抵押贷款，总额约为 10 万亿美元。重要的是，你有一个市场，可以最大限度地降低借款人的成本，而他们有足够的首付和足够的收入等等。我认为有一段时间，我们与房利美和房地美一起朝着这个方向前进，但后来他们离开了轨道。

他们能在托管中呆多久？他们可以在那里呆很长时间。在我看来，他们将留在那里，直到我们在关于未来的政策上达成某种解决方案，政治上两党都可以接受，在我看来，这是一条很长的路。查理？

芒格：当然，有趣的是，就在北部的加拿大，有一个更负责的房地产贷款系统，他们几乎没有遇到任何麻烦。我们在美国的抵押贷款方面完全背离了理智、体面和道德，美国政府参与了这一愚蠢行为，而且他们做得很大。当时的繁荣显然充满了欺诈和愚蠢，不跟上它的节奏就好像是错误的。

我有时会说，(前美联储主席)艾伦·格林斯潘(Alan Greenspan)年轻时对作家 Ayn Rand 用药过量。(笑声)他认为，如果斧头谋杀案(axmurder)发生在一个自由市场，这可能是最好的。

所以就所发生的事情而言，我们必须为很多可耻的行为感到遗憾，这造成了巨大的损失。一个像西班牙这样的普通小国，还有一个叫爱尔兰的国家，都有一些类似的东西。**人们放任疯狂，这是一个巨大的错误。**格林斯潘真的错了。(掌声)政府有责任阻止疯狂的市场繁荣，并通过保持稳健的政策来阻止它们，就像加拿大所做的那样。

所以你指出了美国历史上一段非常不光彩的插曲。但一旦我们进入这一领域，我认为我们别无选择，只能完全按照政府的做法行事，即将房利美和房地美国有化，并努力让它们在将来表现得更好，这就是所发生的事情。

巴菲特：这将是一场漫长的决选。不仅仅是美联储，国会也参与其中。

芒格：每个人都参与其中。但我们没有。(笑声)

巴菲特：查理，我们很多年前就从储贷联盟辞职了，只是因为我们认为这种疯狂的事情正在发生。

芒格：这是可耻的。

巴菲特：是的。查理也因此受到了教训。(笑)他们让他去上学，学习如何贷款，我记得其中一位监管者说，“那么，你把钱借给什么样的人？”我记得查理说过，“我们做的一件事就是不借钱给像你这样的人。”(笑声)由于某种原因，在那之后我们遇到了监管问题。(笑声)

芒格：我不受欢迎，因为他说，"你在我们的储蓄和贷款业务中使用了政府的信用，因此，你必须做很多愚蠢的贷款，因为我们告诉你应该这样做"。我说，"我们没有使用政府的信用。作为我们一次合并的条件，伯克希尔同意我们的永远不会在储蓄和贷款上遇到麻烦。我们付你保险费，你是用我们的信用"。但这并没有让我受欢迎。他是一个面色红润的酒鬼。(笑声)我记得很清楚。然后我们离开了储蓄和贷款业务。

巴菲特：是的。但是当查理赢得一场争论时，我们会有更多的问题。但这很有趣。(笑声) 安德鲁？

18、Todd Combs 和 Ted Weschler 是如何获得报酬和纳税的

安德鲁·罗斯·索尔金：好的，问题是：请告诉我们更多关于您过去一年与 Todd Combs 和 Ted Weschler 的经历。他们在哪些方面做得好，有没有犯错？请讨论你如何赋予他们报酬？在一次采访中，你说 Todd Combs 去年选股的表现得到了丰厚的报酬。我们应该担心短期的报酬过多吗？你如何确保 Todd 和 Ted 不会为了报酬而追逐高价股票？

巴菲特：**我们一直更关心我们的记录是如何实现的，而不是精确的记录本身。**对于 Todd 和 Ted，查理和我印象深刻，不仅是良好的记录，还有知识的完整性和品格的品质，对伯克希尔的真正承诺，一种终生的承诺。

在我们的一生中，我们看到了成百上千的好记录。但这两个人是完美的，**我们付给他们每人 100 万美元的年薪，我们给他们 10% 的业绩报酬，如果他们的投资组合超过了标普指数的话。如果他们超过标普 10 个点，他们就能得到 1 个点，而我们得到 9 个点。但我们是在三年的滚动基础上进行的，所以你不会看到跷跷板效应。每个人得到的报酬 80% 是基于他们自己的努力，20% 是基于对方的努力，所以他们有充分的动力以合作的方式运作，而不是坐在那里嫉妒地保护自己的想法，希望其他人做得不太好。所以，我认为这是一个再好不过的结构了。这与卢·辛普森 20 多年来的薪酬结构相同，只是他没有合伙人。**

在某种程度上，他们自己雇佣自己的手下，根据他们各自的业绩记录，这比查理和我所希望的要好得多，我们有很高的期望。到年底，他们每个人都有 17.5 亿美元，但我们在 3 月 31 日又增加了 10 亿美元，所以他们每个人都在运营 27.5 亿美元的投资组合。我不看他们正在做什么。因为当我在月底查看 GEICO 保险的投资组合时，我最终会看到这一点。但他们通过自己的经纪人运作。我已经告诉他们，我唯一想知道的是，如果他们要进入一个新的公司，我只想知道这个名字，这样我就可以确定这不是我熟悉的一些内幕信息，或其他什么。这样我们就不会无意中出现一些违规，或者他们的购买会受到我所知道的一些事情的影响。那从来没有出现过。如果有什么

我们必须申请 13D 的，他们必须和我核实。但基本上这一切都不会发生。我们和卢之间也没发生过。

他们操作不同的股票。他们的能力圈范围比我的大得多，因为他们研究的范围是 20-40 亿而不是 1500 亿，所以他们可以研究更多的东西。他们还愉快地投入到其他工作中，这些工作并不能直接获得报酬，但对伯克希尔很有帮助。当他们运营的资金比现在多得多的时候，他们会为伯克希尔做得很好。

Ted 是今年才加入我们的。Todd 去年的表现明显好于标准普尔指数，因此他获得了巨大的业绩收益。其中 1/3 的收益在第一年支付给他，其余的被推迟了两年，如果他表现不佳，他可能会失去这些收益。所以我认为我们有一个很好的系统和很棒的员工。查理？

芒格：有趣的是，按照我们的薪酬方式，美国至少 90% 的投资管理公司会饿死。我认为这些人会做得很好。不仅如此，他们对伯克希尔的长期发展也非常有帮助。他们是我们喜欢在总部工作的那种人。

巴菲特：是的。我希望他们也能参与进来——我提到的那 400 名纳税人。但如果 Todd 和 Ted 继续保持这样做，即使在目前的资金规模下，他们也将在 35 岁左右开始纳税。他们正在做他们以前做过的事情，他们曾经管理对冲基金，但他们每天都在会思考同样的事情，而且他们将被征收 35% 以上的税。如果他们经营对冲基金，他们将被征收 15% 的税。对于所有能够接受这一点的观众，他们都将提供一晚免费的迪利酒吧畅饮。(笑声)

芒格：我认为他们每个人都可以以不同的形式赚更多的钱，但生活方式却不那么理想。

巴菲特：是的。我们办公室有个免费的可乐机。(笑声)

芒格：嗯，他们可以和沃伦这样古怪的家伙混在一起。

19、佛罗里达州对汽车保险责任的决定损害了 GEICO 的利润

加里·兰塞姆：我的下一个问题是关于 GEICO 的，一个更详细的问题。去年第四季度，GEICO 保险的综合比率上升超过 100%，我认为这是自 2001 年以来的第一次。现在我意识到一个季度并不构成趋势，但这个季度发生了一些不寻常的事情。你能告诉我们更多吗？

巴菲特：发生的最重要的事情是一个决定，或者可能是几个决定——托尼·奈斯利可以对此进行更详细的说明，它们涉及到佛罗里达州，以及那里的一些解释。我认为，关于潜在责任的拨备的提升导致我们建立了一些额外的储备，它们是当时佛罗里达州发生的事情所要求的。但这只是一次性的安排。在今年第一季度，在可比的基础上，正如你可能在我们的季度报告中看到的，我们的承保综合比率在 91%。所以，基本的业务是好的，但佛罗

里达州的决定花费了我们大量的钱，因为它改变了我们对一堆已经悬而未决的索赔的潜在责任。我猜你比我更熟悉确切的术语，但这是最基本的答案。

我今年看到的 GEICO 保险公司的每一项指标，在留存率、老业务与新业务的综合比率等方面，都与我们的总体记录相当一致。GEICO 保险公司对伯克希尔来说是一笔极好的资产。我的意思是，它现在值很多钱。将来它会值更多的钱。

20、货运铁路的环境效益

股东：你好，查理和沃伦。Stuart Kaye 来自康涅狄格州斯坦福市的 Matarin 资本管理公司。你今天早些时候提到，BNSF 铁路公司的竞争优势之一是其相对于其它运输替代方案的环保特性。在评估其他投资机会时，您会使用哪些财务报表或其他公开可用的数据来衡量一家公司是否既对环境负责又是一项良好的投资？

巴菲特：好的，关于什么是好的投资，你知道，我们试图考虑每一个方面，我们所能做的每一件事，这将告诉我们这个行业和公司在未来的世界将如何发展。有时我们对此很有信心。如果我们关注可口可乐，我们认为我们对可口可乐公司在未来 5 年、10 年或 20 年的世界将会是什么样子有了很好的了解。如果我们着眼于一些零售业务或其他业务，我们根本不会有同样程度的信念。

我提到了它的环保方面。它只是需要更少的世界资源来运输货物，在大型集装箱的钢轨上，只有几个人参与 120 节车厢，这可是一英里长的火车，而不是你所知道的，需要有更多的卡车、更多的人和更多的燃料来运送同样的吨位。所以这里没有我们去看的杂志或书籍或类似的东西。我们只关注具体行业和公司的动态。查理？

芒格：尽管沃伦是一个经验不足的年轻人，但他能够计算出，如果每吨货物使用的燃料少得多，那么进入空气中的有害颗粒就会减少。

巴菲特：各位，这是我能力的极限。(笑声) 好的。我们已经涵盖了两个小组的 36 个问题(2 组×3 人×6 问)，所以我们现在将继续向观众提问，只要问题持续，我们会回答更多。

21、伯克希尔让经理们描绘自己的蓝图

股东：下午好，沃伦和查理。John Norwood 来自爱荷华州西德梅因。我们今天花了很多时间讨论了你们花了很多时间思考的三件事中的两件。一是资本配置，一是管理风险。我们只有一个关于激励员工和高管薪酬的问题。这就是我想了解更多的：高管薪酬，如何激励伯克希尔的经理，财务激励与非财务激励。你能多说点吗？

巴菲特：是的。很明显，查理和我已经想了好几次，在我们根本不需要钱的时候，我们为什么要做我们所做的事情。我们从床上跳起来，为我们每天要做的事情兴奋不已，为什么会这样呢？

好吧，我们每天都有机会画自己的画，我们喜欢画这幅画，这是一幅永远不会完成的画。

你知道，如果我们身边有人说，相比蓝色油漆你为什么不多用红色油漆？我们有世界上所有的钱，我们怎么可能会告诉他们他们可以用油漆刷做什么。(笑声)但我们可以画我们自己的画，我们自己掌握。而且我们的画是重合的，我们一起做这件事比我们单独做这件事更有趣，因为和你周围愉快有趣的人一起做更有趣，而且我们也喜欢掌声。(掌声)所以，如果这对我们有用，我们会对自己说，这不算是厚颜无耻吧？(笑)

如果这对我们有用，为什么不能对其他一群人有用呢？他们长期以来一直在做自己喜欢做的事情，现在，在很多情况下，他们已经拥有了他们可能需要的所有的钱。但是，他们可能会因为这样或那样与家庭或税收有关的某种原因，而不得不把他们的生意卖给我们，谁知道还有什么呢？

但他们真的很喜欢他们一直在做的事情。这可能也是他们如此擅长的部分原因。所以我们给他们油漆刷，让他们保留油漆刷，我们不会到处去告诉他们，应该使用更多的红色油漆而不是蓝色油漆之类的东西。我们只是为他们鼓掌，并试图公平地给予他们报酬。因为尽管在很多情况下他们主要不是为了钱，但没有人喜欢被利用。

但在伯克希尔，这并不是一个大问题。随着时间的推移，我们没有遇到薪酬方面的问题。如果你想一想，在40多年的时间里，薪酬的重要性几乎为零。就像我们已经讨论过的对于两个投资经理的薪酬。他们的收入低于对冲基金标准，低于私募股权公司的标准，税收待遇也不太划算。但他们仍然会赚很多钱，我的意思是，一大笔钱。我希望他们在做他们正在做的事情时做得很开心。我想这就是他们来这里的原因。

我认为他们会更享受这些年来生活，而不是到处向一群人解释，为什么他们在不太好的年份里也要收2%的管理费和20%的业绩报酬，当其他人在其他地方做出更大的承诺时，他们试图吸引新的资金。这只是一种不同的生活方式。所以我们希望我们的经理享受他们的工作，享受管理他们的业务。我们去掉了一些他们不喜欢的很多东西。前几天我和一个从英国来的人在一起。他有很多商业问题要解决，他花了很大一部分时间与其他投资者交谈，这对他没有好处。我的意思是，他应该与客户或员工或其他人交谈。

我认为许多经理人可能不得不花时间与律师或银行家或投资者交谈，而他们真正喜欢做的是经营自己的企业，我们为他们这么做提供了最好的机会。所以，虽然我不能让人们对他们的工作充满激情，但我肯定可以创造

一种结构，让他们失去激情。伯克希尔在这方面是一种消极的艺术。我们专注于不把已经很好的东西搞砸，这就是我的工作。我认为跟随我的人会继续有一个非常相似的工作。

而且我们有一群别人雇不到的经理。如今全国有多少规模的公司能做到这一点？我认为我们将在未来的几十年里保持这一优势。这是可行的，人们也知道这在公司内部是有效的。所以，它是自我强化的。没有什么比证明你所设计的东西是有效的，而你渴望延续它，并在它的基础上再接再厉更好的事情了。查理？

芒格：嗯，我们没有任何标准的公式，就像一些大公司一样，X%用于多元化，Y%用于其他方面，Z%用于其他方面，每个人都把所有这些东西都放在一个大的人力资源部门。关键高管的每一项激励安排都是不同的，所以我们无法用标准公式来帮助你。我们没有。

巴菲特：我们的业务千差万别。如果试图制定一些涉及资本回报率/经营收益率的总体安排，这将是疯狂的尝试。你知道，在我们的公司有一些业务不使用任何资本。我们可以雇佣顾问来做薪酬计划，你知道，他们会想要取悦他们为之工作的人，并被推荐到其他地方。我的意思是，我保证你可以去很多公司，如果你有一个薪酬委员会，它会定期开会，人事关系副总裁可能会建议聘请一个薪酬顾问。而且，你知道，一个人事副总裁想要谁的批准？首席执行官的。薪酬顾问需要谁的批准？嗯，他们希望得到首席执行官和人事副总裁的推荐。那么你得到了一个什么样的系统？你得到了我所说的棘轮效应(ratchet, ratchet, and bingo)。伯克希尔永远不会有薪酬顾问。我们在伯克希尔永远不会有这样的事情，就像我说的，它运作得很好。

现在，我们已经有人在伯克希尔赚了很多钱。我们有 7 位数的薪酬的人有一页半左右，我前几天看到它，那将是 100 万美元以上，我们会有更多的人获得这样的报酬。但在几乎所有情况下，它都与他们所经营的业务的逻辑度量有关。我们花在这上面的时间只是寥寥，我是 60 或 70 家子公司的薪酬委员会，而我没有过度劳累。(笑)

有进一步的补充吗，查理？

芒格：在过去的几年里，我曾对薪酬顾问说过，糟蹋的人越多反而对他们来说是一种进步。(笑声)

巴菲特：查理还负责伯克希尔的外交事务。(笑声)我们告诉过你，在今天结束之前，我们会让每个人都生气。(笑声)可现在三点半都不到。

22、随着时间的推移，适度的 GDP 增长创造了"惊人"的增长

股东：下午好，先生们。....来自弗吉尼亚州阿灵顿。我有个问题要问你。怎样才能让美国经济再次增长 4%？

巴菲特：查理，这对我来说太简单了。你来吧。(笑声)

芒格：很多。很多。这并不容易。

巴菲特：但是，如果以 2000 年或 5000 年的标准来看，人口每年增长 1%，而实际 GDP 每年增长 2.5%，那将是不起飞的。我的意思是，这将导致每一个世纪实际人均 GDP 翻两番。

按实际价值计算 4%是不错的，但 2.5%可能是我们从几年前进入的衰退中走出来的缓慢过程，但对于一个已经享有非常高的生活水平的国家来说，这确实是一个了不起的增长率。对于一个人口每年增长 1%的国家来说，这是一个了不起的增长率。在一个人的一生中，这是巨大的。我已经用过很多次了，但在我的一生中，实际人均 GDP 增长了 6 倍。这令人震惊。美国的人均 GDP 约为 4.8 万美元。我们非常富有。但很多人并没有这种感觉，而且在很多情况下，这是有原因的。但我们要为一个伟大的国家而工作——与之合作。它有各种各样的优点。如果你在 1930 年告诉我的父母，当我 81 岁的时候，我将生活在一个人均产出是他们当时 6 倍的国家，他们会认为，这将是一个乌托邦。我想补充的是，2.5%也不坏。但我们的国家并不是一团糟。我们的政治可能是一团糟，(掌声)但产出是不起飞的。查理，如果让你猜美国未来 20 年的人均实际增长率，你认为会是多少？

芒格：如果把通货膨胀排除在外，上帝能做出保证的话，我会满足于一个非常低的数字。我认为我们是一个非常成熟的经济体，有很完善的社会保障网络，还有很多来自新兴国家的竞争，我认为 1%的人均实际增长率将是一个惊人的结果。

巴菲特：是的，这意味着 20 年后人均生活水平将提高近 25%。这只是一代人的时间里。那还不错。

芒格：你的期望值太高了。当你认为世界应该提供 4%的增长率时候，你是在自找麻烦。这就是房地产繁荣时期发生的事情。人们做了这些愚蠢的梦，他们开始做一些愚蠢的事情，试图达到无法实现的目标。

巴菲特：但如果你有那 1%，你会说每一代人的生活都比他们的父母好 20%以上。

芒格：对于这个国家来说，这将是一个轰动的结果。

巴菲特：在我看来，我们可能会得到它。它甚至不会增加那么多，但系统仍然可以工作。

顺便说一句，即使在 2008 年秋天发生了令人难以置信的崩溃之后，实际上你已经看到了这里巨大的反弹，当然，你把它与欧洲相比，它看起来特别强大，但是——

芒格：是的，但企业的反弹要好于就业形势，这太糟糕了。

巴菲特：是的。生意做得非常好。你知道，去年商业利润占 GDP 的百分比达到了顶峰——当然还有我们自己的价值。我的意思是，这对政治体系产生了很大的压力。好吧，我们已经想够了。

23、巴菲特不会向超级政治行动委员会捐款

股东：嗨，沃伦。Arthur Lewis 来自科罗拉多州丹佛市，那里是 Peyton Manning 的新家。

巴菲特：这里也是 Johns Manville 的家乡。(笑声)

股东：我的问题是，随着选举的临近，你有没有想过向超级政治行动委员会捐款，以保护竞争优势？

巴菲特：不，我不会。你知道，我希望它永远不会发生。(掌声)

这是非常诱人的，我会听到有人向我提出这个论点。人们会说，好吧，我们也不相信它，但他们在另一边是这样做的，而且有数以亿计的美元涌入另一边，而你会把你的手绑在背后，只是为了某种原则。

但是，你知道，我认为超级政治行动委员会的整个想法是错误的，我认为由相对较少的人影响政治的巨额资金的想法，我认为我们已经从许多其他因素中得到了足够的推动，我们不需要把它投入到投票过程中。

我要说的是(拉斯维加斯金沙集团 CEO 兼共和党撰稿人) Sheldon Adelson，我认为他和他的妻子可能已经投入了 1200 万美元或更多。他这么说，我完全相信他。他也是这么说的。他认为这个系统是错误的，但他说这个系统就是这样。所以他必须上场，否则其他人会上场，而他不会。我能理解，但我不想这么做。我只是认为，你知道，你必须在某个地方表明立场。我应该把 1000 万美元扔给某个超级政治行动委员会，而这个委员会将把所有的时间都花在误导人们对对手的行为或记录的看法上，我不想看到民主朝着这个方向发展。查理？(掌声)

芒格：嗯，我通常都很消极，我对我们的政治性质非常消极，两党都在不公正地划分选区，并要求这种统一的思想，这样双方的疯子才能获得所有的这些权力。我还记得我们在两党支持下制定马歇尔计划的时候。那更像是我的世界。所以我不喜欢现在的情况。(掌声)

我认为我们很幸运有两位像我们一样优秀的候选人。考虑到整个系统，我认为我们今年做得很好。

巴菲特：如果另一方的超级政治行动委员会有更多的资金，你会如何看待向超级政治行动委员会捐款？

芒格：嗯，在某些问题上，如果我认为超级政治行动委员会会起作用，我会把钱捐给它。如果我认为我真的可以大幅减少美国的合法赌博，我愿意花一些钱来完成它。(掌声)我认为这对我们没有好处。在某种程度上，我们允许我们的证券市场变得更像赌场，我认为这也是一个愚蠢的结果。(掌声)

巴菲特：是的。如果你有一个超级政治行动委员会，打电话给查理，而不是我。

24、不要担心伯克希尔的短期股价走势

股东：Glenn Tongue，T2 公司的合伙人，来自纽约股东。芒格昨天在接受 Becky 采访时表示，在过去，伯克希尔的绝大部分价值都包含在投资组合中，据推测，这些投资组合的价值约为账面价值。今天，大多数都是受控企业，我们认为这些企业的账面价值有相当大的溢价。鉴于此，伯克希尔的内在价值，作为账面价值的倍数，应该随着时间的推移而增加，但伯克希尔的市净率一直在下降。我在试着理解这一点。自去年年初以来，伯克希尔的投资组合价值增加了 200 亿美元，而你收购了路博润公司。受控制的业务发展迅猛，但股价却没有变动。"市场先生"只是处于他的一种狂躁情绪中吗？

巴菲特：查理？

芒格：嗯，我会说 NO，但我会说这是事情的本质，市场不会在你想要的时候做你想要的事情。我认为，随着时间的推移，"市场先生"会善待伯克希尔的股东，我不会太担心这 6 个月或这 12 个月会发生什么。我不认为你在这个房间里真的那么受欢迎，如果短期的股价表现是让你兴奋的东西。(掌声)

巴菲特：我想你可能会同意，伯克希尔的股价比一年前便宜了一些。

芒格：是的，当然，如果这是你的测试。你应该对伯克希尔的安全边际感觉更好吗？是的，这很好。

25、为什么伯克希尔没有支付股息？

股东：下午好。Roberta Cole 来自明尼苏达州双子城。根据你今天早上早些时候的评论，我们了解到你将回购股票以帮助增加股票价值。我们感到困惑的是，为什么你不愿意在股票太贵而无法回购的情况下，零星地派发股息，而你有多余的现金，所以你可以这样做，特别是在低利率环境下。我们期待你的说明。谢谢。

巴菲特：是的。总的来说，我们觉得，我们可以通过投资创造超过一美元的现值，这个目标也许是不合理的，但到目前为止是合理的。有时，如果股票便宜，我们可以通过简单地回购股票来创造超过一美元的现值。但是，即使这种选择不可行，我们认为，通过我们保留的每一美元，总体而言，我们可以将其转化为大于一美元的现值。47 年来，这一直很有效。我的意思是，我们保留的每一美元都变成了超过一美元的价值。

所以，如果有人想从中创造自己的现金来源，他们每年卖出一股股票比从中获得股息要好得多。如果他们卖掉 2% 的股份，他们在伯克希尔的每股收益会比我们实际支付给他们 2% 的股息更多。所以数学在这一点上是令人

信服的。现在的问题是，我们能否在未来继续这样做。

但到目前为止，在我们历史上的任何时候，如果我们支付了股息将是一个很大的错误，我在 1960 年代支付了每股 10 美分，但我们不会重蹈覆辙。如果我们支付股息，我们的股东的资产账面价值，将比他们留下的钱更不值钱，我认为这种情况将继续下去，但谁知道呢？查理？

芒格：嗯，我认为派发红利将在适当的时候到来，因为最终我们会发现很难产生复利，但我们希望这一邪恶的日子被推迟。

巴菲特：在这方面，即使是过去几年的事件也是令人鼓舞的。在能够把钱投入到我们认为在我们做这件事的时候创造了超过一美元现值的方式方面，过去几年比我们预期的要好。

芒格：是的，当然，特别鼓舞人心。你知道，中美能源公司在未来十年或十五年内可能会有非常不寻常的机会，以非常合理的回报使用大量的资本。

巴菲特：可能是 1000 亿美元。

芒格：对，可能是 1000 亿美元。你可以看到为什么这不会让我们对股息感到兴奋。

巴菲特：等我们长大了再考虑吧。(笑声)

芒格：等我们老了以后再说吧。(笑)

26、"学习学习再学习"

股东：嗨，沃伦和查理。我是来自德国的 Thomas Schulz。你曾经说过，如果你现在有 100 万美元可以投资，你每年可以获得 50% 的回报。鉴于你现在所知道的，你将如何能够在你刚开始合作时已经非常出色的表现的基础上进行改进？

芒格：我们不能用我们现在的资源做我们曾经做过的事情。有很多我不能做的事情，我以前做得更好。(笑声)

巴菲特：好吧，查理，你可以向他们坦白。(笑声)但我认为他可能会进一步说明这一点，即我们在管理中学到了什么，因为我们现在用 100 万美元，可以比当时用 100 万美元做得更好，我想说答案是肯定的。你认同吗？

芒格：是的，我认为这是真的。疯狂已经够多了。如果你有无尽的时间，却只有很少的钱，我想你可以找到办法做得很好。

巴菲特：是的。在 50 年左右的时间里，我们可能学到了更多，或者说接触到了更多，我认为，如果我们回到

100 万美元，我们会知道更多值得关注的地方。

芒格：好的，我要说的是伯克希尔的有趣之处，你们中的许多人已经在伯克希尔投资了很长时间，你们实际上已经看到了它的发生，如果沃伦没有一直学习、学习、再学习，伯克希尔的记录与它的表现相比会很糟糕。我的意思是，每一个十年，为了使记录体面，他必须学会做一些他在十年之初还不知道怎么做的事情。我认为这就是他的真实状况，当然，他变老了。我很担心他。(笑声)

巴菲特：我拒绝评论。(笑声)

27、从别人的愚蠢中学习

股东：嗨。我是来自旧金山的 Jeff Chen。我今年 26 岁，在那里经营着一家软件初创公司。我的问题是关于错误最小化。我发现我在我的生意中犯了很多错误，回顾过去，我想知道除了更努力地思考和从自己的错误中学习之外，你用来减少错误的最有效的技巧是什么？

巴菲特：是的。我们会犯更多的错误。我们想的是，不要让自己犯任何可能真正损害我们明天比赛能力的错误。所以，我们总是在考虑最坏的情况。另一方面，我们都有做大事的本能。所以，我们必须考虑我们是否在做一些可能会带来可怕后果的大事。

我想说的是，首先，我不太担心错误。我的意思是，从错误中学习的想法。下一个错误总是不同的。所以，我不会坐在那里思考我的错误，和我将来要做的不同的事情或类似的事情。你可能会得到一些优势，这些年来我学到了一些东西，但我没有学到更多的基本投资理念。因为我 19 岁的时候我就学会了它。我想这些年来，我对人有了更多的了解。我会和别人一起犯错误。你知道，这是不可避免的。但是，我想我会对人做出更好的判断。我会比 40 或 50 年前更好地认识那些非凡的人。所以我认为看人方面有所改善，但我不认为这是通过任何有意识的坐在那里，专注于我对那个人或这个人犯了什么错误而改善的。我只是不这么做。查理？

芒格：沃伦，我认为你所做的，以及我在较小程度上所做的，都是从别人的错误中学到了很多。这真的是一个更愉快的方式来学习艰难的教训。(笑声)多年来，我们一直致力于此，部分原因是我们发现人类的错误及其原因多种多样非常有趣。我认为这种对别人的灾难和错误的不断研究对我们帮助很大，不是吗，沃伦？

巴菲特：哦，是的，这是真的。在阅读金融史和诸如此类的东西方面，我一直非常专注于阅读有关灾难的书籍。(笑)毫无疑问。我的意思是，当你看到人类的愚蠢时，我关注的是金融领域的愚蠢，其他地方也有各种各样的

愚蠢，但如果你想成为愚蠢的追随者，金融领域就会给你提供大量的素材。

我确实认为这种理解，也就是为什么我们比那些智商 180 的人更有优势，你知道，他们可以用数学做一些我们做不到的事情。他们真的只是不了解人类的行为和发生的事情。2008 年也是一个很好的例子。所以我们一直是别人愚蠢行为的学生，这对我们很有帮助。

28、我们不建立强大的进入壁垒，我们只是购买他们

股东：John Boxters，马萨诸塞州达特茅斯，就在新贝德福德的隔壁，新贝德福德是伯克希尔工厂的旧址。
我的问题是，你如何建立进入壁垒，尤其是在几乎没有进入壁垒的行业？

芒格：大多数几乎没有进入壁垒。我们在某种程度上购买进入壁垒。

巴菲特：是的。这是真的。有些行业永远不会有进入壁垒。在这些行业中，你最好跑得非常快，因为有很多其他人会跑来看你在做什么，并试图找出你的弱点是什么，或者他们可以做得更好一点。你知道，一个很大的进入壁垒是这样的。如果你给我 100 亿、200 亿、300 亿美元，让我去尝试用一些新的可乐饮料来击败可口可乐公司，我根本不知道该怎么做。我的意思是，世界上有数十亿人对可口可乐有自己的看法，你无法用 100 亿或 200 亿美元来改变这一点。

芒格：是的，但我们购买的伟大品牌并不是我们创造的。

巴菲特：我们没有创造他们，没有。我们买下它们，但我们不创造它们。(笑声)

但你知道，就在几年前，你记得 Richard Branson 来到这个国家，他想出了一种叫做 Virgin Cola 的东西。他们说品牌是一种承诺。好吧，我不确定他试图通过那个特定的品牌传达什么承诺(笑声)，但你知道，从那以后你再也没有听到过任何关于它的消息。我不知道历史上有多少可乐饮料。唐·基奥 Don Keough 可能会知道，但我敢肯定，已经有几百个了。这些都是真正的进入壁垒，但很难做到。

正如辉瑞公司(Pfizer)发现立普妥(Lipitor)一样，你知道，专利会过期的，虽然一个绝对的金矿仍然是一个相当不错的矿，但它远远不是它原来的样子。但我们有很多企业，没有人会再建一条铁路。不过我们有一个竞争对手，我们将在替代运输方式等方面有竞争对手。但是，如果你以重置成本巨大折扣购买东西，而且如果更新设备这是一项必不可少的经济行为，那么你会肯定会遇到新的竞争障碍。当然，大多数公司仍然每天都在为每一笔生意而战。查理？

芒格：是的。我们在漫长的生活中发现，**一个竞争对手往往足以毁掉一家企业。**

巴菲特：嗯，我确实发现了这一点。我从奥马哈 30 街和 Redick 街交界的一家 Sinclair 加油站开始，旁边还有一家 Phillips 加油站。我有一个加油站。你知道，**他收的任何油价也是我的要价。**(笑)我根本没有任何选择。你不喜欢做那样的生意。

29、芒格谈中国的比亚迪和电动汽车

股东：嗨。Kyle Miller 来自密苏里州堪萨斯城，我想知道比亚迪电动汽车公司的情况，以及随着新车在美国上市，是否有希望增加公司的价值。

巴菲特：查理是我们比亚迪的专家，他现在将继续努力。(笑声)

芒格：中国的汽车市场是一个巨大的市场，而他们恰好位于中国。所以这是比亚迪的主要关注点。我认为他们将尝试带来的第一批汽车将用于加州的车队，那里有环境问题等等，电动汽车可能会有市场。当然，使用电动汽车的人也会得到各种补贴。我有一些亲戚每天往返于华盛顿特区，如果他们买了一辆普锐斯，他们在高速公路上能使用快车道，这对丰田很有帮助。我们会看到更多这样的事情。总的来说，如果你停下来想一想，我认为这是一家非常有趣的创业公司。

王传福是一个农民的八个孩子中的一个，他成为了著名的工科大学教授，在他 50 岁之前，他获得了相当于中国的诺贝尔奖。他创建了一家拥有 18 万多名员工的公司，拥有相当于澳门大小的土地和 1 亿多平方英尺的建筑。

巴菲特：你认为到 2030 年，电动汽车将占汽车总量的百分之几？

芒格：不多。(笑声)就像爱荷华州补贴的风力发电一样。**我认为社会应该以各种方式补贴电动汽车**，就像他们在华盛顿特区所做的那样，让他们使用高速公路上的快车道，以便让技术发展起来，这样我们就可以更快地摆脱对石油的依赖。所以我认为会有更多的补贴，会有更多的电动汽车，但我并不期待一场突然的革命。我开的是比亚迪最新款的电动车。周二我开车绕着街区转了一圈，我对那辆车的改进程度感到惊讶。**我们花了很长时间才学会的东西，中国人学得这么快，真是令人惊讶。**世界的竞争越来越激烈。

30、伯克希尔的保险浮存金和低利率

股东：下午好，沃伦和查理。Jay 来自印度孟买，居住在得克萨斯州奥斯汀。我想再次感谢你们的精彩演出，在过去的几年里，我一直在这里，我真的很喜欢听你们两位的演讲，尤其是能够综合和阐明这么多重要问题的能

力，比如关于估值、人生哲学、有时甚至是琐碎的事情，沃伦，就像你两年前说明的那样，你知道，你对查理·罗斯开的索菲亚·罗兰的玩笑。它们都非常有益。

我的问题是关于保险业务的一些说明，特别是你如何评价它。现在，我们已经有了大量的浮存金信息和承保盈利或亏损信息。所以，在某种程度上，我们一直在思考你从未来预期浮存金中获得的投资价值——你获得的投资的现值。然而，我认为去年，你也谈到了经济商誉，特别是在 GEICO 保险公司，我认为你使用了一些比率，综合成本率为当年保险费的 90%。所以我想知道，你是否可以和我们谈谈你可以用不同的方式来评估不同的保险业务。那会有很大的帮助。谢谢。

巴菲特：嗯，**经济价值来自于以低廉的价格获得浮存金的能力**。现在，如果利率是 7-8%，即使浮存金成本为 2%，它仍然非常有价值。但在经济上——例如在 GEICO，平均而言我认为期望相当可观的承保盈利是相当合理的，就目前所能看到的而言，以及就目前所能看到的的增长而言。再加上不断增长的浮存金，因为浮存金随着保费的增长而增长。你知道，这是一个非常有吸引力的因素组合，因为 **GEICO 是一个低成本浮存金生产商**。它有一些真正的优势，在规模方面，在整个运营方法方面，这使得其他公司很难复制他们的成本结构。不过，**在任何行业中，拥有一家低成本生产商总是好的，但在保险业中，这是非常非常好的。**

在 GEICO 保险公司，我们几乎有超过 1000 万份保单，**这是一个统计类型的业务**。所以，我们在纽约有成千上万的司机，我们有他们的年龄和职业以及各种各样的东西。所以这是一个非常具有统计性质的业务，再加上低成本，随着时间的推移，很可能会产生良好的结果。

现在，阿吉特的生意就完全不一样了。**在阿吉特的生意中，他必须在每一笔交易中都很聪明**，因为有些事情发生了，有人想为明年在日本可能造成超过 100 亿美元损失的事件购买保险。你不能在任何一本书上查到它，你不能做足够多的交易，你甚至不知道你对特定交易的计算是否正确。现在，如果你对 100 个这种类型的交易进行 100 次计算，你很快就会发现你是否有合适的人进行这些计算。**阿吉特经营的再保险的经济商誉更多地是基于为个人交易定价的技能，以及找到想要这些交易的人的能力。**

而在 GEICO 保险公司，它基本上是基于一台统计机器。但这台机器如何运行是非常重要的，而托尼·奈斯利在管理方面绝对是本垒打选手。在他接手之前的几年里，GEICO 只占市场的 2%，几乎没有任何市场份额。事实上，托尼将我们的市场份额提高了 5 倍，同时还创造了良好的承保业绩。所以他运营了一家很棒的公司，有很大

的潜力，然后他取得的成果甚至超过了我认为它应有的潜力。所以您可以通过不同的方式获得价值。

它最终确实与增加大量浮存金和极低成本浮存金的组合有关。在我们的案例中，浮存金的成本一直是负的，所以人们实际上是付钱给我们来持有他们 700 亿美元的资金，这很有趣。(笑声)我认为这种情况继续下去的可能性非常高，尽管我不认为 700 亿美元快速增长的可能性很高。我认为我们能保住这 700 亿美元就很幸运了。但我认为，我们能够以低于零的成本实现这一目标的可能性很大，我认为，如果利率上升到 4%、5%、6%或 7%，情况甚至会是这样。我认为我们很有可能做到这一点，在这种情况下，这是一笔巨大的财富。查理？

芒格：是的。我们目前处于传统投资浮存金的低回报环境中，但这不会永远持续下去。过去有几次，阿吉特产生了很多独一无二的浮存金，沃伦从中投资赚了 20-30%，然后我们不得不把它还回去。那很有趣，我们一遍又一遍地做。我不知道这种情况是否会再次发生，但也不一定会发生。

巴菲特：你知道，目前我们的现金头寸有 300 亿，如果算上所有的公司，它可能是 360-370 亿美元，我们基本上在这些资金上什么都得不到。所以，我们今天的赚钱能力正受到当前美联储政策的影响。从长远来看，这对很多人来说都不是一个正常的利率。所以从这个意义上说，我们的正常赚钱能力被伯南克先生压制了，但可能有很好的理由。

31、芒格：能源独立是"愚蠢的想法"

股东：Ola Larson 来自盐湖城。五、六年前，你在年度股东报告中写道，经常账户赤字、贸易赤字不可能无限期地持续下去。当然，其中很大一部分是原油进口。现在能源市场的一些人在谈论美国在能源市场上变得独立。你能解释一下这可能会如何影响贸易赤字吗？谢谢。

巴菲特：是的。显然，如果我们的能源生产总量大幅增加，我们必须进口的成本降低，这将是一个巨大的优势。我的意思是，这是经常账户赤字的一个重要因素。我们在石油方面做了很多。我不认为我们会在石油上自给自足，但天然气我们是拥有巨大的储量。在过去的三年里，我们在能源方面发生了很大的变化。查理和我可能会争辩说，随着时间的推移，我们最好还是用别人的，并保持我们自己的储备继续未开发的状态很长一段时间。

芒格：这是我的观点。

巴菲特：是的。在我的一生中，我们是一个石油出口国，一个重要的石油出口国。如果我们用沙特的话可能会更好。如果我们当时一直使用沙特阿拉伯的石油，实际上，处理我们在东德克萨斯等地拥有的所有巨大储备，

比如战略石油储备，我们只是将其保留了一个世纪。但我们的情况已经变得更好，这意味着我们的经常账户赤字情况已经变得更好。我们还有很长的路要走，但看起来确实比三四年前好多了。你不这么认为吗，查理？

芒格：嗯，我认为这是一个非常复杂的互动。我的观点是，美国唯一最宝贵的资源是它的碳氢化合物储备，就在这里。我是清教徒。我总是想现在受苦，让未来更美好，因为我认为这是成年人应该表现的方式。(掌声)所以我完全支持用光别人的石油，节约我们自己的石油。

我认为能源独立的想法是我听过的成年人谈论的最愚蠢的想法之一。想想看，如果我们早一点实现完全的能源独立，我们会处于多么糟糕的状态。我们就不会有石油和天然气了。那不是很好的条件吗？我们不想要能源独立。我们想保存这些东西。感谢上帝，其他人也有这些珍贵的东西，而且他们愿意出售。在这个问题上，我的想法与大多数人完全相反，当然，我认为我是对的。(笑声)

巴菲特：这是查理版的为你的老年储蓄性能力。(笑声)

芒格：不，我们要用石油。(笑声)

32、财富不平等与经济增长

股东：Jim Powers 来自马萨诸塞州牛顿市。几分钟前你还在谈论人均 GDP，如果它每年增长 1%，每一代人都会比上一代人富裕 20%到 25%。现在在波士顿，我们有一个很大的争议，Liberty Mutual Insurance 的 CEO 一年的薪酬超过 5000 万美元，外加其他津贴。高管们在一两个小时内赚到的钱，超过了该公司 95%的员工一年的收入。报纸一直在评论该相互保险公司的利润集中，而不是流向拥有该公司的保险投保人，因为这是一家相互保险公司，而普通员工却得不到相应的回报。如果普通美国人自己不享受其中的一些，那么每年提高 1%的 GDP 对他们的经济有什么好处？(掌声)

巴菲特：我们当然同意，但不评论任何具体的个人，但显然，如果我们从人均 GDP4.8 万美元开始，我们确实每一代人增长 20%左右，你肯定会希望这不会像过去一代人那样，财富一直向顶层的人集中。在过去的 20 年里，我们没有看到国家在贫富差距上整体取得任何进展，除了在顶层集中了非常非常多的财富以外。税法也鼓励这样做。税法是从那些在 1992 年收入 4500 万美元的人那里拿走 27%或 28%。当他们现在达到 2.7 亿时，这个数字就大概变成了 18%。所以，我们的税法变得越来越有利于超级富豪，再加上你所看到的，你所看到的薪酬，以及 CEO 相对于普通工人的收入等等，你知道，我们已经走了很长一段路确保我们的贫富差距收窄没有实现。

芒格：在美国有很多这样的互助保险公司，但**大多数大型互助保险公司都没有这种滥用赔偿金的情况**，这也是事实。这很公平。

巴菲特：这是真的，例如 State Farm，或者类似的公司，没有这些。

芒格：不。他们中的大多数都没有。这是一个非常恶劣的例子，波士顿总是在恶劣的例子中领先。(笑声)
它很早就这样了。它掌握了这门艺术。(笑声) 这就是为什么它如此反常，真的。难怪它引起了一些关注。

巴菲特：企业界的恶劣行为比世界其他领域多得多。富人喜欢这样。你必须明白这一点。(笑)

但税法是一个重要的地方，人们决定谁实际上承担了政府的成本，这已经与富人基本无关，因为他们在收入方面越来越远离中产阶级。**而且在一个民主国家中，可能有一种自然的倾向，那就是走向财阀统治。**如果你考虑金钱在政治中的影响，如果你考虑市场体系如何运作的本质，可能会有一些潜在的趋势将民主推向财阀统治，你需要抵消因素来阻止它。

芒格：我认为你也不应该对波士顿感到太沮丧，因为当我第一次去波士顿时，Curley 市长正在联邦监狱里管理这座城市。(笑声)在波士顿没有人觉得它有什么特别之处。(笑声)

巴菲特：如果你活得够久，你会看到一切。(笑声)

芒格：是的，没错。

33、主权债务与"财政美德"

股东： Brian Chilton，也来自马萨诸塞州的波士顿地区。

巴菲特：我很惊讶你会承认。(笑声)

股东：我被诱惑了。沃伦，今天的很多问题都提到了风险。在我看来，我们面临的**最大风险之一**是...美国和欧洲许多国家的主权债务水平。美联储的流动性注入，以及最近的欧洲央行，给了我们一些喘息的空间，但这些巨额债务是如何平衡的，它们是否让你担心？(掌声)

巴菲特：**主权债务的好处在于，它们最终不会偿还给你**，你也无法从中获得任何东西，这一点与其他类型的债务不同。而且，事实是，世界已经看到了很多很多主权债务的失败。我记得 Walt Wriston 在 1980 年代初说过，主权债务不会违约。事实是他们在历史上违约了很多很多次。接下来发生的是财富的重新分配。现在，财富不会消失。我的意思是，你不会失去农场，你也不会失去有技能的人和诸如此类的东西。你会失去.....我的意思

是，可能会有一些边际损失。

但我不知道它在欧洲的表现如何。我们看到欧洲央行最近向持有主权债务的银行提供了万亿美元，这在很多情况下确实是有问题的。在某些情况下，我不会感到惊讶，如果他们使用其中的一些借款，甚至购买更多的债券。因此，**这就像给一个拥有保证金账户的人更多的钱，其中可能有一些不良资产，让他进一步利用自己的杠杆，进行更大的押注。**但当他们在 IMF 或其它机构这样做的时候，然后它可能最终有一个糟糕的结局。

你知道，我更喜欢一个财务状况良好的世界，包括美国。当然，相反的观点是，当你处于衰退或接近衰退时，就像欧洲的一些或所有国家一样，这种情况将会以自身为食，并具有破坏性，就像 1930 年代早期的美国一样。这非常有趣。但我们一直在美国谈论的事实是，几年前有一个刺激法案，尽管他们没有这样称呼它，以及它是否足够和不足等等。当政府在赤字占 GDP 的 8%到 9%的情况下运作时，这是一个巨大的刺激。他们可能不这么称呼它，但根据定义，这是巨大的财政刺激。因此，我们一直在这个国家进行持续的、巨大的财政刺激，我们将不得不很快摆脱这种刺激。有趣的是，我认为，几乎两党的领导人都意识到，**你可能必须把政府收入提高到 GDP 的 19%左右，同时你必须把支出降低到 GDP 的 21%。**随着时间的推移，这会起到很好的作用，但你会遇到这样一种情况，双方都觉得他们会因为先走一步而表现出软弱。你也有这样的情况，可能至少有一个政党的领导人不能代表他们的政党发言，所以你不能私下谈判，这可能是解决这类问题的方法。

在这样的利率下，我会完全避免购买中期或长期政府债券。我认为这是显而易见的答案。我希望我的答案能解决更多的问题。但就你自己的情况而言，我会远离中长期政府债券，我们的或者其他国家的债权。查理？

芒格：当然，他提出了当今真正明智的问题，当然我们很难回答这个问题。(笑声)很难知道在你失去了所有的财政美德之后，这些凯恩斯主义的东西还能起多大作用。你知道你到了一个时候，**如果你是一个几乎失去了所有财政美德的政府，凯恩斯主义的东西不会起作用，印钞也不会起作用，这一切都是适得其反的，你正在走向灾难。**我们不知道它停止工作的确切时间点。还有像 Paul Krugman 这样的人，我认为他是个天才，但我也认为，在你失去了很多财政美德之后，他更乐观地对待各种经济伎俩，我认为这是事实所不能证明的。

我认为降低财政收入是非常危险的，当然，在美国，我们已经用完了我们的一些储备。非常重要的一点是，我们不要在这个方向上走得太远，因为我们希望能够像我们在大衰退中所做的那样，我们避免了一场巨大的灾难，因为我们有足够的财政优势，所以这些经济技巧将会奏效。所以这是一个可怕的问题，我问你这个问题，沃伦。由

于所有这些麻烦，我们在美国会得到一个非常平庸的结果，这是不可想象的吗？

巴菲特：我认为随着时间的推移，我们会取得好的结果。

芒格：我知道你有这个能力(巴菲特笑)，但是我没有他那么乐观。我处于他的位置会很纠结。我认为我们有可能得到一个相当平庸的结果。

巴菲特：假设我现在带着一个总体上合理的预算来找你——就它所取得的成就而言——它有 19%的收入和 21%的支出。你现在想接受它吗？

芒格：我认为聪明人在这个问题上意见不一的原因是因为它太难了。每个人都想要财政美德，但现在还不是时候。他们就像那个对 SEX 有那种感觉的人。他愿意放弃，但还没有完全放弃。(笑声)

巴菲特：圣奥古斯丁 Saint Augustine。他是我们很多人心目中的英雄。(笑声)

芒格：是的。我认为这些都是非常非常难的问题。我有一件事是肯定的：如果你要去做这些赤字融资的事情，明智地使用这些钱来建造你肯定需要的东西，而不是把它从火车上扔下来或把它给不诚实的律师，这是更安全的。(掌声)因此，我认为我们都有兴趣确保我们所玩的任何把戏都被明智地使用，因为这将保护我们在拥有这种财政美德方面的声誉和现实。

巴菲特：我会让你设计 21%的支出。

芒格：哦，如果我来做这件事，我会明智地把钱花在我知道我们需要的基础设施上，我会有一个庞大的计划(掌声)。我会让整个该死的国家付出更多代价，就像我们是布匿战争 Punic Wars 中的许多罗马人一样。在布匿战争中，罗马人在战争结束前还清了 2/3 的战争债务。那是我喜欢的。

巴菲特：各位，这是我们的竞选口号。又是布匿战争。(笑)

芒格：但答案是，我认为我们确实需要更多的牺牲。我认为我们需要更多的爱国主义，我们需要更明智的花钱方式，我们需要更文明的政治。(掌声)但这仍然是一个很难回答的问题。我想我们应该换个简单点的。(笑声)沃伦没有紧张，但我已经到了极限。(笑声)

34、阻碍经济的是医疗成本，而不是税率

股东：Candy Lewis 来自科罗拉多州丹佛市。这将是一个比较容易的问题。非常感谢你们今天来到这里，我希望当你们 90 多岁和 100 多岁的时候，你们还会在这里参加这些会议。(掌声)我的问题与税收有关，你认为理

想的公司税税率是多少才能推动经济发展？

巴菲特：谢谢。我记得去年实际缴纳的税款约占利润的 13%。所以公司税率是 35%，去年你被允许 100%冲销大多数的固定资产投资。企业利润不是问题，或者企业资产负债表，或者企业流动性，这些都不是经济运行中的问题。我的意思是，在企业界，包括在伯克希尔，有大量的资金可以用来推动商机的发展。我们把钱花在我们看到机会的地方。我们在铁路业务上花了很多钱，我们在能源业务上花了很多钱，我们在其他地方建了工厂，做了其他事情。因此，在我看来，阻碍投资的根本不是缺乏资本，也不是税率。这个国家在 1950 年代和 1960 年代繁荣起来，当时公司税率是 52%，这是人们实际上支付的。当它被削减到 48%时，我们都很高兴。我们的人均 GDP 增长了。因此，这不是一个阻碍因素。

我会告诉你，我的意思是，去年的公司税率是 GDP 的 1.2%。医疗费用占 GDP 的 17%。与世界其他国家相比，我们至少有 7%的劣势，这是所有企业税收的一个很大的倍数。所以如果你问我关于美国工业的绦虫，它基本上是我们的医疗费用。与世界其他国家相比，我们在成本上有很大的劣势。(掌声)现在，这个问题很难解决，但正如 Willie Sutton 所说，这就是钱的来源。

你还可以调整公司税率。我认为这不会对经济产生任何大的影响。你可以在公司税法中实现更大的公平，我根本不会争论这一点。顺便说一句，我认为两党都同意，他们希望看到一个更低的整体公司税率，但更平等地适用于所有公司。但从这里到那里将是非常非常困难的，因为当你用我刚才使用的术语来谈论它时，它是好的。但是，一旦你提出了具体的建议，如果其他人的税率下降，有些人的就必须上升，每个税率将上升的人都会强烈反对该法案，其激烈程度远远超过另一方的激烈程度。这是一个非常复杂的问题。但在我看来，公司税率不是我们国家的问题。查理？

芒格：嗯，我年轻的时候曾经说过，我希望能活着看到增值税，但现在我不那么确定了。但我认为它最终会到来，而且可能应该到来。它平衡了税收的进出口效应，我认为对消费征税是非常合理的。我认为，当我们把钱给了别人，然后又试图把钱拿回来时，我们会遇到很多麻烦。人性真的很抵制这一点。我认为，如果你要依靠税收，那就更好了，税收可以直接从顶部扣除，而且每年的变化不会太大。

我来自一个州，那里的州所得税是以资本收益为基础的，税收一路上涨，然后崩溃。当然，当税收增加时，政客们会疯狂地花钱，当税收制度以一种疯狂的方式存在时，他们会感到痛苦。我们有很多问题。当我们在某种

程度上领导世界时，我们可能会这样做，但我不确定现在让我们的税率为 52%，而世界其他地方对企业利润征收 15%或更高的税率会有多好。这可能会产生很多反常的后果。由于涉及的资金如此之少，这不是游戏应该进行的地方。如果沃伦能为每个人省下一大笔医疗费，他可能早就这么做了。但这真的很难。

巴菲特：这很难。所以我们将以一个困难的问题结束。感谢大家的到来。我们将在大约十分钟后重新召开会议，以处理会议事务，谢谢大家。(掌声)

35、正式商务会议

巴菲特：我们现在去参加商业会议。我们在这里至少在相当程度上遵循了一个剧本。会议现在开始。

我是沃伦·巴菲特，公司董事会主席。欢迎大家参加 2012 年股东年会。今天早上，我介绍了伯克希尔的董事们。今天和我们在一起的还有德勤公司 Deloitte Touche 的合伙人。ForrestKrutter 是伯克希尔的秘书。他将对会议进行书面记录。BeckiAmick 已被任命为本次会议的选举监察员，她将证明在董事选举中所投的票数以及本次会议将表决的动议。本次会议的指定代理人为 Walter Scott 和 Marc Hamburg。

秘书是否有一份报告，说明伯克希尔公司发行在外的、有权投票的和出席会议的股票数量？

克鲁特：正如 2012 年 3 月 7 日(即本次会议的股权登记日)向所有登记在册的股东发送的本次会议通知所附的委托书所示，发行在外的 A 类普通股有 934,158 股，每股有权对会议上审议的动议进行一次投票，发行在外的 B 类普通股有 1,075,302,988 股。每一股份对会议审议的议案享有万分之一的表决权。其中，640,153 股 A 类股份和 664,293,280 股 B 类股份由截至 5 月 3 日(周四)晚上返回的代理人出席本次会议。

巴菲特：谢谢。这个数字代表法定人数，因此我们将直接开始会议。

第一项议程是宣读上次股东大会的会议记录，Walter Scott 先生将在会议前提出一项动议。

沃尔特·斯科特：我提议取消对上次股东会议记录的宣读，并批准会议记录。

巴菲特：有异议吗？该动议已被提出并附议。有什么意见或问题吗？我们将以口头表决的方式对这项动议进行表决。所有赞成的人都说是，所有反对者都说不是。(是的是的)。动议通过了。下一项业务是选举董事。

如果出席会议的股东希望撤回先前发出的委托书，并亲自就董事选举进行投票，您可以这样做。此外，如果出席会议的任何股东没有提交委托书，并希望亲自投票，您可以这样做。如果您希望这样做，请向走道上的会议官员之一表明身份，他将向您提供一张选票。我认可沃尔特·斯科特先生在会议上提出关于选举董事的动议。

沃尔特·斯科特：我提议选举沃伦·巴菲特、查尔斯·芒格、霍华德·巴菲特、斯蒂芬·伯克、苏珊·德克尔、威廉·盖茨、大卫·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、唐·基奥、汤姆·墨菲、罗恩·奥尔森和沃尔特·斯科特为董事。

巴菲特：有异议吗？提议并附议选举 Warren Buffett、Charles Munger、Howard Buffett、Stephen Burke、Susan Decker、William Gates、David Gottesman、Charlotte Guyman、Don Keough、Thomas Murphy、Ronald Olson、Walter Scott 为董事。动议已准备就绪，可以采取行动了。如果有任何股东亲自投票，他们现在应在选举董事的选票上做标记，并允许将选票交付给选举监察员。阿米克小姐，当你准备好的时候，你可以做你的报告。

贝基·阿米克：我的报告准备好了。截至上周四晚收到的代理人投票结果显示，每位被提名人的投票数不少于 697,021 票。这一数字远远超过了所有 A 类和 B 类流通股总票数的大多数。特拉华州法律要求的精确计票证明将提交给秘书，与本次会议记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，阿米克小姐。沃伦·巴菲特、查尔斯·芒格、霍华德·巴菲特、斯蒂芬·伯克、苏珊·德克尔、威廉·盖茨、大卫·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、唐纳德·基奥、汤姆·墨菲、罗纳·奥尔森和沃尔特·斯科特当选为董事。

下一项议题是劳联-产联 AFL-CIO 储备基金提出的一项动议。该动议载于委托书中。该动议要求伯克希尔修改其公司治理准则，以建立书面的继任计划政策，包括某些特定的特征。董事已建议股东投票反对此项建议。我现在请 Ken Mass 提出动议。为了让所有感兴趣的股东发表意见，请 Mass 先生将发言时间限制在五分钟之内。

肯·马斯：巴菲特先生，董事会成员。我叫肯·马斯。我代表美国劳工联合会-产业工会联合会(AFL-CIO)，这是一个由 56 个工会组成的联合会，代表 1200 多万名会员。我今天在这里介绍 AFL-CIO 的继任计划股东提案。我们的提案敦促董事会采纳并披露有关 CEO 继任计划的政策。规划 CEO 的继任是董事会最重要的职责之一。在伯克希尔这样的公司，CEO 创造了巨大的价值，制定继任计划尤为重要。股东们感谢沃伦·巴菲特作为 CEO 的领导。去年，大卫·索科尔(David Sokol)因涉嫌不当交易而从公司辞职，股东们对此感到担忧。有传言称，索科尔可能是巴菲特的接班人。我们去年秋天提交了我们的提案，因为我们觉得需要一位内部 CEO 候选人来继承巴菲特先生的遗产。内部候选人可能会维持也可以帮助维持伯克希尔哈撒韦公司强大的文化。今年早些时候，巴菲特在致股东的信中透露，董事会已经确定了他的继任者，以及两位优秀的后备人选。听到这个消息，我们松了一口气。

我们并不是要求公司披露巴菲特继任者的名字。我们所要求的只是董事会每年向股东更新其继任计划的状

况。我们很高兴伯克希尔采纳了我们在股东提案中建议的所有做法，但年度报告除外。我们希望该公司将继续让股东了解其继任计划的状况。再次感谢美国劳工联合会-产业工会联合会考虑这一提议。谢谢。

巴菲特：谢谢你，马斯先生。还有其他人想发言吗？好吧，如果没有人，我会说，马斯先生，我们在同一条船上。我代表所有董事发言，我们认为有一位继任者是董事会的首要义务，我们对这位继任者的能力和诚信都非常满意，我们很清楚，如果我今晚去世，明天早上就会接替我的工作。我们在这个问题上花的时间比董事会可能讨论的任何其他问题都要多。所以我们并不反对你对它的重要性的看法。我们非常认真地对待这件事，我注意到你没有要求我们提名候选人，我认为这样做有明显的不利之处。所以，我们在这一点上是一致的。

因此，据我所知，你基本上想要确保我们每年向你报告，这个主题将继续排在清单的首位，我可以向你保证它会。在确认这一事实方面，我想说的是，在一些公共论坛上，我被问到的问题肯定不止一年一次，我可以准确地回答你们希望我回答的问题，我认为这将在未来继续下去。我们没有将其纳入委托书中的任何正式项目，这是贵组织建议我们这样做的，但我们已在年度报告中涵盖了它。我们在这些会议上报道它。当我接受采访时，我们经常报道它。我不认为把它放在其他形式上会有什么好处，但我确实想说，我很高兴你认真对待它。我们认真对待。我想我们会得到一个你会非常满意的结果，尽管我希望这不会发生得太快。(笑声)

因此，我要说的是，该动议现已准备就绪，可以采取行动。如果有任何股东亲自投票，他们现在应在动议上标记他们的选票，并允许将选票交付给选举监察员。阿米克小姐，当你准备好的时候，请你做你的报告。

贝基·阿米克：我的报告准备好了。截至上周四晚收到的代理人投票结果显示，32,179 票赞成该动议，672,285 票反对该动议。由于反对该动议的票数超过所有已发行 A 类及 B 类股份的过半数票数，该动议已告失败。特拉华州法律要求的精确计票证明将提交给秘书，与本次会议记录放在一起。

巴菲特：投票结果大约是 95%比 5%，谢谢你，阿米克小姐。提议失败了。在我们休会之前，有没有其他人还有什么要谈的？如果没有，我建议斯科特先生在会议前提出一项动议。

沃尔特·斯科特：我提议休会。

巴菲特：有异议吗？休会的动议已经提出并获得附议。我们将以口头方式表决。有什么讨论吗？所有赞成的人说"同意"。反对者说"不"。(声音：赞成)。会议休会。

巴菲特：跳着踢踏舞去上班 2012

2012 年 11 月 26 日

沃伦巴菲特和《跳着踢踏舞去上班》作者卡罗尔卢米斯，一同做客查理罗斯节目，探讨政治观点、职业决策和慈善事业。<https://charlirose.com/videos/17620>

罗斯：沃伦巴菲特和卡罗尔卢米斯来到了节目现场。巴菲特是世界上最成功的投资者之一，也是我们节目的老朋友。卡罗尔是《财富》杂志的传奇撰稿人，从巴菲特还是一名来自奥马哈的 35 岁对冲基金经理时，她就开始关注他的职业生涯。早在 1966 年，她甚至还把他的名字拼错了。卡罗尔卢米斯在《财富》杂志上首次提到沃伦巴菲特时，把他名字里的“t”少写了一个。这段小插曲却开启了一段美好的友谊，也拉开了《财富》杂志对这位伯克希尔哈撒韦公司董事长报道的序幕。《跳着踢踏舞去上班》是卡罗尔卢米斯的新书，这本书收录了一系列文章，讲述了沃伦巴菲特非凡的人生故事，同时也是一个关于友谊的故事。

罗斯：很高兴他们二位能一同来到节目现场。欢迎你们(谢谢)。很高兴你们来。你们俩以前都单独上过节目，但这次能一起在这里真是太好了。能一起上节目太棒了。

卢米斯：我很高兴能来。确实很棒。

罗斯：我想聊聊这本书、你的职业生涯、《财富》杂志以及你们之间的关系。不过今天早上，我们都读到了你写的一篇专栏文章，叫《对富人征收最低税》。你在文章开头就说，你认识的大多数投资者，如果投资收益不错，他们不会因为要交税而感到不满。

巴菲特：是我认识的每一个投资者。我都 82 岁了，感觉自己像第欧根尼一样在寻找这样的投资者，就是那种会说“我觉得我要错过这个赚大钱的机会了，就因为要交税”的人，可我从来没找到过。

罗斯：哪怕是稳赚不赔的买卖，就因为要交税就放弃？

巴菲特：查理，我今晚半夜给你打电话，而且不是跟你开玩笑，我跟你说“这是我这辈子想到的最棒的投资点子”。然后你肯定不会问别的，只会问“我得交多少税？”

罗斯：我可不这么觉得。你在文章里还说：“与此同时，也许我们会遇到某个有绝佳投资想法的人，却因为担心成功后要交税而放弃。把这个机会给我吧，让我来帮他摆脱这个困扰。”

巴菲特：这个提议对所有观众都有效。

罗斯：你这么说肯定有更深层的目的。你认为国会现在就应该实施的最低税率是多少？不用等漫长的税法改革，也不用等各种相关事务都安排妥当之后再行动。

巴菲特：我认为对于年收入超过 100 万美元的人，超出 100 万美元的部分最低税率应该是 30%。你也知道，现在有人提议把最高税率提高到 39.6%。目前的税率是 36%。

罗斯：所以如果年收入在 100 万美元到 1000 万美元之间，最低税率是 30%？

巴菲特：对，100 万美元到 1000 万美元这部分收入是 30% 的税率。超过 1000 万美元的部分，税率是 35%。我提出这个建议是因为，在我们有数据的最近一年，也就是 2009 年，400 名纳税最高的人，他们的平均年收入是 2.02 亿美元，其中一半人的税率低于 20%，四分之一的人税率低于 15%。信不信由你，有 6 个人平均年收入 2.02 亿美元，却一分钱税都没交。我是说，他们属于威拉德·罗姆尼提到的那 47%（不纳税）的人。我猜罗姆尼还得到了他们的选票，但他们就是一群吃白食的人，纯粹的吃白食的人。不过，这些年我们在我的办公室做过三次调查，每次办公室里有 16 到 21 名员工。每次我的税率，我说的是工资税加上所得税，都比办公室里其他人低很多。这些人的收入各不相同。而且很多时候，税法并没有体现出累进性。我认为税法应该具有累进性。当有些人年收入 1500 万美元、2000 万美元甚至 2 亿美元，却只交 10% 的税时，我觉得必须得采取点措施了。

罗斯：但有人会站出来说，这是因为他们的大部分收入来自股息，而股息的税率比较低。

巴菲特：嗯，他们可能会说大部分收入来自资本利得。而资本利得的税率也比较低。设定这个最低税率就是要确保高收入人群的纳税税率，和那些年收入 10 万美元左右的普通民众差不多。

罗斯：如果你能自行设定资本利得和普通收入的税率，你会怎么设定呢？

巴菲特：嗯，我可能会觉得资本利得税率至少应该是 25%，股息应该按普通收入征税，而且我希望建立一个比现在更具累进性的税收体系。但由于富人的游说者和律师太擅长钻税法的空子了，所以我觉得应该设定一个最低税率，这样不管你请了多厉害的游说者或律师，只要你年收入达到 1000 万美元或 2000 万美元，你的纳税税率就得和大多数看这个节目的人差不多。

罗斯：卡罗尔，你写过很多极其成功的商业人士，也很了解他们。你觉得要是和他们一对一坐下来聊，他们会认同巴菲特的观点吗？还是不会认同？他们会是什么态度？

卢米斯：嗯，我觉得肯定不会所有人都认同。

罗斯：没错。就他关于税收公平和必要性的观点而言，在富人圈子里，他是不是像荒野里孤独的呐喊者？

卢米斯：我觉得有很多人认同他的观点。但我也不能确定认同的人会不会超过一半。

罗斯：所以你觉得他是对的？

卢米斯：我确实觉得他是对的。我得说，我丈夫曾在华尔街工作，那段时间华尔街收入很高，所以我可不是

站着说话不腰疼，毕竟我家也得交不少税。我觉得问题在于，大家从来都不讨论工资税，这个问题从来没被纳入讨论范围。但就像沃伦指出的，把工资税算进去后，情况就大不一样了，所以我确实认为他是对的。

罗斯：你希望总统能对这个提议做出回应，你觉得现在就应该这么做。

巴菲特：我希望总统和国会都能重视这个提议。我觉得我们没必要一直等下去。税法存在很多问题，确实需要改革，支出也需要削减。但我不想等到所有事情都安排妥当了，才去做那些现在就很明显该做的事。那些谈论税法改革的人，有些是真心想推动改革，但也有些人只是拿“改革”当幌子，把事情往后拖一两年。我可不想让那些明明该做的事，因为要等所有事情一起解决而被搁置。

罗斯：所以现在就实施最低税率？

巴菲特：我希望从 1 月 1 日就开始实施。

罗斯：如果“财政悬崖”真的发生了，会对我们的经济产生什么影响？

巴菲特：我觉得影响不会太大，因为我认为人们会认为很快就能找到解决办法。这有点像债务上限问题。大家都知道，虽然有时候其他国家可能觉得我们很愚蠢，但他们也不相信我们会自我毁灭。所以我希望在 1 月 1 日之前能达成解决方案，但就算稍微晚一点，我也不认为……就算你跟我保证我们会撞上“财政悬崖”，我今天也不会卖掉一股股票。

罗斯：你就这么有信心他们最终能解决问题？

巴菲特：是的，而且我相信美国经济的运转能力。

罗斯：经济在好转吗？

巴菲特：在好转。实际上从 2009 年夏天开始就在好转了。你看，股市已经连续四年实现正回报。经济确实在改善。之前我们经历了一个巨大的泡沫，泡沫破裂后，对社会各个方面都产生了影响，而且华尔街等很多地方的不当行为更是加剧了这种影响。就像多米诺骨牌一样，问题一个接一个。我们面临了很多问题。不过这三年来我们一直在恢复，虽然花了很长时间，因为问题很严重，但我们一直在进步。

罗斯：这本书叫《跳着踢踏舞去上班》，你为什么选这个书名呢？

卢米斯：跟你说吧，过去几个月我对出版行业了解了很多，我发现书名是出版商和作者协商确定的。在考虑了两三个其他书名之后，我想到了这个，出版商很有眼光，说“我觉得这个书名很棒，就用它了”。这个书名很贴

切，因为他就是这样一个人，每天都跳着踢踏舞去上班，一直都是如此。

罗斯：在采访中你也谈到过“跳着踢踏舞去上班”。这是什么意思呢？能给我解释一下吗？

巴菲特：这就是说我每天早上都迫不及待地想去上班。对我来说，一天中最兴奋的时刻就是去上班。我从来没有哪一天不想去上班的。

罗斯：你是不是更喜欢周一到周五，而不是周六和周日？

巴菲特：这得看内布拉斯加大学的橄榄球队有没有比赛。

罗斯：或者看他们是不是和圣母大学的球队比赛。

巴菲特：对，今年我可不希望我们和圣母大学的球队比赛。

卢米斯：你怎么知道他周六和周日不去办公室呢？

巴菲特：我周六会去办公室。

罗斯：但你在办公室做的事和在家做的事没什么区别啊，都是看书、打电话。

巴菲特：我看书、思考，打电话，和朋友聊天。对我来说，周六、周日和工作日没什么太大区别。不过工作日事情会多一些。

罗斯：这让我想起你问他的一个问题，最让你惊讶的建议是什么。你问的是他收到过的最糟糕的建议还是最棒的建议？

卢米斯：当时我们在做一个重要选题。当时他要登上杂志封面，我在还不知道他会怎么回答的情况下问他，你这辈子收到过的最好的建议是什么？结果他说了很长时间他收到过的最糟糕的建议。我回去把这个情况告诉了主编，当时我还有点不好意思，觉得自己没问到该问的内容，不过我们还是让他登上了封面。

罗斯：但有趣的是你回答问题的方式。沃伦，很多聪明人都劝你别进入证券行业。你怎么看这件事呢？毕竟你还是进入了证券行业。

巴菲特：不仅是聪明人，还有那些爱我的、我也爱的人都这么劝我。他们是真心为我好，给我他们认为最好的建议。

罗斯：是因为他们觉得你还没准备好，还是当时证券行业不景气？

巴菲特：他们觉得当时股票价格太高了，因为道琼斯指数超过了 200 点。但我一直觉得，做任何事，想做就

赶紧去做。让我坐着干等时机，我可做不到。当然，那时候我才 20 岁，可能表现得像 14 岁，看起来也就 16 岁左右。所以他们这么说，也许是委婉地告诉我“等你成熟点再做吧”。但除此之外，他们真的觉得股市太高了。毕竟这两个人是我最崇拜的人，他们都劝我别涉足股市。

罗斯：这两个人是你父亲和本·格雷厄姆吧。

巴菲特：我父亲和本·格雷厄姆，而我当时就说“听着，我现在就想干”。我那时候甚至都不想上大学。

罗斯：但你其实已经在投资了，你 11 岁就开始投资了。

巴菲特：没错，但那时候我可以全职做这件事了。

罗斯：所以你第一次见到这个人的时候。你当时在写一篇报道。在见到他之前，你在写一个对冲基金经理的报道，他叫什么来着？

卢米斯：阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯 Alfred Winslow Jones(对冲基金之父)。

罗斯：阿尔弗雷德，他很有名。然后巴菲特这个名字出现了。

卢米斯：是的。巴菲特这个名字出现了。Samuel M. Stayman，一个桥牌玩家，是 BPL 巴菲特合伙公司的投资者。然后我就稀里糊涂地把他的名字拼错了，只写了一个“t”。所以他第一次出现在《财富》杂志上的时候，名字就被我拼错了。我得说，这里的“我们”指的是我，因为就是我拼错的。

巴菲特：从那以后，因为她再也没出过错，我就一直被拼成只有一个“t”的“巴菲特”了。(幽默)

罗斯：你的丈夫约翰·卢米斯 John Loomis 先见到了巴菲特。他回来后怎么说的？

卢米斯：他说“我觉得我刚遇到了美国最聪明的投资者”。当然，像所有妻子一样，我当时翻了个白眼，心里想，哦，真的吗？后来我一起见到了巴菲特和他的第一任妻子苏珊，我才意识到他有多了不起，从那以后我也这么认为。后来他接管了伯克希尔·哈撒韦公司，但那时，根本没人知道这个名字。它完全不起眼。1970 年，我们对他的报道从最初拼错名字的一句话，增加到了两段话。到 1977 年，我们发表了一篇由沃伦自己撰写的 7000 字文章，是关于[通货膨胀如何欺骗股票投资者的](#)。我们发现他很擅长写作，之后也一直关注他。这本书里收录了他写的十几篇文章，我刚提到的那篇只是其中之一。

罗斯：我读过那篇文章。现在还有人在谈论那篇文章。

巴菲特：我不确定他们都怎么评价它。

卢米斯：人们会写信跟他讨论，也会写信给我们。这篇文章很有名，真的。

罗斯：如果你现在写类似的文章——也许你正在写，除了给股东的信之外，你会如何描述当下的情况呢？

巴菲特：我会回顾很多历史，不过基本上我仍然会说，对于大多数有长期投资能力的人来说，股票是最好的投资选择。

罗斯：还得聊聊给股东的信。你开始写这封信的时候——你认识她，欣赏她，认为她是你见过最出色的商业撰稿人。现在依然这么认为。

巴菲特：绝对是。

罗斯：跟我讲讲给股东的信吧，你写这封信的目的是什么，在你心里，你是在写给谁看呢？

巴菲特：我把股东们当作我的合伙人，现在有 60 万人。但在我心里，我通常想着的是我的两个姐妹，Bertie 和 Doris。她们很聪明，不过不在金融行业工作。我想象她们离开一年后回来，她们的很多钱都投资在伯克希尔，我想告诉她们，我认为哪些事情对她们很重要。如果我们的角色互换，我希望她们也能这样告诉我。所以我努力这么做。偶尔，我也会写一篇文章，谈谈我认为在投资领域普遍重要的事情。

罗斯：甚至是关乎国家的事情。你是一开始就参与了这封信相关工作.....

卢米斯：1977 年我开始参与这封信的相关工作。

罗斯：是沃伦让你看看这封信吗？

卢米斯：沃伦把信发给我，说“我在年报里尝试一些新内容，你帮我看看，说说你的想法”。我当时回复得很谨慎，只说建议把一个“the”改成“a”。后来这个建议似乎还不错，所以第二年他又把信发给我，之后就成了惯例。他会手写内容，他的助手打字，然后把信发给我，我们会来回交流修改意见。

罗斯：原来如此。这里面还有个故事，你写的第一篇文章，编辑们想修改一些内容。是第一篇文章吗？基本上他们差点毙了这篇文章，因为你不太想让他们大幅修改，是吗？

巴菲特：嗯，应该就是 1977 年那篇文章。Meg Greenfield，她是《新闻周刊》的著名撰稿人。我给她看我写的文章，Meg 很委婉地跟我说：沃伦，你不用在一篇文章里把你知道的所有东西都写出来。

罗斯：是不是还有个故事，《财富》杂志的一个编辑去找主编，说.....

卢米斯：有个负责这篇文章的编辑去奥马哈，想让他修改一些内容，然后打电话回来说：我让他改内容，但

进展不太顺利。或许我们该考虑不发表这篇文章了。主编说：不，我觉得这篇文章值得发表。于是我们就发表了。这篇 7000 字的文章几乎没有配图。

罗斯：那她现在主要做什么呢？就是检查细节吗？

巴菲特：不是，我在发给她之前，通常会把信修改大概十遍。然后发给她，她从不试图更改内容，但她会指出文章逻辑不顺畅、语法错误等各种问题。有时她会写“这是我在这份报告里最不喜欢的部分”，通常她指出来的确实是不太好的地方。

罗斯：你们的友谊有多少年了？

卢米斯：嗯，有多久了呢？35 年？不止，我们的友谊比这更久。我们的友谊可以追溯到 1967 年。

巴菲特：对。她有四十个纪念手链，每个手链上都挂着我们每一份年报的复刻品。

卢米斯：没错。

罗斯：你们友谊的秘诀是什么？

巴菲特：对我来说，原因有很多。她是个很棒的朋友，而且她是我见过最聪明的人之一，她很客观。当我胡说八道的时候，她会很委婉地指出来。

罗斯：卡罗尔，你也是这么认为的吗？

卢米斯：嗯，我觉得我是少数会和他争论的人之一。我确实这么觉得。有时候我会……

罗斯：平时没人和你争论吗？

巴菲特：查理，我的合伙人查理·芒格，我们从没吵过架，但有很多意见分歧。每次有分歧的时候，他总会说：沃伦，等我们讨论完，你就会同意我的观点，因为你很聪明，而我是对的。

卢米斯：我得把查理也算进少数会和他争论的人里。我觉得这样的人真的没几个。

罗斯：会和他争论的人没几个。我很好奇，为什么他能取得这么辉煌的成就呢？你曾在和我的一次交谈中说，他很擅长看财务报表，能从里面找到关键信息，有时候关键信息就在一个脚注里。

卢米斯：确实如此。

罗斯：所以他能发现机会，预见未来。

卢米斯：他确实能。他在这方面的能力，很少有其他投资者能比得上。他对商业有着广泛而深入的了解，我

可能跟你说过这一点。所以当有新情况出现时，他能把它放在自己已有的认知框架里分析。而且他非常理性，我觉得没几个人能像他这样。

罗斯：你说的理性是什么意思？

卢米斯：就是他在考虑是否投资的时候，不会被情绪左右。他做决策非常理性，股价下跌的时候，他会继续买入，而大多数人在股价下跌时会恐慌抛售。他在投资决策上非常自律。

罗斯：这一点展开说需要很长时间，不过，你为什么对价值判断如此敏锐呢？以至于股价下跌的时候，你知道它的价值并没有改变，所以你会继续买入。而且你能准确判断价值，不会多花一分冤枉钱。

巴菲特：我只投资那些我能确定价值的公司。有数千家公司，我根本不知道它们的价值。但我清楚我了解的那些公司的价值。顺便说一句，价值判断也不用精确到具体数字。比如说，要是现在有人走进来，体重在 300 到 350 磅之间，我不用知道他具体体重是 327 磅，也能看出他很胖。所以只要在我能判断的价值范围内，我就觉得没问题。但我也知道，有很多公司我搞不清楚。所以对于那些我不了解的公司，我就不参与。我通常能判断出我正在打交道的公司是否在我的理解范围内，而且会计是一种语言，我很喜欢这种语言。

罗斯：这是一种你不仅理解，还很喜欢的语言。因为它能让你洞察很多信息。

巴菲特：是的，我喜欢。它真的能给我很多信息，而且有时候我也能发现其中的虚假信息。

所以，看财务报表的时候，就像在演奏音乐一样。当然，不是所有公司的财务报表都能这样。但我用不着对那些我忽略的公司做出准确判断。

罗斯：当你看到一个脚注，从中发现重要信息的时候，你是不是会有点激动？

巴菲特：你说得对。关键信息往往就在脚注里。脚注能给人提示。顺便说一句，卡罗尔在这方面也很厉害。

罗斯：不管好坏，脚注里都藏着故事。

卢米斯：和他比起来，我可差远了。

罗斯：我们来看看伯克希尔的投资，你还持有很多可口可乐的股票吗？

巴菲特：很多。是的。

罗斯：你很早就发现了它的价值。

巴菲特：嗯，但还不够早。我大概 1935 年就开始喝可口可乐了，可直到 1988 年才买入它的股票。所以在这

件事上，我反应有点慢。

罗斯：你还持有很多富国银行的股票，而且还在增持。

巴菲特：对，持有很多富国银行的股票。

罗斯：你看到了它的价值。

巴菲特：没错。选择投资对象时，要考虑很多因素，管理层是一方面，当然，还要有某种持久的竞争优势。

重点是"持久"Enduring。呼啦圈曾经很火，还有一些流行一时的东西，但都是昙花一现。但我喜欢那种，我能预见到未来五年、十年，它还能保持竞争优势的公司(advantage maintaining)。

罗斯：所以你最近投资了迪尔公司(John Deere)。

巴菲特：那不是我做的投资。我们还有另外两位投资经理。

罗斯：好的，但你了解他们的业务，对吧？

巴菲特：不。我不想了解他们的业务。我不想知道。

罗斯：为什么呢？毕竟你雇人来做投资.....

巴菲特：嗯，因为他们管理着大概 40 亿美元左右的资金。

罗斯：你不想知道他们在做什么？

巴菲特：不想。他们有责任管理这些资金，必须有充分的自主权。他们不能看着我的脸色行事，而且他们的收入取决于这些证券的表现。

罗斯：你说过你在寻找"大象级"的投资项目。什么样的项目才算"大象级"的呢？

巴菲特：没错，越大越好。以我们目前的资金规模来看，大概价值 200 亿美元以上的项目吧，可能还会更高一点。

罗斯：最高到多少呢？

巴菲特：这得看这个项目有多吸引人。不是所有"大象"都一样。

罗斯：所以你一直在寻找大象。你是怎么寻找"大象级"投资项目的呢？你说你已经准备好扣动扳机了，随时准备行动。你也有资金，有 450 亿美元或者更多。钱都准备好了。你也做好了准备。但你怎么找到合适的目标呢？

巴菲特：如果你说的是收购整个公司，我们现在说的就是这种情况。达到那种规模的公司我都有所了解。可

以说我见过所有的"大象"。所以，问题在于，公司里的某个人，比如 CEO 真的有出售公司的想法。然后我很快就能判断是否应该购买.....主动权其实在他们那边。因为像可口可乐、富国银行都不会出售，99%的公司都不会。

我了解我们所说的这个规模的所有公司，如果有一天我接到电话，有人说"我们认真考虑过了，觉得加入伯克希尔会发展得更好"，那我随时准备扣动扳机.....

罗斯：卡罗尔，你不觉得很神奇吗？很多主动找到伯克希尔的公司，都很希望加入。

卢米斯：没错，确实是这样。

罗斯：你知道，如果他们喜欢这个提议，我想到了那家以色列公司。如果有人说，巴菲特先生，我能去奥巴马和您谈谈吗？你很快就能决定是否要继续谈下去。

巴菲特：大概 5 到 10 秒就能决定。

罗斯：讲讲这方面的情况。毕竟涉及并购.....

卢米斯：你知道，他真的能在几分钟甚至几秒钟内就决定是否要进一步考虑某个项目。在这么短的时间内，他就会在电话里告诉对方，"嗯，我很感兴趣"或者"嗯，我觉得这个项目不适合我们"。而且他心里有杆秤。

他见识过大量的公司，就像我之前说的，他有自己的分析框架，能判断出这家公司有没有长期发展的潜力。就像可口可乐，它就有长期发展的特质。

罗斯：是的。你在这本书里也提到了他犯过的最大错误，他犯过的最大错误是什么？

卢米斯：没错。沃伦会说，有些错误是因为没有采取行动，他明明知道应该买某只股票，却没有买。

他提到过房利美，那是在房利美陷入困境之前。不过我觉得他要是买了也会及时脱手。但他确实从房地美脱身了，他在房地美上投入了很多，并且在正确的时机卖出了。所以，他最大的错误，有几次是被别人的错误行为连累。这一点毫无疑问。嗯，我想到的这个人是 David Sokol 大卫·索科尔，他为伯克希尔做了很多了不起的事。所以，我觉得沃伦也不可能事先知道 David Sokol 会做出那些不合适的行为。

罗斯：我打赌你肯定问过自己这个问题：我怎么就没看到呢？

巴菲特：没错。我也不知道答案。而且他为伯克希尔做了很多好事。

罗斯：那是当然。你永远也想不明白。但你说过，最难做的事就是解雇员工，而且这种情况不常发生。

巴菲特：没错，这真的很痛苦。而且你知道，我不常需要做这种事。我甚至愿意花大价钱找个人专门来做解

雇员工这件事。但问题是，我做不到，因为这些人都是我的朋友。

罗斯：有一篇封面报道，你得提醒我是哪一篇——我记得是你写的一篇深度报道，关于他从投资者向 CEO 和管理者角色转变的内容。这篇报道展示了沃伦·巴菲特在这方面的能力。

卢米斯：没错。这本书里有好几篇文章都和这个主题相关。但我猜你说的那篇是《The Inside Story of Warren Buffett》。

罗斯：那是第一篇深度报道。

卢米斯：对，那是我写的第一篇关于沃伦的长篇文章。之前我也就写过两段话介绍他之类的。那是 1988 年，当时他正处于转型期。那时他有六家公司，他称之为“六大圣企”，我忘了是六家还是七家？

巴菲特：我记得是七家。

卢米斯：七家，“七大圣企”。像 Fetchheimer 公司，你知道，这个名字现在听起来也不是特别响亮。但当时他显然在朝新方向发展，查理芒格也在帮他，因为查理向他指出了像喜诗糖果这样的公司的价值。就在那个时候，伯克希尔从一家以投资见长的公司，转型为一家以全资拥有众多优质公司而闻名的企业。甚至到现在，我都觉得伯克希尔被低估了。沃伦的能力并没有被低估，但伯克希尔的实力和影响力，我认为还是有点被低估了。

罗斯：你有善于放权的名声。但你也不是整天在外面游船度假。你也没有……你放权不是因为你想去做别的事。你想做的事，其实和你长期以来每天做的事是一样的。

巴菲特：没错。实际上，你可以说是“完全放权”。查理，我喜欢让别人去做事。我喜欢了解事情的进展，但我不想指挥乐队演奏，我只想听演奏。

罗斯：我曾经问过他关于资本配置的问题——他会怎么定义呢？他说：他们把钱送到奥马哈就行了。这就是他对资本配置的定义 allocation of capital。

巴菲特：我很明智吧。我就是这么做的。

卢米斯：旗下子公司的 CEO 们也说，他们甚至都不用操心这事。把钱送到奥马哈就好了。

罗斯：我们赚到钱，你负责花就行。这就是你认为伯克希尔成功的原因吗？

巴菲特：嗯，我们每年有 120-130 亿美元可以用来投资。

罗斯：好的，这些都是智慧的结晶。投资法则：第一条，永远不要赔钱。第二条，永远不要忘记第一条法

则。还有关于职业建议，我觉得这一点非常重要。我总是告诉大学生，**选择一份即使你已经财务自由了也会想去做的工作，这样你会做得很出色。**你和我，对此都深信不疑。

卢米斯：确实如此。在大多数公司里，个人的能力都会得到认可。所以你要做的就是进入一家公司，展示自己的能力，然后就会得到晋升的机会。

巴菲特：我 23 岁的时候搬到纽约。当时我们有了一个孩子，另一个也即将出生，我在本·格雷厄姆手下工作，他是我崇拜的偶像。我在拿到第一份薪水之前，都不知道自己的工资是多少。我从来没问过薪水的事，我只知道我会喜欢这份工作。

罗斯：他和你父亲在对你的影响方面，仍然是最重要的人吗？

巴菲特：他们的影响非常大，但也有其他人影响过我。**比如 Joe Rosenfield(乔·罗森菲尔德是格林内尔学院捐赠基金受托人)、Tom Murphy。**当然，我的几任妻子也对我影响很大。卡罗尔对我的影响也很大。

罗斯：她还和你一起打桥牌。

巴菲特：她对我的影响方方面面都有。

罗斯：你几乎每天都给她打电话。

巴菲特：几乎每天都打。

罗斯：她每天给你打？

巴菲特：是我打给她。几乎每天都打。

罗斯：那你们都聊些什么呢？是类似于“你看到这个了吗”这种话题吗？比如“你读了这个新闻吗”之类的？

巴菲特：看当时发生了什么事吧。有很多可聊的。

卢米斯：没错。大的商业事件之类的。我们最近还没忙到.....

巴菲特：昨晚你的节目。

罗斯：你第二天早上锻炼的时候会看。还有一件事，“互联网改变不了口香糖行业。我研究互联网的时候，会思考某个行业或公司会如何受到它的冲击或改变，然后避开这类公司。以箭牌口香糖为例，我觉得互联网不会改变人们嚼口香糖的方式。

巴菲特：**创新对社会来说非常重要，但创新也会打乱很多行业格局。**我在书里的一篇文章里以汽车行业为

例。曾经有几千家汽车公司，只有少数几家勉强成功了。汽车行业无疑非常重要，我也很高兴它被发明出来。飞机行业也很重要。但看看自奥维尔·莱特在基蒂霍克成功试飞以来航空业的发展，有些资本家真应该当时就把他"打下来"，因为这个行业让我们赔了不少钱。

罗斯：航空业有什么问题呢？

巴菲特：嗯，航空业销售的产品在很大程度上被视为同质化商品。航空公司增加一个座位的成本几乎为零。所以他们就想以任何价格把最后一个座位卖出去。要是有四五家公司都这么做，价格就会被压得很低。

航空业的行业结构决定了它很难获得持续的竞争优势，而且飞机的固定投资非常巨大。你买了一架飞机，花了几亿美元，然后你想卖掉一个座位，看到报纸上竞争对手的票价，你就不得不跟着定价。这个行业的结构存在很大问题。而我也曾涉足这个行业。

罗斯：你还投资过货运铁路行业。

巴菲特：对。BNSF 北方圣达菲铁路铁路公司。

罗斯：没错。你为什么投资这个公司呢？

巴菲特：铁路行业承担了美国 42% 的城际货运量。它用一加仑柴油就能把一吨货物运输 500 英里。这是一种非常高效的运输方式。如今美国有四家大型铁路公司，不会再新建更多了。在未来 50 年甚至 100 年，铁路都将是货物运输的支柱。

罗斯：你在金融衍生品方面有什么经历呢？

卢米斯：我得说，他在金融衍生品方面的经历很复杂。首先，书里有个很有意思的故事，发生在 1987 年股市崩盘之后，他给众议员 John Dingle 写了一封信。在信里，他对指数期货交易提出了警告，当时指数期货交易即将得到国会批准，后来也确实获批了。如果当时人们听了沃伦的警告，我觉得现在的情况会好很多。这是他早期对金融衍生品的看法。

巴菲特：我记得我实际上是在 1982 年写的这封信。

卢米斯：嗯，你在 1982 年写的，但我们在 1987 年股市崩盘后才发表。

巴菲特：在问题出现之后。

卢米斯：没错。《财富》杂志发表了这封信。说到金融衍生品，我觉得沃伦很难忽视那些定价不合理的证券。

我觉得他一般不会去买原棉之类的东西，或者说很少买。但在他看来，金融衍生品常常定价不合理。

巴菲特：你发现了这一点，哈？

罗斯：这对他来说是个机会？

卢米斯：所以一方面，他会在年报里警告大家警惕金融衍生品的风险；另一方面，他会买入那些明显定价不合理的金融衍生品。

巴菲特：我们持有 200 多种金融衍生品，每一种都是我决定买入的。我们收购过一家叫 GenRe 通用再保险的公司，它有 23000 种金融衍生品，我们花了 4 亿美元才清算完这些产品。我们试图全部清算，现在还剩一些。

但我挑选的这 200 多种衍生品，我觉得我们能从中获利。我对每一种都了如指掌。我觉得，像雷曼兄弟可能持有上百万种金融衍生品，这会带来巨大的交易对手风险。我们收购通用再保险的时候，有 900 多个交易对手。其中 300-400 个我都不知道是谁，我连他们的名字都读不出来。这可不是我认为的审慎理财方式。

罗斯：《Dodd-Frank 法案》不是对金融衍生品有相关规定吗？

卢米斯：在一定程度上有。但和沃伦一样，我也没把整个法案读完，也没写过相关文章，所以我也没有很明确的观点。不过我比较认可沃尔克法则(Volcker Rule)。

罗斯：你认可这个法则吗？

巴菲特：是的，我认可。

罗斯：你觉得它是正确的举措？

巴菲特：总体来说是的。我觉得银行越专注于纯粹的银行业务，我越放心。银行从美国政府那里获得了一种特殊的"特许权"，人们认为他们的存款有美国政府担保。虽然不完全正确，但人们就是这么认为的。当银行有能力从那些觉得有政府兜底的人那里吸收资金时，无论银行信用如何，人们都会把钱存进去。所以，需要有切实的监管，确保银行不会滥用这种"特许权"。银行有了这些资金和人们的信任，可能会做出一些非常激进的事情。尤其是当收益归管理层所有的时候。我倒不担心股东的道德风险，在这些银行出问题时，股东往往损失惨重，但管理层却赚得盆满钵满，也不会破产。

罗斯：你怎么看待.....我觉得这和刚才说的也有关系.....2008 年的次贷危机是怎么回事呢？

巴菲特：引发危机的不只是次贷问题，但次贷是它其中的一部分.....我们经历了一场史无前例的房地产泡沫。

在房地产市场高峰期，房地产总值达到 22 万亿美元，而美国总资产可能也就 60 万亿美元左右。房地产是一项庞大的资产。5000 万个家庭以房产为抵押进行借贷，借贷总额达到 11-12 万亿美元。所以，基本上这是一项存在巨大泡沫、依靠大量借贷持有的资产。人们就像在 1920 年代认为股票只会涨不会跌一样，觉得房价只会一直上涨。所以当房地产泡沫破裂，不仅房地产行业受到冲击，这种影响还在整个经济体系中蔓延开来。我们发现，美国几乎所有公司都像多米诺骨牌一样，紧密相连，然后一个接一个地倒下。

罗斯：你觉得那些公司的高管知道自己在做什么吗？

巴菲特：他们没有预见到多米诺骨牌倒下的后果。当多米诺骨牌开始倒下，最终会波及所有人，而人们当时没有意识到这些“多米诺骨牌”有多大，彼此之间靠得多近。比如，人们看到房利美和房地美在 9 月前后最先陷入困境，接着是 WaMu 华盛顿互惠银行、Lehman 雷曼兄弟，然后 Merrill 美林证券也岌岌可危。突然之间，人们意识到，如果他们在这些银行有业务往来，那他们的业务也会受到影响，这引发了我所见过的最疯狂的恐慌。

罗斯：这是你见过最疯狂的恐慌？

巴菲特：到目前为止是的。

罗斯：你在 1969 年底离开了对冲基金行业，为什么离开呢？

巴菲特：因为在那之前我业绩一直不错，很多人都指望着我。但当时我觉得市场变得非常投机，我不知道在那种情况下怎么赚钱。我好胜心也比较强，不想做得比别人差，但又不想做他们正在做的那些投机行为。所以唯一的办法就是把钱退给投资者，我就这么做了。

罗斯：你现在怎么看对冲基金行业？

巴菲特：嗯，我做过一个很有名的赌约，卡罗尔一直在关注进展。我赌一个对冲基金组合，也就是 FOF 基金中的基金，长期表现会不如标普 500 指数。

罗斯：赌约的内容是什么？

巴菲特：实际上，我们在一个叫 LongBets 的平台上，为慈善事业下注 100 万美元。仅仅自称是对冲基金并不能让你有什么特别的赚钱方法，而且对冲基金的费用非常高。我认为，总体而言，对冲基金的收益不会比标普 500 指数更好，而投资标普 500 指数的成本极低。

罗斯：在有些年份，你的表现不如标普 500 指数，你是什么感受？

巴菲特：有好几个年份都是这样。这让我觉得我明年得做得更好，毕竟这是我的工作。

卢米斯：注意到他的好胜心了吧？

巴菲特：要是没有好胜心，我也不会干这一行。从长期来看战胜指数(是个挑战).....

罗斯：还有一个经常被问到你的问题，就是接班问题。你说过董事会现在已经知道谁会是你的接班人。

巴菲特：他们现在就知道。如果我今晚去世，明天早上他们就会任命那个人。

罗斯：而被任命的人现在还不知道自己会被选中。

巴菲特：没错。

罗斯：他的职责会和你现在一样吗？

巴菲特：不，只会承担我一半的职责。他只负责运营公司业务，而 Todd 和 Ted 会负责投资部分。我的工作会一分为二。

罗斯：但运营公司业务对你来说，和你一直以来从事的投资工作一样重要吗？

巴菲特：从长远来看，运营公司业务肯定更重要，现在也是如此。

罗斯：但运营公司业务给你的精神满足感，和投资一样吗？

巴菲特：运营公司业务能给我带来更多精神上的满足感。

罗斯：你和比尔·盖茨的友谊，我和你、和比尔都聊过很多次。但对于现在的观众，我想再说一说。你们在比尔母亲家共进晚餐时，比尔的父亲问你们最钦佩的品质是什么，我记得比尔说是专注。

巴菲特：我们俩的回答都是：专注 Focus。

罗斯：后来苏珊去世后，你决定做慈善，就像她会做的那样。你选择了比尔，是因为你认为盖茨基金会的运作方式很正确吗？

巴菲特：我选择了五个基金会，盖茨基金会是其中规模最大的一个。

罗斯：规模很大。但你们的友谊最初是怎么建立起来的呢？

巴菲特：就像我和查理·芒格的友谊一样，你会发现对方很有趣，值得信任。和他们在一起很开心。不过要说明的是，我选了五个基金会。我把给每个孩子基金会的资金都翻了一倍，所以他们每个基金会都有超过 20 亿美元，但他们无法像比尔那样大规模地运作。比尔的运作规模要大得多。

罗斯：那给盖茨基金会的资金呢？

巴菲特：嗯，数额可能还是差不多。是按资产递减余额的 5% 捐赠，如果股票每年涨幅超过 5%，实际捐赠金额还会增加。

罗斯：卡罗尔你认识他这么久，和他交谈过这么多次，你对他还有什么感到好奇的地方吗？

卢米斯：我很好奇他怎么会一直精力充沛。我觉得他和别人交流时，比如和你聊天，就能获得能量，这一点太惊人了。我有时候担心自己会累，而他却总是活力满满地四处奔波。我还好奇什么呢？有时候我会想，他对自己那些不太成功的投资，内心深处是怎么想的。不过我也没太多好奇的，因为我已经了解他很多了。

巴菲特：她对我的事了如指掌。相信我，她什么都知道。

罗斯：我也了解不少。

卢米斯：事实上，写这本书的过程让我对所有事情又有了新的认识。

罗斯：还有一件事。伯克希尔已经超越了通用电气，按市值计算，现在是全球第六大公司，对吗？

巴菲特：嗯，在这方面，这并不让我感到惊讶。

罗斯：这对你来说有什么特殊意义吗？我打赌肯定有。

巴菲特：嗯，但重要的是长期来看，我们的表现要优于大盘。我的工作是为投资者创造比他们自己投资更好的收益。因为我们留存了所有收益，公司规模变得很大，但未来还会更大。

罗斯：你刚认识他的时候，我记得伯克希尔的股价大概是每股 22 美元，是吗？

卢米斯：没错。

罗斯：现在是每股 13.3 万美元吗？

卢米斯：我不太清楚今天的股价，但大概是每股 13 万美元。还是同一只股票，从 22 美元涨到 13 万美元，太惊人了。

罗斯：我们再回到国家经济和全球经济的话题。欧洲的情况怎么样？

巴菲特：欧洲经济在一定程度上仍在下滑。我们在全球都有业务，实际上亚洲的经济增速是最快的，但现在也有所放缓。

罗斯：不再是两位数的增长了吗？

巴菲特：欧洲经济下滑已经有一段时间了。相比 6 个月或 9 个月前，美国经济实际上是最强劲的。房地产市场正在强势复苏。

罗斯：那新兴国家呢？比如巴西，它们的情况如何？

巴菲特：新兴国家也在发展。但在我看来，5 年后、10 年后，全球各地的经济都会更好。

罗斯：为什么这么说呢？

3 巴菲特：因为资本主义和市场体系是有效的。自 1776 年以来，美国的经济体系就一直在发挥作用，这可不是因为 1794 年有什么刺激计划。而是因为我们的体系能够激发人们的潜能。美国有 3.12 亿人都希望明天过得比今天更好，从长期来看，这种动力会推动经济发展。人类的潜在在很大程度上还未被充分挖掘，而我们的体系会逐渐释放这些潜能。虽然发展过程会有起伏，但美国会不断前进，也会继续保持发展的态势。我认为，从概率上来说，当今世界最幸运的人，就是出生在美国的婴儿。

罗斯：比在中国出生的婴儿还幸运吗？中国的经济基础相对较低，发展机会不是更多吗？

巴菲特：是的。

罗斯：在过去三年里，是什么造就了最多的亿万富翁？

巴菲特：我不太清楚过去三年的情况，但金融行业造就了很多亿万富翁。而且我认为，与他们对社会的贡献相比，这个数量不成比例。

罗斯：嗯，这是个很有道理的观点。有人认为金融行业在我们的经济中占比过高。

巴菲特：当一个国家有庞大的资本主义体系时，即便只是这个体系的一些“面包屑”，也能让人变得非常富有，尤其是当这些人很擅长让别人把钱交给他们，还能享受税收优惠等各种好处的时候。我很久以前就说过，如果你想凭借一定的智商和精力变得富有，那就捏着鼻子去华尔街吧。这话有一定的道理。这并不是说他们不慈善，只是说和社会的其他行业相比，在华尔街赚钱相对更容易。

罗斯：就拿新闻行业来说.....你投资了报纸，社区报纸，为什么呢？是因为有机会从特定的公司收购，而且有很多这样的机会吗？还是你坚信什么，或者就像默多克一样，这是出于一种本能？

巴菲特：这有我个人的喜好因素，但我不会因为这个喜好就出过高的价格。

罗斯：比如说，你会不会认为默多克有时候会因为非买不可，所以出价过高？

巴菲特：没错，确实有这种情况。

罗斯：他觉得自己能提高运营效率，即便高价买入也能盈利。你有过这样的情况吗？有没有出过比你认为合理的价格更高的钱.....

巴菲特：在伯克希尔我不会这么做。

罗斯：这是你对股东的责任？

巴菲特：是的，毕竟这是他们的钱。这也是为什么我不会干预报纸的编辑立场。我投票支持奥巴马，但我们旗下有 12 家报纸，其中 10 家支持罗姆尼，而我是 CEO。不过有两家报纸支持我投票的奥巴马，但另外 10 家支持罗姆尼。

罗斯：说到奥巴马总统，你觉得他在第二个任期会有什么不同吗？

巴菲特：会有一些不同。他不会.....

罗斯：你为什么这么认为呢？会有哪些不同？

巴菲特：嗯，我觉得总统的第二个任期和第一个任期通常会有所不同。但在第一个任期，在一定程度上，总统和他所在的政党必须考虑连任的问题。而第二个任期就没有这个顾虑了，这时的问题就是如何让国会配合自己，提高执政效率。

罗斯：你和他有交流的机会。他给你打电话，然后.....

巴菲特：我从来没给总统打过电话。

罗斯：但假设他打电话给你，你们在电话里交谈，或者你和他以及其他 CEO 见面交流。你觉得他在第一个任期的四年之后，对商业的态度有改变吗？

巴菲特：我觉得在第一个任期内，他觉得商界误解了他，而商界也觉得自己被他误解了。我觉得他们.....

罗斯：你觉得他明白商业是创造就业机会的关键吗？

巴菲特：这一点毫无疑问。他知道美国经济的发展依赖资本主义体系的良好运转，而商业是其中的一部分。我觉得当人们感觉被对方误解时，这种误解会不断加深。

罗斯：当时就是这种情况。

巴菲特：我觉得双方都应该放下这些，就当没发生过。在人际交往中，这有时候是个好办法。当国家的利益

受到威胁时，我觉得这更是个好办法。所以我建议双方都应该说，也许我之前被你误解了，但没关系，让我们向前看，一起合作。

罗斯：但你觉得他会这么做吗？

巴菲特：我觉得他非常希望取得巨大的成功。我相信他会的，而且我觉得经济形势会对他有所帮助。但我也认为，双方在一些核心问题上都不会轻易让步，但言辞上应该始终保持克制，并且应该寻找合作的机会。

罗斯：如果他任命杰米·戴蒙这样的人担任财政部长，这对美国来说会是一个重大信号吗？比如说任命杰米·戴蒙为财政部长？

巴菲特：嗯，我觉得这可能会是一个重大信号。我觉得杰米·戴蒙会是非常合适的人选。如果金融市场出现问题，我认为他绝对是最佳人选。而且全球的领导人也会对他有信心。

罗斯：那你怎么看待杰米在伦敦的业务出现的问题，还有那些衍生品之类的事情呢？

巴菲特：如果你管理着一个资产规模 2 万亿美元的机构，就像我管理伯克希尔几十年，难免会出一些问题。不管是管理军队、教堂还是政府，任何大型机构都会有人偶尔犯错，而且有时候他们能长期隐瞒错误。当然，在金融机构工作，一旦犯错，涉及的金额可能会非常巨大。所以，很明显这是管理上的失误，但伯克希尔也出现过管理失误。我也会继续犯错，我希望能尽量减少错误，并且尽快发现错误，但错误还是难以避免，甚至可能是大错误。

罗斯：鲍尔斯-辛普森计划(Bowles-Simpson)应该成为政府制定政策的蓝本吗？你认为这是正确的方向吗？

巴菲特：嗯，我觉得政策蓝本应该是能使财政收入达到 GDP 的 18.5%，并且基本上没有税收漏洞，体现累进税制的理念。我认为政府支出应该削减到 GDP 的 21%。

罗斯：你是想消除赤字还是债务呢？

巴菲特：这个计划并不能消除年度赤字。但它能使债务占 GDP 的比例保持稳定。

罗斯：从本质上说，这是我们可以接受的。

巴菲特：我们可以接受。目前净债务占 GDP 的比例在 73%左右。在大家最近对此感到担忧之前，我们一直认为这个比例是可以接受的。二战结束时，这个比例高达 120%。如果能实现 18.5%的财政收入和 21%的支出占比，债务占 GDP 的比例就不会增加，甚至可能会略微下降，降到 60%多。

罗斯：和沃伦的友谊对你来说意味着什么？

卢米斯：哦，这是一段非常美好的友谊。你能想象随时都能和沃伦谈论几乎任何事情吗？能就你心里的每一个想法征求他的意见，这太珍贵了。写这本书的过程也让我收获很多，把所有的事情梳理一遍，再加上我的引言，看着沃伦一步步成为现在的他，我们能参与其中，真的很了不起，我非常享受这个过程。

罗斯：我很明智地让她来做最后的总结。

巴菲特：你确实很明智。

罗斯：这本书叫《跳着踢踏舞去上班：巴菲特的快乐投资和人生智慧》，收录了 1966-2012 年的文章，并由卡罗尔·卢米斯整理扩充。谢谢二位。感谢你们参加我们的节目。

巴菲特：谢谢你，查理。

卢米斯：谢谢你，查理。



Joe Rosenfield, 1925 年毕业于格林内尔学院，成为一名律师。同时还经营者父亲的 Younkers 百货商店。1940 年代担任格林内尔学院捐赠基金受托人，Joe 把后半生全部的热情投入到帮助母校摆脱财务困境的任务之中，他认为，只有尽可能地扩大捐赠基金的规模，才能让格林内尔学院继续生存下去。

1967 年，通过亲戚的一次偶然介绍，罗森菲尔德结识了巴菲特，两人一拍即合。格林内尔在奥马哈以东 300 公里，巴菲特亲切的称 Joe 为中西部朋友。1968 年，在罗森菲尔德的盛情邀请下，巴菲特加入格林内尔学院捐助基金董事会。当时学院可流动的捐赠基金约为 1200 万美元。Joe 晚上给我打电话，讨论一些可以充实格林内尔学院资金的行动时，他的热情听起来就像一个在糖果店里的孩子。巴菲特表示，越是离谱的投资越受到他和罗森菲尔德的青睐。1976 年，巴菲特在新奥尔良参加一个报业经济会议时，他发现由于母公司遭遇财务困难，美国俄亥俄州两座城市辛辛那提和代顿的电视台都处于待售状态。由于监管限制，他无法以华盛顿邮报股东的身份购买这两家电视台，因此，巴菲特致电罗森菲尔德，建议他通过捐助基金收购这两家公司的股权。由于基金理事会讨论这一收购计划耗费了太多的时间，辛辛那提电视台被另一家多媒体公司抢先拿下。又是在巴菲特的建议下，格林内尔学院捐赠基金购买了这家多媒体公司的股票，随后，该股价格飞涨。另一边，基金理事会花 1100 万美元购买了代顿电视台的股权，1980 年代基金售出这些股权，它的价值已经翻了两番。二人还曾通过基金在英特尔公司初创时期购买其可转换债券、卖空 AT&T 的套利证券，以及其他多到数不清的投资行动。罗森菲尔德于 2000 年与世长辞，享年 96 岁，但他与巴菲特合作操作的捐赠基金造福了格林内尔学院一代又一代的学生。罗森菲尔德也是巴菲特一个重要的伙伴和导师。巴菲特称，罗森菲尔德“是一位非凡的朋友，是我在世界上最敬佩的人之一”。他也曾经说过，罗森菲尔德是一个十分慷慨和聪明的人，在他心目中是可以类比父亲的形象。巴菲特曾在 1987 年被任命为捐赠基金终身受托人，但自 2000 年罗森菲尔德去世后，他对基金的运作已不再活跃。2011 年，随着他集中退出一些与伯克希尔业务没有直接关系的董事身份，巴菲特请辞格林内尔学院终身受托人一职，结束了这份曾与罗森菲尔德共事三十多年的工作。

今年春天，在得梅因市一间朴素的公寓里，Joseph Frankel Rosenfield 约瑟夫-弗兰克尔-罗森菲尔德低调地庆祝了自己 96 岁的生日。罗森菲尔德值得庆祝的远不止是从西奥多罗斯福 Theodore Roosevelt 的首个总统任期活到了比尔克林顿 Bill Clinton 的第二个总统任期。若他不是极为谦逊的人，他的邮箱估计早就被写着“致世界上最伟大的投资者之一”的生日贺卡挤爆了。

你可能从未听说过乔罗森菲尔德，但请相信我：你能从他身上学到很多东西。罗森菲尔德在一小群精英基金经理中颇负盛名，其中就包括沃伦巴菲特，自 1960 年代起，巴菲特就是他最亲密的朋友之一。巴菲特是如何评价这位投资大师的呢？巴菲特说：Joe 是理性战胜传统的典范。罗森菲尔德无视投资的传统观念，让财富增长的速度和持续时间几乎超过了其他所有人。自 1968 年以来，他把 1100 万美元变成了超过 10 亿美元。他积累这些财富，靠的不是频繁的短线交易，而是买入并长期持有，常常一持有就是几十年。30 年间，他进行的重大投资不超过 6 次，卖出的次数更是少之又少。罗森菲尔德说：如果你看好一只股票，就得做好长期持有、按兵不动的准备。

从 1960 年代中期到 1990 年代中期，罗森菲尔德是他的母校爱荷华州格林内尔学院 Grinnell College 投资委员会的核心成员。他施展投资魔法，大多是为了格林内尔学院，而非他自己。到 1999 年仅有 1300 名学生占地 108 英亩校园的格林内尔学院，成为美国人均捐赠基金最多的私立文理学院。其总计 10.2 亿美元的捐赠基金，不仅让 Amherst 和 Vassar 学院等顶尖文理学院相形见绌，就连卡内基梅隆大学 Carnegie-Mellon 和乔治城大学 Georgetown 这样的名校也难以企及。

请允许我向你介绍这位将美国一所优秀的小型学院变成最富学院的人。罗森菲尔德身材瘦高，双手修长，绿色的眼睛炯炯有神。自从去年做了膝盖手术后，他大部分时间都坐在轮椅上。他充满魅力、睿智且风趣，思维依旧敏锐如剃刀。他常穿着休闲裤，搭配一件芝加哥小熊队 Chicago Cubs 的 T 恤。几十年来，罗森菲尔德个人持有小熊队 3% 的股份，70 多岁时，他还发誓要活到小熊队赢得世界大赛那一天，这或许能解释为何他身上有种“不老传奇”的气质。

1925 年，罗森菲尔德从格林内尔学院毕业，获得政治学学士学位，比后来成为著名演员 Gary Cooper 的 Frank “Cowboy” Cooper 早一年毕业。1948 年，在从事法律工作 20 多年后，罗森菲尔德成为 Younkers 公司的董事长，这家不断发展壮大的零售连锁企业收购了他家位于得梅因的百货商店。然而，到了 1960 年代，临近 Younkers 公司 65 岁退休年龄的罗森菲尔德，开始将更多时间投入到格林内尔学院，他从 1941 年起就加入了学院董事会。董事会成员 Gardiner Dutton 说：1970 年我加入董事会那天，Joe 对我说，‘我们的任务是让这所学院在财务上坚不可摧’。这就是他的原话。

罗森菲尔德说：太多人都是“胆小鬼”，只要股票跌几个百分点就惊慌失措。股票本就如此！

了不起的 Joe

罗森菲尔德仍然记得 1929 年股市崩盘后，他为自己账户买入的第一批股票。他说，“早期我做了太多短期投资，我会在 30 天、60 天、90 天内买卖股票，像 Studebaker、Dodge、Nash Motors 这些公司的股票。我原以为这样能赚大钱，但我错了。我没破产，但也损失惨重。短线买入最终总会让你受伤。”

这是他从未动摇过的教训，也是从一开始就决定了他为格林内尔学院投资策略的理念。“我觉得政府债券对学院没什么帮助”，罗森菲尔德说。于是，他开始寻找“我们可以长期持有的优质普通股”。

不久后，他得到了助力。1967 年，一些朋友把他介绍给了沃伦巴菲特。在那个时候，巴菲特的私人合伙公司连续 10 年大幅跑赢市场，但总资产还不到 7500 万美元。几乎奥马哈以外的人都没听说过他。但罗森菲尔德回忆道：“我能看出他头脑非凡，我立刻就被他吸引了。”两人在马丁路德金牧师在格林内尔学院的一次演讲上一拍即合。巴菲特证实说：我们一见如故。Joe 是个极其慷慨又聪明的人。我从没想过要取代我真正的父亲，但如果在我父亲去世后，我能认 Joe 做父亲，我一定会这么做”。罗森菲尔德很快就投资了他这位新朋友的公司，为格林内尔学院买入了 300 股伯克希尔哈撒韦的股票，花费了 10525 美元。1968 年，巴菲特加入了格林内尔学院的董事会。

同年，格林内尔学院的另一位校董 Robert Noyce 打电话告诉罗森菲尔德，他正在创办一家新公司。Noyce 在大学三年级时，因从附近农场偷了一头 25 磅重的猪，并在校园烧烤聚会上烤了吃，被格林内尔学院开除；不过，他的物理教授认为他是自己教过的最优秀的学生，将开除改为了停学一学期。Noyce 一直没忘记这份恩情，所以才想让学院入股他新创办的 NM 电子公司。罗森菲尔德感兴趣吗？“学院想买下你愿意出让给我们的所有股份”。他立刻告诉 Noyce。

格林内尔学院的捐赠基金出资 10 万美元，罗森菲尔德和另一位校董各自又额外投入 10 万美元，这使得学校能够提供诺伊斯和他的伙伴 Gordon Moore 戈登摩尔、Andrew Grove 安德鲁格罗夫为这家公司筹集的 300 万美元风险资本中的 10%。很快，这家公司就更名为 Intel 英特尔。到 1974 年，也就是英特尔上市三年后，格林内尔学院

的捐赠基金增长了一倍多，达到 2700 万美元，而与此同时，股市市值却缩水了 40%。

与此同时，罗森菲尔德一直保持着敏锐的观察力和开放的思维。1976 年，罗森菲尔德从巴菲特那里得知，俄亥俄州 Dayton 市的一家电视台 WDTN 正在出售。捐赠基金很少会去控股私人公司，但罗森菲尔德思考问题像个商人，而不是官僚。他以 1290 万美元的价格为格林内尔学院拿下了 WDTN 电视台，当时电视台的售价通常是年收入的三到四倍，而他的成交价仅为年收入的 2.5 倍。

接下来，从 1978 年到 1981 年，在巴菲特的建议下，罗森菲尔德将 1000 万美元，也就是整个捐赠基金的三分之一，投入到红杉基金 Sequoia Fund。1989 年，罗森菲尔德又买入了 2500 万美元的房地美 Freddie Mac 的股份。如今，格林内尔学院近三分之二的捐赠基金，即超过 6 亿美元，都投在了红杉基金上。这是单个股东在任何一只共同基金中积累的最大投资之一。

1977-1997 年间，红杉基金的表现超过了 94% 的美国多元化股票基金，每年比标普 500 指数高出 2.7 个百分点。与此同时，整个 1990 年代，房地美蓬勃发展。尽管罗森菲尔德已经出售了格林内尔学院持有的大部分房地美股份，但学校仍从中获利约 1.3 亿美元。

巴菲特说：如果在我父亲去世后，我能认 Joe 做父亲，我一定会这么做。

卖出是个禁忌词

罗森菲尔德打破了许多常规。首先，他从不依靠投资委员会来做投资决策。对大多数捐赠基金而言，投资一家未经考验的科技公司，在离校 600 英里私下收购一家电视台，这类事都必须提交给委员会讨论。经过冗长乏味的辩论后，委员会很可能会否决这些高风险的提议。罗森菲尔德挺了挺肩膀说道：我就是强行推进这些事。

而且，罗森菲尔德没有分散投资，而是集中押注。格林内尔学院的捐赠基金总共持有不到 20 种不同的股票和共同基金（这里把红杉基金中的 10 只股票分别单独计算）。很多大学的投资经理数量都比格林内尔学院的投资项目还多。外部顾问通常会把资产细分，比如，3.5% 投入到中型成长股，1% 投入到日本小型股，2% 投入到新兴市场债券等等。每一小部分都至少有一个经理负责，而每个经理又持有几十甚至上百种投资。这种过度分散投资，还层层支付高额费用的结果就是业绩平平：到 1999 年的 10 年间，普通捐赠基金的年收益率为 13%，而格林内尔学院的捐赠基金年收益率为 15.6%。最后，罗森菲尔德尽量少操作，很少买入，几乎从不卖出。事实上，他认为卖出和犯错没什么区别。这能怪他吗？1971 年英特尔上市后，格林内尔学院就像坐拥一座金矿，但 Noyce 却把它当成了一个火药桶。Noyce 担心自己刚起步的公司会让给予他第二次机会的学院在财务上陷入困境，这种担忧让他备受折磨，于是他开始缠着罗森菲尔德，让他卖掉股份。罗森菲尔德回忆道，“Bob 对此十分焦虑，他说，‘我不想让学院因为我而遭受任何损失！’但我会说，‘Bob，我们会考虑的。我们愿意冒这个险’。”然而，最终 Noyce 还是说服了罗森菲尔德，在 1974-1980 年间，学院以 1400 万美元的价格卖掉了持有的英特尔股份，获利 4583%。罗森菲尔德说：“我真希望我们当时没卖，那是我们犯过的最大错误。卖出这些股份让我们损失了至少 5000 万美元，甚至更多。”然后罗森菲尔德盯着我问道：你怎么看？我喃喃地说，损失可能不止 5000 万美元；我实在不忍心告诉一位 96 岁的老人，他卖掉的那些股份如今价值几十亿美元。

格林内尔学院卖掉了 WDTN 电视台，只是因为它的价值涨得太快，罗森菲尔德认为不能再把这么多捐赠基金放在一项非上市且流动性差的投资上。1981 年，Hearst Corp 公司以 4900 万美元从格林内尔学院买下了这家电视台，在股市上涨约 90% 的这段时间里，格林内尔学院获得了 281% 的利润。

1989-1993 年间，罗森菲尔德以 370 万美元卖掉了格林内尔学院持有的伯克希尔公司的股份，当时肯定有令人信服的理由，但现在罗森菲尔德、巴菲特，以及格林内尔学院的任何人都想不起来原因了。

那么红杉基金和房地美呢？这些投资让格林内尔学院在过去几年里过度暴露在表现不佳的金融股风险中。1999 年，红杉基金下跌了 16.5%，而房地美的价值下跌了 27%。许多投资者早就撤资了，所以我问罗森菲尔德，他是否担心这些糟糕的短期回报。他整个脸都写满了疑惑，反问道：我为什么要担心？太多人都是胆小鬼，股票跌几个百分点就惊慌失措。股票本来就是这样的！我觉得红杉基金和房地美最终会让学院赚很多钱。”

罗森菲尔德谈及英特尔股票时说：我真希望我们当时没卖。那是我们犯过的最大错误。

从长远来看

罗森菲尔德对格林内尔学院意味着什么呢？校长 Russell Osgood 说，巨额的捐赠基金让格林内尔学院在其他小型学校纷纷倒闭的情况下得以幸存。格林内尔学院也没有把这笔资金花在铺张浪费上，校园里最高的建筑仍然比小镇郊外的金阳饲料筒仓矮。相反，这些钱用于将学费维持在比同类学校低 14% 的水平，为 91% 的学生提供资助，并维持一种极为亲密的教育体验。这里的平均班级规模是 16 人。来自北达科他州俾斯麦市的英语专业学生 Ellen Wolter 说：“这里几乎不像学校，更像是一个热烈的读书俱乐部”。

在格林内尔学院的两三天里，我总觉得有些不对劲，但又说不上来。后来我突然意识到：格林内尔学院的校园里有 57 栋建筑，却没有一栋以罗森菲尔德的名字命名，而且很多学生甚至都不知道他们学院最大的捐赠者是谁。

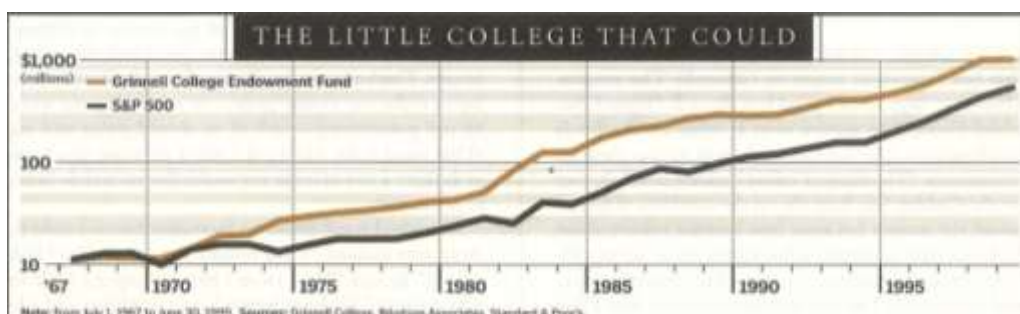
这才是真正的谦逊，真正的投资天才所具备的谦逊。你永远不会看到罗森菲尔德在 CNBC 上大肆宣扬自己的投资理念，但这恰恰是你应该充分关注他的原因。想想这些经验教训吧。

把少数事情做好。罗森菲尔德打造出价值数十亿美元的投资组合，靠的不是把少量资金分散到所有看似不错的投资项目中，而是把大量资金投入少数几个前景极佳的项目中。同样，如果你发现了几个自己真正了解的投资项目，那就大量买入。不过，我认为罗森菲尔德是个罕见的例外。没有他那样卓越的知识、技能和人脉，我们大多数普通人需要广泛地分散投资，投资于现金、债券、美国股票和外国股票。

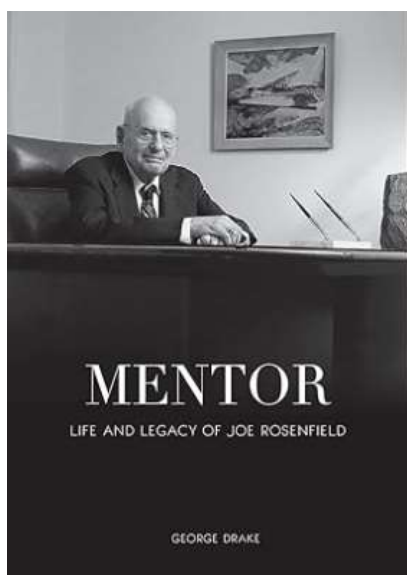
耐心坚守。如果你找到了自己真正理解的投资项目，那就坚持持有。既然你最初买入是看中了它们的长期潜力，就绝不要因为短期的不如意就惊慌卖出。耐心是投资者最强大的武器——不仅仅是以年为单位，而是以十年为单位来衡量。看看罗森菲尔德的坚韧：1990 年，他刚买入房地美股票后，股价就下跌了 27%，格林内尔学院的捐赠基金总额也缩水了近三分之一。虽然从 1979-1998 年，红杉基金的累计表现超过了标普 500 指数，但在这期间有 8 年，也就是 40% 的时间，该基金的表现不如标普 500 指数。与普通的共同基金投资者不同，普通投资者平均只持有股票三年，而罗森菲尔德从不惊慌。他只是等待。巴菲特说：Joe 投资时从不感情用事，全是靠理性分析。

为目标而投资。罗森菲尔德就是一个鲜活的例子提醒着我们，财富是实现目标的手段，而非目标本身。他唯一的孩子在 1962 年去世，妻子在 1977 年离世。他把自己的大部分人生和全部财富都献给了格林内尔学院。他说：我只是想用这些钱做点好事。这对我们所有人来说都是一课。我们不应盲目追求财富增长，也不应以拥有的财产来衡量自身价值，而应该停下来问问自己：如果我从不拿这些钱去做好事，那它有什么用呢？有没有办法让我的财富延续下去，为我的名字增光呢？

出于这些原因，罗森菲尔德仍然热衷于增加自己的投资。他说，我刚买了一些伯克希尔 B 股，但我知道我得持有一段时间，才能看到收益。他身体前倾，眼睛闪烁着光芒问道：我变老了又怎样呢？



罗森菲尔德：有各种各样的宣传让人们相信急躁会有回报，但急躁肯定会让人赔钱。我一直都着眼于长远。他笑着补充道：我有的是时间。



《Mentor: Life and Legacy of Joe Rosenfield》

巴菲特致股东的信 2012

2013 年 3 月 1 日 BRK: \$115850-134060

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东：

2012 年，伯克希尔为股东实现了 241 亿美元的回报。我们用其中的 13 亿美元回购了部分股份，因此公司今年账面价值增长了 228 亿。A/B 股的每股账面价值增长了 14.4%(标普 16%)。过去的 48 年(即从现任的管理层接受以来)，每股账面价值从 19 美元增长到了 114214 美元，复合增长 19.7%。(A 股=1500×B 股)

去年伯克希尔有一些好消息，但我们还是先从坏消息说起吧。

1，1965 年我掌管的合伙公司接手伯克希尔以来，我做梦都没想到，我们能在一年赚 241 亿美元，但与标普 500 指数相比较，我们的业绩是低于平均水平的。确实是差强人意，48 年来伯克希尔的账面价值增长率第 9 次落后于标普 500 指数的回报率(包括分红和股价上升)。需要强调的是，在这 9 次中，有 8 次标普 500 指数回报率都超过 15%。我们在逆境里做的要好一些。迄今为止，

在 5 年期的业绩衡量上，我们从来没有落后于标普，已经实现了 43 连胜。但是标普指数过去 4 年连续上涨，超过了我们的预期。如果 2013 年市场继续上涨，我们的 5 年期连胜记录就要终结了。

有一件事情你可以确信：无论伯克希尔最终业绩如何，我和我的合伙人查理·芒格，公司的副董事长，都不会改变衡量标准。我们的工作就是以比标普指数更快的速度增加公司的内在价值——我们使用账面价值作为其一个明显的低估指标。如果我们成功了，虽然伯克希尔每年股价的波动难以预测，但长期来看它将超越标普指数。如果我们失败了，我们没有给投资者带来任何价值，他们可以直接购买一只低费率的指数基金来获得标普的回报。

查理和我相信，长期来看，伯克希尔的内在价值的增长水平可能以略高于标普指数，我们对此充满信心。因为我们拥有一批优秀的企业，一批能干的经理人团队，以及以股东利益为导向的公司文化。然而，当市场下跌时，我们的相对业绩表现肯定会更好一些。在市场特别强劲的年份，我们预期将会暂时落后。

2，2012 年第二件令人失望的事情是我没有能进行一笔重大收购。我瞄准了一些大象，但最终一无所获。

不过今年年初我们的运气发生了变化。2 月，我们达成协议收购一家全资拥有**亨氏公司**的控股公司 50%股份。另外一半将会由以 Jorge Paulo Lemann 为首的一小群投资者所持有，他是巴西著名的商人和慈善家。

没有比这更好的投资伙伴了。Jorge Paulo 长期以来都是我的好朋友，并且是一位卓越的经理人。他的投资人

团队和伯克希尔将会各自**出资约 40 亿美元购买控股公司的普通股**。伯克希尔还会另外投资 **80 亿美元购买股息率 9% 的优先股**。优先股还有两个优势大大增加了它的价值：首先它将会在特定时刻以显著的溢价被回购，其次这些优先股还附带认股权证，允许我们以名义价格**购买持股公司 5% 的普通股**。

120 亿美元的总投资吸收了伯克希尔去年一大部分利润。但我们依然拥有大量的现金，并在不断地累积。所以，我们得继续工作；查理和我再次穿上狩猎服，继续寻找大象。

接下来是 2012 年的一些好消息：

1，去年我告诉大家，BNSF、Iscar、Lubrizol、MarmonGroup 和中美能源这 5 家最赚钱的非保险公司，在 2012 年税前收益将会达到 100 亿美元。它们确实做到了。尽管美国经济增长缓慢，全球多数经济体都很疲软，我们的“五驾马车”总收益为 101 亿美元，比 2011 年增加了约 6 亿。

这个集团里，只有税前收益 3.93 亿美元的中美能源是伯克希尔 8 年前就拥有的。后来，我们以现金购买了五驾马车中的三辆。在收购第 5 家 BNSF 铁路的时候，我们支付了 70% 的现金，剩下的部分增发股票，使得发行在外的股份增加了 6.1%。因此，这 5 家公司为伯克希尔贡献了 97 亿美元收益增长，只产生了轻微的稀释。这与我们的目标一致，即不仅仅是实现增长，而是要实现每股收益的增长。

除非美国经济出现衰退(我们预期这不太可能)，我们的“五驾马车”2013 年将会实现更高的利润。5 位负责的优秀 CEO 们将确保这一点实现。

2，尽管我去年一笔大额收购都没做成，但是我们子公司的经理人做得要好的多。去年是我们“补强型收购”(bolt-on)创纪录的一年，我们花了 23 亿美元收购了 26 家公司，这些公司被并入我们现有的业务中。这些交易没有让伯克希尔增发任何股票。查理和我喜欢这样的收购：通常它们是低风险的，不让总部承受任何负担，并且扩展了我们久经考验的经理人施展拳脚的空间。

3，我们的保险业务去年杀疯了。不但为伯克希尔贡献了 730 亿美元免费的浮存金用于投资，还贡献了 16 亿美元的承保收益，这是连续实现承保盈利的第 10 个年头。这简直就是一个怎么吃掉了却还在的蛋糕。

GEICO 是保险业务里的领头羊，在不牺牲承保纪律的情况下继续扩大其市场份额。自 1995 年我们收购以来，GEICO 在个人车险的市场份额从 2.5% 增长到了 9.7%。保费收入从 28 亿增长到了 167 亿。未来还有巨大的增长空间等着它。GEICO 的卓越表现应归功于托尼·莱斯利和他手下的 2.7 万名员工。另外，我们还要感谢我们的

吉祥物 Gecko。它都一直坚守在岗位上，风雨无阻的告诉大家如何到 GEICO.com 买更便宜的保险。当我为大家祈福的时候，我为 GEICO 祈祷两次。

4，事实证明，我们的新投资经理 ToddCombs 和 TedWeschler 是聪明正直诚信的典范，在投资组合管理之外，在许多方面都在为伯克希尔提供帮助，并且他们与我们的企业文化相融。我们找到这两位简直是捡到宝。

2012 年，他们两人都以两位数的优势跑赢了标普 500 指数。这让我有点抬不起头(用了非常小号的字体)。

因此，我们已经将他们各自管理的资金规模增加到了约 50 亿美元(部分来自我们子公司的养老金)。Todd 和 Ted 都非常年轻，在查理和我离开后将长期掌管伯克希尔巨额的投资组合。他们接手以后大家可以高枕无忧。

5，伯克希尔年末的雇员总数创记录地达到了 288,462 名，比上年增加 17,604 名。我们总部的员工人数依然维持在 24 名。暂时还没有任何疯狂的迹象。

6，伯克希尔的**四大投资美国运通、可口可乐、IBM 和富国银行**，都经历了一个好年景。我们在 4 家公司的持股比例都有所增加。我们增持了富国银行(现在的持股比例达 8.7%，2011 年末未 7.6%)，和 IBM(6.0%，2011 年为 5.5%)。同时，可口可乐和美国运通的股票回购增加了我们的持股比例。我们在可口可乐的持股比例从 8.8% 增加到 8.9%，在美国运通的持股比例从 13.0% 增加到 13.7%。伯克希尔在这四家公司的持股比例未来还会增加。

MaeWest 说的对："好东西越多越精彩。"

这四家公司运营着非凡的业务，并且由有才华的、以股东利益为导向的经理人管理。在伯克希尔，我们更愿意拥有一家优秀公司非控制性但足够大的一部分，也不愿意拥有一家平庸公司的全部权益。相对于那些只能收购他们自己能够经营的类似业务的公司，我们在资本配置上的灵活性，使我们具有一个巨大优势。

以我们年末的份额计算，2012 年我们在"四巨头"中所占的收益份额是 39 亿。但在我们报告给你的收益中，我们只包括了 we 获得的 11 亿股息。但请不用担心：没有报告的 28 亿收益和报告的具有同样价值。四家公司保留的收益通常用于回购(这高了我们在未来盈利所占的份额)，以及对具有良好前景的投资机会的再投资。随着时间推移，我们预计四巨头的收益将大幅提升。如果我们是正确的，伯克希尔的股息将增加，更重要的是，我们未实现的投资收益也将增加(去年底四巨头的未实现的资本利得合计未 267 亿美元)。

7，去年许多企业的 CEO 们在做资本配置的决策时，都被"不确定性"的经济给吓倒了(虽然他们中的许多公司盈利和现金都创达到纪录的水平)。在伯克希尔，我们完全没有他们的担心，相反 2012 年我们在工厂和设备上投

资了创纪录的 98 亿美元，其中约 88% 投资在美国。这比 2011 年又增加了 19%，虽然 2011 年是我们之前投资的历史记录。不管砖家们怎么说，查理和我喜欢在值得的项目上大笔投资。我们注意到 Gary Allan 新歌词："暴雨过后必是晴天"。我们依然脚踏实地，而且基本确定 2013 年又会是资本支出创纪录的一年。美国遍地都是机会。

给我的 CEO 们的一点想法：毫无疑问，**未来永远是充满不确定性的**，美国从 1776 年开始就一直面对各种不确定性。只不过有时候人们非常关注那些永远存在的无数不确定性，而有时，他们却又无视它们(通常是因为那段时间太平无事)。

长期来看，美国公司前景光明。当然股票也会表现良好，因为它们的命运是和公司的业绩联系在一起的。周期性的困难在所难免，但是投资者和经理人正处在一个对他们极为有利的游戏中。(道琼斯工业指数在 20 世纪里从 66 点涨到了 11497 点，期间经历了四次损失惨重的战争，一次大萧条和多次经济衰退，最终依然蹒跚上升了 17320%。而且不要忘了，投资者在整个 20 世纪也收获了可观的股息。

因为游戏本身就是如此的有利，查理和我认为，依据塔罗牌的排列，砖家的预测，或者商业周期的起伏，试图在游戏中跳进跳出是一个巨大的错误。错过这个游戏的风险比呆坐里面要大得多。我自己的故事就是一个戏剧性的例子：1942 年春天我第一个购买股票，美国当时在太平洋战场正遭受重大损失。每天的新闻头条都在讲述更多的困难。尽管如此，也没有人在谈论不确定性；我认识的每个美国人都坚信我们会获胜。自那段危险时期以来，我们的国家取得的成功让人难以置信：经过通胀调整后，从 1941 年到 2012 年，人均 GDP 翻了 4 倍。在这期间，每个明天都充满不确定性。然而，美国的命运一直都非常清晰：长盛不衰。如果你是一个 CEO，因为短期因素的担忧，搁置了一个巨大但利润丰厚的投资项目，请打电话给伯克希尔，让我们来减轻你的痛苦。

总之，查理和我希望通过以下方式增加我们的每股内在价值，**(1)增强我们子公司的盈利能力；(2)通过"补强型收购"进一步增加他们的收益；(3)参与到我们投资对象的增长中去；(4)当伯克希尔的股价明显低于内在价值时，回购股票；(5)偶尔进行大额收购**。极少情况下，我们也会增发伯克希尔的股票来最大化最终的业绩。

这些业务都具有坚实的基础。一个世纪以后，BNSF 和中美能源依然会在美国经济中扮演重要角色。保险业务对个人和企业都是必不可少的——没有哪家公司比伯克希尔给这个领域投资带来更多资本。当我们看到这些以及其他优势时，查理和我就非常喜欢你们公司的前景。

企业内在价值

虽然查理和我不停谈论内在价值，但我们无法告诉你伯克希尔的股票精确的内在价值数字是多少(或任何其他股票)。在 2010 年的年报里，我们提出了三个要素(其中一个定性的)，我们认为这是衡量伯克希尔内在价值的关键。这两个关键量化因素的最新数据：2012 年，我们的每股投资增长了 15.7%，达到 113786 美元，我们除保险和投资外业务的每股税前收益增长 15.7%，达到 8085 美元。

年度	每股投资金额	十年期增长率	每股税前经营收益	十年期增长率
1970	66		2.87	
1980	754	27.5%	19.01	20.8%
1990	7798	26.3%	102.58	18.4%
2000	50229	20.5%	918.66	24.5%
2010	94730	6.6%	5926.04	20.5%
2011	98366	4%	6990	18%
2012	113786	15.7%	8085	15.7%
1970-2012		19.4%		20.8%

自 1970 年以来，我们的每股投资以每年 19.4%的复合速度增长，我们的每股收益增速则是 20.8%。伯克希尔的估计过去 42 年的增速和我们两个主要价值衡量指标的增速非常接近，这并非巧合。查理和我乐于看到这两个方面都增长，但是我们的重点将始终放在提高经营收益上。

现在，让我们来看看四个主要业务板块的运营情况。它们具有差别巨大的资产负债和收入结构。因此把它们合并到一起将会阻碍分析。因此我们将它作为四个独立业务分别讨论，这也是查理和我看待它们的方式。

保险业务

先来看伯克希尔的核心业务保险业务，也是多年来驱动我们不断扩张的引擎。

财产意外险公司提前收取保费，事后支付索赔。在一些极端情况下，比如某些工伤保险，赔付可能延续几十年。这种现在收钱，将来赔付的模式让我们持有大量的资金，我们把它称作"浮存金"，但它们最终会支付到别人手中。同时，我们可以使用这些浮存金为伯克希尔投资。虽然单笔的保单和索赔有进有出，但是我们持有的浮存金规模相对于保费收入能维持一个稳定比率。所以，随着我们的业务扩张，我们的浮存金规模也在增长。我们增长的速度，如下表格所示：

百万美元	期末浮存金
1970	39
1980	237
1990	1632
2000	27871

2010	65832
2011	70571
2012	73125

去年我告诉大家，我们的浮存金规模在未来可能趋于平稳，甚至有可能会有所下降。但我们的保险公司 CEO 们最终证明我是错的，他们去年让我们增加了 25 亿浮存金。我现在预期 2013 年还会进一步增长。但是更多的增长会越来越困难。好消息是，GEICO 的浮存金基本上会保持增长。但是在国民保险公司的再保险部门，我们有一些流失的保单，它们的浮存金会下降。如果我们未来确实出现了浮存金的下降，那它会是非常温和的，每年流失出去的不会超过 2%。

如果我们的保费收入超过了经营成本和赔付支出，我们会在利用浮存金投资获得的投资收益之外录得一个承保盈利。赚到这种利润的时候，我们将享受使用这些免费资金的好处，更好的是，我们还因为持有这些资金而赚到钱。这就好像你去银行贷款，银行还倒贴给你利息。

不幸的是，保险公司实现这个美好结果的强烈愿望导致了激烈的竞争，大多数年份竞争都是如此激烈，以至于整个财险行业都在严重承保亏损中运营。这些亏损，实质上就是整个行业为了获得浮存金所支付的代价。举个例子，州立农业保险公司(State Farm)，当前美国最大且管理良好的保险公司，截止到 2011 年前的 11 年里有 8 年都录得承保亏损(2012 年尚未公布)。保险行业有很多种亏钱的方式，而且该行业从未停止寻找新的亏钱方式。

正如报告前一部分所述，我们已经连续 10 年录得承保盈利，在此期间我们的税前收益累计 186 亿美元。预计未来大部分年份中，我们依然会保持承保盈利。如果确实如此，那我们的浮存金就比免费的资金更诱人。

那我们诱人的浮存金将会如何影响内在价值的计算？当伯克希尔在计算账面价值的时候，所有的浮存金都作为负债被扣除了，就好像我们明天就必须赔付，并且再也无法补充回来一样。但这是一种错误看待浮存金的方式，它实际上应该被看做一笔循环基金。如果浮存金是无成本并且是长期存在的，我相信伯克希尔的浮存金确实如此，那这种债务的真实价值将远低于会计账面上的负债。

我们账面价值中包括的 155 亿"商誉"，部分地抵消了这笔被夸大的负债。实际上，这些商誉代表着我们为保险公司产生浮存金的能力所支付的价格。然而商誉的账面成本，和它的真实价值毫无对应关系。比如说一家产生持续大额承保亏损的保险公司，其商誉应该为零，无论其历史成本是多少。

幸运的是，伯克希尔的情况并非如此。查理和我相信，我们保险公司的商誉的真正经济价值，也就是我们愿意为购买一家能产生类似质量的浮存金的保险公司所支付的价格，远远超过账面上记录的历史成本。浮存金的价格

值是我们认为伯克希尔的内在价值明显超过账面价值的一个原因，一个重要原因。

必须再强调一下，无成本的浮存金不应该成为对整个产险行业平均预期的结果：在保险行业里，像伯克希尔这样能获得的优质浮存金的公司非常之少。截至 2011 年的 45 年中，有 37 年整个行业的保费收入不能覆盖赔付支出和成本费用。因此，几十年来整个行业的有形资产回报率，一直远远低于美国其他行业的平均水平，这种糟糕的表现几乎肯定将会持续下去。

另外一个更加不利的事实让行业的前景更加暗淡：保险公司的收益现在受益于之前"遗留"的高息债券组合，这些投资组合的收益率，远高于未来几年(或许持续很多年)资金再投资的回报率。今天的债券投资组合实际上是在浪费资金。随着债券到期并再投资(收益率下行)，保险收益将会遭受重创。

伯克希尔优越的经济特性之所以存在，是因为我们有一些出色的经理人在运营着我们非凡的保险业务。让我将给大家介绍一些主要的公司。

首先，浮存金规模排在第一的是伯克希尔再保险集团，由阿吉特·贾恩(Ajit Jain)运营。阿吉特对其他人都不愿意或者没有财力承保的风险进行承保。他的业务结合了能力、速度、果断，以及最重要的他的头脑智慧。他从未让伯克希尔暴露于与我们的资源不相称的风险之下。实际上，我们比多数大保险公司在规避风险方面都更加保守。举例来说，如果保险行业因某项巨灾遭遇了 2500 亿美元的亏损(这是历史上所发生过最大规模亏损的 3 倍)，伯克希尔整体上当年依然能够实现盈利，因为它有如此多的收益来源。其他的直保保险公司和再保险公司则会出现大额的亏损，有些甚至将面临破产。从 1985 年开始，阿吉特已经创建了一家拥有 350 亿美元浮存金和可观承保盈利的再保险公司，这是一项任何其他保险公司的 CEO 都难以望其项背的成就。他也为伯克希尔贡献了数十亿美元的价值。如果你在年会上遇到阿吉特，请深深鞠躬表示敬意。

我们另一家再保险公司是通用再保险，由泰德·蒙特罗斯(Tad Montross)管理。

归根结底，一家优秀的保险公司必须遵守四个承保原则。它必须：(1)理解所有可能导致保单形成损失的风险敞口；(2)保守地衡量风险敞口实际形成损失的概率以及可能的损失规模；(3)设定合理的保费，平均来看，在覆盖潜在的赔付损失和运营成本后，能够实现承保盈利；(4)如果无法获得适当的保费，愿意放弃保单。

很多保险公司顺利通过前三条测试，但在第四条上不及格。他们无法放弃竞争对手正在争抢的业务。老话讲，"别人这么干，我也得这么干"，这在很多行业都带来了麻烦，但保险行业尤甚。

Tad 遵守了所有四条保险戒律，他的业绩证明了这一点。在他的领导下，通用再保险的巨额浮存金比无成本的资金还要诱人，并且我们预计这种情况依然会继续。我们尤其对通用再保险的国际人寿再保险业务充满热情，从1998 年我们收购公司以来，这项业务持续增长并不断盈利。

最后还有 GEICO，62 年前我就是从这家保险公司成长起来的。GEICO 由托尼·莱斯利运营，他 18 岁就加入了公司，到 2012 年已经服役 51 年。

看到托尼的成就让我无法相信自己的眼睛。必须说明的是，他的业绩远不是去年 GEICO 按 GAAP 报告的 6.8 亿美元承保盈利所能说明的。因为年初的会计准则调整，我们在 GEICO 的承保盈利中计入了 4.1 亿的费用。这和 GEICO 2012 年的运营没有任何关系，不改变现金、收入、成本和税收科目。实际上，这项减记只是进一步加大了 GEICO 的内在价值和账面价值之间的差距。

尽管公司遭遇了历史上最大的单笔损失，GEICO 依然实现了承保盈利。亏损的原因是飓风 Sandy，它给 GEICO 造成了三倍于此前的记录保持者飓风 Katrina 的损失。风暴中损毁的车辆中 46906 辆是由 GEICO 承保的，这个巨大的数字，这也反映了 GEICO 在纽约地区市场份额的领先地位。

去年，GEICO 在现有投保客户的续保率("客户粘度")和询单转化率("转化率")上都有显著的提升。这两项数据意味着一大笔利润：仅一个百分点的持续增长，就意味着内在价值增加超过 10 亿美元。2012 年 GEICO 的收益提供了戏剧性的证明，只要来询问 GEICO 保单价格，通常会发现可以省下不少钱。(打个电话到 1-800-847-7536 或者到网站 GEICO.com 试一下。记得申明你是伯克希尔的股东，这通常能让你享受优惠价。)

除了我们的三大保险公司外，我们还有一些规模较小的保险公司，它们的大部分专注于保险行业的一些细分领域。整体上，这些公司一直为我们贡献承保收益。另外，正如表格数据显示的那样，它们也提供了大量浮存金。查理和我非常珍视这些公司和它们的经理人。

2012 下半年，我们通过收购 Guard Insurance 扩大了这个大家庭。它是一家位于 Wilkes-Barre 的工伤保险公司，主要做一些小额的保单。Guard 的年保费规模大约 3 亿美元。这家公司在它的传统业务和它即将提供的新业务上都有很好的增长潜力。

承保损益										
百万美元	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
BH 再保险	604	-714	176	250	1324	1427	1658	-1069	417	
通用再保险	355	144	452	477	342	555	526	-334	3	

GEICO	*680	576	1117	649	916	1113	1314	1221	970	
其他直保	286	242	268	84	210	279	**340	*235	161	
合计	1625	248	2013	1460	2792	3374	3838	53	1551	
年末浮存金										
百万美元	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
BH 再保险	34821	33728	30370	27753	24221	23692	16860	16233	15278	13948
通用再保险	20128	19714	20049	21014	21074	23009	22827	22920	23120	23654
GEICO	11578	11169	10272	9613	8454	7768	7171	6692	5960	5287
其他直保	6598	5960	5141	5061	4739	4229	4029	3442	1736	1331
合计	73125	70571	65832	63441	58488	58698	50887	49287	46094	44220

*由于行业会计准则调整，产生了 4.1 亿美元的费用支出。

在所有大型保险公司中，我认为伯克希尔是世界上最好的。我们非常有幸在 1967 年 3 月以 860 万美元收购了 Jack Ringwalt 的两家财产保险公司。

受管制的资本密集型业务

这个板块主要有两家公司，BNSF 铁路和中美能源，它们具有区别于我们其他业务的重要共同特点。所以，我们在这里把它们单独归为一类进行讨论，并在我们的 GAAP 资产负债和损益报表中单独列示它们的财务数据。

两家公司的一个重要特征是，它们都对受监管的长期资产进行了巨额投资，这些资产部分资金来自伯克希尔不提供担保的大额长期债务。它们实际上并不需要我们的信用支持，因为它们具备良好的盈利能力，即使在恶劣的经济环境下也能覆盖它们的债务利息。比如在去年疲软的经济中，BNSF 的利息覆盖倍数是 9.6 倍。(利息覆盖倍数=税前收益/利息，而不是 EBITDA/利息，我们认为 EBITDA 是一个被普遍使用的错误指标)。与此同时，中美能源有两个因素确保其在各种情形下偿还本息的能力：抵抗周期的盈利能力(这是我们垄断性提供基本服务的结果)，以及多元化的收益来源(这保护它免受某一监管机构的严重伤害)。

每天，我们的这两家公司都在主要领域为美国经济提供动力：

1，BNSF 承担了全美 15%(以吨英里衡量)的城际间货运量，包括公路、铁路、水路、航空以及管道运输。事实上，我们的运输量超过其他任何公司，这个事实使得 BNSF 成为美国经济循环系统最重要的大动脉。BNSF 还以一种非常节能和环保的方式运输货物，一加仑柴油可以运送一吨货物至 500 英里。卡车实现同样的运力大约要使用 4 倍的能源。

2，中美能源的电力设施为 10 个州的零售客户提供服务。只有一家公用事业控股公司为多个州服务。另外，我们是可再生能源方面的领导者：第一，9 年前开始稳定起步，目前已占全国风力装机容量的 6%。第二，在建的

三个项目完成后，我们将占有全美太阳能装机容量的 14%。

类似的项目需要巨额的资本投资。实际上完工后，我们的可再生能源项目将耗资 130 亿美元。我们进行这样的投资是因为监管承诺提供合理的回报——在这方面，我们给予了未来的监管极大的信任。

我们的信心来源于过往的经验，以及社会在交通和能源方面会一直需要大量投资的认识。政府为了自己的利益将会合理对待资本提供者，以确保资金持续流向重要的基础项目。从我们自身的利益出发，我们愿意去争取监管机构 and 它们所代表的人民的认可和批准。

我们的经理人今天必须思考这个国家未来需要什么。能源和交通项目需要很多年才能见到效益；但一个不断增长的经济体无法承受基础设施落后的代价。我们一直在尽自己一份力量来确保这种情况不会发生。大家可能听到过我们国家破败的基础设施之类的言论，但对 BNSF 和多数的铁路来说都不是这样。美国的铁路系统正处于一个不能更好的状态，这是行业巨大投资的结果，但我们没有满足于现状：BNSF 将会在 2013 年投入 40 亿美元，大约是其折旧费用的 2 倍，比任何铁路在一年内投入的都要多。

BNSF 铁路的 Matt Rose 和中美能源的 Greg Abel，是我们两位杰出的 CEO。他们是杰出的管理者，他们运营的业务为客户提供了良好服务，为股东创造良好的回报。我非常感谢他们，他们都值得你的感激。

下面是他们业务的关键数据：

百万美元	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
英国电力	429	469	333	248	339	337	338	308	326	289
爱荷华电力	236	279	279	285	425	412	348	288	268	269
西部电力	737	771	783	788	703	692	356			
管道运输	383	388	378	457	595	473	376	309	288	261
家庭服务	82	39	42	43	-45	42	74	148	130	113
其他	91	36	47	25	186	130	245	107	172	144
锌回收项目损失								8	-579	-46
息税前经营收益	1958	1982	1862	1846	2203	2086	1737	1168	605	1076
投资星座能源					1092					
利息支出-其它企业债务	-314	-323	-323	-318	-332	-312	-261	-200	-212	-225
利息支出-BRK 次级债券		-13	-30	-58	-111	-108	-134	-157	-170	-184
所得税	-172	-315	-271	-313	-1002	-477	-426	-248	-53	-251
净收益	1472	1331	1238	1157	1850	1189	916	563	170	416
*归属于 BRK 的净收益	1323	1204	1131	1071	1704	1114	885	523	237	429
*其中：借款利息税后收益		8	19	38	72	70	87	102	110	118

BNSF 财务摘要

百万美元	2012	2011	2010	2009
营业收入	20835	19548	16850	14016
营业费用	14835	14247	12355	10762
营业利润	6000	5310	4495	3254
利息成本	623	560	507	613
税前利润	5377	4741	3988	2641
所得税	2005	1769	1529	920
净利润	3372	2972	2459	1721

眼尖的读者可能已经注意到中美能源的利润表格中不协调之处。家庭服务公司(HomeServices)怎么会被划分到"受管制的资本密集的业务"中? 实际上在 2000 年我们收购中美能源控制权的时候, 它的所有权就在公司中。那时我关注于中美能源的公用事业运营, 没有关注到家庭服务公司, 它当时只拥有少数几家房地产经纪公司。然而从那以后, 住宅服务公司就不断地增加经纪公司, 2012 年又增加了 3 家, 现在在美国主要的大城市拥有大约 1.6 万名经纪人。2012 年, 我们的经纪人参与的房屋销售交易达 420 亿美元, 比 2011 年增长 33%。

另外, 家庭服务公司去年购买了 Prudential 和 Real Living 67%的特许权业务, 它们在全国一共向 544 家经纪公司发放了许可证, 并从销售中获得了一小部分特许费。我们计划 5 年内收购剩余的股份。今年, 我们将逐步把特许加盟商和特许权经营公司合并为伯克希尔家庭服务公司(BHHS)。即便在经济萧条时期, RonPeltier 在管理住房经纪公司上依然工作出色。现在, 房地产市场持续走强, 我们预计收益将会有显著的提升。

制造、服务和零售业务

我们在这部分的业务种类繁多。让我们看看整个集团的合并的资产负债表和利润表的摘要。

资产负债表

资产	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
现金及等价物	5338	4241	2673	3018	2497	2080	1543	1004	899	1250
应收账款和票据	7382	6584	5396	5066	5047	4488	3793	3287	3074	2796
存货	9675	8975	7101	6147	7500	5793	5257	4143	3842	3656
其他流动资产	734	631	550	625	752	470	363	342	254	262
流动资产合计	23129	20431	15720	14856	15796	12831	10956	8776	8069	7964
商誉及无形资产	26017	24755	16976	16499	16515	14201	13314	9260	8362	8351
固定资产	18871	17866	15421	15374	16338	9605	8934	7148	6161	5898
其他非流动资产	3416	3661	3029	2070	1248	1685	1168	1021	1044	1054
合计	71433	66713	51146	48799	49897	38322	34327	26205	23636	23267
负债和权益										
负债	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
应付票据	1454	1611	1805	1842	2212	1278	1468	1469	1143	1593

其他流动负债	8527	15124	8169	7414	8087	7652	6635	5371	4685	4300
流动负债合计	9981	16735	9974	9256	10299	8930	8103	6840	5828	5893
递延所得税	4907	4661	3001	2834	2786	828	540	338	248	105
长期及其他负债	5826	6214	6621	6240	6033	3079	3014	2188	1965	1890
非控股权益	2062	2410								
BKR 权益	48657	36693								
所有者权益	50719	39103	31550	30469	30779	25485	22715	16839	15595	15379
负债权益合计	71433	66713	51146	48799	49897	38322	34372	26205	23636	23267

利润表

百万美元	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
收入	83255	72406	66610	61665	66099	59100	52660	46896	44142	32106
营业费用	76978	67239	62225	59509	61937	55026	49002	44190	41604	29885
其中：折旧费用	1596	1431	1362	1422	1280	955	823	699	676	605
利息费用	146	130	111	98	139	127	132	83	57	64
税前利润	6131	5037	4274	2058	4023	3947	3526	2623	2481	2157
少数权益+所得税	2432	1998	1812	945	1740	1594	1395	977	941	813
净利润	3699	3039	2462	1113	2283	2353	2131	1646	1540	1344
平均净有形资产	22640	13256	14272	14117	12774	10343	8490	7406	7131	6492
回报率	16.3%	22.9%	17.3%	7.9%	17.9%	22.7%	25.1%	22.2%	21.6%	20.7%
平均净资产	48657	34122	31010	30624	28132	24100	19777	16217	15487	14608
回报率	7.6%	8.9%	7.9%	3.6%	8.1%	9.8%	10.8%	10.1%	9.9%	9.2%

*税前利润不包含购买法会计调整；利润表 2011/9/16 起包含路博润。

符合 GAAP 的收入和支出数据列示在后文。上表中的运营成本是不符合 GAAP 准则的。尤其是它剔除了一些购买法会计项目，主要是某些无形资产的摊销。我们列示这些数据是因为，查理和我认为这样的调整更准确地反映了整个业务真实的成本和利润。

我不打算逐一解释所有的调整(有些是细微并且晦涩的)，但是认真的投资者必须要理解不同无形资产之间的本质区别：一些无形资产的价值随时间消耗殆尽，但是另外一些的价值永不贬值。比如软件，摊销费用是真实的成本。然而一些无形资产，比如客户关系，按购买法会计准则必须摊销，但是它并非真实的成本。GAAP 并不区分这两种摊销。两种费用都在计算收益时计入成本，尽管从投资者的角度看，它们是如此不同。

在后文列示的 GAAP 准则的数字中，该部门 6 亿美元的摊销费用被计入了成本。我们大致认为其中的 20%是"真实"的，这也是我们上面的表格包括的部分，其他部分则不是。因为我们做了非常多的收购，这种差别变得影响巨大。"非真实"的摊销费用还对我们一些主要的投资对象产生影响。IBM 近几年进行了许多小型并购，并且定期地报告"调整后的营业利润"，一个剔除了某些购买法会计调整的非 GAAP 数据。分析师关注的是这个数字，他们

理应如此。然而，富国银行没有强调它的“非真实”摊销费用，据我所知，分析师也未提及。富国银行报告收益深受“核心存款摊销”费用所累，这似乎意味着这些存款在迅速的消失。但是实际情形却是存款在不断增长。去年这项摊销是 15 亿美元。除了 GAAP 准则，这项异常巨大的摊销在哪里都不具有实际意思。

今天的会计课到此结束。为什么没有人大声要求“再多讲一点，再讲一点？”

这个板块公司销售的产品从棒棒糖到喷气式飞机的各种产品。有些公司有非常好的竞争优势，它们无杠杆净有形资产回报率从税后 25%到 100%多。其他公司的回报率介于 12-20%之间。但也有少数公司的回报率非常低，这是我们在资产配置上所犯下的严重错误。

50 多年前，查理就告诉我，以合理的价格买入一家优秀的公司，比以一个便宜的价格买入一家平庸的公司更好。尽管这个道理有着令人信服的逻辑，我还是时不时地犯捡便宜的的老毛病，其结果有些难以接受，有些则极其糟糕。幸运的是，我的错误通常发生在小额收购。大笔收购的企业通常进展顺利，少数甚至极好。把这个板块看做一个整体的话，这个企业集团的业绩非常不错。226 亿美元的净有形资产获得了 16.3%的税后收益。

当然，如果出价过高，买入一些具有良好经济特性的公司也可能成为一笔糟糕的投资。我们大多数的收购里都支付了远超净有形资产的溢价，这些成本反映在财报巨额的无形资产数据中。不过总体来说，我们在该板块部署的资本收获了可观的回报。而且，这些公司的内在价值远超账面价值。需要说明的是，在保险业和受管制行业之间，内在价值和账面价值之间的差异更为巨大。那里才是真正的大赢家所在之处。

Marmon 公司是一个说明内在价值和账面价值之间存在明显差异的极好例子。现在让我来解释一下这个这个诡异的差别源于何处。去年，我告诉大家，我们 15 亿增持了 Marmon 额外的 16%股份，持股比例升到了 80%(2008 年收购了 64%)。我还告诉大家，GAAP 准则要求，我们必须以远低于我们实际支付价格的成本记录这笔交易(减记 6.14 亿)。我花了一整年的时间来思考这条怪异的会计准则，但是没有找到任何合理解释。查理和 CFO-MarcHamburg 也想不出来。当我得知，如果我们之前没有拥有 64%的权益，那我们 2011 年新购买的 16%就可以以实际购买成本入账，我更加糊涂了。

2012 年(实际发生在 2013 年初，但追溯调整至 2012 年底)，我们又 14 亿增持了 Marmon 额外的 10%股份，同样奇怪的会计要求又出现了。立即减记的 7 亿美元没有影响我们的利润，但是降低了我们的账面价值，因此也降低了 2012 年公司的净资产值。最近 10%的收购价格意味着我们现在持有 Marmon 的 90%股份价值 126

亿美元。但我们账面记录的价值仅有 80 亿。查理和我认为最近的收购价格代表了真实的价值。如果我们对的，那我们持有 Marmon 的实际价值至少比账面价值高 46 亿美元。

Marmon 是一家多元化公司，有 150 多家各个行业的子公司。它最大的业务是持有并租赁油罐车给各种货运公司，比如石油和化学品公司。Marmon 通过美国联合油罐(Union Tank Car)和加拿大 Procor 两家子公司运营这项业务。Union Tank Car 历史悠久，一直归 Standard Oil Trust 拥有，直到 1911 年帝国解体。有火车经过的时候留意看油罐上的 UTLX 标志。作为伯克希尔的股东，大家拥有带有这个商标的油罐车。当大家看到一辆 UTLX 油罐车时，请挺起胸膛，并享受一个世纪前约翰·洛克菲勒看到自己的车队所享受到那种满足感。

油罐车归货运商或者出租人所有，铁路公司并不拥有。至去年年底，Union Tank Car 和 Procor 一共拥有 9.7 万辆油罐车，账面价值 40 亿美元(4.1 万美元/辆)。值得注意的是一辆新车成本约 10 万美元。Union Tank Car 还是一家主要的油罐车制造商，少部分出售但大部分自己持有并出租。现在它的订单已经排到 2012 年了。

BNSF 和 Marmon 都受益于与美国原油生产的复苏。我们的铁路现在每天运输 50 万桶原油，大约是“下 48 州”(不包括阿拉斯加和离岸州)总产量的 10%。种种迹象表明，BNSF 今年的原油运输量将会大幅增长。篇幅所限，我们不能在这里——讨论许多其他公司的细节。其它具体业务请参见年报。

金融和金融产品

这是我们最小的业务板块，包括两家租赁公司，XTRA(拖车租赁)和 CORT(家具租赁)，以及 Clayton Home，国内领先的预制房生产商和融资商。除了这些 100%拥有的子公司外，我们还有其他一些金融资产以及 Berkadia 商业抵押贷款公司 50%的权益。

我们把 Clayton 归入到这个板块，是因为它拥有 33.2 万笔抵押贷款，合计 137 亿美元。这些贷款中的大部分贷给了中低收入家庭。然而这些贷款在房地产市场崩盘中表现良好，这进一步增强了我们的放贷理念，即合理的首付比例和合理的月供收入比，可以有效防范止赎损失，即便在市场萧条时也有效。

Clayton 去年还生产了 25,872 套预制房，比 2011 年上升 13.5%。占全国独栋住宅建设量的 4.8%，其份额为全美第一。

CORT 和 XTRA 也是各自领域中的佼佼者。2012 年 XTRA 在新租赁设备上的投资是 2.56 亿美元，是其折旧费用的两倍多。当竞争对手们在担忧今天的不确定性时，XTRA 已经在为明天做准备。

Berkadia 继续表现出色。我们在 Leucadia 的合伙人承担了大部分工作，这是查理和我喜闻乐见的情形。

下面是这个板块的税前收益概述(不包括资本损益)：

百万美元	2012	2011
Berkadia	35	25
Clayton	255	154
CORT	42	29
XTRA	106	126
其它金融收益	410	440
合计	848	774

投资业务

下面是我们年末持有的，市值超过 10 亿美元的股票投资：

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
456,170,061	富国银行-增持	8.7%	10,906	15,592
400,000,000	可口可乐-1 拆 2	8.9%	1,299	14,500
68,115,484	IBM-微增	6.0%	11,680	13,048
151,610,700	美国运通	13.7%	1,287	8,715
52,477,678	宝洁 P&G-减持	1.9%	336	3,563
20,060,390	慕尼黑再保险 MunichRe-微增	11.3%	2,990	3,599
54,823,433	沃尔玛	1.6%	2,837	3,741
78,060,769	美国合众银行 US Bancorp	4.2%	2,401	2,493
24,123,911	康菲石油 Conoco Phillips	2.0%	1,219	1,399
22,999,600	DIRECTV-加仓	3.8	1,057	1,154
25,848,838	赛诺菲 Sanofi	2.0%	2,073	2,438
415,510,889	乐购 Tesco-增持	5.2%	2,350	2,268
28,415,250	穆迪 Moody's	12.7%	287	1,430
20,668,118	Phillips 66-康菲拆分	3.3	660	1,097
3,947,555	浦项钢铁 POSCO	5.1%	768	1,295
	其他		7,646	11,330
	股票投资合计		49796	87662
	达维塔保健 DaVita			1504
	通用汽车-建仓			720
	纽约梅隆银行-建仓			505
	精密机件 PCC-建仓			375
225,000,000	比亚迪 BYD	9.9%	232	670
6,708,760	M&T 银行	6.1%	103	530
17,072,192	美国石膏板 USG Corp	17.2%	536	479
	开市客 Costco			428
	维亚康姆传媒 VIACOM			401

	NOV Inc 石油天然气设备			362
	迪尔公司 DEERE			344
	自由媒体集团 Liberty Media			348
	威伯科 WABCO			265
	Torchmark 托马科金融			219
	Visa 维萨卡			236
	MasterCard 万事达			199
	VeriSign 数字证书			143
盈利 100%	强生-清仓			
盈利 50%	卡夫食品 Karft-清仓			
1,727,765	华盛顿邮报-2.5 亿出售亚马逊		11	631
	通用动力清仓			269
	亿滋国际 MONDELEZ 清仓			298
	CVS Caremark 清仓			290
	Intel 清仓			288
	Archer Daniels Midland 清仓			163
	Dollar General 清仓			185

*成本项为实际购买成本，也是计税基础，GAAP 准则下的成本在某些情况下需要减记和增计而不同。

关于上面的投资组合，有一点需要说明。在伯克希尔以前的年报中，该领域的每只股票都是我购买的，也就是说，我为伯克希尔做出了投资决策。但从这个组合开始，由 ToddCombs 或 Ted Weschlerg 做出的投资，或两人联合投资的，只要满足列示的门槛(今年是 10 亿美元)都会被包括在内。DIRECTV 就是第一支这样的股票，Todd 和 Ted 在他们的投资组合中都持有它，2012 年末市值合计 11.5 美元。

Todd 和 Ted 还管理着一些伯克希尔子公司的养老金，另外一些由于监管的原因由外部的投资公司管理。我们的年报里不包括养老金账户的持股，虽然它们的组合有许多与伯克希尔的组合相重叠。

我们将继续削减涉及伯克希尔承担类似保险风险的衍生品投资组合。不过我们的电力和天然气公用事业业务还会继续进行运营所需的衍生品投资。除了少数的例外，新的合约将会要求我们提供抵押，我们不愿做抵押。市场有可能会走极端，但我们无意于将伯克希尔暴露在任何金融市场的突发事件中，这可能片刻之间就吞噬掉伯克希尔堆积如山的现金。

查理和我都认为，在运营中要维持多余的流动性，避免任何形式可能会耗光我们现金的债务。这种策略在 100 年中的 99 年里将降低我们的回报率。但是这可以在别人都倒下的时候，保护我们在第 100 年活下来。那么我们将在 100 年里高枕无忧。

我们出售的为企业债提供信用保障的衍生品明年将会到期。基本可以确定我们将会在这些合约上实现 10 亿美

元的税前收益。我们还收到了在 5 年存续期里这些合约的大笔预收款，贡献的“浮存金”平均大于 20 亿美元。总的来说，这些衍生品提供了一个非常令人满意的回报，尤其考虑到在整个金融危机合随后的恐慌中，我们承保的是高风险的企业债券(大部分是高收益品种)。

在其他主要的衍生品合约里，我们曾卖出了四个主要股票指数(美国、英国、欧洲和日本)的长期看跌期权。这些合约是 2004 年至 2008 年期间签订的，即使在市场最糟糕的时候，也仅有少量的抵押品要求。2010 年，我们解除了 10% 的风险敞口，赚得 2.22 亿美元。剩余的合约将会在 2018 年至 2026 年之间到期。只有到期日的指数才能用于结算，我们的交易对手不能提前行权。

伯克希尔签订以上还未到期的合约时，收到了 42 亿美元的保费。如果所有合约都在 2011 年到期，我们必须支付 62 亿美元，2012 年这个数字是 39 亿美元。由于结算负债的大幅下降，我们的 GAAP 负债从 2011 年的 85 亿下降到 2012 年的 75 亿。虽然最终结果还不确定，但是查理和我相信，最终的负债将会比我们现有的账面负债还低。另外，我们可以自由运用这些合约收到的 42 亿美元，投资于我们喜欢的标的。

我们买了一些报业公司.....报业？

过去的 15 个月里，我们以 3.44 亿美元收购了 28 家日报。有两个原因可能让你非常疑惑。第一，我一直在致股东信和年会里向大家说，整个报业的发行量、广告和利润毫无疑问会下降。这个预测依然有效。第二，我们买下的资产完全达不到我们要求的收购规模标准。

第二点可能比较容易解释。查理和我喜欢报纸，如果它们的经济情况合意，我们会买下它们，哪怕它们的规模根本达不到我们的收购标准，比如一些袖珍型公司。解释第一点需要多费一些功夫，还需要一些历史。

简单的说，新闻就是人们不知道但却又想知道的事情。考虑即时性、方便性、可靠性、全面性和低成本，人们会从任何最佳组合的来源寻找对他们来说重要的新闻。这些因素的重要程度随新闻的特性和受众的需求而不同。在电视和互联网出现以前，报纸是各种新闻的最主要信息渠道，这一事实让其成为大部分人不可或缺的产品。无论你关注国际、国内、地方，体育还是财经，大家订阅的报纸通常是最快的信息来源。哪怕整份报纸里只有几页满足大家的兴趣爱好，报纸里所包含的信息还是让你的订阅物超所值。更好的是，广告商通常支付了几乎全部的刊印成本，读者只需搭个顺风车。

此外，广告本身也提供了很多信息给有兴趣的读者，实际上相当于提供了更多“新闻”。编辑们在这方面绞尽脑

汁，但是对很多读者来说，招聘信息，哪里有房屋出租，哪个超市周末打折，或者哪部电影何时在哪里上映，比主要文章里的社论要有意义的多。

反过来说，报纸对于打广告的公司来说也是不可或缺的。如果 Sears 和 Safeway 在奥马哈开了新店，它们需要一个"大喇叭"来告诉城里的居民为何今天应该去光顾它们的商店。实际上，大型百货商店、杂货店争相在报纸上打出多页广告来压倒竞争对手，因为他们知道广告促销的产品立马就会被抢购一空。再没其他宣传方式比得上报纸了，广告会一传百应。

只要是当地社区的唯一报纸，它的利润肯定非常可观，经营水平的好坏没有太大影响。正如南部阿拉巴马州的一个出版商坦言，"我一生优越的地位全部归功于美国的两项制度——裙带关系和垄断。"

近年来，绝大部分城市都只剩下了一份报纸(或者两家竞争的报纸合并如同一个经济利益体)。这种减缩是不可避免的，大部分人只愿意订阅和阅读一份报纸。当竞争存在的时候，发行量显著领先的报纸几乎会自动获得大部分的广告。于是广告吸引读者，读者吸引广告。共生的过程淘汰了弱势的报纸，即所谓的"胖者生存"。

现在世界已经改变了，早在报纸开始印刷的时候，股价信息和全国体育赛事的细节就已经成了旧闻。互联网提供了大量招聘和租房信息。电视机随时播放政治、国内和国际新闻。在一个接一个领域报纸失去了首要地位。随着受众减少，广告也随之下降。(招聘类广告收入曾经是报纸的重要收入，过去的 12 年里下降超过 90%。)

然而，报纸在传递地方新闻方面，依然维持着霸主地位。如果大家想知道自己的社区发生了什么——无论是关于市长，税收，还是高中橄榄球队的新闻，没有任何东西能取代地方报纸。读者读到加拿大关税局或者巴基斯坦政局发展的文章可能会犯困，但是一条与读者或者他的邻居有关的新闻，将会被一读到底。**只要社区观念普遍存在，满足社区特定新闻需求的报纸就会对社区内的大部分居民不可或缺。**

即便一个有价值的产品，也会因错误的商业策略而自毁。过去几十年，几乎所有的大型报纸都在进行这一个过程。出版商(包括伯克希尔旗下的布法罗新闻报)都曾在互联网上免费提供它们的报纸，同时却对纸质报纸收费。这怎么能不导致纸质报纸发行量的大幅下降呢？此外，下跌的发行量，进一步降低了它对广告商的重要意义。于是过去的"良性循环"彻底逆转。

《华尔街日报》很早就开始尝试收费模式。地方性报纸的范例则是 Walter Hussman Jr.出版的《阿肯色民主党公报》，Walter 也很早开始尝试收费模式，过去的几十年里，它的发行量维持的比国内其他报纸都要好。除了

Walter 外，其他报纸包括伯克希尔的报纸，直到最近几年才尝试收费模式。只要模式的效果最好(现在还不确定)，就会被广泛复制。

查理和我认为，向一个联系紧密的社区提供全面可靠的信息，并制定合理的互联网策略，社区报纸将会在很长时间内保持活力。我们不认为削减内容和发行频率会带来成功。实际上，狭窄的覆盖范围会导致狭窄的客户群。而在一些较大的城镇也尝试过了降低发行频率，虽然短期内可能提高利润，但是长期来看会减少报纸的曝光频率。我们的目标是让报纸充满读者感兴趣的内容，并且让那些觉得它有用的人支付合理的费用，无论是纸质的还是网络版。

我们的信心来源于 Terry Kroeger 在《奥马哈先驱报》的卓越管理，他的团队有能力管理更多的报纸。各份报纸则会在新闻采编上保持独立。(我投票给了奥巴马；但我们支持总统候选人的 12 份日报中，有 10 份选择了罗姆尼。)

我们的报纸当然也摆脱不了导致收入下滑的压力。尽管如此，我们拥有的 6 份小型日报 2012 年的收入没有下降，这是比其他大城市日报要好的成绩。另外，我们全年运营的两份大型报纸《布法罗新闻报》和《奥马哈世界先驱报》的收入下滑维持在 3%，也优于平均水平。在全美 50 个大城市圈，我们在布法罗和奥马哈的报纸在当地的渗透率名列前茅。这种受欢迎程度并非意外：这要归功于报纸的编辑们，布法罗的 Margaret Sullivan 和奥马哈的 Mike Reilly，他们传递的信息使他们的报纸对关注社区的读者来说不可或缺。(非常遗憾，Margaret 最近离开我们加入了《纽约时报》，这个机会很难拒绝。纽约时报挖到了一个宝，我们祝她一切顺利。)

几乎可以肯定的是，长期来看伯克希尔在报纸上获得的现金收入将会不断下降。即便是明智的互联网策略也不能阻止温和的侵蚀。**至于我们的投资，我们相信这些报纸将会达到或者超过我们的收购回报标准。**迄今为止的结果都证明了我们的想法。

查理和我始终坚持股东手册第 11 条经济原则，我们不会持续运营扭亏无望的业务。我们打包收购 Media General 时，其旗下包括一家无利可图的日报，我们对其分析后，找不出解决办法，于是不情愿的将其关闭。而我们其他的日报，则在未来很长一段时期内都会保持盈利。如果价格合理(意味着非常低的市盈率)，我们将购买更多我们喜欢类型的报纸。

伯克希尔报纸业务的一个里程碑事件是，《布法罗新闻报》的 Stan Lipsey 去年底退休了。毫不夸张地说，如

果不是 Stan，新闻报现在可能已经倒闭。查理和我 1977 年 4 月收购了新闻报。当时它是一份晚报，主打工作日而没有周日版。全国报纸的发行趋势是晨报。而且对于城市的日报的盈利来说，周日版越来越重要。没有周日版，布法罗几乎注定要输给它的晨报竞争对手，它们拥有庞大且死忠用户的周日版。

于是我们在 1977 年底开始刊印周日版。但是噩梦开始了。竞争对手起诉我们，地区法官 CharleBrieant Jr.宣布了一项严厉的判决阻碍我们周日版的发行。在漫长的 17 个月以后，他的判决在第二巡回法院以 3-0 被驳回。在上诉期间，我们损失了发行量，现金大失血，并且随时面临着倒闭的危险。

那时 StanLipse 是我 1960 年代的一位好朋友，他和妻子卖给了伯克希尔一家小型奥马哈周报。我发现 Stan 是一位一流的报业人士，对发行、产品、销售和编辑各个方面了如指掌。(他是让那份小周报荣获 1973 年普利策奖的关键人物)。所以当我在布法罗焦头烂额的时候，我邀请 Stan 离开他奥马哈舒适的生活，去布法罗接手。

他从不犹豫。Stan 和我们的主编 Murray Light 一起，在艰难的时光中坚持奋斗了 4 年，直到新闻报在 1982 年从竞争中胜出。从那时起，即便在布法罗经济糟糕的时候，我们的报纸业绩都表现出色。无论作为朋友还是经理人，Stan 都是最棒的。

分红

伯克希尔的一些股东(包括我一些最好的朋友)，可能都希望伯克希尔进行现金分红。让他们疑惑的是，我们从伯克希尔拥有的大多数子公司那里收到很多分红，却从来不向大家分红。我们有必要来了解一下，什么时候分红对股东有意义，什么时候没有意义。

一家盈利的公司，可以通过各种方式分配收益(这些方法不是互相排斥的)。公司的管理层应该首先检查，**当前业务再投资的可能性：提高效率，扩张地域，扩大或改进生产线，或者其他方式能加深拓宽公司与竞争对手之间的经济护城河。**

我要求子公司的经理人永无止境地**专注于加深护城河的机会**，他们也的确发现很多行之有效的办法。但有时候我们的经理人也犯错。通常错误的原因是，**他们先找到了他们想要的答案，然后再反过来寻找支持它们的理由。**当然这个过程是潜意识的；这也是让错误无比危险的原因。

你们的董事长也犯过同样的错误。在伯克希尔 1986 年的年报里，我详述了 20 年来我们在原有的纺织业务上的管理努力和投资，最终如何竹篮打水一场空。我希望公司最后能成功，导致了一系列糟糕的决定。(我甚至买下

了另一家新英格兰的纺织厂)。但是梦想成真只在迪士尼的童话故事里存在。愿望是商业决策上的毒药。

虽然过去犯过如此错误，但我们可用资金的首要配置选择始终是，研究它是否能够明智的配置到我们现有的业务中。2012 年我们创纪录的 121 亿美元固定资产投资和“补强型收购”证明，伯克希尔内部有一大片沃土可以投资。而且我们具备显著优势：我们再经济的许多领域运营着众多的业务，我们享有比大多数公司更广泛的投资选择。在决定投资什么的时候，我们可以直接跳过杂草去浇灌鲜花。

即使在我们在伯克希尔现有业务中部署了大量资本后，伯克希尔依然源源不断产出富余的现金。因此，我们的下一步则是，寻找与当前业务无关的收购机会。我们的标准也很简单：查理和我认为，我们是否能够达成一项交易，让我们的股东在每股基础上，比收购之前更加富有？

我在收购中犯了很多错误，而且还会接着犯错。不过总体来说，我们的记录还算是令人满意的，也就是说，比起把资金用来回购或者分红，把资金用于收购让我们的股东变得更加富有了。

不过借用标准的免责声明，过去的表现并不能保证未来的收益。对伯克希尔来说尤其如此：相比多年以前规模较小的时候，我们当前的规模进行有意义且明智的收购越来越难。

尽管如此，一笔大额的收购还是可以大幅提高我们的每股内在价值。BNSF 铁路就是一个不错的例子：它现在的价值远高于账面价值。如果我们这次收购的钱用来分红或者回购，我们的情况要比现在更糟糕。虽然像 BNSF 这样的大家伙不多，但是海里还是有鲸鱼的。

资金的第三种利用方式是回购。当公司股票以明显低于保守估计的内在价值的折扣出售时，回购就有意义。实际上，有纪律的股票回购是合理利用资金的最可靠方式：以 80 美分或者更低的价格购买 1 美元很难出错。在去年年报里，我们解释了回购的标准，如果机会来了，我们会大笔回购股票。我们之前说我们回购不会支付超过 110% 的账面价值，但是事实证明那不切实际。因此，我们在 12 月将上限提高到 120%，当时一大笔股票以账面价值的 116% 在出售。

但永远不要忘记：在回购决策中，价格是最重要的。如果回购价格高于内在价值那就是在毁灭价值。董事们和我都认为，继续以低于账面价值 120% 的价格回购股票对股东是有利的。

最后我们来谈谈分红。这里我们需要一些假设并且要做些计算。这些数字需要仔细阅读才能理解，但是这对于理解应该和不应该分红的理由至关重要。所以请耐心听我讲。

我们假设你和我各自拥有一家价值 200 万美元的公司的一半。公司每年的净有形资产收益率是 12%，即 24 万美元，并且可以合理预期再投资收益率也是 12%。此外，外部投资者愿意以净资产 125% 的价格收购我们的公司。于是，我们各自拥有的资产价格是 125 万美元。

你可能希望公司每年把利润的三分之一用来分配，剩余三分之二继续投资。你觉得这个方案即满足了当前收入的要求，又能实现资本增值。所以你建议我们分配 8 万美元现金，剩余 16 万用于增加公司未来的利润。第一年，你会收到 4 万美元的分红，随着利润的增长和三分之一的分红比例保持不变，你收到的分红也会增长。总的来说，分红和股票价值会以每年 8% 的速度增长(12% 收益率-4% 分红)。

十年后，我们公司的净资产会达到 4,317,850 美元(期初的 200 万按 8% 的复利计算)，同时你下一年收到的分红也会增长到 86,357 美元。我们两人各自的股票价值 2,698,656(我们各自一半净资产的 125%)。我们之后会生活的非常快乐，因为分红和股价依然每年增长 8%。

但还有另一种方式会让我们更加快乐。那就是我们留存所有的利润，同时每人每年卖出手中 3.2% 的股票。因为股票可以以净资产 125% 的价格卖出，所以这种方法第一年也能获得 4 万美元的现金，卖出获得的资金也会不断增长。我们暂且把这种方法叫做"卖出法"。

在"卖出法"的情形下，十年后公司的净资产值会增长到 6,211,686 美元(期初的 200 万按 12% 的复利计算)。但是因为我们每年都会卖出股票，持股比例会下降，十年后，我们每人拥有公司 36.12% 的股票。即便如此，你所持有的股票对应的净资产为 2,243,540 美元。另外别忘了，每 1 美元的净资产值可以以 1.25 美元卖出。因此，剩余的股票市值 2,804,425 美元，大约比"分红法"高出 4%。同时，你从"卖出法"获得的现金要比"分红法"获得的现金高 4%。瞧！你不但每年有更有钱花，最后还有更多的财产。

当然，上述的计算假设平均每年 12% 的净资产回报率，而且股东能以账面价值的 125% 卖出股票。到目前为止，标普 500 指数的净资产回报率明显超过 12%，并且售价远超净资产的 125%。这两条假设对于伯克希尔来说似乎都是适当的，当然这无法保证。

考虑到乐观的情形，上面的假设被超过的可能性也是存在的。如果事实如此，那么"卖出法"就更具优势。根据伯克希尔的历史(当然这一历史无法重演)，"卖出法"比"分红法"给股东带来了多得多的财富。

除了计算上的优势以外，还有两个支持"卖出法"的原因也非常重要。第一，分红策略强制对所有股东进行同样

比例的分红。比如说，分红比例是 40%，那些希望分红比例是 30%或 50%的股东就受到伤害。我们 60 万股东的分红偏好各不相同。或许可以肯定地说，他们中的许多人(或许是绝大多数)偏好净储蓄模式，他们宁愿不分红。

第二，"卖出法"让股东可以自己决定现金和资本增值之间的比例。一位股东可以选择兑现 60%的利润，另一位可以选择兑现 20%或者不兑现。当然，"分红法"股东可以用分红把股票买回来，但是他这样做会受到伤害：既要交税，又要支付 25%的溢价才能把股票买回来。(记住，公开市场以账面价值的 125%交易股票。)

分红的第二个坏处同样严重："分红法"的税收负担不如(通常远不如) "卖出法"。根据股息计划，每年股东收到所有的现金分红都要交税，而"卖出法"只需为现金收入中的利得部分交税。

让我们以我自己的例子来结束这场数学练习(我可以听到你们好像牙医的钻头被拿开了一样的开心的欢呼)，并解释股东如何逐步减持股票，同时实现投资的增值。在过去的 7 年里，我每年都会捐出自己持有的 4.25%伯克希尔股票。经过这个过程，我原持有的 712,497,000 股 B 股股票(经过拆股)已经减少到了 528,525,623 股。很显然我的持股比例显著的减少了。

但我在公司的投资实际上增加了：我现在持有的股票的账面价值明显高于 7 年之前。(具体数字是 2005 年的 282 亿，2012 年为 402 亿)。换句话说，虽然我现在伯克希尔的持股比例降低了，但是投在伯克希尔的钱更多了。同样的，我在伯克希尔的内在价值和公司的盈利能力也比 2005 年大大增强。随着时间推移，我预计这种价值增长还会继续(尽管是以一种不规则的方式)，即使我现在每年都会捐赠超过 4.25%的股票(增加的份额是由于我增加了对某些基金会的终身承诺)。

最重要的是，分红政策必须始终保持清晰、一致和合理。反复无常的政策会把股东弄糊涂，也会排斥潜在的投资者。54 年前菲利普·费雪(Philip Fisher)在他的《普通股不普通的利润》一书的第 7 章非常精彩地阐述了这一点，对认真的投资者而言，这本书在经典书目上仅次于《聪明投资者》以及 1940 年版的《证券分析》。费雪说你可以成功地运营一家卖汉堡的餐馆或一家中餐为特色的餐馆，但是你不能不停地转换还同时留住两类顾客。

大多数公司奉行稳定的分红策略，通常试图逐年提高分红，但非常不愿意削减分红。我们的"四大"投资组合就遵循类似的、可理解的模式。有时候，还会非常积极地回购股票。我们拍手称赞它们现行的策略，并希望它们继续保持。我们喜欢增加分红，我们也喜欢以合理的价格回购股票。

当然在伯克希尔，我们一直遵循一种不同的分红策略，我们深知这样做的合理性，我们也希望上述的段落能

帮助大家理解这一策略。只要我们相信，我们关于账面价值增长和市场价格溢价的假设依然合理，我们就会一直坚持上述策略。如果将来某项因素变化导致了实质性的改变，我们将会重新审视我们的策略。

年度股东大会

年会将在 5 月 4 号周六在 CenturyLink 中心举行。Carrie sova 总负责。(虽然看起来是个新名字，其实仍是去年那个优秀的 carrie。她刚刚嫁给一个幸运的男士)所有我们总部的团队都会协助她，整个活动都是我们公司自己操办，我为所有参与其中的员工由衷的感到骄傲。

我们将在早上 7 点开门，7 点半我们将开展我们的第二届国际报纸投递挑战赛。目标将在克莱顿之家的门廊，精确来说从投掷线算起有 35 英尺。去年我成功的打败了所有的挑战者。但是如今伯克希尔已经收购了一大批报业公司，与之同来的有很多的报纸投递高手(当然投递者都这么说)。来看看他们的才能是否有他们说的那么好。最好你也加入进来。这些报纸有 36-42 页，你必须自己把他们折起来。(不准用橡皮筋)

早上 8 点半，一部新的伯克希尔电影会上映。一个小时以后我们将开始股东问答，这将会持续到下午 3 点半(其间会在 CenturyLink 的看台休息吃午饭)。在短暂的休息之后，查理与我将会在 3 点 45 分召开年度会议。如果你决定在白天的提问时间离开,请在查理说话的时候溜走。

最好的退出理由当然是购物。毗邻会议区，一个占地达 19.43 万平方英尺的大堂里会放满伯克希尔旗下数十家企业的产品，我们将为你提供帮助。去年你们尽了全力，大多数地点都创下了销售新纪录。在 9 小时内我们卖出了 1090 双 Justin 靴子(每 30 秒一双)，10010 磅的喜诗糖果，12879 把 Quikut 小刀(每分钟 24 把)与 5784 双 Wells Lamont 手套，这些都是热门商品。但你可以做的更好。记住，那些说金钱不能买到幸福的人根本还没有在我们的年会上买过东西。

去年，我们的跑鞋公司 Brooks，在第一次展览时就获得了 15 万美元的销售。Brooks 现在火了，其销售额在 2012 年增长了 34%，紧跟在其 2011 年约 34%的增长之后。公司的管理层预计 2013 年销售额还能再提升 23%。我们将再次有一款特殊的纪念性跑鞋在年会上供应。

周日早上 8 点，我们开启了"伯克希尔 5 公里"活动，一场从 Century Link 开始的跑步比赛，参赛的所有细节可参见来宾手册。你在收到你的会议邀请函同时会收到这本手册。我们将会有一类比赛，包括一个对于媒体的比赛。(当他们报道自己的表现时一定会很有趣)。遗憾的是，我会错过这项跑步比赛，必须有人去打响发令枪。

我得给你们提个醒，我们有很多本土人才。**Ted Weschler** 的马拉松纪录为 **3 小时 1 分钟**。Brooks 跑鞋公司的 CEO-Jim Weber 是另一位体力充沛的跑步健将，有着 3 小时 31 分的记录。Todd Combs 的专长是铁人三项全能，但他在 5 公里项目上有着 22 分钟的记录。然而，这仅仅是开始：我们的管理者也是跑步健将(或者说，我们一些董事也是)。Steve Burke 在波士顿马拉松赛的成绩是 2 小时 39 分。(这是他家特色：他的妻子 Gretchen 在 3 小时 25 分钟内完成了纽约马拉松赛)。Charlotte Guyman 的最好成绩是 3 小时 37 分，Sue Decker 在纽约跑了 3 小时 36 分。至于查理，他没有回复我给他的问卷。

GEICO 将会在购物区设个展位，由其在全国各地的顶级顾问们负责。插一句，在多数情况下，GEICO 会给你一个股东优惠(通常为 8%)。在我们运营的 51 个地区中有 44 个区可以享受这个特别的优惠。(加一点：这个优惠不可以与其他优惠同时享有，假如你已经享受到另一个优惠，比如给予某些特殊群体的)。带上你现存保险的细节，我们来看看是否能帮你省钱。你们当中有至少一半以上的人，我相信我们能够帮到。

你一定要去书虫书店看看。它会带来 35 种书籍及 DVD 产品，包括一些新书。Carol Loomis，自 1977 年来就在帮我修改这封信，对我来说是无价之宝，她最近写了《**跳着踢踏舞去上班：沃伦巴菲特和他的一切**》。她和我已经一起签了 500 本书，只有在会场专卖。《**商界局外人**》(**The Outsiders**)由 William Thorndike,Jr.撰写，是一本杰出的好书，是关于 CEO 如何在资本配置方面达到出色业绩。Tom Murphy 是我所见到过的最好的商业管理者，在这本书中写了有洞察力的一章。我也推荐 John Bogle 的《**文化冲突：投资与投机**》(**The Clash of the Cultures**)与 Laura Rittenhouse 的《**读懂上市公司**》(**Investing Between Lines**，机工 2014)。如果你需要运输你买的书，附近就有一家能提供物流服务。《奥马哈世界先驱报》将会再设一个展位，提供其最近出版的几本书。活跃的 Huskers 粉丝(有没有内布拉斯加州人不是的?)将会想买一本《**不可战胜**》(**Unbeatable,2013**)。它讲述了内布拉斯加州橄榄球在 1993-97 的故事，那个黄金时代里 Tom Osborne 的队伍赢得了 60 胜 3 负的战绩。

如果你很能烧钱，或有打算这样做，周六中午至下午 5 点来奥马哈机场东面的 Signature Aviation。在那里我们会有一队 NetJets 飞机供你来爽一把。你可以坐巴士来，开私人飞机走，活着不就要享受一下嘛。

代理投票材料的附件中有报告，可以告诉你如何获得进入会场与其他活动的邀请函。这周到伯克希尔航线价格已经大大上涨。如果你从远方来，可以比较飞去堪萨斯城与直飞奥马哈的成本。这两个城市之间的车程在 2 个半小时，你也许可以省不少钱，尤其如果你打算在奥马哈租车的话。请把省下的钱花在我们这里。

在 Dodge 路与 Pacific 路之间的 72 号大街，有着 77 英亩的土地，上面坐落着内布拉斯加州家具市场，我们在那儿会再次举办"伯克希尔周末"的打折活动。去年这家店在会议期间的销售额达 3590 万美元，是一项划时代的记录，这让其它零售商脸都绿了。为了获得伯克希尔的折扣，你必须在 4 月 30 日周二至 5 月 6 日周一之间(包含这两天)的这段时间购物，同时也必须出示你的邀请函。这段时间的特殊折扣甚至适用于好几家知名生产商的产品，通常是不给打折销售的，但出于股东周末的考虑，给予你一个例外。我们感激他们的合作。内布拉斯加州家具市场的营业时间是周一至周六早上 10 点至晚上 9 点，周日是早 10 点至晚 6 点。今年的周六，从晚上 5 点半到 8 点，家具市场会举办一个野餐会，你们都会被邀请的。

在波仙珠宝我们会再次开展两个股东独有的活动。第一个是鸡尾酒招待会，从 5 月 3 日周五晚上 6 点至 9 点。第二个是大型售卖活动，5 月 5 日周日早上 9 点至下午 4 点。在周六，我们会开到晚上 6 点。最近几年，我们三天的销售额已经超过了 12 月的所有销售额，12 月通常是珠宝商的最好月份。周日下午 1 点，我会在波仙珠宝店开始我的销售工作。去年我的销售额累计到 150 万美元。今年我会坚持到 200 万美元。因为我需要在日落前离开，所以我会拼命努力。来占我便宜好了。为"疯狂的沃伦"开个价吧。整个周末我们在波仙有巨大的人群。为你的方便考虑，股东优惠价从 4 月 29 日周一至 5 月 11 日周六都可以。在此期间，请出示你的参会邀请函或证券单据来证明你是伯克希尔的股东。在周日，波仙外面的大厅，两次美国国际象棋冠军 Patrick Wolff 蒙住眼睛，将以六人一组的方式迎战所有的挑战者，他们将大开眼界。来自达拉斯的魔术师 Norman Beck，会震撼观众。此外，我们会邀请两位世界顶级桥牌大师 Bob Hamman 与 Sharon Osberg，在周日下午与我们的股东玩桥牌。不过别和他们玩牌赌钱。

5 月 5 日周日 Gorat's 与 Piccolo's 两家餐馆会再次向伯克希尔的股东开放。他们会服务到晚上 10 点，Gorat's 下午 1 点开门，Piccolo's 4 点开门。这两家餐馆都是我的最爱，周日晚上两家我都会去光顾。记住，要在 Gorat's 预定，4 月 1 日起拨打 402-551-3733，Piccolo's 电话是 402-342-9038。在 Piccolo's 可以点一个"大屋顶啤酒冰淇淋"作为饭后甜点。只有娘娘腔才会点小的。我曾经看到比尔盖茨在一顿晚饭后干掉大屋顶，那时我认识到他会成为一个伟大的管理者的。

我们再次会有三位财经记者主持会议的问答环节，他们会向查理和我提出股东通过电子邮件发来的问题。他们及他们的电子邮箱地址是：财富杂志 Carol Loomis: cloomis@fortunemail.com; CNBC 的 Becky Quick:

BerkshireQuestions@cnc.com, 纽约时报 Andrew Ross Sorkin: arsorkin@nytimes.com。那些被提交的问题中, 每一个记者将会选择六个他(她)认为最有趣和重要的进行提问。他们过去的选择已经告诉我那些简洁, 提交时间较早, 和伯克希尔相关的问题(请记住, 每封电子邮件最好不要提出超过两个问题)最有可能被选中(在您的邮件中, 请告诉记者如果问题被选中, 您希不希望自己的名字被公开)。

去年我们邀请了一个由三名研究伯克希尔的分析师组成的分析师团队, 但是由于他们三人都是保险业的专家, 所以很多股东在会后表示希望今年的分析师团队能够更加多元化一些。因此, 今年我们将只邀请一名保险行业的专家: 来自野村证券(Nomura)的 Cliff Gallant。除了他以外, 来自红杉基金(Ruane,Cunniff&Goldfarb)的 Jonathan Brandt 将会被邀请到今年的分析师团队对非保险业务进行提问。

最后, 为了让整个提问过程变得更为给力, 我们希望能够有一位看空伯克希尔的分析师加入到分析师团队中, 如果是已经开始在做空伯克希尔的那就更理想了。尽管此前从来没有过对伯克希尔的前景看空的论调, 我们仍然希望能找到这样的分析师。对这位分析师唯一的要求是你是一位投资专家并且看空伯克希尔。三位分析师将会提出他们自身对于伯克希尔的疑问, 同时, 记者和其他参会者也将会交替对他们发问。

查理和我认为所有的股东都应该在同一时间获得伯克希尔的信息, 并且拥有充足的时间去分析它们, 而这也是为什么我们在周五收盘之后公布去年的年度报告, 并在周六举行年度股东大会的原因。我们不会与大型的机构投资者或者分析师一对一交谈。我们希望记者和分析师所提出的问题能够帮助伯克希尔的股东进一步理解他们对伯克希尔的投资。

我和查理将不会获知那些即将被问及的问题的细节。我们也知道记者和分析师将会提出很有水准的问题(有些甚至会让我们难堪), 可是那正是我们所希望看到的。总的来说, 我们希望能被问到至少 54 个问题, 其中每个分析师和记者将提出 6 个, 剩余的 18 个将由其他股东大会参与者提出。如果有多余的时间, 我们将从股东哪里获得更多的问题。那些有权提出问题的其他与会者将会被选择并在早上 8:15 通过 11 个布置在主会场和分会场的麦克风进行抽签决定。

出于充分的理由, 我时常对旗下运营经理所取得的成就进行褒奖。他们都是真正的全明星, 并且把他们所经营的生意当成他们家族唯一的资产一样来对待。我确信他们拥有和大多数大型公众公司相同的"以股东为导向"的信念。他们中的大多数人已经实现了财务自由, 对他们而言, 打出商业上"本垒打"的乐趣和薪水一样重要。当然, 另

外 23 名与我在公司办公室共事的员工(我们都在一层楼层办公, 这是一个我们一直在维持的工作传统)也是同样出色和重要的。

这个团队高效率地去应对 SEC 和其他监管机构繁杂的监管要求, 提交了 21,500 页的联邦, 州立以及海外联邦所得税申报表, 回复数不清的股东及媒体要求, 制作公司的年度报告, 准备公司一年一度最大规模的股东年会, 协调董事会的活动并且年复一年日复一日地重复着上述繁杂的工作任务。他们以一种欢欣的态度和令人难以置信的效率去处理上述一切事宜, 从而让我的生活变得轻松和快乐。他们还将精力花在与伯克希尔的业务非直接相关的事务中: 去年他们接待了 48 个学校的代表(他们是从 200 多个申请学校中选拔出来的), 他们来到奥马哈参加和我的问答日活动。除此之外, 他们还着手处理一切我所收到的请求, 安排我的行程, 甚至给我订购午餐吃的汉堡。作为一个 CEO, 没有比这更轻松的了。我感觉每一天自己都是开心到跳着踢踏舞去上班的。这个家庭办公室的职员和我们的运营经理, 请接受我最真挚的感谢, 他们也值得你们的感谢。

5 月 4 号, 请来资本家的摇篮奥马哈为我助阵。

沃伦·巴菲特 董事会主席

第一届 INVEST IN YOURSELF 5K



伯克希尔股东大会实录 2013

2013 年 5 月 4 日 CenturyLink 会议中心 3.5 万人

开场白

巴菲特：早上好。我有点累了。(笑声)首先，我真的要感谢 Brad Underwood。他每年都在制作电影，做得很好。(掌声) Andy Heyward 和 Amy 负责这部卡通片。他们还制作了动画片《秘密百万富翁俱乐部》，这是今年的一个巨大的成功，我真的要感谢他们在这方面的贡献。(掌声)最后，Carrie Sova 把整个事件联系在一起，她怀孕四个月了。我想，她昨天拿到了 MBA 学位。此外，她还是这一切的领导者。让我们给凯莉热烈鼓掌。(掌声)

《秘密百万富翁俱乐部》财商教育动画片 <https://www.bilibili.com/video/BV1Sb411H7fL>

我们会看几张图，几张幻灯片。我将介绍董事们，再宣布一两件事，然后我们将开始提问。

现在，如果我们可以放第一张幻灯片，也就是昨天发布的收益。正如你所看到的，这是一个很好的季度。它并不像看起来那么好，我稍后会解释。但实际上我们所有的企业都做得很好。你应该关注运营收益。查理在花生糖和软糖上领先一步，所以我稍后会赶上。这是一个非常好的季度——这是保险业的一个良性季度，我们的其他业务，特别是我们的大公司的业务，做得相当好，我不记得我们是否曾经有过超过 3% 的营业利润率，近 80 亿美元。但是，无论如何，这是相当令人满意的。

现在，我们将放上第二张幻灯片。保险收入有一些积极因素。在没有这些因素的情况下，他们仍然很棒，但美元走强的事实对他们有所帮助，这减少了我们在外币上的负债。因此，如果我们未来要支付的损失是以英镑或欧元支付的，而美元对这些货币升值，我们就会从中获得一点好处。但汇率以其他方式伤害我们。我们有这么多不同类型的业务，然后我们通过在全球各地经营的可口可乐公司获得了其他货币计价的收益，而我也真的不知道美元是会涨还是会跌，更不知道这对我们是否会有帮助。所以我一直搞不清楚。所以我们只是随遇而安。

现在我们确实想向你们解释一下保险收入。我们有另一个项目，这很有趣。我们与瑞士再保险公司(Swiss Re)就一份寿险再保险合同发生了分歧，这一分歧可能持续了一年多，并在第一季度得到了解决。正如你所看到的，我们从解决这一分歧中获得了 2.55 亿美元的税前收益，但有趣的是，瑞士再保险也从解决这一分歧中获得了 1 亿美元的收益。(笑声)因此，我们正在与瑞士再保险达成一项协议，看看我们是否每个季度都会发生争论(笑声)，这样当我们解决这个问题时，双方都会报告更高的收益。会计所能做的真是太棒了。(笑声)

第一季度的一个真正的亮点也是我在年度报告中特别提到的，关于 GEICO 的保单转化率和续保率的增长。这些是非常重要的因素。如果我们把图表放出来显示 GEICO 的汽车保险的收益，这是我在 2012 年提到的优势，这一优势不仅在 2013 年继续，而且趋势变得更加强劲。而且有很多季节性的保单收益。但正如你所看到的，一个月接一个月，我们的保单收益在 2012 年有了非常显著的改善。再特别提醒大家注意一下我们的保单转化率，即从我们这里得到报价然后继续购买保单的人数比率，在今年有了非常显著的提高。我们也因为续保人数的增加获得了持久性的收益。这些都是纯金。一份保单对我们来说至少有 1500 美元的数学价值，所以如果我们一年有 100 万份保单(我希望我们今年可能会做到)，那就有 15 亿美元的价值被纳入我们的内在价值，而这根本不会显示在损益表或资产负债表上，但它确实增加了 GEICO 保险公司的内在价值，而不是我们持有它的账面价值。

我忍不住要推销一下，因为这个转化率达到令人难以置信的水平，这意味着当人们访问我们的网站或打电话给我们并获得报价时，他们发现他们可以节省很多钱。我的意思是，人们喜欢我们的吉祥物 GECKO，但他们买保险是因为我们为他们省钱。碰巧的是，在离这里不远的展览厅里，我们有很多非常友好的人，他们也会帮你省钱。所以我强烈建议，你们可以在查理说话的任何时候走出去(笑声)，去拿一份报价，你们中很大一部分人可以通过这样做来省钱。你知道，这就是伯克希尔的精神，抓住每一个机会省钱。所以我希望你能去看看，我们将创下保单销售的纪录。

最后，我们的铁路，今年做得很好。如果你有机会看一看的话，你可以在第一季度报告中看到收益。我们得到了一些数据，显示我们在前 17 周的货车运载量有所增加。这个数字是 3.8%，而美国其他四个主要的一级铁路公司只增长了 0.4%。这是一大笔钱，在美国我们这里没有运营的加拿大铁路。他们的增速都下来了，加拿大国民铁路，加拿大太平洋铁路。这代表了正在发生的事。幸运的是，在离我们的铁路线非常非常近的地方发现了大量石油，这对我们很有帮助，还有比这更好的地方吗？(笑声)

所以我们已经做了很多工作，这是值得的，我们将按照事情的发展方向做更多的工作。我们现在将放下一张幻灯片，这一切的结果是，我们现在是世界上第五大最有价值的公司。(掌声)这会随着时间的推移而改变，但我希望它会变得更好。

我希望这次会议的商务部分在 3:30 左右开始，那时我们将选举董事。但我想，无论如何，对于那些不会坚持到最后的人，我想先介绍一下我们的董事，查理和我都是董事。当我叫到你的名字时，如果我们的董事们能站起

来并一直站着。不管有多强烈的冲动，在他们都站起来之前不要鼓掌，如果你愿意的话，你也可以不鼓掌，但我打算鼓掌。Howard Buffett, Steve Burke, Susan Decker, Bill Gates, Sandy Gottesman, Charlotte Guyman, Don Keough, Tom Murphy, Ron Olson, Walter Scott, Jr., 还有我们即将成为新成员的 Meryl Witmer。不错。鼓掌吧。(掌声)

现在，我们将在一分钟后开始提问，但有一两件事要宣布。我们没有把它写进年度报告，因为我们还没有确定下来，但明天在波仙珠宝，我们的朋友邢延华(Ariel Hsing)将可以和你们中任何一个愚蠢到挑战她的人打乒乓球。我在她九岁的时候认识了她，她成为了美国最年轻的女子乒乓球冠军，然后去年夏天她参加了奥运会。在奥运会上，她赢得了她的前两场比赛，赢她的那个选手赢得了更多的比赛，最终成为了奥运会冠军。所以她明天 1 点钟会在那里。如果你有勇气，你会带着你的球拍出现，最后看起来像个白痴。(笑声)

还有一个介绍，我不知道我们是否可以关注他，但 Stan Lipsey 今年从《布法罗新闻报》的出版人的职位上退休了。查理和我都可以证明，早在 1978-80 年，我们在布法罗新闻报上遇到了一个巨大的商业问题。我们陷入了一场激烈的斗争。我们做得不好，部分原因是我们在一段时间内一直在严厉的司法命令下运作，直到它在上诉中被推翻。Stan 放弃了在奥马哈的美好生活，不问任何问题，也没有报酬，来到布法罗，如果没有 Stan《布法罗新闻报》就不会成为现在的模样，也不会为伯克希尔带来利润。所以，如果斯坦能站起来，让我们为他欢呼。斯坦你值得。(掌声)

几天前我们宣布，我们以大约 20 亿美元的价格买下了该家族持有的伊斯卡 ISCAR 公司最后 20% 的股份。这是一笔他们满意，我们也满意的交易。事实上，如果你看到 Eitan Wertheimer 在 Dancing with the Stars 中跳舞，你就会知道他有多开心。因此，我们现在将拥有伊斯卡 100% 的股份，但我们与 Wertheimer 家族的关系将继续下去。这是一种纯粹的快乐。生意做得很好。人们表现得很好，伊斯卡将永远是伯克希尔的一部分。所以我要感谢埃坦和他的家人。艾坦，你在吗？你和你的家人能站起来吗？谢谢。(掌声)

不错。我们现在开始我们的问答环节。我们会一直持续到中午。我们将休息一个小时吃午饭。然后我们将回来，我们将继续到大约 3:30，那时我们将召开常规业务会议。我们有三位以前来过这里的记者在右边，我们有一个杰出的分析师小组在左边，其中包括一位卖空者，也许是任何公司年度会议的第一位卖空者。

股东问答开始

1、伯克希尔落后于标准普尔 500 指数

卡罗尔·卢米斯：早上好。对于我们三个来说，我们已经收到了成千上万的问题。我们甚至不知道有多少。如果我们没有选择你的问题，那是因为我们看不过来。我想告诉你，沃伦和查理不知道我们的问题是什么，没有任何提示，所以我们期待着向他们发送曲线球。我从这里开始。

这是来自德克萨斯州科利维尔的 William Bernard 的问题。沃伦，你根据增长和每股账面价值来衡量伯克希尔的公司业绩。年报第 103 页的表格显示，在过去 11 个 5 年期中，有 9 个 5 年期的每股账面价值年均增长率低于 12%，但在你的上一封年度信函中说，“标准普尔 500 的收益远远超过账面价值的 12%，”然后你会说，“这对伯克希尔来说似乎也是合理的。”鉴于过去的记录显示伯克希尔并没有赚那么多钱，你为什么这么说，还是你预计会赚那么多钱，因为你意识到未来并不确定？

巴菲特：未来肯定是不确定的。总的来说，过去十年左右的时间对商业来说并不是最好的。但如果股市在 2013 年继续保持目前的表现，这将是第一个每股账面价值收益低于市场表现(包括股息)的五年。这不会是一个快乐的日子，但它不会完全让我们气馁，因为这将是一个在五年中每一年都在上涨的市场。正如我们经常指出的那样，我们在低迷的年份可能会更好，就像我们在 2008 年所做的那样，今年也是类似。相对来说，我们在经济低迷的年份可能会比在经济繁荣的年份做得更好。查理，你对伯克希尔的前景有何看法？

我应该顺便指出，我们使用账面价值是因为它是一个可计算的数字，而且它确实可以作为伯克希尔内在价值逐年变化的合理估计。如果我们真的能给你一个内在价值的数字，并支持它，那将是一个重要的数字。正如我所指出的，**如果我们在 GEICO 保险获得 100 万投保人，这实际上会增加 15 亿美元的内在价值，却不会增加一分钱的账面价值。**所以，有一个很大的差距，这就是为什么我们愿意以账面价值的 120% 购买股票，两者之间有很大的差距。但账面价值是一个有用的跟踪工具。

我还应该指出，我在年报中对 Marmon，以及当我们购买伊斯卡股票时，我们支付了大约 20 亿美元，在我们购买的当天，我们将其账面价值减记了大约 10 亿美元。因此，我们的账面价值减少了 10 亿美元，我们认为这是相当令人满意的。所以出现了这些扭曲。但最终，我们必须比你投资在指数基金中做得更好。如果我们不这样做，我们就赚不到钱。我认为我们将来会超过指数，但我不认为我们每年都会超过，我们在过去几年里已经证明了这一点。查理？

芒格：我自信地认为，从长期来看，伯克希尔的表现会相当不错。我不太关注是五年还是三年，我认为我们已经有了进展顺利的势头。当然，就年均收益而言，我们未来不会做得那么好，因为我们过去的回报几乎令人难以置信。所以，我们正在放慢速度，但我认为这仍然是非常愉快的。

巴菲特：89 岁的查理并不真的关心年复一年的这些事情。我是说，他的眼光更长远。(笑声)

芒格：我正在努力照顾自己的晚年，因为我的晚年可能随时来临。(笑声)

巴菲特：我咋没注意到呢。

2、伊斯卡(ISCAR) vs 山特维克(Sandvik)

巴菲特：好的。Jonathan Brandt 是提问委员会的新人，他的领域是伯克希尔的非保险业务。我可以向你保证，没有人付过更多的钱，我在乔尼大约四岁的时候和他下棋，我不知道，那时我大概 40 岁左右，他在晚餐时一直坚持要我们之后下棋。我们开始玩，当然，他在几步棋中把我弄到了很尴尬的位置，然后我告诉他的父母把他放到床上。(笑声)所以，乔尼，我还是有机会东山再起的，所以你要小心你的要求。乔恩·勃兰特。(笑)

乔纳森·勃兰特：很高兴见到你，沃伦。这是关于伊斯卡的一个问题：您认为 Iscar 相对于其主要竞争对手 Sandvik 的具体竞争优势是什么？反过来，Sandvik 作为较大的参与者相对于 Iscar 有什么优势？

巴菲特：是的。Sandvik 是一家非常好的公司，Iscar 是一家更好的公司。它的优势是头脑和对业务难以置信的热情。回顾 Iscar 很有趣，1951 年左右，来自德国的 Stef Wertheimer 在以色列创办了 Iscar，想想他面临的前景吧。这里有一家像 Sandvik 这样的公司，或者像在这个国家的肯纳金属公司(Kennametal)，一家根基稳固的公司，不仅根基稳固，还资金雄厚。而这个创始人只是以色列的一个小伙子，才 25 岁，现在这些切削工具的原材料来自中国。这些原材料不在以色列。所以每个人都从中国购买钨，然后卖给世界各地使用大型机床的客户，他们的产品在很大程度上是卖给重工业。所以他们卖给像波音或通用汽车或德国的大工业公司这样的公司，而在以色列做这件事没有很大的地理优势。但这个 25 岁的小伙子从千里之外获得钨，然后加工后把它卖给千里之外的客户，并且与像 Sandvik 这样的巨头竞争，这就是这个非凡的企业，伊斯卡它就来自于此。

当你看到这个结果时，你只能说，你有一些非常有才华的人，他们从未停止工作，从未停止改进产品，从未停止让客户满意，这种情况一直持续到今天。Sandvik 是一家非常好的公司。我可以告诉你，不仅基于数字，而且基于我所拥有的商业观察的其他方面，Iscar 是世界上最伟大的公司之一，我们感到非常幸运能够拥有它，并与

他们的管理层联系在一起。查理？

芒格：嗯，这是一个很好的比较。Sandvik 是一家很棒的公司，在竞争激烈的市场中真正做得更好是一项特别的成就，就像 Iscar 所做的那样。他们收获颇丰。

巴菲特：在制造业，你真的见过比 Iscar 更好的公司吗？

芒格：这是我去过的唯一一个只看到机器人和工程师在电脑上工作的地方。你无法相信伊斯卡有多现代。

巴菲特：是的。游戏也还没结束。

3、在巴菲特之后保留伯克希尔的文化

股东：嗨。Dan Lewis 来自芝加哥。首先，我想感谢你今天让我们提前进入大楼。(掌声)不过，我们明年不要再这样做了。我不想再早起排队了。

巴菲特：如果我们有一家卖大衣的公司，我们会把你留在那里。(笑声)

股东：那我们还是会卷土重来。在你离开后的十年里，当你想到伯克希尔时，我的问题是你最担心的是什么？我知道没有什么能让你夜不能寐，但你最大的担忧是什么，你知道，什么会出错？

巴菲特：嗯，这是个好问题。这是我们一直在思考的问题。这就是为什么文化非常重要，我们拥有的企业非常重要，因为在我死后的第二天，这些列车将继续运行，人们将继续给 GEICO 保险公司打电话。这是毫无疑问的。**关键是要保持文化，并有一位比我更有头脑、更有精力、更有热情的继任者担任 CEO。**这是我们董事会在每次会议上考虑的首要问题，我们在这个人应该是谁的问题上达成了一致。

我认为，**这种文化一年又一年地变得更加强烈。**我想查理会同意这一点。我的意思是，当我们第一次加入伯克希尔时，我们总是知道我们在做什么，但要确保每个加入我们的人，所有者、股东、董事、经理人，每个人都相信我认为这是一种非常特殊的文化。这需要时间，而且我认为它现在确实是独一无二的，而且我认为它将继续是独一无二的。我认为，**任何外来的行为都会被驱逐出去，因为人们是自我选择进入这个群体、进入公司的。**如果我们在那里找错了人，它就会像外来组织一样被拒绝。我们有一个特别专注于伯克希尔的董事会。可以注意到，我们不会通过向他们支付巨额资金来控制他们。**我们有些人把他们的公司带到伯克希尔，因为他们想成为其中的一部分，就像伊斯卡一样。**

所以，我认为无论谁接替我，六个月后，将会有有一个故事，这将是很多报纸和人们的故事。你知道，这不是

一回事。但结果都是一样的。你可以放心。查理，你有什么想法？

芒格：嗯，我的想法很简单。我想对在座的许多芒格家族的成员说，不要愚蠢到卖掉这些股票。(笑声)

巴菲特：这也适用于巴菲特家族。(笑声)

4、与 3G 资本合作，达成价值 230 亿美元的亨氏(Heinz)交易

贝基·奎克：这是 BenKnoll 提出的问题，他是大双城联合之路(Greater Twin Cities United Way)的 CEO。他写道，在亨氏交易之后，有一篇专栏文章指出，你从你的巴西合作伙伴 3G 资本那里获得了亨氏交易的更好结果。那篇专栏文章说，你的回报可能来自优先股股息，而普通股部分是“沉没成本”。该公司还表示，这笔交易的结构表明，你对整个市场的预期很低。这是否准确地描述了这笔交易以及你对整个市场的期望？

巴菲特：不。完全不准确。这很有趣。去年 12 月初，我和 3G 资本联合创始人 Jorge Paulo Lemann 在科罗拉多州博尔德市。我不记得是在去机场的路上还是在我们上飞机的时候。但他说，他正在考虑去找亨氏的人，提出一项交易，我会感兴趣吗？而我，因为我既认识 Heinz，也认识 Jorge Paulo，我对这两个人都评价很高，非常高，我说：“我加入”。我不记得具体过了多久，大概一周后我从 Jorge Paulo 那里收到了一份关于这笔交易的条款清单和另一份关于他建议的治理程序的清单，我从吉列(Gillette)开始认识保罗已经很多年了，当时我们都是董事。他说，“如果你有任何关于改变这一点的想法，请告诉我”。那只是他的想法。这是一笔绝对公平的交易，而且我不需要在投资意向书或治理安排中修改一个字。现在，实际上，查理和我，可能比我们自己做这笔交易多付了一点钱，因为我们认为 Jorge Paulo 和他的同事是非凡的经理。

他们都是一流的，他们都非常好，因为这个事实所以我们做了一些延伸。我们喜欢这项业务，交易是这样设计的，如果我们在亨氏做得很好，他们的 41 亿美元将比我们的 120 亿美元获得更高的回报率。与他们相比，我们在资本结构中的杠杆率较低。他们想要更多的杠杆，我们在双方认为公平的条款上提供了杠杆。如果有人认为普通股部分的投资回报会很差，你知道，我们认为他们犯了一个错误。但五年后我们就会知道答案了。

但这笔交易的设计，本质上是因为，我们在母公司层面，钱比运营能力多，而他们有很强的运营能力，想要最大化他们 40 亿美元的投资回报。所以我的猜测是，五年后或十年后，你会发现他们的投资回报率更高。但是，因为我们投入了更多的美元，**我们将从我们的 40 亿美元普通股中获得相同的回报率，但我们也将从为他们创造了更多杠杆的 80 亿美元中获得非常公平的回报。**查理？

芒格：嗯，正如你所说，这份报告是完全错误的。(笑声)

巴菲特：那会给他们一个教训。(笑声) 野村证券(Nomura)的 Cliff Gallant 将提出与保险相关的问题。

5、进军商业保险

克里夫·加兰特：谢谢。伯克希尔的阿吉特·贾因(Ajit Jain)最近似乎在采用一种新策略，采取了一些引人注目的行动。伯克希尔与怡安保险 AON 签署了一项投资组合承销协议，与劳合社 Lloyd's 开展业务。上周从 AIG 招聘了几名高管。看来伯克希尔可能会获得更大的市场份额。这些举措的目标是什么，这些行动最终不会产生更平均的结果吗？

巴菲特：你的目标是获得更大的市场份额。在过去一个月左右的时间里，阿吉特的行动采取了两项重要举措。其中第一个宣布的是，涉及对方所有保险业务中保费的 7.5%。最初，它被宣布适用于劳合社市场。我相信它已经扩展到整个伦敦市场。现在，请记住，投保的人仍然有权选择他们的保险公司，所以我们并不是完全自动地收到每张保单的 7.5%。几年来，我们和 Marsh 达成了一项协议，在航海领域共同承保，或许还有其他领域，但不是所有的领域。我们认为该业务的盈利可能性是合理的，否则我们不会进入它。这将给我们带来比以往更多的跨部门业务，但这并不意味着我们完全放弃目前的业务。

你提到的第二个项目就在上周左右。有消息称，四位曾在 AIG 工作过的知名保险人士加入了我们，主要负责商业保险业务，最初可能是在国内，但可能是在全球范围内。这些人向伯克希尔伸出了橄榄枝。他们中至少有一个人，甚至在过去与我们接触过很多次。但我们已经准备好和这些非常有能力的人一起进入这个领域。自从大约一周前宣布这一消息以来，有许多人已经联系了我们。

所以我想你会看到伯克希尔，除了多年来的所有其他保险业务，我想你会看到我们在世界范围内，在商业保险业务领域，成为一个非常重要的因素。这可能是一项涉及数十亿美元的业务。事实上，随着时间的推移，我希望它可能会达到数十亿。我们有合适的人选。我们拥有无人能及的资本。我们有能力签署足额的保单，而其他则不得不分散。所以，我认为我们非常适合进入这个行业，我很期待。查理？

芒格：一般来说，我不认为再保险业务对大多数人来说是一项很好的业务。我认为这是伯克希尔业务中非常理想的一部分，特别是它的运营方式与其他业务不同，如果其他人拥有这些业务，也许这些业务它们会运作得很好。我认为我们在阿吉特领导下的再保险业务非常奇特，而那些认为这很容易的人最终会发现事实并非如此。

巴菲特：是的。我应该指出，这种商业保险业务也是直接保险业务。而怡安保险的安排是一项再保险安排，但我们将从事直接保险业务。所以，这将是很大的商业风险，但有很多保费收入，也有很多犯错误的机会。但我宁愿让我们的团队来监督这项业务，而不是我能想到的任何其他团队。

6、GEICO 与 Progressive 保险的筛选

股东：嗨。Mike Sorenski 来自纽约。沃伦，去年你说 GEICO 公司没有计划采用基于使用的驾驶技术，类似于竞争对手前进保险 Progressive，它称之为称为 Snapshot。现在还是这样吗？如果是这样的话，为什么这项技术不能为 GEICO 保险公司提供更好的数据，从而有可能为客户提供折扣呢？

巴菲特：是的。现在情况仍然如此，“快照”吸引了相当多的关注，还有其他公司也在这么做。从本质上讲，这是一种了解人们到底是如何驾驶的方式。保险承保，是一种试图找出可能的倾向，并基于一些变量，去判断一个人发生事故的概率。现在，在人寿保险中，很明显，如果你对他们一无所知，100 岁的人比 20 岁的人更有可能在下一年死亡。**当你进入汽车保险行业时，要弄清楚谁可能会发生事故，需要评估许多变量，不同的公司会有不同的做法。**显然，根据统计数据，如果你是一名 16 岁的男性，你比我更容易发生事故。这并不是因为我开车技术更好。这是因为这个 16 岁的孩子开车的出事故的概率可能是我的十倍，而这只是因为他想给坐在他旁边的女孩留下深刻印象。但这对我已经不起作用了，所以我放弃了。(笑声)

但是，我们问了很多问题，我们试图尽可能地找出任何特定申请人的倾向，或者他们发生事故的可能性。有很多变量在预测中非常有用。前进保险公司专注于这种快照的方式，而我们将看到他们是如何做的。我想说的是，我们有能力以比大多数竞争对手低得多的价格销售保险，事实证明，当人们给我们打电话时，他们会转向我们，同时我们获得可观的承保盈利，这表明我们的选择过程运行良好。如果你的选择过程是错误的，如果你对待一个 16 岁的男性，并给他和一个每年行驶 3000 或 4000 英里的 40 岁的司机同样的保险费率，你知道，你会得到可怕的承保结果。所以我们的系统，我们的承保标准，已经发展进化了几十年。我们有大量的投保人、丰富的投保数据，所以它变得非常可信。这个行业的每个人都在试图找出更准确地预测特定个人发生事故的可能性的方法。前进保险公司专注于这种快照方法，我们饶有兴趣地观察它，但我们对自己目前的情况很满意。这就是我的答案。哦，查理，我得给你一个发表意见的机会。

芒格：我没有什么要补充的。(笑声)

7、美国商业资讯公司(BusinessWire)和允许互联网披露的新规则

安德鲁·罗斯·索尔金：好的。沃伦，我们有几个与此相关的问题。沃伦，既然你上了 Twitter，而 SEC 允许公司在社交媒体上发布重大公告，这对伯克希尔旗下的 Business Wire 意味着什么？你是否同意 SEC 对重要信息发布的新立场？鉴于新规定，你是否会考虑出售 Business Wire？如果不是，你认为 Business Wire 将如何转型？顺便问一下，你在推特上做什么？(笑声)

巴菲特：我还没想好最后一个问题。不，我认为这是个错误。

有些公司在网页上发布了重要的公告，而有些公司在某些情况下搞砸了，造成了相当大的麻烦。但**披露的关键是准确性和同步性**。我的意思是，如果我们拥有股票，或者正在考虑拥有股票，我们想要非常确定我们得到了准确的信息，而且我们和其他所有人都是同时得到的。BusinessWire 在这方面做得非常出色。

如果我要买富国银行，或者卖掉它，或者不管它是什么，我不想要不停地访问他们的网页，或者别的什么，并且希望我不会落后别人 10 秒如果有什么重要的消息。因此，**BusinessWire 拥有准确的流量记录，并以同步的方式将信息传递到全球各地，这是信息披露的关键**。我不认为有任何东西能像 BusinessWire 那样做到这一点。所以我认为我们会做得很好。我们有一位出色的经理 Cathy Baron Tamraz。我对这项业务非常满意，所以我们不会出售它。如果我能克隆 Cathy，我也是不会卖的。

当伯克希尔公布其信息时，实际上我们喜欢在股市收盘后公布，因为我们认为有太多东西需要消化，让人们在阅读一两页的公告时试图弄清楚这一切是一个可怕的错误。但来自伯克希尔或我们任何一家公司的任何重要信息，都会出现在 Business Wire 上，这样人们就能同时获得准确的信息。查理？

芒格：嗯，当我像躲避瘟疫一样躲避 Twitter 时，我很难对它有所了解。

巴菲特：他派我去冒险，看看我会有什么不好的事情发生。(笑声)

8、随着伯克希尔的增长，它为更大规模的收购支付更多的钱

巴菲特：好的。我们现在有一个卖空者 Doug Kass，我相信，在任何会议上都是第一个。

道格·卡斯：谢谢，沃伦和查理。谢谢你这个不寻常的邀请。我很荣幸，我期待着在狮穴中扮演丹尼尔的角色，特别是在在 4.5 万名你最亲密的朋友和最伟大的崇拜者面前。

巴菲特：明年你可以带自己的观众来。(笑声)

道格·卡斯：我要指出的是，你让我在小组中问最后一个问题。我的第一个问题是卡罗尔·卢米斯第一个问题的后续。沃伦，你说规模很重要。

巴菲特：是的。(笑声)

道格·卡斯：过去，伯克希尔一直是低价部分或全额收购企业。例如，GEICO 保险，中美能源，还有你最初购买的可口可乐。现在，可以说，你的目标已经转变为价格更高、更成熟的企业买家，例如 IBM、BNSF 铁路、亨氏(Heinz)和路博润(Lubrizol)。这些都是以价格、销售额、收益、账面价值倍数完成的，远高于你之前的收购，而且是在股价上涨之后。近期的许多收购可能是对伯克希尔公司投资组合的重大补充。然而，为这些投资对象支付的相对较高的价格可能会导致投资资本回报率下降。你以前猎杀瞪羚 gazelles。现在你在猎杀大象。随着伯克希尔变得越来越大，推动指针变得越来越难。对我来说，最近的收购看起来像是为你的遗产做准备，创造一个更成熟、增长更缓慢的企业。伯克希尔是否正在演变成一只类似于指数基金的股票，或许更适合寡妇和孤儿，而不是过去那些寻求差异化和卓越复合增长的投资者？

巴菲特：是的。毫无疑问，我们不能像过去那样做得那么好，规模是一个因素。实际上，这也取决于市场的性质。有时我们会遇到糟糕的市场，有时我们的规模甚至会成为一种优势。很可能是在 2008 年。

但我反对我们在某些情况下支付了比 GEICO 保险更高的价格。在 GEICO 收购中，我认为我们支付了 20 倍的市盈率和相当高市净率倍数。因此，我们已经付出了代价(部分是在查理的敦促下)，**我们为好企业付出了比 30 或 40 年前更多的代价**。但随着我们变得越来越大，收购变得更加困难，我们一直都知道情况会是这样。

但是，即使过去的回报有所减少，它们仍然可以令人满意。我们有些公司应该在 30 或 40 年前收购，当时看起来价格更高，但我们现在意识到，为一家非凡的企业买单并不是一个错误。查理，你会怎么说？

芒格：嗯，我们一遍又一遍地对这个团队说，**我们不能在未来在每年获得的收益率方面做得像我们早期那样好**。但我认为我可以做得比这位卖空者的观点更好，我会努力做到这一点。如果你看看那些在过去的世界历史中变得非常大的石油公司，它们的记录并不是那么好。如果你停下来想一想，洛克菲勒的标准石油公司几乎是唯一一家，在它变得规模巨大之后，继续做得非常好。所以，当我们认为我们会做得很好，尽管我们的规模变得很大，我们告诉你，**我们认为我们会比过去的巨人做得更好一点。我们认为我们有一个更好的系统。虽然没有比囤积石油更好的制度，但我们有比其他大多数公司更好的制度。**

巴菲特：是的。就我们在过去五年中进行的收购而言，总体而言我认为，我们对这些收购感到非常满意，显然包括亨氏。我们正在收购一些非常好的企业。实际上，正如我们所指出的，我们拥有八家不同的企业，如果它是一家独立的公司，每一家都会在财富 500 强名单上，然后在几个月后，我们将拥有另一家公司的一半，所以我们实际上将拥有八家半。好吧，你还没说服我卖掉股票，道格，但继续努力。(笑声)

9、美元会失去储备货币地位吗？

股东：谢谢。Jonathan Schiff，来自中国澳门。你简要地谈到了这一点。但在我们这个区域，有很多关于美元作为世界储备货币地位的讨论。如果美元失去世界储备货币的地位，会对美国和世界经济产生什么影响？

巴菲特：嗯，我不知道这个问题的答案，但幸运的是，我不认为这会有什么关系。

我认为，在未来几十年里，美元将成为世界储备货币。我认为中国和美国将成为两个超级经济强国，但我没有看到任何货币在几十年内能取代美元作为世界储备货币的地位，我认为这是极不可能的。查理？

芒格：嗯，一个国家拥有储备货币是有优势的，如果你失去了储备货币，你就失去了一些优势。当英国拥有世界储备货币时，它比后来美国拥有世界储备货币时有更好的牌。我认为，如果这种情况最终发生在美国，也不会有那么大的影响。事件的本质就是，每一位伟大的领导者迟早都不再是领导者，这是很自然的。从长远来看，正如凯恩斯所说，我们都会死掉。如果你停下来想一想，过去每一个伟大的领先文明都会传递接力棒。

巴菲特：这是这一部分最令人愉快的部分。(笑声)你认为 20 年后美元不再是储备货币的可能性有多大？

芒格：哦，我认为 20 年后它仍将是世界的储备货币。但这并不意味着它是永远的。

10、尽管有税务因素干扰，但企业利润仍然"非凡"

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自费城的 John Custaba。巴菲特先生，你过去曾说过，特别是在 1999 年发表在《财富》杂志上的一篇演讲中，你曾说过，你必须非常乐观地相信，企业利润/GDP 的百分比，在任何持续的时期内，都可以保持在 6%以上。企业利润/GDP 现在超过了 10%。我们应该如何看待这一点？

巴菲特：我们应该认为这很不寻常，尤其是考虑到当前的经济背景。至少从美国的历史来看，企业利润/GDP 的比例是惊人的。当然，有趣的是，在很大程度上，美国企业对企业所得税的水平抱怨很多，或者说经常抱怨。现在，企业所得税/GDP 的比例大约是 40 年前的一半。然而，正如你所指出的那样，企业利润/GDP 的比例正处于历史最高水平。因此，我想让你对美国企业由于我们的企业所得税率而缺乏竞争力的抱怨持保留态度，这一点

受到了广泛的抱怨。美国企业在不平等的时代表现得非常好，实际上，无论是以净资产衡量还是以收入衡量，如果你把顶层和底层的人相比，不平等都大大扩大了。嗯，我们从这里的一个人那里听说了这点。(笑声)

而且，看看这些水平是否能保持下去将是很有趣的。就利润而言，企业已经从 2008 年秋季的恐慌悬崖上恢复得非常非常强劲。就业没有以同样的方式恢复。我想说，这将成为很多公共讨论的主题。你正在阅读更多关于这方面的内容。如果我必须打赌企业利润是否会占 GDP 的 10%——当然，我们谈论的是在美国以外赚取的利润，在这方面我相信，在你引用的数字中，我会说它们可能会呈下降趋势。但我认为，当然 GDP 会增长，所以这并不意味着利润会发生任何可怕的事情。查理，你觉得这个怎么样？

芒格：嗯，如果 6% 的数字在估计中被证明是偏低的，我也不会太惊讶。沃伦 20 年前的想法，并不代表这就是自然规律。(笑声)

巴菲特：我们将在午餐时间讨论这个问题。(笑声)你觉得 10% 怎么样？

芒格：嗯，在这类问题上，我是一个天生的保守主义者。但你必须认识到，股票本身是由许多捐赠基金和养老基金等持有的。因此，这个数字并不意味着世界变得更加不平等。这两个数字之间没有自动关联。

巴菲特：你觉得公司税率太高了吗？

芒格：我认为，当世界其他地区不断降低利率时，如果我们的利率高得多，就会对我们不利。(掌声)

我很喜欢沃伦的想法，像我们这样的人应该支付更多，但我很高兴公司税率降低了。

巴菲特：好的。他是共和党人。(笑声)乔纳森？

11、巴菲特的继任者要管理太多子公司？

乔纳森·勃兰特：谢谢，沃伦。你可能有几十个直接下属，他们来自伯克希尔拥有的众多非保险业务，这种安排似乎非常适合你。但我想知道这是否会对你的继任者构成挑战。增加投资了东方贸易(Oriental Trading)和报业集团(Newspaper Group)等规模较小的企业，即使它们各自都是经济上合理的交易，也可能会增加整个组织的臃肿。你如何权衡增加收益的好处，以及将一家重心不那么集中、更难管理的公司留给即使是能力很强的继任者的风险？

巴菲特：是的。我认为我的继任者可能会在这方面做一些不同的安排，但不会太引人注目。当然，我们永远不会放弃 CEO 们经营企业的原则，在所有重要的方面，除了资本配置以外。但是，我实际上已经把几个企业委托

给了我一个助手，我猜我的继任者会以一种不同的方式谨慎地组织事情。

我和这些公司一起成长，和这些人一起成长，所以对我来说，和几十个经理沟通要容易得多，有时我们沟通的很少，因为他们不需要。有时在某种程度上这只是他们自己的偏好。很明显，新来的人会非常好地理解(事实上，现在也理解)这些非常好、非常重要的企业。

但你是对的，当你深入到我们的各个业务企业时，有一些企业每年只赚 500 万或 1000 万美元或类似的东西。我的猜测是，它会被重新安排一下，但这不会有什么区别。我的意思是，真正赚钱的是大企业。它将继续由大企业和保险企业来做。在报告安排方面也许稍有变化，如果我们疯了的话，总部可能才会多一个人来试图处理这些问题。查理？

芒格：嗯，我认为，如果我们试图通过一个控制所有细节的帝国总部来管理这么多企业，而其中很多都规模很小，这将是难以驾驭的。但我们的系统完全不同。如果你的系统是分权的，几乎到了不管的地步，那么你有多少子公司又有什么区别呢？

巴菲特：是的。它现在工作得很好。之后也会很有效。但如果我的继任者不会做同样的事情，那就是个错误。但文化不会改变。运营企业的经理人的卓越地位将保持不变，然后不时会出现一些情况，需要做出改变。有时是因为死亡或残疾，有时是因为犯了错误。但是，最终，**我们现在试图收购的公司至少要达到税前 7500 万美元的水平**。顺便说一句，在某种程度上，最好的收购是我在年度报告中谈到的这些附加条款——从我的角度来看，当然是更容易的，我认为，我们去年做了价值 25 亿美元的收购，因为它们属于我们非常信任的管理人员的职权范围，它们对总部发生的事情没有任何帮助。

当然，**最好的补强型收购是我们收购旗下企业的少数股权**。当我们收购了价值 20 亿美元的伊斯卡，或者 15 亿美元的 Marmon，明年再购买 15 亿美元，你知道，这增加了我们盈利能力，而不会带来更多的额外工作。这些都是终极的补强收购，得到更多的好东西。查理，还有更多吗？

芒格：嗯，如果你停下来想一想，如果这一切都那么困难，我们现在所做的一切将是不可能的，但事实并非如此。想想看，如果 50 年前，20 年前，他们对你说，你能在奥马哈的一间小办公室里用 10 名员工或其他什么人做出这么大的东西吗？人们会觉得这很荒谬。但它已经发生了，而且很有效。

12、美联储逆转经济刺激的危险

股东：谢谢。Scott Moore，堪萨斯州欧弗兰帕克。随着美联储每月购买 850 亿美元的抵押贷款证券和国债，你认为这一过程的长期风险是什么？美联储如何在不产生负面影响的情况下阻止这一过程？谢谢。

巴菲特：查理，你昨天在一次采访中回答了这个问题，所以我会让你率先回答。

芒格：我的基本回答是我不知道。(笑声)

巴菲特：是的。我想说我没有补充的。(笑声掌声)但斯科特是远道而来的，所以我们会尽力。

芒格：我认为提问者的怀疑是正确的，这将是困难的。

巴菲特：这真的是一个未知的领域。正如许多人所发现的那样，无论是亨特兄弟购买白银还是其他什么东西，有时买东西比卖东西要容易得多。现在美联储的资产负债表增加了大约 3.4 万亿美元，这是一个很大的数字，这些是大量的证券。银行储备状况令人难以置信。我的意思是，富国银行在美联储坐拥 1750 亿美元，只赚了 0.25%，扣除相关费用后，实际上什么也没赚到。所以，所有这些流动性都被创造出来了。

它并没有真正冲击市场，因为银行让它坐在那里。你知道，在古典经济学中，这就是刺激经济的方式。你通过让美联储购买证券并为银行创造准备金和所有这些东西来推动经济。但是，相信我，银行想要贷款。我的意思是，富国银行不高兴在美联储有 1750 亿美元，他们正在寻找一切可能的地方把钱取出来，附带条件是他们希望从他们把钱取出来的人那里把钱拿回来，这有时会让银行慢下来。但我们真的处于未知领域。

我对伯南克很有信心。我的意思是，如果他在冒险，他知道并理解他在冒险。我不知道他是否受到了他的任期即将结束的影响，所以他只是把接力棒交给了下一个人，然后说，“这里，这是一张很棒的资产负债表。你所要做的就是把它降低几万亿美元，你知道。”(笑)去年我在乔治·华盛顿大学做了几次讲座，如果你愿意读的话，也许会对你有帮助。这是我们从未见过的。它当然有可能造成严重的通货膨胀。到目前为止还没有。事实上，我的猜测是，美联储希望它的通胀水平更高一些。

如果你积累了大量债务，它会与名义 GDP 联系起来衡量，而**最简单的名义 GDP 的增长方式是通货膨胀**，我猜他们永远不会承认这一点，但至少一些美联储成员可能会感到失望，因为他们没有看到更多的通货膨胀。当他们开始缩减的时候就不会了。当市场得到任何一种信号，也许只是买入结束，也许卖出将会发生，你知道，这很可能是全世界都能听到的枪声。

现在，这并不意味着世界末日即将来临，但它肯定意味着每个持有证券的人，以及那些觉得自己是被极低的

利率驱使而购买证券的人，或者那些因为利率太低而不得不涨价的资产，都会开始重新评估自己的持仓，而人们在市场上重新评估的速度非常快。那么，在我说话的时候，查理，你有什么新的见解吗？

芒格：一般来说，我认为宏观经济学领域发生的事情让所有自认为知道答案的人，也就是经济学家感到惊讶。谁会想到利率会降到这么低，并在这么低的水平保持这么长时间？或者日本，一个强大的国家，在使用了《经济学人》袋子里的所有技巧后，可能会有 20 年的停滞？因此，我认为，考虑到这段历史，经济学家们应该更加谨慎，相信他们完全知道如何在大量印钞时避免麻烦。

巴菲特：这是一个巨大的实验。(掌声) 你认为十年内通货膨胀率达到每年 5% 或更高的可能性有多大？

芒格：嗯，我担心的不仅仅是通货膨胀。如果我们能以上个世纪同样的结果度过下个世纪，我想我们都会很满意的。上个世纪在很长一段时间里经历了大量的通货膨胀。我怀疑在下个世纪，这将变得更难，而不是更容易。这不会让我感到惊讶，我不会在这里看到它。但我预测，我们可能会遇到比我们现在想象的更多的麻烦。

巴菲特：查理说他不会在这里看到它，但我拒绝这种失败主义。(笑声) Becky？

13、低利率的影响

Becky：实际上这是对刚才来自欧弗兰帕克(Overland Park)的股东的问题的跟进。这是内布拉斯加州林肯市的(Anthony Starace 说的，他说，美联储的零利率政策如何影响了伯克希尔的各个业务部门？例如，它是帮助还是损害了他们的运营和盈利能力？

巴菲特：嗯，这是有帮助的。你知道，利率之于资产价格，就像地心引力之于苹果。当利率非常低时，对资产价格的引力非常小。我们已经看到了这一点。我的意思是，当人们可以几乎不花一分钱就借到钱时，他们会做出不同的决定，而在 1981 年和 2002 年，当沃尔克试图遏制通货膨胀时，政府债券利率高达 15%。

因此，利率为经济宇宙中的一切提供动力，它们对我们所做的决定有一定的影响。我们在购买亨氏时借的钱比 10 年或 15 年前借的要便宜得多，所以这确实影响了人们愿意支付的价格。所以这是一个巨大的因素。当然，大概它会在某个时候改变，尽管正如查理在日本指出的那样，它几十年来都没有改变。所以，如果你想让资产价格膨胀，降低利率并保持在低位。

起初，没有人相信利率会在低位停留很长时间，所以这反映了人们认为低利率将带来的持久性。但当你把 30 年期债券利率降到 2.8% 时，你就可以进行交易了。它让房子更有吸引力。我的意思是，这是一个非常聪明的政

策，但你知道，到目前为止，它的缩减比购买更困难。如果你是美联储，每月购买 850 亿美元是很容易的，我不知道如果他们开始试图出售 850 亿美元会发生什么。现在，当你让银行拥有大量的储备金时，这肯定会比这些储备金已经被部署到实体经济中要容易得多。到那时，你就真的需要收紧银根了。

就我而言，这就像看一部好电影，因为我不知道结局，这就是一部好电影的本质。所以，我们明年会回到这里，或者可能在两三年后，我会告诉你，我早就告诉过你了，希望你有一个糟糕的记忆。查理？(笑声)

芒格：嗯，我强烈怀疑利率不会在很长一段时期内保持在这么低的水平。但正如我所指出的，几乎每个人都对发生的事情感到非常惊讶，因为所发生的事情在不久之前，对几乎所有聪明人来说都是不可能的。当然，在伯克希尔，我们在保险业务中有大量的浮存金，而当我们持有大量现金时，我们的增量浮存金的价值低于过去。我想，这应该会给你们带来一些鼓舞，因为如果情况发生变化，我们可能会获得优势。

巴菲特：是的，在第一季度末，我们有 40 亿，不管它是什么，48 或 90 亿美元或类似的短期证券。我们在那上面基本上什么都没赚到。我们从不去追求比国债多 10 个基点的商业票据的收益率。我们不指望其他任何人。所以我们基本上把它放在美国国债中，所以我们什么也没赚到。因此，如果我们回到一个短期利率为 5% 的环境，我们仍然会有相同的数额，那么这将是数十亿美元的税前年收入，我们现在没有。但当然，它会对我们的业务产生很多其他影响。美联储在过去几年里所做的一切，让我们受益匪浅，也让整个国家受益匪浅。如果他们能在没有太多意外的情况下成功扭转这一局面，你知道，我们都会过得更好。

14、商业保险增长需要构建而不是购买

巴菲特：克利夫，顺便说一句，你去年在林肯的马拉松比赛中跑了 2 小时 40 分，是吗？

克利夫·加兰特：股东大会后，我参加了林肯马拉松。

巴菲特：好的。我们在这方面有惊人的天赋。(笑声)

克利夫·加兰特：我想问你更多关于商业保险业务和伯克希尔的兴趣。如果业务有吸引力，为什么不进行收购？你认为现在的上市公司估值太高了吗？

巴菲特：是的。我们不想收购太多大型商业保险公司。它不会有太多帮助。我的意思是，我们收购了 GUARD 保险，它主要是针对工伤的赔偿，但它只是一个小收购。这是一次很好的收购，但实际上，这是我们去年年底收购的一家商业保险公司。但是，如果你看看那些大的，其中一些我们不想要。有几个我们可能会感兴趣。但价格

可能会远远高于我们认为我们可以开发类似业务的价格。我的意思是，实际上我认为，我们将建立一个非常大的商业险业务，基本上我们已经以账面价值建立了它。我们不会染上其他公司的坏习惯，至少我们不会。因此，如果你能在这个行业中找到合适的人，有合适的心态和一切，那么构建比购买更好。

你知道，我们有一个很棒的经理，显然是阿吉特，其他人想卖也会找他，所以我认为，如果某些商业险业务可以以合适的价格买下，我们会这么做。但我们还没能做到这一点，所以我们将建立自己的保险大厦。我预测，在相对较短的时间内，我们将有一个良好而重要的商业险业务。

15、芒格：比特币不会成为“大型通用货币”

股东：早上好，Benjamin 来自威斯康星州的阿普尔顿，我有一个关于不受监管的数字货币的问题，比如比特币。我想知道你认为在过去几年里出现这样的事情的意义是什么，你认为这对未来可能意味着什么？谢谢。

巴菲特：查理，我希望你对这个话题有所了解，因为我什么都不知道。(笑)

芒格：我知道他在说什么。我对比特币成为任何一种大型通用货币都没有信心。

巴菲特：这当然是我的本能反应，但我还没有真正研究过。我这么说吧：在我们的 490 亿美元中，我们还没有把任何东西转移到比特币上。(笑声)事实是我对此一无所知。这并不总是阻止我谈论事情，但在这种情况下会。

16、Pampered Chef 不是传销

安德鲁·罗斯·索尔金：好的。维权投资者 Bill Ackman 也是伯克希尔的投资者，他在最近几个月对多层次营销公司康宝莱(Herbalife)的合法性提出了质疑。他称之为传销 pyramid scheme。伯克希尔拥有一家多层次营销公司：The Pampered Chef。Ackman 对康宝莱的攻击是否会对 Pampered Chef 或伯克希尔产生影响？你认为他的担忧是合理的吗？你如何看待关于多层次营销公司的争论，并解读哪些是合法的，哪些是非法的？

巴菲特：是的。我什么都不知道，我甚至从来没有看过康宝莱的 10-K，所以我不知道他们的运作。但是，我认为关键区别显然是，直销业务是否真的是将产品销售给一种潜在的分销商并将其存储起来，还是说销售给最终用户。The Pampered Chef 离任何类似赚钱的地方都有十万八千里，无论它以任何方式，通过卖给 A 级，然后那些人卖给 B 级，以及诸如此类的事情。的确，其中很多人是根据他们招募的其他人的销售结果获得报酬。但这类业务是给人们装上数百美元的东西而他们从来没有卖过。我对康宝莱一无所知，但这种生意不是 The Pampered Chef 的生意模式。The Pampered Chef 的业务是基于销售给最终用户。我们每周都有成千上万的聚会，在那里，

真正要使用产品的人会从别人那里购买产品，而我们不是在通过增加销售人员，然后让他们离开销售队伍来赚钱。我们的利润来自于产品的销售。

我认为这应该是显著的特点。如果我要监管这个行业，我会非常仔细地观察那些运作，在这些运作中，成千上万的人希望通过出售产品来谋生，用他们的储蓄进行投资，然后购买一大堆他们自己并不需要的产品，然后放弃希望，只剩下产品。而母公司只是走出去，把一个没有实现的梦想卖给数以百万计的人。查理？

芒格：嗯，比起锅碗瓢盆，卖魔法药水可能会有更多的谎言。(笑声)

巴菲特：在我们这个年纪，我们在市场上寻找任何神奇的药剂，如果你们有人有的话。(笑声)

17、巴菲特之后的"最后贷款人"？

道格·卡斯：沃伦。过去十年，伯克希尔的大部分回报都是基于你的声誉和你在胁迫下从公司获得出色交易的能力，而不是像过去那样，你更多地以价值投资者的身份进行挖掘和广泛分析。是什么让你相信，你的继任者的认可会像你的一样对伯克希尔有价值？

巴菲特：嗯，继任者可能会有更多的资本来运作，而且当市场周期性陷入困境时，他们将会拥有资本。在那些时候，很少有人有资本，也很少的人愿意去投资。但我毫不怀疑，我的继任者将拥有不同寻常的资本，在动荡时期能够非常迅速地对巨额投资说"是"，这让你与投资界的几乎所有人都不同。我不会担心继任者愿意在这种情况下部署资本，并被请求这样做。我的意思是，当市场真的出现某种恐慌时，伯克希尔就是人们的求救号码，因为出于这样或那样的原因，人们需要大量的资本。

现在，这不是我们的主要业务。你知道，这种情况在 2008 年发生过几次。2011 年发生过一次。但这不是我们的主要业务，但没关系。它会再次发生。我想，如果有一天，道琼斯指数连续几天每天下跌 1000 点，潮水已经退去，我们正在找出谁在裸泳，那些裸泳的人可能会打电话给伯克希尔，如果他们需要很多钱的话。我的意思是，**伯克希尔的声誉将变得更加稳固，在大多数人被冻结的时候，愿意为合理的交易提供资本。**当我不在的时候，这种情况发生时，**它就更像是伯克希尔的品牌，而不是依附于某个人。**查理？

芒格：嗯，我想说的是，在早期，沃伦作为小公司的价值投资者取得了巨大的成功，因为他的竞争对手很小。如果他持续在投资领域成长，他将不得不进入更大的公司，他的竞争将更加激烈。但他进入了另一个领域，**成为一家不想被总部一丝不苟地控制的大公司的理想家园**，因为那里没有太多竞争。所以我认为他做了完全正确

的事情，认为他应该留在过去是荒谬的。

巴菲特：嗯，我想他可能指的是像美国银行的交易或高盛和通用电气这样的东西。在市场上，总有一天会有大笔资金，我也接到了关于其他事情的电话。

芒格：是的，但其他人没有接到电话。

巴菲特：嗯，他们没有钱，也不愿意立即采取行动。在我离开后，这些品质将继续留在伯克希尔。事实上，从某种意义上说，**随着我们变得越来越大，我们所占据的领域变得越来越属于我们自己**，我会这样解释，查理。

芒格：这就是我喜欢它的原因。(笑声)

18、我们只从有意愿的卖家那里购买

股东：嗨。Andre，来自加州贝弗利山。在非常关键的事件中，比如桑伯恩事件，当你购买喜诗糖果，或者当你购买伯克希尔股票时，你说服人们在他们真的不想卖的时候卖给你他们的股票。在这些特定情况下，你影响他的三个关键是什么？

巴菲特：是的。你提到了桑伯恩，你提到了喜诗糖果，对了，喜诗糖果家族中有一个人去世了，是 Larry See 吗？他是 Mary See 的孙子，也是经营者。但当时喜诗家族的其他成员真的不想经营这个企业。所以它被挂牌出售，我甚至没有听说过这件事，直到他们有了另一方(我甚至不知道是谁)，他们谈判达成了协议，但最后没有完成。查理可能比我记得更清楚。喜诗家族和查理说服我买下了它。我们没有说服他们卖掉它。查理？

芒格：是的。我们没有从任何不情愿的卖家那里购买任何东西。

巴菲特：不。伯克希尔，我们从 1962 年开始在公开市场上购买。它有不少股东。它的交易相当活跃，我们买了很多股票，我们确实买了几个关键卖家的部分股票。我们从 Otis Stanton 那里买了一部分，他是 Seabury Stanton 的兄弟，但 Otis 想卖掉。这不是世界上最有吸引力的行业。它是一家纺织公司，在前几年的大部分时间里都在亏损，而且在十年的时间里，亏损严重。那是一家北方纺织公司。所以，我们在市场上买了股票，市场上有很多股票。我们从 Otis Stanton 和 Malcolm Chace 的一些亲戚那里得到了两大块股份，但他们很乐意出售。在我从 Otis Stanton 那里购买股票的时候，我从未见过他，所以我没有向他进行个人谈话。Chace 家族也是如此，不是 Malcolm 本人，而是他一些亲戚卖给我们 10 万股。但我们并没有说服任何人卖掉他们的股票。

因此，当 Wesco 公司考虑与圣巴巴拉金融公司(Financial Corp of SantaBarbara)合并时，我们与 Betty

Peters 讨论了如何避免一项我们认为愚蠢的交易。我飞到旧金山去看她。但她和我们在一起。她没有卖掉她的股票，直到今天，30 多年过去了，几乎 40 年过去了，她仍然是股东。查理？

芒格：嗯，我对此没有什么要补充的。

19、伯克希尔的收购优势

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自科罗拉多州克雷斯特德山的 Mark Trautman。沃伦和查理，你们都描述了这些年来你是如何将伯克希尔打造成长期可持续发展的。我很难用通俗易懂的语言向我 13 岁的女儿解释，坦率地说，也很难向许多成年人解释伯克希尔的商业模式和长期可持续的竞争优势。你能给我们所有人，特别是今天在场的我的女儿 Katie 来一段彼得·林奇(Peter Lynch)式的两分钟独白，解释伯克希尔的业务及其作为未来几十年长期投资的价值吗？

巴菲特：好的，查理，你和凯蒂谈谈。我要吃点软糖。(笑声)

芒格：好的。我会试试。首先，**我们总是试图保持理智，而他们中的很多人，喜欢发疯。**这是一个竞争优势。(笑声掌声)第二，随着我们变得越来越大，我们已经使用了很久这种黄金法则，**即我们希望对待子公司的方式就像我们在子公司时希望得到的待遇一样。**这在美国公司中是一种非常罕见的态度，它导致人们来找我们，而他們不想去找别人。这是一个长期的竞争优势。第三，**我们努力成为那些来找我们的人的好伙伴，他们需要一个有更多钱的伙伴。**这是一种竞争优势。因此，我们正在离开一个竞争非常激烈的领域，进入一个我们更不寻常的地方。这是一个非常好的主意。我希望我们是故意这么做的。(笑声)

巴菲特：几年前，在座的一位 60 多岁的人来找我，他说大约一年来，他一直在考虑出售他的公司。他一直在考虑这件事的原因并不是因为他想退休。**我们很少从想要退休的人那里购买企业。**他根本不想退休。他热爱他所做的一切。但他有过这样的经历：几年前，他从一个家庭中买下了一家企业，他认识的那个人建立了这家企业，那个人已经去世了，然后所有不好的事情都开始发生在这个家庭、企业、员工和其他一切事情上。所以他真的很想把他的生意发生了什么问题搁置起来。这并不是说他真的很在乎赚钱或有钱。他只是让自己放心，他花了 30 或 40 年时间精心建立起来的东西不会被毁掉，或者他的家庭不会被毁掉——假如他去世了的话。

所以他说他考虑了一年。他想了想说，如果我把它卖给我的竞争对手，他们会是一个合乎逻辑的买家，他们通常是。这就是为什么我们有反垄断法。如果他把它卖给竞争对手，他们会进来，基本上他们会让他们的人负

责。他们会有这些关于协同效应的想法，而协同效应意味着 30 多年来帮助他建立企业的人都会被解雇，收购方会像匈奴王 Attila 一样成为征服者，他只是不想对多年来帮助他的人这样做。

然后他认为他可能会把它卖给一些私人股权投资公司。他认为，如果他把它卖给他们，他们就会背上债务，这是他不喜欢的，然后他们会把它拆分转卖。所以他又一次失去了控制，他们可能会做他一开始就不想做的事情，将把它卖给竞争对手，或者其他什么。

所以当他来找我的时候，他描述了这一点说，“这真的不是你很有魅力。你只是唯一剩下的人。我的意思是，你不是竞争对手，你不是私募股权公司，我知道我会在伯克希尔有一个永久的家，多年来一直和我在一起的人会继续得到机会，他们会继续为我工作。我会继续做我喜欢做的事，如果今晚我发生了什么事，我也不用担心会发生什么”。好吧，那家公司对伯克希尔来说是一次极好的收购，**我们的竞争优势是我们没有竞争对手**。我认为，我们会看到更多这样的事情。多年来，我们已经看到了很多这样的情况。我们会看到更多的。

我认为你也没有提到发展股东这一基础事实，**我们确实将股东视为合作伙伴**，而且，你知道，这不是公关公司为我们写的东西，或类似的东西。我们希望你得到和我们一样的结果，我们会尽一切努力证明这一点。（掌声）

20、BNSF 铁路铁路运输煤炭和石油的前景

乔纳森·勃兰特：我有几个问题，关于 BNSF 铁路公司的两个能源专营权，煤炭和原油。鉴于燃煤发电正逐渐的结构性衰退，你能否讨论一下，用于运送煤炭的轨道、机车和其他资产是否可以重新部署，为其他客户服务是否同样有利可图？这些资产可以替代吗？你能否讨论一下，即使修建了服务于 Bakken 地区的管道，以及目前原油价格的巨大地理差异可能缩小，铁路运输的原油是否还能继续增长？你在电视上谈到了铁路运输原油的灵活性。你能详细说明一下吗？

巴菲特：是的。如果没有煤炭运输，我们就不会发现我们现有的一些轨道有很多用途，这是毫无疑问的。所以，我认为随着时间的推移，你所说的将是非常渐进的。但是，煤炭的前景与石油的前景并不相同。就每年的波动而言，很多煤炭可能取决于天然气的价格，因为一些发电能力可以朝着任何一个方向发展。

在石油方面，我认为几年前的观点是，在铁路运输方面可能会有一点波动。但我和一些石油生产商谈过，他们是巴肯地区最大的石油生产商，我认为在很长一段时间内，铁路的使用量会很大，事实上，铁路的使用量会增加。顺便说一句，通过铁路运输石油比通过管道运输要快得多。大多数人都有一种视觉概念，即石油以极快的速

度通过管道流动，而火车车厢则需要某个地方停靠装载。但事实恰恰相反。我们可以更快地运输石油。随着不同的市场价格和不同的炼油厂情况变化等等，铁路石油运输有很大的灵活性。Matt Rose 就在前面，如果有人给他一个麦克风，我想他可能会比我告诉你更多关于煤炭和石油运输的事情。马特？

马特·罗斯：是的。沃伦，这两家公司真的很不一样。这只是取决于地理布局的方式。我们预计煤炭特许经营权将基本保持在目前的水平，这取决于天然气价格以及美国环保署(EPA)的情况。我们的原油是通过铁路运输的，现在我们在巴肯有大约 10 个装载站，大约有 30 个目的站。我们目前正在协商，寻找大约另外 30 个目的站。

所以现在真的是一个激动人心的时刻。我们每天处理大约 65 万桶原油。我们认为，到今年年底，我们将达到 75 万桶，我们看到了一条通往 200-400 万桶的道路。

巴菲特：当你想到不久前整个国家每天生产 500 万桶石油，这是一个很大的数字。当然，不仅仅是巴肯。你知道，页岩油开发，随着时间的推移，他们可以打开很多东西。

21、很遗憾哈雷戴维森的票据到期了

股东：早上好，沃伦和查理。我叫比尔·亨尼斯，来自威斯康星州密尔沃基市。

我也有类似的问题。早在 2009 年，你对哈雷戴维森(Harley-Davidson)进行了大量投资，五年期限为 15%。我注意到这张票据将于 2014 年到期。一旦投资到期，你的计划或想法是什么？

巴菲特：嗯，我们想做的是不回邮件，只是让他继续支付他的 15%，但这不会发生。在公司债券市场基本冻结的时期，我们进行了一些私人交易，并获得了不寻常的条款，尽管这些公司当时显然可以获得最好的条款。这些交易即将到期，我希望原来五年的交易可以变成十年的交易。但那是一个特殊的时刻。实际上，这是我们五年前留下的一笔正在消耗的资产。我们暂时不会看到类似的事情，但我们会在未来的某个时候看到类似的事情。

我的意思是，这个世界存在过度行为，这种情况下人们总会遇到麻烦，而我们总是愿意采取行动。我们不认为哈雷戴维森会破产。就这么简单。你知道，**任何一家能让顾客在胸前纹广告的公司都不会一无是处**，(笑声)但当哈雷戴维森的票据到期时，那将是一个悲伤的日子。Becky？

22、托德·库姆斯 Todd Combs 和泰德·韦施勒 Ted Weschler 的选股独立性

Becky：这个问题来自 Andishi Tuzush，他问道："如果 Todd Combs 和 Ted Weschler 购买了一家你之前评估过的公司的股票，并且你认为这不是一项好的投资，你会与他们分享你的想法吗？"

巴菲特：我可能不知道他们买了它，直到也许他们开始一个月后。他们在买东西之前不会和我商量。我在 3 月 31 日又给了他们每人 10 亿美元，我不知道他们是否已经花掉了这 10 亿美元，或者他们买了哪些股票，现在，我会在投资组合表上看到它。我每个月都会收到，但他们负责自己的投资。

他们有一两件事是受限制的，例如，如果我们拥有美国运通的一大块股份，根据银行控股公司法，我们将不能购买它的任何其他股份。所以有几件类似的事情对他们有限制。但除此之外，他们对购买的东西没有任何限制。可能他们买了我不会买的东西。可能我买他们不会买的东西。这就是投资过程的一部分。

我不会告诉他们要分散投资多少。如果他们愿意，他们可以把所有的东西都放在一个股票里。他们可以把它放在 50 支股票里，虽然这不是我的风格。他们在帮伯克希尔理财。当我管理金钱的时候，你知道，我想成为一名自由球员。如果他们可以决定是否给我钱，但一旦他们给了我钱，我就有责任管理它，我想要自由支配做我想做的事。我不想在我的双手被绑住的情况下被追究责任。这正是我们现在对 Todd 和 Ted 的立场。

这是一个不寻常的人，我们将把这种责任交给他。这不是查理和我会轻易做的事。但当我们雇用他们时，我们认为他们值得信任，在观察他们的行动一段时间后，我们比以往任何时候都更加相信这一点。查理？

芒格：除此之外，我还能说什么呢？

23、为什么 GEICO 不复制前进保险的快照业务

克里夫·加兰特：谢谢。我想问一个关于前进保险的快照业务的后续问题。现在，我意识到 GEICO 保险第一季度的数字非常好，公司的情况非常好。但前进保险声称，他们从快照业务中获得的数据意义深远。他们可以给他们最好的司机 30% 的折扣，而这些客户仍然是他们最有利可图的客户。我们今天有很多 GEICO 保险公司的投保人。我相信他们都是很好的司机。他们为什么不去尝试快照业务并尝试节省 30% 或更多呢？为什么 GEICO 保险不投资于我认为似乎是可靠的保险工具和潜在威胁？

巴菲特：是的。我不认为他们的筛选方法比我们的更好，但显然前进保险不同意我们的观点。我想说的是，我甚至觉得我们的比他们的好一点。但每家公司都有不同的方法。

彼得·刘易斯(Peter Lewis)经营着前进保险公司，当他创办这家公司时，他自己告诉了我这个故事。我是说，那是一家很小很小的公司。如你所知，它来自一家互助保险公司。然后他去做摩托车保险生意了。他第一个投保损失是被报道来自一个红头发的人，他然后决定暂时不给任何红头发的人投保。(笑声)

你知道，当你没有很多钱的时候，你不能进行太长时间的实验。好吧，彼得了解到这不是一个标准，他知道这一点，但他很喜欢讲这个故事。但我们所要做的是——如果我看着这里所有的人，我要给他们发放下一年的保险单，**我会对不同的人收取不同的费率**。而且，如果我要向他们出售人寿保险，我会向他们收取不同的费率。如果我要卖给他们健康保险，我会收取不同的费率。**基于大量的变量，每个人都有不同的概率。**

在他们开展快照业务之前，他们的选择方法与 GEICO 不同。就像我说的，我们的工作做得很好，我们认为它会继续做得很好。在我们的筛选系统下，与市场的增长相比，我们获得了大量不成比例的新投保人，因此我们的费率很有吸引力，我们的承保业绩也很有吸引力。显然，**我们一直在继续寻找进一步的方法来改进选择技术。但我们不会轻率地做任何事情，因为我们现在所做的工作非常有效。**

我只是邀请你在未来两三年内将前进保险与 GEICO 保险的结果进行比较，如果我们错了，我会在这里坦率地承认我们错了，但我不认为我们会错。哦，查理，你想补充点什么吗？

芒格：现在，很明显，我们不会立即复制世界上每个竞争对手都在做的古怪的事情，特别是当我们的业务运作得很好的时候。

巴菲特：如果我开始从事直接汽车保险业务，我想我会尝试效仿 GEICO 保险。快照系统不会起作用，但我认为它会给你提供最好的机会。这是一个了不起的系统。托尼很好，你无法更信任他了。我希望我们年获得 100 万份保单。我认为，整个行业的增量保单不会超过 150 万。所以我们可能会得到 2/3。在我看来我们会得到所有增长的 2/3，我们会保持盈利，我们会为人们节省很多钱。所以我认为这是一家相当不错的公司。

24、我们依赖糖和咖啡因，而不是待办事项清单

股东：嗨。Alex 来自洛杉矶。巴菲特先生，我听说你集中精力的方法之一是写下你想要实现的 25 件事，选择前 5 件，然后避开后 20 件。我真的很好奇你是怎么想到这个的，你还有什么其他的方法来优先考虑你的愿望？

巴菲特：实际上，我更好奇的是你是怎么想出来的，(笑声) 因为事实并非如此。这听起来像是一个非常好的操作方法，但它比我实际上更有纪律。(笑声)如果他们把软糖放在我面前，我就把它吃掉，我不会考虑其他 25 种选择。(掌声)所以我不是故意的。你知道，查理和我过着非常简单的生活。我们知道我们喜欢什么，我们现在可以选择去做任何事。查理喜欢设计建筑。我的意思是，他不再是一个失意的建筑师，他现在是一个成熟的建筑师。而且，我们都喜欢大量阅读。但我从来没有列过清单。我不记得在我的生活中列过清单，但也许我会现在开始。

你给了我一个主意。谢谢。查理？

芒格：关于沃伦的经营方法，真正有趣的是，你可以在这里看到发生的事情。我们不知道，当我们开始的时候，这个现代心理学的证据表明，当你累了的时候，你不应该做很多重要的决定，做很多困难的决定是很累的。我们也不知道——就像我们现在这样，当在做重要决定时，摄入咖啡因和糖到底帮了多大的忙。(笑声)

当然，现实是，在生活中的日常决定方面，沃伦和我都完全是自动驾驶，这完全是习惯性的，所以我们不在这些事情上浪费任何能量，我的意思是我们不浪费我们摄入咖啡因和糖。而且，事实证明，根据现有的证据，这是沃伦一个理想的状态。他可能不知道这一点，他只是误打误撞。(笑声)

巴菲特：当我们写营养学方面的书时，这本书一定会大卖。(笑声)

芒格：我不记得沃伦在疲惫的时候做过什么重要的决定。他从不疲倦。(笑声)他睡得很香，也不会浪费时间去想他要吃什么。就像你说的，他只是吃他一直吃的东西。他的风格对人类认知来说绝对是理想的。(笑声)这看起来很奇怪，但他无意中发现了一些很好的东西。

巴菲特：你可以为我的下一本书写序言。不错。(笑声)安德鲁？

25、巴菲特为收购报业公司辩护

安德鲁·罗斯·索尔金：以下问题来自一位奥马哈要求匿名的股东。他们写道，我很高兴你作为当地公民购买了我们的报纸，但不是伯克希尔的投资者。我读了你收购报纸的理由，但考虑到这个行业的下行趋势，从经济上来说，这对我来说仍然没有意义。你不认为还有其他回报率更高的业务可以购买吗？既然你总是说要买大象，为什么要买这么小的企业呢？请准确地量化你期望从报纸上获得的回报率。

巴菲特：是的。我想说的是，我们将获得可观的回报率。顺便说一句，他们中的大多数都被收购了，他们要么是小型 S 公司(S corp 公司结合了公司和合伙公司的特点，既是有限责任，又避免双重纳税，其股东人数低于 100 人，且只有一种股票类型，相对应的是 C corp 和 LLC)，要么是某种形式的合伙公司(partnerships)。因此，与购买亨氏或 BNSF 铁路之类的公司相比，他们实际上在税后最终回报方面具有一定的结构性优势，因为我们可以冲销我们购买时产生的无形资产。与税前回报相比，这会影响税后回报。但我想说的是，在收益下降的情况下，我预计我们的税后回报率至少为 10%，但我认为很可能会更高。我认为它不太可能显著降低。

到目前为止，我们所看到的一切，虽然时间不长，但我们现在有很多论文，表明我们将达到或超过 10%的回

报率。但它不会改变伯克希尔的业绩指针。你知道，我们现在购买的报纸，我们可能获得接近 1 亿美元的税前收益，其中相当一部分我们得到了优惠的税收待遇，因为它们是从 S 公司购买的。你知道，这 1 亿美元是真金白银，但这并不能改变伯克希尔的现状。但我认为与所使用的资本相比，这将是一个非常体面的回报。

现在，我们不会在任何其他业务中这样做。毫无疑问提问者是对的。但是，这并不需要我或查理或总部的人付出额外的努力。我们将获得可观的回报，我们喜欢报纸。不过，有一件事我会答应你，那就是我很乐意每年给你一些数据，关于我们在投资方面做得如何。与目前的收益相比，我们正在以非常非常低的价格购买报纸，我们必须这样做，因为收益将会下降。现在，有趣的事情是，我们看到投资银行家关于各种业务的书，书中的预期收益总是上升。但在现实中很多时候它们不会上升。不同之处在于，我们预计他们会在报纸上出现下降，而**无论投资销售人员预计什么，他们肯定不会预计他们出售的任何业务都会出现收益下降。**查理？

芒格：嗯，我认为你的意思是，这是一个例外，你喜欢这样做。(笑声)

巴菲特：我真希望我没问。(笑声)好的。

26、跟随 Teledyne 首席执行官亨利·辛格尔顿 Henry Singleton 的领导

道格·卡斯：沃伦，在之前回答一个问题时，你建议，我想这是第一次，当你离开的时候，伯克希尔很可能会转向一种更加集中的管理风格或方法。我的问题是，在过去，你对亨利·辛格尔顿博士表现出了极大的尊重，他是多元化企业集团 Teledyne 的创始人和长期首席执行官。你写过关于辛格尔顿的文章，引用一下，**"亨利是一位所有投资者、CEO、准 CEO 和 MBA 学生都应该学习的经理人。**最后，他是 100%理性的，很少有 CEO 能让我这么说"。这是你的评价。在他去世之前，他将 Teledyne 拆分为三家公司。辛格尔顿博士告诉我们共同的朋友 Lee Cooperman，他这么做有几个原因。Lee 向我提到了一个特别的原因。根据辛格尔顿的说法，对于一个 CEO 来说，Teledyne 变得非常难以管理。我的问题是，考虑到贵公司的复杂性、规模以及过去三年中面临的管理问题，您对伯克希尔的情况有何看法？将伯克希尔重组为按业务划分的独立上市公司的明智之举是什么？

巴菲特：在我看来，伯克希尔似乎是最容易管理的公司。如果你接受之前的回答，也就是在我死后会有更大的集中化，就小公司而言，会有更多的集中化。我能理解你为什么这么想。但我预计不会有任何真正意义上的变化。现在，查理认识亨利·辛格尔顿，我想查理可能会很有趣地告诉你，他对辛格尔顿所做的正确和错误的看法。不过，我会回答你问题的最后部分。我确信，把它拆分成几家公司会产生更差的结果。当然现在肯定是这样的，

我相信未来也是如此。查理？

芒格：亨利·辛格尔顿是一位天才，他可以蒙着眼睛下棋，水平略低于特级大师，而且在任何复杂的数学或物理考试中从未低于 800 分。而且，我认识他。他住在我的社区。

但他一开始是一家企业集团，他对一直报告更高的收益非常感兴趣，这样他就可以让他的帝国继续运转。当他在股市下跌时，他无情地、有逻辑的买入股票，就像一个伟大的棋手应该做的那样。但他管理这些公司的方式比伯克希尔以往任何时候都更加集中。最后，大部分的企业，他想卖给我们。那时，他病了，他真的很想卖给我们。当然，他想要伯克希尔的股票。我们基本上是对他说，“亨利，我们爱你，我们愿意收购你的企业，但我们不想发行伯克希尔股票”。所以，我认为你不应该认为仅仅因为他是个天才，他就比我们做得好。在某种程度上，他是这样做的，因为他了解这些高科技企业。

巴菲特：他在公开市场玩得更好。事实上，我们对此并不感兴趣。他在这方面的表现令人难以置信，他为追随他的股东们赚了一大笔钱。但在某种程度上，他把股东群体视为可以利用的人，他疯狂地发行股票。我敢打赌，他至少收购了 50 家公司。他想用一种非常昂贵的股票价格去进行收购。他在玩 60 年代的游戏，而我们实际上从来都不想参与其中。我是说，他推销了股票。而且，他有利顿工业的背景，这是一个非常刺激的资本游戏，如果你不关心它是如何结束的。所以我们没有玩这个游戏。他想要得到伯克希尔的股票，他基本上进入了第三阶段(笑)。首先以过高的价格发行股票，然后以非常低的价格买回，然后他要以高于其价值的价格卖给我们。

芒格：这是错误的股票。但他是一个才华横溢的人，那种冷静的理性值得钦佩。我更喜欢我们的系统。我们比 Teledyne 更仁慈。

巴菲特：这不是最艰难的考验。(笑)

27、高昂的医疗成本正在损害竞争力

股东：嗨。我叫 Kelly Morrell，来自纽约，我有一个问题。你在公司和个人税率以及贸易赤字问题上都直言不讳。你是否能详细说明，你认为商界领袖和政策制定者为保持美国的竞争力，应该关注的两三件事？

巴菲特：嗯，我想说的是，医疗保健费用将是一个大项目。我们是一个正在大量花钱的国家，医疗赤字为 GDP 的 17.5%左右，你会得到不同的数字。我们对世界上的大多数竞争对手支付的水平可能在 9.5-11.5%之间，或者在此左右。所以，你知道，1 美元中只有 100 美分，如果你放弃 6-8%，我的意思是，这就像拥有一种成本更

高的原材料，或者类似的东西。因此，这将是美国竞争力的一个主要问题。现在是这样，将来也是这样。所有迹象都表明，它将变得更糟。

它与医疗保险问题无关，这显然是一个巨大的问题，**但真正的问题是医疗保健成本**，无论是在私人系统还是你所拥有的任何支付系统。与世界其他国家相比，我们在成本方面有很大的劣势。人们过去常常谈论通用汽车每辆车有 1500 美元的医疗保健成本，而丰田没有。好吧，如果他们在汽车钢铁成本上有 1500 美元的劣势，如果他们有 150 美元甚至 15 美元钢铁成本的差异，管理层会关注这一点。但医疗保健成本，这是任何一家公司都无法控制的，这将是一个巨大的竞争劣势。不过，顺便说一句，自 2008 年危机以来，与大多数国家相比，美国做得非常好，我们的制度行之有效。但如果你问我美国企业的头号问题是什么，**我会说是医疗成本劣势**。查理？

芒格：嗯，我想补充的是，我不认为这种严重膨胀的证券和衍生品市场对我们的竞争力有任何好处。来自加州理工学院和麻省理工学院的年轻人进入高级金融和衍生品交易等领域，我认为就其对国家的影响而言，这是一个非常疯狂的结果。我同意你对医疗保健的看法，但我发现这一个更令人反感。

巴菲特：这是查理的旧约。他是对的。卡罗尔？

28、奥巴马医改对伯克希尔的影响？

卡罗尔·卢米斯：事实上，这个问题是从你之前的答案开始的。它来自 John Sealme。我从未听说或读到伯克希尔近 30 万名员工目前是否都在享受医疗福利。如果今天所有的员工都没有得到福利，伯克希尔是否量化了遵守《平价医疗法案》(AffordableCare Act)的成本？如果是这样的话，成本是多少？换句话说，《平价医疗法案》将如何影响伯克希尔？

巴菲特：是的。我不知道那个的答案。我几乎可以肯定，我们有 70 多家子公司，其中一家自己就有 100 多家子公司。所以，很难完全明确地说。但据我所知，我不知道有任何单位没有医疗福利。但就像我说的，我们刚买了 27 或 28 份日报，其中一些很小，所以我不能代表每一家子公司。**但医疗保健费用对我们来说是一笔巨大的成本**。正如你所知道的，我们很少在集中的基础上做一些事情，但在这方面，所有公司都将努力了解他们将要面对的未来，并试图找出一些答案。但是，我们还没有以任何方式进行评估，汇总这一问题所要求的数字。很明显，我们花了很多钱，来达到医疗保健费用的数字。当我查看他们的月度报告时，我在我们的一些个别单位看到了他们。我将看到成本上升 10%或 12%。

我不知道 2014 年会发生什么。但同样的事情也会发生在我们的竞争对手身上，我们将努力找出当时最合理的做法。我们的个别经理已经在工作，特别是较大的公司的经理，他们在这方面花费了大量时间。但这不是我们试图在总部之外控制的事情。查理？

芒格：是的，我们真的不想试图在总部之外控制它。我们喜欢在前线的人员做出这样的决定。

29、屋顶太阳能发电的未来

乔纳森·勃兰特：这里有一个问题要问查理，我认为他是这方面的专家，我希望我问这个问题不会证明我的无知。这个问题是关于，受监管公用事业的资本支出计划，以及实现当前和未来产能回报的潜在长期风险。随着太阳能电池板成本的不断降低，越来越多的公用事业客户至少会考虑在自己的屋顶上发电，一些人担心这会形成一种恶性循环，即客户减少对电网的依赖，迫使公用事业公司提高费率，以维持剩余客户的回报，而这些客户反过来又会受到激励，减少对电网的依赖，甚至退出电网。我知道亚利桑那州和加州等阳光充足地区的受监管公用事业公司面临的风险最大，但考虑到德国等多云地区的太阳能发电量，爱荷华州、太平洋西北部、落基山脉和英国的受监管公用事业公司真的不受影响吗？

芒格：嗯，我的回答是，我认为没有人真正知道这将如何发展。我自信地预测，沙漠中的太阳能发电将比多云地区的屋顶上的太阳能发电更多(笑声)，这是有充分理由的。而伯克希尔的大型业务，就像你在太阳能领域一样，相当于沙漠。我们得到了非常优惠的条款和激励，我认为伯克希尔在太阳能领域会做得很好。我自己对试图在一堆小小的屋顶上运行世界上的公用事业持怀疑态度。我怀疑这里面有一些胡言乱语，还有一些花哨的推销术。当然，早期这样做的人是愚蠢的，因为之后价格迅速下降。所以说，我对多云地区的屋顶不太感兴趣。

巴菲特：我们请到了中美能源的格雷格·阿贝尔。格雷格可能会比查理和我更聪明地谈论这个。我注意到当乔纳森想要得到一个明智的答案时，他完全把我排除在外，但我对此并不生气。格雷格？

格雷格·阿贝尔：当然。很高兴能回答这个问题。乔纳森，我想说你说的完全正确。我们看到，当涉及到屋顶太阳能时，安装它们的总成本下降了。同时，当你把它与地区关税或大多数州的特定关税相比时，公用事业仍然极具竞争力。我想强调的是，当你看到更多的屋顶太阳能发电出现时，你会看到电价的重新定价，但与此同时，政府也会对公用事业有很多保护。因此，在我们提供电力的地区，我们将看到一些太阳能发电的引入，但我们绝对相信，从长远来看，我们的系统对我们的客户和伯克希尔股东都是有价值的。谢谢。

30、运气、时机和成功

股东：谢谢。Marc Marzotto 来自加拿大多伦多。比尔·格罗斯(Bill Gross)最近发表评论称，他这一代投资者(包括你们自己)的成功在很大程度上要归功于时机。你同意比尔的评论吗？你认为类似的机会会提供给今天的投资者吗？谢谢。

巴菲特：是的，毫无疑问，出生在美国对我来说是一个巨大的优势，正如我在最近的一篇文章中所指出的，生为男性是一个巨大的优势。如果我是 1930 年出生的女性，我就不会在投资或商业世界中获得同样的机会。时机本可以更好一点。实际上，我的父亲是一名证券推销员，你知道，我是在 1929 年 11 月怀上的。如果你还记得，股票在那个时候急剧下跌。对我爸爸来说，当时真的没有人可以拜访，家里也没有电视或任何东西。所以我出生了，你知道的。(笑声)所以我觉得自己很幸运，1929 年的大崩盘发生了。这也提供了超过十年的时间，让人们股票非常反感。好吧，在相当长的一段时间里，这是一个糟糕的十年，然后又是一个十年，更多的人对股票失去了兴趣，就像我们在过去的十年里，直到 2010 年左右，很多人对股票失去了兴趣。所以这是一个有利的环境。但美国本身就是一个非常有利的环境。如果我早出生五年，我可能会赚更多的钱。但如果我晚出生 10 年或 15 年，我赚的钱可能会更少。

但是，我羡慕今天在美国出生的婴儿。我认为，在概率的基础上，这是有史以来最幸运的人出生。我认为他们会在生活中以各种方式做得很好，在概率的基础上，比我出生时更好。我认为他们将有机会在投资领域做得很好。对我来说，这可能不是一个很好的领域，因为我从 1950 年代开始投资，当时证券市场是一个非常好的领域。在我看来，对投资充满热情的人，今天出生 20 年后成年，很可能会做得很好，生活得比我们今天好得多，就像我们比约翰·D·洛克菲勒多年前生活得好得多一样。查理？

芒格：嗯，在你的投资早期，竞争非常弱，我认为现在的竞争没有那么弱。所以我认为，我们从时间上获得了优势。我认为这并不意味着未来没有什么可做的。

巴菲特：但是查理，在 2008 年和 2009 年，有各种各样的高智商经验丰富的投资专业人士，成千上万的人(做了傻事)。你在 Daily Journal 投资了一些价格为 X 的股票，而其现在的内在价值应为价格的 3-4 倍 X？我称这为投资机会，但这对他来说可能是例行公事。(笑)投资机会仍不缺乏。

芒格：但在我做这件事之前，我等了很多年。当我第一次认识你的时候，你正沉浸在机遇中。(笑声)

巴菲特：不幸的是，我没有被钱淹没。(笑)

芒格：不，当时你正缺钱。

巴菲特：是的。好吧，现在我们有了钱，却没有想法。

31、你必须喜欢你正在做的事情

股东：Dexter Ang 来自弗吉尼亚州的斯塔福德。我已经 30 岁了，我都不知道几年后我的生活会是什么样子，更别说 50 年后了。我对巴菲特先生和芒格先生的问题是：你们认为你们在过去 50 年里发生了怎样的变化？如果你能和 50 年前的自己交流，你会告诉他们什么，一条商业或个人的建议，以及你会如何以一种你以前的自己会真正注意到的方式去做？(笑声)

巴菲特：查理，我会让你回答这个问题。(笑声)顺便说一句，我会和你交换位置，所以不要担心你的未来。

芒格：是的，我们基本上是如此守旧，以至于我们是无聊的陈腐。我们认为你应该继续努力，保持理性，保持活力，所有古老的美德仍然有效，而且你必须在你兴奋的地方工作。我不了解沃伦，但我从来没有在我不喜欢做的事情上取得过很大的成功。

巴菲特：但要找到让你兴奋的东西。查理和我都是从同一家杂货店起步的，我们都不是做杂货生意的料。(笑)

芒格：我们也不会被提升，即使你有家族的姓氏。(笑声)

巴菲特：是的。我祖父也是对的。(笑)

这是真的，查理和我在这方面很幸运。我们很幸运一开始就在这个国家，但我们很早就发现了自己喜欢做的事情，然后我们非常努力地去做这些事情，但我们在做的时候很享受。我们在经营伯克希尔的过程中获得了很多乐趣，就像小时候做了坏事一样兴奋。但是，我们很幸运，我爸爸碰巧在一个他不觉得很有趣的行业，但我觉得很有趣。所以当我周六去的时候，有很多书可以读，而且，你知道，它从很小的时候就开始了。

芒格：我们找到了一种方法来弥补你的罪过，因为你玩得很开心。你要把所有的钱都还给社会。

巴菲特：是的，但不管你愿不愿意，最终你都会把钱还回去。

芒格：这也是事实。(笑声)

32、合理的保险定价

Becky：这个问题来自爱尔兰都柏林的 Laurence Endersen。他问道：是什么因素让伯克希尔的保险定价政

策保持如此理性，同时又是一个规模非常大的市场参与者？

巴菲特：是的。我想说的是，**我真的认为伯克希尔是一个非常理性的地方**。我们知道我们想要完成什么。我们得益于非常非常长期的经营，我们受益于控股股东的利益(你可以争论这不是一种利益)，所以我们没有受到外部影响，把我们推向我们不想走的方向。所以，你知道，保险应该作为一种理性的活动来进行。**一些保险公司面临的一个问题是，他们每年都会面临增加保费的压力，这是由华尔街带来的**。实际上当我们在经营国民保险的时候，当它的传统保险业务变得不那么吸引人的时候，我们把它的保费收入降低了 80%。**我不确定任何一家上市公司的经理是否会回应季度收益电话会议之类的事情，我不确定他们是否真的能够顶住压力，如果他们遵循类似的政策，他们会受到这样的压力。**

如果我们做了蠢事，那是因为我们的确做了蠢事。没有外部因素对我们施加压力。这是一种很好的运营方式，它将继续成为我们的运营方式。大多数管理层只拥有公司 0.5%或更少的股份，当其他人在做华尔街称赞的事情，而你却没有做，这可能很难抗拒。你知道，你需要回应媒体的批评和各种各样的事情。我们没有必要这么做。我们没有理由做傻事。**在保险行业你有很多机会去做一些愚蠢的事情**。几年前，当价格合适的时候，我们是美国针对自然灾害的巨灾保险的主要承保者。我们认为现在的价格不合适，所以我们不承保。**我们没有离开市场，而是市场离开了我们**，而且我们不会做这样的事情：我们只得到 90 美分的报酬，却面临着 1 美元的期望概率损失。这没有任何意义，我们不会这么做。我们不会给任何人施加任何压力，他们的收入也不依赖于这样做。因此，在伯克希尔保持理性并不难。查理？

芒格：是的。**别人身上有我们不想要且因此而没有的压力**。当每天来的人没有足够的事情可做时，很难将保险业务缩减 80%，这是一件违反直觉的事情。但在一个像在保险业一样疯狂的地方，人们绝对需要你顶住压力。

巴菲特：嗯，这就像在 1990 年代末购买互联网股票一样。你周围有这些高智商的人，他们正在做这件事，他们在这方面很成功。所以，从你的配偶到你的雇主，再到媒体，每个人都会说，“为什么你认为你很聪明？你知道，当其他人都在做这件事，而且他们赚了很多钱的时候，为什么你却在回避这件事？”当然，**它创造了这种社会认同，并在一段时间内起作用**。这就是所有这些泡沫中最危险的时期，以怀疑开始，到你的邻居变得比你更富有，因为他同意了，而你却没有。**从众效应和一切这类事情是很难抗拒的**。但我们没有任何压力去做这类事情。我的意思是，我们根本不在乎。在这一点上，我们并不一定认为自己比别人聪明。我们只是觉得我们不明白这是怎

么回事。如果日间交易或其他什么能赚很多钱，那么祝他们好运。我们并不嫉妒他们，但我们肯定不会因为他们这样做就去做。查理，还有吗？

芒格：哦，我总是说，为什么所有这些东西都在圣经里是有原因的。你不能觊觎你邻居的屁股或(笑声)，我是说，他们很久以前就嫉妒了。这是一件非常可怕的事情，你能从嫉妒中得到多少乐趣？我们总是说这是一种没有乐趣的罪恶。(笑声)

巴菲特：是的。暴食很有趣。欲望也有它的位置，但我们不会讨论这个。(笑)

33、对冲基金在再保险领域的"愚蠢"竞争

克里夫·加兰特：我们继续。尽管近年来我们经历了很多灾难，但预计今年年中续保时的再保险定价将会下降。矛头正指向进入市场的另类资本、以及进入市场的新产能。你对这种新的进入者有多担心，你知道，廉价的再保险定价很快导致更便宜的直接商业险定价的可能性有多大？

巴菲特：是的。我们讨厌愚蠢的竞争，而对冲基金所管理的资金已经进入了保险业，尤其是再保险业务，在过去几年里非常积极。首先，这给了他们一个发家的机会，实际上，在百慕大或其他税率低的地方经营，在那里他们可以将自己的收入从美国所得税中推迟很长一段时间，以一个非常体面的方式。它可以卖给投资者。人们谈论它，这是一种不相关的操作类型等等。任何华尔街能卖的东西，它都会卖。你可以相信这一点。

芒格：他们也喜欢夸大其词。

巴菲特：是的。对冲基金现在很畅销，钱会继续流入，资金可能会压低价格，它可能会在再保险中做蠢事，但这以前发生过。最后，我们知道我们愿意做什么，我们知道我们认为保费价格应该是多少，我们将在我们认为有可能获得承保盈利的地方开展保险业务。如果我们做不到，我们会观察一段时间。

你知道，**在投资、保险或其他很多事情上，你不能随波逐流。**有一个愚蠢的竞争对手可能会令人恼火。我的意思是，如果你在街角有一个加油站，而你在街对面有一个人愿意以低于成本的价格出售汽油，你就会遇到一个可怕的问题。这就是为什么我很久以前就不做加油站了。但是保险业的好处是**备用成本不是很大**(standby costs 资产是现金，值得等待)，所以它不像闲置钢铁厂或什么的。所以在 1980 年代，我们完全愿意让我们的费用比率大幅上升，而这仅仅是因为我们的保费收入大幅下降。而且，你知道，这是一个真实的备用成本，但它并非一去不复返，我们只是等待更好的日子，最终好日子来了。查理？

芒格：凭借我们古怪的、等待出局的方法，我们可能最终拥有了世界上最好的大规模保险业务。那么我们为什么要改变呢？

巴菲特：是的，我认为这是真的，但是我们从一开始就没有预料到这一点。它只是在某种程度上进化。但原则是有用的，然后我们很幸运地得到了一些引人注目的人。你知道，我们在通用再保险有 Tad Montross，我们有 Ajit Jain，我们有 Don Wurster，我们在 GEICO 保险有 Tony Nicely。就人而言，我们就像刚刚中了头彩。他们喜欢伯克希尔的经营环境，因为他们没有压力去做蠢事，而在其他很多地方，他们会有这样的压力。

34、巴菲特呼吁更多女性进入企业领导层

股东：嗨。Susan Tilson 来自纽约市。我是一个长期股东，但这是我第一次来奥马哈。这是你在这里举行的小型聚会。就在几分钟前，巴菲特先生，你提到作为男性享有很多优势。我有三个女儿，我希望她们能够在自己的抱负和努力工作中走得更远。我注意到，伯克希尔董事会增加了女性成员，我对此表示赞赏，但伯克希尔的董事会和高级管理层仍然反映出这样一个现实：2013 年，担任美国企业界最高职位的女性非常少。你认为这是个问题吗？如果是这样，应该做些什么呢？

巴菲特：嗯，我确实认为这是一个问题，我在《财富》杂志上写了一篇文章，如果你去 Fortune.com，我猜它就在免费页面。你可以点击它。只有 1150 字左右。你会看到我对此的看法。但毫无疑问，在我的一生中，在那之前的一千年里，女性在世界上的许多事情上都没有男性那样的机会。正如我在这篇文章中指出的那样，我有两个姐妹，我相信她们今天都在这里，而且，在我的每一个时期她们都在我身边几年，而且绝对和我一样聪明。她们比我更有风度，与人相处得比我年轻时好得多，她们的成绩是一样的，但他们根本没有相同的机会。我的意思是，没有人真的想限制他们。当然，我的父母爱她们就像爱我一样，他们从来没有想过要对她们说，你知道，沃伦得到了所有这些机会，而你没有。

但它只是客观存在。而且，你知道，我所有的小学老师，每一个都是女性。她们之所以是女性，是因为那是她们仅有的少数几个职业。所以，结果是，我得到了比我应得的更好的老师，因为所有的人才都被压缩到了几个领域。现在我们已经取得了很大的进步，但还有很长的路要走。**这是一种渐进效应。所以如果你想的话，你不可能在一天内改变所有的东西。但另一方面，这不应成为完全不改变的借口。**

然后我还写了一个事实——当人们被置于那个位置时，他们开始相信自己，所以他们不会把自己的目标设定

得像他们的潜力所显示的那样高。那就是我用凯瑟琳·格雷厄姆(KatharineGraham)的例子，我很了解她，你知道，她非常非常聪明。她很有品位。她有各种各样的好品质。但她母亲、她丈夫和整个社会都告诉她，女性不能像男性一样经营企业。她知道这不是真的，但她无法摆脱社会观念。她在这面哈哈镜里看到了自己，无论你怎么努力，你都无法真正摆脱哈哈镜。它只是在那里太久了。我不停地说，"在一面普通的镜子里看看你自己，你会看到一个非常聪明、非常有品位的人，和你能找到的任何男性一样好"。然后当她担任 CEO 时，她的股票上涨了 40 倍。她写了一本获得普利策奖的自传。直到她死的那一天，你知道，在一个层面上，她知道她和她周围的男性是平等的，在另一个层面上，她无法摆脱她内心的那个来自她母亲和整个社会的声音，你知道，"你应该照顾花园，让男性做所有重要的工作"。所以，这两个外部障碍都在很大程度上崩溃了，它们应该崩溃。但这花了几千年。

我的意思是，正如我在文章中所指出的，我们在《独立宣言》中说过，"我们认为这些真理是不言而喻的，即人人生而平等，"但当他们开始起草宪法时，这些真理就不那么不言自明了，他们在第二条中使用了一堆男性代词来描述总统职位。或者当他们直到 1981 年才抽出时间任命一位最高法院法官——一位女性最高法院法官。所以，这个国家在这方面已经取得了长足的进步。它继续前进。它正朝着正确的方向发展。

但你知道，我希望它继续发展，发展得更快，我希望那些在这些信念下工作的女性，那些告诉她们关于自己的不真实的信念，摆脱哈哈镜，得到普通的镜子。如果你想在《财富》杂志的网站上阅读这篇文章，在这篇文章中我说的就这些。谢谢。(掌声) 好的。安德鲁？

35、伯克希尔并非"大到不能倒"

安德鲁·罗斯·索尔金：你马上就会知道我为什么问这个问题，以及我为什么选择它。这个问题如下：伯克希尔是不是太大而不能倒？在这个话题上，你对 Dodd-Frank 法案的看法如何？现在它正在实施，它对伯克希尔的保险业务和我们在富国银行和高盛等银行的投资有何影响？

巴菲特：我想我听说过一本叫这个名字的书。据我所知，我不认为这会影响伯克希尔的保险业务。我的意思是，我们从来没有因为"大到不能倒"的信条而影响我们的活动。大银行的资本充足率比小银行略高，这显然会影响股本回报率。据我所知，富国银行的比率不像花旗或摩根大通那么高，但比奥巴马哈当地银行的比率要高。资本比率越高，股本回报率就越低。我认为美国的银行体系肯定比过去 25 年中的任何时候都要强大。

资本大幅增加。很重要的一部分是麻烦的贷款都消失了。过去四五年的贷款要比过去好得多。加拿大的银行

系统非常强大，但与欧洲相比，或者与我们 20 年前的银行相比，我认为我们的银行比那时要强大得多。我认为我们已经做到了。我并不担心银行系统会成为下一个泡沫的原因。我的意思是，它会是别的东西。

我们将在资本主义中产生泡沫。资本主义走向泡沫是因为操作它的人。我们会再来一次，但通常你不会像以前那样犯错。我不认为下一次会是房地产繁荣。但是，我对我们在富国银行的投资感觉非常好。我对我们在美国银行的投资感到非常满意。我对 M&T 银行的投资感到非常满意。

在我看来，所有这些都是非常强大的银行，它们都在追求稳健的做法，随着时间的推移，它们应该成为不错的投资。他们不会像七、八年前那样获得那么高的有形资产回报率，因为规则已经改变了。他们已经改变以提供更厚的股东权益，这拉低了股本回报率。大家都知道查理在这个问题上表达了自己的看法，我请他发言。

芒格：从长远来看，我对银行系统的看法没有你那么乐观。在限制银行活动方面，我希望看到一些更极端的做法。**我不明白为什么要把大量的衍生品账簿与国家担保的存款混在一起。**

巴菲特：我同意查理的看法。(掌声)

芒格：银行家越想成为投资银行家而不是银行家，我就越不喜欢。(掌声)我不想多说了。我在这个问题上已经惹了够多的麻烦了。(笑)

巴菲特：我可以看到记者们在那里舔着他们的伤口，等着查理扔出一个霹雳，但他异常克制。

36、巴菲特更新他对对冲基金的押注

巴菲特：我们现在非常接近中午。我在大约五六年前写了一篇关于投资者承担的过高成本的文章，许多投资者出售各种类型的产品时所承担的各种成本，我还谈到了对冲基金和私募股权等各种各样的东西。投资界一直非常善于从投资者为自己获得的回报中抽取相当大的比例。因此，我提出与任何想要参与进来的人打赌，一组对冲基金不会在十年内击败一个没有积极管理的指数。然后我得到了对赌者，他们一群非常好的人。我喜欢他们。Ted Seides 也在其中。所以他们接受了我的建议。所以我们每个人都投入了大约 35 万美元，我们把它放在零息国债中，它将在十年内到期并价值 100 万美元。我答应每年都要报道这场赌约。

我们今年所做的是，到目前为止，我们最初的 70 万美元左右的投资变成了 95 万美元，因为五年期国债变得如此之低。因此，从现在到五年后它到期时，几乎没有什么升值空间。所以，我们卖掉了零息国债，用收益买了伯克希尔，我保证它会值一百万美元。目前它的价值约为一两百万美元，因此慈善机构在一定程度上受益。现

在，Ted 有一个慈善机构，这是一个非常有价值的慈善机构。我有 Girls Inc. of Omaha，这是我选择的一个慈善机构。我们会把钱捐到那里。关于我们目前所处的位置，对冲基金起步很快，在第一年年底领先指数基金 13%。

它们是基金的基金，它们实际上可能代表了 2-300 个对冲基金。这涉及到两个层次的费用。这是对冲基金的标准费用，很多时候可能是"2%+20%"，但也可能是其他东西，然后还有母基金的费用。所以，我们现在处于赌约的中间点，我每年都会向大家报告我们的表现。如果伯克希尔表现良好，我们将有 100 多万美元分配给两个慈善机构之一。你可以去一个叫 longbets.org 的网站，哪里是人们赌钱的地方。你会看到人们对许多命题下了赌注，每个命题的支持者和反对者都给出了简短的描述。Ted 描述了他认为自己会赢的原因。我描述了为什么我认为我会赢。你可以在网上看到这些。但我忍不住要指出其中几个，其中之一是在 10 年内大型行星对撞将毁灭地球。现在有 1,000 美元的赌注，但我不确定谁会赢。(笑声) 还有一个在 2000 年活着的人在 2150 年仍然活着。现在是 148 年之后，价值 2000 美元的赌注。我希望查理能成为这场比赛的赢家。我认为这是些有趣的问题。

我们去吃午饭，之后回来。

* * * 下午场 * * *

1、巴菲特：我没有失去任何激情

道格·卡斯：谢谢你，沃伦。Mae West 曾经说过："我对比分从不感兴趣，只对比赛感兴趣。"你现在是不是对游戏比对分数更感兴趣？但在你回答这个问题之前，让我向你解释一下我为什么要问这个问题。在过去，你的研究包罗万象，无论是从选择投资和收购的时间来衡量，还是从分析的强度来衡量，还是从你过去对了解一家公司最微小细节的兴趣来衡量。你曾经说过，在描述 Ben Rosner 时说过，"激情是卓越的代价"(Intensity is the price of excellence)。随着时间的推移，你的研究风格似乎已经从侦探般的分析发生了变化——当你雇佣乔纳森的父亲亨利·勃兰特时，你想到了美国运通。你和他进行了几个周的分析 and 现场访问和渠道调研。但在后来的投资中就没有那么多深入的分析了。举个例子，众所周知，你在浴缸里忽然想到了要投资美国银行。这是一个从一个极端到另一个极端的转变。你能解释一下它与市场、伯克希尔的规模或其他因素的关系吗？

巴菲特：是的。我认为，实际上，你必须热爱某件事才能做得好。虽然可能会有例外，但如果你绝对热爱你所做的每一分钟，这是一个巨大的优势。它的本质是这种激情增加了你的生产力。我能够保持每时每刻的强度，

不完全以同样的方式表现出来，但它每时每刻都在那里。我是说，我喜欢关于伯克希尔的思考。我喜欢思考它的投资。我喜欢思考它的业务。我喜欢思考它的管理者。这是我的一部分。

这是真的，你不能把比赛和记分卡分开。我的意思是，**你的记分卡是玩游戏和热爱游戏的一部分。对我来说，收益并不重要，但收益是记分卡的一部分，所以它们与记分卡一起出现。**但更重要的是，如果我不持有伯克希尔的股份，如果我没有得到报酬，毫无疑问，我不会对伯克希尔有同样的感觉。这是我一生中喜欢做的事，这也是我做这件事的原因。所以，因为我们正在以一种不同的方式做事，就说我们任何强度或激情都已经丧失了。我不认为这实际上是一个正确的观察，查理可以对此发表评论。

对我来说，没有什么比为伯克希尔找到新的东西更有趣的了，40 年前也是如此。现在也是如此。我希望 10 年后仍然是这样。查理，你会怎么回答？

芒格：嗯，我认为当你第一次购买美国运通时，你对它了解不多，所以，后来很自然地，你对它的了解相当深入。你第二次买它的时候，我记得你和 Frank Olson 在高尔夫球场上碰见，你看到，他根本无法离开美国运通，然后你第二次买了它。对美国运通的研究——**第一次很难，第二次很容易。这最终都是可累积的。**

巴菲特：是的。这都是累积的。而且，你知道，1951 年 1 月的一个周六，我在 GEICO 保险与洛里默·戴维森 (Lorimer Davidson) 坐在一起学到的东西对我来说仍然有用，**我不需要再学一遍。我可以以此为基础。但这就是投资的一大好处。**我的意思是，宇宙中有足够多的机会，你可以找到很多机会，但它并不是一直在发生巨大的变化。**有些事情可能会改变，如果我们不了解它们，我们就不会参与其中。**

但查理说的是真的。1963 年 11 月色拉油丑闻爆发时，我对美国运通一无所知。但我认为我看到了一个机会，所以我学到了很多。我去了餐馆，和人们谈论旅行和娱乐卡，就像他们当时所说的那样。我了解了旅行支票。我和银行谈过了。我在学习一些新的知识。然后，正如查理所说，当我们在 Prouts Neck 和 Frank Olson 打高尔夫球时，他经营着 Hertz 租车公司，他告诉我，他根本没有办法离开美国运通，甚至无法让他们削减费用。那是我想要的生意。我所知道的足以让我继续购买相当数量的股票，现在我们拥有公司大约 13% 的股份。他们一直在买他们的股票。直到我们自己不能再买了。2009 年 3 月，Joe Kernen 问我："你为什么不继续买美国运通的股票？"嗯，**这是一家银行控股公司，我们不能增加股份。**但他们这样做是为了我们，我很喜欢。

在可口可乐，在富国银行，在 IBM，在我们的大多数公司，我们对公司的股份比例每年都在增加，因为公司

正在回购股票，他们可能会赚更多的钱，所以我们得到了双倍的收益。但激情并没有消失，我向你保证。

2、我们不会只根据"数字"购买任何东西

股东：嗨，沃伦和查理。我是来自西雅图的 Vincent Wong。当人们分析一只股票时，他们中的很多人都会看量化指标，比如市盈率、股本回报率、资产负债率等等。那么，巴菲特先生，当你分析一只要购买的股票时，你最关注的五个量化指标是什么，每个指标的首选数字是多少？谢谢。

巴菲特：嗯，我们关注的是数量和质量。我们不是关注股票的各个方面，我们关注的是企业的各个方面。有这样的心态是非常重要的，我们正在收购企业，无论我们是购买 100 股股票还是购买整个公司。我们总是认为他们是企业。因此，当查理和我翻阅《价值线》，或者查看我们办公桌上的年度报告，或者阅读报纸时，不管它是什么，首先，我们确实对许多行业和许多公司有累积的知识，但并非知道所有的知识。各种指标数字有不同的重要性，这取决于业务的种类。我的意思是，如果你是一名篮球教练，如果你走在街上，一个身高只有 5 英尺 4 英寸的人走过来说，"你应该给我报名，因为你应该看我如何打球的"。那么你可能会对它有一定的偏见。但可能有一些球员只要站在那里，你就知道他是那块料。但总的来说，我们会说，"好吧，祝你好运，孩子，但是我们正在寻找 7 英尺的球员。"然后，如果我们找到 7 英尺的球员，我们必须担心看看他的协调性如何，并设法让他们留在学校，诸如此类的一些事情。但我们看到的某些东西会向我们大声呼喊，让我们看得更远或想得更远。

多年来，我们积累了关于各种业务的知识背景，我们也得出了这样的结论：我们无法对所有业务进行明智的分析。但通常一些不起眼的事实会进入我们的视野，让我们重新思考一些事情。

有人提到，当我在浴缸里泡澡的时候，我是如何产生购买美国银行优先股的想法的，这是真的。但浴缸真的不是关键因素。(笑)事实是，我在 50 多年前读过一本名为《银行传记》(Biography of a Bank)的书。这是一本伟大的书，关于 A.P. Giannini 和美国银行的历史。我关注美国银行，也关注其他银行，你知道，有 50 年了。1960 年代末，查理和我曾经买下了一家银行(伊利诺伊国民银行)。我们曾在芝加哥四处奔走，试图收购更多的银行。

因此，从银行的角度来看，我们考虑的某些事情与我们购买伊斯卡时考虑的不同。因此，没有放之四海而皆准的方法。当我们收购一家保险公司时，我们会考虑一些事情，当我们收购一家依赖于品牌的公司时，我们会考虑一些事情。有些品牌很适合流行，可口可乐就是一个很好的例子，而有些品牌则不适合推广流行。而且，你知道，我们只是不断学习这样的事情，然后时不时地我们会找到一些机会。

在 2011 年美国银行受到很多可怕的谣言的影响，我的意思是，很多的短期利息，士气很糟糕，以及其他一切。我突然想到，伯克希尔的投资可能对银行有帮助，也可能对我们有意义。那时我从未见过 Brian Moynihan，也许我在某个活动、某个聚会上见过他，但我不记得了，我也没有他的电话号码，但我给他打了个电话。这样的事情发生了。这并不是因为我精确的计算了一些价格，市盈率或市净率或其他什么。这是因为我对公司在五年或十年后会是什么样子有一些想法，我对这种判断有相当大的信心，因为价格和价值之间存在相当大的差距，而且差距很大。查理，你能详细说明一下吗？

芒格：我们不知道如何仅仅通过查看财务数据并根据比率做出判断来购买股票。我们可能会受到一些数据的影响，但我们需要更多地了解公司的实际运作情况。在筛选方面，计算机可以做的任何事情，我知道我从来没有做过。你用电脑筛选东西吗？

巴菲特：不。我不知道该怎么做。(笑声)

芒格：没有。比尔还在试图向我解释。

巴菲特：这有点难以精确，因为我们并不经常使用电脑。我们在筛选一切，但这并不像我们坐在那里说，我们想看看低于账面价值的价格，或低市盈率，或诸如此类的东西。我们看待企业的方式，就像有人进来向我们出售整个业务一样，然后我们试着思考，这个地方在五年或十年后会是什么样子，我们对此有多大把握。大多数公司我们并不知道答案。我们不知道十年后哪家汽车公司会被淘汰，也不知道哪家公司会死死地撑着。你知道，我们观察了汽车行业 50 年，这是一个非常有趣的行业，但我们不知道如何在这样的事情上很好地预见未来。

芒格：我们认为，BNSF 铁路公司在 15 年后仍将拥有竞争优势，我们对此高度自信。无论苹果的财务报表如何，我们永远不会对它有那么大的信心。这太难了。

巴菲特：是的。就产品的售价或任何东西而言，我们不知道十年后的石油公司会怎么样。我想说，我们对 BNSF 铁路、GEICO 保险或其他一些我不会说出名字的公司几乎有 100% 的信心。

芒格：智商非常高、擅长数学的人自然会寻找一种只需看一眼数学就能知道该买什么证券的系统。但投资没那么容易。你真的必须了解这家公司和它的竞争地位，以及它的竞争地位是什么的原因，而这往往不是数学所能揭示的。

巴菲特：是的。这不是我从本·格雷厄姆那里学到的东西，将股票视为企业一部分的基本想法，以及对市场的

态度等等，绝对仍然是教义的一部分。如果我只是试图通过数字来管理，我不知道我该如何管理资金。

芒格：你会做得很差。(笑声)

巴菲特：是的。就是这么简单。(笑)

<Biography of a Bank>现代银行业之父阿马迪贾尼尼

Amadeo Pietro(Peter) Giannini 1870 年出生于加利福尼亚州圣何塞的一个小农场，是意大利移民的儿子。同村葡萄农因还不起一美元借款将其父亲枪杀，那时他只有七岁。他的母亲再婚了，他的新继父从事水果蔬菜生意。Giannini 在 14 岁时辍学帮助继父，他的商业头脑很快给继父留下了深刻印象，成为了这家公司的合伙人。Giannini 通过公平和诚实地与人打交道，建立了自己的声誉和农产品生意。他做得很好，31 岁时把自己一半的业务卖给了员工退休了。1892 年，他和银行家科涅尔的女儿结婚了。这场婚姻，改变了他事业的轨迹。1902 年，岳父不幸去世，凭着岳父在哥伦布银行的股份，Giannini 进入了董事会。那时候，银行只向大企业和其他形形色色的富人贷款。由于出身卑微，Giannini 可以与移民穷人及其需求联系起来。他信任辛勤工作的穷人，并希望通过宽松的贷款政策向他们提供信贷，Giannini 无法说服董事会的其他成员来尝试他的想法，所以他决定创办自己的银行。他召集了 10 个朋友，在一家酒吧里创办了意大利银行 Bank of Italy，几个股东占 1/3，其余 2/3 从普通民众募资，包括鱼贩菜商和农民，他甚至让一个调酒师当助理出纳员。他是第一个提供住房抵押贷款、汽车贷款和分期付款信贷的人，并向没有信贷经验的人推销这些服务，主要面向意大利裔移民。他通过向移民穷人伸出援手，甚至挨家挨户向那些对银行一无所知的人解释他的服务，从而建立了自己的企业。身为意大利移民后裔，Giannini 在 1904 年创建意大利银行之时就定立了一条经营原则：银行不应该只服务于少数富人。银行为所有有工作的人提供 10 美元到 300 美元不等的贷款，他的行动说服了工人阶层，让他们把收集在罐子里的钱存入银行。刚开始募集股金是很不容易的，因为北海岸的意大利移民向来是情愿把金币藏在床垫下面，也不愿用来买股票、当股东。在他的银行里，小业主和农民能够不用担保获得 25 美元低额贷款。这是一个很有远见的策略，那些农民要想做点买卖或投资农业生产，往往苦于借不到钱而一筹莫展，他牢牢地记着父亲就是因为 1 美元而惨遭横祸的教训，他经常挨家挨户地走访农民，说服他们将钱存到他的银行里来。他的做法无疑是扶持了农民和小业主，这些人一旦赚了钱，又会成为意大利银行的忠实储户，一般人都会具有这种感恩心理。

1906 年旧金山地震后，一场大火威胁到了他的银行，所以 Giannini 借了一辆马车冲进满是废墟的城市，在整栋建筑被大火吞噬之前，和两个精明干练的雇员一起，从他的意大利银行的寄存品保管库里成功地把价值 8 万美元的黄金货币和银行记录装上了一辆盖满蔬菜的马车，然后把它们都带回了家。第二天，商会商讨灾后重建，与会商人要求银行马上发放贷款，而银行家建议半年之后再开始提供银行服务。他站起来说："如果等到 11 月，城里就不剩什么地方或人需要我们的服务了。我是意大利银行的 Giannini，我们会在明天正式开业！而且是露天营业！"第二天，当镇上的其他银行仍然关闭时，Giannini 在废墟中开店，他的桌子是一块横跨几个啤酒桶的木板。他根据顾客的长相和姓名"提供借款服务，在许多情况下仅仅是通过一个握手，这对城市的重建做出了巨大贡献。这一举动让 Giannini 的名字家喻户晓。此举也反映了 Giannini 的民主信念：金库中的钱并非为银行服务的，它应该服务于客户。Giannini 总是比他的任何竞争对手都更努力，工作时间更长。有一次，当他骑马出城拜访一位农民以完成一笔交易时，他看到身后有一位竞争对手，他知道他正在去同一位农民家的路上。Giannini 想抄近路跑在前面，于是下马游过了一个小池塘，然后一直跑到农民家，以便在另一个人到达之前签署合同。

1907 年，美国经历了经济衰退，Giannini 发现旧金山的加拿大银行没有受到冲击，为此专门前去考察，原来奥秘是加拿大银行在全国设有分行，分行网络从全国吸收存款，这样就有了很大的流动性。Giannini 决定通过收购建立自己的银行网络，抛弃各分行独自处理业务的传统模式，采用总行集中处理各分行的账务、现金、资本的现代业务流程。Giannini 开始收购其他银行，收购保险公司，建立银行、保险一体的金融控股公司。

1910 年，收购了旧金山银行和旧金山机械银行。随后收购了圣玛提欧银行，洛杉矶联合银行等银行。然后，在加州的许多其他城市和美国的一些其他主要城市开设新的分行。1928 年，他收购了美国银行，这是纽约市一家古老而受人尊敬的机构，并以这个名字合并了他的所有银行。为扩大经营的地域范围，他继续在美国各地开设分行，使美国银行成为第一家全国性银行，到 1945 年，美国银行成为美国最大的银行。几年之后，美国银行向公众推出了另一个全新的概念信用卡。

Giannini 在一个非常保守的行业里是一个自由主义者，但他不仅仅是一个好人。他普及了住房抵押贷款、汽车贷款以及其他开创性的消费信贷服务。他所有的创新，如向普通人发放贷款和分期付款，都是明智的商业决策，彻底改变了银行业务，并为股东带来了可观的利润。他还帮助了那些运气不佳或失宠的大企业和小企业。他

对加州葡萄酒和还没有任何成绩的好莱坞电影行业的财力支持对其增长起到了重要作用。他对员工非常慷慨，并制定了利润分享和持股计划。他明白，与员工分享利润将保证他们的忠诚度和他的成功。这位试图在 31 岁时退休的人在 1949 年去世时仍在掌舵，享年 79 岁。他的遗产价值不高，只有 50 万美元，因为尽管他一生可以积累巨额财富，但他对积累财富从来没有兴趣，而且经常不拿薪水。Giannini 经常说："我不想变得富有。没有人拥有财富；财富拥有他"。他用赚来的大部分钱创办了基金会，资助奖学金，支持医学和农业研究。A·P·Giannini 曾说过："除非你有坚定信念的勇气，否则空想什么会发生是没有用的。很多美好的想法都已经失去了，因为做梦的人缺乏勇气或勇气去表达。如果你总是击不中靶心，那也没关系，击中其他环也会得分。"

1956 年，美国银行第一次受到重创。美国政府通过了《银行控股公司法》(Bank Holding Company Act)，禁止银行机构涉足其他非银行金融机构。原美国银行被一拆为三：在加州开展银行业务的美国银行、在加州以外开展银行业务 First Interstate Bancorp 和开展保险业务的 Transamerica Corporation。1956-1983 年，美国银行还是区域金融机构，没有全国性银行的影子。1983 年，美国银行首次跨州收购了 Seattle First National Bank。当时西雅图石油产业萧条带来坏账危机，给了美国银行这样一个政策窗口。随后，美国银行在 Samuel Armacost 的带领下积极进入拉丁美洲市场，业务蒸蒸日上。1986-1987 年，美国银行遭到第二次重创。拉美经济危机使得美国巨额贷款不能偿还，美国银行股价随之大幅下跌，竞争对手趁机发动了敌意收购。美国银行采用了"焦土防御"策略，把值钱的分支机构都卖了。Finance America 卖给了克莱斯勒，证券经济公司嘉信理财(Charles Schwab & Co.) 卖回给他的创立者 Schwab，甚至把 Giannini 时期就有的 Bank of America and Italy 卖给了德意志银行。1987 年危机之后，美国银行变得更加强大。1992 年美国银行进行了当年最大的银行并购，收购了加州的 Security Pacific National Bank。1994 年，美国银行购买了 Continental Illinois National Bank and Trust Co.，并把全国信贷中心移到芝加哥，正式从区域银行变为全国性大银行。好景不长，1997 年美国银行借给著名的对冲基金 D.E. Shaw 的 14 亿美金，因俄罗斯金融危机的冲击坏帐。美国银行此次再也无力回天。到了 1998 年，美国银行被北卡罗来纳州夏洛特的 NationsBank 合并，交易总金额超过 620 亿美元，这是 20 纪末最大的银行业并购。虽然是 NationsBank 发起的合并，但 NationsBank 认为美国银行的品牌更响亮，决定将合并后的银行命名为美国银行。

2004 年，美国银行以 470 亿美元收购 Fleet Boston Financial，后者是美国第 7 大银行，资产 1970 亿美元，客户超过 2000 万。2005 年 6 月美国银行入股中国建设银行，最初以 25 亿美元购得 175 亿股。建行上市后，美国银行 2008 年 5 月和 11 月分别行权，投入 120 亿港元和 540 亿港元，以每股 2.42 港元和 2.80 港元增持建设银行。投资完成后，美国银行对建设银行累计投资 119 亿美元，持股比例达到 19.13%。2011 年美国银行套现 194 亿，2013 年套现 66 亿，2013 年减持了 20 亿股，合计套现约 280 亿，净赚超过 160 亿美元，这是美国银行历史上盈利最丰厚的投资。2005 年 6 月美国银行以 350 亿美元收购美国信用卡巨头 MBNA，2007 年以 210 亿美金收购 LaSalle Bank Corp。2008 年 1 月美国银行在 2007 年已投资 20 亿美元的情况下，宣布追加投资 42 亿美元收购 Countrywide Financial 公司。当时 Countrywide 持有 1.4 万亿住房抵押贷款，约占 20% 市场份额。在收购前，Countrywide 就已经被政府调查对非裔和拉丁裔美国人收取歧视性高利率，市场传言其可能赔到破产。但 7 月美国银行还是完成了收购。

2008 年 9 月 14 日，美国银行宣布以换股的方式收购美林证券(Merrill Lynch)，美林证券每 1 股普通股将换为 0.8595 股美国银行普通股，该交易在 2009 年 1 月 1 日正式完成。此前，市场传言美国银行会收购雷曼兄弟，但美国银行最终迎娶的却是美林。第二天 9 月 15 日，雷曼兄弟宣布破产。市场顿时陷入恐慌之中，认为不存在"大而不能倒"的机构。即使是巨无霸美国银行，吃下百病缠身的美林证券，搞不好就是下一个倒霉蛋。风雨飘摇之中，美国政府依据 TARP(困境资产救助计划)向美国银行注入 250 亿美金。随后，在 2009 年 1 月又注入 200 亿美金，并且担保美国银行可能高达 1180 亿美元损失。即使如此，美国银行宣布 2008 年美林证券亏损 276 亿美元时，市场依然被吓傻了，美国银行股价最低跌到 3 美元附近。美国政府的强力介入保护了美国银行，但美国银行也受到政府更多的限制。首先，国会关注为何美国银行要购买美林证券。美国银行时任 CEO-Kenneth Lewis 在给国会的证词中表示：他之所以收购美林，是因为受到美国政府官员的威胁，如果不从将被迫辞职，而且在金融危机可能不给美国银行必要的支持。随后又爆出美林"奖金门"风波。在纳税人拿着血汗钱救助美国银行时，美国银行给原来美林证券的人发了 36 亿美元奖金。美国银行因政府的救助受到太多限制。2009 年 12 月美国银行就把 TARP 中收到的 450 亿美金还给了美国政府，不想再受约束(主要是奖金)。但地板下面还有地狱，2011 年的情况比 2008 年还要糟糕。收购的 Countrywide Financial 和美林证券都是烂摊子，一方面是巨额官司缠身，例如被诉将超过 575 亿美金有毒证券欺诈销售给房利美和房地美、被诉将超过 280 亿美金有毒证券卖给 AIG。另一方面是资产质量持续恶化，在 2011 年报中，美国银行披露有 2390 亿美元资产处于"违约或者严重拖欠"状态，而当年末其净资产只有 2301 亿美元。美国银行大量关闭分支机构并大幅裁员，负面新闻满天飞，短短半年时间股价腰斩，2011

年8月已经跌破7美元。8月25日，伯克希尔宣布购买美国银行50亿美元优先股，股息率6%，同时获得在2021年之前，以每股7.14美元购买7亿股美国银行普通股的认股权利。而美国银行则有权以溢价5%赎回其优先股。巴菲特说这是洗澡时产生的想法，并主动致电美国银行CEO-Brian Moynihan达成交易。随后美国银行股价跳涨25%，不过好景不长，股价随后几周又掉头向下跌破5美元。巴菲特之前已经有过一次失败的美国银行投资，2007年2季度，伯克希尔买入870万股美国银行，3季度加仓40万股至910万股，均价41美元。随后金融危机降临，2008年3季度减持410万股。2010年4季度清仓。减持均价15美元，跌幅超过50%。

巴菲特的交易设计值得研究：首先，投资优先股，清偿时，优先股优于普通股但劣后于债权。分红时，优先股优于普通股，保证了股息的稳定性，可以无惧股价的继续下跌。虽然股息率6%低于2008年投资高盛时的10%，但远高于国债2.2%。第二，锁定7.14美元的认股权，这是整个交易的核心。美国银行自1991年以来都没有跌破7美元，而金融危机前是54美元，其安全边际非常高。第三，美国银行有权溢价5%赎回优先股。但是这会消耗大量资本金，对于资本金异常紧张的美国银行来说，管理层很难选择赎回。第四，转股时机的选择，2016年股东信中，巴菲特说美国银行每股股息超过44美分会选择转股。 $7\text{亿股} \times 0.44\text{美元} = 3\text{亿美元}$ ，也就是普通股股息超过优先股，巴菲特才会选择转股。2017年6月28日，美联储宣布美国银行等34家金融机构通过压力测试，不在强制储备资本金。各大银行纷纷提高股息率。美国银行自Brian Moynihan在2010出任CEO后，在6年间资产质量大幅回升，净利润从2011年的14亿美元大幅跃升至2016年的179亿美元，资本充足率从6.64%提升到8.1%。美国银行随后宣布8月份开始将季度股息提高至0.11美元。巴菲特在确定不稳定的普通股股息超过优先股息后，6月30日，伯克希尔行使认股权，将优先股转换为普通股，成为美国银行第一大股东。此时美国银行普通股价格已经达到25美元。6年优先股息18亿美元。普通股本增值120亿美元。

3、关于"新常态"是否会带来更低回报的分歧

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自双子城联合之路的Benjamin Knoll。每当比尔·格罗斯(Bill Gross)写一篇关于"新常态"的新文章时，我就会对自己的退休前景感到更加沮丧。你是否同意他的观点，即未来几十年的市场回报将比过去几十年低得多？我们是否应该预期伯克希尔未来的市场回报将受到极大的限制，不仅是因为其规模，还因为整体股票回报率要低得多？

巴菲特：是的，查理和我从不关注宏观经济预测。我们已经一起工作了54年，我想不出有哪一次我们对一只股票或一家公司做出决定时，我们会进行宏观讨论。我们不知道事情会是什么样子，以任何精确的方式。顺便说一句，我们认为如果我们不知道，自然别人也不会知道。这就是我们的自负。(笑)而且，我们为什么要花时间谈论你根本不知道的事情？人们一直在做这件事，但效果不是很好，所以我们谈论商业。

我喜欢Bill Gross，听起来像Lloyd Bentsen，你知道，他是我朋友的一个朋友。但他对未来的看法和任何经济学家对它的看法，对我来说都没有任何区别。我总的感觉是，美国将继续运转良好。在我的成年生活中，在那之前，总是有各种各样关于今年或明年会发生什么或类似的事情的观点。这根本没人知道。

在我看来，你可以非常肯定地知道，10年后，20年后，BNSF铁路将运载更多的货物，他们提供的服务是不可替代的。西部有两条重要的铁路，东部也有两条重要的铁路。他们将拥有一项具有难以置信的重置价值的资产，没有人能生产出这样的东西，他们所做的事情将得到公平的报酬。这并不是很复杂。

在我们看来，因为对你不知道的东西或别人不知道的东西的预测而忽视你所知道的，这是非常愚蠢的。所以我们并不反对有人谈论新常态或旧常态或中间常态，但这对我们来说没有任何意义。我自己的猜测是，如果人们不为拥有优秀企业支付太多的钱，他们都会做得很好，不管他们持有 10 年、20 年还是 30 年。如果他们试图以某种方式通过听取关于商业中将要发生的事情的预测来确定购买时机，并尝试买卖它们，他们将为他们的经纪人做得很好，而对他们自己却不太好。查理？

芒格：是的。但是，当然，沃伦，我们有很多钱。我们得做点什么。所以无论外部气候如何，我们都要做我们的事情。如果你是一名忙碌的外科医生，正试图决定是否在退休前再工作两年，那么你可能对新常态更感兴趣，也更理性。我个人会建议他多工作几年。(笑声)换句话说，我有点同意比尔·格罗斯的观点。

巴菲特：你认为新常态是什么？

芒格：嗯，新常态就是，(未来的回报)比我们一生中所享受的要更少。

巴菲特：过去 10 年我们享受了什么？我是说，你知道——

芒格：情况还不算太糟。但远不如前 30 年那么好。

巴菲特：是的。你认为它会比过去 10 年的平均水平更糟糕吗？

芒格：我认为这是一个可以想象的结果。

巴菲特：所以你们自己选择相信谁吧。(笑声) 乔纳森？

4、鲜果布衣(Fruit of the Loom's)和 Gildan 运动服

乔纳森·勃兰特：沃伦，对不起。我上一个关于太阳能的问题是针对查理的，但我的下一个问题是关于内衣的，所以我想你可以回答这个问题。随着时间的推移，鲜果布衣和其他公司几乎失去了所有以 T 恤衫为重点的丝网印刷批发市场，而 Gildan 是一个成本结构非常低的相对较新的参与者。Gildan 现在正在追逐以内衣为重点的零售市场，并在某些大客户中取得了一些成功。在零售市场上，品牌推广显然更为重要，但有没有理由认为，随着时间的推移，鲜果布衣不会像在批发丝网印刷市场上那样，在内衣市场失去大量的市场份额？他们能做些什么来保护他们剩余的市场呢？

巴菲特：是的。你保持你的成本下降，你不断地致力于品牌建设，你非常努力地维护你的主要客户，反过来，让他们的客户对产品感到满意，并对你可以提供的价格点感到满意。

你是对的，Gildan，在某些非品牌方面，基本上在业务的某些部分，在过去 10 年显然伤害了鲜果布衣。但我们生产的内衣质量一流，价格低廉，具有很强的品牌认知度。我认为，无论是建立一个品牌，还是大幅降低我们的成本，都将非常困难。现在 Gildan 支付的所得税很少，你知道，因为他们通过开曼群岛运送货物，这是一个温和的因素。但我认为，5 年后或 10 年后，你会发现我们在男装和男童，尤其是内衣方面的市场份额将保持不变。

但你是对的。他们是竞争威胁。Hanas 也是一个竞争威胁。这不是一个你可以随波逐流的生意。它不是可口可乐，但也不是没有品牌的产品。我认为它会做得相当好，但不会像某些品牌产品那样获得高利润率。查理？

芒格：是的。此外，尽管我们有很多产品，但就市场份额而言，我们的平均水平可能相当不错，但我们不会赢得每一场小冲突或每一场战斗。

5、有影响力的书籍和早期投资

股东：是的。嗨，沃伦，查理。我是来自德国奥芬堡的 Fritz Hauser。我想知道哪 10 本书对你的影响最大，并且不是格雷厄姆和费舍尔写的，我还想告诉你，我认为如果你能公布巴菲特合伙时期的投资组合那就太好了。我认为有很多小投资者会从了解你的投资，你如何进行和分析公司中得到乐趣。谢谢。

巴菲特：是的。好吧，查理经营着一个叫 Wheeler&Munger 的合伙公司，芒格和他的投资组合甚至更有趣，所以我们从你开始，查理。(笑)他管理的投资组合比我当时管理的更集中。

芒格：是的。我不认为人们会从中得到很大帮助。你可能认不出这些名字，很明显，其中大多数都是合伙公司的名字。你会认出美国运通的。不假思索地说出一些名字。

巴菲特：是的。好吧，我们可以从 Mosaic Tile and、Meadow River Coal 公司开始。我曾经拥有过 4-500 家公司，但大部分钱都是在其中 10 家公司里赚到的。

芒格：我也说不出有哪 10 本比接下来的 10 本好得多的书。我的脑子里塞了太多的书，我甚至不能再把它整理出来。(笑声)

巴菲特：是的。《聪明投资者》(The Intelligent Investor)改变了我的生活。在我 11 岁的时候，我几乎读完了奥马哈公共图书馆里每一本关于投资的书，而且当时有很多技术书籍，比如当时的经典《Edwards & Magee》，《Garfield Drew》.....还有很多。我很喜欢读这些书。有些书我读了不止一遍。但我从未对此形成一种哲学。我做了股票图表。我做了所有这类事情。我很享受。

格雷厄姆的书给了我一种哲学，一种有意义的基本投资哲学。我的意思是，他教我如何思考股票，他教我如何思考股票市场，他告诉我市场的存在不是为了指导我，而是为我服务。他举了著名的"市场先生"的例子。他教我把股票看作是企业的一部分，而不是股票代码或其他东西，你知道，你可以绘制图表，或类似的东西。

在某种程度上，我进一步受到 Phil Fisher 的书的影响，Fisher 告诉我的和查理告诉我的一样，那就是进入一个拥有良好经济基础的生意是非常重要的，一个你可以持续经营几十年的生意，而不是一个你必须每天从一朵花到另一朵花的生意。而这种哲学一直支撑着我。多年来，我学到了不同的应用方法，但这就是我现在思考企业的方式。我没有发现这种基本哲学的任何方面有缺陷。你必须学会如何以不同的方式应用它。

这些就是影响我的书。当然，在其他领域，查理读的传记可能比我所知道的任何人都多。我喜欢读很多书。我们刚刚读完 Joe Kennedy 的传记《The Patriarch: The Remarkable Life and Turbulent Times of Joseph P. Kennedy》(David Nasaw, 2012)。你知道，我不确定你是否想要模仿他所做的一切，但这仍然是一本有趣的读物。(笑)我们读书是为了从中得到乐趣。我的意思是，这对我们非常有益，但我们阅读的原因是它很有趣。而且，你知道，这仍然很有趣。最重要的是，我们从中获得了巨大的利益。如果本·格雷厄姆没有费心写一本书，我的生活将会完全不同，因为他根本没有经济上的需要。你知道，我会有一个非常不同的生活。

6、巴菲特仍看空航空公司

Becky: 这个问题来自美盛公司的比尔·米勒 Bill Miller。他写道，100 多年来，美国航空业一直深受糟糕经济状况的困扰。随着全美航空(USAir)和美国航空(AmericanAir)即将合并，航空业将整合到四大航空公司将控制几乎 90% 的交通流量的程度。因此，该行业在过去几年中一直保持盈利，许多航空公司现在获得了两位数的投资资本回报率，并产生了大量的自由现金流。你认为该行业大幅改善的经济状况可能会持续下去吗？如果伯克希尔拥有一家国内航空公司，并与 NetJets 合作，会有任何经济利益吗？

巴菲特：好的。第二个问题的答案是否定的。但关于这个行业的问题真的很有趣，因为它确实已经进行了非常显著的整合。在一些企业中，你可以只有两个竞争对手，但他们仍然是糟糕的企业，他们把对方打得头破血流。有时他们最终会竞相做一些非常愚蠢的事情。你可以争辩说，这就是房地美和房利美的情况。我的意思是，大公司比其他所有人都有巨大的优势，但他们仍然在战斗，每个季度都试图报告更高的收益，并击败其他人——将贷款保险的价格压低到不适当的水平——他们还做了很多其他愚蠢的事情。

所以，你确实看到某些行业，一旦行业里变得只有非常非常少的公司，就会做得非常好。你可以看到其他行业，即使只剩下两个竞争对手，他们也做得不是很好。我的意思是，在美国你可以喝可口可乐和百事可乐。它们是人们能说出名字的仅有的两种可乐，而 50%左右的软饮料都是可乐。但如果你在周末走进一家超市，你会看到他们的产品定价低得离谱，竞争非常激烈。所以这是非常具体的行业。

航空业是这样的情况，他们有巨大的固定成本，但每个座位的增量成本非常、非常、非常低，以非常低的价格出售最后一个座位的诱惑非常大，有时很难区分最后一个座位和其他座位。因此，这是一个劳动密集型、资本密集型、基本属于商品型的行业，正如 Bill Miller 在问题中指出的那样，自从奥维尔·莱特(Orville Wright)起飞以来，它一直是投资者的死亡陷阱。我的意思是，正如我所说的，如果在 Kitty Hawk 有一个资本家，他应该把 Orville 击落，帮我们大家一个忙。(笑声)

但是，由于忽视了这一点，投资者将大量资金投入航空公司和飞机制造公司，至今已有 100 多年的历史，但结果却很糟糕。如果有一天只有一家航空公司，而且没有监管，那将是一项美妙的业务。接下来的问题是，在经历了大量的破产之后，是否只有相对较少的几家公司，他们在座位里程中所占的比例很高？这是否是一个好生意？我不知道答案，但我持怀疑态度。查理？(ASM 座位里程是衡量航空公司运载能力指标)

芒格：上一次我们遇到类似的机会是，当铁路公司完全按照 Bill Miller 的建议行事的时候。铁路公司破产后进行了合并，更好地控制了劳动力成本，这变成了一项很好的业务。我们做了什么？我们错过了。我们很晚才来参加聚会。所以我们已经证明了自己在这个领域学得很慢，可以想象，Bill Miller 的建议是正确的，不是吗？

巴菲特：你赌哪条路？(笑声)

芒格：它进入了我太难的一堆。但他可能是对的。

巴菲特：是的，他当然可以。看起来会很有趣。但我们喜欢我们有强烈感觉的东西。

我们不认为事情会发生戏剧性的变化——我们的喜诗糖果，虽然它真正的盈利能力仅限于西海岸，但我们没有看到一些竞争对手出现并抢走业务。

芒格：你真的不能创造另一条铁路，但你可以创建另一家航空公司。这就是我们不喜欢它的地方。

巴菲特：非常容易，而且人们喜欢这么做。这对人们来说很刺激。

你可以推销你这个想法。在过去的 25 年或 30 年里，我大概收到了十几份提案，这些提案来自那些想以某种

方式进入航空业的人，其中一些人已经这样做了。出于某种原因，这很性感。你知道，如果你去某个大 CEO 的办公室说，“我想和你谈谈这架新飞机”，你就会被允许进门。但如果你想和他谈谈运煤什么的，那就不一样了。所以这是一个吸引人的行业。你可以出去为一家新的航空公司筹集资金，记录是...这真的很了不起。我不知道航空领域有多少破产，但这是一个巨大的数字。当然，有些人不止一次这样做了。

我们买下了全美航空。在 Gorat's 牛排馆我和公司 CEO-Ed Colodny 一起吃饭，他向我解释了这家航空公司有多棒，我写了一张支票，顺便说一句，他是个好人。当支票兑现的时候，他们就遇到了麻烦。我是说，这没花多长时间。然后他们破产了两次。我们很幸运——事实证明，我们实际上在这上面赚了不少钱，因为其中有一些小插曲。但我想在我们买下它后，它破产了两次。查理和我在董事会，我们会看这些预测，你知道，它们简直太荒谬了，因为他们从来没有实现这些预测。我们很受欢迎，因为我们实际上多次在航空业上碰壁。(笑声)

7、伯克希尔股票回购喜忧参半

克里夫·加兰特：我想问你关于股票回购的问题。对于账面价值 1.2 倍的回购倍数，股东们应该考虑多大的下限？在某些情况下，您是否不会以 1.2 倍的市净率的价格回购？

巴菲特：是的。嗯，一般来说，账面价值与你购买股票的价格无关。所以账面价值对大多数公司来说并不重要。实际上在伯克希尔它是一个合理的跟踪工具。我们的内在价值远远高于账面价值，我们已经表明了这一点。我们就在这里说过，我们以前也说过，但除此之外，我们还表示，只要我们有大量的现金余额，如果能够满足我们运营公司的所有需求，我们会以账面价值的 120% 回购我们的股票，如果我们有机会在那个价格购买，我们就会回购我们的股票。我们可能会买一大堆。计算过程和我在报告中写的很像。

你知道，你首先要用钱来满足企业运营，如果你能以增加企业每股价值的价格购买更多的企业，你就会这么做。如果你能以较内在价值有很大折扣的价格回购股票，就像以 90 美分或 80 美分的价格购买 1 美元一样，这是提高每股价值的一种非常可靠的方式。我们很难做到这一点，因为每次我们宣布它的时候，人们都会说，如果他认为它的价值超过账面价值 120%，如果至少有一个小气鬼愿意付钱，那就不要卖出。你知道他们是对的。

我们对回购百感交集。我们真的不喜欢经营一家通过以折扣价收购合作伙伴来赚取大部分利润的公司，但如果合作伙伴想以折扣价出售，我们也喜欢通过这种方式收购并赚取利润的想法。我们还没回购太多。大多数时候，相对于内在商业价值，我们的股票都在一个合理的范围内出售。我们认为，在最近几年里，可能有相当大比

例的时间，它至少以一定的折扣出售(2008 年 1.1PB)。有几年，我们认为它的价格超过了内在商业价值(1995 年超过 2PB)。但是，如果在我们看来，董事们认为，股票以很大的折扣交易，并且我们有足够的资金，而且我们能够从市面买到了合理数量的股票，我们会购买。但可能会有这样的情况(尽管不太可能)，我们会以对留下的股东有吸引力的价格购买一大批股票。查理？

芒格：没什么好补充的。

8、芒格不会搬去奥马哈

股东：你好。Sean Cawley 是加州洛杉矶的一名房地产经纪人。给查理的问题。这是一个房地产问题，也是一个公司文化问题。您是否考虑过搬到离公司总部更近的奥马哈？(笑)

芒格：哦，我认为答案是否定的。(笑声)

巴菲特：我肯定答案是否定的。我们的伙伴关系运作得非常好。尽管我们有点高科技恐惧症，但我们已经达到了可以使用电话的程度(笑声)，不要强迫我们超越这一点。

芒格：不，除了电话，我们什么也没学会。

巴菲特：我的意思是，作为一个实际问题，我们俩人都确切地知道对方是怎么想的，所以我们甚至不需要电话，确切地说。(笑声)当打电话要花很多钱的时候，我们过去常常打很多电话。现在打电话不花一分钱，我们几乎不和对方说话。(笑声)但查理对奥马哈有很多美好的想法，顺便说一句，我也是。

芒格：是的。尽管如此，正如我在本周末早些时候所说的，奥马哈现在重建得如此之快，以至于我觉得自己就像 Rip Van Winkle。他们拆掉了很多我记得的建筑。在过去的五年里，奥马哈发生了惊人的变化。

巴菲特：嗯，你必须记住，在我们的有生之年，我们经历了这个国家的三分之一的历史，所以你必须期待偶尔会有一点变化，查理。(笑声)

9、气候变化不是影响短期保险费率的因素

安德鲁·罗斯·索尔金：好的，沃伦。今年，我们收到了几个与气候变化及其对公司的影响有关的问题。因此，这个问题来自 ClemDinsmore，他问道：如果被问到这个问题，你的意外险和再保险公司的承保专家会给你和你的董事会成员提出什么建议：与气候变化相关的极端天气变化给伯克希尔旗下许多企业带来的新风险是什么？我想补充的是，JedMcDonald 问了一个与此相关的另一个问题，他说："你对碳交易的辩论有什么看法？"

巴菲特：是的。嗯，正如你所注意到的，如果你过去几年一直在这里，气候确实变暖了很多。(笑声)

显然，查理对科学的了解比我多得多，但科学并不能解释很多问题。我的总体感觉是，担心气候变暖和二氧化碳影响的人是对的，这当然是合理的。但我知道的还不够多，所以我不能回答。我可以假装任何一种专家来谈论它。我不知道这个问题的答案，但我当然愿意假设这是合理的。

我不认为这对每年的保险费率评估有什么实际影响。我们通常倾向于对自然灾害的可能性持悲观态度，但我们会有这种普遍的偏见，如果没有任何形式的碳排放的话，我认为这是有用的。我们仍然会假设，无论过去的自然灾害历史如何，我们都会假设它们会变得更糟。**就每年重新设定保险价格而言，全球变暖并不是一个真正的因素。我们普遍的悲观偏见是一个因素。**

关于第二部分碳排放定价的问题，你想再重复一遍吗？

安德鲁·罗斯·索尔金：我把完整的问题简化了。你认为这是一种可行的方法来激励效率的提高，并捕捉碳的破坏性影响的外部性，还是一个崇高的、理想化的概念，在实践中很难弄清楚？

巴菲特：我想这个问题需要查理给出答案。(笑声)

芒格：嗯，你必须意识到我是一名加州理工学院培养的气象学家，但那是在他们发明大多数现代气象学之前。(笑声)我认为，碳交易是相当不切实际的，一大堆国家有着不同的想法。我认为，**如果你要改变习惯，正确答案是碳税。**我认为在欧洲，因为他们是社会主义者，他们想要对人们最需要的东西征税，他们对汽车燃料征收高额税。所以面对全球变暖和其他许多问题，他们这样做是偶然的，并不是因为这是一个好主意，而是因为他们真的需要钱。但我认为他们无意中采取了正确的政策。**我认为美国应该对汽车燃料征收更高的税，这是有效的。**(掌声)不过，我们也有一群股东。他们喜欢为高税收鼓掌。(笑声)

巴菲特：他们并不是都在鼓掌。(笑声和掌声)

10、道格·卡斯的卖空挑战

道格·卡斯：沃伦，我的下一个问题既是一个问题，也是一个不寻常的挑战。我之所以问下一个问题，是因为在过去，你一直在邀请你的听众去申请工作。2002年的信中，你建议那些认为自己有资格的股东，如果他们有兴趣在你的董事会中寻求一个席位，就可以提交他们的申请。在2006年的信中，当你在招聘GEICO保险的Lou Simpson的继任者时，你说，把你的简历发给我。这几年你曾讨论过你对卖空的看法。你提到股票往往会随着时

间的推移而上涨，你还谈到了回报和风险之间的不对称。相比之下，过去 15 年的经验表明，如果由专业人士进行，卖空可以成为总回报的增值工具。事实上，我相信托德·库姆斯(Todd Combs)在你聘用他的时候，作为一名卖空者是成功的。

芒格：他取得了如此多的成功，以至于他不再这么做了。(笑声和掌声)

道格·卡斯：是的，查理，但他是从那次成功中得到这份工作的。

巴菲特：不，不，他没有。(笑)我不能把他归到那一类里，道格。(笑声)

道格·卡斯：我的问题是：你会考虑将资金投入卖空策略吗？你或伯克希尔会考虑成为我的 Homer Dodge 吗？他在最初的七个投资者之后投资了你的合伙公司。你或伯克希尔愿意给我的公司至少 1 亿美元的托管账户吗？如果在这两年期间，Seabreeze 基金未能超过伯克希尔账面价值的增长，那么所有赚取的费用将一半捐给 Sherwood 基金会，另一半捐给我选择的两个慈善机构，包括 Jewish Federation of Palm Beach County。即使 Seabreeze 基金的表现超过伯克希尔的账面价值变化，25%的收入也会捐给慈善机构。

我还想补充一点。你谈到了技术恐惧症。对伯克希尔来说，科技可能很难投资，但它对许多商业模式受到损害的行业也具有破坏性，这为卖空机会提供了肥沃的土壤。

芒格：让我补充一下。你的问题的答案是否定的。(笑声和掌声)

巴菲特：查理和我对卖空并不陌生。我是说，我们都失败了。(笑声)所以想想你有多幸运。你不会有来自各种倾听我们或我们自己的人的竞争。不，我甚至可能在某个时候提议打个小赌，但我们暂时不会考虑这个。

好吧，如果你追溯得足够远，你知道，我们做了合理数量的卖空，我当然已经确定了很多我认为定价过高的公司，我已经确定了相当数量的公司，我不仅认为，而且几乎可以肯定，他们是在欺诈。所以，自从我们进入这个行业以来，我们就一直看到这些事件。**但通过卖空赚大钱，仍然不是一种长期吸引我们的游戏。**

芒格：**我们不喜欢用痛苦换取金钱。**(掌声)

巴菲特：但我们希望你一切顺利。(笑声)

11、不情愿地为一个伟大的企业付出更多

股东：Ben Sauer 来自路易斯安那州 Shreveport。你能否更具体地说明，在决定收购亨氏(Heinz)等公司的公平价格时，你考虑了哪些因素？还有，你用什么来源来判断会影响一个行业的重大变化？

巴菲特：嗯，我们通常觉得我们付出的太多了。对不对，查理？(笑)

但我们发现业务是如此引人注目，管理层如此引人注目，以至于我们就闭上嘴，在价格上有所妥协。

但是我们没有完美的数学公式。回顾过去，当我们收购了出色的企业，而结果证明这些企业仍然持续出色时，我们本应该支付更多的钱继续买入，高价买入仍然是伟大的商业决策，但你永远不能百分之百的确定。所以它并不像你想象的那么精确。一般来说，如果你有机会收购一家出色的企业，我指的是一种具有特许经济特征的产品，它能让你高度确定地相信，随着时间的推移，他们将获得不同寻常的高资本回报，而且，更好的情况是，如果他们能以同样的高回报率投入更多的资本时，这类企业中最好的。此时你也许应该在价格上妥协一下。

查理和我有过几次谈话，当时我们正在看一家我们喜欢的企业，虽然价格有点让人作呕，查理或我会说，你知道，“让我们做吧”，尽管把支付价格提高 5%会让我们很难受。我们曾在喜诗糖果遇到过这样的情况。查理说，“看在上帝的份上，沃伦，写支票吧。”我才是那个痛苦的人。但这种事已经发生过好几次了，不是吗，查理？

芒格：这几乎总是发生。现在物价不便宜。(笑声)

巴菲特：你知道，你不会找到很多伟大的企业，你也不会有机会购买它们，尽管你在股市上总会遇到。股市将为你提供低价购买的机会，但你也只能购买一定的比例，而你很难在收购整家公司的时候遇到这样的机会。在协商收购一家企业时，你几乎总是在与可以选择出售或不出售的人打交道，并且可以选择他们决定出售的时间，以及所有这类事情。在股市中，它是一个拍卖市场。疯狂的事情可能会发生。你可以遇到一些技术上的波动导致的闪电崩盘或什么的。世界真的没有发生任何变化，但各种卖出机制都被触发了，诸如此类的事情。所以你会在股票市场上看到你在商业市场上永远得不到的机会。

但我们真的喜欢购买企业来持有和保留。我们也喜欢买便宜的有价值证券。但特别是当你有大量现金流入，并且你将继续有大量现金流入时，你真的想把它部署在你可以永远拥有的伟大企业中。查理有什么发现吗？

芒格：没有。我们现在处于一种不同的模式，这是一个很好的教训。如果我们保持我们以前的模式，如果我们从来没有保持学习，那么我们就不会做得很好。人生的游戏是一场不断学习的游戏。至少如果你想赢的话。

巴菲特：我们想赢。卡罗尔。

12、债务增长的担忧

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自纽约州波灵市的 LoganReed，它既是一个问题，也是一个附言，它很友好：我

是一名 86 岁的二战老兵，这让我介于你和芒格先生之间。我要恭敬而迫切地请求你不要再吃这么多汉堡了。(笑声)那些东西堵住了你的动脉，我想让你多待在我们身边一段时间，尽管你把票投给了奥巴马总统。(笑声)

巴菲特：看起来这个家伙想要杀了我，而且他正在这么做。(笑声)

卡罗尔·卢米斯：现在，问题来了。多年来，你经常提到自己节俭的传奇名声，你还赞扬了伯克希尔公司经理们的美德，他们总是非常注重成本。如果这些都是让你取得惊人成功的哲学的标志，你怎么可能支持一个让我们的国家陷入 16 万亿美元债务的政府，而没有对大政府的低效率表示丝毫关切？"(掌声)

巴菲特：是的。好吧，那 16 万亿美元，我们也必须给乔治·布什(George Bush)一定的赞誉。(掌声)当然不是奥巴马政府，至少，在最大的金融危机到临时，要求政府采取适当的刺激措施。但是最后，我发现与人讨论政治是完全没有成效的。那个 86 岁的家伙现在应该已经发现了。我的意思是，大概有一半人同意，一半人不同意。所以，如果你看看查理和我，即使他是共和党人，我是民主党人，基于这一点，我们的分歧并不像你想象的那么大。否则，我可以说，你可以在这里选择，投票给我们中的一个，忽略另一个，我们会为每个人提供一些东西。

我认为，过去四年赤字支出的数额，提供的财政刺激的数额，与我一生中最大的恐慌对经济造成的威胁相比，是相当适当的。我们确实遇到了这样的情况，伯克希尔接到一个电话，通用电气需要资金，而我们是他们最后一个可以求助的对象。这是一个相当糟糕的情况。当房地美 Freddie 和房利美 Fannie 被接管，华盛顿互惠银行 WaMu 和美联银行 Wachovia 倒闭，货币基金三天内下跌了 5%，恐慌正在发生，这是一种相当糟糕的情况。所以我们国家需要财政刺激。现在，真正的问题是：你如何摆脱它？这是一个问题，但在我看来，如果我们决定采取一些紧缩计划，至少从 2008 年开始，这是一个较小的问题。你对此有何感想，查理？

芒格：我完全同意你的观点。(掌声)顺便说一句，乔治·布什也是如此。这是两党合作的结果。我们陷入了如此大的麻烦，以至于两党最终团结起来，支持这些极端的干预措施。

巴菲特：George Bush 可能发表了史上最伟大的十句经济思想名言。大多数人不会因此而相信他。他们会想到 Adam Smith、Keynes、比较优势、动物精神等等。但 George Bush 在 2008 年 9 月走到那里说："如果不放松货币，这个笨蛋可能会倒下。"(笑声)我的意思是，这是一个知道如何抓住重点的人。(笑声)我给了他很大的信任，巨大的信任。他的政党中有很多人不同意他的做法，但在这方面，我们欠他很多。

而且，两党的领导人，一旦他们陷入可怕的麻烦，我认为他们的行为，或者提出的政策，总的来说，在避免

远比我们所经历的更糟糕的事情方面非常有用。而且做起来并不容易,这需要勇气。不过,我对国家债务相对于 GDP 的增长感到不安。事实上,可能是 2009 年或 2010 年,我在《纽约时报》上写了一篇专栏文章谈论这个问题。但是你知道,第二次世界大战结束后,我们的总债务或净债务相对于 GDP 的比例比现在更高,由于当时的情况,人们预测会发生可怕的事情,而这个国家的表现却令人震惊。

真正的危险是,它还在继续增长,而且印钞变得比执行一些纪律更容易。但我们遇到了比现在更糟糕的问题。我的意思是,很大程度上说,这并不是我们国家最艰难的时刻。我认为我们会做得很好,但会有很多争吵,当你每天读到它时,你会感到困扰。但当你从 10 年或 20 年后的历史角度来看,你就不会那么不安了。查理?

芒格: 嗯,我同意你对乔治·布什的看法,当我们聚在一起做正确的事情时,我喜欢这些无党派的插曲。

我也认为我们目前的问题相当混乱。事实上,如果你不困惑的话,我认为你不太理解它。(笑声)

巴菲特: 这让你免受一切伤害。(笑)你对债务水平与 GDP 的关系有多担心?

芒格: 嗯,我不认为有一个固定的比例。事实上,在我看来,大部分债务甚至都不算在你所谓的"债务"里。美国的账外债务比账面债务更大,所有的未来承诺都现在没有资金支持。

巴菲特: 不过,这是可以改变的。

芒格: 是的。但是,如果他们可以改变,我们真的要从一个工作了一辈子的人那里拿走社会保障吗?我认为改变的可能性不大。

巴菲特: 不,不。但实际上,社会保障并不是杀手——如果你的 GDP 实际增长了几个百分点的话。

芒格: 当然——这是个大问题。如果人均 GDP 以每年 2% 的速度增长,我们所有的问题都微不足道。如果我们能做到这一点,共和党人担心的所有这些问题都会变得无足轻重。但你必须有政策使你能够做到这一点,我不确定我们是否总是做得很好。(掌声)

巴菲特: 好的。请继续关注。乔纳森。

13、本杰明·摩尔(Benjamin Moore)不会走低端市场

乔纳森·勃兰特: 我有一个关于油漆行业竞争格局的问题。我个人总是使用本杰明·摩尔的涂料,但有些人说本杰明·摩尔处于不利地位,因为它不能像宣伟涂料(Sherwin-Williams)那样控制自己的分销,他们指出,它的市场份额被百色熊涂料(Behr)夺走了, Behr 在家庭购物中心以较低的价格销售。你最近更换了那里的管理层。该部门

在战略或定价方面有何变化(如果有), 以及该特许经营的前景如何?

巴菲特: 是的。本杰明·摩尔在整个涂料行业中所占的比例相对较小, 但在高端领域它是最受推崇的涂料, 我们在这方面并没有失去地位。

但是, 当我们买下本杰明·摩尔的时候, 我做了一个承诺, 我甚至做了一个视频。本杰明·摩尔有一个经销商系统, 人们在那里投资下他们的储蓄, 然后本杰明·摩尔一代一代地传承下去, 他们指望着公司坚持经销商系统。

如果你选择进入零售巨头门店的话, 你总是可以在销量上获得巨大的增长, 特别是在第一年, 所以总是有零售巨头来找我们, 不管是家得宝还是其他公司, 他们说, "让我们把本杰明·摩尔放进我们的门店吧"。当这种情况发生时, 我们的销量会大幅增长, 他们会喜欢让我们作为一个品牌, 在他们的门店里有这样的身份。

但这将代表着我们分销模式的彻底改变。随着时间的推移, 我不认为它会得到很好的结果, (如果我们在零售巨头的门店铺货), 我知道它本质上会就是欺骗信任我们的经销商网络, 特别是在我的承诺之后, 另一个管理层也承诺了, 而当我们购买它时, 经销商他们信任我们会继续执行原来的政策。经销商模式将适用于像本杰明·摩尔这样的高端品牌。而它永远不会像 Behr 那样通过家得宝的分销渠道而获得市场份额。

实际上, 我们曾经给 Behr 报过价。但该公司实际上正在研究并实施一些举措, 而这些举措实际上会破坏、或者我们觉得会严重伤害经销商, 并违反我在购买时对他们做出的承诺。所以我们确实有一个变化。我们将不会走 Sherwin-Williams 的模式, 我的意思是, 他们的商业战略是非常有效的。我不是在批评这一点, 但这不是我们的战略。我们的战略将是经销商模式, 专注于高端市场。

芒格: 此外, 它的效果非常好。

巴菲特: 是的, 效果很好, 而且会继续很好。这并不意味着 Sherwin-Williams 不会做得非常好。我想他们会成功的。这也并不意味着 Behr 不会做得好。我想他们也会成功的。但我们处于一个不同的细分市场, 我们有责任保护和真正培育经销商分销网络, 我认为我们可以做一些特别的安排, 让这些经销商和本杰明·摩尔的地位变得非常特别。但它不会带来更高的市场份额或任何东西。我认为它将带来——而且已经带来了——非常可观的盈利能力。本杰明·摩尔是一家好企业, 我认为它将继续是一家好企业。查理?

芒格: 嗯, 我完全同意。我一直希望明天我们能再买五个这样的企业。

巴菲特: 是的, 没错。

(全球领先的市场研究机构君迪(J. D. Power)发布了"2018 年涂料满意度研究"并公布了 2018 年全国消费者满意度指

数排名。在内墙涂料排名中，本杰明摩尔(Benjamin Moore)以 853 的分数排名第一，百色熊(BEHR)以 851 分位列第二，威士伯(Valspar)以 843 分排名第三。此外前十名其他品牌为，Dutch Boy840 分、宣伟(Sherwin-Williams)834 分、Clark+Kensington833 分、Pittsburgh、Royal (Ace)825 分、Glidden(PPG 旗下品牌)819 分、Olympic(PPG 旗下品牌)813 分。Behr 百色熊是第一个在零售商店里引入色彩解决方案中心的涂料品牌，也是行业里第一个提供定制色彩搭配和定制配方的品牌。自 1940 年以来，Behr 百色熊就被评价为最好品质和最高价值，经过 70 多年的发展，Behr 已发展成为北美家装市场上领先的涂料品牌之一，家装漆市场占有率超过 30%。2018 年以销售额 22.05 亿美元首次跻身全球十大涂料品牌。)

14、股票投资的策略：成为专家 or 指数基金

股东：Derek Foster，加拿大渥太华。首先，谢谢你，沃伦，因为你分享你所有的信息。你改变了我的生活。我在大学里学过金融，我不懂希腊公式，但现在我可以很好地投资。我的问题是，过去你曾说过，对于一个投资者来说，对于 99%的投资者来说，你应该简单地把钱投入指数基金，然后放手，而且根本不要担心。剩下那 1%的投资者，选择你最看好的五只股票，并投入大量资金。我只是在想，买 20 只美国最好的股票怎么样，比如宝洁，可口可乐，强生等等，这些公司已经存在了一个世纪，或者几十年。你认为从长期来看，它的表现会超过指数基金吗？我也想听听查理的意见。

巴菲特：我不知道你说的是 20 家最大的公司还是 20 家最好的公司。你可能会从不同的人那里得到不同的想法。但我认为你可能选择的 20 个，实际上会与指数基金的结果相匹配。谁知道哪个是最好的呢？

但这两种人之间真正的区别是，格雷厄姆在他的书中提到了这一点，一种人会花相当多的时间成为商业专家，因为这就是股票的本质；而另一种人会忙于另一种职业，他们想要拥有股票，而且实际上股票会在某些时间段表现得很好，但他们面临的真正问题是，他们可能倾向于在错误的时间对股票感到兴奋。

你知道，随着时间的推移，**购买指数基金的想法并不是要求他们在正确的时间购买正确的股票。实际上，这是为了避免在错误的时间购买错误的股票。**因此，随着时间的推移，股票会表现良好，**你只需要避免在别人兴奋的时候感到兴奋**，或者在别人努力地表现为像一个行业内的专业人士时(实际并不是)感到兴奋，特别是你对某个行业并没有投入时间成为该行业的专家的时候。

如果你是一名业余投资者(成为一名业余投资者并没有什么错)，你只是简单地、有一个非常合乎逻辑的、有利可图的行动方案可供你选择，那就是以一种广泛多元化的方式买入美国企业，并随着时间的推移(逐步)投入你的资金。所以我会说，你的 20 家企业的组合可能会与指数基金相匹配，你可能会在这方面做得很好，你会在指数基金中做得很好。查理？

芒格：嗯，我没有什么要补充的。我确实认为——**了解自己的能力是非常重要的。如果你认为你知道的比你**

知道的多得多，那么，你真的是在自找麻烦。

巴菲特：是的。在投资之外也是如此。

芒格：是的。在婚姻中尤其有效。(笑声)

巴菲特：在这个问题上，你还想给出其他建议吗？

芒格：没有。

巴菲特：他在电影里说过。我看到人们在做笔记。好的。Becky？

15、巴菲特的股票捐赠是否损害了伯克希尔的股价？

Becky：这个问题来自俄亥俄州哥伦布市的 James Brodbelt Harris。他说，你在过去十年里慷慨捐赠的数十亿伯克希尔股票，已经并将继续成为与巴菲特、盖茨和芒格家族有关的慈善机构的可出售资产来源。这些慈善基金会每年出价值数十亿美元的捐赠股票，这会不会是股票交易价格低于账面价值 120% 的一个原因，以及是否会宣布股票回购计划，以在未来十年内完全解决慈善基金的这种抛售？

巴菲特：是的。我每年都会捐出 4.5% 的股票，大概是价值 20 亿美元的股票，相当于伯克希尔市值的 1%，略低于 1%。纽交所的许多公司一年的交易量超过 100%。每年出售 1% 的股票绝对是微不足道的，甚至可以说，在某些情况下，它可以支撑市场价格，因为股票的流动性有时决定了人们是否有兴趣购买。但每年 1% 的供应量不会改变股票的交易水平。我的意思是，与总量相比，它是微不足道的。我认为伯克希尔的交易量，A/B 股加起来每天平均可能成交 4-5 亿美元，所以一年卖 20 亿美元不会影响事情。我可以争辩说，你知道，每个人都有权出售他们的股票或把它捐给慈善机构。我不认为我应该完全被束缚，因为我有权把股票送出去。查理？

芒格：对一个老人来说，没有什么比额外的 20 亿美元更微不足道的了。(笑声)

巴菲特：我从来没有捐出过一分钱并因此改变了我的生活。是吗，查理？

芒格：不，当然没有。

巴菲特：我们甚至从未想过这一点。(笑)

芒格：这是不可想象的。

巴菲特：它在别人手里比在我的保险箱里有更多的效用。(掌声) 好的。克里夫？

16、我们的大部分机会将在美国

克里夫·加兰特：回顾你在 10-Q 中的第一季度业绩，这可能更适用于非保险业务，我想知道你现在对美国经济的解读是什么？你开始看到好转了吗？我很好奇，你是否有任何需要开始在美国以外的国际市场扩张伯克希尔（如果你觉得有）？

巴菲特：你知道，我们愿意去任何地方，**只要我们认为我们以一种合理的方式知道：事情在 5 年或 10 年后会是什么样子，我们的钱花得值，公司管理得好，以及我们强调过的所有事情。**所以我们从来没有忽略任何潜在的机会，但是我们将在美国找到我们的大部分机会。这就是事情的本质，这对企业来说是一个巨大的市场，我们在这里更出名。我们的大多数交易将在这里进行，但我们在美国以外也发现一些机会，特别是在补强收购方面。

就目前的业务而言，自 2009 年秋季以来的四年时间里，我们看到了经济逐步的复苏。有时候，人们受到鼓励，认为它正在加速，然后他们开始谈论二次衰退，但我从来不相信这些，也没有发生过。总体而言，我们看到的只是美国经济的缓慢复苏。你看到了前 17 周的货运数据。而且，你知道，我们增长了 3%，但其他铁路公司只增长了 0.4%，所以整个行业可能增长了 1% 左右，略高于 1%。在过去的四年里，经济激增并没有以任何方式或形式重现。它从来没有激增过，如果它继续这样下去，我也不会感到惊讶。

现在，住房过剩终于结束了，大约一年前就结束了，所以我们看到房价有所回升，这产生了很大的心理影响，我们也看到建筑业有所改善。但我们不想再次开始过度建设。我们真的希望住房开工能或多或少地与新增家庭数量持平。我认为我们正在看到这一点。所以，如果你问我明年我们在这里开会时，我们的经济会在哪里，你知道，我认为我们已经向前迈进了。但我不认为它会出现任何形式的激增，但我也不认为我们会停滞。查理？

芒格：嗯，我一直感觉很好

巴菲特：是的。我们确实知道现在发生了什么。

芒格：是的，不知道现在发生了什么，就不能赚很多钱。（笑声）

巴菲特：如果你不知道明天会发生什么，你不可能赚很多钱。我们会继续玩这个游戏。如果我们明天听到我们可以花 150 亿或 200 亿美元的东西，我们觉得如果我们喜欢这个生意，不管是在美国或其他地方，我们会立即行动，如果我们不这样做，我们什么也不会得到。我们永远不知道机会什么时候会出现，但它确实会时不时地出现。有时在金融市场上，它会以一种惊人的方式出现。我的意思是，这种情况会不时发生。我们俩人可能不会再看到更多的机会了，但这个房间里的大多数人在他们的一生中会看到四到五次难以置信的机会，可能在股市也可

能在债市。事情(崩盘)发生时，你知道，你必须有能力行动，这意味着你既要有能力，也要有精神上的毅力，在大多数人跳出来的时候跳进去。查理，你想补充点什么吗？

芒格：没有。

17、年轻的基金经理应该如何吸引投资者？

股东：嗨。Brandon 来自洛杉矶。我 20 多岁，正在开始我的合伙公司。在我有个人投资记录之前，你对让人们投资我有什么建议？(笑声)

巴菲特：嗯，你还没有把我说服。(笑声)

我认为人们在参与他人投资时应该非常谨慎，即使他们有良好的记录。因为有很多记录并没有多大意义。

但总体而言，我会建议，任何想要管理资金，并希望以后吸引资金的年轻人，尽早开始建立一个经过审计的业绩记录。我的意思是，虽然这远不是我们雇用 Todd 和 Ted 的唯一原因，但我们确实看了他们的记录，我们看了我们都相信并能理解的记录，因为我们看到了很多我们并不认为有多大意义的记录。

我的意思是，如果你有一个抛硬币比赛，就像我几年前写的那样，有 3.1 亿只猩猩在那里抛硬币，他们抛 10 次，你知道，结果会连续成功地抛 10 次的大猩猩，不会是 3 亿只，而是约 30 万只($50\%^{10}$)。在未来的抛硬币比赛中，这些猩猩可能会四处活动，试图吸引大量资金来支持它们。所以我们的工作，当我们雇佣某人管理资金时，要弄清楚他们是否是幸运的硬抛币者，或者他们是否真的知道自己是谁。

芒格：当你碰到他这个问题时，你不是从一个充满爱的家庭凑了 10 万美元吗？

巴菲特：是的。好吧，我希望他们在给了我钱之后还能继续爱我。但整个筹资过程非常缓慢。正如查理指出的那样，有些人认为我可能在经营一个庞氏骗局。而有些人可能没有想到这一点，但这对他们来说是一种优势，因为他们在奥马哈找到了投资渠道(我的基金)。但是你为了吸引资金，你应该随着时间的推移公布自己的业绩记录，然后你应该能够向人们解释为什么这个记录是合理思考的产物，而不是简单地跟上了趋势或仅仅是运气。查理？如果从今天开始你重返 25 岁。你如何吸引资金？

芒格：我认为大多数人都是从朋友和家人开始的，或者是那些他们已经通过其他方式赢得了信任的人。所以当你年轻的时候很难做到这一点，这就是为什么人们从很小的规模开始。

巴菲特：相对来说，只有少数人会成功。他们中的很多人将会成功——我的意思是，我们这里有对冲基金的

记录。在此期间，对冲基金经理个人可能赚了一大笔钱。正如我所指出的，在对冲基金 2/20 的薪酬体系下(2%管理费+20%业绩提成)，Todd 和 Ted，如果把钱放在地上的一个洞里，今年将每人赚 1.2 亿美元。所以这是一个你在参与之前想要认真考虑一下的薪酬安排。

芒格：这个薪酬数字吸引了许多错误的人进来。

巴菲特：很自然地，我们认为我们是例外。安德鲁？

18、阿吉特·贾因会接替巴菲特执掌伯克希尔吗？

安德鲁·罗斯·索尔金：好的。在伯克希尔，在你对阿吉特的特殊技能和阿吉特的特殊技能的认可之间存在着一一种独特的动力。你经常评论阿吉特的技能是多么独特。告诉我们，阿吉特是你的继任者吗？(巴菲特笑)如果不是，没有阿吉特，阿吉特的生意会怎样？

巴菲特：嗯，他们在很长一段时期内都不会没有阿吉特。他在很多方面都很了不起，但他特别了不起的一点是，当人们开始模仿他正在做的事情，并把原本可能相当有利可图的事情，变成人人都在做的事情时(抄袭模式到大家不赚钱时)，他会找到新的做生意的方法。我注意到，当你开始考虑阿吉特可能的继任者时，你是从字母"A"开始，但我想当你要从字母"B"开头去找继任者时，你不会有那么多的运气。(笑)查理？

芒格：我认为基本的答案是，如果阿吉特不和我们在一起，我们看起来不会那么好，对吧？

巴菲特：其他许多经理人也是如此。我们有一群非凡的人，在大多数情况下，他们不需要为我们工作赚钱。他们本可以赚更多钱。而现在，他们为你们这些股东，为我和查理付出颇多。但我认为他们正在愉快地经营自己的企业。我们所做的一件事就是努力创造一种氛围，让他们能够享受经营企业的乐趣，而不是把所有时间都花在来回跑到总部，做展示和讲述之类的事情上。不过，这也花了很长时间。我是说，我们在没有阿吉特的情况下经营了伯克希尔 20 年。如果他在 1965 年而不是 1985 年来到办公室，我们可能会拥有整个世界。(笑声)

19、霍华德·巴菲特在其父亲之后的角色不是经营伯克希尔

道格·卡斯：和你一样，我也有两个深爱的儿子，今天的观众中也有我一个儿子。这个问题并不意味着不尊重，但这是我必须要问的问题。总有一天，你的儿子 Howard 会成为伯克希尔的非执行董事长。伯克希尔是一家非常复杂的企业，随着时间的推移变得越来越复杂。Howard 从未经营过多元化业务，也不是企业风险管理方面的专家。据我们所知，他从未进行过实质性的股票投资，也从未参与过接管一家大公司。除了出生的意外，

Howard 是如何成为最有资格承担这个角色的人的？

巴菲特：嗯，他并没有扮演你所描述的角色。他正在担任非执行董事长的角色，以防在挑选首 CEO 的问题上出现错误。我认为犯错误的概率不到 1%，但不是 0。我在其他行业也看到过这样的错误。所以他的工作不是经营企业，不是配置资本，也不是做其他任何事情。如果在挑选 CEO 时犯了一个错误，让一个非常关心维护伯克希尔文化和照顾股东、而不是经营业务的非执行董事长，做出另一次改变就会容易得多。

他在那里是文化的保护者，他对此有一种巨大的责任感，他对经营企业没有任何幻想。他对经营这家企业毫无兴趣。他不会因为经营生意而得到报酬。他不需要考虑经营生意。他只需要考虑董事会是否需要更换 CEO，他自己就是董事会的一员。

在 60 多年的时间里，可能是 55 年的董事生涯中，我见过很多次，真的很多次，一个公司会遇到一个平庸的 CEO，虽然他不是不诚实的，但他不是应该管理公司的人，在这种情况下需要做出改变。但当那个人在 CEO 的位置上时，改变是非常非常困难的。现在你有了一个程序，董事会每年至少召开一次没有 CEO 出席的会议，在这种情况下，改变就更容易了。在我看来，在美国企业界，这是一个非常大的进步。

因为董事会是一个社会机构，人们每三个月去一次芝加哥、纽约或洛杉矶，开几次委员会会议，可能会怀疑他们是否真的找到了合适的人来管理它，这样做并不容易。他们可能有一个很好的人来管理它，但他们可以做得更好。但谁会做出改变呢？这就是非执行董事长，也就是在这种情况下 Howard 将处于的位置。据我所知，没有人会比我的儿子 Howard 更有责任感去做这份工作。

芒格：是的。有 Howard 在，我认为芒格家族(的投资)更安全(掌声)。你要记住，我们的董事会拥有很多股票，我们考虑的是股东利益。为了股东我们不想把事情搞砸。

巴菲特：是的。在我死后，不管它的价值是多少，但它将是价值 500 亿美元的股票，在一段时间内，将用于帮助世界各地的人们，你知道，股票背后的公司是否做得很好，这将产生巨大的差异。查理和我都见过不止一个例子。一位 CEO 在 10 分制中可能是 6 分，他非常讨人喜欢，然后他可能帮助挑选了一些坐在那里的董事，并继续年复一年地经营企业，而换其他人可以比他做得更好。如果那个人控制了议程，你知道，让每个人在开董事会的时候都很忙，那么就非常难做出改变。

芒格：你可以有一位在任何事情上都十拿九稳的 CEO，但他也会有很深的缺点。有一个客观的、有真正动机

的人坐在 Howard 将要担任的职位上会有所帮助的。

巴菲特：我过去举过的例子是，你知道，温顺的人是受到支持的，因为他们将继承地球，但在他们继承地球之后，他们会保持温顺吗？这可能就是问题所在。你知道，如果有人被任命为伯克希尔的 CEO，这可能是一个人们想要以各种方式施加影响的职位。你可能已经注意到，在年度报告中，就我们的报纸业务而言，你知道，我不会告诉他们该支持谁当总统。比如其中 10 人支持 Romney，2 人支持 Obama，而我投了 Obama 的票。我不会改变这一点。但当我做出这类安排时，我也在某种程度上试图限制我的继任者，我们不希望有人在未来利用伯克希尔公司作为权力基础。我们希望他们为股东着想。就这么简单。

芒格：有时候，有些人成为了 CEO，他们具有曾经著名的加州 CEO 的特点，他们过去常说他是唯一一个可以坐着昂首阔步的人。(笑声)

20、近零的利率对债券是"残酷的"

股东：嗨。Brad Johnston 来自明尼苏达州明尼阿波利斯市。我的问题是，在一个可能持续一段时间的极低利率环境的背景下，以及保险公司在这种环境下面临的挑战，即管理其资本，以及管理其未来负债和潜在的流动性需求时的风险和不确定性。也许你也可以把它扩展到个人，他们也需要应对低利率环境，试图管理不确定性，但仍能从投资中获得一些现金回报。我很欣赏你定期出售一些股票的想法，这样做比分红更好，但很多人都在应对现金流的挑战。然后——还有最后一个附言。如果你能在最后，你能解释一下美联储主席 Ben Bernanke 认为他的工具箱里有一个叫做"定期信贷工具"的工具吗？

巴菲特：不。答案是我不能。你能吗，查理？

芒格：我不知道。

巴菲特：我的意思是，对于那些持有现金、现金等价物、短期国债或其他资产的人所面临的问题，低利率很残酷。你知道，如果他们靠自己的收入生活，当你进入低利率时，购买力的损失是令人震惊的。他们是低利率政策的巨大受害者，而且这是非常低的利率政策。

你知道，我在 2008 年写过人们应该持有股票的文章。我的意思是，股票很便宜。你几乎肯定会被通胀打败，因为你知道，至少在一段时间内，我们有一个承诺，即美联储将保持非常低的利率，所以这是一个拥有股票的好时机。我为那些坚持美元固定收益投资的人感到遗憾，特别是在这样一个时期进行的短期投资，我不知道如果我

在那个位置上我会做什么。想象一下，在过去有一笔看起来很大的钱，100 万美元的 0.25%是每年 2500 美元，这不是人们多年来储蓄时所预期的。所以我建议过的任何人，我一直觉得，在大多数情况下，拥有企业肯定比美元的固定收益更有意义。可能是我生命中 90%的时间，这比拥有美元的固定收益投资更有意义。

几年前，当股票价格下跌到非常值得购买的时候，这当然是非常有意义的。你可以看到美元的固定收益投资在未来相当长的一段时间内回报很低。我没有预料到我们会在很长一段时间内看到这样的利率，我不知道它会持续多久。但这对人们来说是一个真正的困境。我收到很多人的来信，他们说，“我有 30 万美元，我该怎么办？”所以，低利率的影响以一种非常严厉的方式打击了数百万人。你不会读到太多这方面的文章，他们也没有太多的发言权。但在这样一个时期，这是一个拥有生产性资产而不是美元的很好的理由。查理？

芒格：嗯，他们必须伤害一些人，而伤害储蓄者很方便。

巴菲特：你会怎么做？

芒格：我会像他们那样做的。我会为此感到难过，但这就是我会做的。

巴菲特：好的。我们已经完成了小组讨论，我们还有大约 45 分钟的时间，所以我们将给股东们一个提问机会，从现在开始回答他们提出所有问题。

21、IBM 的竞争护城河

股东：嗨。Chris Hu 来自日本东京。你能多谈谈 IBM 的投资吗？你认为那项业务的护城河在哪里？本着完全公开的精神，我为微软工作。

巴菲特：IBM。好吧，我想说的是，我不像理解可口可乐周围的护城河那样理解 IBM。我想我对 IBM 有一些了解，但我觉得我对可口可乐、箭牌或亨氏周围的护城河比 IBM 更有信心。但我对 IBM 的感觉很好，我们已经投入了相当多的资金。没有什么能阻止微软和 IBM 的成功。事实上，我希望他们都是。

我对 IBM 的仓位有足够的信心，因此我们投入了非常大的仓位。我喜欢他们的财务策略(回购+提升 EPS)。我认为，随着时间的推移，他们的地位保持强势的可能性很大，但我对 IBM 不像对 BNSF 铁路那样有信心。我的意思是，你知道，我很难想象 BNSF 会出什么问题。我能想到 IBM 可能会在一些地方出问题的。

顺便说一句，他们有很大的养老金义务。现在他们也有一个庞大的养老基金，这是一个 750 亿或 800 亿美元的资产和负债，这是有一个巨大养老金的公司。你可以在养老金领域获得有趣的回报(巨大的水分)。我宁愿他们没

有这个，但这是我在购买时考虑的一个事实。虽然它们显示资产和负债大致相等，但随着时间的推移，负债肯定比资产更确定。查理？

芒格：是的。好吧，但至少 IBM 的养老金计划有 IBM 的资源为后盾。假设你现在有一家大型人寿保险公司。全世界的寿险公司都开始遭受地狱般的折磨。在日本，他们同意支付 3% 的利息，当然，一旦日本的负利率政策实施了很长时间，那这些公司就没有办法赚 3% 的利率回报。很多曾经备受尊崇的安全场所现在看起来都不安全了。在伯克希尔你会注意到一些寿险业务，**我们自己的寿险与再保险保单不同，它们的规模非常小**，对吧？

巴菲特：是的。在这个世界上，**我们不喜欢提供期权，而人们往往会提供**，特别是他们有一支销售队伍在推动他们，就像你在寿险行业所做的那样。他们倾向于给人们提供一些期权，在某些情况下，这些期权花费了他们大量的金钱。你知道，**人们总是想接受一个期权**。

你知道，查理和我曾从事储贷业务。实际上，当你给某人 30 年抵押贷款，如果这对你来说是一笔好交易，他们明天就会取消，如果这对他们来说是一笔好交易，那他们可以保留 30 年。那些是可怕的工具。如果你要买房子，它们对你有好处，我建议这个房间里的每个人都立即为房子申请 30 年的抵押贷款。如果这是一笔糟糕的交易，而且利率上升 1%，你可以退款。如果利率上升 6-7%，也许你可以以 7 折的价格买回它。

因此，在过去的几十年里，**寿险公司已经进入了一个非常非常重要的时期，许多寿险公司正在付出代价**，其中一些人甚至还没有意识到问题到底是什么。他们有点像弹簧刀大战中的那个家伙，你知道，另一个人用弹簧刀猛击他，那个人说，“你没有碰到我，”另一个人说，“好吧，等你试着摇摇头。”嗯，这有点像现在的一些寿险公司。查理？还有什么要说的吗，查理？

芒格：不，这已经够悲观的了。

22、重新开始是完全不同的游戏

股东：嗨。Masato Muso，来自加州洛杉矶，波士顿大学的 MBA 学生。你提到你是 85% 的本杰明·格雷厄姆和 15% 的菲利普·费雪，你还说如果你今天只有 100 万美元，你可以产生 50% 的回报。由于我是一个年轻的投资者，这是我对你们两个的问题：当你还在积累资金而不是管理数十亿美元时，你的投资策略有什么不同？你是否专注于特定的行业，小型股，大型股，等等？谢谢。

巴菲特：嗯，**管理 100 万美元与经营伯克希尔或经营 200-500 亿美元的基金是完全不同的游戏**。如果查理和

我现在经营 100 万美元或 10 万美元，我们会考虑一些可能是一些非常小的投资。某些情况下我们会去寻找小的差异。机会就在那里，而且是周期性的，它们是非凡的。但这是我们现在不再考虑的事情，因为我们的问题是每年处理 120 或 140 亿美元的收益，这意味着我们必须寻找非常大的交易，忘记我们年轻时做过的事情。查理？

芒格：是的。我很高兴我解决了那个特殊的问题。(笑声)

巴菲特：他在这方面非常努力，我们都这么做了。我们曾经在到处寻找投资机会——

芒格：我曾经用我自己的所得税在我的浮存金上获得了很大的回报。在我拿到钱和把钱交给政府的时间差内，我经常能赚到足够的钱来交税。它适合小额的资金，并在大多数事情上这样做。

巴菲特：但他没有告诉我怎么做。(笑)

23、不要投资于国家或类别

股东：嗨，沃伦和查理。Andy Ling，来自中国上海。非常感谢你所说的和你所做的。世界各地的人们从你的投资哲学中受益良多，所以你在中国有很多粉丝。我的问题是：你如何看待伯克希尔在中国等新兴市场的投资？如果是，您对哪些行业和公司感兴趣？谢谢。

巴菲特：是的。我们并不是真的一开始就把目光投向新兴市场或特定国家或任何类似的地方。你知道，当我们四处走动时，我们可能会发现一些东西，但这并不像查理和我在早上谈话时说的那样，你知道，在巴西或印度或中国或其他地方投资是一个特别好的主意。我们从来没有进行过这样的对话，是吗，查理？

芒格：没有。

巴菲特：这是不可能的。我们不认为这是我们的优势所在。我们知道我们的能力圈不在那里。我们认为，可能大多数人的能力圈也不在那里。我的意思是，这听起来不错，但我真的不认为这是看待投资的最好方式。我们曾经拥有很多中石油的股份。我们现在拥有一些比亚迪。我们已经在美国境外持有证券，并将继续持有。但如果你告诉我们，我们只能在美国投资我们的余生，我们不会认为这是一个巨大的困难，不是吗，查理？

芒格：是的。这是销售投资建议的好方法，有很多不同的类别，很多佣金，很多建议，很多行动。在很多事情上，我们只是觉得我们没有足够的优势，所以我们不想参与。

巴菲特：是的。当我们听到有人谈论概念时，包括国家概念或任何可能形式的概念，我们倾向于认为他们可能在销售方面比在投资方面做得更好。这是一种非常简单的销售方式。我的意思是，这是人们期望听到的——你

知道，当有人打电话来，今天我们认为你应该看看世界各地的这个或那个。而我们要做的事情就是以有一个有吸引力的价格找到一个好的生意，然后买下它。

芒格：我们的专家非常喜欢玻利维亚。然后你说，去年你喜欢斯里兰卡。我们只是对此感到不舒服。

巴菲特：是的。我们通常认为这是胡扯。

芒格：这就是我们不舒服的原因。(笑声)

24、房地产泡沫不能只怪华盛顿

股东：你好，巴菲特先生，芒格先生。我叫 Brandt Hooker，来自洛杉矶。首先，我要感谢你们两位，感谢你们多年来的建议和你们的金融慈善事业，以及你们为世界各地如此多的投资者提供的教育或知识。我的问题是：美国政府似乎在引诱美国公众购买房屋，不惜任何代价使用抵押贷款。你认为我们的立法者现在也在做同样的事情吗？我们是在制造泡沫吗？

巴菲特：不。就房地产而言，我认为我们现在离泡沫还很远。我当然认为你的陈述是准确的，但就之前发生的事情而言，并不完整。

我的意思是，整个国家，几乎每一个人——在住房方面真的有点疯狂。政府是其中非常重要的一部分，因为他们是其中非常重要的资金来源。当然，很多立法者都在鼓励房地美和房利美做他们不应该做的事情，而不仅仅是依照过去的经营方式。我的意思是，如果你看一下当时的情况，你可以得出这样的结论。

但有很多人在做同样的事情。我的意思是，它来自各个来源。泡沫就是这样，年复一年，在三年四年或五年里，不管它是什么，怀疑论者看起来像个白痴，那些加入这一潮流的人是那些以更高的价格为他们的房子再融资的人，以及那些在其他房子上投机的人。所以一切看起来都太美妙了。人们真的很容易受到那种从众效应的影响，他们看到他们的邻居很容易赚钱，每个人都很容易赚钱，除了他们自己，他们最终屈服了。这就是事物的本质。这并不意味着房地美或房利美的人一定是邪恶的，也不意味着立法者一定是邪恶的，尽管他们中的一些人可能是邪恶的。但绝大多数情况下，我认为大多数人只是陷入了一种巨大的幻觉中。而且，你知道，这在历史上发生过很多次，它会再次发生，你可以利用这一点来获利。

我们现在在住房问题上没有处于那种时期。你有非常非常低的利率，在很多情况下，这支持了房屋的购买，因为它很明显降低了付款的金额。但就我个人而言，大约一年前，我建议人们买房子，我当然建议人们现在就融

资买房。如果你找到一个社区，如果你打算在那里住一段时间，你会找到一个适合你需要的房子，我认为这可能是一个非常好的购买时机，部分原因是融资利率具有如此令人难以置信的吸引力。查理？

芒格：嗯，主要的问题是，随着事情变得越来越疯狂，政府本可以在所有人都喝醉之前把酒杯拿走，进行干预，相反，政府还继续助兴。这不是个好主意。但是你很难让一个民主国家的政府从那些想喝醉的选民手中夺走酒杯。

巴菲特：这几乎是不可能的。

芒格：所以有点抱怨生活中不可避免的事情。这不是个好主意。

巴菲特：是的。你会再次看到它，不一定是在住房方面，但你会看到它。人类将继续犯过去犯过的同样的错误。当别人害怕的时候，他们也会害怕。我的意思是，当 1750 亿美元在三天内流失，你可以在货币市场基金中看到这一点。我的意思是，当人们感到害怕的时候，这是非常常见的。我经常想，如果我在一个有两家银行的小镇上拥有一家银行，如果我愿意的话，我可能会雇佣一大群好莱坞临时演员在另一个人的银行前排成一排。(众笑)最糟糕的是，一旦他们在那里排起了长队，他们就会开始在我的银行排起长队，因为人们真的都很害怕。

然后信心会逐渐恢复，但当他们变得贪婪时，他们也会变得集体贪婪。我的意思是，这就是人类的构造方式。这就是查理和我的优势所在。我们(在很多领域)没有优势，特别是在许多其他方面。但我认为，我们有能力避免追随别人去做什么，也许比大多数人做的更好。而且，你知道，我不知道我们是否随着时间的推移学到了这一点。但当我们看到价格下跌时，你知道，我们认为这是一个买入的机会，价格下跌并不会困扰我们。现在，我们不依靠杠杆资金来拥有东西，我们不会让自己处于一种别人可以从我们脚下抽走地毯的境地。这在生活中非常重要。你永远不想陷入困境。

当然，当价格上涨时，杠杆作用会变得非常诱人。杠杆是以一种巨大的方式被引入到房地产之中。我的意思是，如果你不继续借更多的钱来买更多的房子，或者用它来生活或其他什么，那么人们就会觉得你是个白痴(有钱不赚王八蛋)。然后，楼塌了(资金链崩了)。查理？

25、尽管欧洲存在债务问题，但仍准备在欧洲投资

股东：嗨，沃伦，查理。George Islets 来自科隆。你认为欧元区有投资机会吗？例如，扩大你在慕尼黑再保险公司的股份？你相信欧洲央行的政策能把这些东西整合在一起吗？谢谢。

巴菲特：是的。好吧，我们非常愿意在欧元区寻找商业机会，我们做了几个补强收购，其中 CTB 在农业设备领域花了几亿美元。如果我们在与欧元挂钩的 17 个国家中的任何一个国家找到一家企业，我们都会很高兴。不过其中可能有几个国家，我们可能比其他人更不愿意去。(不讲武德的一些东欧国家)但是，你知道，这可能会为我们收购企业创造机会。我们很乐意。

欧洲不会消失。但欧洲货币联盟有一个重大缺陷，他们正在努力寻找纠正这一缺陷的方法。有 17 个政治团体和许多不同的文化，他们很难做到这一点。在我看来，他们会及时完成修补的。但本质上，**他们只同步了一种货币，但没有同步太多其他东西**。大自然总是能找到致命的缺陷，经济学也是如此，而且就欧元而言，他们很快就发现了已经建立的政治结构不会起作用，他们必须找到有效的方法。他们最终会解决麻烦的，但在这个过程中他们可能会经历相当多的痛苦。查理？

芒格：是的。就像欧洲的结构一样，让希腊加入欧盟就像用老鼠药当奶油一样。(笑声)这是一个非常愚蠢的想法。(笑声)它不是一个负责任的资本主义国家，一个人们不交税的地方，等等。它只是在加入工会的过程中，他犯下了相当极端的欺诈行为。他们对债务撒了谎。所以欧洲犯了可怕的错误。他们也有政客。(笑声和掌声)

巴菲特：多年来我一直试图让他使用"A 国"和"B 国"，但他——(笑声)

巴菲特：你认为十年后他们就不会这么做了吗？

芒格：我认为欧洲会得过且过。想想欧洲已经蒙混过关了。

巴菲特：当然。即使有这样可怕的预测，也不过分，但我们会很高兴在未来在欧洲收购一家我们喜欢的大企业，我们愿意为它支付现金。

芒格：如果是在希腊，我希望你能给我打电话。(笑声)

巴菲特：我提出了这些小建议，但你可以看到它并没有多大帮助。(笑)

26、社交媒体将帮助伯克希尔的一些业务

股东：嗨。David Yarus 来自佛罗里达州迈阿密。我代表互联网，欢迎来到 Twitter。我的问题是：社交媒体如何影响你的业务和伯克希尔旗下的公司，你认为它在短期和长期内对世界有什么影响？

巴菲特：在座的观众中可能有一半或更多的人能比我更好地回答这个问题。当然在像 GEICO 这样的地方，它已经产生了影响，随着时间的推移，它将在营销方面产生巨大的影响，就像互联网带来的变化一样。我的意思

是，GEICO 保险公司成立于 1936 年，它有一个很好的商业模式，那就是直销保险，它最初完全是通过邮件进行的，而且效果很好。随着世界的变化，然后它进入了电视广告和电话销售之类的东西，然后它进入了互联网，现在它进入了社交媒体。所以，你知道，我们必须在所有业务中倾听客户的意见。他们中的一些人比其他人更具戏剧性。我对世界变化之快感到惊讶。就 GEICO 保险而言，我认为互联网会非常迅速地影响年轻人的购买习惯。

事实上互联网在整个年龄范围迅速传播开来，这是一个巨大的变化。你必须对此做出回应。我不是做这件事的最佳人选，但我们的企业中有非常擅长做这件事的人，他们对此进行了大量思考，而且他们会继续思考。但让我负责伯克希尔的社交媒体将是一个可怕的错误。(笑声)

查理也不是一个特别好的选择。查理，你想为自己辩护吗？

芒格：嗯，我不是很理解。出于很好的理由，我像躲避瘟疫一样躲避它。我讨厌让我自己家里的孩子们永远记住他们 13 岁时说过的最愚蠢的三件事。(笑声)

巴菲特：查理，我们会有大麻烦的。(笑)

芒格：如果是这样的话，我们两个人都会有大麻烦。所以我认为有一段时间你的无知和愚蠢应该被隐藏起来。(笑声)我还认为，当你像年轻人那样疯狂地同时处理多项任务时，没有一项任务可能会完成得很好。(掌声)

巴菲特：有没有我们忘了得罪的人？(笑声)

27、欺诈、骗子和会计

股东：你好。Stuart Kaye 来自康涅狄格州的斯坦福。在会议的早些时候，你说在阅读财务报表时，你发现了一些你几乎可以肯定是欺诈的公司。在你看到的那些财务报表中，是什么让你如此确信它们是欺诈？

巴菲特：嗯，这些年来变化很大，但我们不能 100%，或者 90%或 80%的确定欺诈行为，但有一些特定的欺诈会突然冒出来，他们也会暴露自己。我的意思是，在打扑克的时候，他们说的是"技巧"。

查理和我已经收购了很多企业，当我们收购这些企业时，我们必须在一定程度上准确地评估我们收购的人，这一点非常重要。因为，你知道，他们给了我们股票，我们给了他们很多钱，然后我们指望他们在有了钱之后像以前一样热情地经营企业，所以我们在评估人们。但我们不认为我们可以准确地评估每个人。我们只需要在那些我们做出肯定决定的地方是正确的。这些决定并不总是完美的，但它们相当不错。我想说的是，随着时间的推移，他们可能已经变得更好了。

同样，在查看财务报表时，例如，在保险领域，我们确实看到了一些欺诈行为，你可以看到偶尔会用损失准备金做一些事情。我们在报表里看到了它，但我不会说出任何名字。我不像查理，我不会说出来，我们会称他们为公司 A 和公司 B，而不是指名道姓。但你会看到一些公司，当他们向公众发行股票时，你知道，在那之前的一两年，他们的损失准备金会非常可疑地下降，甚至当他们把股票卖给其他保险公司时，如果对方购买了这些股票，他们可能会需要重新建立准备金。

但有一百万种不同的方法。很明显，我并不是说我知道所有的方法，但这些年来我已经看到了足够多的情况，我已经看到了股票销售人员是如何行动的。你可以发现某些你认识的人，以某种方式，在玩数字游戏。最终他们会暴露自己。但我不能给你一张列有 40 个项目的清单，或者你在资产负债表或收入账户或脚注中就能够寻找的那种东西。查理，你能帮忙吗？

芒格：有时候这很明显。有一次，沃伦偶然把我介绍给了一个人，他想把一家火灾保险公司卖给我们。他说的第一句话，就带着浓重的东欧口音，我但他告诉我，他说，"这就像从婴儿那里拿糖果一样容易，"他说。"我们只为水下的混凝土结构投保火险。"我立刻意识到这可能是欺诈。

巴菲特：不要说出国家的名字。(笑声)

芒格：我不记得这个国家了。

巴菲特：很好。(笑声)

芒格：我是一个非常敏锐的人。

巴菲特：是的，那家伙是个骗子。嗯，事实上你有一些经验，你知道，他是电影行业的律师(欺诈专家)。(笑)

芒格：哦，我的上帝。

巴菲特：是的。当你进入会计领域时，电影行业是特别容易造假的，就你注销财产的速度而言，以及任何你有在建工程或进度付款类型的东西而言，你可以在会计中有很多作弊的方法。而金融机构可能尤其容易出现这种情况。在保险行业也有很多这样的例子。

芒格：很多时候，他们不是故意欺诈，因为他们被蒙蔽了。换句话说，他们相信自己所说的。

巴菲特：是的。人们喜欢雇他们当推销员。(笑声)如果你可能因为有某种原因对一件事你有疑问，最好忘了它。他们现在在会计披露方面越来越努力，真挺有意思的。我不确定我是否觉得现在的财务报表比 30 或 40 年前

更有用，或者在某些情况下，像我过去发现的那些一样有用。查理？

芒格：嗯，我认为大银行的财务报表现在比过去更难理解了。他们只是做了这么多不同的事情，他们有这么多的脚注，有这么多的官样文章，但他们已经不是我祖父时代的银行了。

巴菲特：当我们拥有他们的时候，我们无法理解他们。我的意思是，我们收购了通用再保险公司(Gen Re)，在那里他们有 2.3 万份衍生品合约。查理和我可以一天 24 小时在 10 个或 20 个数学博士的帮助下研究它们，但我们仍然不知道发生了什么。我们花了大约 4 亿美元才找到答案，那还是在一个良性市场中才做到的。但没人能彻底搞明白它们。

芒格：而会计师已经认证了资产负债表。这是一种新型资产。我给它起了一个新名字，"一种保持良好直到认真审阅的资产。"(笑声)

巴菲特：是的。好吧，你实际上同一家审计公司会审计两家不同的公司，而这两家公司是一笔衍生品交易的双手方，并对同一份合同进行了不同价值的认证。查理在所罗门的一份衍生品合约上发现了一个错误。有多少？两千万？

芒格：没有。但这是一份大合同，**双方在同一份合同上都报告了巨额利润，这得到了他们的会计师的认证。**只是为了双方都能盈利。一旦人们陷入竞争的狂热，事情就会失去控制。

巴菲特：这有点像我们和瑞士再保险的纠纷。1991 年我成为所罗门公司的临时 CEO，幸运的是，在我发现这件事之前，我向众议院和参议院委员会作证。顺便说一句，一般来说所罗门希望有保守的会计制度。我认为这是一个公平的说法。在许多情况下确实如此。但有一天他们来找我说，"沃伦，你可能应该知道我们有这个项目"——我想会计上应该是 1.8 亿美元左右，而资本基础可能是 40 亿美元，所以实际上并不是 1.8 亿美元。他们说，这是一个附加的数字，自从 19 年前(我猜是在 1981 年)Phibro 公司与 Salomon 公司合并以来，我们一直在使用它。十年来，这个数字每天都在变化。正如我所记得的，Phibro 或其他公司有一个在交易日期系统，那是个结算日期系统。十年来，安达信作为他们的会计师，支付了大量的审计费，他们就是不知道如何让数字平衡，所以他们只是每天输入一个数字。他们就这样记账了十年，我自己都不知道怎么去除它。我的意思是，你几乎不得不重新开始。他们不是有一次就这么做了吗？

芒格：我们做到了，沃伦。(笑)当我们改变互助储贷会计系统时，我们遇到了一个矛盾，没有一个会计师能解

决这个问题。所以我们就让它都计提了。我们只是让账户清空，然后重新开始。

巴菲特：是的，我们让账户重新开始。会计并不是人们希望你去做的那门科学——

芒格：在会计行业，你可以像他们在意大利做的那样，当他们在邮件方面遇到麻烦时。你知道，邮件堆积起来，激怒了邮政员工。他们只是扔掉了几车，之后一切都很顺利。(笑声)

巴菲特：各位，你们又在指名道姓了。(笑)发生在某个不知名的国际国家。(笑声)

芒格：是的，意大利。(笑声)

28、伯克希尔会在撒哈拉以南的非洲投资吗？

股东：下午好。Jerry Lucas 来自特拉华州的纽瓦克。你之前回答了关于新兴市场的问题。我只是有一个类似的问题。如果你在南非以外的撒哈拉以南非洲找到了吸引你的业务，今天的条件是否适合进行投资？

巴菲特：嗯，我自己可能不知道怎么做，但我认为，如果它有足够的吸引力，而且我认为我了解这个行业的本质，我可能会从其他人那里得到一些建议。我可能最终不会这么做，但我不会完全排除这种可能性。

芒格：我看到了。密歇根大学(University of Michigan)在伦敦聘请了一位专门研究撒哈拉以南非洲的投资经理。我想，“天哪，他们是怎么做到的？”他们所做的是让小银行在非洲的粉单市场进行交易，人们想要的第一件事就是不要把钱藏在枕头下面，他们刚刚买下了非洲所有的小银行，他们赚了很多钱。因此，如果你知道自己在做什么，就有可能进入非常不可能的地方。我会说我们不是很擅长。

巴菲特：不，这不是我们的专长，但这是可以做到的。如果我们没有现在那么富裕，我们甚至可能会考虑这么做，对吧，查理？

芒格：我不这么认为。

巴菲特：好的。(笑声)明年我们将为此做好准备。(笑声)

29、和你的成年子女一起商定遗嘱

股东：你好。m Marvin Blum 来自德克萨斯州的沃思堡，这里是你们四家公司的所在地。我是一名遗产规划律师，当我们今天结束时，思考婴儿潮一代即将传递历史上最大的财富转移是很有趣的。我可以设计取消遗产税的计划，并将大量财富传给下一代，但我的许多客户来找我，说他们想要一个像沃伦·巴菲特那样的计划，给他们的孩子留下足够多的东西，可以让他们可以做任何事情，但又不是太多，以至于让他们什么都不用做了。现在他

们问我，我也在问你，那是多少钱，你怎么才能不毁了你的孩子？(掌声)

巴菲特：是的。好吧。我认为更多的孩子是被父母的行为而不是遗产的金额毁掉的。(掌声)

你的孩子从出生的那一刻起，就通过你了解世界，更多的是通过你的行动，而不是你的语言。你是他们天生的老师，你知道，这是一项非常重要和严肃的工作。实际上我不认为，富人留给孩子的钱的数量是决定孩子成长的决定性因素。但我认为，这种氛围，以及他们对自己的看法，以及他们父母的行为，是非常重要的。

我想说的是：我在前进的过程中，已经放松了一点。每次我重写遗嘱时，我的孩子们都很高兴，因为他们知道我无论如何都不会减少金额。(笑声)

我做了一些我认为是一件显而易见的事情，但令我惊讶的是，有很多人没有这样做。假设你是个有钱人，我认为你的孩子总有一天会读遗嘱。让他们在你死后才第一次读遗嘱真是太疯狂了。我的意思是，那时你没有能力回答问题，除非占卜板真的有用或类似的东西。所以，如果他们对如何实现你的愿望有疑问，或者你为什么要这样安排或那样安排，你知道，你为什么要在你死后，让他们无休止地疑惑？所以，在我自己的情况下，我每五年或六年重写一份遗嘱或类似的东西，我总是让我的孩子们提前读它。

他们是它的执行者。他们应该明白如何履行遗嘱中体现的义务，而且如果他们觉得有什么不公平的地方，他们应该在我签署遗嘱之前表达自己的意见，我们应该讨论一下，我们应该弄清楚他们是对的还是我对的，或者介于两者之间。所以我确实认为，一旦孩子到了一定年龄，这么做在富裕家庭中是非常重要的。我的意思是，我不建议和你 14 岁的孩子一起做这件事，你知道，当然是在他们 35 岁左右的时候，我认为他们应该成为遗嘱的参与者。

我确实认为，如果你变得非常富有，那么试图传承下去，建立一个王朝的想法，就我而言，这有点违背常理。这些钱的效用要大得多——你知道，最后的数亿或数十亿美元对社会的效用要大得多——创造一种局面——你的孩子在生活中什么都不用做，只需要每年给信托官员打一次电话，告诉他们想要多少钱。查理？

芒格：我想我不想谈这个。我绝对相信，如果你要不平等地对待你的孩子，你就不想和他们讨论你的意愿。

巴菲特：是的。

芒格：那是毒药。

巴菲特：但你有一个问题，我的意思是，你想讨论的是，在这种情况下，可能会有这样的情况，一个孩子对

一种资产的兴趣比其他人大得多，或者类似的情况。你要确保你对平等的定义，特别是在处理不同种类的资产方面，你需要至少让孩子们理解，这样他们就不会认为你可能留给一个人一个农场，给另一个人一所房子或类似的东西而导致不平等，而你认为这是平等。查理，有什么发现吗？

芒格：没有。

巴菲特：他不会参与讨论这件事。

30、不会拆分股票

股东：巴菲特先生，芒格先生，感谢你们为我们所做的一切，包括你们给我们的建议，作为个人投资者，也感谢你们为我所做的一切。我有个问题。你一直反对股票拆分，但当你想到伯克希尔 A 股，如果你不分割它有一天可以达到 100 万美元，董事会是否在考虑如何处理这个问题，在获得新的股票所有者、所有权结构等方面？

巴菲特：嗯，实际上我认为我们现在已经有了一个很好的安排。我们创建了 B 股，它最初是因为一些人试图通过创建自己的分割股份从我们的股东身上赚很多钱而创建的。然后当 BNSF 的收购出现的时候，我们想要确保那些想要一个无股票交易的人，或者那些想要得到股票的人，不会因为他们的少量的 BNSF、或者因为我们的 B 股价格太贵了而禁止这笔交易。所以我认为我们现在有了解决办法，**拥有 A 股的人可以随时拆分为 B 股**。我们一直承诺永远不会拆分股票，但如果有一些公司交易或类似的事情，我们会去拆分，但 A 股和 B 股将得到同等对待。因此，我实在看不出有什么理由要改变目前的情况。查理？

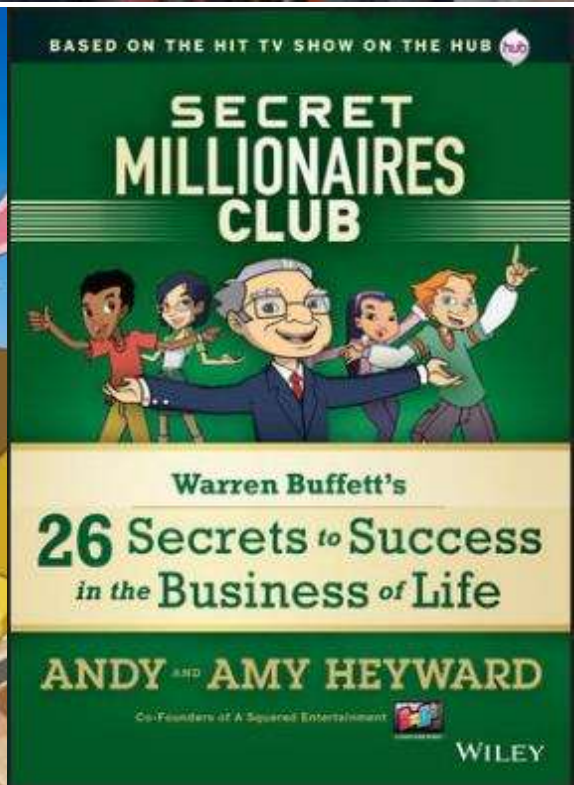
芒格：我们在屏住呼吸之前都不会改变。(笑声)

巴菲特：这可能适用于我们生活中的几乎任何事情。

正式商务会议略.....



华裔乒乓球运动员邢延华(Ariel Hsing)
2005 年入选美国国家队并开始参加伯克希尔股东大会



芒格：DJ 年会 2013

2013 年 2 月 6 日

查理芒格出席 Daily Journal 公司年会。芒格是这家美国法律出版和软件公司的董事长。

原文来自美国网友的笔记，其中有些内容可能残缺，但仍然点点滴滴见智慧。

查理芒格：这栋大楼是在我们拆除旧建筑的场地上建成的。这就是 Tilmet 大楼。建造成本很低。你可以四处看看它是多好用。这是一座非常便宜的建筑。它有高高的天花板和良好的照明等等。

首先，我们简要谈谈 Daily Journal 的业务。实际上它有三项业务。

首先，它是为律师提供信息的传统报纸。其次，它是发布大量法律规定公告的报纸，当然，这也是赚取大量金钱的业务。第三，我们还有这项相对较新的软件业务，这实际上是一种风险投资，因为我们还没有赚到很多有意义的钱，而且现在合并的两项业务也损失了相当多的钱。

传统的信息业务正在遭受巨大的冲击。长期以来，这项业务从律师的订阅中赚取了大量的利润，因为律师根本无法获得有关加州上诉法院和加州联邦上诉法院近期判决的信息，除非我们报纸上刊登的“每日上诉报告”。

我们有一些律师必须拥有的东西，而在旧技术下，除了通过我们的报纸，他们没有办法及时获得这些信息。当电子产品出现后，律师们都接受了使用电子媒体的培训，以跟上法院的步伐。而新出来的律师们除了在电脑上敲键盘，几乎什么都不会做。这对我们的传统信息模式不利，我们的订阅量年复一年地持续萎缩。

当然，公告业务是一项古老的业务。在旧技术中，法律希望人们能以某种公开的方式获得通知，而唯一的办法就是使用印刷出版物。他们通过这些传递所有法律信息。人们并没有迅速地从旧的印刷方式转变为现代的电子存储方式，并通过计算机进行访问。这就保住了旧业务的收入。

当然后来又出现了取消抵押品赎回权的热潮。旧业务收入激增。我不认为有过那次取消抵押品赎回权热潮像我们刚刚经历过那样大。这是前所未有的。而且还没有结束。仍有大量逾期房屋在等待处理。这是通过传统媒体公告的。当然，我们也从公告业务中赚了一大笔钱，但我不认为这是我未来 50 年都会押宝的业务。换句话说，传统的印刷业务带来了一个非常有趣的问题，它的头上悬着一把达摩克利斯之剑。

当然，美国几乎所有的报纸都面临着同样的技术变革带来的技术革命，技术变化的标准结果就是，对于一个城市或社区中唯一的日报的大多数经营者来说，这种完全垄断的业务出现了巨大的减损。他们拥有的这个业务，即使是一个白痴可以赚钱，一个半吊子也能赚到大钱。

所有这些坚不可摧的经济力量随之而来的副产品，在记者的精神影响下，控制报纸的人大体上表现得相当不错。不管他们是共和党人还是民主党人，他们得到了第四权力(新闻媒体)。他们参与帮助管理国家。这里是政府系统完全独立的一部分，在实际运作发挥着很好的作用。这就是为什么人们称其为“第四权力”。制定宪法的人都没想过要刻意制造地方垄断。我们有一个独立的政府部门，新闻媒体只是偶然产生并拥有巨大的权力，但这个偶然发展起来的系统为这个国家提供了很好的服务。当然，它也受到了可怕的威胁。失去这种建设性的影响，国家将付出惨痛的代价。这并不是说我们并非没有其他新闻媒体，但我认为我们正在失去一些东西。

我们从未把你们拥有部分股份的 Daily Journal 当作我们个人政治观点的喉舌。首先，我们没有坚不可摧的垄断地位。另外，我们也不想把我们的想法强加给别人。我们有非常聪明的读者、法官和律师。他们中一半人是这个党派的，一半人是另一个党派的。我觉得 Rick 和我都不太愿意把我们对每个问题的看法都告诉别人，就好像我们是上帝一样，所以我们从来没有这样做过。我也认为这是最好的商业政策。我们一直希望这份报纸可以被信任，总的来说我认为它得到了信任。我认为阅读报纸的法官和律师不会认为我们有什么疯狂的个人目的。我们只是想如实报道。当然，这才是终极的、正确的新闻精神。

人们如何应对技术革命是一件有趣的事情。大量的报纸收藏家借了很多钱来购买更多的报纸。他们喜欢垄断，喜欢赊账购买更多的报纸。当技术发生变化时，其中的几家报纸凉凉了。这基本上摧毁了股东的全部共同权益。这种情况在很多地方都发生过。

事实上，即使是像《纽约时报》这样实力超群的公司，也因为斥资 10 亿美元买下波士顿的一家报纸而催毁了巨额资产，而这家报纸现在根本不赚钱，事实上可能还在亏损。

在市场中，我们经历了许多痛苦。在这里，我们只买其他的公告报。我们把能找到的都买了，有时候至少有一家是在别的州买的。除了亚利桑那州以外，我们在别的州还买过吗？

Jerry Lee：我们在 Denver 买了一家。

芒格：是的，好的，两个。但我们买了这些公告报，也仅仅是略有增量，而且它们含有嵌入式期权，这是免费的，以防出现大量公告报。一般的房地产商就是这样发财的。在他经营的某个地方，有一个嵌入式期权，但他并没有为此付出代价。Jerry Lee 非常善于处理这些小业主的问题。一个男人和他的妻子经营一家小报社一年可以赚到 6 万美元。我们买了很多这种小报社。

Jerry Lee：再加个凤凰城 Phoenix。

芒格：加上凤凰城，凤凰城简直太惨了。我不知道我们每年从这项投资中获利多少。我想回报率是每年数千分之一。我不知道我们这样做能得到多少赞誉，但至少.....你看看周围的其他报业公司，要么盈利严重缩水，要么彻底破产。而我们仍在从公告业务中赚钱，我们还拥有所有这些有价值证券，这些都是我们用公告热潮的收益买来的。我们就像一个开殡仪馆的人，遇到了瘟疫。

你可以笑，但事情就是这样。德州人对于那些发了横财并认为自己是天才的人有句老话，他们说，"老查理在下金子雨那天，在田里吹低音大号"。这种说法在某种程度上也适用于我们，但在某种程度上，我们非常认真地在四处奔波去争夺这些小业务，我们聪明地经营着它们，应对着各种问题。我想我们可以公平地说，我们没有预料到会有这样的收获。

当然，你们中的许多人来这里是因为你们是投资追星族。你们并不是 Daily Journal 的真正股东。你们都是瘾君子。你们对某种生活态度上瘾了。虽然人数不多，但你们上瘾很厉害。

无论如何，事情就是这样。现在，软件业务是另一回事。如果你说"你不该买第一个"，我想你会说对的。它看起来有点像术前展示。花上几百万美元，也许我们就能得到一个位置，让我们能够不寻常地获取律师们想要的数
据，等等。我们有各种小理论。当然，这些理论并没有奏效，我们一直被困在一个按小时付钱给其他人来完善的软件系统上，我们在这次风投中损失了你们很多钱。

现在，我们仍在亏损。我们刚刚下了双倍的赌注，收购了另一家公司，就实际收入而言，它的规模大约是我们的五倍。但它有比我们更好的销售团队和更大的客户安装量，而且我们非常喜欢它的员工。我们立刻就喜欢并信任了这些人。我认为，在现代软件行业，你不可能喜欢和信任每一个人。

事实上，最近有人对世界软件业巨头之一的名字进行了公开搜索，并附上了一个深刻的脏话，他说："你能找到任何双击吗？"当然，双击的次数多得让人难以置信。因此，软件不是一个完美的行业，也不是一个简单的行业或其他任何东西。

你们这些人拥有一个顶级业务的衰退残余，一家老牌信息企业，一份报纸，一堆有价值证券，以及这个就像风险投资一样非常有趣的软件系统。你们中的大多数人购买每日期刊公司并不是为了得到这个特定的结果，但我们也不是为了创造这个结果。它就这么发生了。这就是人生的教训。我认为，当你对遇到的机遇和困难做出明智的

反应，并顺其自然地接受结果时，大多数人的生活都能达到最佳状态。

有些人认为通过总体规划就能解决一切问题，但我发现总体规划有其自身的生命力，人们相信它，因为他们之前就已经决定了，结果他们犯了各种各样的错误。Thomas Carlyle 是个非常聪明的人，他最喜欢说的一句话是：人的任务不是去看远处朦胧的东西，而是做好近在眼前的事情(Our main business is not to see what lies dimly at a distance, but to do what clearly lies at hand.)。正是 Carlyle 的这一信息促使 William Osler 爵士创建了约翰霍普金斯医学院 Johns Hopkins，这所医学院成为世界上所有医学院的改革典范。他没有为约翰霍普金斯大学制定总体规划。他只是尽最大努力应对当时的机遇和危险。结果，我们得到了世界领先的医学院。

顺便说一句，如果没有卡内基和洛克菲勒的资助，这一切都不会发生。因此，昔日的强盗大亨们，当他们开始做慈善时，是慈善史上最有效的捐赠者。洛克菲勒的 5000 万美元，在两三年的时间里，彻底改变了美国的医学。他们赶走了所有的江湖骗子，这些江湖骗子用一种药丸就能治好从癌症到阳痿的所有疾病，但没有一种药是有效的。他们赶走了很多本该被赶走的人，也促成了现代教育和研究机构的诞生。鉴于约翰霍普金斯大学系统的实力和 Carlyle 的基本理念，我们有一个有趣的先例。在此基础上，尽管经历了巨大的逆风，我们仍有一定程度的繁荣。我认为，我们的基本业务表明，Carlyle 可能根本没有错。如果你们中的任何人在生活中遇到问题，这种开明的机会主义和想尽办法迅速解决问题的坚定愿望，Jerry 是这方面的天才。Jerry 很快就解决了问题，他也很快就抓住了机会。

这就是我们在每日期刊上的经历，对我们来说很有趣。在我们投资的这些年里，我和 J.P. “Rick” Guerin 都没有拿出过一分钱，你可以看到这是最终的成果。你会怎么说呢？我们是守财奴吗？我不这么认为。Guerin 就像一位王子。我自己看起来也不差。但我们当然愿意自我否定，我们真的希望那些我们几乎不认识，碰巧买了这只股票的人，能做得很好，而很多地方都不是这样。他们光说不练。我不认为许多在通用汽车高管或董事会成员，会因为他们从世界上最强大的公司开始，摧毁了 100% 的普通股而感到内疚。

但我们不是那样的人。我们会觉得损失惨重，但我们不介意在途中带你们经历一点地狱般的磨难。但如果你坚持信念，我们希望你能一切顺利。这就是我们的文化，我认为这不会改变。总之，这就是每日期刊。Jerry 你想对大家说点什么吗？

Jerry Lee：不。

芒格：好的。现在开始提问吧。

1, 关于法律信息业务

股东：为何我们现在的业绩加速下滑？

芒格：这是一个很好的问题。你可以说，如果我们更穷更吝啬，我们就不会收购它，但我们钦佩我们刚刚收购的公司的人。我们钦佩经营公司的人。我们觉得这至少是一场体面的赌博。我不觉得我在故意浪费钱。我只是在赌一把，如果这是我在世界上的最后一笔钱，我可能就不会赌了。我想这也许是我们应该做的。我们雇了很多。我们位于该州，这对我们很有帮助。它有可能成为一笔财富。也许机会很小，但还是有的。

有趣的是，就法律信息而言，如果你们是研究资本主义的学生，那么在法律信息领域，包括电子信息领域，出现了双寡头垄断。一家是里德埃尔斯维尔(Reed-Elsevier)，另一家是汤森路透(Thompson-Reuters)。这是两个非常强大的公司。Reed-Elsevier 依靠有史以来最伟大的商业模式之一发家致富。他们出版科学杂志。他们不为内容支付一分钱，因为人们希望发表自己的文章。他们也不为审稿和编辑支付一分钱，因为人们想把审稿和编辑作为他们对科学的责任的一部分。他们在内容完全免费的情况下出版期刊，而每个图书馆和每个顶尖科学家都必须购买。他们每年都把价格提高 15%，这完全是敲诈勒索。当然，他们还可以买下所有其他所有的论文。你可以说"为什么我们从不从科学出版做起？"嗯，生活中的意外并没有给我们提供这样的机会。

但现在的情况是，双寡头垄断突然有了新的加入者，那就是彭博社(Bloomberg)。彭博社身价数百亿美元，财大气粗，拥有完全的垄断地位，可以为所欲为地抢占地盘。如果它愿意，它的行为可以很像亚马逊，通过蛮力从在位者手中夺取地盘。现在我们有了第三方参与竞争，非常有趣。你们都是专业投资者，但很难预测这种舒适的双寡头垄断局面，会突然变成四处漏气和竞争的泥潭。事情就这样发生了。谁能预料到彭博社会进军法律出版业？事实如此，这对在位者来说可不是什么好事。美国的竞争确实存在这种不可预测性，这会导致奇怪的结果。

你给了我这个问题，但我认为我们的机会足够大，足以证明我们的投资是正确的，如果这是我们在地球上的最后一美元，我不认为我们能做到这一点。我们并不为此感到羞愧。我们很高兴我们做到了。我们可能会赢，我们一定会努力去试试的。当然，当我说"我们会试试"的时候，我的意思是"他们会努力的"。还有其他问题吗？

2, 关于道德底线，商业底线，法律底线

股东：对于评级机构面临的法律挑战将如何解决，您有什么看法？

芒格：这个问题很有意思，也很有现实意义。到目前为止，评级机构一直都避免了因判断错误而蒙受巨大损失。他们的态度是，他们知道如何出售保证证券会得到偿付的担保，而不是他们担保。他们是在销售评级意见。他们的态度是，你想要一个保证，你就得付钱，而且要付更多的钱。我们给你的只是一个意见，只要我们相信他们的意见，不是故意在骗你，你就无法向我们追偿。这可能是对评级机构的法律正确解释，但如果你在他们提交给陪审团的尴尬的电子邮件中等等，这可能是相当昂贵的。这一点毋庸置疑。

两家评级机构都承认自己在判断上犯了严重错误。当然，毫无疑问，这些判断失误的原因是，他们是拿着薪水来做这些事情的。我个人不认为他们是有意识地撒谎。我并不是说在公司组织中，没有人可能不喜欢他公司的产品，但我不认为他们是有意识地这样做的。他们很愚蠢，而他们愚蠢的原因之一就是，自觉地选择了个人的利益。这是一个严重的法律问题。我只能告诉你，我不认为有人在这方面付过大钱(向评级机构行贿)，但你确实有令人尴尬的电子邮件等等。一般来说，电子邮件对律师来说非常有用。记录是永久性的。你有一大群人，有人会说一些蠢话，而你可以把这些蠢话提交给陪审团，也许你还能赚点钱或者说服某人达成一笔大的和解。

这就涉及到一个问题，年轻人是否应该在脸上创建这些永久的记录等等，记录他们做过或想过的最愚蠢的事，这些记录将永远留存。我认为这太疯狂了。我讨厌读自己在十五岁时说过的最蠢的话，这会让我们所有人都很尴尬，至少对我来说会很尴尬。我不喜欢这个世界的发展方式。

我确实认为评级机构的判断力很差。我认为发行债券的人都是非常聪明的人，比评级机构的人聪明得多。当然，他们也付出了巨大的代价。其中一些人已经破产。还有的人还赔偿了成百上千万没有。你的声誉也会受损，等等等等。

在经济繁荣时期发生的事情，糟糕的信贷和市场骗局，被包装成糟糕的证券，被那些相信数学公式而不是常识的笨蛋错误地评级。这一切并不美好。人们为此付出了惨痛的代价，国家也为此付出了惨痛的代价。我无法预测诉讼中会发生什么。

我可以说的是，如果评级机构少赚点钱，谨慎一点，彻底一点，那评级机构的境况就会好得多，那么我们每个人也都能做出正确决定。因为它有点污点，或者太接近污点，或者太接近博弈，放弃某些金钱是一件非常好的事情。Sol Price(Price Club 创始人，后被 COSTCO 合并)曾经说过，商业上的成功来自于决定你可以明智地不做哪些生意。他有一份他不想要的生意清单。那些他不想要的东西--他不想要那些开空头支票的人的生意。他不想做

那些偷东西的人的生意。他不想要那些不怎么买东西却把停车场堵得水泄不通的人的生意。他小心翼翼地设计了一个系统，将这些人拒之门外，并通过决定什么东西没有了会更好，以及避免这些东西的方法取得了成功。这种思维方式非常好，而且并不常见。这个道理非常明显，不是吗？这对坐在这张桌子前的人来说是巨大的帮助。但是，大多数人并没有接受过这样的训练。如果这能获得更多的生意，他们往往会想要这样做。只要决定"我不做那个"，就能获得巨大的财富和幸福以及更好的服务。

沃伦曾说过，当我们还在所罗门公司的董事会时，我在等一份我们拒绝的业务清单，尽管这些业务是法的，但它在道德上有损我们的形象。人们的好胜心太强了，他们只想做所有能做的有利可图的事，而我们需要的是超越这些东西。我想，为了赚钱，他的表现只会比坐牢好一点。你应该有比刑法要求更高的个人道德标准。为什么要由刑法来决定你的行为？这太疯狂了。谁会在婚姻、合伙关系或其他任何事情上这样做？那你为什么要在一概交易中这样做？我认为，这简直是一团糟。当然，点令人沮丧的是，我们发现，许多最不检点的人并没有多少羞耻感，他们正试图尽可能地回到以前的行为中去。事实是，一旦你对着电话大喊"我要 X 和 Y"，三天后，你就多了 500 万。一旦发生这种情况，人们就好变成无药可救的瘾君子，他们会完全迷失方向。

你可以争辩说，我们不应该允许一个这种情况发生的系统。看看那些沉迷于扑克的人，无论是在线扑克还是赌场扑克。一大群人，每周 50、60 个小时，在这些牌桌上厮杀，当然也有人能赚到赌场的钱，而非常精明的人正在从不那么精明的人那里抢钱。这真的符合公众利益吗？我不这么认为。即使允许这种娱乐性扑克符合公众利益，把公共证券市场变成一个非常有效的赌博场所，让那些想法像扑克瘾君子、行为像扑克瘾君子的人去赌博，如果我是这个世界的管理者，我会让很多人破产，包括在座的几位。换句话说，我不认为你一定会希望一大批人通过比其他人聪明一点，通过智力方面而发财致富。

3, 关于 DJ 的投资

股东：如果您不介意，我有两个问题。2000-2008 年，Daily Journal 似乎将几乎所有利润都再投资于美国国债和票据。最近两年也就是 2009 年 2 月以后，投资三家公司的普通股超过了 3000 万美元。您能否谈谈过去几年与 2000-2008 年的投资情况有何不同？

芒格：嗯，当我们从事困难业务的时候，就像我们的主营业务正在衰退一样，我们往往需要额外的力量储备。随着我们获得了大量额外资金，有价证券的机会也越来越多，我们的观点也随着事实的变化而改变。凯恩斯

说过："当事实发生改变时，我就会改变主意"。先生，您是怎么做的？你当然知道。我们就是这么做的。我们的环境不同，机会不同，所以我们的行为也不同。你会怎么做？

股东：这是投资环境的反映，还是纯粹...

芒格：是的，这当然是原因之一。有些证券的价格低得离谱。事实上，有些事情是 40 年才发生一次的。谁会把钱放在那里等待这样的机会呢？首先，机会来来去去，你可能认不出来；其次，在等待的 40 年里，你会做什么？因此，我认为你不应该对所发生的事情感到非常鼓舞。这并不表明，90 多岁的人突然间会有源源不断的资金流出。这只是意味着，出于某种原因，我们的行为相当理智，对机会的反应相当明智。而其他人却没有这样做。

通用汽车公司 GM，多年来，他们可以从丰年的利润中，每年都买下一家大公司。他们可以在某一年买下礼来公司 Eli Lilly，下一年买下默克公司 Merck，还有联合技术公司 United Technologies。通用汽车可以拥有整个世界。相反，他们向股东宣布的却是一个鹅蛋。他们把普通股的价值搞成了零。他们会说这都是别人的错。气候不好，工会势力强大。那些该死的亚洲人和欧洲人太有竞争力了。事实是，他们的繁荣使他们变得软弱。经销商掌握在继承人手中，而销售部门的高管们，他们到处和继承人喝 Martinis 酒，对车辆的缺陷不够重视。一来二去，股东权益就归零了。

而这家公司在巅峰时期曾是最令人钦佩的公司之一。就拿老板 Charles Kettering(1920-1947 年通用汽车的研究负责人)早期发明的东西来说吧。Kettering 是美国有史以来最有用的公民之一。汽车上的自动启动器是个好东西。在老系统下，启动车子你经常会弄断自己的胳膊。你摇动它的摇柄，它会反向旋转折断你的手臂。我宁愿按一个按钮，也不愿意弄断自己的胳膊。我也没有机会在雨雪天下去摇车。Kettering 做了很多类似的发明。在通用汽车早期，他们确实为人类文明做出了巨大贡献。他们现在仍在做出贡献，但竞争非常激烈。

我应该给你们讲个故事，因为你们是故事迷。我最近和一个人谈了谈，他的名字我就不说了。但他的公司是美国最快的成长股之一。他们有一大批掌握了高难度学科的博士。他们拥有专利、技术和诀窍，还有难以替代的工厂。他们生产的产品在很多不同领域都很难生产。但说得委婉一点，该企业的利润非常平庸。并不是因为经营不善，只是每个人都学会了如何制作这些难做的东西，而且有太多的人试图去做这些东西，情况变得糟糕起来。然后发生的事情是，你现在是这个地方的 CEO，你发现情况越来越糟。你的职责，你获得的自我形象就是一个知道如何解决问题的人。你的脑海中永远不会有"这太难解决了"这样的想法，你会认为这是一个非常愚蠢的想法。你

可以认识到各种难以解决的问题。但如果你不能解决问题，那么你就会被一些叙述所吸引。比如说，也许你所在行业的某家公司做出了一些非常复杂的东西，其他人无法与之匹敌。然后你会说，“好吧，我就买这个。这解决了我的问题。”但你的投资银行家和管理顾问希望你以 30 倍的 PE 和 12 倍的 PB 买下它。当然，以这个价格无法解决你的问题。但你还是买了。毕竟，你有顾问，它给了你希望。

这些人中的许多人收购业务的方式，就像过去人们在得了胰腺癌后去墨西哥吃杏核一样。他们想要一些能带来希望的东西，所以他们相信杏核能治疗癌症。在友好的投资银行家和其他各类顾问的帮助下，很多美国企业都愿意相信，在这个可怕而艰难的行业中，有一个简单的解决方案。只需要听着警笛声，写下支票就可以了。当然，这通常对问题毫无助益。美国公司的普通收购对股东不利。换句话说，平均而言，所有收购加在一起都是损害股东的。只有偶尔发生的收购才会起作用，而且结果很好。

有趣的是，伯克希尔公司的平均收购结果相当不错。差别在哪里？为什么伯克希尔的收购，当我们为整个公司支付价格时，它们的平均价格会如此之高，而美国的标准经验是收购效果并不那么好。原因有很多。部分原因是人们喜欢在自己的领域收购业务。至于像报纸这样繁荣的领域，他们不断以更高的价格收购，以鼓励所有人都想收购类似的东西，这样就形成了一个非常糟糕的追踪系统，这是对股东不利的。在有些地方，你希望相信有一种简单的方法可以买到摆脱困境的办法。为什么买到摆脱困境的方法很简单？你得了胰腺癌，你会用花钱的方式摆脱困境吗？我不这么认为。有很多事情是无法用金钱来解决的。你必须适应它们。

伯克希尔的部分秘诀在于，与大多数人相比，我们不会把无尽的财富投入到亏损的业务中，我们的理论是，我们会赢，而且会迅速行动。伯克希尔在他们的瘾君子群体中获得这种有益的声誉，花了很长的时间。这是一个非常有用的东西。第二，我认为伯克希尔有幸拥有这些大型保险公司。它有两个选择，可以收购公司，也可以作为保险公司投资的证券。如果你能在任何时候都有两个合理的选择，而不是一个，你的投资不是会做得更好吗？这不是很合理吗？这是另一个原因。

我不明白为什么伯克希尔没有被更多人效仿，只是我认为人们在看待伯克希尔的同时，也在看待他们的文化和传统。他们 58 岁上台，63 岁就要下台。他们不知道有什么办法能从他们的位置走到我们的位置。如果你是杜邦公司的 CEO，你会如何把杜邦变成伯克希尔？收购会让人上瘾。

我有权放弃这个问题，甚至不去想它。无论如何，我确实觉得这很奇怪。收购业务通常是一场艰难的游戏。

4, 关于 DJ 的收购

股东：我还有第二个问题。第二个问题是，您曾提到要加倍收购 New Dawn 公司。2012 年，公司还在管理层激励机制中增加了一项补充附录，规定如果 Sustain 被出售或 IPO，管理层应获得哪些补偿。我很好奇，如果 Sustain 是一个独立的企业，我们是否应该考虑一下，它对另一个所有者的价值是否会超过目前财务数据所显示的价值？

芒格：当然，Sustain 和 New Dawn，我是新产品的忠实拥护者，当然，我认为如果我们成功了，对其他人也会有价值。它现在的情况与普通软件公司不同。人们喜欢甲骨文和微软公司，却从未想过要做一家可怕的多元化企业。征求意见稿、咨询顾问、官僚主义，这些都是痛苦的平方、痛苦的立方。他们喜欢轻松赚钱，他们也是对的。我们一般都会选择这条路，它是痛苦的，是艰难的，但也是具有挑战性的。最终，如果我们成功了，它将在服务和效率等方面带来很多好处。我们采用了不寻常的激励计划，因为软件行业的每个人都希望得到一些胡萝卜，所以我们在这个领域只是顺风顺水，真的。这就是原因所在。

5, 关于政府

股东：作为一个铁粉，我想先评论再提问，这就是为什么这么多人聚集在一起听一个 90 岁的老人讲课。我想起了知识和智慧的区别。我们是来听智慧的。知识是知道西红柿是一种水果，而智慧是知道不要把它放在水果沙拉里。

芒格：嗯，我觉得这是有道理的。

股东：我们从自由派人士那里听到，他们评论说，这与管理方式的范式转变有关，管理的目标应该是.....我希望您能将这一观点应用到政府中，因为我认为，我还没有听说房间里的大象(代指大家对显而易见的事物保持沉默)，我们所有人都对领导层的决策及其后果表示担忧。

芒格：当然，如果回顾整个世界的政府史，那是一个相当悲惨的故事。想想那些年疯狂的国王、疯狂的神权统治者、神圣的宗教裁判所、民粹暴民--想象一下法国暴民砍下世界上最伟大的化学家拉瓦锡的头颅。(Antoine-Laurent de Lavoisier 现代化学之父)。如果你回顾一下世界上的政府历史，你会看到很多疯狂的事情，想想 M 因为一些愚蠢的农业思想而害了两三千万人。想想整个苏联，他们提供完美的工作保障，每个人都有工作。他们描述的方式是："他们假装付钱给我们，我们假装在工作"。尽管苏联一直在为其他国家工作，但政府的整个历史都很

糟糕。还有很多可怕的政府.....当然，我们的缔造者们也意识到了民主的危险性。本富兰克林在《穷理查年鉴》中写道：**当共和国的公民知道他们可以为钱投票的时候，共和国的末日就快到了。**

好吧，也不是很近，但这是一件非常危险的事情，当你知道你可以为钱投票的时候，除非每个人都努力提高自己的生产力和成功率，否则什么是安全的？拉帮结伙用钱给自己投票是很危险的。如果像希腊文化那样，每个人都想为了钱投票，而不是做其他事情。他们成功缴纳税款或其他事情，那么你谈论的就是一个非常不正常的社会。它不像苏联那样功能失调。毕竟，希腊的牧羊人可能在放羊方面很有效率。在苏联没有什么是高效的，除了高科技。把一群高智商的人聚在一起，给他们出难题。为什么，你在 Gulag 劳改营能做得和在其他地方一样好。

我无法解决政府的问题。好的东西有很多，包括政府中的，但我认为，过多地关注那些糟糕的东西可能是个错误，但可以肯定的是，很多聪明人对发生的很多事情都有些灰心丧气。但你不会喜欢昔日的政客。他们利用国会收受亨廷顿和斯坦福等人的现金贿赂修建了横贯大陆的铁路。他们修建了铁路，但情况并不乐观。早在很久以前，人们就在欺骗政府。南北战争期间，卖给士兵的劣质产品比比皆是。我想不出还有比这更无情的了。还记得那个把所有抗癌药都稀释了以便赚更多钱的当地药商吗(堪萨斯城药剂师罗伯特·考特尼为获得暴利将抗癌药物稀释，2001 年向 FBI 自首)？想象一下在南北战争中，受人尊敬的制造商经常这样做。他们只是欺骗了政府军。

人类历史上有很多不愉快的事情发生，也有很多特别的政府.....如果你回到政府更简单、更诚实的时代，那么 85%的人都在农场里做苦力，他们永远不能离开农场，不能离开农场，不能读任何东西，也不能看任何体育比赛。我宁愿有一点罪过，也不愿意在农场做苦力。

但无论如何，我无法解决你的问题。你关心这个问题是对的。但是，如果你环顾四周，就会发现一个又一个优秀政府和各种机构的典范，包括私营企业和公共机构。密歇根大学的管理方式给我留下了深刻印象。长期以来，密歇根州一直受到经济紧缩的挤压，这对该州来说是个棘手的问题。但密歇根大学不断发展壮大，得到了更好的爱戴、尊重和服务。如果你环顾四周，你会发现人类政府有很多优点，也有很多缺点。

6, 关于收购热潮

股东：公司今天所做的与昨天有什么不同？这可以反映在选择正确的软件业务上吗？

芒格：我们收购了 NewDawn 公司，它的销售文化比我们好得多，装机量也更大，我们喜欢它的员工。这一点非常不同。

股东：是所有权吗？

芒格：这意味着我们一定会赢吗？答案是否定的。我们很有可能获胜吗？答案是肯定的。但这是完全不同的。是吗？

股东：如果您正在设计一份代理声明，并试图考虑几个简单的长期指标来激励管理层。你会怎么考虑？

芒格：好吧，如果你想谈谈这个话题，从你的角度来看确实很有趣.....你触动了我的神经。当然，现在的情况是，机构资金经理在这些顾问的帮助下上瘾了，我可受不了他们。

因此，每个人都想跑赢指数，他们有 50 种不同的指数，但每个人都在比拼指数。月度报表显示了你当月相对于指数的表现。决定是否购买股票的股东都是机构资金经理，他们担心的是，如果落后于其他人，会不会损失资产和与资产相关的费用？这是一个功能失调、愚蠢的系统，而且日复一日，愈演愈烈。这是一个严重的问题。

我认为管理上的小小改变不能解决如此可怕的问题。这些人被锁在这个可怕的系统中，所有参与者都是如此，他们对此无能为力。他们必须生活在那里。他们有妻儿老小，还有房贷，但他们不得不生活在这个系统中。

这不是一个美好的系统。从中获利的人喜欢这种方式。从经纪人佣金等方面来看，它确实会引起额外的行动，而且还会产生更多的费用和更多不同种类的投资工具。

这就像癌症患者的杏核，或者那些通过收购致富的人，在基本生意失败后的做法是一样的。如果失败了，就会有新的投资工具、新的技术。有一群“魔笛手”总是在推销一些人人可以尝试的新东西。这是一个疯狂的、功能失调的系统。在一个更美好的世界里，我们不会有这些短期赚钱的动机。每个人都想方设法要比别人更了解下一个被买走的是什么，下一个流行的是什么，这是一个非常不正常的系统。我认为，当整个该死的系统从根本上存在缺陷时，当人们有这些反常的动机时，你不可能通过修补有关代理人的规则来极大地改善公司治理。

我看了这些投票。每个人都投票支持这些机构，他们都有公式支持收购。如果你是一名基金经理，而你的投资组合在一年内出现了四次收购，这可能就是被解雇与不被解雇的区别。因此，机构喜欢收购，但我不确定我们是否希望美国的一切都被卡尔伊坎 Carl Icahn 收购。这对国家来说是个好结果吗？我不这么认为。

我认为，适当治理的主题是一个非常重要的话题，但我想说的是，薪酬制度是疯狂的，机构的资金管理制度是疯狂的，激励制度在很多情况下是相当不公平的。人们为自己投了不该投的钱。这不是一个好的制度，而且我不认为有什么简单的解决办法。好吧，是有一个简单的解决办法，但它不容易通过投票获得通过。

7, 关于市场新高

股东：市场正在创下五年新高，您怎么看？

芒格：好吧，市场在经历长期下跌后出现上涨，我并不感到震惊，尤其是在长期利率几乎为零的情况下。我并不感到惊讶。这也是他们会把一堆证券什么的记入日志的原因之一。但这并不意味着我们已经到了投资者的天堂。这可能只是意味着普通股比长期债券更值得投资，但这并不保证每个人都能在普通股中获得好的结果。

我认为，每个人都能从投资中获得丰厚回报的想法本身就是疯狂的。没有人会认为每个人都能从打牌中获得丰厚的回报。归根结底，国家的财富是建立在国家生产力的基础上的，而生产力的发展速度是有限的。当然，如果你给越来越多不工作的人发工资，就很难看出这如何提高国家的生产力。

8, 关于投资策略

股东：您谈到了现代机构的资金管理。您如何将这一体系与您在 1960 年代末所做的事情、您的心态以及您开展业务的方式进行对比？

芒格：我们避免了一些妄想。其他人认为，你雇用的都是非常聪明的人，他们非常努力地学习他们的专业，并通过考试使他们获得认证，然后你把他们组织成专业团队。一个人研究化学一个人研究汽车一个人研究这个研究那个，这样你就有了 100 个不同领域的 100 个不同的专家，他们都有很高的智商，都非常努力地工作，他们可以用这个奇妙的系统来投资大型普通股，并获得比其他人更大的优势。

这个想法只有一个问题。它根本行不通。竞争太激烈了。太多人试图做同样的事。而我们有不同的想法。我们一直认为，好的投资想法通常很难得到，而通过努力，你可能会得到一些。我们从来没有想过，只要雇用聪明人，我们就能很好地了解 5000 种不同的证券，甚至 100 种不同的证券。我只是想，也许我们能找到几只，经常找到几只，这样就能满足我们一生的需要，我们耐心等待，偶尔做出一些投资决定。

在我的个人账户中，你猜我去年进行了多少次证券交易？零次！我们很不正常。你能想象在交易额为零的情况下经营投资管理业务吗？不管怎么说，在几个不同领域我们还是有区别的。

芒格家族拥有什么？他们拥有伯克希尔、好市多 Costco，还和一个像查理芒格一样的人(李录)一起持有大量亚洲证券，只不过他更年轻。我还需要分散吗？但是，如果你去你所在地区的普通学校问："这是一个合适的投资决策吗？他们会说做出这个决定的人疯了。这不是明智的投资方式。我想我应该把钱都还回去。我做得不对。

但这是正确的方式。是其他人错了。如果你想致富，你需要一些正确的想法，你要真正知道自己在做什么。

然后，你要有勇气经历波动坚持下去。这并不复杂，而且很老套。我不是说过吉卜林的诗《如果》吗？"如果你能在周围的人都失去理智的时候保持理智"等等，如果你做到了，"你就会成为一个真正的男人，我的孩子"。我认为吉卜林的诗《如果》是一首伟大的诗，即使这首诗出自一个让世界上的英语系男人恼火的男人之口，他也曾说过"女人只是女人，但好雪茄才是烟"，他的政治立场不正确。但他是对的，所以我说《如果》还是很有用的。

股东：快速跟进策略呢？

芒格：这很老套。商学院怎么会教这个？他们教你必须有反向旋转、扇形旋转，天知道他们到底在教什么。

我从来没注意过。零关注。

9，关于早期投资

股东：您谈到了耐心和长时间的沉闷。您当时在太平洋海岸证券交易所的日常工作流程是怎样的？

芒格：哦，我们有专家，但那是别人在做。我没有做这些决定。那只是为了赚点小钱、开拓市场而干的粗活。那时候，我们是机会主义者，这需要一些东西。当我们有一个好主意时，我们会全力以赴。有时，我们会真的信任一个人而投资。当我参与多元化零售公司的交易时，那是沃伦和我做过的最愚蠢的事情之一。我们俩在巴尔的摩以低于公司清算价值的价格买下了四家百货商店，本格雷厄姆式的投资。一半的资金来自当地人的银行贷款。我记得我的股份占 10%。是 60 万美元

当纸张上的墨水刚刚干涸，我们就意识到竞争有多么惨烈，经营一家百货商店需要多少资金，我们和其他商店并没有什么不同，也许百货商店在世界上并没有什么大的前途。至少，我们有足够的理智，迅速改变了主意，并设法从我们投入的 600 万美元中亏损了几十万美元后逃了出来。但是，在这个过程中，我们又遇到了其他机会。我们在没有收购契约的情况下借到了 600 万美元。我们陷入了巨大的焦虑。所以我们动用了所有的资金，包括借来的资本，去购买所有这些定价离谱的证券，包括我们自己的一些证券。所以那是笔失败的愚蠢投资。如果你追溯回去，你几乎无法相信，那笔投资现在是价值数十亿美元的伯克希尔股票。

在某种程度上，这需要争分夺秒，需要改变主意的能力。至少我选择了我的合伙人，我以为我的合伙人认为他能搞定这家百货公司，沃伦连一秒钟都没停留，当他意识到我们的处境时，我们都想退出，这才是正确的解决办法。因此，所有这些东西对你来说都是一个教训，但真正起作用的却是这些老式的东西。

现在，我不说这对创建财富一点通 Money Minute 有用，除非你有像 Mohnish Pabrai 那样的 Money Minute，它是伯克希尔系统的复制品，精确到最后一个逗号。顺便说一句，他很有钱，也很快乐。看看他。他抄袭了一个好系统。有多少人这样做？Mohnish 这种人并不多。这个系统仍然有效。你甚至可以用它来创建资金管理业务。这个人就坐在前排，他证明了这是可以做到的。

10, 关于 Bell Rich Oil 的投资

股东：您能否举一个投资决策的例子？

芒格：好吧，我不想重提以前的投资决策，但我还是要重提一次失败的决策，因为我相信去闻失败的味道能锻炼嗅觉。《穷查理宝典》中有一些这样的内容。这是我做过的最愚蠢的投资决定之一。在我清盘芒格投资合伙公司之后，我成了一个衣食无忧的家伙，但我并没有真正财富自由，而这正是我真正想做的。我有足够的钱，真的可以不用工作，但我没有足够多的钱，可以让我做任何我喜欢的该死的事情。

有个人打电话给我说要给我 300 股 Bell Rich Oil 公司的股票，我有现金，就说"当然，我要买下"。当时它的售价只有石油公司的五分之一，他们拥有油田，所以我就买了。然后他给我回电话说，"我还有 1500 股"。但我手头没钱了，我必须卖掉一些东西才能买。我想了想后说，"等 10 分钟我再打给你"。我想了 10 分钟，给他回了电话，没有买。好吧，Bell Rich 石油公司一年半内就涨到了我买价的 35 倍。如果我当时做出了不同的决定，那么就像我现在坐在这里一样，芒格家族将再增加超过 10 亿美元。算上机会成本，这真是一个愚蠢的决定。它没有风险。我完全可以借钱。借钱收购 Bell Rich 石油公司没有丝毫风险。最坏的情况也不过是我能小赚一笔。这真是个愚蠢的决定。

人的一生中不会有那么多好机会。当生活终于给了我一次机会时，我却搞砸了。所以我给你讲这个故事，是想告诉你，你和我没什么不同。你不会有那么多真正的好机会，千万不要错失良机。这些机会并不常见，它们是显而易见的，几乎没有缺陷，却有很大的优点。当你真的有把握时不要太胆小。带着一点勇气去面对生活。在南方有个常用词，但现在除了我自己，我从没听别人用过，那就是魄力(gumption)。我想说的是，你需要的是智慧加上魄力。

11, 关于比亚迪投资

股东：为什么投资比亚迪？

芒格：BYD，李录就在后面站着。李录，上来，就是他把我带进比亚迪的。

李录：你想让我说什么？

芒格：你为什么要买比亚迪？

李录：这确实是一个才华横溢的团队，他们能够处理、解决任何问题，这是我见过的任何团队都做不到的。

像所有其他有才华的人一样，他们也有起伏。但在比亚迪成立后的前 15 年里，公司不间断地以每年约 75% 的速度复利增长。在前 15 年里，公司以非常少的资本开始几乎每年都翻一番。他们最初可能只有 30 万美元，这些钱一分掰成两半花，到收入达到数十亿美元时，总共只有几亿美元。当然，这种增长是伴随着各种不同的问题积累起来的。一些关注该公司股票的人在过去几年中已经看到了这一点。就像他们一直以来所做的那样，他们一直就是这样处理的。他们把头埋在沙子里，缓慢而坚定的，一个一个地解决问题，三年后，他们解决了大部分问题。他们现在又重新站起来了，而且很强壮。他们正在掌握了这项技术，其速度也是前所未有的。我从未见过这样的人。例如，他们在 2003 年进入汽车行业，2005 年就生产出了第一辆汽车。这仅仅是七年前的事。

芒格：而且他们几乎是在没有任何资本的情况下做到这一点的。

李录：少量资本。

芒格：而且是在我们反对的情况下。[笑声]

李录：他们与所有人竞争。中国汽车市场是世界上最开放的市场，比美国还要开放。全球所有的汽车制造商都在参与竞争。他们都拥有更雄厚的资本基础、更悠久的历史、更知名的品牌和更卓越的技术。然而，这家小公司却能真正站稳脚跟，现在他们每年可能销售 50 万辆汽车。但更重要的是，他们掌握了传统汽车的最新技术，同时真正开创新型汽车和电动汽车所有技术。几年后，比亚迪的所有汽车都可能是混合动力汽车，或者是铂混合动力汽车，或者是纯电动汽车，而且还配备了来自传统内燃机的最先进技术，并且热效率很高。这不是一般的壮举。在这一领域的任何其他团队中，我都找不到这种情况。

芒格：韩国人也是这么做的。

李录：韩国人主要是在传统汽车上做到了这一点，从某种意义上说，是在追赶传统汽车，他们并没有开创一种指向一个新方向的技术。他们只是基本上与其他人不相上下，在某个领域有所超越，但并没有开辟出一条新的道路。BYD 还有一大堆其他的驱动方案，都有值得信赖的前景。这确实是我们对它相当感兴趣的原因。

芒格：这是非常不寻常的人。王传福是个孤儿，靠哥哥的帮助读完了大学，年纪轻轻就拿到了工学博士学位，是一个非常有才华的人。当然，他们正在招聘年轻有为的中国工程师。他们雇用成千上万的工程师。BYD 现在有多少员工？

李录：约 18 万人。

股东：他们是年轻的中国人。我可不想和 18 万中国年轻人竞争。我宁愿跟他们打赌。不管怎么说，我想知道电动汽车何时能在美国上市。能详细说明一下吗？

李录：嗯，他们基本上，我认为正确地选择专注于努力将公共交通转化为电动汽车。交通可能是污染排放的最大来源，而且他们确实会提高电池能效，因为他们一直都在路上。据我所知，他们的电池在路上行驶的时间可能是最长的。可能有数千万小时在路上积累。因此，如果他们的电池足够好，可以运行越久，当然，在行驶了 3 千万英里之后，他们已经证明了这一点。行驶时间越长，电动汽车的经济性就越好。至少在中国，电力和汽油的差价约为 80%。事实上这里也是如此。在欧洲，由于汽油税过高，其经济性就更加优越。谁能节约出行费用的 80%？在路上行驶的时间越长，节省的费用就越多。事实上，如果你将电动汽车用于公共交通、出租车或电动公交车，考虑到电池的预期寿命，几年内节省的费用本身就可以生产多辆汽车。

至少该公司认为，电池的寿命会比汽车本身更长。如果真是这样，节省下来的钱本身就能在生命周期内支付多辆汽车的费用。中国国家开发银行最近承诺提供约 300 亿美元的贷款，以资助人们真正实现零首付购买汽车，人们只需用相当于免油费的价格来支付整个按揭贷款。据他们计算，最终他们仍将获利，而且是巨额利润。如果这一计划获得成功，它将真正为公共交通电动化开辟一种新的商业模式。

根据北京和中国所有其他城市的空气质量，在全球污染最严重的 10 个城市中，中国占了 7 个。公共交通排放了大约三分之一的废气。事实证明，使用比亚迪实现公共交通电气化：A 可行；B 有利可图；C 实际效果良好，并能带来巨大的社会效益。不仅在美国，在中国，在整个欧洲、整个南美和北美，他们都在正确地朝着这个方向推进。就在我们发言的时候，他们正在世界各大首都正进行几十项试验。

芒格：是的，但要告诉他们北京的情况，因为这非常有趣。北京的空气污染可能是世界上最严重的。人们正死于空气污染。当然，这是一个巨大的都市区。而比亚迪电动出租车和公交车在北京的净购买量为零。但我们喜欢这样，因为这样就有很多事情要做。当然，中国的地方政府拥有极大的自主权。他们偏向于采购为北京提供就

业机会、生产标准汽车的企业。然而，如果越来越多的人死去，这种情况会一直持续下去吗？

我们的赌注是，无论如何，中国都会在污染严重的城市中推广更多的电动交通工具和公共车辆。比亚迪在这方面比别人做得更好，他们可能会拥有相当大的市场。在一些污染严重的大城市，有相当多的中国人。

这很像 Daily Journal。这是你不花钱就能得到的好处。我们买了那些小的公告报。我们没花钱我们得到了好处。这就是我们正在做的。但当你问到比亚迪的问题时，这可能比你预想的要多，而你有一个美国人，他可能比任何人都更了解比亚迪，他会告诉你你想知道的。

这让我想起了我刚来加州时认识的一个人。他叫 B.B. Robinson。在 1920 年代末的泳池经营中，他还是个非常年轻的小伙子。他带着大约 1000 万美元的现金，从大股灾的废墟中挣扎出来，来到加州，在那里他终日酗酒，追逐年轻的电影明星。那时候，银行对客户的要求非常严格。最大的银行家请他吃午饭说："我们非常担心你酗酒，追逐电影明星"。罗宾逊看着这位银行家的眼睛说："如果我是你，我就不会担心，因为我的市政债券不喝酒"。从这个意义上说，Daily Journal 就像罗宾逊，我们在 DJ 可能有一些风险资本类型的投资，但我们可能真的会成功。如果我们不成功，我们仍然有很多不喝酒的市政债券。我们有资产，如果失败了，我们并不是世界上唯一一个失败的人。

12. 关于投资的魄力

股东：查理，你提到了"魄力"这个概念，也就是要有勇气抓住机会。您能否帮助我们更深入地了解一下您是如何平衡这两者的，因为从这个例子来看，很明显，伯克希尔应该是积极进取的，但同时我们也能感觉到，伯克希尔总是比其他公司更加谨慎和小心。

芒格：嗯，是的。这是一个有趣的例子。当然，如果伯克希尔像默多克 Rupert Murdoch 或其他什么人那样行事，也就是说，我们一直使用我们能得到的所有信贷，伯克希尔公司现在就会拥有全世界。

我们是在双手被绑在背后的情况下取得今天的成就的。究其原因，当然是因为我们有信托基因。我们了解人情世故。人们在沃伦年轻时信任他，在我年轻时信任我，诸如此类。在很多情况下，BRK 是他们一生的主要资产。我们只是不想冒很大的风险，把很多非常正派的人带回"解放前"，这样我们净资产就能再次归零，而他们却把我们埋在地下，让我们无论如何也回不来了。

我们只是不会这么做。我们并不是要通过侵略来扩大(高杠杆)，在资本世界实现收益最大化。但我所做的没有

风险。风险确实存在。在上一次危机中发生严重的内爆，我们并不知道整个世界都完蛋了。伯克希尔并没有利用现有资源大肆收购。这是为了确保伯克希尔无论在多么糟糕的情况下都能渡过难关。

伯克希尔以保守的方式面对世界。如果你想要真正的侵略性，为什么 BRK 没有侵略性呢？对它来说这是很容易的事。但如果真的有风险，即使机会对我们有利，我们也不会玩得太狠。事情就是这样。我想告诉你的是，当这个机会几乎是稳操胜券，或者是你可以轻松承担的赌注，而且赔率对你非常有利，你也很清楚这一点，那么我只是想说，不要胆怯。Rick Guerin 从来不需要这样的建议。因为他从不胆怯。

13，关于面对失败

股东：当 Bell Rich 石油涨了 35 倍的时候，我想我自己会有很多后悔或者遗憾的感觉。一个人如何从错失良机的事情中恢复过来？如何从中恢复过来？如何最终不再纠结于此？

芒格：是的。你知道吉卜林说过什么吗？对待成功和失败这两个骗子要一视同仁。当然，在做出正确决定的过程中也会有一些失败。没有人会赌一千次。我认为检讨自己过去的愚蠢行为很重要，这样就不太容易重蹈覆辙，但我不会为此捶胸顿足，也不会为此痛苦或难受。我认为失败和做出错误决定是再正常不过的事情。我认为人生的悲剧就在于过于胆小怕事，以至于玩得不够尽兴，所以你会遇到一些挫折。

14，BRK 不介意投资衰退的生意

股东：您谈到了报业和其他形式的印刷媒体所面临的挑战。您能否谈谈伯克希尔近期对报业的投资？

芒格：当然。我很乐意。经济效益最好的报纸是那些真正得到社区认可的报纸，比如在小城镇，它们是社区风向标的一部分。与大城市的日报相比，这些报纸的衰退速度要慢一些，而且事实证明它们是更好的投资对象，因为在大城市递送这些报纸的成本很高。

伯克希尔正在收购这些根深蒂固的小型地方报纸。我们正努力收购它们，而且我们并不在意投资正在衰退的东西。毕竟，每一个投资油田的人，都在购买一个预计在适当的时候将会下降到零的生意。他们只是希望从中赚到足够的钱，以补偿他们所投入的资本。这就是我们对大多数地方小报纸的看法。我们认为，我们很有可能在最坏的情况下，以适度的回报率收回我们的资本。我们投资的生意之所以能够买到，是因为其他人觉得这是个糟糕的投资，这个生意对他们没有吸引力。但我们喜欢报纸生意。

谁能说得清呢？报纸有着如此美妙的历史，为人类文明做出了如此美妙的贡献。我认为，如果你收购它们的

基础，是你不太可能受到很大的伤害。我们已经有了一个管理很多非常高级的人的系统，也就是人的世界。让我们提醒一点，人们认为收购他们的人是完全体面的人，才会留下继续工作，所以我们很高兴收购报纸生意。

但这并不是说报纸有什么神话般高增长的未来。当然，如果技术发展对报纸不利，报纸就会成为杠杆危害的典型案例。当这种替代技术出现时，你无法相信它摧毁了资本的价值。即使是《纽约时报》的前景也很一般，如果你还没有的话，在机场花上四五美元很快就会买到。我认为它将继续赚大钱，但不会飞黄腾达。就《纽约时报》这一利基而言，很少有人会在机场花四五美元买它。

我认为，报纸作为经济实体，其前景远不如从前。相信我，伯克希尔买下这些东西并不是指望着什么大赚一笔。我不认为会有什么取消抵押品赎回权的热潮会突然为伯克希尔的所有报纸带来一大笔可观的利润。这是一项体面的投资，也是负责任的行为。我们有很多钱只是我们的借贷成本为零。我认为我们收购报纸业务对股东来说并不会有什么太多助益。

15, 关于投资组合

股东：是的。关于 Daily Journal 的投资组合，有两个简单的问题。你不管理投资组合时，谁来管理它？第二个问题是，你为什么选择不告诉我们投资组合里有什么？

芒格：好吧，反正你都会搞清楚，但我们的总体态度是，我们不会告诉人们我们持有什么，为什么持有，因为我们不想买也不想卖。我们不想再谈论我们的投资。伯克希尔也是这样，你不应该感到惊讶。

如果我认为投资组合需要大量管理，我们就不会投资了。这就像 B.B.Robinson 的妈妈说的，“不要喝酒”。如果我们都死了，这个投资组合还能做得很好。

16, 关于美国制造业竞争力

股东：尽管您说不知道谁与比亚迪员工竞争，但您能分享一下关于这个国家的制造业吗？

芒格：当然，制造业的竞争比以前激烈得多，其中很多来自中国。这是毁灭性的。伯克希尔最大的失误之一，就是我们用伯克希尔 2% 的股份收购了缅因州一家出色的制鞋企业 Dexter，这家企业是 J.C.Penney 等公司最信任的供应商。基本上，我可以说我们付出了伯克希尔 2% 的股份，但我们的付出全打了水漂。这是一个很大的错误。另一方面，它只是让伯克希尔的业绩在许多年中减少了 2%，因此，虽然我们记得我们犯过的错误，但希望不要重蹈覆辙。但从结果来看，这并不是他们可以解决的，即使这个机会成本的损失是真正巨大的。

伯克希尔在中国人的鞋业竞争比赛中被击败。中国有大批从事自给自足农业的年轻人。他们是有纪律、有组织的年轻人。有点像儒家的家庭伦理等等。他们不是一群疯狂的嬉皮士。他们来到这些工厂，迅速学会了如何做很多复杂的事情。中国人很有创业精神。多年来，他们被称为东方的犹太人。这是对两个人的赞美。这些人被疯狂的统治者和马尔萨斯的陷阱所束缚，他们不得不像山羊一样不停地劳作，以获取卡路里来维持生命。他们的潜力在现代资本主义中得到释放，你就会拥有一股非常强大的力量。当然，这是一种有趣的力量。要想在中国赚大钱并不容易，因为你需要有这样的一种洞察力。毕竟，各种疯狂的事情都有可能发生。中国也有腐败。要想做得好，需要天赋，但那里有强大的力量，过去在运作，现在也在运作。

我认为，比亚迪在世界上任何其他地方都无法做到这一点。从没有资金，没有技术储备，除了与汽车无关的基础工程。从没有汽车业务，到年产 60 万辆汽车，除了中国，我想世界上任何地方都做不到。对于合适的经营者来说，中国创造了一些非凡的机会。当然，我所说的“合适的经营者”永远是不够的。我认为王传福一生中，几乎没有一个周的劳动时间低于 70 个小时。能取得这些非凡成就的人都不是普通人。

美国制造，听起来当然不像王传福，不是吗？并不是说它不好，也不是说它没有人才。它没有经历过这样的苦难。这里是一种更富裕的文化。这是不一样的。我确实认为美国制造商人才济济。我看了一些公司，比如 OTIS 电梯公司。他们擅长电梯业务。电梯正常运行需要维护。如果有人想把他们挤出这个行业，那是很难的。美国制造商有很强的想象力。我不认为我们已经失去了所有的制造业务。即使是波音公司，它也犯过一些非常愚蠢的错误，但它会恢复并做得很好。这是一件很难的事。它是从零开始创造新的客机。第一个抢占市场会很容易，但我不认为波音作为主要制造商已经死了，他们会解决所有问题的。如果你静下心来想一想，波音公司在美国主持了一种文化，这种文化创造了一整年的商业客机乘客无一死亡的记录。这是一项巨大的技术成就。波音公司的成就并没有消失，只是他们遇到了一个大故障(可能是指 2013 年波音 787 客机屡发锂电池故障)。美国制造业出现了大量革新。甚至有一些人从国外回来。这是一个伟大的文明，其中仍有许多成就。但我不认为我们会在美国生产很多鞋子。

17, 关于加州的税收政策

股东：关于加州的政策以及我们将要面对的可能的边际税的提案，我想知道您的看法。

(注：对富有的人征税，包括个人所得税，资本利得税等等，因为很多有钱人养老都是基于各种投资的回报，

因此提高边际税对税后收入会有比较大的影响。)

芒格：我认为加州的政策是非常愚蠢的。对于美国的一个州来说，制定对于有钱的老年人不友好的政策是一个非常愚蠢的事情。夏威夷没有犯这样的错误，佐治亚州没有犯这样的错误，佛罗里达州没有犯这样的错误。很多其它的州也没有这样做。他们都希望对有钱的老年人非常的友好，生活富足的老年人不会犯罪，他们不会填满州的监狱，他们的健康也不好，而美国政府会为他们的医疗费用买单。因此，这个州的人就会有很好的就业机会。这些老年人也肯定有钱，必须花掉。他们也不会增加运营成本非常昂贵的学校的负担。

你如果是要把这些富裕的老年人赶出去，你肯定是疯了。加州一直就认为对于税收最有利的方式就是把有钱的老年人赶出去。这是非常愚蠢的。你可以想象，我也是属于这些有钱的老年人中的一份子，我可以告诉你他们很多人都是非常以自我为中心的，他们会离开加州。他们也不是没有其它的选择。其它地方的有钱老人也不会来。结果是许多人也不会来加州开设制造工厂。

在一个其它州政策都非常明智的时候，加州的税收政策显然非常愚蠢。在这个屋里你可以算一下，有多少人认为加州政府运营的像佛罗里达州一样的友好？我不喜欢在一个年轻人犯很多罪的环境，我也不喜欢很高昂的税收。大体上，我喜欢年纪大的一代人，他们行为得体。我也不会想把有钱的老年人赶出去。

我认为我们的政策简直是疯了，这种让人不断利用制度而不劳而获的想法，发生在工人赔偿保险(法定的覆盖包括工人的与工作相关的医疗费，工资，康复服务等费用，雇员不需要证明是雇主的疏忽就可以申请补偿)和其他许多地方，这里面存在着很多的欺诈。我认为这些东西不应该被鼓励，应该被禁止。但是，通过体制获益的人有很大的政治权力。因此，在加州有很多事情是错误的。

但是另一方面，也有很多事情是正确的。为了能让我的孩子节省五千万美元，我不会搬离加州(加州没有遗产税的州税)。他们有权利获取这些剩余的益处，因此我不会因为税收而搬离加州。

我也对你们所有人有同样的建议。让我们的下一代享受他们应有的权益。但是我不认为我们需要为了我们的孩子的生活尽可能的安逸而折磨我们自己的一生。在这个房间里的人，我们最大的问题不是我们让我们的孩子们的生活太艰难了，而是我们让他们的生活太安逸了？

18, 关于荐书

股东：查理，过去董事会曾经推荐了一些书。我很好奇他们是否现在有一些推荐的书目，你有没有？

芒格：我在读一本我推荐给所有人的物理书。书名叫做《无中生有的宇宙》(A Universe from Nothing, Lawrence M. Krauss, 2012), 这是我曾读过的最卓越的书之一。它包括了一些我们应该知道, 事实上也知道的一些东西: 近代的天文学和天体物理的一些发现, 非常基础, 但是引人入胜, 至少对我来说。我相信你们中的一些人也会觉得它很有趣。这本书讲了一些精彩的事情, 都是当我们坐在这里讨论证券的时候, 正在发生的事情。

当我年轻的时候, 他们不知道太阳为什么会发光。物理学家 Hans Bethe 找到了这个问题的答案。那是一个下午, 他带着他的妻子去晚餐的时候, 想出了解决这个问题的理论。那时他对他的妻子说, "你在和这个世界上唯一知道太阳为什么会五光十色的人吃晚餐!" 这本书里面记载了很多这样类似的发现。《无中生有的宇宙》非常引人入胜。当然, 这些过去已经发生的一些事情非常有趣, 但是也有些事情, 比如你怎么可能有一个大爆炸然后整个宇宙就产生了? 我相信你们也会有一些人不会喜欢这书的。书的作者是 Lawrence Krauss。

我们通常的这个问答环节会持续时间非常长, 虽然我们还有一个董事会要开。因为你们有些人远道而来, 所以我们这样做。但是也不可能没有止境。

19, 关于 QE 量化宽松政策

股东：我有一个关于政府参与经济的问题。很显然的, 由于持续的量化宽松政策, 政府一直在支持经济, 市场包括股票市场。你认为政府的正确的角色应该是什么, 应该在多大程度上介入经济?

芒格：你刚才问了一个非常复杂和有趣的问题, 也是这个世界上最重要的问题之一。显然, 没有人知道答案, 当你意识到这个问题的时候, 实际上它已经过度了。我们都知道政府不能靠停止征税, 而依靠不停的印钞来运作经济。这样的做法, 在某个时点会有强烈的反作用, 导致你陷入你不想面对的痛苦境地。但没有人确切知道, 在不冒反作用风险的情况下, 你能在享受这些凯恩斯主义政策带来的好处方面走多远。如果你像我一样, 我相信要给大麻烦一个更宽的安全距离, 所以我会试图用印钞来解决问题的道路上尽量走的短一点。

一些像克鲁格曼(Paul Krugman 著名经济学家, 2008 年获诺贝尔经济学奖, 强烈支持美国政府的 QE 政策)这样的人, 对数学过分的迷信, 用着比这个世界上还活着的人都好的所谓纯正英语, 因此他非常危险。他认为 QE 这样的政策没有极限, 虽然他没有这么说, 但是他认为这个政策的风险边际足够远, 完全不用为之担忧。这不是我的观点, 但没有人知道确切的答案。

20, 零售业是个非常艰难的行业

股东：我想知道你对零售行业前景的看法。从你对好市多(Costco)投资的角度来看零售行业的未来，它可能会受到怎样的影响？

芒格：这是一个非常好的问题。我认为零售业会变得越来越艰难！我不认为 Costco 会让其他的对手轻松。我认为 Costco 将是赢家之一。举一个例子，我刚刚买了一管牙膏。实际上我没有去买，一个帮我打理生活的非常好的男同志，帮我在好市多买的。在我的生活中，我用过很多主流品牌的牙膏。他买到的这个牙膏的品牌是柯克兰(好市多的自有品牌 Kirkland)。好市多让一个主要的牙膏生产厂商以非常低廉的价格帮他们贴牌生产牙膏。这对于宝洁，联合利华，高露洁来说，显然是个威胁。然后你再考虑到亚马逊的威胁。然后你再考虑到由于房地产开发商，投资人和零售商的天然的过分乐观，我们已经有太多的零售商店。所以我认为零售业对我来说，看起来非常难，有很大的风险。现在，这不是说零售业没有像 Costco 一样优秀的人，这样的人无论如何一定会胜出。但我认为对于从事零售业的普通人来说，这是一个会有很多困难的生意。

在亚马逊的系统里，你只要点一个按钮，第二天货物就送来了。你不用面对开车交通的问题，也不用找停车位，也不用排队付账。这一切都非常简单，包括当你买一些贵重的商品的时候。所以我认为亚马逊是一个巨大的威胁，还包括好市多，山姆会员店以及类似零售店的崛起，所以像宝洁这样的零售商正在失去市场。我认为零售业竞争非常激烈，你觉得呢？我想这也是你问这个问题的原因。

股东：我认为零售业真的很艰难。

芒格：我同意。实际上刚才这个提问人只是想让别人确定他已经相信的事情，他应该去天主教堂。

股东：你的描述让我怀疑我们的经济处于一个无法持续的境况。

芒格：我们知道事情总有个极限，不是吗？这个屋子里的每个人都相信它存在。而我们不停推进 QE 的结果是，泡沫迟早会在你面前破碎。

21, 投资要独立思考

股东：我们都钦佩你对于你的投资哲学的毫不动摇，你能简单的谈一点吗？

芒格：在很长很长的时间内，我从来没有改变过我的看法。这不是第一次我看到崩溃，机会，疯狂和失望。

我认为原因之一是，我们还是恪守我们的旧教义——用自己头脑独立思考。当然，我对现代资产组合理论和他们在商学院里教的所有的东西都不屑一顾。我认为我人生的幸事之一就是：我从来没有和那些疯狂的人走得太

近。顺便说一句，我非常乐于他们中的任何一个人和我的家庭联姻。他们都是很好的人，他们只是有错误的思想。不是他们所有的思想都是错的，只是那些关于资产管理的东西是错误的。作为一个职业的资金经理并不容易，也不应该容易。你刚才还在抱怨没有臭鸡蛋扔在你的脸上。这位，你说你有过！好吧，你的计划成功了。

22,《商界局外人》

股东：我有一个推荐书目，但是这个故事非常的幽默和神奇。实际上这是一本巴菲特推荐的书。有一天我收到 Todd Combs 的一个邮件，他说"巴菲特昨天给了我一本书，我已经看完了，推荐你也看一下。"这本书的名字叫《局外人》The Outsiders。我让我的一个雇员从亚马逊上买了这本书，这本书到了之后我发现和巴菲特推荐的其它书相比非常特别，但是我认为也许他像查理一样。查理总是读一些非常有趣，非传统的和非商业的书。这的确是一本非传统的书，它讲的是一群低年级的学生被一群高年级的有钱的学生霸凌。

我想，哇噢，巴菲特的确开阔了他的阅读视野。但是两天之后，我从作者桑代克先生那里收到了另一本书，书名叫《商界局外人》(The Outsiders, William N. Thorndike, Jr), 是关于亨利·辛格尔顿和沃伦·巴菲特的书。所有这些不同的生意人，他们以非传统的方式运作生意。于是这个疑惑就解开了。我给作者桑代克发了一个邮件说，"也许还有其他人将会和我犯同样的错误，也许你应该和你的出版商找出一个办法让亚马逊能让那些找《局外人》那本书的读者不会混淆"。顺便问一下，有人喜欢这本书吗？

芒格：桑代克的那本书非常有趣，因为他描述了一些公司和他们的那些绝对履历惊人的 CEO 们，他们都有一些共性。他们都是一群非同寻常的人，很多人我私下都认识。他们是一群非同寻常的人，包括亨利·辛格尔顿，汤姆·墨菲等等。这是一本非常适合你们投资类型的书，非常非常有趣。我想有一类投资是非常特别的。对大部分人来说，理想的投资在很多方面是这样的，任何拥有这个生意的人，都可以通过提高价格，在没有风险的情况下赚更多的钱。你也许会说这样的机会不会再有了，就像百元的美钞在大街上还没有人捡到一样，怎么可能有呢？

但是如果你读了那本书，你会意识到在早期的有线电视时代，这是非常容易的事情。他们要做的只是坐在那里不断的提高价格，然后你就可以赚很多钱了。但是重要的是你必须处在那个位置，坐在那个你拥有有线电视台的位置，然后不断提高价格。的确有这样的机会，也许在你的人生中你会发现一些这样的机会。如果你能识别他们，这是一些你能最容易赚的钱。

我们就在 See's Candy 这家糖果企业赚到了这样的钱。当我们买下喜诗糖果的时候，我们知道这是一个非常好

的生意，经营的非常好，糖果也非常好。但那时我们对糖果价格在 1.95 美元一磅没有概念。我们也没有想到我们可以年复一年地持续涨价。而收益每年都在增加或者持平。然后喜诗糖果持续增长，多年来，它每年产生的收益，都是我们最初对整个公司投资的 300% 以上。部分原因是因为人们不在乎糖果价格是否每磅增加了 25 美分，因为这是一种礼物，而人们喜欢这个糖果。因此它没有心理价格参考。沃伦和我开始没有意识到这个定价权的存在，我们通过最初的一点勇气和行动，获得了这家公司之后才发现的。

再一次，其他的一些因素使得我们认为一些公司值得我们投资，而我们并没有为这个机会付出过高的代价。Jerry 买的这些小的公告报纸，如果一些事情发生，也可能会是一笔巨大的财富。而且事实上我们知道这些报纸都没有提价的阻力。我们可能会大捞一笔，你瞧瞧，我们做到了。

当然，我认为，如果没有喜诗糖果的经验，我们也不会这么早的投资了可口可乐的股票。我们从过往的经验中发现了一些品牌的巨大的力量。同时我也建议你们有同样的想法。最初买喜诗糖果也许需要一些魄力。我们对糖果一无所知，我们显然也没有人知道怎么经营糖果公司。但是我们有勇气认为我们买的是一座富矿。

好了，我们马上要开董事会了，我也完成了我对你们这些追星族的责任！



2012 年 4 月 17 日，巴菲特透露他被诊断为前列腺癌症 I 期。9 月在完成了两个月的放射治疗后，巴菲特非常高兴地说“这一切结束了”，并开玩笑说他长期以来一直计划成为世界上最长寿的人。

巴菲特：家族三代谈慈善 2013

2013 年 10 月 22 日

沃伦·巴菲特、霍华德·G·巴菲特(儿子)和霍华德·W·巴菲特(孙子)探讨慈善事业应对贫困的方式。

<https://charlirose.com/videos/23762>

罗斯：今天和我一起的是我的一位老友，也是我们节目的常客。他作为投资天才，跻身世界首富之列。2006 年，他承诺捐出大部分财富，并向比尔及梅琳达·盖茨基金会捐赠了 310 亿美元。他还鼓励子女投身慈善事业。沃伦·巴菲特的儿子霍华德·格雷厄姆·巴菲特是霍华德·G·巴菲特基金会的主席兼 CEO。他的新书《40 次机遇》(Forty Chances: Finding Hope in a Hungry World)刚刚问世。孙辈霍华德·沃伦·巴菲特是哥伦比亚大学的讲师，同时也是他父亲基金会的受托人。他凭借自己在政策制定和慈善领域的经验为这本书贡献了力量。今天，我非常高兴能首次邀请他们祖孙三代一同来到节目现场。此刻感觉如何呢？

巴菲特：感觉棒极了。我为他们感到无比骄傲。

罗斯：确实如此，你在开场致辞中也谈到了这点。那我们就从这本书开始聊起吧。我认识你母亲，也了解其中的渊源，你在书中不仅分享了自己的所学，还融入了从他们身上获得的感悟。能和我讲讲你写《40 次机遇》想要达成什么目标吗？

霍华德·G(长子)：嗯，你知道，我父母为我和我的兄弟姐妹提供了非凡的机遇。就我而言，我花了大量时间环游世界，结识了许多人，见识了很多事。我觉得这些经历很值得分享。一开始我想写本教科书，Howie(Howard 昵称)对我说："爸爸，你得把格局放大点。"于是我就想着分享一些经历，我们尝试过很多不同的事，失败的次数比成功的多，但我认为这是个重要的启示。

罗斯：从失败中也能学到东西，为什么取《40 次机遇》这个书名呢？

霍华德·G：绝对能。有件事可能你们的大多数观众都不太感兴趣，叫种植者学校。每年冬天，人们会去 John Deere 农机经销商那里，听不同的演讲者讲述如何提高农作物产量。有人提到，人一生真正能好好耕种的季节大概只有 40 个。然后我就联想到，人一生中真正的黄金岁月大概也只有 40 年。我开玩笑说我爸爸有 80 年，他就像个永动机。不过实际上，大多数人在黄金时期大约有 40 年的时间去改变世界、实现目标，或者去追求自己想要的东西。

罗斯：原来如此。你始终认为自己首先是个农民。

巴菲特：我热爱农业，没错。我永远都不想放弃。

罗斯：上次你来节目和沃伦聊天时，你说自己正处于转型期，希望能更有效地影响决策者，这本书是这一转型的成果吗？

霍华德 G：这本书是其中很重要的一部分。是的，我在冲突地区工作时学到了一个教训，在那些地方，政府的参与至关重要。如果你不能影响政策，即便有优秀的人才，在糟糕的政策环境下也难以成功。所以我们开始将倡导作为我们工作的一种手段。

罗斯：你认为我们在消除贫困方面能做得更好吗？

霍华德 G：绝对能。我觉得问题在于，我们过于依赖过去的经验。如今科技在发展，人们的思维也得跟着变，实际上思维也确实在转变。现在年轻一代从事慈善事业的方式和想法都不同了，他们更具创新性，也更专注。这些积极思考和行动的人，应该去推动一些大型机构做出改变。

罗斯：沃伦曾说过一句话让我印象深刻，他说最好在 90 岁之前，还能自己做决定的时候把钱捐出去，免得那时流着口水，身边还坐着个金发美女(意指人老糊涂了做不了明智的决策)。

巴菲特：没错，就是这么说的。我也试着这么提醒自己。我觉得我流口水这部分已经快做到了，可金发美女在哪呢？

罗斯：还有你的母亲。大家都知道，她去世前我们有过一次很棒的对话。这里有一段节选，从中能看到她以及她对家庭的影响。

苏珊：我想他(沃伦)希望人们记住，他常挂在嘴边的"卵巢彩票"理论。我和他一样深信这一点，如果他能让年轻人意识到自己很幸运，然后再进一步思考能为那些没那么幸运的人做些什么，这对他来说意义重大。(视频片段)

罗斯：沃伦，你在书的引言里也提到了这点："在这场卵巢彩票中，我的孩子们抽到了幸运签。很多经历这种好运的人，只是享受自己的生活，还努力让孩子也享受同样的待遇。这种做法可以理解，但要是带着一种'我能做到，别人为什么做不到'的傲慢态度，就会让人反感"。能详细讲讲"卵巢彩票"的重要意义吗？它体现了我们出生在这个国家是多么幸运。

巴菲特：查理，我出生在这个国家，1930 年代我出生的时候，能出生在美国的概率大概只有三十分之一或四十分之一。要是我出生在别的地方，我的人生肯定和现在截然不同。我可能会在孟加拉国四处游荡，一边说着自

己擅长配置资本，一边四处找工作。我很幸运，有好父母，出生的时机也很好。而且我的思维方式很适合资本主义体系，真的是运气爆棚。要是情况不同，一切都会大不一样。奥巴马说"没有人能单靠自己成功"的时候，受到了一些批评。我不清楚别人，但我知道我自己不是独自成功的。诺曼底有一万多座墓碑，那些人要是还在，也可能和我现在一样。葛底斯堡战役中的人们也是如此。没有人能孤立地取得成功。我非常幸运，适合这个时代和这个地方，但很多人没这么幸运。市场体系给了我很多，却把很多人抛在了后面。

罗斯：我注意到你的儿子和孙子都叫霍华德。你父亲也叫霍华德，他是你人生中的英雄。

巴菲特：没错，绝对是。

罗斯：如果我们的目标是在很大程度上消除贫困，你认为应该怎么做呢？我一会儿再听听你儿子的想法。

霍华德 G：嗯，我在书里试着结合我们的经历探讨了一些答案。我觉得最近在国会看到的，就是哲学与现实的冲突，那些活在现实中的人反而成了输家。所以在解决这个问题上，我们需要更有担当的领导。比如有人提议削减补充营养援助计划(SNAP)的资金，提出这些建议的人不会承受其后果，但他们得明白谁会因此遭殃。所以，提高意识和积极倡导对政策制定至关重要。另外，一直以来，商业在人们眼中好像是"反派"，从事慈善的人会觉得，企业做的一些事让他们难以与之合作。但实际上，企业能创造就业机会，而就业才是让人们彻底摆脱贫困的关键。虽然很多时候没那么简单，但我们得转变思路，寻找解决办法。

罗斯：跟我讲讲你吧，你在这本书创作过程中有哪些收获，发挥了什么作用？

霍华德 W(孙子)：能参与这本书的创作我深感荣幸。在过去的 15 年里，我有机会和父亲一起环游世界，积累了很多宝贵经历，这些也都融入了《40 次机遇》这本书中。对我来说，成长过程中有两位堪称完美的榜样。我们一家人会在 DairyQueen 吃早午餐，聊天时我仍会惊叹于他们的不凡。我的祖父积累了巨额财富，之后又将其变成了历史上伟大的慈善馈赠。正因如此，父亲才有机会去改变世界，他也把这个机会分享给我，希望我能改善世界各地人们的生活。

罗斯：和我讲讲你 1969 年去布拉格的经历吧。

霍华德 G：那是我人生中的一个重大转折点，也是我做过的最正确的决定之一。要不是我父亲，我可能都去不了，因为我母亲一开始极力反对，我们为此争论不休。那时我对布拉格发生的事一无所知，只因为之前来我家交流的学生 Vera 邀请我，我就想去看看。我坐飞机过去，像很多小孩一样，心情变化很快。飞机降落时，看到那

么多坦克，我觉得特别酷。但当士兵检查我的证件时，我才意识到事情没那么简单。在那里，我不能保证一日三餐，每周日还得烧热水洗澡，和我原来的生活天差地别。我看到人们压抑的生活，还有被秘密警察欺负的人，亲眼所见和看书的感受完全不同。那次经历让我第一次感到无助，也让我明白自己应该做些什么，这种想法一直影响着我。

罗斯：你最引以为傲的是什么？

巴菲特：我为我的三个孩子都感到骄傲，他们本不必投身慈善。虽然他们不算超级富豪，但也有足够的钱去享受生活，比如去乡村俱乐部消遣。Howie 去过很多国家，他一直在努力帮助他人。虽然我能在经济上支持他，但他的热情、想象力以及从失败中学习的能力，都是他自己的闪光点。

罗斯：除了对农业的热爱、丰富的经验和学识，你还喜欢摄影，我们会一起欣赏一些你的摄影作品。是你妻子带你接触摄影的，摄影给你带来了什么改变？

霍华德 G：是的。首先，它教会了我耐心。比如你想拍到猎豹捕猎的画面，就得耐心等待。

罗斯：猎豹可不会等你。

霍华德 G：没错，没有遥控器能让它们配合你。摄影让我学会了耐心，我开始留意农场里的一些事物，想要把它们记录下来。后来我开始旅行，最初我们参与了很多环保项目，拍摄大象、猎豹、狮子这些动物特别有趣。但后来我发现，摄影是一种强大的工具，能改变人们的想法。一张有冲击力的照片，会让人无法忽视，直面现实。我记得我在书里写过，摄影就像一把“真相之枪”，它能迫使人们正视现实。

罗斯：就像人们说的，一张照片胜过千言万语。来看看这些照片。给我们讲讲这张照片吧，这是一位瘦骨嶙峋的退伍老兵在向国旗敬礼。

霍华德 G：没错，确实如此。这是 Everett，在西弗吉尼亚州。我原本不是去拍他的，我们看到他出来取邮件，我注意到他瘦得肋骨都露出来了，明显营养不良。于是我们折返，这张照片很有意思。当时我在马路对面等着过马路，我的同事已经走到楼梯下了。我大声喊，让他问问 Everett 是不是退伍老兵，因为我看到他拿着国旗。Everett 立刻敬了个礼。之后我们和他聊了很久，他曾为国家效力，却没有得到应有的待遇。

罗斯：这张照片里，塞内加尔的一个男孩被锁着，这是怎么回事？

霍华德 G：拍这张照片时，我的相机差点给我惹了大麻烦。我们进入那个区域，我只带了一台相机。当时大

概有四五十个小男孩被锁着，他们陷入了一个宗教体系。家长把孩子交给宗教头目，这些孩子就得去街上乞讨，如果讨不到足够的钱，就会受到这样的对待。

罗斯：第三张照片是一位 82 岁的亚美尼亚妇女安娜。

霍华德 G：这是 Anna。我觉得 Howie 应该和你讲讲她的故事。

霍华德 W：好的。当时我们在亚美尼亚的乡村开了很久的车，偶然间在她家停下，她邀请我们进屋。她讲述了自己的经历，她妹妹患有精神疾病，晚上她得把妹妹锁起来，因为妹妹会攻击她。照片里，她站的地方既是厨房，也是卧室，还是门廊。当时的场景让我深受触动，我和父亲在世界各地见过很多悲惨的事，但安娜的故事还是给了我意想不到的冲击。

霍华德 G：查理，我补充一下。去之前我就和 Howie 说返程时要去亚美尼亚，他一开始很抵触，问我亚美尼亚有什么可去的。我告诉他，他会看到一些从未见过的东西。我带他去过孟加拉国、印度、非洲和中美洲，我希望他能看看亚美尼亚的社会现状。在那里，我们和很多人交谈，发现不少原本有体面工作的人，像教授，现在失业了，失去了汽车、房子，孩子也没法上学。和我们去过的很多国家相比，这里的情况很不一样，我希望他能有这样的体验。

罗斯：这和比尔及梅琳达盖茨的做法很相似，他们也会去实地考察，亲眼见证那些情况。

巴菲特：没错，你不可能坐在公园大道的办公室里，就真正了解这些事。

罗斯：是的。现在关于慈善事业有不少讨论，比如“捐赠誓言”引发了很多思考，人们在一起探讨如何更有效地捐赠。你认为我们是否需要对慈善事业展开更深入讨论，包括如何更好地开展慈善活动以及为什么要参与慈善？

巴菲特：慈善事业和市场体系不同。就像在 DairyQueen 卖 DillyBars 冰淇淋，我们都不知道人们为什么喜欢它。市场体系的优势在于能及时反馈产品和想法的优劣，但在慈善领域，当你给别人捐钱时，他们肯定会欣然接受，还会讨好你，所以慈善事业缺乏像市场体系那样的检验机制。这就使得慈善工作更具挑战性，有时候你可能长期做错事却没人提醒。因此，从事慈善比做生意更考验能力。

罗斯：捐钱比赚钱更考验能力吗？

巴菲特：哦，那是肯定的，两者没法比。

罗斯：没错。这也是你把钱捐给比尔梅琳达盖茨基金会的原因吧.....

巴菲特：还有我的孩子们。

罗斯：还有孩子们，因为你认可他们做慈善的成效.....

巴菲特：他们充满热情、富有智慧，还愿意终身投身慈善事业，这些都很重要。

罗斯：那你在比尔及梅琳达·盖茨基金会扮演着什么角色呢？

巴菲特：开支票。实际上是转让股票，我只需要签字就行。我对孩子们的慈善工作也是这样支持的。

罗斯：但肯定不止如此吧。

巴菲特：不，就是这样。

罗斯：我是说，你肯定也想激励他们。

巴菲特：嗯，确实有这方面的因素。但如果他们的目标和我的一致，我也不会和他们合作。他们的慈善理念是每个人的生命都具有同等价值，我的孩子们也认同这一点。他们还很年轻，愿意像我的孩子们一样，用余生致力于此。我有这些比我更擅长做慈善的人在努力，而我也热爱自己的工作。幸运的是，这往往能增加可用于慈善事业的资源。

罗斯：你还在跳着踢踏舞去上班吗？

巴菲特：跳着踢踏舞去上班，还能来几个前空翻呢。

罗斯：洛克菲勒基金会曾因支持绿色革命而闻名。在农业领域，你认为现在会出现类似的变革吗？

霍华德 G：我觉得如今我们正处于“棕色革命”阶段，必须开始保护自然资源，其中土壤是关键。这就好比开车需要加油一样，种植任何作物都离不开土壤，但我们一直没有充分认识到这一点。

保护土壤这个话题并不吸引人，所以人们很少关注。但我和比尔·盖茨都觉得它很重要，我还送了本叫《泥土》的书给比尔，让他了解土壤的重要性。这确实是个挑战，因为它不是大众关注的焦点，但如果我们还想在100年后继续像现在这样耕种，就必须重视起来。

罗斯：你和比尔·盖茨都觉得土壤很“性感”。

霍华德 G：嗯，我希望他读完那本书能明白土壤有多重要。这是个挑战，因为它不是大家通常关注的东西，但我们必须更加关注如何保护自然资源。

罗斯：我还想再提一下，苏珊·汤普森对你们三位的成长影响深远。你曾和我说过，你遇到苏珊之前一团糟，

还让我一定要见见她。

巴菲特：是真的，确实如此。

罗斯：这段对话后不久她就去世了。来听听她对家庭和价值观的看法。

(视频片段)苏珊：我觉得是我让沃伦成了民主党人，这可得归功于我，因为我们父母都是共和党人，但我们不是。我会拉着他去听杰西·杰克逊、《像我一样黑》的作者以及刘易斯等人的演讲。他会陪我去，还说很喜欢这些人。不知不觉中，我就“潜移默化”了他。还有件事让我印象深刻。有一天我们聊到种族问题，那大概是 40 年前了，他看着我说，等着瞧吧，等女性意识到自己是世界的奴隶的时候(就知道了)。当时有多少男性，甚至女性自己，能意识到这一点呢？

罗斯：哇，很有先见之明，对吧？

巴菲特：是啊。

霍华德 G：查理，我写这本书之前看了这段采访。

罗斯：是吗？书里也有体现吧？

霍华德 G：是的，贯穿全书。

巴菲特：我得说明一下，她当时刚从喉癌中康复，所以声音受到了影响。

罗斯：这是 2004 年 6 月的采访。我们聊聊当下的政治局势吧。华盛顿刚刚经历了一场危机。

巴菲特：一场华盛顿自己制造的危机。

罗斯：华盛顿制造的危机，他们在提高债务上限以及其他一些预算事项上设置条件。你觉得这对美国在全球的形象，以及那些持有美国国债、把美国视为经济强国的人来说，会有什么影响呢？

巴菲特：嗯，我和孩子们说过，而且我觉得书里也提到了，建立声誉需要 20 年，但毁掉它可能只需要 20 分钟。美国花了 237 年建立起如今的声誉，这也是我们成为世界储备货币的原因，人们信任美国的信用。但国会却威胁要毁掉这历经 237 年建立起来的成果，这太不负责任了。债务上限本就不该存在，控制债务的正确方式是控制支出，而不是设置债务上限。

罗斯：我还以为债务上限就是用来谈判的。

巴菲特：不是的。但既然有了债务上限，就不应该把它当作武器。我们有核武器，但即便对其他国家不满，

也不会轻易使用。不能因为事情没按自己的想法发展，就动用核武器。债务上限就是金融领域的大规模杀伤性武器，两党都应该摒弃这种做法。我们可以争论堕胎、移民等问题，但不能把这些和威胁毁掉美国 237 年建立起来的声誉联系在一起。所以我希望两党都不要再拿债务上限做文章。

罗斯：经历了这次危机，你觉得他们会更愿意听取意见吗？

巴菲特：也许吧。我一直对人性抱有希望。实际上，McConnell 参议员虽然我和他在很多问题上意见不合，但他之前提出过一些建议，至少能降低债务上限被当作武器使用的可能性。虽然最好是彻底废除债务上限，但如果从政治角度看，这是目前能做到的最好结果，那也值得支持。

罗斯：债务违约就相当于大规模杀伤性武器。

巴菲特：那简直太愚蠢了，就像使用毒气一样，仅仅因为没达到自己的目的就这么做。债务违约绝不能被当作武器。

罗斯：现在民主党和共和党成立了一个委员会，由 Patty Murray 和 Paul Ryan 担任主席。他们要在 12 月 13 日前拿出方案，你觉得他们应该以辛普森-鲍尔斯计划(Simpson-Bowles)为起点吗？

巴菲特：我觉得他们都是很优秀的人。而且他们对预算问题很了解，毕竟他们是各自委员会的主席。他们可以参考这个计划，或者类似的方案。他们的目标应该是尽可能达成更多成果。

罗斯：好的，那他们应该努力达成哪些成果呢？帮我，也帮他们了解一下，巴菲特会给出什么建议？

巴菲特：他们不可能让 535 名议员都达成一致，但应该在不损害经济的前提下增加税收，同时审视社会保障等福利项目。如果他们想对我的社保进行经济状况调查，我完全支持。

罗斯：还得考虑年龄因素吧？

巴菲特：对，很可能需要。不能只看项目的某一部分，而要综合考虑整个项目。但如果他们提出的方案我有 80%认同，我就会支持他们。毕竟没人能做到让所有人都 100%满意。这是他们的工作。不管在这个期限内他们能否达成目标，希望这次的危机能推动他们取得进展。但国会的职责不是设置债务上限、关停政府，而应该.....

罗斯：他们现在必须制定预算，避免再次出现债务上限危机。

巴菲特：没错，但如果我是帕蒂·默里和保罗·瑞安，我首先会代表两党声明，以后讨论任何问题都不再涉及债务上限，也不会互相指责。过去谁用过债务上限并不重要，它不应该被当作工具使用。

罗斯：你还会对民主党人说，我们必须改革福利项目。因为前几天《华尔街日报》上有篇文章，说自由派和民主党人反对对福利项目进行任何调整，而共和党人则表示只要福利项目不改革，就不同意减税。只要双方坚持这两种立场.....

巴菲特：确实应该改革。目前来看，这种做法显然没起到什么好作用。如果我是 Murray 和 Ryan，我会尽量私下协商，提出一揽子方案。因为如果逐项讨论，没人愿意在具体问题上做出让步。现在距离党内初选没几个月了，大家都担心初选结果，在这种情况下公开辩论是个大问题。所以我会尝试提出一个各方都能接受一点方案，整体上对国家有利就行。

罗斯：那你愿意在方案中看到哪些你不太喜欢的内容呢？

巴菲特：我觉得我们必须对福利项目和税收做出一些判断。但这不能只看某一部分，必须综合考虑整个方案，所以我希望他们能提出完整的方案。

罗斯：我想再确认一下。你说我们需要增加税收，显然是有必要的。你说的增加税收，不只是减少税收减免，还包括提高税率，对吧？

巴菲特：是的，税收占 GDP 的比例需要提高到 18.5%左右。

罗斯：税收应该占 GDP 的 18.5%左右。支出呢，支出应该占 GDP 的多少？

巴菲特：支出应该占 20.5%或 21%。在 GDP 不增长、债务占 GDP 比例不上升的情况下，2.5%的差距是可以接受的。从二战结束后，我经历过这样的经济环境，这种模式是可行的。这并非不可能实现，我们比以往任何时候都富有，人均 GDP 达到了 5 万美元，比我 30、40、50 年前工作时富裕得多。所以问题不在于国家变穷了，而是我们承诺过多，而且在某些情况下，不愿意增加税收来兑现这些承诺。

罗斯：现在人均 GDP 大概是 5 万美元，而中国大概是 7000 或 8000 美元。也许甚至只有 4-5000 美元。

巴菲特：这是我出生时的 6 倍。我们是世界上最富有的国家。想象一下，1930 年我父亲在产房外等待时，如果有人告诉他，他儿子以后生活的时代人均 GDP 是现在的 6 倍，他肯定觉得那是乌托邦。我们在生产和资源管理方面取得的成就简直不可思议，在某种程度上，我们确实进步了。

罗斯：我得说，你儿子的收入和财富比一些国家的 GDP 还高。

巴菲特：美国的未来一片光明，查理。顺便说一句，535 名议员再怎么折腾也搞不垮美国。他们有时看起来

好像在努力这么做，但实际上无法阻止 3.15 亿美国人前进的步伐。美国有很强的韧性，但最近几个月确实遇到了一些问题。

罗斯：但中国和其他持有美国国债的国家，还有别的选择吗？

巴菲特：没有。而且美国会偿还债务，美国的信用依然可靠。我觉得经历了这次危机，很多人都吸取了教训，债务违约这种事应该彻底被排除。没必要为不会发生的事担忧，535 名议员也知道债务违约是疯狂的行为，不会真的这么做。如果我在节目里说一些明知不会发生的事，还让数千万人为此担忧，那是不负责任的。

罗斯：有人想在预算案中削减医保(比如奥巴马医改计划)的资金。

巴菲特：他们还不如说想在奥马哈建个新邮局，不然就不投票支持这个预算案。这种做法太荒唐了。

罗斯：还有个争议点，赤字鹰派人士强调美国面临的长期债务问题，而 Larry Summers 等人则认为，我们应该关注经济增长，因为经济增长能帮助我们偿还债务，当下的首要任务是促进增长。你同意他的观点吗？

巴菲特：美国经济一直在增长，而且还会继续增长。但我们不能让债务增长速度长期超过经济增长速度。我们目前能够承担现有的债务，相对于当前的经济产出，我们可以应对。但如果债务增长速度持续快于产出增长速度，最终会出问题的。

罗斯：债务占 GDP 的合理比例是多少？

巴菲特：没人能确切知道。但人们常说美国净债务接近 17 万亿美元，但减去 4 万亿美元后，净债务占 GDP 的 70% 左右。二战结束时，这个比例接近 120%，可能我记得不太准确。没人知道这个比例的最佳值是多少，但不能一味地挑战极限。如果净债务占 GDP 的比例保持在 72% 左右，是完全没问题的。前些年这个比例从 120% 降到了 30% 多，我们也没出什么问题。但这个比例不能继续上升了。

罗斯：你对自动减支政策(sequestration)怎么看？

巴菲特：这又涉及到人们玩的政治游戏了。我只希望他们能关注国家的实际需求，想想能为 3.15 亿美国人做些什么。大家不可能完全达成一致，如果能出台一个预算案，你我都能认同其中 80% 的内容，虽然具体认同的部分可能不一样，但我们都会感觉好一些。总比过去几个月他们玩的那些把戏强。

罗斯：但你是否认为，就像 Mitch McConnell 说的那样，其他人也站出来表示不能再这样下去了，不能再拖延问题了？

巴菲特：债务上限问题就应该被彻底解决。1945 年我们两次使用原子弹，从那以后我们和苏联经历了很多令人恼火的事，但苏联并没有使用核武器。债务上限就是金融领域的核武器，两党都不应该再把它当作政治工具。

罗斯：你认为我们从 2008 年的金融危机中吸取教训了吗？

巴菲特：我们认识到泡沫是会出现的，房地产市场的泡沫可能会很大。在某些方面，人们可能变得更明智了。但说到恐惧和贪婪，我觉得在未来几个世纪都不会改变，以后会怎样我可说不准。

罗斯：有趣的是，最近诺贝尔经济学奖颁发给了一些人，其中法玛(Fama)认为市场是有效的，而席勒(Shiller)则认为市场是非理性的，还会出现更多泡沫。你怎么看？

巴菲特：没错。市场通常是比较有效的，但也并非完全有效，我想 Palmer 教授也会认同这一点。席勒说还会有更多泡沫，这一点他是对的。2008 年的泡沫尤其严重，因为它涉及到美国最大的资产类别房地产，几乎每个人都与之相关。而且很多人利用高杠杆投资房地产，不断在他们房子上加杠杆。这样一来，房地产这个巨大的资产类别被过度杠杆化。当房价下跌时，数千万人和全球的金融机构都受到了冲击，因为这些金融机构的贷款都是基于房地产的价值。这场危机就是一场巨大的灾难，而我们也确实经历了。

罗斯：那你认为我们吸取教训了吗？

巴菲特：我们从那次房地产泡沫中学到了一些教训。

罗斯：你认为多德-弗兰克法案(Dodd-Frank)没有建立起必要的监管结构，无法起到预警作用，也不能防止人们重蹈覆辙，做出那些引发危机的行为，多德-弗兰克法案能帮助我们应对下次危机吗？

巴菲特：我不太确定。恐惧和贪婪很难控制。1929 年经济大崩溃后，我们花了两三年时间建立了美国联邦通信委员会(FCC)，推出了存款保险制度等一系列举措。然而看看 1929 年发生的事，再看看 2008 年的危机，我认为人类永远无法避免时不时出现的群体性恐慌。

罗斯：有趣的是，蒂姆·盖特纳现在发表了一些演讲，并进行私下交流，他表示如果没有国会赋予的紧急权力，盖特纳，伯南克和保尔森就无法采取当时的行动。而在当前的辩论中，一些人却想取消这种权力。

巴菲特：看看多德-弗兰克法案，我读过它的全部内容(具体多少页我记不清了)。伯南克使用了一项名为 13-3 的条款，有一位美联储主席(我就不说具体是谁了)曾告诉我，依据 13-3 条款，他们几乎可以为所欲为。当时确实不得不采取各种措施。汉克·保尔森使用了一个叫“紧急稳定基金”的机制，这个基金是 1943 年调整金价时设立

的，原本没人想到它会被用来为货币市场基金提供担保，但他们就是这么做了，而且也没人能阻止。我不知道紧急稳定基金是否允许这样做，但当时那些人有权力采取行动。我认为(也可能有误)，多德-弗兰克法案在一定程度上限制了美联储和财政部曾经拥有的一些重要权力，而这些权力在上次危机中发挥了关键作用。

罗斯：他们也这么认为。还有摩根大通和政府达成的 130 亿美元和解协议，你怎么看？这个金额合适吗？能起到警示作用吗？

巴菲特：我不知道这个金额是否合适，但我知道一点。当检察官指控一家金融机构时，我在所罗门兄弟公司工作的时候，我们曾被罚款 2.9 亿美元。当时我没有任何谈判的筹码，如果他们对我们提起刑事诉讼，我们第二天就得倒闭，这会带来很多严重后果。所以在这种情况下，你基本上只能任人宰割。我不知道这些罚款金额是怎么来的。就我个人而言，因为贝尔斯登或华盛顿互惠银行相关的事情惩罚摩根大通，我认为这是个严重的错误。也许 Jamie Dimon 杰米·戴蒙(摩根大通 CEO)在收购贝尔斯登时没有得到赔偿协议，但当时是政府希望他出手相助，华盛顿互惠银行的情况也是如此。

罗斯：你认为这不公平？

巴菲特：是的，如果是因为这些原因，我认为不公平。我是认真的。

罗斯：我想他们会辩称还有其他原因。

巴菲特：可能还有其他原因，但我觉得他们在确定罚款金额时，参考了贝尔斯登和华盛顿互惠银行的问题。我认为政府当时没人希望摩根大通放弃收购贝尔斯登或华盛顿互惠银行。而且如果他们想的话，也许可以在谈判中争取到赔偿协议，只不过可能要冒着让整个经济陷入风险的代价继续谈判。但他们当时被要求迅速采取行动，他们也这么做了，也许现在却因此受到惩罚。这么说吧，我认为自 2008 年以来，杰米·戴蒙领导摩根大通对整个金融体系是有益的。

罗斯：你这么说的原因是？

巴菲特：我认为他是一位领导者。

罗斯：因为他做出的决策？因为他打造了美国最大的银行？

巴菲特：当贝尔斯登和华盛顿互惠银行陷入困境时，他都挺身而出。这些决策不仅对这两家机构至关重要，也向全世界表明有人在关键时刻站出来承担责任。

罗斯：这 130 亿美元的罚款由谁来承担？

巴菲特：由股东承担。当然，现在的股东和过去的已经不一样了，这就是现实。

罗斯：如今摩根大通面临罚款，你投资的另外两家银行美国银行和富国银行可能也面临风险。

巴菲特：它们已经支付了巨额罚款。实际上，如果监管机构找上门来，而你在各个州都持有经营牌照(可能还有其他原因)，你只能照他们说的做。你可以据理力争，但最终还是得服从。

罗斯：据我们了解，杰米非常希望政府放弃刑事指控，但政府拒绝了，所以刑事指控的风险仍然存在。

巴菲特：风险确实还在，但我觉得不太可能真的被刑事起诉。我可不想经营一家时刻面临刑事指控风险的金融机构，不过在所罗门兄弟公司的时候我曾经确实经历过。每天醒来都担心公司会被关停。

罗斯：从他们的行为和未来发展来看，摩根大通能承受这笔罚款。

巴菲特：他们能承受 130 亿美元的罚款，这也是他们被要求支付这么多的原因。要是同样的事情发生在一家无力承担 130 亿美元的机构身上就不会这样要求了。

罗斯：你认为"大而不能倒"的问题仍然存在吗？这种情况应该继续存在吗？

巴菲特：是的，我认为存在。而且那些在金融机构中参与不当行为却能全身而退、赚得盆满钵满的人，最终承担损失的却是股东。比如美国国际集团(AIG)的股东，他们和 AIG 金融产品部门的不当行为毫无关系，但他们持有的股票价值大幅缩水，损失惨重。我觉得如果一家大型金融机构需要政府救助，那么该机构的 CEO 和他的配偶应该倾家荡产。毕竟在这些危机中，很多普通人都因此破产了。但实际情况并非如此。

罗斯：那你认为该如何纠正这种情况呢？

巴菲特：嗯，如果给我点时间，我可以起草一项法规。这需要比我更专业的人来起草，但大致意思是，不应该让任何一家对美国经济运转至关重要、以至于需要政府救助的大型金融机构存在。要确保导致这种情况发生的 CEO 和他的配偶破产，并且要求董事会成员至少退还过去五年的全部收入。如果有这样的规定，我觉得人们在做决策时会更加谨慎。你可能会说，对于那些拥有 5 亿美元资产、持有 1 亿美元股票的人来说，损失一些钱没什么大不了的，但这对股东和整个社会来说影响重大。所以，如果想改变人们的行为，就应该改变那些在关键决策中起作用的人的惩罚措施。

罗斯：你的意思是，这些人应该承担经济损失，倾家荡产，不能从那些毁掉很多人生活和财富的决策中获

利，对吗？

巴菲特：是的。

罗斯：你觉得有些人的行为应该被送进监狱吗？你比大多数人更了解这些情况。

巴菲特：这很难说，查理，我也不确定答案，但我不排除这种可能性，只是我不确定。

罗斯：巴菲特规则(BuffettRule)是存在的。

巴菲特：嗯，我助理叫 DebbieBosaneck，在办公室里我们都把它叫做"Bosaneck 规则"。

罗斯：还有一点很有意思，在这次谈话中也提到过，无论是生活还是金融领域，你都不想冒险踩线，而是想稳扎稳打。你也不想做那些一旦登上《纽约时报》头版，就会毁掉你生活的事情。就像你说的，建立声誉需要 20 年，但可能一瞬间就毁于一旦。

巴菲特：没错。美国最近就差点发生这样的事。

罗斯：但你对美国仍然很乐观，因为美国有创新能力、丰富的资源，主要是因为美国的人力资本。

巴菲特：看看美国过去 237 年的历史就知道了，什么时候和美国作对有好结果呢？237 年来，人们说你在押注美国，可谁又想和美国对着干呢？看看美国取得的成就就知道了，而且我们还远未充分发挥人力资源的潜力。美国最美好的日子还在后头呢。

罗斯：因为科学发展迅速，各方面都在进步，所以能充分发挥人力资源的潜力？

巴菲特：没错，各方面都在进步。

罗斯：还有一件有趣的事，你投资了 IBM，尽管你一直说不想投资自己可能不理解的科技公司。现在 IBM 好像也遇到了一些困难。

巴菲特：嗯，我肯定 Ginni Rometty 对今年的一些情况感到失望，但今年 IBM 的盈利会比以往都高。

罗斯：那来自中国的订单呢？

巴菲特：这在一定程度上有影响。但他们今年的每股收益将创历史新高。如果期望更高的话，可能会觉得有些失望，但这其实是个不错的成绩。

罗斯：在这次谈话中，这是个很好的切入点。你投资 IBM 不是因为你觉得它在接下来几个季度里股价会上涨，或者有其他短期的利好，而是基于对其业务基本面的分析，认为它发展前景良好。

巴菲特：我不知道 IBM 在 1927 年或 1962 年第三季度的盈利情况。最终，每个公司，包括伯克希尔在发展过程中都会遇到一些波折。但只要我们做出正确的决策，长期来看就会有好的结果。我们很幸运能在美国这个世界上最好的国家开展业务，这是我们的优势。

罗斯：你儿子的《40 次机遇》，还有你孙子参与创作、你写了前言，其中提到了你的妻子、母亲和祖母，这本书很有意义。很高兴见到你们。

霍华德 G：很高兴再次做客。

罗斯：谢谢你，沃伦。

巴菲特：谢谢你，查理。

罗斯：马上回来，别走开。

艾伦·格林斯潘：我先说说，预测经济走势是个大难题，因为未来充满了不确定性。我想解释一下原因。

罗斯：艾伦·格林斯潘来了。他在 1987-2006 年担任美联储主席，一生都在研究美国和全球经济的复杂性。2008 年的金融危机让几乎所有人都措手不及，顶尖经济学家和华尔街的精英们都不得不重新审视一些基本假设。《地图与疆域：风险、人性与预测的未来》这本书介绍了如何衡量曾经被认为无法衡量的经济变量。很高兴艾伦·格林斯潘再次来到节目，欢迎你。

格林斯潘：非常感谢。

罗斯：那我们聊聊当下的情况。回顾最近这次危机，你怎么看待债务上限问题，以及把它当作武器这件事，沃伦·巴菲特称其为大规模杀伤性武器。

格林斯潘：我觉得近年来发生了一些根本性的变化。从根本上来说，我在书中也讨论过这个问题。像美国这样一个拥有 3 亿人口的社会，必须在一些基本原则达成共识，比如《权利法案》，包括新闻自由、言论自由、集会自由、宗教信仰自由。每个人都认同这些原则。但如果超出这些基本共识，人们就必须愿意在其他问题上做出妥协，因为只有当人们认识到彼此存在差异，又希望共同生活在一起，基于共同的信仰，才能形成一个运转良好的社会。过去很长一段时间，我们的政治体系中存在一定程度的和谐，但现在这种和谐消失了。

罗斯：那你觉得是谁没认识到这点呢？茶党吗？

格林斯潘：很多人都没认识到，他们都没意识到这个问题。很多民主党人也没认识到，我敢肯定.....

罗斯：但你是否认为，基于你自己的政治立场，你会觉得两党对此负有同样的责任呢？

格林斯潘：就目前的情况而言，当然不是。看看数据就知道了。众议院的投票很大程度上受茶党影响，是他们导致了问题的发生。顺便说一句，债务上限一开始就不该存在。

罗斯：还有监管和多德-弗兰克法案的问题。多德-弗兰克法案虽然并不完美，蒂姆·盖特纳也承认这一点，但它制定的规则和监管措施，能起到监测作用，防止引发经济泡沫的情况再次出现吗？或者说，它能恢复或加强一些监督机制，起到预警和预防的作用吗？

格林斯潘：就目前多德-弗兰克法案的内容来看，答案恐怕是否定的。多德-弗兰克法案有一些部分，比如资本要求，这很重要。实际上，我甚至可以说，我们要避免的是高杠杆泡沫破裂引发的经济崩溃。比如互联网泡沫破裂时，虽然损失巨大，但对经济的影响微乎其微，经济几乎没有受到冲击。原因是那些互联网股票的不良资产都由 401(k)计划、共同基金和家庭持有，几乎没有债务。没有债务，就不会出现违约，也不会引发连锁反应。过去有很多类似的例子，经济经历了大泡沫破裂和巨大损失，但对经济并没有产生实质性影响。

罗斯：而且很多这样的公司都有核心竞争力.....我是说有核心优势。那些公司的股价被高估了。

格林斯潘：是的。这是事实，我还能给你讲一些相关的离谱故事。但关键在于，我们制定的监管措施要能真正解决问题。大幅提高资本要求本身就能防止连锁反应的发生。

罗斯：你怎么看待摩根大通与司法部达成的 130 亿美元和解协议？

格林斯潘：我对此感到很遗憾，因为我在进入联邦政府工作之前，曾在摩根大通董事会任职 10 年。在那期间，董事会关注的关键问题是如何维持公司的 AAA 信用评级，他们在经营上非常谨慎。当然，我并不清楚具体的指控内容，这超出了我的了解范围，但我对此很关注。

罗斯：明白。但我感到遗憾的是，我们发展到了这一步，要知道摩根大通在帮助政府方面其实发挥了重要作用.....但你是否也对那么多人背负无法偿还的房贷、还有那么多投资者...所失去一切感到遗憾呢？

格林斯潘：没错，我完全同意。我认为多德-弗兰克法案存在问题，某种程度上，我觉得它制定的监管措施不会起作用。我认为制定监管规则时，必须明确说明规则的内容和预期效果，如果达不到预期，那就没必要实施。

罗斯：在一期节目里我不想过多引用沃伦·巴菲特的话。

格林斯潘：没关系，他是我的好朋友。

罗斯：也许你们俩都认为智慧会随着年龄增长。有这么一件事，巴菲特强烈建议，在 2008 年危机发生前担任高管职位的人，应该破产，在个人财富上付出巨大代价。从我的阅读来看，你似乎也认同这一点。

格林斯潘：是的，不过我是从不同角度来对待这个问题的。1970 年，纽交所决定允许所有此前必须是合伙制的经纪商进行公司化改造。我认为这是个关键转折点，我记得那些投资银行以前连隔夜拆借都不会借你一分钱。

罗斯：因为合伙人的钱都有风险？

格林斯潘：没错。每个合伙人都要对其他人的损失承担全部责任。在那种情况下，你绝对不会轻易.....

罗斯：但原则是一样的，如果人们担心自己因滥用他人资金做出严重错误决策、造成巨大损失后会承担后果，那么他们就不应该享受丰厚的薪酬待遇，让自己免受任何.....

格林斯潘：在 1970 年的规定出台之前，这种情况是不会发生的。

罗斯：感谢你来到节目。

格林斯潘：我的荣幸。

罗斯：艾伦·格林斯潘，他的新书为《动荡的世界：风险，人性与未来的前景》。

罗斯：今天的节目中，巴菲特家族三代人分享了他们在慈善、农业、社会问题等方面的深刻见解，艾伦·格林斯潘也对经济监管等重要议题发表了看法。从慈善如何消除贫困，到政治决策对经济的影响，再到金融市场的监管与发展，这场对话涵盖了众多关键话题，为我们提供了丰富的思考素材。感谢各位观众的收看，希望今天的内容能让大家对这些复杂的问题有更深入的理解。下次节目再见！

巴菲特：如何教孩子理财 2013

2013 年 11 月 22 日

《秘密百万富翁俱乐部》(TheSecretMillionairesClub)是 AOL 推出的一部电视系列动画片，2011 年第一季 26 集首播，2014 年推出第二季 26 集，由中国幸运动画制作，沃伦巴菲特配音。剧中他担任一群学生的导师，通过他们的冒险经历帮助他们学习如何做出正确的财务决策。SMC 每年都会在网上举办"自己创业挑战赛"，让 7-14 岁的孩子们提出新的创业想法。孩子们现在仍然可以在 SMCKids.com 上提出自己的想法。作为其中的一员，巴菲特也喜欢与孩子们分享自己的建议。在这里，他回答了五个问题，如何教孩子理财。

1, 你认为大多数父母都能很好地对孩子进行财商教育吗？

巴菲特：大多数家长都知道，教导孩子如何正确理财是多么重要。多年前曾有一项研究，询问如何预测孩子日后的事业成功。研究的结论是，**开始第一次创业的年龄会影响你日后的成功程度**。从小教育孩子养成良好的理财习惯，能让所有孩子在成年后都有机会获得成功。

2, 您认为父母在教孩子理财时犯的最大错误是什么？

巴菲特：我认为家长需要从小就开始教导孩子理财的重要性。有时，父母会等到孩子十多岁时才开始谈论理财，而他们本可以在孩子上学前班时就开始。

3, 是什么促使您创作《秘密百万富翁俱乐部》？您希望孩子们从中得到什么？

巴菲特：现在有很多教育计划，但从小就教授金融知识的教育计划并不多。《秘密百万富翁俱乐部》可以帮助孩子们养成正确的习惯，让他们受益终生。如果这项计划能对青少年产生一定的影响，帮助他们养成更好的理财习惯，那么当他们长大成人后，就会对他们的生活产生重大影响。

4, 你从哪里学到理财的？

巴菲特：我父亲是我最大的启蒙老师。他是我 6 岁时的英雄，现在仍然是我的英雄。他在各方面都激励着我。在我很小的时候，我就从他身上学到了要尽早养成正确的习惯。**储蓄是他教给我的重要一课。**

在我成长的过程中，我做过各种各样的小生意。6 岁时，我做了第一笔生意。我花 25 美分买了六罐可乐，每罐卖五分钱。我还挨家挨户卖杂志和口香糖。

5, 在金钱方面，您教给自己孩子最好的一课是什么？

巴菲特：我给我所有的孩子上的都是《秘密百万富翁俱乐部》中的课程。这些课程非常简单，既适用于商业，也适用于生活。

巴菲特：对话八所商学院学生 2013

2013 年 11 月 15 日

沃伦巴菲特会见了来自 Maryland 大学等八所商学院的学生。MBA 学生提出了 16 个问题。以下为马里兰大学 Robert H. Smith 商学院金融系 David Kass 教授和 MBA 学生 Rahul Shah 笔记。

1, 伯克希尔是否随着规模的扩大而降低了门槛回报率?

巴菲特: BRK 没有设置门槛回报率。资本的增加使获得超额回报变得更加困难。如果我管理 100 万美元, 我会比管理 2100 亿美元(BRK 的净资产)获得更好的回报。规模是回报率的敌人。我还是宁愿管理 2100 亿美元, 也不愿管理 100 万美元。

2, 您过去曾说过, 您 85%的投资归功于本格雷厄姆, 15%归功于菲利普费雪。这个比例现在有变化吗?

巴菲特: 我的投资策略是在格雷厄姆的指导下制定的。我去哥伦比亚大学向格雷厄姆学习投资。按照格雷厄姆的方法, 长期来看你不可能亏钱。本质上这是一种定量分析方法, 你必须做得足够好。另一方面, 随着你拥有越来越多的资金, 进入越来越大的公司, 这种定量分析方法的适用性也越来越小。以合理的价格购买出色的企业, 总比以低价购买一般的企业要好。

"雪茄烟蒂投资法", 你可以在地上捡到一根恶心的雪茄, 只剩一口了, 你可以把它捡起来, 点燃, 然后免费抽一口。你可以一直这样做, 得到很多免费的雪茄烟蒂。这是一种方法, 我就是这么做的。我从定量上寻找非常便宜的股票。在接触了费雪和查理之后, 我开始寻找质地更好的公司。以前我这两类都做。现在我们要找的是好公司, 而不仅仅是便宜的公司。

铁路公司规模庞大, 10 年后甚至 100 年后都会很好。BNSF 铁路现在的税前利润是 60 亿美元, 而几年前我们收购它时只有 30 亿美元。我们现在更倾向于费雪, 而不是格雷厄姆, 因为我们的资金规模更大。如果资金规模较小, 我们会考虑利润率更高, 价格更便宜的股票。我从学校毕业后, 一页一页地翻阅穆迪的手册。翻到第 1433 页, 才知道好的股票都在后面。西方保险公司 1951 年的每股收益为 29.09 美元, 前一年为 21.66 美元。在过去的 12 个月里, 股票价格在 3-13 之间波动。我看到它时的价格是 16 美元, 市盈率还不到 1 倍。2004 年, 有人告诉我应该去看看韩国股市。我从花旗集团买了一本书, 每页一只股票。书中介绍了韩国所有的上市公司。我翻了翻, 找到了大约 20 家公司(例如 DayHan 鲜花加工厂), 上面有账面价值、每股收益等证券信息。在查看股价之前, 不会告诉你任何关于股票的信息。一个下午就找到了大约 20 家这样的公司, 并买下了其中的一些, 但对它们

的了解还不够多，无法全部买进。如果你买了 20 只市盈率为 2 倍的股票，你就会赚钱。这就是格雷厄姆的方法，你可以这样赚钱。如果你有更多的钱，你就必须采用费雪/查理的策略，买入大企业。伯克希尔现在寻找非常强大的大型公司。比如 1983 年买下的内布拉斯加家具商场，它现在的收入可能是原来的 20 倍。查理告诉我："你永远不会反对我，因为你很聪明，而我总是对的"。

3，在撰写年度股东信时，您遵循的流程是什么？如何决定要写什么内容？

巴菲特：我已经写完了 2013 年的信，但我将在 2014 年 2 月 28 日寄出。我已经写完要说什么，只需要填上一些数字就可以寄出去了。

我试着把股东当成我的合作伙伴。我试着想一想，如果他们在经营这个地方，而我是股东，我会希望他们给我发哪些信息，我想知道些什么？这就是我要告诉他们的。在初稿中，我把它写给我的姐妹们，因为她们对财务一窍不通。"亲爱的姐妹们"，我试图向她们解释在她们的立场上想知道什么。我还喜欢写一个章节，作为不直接适用于伯克希尔的一般性教学课程。今年的 11500 字有 2600 字是关于投资的思考。我在和所有考虑投资的人讨论他们应该如何去做。我每年都会选取一个主题，写上一章。有些人感兴趣，有些人不感兴趣。如果他们会把大部分钱放在我这里，我就会把他们当成我的合伙人(BRK 的经济原则)，这样人们就会知道我们是做什么的。

1956 年，我花 0.49 美元买了一本账簿，两张写合伙协议的纸，但我并不担心合伙协议。我只是用大约半页纸解释了基本原则：这是我能做的，这是我不能做的，这是我打算怎么做的，这是我衡量成功的标准。如果你觉得不错，那就加入吧。如果你不能接受，那就别加入，我们仍然可以做朋友。

这些基本规则都写在伯克希尔为投资者定制的报告后面。在我们的基本原则中，虽然我们的形式是公司，但我们的态度是合伙关系。我们把你们视为合伙人。你们需要有一个共同基础，就像婚姻一样。如果你们在重要问题上意见不一，那结婚就太疯狂了。BRK 有不同寻常的股东，其中许多人 80% 的净资产都在 BRK。我几乎 100% 的净资产都在 BRK。年度股东报告已经准备好了。但如果市场下跌 50%，我们可能会重写(笑声)。

4，您为什么要将高盛认股权证转换成公司较小的股份？

巴菲特：高盛和通用电气，我们在 2008 年贷款给他们帮助其渡过难关，这是我做梦也没想到的(想象一下通用电气给你打电话，告诉你他们需要你的融资帮助)。伯克希尔收到了 5 年后到期的优先股认股权证(2013 年 9 月到期)。认股权证可购买 50 亿美元的高盛普通股和 30 亿美元的通用电气普通股。如果我们行使转股权，就必须投

资 80 亿美元。这两家公司并不想发行所有这些新股。今年早些时候，我们决定，他们不想发行所有这些股票，我们也不想花费 80 亿美元。让我们达成和解吧，两家公司都愿意。我们不用拿出现金，他们也不需要发行所有这些股票。伯克希尔最终获得了高盛价值近 20 亿美元的股票，而 BRK 无需支付任何现金。通用电气仅为 2 亿美元。伯克希尔还剩下一笔美国银行的大额认股权证。我们持有的认股权证，让我们有权在 2021 年 8 月前以每股 7.14 美元的价格购买 7 亿股股票(50 亿美元)。我们将持有这些认股权证，直到股息变得很高，或者持有到到期前。

高盛和通用电气的交易很有意思，5 年前谁能想到这些。因雷曼破产，货币市场崩溃了。货币市场基金持有大量雷曼票据。3000 多万美国人相信货币市场是安全的，然后雷曼一夜之间倒闭了。这导致一家主要的货币市场基金"破发"并失去价值。这导致货币市场一场无声的电子挤兑。货币市场基金规模有 3.5 万亿美元，在雷曼倒闭后的头三天，流出资金就达到 1750 亿美元。所有货币市场基金都持有商业票据。通用电气等公司持有大量商业票据。在此之后，美国工业真的停滞了。乔治布什说："如果货币政策不放松，这个傻瓜就会倒下"。我相信这是有史以来最伟大的经济声明。这就是他支持保尔森和伯南克的原因。各大公司都指望商业票据市场融资。

2008 年 9 月，我们来到了深渊。如果保尔森和伯南克没有干预，再过两天，一切就会结束。伯克希尔总是拥有 200 亿美元或更多的现金。这听起来很疯狂，我们从未需要过这样的保证，但在未来 100 年的某一天，当世界再次停止运转时，我们将做好准备。会有那么一天的，可能就是明天。那时，你需要现金。那时的现金就像氧气。当你不需要它时，你不会注意到它。当你需要它时，它就是你唯一需要的东西。我们的流动性水平无人能及。我们不希望在银行信贷额度内运作。

美国财政部无权为货币市场基金提供担保。他们的权力来自国会。保尔森在 2008 年 9 月设立了交易所稳定基金，为货币市场基金提供担保。这阻止了货币市场基金的挤兑，一切都结束了。在你的一生中，这样的事情可能会发生几次。当它再次发生时，有两件事要注意：不要让它毁了你；如果你有钱/有胆量，你将有机会以不合理的价格购买资产。

恐惧传播得很快，是具有传染性的。这与智商无关。信心只会一次一个地恢复，而不会大规模恢复。有时恐惧会让投资界陷入瘫痪。你不想在那个时候欠钱，如果你有钱，那么你就想在那个时候买进。"别人恐惧时要贪婪，别人贪婪时要恐惧"。

5，您对市场的理解对您的政治观点有何影响？

巴菲特：我不敢说理解市场。我的政治观点就是在这个过程中形成的。想象一下，在你出生前 24 小时。一个精灵来到你的子宫，对你说："你看起来是一个非常有责任感、聪明、有潜力的人。你将在 24 小时内诞生，而我将赋予你一个巨大的责任，来决定你即将诞生国家的政治、经济和社会体系。你可以制定规则，任何政治体制，民主制、议会制，任何你想要的，也可以制定经济结构，共产主义、资本主义，任何你想要的，我向你保证，当你出现时，这个世界将满足你和你的子孙后代的要求。有什么要求？第一个要求，就在我出生之前，你必须从一个装有 70 亿张纸条的大桶，每个人抽取一张。把你的手伸进去，你就会得到一个新身份，你可能生来就聪明或不聪明，生来就健康或残疾，生来就黑人或白人，生来就在美国或孟加拉国，等等。你根本不知道你会得到哪一张纸条。

在不知道自己会得到哪一种结果的情况下，你会如何设计这个世界？你希望男性欺负女性吗？你抽到女性的几率是 50%。如果你考虑一下政治世界，你会想要一个能满足人们需求的系统。你想要越来越多的产出，因为你会有更多的财富可以分享。美国就是一个很好的制度，人均 GDP 达到 5 万美元，是我出生时的 6 倍。但是，在不知道自己会抽到什么的情况下，你希望这个系统一旦产生产出，就不想让任何人落后。你希望激励表现最好的人，不希望结果是平等的，但希望那些抽到糟糕纸条的人仍能过上体面的生活。你也不希望人们心中有恐惧，担心老无所依，担心医疗费用。

我称之为"卵巢彩票"。我的姐妹们没有得到同样的彩票。人们对她们的期望是：嫁得好，或者如果工作了，可以当护士、教师等。如果你在设计世界时知道男女比例各占一半，那么你就不会想让女性拥有这样的世界，因为你可能会抽到女性。用这样的方式来设计你要生活的世界；这应该是你的理念。我看福布斯 400 富豪榜，看他们的数据，看看它在过去 30 年是如何增长的。底层美国人的生活也在改善，这很好，但我们不希望出现这种程度的不平等。只有政府才能纠正这种现象。正确的观点是，如果你不知道自己会抽到什么人生，你会如何设计这个世界。如果你不愿意在 100 个随机纸条中抽一张赌一把，那你就是幸运的！70 亿人中的前 1%。每个人的经历都不相同。你不能说你什么都自己做。我们都有老师，都有引领我们走到今天的前辈。我们不能让别人落后太多。你们肯定都有很好的机会。

6，您是为数不多的在职场支持女性的男性 CEO 之一。您能谈谈您的理由以及我们如何在职场中贡献自己的智慧吗？(一位女生提问)

巴菲特：美国在 1776 年写下了"人人生而平等"等等的《独立宣言》。1789 年，我们制定了《宪法》，但经过深思熟虑之后...黑人只占白人 3/5 权力。他们大意了。他们写的时候没有使用性别代词。他们把自己送上了总统宝座，他们说"他"。很快，"人人生而平等"就变成了"男性生而平等"。在 Gettysburg 演说中，林肯重复了"人人生而平等"这句话。但在某些州，女性不能投票，甚至不能继承财产。终于在 1920 年，也就是在这一新的制度开始的 131 年之后，"哦，是的，妇女应该有公平的投票权"。此后，许多大法官在 O'Connor 之前就被任命了。在我还是个孩子的时候，每个人都对我抱有期望，但我的姐妹们同样聪明，却被委以不同的工作。在这个国家里，想想我们从只使用一半的人才到现在花费了多久。

现在，我们开始释放另一半人才的潜能。如果我们只允许身高在 5 英尺 10 英寸以上的人担任 CEO、会计师或律师，而身高在 5 英尺 10 英寸以下的人必须成为护士等，那就太疯狂了，我们无法释放潜能。女性的情况也是如此。没有人意识到这一点，我爸爸没有，我的老师也没有。女性显然同样聪明，同样努力。没有人比 Carrie 更擅长主持我们的年会。我认为，CEO 如果因为性别而放弃最有才华的人，那简直是疯了。但我们正朝着正确的方向前进。我们正在朝着自己设定的理想前进，但 Jefferson 设定的这些理想直到很久以后才得以实践。

7，在收购一家公司时，您如何评估管理层？

当我把一张大额支票交给了 B 夫人，他们其实都不用再继续工作了。但当他们拿到钱，我拿到公司股票后，他们还会继续这样工作吗？当他们把钱放进自己的口袋时，他们还会像以前一样努力工作吗？

我们 3/4 的经理人都经济独立的富豪。这些人根本不需要去工作，但他们正在努力工作。如果我给一个人 40 亿美元，下个月公司会像过去一样好吗？明年呢？

我不是跟合同做生意而是人，所以我必须衡量管理层是否会继续以同样的方式工作。总的来说，我的评估是正确的，而且我的评估做得更好了。他们不需要我，而是我需要他们。

我为什么要来工作？我可以做任何我想做的事，但我每天早上起来就迫不及待地投入工作。我喜欢在周六工作，与学生交谈。我为什么这么做？因为我可以按自己的意愿画自己的画。伯克希尔就是我的画。人们喜欢创造事务。我认为我是米开朗基罗，我画的是西斯廷教堂，但在别人看来，我可能只是个小丑。

第二件事，我想要掌声。我喜欢别人欣赏我的画。如果别人有自己的画，我有什么资格告诉他们该怎么画呢？管理也一样，我欣赏他们所做的一切。我了解这个游戏，所以当我称赞他们时，他们知道他们得到了他们喜

欢的评论家的认可。我持有他们公司的股票，但这仍然是他们的生意。当经理人真正关心企业时，企业文化就会变得很好。

8，现在，信息无处不在。如果你今天出生在秘鲁，你能以同样的方式茁壮成长吗？

巴菲特：是的，我知道。全世界正在发生变化。人们可以在社会经济阶层内自由或向上流动。美国在提高 GDP 时并不比其他国家更努力，我们允许机会均等。我们甚至没有更聪明地工作，我们只是释放了人们更大的潜能。世界正在为所有人提供机会。

9，对于今天想从事投资工作的人，你会给他们一些什么样的职业建议？

巴菲特：你只是想了解它的一切。投资要学的东西太多了。学习什么有效，什么无效，什么有价值，什么没有价值。我在 11 岁时以 38.25 美元的价格买了 3 股城市服务公司优先股。与此同时，我姐姐多丽丝也买了 3 股，我父亲买了 4 股，所以我们一共买了 10 股。我姐姐多丽丝每天上学时都抱怨股票的价格。于是我以 42 美元的价格卖掉了股票。两年后，这些股票涨到了 200 美元。

我会努力用经过审计的投资管理记录来管理资金，以便在做得好时吸引更多的人。相比投资，我更喜欢经营企业。经营企业比管理资金更为有趣。

ToddCombs 和 TedWeschler 各自管理着 65 亿美元的资金。他们每个人赚的钱都比经营自己的对冲基金要少。但他们喜欢在伯克希尔工作。他们有足够的钱。他们有我欣赏的品格。

10，关于女性的人生目标。

巴菲特：我推荐你读凯瑟琳格雷厄姆写的《[我的一生略小于美国现代史](#)》。总统们都来看她。她克服了母亲和丈夫说她一无是处的心理障碍。

今天，许多女性成功地担任了 CEO。波仙珠宝的 CEO 苏珊雅克(SusanJacques)即将离职，去担任全球宝石协会主席(Worldwide Gem Association)。

11，您是第一个用“护城河”来描述竞争优势的人。晨星公司在此基础上继续发展。您觉得晨星在护城河方面的研究工作怎么样？

巴菲特：我认为他们做得很好。我在 40 多年前就想出了这个词，因为在资本主义中，你需要有这些经济城堡来保护自己。比如苹果、微软等等公司。有些公司的城堡规模较小。如果你在资本主义中有一座经济城堡，人们

就会试图占领它。你需要两样东西，一是城堡周围需要有宽阔的护城河，二是城堡里需要有一位聪明的骑士，他正努力拓宽城堡周围的护城河。可口可乐是如何建立护城河的？他们加深了人们脑海中的想法："可口可乐就是快乐所在"。可口可乐的护城河就是你的心中所想。铁路的护城河是进入壁垒。GEICO 的护城河是低价格。我们每天都在努力拓宽护城河。喜诗糖果在消费者心中建立了护城河，它是一个比 Russell Stover 更有效的情人节礼物。41 年来，喜诗糖果每年在 12 月 26 日都会提价。1972 年，我们以 2500 万美元收购了喜诗糖果。如今它的收入已达 8000 万美元。理查德布兰森(Richard Branson)10 年前推出的维珍可乐失败了。士力架 40 年来一直是头号巧克力棒。

12, 您如何平衡工作与家庭生活，对年轻的专业人士有什么建议？

巴菲特：你要做的最重要的决定就是嫁给谁。重要的是，你对大事的想法，你必须确保你的配偶，对同样的大事有着相同的想法。不要试图改变某人而结婚。要嫁给一个比你更好的人。要永远与比你优秀的人交往。

13, 您的目标是每年战胜道琼斯工业指数 10 个百分点吗？

巴菲特：几年前，我曾试图战胜指数(标普指数)。现在的目标是跑赢指数 10%。如果指数下跌 20%，而我们下跌 10%，那也没关系。我们没有设定在某些业务或证券中获利的具体数字。我们做的是我们认为当时最好的投资。在我们的能力圈范围内，这是我们能做的最明智的事情吗？希望我们说：是。我们通常认为公司的价值就是从现在到审判日的现金流折现值。

如果你真正回到投资领域，2600 年前的伊索寓言说"一鸟在手，胜过两鸟在林"。但你需要质疑一下：你有多确定灌木丛中有两只鸟？多久能够得到？利率是多少？(笑声)

投资就是，你现在投入资金，期望以后能得到更多资金。伯克希尔一直在往灌木丛里放更多的鸟。

如果你只管理 100 万美元，那么在没有风险或杠杆的情况下，你应该能跑赢标普 500 指数 10 个百分点。

14, 你参加过的最困难的谈判是什么？你是如何制定谈判策略的？

巴菲特：我只从我父亲那里真正学到了谈判。人们的谈判风格各不相同。我不想在谈判中在某个时刻进入"必须结束"的境地。当我扼住他们喉咙的时候，我不希望他们扼住我的喉咙。要么我们放弃，要么一方掐死另一方。我的风格与大多数人不同，我只是说我会做什么。如果你一生都这样做，那就坚持下去。我可以放弃任何东西。

我说我出 X 美元，通常这就是最好的交易价格。我不想压低价格，然后等你还价，无论如何都要达到 X 美

元。你会为此浪费时间和金钱。我只是说我愿意付多少钱，一旦你建立了信誉，这样做就会很成功。你不想陷入一场无法承受的谈判。

和你爱的人讨价还价是个可怕的错误。这是毁灭性的。世界上最强大的力量就是无条件的爱。

15，您最大的投资失误是什么，您是如何从中吸取教训的？

巴菲特：与其从自己的错误中吸取教训，不如从别人的错误中吸取教训。看看各种各样的商业失败，你不必为此自责，但你一定会犯错误的。

我最大的错误就是收购了伯克希尔，并试图让它变得更好。我们把所有的钱都投入了一个糟糕的企业，拖累了所有资本长达 20 年，即使是在收购国民保险公司之后。伯克希尔是我们发展的基础，但这是一个错误。投资不可能不犯错。

我们用 4 亿美元的伯克希尔股票买下了 Dexter 鞋业，这些股票现在价值 50-60 亿美元。Dexter 鞋业因国外的竞争而破产。

我们在 KKR 投资的 EnergyFutureHolding 债券上损失了 20 亿美元。KKR 损失了 80 亿美元。

16，在管理别人的钱并犯错误时，你如何处理责任/负担？

巴菲特：我告诉他们我会犯错误，但目标是做到这个、这个、还有这个。为了做到这一点，我可能会犯错误，但我仍然有可能实现这个目标。我努力让自己在一段时间内不会损失大笔资金。我可能不会通过这种方式赚到最多的钱，但我会努力将永久亏损的风险降到最低。如果一个投资决策有千分之一的可能会给其他人带来永久性损失，我就不会这么去做。

巴菲特：对话 IVEY 商学院学生 2014

2014 年 1 月 31 日

巴菲特会见了来自 Ivey 商学院 George Athanassakos 博士带队的 MBA 和 HBA 学生。以下为会谈纪要。

1, 随着我们的成长, 我们的动机也发生了变化。你现在的动机是什么? 每天早上醒来时, 是什么激励着你?

巴菲特: 我想成为最年长的人! 我可以做很多事情, 我喜欢和这里的人一起工作。我可以在伯克希尔做我喜欢的工作。我可以画我自己的画。我来这里工作, 没有人告诉我该怎么做。这是一块自由的画布。我可以选择画画的颜色。我的经理们也是如此。我给他们自己的画笔, 他们可以各自画自己的画。他们干得非常出色。在内布拉斯加家具商场, 他们正在向德克萨斯州扩张。这份工作不会给他们的生活带来很大改变, 但这是他们的画。

你会想找到一个你钦佩的地方, 为他们工作。我在做我喜欢做的事。我 23 岁时接受了本格雷厄姆 (Ben Graham) 的一份工作。一开始我提出免费工作, 他说我要价太高没有雇佣我。3 年后他还是给了我一份工作, 我也没问薪水。我喜欢这份工作, 这就是我现在做的工作。

2, 在 2010 年的一次采访中, 您说父亲给您的最好建议就是无条件的爱。这对您的商业决策有何影响?

巴菲特: 是的, 我说过, 父亲给我的最大礼物就是无条件的爱。现在, 这并不意味着你所做的一切都会得到掌声。如果他不同意我的行为, 我父亲肯定会告诉我, 但我始终知道他会支持我。

13 岁时, 我搬到了华盛顿。我没有很好地适应, 我的行为也不是榜样。父亲找我谈话, 告诉我可以做得更好。在我的一生中, 父亲告诉我, 无论我想做什么, 他都支持我。这是一个巨大的因素。如果你能从父母那里得到支持, 那就太好了。如果没有, 那就是一场艰苦的战斗。这就是为什么对你们来说, 选择配偶是一生中最重要决定。你们需要选择一个相信你们并能给你们无条件的爱的配偶。我认为, 要找到这样的配偶, 最好的办法就是做一个可爱的人。

我和一位波兰犹太人成为了非常要好的朋友。她在二战期间被关在一个集中营里, 她的姐姐和母亲同时被关在不同的集中营里。不幸的是, 她的姐姐和母亲再也没有出来。有了这次经历, 她交朋友总是很慢。她总是对我说: "沃伦, 每当我遇到一个人, 我总是问自己, 他们会把我藏起来吗? 有些很有钱的人, 他们的孩子不会把他们藏起来。很多不明白这一点的有钱人, 过着空虚的生活。无论如何, 只要你拥有无条件的爱, 你就会好起来。

有一首歌是这样唱的: 直到你让铃响了, 它才是铃。直到你唱了那首歌, 它才是歌。心里的爱并没有停留, 直到你付出爱, 爱才是爱。《Sixteen Going On Seventeen》A bell is no bell till you ring it, A song is no

song till you sing it, And love in your heart wasn't put there to stay, Love is not love till you give it away。

3, 在收购亨氏 Heinz 的过程中, 你们通过举债并与 3G 资本合作完成了收购。3G 通常采取激进投资策略, 他们经常更换管理层, 而伯克希尔通常保持管理层不变。是什么让您欣然接受 3G 的策略?

巴菲特: 3G 资本的负责人 JorgePaulo 是我的好朋友, 也是一位出色的经理人, 他说他正在考察亨氏, 问我是否感兴趣。他给我发了两页建议书, 一页是财务方面的, 一页是治理方面的, 我一个字都不用改。他们都是 3G 的优秀管理者。无论企业做得多好, 总能做得更好, 而 3G 的经理人是见过的最好的经理。

在伯克希尔, 我们放手不管。我们有 70 多家企业, 通常它们都自我经营。例如, BNSF 铁路有 40 亿美元的资本预算, 但我不审查该预算或其资本分配, 因为我信任他们的经理人。人们之所以把企业卖给伯克希尔, 是因为他们知道自己将保留控制权, 而且不必放弃自己热爱的东西。他们会永远跟伯克希尔在一起, 并感激我们放手不管的管理方式。

我们的放手策略与 3G 的团队截然相反。他们经营着自己的企业, 而且干得非常出色。3G 是出色的管理者, JorgePaulo 是个了不起的人。我们大约一年前合作, 将来可能还会合作。

4, 您认为成长投资、量化投资和其他被动型投资方式最终会超越主动型投资方式吗?

巴菲特: 市场上总会有投资机会, 因为人们总是会做出一些极端的事情。LTCM 公司帮助解决了所罗门公司的问题。那里发生的事情是人为造成的, 但并不是因为他们不懂市场。2008 年发生的事情也是人为的。房利美、房地美和雷曼在 9 月份发生的事情都是人为的。所有这些事情都造成了极端的估值。

LTCM 公司的一项交易是, 当利差达到 10-15 个基点时, 他们会做空所谓的"即将上线"国债, 而做多期限略有不同的其它国债。新发行的 30 年期债券将是"即将上线"的债券, 但做多 29.5 年期债券也没有什么问题, 基本上它们是相同的工具。他们将这种交易设置为可以长期运行的策略, 但价差太小, 你必须使用极高的杠杆才能赚大钱。当两种国债之间的价差扩大到了 30 个基点时, 对冲策略崩溃了。这太疯狂了, 但还是发生了。这让某些人破产了, 但也给其他人提供了机会, 因为他们总是确保市场的极端情况不会扼杀他们。这种情况还会再次发生。你会看到难以置信的机会。虽然这种情况不会经常出现, 但在你有生之年一定会再次看到。

1951 年我从学校毕业时, 那时还没有互联网, 所以我们只有这些大块头手册。标准普尔和穆迪公司发行了一

些手册。20 岁那年，我开始一页一页地翻这些手册。我还翻阅了《工业手册》、《运输手册》和《公用事业手册》，总共大约有 1 万页。我一直在寻找便宜的东西。当我翻到这本书的后面，第 1433 页时，有一些我从未听说过的公司，但这里有一家叫西部保险证券的公司。上面显示他们每股盈利 29.09 美元。而前一年他们赚了 21.66 美元。这并不能说明什么问题，直到你翻过这一页，看到普通股价，上一年普通股的价格在 3-13 美元之间。当我看到它的时候，股价是 16 美元。我去找当地的经纪人，他们人很好，承销也不错。公司没有任何问题。

2004 年，有人让我去韩国看看。他们给了我一本韩国所有证券的手册。一个星期天，我翻阅了这本手册，挑选了大约 20 支股票，这些股票与我在穆迪公司挑选的股票类似。我找到一家公司，推测他们是做面粉的。我会寻找资产负债表良好、以 2-3 倍市盈率交易、业务不会过时的股票。我对任何特定股票的了解，都不足让我将一半的资金投入其中，但我知道，如果我买下 20 只股票，我将获得非常可观的回报。

这样的投资需要的是金钱和勇气，甚至不需要多高的智商。你只需要 130 的智商，然后把多余的智商卖给别人。你需要的是情绪稳定，以及在别人恐惧和吓呆时敢于行动的勇气。这在我的一生中发生过很多次。人类动物也会有同样的反应。

2008 年秋天，有 3000 万美国人拥有货币市场基金，他们在这些基金里总共有 3.5 万亿美元，这些钱相当于所有银行存款的一半。9 月初，没有人害怕这些资金安全，因为它们看起来和现金一模一样。两三周后，雷曼倒闭，担心的人从零增加到 3000 万。接下来的三天，货币市场基金流出了 1750 亿美元，他们不得不卖掉一些东西。他们首先抛售的是政府债券，结果一发不可收拾。恐惧一出现，人们就会惊慌失措。信心是一点一点的恢复的，但恐惧却是一触即发。

你会再次看到它。未来不会重演，但总会惊人的相似。价值投资者的机会将一如既往。只是当机会来临时，你必须行动，而人们因恐惧不会为你加油。

5，如果除美国外，您只能在一个国家投资，您会选择哪个国家，为什么？

巴菲特：很可能是中国。因为我想要一个大市场，因为我们有大量资金可以投资。我也喜欢韩国，甚至可能是日本。但同样，它必须是一个大市场。

去年，我们的企业在厂房和设备上花费了 100 多亿美元。这是创纪录的一年。其中 90% 在美国。我们喜欢在美国以外投资的想法，但哪里交易规模没有那么大，而且雷达屏幕上没有那么多机会。

有趣的是，我们在美国以外的最大投资是在以色列。但那是因为有一天我收到一封信，是一个我从未听说过的人写给我的。信只有一页多点，他在信中介绍了他的公司，他说'我们家族拥有这家公司，我们只想卖给伯克希尔。如果你不想买，我们就不卖了。如果我让你感兴趣，我很乐意从以色列过来告诉你。这封信让我眼前一亮，于是我邀请他过来，他马上过来了。我们以 40 亿美元的价格买下了这家公司。

我们确实从世界各地买东西，但并不常见。这和美国的情况不一样。但我想说的是，你想要进入一个大市场，在一个你有可能获得巨大回报的地方。你必须了解游戏规则。我想知道我是否理解这一点。在韩国，我知道大约 20 只资产负债表良好的股票，但仅凭这些并不能推动伯克希尔的发展。伯克希尔的市值很大，所以伯克希尔要真正赚钱，我们必须找到大交易。查理和我必须带着大象枪出去，苍蝇拍可不管用。

6，您与比尔梅琳达盖茨基金会正在努力解决的三大全球性问题是什么？

巴菲特：基金会无法解决全球三大问题。今天，我们都生活得更好了。实际 GDP 增长了，人们对 2% 的 GDP 增长表示不满，但如果人口以 10% 的速度增长，产出就会增加 20%。

网络、核武、生化攻击才是问题所在。很少有政府希望自己的邻国遭受不幸。我们一直有激进分子，也将一直有，但他们的数量在增加，造成破坏的能力也在增强。威胁取决于意图、知识、获取原料的途径和投放能力。意图一直存在，并将永远存在。知识的传播也在增加。唯一复杂的是原材料。然而，终究会发生一些事情，因为进攻总是领先于防守。基金会无法解决这些问题，因为它们是政府的问题。

说到慈善事业，一个人不得不在你知道你能做的事情，和你可能会失败的事情之间做出选择，但你可能会做出很大的改变的机会只有 25%。每个人的生命都有同等价值，你必须确定如何才能产生最大的影响。目前，基金会正致力于改善美国以外的医疗状况，特别是针对小儿麻痹症。全世界有很多健康前景可以改变，美国也有很多教育机会可以改变。

7，您如何看待巴西等新兴经济体？您是否会考虑投资这类市场中的公司？

巴菲特：我曾多次前往巴西，在那里有相当多的联系人。目前我还没有最喜欢的业务。我无法找到理想的行业；相反，各国应该向特定国家推广其关键部门。

目前我唯一的标准是，投资规模要足够大，能够推动伯克希尔的发展。以色列的公司就是一个很好的例子，

我甚至没有参观其运营情况就投资了。我只想找到一家规模大、管理高效且值得信赖的企业的好的推荐建议。如果有人能清楚地告诉我他有什么业务，他的管理层能做什么，我愿意在 10 分钟内投资(前提是我喜欢这个机会)。

8, 如果用 1-10 分来衡量, 您如何评价自己的成功?

巴菲特: 我不认为我和别人有什么不同。我还是和别人吃同样的食物, 和朋友出去玩的很开心, 唯一不同的是, 我现在的旅行方式更好一些。我旅行时会乘坐我的喷气机。对我来说, 成功就是做自己喜欢和热衷的事情, 只要你做自己喜欢的事情, 你就会脱颖而出, 表现出色。如果要给自己打分, 我永远相信自己是 10 分。

巴菲特的朋友汤姆·墨菲把富人炫耀财富的这类活动称为"大象聚首"(elephant-bumping)。再买一栋房子只会给我带来不便, 我会觉得有义务住在这栋房子里, 而不是住在我现在还算舒适的房子里。例如, 我不喜欢游艇。游艇只会让我有机会在海上做一些更困难的事情, 在海上我会感觉被困住了, 而在陆地上我本可以花很少的钱就可以轻松完成这些事情。归根结底, 金钱不是衡量成功的最终标准, 而是你身边有多少亲人。

9, 儿童系列动画片《秘密百万富翁俱乐部》背后的想法是什么? 您想通过这个系列向孩子们传授哪些关于金钱的知识?

巴菲特: 我的父亲从不强迫我做任何事, 我也试着对我的孩子们这样做。我的三个孩子都没有完成大学学业, 三人拿不出一个学位来。你必须找到真正的自己, 没有人能教你这一点。我为《秘密百万富翁俱乐部》制作了一系列动画片, 共 14 集。我演我自己, 向那些在金钱方面没有"正确习惯"的孩子们教授历史和秘密百万富翁的"理念"。我本人和制片人希望向孩子们灌输更好的理财习惯, 帮助他们成长。这一举措后来受到了一些名人的追捧, 其中包括比尔盖茨和 Jay-Z, 他们甚至出现在《秘密百万富翁俱乐部》的一些节目中。我们试图解决的一些问题包括信用卡滥用和糟糕的债务。

10, 在男性占主导地位的行业中, 对于在此类行业中工作的女性, 您有什么建议?

巴菲特: 看看美国只用了一半的人才(男性)就取得了这么大的成就, 想想我们用全部的人才(男女)能做什么。如果你读过美国宪法, 在定义法官和国会时, 它没有使用人称代词, 但在定义总统时, 它使用了"他"。此外, Thomas Jefferson 曾说过"人人生而平等", Abraham Lincoln 也重复了这句话。但从那时起, 我们有了第 19 修正案, 赋予了妇女选举权。一切都在向前发展。

在过去的 20 年里, 我们看到很多行业都发生了巨大的变化。例如, Tracy Britt, 一位 29 岁的女性, 是我们旗

下 4 家公司的董事长(2009 年哈佛商学院毕业后加入伯克希尔担任财务助理)。在我成长的过程中，我在西雅图遇到过一位 98 岁的老太太，她是第一位从康奈尔大学毕业的女性。在解剖课上，她不得不站在帘子后面。虽然还有很长的路要走，但我们正在快速前进。

如果你在一家男性占主导地位的公司工作，只希望伯克希尔收购他们。如果你有一个孩子，九成的女性只做家务，生活会被打断；生活会更加艰难。然而，一家公司如果忽视了一半的人才，就不会有长久的竞争力。在我的成长过程中，我的老师们都很有才华，因为在当时，女性只有几种选择(教师、文员、秘书和另外一种)，所以她们的资质远远超过了要求，她们应该去做别的事情。我觉得我得到的比我应得的要多。

11，如果你有一个神谕，你最想问什么问题？

巴菲特：全人类最重要的问题是：上帝存在吗？我是不可知论者，但我还是想知道。这是世界上最伟大的问题。我会比你们更早的知道(笑)。我喜欢现在的世界，因为有足够的确定性。我可以说我以前看过这类电影，但仍然无法预测结局。我喜欢这种方式，因为过去是相关的，但它并不是未来的决定性因素。现在的游戏方式非常有趣，我不想改变太多。

12，您认为您一生中最好的非金融投资是什么？

巴菲特：我的两张结婚证。我不知道它花了我多少钱，但即使花 100 万倍的钱也是很划算的。我猜你在寻找有形资产，所以我会说我的房子。在我购买它的时候，它占用了我相当多的自由资金。它之所以如此值得，是因为那里发生了很多事情。我的孩子们在那里长大，他们和他们所有的朋友都聚集在那里。他们回家的时候，朋友们还会来这里玩。虽然有经济方面的原因，但主要动机并不是经济，我买房的每一个理由都得到了满足。

不久前，我们在那里庆祝了我的好朋友兼生意伙伴查理的 90 岁生日。大约有 280 人参加。一段时间以来，我一直怀疑查理的听力下降了，但我不知道该怎么告诉他。我去看了医生，问有什么好办法，医生说站在房间对面，用正常的语调说话，看他是否有反应。于是在聚会上，我站在房间对面，用正常的语气问："查理，我觉得我们应该用 35 美元买微软，你同意吗？"他没有反应，于是我走过半个房间，再次说："查理，我认为我们应该用 35 美元买下微软公司，你同意吗？"他没有任何反应。最后，我几乎走到他身边问："查理，我认为我们应该用 35 美元买下微软公司，你同意吗？"他直视着我的脸说："第三次，同意！"

13, 伯克希尔的目标是收购能自我运营的公司。什么时候您不得不重组公司的运营或管理团队？

巴菲特：有时我们不得不更换经理，但我们从未真正重组过整个企业。在这份工作中，更换经理是我最不喜欢的部分；不过，这是不可避免的。我们没有退休政策，经理们知道你的意思是他们没有退休的顾虑了。大多数经理都是我的朋友，我讨厌这样做。伯克希尔更换经理的次数绝对少于同行。我们拥有 70 多家企业，通常每年要更换 1-2 名经理。

一个例子是西海岸的 Wesco 子公司，我和公司老板是好朋友。他患上了老年痴呆症，因为他是我的好朋友，所以我推迟了几年才采取行动。我不想承认这一点，也不想看到这一点。我几乎总是很晚才更换经理。我本不应该晚点这么做，但我会继续晚点做。在另一种情况下，我不得不面对长期担任 CEO 的人的退休问题，他告诉我："如果我是你，我也会这么做"。

通常情况下，我每年都会给经理们发一封两页纸的信，并附上有限的说明，我还会要求他们给我一页纸的回信，告诉我如果一夜之间发生了什么事，应该由谁来接替他们。更换经理是资本主义的一部分，因此这也是我的责任；不过，这样做并不容易。同样重要的是，我必须区分投资失败(这是我的错)和管理不善。CEO 对企业极为重要，因此我们必须采取行动，让公司重回正轨。正确的 CEO 就代表了好的企业。

董事会也是一个社会机构。很难解雇那些善良、真诚但管理能力平庸的人。这其实是美国公司最大的问题。我曾在 19 个董事会任职，要摆脱平庸的管理层庸很难。想去做这件事也很难。

14, 你一生中犯过的最大错误是什么？你从中吸取了什么教训？

巴菲特：将伯克希尔作为组建公司集团的载体。当我拥有伯克希尔的一些股份时，他们正在关闭工厂并为回购股票报价。公司询问了我的投标价格，我们双方口头上就 11.50 美元回购价格达成了一致。一两个月后，当我收到投标书时，他们又反悔了，出价 11.375 美元。于是我一怒之下出手买下了所有股份，解雇了 CEO。这是个糟糕的生意，但当时在短期内做得还不错。1967 年初，我还在奥马哈经营一家合伙公司，当地的一位朋友想出售国民保险公司，我买下了它。我没有成立一家新公司来收购它，而是通过伯克希尔收购了它。我把一家好公司和一家糟糕的公司放在了一起。如果我们当时围绕保险公司建立了现在的伯克希尔，我们就会拥有它 100% 的股份，而不是后来的 70%。而且我们的纺织业务还拖了 29 年，导致了资本回报率的下降。在这样的基础上建立业务是很糟糕的。

1990 年代，我在缅因州收购 Dexter 鞋业公司时犯了一个错误。我用 4 亿美元伯克希尔股票买下了公司，而这家公司的价值为零。我应该付现金的。现在这些股票价值 50 亿美元。每次伯克希尔股票下跌，我都会对那笔交易感觉好一点。那真的很愚蠢，而且是双重愚蠢。

在我的个人生活中，我非常幸运。我很幸运有很棒的父母和老师，他们既是正式的老师，也是朋友。我最大的幸运是，我一生中交到了 15 个左右的挚友，他们从未让我失望过。从我的搭档查理芒格开始，很难再找到这样的搭档，它几乎和婚姻一样重要。我们都很有主见，也有不同意见，但从未发生过争吵。他们是我的英雄。让你失望的感觉很糟糕，但这种情况还没有发生过。我一直坚持与比我优秀的人交往。你会向那些与你交往的人的行为靠拢，你也会变得更像他们。

有时我的商业运气不好，但你要振作起来，继续做下一件事。也许我会在这次棒球比赛中失利，损失 10 亿美元。不过这会很有趣，我会和剩下的那个人一起去看比赛，带上一张十亿的支票，即使我们可能会为不同的球队加油。

15，自 2008 年以来，你投出的最好的球和最差的球分别是什么？

巴菲特：伯克希尔面临的一个挑战是，公司现在的规模庞大，必须投资大额交易才有助力。2008 年经济衰退前，伯克希尔承诺以 30 亿美元收购陶氏化学公司的股份，但该交易在 2008 年 10 月雷曼倒闭后才生效。但伯克希尔信守承诺，完成了收购，但事后看来，用 30 亿美元可以做很多更好的交易。

伯克希尔在 2008 年 9 月 15 日至 10 月 15 日期间投资了 155 亿美元。然而，这只是几个月前就签订的交易。如果伯克希尔没有提前用完资金，2009 年初可能会有更好的交易。BNSF 铁路是一笔伟大的投资，幸运的是伯克希尔有足够的资金来完成这笔交易，我们也幸运地获得了这项业务。

16，2010 年，您与比尔盖茨先生一起公开宣布了"捐赠誓言"，鼓励世界上最富有的人将大部分财富捐献给慈善事业。在承诺之前，您曾打算在死后捐出大部分个人财富。然而，这种想法已经改变，您现在的捐赠是有计划的。这种心态变化的原因是什么？您如何看待社会投资(投资不仅仅是为了盈利，而是为了社会目标)？您认为社会投资有其存在的价值，还是认为利润和慈善事业应该分开？

巴菲特：2004 年我的妻子去世后，我的捐赠计划发生了变化。我和妻子已经拥有了我们所需要的一切，我早就决定，我们将把多余的钱全部捐献给社会。最初，我 85% 的财富将捐给五个基金会。最近，我决定将捐给子

女的金额翻倍。我还承诺，我在伯克希尔的所有股份都将捐给基金会，并且必须在 10 年内花完。我希望现任的管理层来做决定，谁知道 10 年后谁会掌权呢。年轻的成功一代，比如扎克伯格，有能力影响年轻一代进行社会投资。我个人认为，投资和社会事业不能混为一谈。大多数将这两者混为一谈的建议都是混乱和令人困惑的，因此，作为投资和企业的表现都很糟糕。

17，巴菲特先生，您能否对最近的"疯狂三月"排名比赛，以及房产经纪公司使用伯克希尔名称发表一下看法？这是否是伯克希尔名字商业化的开始？

巴菲特：10 亿美元奖金的"疯狂三月"比赛，实际上是一项保险交易。速贷公司将在 5 年内向获得完美晋级的选手提供 10 亿美元奖金。伯克希尔公司为速贷公司投保了这笔奖金。伯克希尔公司过去也做过类似的交易，例如与百事公司合作，举办了一次抽取某个数字的比赛。伯克希尔公司也承保过特种保险交易。例如，伯克希尔为 Alex Rodriguez 在德克萨斯游骑兵队效力时投保。伯克希尔为美国大学生篮球联赛投保过一次。伯克希尔会听取任何保险建议，如果有利可图，就会进行承保。

关于房地产品牌的问题，近年来 BH HomeServicesNetwork 稳步发展，已成为美国第二大经纪公司。包括伯克希尔控股 ClaytonHomes 以及两年前收购的 Prudential 房地产特许经营权公司。最近以 BH HomeServices Network 的品牌进行运营是合情合理的，并不是为了更多地使用伯克希尔的名称而进行的品牌推广。

18，你们在"私募股权"市场的战略有何不同？

巴菲特：在今天的条件下，私募股权市场上有很多交易，人们互相购买。现在有很多竞争和压力，要么现在高价买，要么把钱还回去。伯克希尔只有在控股家族/股东想卖给我们时才会收购。他们会来找我，说他们想把企业卖给伯克希尔。他们也许可以通过卖给别人得到更多的钱，但他们知道，当我说我要收购一家公司时，这笔交易在任何情况下都会完成；我不会改变你的交易。而私募股权投资公司在做了尽职调查后，会改变对你的交易。他们知道，当他们把公司卖给伯克希尔后，它将永远成为伯克希尔的一部分。员工不必担心第二天会发生什么。

如果你有一个好企业，为什么要卖掉它？不过，有些情况可能会迫使你出售，比如家庭问题或严重的经济衰退。例如，我们买下 BNSF 铁路，就是因为当时严重的经济衰退。除了价格，伯克希尔是城里最好的投资人。我们坚持自己给出的价格，如果我说 X 美元，那就是 X 美元。我们不参与谈判，这样可以节省时间。

巴菲特：谈可口可乐薪酬方案

2014 年 4 月 28 日

上周，巴菲特拒绝投票反对一项有争议的可口可乐高管股票期权计划，他认为该计划太过分了。这引发了对这位传奇投资家兼伯克希尔 CEO 的批评浪潮，他通常是媒体的宠儿。《纽约时报》专栏作家 Joe Nocera 称巴菲特是个懦夫。可口可乐投票后不久，巴菲特接受了《财富》杂志的采访，为自己辩护。尽管受到批评，但巴菲特说，他认为自己对可口可乐的薪酬方案采取了强硬立场。更重要的是，他说自己没有什么权力阻止公司发放过高的薪酬。与几年前相比，这发生了巨大的变化，当时巴菲特写道，只有像他这样的大股东，才能扭转美国公司高管薪酬失控的局面。显然，巴菲特和其他像他一样的人也被打败了。

财富：您认为高管薪酬与美国其他职业的薪酬不符吗？

巴菲特：嗯，我认为这与一位杰出管理者所能带来的价值并不相悖。如果你经营的是一家市值数十亿美元的公司，就价值而言，10 分和 8 分之间的差距是巨大的。相比娱乐明星或体育明星来说，我并不认为这些数字是过分的。尽管如此，我认为在某些情况下，几乎是在自愿的基础上，高管薪酬应该有所节制。

财富：过去，你曾说高管股票期权计划是“一张免费的彩票”，“只有在少数的情况下才是公平的”，是为“想打瞌睡的经理人 Rip Van Winkles”制定的薪酬计划。（小说主人公 Rip Van Winkles 为躲避凶悍妻子，去山上打猎时喝了仙酒一睡就是 20 年，回乡后物是人非，妻子去世，孩子和狗都不认识他了。）

巴菲特：所有这些都可能是真的。

财富：2006 年，你曾说过，改变过高的高管薪酬唯一方法就是，像你这样的大股东站出来要求推倒重来。你为什么没有投票反对可口可乐的期权计划？

巴菲特：我们确实投了弃权票。这是来自伯克希尔非常响亮的声音。这显然意味着我们不赞成该计划。

财富：为什么不对董事也投弃权票呢？

巴菲特：因为实际上我认为他们有一群好董事。他们做了太多的薪酬计划，别公司都是这么干的，所以我们也无法免俗。这些公司不会想到从根本上重新审视整个薪酬计划的合理性，也不太可能想得到，他们的顾问也不可能建议他们这样做。

财富：公司利用股票期权所做的事情就是将高管薪酬资本化。多年以后，这笔费用将由股东来支付。

巴菲特：实际上，我已经给伯克希尔公司董事会写了一份备忘录，我可能会写进明年的年报中，我认为对于接替我的伯克希尔 CEO 来说，应该有一个合理的期权计划。在这种情况下，他将是目前唯一一个获得期权的人，因为他是唯一一个对公司整体运营的成功负责任的人。

财富：可口可乐为其薪酬计划辩护的理由之一是，该计划不仅适用于高管人员，也适用于 6500 名员工。但你
不认为这是一种辩护理由。

巴菲特：不，我不认为这是一种辩护。

财富：再说回 RipVanWinkle 的 CEO 们，根据可口可乐的薪酬计划，公司的回报率每年可能会下降 10%，
而高管们仍然有资格获得数十亿美元？

巴菲特：期权是时间的版税。

财富：您读过关于不平等问题的新书，Thomas Piketty 的《21 世纪资本论》吗？

巴菲特：我读过大约六篇关于它的书评。但不是这本书。

财富：你打算读这本书吗？

巴菲特：我不知道。我读过很多书评，我想我知道书中写了什么。我可能会读，也可能不会读，但这是我有
理由读的一本书。

财富：《纽约时报》最近根据一项研究称，你已经失去了你的阿尔法。你还记得你最后一次看到投资机会是在
什么地方吗？如果我发现了，我可以抄作业吗？

巴菲特：丢了我的什么？

财富：失去了阿尔法。也就是你超越市场的能力。

巴菲特：是的，但我想有些跟踪我们的人对此作出了回应，那不是我写的。但我们会找到投资机会的。

财富：David Witt 是美国中部一个温和的会计师，也是伯克希尔的股东，他想得到一定的分红。但你为什么
不同意分红呢？

巴菲特：我在年报中写过一篇关于分红和回购的长文。那是一年前的事了。我详细解释了为什么我认为不分
红对他更好。我们正在进行投票，你会发现股东们对此的看法很有意思。

财富：为什么你喜欢交个人税，却讨厌交公司税？

巴菲特：我不会多交一毛钱的个人税，也不会多交一毛钱的公司税。这很简单。就拿我自己来说，我曾表示
愿意为任何参议员自愿缴纳的税款提供等额支持，我还表示愿意为共和党参议员领袖 Mitch McConnell 自愿缴纳
的税款提供三倍支持，但他们从未接受我的建议。

实际上，如果你仔细看一下，伯克希尔的税率是相当高的。但如果能降低的话，我会让它更低。只要法律允许，我都会努力降低伯克希尔的税率。例如，在风能方面，如果我们建造了大量风力发电场，就可以获得税收减免。这是建造风力发电厂的唯一理由。如果没有税收减免，建造它们就没有意义。

财富：在今年的股东信中，您谈到了公共养老金计划日益严重的问题。您认为解决办法是什么？

巴菲特：解决办法是要么改变承诺，要么增加税收。但问题是，对于任何一位政客来说，他只能在位一两年。他最好的解决办法就是什么都不做，因为他会离职的。而且，这个问题也不是那种，你明天一觉醒来就会导致电灯熄灭或街道没有铲雪的问题。这是世界上最容易推迟的问题。在奥马哈，我不想改变对在公共场所工作的人们所做的承诺。因此，我认为我们或许应该征收更多的税。但这在很多城市或州都行不通。相对于税基而言，问题太大了。底特律的税收不足以支付承诺的养老金。他们已经走得太远了。

财富：你认为我们应该做些什么？或者我们应该做点什么，来解决美国就业机会的外包，以及美国公司对其生产并销售给美国人的商品不纳税？

巴菲特：由于某些国家的税率太低，这种情况已经到了不可收拾的地步。有一些公司，特别是在处理知识产权的时候，你可以编造理由，说你的收入是在爱尔兰或百慕大或诸如此类的地方产生的，而实际上这些收入在很大程度上来源于这里。这些公司在海外积累了大量现金余额，然后他们会说，给我们一段免税期，我们就把钱拿回来。但是，一旦他们发现自己可以逍遥法外，这当然会诱使他们在海外做更多的事情。这是一个疯狂的情况，但它已经发展了很多年。税法中的这一部分确实需要认真研究一下。

财富：在去年的年会上，您说您对美联储退出量化宽松政策和货币刺激政策感到担忧。您认为美联储退出量化宽松政策后的情况会如何，您是否仍然担心可能发生的情况？

巴菲特：嗯，我说过这是一部非常有趣的电影，因为赌注很大，而且我们不知道结局。

但我认为情况仍然如此。但到目前为止，我们还没有看到与此相关的任何大问题。

财富：那么，你对结束量化宽松的结束不那么担忧了吗？

巴菲特：不，这仍然是一部有趣的电影。我不知道结果会怎样，所以我觉得它很有趣。

财富：谢谢。

2014 年，可口可乐向美国 SEC 提交的文件中显示，可口可乐的股权激励计划于 2 月 19 日由可口可乐薪酬委员会向董事会提出，这一计划的目的是为了将职工、高管和董事会成员的个人权益与公司股东的权益结合起来。该计划将留存 5 亿股用于股权激励。业绩逊于预期却提出丰厚股权激励引发部分股东不满，早在 2014 年的股权激励计划之前，2012-2013 年，可口可乐公司还先后发放了 6000 万、6300 万和 7300 万股用于股权激励，如果包括这部分股份，总股本将扩大到 52 亿股。按照可口可乐目前近 1800 亿美元的市值粗略计算，发放全部股权激励计划后，股价将为每股 34 美元左右，较目前的每股 40 美元将稀释约 13%。美国一名律师指责传奇投资人巴菲特在对可口可乐的管理层股权激励计划投票时，未能尽到大股东应尽的义务。巴菲特近日在接受媒体采访时表示，可口可乐公司的高管股票奖励方案"过于庞大"，并对该薪酬方案投了弃权票。巴菲特表示，这是他记忆中第一次对可口可乐投弃权票，但由于不想对可口可乐管理层造成过大的压力，他没有投反对票。此前，可口可乐公司通过了 2014 年的 130 亿美元高管股票奖励方案，以对冲基金 Wintergreen Advisers 创始人特斯为首的股东强烈反对。特斯认为，这项方案将在很大程度上摊薄现有股东所持有的可口可乐股票。

Carol Loomis: 巴菲特先生，可口可乐公司有一个过度的薪酬计划，但你没有在股东大会之前告诉投资者。如果你在会议之前就将其披露，我们的投票也许会有所不同。你投了弃权票，必定有其原因。你怎么会作出这种非巴菲特式的行为呢？

巴菲特：一些人觉得这很奇怪，其实非巴菲特式的行为，并无任何不同。一位反对可口可乐期权方案的股东提出了这个建议。他对稀释股权的计算很疯狂，我们不介意讨论一下。但我的确与 Muhktar Kent (可口可乐公司 CEO) 讨论过，我告诉他我们会投弃权票。我说我很尊敬可口可乐，但贵公司的薪酬计划有些过度。我们随即宣布投了弃权票，并就此作出了解释。我认为这是代表伯克希尔选择的最有效的途径。关于可口可乐薪酬计划的过度性质，我们作出了一个非常清晰的声明，但没有因此向可口可乐公司"宣战"。我们既不认同不准确的计算结果，也不加入与我没有互动的某人的行动。如果你要发起战争，你必须知道盟友是谁。我认为通过投弃权票，我们获得了最好的结果。

巴菲特致股东的信 2013

2014 年 2 月 28 日 BRK: \$136850-177900

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东：

2013 年，伯克希尔的账面价值增长了 342 亿美元。这是扣除了购买 Marmon 和 Iscar 少数股权产生的 18 亿美元的费用后的数据，这些费用没有实质上的经济意义，稍后我后面会解释。扣除上述费用后，伯克希尔 A/B 股票每股账面价值增长了 18.2%(标普 32.4%)。过去的 49 年(即从现任的管理层接手以来)，我们的每股账面价值从 19 美元增长到 134,973 美元，复合增长率 19.7%。(A 股=1500×B 股)

封面上是我们的业绩衡量标准：每年伯克希尔每股账面价值和标普 500 指数的年度变化比较。当然真正有意义的是每股内在价值。但内在价值是一个主观的数字，每股账面价值则是内在价值一个有用的参考。(关于内在价值和股东相关原则请参考我们的股东手册。30 多年来，这些原则一直印在我们的股东手册上，我们希望新加入的以及有兴趣成为股东的投资者都阅读这部分内容。)

我早就说过，伯克希尔的内在价值远超账面价值。并且两者之间的差距近年来显著扩大。这也是我们在 2012 年以账面价值 120% 的价格回购公司股票的原因。在这个价位回购股票有利于继续持有的股东，因为公司的每股内在价值超过了账面价值一大截。2013 年我们没有回购股票，原因是股价一直没有掉到账面价值 120% 的价位。要不然我们会积极回购的。公司的副董事长兼我的合伙人，查理·芒格和我都相信，在市场下跌或者上涨缓慢的年份，伯克希尔的账面价值和内在价值增速都会战胜标普指数。在市场强势上涨的年份——比如刚刚过去的 2013 年，我们一般会暂时落后。过去 49 年里，我们曾有 10 年跑输市场，其中只有一次标普指数上涨不到 15%。

2007-2013 年这个 5 年周期里，我们成功跑赢了标普指数。在未来的周期中，我们也一样会跑赢市场。如果没有做到这一点，我们将愧对于自己的工资。因为大家始终可以买一只指数基金来获得和标普 500 一样的收益。

今年的伯克希尔

运营方面，过去的一年结果很不错，某些方面甚至非常棒。请看下文：

1，我们完成了两项大型收购，收购了内华达能源公司全部股份(NV Energy 56 亿)，以及亨氏(H.J. Heinz)的主要股权，总共耗资 180 亿美元。两家公司和我们都非常契合，而且它们的生意都还会红火一个世纪。

在亨氏的收购中，我们创造了一个伯克希尔未来可能还会使用的合作模式。具体来说，我们和 3G Capital 的

投资者合作完成了收购。3G Capital 是一家由我的朋友 Jorge Paulo Lemann 领导的公司(巴西投资银行家, 涉足 A-B 百威、汉堡王的投资, 拥有私募股权投资基金 3GCapital)。他的天才合伙人, 亨氏新任 CEO-Bernardo Hees 和董事长 Alex Behring 将会负责公司未来的运营。

伯克希尔的角色是财务合伙人。我们买下了亨氏 80 亿美元利率 9% 的优先股, 并且有权利将年回报率提高到 12%。同时伯克希尔和 3G 分别出资 42.5 亿美元各买下亨氏一半的普通股。

我们对亨氏的收购看起来和“私募股权”投资的交易非常相似, 但是有着本质的不同: 伯克希尔不打算卖出公司的任何股份。我们喜欢的是购买更多的股份, 而且那很可能发生: 3G 的部分投资者将来会把他们的股份转让给我们, 于是我们可以提高持股比例。另外, 伯克希尔和 3G 资本可能在未来某个时候决定, 在对双方都有利的情况下, 将我们的优先股转换为普通股(以当时一个合理的估值)。

我们的合作伙伴在去年 6 月接管了亨氏, 迄今为止的业绩非常喜人。但是在伯克希尔的报表上, 只反映了亨氏部分收益, 这是由于收购和业务重组形成了 13 亿美元的一次性费用。2014 年的业绩将非常可观。有了亨氏以后, 伯克希尔已经拥有了 8.5 家财富 500 强公司(如果他们是独立企业)。现在还剩 491.5 家等着我们。

内华达能源, 由我的公用事业子公司中美能源斥资 56 亿美元收购, 为内华达州 88% 的人口供电。这笔收购和我们现有的电力事业相辅相成, 并为可再生能源领域的大规模投资提供了许多机会。内华达能源不会是中美能源的最后一笔大型收购。

(2013 年 6 月 7 日, 伯克希尔和 3G Capital 子公司通过新成立的亨氏控股公司(H. J. Heinz Holding Corp), 以约 232.5 亿美元的价格收购了亨氏公司(H. J. Heinz Co)。伯克希尔对亨氏控股的投资包括 4.25 亿股普通股和 4600 万股普通股的认股权证, 以及 80 亿美元具有清算优先权的优先股, 总成本为 122.5 亿美元。2013 年 1 月, 伯克希尔发行了 26 亿美元的新优先票据, 利率从 0.8% 到 4.5% 不等, 到期日 2016-2043 年不等。2013 年 2 月, 伯克希尔偿还了 26 亿美元的到期优先票据。截至 2013 年末, 伯克希尔未来五年每年到期的借款如下: 2014 年 7.51 亿; 2015 年 17.09 亿; 2016 年 10.51 亿; 2017 年 11 亿; 2018 年 8.08 亿。)

2, 中美能源是我们非保险业务集团的“五驾马车”之一。2013 年这 5 家公司税前利润合计创纪录地达到 108 亿美元, 比 2012 年增加 7.58 亿美元。其他的 4 架马车分别是 BNSF 铁路公司、艾斯卡 Iscar、路博润 Lubrizol 和 Marmon 集团。五驾马车中, 只有中美能源是 9 年前伯克希尔就已经拥有的, 当时它税前利润 3.93 亿。后来, 我们相继以现金收购了另外 3 家。收购第五家 BNSF 铁路的时候, 我们支付了 70% 的现金, 剩余 30% 通过增发 6.1% 的股份支付。换句话说, 现在五驾马车每年贡献给伯克希尔的 104 亿利润, 而我们的股票这 9 年来却只有轻微的稀释。这与我们不单单追求增长, 而是要追求每股价值的增长这一目标相符。如果 2014 年美国经济继续

恢复，我们预计五驾马车的利润也会随之增长，大致会增加 10 亿美元左右。

非保险业务里，我们其他小一些的公司税前收益从 2012 年的 39 亿增长到今年的 47 亿。预计 2014 年它们也会持续增长。

(中美能源，爱荷华最大的能源公司，服务于爱荷华、伊利诺伊、南达科他、内布拉斯加等多个州的客户。BNSF 铁路是世界最大的铁路多式联运公司，拥有 5.2 万公里运营里程，营业范围覆盖美国西部、中西部 28 个州和加拿大 2 个州，主要进行联合运输、煤炭、工业品、农产品、汽车的运输业务。目前，BNSF 每年运送超过 500 万个货柜量(相当于 1000 万标准箱)，拥有火车机车超过 5700 辆，网络覆盖北美西海岸和墨西哥湾所有港口。ISCAR 公司是世界著名的金属切削刀具及切削技术的供应商。总部设在以色列，是艾斯卡金属切削集团(IMC)的领头企业。路博润一家为交通、工业和消费产品生产提供化学制品的公司，2011 年产值 61 亿美元，总部位于俄亥俄州。Marmon 控股集团总部位于芝加哥，拥有 11 个业务板块，主要 3 个业务板块是工业和金属部件、自然资源和运输、零售和终端技术。)

3，伯克希尔最重要的保险业务在 2013 年再次实现了承保盈利，这是连续承保盈利的第 11 个年头了，浮存金还在继续增加。11 年来，那些不属于伯克希尔，但是我们可以投资并为伯克希尔赚取收益的浮存金，从 410 亿增加到了 770 亿。与此同时，我们累计实现了 220 亿税前承保盈利，其中 2013 年 30 亿。而这一切，都起始于我们 1967 年以 860 万美元收购了国民保险公司。

现在我们已经拥有多家各式的专业保险业务。最为人所熟知的是 GEICO，1995 年伯克希尔完全收购了这家车险公司(在那之前很多年我们就持有它部分权益了)。1996 年 GEICO 在美国车险企业里排名第七。现在它排第二，刚刚超过了 Allstate 保险(好事达)。它惊人增长的秘密其实非常简单：便宜的价格和可靠的服务。打客服电话 1-800-847-7536，或者登录 Geico.com，看看 GEICO 的产品是不是能帮你节省一些保险费用。省下来的钱可以买些其他伯克希尔的产品。

4，查理和我一直在猎象，我们的公司也在不断进行“补强型收购”(bolt-on)。去年我们一共有 25 笔收购，总计 31 亿美元。这些收购规模从 190 万到 11 亿美元不等。查理和我都支持这些收购。它们把资本用在了契合我们现有业务的地方，并且将由我们优秀的经理人团队管理。结果就是，我们没有更多的工作，但大家却有更多钱赚。未来还会有更多类似的补强型收购。整体而言，它们带来的意义非凡。

5，去年我们投资了 35 亿，用于最可靠的补强型收购：购买了两家我们已经拥有控制权公司的剩余股权。第一个是 Marmon(15 亿)，根据 2008 年的协议我们获得了 100%的权益。另一个是 Iscar(20 亿)，Wertheimer 家族决定行使它的卖出权，将 2006 年我们获得控制权时保留的 20%股份转让给我们。

两笔收购让我们增加了 3 亿的税前利润，带来 8 亿的现金流。但是去年的信中已经讲过的，“虚幻”的会计准

则要求我们以低于支付金额 18 亿的价格对它入账，于是减少了伯克希尔的账面价值。(这项费用记在"超过账面价值的资本"项目下；一个报表上没有的项目)。大家应该明白，这条怪异的会计要求使得伯克希尔内在价值和账面价值的差距增加了 18 亿。

5，2013 年，伯克希尔子公司在厂房、设备上的花费了创纪录的 110 亿，几乎是折旧额的 2 倍。大约 89% 的钱投在了美国。尽管我们也在国外投资，但是投资机会的源泉是在美国。

6，去年多数投资经理没能战胜标普 500，但是 Todd Combs 和 Ted Weschler 轻松做到了。他们各自管理的组合都超过了 70 亿美元。这是他们应该得到的。我不得不坦白，他们的投资业绩超过了我。(查理提醒我应该加上"超过了一大截"。)如果这种令人惭愧的对比继续下去，我就只好闭口不提他俩了。除了投资组合外，Todd 和 Ted 还在诸多方面创造了重大价值。他们的贡献才刚刚开始：他们都流淌着伯克希尔的血。

7，年末伯克希尔的雇员总数(算上亨氏)，达到创纪录的 330,745 人，比去年增加了 42,283 人。我得承认，这包括我们奥马哈总部的一人。(别慌：一层楼还是足够公司总部人员舒服使用的。)

8，去年伯克希尔在"四巨头"上的投资比例都上升了——美国运通、可口可乐、IBM 和富国银行。我们增持了富国银行(8.7%增至 9.2%)和 IBM(6.0%增至 6.3%)。同时，可口可乐和美国运通的股票回购提高了我们的持股比例。我们在可口可乐的持股比例从 8.9%提高到 9.1%，美国运通的从 13.7%提高到 14.2%。如果大家觉得百分之零点几的变动意思不大，那请大家这样估算一下：我们在四大上的投资，每增加 0.1%，伯克希尔每年的利润就会增加 5000 万。

四家公司都拥有出色的业务，并由既有才华又以股东利益为导向的经理人管理。在伯克希尔，我们情愿拥有一家优秀公司非控制性但相当大比例的持股，也不愿拥有一家普通公司的 100%；就好像我们宁愿拥有希望之钻的一部分，也不愿要一整颗水钻一样的道理。

以年末的持股份额计算，我们在"四巨头"收益中应占 44 亿美元。但是在利润表上，我们报告收益中只包括了收到的 14 亿分红。但是别犯迷糊：没有报告的 30 亿利润跟我们账上报告的一样有价值。这 4 家公司留存的利润通常被用于回购股票(这将增加未来我们在收益中所占的比例)，以及投资于有利可图的新机会。所以这一切可以预期，我们在"四巨头"上的每股收益将大幅增长。倘若事实的确如此，伯克希尔获得的股息也将随之增加，更重要的是，我们的未实现资本收益也会增长。(截止年底，我们在"四巨头"上的未实现收益累计 390 亿美元。)

我们愿意被动的将大笔资金投资于我们的非控制企业中，相比于那些将收购仅局限于自己能够经营的业务的公司来说，我们在资本配置方面的灵活性让我们拥有显著的优势。Woody Allen 说过，"双性恋的好处就是，周六晚上约会的概率可以提高一倍。"同样，我们即投资可以自己运营的业务又愿意被动投资，于是我们源源不断的现金找寻到合适投资机会的概率也提高了一倍。

2009 年年末，在大衰退的阴影中，我们同意收购 BNSF 铁路，这是伯克希尔历史上最大的收购。当时我把这笔交易称作是"对美国经济的未来的赌注"。当然这种收购承诺对我们来说也不是新鲜事了：从 1965 年巴菲特合伙企业(Buffett Partnership Ltd.)买下伯克希尔控制权以来，我们一直在下类似的赌注。这也是有充分理由的。查理和我一直认为，"赌"美国长盛不衰，几乎是一件板上钉钉的事。

事实上，在过去的 237 年里，谁曾因看空美国而获益了？如果把我们的国家和 1776 年进行比较，大家一定不敢相信自己的眼睛。**市场经济的内在活力将继续发挥它的魔力，美国的好日子还在前头。**

趁着顺风，查理和我希望通过以下方式更进一步增加伯克希尔的每股内在价值：1、不断提高各子公司的基本盈利能力；2、通过补强型收购进一步增加它们的收益；3、从我们投资的非控制公司的增长中获益；4、当伯克希尔的股价下跌到相对内在价值有很大折扣时，回购股票；5、偶尔进行大型的收购。少数情况下，我们也可能通过发行伯克希尔的股票来最大化股东的收益。

这些方式都有其坚实的基础。一个世纪内，BNSF 铁路和中美能源还将继续在我们的经济中发挥重要作用。保险对企业和个人也依然不可或缺，没有那家企业能够比伯克希尔投入更多的人力和资金。另外，我们依然会保持最高的财务稳健，**维持至少 200 亿的现金及等价物**，永远不会产生大量的短期债务。考虑到方方面面的优势，查理和我非常看好公司的未来。能够被你们委托管理这项资产，我们感到非常幸运。

企业内在价值

尽管查理和我谈论的是企业内在价值，但是我们无法确切告诉大家伯克希尔每股内在价值的准确数字是多少(实际上其他任何股票都不能)。然而在 2010 年的年报中，我们列出了三个基本要素(其中一个为定性的)，我们相信这些要素是衡量伯克希尔内在价值的关键指标(这些讨论我们完整地收录在年报 109-110 页)。

我们两个定量指标的更新：2013 年，我们的每股投资增长 13.6%至 129,253 美元，另外除保险和投资业务外，每股税前经营收益增长 12.8%至 9,116 美元。1970 年来，我们的每股投资的年化复合增长率为 19.3%，同

时我们的经营收益的年化复合增长率是 20.6%。伯克希尔的股价 43 年来以一个类似的速度增长并非巧合。查理和我喜欢看到两个部分都获得增长，但是我们将更关注的是经营收益。

年度	每股投资金额	十年期增长率	每股税前经营收益	十年期增长率
1970	66		2.87	
1980	754	27.5%	19.01	20.8%
1990	7798	26.3%	102.58	18.4%
2000	50229	20.5%	918.66	24.5%
2010	94730	6.6%	5926.04	20.5%
2011	98366	4%	6990	18%
2012	113786	15.7%	8085	15.7%
2013	129253	13.6%	9116	12.8%
1970-2013		19.3%		20.6%

接下来，让我们来看看我们运营的四个主要板块。每个板块都有完全不同的资产负债表和收入特性。所以我们将它们区别对待，这也是查理和我看待它们的方式(尽管把它们放在同一个板块中有着重要且持久的优势)。我们的目标是假设我们角色互换，你是作报告的管理层而我们是股东，提供给我们想要知道的信息。

保险业务

1967 年年报："我们对保险业的投资是我们努力实现多元化的收益来源的重要一步。"

让我们先来看看伯克希尔的核心业务保险业，这是自 1967 年的年报发布以来不断驱动我们扩张的引擎。

财产意外险公司先收取保费，事后进行理赔支付。在一些极端情况下，比如某些工伤保险，赔付可能长达几十年。这种现在收钱，将来赔付的模式让我们持有大量的"浮存金"，这些浮存金最终会支付到保户手中。同时，保险公司可以使用这些浮存金为自己投资。虽然单笔的保单和索赔有进有出，但保险公司持有的浮存金规模和保费收入维持一个相当稳定的关系。所以，随着我们业务扩张，我们的浮存金规模也在增长。

我们浮存金的增长情况如下表所示：

百万美元	期末浮存金
1970	39
1980	237
1990	1632
2000	27871
2010	65832
2011	70571
2012	73125
2013	77240

浮存金进一步增长越来越困难了。积极的一面是，GEICO 的浮存金几乎确定会增长。我们国民保险的再保险

业务有一些合同会流失，浮存金也将相应下降。即便未来我们出现浮存金的下降，那也会是非常轻微的——每年最多不会超过 3%。相较于我们的流动性规模，我们保险合同的特性决定了，我们永远不会受制于任何短期的流动性需求压力。(在这方面，财险业务和某些形式的寿险业务有非常大的区别。寿险可能出现集中退保挤兑。)

如果我们的保费收入超过了承保费用和最终的赔付支出总和，我们会在利用浮存金投资获得的投资收益之外，还录得承保收益。赚到这种利润的时候，我们是在享受免费使用这些资金投资，更好的是，我们还因为持有资金而获得报酬。(就像去银行贷款，银行还倒贴给你利息)。

不幸的是，保险公司实现这个美好结果的强烈愿望导致了激烈的竞争，竞争如此惨烈以至于大多数年份，产险行业整体处在严重的承保亏损中。实质上承保亏损就是整个行业为了获得浮存金而支付的成本。比如，美国最大且管理良好的州立农业保险公司，截止到 2012 年前的 12 年里有 9 年都录得承保亏损(依据我写作本报告时所能获得的最新一年的财务数据)。尽管所有的保险公司都享受了浮存金的投资收益，但动态竞争几乎可以保证整个保险行业将继续保持其低于其他行业的惨淡回报水平。

正如前一部分提到的，我们已经连续 11 年录得承保盈利，在此期间我们的税前承保收益累计达 220 亿美元。展望未来，我们相信将在大多数年份继续保持承保盈利。这是我们所有保险经理人每日关注的焦点，他们明白浮存金的价值，但糟糕的承保亏损将会吞噬它的价值。

那么我们的浮存金是如何影响内在价值的呢？当伯克希尔计算账面价值的时候，所有的浮存金都作为负债被扣除了，就好像我们明天就要兑现债务，并且再也无法补充回来。但把浮存金当做一种严格意义上的负债是错误的，它实际上应该被看做一笔循环基金。2013 年我们向索赔人支付超过 500 多万笔总计 170 亿美元，赔付每天都会减少浮存金。但可以肯定的是，我们每天都承接新保单从而增加浮存金。如果我们循环的浮存金是无成本并且是长期存在的，我相信对伯克希尔来说确实如此，那这项负债的真实价值就远远低于账面负债。

在资产账面上与这一被夸大的负债相对应的是归属于我们保险公司的 155 亿"商誉"，很大程度上，这些商誉代表了我们为保险业务获取浮存金的能力所付出的代价。然而商誉的账面成本与其真实价值无关。比如说一家持续产生大额承保亏损的保险公司，其账面上的任何商誉资产都应该被视为零，无论其历史成本是多少。

幸运的是，伯克希尔的情况不是那样。查理和我相信，我们保险公司的真实商誉(我们愿意为购买一家能产生类似质量的浮存金的保险公司所支付的价格)，远超过账面上记录的历史成本。浮存金的价值是我们认为伯克希尔

的内在价值明显超过账面价值的一个原因，也是一个重要原因。

伯克希尔颇具吸引力的经济特性之所以存在，是因为我们有一群卓越的经理人，他们经营着我们承保纪律严明、拥有强大且难以复制的商业模式的保险业务。让我将给大家介绍一些主要的公司。

首先，浮存金规模排在第一的是伯克希尔再保险集团，由阿吉特·贾因领导。阿吉特对其他人都不愿意承保，或者没有足够资本进行承保的风险进行承保。他的运营以独特的方式结合了能力、速度、果断，以及最重要的保险专业智慧于一身。然而他从未让伯克希尔暴露于与我们的资源不相称的风险之下。实际上，我们比多数大保险公司在规避风险方面都更加谨慎。举例来说，如果保险行业因某项巨灾遭遇了 2500 亿美元的亏损，这是历史上所发生过最大规模亏损的 3 倍，伯克希尔作为一个整体，当年依然能够实现盈利，因为它有如此多的利润来源。如果灾难导致市场动荡，我们仍将保持充沛现金，等待巨大的投资机会。与此同时，所有其他主要保险公司和再保险公司都将陷入亏损，有些甚至将面临破产。

从 1985 年开始，阿吉特就创建了一家拥有 370 亿美元浮存金，实现巨额累计承保收益的再保险公司，这是一项任何其他保险公司的 CEO 都难以望其项背成就。阿吉特的大脑就是一个创意工厂，无时不刻搜寻着任何可以扩展他现有业务的机会。

去年 6 月阿吉特组建了伯克希尔专业保险公司("BHSI")。这是我们首次进入商业保险领域，全国主要的保险经纪人和企业风险管理人都非常认可我们。这些专业人士明白，在财务稳健方面没有任何其他保险公司可与伯克希尔相比，这保证了它们未来多年的任何合法索赔都会得到及时全额的赔付。

BHSI 由 Peter Eastwood 领导，他是一名经验丰富、广受尊敬的保险人。Peter 组建的豪华团队已经为许多世界 500 强企业提供了大量承保，当然也包括规模较小的一些公司。BHSI 将会成为伯克希尔的重要资产之一，几年内将贡献数十亿美元的保费收入。如果大家在年会上碰到 Peter 的话，向他致以伯克希尔式的问候。

我们还有另外一家再保险巨头，由 Tad Montross 掌管的通用再保险。

从根本上说，一个健全的保险公司必须遵守四项承保原则。它必须(1)理解所有可能导致保单形成损失的风险敞口；(2)保守地衡量风险敞口实际形成损失的概率以及可能的损失规模；(3)设定合理的保费，平均来看，要能在覆盖潜在的赔付成本和运营成本后实现承保盈利；(4)在无法获得适当定价时愿意放弃承保。

很多保险公司顺利通过前三条，但在第四条上不及格。它们根本无法放弃它们竞争对手正在疯抢的业务。"

别人这么干，我也得这么干”，这句老话在很多行业都造成了麻烦，但这在保险行业造成的麻烦尤其多。

Tad 遵守了所有的四条保险戒律，这在他的业绩中得到了体现。在他的领导下，通用再保险的巨额浮存金比免费资金还要诱人，并且我们预计，平均而言这种情况将继续下去。我们尤其对通用再保险的国际人寿再保险业务充满热情，自 1998 年我们收购通用再保险公司以来，这项业务持续增长并不断盈利。

当初我们买下通用再保险时，公司问题缠身，许多评论员(包括我在内)短暂的认为我犯了一个巨大的错误。不过那一天早就过去很久了。现在，通用再保险是一块宝石。

最后还有 GEICO 保险，63 年前我就是从这家保险公司开始入行的。GEICO 由托尼·莱斯利掌管，他 18 岁就加入了公司，到 2013 年，已经服役 52 年。1993 年 Tony 当上了 CEO，公司从那一刻开始起飞。

1951 年 1 月我第一次接触到 GEICO 时，就被其相对于业界巨头所享有的无与伦比的成本优势所震撼。这项优势至今依旧保持，并且是公司最重要的资产。没人喜欢买车险。但几乎人人都喜欢开车。必不可少的车险成了大多数家庭的主要开支。便宜对他们来说非常重要，而只有低成本的保险公司能为他们提供这样的车险。

GEICO 的成本优势是其市场份额年年上升的原因。它的低成本优势是其它竞争对手难以逾越的、持久的护城河。我们的小蜥蜴一直在宣传 GEICO 如何为大家省钱。最近公司进行了新一轮的运营成本削减，它的传说还将继续引人注目。1995 年，我们买下 GEICO 剩余的一半尚未拥有的股份时，比我们收购的净有形资产多花了 14 亿美元。这被记作“商誉”，并且在财报上的数值一直不变。但是随着 GEICO 的业务增长，其真实的经济商誉也在不断增长。我认为这个数值现在接近 200 亿。

除了我们的三大保险业务外，我们还有一些规模较小的保险公司，它们的大部分专注于保险行业的一些细分领域。整体上，这些公司是一个不断增长的业务，并一直为我们贡献承保收益。另外，如下表所示，它们也为我们提供了大量浮存金。查理和我非常珍视这些公司和经理人。

承保损益										
百万美元	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
BH 再保险	1294	304	-714	176	250	1324	1427	1658	-1069	417
通用再保险	283	355	144	452	477	342	555	526	-334	3
GEICO	1127	680	576	1117	649	916	1113	1314	1221	970
其他直保	385	286	242	268	84	210	279	**340	*235	161
合计	3089	1625	248	2013	1460	2792	3374	3838	53	1551
年末浮存金										
百万美元	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004

BH 再保险	37231	34821	33728	30370	27753	24221	23692	16860	16233	15278
通用再保险	20013	20128	19714	20049	21014	21074	23009	22827	22920	23120
GEICO	12566	11578	11169	10272	9613	8454	7768	7171	6692	5960
其他直保	7430	6598	5960	5141	5061	4739	4229	4029	3442	1736
合计	77240	73125	70571	65832	63441	58488	58698	50887	49287	46094

简单的说，保险出售的是对未来的承诺。"客户"现在付钱，保险公司承诺未来某些事件发生时付款。

有时，这一承诺需要几十年才会得到检验。(想想那些 20 来岁时买的寿险。)因此，保险公司的支付赔付的能力和意愿就至关重要，即使在支付赔款时刚好赶上经济危机。

伯克希尔的信誉是无与伦比的，最近几年的事实更加证明了一点，一些全球最大、最富经验的保险公司正在试图摆脱它们巨额其长期的赔付责任，尤其涉及到石棉索赔的保单。它们希望将这些负债转移给再保险公司。但是如果选择了错误的再保险公司，也就是那些将会陷入财务困境或者运营不良的再保险公司，对原保险公司来说意味着将面临重新承担赔付责任的风险。

无一例外，所有寻求帮助的最大保险公司都会联系伯克希尔。实际上，2007 年 Lloyd's 将数千笔 1993 年前投保的已知索赔以及同一时期未知但数量巨大的索赔(这些索赔必定会出现)的保单出售给了我们，这是一笔创纪录的交易。(是的，我们将会收到适用于 1993 年之前发生的事件的索赔。)

伯克希尔因 Lloyd's 的交易最终的赔付规模今天还不得而知。但是可以确定的是，伯克希尔一定会赔付上限为 150 亿内的一切有效索赔。没有任何其他保险公司的承诺能给予 Lloyd's 伯克希尔所提供的安心。当时负责处理 Lloyd's 保单索赔的公司 CEO 说得好："这些人(Lloyd's 的原投保人)希望晚上能睡个安稳觉，我们想我们已经给他送去了世界上最好的床垫。"

伯克希尔优秀的经理人团队，卓越的财务实力，以及多元化的保险业务线，构成了它在保险行业独一无二的宽阔护城河。这样的组合是伯克希尔股东们的巨大财富，并且随着时间推移，它会变得越来越有价值。

受管制的、资本密集型业务

1999 年年报："虽然公用事业存在许多监管限制，但我们还是有机会在这一领域做出更多投资。一旦我们决定投资，一定是大手笔。"

这一板块有两家公司：BNSF 铁路公司和中美能源，它们有一些重要共同特点区别于我们其他的公司。所以，我们在这里把它们单独归为一类进行讨论，并在 GAAP 合并资产负债表和利润表中单独列示。

两家公司的一个重要特征是，它们对长期受监管的资产进行了巨额投资，这些资产部分资金来自伯克希尔不

提供担保的大额长期债务。它们实际上并不需要我们的信用支持，因为它们具备良好的盈利能力，即使在恶劣的经济环境下也能覆盖它们的债务利息要求。比如去年 BNSF 的利息覆盖倍数是 9:1。(我们对覆盖倍数的定义是税前收入/利息，而不是 EBITDA/利息，我们认为这个被普遍使用的指标存在严重的缺陷。)

与此同时，在中美能源有两个因素确保它在各种情形下都具有偿还债务的能力。第一个因素是所有公用事业企业共有的：抗周期的盈利能力，这源于公司垄断地提供社会必需的基本服务。第二个因素是少数公用事业公司享有的：多元化的利润来源，这保护我们免受任一地区监管机构的伤害。现在，随着收购 NVEnergy，中美能源的利润来源进一步扩大了。这在特殊的优势加上伯克希尔的股东背景，中美能源和它的分支机构可以以显著的降低债务成本。这种优势使我们和我们的客户都受益。

每天，我们的两家子公司都在主要领域驱动着美国的经济：

BNSF 承担了全国城际间货运量的 15%(以吨英里衡量)，包括公路、铁路、水路、航空以及管道运输。事实上，BNSF 的货运量超过其他任何公司，这个事实意味着 BNSF 是全国经济循环系统最重要的大动脉。2013 年它的龙头地位得到了加强。和其他铁路公司一样，BNSF 还以一种非常节能和环保的方式在运输着货物，它运输一吨货物 500 英里只需一加仑柴油。卡车实现同样的运力大约要使用 4 倍的能源。

中美能源受监管的电力设施为 11 个州的零售客户服务。没有任何公用事业公司服务范围比我们更广。另外，我们是可再生能源领域的领导者：从 9 年前开始，中美能源现在已经占全国风力发电量的 7%，未来还会更多。我们在太阳能发电领域上的份额甚至更高(虽然大部分还在建设当中)。中美能源之所以能进行上述投资是因为它保留了所有利润。事实上：迄今为止中美能源累计留存的利润超过美国任何其他电力公司。我们和监管部门都把这看作一项重要的优势，可以确定的是，这一优势还会持续 5 年、10 年、20 年。

等我们的在建项目完工后，中美能源的可再生能源投资将达到 150 亿。只要监管承诺这些投资合理的回报，我们就乐于做出这样的投资。在这方面，我们对未来的监管抱有极大的信任。

我们的信心来源于过往的经验，也来源于社会在交通和能源方面会一直需要大量投资的认识。政府为了自身利益将会合理对待资本提供者，以保证有持续的资金来满足必须的公共项目。同时，获取监管机构及其代表的人民的认可和批准的方式开展业务，也符合我们自身的利益。

去年一份涵盖 52 家控股公司及其 101 家电力运营公司的客户满意度调查结果，是我们投资于未来这一决心的

有力证明。我们的中美能源排名第一，95.3%的被调查者表示"非常满意"，并且没有一个被调查者表示"不满意"。

顺便说一句，调查中的最低分仅有 34.5%的满意度。在被中美能源收购以前，我们有三家公司调查排名远低于现在。优异的消费者满意度在我们扩张的时候发挥着重要作用：我们希望进入地区的监管部门愿意看到我们的到来，因为他们知道我们是负责任的公司。

我们的铁路公司也在努力预测客户需求增长。你听说的任何关于我们国家基础设施建设落后的怨言，都不适用于 BNSF 和铁路行业。美国的铁路系统从未有过今天这样良好的状态，这是行业巨额投资的成果。当然我们也没闲着：2013 年 BHSF 在铁路上投资了 40 亿美元，是折旧额的两倍多，创下任一铁路的最高单年投资记录。而且，我们将在 2014 年投入更多。就像很早预见到可靠交通需求的诺亚一样，我们明白必须未雨绸缪。

领导我们两家资本密集型公司的是中美能源的 Greg Abel，还有 BNSF 的 Matt Rose 和 Carl Ice 团队。他们三人都是卓越的经理人，应该受到我和大家的感谢。下表是他们业务的关键数据：

百万美元	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
英国电力	362	429	469	333	248	339	337	338	308	326
爱荷华电力	230	236	279	279	285	425	412	348	288	268
西部电力	982	737	771	783	788	703	692	356		
管道运输	385	383	388	378	457	595	473	376	309	288
家庭服务	139	82	39	42	43	-45	42	74	148	130
其他	4	91	36	47	25	186	130	245	107	172
锌回收项目损失									8	-579
息税前经营收益	2102	1958	1982	1862	1846	2203	2086	1737	1168	605
投资星座能源						1092				
利息支出-其它企业债务	-296	-314	-323	-323	-318	-332	-312	-261	-200	-212
利息支出-BRK 次级债券			-13	-30	-58	-111	-108	-134	-157	-170
所得税	-170	-172	-315	-271	-313	-1002	-477	-426	-248	-53
净收益	1636	1472	1331	1238	1157	1850	1189	916	563	170
*归属于 BRK 的净收益	1470	1323	1204	1131	1071	1704	1114	885	523	237
*其中：借款利息税后收益			8	19	38	72	70	87	102	110

BNSF 财务摘要

百万美元	2013	2012	2011	2010	2009
营业收入	22014	20835	19548	16850	14016
营业费用	15357	14835	14247	12355	10762
营业利润	6657	6000	5310	4495	3254
利息成本	729	623	560	507	613
税前利润	5928	5377	4741	3988	2641
所得税	2135	2005	1769	1529	920

净利润	3793	3372	2972	2459	1721
-----	------	------	------	------	------

RonPeltire 在继续打造家庭服务公司(HomeServices)，它是中美能源的房地产经纪业务子公司。去年他进行了四次收购，最主要的是对 Fox&Roach 的收购，一家总部位于费城、全国最大的地区性经纪公司。住宅服务公司现在有 22,114 名经纪人，比 2012 年增加 38%。它还拥有 Prudential&Real Living 公司 67%的特许经营权业务，它正在更名为伯克希尔住宅服务公司。大家很快会在"待售"的房产广告上看到我们的名字。

制造、服务和零售业务

"看看那间商场"，沃伦指着内布拉斯加家具商场(NFM)说，"那真是一个非常好的生意。"

"那你为什么不买下它？"我说。"它是家私人企业，不管怎样我一定会买下它的。"沃伦说。

《超级金钱》(Supermoney1972)，作者 Adam Smith(此时巴菲特手中的资本还不足以买下 NFM，奋力攒钱中)

我们在这部分的业务种类繁多。让我们来看看整个集团的资产负债表和利润表关键数据。

资产负债表

资产	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
现金及等价物	6625	5338	4241	2673	3018	2497	2080	1543	1004	899
应收账款和票据	7749	7382	6584	5396	5066	5047	4488	3793	3287	3074
存货	9945	9675	8975	7101	6147	7500	5793	5257	4143	3842
其他流动资产	716	734	631	550	625	752	470	363	342	254
流动资产合计	25035	23129	20431	15720	14856	15796	12831	10956	8776	8069
商誉及无形资产	25617	26017	24755	16976	16499	16515	14201	13314	9260	8362
固定资产	19389	18871	17866	15421	15374	16338	9605	8934	7148	6161
其他非流动资产	4274	3416	3661	3029	2070	1248	1685	1168	1021	1044
合计	74315	71433	66713	51146	48799	49897	38322	34327	26205	23636
负债	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
应付票据	1615	1454	1611	1805	1842	2212	1278	1468	1469	1143
其他流动负债	8965	8527	15124	8169	7414	8087	7652	6635	5371	4685
流动负债合计	10580	9981	16735	9974	9256	10299	8930	8103	6840	5828
递延所得税	5184	4907	4661	3001	2834	2786	828	540	338	248
长期及其他负债	4405	5826	6214	6621	6240	6033	3079	3014	2188	1965
所有者权益	54146	50719	39103	31550	30469	30779	25485	22715	16839	15595
BKR 权益	53690	48657	36693							
负债权益合计	74315	71433	66713	51146	48799	49897	38322	34372	26205	23636

利润表

百万美元	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
收入	95291	83255	72406	66610	61665	66099	59100	52660	46896	44142
营业费用	88414	76978	67239	62225	59509	61937	55026	49002	44190	41604
其中：折旧费用	1633	1596	1431	1362	1422	1280	955	823	699	676

利息费用	135	146	130	111	98	139	127	132	83	57
税前利润	6742	6131	5037	4274	2058	4023	3947	3526	2623	2481
少数权益+所得税	2512	2432	1998	1812	945	1740	1594	1395	977	941
净利润	4230	3699	3039	2462	1113	2283	2353	2131	1646	1540
平均净有形资产	25357	22693	13256	14272	14117	12774	10343	8490	7406	7131
回报率	16.7%	16.3%	22.9%	17.3%	7.9%	17.9%	22.7%	25.1%	22.2%	21.6%
平均净资产	51174	43706	34122	31010	30624	28132	24100	19777	16217	15487
回报率	8.3%	8.5%	8.9%	7.9%	3.6%	8.1%	9.8%	10.8%	10.1%	9.9%

*税前利润不包含购买法会计调整；利润表 2011/9/16 起包含路博润。

符合 GAAP 准则的收入和支出数据列示在 29 页。上表中的运营成本剔除了一些购买法会计调整项目(主要是某些无形资产的摊销)，这是不符合 GAAP 准则的。我们列示这些数据是因为查理和我认为调整后的数字比 GAAP 下显示的数字更准确地反映了整块业务真实的成本和利润。

我不打算逐一解释所有的调整(有些是细微并且晦涩的)，但是认真的投资者必须要理解无形资产的本质区别：有些无形资产的价值随时间消耗殆尽，而另一些则不会贬值。比如说软件，其摊销费用是真实的成本支出。但对于某些无形资产，例如对客户关系，购买法会计下的摊销则显然不是真实的成本。GAAP 会计准则并不对这两者进行区分。尽管从投资者的角度看，它们完全不同，但在会计上计算利润是它们都会被记作成本。

在 29 页列示的 GAAP 会计准则的数据下，该部门 6.48 亿美元的摊销费用被计入了成本。我们大致认为其中的 20%是“真实”的(这也是我们上面的表格包括的部分)，其他的则不是。这种差别因为我们做了非常多的收购而变得影响巨大。未来随着我们收购更多的公司，这样的差别还会越来越大。

当然，最终对应的资产完全被摊销完之后，相应的非真实的成本也就没有了。但这通常需要 15 年，到时我的接班人才能够享受到摊销完之后报表上增加的利润了。但是，我们报告的每一分钱折旧，都是真正的成本支出。对其他任何公司来说也是这样。当华尔街人士用 EBITDA 作为估值指标时，要捂紧你的钱包。当然我们公开的财报依然会遵循 GAAP 会计准则。但是为了认清现实，请记得把我们报告的大部分摊销费用加回来。

这个板块的公司销售的产品从棒棒糖到喷气式飞机，无所不包。其中有些公司有非常好的经济特性，它们无杠杆的净有形资产税后回报率从 25%到 100%多。其他一些公司的回报率介于 12-20%。但也有少数公司回报率很糟糕，这是我在资产配置上所犯下的一些严重错误。我并没有受到误导：我只是错误地估计了公司或者其所在行业的经济形势。幸运的是我犯得错误一般是些小型的收购。我们的大型收购总体都运营良好，少数甚至是非常好。但以上不会是我犯得最后一个错误。并非事事都如我所料。

把整个板块看作一个公司的话，这家公司业务非常优秀。2013 年它们平均使用了 250 亿的净有形资产，由于大量的现金和极低的杠杆，实现了 16.7% 的税后收益率。

当然，如果收购价过高，买入一些经济特性优秀的公司也可能成为一笔糟糕的投资。我们为大多数业务的净有形资产都支付了大量溢价，这些成本反映在财报巨额的商誉资产中。不过总体来说，我们收获了与投资额相称的可观回报。此外，总的来说这些业务的内在价值远超其账面价值。即便如此，在保险行业和受管制的行业，其内在价值和账面价值之间的差距更加巨大。那里才是真正的大赢家所在之处。

这个集团的公司太多，我们不能——道来。而且它们现有和潜在的竞争对手都能看到这份报告。公开某些公司的数据将会对它们不利。所以，对伯克希尔来说，规模不是非常大的公司我们仅按要求披露信息。不过，你可以在后文找到更多详细内容。

我还是忍不住要向大家汇报一下内布拉斯加家具商场在德克萨斯扩张的最新进展。我把它拿出来，并不是因为它对伯克希尔的业绩有什么重要性，毕竟要推动伯克希尔 2250 亿的资产规模，这一家店微不足道。但我现在已经和 Blumkin 家族合作 30 多年了，我为这家位于达拉斯市北 Colony 区的新店而兴奋，这是一家真正覆盖德克萨斯州的商场。明年商城建成以后，NFM 将会在 433 英亩的地面上拥有 180 万平方英尺的零售和仓储空间。可以在 www.nfm.com/texas 查询项目的进展情况。NFM 已经拥有全国销售额最大的两家店铺了(分别位于奥马哈和堪萨斯市)，两家的年销售额分别达到 4.5 亿左右。我预计德克萨斯的新店将会刷新上述纪录。如果大家住在达拉斯附近，欢迎大家来看看。

回想起 1983 年 8 月 30 日，那天刚好是我的生日，我拿着自己起草的 1 页多点的收购提案去见 B 夫人(Rose Blumkin)。B 夫人在没有改动一个字，在没有投资银行家和律师在场的情况下接受我的收购协议(这是专业人士觉得在天堂才会发生的事)。虽然公司的财务报告并没有经过审计，我也毫不担心。B 夫人简单告诉我实际情况，她的话对我来说足够好了。那时候 B 夫人 89 岁了，后来一直工作到 103，这绝对是我们风格的女强人。大家看一看后文附上的 NFM 在 1946 年的财报。NFM 现在所有的一切都是从当初 72,264 美元净资产、50 美元的现金，以及 B 夫人、她的儿子 Louie、孙子 Ron 和 Irv 难以置信的天才衍化而来。故事里最妙的地方是，B 夫人从来没上过学。而且她从俄国移民到美国时甚至连英文都不会说。但是她热爱这个接纳它的国家：家庭聚会时他们经常应 B 夫人的要求合唱上帝保佑美国。有抱负的企业经理人应该好好学习让 B 夫人成功的那些朴素却稀有的品质。每年

都有超过 40 所大学的学生们来拜访我，我以带领他们参观 FM 作为开场。如果他们吸收了 B 夫人的经验，他们不需要向我学任何东西。

金融和金融产品

2003 年年报："Clayton 的贷款组合几年内将增长到 50 亿美元，如果信贷标准合理，将会带来可观利润。"

这是我们最小的业务板块，包括两家租赁公司，XTRA(拖车租赁)和 CORT(家具租赁)，以及 ClaytonHome，国内领先的预制房生产商和金融租赁商。除了这些 100%拥有的子公司外，我们还有其他一些金融资产以及 Berkadia 商业抵押贷款公司 50%的权益。

Clayton 之所以被归入这个版块，是因为它有 326,569 笔抵押贷款，合计 136 亿美元。近几年，由于预制房销量的下跌，公司大部分的盈利都来自于抵押贷款业务。但是 2013 年，新房的销售开始回升，制造和零售部分的利润再次变得可观。Clayton 依然是美国最大的房屋建筑商：2013 年它建造了 29,457 套房屋，占全国新建住宅总数的 4.7%。公司的 CEO-Kevin Clayton 成功领导公司度过了房地产市场的严重衰退。现在他的工作一定比之前有趣多了，预计 2014 年的前景将实现盈利增长。

CORT 和 XTRA 也是各自行业中的佼佼者。Jeff Pederson 和 Bill Franz 依然会保持它们的领先地位。我们支持他们购置设备扩大租赁规模的计划。下面是这个板块的税前收益(不包括资本损益)：

百万美元	2013	2012	2011
Berkadia	80	35	25
Clayton	416	255	154
CORT	40	42	29
XTRA	125	106	126
其它金融损益	324	410	440
合计	985	848	774

投资业务

1974 年年报："我们的股票投资组合……大约比账面价值(投资成本)要低 1700 万美元……但我们相信，几年以后，整个组合的价值将会远超投资成本。"

下面列出了我们年末市值最大的 15 项普通股投资：

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
483470853	富国银行-微增	9.2%	11871	21,950
400,000,000	可口可乐	9.1%	1,299	16,524
151,610,700	美国运通	14.2%	1,287	13,756
68,121,984	IBM-微增	6.3%	11681	12,778
20,060,390	慕尼黑再保险 MunichRe-微增	11.2%	2,990	4,415

56,805,984	沃尔玛- 微增	1.8%	2,976	4,470
52,477,678	宝洁 P&G	1.9%	336	4,272
41,129,643	埃克森美孚 Exxon Mobil- 建仓	0.9%	3,737	4,162
96,117,069	美国合众银行 US Bancorp- 增持	5.3%	3,002	3,883
13,062,594	高盛- 认股权取消对价免费获得	2.8%	750	2,315
22,169,930	赛诺菲 Sanofi- 减持	1.7%	1,747	2,354
24,669,778	穆迪 Moody's	11.5%	248	1,936
301,146,076	乐购 Tesco- 减持	3.7%	1,699	1,666
20,668,118	Phillips 66	3.4%	660	1,594
22,238,900	DIRECTV 卫星电视	4.2%	1,017	1,536
3,947,555	浦项钢铁 POSCO	5.1%	768	1,295
	其他		11,281	19,894
	股票投资合计		56,581	117,505
	DaVita 达维塔医疗- 加仓			2311
	GM 通用汽车- 加仓			1635
	GRAHAM 格雷厄姆控股			1146
225,000,000	BYD 比亚迪	9.9%	232	1089
	USG 美国石膏板- 加仓			990
	Mellon 纽约梅隆银行- 加仓			861
	CBI 芝加哥桥梁工程- 建仓			794
	Liberty Media 自由媒体- 加仓			775
	NOV 石油天然气设备- 加仓			706
	VIACOM 传媒			664
	VeriSign 数字证书- 加仓			655
5,382,040	M&T 银行		103	627
	PCC 精密机件			532
	Costco 开市客			516
	SUNCOR 森科能源- 建仓			456
	DEERE 迪尔公司			363
	WABCO 威伯科			381
	Visa 维萨卡			346
	MasterCard 万事达			338
	Torchmark 托马科金融			331
	GE 通用电气- 建仓			297
	STARZ 有线电视台			133
	MEG 媒体			105
	Verisk 数据			103

*此处为实际投资成本，等于计税基础，GAAP 准则下的成本在某些情况下因减记和增记而不同。

*不包括伯克希尔子公司养老金投资的持股。

伯克希尔有一项重要的股票投资没有列在表上：在 2021 年 9 月前的任何时候，我们都可以以 50 亿美元的价

格购买美国银行 7 亿股股票。截至年底，这些股票价值 109 亿。我们倾向于在购买权到期前行权购买。大家应该了解，实际上美国银行是我们的第五大股票投资，并且我们非常看好。

除了股票以外，我们也会大额投资债券。通常我们业绩都不错。但也并非时时如此。

大家应该没有听说过 EnergyFutureHoldings 这家公司。你们应该感到幸运；因为我也宁愿没听到过这家公司。它是 2007 年为杠杆收购一家德克萨斯的电力公司而成立的。权益投资者投入 80 亿美元同时借入大量债务完成收购。伯克希尔购买了大约 20 亿美元的债务，我是在没有咨询查理的情况下做的决定。这真是个巨大的错误。除非天然气价格飙升，EFH 几乎注定要在 2014 年申请破产。去年我们以 2.59 亿卖出了我们的债权。持有债权期间，我们收到了 8.37 亿现金利息。所以我们税前一共亏了 8.73 亿。下次我一定会先给查理打电话。

我们的一些子公司(主要是电力和天然气公用事业公司)，在经营中会使用衍生品对冲工具。此外，我们近年来都没有投资衍生品，原有的头寸也逐步到期。已经到期的衍生品给我们带来了巨额利润和数十亿美元的中等期限的浮存金。虽然不是百分之百确定，我们预计账面上剩余的衍生品也会得到类似的结果。

关于投资的一些思考

最聪明的投资，是把它当做生意一样看待。——《聪明投资者》本杰明·格雷厄姆

引用格雷厄姆的话作为本节开头非常恰当，因为我对投资的理解很多都归功于 Ben。稍后我更多谈论 Ben，我还会讲到股票投资。但是让我先讲两个很早以前非股票投资的投资的例子吧。虽然两笔投资对我个人财富的影响并不大，但它们却具有启发意义。

事情发生在内布拉斯加州。1973-1981 年间，中西部经历了农场价格的暴涨，原因是人们普遍认为失控的通货膨胀即将到来，而一些小型农村银行宽松的贷款政策，又起到了推波助澜的作用。后来泡沫破灭了，农场价格下跌超过 50%，这摧毁了借债的农场主和他们的债权人。那次泡沫中爱荷华州和内布拉斯加州倒闭的银行数量，是最近这次经济危机中倒闭的五倍。

1986 年，我从联邦存款保险公司 FDIC 买下了奥马哈北边 50 英里处的一个 400 英亩的农场。花了我 28 万美元，比几年前一家倒闭银行贷给农场的金额要少的多。我对经营农场一窍不通。但是我儿子喜欢农场，我从他那里了解到玉米和大豆的产量，还有对应的运营成本。根据这些估计，我计算出农场的正常回报率约 10%。我还认为随着时间的推移，生产效率会逐步提高，农作物的价格也会上涨。两个预期后来都被证明是对的。

我并不需要任何特别的知识就可以得出这样的结论：这项投资下有保底，而且很可能有大幅上涨的空间。当

然偶尔会出现欠收，而且价格有时会令人失望。但这又怎么样呢？同样也会有异常好的年份，我永远不会面临被迫出售资产的压力。现在，28年过去了，农场的利润翻了三倍，价值是我们当初投资额的五倍甚至更多。我依然对农场一窍不通，而且最近才第二次去到那片农场。

1993年，我做了另外一小笔投资。在我担任 Salomon 的 CEO 的时候，所罗门的房东 Larry Silverstein 告诉我，Resolution Trust 公司(RTC)正在出售纽约大学旁边的一处零售物业。同样，泡沫再次破裂了(这一次涉及商业地产)，RTC 的成立是为了处置破产的储贷机构的资产，它们当初乐观的贷款政策助长了其愚蠢的放贷行为。

这里的分析同样简单。和农场的情况类似，该物业当时无杠杆的收益率为 10%。但是考虑到 RTC 糟糕的物业管理，那些空置的店铺出租以后，利润还会增加。更重要的是，它最大的租户占了 20%左右的出租面积，但仅仅支付每平方尺 5 美元的租金，而其他租客的平均租金是 70 美元。它的廉价租约将在 9 年内到期，到时必然大幅提高租金。物业的位置也是非常理想的：纽约大学绝不会搬走。

包括 Larry 和我的朋友 Fred Rose 联合买下了这个物业。Fred 是一位经验丰富，高水准的房地产投资者，他和家人将会管理这个物业。他们做到了。随着旧租约到期后，利润翻了三倍。年租金回报现在达到了当初投资额的 35%。另外，我们最初的抵押贷款在 1996 年和 1999 年进行了两次重置，这让我们获得了相当于初始投资额 150% 的特别租金回报。我至今还没去看过这块物业。

农场和纽约大学物业的收入未来几十年还会继续增加。虽然他们的收入不会突然激增，但两笔投资都是我和我的孩子、孙子可以一辈子持有的稳固并且令人满意的投资。我讲这两个故事是为了阐明投资的基本原理：

1，**获取令人满意的投资回报不需要成为专家**。但如果你不是专家，那就要认识到自己的局限性(能力圈)，并遵从事物合理的发展规律。保持简单，不要越雷池一步。当有人承诺让你赚笔快钱时，立即答复“不行”。

2，**关注你正考虑投资资产的未来盈利能力**。如果你感觉不能估计一项资产的未来收益，那就放弃它，继续看下一个。没有人有能力评估所有投资的可能性。但投资无需无所不知；你只需要理解你所投资的即可。

3，**如果你转而关注购买资产的预期价格变化上，那么你就是在投机**。这无关对错。但是我知道我无法总是投机成功，我对那些声称自己可以持续投机成功的人持怀疑态度，掷硬币时第一轮有一半人会赢；但是这些人如果继续不断玩下去都别指望获利。而且，一项特定资产最近持续升值的事实，从来不是买入的理由。

4，在我的两笔小额投资中，**我只考虑这些资产将产出什么，根本不关心它们每天的估值**。比赛最后的赢家是

那些专注于比赛的球员，而不是那些眼睛紧盯着计分板的球员。如果你不看股价的周末可以很舒适，那么试着工作日的时候也这样做。

5，**总结宏观观点，或听信别人的宏观或市场预测都是浪费时间。**实际上这是危险的，因为它可能会模糊你对真正重要事实的看法。（每当我听到电视评论员油嘴滑舌地分析市场的下一步走势时，我就会想起 Mickey Mantle 犀利的评论，"你不坐到直播间里去，都不知道原来棒球比赛能有这么简单"。）

（米奇-查理斯-曼托 MickeyCharlesMantle，1931-1995 年，是 1974 年被选入名人堂的美国职棒球员。他生涯 18 个球季都效力于纽约洋基队，赢得 3 座美联 MVP 以及入选 16 次明星赛。Mantle 参加过 12 次世界大赛并拥有 7 枚世界大赛冠军戒指。1995 年 Mantle 因肝癌去世，享年 63 岁。）

6，我的两笔投资分别在 1986 年和 1993 年做出。紧接着 1987 和 1994 年的经济、利率、或者股市会如何发展对两笔投资，对我来说都没有影响。我已经不记得当时的报纸头条和专家是怎么说的了。不管怎么说，内布拉斯加农场的玉米会继续生长，学生会继续涌向纽约大学。我的两笔投资和股票投资有一个重要的区别。**股票会每分钟为你提供报价**，而我至今也没有见过我的农场和纽约大学物业的市场报价。

剧烈波动的股价本该成为股票投资者的一项巨大优势，对少数投资者来说确实如此。毕竟如果有一个喜怒无常的人每天给我报价，他要么买下要么卖出农场，而这些价格在短期内随着他的情绪忽上忽下，那我不就可以从它疯狂的行动中赚钱吗？如果他的报价低的可笑，而我又有些闲钱，那我就会买下他的农场。如果他的报价高的要命，我要么卖给他，要么继续种地。

然而，股票投资者往往会让被其他投资者反复无常且通常不理性的行为所影响，导致他们的行为也失去理性。因为有太多关于市场、经济、利率和股价走势的评论，一些投资者认为应该听听专家的建议，更糟糕的是，认为应该根据他们的建议采取买卖行动。那些拥有农场或房产时可以安静持有几十年的人，当他们接触到一连串的股票报价，并伴随着评论员们发出"别光坐着，你得做点什么"的鼓动时，往往会变得头脑发热。对这些投资者来说，**流动性已经从一项绝对的优势变成了诅咒。**

闪崩或者其他一些市场的极端波动并不会伤害投资者，就好像一个反复无常、口若悬河的邻居不会影响我的农场投资一样。事实上，当价格与价值严重脱节时，如果真正的投资者有现金可用，那么暴跌的市场反而会对他的投资有所帮助。**在投资时，恐慌的气氛是投资者的朋友；疯狂的市场才是投资者的敌人。**

在 2008 年发生的非常严重的金融危机恐慌期间，我从没想过要卖掉我的农场或者纽约大学的物业，尽管一场严重的经济衰退即将到来。而且，如果我拥有一项良好长期前景的业务 100%的权益，光是考虑卖掉它的想法都是

非常愚蠢的。那我为什么要考虑卖掉那些优秀业务的小额持股呢？确实，它们中一些会令人失望，但是作为组合整体而言它回报会非常不错。真的有人相信美国无与伦比的生产性资本和无限的人力资本将会毁于一旦吗？

查理和我买股票的时候，我们认为股票是企业的一小部分，我们的分析与我们买下整个企业时所使用的分析非常类似。首先我们必须决定，是否可以合理的估计公司未来 5 年或者更长时间的收益范围。如果答案是可以，我们将在股票以相对于我们估计下限的合理价格买入。如果我们不具备估计未来盈利的能力(通常是这样)，那我们就会转向其他投资。在我们合作的 54 年里，我们从来没有因为宏观或者政治环境的因素，或者因为其他人的看法而放弃过有吸引力的投资。事实上，这些都不是我们做投资决策时会考虑的因素。

然而至关重要的是，我们要认清自己"能力圈"的边界，并保持呆在自己的能力圈里面。即便如此，有时我们还是会在买卖股票和企业收购方面犯一些错误。但是这样不会引发灾难，例如，当一个持续上涨的牛市引发大家基于价格趋势购买股票，或者希望有所行动的欲望而购买股票。

当然，多数的投资者并没有把研究商业前景作为他们生活中的优先事项。如果他们明智的话会得出这样一个结论：他们对特定业务的了解并不足以预测它们未来的盈利能力。

我有一个好消息告诉这些非专业人士：普通投资者并不需要那些技能。总体而言，美国企业长期以来都表现很好，并将继续欣欣向荣(当然一定会有起起伏伏)。在整个 20 世纪，道琼斯指数从 66 点涨到了 11,497 点，股息不断提高。21 世纪将见证进一步的巨额回报。非专业投资者的目标不应该是挑选出优胜企业，他和他的"顾问"都做不到，而应该拥有一个整体而言必定表现良好的跨行业组合。低费率的标普 500 指数基金将实现这一目标。

这就是非专业人士投资的"目的"。"何时做"也同样重要。主要的风险是，胆小的投资者或投资新手会在市场极度繁荣的时候入场，并且在出现浮亏时幻想破灭。记住巴顿·比格斯(Barton Biggs，多次被《机构投资者》杂志评选为"美国第一投资策略师"，著有《对冲基金风云录》。)的观察："牛市就像性爱一样，在结束之前达到高潮"。解决时间问题的办法是，长期分批买入，并且市场不好股价暴跌时永远不要卖出。遵守这些规则，"无知"的投资者既能保持投资分散，又能将成本保持在最低水平，几乎肯定会取得令人满意的回报。实际上，相比那些对自己缺点视而不见的投资者，认识到自身缺点并持现实态度的纯粹投资者，长期将会取得更好的投资结果。

即使"投资者"疯狂地相互买卖他们的农场，庄稼的产量和价格也不会增加。唯一的后果就是农场主的最终收益由于咨询费和交易费而显著下降。尽管如此，那些收取咨询费或交易费的中介会不断怂恿机构和个人不停地交

易。由此产生的摩擦成本可能是巨大的，而且对投资者来说，它吞噬了利润没有任何好处。所以，忽略那些投资建议吧，保持最低的交易成本，并且像投资农场那样投资股票。

我的钱将会投到指数基金里，因此我还得再为此说两句：我在这里所建议的和已经写在遗嘱中的内容基本是一致的。一份遗赠规定，现金将被交付到我妻子设立的信托中。(我必须使用现金进行个人遗赠，因为我所持有的全部伯克希尔股票将在我去世后的十年内会分配给一些慈善组织。)我对受托人的要求非常简单：将 10% 的现金投资于短期政府债券，其余 90% 投资于低费率的标普 500 指数基金上。(个人推荐先锋集团的基金 Vanguard。)我相信，这个策略的信托长期业绩将战胜大多数投资者，包括聘请了高费率管理人的养老金、机构还是个人。

现在回到本·格雷厄姆。本次讨论中大多数的投资思想都是从 Ben 写的《聪明投资者》当中学到的。1949 年我买到这本书，从此我的投资生涯完全改变。在阅读本书以前，我在投资的世界四处游荡，狼吞虎咽地阅读投资界的所有文章，尝试每一种投资方法。我读到的很大东西都曾让我着迷：我试着用图标和市场指标预测股价走势。也曾坐在交易大厅里盯着交易纸带滚过，听市场评论员的评论。所有这一切都很有趣，但是我始终无法摆脱那种毫无进展的感觉。相比之下，Ben 的思想用优雅通俗易懂的散文进行了逻辑解释(没有任何希腊字母或者复杂的公式)。对我而言，最重要的观点在新版本的第 8 章和第 20 章。(1949 年原版章节划分和后来不同)。正是这些观点指导着我今天的投资决策。

这本书还有另外一些有意思的事：后来的版本包括一篇后记，描述了一项让 Ben 大赚一笔的未具名投资。Ben 在 1948 年写第一版的时候进行了这项投资(拥抱自己吧)，这家神秘的公司就是 GEICO 保险。如果 Ben 没有在 GEICO 还是起步阶段就意识到它的特殊品质，我和伯克希尔的未来都会大不相同。

该书 1949 年版还推荐了一家铁路公司，每股售价 17 美元而每股收益 10 美元。(我敬佩本的原因之一是，他敢使用当前的例子，如果未来并不如他所言他可能会被嘲笑。)如此低的估值在一定程度上是由于，当时的会计准则要求铁路公司将其附属公司的大量留存利润从报告的利润中剔除。

被推荐的股票就是北太平洋铁路公司，它最重要的附属公司是芝加哥、柏林顿和昆西铁路。这些铁路如今是伯克希尔全资拥有的 BNSF 铁路的主要组成部分。当我读到这本书时，北太平洋铁路公司市值约 4000 万美元。现在，它的继承者(当然增加了很多资产)每 4 天就能赚 4000 万。

我已经不记得买第一本《聪明投资者》花了多少钱。不管是多少，它都证明了 Ben 的格言：价格是你付的数

字，价值才是你所得到的。在我所有的投资当中，买这本书应该是最好的一笔(不包括我的两次结婚证)。

地方和州的财政问题正在加剧，很大程度上是由于政府承诺了它们负担不起的养老金。公民和政府官员通常低估了巨大的金融绞虫，它是承诺和支付能力之间的冲突导致的财务困境。不幸的是，养老金的计算至今对大多数美国人来说都是一个迷。养老金的投资策略也是造成上述问题的重要原因之一。1975 年，我写了一份备忘录给时任华盛顿邮报董事长的 Katharine Graham，当中讲到了养老金承诺的缺陷和投资策略的重要性。在接下来的十年里，你会读到很多关于公共养老金计划的坏消息。我希望我的备忘录有助于你理解在存在问题的情况下立即采取补救措施的必要性。

年度股东大会

年度股东大会将于 5 月 3 号(周六)在 Century Link 中心举行。我们天才的总导演 Carrie Sova 主持。我们总部所有人员都会全力支持她；我们的团队比专业活动策划者做得更好，当然，也更省钱。

早上 7 点大门敞开，7 点半我们将举行第 3 届报纸投掷国际挑战赛。投掷目标将是克莱顿公司制造的移动房屋的门廊，到投掷线的精确距离为 35 英尺。我少年时代做报童时，曾经投掷过 50 万份报纸，所以我自认为自己投掷报纸的功夫非常好。来向我挑战吧：任何人只要把报纸投掷得比我离门口更近，我就会给他买一个 DillyBar 冰激凌。比赛用的报纸有 36 至 42 页厚，你必须自己折叠(不准橡皮筋捆绑)。

伯克希尔最新制作的年会电影 8 点半开始放映。一个小时后我们将开始进行提问回答，并将一直持续到下午 3 点半为止(中间短暂休息在 CenturyLink 中心的摊位上有午餐供应)。问答环节结束之后，短暂休息一下，我和芒格在 3:45 将正式召集大家召开年度股东大会。如果你要在提问环节离开会场的话，请在芒格讲话的时候离开。

当然，离开会场的最好理由是去购物。为了帮助各位更好地进行购物，与股东年会会场相邻的 194,300 平方英尺的大厅里，我们摆满了伯克希尔子公司生产的各种商品。2012 年年会期间各位股东做得很棒，很多产品的销售都创下历史新高。在去年年会召开的 9 个小时里，我们销售了 1062 双 Justin 靴子(每 32 秒卖出 1 双靴子)，12,792 磅喜诗巧克力，11,162 把 Quikut 小刀(每分钟销售 21 把)，以及 6,344 双 WellsLamont 手套，这些都是热门商品。今年，查理和我将要比赛销售瓶装番茄酱。自然，有查理头像的瓶装番茄酱将会大幅打折促销。但是，如果你捧场的话，有我头像的瓶装番茄酱还会卖得比他多。这对我很重要，千万不要让我丢面子。

我们下属的跑鞋公司 Brooks，将会再次为伯克希尔股东年会推出一款特制纪念版跑鞋，仅在年会上供应。买

好这款跑鞋，第二天就穿上，参加我们的"伯克希尔 5 公里"长跑活动，时间是周日早上 8 点，从 CenturyLink 中心开始起跑。参赛的所有细节包含在你将与股东入场门票一起收到的参会指南。参加长跑的人将会发现自己身边跑的人群中有很多是伯克希尔公司的公司经理人、董事、员工。

GEICO 将在购物区设置一个展台，由来自全美最优秀的保险顾问为您服务，顺便来看看你的报价。在大多数情况下，GEICO 将会给您一个股东特别折扣(通常是 8%)。我们开展业务的 51 个行政区域中有 44 个都批准了这个特别优惠。(额外提示：这个折扣不可以与其他优惠累加使用，比如给予特定群体的优惠)。把你现有保险的详细情况带过来，看看我们能否帮你多省点钱。我相信，我们至少可以帮助你们中一半人省下更多的保险费。

你一定要到书虫书店的展区看看，这家书店将会提供超过 35 种的图书和 DVD，有几本是最新出版的。其中一本新书是 MaxOlson 编辑的 1965 开始的伯克希尔股东的信(Berkshire Hathaway Letters to Shareholders)。这本书包括一个索引，我觉得特别有用，按照人名、公司、主题分别注明页码。我还要推荐我儿子霍华德写的新书《40 次机遇：巴菲特家族的人生投资法》(Forty chances: finding hope in a hungry world)。你一定会喜欢这本书的。

如果您是一个会花大钱的大款，或者渴望成为这样一个大款，请在周六中午到下午五点参观位于奥马哈机场东侧的 Signature 航空馆。那里将会展出我们下属的 NetJets 公司的私人专机编队，肯定会让您心跳加速。坐着大巴来，坐着私人飞机回。享受一下生活。

随同附上的股东大会资料中有个附件，告诉您如何获取参加会议和其他活动所需的凭证。在伯克希尔股东大会召开的周末，航空公司有时会提高机票价格。如果你从很远的地方过来，可以比较一下飞到堪萨斯与奥马哈的价格。两个城市之间车程只需要 2 个半小时左右，也许这样可以帮你省掉一大笔钱，尤其是你本来就打算在奥马哈租车的话。省下来的钱，一定要在会场上购物花掉噢。

内布拉斯加家具商场位于 72 街上，在 Dodge 街和 Pacific 街之间，占地 77 英亩，在这里我们将会再次举办"伯克希尔周末专场"特惠促销活动。这家商场在 2013 年年会期间销售收入为 4020 万美元，打破了以前的历史最高记录，增长了 12%。同时也在周六创下了 820 万美元的最高单日销售记录，卖出了接近 100 万美元床垫。

要得到伯克希尔股东的特别优惠，你必须在 4 月 29 日周二到 5 月 5 日周一之间购买，并出示参会凭证。这次特惠促销包括了几个非常著名的超级大牌厂家的产品，他们都有严格的折扣规定，但考虑到这是一个我们股东的

周末特别活动，为你特别破例，我们特别感谢他们的支持。内布拉斯加家具商城在周一至周六早上 10 点到晚上 9 点营业，周日是早上 10 点到晚上 6 点营业。周六下午 5 点半到晚上 8 点，内布拉斯加家具商城将会举行野餐会，邀请所有参会人士加入。

在波仙珠宝店，我们将会再次召开两场股东专场优惠活动。第一个活动将是一场鸡尾酒会，在 5 月 2 日周五下午 6 点到晚上 9 点举行。第二个活动是一个大型售卖活动，在 5 月 5 日周日早上 9 点到下午 4 点举行。周六，我们将会一直营业到下午 6 点。最近几年，我们在股东年会期间三天的销售额就远远超过整个 12 月份的销售额，而 12 月份通常是珠宝店生意最好的一个月。在周日下午 1 点 15 分，我本人将会亲自在波仙担任售货员。不管你选择什么商品，都可以向我要求一个“疯狂巴菲特”特别优惠价格。随着我变得越来越老，我给的价格也越来越荒谬可笑。所以请大家快来占我的便宜吧，整个周末波仙珠宝商店都会人群拥挤。因此为了你的方便考虑，股东优惠价格将会从 4 月 28 日(周一)一直持续 5 月 10 日(周六)。在此期间，请出示你的股票年会入场凭证或券商出具的持股证明，以证明你本人是伯克希尔公司的股东。在波仙外面的商场里，美国两届象棋比赛冠军 Patrick Wolff 将会蒙上双眼，接受所有人的挑战，当然挑战者们不用蒙眼，而且他是一个人一次同时和 6 个人进行对奕。就在附近，著名的达拉斯魔术师 Norman Beck 将进行精彩表演。另外，我们将邀请两位世界级桥牌顶尖高手 Bob Hamman 和 Sharon Osberg，在周日下午与我们的股东们进行比赛。千万别和他们俩赌钱。

我的朋友邢延华(Ariel Hsing)将会再次出现在波仙外面的商场里，接受乒乓球挑战，去年她在奥运会乒乓球比赛场面的表现让所有美国人尤其是我本人感到骄傲。2005 年我第一次遇见邢延华，她只有 9 岁，但是那时我跟他打乒乓球一分都拿不到。现在她已经是普林斯顿大学的大一新生，也是美国女子乒乓球比赛冠军。如果你不介意让自己感到难堪，就来和她打上一盘，检验一下你的球技如何。比赛将在下午一点钟开始。我和比尔·盖茨带头挑战，我们要努力让她手下留情。

5 月 4 日，周六，Gorat's 餐厅和 Piccolo's 餐厅将会再次仅对伯克希尔公司股东开放。Gorat's 餐厅会从下午 1 点营业到晚上 10 点，Piccolo's 餐厅将会从下午 4 点营业到晚上 10 点。这两家都是我特别喜欢的餐厅，周日晚上我会在两家餐厅都吃上一顿。请记住，要在 Gorat's 订餐，请在 5 月 1 日(但不要提前)拨打电话 402-551-3733。要在 Piccolo's 订餐，电话是 402-342-9038。在 Piccolo's 餐厅，要显得你有品位，就得要上一大杯根啤作为甜点，要小杯不是男子汉。

今年我们将再次邀请同样的三位财经记者主持年会问答环节，他们通过电子邮件收集股东提交给他们的问
题，向查理和我进行提问。这三位记者和他们的电子邮件地址分别是：财富杂志 Carol Loomis：
cloomis@fortunemail.com；CNBC 的 Becky Quick：BerkshireQuestions@cnbc.com；纽约时报 Andrew
Ross Sorkin：arsorkin@nytimes.com。每一个记者将会从邮件收集到的众多问题中进行筛选，选出 6 个他(她)
认为最有趣和最重要的问题来现场提问。他们告诉我，如果你的问题符合以下条件：十分简洁，不是最后一刻才
提交，问题和伯克希尔相关，且每封电子邮件提出的问题不超过两个，那么符合以上条件的问题被选中的机会最
大。(在你的邮件中，请告诉记者，如果你提出的问题被他们选中，您是否希望提到你的名字。)

2012 年我们邀请了一个由三名追踪伯克希尔公司的分析师组成的提问团队。今年的保险行业分析专家将是巴
克莱银行 Barclays 的 JayGelb。负责提问与我们非保险业务相关的问题将是来自 Ruane,Cunniff&Goldfarb 红杉
基金公司的 Jonathan Brandt。我们希望能够再次在分析师团队中加入一位公认看空伯克希尔公司的分析师。我
们希望那些看空并做空伯克希尔股票的分析师来信申请(请附上你的做空持仓证明)。这三位分析师将会各自提出他
们自己对关于伯克希尔的问题，分析师、记者和听众将会交替提问。

查理和我认为，所有股东都应该同时知悉伯克希尔的最新信息，也应该有足够的时间进行分析，这也是我们
为什么总是努力安排在周五股市收盘之后或者周六早晨才公布公司财务信息的原因，这也是我们为什么选择在周
六召开股东年会的原因。我们不会与大型机构投资者或分析师进行一对一交流，而是对所有股东一视同仁。我们
希望记者和分析师们将会提出一些好的问题，能够让我们的股东们更加充分了解自己所投资的公司。

查理和我事先不会得到任何关于问题的线索。我们知道记者和分析师会选择一些棘手的问题，而这正是我们
所喜欢的方式。总的来说，我们希望至少能够回答 54 个问题，三个记者和三个分析师每个人提问 6 个问题，现场
听众提问 18 个问题。如果还有一些剩余的时间，我们将会回答现场听众更多的问题。听众提问者将会在 8:15 进
行抽签决定，15 个提问用的话筒分别放置在会场不同的区域和主要的分会场。

出于充分的理由，我经常高度赞扬我们经营经理人取得的成就。他们都是真正的全明星，他们经营自己的企
业就好像是他们家族唯一拥有的资产一样。我相信我们的经理人的心态是以股东利益为导向，和那些大型上市公
司管理层完全相同。大多数经理人根本没有任何工作的经济需求；他们在企业经营上打出本垒打得到的快乐完全
不亚于收到一大笔薪酬支票。

然而同样非常重要，在总部办公室和我一起工作的 23 名男女同事。这个只有 23 人的团队高效处理各种事务：美国证监会和其他监管部门要求提供的大量文件，制作多达 23000 页的联邦收入所得税申报文件，还有州收入所得税和海外收入所得税相关申报文件，回应股东和媒体的无数个询问，寄送年度报告，筹备全美规模最大的上市公司股东年度大会，协调董事会活动，他们的活动名单还可以列举出来很多很多其它活动。

他们态度愉悦地处理这些企业事务，而且效率之高简直令人难以置信，让我倍感轻松和快乐。他们的努力并不局限于伯克希尔公司相关的活动，去年他们与 40 所大学打交道(从 200 名申请大学中筛选出来的)，每年这些大校将会选送一些学生到奥马哈，与我一起参加问答日活动。他们还要处理我收到的各种请求，安排我的旅行，甚至还要去帮我买午餐的汉堡包和炸薯条(当然要沾上番茄酱)。没有一个 CEO 像我做得这么舒服了；我真的感觉像是天天跳着踢踏舞去上班。

在这封信就要结束时，我认为应该忽略掉我们年报"不要任何图片"的一贯原则，让大家看一看我们这些非常出色的家庭办公室工作人员。下面这张照片是我们圣诞午餐的合影，只有 2 个人没入镜，否则你会看到伯克希尔总部所有员工，他们是真正创造奇迹的工作者。

明年致股东的信我们将会回顾伯克希尔公司过去的 50 年，并且展望未来的 50 年。与此同时，请于 5 月 3 日来到奥马哈，参加我们为资本家准备的 Woodstock 大聚会。

沃伦·巴菲特 董事会主席



伯克希尔风格的午餐会

伯克希尔股东大会实录 2014

2014 年 5 月 3 日 CenturyLink 会议中心 3.9 万人

开场白

巴菲特：谢谢。(掌声)早上好。在我们开始之前，我想介绍两位非常特别的嘉宾，请起立。

首先是，虽然他当时在巡回演讲，但为了今天来到这里，他很快就绕道来了奥马哈。我的朋友(创作歌手) Paul Anka 请起立。Paul? (掌声)鉴于人们一直在谈论我的继任问题，我觉得试着找个名人交往也许是个好主意，这也许能给我在这里开创第二职业的机会。(笑声)所以我们可以参加婚礼、葬礼和成人礼。(笑声)实际上，我们前几天收到了一个报价。我觉得这是一种侮辱。他们出价 1000 美元。我的意思是，对我和保罗来说，这真的有点荒谬。我告诉人们这一点，他们说，只要保罗来，我们就能赚 1 万美元。(笑声)

现在我们有另外一位非常特殊的客人。这件事不会自己发生。有一个年轻的女人在九月生了一个叫 Brady 的小男孩。她召集了来自我们不同公司的 400 多人，主演了你们今天正在观看的节目。我只想特别感谢我们都爱的女人，尤其是我，Carrie Sova。Carrie? (掌声)请站起来。她在那里。(掌声)

好的。现在我们来看看次要的参与者，我们将介绍董事会。(笑)在问答之后，我们将举行董事会会议——股东大会。但对于那些不会在 3:45 以后在场的人，我希望你们现在有机会见到董事们。所以，我会一次一个地介绍他们，并请他们站起来。尽管这可能很难，但在他们都站起来之前，请不要鼓掌，然后你们就可以疯狂鼓掌了。所以，我会按照字母顺序来介绍，请在我念到你名字的时候，你站起来给大家看看。霍华德·巴菲特、斯蒂芬·伯克、苏·德克尔、比尔·盖茨、桑迪·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、唐·基奥、我的合伙人查理·芒格、汤姆·墨菲、罗恩·奥尔森、沃尔特·斯科特和梅丽尔·威特默(Meryl Witmer)。这就是伯克希尔的董事会。(掌声)

一季度业绩

巴菲特：我们只有几张幻灯片，然后我们将直接进入提问环节，提问将持续到中午左右。我们会在中午休息一下，大约 1 点回来，然后我们会继续到 3:30，然后我们将休会，然后在 3:45 举行股东大会。

我们昨天发布了财报。但是，只有几张幻灯片。我一直在强调——我们总是在股市收盘后发布财报，最好是在周五股市收盘后，这样人们就有一个完整的周末来消化这些信息，因为每个季度都有很多关于伯克希尔的信息。它主要包含在我们提供的 10-Q 中，供您在整个周末阅读。因此，我们总是敦促您不要只看汇总数字，而要看

一看 10-Q。这是一本很好的报告。你有时间在周一早上之前吸收所有这些。

但这里我们有第一季度的总结。正如你所看到的，我们的经营收益略有下降。这主要是保险承保的下降。你应该明白，每个季度的保险承保并不意味着什么。一方面，它会受到外汇变化的影响，这与我们的保险业务没有任何关系。或者至少在中期业绩的现实中是这样的。我们的保险业务现在有 770 亿美元的浮存金。这 770 亿美元我们用来投资。它是否会让我们付出成本取决于我们是否有承保盈利。因此，尽管我们第一季度的承保盈利相当令人满意，但仍低于去年第一季度，保险业务对我们来说是了不起的。如果我们承保盈亏平衡，那 770 亿美元是免费的，虽然它是资产负债表上的负债，但它确实给我们带来了和股本一样多的好处。所以这是一个非常了不起的行业。坦率地说，如果我们保持多年来的平均承保盈利，我会非常高兴，你也应该对我们的保险业务为我们所做的感到非常高兴。但它在第一季度有所下降。而且，就像我说的，这不仅仅是收益下降的原因。

我们总是建议您对证券的季度或甚至年度实现的资本损益别太关注——真的不要关注，因为我们不尝试在任何一个给定的季度通过出售证券来产生收益。我们只是尽我们所能管理好资金。就这些行动在短期内是产生收益还是损失而言，我们并不关心。我们希望他们长期能产生更多的收益，他们已经做到了。但在试图解读我们的短期收益时，它们应该被忽略。

说到这里，我想给你一个已经进行的投票情况，我们将在股东大会上讨论更多。但它太了不起了，我现在想把它放出来给你们所有人看。如你所知，就在上面。我们有一个股东决议，相当优雅地说，建议我们支付股息。这个股东决议里似乎在暗示，我们支付这笔钱并不是因为我太富有了而是我已经习惯了这种不分红的“奢侈”生活，这让一些股东们基本上失去了现金来源，因为我们把所有的钱都放在了奥马哈。(笑声)所以这位先生把这点放在了股东决议上。如果我们转到下一张幻灯片，你会看到一些惊人的数字。请记住，你知道，你的人在家里或是在你的办公室得到这些代理文件。你可以做任何你想做的标记。我们不雇佣委托书征集公司。所以我们不能打电话。我们无意影响任何人的投票。我们只是在他们送进来的时候统计一下。正如你将在顶部看到的，在 A 类股票中，投票结果大约是 90 多比 1，反对股息。但你可能会怀疑我塞满了投票箱，我确实这么做了。(笑声)所以我退出了投票。你会在下面看到，在与我无关联的股东中，反对分派股息的选票略低于 40 比 1。然后你可能会对自己说，嗯，你知道，这些是沃伦和他的有钱朋友，所有的富豪。对他们来说说起来容易。我们来看下一张幻灯片。你会看到在 B 股股东中——我们相信我们可能有多达一百万的 B 股股东。我们不知道确切的数字。我们甚至不知道一

个大概的数字。但我们有一百万左右的股东，这并不是一个糟糕的猜测。值得注意的是，B 股的投票以 45 比 1 的投票结果说，不要给我们分红。我们没有打任何电话来获得他们的投票或任何东西。我不确定世界上有任何一家公司会得到这样的投票。现在你再看幻灯片下面，这个话题就结束了。

但这是那次投票中相当令人不安的部分。如果你看到下一页 PPT(关于解雇巴菲特的议案)，你会再次看到，在 B 股股东中，我也有同样的选票。如果你往下看，你会注意到，几乎同样多的人投票反对、或者投票支持我继续做董事会主席的人数，和投票赞成分红的人数几乎差不多。因此，你或许可以从中推断出，如果股东被迫做出选择，或者我应该说，如果董事会被迫做出选择——支付股息或解雇我，那这将是一次势均力敌的投票。(笑声)

所以你可以理解为什么我不愿意向董事们提出股息问题。实际上，直到两天前，在这些最终数字之前，这个投票实际上是势均力敌的。**想要分红的人数和想让我离开这个地方的人数并驾齐驱。**所以，再一次，这是一个相当不寻常的投票安排。

股东问答开始

巴菲特：好的，我们将像往常一样进行提问。我们这边有记者。我们这边有金融分析师。观众中有一群很棒的股东。所以我们要在这些组中交替进行。我们会一直回答问题到中午。

我们将从《财富》杂志的卡罗尔·卢米斯开始。

卡罗尔·卢米斯：早上好。我会用两到三句话来做开场白。首先，Becky、安德鲁和我收到了成百上千个问题，但我们只能问几个。所以，如果我们没有问到你的问题，请原谅我们。其次，沃伦和查理不知道我们要问什么。尽管他们像我们一样阅读新闻，这可能解释了他们有时会思考到他们将要被问到的问题。

1、巴菲特为对可口可乐"过高"期权弃权投票辩护

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自纽约市的 Will Elridge。他说，巴菲特先生，这是一个关于伯克希尔持有可口可乐股份的问题。今年春天，可口可乐要求股东批准一项针对其高管的慷慨的股票期权计划。在投票后被媒体问及此事时，你说这个计划太过分了。然而，在可口可乐股东大会之前，你并没有告诉全世界，你认为该计划是过分的，如果早一点披露，可能会让股东投反对票。事实上，你并没有为伯克希尔的股票投反对票。你只是投了弃权票。我想你有你的理由。我必须说，我并不期望同意他们的观点。我看不出他们怎么能经受得住考验。但我还是想知道你为什么会做出这种非常奇怪的，不像巴菲特的行为。那么，你为什么要弃权，而不是对一项理应被喝止

的企业行动投反对票呢？

巴菲特：是的。好吧，有些人，顺便说一句，有些人认为这种"奇怪"的、"不像巴菲特的风格"的说法是不太正确的。"奇怪"经常和巴菲特风格联系到一起。(笑声)

这项提议是由一位长期持有股票的股东提出的，他反对期权计划，但他对稀释的计算非常不准确。我可能应该在一分钟内解释这一点，我们不想讨论这个问题或其他任何问题。但我们确实和 Muhtar Kent 谈过。我告诉他我们将弃权。我告诉他，我们非常钦佩可口可乐公司。我们很佩服这里的管理。尽管它的薪酬计划与许多计划非常相似，**但我们认为它是过度的**。事实上，Muhtar 和我在奥马哈进行了一次很好的讨论，还有几次电话讨论。投票结束后，我立即宣布我们投了弃权票，并给出了我们认为该计划过分的理由。我认为，就对可口可乐薪酬实践的影响而言，以及可能对其他一些薪酬实践的影响而言，这是伯克希尔最有效的行为方式(曾经是最有效的)。我们对该计划的过分之处作了非常明确的说明。与此同时，**我们绝不会与可口可乐开战**。我们无意与可口可乐开战。

我们没有认可一些非常不准确的计算，并与一个我与他没有任何联系的人合作。我在邮箱里收到了几封信，而它们也在第一时间被披露给媒体。所以，**我不认为在大多数情况下和可口可乐发动战争是一个非常好的主意**。**我认为，如果你要联合起来与某人开战，你最好非常确定这个联盟可能意味着什么。**

所以，我认为对可口可乐来说，最好的结果是我们弃权。我们将看看从现在到与可口可乐的下一次会议期间，在薪酬安排方面会发生什么。查理？

芒格：我认为你很好地处理了整个情况。(笑声)

巴菲特：查理仍然是副主席。(笑声)

顺便说一句，查理是唯一一个在我投票之前，或者说在我弃权之前，与我讨论投票的人。我给查理打电话了。把计划告诉了他。我们就行动方案达成了一致。

我应该指出一件事。公平地说，David Winters 可能领导了这场战争，他从可口可乐的委托书中提取了数据。所以很难责怪他。但对于那些真正想知道如何计算稀释的人来说，可口可乐公司会定期回购通过期权发行的股票。因此，可口可乐的股票数量只下降了一点点。不过，如果他们不以回购的形式发行那么多的股票，就不会有那么多了。但可口可乐有一个涉及 5 亿股的计划。他们在年度报告中说，他们预计在大约 4 年内发布这些数据。然后他们在业绩股和期权股之间有一个进一步的计算，但我会把它排除在外，让这件事变得简单一点。

这是一个很大的股份份额。让我们暂时假设可口可乐现在的售价约为每股 40 美元，事实也确实如此。所有的期权都是以 40 美元的价格发行的。当他们行使时，如果我们会说股票到时候是 60 美元。那么现在，在这一点上，已经有了 100 亿美元的价值转移。每股 20 美元的差价乘以 5 亿股，那是价值 100 亿美元。现在，当这项工作完成后，该公司将获得 100 亿美元的税收减免，按照目前的税率，这将减少 35 亿美元的税收支出。因此，如果你从行使期权中获得 200 亿美元(每股 40 美元乘以 5 亿股)的股票收入，再加上 35 亿美元的节税，可口可乐公司将获得 235 亿美元。如果他们以每股 60 美元的价格行权购买股票，他们将能够购买 391,666,666 股。因此，实际上，可口可乐公司将在 44 亿股的基础上多发行略高于 1.08 亿股的股票。因此，假设期权行权和退税的所有收益都用于回购股票，稀释将是 44 亿股中的 1.08 亿股，或约 2.5%。我不喜欢稀释，更不喜欢 2.5% 的稀释。但这与被抛来抛去的数字相差甚远。这是一个很长的解释，但我从来没有见过稀释数字的分析。我的意思是，我见过人们抛出索赔和所有这一切。你可以把我的假设从 60 美元改为 55 美元或 65 美元。但这不会改变太多事情。

2、尽管风格不同，伯克希尔可能再次与 3G 合作

乔纳森·勃兰特(JONATHAN BRANDT)：嗨，沃伦。再次感谢你让我回来。我的第一个问题如下：伯克希尔有收购成功公司并置之不理的记录。3G 在收购中采取了更加亲力亲为的策略。它的零基预算(zero-base budgeting)似乎有可能提高任何非保险业务的利润率。伯克希尔有没有办法利用 3G 的方法来提高利润，同时又不违反对出售股东的承诺，也不违背伯克希尔的分权文化？

在一位现任经理退休后，聘请一位 3G 的经理人来管理伯克希尔的子公司，这是否符合伯克希尔的文化？或者，对于非 3G 的经理人来说，学习和实施他们的管理流程有多难？谢谢。

巴菲特：是的。我认为这两者不能很好地融合。但我确实认为 3G 在经营企业方面做得非常出色。过去我从远处观察他们，最近我近距离观察他们。毫无疑问，这是一种与伯克希尔不同的风格。我不认为尝试将两者结合起来是值得的。但我确信，我们将看到更多与 3G 合作的机会。我们很可能会抓住这些机会，因为我认为他们和我在企业管理中见过的任何人一样有能力。除了有机会加入他们之外，他们是了不起的合作伙伴。他们对我们做的每件事都非常公平。所以正如我过去所说的，我认为我们很有可能与他们合作，也许在一些非常大的项目上。

但我不认为两者的结合会有很好的效果。我们有一个系统，对我们来说很好。当经理们加入伯克希尔时，他们加入的是一家与周围任何一家大型企业都不同的大型企业。他们真的找不到一个和伯克希尔一模一样的家。这

是一笔巨大的企业资产。它是随着时间的推移而成长的。它将会继续增长。我们想用是一个非常明确的信息来保持这一点，那就是它远远超越了我的一生。但我们欢迎加入 3G 的机会。查理？

芒格：我认为我们从来没有过喜欢人浮于事的政策。(笑声)

巴菲特：嗯，我只是稍微不同意他这种说法。我们当然从来没有允许内部人浮于事的政策，只有当人们坐在别人的腿上时，我们才会感到快乐。我是说，你必须明白这一点。但是，我们没有，也没有试图，也不希望，在每个子公司执行一个强有力的纪律，来决定他们是否有太多的人。很多人都不知道。事实上，他们中的绝大多数都是在精简的基础上管理的。但这些年来我们接触的每个人都不是这样。将来这可能不适用于所有人。

我们只是鼓励以身作则。但我们并没有通过法令鼓励它。查理？

芒格：我认为很多伟大的企业都会有一些缺点，因为事情总没办法一直维持完美。这没关系。**我不认为你必须从员工成本中挤出最后一分钱。**

3、公司税并没有阻碍企业发展

股东：你好。Doug Merrill 来自科罗拉多州丹佛市，Peyton Manning 的家乡。总统的支持率为 40%。Steve Wynn 说："Obama 是美国经济最令人扫兴的人。"因为其他国家正在降低税收和减少债务。你可以和 Obama 交流。现在看火车开错方向了。你能指挥奥巴马改变火车的方向吗？(掌声)

巴菲特：道格，我想我会让你直接和他交流。(笑声)我不同意你在那里说的一些事情。美国商业做得非常好。很多美国人都这么认为。而且，你知道，我认为奥巴马医改更多的是为他们做一些事情，而不是其他许多人。

但我们在政治上会有不同的看法。我不会说服你，你也不会说服我。但我要说的是，任何认为美国企业做得不好的人，都应该看看企业利润。**任何认为我们的公司税太高的人都应该看看二战以来公司税占 GDP 的百分比的图表，它从 GDP 的 4% 下降到 GDP 的 2%，而许多其他形式的税收显然增加了。**美国企业的净有形资产收益，这是衡量整体盈利能力的方法，你知道，它基本上是世界羡慕的对象。我的意思是，**在这个国家，我们的净有形资产有着非凡的回报。**我们现在的公司税率比查理和我经营的时候低得多。那时美国的商业实际上做得很好。但在我们生活的大部分时间里，公司税要么是 52%，要么是 48%。但我不想试图说服你，因为我不想你试图说服我。所以我们会休战，我会让查理发表评论。(笑声)

芒格：这一次我弃权。(笑声)

巴菲特：而人们却抱怨我弃权。(笑声) 好的, Becky。

4、股市强劲时, 伯克希尔相对指数的表现不佳

Becky: 这个问题来自 Manolo Salseda。首先, 我要说的是, 他说, 他是"巴菲特和他所代表的东西的真正崇拜者, 所以请不要把我的直率和坦率, 与对这个了不起的人和他的杰作缺乏钦佩或同情混为一谈。"有了这个免责声明, 他的问题是, 你过去曾多次表示, 如果管理层, 你, 不能提供比指数更好的回报, 那么管理层就没有做好这项工作。然后你说标准应该是任何五年的时间。你刚刚就在你的五年周期比较里失败了。为什么你没有在你的年度股东信中解释这个问题? 你在改变衡量标准吗? 下一步是什么?

巴菲特: 不, 我们不会改变衡量标准。但我要指出的是, 实际上, 在 2012 年的报告中, 在第一页的上半部分, 我们指出了我们如何在非常强劲的年份做得更差, 而在糟糕的年份做得更好。我当时说: "如果市场在 2013 年继续上涨, 我们连续五年的胜利将会结束。"我没说可能会结束, 或可能结束, 或其他什么。**很明显, 如果指数连续 5 年表现强劲, 我们将无法击败标普指数。结果肯定会是这样。**当然, 我认为在过去 40 年左右的时间里, 只有两年市场比去年上涨得更多。因此, 尽管提到了有关奥巴马总统的事情, 但股市似乎表现得相当不错。在非常强劲的上涨年份, 我们将表现不佳。我们很可能在温和的年份里跟上指数。我们会比平均水平做得更好。我已经说过, 我会继续这么说, 这是真的。在任何周期中, 我认为我们会表现出色, 但这并不能保证。但正如我在 2012 年报告的第一页所说的那样, 如果市场上涨, 我们将连续五年表现不佳。这正是所发生的事情。查理?

芒格: 我们应该记得, 沃伦的标准是, 伯克希尔的净资产在扣除全部公司税后增长了大约 35%。而指数没有支付任何税款。因此, 沃伦设定了一个极其严格的标准, 并且在很长一段时期内都达到了这个标准。在过去的几年里, 伯克希尔的净资产, 在扣除全部公司所得税后, 增加了多少, 有 60%?

巴菲特: 差不多吧, 税前, 大概 900 亿美元。

芒格: 是的。所以, 如果这是失败, 我想要更多。(笑声和掌声)

5、"渴望"以账面价值的 120%回购股票

杰伊·盖尔布(JAY GELB): 沃伦, 这个问题是关于伯克希尔的内在价值。在年度信中, 你似乎强烈暗示伯克希尔的股票被低估了, 尤其是相对于内在价值而言。除了股票回购, 伯克希尔还可以采取什么行动来缩小当前股价与内在价值之间的折让? 例如, 你会考虑让伯克希尔的单个运营部门进行首次公开募股吗?

巴菲特：最后一部分的答案是否定的。但是我想试图解释，我的猜测是，我从来没有见过一份年度报告像伯克希尔那样使用“内在价值”这个词，甚至没有见过一份年度报告像伯克希尔那样谈论其部门或业务的内在价值。所以，查理和我真的花了相当多的精力来解释我们的哪些业务在账面价值与业务的真实价值或内在价值之间确实存在重大差异。例如，在过去的一年里，我对 GEICO 保险的情况非常具体。我说过，GEICO 的净有形资产价值约为 10 亿美元，但其实际内在价值可能高达 200 亿美元。如果五年或十年后，这个数字会变得更大，我也不会感到惊讶。所以我们已经讨论过了。

我们说过，我们愿意以账面价值 120% 的价格回购股票，不仅愿意，而且渴望回购股票。好吧，现在账面价值接近 2300 亿美元，这显然意味着我们认为目前股价仅超过账面价值 450 亿美元(大约是这个数字)，那么相对于内在价值，我们得到了一个便宜的价格。但我们永远不会尝试给出一个确切的数字，因为我们不知道一个确切的数字。首先，它每天都在变化，虽然每天不是很多，但在过去的几个季度和几年里肯定会发生变化。第二个原因是，如果你让查理和我坐在这里写下伯克希尔内在价值的数字，我们可能误差会在 5% 之内。但我们之间的误差甚至可能不会在 1% 以内。

因此，我们将继续努力向股东提供有关重要部门的信息。规模较小的业务对我们来说不是不重要，但它们确实是对整体内在价值没有大的影响。我的意思是，我们有一些可能只有几亿美元的业务，可能价值 10 亿美元，甚至 20 亿美元。但这并不是资产负债表上未披露的巨大价值所在。你知道，他们分布在铁路、保险业务和我们的公用事业业务里。而它们加起来就是一些相当大的数字。我们试图准确地告诉你这些数字，并使用我们自己在考虑这些业务时使用的词语，来估计它们的价值。但我们不想更进一步了。

很明显，120% 是一个响亮的数字，我们认为这个数字大大低于内在价值，否则我们不会用它来回购股票。只有当我们能够以低于内在价值的价格回购股票时，我们才相信需要回购股票。一些公司比如可口可乐谈到购买股票以覆盖发行的期权，但这实际上并不是买入股票的最好理由。我的意思是，股票可能定价过高，即使你发行了期权，你也不应该买进。但这已经成为整个美国公司的口头禅，如果你购买股票来覆盖行使期权，你就否定了股东的稀释。但是，如果你以 90 美分的价格购买一美元的钞票，你是在帮你的股东的忙。如果你以 1.10 美元的价格购买，你根本没有帮到他们。查理？

芒格：嗯，我不认为我们曾经想让股票的内在价值超过它的内在价值，这样我们就可以把它发行给其他人，

为我们自己获得好处，而股东却获得坏处。而且，我认为那些想让股票涨得接近内在价值，或者更高的人，那是真的想在他们的啤酒里放鸡蛋。其实稍低一点也没关系。我们并没有把我们的股票涨到尽可能高的水平，这样我们就可以发行更多的股票，为自己赚取更多的利润。我认为从长远来看，我们的系统会运行得很好。我认为，无论我们喜欢与否，这只股票最终都会超过其内在价值。

巴菲特：是的。但多年来，我们确实观察到某些经理人试图以高于其价值的价格出售股票，这样他们就可以用这些股票与其他公司进行交易。我是说，这在 60 年代末风靡一时。我结束我的合作伙伴关系的原因之一，这种活动进行得太多了，它影响了所有其他的价值观。这真的是一场游戏。这是一个有些人玩得半真半假的游戏，而另一些人则像疯了一样作弊，因为如果你试图让你的股票定价过高，你很可能在你的收益和预测上作弊。在任何方面都作弊。顺便说一句，这个模式很有效，但它不会无限期地成功，它是阶段性有效的。有些公司，你知道他们的名字，在某种程度上，是建立在这个原则上的。这是一个我们不仅不想玩的游戏，而且我们真的觉得它非常令人厌恶，因为我们看到了很多这样的人在行动。它是一波一波来的。我们只是不想靠近它。除非我很小心，否则查理会指名道姓，所以我们最好把话筒转向股东。（笑声）

6、为什么卖家信任伯克希尔和他们建立的公司？

股东：嗨，巴菲特先生，芒格先生。Masato Luso 来自加州洛杉矶。众所周知，伯克希尔多年来一直在收购整家公司。但在你们职业生涯的早期，这一点并不为人所知。通常情况下，收购其他公司是非常具有破坏性的。员工们害怕被裁员而失去工作。经理们真的必须三思而后行。所以我的问题是，你会做些什么来获得你过去收购的公司的创始人或所有者的信任？

巴菲特：嗯，我们遵守了对他们的承诺。现在我们必须非常谨慎地对待我们的承诺，因为我们不能承诺，例如，在我们收购的企业中永远不裁员，因为谁知道世界会发生什么。但我们可以承诺，我们不会出售他们的业务，例如，如果经营结果令人失望，只要它不会面临持续亏损或出现重大劳工问题的前景，我们就不会出售他们的业务。但我们正保留某些业务，如果你写下我们保留它们的理由，你在商学院就不会得到及格分数。但原因是，我们许下了承诺。我们不仅做出承诺，我们现在把它放在年度报告的后面，我们已经做了 30 年左右，在那里我们列出了伯克希尔的经济原则。我们把它放在那里是因为我们相信它。但我们把它放在那里，也是为了让向我们出售业务的经理人，向我们出售业务的所有者，知道他们可以依靠它。如果我们的行为不一样，你知道，流言

就会传开，并且应该到处都是。

所以，我们可以做出承诺。但我们不能承诺他们永远不换工作。我们甚至不能承诺我们会永远经营一家企业。但我们可以承诺我们所承诺的，那就是，如果经营结果是有些令人失望的，我们不会出售我们的投资；但我们不承诺，某种程度上因为劳工问题带来的无休止的亏损。我们会遵守我们的承诺。我们遵守了这一承诺。我们也放弃过一些生意，包括我们原来的纺织业务。但我们向经理们承诺，你知道，他们将继续经营他们的业务。相信我，如果我们不这么做，流言很快就会传开。而我们已经做了 49 年了。如果这种承诺对企业的卖家很重要的话，我们把自己放在了一个其他人很难与之竞争的位置。

一家私募股权公司将完全不会被我们年度报告后面的内容所打动。他们才不在乎呢。这并没有什么错。那是他们的事。但对于那些在 20 年、30 年或 40 年里建立了自己的公司的人来说，也许他们的父亲或祖父甚至在那之前就建立了公司，其中一些人关心他们的企业走向何方。他们非常富有，他们在生活中完成了各种各样的事情。他们可不想让别人很快就会破坏自己的公司，特别是公司交给几个只想展示自己的实力的拥有 MBA 头衔的管理人员。所以，我们在伯克希尔确实有一个接近独特的资产。只要我们行为得当，我们会维护这一资产。真的，没有人能幸运地与我们竞争。但这并不能解决所有问题，坦率地说，这是我们无论如何都想要的运作方式。所以，我们对此很满意。来找我们的卖家关心他们的生意，他们对此很满意。我认为它会继续运行良好。查理？

芒格：很明显，我们这样做是因为我们喜欢这样做。第二，它工作得很好，我们不太可能停下来。（掌声）

巴菲特：好的。你可以看出他不是按字计酬的。（笑声）安德鲁？

7、“社会动态”(Social dynamics)削弱了公司董事会的监督

安德鲁·罗斯·索尔金：沃伦。这是一个棘手的公司治理问题。这周我大概收到了十几封信，有些礼貌，有些不那么礼貌。这可能是比较礼貌的一个。你的儿子 Howard 是可口可乐公司的董事会成员，他投票支持该公司的首席执行官薪酬方案提案，你曾说过该提案中薪酬激励过高，所以你反对。你曾说过，在你卸任后，Howard 将成为伯克希尔的非执行董事长，以“文化保护者”的身份维护你和我们所珍视的道德。鉴于 Howard 在可口可乐投票中扮演的角色，我们怎么能指望他捍卫伯克希尔的文化，并确保未来的管理层不会以牺牲股东利益为代价？

巴菲特：是的。好吧，我认为，正如我在至少一次采访中提到的，我没有投票支持——我在这里指的不一定是可口可乐——但作为多家公司的董事，我不仅投票支持与我自己提出的计划相去甚远的薪酬计划，而且还投票

反对我认为没有多大意义的收购。我投了几票反对票。他们吸引了很多人的注意。但它们规模都很大，我认为这真的很重要。这是值得探索的东西，

一般来说，因为董事会的本质是这样的，他们既是商业组织，也是社会组织。人们的行为在某种程度上与他们的商业大脑有关，在某种程度上与他们的社会大脑有关。我在 55 年的公司董事会生涯中，除了伯克希尔，还在 19 家公司任职，我从来没有见过一份薪酬委员会的报告得到过反对票。其社会原因是，董事会的组织方式是，将某些活动委托给董事会的一小部分，其中一个薪酬委员会。该委员会大概在会议前一天或会议当天上午举行几个小时的会议。然后他们去开董事会。薪酬委员会报告其活动。作为董事会成员，您已将该任务委托给该小组。质疑这一点几乎是闻所未闻的。我不是说也许它不应该被质疑，但我只是说这就是它的工作方式。

现在请记住，这样一个董事会中所谓的独立董事可能每年获得 20 万美元，也许是 30 万美元。相信我，他们不是独立的。也许根据美国 SEC 的一些标准来衡量，他们是独立的，但你知道，如果有一份工作只需要你一年工作四到六次，那你会有什么感觉？一家具有一定程度的声望的公司会令人感到愉快，最重要的是，你每年可能得到 30 万美元的报酬，你有点希望再找到一份这样的工作。所以，独立董事往往并不是独立。所以，你从薪酬委员会那里得到了一个这样的团队。

在这 19 个董事会中，我只有一次进入了薪酬委员会。查理也许能准确地告诉你当时的结果是什么。他们不找杜宾犬。(笑声)他们寻找可卡犬。然后他们确保尾巴在摇摆。(笑声)但不要过于谴责它，因为你和我在生活的其他方面也在做着类似的事情。

你知道，"社会动态"在董事会行动中很重要。我的儿子 Howard，事实上，还有我的另外两个孩子，如果他们参与其中的话，他们会对伯克希尔的文化有奉献精神，而且确实有一种奉献精神，这是有明确定义的。这也是我想要明确定义的原因之一。奉献的力量被行为所强化，被结果所强化。

顺便说一句，他们的工作不是设定薪酬。我的意思是，非执行董事会主席不是来选择 CEO 或其他人薪酬的。他不是来挑选 CEO 的。如果董事会决定需要改变，他会在那里促成改变。这可能很重要。对伯克希尔来说，这一点非常、非常、非常可能不会发生。但它是一个很好的、小小的、额外的安全阀。Howie(儿子 Howard 昵称)是执行这一任务的最佳人选。

就像我说的，我在很多不同的地方对薪酬计划投过赞成票，包括很久以前在可口可乐，而这与我自己设计的

薪酬计划相去甚远。我自己设计的那些应该更有用。但这就是董事会的工作方式。我曾被任命为一个薪酬委员会的主席，查理可以告诉你一些情况。

芒格：是的。(笑声)沃伦在所罗门公司被彻底否决了。事实上，人们表现得就像，他到底在干什么？他怎么会反对华尔街的薪酬呢？我认为，很少人能够整天对他不赞成的事情大喊大叫。在我们居住的世界里，如果人们往公众不赞成的地方走，他们就会取得更大的成就。我了解 Howie 和 Warren，我认为你不必担心他们会发疯，或者变得软弱和愚蠢，仅仅因为他们没有一直大声抱怨他们反对的一切。

如果我们都这么做，我们就听不到对方的声音了。(掌声)

巴菲特：是的。如果你在任何社会组织中，你一直在餐桌上打嗝，你很快会在厨房里吃饭。(笑声)

人们不会注意你的。我的意思是，你不仅要选择你的位置，你还必须选择你如何去做。正如你在前面 BRK 电影中注意到的，查理在里面给出了婚姻建议，但在婚姻中记住我们说的这一点不是一个坏想法，我的意思就是，就试图改变他人的行为而言，在任何情况下，你做这件事的能力都非常有限，大喊大叫也无济于事。

芒格：我得罪的人比你还多。我对你的反对程度很满意。(笑声)

8、其他人对资本成本的看法都是错误的

格雷格·沃伦(Gregg Warren)：谢谢。沃伦和查理，我代表晨星公司，感谢你们邀请我们参加今年的讨论会。我可能不是一只合格的反方，但希望我提出的探索性问题能为股东增加价值。我的第一个问题涉及管理业绩的衡量。对晨星公司来说，成功的最终衡量标准不仅仅是一家公司是否能够获得高于其资本成本的收益，而是它是否能够在很长一段时期内做到这一点。从历史上看，伯克希尔在创造超额回报方面做得很好。但正如你过去所指出的，伯克希尔的业务规模持续增长，最终将限制伯克希尔可能产生的回报。考虑到这一点，你认为伯克希尔的资本成本是多少？随着你收购了更多资本密集型、高负债的公司，你认为这个最低预期回报率会增加多少？你对伯克希尔未来的资本配置者能够产生超过公司资本成本的回报有多大信心？当然，你承认，伯克希尔的超额回报时代很可能已经过去了。

巴菲特：是的。好吧，毫无疑问，规模大小是投资业绩的一个重要因素。我们打算证明这一点，因为它开始真正影响到我们了。但是，在市值超过 3000 亿美元的情况下，我们无法获得超过 200 亿美元的资本回报。这几乎是不可能的。阿基米德说如果他有一个足够长的杠杆，他可以移动地球，我希望我有他的杠杆，因为我们伯克

希尔没有那样的杠杆。所以，我们将回答两个问题。

就资本成本而言，查理和我总是认为我们的资本成本是我们第二好的想法所能产生的。然后我们最好的想法必须超过它。我们认为我们听了太多荒谬的资本成本讨论。

芒格：我从来没有听一个聪明的人这么说过。(笑声)

巴菲特：是的。是真的。我的意思是，还有——那是另一件事。我一直在董事会，CFO 进来解释我们为什么要这样做，你知道，它总是超过我们的资本成本。他不知道他的资本成本是多少，我也不知道。但我不会让他难堪，你知道吗？所以我只是坐在那里，听着这些东西，应用我自己的方法，然后如果我不喜欢它，尽管有一些例外，我仍然投票支持它。你知道，随着时间的推移，真正的考验是我们保留的资本是否能在我们前进的过程中产生超过一美元的市场价值。如果我们继续投入数十亿美元，而这数十亿美元实际上，就现值而言，就它们增加的企业价值而言，比我们投入的更多，你知道，我们会继续这样做。

我们前几天参与汉堡王收购加拿大 Tims 咖啡，花费了近 30 亿美元。我们认为我们的财务状况会更好，因为我们认为这是我们在那一天用 30 亿美元所能做的最好的事情。这些就是我们所拥有的标准。我所知道的是，我从来没有见过一位 CEO 想要做一笔交易，而 CFO 参与进来说它超过了资本成本。就我们而言，这只是一场比赛。我们认为我们可以评估企业。我们知道我们有可用的资本。我们有可以卖掉的东西提供资本，这不是指的企业，而是有价证券，如果我们愿意，我们可以出售这些有价证券用来购买企业。

我们一直在衡量查理在电影中谈到的机会成本。这是个重要的课题。我认为关于资本成本的胡言乱语比任何东西都多。但我会把它交给查理去检查。

芒格：像“资本成本”这样的短语，对不同的人有不同的含义，对在商学院教书的人来说，通常意味着愚蠢的事情，只是我们不使用它。沃伦对公司行为的定义是，留存的每一美元往往会为股东创造超过一美元的市场价值，这可能是描述资本成本的最佳方式。但这不是他们在商学院讲授的意思。答案很简单。我们是对的而他们是错的。(笑声)

巴菲特：和他相比，我的方法看起来很好，不是吗？(笑声)

(2014 年 12 月，汉堡王宣布，已获得 Tim Hortons 股东批准，将于 12 月 12 日完成对其的收购。并购交易金额为 125 亿加元(约合 110 亿美元)。伯克希尔出资 30 亿美元，获得了票面利率为 9% 的优先股，以及可转换为该公司 1.75% 股份的认股权证。Tim Hortons 是加拿大以经营咖啡和甜甜圈著名的连锁餐饮品牌，由加拿大冰球运动员 Tim Horton 创立于 1964 年，多年来一直希望进入国际市场，并购完成后的新公司 RBI (Restaurant Brands International Inc) 是仅次于百胜集团和麦当劳的世界第三大快餐供应商，年销售额预计将超过 230 亿美元。

2017 年，3G 资本入主之后，其降本增效措施引发 Tims 一半加盟商的集体诉讼，首先是母公司 RBI 上调价格向加盟商收取更多费用。顾客们也注意到了这个变化，尤其是菜单价格的上涨。Tims 加盟商们表示，由于母公司的价格上提，他们不得不裁员以缩减成本。甚至一些加盟商不得不转去 COSTCO 购买一些原材料与用具。由于只有单一的母公司供货源，导致很多原材料或用具常常缺货。RBI 提高了连锁店的经营成本但却拒绝让他们同等涨价。加盟商认为这是在碰触他们的底线，因为不仅提高了运营成本，并且会导致客户流失。第二，加盟店很难通过其母公司制定的标准检测。RBI 设立了一个严苛的全球绩效考核系统以检测加盟店的运营表现，由于不同店面情况不同，高达 85% 门店无法通过。更在伤口上撒盐的是，3G 管理层已经解雇了很多本可以改善餐厅的优秀人才。第三，加盟商还要通过针对损益报表的苛刻标准，加盟商表示 RBI 会拒绝数据过低的报表。为了避免麻烦以及符合扩张资质，一些加盟商甚至选择虚构数字。针对这个问题，RBI 的态度却是："这些都是店面自己报上的数据，我们不对其负责。"第四，Tims 门店要提交每年 3.5% 的净销售收入用于市场推广，加盟商认为 RBI 挪用了其中部分款项用于其他用途。因为这笔基金主要用于支持一些社区活动，诸如曲棍球，儿童营地，游泳日和当地烧烤等，以树立 Tims 的良好社区形象。加盟商认为，RBI 对加盟店店面的压榨正在摧毁 Tims 的良好形象，同时迫使他们减少对社区活动的支持。要知道，Tim Hortons 可是因为我们对当地社区的付出而与其他食品连锁品牌不同。加盟店主表示，我们不能再提供跟原来一样的服务了，RBI 已经把 Tims 变成了一个纯粹的盈利中心。)

9、从布鲁金斯家(Blumkins)购买内布拉斯加家具市场

股东：早上好。Jonathan Fye 来自德克萨斯州的丹顿，就在新内布拉斯加家具市场的路上，该市场将位于殖民地。我的问题与你最初在 1983 年从 Blumkin 家族手中收购该公司有关。根据你在今年的年度报告中提供的数据，似乎你能够以大约 85% 的账面价值，或大约两倍的税前收益收购这家企业。你能评论一下奥马哈的因素或环境，使你能够以如此优惠的价格收购这家出色的企业吗？

巴菲特：嗯，我希望我们买的时候有那么便宜，我记得我们当时支付的价格，大概是税后收益的 11 或 12 倍。这不是账面价值的折让。我不确定这些数字从何而来。嗯，我们买下了公司 80% 的股份。在我的记忆中，它是基于 6000 万美元的估值基础上购买的。所以实际上还有第二笔交易。但 6000 万美元是其 100% 的价值。我们最终买到 80%。在当时，这 6000 万美元已经超过了账面价值。虽然不是超过很多，而是比账面价值更多。在我的记忆中，它的市盈率应该是 11 或 12 倍。销售额约为 1 亿美元。税前利润率在 7% 左右。所以，税前大约是 700 万美元，税后可能是 450 万美元。大概情况就是这样。所以，这不是一次便宜的购买。

但这是一项伟大的事业。这是一个很好的机会，可以加入我所见过的最好的家庭。顺便说一句，当时有另一家来自德国的公司试图收购它。信不信由你，Simpson Bowles 律师事务所的 Erskine Bowles 代表他们，Erskine 是我的朋友，但我当时并不知道这一点。然后我在 1983 年 8 月 30 日生日那天带着合同去了。在年度报告中我曾提到过。我把它给了 B 夫人——她没有读，但她的儿子 Louie 告诉了她里面的内容。我也从未要求她做审计。我只是问她有没有负债，这栋楼是不是她的。最后她答应了，我们达成了协议。但这并不是一次便宜的购买。现在，如果你想谈谈廉价购买东西，我们应该去内布拉斯加家具市场看看。(笑声)到目前为止，在年会的三天

里，我们的销售额，去年在一周内达到了创纪录的 4000 万美元，现在增长了大约 7%。这是去年的数字，当然，这是一个记录。而在今年第一天我们卖了 780 万。伯克希尔拥有加州 Sacramento 市最大的家居用品商店。我们拥有 Idaho 州 Boise 市最大的一家。我们拥有盐湖城 Salt Lake City 最大的一家。我们拥有 Las Vegas 最大的一家。Reno 最大的一家。我们周二在家具市场的销售额超过了我刚才提到的任何一家商店的月销售额，这些商店是 Sacramento 等地最大的商店。所以这是一个了不起的组织。(掌声)

好消息是你还有时间利用这些价格。(笑声)我想为 Dallas 门店做个宣传，一周前我去过那里。这是一块你不会相信的土地。这是一家你不会相信的商店。它在同一地点有 180 万平方英尺的占地面积，超过 40 英亩。我预测，它的销量将超过世界上任何一家家居用品商店。如果这个数字能增加至少两倍，我也不会感到惊讶。这是一家非凡的商店。我参观了它。我们把它放到街道边。我们正在做场地准备、设施、机架，所有这些事情。这位了不起的女士 Michelle 带我四处参观。布鲁姆金家族后来告诉我，她最开始在内布拉斯加家具市场做收银员，而现在开始负责这个价值数亿美元的项目。这真的是美国的优点。在参观结束时，她让二号人物带我们四处看看，她也向我们解释了一些事情。在参观结束时，我得知二号是 Michelle 的丈夫。(笑声)真的是有趣的枕边谈话："亲爱的，你今天搬了多少立方码？"(笑声)

10、巴菲特为何为妻子的遗产推荐指数基金

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自俄克拉荷马城的 Jason Rothman，他是第一个提出问题的股东，随后其他一些股东也提出了这个问题。在我的邮箱里，这是最受欢迎的问题。巴菲特先生，你在给股东的年度信中说，你在遗嘱中指示，代表你妻子利益的受托人，将给她的现金的 10% 投资于短期政府债券，90% 投资于一个非常低成本的标准普尔 500 指数基金。"我的问题是，你为什么建议受托人把 90% 的现金投入标普 500 指数基金，而不是伯克希尔的股票？"这可能意味着，当公司未来由新的 CEO 和董事长管理时，你预计指数基金的表现将超过伯克希尔。请说明一下。

巴菲特：是的，我很乐意说明。这封信不是来自先锋集团。(笑声)顺便说一句，当我去世时，我所有的伯克希尔股票都将进入五个不同的基金会。每一股都是这样安排。我的意思是，在精神上，所有的股份都被指定用于慈善事业，它们中的许多在数量和其他方面都已经被特别指定。它们将在我去世后的十年内分配，大约是 12 年。我告诉将持有这些股票的受托人，**"不要出售任何伯克希尔股票，除非它们必须被出售"**。因此，至少在我去世后的

12 年里，我对伯克希尔的看法是任何人都可能想到的最乐观的。顺便说一句，如果没有这样的指示，任何人都都会说，"你疯了，把数十亿美元都放在一只股票里。"在这 12 年里，我想不出还有什么比这更好的事了。

就我妻子的情况而言，你知道，她并不是要让资本最大化的问题。这只是一个希望不会有坏结果的发生，并且能够 100%的安心的选择。而且，对她来说，给她的遗产会比她打算花的多得多。事实上，你们当中认识她的人，可能会觉得我多加了三个零。但这并不是为了让她获得更多的资金。但这部分还会留下大量的资金。就我关心的最大化捐赠金额而言，我已经指示三个受托人在必须出售之前，不要出售任何一份股票。所以，在我死后的 12 年里，关于我希望他们持有什么，这是我最好的建议。查理？

芒格：嗯，沃伦在家庭中分配金钱的方式有点奇怪。我认为他有权做他想做的事。(掌声)

巴菲特：我有没有听到我的孩子们鼓掌？我听到我的孩子们鼓掌了吗？(笑)

芒格：我从来没有想过只给家人留下了一些微不足道的只能管饱的遗产。

Susie 活着的时候沃伦也是这样。他确实是个唯才是举的人。他真的很极端，想让他的大部分钱回到赚到钱的文明社会。我喜欢和这个想法联系在一起。(掌声)

11、BNSF 铁路铁路公司的服务问题正在损害收益

乔纳森·勃兰特：自 2010 年伯克希尔收购 BNSF 铁路以来，该公司一直表现良好。但它的西部竞争对手联合太平洋公司(Union Pacific)的收益实际上增长得更多。目前，联合太平洋公司似乎正在为其客户更顺利地运作。您能否介绍一下 BNSF 最近遇到的服务挑战，并讨论一下两家铁路公司在终端市场、地理位置和战略方面的差异，这些差异可能导致了不同的结果？公平地说，在去年试图积极签署新的业务量时，如果有一个比正常情况更恶劣的冬季或其他不利情况，BNSF 铁路是否没有考虑到其能力所能处理的足够的安全边际？

巴菲特：实际上，我们处理的货运量比过去更大。在 2006 年，我们只有 21.9 万辆车的峰值。那是在深秋。

但毫无疑问，我们遇到了很多服务问题，特别是在我们的北线。我们比联合太平洋公司花了更多的钱，他们花了很多钱在试图预测当你的产量大幅增加时可能出现的问题，特别是在这条路线上，特别是在 Bakken 地区页岩油的繁荣中。我们有更多货运车在那些五年前没有运行的线路上运行。Matt Rose 在这里，我想他可能会解决一些寒冷天气的问题，有很多天气温低于零下 15 度甚至更糟的日子。就派人出去解决问题而言，在这种情况下，这真的可能会危及生命。Matt，你有没有要回复的？

马特·罗斯：沃伦。所以去年，这个行业增长了大约 82 万辆。BNSF 铁路占据了所有这些增量的 53%。这不是我们想要或不想要的东西。坦率地说，这是我们特许经营的地理性质所要求的。石油的开发速度比我们预期的要快得多，我们一直在快速地投入资金，试图将其融入其中。第二个问题是，你知道，在去年之前，我担任 CEO 已经 13 年了，我从来没有见过这样天气的冬天。芝加哥下了 83 英寸的雪。在明尼苏达地区我们有超过 30 天温度一直在零下。我们知道，货运是一项户外活动。在这种天气状况下，我们尝试继续运营。但坦率地说，**当我们到达零下 0-10 度时，一切都不起作用了**。现在天气变好了。上周，我们处理了 20.5 万个货车厢。没有其他铁路曾经处理过超过 20.5 万个业务量。铁路又回来了。我们正在进行重大投资，以便能够处理所有业务。(掌声)

巴菲特：谢谢，马特。今年我们将在铁路上花费 50 亿美元。没有一家铁路公司花过这么多钱，甚至没有一家铁路公司接近花过这么多钱。但我接到了一个电话或者说我收到了一封信，来自 North Dakota 州的一个家伙。他们在获得肥料方面遇到了问题。我打电话和他谈了谈。他们把它送到马特那里。但我们将有 52 车次的化肥及时赶到那里播种。这很重要。我是说，我们是认真对待。

但是冬天的寒冷或者夏天的洪水总会出现，我的意思是，我们现在真的运转得更好了，在我看来，我们的收入很可能会好得多。但有一件事可能会破坏这一点，如果出于某种原因，你遇到了令人难以置信的洪水。你面对的是 2.2 万英里的铁轨。如果你有薄弱的环节，对于四大铁路来说，其中之一就是芝加哥，因为那里是所有东西的交汇的地方，这也是今年很多瓶颈出现的地方，也是天气恶劣的地方。

但 Jonathan 你是对的，在最近几个月的财务比较中。相信我，Matt 非常关注他们，Carl 也非常关注他们，我甚至都不怎么关注他们。所以我有一种感觉，在今年剩下的时间里，他们会变得更好。

12、天然气发电

股东：Rosal Kerkhove 来自内布拉斯加州的奥马哈。我的问题与我们公司使用天然气发电有关。刚刚过去的这个冬天，天然气库存大幅下降。在未来，我们的公司如何确保他们有足够的天然气供应来发电？如果天然气价格成倍上涨，我们的公司如何确保他们能够以令人满意的投资回报出售电力？谢谢。

巴菲特：是的。我要请 Greg Abel 更具体地说明这一点。但我认为，在全国我们是最大的使用替代能源的发电企业。我认为，到 2015 年底，我们将能够通过风能满足爱荷华州 40% 的需求，这将不同于你在这个国家能找到的任何其他公司。(掌声)

但我想我会让 Greg 回答我们拥有的任何依赖天然气的发电机组的具体问题。我不担心这件事，但 Greg 会知道更多关于天然气的混合和转向煤炭的机会。以及确切的发电能力分布。Greg?

格雷格·阿贝尔：

格雷格·阿贝尔：是的。所以就像 Matt 提到的，很明显我们在中西部经历了一个非常寒冷的冬天。因此，我们的系统第一次受到了重大挑战。但我们对如何管理资源感到非常自豪。所以，如果你看看关于天然气的问题，特别是天然气的可用性，有大量的天然气可用来为家庭供暖和生产能源，因为最终，我们担心的是这两个问题——让供暖炉子继续运转和让电灯继续照明。所以当你看供应平衡时，那里有天然气。

但很明显，随着我们继续在美国使用更多的天然气，我们必须继续关注这种独特情况的进展。

沃伦谈到了重要的一点。在过去的一年里，正如他强调的那样——他强调了 2015 年我们在爱荷华州生产的可再生能源将有 39% 来自风能。这个数字只会变得更大。因此，在我们继续管理这些多种资源的过程中，显然有一种方法可以满足客户的需求。我们正在以一种极具成本效益的方式满足这一需求。

我还要强调的是，当你考虑成本转嫁方面时，我们在公用事业中有非常独特的机制。当天然气的基本成本上升时，我们必须购买比我们预期更多的天然气，**我们已经明确地将其转嫁给我们的客户**。我们已经在我们的每个州进行了谈判。(浮动的电价，由成本最高的发电企业决定)

因此，我们能够很好地为客户提供长期服务，并同样保护基础业务的基本财务状况。谢谢。

巴菲特：Greg 经营的公司有很多子公司。我们的天然气管道子公司输送美国大约 8% 的天然气。我记得你说你来自奥马哈。进入这个地区的天然气来自我们拥有的一条管道。我们刚刚将公司名称从中美能源(MAE)更名为伯克希尔能源公司(BHE)。

但是，对我们来说值得骄傲的一点是，北方天然气公司(Northern Natural Gas)最初来自奥马哈，大约十年前我们从安然(Enron)手中收购了这家公司，实际上，Dynergy 公司介于两者之间，但它的起源是安然。你知道，他们节省了维修费用，做了各种各样的事情。当时它在美国 42 条管道中排名第 42 位。去年它排名第一。所以在格雷格的管理下，它从最后一名变成了第一名。我向他脱帽致敬。(掌声) Becky?

13、两个人管理伯克希尔总比一个人好

Becky：这个问题来自弗吉尼亚州里士满的 Fred Iremán，是问沃伦的。他说，在过去的几年里，已经写了很

多，很多人都在猜测你的继任者。我甚至不会沿着这条路走下去，因为这会让你重复自己的话。然而，在你的董事会会议上，有没有讨论过接替你的合伙人、老朋友兼联席董事长查理·芒格的人选？伯克希尔是否已确定将继续由一个类似的充满活力的二人组领导？两个伟大的投资者头脑，每个人都提供了独特的观点，这是该公司几十年来表现出色并让股东们感到高兴的主要原因。

巴菲特：查理是我煤矿里的金丝雀。(笑声)查理 90 岁了。我发现他很好地处理了中年问题，这非常鼓舞人心。(笑声)所以我希望自己也能做同样的事情。

你提出了一个观点，我没有想过，但既然你提出了，我就要想想了。他们总是说要取代我，但他们从来没有说过要取代查理。顺便说一句，无论谁接替我担任 CEO，这些年来，我认为他们肯定已经培养出了与他们密切合作的人，但他们永远无法培养出另一个查理。联席 CEO 是一种很好的运作方式。伯克希尔的情况更好，因为我们两个人一起工作，而不是我们任何一个人单独工作，这是毫无疑问的。(掌声)

我们看到了可口可乐的郭思达(Roberto Goizueta)和唐·基奥(Don Keough)，我们看到了首府广播公司(Cap Cities)的汤姆·墨菲和丹·伯克(Dan Burke)。我是说，这些都是伟大的公司。我认为，在我刚才提到的两个公司中，我认为他们取得了更大的成就，因为公司有两个令人难以置信的人来管理，他们钦佩对方，并与对方合作得很好。就他们带来的人才而言，他们是值得称赞的。在许多方面，这是一种很好的运作方式。但你不能把它强加给别人。

但是，如果在我的继任者接任几年后，或者更早的时候，我相信会存在一种伙伴关系，不仅能提高 CEO 的成就，而且能增加他们的乐趣。但到目前为止，没有人在会议上提出任何查理的继任者。坦率地说，我很难想到谁能成为查理的继任者。(笑)查理，你想发表评论吗？我得给你个机会。(笑声)

芒格：我不认为这个世界有什么好担心的。大多数 90 岁的老人很快就去世了。(笑声)

巴菲特：金丝雀发话了。不错。(笑声)杰伊？

14、子公司洗牌与伯克希尔的继任计划无关

杰伊·盖尔布：我也有一个关于继任计划的问题。Matt Rose 最近从 BNSF 铁路的 CEO 变成了执行董事长。这一变化是否会影响谁将成为伯克希尔的下一任 CEO？阿吉特·贾因在伯克希尔再保险部门的继任计划是什么？

巴菲特：对阿吉特来说，唯一的继承方式就是转世。(笑声)我们不会再得到另一个阿吉特了。但幸运的是，我

们在很长很长一段时间内都不需要这样做。Matt 的情况是在他的建议下设计的，特别适合 BNSF 的继任情况和某些人的愿望。这对伯克希尔没有任何影响。

我收到了我们每一位经理的来信，告诉我如果他们今晚发生了什么事，我应该怎么做。但这些是私人的，我甚至不与董事会分享。所以我有他们的想法。在某些情况下，他们谈论的不止一个人。在某些情况下，他们告诉我人们的长处和短处。但是，我不会试图从任何子公司的继任计划中对母公司的继任计划做出任何判断。查理？

芒格：嗯，我总是说，我一点也不担心。我认为我们的状态非常好。

15、“很好”的问题，但没有答案

股东：Bill Melby 来自明尼苏达州 Northfield。在 2009 年的年度会议上，巴菲特先生，你说如果你被要求将你的全部净资产投资于一家公司，那就是富国银行。所以在 2014 年，我问了同样的公司或者说同样的问题。如果你被要求将你的全部净资产投资于一家公司，那会是什么？

巴菲特：当 2009 年有人问你这个问题时，你把伯克希尔排除在外了吗？因为我想我会回答伯克希尔。(笑)但我不会反对富国银行在当时作为伯克希尔以外的可出售证券。嗯，我猜他在检查他的笔记

股东：问题不是伯克希尔，是除了伯克希尔之外你今天会投资什么？

巴菲特：是的。好吧，这是一个很好的问题，但它不会得到一个答案。(笑声)查理，你想回答吗？

芒格：不，不，我认为你给出了完全正确的答案。(笑声)

巴菲特：是的。好吧，我很抱歉让你失望了，但当别人问这个问题时，我们已经让他们失望了。安德鲁？

16、要求披露 CEO 薪酬的规定对股东没有帮助

安德鲁·罗斯·索尔金：谢谢你，沃伦。这个问题来自奥本大学的 Dave Hitchy。这个问题很长。他说，作为伯克希尔以外的十几家公司的股东，我每年都会看到大量的委托书。总体而言，除伯克希尔外，薪酬汇总表列出了至少五名或五名以上薪酬最高的高管的薪酬。伯克希尔列出了三个，Warren，Charlie 和 Mark。我认为，既然伯克希尔是一家控股公司，我认为，在汇总表中至少包括两名来自全资子公司的薪酬最高的高管会很有启发性，比如 Ajit、Tony、Greg 或 Matt，这样可以让股东、你的合伙人了解伯克希尔是如何像其他公司一样，为其最强大、薪酬最高的领导人提供薪酬的。这将是特别有价值的，因为目前 2/3 的上市公司，沃伦和查理，每年只有 10 万美元的名义工资，这个数字远远低于他们给公司带来的价值。本着透明的精神，你是否愿意在未来几年在表中

增加至少两名薪酬最高的子公司高管？你认为伯克希尔下一任 CEO 的薪酬应该是多少？

巴菲特：最后一个问题的答案是，他当然有权得到很多报酬。但他们决定接受多少是另一个问题。但我将在明年的年度报告中写下这个最后的问题，因为它有很多有趣的分支问题。很明显，就要求在公开文件中说明高管们的薪酬的规定而言，我们是在遵守 SEC 的规定，但我不能背诵这些规定。

但是，你知道，安德鲁，我在激动的心情下，我想说 Comcast 公司(不是旗下的 CNBC)可能有一些人赚了更多的钱，但是这也会超过他们在公开文件中列出的人的工资。

还有一个真正的问题是，**公开薪酬是否会符合公司股东的利益**？你知道，作为晚间新闻的主持人或任何人，得到多少报酬，**因为这可能会对组织内其他人在谈判薪酬方面产生非常负面的影响**。我想说的是，实际上，如果你公布子公司或 Comcast 本身支付的五个最高工资，Comcast 的股东将会受到伤害。当然，如果你要公布子公司 CNBC 5 个最高工资，我认为下一年公司整体的工资不会下降。所以，我认为这是一个不公布公司前十名经理的工资很好的理由。

我们之前提到过，在所罗门几乎每个人都对他们得到的报酬不满意。虽然他们得到了巨额的报酬，但他们感到失望，并不是因为绝对数量。他们很失望，因为他们看着这个地方的其他人的工资，结果让他们抓狂。

事实上，我们在薪酬方面遇到的第一个重大危机是管理层与 ARB 集团达成了一项秘密协议，我记得协议是这样的，John Meriwether 和他的团队将会得到很多钱，而我认为这是他们应得的。我是说，我觉得他们值得这么多薪酬。但一旦发生这种情况，他们就对其他人做出了补偿，这一直是一个可怕的问题。这甚至是一个更大的问题，因为 John Meriwether **之外的团队的人中爆发了嫉妒**。我认为公布薪酬很少能为股东带来很大的好处。

事实上，你可以争辩说，美国公司正在发生的很多事情(披露薪酬)，我会这样说：如果公开文件没有披露其他人的薪酬，那么公司 CEO 作为一个群体，他们的薪酬会少很多。只有人类才会看着一大堆文件说，"好吧，我比那个家伙更有价值"，并以这种方式进行谈判。一个薪酬委员会将对此作出回应。因此，美国股东正在付出巨大的代价，因为他们每年都能看到相关薪酬文件，看到前 5 名高管的收入。查理？(掌声)

芒格：本着透明的精神，你要求的是对股东不利的东西。除非美国 SEC 要求它发生，否则它不会发生。如果不增加美国的嫉妒文化，我们会过得更好。

巴菲特：是的，没有 CEO 会看其他人的薪酬，然后离开时想，"我应该得到更少的报酬。"(笑声)我是说，我

们见过这种事情发生吗？

芒格：没有。

巴菲特：嗯，我们还不够老。

芒格：我想说的是，嫉妒对这个国家造成了很大的伤害。我们的做法是给嫉妒增加一些阻力。(掌声)

17、伯克希尔为何保持 200 亿美元现金缓冲

格雷格：谢谢。如你所知，伯克希尔的现金余额对一些投资者来说是个问题。特别是在过去几年中，伯克希尔的现金盈余在 250-300 亿美元之间，而且伯克希尔公司的再投资速度比以往任何时候都要快。尽管伯克希尔去年确实提供了用于收购 NV 能源的 36 亿美元现金中的 35 亿美元，而中美能源用债务为剩余部分提供了资金，但是否有什么因素阻止伯克希尔为收购提供全部资金，或许是通过公司间债务？

另外，对于允许中美能源公司保留其全部收益，而 BNSF 铁路去年却在资本支出上花费了 30 亿美元，并且今年预计将花费 50 亿美元，对于 BNSF 铁路继续向伯克希尔分配收益，同时却承担额外债务以为资本支出提供资金的决定，你能否向我们提供一些见解？

巴菲特：是的。中美能源现在更名为伯克希尔能源公司(BHE)，我希望它将有多个收购其他企业的机会，在过去 12 个月里，我们已经看到了两个这样的机会。正如你所提到的，我们在内华达能源公司上花了一大笔钱，两天前我们同意在 Alberta 省购买输电线路。所以，到目前为止，伯克希尔能源公司已经能够收购真正的大型企业。

在 BNSF，我们会花很多钱来拥有最好的铁路，但我们不会收购其他企业。所以，BNSF 向伯克希尔分配了大量资金，我们将继续这样做，因为它会赚到大量的钱。它可以轻松地处理它已经和将要承担的债务。

然而，在伯克希尔能源公司，我们在子公司和母公司层面都有相当适当的债务水平。因此，当我们收购时，我们不仅需要留存收益，有时还需要从股东那里获得一些资金。伯克希尔能源公司有三个股东。伯克希尔拥有 90% 的股份，Greg 和 Walter Scott 拥有其余股份。因此，如果我们进行大型收购，我们需要更多的资本，我们将按比例认购，欢迎其他两个股东参与。但如果他们决定不这样做，这不会伤害他们。他们的股票价值仍然会有所提高。所以这两家公司在这方面有很大的不同。

我希望伯克希尔能源公司能有更多可能的交易。我想他们会。所以我们可能会在那里投资数十亿美元。我们将在铁路上投资数十亿美元，但这一切都是为了改善铁路，不会用来收购更多的企业。今年到目前为止，如果

你仔细想想，算上昨天，其中两笔交易是去年开始的，我们已经在收购上花费了大约 50 亿美元。当然，在第一季度，我们在土地、厂房和设备(PP&E)上又花费了 28 亿美元。但我们正在发现一些倾向于吸收容纳现金的事情。

伯克希尔总会有 200 亿美元。我们永远不会依赖陌生人的善意。这对 Blanche DuBois 来说也不是很好(《欲望号街车》布兰奇出身名门却日渐堕落最后疯了)。但在任何情况下，我们都不指望银行额度。你知道，我们什么都不指望。在未来 100 年的某个时候，可能是明天，也可能是 100 年后，没有人知道，我们不能依靠别人来保持我们自己的财务实力和维持我们的运作。我们花了太长的时间来建设伯克希尔，以避免那一刻摧毁我们。

我的意思是，正如你可能知道的，我们以 15% 的利率借钱给 Harley-Davidson。我们在短期利率可能只有 0.5% 的时候借出了它。嗯，哈雷戴维森是一家不错的公司，就像高盛(Goldman Sachs)和通用电气(GE)以及其他一些公司一样，我们借钱给蒂芙尼(Tiffany)。

你知道，**当你需要现金的时候，这就是你的氧气。**这也是因为其他人没有能力提供。我总是说，现金(可用的现金或信贷)就像氧气：**你在 99.9% 的时间里不会注意到它，直到缺氧的时候。**但如果氧气消失了，那它就是你唯一需要关注的东西。而我们不想处于那样的境地。所以我们将保留 200 亿美元。我们永远不会在晚上睡觉时担心发生的任何事情，而这些事情可能会损害我们继续参加比赛的能力。

在 200 亿美元以上，我们将努力找到明智的投资方式。到目前为止，我们基本上做到了。我的意思是，我们一直有比现金更好的东西。你知道，今年到目前为止我们已经花了相当多的钱。今年晚些时候我们可能会花更多的钱。所以，到目前为止，我觉得我们可以以合理的回报投入现金。**然而，我们从未因为手里有现金就强迫自己去使用它。**查理？

芒格：我认为我们很幸运拥有这些企业，它们能够以非常可观的回报投入大量新资本。在伯克希尔的早期历史中，我们没有这样的机会。现在我们如此富裕，拥有这些机会真的要好得多。这是上天的一种祝福。我的意思是，谁会想扔掉中美能源和 BNSF 铁路？头脑不正常的人才会这么做。我的意思是，**在一个短期利率为 0.5% 或更低的世界里，我们喜欢有机会明智地投资更多资本。**

巴菲特：我们很高兴有机会与 3G 资本在亨氏的合作中投入大量资本。我们将有机会投入资本。最终，你知道，复利会赶上我们。这当然是令人沮丧的事情。但它还没有给出最后一击。

24、巴菲特和芒格不同意，但从不争论

股东：嗨，沃伦，查理。John Norwood 来自爱荷华州西德梅因。非常感谢你们的年会。请不要把它搬到 Dallas 或其他地方。我的系统已经在这里运行了。我有两个小问题。一个是资本的分配，以及你如何平衡母公司与运营子公司，有多少现金流向母公司，多少留在运营子公司。另外你和查理，你们有没有吵过架？多年来，你如何管理你的两个伙伴关系有什么经验教训吗？谢谢。

巴菲特：是的。查理和我从来没有争吵过。我们在很年轻的时候相遇，那时我 29 岁，他 35 岁。我们现在有点老了。在那些年里，55 年来，我们在很多事情上都有分歧。但它从来没有，也永远不会导致一场争论。我们和别人争论。但它只是还没有发生。(笑)

我就可口可乐的投票给查理打了电话，然后说了委托书上说的一切问他，"你觉得呢？"我们想法一致，你知道吗？有时候我们的想法不一样，但我们从来不会有任何丁点生气的离开。

芒格：大多数时候，我们的想法是一样的。这是问题之一。如果我们中的一个错过了，另一个很可能也会错过。(笑声)

巴菲特：是的。这是毫无疑问的。如果你看看我们犯过的非常严重的错误，那就是我犯的。我可能比查理更倾向于行动。你觉得我这么说公平吗，查理？

芒格：嗯，你曾经叫我可恶的"说不之人"。(笑声)

19、伯克希尔的现金由子公司持有

巴菲特：第一个问题是什么？

股东：资本配置。你如何决定母公司从运营子公司获得多少现金。

巴菲特：是的，这很简单，**因为我们并不太关心 200 亿美元的最低限额放在哪个子公司，但我们不会把受监管的能源或铁路行业中的钱计入。**但我们真的统计了我们可以打个电话就能拿到的钱。

在这样的利率水平下，我们有时坐在一起时会说，我们每一家公司可能比其他大型企业集团经营的子公司拥有更多的现金。他们可能会做账户现金归集等等。我们可能会在某个时候考虑到这一点，但这并没有太大的区别，因为如果我们在母公司有现金，我们会以 5% 的价格借出。**如果现金在子公司不足，它可能会以 5% 的成本从我这借钱。**所以这不是我们每天、每周或每月都要考虑的事情。

我知道现金在哪里。我知道我们什么时候需要现金，我知道我在考虑做什么，或者在接下来的几个月里可能

会做什么，也许有些事情发生的概率是 50/50。无论我承诺要做什么投资，我都知道钱从哪里来。

但这并不意味着我们要像许多公司那样，每一天或每一周地把所有的钱都放在母公司里。我们有一天可以改变这个程序。也许在某个时候，账户归集是有意义的。也许吧。但我们并不是每天都严格要求我们的子公司。我们不想让他们有这种感觉。我想到了一家我从未去过的公司。十年来可能只和经营它的人谈过三四次。你知道，在它周围有很多现金。每隔一段时间，它就会寄给我一些。如果我真的需要现金，我知道它在哪里。子公司们会给我的。但是，不管是在子公司，还是在伯克希尔，都没有太大的区别。我不想鼓励我们其他子公司的经理们采取一种新的行为方式。但是，我有点适应子公司的方式了，除非我们真的需要钱，那么我就抓住它。查理？

芒格：那很好。

20、巴菲特承认他"在人事变动上行动迟缓"

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自 Tucson 市一位名叫 Richard Sercer 的机敏的家伙，他发现了一个机会，并正在努力争取。这实际上让我想起了一个问题，在 2014 年 4 月 23 日的一次问答环节的采访中，沃伦说，"我希望我们能得到一些深入我们弱点的问题"。我的问题是，我们的弱点是什么？我们可以做些什么来解决它们？（笑声）

巴菲特：嗯，那会破坏记者们的乐趣。(笑)他们是应该寻找弱点的人。

我们有很多弱点，我们指出了它们。你知道，我刚刚指出了一个。也许，我会说，如果几年前为我们所有的子公司执行一次账户归集，你知道，我们会比现在多几美元。你知道，谁知道他们在用这些现金账户做什么？它们会不会比我们做风险更大的事情？但我们在某些方面(承保和投资)非常自律。

按照普通的商业标准，我们在其他方面也很马虎，好吧，**我的一个明显的弱点是我在人事变动方面很慢。我是说，我喜欢我们的经理。**查理和我有一个很好的朋友，他是一个再好不过的人。而且，你知道，我们在那里做出改变的速度很慢。我们喜欢这家伙。这并没有毁掉我们的生意。查理，你觉得我们在那件事上超越了别人的忍耐极限有多久了？

芒格：嗯，我不太清楚。但是，谈回账户归集的问题，这让我想起了我在空军时的一个朋友，他是一个非常瘦的人。有一次他决定献血。他们把针头扎进他的胳膊，然后血就不流了。护士开始摆弄他的手臂，就像摆弄牛的乳房一样。而当时他想到的是，"他们会不管我付出什么代价都要得到我的血液"。然后他就晕倒了。

这是一件非常不愉快的事情。**我不认为我们坐在那里做账户归集是那么令人愉快的。**我的意思是，公司每入

账 1 美元，就有人来把它取走。我喜欢我们现在生意的基调。

巴菲特：我们的经理们都在听。我意思是，当我要钱的时候，不要给他们举例说明。(笑声)

芒格：但是，你知道，我见过一些公司比如 Teledyne 和 Litton 集团，这些公司基本上每天都在归集每一分钱。这让它显得更经济一些，但它在子公司中创造了一种基调，我认为这比我们的更不可取。

巴菲特：不过，有时候，查理，我们已经等经理人上缴富余资金也太久了。

芒格：嗯，当然。你和我参与了把一个 CEO 直接从岗位上带到老年痴呆之家。(指 WESCO 原董事长)

巴菲特：查理，你触及了一个敏感的话题。(笑声)

芒格：我们已经安排好了，他不会造成任何伤害，我们非常爱他，所以我们只是让他过得很轻松。我从来没有后悔过，你呢？

巴菲特：一点也没有。一点也不。

芒格：另一方面，我想要非常小心。

巴菲特：我们会很慢。而有时你可能会说我们对子公司缺乏监督，你知道，我们会错过一些东西。现在，我们认为，给予我们的管理人员他们所享有的自由度也会取得很大成就。所以总有一天伯克希尔会发生一些事情，会有人走过来说，"如果你有更多的检查和监督之类的东西，如果你遵循其他公司遵循的程序，那就不会发生。"他们会是对的。

但他们无法衡量的是，我们在几十个人身上取得了多少积极的成果，因为我们给了他们同样的回旋余地。我的意思是，我们在控制和监督水平方面的运作方式不同。你知道，我们在伯克希尔没有总法律顾问办公室。我们在伯克希尔没有人际关系部门。这对其他公司来说几乎是不可想象的。我们并不是说这在所有方面都是 100% 的好处。但我们认为，总的来说，这是一种好处。

但当这种程序的负面影响出现时，人们会说，"好吧，你应该用不同的方式来做，你应该多年来花很多钱，更多地限制你的子公司经理的活动，"等等。我们的反应将是他们错了。但在个别情况下，我们会看起来很糟糕。

你不觉得我说的是对的吗，查理？

芒格：是的。以世界其他地方的标准来看，我们过度信任。到目前为止，我们的结果要好得多，因为我们精心挑选了一些人，因为他们可以被过度信任。这对我们来说非常有效。而且，我认为很多地方在创造一种值得信

任的文化时会做得更好。这就是我们的系统。有些人认为这是一种弱点。而这种现代会计处理，当每个人都在衡量内部控制时，我认为它将弊大于利。(掌声)

21、试着扩大喜诗糖果的地域市场，但失败了

乔纳森·勃兰特：在伯克希尔目前业务扩张的背景下，喜诗糖果显然规模较小，但长期以来一直是你最喜欢的业务之一。这并不奇怪，因为它的税前利润从 1972 年伯克希尔收购它时的不到 500 万美元持续增长到 1999 年的 7400 万美元。然而，自 1999 年以来，利润增长似乎已经停滞。你能解释一下为什么喜诗在 70 年代、80 年代和 90 年代都能实现利润增长，但到目前为止，在这个新世纪却没有？业务是否发生了变化，例如盒装巧克力的增长和需求或其市场地位？您或 Brad Kinstler 能否讨论一下最近的地理扩张是否有助于重新点燃增长？谢谢。

巴菲特：是的，盒装巧克力业务基本上没有增长。我的意思是，如果你回到 100 年前，任何规模的城市都有很多糖果店。芝加哥是一个很大的市场。纽约也是一个很大的市场。

信不信由你，百事可乐的前身公司是一家名为 Loft's 公司，在纽约市拥有最多的糖果店。这原本是一家糖果店公司，一个叫 Charles G. Guth 的家伙。他花了几千块钱买了百事可乐，把它放在阁楼里。而公司的名字，如果你一直追溯到百事，就是 Loft's。所以到处都有糖果店。包括在奥马哈。

(1898 年，在可口可乐诞生 12 年后，百事可乐在北卡罗来纳诞生。1923 年，百事公司重金押注糖价升值而破产，商标被一家弗吉尼亚公司买走。1931 年大萧条中，百事公司再次面临破产。Loft 糖果公司的主席 Charles G. Guth 以 15 万美元收购了百事可乐。大萧条中，可口可乐卖 5 美分 6 盎司，百事可乐则卖 5 美分 12 盎司竞争，Guth 的思路很简单，可乐主要是糖浆和水，加量一倍利润影响并不大。所以，自甘老二便宜一半被百事可乐当成了很长一段时间的品牌定位，也让百事站稳脚跟。)

盒装巧克力的地位急剧下降。我猜，主要是各种咸味小吃等各种各样的竞品。喜诗做得非常好，比国内任何一家巧克力公司都要好得多。Russell Stover 有一段时间用不同的商业模式做得很好。但是，你知道，他们也遇到了他们的问题。所以，我们在扩大市场规模方面做不了什么。我们已经尝试了很多方法。我们已经多次尝试走出我们具有强大竞争优势的地理位置(加州地区)。我的意思是，查理和我看着 70 年代我们在加州的收入，对自己说，“如果我们能在 50 个州而不是仅仅一个州做的这么好，我们会变得非常富有。”所以我们尝试了一下，但我们并没有变得很富有。它不能很好地异地复制。

芒格：嗯，事情就是有时会成功，有时不会成功。而你可以通过尝试来判断它是否可行。

巴菲特：是的。我们已经试过很多次了。但到目前为止，这很有趣。东部人更喜欢黑巧克力，大概占比 2/3。在西部，他们更喜欢牛奶巧克力，占比也是在 2/3。在东部，人们更喜欢小包装。在西部，他们不会选择小包装。

所以地方不同就会导致有很多不同的东西。但最终，盒装巧克力的销量并不多。

我们在喜诗糖果做得非常、非常、非常好。它不仅为我们提供了我们用来收购其他企业的资金，所以我们最终通过喜诗增加了很多盈利能力，这超过了我们在喜诗本身所增加的盈利能力。最重要的是，它打开了我的眼界，让我看到了品牌的力量，也许你可以说我们在可口可乐上赚了很多钱，部分原因是我们买了喜诗；或者至少在我的情况下，通过购买喜诗糖果，让我在一定程度上了解了品牌，没有什么比拥有一个品牌更好的了。但我们也看到了它的可能性和局限性。这让我知道了自己将来应该去做的事情。1972 年，我们买下了喜诗。1988 年，我们收购了可口可乐。如果我们没有拥有喜诗糖果，我们后来甚至可能不会拥有可口可乐。查理？

芒格：是的。毫无疑问，它对伯克希尔的主要贡献是消除无知。但它并不是消除无知的唯一重要因素。如果不是因为我们善于一步一步地消除我们的无知，实际上不会有伯克希尔的今天。我们原来知道的还不够。我们买喜诗的时候，我们真是太愚蠢了。我们只是不够聪明去买它。如果说伯克希尔有什么秘密的话，那就是我们非常擅长消除无知。这样做的好处是，我们还有很多无知需要消除。(笑声)

巴菲特：嗯，这就是我拜访他时发生的事情。(笑声)

22、巴菲特解释交易改变了美国银行投资

股东：Ben Ottenhoff 来自华盛顿特区。我最近读到你改变了美国银行的投资，他们现在可以把它当作一级资本。你能解释一下你为什么这么做吗？如果有的话，对伯克希尔的股东有什么好处？此外，这是否让你对他们无法正确计算其一级资本要求有所迟疑？

巴菲特：实际上，几个月前，Brian Moynihan 打电话给我，问我是否愿意将我们的 50 亿股优先股从累积优先股改为非累积优先股。显然，与累积优先股相比，非累积优先股存在某些缺陷。例如，房地美(FreddieMac)和房利美(Fannie Mae)的优先股股东正在明白这一点。本·格雷厄姆在 1934 年版的《证券分析》中写到了非累积优先股，它们是一种非常脆弱的证券形式。但是，部分由于它们是比较弱的证券形式，所以它们在银行计算资本金时有所不同。

(非累积优先股指的是，在某年度内，假如公司由于某种原因不可以如数支付优先股股息时，这个公司欠下的股息，尽管在公司未来的经营年度内有盈余，股东也不能要求公司补发优先股股息。非累积优先股的股息采取每期单独结算的方式，股东自己承担股息违约风险。所以通常而言，非累积优先股的股息会比累积优先股的股息来的高。而永久非累积优先股指的是，股息当年结清且不能累积发放的优先股票。永久非累积优先股拥有债券和普通股的双重特点的，一方面，永久非累积优先股和债券相似，通常只支付优先股固定股息；另一方面，永久非累积优先股和普通股没什么差别，不需要面对定期支付股息和到期偿还本金的义务。)

所以 Brian 让我这么做，这需要他们的股东和其他方面的批准。他说，"如果你愿意这么做，我们愿意让你的优先股变得在五年内不可赎回。"现在，在一个回报率只有 0.05% 货币的世界里，你知道，几乎什么回报都没有，我非常愿意做出这样的权衡。他们觉得这对他们有利，而我觉得这对伯克希尔有利。所以，我在伯克希尔就拥有了五年期的 6% 的不可赎回优先股，同时我可以随时用这笔投资转换成认股权证。所以，我不会永远被锁定在非累积承诺的优先股中，而美国银行也可以在计算资本时使用它。

这一切都是在最近之前完成的。你知道，大约一周前，他们对美林证券的一些结构性票据计算错误。他们犯的那个错误并没有困扰我。我的意思是，我们在处理我们的数字。我们有 2 万多页的纳税申报单。我们有 10-K，10-Q，数字在里面进进出出。你尽你所能做到最好。但这个错误并没有影响他们的 GAAP 报告数字或任何类似的东西。他们也希望自己不曾犯错。从资本计划的意义上来说，他们会支付罚金，因为他们确实犯错了。但这丝毫不会改变我对美国银行或其管理层的看法。

我确实认为他们无论如何都会支付股息。我的意思是，非累积条款最终伤害我们的概率非常非常低。五年内不可赎回的可能性对我们来说是一个真正的优势。所以，这是一个我很乐意做的交换。我认为这对我们和他们都有好处。查理？

芒格：嗯，我同意你的看法。

巴菲特：好的。(笑声) Becky？

23、NetJets"令人满意"，但不要指望有大的增长

Becky：这个问题来自麦迪逊的 Frank Robinson。他问道，十年前，NetJets 在每年的年会上都被提到是伯克希尔的一个令人兴奋的增长机会。五年前，有一些问题似乎已经得到解决，因为它们不再被提及。NetJets 目前的前景如何？它是增长、收入和盈利的重要贡献者吗？

巴菲特：是的，这不是一个很大的增长，但这是一个非常体面的业务。它在新的单位交易量上达到了峰值，这或多或少与 2007 年和 2008 年股市发生的情况相吻合。我的意思是，有相当一部分人的收入依赖于股市行为，特别是对冲基金经理。但是还有很多其他的。他们(基金经理)给我们带来了相当大的销售增长。现在，不仅他们的需求下降了，而且当他们的合同到期时(往往在 2011-2012 年到期)，他们中的很多人没有续约。

但直到过去的 6-8 个月，美国市场的净所有权都只是略有下降(这一点并不完全准确)。现在情况发生了转变。

美国市场对我们飞机的净拥有量在逐月增长。但这根本不是一个巨大的增长业务。我的意思是，这是一个非常大的企业。我们可能占了这个行业的 60%左右，没有对手能做到这一点。我的意思是，我们是一流的产品。但我认为市场规模不会是目前的两倍或三倍。

我们很快就要去中国了。但这是一个非常非常远的计划。我们在欧洲单位数量仍在下降，但飞行时间增加了不少。所以在过去的六个月到一年里，业主们更多地使用飞机，而在 2007-2008 年期间，这一数字下降了很多。因此，我不会将 NetJets 描述为一个巨大的增长机会。但我很高兴我们拥有它。我认为这是一项非常令人满意的业务。但我并不指望它会有很大的增长。查理？

芒格：嗯，我通过多买 25 个小时来证明我的乐观。(笑声)

巴菲特：我得告诉你，他也是个很难推销的人。(笑声)我能想到更多的评论，但我不会告诉你。杰伊？

24、不太可能用持有的主要股票来支付收购

杰伊·盖尔布：这个问题是关于收购的。伯克希尔目前的收购目标有多大？伯克希尔对富国银行、可口可乐、美国运通和 IBM 的重大股权投资，在多大程度上实际上是交易的潜在资金来源？

巴菲特：嗯，他们可能是一个资金的来源。但他们不太可能会这样。但是，我们的目标是收购真正好的企业，大型企业，我们喜欢的管理层的企业，以及我们认为可以随着时间的推移而持续增长的企业。

我的意思是，伯克希尔是在建立盈利能力。我的意思是，当我们购买时，我正在努力增加伯克希尔的盈利能力。就像我们一两天前做的那样，同意购买阿尔伯塔省的输电线路。我们每天、每周或每月都在努力这样做。我们不会经常有机会。但如果机会足够大，我们需要筹集一些资金，你知道，我们拥有可以动用的大量证券储备，投出之后仍然拥有巨额投资仓位。

现在还没到那一步。你知道，当我们有 400 多亿的资本或现金时，我愿意把它降到 200 亿美元，你知道，在这中间我们有一个相当大的缓冲。但如果我需要，我们会做一些事情，如果它足够吸引人，足够大，它需要我们去。所以，这是可能发生的。今年可能发生，十年后也可能发生。你永远不知道。查理，你有什么想法吗？

芒格：嗯，不，我认为我们过去的收购是不规则的。他们将来依然不规则。我确实认为，与过去相比，我们将从我们的铁路和公用事业子公司获得更多的、自动的、明智的资本重新部署。我认为这对股东来说是好事。

巴菲特：我认为人们可能会认为，我们之所以兴奋，是因为找到了一些我们想买的股票。那也很好。但真正

让我们兴奋的是，找到一家我们想要收购的企业，一家适合伯克希尔的企业，一家 10 年、20 年、50 年后能为伯克希尔赚钱的企业。这完全没有可比性。这就是我们 49 年来一直在努力建设的。

有价证券在其中发挥了很大的作用，因为我们从中获得的利润帮助我们做到了这一点，这是一个很好的地方来部署资本，你知道，在股市很容易做到。但我们真正考虑的是收购企业，至少查理和我。我们已经让 Todd 和 Ted 去思考有价证券的投资。而且会一直这样下去。

我们并不急着卖你提到的任何股票。(笑)可能还会有其他股票，如果我们要从股票中筹集 50 亿或 100 亿美元，他们不会是你提到的那些名字。

25、尽管资金便宜，但仍不愿借钱

股东：你好，沃伦，查理。Stefano Grasso 来自意大利热那亚。很高兴今天能和你们在一起。今天我有一个关于增加伯克希尔杠杆的问题。这个问题实际上是为了引发讨论，并听取你对此的看法。而且，这个问题是由几年前收购 BNSF 后引发的，BNSF 的部分资金来自伯克希尔的股票，不久后，就有了大量的现金。如今，伯克希尔明智地增加杠杆可能有不同的优势。有些优势通常适用于所有公司，而有些优势是伯克希尔特有的。

伯克希尔特有的，对我作为股东来说最重要的一点是，投资这些基金的决定将由现在的团队，由你和其他经理做出。接下来的问题是，为什么不出去申请发行数十亿美元的长期债券，甚至发行有一些拥有更好的条款或由伯克希尔自行决定的可赎回期权的证券，然后很好地利用这些资金呢？谢谢。

巴菲特：嗯，你说的很有道理。这是查理和我用过的东西。我想如果你在 40 年前问查理和我，如果我们看着现在的利率，我们有一些很棒的生意，赚了很多钱，我们是否会出去借一大笔钱来做长期投资。我想我们会同意的，对吧，查理？

芒格：这并不是一个艰难的决定。

巴菲特：但是，我们有几个原因。首先，我们确实有一个很好的方式来产生资金，而不是通过股权融资。我们可以通过利用浮存金。现在我们浮存金规模已经做到了 770 亿美元。

让一家杠杆水平非常保守的公司改变航向，这样那些购买了 AA 级债券的人，发现自己买的是实际评级低得多的债券。我们不喜欢这样的想法。

我们在利用公用事业或铁路方面增加杠杆，这没有任何问题。他们理应拥有比现在多得多的债务，但我们将

其与评级机构认为的常规比率保持一致。但如果你分析他们，他们都可以承受相当多的债务。

回顾 BNSF 的交易，当时我们在母公司层面借了一些钱，并使用了一些股权融资。我认为使用股权帮助我们达成了交易。但是从根本上说，这不是一件明智的事情。我可以一直去市场借钱，然后回购一批股票，这可能就是我应该做的。

所以我明白你的意思。你知道，伯克希尔再有 300 亿或 400 亿美元的债务完全不算什么，成本也很低。但我们现在实际上没有很好的地方来投资现金，事实证明，我们有 250 亿美元左右的超额现金。

我们现在不愿意在母公司大量举债，因为我们有其他非常有吸引力的资金来源。例如，我们正在销售我们所说的结构性协议，而这种结算的期限很长。他们实际上给我们带来的利息成本比我们发行债券的利息成本要低。

因此，我们正在做的某些事情是沿着你敦促的路线，但不像你敦促的那样积极。你可能是对的。如果我们看到一笔 500 亿美元的交易，但由于某种原因我们放弃了它，那很可能是因为我们不愿意承担一些债务。如果我们看到一笔 500 亿美元的好交易，我们会想出办法。查理？

芒格：我想我们会乐意举债的。但即使你的建议是明智的，我们可能也不会提前去做。

巴菲特：关键字是“提前”。安德鲁。

26、气候变化威胁不会影响投资决策

安德鲁·罗斯·索尔金：问题来自伊利诺伊州加利纳的 Rory Holsche。这个问题是关于伯克希尔在气候变化领域的投资。一方面，伯克希尔的公用事业公司对风能和太阳能有很大的投入。伯克希尔还投资了比亚迪(BYD)，这是一家创新型汽车公司，在某些方面可能与特斯拉(Tesla)相当。另一方面，BNSF 铁路运输大量的煤炭。你在 2013 年的年报中指出，如果减少燃煤，其利润可能会缩水。然后是再保险业务。伯克希尔的这些投资和其他投资如何与你对气候变化带来的风险和机遇的理解保持一致？作为投资者，我们应该如何看待这一点？

巴菲特：嗯，我认为你已经陈述了一大堆企业的事实。而且，如果你拥有一条运输大量煤炭的铁路，它将在很长一段时间内运输大量煤炭。这会持续很长的一段时间。但在某些时候，它可能会运输的比较少。我认为这也很有可能的。

但是，我从人们那里得到了所有这些问题，他们告诉我，他们想让我填写大量的表格，以及关于气候将如何影响我们的保险业务的一切。它只是不会在那个时期运作。我的意思是，当阿吉特和我谈论我们将为灾难保险收

取的费用时，你知道，无论是佛罗里达州的飓风，还是新西兰的地震，或者其他什么，**每年的概率变化，至少在我们看来，都是非常低的。**我的意思是，在任何一年，它都不会以任何实质性的方式影响你的价格。

而且，你知道，我们将继续开发替代能源。我们将继续在我们的燃煤发电厂使用煤炭，直到我们运营的公用事业委员会告诉我们，我们应该做一些不同的事情。对此我们别无选择。

顺便说一句，我们很乐意运送煤炭，但除此之外，我们是一个公共货物的承运人。我的意思是，**我们可能喜欢拒绝氯或氨或类似的东西，因为携带运输它们很危险，而我们无法得到足够的补偿。**但我们是一个普通的运输商。所以，根据法律，我们必须运输客户提供给我们的货物。

所以我不认为在对伯克希尔，或者大多数公司，几乎我能想到的所有公司做出投资决定时，气候变化应该是决策过程中的一个因素。查理？

芒格：是的，我认为，很多人认为他们知道气候变化将如何改变天气模式和飓风，这是夸大其词。（掌声）

我们是不可知论者。这并不是说没有全球变暖，因为实际情况是确实气候在变暖。但是，那些认为自己确切知道会发生什么以及有多少人会死于热带疾病等等的人，大多是在胡说八道。我认为有一类人喜欢这样的想法，他们有一场灾难需要担心。以及——

巴菲特：嗯，但是——当你这么说的时候，我的意思是，仅仅从做决定的经济变量的角度来说，这个——

芒格：没有。我们并不是在说，“我们如何构建我们的整个投资计划，以考虑到我们对气候变化的了解？”

但我认为，从长远来看，无论发生什么，我们都处于非常有利的位置。**我认为我们将不得不直接从太阳能或间接通过风能生产更多的电力。**而且，我们在输电线路和更多的再生能源方面所处的位置很好。

这就像 Geico 在互联网出现时赚了很多钱，他们并没有真正为此做出计划。但我认为我们会赚很多钱，因为越来越多的电力是直接来自太阳能中产生的。所以我认为我们的状态非常好。但我不认为我们应该为此得到什么大的荣誉。我们只是误打误撞。

27、赞扬投资组合经理托德·康姆斯和泰德·韦施勒

沃伦·格雷格：自从伯克希尔开始将公司投资组合的部分责任移交给 Todd Combs 和 Ted Weschler 以来，这两个人的管理规模从 2012 年初的每人 30 亿美元左右，增加到今年早些时候的每人 70 多亿美元。尽管如此，这仍然只占你投资组合中股票部分的不到 10%，而你在富国银行、可口可乐、美国运通、IBM 和宝洁都有大量的仓

位。你能告诉我们，你的每个副手现在有多少钱，以及你预计未来五年会增长多少吗？考虑到两人在过去几年里似乎都参与了投资组合经理以外的工作，你预计随着时间的推移，他们的角色会扩大多少？另一方面，我们什么时候才能看到 Todd 和 Ted 与你和查理一起在台上谈论他们管理伯克希尔投资组合的努力？

巴菲特：我读完大学回答的问题都比这少。(笑声)

他们现在正在管理大约是 70 亿多一点。我们将定期改变这一点，但这个数字将始终是向上的。但我们不会一个月一个月地改变它。我的意思是，他们的投资组合的价值可能会逐月变化。但他们将来会比现在处理更多的钱。我认为，在某种程度上，他们和我一样，随着时间的推移，我有过处理越来越多的钱的不愉快经历，他们会看到，随着金额的增加这确实变得有点困难。

但随着时间的推移，继续把钱转移到他们那里，而不是我那里，还是要好得多。这种情况将继续下去。他们对伯克希尔来说都是极好的补充，除了他们的投资技巧之外，他们每个人都知道很多关于商业的东西。他们知道很多关于管理的事情。在伯克希尔的办公桌上，有很多事情我都有想法，但我只是不想自己去做，因为它们可能需要很多时间，特别是如果他们参与谈判小问题之类的事情。因此，正如我在报告中提到的，Todd 和 Ted 在投资管理职责之外的事情上都非常有帮助，这为伯克希尔增加了巨大的价值。我认为这种情况肯定会继续下去。

他们想这么做。他们喜欢这样做。他们根本不要求额外的薪酬。他们百分之百地适应伯克希尔。他们知道我的想法。如果我告诉他们，"这是一个我认为有意义的交易，如果你能完成它的话"，那他们会知道为什么它是有意义的，他们会知道如何完成它，他们会花时间去做。因此，让他们加入伯克希尔是一个很大很大的优势。随着时间的推移，它们将成为更重要的因素。不错。查理？

芒格：没什么好补充的。

28、对美联储及其主席伯南克的赞扬

股东：早上好，沃伦和查理。Jason 来自多伦多，我的问题与一般金融市场有关。多年来，我们一直处于几乎为零的利率环境中。最近一段时间，长期的低利率导致了资产泡沫，比如房地产泡沫，以及现在可能出现的债券泡沫。如果你是美联储的负责人，你在利率方面的政策是什么？你认为有远足的必要吗？对于这种变化，你的时间范围是什么？谢谢。

巴菲特：嗯，你说得对。因为五年前谁会想到现在利率会这么低这么久？我会说，我很惊讶，真的，事情进

展得如此顺利。我不认为我会做得很不一样。我之所以这么说，是因为到目前为止，它的效果非常好。所以我想说，我也会做同样的事情，并为此受到赞扬。我很惊讶它的效果有多好。但正如我去年所说，这确实是一部有趣的电影，因为我们以前没有看过。有趣的是，我们也不知道它是如何结束的。但是，我认为 Ben Bernanke 是一位英雄，无论是在危机或恐慌发生时，还是随后。我觉得他是个很聪明的人。我认为他把事情处理得很好。

对我来说有趣的是，当美联储 2007-2008 年的会议记录出来时，我很感兴趣的是，美联储的一些成员并不了解正在发生的事情。那真的很有趣。他们中有很多人似乎并不真正理解当时的情况，或者他们中的一些人并不理解事情有多严重。因此，我特别赞扬伯南克，考虑到他真的没有得到反对意见，当然不是他周围人的一致意见，他知道这种行动是必要的，是真正必要的。然而，他继续和他们在一起工作。在我看来，他做得很出色。从我所看到的珍妮特·耶伦(Janet Yellen)的一切来看，我对她也有同样的感觉。

我们将看到这部电影的结局。你知道，我不知道如果你在很长很长一段时间内将利率保持在接近零的水平会发生什么。我们在继续购买越来越多的国债，虽然到目前为止，我们已经逐渐减少规模，但我们仍在购买。

我很想听听查理对此的看法。

芒格：例如，在日本，没有人会预料到利率会大幅下降，并保持 20 年不变。没有人会预料到普通股会大幅下跌，并持续下跌 20 年。所以奇怪的事情发生了。这让经济学界非常困惑。事实上，如果你不困惑，你可能真的不太理解它。在伯克希尔，我注意到我们没有购买太多的长期债券。

巴菲特：是的。你知道，在 2008 年，我写了一篇文章说，每个人都说现金为王。好吧，如果你使用现金的话，现金可能是王道，但如果你不打算用它，现金可能是你能拥有的最傻的东西。人们通常会在错误的时间抓住现金不放。

但事实确实如此，零利率政策在振兴经济和资产价格方面都产生了巨大的影响。在我看来，它并没有产生泡沫。但这并不意味着它不能产生一个。但这根本不是我们所处的泡沫局面。但我们生活在一个不寻常的环境中。有进一步的看法吗，查理？

芒格：不，我和你一样困惑。

巴菲特：哦，太好了。好。(笑声)这就是为什么我们相处得这么好。卡罗尔？

29、伯克希尔如何从企业集团中获益

卡罗尔·卢米斯：这个问题涉及另一个不确定性。它来自纽约市 Gotcho 资本管理公司的 Chris Gotcho。

你一直在寻找一位合格的空头在这次会议上发问。而我不是。事实上，卖空伯克希尔是非常愚蠢的。然而，从长期来看，伯克希尔的商业模式是拥有 70 多家非金融、不相关企业，例如砖头和巧克力，这种模式在过去 100 年的美国商业中几乎普遍运行不佳。巴菲特先生和芒格先生，这一模式对你们两位都很有效，你们都是独一无二的天才。”但问题是，他们的继任者似乎不太可能让这一模式继续运行得一样好。”这就是我的问题。

巴菲特：好的。事实上，这很有趣。这种模式对美国很有效。我的意思是，如果你看看美国所有这些不同的企业，随着时间的推移，它们都做得非常好。所以，如果你想把道琼斯平均指数作为一个整体来看，在 100 年的时间里它是一个不断变化的公司集团，但是，你知道，任何业务部门从 67 或 66 点到现在的 11,497 点，同时每年支付给你相当多的钱，实际上是一个运作良好的模式。但当然，它并不是在一个管理层的管理下。但拥有一批优秀的企业并不是一个糟糕的商业计划。

而许多联合大企业被组合在一起，是去表演这样或那样的金融魔术。如果你回到利顿工业(Litton Industries)和海湾和西部公司(the Gulf and Westerns)，你还可以说出更多的名字，比如 Ling-Temp, LTV，以及——他们其实是基于连续发行股票的想法建立起来的，即你以 20 倍市盈率发行股票，去购买 10 倍市盈率的企业。这种想法是，你可以以某种方式欺骗人们，让人们不断地参与这个连锁信式的股票发行计划，而不必考虑你在管理层面实际建立的是什么企业。

我认为我们的商业模式非常有意义，我们拥有一个伟大的集团，一群多元化的伟大的企业，一批杰出的管理者，以及保守的资本。我们还有一个巨大的优势，而人们并不真正了解。我的意思是，**资本主义在很大程度上，是关于资本配置的**。我们在伯克希尔有一个系统，**我们可以在没有税收后果的情况下分配资本**。因此，我们可以将业务从喜诗糖果转移到其他领域，以产生超额资本。在这个过程中，它不会伤害喜诗糖果，而且我们可以像教科书上说的那样，把它转移到资本可以有效利用的地方，比如风力发电场或其他任何地方。所以没有人比伯克希尔更适合做这件事，这是非常有意义的。**但它必须适用于商业原则，而不是只为了推销股票**。

我想说的是，很多企业集团都想着把推销自己的股票作为他们的基本想法。你知道，你看到了 Tyco 发生了什么，连续收购者通常对发行大量股票感兴趣。我认为，作为你正在观察的主要指标之一，如果你看到人们在以某种方式持续发行股票，他们可能正在进行连锁信式发行股票的游戏。这确实会有一个糟糕的结局。

我认为我们的方法，即用现金收购好的企业，而不是发行股票，建立很多很多不断增长的盈利能力的来源，我认为，这是一个了不起的模式。查理？

芒格：嗯，我认为，与那些通常被认为在企业集团模式中失败的人之间，我们有一些不同之处。

第一，当没有公司可买时，我们有另一种选择(股票投资)。在保险公司的投资组合中，我们有更多的证券可以购买。这是大多数其他企业集团所没有的选择。第二，他们非常热衷于定期购买一些东西。而我们没有任何购买的冲动。我们愿意只是坐着，直到事情变得有意义。我们很不一样。我们更像梅隆兄弟(Mellon brothers)，而不是海湾和西部公司。梅隆兄弟在 50 年、60 年、70 年里做得非常非常好。他们愿意拥有少数股权，他们愿意发展公司，他们和我们很像。所以我不认为我们是一个标准的企业集团。我认为我们很可能会继续做得很好，就像梅隆兄弟永远保持年轻一样。

巴菲特：现在你说话了。

芒格：是的。(笑声)

30、赞扬森林河(Forest River)的 Pete Liegl

乔纳森·勃兰特：森林河(Forest River)是伯克希尔表现较好的收购之一。自从伯克希尔于 2005 年收购该公司以来，其销售额的增长速度大大超过了其主要竞争对手雷神(Thor)。我相信它已经在休闲车零售市场占据了第一的位置。你能解释一下森林河和雷神有什么不同吗？并告诉我们森林河是否接受比雷神的 7%更低的运营利润率来获得市场份额。与雷神相比，森林河是否有任何可持续的结构性优势，可以帮助它保持第一的位置？此外，目前三家公司占据了房车市场约 80%的份额，进入门槛是否比过去更高，或者是否存在像森林河这样活跃的新贵，仍然可以横空出世并获得大量份额？



(Thor Motor Coach 是北美排名第一的房车品牌，每年售出的房车中每 4 辆就有 1 辆由 Thor 生产。公司成立于 2010 年，是 Damon Motor Coach 和 Four Winds International 的战略合并而来，公司建造了许多世界上最受认可的房车。作为引入尖端创新的行业领导者，我们提供各种风格、尺寸、平面图和功能，提供适合每位客户生活方式和预算的房车。我们多样化的产品阵容包括许多世界上最受认可的燃气和柴油动力 A 级和 C 级房车，包括 Four Winds, Challenger, Chateau, A.C.E., Tuscany 等车型。最近，我们已经扩展到提供创新的 B 型房车选择；包括我们最新的豪华奔驰 Sprinter 房车、Sanctuary 和 Tranquility。通过建造各种独特的风格、尺寸和平面图，我们以真正有竞争力的价格提供定制的房车。有这么多独特的车型可供选择，Thor Motor Coach 房车的价格适合任何人的预算，从购买第一辆房车的家庭，到寻找漫游“梦想之家”的经验丰富的退伍军人。无论你选择如何花费时间或金钱，都有一辆适合你需求的 Thor MotorCoach 房车。www.thormotorcoach.com)

巴菲特：是的。大约十年前，我们收购了一家名为森林河的公司，由一位名叫皮特·利格尔(Pete Liegl)的人经

营。而且很有趣。Pete，他根本不是一个 MBA 类型的人，(笑声)这不是一个声明，这是一个观察。(笑声)

Pete 是一个了不起的人，他建立了一个非常成功，但规模小得多，这就是房车业务。他在 90 年代中期把它卖给了一家私募股权公司。他们立即开始告诉他如何运行它。此后不久，他告诉他们见鬼去吧。而且，在那之后不久，它就破产了，这并不罕见，我早就预料到了。所以 Pete 在破产中又买下并重建了它，然后在大约十年前，Pete 来找我。在一天下午，我们去吃了晚饭。他带来了妻子和女儿。我们买下了这家公司。他当时给了我几个承诺。他的承诺非常有限。我告诉他我会怎么做。然后我们从此过上了幸福的生活。

我从没去过森林河，它的总部位于 Indiana 州的 Elkhart。我希望它确实在那里。我的意思是，也许他们只是在编造这些数字？(笑)我看得出来。有人说，"这个月我们应该把什么数字发给沃伦，你知道，哈哈。"(笑声)

Pete 把公司经营得很好。我们在他来的时候达成了一项协议，关于薪酬激励和基本薪酬方案。他从未建议改变，我也从未建议改变。他把公司建设到了它将继续发展的地方，我认为它今年将完成超过 40 亿美元的业务。在这段时间里，我大概和他通了三四次电话。这是他的公司。他的工作非常出色。我不知道雷神和森林河的具体情况，但我知道和森林河竞争有多难。我认为在任何情况下都很难与 Pete 竞争。他的 IT 部门负责 40 亿美元的业务，由 6 名员工组成。他只是知道这个地方发生了什么。重要的是这是他的公司。我不能经营一家房车公司，我们总部也没有人能经营。

这是个艰难的行业。他们为了实现目标，在一个利润率非常狭窄的行业奋斗。Jonny，你看到这是一项毛利润率可能为 11-12%，销售费用率可能为 5-6% 的业务。我们制定了一个非常好的激励计划，无论是从他的角度还是从我们的角度。就像我说的，那天下午在奥马哈他来的时候我们就解决了。这对他很有效。这对我们很有效。你知道，这是最好的安排。我希望我们有 20 个这样的安排。

也许，我们的大多数股东甚至不知道我们拥有森林河。但这是一家今年将完成 40 亿美元业务的公司，我敢打赌，随着时间的推移，它将完成更多的业务。它是该行业的领导者。这个行业不会消失。而且，你知道，也许我们甚至可以卖一点房车保险。这就是森林河公司的故事。

31、Bakken 油页岩对伯克希尔的影响不大

股东：嗨，沃伦，查理。Vishal Patel 来自加拿大多伦多，我的问题是关于油砂的。能否请您与观众分享一下您对油砂行业及其对伯克希尔的影响的看法？

巴菲特：你是在考虑重油砂还是页岩油生产？

股东：我在想 Alberta 省的油砂，以及 Keystone XL 石油管线。

(早在 2008 年加拿大管道运营商 TransCanada 就向美国国务院提交了 Keystone XL 管道项目的许可申请，但一直遭到民主党人和环保人士的强烈反对，在 2015 年被前总统奥巴马以环境威胁、无法给经济带来长期好处为由予以否决。2017 年 3 月刚上任不久的特朗普就正式批准建设 Keystone XL 管道项目。Keystone 石油管线将从加拿大的阿尔伯塔省接入内布拉斯加州现存的石油管线，把阿尔伯塔省的原油输送到德克萨斯州的炼油厂，以及墨西哥湾沿岸的港口。这个造价数十亿美加币的项目将能每天从阿伯塔省运输超过 80 万加币桶原油到美国的炼油厂。拜登上台后撤销了这条管道的许可证。2021 年 3 月帕克斯顿和蒙大拿州总检察长 Austin Knudsen 在得克萨斯州联邦地方法院向美国政府提起诉讼。)

巴菲特：影响不是很大。我们在 Marmon 有一家起重机公司，通常在石油开发方面有很多业务。但是，当然，我们在油砂业务中是很积极的。我们很快就会有一个输电系统，将覆盖 Alberta 省 85% 的地区。Alberta 是个大地方。例如，它将有 8000 英里左右的输电线路。

(2014 年 5 月，伯克希尔能源公司(BHE)宣布将斥资 32 亿加元现金收购加拿大兰万灵集团(SNC-Lavalin)旗下输电线路运营商 AltaLink, AltaLink 成立于 2002 年，拥有着加拿大全 Alberta 省一半以上的输电网络，服务着该省 85% 的人口。公司资产约 59 亿加元，其中包括 280 家变电站和 1.2 万公里输电线。去年总收入 5340 亿加元，净利润 1616 亿加元。)

但油砂市场是巨大的。我们拥有一些埃克森美孚，显然他们在油砂中有业务。有一件事你可能会觉得很有趣，你知道，我们每天通过铁路运输 70 万桶原油。我们可能有九列火车，可以运载 100 节车厢左右，Matt Rose 可以纠正我。每一节都有 650 桶左右的石油，所以，你可能会发现有趣的是，在你把石油运到哪里的灵活性方面，铁路有很大的优势，因为石油在不同的地方差价是不同的，所以你可以把它转移到炼油厂，否则你可能会遇到麻烦。而铁路在这方面很灵活。但是一般来说，你实际上会首先想到石油是通过管道喷涌而出的。但我想说的是，铁路运输石油的速度可能是管道运输的两倍。

但我们最近从 Phillips 66 收购了一家公司。我们是用菲利普斯的股票换来的。我们收购了一家特种化学品公司。该公司的主要产品是一种化学添加剂，它能使石油在管道中的流动速度比其他方式快 10% 左右。所以它可能节省了一天的旅行。所以我们实际上是在以一种小的方式从事原油管道业务。

(2013 年 12 月，伯克希尔通过“现金充裕剥离”的避税交易，与 Phillips 66 达成协议，同意以 1410 万股(约 11 亿美元)Phillips 66 股票换购其子公司 Phillips Specialty Products Inc。这是一家化工企业，其业务主要是改善原油管道流动能力，原油流动性改进剂使石油通过管道的速度比其他情况快 10%。巴菲特曾在一次讲话中对 Phillips 66 不吝赞扬：他对 Phillips 66 的业务组合印象很深，原油流动性改进剂子公司提供高品质产品，财务状况一直以来都表现强劲。Phillips 66 的 CEO Greg Garland 称，公司之所以卖掉这块业务，是因为伯克希尔的出价很高，现在公司将专注于油气运输、冶炼及其它化工业务的发展。伯克希尔一直对持续盈利强、业务简单易懂的大公司青睐有加。)

我认为油砂显然是人类的重要资产。那里有大量的石油。你知道，在未来的几个世纪里，它们是人类的重要

资产。但我不认为这会极大地改变伯克希尔的任何事情。Matt 对此可能有不同的看法。我会让查理谈谈。如果 Matt 想说点什么，我也很乐意听听他的意见。

芒格：但是，很多油砂生产是使用天然气来生产重油。所以这是一件非常奇怪的事情。只有当石油价格保持在非常高的水平时，它才是经济的；只有当天然气太便宜时，它才是令人愉快的。所以这是一个非常特殊的行业。这对人类有好处。但这是不是一项伟大的投资，我一点也不知道。

巴菲特：马特，你对那里的原油情况有什么要补充的吗？

32、巴菲特对冲基金押注的最新情况

巴菲特：好的。我们快接近中午了。六年前，我向一群人承诺，我为慈善事业打赌一个指数，标普 500 指数基金将与一组对冲基金的表现进行比较。纽约的一家公司接受了我的打赌。我承诺，每年我都会给出我们做得如何的最新结果。每年给出这些结果都变得越来越有趣。(笑声)我们已经赌了六年了。这很有趣，因为选择这些基金的人都是非常正派和聪明的人。显然，母基金根据业绩表现获得报酬，他们自然会获得一笔费用。但他们也会根据他们选择的对冲基金的表现获得额外的绩效费。因此，他们有充分的经济动机来组建一批出色的对冲基金。而在这五只参与押注的基金的基金里面，可能至少投资了 200 只对冲基金，这是基金的基金经理精心挑选的，目的是增加自己的收入。他们非常有动力。

所以我们现在已经赌了六年了。第一年，在市场低迷的情况下，基金的基金组合的表现明显好于标普指数。但正如你所看到的，在随后的五年里，标普指数远远甩开了它们。有趣的是，我们每个人投入 35 万美元，我们买了零息债券，所以十年后会有 100 万美元。我们买了十年期零息国债。我们买了一百万美元的本金。我们每人拿出 35 万美元。好吧，利率在几年后变成了几乎为零的利率，这意味着债券，即使它们没有附带息票，实际上也很快达到了面值。所以，一两年后，我们以大约 95 或 96 美元的价格出售了债券，我们几乎得到了全部的 100 万美元。我们把这些都投在伯克希尔的股票里。我向他们保证，无论发生什么，十年后他们都会有一百万美元。所以当十年到来的时候，奖金看起来会比一百万美元多一点，所以。所以，到目前为止，大家都很高兴。

* * * 下午场 * * *

开场白

巴菲特：好的，让我们准备好继续。我们从来没有得到任何精确的数字，因为人们在会议上来来去去。但我知道我们今年比往年多发出了 1.1 万张票，我们把所有的空间都填满了。我们在希尔顿酒店的一个房间里使用额外的空间，所以很明显，今年我们的出席人数比过去任何一年都多，我希望在消费数据上能反映这一点。(笑声)

我们从 Becky 开始。她应该在这里。

1、所有企业都必须应对变化

Becky：这个问题来自 Michael Locheck。他说，能源未来控股公司(Energy Future Holdings)可能的破产原因是钻井技术革命导致天然气价格意外大幅下跌。你认为伯克希尔投资组合中持有的其他资产，如债务、股权等，在多大程度上，可能会受到破坏性技术或其他变化的影响，而这些变化会侵蚀商业模式和进入壁垒？

例如，消费者行为和监管的变化可能会影响可口可乐。支付系统的变革可能会影响美国运通，技术和竞争格局不断变化的速度可能会影响 IBM，媒体内容的无线传输和城市化可能会对 DirecTV 直播卫星系统造成破坏。

你能否评论一下，EFH 公司的一些投资方(包括最好的私募股权公司 KKR)的参与是否促成了你的投资决定？是从众心理的程度在起作用吗？从这次经历中可以吸取什么教训？

巴菲特：嗯。我不愿意与任何人分担我决定投资 EFH 公司的错误。我认为任何暗示他们与那个决定有任何关系都是非常不公平的。那只是我的一个错误。这是一个重大的错误，我们将来还会犯错误。

所有的企业都应该不断地思考，什么会破坏他们的商业模式。

对于 EFH 公司来说，这是一个相当简单的假设，但事实证明是错误的。我的意思是，他们假设天然气价格将大致保持在原来的水平或更高，但实际上价格却低了很多。就在那时，整个公司都坍塌了。他们有大量的资产储备，他们有一些期货头寸，这让他们活了一段时间。但这是一个基本的错误。

我们认为我们所有的业务都会发生变化。GEICO 保险就是一个经典案例。GEICO 在 1936 年开始以低成本运营，并通过降低汽车保险这一必需品的价格，将这些低成本转嫁给客户。他们最初是两名政府雇员通过美国邮政局，通过邮寄服务做到的。这就是 GEICO 名字的由来。

多年来，他们必须适应市场的变化，他们首先适应了不断扩大的保险类别。他们和客户的沟通主要从邮件转到了电话，后来又转到了互联网和社交媒体。但在经营过程中，他们也有过跌跌撞撞，因为他们要去适应，当他们离开 GEICO 保险公司擅长的领域时，1970 年代他们一度对扩张过于激进，几乎濒临破产。

因此，变化一直在发生，我们所有的业务都在发生变化。我们希望管理者能够思考变化，以及他们未来的商业模式需要做出什么应对。我们知道，五年或十年之后，它们看起来会不同。我的意思是，BNSF，像铁路这样的基础设施，正在大力发展液化天然气机车。一切都会改变。

我们的业务通常是凭实力做生意，它们通常不会受到快速变化的影响。但它们都会受到变化的影响，当然，缓慢的变化可能更难察觉，有时这会比那些快速的变化更容易让你丧失防备。

所以在回答这个问题时，我想说，我将来会犯错误。这是肯定的。我们不会做出任何像“赌公司赢或孤注一掷”这样的决定，因为这些决定会给我们带来真正的痛苦。这在伯克希尔是不会发生的。但是你不可能在不冒着犯重大错误的风险的情况下做出很多决定。但偶尔这样做也会表现得很好。

1966 年，查理和我，还有桑迪·戈特斯曼(Sandy Gottesman)，在巴尔的摩买下了一家百货商店。现在，可能没有什么比在 1960 年代中期买下一家百货商店更愚蠢的了。1966 年，在巴尔的摩的 Howard 街和 Lexington 街的拐角处有四家百货公司，但现在都不在那里了。排名第一的 Hutzler's 商店比我们的商店更晚一些破产。但幸运的是，Sandy 在出售的交易方面做得很好，所以在那家百货公司投资的 600 万美元变成了价值约 450 亿美元的伯克希尔股票，因为我们在此过程中用这些钱做了其他事情。

因此，你必须对你的企业正在发生的事情保持高度警惕，我们希望我们的经理能够做到这一点。但实际上，这是查理和我，以及我们的董事们，以及我们的经理们将要考虑的事情。查理？

芒格：是的，我之前谈到了通过学习，一点一点逐步地消除自己的无知是非常可取的，此外还有另一个技巧，那就是努力摆脱你的错误。我们在这两方面都做得很好。这是非常有用的。

想象一下，伯克希尔原本是一家肯定会破产的纺织厂，因为在新英格兰的电力成本大约是海外国家的两倍，其拥有一家肯定会倒闭的百货公司，以及一个肯定会因商业模式改变而被迫停业的蓝筹印花公司，最后由此诞生了伯克希尔哈撒韦公司。谈到从错误中挣扎出来，我想到如果我们有一个更好的开始，我们可能会做什么。(笑声)

巴菲特：是的。我清楚地意识到了这一点。我的曾祖父于 1869 年在奥马哈开了一家杂货店。我的祖父在 1929 年经营它，他写信给我的叔叔，他将和他一起经营它。这封信的开头是，“连锁店的日子结束了”。这是在 1929 年。这就是为什么我们最终开了一家杂货店，但它在 1969 年倒闭了。你真的必须面对你周围的事实，而不幸的是，我的祖父就是因为这个愿望才有了开杂货店的想法。好的，杰伊？

2、亨氏盈利能力

杰伊·盖尔布：这个问题是关于亨氏的交易。伯克希尔在亨氏的 50%股权包含在伯克希尔的业绩中，随着时间的推移，这对其收益可能具有重要意义。亨氏目前的正常盈利能力是多少？经过大规模的业务重组后，你预计亨氏在几年内能赚多少钱？

巴菲特：是的。好吧，亨氏将提交自己的 10-Q。事实上，他们现在进入了一个日历年。所以你很快会看到亨氏的数据。我要说的是，亨氏实际上是一家运营还算不错的食品公司，多年来税前利润率约为 15%，但这在食品行业中并不是一个不寻常的税前利润率。我只想请大家逐个季度地观察，也许明年也是如此，但我认为亨氏的利润率将从这些历史数字中显著提高。Bernardo Hees 和他的同事们在那里刚刚重组了商业模式。

我认为品牌，这是最重要的，和以往一样强大。我认为，在不削减营销支出的情况下，成本结构将得到显著改善。所以我认为你会看到一个显著的改善，但我不想说出一个数字。你很快就会知道的。

3、机会成本，买公司还是买股票？

股东：嗨，巴菲特先生和芒格先生。Dev Contessaria 来自费城的基金经理。你今天已经谈到了其中的一些方面，但我想问，你是否可以扩展一下你对比较投资机会的看法。在过去，你并不害怕在你的投资组合中建立一个很大的头寸，比如可口可乐。所以，当有机会购买更多你最喜欢的品牌时，比如在 2008 年和 2009 年初，购买更多像可口可乐这样的公司，甚至是穆迪(Moody's)这样从每股 75 美元跌到 15 美元的公司，与你实际做的其他事情相比，情况如何？伯克希尔是否可以通过一个更简单、更集中的投资组合来实现其历史回报，该投资组合由你最喜欢的公司特征组成，比如具有持久的竞争优势、定价能力、强劲的有机增长等积极特征，而不是像今天这样拥有更大、更复杂的业务组合？谢谢。

巴菲特：是的。好吧，这取决于我们在 2008 年和 2009 年期间最喜欢哪家公司。

首先，在 2009 年的恐慌中，我过早地花掉了相当一部分现金储备。2009 年 3 月初达到了底部，这个底部比 2008 年 9 月和 10 月要低得多，当时我们已经花了 160 亿美元左右。当时我们承诺为玛氏(Mars)提供 66 亿美元的资金，而这一承诺早在几个月前就已经做出了，所以我们在时间上没有太多的选择。

我们在那段时间的资本配置上做得很好，但显然我们做得不是最好。这就好像要我们把所有的钱都捂住，然后在底部一次性花光。我们从来没有真正弄清楚如何做到这一点，我们也不会弄清楚如何做到这一点。所以，时

机本来是可以大大改善的。

另一方面，直到 2009 年 10 月下旬，当经济仍然处于低迷状态时，你知道，我们能够购买 BNSF，这将是我们的未来的一大部分。所以，总的来说，我们在这段时间里做得相当不错。但回过头来看，当时最赚钱的方式是去购买大量股票。回顾过去，当我们以 15% 利率购买哈雷戴维森(Harley Davidson)的债券时，我们应该购买股票。但情况永远都是这样，后悔没有用。

总的来说，我们会喜欢这个想法——以我们目前的规模和范围，以及我们为股东设定的目标，**我们真正想做的是以合理的价格收购管理良好的大企业，然后随着时间的推移努力经营好它们。**我的意思是，当我们在 2014 年的时候，我们已经有了一批非常好的企业，其中一些规模非常大。随着时间的推移，这些生意会赚得更多，**然后我们正在努力增加它们的盈利，并确保我们不会在这个过程中发行任何股票。**所以这不是一个复杂的过程。

回顾过去，**我们总能比以前做得更好。**这就是事情的本质。但我觉得这个方式仍然是非常可行的，而且在一段时间内都是如此。虽然这种规模增长不会永远持续，也不可能永远持续。但我们仍然能够做很多。查理？

芒格：当然，现在的情况是，我们控制的私营企业在伯克希尔中所占的比例越来越大。在最初的许多年里，我们持有的普通股超过了公司的总价值。所以这就像是一个由普通股和许多额外业务组成的大型投资组合。当然，现在私人公司的价值比股票高得多。而且，我想这将继续下去，不是吗，沃伦？

巴菲特：当然，它会继续。不同之处在于，当我们对**投资股票**的判断正确时，**它会体现在市值和账面价值上。**当我们对**收购企业**的判断正确时，**它会体现在未来的盈利能力上，**这一点你可以看到，但它不会像投资股票时股价的变化那样突然出现在你面前。所以，**投资股票是一种不同的价值积累，比收购企业更容易看到。但收购企业更持久，而且不需要像蜜蜂一样，从一朵花到另一朵花(买卖交易)。**这两种方式都很好，但我们已经进入了**第二阶段。**你说的是吗，查理？

芒格：是的，好吧，如果你只是在恐慌中投资适量的资本，你有机会买到底部，而这是一个非常有吸引力的价格。但以这个最低的价格购买的股票数量并不多。因此，当我们收购这些企业时，我们可以部署大量资金。现在，如果我们想更多地投资穆迪，我们无论如何也买不了那么多。所以，我们被自己过去的成功所迫，更多地投资在这些更大的私营公司上。但实际上，我认为这对我们所有人都有利。

我喜欢我们在阿尔伯塔省购买输电线路。我不认为阿尔伯塔省会发生什么可怕的事情。我也不认为输送方式

会发生巨大变化。而且，我认为我们已经很好地适应了环境的变化。这也是生活的一部分。我的意思是，**既然变化是不可避免的，你如何适应它是非常重要的。**我想说的是，你们中的许多人多年来在伯克希尔看到的变化，非常符合我们的利益，未来可能会有同样令人向往的变化。

巴菲特：例如，在过去几年里，我们购买了相当数量的富国银行股票。因为经济复苏了，实际上，如果你坚持在底部买入，你大部分的资金会买入质量较差的银行，这是因为它们自身的弱点使它们的价格进一步下跌，而它们需要一个良好的经济来复苏。但**他们有点像边际铜生产商之类的，如果铜价上涨，你就能赚更多的钱。而不是去买最好的铜公司，而是买最差的铜公司，虽然它们的边际成本最高，但利润最大。**

在某种程度上，这就是事实，例如，银行也是如此。但我们对购买富国银行感到 100% 的放心，我们可能对购买其他一些银行感到 50% 的放心，所以我们去了我们觉得放心的地方。回想起来，你可以说我们应该把它们好的坏的都买下来。事实上，他们买了那些在 2008 年或 09 年表现最差的股票，不是因为它们可能会最大程度的受益于经济复苏，而这仅仅是因为它们跌得太多了。

4、自动驾驶技术进步与 GEICO 的未来

安德鲁·罗斯·索尔金：这也与未来有关，与 GEICO 保险有关。提问者问："你，也许还有托尼，能否解释一下你是如何看待基于使用率的定价、并相应地收取保费的看法，以及这将如何影响未来十年美国的汽车保险行业，以及这些变化如何影响 GEICO 保险的护城河？"我也相信你已经研究过自动驾驶汽车对 GEICO 保险的潜在影响。谷歌表示，这会在五年后。这对 GEICO 这个利润机器的未来意味着什么？如果分析显示未来充满挑战，你会出售吗？

巴菲特：是的。嗯，最后一个问题的答案是否定的。

基于使用率的定价在一些公司很受欢迎，他们在这方面做了很多工作。也许最认同它的是前进保险公司做的一些叫做"Snapshot"的事情。毫无疑问，了解客户或保单持有人驾驶习惯，以及他们如何使用汽车，对于评估人们的适当保费是一项宝贵的投入。**而保险就是评估损失的倾向来确定适当的保费。**

这在人寿保险中很容易理解。我的意思是，如果一个人 90 岁，他会比 20 岁更有可能死亡，尽管查理的情况就是如此。(笑声)即使是 83 岁，他们也比 20 岁的人更容易死亡。(笑声)所以你知道，这是显而易见的。女性寿命更长这一点并不明显，但已经得到了证实。

所以，保险中有各种各样的变量，你试图评估这些变量，并为保单持有人设定适当的价格。例如，如果你住在一个州，这个州的人口只有 1 人，而不是 1 亿人，那么发生事故的可能性就会小得多，这是因为缺乏驾驶密度等等。定价中有各种各样的变数。通过研究各种方法，前进保险公司可能是最有名的，他们试图研究一些变量，并希望他们能得到更好的信息，关于特定司机的倾向，或特定司机发生事故的可能性。

我们看很多变量，他们也看很多变量。我们认为我们已经有了一个很好的系统，到目前为止，我认为这已经被证明是正确的。但我们将继续关注许多变量。

我对 GEICO、GEICO 的管理及其评估风险的能力感到非常、非常、非常满意。我认为还有很多人在这方面做得很好，但在我看来，在汽车保险方面，没有人比 GEICO 保险公司的人做得更好。但我们应该不断问自己，"我们还能做得更好吗？"我们确实问过自己。

现在，当你谈到自动驾驶汽车时，这对汽车保险行业是一个真正的威胁。我的意思是，如果这被证明是成功的，并大大减少了事故，这将对社会非常有利，而对汽车保险公司则非常不利。所以你知道，这是可能发生的。我不知道如何评估这可能需要多长时间，也不知道有多大比例的汽车可能会受到影响。但这肯定会发生，而且这绝对不会让我们产生出售 GEICO 的念头。查理？

芒格：是的，有些事情发生得比你想象的要慢得多。我参加了哈佛大学的一个项目，至少是在 30 年前，描述了彩色电影是如何进入家庭点播的，他们说这个技术很快就要大规模应用了。好吧，他们最终来了，但那是 30 年后的事了。我有一种感觉，自动驾驶汽车对市场产生巨大影响可能需要很长一段时间。所以我不是很担心。

巴菲特：那是我的猜测，但你知道，我们可能是错的。

芒格：是的，这可能是错的。(笑声)

巴菲特：但如果我们错了，我们会一起错。(笑)

人们很难弄清楚它如何能在 10 年内产生重大影响，但它也可能根本不起作用，谁知道呢？但 GEICO 保险公司将会做更多的生意，在我看来，五年后会比现在多得多，十年后也会比现在多得多。你知道，30 年后，你们还年轻，你们会知道的，而我会平静地离开，不会知道。(笑声) 好的，格雷格？

5、更多的国际收购？

格雷格·沃伦：谢谢你，沃伦。多年来，你对自己的收购标准一直非常明确，几年前，也许是在收购伊斯卡

Iscar 的时候，你在一次年度会议上提到，正在做出协调一致的努力，让非美国公司更多地了解伯克希尔作为首选收购方的积极属性。然而，尽管欧洲等地的大型家族企业比例较高，而且目前全球超过一半的上市公司市值来自美国以外，但伯克希尔在美国以外部署的资本却很少，想到的只有 Iscar 和刚买的 Altalink 输电线路。美国真的是一个更具吸引力的资本目的地吗？还是有其他原因导致伯克希尔没有在海外部署大量资本？

巴菲特：我们从来没有因为觉得我们更愿意在美国做一些事情而拒绝在美国以外进行重大收购的机会。你提到了阿尔伯塔省的交易。但我们没有像在美国那样幸运地进入世界各地企业所有者的雷达屏幕。

到目前为止，**在收购一家企业时，我们最好的选择是从创始人的家族或创始人本人手中收购。**你知道，这是我们的强项，在美国，我认为几乎所有符合这一类别的大型企业都会想到我们。相当多的人更喜欢我们。

我认为伯克希尔在美国之外也得到了一些认可。当我们在 2006 年收到伊斯卡的消息时，Eitan Wertheimer 给我写了一封信，我以前从未听说过他，我从未听说过这家公司。他说这家人已经考虑过了，我们是他们唯一想卖的公司，如果不卖给我们，他们就不会卖。所以，我们在海外有一些知名度。但我有点失望，因为我们在国外没有更好的运气。我们会继续努力，看看会发生什么。

顺便说一句，我刚刚和雅各布·哈帕兹(Jacob Harpaz)谈过，他在管理伊斯卡方面做得非常出色。昨天我在参观展览馆的时候和他谈了谈。他们在四月份创造了新的记录，这不会是他们创造的最后一个新纪录。但这可能有一些轻微的意义，就世界商业如何运作而言，因为他们销售这些微小的切割工具，然后进入了世界各地的基础工业。人们买这些东西并不是因为他们在办公室或其他地方看起来很漂亮，他们买这些东西是因为他们需要。而且，这是四月份的一个记录。三月的销售也非常好。因此，他们看到了业务中的优势，这肯定会让人很难相信整个工业世界都在走下坡路。

伊斯卡对我们来说是个很好的公司。这些人特别棒，它们的生意非同寻常。它太适合我们了，我只希望我能在那里找到更多类似的东西。但今年，除了我们昨天宣布的那个，我们还没有接触过任何有意义的重要收购消息。在过去的五年里，我们收到了很多人的来信，但没有什么是真正有意义的。但我们会继续努力。

6、了解你的"能力圈"

股东：你好，巴菲特先生，芒格先生。谢谢你非常慷慨地分享你的智慧。Chander Chawla 来自旧金山。过去，你曾说过，人们应该在自己的能力圈范围内工作。我的问题是，一个人如何确定自己的能力圈是什么？(笑声)

巴菲特：好问题。观众中的一些人对此表示认同，我能听到他们的声音。

你知道，这是一个自我现实的问题，这也适用于商业之外。而且，我认为查理和我已经相当好地确定了我所说的能力圈的边界，但很明显，我们已经超出了这个范围。我想说的是，在我自己的例子中，我在零售领域比在其他任何领域都更频繁地进出。我认为你很容易认为你了解零售，然后发现你并不了解，就像我们在巴尔的摩的百货商店所做的那样。当我购买伯克希尔时，你可以说我超出了我的能力圈范围，尽管我购买它，实际上，最初是为了参与股票回购。当我决定买下这家公司的控制权时，我可能已经超出了我的能力圈范围。这是一个愚蠢的决定，结果也证明了这一点。

我认为，在评估自己的才能和缺点时要现实。我不知道这是否是天生的，但有些人似乎比其他人更擅长于此。我知道有一些 CEO，我觉得他们不知道自己的能力圈在哪里开始和结束。但是，我们有很多经理人，我认为他们在这方面做得很好。他们真的知道当他们在自己的比赛中一定会赢，所以他们不会走出比赛。

最终是 B 夫人在家具市场给我展现了这点。她告诉我，就伯克希尔的交易而言，她不想要股票。现在，这可能听起来像是一个糟糕的决定。这是一个明智的决定，因为她对股票一窍不通，但她对如何处理现金却很在行。她了解房地产，她了解零售业，她清楚地知道自己知道什么，不知道什么，这让她在商业生涯中走了很长很长很长的路。你知道什么时候去玩你会赢的游戏，什么时候站在游戏之外，这种能力是一笔巨大的财富。

我无法告诉你最好的方法来培养对自己的这种感觉。你可能会得到一些很了解你的朋友帮助。查理会给我一些帮助，偶尔他会说："你到底知道些什么？"当然，这是一种说法。(笑)但是查理，你能帮帮他吗？

芒格：嗯，我不认为要弄清楚你的能力圈有多难。如果你身高 5.2 英尺，你在 NBA 中没有太多的未来。如果你已经 95 岁了，你可能不应该尝试在好莱坞扮演浪漫的主角。如果你体重 350 磅，你可能不应该尝试在莫斯科大剧院芭蕾舞团担任主角。如果你几乎不会算牌，你可能就不应该试图蒙着眼睛赢得国际象棋比赛，等等。(笑声)

巴菲特：你在排除我想做的一切。(笑声)

芒格：但能力是一个相对的概念。我们中的很多人，包括正在发言的人，想要出人头地需要的是去与白痴竞争，幸运的是，这有大量的供应。(笑声)

7、伯克希尔账面价值与股票指数的比较

卡罗尔·卢米斯：这个问题有点回到了之前被问到的一个问题，关于你比较的年度绩效标准。巴菲特先生和芒

格先生，我认为你们经营着一家理性的公司。但当我将伯克希尔的每股账面价值与标普平均指数进行年度比较时，我发现这根本不合理。将股票市场指数与运营公司账面价值的增长进行比较的逻辑是什么？如今，伯克希尔主要是一家控股公司，那么你为什么每年都要进行这种非理性的比较呢？

芒格：让我来回答这个问题。(笑声)答案是你完全正确，我们这样做是因为沃伦想给自己制造麻烦。所以，如果你不理解那些喜欢穿毛衫的人，你就永远不会明白为什么有人会做这样的事。这是一种荒谬的比较方式，但它让沃伦很难看起来很好。**他喜欢爬高难度的山，但这太疯狂了。**你是对的。(笑声和掌声)

巴菲特：通常当他说的那样直白时，我总想给自己澄清一下。但我想我不会去尝试。(笑声)好的乔纳森。

8、伊斯卡和 Marmon 交易的估值

乔纳森·勃兰特：2013 年，伯克希尔收购 Marmon 和伊斯卡少数股权的税前利润倍数，远高于伯克希尔此前收购这两家公司多数股权的税前利润倍数。你能解释一下为什么估值公式会改变，为什么伯克希尔未来增持股份时的市盈率没有固定下来(至少在 Marmon 的情况下是这样)，为什么伯克希尔愿意接受最近买入的股票大幅降低的回报，而不是在首次买入后的那么多年？

巴菲特：是的，伊斯卡的倍数实际上是根据最初的购买决定的。换句话说，当我们在 2006 年达成交易时，我们获得了数倍的收益，并考虑到了现金和一些东西。然后我们采用了这个公式，并将其作为家族或伯克希尔的看跌和看涨期权。他们有看跌期权，我们有看涨期权。你知道，从现在到审判日，我们坚持用它来管理事情，这样就不会偏离原来的公式。我们的风格永远不会主动行使看涨期权，即使我们有权这样做。看跌期权和看涨期权的价格相同，或者说遵循相同的公式。但这家人选择把它交给我们，但他们把它交给我们的依据与最初购买的 80% 所涉及的基础情况完全相同。

Marmon 的交易则完全不同。**Marmon 的交易是分期付款收购。**实际上，达成交易并最初计划购买的股份是 64%，而我们最终是首次购买 60%，同时我们给了他们更多的期权。这只是一个简单的分期付款，我们研究了这些公式在未来应用的后果。除非在合同中包含有适用于他们第二次和第三次出售的公式，否则这家人不会把 64% 卖给我们，就像他们在第一次出售上做的那样。我们把它看作是一笔整体的交易，我们知道如果业务改善，我们会支付更多的钱，随着现金状况的改善，我们以后会支付更多的钱。但这一切都是最初交易的一部分，所以这实际上是一个，**价格完全相同，分三阶段交易的一部分。**查理？

芒格：价格上涨是因为价值上涨了。我们已经同意(交易的公式)，那将是我们支付价值。

巴菲特：是的。在这两种情况下，我也应该说，无论是 Marmon 的 Pritzker 家族和在 Iscar 的 Wertheimer 家族，他们表现得再好不过了，或者说每个人都对初始交易和后续交易感到满意。因此，必须达成让人们感觉良好的交易，这是值得的。

芒格：那里什么都没有发生，我们只是对这两个家庭的智慧给予了极大的尊重。我们对这些企业看得越多，这些家庭看起来就越聪明、越好。每个家庭所做的一切都令人惊叹，你说呢，沃伦？

巴菲特：对，对。

芒格：绝对令人惊叹。

巴菲特：这是两笔重要的收购。我的意思是，它们增加了我们很多的内在价值。部分由于一些会计特殊性，企业的账面价值远低于现在的内在企业价值。

芒格：顺便说一下，Marmon 旗下的联合油罐车(Union Tank Car)是约翰·D·洛克菲勒(John D.Rockefeller)的老本行。约翰·洛克菲勒一世。令人惊讶的是，这些好生意居然能持续下去。

巴菲特：是的，实际上公司的形式是这样的，Marmon 最初的公司是 Rockwood and Company，我在 1955 年和它一起做了一次可可豆套利，在那里我遇到了杰伊·普利茨克(Jay Pritzker)。所以，生命真奇妙。

你在生活中学到的一件事，尤其是在商业中学到的一件事是，你将会遇到很多人、公司和经历，在未来你会有"蓦然回首，那人却在灯火阑珊处"的感觉。

9、如何找到你喜欢的东西并去做

股东：巴菲特先生，芒格先生，Nicholas Erdenberger 来自美丽的花园之州新泽西州。所以我想这是之前问题的后续问题。我真的很赞同不要投资你不能完全理解的行业的想法。作为一个编程能力有限、不会制造机器人的年轻人，我当然不能完全理解这个科技行业。然而，如今，在我这个年纪的人中，创业的概念几乎就是科技的同义词。巴菲特先生，我的问题是，如果你 23 岁，有创业倾向，你会在哪个非科技行业创业，为什么？

巴菲特：我可能会做我 23 岁时做的事。(笑)你知道，我会去做投资生意。我会看很多公司，我会去和很多人交谈，我会试着从他们那里学到我能学到的关于不同行业的东西。我 23 岁的时候做了一件事，如果我对煤炭行业感兴趣，我会出去见八个或十个煤炭公司的 CEO。有趣的是，我从来没有预约过，我只是顺便来看看。但他们可

能觉得一个长得像我一样的从奥巴马来的家伙，对他们而言不算太有害。所以我总能看到他们。

我会问他们很多问题，但我总是问他们最后两个问题，如果他们必须把所有的钱都投入到任何一家煤炭公司，除了他们自己的公司，然后离开十年，却无法改变它，那会是哪一家，为什么？然后在我得到答案后，我会再问，如果作为交易的一部分，他们必须卖空一家煤炭公司同等数额的钱，那会是哪一家，为什么？

如果我去和煤炭行业的每个人谈谈这件事，从煤炭经济学的角度来说，我对煤炭公司的了解可能比任何一个经理都要多。所以，我认为学习商业的方法有很多。你不会通过这种方式学习如何创建另一个 Facebook 或谷歌，但你可以通过阅读、通过个人接触了解很多关于公司的经济特征。

你必须对它有真正的好奇心。如果仅仅是因为你的母亲告诉你应该这样做或类似的事情，我不认为你能做到这一点。(笑)我认为这么做真的会让你兴奋。我的意思是，还有什么比四处打听煤炭公司更让你兴奋的呢？(笑声)你可能听着也有点古怪。但这就是我要做的事。在这样做的过程中，我可能会找到一些我特别感兴趣的行业，在我的例子中是保险业，你可能会做好准备，甚至可能创办自己的保险公司，也可能会选择最合理的公司去工作。如果你不断学习，你会发现一些非常有用的事情，但你必须对它敞开心扉。查理？

芒格：嗯，你可以尝试一下 Larry Bird 使用的技巧。当他想要一个经纪人来谈判他的新合同时，他问每一个经纪人为什么他应该被选中。如果这个经纪人没有被选中，那你会推荐谁。由于每个人都推荐了同样的二号人选，Larry Bird 就雇佣了他，并谈成了历史上最好的合同。人们使用了很多技巧。

巴菲特：实际上，我们对所罗门也做了同样的事情。那是一个周六的早晨，我周五下午刚到那里，我们必须东京开盘前的周日晚上加班，我必须有人来管理这个地方。所以我打电话给八个人，我说，"除了你之外，还有谁是管理这个项目的理想人选，为什么？"其中有一个告诉我，没有人能和他相比。几个月后他就离开了公司。(笑声)但是，这是一个不错的系统。

你只要问一问就能学到很多东西。如果你和足够多的人谈论他们知道的事情，而且人们喜欢谈论。我的意思是，这听起来有点像 Yogi Berra 的名言之类的，但事实确实如此。(笑)现在我们在这里谈论我们自己。你只需要敞开心扉你会找到你的位置的。你可能不会在第一天、第一周或第一月找到它，但你会找到让你着迷的东西。我很幸运，因为我在七八岁的时候就发现了让我着迷的东西。你知道，有些人在他们四五岁的时候，就发现国际象棋或音乐让他们着迷了。如果你幸运的话，你会很早就找到它，有时你需要更长的时间，但你会找到它的。

芒格：如果这是一个竞争非常激烈的行业，而且它显然需要你现在所缺乏的某种品质，那么这种情况就应该被避免。当我在加州理工学院的时候，我选了热力学，教这门课的 Homer Joe Stewart 是一个天才。对我来说，很明显，再多的时间和努力也不能把我变成像他一样。他绝对比我更有才华。所以我放弃了。我立刻说我不会尝试成为加州理工学院的热力学教授。我在一个又一个的领域尝试过，然后很快就只剩下一两个领域了。(笑声)

巴菲特：是的，我在运动方面也有过类似的经历。(笑声) 好的，Becky。

10、伯克希尔会议期间的酒店客房经济

Becky：这个问题来自 Darren Bordemier。他说，沃伦，你在媒体上评论说，在伯克希尔周末会议期间，你对奥马哈地区的酒店价格感到担忧。(掌声)请进一步阐述这一立场，因为它似乎与自由市场资本主义相矛盾。供求规律不应该适用于这种情况吗？

巴菲特：当然。既然我们想增加需求，正确的做法就是增加供给，对吧？(笑)

这就是为什么我们鼓励 Airbnb 进入，他们今年提供了一些房间。但这很符合逻辑。如果你想想在大多数城市的会议中心或酒店举行的大型活动，举办方在决定去哪里开会的时候都会掂量掂量。如果你有一个相对较小的行业活动，他们可以选择一个中等规模的城市，他们可以在那里举行会议，而且参会的人数也不会超过房间的供应。如果你要举行一个非常大的产业会议，你知道，你必须去一些像拉斯维加斯这样的地方，或者一些有很多房间的地方，因为否则你就会让供需失衡。所以，如果你有一个活动，而它的规模不是由安排它的人决定的，也不能由安排它的人决定，那么参会人数完全可以超过合理的房间供应。我的意思是，你知道，最好的情况是像大师赛这样的比赛。我的意思是，奥古斯塔(Augusta)不能把它的酒店业范围扩大到奥古斯塔以外，而大师赛却不会在其他地方举行。嗯，有一些这样的活动，但不是很多。奥马哈也不能根据伯克希尔的会议来确定酒店供应的规模。当地酒店业的规模通常符合它能够满足的那种会议规模，但伯克希尔会议的规模超出了我们的预期。

但真正困扰我的是要求至少三天的住宿预定。我的意思是，我认为有一些特别令人恼火的事情，有人来参加一个为期一天的活动，但却必须预定至少三天的住宿。同时，价格也越来越高。顺便说一句，街对面的奥马哈希尔顿酒店，跟其他许多酒店一样，在整个过程中都很出色。但也有一些确实在搞事情，我们不想减少需求。我们不想搬到达拉斯，即使我们明年要在那里开一家店，那也会很有趣。

但我们不会搬到达拉斯。我的意思是，奥马哈的人喜欢这个活动，这对奥马哈来说是一种经济上的福音，当

人们来到这里时，他们通常会对奥马哈有很好的印象。所以，在奥马哈举行会议有很多好处，我们不能指望任何人建造新的酒店来照顾这一年中的三天特殊时期。所以，幸运的是，像 Airbnb 这样的酒店是一种灵活的供应安排，在我看来对它很有意义。我认为明年它会发展得更好，我认为明年酒店会做得非常好。但我不认为他们能把它推向完全稀缺产品的极端。我们希望他们做得很好，这就是为什么我们不插手的原因。查理？

芒格：没什么好补充的。

11、GEICO 保险公司最终会超过州立农业保险公司(State Farm)吗？

杰伊·盖尔布：这个问题是关于 GEICO 保险的。GEICO 继续在大型汽车保险公司中获得最大的市场份额，同时提供有吸引力的回报率。它还拥有汽车保险公司中最大的广告预算，同时保持着低成本运营商的优势。我的问题是，GEICO 保险目前在汽车保险市场占有 10% 的份额，目前州立农业保险公司(State Farm)也是汽车保险的主要承保公司，考虑到它在汽车保险市场占有 19% 的份额，它最终会超过州立农业保险吗？

巴菲特：是的。嗯，这是个好问题。没有人确切知道答案。但我要告诉你，我们今年超过了好事达保险公司(Allstate)。State Farm 是一家了不起的公司，它是美国历史上最伟大的公司之一。它是由一位没有保险经验的农民 George J. Mecherle 创办的，他当时 40 岁出头。有一本传记叫《The Farmer from Merna》(来自默纳的农民)，我想应该是在伊利诺伊州，他基于一个更好的商业模式建立了这个令人难以置信的企业。我认为那是在 1920 年左右完成的。

然后，显然 GEICO 保险推出了一个更好的模式，但当时 State Farm 已经很大了。Allstate 也非常非常大。自 1936 年以来，我们就成为了全国第二。现在，我有一些预测，如果我活到 100 岁，我们应该是第一名。我告诉 GEICO 保险，我要尽我的责任。所以剩下的就看他们了。(笑声)

在我看来，我们将最终获得市场份额。只要我们永远不会忘记我们的工作是非常好地服务客户，只要我们能够合理地评估风险，我们将月复一月，年复一年地赢得市场份额。我们有一些基本的优势，只要我们处理好这两件事，我们就能做到这一点。就实现这一目标而言，Tony Nicely 很好地完成了一项属于世界名人堂的工作。在 Tony 到来之前的 15 年里，也许 14 年，市场份额一直徘徊在 2% 左右，也许是 2.1% 或 2.2%。自从他在 1993 年接手以来，现在已经超过 10%，而且还会继续下去。

State Farm 现在的净资产可能有 700 亿美元左右，大约 600-700 亿美元，他们在房主中有很强的影响力，

他们有很强的代理销售团队。他们有很多满意的顾客。所以超越它不会很快到来，但我确实认为它终将会到来。

芒格：嗯，GEICO 保险对我来说非常像 Costco。它成功的原因之一是，他们真的觉得有一种神圣的责任，那就是以非常低的价格推出一款很棒的产品。很多人都在谈论这个游戏，但很少有人将其作为公司的灵魂(利润之上的追求)。但 GEICO 保险做到了，而这样的公司往往会随着时间的推移而不断前行。

巴菲特：有一件事你会发现，我认为 Costco 也是如此，GEICO 当然也是如此，那就是员工不会像他们那样来来去去。我的意思是，几乎没有其他保险行业的人加入 GEICO，而他们也不会离开我们。该怎么做，该怎么做好，他们有自己的想法(应该做正确的事，并把它们做好。How it should be done, What should be done right.)。整个组织变得非常非常牢固。当然，它会因成功而得到加强。在 Costco 是这样吗，查理？

芒格：哦，Costco 太不可思议了。这让我想起了 GEICO 保险，我对两家公司不断抢占市场份额并不感到惊讶。纸上谈兵很容易，但说到做到那就是另一回事(说起来容易做起来难)。我的意思是，人们总是试图降低价格，提高服务质量，而这是违背很多企业家的人性的。这是非常艰难的，但却非常有效。

12、巴菲特的节俭伤害了伯克希尔吗？

股东：巴菲特先生，Neil Patel 来自芝加哥。我非常钦佩你在拥有大量财富的情况下仍过着节俭的个人生活。你认为这些年来你的节俭对伯克希尔的股东有什么帮助？查理，你有没有你认为沃伦的节俭伤害到伯克希尔和股东的例子？

巴菲特：首先，让我们来看看我们两人谁更节俭。查理，你觉得是谁？(笑)

芒格：在个人消费方面，沃伦更加节俭。(笑声)

巴菲特：你愿意举个例子吗？(笑)

芒格：沃伦住在同一栋房子里，这栋房子是他在 1950 年左右以非常低廉的价格买下的。

巴菲特：我是在 1958 年买的，而你是在 1960 年左右搬进你的房子的，对吗？

芒格：是的，我付了更多的钱。(笑声)

巴菲特：但他设计了自己的房子。

芒格：当然，但他更节俭。

巴菲特：你没有付钱给建筑师，对吗？

芒格：我付了 1900 美元给一个建筑师。这是正常价格的 30%。

巴菲特：是的。请注意他是如何记住细节的。(笑声)

不，我拥有生活中我想要的一切。这是一件很简单的事情。但如果有什么是钱能买到我想要的，我会在今天下午去做。我对此没有任何问题。**我不认为生活水平与超过一定程度的生活成本相等。**我的意思是，在某种程度上，在拥有良好的住房、健康、良好的医疗服务、美食、好的交通工具等一切方面，这是毫无疑问的。

但有一点我认为，**如果有的话，你会得到负反馈。如果我有六套或八套房子，或者我可以拥有一大堆不同的东西，我的生活不会更幸福，甚至会更糟糕。**它们之间没有关联。所以我拥有我所拥有的一切，我的意思是，我无法拥有更多了。这并不会有什么影响，虽然这在一定程度上是有影响的。我的意思是，当你得到 X 的时候，你可以开始有很多不同的想法，但当你得到 10 倍的 X, 100 倍的 X, 或 1000 倍的 X 的时候，它只是没有任何可能的区别。查理，你能吗？

芒格：从根本上说，节俭帮助了伯克希尔。我看着这些观众，我也看到了一群低调、节俭的人。我们赢得了你们这些人。(笑声)

巴菲特：但这个周末还是别节俭了吧。(掌声)朋友们，你买的越多，你就省的越多。(笑声)好的。安德鲁。

13、伯克希尔不"吝惜"纳税

安德鲁·罗斯·索尔金：这个问题来自 Azhar Quader，他想让你知道他是哥伦比亚商学院的毕业生，就像沃伦你一样。问题如下，伯克希尔 2013 年纳税 89 亿美元。辉瑞目前正在考虑一项收购，这将使其能够将其技术控股公司转移到海外，从而节省所得税费用并创造股东价值。如果这能为伯克希尔的股东创造价值，你和查理会考虑这件事吗？

巴菲特：我认为答案是否定的。你怎么说，查理？(掌声)

芒格：我认为在我们保持繁荣的同时让我们的税收为零，这将是疯狂的。这不是一个合理的理想。(掌声)

巴菲特：是的。除了美国，我们也不可能在任何其他国家建立伯克希尔。你知道，看看我们所获得的一切。美国在很大程度上帮助查理和我变得非常、非常、非常富有。(笑)查理？

芒格：我没有任何抱怨。我环顾四周，我看到你们在吃早餐，这是一群非常快乐的人。我不认为很多人会因为别人拥有更多而咬牙切齿。

巴菲特：但是我们不会额外付钱，我不想让它变得比你更神圣。当我们在 2 万多页的报税单上算完税后，我们不会再支付任何费用，我们不会增加 20%或 15%的小费或任何东西。(笑声)我们做的某些交易是由税收驱动的。我们正在享受低收入住房税收抵免，事实上，乔治·布什为此向我表示过祝贺。所以这是两党合作。我们做的风能和太阳能交易，它们都是由税收驱动的。我的意思是，否则它们就没有经济意义了。所以我们遵守规则。但我们并不吝惜我们所缴纳的税款。我们在向美国纳税的同时赚了很多钱。(掌声)好的，格雷格。

14、尝试墨西哥的铁路货运市场？

格雷格·沃伦：沃伦，联合太平洋公司(Union Pacific)是 BNSF 铁路在西部的主要竞争对手，该公司大约 10% 的收入来自往返墨西哥的货运。它还拥有墨西哥大型铁路公司 Ferromex 20%的股份。鉴于墨西哥汽车产量预计将强劲增长，未来两年将增加 30%的产能，以及在墨西哥扩大靠近这些基地的制造潜力，你认为墨西哥货运市场的吸引力如何？假设这个问题的答案是肯定的，那么 BNSF 铁路在 Kansas City Southern 铁路拥有最小的股份难道不是更大的好处吗？该公司大约一半的收入来自其墨西哥特许权，而不仅仅是从该公司接收货物。

巴菲特：是的，联合太平洋公司在墨西哥有很大的优势。他们的路线结构就是这样的，我认为他们能在六个不同的地方穿越边境。在与墨西哥的关系上，他们的线路结构比我们好得多。还有堪萨斯州，正如你所说的，堪萨斯城南方公司在墨西哥有很大的影响力。

但是，就我们能用我们的钱做什么和我们看到的前景而言，虽然那里有很好的前景，但其他地方的交通也有很好的前景。所以这对我们来说没有意义。也许有一天有些事情发生，但是数学对墨西哥不起作用。但我们一直在考虑墨西哥，我们也在考虑许多其他市场。多年来，在 BNSF 铁路上运输更多货物的可能性很大。**我们不会忘记墨西哥，但我们也不会做傻事。**查理？

芒格：我没什么可说的。你知道，很容易就能想象出用花招让你发财的组合。当然，最简单的交易是收购竞争对手。但大多数东西，当你达到一定规模时，你就做不到了。那为什么还要花时间去想呢？恐怕从现在开始，BNSF 铁路将不得不靠自己的力量前进。

巴菲特：不用担心这个。

芒格：我并不担心。

15、内在价值与伯克希尔模型

股东：嗨，沃伦和查理。Dan Hua 来自洛杉矶。我的妻子 Cora 和我很高兴来到这里。你今天早些时候讨论了内在价值，我是格雷厄姆和费雪的忠实粉丝，尤其是《证券分析》。与《证券分析》中所说的相比，你在计算内在价值方面有什么不同(如果有的话)？例如，管理层是如何考虑这一因素的？你最近提到评估管理就像约会，最近你又说，管理确实很重要。我的第二部分是，你最害怕哪家公司？为什么你做过的事别人都没做过？我是说，可口可乐有百事可乐作为竞争对手。谢谢。

巴菲特：是的，实际上格雷厄姆并没有对内在价值进行精确的计算。但内在价值已经被等同于你所说的私人商业价值，我认为相当恰当。现在，我不确定谁是第一个提出这个想法的人，好吧，实际上第一个提出这个想法的人是伊索(Aesop)。但任何企业的内在价值，如果你能完美地预见未来，那就是从现在到审判日之间分配给该企业的所有现金的现值。显然，我们在估计这一点上并不完美。(笑)但这就是投资或做生意的意义所在。

你把钱放进去，然后把钱拿出来。伊索说："二鸟在林不如一鸟在手"。他是在公元前 600 年左右说的，但现在的商学教授并没有对这一观点进行太多的改进。现在的问题是，你知道，你有多确定灌木丛里有两个？灌木丛有多远？有各种各样的东西。利率是多少？但我的意思是，伊索想给我们留下一些东西，让我们在接下来的几千年里可以玩，所以他没有把整个事情说出来。但这就是内在价值的本质。

而且，菲利普·费雪(Phil Fisher)会说，在计算这一点时，他会更仔细地考虑企业的定性因素，以估计灌木丛中有多少只鸟。而格雷厄姆会说，他想看看灌木丛里有价值 2 美元的现金，你知道，现在只需要付 1 美元。一个强调定量因素，一个强调定性因素，但两个人都不会反对数学。我一开始深受格雷厄姆的影响，所以我强调定量因素。查理走过来说我完全错了，他在法律上学到的东西比我在金融研究和其他方面学到的东西都多，他说我应该更多地考虑定性因素，他是对的。菲利普·费雪也是这么说的。但你知道，这就是内在价值。如果你买下麦当劳的特许经营权，如果你买下通用汽车，不管它是什么，真正的问题是，首先，在你买下它之后，你是否需要投入更多的现金？但这是真的赚真金白银吗？什么时候能赚到？折现率是多少？所有这类标准的东西。

如果我有一颗银弹，我会射击对我们构成威胁的哪家公司？不过，我真的没有。我没有看到伯克希尔的任何竞争对手。我看到私募股权公司收购了很多企业，他们的优势在于他们会提高杠杆率，而我们不会，而且目前他们可以以非常低的成本借到钱。所以我的意思是，总会有人和我们竞争收购企业。这是我们的主要业务——我和查理的主要工作。但我没有看到任何人有一个模型，或者试图建立一个模型，从本质上去追求我们正在努力实现

的目标，即从那些关心他们的业务走向的人那里购买优秀的企业，以及那些通常希望继续经营它们的人。查理？

芒格：嗯，正如我之前所说的，我认为现在构建的伯克希尔模式将会非常不容易。伯克希尔将持续很长一段时间，我认为这将是相当值得称赞的。我认为它有足够的优势，它会持续很长一段时间。而我认为大多数大企业都不会。如果你停下来想一想，过去所有的大企业，很少有真正做大并保持大的。在真正的历史悠久的企业中，只有洛克菲勒的标准石油公司保持了规模。所以我们进入了一个很少有人能保持良好状态的领域。

但我认为我们会更像标准石油公司，而不是普通企业，因为我认为我们会继续前进。我们将继续做我们已经在做的事情，我们将继续从我们的错误中学习。这里的人不再那么重要了。势头已经到位，风气已经到位。它会继续下去。对于在座的年轻人，我总是说，“不要太快卖出股票。”

巴菲特：为什么我们没有更多的模仿者？

芒格：这让我想起了我们共同的朋友 Ed Davis 医生。他想出了如何做一个非常困难的手术，他用自己创造的仪器操作了一个记录。他在做手术的时候，自己注射了 87 针普鲁卡因。这是一次更好的手术。他的死亡率是 2%，其他人都是 20%。其他的外科医生来复制他，他们看着他。他们只是说，“好吧，我不认为我会试着复制它。”(笑)我觉得这看起来太难了。在美国商学院里，没有什么能教人们像伯克希尔一样。

巴菲特：Ed Davis 实际上是介绍我们两人认识的人。他是奥马哈著名的泌尿科医生。

芒格：但人们没有尝试学习他的操作。这看起来并不那么容易。这很不一样。

巴菲特：它也很慢。我认为比起其他事情，行动迟缓更让人望而却步。

芒格：它很慢，是的，非常慢。缓慢的困难在于，你在完成之前就已经死了。(笑声)

巴菲特：嗯，这有点令人高兴。(笑声)卡罗尔，让我们想出一些东西来——(笑)

卡罗尔·卢米斯：嗯，对于一个更令人愉快的话题，我的是通货膨胀。在里面——(笑声)

巴菲特：只有与查理相比，通胀才会令人愉快。(笑声)

16、通货膨胀的正面和负面影响

卡罗尔·卢米斯：这是 GoodHaven 基金的 Larry Pitkowsky 和 Keith Trauner 说的。在你 1981 年致股东的信中，你讨论了股本回报率、利率和通货膨胀，以及许多公司在通货膨胀条件下运作有多么困难。事实上，伯克希尔本身也不能幸免，而且可能会受到负面影响。如今，似乎世界上每一位央行行长都在不顾一切地制造通胀，

这通常对债务人有利，对债权人不利，对所有者和管理者则很难。在经历了 30 年的通胀和利率下降后，投资者和企业主是否应该更多地考虑通胀和利率上升？如果未来的通胀趋势变得明显，伯克希尔的表现会有什么不同？

巴菲特：嗯，通货膨胀会伤害我们，它会伤害大多数企业。某些资产如果高度杠杆化，显然会从通胀中受益。我们将设定一个通货膨胀的基准情景。让我们假设今晚无人机被派往美国各地，它们碰巧在每个家庭投下了 100 万美元。现在的问题是，这个国家会变得更好吗？现在每个家庭都有 100 万美元，这是他们前一天没有的。

我可以向你保证的一件事是，伯克希尔在那个时候显然会变得更糟。显然，我所描述的将是疯狂的通货膨胀。在这种情况下，关键是要在别人发现自己有 100 万美元之前发现自己有 100 万美元，如果你是第一个，你会过得很好。但从本质上讲，你只能通过通货膨胀来转移财富，但你不会通过通货膨胀来创造财富。像伯克希尔这样的公司，你知道，我们的每股收益会上升。以美元计算，我们企业的内在价值将会上升。但在通货膨胀严重的情况下，除非我们对这些业务进行杠杆操作，否则你的投资的实际价值将会下降。查理？

芒格：嗯，我们在德国魏玛进行了一次恶性通货膨胀的测试，而在伯克希尔持有股票的人通过了通货膨胀的测试。他们并没有一帆风顺，但他们成功了。而其他所有投资，实际上，人寿保险保单，银行存款，你能想到的，都被榨干了。当然，如果你制造了如此多的苦难，以至于你得到了一个希特勒，一场世界大战，一场大屠杀等等，让事情发展到那一步并不是一件好事。所以我不喜欢这种你只需要印钞票然后花掉的自信。我认为这在什么时候会起作用是有一定限度的，我永远不会忘记德国的魏玛共和国。我认为我们其他人也不应该这样做。我们可以在一段时间内应对一些低于标准的增长。但是，如果因为一群疯狂的政客在印钞票而让整个该死的事情爆炸，那将是相当危险的。(掌声)

巴菲特：如果你有一套房子，尽管有很大的抵押贷款，但你有令人难以置信的通货膨胀，抵消了抵押贷款，那么你仍然有房子。

芒格：在德国的魏玛，他们最后会把抵押贷款还给你。非常有趣。这是他们唯一做对的一件事。(笑)

巴菲特：各位，他比我强多了。(笑) 乔纳森？

17、为什么公司会做“愚蠢”的交易

乔纳森·勃兰特：在评估伯克希尔收购非保险业务(无论是公用事业、铁路还是制造服务和零售业务)所获得的税后回报时，就选择基准而言，你对美国所有行业所获得的收购回报的最佳估计是多少？当然，经过调整，以排除

会计冲销和杠杆的影响。

巴菲特：这听起来对我来说太难了，但继续吧，查理。我再想一想。(笑)

芒格：好的，让我总结一下。我认为美国工业所做的所有收购的总和将是糟糕的。这是企业的本性，它们很容易被说服进行愚蠢的交易，而官僚机构往往会自食其力，并产生不必要的成本。所以我认为，从收购的历史来看，它并不是一种巨大的致富方式。现在，对我们来说是这样的。但我们很特别，幸运的是，很多人不想以我们的方式变得特别。

巴菲特：是的，我会——你知道，很难想出一个有用的答案。但我肯定——

芒格：但你并不乐观，不是吗？

巴菲特：当我们看到一家不受我们控制的公司将进行收购时，我更倾向于哭而不是笑。但另一方面，我们喜欢自己进行收购，所以很难因为我们不喜欢别人的收购而变得过于苛刻。作为一名董事，我可能已经参加了上百次关于收购的讨论，这些讨论都是由我无法控制的人进行的。大多数都是坏主意，但也有一些——

芒格：有些是平庸的。(笑声)

巴菲特：GEICO 就是一个很好的例子。我的意思是，这真的是一个很好的案例研究，因为 GEICO 保险在 1970 年代早期偏离轨道之前有一个很好的业务，它是一个令人难以置信的业务，在金融界的每个人都知道它。然后它在自己的生意中偏离了轨道，然后又回到了轨道上。然后在接下来的时间里，它进行了几次收购。它们不是灾难，但肯定不是成功，而且我认为，收购冲动让他们把注意力从 GEICO 本身的潜力上移开。所以这些收购的会计成本，特别是有两次收购的会计成本很差，但不算是灾难性的。但如果你看看次级效应，它是巨大的。我的意思是，在过去十几年的时间里，GEICO 本可以获得更多的收益，但实际却没有做到。而时光一去不复返了。现在，这对伯克希尔来说可能是净收益，你知道，最终我们买了公司的一半，然后我们再买另一半。如果他们做得很好，我们可能永远不会买下剩余的 50%。不过在这种情况下，前半部分的价值可能会更高。

但在某种程度上，不断地想要收购是人类的本性。我的意思是，通常成为 CEO 的人不是胆怯的人。正如凯恩斯所说，他们有动物精神，他们喜欢做事。而他们背后的人员当然会感觉到这些 CEO 喜欢做事情。我的意思是，他们经常有人负责战略或收购，或所有这些事情。你觉得那些人会怎么做？坐在那里吮吸他们的拇指？不，他们会不断提出交易。你知道，投资银行家们每天都会拜访他们。所以，所有这些力量都在推动交易，如果你试图推

动交易，你会得到很多愚蠢的交易。

查理和我都很努力，不急于达成协议。我们只是渴望达成一笔有意义的交易。如果有主管、战略部门之类的人来督促我们，你知道，你在过去的三个月里做了什么，或者类似的事情，那情况就会困难得多。所以，**你经营的环境真的很重要。**查理，还有什么要补充吗？

芒格：不，但你知道那些人有多圆滑。

巴菲特：是的，这个比较并不难。(笑声)

18、起诉个人还是公司？

股东： Russell Narig 来自威斯康星州的 Neenah。今晚在这个大厅里的人聚集在这里是因为你们的投资，期待和希望你们和查理的投资会增长。我们认识到，如果出了问题，我们可能会赔钱。但我们从来没有想过我们会被骗走他们的钱。不幸的是，特别是在投资银行业务中，我的信心，我相信在座的许多人的信心，都在下降。

尤其令人痛心的是，《纽约时报》在过去一周左右的时间里报道了司法部的私人会议，涉及到 SEC，美联储和其他机构，会议涉及到对一些大银行的刑事指控，其中包括蓄意为伊朗洗钱，或者蓄意为贩毒集团洗钱。这些交易还包括通过将资产转移到海外来逃税，甚至操纵伦敦银行间同业拆借利率等等。司法部面临的问题是，他们被告知，如果他们对这些银行提起刑事指控，我们可以列出这些银行，他们已经在《纽约时报》上说，这些银行将受到严重伤害，可能被要求停业，并演变成某种新的金融危机。(掌声)

我的问题是，对你来说，你认为金融危机会因为大规模地将犯罪活动绳之以法而发生吗？或者我们已经达到了一个新的临界点，华尔街的犯罪活动正在被制度化，某种程度上被允许发生，是因为他们太大而不能倒闭，或太大而不能被起诉，或太大而无法被监管或遵守法律吗？

巴菲特：查理，你是律师，你来吧。(掌声)

芒格：我认为，由于我们刚刚经历的创伤，华尔街的行为已经得到了极大的改善。所以我认为最糟糕的事情已经过去了。但当一群人生活在轻松赚钱的乌烟瘴气中时，你永远不会有完美的行为。只是在某种程度上这总是会发生，而且——

巴菲特：你如何看待对个人的起诉和对公司的起诉？

芒格：嗯，**我认为没有什么比起诉个人更能改变行为了。**当他们把童子军领袖从匹兹堡或其他地方带走，并

以操纵钢铁价格的罪名把他们关进联邦监狱时，这真的改变了美国商人的行为。所以我确实认为一些刑事诉讼确实改变了很多行为。在我看来，我们会得到一些积极的因素。

巴菲特：是的。在所罗门的经历可能会让我有点偏见，但是**我更倾向于起诉个人而不是公司。**

你知道，我确实看到了，一个坏的行为，或者可能是多个坏的行为，仅仅是几个人以及几个人在报告中的疏忽，肯定会扰乱、伤害、也许会摧毁可能是成千上万其他人的生活。

但在我所看到的其他几次经历中，起诉公司更容易。公司总会开一张支票，我的意思是，因为这是别人的钱。检察官知道，如果他起诉的是公司，他基本上会赢，而和个人对着干，他的情况就艰难了。公司会屈服的，因为公司觉得“如果他们能开出一张支票就没有意义去斗争”，而个人却会为为不进监狱而斗争。所以检察官的案子很容易，或者相对容易，如果他和公司对着干，很可能成为头条新闻。检察官有着巨大的顾虑，因为他很可能会失去什么，或者这真的需要大量的工作准备。所以，我仍然非常倾向于起诉个人。

芒格：我也是。这就是我所说的，当反垄断违法行为被视为可原谅的卑鄙的罪行时，我们有很多这样的罪行。尽管现在我们仍然有一些，但我们可以对人们进行刑事起诉。**但我们确实通过个人诉讼改变了价格操纵的行为，我们在金融领域还没有遇到很多这样的起诉。**我们可能还需要一些。你难道不同意吗？

巴菲特：是的，我是绝对同意。我要告诉你的是：我们有 30 多万人在伯克希尔工作。现在有人正在做错事，我的意思是，你不可能拥有一个 30 万人的城市，而里面没有人行为不端。我不担心我们能不能赚钱，我们会想办法做到这一点。不端的行为可能比我们希望的更好，也可能更糟。但这永远不会是一场灾难。

灾难是，如果有人做错了什么，这实际上会给整个组织带来不好的影响。我知道，在某种程度上，这不是我能控制的。**我可以告诉经理们，他们也可以告诉为他们工作的人，声誉比任何东西都重要。这将会产生效果，我认为这比给他们 200 页的手册更有效果。**但它并不能治愈一切。我们希望的是，当出现问题时，我们能及早发现，然后由我们来采取措施。但在某个时候，我们总会遇到某种问题，因为 30 万人不会每天都表现良好。

这种情况只是不会发生。但是个人起诉，我已经在年度报告中写了一点关于这个的内容。**改变行为的方法是要有恐惧，至少对于那些可能做了错事的人来说，是要有一种恐惧，让他们害怕这种恐惧，会以某种方式被带回到他们自己身边，给他们沉重的打击。**如果唯一的恐惧是公司将不得不开出一张大额支票，那么你在行为上得到的改变将远远少于它对个人的影响。(掌声)

19、重大铁路事故对 BNSF 和伯克希尔的影响

Becky: 这是来自俄克拉荷马州 Tulsa 的 Mark Blakley。他说，在过去的一年里发生了许多铁路事故。今年 1 月，《华尔街日报》发表了一篇文章，强调缺乏涵盖最坏事故情况的保险。有人提到，BNSF 铁路的 Matt Rose 先生被提到希望建立一个由铁路公司出资的保险基金，以在发生事故时保护该行业，类似于目前由核电公司建立的基金，但这个想法没有得到任何支持。最坏的事故情景会对 BNSF 和伯克希尔产生怎样的影响？如果该行业缺乏对此类事件的保险，公司如何保护自己，如果发生重大事故，伯克希尔的风险敞口有多大？

巴菲特：是的，我们有两种看法，因为阿吉特·贾恩给铁路行业提供了一些保单，对所有主要铁路公司设置了非常高的保额，但他们大概不喜欢他的价格。我想说的是，如果真的发生了什么可怕的事情，四大铁路公司真的有财力支付巨额赔偿。他们有他们所谓的危险品，危险材料，我不知道哪个是最危险的，但铁路必须运送它们。你是一个普通的运输者，你被迫运输它们。**铁路公司真的不希望他们运输它们，但他们必须这样做。他们可能永远不能得到足够多的单车付款，来真正补偿他们所涉及的风险。**

但如果真的发生了什么极端的事情，这对他们来说可能是一个非常非常重大的财务打击，我认为四大铁路公司肯定有财务能力来处理这种规模的损失。如果他们觉得他们没有能力，那他们可以从阿吉特那里购买保险，但到目前为止我们还没有卖出任何保险。这些公司有保险，但他们不会谈论他们拥有的保额或任何类似的东西，因为这有时会成为蜜罐，而公开讨论你的保额是不明智的。

的确，正如作者所提到的，政府认为核风险太大了，就像他们对恐怖主义所做的那样，私营企业无法承受。但我不认为任何可以想象的铁路事故的后果会超出主要铁路公司的支付能力。但相对于他们的净资产和当前收入，这可能是非常非常大的损失。查理？

芒格：是的，当然，对每个人来说最大的惊喜是英国石油公司。人们做梦也不会想到，一家大型石油公司会因为一口油井的事故而损失数百亿美元。当然，这引起了很多关注。我不知道沃伦怎么想，但在那件事发生后，我对在墨西哥湾钻井的热情就没那么高了。与任何事情相比，这都是一个巨大的损失。那是他们开发的一个大油田，但它远远不足以支付这次事故的代价。Matt 知道历史上最大的铁路事故是否造成了 2 亿美元的损失吗？

巴菲特：我不认为诺福克南方公司(Norfolk Southern)曾经宣布过那次事故的损失。但我可以告诉你，**我们没有因为我们携带了氯或氨或类似的东西而得到足够的回报。**你知道，如果与收入相比，通过购买适当的保险来

覆盖这些产品可能造成的损失，我认为这是没有意义的。它们将以某种方式从一个地方移动到另一个地方，无论是通过卡车还是以某种方式。我们只是一个普通的运输者。但从财务角度来看，它不会让我夜不能寐。

最大的风险是某种形式的非常有效的恐怖主义或流氓国家在核、化学、生物或网络方面的行动。而且，你知道，战争行为是不包括在保险理赔政策中的。但你可能会有某种恐怖行为，而这会造成损害，但他们是否根据保险合同理赔则是另一回事，但这可能会造成我们从未见过的损害。你知道，在未来 50 年的某个时候，这种情况发生的可能性显然是合理的，**我不知道这种可能性是多少，但这不是无关紧要的。**查理？

芒格：嗯，我们最近在这架马来西亚飞机上看到了一名飞行员会做出何种行为(马航 MH370 失踪)。我们生活在一个总是会发生重大事件的世界，我认为我们很幸运，在某种程度上，我们有一些大公司，它们可以有详尽的安全计划，可以在发生损失时处理损失。不过，**我认为如果飞机上出现一些糟糕的人，我们会遇到些麻烦。**

20、商业财产意外险扩张太晚了吗？

杰伊·盖尔布：问题是关于伯克希尔的主要商业财产意外险业务。伯克希尔计划大幅扩大伯克希尔专业保险部门，并已通过 AON 经纪机构成为劳合社业务的主要承保人。为什么伯克希尔在商业财产意外险的定价已经见顶的时候还在扩大业务？

巴菲特：第一个问题更重要。

我们在去年年中进入了商业保险领域，我们有一些优秀的人才想加入我们。我们有大量的资本，非常非常好的声誉，我们认为我们有能力比大多数人更聪明地承保，比任何人都保持更大的理赔能力，并以大大低于平均水平的成本运营。所以，如果你把这些因素放在一起，再让阿吉特·贾恩来监督行动，我认为这是一个极好的机会。

当我们进入这个领域的时候，它不会有任何区别。我的意思是，**我们进入这个领域是因为我们有一些很棒的人。这就是我们在这个时候发展它的原因。**我们已经大大增加了这个业务的规模。我们有 Peter Eastwood 经营它，我认为随着时间的推移，我们将建立一个非常重要的商业保险业务。我相信这项业务的承保业绩将比我们的大多数竞争对手都要好。查理？

芒格：嗯，我认为这对我们来说是一件非常合乎逻辑的事情。当然，当事情合乎逻辑时，我们不会退缩，因为我们认为商业周期可能会好一点。这是一场长期的比赛。我们不会因为短期的小麻烦而离开。

巴菲特：是的。这是一场永恒的游戏。而且，当我们看到有机会进入一个我们喜欢的行业时，**基本上，拥有**

杰出的人才和一些非常基本的竞争优势，我们就会玩这个游戏，而且我们会努力玩这个游戏。

21、收购运动队或体育器材公司？

股东：Ed Boyle 来自芝加哥。我的问题是问沃伦和查理的。你有没有任何计划，或者你有没有兴趣收购一支职业运动队或者体育设备制造公司(笑声)，因为体育是全球化的？或者这是伯克希尔的游戏吗？

芒格：沃伦已经做到了。

巴菲特：我拥有一支小联盟球队 25%的股份，但这并不是我在福布斯 400 富豪榜上排名靠前的原因。(笑声)

关于你购买运动队的问题，答案是否定的。事实上，如果你读到我们中的任何一个人正在购买一支运动队，也许是时候讨论继任者了。(笑声)运动器材通常不是一个很好的生意，尽管，你知道，显然耐克在其整体运营中做得非常好。但是我们拥有斯伯丁(Spalding)。我们也拥有罗素(Russell)。

你知道，Spalding 已经存在很长很长时间了。A.G.Spaldin，我忘了他到底是什么时候——我想他是在 1880 年代或类似的时候试图把棒球带到世界其他地方，我记不清了。但一般来说，如果你看看那些制造高尔夫设备、足球，头盔、棒球手套，棒球的公司，你会发现这并不是一个特别有利可图的行业。

它的某些方面，比如头盔，你知道，伯克希尔最不应该做的就是拥有一家头盔公司。一家头盔公司应该是由一个欠了 100 万美元并且名下没有一分钱的人所有，因此，头盔公司不会成为伯克希尔的收购目标。原因是，我们曾经参与平克顿(Pinkerton)的收购，我们现在没有什么利益在里面，但我们当时得到了一个机会，买下整家公司，以拥有一个在机场提供警卫的公司，你知道，当出现任何问题时，你会说那是警卫的错。而实际上，它所保护的那家超级富豪公司才应该是一个完美的目标。我的意思是，机场的保安公司，应该由净资产不超过两位数的人拥有。(笑声)所以，我想你不会在体育竞技场上看到我们。

但是查理，你是在考虑收购快船队还是？(笑声)现在我比较担心他。(笑声)

芒格：无论沃伦怎么看待运动队的所有权，我都不太喜欢。(笑声)

22、隐藏持股份额、比尔·阿克曼和维权型投资者

安德鲁·罗斯·索尔金：好的，沃伦。你长期以来一直倡导透明度，比尔·阿克曼(Bill Ackman)将他在竞购 Valeant 之前悄悄积累的爱力根(Allergan)股份比作你在 1980 年代末投资可口可乐。这样理解对吗？从市场政策的角度来看，你如何看待 Ackman 使用的隐藏持股份额的策略呢？

另外，你如何看待美国企业界发生的维权行为趋势？

巴菲特：我没有听说过可口可乐是这样的。我真的不知道这是怎么发生的。我的意思是，我们在公开市场上直接购买股票，**我们从来没有使用衍生品交易或任何形式的购买**。另外，我们当然没有介入它的经营。所以你能详细说明一下吗，安德鲁？

安德鲁·罗斯·索尔金：也许我该重新问一下这个问题，我相信 Ackman 曾在电视上评论说，他购买股份是秘密进行的。过去有很多次，你购买了其他公司的股份，并通过美国 SEC 使用特定的规则来这样做，SEC 给你一些不披露的空间(晚一点披露)。我这样问可以吗？或者你可以直接谈谈关于维权型投资的问题。

巴菲特：我们从来没有使用衍生品或任何可以让我们绕过报告规则的东西，我的意思是，就这么简单。

但第二个问题是什么？

安德鲁·罗斯·索尔金：我认为第二部分是你对如何看待美国企业界的维权行为的大趋势，因为它在今天的新闻中出现得太多了？

巴菲特：嗯，我不认为它会消失，我认为它吓坏了很多经理人。(笑)

在有些情况下，当然也有应该改变公司管理层的情况。我的意思是，如果没有这种情况，你不可能有成千上万的公司。我认为，一般来说，这些维权型投资人，如果他们以某种方式让股票价格上涨，这将结束他们对企业的兴趣，所以我认为，他们通常不是在寻求让企业变得更好的永久性改变，但他们正在寻找一个会导致价格大幅变化的特定事件，而他们肯定会吸引越来越多的资金。换句话说，**流向维权型对冲基金等的资金，当然是一个重要的因素，这意味着他们可以在更大的范围上玩这个游戏**。在华尔街，任何看起来成功的东西都会产生巨大的资金流入，你知道，直到它不再成功。查理？

芒格：嗯，你说得对，**维权主义在公司管理中引起的轰动比多年来任何事情都要大**。实际上，没有人不受影响。当一个维权型投资人进入一家公司时，20-30%的股票可以相当迅速地易手，看似根深蒂固的管理层突然受到了威胁。当然，这类事情会造成很多痛苦。

另一方面，总的来说，这些维权型投资人赚了不少钱。当然，**在我们生活的文化中，大多数人并不关心钱是怎么赚来的，他们只关心是否能拿到钱**。我认为我们看到了一个非常显著的影响。

还有一些事情，你会发现一个维权型投资人，**他不是你想要嫁入这个家族的那种人，他是在追逐一家你永远**

不会买入的公司。当这种情况发生时，它让我想起了奥斯卡·王尔德(Oscar Wilde)对猎狐的定义。他说，"一群令人无语的人(王尔德贬指英国佬)去追逐一群无法下咽的猎物(没人会吃狐狸肉)"(笑声)我想我们已经看到了一些。我不认为正在发生的事情平均下来会对美国有好处。

巴菲特：你认为三年后会怎样？

芒格：规模会更大。什么可以阻止了它？

巴菲特：是的。如果三年后规模变大了，它会变得非常大。我的意思是，这是数字的复利。(笑声)

芒格：这个问题真的很严重。

〈潘兴广场资本创始人, 比尔阿克曼 Bill Ackman〉

Ackman 于 1966 年出生在纽约州一个富裕的犹太家庭，父亲 Lawrence Ackman 是纽约房地产融资公司 Ackman-Ziff 的董事长，母亲 Ronnie Ackman 是纽约林肯中心的董事会成员。Ackman 本科和 MBA 都毕业于哈佛大学。1988 年，获得哈佛大学文学学士学位，毕业后给父亲地产公司打工，他发现房地产开发不如房地产投资有趣，在父亲推荐下，他去见了一位著名的地产投资人 Leonard Marx，Marx 向他推荐了本杰明格雷厄姆的《聪明投资者》，从那一刻燃起了他投资的热情，随后进入商学院深造。1992 年获得哈佛商学院 MBA 学位。同年与另一名哈佛毕业生创立 Gotham Partners。2003 年，Ackman 从他的个人基金和前商业伙伴 Leucadia National 处获得了 5400 万美元的资金，创办了 Pershing Square Capital Management。公司名字取自于一座纽约曼哈顿的一个公共广场。2014 年，Pershing Square Holdings Ltd 首次在阿姆斯特丹上市；2017 年在伦敦上市。

PSH 管理的资产规模曾在 2014 年 12 月一度达到 160 亿美元的顶峰，随后即经历了连续数年的下跌与震荡，直到 2019 年才逐渐上升到 100 亿美元。虽然规模不小，但其持仓数量非常集中，基本不超过 10 只股票。根据 2022 年 4 季度 13F 文件，PSH 一共持有 6 只股票，劳氏 LOW 公司 21 亿(家装零售，仅次于家得宝 HomeDepot)、加拿大餐厅品牌国际 QSR 公司 16 亿(汉堡王+Tims 咖啡)、Chipotle 墨西哥烧烤 CMG 公司 15 亿，希尔顿酒店 HLT 公司 13 亿、Howard Hughes 公司 12 亿(不动产投资组合)、加拿大太平洋铁路 CP 公司 11 亿。

2002 年，Ackman 发现美国最大的债券担保公司市债保险协会(Municipal Bond Insurance Association)违反相关的监管条例偷偷通过另一个公司来交易风险极大的次贷债券，导致风险急剧增加。Ackman 果断地购买了 MBIA 的信用违约互换 CDS，用于做空 MBIA 发行的 AAA 评级的债券，同时卖空公司股票；经过长达五年的拉锯战，2008 年金融危机爆发 MBIA 破产，2009 年 Ackman 平仓获利超过 16 亿美元。这惊人的业绩，让 Ackman 一战成名。媒体对 Ackman 的操作的评价是："他逮住了华尔街史上最大的忽悠"。

Wendy 是美国类似麦当劳的快餐店，Tim Hortons 是旗下加拿大发展迅速的卖咖啡甜甜圈的品牌。2004 年 Pershing 买入 Wendy's 股票并施压管理层使其分拆 Tim Hortons。虽然 Wendy 的股票因为缺乏成长动力一直表现不佳，Ackman 通过这次分拆获利颇丰。

购物中心运营商 General Growth Properties Inc(GGP)是商业地产巨头、美国第二大连锁卖场运营商。2009 年金融危机中 GGP 申请破产保护，Ackman 通过一系列重组令 GGP 起死回生，将其从倒闭的悬崖边拯救出来。2011 年，潘兴广场表示，诸多努力终于令这家濒临死亡的 GGPh 从"6000 万美元资产翻成 16 亿美元"。2013 年，潘兴广场宣称，GGP 以总价 5.56 亿美元从潘兴广场资本回购约 2800 万股。9 月份，潘兴广场以 5 亿美元的价格出售了 2500 万股。至此，潘兴广场已不再拥有 GGP 任何普通股。

JC Penny 是美国的一家中低档百货店。2010 年 Ackman 建仓并在 2011 年成为最大股东并加入董事会，之后挖来苹果 Ron Johnson 作 CEO，Johnson 开始了激进的改革，想把这个打折著称的地方转型为高端商场。结果原来那些拣便宜货的客户不买账，转型失败。2012 年 JCP 销售狂跌 25%，Ackman 抛售 JCP 股票损失 5 亿。

Ackman 于 2011 年开始收购加拿大太平洋铁路公司(Canadian Pacific Railway)的股份，随后一直增持到 14.2%，一度成为该公司的第一大股东。2016 年清仓了获利 3 倍多。Ackman 在 CP 铁路的成功不仅仅是赚钱。他曾建议更换公司的 CEO-Fred Green，并卷入了代理权争夺战。最终，Hunter Harrison 于 2012 年 6 月成为该公司的新 CEO，帮助该铁路公司在运营、文化和财务方面完成一定的转型。2021 年底，Ackman 重新开始投资 CP 铁路。

2012 年 12 月，Ackman 公开演讲做空营养补充剂公司康宝莱 Herbalife，为什么公司能维持竞争对手 2 倍的毛

利水平，几乎无人听说的拳头产品 Formula1 年销售额 20 亿，超过雅培 GNC 等竞争对手多 6 倍，价格高出 3 倍，认定公司的多层次直销网络是一个金字塔骗局，最终会归零。并重仓 10 亿美金做空。演讲后公司股价大跌 40% 至 26 美元，Ackman 浮盈 7 亿美元。公司大跌吸引华尔街注意，1 月对冲基金 Third Point 创始人 Daniel Loeb 指责 Ackman 做空是荒谬的，并公开宣称持有公司 8.24% 的股票。公司股价快速反弹到 41 美元。随后传出企业狙击手 Carl Icahn 也在做多，2 月 14 日 13F 中证实其买入了 13% 股份。2013 年，二人在 CNBC 就康宝莱展开了著名的辩论。2016 年 7 月，美国 FTC 经过 2 年调查，裁定康宝莱重组其多层次直销模式，并支付 2 亿美元赔偿消费者，公司必须将分销商奖励和产品对应起来，并停止在潜在收益方面误导消费者。虽然否定了存在金字塔骗局，裁定康宝莱合法，但指出公司具有所有金字塔骗局的特征，言下之意康宝莱是一家擦边球公司。但随后几年公司通过吸引新的经销商获得了营收和利润的增长，股价并没有暴跌反而上涨到 92 美元。Ackman 认赔清仓。在经历了长达 5 年的拉锯后，Ackman 损失将近 8 亿美元。Carl Icahn 公开表示已经从几年前购买的康宝莱股票中赚了 10 亿美元。Ackman 在信中表示，已经永久放弃做空手段。"尽管我们对做空投资策略的参与有限，但它为潘兴广场带来了巨大的媒体关注。此外，我们的两笔做空维权投资还成功地激发了一本书和一部电影的灵感。对我们所有人来说，同样重要的是，我们已经永久退出了这一行。我们退出是因为我们认为，资本可以更好地部署在其他机会上，尤其是考虑到我们的时间机会成本时。"这次做空，Ackman 将自己放到整个华尔街对立面，这完全是在赌博，事实证明，即使康宝莱几乎被证明是骗局，但股价并没有像预期一样下跌归零，所以，即使你对了，你也不一定能赢。其次，被逼空的威力惊人，做空最多收益 100%，而损失却是无限的。

Allergan 是最大的美容针肉毒素 Botox 生产商。他在 2014 年以每股 \$129 买入了 9.7% 的股份，之后一直专注于整体出售公司，先是 Valeant 公司出价 \$180，之后是 Actavis 出价 \$219 最终完成兼并；这让 Pershing 2014 年的净收益达到 40%。在这场交易中，Ackman 既是 Valeant 又是 Allergan 的大股东，并有董事会席位，接触所有敏感信息，并且可以利用 Valeant 去炒高卖价；这场交易最终以 Actavis 报价高而获胜，Ackman 净赚 22 亿。这也是 Ackman 达到顶峰的一个投资。

Valeant 医药的商业模式是投行模式，通过借债买入其他药厂获得其现金流来还债。由于没有自身增长，所以需要不断的兼并收购来实现成长。同时买入其他药厂和药物后再抬高药价从而获益。Ackman 在 2014 年开始投资买入价 161，到 2015 年 8 月股价涨到 262，涨幅超过 50%；但这时纽约时报开始报道这些药厂的疯狂抬价，正值下一年的总统选举以及政府在医疗方面的成本上升，政府参议院和众议院开始调查；之后就是各种负面新闻，股价从 260 以上跌到了 100，随后公司未能及时公布财报，由于公司高负债的模式，引发了各种债务条款；股票下跌 90% 以上，买入价 161，卖出价 12，Ackman 损失约 30 亿美元。在股东信中承认投资 Valeant 是一个巨大的错误，Valeant 业务自身的高度收购性，要求管理层具备无懈可击的资本分配和运营执行。因此，对管理的依赖程度要比一般的业务更大。我们错误地评估了先前的管理团队，这造成了我们的损失。管理层在收购中配置资金并获得高回报率的历史能力并不足以赋予其重大内在价值，具有出色长期投资记录的管理团队，仍然能够犯重大错误。此外，法规政治或我们无法控制的其他外部因素的变化会极大地影响内在价值。

Chipotle 是一家墨西哥风味快餐店，该公司由 Steve Ells 于 1993 年在丹佛母校附近创立后迅速发展，成为墨西哥卷代名词，2006 年纽交所成功上市，至 2021 年已实现直营门店超 3000 家，年营业额 75 亿美元的水平。2015 年公司产品发生了一次加热不当导致的食物中毒事件对公司声誉造成很大影响，2016 年公司又卷入与工人纠纷中。股价连续三年大跌腰斩，公司前景蒙上阴影，华尔街普遍看衰。2016 年 9 月 PSB 耗资 12 亿美元买入 9.6% 的股份位列第二大股东，Ackman 加入后在管理、运营、成本控制、资本策划等多方面出谋划策，首先促使创始人 Steve Ells 离开管理团队，请来 Taco Bell 的 Brian Niccol 担任 CEO，开始加大营销力度邮寄免费优惠券，拥抱数字和科技改革，大力推广在线下单和免下车取餐服务，并注重员工资产提升待遇，Chipotle 顺利度过危机，重新步入快车道，业绩回升，股价暴涨了 5 倍，2020 年 Brian Niccol 的薪酬达到 3800 万美元。

2020 年 2 月下旬，敏锐意识到疫情潜在破坏力和市场下行风险，Ackman 计划每月买入了 2700 万美元，全年 3.24 亿美元的指数对冲头寸 CDS。随后资本市场分别于 3 月 9 日，12 日，16 日，18 日连续触发四次熔断，刷新历史记录。3 月 23 日，Ackman 宣布平仓全部头寸，短短一个月获利 100 倍，净赚 26 亿美元。并马上做多希尔顿酒店 HLT、星巴克 SBUX 和伯克希尔 BRK，当年获得 70% 回报，其中 CDS 就贡献了 36.6%。

Ackman 最新策略：退出有问题的投资；将 PSB 重组为一个规模较小的以投资为中心的组织，资产增长由投资结果驱动；回购 PSB 的大量股份，停止私募基金的营销和融资，稳定资本基础与团队；加强执行核心投资原则。

Ackman 2004-2021 历年回报率：42.6%，39.9%，22.5%，22%，-13%，40.6%，29.7%，-1.1%，13.3%，9.6%，40.4%，-20.5%，-13.5%，-4%，-0.7%，58.1%，70.2%，26.9%，过去 18 年收益年复合增长率为 17.1%。超过标普 10.2% 约 7%。）

23、收购较小的公司，而不是等待"大象"？

格雷格·沃伦：如果伯克希尔的规模预计将成为增长的持续制约因素，那么对该公司来说，瞄准一大批增长更快、持续时间更长的小公司，而不是瞄准一头很可能已经成熟的大象，让公司在更长时间内坐拥高于正常水平的现金余额，是否更有意义？即使这意味着要为增长付出更高的代价？如果答案是否定的，那么在合适的交易出现之前，伯克希尔股东持有大量多余现金的机会成本是多少？

巴菲特：嗯，第一个问题的答案是，两者并不相互排斥。你知道，我们很乐意花 20 或 30 亿美元收购一些我们认为随着时间的推移会做得很好的公司。但这也适用于 200 或 300 亿美元。现在，如果你收购一个几个亿的公司，那可能适合我们的一个了解该业务的子公司来做。但是，我们不会错过任何可能对伯克希尔产生真正影响的事情。就像我说的，我们的子公司去年做了 25 个收购，他们还会继续做更多。他们会看到适合他们的东西。你知道，1 笔 300 亿美元的交易就是 10 笔 30 亿美元的交易或 100 笔 1 亿美元的交易。因此，就我们如何为伯克希尔打造更多盈利能力的现实而言，这正是我们正在努力做的，我们的主要重点应该是更大规模的交易。查理？

芒格：嗯，我同意这一点。如果不是通过我们已经拥有的子公司去进行补强收购，而是亲自去收购成百上千家小企业的想法，那将是令人憎恶的。

巴菲特：一文不值。小型交易的竞争非常激烈。我的意思是，私人股权基金正在追逐各种小交易。事实上，在某种程度上，他们只是一直在互相推销。当我们看到他们所做事情时，我们至少不会感到嫉妒。但这并不意味着我们不能找到一个偶尔适合的小企业，并将做得很好。不过，这不会是伯克希尔的未来。但我想强调的是，两者之间并不存在相互排斥的关系。

24、你被问过的最聪明的问题？

股东：Willy Larsen 来自旧金山。你们都 and 这个国家最聪明的投资者混在一起，这是我没有机会做的。所以对于我的问题，你最近被问到的关于投资的最聪明的问题是什么，你对这个问题的回答是什么？(笑声)

巴菲特：查理，在我思考的时候，你可以先说。

芒格：好的，当我回答一位年轻的先生时，他说他不理解为什么沃伦将他或伯克希尔的账面价值增长与股市指数表现进行比较时，我觉得这已经是一个聪明的问题了。换句话说，有很多有趣的问题没有得到足够的关注，因为这些问题存在着许多非理性的因素。

巴菲特：你问的这个问题，我经常从大学生那里听到。他们说，“你过去遇到的最聪明的问题是什么？”我从来没有想出一个好的答案，我今天也不会想出一个。

芒格：我不喜欢这个问题，你呢？

巴菲特：是的。(笑声) 这就是我让你先回答的原因。(笑声)

芒格：我认为这不太公平。

26、中美能源资产回报率

巴菲特：好的，所有的记者每人都有六个问题，现在我们已经有了 54 个问题。所以现在我们将开始按顺序给股东提问。现在我们将去 8 号区域。

股东： Philip Case 来自新罕布什尔州的曼彻斯特人。我的问题与中美能源有关。在我们年度报告的第 64 页，您向我们提供了每项业务的分部数据。对于中美能源，**当我将息税前利润加回折旧费用并减去资本支出时，结果是负的运营现金流。**当我在过去五年的每一年重复这一做法时，在其最好的一年，该部门产生了 3.08 亿美元的运营现金流。当我将其除以有形资产，结果是有形资产的回报率为 0.86%。我们为什么要把资本配置给一家在最好的年份有形资产回报率不到 1% 的企业？

巴菲特：在计算有形资产回报率之前，你一直做得很好。我们喜欢你刚才描述的数学，只要我们能从增加的资本投资中获得回报。我们在做生意，无论是在爱荷华州的风能投资，还是在我们买下 PacifiCorp 电力公司后，都有很多新增资本的投资机会。我们购买的能源，我们期待着投入更多的资本，因为只要我们在我们经营的州得到监管机构的公平对待，我们将从中获得适当的回报。

回报不是用现金减去我们做出的扩展性资本投入来衡量的。它是用折旧后的营业收益来衡量的。在我们的业务中，有时可能不需要净投资。但我们实际上更喜欢那些需要净投资的公用事业业务，因为我们喜欢以合理的回报获得更多资本的想法。

现在，我们所下的赌注是，监管机构将来会公平对待我们。我们有充分的理由相信，在我们开展业务的司法管辖区，情况会确实如此。我们相信这是真的原因之一是因为我们做得比大多数公用事业公司好得多，以比大多数公用事业公司更低的价格提供电力。例如，我们在爱荷华州的情况是，有一家股东拥有的竞争性公用事业公司，还有其他一些市政公用事业公司，**如果你看看我们的费率，明显低于我们的竞争对手。**事实上，我们的一位

董事有一个农场，他从两个不同的来源购买电力，一个是我们。他从我们这里得到的费率远远低于他原有的合约。因此，我们在与之打交道的监管机构中享有良好的声誉。我们已经改善了运营，也改善了安全性，顺便说一句，与我们购买前的情况相比，我们有很大的改善。这就是为什么当我们来到新的州时，他们欢迎我们。

因此，如果我们能把更多的钱投入到这些州的有用项目中，我们有充分的理由相信我们将获得适当的回报。但如果你计算这些项目产生的净现金，你会在相当长的一段时间内看到名义金额或为负的数字，因为我们在增加我们的投资，我们通过这些公用事业对这些地区的人们提供更有效的服务。我想我们会得到公平的回报。

我们在铁路上也有类似的情况。但我们对这两项业务都很满意。查理？

芒格：是的，如果你说的数字来自一家衰落的百货商店，我们会讨厌它。但当它来自一个不断增长的公用事业，我们喜欢它，因为我们有这样的信心，再投资的钱会做得非常好。就这么简单。这是两种不同的业务。

巴菲特：格雷格？格雷格在吗？你也许可以给他几个我不记得的数字来比较一下，把我们的费率和其他人比较一下，并让他更多地了解公用事业委员会是如何看待我们的，以及他们是如何公平对待我们的。

格雷格·阿贝尔：当然。当你看我们在每个地区的费率时，实际上我们通常是低成本供应商，或者处于低四分位数。沃伦，你在爱荷华州的例子就是一个很好的例子。我们上一次增加费率是在 1998 年。我们在过去的一年里刚刚有过一次提价，所以这是过去 16 年来的第一次。在可预见的未来，我们不会看到另一次提价。当你与我们的监管机构一起创建这种模式时，显然他们非常支持我们推出的各种项目。

所以在过去的一年里，我们在爱荷华州引进了一个项目，这是一个 1000 兆瓦的项目，耗资 19 亿美元。如果你去看这位先生的评论，是的，我们将在未来两年内投入 19 亿美元，但我们将获得 11.5% 左右的回报。一般来说，当我们看我们的公用事业时，我们确实关注我们新投入资本，我们会试图让它非常接近我们的折旧。这就是我们投入到业务中的东西。我们甚至可以从这些资本中获利，但现实是，目前我们的投入资本的最大部分是扩张性资本而不是维持性资本，我们从中获得了很好的回报。（扩张性资本会带来业务量的增长；维持性资本是维持当前业务量规模的必要开支）。

巴菲特：格雷格，你可以评论一下，我认为他们会发现爱荷华州的科技公司正在发生的事情很有趣，仅仅因为我们在电场领域所做的事情。我们在电力领域所做的事情并不是那么简单的。

格雷格·阿贝尔：对。所以当你看到现有的科技公司和数据中心时，如果你去河对岸看看，你会发现我们在

CouncilBluffs 为谷歌提供服务。他们的站点最初是一个相对较小的数据中心。他们正在考虑把它提高到 40-50 兆瓦，这是一个小型的发电厂。但事实是，他们正在讨论最终将其建设到 1000 兆瓦。我们看到这种情况在该州一次又一次地重复出现。这实际上是由于两件事。第一，我们的费率非常低。事实上，正如沃伦之前强调的和我提到的，我们能源的很大一部分来自可再生能源。此外，他们想要这些新能源积分，他们想要与生产绿色能源的公用事业公司联系在一起。

26、中美教育市场的未来

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。高凌云来自中国上海。我关注的是教育投资。今天，我和一诺教育公司的同事有一个问题。你对未来美国和中国的教育市场有什么看法？谢谢。

巴菲特：查理？无论他说什么，我都同意。(笑声)

芒格：我认为美国犯了一个巨大的错误，他们允许公立学校和许多特别大的学校系统走向地狱。(掌声)

我认为亚洲文化不太可能这样做。所以在某种程度上，亚洲文化正在避免我们的一些错误，这就是为什么，我只是希望我们能更像他们。(掌声)

巴菲特：我可能不应该告诉你这些。当查理在听最后两个词上遇到一点麻烦时，我有点担心查理，不知道我是否应该谈论这个，我想他听力可能出现了下降，但我不想和他对此正面交锋。我的意思是，我们做了很长时间的朋友。(笑声)所以有一次我去问医生，我说，"医生，我有一个很好的搭档，但我想他的听力可能会有点问题。我想和他谈谈。我是说，你怎么能对一个认识那么久的人说这种话？那我该怎么办？"医生说，"好吧，你站在房间的另一头，用正常的语气和他说话，然后告诉我发生了什么。"所以，当下一次我和查理在一起的时候，我站在房间的另一头说，"查理，我认为我们应该在 35 元的时候买下通用汽车，你同意吗？"查理没有反应。然后我穿过房间的一半。我说，"查理，我认为我们应该在 35 元的时买下通用汽车，你同意吗？"查理还是没有反应。最后我到他旁边，在他耳边说，"查理，我认为我们应该在 35 元的时买下通用汽车，你同意吗？"他说，"这是你说的第三次了，沃伦。"(笑声和掌声)

27、是否需要住房贷款改革？

股东：Glen Green 来自芝加哥。首先，我要感谢你这些年来很好地配置了资本，非常感谢。这个问题与住房和更具体的住房改革有关，华盛顿特区现在有明确的立法讨论改革政府支持企业(GSEs)，特别是房利美和房地

美。你认为我们需要房改吗？考虑到阿吉特的精算技能和你的资本配置能力，如果允许有私人参与者参与，这对伯克希尔来说是否有意义？

巴菲特：嗯，查理可能不同意我的观点，但我认为 30 年期固定利率抵押贷款对房主来说是一个极大的恩惠。

作为一个投资者，它不一定是一个很好的工具，但我认为它对购买房屋的人有很大的帮助。在某些情况下它可能会被滥用，但总的来说，它为这个国家的购房者有很大帮助。这个政策让人们提前入户，并且在一定程度上降低了成本。政府担保的一部分确实能降低成本，没有私人组织能做到。我的意思是，住房抵押贷款是一个 11 万亿美元左右的市场，没有谁有足够的保险实力去保证这个市场平稳运行，或者说**如果让让私营企业来做这项工作，那么房贷利率可能会高得多**。所以我认为你要让政府了解情况。现在的问题是，你如何在不影响政治的情况下让政府参与进来？我们已经发现了一些问题，不仅是房利美和房地美自己做了很多愚蠢的事情，而且它们是在政客的怂恿下才做这些事情的。

我认为可能有一种方法，我在 20 年或 30 年前写了一篇文章，我想，这篇专栏文章出现在《华盛顿邮报》上，当 FSLIC(联邦储贷保险公司)业务基本上分崩离析时，我建议 FDIC(联邦存款保险公司)通过某种方式让私营部门对银行的风险进行定价和评估，在这种情况下，政府是整个市场最主要的保险公司。很可能有一种模式，不过我们现在正在探索，这种模式在住房抵押贷款保险方面是可行的。

我认为我们不太可能成为参与者，因为我认为在设定利率方面，其他人会比我们更乐观。最终，政府将不得不成为主要的承保人。可能会有这样一种情况，**私营企业对整个市场的 5%定价，而政府对剩余的 95%定价。甚至一旦这些私营企业破产，政府还要对这 5%的市场承担保险责任。**

但我确实认为，获得住房和住房抵押贷款非常重要，这是一项正确的国家政策。我知道它正在起作用。但我认为伯克希尔不太可能参与其中。查理，你有什么想法？

芒格：**当私营企业被允许接管几乎整个行业的时候，我们遇到了一群最大的小偷和白痴，你可以想象他们会把整个系统搞砸，威胁到我们所有人。所以我不太信任这个领域的私营企业。**因此，尽管我讨厌政客们经常做的事情，但我认为现有的制度可能相当健全。目前，房利美和房地美相当保守，他们几乎提供了所有的住房贷款。我认为这是对的，我并不急于回到投资银行在创造虚假证券方面的激烈竞争中，而是继续做他们正在做的事情。

巴菲特：是的，我认为其中一个问题是，你是否该让房利美和房地美就这样退出投资业务，但我认为导致房

利美和房地美误入歧途的原因之一，肯定是它们渴望成为两大巨头，并以两位数的幅度增加收益。为了做到这一点，他们开始进行大型投资组合活动。我认为，如果房地美和房利美坚持为抵押贷款提供保险，而不是成为美国最大的对冲基金，因为它们确实有能力以非常低的成本长期借款，因此可以在一个巨大的投资组合行动中获得看起来合理的利差。我认为这是一个很大的促成因素。

芒格：实际上，他们变成了私人公司。但现在不是了，沃伦。他们目前相当保守。

巴菲特：是的。不过，也有人希望它们重新成为私人企业。

芒格：是的，但我认为这是一个错误，他们之所以变得糟糕，正是因为私营企业接管了整个抵押贷款市场，因为不良贷款驱逐了优质贷款。而房利美和房地美为了维持自己的规模，也加入了放松、欺诈和愚蠢的行列。

巴菲特：你会让他们进行投资组合管理吗？

芒格：我看不出有什么必要。

巴菲特：是的，我认为这确实给他们带来了不少麻烦。我认为这样做是为了让每股收益游戏继续下去。

芒格：不，我认为私有化的实验是彻底的失败。(掌声) 如果你还记得的话，我们从中赚了十亿美元。

巴菲特：好的。我不会提到这一点。(笑声) 下一个问题

28、“幸运地”与 3G 资本和豪尔赫·保罗·莱曼(Jorge Paulo Lemann)合作

股东：下午好。Whitney Tilson 来自纽约市的股东。我刚开始读《3G 资本帝国》(Dream Big)，这是一本最近出版的关于你的巴西新伙伴的书，我真的很喜欢它。他们的业绩记录令人难以置信，作为伯克希尔的长期股东，我很高兴你能与他们合作，并希望亨氏是你收购的众多大象中的第一个。

巴菲特：Whitney，我能打断你一下吗？我很欣赏这种说法。(笑声)我应该早点提的。这本书是用葡萄牙语写的，是去年巴西的畅销书。但它最近才被翻译出来，可以在书虫书店(Bookworm)买到。所以 Whitney，你可以继续，但我确实想提一下它。

芒格：为什么你认为我们所有的股东都不懂葡萄牙语？(笑声)

股东：我还要提一下，它只能通过 Kindle 在亚马逊上下载。据我所知，世界上仅有的英文印刷版在楼下可以买到，所以我想这会引发很大的反响。

巴菲特：看起来我们将提高价格。(笑声)

股东：我有两个相关的问题。首先，我知道你认识这些先生们大概有几十年了，我很想听听你对他们的秘密配方(secret sauce)的看法。它的成功不仅仅是我们都听说过的**零基预算法**(zero-based budgeting)，他们还做了哪些关键的事情，以产生了如此非凡的回报？其次，当我看到你最近几年做的一些最大、最好的交易时，重要的因素似乎是你长期的个人关系，例如，在亨氏交易中与 Jorge Paulo Lemann 的关系，或者是你的个人品牌影响力。你在金融危机期间与高盛或通用电气进行的一些交易中，获得沃伦·巴菲特的认可至关重要。我只是想知道，你对你的继任者是否会有同样的机会做这样的好交易有什么想法？

(零基预算法 ZBB 是 3G 资本控制成本的主要工具，通常一个公司的下一年度预算都是根据本年度的经营状况，设定一定比例增加或递减。而零基预算法则完全根据实际的下一年度工作目标和计划，从零做起，**没有预算则不能开销**。这就迫使公司必须将未来一年的工作计划制定得严肃、认真、细致、周详。否则，要做预算外项目，要么无资金支持，要么自己勒紧腰带从别的项目中省出钱来)

巴菲特：**这(巴菲特个人品牌影响力)将成为伯克希尔的品牌**。我的意思是，在我离开的第一年内，人们也许会对这感到怀疑，但我的继任者也会带来同样的品质，包括开一张非常大的支票的能力。但除此之外的其他事情，这将是伯克希尔的品牌，可能是从我开始的，但这将继续下去。

至于我们的巴西朋友，他们非常聪明，非常专注，非常勤奋和坚定。他们从不满足。正如我之前所说，当你和他们达成协议时，他们不会自不量力，也不会过度承诺。他们有很多优秀的品质。如果你读了这本书，我想你可能会学到更多关于他们的品质。但我们很幸运能与他们合作，我们也很幸运能与许多加入我们的经理合作。

我们希望自己成为一个好的合作伙伴，因为它吸引了好的合作伙伴。这是伯克希尔应得的声誉。我的意思是，**查理和我为了保持声誉尽了我们自己的一份力量，但这也需要很多其他人的行为方式，让人们想要加入他们，让人们想要信任他们。这将成为伯克希尔品牌的一部分。查理？**

芒格：是的，**我总是说，得到一个好配偶的方法就是要自己配得上。而找到一个好搭档的方法，你就应该自己是一个好搭档。这是一种过时的行事方式**。有趣的是，它在现代社会仍然有效。其实这个道理一直存在，如果你只正确地表现自己，它的效果是令人惊讶的。(掌声)

巴菲特：关于保罗和他的同事们的成功，除了我所说的？你对这些巴西人有什么看法？

芒格：嗯，你不能回避这样一个事实，即他们非常善于消除不必要的成本。我不认为这有任何不道德或错误的地方。我认为消除不必要的成本是对文明社会的一个服务。但我不认为这适用于我们的系统和已有的体系。

巴菲特：如果是这样的话(控制成本)，我们也会喜欢政府，对吗？

芒格：是的，所以，一般来说，我认为他们对我们所有人来说都是一个有趣的例子。

巴菲特：是的，我们正在向他们学习。

芒格：每个人都需要向他们学习。尽管人们有些不情愿。

29、当我们出现现金太多的情况时，我们将决定如何处理"太多"的现金

股东：嗨，沃伦，查理。Walter Chang 来自台湾。七年前，我以你的名字命名了我的第一个儿子。我的问题是给你们两个的。我们祝愿你们继续保持健康，当你们两人打破 B 夫人工作到 103 岁的纪录时，那将是 20 年后的事了。如果伯克希尔打破了这个纪录，并在未来十年基本上翻了一番，再翻一番，你将拥有 1.2 万亿美元的市值。你认为伯克希尔到时候会是什么样子，你能更快到达那里吗？(笑声)

巴菲特：我们可能不得不这么做。但你最初的假设可能站不住脚。

我确实计划明年写这方面的文章，但毫无疑问，在某个时候，我们会有更多的现金，而我們在那时候却不能够明智地部署。然后企业中的问题就是我们该如何处理过剩的资金？这将取决于当时的情况。我的意思是，如果股票可以以对继续持股人有意义的价格买进，换句话说，他们的价值可以通过回购提高，你知道，如果我当时在公司，我可能会非常积极地回购股票。但谁知道情况会怎样呢。谁知道那时的税法会是什么样子。

我所知道的是，在未来的某个时候，我们拥有的现金将超过我们明智地投资的能力。这是我们正在做的事情，我希望这不会很快成为现实，我也不认为这可能会成为现实。但它并不遥远。我的意思是，这些上升的数字已经达到了我们无法聪明部署所有资源的程度。也许我们可以非常明智地部署并回购股票。谁知道情况会怎样？

我所能告诉你的是，无论做什么，都是以股东的利益为导向，每一个决定都是从这个原则开始的，查理？

芒格：取得如此大的成功，以至于未来的回报下降，这并不是悲剧。这就是成功，这就是胜利。

巴菲特：嗯，看起来他会用你的名字来命名他的下一个孩子。(笑声)

30、Uber、Airbnb 和"颠覆性"的共享经济

股东：下午好。Michael Sontag 来自华盛顿特区。我的问题是关于共享经济的。你预计像 Uber 和 Airbnb 这样的公司会对他们的行业产生什么更大的影响，你认为这种商业模式会持续下去吗？

巴菲特：很明显，他们正试图扰乱其他一些企业，这些企业将以竞争的方式进行反击，他们可能会试图通过立法进行反击。你知道，当任何人受到威胁，或者任何企业受到威胁时，它都会试图反击。

如果你回到 1921 年州立农业保险公司(State Farm)出现的时候，那时代理制度在保险业是神圣不可侵犯的。因为它已经存在了很长时间，大公司都在 Hartford 或纽约，他们为拥有城里最大的代理商而争斗。所以如果你来到奥马哈，你在旅行者保险(Travelers)或安泰保险(Aetna)或其他任何保险公司，你的目标都是争取代理人。而保单持有人如何却没有被认真考虑到。然后州立农业保险出现了，他们有一个更好的获客方式，然后 GEICO 保险公司也出现了一个更好的获客方式。因此，最初的每一个模式，保险公司都以多种方式进行反击。但他们试图做到这一点的方法之一是，在各种州法律中，涉及代理人可以做什么，在没有代理人的情况下不能做什么等等。这是非常正常的。但你会看到这一点，最终更好的获客方式通常会胜出。但拥有第二或第三好的获客方式的人会试图阻止这种情况发生。

你说的那些我一无所知。我的意思是，我知道他们在做什么，但我不知道他们的具体前景，这就是为什么我们有点远离这类事情，因为我们知道会有变化，但我们不知道谁会是赢家。我们试图坚持与我们知道谁是赢家的企业合作。我们有能源公司，有一条铁路。我们的很多企业非常、非常、非常有可能成为赢家，这并不意味着他们永远不会发生变化，但他们将成为赢家。还有其他领域，我们无法选出赢家，所以我们只能坐着看。我们觉得它们很有趣，但我们不会被诱惑。查理？

芒格：嗯，我认为这项新技术对很多人来说都是相当具有颠覆性的。我认为零售业尤其面临着一些非常重大的威胁。你听过格雷格·阿贝尔(Greg Abel)谈论爱荷华州的一家发电厂，它为一个谷歌服务器群提供服务。当世界各地的计算机容量达到这种规模时，它正在改变世界。所以，我认为这将伤害很多人，就像过去所有的技术投资伤害了很多一样。总的来说，我认为伯克希尔的状况相当不错。

巴菲特：你认为我们最脆弱的地方在哪里？

芒格：嗯，我想我不想说出他们的名字(巴菲特的年龄)。

巴菲特：好的。(笑)现在你让他们都好奇了，查理。(笑)

31、在学校里教孩子们金融知识？

股东：下午好。Diane Wilen 来自佛罗里达州的好莱坞。我在公共教育领域工作了 35 年。我担心的是，我认为我们需要做更多的工作，让我们的孩子和年轻人积极地学习理财知识，特别是考虑到我们社会中许多成年人每天都面临着严重的财务压力。我的问题是，你认为金融知识应该成为我们国家学校课程的标准部分吗？如果是的

话，你认为应该多早开始？你认为一些最重要的学习目标是什么？

巴菲特：当然是越早越好。我的意思是，习惯在每个人的生活中都是一种强大的力量，当然，良好的理财习惯也是如此。你知道，我经常看到这种情况。我每天都会收到一些人的来信，他们犯下了某种财务上的疯狂行为，但他们并不知道这是一种疯狂行为，你知道，他们没有接受过这样的教育。他们的父母没有教他们。把自己从财务文盲可能导致的困境中解脱出来，你知道，你可以用你的余生来做这件事。所以我非常赞同你所说的。

我们已经做了一点。我不知道你是否在展厅里看到了我们的《秘密百万富翁俱乐部》的动画片。你在很小的时候就想和人交谈。查理和我很幸运。我的意思是，我们在我们的家庭中得到了它，所以，你知道，我们在餐桌上学习它，在我们知道我们在学习什么之前。这在很多家庭中都会发生，但在很多家庭中却不会发生。

当然，你提到了儿童金融知识。成人的一个大问题是，成人不懂理财。你很难比你的父母更聪明或有更好的习惯，除非通过学校解决，也许学校是你最好的选择，但这是可以做到的，很多事情可以通过电视或互联网来完成。但养成良好的理财习惯真的很重要，我认为任何你可以通过学校系统很早就做的事情，你知道，肯定会得到我的赞成票。查理？

芒格：嗯，我不确定是不是学校的错。我会把大部分的错误归咎于父母。(掌声)我认为最有力的例子是父母的行为，所以如果你——

巴菲特：嗯，我同意，最重要的是父母，但不是每个人都有合适的父母。

芒格：是的。嗯，很难改变那些有不合适的父母的人的情况。(笑声)

巴菲特：嗯，这么说吧，如果你的工作是帮助那些有不合适的父母的人。你会怎么做？

芒格：如果你的工作是长生不老，你会怎么做？它变得如此不切实际。(笑声)

谁会相信我有能力拯救那些有错误父母的人？我觉得我也不擅长这个。我一生中唯一稍微擅长的事情就是把标准抬得更高。只是他们无视了我的天赋。我并不蔑视这项工作。我认为这是一项崇高的工作。只是我不擅长这个。我也不认为你很擅长。(笑声)

巴菲特：如果他没有在公开场合，措辞会更强烈。(笑)

不过，你可以来看看我们的动画片《秘密百万富翁俱乐部》。你可能会得到一些想法。

芒格：顺便说一下，这一领域教育的主要问题可能不在小学。他们可能在大学里。在主要大学的金融课程

中，教授了很多愚蠢的东西，甚至经济系也有很多错误。所以，如果你真的想要开始改变世界，你不应该想当然地认为，当它变得高高在上时，就会好得多。(掌声)

巴菲特：嗯，我想说，至少有 20 年的时间，我认为在主要大学里，**金融专业学生所学知识的净效用是负的。**我想现在情况可能有所好转。

芒格：想象一下。净效用为负值。这是让人难以理解的愚蠢。我希望大学里能教点人话。(笑声)

巴菲特：我担心的是你会怎么教。(笑声)我不想怂恿查理继续说了。坦率地说，这对我来说很有吸引力，因为这是我理解的东西。值得注意的是，我指的是那些非凡的大学，它们本质上教给人们一些非常非常愚蠢的东西。为了在这些学校的部门获得职位，你必须接受这种正统观念，而这是毫无意义的。这种力量变得越来越强大。现在它在很大程度上发生了变化。但这可能恶化了我对高等教育的看法，因为在我熟悉的领域，高等教育可能特别糟糕，但它确实很糟糕。我的说法还好吗，查理？

芒格：如果你学的是物理而不是金融，你会更喜欢学术的。(笑声)

巴菲特：是的。好吧，我很高兴我没有。(笑)

32、“把伯克希尔分拆成几个部分没有任何好处。”

股东：巴菲特先生和芒格先生。张小珠(Zhang Xiaozhu)，来自安大略省渥太华。首先，昨晚的派对很棒。我在那里站了半个小时，还是没能喝上一杯，太拥挤了。我的问题涉及有关股息和估值的老问题。我认为你们公司的巨大成功是对你们这些家伙的惩罚。它的规模是巨大的，所以没有人知道如何正确评估它，也因为你选择的尺度，这是不太公平的。每年我都会看到一些老股东，他们都在等着分红，用一些钱来补充他们的退休金。我觉得让他们出售股份根本不公平。我记得你在去年致股东的信中提到的案例研究。你做了一个发放股息和出售股票的案例对比研究。由于股价如此低迷，我觉得这不太公平。所以我想问，有没有一种可行的方法，让你把公司分成四个集团，就像你在每年的年度股东大会上报告的那样，释放一些价值，同时仍然允许你自由分配资本？

巴菲特：这样做我们不会释放价值。如果我们把它分成四家公司，我们将失去巨大的价值。

在资本配置方面有很大的优势，偶尔在税收方面也有很大的优势。伯克希尔目前的价值比我能想到的任何其他形式都要高，**除非我们采取一些措施来降低整个集团的税收，但我们不会这样做**，而且这可能是不可能的，但即使有可能，我们也不会这么做。

但是我们确实进行了投票，现在快到休会的时候了，然后我们将在几分钟后回来参加年度会议。不幸的是，我们没有办法只给少数股东分红，而不给其他人分红。股东们希望在伯克希尔继续保持一笔更大的投资，而且每年有办法拿出一部分投资资金，就像合伙公司那样，而且在这方面的税收也相当少。我去年写过这方面的文章，你们也读过。但将伯克希尔分拆并没有什么好处。这将是一个可怕的错误。查理？

芒格：一般来说，我认为当股票从 100 涨到 200 的时候，你并没有被剥夺权力，即使那一年没有分红。

巴菲特：是的。好吧，虽然它不会每年都上涨。芒格：或者两年，或者别的什么。

巴菲特：是的。我们以 45 比 1 的投票结果，得到了支持不分红，这实际上让我很惊讶。我们有人说，他们更喜欢目前的政策，而不是改变政策，所以改变政策将是一个很大的错误。就这样，我们将结束问答环节。我们大约十分钟后回来，我们将举行年度会议。谢谢。(掌声)

正式商务会议

巴菲特：好的。如果你们坐下，我们就开始开会。不错。我这里有一个剧本，我会阅读并确保一切正常。

会议现在开始。我是公司董事会主席沃伦·巴菲特，欢迎各位出席 2014 年股东年会。今天早上，我介绍了伯克希尔哈撒韦公司的董事们。今天和我们在一起的还有德勤公司(Deloitte & Touche)的合伙人。我们的审计师。他们可以回答你可能对伯克希尔账目的审计提出的适当问题。Sharon Heck 是伯克希尔的秘书。她将对会议进行书面记录。Becki Amick 在这次会议上被任命为选举监察员。她将证明在董事选举中所投的票数和在会议上表决的动议。本次会议的指定代理人为 Walter Scott 和 Marc Hamburg。这位秘书有没有一份报告，说明伯克希尔公司发行在外的、有权投票的和出席会议的股票数量？

莎伦·赫克：是的，如 2014 年 3 月 5 日向所有登记在册的股东发送的本次会议通知所附的委托书所示，有 857,848 股 A 类伯克希尔发行在外的普通股，每股有权对本次会议审议的议案有一票表决权，179,267,338 股伯克希尔发行在外的 B 类普通股，每股有权对审议的议案投万分之一票。其中，601,494 股 A 股和 682,365,717 股 B 股由截至 5 月 1 日周四晚间的股东代表出席。

巴菲特：谢谢。这个数字代表法定人数，因此，我们将直接开始会议。首先要做的是阅读上次股东大会的会议记录。Walter Scott 先生将在会议前提出动议。

沃尔特·斯科特：我提议取消对上次股东会议记录的宣读，并批准会议记录。

巴菲特：有人同意吗？我支持这个动议。该动议已被提出并附议。有什么意见或问题吗？我们将以口头表决的方式对这项动议进行表决。赞成的说"赞成"。反对？动议获得通过。

下一项业务是选举董事。如果出席会议的股东未提交委托书或希望撤回先前提交的委托书，则您可以亲自就本次会议将审议的董事选举和其他事项进行投票。请向走道上的一位会议官员表明身份，以便领取选票。我认可 Walter Scott 先生在会议上提出关于选举董事的动议。

沃尔特·斯科特：我提议选举 Warren Buffett, Charles Munger, Howard Buffett, Stephen Burke, Susan Decker, William Gates, David Gottesman, Charlotte Guyman, Don Keough, Thomas Murphy, Ronald Olson, Walter Scott, Meryl Witmer 为董事。

巴菲特：还有人同意吗？我附议。还有其他提名吗？有什么讨论吗？提名已准备就绪，可以采取行动。如果有任何股东亲自投票，他们现在应在选举董事的选票上做标记，并将选票交给走道上的一名会议官员。阿米克女士，当你准备好的时候，你可以做你的报告。

贝基·阿米克：我的报告准备好了。截至上周四晚收到的委托书持有人的投票结果为每位被提名人投了不少于 660,619 票。这一数字远远超过了所有 A 类和 B 类流通股总票数的大多数。特拉华州法律要求的精确计票证明将提交给秘书，与本次会议记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，阿米克女士。以上人士当选为董事。下一项议程是对伯克希尔高管的薪酬进行咨询性投票。我确认 Walter Scott 先生就这一项目向会议提出一项动议。

沃尔特·斯科特：我提议公司股东在咨询的基础上批准根据 S-K 条例第 402 项披露的支付给公司指定执行官的薪酬，包括薪酬讨论和分析以及随附的薪酬表格和公司 2014 年年度会议委托书中的相关叙述性讨论。

巴菲特：还有人同意吗？我附议。已经提议并附议，公司股东在咨询的基础上批准支付给公司指定执行官的薪酬。有什么讨论吗？我相信这上面可能有。我们有人吗？

好的。阿米克女士，当你准备好的时候，你可以做报告了。

贝基·阿米克：报告准备好了。截至上周四晚间收到的委托书持有人的投票结果显示，投票人数不少于 666,751 票，在咨询的基础上批准向公司指定的执行官支付薪酬。这一数字远远超过了所有 A 类和 B 类流通股总票数的大多数。特拉华州法律要求的精确计票证明将提交给秘书，与本次会议记录放在一起。

谢谢你，阿米克女士。在咨询的基础上，批准向公司指定的执行官支付薪酬的动议获得通过。

议程上的下一项是就伯克希尔哈撒韦公司高管薪酬的股东咨询投票频率进行咨询投票。我确认沃尔特·斯科特先生就这一项目向会议提出一项动议。

沃尔特·斯科特：我提议，公司股东在咨询的基础上，以每年、每两年或每三年一次的方式，决定他们对公司 2014 年年度会议委托书中规定的支付给公司指定执行官的薪酬进行咨询投票的频率。

巴菲特：还有其他人同意吗？我附议。有人提议并附议，由公司股东决定他们对指定高管的薪酬进行咨询投票的频率，可以选择每一年、两年或三年一次。有什么讨论吗？我相信在这一点上有人想发言吗？是的。

股东：马萨诸塞州波士顿的股东。我建议进行为期一年的投票，以改变任命高管的政策。除了沃伦、查理和马克，公司还应报告阿吉特·贾因的薪水。他是不可替代的，沃伦在制定保险费率时与他合作无间。因为应该有五个管理层成员，还应该增加另一个保险经理或来自资本相关产业集团、BNSF 或中美能源的人。我认为公司应该任命两个副经理，至少应该加上阿吉特。前财富 500 强公司的首席执行官们过去常常披露他们现在的薪酬。伯克希尔没有退休年龄，这很好，但应该有更深入的披露，这应该在明年完成，而不是三年后。

巴菲特：有没有其他人——似乎不是。通常情况下，我个人实际上同意一年一次的频率，但在伯克希尔的情况下，考虑到需要什么，考虑到数字和一切，这可能没有太大意义。但我一般觉得一年不是个坏主意。

给予经理人合适薪酬的问题早些时候我们讨论过，我不认为这是一个好主意。

好的。阿米克女士，当你准备好的时候，你可以做报告了。

贝基·阿米克：我的报告准备好了。截至上周四晚收到的委托书持有人的投票结果为 113,530 票支持以每年的频率调整，2,412 票支持每两年的频率调整，552,309 票赞成每三年对支付给公司指定执行官的薪酬进行一次咨询投票。特拉华州法律要求的精确计票证书将交给秘书，与本次会议记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，阿米克女士。公司股东决定，在现在的基础上，他们应每三年对支付给公司指定执行官的薪酬进行咨询投票。

下一个议题是梅耶家族企业有限责任公司(Meyer Family Enterprises, LLC)提出的一项动议，该公司是伯克希尔的股东，由 Brady Anderson 和 Linda Nkosi 代表。该动议载于委托书中。该动议指示伯克希尔为其能源控股公司制定减少温室气体和其他空气排放的量化目标，并向股东发布一份关于如何实现这些目标的报告。

董事已建议股东投票反对该建议。我现在请 Brady Anderson 和 Linda Nkosi 提出动议。为了让所有感兴趣的股东发表意见，我请他们将发言时间限制在 5 分钟之内。

Linda Nkosi：下午好，巴菲特先生，芒格先生，女士们，先生们。我叫琳达·恩科西，来自斯威士兰，这位是布雷迪·安德森，来自爱荷华州。我们是爱荷华州瓦特伯格学院(Wartburg College)经济学和金融专业的学生，在这里代表一个学生代表团，他们管理着 120 万美元的投资组合，其中包括伯克希尔的股票。我们非常感谢有机会参加这一庆祝活动。我们代表西雅图投资者之声(Investor Voice SPC)，代表梅耶家族企业(Meyer Family Enterprises)提出委托书第 12 页第 4 项，即伯克希尔在其能源控股公司设立温室气体减排目标的提议。

我们为伯克希尔能源公司拥有全国最大的可再生能源投资组合而鼓掌。也就是说，伯克希尔能源公司近一半的电力是通过燃烧煤炭产生的，这也是事实，这使得伯克希尔能源公司成为温室气体的巨大排放者。鉴于这些事实，制定碳减排计划将有利于伯克希尔能源公司。66%的美国电力公司制定了温室气体减排目标。伯克希尔能源公司不在其中，尽管该公司在其网站上表示："我们将设定具有挑战性的目标，并评估我们持续改善环境绩效的能力。"正如股东们所知，气候变化给全球经济和伯克希尔都带来了巨大的金融风险。气候风险投资者网络(Investor Network on Climate Risk，其成员管理着超过 11 万亿美元的资产)和碳披露项目(Carbon Disclosure Project，代表着全球超过 80 万亿美元的资产)呼吁公司披露与气候变化有关的风险，并采取措施降低风险。

Brady Anderson：美国 SEC 表示，气候风险在财务上是实质性的，必须予以披露。这是因为高碳方法会产生风险，而低碳方法可以避免风险，无论是现在还是将来。如果没有规划和一套前瞻性的目标，无论是管理层还是投资者都无法真正知道自己的立场。此外，伯克希尔的核心业务也容易受到气候变化的影响。为什么？因为气候破坏带来的许多最负面的财务影响都是由保险公司承担的。伯克希尔旗下的 GEICO 保险在飓风 Sandy 中遭受了史上最大的单笔损失，超过 4.6 万辆被淹车辆的索赔造成了 4.9 亿美元的损失。随着极端天气日益增多，伯克希尔的再保险业务可能会承受更大的风险。在一段时间内，这些成本的一部分可能会以更高保费的形式转嫁给客户，但这是一种谨慎的做法——让客户承担气候科学家一致认为迫切需要的温室气体减排计划的成本，这(不)是一种谨慎或可持续的长期战略。总之，代表数万亿美元投资资产的数百家全球最大机构投资者呼吁企业设定温室气体减排目标。这些目标是减少气候变化造成的严重商业风险的关键工具。超过三分之二的美国公用事业公司已经有了这样的目标，机构代理咨询公司一再建议对这类目标设定和披露进行投票。因此，请和我们一起投票支持这

个常识性的提议，它不仅有利于地球，还将通过规避风险来保护(如果不是促进的话)伯克希尔的利润。

谢谢你给我这个难得的机会来分享我们的担忧。

巴菲特：好的，谢谢你。(掌声)我假设没有人愿意就支持或反对的动议发言。我现在什么都没听到，我会说动议现在已经准备好了。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在动议上标记他们的选票，并将他们的选票交给过道上的一名会议官员。阿米克女士，当你准备好的时候，你可以做你的报告。

贝基·阿米克：我的报告准备好了。截至上周四晚收到的委托书持有人的投票结果为 49,553 票赞成该动议，561,642 票反对该动议。由于反对该动议的票数超过所有已发行 A 类及 B 类股份的过半数票数，故该动议已告失败。特拉华州法律要求的精确计票证明将提交给秘书，与本次会议记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，阿米克女士。提议失败了。

一项议题是大卫·威特提出的一项动议。该动议载于委托书中。该动议要求董事会考虑支付股息。董事们建议股东们投票反对这项提议。威特先生在吗？由于威特先生和他的代表都不在场提出他们的行动建议，动议失败。好的。在我们休会之前，有没有人还有其他事情要做？如果没有，我建议斯科特先生在会议前提出一项动议。

沃尔特·斯科特：我提议休会。

巴菲特：还有其他人吗？(我附议)。休会的动议已经提出并获得附议。我们将以口头方式表决。所有赞成的人说"同意"。反对者说"不"。(声音：赞成)。会议休会。



巴菲特：CNBC 专访 2014

2014 年 3 月 3 日

2014 年巴菲特和 3T 参加 CNBC "Squawk Box" 三小时现场直播电视节目 "Ask Warren"。

BECKY QUICK：卢布对美元的汇率创下历史新低。今天卢布大幅下跌，不仅对美元，对欧元也是如此。因此，投资者开始注意到这一点。俄罗斯 Micex 指数也受到了相当大的压力。所以，现在美国股市的跌幅可能不会超过 150 点，但随着投资者试图弄清楚这一点，全球市场都在发生一些重大变化。也许今天最适合坐下来和我们交谈的投资者也许莫过于沃伦巴菲特了。我们来到奥马哈是因为伯克希尔哈撒韦公司的巴菲特致股东的年度信已于周六上午发布，而且我们花了一些时间来消化这一封巨长的年度信。

BUFFETT：我是按字数收费。

BECKY：是的，这是一封非常长的年度信，给人们带来了许多思考。就像你每年所做的那样，你阐述了很多关于投资的想法，以及对市场的看法。我想请您谈谈您对市场的宏观看法。但您在信中指出，您并不太相信那些提供宏观观点的人。

BUFFETT：不，我投资企业和股票很多年了，股票投资了 71 年，企业也投资了差不多 71 年了。我从来没有根据宏观因素做出过投资决定。如果我找到我喜欢的企业我就会买下来。我买的第一支股票是在 1942 年春天。我要告诉你当时的宏观因素看起来并不乐观。珍珠港事件之后我们在南太平洋遭受重创。战争态势看起来也不乐观。我想几乎每个美国人都认为我们会赢得战争，但当我买第一支股票时我花了 100% 的钱，我花了我所有的 120 美元，我不是根据头条新闻买的，我是根据我的钱能得到什么来买的。

BECKY：但当你这样做的时候，当你相信它的时候，你说你不看宏观因素。我能想到的是，在过去你关注宏观。当你回顾股票正处于低位的哪段时期，你告诉美国人要用双手购买股票。

BUFFETT：好吧，偶尔股票会明显的便宜。我是说，真的很便宜。我在 1974 年写过一篇文章或者说我接受过福布斯的采访。2008 年我为泰晤士报写过一篇文章。我是说，偶尔股票也有便宜得离谱的时候，但大多数时候股价都很高。但有几次我觉得他们便宜的离谱，所以我应该说点什么。

BECKY：你知道，人们已经指出，从那时起，显然股票市场已经走过了很长的路。人们在分析你的年度报告时发现，你并没有像过去几年那样说——股票显然比黄金更有价值。几天前你在《财富》杂志上发表的文章大家都很关注，其中有两个例子都与房地产有关：一个是你在内布拉斯加州买的农场，另一个是你在纽约大学街对面

投资的房地产。这让人们猜测，和其他领域现在比，你认为现在房地产股票更适合投资吗？

BUFFETT：不，那是他们猜测错了。我说那些例子是因为，虽然我对房地产和农场了解不多，但成功投资它们仍然是有可能的。我对投资股票的人也有同感。如果他们不是会计专家，或者了解资本结构的所有事情，**但有一个伟大长期的股票投资经验**，我可能更不了解农业和纽约那栋大楼的现实情况，就像大多数人对股票一样，但我完全有可能做出明智的投资决定。在这些投资中你不会赔钱而且你可能会赚不少钱。

BECKY：是啊，我也想那样。因为最近有很多人对股市提出了质疑，他们担心参与股市是傻瓜的游戏，普通投资者在其中无法得到公平的待遇。我最近听到 Bill O'Reilly 等人这么说，他不相信股市，认为股市被操纵了。你怎么跟人们说的？

BUFFETT：嗯，其实根本没有操纵。我的意思是，有时特定的股票绝对是被操纵的。但是，但很难去操纵 20 多万亿美元(笑)。**人们甚至应该忘记称它为股市。我是说，这其实是美国人的生意。**如果出于某种原因，你认为未来 50 年美国商业的生产力可能远低于过去，那么你可以得出一个负面的结论。但我对那座农场的结论是，随着时间的推移，它的产量可能会更高一点，农作物的收益也会更高一点。所以，**当你购买一项生产性资产时，你不会想要把它归类到某个名称，然后在报纸上看到这个或那个会涨会跌。**

你要看的是它的业务本身。如果你买了旁边的房子准备租给别人，你会看看你能得到多少租金，你要交多少税，以及你觉得这个社区在很长一段时间内会怎么样，然后再根据购买价格来衡量。购买价格是最重要的，股市为你提供了如此多的机会——成千上万种不同的生意。你不必成为每个领域的专家。你甚至不必成为其中 10% 的专家。你只需坚信，某家公司或某些公司组合，我建议大多数人应该是买入一组公司。**你必须坚信，这些公司在五年、十年或二十年后可能比现在赚更多的钱。要做出这样的决定并不难。**

BECKY：你还在今年的年信里透露了一些信息，你说你列出了你的遗嘱条款，你为你妻子预留了多少钱。我对此一无所知。

BUFFETT：嗯，我还没有公布我的全部遗嘱。你们中有些还没被提到过的人还有希望。但我还是解释了一下，因为我指出了，我认为不是股票专家的普通人应该做的事。我的遗孀也不是股票专家。我想确保她得到一个体面的结果，她不会得到一个轰动的结果，你知道吗？既然我所有的伯克希尔股份都要捐给慈善事业，问题是她该如何处理留给她的现金？其中一部分直接给了她，一部分给了受托人，**但我让受托人把其中的 90% 放在标准普**

尔 500 指数基金里，10%放在短期政府债券里。放 10%在短期政府债券的原因是，如果在市场不景气的时期，她每年可以从中提取 3-4%，而不是在错误的时间被迫卖出股票。这样做她就会过的很好。任何人都会做得很好。它的成本很低，投资的都是一些很好的企业，而且它们能自己照顾好自己。

BECKY：你特别提到了先锋指数基金 Vanguard。

BUFFETT：对，没错。这是一个非常非常低成本的指数基金。还有其他的，但也有其他的不是那么低成本。在投资中把成本降到最低是非常重要的。不管是农场还是纽约的地产，我的意思是，如果你的投资组合实际上每年支付 1-2%，这是一个很大很大的税，而你不必支付这个费用。

BECKY：在家里收看节目的人，你只需要看看自己的费用比率就可以了。你可能只需要支付 0.2-0.25%，而不是 1-2%。

BUFFETT：没错。我想先锋指数基金的实际费率略低于 0.2%。如果 40 年前所有持有伯克希尔股票的人都没有进行过交易，他们每天都试图打开股票交易，但却没有进行过交易，那么他们的总回报将完全等于我们公司的回报。现在，如果他们疯狂地四处交易，他们付钱给别人来告诉他们拥有它和一切，他们的回报将成为我们的回报扣除这些费用。所以，你应该寻找一种非常非常低成本的参与方式。顺便说一下，在伯克希尔，相对于我们 1000 多亿美元的投资，我们的开支非常非常低。

BECKY：我们确实有机会让观众写信向您提问。有一位观众来信问你，为什么你把这笔钱留给你的妻子，让她买入先锋指数基金，而不是再买入伯克希尔的股票。

BUFFETT：是的，伯克希尔也不错。但就像我说的，我将放弃所有的伯克希尔股票。先锋指数基金很好，伯克希尔也不错。但一般来说，我不想向人们兜售伯克希尔股票。我不介意推荐低成本的标准普尔 500 指数。

BECKY：让我们谈谈你们对当前经济的看法。因为通过你们的业务，你们对正在发生的事情了如指掌。你们不仅在五大巨头中进行大规模投资，还开展零售业务。总的来说，你认为美国经济目前的走向如何？

BUFFETT：据我所知，我至少看了 80 家左右的公司数字。我喜欢看到他们的数字，我得到很快。2009 年秋天以来的情况一直在持续。我的意思是，我们已经有了这种温和但持续的增长，到现在已经四年半了。时不时我们会为经济加速而兴奋，时不时我们又开始担心经济二次探底什么的。在这四年半的时间里，你听到了各种不同的评论，这些评论非常一致。GDP 的数字可能会有一些波动。就我们所看到的而言，我认为它几乎是一条直线，

但不是人们所希望的那种斜率。但也不是平的。这就是我目前所看到的。

BECKY: 那么, 我们是否在第四季度过于乐观, 而现在又在第一季度过于悲观?

BUFFETT: 可能吧。我们稍后会知道的。但在我看来一直都是这样, 我们还没有变得非常乐观, 也没有过度悲观。但在此期间你会看到乐观和悲观来回波动, 而实际上, 经济在逐步改善, 你知道, 它只是非常的稳定。

BECKY: 事实上, 天气的影响有多大, 我的意思是, 过去两个月我们得到的数据非常糟糕。但市场一直在说, "别担心, 全国都是坏天气"。

BUFFETT: 这是个因素。我的意思是, 当大雪纷飞和极端寒冷的时候, 我们的铁路就无法正常运行。在极端寒冷的天气里, NetJet 也无法正常运行。这些都是矛盾的。我的意思是, 如果一个国家的某个地区天气很糟糕, 很难让飞机去为那里的人提供服务。所以, 毫无疑问, 这是一些因素。

BECKY: 每次我们拿天气当借口, 有人就会指出, "是的, 但如果你看看加州地产市场的住房数量, 就会发现它的增长速度放缓, 那并不是因为天气"。你会怎么回答他们?

BUFFETT: 我不能肯定的告诉你。但我们有几个大的房产经纪人在加州工作。事实上是三个郡中最大的一个。我们刚在圣何塞又买了一家还不错的地产经纪公司。我的意思是, 价格真的已经相当强劲。但在冬天, 房地产活动总是比较少。我们去年买了几家地产经纪公司, 今年我们又买了一个, 以后还会继续买。我喜欢这一行。

BECKY: 好的。沃伦, 我们收到了很多人提出的问题。下面我想重点谈谈伯克希尔公司和你在信中指出的一些问题。新泽西州的 Ron Rogers 来信说, 2013 年秋有消息称, 你已经非常接近以数十亿美元收购另一头大象。我想你不会透露收购目标的名字, 但能告诉我们它属于哪个行业吗?

BUFFETT: 是的, 我最好还是不说它是哪个行业的。不过顺便说一句, 因为这个行业里的公司并不多, 从规模上看, 你可能只知道两三家公司。这并没有发生, 但你总能看到树叶沙沙作响, 如果没有别的原因, 那树叶后面肯定有什么东西。我们现在还没有什么重大事项需要披露, 但我们正在做一些事情。

BECKY: 是的, 你在年度股东大会上也说过, 在给股东的年度信里说过, 当谈到亨氏 Heinz 的交易时, 这是一个伯克希尔将来可能会这么做的样板。你有没有和 3G 谈过进行另一种类型的收购, 比如亨氏?

BUFFETT: 好吧, 我们已经讨论过了, 所以它没有一个名称。但 George Palo Lemon 是我的合伙人, 我和他都很想再干一票, 他们喜欢收购, 他们喜欢大手笔的收购, 而且我们是一对好搭档, 他们负责运营, 我们负责

融资，这样的安排我很习惯。因此，我与亨氏之间发生的一切，无论是合同谈判，还是收购，每一次经历都让我百分百满意。所以我真的很期待和他们有进一步的合作。我想我们会的。

BECKY：你在信中谈了一点关于亨氏收购的事情，目前进展如何？

BUFFETT：事情进展得很顺利，但 Bernardo Hees 是六月接手的，他做的一切都合乎逻辑。我们在做零基础预算。正如我在报告中所说的，我预计亨氏公司今年的收益能大大超过历史上的任何一年。

BECKY：你指出你不是什么大人物，这笔交易和私募股权的区别在于，伯克希尔计划长期持有这些股份。

BUFFETT：永远。

BECKY：永远。不过，如果亨氏在未来 5-7 年内上市，你会感到惊讶吗？

BUFFETT：是的，这是有可能发生的。因为 3G 的人，他们在汉堡王公司做到了这一点。而且他们有很多投资者，我不知道有多少，我只知道主要的投资者，但我不知道具体数目，但其中一些人毫无疑问会想退出的。如果业绩不错，我想他们可能有机会大赚一笔。当他们获利时，他们没有义务把股份卖给我们，所以这完全是他们自愿的。但是，如果他们要出售这些股票而我觉得价格可以接受的话，我当然会主动向他们购买股票。

BECKY：因为现在你们是平等的合作伙伴。

BUFFETT：是的。我们是平等的合作伙伴。即使股份数量有些不同，我们也是平等的合伙人。从心理上讲，我们是平等的合作伙伴，即使股份数量不相等。但随着时间的推移，我想增加股份数量。当然这是我们自己的事。这是永恒的。这将会是一个有利可图的生意。它将是一个全球性的业务。它只是正好适合伯克希尔。我们的问题是把钱用在刀刃上，所以我们不想把钱抽走，我们想要投入更多的钱。

BECKY：但是，让汉堡王董事会的那些人向麦当劳这样的地方销售番茄酱，会不会造成问题？我不确定客户是怎么想的。但据我了解，某些特许经营商反对街对面那个卖汉堡包的人，也就是汉堡王的 CEO，他曾经是汉堡王的 CEO，我相信他现在还是副董事长，麦当劳的某些特许经营商对此很不满意。这是一个大客户，对吗？

BUFFETT：这是个大客户。但随着伯克希尔的规模越大，就会有冲突的地方，有的时候，一个子公司的行为，会激怒另一个子公司的竞争对手，所以这是会发生的。

JOE：今早，市场显然在关注乌克兰的事态发展。俄罗斯总统普京派遣军队进入克里米亚地区、以保护俄罗斯公民。西方领导人几乎一致谴责这些行动，并誓言利用经济和外交措施向俄罗斯施压，迫使其撤军。周末发生的

事件也给全球市场带来了压力。今早期货大幅下跌，欧洲市场也受到冲击，道琼斯指数下跌超过 150 点，欧洲市场全线下跌，俄罗斯市场也在走低。在这个时候你可以看到跌了 12%。美元也是如此。你可以看到美元兑日元、欧元尤其是俄罗斯卢布创下了历史新低，黄金本身也在走小牛市，它又涨了 23 美元，你可以看到自 12 月的低点以来，这是一个相当大的涨幅。Becky，你得到了神谕。我猜乌克兰是前沿和中心。

BECKY：没错。沃伦刚才谈到，尝试研究这些更宏观的问题，并弄清这些问题对市场的影响是多么困难。但是，沃伦，你今天不可能靠这个卖出任何东西。

BUFFETT：不会。如果股票更便宜，我就更有可能买了。我们周五买了一只股票，今天可能卖得更低。这简直太棒了。

BECKY：是富国银行吗？

BUFFETT：很好的猜测。

BECKY：我想我可以试一试。事实上，这里有很多问题都与您的投资有关。你也详细介绍了你持有的大量股票，以及你对其中一些股票的看法。让我来给你一些观众提出的问题吧。FrankRonnie 来信问：您持有可口可乐、富国银行和美国运通的股票长达 20 多年。如果说在 90 年代末的大泡沫或上一次金融危机期间你没有抛售这些股票，那么是否可以说你永远不会抛售这些股票？你能设想出真正让你卖出这些股票的情况吗？

BUFFETT：公平地说，我们在任何一年都不太可能卖掉它们。可能是任何一个特定的五年期。但我们需要钱来收购经营性业务，我们可以卖掉其中任何一只股票也可能是一组股票，在伯克希尔，我们更倾向于继续购买经营性的企业。作为一种选择，我们喜欢持有股票，我们会在股票上赚钱。但就长期建立伯克希尔而言，我们只是喜欢增加我们的盈利能力，从经营性业务中获得巨大的盈利能力，我们将永远保留这些盈利能力。所以，没有一支股票是永久性的，但它们一般都是长期持有的。

BECKY：有很多关于 IBM 的问题。一位来自香港的 RojeshPadjwani 问道：自从您入股 IBM 以来，IBM 的表现大幅低于标普 500 指数。虽然你在之前的采访中明确提到，你更希望股价不要表现得那么好，这样公司就能以更低的价格回购更多的股份，但公司的财务表现，尤其是收入趋势，是否让你失望？你是否觉得自己跳出了自己的能力圈，犯了一个罕见的错误？

BUFFETT：嗯，收入趋势低于预期，尽管没有大幅低于预期。财务数据一直不错，但这得益于低税率和诸如

此类的因素。业务正在转型，尤其是在云计算方面。所以我说，我对 IBM 未来的了解比我对富国银行、可口可乐或我们拥有的企业的了解要少得多。我想我对它有足够的了解，所以我对持有这支股票感觉良好。但是，我对 IBM 这样一家公司的了解程度不如我对富国银行或可口可乐的了解程度高。就价格走势而言，这对我来说没有任何区别。如果 IBM 去年买了很多股票，如果股价再低一点，他们就会买进更多的股票。所以，流通股越少我越喜欢。他们继续回购股票，他们买得很快，我喜欢这样。但我希望收入能有所增长

BECKY: 你认为 IBM 首席执行官 Ginni Rometty 的工作如何？

BUFFETT: 我觉得她是在公司真正转型的时候接手公司的。根据她的记录，我觉得她在这一点上做的很好。但她的记录将在五年后被评判。这个行业有很多事情要做，我觉得他们做得很好，但最终的成绩会在五年或十年后出来。

BECKY: 你会买更多的股票吗？

BUFFETT: 我们去年又买了一些，不是很多。我想我们今年也买了一些。

BECKY: 好的。下一个问题来自 Dan Youngberg: 你对铁路还那么积极吗？除了你们买的 BNSF，还有哪条铁路是不错的？铁路车辆公司怎么样呢？

BUFFETT: 是的。美国有四大铁路公司。堪萨斯城南方铁路是另一条重要铁路。两家在东部，两家在西部。随着时间的推移铁路业务将成为非常重要的业务，这是国家的巨大资产。不会有更多的铁路，可能会有一些高速客运之类的铁路。但就基本的货运铁路而言，这个国家的铁路结构将长期存在。与公路运输相比，铁路确实能以非常低廉的价格，远距离运输重型货物，它还非常环保，所以铁路的前景非常好。我想说四条铁路都是如此。

BECKY: CurtisCarter 问道：你们是否有计划利用 BNSF 铁路公司的路权，将电力从美国中部输送到西部？你们是否考虑将铁路电气化？

BUFFETT: 两者的答案都是否定的。

BECKY: 好的，这是我以前听别人提过的问题，所以我有点想知道。

BUFFETT: 如果有谁能想出一个我们没有想到的办法，让我们从路权上赚到大钱，我很乐意听听。但这并不是好办法。

BECKY: 您花了一些时间详细阐述了铁路的经营状况。BNSF 铁路确实从我们页岩热潮中获益匪浅。

BUFFETT：获益匪浅。最近所有的铁路都表现不错。事实上，我们的直接竞争对手联合太平洋铁路公司的业绩非常好。因此，**如果从燃料成本、司机工资和高速公路的角度来看，铁路运输具有真正的竞争优势。**只要有更多的货物从一个地方运到另一个地方，铁路就会分一杯羹，这应该是个好生意，应该是个非常赚钱的生意。

BECKY：Keystone 输油管道呢？股东们多次提问这个问题。有人问，你真的希望 Keystone 输油管道项目获批吗？因为它是 BNSF 的直接竞争对手。

BUFFETT：它不是一个大的竞争对手。它从加拿大运来原油，我认为 Keystone 管道对国家来说是个好事。

BECKY：你觉得总统有可能真的批准吗？

BUFFETT：我不知道。

BECKY：我最近看到国会发布的一份研究报告，其中指出，与通过铁路运输石油相比，如果铺设 Keystone 输油管道，最终可以挽救生命。我想大概是一年六条人命吧。

(Keystone XL 为加拿大 TransCanada Corp 公司的石油管道项目，将建造一条把加拿大阿尔伯塔省 Hardisty 地区生产的重油，向南穿过美国蒙大拿州和南达科达州，运送到内布拉斯加州 Steele City，管道总长 1897 公里、总投资 61 亿美元，每天将源源不断输送 83 万桶原油到美国。TransCanada 在 2008 年就向美国国务院提交了 Keystone XL 项目的许可申请，但一直遭到民主党和环保人士的强烈反对，并在 2015 年被奥巴马以环境威胁、无法给经济带来长期好处为由予以了否决。2017 年 3 月 24 日，特朗普总统正式批准 Keystone XL 石油管道建设项目。2023 年，在该项目的最后一站内布拉斯加州，遭遇了当地人极力反对，迟迟没有拿到开工许可。当地人担心，一旦发生漏油事件，肯定会损害当地的支柱型产业农业。)

BUFFETT：是的。他们可能是对的。输油管有泄漏。偶尔也会发生爆炸。但那是非常非常非常罕见的情况，但是，如果你衡量 100 年内数以百万计桶的原油输送量，相比铁路的优势非常明显。我不知道结果会如何，那要取决于发生了什么。很明显他们需要更新铁路油罐车。特别是来自 Bakken 的石油以及来自 Eagle Ford 的石油，比人们预想的更不稳定，而这将需要，首先我们已经降低了车速，在该地区还需要那种油罐车。

BECKY：是的，BNSF 刚刚说要买 5000 辆新的油罐车。那种更高一些的。

BUFFETT：是的。油罐车还在生产工厂，等着你去下订单，所以这需要时间。我们与另一家公司 Marmon 公司合作，它从事罐车制造业务。我们会做出改变的，也应该有所改变。公平的说，在过去的一年左右我们发现，运输某些类型的原油，比以前想象的更加危险。而且，你知道，这是毫无疑问的。

BECKY：在 BNSF 铁路公司宣布将在市场上购买更多的油罐车时，很多铁路油罐车公司的股价都上涨了，他们会从 Marmon 公司购买吗？还是他们会外包出去到处买？

BUFFETT：是的。但问题是，不仅 Marmon 的油罐车子公司，还有 Trinity 公司和其他制造罐车的公司，都

积压了大量的订单。所以我们的积压订单会持续到 2015 年年中，这些并不都是原油运输罐车，大多数油罐车不是用来运载原油的。当你看到一列火车上有很多油罐车时，大部分装载的都不是原油，但有些是原油，而且近年来越来越多，所以你不可能一按开关，就能得到 5000 节车厢，肯定会有部分是翻新的。我猜其中一些订单会被移到最前面，因为马上完成的订单更重要。但是，油罐车数量问题是个问题。它应该得到解决。它正在被解决。但你不可能在一夜之间改变整个油罐车队。

BECKY：在过去的几个月有一则报道称，负责研究系统性重要金融机构的委员会表示正在考虑收购伯克希尔。首先，我想知道，你是否有他们的消息。其次，俄勒冈州 William Andersen 提出了一个问题，他说，鉴于伯克希尔保持大量资本盈余的政策，如果伯克希尔被宣布为'大而不能倒'，会让你担心吗？对于伯克希尔来说，这一指定可能带来监管的加强，加快衍生品平仓速度以满足监管是否值得？

BUFFETT：是的，我们没有从负责什么叫 Sify 的人哪里听到任何消息。我们的律师已经查过了。我不认为我们的衍生产品会有什么问题。首先，它们一开始就在减少。但就名义价值而言，它们的价值很高，比如德意志银行有 60 万亿美元，所以我们还不到德意志银行的 1/10。而且我们有大量的流动资金，我们有所有这些多元化的盈利能力。我认为这不太可能。

BECKY：我想这些衍生品平均会在 2020 年左右结束？

BUFFETT：期权部分是这样。信贷部分已经全部清偿，我们对抵押品的要求很低。我们没有任何条件，我们从来没有任何重大的短期债务。我们始终拥有大量现金。我们每个月都有现金进账。我们似乎不太可能被归类为大而不能倒。我们是大公司，埃克森美孚也是大公司。苹果也是大公司。还有其他大公司。这不是基于规模，而是看你是否有可能陷入困境。

BECKY：好的，让我们继续关注华盛顿。奥巴马总统明天将公布他的预算案，我们得到的初步解读是，这将是一份对共和党人不太友好的预算案，他觉得自己过去已经做了很多努力，但效果不佳。你认为这对华盛顿的环境有何影响？

BUFFETT：很难想象环境会变得更糟。你知道，华盛顿的局势或多或少陷入了僵局，因为也许有一点松动，但共和党内有相当一部分人可以挟持整个共和党，共和党也可以挟持立法程序。因此，除非人们的态度发生真正的转变，否则很难看到会发生什么。

BECKY: 我们确实收到了很多政治方面的问题。其中一个问题是, 沃伦, 我知道你很关注贫富差距问题。你是否支持提高最低工资标准, 并将其与通货膨胀挂钩?

BUFFETT: 你说的是 60 年来的最低工资, 我曾经按最低工资工作过, 当时我每小时挣 75 美分。这真的是两方面因素。我的意思是, 你想有人被支付更多, 但你也想有尽可能多的人就业。所以这也是两方面的。我可以从两方面来论证。我认为有一件事是有意义的, 那就是增加收入所得税抵免。毫无疑问, 市场体系是有史以来生产大量商品和服务的最伟大的体系, 但随着它越来越专业化, 也会有越来越多的人被社会落在后面。我们已经看到了这一点, 这是一个非常富裕的国家应该解决的问题。但我认为, 收入所得税抵免是更好的办法。

BECKY: 当我问 Peter Orszag 这样的人这个问题时, 他会说, 他希望看到这两件事, 收入所得税抵免和更高的最低工资。

BUFFETT: 我不会在最低工资问题上与他争论, 但我认为, 与最低工资相比, 通过收入所得税抵免, 你可以实现更多的目标, 而不会产生负面影响。我的意思是, 如果最低工资能达到 15 美元, 而且不会对其他方面造成任何影响, 我会很乐意。但事实显然并非如此。因此, 在最低工资问题上需要权衡利弊, 而且很难量化这些利弊。人们得出来的这些确切的研究结果。他们其实并不知道。

BECKY: 国会预算办公室最近发布了一份研究报告, 指出如果政府在 2016 年之前, 将时薪提高到 10.1 美元, 将会损失 50 万个工作岗位, 即 50 万人。他们说, 损失的工作岗位可能是零, 也可能是一百万个。你认为可能的损失在哪里?

BUFFETT: 我同意他们的看法。他们不知道。我也不知道。你知道事情的发展方向。否则, 如果它不会影响就业, 我们会有一个 15 美元的最低工资标准, 我会 100% 支持它。但是, 它会影响的。所以我不知道, 也很难量化权衡。通常情况下, 任何一方的支持者都会拿出数据来证明自己的立场。我认为收入所得税抵免更为明确。我的意思是, 这将使更多的钱落入低收入者的口袋。这正是我希望看到的。它并没有以任何大的方式扭曲市场体系。但是, 你知道, 这就是我想要走的路。

BECKY: 伯克希尔有 33 万员工?

BUFFETT: 约 33 万人。

BECKY: 有多少人拿最低工资?

BUFFETT：非常非常少。我的意思是，我不能告诉你答案，但应该是非常非常少。

BECKY：好的。Ian M 在推特上问了一个相关问题，如果你是奥巴马的经济政策顾问，他的政府现在能做的最能加速就业增长的事情是什么？

BUFFETT：我认为，进一步的财政刺激显然会促进就业增长，但你要为此付出代价。我认为，随着时间的推移，市场体系会增加就业岗位，就像过去四年一样。只是五年前我们的系统受到了巨大冲击，我们真的进了急诊室。而且恢复速度一直很慢。我想大多数人都预料到了这一点，但他们仍然对这种情况感到失望。

BECKY：周五我们请到了 SamZell 做客节目，他提出了一个非常有趣的比喻，他说，当利率为零时，就像篮球比赛中没有投篮时间一样。人们认为自己有大把的时间，而此时却没有将资金投入投资的强烈动机。

BUFFETT：我不同意这种说法。我的意思是，如果我的钱的回报是零利率，我就想把它取出来。我一直在寻找项目，我们去年在厂房设备方面的投资就超过了 110 亿美元。这是我们的一个纪录。任何有合理回报的项目，不管是爱荷华州的风电场，还是其他什么，我喜欢建造更多的货运列车，不管它是什么。

零利率的资本成本对我来说真的很有吸引力。我的意思是，如果利率是 15%，我坐在这里就会选择投资 15%，而资本项目就很难吸引我的眼球。因此，现在我认为正好相反。

BECKY：让我再问你一个政治方面的问题。StanDuzy 来信问，你如何比较美国总统和美银 Brian Moynihan 过去五年的表现？显然你在 Brian Moynihan 管理的美国银行拥有很大的股份。

BUFFETT：美国和美国银行。他们都有非常非常艰难的工作，但他们都安下心来去做。你一次只能做一件事。Brian Moynihan 接手的是一个巨大的烂摊子，规模之大几乎压倒一切。他有条不紊地解决了一个又一个问题，但他的工作不需要得到美国国会的同意。

BECKY：福布斯 2014 年全球亿万富豪排行榜出炉了，如果你今天上午想看一看，我们恰好请到了一位名列榜首的先生。微软比尔盖茨以 760 亿美元排名第一。墨西哥电信 CarlosSlim 拥有 720 亿美元。ZARA 公司 AmancioOrtega 拥有 640 亿美元，沃伦巴菲特 582 亿美元排名第四。沃伦，我们在讨论这个问题，你在过去几年里捐出了多少钱？

BUFFETT：我捐出了 16 万股 A 股。

BECKY：那是多少钱，你数学比我好。

BUFFETT: 270 亿美元左右。

BECKY: 270 亿美元。即便如此，你在榜单上仍有 582 亿美元，排名第四。

BUFFETT: 别太认真。

BECKY: 我想问一些观众不断提出的问题。你每年在年报或年度信函中谈到的部分内容是，你们列出了每家保险公司的业绩。你们列出了每家公司的经营情况。一个叫 LatticeWork 的人问道，最近极端天气事件的增多，如何改变了 AjitJain 在再保险方面所面临的问题？我知道你每天都和他通话。

BUFFETT: 是的，这很有趣。我认为，在公众的印象中，关于气候的讨论太多了，从保险的角度来看，过去十年发生的气候事件并不寻常。答案是没有什么影响。我的意思是，你读到了这些事件，但你读到的是 30、40 或 50 年前的事件。在过去的五年里，美国没有发生过飓风。因此，如果你要承保飓风保险，那就只能是赔本赚吆喝了。虽然龙卷风比平常多一些，但到目前为止，气候变化的影响并没有影响到保险市场。

BECKY: 他们没有什么影响。所以这根本不是你们改变保险估算方法的原因。

BUFFETT: 我没有做任何改变。我计算灾难发生的概率与几年前没有什么不同。十年后可能会改变。

JOE: 我想距离上次二级飓风登陆已经有三千天了。这是历史上最长的飓风。你提到龙卷风，去年的龙卷风发生率远低于去年。我不知道你是否把最近几年的数据加起来，但是你知道，这是 Al Gore 的大年，那是可怕的一年，他说我们会年复一年的重复，我们去了把整个希腊字母都看了一遍，然后又从飓风开始。你知道，这将是一个提高保费的机会，然后没有任何事件真正发生，结果完全像你想象的那样。我不知道你是怎么做到的。

BUFFETT: 我喜欢这种世界末日式的预测，因为你说得对，这可能会影响保险费率。事实是，在过去的五六年里，承保美国飓风保险的利润非常可观。现在费率已经大幅下降，所以我们在美国的承保已经不多了。我们最大的单一巨灾险是新西兰的地震。

JOE: 是的，但你怎么看现在来自主流媒体的看法，我们的印象是，恶劣天气事件每隔几天就会发生一次，这种情况在历史上从未发生过。出于某种原因，人们是这么告诉我的。当你把干旱、洪水、雪灾都算在内，当你能把这些都归纳到一件大事中时，就会让人觉得你很聪明。

BUFFETT: 到目前为止还不是这样，JOE，我们总是觉得天气很冷。但大约 50 年前，这里还是很冷的。

BECKY: 唯一奇怪的是五大湖，我想它们几乎完全结冰了，我不知道我们是否见过这种情况。我想我们还有

一个或其它类似事件。所以天气有点奇怪。

BUFFETT：好吧，我们不投保。

BECKY：他说，在你的股东信中，你总是非常积极地谈论美妙的货物运输方式。你认为应该批准 Keystone 管道吗？前面我们谈过这个问题，但我并没有让你参与讨论。你认为 Keystone 项目应该获得批准吗？

BUFFETT：我会投赞成票。

BECKY：你会投赞成票。Jim 也一直在想创造就业机会的问题，所以能源和创造就业机会确实是一个，输油管道和能源复兴是 Jim 所指出的。

BUFFETT：嗯，是的，但我不相信建造 Keystone 输油管道是为了创造就业机会。我的意思是，你可以建造任何东西并创造就业机会。但我只是相信这是一条有用的输油管道。

BECKY：好的。我知道你是一个长线投资者，但是当人们一觉醒来，看着期货，看到因为乌克兰发生的事情而下跌的 150 美元，以及关于经济的问题，我想，在这一点上，以及那里发生的事情是否会蔓延到这里，你会告诉他们什么？

BUFFETT：嗯，我告诉他们，今天早上起床后，我在伦敦的交易电脑上看了看我们要买的一只股票，它下跌了，我感觉很好。这是一只英国股票。

BECKY：无论期货是否下跌，你都会买吗？

BUFFETT：嗯，我对它有价格限制，我们是周五买的，但今天早上便宜了，这是个好消息。

BECKY：那你就多买一些。

BUFFETT：当然。

BECKY：当人们开始思考，“哇，这可能是非常糟糕的事情的开始，甚至可能是第三次世界大战的局面，可能是冷战的重现”时，你的脑海中是否曾闪过这样的念头？

BUFFETT：好吧，如果你告诉我这些都会发生，我还是会买股票。随着时间的推移，你会把钱投资在某些东西上。有一件事你可以非常肯定，那就是如果我们卷入了一场非常重大的战争，货币的价值就会下降。

我是说，据我所知，几乎每场战争都会发生这种情况。所以，你最不想做的事就是在战争期间持有现金，你可能想拥有一个农场，你可能想拥有一栋公寓，你可能想拥有证券，但是，在第二次世界大战期间，随着时间的

推移，股票市场一直在发展。美国企业将更值钱。但美元会越来越不值钱，所以钱买不回原来那么多的东西。但在未来 50 年里，拥有生产性资产要比拥有纸片或比特币好得多。

BECKY：我一直想问问你对比特币的看法你怎么看？

BUFFETT：它不是一种货币。我的意思是，它不符合货币的标准。如果十年或二十年后它不复存在，我也不会感到惊讶。

BECKY：为什么它不符合货币的定义？

BUFFETT：因为人们会说“我可以用比特币卖东西给你”。但每当美元相对于比特币的价格发生变化，他们就会改变比特币的价格，他们是以美元定价的。他们可以说，“好吧，我按每桶石油的价格卖给你”。但如果每次油价变化，他们都会改变你必须拥有的桶数，那石油就不是货币了。

BECKY：是的，但人民币也是这样。人们仍然将其视为一种潜在的货币。

BUFFETT：嗯，是的，它是一种货币。但它不是一种持久的交换手段。它不是一个价值储存器。

BECKY：你自己说过，如果十年后比特币不存在了，你也不会感到惊讶？

BUFFETT：我不会感到惊讶。我不知道会如何，但我觉得很有趣。我的意思是，它一直是一种投机性很强的东西，有点像 BuckRogers 类型的东西，人们买卖它们是因为他们希望它们上涨或下跌，就像很久以前他们买卖郁金香球茎一样。（BuckRogers 是 Philip Nowlan 小说的虚构人物，于 1928 年首次在《惊奇故事》中与广大读者见面。其后长达数十年的发展，Buck Rogers 的身影频繁出现在电影、电视、广播、连环画中，成为一代代美国人心目中的英雄，被誉为是太空歌剧(space opera)的鼻祖，其后更是影响了包括库布里克《2001 太空漫游》在内的一系列科幻片。）

BECKY：你说过你并不担心乌克兰的局势。但在致股东的信中，你确实提出了一些你一直担心的问题，那就是养老基金的情况和已经做出的承诺。Disher 问道，10-20 年后资金来源没有着落的政府养老金和福利金，会对经济健康产生什么影响？

BUFFETT：政府养老金不是问题。私人养老金才是问题所在。政府有征税权，有印钞权。美国的财政状况并不危险，我们必须停止债务占 GDP 比例的增长。在五年前情况糟糕的时候这样做是有道理的。但我们可以通过赤字来增加债务，但增长速度不能超过 GDP 的增长速度。如果 GDP 的实际增长率是 2%，但美联储的政策是在此基础上再增加 2% 的通胀率，那就意味着名义 GDP 将增长 4%，你可以让债务以 4% 的速度增长，而债务与名义 GDP 的关系将保持不变。我们的趋势是错误的。虽然很多国家已经远远超过了我们的水平。但我不喜欢看到它占

GDP 的比例上升。但这个国家现在的状况很好。

BECKY: 如果你说政府养老金不是问题, 因为政府有征税权, 那你对那些有私人养老金的人怎么说? 他们应该担心吗? 他们是否应该认为退休后还能拿到养老金?

BUFFETT: 好吧, 如果他们来自公司的私人养老金, 那是受养老金福利保障公司保护的。这在许多养老金计划中都发挥了作用。但州立市政养老金计划, 奥马哈市的养老金计划情况很糟糕, 而且这里几乎拥有大量资源, 这是一个健康的社区, 我的意思是, 我们可以通过努力摆脱困境, 这个问题有一条长长的尾巴, 所以一时半会儿还解决不了。但是, 随着时间的推移, 这些问题已经不可避免, 我们开始收获几十年前在养老金计划中埋下的隐患。你会看到更多关于这些问题的报道。当然, 在底特律, 他们将不得不缩减养老金承诺。

BECKY: 你对底特律的决定怎么看? 目前看来, 每个人都要被消减。但债券持有者的损失会更大。一个叫 Gary Gambino 的人问道: 考虑到你对公共养老金的担忧, 市政债券安全吗?

BUFFETT: 有些市政债券是安全的, 有些则不是, 就像有些公司债券是安全的, 有些则不是。这取决于欠你钱的实体的偿债能力。如果你以奥马哈公共电力区为例, 它负责这里的电力运营, 这些债券是安全的。他们有足够的偿债能力, 他们可以处理好这些事情。但是, 如果你把一个城市像 Stockton, 加州或类似的地方, 他们借了太多的钱,

BECKY: 从底特律的情况来看, 市政债持有者要比养老金持有者承受更大的损失。他们不会得到平等对待。

BUFFETT: 是的, 相对于所造成的痛苦而言, 养老金持有者会有所损失。我的意思是, 如果有人每月能拿到 1500 美元, 而现在被削减到 750 美元, 那将是一笔巨款。债券持有者也会损失惨重。债务已经远远超出了应税基础的比例。而一个城市或一个州的问题在于, 如果计算结果变得非常糟糕, 就会形成一个恶性循环, 人们就会离开, 去其他没有麻烦的地方。因此, 市政财政将面临很多问题。

BECKY: 大约 15 分钟后, 我们将向观众介绍伯克希尔哈撒韦公司的三位 T。投资经理 Ted Weschler、Todd Combs 和沃伦的财务助理 Tracy Britt Cool。这是沃伦广泛谈论过的三个 T, 公众对这三个人非常感兴趣。这是他们三人第一次坐在一起在镜头前交谈。所以, 我们接下来还有很多事情要做。沃伦, 让我们来谈谈你为什么选择三个 T, 你是如何想到这三个人的?

BUFFETT: 好吧, 当我不在以后, 我的工作将分成两部分, 一部分是经营业务, 即首席执行官的工作, 但投

资方面的工作将由其他人负责。引进合适的投资人才变得非常重要，所以查理和我讨论过这个问题。我们第一次去中国的时候，我看了成百上千份申请。我们找到了两位出色的经理人，他们不仅在投资能力方面非常出色，这一点经过了时间的证明，也得到了我的证明，而且他们确实是合适的人选。我的意思是，他们想留在伯克希尔。他们将永远为伯克希尔效力。他们是那种你想让他们娶你女儿的人。基本上，查理和我都很在意这一点。

至于 Tracy，我以前也尝试找过一两次助理，但她来了之后，工作做得很完美。我是说，伯克希尔有很多我应该做，而我不想做的事，所以，我把这些事情交给了她。他们三个对伯克希尔的价值非常巨大。从管理投资的两个人的业绩表现来看，这一点是可以证明的。从交给 Tracy 的子公司的表现来看，这一点也非常明显。

BECKY: Ted 和 Todd 各自管理着大约 70 亿美元。他们一开始的基数比较低，大概是 20 亿还是 30 亿美元，随着时间的推移，基数越来越大？

BUFFETT: 是的，其中大部分都是最初的 30 亿美元。

BECKY: 那么，你从他们身上看到了什么，让你觉得他们在投资方面的想法和你一样？

BUFFETT: 嗯，我跟他们谈过一些，但我看了他们的工作。给我留下深刻印象的不仅仅是他们的投资记录，更重要的是他们是如何做到这一点的。有一些人，他们与市场合拍，但当市场发生变化时，他们却无法适应。但 Ted 和 Todd 看待投资的方式和我很像。我是说，他们不把股票当股票看。他们把股票看作企业的一部分，并对企业进行评估。当你深入这一点会发现，他们是真正的商业分析师，然后他们将其转化为投资决策。他们都具有基本稳定的心智，但同时也是稳定性和卓越性的结合。你希望两者兼得。他们思考的都是还没有发生的问题，他们不是梦想着天上掉馅饼的伟大机会，他们总是考虑到不利因素。他们为伯克希尔公司赚取了数十亿美元，他们还将为我们赚取更多的数十亿美元。

Tracy 曾在各种情况下工作过，通常是那些规模较小的公司，由于这样或那样的原因，我们需要做一些事情，有时是更换管理层。她比我做得更好。一两年后，当一位女士接管 Johns Manville 公司时，她要求让 Tracy 担任董事会主席。而从伯克希尔的角度来看，我们子公司的董事会主席，其实只是一个监督者。从某种意义上说，他们代表股东。她已经担任了子公司中的四个，随着时间的推移，她还会担任更多。而且，她也将为我的继任者提供关于所有这些公司的知识库。

BECKY: 我们来谈谈你在年度信函中提出的一些继任注意事项。你不仅和股东，也和董事会讨论过这个问

题。你说董事会这次给我留下了深刻印象，你说董事会知道如果急需接班人的话，你会选择谁来接任 CEO 一职，但你说这些人要么现在正在伯克希尔工作，要么伯克希尔可以聘用。这让我怀疑你是否在公司外部寻找继任者？

BUFFETT：不，不，继任者将来自公司内部。这些年来所有的候选人都是来自伯克希尔公司内部。我们有这么多业务，我们有机会评估很多人才，那里人才济济。他们中的一些人拥有管理整个伯克希尔的天赋，其它人则不行，他们更擅长管理自己的业务。但是，特别是与 Todd 和 Ted 一起，他们带来了投资的视角，这在收购和分析收购方面很有用，我认为我们和任何人一样，为下个百年做好了准备。

BECKY：你提到了 Todd 和 Ted，我想你认为潜在的首席投资官 CIO 和投资部分的工作可以由多个人接替？

BUFFETT：嗯，他们两个可以处理得很好。这并不排除有第三者，但我并没有在寻找第三者。

BECKY：还有，说到 CEO 的继任者我以前问过你，会是女性吗？

BUFFETT：目前还没有。但不排除这个可能。我希望我能坚持到最后，这样我们就能在名单上找到女性，但现在最热门的候选人都是男性。

BECKY：这些候选人的名单在过去一年里有变化吗？

BUFFETT：变化不大。变化很慢。你知道，如果变化很大，他们就不应该在名单上。

BECKY：对。好吧，我们来谈谈人们来信提到的其他一些问题。事实上，关于 Todd 和 Ted，一位叫 Bora Kostick 的人来信问道：你在信中提到，Todd 和 Ted 在与投资组合活动无关的事务中创造了重大价值。你能举几个例子吗？

BUFFETT：在媒体方面，我们收购了一些报纸，并对公司进行了投资，这些都是 Ted 做的。在 RESCAP 破产案中，Ted 也参与了工作。他根本没有为此得到报酬，我的意思是，这是不相关的工作。我们最近一周左右刚刚完成了一笔交易，用 Phillips66 公司的股票换取了现金和特种化学品业务的组合。这是 Todd 的主意。我的意思是，我可能有部分构思，但我只是把它交给了他。如果让我自己去做，这些事情可能就做不成了。到了一定程度，我会说“算了吧”。在这一点上，有他们的帮助是非常宝贵的。我的意思是，除了他们投资组合为我们赚取的数十亿美元外，我们还在谈论价值数亿美元的东西。

BECKY：你已经谈了很多关于他们薪酬的问题。他们两人之前都在管理自己的对冲基金，伯克希尔的薪酬结构与对冲基金经理的 2+20% 非常不同。

BUFFETT：没错。如果他们去年开始每人有 50 亿的资金，如果按照标准对冲基金的薪酬安排，他们把它放在床垫下不投资，他们每个人都会赚到大约 1 亿美元。我意思是说，这说明了这种薪酬安排有多疯狂。但如果他们把钱放在床垫下，就真的能赚到 1 亿美元。如果他们把钱放在指数基金里，将得到 2+20%，他们每人就能赚到 3 亿多美元。他们只需购买先锋指数基金，他们每个人都会赚到 3 亿多美元。与从伯克希尔领薪水相比，他们还能获得更优惠的税收待遇。所以，想象一下，我的意思是，你可以靠 3 亿美元永远退休。所以有一年，你把钱投到了指数基金里，**这说明了你是通过资产募集而不是资产管理获得报酬**。我的意思是，尽管近年来很多对冲基金的业绩并不理想，但它们收取的费用却很高。

但我们的安排是，他们先拿到了一份基本薪水，这是一份对大多数对冲基金公司来说看似毫无意义的薪水，**然后再拿超出业绩标准部分的报酬。他们可以获得超过标普指数表现部分的 10% 业绩提成。但这是在三年滚动期基础上拿到的**。因此，他们不能只有一年的上涨，然后又有一年下跌，或者诸如此类的情况。这也是我与 GEICO 的 Lou Simpson 三十年来的安排。因此，**只有当他们的业绩比我把钱投入标普指数基金的业绩更好时，他们才能从业绩中获得一毛钱的提成**。在我看来，这是非常合乎逻辑的，但这并不是对冲基金界努力追求的事情。

BECKY：他们都超过了你去年的成绩，不是吗？

BUFFETT：很抱歉你提起这件事。他们不仅超越了我的成绩，还让我大吃一惊。

BECKY：好的，接下来我们将讨论市场对乌克兰局势的反应，以及开盘时需要关注的一些股票。我们将为您揭秘伯克希尔的幕后故事。现在，我们还罕见地采访了伯克希尔的投资经理 Todd Combs 和 Ted Weschler，以及沃伦的财务助理 Tracy Britt Cool。他们三位都在这里。这是一次难得的机会，因为，我想你们三位还从未坐在一起接受过采访吧？(是的)我们刚讨论过沃伦选择你们的原因，他也解释了一下，他觉得你们每个人身上有趣的地方，我想听听你们三位的意见，你们为什么选择伯克希尔？你们是如何进入伯克希尔的？因为你们每个人的发展道路都很不同，Todd，我们来谈谈你第一次和巴菲特谈话是什么时候？

TODD：嗯，我先接触的是查理，在几个月的时间里我们进行了一系列的谈话。有一天我去洛杉矶拜访他，在吃了三四个小时的早餐之后，他突然说，沃伦想见见我。其实是我真的想见见沃伦。所以，我来到了奥马哈。沃伦和我一起度过了一天，谈论从棒球到商业和保险的一切。而且这一切非常有趣。

BECKY：你全家都搬到了奥马哈，是什么时候搬的？

TODD：没错。孩子们在康涅狄格州完成了学业，我加入伯克希尔后全家就搬了过来。我想我们搬到这里来大概有三年了吧。这里非常棒。

BECKY：你们很喜欢奥马哈。

TODD：当然。我的妻子和孩子们都很喜欢。这绝对是一次美妙的经历。奥马哈是个很棒的城市，那里的人真的很热情，这真是一次极好的经历。

BECKY：Ted，我也喜欢你的故事，你是怎么来这里的。因为两年来你花了 530 万美元和沃伦共进了两餐，为什么会这样？

TED：是捐赠了 530 万美元。我大概自 79 年开始读沃伦的股东信，当时我刚开始上大学。我一直想见见他，对我来说就像是一种遗愿名单。如你所知，旧金山有一个很棒的慈善机构 Glide 基金会，正在做一个年度拍卖。我想更多地了解 Glide 基金会，所以我们花了半天时间去 Glide 基金会了解这个慈善机构。我想，"嘿，这是个了不起的慈善机构，能真正帮助那些无助的人"。所以我在拍卖会上出价，最后赢了。

BECKY：你有没有在最后一刻不停地点击按钮，以确保你是出价最高的那个？

TED：不完全是。我唯一要求的条件就是我想匿名出价。我想是在 Smith&Wollensky 拍下的，我们选择在奥马哈完成其实是我要求的。我来拜访了沃伦，这很有趣。我的意思是，我们真的一见如故。我还以为是那种一个小时的艰难会议。它最终是长时间的办公室拜访和一个了不起的晚餐，我们有很多共同的兴趣爱好，非常相似的思考方式。就是这样。我很高兴能把晚餐拍下来。第二年我说，我真的不想看到它降价。所以我说，好吧，如果你要去以同样的价格或更少，我想再次捐款，并帮助 Glide 基金会。就这样，第二次我又来了，我们的会面非常愉快。晚上接近结束的时候，我拿着黄色的问题清单，上面记着我想问沃伦的问题。我想确保我问了所有的问题。我说，你可以问我任何你想问的问题。他突然说，我觉得你很适合伯克希尔公司，你有兴趣来吗？这是我脑海中的最后一件事，这让我完全懵了。

BECKY：你听了之后很激动吗？

TED：绝对是的。我的意思是，他真的完全把我搞糊涂了，但我不想错过。我的意思是，这家伙就像一个英雄，你不能说不行。所以我开始考虑。那时我经营自己的基金已经 12 年了，当时对冲基金的监管正在发生变化，我和我的两个员工一起管理我的基金，我必须引入一名合规人员，管理开始变得复杂。我想，哇，这其实是一种

化繁为简的方法，还能做我喜欢做的事，那就是成为一名分析师。

BECKY: Tracy 你是怎么来到伯克希尔的？我知道很多学生来见沃伦时，他们总是问 Tracy 是怎么做到的？我上周在你们三人中听到过这个问题，你是怎么来到伯克希尔的？

TRACY: 见到沃伦也是我的愿望之一，但我没有 530 万美元。所以，我不得不另辟蹊径。我参加了一个学生组织，名为“聪明女性证券”。沃伦喜欢支持女性投资和女性管理。这是一个很好的机会来认识沃伦。我真的很喜欢那次经历。就像我说的，一生只有一次。几年后，我决定写信给沃伦说：我可以出来花一天，一个星期，一个月，如果你让我花一些时间和你在一起，我会做任何事情。假设他说不，我会对自己说，我试过了，我们会继续尝试其它的方式。但幸运的是，他答应了。所以，那个夏天，我出来了为他做了一个小项目，心想：哇，这真的是千载难逢的经历。

BECKY: 这个项目是什么？

TRACY: 我当时在研究雷曼破产案，所以，这是一项非常艰巨的任务，我不认为我最终不会增加太多的价值。但这真的很有趣。这让沃伦和我有机会就企业管理投资进行各种讨论。这些对我来说都很有帮助，我想，对他来说也是一个了解我的好机会。

BECKY: 沃伦，你一定经常收到想来这里工作的人的来信，你一定经常遇到一些人，但这三个人有什么特别突出的？

BUFFETT: 有时有些事情会让你眼前一亮，就像我们收购 ISCAR 公司一样。你知道，那是一封 1 页又 1/4 页的以色列来信，我们花了 50 亿美元买下了它。在某种程度上并不完美，但人们确实会展现出自己。我收到过成千上万封来自那些想做对冲基金的人的来信，或管理资金的人的来信。他们也有一个较长的记录和一切。但这不仅是五年的业绩之类的问题，你知道，我已经看到了很多投资经理来来去去。所以，这是一个既判断他们的智力，也同样是对他们性格的判断。我们这里有三个合适的人，他们不是每天都会出现的。

BECKY: 他们是的。事实上大家对你们三个都很感兴趣，我们从观众那里收到了很多问题。今早我们也向沃伦提出了一些问题，但如果你们不介意，我想问你们三个一些问题。首先请问 Todd 和 Ted，你们是如何投资的，如何看待这个世界的？观众 Ted Ehrhardt 问道，当你发现一家公司值得深入研究时，你的投资过程一般是怎样的？你喜欢读什么书？在你准备好进行实际投资之前，通常会花多少时间？我先从你们俩开始吧。

TODD：你先说吧，Ted。

TED：好吧，我想说的是，投资不是翻很多石头。我每天的工作方式只是阅读年报 annual reports，书面纪要 transcripts，Delta 报告，监管文件，渠道检查 channel checks，贸易杂志 trade magazines 等等任何我可以得到的资料。所以 99%的标的你都能在五分钟内淘汰掉。

BECKY：有什么魔力能告诉你“这不可能是真的”？

TED：查理说过心理模型之类的东西，有很多东西比如关键因素分析 gating factor analysis 或流程图等等。显然，估值就是其中之一。要能够理解业务五年后会是什么样子，而技术一般是一个我无法理解的领域，因为我觉得很难。所以，有很多事情，在通过过滤分析的过程中被完全淘汰。如果你知道你无法理解它，你就不需要再花時間了。所以，只有 1%的想法才是真正令人兴奋的。你知道这有点像大海捞针。当你做得足够久的时候，你就会知道那里面有什么东西。这真的很令人兴奋。因为如果你真的热爱投资，那你就会花 50 万个小时去深入钻研。

BECKY：50 万小时？你每天要阅读多久？沃伦不是说过那是你应该做的最重要的事吗？

TED：类似这样的。在 01 年底或 02 年初，当沃伦来到哥伦比亚大学，在商学院和 Bruce Greenwald 教授的课堂上发言时，最后一个问题是：他的投资秘诀是什么？我永远不会忘记。他拿出一大堆纸，什么内容都有，完全是个大杂烩。他说他每周阅读 500 页，而且任何人都能做到，就像知识的复利一样。如果你今天开始阅读，你的知识会随着时间的推移而增长。所以，我就是从阅读开始的，每周大约 500 页，有时会多一点。就是我前面提到过的那些年报、纪要和监管文件等等。但这确实是真正的过程。希望能回答你的问题。

BECKY：是的，投资没有简单的办法，这需要年复一年地积累知识。

TED：没错。你知道，就像沃伦之前说的，这就是知识的复利，你会越做越好。它能让你找出哪些是关键因素 gating factors。我可以比五年前、十年前更快地观察一家银行或某些公司、某些行业。

BECKY：沃伦，这让我想起了你在投资美国银行时说过的话。你是什么时候开始看美国银行的？我的意思是，这是你几十年积累起来的结果。

BUFFETT：是的，大概 55 年前我读过一本叫《银行传记》(The Biography of a Bank，现代银行业之父阿马迪贾尼尼)的书。可能 50 年来我都会读他们的年报，类似的事情发生了很多次。我的意思是，它的美妙之处在于知识是可累积。即你对 A 公司的了解，会有助于你对 B 公司的思考。

BECKY: Ted, 你呢? 你的方法有何不同? 还是一样的?

TED: 非常相似。我认为, 有些不同的是我有点古怪。我通常不与管理层见面。我不和管理层对话。

BECKY: 为什么?

TED: 从历史上看, 我在私募基金行业干了 15 年, 一般来说, 如果你成为一家公司的 CEO 或者一个非常优秀的销售员, 不管是哪种方式, 你都可能会误导别人。当我陷入太喜欢某人的情况下时, 我犯了几个大错误。而且, 我一般都会喜欢别人。所以, 避免这种情况的方法是, 让我的过滤器依赖阅读年报季报和会议纪要等等。而另一个关键是, 穷尽一切。沃伦和 Todd 刚才说过, 要理解业务并等待合适的价格。你总是在阅读一些东西。但大多数时候的价格并不合适, 但要做好准备。

BECKY: 要做好准备。

TODD: 是的。

BECKY: Tracy, 人们对你空降到公司后做的工作很感兴趣。沃伦前面谈到, 当时他的一家公司遇到一些麻烦, 他没有时间处理会向你寻求帮助。新泽西州的 Tom Roth 来信问, 你对 Benjamin Moore 的未来有何计划? 我对此很感兴趣, 但我也想知道你空降到这里是做什么的。

TRACY: 当然。在 Benjamin Moore 我们有一个品质上乘的品牌, 也有一个拥有优秀员工的伟大公司。在这种情况下, 我们需要对经销商给予更多的关注。因此, 在过去的十多年里, 我们对经销商网络的投资不足。现在, 我们要做的是重塑他们的信任, 帮助他们理解我们会长期为他们服务, 我们不会更换其他渠道。我们不会在其他方面做出承诺, 而是真正为他们着想。我想说的是, 当我进入一家公司时, 我会帮助管理团队确定我们需要前进的方向。在我参与的情况下, 通常都会有一些行业变化、业务转变, 在某个地方我们已经迷失了方向。

我们可以利用伯克希尔的内部资源。其他伯克希尔子公司通常是我寻找知识和经验的首选之地, 比如, "你们能来帮忙吗? 你能不能跟我们谈谈你是如何管理仓库的? 你是如何将某个特定品牌推向市场的? 你是如何处理某些对你有特殊意义的问题的? 你如何在伯克希尔的其他子公司利用这些知识的?"

BECKY: 好的伙计们, 还有一个问题是问 Ted 和 Todd 的。你们俩的报酬是互相按 80/20 的比例分成的, 如果除了和你们坐在一起的经理之外, 你们还能挑选其他经理来进行类似的分配, 你们会选谁? 我想沃伦也坐在这里所以你不能选他。

TODD：只有 1%的人可能会被选择。

TED：也不能选查理吗？

BECKY：不能，也不包括他。我要将他排除在外。你们都有很长的职业生涯，这些年你们都跟很多人共事过，有没有其他让你印象深刻的人？我想这就是他们想问的。

TED：你想先说吗？

TODD：我推荐过一些人。我只是不能百分百确定他们一定愿意被推荐。我告诉你，GEICO 的路易辛普森 Lou Simpson 为伯克希尔工作了很长时间，有个叫 Tom Bancroft 的人在拉霍亚管理基金，他为路易工作了 13 年，他干得很出色，我曾经把别人介绍给他。

BUFFETT：还有 Larry Putnam，他不幸去世了，但他在离开我们前把钱管理得很好。

TODD：Mary Wentler 加入了我们的董事会，我不认为她会接受外部资金，但我认识她大概有 10-12 年了，她有很好的长期业绩记录，Tom Bancroft 也是。

BECKY：你怎么看，Ted？

TED：我从没见过他，但 David Tepper 和他们一样有着二十年的骄人业绩。事实证明，他既能在艰难的市场中取得成功，也能在上升的市场中取得成功，我一直很尊敬他。

BECKY：好吧，说得很好。再问你们一个问题。你们个人持有伯克希尔股票吗？如果你还在经营你的对冲基金，你会为你的基金购买吗？如果你持有伯克希尔股票，你是否认为，由于过去五年多来，伯克希尔一直处于集团企业的折价状态，如果伯克希尔的股票被拆分，能否变得更好？你们怎么看？

TED：我确实拥有一些伯克希尔股票。我加入的时候就有了。我可能不会把它放在基金里。通常情况下，当我管理自己的基金时，我在伯克希尔公司做的很多事情，就是想成为某个公司的最大股东。这在伯克希尔有点难做到。问题的第三部分是什么？

BECKY：第三部分，你会拆分伯克希尔公司吗？

TED：哦，不，不，不。没有理由拆分这家公司，你不会想把它搞砸的。

BECKY：我也是这么想的。Todd？

TODD：是的，同样的答案。我也持有它。我经营 Castle Point 的时候就持有了。我不认为有那么多集团

企业是折价的，但肯定不需要拆分。

BECKY: Ted, 这个问题是问你的。有很多关于 DaVita 的问题。最近。你知道那是你选出的一只股票。来自俄克拉荷马州 MarkBlakely 来信问：请 TedWeschler 解释一下他喜欢 DaVita 保健护理公司(美国第二大肾透析服务提供商)的哪些方面，以及为什么他认为这家公司是一项很好的投资？既然伯克希尔签署了不持有 DaVita 超过 25%股份的协议，Ted 或伯克希尔除了成为大股东之外，还有其他意图吗？

TED: 好的，我关注透析行业已经 30 年了，大学毕业后我就开始学习，所以我对这个行业相当了解，我认为，我对医疗保健投资的一般筛选标准是：第一，这家医疗公司提供的医疗服务质量是否比别人在其他地方得到的更好？DaVita 就符合这一点。第二，它是否为医疗系统带来了净节省？换句话说，美国医疗保健的总费用是否因为该公司提供的效率而降低？DaVita 符合这一项。最后，它是否能获得高资本回报率、可预测的增长，以及以股东利益为导向的管理层？当然这三点综合起来，医疗保健占整个 GDP 的 17-18%，而你有一个才华横溢的团队在管理这家公司，我无法确定未来一两年的股价走势，但五年后它会成为一个更有价值的特许经营公司。

BECKY: Direct TV 公司你俩都选了，是吗？(是的)

你们都喜欢 Direct TV，你们是什么时候看到该公司的？是什么时候让你眼前一亮？Todd？

TODD: 是的，我想我八年前就用个人和我的基金买下了它，然后在我加入伯克希尔的时候也买了。

TED: 十年前我就开始关注有线电视和卫星电视，一直都在关注它。它是我加入伯克希尔买的第一家公司。

BECKY: 你们之间有多少交流？我是说当你看到一只你喜欢的股票，并认定了它，你会在买之前和沃伦商量吗？还是直接买入，然后在某个时候再告诉他？

TED: 提醒他一下，只是因为担心他可能会知道一些内部信息。我们知道我们不想制造麻烦。

BECKY: 是的，沃伦以前说过的，他得确保跟伯克希尔没有冲突。

BUFFETT: 是的，我们不会明天接管这个地方。

TODD: 但我们有完全的自主权。事实上，沃伦坚持这样的安排。所以，这不是像 Ted 说的那样，去问他我们能不能买，或者类似的问题。这实际上是为了合规，以确保没有我们不知道的事情发生。

BECKY: 沃伦，只要美国 SEC 的文件上写着伯克希尔公司持有某某公司的股份，大家就会马上跑出来说"巴菲特正在购买它"。我们怎么知道你在买什么，他们在买什么？

BUFFETT：你无法确定。但你知道，如果它是一个数十亿美元的头寸，如果它真的很大，它就可能是我买的。如果真的很小，那可能是他们买的。在我刚开始买的时候，虽然很小但有可能是我的。

BECKY：嗯。Tracy，今天上午我们谈到了 Heinz 亨氏公司，以及收购进展如何。从你在该公司所做的工作和加入该公司的情况来看，你看到了什么？

TRACY：进展非常顺利。我认为，在这家公司里，我们有一个巨大的品牌，我们有一个很好的团队，有 Bernardo 和其他人。他们正在继续前进。我认为，几年后这家公司会比现在更强大。

BECKY：嗯。沃伦，你对办公室里有这三个人有什么看法？顺便说一下，这是年报里的照片，以前从未在年报中看到过照片，但这是一张照片。

BUFFETT：这体现了我们的灵活性。

BECKY：是的，当你意识到伯克希尔公司有 33 万名员工时，这就是总部的全部员工。

BUFFETT：除了两个错过午餐的人，整个总部的人都在，这是对伯克希尔最有价值的人，这位是 Don 我的助手，他是 Mark Millard 的榜样。他掌管着 400 亿美元的现金，他把它用到极致，我给他指导方针，但他们是个很棒的团队，我们都在一层楼，我们的报税单有两万三千页，比我高两倍。他们负责发布 10K 和 10Q 报告，处理有关伯克希尔的咨询、公共关系、投资者关系等各种事务。他们的工作非常出色，我为他们感到骄傲。

BECKY：Todd，Ted，Tracy，感谢你们三位今天的到来。我们非常感谢你们抽出时间。很高兴能听到你们大家的声音。(谢谢。感谢邀请我们。)非常感谢。

BECKY：我们得提一下刚出的新闻，伯克希尔将与 Quicken Loans 公司达成数十亿美元的分级交易的消息。这件事我们已经听说很久了，这和疯狂三月有关，如果你选了一个完美的分组，你就能赢十亿美元？

BUFFETT：是的，或者 5 亿美元的现值，或者 40 年每年 2500 万美元合计 10 亿美元。

BECKY：今天传出的消息是，雅虎也加入了这笔交易，沃伦，从之前发生的事情来看，这是非常令人惊讶的。听起来雅虎有自己的计划要进行这样的交易。他们没有这样做，因为 Quicken Loans 公司先行一步。我们今天听说雅虎也要加入。

BUFFETT：对。现在他们联合起来了。这对我来说也是个新闻。

JOE：你在"强力球"上有更好的机会，你真是个天才，你有没有算出赔率？我想我可以选出获胜的球队。如果

运气好的话，我可以选进四强。据说是某个患有自闭症的孩子选对了。我不知道这是不是一个都市传说，这个孩子真的做了这件事。

BUFFETT：这种失败主义可不像你，JOE，我的意思是，如果你能投入 1500 万参赛，我们也希望你能这样，那么你觉得你有机会吗？

JOE：如果你认为别人有机会的话，我也不认为你会拿出十亿来。

BUFFETT：他们有机会的。我已经看到了这些计算，人们会认为这是一个随机事件，所以他们会碰碰运气。2/63，你知道，这不是随机事件。在签订这份保险合同之前，我自己也做了计算。Ajit Jain 也做了计算，我们的计算结果是一致的，很明显，他已经开始了。

JOE：你知道发生了什么，B.C.击败了 Syracuse，我的意思是，它令人难以置信，我不知道谁厉害，我看不出来。我觉得佛罗里达队不错，我只知道这么多。

BECKY：欢迎回到 SquawkBox，这是在内布拉斯加州奥马哈市与沃伦巴菲特的特别节目，他整个上午都与我们一起，回答你们的问题。Jeff Burton 问道：你对所谓的‘激进投资者’ activist investors 有何看法？你真的认为他们的行为符合目标公司和股东的最大利益吗？还是他们只是对自己快速获利感兴趣？

BUFFETT：我认为，一般来说他们并不仅仅是快速获利，而且法律禁止快速获利，但我们对自己所拥有企业的整体态度，以及我们持有股票的企业，我们希望看到的是那些会留下来的人，而不是那些会离开的人。现在，在任何时候，通常卖掉公司比经营公司，可以赚更多的钱。我的意思是，在大多数时候，不是所有的时间，大多数股票都会以一定的折扣出售，比你出售当天的实际价格要低。所以，你知道，更激进的投资者可能只是想把公司卖掉，我认为这将是一个很大很大的错误。我的意思是，我见过这样的例子，真正优秀的公司在出售时的价格只有其价值的三分之一或四分之一，而正确的答案并不是出售公司，而是继续把公司经营好。答案很可能是在以这种折扣价出售时买进自己的股票。所以，资金正在流向维权基金，因为它们最近表现不错，所以这些钱会被投入使用，所以我认为你会在这个领域看到很多活动。

你知道，我可以做一些事情来短期抬高伯克希尔的价格，从未来五年或十年来看，这对公司是不利的。我的意思是，你可以拆分我们的一个业务部门上市，它可能成为一个相当热门的股票，但如果它真的是一个很好的业务，我会把它留给伯克希尔，而不是拆分上市。从税收和资本分配的角度来看，在同一公司控制下可以提高很多

的效率，所以，我经营公司是为那些想留下来的人，而不是为那些即将要离开的人。

BECKY：好的，让我们把你刚才说的应用到一些具体的例子中。Nelson Peltz 目前正在推动百事可乐公司拆分，这样拆分比合并更有意义。

BUFFETT：如果我是百事可乐的唯一持有人，或者我的家人是唯一持有人，我不认为我会把它拆分。我认为 Frito Lay 的生意非常好，比软饮料的生意更好，但我认为软饮料生意也很好，我认为没有必要把它们分开。

BECKY：关于这一点，请允许我引用 Neil Hagstrom 提出的一个问题，他说：你是否担心可口可乐会在不久的将来走下坡路？只是可口可乐品牌的软饮料业务。

BUFFETT：嗯，它比 10 年或 15 年前受到的竞争压力要大得多，尤其是在美国。但它们去年的销售额上升了，就好像它几乎每年都在增长一样，就连碳酸软饮料的销售额也上升了。要知道，现在，在 70 亿人口中的液体中，有 3% 是可口可乐的产品，我想随着时间的推移，这 3% 的比例可能还会上升一些。

我认为他们在全世界拥有出色的品牌和极好的认可度。我记得去年可口可乐品牌自身的销量就比前年增加了一亿箱。这是一个非常，非常好的业务，但它正受到更多的竞争攻击。比如墨西哥税收状况(墨西哥人对可口可乐的人均消耗量也是世界上最高的。2013 年墨西哥通过反肥胖法，开始对垃圾食品征收税，反肥胖法律每升含糖饮料征收 1 比索约 7 美分的税，对每 100 克热量在 275 卡路里以上的食物征收 5% 的税)，肯定有很多团体正在努力，当然，这并不符合可口可乐公司的利益。有趣的是，在墨西哥减肥软饮料的销量比含糖软饮料的销量下降得更多，你不会想到会是这样的结果。

BECKY：所有的水饮料，不是碳酸饮料，价格已大幅上涨。

巴菲特：嗯，水的价格已经上涨了很多。但在美国消费的所有液体中，有将近四分之一是碳酸软饮料。你知道，我每天喝五杯，感觉很好。

BECKY：哇哦，今天早上你就摆了两瓶在这里。

BUFFETT：是的，我会喝完它们的。

BECKY：让我们回到激进投资，我想把它应用到另一种情况中。苹果公司一直是激进投资者卡尔伊坎 Carl Icahn 的攻击目标，他要求苹果公司回购股票，为股东创造价值。他实际上已经放弃了他的代理权，因为公司已经花了很多钱回购股票。你对整个情况怎么看？

BUFFETT: 我认为他们所做的可能是非常合理的。但获取股东价值,并不意味着明天要做一些事情让股票上涨。我的意思是, 股东价值是指在未来的五年或十年里, 利用你所掌握的资源, 创造最大的价值, 而这并不意味着每天都试图让股票上涨。而且整个公司的股东价值让我有点困惑, 我的意思是, 伯克希尔建立股东价值的方式是通过在 49 年里建立的盈利能力。

你知道, 他在任何一天都在拆分股票, 我不确定这是否意味着什么, 但我有很多这方面的建议。股票涨了又怎样? 我是说, 这对离开的股东来说是好事。而对于进来的股东人来说, 基本上是不利的。你真正想做的是建立盈利能力, 随着时间的推移建立可持续的盈利能力。我猜测, 在苹果公司, 他们在这方面非常努力。

BECKY: 是的, 我们收到了 SimonChow 问的一个问题, 我们知道您是《绝命毒师》的超级粉丝。他问道: 您认为剧中的哪些教训或情节最适用于投资?

BUFFETT: 我不确定, 我只知道如果我有麻烦就应该立刻给索尔打电话。

BECKY: 好的, 我们还有其他问题要回答, Ben Sigel 问了一个关于伯克希尔的一家公司的问題, 他想知道, 沃伦和查理是否知道, 在最近的政策变化之前, 商业资讯公司 Business Wire 在向高频交易公司出售接入权限?

BUFFETT: 不, 我不知道。重要的是要意识到, 商业电讯的销售对象成千上万, 他们都是同步进行的, 所以没有高频交易者会比其他人早千分之一秒得到信息, 但显然他们在获取信息时会更快一些, 所以, 当我们发现了这一点时, 不管怎样我们都切断了他们的接入。他们得到的是同步信息而不是提前信息。

BECKY: 我想问题是, 如果他们像有线电视服务一样同步传送, 那么任何依赖有线电视服务的人, 他们的网关速度都会慢上几分之一秒。也许这就是他们直接接入的目的所在。

另一个问题来自我们 CNBC 的记者 Robert Frank, 他问了一个问题, 你和盖茨在福布斯美国亿万富豪榜上连续多年排名第一和第二, 你认为谁最有可能打破这种双寡头局面?

BUFFETT: 我不能告诉你你是谁, 你知道, 我正在捐赠股票, 比尔过去捐赠了很多, 所以可能会是某个不那么慷慨的人, 但我不知道会是谁。

JOE: 如果有人能看到气候变化的影响, 我认为伯克希尔会看到, 特别是因为我们人口规模很大的地区, 几年前也许你不会看到财产损失索赔, 现在似乎你会看到。在二氧化碳水平如此之高的情况下, 你对没有看到影响到惊讶吗? 如果他们把气候敏感性模型与二氧化碳配对你会感到震惊吗? 我是说, 你是否坚信未来会发生什么?

BUFFETT：我觉得我不是物理学家，JOE，所以我所做的就是阅读。

JOE：气候科学家也不是物理学家，这是我们可以肯定的一点。

BUFFETT：是的，但我认为这是一个值得广泛关注的问题。就我们的保险业务而言，这对我们今年的价格和五年前的价格没有任何影响，我也不认为这对我们三年或五年后的价格有任何影响。但我确实认为我们只有一个地球，我想我们应该多关注一下现在的情况。

JOE：我同意。我们必须确保我们专注于正确的事情，就保持地球宜居而言，我完全同意。谢谢沃伦。

无论如何，在我们的名单上的 25 人，有没有一个你认为应该能彻底改变商业和世界的局外人？你可能见过这份名单，你就在上面，我相信你会以格雷厄姆和多德天才的身份出现的。

BUFFETT：查理芒格就是我选的人。

BECKY：沃伦，你对现在的经济形势有何看法？因为很多人对经济最大的疑问可能是，我们是否看到了去年第三季度和第四季度的明显放缓？根据你在企业中看到的情况，你怎么看？

BUFFETT：我不这么认为，除非它确实打击了某些类型的行业。但我的印象是，五年来，美国经济一直在以相当稳定的速度向上发展，虽然没有人们希望的那么快。但我认为这种趋势现在绝对仍在继续。我的意思是，我认为我们正在以每年几个百分点的速度前进；顺便提一下，每年几个百分点，如果人口增长 1%，产出增长 2%，这意味着在一代人的时间里，全国人均产出增长了 20%。这并不坏。我的意思是，在世界历史上的任何其他时期，这几乎都是涅槃。所以，如果我们再多出 20%，我就会把我们今天的成果留给你们的孩子，而他们的下一代也会多出 20%。这已经不错了，而且我们正处在一个比这更好的衰退边缘。

BECKY：最后，看看今天的股市，很多人对乌克兰局势感到紧张。你会告诉他们什么？

BUFFETT：我会告诉他们，这不会改变任何事情。如果你在伊利诺伊州的 Peoria 有自己的生意，你为什么会因为乌克兰发生的事情而卖掉它呢？如果你有一个正在为你生产的农场，如果你有一个住满人的公寓或房子，为什么今天会因为乌克兰发生的事情而卖掉它呢？这同样适用于如果你拥有一个很好企业的一部分，或者很多很好企业的一部分。人们对股市中的短期事件反应过激，而当他们进行其他投资时，他们的行为却表现得相当理性。

BECKY：好的，沃伦，感谢你今天如此慷慨地抽出时间。

BUFFETT：谢谢。

巴菲特：CNBC 专访 2014

2014 年 5 月 5 日

2014 年 BRK 股东大会后，沃伦巴菲特，查理芒格，比尔盖茨参加贝基奎克主持的"Squawk Box"电视节目。

BECKY QUICK：今天上午我们在内布拉斯加家具商城进行直播，这是伯克希尔旗下众多业务之一。该公司在股东年会的周末业务量激增。沃伦，您认为这个周末有多少股东来到这里？

巴菲特：我们的家具商城一周内完成了超过 4 千万美元的销售额。这是一笔大生意。大多数家具店一年都做不到这么多，这一周是我们一年中销售规模最大的一周。事实上，这只是一个正常的月份。我们这家店每年的营业额约为 4.5 亿美元。所以这是一个正常的月份，而我们在一周内就完成一个月的销售额。股东们一年比一年兴奋。我是说，我提前一两个月就会在电梯里遇到一些人。他们会说谢谢你召开会议，拍拍我的背。他们想来这个家具商城。

BECKY：所以你之前告诉我们，你预计今年可能会有 3.8 万人。你认为数字是多少？

巴菲特：不会比这少。这是规模最大的一次会议，因为我们不仅挤满了主厅，还挤满了三个分会场，甚至挤到了希尔顿酒店，展厅里也坐满了人。我们永远无法得到一个完美的数字，但我敢肯定，我们比以往任何一次，都至少多出 3 千人。如果超过 5 千人，我也不会感到惊讶。

BECKY：你猜测是 3.8-4 万之间？

巴菲特：是的。

BECKY：让我们来谈谈 JOE 提到的问题。我今天早上还没看到十年期美债收益率。他说收益率是 2.75%。你认为这是为什么？这是对正在发生的事情表示担忧的迹象吗？你怎么看？

巴菲特：我不知道。我对利率不甚了解。我只知道十年后的利率可能不会是 2.57 或 3.57%。

BECKY：不过，当你看到十年期利率继续下降时，是否会引起你的注意？大多数人都认为今年肯定会上涨。

巴菲特：这很令人吃惊，但我已经习惯了在市场上感到惊讶。我们不时发行债券。因此，利率越低，我们越喜欢发行债券，发行期也越来越长。

BECKY：那么，在这个利率水平投资十年，会改变你在企业中的任何行为吗？你会采取不同的做法吗？

巴菲特：不，如果它上升或下降 50 个基点，我们不会采取任何不同的行动。我们在伯克希尔不会对宏观因素做出任何反应。我们的宏观因素是，随着时间的推移，这个国家会做得更好。这指引着我们做每一件事。

BECKY: 如果让你现在猜测, 你猜十年期利率年底会高于还是低于 3%?

巴菲特: 我不考虑这个问题。如果你让我选一个数字, 我会选更高的。

BECKY: 让我们谈谈在股东大会上反复出现的一个问题, 实际上只出现了几次, 但我确实在股东发送邮件的邮箱中收到了很多类似的问题。那就是可口可乐。Joe Kernen 今天上午已经提到了这一点。让我们来谈谈发生了什么。我知道我们有很多话要说, 但也有一些批评。有些人不理解, 如果你认为可口可乐的股权计划过分, 为什么不在投票前说出来, 也不拿着你 9.1% 的流通股投反对票。

巴菲特: 是的。我们永远不会想与可口可乐管理层开战。可口可乐是一家非常好的公司, 它对我们非常好, 管理层对我们一直都很坦诚。我相信我们已经找到了正确的领导者 Muhtar Kent, 但我们确实认为该激励计划过于夸张。基于这两点, 我们认为最好的办法是私下向认真听取意见的管理层表达我们的意见, 并在本次会议上投弃权票。我知道从现在到可口可乐公司实施任何计划期间, 我们将与他们进行一些非常有建设性的讨论。

BECKY: 周末出版的《巴伦周刊》后面有一篇 Carl Icahn 的文章。我知道你和卡尔是朋友, 而且你们都一起参加了"捐赠誓言", 这篇文章中说, 为什么巴菲特在可口可乐问题是错的。他的行事风格和你不一样。首先, 你对卡尔的话有什么看法; 其次, 你认为你的投资风格(不与管理层为敌)在这种情况下能够行之有效吗?

巴菲特: 我确实认为我们的风格会很有效。我认为我们的风格实际上比卡尔可能提出的风格更有效。但卡尔也涉足过其他类型的企业, 至少他经常进入有问题的公司。而可口可乐没有问题。有人提出了一个过分的计划。要做到不过分很容易。你所要做的就是把授权分摊到更多的年份, 而不是他们在委托书中所说的四年内。这很容易做到。至于实际结果是否过分, 将取决于他们随后采取的行动。他们并没有确定将花费股东四年时间。我想说的是, 一般情况下, 或者说至少在通常的情况下, 卡尔是在与不同态度的管理层共事, 他们对他的态度可能与可口可乐对我的态度不同。

BECKY: 到现在为止, 你和 Muhtar Kent 谈过吗? 我们周四和你谈话时, 你还没有。

巴菲特: 会后我就没跟他说过话。可口可乐的会议是在 23 日举行的。

BECKY: 本周末股东们还提出了一个尖锐的问题, 我的收件箱里也有好几个这样的问题, 你的儿子霍华德巴菲特是董事会成员。他对这项计划投了赞成票, 有些人对此提出了质疑。当你离开公司时, 霍华德有望成为董事长, 成为企业文化的保护者。当他投票支持一项你自己都不喜欢的计划时, 股东们是否会质疑他保护企业文化的

能力？

巴菲特：是的，这些年来我一直在投票，我在董事会工作了 55 年。实际上，我曾对我不喜欢的收购计划投了赞成票。我也反对过一些计划，但是枪里只有那么多子弹。**如果你开始反对这个，反对那个，很快人们就不会再关注你了。你要把子弹留到真正重要的时候再用。**在我所有的经历中，我从未见过一个薪酬委员会带着反对建议走进会议室，至少几百次了。董事会授权给一个委员会。他们说，你出去做这个工作吧。他们可能会对州长委员会说，你们出去努力争取董事，诸如此类的话。一旦董事会授权给一个委员会，他们花了几个小时来研究某件事情，然后提交了报告，而议程上还有其他 20 个项目，而主席要求薪酬委员会在 30 秒钟内提交报告，那么报告就永远不会被投反对票。如果他们突然说，我有个更好的主意，就会被认为是篡夺了委员会的权力。我还没有和薪酬顾问谈过，也没有看过数据，但我还是有更好的主意。这是不可能发生的。

BECKY：很多人都被你关于公司治理的评论惊呆了。我不认为被你说的话惊呆了，但你说的话让人震惊。一直以来，人们都认为董事会是俱乐部式的，基本上只是走走过场。

巴菲特：我写了 30 年。我目睹了董事会的运作。读到学术界对董事会的讨论，我总是觉得很有趣。我有一个理论可能只在电影之类会出现。但董事会部分是商业组织，部分是社会组织。人们进入的这些组织，他们的行为是由数十个通常是在社区中取得了一定的地位的人形成的。因此，**他们已经学会了如何与他人相处。他们不会在参加董事会时突然改变自己的行为风格。因此，他们很倾向于以社会认可的方式行事，而不一定是以商业最大化的方式行事。**动机是好的，但行为是几十年前形成的。人们喜欢与其他人相处，大多数人都是如此。卡尔也许不像其他人那么强势。我喜欢卡尔，但他可能更喜欢开战。有些人就是这样。一般来说，如果有人真的喜欢开战，你就不会被邀请参加董事会。

BECKY：你的观点是，这与世界其他地方并无太大区别。

巴菲特：是的，我认为这是非常正确的。但这并不意味着你不与人争吵就不能把事情办好，也不意味着就没有某些问题，我曾遇到过几次这样的情况，收购一家公司的提案被董事会否决了。在这种情况下，最终会有一个人站出来说话。这有点像孩子说皇帝没穿衣服，大家都会加入进来。

但第一个发言的人就像在餐桌上打嗝。有时，其他人也会开始打嗝，然后远离你。这要视情况而定，但有些人有勇气在这种情况下成为追随者，但却不会主动去做。在人类行为的其他方面，你也看到了这一点。

安德鲁 Andrew Ross Sorkin：我想说的是，沃伦说的话非常诚实。问题是，是否应该这样做。无论从外部来看，人们都会觉得董事会里的人更强势、更勇敢或更愿意站出来，还是觉得社会问题不应该影响人们的行为方式或思维方式。尽管它们当然会产生影响。我听到你说这就是事实。我的问题是，应该这样吗？

巴菲特：嗯，不，显然你知道每个人都会畅所欲言，鼓励对话，主席也很想听听为什么他的想法不好，但事实并非如此。我认为你可能会得到一些建议。

我举一个很好的例子。我的意思是，我们在 1987 年购买了价值 7 亿美元的所罗门优先股。对伯克希尔来说，这是一笔大投资。查理和我进入了董事会。我们的优先股可兑换价为 38 美元，因为股票一直在 30 美元左右出售。1987 年 10 月 19 日后，我们参加了第一次董事会，当时我们是两个全新的董事。议程上的第一个项目就是改变所罗门所有未行使期权的期权价格，从每股 30 多美元降到 17 美元。没有人提议把我们的转换价格从 38 美元降到 37.50 美元，但员工获得的 35 美元期权，包括坐在桌边的人，将被降到每股 17 美元。**查理和我投了赞成票。我们可能嘟嘟囔囔地投了赞成票。**但这种事还是发生了。后来我们在所罗门也反对了一些事情。但你不能经常反对。安德鲁，你也要记住，这一点很重要。任何一家公司都有不少年薪二三十万美元的董事，这些钱对他们来说很重要。他们真正希望的是能被邀请进入其他董事会。现在，如果一位 CEO 找到另一位 CEO 说，我听说你的董事会里有某某，我们需要另一位女性，或者其他什么，哦，她会乖乖听话的。如果他们说她在每次会议上都大吵大闹，她就不会进入下一届董事会。另一方面，如果他们说她很有建设性，她的薪酬委员会的建议很准确，等等，她就又有了一份年薪 30 万美元的工作。**这就是真实的世界。**

安德鲁：还有一个跟进的问题。今天上午的《华尔街日报》指出了你在 2009 年发表的评论，当时你谈到要对 CEO 薪酬方面最恶劣的情况发表看法，你引用了一句话：让大人物改变行为的方法就是让他们难堪。我希望你能解释一下你在 2009 年所说的话，与今天可口可乐公司的情况之间的区别。

巴菲特：**我并不想让可口可乐公司管理层难堪 embarrass。我喜欢这里的人和一切。**但我想，如果你去问一些人，我不知道他们是否会用“尴尬”这个词，但我肯定，他们更希望我不要这样做。就像我说的，我在 2009 年就用过这个词，所以我一直用这个词。**我不是想让他们难堪，但我肯定是想让他们重新审视自己的所作所为。**他们正处于重新审视的最佳时机，因为他们还没有动用这次授权中的任何股份。尽管他们在代理声明中说预计在四年内使用，但这很容易改变。我认为，他们一般在 1 月或 2 月发布自己的期权。因此，他们有很多时间来考虑什么

是最好的。他们确实如此。我可以向你保证的一点是，他们都是正派、高尚的人。他们会做正确的事。但我不认为最好的办法是与他们开战。

BECKY：沃伦，请允许我简单问一下，你说过去有一些交易被你否决了。我首先想到的是 Quaker Oats 和可口可乐。这是怎么发生的？

巴菲特：嗯，事情变得非常公开，基本上管理层让全世界都知道了可口可乐要收购 Quaker Oats。在纽约匆忙召开了一次会议，董事们走进了会议室。主要是为了获得 Gatorade 饮料而出让 11%左右可口可乐公司股份，我并不是第一个反对的人。虽然还附带了很多其他食品业务，但可口可乐并不想要这些业务，他们想要的是 Gatorade 饮料。我们认为，第一个提出反对意见的人，应该说，他认为从数学上讲，出让 11%可口可乐股份来获得 Gatorade 这一个产品是不合理的。我参加会议时也有同样的感觉。在那种情况下，只是我没有先发言。后来我发言了，等我说完时，交易被否决了。

BECKY：整张会议室的人都反对？

巴菲特：大部分人都在打瞌。这就像是一场打瞌比赛。公司有很多事情要处理。记者们都在那里。我记得当时是晚上，每个人都在赶时间完成它。任何交易通常都有这种势头。你不能连续反对五次。我的意思是，到那时你就会变得完全无效。但那是件大事。一些董事对此持保留意见，这一点在第一位董事开口后就变得很明显了。但其他董事可能不会说出来。

BECKY：包括你自己。

巴菲特：我不确定。但我们不会知道。我想我可能会的。我的意思是，这笔交易对我来说毫无意义。

BECKY：好的，沃伦，在本周末的股东大会之后，我们谈到了这里有 3.8-4 万名股东。观众席上总是有很多有趣的人。Kathy Ireland 周六早上和你一起投报纸比赛。

巴菲特：她自己就是个送报员。

BECKY：的确，她干得不错。金融界的风云人物 Bill Ackman 和 David Winters 也在这里，Mario Gabelli 和 Jorge Paulo 也从 3G 来到这里。我见过他几次。谈到亨氏，您与 3G 的合作做得怎么样？其次，你会和 Jorge Paulo 在 3G 做更多类似的交易吗？

巴菲特：是的。亨氏的交易进展顺利。我一点也不感到惊讶。如果是我们自己，肯定不会以这样的价格收购

亨氏。没有人比 Jorge Paulo 给我留下更深刻的印象。我还要加上他的团队的业务能力。与他一起工作的机会非常难得。我很愿意再次加入他们。我喜欢他们的一点是，他们会想得很远。他们总有一天会想出一个好主意。也许明年，也许后年，谁知道什么时候。我认为，如果他们需要资金合作伙伴，我想他们会和我们一起做。因此，能与 Jorge Paulo 和他的团队合作，对伯克希尔来说是一大幸事。

BECKY：你们俩现在有什么计划吗？

巴菲特：嗯，他负责烹饪，我负责品尝。他的大脑无法不考虑可能的交易。我们不会做任何敌对的事情，这一点已经被排除了。但当电话铃响起，他们说是 Jorge Paulo 打来的，我就感觉很好。

BECKY：所以他这个周末来到这里。我们谈过了伯克希尔现在手握多少现金？

巴菲特：嗯，除了受监管的子公司之外，我们手头大概有 470 亿左右的现金。

BECKY：你喜欢手头永远握着 200 亿美元现金，那就还有 200 亿美元可以投资。

巴菲特：是的，我们可以很快筹集到更多资金。我们可以通过举债来筹集资金，但也可以通过出售证券来筹集资金。我们有超过 1,500 亿的证券。但我们可以想出一个筹资的办法，我喜欢在这方面接受挑战。

BECKY：如果是这样的话，如果我们真的因为你看中了一桩生意而必须尽快拿出一笔钱，你会先卖掉什么抵押品？

巴菲特：好吧，如果我们必须尽快完成这项工作，我们可能会借一些钱，在较长的一段时间内慢慢出售证券。但我们会看看证券的价格，它每天都在变化，我们会看看我对公司的看法，它不是每天都在变化，而是随着时间的推移而变化。如果我们需要很多钱，我们就得考虑一些更大的东西。但既然我今天没有交易，我就不用考虑今天要卖什么。

BECKY：说到你持有的一些证券，你在周末提到，你最近与通用汽车的 Mary Barra 共进午餐。

巴菲特：是的，我是在一次会议上认识她的。

BECKY：是《财富》最有影响力女性大会吗？

巴菲特：是的，没错。那是我第一次见到她。我个人在伯克希尔没有这支股票，我们两位经理中的一位持有。但 Mary 在那里，我觉得她很棒。她可以在伯克希尔经营一家公司，这是肯定的。她喜欢车，我跟她说过，她是个爱车之人，她对汽车非常了解。她了解汽车的方方面面，知道重量、款式和价格之间的影响和权衡。我是

说，她对汽车了如指掌。她热爱通用汽车。她父亲在那里工作了很长时间。她很适合这份工作。

BECKY：你对通用汽车召回的消息有什么担忧吗？很明显，那是她之前发生的事情。有什么让你重新考虑现在是否持有该股票的原因吗？

巴菲特：再说一遍这不是我的投资决定。实际上，这是 Ted Weschler 的决定，但 Mary 继承了一个烂摊子，而且还不小。美国公众对此尤为关注，因为政府确实在 2009 年拯救了通用汽车，而这些事情都发生在召回之前。但通用汽车对大多数美国人来说都是最重要的。买车对他们来说很重要。所以 Mary 基本上是坐上了热搜。但这个位子不是她自己造成的。我不认为有谁能更好地处理这件事，这不是一周或一个月就能解决的问题，这种问题的本质就是要持续一段时间。

BECKY：沃伦，这个周末对伯克希尔来说有很多生意要做，有很多严肃的话题要谈，但也有一些娱乐时间。昨天，你花了一天时间亲自去 Borsheims 卖珠宝。

巴菲特：几个小时。

BECKY：你做的第一件事就是？

巴菲特：疯狂的沃伦，我的价格不能砍。

BECKY：所以你是推销自己。你还花时间打桥牌，打乒乓球。我想给你看这个镜头。你当时的对手是林依晨 Ariel Hsing。

巴菲特：是的，她是全美女子冠军，参加过奥运会，还赢过几场比赛。

BECKY：你打得很好。你说，我还是算了。你一把就出局了，对吧？

巴菲特：一年一个精彩镜头。

BECKY：我们谈过很多严肃的话题。其中一件是你持有的美国银行。美国银行最近不得不撤回增加股息和回购更多股票的计划，因为监管资本出了问题。他们差了一个很大的数字。大约是 40 亿美元。我只是想知道，作为一个股东，作为一个在公司有很大股份的人，这是否与你有关？

巴菲特：没有。这并不影响 GAAP 的净资产、GAAP 的收益或任何类似的东西。实际上，他们对我们的优先股所做的改动为监管资本增加了 50 亿美元。他们把我们的优先股从累积优先股改为非累积优先股，这就使监管资本增加了 50 亿美元。我并不是说这是造成 40 亿错误的好理由。我们犯了错误。它不涉及任何金钱损失或任何东

西。这是他们接管美林证券时获得的结构性债务。同样，所罗门公司是我在 1991 年接管的一家合并公司。我接手的时候，资产负债表上有一个表外项目。这个项目每天都在浮动。那是因为自 1981 年以来，也就是十年前，他们就无法核对账目。Arthur Anderson 是我们的审计师。他们来向我这个新任 CEO 解释说，你会看到这 1.8 亿美元或其他什么数字，在不同的地方变动。但别担心，总有一天我们会搞清楚的。这让我很担心。其中一家公司采用现金交易，另一家公司采用交易日交易，但不知何故，他们一直没有解决这个问题。很多很多年前，我们的储贷机构出现了问题，无法解决。于是我们把银行账户里的钱都花光了，不得不重新开始。

BECKY：你不担心吗？你觉得 Brian Moynihan 做得很棒吗？

巴菲特：我认为 Brian Moynihan 的工作非常出色。他有很多问题要解决，但都不是他造成的。他只是有条不紊地工作着。其中一个问题是，当他认为自己以及完成工作时，还有一些问题亟待解决。他做了正确的事情。他极大地简化了银行，降低了资产负债表。他让银行回归基本面。美国银行的存款业务非常出色，随着时间的推移，它的业绩会越来越好。当我第一次买入这只股票时，当我和 Brian 谈话时，我说你还有很长的一段路要走。你会熬过这一切的。

BECKY：让我们直接进入正题。沃伦，我知道我们已经谈了很多关于并购的活动。这次有点不同。实际上，一些收购股票已经因某些消息而上涨。但真正引起我们注意的是像辉瑞这样的情况，辉瑞 Pfizer 在收购阿斯利康 AstraZeneca 时表示，如果交易成功，它将把其纳税地转移到英国，因为他们将在那里支付更低的税率。这对商业有何启示，对美国税法、企业税法有何启示？

巴菲特：**越来越多的收购是税收驱动的，这也是被收购公司股票上涨的原因之一，因为你实际上不仅是在谈论收购一家企业，而且是在谈论降低收购方的税率。**在某种程度上，这已经成为一种趋势。你看到保险公司去百慕大注册，你也看到 Valiant 公司完成了许多这样的收购，我猜想，随着 Valiant 公司的发展，辉瑞公司的人可能会想，这已经失控了。我们得把税率降下来。因此，这股势头会越来越猛，而我的猜测是，当你的公司发展到此规模、如此突出、势头如此迅猛的时候，我的猜测是国会会以某种方式解决这个问题。但在如何解决这个问题上，可能会有两种选择。不管他们是否只是试图在法规方面允许这样做(这并不是无关紧要的)，或者是否会迫使他们重新思考所有的企业税，我们会找到答案的。但我确实认为这会吸引关注。

BECKY：总统已经将其列入了今年的预算。除了一些正在考虑做这些事情的公司之外，其他公司并没有密切

关注。总统已经提出要加大转移纳税地的难度。现在，如果你有 20% 的股东在美国境外，你就可以这样做，但总统提议将这一比例提高到 50%。有些人看了之后会说，等一下，为什么不从整体上处理税法问题，让人们留在这里比搬到其他地方更有吸引力呢？什么才是正确的举动？

巴菲特：这就是我们将要进行的斗争。每个人都在谈论税制改革。人们喜欢用税制改革这个词，但很少有人支持增加自己税收的税制改革。在帮助他人的税法中，他们还有各种不喜欢的地方，他们希望得到纠正。但是，我还没有听到有任何人希望将税制改革等同于一系列增加自己税收的建议。我认为，关于国外局势的这件事，将在美国企业界引起一场轩然大波。

BECKY：但你现在谈论的政策，正把辉瑞这样税率相对较高[27%]的公司挤走。这就留住了那些税率可能没有那么高的人。这难道不正是简化税法、不把那么多的激励或优势，让每个人都像 SimpsonBowles 建议的那样支付接近 28% 的税率的一个理由吗？

巴菲特：是的，你想让每个人都一样。我们希望看到这一点，但这是因为我们支付的费用超过了 28%，所以要把我们的费用降下来。而那些支付 20% 费用的公司，我可以举出很多公司的名字，如果这种做法使他们的费用上升到 28%，他们是不会喜欢的。因此，如果你采取收入中性的做法，很多公司都会受到伤害，而且他们可能会比那些从变化中得到一些好处的人更恼火。我认为，尽管我说了这么多，但现在可能已经有足够多的行动在进行，除了外国税率问题之外，公司税的总体情况会得到一些新的解决。但这需要很大的努力，因为一旦 X 公司的税率根据某个新的提案将增加几个百分点，他们在华盛顿的说客就会排起长队，一直排到巴尔的摩。

安德鲁：我想跟沃伦追问的一个问题，那就是我们在周末的小组会议上问了你一个问题，伯克希尔是否会进行类似辉瑞所做的交易，即某种反向交易，你说不会。我遇到了几个投资者，他们想知道你为什么不这么做。举例来说，我想你们去年缴纳了大约 89 亿美元的税款。如果你能把这个数字降到 70 亿美元或 60 亿美元，你能不能从股东的角度提出一个合理的理由？

巴菲特：首先，**我们没有接近 20% 的股东在美国境外**，而且你知道，这可能需要我搬家。我不确定查理搬家能否完成任务。所以我.....我这是半开玩笑。我们并不觉得联邦所得税给我们带来了过重的负担。但是，当我们看到其他人在从事与我们相同的业务时，却要支付低得多的税率时，我们确实有点恼火。但伯克希尔在 52% 和 48% 的税率下运营，我们在美国税率下赚了很多钱。

JOE：沃伦，当你谈到 20% 的税率时，我们也经常谈到这个问题，很多公司都是在税率的诱导下将业务转移到海外的，20% 的税率代表了他们现在支付的混合税率，因为他们已经对他们所看到的做出了反应，这是一方面。第二，有人告诉我，在企业税改革中，总统不会采取任何收入中性的措施。他希望在任何类型的企业税改革中都能切实增加收入。你刚才提到，为了保持税收中性，一些公司的税收会增加，而另一些公司的税收可能会减少，所以有些人会喜欢，有些人则不会。这就意味着现在的收入水平是合适的，我认为，如果我们需要保持收入中性，我们从企业那里获得的总收入并不高，那么就大局而言，这意味着我们的企业并没有被征收过多的税。而另一方会说，企业现在在全球竞争中处于不利地位，因为它们的税率太高了。因此，事实上，如果它不是收入中性的，如果它实际上降低了整个企业集团的税收，那并不一定是坏事，这将使我们在全球范围内税率更加一致。然后你就可以让其它公司加入进来，因为大多数公司的税率都会降低。我说错了吗？

巴菲特：如果你想降低企业税，请再告诉我一次，在保持总体税收不变的情况下，你想增加谁的税收。

JOE：我不想保留。我的意思是，我们不需要保持中立，应该降低金额，因为我们现在在全球范围内处于不利地位，因为税率太高了。

巴菲特：Joe，我们的业务规模近 2000 亿美元，我们对大部分业务支付正常税率。在风力发电和太阳能发电方面，我们的某些交易享有税收优惠。伯克希尔与世界其他公司相比并不处于竞争劣势。

JOE：有些公司是这样，而有些是那样，所以他们才会做这些事情，对吧？

巴菲特：他们这样做是为了缴纳更少的税。辉瑞是一家非常赚钱的公司。你看看辉瑞的有形资产净值回报率。这是非常好的。他们想通过不纳税赚更多的钱。但他们在美国的纳税业务非常出色。

JOE：我不知道什么利润水平是公平的，什么水平是不公平的。我不知道他们是赚得太多还是太少。但是，如果我们把数万亿美元留在海外，而他们被诱导这样做，他们正在向海外搬迁总部，而海外其他税率较低的公司可以来这里购买我们的资产，因为他们可以提供比国内公司更多的钱，这些事情似乎都不是我们目前参与全球竞争的最佳方式。

巴菲特：总的来说，在过去 20 年里，美国公司收购外国公司的数量要多于被收购。因此，我们实际上一一直在那里进行净投资。但除此之外，如果你看看企业税占 GDP 的百分比，自二战以来，企业税已从 4% 降至约 2%。事实上，还不到 2%。与此同时，企业利润却创下了历史新高。因此，如果你看看美国的预算，个人缴纳了更多的

税，公司从占 GDP 的 4%下降到 2%。从百分比上看，没有任何其他群体的税率能像公司那样下降。在美国，公司经营得很好。

JOE：我们应该承认这一点，不必担心，但这确实会留下数万亿美元，我们可以把它们拿回来，用于基础设施建设。

巴菲特：他们现在可以把它拿回来。他们只是不想交税。如果你让他们低税率的回来，他们就会想方设法赚更多的钱，因为他们可以低税率的把利润带走。

JOE：我知道。这就是为什么你需要改变整体税率。

巴菲特：在美国，拥有现金的第一大行业是科技行业。据我所知，在那些赚大钱的大公司中，没有一家科技公司在业务融资方面碰到丝毫问题。他们宁愿在这里借钱，像亚马逊一样，像苹果一样。但这是因为他们有大量现金。他们会在这里借钱，而且借得很便宜。但他们的业务并不需要现金。他们需要现金来回购股票，因为股东在催促他们。但他们并没有用这笔钱在美国建造工厂和设备。他们用这笔钱回购股票。

BECKY：沃伦，你自己也说过，遵守税收规则，不完全避税是可以的，但如果你能通过不同的方式避税。事实上，你最近做了一些交易，包括出售《华盛顿邮报》的股份，这些交易都有税收优惠。

巴菲特：当然，我们从未为税收优惠进行过游说。但就税法而言，我们不会像餐馆结账那样，先算出当年的报税额，然后再加上 15%的小费。我们是应缴尽缴。通过如数缴税，我们获得了可观的资本回报。我们从未因为身在美国而不是外国而放弃资本投资。我们还收购了一些外国企业。

JOE：周末的《华尔街日报》说，你建造风力发电厂的唯一原因是为了减税，你知道它们在经济上并不可行。

巴菲特：我们已经公开这么说了很多年。

JOE：这听起来就像是利用税法中的一行小字来进行实际投资，并在税收优惠的基础上拥有整个风电场。这似乎不符合法律精神。

巴菲特：不，这符合法律精神。美国国会决定鼓励风电场、太阳能和低收入住房。所有这些法律的支持者实际上是 George Bush 总统，41 岁的他把我请到椭圆形办公室向我表示祝贺，因为我们正在投资低收入住房税收抵免。

JOE：为什么要把这一点与一些美国公司的税务反向交易的做法区分开来？

巴菲特：好吧，我想如果他们愿意的话，他们可以用反向交易的方法来做这个业务。我想这是一个很有可能会发生，我并不是说他们在遵守反向规则方面做了什么违法的事情。我个人会修改这部分法律。其他人可能会修改法律中关于风能税收抵免的部分，但我并不是在攻击辉瑞遵守美国税法。而且我相信，这项规定的出台也不是因为辉瑞公司。我只是说，这部分内容可能是个错误。人们可以争论风能税收抵免是否是个错误。但我要告诉你，无论是伯克希尔、辉瑞还是苹果公司，美国企业在这一税法下都做得很好，无论以何种方式、形态或形式，它们都不缺乏资本，也不会在竞争中遇到任何困难。现在，你可以为改变税法提出其他论据，但在我看来，你无法真正提出这些论据。

BECKY：沃伦，我昨晚在网上看到《经济学人》上的一篇文章，他们建议你吧伯克希尔拆分开来。你怎么看这个想法？

巴菲特：把公司合并在一起确实有好处。我的意思是，**一个很大的优势是，我们可以把资本从不能有效利用的业务中拨离出来。**也许冻结的资本可以得到有效利用，但增量资本的价值很小，我们可以将其转移到其他领域，而这些领域的资本需求远远超出了其自身产生的数量。因此，**资本主义就是关于资本配置的，其整个理念就是把资源放在最正确的地方。**我们有能力审视 70 多家公司、各行各业和其他一切，并将资本配置到最合理的地方。而大多数公司，如果他们从事的是 XYZ 业务，他们就会在 XYZ 行业中寻找机会，如果找不到好的机会，他们可能会做一些不太好的投资。如果他们需要资金，就必须进入资本市场，并为此承担费用。因此，我们有一种无缝、非常高效的方式，在企业间重新配置资本，今年这些企业的资本支出总额将达到 120 亿美元。

BECKY：你和你的合伙人查理芒格都是出色的资本配置专家 capital allocators。几十年来，你们已经证明了这一点。不过，这确实提出了一个问题：你如何培养你的潜在继任者，以确保他们同样善于资本配置？

巴菲特：董事会不会让他们认为不擅长资本配置的人担任伯克希尔 CEO。对于我们的候选人，我毫不担心。有很多人在其他方面非常出色，可能符合很多测试，**但不符合资本配置的测试**，他们不应该从事这份工作。

BECKY：有没有一种观点认为，任何潜在的继任者都不应该只在一个部门工作，仅仅是从你不想把那个部门视为最佳场所的角度来看，只是为了确保你对业务有更广泛的了解。

巴菲特：你需要一个不偏爱任何人、不把任何人列入黑名单、不觉得把资金投入 A 领域比投入 B 领域更舒服的人担任最高职位。但实际上，**从伯克希尔股东的角度来看，这些钱在哪里能得到最好的使用？这些钱可以用来**

回购股票。

BECKY：我正想提这个问题。另一个想法是，你希望旗下有人能将资金分配给你所拥有的企业中，但当没有资金需求时，你就会去购买其他股票。因此，现在你需要不止一个人来做这个决定。投资组合经理 ToddCombs 和 TedWeschler 一直在研究股票。他们是如何工作的？是三人小组吗？

巴菲特：这是一个很大的优势。他们不是老板，但我们将有大量资金用于投资，不仅是股票，还有债券和各种形式的证券。我们有两个非常出色的人来履行这一职能。他们不会成为 CEO，但会在该领域为 CEO 提供资本配置的帮助。就像经营企业的人在自己的领域提供帮助一样。但 CEO 的思维方式应该与企业所有者完全一致。所有者要想方设法把资金投入到的最有利的地方，而我们将产生大量资金。因此，这是一项非常重要的职能。

BECKY：ToddCombs 和 TedWeschler 就是你们一直在谈论的两个人。本周末，股东们提出了一些问题，想知道什么时候能从 Todd 和 Ted 哪里听到更多消息。你怎么看？他们是否也会在以后的年会上接受提问？

巴菲特：这并非不可能。但他们并不是追逐名利之人，他们只是喜欢管理资本。股东们可以看到他们在这方面的业绩记录。他们对谈论自己的投资理念根本不感兴趣。他们为什么会感兴趣呢？这是他们辛辛苦苦挖掘出来的想法，他们不会把这些想法传出去。

BECKY：现在我们将请出另一位特别嘉宾，伯克希尔副董事长查理芒格。查理，今早很高兴见到你。非常感谢您加入我们。

芒格：很高兴来到这里。

BECKY：人们每年都来，因为他们想听到你们俩同台表演。这个周末，我和很多股东都谈到了这件事。你们在台上一同回答股东们的问题有多久了？

芒格：差不多有 50 年了吧，沃伦？

巴菲特：是的，差不多。

BECKY：我想我的问题除了我们都大了一岁之外，你们今年还有什么不同或学到了什么，因为我知道你们俩说你们几乎每天都能学到一些东西？这个周末你们学到了什么吗？

芒格：我觉得你总能学到一些东西，但很难说清楚。我很少有像阿基米德那样欣喜若狂的时刻。

巴菲特：我总是能学到一些东西。我最喜欢的一件事，就是参加年会，听听查理怎么说。

BECKY: 我正想问你呢。你有没有提前说过？

巴菲特: 从来没有。

芒格: 准备就是作弊。

BECKY: 你们俩的喜剧表演真是天衣无缝。这些年你们的默契更好了吗？你们第一天就一拍即合吗？

芒格: 我们天生就是聪明的驴子。

巴菲特: 这就是我们彼此吸引的地方。

BECKY: 我以前听过这个故事但我知道很多观众没听过，沃伦，你们认识的时候你 29 岁，查理 35 岁？

巴菲特: 是的。

BECKY: 你能给我们讲讲那次会面吗？

巴菲特: 那是在当地的一次晚宴上，我们的妻子都在场，大约五分钟后，查理被自己的笑话逗得在地上打滚。我自己也经常这样。世界上像我们这样的人不多，所以我最好和他勾搭上。

BECKY: 你们俩有什么共同点？你觉得你们有什么相似之处？查理？

芒格: 嗯，我们都有奥马哈的背景，而且我认为我们对智力都很好奇。我们都喜欢比赛。我认为我们都喜欢创意。我喜欢问沃伦，他希望人们记住他什么，他说是一位老师。在美国，还有哪位 CEO 会说自己希望以老师的身份被人们记住？我喜欢这一点。

BECKY: 查理，你想以什么形象被人们记住？

芒格: 嗯，我不介意作为一名老师被人们记住，但我不会。(笑声)

巴菲特: 我想他会的。

芒格: 我可能会作为一个聪明的笨蛋而被人们记住。

BECKY: 我一直想知道，伯克希尔的董事长和副董事长之间到底是如何合作的。你们俩多久聊一次？因为查理住在加州。

芒格: 比以前少多了，因为我们知道对方在想什么。我们不用浪费很多时间去核实我们已经知道的事情。

巴菲特: 我们就像一对老夫老妻。我们只是互相咕哝一声就知道对方是什么意思。但最初，那时电话费很贵，我们也不富裕，很多时候一聊就是几个小时。但现在，我们可能差不多两周通一次话。

BECKY: 不过, 沃伦你确实说过, 在得出结论之前, 你和查理谈过可口可乐的弃权决定。

巴菲特: 是的。

BECKY: 你们俩在谈话时是怎么想的?

芒格: 花了大约十秒钟。

BECKY: 真的吗? 是弃权还是?

芒格: 我不觉得这是一个困难的决定。我觉得他做得恰到好处。他抱怨了几句, 但声音不大。我认为他的语气恰到好处, 对可口可乐管理层的赞美也是实至名归。我认为他处理得非常完美。

BECKY: 让我来问问你们俩刚刚完成的收购。上周伯克希尔能源宣布了一笔 30 亿美元的收购案。你们会谈论所有发生的事情吗?

芒格: 我根本没说过这个问题。沃伦和 Greg Abel 做了那件事。我猜沃伦谈的时间不会超过一两分钟。

巴菲特: 没错。我了解了实情。我喜欢这笔交易。我知道查理会喜欢的, 那为什么还要打电话呢?

BECKY: 这是一笔 30 亿美元的收购。这是一个什么样的价格水平, 不需要跟查理讨论一下吗?

巴菲特: 好吧, 通常情况下, 如果我说出来, 那是因为在内心深处, 我知道我可能做了什么蠢事, 他会告诉我的。

BECKY: 沃伦, 你上周末说过, 你可能比查理更倾向于行动。查理, 你对此有何回应?

芒格: 那要看是什么行动了。显然我们都是行动派。

巴菲特: 这要看是哪种保证金!

BECKY: 但你周末说他以前叫过你什么?

芒格: 可恶的说"NO"的人。他喜欢这样。有点开玩笑。

巴菲特: 当我们在一个星期四的晚上谈及 BNSF 铁路公司的业务时, 查理也加入了进来, 你知道, 他马上就会思考, 他看清事实的速度非常快, 思维也非常敏捷, 他不会浪费时间为了争论而争论, 你知道, 他不会发表演说或类似的东西。我想说的是, 我们共同的品质是, 在很大程度上, 我们是理性的。我们不会浪费大量时间去探索那些无稽之谈。

BECKY: 在你和查理交谈之前, 有什么事情是你认为会是个好主意的?

巴菲特：好吧，如果你能追溯到很久以前，我在匹兹堡和 West Virginia 铁路公司上给他打过一次电话。这是 40 年前的事了。我说，查理，你认为我们应该在匹兹堡和 West Virginia 铁路上投入大量资金吗？查理对我说，沃伦，如果你仔细研究过它，你认为你知道所有的事实，你会关注它，如果你要把你自己的大量资金投入其中。他说，那我就闭上眼睛说不。

BECKY：他说得对吗？

巴菲特：他是对的。这就是令人恼火的地方。如果你把我们意见不一致的次数比较一下，你会发现他正确的比例非常高。

BECKY：查理，我知道你现在住在加州，但你每年都会来参加这个会议。

芒格：这是我的家乡。我喜欢来这里。

BECKY：来到这里看到伯克希尔的股东，对你来说最重要的是什么？

芒格：：嗯，每年回到家乡参加像伯克希尔这样的大型活动都是一次非常难得的经历。随着时间的推移，伯克希尔越来越大，越来越受人尊敬。这是令人非常愉快的。

BECKY：你们两位在了解自己的能力圈方面做得非常好。本周末有一位股东提问，如何确定自己的能力圈。查理，你对那些想自己解决这个问题的人有什么建议吗？

芒格：我更擅长判断自己在某些问题的无能程度，然后避开这个问题。我更喜欢反过来思考这个问题。

巴菲特：他喜欢逆向思考。他说，我只想知道我会死在哪里，所以我永远不会去那里。我是说，这就是他的方法。一般来说，他要做的事情就是排除很多东西。他善于指出我能力水平的边界在哪里。

BECKY：查理，老实说对于一个想弄明白这个问题的人来说，你怎么知道自己什么时候会从滑板上摔下来？

芒格：我只能说我们的平均打击率很高，这可能是因为我们可能比自己认为的更有能力。我们在做的事情有些谦虚。

巴菲特：这可能非常有用。我们的合作关系之所以有效，有很多原因。但如果有一个你非常尊重的人说：你真的进入了一个你不擅长的领域，沃伦。我的意思是，当他这么说的時候，我会格外提高注意力，而且他真的会这么说的。因此，我们在一起工作时，只要他说一句："你确定你知道自己在说什么吗"，就能发挥真正的作用。

BECKY：这在股东大会上又引出了另一个问题。我的意思是，你们两个合作得很好。当你们考虑伯克希尔

CEO 职位的潜在继任者时，你们如何帮助他们找到一个既能和他们合作无间，又能在他们做出错误决定时指出来的人呢？

芒格：我几乎不认识任何一个，在没有值得信赖的人可以倾诉的情况下，能够在认知方面做得很好的人。如果没有人可以交谈，爱因斯坦就无法完成他的事业。他不需要很多人，但他需要一些人。你在努力说服他人的同时，你会整理自己的思路。这是工作中非常必要的一部分。如果你让一个隐士独自待在山上，他不会做得很好。我们有一些，但不是很好。(笑声)

巴菲特：此外，查理总是强调这样一个事实，我们应该尽可能好地陈述对方的理由，如果可能的话，还要比他说得更好。只有这样，你才能更好的思考自己的案子。在某种程度上，这可能是他所接受的法律培训的结果。但他一开始就陈述了相反的情况。

BECKY：我们刚刚从零售公司 Target 得到一些爆炸性新闻。Target 宣布其 CEO-Gregg Steinhafel 即将卸任。他的辞职立即生效。他在辞职信中说，Target 近几个月来面临着一些前所未有的挑战，其中最引人注目的是数百万美国人的信息被泄露的大规模数据泄露事件。这一切都发生在节日期间，从感恩节前后开始，一直持续到 12 月初。这对 Target 的股价造成了巨大的打击。Steinhafel 表示，他一直致力于确保 Target 从数据泄露事件中摆脱出来，成为一家更好的公司，而现在正是新领导层上任的好时机。

Target 的 CFO-JohnMulligan 将担任临时 CEO，直到找到永久继任者。报告还称，Target 董事会现任成员 RoxanneAustin 已被任命为董事会临时非执行主席。他们表示，在确定永久继任者之前，两人都将担任这些职务。公司还表示，他们已邀请 Steinhafel 在过渡期间担任顾问，他也表示同意。董事会表示，非常感谢 Gregg 在公司 35 年的职业生涯中做出的重大贡献和提供的杰出服务。但我们今天的嘉宾主持人，还是查理芒格和沃伦巴菲特。先生们，Target 的新闻不仅是在数据泄露事件之后发布的，也是在 Target 进军加拿大之后发布的。这一直是分析师们关注的目标，他们认为这是一个错误的举动。你们两位在零售业方面拥有丰富的经验。你们在百货公司和其他零售店的合作由来已久。查理还是 COSTCO 的董事会成员。

巴菲特：事实上，我们在零售业有很多可怕的经验。

芒格：是的，但我不负责公司运营。

BECKY：但我想知道你们俩对这样的新闻怎么看。在过去六个月左右的时间里，Target 公司经历了一段艰难

的时期。

芒格：我认为这些数据泄露事件很有可能发生，我们会看到更多这样的事件，我不认为 CEO 一定有什么可怕的过错。

BECKY：我不知道这是否与加拿大的扩张有关，而不是数据泄露本身，因为 Steinhafel 已经站出来，并试图非常坦诚。

芒格：我认为沃伦和我在零售业的失败可以与任何人相提并论。

巴菲特：是的，从 1966 年开始，我们的记录非常糟糕。我们在巴尔的摩以三流的价格买下了一家我们认为是二流的百货商店，但我们很快发现，我们以三流的价格买下了一家四流的百货商店。我们很快失败了。我们在零售业也曾失败过。零售业是一个艰难的行业，部分原因是你的竞争对手一直在试图模仿你所做的任何事情，而且经常模仿成功。因此，世界一直在进步。你很难建立一条竞争对手无法跨越的永久护城河。你见过零售业的巨头，Sears 百货、Montgomery Wards 百货、Woolworth 百货、Grants 百货、Kresges 百货。我是说，这些年来，很多百货巨头都被干翻了。

芒格：昔日的巨人大多已不复存在。

巴菲特：Target 进军加拿大。去那里要花很多钱，而且会很艰难。在那里，每个人都在和别人做生意，你的竞争对手永远不会停滞不前。因此即使你认为他们此时此刻有弱点，但当你的商店在一年后完工开始做某事时，他们也在前进。目标总是在移动。这是一个艰难的行业。

BECKY：但我们现在却来到了在伯克希尔旗下经营得很好的内布拉斯加家具商场做直播。

巴菲特：没有人能够与内布拉斯加家具商场竞争。我是说，这家店做的家居生意比全国任何一家店都要多。我们是全国第 50 大商场吗？这家店每年的销售额高达 4.5 亿美元。在伯克希尔股东周末，它的销售额达到了 4 千万美元。没有哪家商店能提供如此丰富的品种。没有哪家店能低于我们的价格。但要取得这样的主导地位，你在加拿大的连锁店是做不到的，因为你要与那里的沃尔玛和其他许多人竞争。

BECKY：沃伦，我知道你经常上网。但我想知道查理、沃伦，你们是否在亚马逊上买过东西？

芒格：我的孩子偶尔会给我买。我从未亲自买过。

巴菲特：我的助手会帮我买。

BECKY: 你怎么看待亚马逊的商业模式?

芒格: 嗯, 我认为与其他所有人相比, 它非常具有颠覆性, 我认为这是一个将改变美国的强大模式。

巴菲特: 我同意。这是我一生中见过的最强大的模式之一, 它的经营者非常清楚自己想做什么, 他每天上班时都会这样做, 不会受到外界因素的阻碍, 比如有人告诉他每季度应该赚多少钱之类的事情。他聪明绝顶, 非常专注。他的生意确实做的很棒, 顾客也很满意。这一点非常重要。

BECKY: 查理, 早些时候我们有机会和沃伦谈了一些美国公司税法和我们看到的一些新收购。今天上午早些时候, 辉瑞公司发布了报告, 因此我们聊了一下辉瑞公司计划收购阿斯利康公司, 并采用反向收购的方式, 将其纳税地转移到英国, 因为我猜他们在美国的纳税比例约为 27%。如果在英国纳税, 他们将支付接近 21%或 22%的税款。周围有一些关于这一点的讨论。

芒格: 嗯, 我认为制药公司正在努力实现零税率。只有这样他们才会高兴。

BECKY: 你对这种做法有什么看法? 伯克希尔过去曾利用税法, 确保以最有效的方式纳税。

芒格: 我们绝不会故意将美国税率降至零, 或者接近于零。对其他人来说, 这是一种理想。

BECKY: 如果辉瑞公司真的进行反向投资, 并将纳税地点迁移到其他公司, 那么这些公司将支付 22%的税款。这将比很多美国公司低的多。

芒格: 降低税率的并购现在流行。

JOE: 我只是在过去的报道中看到, 你以前和沃伦谈过这个问题, 查理, 对吗? 你有记录在案。这有个新闻标题是: 巴菲特在一次会议上与芒格就美国企业税问题发生冲突。我将引用您所说的话。"企业税率应该低得多。当世界其他国家不断降低税率时, 如果我们的税率高得多, 就会对我们不利"。查理, 你最近改变了你的看法吗? 还是你仍然这么认为?

芒格: 降低一点税率是合理的, 从 35%降到 33%什么的, 但并不是把制药公司搬到某个小地方, 从而把税率降到零。我认为, 如果企业税率低, 经济可能会更好一些。但美国公司获得真正的低税率是一个错误。

巴菲特: 当你谈到降低税率时, 你并不是在谈论降低整体企业税率, 你只是在谈论均衡税率, 对吗?

芒格: 是的, 我希望每个人都能支付一致的税率。

BECKY: 更像 SimpsonBowles 说的那样, 摆脱许多

芒格：更像 Latvia。

巴菲特：没有人知道 Latvia 到底是什么意思

JOE：查理，拉脱维亚的费率是多少？您知道吗？

芒格：他们的税率是单一的。

JOE：还有立陶宛。好像是 15%。我认为是 10%，但对其他人统一征收 15% 的税。但我认为立陶宛的企业税率是 10%。

芒格：一般来说，我会对消费征收更高的税率，而对企业的盈利能力征收较低的税率。这在香港和其他地方都很有效。我不认为我们应该这样做，但如果我们这样做，也许经济会运行得更好。

安德鲁：我能跟进说说你上周末说过的另一件事吗？另一种非传统的想法。我们在问题中谈到了薪酬和薪酬披露的问题。你提到薪酬披露未必是件好事，我想很多观众可能会觉得很惊讶，你想详细说明一下吗？

芒格：我认为嫉妒是人类的主要问题之一，这也是为什么嫉妒在摩西的法律中如此突出的原因。记得吗，他说过你甚至不能觊觎邻居的驴子。

巴菲特：我从来没有嫉妒过别人。

芒格：是的，但其他人做到了。因此，我认为，这种因为别人有高薪而争相获得高薪的现象，是所有关于高薪宣传所煽动起来的。我认为这对国家来说是适得其反的。对所有这些信息的披露都会有一种自然的反应，因为每个人都想和薪酬最高的人比一比。沃伦，我认为这对我们来说是一场疯狂的竞赛。

巴菲特：我从来没有参加过这样的董事会：CEO 走进来，挥舞着某个竞争对手的代理声明，说："看，这家伙挣得太少了。我也许也应该少拿一点"。这是不可能发生的。公布高薪会产生配给效应(rationing effect 如果商品短缺，价格就会上涨。价格上涨会引起需求曲线向上波动。价格越高需求越少，这有助于限制稀缺的需求)。每个薪酬委员会都不会听取顾问与第四个四分位数或第三个四分位数的比较。总是与第二个四分位数进行比较，这样就会产生配给效应。如果你是 ABC 公司的董事，而 XYZ 公司的 CEO 拿得更多，那么你会很自然地认为，我们的人至少和他们的人一样好。这样的情况持续不断。因此，公布高薪让美国股东损失惨重。也许公开披露是最好的消毒剂，所有这些，阳光是最好的消毒剂。而在支付管理人员薪酬方面，阳光让美国股东损失惨重。

芒格：你说得对，这是我们的一个特点，但我们对的，就像摩西一样。(笑声)

巴菲特：还有其他介于两者之间的人。

BECKY：现在我们的圆桌会议又增加了一位强大的商界领袖比尔盖茨。他是微软公司的创始人，也是比尔梅林达盖茨基金会的联合主席。他也是上周揭晓的 CNBC 评出的过去商界 25 大领袖之一，还是伯克希尔公司的董事会成员。这就是我们今天请到他的原因。比尔，感谢你参加今天上午的会议。

盖茨：很高兴来到这里。

BECKY：你们刚刚坐下来时在谈论蒙古。你们无所不谈。您对蒙古了解多少？

GATES：嗯，商业故事对我们很有吸引力，对矿产品的需求意味着像蒙古这样的国家已经开辟了新的大型矿山，国家正在决定如何处理从中获得的收入。我们的一个朋友在乌兰巴托拥有一个零售业务 10% 的股份，所以他告诉我们这一切是如何运作的。

BECKY：你今天参加董事会，显然不能谈具体的事情，董事会是怎么开的？是如何领导的？

芒格：这是一场爱的盛宴。(笑声)

巴菲特：希望如此。

芒格：这不是一个非常挑剔的地方。

GATES：我们应该这么说吗？(笑声)

芒格：我不在乎。

BECKY：沃伦，你上周末确实说过，在董事会中，他们往往不寻找杜宾犬，而是寻找可卡犬，然后努力确保它们的尾巴摇起来。伯克希尔董事会也是这样运作的吗？

巴菲特：不，伯克希尔寻找的董事都是以股东为导向、精通商业、并对伯克希尔感兴趣的人。我们认为这些标准是合理的。其他人有一大堆不同的清单。但我们有一群董事，他们几乎不拿任何报酬，他们之所以感兴趣，是因为他们觉得这个地方很有趣，在很多情况下，是因为他们有巨额投资。这些投资是他们自己做的。没有人给他们股份。因此，这是一个非常不寻常的董事会。但这是一个非常棒的董事会。

BECKY：我们听说了你和查理第一次见面的故事。你和比尔第一次见面的故事怎么样？

巴菲特：嗯，他是被迫来见我的。

GATES：没错。我妈妈请《华盛顿邮报》发行人 Kate Graham 和沃伦来家里做客，而我当时还有点不羁，除

了微软的工作，其它什么都不想做，所以就勉强答应过来。实际上，我犯了一个错误，以为沃伦的世界观只是股票走势图和成交量，而不是商业的基本面。因此，当我们见面时，他问我你们如何与 IBM 竞争，如何给股票定价，股票将走向何方，这真是太棒了。这是我经历过的最有趣的对话。就这样，我们开始了一段奇妙的友谊。

巴菲特：我们在卧室里聊天，华盛顿州州长来了，比尔的父亲是个很好的人，但他对我们坐在卧室里聊天感到很恼火。最后他非常礼貌地走进来他说，你们能不能和州长谈谈？

BECKY：所以你们比原计划逗留的时间更长一些？

GATES：是的，双方都想知道这两波人会聊些什么，而且我们度过了精彩的一天。几周后，我又去找了沃伦一次，当时他有一群朋友正在谈论生意和股票，从那时起，这件事就成了一个话题。

BECKY：你知道吗，查理，你上周末说过，说到节俭的人，你会在伯克希尔寻找这类人。你在寻找节俭的人。但有一点我注意到了。你倾向于收集那些具有比尔刚才所说的所有特征的朋友和同事。他们都是对商业有深刻理解的人。这是怎么发生的？

芒格：嗯，当你喜欢那些对知识充满好奇心的人时，如果你不努力，我不明白你怎么能一直这么聪明？

BECKY：你是怎么做到的？你每天都阅读吗？

芒格：当然。

巴菲特：我就知道查理和比尔会一拍即合。

GATES：查理真了不起。

BECKY：让我问问你们每个人。你现在或最近读过什么书，什么书你会推荐其他人读？

GATES：Zeke Emanuel 写了一本关于美国医疗成本的书《No Margin, No Mission: Health-Care Organizations and the Quest for Ethical Excellence》，讲述了我们是如何陷入目前这种复杂局面的。他对未来做出了一些预测。人们可以不同意他的观点。事实上，我不同意其中的一些观点。但这篇文章写得很好，我们应该就这一重要话题展开更深入的对话。

BECKY：查理，你呢？

芒格：我刚刚读了《**法拉第、麦克斯韦和电磁场-改变物理学的人**》(Nancy Forbes,Basil Mahon)，这本书既有科学传记，又有物理学解释，尤其是与电有关的内容。这是我读过的同类书中最好的一本，我非常喜欢。爱不

释手。这是一项了不起的人类成就，而且两位作者都不是物理学家。

巴菲特：《What Happens When You Flip the Light Switch》，但我看不懂这本书。我不得不放弃继续前进。我读了(美国前财政部长) Tim Geithner 的书《压力测试:对金融危机的反思》Stress Test: Reflections on Financial Crises，这本书再过一周左右就会出版，任何人无论是政治家还是财务经理、金融主管，都应该读一读这本书。Tim 正确地指出，未来你将会遇到更多的恐慌，而这些恐慌都是没有什么独特之处，这就是我们该做的事。这是一本非常非常好的书。

BECKY：他认为我们会遇到更多的金融恐慌。这还有多远？

巴菲特：他不知道。我也不知道。他只是说人类的行为方式是不变的。他描述了人类的各种行为方式，以及这次恐慌的行为方式和必须采取的措施。这是一本好书。

BECKY：换句话说，下一次不会有什么不同。还会有下一次吗？

巴菲特：会有下一次的。

芒格：它很可能是由同一个人捅咕出来的。

BECKY："same people"是什么意思？

芒格：金融家。

BECKY：银行。

芒格：除了女人。(笑声)

BECKY：先生们，能有机会坐在这里和你们谈生意，大家都愿意去死。我想做的只是向你们抛出一些话题，你们可以就自己的想法做出回应。首先是关于激进投资者的。我们看到了激进投资者的崛起。Carl Icahn 和 Bill Ackman 本周末都来参加股东会了。我想知道你们三位对激进投资有何看法？这对美国到底是不是好事？查理？

芒格：有时候是好事，有时候是坏事。恐怕事情就是这样。

GATES：嗯，从层级制度上讲，股东应该对董事会管理层的行为有一定程度的约束。有时，股东们似乎会把注意力集中在非常短期的事情上，比如分红政策，而不是管理团队的实力和长期战略。但是，股东拥有权力是制度中非常重要的一部分。

BECKY：股东大会被影响力很大但只持有少量股票的股东劫持吗？

GATES：只有允许媒体的情况下才会发生。(笑声)

BECKY：好吧，你可以说我们在这方面一直有罪。我们当然会接受所有激进的股东。

巴菲特：你有成千上万家公司。其中有些公司经营不善，有些公司的管理者以非常利己的方式经营。如何纠正这种情况？激进投资者可以纠正其中的一些问题。我认为很多时候，激激进投资者正在以此为基础吸引资金。资金正在涌入激进投资相关类型的投资工具。真正的衡量标准是，你是否能在很短的时间内让股票上涨。我还记得，我所知道的美国管理最好的公司 Capital Cities，当时的售价只有其价值的三分之一。一个激进投资者可能会过来说，“你为什么不卖掉房产之类的？”因此，**股价的立即上涨不应成为衡量某人是否在公司取得成功的标准**。但有些时候，公司需要变革，而管理层自己却不会去做。

安德鲁：沃伦，我想跟进一下我们上周末谈到的话题，实际上是 Bill Ackman 在最近 Valeant 制药和艾尔健 Allergan 公司之间的交易中的做法，他实际上与 Valeant 联手，在 Allergan 实际出价之前就买入了 Allergan 的股票，他知道出价即将到来。有些人认为这等同于“抢跑”或内部交易。我想从政策角度了解您对这种策略的看法，以及您认为这对市场意味着什么。

巴菲特：我相信他做之前已经请好了律师。但是，你知道，如果我买了那支股票，因为我知道有人可能在做什么，而且我是以某种方式知道的，那我就有麻烦了。但是，如果他们联合起来，你知道，有竞购意向的公司肯定有权购买一些股票。你可以组成一个多大的集团，也许你可以和整个对冲基金社区组成一个集团，让他们都出去疯狂地买几周的股票。如果他们是一个团体的一部分，也许这并没有什么帮助。但我想说的是：如果真是这样的话，也许应该改一改。

JOE：这三位伟大的先生，我都想听听他们对这个问题的看法。我想再说一遍他的名字 Thomas Piketty，他是一位法国精英学者，有一本目前最热门的经济著作《21 世纪资本论》，我相信你们一定读过这本书。书中谈到了资本主义在收入和质量方面的劣势。他说，资本主义从定义上就会产生，我们只是幸运地在最近几年没有变得更糟。因此，我们正在重新审视什么样的制度才是最合适的。我想到了比尔盖茨，你通过资本主义在某种程度上用你一生积累的一切所能做的事，当然，你现在也在用它做很多好事。但就其本身而言，资本主义是好还是坏？

GATES：当然，与我们尝试过的任何其他制度相比，资本主义都是一件好事。Piketty 谈论的主要是留存财富。也就是说，如果几代人的资本回报率都很高，那么就会有一群人拥有不成比例的财富。如果你考虑一下这里

所代表的三个财富，这些都是第一代财富，它们显示了这个系统的活力。他对回报率做了一些假设，我不确定这些假设长期来看是否属实。但他所说的直接补救措施是征收某种遗产税或财产税。实际上，他是支持遗产税的，我认为这很难做到。但我恰好相信，遗产税可以减少他所说的现象。

JOE：我以前也和沃伦谈过这个问题，你们也可以回答，但事先把钱都捐出去，我认为沃伦实际上已经向我承认，他认为在私营部门，慈善组织会更好地利用这些钱，因为当你把钱都捐出去时，无论如何都可以避免最后把钱交给政府，对吗？

安德烈：嗯，这也是一个问题。这还是一代人的问题。我不能替比尔回答这个问题。

巴菲特：但你在这里设置了一个案例，即如果我没有把所有的钱都捐给慈善事业，我可以把它管理得比这个更大。但我肯定能创造出 60% 的王朝财富。如果我真的像很多人一样关心王朝财富，我可以设置一个机构让远超过 60% 的财富流进去。

JOE：如果你认为这笔资金用得好，你可以把它全部留给联邦政府。

巴菲特：这是一种选择。我只是说，选择在慈善事业和创造王朝财富之间是错误的。

JOE：我不是这个意思。我只是说，你从来都不认为政府是利用资本的最佳场所。

巴菲特：我同意你的看法。

BECKY：先生们，我想听听你们对另一个话题高频交易的看法。查理，我想听听你对高频交易者的看法。

Michael Lewis 在《说谎者的扑克牌》书中指出，高频交易者是在攫取利润，这是一个固定的市场，这是否正确？

芒格：：嗯，他们当然有优势。巧妙地获得了优势。当然，这对其他文明没有一点好处。这在功能上等同于把老鼠放进谷仓。不，我不喜欢这样。(笑声)

巴菲特：我想知道他的观点是什么。

GATES：它似乎没有创造什么附加值，因为当你真正需要流动性时，它并不能保证存在。所以我不是这方面的专家，但这似乎是一个奇怪的利润来源。

巴菲特：它不是流动性提供者。它可能会创造更多的交易量。但这与作为流动性提供者是两码事。我认为，就“抢跑”交易而言，社会普遍反对“抢跑”是有充分理由的，而且在老式的“抢跑交易”中，他们有反对“抢跑”的规定。在这里，他们只需弄清系统的运作方式，然后抢跑，通过速度获得天然优势，而这对 GDP 或任何商品和服务

的实际产出来说，都不会有任何增加。另一方面，市场不受监管。对于小投资者来说，他们从来没有这么好过。

我不认为高频交易会让他们损失一分钱。

BECKY：我看到比尔也在点头。查理，你也同意吗？

芒格：有人在付钱。上帝不会创造额外的钱。

巴菲特：这是大订单。

GATES：如果你不经常交易，那么所有这些摩擦成本都可能很低。

BECKY：如果你是一个频繁的日内交易者。跑进跑出。

芒格：代表小人物运作的大机构。不，我认为这是一种诅咒，而且我认为这本书的作者基本上是对的。他写得也很好。

安德鲁：沃伦，与此相关的是，BusinessWire 是伯克希尔子公司之一。他们与美通社和其他几家公司一起，与(纽约州)总检察长 EricSchneiderman 就"抢跑交易"这一观点达成了和解。

巴菲特：安德鲁，我得纠正一下，他们没有达成和解。他们已经决定--我和 CEO-Cathy BaronTamraz 一起决定，当《华尔街日报》上出现一篇关于此事的文章时，我们一直提供同步分发服务，我们继续提供同步分发，但我们确实摆脱了五名高频交易员，他们在收到信息的时间上没有优势。但无论如何，我们还是摆脱了他们，但这并不是根据任何和解做出的。这是商业资讯公司 BusinessWire 自己做出的决定。

安德鲁：我很高兴你澄清了这一点。那和解的部分是什么？

巴菲特：没有和解。没有达成和解。Cathy 在下周早些时候和我谈了谈，在向我保证他们会得到完全同步的发行后，我说我们不需要他们。于是我们就把他们赶走了。

芒格：我喜欢这一点。希望有更多这样的事情发生。

BECKY：我想快速的问一下乌克兰的局势。你们有多少时间在考虑这个问题？从地缘政治风险的角度来看，我们应该有多担心？

芒格：我对乌克兰到底了解多少？我很高兴不是我在做这些决定。

BECKY：你是否担心它会蔓延开来，影响生意？

芒格：当你看到一个让你想起希特勒的图案时，你当然会有点担心。但基本上，是的，我认为自己完全没有

能力判断应该做什么。

BECKY: 比尔、沃伦, 你们更有能力就此做出决定?

巴菲特: 完全正确。改进并不难。

GATES: 在全球经济中, 当国家之间出现争端时, 比如欧洲对俄罗斯天然气的依赖, 有时为了达到政治目的, 就会采取经济手段。这是一个伟大的辩论, 你知道, 应该有什么惩罚措施, 以阻止更多的收购行为。实际上, 商界有自己的观点, 并与政界人士进行了对话。我不认为情况会变得很糟糕, 但它肯定会是目前最令人担忧的问题。

巴菲特: 当边界发生变化时, 可能会引发其他力量, 没有人知道这些力量是什么。可能会有政治声望方面的考虑。各种各样的事情都会发生。因此, 在国际事务上, 一旦你改变了现状, 你永远无法确定项目 2、项目 3 和项目 4 会是什么。它们有自己的动力。所以这并不是一个优点。没人知道结果会怎样。但有些事情已经开始了, 如果能平息下来就好了。

安德鲁: 谢谢, 沃伦, 我想感谢你刚才纠正了我在商业电讯(BusinessWire)问题上的错误。我也注意到有些报道在这方面做得不好。EricSchneiderman 对商业资讯公司的决定表示赞赏。这不是和解或任何协议的一部分。尽管有些类似的报道。

BECKY: 苹果刚刚在法庭上赢得了三星 1.2 亿美元的小额诉讼胜利。我想知道, 你对专利战有何看法?

芒格: 我年轻的时候, 靠专利赚来的钱并不多, 而现在专利却非常重要。我认为专利现在太容易获得了。我认为我们不需要那么多专利保护。比尔可能不会同意。

BECKY: 专利局很难跟上科技的发展。比尔, 人们应该为自己的创造和发明获得报酬吗?

GATES: 嗯, 像制药行业这样的整个行业之所以存在, 是因为如果你发明了什么, 你就可以得到一些保护。该制度的具体细节已经变得非常复杂, 你可以谈论各种改进措施。但是, **创新本身应该受到保护, 你应该得到回报**。从蒸汽机开始, 这一理念就一直非常成功。

BECKY: 比尔, 我确实想问你, 我们今天谈了一点关于你如何不再是微软最大股东的问题。你为什么一直在抛售股份?

GATES: 十多年来, 我每个季度都出售相同数量的股份。这个计划一直持续到今年年底。你知道, 我将保留

大量微软股票，美国财政部获得了数十亿美元的收益。你知道，我对现在在微软所做的事情感到兴奋，微软重新审视所有的战略，很多伟大的工作正在进行。

BECKY：您对新任 CEO-SatyaNadella 感到兴奋吗？

GATES：是的，Satya 开局不错。他正在吸引公司里的一大批人，让他们重新思考如何才能让微软走得更快一些，并真正在 Office365 等产品上脱颖而出。

BECKY：让我来问问你们关于能源政策的问题。查理，我又回到了这个问题上，也许是两三年前，因为你在以前的会议上说过一些话，改变了我对这个问题的看法，只是关于我们是否应该出口天然气和我们的一些自然资源。你的想法是我们应该全部保存起来。

芒格：是的，我完全反对出口天然气。我也不喜欢出口石油。我赞成更慢地消耗石油，更慢地发现石油。在这个问题上，我是孤军奋战。我感到非常孤独。

BECKY：为什么你认为我们不应该出口？

芒格：我觉得这个东西非常珍贵。我觉得它就像爱荷华州的表层土壤。我们不希望它消失得太快。我也有老式的资本主义观念，**即聪明负责任的人，现在受苦总是为了让以后更好**。我不喜欢通过让以后更糟糕来让今天更美好。

BECKY：沃伦，你同意查理的观点吗？

巴菲特：好吧，如果我负责管理美国未来的 500 年，我希望有能力在任何情况下都能生产出满足国防需要的能源。因为我不想在这方面依赖世界其他地方。但是，如果不这样做，我就会耗尽对地球如此重要的能源，并使用其他人的能源，就像我说的，如果我有几百年的责任，我就会使用其他人的能源，并用小纸片与他交换。但我始终希望拥有最强大的国防实力。

芒格：三亿人中就我们两个。

BECKY：你们三位都是投资者，花了很多时间思考问题。我想知道，随着股市再创新高，你们三人中有谁会担心？如果在这个水平上，一切都开始显得昂贵。比尔，你怎么看？

GATES：嗯，相对于现在的利率而言，股票仍然很便宜。因此，要想成为市场上的投资者，就必须对利率有自己的看法。这是一个关键因素。你知道，从历史的角度来看，在大多数时期，利率都是非常不同的。

BECKY: 你对今年的利率保持在如此低的水平感到惊讶吗?

GATES: 嗯, 各国央行都在确保这一点。他们正在尽力刺激这些经济体。事实上, 这要把油门踩到底, 这是一件令人惊讶甚至有点可怕的事情。

芒格: 我认为, 在 Bill Gross 所说的"新常态"下, 普通股未来的表现可能不会像过去 100 年那样好。但这并不意味着芒格家族要卖掉普通股, 以便以后以更低的价格买回来。

巴菲特: 我们可以选择持有股票或固定美元。我认为很明显你会选择拥有股票。我不认为它们处于疯狂的境地。**但在我的一生中, 大部分时间股票都处于合理区间。**我认为它们现在正处于合理区间。当然, 如果你对我说, 要么做多 30 年期债券, 要么做空 30 年期指数基金, 反之亦然, 我会做多指数基金。我会做多股票。

芒格: 我们都会的。

BECKY: 先生们, 感谢大家今天抽出时间。真的非常感激。



巴菲特：关于游牧者基金 2014

2014 年 6 月 3 日

Dear Mr Buffett:

在快乐地经营 Nomad 游牧者投资合伙公司 13 年之后，Zak 和我决定关闭基金。这个过程要求我们将现金返还给我们的投资者，因此，在作为伯克希尔的股东多年之后(我想是十年)，我们最近出售了我们持有的股份。

全世界认为 Nomad 多年来取得的业绩是 Zak 和我创造的。事实并非如此。随着时间的推移，我们的客户所获得的业绩是我们所投资的公司成功的资本化。换句话说，真正的工作是由您和伯克希尔的优秀员工完成的。

写这封信的目的是向你们表示衷心的感谢，并让你们知道，你们发挥了真正的作用。Nomad 并不是一个特别大的基金，但多年来它确实为其客户赚取了约 20 亿美元，这些客户主要是慈善机构和教育捐赠基金。伯克希尔是在其中的重要一环。这让我们感觉资本主义运作良好。

就我们而言，Zak 和我都希望离开专业投资行业，把我们的时间花在更有爱心的事业上。Zak 有他的各种慈善事业，而我则打算建立一个提供临时护理的中心。这两项活动都需要长期资金，因此，虽然你们会失去我们这些专业投资者，但我们可以回购我们的股份，既可以用于私人，也可以用于我们经营的慈善机构！

我们将保留办公室，并在(我们有些破旧的)前门上方挂上新的招牌。我们期待着在下一年度股东大会上见到您，并邀请您到 Burnsall Street 我们办公室来做客。

致以最热情的问候。

Nick Sleep

Dear Nick:

感谢您告诉我最新情况。你和 Zak 做出了正确的选择。我预言你们会发现人生才刚刚开始。

顺致敬意。

真诚的

沃伦巴菲特

巴菲特：给全体经理人备忘录 2014

2014 年 12 月 19 日

致：伯克希尔公司经理人("全明星")

抄送：伯克希尔公司董事

这是我每隔两年都会发给各位的一封信，目的是再次强调伯克希尔公司的最高优先原则，并在继任者计划(你的，不是我的!)上寻求你的帮助。

最优先的原则是，我们所有人都要继续坚持不懈满腔热情地捍卫伯克希尔公司的名誉。我们做不到尽善尽美，但是我们将全力以赴去争取。就像我过去 25 年在这些备忘录里一直在说的那样："我们可能承受金钱上的损失，甚至是大笔的金钱损失。但是，我们无法承受名誉上的损失，甚至一丝一毫也不可以"。我们必须坚持不懈地衡量每一个行为：不但要保证行为是合法的，而且还要保证即使是一位充满敌意而且聪明能干的记者报道我们的这一行为，并且发表在全国性报纸头版头条上，我们也会愉快的面对。

有时候，你的伙伴可能会说："每个人都在这么干"。如果这是为一项商业活动进行辩解的话，那么这几乎是一个糟糕的理由。如果评估一项跟道德有关的决策时，这绝对是完全无法接受的。无论任何时候，当有人说出这句话做为理由时，事实上他们的本意是说自己拿不出的一个好的理由。如果有人给出这样一个理由进行解释，你可以告诉他们，把这个理由告诉记者或者法官试试看，他们就会看到这个理由的后果会有多么严重。

如果你看到任何正当性和合法性让你感到犹豫不决的事情时，请务必打电话告诉我。可是，如果一项既定行动的进程导致你感到犹豫不决时，很有可能这件事已经接近于底线，应当放弃。在场地的中央区域有大把钱可以赚。因此当对某些行动是否接近于底线感到疑问时，干脆假设已经出了底线，忘掉这件事算了。

同样的道理，如果有任何重大的坏消息，也要马上让我知道。坏消息，我完全能够应对，但是我不喜欢在坏消息已经导致发烂化脓一段时间之后再来应对坏消息。不愿意马上面对坏消息，使得所罗门公司的一个本来可以很容易解决的小问题转变成一个几乎把这个拥有 8000 名员工的大公司灭亡的大问题。

在伯克希尔公司里面，有些人现在正在做着一些事情，你们和我一旦知道会感到很不高兴。这是无法避免的，因为我们现在雇佣了 33 万名员工，所以想要任何一天里没有发生任何一次不良行为的概率是零，是根本不可能的事。但是如果我们马上处理任何有一点点不正当可能性的行为，我们就能极大的减少不良行为的发生概率。你们这些经理人对些事情的态度，通过你们的言行举止表达出来，这将是你们管理的公司形成的企业文化中最为重要的一个因素。文化，比企业的规章制度，更能决定一个组织的行为举止。

至于其它方面，告诉我们现在情况如何，说多说少，随你们自己来定。你们中的每一个经理在用你们自己的独特风格来管理你们公司的业务上都做出了一流的工作，根本不需要我的帮助。你们唯一需要清清楚楚告诉我的是：退休后福利的任何变动，以及任何不同寻常的重大资本支出或者企业并购。我乐于知晓这些内容，所以请把你认为我可能感兴趣的东西寄给我。

在继任者问题上我需要你们的帮助。我并不希望你们中的任何一位经理人退休，我希望你们都能活到 100 岁。(至于芒格，我希望他活到 110 岁。)但以防万一，请给我写一封信或 Email 告诉我，如果你一夜之间丧失工作能力，你会推荐谁来接替你的职位。你们的这些信，除了我本人以外任何人都看不到，除非我不再担任伯克希尔 CEO，这时我的继任者将会需要了解你们信中的信息。请总结说明你选择的继承人的优点和缺点，包括你首选的继承人以及任何你觉得应该包括在内的替代人选。

你们大部分人过去已经参与过这类推荐继承人的活动，其它人也口头上谈过对继承人的想法。可是对我来说，定期更新非常重要，而且我们伯克希尔现在旗下增加了这么多企业，所以我非常需要你们把自己关于继承人的想法写下来，而不是让我记在脑子里。当然，有少数几家公司由两个人甚至更多人共同管理，比如 Blumkins 家族， Merschmans 家族以及 AppliedUnderwriters 公司的两位经理人等，在这种多人管理的情况下，就不要给我写信谈继承人的事情了。你们给我的信可以非常简单，可以是非正式的，可以是手写的，等等。只要注明"给巴菲特的私人信件"即可。

谢谢你们在所有这些事情上给我的帮助，也谢谢你们独立管理你们的公司的方式。因为你们，我的工作才变得如此轻松。

沃伦·巴菲特 董事会主席

此外：

我还有一个小小的请求：请回绝任何请我演讲、捐助、给盖茨基金会打招呼等的要求。有时这些让你做为中间人转达要求的人会说："问问又无妨"，你直接一口回绝，对你对我来说都更好办一些。做为一个顺带的请求，千万不要建议他们写信或者打电话给我。如果我们下属约 80 家公司每隔一段时间碰到这种"我想巴菲特先生会感兴趣"的事情来找我，我如何能够应付过来。因此你们应该能够理解为什么最好立刻说"NO"了。

巴菲特：对话 IVEY 商学院学生 2015

2015 年 2 月 27 日

巴菲特会见了来自 Ivey 商学院 George Athanassakos 博士带队的 MBA 和 HBA 学生。以下为会谈纪要。

1, 如何挑选出赢家(合适的人)? 如何知道他们是否适合你的公司?

巴菲特: 我相信总有赢家, 但为公司挑选合适的赢家却是一项挑战。我认识一个人, 他的投资业绩肯定会超过标普指数, 但他是我最不想把女儿嫁给他的人。因此, 首先, 你必须在与他们相处时感觉良好, 你必须像朋友或家人一样喜欢他们的陪伴。如果你与他们相处感觉良好, 就意味着他们有你钦佩的特质, 并且正朝着你想交往的方向发展。这些人代表着你想成为的人, 你甚至会认为他们比自己更优秀。你可以钦佩他们的行为或智慧, 但如果你想成为他们的朋友, 就一定要把他们当作人来评判。这些人每做一件你要求他们做的事, 他们就会做十件; 他们会超越你对他们的期望。你希望与一流的人交往。(比如比尔鲁安, 最有品位的人之一)

2, 您个人对"成功"的定义是什么? 它在您的职业生涯中发生了哪些变化?

巴菲特: 俗话说, 成功在于得到(Getting)你想要的, 而幸福在于期待(Wanting)你想要的。

对我来说, 幸福更重要。我的目标一直是经济独立; 并找到一份自己喜欢的工作, 并与我钦佩的人一起工作。我对能够掌控决策过程很感兴趣。

25 岁时, 我有足够的钱生活。我有两个孩子, 身家相当于现在的 200 万美元。从那时起, 一切都是富富有余的。在你的职业生涯中, 你总是要思考自己的内部记分卡: 你对自己的表现和成功有什么感受。你应该更多地关注自己的表现, 而不是外界对你表现的评价。最重要的启示是, 你应该始终努力做一个好人。

就财务回报而言, 伯克希尔的成功一直比我个人的成功更重要。

3, 您如何培养逆向思维的信念? 您如何看待风险?

巴菲特: 在伯克希尔, 我们制定了一些筛选标准。如果在演示或评估过程中, 某项建议或想法的某个部分通不过过滤器, 那么我就不会投资。查理也有类似的筛选标准。很多事情我们并不担心, 因为我们只需要做对那些在我们能力圈范围内的事情。你今天早上去参观的内布拉斯加家具商场就是一个很好的例子。B 女士选择拿现金, 是因为她不懂股票。

重要的是我要知道我能做什么。我不知道未来 5 年在汽车行业, 哪家公司会占据主导地位, 所以我不进入。在我的能力圈范围内, 我更喜欢简单的事情。好的决策会让你兴奋尖叫。例如, 在 2008 年, 你不应该因为资产便

宜而害怕。在你的整个投资生涯中，可能会有 6 次这样的情况发生，而且是“黄金暴雨”。

关于风险，在我们的历史上，伯克希尔投资组合亏损 2%有一次，亏损 1%有两次。这都发生在 1974-1975 年，当时我们赔钱出售资产，是为了以更低的价格购买其他资产。如果你长期持有股票，股票是没有风险的，因为你只是为了将来而放弃了现在的购买力。现金才是有风险的资产。股票的风险在于公司要做什么。

传统金融学认为波动性(β 值)是衡量风险的指标，但波动性并不是风险。购买力的永久性损失才是风险。波动性在足够长的时间内会下降。让投资具有风险的是个人的行为方式。在我们明天即将发布的报告中，我谈到了如何重新认识风险。人们认为股票比债券风险更大，但从长期来看，事实并非如此。

4，您是否曾靠别人的创意赚过钱呢？

巴菲特：我更喜欢自己的想法。我更喜欢找到价格合理的好公司。你可以通过烟蒂投资法赚钱，但这对小额资金更有效，而且在几年前更有效。你不可能用烟蒂投资法去建立企业。我不看分析师的报告，虽然我收到了很多想法，但我不寻求外界的想法。我在自己的能力圈范围内行事。伯克希尔的资产管理规模意味着潜在的投资领域更小。尽管优质的、价格吸引人的想法往往没有得到很好的覆盖，例如，最近我对韩国市场进行了筛选，发现了一些有趣的机会。我有一本 1951 年版的穆迪行业手册。在第 1433 页的背面有一些好公司。Western Insurance 公司是我看中的一家。它的每股收益是 29 美元，最高股价是 13 美元。所以我向保险经纪人了解了一下，结果还不错，于是我就买下了这家公司。总之，我更喜欢阅读“原始”财务报告，并与行业代表交谈。

5，您和芒格先生都在写下自己的 50 年愿景。这些愿景是什么？

巴菲特：过去 50 年，我们一直专注于收购可扩张的公司。通过我们收购的公司，我们相信我们已经构建了一些非常具有成长性的业务。我们还拥有正确的组织架构、企业文化和运营业务，长期来看将以合理的速度增长。

6：您如何看待收入不平等？

巴菲特：收入平等会变得更糟。但收入不平等这个词本身就有缺陷，因为它意味着平等是我们应该追求的目标。我们应该追求机会平等。

但随着资本主义的发展，最底层的 10%或 20%的人将会发现自己越来越落后。这是因为社会变得更加专业化。在农耕时代，智商为 150 的人与智商为 80 的人之间的收入差距不会是灾难性的，因为大多数人都能干农活。后来，我们进入了制造业时代，专业性更强一些，但收入差距还算好。现在，市场结构让拥有特殊技能的人更有

优势。以拳击为例，在电视出现之前，最好的拳击手可能每场比赛能拿到六千美元。现在我们有了曼尼和梅威瑟，他们将为数亿美元而战。有人发明了电视，然后有人想出了如何推广比赛并赚钱的办法。

影响收入不平等的另一个重要因素是税法，它在很大程度上向超级富豪倾斜。根据纳税申报表，总收入最高的 400 人缴纳的税率不到 20%。因此，市场化并不能真正解决不平等问题。然而这是我们所拥有的最好的制度。

7：您如何评价当今的公司治理状况？维权投资者(activist investors)能为股东带来价值吗？

巴菲特：如果我只想以新基金经理的身份去吸引资金，我会称自己为维权投资者，因为他们现在非常流行。随着维权投资者数量的增加，这些基金经理人越来越难找到可以通过维权参与的公司。另一方面，公司管理层自我净化的方法已经不断失败。维权投资者的一个问题是，他们有时只追求股票的短期“爆炒”，因此我个人不喜欢一些维权投资者的短期眼界，我只会支持少数的维权投资者。维权投资热潮尚未达到顶峰，在维权基金停止赚钱之前，它将一直存在。华尔街推崇伟大的想法，直到它们变得愚蠢。重要的是要记住想法的局限性，一旦有了太多的维权投资者，就会出现问題。

8，随着社交媒体的兴起和信息的不不断涌现，学生们似乎失去了像你们过去那样坐下来思考并形成自己想法的能力。比起长篇大论，我们更喜欢简短的信息。您能否谈谈您是否认为这是一个问题，以及深入和独立思考对您职业生涯产生了什么影响？

巴菲特：我们成功的一个重要原因是我们花了很多时间思考。在伯克希尔，我们没有任何会议或委员会，我认为没有比坐下来阅读更好的提高智慧的方法了。事实上，这也是查理和我的主要工作。

有效市场理论的教学对学生来说是不利的，而对那些阅读并努力寻找价值的人来说，则是一个很大的优势。当其他人不注意阅读和思考，而是在玩手机时，这给我个人带来了优势。这意味着，当别人在推特上晒早餐吃了什么的时候，我可以通过阅读几篇 10-K 获得知识。

在我的一生中，我看到了很多变化，尤其是人们如何打发时间。

9，在评估公司时，投资者应该去问但通常不会问的问题有哪些？

巴菲特：首先去研究行业内的 7-8 家公司，向管理层提出典型的尽职调查问题。同时，询问每家公司的管理层，在未来 10 年内，他们愿意将自己的净资产投入哪家竞争对手。然后再问他们会做空哪家竞争对手。这将为提供重要的行业洞察，即使是那些在该行业工作了一辈子的人也不会意识到这一点。

就个人而言，我建议大家通过自己认识的人际网络来做这件事。

在你的朋友中，谁是你最想效仿的人，谁是你最不想成为的人。你可以这样做：想一想在你的同龄人中，哪些人你希望拥有他们余生的 10%，而哪些人你希望做空他们。然后找出那些你想要模仿他们的品质，并努力将这些品质内化。对于那些你想做空的朋友，则反其道而行之。习惯的枷锁，开始的时候，它轻的难以察觉，直到后来，却重的无法摆脱。你现在还年轻，可以改掉自己的坏习惯。

10，巴菲特先生，鉴于汉堡王 Burger King 最近收购了 Tim Hortons，您能否评论一下美国公司继续向加拿大转移注册地的可能性？

巴菲特：伯克希尔与 3G 资本合作的主要原因是他们是值得信赖的好人，而不是基于税收考虑。汉堡王历史上缴纳的最高联邦所得税约为 3 千万美元，但他们的收入约为 120 亿美元，因此避税的好处微乎其微。此外，鉴于 Tim Hortons 的收入是汉堡王的 2 倍，而且加拿大政府批准该收购必须对加拿大是有利可图的，因此该收购不是典型的税收倒置。尽管如此，为了防止今后出现更多的税务倒置，如果美国的公司税法在可预见的将来发生变化，我也不会感到惊讶。然而，由于众多富有且有影响力的个人和组织为获得税收优惠待遇而进行游说，阻碍这种税法改革的障碍是巨大的。

（税收倒置 Tax Inversion，指在某国现行税收制度下，本土企业通过并购另一家来自低税率国家的公司，将总部迁至海外，以规避国内较高企业税的交易行为。近两年来，大批美国企业通过该渠道发起巨额海外并购，之后纷纷将企业总部迁至税收较低或几乎零税收的国家，此举已引发政府和媒体的密切关注。1980 年代至今，美国已有数十起“税收倒置”案例，多家公司将纳税申报地迁至海外。企业纷纷外逃，与美国的高税率及税收体系有很大关系。该国高达 35% 的企业税税率，不仅超过其他经济合作与发展组织成员，在世界范围内也是较高的国家之一。同时，美国税法亦有大量漏洞。由于业务类型和税务律师能力千差万别，公司实际支付的税率参差不齐。另外美国虽实行全球征税，跨国企业却不必为其在国外的盈利缴纳税款，除非把盈利转回国内。这导致的结果是，美国跨国企业大约有 2 万亿美元的收入留在海外，规避了国内的纳税义务。美国制药企业艾伯维 Abbvie 宣布以 540 亿美元收购英国药企夏尔 Shire。合并后的公司在泽西岛 Jersey 注册，该岛位于英吉利海峡，以低税率闻名。美国快餐连锁店汉堡王 Burger King 将以 110 亿美元的价格收购加拿大最大咖啡连锁企业 Tim Hortons，汉堡王或将改变国籍。辉瑞 Pfizer 试图以 1060 亿美元收购阿斯利康 AstraZeneca，并将注册地迁往英国。）

11，您刚才提到了 B 夫人，在您去年的年度信中，您提到像我们这样的学生可以从 B 夫人身上学到很多东西。您认为我们可以从 B 夫人身上学到的最重要经验是什么？

巴菲特：想想看，一个女人从中国北方走出来，一句英语也不会说，仅靠卖了 16 年旧衣服攒下的 500 美元，她开了一家价值近 10 亿美元的商场，这是多么不可能的事情。这中间一定有值得我们学习的地方，因为她没有发明任何东西。她没有任何资金、没有店铺，也没有受过训练。但她还是赢了。山姆沃尔顿 Sam Walton 是另一个例子，与 1960 年代末的西尔斯百货 Sears 相比，西尔斯在芝加哥有 100 家分店，可能有 2 千万信用卡客户，每

块不动产都有优先购买权，拥有无限的财政资源，但一个在阿肯色州开着皮卡车的人却打败了他们。

查理和我都喜欢读传记，我们喜欢问的问题是：是什么让这些人成功，又是什么让他们失败？我以西尔斯为例，说明失败的基本要素 ABC：傲慢自大(Arrogance)、官僚主义(Bureaucracy)和不思进取(Complacency)。西尔斯百货公司全都具备。当你建立一个无比成功的组织时，你必须付出极大的努力来消除傲慢、官僚主义和不思进取的情绪。山姆沃尔顿和 B 夫人有一个共同点，那就是他们对生意充满了激情(Passion)。这根本无关金钱，而是为了胜出(It isn't about the money, at all. It was about winning)。激情的重要性不言而喻，你必须真正是因为喜欢结果而不是喜欢钱才去做这件事。当我们收购企业时，我们寻找的是那些即使在企业卖出以后也不会对企业失去一丝激情的人(true Fanatic)。与这样的人合作才是我们的目的。(Getting in bed with people like that is what it's all about.)

12, 您在 2013 年的文章中表示，您对美国经济的未来持乐观态度，尤其是对女性在经济中所扮演的角色感到乐观。您能否从那篇文章进一步谈谈您的想法？

巴菲特：在妇女和少数族裔参与经济活动之前(即 1920 年之前)，美国仅靠一半的劳动力就取得了巨大的成就(人均 GDP 在几十年间增长了 6 倍)。试想一下，使用全部劳动力可以取得多大的收益。在过去的 15-20 年里，我们已经朝着正确的方向前进。我的姐妹们拥有同样的智力和优秀的个人品质，但她们与我同时出生，却从未有过同样的机会获得同样的成功。相反，她们被期望嫁得好。即使在今天，我们仍然有改进的余地。伯克希尔公司的 12 位董事中只有 3 位是女性。2015 年 3 月 5 日，我将发布有史以来的第六条推文，内容与女性管理层有关。

13, 优秀投资者有哪些共同特征？

巴菲特：理念坚定，情绪稳定(not emotional flow)。优秀的投资者以数据为导向(data driven)，享受游戏的乐趣。这些人在做他们喜欢做的事情。这确实是一场游戏，一场他们热爱的游戏。他们的动力更多来自判断正确而非赚钱，赚钱是判断正确的结果(Money is a consequence of being right)。

坚韧很重要(Toughness)。有很多诱惑(temptation)会让人屈服或追随他人，但坚持自己的信念(convictions)非常重要。我见过很多聪明人因为别人的做法而做蠢事。

最后，优秀的投资者都具有长期眼光(forward looking)，他们不会纠结于过去的成功或失败，而是着眼于未来。看看历史就知道事情有多糟糕。我们经历了 2 次世界大战和 1 次内战。这个国家仍运转正常！

14, 您在国外看到过哪些美国企业应该采用的习俗?

巴菲特: 与比自己强的选手比赛很重要。美国是最适合开展业务的地方, 你不需要走出美国。

发现成功很容易, 但复制成功很难(It is easy to see success but it is more difficult to repeat the success.)。研究失败与研究成功同样重要。总的来说, 我觉得每天观察市场非常有趣。例如, 2008 年的金融危机就是一部伟大的电影, 没有人知道它会如何结束。

在我看来, 中国已经改变了他们的制度, 变得更"像美国"。

15, 未来 20 年, 什么将提升美国的竞争力? 这种竞争力面临的最大的威胁是什么?

巴菲特: 现在的信息非常丰富, 令人惊叹。重要的是要认识到, 在座的每一个人都过着比约翰洛克菲勒更好的生活。未来 20 年, 我们的生活将比现在更美好。我甚至不敢去想 20 年前我的牙医为我提供的服务。同时, 我相信 20 年后人们也会有同样的感受。

然而, 经济增长的弊端在于, 邪恶可以利用这种进步来伤害更多的人。在我看来, 美国竞争力面临的最大的威胁是 CNBC, 即网络、核、生物和化学武器攻击。到目前为止, 人类面临的最大的威胁是核战争。如果我能分配所有资源来有效对抗这一威胁, 我一定会这么做。遗憾的是, 能够实现这一改变的有效渠道少之又少。

16, 越来越多的公司在报告非美国通用会计准则 Non-GAAP 收益时, 会将无形资产的摊销计入净收益, 理由是软件等无形资产是"非消耗性"资产。鉴于您在之前的伯克希尔年会上曾表示, 公司试图用 EBITDA 来美化财务报表, 您能否谈谈您对这种 Non-GAAP 趋势的看法?

巴菲特: 这种趋势被认为是其行业特有的, 管理层通常会试图让你相信, 有些费用并不是真正的费用。这是从 EBITDA 开始的。折旧不仅是一项真正的支出, 而且是最糟糕的费用, 因为你要提前支付。厂房和设备的费用是预付的, 公司将这笔费用作为长期非现金支出记录下来。

然而, 摊销可能并不总是一项真正的经济支出, 客户关系就是一个很好的例子, 因为它不会像摊销那样快速减少。然而, 软件开发成本和股票期权却是一种经济支出。当我听到公司谈论 Non-GAAP 时, 我通常会对他们的做法非常怀疑, 因为"厨房里真的不只有一只蟑螂"。

17, 企业估值需要哪些条件?

巴菲特: 要想更好地了解一家公司, 首先必须先了解整个行业。只专注于你所了解的公司和行业。不要超出

自己的能力圈范围。你需要了解公司相对于竞争对手的竞争优势是什么，他们是否拥有优秀的管理团队，最重要的是，它的护城河是什么。如果你不知道该公司有多少竞争对手，就不要投资该公司。

可口可乐的护城河是它没有口味积累，而铁路公司的护城河是由于饱和，没有人能再建造一条铁路了。这就是我目前投资这两个行业的原因。

18, 您已经表达了对慈善事业的承诺，并通过盖茨基金会和您的孩子实现了这一承诺。还有什么特别的原因对你来说很重要吗？

巴菲特：我最希望能为解决 CNBC(网络核生化武器威胁)问题做出贡献，因为我认为它是人类面临的最大的生存威胁，但我还没有找到合适的途径。早年，我曾设立一个基金来支持我妻子的基金会。虽然她想捐出我们多余的现金，但我不想失去复利的力量。如果我当时捐出 1 美元，我可能会放弃未来可能捐出的 1000 美元，所以对我来说，保持资金的复利非常重要。

我亲自来做慈善效率会极低。这就是为什么我把慈善工作外包给包括盖茨基金会和我的孩子们在内的五个基金会，因为他们对解决世界问题更有热情。事实上，比起解决一个地方性问题，我宁愿为解决一个全球性问题而失败。钱对我来说已经没有用处了，因为我对自己所拥有的一切已经感到非常满意，但它对世界上的其他人却有巨大的用处。对我来说，更多的财产实际上是一种负担，而不是资产。

我也在努力说服更多的人加入"捐赠承诺"(GivingPledge)，即个人签署一份协议，在死后捐出其财富的 50% 以上。到目前为止，已经有 127 人签署了协议，这是一件大好事。前几天，我们还让马克扎克伯格 MarkZuckerberg 签了字，这对我们来说是一个巨大的胜利，因为他会激励其他许多年轻的亿万富翁捐出自己的财富，因为他们会以他为榜样，做同样的事情。

巴菲特：追忆唐基奥 2015

2015 年 3 月 20 日

查理罗斯节目：已故唐·基奥的朋友们追忆这位可口可乐公司的前总裁兼首席执行官的一生。

<https://charlieroose.com/videos/28301>

罗斯：1960 年，一位名叫唐·基奥(Don Keough)的年轻人就职于 Butternut 咖啡公司，同年该公司被可口可乐收购，此后他的人生发生了翻天覆地的变化。1981-1993 年退休期间，唐·基奥担任可口可乐公司总裁兼 CEO。在这段时间里，公司收入从 59 亿美元增长到 140 亿美元，年均盈利增长约 15%。回顾在公司的时光，Don 曾说："我一直埋头苦干。我跳进一条小溪，它后来变成了河流，接着是海湾，最后发展成了海洋。而我所做的就是奋力游向前"。后来，他成为 Allen 公司的非执行董事长，在那里，他热衷于结识来自世界各地、怀揣商业计划的年轻企业家。他曾说："正是许多人对未来的憧憬，让我保持年轻"。唐·基奥上个月因肺炎离世，享年 88 岁。今天，让我们一起回顾他的一生，缅怀他。

今天来到节目的四位嘉宾都与他相识：Muhtar Kent 是可口可乐公司的 CEO；John Jenkins 神父是圣母大学 Notre Dame 的校长；Timothy Shriver 是特奥会的主席；来自内布拉斯加州奥马哈市的沃伦·巴菲特，他是伯克希尔·哈撒韦公司的董事长兼 CEO。我很高兴他们能来到这里。唐·基奥是我们节目的朋友，也是我的挚友。今晚，就让我们这些朋友一起颂扬和缅怀他。那么，沃伦，我想先请你谈谈。他对你来说意味着什么？因为在我们当中，你认识 Don 的时间最久，他还是你的邻居。

巴菲特：大约在 1960 年，也可能是 1959 年，Don 搬到了我现在住所的街对面。他家前门离我家前门只有 100 英尺，毫不夸张地说，两家人往来密切。55 年前他就是我的挚友，这份友谊一直延续到一两周前。

罗斯：这里有一段他和我的访谈，他谈到了买下你家隔壁房子的事，这是我为你制作的纪录片的一部分。

罗斯：你和巴菲特一家住得有多近？

基奥：嗯，我就住在街对面。1959 年左右，我在那里买了一栋三层的砖房，花了 27500 美元。街对面住着一个年轻人，他住在一栋大房子里，我记得他那房子花了 3 万美元。他叫沃伦·巴菲特，那时没人知道他是谁。他人很好，我记得他和苏珊有三个孩子，而我们家有四个孩子，当时还在准备迎接第五个。后来我和他渐渐熟络起来。他不太容易让人了解，平时不太能见到他，但我的孩子们经常和他接触。有一天，他来到我家说："Don，我很喜欢你的孩子们"。我说："我知道"。他又说："你知道，孩子们上大学不是件容易的事"。我回应道："沃伦，我现在还在操心孩子们小学的事呢，大学的事以后再说"。他接着说："我设立了一个小基金，人们往里面投钱。要是你给我 1 万美元，我想我能让这笔钱增值"。查理，我当时没把钱给他，有两个原因。其一，我没钱。其实我可以向我父亲借，但我跟米奇说，你能想象把 1 万美元交给一个早上都不起床去上班的人吗？现在想想，这可真是我人生中"重大"的决定之一。

罗斯：要是你当时把那 1 万美元给了他……

基奥：别提了。

巴菲特：嗯，现在可能已经超过 4 亿美元了。不过我们现在还是好朋友。

罗斯：沃伦，还记得这事吗？

巴菲特：我记得非常清楚，因为有大约六年时间，我在家里办公，就在卧室旁边的一个小缝纫间。每天早上 Don 出门去卖咖啡时，他的大女儿 Kathy 都会来我家。我家旁边有个儿童攀爬架，有滑梯和秋千。他上班前最后看到的画面，往往是我推着 Kathy 荡秋千，或者 Kathy 推着我。我想这也是他不太放心把那 1 万美元交给我的原因。不过后来他还问我，能不能追溯性地把钱给我投资。

罗斯：你有没有提醒过他那笔钱现在值多少？

巴菲特：他自己后来也发展得很不错。说来也有趣，我们俩当时都住在价值约 3 万美元的房子里，谁能想到后来他成了可口可乐公司的总裁，而我们也买入了可口可乐的大量股票。

罗斯：今晚可口可乐的 CEO 也在现场，我们来聊聊这个。你曾用三个字形容唐·基奥：人人都爱他。

巴菲特：千真万确。能让 88 岁的人都获得这样的评价，能有几人？但大家真的都很爱他，而且这种喜爱跨越了代际。查理，我敬爱他，我的两任妻子敬爱他，我的孩子、孙子们也敬爱他。他能和任何人建立联系，而且瞬间就能和人打成一片。他 20 岁时对人性的理解，比我 84 年学到的还深刻。他是个了不起的人。

罗斯：Muhtar，他对你来说意味着什么？

穆泰康：沃伦说得对，人人都爱他、尊敬他。不仅仅是顾客、卡车司机、店主，各国政要也都尊敬他。他是个无比伟大的人。我觉得这辈子可能都不会再遇到像他这样的人了。如果很幸运，真的非常幸运的话，一生中可能会遇到这样一个人。Don 就是这样的存在。我 1978 年加入可口可乐公司，早在 80 年代初就结识了他。从那以后，我们就建立了深厚的情谊，关系非常亲密。我所知道的那些必须掌握的知识，都是他教给我的。一想到彼得·德鲁克的《卓有成效的管理者》，我就觉得书中描述的就是唐·基奥。

但他的优秀远不止于此，他还是一位出色的家庭成员、了不起的父亲、杰出的政治家。他能屈能伸，既能高瞻远瞩，又能脚踏实地。这些品质并非人人都能具备，而他直到去世都在不断学习。我知道，他每天都会说，大脑就像海绵，要不断吸收知识，而且要敞开心扉，这样才能每天获取更多信息。我告诉我妻子他去世的消息时，她忍不住哭了，大家就是这么敬爱他。

罗斯：可以说，如果没有他，你不会有今天的成就吧？

穆泰康：毫无疑问，他对我影响深远，我能有今天，离不开他的影响。

罗斯：John Jenkins 神父，唐·基奥和圣母大学关系密切，对吧？

詹金斯神父：没错。就我个人而言，和穆泰康的感受一样，查理，他是个伟大的人。我担任圣母大学校长十年了，他说的**"保持警醒，避免自满和傲慢"**这句话，一直萦绕在我耳边，对我影响极大。Don 给予我的，不仅是资源上的慷慨支持，更重要的是他富有远见卓识。他激励你追求卓越，他身上有一种鼓舞人心的力量，能让我们变得更好。这就是为什么在圣帕特里克节前夕，我们有了一个很棒的爱尔兰研究中心，这都是 Don 坚持推动的结果，因为他是一名自豪的爱尔兰裔美国人。

罗斯：实际上，他是不是跟你说过，这么优秀的大学居然没有爱尔兰研究项目，而这是很有必要的。

詹金斯神父：没错。我们学校的昵称是**"战斗的爱尔兰人"**，却不研究爱尔兰？因为 Don，我们从无到有，建立起了最好的爱尔兰项目。这并非因为教授爱尔兰相关知识，而是因为他的远见。这就是他的贡献，他激励你去成就伟大的事业。

罗斯：蒂莫西，特奥会是 1968 年创办的，对吧？

施莱弗：1968 年创办的。我有时会想，特奥会有今天的成功，可能得**"归功于"**Don 当年没接受沃伦·巴菲特的投资提议。特奥会刚创办时，我母亲，一位爱尔兰裔美国人，去找 Don，大概跟他说**"我现在有大约 1 万名运动员，我想把这个项目发展壮大"**。Don 可能想起了巴菲特找他投资的事，心想**"我可不能再犯同样的错误"**。

查理，我参加 Don 的葬礼时，听大家谈论他，有两件事让我印象深刻。首先，很多人都提到他是一位好父亲。他那一代的男性，在政治、商业、文学艺术等领域取得了非凡成就，但说实话，他们中的大多数人并不以**"好父亲"**著称。然而 Don 不同，回顾他的一生，几乎每个人都会提到 Mickey，提到他的子女和孙辈，几乎每个人都提到他总是出现在孩子的棒球小联盟比赛现场、学校的戏剧表演中。在 1950-70 年代，男性的社会角色、商业环境都在发生变化，而他身处**竞争激烈的商业世界，用他自己的话说，就像在大海中奋力游泳**。即便如此，他还能让身边的人都感受到，家庭是他生命中最重要的部分。这对如今的男性来说，是极大的鼓舞。

罗斯：他和你母亲关系也很亲密吧？

施莱弗：是的。我觉得 Don 比大多数人都更早洞察到商业的本质，这让我母亲非常钦佩。他深知商业不能只关注利润，更要注重价值观。他明白，只有让人们信任品牌和产品，相信这不仅仅是一瓶饮料，而是一种承诺，他的生意才能成功。所以我母亲被他深深吸引。查理，如今特奥会已经有 500 万名运动员了。但说实话，如果不

是有这样一位胸怀宽广、管理着全球业务的企业高管认可特奥会，认为这既能造福人类，又对公司有益，特奥会不会有今天的规模。

罗斯：作为可口可乐的高管，他的热忱体现在他的全球之旅中，他走访世界各地的可口可乐员工，将公司的关怀传递给他们。

穆泰康：没错。1980 年代，Don 成为可口可乐总裁兼首席运营官后，就开始深入了解世界各地的情况。从那时起，在美国，要是人们想知道世界发生了什么，都会去找他。令人惊叹的是，他迅速积累了丰富的知识，而且乐于与大家分享。他退休后，我遇到过很多国家的政要，像波兰总统 Lech Walesa、捷克总统 Vaclav Havel，还有各国总理。奥地利总理见到我就会问："唐·基奥怎么样了？"他们不是问生意如何、一切可好，而是直接询问 Don 的情况，还让我代他们向 Don 问好。即便在他退休多年后的今天，这种情况依然存在。我们还收到很多八九十岁退休政要的来信，信中表达他们的哀悼。这太不寻常了，这都源于他个人的魅力。

罗斯：他和 Roberto Goizueta 郭思达的关系如何？为什么有人说他们是完美搭档？

巴菲特：他们堪称完美搭档。在商业领域，我见过三四对非常出色的搭档，Roberto 和 Don 就是其中之一。他们的合作可谓是"1+1>2"。两人优势互补，缺了对方，都难以取得那样的成就。对 Roberto 来说，Don 是不可或缺，我观察他们很多年了。

有件事我觉得应该讲出来，因为 Don 从未提起过。有一次在太阳谷，我们和他儿子 Clark、我女婿 Allen 打高尔夫比赛。我们特别想赢这些年轻人。一开始我们落后很多，打到第三杆洞时，我忘了是第五洞还是第六洞，我们已经落后三杆，形势很不利。到了这个三杆洞，我对 Don 说："Don，我们扭转局势的唯一办法，就是你把这一杆打进。"结果他真的一杆进洞，打得那些年轻人毫无还手之力，最后我们赢得了比赛。Don 从来没讲过这件事，你可以去问孩子们，他们能证实。

罗斯：还有个故事，他跟我说过你投资可口可乐的事。当时 Roberto 可能问 Don，有人在买我们的股票，这是怎么回事？Don 说他打个电话，他认识一个人。然后他就打电话给你.....

巴菲特：对。我们当时买入了可口可乐约 6%的股份，我不想让别人知道我们在买入，因为这会导致股价上涨，所以我没告诉任何人。突然有一天，电话响了，我接起电话，他的话我至今记忆犹新，他说："沃伦，你不是在买可口可乐的股票吧？"这下我的秘密就被发现了。

罗斯：他们买了很多股票，对吧，穆泰康？Don 非常了解公司及其品牌。没人能像他那样，把品牌的意义以及品牌对他的重要性阐述得如此透彻。他说过：我的职责就是保护和提升公司的商标价值。

穆泰康：他常说，他的工作很简单，每天不管走到哪里，为可口可乐公司及其装瓶商工作，就是要让品牌形象更加深入人心。他不仅这么说，也是这么做的，而且做得非常出色。直到上个月他去世，没有人能像他那样完美地诠释可口可乐的品牌形象。也正因如此，我们把可口可乐公司现在的领导力学院命名为 Donald R. Keough Leadership Academy 基奥领导力学院。

罗斯：这个学院教年轻企业家什么呢？

穆泰康：教导公司年轻领导者、年轻企业家和年轻管理者关于领导力的知识，以及 Don 如何践行领导力的。

罗斯：教导他的价值观？

穆泰康：没错，教导他的价值观、智慧、风趣幽默、谦逊品质，还有他清晰的沟通方式以及确定事务优先级的方法。这些特质在他身上自然流露。

罗斯：他曾说过，成功让他感到不安，因为他担心成功会带来傲慢和自满。

詹金斯神父：这是他一直强调的观点。我听他说过很多次，他常告诫我要"保持警醒"，这确实是金玉良言。像可口可乐这样的品牌，或者像圣母大学这样的名校，很容易让人躺在功劳簿上，但他总是追求更高的目标。

施莱弗：在非营利领域，他也秉持同样的理念。1970 年代，可口可乐首次赞助特奥会时，他既想为人们做点好事，也认为这对可口可乐公司有益，而且他很有商业头脑。他买了 10 万件 T 恤，每件大概 1.5 美元。那年夏天，美国各地的特奥会赛事上，大约分发了 1000-1500 件 T 恤，每个志愿者都成了可口可乐的品牌大使，可口可乐的品牌影响力也随之扩大。这就是他所说的提升品牌形象，那些 T 恤发放的那天，品牌形象提升了 10 万次。他还说，今年发 10 万件，明年要发更多，必须不断发展壮大。

我 30 多岁时，曾找他请教职业发展的问题，像很多人一样向他寻求建议。他当时问我，你打算怎么发展特奥会？怎么把特奥会推广到中国和印度？怎么让更多孩子受益？还让我去和亚特兰大的同事们聊聊，不过他还叮嘱我，别占用他们太多时间，说明需求就赶紧离开。我一直努力遵循他的建议，但并非每次都能做到。

罗斯：我们来聊聊新可口可乐吧，他也参与了这个项目，后来这个项目失败了。他说："我们没那么聪明，以为新可乐会完美无缺；但也没那么傻，最后还是意识到了错误。"

穆泰康：我觉得这体现了他勇于尝试的精神。与其坐以待毙，不如主动掌控命运，勇于行动。

他常说，没有风险就没有回报，我也一直把这句话铭记在心。所以，**不是所有事情都会成功，但重要的是做出决策并坚持，同时也要有勇气承认错误并做出改变，保持灵活性，这就是很好的例子。**也正因如此，可口可乐的品牌和公司发展得更强大了。所以他会说，我们不是故意犯错，我们并不像看起来那么愚蠢，也没那么聪明。他就是这样坦诚地表达自己的感受。

罗斯：沃伦，当时他和你聊过这个决策吗？顺便说一句，你当时是董事会成员。

巴菲特：不，那时我还不是董事会成员。事实上，那时我们都不在董事会。

罗斯：你也不认识当时参与决策的人。

巴菲特：我当时没有参与相关讨论。但他后来跟我讲过一件事，他说当总部收到那些寄给“大笨蛋”的信，并且被送到他桌上时，他才意识到我们在这件事上出了点问题。

罗斯：这是 Don 在这张桌子上和我谈论这个决策时的画面，一起来看看。

基奥：我们在美国的业务遇到了一些挑战。我们研发了一种新配方。oberto 从一开始就说，我们每天都要讨论，一切都可以探讨，不要害怕提出想法。于是，一群技术人员和美国区管理层研发出了他们认为会风靡全球的配方。你知道，我们当时在公司总部，有点闭门造车，还想着这个问题也许会自行解决，但他们不断进行更多的口味测试，我用几条原则来解释这个情况。他们请了很多外部专家，渐渐地，这些事情开始不受控制。我不想过多谈论细节。最终，我们采用了这个配方。

罗斯：所以你们意识到了错误，之后可口可乐也做出了调整。

穆泰康：没有风险就没有回报。要灵活且迅速地做出反应。当然，Don 凭借他的威望，当晚就出现在全国电视节目上。

基奥：事实很简单，所有投入到新可口可乐消费者研究中的时间、金钱和技术，都无法衡量或揭示许多人对原版可口可乐深厚而持久的情感依恋。他们表示想要回原版可口可乐的味道，而且希望尽快实现。

穆泰康：当时我在海外，那天晚上，所有新闻主播都报道了这件事，他亲自出面和消费者沟通。这就是处理这类问题的正确方式。这是他处理问题的完美范例。不是所有事情都能成功，关键是要坚持自己的决策，同时也要清楚什么时候犯了错，并做出改变。

罗斯：沃伦，他跟我讲过一个故事，有个女士打电话给他，接通后质问他怎么能毁掉可口可乐，因为这对她意义重大。他问：“你最后一次喝可口可乐是什么时候？”女士回答：“20 年前。”他又问：“那你为什么这么在意呢？”女士说：“因为你们在毁掉我的青春回忆。”她记得可口可乐对她来说，不只是一种饮料，更是一种回忆。

巴菲特：**品牌属于消费者。拿走他们所珍视的品牌，就会发现这个品牌对他们有多重要。**就像那个 20 年没喝过可口可乐的女士一样。Don 很了解消费者的感受。他们可能一时犯了错，但 Don 能感知到人们的情绪，他无需多言，就能与人们产生共鸣。他写过一本书，不知道你们有没有聊到过。

罗斯：现在正好可以聊聊。请讲。

巴菲特：从 1968 年开始，我们有一个小组每两年聚会一次，我们叫它格雷厄姆小组。实际上，Kay 和 Don·Graham、汤姆·墨菲、比尔·盖茨等很多人都在这个小组，唐·基奥也在其中。每次聚会，大家都想听 Don 发言。我本来想让大家轮流发言，但他们不同意，就想听 Don 讲。有一次，他分享了一些关键观点，全场都为之沸腾。于是我们都建议他把这些内容写成书，他照做了，这让世界受益匪浅。

罗斯：我现在提起这件事，是因为今天早些时候我和 Herbert Allen 聊到了它。他本来也想参加我们的节目，他刚从澳大利亚回来。他跟我说："Don 兼具优秀教师和倾听者的特质。他从不冗长地开会，每次结束都让人意犹未尽。他有一种独特的气质，既渴望帮助他人，又不追求个人名利。"我听过他在太阳谷的演讲，那后来成了这本书的基础。这本书在 2008 年出版，叫《管理十诫》(Ten Commandments for Business Failure)。书中列出了导致企业失败的十件事：停止冒险、缺乏灵活性、自我封闭、自以为无所不能、行事接近底线、不花时间思考、盲目相信专家、迷恋官僚主义、传递模糊信息、不关注当下只顾未来。这很精准地概括了他的观点，不是吗？

巴菲特：完全正确。他的表达方式非常精彩。大家都在讲成功的十条法则，而他反其道而行之。我在太阳谷听过他的演讲，和我们小组的人一起听的。他一开口就能吸引你，你会希望他一直讲下去，内容太精彩了。

罗斯：你母亲去世的时候，他给你写过一封信。

施莱弗：是的。查理，我觉得他属于那个时代伟大的爱尔兰裔美国人。这不仅因为他们的爱尔兰血统，还因为他们的生活有着坚定的信仰支撑。Don 很坚毅，性格爽朗风趣，又充满智慧，勇于冒险。但他内心有着深厚的信仰，我想这就是他和我母亲建立紧密联系的原因。每次见面，他都会握住我母亲的手，我母亲不是那种喜欢肢体接触的人，我父亲都不会这样做，她不是那种女孩，你知道吗？

罗斯：但 Don 会这么做。而且她很喜欢。

施莱弗：Don 会这么做，Don 会伸手握住她的手，看着她的眼睛说 Eunice，他们之间有一种充满活力的情感连接。我觉得他明白我母亲能给他的生活带来重要的东西，不是像圣母大学这样的大型机构，也不是强大的雇佣教育中心，而是她所代表的那些平凡人，对他来说意义非凡。作为他们的代表，她和 Don 建立了美好的友谊。

罗斯：我问 Don，他心爱的圣母大学和沃伦心爱的内布拉斯加大学比赛时会怎样，来看看他是怎么回答的。

罗斯：圣母大学和内布拉斯加大学比赛时，你支持哪一方？

基奥：说实话，我有点支持圣母大学。

罗斯：我就知道你会这么选。

基奥：你知道，沃伦是内布拉斯加大学的铁杆粉丝。我们一起看过几场比赛，内布拉斯加大学都赢了。

罗斯：所以你们俩在现场为各自支持的队伍加油？

巴菲特：查理，我得告诉你，电视刚兴起的时候，Don 负责转播内布拉斯加大学的橄榄球比赛，当时奥马哈只有一家电视台，他们花了 2.5 万美元买下转播权。所以实际上是他在转播比赛。那时，他还在当地电视台有一档 15 分钟的节目。

基奥：每天在 WOW 电视台的午后节目时段，我们有 15 分钟的时间，会一起喝喝咖啡，和很多有趣的人见面。

巴菲特：在他之后，Johnny Carson 也在这个电视台开启了自己的职业生涯。他们还住在同一栋公寓里。30 或 40 年后，我在可口可乐的会议上见到 Don 时，他还会问我："沃伦，那个叫 Carson 的家伙后来怎么样了？"

罗斯：沃伦，除了可口可乐、友谊和圣母大学，Don 还有哪些爱好？

巴菲特：这些已经是很不错的爱好清单了。

罗斯：还有特奥会。

巴菲特：对，还有特奥会。其实他很热爱家庭，珍视朋友。他患口腔癌后的五年里，每次伯克希尔的董事会会议他都参加。每次会议结束后，大概有八九位经理做汇报，他会给每位经理都写一封个性化的信，这些信对他们都很有意义。他会认真分析他们的业务，思考自己能提供什么帮助，这些信可不是千篇一律的套话。即便他那时已经无法正常进食，他还是坚持参加会议，年复一年。他做任何事都全力以赴。

罗斯：他在董事会任职到什么时候？

穆泰康：直到几年前，他从董事会退休，但之后一直担任董事会顾问，直到去世。

说到沃伦提到的他在信中展现的智慧，过去 30 年他写给我的每一封信我都留着。每年圣帕特里克节(St. Patrick's Day)，我都会收到他的信。当然，我还收到过很多其他信件，我把它们都放在一个文件夹里。当我打开文件夹重读这些信时，我不禁感叹，30 年前、20 年前、15 年前写的内容，在今天依然意义非凡。这些文字优美，字里行间都透着深刻的智慧和热情。

罗斯：好的。穆泰康，这里有一张你和他的照片，是 1992 年和奥地利总理会面时拍的，大家可以看看。

穆泰康：没错，照片里的是 Franz Vranitzky，他在 1986 年到 1996 年期间担任奥地利总理。当时我们在为东欧、中欧和南欧地区开设办事处，Don 来视察。我经常和 Don 一起出差，见过很多政要。就像 Timothy 说的他母亲和 Don 之间的情谊一样，我和 Don 之间也有一种特殊的纽带。他会用那双大手握住你的手，眼神交汇时，你能感受到他的智慧、幽默、风趣，他善于倾听，总能给出独到的见解。无论是奥地利总理，还是其他国家的总统，他们都很在意 Don 这个人，即便只见了一面，也会记住他。

罗斯：在我们缅怀这位朋友之际，Timothy，最后请你说几句吧。

施莱弗：查理，我觉得 Don 最了不起的地方在于，如今商业世界都在努力让品牌体现更高的价值，试图在提供产品的同时传递价值观，追求更高的目标。而 Don 在 40 年前就明白了这个道理，他打造出了世界上最具影响力的品牌，因为他将品牌与深刻的价值观联系在一起。他对待员工的方式，也同样体现在对公司的经营上。未来二三十年的商业领袖们，如果能深入研究唐·基奥的理念，一定会受益匪浅。他坚信，企业的核心和灵魂与运营效率同样重要。

詹金斯神父：我想接着 Timothy 的话说，Don 的成功不是靠什么技巧或手段，而是源于他的为人，源于他所秉持并践行的价值观。就像穆泰康说的，他能与人们建立深厚的联系。这就是他成为伟大领袖的原因，没有任何噱头，一切都源于他自身。这是他教会我的。

穆泰康：他是我生命中最重要的人，我会永远铭记他，感激他让每个与他接触的人都变得更好。

巴菲特：我还是那句话，人人都爱他，这一点都没错。

罗斯：感谢今晚所有来缅怀 Don 的朋友们。也向所有认识他、了解他，以及希望认识他的人致意。对于所有被他的人生所触动的人，我们共同缅怀他。我们向他的妻子 Mickey，女儿 Kathleen Soto、Shayla Rumely、Eileen Millard，儿子 Michael、Patrick、Clark，18 个孙子孙女和 2 个曾孙表示深切的慰问。他是一位了不起的人，深知友谊的力量。今晚，让我们铭记唐·基奥。

巴菲特致股东的信 2014

2015 年 2 月 27 日 BRK: \$177500-226000

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东：

2014 年伯克希尔的账面价值增长了 183 亿美元，A/B 股每股账面价值增长 8.3%(标普 13.7%)。自现任管理层接手的 50 年来，每股账面价值已从 19 美元增至 146,186 美元，年均复合增长率约为 19.4%。

在我们任期内，我们始终将标普 500 指数的年度表现与伯克希尔每股账面价值的变化进行比较，我们之所以这么做，是因为账面价值是一种粗略但有效的跟踪指标，可以用来追踪真正重要的数字：内在商业价值。在我们最初的几十年里，公司账面价值与内在价值之间的关系比现在要密切得多。这是事实，因为当年伯克希尔的资产主要是可随时反应其当前市值的有价证券。按华尔街的话说，计算账面价值的大多数资产都是“按市值计价的”。

如今我们的重点已转向拥有和经营大型企业上。其中许多资产的价值远超基于成本的账面价值。但不论这些企业的价值增加了多少，这个数字都不会上调。因此伯克希尔的内在价值和账面价值之间的差距日渐扩大。

鉴于此，我们在首页中的业绩表现表中增列了一组新的数据，即伯克希尔股价的历史变动记录。让我强调一下，市场价格在短期内有其缺陷。股价的月度或年度变动往往是非理性的，因此无法衡量企业内在价值的变化。然而长期来看，股价和内在价值总是趋于吻合。伯克希尔的副主席兼我的合伙人查理·芒格以及我本人均对此深信不疑：在我们看来，伯克希尔每股内在价值在过去 50 年的增长大致相当于公司股价 1826163% 涨幅。

伯克希尔过去一年表现

在过去一年，伯克希尔在几乎所有方面都取得了不俗成绩，仅有一处例外。重要进展如下：

1，伯克希尔旗下非保险业务最大的“五驾马车”，2014 年的税前收益达到创记录的 124 亿美元，较 2013 年增加 16 亿美元。这一备受赞誉的集团具体包括伯克希尔能源公司(前中美能源)、BNSF 铁路、IMC 集团(过去称其为 ISCAR)、路博润(Lubrizol)和 Marmon 集团。

在这五家公司之中，只有伯克希尔能源公司是十年之前就为我们所有，当时的税前收益只有 3.93 亿美元。我们以全现金的方式收购了其他三家，在收购第五家 BNSF 时，我们用现金支付了 70%，其余 30% 通过发行伯克希尔股票支付，为此公司股本增加了 6.1%。换言之，这五家公司在过去十年为伯克希尔带来 120 亿美元的年税前收益回报，但公司的股本仅伴随轻微的稀释。这样的结果才符合我们的目标：不仅仅增加收益，而是要确保提高每

股收益。如果美国经济在 2015 年继续复苏，我们预计来自“五驾马车”的收益也将继续增长，这一收益有望达到 10 亿美元，部分原因来自该集团已完成和正在进行的“补强型收购”(bolt-on)。

2，2014 年的坏消息也来自这“五驾马车”，但与收益无关。在过去一年，BNSF 的服务令许多客户失望。这些托运人都有赖于我们的铁路线，运营不畅将严重损害他们的业务。到目前为止，BNSF 依然是伯克希尔最重要的非保险类子公司，为改善其业绩，我们将在 2015 年在工厂和设备上投入 60 亿美元。这个数字比其他任何铁路公司一年的支出都高出近 50%，无论从收入、盈利还是折旧费用相比，这样的投入都堪称空前。

尽管去年恶劣的天气状况尤客观上会给铁路运营带来各种问题，但我们的责任是竭尽所能将我们的服务恢复到行业领先水平。这当然不是一朝一夕之功：铁路扩建升级工程难免会影响到现有的运营。但可喜的是，我们对铁路的大力投入在近期已初显成效。在过去的一个季度里，BNSF 的业绩指标比去年的数据有了明显的改善。

3，我们数十家规模较小的非保险业务在去年的税前收益总额为 51 亿美元，较 2013 年的 47 亿美元有了较大增长。与我们的“五驾马车”类似，我们预计 2015 年有望进一步增长。在这些企业中，有 2 家企业税前收益在 4-6 亿美元之间；有 6 家企业收益在 2.5-4 亿美元之间；另有 7 家收益在 1-2.5 亿美元之间。这一系列企业的数量和收益都将增长。我们的雄心没有终点。

4，伯克希尔庞大且不断增长的保险产业在 2014 年再次实现了承保盈利，这也是连续 12 年保持承保盈利，此外保险浮存金规模也大幅增加。在过去 12 年时间里，我们的保险浮存金规模从 410 亿增长至 840 亿美元，尽管这些浮存金的所有权并不属于我们，但我们却可以使用其投资来为伯克希尔创造收益。尽管这一收益和浮存金规模并没有反映在伯克希尔的收益中，但由于允许我们持有的浮存金资产能够产生可观投资收益。

同时，我们在 12 年间实现了 240 亿美元的承保收益，其中 2014 年实现 27 亿美元。而这一切都始于 1967 年我们以 860 万美元收购了国民保险公司。

5，在查理和我寻找新的收购机会时，我们的许多子公司也在不定期的进行“补强型收购”。去年这方面的成果尤为丰硕：我们签订了 31 项补强收购协议，预计耗资 78 亿美元。这些交易的规模从 40 万美元至 29 亿美元不等。其中最大的一项是金霸王(Duracell)，预计要到今年下半年才能完成。收购完成后将归 Marmon 集团管理。

如果价格合理，查理和我都鼓励补强型收购(向我们提供的大部分交易并不符合)。他们将资本配置到与我们现有业务相符合的业务中，收购的业务将交由我们的专业管理团队接管。这意味着我们无需更多工作去整合就能获

得更多的收益回报，对于这样的天然搭配对我们来说特别有吸引力。在未来，我们将开展更多的补强型收购。

6，两年之前，我的好友 Jorge Paulo Lemann 邀请伯克希尔参与他的 3G 资本对亨氏(Heinz)的收购。对此我毫无犹豫地表示同意：当时我就知道，无论从个人关系角度还是财务投资角度看，本次合伙必然顺利。最后事情发展也大致如此。在此我必须承认，亨氏集团在董事长 Alex Behring 和 CEO-Bernardo Hees 的管理下，要远远好于我负责的情况。即便当他们的业绩远远超越同行，他们还是坚持极高的绩效标准且从不满意。

我们希望在更多的活动中与 3G 资本合作。有时我们的参与只是扮演财务投资人的角色，就像最近汉堡王(Burger King)收购 Tim Hortons 咖啡连锁店的案例一样。然而我们最青睐的方式还是成为永久股权合伙人(在某些案例中，他们也为交易提供融资)。但不管具体结构如何，我们对与 Jorge Paulo 和合作感觉很好。

伯克希尔还与玛氏(Mars)和 Leucadia 建立了良好的合作关系，我们可能与这些伙伴或其他伙伴结成新的合作关系。但不管是作为纯粹的财务投资者还是股权合作伙伴，我们都将仅限于友好交易(不参与恶意收购)。

7，去年 10 月，我们签约收购了 Van Tuyl 汽车销售公司，该集团由 78 家汽车经销商组成，运营异常好。许多年前，我曾与该公司的所有者 Larry Van Tuyl 有过一面之缘。当时他决定说，如果他要卖掉公司，那么他希望卖给伯克希尔。我们最近完成了收购，现在我们也算是“汽车人”了。

Larry 和他的父亲 Cecil Tuyl 花了 62 年的时间建立了这个集团，遵循的策略就是让所有的本地管理人员都成为股东的合伙人。事实一次又一次的证明，创造这种相互的利益关系使公司成为最后的赢家。Van Tuyl 目前是全美第五大汽车经销集团，每个经销商的销售数字都非常出色。

近年来，Jeff Rachor 与 Larry 搭档，这一成功的安排还将持续。目前全美有 17000 家汽车经销商，而经销商所有权的变更总是要获得汽车制造商的同意。伯克希尔所要做的，就是要让汽车制造商支持伯克希尔去收购更多的汽车经销商。如果我们能以合理的价格去收购更多的汽车经销商，如果我们做到这一点，那么不久我们将建立一个将是 Van Tuyl 每年 90 亿美元销售额数倍的汽车经销业务。

随着收购 Van Tuyl 的完成，如果这些公司都独立的话，那么伯克希尔目前已持有《财富》500 强企业中的“九家半”(亨氏算半家)。这意味着我们还有 490 家半等着去收购。路线图已经画出。

8，2014 年，我们的子公司总计在厂房和设备上投入了创纪录的 150 亿美元，远远超过折旧费用两倍。其中大约有 90%的资金花在美国国内。尽管我们也会一直在海外投资，但发展机遇的源泉还是在美国。迄今为止，已

经发现的宝藏与尚未发现的宝藏相比相形见绌。幸运的是，查理和我出生在美国，我们对如天赐之福般的"美国人优势"永怀感念。

9，伯克希尔的年终员工总数(包括亨氏在内)达到创纪录的 340499 人，比去年增加了 9754 人。我可以自豪的指出，这一增长不包括公司总部的工作人员(那里依然是 25 人)。诸位不必惊慌。

10，去年伯克希尔对"四大巨头"的持仓均有增持，即美国运通、可口可乐、IBM 和富国银行。我们增持了 IBM 的股票(持股比例从 2013 年底的 6.3%增加到 7.8%)，与此同时，可口可乐、美国运通和富国银行的股票回购也提高了我们的持股比例。我们在可口可乐公司的持股比例从 9.1%增加到了 9.2%，美国运通从 14.2%增加到了 14.8%，富国银行从 9.2%增加到了 9.4%。如果你认为 0.1%并不重要，那么请仔细看看这个数字：对于四家企业来说，我们持股比例每上升 0.1%，伯克希尔每年的收益就会增加 5000 万美元。

这四家企业拥有优秀的业务，他们的管理层能力出众且以股东利益为导向。在伯克希尔，我们宁可拥有一家优秀业务非控股但相当大一部分的股份，也不愿拥有一家普通企业的 100%。与其拥有整个水钻不如拥有部分希望之钻。(宁要鲜桃一口，不要烂杏一筐)

如果按照伯克希尔年末持股比例来看，我们在四大巨头在 2014 年经常性经营收益中应占 47 亿美元(3 年前是 33 亿美元)。但在我们报告的收益中，仅仅包括收到的约 16 亿美元股息(3 年前的股息是 8.62 亿美元)。但不要搞错了：对伯克希尔来说没有报告的 31 亿美元收益与报告的部分一样有价值。

这些被投资企业保留的收益通常会用于回购股票，这意味着我们不花一分钱就增加了伯克希尔在未来收益中所占的份额。他们留存收益也为那些通常被证明是利可图的商业机会提供资金。所有的这些都让我们预计，随着时间的推移，这四家被投资公司的每股收益将大幅增长(尽管 2015 年对该集团而言将是艰难的一年，部分原因是美元走强)。如果预期的增长实现，那么伯克希尔的股息也将增加，更为重要的是，我们在这些企业未实现的资本收益也将增加(截至去年底，我们在这四家企业中的未实现的资本收益已经达到 420 亿美元)。

我们在资本配置方面的灵活性，即我们愿意被动地将大笔资金投入非控制企业中，与那些将投资限定于自己能够经营范围内的企业相比，这使得我们拥有显著的优势。我们对直接经营业务和被动投资的灵活姿态，使得我们能够合理利用伯克希尔源源不断的现金的机会增加了一倍。

11，我过去曾说过，我的商业经验有助于我成为一名投资者，而我的投资经验使我成为一名更好的商人。二

者的经验教训是互相促进的。有一些真理只能通过实践才能彻底领悟。(Fred Schwed 的佳作《客户的游艇在哪儿》中有一副 Peter Arno 的漫画, 画中一个困惑的亚当看着一个渴望的夏娃, 而配文写道, "有些事情无论是用文字还是图片都无法让一位处女彻底明白"。如果你没有读过 Schwed 的书, 那就在我们年会上买一本。它的智慧和幽默真是无价之宝。)

除了 Arno 说的"确定的事情", 我认为还需要两个独立的技能: 对投资的评估能力和对企业的管理能力。因此我认为我们两位投资经理 Todd Combs 和 Ted Weschler 有能力至少管理我们的一项业务。几个月前我们同意收购的两家公司, 让我们有机会做到这一点。这两家公司虽然规模小于我们通常会收购的公司, 但具有优秀的经济特征。两家公司净有形资产约 1.25 亿美元, 年税前收益约 1 亿美元。我已经要求 Todd 和 Ted 各担任一家公司的董事长。他们将以非常有限的方式发挥作用, 就像我对我们较大的子公司所做的那样。这种安排为我分担了一点工作, 更重要的是, 它将使他们两人成为比现在更好的投资者(也就是最好的投资者之一)。

2009 年底, 在"大衰退"的阴霾中, 我们同意收购 BNSF 铁路。这是伯克希尔历史上规模最大的一笔收购。当时我将这笔交易形容为"对美国经济前景的全部押注"。这种押注对我们来说并不新鲜。早在 1965 年, 巴菲特合伙人公司 BPL 收购伯克希尔控股权以来, 我们一直进行类似的押注。同样, 根据充分的理由, 查理和我一直认为, "押注"美国继续繁荣下去几乎是板上钉钉的事情。

事实上, 在过去 238 年中, 谁曾因为押注美国衰落而受益了? 如果你将美国的现状与 1776 年进行对比, 你简直不敢相信自己的眼睛。仅在我有生之年, 美国的实际人均产出就翻了 6 倍。我的父母在 1930 年做梦都不会想到, 他们的儿子今天所看到的世界。虽然那些悲观主义传教士没完没了地说美国存在这样那样的问题, 但我从未见过有人真的希望移民国外(虽然我能够想到一些人, 而且我很乐意为他们购买单程票)。

我们市场经济蕴含的活力仍将继续发挥它的魔力。要收获总要经历挫折, 不可能一帆风顺。人们会经常的抱怨我们的政府。但确定无疑的是, **美国最好的日子还在前头。**

在这种有利形势下, 查理和我希望通过以下方式提升伯克希尔的每股内在价值: (1)不断提高我们众多子公司的基本盈利能力; (2)通过补强型收购进一步增加它们的收益; (3)受益于我们投资对象的增长; (4)当伯克希尔股价大幅低于内在价值时进行回购股份; (5)偶尔进行大规模收购。我们还将努力通过发行很少(如果有可能的话)的伯克希尔股份让你的成果最大化。

这些方式都依赖其坚实的基础。一个世纪内，BNSF 铁路和伯克希尔能源公司仍将继续在美国经济中扮演重要角色。住房和汽车仍将是大部分家庭生活的中心。保险将继续对企业和个人至关重要。展望未来，查理和我看到伯克希尔仍将大有用武之地。我们对受托管理伯克希尔深感荣幸。

企业内在价值

虽然查理和我经常提到内在商业价值，我们却无法准确地告诉你伯克希尔股票的内在价值是多少(事实上任何其他股票都是如此)。不过，在 2010 年的年度报告中，我们提出了内在价值的三大要素，其中之一是定性的，另两个是定量的。我们认为这三大要素是合理估算伯克希尔内在价值的关键。两个定量要素的最新数据：2014 年我们的每股投资增长 8.4%至 140123 美元，除保险和投资之外的业务税前收益增长 19%至每股 10847 美元。

年度	每股投资金额	十年期增长率	每股税前经营收益	十年期增长率
1970	66		2.87	
1980	754	27.5%	19.01	20.8%
1990	7798	26.3%	102.58	18.4%
2000	50229	20.5%	918.66	24.5%
2010	94730	6.6%	5926.04	20.5%
2011	98366	4%	6990	18%
2012	113786	15.7%	8085	15.7%
2013	129253	13.6%	9116	12.8%
2014	140123	8.4%	10847	19%
1970-2014		19%		20.6%

自 1970 年以来，我们的每股投资年复合率增长为 19%，我们的税前收益年复合增长率为 20.6%。在随后的 44 年中，伯克希尔股价以与两个价值衡量标准类似的速度增长绝非巧合。查理和我都希望看到这两部分都能够增长，但我们主要的精力放在提升经营收益上面。这就是为什么去年我们选择用 Phillips66 和 Graham Holdings 的股票来换取经营业务，并通过类似的交易从宝洁手中收购金霸王(Duracell)，交易将在 2015 年完成交易。

(Phillips 66 是康菲石油拆分而来，Graham Holdings 是华盛顿邮报出售掉报纸业务后的实体。通过“现金充裕剥离”的换股交易来出售大幅获利的股票，还可以免税。)

现在，让我们来看看我们运营的四个主要板块。它们彼此之间的资产负债表和收入特征都存在巨大差异。因此我们将它们作为四个独立业务分别呈现，这也是查理和我看待它们的方式。(虽然它们共处伯克希尔一个屋檐下拥有极其重要和持久不衰的优势。)我们的目标是假设我们角色互换，你是作报告的管理层而我们是股东，提供给我们想要知道的信息。

保险业务

让我们先来看看伯克希尔的核心业务保险业，自 1967 年以来，保险业务一直是不断驱动我们扩张的引擎。当时我们以 860 万美元的价格收购国民保险公司及其姊妹公司国民火灾海事保险公司。虽然这笔收购对于伯克希尔的意义深远，但过程十分简单。

我的朋友 Jack Ringwalt 是这两家公司的控股股东，他来到我的办公室表示希望出售公司，15 分钟后我们就达成协议。杰克的两家公司都没有接受过公共会计师事务所的审计，我也没有对此做出任何要求。我的理由是：1) 杰克是个诚实的人；2) 他有点古怪，如果收购过程过于繁琐，他可能就会放弃交易。合同是自制的(参见完整年报的 128 页)，双方都没有律师到场。这是伯克希尔最成功一笔交易，今天国民保险公司 GAAP 账面价值达到 1110 亿美元，超过了世界上任何一家保险公司。

我们被财产意外险吸引的一个重要原因是其独特的财务特性。保险公司提前收取保费，然后支付赔偿金。在极端情况下，比如工伤赔偿，支付时间可能长达数十年。这种先收钱后赔钱的模式可让保险公司拥有大量现金，我们称之为浮存金，这些资金最终会支付到保户手中。同时，保险公司可以使用这些浮存金为自己投资。虽然单笔的保单和索赔有进有出，但保险公司持有的浮存金规模和保费收入维持一个相对稳定的关系。所以，随着我们业务扩张，我们的浮存金规模也在增长。浮存金是如何增长的如下表所示：

百万美元	期末浮存金
1970	39
1980	237
1990	1632
2000	27871
2010	65832
2011	70571
2012	73125
2013	77240
2014	83921

浮存金进一步的增长将难以实现。从好的方面来看，GEICO 和我们新的商业险业务几乎肯定都会保持良好的增长速度。国民保险再保险业务的保单减少导致浮存金下降。但即便我们的浮存金下滑，其速率也会十分平缓，每年下滑不会超 3%。保险业务的特性决定了我们拥有的现金资源肯定可以满足短期的偿付需求。这个优势是伯克希尔长盛不衰的关键。

如果我们的保费收入超过了运营费用和最终偿付总额，我们将获得承保收益。这增加了我们的保险浮存金产

生的投资收入。当获得这种利润时，我们就可以享受免费资金的使用，更棒的是，我们持有还获得了额外收益。

不幸的是，所有保险公司都希望实现这一令人满意的结果。这导致了激烈竞争。竞争常常让整个财产保险行业遭受巨额承保损失。这个损失实际上就是保险行业为持有浮存金而支付的成本。尽管保险公司享受着浮存金带来的好处，但和美国其他行业的公司相比，动态竞争几乎会确保保险公司将保持净有形资产回报率低于正常水平的惨淡记录。美国长期的低利率让浮存金获得的投资收益减少，因此加剧了行业的利润下滑问题。

正如在报告第一部分所述，伯克希尔现在已连续 12 年实现承保盈利。这一期间我们税前收益合计 240 亿美元。展望未来，我相信我们将在大多数年份继续实现承保盈利。这是我们保险经理人每天关注的焦点。他们知道浮存金是有价值的，但其好处可能被糟糕承销结果淹没。虽然所有的保险公司都会在口头上传达这点观点，但在伯克希尔这是一种信仰。

那么浮存金将如何影响我们的内在价值？当我们计算伯克希尔账面价值时，浮存金的总额被作为负债减掉，就好像我们明天就要将其全部支付而无法补充一样。但将浮存金严格视作负债是错误的。它应该被视为一个循环基金。我们每天都要支付过去的索赔和相关费用，去年就向 600 万索赔人支付了 227 亿美元的巨额费用，这减少了我们的浮存金。但同样肯定的是，我们每天都在承保新的业务，收取的保费又增加了浮存金。

如果我们的循环浮存金没有成本且可以长期持久(我相信会是这样)，那么这种负债的真正价值会显著低于会计上的账面负债。因为新的业务会替代旧的索赔，因此欠下的每 1 美元永远都不会从公司消失，这跟持有明天就将付出而无法收回的 1 美元截然不同。然而根据 GAAP 准则这两种类型的负债被认为是完全相同的。

我们在收购保险公司时产生了 155 亿美元的“商誉”资产，这增加了账面价值，并部分抵消了这一被夸大的浮存金负债。这种商誉体现了我们为保险公司获得浮存金能力所支付的价格。然而，商誉的收购成本与实际价值无关。举例来说，如果一家保险公司蒙受了长期大额的承保损失，那么无论其原始取得成本如何，账面上的任何商誉资产都应被视作是毫无价值的。

幸运的是，伯克希尔并不是这样。查理和我相信，我们保险公司商誉真正的经济价值远超其历史账面价值。如果我们收购拥有类似商誉的保险公司，我们很乐意为类似质量的浮存金支付费用。根据目前会计准则，这种超额价值永远不会记入报表。但我可以向你保证这是真正存在的。这就是我们认为伯克希尔内在商业价值远高于其账面价值的一个巨大的原因。

伯克希尔吸引人的保险经济模式之所以存在，都是因为我们拥有一批杰出的经理人。他们经营着纪律严明的承保业务，拥有难以复制的商业模式。让我来向你们介绍几个主要业务的运营情况。

首先，浮存金规模最高的是由阿吉特·贾因管理的伯克希尔再保险集团。阿吉特对别人不敢兴趣或没有资本承受的风险提供保险。他的运营结合了能力、速度和果断。更重要的是，他的思维方式在保险界独一无二。然而，他从来没有将伯克希尔暴露在与我们资源不相称的风险之中。

事实上，我们在避免风险上远比其他大多数大型保险公司要保守。举例来说，如果保险业因某种特大灾难而遭受 2500 亿美元的损失，这一损失大约为保险业经历过最大损失的 3 倍，伯克希尔作为一个整体，由于其众多的收益来源，依然将实现可观的利润。我们也将保持现金充沛，并将在一个已经陷入动荡的市场中寻找大量的机会。而其他的主要保险或再保险公司即使不面临破产，也会出现严重亏损。

阿吉特的承销能力无人能及。他的大脑是一个创意工厂。他一直在寻找新的业务线加入目前的产品组合中。去年，我向你们介绍了他建立的伯克希尔特种保险公司(简称"BHSI")。这将我们带入了商业保险领域。我们在该领域立刻获得了美国主要保险经纪和企业风险经理的欢迎。以前，我们只承保了几种特种商业保险业务线。

BHSI 现在由 Peter Eastwood 领导。他是一位富有经验的保险商，在保险行业广受尊重。在 2014 年，Peter 扩大了他的人才团队，进军国际业务和新的保险业务线。我们重复去年的预测，BHSI 将会成为伯克希尔的重要资产，将在未来数年承保数十亿的业务量。

我们还有另一个强大的再保险公司通用再保险，该公司由 Tad Montross 管理。

本质上，一个稳健的保险公司需要遵守四大承保纪律，它必须：(1)理解所有可能保单发生损失的风险；(2)谨慎的评估风险发生的可能性及其可能造成的损失；(3)设定合理的保费。平均而言，保费需要高于可能发生的损失及运营费用的总和；(4)如果在无法获得合适保费的情况下愿意放手。

许多保险公司都遵守前三条规则，却忽视了第四条。他们无法放弃竞争对手正在积极争取的业务。老话说："别人都这么做，我们也必须这么做"，这个问题在许多行业都会招致麻烦，但保险行业尤为突出。

Tad 遵守了这四条戒律，而这体现在了他的业绩表现上。在他管理下，通用再保险的巨额浮存金表现一直好于零成本，我们预计这种情况仍将保持。我们对通用再保险的国际人寿再保险业务尤其满意。自我们 1998 年收购该公司以来，该业务就一直稳定增长且保持盈利。我们购买通用再保险后不久，它受到一些问题的困扰。这让不少

评论员(包括我自己)一度认为我犯了一个巨大的错误。这一天早已过去。通用再保险现在是块宝石。

最后还有 GEICO 保险，由 Tony Nicely 运营管理，他 18 岁就加入公司，到 2014 年已为公司服务 53 年。Tony 在 1993 年成为公司 CEO，之后公司一直表现亮眼。没有比 Tony 更好的经理了。

当我 1951 年第一次听说 GEICO 的时候，我被该公司相对于其他保险巨头巨大的成本优势震惊了。当时我就明白，GEICO 将获得成功，因为它理应成功。没人喜欢买车险，但几乎所有人都爱开车。因为对大多数家庭来说购买车险是一笔重大支出，而节约对家庭来说很重要，所以只有低成本的保险公司才能提供这些。事实上，至少 40%阅读这封信的人可通过在 GEICO 投保省钱。所以暂停阅读，登录 GEICO.Com 或拨打 800-368-2734。

GEICO 的成本优势是该公司能够年复一年持续扩大市场份额的主要原因(1995 年伯克希尔刚收购 GEICO 的时候，它的市场份额是 2.5%，而 2014 年我们的市场份额达到 10.8%)。GEICO 的低成本创造了一条竞争对手无法逾越的护城河。我们的吉祥物"Gecko"不知疲倦地告诉美国人 GEICO 如何为他们省钱。我不得不说，Gecko 有一个特别讨喜的品质，即它无薪工作。不像其他任何人类代言人，他从不被自己的名誉冲昏头脑，也从不提醒我们它干得多么出色。我喜欢这个小家伙。

我们除了拥有的三大保险公司，我们还有其他一些规模较小的公司，它们的大部分专注于保险行业的一些细分领域。总体而言，这些公司成长非常好，稳定地创造着承保盈利。过去十年中，他们从承保业务赚得了 29.5 亿美元收益，同时浮存金从 17 亿美元增长到 86 亿美元。查理和我都非常珍视这些公司和他们的经理人。

承保损益										
百万美元	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
BH 再保险	606	1294	304	-714	176	250	1324	1427	1658	-1069
通用再保险	277	283	355	144	452	477	342	555	526	-334
GEICO	1159	1127	680	576	1117	649	916	1113	1314	1221
其他直保	626	385	286	242	268	84	210	279	**340	*235
合计	2668	3089	1625	248	2013	1460	2792	3374	3838	53
年末浮存金										
百万美元	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
BH 再保险	42454	37231	34821	33728	30370	27753	24221	23692	16860	16233
通用再保险	19280	20013	20128	19714	20049	21014	21074	23009	22827	22920
GEICO	13569	12566	11578	11169	10272	9613	8454	7768	7171	6692
其他直保	8618	7430	6598	5960	5141	5061	4739	4229	4029	3442
合计	83921	77240	73125	70571	65832	63441	58488	58698	50887	49287

简单来说，保险业是销售承诺。"客户"现在付钱，保险公司承诺，如果未来某件不希望发生的事情发生了，就

向客户付钱。有时候这些承诺可能几十年都不会兑现(想象 20 多岁的人买的人寿保险)。因此, 保险公司履行承诺的意愿和能力都很重要, 即便是在付款期遇上了经济危机。

伯克希尔在履行承诺方面无人可比, 这一点在近几年已被世界上各个最大最资深的财产保险公司认可。他们都希望从规模巨大、时间超长的负债中摆脱出来。也就是说, 这些保险公司希望将这些负债"割让"给再保险公司, 其中大多数都是石棉索赔造成的潜在损失。不过, 他们需要一个好的再保险公司: 如果一个再保险公司不能履约, 原保险公司就要为此承担责任。因此, 如果一个再保险公司自己陷入财务困境, 或者其不良行为导致到原保险公司重新承担巨额债务。

去年, 我们承保一个保费高达 30 亿美元的保单, 这奠定了我们在再保险领域的龙头地位。我相信这个保单只逊于我们自己在 2007 年拿下的 Lloyd's 的保单, 其保费高达 71 亿美元。事实上, 据我所知历史上只有 8 笔财产意外险保单的单笔保费超过 10 亿美元。没错, 全都是伯克希尔承保的。其中有些合约要求我们 50 年甚至更久之后赔付大额款项。当大型保险公司需要这种类型的赔付承诺时, 伯克希尔是唯一能兑现的公司。

伯克希尔优秀的经理人, 卓越的财务实力, 和许多受护城河保护的商业模式, 在保险业中是独一无二的。这些优势组合是伯克希尔股东的巨大财富, 长远来看会为股东们创造更大的价值。

受监管的资本密集型业务

我们主要有两块业务, BNSF 铁路和伯克希尔能源(BHE), 拥有与我们其他业务不同特征的共同的特点。所以, 我们把他们的各项财务数据从我们 GAAP 的负债表和收益表中分离出来, 在这封信中单独来谈。

这两家公司的一个关键特征是, 对非常长期的、受监管资产进行了巨额投资。这些资产部分资金来自伯克希尔不提供担保的大额长期债务。事实上这些资产并不需要我们的信贷支持, 因为即使在经济状况恶化时, 它们的盈利能力也远超其利息要求。比如, 去年 BNSF 的利息覆盖倍数是 8:1(我们对利息覆盖倍数的定义是税前收益/利息, 而不是息税折旧摊销前利润/利息, 尽管后者被普遍使用, 但我们觉得存在严重缺陷)。

同时, 对 BHE 而言, 有两个因素保证公司能在任何情况下都有能力偿付债务。第一个是所有公用事业的共同点: 抗衰退收益, 这来自于这些公司提供独家服务的结果。第二个只有少数几个公用事业公司享有, 即多元化的收益来源, 使我们免受任何单一监管机构的伤害。最近, 我们进一步扩大了这一基础, 我们用 30 亿美元收购了 AltaLink, 这是一个为加拿大 Alberta 州 85%的人口提供服务的输电系统。通过多元化收益来源, 加上母公司的

固有优势，让 BHE 及其公用事业子公司能够大幅度降低债务成本。这种模式对我们和我们的客户都有利。

每天，我们的两家子公司都在以重要方式为美国经济提供动力。

1，BNSF 承担了 15%的城际货物运输量(按吨英里计)，无论是公路、铁路、水运、空运或是管道。事实上，我们的货运量超过任何人。这让 BNSF 成为美国经济循环系统中最为重要的大动脉。像所有铁路公司一样，BNSF 以节能环保的方式运输货物，1 加仑柴油能将一吨货物运输 500 英里。完成同样的任务卡车要消耗 4 倍的燃料。

2，BHE 的公用事业项目为 11 个州的零售客户提供服务。没有一家公用事业的服务范围能超过它。而且，我们是在可再生能源方面的领导者：从十年前开始，BHE 提供了美国 6%的风能发电量和 7%的太阳能发电量。除此之外，BHE 还有两条大型管道，运输全美 8%的天然气消费量。还有最近收购的加拿大输电公司，及在英国和菲律宾的大型电力公司。我们还将在未来数十年收购和建造更多的公用事业项目。BHE 之所以能做出这些投资，是因为它保留了所有收益。事实上去年 BHE 留存的收益比美国任何一家电力公司都要多。我们和我们的监管机构认为这种 100%保留收益的政策视为一个巨大优势。这也将让 BHE 在未来数年内行业中独领风骚。

当 BHE 完成这些目前正在建的可再生能源项目时，公司整个再生能源资产组合将耗资 150 亿美元。此外，我们正在进行的其他传统项目也要花费数十亿美元。只要它们在未来能获得合理的回报，我们乐于做出这些投入。而且，我对未来的监管抱有极大的信心。

我们的信心来自于既有我们过去的经验，还有我们对社会永远需要在交通和能源方面进行大规模投资的认识。以确保资金持续流向重大项目的方式对待资本提供者，符合各地政府的自身利益。同时，以获得监管机构及其所代表的民众信任的方式开展业务，也符合我们自身带来利益。去年伯克希尔能源一如既往地完全实现了这一目标，我们的费率一直很低，客户的满意度很高，我们的员工安全记录也是行业内最好的。

就像我之前指出的一样，去年 BNSF 铁路的表现并不好，这一年的铁路行业令很多客户失望，尽管 BNSF 近几年的资本支出创下新高，远超其主要竞争对手联合太平洋铁路公司(Union Pacific)，但这个问题还是出现了。两家铁路公司的收入规模大致相当，尽管我们的货运量更多(以车载或吨英里计)。但我们的服务还是出现了比联合太平洋更多的问题，因此我们失去了部分市场份额。此外，联合太平洋去年比我们盈利高出的规模创下记录。显然，我们还有很多工作要做。

但我们也没有浪费时间：正如我之前提到的，我们将在 2015 年花费 60 亿美元以改善我们的铁路运营。这笔

钱预计将占到今年收入的 26% (这是该行业的衡量标准)。这种规模的支出在整个铁路行业都是闻所未闻的。对我们来说, 这一比例与 2009-2013 年 18% 的平均水平, 以及联合太平洋 16-17% 的未来计划相比, 形成了鲜明对比。我们大规模的投资将很快带来运力更大和服务更好的系统, 盈利也会很快改善。

下面是伯克希尔能源(BHE)和伯灵顿北方圣达菲铁路公司(BNSF)的一些主要财务数据:

百万美元	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
英国电力	527	362	429	469	333	248	339	337	338	308
爱荷华电力	298	230	236	279	279	285	425	412	348	288
内华达电力	549	-58								
太平洋电力	1010	982	737	771	783	788	703	692	356	
管道运输	379	385	383	388	378	457	595	473	376	309
加拿大输电公司	16									
可再生能源	194	50								
家庭服务	139	139	82	39	42	43	-45	42	74	148
其他	26	12	91	36	47	25	186	130	245	107
锌回收项目损失										8
息税前经营收益	3138	2102	1958	1982	1862	1846	2203	2086	1737	1168
投资星座能源							1092			
利息支出-其它企业债务	-427	-296	-314	-323	-323	-318	-332	-312	-261	-200
利息支出-BRK 次级债券				-13	-30	-58	-111	-108	-134	-157
所得税	-616	-170	-172	-315	-271	-313	-1002	-477	-426	-248
净收益	2095	1636	1472	1331	1238	1157	1850	1189	916	563
*归属于 BRK 的净收益	1882	1470	1323	1204	1131	1071	1704	1114	885	523
*其中: 借款利息税后收益				8	19	38	72	70	87	102

BNSF 财务摘要

百万美元	2014	2013	2012	2011	2010	2009
营业收入	23239	22014	20835	19548	16850	14016
营业费用	16237	15357	14835	14247	12355	10762
营业利润	7002	6657	6000	5310	4495	3254
利息成本	833	729	623	560	507	613
税前利润	6169	5928	5377	4741	3988	2641
所得税	2300	2135	2005	1769	1529	920
净利润	3869	3793	3372	2972	2459	1721

制造, 服务和零售业务

我们在这一板块的业务包括了方方面面。不过让我先看看整个板块的合并资产负债表和利润表摘要。

我们符合 GAAP 会计准则的收入和支出数据在完整报告中。这里的运营费用是非 GAAP 准则的, 不包含一些

购买法会计调整项目(主要是一些无形资产摊销)。我们用此方法呈现数字是因为，查理和我都认为这些数据能更准确反映企业真实的支出和收益情况。

资产负债表

资产	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
现金及等价物	5765	6625	5338	4241	2673	3018	2497	2080	1543	1004
应收账款和票据	8264	7749	7382	6584	5396	5066	5047	4488	3793	3287
存货	10236	9945	9675	8975	7101	6147	7500	5793	5257	4143
其他流动资产	1117	716	734	631	550	625	752	470	363	342
流动资产合计	25382	25035	23129	20431	15720	14856	15796	12831	10956	8776
商誉及无形资产	28107	25617	26017	24755	16976	16499	16515	14201	13314	9260
固定资产	13806	19389	18871	17866	15421	15374	16338	9605	8934	7148
其他非流动资产	3793	4274	3416	3661	3029	2070	1248	1685	1168	1021
合计	71088	74315	71433	66713	51146	48799	49897	38322	34327	26205
负债	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
应付票据	965	1615	1454	1611	1805	1842	2212	1278	1468	1469
其他流动负债	9734	8965	8527	15124	8169	7414	8087	7652	6635	5371
流动负债合计	10699	10580	9981	16735	9974	9256	10299	8930	8103	6840
递延所得税	3801	5184	4907	4661	3001	2834	2786	828	540	338
长期及其他负债	4269	4405	5826	6214	6621	6240	6033	3079	3014	2188
所有者权益	52319	54146	50719	36693	31550	30469	30779	25485	22715	16839
BKR 权益	51827	53690	48657							
负债权益合计	71088	74315	71433	66713	51146	48799	49897	38322	34372	26205

利润表

百万美元	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
收入	97689	95291	83255	72406	66610	61665	66099	59100	52660	46896
营业费用	90788	88414	76978	67239	62225	59509	61937	55026	49002	44190
其中：折旧费用	1563	1633	1596	1431	1362	1422	1280	955	823	699
利息费用	109	135	146	130	111	98	139	127	132	83
税前利润	6792	6742	6131	5037	4274	2058	4023	3947	3526	2623
少数权益+所得税	2324	2512	2432	1998	1812	945	1740	1594	1395	977
净利润	4468	4230	3699	3039	2462	1113	2283	2353	2131	1646
平均净有形资产	24000	26816	18320	13256	14272	14117	12774	10343	8490	7406
回报率	18.7%	15.8%	20.2%	22.9%	17.3%	7.9%	17.9%	22.7%	25.1%	22.2%
平均净资产	52759	52433	43706	34122	31010	30624	28132	24100	19777	16217
回报率	8.5%	8.1%	8.5%	8.9%	7.9%	3.6%	8.1%	9.8%	10.8%	10.1%

*税前利润不包含购买法会计调整；利润表 2011/9/16 起包含路博润。

我不会解释所有的调整，其中一些调整微小且不易解释，但认真的投资者应理解无形资产的不同性质。有些

无形资产的价值会随着时间推移而损耗殆尽，而有些完全不会受损。例如软件的摊销费用就是非常真实的费用。

而其它无形资产是不应被“摊销”的，比如客户关系。如果通过购买法会计计算显然不能反映真实情况。GAAP 会计准则认为这两种费用没有区别，也就是说，在计算收益的时候，两者都被列为费用，尽管从投资者的角度来看，它们的差异再大不过了。

在符合 GAAP 的完整报告中，有 11.5 亿美元的摊销费用已作为费用扣除。我们认为其中只有 20%是“真实”的，其余的则不是。由于我们进行了多次收购，伯克希尔曾经不存在的“非真实”费用变得非常重要，随着我们继续收购更多的公司，“非真实”摊销费用几乎肯定会进一步上升。在完整报告中列示了无形资产的现状。我们目前还有 74 亿美元无形资产有待摊销，其中 41 亿美元将在未来五年摊销完毕。当然，最终每一美元非真实成本将全部被扣除。到那时，即使真实的收益持平，财报列示的收益也将增长。

但我们想强调的是，折旧费用是不同的：**我们报告的每一美元的折旧都是真实成本。此外，在大多数其他公司也是如此。当 CEO 吹嘘息税折旧摊销前利润是估值标准时，请把他们绑起来测谎。**当然，我们公开的报告将继续符合 GAAP 会计准则。然而，为了认清现实，你应该记得把我们报告的大部分摊销费用加回来。

回到我们许多制造、服务和零售业务上，他们销售涵盖从棒棒糖到喷气飞机等各种产品。以未加杠杆的净有形资产计算，其中一些业务经济效益极佳，实现的税后回报率高达 25%甚至超过 100%。其他业务的回报率在 12-20%之间。不过，有几家公司的回报率非常低，这是我在资本配置时犯了一些严重错误。我并没有被误导，只是在评估公司和产业经济动态时，我的判断是错误的。幸运的是，我的失误通常只涉及相对较小的收购。我们的大型收购总体表现不错，个别则是极好。但我在购买公司或股票时依然会犯错，并非所有事情都按计划进行。

若作为整个实体来看，这一集团是一家优秀企业。尽管它们持有大量超额现金，几乎没有使用债务杠杆，它们 2014 年平均使用了 240 亿美元净有形资产，但其税后回报率高达 18.7%。

当然，如果是以过高的价格买入经济效益极佳的企业，它也可能是笔糟糕投资。我们为大多数业务的净有形资产支付了大量溢价，这一成本反映再我们报告的巨大商誉数字中。不过总体来说，我们在该业务板块投入的资本获得了可观回报。而且，这些业务的内在价值远超账面价值，这种溢价可能还会扩大。即便如此，保险业和受监管行业的内在价值和账面价值的差距更大。真正的大赢家在哪里。

这个业务集团有太多的公司，我们无法——评论，而且它们(现有和潜在)的竞争对手都会阅读这份报告。在我

们一些业务上，如果其他人知道某些数字，我们可能处于不利地位。因此那些对伯克希尔的价值没有实质性影响的业务，我们只披露需要披露的内容。你可以在完整报告中找到我们业务运营的大量细节。

金融和金融产品

今年我们将 Marmon 集团中规模很大的租赁业务纳入该板块之中，其业务包括有轨货车、集装箱和起重机租赁。我们还重述了过去两年的状况以反映该调整。我们为何这么做？我们一度拥有 Marmon 大量少数股权，因此我认为把公司所有运营都放在一起更易理解。但如今我们几乎拥有 Marmon 全部的股权，因此我认为，如果把 Marmon 租赁业务包含在一板块，能让你对我们各种业务有更多了解。

我们的其他租赁业务是由 CORT(家具)和 XTRA(半挂车)进行的。这些公司都是行业领导者，随着美国经济的复苏，它们的收入已大幅增加。这两家公司在新设备上投资超过了许多竞争者对手，而这正带来回报。

Kevin Clayton 再次带领全美最大的预制房建筑商 Clayton Homes 取得了行业领先的业绩。去年，Clayton 售出了 30871 套住宅，约占美国人购买预制房总数的 45%。当我们在 2003 年以 17 亿美元价格收购 Clayton 时，其市场份额仅为 14%。

Clayton 盈利的关键在于该公司拥有的 130 亿美元按揭贷款投资组合。在 2008-2009 年金融危机时期，当房地产融资枯竭时，由于有伯克希尔的支持，Clayton 得以继续放贷。事实上，在金融危机时期，我们继续为自己的零售业务和竞争对手的零售业务提供资金。Clayton 的许多借款人都是低收入者，FICO 信用分数一般。但因公司明智的放贷做法，其投资组合在经济衰退时期也表现良好，这也意味着我们有很高比例的借款人保住了自己的房子。事实证明在许多情况下，我们蓝领借款人比其高收入同胞拥有更好的信用风险。

在 Marmon 的铁路车辆租赁业务中，租赁率在过去几年里显著改善。但该业务的性质是，我们每年仅有 20% 左右的租赁合同到期。因此，定价上涨只会逐步在我们的收益中反映出来。不过这个趋势非常强劲。我们拥有的 10.5 万辆的“舰队”中主要由大量的油罐车组成，但只有 8% 是用于原油运输。

关于我们的铁路运营，还有一件重要的事情需要你们知道：与许多其他租赁商不同，我们自己生产油罐车，每年约生产 6000 辆。我们把油罐车从制造部门转移至租赁部门，不会记录任何利润。因此，我们的“舰队”以非常低的价格计入报表。该个数字与“零售”价格的差额，只是通过我们罐车在 30 年寿命周期内，享受较少的折旧费用慢慢反映在我们的收益中。因为上述及其他原因，Marmon 车队的价值远远超过财报上的 50 亿美元。

以下是该板块的税前收益数据：

百万美元	2014	2013	2012
Berkadia(50%股权)	122	80	35
ClaytonHomes	558	416	255
CORT 家具	36	40	42
Marmon 集装箱和起重机	238	226	246
Marmon 铁路货车	442	353	299
XTRA 半挂车	147	125	106
其他金融损益(不含资本利得)	147	125	106
合计	1839	1564	1393

投资业务

以下是截至去年年末，伯克希尔持有的市值最大的 15 只普通股投资。

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
483470853	富国银行	9.4%	11871	26504
400,000,000	可口可乐	9.2%	1,299	16888
151,610,700	美国运通	14.8%	1,287	14106
76971817	IBM-增持	7.8%	13157	12349
67707544	沃尔玛	2.1%	3798	5815
52477678	宝洁 P&G	1.9%	336	4683
96890665	美国合众银行 US Bancorp	5.4%	3033	4355
20060390	慕尼黑再保险 MunichRe	11.8%	2,990	4023
13062594	高盛	3.0%	750	2532
24669778	穆迪 Moody's	12.1%	248	2364
24617939	DIRECTV	4.9%	1454	2134
22169930	赛诺菲 Sanofi	1.7%	1721	2032
18513482	达维塔医疗 DaVita	8.6%	843	1402
15430586	迪尔 Deere-加仓	4.5%	1253	1365
43387980	美国石膏板 USG-增持	30.0%	836	1214
	其他		10180	15704
	股票投资合计		56581	117470
	GM 通用汽车-加仓			1431
	Charter 特许通讯-建仓			1033
	Mellon 纽约梅隆银行-减持			893
225,000,000	BYD 比亚迪		232	870
	VeriSign 数字证书-加仓			740
	SUNCOR 森科能源-加仓			710
	Verizon 通讯-建仓			702
	PCC 精密机件-加仓			687
5,382,040	M&T 银行		103	676

	Visa 维萨卡-加仓			658
	VIACOM 维亚康姆传媒-加仓			650
	Costco 开市客			614
	PHILLIPS 66			471
	MasterCard 万事达-加仓			465
	CBI 芝加哥桥梁工程-减持			449
	WABCO 威伯科			427
	Liberty Media 自由媒体			421
	NOV 石油天然气设备-减持			345
	Torchmark 托马科金融-加仓			344
	Restaurant Brands 汉堡王-建仓			329
	GE 通用电气			267
	21 世纪福克斯 FOX-建仓			182
	Verisk 数据			100
	MEG 媒体			78
	GRAHAM 格雷厄姆控股-清仓			93
	Exxon Mobil 埃克森美孚-清仓			
	STARZ 有线电视台-清仓			

*此处为实际投资成本，也是计税依据，GAAP 成本在少数情况下因准则要求的减记和增记而有所不同。

*不包括伯克希尔子公司养老金投资的持股。

伯克希尔还有一个主要的股权投资并未计入上表：我们在 2021 年 9 月以前任何时间都有权以 50 亿美元买入 7 亿股美国银行股票。在去年末这部分价值是 125 亿美元。我们可能会在我们的期权到期前行权。同时，你必须意识到，美国银行实质上是我们的第四大股权投资，并且是我们极重视的一个投资。

细心的读者可能会注意到，去年出现在我们投资清单上的乐购(Tesco)如今已不复存在。我不得不尴尬地向大家报告，专注的投资者应该早就卖掉了乐购的股票，而我在这项投资上犯了一个巨大的错误，那就是磨蹭。

2012 年底，我们拥有 4.15 亿股乐购股票，当时和现在乐购都是英国领先的食物零售商，在其他国家也是一个重要的食杂商。我们这一投资的成本是 23 亿美元，与这些股票的市值差不多。2013 年，我对乐购当时的管理层略感失望，因此卖出了 1.14 亿股，实现 4300 万美元的收益。事后证明，我懒散卖出方式代价高昂。查理把这类行为称为“吮拇指”。(考虑到我的拖延给我们造成的损失，他这样说真是宽宏大量)。

2014 年，乐购的问题逐月恶化。公司市场份额大幅下降，利润率萎缩，会计问题浮出水面。在商界坏消息经常是接踵而至：一旦你在厨房里看到一只蟑螂，几天后你就会遇到它的“亲戚”。我们在去年全年都在卖出乐购股票，现在已经卖光了。(我们要指出的是，这家公司已聘用了新的管理层，我们希望他们一切顺利)。我们这笔投资的税后亏损是 4.44 亿美元，相当于伯克希尔账面价值的 0.2%。过去 50 年中，我们仅有一次投资在卖出时亏损超

过账面价值的 2%。另外有两次亏损超过账面价值 1%。这三次亏损都发生在 1974-1975 年间，当时我们以非常便宜的价格出售股票，以购买其他我们认为更为便宜的股票。

我们的投资业绩得益于一股强劲的顺风。1964-2014 年期间，标普 500 指数从 84 点涨至 2059 点，加上股息再投资，整体回报达到 11196%。与此同时，美元的购买力下降了令人吃惊的 87%。这样的下跌意味着现在需要 1 美元才能买到的东西，在 1965 年花 13 美分就可以买到(根据消费者价格指数衡量)。

股票和美元表现的巨大差异向投资者发出了一个重要信号。回顾我们 2011 年的年度报告，我们在报告中将投资定义为：**现在将购买力让渡给他人，同时合理预期在未来将获得更多的购买力(在名义收益税后)**。

从过去 50 年得出一个非常规但不容辩驳的结论是，投资于一个多元化的美国企业组合，比投资于价值与美元挂钩的证券(如美国国债)要安全得多。之前的半个世纪也是如此，即使包括了大萧条和两次世界大战在内。投资者应该关注这段历史。在某种程度上，这种情况肯定会在未来一个世纪重演。

股票价格的波动性总是会比持有现金等价物高得多。但是，从长期来看，货币计价的投资品风险更高，相比以象征性手续费和佣金的方式购买的广泛多元化的股票组合，其风险甚至要高出很多。商学院通常不教授这样的知识，在那里波动性普遍被用作衡量风险的指标。尽管这样的学术假设使教学变得容易，但它错得离谱：波动性远不是风险的同义词。流行观念将二者等同起来，导致学生、投资者和 CEO 们误入歧途。

当然，毫无疑问的是，拥有股票一天一周或一年的风险(无论从名义值还是购买力衡量)，都远高于将资金投入现金等价物中。这对于某些投资者(比如说投行)有意义，因为它们的生存可能受到资产价格大幅下跌的威胁，并可能在市场低迷时被迫出售证券。此外，任何可能有重大的近期内资金需求的人，他们都应该在美国国债或有保险的银行存款中保留适当的金额。

但是，对绝大多数投资者来说，股价的下跌并不重要，因为他们能够(也应该)以几十年的眼光进行投资。他们的关注重点仍然是，**在投资生命周期内获得购买力的大幅增长**。对他们来说，随着时间推移买入而建立的多元化的股票组合将被证明风险远低于基于美元的证券。

相反，如果投资者害怕价格波动，错误地把它视为某种风险衡量标准，具有讽刺意味的是，他反而可能会做一些非常冒险的事情。如果你愿意回忆一下 6 年前，那些哀叹股价不断下跌，建议投资于“安全”的国债或银行存单的权威人士。听了这些建议的人们现在的回报少得可怜，而他们之前预计这些钱可以为愉快的退休生活提供资

金。(标普 500 指数当时低于 700 点, 现在约为 2100 点)。如果他们不担心毫无意义的价格波动, 这些投资者当时本可以买一只低成本的指数基金来确保自己终生将获得丰厚的收入。因为这些基金的股息将在未来几年增加, 本金也将上涨(当然这其中会有很多涨跌起伏)。

当然, 投资者本身的行为可能会让持有股票变成某种高风险的行为。许多人确实如此。频繁的交易, 试图"抓准"市场走势, 不充分的多元投资, 向基金经理和顾问支付高昂而不必要的费用, 使用借来的钱投资, 这些行为都可能破坏终生股票持有者原本应该享有的可观回报。事实上, 投资者根本不应该用借来的钱投资, 因为市场中任何时候都有可能发生意想不到的事情。没有任何经济学家、投资顾问、电视评论员, 当然包括查理和我, 能够告诉你混乱什么时候会发生。市场预测砖家只能让你的耳朵满满, 但永远不能让你的钱包满满。

以上列出"投资佣金罪"并不仅限于"散户"。作为一个群体, 长期以来大型机构投资者的表现一直跑不赢单纯的指数基金投资者。其中一个重要的原因就是费用: 许多机构向咨询机构支付巨额费用, 而这些咨询机构又推荐费用高昂的经理。这是一个愚蠢的游戏。

当然, 也有一些投资经理非常优秀, 尽管从短期看难以辨别一个好的记录是运气还是天赋。但大多数投资顾问索取高额费用的本领远高于提供高额回报, 事实上他们的核心竞争力是销售能力。不管是大投资者还是散户, 不要听他们的花言巧语, 而应该读一读约翰博格(John Bogle)写的《投资稳赚》/《长赢投资》/《约翰博格投资常识》(The Little Book of Common Sense Investing)。几十年前, BenGraham 就准确指出了投资失败的根源, 他引用了一句莎士比亚名剧中的台词: "亲爱的 Brutus, 错误不在我们明星身上, 而在我们自己身上。"

年度股东大会

本次股东大会将在今年 5 月 2 日(周六)Century Link 中心召开。去年有 3.9 万人出席会议创下历史记录, 我们预计今年庆祝金色 50 周年之际, 出席人数会再创纪录。会议中心将在当天早晨 7 点开门。

伯克希尔的才女 CarrieSova 将再次负责安排会议。六年前 24 岁的 Carrie 作为秘书加入我们。四年前我请她负责年会, 这是一个艰巨的任务, 需要高超的技能, 她欣然接受了挑战。Carrie 镇定专注, 顺利地数百名工作人员协同工作。她得到了我们整个总部办公室工作人员的帮助, 他们喜欢参与进来, 让我们所有的股东享受一个丰富和有趣的周末。

没错, 我们还会向出席会议的观摩股东出售我们的产品。事实上今年我们还会延长购物时间。CenturyLink

中心从 5 月 1 日周五中午到下午 5 点以及周六上午 7 点到下午 4 点开放。所以你们多买一点，查理会很高兴。

周六早上 6:20，Norman 和 Jake 这两头体重为一吨的得克萨斯长角牛，将穿越 CenturyLink 中心门前的第十大街，牛上坐着的是 JustinBoot 公司的两位高管，他们都是兼职牛仔。后面是一辆由四匹马拉着的富国银行马车。伯克希尔已经有了飞机、火车和汽车。马车牛车加入我们的组合，我们就是一家大而全的交通公司了。

周六上午 7:30，我们将举办第四届国际扔报纸挑战赛，在距 35 英尺的地方把报纸投入克莱顿之家的门廊。我记得我还是个少年的时候，曾投递过 50 万份报纸。所以我认为这方面我非常厉害。挑战我！羞辱我！打败我吧！我会为打败我的人买一份 DillyBar 冰淇淋。报纸有 36 到 42 页，你必须先把它们折好(不准用橡皮筋)。我还会为那些 12 岁或小于 12 岁的优胜参赛者设特别奖。Deb Bosanek 将担任裁判。

上午 8:30 会放映一部关于伯克希尔的新电影。1 小时后，我们将直接开始问答环节，一直持续到下午 3:30 结束。中午将在 CenturyLink 中心午餐。下午在短暂休息后，查理和我将在 3:45 召开年会，通常只持续半小时。

购物采购区设在毗邻会议 19.43 万平方英尺的大厅，伯克希尔数十家子公司的产品可供购买。如果你们周五没有买够，可以趁查理说话的时候溜出去，尽情享受我们的便宜货。别忘了看看 BNSF 的铁路布局图，尽管我已 84 岁了，但这些东西仍让我兴奋。去年，作为一名购物者，你尽了自己的一份力量，我们的大多数摊位的销售都创下了记录。在周六 9 小时内，我们售出了 1385 双 Justin 皮靴(23 秒一双)，13440 磅喜诗糖果，7267 双 Well Lamont 工作手套和 1 万瓶亨氏番茄酱。亨氏有一个新的芥末产品，我推荐你今年芥末和番茄酱都买。由于今年周五就开卖，我预计销售将再创纪录。我们的跑鞋公司 Brooks，将提供一款纪念版跑鞋。购买一双后，你能穿着它参加第二天早上 8:00 在 CenturyLink 举行的第三届"伯克希尔 5 公里"比赛。参会的全部细节在会议指南中都有，你将有机会与伯克希尔的经理，董事和合作伙伴一起参加跑步比赛。(不过查理和我会睡懒觉)。

全美最顶级的保险顾问将出现在位于购物区的 GEICO 展台。顺便来看看你的报价。在大多数情况下，GEICO 将会给您一个股东特别折扣(通常是 8%)。我们开展业务的 51 个行政区域中有 44 个都批准了这个特别优惠。(额外提示：这个折扣不可以与其他优惠叠加使用，比如给予特定群体的优惠)。带上你现有的保单详细信息过来看看我们的报价。我们至少可以帮助你们很多人省下更多的保险费。

一定要去书虫书店的展台看看，这里会有 35 种书籍和 DVD，其中包括几本新书。去年许多股东买了 Max Olson 整理的自 1965 年伯克希尔的股东信合集。今年他为会议制作了更新版。另外，我们还会推出一本便宜一点

的纪念我们 50 周年的书。目前这项工作正在进行中，但我预计它将包含各种各样的历史材料，包括一些 19 世纪的文件资料。

本报告随附的材料包括了帮助你获得参加本次会议和其他活动所需的凭证。届时飞机票可能会因为伯克希尔周末而涨价。如果你从很远的地方来，你可以比较飞到堪萨斯城和到奥马哈的机票。两个城市之间的车程约为 2.5 小时，如果你打算租车的话，一对夫妇节省的机票钱可能高达 1000 美元。把钱省下来到我们这里花。

在 72 大街 Dodge 和 Pacific 之间的内布拉斯加家具商城，届时会有一场"伯克希尔周末"打折大会。去年在会议的那一周，该店创下了 40481817 美元的销售记录。(该店平均周销售额约为 900 万美元。)为了获得伯克希尔在内布拉斯加州家具商城的折扣，你需要在 4 月 28 日周二至 5 月 4 日周一期间购物(含这两天)，同时必须出示你出席股东大会的证件。这段时间的特殊折扣甚至适用于多家知名制造商的产品。他们通常有严格的折扣规定，但本着股东周末的精神，为您破例。我们感激他们的合作。内布拉斯加家具商城的营业时间是周一至周五上午 10 点至晚 9 点，周六上午 10 点到晚 9:30，周日上午 10 点至晚 8 点。周六下午 5:30 至晚 8 点，内布拉斯加家具商城会举办一场野餐会，会邀请各位股东参加。

我们会在波仙珠宝店再次举行两场股东专属的活动。第一场是 5 月 1 日周五晚 6 点至 9 点的鸡尾酒招待会。第二场是 5 月 3 日周日早 9 点至下午 4 点的大型售卖活动。周六我们还会开到晚 6 点。近几年，我们这种活动的三天销量超过了每年 12 月全月销量，而 12 月往往是珠宝商销售业绩最好的月份。届时整个周末，波仙会人潮汹涌。因此，为便于你安排，我们将股东优惠价的时段设定为 4 月 27 日周一至 5 月 9 日周六。在此期间，请出示出席会议的证件或代理委托书证明你是伯克希尔的股东。

周日，在波仙外面的购物中心，来自达拉斯的优秀魔术师 Norman Beck 会为观众表演。此外，我们会邀请两位世界顶级桥牌大师 Bob Hamman 与 Sharon Osberg 当天下午与股东们桥牌比赛。千万别和他们玩牌赌钱。我的朋友邢延华(Ariel Xing)周日也会去购物中心与乒乓球挑战者比赛。我认识她时她只有 9 岁，那时我连一个球都赢不了她。现在她已经在普林斯顿大学念大二，代表美国参加过 2012 年的奥运会。如果你不介意让自己难堪，想和她切磋下球技，那天下午 1 点就可以开始了。比尔·盖茨和我都会上场试图削削她的锐气。

Gorat's 与 Piccolo's 两家餐馆将于周日(5 月 3 日)再次向伯克希尔的股东开放。他们都会开到当晚 10 点，Gorat's 当天下午 1 点开门，Piccolo's 当天下午 4 点开门。这两家餐馆都是我的最爱，周日晚上两家我都会光

顾。请记住，4月1日起预订 Gorat's 请拨打 402-551-3733(4月1日以前不行)，Piccolo's 的订餐电话是 402-346-2865。在 Piccolo's 可以点特大号的根汁汽水加冰淇淋球作为饭后甜点。娘娘腔才点小份呢。

我们会再次邀请同样三位财经记者主持会议的问答环节，向查理和我提问的股东可以用电邮向他们提交问题。这三位记者及其电邮地址分别是：为《财富》杂志效力 60 年于去年离休的 Carol Loomis，但仍然是商业和财务问题专家，她邮箱是：loomisbrk@gmail.com；美国 CNBC 记者 Becky Quick 的邮箱是：BerkshireQuestions@cnbc.com；《纽约时报》记者 Andrew Ross Sorkin：arsorkin@nytimes.com。

每位记者将在那些提交的问题中选择 6 个他/她认为最有趣又最重要的提问。记者们告诉我，如果你不是在最后一刻才提交问题，每封邮件提问未超过两个，而且问题既简洁又和伯克希尔相关，就最有可能被选中。(你可以在邮件中告诉三位记者，如果问题被选中，你是否希望他们公开自己的名字。)

我们还会邀请由三名跟踪伯克希尔的分析师组成的分析师团队。今年保险专家将是 Dowling & Partners 的 Gary Ransom。保险业以外的问题将来自 Ruane, Cunniff & Goldfarb 的 Jonathan Brandt、晨星公司的 Gregg Warren。我们希望分析师与记者提的问题能让我们的股东更了解他们的投资。

对那些将被问到的问题，查理和我都不会得到任何线索。当然，有些问题会很难回答，可那正是我们喜欢的方式。我们希望他们能问至少 54 个问题，每位分析师和记者都将提 6 个问题，剩余的 18 个将由观众来提。去年我们总共回答了 62 个问题。提问的观众会由 11 次抽签选出。抽签在年会当天上午 8 点 15 分开始。主分会场将布置 11 个麦克风，每个麦克风区域将有一次抽签机会。

既然谈及了股东想要知道的问题答案，那么我来提醒一下，查理和我相信，所有的股东都应当在同一时间接收到伯克希尔发布的新消息，也应当拥有足够的时间来对其进行分析。这就是为什么我们试图在周五晚间或周六早间发布公司相关财报的原因，也正因此，我们的年度股东大会也选择在周六召开。我们不与大型机构投资者或分析师进行一对一的谈话，我们对待他们与对待所有股东都是一样的。

年会期间，我们将得到成千上万奥马哈居民和企业的大力帮助，他们希望各位在这里度过一段开心的时光。今年，由于预计出席会议的人数将创历史新高，我们担心会出现酒店房间不足的情况。为了解决这个问题，Airbnb 为此付出了特别努力，向我们提供了会议期间与会者所能选择的酒店房间清单。Airbnb 的服务给予了希望在奥马哈镇短暂停留一晚的股东极大帮助。去年股东大会期间，有一些酒店就要求住宿的客人最少支付三晚的

房间费用，那相当昂贵。对于预算紧张的参会股东来说，应当提前在 Airbnb 网站上查看住宿信息。

出于充分的理由，我经常赞扬我们运营经理人的成就。他们是真正的全明星，他们经营各自的企业就像是他们家族唯一拥有的资产一样。我相信，我们的经理人的心态是以股东利益为导向，和那些大型上市公司管理层完全相同。大多数经理人根本没有任何工作的经济需求；对他们来说，在企业经营上打出本垒打得到的快乐，完全不亚于收到一大笔薪酬支票。

然而，同样重要的还有那些与我并肩作战的 24 位总部办公室员工。这个团队有效地处理了 SEC 与其他监管机构提出的大量监管要求，提交了多达 24100 页的联邦所得税申报表，并监督了 3400 项州纳税申报表的提交，回答了无数股东和媒体的问询，发布公司年度报表，准备全美最大规模的上市公司年度股东大会，协调董事会活动，这样的例子数不胜数。

他们异常高效地愉快地处理了所有这些问题，我的生活因此轻松愉快。他们的努力已经不局限于跟伯克希尔严格相关的活动：去年他们组织来自 40 所高校(从 200 所候选学校中筛选出)的学生代表来奥马哈，跟我进行了一天问答。他们还处理我收到的各种邀请，安排我的行程，甚至帮我买汉堡和(当然是裹着亨氏番茄酱)薯条作午餐。没有哪个 CEO 像我做得这么舒服了；我真的感觉像是天天跳着踢踏舞去上班。

去年年度报告中，我们放弃了延续 48 年的"没有照片"政策(谁说我们死板的?)，刊登了一张我们出色的总部办公室工作人员圣诞节共进午餐的照片。当时我没有提醒他们这张照片会对外公开，所以他们未着盛装。今年就不同了：你将在看到我们总部团队正式对外的样子。不管他们穿着如何，他们的工作表现都令人惊叹。

5 月 2 日来跟他们会面，并享受我们为资本家准备的 Woodstock 狂欢派对吧。

沃伦·巴菲特 董事会主席

伯克希尔·哈撒韦的收购标准

我们渴望从企业负责人或者其代理人那里，听到有关符合我们所有如下标准的企业：

- 1, 大型收购(至少 7500 万美元的税前利润，除非该业务可纳入我们现有的一个业务之中)。
- 2, 表现出可持续的盈利能力(我们对未来的预测不感兴趣，对"经营好转"也不感兴趣)。
- 3, 在很少或几乎没有债务的情况下，企业拥有良好的股本回报率。
- 4, 管理到位(我们无法提供)。
- 5, 简单的生意(如果包含许多技术因素，我们无法理解)。
- 6, 一个报价(我们不想在价格未知的情况下，浪费双方的时间去谈论交易，即使只是初步地讨论)。

公司规模越大，我们的兴趣就越大：我们希望收购的企业规模在 50-200 亿美元之间。然而，我们对于收到关于我们可以在一般股市中进行购买的建议不感兴趣。

我们不会参与恶意收购。我们可以承诺完全保密，并快速回复(通常是五分钟内)我们是否感兴趣。我们更喜欢现金收购，但是当我们所收到的内在商业价值，和我们所付出的一样多的时候，我们会考虑发行股票。我们不参与拍卖交易。

查理和我经常接触到那些不符合我们测试标准的收购：我们发现，如果你刊登广告说有兴趣购买 collie 牧羊犬，许多人会打电话打算卖给你他们的 cocker 猎犬。一首乡村歌曲的一句歌词表达了我们对于新创企业，经营好转，或拍卖式销售的企业的感受："当电话挂断的时候，你就会知道那是我。"



伯克希尔 50 周年：过去、现在和未来

缘起

1964 年 5 月 6 日，当时一个叫做西伯利·斯坦顿(Seabury Stanton)的人经营伯克希尔·哈撒韦公司，他向股东发了一封信，提出以 11.375 元/股的价格回购 22.5 万股股票。我本来期待着那封信，但却惊讶于这个价格。

伯克希尔当时有 1,583,680 股的流通股，其中大约 7% 的股份由巴菲特合伙公司持有(BPL)，这是一家由我管理的投资公司，我的所有净资产几乎都在这里。在那个投标书寄给我前不久，Stanton 问我，BPL 将以什么价格出售其所持股份。我回答说 11.5 美元。他说：“好吧，我们成交”。而后，在伯克希尔的来信件中，价格少了 0.125 美元(即 11.375)。我对 Stanton 的行为感到愤怒，所以没有同意。

这是个极其愚蠢的决定。

伯克希尔当时是一家陷入困境的北方的纺织品制造商。这个行业正在向南方转移，不论是隐喻的，还是实际上的。由于种种原因，伯克希尔无法做出相应改变。

这是事实，尽管行业的问题早已被广泛地理解。伯克希尔在 1954 年 7 月 29 日的董事会会议记录中，记录了惨淡的事实：“新英格兰地区的纺织业在 40 年前就开始倒闭。在战争期间，这个趋势暂时停止了。然而，这个趋势势必会持续到供需平衡为止。”大约在那次董事会议后一年，两家成立于 19 世纪的公司，伯克希尔精纺公司(Berkshire Fine Spinning Associates)和哈撒韦制造公司(Hathaway Manufacturing)合并在一起，改为我们现在用的名字。合并后的公司拥有 14 个工厂和 1 万名员工，成为新英格兰地区的纺织巨头。然而，两家公司管理层所认为的合并协议很快演变为自杀式契约。在合并后的七年间，伯克希尔的经营整体亏损，账面价值缩水 37%。与此同时，公司关闭了九个工厂，有时候会用清算所得去回购股票，这个模式引起了我的注意。

1962 年 12 月，我通过 BPL 购买了第一批伯克希尔股票，我预计会有更多的关闭工厂和回购行为。当时股价是 7.5 美元，相比于 10.25 美元的运营资本和 20.2 美元的账面价值有很大的折扣。在这个价格购买股票，就像是捡起别人抛弃的只剩一口的雪茄烟蒂。尽管烟蒂可能又脏又湿，但这口烟却是免费的。然而，一旦享受了这种短暂的愉悦，就再也没有什么值得期待的了。

随后伯克希尔正如预想的那样：很快又关闭了另外 2 家工厂，并在 1964 年用清算所得回购股票。Stanton 提出的报价比我们原始的买入成本高出 50%。我免费吸烟蒂的机会正等着我，之后我就可以去别处继续寻找那些被

抛弃的烟蒂。相反，由于恼火于 Stanton 的欺骗，我无视了他的回购报价，并开始大举买入更多的股票。

到 1965 年 4 月，BPL 已拥有 392,633 股(当时已发行 1,017,547 股)，在 5 月初的董事会上，我们正式地接管了公司。通过 Seabury 和我的幼稚的行为(毕竟，0.125 美元，对于我或者他而言，算得了什么?)他丢掉了他的工作，而我自己把 BPL 超过 25%的资本投资在一项知之甚少的糟糕生意上。我变成了一只追逐汽车的狗。

由于伯克希尔的经营亏损和股票回购，1964 财年末的净资产，已从 1955 年合并时的 5500 万美元降到了 2200 万美元。2200 万美元全部都投在纺织业务上：公司没有多余的现金，并且欠银行 250 万美元。

有段时间我很幸运：伯克希尔很快就享受了两年良好的运营状况。更好的是，它在那几年的收益是不需要缴交所得税的，因为它前几年的灾难性运营结果，累积了大量的亏损结转。

然后蜜月很快就结束了。在 1966 年之后的 18 年里，我们在纺织业里艰难挣扎，但却一无所获。但是固执(愚蠢?)是有限度的。1985 年，我终于认输了，结束了纺织业的运营。

我第一个错误是将 BPL 大部分资本投入到一个濒临倒闭的企业中，但这并未阻止我继续犯错，我快速地加剧了这个错误。事实上，我的第二个错误，要远远比第一个严重，最终成为我职业生涯中代价最高的一个。

1967 年初，我通过伯克希尔支付 860 万美元收购了国民保险公司(NICO)，这是一家位于奥马哈的小型但有前途的保险公司(一个小的姐妹公司也包括在这笔交易中)。保险行业是我的最佳选择：我理解并喜欢这个行业。

NICO 的拥有者 Jack Ringwalt，是我的老朋友，他想把公司卖给我个人。他提出的报价决不是给伯克希尔公司的。所以，为什么我为伯克希尔而不是 BPL 收购了 NICO 呢？我有 48 年时间去思考这个问题，但我始终没想到好的答案。我只是犯了一个天大的错误。

如果 BPL 是 NICO 的收购方，我的合伙人和我将会 100%拥有一个好生意，这注定会形成构造现今伯克希尔的基础。此外，在将近二十年时间里，我们的成长将不会受到纺织业中禁锢的非生产性资本的阻碍。最后，我们之后的并购将会由我的合伙人和我完全拥有，而不是还被伯克希尔遗留的股东拥有 39%的股份，我们对他们没有义务。尽管这些事实摆在我面前，我还是选择将一家 100%好生意(NICO)与一家我拥有 61%股份的烂生意(BRK)合并在一起，这个决定最终将约 1000 亿美元资本从 BPL 合伙人那儿转移给了一大堆陌生人。

再来一次忏悔，而后我会进入到更让人开心的话题：你能相信我在 1975 年又收购了另外一家新英格兰地区的纺织企业 Waumbec Mills 公司吗？当然，基于我们获得的资产，以及与伯克希尔现有的纺织业务的预期协同效

应，这次收购的价格是个"便宜货"的价格。然而——意外地，意外地——Waumbec 是一场灾难，因为几年后工厂就不得不关闭了。

现在有一些好消息了：北方的纺织业终于灭绝了。如果又听到我在英格兰地区闲逛，你就不必再惊慌了。

查理理顺了我的思路

当我管理小规模资金的时候，我的烟蒂策略非常的有效。事实上，我 1950 年代所获得的几十次免费烟蒂，使得那 10 年成为我人生迄今为止，不管是相对还是绝对投资表现都是最美好的 10 年。

然而，纵使是在当时，我也有一些非烟蒂类型的投资，其中最重要的是 GEICO 保险。多亏了 1951 年我和 Lorimer Davidson 的谈话，他是一个很好的人，后来成为了该公司的 CEO。从谈话中我得知，GEICO 是家极好的公司，并迅速将我 9800 美元净资产的 65%投入到它的股票中。不过，我早年的大部分收益来自于，投资低价交易的平庸公司。本杰明·格雷厄姆教给我这项技能，而且非常奏效。但这个方法的一个主要缺点逐渐显现出来：烟蒂投资法只能在一定程度上扩大规模。对于大规模资金，它可能永远不会有效。

另外，尽管用便宜的价格购买边缘化的生意，作为短期投资可能很有吸引力，但它们是构造庞大而且持久的企业的错误基础。相比于约会，选择婚姻伴侣显然需要更苛刻的条件(需要指出的是，伯克希尔本来可能是一个非常令人满意的"约会"：如果我们接受了 Seabury Stanton 提出的 11.375 美元报价，BPL 对伯克希尔投资的加权年化回报率将高达 40%。)

上天派来查理·芒格打破了我的烟蒂投资习惯，并为建立一家规模巨大且利润丰厚的企业指明了方向。查理在距离我现在所住的地方大约几百英尺的地方长大，年轻时和我一样，在我祖父的杂货店里工作过。然而，直到 1959 年我才见到查理，那时他早已经离开奥马哈定居洛杉矶了。当时我 28 岁，他是 35。介绍我们认识的奥马哈医生预测我们会一见如故，我们确实如此。

如果你参加过我们的年会，就会知道查理才华横溢，记忆力惊人，观点坚定。我并不真的是思路不清，而且我们有时意见也不一致。然而 56 年来，我们从未争吵过。当我们意见分歧，查理往往用这句话结束我们的对话："沃伦，再仔细想想，你会赞成我的观点，因为你很聪明，而我是对的。"

你们大多数人所不知道的是，建筑是查理的爱好之一。尽管查理的职业生涯始于执业律师(那时候时薪为 15

美元/小时)，但他在 30 多岁时通过设计并且建造了洛杉矶附近的 5 个公寓楼项目，赚到了第一桶金。同时，他设计了现在已经居住了 55 年的房子。(和我一样，如果他对周围环境感到满意，他就不愿意搬家。)在最近几年，查理设计了斯坦福和密歇根大学的大型宿舍楼，如今 91 岁高龄的他，正在进来另一个重大项目。

然而在我看来，查理最重要的建筑成就就是设计了今天的伯克希尔。他给我的蓝图很简单：忘记你所知道的以极低的价格买入普通生意；相反地，要以合理的价格买入伟大的生意。

改变我的行为不是一件容易的事(问问我的家人)。没有查理的参与，我已经获得了相当大的成功，所以我为什么应该去听一个从未在商学院呆过一天的律师的话呢？(而我待过三个：宾法沃顿商学院，内布拉斯加商学院，哥伦比亚商学院)。但是查理不厌其烦地对我重复他的商业和投资的箴言，他的逻辑是不可反驳的。因此，伯克希尔是依据查理的蓝图建立的。我的角色是总承包商，而伯克希尔子公司 CEO 们，则作为分包商做着实际工作。

1972 年是伯克希尔的一个转折年(尽管我偶尔还是会出现滑坡——还记得我 1975 年收购 Waumbec 的交易吗)。那时我们有机会为蓝筹印花公司购买喜诗糖果，查理，我和伯克希尔拥有大量蓝筹印花股票，后来并入了伯克希尔。

喜诗糖果是西海岸一家传奇的巧克力制造商和零售商，当时税前利润约 400 万美元，而净有形资产仅有 800 万美元。另外，公司拥有一项资产负债表上从未曾体现的巨大资产：广泛的而持久的竞争优势，赋予它巨大的定价权。这个优势长期几乎肯定会给喜诗糖果带来重大增量收益。更好的是，只需要少量的增量投资，这些增量收益就会实现。换句话说，喜诗糖果有望在未来几十年里，涌现出巨大的现金流。

控制喜诗糖果的家族希望要价 3000 万美元，查理正确地指出它值这个价钱。但我并不想支付超过 2500 万美元，甚至对 2500 万美元我也不没有多少热情(三倍于有形资产的价格让我相当为难)。我的错误的谨慎，差一点毁了这桩极好的收购。但是，幸运的是，卖家决定接受我们 2500 万美元的报价。

迄今为止，喜诗糖果累积税前利润为 19 亿美元，而它的成长，仅仅需要 4000 万美元的额外投资。因此喜诗可以分派巨额资金，帮助伯克希尔去购买其他生意，而这些生意本身又产生了巨额可分配利润(像兔子繁殖一样)。另外，通过观察喜诗的交易，我获得了有关强大品牌价值的商业教育，开拓了我的眼光，让我看到了许多其他有利可图的投资机会。

纵使有了查理的蓝图，自错误收购 Waumbec 以来，我还是犯了很多错误。最可怕的是收购 Dexter 鞋业。当

我们于 1993 年收购这家公司时，它有着出色的记录，在我看来全然不像烟蒂股。然而，由于外国的激烈竞争，它的竞争优势很快蒸发了。而我根本没有想到这一点。

因此，伯克希尔为 Dexter 支付的 4.33 亿美元很快便归零了。然而，GAAP 会计核算却没有很好地反映出我错误的程度。事实是我支付给 Dexter 卖家的不是现金，而是伯克希尔股票。我用于收购的那部分股票，现在价值大约 57 亿美元。作为一场金融灾难，理应写进吉尼斯世界纪录。

我随后犯下的几个错误，还包括使用伯克希尔的股票去购买那些利润注定会衰退的企业。这类错误是致命的。用优秀企业的股票(伯克希尔必然是)去交换普通企业的所有权，会不可挽回地毁灭价值。

当伯克希尔持股的公司犯下这种错误的时候，我们同样会遭受财务上的损失(有时这些错误还发生在我担任董事期间)。CEO 们往往对对一个基本现实视而不见：你在并购中所付出的股份的内在价值，不能高于你所获得的公司股份的内在价值。

我至今没有看到一位投资银行家，在向潜在收购方董事会提交换股收购时，量化这个重要的数学依据。相反地，这些银行家的专注点将放在描述，为收购支付的市场价格的"惯常"溢价上，这是评估收购吸引力的一种绝对愚蠢的方式，或者这个交易是否将会增加收购方的每股收益(它本身应该远非决定性因素)。在努力实现预期的每股收益数字的过程中，气喘吁吁的 CEO 和他的"顾问们"，常常会想象出一种美妙的"协同效应"。(多年来，作为 19 家公司的董事，我从未听说过"不协同效应"，虽然我在交易结束后目睹了许多这样的情况)。在美国企业的董事会里，很少会有收购的事后剖析复盘，相反，这一过程应该是标准做法。

我可以向你保证，在我离开后很长时间内，伯克希尔的 CEO 和董事会，在任何发行股票的收购之前，都会仔细地做好内在价值的计算。你不可能用一张 100 美元的钞票去交换 8 张 10 美元的钞票而致富。(即使你的顾问帮你出具了昂贵的"公平交易"的意见来为这种交换背书)。

总的来说，伯克希尔的收购进展顺利，在一些大型收购中做得非常不错。我们对有价证券的投资也是如此。后者在我们的财报上总是以市值计算，所以任何的收益(包括那些尚未实现的投资收益)都会立即反映在我们的资产净值中。但是那些我们完全买断的公司，在我们的资产负债表上从未向上重新估值，即使我们可以以高出账面价值数十亿美元的价格出售它们。伯克希尔子公司中未记录的价值增值已经变得非常巨大，在过去的十年里增速特别快。听查理的话得到了回报。

今天的伯克希尔

伯克希尔现在是个庞大的企业集团(conglomerate)，并且试图进一步扩张。

应当承认，企业集团在投资者中名声不佳。这是它们应得的。让我们先解释一下，为什么它们受到冷落，然后我将继续描述，为什么企业集团的形式会给伯克希尔带来巨大且持久的优势。

自从我进入商界以来，企业集团已经经受了幾段非常受欢迎的时期，其中最为愚蠢的一段发生在 1960 年代末期。那时企业集团 CEO 的把戏非常的简单：依靠人格魅力，依靠推广宣传，或者依靠可疑的会计操作——经常是三者并用，这些管理者把一个新组建的企业集团股价推升到 20 倍市盈率，然后迅速发行股票，以 10 倍左右的市盈率收购另一家公司。它们立即将"权益合并法"(pooling)会计应用于收购，在被收购公司业务没有任何的变化的情况下，但其每股收益却自动地增加了，并将其作为自己管理天才的体现。他们接着对投资者解释说，这种才能证明了，维持甚至提高收购方公司市盈率倍数的合理性。最后，他们许诺会无尽地重复这一过程，从而创造不断增长的每股收益。

随着 60 年代的过去，华尔街对这种把戏的喜爱与日俱增。当这些可疑的策略被用于制造不断上升的每股收益时，华尔街的居民们总是愿意放弃对其暂时的怀疑，特别是当这些把戏产生的企业合并，能为投资银行家们带来巨额费用的时候。会计师们乐于在企业集团的会计报表上泼洒他们的圣水，有时甚至就如何进一步提高这些数字提出建议。对许多人来说，源源不断轻松赚来的钱冲刷掉了他们道德的敏感性。

正是由于不断扩张的企业集团，其每股收益的增加来自于利用市盈率的差异，因此它的 CEO 不得不寻找低市盈率的公司。当然，这些都是典型的平庸生意，长期前景不佳。在这在糟糕生意中捕鱼的动机，往往使得企业集团的基础业务变得越来越糟糕。这对投资者来说无关紧要：他们希望通过并购速度和合并法会计来增加收益。

由此引发的并购风暴被盲目崇拜的媒体煽动起来。诸如国际电话电信(ITT)，利顿工业(Litton Industries)，海湾和西方集团(Gulf & Western)和 LTV 防务集团(Ling-Temco-Vought)等公司受到了追捧，它们的 CEO 也成了名人。(这些曾经出名的企业集团如今早已不复存在。就像 Yogi Berra 说的，"每个拿破仑都会遇到他的水门(相对于凯旋门，代指失败)。")

当时，各种各样的会计诡计(其中许多诡计透明的离谱)都被原谅或者忽视了。事实上，让一位会计造假专家执掌一家不断扩张的企业集团，竟被视为一个巨大的优势：在那种情况下，股东可以确信的是，不管企业运营的实

际状况变得多么糟糕，报告的收益都不会让人失望。

在 1960 年代末期，我参加了一个会议，会议上一位偏爱收购的 CEO 吹嘘自己“大胆且富有想象力的会计手法”。大多数的分析师听着他的话，都频频点头表示赞赏，认为自己找到了一个无论业务经营结果如何，其预期一定会实现的经理人。

然而，最终十二点的时钟敲响了，一切变成了南瓜和老鼠，再一次地证明，基于一系列的高价股票连续发行的商业模式(就像连锁信模式一样)，最可能的是财富的重新分配，但绝不会创造财富。然而，这两种现象在我们国家周期性的出现(它们是每个倡导者的梦想)，虽然它们往往以精心伪装的骗局出现。结局总是相同的：金钱从轻信者流向行骗者。与连锁信骗局不同，从股票中劫持的金额是惊人的。

在 BPL 和伯克希尔公司，**我们从未投资过那些一心想要发行股票的公司**。这种行为是以下情况的最可靠的指标之一：一个注重推销的管理层，糟糕的会计原则，高估的股价，以及往往全然地不诚实。

那么，查理和我为什么会认为伯克希尔的企业集团结构如此有吸引力呢？简单地说：如果明智地使用企业集团形式，它是实现最大化长期资金增长的理想形式。

资本主义的一个显著的优点就是能有效地配置资金。因为市场将资金引向有前途的生意中，而拒绝那些注定要倒闭的生意。这是真的：尽管存在过度的行为，但市场驱动的资金配置往往远胜过其他的选择。

然而，资本的合理流动往往存在障碍。正如 1954 年伯克希尔会议记录所清晰体现的那样，由于自私的管理层空虚的期盼，在纺织业中本应及早的资本撤出却被推迟了数十年。事实上，我自己也拖延了很久才放弃了我们过时的纺织厂。

当 CEO 在一个衰退产业中投入了资本，他很少会选择将资本大规模地重新配置到不相关的业务中。因为这样的行为，往往需要解雇长期的合作伙伴并承认自己的错误。此外，CEO 也不太可能就是你希望承担重新配置工作的经理人，即使这个 CEO 想要承担这项工作。

在股东的层面，当个人投资者试图在企业 and 行业之间重新分配资本时，税收和摩擦成本会给他们带来沉重的负担。即使免税的机构投资者在转换资本时也面临比较大的成本，因为他们通常需要中介机构去完成这个工作。此时，无数张昂贵的嘴需要被养活——其中包括投资银行家，会计师，咨询师，律师以及资本配置运营商比如杠杆收购者。资本的重新洗牌可一点也不便宜。

相比之下，像伯克希尔这样的企业集团完全有能力以最低的成本，合理地配置资本。当然，企业形式本身并不能保证会成功：我们犯了无数错误，并且还会犯更多。然而，我们的结构性优势是非常强大的。

在伯克希尔，我们能够在不产生税负或者其他成本的情况下，将巨额资本，从增量投资机会有限的业务中，转移到其他有更大前景的业务中。另外，我们不会因与特定行业的终身联系而产生历史偏见，也不会遭受维护现状符合其既得利益的同伴的压力。这一点很重要：如果马儿控制了投资决策，那么就不会有汽车行业了。

我们拥有的另一个主要优势是，购买好生意的一部分(普通股)的能力。这不是大多数管理层可以采取的活动。在我们的历史中，这种策略选择已被证明是非常有益的；广泛的选择总是使得决策更加明智。股票市场每天给予我们的企业报价(当然只是一小部分)，往往比我们整体收购的报价更具吸引力。此外，我们从股市上实现的收益，帮助我们进行了许多大型收购，否则这些收购将会超出我们的财务能力。

实际上世界是属于伯克希尔的——这个世界提供给我们范围广泛的机会，远远超出大多数企业实际面临的机会。当然，我们仅限于那些我们能够评估其经济前景的企业。这是一个重要的限制：很多企业查理和我都不知道十年后将会如何。但是这种限制远远小于，一位经验仅限于单一领域的高管所承受的限制。除此之外，我们可以有利可图的持续扩大规模，远远超过许多企业，这些企业普遍受到其所在单一行业潜力有限的制约。

我前面提到，相比于它适度的资本需求，喜诗糖果产出了大量现金收益。当然，我们很乐意明智地使用那些资本，去扩大我们的糖果业务。但是我们多次扩张的尝试基本上都是徒劳的。所以，在不产生无效税负或摩擦成本的情况下，我们将喜诗糖果产出的多余资金用于收购其他业务。如果喜诗糖果仍然是一家独立的公司，它的巨额收益将不得不分配给投资者以重新配置，有时在巨额税收以后，几乎总是被巨大的摩擦和代理人成本耗尽。

伯克希尔还有一个近年来变得越来越重要的优势：我们现在是很多杰出企业拥有者和管理者的首选之地。

拥有成功企业的家族，在考虑出售时有多种选择。通常最好的选择是什么都不做。生活中有许多比拥有一个自己非常了解且繁荣的企业更加糟糕的事情，但华尔街很少建议人们呆坐不动(不要问理发师你是否需要理发)。

当一个家庭部分成员想要出售，而另一部分想要继续经营的时候，公开发行股票通常会变得合理。但是，当所有者想要完全地出售，他们通常考虑以下两个途径之一。

第一个选择是，出售给竞争对手。他们对两家公司的合并可能产生的"协同效应"正垂涎三尺。这类收购者总是考虑解雇出售方的大量员工，也就是那些帮助所有者建立起这个业务的人。然而，一个体贴的所有者(有很多这样

的人)，往往不想让他的长期伙伴悲伤地唱古老的乡村歌曲："她得到了金矿，我得到了竖井(不公平对待)"。

第二种选择是，**出售给华尔街买家**。多年来，确切的说这种收购方自称为"杠杆收购公司"。当这词汇在 1990 年代获得了恶名，还记得 RJR 收购案和门口的野蛮人吗？这些买家匆忙地将自己改称为"私募股权"。名字可能已经改变，但本质不变：几乎所有的私募股权收购案中，股权比例大幅减少，债务大幅提高。实际上，私募股权购买方向卖方提供的报价，部分取决于买方对被收购公司所能承受的债务上限的评估。接着，如果事情进展顺利(债务下降)，股权比例开始回升，杠杆收购机构往往会寻求利用新的借贷来进行再杠杆化。然后他们通常会将部分收益用于支付巨额的债务利息，使得股东权益大幅度减少，有时甚至是负值。事实上，对于许多私募股权买方来说，"股权"是一个讨厌的词汇；他们喜爱的是债务。而且因为目前债务成本如此低廉，这些买方往往愿意支付最高价。接着公司将被转售，通常是卖给另外一个杠杠收购方。实际上公司变成了一件可交易的商品。

伯克希尔提供了希望出售业务的所有者第三种选择：**一个永久的家，公司的员工和文化将被保留其中**(尽管偶尔也需要更换管理层)。除此之外，我们收购的任何业务，都会大大增强其财务实力和增长能力。它与银行和华尔街分析师打交道的日子也永远地结束了。有些卖家并不关心这些问题。但卖家关心的时候，伯克希尔并没有太多的竞争对手。

有时评论员提议伯克希尔剥离部分业务。这些建议毫无道理。作为伯克希尔的一部分，我们的子公司比作为独立的实体要更有价值。其中一个原因是，我们能够立即免税地在企业之间转移资本或投入新的公司。此外，如果业务分开，某些成本会全部或者部分地重复。这里有个最明显的例子：伯克希尔单一的董事会只花费了微不足道的成本；如果我们几十家子公司被拆分，董事会成本将大幅增加。监管和管理成本也是如此。

最后，子公司 A 有时会因为拥有子公司 B，而产生重要的税负效率。例如，我们的公用事业公司目前获得了一些税收抵免，仅仅是因为伯克希尔其他公司的运营中产生了巨额的应税收入。这给予了伯克希尔能源公司在开发风能和太阳能项目方面，比大多数公用事业公司具有重大优势。

投资银行家不断地催促着收购方为上升公司支付高于市场价 20-50%的溢价，他们获得的薪酬与这些活动直接相关。银行家们告诉收购方，溢价是合理的，因为获得了**"控制价值"**，以及一旦收购方 CEO 接管好的事情就会发生。(哪一个渴望收购的经理人会对这一说法提出质疑？)几年以后，银行家们绷着脸再次出现，同样热切地催促分拆之前收购的公司，以**"释放股东价值"**。当然，分拆会剥离母公司所谓的"控制价值"，而且不会支付任何赔偿。银

行家解释说，分拆后的公司将会蓬勃发展，因为它的管理层将会更具企业家精神，摆脱了母公司令人窒息的官僚作风。(我们早前见到的那位才华横溢的 CEO 就这么点本事。)如果这家剥离后的公司日后希望重新收购分拆的业务，银行家可能会再次催促，其为这一特权支付巨额“控制”溢价。(银行界的这类心理上的“灵活性”促使人们认为，费用往往会导致交易，而不是交易导致了费用。)

当然，可能有一天监管机构会要求伯克希尔进行分拆或者出售。伯克希尔于 1979 年实施了这种分拆，当时针对银行控股公司的新规，迫使我们剥离位于 Illinois 州 Rockford 市的一家银行。

然而，自愿分拆对我们而言毫无意义。我们将损失控制价值，资本配置的灵活性，在一些情况下，还好失去重要的税收优势。考虑到源于伯克希尔所有权所带来的运营和财务优势，那些管理我们子公司的出色 CEO 们，将很难在运营分拆后的业务时发挥同样的作用。另外，母公司和分拆后的公司一旦分离，将可能产生比合并时更高的成本。

在我离开分拆话题以前，让我们先来看一个从前面提到的 LTV 企业集团中学到的教训。我将在这儿做总结，但那些喜好金融故事的人应当阅读在 1982 年 10 月 D-Magazine 上发表的有关 JimmyLing 的文章(网址如下：<https://www.dmagazine.com/publications/d-magazine/1982/october/jim-ling/>)。经过一系列眼花缭乱的公司运作，Ling 将 LTV 公司从 1965 年仅仅 3600 万美元销售额，提升到了两年后的世界 500 强第 14 名。应该指出的是，Ling 从未表现出任何的管理技能。但是查理很久以前告诉我说，**永远不要低估那些高估自己的人**。Ling 在这方面是无人能比的。Ling 的策略，他称之为“项目重新部署”(Project Touchdown)，也就是买入一家大公司，然后部分分拆其各个部门。在 LTV 的 1966 年度报告，他解释了接下来将要发生的魔法：“最重要的是，收购一定要满足 $2 + 2 = 5$ (或 6)的公式检验”。媒体，公众和华尔街喜欢这类的讲话。

在 1967 年，Ling 收购了一家大型肉类加工企业威尔逊公司(Wilson&Co.)，这家公司也有高尔夫设备和药业业务。很快地，他将母公司拆分为三家公司，Wilson 肉加工公司(Wilson&Co.)，Wilson 体育用品公司(Wilson Sporting Goods)和 Wilson 制药公司(Wilson Pharmaceuticals)，这三家公司都将被部分地分拆独立。这些公司很快被华尔街称为肉球 Meatball，高尔夫球 Golfball，傻球 Goofball。不久后，很清楚的是，就像希腊神话的 Icarus 一样，Ling 飞得太靠近太阳了。在 1970 年代初期，Ling 的帝国开始瓦解，他自己也被从 LTV 中分拆出来，也就是被解雇了。

(伊卡洛斯 Icarus 是希腊神话中代达罗斯的儿子，与代达罗斯使用蜡和羽毛造的翼逃离克里特岛时，他因飞

得太高双翼上的蜡遭太阳融化跌落水中丧生。为了纪念伊卡洛斯，埋葬他的海岛命名为伊卡利亚岛。)

金融市场会周期性的脱离现实，你大可以相信这一点。更多的 JimmyLing 们将会出现。他们看起来和听起来都很权威。媒体将紧盯着他们说的每一个字。银行家们将为他们的生意而战。他们近期说的话将“发挥作用”。他们早期的跟随着将会觉得自己非常明智。我们的建议是：不论他们说什么，永远不要忘记 $2 + 2$ 永远等于 4。当有人告诉你这个数学公式如何落伍时，拉上钱包拉链去度假，几年后回来以便宜的价格购买股票。

今天的伯克希尔拥有：

- 1，一个无与伦比的公司组合，其中大多数都有着良好的经济前景。
- 2，一批优秀的经理人，他们几无例外地异常专注于他们所经营的子公司和伯克希尔母公司。
- 3，非凡的收益多元化来源，卓越的财务实力，和大量的流动资金，我们将在任何情况下保持。
- 4，对于许多的所有者和管理者来说，在考虑出售他们的生意的时候，我们公司是他们的第一选择。
- 5，在与上一项有关的方面，一种在许多方面和大多数的大公司不同的文化，我们公司已经努力了 50 年去发展公司文化，现在已经坚如磐石。

以上这些优势为我们的未来发展奠定了一个美妙的基础。

未来 50 年的伯克希尔

现在让我们看看前方的道路。请记住，如果我在五十年前试图预测将来发生的事，我的某些预测将会大大偏离目标。有了这个告诫之后，我将会告诉你们，如果今天我的家人问我伯克希尔的未来，我会对他们说些什么。

1，首先，也是最为重要的一点，我相信，对于耐心的伯克希尔投资者而言，永久性的资本损失的机率，是单一公司投资中最低的。这是因为我们的每股内在商业价值，随着时间推移几乎确定会增加。

然而，这个乐观的预言伴随着一个重要的警告：如果伯克希尔投资者的买入点异常高，比如价格接近账面价值的两倍，伯克希尔股票偶尔会达到这个水平，那么投资者可能需要很多年才能实现盈利。换句话说，**一项明智的投资，如果以高价买入，也可能演变成一种鲁莽的投机行为，伯克希尔也不例外。**

然而，投资者以略高于公司回购股份的价格水平购买伯克希尔的股票，应当会在一个合理的时期内产生收益。伯克希尔的董事们只会在股价远低于他们认为的内在价值时授权回购。(在我们的观念中，这是回购的基本标准，这个标准经常被其他管理者忽视。)

对于那些打算在买入后一两年内出售股票的投资者，无论买入价格如何，我都不能保证。在如此短的时间

内，股市的走势变动对于你投资结果的影响，可能比伯克希尔内在价值的变化的影响更重要。就像本杰明格雷厄姆几十年前说的：“短期而言，市场是台投票机；长期而言，市场是台称重机”。有时投资者(业余人士和专业人士)的投票决定都近似于神经病。

由于我不知道如何可靠地预测市场走势，因此我建议，只有你打算持有伯克希尔股票至少五年的情况下，你才应该购买，那些谋求短期利润的人应当到别处看看。

另一个警告是：**不应当借钱购买伯克希尔的股票**。自从 1965 年以来，我们的股价是从高点下跌约 50%的情况有过三次。将来某天，这类下跌会再次发生，但没人知道是什么时候。对投资者来说，伯克希尔几乎肯定是一个令人满意的持有标的。但对于使用杠杆的投机者来说，它同样可能是一个灾难性的选择。

2，我认为，任何事件导致伯克希尔遭遇财务问题的可能性基本为零。我们将永远为千年的洪水做好准备；事实上，如果它发生了，我们将把救生衣卖给那些没有准备的人。在 2008-2009 的金融危机中，伯克希尔作为“第一反应者”发挥了重要作用，从那以后，我们的资产负债表强度和盈利能力增加了一倍多。贵公司是美国商业的直布罗陀并将继续如此。

财务持久力要求一家公司在任何情况下保持三个优势：1)庞大且可靠的收入流；(2)大量的流动资产；(3)近期没有重大的现金需求。忽视了最后一条的必要性，常常导致公司遇到意想不到的问题：太多时候，盈利的公司的 CEO 们感觉他们总是能够偿还到期债务，不论债务规模多大。在 2008-2009 年，许多管理层认识到这种思维方式有多么危险。

以下是我们无论如何将始终坚持的三个原则：首先，我们的收益流是巨大的，并且来自各种各样的业务。我们的股东现在拥有许多具备持续竞争优势的大型公司，我们将在未来收购更多这样的公司。我们的多元化确保了伯克希尔持续的盈利能力，即使一个大灾难导致的保险损失远远超越过去任何一次。

接下来是**现金**。在一个健康的企业中，现金有时候被认为是需要最小化的东西，作为非生产性资产，会拖累股本回报率等指标。然而，**现金对于企业而言，就像氧气对于人一样**：当它存在的时候从来不会想它，但当它不存在的时候，脑海中唯一想的的就是现金。

美国企业在 2008 年提供了一个研究案例。那年 9 月，许多长期繁荣的公司突然想知道，它们的支票在未来几天是否会被拒付。一夜之间，它们的财务氧气消失了。

在伯克希尔，我们的"呼吸"不受干扰。事实上，在9月末、10月初的三个周内，我们为美国企业提供了156亿美元的新资金。我们能够做到这点，因为我们始终保持至少200亿美元的现金等价物，而且通常远多于此。这里我们指的是美国国债，而不是其他声称可以提供流动性，但只有真的被需要的时候才能实际提供流动性的现金替代物。当债务到期，只有现金才是法定货币。没有它寸步难行。

最后是我们的第三点，我们永远不会参与可能导致突然需要大额资金的运营或投资活动。这意味着我们不会让伯克希尔暴露在短期债务到期的风险中，也不会签订衍生品合约，或者其他可能需要大量抵押物的业务安排。

几年以前，我们参与了某些衍生品合约，我们认为这些合约定价严重错误，并且只有很少的抵押品要求。这些已经被证明相当地有利可图。然而，最近新签订的衍生品合约要求提供充分的抵押物。这终结了我们对于衍生品的兴趣，不论它们可能提供何种的盈利潜力。我们已经好几年没有签订这类合约了，除了少数我们的公用事业运营需要的合同。

此外，我们将不会签订那些客户可以选择取出现金的保险合约。许多人寿保险产品都包含赎回功能，这使得它们在极端恐慌的时期很容易遭到"挤兑"。然而，在我们所经营的财产意外险世界中，这类合同并不存在。如果我们的保费数量下降，我们的浮存金将会减少，但是速度会非常缓慢。

我们这种保守主义可能会给一些人留下极端的印象，其原因是，人们偶尔地会恐慌，但何时会恐慌则是完全无法预测的。尽管几乎所有的日子都相对无事，但明天总是不确定的。(在1941年12月6日或2001年9月11日，我没有感到特别恐惧)。如果你不能预测明天会发生什么，你必须为无论发生什么做好准备。

一位64岁且计划65岁退休的CEO，在评估1年内发生几率极小的风险时，可能有他自己的特殊计算。事实上，他可能99%的时间都是"正确"的。然而，那些赔率对我们没有吸引力。我们将永远不会用你们托付给我们的资金，玩财务的俄罗斯轮盘，即使这把隐喻的枪有100个枪膛且仅有一发子弹。在我们看来，冒着失去你所需要的东西的风险，去追求你仅仅渴望得到的东西，是愚蠢的。

3，尽管我们保守，但我认为我们每年都能继续增加伯克希尔潜在的每股盈利能力。这并不意味着经营收益每年都会增长，事实远非如此。美国经济将起起伏伏，尽管主要是上涨，当经济衰退的时候，我们当前的盈利也会减少。但是我们将继续取得逐步的收益增长，进行补强型收购，并不断进入新的领域。所以，我相信伯克希尔每年都会增加它的潜在盈利能力。

在某些年份，收益将会是巨大的，而在其他时候，收益将很少。市场，竞争和机会将会决定何时机会出现在我们面前。总而言之，伯克希尔将由我们现在拥有的一系列坚实的业务，以及我们将收购新业务的推动下继续保持前进。此外，在多数年份里，美国经济将为企业提供强烈的助力。上帝保佑，我们有幸有美国作为主场。

4，坏消息是，伯克希尔的长期回报率不会很大(以百分比而非美元衡量)，也不会接近在过去 50 年里取得的水平。规模数字已经变得过于庞大。我想伯克希尔将超越美国普通公司的平均表现，但我们的优势不会太大(如果有的话)。最终，可能从现在起 10-20 年的时间，伯克希尔的收益和资本资源将到达一个水平，将使得管理层无法明智地将公司所有收益进行再投资。在那时，我们的董事会将需要决定，分配超额收益最好的方式是通过派发股息，股份回购，还是二者皆有。如果伯克希尔的股份是低于内在商业价值的价格出售，大规模的回购几乎肯定是最佳选择。你可以放心，你的董事会将会做出正确的决定。

5，**没有哪家公司比伯克希尔更加注重股东利益**。30 多年来，我们每年都会重申我们的股东原则，并总是以此开头：虽然我们的形式是公司制，但我们的态度是合伙制。这个与你们之间的承诺是刻在石头上的。

我们有一个**知识渊博、以商业为导向**的董事会，随时准备履行合伙制的承诺。没有人为了金钱而接受这份工作：在其他地方几乎不存在这种安排，我们的董事仅仅得到象征性的薪酬。相反，他们通过持有伯克希尔股份，以及成为一家重要企业的优秀管理者而获得的满足感，来作为回报。

他们和他们的家族所拥有的股份(在很多情况下价值巨大)是从市场中购买的，而不是通过他们的期权或者补助实现的。另外，与几乎所有其他大型上市公司不同，我们没有董事和高管责任险。在伯克希尔，董事们站在你的立场看问题。

为了进一步确保我们文化的延续性，我建议我的儿子 Howard 接替我担任公司的非执行主席。我希望如此的唯一原因是，如果聘用了错误的 CEO，并且需要董事长强制解聘他，改变起来会更加简单。我可以对你们保证，这个问题在伯克希尔出现概率非常低，可能跟任何上市公司一样低。然而，在我为 19 家上市公司的董事会服务的过程中，我曾见过如果一个平庸的 CEO 同时还是董事长，要换掉他是多么的困难。(换人通常会完成，但几乎总是非常晚。)

如果 Howard 当选，除了所有董事必须做的工作外，他将不会得到任何报酬，也不会再工作上花费任何时间。如果任何董事对 CEO 感到担忧，并希望知道其他董事是否也同样表示出疑虑，那么任何董事都可以去找他，

他将仅仅成为一个安全阀。如果多个董事表示担忧，霍华德的主席地位将使得此事得到快速和合理地解决。

6, **选择正确的 CEO 至关重要**，这也是伯克希尔董事会中需要花费很多时间的问题。管理伯克希尔主要是一项资本配置的工作，同时还要选择和留住出色的管理人员，来领导我们的运营子公司。显然，这项工作还需要再需要的时候更换子公司的 CEO。这些职责要求伯克希尔的 CEO 是个理性，冷静和果断的人，对商业有着广泛的理解，对人类行为有着深刻的洞察力。同样重要的是，他知道自己局限性。正如 IBM 的创始人 Tom Watson 所说，我不是天才，但我在某些领域很聪明，我会一直留在那些领域。)

品格是至关重要的：伯克希尔的 CEO 必须为了公司"全力以赴"，而不是他自己。(我使用男性代词是为了避免笨拙的措辞，但性别不应当决定谁成为 CEO。)他情不自禁地为公司赚取远超任何可能需要的金钱。但重要的是，无论是自负还是贪婪，都不能激励他去追求与那些薪酬最丰厚的同龄人相当的薪酬，纵使他的成就远远超过他们。CEO 的行为对经理人有着巨大的影响：如果他们清楚知道，对 CEO 而言股东的利益是至高无上的，他们也会毫无例外地接受这种思维方式。

我的继任者还需要具备一个特别的优势：有能力摆脱企业衰退的基本因素，即**傲慢，官僚主义和自满**。当这些企业癌症扩散，即使是最强大的公司也会摇摇欲坠。能够证明这个观点的例子非常多，但为了保持友谊，我将仅仅从那些遥远的过去寻找案例。

在巅峰时期，IBM，通用汽车(GM)，西尔斯(Sears Roebuck)和美国钢铁(U.S.Steel)位居各自行业榜首。它们的实力看上去无懈可击。但是我上文所谴责的破坏性行为，最终导致它们每一个都陷入了其 CEO 和董事在不久前还认为不可能的境地。事实证明，它们曾经的财务实力和历史上的盈利能力都毫无保护作用。

随着伯克希尔规模越来越大，只有一位警惕而坚定的 CEO 才能够抵御这种削弱的力量。他必须永远不忘查理的请求：**"告诉我我会死在哪里，这样我将永远不会去那儿"**。如果我们丧失了非经济价值(企业文化)，伯克希尔大部分的经济价值也将崩塌。**"高层基调"将是保持伯克希尔特殊文化的关键。**

幸运的是，我们未来的 CEO 们成功所需要的结构已经稳固到位。目前伯克希尔存在的非同寻常的权力下放，是官僚主义的理想解药。从运营的角度看，伯克希尔不是一家大公司，而是一个大公司群。在总部我们从未设立委员会，也从未要求我们子公司提交预算(虽然许多公司将其作为重要的内部工具)。我们没有其他公司认为理所当然的法律办公室或各种：人力关系，公共关系，投资者关系，战略，并购，但凡你想得起来的部门。

当然，我们确实有一个积极的审计职能；没道理成为一个积累问题的傻瓜。然而，在不同寻常的程度上，我们相信我们的经理们会以敏锐的管理意识来管理他们的运营。毕竟，在我们收购他们企业之前，他们就是这么做的。此外，除了偶尔的例外，我们的信任产生的结果，相比于一连串指令，无尽检查，层层官僚机构所取得的成绩更好。如果位置颠倒的话，查理和我尝试以我们所希望的被对待的方式，和我们的经理们互动。

7，我们的董事认为，我们未来的 CEO 们应该来自伯克希尔董事会已经逐步熟悉的内部候选人。我们的董事还认为，新任的 CEO 应当相对年轻，所以他或她才能够长期工作。如果伯克希尔的 CEO 们平均领导的时间超过十年，那么伯克希尔将运营的最好。（很难教会一只新狗老把戏。）并且他们也不可能在 65 岁退休（或者你已经注意到了什么吗？）

在伯克希尔企业并购和为伯克希尔量身定制的大型投资行动中，重要的一点是，我们的交易对手都必须熟悉伯克希尔的 CEO，并对其感到满意。建立这种信任并且巩固关系需要时间。然而，回报可能是巨大的。

董事会和我都相信，我们现在有合适的人选来接替我担任 CEO，一位准备在我死后或者辞职第二天就接手这份工作的继任者。在某些重要的方面，这个人将做得比我现在做的还要好。

8，对伯克希尔而言，投资总是非常重要的，将由多位专家处理。他们将对 CEO 报告，因为他们的投资决策，在很大程度上需要和伯克希尔的运营和收购计划相协调。不过，总体而言，我们的投资经理将享有很大的自主权。在这方面，我们未来几十年将处于良好的状态。Todd Combs 和 Ted Weschler，他们都在伯克希尔的投资团队工作了多年，在所有方面都是一流的，在评估收购方面能够给予 CEO 特别的帮助。

总之，在查理和我离开舞台之后，伯克希尔将被完美地安置。我们有正确的人选，正确的董事们，经理人们以及这些经理人们潜在的继任者。另外，我们的文化深深地根植于他们队伍之中。我们的系统也是可再生的。在很大程度上，好和坏的文化都是自我选择使自己永存。出于很好的理由，那些拥有与我们类似价值观的企业所有者和运营经理人，将继续被伯克希尔作为独一无二的和永远的家所吸引。

9，如果我没有向另一个让伯克希尔与众不同的关键支持者们致敬，那我就是失职的，他们就是我们的股东。伯克希尔的确拥有一个不同于任何其他大型企业的所有者基础。这个事实在去年年会上得到了充分的证实，当时股东们收到一项代理决议：

决议：鉴于公司拥有的资金超过其所需，并且因为股东们不像巴菲特那样是亿万富翁，董事会应当考虑支付有意义的年度股息。

该决议的发起股东从未出席会议，所以他的动议没有被正式地提出。尽管如此，代理决议投票已经被统计完毕，并且富有启发性。由相对少数股东持有，每个股东都有很大的经济利益的 A 股股东，在分红问题上不出意外地投了"反对票"，比例约 89 比 1。引人注目的投票是我们 B 股股东的投票。他们的数量多达数十万，甚至可能超过 100 万，他们投的反对票数是 660,759,855 票，赞成票是 13,927,026，比例约 47 比 1。

我们的董事们建议投反对票，但公司没有通过其他方式试图影响股东。尽管如此，98%的有投票权的股份实际上投票说，"不要给我们红利，而是将所有收益再投资"。让我们大大小小的股东跟我们的管理哲学保持一致，这既是了不起的，也是非常有益的。

有你们做合伙人，我真是个幸运的家伙。

沃伦·巴菲特

副董事长的思考：过去和未来

致伯克希尔·哈撒韦所有股东：

我近距离地观察了伯克希尔过去 50 年在沃伦·巴菲特领导下不同寻常的成功。现在看上去是合适的时候，让我独立地补充，不论他本人会做出何种的纪念性评论。我将尝试着做 5 件事情：

- 1，描述其管理体系和政策，使得一家注定失败的小型纺织品企业，转变成现在强大的伯克希尔。
- 2，解释管理体系和政策是如何形成。
- 3，在某种程度上解释为什么伯克希尔做得如此之好。
- 4，如果巴菲特很快卸任，预测不同寻常的好结果是否会保持。
- 5，思考伯克希尔过去 50 年取得的巨大成就是否对其他地方有所启示。

巴菲特领导下的伯克希尔的管理体系和政策(这里统称为"伯克希尔体系")很早就固定下来，描述如下：

- 1，伯克希尔将是一个多元化的企业集团，它仅会拒绝那些无法做出令人满意预测的业务类型。
- 2，母公司几乎所有的业务，都将通过独立子公司运营，这些子公司 CEO 们将会拥有极大自主权。
- 3，企业集团的总部几乎没有任何东西，只有一个小办公室套间，一位董事长，一位 CFO 以及数位助手，他

们主要帮助 CFO 进行审计，内部控制等工作。

4，伯克希尔子公司总是把财产意外险公司放在显著位置上。这些保险子公司作为一个集团，预计将适时产生可靠的承保收益，同时产生大量的"浮存金"(来自未支付的保险负债)用于投资。

5，不会有显著的系统性的人事制度，股票期权制度，其他激励制度，退休制度等，因为子公司将有他们自己的制度，而各个子公司之间的制度通常是不同的。

6，伯克希尔的董事长只会为自己保留很少的工作：

i，他将管理几乎所有的证券投资，这些投资通常放在伯克希尔的保险子公司中。

ii，他将任命所有重要子公司的 CEO，并确定他们的报酬标准，并从每个人那里获得继任者的私人推荐人选，以防突然需要继任者。

iii，在子公司增强其竞争优势之后，他将配置子公司富余的大部分现金，理想的配置是使用这些现金去收购新的子公司。

iv，如果子公司 CEO 有任何需要，他将立即能够被直接联络到，几乎不需要额外的渠道。

v，他将在他的年度报告中撰写长篇的，有逻辑的，有用的信件。如果他只是一个被动持有的股东，他会希望这封信是什么样子。并且他将能花几小时的时间，在年度股东大会上回答股东的问题。

vi，他将努力成为一种文化的典范。这种文化将在很长一段时间为客户、股东和其他在职者提供良好的服务，无论在他卸任前后都是如此。

vii，他的首要任务将是预留大量时间安静地阅读和思考，特别是那些可能提高他的决策的学习，不论他变得多老。

viii，他将花费许多时间热情地欣赏他人所取得的成就。

7，新的子公司将通常用现金收购，而不是新发行的股票。

8，只要每一美元的留存收益能够为股东创造多于一美元的市场价值，伯克希尔就不会支付股息。

9，在收购新子公司时，伯克希尔将寻求以合理的价格购买一家董事长能够完全理解的好生意。伯克希尔还希望被收购公司拥有一位优秀的 CEO，他有望长期留任，并能在不需要总部帮助的情况下，很好地管理公司。

10，在选择子公司的 CEO 时，伯克希尔将努力确保其有诚信，有才能，有活力并热爱其所在企业 and 环境。

11, 作为重要的优先行为, 伯克希尔将几乎永远不会出售子公司。

12, 伯克希尔几乎不会将子公司的 CEO 调配到其他不相关子公司任职。

13, 伯克希尔永远不会仅仅因为年龄问题就迫使子公司的 CEO 退休。

14, 伯克希尔将几乎没有未清偿债务, 因为它试图保持: (i)在任何状况下几乎完美的信誉; (ii)当出现不同寻常的机会的时候, 容易获得可以调配的现金和信贷。

15, 伯克希尔总是对潜在的大公司的卖家很友好。提供这样的业务将快速获得伯克希尔的报价。如果此报价没有促成交易的话, 除了董事长和伯克希尔的一两个人, 没人会知道这个提议。并且他们将永远不会将此事告诉局外人。

伯克希尔体系的要素和它们聚集的规模都是如此不同寻常。据我所知, 没有任何一家大型企业具备这种要素的一半。伯克希尔是如何恰好拥有一个如此与众不同的企业性格的呢?

嗯, 巴菲特, 即使当年轻有 34 岁就控制了伯克希尔约 45%的股份, 并且完全被其他大股东所信任。他能够建立任何他所想要的系统。并且他也做到了, 他创造了伯克希尔体系。

几乎每个要素的选择, 都是因为巴菲特相信, 在他的领导下, 它将有助于伯克希尔成就的最大化。他并没有试图为其他的企业创建一个都适用的系统。事实上, 伯克希尔的子公司们并不需要自己的运营中使用伯克希尔的系统。而且即使采用不同的系统, 一些公司也很繁盛。

巴菲特设计伯克希尔体系的时候的目标是什么?

嗯, 这些年来我总结出几个重要的因素:

1, 他特别希望从他自己开始, 不断最大限度地发挥体系中最重要人员的理性, 技能和奉献精神。

2, 他希望在任何地方都能取得双赢的结果, 比如说, 用忠诚待人的方式来获得忠诚。

3, 他希望做出最大化长期结果的决策, 通常从任职时间足够长并承担决策后果的决策者那里寻求答案。

4, 他希望尽最大限度地减少来自总部庞大官僚机构几乎不可避免的负面影响。

5, 他希望像本杰明格雷厄姆教授那样, 亲自为传播智慧做出贡献。

当巴菲特开发伯克希尔体系的时候, 他是否预见到了所有后来发生的好处? 并没有。巴菲特通过不断实践的进化, 偶然获得了一些好处。但是, 当他看到有用的结果时, 他强化了它们的成因。

为什么伯克希尔在巴菲特的领导下表现得如此出色？

我只想到四大因素：1，巴菲特自身的建设性特质。2，伯克希尔体系的建设性特质。3，好运气。4，一些股东和其他崇拜者(包括一些媒体人士)，异常强烈且富有传染性的忠诚。我相信这四个因素都存在且都有帮助。但是沉重的负担是由建设性的特质，不寻常的忠诚，和他们的互动关系所承载的。

特别是巴菲特决定将他的业务类型限定于少数几类，并最大限度地专注于这些业务，并坚持这样做了 50 年，这是一个 lollapalooza 效应的结果。巴菲特的成功和 Roger Federer 成为网球高手的原因是一样的。

事实上，巴菲特使用了著名篮球教练 John Wooden 的赢球方法。Wooden 在学会将所有的上场时间分配给他最好的七名球员之后，经常获胜。采用这种方式，对手总是面对他最好的球员，而不是次好的。并且，随着额外的上场时间，最好的球员比正常情况下提升更多。

而巴菲特的情况远远超越了 Wooden，因为在他的情况下，技能的练习集中于一个人而不是七个，50 年来随着年龄的增长，他的技能不断提升，而不是像篮球运动员那样不断退化。

此外，通过将如此多才华和权力集中在重要子公司长期任职的 CEO 身上，巴菲特也创造了强大的 Wooden 式效应。并且此类效应提高了 CEO 的技能和子公司的业绩。然后，随着伯克希尔体系授予更多子公司及其 CEO 所渴望的自主权，以及伯克希尔变得成功且著名，这些结果吸引更多更好的子公司和更好的 CEO，加入到伯克希尔大家庭。而更好的子公司和 CEO 需要总部更少的关注，这创造了一个通常被称为"良性循环"的局面。

伯克希尔将财产意外险公司作为重要的子公司的结果有多好？不可思议地好。伯克希尔的雄心是无比强烈，即使如此，它依然得偿所愿。财产意外险公司通常投资于价值与股东权益相当的普通股，伯克希尔保险子公司皆是如此。在过去 50 年里，标普 500 指数每年提供约 10% 的税前收益，创造了重要的推力。

并且，在巴菲特时代早期的几十年里，伯克希尔保险子公司内的普通股表现大幅地超越指数，正如巴菲特所期待的那样。后来，当伯克希尔庞大的持股规模和税收考虑，导致超越指数部分的回报变得不再重要时(或许不是永远如此)，其他更好的优势出现了。阿吉特·贾因从零开始创造了一个庞大的再保险公司，产生了巨量的"浮存金"和大量的承保收益。整个 GEICO 保险并入了伯克希尔，随后 GEICO 的市场份额提高为原来的四倍。还有，其他的伯克希尔保险业务也大幅度地提高，这主要得益于企业的声誉优势，承保纪律，寻找并留在良好的利基市场，并招募和留住优秀的人才。

后来，随着伯克希尔几乎独特且相当可靠的企业个性和庞大的规模，变得广为人知，它的保险子公司获得并抓住了许多其他公司无法获得的有吸引力的机会，去购买非公开发行的有价证券。这些有价证券的大多数具有固定的到期期限，并产生良好的投资回报。

伯克希尔在保险领域取得的惊人成绩并非天生的。通常情况下，即使管理得当，意外险业务也会取得平庸的业绩。这样的业绩几乎没有什么助益。伯克希尔的更好业绩是如此惊人地巨大，以至于我认为，如果巴菲特现在回到一个小公司重新开始，都难以再次创造它，纵使巴菲特保持他的智慧并且恢复年轻。

伯克希尔因为成为多元化的企业集团而遭遇困境了吗？没有，更广泛的业务范围，有效的扩大了它的投资机会。并且，巴菲特的技能避免了其他地方常见的负面影响。

为什么伯克希尔倾向于用现金购买公司，而不是自己的股票？嗯，很难用任何其他东西来换取伯克希尔的股票，这些东西的价值无法和放弃的伯克希尔股票一样高。

为什么伯克希尔收购的非保险业务对伯克希尔的股东来说效果非常好，而通常此类收购对于其他收购方的股东而言却不利？嗯，从收购设计上来说，伯克希尔有方法论上的优势，以补充它更好的机会。它从未在像"收购部门"那样在压力下进行收购。并且它从不依赖于"顾问"的建议，那些建议肯定会对交易产生偏见。而且巴菲特从不盲目自信，正如他过度低估了自己的专业知识，而他比大多数公司高管更清楚什么在商业中有效，什么无效，这得益于他作为一个被动投资者的长期经验。最后，即使伯克希尔获得了比其他公司更好的机会，巴菲特也经常表现出异于常人的耐心等待，很少购买。举例说来，在控制伯克希尔的前十年里，他看着一个公司(纺织)走向死亡，两家新公司进入，净增一家公司。

在巴菲特的领导下，伯克希尔犯了哪些重大错误？嗯，虽然主动犯下的错误很常见，但几乎所有巨大的错误都是没有购买，包括没有购买沃尔玛的股票，而这笔投资肯定会非常成功。错过的错误非常重要的。如果伯克希尔抓住几次机会，其账面价值至少会多出 500 亿美元，但它还不足够聪明，无法将其视为几乎确定的事情。

在我清单上倒数第二项任务是：预测如果巴菲特很快离开，伯克希尔是否会继续取得不同寻常的好业绩。答案是肯定的。伯克希尔在其子公司中拥有许多基于长期竞争优势的商业势头。另外，其铁路和公用事业子公司在新的固定资产投资上提供大量令人满意的机会。而且其旗下许多子公司正在进行明智的"补强型收购"。

如果大部分的伯克希尔体系仍保持原样，那么现在所展现的势头和机会是如此巨大，以至于即使(1)巴菲特明

天离开；(2)他的继任者都是能力平庸的人；(3)伯克希尔不再收购大型企业，伯克希尔也将几乎肯定会在很长一段时间内优于一般的企业。

但是，在这个巴菲特很快离开的假设之下，他的继任者不会是"仅有平庸能力"的人。例如，Ajit Jain 和 Greg Abel 是已经证明他们表现的人，他们的表现可能将会被低估的描述为"世界级"。如果让我选择描述，我会用"世界领先"。在一些重要的方面，他们中每一个都是比巴菲特更好的企业管理者。并且我相信 Jain 和 Abel 都不会(1)离开伯克希尔，不论其他人开价如何；(2)希望伯克希尔体系大幅改变。

我也不认为，对新企业的理想收购将会随着巴菲特的离开而结束。鉴于伯克希尔规模如此庞大，以及激进投资主义时代到来，我认为一些理想的收购机会将会来到，并且伯克希尔的 600 亿美元现金将有益地减少。

我最后的一项任务是思考，伯克希尔过去 50 年取得的巨大成绩是否对其他方面有所助益。

答案显然是肯定的。在巴菲特的早期，伯克希尔面临一个艰巨的任务：将一个小笔资金变成一个巨大而有用的企业。它通过避免官僚主义和长期依赖一位深思熟虑的领导人的方式，解决了这个问题，因为他不断改进，并且吸引了更多像他一样的人。相比之下，典型的大公司体系中，总部有很多官僚机构，CEO 在大约 59 岁入职，此后很少停下来安静思考，且很快因固定的退休年龄而被迫离职。

我相信，伯克希尔体系的版本应该被其他地方更频繁地尝试，官僚主义最糟糕特征应该更频繁地被像癌症般对待。George Marshall 创造了一个修正官僚主义的好例子，当时他从国会获得了无视资历选择将军的权力，从而帮助赢得了二战。

谨此陈辞

查理·芒格

伯克希尔股东大会实录 2015

2015 年 5 月 2 日 CenturyLink 会议中心 4 万人+

开场白

巴菲特：谢谢。谢谢。谢谢。我是沃伦；这是查理。他能听到。我可以看到。所以我们一起工作。(笑声)

几分钟后，我们将进入问答环节，并遵循与往年相同的程序。但首先，我想做几个特别的介绍。我想从约翰·兰迪斯(John Landis)开始。约翰是弗洛伊德·梅威瑟之战(Floyd Mayweather fight)的导演、策划者等等。如你所知，约翰导演了《来到美国》(Coming to America)、《动物之家》(Animal House)，我特别喜欢的是《颠倒乾坤》(Trading Places)。如果你还没看过一定要看。有丹·艾克罗伊德(Dan Aykroyd)，艾迪·墨菲(Eddie Murphy)，还有查理最喜欢的杰米·李·柯蒂斯(Jamie Lee Curtis)。(笑声)这是一部真正伟大的电影。它让拉尔夫·贝拉米(Ralph Bellamy)和唐·阿梅奇(Don Ameche)复活。唐·阿梅奇找不到了。我们把灯打开了吗——我们能把灯打开照到 John 吗？他应该就在下面。好吧，John，谢谢你，谢谢。他值得这一切，他现在来参加会议了。我们真的很感激。(掌声)

我我要特别感谢的是一位 30 岁的年轻女士，她家里有一个 1 岁半的孩子，在来自我们不同公司的数百人的帮助下，她成功举办了整个活动，她就是卡丽·索娃(Carrie Sova)。我希望 Carrie 在这里，我们可以向她表示感谢。(掌声)几个月前，当她已经筹备这次会议时，我对 Carrie 说，"我想如果我们有一本纪念册就好了，就像 50 年的回顾。你介意在这几个月的空闲时间里，在你组织会议的时候，整理出一个册子吗？"她整理了一本我认为非常棒的册子，我们在外面可以看到。我们原以为印了 15000 本，但我们昨天卖了 5000 本，就没了。但这确实是伯克希尔的一段美好历史。这完全归功于 Carrie，因为她把这些放在了一起。所以我想亲自感谢她，我希望你们也能感谢她。

现在，我们将在 3:30 召开年度会议，届时我们将对董事进行投票，但你们中的许多人届时不会在这里，尽管我们这里将座无虚席。我应该提一下，在 CenturyLink 这里，所有多余的房间现在都坐满了。我们在希尔顿酒店有大宴会厅和第二宴会厅可能还剩下一些座位。所以，如果你在 CenturyLink 找不到座位，至少在希尔顿酒店试一试。我们已经订了所有我们可能预定的房间，但我想这次的出席人数可能比座位多。

我想介绍一下董事们，就像我说的，你们将在 3:30 之后对他们进行重选投票。如果他们站起来，把你们的掌

声保留到最后，如果你愿意，你也可以把掌声保留到最后。(笑声)我们将按字母顺序进行。当然，你已经见过查理了，但我们将从霍华德·巴菲特、斯蒂芬·伯克、苏珊·德克尔、比尔·盖茨、桑迪·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、汤姆·墨菲、罗恩·奥尔森、沃尔特·斯科特和梅丽尔·威特默开始。他们是一群伟大的董事。(掌声)

我们失去了一位伟大的董事，Don Keough，我 55 年前的邻居。他当时是一名咖啡销售员，为奥马哈附近的人推销黄油坚果咖啡。他负责播报布拉斯加州的足球比赛，并在 1950 年左右在 WOW 上有一个 15 分钟的广播节目。紧随其后的是一个名叫 Johnny Carson 的人，他有另一个 15 分钟的节目。当我在后来的几年里见到 Don 时，他总是说，“那个叫 Carson 的家伙怎么了？”(笑)Don 几周前去世了，但我们非常感谢他的妻子 Mickie Keough 和我们在一起，所以让我们为米基·基奥鼓掌。Mickie，你能站起来吗？(掌声) Mickie 几乎把我们的孩子养大了，所以如果我的孩子他们有任何缺点，就和 Mickie 谈谈。(笑声)

一季度业绩

好的。刚刚我们有一张与我们的季度收益有关的幻灯片。我们昨天下午发布了这些，没有什么特别值得注意的。BNSF 铁路去年做得非常好，不仅在收入方面，而且在各种绩效指标方面，在列车速度和准点率方面，所有你能想到的。你知道，我们去年落后了，在年初，我们花了很多钱，更重要的是，花了很多努力，让铁路像它应该的那样运营。在第一季度，这些努力得到了回报。我们获得了市场份额的提升。与其他铁路公司相比，我们的收入大幅提高，所以，你知道，我们让火车运行起来了。我们将花很多钱来确保我们变得更好。但进步是巨大的，我要感谢 Matt Rose 和 Carl Ice 的非凡表现，让我们的铁路以应有的方式运行。所以谢谢 Matt 和 Carl。(掌声)

股东问答开始

好的。我想我们已经准备好继续提问了。我们会像以前一样处理它。我们从记者开始，然后是分析师，然后是观众，我们一直这样到中午。在那个时候，我们会休息大约一个小时，然后我们回来重复这个程序。在我们回答了 48 个或 54 个问题之后，我们让所有问题都从现场观众提出来。我们有很多区域，人们通过抽签被选中，亲自提问。但我们从第一位女性开始，她在 60 年后从《财富》杂志退休，创下了时代公司(Time Inc.)的最长工作时间纪录，她是我多年的朋友，在我看来，她是世界上最好的纸媒商业记者，卡罗尔·卢米斯(Carol Loomis)。伙计们，别吝啬你的掌声。(掌声)

卡罗尔·卢米斯：我将按照惯例做一个非常简短的演讲。两个月来，我们三个人一直收到问题，而且问题很

多。沃伦和查理不知道我们的问题是什么，其中一些问题非常棘手。沃伦说得对，我通常不会对他们心慈手软。我们很抱歉，我们收到了数百个问题，如果我们没有选择你的问题，我们很抱歉，但这并不意味着这不是一个好问题。只是我们的能力有限。

1、为克莱顿家园免受高息贷款指控辩护

卡罗尔·卢米斯：第一个问题来自德克萨斯州 Timpson 市的 Frank Gifford，是一名旅行摄影师。他的问题很难回答。他说："我已经做了 15 年的股东，但我现在感到胃有点灼热。"直到最近，我还认为伯克希尔是一家有道德的公司，通过 BNSF 和 ACME Brick 造福社会。"这里他提到了两家总部位于他家乡的伯克希尔公司。现在有两点对这种观点提出了质疑：一是《西雅图时报》(Seattle Times)关于我们克莱顿之家(ClaytonHomes)子公司掠夺性行为的报道。克来顿对这篇文章的回应主要是陈词滥调，不愿回答问题，所以我不得不假设故事中的事实是正确的。我想提到的另一点是我们与 3G 资本不断发展的合作关系。我怀着厌恶的心情卖掉了我的蒂姆·霍顿(Tim Horton)股票，随后 3G 挖走了 20%的公司员工，让这家运营良好的公司陷入了垃圾级境地。3G 进行的其他收购则更为残酷。你和查理发表了很多关于维护伯克希尔声誉的声明，你们也避免了烟草和赌博等反社会投资。多年前，你努力维持伯克希尔纺织厂的运转，这表明你曾经渴望用同情心来平衡资本主义。"我无法为克莱顿或 3G 的做法提供道德理由，我想知道你怎么能做到这一点。"

巴菲特：好的。让我们先谈谈克莱顿的文章，因为其中有一些重要的错误，但我认为最好是回到抵押贷款发生的情况，以及为什么克莱顿遵循一种模式。实际上，在房屋建筑和抵押贷款业务中，这是典范和非凡的。如果你回顾 2008 年结束的房地产泡沫，其中一个最大的问题，实际上，可能是最大的原因，是抵押贷款持有人与抵押贷款发放人和房屋建筑商完全分离了。换句话说，房屋建筑商建造了一座房子，然后卖掉它，获取利润，就是这样。他把它卖给谁并没有多大区别。

抵押贷款发起人会发起一项抵押贷款，然后将其打包，证券化，并经常在各地出售，甚至在世界各地。因此，成千上万英里之外的人们与原始交易没有任何联系。如果贷款出现问题，抵押贷款发起人不会遭受任何损失。所以我们有两方：一个是与购房者相关的一方，另一个是发放抵押贷款的一方，他们与抵押贷款的实际结果没有任何关系。在克莱顿，我们向所有的房屋买家提供抵押贷款。我们保留了 30 万套住房的大约 120 亿美元抵押贷款。现在，当抵押贷款变坏时，两方都损失了：拥有房子的人损失了，拥有抵押贷款的人损失了。

在我们的例子中，我们有这个利益认同。我们没有兴趣把房子卖给任何人，然后任由抵押贷款违约，因为这对我们来说是净损失。这对客户来说是净损失。就像我说的，大多数房屋建筑商都不是这样。大多数抵押贷款发放者都不是这样。所以，关于抵押贷款规则的可能变化，已经有很多讨论，试图让抵押贷款发起者参与其中。他们谈到他们可能会保留 3% 的抵押贷款或类似的东西，这样他们就会对他们在帐面上的抵押贷款类型感兴趣。

好吧，在很多情况下，**可能在绝大多数情况下，我们保留 100% 的抵押贷款，所以我们和社会有完全相同的利益，就像购房者一样。我们不向那些因贷款而陷入困境的人提供抵押贷款。**

现在，**就房屋价值而言，预制房屋确实冲击了低端市场。在售价为 15 万美元或更低的新房中，70% 是预制房屋。根据 FICO 评分，这些人中许多人没有资格获得政府担保的低息贷款。有些人会，但大多数人不会。**

问题是：你能明智地把钱借给那些有很好的还贷机会的人吗？

克来顿在这方面堪称典范。你知道，一年内大约有 3% 的抵押贷款违约，当他们违约时，我们损失了钱，买房子的人也损失了钱。但 97% 的人没有，如果没有克来顿和其他人提供的融资，这些人中的大多数都不会住在你在大厅看到的那种样板房里。我邀请你出去看看那栋价值 69,500 美元的房子。那栋房子会被运输过去竖立起来，但你必须准备好土地。只需要 69,500 美元，你的房子就可以有电器，有空调，有两个卧室，1200 平方英尺。但考虑到土地和准备工作，你可能会在房子里再额外投入 2.5 万美元，可能总共是 9.5 万美元。但你可以自己判断这是否是一个体面的价值。我知道你们中的大多数人都没有住在 9.5 万美元的房子里，但有很多人渴望住进去。**我们用我们自己的钱，冒着风险帮助他们搬进这些房子。如果我们犯了错，会伤害到他们，也会伤害到我们。**这在金融业是一种非常不寻常的安排。

我读了那个报道，里面有一条，但读完之后，我知道那不是真的。我的意思是，作者显然不了解背后的事。我想把它放在幻灯片上，上面写着："克来顿的另一位高管在 2012 年的一份声明书中说，2006 年至 2009 年间，克来顿在阿肯色州出售的房屋的平均利润率为 11,170 美元，约为房屋平均售价的 20%。"所以这个家伙引用某人的话说，我们在房屋销售上获得了 20% 的利润。好吧，我知道那是胡说八道，所以我找到了声明书。我把声明书读了三遍，在宣誓书里没有这样的陈述。现在，我将在下一张幻灯片中展示所说的内容。它应该在第 6 项中有列出，它说克来顿制造的房屋销售了 2201 套房屋，第 7 项，房屋销售毛利润的 4%，佣金总计 98.3 万美元。那么，如果我们转到下一张幻灯片。我做了一个小算术，**房屋销售佣金是 4%**，如果你用佣金的 25 倍，然后你除以

家庭的数量 2201，你会得到 11,170 美元毛利润。所以，宣誓书中的陈述说的是毛利润，而毛利润和净利润不是一回事。我不确定写这个故事的人是否明白这一点。所以我在下一页上写下了其他几家零售商的不同之处。我用梅西百货和塔吉特百货举例。梅西百货的毛利率为 40%，但税前利润率为 8.5%，税后为 5.4%。以梅西百货为例，毛利润是，他们采购沙发或其他东西支付的价格，与他们出售价格的差额。但他们也有支付销售人员、租金、水电费、广告费等各种费用。因此，毛利润和净利润是一回事的想法，你知道，任何懂会计的人都不会犯这样的错误。在我们的特殊案例中，在下一页，那个家伙在声明书中所说的 20%是毛利率，他用的是"毛利率"这个词。但故事的作者把它换成了净利率，我们的净利率实际上是 3%。所以我想指出这个问题的数学原理。

还有一个项目你应该看到，但是我们在克莱顿的每一个零售机构中，我们有一个贷方委员会，它准确地显示了各种贷方愿意做什么，以及他们的条款是什么。我们还有一份表格，我想会放上去的，不到一页纸，上面列出了可供选择的贷款人。在最上面，它基本上是说，你可以去向多个贷款人查询，你可以把申请寄给这些人中的任何一个。我们让人们在底部签名，我在这里看不到，但它是一页纸，上面有多个贷款人可供选择。如果我们在 San Antonio 有一家很大的信贷机构，如果他们愿意的话，我们也会借钱给房子的买家，当地的银行也很大，如果你买了外面的房子，我们会给你一份四到五家贷款机构的名单，可能包括你当地的银行，你可能会选择提供最优惠条件的贷款。所以，我不会对克来顿的贷款条件进行道歉。

我收到人们的来信，以各种方式抱怨我们的子公司。我是说，有些人给办公室打电话，有些人写信。我们有 30 万笔贷款，我可以说，在过去的三年里，我没有接到过任何一方打来的与克莱顿之家有关的电话。此外，在克莱顿，在我们有融资生意的每一个州都受到监管。在过去的三年里，我们接受了州政府的 91 次检查。他们来了。他们看我们的做法。我们确保自己遵守法律。在这 91 次检查中，我认为我们收到的最大一笔罚款是 5500 美元，而我们收到的最大一笔退款是大约 11 万美元。是的，而且，你知道，这些都是受监管的，不仅仅是那些州，还有住房和城市发展部，各种各样的人。

如果可能的话，我们会努力让人们获得联邦住房管理局 FHA 的贷款，因为这是他们能得到的最优惠的贷款。但是，正如我所说，我们的大多数借款人都低于 620 的 FICO 评分。的确，确实有 3%左右的人将在一年内失去他们的房子。但同时，这些人中有 97%的人每月的平均本金和利息支出略低于 600 美元，这足以让他们拥有一套两居室或者三居室，且设备齐全的房子。我邀请你去体验一下。在我看来，克来顿表现得非常好。这篇文章谈到了

30 年期抵押贷款。四年半前，我说过我们不会有 30 年期抵押贷款。所以我们没有，除了 FHA 担保的，当然，它们的利率都很低。

所以，我为克莱顿的管理感到骄傲。我感到自豪的是，今年他们以非常低的成本为大约 3 万人提供了一个非常好的家。这些人中有很人比例的人将在 20 年内还清贷款，他们的房子已经花了他们很多钱，但这基本上是一笔非常划算的交易。我马上就会谈到另一个关于 3G 资本的问题，但我会给查理一个机会，让他说出他想说的话。

芒格：我对克莱顿的抵押贷款业务了解不多，但我肯定知道我们卖出了大量的房屋，我们在整个预制房屋市场中占有很大的份额。大约 50%。这是一件非常有建设性的事情。就我个人而言，我一直想知道为什么预制房屋没有更大的市场份额。这是一种非常有效的方法，可以建造非常实用的房屋。部分原因是，在资本主义制度下，建造者变得如此高效。克来顿现在不是在做一些自身竞争力建设吗？所以，克来顿是经济体中非常有生产力的一部分，但是我们不能让那些借给购买房子穷人的贷款 100%都是成功的。如果为了让丧失抵押品赎回权的比率为零，我们就没办法去正确地经营业务。很多人理应得到别人的信任，但他们却得不到贷款。

巴菲特：是的。违约的主要原因是失业、死亡和离婚。而且，你知道，这种情况也发生在高价房子上，但它更经常发生在那些生活在边缘的人身上。但我不认为这是拒绝给他们贷款买房的理由，尤其是当贷款的结果对这么多人来说都很好的时候。2008 年和 2009 年的经济衰退非常有趣，因为各种各样的证券化交易，那些价值百万数十万美元的房屋的贷款交易，违约率是我们自己的违约率的很多很多倍。拖欠率也是如此。我们目前的拖欠率为 3%。而且，你知道，人们想住在那些房子里，我认为他们应该有这个权利。顺便说一句，几年前我们在这里有几栋房子，我们称它们为“沃伦”和“查理”。“查理”是第一个卖出去的，它卖给了你刚刚看到的电影演职员表上的一位摄影师。你可以和 Matt 核实一下，Matt Mason 对自己四五年前买的房子非常满意。

第二个问题是关于 3G 资本的，我认为，就伯克希尔公司或其他任何公司而言，查理和我从来没有说过，一家公司的员工数量应该超过需求。3G 的人已经成功地建立了非凡的业务。的确，他们进行了一些收购，在这些收购中，经营企业的人比需要的人多得多。有趣的是，在他们将员工人数减少到所需数量后，这些公司做得非常好。

我的意思是，你已经看到汉堡王(Burger King)的增长远远超过了它的主要竞争对手。你已经看到在第一季度 Tim Horton 有一些非常好的经营数据。我不知道有哪家公司有这样的政策，规定我们的员工数量将远远超过我们所需要的。但很多公司最终都陷入了这种境地，如果 3G 收购了一家公司，他们会相当迅速地处理冗员，并在遣散

费方面对员工很好，他们会得到他们所需要的员工人数。我也希望我们的伯克希尔公司的运营人员不会超过他们的需要。当我们购买它们时，它们通常不会这样。你知道，**我们寻找那些管理良好的公司**。如果 3G 发现 100 个人在做 50 个人能做的事，他们就会把它变成 50 个人。我认为这在整个美国商界都是有道理的。查理？

芒格：一种选择就是应该让你的公司有合适的规模、合适的人数。另一种选择就是最终在俄罗斯发生的事情。在那里，每个人都有工作。结果是一些工人说，**"好吧，他们假装付钱，我们假装工作。"**然后整个该死的经济都瘫痪了。当然，我们希望有适当数量的人从事这些工作。

巴菲特：这很有趣。在 1947 年二战后的铁路行业，我认为大约有 160 万人在铁路行业，这是一个糟糕的行业。任何形式的改进都缺乏资金。现在只有不到 20 万人。所以他们已经从 160 万减少到不到 20 万，却可以运送更多的货物，更远的距离，并且在更安全的条件下进行。铁路行业的安全状况有了显著改善。如果有人认为用 60 万人来经营铁路会更好，你知道，这样做你就会有一个糟糕的铁路系统。你不会有像今天这样的东西。

随着时间的推移，资本主义需要效率，我真的对 3G 的人所做的一切表示敬意。好的，乔尼·勃兰特？

2、Van Tuyl 汽车销售中会转向一口价吗？

乔纳森·勃兰特：沃伦，谢谢你邀请我参加这次 50 周年庆典。我有个关于 Van Tuyl 的问题。Van Tuyl 是一家极具效率的汽车经销商，自成立以来，**一直采用传统的讨价还价模式，特别是成功地附加销售了高利润的附加保险和金融产品**。与此同时，至少其他一些汽车经销商，如 CarMax 和 Don Flow，已经采用或正在转向强调固定价格、高透明度和低销售压力的模式。考虑到不断变化的监管环境和不断变化的消费者偏好，Van Tuyl 最终是否需要适应这种新的销售模式，或者你觉得传统的汽车销售方式在未来几十年内是否可行？如果市场需要一种新的销售方式，那么几十年来一直以一种方式成功经营的销售文化转变为另一种方式有多难？

巴菲特：是的。如果需要更改，它将进行更改。我不知道它会朝哪个方向发展。的确，这并不是什么新鲜事，以前就有人尝试过透明的单一价格体系，没有讨价还价等等。我想很多人都想看到这个系统，但当他们真正这么做的时候，它似乎因为某种原因而崩溃了。很多企业都在和客户进行讨价还价，这总是让我感到惊讶。因为人们说他们不喜欢这样，但结果就是这样。**所以 Van Tuyl 会适应客户的需求。**

我们将看到其中一些实验的进展情况。我认为，如果世界朝着这个方向发展，Van Tuyl 也朝着这个方向发展，那就不会有任何问题。但如果五年或十年后，这个系统仍旧一样，我也不会感到惊讶。如果它发生变化，我

也不会完全感到惊讶，但我无法预测结果。我可以预测，Van Tuyl 以及我们随后收购的汽车经销商，他们将成为伯克希尔非常重要的一部分，我认为，就我们在业务中投入的资本而言，他们将获得相当可观的利润。查理？

芒格：嗯，我非常喜欢这次收购，部分原因是我认为我们可以做更多类似的事情。

巴菲特：十年后，当你买一辆新车时，你认为你还会在汽车上讨价还价吗？

芒格：在我的一生中，对改变的抗拒是惊人的。

巴菲特：是的。珠宝行业也是如此。我的意思是，有一些项目比如在房地产领域，一些房地产公司会说，我们只会在你无法讨价还价的地方卖房子。我不确定他们在获得房源和客户方面会怎么做。但人们似乎总是想要讨价还价。如果他们听说一套房子的价格是 20 万美元，除非是一些不寻常的情况，他们不会马上支付 20 万美元。他们会进行报价然后讨价还价。当人们面对一件昂贵的物品时，很多人的自然倾向是讨价还价，他们认为这是理所当然的，所以他们自然会这样做。所以我不确定它会如何变化，但无论朝哪个方向发展，我们都会做得很好。

3、可预测收益的公司特征

股东：嗨，沃伦，查理。很高兴来到这里。这是我第一次来这里，非常幸运我的问题得到了解答。我的问题是：你能说出一家公司的至少五个特征，让你有信心预测其未来十年的收益吗？您是否也可以使用 IBM 作为案例研究，我们如何检查所有这些框？

巴菲特：查理，你的五个是什么？(笑声)

芒格：对于收购企业，我们没有一个放之四海而皆准的体系。他们都不一样，每个行业都不一样，我们也在不断学习。所以我们十年前所做的，我们希望现在做得更好。但我们不能给你一个对你有帮助的公式。

巴菲特：现在，如果你看看 2009 年的 BNSF 铁路公司，或者看看 2014 年的 VanTuyl，我们脑海中会闪过很多想法。但我们脑海中出现的大多数事情都是那些阻止我们继续进入下一步的事情。我的意思是，我们有自己的筛选标准。有很多事情，如果我们在商业中看到它，比如我们正在与谁打交道，都会阻止我们进入下一步。但在不同的行业中，这是非常不同的。我们正在寻找一些我们认为我们已经对五年或十年后的情况有了一些合理的解决方案的东西，这确实会筛选掉很多业务。但这根本不是相同的五个问题就能解决的。

当然，当我们收购一家企业时，我们希望会有一个人把它卖给我们，然后继续为我们经营它，你知道，我们遇到的一个非常大的问题是，我们真的想与这个人合作，并指望他在未来不拥有企业时的行为，就像他们过去拥

有企业时的行为一样。这阻止了相当数量的交易。但我们没有五个筛选条件的清单。或者如果我们有，那就是查理一直瞒着我。(笑声) Becky?

4、芒格支持对 IBM 的投资

Becky: 这个问题是问查理的。它来自 John Baylor。他说，查理，你让沃伦改掉了买烟蒂股的坏习惯。随着科技领域的重大创新，IBM 是否与 1960 年代的那些纺织厂相似？你是否试图说服沃伦放弃收购 IBM？

芒格：答案是否定的。我认为 IBM 是一家非常有趣的公司。当时它完全垄断了 Hollerith machines 穿孔卡片计算器。然后当他们又发明了电子计算时，它又统治了一段时间。当技术变革来临时，人们很少能像 IBM 那样成功地适应。后来他们有了个人电脑 PC，这真是喜忧参半。但我认为 IBM 是一家非常可靠的公司。

我们拥有很多公司，这些公司都有暂时的挫折，或者曾经在某些方面比现在更强大。IBM 仍然是一家巨大的企业，我认为它仍然是一个非常令人钦佩的企业，我认为我们以合理的价格收购了它。

巴菲特：当我们买下它的时候，投票结果是二比零。(笑)

顺便说一句，有一件事我一直觉得很有趣。我们被问到关于我们所拥有的投资的问题，人们认为我们想要通过谈论它们来让它们上涨。你知道，我们没有兴趣鼓励其他人购买我们所拥有的投资。我的意思是，如果它们没有上涨，我们的情况会更好，因为我们或公司可能会在未来购买股票。如果我们明年，后年，后年都是买家，我们为什么要让股票上涨呢？但华尔街的整个心态是，如果你买了什么东西，即使你以后会买更多，或者公司打算回购自己的股票，人们似乎认为，如果第二天、下个周或下个月股价上涨，他们会过得更好，这就是为什么他们喜欢“吹嘘自己的持股”。如果我们谈论我们的持股，从我们的立场来看，我们会对我们持有的所有四个最大的股票持悲观态度，因为这四家公司都在回购他们的股票，很明显，他们回购股票的价格越低，那我们的境况就越好。但人们似乎并不明白这一点。你知道为什么吗，查理？

芒格：沃伦，如果人们不是经常犯错，我们就不会这么富有。(笑声和掌声)

巴菲特：他终于向我解释清楚了。不错。(笑声) 加里？

5、进入保险的“三大奇缘”

加里·兰塞姆：谢谢。在你的信中，查理谈到了伯克希尔在保险业的成功，引用他的话说，“规模大得惊人，我相信如果巴菲特现在回到一个小的规模，同时保持他的智慧和青春，他将无法重建它。”你同意你今天不能重复这

样的成功吗？如果是这样的话，你认为当今保险业的哪些条件会抑制这种表现的重演？

巴菲特：嗯，我有很多、很多、很多的运气，但就保险业务而言，我有三个非凡的运气。

一个是，当我 20 岁的时候，在一个周六，一个叫洛里默·戴维森(LorimerDavidson)的家伙，愿意花四个小时和一个他以前从未听说过的 20 岁的孩子一起，向他解释保险业务。所以我在 20 岁时接受的教育，是我在美国任何一所商学院都无法获得的。那纯粹是运气。我是说，我只是碰巧去了华盛顿。我不知道我会遇到他。我不知道他是否会和我说话，他花了四个小时和我在一起。所以只要记住，这种情况再次发生的可能性是一个因素。

1967 年，我又一次幸运地遇到了杰克·林沃尔特(JackRingwal)，他每年都有大约 5 分钟想要卖掉他的公司，因为他会对一些事情生气，一些他不喜欢的声明或类似的事情。我告诉我的朋友查理·海德(Charlie Heider)，我说："下次杰克有糟糕心情的时候，一定要把他带到我的办公室。"有一天 Charlie 把他带来了，我们买下了国民保险公司。我们不仅不可能晚一天或晚一个小时做到这一点。你知道，那真是太幸运了。

然后我真的很幸运，在 80 年代中期一个周六，一个人走进办公室说，"我从来没有在保险行业工作过，但也许我能帮你一些忙。"他就是阿吉特·贾因(Ajit Jain)。你知道，你能有多幸运？

所以，如果你问我我们是否能在未来再次取得这样的三连胜，我会说可能性非常小。

但商业领域的一切都是对出现的想法保持开放态度，而保险恰好是我能理解的东西。我的意思是，这是在我擅长的领域。如果 Lorimer 跟我谈别的生意，你知道，那不会有任何好处。但碰巧的是，他在解释这一点时引起了我的共鸣。我能听懂他在说什么。当 Jack 出售国民保险的时候，我能理解它是什么。

生活中有很多可怕的意外，但如果你保持开放的心态，让好的意外发生，并躲过坏的意外，你知道，一些好事就会发生。如果你从今天开始算起的话，它可能不会发生在保险业，但可能发生在其他领域。所以，你不可能期望有三个这样的幸运事件同时发生，而且在这一过程中还有更多幸运的事情。但是，我想如果我们重新开始，我们会找到其他的事做。是不是，查理？

芒格：是的。我不认为我们会取得那样的成功。你知道，大多数情况下，我们是去收购很棒企业，并滋养它们。但再保险部门是我们在奥马哈创立的，这是一个庞大的业务。保险对我们来说是完全不一同的。

6、伯克希尔的文化"根深蒂固"

股东：亲爱的沃伦，亲爱的查理。Lawrence 来自德国，在我的祖国，你们两个被视为正直的榜样。在伯克希

尔，文化是其最重要的竞争优势。因此，我的问题是：作为外部投资者，在你离开伯克希尔很久之后，我们如何判断该公司的文化状况？

巴菲特：我认为，在我和查理之后，你对公司文化提出了质疑，这是可以理解的。我不认为你应该感到惊讶，但我认为你会对结果感到非常满意。

文化——我认为伯克希尔的文化与世界上任何一家大公司的文化一样深厚。有趣的是，你来自德国，因为就在三四天前，我们与德国一位名叫 Louis 夫人的女士完成了一笔交易。她和她的丈夫建立了一家公司(Detlev Louis Motorrad-Vertriebs GmbH)。在过去的 35 年里，他们一直致力于发展零售店的业务，与摩托车车主打交道，并精心建立了这项业务。Louis 夫人的丈夫几年前去世了，她想把公司卖给伯克希尔，在德国这笔收购是以一种迂回的方式发生的，而且，你知道，这在 30 或 40 年前是不会发生的。

确实如此，伯克希尔的一个重要部分是拥有一种明确定义的、根深蒂固的文化，这种文化贯穿于母公司和子公司，甚至反映在我们的股东身上。而且，你知道，当你有 97%的股东投票说我们不想分红时，我不认为世界上还有另一家这样的公司，所以我们的董事签署了(不分红)协议。而且，我们的行为始终如一。有些人喜欢当董事，因为他们希望一年出席四次就能获得 20 万美元或 30 万美元的年薪，但我们没有这样的董事。**我们的董事认为这是一个很好的管理机会，他们希望自己通过在市场上自己购买股票来代表自己的所有权，就像你一样。**

所以我们试图以各种可能的方式明确和定义这种文化，多年来，它得到了极大程度的强化。加入我们的人都相信它。回避我们的人不相信它，所以它是自我强化的。我认为保持下去并更加强大这几乎是板上钉钉的。因为一旦查理和我离开了，就会很清楚，这不是我们个性的力量，而是制度化的力量，你知道，没有人会怀疑它会在未来的几十年里继续下去。查理？

芒格：嗯，正如我在年度报告中所说，我认为伯克希尔在我们离开后会做得很好。事实上，以美元计，它的业绩表现会好得多。但是，就百分比而言，它永远不会以我们早些年速度增长，这没关系。生活中还有很多比拥有伯克希尔的资产和增长率放缓更糟糕的悲剧。

巴菲特：说出一个。(笑声)

芒格：沃伦和我的未来不就是吗？(笑声)

巴菲特：好的。是啊。应该说，**文化就是伯克希尔的一切**。如果你遇到一种糟糕的文化，你知道，所罗门的

事情就在前面电影里，我们很难把所罗门变成伯克希尔。我认为我们做不到，查理。

芒格：我认为华尔街从来没有人会这么做。

巴菲特：不。这是一个不同的世界。无论如何，这并不意味着伯克希尔是一座修道院。我可以向你保证，查理和我，以及我们很多很多的经理人，还有组织这次会议的 Carrie Sova，他们更关心的是为伯克希尔做好工作，而不是自己从中得到什么。而且，你知道，和这样的人一起工作很棒。安德鲁？

(Detlev Louis Motorrad-Vertriebs GmbH 成立于 1938 年，是一家德国摩托车装备和服装供应商。创始人 Detlev Louis 是一名摩托车赛车手，1938 年在德国汉堡接手了一家小型摩托车修理厂，经过几十年的努力，1960 年代，已经发展成德国最大的摩托车业务公司。1970 年代，新的商业伙伴京特阿尔布雷希特加入，该公司在两大业务领域更上一层楼：扩大实体店的规模，同时增加邮购业务。1980 年代，Detlev Louis 的妻子 Ute Louis 以及他们的儿子 Stephan Louis 也加入了公司，这个团队又把公司的业务提升到了一个新的水平：构建覆盖德国全境的店铺网络。1981 年，先后在汉诺威、柏林、杜塞尔多夫以及雷根斯堡等城市开设店铺，1989 年，店铺总数达到 18 家。1986 年，邮购业务进一步壮大，推出了种类齐全、长达 357 页的配件和服饰商品目录，其中一些是在 Ute Louis 的帮助下在公司内部设计完成的。1991 年，在汉堡建立了一个庞大的物流中心，到处都是自动化的设备和传送装置。1996 年，把摩托车销售业务剥离出来，集中整个公司的资源来推销服饰和摩托车配件。当年，邮购目录已经增加到 600 页。1997 年，开始经营线上业务，此时不断扩张的产品系列已涵盖 3 万余种产品，包括日常的摩托车维修配件。1998 年，柏林的新 Louis GIGA Store 建立了一个巨大的摩托车“体验世界”，拥有 1700 平方米的建筑面积，向游客敞开大门。此外，在 4 个国家有超过 80 家连锁店铺，在德国各地门店被重新设计为更宽敞的“MEGA SHOPS”和“GIGA Stores”。销售业绩节节攀升，公司超过 2/3 的订单都来自线上。2002 年起，公司开设 Louis 学院用于员工培训。公司在几乎无负债的前提下创造了庞大的现金流，各项财务指标都十分亮眼：在 2008 年后经济衰退期，仍旧保持了 2.5 亿美元左右的稳定年收入；营业利润率接近 20%，股本回报率超过 30%。公司保持了稳定持续的销售增长，并顺利进军网络零售领域，体现出显著的品牌优势。公司的产品科技含量低，公司业务在易于理解的同时也避免了技术颠覆或淘汰的风险。从 1996 年放弃了摩托车销售业务，专注于销售服饰和摩托车配件等必需品以后，他们不断研发符合人体工程学，最新材料和制造水平的产品；随后通过实体店、邮购以及网络等多种途径推销所有产品。不断拓展的国际市场，公司对员工和消费者的优待换来了宝贵的忠诚：重视员工这一点在其培训学院中体现得十分明显，而重视消费者则可以从其稳定扩张的产品系列中看出端倪。公司是在一个小众利基市场中运行的，没有吸引很多大型的、强劲的对手同台竞技。摩托车制造商专注于摩托车销售，而不是专用配件和零部件业务上。公司的存在恰恰巩固了骑行者文化，在红海中创造了一个蓝海市场。2012 年，Detlev Louis 去世，妻子 Ute Louis 在考虑出售家族企业时，通过财务顾问齐波拉·库普费尔贝格联系了一名美国的财务顾问，后者的父亲是巴菲特多年的老朋友，巴菲特向 Ute Louis 介绍了伯克希尔对收购公司的选拔标准，并做出坚定不移的承诺：维持公司现有的运作、人员、战略以及资本结构，总部所在地保持不变，保留现有的管理团队，并将努力做到永久持有这家公司。巴菲特依靠多年积累的诚实可靠的朋友圈轻松获得了这一投资机会。因为有这种承诺当作补偿，所以卖给伯克希尔通常愿意接受更低的现金价格。路易斯公司，以现金收购价约 4.5 亿美元，销售额的 1.5 倍，账面价值的 4 倍，净利润的 10 倍。为什么伯克希尔一直到 2015 年才来到欧洲收购子公司呢？他长期盘踞美国有两个原因：能力圈原则和被动的收购战略。巴菲特只投资他了解的东西：了解的公司和信得过经理人。伯克希尔的收购惯例一直都是坐等卖家上门，而不是去主动寻找卖家。这样一种战略就必定需要有在美国以外建立起来的各式各样的人际网络。正如巴菲特所言：这是强迫不了的，公司所有者在考虑出售时必须经过深思熟虑。巴菲特这次收购，不过是他一贯投资原则的再次运用。还有美元兑欧元持续升值加持，况且零售品牌更是他熟悉的行业，有多年经验的积累，行业信息也客观丰富，公司是拥有几十年的稳健经营历史和良好的财务数据，由可靠信任的人推荐，达成交易的方式也依旧如故。Louis 的故事与摩托车从交通工具到收藏品再到精神消费品的演化过程密不可分，摩托车帮助人们与大自然更亲密接触更自由奔放的体验，Louis 则帮助骑士们获得更好的体验。这个演变过程不断验证着创始人 Detlev Louis 的信念：“任何时候都坚信摩托车的巨大潜力”，这种心无旁骛的专注经营显现了智慧的光芒，体现为稳健财务，与时俱进的布局，逆向投入，正直忠厚的价值观，而伯克希尔也是这一理念和品质的长期践行者，他们彼此找到了对方。理解了这一点，就理解了天下没有难做的生意！)

7、对糖的健康担忧不会阻止可口可乐的增长

安德鲁·罗斯·索尔金：好的，沃伦。这个问题来自纽约市的 Simone Wallace。她写道，在过去的 50 年里，我们伯克希尔的股东实际上一直在长期消费糖，通过直接拥有的公司，如喜诗糖果、冰雪皇后，以及为亨氏提供资金，以及在公开市场的投资，比如今天的可口可乐。然而，随着科学研究的进步，我们作为一个社会，已经越来越认识到更多的糖消费的真实成本，即医疗成本的上升。我们看到人们意识到糖对改变消费者行为的影响。碳酸软饮料的销量正在下降，而专注于超市中心通道的消费品公司正在努力实现有机增长。

我们是否已经看到了消费者看待糖消费行为的转折点？你认为可口可乐的护城河，可能还有亨氏或卡夫的护城河，正在缩小吗？如果不是，你需要什么消息才能确信这是真的？

巴菲特：嗯，我认为这是一条非常宽的护城河，但我认为你所描述的趋势正在发生也是事实。但是，你知道，在世界上每天将有 19 亿份 8 盎司的可口可乐产品被消费，不是可口可乐，而是可口可乐系列产品。

我认为你不会看到任何革命性的东西，我认为你会看到，**所有的食品和饮料公司在发展的过程中，根据消费者表达的偏好进行调整。没有一家公司在忽视消费者的情况下能做得很好。**

但我预测，20 年后将会有更多的人消费更多的可口可乐，在一定程度上比现在更多。早在 1930 年代末，《财富》杂志就曾发表过一篇文章，称可口可乐的增长已经结束。当我们在 1988 年购买可口可乐股票时，你知道，人们对于该产品的增长可能性并不看好。在过去的 30 年里，我坐在这里消耗的卡路里中有四分之一来自可口可乐。(笑声)这并不夸张。我是四分之一可口可乐。不过我不确定是哪个部分。而且，你知道，我认为我对自己所做的事情有很多值得高兴的地方。如果我一辈子都吃花椰菜和抱子甘蓝，我想我活不了那么久。如果真是如此，那么每顿饭，你知道，这就像进监狱什么的。(笑声)查理 91 岁了，他的习惯和我的差不多。他的稍微好一点。

芒格：这是毫无疑问的。在我看来，糖是一种非常有益的物质。它能防止动脉过早软化。(笑声)

在我看来，如果我死得早一点，那就可以避免在疗养院里流几个月口水。(笑声)

巴菲特：事实上，查理和我每顿饭都吃得很开心，除了在我祖父家吃饭的时候，他让我吃那些该死的绿色蔬菜。**很明显，人们的偏好发生了一些变化，尽管这一领域的产品持久性值得关注。**

我相信，在通用食品公司(General Foods)被菲利普莫里斯(Philip Morris)收购前的 1981 年到 1984 年左右，伯克希尔一直是最大股东。你知道，那是 30 多年前的事了，那些同样的品牌经过了菲利普莫里斯管理时期，

他们先把卡夫食品剥离出来，又把卡夫拆分成了两部分(面向北美的卡夫和面向国际的亿滋)。但现在，我们将拥有这些品牌，它们都是很棒的品牌。

亨氏可以追溯到 1869 年。番茄酱诞生晚一点。实际上，在当他们指望着辣根或其他什么的时候，他们破产了。番茄酱是在 1870 年代出现的。可口可乐可以追溯到 1886 年。很有可能会有很多人依旧喜欢这些同样的东西。当我把喝的可口可乐比作有人会在全食超市(Whole Foods)卖给我的东西时，我在全食超市看不到人们脸上的笑容。(笑声和掌声)所以我喜欢我们购买的品牌，安德鲁。好的，格雷格？

8、巴菲特为何青睐本地汽车经销商

格雷格·沃伦：谢谢你，沃伦。我只是想绕回来，补充一下乔纳森关于 Van Tuyl 的问题。这笔交易最吸引你的是什么？是在一个高度分散的行业中进行整合的可能性？还是这将使你能够将一些多余的资本投入其中？或者是在汽车经销商部门的汽车链中的独特定位，因为它不仅涉及汽车销售，还涉及融资保险以及零配件和服务？

我知道查理刚才说他想做更多类似的交易，但你觉得从长远来看，最大的回报将来自哪里？是收购汽车经销商，还是利用全套服务模式固有的优势？

巴菲特：是的。至少据我所知，**拥有大量经销商并没有任何巨大的规模优势**。但经营好的经销商是一项非常好的业务。这是一个本地化的生意。全国有 1.7 万个经销商，如果你让奥马哈的人说出一堆经销商的名字，他们能够说出一堆本地的经销商名字。所以我不认为你能够会提升利润率，特别是，比起拥有 100 个甚至 1 个极好的经销商，拥有 1000 个经销商并不会提升单个经销商的利润水平。因此，我希望我们将购买更多的经销商，但这将基于当地的情况考虑。

我们在经销商身上看到的不是金融业务，我们没有给他们带来任何东西。富国银行的 CEO 约翰·斯顿夫(John Stumpf)今天也来了。我认为他们是美国最大的汽车金融公司。与伯克希尔相比，他们在资金成本方面具有优势。伯克希尔能够以低息借到钱，但我记不清是否在上个季度约翰的负债成本下降了 12 个基点。我们不能像银行那样提供廉价的资金，而银行是贷款的天然贷款人。所以我们不会从事金融业务。

我们将继续寻找经销商，也许是经销商集团，但规模并不会让我们从制造商那里获得购买议价的优势。我们希望我们能很好地经营这些本地业务，并被购买汽车的人视为本地企业，而不是某个大型企业的一部分。所以，我认为你会看到我们购买更多的经销商，但**我不认为你会看到我们在现有的基础上扩大利润率**，除非我们可以更

好地经营当地的经销商。查理？

芒格：是的。Van Tuyl 有一个精英管理体系，在这个体系中，合适的人获得管理权并获得一些股份。所以，这让我想起了 Kiewit 公司，这是一家奥马哈公司，伯克希尔是它总部的租户。Van Tuyl 和 Kiewit 非常相似。它们都有非常成功的文化，我认为他们有一个非常好的发展方向。正确的人正在经营 Van Tuyl。

9、在伯克希尔建立文化和价值观

股东：Stuart Kaye 来自康涅狄格州的 Stamford。我想跟进关于伯克希尔的文化和管理的问题，因为我目前在帮助建立一家名为 Matarin Capital Management 的第五年，我们经常讨论价值观和文化。所以我想从你那里得到一些建议，关于你 45 年前在伯克希尔建立文化和价值观时，你认为有哪些特点。

巴菲特：是的，我认为文化必须来自高层，它必须是一致的，它必须是书面沟通的一部分，你知道，它必须是活生生的，遵循它就会得到奖励，不遵循它就会受到惩罚。然后它需要很长很长的时间才能真正变得坚固。

很明显，如果你继承了一种你喜欢的文化，你会更容易做到这一点，我认为在小公司里更容易。我能想到这个国家的很多非常大的公司，我认为如果查理和我在那里呆上十年，我们就无法取得任何成就。

所以，文化是见微知著的东西。就像你的孩子，你知道，他们看到的是你做了什么，而不是你说了什么，这在企业中是一样的，人们看他们上面的人如何表现，看他们是否朝着那个方向前进。但人们并不都是那样遵守。我们现在有 34 万人为伯克希尔工作，我可以向你保证，有一些人(也许 50 个人，也许 100 个人)今天正在做一些他们不应该做的事情。而你必须做的是，当你发现它时，你必须做些什么修正它。

例如，我不喜欢五年前克莱顿在做 30 年期抵押贷款。我说，"我们不会做 30 年期的抵押贷款，你知道，除非他们有政府担保。"当我们收购 Kirby 时，它有一些我们不喜欢的销售行为，我们尤其不喜欢他们与老年人打交道。所以我们推出了一项政策：如果你超过 65 岁，你买了 Kirby 的产品，但出于任何原因你不喜欢它，在一年内的任何时间，你都可以把它寄回来，并拿回你所有的钱。我鼓励人们如果在这方面有任何问题，可以写信给我。所以培养它要花很多时间。在 GEICO 我们要解决无数的索赔。我可以向你保证，当两个人发生车祸时，他们不会百分之百地对是谁的错达成一致，所以他们可能会离开我们，并在一段时间内不开心。

但我们一直在努力与他人相处，就好像我们的互换立场一样。在我们所有的活动中，查理都是这么建议的，我们也一直在努力遵循这个建议。当然，我们离完美还很远，但如果你继续努力，就会有结果。查理？

芒格：是的。我认为我们做得最好的一件事就是，**我们总是对我们已经知道的事情不满足，我们总是想学习更多。**而伯克希尔，如果沃伦和我，特别是沃伦，一直停滞不前，那将非常可怕。

巴菲特：我愿意学习，你们明白吗？

芒格：**正是我们不断学习的东西让我们成功了，我认为这永远不会停止。**

10、任何一家有经济学家的公司都"多了一名员工"

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自 Mona Dyan。沃伦，这涉及你过去讨论过的关于股票市场总体水平的两个指标。第一个是**总市值相对于美国国民生产总值(GNP)的百分比**，你曾说过，这可能是衡量任何特定时刻估值水平的最佳单一指标。目前这一指标约为 125%。这就是沃伦在 1999 年泡沫破裂前不久谈到这一点时的情况。第二个指标，是你在 1999 年的一次著名演讲中提到的，后来成为《财富》杂志的一篇文章，是**企业利润占国民生产总值的百分比**。你当时说过，在很长一段时间里，这个数字在 **4-6.5%之间**，我相信是从 1951 年到 1999 年。根据 St. Louis Federal Reserve 网站的数据，截至周五，这一比率大约是 10.5%。这远远超出了你所提到的范围。

这两个指标的当前水平是否值得广大普通投资者关注？

巴菲特：是的。好吧，第二个数字，即利润占 GDP 的百分比，可能会引起社会其他阶层的关注，因为它表明美国企业近年来做得非常好。我知道这说明，由于美国的税率和其他一些因素，它有多么可怕的劣势，事实是，美国的企业取得了令人难以置信的繁荣。

第一个比较指标，很大程度上受到我们生活的低利率环境这一事实的影响，这在几年前查理和我几乎是不可想象的。很明显，如果政府债券收益率为 1%，相比政府债券收益率为 5%时，同样利润的价值要高得多。所以问题又回来了。查理在那部电影里谈到了替代方案和机会成本。对许多人来说，机会成本是持有大量债券，而这些债券几乎不支付任何费用。或者持有股票，这些股票正在以历史上相当高的价格出售，但在这样的利率环境下，它们并没有按历史的估值出售。所以，我们生活在一个利率如此低的世界中，我也会从这个背景下看这些数字，问题是这么低的利率会持续多久。它会像日本一样，持续十年又十年，还是会回到我们认为的正常利率？如果我们回到正常的利率水平，那这些价格的股票看起来会相当高。如果我们继续保持这样低的利率，则股票将看起来非常便宜。现在我已经给了你答案，你可以自己选择。(笑)查理？

芒格：既然过去我们不能预测发生的事情和现在存在的事情，为什么有人会问我们对未来的预测呢？(笑声)

巴菲特：是的。顺便说一句，查理和我可以向你保证的一件事是，据我所知或记忆所及，我不记得我们曾经基于宏观因素进行过收购或拒绝过收购。你知道，当交易出现时，我们会谈论交易，但无论是喜诗糖果，还是其他什么东西；我们在一个糟糕的时期收购了伯灵顿北方公司，在一般的经济状况下。

但我们并不关心这个问题，因为我们知道-我们不知道未来 12 个月、24 个月、30 个月宏观经济会是什么样子。我们知道-我们不知道它将会是什么样子。但如果我们购买的是一家打算持有 100 年的公司，那宏观因素如何并没有什么区别。我们要做的是弄清楚随着时间的推移，企业的平均盈利能力可能是多少，以及它的竞争模式有多强诸如此类的问题。所以，人们很难相信。他们以为我们会谈论宏观经济。我们认为任何一家有经济学家的公司，都"多了一名员工"。查理？你能再想出一句我没说的粗鲁的话吗？(笑声)

芒格：嗯，很难超越这一句了。(笑声)

巴菲特：我知道。好的。(笑声)

11、新的铁路原油安全规则对 BNSF 的影响

乔纳森·勃兰特：关于应该采取什么措施来提高原油铁路基础设施的安全性，已经写了很多文章。本周和上个月，联邦监管机构都推出了新的标准。这些新标准包括更厚的油罐、更好的防火措施、电子控制的气动制动器，以及在人口较多的地区限速，以减少人们居住地附近发生脱轨的可能性。铁路协会抱怨说，刹车装置太贵了，而其他人则抱怨说，他们认为淘汰旧油罐车的时间表过长。考虑到油罐车行业对制造和改装能力的限制，以及速度限制对整个铁路网络速度的影响，你认为新规则在效率和安全之间取得了正确的平衡吗？对伯克希尔来说，这些新规定将对 Marmon 的联合油罐车子公司和 BNSF 铁路的运营产生什么影响？您能否向我们介绍 BNSF 计划购买多达 5000 辆自有油罐车的最新情况？这一计划背离了历史上的行业惯例，是什么推动了这一决定？

巴菲特：是的。好吧，你已经问了所有我要问的问题。

但我想这些规则是两天前才出来的？是啊。它们有 300 页。虽然我对这次会议和其他事情没有太多的了解，但我还没有读过这些，尽管我与 Matt Rose 和 Frank Ptak 进行了简短的交谈，他们经营着我们的一家制造和租赁油罐车的子公司。实际上，我们对铁路和油罐车制造和租赁业务的利益可能会在很多方面出现分歧。

很明显，我们对开发更安全的货车感兴趣，国家也有兴趣，我们发现一些我们认为安全的货车实际上比我们想象的更不安全。当然，氯和氨作为一种常见的最危险的载体，我们被要求必须运输，但我们宁愿不运输它。有

些危险产品必须在国内运输，通过铁路运输比卡车或管道运输更合理，其中一些我们不想运输，但我们确实在运输。我想说的是，可能每个人都会对这些规则有些不满，但是你知道，这取决于华盛顿和政府，然后我们根据这些规则运输具有潜在危险的东西。管道运输有它的问题。铁路运输也有它的问题。

这些年来，铁路变得越来越安全。BNSF 铁路在安全方面的数据处于行业领先地位，安全数据一年比一年好。但你还是会有脱轨事件发生，所以你最好有非常安全的罐车来运载它，没有什么完美的。查理？

芒格：是的。很多大公司和成功的公司，如 BNSF 铁路、埃克森(Exxon)和雪佛龙(Chevron)等，它们有很多工程师，他们有很长的历史，试图做到比平均水平更安全，并且它们知道如何做到这一点。这一切都不会改变。如果你拥有这些大公司，却不注意安全，那你就是疯了。我们没有疯，BNSF 铁路的人也没有疯。安全性将不断提高，也应该不断提高。

巴菲特：是的。一直都是，但是也有新的问题。首先，Bakken 地区的原油已被证明比大多数原油更不稳定。

芒格：这并不是真正的原油。它是凝析油，更容易挥发。我的意思是，它几乎被错误的称为原油。

巴菲特：是的。我可能会在明年的报告中写到这一点，BNSF 铁路在大型铁路公司中拥有最好的安全记录。在公用事业方面，伯克希尔能源公司的安全记录是非凡的。我们在伯克希尔能源公司收购的每一家新的公用事业公司，我们都带来了更好的安全统计数据，在 Greg Abel 接手后，它们变得更好了。

芒格：在他们买下管理不善、安全被不当忽视的奥马哈天然气管道后，我们看到那些伯克希尔的员工，夜以继日地工作，以提高安全性。他们不想再发生管道爆炸。

巴菲特：是的。我想我们从 40 多个公司中的最后一名，变成了第二名或第一名。如果我们是第二，那是因为我们的另一条管道是第一名。(笑声)

12、“幸运”地避开了商学院

股东：你好，芒格先生和巴菲特先生。Nirav Patel 来自马萨诸塞州 Haverhill。对于那些试图与有影响力的人建立联系，但却无法接触到顶级商学院校友网络的人，你有什么建议？(笑声)

芒格：让我来回答。我认为你应该尽你所能的做好自己。

巴菲特：查理在这一点上非常老练。(笑声)他的问题是他没有很多校友资源是因为什么？

芒格：没有商学院的培训也能做得很好。我从来没有接受过商学院的培训，你为什么要接受呢？(笑声)

巴菲特：实际上，我想说的是，商学院的培训，特别是在投资方面的培训，在大约 20 年前反而是一个障碍，因为当时他们在鼓吹有效市场理论 EMT。他们告诉你，试图计算出一家公司的价值没有任何好处，因为市场已经有了一个完美的价格。想象一下，你知道，你需要每年支付 30 或 40 万美元来听这些。(笑声)

芒格：你很幸运，避免了很多你已经避免的事情。(笑声)

巴菲特：查理，你觉得你在法学院的训练怎么样？(笑声)

芒格：我有一个女婿，他最近解释了现代唯利是图的法学院(律师事务所)是如何运作的。他说这就像一场吃馅饼比赛，如果你赢了，你就可以吃更多的馅饼。(笑声)

13、铁路事故、保险和伯灵顿北方圣太菲铁路公司

Becky：这个问题是乔纳森·勃兰特刚才问的问题的后续。不过，这是一个适当的后续问题。它来自俄克拉荷马州塔尔萨的 Mark Blakley，他说伯克希尔和 BNSF 铁路面临的一个风险似乎是一场大型铁路事故。最近似乎许多事故都发生在农村地区。然而，也许最坏的情况是，在更大的城市地区发生事故，或英国石油类型的大型事故，这会如何影响 BNSF 和伯克希尔？该公司是否对此类损失进行了保险或保护？

巴菲特：我们的再保险部门实际上对四大铁路公司的投保有非常高的限额。我想我们提供了可能是 15 亿美元左右保额，这是我的记忆，我可能有点偏差。所以你说的这个问题这是毫无疑问的。如果你有一个完全错误的环境，你知道，一列火车上有很多氨或氯或其他东西，你知道，在一些可怕的城市地区，这种可能性总是存在的。但这是可能发生的。你知道，你可能会遇到飞机失事。有些事情的概率很小，但是，如果我们让火车运行数百万英里，年复一年，那就会发生一些事情，就像你知道的，它们以其他所有可能的事故方式发生一样。所以你需要把它最小化。很明显，你在城市里开火车的速度比较慢。他们已经制定了规则。我想他们已经在 10 万人的城镇里把时速降到了 35 英里。那是最高速度。所以你一直在努力变得更安全。

我们在 BNSF 铁路有一些保险，但我们在伯克希尔不需要保险。你知道，我们有能力承受任何损失。所以我们实际上更有可能提供这种保险。我们确实提供了这种保险，但铁路行业不喜欢我们的费率，这是可以理解的，所以他们没有购买。但这并不意味着他们不会在未来的某个时候购买。

我应该补充一件我忘了对乔纳森说的事。我不认为我们会购买 5 千节车厢。我认为我们在旧罐车改造方面会有很多事情要做。我们的 Marmon 业务实际上已经接管了一个新的设施，一旦我们知道改装需要做什么，该设施

将非常努力地工作，我敢肯定，我们将三班倒地改装，可能是我们自己的，也有可能是其他人的。我们将制造新的油罐车。该行业一直在等待，看看在开始之前会有什么政策要求。2015 年第一季度，几乎没有人订购油罐车。还有一些积压订单，但没有新订单，因为我们需要了解相关规定。但我们会非常积极地改装和制造新的列车，历史上铁路公司从未真正拥有过油罐车，这可以追溯到洛克菲勒时代。我认为目前的油罐车租赁模式，比如我们拥有的这种，将在未来继续下去，而不是让铁路公司拥有它们。

14、为什么要在保险子公司周围转移资产？

加里·兰塞姆：我有一个关于保险公司内部公司间交易的问题。在过去的几年里，你遇到过很多这样的情况，包括把 50% 的业务从 GEICO 保险让给国民保险。你对 MedPro 和 Guard 做了类似的事情。你还把一些公司或子公司，比如克莱顿房屋，从 GEICO 保险的子公司转移到控股公司。这似乎比正常情况下的活动要多得多，我只是在问，所有这些活动的主要目的是什么，它可能为您提供什么样的财务灵活性，为什么是现在？

巴菲特：是的。好吧，在伯克希尔，有很多事情可以回答“为什么是现在”，这将由事实来回答，好吧，我们刚刚开始。保险公司的巨额资本属于国民保险公司。所以我们已经通过这些“股份安排”，我们转移了在 GEICO 或 MedPro 或不同公司产生的保费，我们已经将其转移到母公司，因为那里有额外的一层又一层的资本结构，这样做就简单多了。与拥有 50 个或 70 个口袋相比，如果你只有几个主要的口袋来看管它，那它会让所有的钱进行再投资变得更简单。

在保单支付的确定性或任何类似方面都没有真正的变化。通过将大部分资金集中在国民保险公司中，这确实让资金管理工作变得更轻松了一些。所以这不是什么阴谋。我们在 GEICO 中的几家公司，它本身就是 GEICO 旗下的控股子公司。似乎我们应该把它们提升到母公司的层面上，然后放在那里。但我们的一般做法是，让每个子公司都拥有比任何人想象的更多的资本。这可能会导致越来越多的资金集中在国民保险公司中。

15、"50 年后美元将成为世界储备货币"

股东：早上好，沃伦。早上好，查理。David Tollefson 来自明尼苏达州明尼州 Minneapolis 市。目前，美国不是亚投行(Asian Infrastructure Investment Bank)的意向创始成员国，而许多欧洲国家都是。亚投行规模相对较小，但如果这是未来 50 年持续趋势的一部分，这将对美国跨国公司产生怎样的影响？谢谢。

巴菲特：嗯，这是一个我完全不知道的话题，所以让我们希望查理回答。(笑声)

芒格：我知道的比你还少一点。(笑声)

巴菲特：就你的问题而言，我真的向你道歉，但是，你知道，如果我们开始谈论它，我们就是在虚张声势。

你还有第二个问题吗？(笑声)

股东：在我的脑海里，美元作为储备货币怎么样？在接下来的 50 年里，你有没有什么问题或担忧我们失去了这个位置？我知道我们现在处于一个很好的位置。

巴菲特：我认为 50 年后美元将成为世界储备货币，我认为这种可能性非常高。我不确定，但我会在那上面下注。查理？

芒格：嗯，我对这个问题有点感觉。我可能比很多人更担心印很多钱然后花掉。我敢肯定，有些时候你必须这么做，而我们刚刚经历了一次。但当我们印钱并用它来改善基础设施时，我比我们只是用直升机把钱撒得到处都是时更高兴。(掌声)

巴菲特：如果我们继续用直升机四处撒钱，你认为会发生什么？

芒格：我认为它总是比经济学界认为的更危险。

16、用伯克希尔 BH 命名各种子公司

安德鲁·罗斯·索尔金：这个问题来自当地股东 Max Rudolph，他问道，最近几家子公司更名为伯克希尔或 BH，而巴菲特此前一直避免这样做，我想至少部分原因是，一旦出现问题，声誉风险就会增加。鉴于 Clayton、NetJets 和其他公司今年受到了负面宣传，你能否讨论一下你如何决定允许哪些子公司更名，并讨论一下这些风险？关于这个问题，芝加哥的 Steve Rider 还问道：鲜果布衣(Fruit of the Loom)会改名成为 BH 内衣吗？(笑声)

巴菲特：嗯，如果是这样，我们不会为这个想法向他支付版税。(笑声)

我们确实创建了伯克希尔家庭服务公司(BH HomeService)，这是一种特许经营经纪公司。几年前，我们买下了保诚(Prudential)三分之二的特许经营权，我们有一份合同，我们可以在未来几年内买下剩下的三分之一。所以随着时间的推移，我们将失去保诚的权利。Greg Abel 问我关于使用伯克希尔作为公司名称的问题，我告诉他，他们可以使用它，但如果我开始听到任何滥用它或类似的事情，我们会立刻取消它，也许这将是一个有用的工具，确保人们按照我们希望的那样行事。到目前为止，一切都很顺利。

我们不知道我们能否让伯克希尔成为一个家喻户晓的名字，不清楚这是否将创造额外的价值，但我们打算以

此重新命名一块大型特许经营业务。而且，就像我说的，只要这个名字不被滥用，那就没问题。还有 Van Tuyl 汽车销售公司，我们称之为伯克希尔汽车集团(BH Automotive Group)。某些经销商将有权将其作为标语，而其他经销商则没有。再说一遍，如果有问题，我们会改变它。但在某种意义上，这并不是坏事。如果会有问题，我宁愿马上听到。如果我因为公司的名字是"BH"而听说了什么，这可能意味着我比其他方式更快地掌握了他们。

我们有很多子公司，在他们的信笺或类似的东西的底部都写着"BH"，这很好。但我们并不期望通过以这种方式为一系列产品打上品牌，将其转化为巨大的资产。查理？

芒格：如果我们试图出售 BH 花生糖而不是喜诗糖果，那我们就疯了。那些老品牌可价值不菲。

17、中美能源公司对风力发电的拥抱

格雷格·沃伦：这个问题是关于能源行业的。在去年的会议上，我们简要地谈到了分布式发电的话题，这是一种在消费地点利用可再生和不可再生能源进行小规模发电的方法。在过去的几年里，由于太阳能和风能等可再生能源的增长，这在很大程度上已经发生了。然而，到目前为止，自发电机很难储存这种能量，并不是成本过高。本周，Elon Musk 加入了这场讨论，他提出了家用电池的想法，他的新特斯拉能源计划(Tesla Energy Initiative)可能会引领大型系统的发展方向，并意识到颠覆性技术有时会颠覆一个行业的商业模式和竞争定位，你认为分布式发电还需要多久才会对你的公用事业构成重大威胁？特别是如果电力可以更容易地储存在最终用户的办公场所或家中。

巴菲特：你认为存储是关键。查理比我更关注储能，也许我会让 Greg Abel 谈谈它。但显然，分布式能源是我们非常关注的。也许最好的防御手段之一就是拥有低成本的能源，中美能源公司在这方面做得很好。就在我们的领土上采用太阳能的人而言，这些数字是微不足道的，并将保持这种状态。但储能方面的巨大改进将在很多方面产生影响。查理，你对此有什么看法？

芒格：很明显，我们将使用更多的可再生能源，因为化石燃料不会永远存在。很明显，伯克希尔在这方面的态度非常积极，竞争地位也很好。你知道，我在这个地方长大，在爱荷华州的伯克希尔公用事业公司有 20% 的电力来自风力，我认为这是一个巨大的优势。当然，在像爱荷华州这样多风的地方，农民们喜欢额外的收入，从风中获得大量的电力是非常可取的。当然，我们将拥有更好的储能，技术也在不断改进。

这不是一种威胁，而是对人类的巨大好处，我认为这将给伯克希尔带来巨大的好处。一切都在为我们工作。

我喜欢在一个我们将拥有更多储能、更多风能、更多太阳能和更多电网的时代拥有中美能源公司。我觉得我们很幸运。如果化石燃料耗尽，如果我们没有把太阳以这些形式间接使用，我们该怎么办？当然，还会有更多的储能空间。当然，公用事业行业会出现一些颠覆，但我认为，机遇比颠覆更多。

巴菲特：就在上周，我们宣布了两个不同的项目——我们已经是风力发电的领导者了。一个在内布拉斯加州，我想在内布拉斯加州有 400 兆瓦。这将是我们的第一次在这里建风力发电场。然后，在过去的几天里，我们刚刚获得批准，我想，在爱荷华州价值 15 亿美元的风能项目。我想查理提到了 20%，我认为现在的比例要大得多。这是一个变化的指标。所以我可能没有让查理知道这个具体数字。

如果格雷格·阿贝尔可以拿起麦克风，你能告诉人们，当目前的项目完成时，我们在爱荷华州的百分比是多少，以及在内华达州和一些类似的地方发生了什么吗？格雷格？

格雷格·阿贝尔：我很乐意提供最新消息。实际上，正如已经提到的，我们在爱荷华州宣布了我们的第十个项目。这使我们在过去十年里在该州建造了超过 4000 兆瓦的电力。到 2016 年底，我们提供给客户的能源将有大约 58% 的来自风能。(掌声)

然后，如果你继续看看我们的其他公用事业和我们不受监管的业务，我们现在有超过 180 亿美元的资金承诺用于我们不同公用事业的可再生资产，沃伦，你过去已经谈到过这一点。如果你看看内华达能源公司，我们的内华达公用事业公司，例如，我们已经承诺到 2019 年淘汰 76% 的煤炭，其中很大一部分将被可再生能源取代。所以，很明显，这是一个持续的承诺。(掌声)

芒格：格雷格，在我们的公用事业行业，你认为我们有更多的恐惧，还是更多的机会？

格雷格·阿贝尔：分布式发电和太阳能为我们所有不同的公用事业公司带来了巨大的机遇，我们将欣然接受。

芒格：答案是，你再幸运不过了，这就是我要告诉你的。

巴菲特：在这方面，有一件事是有帮助的，那就是目前风能和太阳能的发展依赖于税收抵免。换句话说，联邦政府已经决定，在当今的经济形势下，市场体系不会生产太阳能或风能，但作为一个社会，它有发展太阳能或风能的利益。所以他们建立了一个承诺，电力是在未来 10 年将以每千瓦 1.9 美分售出。

由于伯克希尔能源公司是伯克希尔合并纳税申报单的一部分，所以它能够投资比单独投资更多的钱。在美国的电力公司中，没有一家像中美能源公司这样处于有利位置，因为它是合并纳税申报单的一部分，在发展风能和

太阳能方面，它真正站稳了脚跟。所以到目前为止，它已经成为公用事业行业中最大的开发商，而且我认为它很可能会继续成为最大的开发商，**因为大多数公用事业公司实际上并没有缴纳那么多的所得税，因此，他们在推动风能和太阳能发展方面受到了限制(税收抵免较少)。**

18、巴菲特最难忘的失败

股东：你好。Linen Cygaloski 来自伊利诺伊州的芝加哥和加州的伯克利。我要感谢你给我机会问这个问题。这是我第一次参会。我计划每 50 年参加一次。(笑声)你的两篇文章，关于伯克希尔的过去，现在和未来。当我们回顾过去 50 年时，我想问你这个问题：你最难忘的失败是什么？你是如何应对的？谢谢。

巴菲特：是的。好吧，我们已经在年度报告中多次讨论了 Dexter，早在 1990 年代中，我考察了缅因州 Dexter 的一家制鞋企业，并决定支付 4 亿美元左右，买下几年后注定会化为乌有的东西，但我当时并没有弄清楚这家公司。最重要的是，我给出了以股票购买的交易方式，我猜股票现在可能值 60/70 亿美元。当股票下跌时，我感觉好多了，因为这显得我的愚蠢减少了。(笑声)在这一点上，没有人以任何方式误导我。我只是看了一下，并得出了错误的答案。但我想说的是，几乎任何时候我们发行股票，都是一个错误。你不这么认为吗，查理？

芒格：当然。我们现在很少这么做了。

巴菲特：是的。(笑声)我们或许可以更加努力，尤其是在早些年。

好吧，我们一直都是把自己所有的净资产都放在公司里，我们把家族所有的净资产都放在公司里，我们有很多朋友，他们都是来自我们合作企业时期，他们中的很多人都把一半或更多的净资产放在我们这里，所以我们在做事情的时候非常、非常、非常谨慎。可能有些时候，我们本可以把合伙公司的关系保持的更长一些，现在回过头来看，我们买下伯克希尔犯了一个错误。但是，我不想冒 1% 的风险，你知道，抹掉我凯蒂阿姨的净资产或其他什么。这不是我生活中可以忍受的事情。所以，你知道，**我宁愿一百倍的谨慎，也不愿 1% 的轻率，只要我在伯克希尔，这种情况就会继续下去。**但回顾我们的过去，人们会说，我们错过了一些我们理解的重大机会，如果我们愿意去借更多钱，那我们本可以抓住这些机会。查理？

芒格：嗯，这显然是真的。如果我们像许多成功的经营者那样使用杠杆，伯克希尔将会变得更大。

但我们晚上会汗流浹背睡不着觉。晚上出汗太疯狂了。(笑声)

巴菲特：特别是在金融方面。我们不会追求这个目标。(笑声和掌声)

19、令人惊讶的是低利率并没有引发通货膨胀

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自缅因州 Waterville 的 James Cook。在你的 2008 年年度信中，你提到财政部和美联储稳定经济的行动可能导致“通货膨胀的冲击”。现在，我们大概已经接近美联储开始加息的时间，你能否分享一下你对伴随高通胀的可能性以及可能产生的后果的看法？如果真的发生高通胀率，伯克希尔的后果与大多数大公司相比如何？

巴菲特：到目前为止，我们都错得很离谱，或者说我错得很离谱。查理可能也有点错了。(笑)我没有预料到，过去五六年的利率会接近于零，而现在欧洲的利率是负利率，并背负着相当大的赤字，尽管目前的赤字并没有那么大。我的意思是，这个国家可以永远维持平均 2%或 2.5%的赤字，而不会增加债务与 GDP 的比率。因此，“赤字”这个词并不是一个肮脏的字眼。但非常大的赤字，以及某种程度上无法控制的赤字，是可怕的。

但是，你知道，我们已经把美联储的资产负债表从 1 万亿美元增加到超过 4 万亿美元，我们已经做了很多我的经济学课程中没有的事情，到目前为止没有发生任何不好的事情，除了那些把钱存在短期储蓄工具中的人刚刚被彻底击败，就他们从中获得的回报而言。但我仍然很难理解，如果你把钱从直升机上扔下来，最终你不会有通货膨胀。当然，如果货币供应相对于商品和服务的产出增长得越来越快，这种情况就会发生。但我对所发生的一切感到惊讶。当波兰以负利率发行债券时，你知道，几年前我没有这个预测清单。所以我认为我们在一个查理和我都不太了解的世界里运作。

至于问题的第二部分，我认为伯克希尔在几乎任何一种环境中都会比大多数大公司做得更好。我是说，我们已经做好了一切准备。我们会随时做好一切准备。如果我们看到真正不寻常的机会，我们也准备采取行动。这让我们比大多数大公司更有优势。我们不指望别人。我们现在坐拥 600 多亿。我宁愿坐拥 200 亿美元，然后以 400 亿美元完成一次伟大的收购。但如果发生任何形式的经济动荡，我们会非常愿意采取行动，我们会做好准备，而大多数人不会。查理？

芒格：是的。我们试图猜透这些宏观经济因素，但在生活中却几乎没有取得什么进步。我们基本上已经放弃了。我们只是一直在游泳，随着潮水漂流。

巴菲特：我们真的没有看到其他参与宏观预测的人取得巨大成功。我的意思是，他们得到了大量的上电视时间，但这就是所发生的一切。

芒格：发表这些经济宣言的麻烦在于，人们会逐渐认为自己知道一些事情。(笑声)而直接说"我很无知"要好得多。(笑声)

巴菲特：是的。不过，在任何情况下，我们都会发现一些论据。事物的发展不是线性的。而且，你知道，虽然你无法预测它的规模或任何事情，但你可以肯定的是，在未来十年，你会看到很多你认为不可能的事情。我们偶尔会看到一些对伯克希尔有意义的事情，我们会在心理上和财务上都做好准备。

20、递延税不是"隐藏的权益"

乔纳森·勃兰特：出于各种原因，非保险业务的固定资产投资的红利折旧(bonus depreciation)可能是最重要的，伯克希尔的现金税在过去几年里一直明显低于申报的税收。现金税和申报税之间的累计差额，可以被视为另一种形式的浮存金，目前约为 370 亿美元。你认为每年递延税增加带来的现金流中有一部分是经济收益吗？这是否是可持续的呢？或者你是否预计现金和申报的税收之间的关系会发生变化，例如，红利折旧政策的到期？鉴于伯克希尔对公用事业和铁路资本支出的巨大敞口，有没有可能，无论国会如何改变红利折旧，其递延税项负债都永远不必支付？这种形式的浮存金是否有可能继续增长？

(bonus depreciation 红利折旧法案指的是，在 2001-2004 年底以及 2008 年至今美国实施的一项法案，即如果企业投资是用于购买新的设备等固定资产(不包括地产土地等)，则合规的资产允许在购买当年给予一个折旧优惠，即当年可以将投资的 30%-100%直接计提为当年的折旧，用于冲抵应纳税所得额，剩下的额度按照正常的加速折旧法进行。从时间价值上讲，虽然企业购买的资产最终都要折旧，假设税率不变其 depreciation 总额相同，但因为第一年折旧较多，所以从税盾的折现价值上来看，会有一定的优惠。并且如果企业当年要交税，这种激励可以鼓励企业投资一点，来冲抵税款，直接带来正的现金流(自己投资总比交给国家合算)。)

巴菲特：也许最有可能的答案是——递延税项有两种形式的浮存金。

一个是证券的未实现增值，谁知道会发生什么？我不认为升值会消失，但我们可能会决定不时地实现其中一些增值。事实上，我们可以意识到这一点。我记得总的递延税款可能是 600 亿美元左右。如果你转到你所说的 370 亿美元的折旧，这是加速折旧的一个因素，多种形式的加速折旧已经存在了很长时间。我认为有一年的红利折旧达到了 100%，不过这一点上我可能记错了。当然，在我们的公用事业业务中，这对我们的客户有帮助，但基本上对我们没有帮助，那对我们来说不是免费的股本或类似的东西。我的意思是，我们得到的是相应的股本回报。监管委员会考虑到了这一点。就水陆运输委员会如何看待它而言，投资的回报率将是合理的，我认为我们不会从中获得巨大的利益。但这确实意味着流出的现金减少了，因此，我们不需要借那么多钱来进行资本投资。

但我不认为这是一种隐藏的股本权益形式。不过拥有递延税款是很好的，但递延税款如果不是建立在赚钱的

基础上，那就没有意义。现在可能发生的情况是，在绝大多数情况下，就美国而言，这些递延税款很可能是以 35% 的税率累积的。因此，如果公司税率发生变化，那么递延税项就会发生重大变化。这种可能性总是存在的。

芒格：但这只是账面价值。这并不意味着什么。

巴菲特：这没有多大意义。我们有保险业务的浮存金，我们认为这是一笔了不起的资产。递延税项负债是一个加分项，但它不是一项非常大的资产。

21、从 Teledyne 的亨利·辛格尔顿(Henry Singleton)身上学到的关于激励政策的教训

股东：嗨。Dan Hutner 来自佛蒙特州。我想知道你是否可以谈谈 Henry Singleton 的 Teledyne，你是否从中吸取了教训，并将其作为一个模型，你对它最终如何发展有什么看法，以及你希望伯克希尔如何以不同的方式继续发展？

巴菲特：是的。这是一个非常好的问题。查理认识 Henry Singleton。我非常仔细地研究了他，但查理了解他本人也研究过他。所以我要让查理来回答这个问题。从 Singleton 在运营期间所做的事情以及随后发生的事情中，我们可以学到很多东西。

芒格：Henry Singleton 非常有趣。他比我们俩都聪明。Henry 是那种每次考试都得满分，而且还提前交卷的人。当他变老了，他可以蒙着眼睛下棋，而水平略低于特级大师。也就是说，我观察了他的投资，也观察了沃伦的投资，结果是沃伦做得更好，而他还需要努力。Henry 思考的是惯性制导系统(Teledyne 的产品)，而沃伦思考的是证券投资。与 Henry 相比，额外的工作使沃伦能够应付他可怕的智商缺陷。(笑声)

Singleton 的有趣之处在于，他对所有关键高管都有非常聪明的激励措施，这些措施很严厉，很重要，也很有意义。最后，他让国防部的三个不同部门都陷入丑闻。他没做错什么。他不是故意伤害国防部的。但激励机制变得如此强大，绩效文化变得如此强大，以至于在与政府打交道时，人们实际上做的太过分了，Teledyne 就是这么做的。所以，据我所知，我们还没有遇到过这样的麻烦。你能想到什么吗，沃伦？

巴菲特：不。查理和我非常相信激励的力量。我们试图避免这些隐藏的动机。我们俩人都不止一次地看到，真正正派的人的行为不端，是因为他们觉得对他们的 CEO 有一种忠诚，那就是要提供特定的数字，因为 CEO 出去做了很多关于公司盈利的预测。如果我说伯克希尔明年每股收益为 X，我们在保险行业有一群高管，他们将设定好损失准备金，做各种各样的事情，或者其他地区的公司可以在季度末、年末增加渠道销售力量。我见过很多不

正当的行为，实际上对任何人都没有经济上的好处，但这样做仅仅是因为他们不想让 CEO 的预测看起来很糟糕。

当人们有了自我意识，就会做一些不该做的事。因此，我们试图消除会导致人们行为不端的动机，不仅是为了金钱奖励，也是为了自我满足。我认为，在商业中考虑这一点可能是很不寻常的，但我们已经看得够多了，所以我们确实会考虑。

芒格：我还想说的是，最后，Henry 想把他的公司卖给伯克希尔换成股票，所以他一直到最后都很聪明。

巴菲特：如果你要经营一家企业，你真的必须了解人类行为。我们有一个关于国民保险公司案例很有趣。

让我们回到 1960 年代末，Jack Ringwalt 是个了不起的人，他经营着国民保险，他还有另一个了不起的人为他工作，那是他的网球搭档，那个家伙负责索赔。当理赔员走进来对 Jack 说，“我刚收到一笔 25000 美元的索赔”之类的话时，Jack 会开始斥责那个家伙，说：“你怎么能这样对我？”“这些索赔简直要了我的命”。不过所有这些，Jack 都是在开玩笑，这是他的个性。但 Jack 开玩笑的那个家伙无法接受，所以，他开始隐瞒索赔，他把它们放在抽屉里。这导致我们不仅误报了不小的数字，而且还导致我们误导了我们的再保险公司，因为他们对索赔的规模感兴趣。而那个隐瞒索赔的家伙根本没有经济利益，但他只是不喜欢走进办公室，让杰克取笑他，说他让他失望了。作为一名 CEO，你必须非常小心地传递信息。如果你告诉你的经理你永远不想让华尔街失望，你想报告每股 X，你可能会发现他们开始捏造数字来保护你的预测。在伯克希尔，我们尽量避免所有这类行为。我们只是看到了太多的麻烦。(掌声)

22、伯克希尔并非“大到不能倒”

Becky：这个问题来自内布拉斯加州林肯市的 Anthony Sterochi。他说，如果政府监管机构认为伯克希尔的再保险业务太大而不能倒闭，那么政府对再保险业务的监管将如何影响伯克希尔？

巴菲特：是问题是，从本质上讲，它有两个监管方面。

在欧洲，有一个欧洲组织正在研究保险公司，我相信，已经指定了九家左右的保险公司(我不知道他们怎么称呼它们)，但它们值得特别关注，它有一个专业名称。我可能在一些技术细节上有些记不清，我希望我的描述是正确的。在美国，更重要的是金融稳定监督委员会，我相信他们这样称呼它，它指定了所谓的系统重要性金融机构。大型银行也属于这一类。接下来的问题是，有哪些非银行机构参与其中？

他们指定了通用电气公司，保诚集团，最近还指定了首府广播公司，首府广播公司正在反对这一指定。问题

不仅仅是你是否规模很大。我的意思是，埃克森美孚(Exxon Mobil)，苹果(Apple)，沃尔玛(Walmart)都很大，但没有人认为它们是非系统重要性金融机构。非银行系统重要性金融机构的定义是，85%的收入来自金融事务，而我们离这一点还差得很远，我们是 20%左右。但真正的问题是，伯克希尔可能遇到的问题是否会破坏美国金融体系的稳定。也没有人联系过我们。没人给我打过电话。他们在首府广播公司呆了一年，甚至在他们指定之前。因此，从逻辑上讲，或者从我们所听到的情况来看，我们没有理由认为伯克希尔会被指定为非系统重要性金融机构。

我的意思是，在上一次金融危机的困难时期，我们大概是唯一向金融体系提供帮助的一方，我们的行事方式永远不会让别人的问题对我们造成任何重大的伤害。我认为，在金融机构中，我们在系统中建立的安全保护几乎是独一无二的，无论是在现金、操作方法还是其他方面。所以，这是一个没有实际意义的问题。但法律是存在的。据我所知，我们还没有接触过这个问题。很明显，这需要一年左右的时间，因为他们是在听你的陈述并查看你做了什么的的同时不断了解你的。我不认为伯克希尔有资格成为非银行系统重要性金融机构。查理？

芒格：我认为你说的没错。但我认为，总体而言，很多高风险金融仍然存在太多风险。Dodd-Frank 法案永久消除了这一切的想法是无稽之谈。人们可不会轻易放手。你知道，作为一种原则，如果你很精明，交易衍生品就像在 1920 年代经营一家小投机交易商或在当今时代经营一家赌场。你有一家拥有专有优势的赌场，你说它是在分担风险，帮助经济等等。那基本上是胡说八道。人们这样做是因为他们喜欢用赌场赚钱，他们喜欢有利的标签而不是不利的标签。所以，我认为金融系统仍然存在危险。我也认为我们的竞争对手不喜欢受到监管，而他们应该受到监管，但我们不应该。我认为这里面也有危险。(掌声)

巴菲特：是的。我没有读过太多关于它的文章，但我的理解是，Dodd-Frank 法案实际上削弱了美联储的权力，在某种程度上也削弱了财政部的权力，主要是削弱了他们在 2008 年采取的那种行动。在我看来，我们需要这些权力来防止我们的系统陷入彻底的混乱。美联储和欧洲中央银行有能力说出，并让人们相信你所说的，无论它们需要做什么，它们都会去做。

事实上，当汉克·保尔森(Hank Paulson)说货币市场基金将得到担保时，人们相信，这阻止了 3.5 万亿货币市场基金的挤兑，而在 9 月的一周内，这些基金在头三天就流失了 1750 亿美元的存款。如果人们不相信这一点，你就会看到 1750 亿美元的损失很快变成一万亿美元。我是说，整个系统会崩溃的。所以，当你感到恐慌时，你必须

在某个地方找到一个人，而这个人能够说，也能够被相信，他或她将不惜一切代价力挽狂澜。当欧洲央行行长 Mario Draghi 最终说出这句话时，你看到了欧洲发生了什么，当美联储 Ben Bernanke 和财长 Henry Paulson 或多或少一起说出这句话时，你看到了美国发生了什么。如果你不这样做，恐慌就会以你无法相信的速度加速。

你知道，在过去，你能阻止银行挤兑的唯一方法，基本上就是去囤积黄金。我的意思是，人们经常跑到有问题的分支机构去挤兑。我记得我读过美国银行的历史，在美联储存在之前人们是如何挤兑的，而唯一能阻止挤兑的就是囤积黄金。我的意思是，如果银行的 CEO 出来说，"我们的新巴塞尔协议(Basel II)比率是 11.4%"，那么挤兑的人还会更多。他只是没有办法让人们相信。但黄金完成了任务，伯南克和保尔森完成了任务，而他们完成任务的唯一方式是说，**我们正在为新的商业票据提供担保。我们保证货币市场基金不会让银行破产。**你知道，我们会做任何必要的事情。我认为 Dodd-Frank 法案削弱了这一点，我认为这是一件可怕的事情。(掌声)

23、在线销售工伤保险

加里·兰塞姆：你已经在 bhdwc.com 网站上开始直接销售员工工伤保险。看起来你在把一些业务线进行 GEICO 一样的改造。这项工作的总体战略是什么，你认为它能增长到什么程度，这对与使用独立保险代理的销售渠道(比如 GUARD)的冲突有什么顾虑？

巴菲特：前进保险公司(Progressive)在直销和代理之间的渠道冲突方面做得很好。我们会找出消费者想要什么。**但我们正在尝试在线销售工伤保险。**正如你所看到的，我们多年来在网上直销汽车方面做得很好。我们会找到答案。我不认为渠道冲突对我们来说是个大问题。对其他一些公司来说，这可能是一个更大的问题，但我不认为这是一个大问题。这是一件更棘手的事情。我们通过 GEICO 保险为商业汽车提供服务，这个数字还在增长，并且规模还不小，但还没有达到私人乘用车的比例。我们会找到答案的。但我们相信在伯克希尔的尝试，我们已经掌握了直接开展业务的诀窍，我们会发现客户是否愿意以这种方式购买。

我们的保险业务非常好，但保险业务的性质已经发生了变化。我的意思是，早在 1936 年 Leo Goodwin 和他的妻子坐在那里塞信封时，GEICO 保险就是直接邮寄。在汽车保险上为人们省钱的基本理念一直延续到今天，但它从直邮到通过电视和电话，再到有线电视，然后到互联网和移动手机，你知道，世界一直在前进。关键是要能够为人们省钱，并为他们提供良好的服务。无论如何，最有效的方法就是在 20 年，30 年甚至 50 年后，我们会继续努力保持领先。

24、你从未被问过的问题

股东：你好。Paula 来自佛罗里达州的 Gainesville。我想问巴菲特先生，在这么多年的采访和会议之后，你现在想回答的一个从未被问到的问题是什么？(笑声和掌声)

巴菲特：嗯，我能想到我还没有被问到的问题，但我不确定我现在是否想回答。(笑声)我想我已经被问过几乎所有的问题，他们中的许多问题，被一次又一次提问。查理，你有什么特别想问的问题吗？

芒格：嗯，如果这位女士首先告诉我们她一生中做过的最糟糕的事情。(笑声)

股东：我可以再问你一个问题。我能请你吃午饭吗？(笑声)

巴菲特：我想她在为你，查理。(笑声)在这方面他总是赢过我。你在电影里见过。他总是能得到女孩的青睐。

芒格：是的。我和电影里的那些女孩太投入了，所以我的名单上没有空间了。(笑声)

巴菲特：谢谢你，宝拉。(笑)

25、巴菲特：我们对伯克希尔的管理几乎和 3G 一样严格

安德鲁·罗斯·索尔金：这是一个棘手的问题，我应该说我们可能收到了几十封关于 3G 资本的邮件，所以这是你之前谈到的关于 3G 的后续内容。具体来说，实际上，在你回答了关于 3G 的问题后，观众提出了两个问题。所以从长远来看，这些股东在观众中，他们要求不透露姓名，所以我们开始了。

这位股东写道，我无意冒犯 3G 的赚钱能力，作为伯克希尔的股东，我非常喜欢这种合作关系。然而，你花了十多年时间才关闭了伯克希尔工厂。让伯克希尔的经理们为你经营公司，你感到非常自豪，正如查理所说，你几乎到了辞职的地步。这种方式使伯克希尔成为一个非常有吸引力的公司所在地。面对互联网浪潮，你甚至收购了报业集团，并承认它们不具备伯克希尔其他业务的投资特征。你实际上是说 3G 的管理方法与你的一致吗？换一种方式问，**如果 3G 掌管伯克希尔，公司之间会不会出现大规模裁员和整合，以及对短期利润的高度关注？**

巴菲特：不。我认为会有一些公司会做出改变。但我想说的是，以 GEICO 保险为例，它有 3.3 万名员工，不管这个数字是多少，它的运行效率与 3G 一样高。我会说我们的总部办公室只有 25 个人，我们也可以有一个 500 人的总部办公室。我们可以有专门讨论战略的楼层，以及专门讨论人力资源的楼层，并比较我们所有不同公司的每个人的工资，等等。如果他们遇到这种情况，他们就会削减开支。我不知道他们是否会把人数减少到我们现有的 25 人，但我们不相信有多余的人。

而不幸的是，我们的报纸，你知道，他们不得不削减，因为收入一直在减少。我们削减了我们的纺织业务，在我们关闭伯克希尔工厂之前，我关闭了 Waumbec 工厂。只有当它变得明显毫无希望时，我们才放弃了。但与此同时，每次在伯克希尔我都有满满一抽屉的提案，说如果我们投入这种织布机，我们就能解雇八个人，然后我们就投入了织布机。我的意思是，我们一直在努力减少我们的劳动力，因为我们在与做同样事情的人竞争。所以我们确实有一些企业的员工可能超过了我们的需求，我没有对此做些什么。但我并不以任何方式鼓励这种做法，我们的大多数经理也不会这样做。

这是真的，如果 3G 运营我们的业务，他们会比我更积极。但这并不意味着我赞同它。这只是意味着，在我有一个我认为很好的经理的情况下，我基本上可以容忍它。我认为 3G 的运营方式比我们的更好，因为那里确实有过多的人。我们只有很少过剩的人，但我们确实有一些。所以，我永远不会提倡亏本经营。你会在我们的年度报告后面看到这些经济原则，它已经出现了快 30 年了。我们对待人员过剩的态度也是一样，我想你会看到我们对此的态度最好的表现就是，在我们总部只有 25 个人，而查理在洛杉矶的办公室算上他只有两个人。

芒格：我想说我们的总部几乎一无所有。（笑声）

26、"伟大的品牌会生存下来，伟大的零售商会做得很好。"

格雷格·沃伦：这是 3G 问题的后续问题。当我们看到该公司在必需消费品领域、Anheuser-Busch、英博(InBev)、汉堡王(Burger King)、蒂姆霍顿斯(Tim Hortons)以及现在的卡夫亨氏(Kraft Heinz)所做的大量工作时，我们会感觉到，3G 他们认为普通的必需品消费公司管理不足，所以有可能大幅提高盈利水平。

鉴于许多包装食品公司仍在苦苦挣扎，其中大多数在成熟的品类中，与其他自有品牌和/或商店品牌产品竞争，而这些低价产品削弱了他们的品牌价值。他们中的许多公司还不得不与沃尔玛这样的大型零售商打交道，因为它们提供了很大的销售量，但零售商的条件也是相当苛刻的，并不断争取最低的价格。随着卡夫亨氏这样的公司成为大型整合者，你是否看到了行业进一步整合的潜力？或者你觉得雀巢最近对这笔交易的抱怨，以及 3G 资本在强硬的削减成本方面的名声，足以阻止进一步的整合？

巴菲特：嗯，将来会有交易。我是说，肯定会有。

看看通用食品在 1980 年代增加的品牌和卡夫现在拥有的品牌，都是来自同一家公司的品牌。我的意思是，可口可乐去年卖出的饮料比他们历史上任何一年都多，今年也会卖得更多。一个强大的品牌是真正强大的东西。我

的意思是，亨氏番茄酱在美国有 60% 的品牌份额，但在其他许多国家要高得多。

所以零售商和品牌之间总是会有斗争，零售商会利用他们所有的压力，因此，品牌必须代表消费者心目中的某种东西。因为，最终零售商可能想要转向自有品牌，但是自有品牌在软饮料领域一直存在。我的意思是，我还记得当我看着第三大饮料公司加拿大 Cott 公司的时候我在想，它会对我们产生什么影响？我记得 Sam Walton 寄给我一个六瓶装 Sam 可乐。他告诉我，这是 20 年前第一个六瓶装的山姆可乐。相信我，沃尔玛有足够的力量，但可口可乐也一样。

还有，品牌你必须滋养它们。你知道，你必须非常，非常，非常好地照顾他们。他们必须对得起人们在心中对他们的期盼。我不知道这些年来有几百种可乐饮料出现过，但很多公司都尝试过生产，比如 RC 可乐。你知道，早在 60 年代早期，他们就推出了第一款减肥版可乐，这看起来像是一个大动作。早在 1960 年代，Wilkinson 就在吉列之后发明了同款刀片，但 100 年后，按美元价值计算，吉列最终占据了全球 70% 的剃须刀片。所以，你必须保护一个品牌。你必须在各个方面加强它。

你必须在人们心中占据一个位置，并以这种方式兑现。但这就是查理和我在 1972 年研究喜诗糖果时面临的问题。喜诗糖果的售价是 1.95 美元一磅，Russell Stover 的售价稍微便宜一些，你必须决定，如果他们效仿喜诗糖果，模仿我们的商店，以及诸如此类的事情，Russell Stover 会给我们造成多大的损失。**如果你有一个很棒的品牌，你需要保护它，因为它就是一笔巨大的资产。**

但与好士多(Costco)、沃尔玛(Walmart)、克罗格(Kroger)以及所有其他你能想到的连锁零售商打交道时，你总是会遇到麻烦，你知道，他们也很难对付。但伟大的品牌会生存下来，伟大的零售商会做得很好。查理？

芒格：嗯，我们几乎已经穷尽了这个话题。毫无疑问，裁员浪潮让人们感到害怕。工作是一个人生活中非常重要的一部分，失去它不是一件小事。但另一方面，如果我们把所有人都留在农场，我们的国家会变成什么样子？所有这些富裕的人都会在凌晨四点去喂干草挤牛奶。我们需要我们的企业有合适的规模。

27、在中国进行价值投资？

巴菲特：最好吃点软糖，查理。

股东：非常兴奋在这里看到我的超级明星。我是来自中国的 Leo，是你和查理的忠实粉丝。许多中国投资者对价值投资感到各种各样的业绩压力、质疑，甚至嘲笑。许多人还认为，价值投资并不适用于中国，因为中国股

市在过去六个月里翻了一番。我想问一下巴菲特先生，您认为价值投资是可以广泛应用于所有市场，还是像美国那样，只应用于成熟的市场？你对价值投资者有什么建议，让他们顶住压力并保持乐观？谢谢。

巴菲特：我不确定我是否听懂了所有的问题，但查理会帮助我的。我当然认为投资原则并不局限于国界。因此，如果我在中国或其他任何地方投资(印度、英国、德国)，我会运用我从《聪明投资者》中学到的完全相同的原則。我认为股票只是生意中的一小部分。我认为股价波动对我有利，而不是对我不利。我会试着把我的注意力集中在我认为我了解他们所拥有的竞争优势的企业上，以及他们在五年或十年后会是什么样子。所以我认为我根本不会改变原则。也许查理可以详细说明剩下的部分。

芒格：中国人历来都很有创业精神，但他们一有机会就会大肆赌博，这给中国股市带来了巨大的波动。当事情变得活跃和繁荣时，就像我们在美国的互联网热潮一样，中国看起来很像硅谷。我认为，中国最好是重视价值投资者，而不是沉迷于投机浪潮。因此，在中国越是效仿伯克希尔的运营方式，那么对中国就越有利。(掌声)

巴菲特：是的。具有讽刺意味的是，如果我们在一个人们非常愚蠢地操作的市场中运作，我们将在几十年里做到最好。人们对短期事件和夸大的事情的反应越强烈，任何让人们极度兴奋或极度沮丧的事情，实际上，这就是让人们在证券上赚大钱的原因。

另一方面，这对一个社会来说并不是最好的事情。在过去 50 年的时间里，在美国有几个时期，可能最不寻常的是 1973-1974 年，你可以买到比 2008-2009 年更便宜的股票，这让查理和我受益匪浅。而且，你知道，市场波动那么大是没有道理的，但这就是永不改变的人类行为方式，而且在未来 50 年里，他们将继续这样做。我的意思是，如果你是一个年轻的投资者，你可以后退一步，把股票视为企业，在价格非常便宜的时候进行投资，不管别人在电视上说什么或者你在阅读什么，也许，如果你愿意，在人们非常热情的时候卖出，这真的不是一个很难的智力游戏。如果你能控制自己的情绪，这真的是一个很简单游戏。

正如查理所说，我们已经谈过一点，中国市场可能比美国有更多的投机影响，因为这是一个相对较新的正在发展的市场，它可能会走向更极端，但这也会产生巨大的投资机会。查理？

芒格：是的。但在非自然的繁荣之后，过度和严重股价收缩中存在着巨大的投资机会。

我认为中国抑制投机热潮是明智之举，我认为中国人也是如此，我认为价值投资永远不会过时。当你买东西的时候，谁不想要有价值的东西呢？除了价值投资，还有什么是有意义的呢？

巴菲特：但它从来没有那么受欢迎。(笑)

芒格：人们正在寻找一种更简单的方法。这是一个错误。它看起来更容易，但实际上更难。

滥用股票会带来很多痛苦。

巴菲特：是的。没有人买农场或公寓是为了在下周或下个月赚很多钱。他们购买它是基于他们对长期未来的看法。如果他们对此进行了合理的计算，并且购买价格看起来很有吸引力，他们就会购买它，然后他们不会每天或每周或每月甚至每年都得到报价。这可能是一个更好的看待股票的方式。

28、美国需要防范灾难性恐怖袭击

卡罗尔·卢米斯：问题来自纽约市的 Christopher Gottchio。巴菲特先生，你多次表达了对美国未来的乐观态度，并经常指出美国拥有优越的经济体系。我的问题是关于化学、核、生物和网络安全问题的风险，这些威胁如何影响你对美国的前景？

巴菲特：嗯，他们是美国的巨大威胁。我们将会拥有一个美好的经济体系。你知道，你的孩子会比你生活得更好，你的孙辈也会比他们生活得更好。也就是说会有起起落落。但只要想象一下美国 1776 年的样子，从那以后的一切都是美好的。我的意思是，农场的生产力高得令人难以置信。城市发展壮大。这一切都在这里，这一切都来自于释放美国人民的能量和头脑，以及尽管我们一直在谈论的所有缺陷，但这个系统运作良好。所以这一点并没有消失。而且，你知道，人们因为我们只有 2% 的增长而感到不安。好吧，2% 的增长加上 1% 的人口增长意味着在一代人的时间里能获得 20% 的增长，而人均 GDP 为 5.4 万美元的 20% 意味着在下一代人的时间里人均 GDP 将再增长 1 万美元。

这个国家有一个美好的未来，但正如提问者所指出的那样，这一切都可能被疯子、流氓国家、宗教狂热分子、反社会分子或其他任何拥有大规模杀伤性武器的人所抹杀。至于核武器，我过去认为是最主要的威胁，你知道，你现在可以加上生物、化学和网络攻击。而且将会有越来越多的人(已经有许多人)希望其他人受到伤害，特别是对美国，尽管对其他国家也是如此。这些人不会消失，他们会寻找更巧妙的方法来利用他们可以获得或可能获得的原材料，以及更好的运输系统。我们需要在美国保持高度警惕的安全行动，我们将面临威胁。但我们也生活在一个将会做得非常好的国家。如果我们成功地抵御了这些威胁，或者至少将它们对我们的影响降到最低，我仍然认为，在概率的角度上看，历史上出生的最幸运的人就是今天在美国出生的婴儿。(掌声)查理？

芒格：当然，我们是一个受人欢迎的地方，我们也有一个受人欢迎的结果，我们也很幸运。我想我可能生活在人类历史上任何一个人都可能出生的最理想的时代。我想你也是，沃伦。但我不认为我们应该过于自鸣得意。中国的崛起比任何其他大国都要快得多，而且我想不出还有什么比美中两国未来的紧密合作更重要的了。我想你说的是，世界上两个最重要的国家正在向前发展。我认为非常重要的是，我们要彼此喜欢和信任，保持良好的关系，共同努力，避免因他人的错误和不当行为而产生的不良后果。(掌声)所以我认为，如果中美不合作不增加信任，那就是疯了。为了我们各自的安全和世界的普遍利益，没有什么比这更重要的了。(掌声)

巴菲特：如果让你选择，你是愿意现在出生就拥有你所拥有的一切品质，还是愿意在出生后再为其奋斗？

芒格：嗯，我必须说这现在非常有趣，但生活一直都很有趣。我认为这个问题太难了。我不喜欢这些理论性很强的问题。(笑声)我宁愿考虑一些我可能会获得一些优势或帮助别人获得优势的事情。

29、不太可能由一个人同时负责投资和运营

乔纳森·勃兰特：沃伦，到目前为止你已经说过，伯克希尔未来将有一位 CEO 和一位或多位首席投资官 CIO。你没有明确表示 CEO 不能担任 CIO，但至少对我来说，这一点已经比较明确。50 年来，伯克希尔一直由一位董事长和一位副董事长成功管理，这两位董事长的主要经验是将资本分配给他们熟悉的多个企业和行业，他们可以比较这些企业和行业的属性。既然资本配置是伯克希尔这种结构的公司所需的关键技能，那么为什么该公司未来的主要决策者不能也是一个在不同再投资选项中有选择经验的人，或许可以由另一位杰出的运营专家担任首席运营官，尽管这是一条不干涉的路线，因为伯克希尔的权力极度分散？

巴菲特：这是一个非常好的问题。这不是不可想象的，但这几乎是不可能的。正如你所说，一个 CIO 有一系列重要的技能，这些技能对 CEO 也是有用的。但我也要讲，如果我要投票的话，我不想投票让一个只有投资经验却没有任何重要的运营经验的人，来负责像伯克希尔这样的公司。我说过，我是一个更好的投资家，因为我一直是企业家，我是一个更好的企业家，因为我一直是投资家。

我通过经营企业学到了很多，如果我一辈子都做投资，我就不会学到这些东西。我就没有能力管理它了。通过参与经营，我学到了很多关于运营企业的东西。所以如果你有一个具有双重经验的人，他非常擅长投资，并在经营企业方面有很多经验，那么这是可以想象的。否则，我不会投赞成票。查理？

芒格：在伯克希尔，按照现在的结构，拥有和控制的业务变得越来越重要，而可计量的证券相对来说已经不

那么重要了。所以，我认为在某种程度上不顺应潮流是疯狂的。我们需要的专业知识超越了典型投资分析师。

巴菲特：是的。但 CEO 应该对投资和可投资的选择等有一些真正的了解。我见过很多经营企业的人，他们真的不太懂投资或资本配置的数学。因此，拥有双重背景是有用的，但实际上我们的一些运营经理知道很多关于投资的事情。

30、泰德·韦施勒(Ted Weschler)和 Todd Combs 都是优秀的投资者和好人

股东：你好。沃伦，查理，很高兴来到这里。Douglas Coburn 来自委内瑞拉的加拉加斯，但我和哥伦比亚商学院的一大群人一起来到这里。我的问题是关于 Ted Weschler 的。您能否分享一下您对他的投资理念、投资流程以及他为伯克希尔带来的品质的看法？

巴菲特：是的。好吧，除了我之外，伯克希尔的两位投资经理 Ted 和 Todd 在商业和投资方面都非常非常聪明。我的意思是，他们了解商业运作的现实。他们懂得什么是竞争力，以及你在商学院或通过投资学到的所有东西。最重要的是，他们的性格品质对我和查理来说非常重要。多年来，我们看到了几十个有着出色记录的投资经理。我们过去常常去看看那些人，我说的是 1960-70 年代。当我放弃我的合伙公司时，我知道大概有 20 个人在过去的 6-8 年里有着良好的记录，但我选择了比尔·鲁安(Bill Ruane)来管理我的合伙人的未来资金。他成立了一个名为红杉基金(Sequoia Fund)的基金，1 万美元的投入现在已经超过了 400 万美元。

嗯，Bill 是个很棒的投资经理，他也是个了不起的人。我们真的希望人们做得比他们的职责更多，他们不会为他们没有做的事情邀功，他们个性的每一个方面都是这样的，你想和他们在一起，你想把责任交给他们。Ted 和 Todd 符合这一标准，在我们看来，华尔街有很多有着良好记录的投资经理不符合这一要求。这就是我能告诉你的。查理他先遇到了 Todd。我先遇到了 Ted。当我们谈论他们时，我们谈论他们的记录和他们持有的股票，但我们更多地谈论他们是什么样的人，我们没有失望。查理？

芒格：是的，我认为整件事都做得很好。我认为这些人在伯克希尔周围会很有建设性，不仅仅是他们在处理证券方面的专业知识。事实上，他们已经产生了影响。他们每个人最近都帮助收购了一家企业。

巴菲特：是的。他们也将帮助监督企业。他们在商业方面很聪明，而且在参与其中的程度方面。他们知道正确的做法。我是说，Todd 在 Charter Brokerage 公司工作。他参与了我们从菲利普斯公司的一次收购。泰德刚刚在德国做了一次收购，并去过那里几次。他很聪明。你知道，他很有判断力。他知道如何与人打交道。你知道，

如果要达成协议，他会达成的。查理和我遇到的智商只有 160 的不正常的人，可能比任何活着的人都多。事实上，所罗门让我们在这方面领先了一步。难道你不这么认为吗？

(2014 年 12 月，伯克希尔宣布将从阿森纳资本(Arsenal Capital Partners)收购 Charter Brokerage 公司，其总部位于美国康涅狄格州诺瓦克，是一家第三方物流服务提供商，主要服务于北美的石油及化工相关行业。服务内容包括海关和出口经纪及合规服务、退税咨询和索赔处理以及外国贸易区燃料的存储和分配的管理等，客户主要是石油公司、石油贸易商、国内外航空公司和机场燃料经营商等。巴菲特称，这家公司拥有高质量的业务和持续强劲的财务表现，非常符合伯克希尔的投资理念。)

芒格：我们在这方面非常专业。

巴菲特：以所罗门公司为例，我们看到一群人的智商远远超过伯克希尔的员工，我们看到他们在已经很富有的时候，为了赚不需要的钱而自我毁灭。我的意思是，这太疯狂了。但很多人就是无法日复一日地正常工作，尽管他们有时会表现得才华横溢。我们在 Ted 和 Todd 身上找到了非常可靠的人。他们非常聪明，他们认同伯克希尔，而不是自己，随着时间的推移，这是一个巨大的因素。还有吗，查理，关于那个？

芒格：嗯，是的。**诚信比头脑更重要。这并不是说他们没有头脑，但如果我们不信任他们，我们就不会雇用任何人，无论他们多么有能力。**(掌声)

巴菲特：是啊。我们偶尔会对此感到失望，但不是经常。

31、巴菲特对冲基金赌注的最新情况

巴菲特：我们快到中午了。我们 1 点再回来。七年前我下了这个赌注，最初是为赢家 and 另一个从事对冲基金管理的人的慈善机构捐款 100 万美元，我承诺把这个赌注提供给任何人，但只有一个人接受了我的赌注。我们打赌 100 万美元将捐给获胜者的慈善机构，赌的是一组由 5 个对冲基金组成的基金，是否能击败标普先锋基金。

我的观点是，出色的管理能力无法克服费用问题，对冲基金也无法做到这一点。而另一个家伙打赌，通过聪明的购买华尔街管理的支付 2%的管理费和 20%的业绩报酬的基金，并不会付出什么代价。

我承诺每年我都会报告最新情况。第一年我落后了很多，但我们当时报告了。所以我们会把幻灯片放上去。你可以看到，7 年过去了，有趣的是，仅仅购买 Vanguard 基金，你知道，该基金只买标普 500 其他什么都不买，现在累计回报率是 63.5%，而对冲基金是 19%。有趣的是，虽然业绩表现不佳，但对冲基金经理的回报非常出色。比如，如果他们管理着 10 亿美元，在支付 2%的管理费和 20%的业绩报酬的情况下，你每年只要来办公室就能得到 2000 万美元。你知道，对冲基金并没有做得不好。但对冲基金的投资者付出了很大的代价。(掌声)

我们最初是用零息债券融资的。我们每人购买了大约 35 万张零息债券，在期末价值 50 万美元。几年前我们

把它转换成了伯克希尔的股票，赌注另一方的家伙和我一起做了。所以现在看来，获胜者将获得超过 100 万美元的奖金。如果你想自娱自乐，你在搜索中，只需投入 Long Bets，你就会发现这个位于华盛顿的组织，它扮演着利益相关者的角色，为这些长期赌注制定规则。现在那里有成百上千个这样的人，他们有各种各样的预测，你可以去那里，如果你不同意其中一方的观点，你可以下这些赌注，在 50 年或 25 年后得到回报。

* * * 下午场 * * *

开场白

巴菲特：好的。每个人都会坐下来，我想澄清一件事。我女儿告诉我，因为我们所有那些幻灯片都是为了回答卡罗尔的第一个问题，所以卡罗尔和我已经提前讨论过问题了。但我向你保证，我没有和小组中的任何人讨论过任何问题，他们也会告诉你同样的事情。但我知道我肯定会被问到关于克来顿的问题，所以我准备了幻灯片。结果这竟然是第一个问题，这是一个意外。60 年来，卡罗尔在提问前从未向我透露过任何消息，其他小组成员也没有。但我都做好了准备，因为人们肯定会问关于克来顿的问题。让我们继续回答问题。

1、在高通胀中表现最好的企业

Becky：好的。这个问题来自奥马哈 John Wells。他说，你把通货膨胀描述为一个巨大的企业绦虫。伯克希尔的哪些业务最适合在高通胀时期蓬勃发展？为什么？哪个会受到最大的影响，为什么？

巴菲特：好吧，在通货膨胀期间最好的企业通常是那些你只需要进行一次资本开支，然后你不必继续进行资本投入的企业。这样子你就不会面临因为通货膨胀而面临涉及越来越多美元的持续再投资需求的问题。

这也是房地产在通胀期间总体表现良好的原因之一。如果你像查理一样在 55 年前建造了自己的房子，或者像我一样在 55 年前买了一栋房子，这就是一次性资本支出，这样子你就可以对抗通胀并不需要额外的开支。如果你有对别人有用的东西，随着时间的推移，它往往会以重置价值来定价，所以你真的可以以此对冲通货膨胀的影响。现在，如果你在公用事业或铁路等行业，它只会不断消耗越来越多的钱，你的折旧费用是远远不够的，以你的实际经济利润来看，你只是在自欺欺人。因此，**任何有大量资本支出的企业在通货膨胀中往往是一个糟糕的企业**，而且在普通情况下也都是一个糟糕的企业。

在通货膨胀期间，你如果能够购买只需一次性投资的企业，比如一个品牌，那将是一件美妙的事情。你知道，喜诗糖果在很多年前就建立了自己的品牌。现在，我们不得不在我们前进的过程中浇灌它，但品牌价值会随

着通货膨胀而增加，就像任何强势品牌商品的价值一样。

吉列在 1939 年买下了世界职业棒球大赛的全部广播权。在我的记忆中，他们花了 10 万美元，为此他们转播了洋基队 1939 年对红人队的比赛。想想他们在 1939 年以 10 万美元的价格在人们脑海中留下的印象，他们在像我这样的年轻人的脑海中留下了多少印象。我当时只有八九岁。那可是数以百万计的人，而他们只用 10 万美元就做成这件事。当然，如果现在你要出去尝试在数百万人的头脑中留下类似的印象，这将花费一大笔钱。部分原因是通货膨胀。部分原因是因为其他事情。但这是一项伟大的投资，它在 1939 年的投资得到了回报，就像我们在 1960 年、1970 年和 1980 年的时候的剃须刀和刀片生意。所以，这些就是你想拥有的企业。查理？

芒格：嗯，是的，但如果通货膨胀完全失控，你不知道它将如何结束。如果不是魏玛通货膨胀，我们可能永远不会有阿道夫·希特勒。正是德国的两次大通胀和随后的大萧条给我们带来了希特勒。想想世界为此付出的代价。我们不想要通货膨胀，不过这对喜诗糖果有好处。(笑声)

巴菲特：对喜诗糖果有利的就是对美国有利的。(笑声)

2、内生增长与收购

加里·兰塞姆：三年前，你提到你曾考虑过收购一家大型商业保险公司，现在你又创办了伯克希尔特种保险公司，这似乎是一个良好的开端。你认为这是否已经取代了收购或收购一家大公司的想法，或者伯克希尔是否已经做得足够好，让你对内生性增长感到满意？

巴菲特：我想说，几乎可以肯定的是(但不是 100%)，我们不会收购一家大型商业保险公司。在我看来，我们在伯克希尔特种保险公司拥有理想的运营，我们有合适的人来管理它，我们有阿吉特监督它。我们比世界上任何一家商业保险公司都拥有更多的资本，因此我们的保单确实比其他任何公司的都要好。所以，我们已经拥有了所有的这一切。如果我们收购了一家大型保险企业，我们将支付一笔金额巨大并且不可扣除的收购溢价，而我们的方式在建设阶段实际上就赚到了钱(自建不需要支付收购溢价)。而我认为 5 年或 10 年后，该保险业务可能是一个非常非常大的业务。所以我们收购别人的可能性几乎为零。查理？

芒格：嗯，我当然同意你的观点。

巴菲特：好的。这就是他保住工作的方法。(笑声)

顺便说一句，包括希尔顿酒店在内的所有多余的房间都坐满了观众。我们总是在午餐时间后失去相当多的听

众。所以我相信每个人都能找到座位，但我们向那些今天早上找不到座位的人道歉。

3、芒格谈声誉和良好行为

股东：嗨，沃伦和查理。祝贺伯克希尔的第 50 周年。在今年的年度信中，查理写到了伯克希尔系统的独特属性，以及该系统的领导者，一个历史性的组织实体。所以，我对你们两个的问题是，对于一个年轻的、有进取心的人来说，在他们职业生涯的初期，你会给他们留下什么样的实用的思维模式，以建立一个重要的、持久的、具有特殊区别和影响力的事业？如果你能给出一些对比鲜明的例子，比如为什么微软能够把自己打造成一家占主导地位的伟大公司，而喜诗糖果可以是一家不断贡献现金流的伟大企业，不一定是持久的但是是一家具有影响力的像伯克希尔或微软那样的企业？

芒格：是的。当然，你的声誉需要经过很长一段时间才能得到的。很少有人能像 Charles Lindbergh 那样 (1927 年 5 月 20 日至 21 日，林德伯格驾其单引擎飞机圣路易斯精神号(莱安 NYP-1)，不着陆跨越大西洋从纽约市飞至巴黎，耗时 33.5 小时，因此获奥特洛奖)，突然间名声大噪。我们中的大多数人都必须非常缓慢地获得良好的声誉，伯克希尔的情况也是如此。对于任何一个人，你只需要在你实际可用的时间里尽可能的去获得最佳的声誉。结果可能是好的，也可能是坏的。但这是一项明智的投资。

我看到，机会总是降临在人们身上，正是他们过去获得的信誉使得他们拥有了新的机会。所以，我认为在你的一生中，没有什么比表现良好更重要的了。而且我认为，随着我们变得越来越繁荣，我们实际上会努力表现得更好，我认为如果你不这样做，那你就是疯了。所以，我当然建议你遵循那些老式的原则。

我不认为有任何方法可以保证一个永远强大的品牌。同时，如果一件事情成功的概率是 1/5000 万，你可能不会得到它。

巴菲特：还记得菲亚特公司的詹尼·阿涅利(Gianni Agnelli)，我记得在 1988 年有一次我和他共进晚餐，他对我说了一些让我难以忘怀的话。当时他可能在谈论他自己，他说，"当你老了，你会得到你应得的名声。你暂时可以愚弄人们，但当你到了我这个年纪，无论你有什么名声，这可能都是你应得的。"

我认为公司也是如此。而且坦率地说，这对伯克希尔有很大的帮助，它被誉为一家与众不同的公司。我的意思是，确切地说，我不认为我们一开始就打算这么做，但它确实发挥了巨大的作用。

4、保险子公司的气候变化风险

安德鲁·罗斯·索尔金：沃伦，你曾说过，全球变暖并没有增加伯克希尔对天气相关事件的支出。然而，包括旅行者在内的其他保险公司将气候变化作为他们评估的一个重要风险因素。伯克希尔的模式是否不同？如果不同，是如何不同的？

巴菲特：是的。当然，通常情况下，SEC 要求你披露所有这些风险因素，律师也会告诉你披露你能想到的一切，你知道，你会患上阿尔茨海默氏症或其他什么疾病。他们只是想让你有一份详细清单，这样以后的诉讼或类似的事情都能覆盖到。所以人们确实加入了天气风险，也许他们加入是因为他们有一些模型可以证明出来。但是，基本上，我们每年都会给保单重新定价。

产险业务不像寿险业务。一家人寿保险公司，你签了一份合同比如说一千美元，如果你购买了终身寿险，你就已经设定了一个固定的价格，如果你是 20 岁，你可能已经设定了未来 60 年或 70 年的价格。但这不同于我们所从事的财产意外险业务。

我们一年一次重定价格。我没有看到任何东西能告诉我，全球变暖每年都会使我们的价格大幅改变，甚至是少量的改变。这并不意味着它不是对人类的威胁，它非常重要。这只是意味着，如果我要卖一份一年期的保单，如果我要把它卖给一家价值 10 亿美元的工厂，我可能会更关心工厂内的消防以及其他防护措施。我可能会更关心工厂附近发生的事情，以及各种各样的事情，但我不会考虑全球变暖。在我看来，在任何一年的时间里，它都不会以实质性的方式改变局势。

但是，如果我需要在佛罗里达州承保一份为期 50 年的飓风保单，那我会非常认真地思考全球变暖在这种情况下可能会对潜在飓风的发生率和强度产生什么影响。但我不认为它对佛罗里达州、路易斯安那州、德克萨斯州或明年发生飓风的可能性或强度有任何实质性影响。所以，这不是我会放在 10-K 中作为潜在威胁的东西。查理？

芒格：我认为目前还不完全清楚全球变暖对极端天气的影响。我认为在这个领域有很多猜测，很多人喜欢对根本不确定的灾难大呼小叫。

巴菲特：是的。你认为这会改变你对一年期费率应该是多少的预测吗？

芒格：不会。

巴菲特：不会。它也不会改变我的，所以我真的不明白他们为什么把它放在那里。

芒格：很多人都非常投入。这就像一种疯狂的意识形态。并不是说全球变暖没有发生。只是人们会对此感到

非常兴奋，人们会做出各种疯狂的推断，而这些推断并不一定正确。

巴菲特：是的。从这个角度看。你会因为全球变暖而改变明天的保险费率吗？我很怀疑。现在你会因为全球变暖而改变它 50 年的保险费率吗？这却很可能。但我认为，就关注时间因素而言，一年比 50 年更接近于一天。

所以，我不希望我们的承销商坐在那里焦虑太多，就承保风险或承保风险的价格而言，我不希望他们考虑全球变暖。我想让他们思考是否存在道德风险，以及谁拥有这些财产，这是非常重要的。曾经有一个叫"Marvin the Torch"的家伙，如果你为"Marvin the Torch"承保，那全球变暖并没有太大的影响。因为他的大楼很快就会被他烧掉的。(笑声)不过，Marvin 对此有一种奇妙的看待方式。他说，我不烧毁房屋；我只是创造了一片空地。(作家 Jimmy Breslin 笔下的人物，一个叫 Marvin 的角色通过故意纵火进行骗保，这里指骗子)。

5、尽管记录不佳，但可能会有更多的石油和天然气投资

格雷格·沃伦：当我们回顾你在过去十年中一些较大的股票投资时，有两个名字实际上很突出：康菲石油公司和埃克森美孚。在第一个例子中，你在 2008 年油价飙升的高峰附近买入股票，后来承认这是一个错误，因为危机期间油价大幅下跌。虽然你可以将这些资产中的一部分进行置换，将 Phillips 66 分拆成运营资产，但据我们估计，你过去六年出售的大部分资产都是亏损的。鉴于这段经历，看到你在 2013 年夏天在埃克森美孚公司(Exxon Mobil)投入巨资，我们中的一些人感到惊讶。虽然看起来你能够在去年油价下跌时以成本价出清这些股份，但这些类型的投资，可能会受到油价波动的负面影响，似乎和你股票投资组合中的其他类型的投资并不相同，因为它们其中许多是建立在具有独特竞争优势的强大特许经营权之上的。考虑到这一点，并考虑到 Greg Abel 和他在伯克希尔能源公司的团队收购和投资能源资产的过往记录，将未来的能源相关投资交到他们手中是否更有意义？

巴菲特：嗯，我最喜欢的就是支持 Greg Abel 继续购买公用事业资产了。我们称之为能源，我们从事的业务不是石油和天然气，与康菲石油公司或埃克森美孚公司截然不同。但我们一直在为伯克希尔能源公司寻找大笔投资的机会，它最终一定会出现。，是我们在 1999 年以每股 35.05 美元的价格收购了伯克希尔能源公司。当时我的出价是 35 美元，我不会改变我的价格，该公司当时叫中美能源，他们从纽约聘请了一些投资银行家，投资银行家在这里呆了一个周却什么都没做。但在他们回家之前，他们说，"你必须给我们一些东西，因为我们要寄一大笔账单"。我说，"好吧，那样的话我们付 35.05 美元，你可以说你从我这里得到了最后一分钱。"(笑声)因此，从那以后，我的目标一直是让伯克希尔能源公司每股赚到 35.05 美元。所以它从来没有支付过股息。它今年的每股收益

可能在 30 美元左右，这是对 Greg 和他的管理层的巨大致敬。但我们最终会赚到 35 美元或更高的收益，因为 Greg 会做一些更好的交易。

这与康菲石油或埃克森美孚的投资完全不同。事实是，我们减记了康菲石油公司，因为审计人员要求我们这么做。实际上，**当我们完全退出康菲石油的时候，我们赚了一些钱，我们在埃克森美孚公司也赚了一些钱。**但我们不会经常购买石油和天然气股票，但我们未来可能还会继续购买这类股票。

最后，我们审视现金，我们审视可用的投资机会，包括股票投资和整体收购，我们偶尔会做出整体收购的决定，但有时我们也会改变主意。这种情况已经持续了很多年并将继续保持下去。在石油和天然气领域，我们的投资业绩没能出类拔萃，虽然我们赚了一点钱，但我们错过了一两个本来可以赚大钱的机会。查理？

芒格：是的。**由于利率如此之低，而埃克森美孚的股息率如此之高的情况下，如果你只从这些方面考虑，它是一个不错的现金替代品。**

巴菲特：是的。结果还不错。我们本可以在其他事情上做得更好，但这一直是事实，并将继续是事实。

6、企业在税收上不能"流泪"

股东：主席先生，副主席先生， Andy Peake 来自纽约市。首先，祝贺你们走过了非凡的 50 年，其次，感谢你们举办了一次独一无二的年会，耐心地回答股东们的问题。(掌声)我相信你们两个是地球上对美国税法最了解、最权威的人。我们的税法显然在个人和公司层面都遭到了破坏。今天，我们有 2.1 万亿离岸公司的现金没有被带美国。我们的公司税率是世界上最高的，对于美国的高收入者，除了对冲基金经理，在纽约和加利福尼亚等州，综合税率超过 50%。我们可以做些什么来实现真正的改变，以带来一个更简单、更合理的税法？谢谢。

巴菲特：这需要 218 名众议员和 51 名美国参议员，以及一位将签署该法案的总统。

问题是：你认为国家应该花多少钱，然后从谁那里得到这些钱？

我要指出的是，尽管所有企业高管都在抱怨税率，但企业利润占总收益的比例、企业利润占 GDP 的比例仍创下历史新高。40 年前，公司税占 GDP 的 4%。他们现在占 2% 左右。他们大幅减少，而工资税却增加了。你知道，这是一个真正的问题。一旦你在法律中有了特殊规定，如果不对法律进行重大修订，就很难摆脱它们。

事实上，我可能是一个乐观主义者，但我认为参议院财政委员会的两位高级成员 Ron Wyden 和 Orrin Hatch，他们有能力制定出他们比现在更加理性的政策(尽管他们并不喜欢这些政策)。但最终，如果我们要花掉

GDP 的 21-22%，那我们可能应该至少将税收提高到 GDP 的 19%。我们可以缩小几个百分点的差距，而不增加债务占 GDP 的比例，所以我们有这个回旋余地。

但是，正如参议员 Everett Dirksen 曾经说过的那样，如果你从 175 万亿美元中拿出 19% 左右，你谈论的是真金白银。你从公司那里得到多少，你从个人那里得到多少，你从遗产税中得到多少，这是一场上上下下的斗争。所以就国外的现金而言，基本上你可以把它带回来，你只需要按照美国的公司税率纳税。

我们的公司目前的税率是 35%。查理和我，在我们的生活中，很长一段时间里，公司税率是 52%，后来是 48%，这个国家发展得很好。在那段时期，美国商业蓬勃发展。就整体税率而言，我不会为美国企业难过。我认为公司税方面，应该会有一个更加公平的法规，但我不认为，公司税提高 GDP 的 2% 之后，税率仍远低于 30 或 40 年前的百分比，所以我不认为这是一个沉重的数字。

对于那些已经退休的人来说，他们的存单上只有 0.25% 或 0.5% 的利息收益，而美国企业的收入，以有形资产计算，可能平均接近 15%，我认为在这个经济环境中，股权持有人比债务持有人得到了非常好的待遇。查理？

芒格：嗯，我同意你的看法，我也不会在意税法中的这些小差异。我住在加州，那里对长期资本利得征收 13.5% 的税，并且不能从联邦税收中扣除。这是一种荒谬的税收，因为它会把富人赶出加州。夏威夷和佛罗里达足够理智，知道富人不会犯下很多罪行，他们也不会给学校带来负担，并且这些富人也提供了大量的医疗支出，这对其他人的收入都有好处。我认为加州的税收政策非常愚蠢(掌声)。但我不认为美国的税收政策是糟糕的。

巴菲特：而且长期资本利得税是不可抵扣的，因为它有替代性的所得税，但以前不是这样的，但它有点像是溜进来的。

芒格：不，他们是故意的。(笑声)把富人赶出去的想法是惊人的。佛罗里达在这个问题上比加州聪明得多。这真的很疯狂。谁不想让有钱人来他们的州消费？

巴菲特：是的。当你来内布拉斯加州参加会议时，请记住这一点。(笑声)

我想说的是，我真的认为今年有一些机会，而且不是很小的机会。我认识罗恩·怀登和奥林·哈奇。他们爱国，他们聪明，他们想做正确的事。他们对什么是正确的事情有不同的看法，这是毫无疑问的，但他们也知道，如果不合作，他们就不能取得任何进展。但我认为真正的机会是，如果他们在公众视线之外做一些事情，如果他们这样做，我不会感到惊讶。我想这就是解决问题的方法。查理总是指出，如果在费城举行的制宪会议上，每一位代

表都立即跑出来告诉电视摄像机他是多么正确，而其他人是多么错误，那会发生什么。如果你对税法的某些重要方面有两种截然不同的观点，甚至是根本不同的观点，那么最后得出一些结论就需要做出很大的妥协。但这是两个好人，我认为我们在一年内有一个新的公司税法是可能的。

7、巴菲特谈亚当·斯密的《国富论》

卡罗尔·卢米斯：这个问题有点另类，来自澳大利亚墨尔本的 Jordan Shopof。巴菲特先生，在本杰明·格雷厄姆的《证券分析》第六版的前言中，你指出了四本你特别珍视的书。这些书中有三本是格雷厄姆自己写的，它们对你的影响是众所周知的。然而，第四本书是亚当·斯密(Adam Smith)于 1776 年出版的《国富论》(The Wealth of Nations)，这本书对你思想的贡献很少有人讨论。所以我的问题是，你从《国富论》中学到了什么？它如何塑造了你的投资和经营理念？

巴菲特：嗯，它没有影响我的投资哲学，但我确实从中学到了经济学。我的朋友比尔·盖茨给了我一本原版的，让我能够研究这个。亚当·斯密写于 1776 年。如果你读过亚当·斯密，如果你读过凯恩斯 Keynes，李嘉图 Ricardo，如果你也读过我们推荐的那本小书，Fred Schwed 的《客户的游艇在哪里》(Where Are the Customers Yachts?) 你会得到很多智慧。我忘了说了，我本来应该说的，我们不想提前告知因为那样它会泄露伯克希尔的电影内容，但我们确实有“伯克希尔轰炸机”的内衣或者运动衫或者其他什么东西，所以鲜果布衣拥有这些。我们还有 Fred Schwed 的《客户的游艇在哪里》一书，这本书包含了令人难以置信的智慧，页数虽少，但非常有趣。但是，如果你不仅想获得更多的智慧，而且想显得更博学，你也应该读一读《国富论》。查理？

芒格：亚当·斯密是那些真正受欢迎的人之一。我的意思是，他被公认为有史以来最聪明的人之一。当然，当共产主义严重失败，新加坡、台湾和中国等地迅速崛起时，他当时传授的经验教训再次被传授。资本主义制度的生产力简直令人难以置信，他很早就充分理解了这一点，而且他做了很多好事。

巴菲特：我采纳了他关于劳动专业化的一个想法，你知道，他谈到了人们制作别针之类的东西，但我实际上把它应用到了慈善事业中。你知道，我的意思是，你让别人做他们最擅长的事情。坚持做你最擅长的事情，这是一件美妙的事情。你可以抛开一切，说别人在这方面比我做的好，然后在一个对你来说最有成效的领域工作。

芒格：是的。你也没有自己做肠道手术。

巴菲特：不。我不确定我对此会有什么回应。(笑声)

8、子公司不太关注短期利益

乔纳森·勃兰特：沃伦，你已经告诉你的企业管理者，要把他们的企业看作是他们将永远拥有的东西，他们的首要任务应该是拓宽护城河，照顾好他们的客户。据与我交谈过的人说，伯克希尔曾经上过市的子公司不止一次陷入困境，因为它们都曾试图最大化母公司的年度收益和股息，而不是专注于业务的长期健康。你是否发现，由于习惯的力量，公开上市公司的管理层比私营公司，可能更多的是只在考虑短期结果的情况下做出决策呢？如果这种情况是真实的，那么是否可以做更多的事情来对抗它？我很好奇，伯克希尔的大部分薪酬结构是基于 12 个月的业绩，还是已经基于多年的业绩？

巴菲特：是的。我不认为我们收购的上市公司和私人公司之间有什么特别的问题。如果你把我们购买的上市公司和私人公司分为两组进行比较，我不知道我更愿意拥有哪一组，或者哪一组带来了更大的回报。

芒格：我不知道他怎么会有这种想法。这对我们来说区别并不明显。

巴菲特：是的。好吧，你听到查理的话了。我自己也想不出来。而且，你知道，如果我们告诉他们考虑 100 年，我们的意思是考虑 100 年，我想他们知道我们是认真的。他们当然知道我们是按照自己的决定来经营伯克希尔的。所以，我认为我们树立了正确的榜样，我认为我们用语言尽可能强烈地传达了这一信念，我们试图把它写进年度报告，我们试图在这样的会议上谈论它。在某种程度上我们相信反复强调同样的信息。

现在，我们一点也不忽略年度业绩，只是我们不以它们为薪酬准则。但我每个月都会收到几乎所有企业的数据，我怀着极大的兴趣阅读它们，而且，我一直在思考这些数据。我不认为它们不重要，但我们不能靠它们生活。我认为真正重要的是，从现在开始三年、五年或十年后我们会身处何处。但如果我们在某些领域表现欠佳，我不会接受这样一个事实，即我们正在努力在 10 年内实现股东利益最大化，但这并不意味着我们应该在短期内浪费金钱或类似的东西，或者不关注业务。但我不得不和查理说的一样，我们的子公司不太关注短期利益。

9、巴菲特对德国公司的兴趣

股东：Victoria Von Tropp 来自德国 Bonn。亲爱的沃伦，亲爱的查理。感谢 50 年来的美好时光。我是一个快乐的股东，希望你能继续下去。我的问题是，你在美国和德国都有公司。你认为德国和美国的初创公司在企业文化和绩效方面有什么不同？

芒格：我们在欧洲买东西很困难。这是相当罕见的。我认为欧洲的传统和家庭传统与美国和其他一些国家不

同。当然，德国有着非常擅长技术和资本主义的悠久传统，这对德国来说是天赐之物。我们一直很欣赏德国人的表现。实际上，德国人的工作时间比其他许多国家的人都要少，而产出却要多得多，当然，沃伦和我在这方面做得很好。(笑声)所以我们钦佩德国人，尤其是工程方面，而且我们一直在考虑拥有优秀的德国公司已经有很长一段时间，所以我们最终买下了一家。

巴菲特：是的。但我会做一个预测。我预计未来五年内我们至少会收购一家德国公司。

我认为在德国，我们比几年前更受关注。我想现在在德国有一个女人，她通过别人让 Louis 公司引起了我们的注意。我认为她会听到更多的消息，因为她与我们交易之后保持联系，而且我们也试图让外界知道她对我们收购 Louis 的帮助。所以，如果我们在未来五年内不能在德国达成至少一笔交易，我会感到非常惊讶，我对交易也很期待，我的意思是，我们会非常非常高兴。你知道，**我们必须找到一笔我们能够理解的生意。**

自从收购 Louis 公司宣布以来，在过去的几个月里，我大概收到了四五封信，但实际上每一笔交易都是非常小的生意。但我们最终会找到一个我们满意的交易的。我们有这个渴望，我们也有钱，我们偶尔也确实符合家族持股的情况。在德国的公司的价格可能比美国更有吸引力，尽管我还没有看到我们有什么我们要购买的公司。但我想说的是，目前我们在那里看到的公司的价格可能比美国的公司的价格更能引起我的注意。

10、为什么竞争对手有时会压低 GEICO 的价格

Becky：这个问题引起了我的注意，并不是因为我认为这是一个抱怨，而是我认为这是一个关于你在 GEICO 保险公司使用的精算模型的实际问题。问题来自 StanZion。他说，我妻子和我是伯克希尔的股东。我 78 岁她 74 岁。我们有长期无事故的驾驶记录。然而，当我们向 GEICO 申请我们的股东折扣时，GEICO 保险无法在与其他优秀公司的类似保险方面获得比我们更低的费率。为什么？

巴菲特：嗯，这就是为什么我们可能可以在 40% 的情况下与我们联系的人发生业务，而在 60% 的情况下我们不能。没有一家公司会在任何情况下都能提供最低的费率。我们有自己的承保标准，涉及许多变量，其中之一是年龄，但在这个年龄它不会是一个主要的变量。但我们有很多很多的变数。我们做了我们的计算，像 State Farm 和 Allstate，USAA 等非常好的竞争对手，他们有一些不同的承保权重，有时他们低于我们。

但我不认为任何一家规模较大的公司的费率，会比 GEICO 保险更频繁地成为费率最低的公司。我们每周通过电话向成千上万的人提供报价。我每周都会得到数据，比如我作出报价的数量，我售出的保单数量。我可以告诉

你，我们的成交百分比非常可观。如果我们向他们收取比他们之前的保险公司更高的费用，我们就不会承保他们的保单。所以，不同的人对不同的变量有不同的权重。

你提到的那对夫妇听起来好像他们应该从别人那里得到一个很好的价格，但他们显然从别人那里得到了比我们更好的价格。这将有 60% 的可能会发生，而剩下的 40% 的时间我们将获得业务。由于我们现在只占整个市场的 11%，这意味着我们还有很多投保人需要去联系。

当你考虑如何评估驱动因素时，这是一个有趣的问题。我们知道 16 岁的男孩是最糟糕车险群体的，而 16 岁的女孩却是更好的投保群体。这是不是意味着他们是更好的司机？不一定。这可能意味着他们没有同样的炫耀倾向。这可能意味着他们不会开那么多英里。这可能意味着很多事情。所以我们问了很多问题，其他人问了不同的问题，我们会提出不同的费率。但花 15 分钟打电话给 GEICO 保险公司绝对值得。查理？（笑声）

芒格：嗯，我想说的是，当你进入老年人群体时，你发现你的病情恶化速度没有大多数同龄人那么快，你可能会为保险付出不公平的代价，但这是一个很好的权衡。（笑声）

巴菲特：我以前没这么想过。（笑声）

11、再保险业务因"门面"而每况愈下

加里·兰塞姆：在过去的两三年里，再保险市场发生了巨大的变化，大量的另类资本进入了这个行业，这使得人们很难假设在下一重大灾难事件之后会有一个巨大的机会。你和阿吉特计划改变什么，或者做什么，以利用可能存在的任何机会？

巴菲特：我们的竞争对手难道不想知道吗？（笑）再保险业务不像以前那么好了，也不太可能像以前那么好了。有很多钱进入了再保险，不是因为他们想为人们再保险，而是因为它已经成为一种时髦的资产类别。对于那些正在寻找所谓的非相关投资的人来说，他们可能不知道自己在做什么，但这是一种你可以卖给人们的東西，你知道，这对养老基金来说是一个有吸引力的投资路线。

其次，对于资产管理来说，这是一种需要做的事情。所以，如果你去百慕大开一家再保险公司，你实际上可以经营一家对冲基金，你需要做点生意，让它看起来像是你在做其他事情，而不是经营一家对冲基金，并将其设在海外，这样你就不用支付任何税款，但这是主要的动机。

所以当你有很多人把钱带进来，他们需要通过再保险的外表来掩盖他们真正的动机，因此，你可能会在再保

险业务中得到不那么有吸引力的价格。这种情况正在以相当大的规模发生，我想说的是，我预计未来 10 年整个再保险行业不会像过去 30 年或类似的时间那样好。这是一个前景变得更糟的行业，我们对此无能为力。

我们确实找到了可以做的事情。有些事情只有伯克希尔才能做，我在年度报告中提到，保费在 10 亿美元或以上的合同，我们已经完成了所有八份。所以，我们在世界的某个角落拥有强大的地位，我们还会做一些其他的事情，但它不像以前那么好了。查理？

芒格：嗯，我认为，一般来说，这将变得更加困难，当然，来自过度融资的资金的竞争越来越激烈，他们更加乐观。他们正在寻找一个强有力的故事。我们不是这样，我们只是价格合理的时候卖出保险。我们在玩长期的游戏，而其他人只是假装在这么做。

巴菲特：是的。很长一段时间以来，我们都有像他们一样的机会去获得再保险的资金，并真正加以利用。因为我们在这个领域有最好的声誉，我们可以吸引大量的资金，我们可以得到一大笔保险。但这不是我们的游戏。

芒格：我们并不特别欣赏它们的玩法。

12、如何赢得朋友和影响他人

股东：巴菲特先生和芒格先生，我来自南佛罗里达州，我现在上七年级。我的问题是你如何交到很多朋友，让人们喜欢你，和你一起工作？(掌声)

巴菲特：这是个不错的问题。非常好的问题。

芒格：嗯，你知道，我在你这个年纪的时候很讨人厌，问了很多无礼的问题，不是每个人都喜欢我。所以我能让人们喜欢我的唯一方法就是变得非常富有，非常慷慨。(笑声)那会有用的。

巴菲特：如果人们认为你会写支票，他们会在你身上看到各种美德。(笑声)是啊。查理和我早期都是令人讨厌的，但随着年龄的增长，你应该对人类行为变得更聪明一点。在我前进的过程中，我遇到了一些很好的老师。

我的意思是，在我的一生中，我看过其他人，也看过这些优秀的老师。他们不是标准意义上的老师，但他们是我钦佩的人，**我对自己说，我为什么钦佩这些人？如果我想让别人欣赏我自己，为什么我不能学习他们的一些品质呢？**所以，这不是一个复杂的问题，你知道。如果你看看学校里你喜欢的人，写下三四件他们做的让你喜欢的事，然后看看周围三四个让你讨厌的人，写下这些品质，然后决定你要成为一个你自己喜欢的人。比如，你最好接受坐我左边那个人的品质。

你需要保持慷慨，保持对人友好，你知道，你需要以良好的幽默感接受事情，你不会为你不做的事情邀功等等所有这些事情。这些都是刻意学习的。如果你喜欢别人这样，别人也会喜欢你这样。如果你发现了一些令人讨厌的事情，比如你总是迟到，你总是自吹自擂，你对每件事都很消极，你不喜欢别人身上的这些东西，摆脱自己身上的这些东西，你最后会发现效果很好。(掌声)

芒格：这在婚姻中确实有效。如果你能改变自己，而不是试图改变你的配偶，这是一个好主意。(笑声)

巴菲特：查理曾说过，选择婚姻伴侣时，最重要的事情不是看你是否聪明、幽默或性格。他说最重要的是，你要找一个期望值很低的人。(笑声)

13、尽管有劳工问题，但 NetJets 并不是一个错误

安德鲁·罗斯·索尔金：好的。这是一个关于 NetJets 的问题。我们收到了几个与 NetJets 有关的信息。我们把这两个结合起来。问题是，你能否评论一下与在外面抗议的 NetJets 飞行员之间的长期纠纷？Whitney Tillson 问，你希望从 NetJets 订购的数十亿架飞机中获得什么样的投资回报，购买 NetJets 是一个错误吗？

巴菲特：不，我不认为购买 NetJets 是一个错误。在相当长的一段时间里，我们有一些事情看起来像是一个错误，而其中一些最终被证明是一个错误。但 NetJets 是一家非常体面的企业。我们有一个很好的生意；飞行员有一个很好的工作。

从我们数十亿美元飞机订单来看投资回报，我认为这不是正确看待它的方式，因为我们将这些飞机转售给了所有者。我们拥有的核心机队确实是一项投资，但大部分的飞机都是由机主自己持有的。我拥有我的孩子们使用的一架飞机所有权的 3/16。我拥有我使用的一架飞机的 1/8。但那属于我个人的，不是 NetJets 的。

关于劳资关系，多年来在伯克希尔有数百个工会。在我的记忆中，50 年来我们只经历了三次罢工。我不认为还有其他。不过可能也存在一些为期一天的罢工。我们在伯克希尔的一家纺织厂举行了为期四天的罢工，30 年前我们在布法罗新闻报举行了为期四天的罢工，我们还在喜诗糖果公司举行了另一次罢工。我们没有任何反工会的议程，而且我们认为我们有非常棒的飞行员。我的意思是，我搭乘 NetJets，我的家人也搭乘 NetJets，到现在已经 20 年了，但我们只要专业的飞行员和友好的飞行员。

你知道，有时在人们报酬问题上存在分歧是人性使然。我们的飞行员平均年收入 14.5 万美元。他们有权选择是工作七天还是休息七天。我们为他们飞达目的地的时间买单。他们可以住在这个国家的任何地方。与我们的竞

竞争对手 FlexJets 或 Flight Options 等公司或包机公司相比，我们的薪酬高出很多。

但雇主和雇员有时会有一些分歧，这是完全可以理解的。我们会解决这个问题，但这不一定是一天、一周或一个月的事。就飞行里程而言，我们的数量增加了。就美国的所有者而言，我们的数量增加了。欧洲的表现是持平的，但美国业务是其中主要部分。所以我很高兴我们拥有了这家公司。我很自豪我们拥有它。

这是一流的业务。我相信，我们给飞行员的训练比任何人都多。我乘坐的是 NetJets。我的孩子们都乘坐 NetJets。在很多情况下，我们的经理都坐 NetJets，所以没有人比我们更关心安全。这不是一家 CEO 乘坐自己的飞机，而其他人以其他方式飞行的公司。我得到了和其他人一样的飞机和一样的飞行员。我的意思是说，我没有得到特别的安排。所以我们对安全有着强烈的兴趣，我们有非常专业的飞行员。目前，我们对合同有不同的意见，但在我看来，这将得到解决。查理？

芒格：这么多年来，我遇到的每一位 NetJets 的飞行员，他们都是很棒的飞行伙伴，都是非常熟练、能干、尽职、可靠的人。我想不出有哪个 NetJets 飞行员曾以任何方式表示过他对自己的生活不满意，他们中的很多人说他们只是喜欢飞行，我一点也不确定工会是否公平地代表了飞行员。（掌声）

巴菲特：好的。他所说伙伴是，事实上，我们也有很多女飞行员。

14、宝洁换股金霸王的交易源于税收优惠

格雷格·沃伦：沃伦，在你从宝洁公司(P&G)收购金霸王(Duracell)的交易中，你注意到金霸王是一个拥有顶级产品的全球性领先品牌。该公司在 1996 年被吉列收购，你显然对这家公司非常熟悉。虽然金霸王确实提供了相当稳定的现金流，并在市场上拥有强大的品牌地位，但其核心业务正在走下坡路，技术的进步使得碱性电池远不如 20 年前那么重要。回顾历史，你一直愿意继续持有在衰退行业中运营的业务，只要它们能继续为伯克希尔创造一些现金，因此在投资组合中加入金霸王并不一定是非同寻常。我的问题是，考虑到你持有的宝洁股票的成本极低(过去几年你也一直在卖出)，税务规划在这笔交易中究竟起到了多大的作用？如果没有税务方面的考虑，你会做这笔交易吗？如果是的话，价格是多少？

巴菲特：宝洁和伯克希尔在换股交易中都有税收优势，所以如果没有双方享有的税收优惠，他们很可能不会以交易发生时的价格出售，我们也不会以这样的价格购买。这也是我们必须持有宝洁股票超过五年的原因。这是整个交易的一部分，并且已经安排了很长一段时间了，虽然我们在这个过程中什么都没有做。这有点类似于房地

产交换安排，你可以交换房产并推迟缴纳任何税款。而且我们没有在金霸王得到一个新的税基；我们依然保留原来较低的税基(就像依然持有吉列)。应该是叫 section 1231(1231 税法中长期资本利得适用低税率)或房产交易所，这与此类似。所以我的答案是，如果不能做换股交易的安排，从宝洁的角度看，就不会有这个交易。在伯克希尔的角度也是一样。(通过"现金充裕剥离"的换股交易可以避税)

至于衰退的问题，电池业务将是一个衰退的业务，但在全球范围内衰退将持续很长、很长、很长一段时间。金霸王的地位非常稳固。这是一个非常好的业务。就像你说的，当在吉列董事会的时候，我就对它很熟悉。但是你知道，在一段时间内，它的销量会有下降，但我认为我们对金霸王的投资会很不错。我期待着完成这笔交易，可能要等到第四季度才能完成，因为我们必须让金霸王的 IT 部门和配送中心以及许多其他业务从宝洁中剥离出来，宝洁正在转型，但我们与宝洁合作一直很好，在这段时间里，他们是最好的合作伙伴。交易完成我会非常高兴。

15、为什么我要捐出我大部分的财富

股东：你们好，沃伦和查理。Marvin Blum 来自德克萨斯州沃思堡市的遗产规划律师，这里是您四家公司的所在地。顺便说一下，我们对新的内布拉斯加家具市场和位于达拉斯/沃斯堡地区的伯克希尔汽车集团感到兴奋。除了奥马哈，我们希望您将沃斯堡视为您的第二个家。

巴菲特：这对我们很好。实际上，我们在那里有五家公司。Mitek 刚收购了一个。

股东：这太好了。在几年前的年度会议上，我问到了你的遗产计划，以及你的想法，即留给孩子们足够的财富，让他们可以做任何事情，但又不能太多，以致于他们什么都不做了。今天，我想问你，你决定签署捐赠誓言，承诺将至少一半的资产捐给慈善机构。你能谈谈你对慈善事业的看法，以及如何平衡将遗产留给家人和将资产留给慈善事业之间的关系吗？

巴菲特：嗯，这在很大程度上取决于个人情况。实际上，以我的情况，我承诺捐出超过 99%。但这仍会留下很多资产。(掌声)正如你所知道的，在过去的几年里，这里的遗产税免税额大幅提高，所以如果我有一个积极工作的孩子，帮助我建立企业，以及诸如此类的事情，比如一个小企业我想把它交给他们，我可能会有非常不同的感觉。但如今，这确实可以在不征收任何遗产税的情况下实现，特别是如果提前进行一些规划的话。这是一件非常个性化的事情。我以及查理，当你开始考虑如何使用你的这些钱的时候，选择变得非常有限。就像查理那天说的，他说他要去的任何地方无论如何都不会给他带来多大的好处。(笑声)墓地里可没有福布斯 400 强。

所以问题是，钱放在哪里能够发挥最好的用处？我认为为我的孩子们做一些真正的好事，但这是有限的，所以我会确保他们在一定程度上有足够的资金。另一方面，当我看着保险箱里那些 50 年前放进去的一堆股票时，它们对我来说完全没有用处。他们在生活中不能为我做任何事。我的意思是，他们不能让我每天消耗 7000 卡路里而不是 3000 卡路里。它们什么也做不了。我已经得到了世界上我想要的一切，而且我已经拥有了几十年。如果我要额外的东西，我会去买。所以，这些东西对我来说没有用处，但对世界其他地方的一些人来说却有巨大的用处。我是说，这些金钱可以拯救生命。它们可以提供疫苗。它们可以提供教育。它们有各种各样的效用。所以，当金钱现在可以做很多好事的时候，它们为什么要为我或者一些第四代的曾孙或其他什么人存在那里？所以这是我自己对它的哲学，但我认为每个人都必须发展自己对它的感觉，并应该跟着自己的感觉走。我确实认为他们可能会问自己，财富会在哪里做得最好？它能为成千上万的人做些什么，而这些人并没有机会像我一样过上体面的生活，明白这些金钱能为自己带来什么。它能为我做些什么？你知道，我可以有 10 套房子，我甚至可以买一家酒店来住，但我会更快乐吗？这太疯狂了。

查理和我都喜欢相当简单的生活。但我们知道的一件事是，我们知道自己喜欢什么，不喜欢什么，我们不会根据别人喜欢什么来判断。所以我对任何人都没有太多的建议，但我想说我会开始考虑。当我打电话给要签署“捐赠誓言”的人时，你知道，他们中的一些人是 70 岁的人，他说，“你知道，我还不考虑这个问题”。我总是告诉他。“当你 95 岁的时候，你的腿上坐着一个金发女郎，你会做出更好的决定吗？”(笑声)你可能知道这实际上几年前有人尝试过的(石油大亨 Howard Marshall 在 89 岁娶了 26 岁的 Anna)。查理？

芒格：不，但我确实想到，那个抱怨税收制度的人应该记得，他们最近改变了遗产税规则，这样你就可以把 500 万留给你的孩子，等等。我认为这是对法律的一个非常有建设性的修改。所以我认为我们不应该认为我们的政治家总是完全疯掉的。我认为这是一个非常可取的变化。

16、向股东分配长期持有的股票？

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自伯克希尔的股东 Andre Bartel，他问，在未来的某个时候，伯克希尔将任何或部分长期股权投资，例如可口可乐或美国运通，以一种税收充足的方式分配给股东，就像雅虎计划对阿里巴巴股份所做的那样，这是否有意义？这在法律上是否允许？我们的想法是，利用伯克希尔没有积极管理的资产向股东返还资本，也就是说，这些资产已经有一段时间没有买卖了，而且由于所得税的影响，出售的动机非常低，同时

这样做也不会拿走伯克希尔管理层可以比股东更好进行再投资的资源(现金)。

巴菲特：是的，实际上我不认为雅虎解决了这个问题。查理，你怎么看？

芒格：我不认为我们可以通过派发美国运通等公司做到这一点。这是个糟糕的例子。我们没有办法这么做。

巴菲特：不。很多年前有一种方法可以做到这一点，而且已经做到了。我不是指我们，但我看到了其他的例子。但根据法规，不能使用已增值的证券来回购自己的股票，但你可以用它来收购，比如你可以用它来交换，金霸王交易安排中的类似的资产类型，但在不缴纳全额资本利得税的情况下，不能将其分配给股东。

芒格：是的，如果你长期持有，可以拆分整个企业给股东，但这是你唯一能做的事情。(免税)

巴菲特：是的，但即使如此，我的意思是，雅虎所做的并没有摆脱税收。

芒格：我对雅虎一无所知。

巴菲特：如果阿里巴巴最终想回购自己股份，这可能会给他们一些其他的选择。我的意思是，他们可能会与阿里巴巴达成协议。但我看不出他们是如何免除税收的，除非他们与阿里巴巴进行了某种形式的后续交易，但也许他们的税收建议与我所看到的不同。我的意思是，当公司的有偿证券中有大量未实现的收益返还资本给股东时，我知道各种各样的情况，尽管在我职业生涯的早期法律规定不同的时候，我确实看到过这种情况，但近年来我从未见到有人在公司层面不缴纳的情况下能够将这笔钱交到股东手中。查理？

芒格：没有。我们就是这么说的。

17、年轻人组建家庭的减少是永久性的吗？

乔纳森·勃兰特：伯克希尔拥有许多受益于独户住宅建设的公司：Acme 砖块、Johns Manville 保温材料、Benjamin Moore 涂料、Mitek 和 Shaw，更不用说铁路了。在金融危机之后，你说那些跟父母或亲属一起生活而推迟组建家庭的年轻人最终会厌倦这种生活，一旦就业市场改善，我们就会开始看到正常的家庭组建率提升，即使就业市场没有改善。现在工作机会更多了。然而，不管是因为高额的学生债务、对购房态度的转变，还是对首次购房者更严格的抵押贷款条款，家庭组建率仍继续低于人们认为的正常水平。相对于人口而言，家庭组建率可能会继续低于历史水平，这种情况会不会变得更加正常化？在相当长的一段时间里，美国会不会变得更像欧洲，许多成年子女与父母或亲属生活在一起，或者你仍然认为，家庭组建率的下降主要是一种周期性现象，而且这一比率最终会恢复到历史平均水平，从而提高独户住宅开工率和这类公司的收益？

巴菲特：是的。显然，我不知道答案，但我认为后者的可能性更大。我可能判断错了。你最后一次看到这方面的数据是什么时候？我听说在过去的六个月里，独户住宅增加了相当多的数量，你看到关于它的任何东西了吗，Jonny？

乔纳森·勃兰特：最近真的没有，没有。

巴菲特：是的。我应该知道过去 6 个月或 9 个月的数字，但我不知道。但我的印象是他们已经出现了一些复苏。我尽了最大努力把电影里的那枚戒指卖给了那个家伙，他们会在这里一两个月后组建一个家庭，我也被邀请了。但事实是，我不知道人们在组建家庭时会发生什么。我期待它的出现。在经济衰退中，这个数字总是会下降，你可以说我们还没有完全从衰退中恢复过来。你的猜测和我的一样吗，查理？

芒格：我也有同样的感觉，但当我说我有几个孙子，我希望他们能尽快找到合适的人时，我想我代表了很多观众的心声。(笑声)

巴菲特：查理，你感兴趣的原因是什么？

芒格：我认为这些人四处寻找天上掉下来的馅饼，或者他们正在做的任何事情，这都是不健康的。(笑声)

巴菲特：他们今天出席了吗？

芒格：我不知道。其中一些可能是。我不想指名道姓。(笑声)

巴菲特：不。我想你已经说得够多了。

18、为什么个人慈善比企业慈善更重要？

股东：先生们，谢谢你们让我度过了美好的一天。我是 Mark Roy，奥马哈 Immanuel Vision 基金会的执行董事。今天早些时候，我坐在角落里和我的儿子说话，他在印尼工作和生活，那里的人是世界上最穷的人之一，顺便说一句，他得到了盖茨基金会的资助。他今天所坐的位置和我现在所坐的位置形成了鲜明的对比。你一直是慈善事业的典范，关心他人的需要。你已经证明，重要的不是我们拥有多少股份，而是我们如何与他人分享。因此，继上一位发言者之后，我想问，如何才能鼓励公司对那些非股东的生活产生更大的影响？

巴菲特：是的。我完全同意你增加慈善事业的动机。然而，与企业慈善相比，我更相信个人慈善。我真的觉得我已经得到了我所需要的一切，但我也觉得我是在为股东工作，他们应该自己决定自己的慈善活动，这是他们的钱。(掌声)现在，我鼓励我们所有的公司继续他们在我们收购他们之前的慈善行为，你知道，我们希望他们参与

他们的社区，去帮助那些帮助他们的员工和客户的实体。但我真的不认为这是我该做的事情，比如用公司的资金写一张支票给我的母校或其他什么地方，我只是觉得这不是我的钱。我真的认为这是一种合伙关系。我们一直把它看作是一种合伙关系。几年前我们有一个系统，所有的股东都可以指定出资，我觉得这是一个很好的系统。后来我们不得不放弃它，原因是(遭到反堕胎组织抵制)，我不想放弃，但我们必须这么做。

慈善事业的有趣之处在于个人。我的意思是，在我的一生中，我从没有为了向任何组织捐钱而不得不付出一些代价。我的意思是，我从来没有放弃过一部电影，我从来没有放弃过一次旅行，我从未放弃过一个假期，我从未放弃给我的孩子们一份礼物。你知道，而有的人在这个周日捐钱，实际上是以一种微小的代价改变了他们的生活，但这并没有发生在我身上。我所付出的一切都是我富余的，我很高兴我能做到这些。但我真正钦佩的是像你儿子这样(甘愿付出)的人。查理？(掌声)

芒格：嗯，我对把别人的钱捐出去的喜好也相当克制。(笑声)

巴菲特：有一次，我在一个需要筹集大量资金的组织中担任董事，该组织不属于教会或类似组织。所以他们让我去拜访四五个公司主管，他们说，“一定不要让他们个人给任何东西，只需让他们给公司的钱”。我说，“我基本上不会这么做”。如果他们不想拿出自己的钱，他们为什么要代表所有股东开支票呢？因此，我对企业慈善事业持保留态度，因为这种捐赠在某种程度上是出于 CEO 或董事的个人原因。

19、欧元能够经受住欧元区变革的考验

Becky：这个问题来自 Felipe，他问，查理和你认为欧元对欧元区经济的整体影响是积极的还是消极的，你认为法国退出欧元、回归法郎是一个好的决定吗？

巴菲特：嗯，这对我来说太容易回答了，所以我会把它给查理。(笑声)

芒格：我一点都不知道。(笑声)我认为欧元有一个高尚的动机，有做很多好事的承诺，毫无疑问，它已经做了很多好事。但在某些方面，欧元区把如此不同的国家放在一起是一个有缺陷的系统，目前它正在变得紧张。最大的问题不在法国。压力最大的是希腊和葡萄牙等国。我确实认为他们创造了一些可能是不明智的东西。欧元区有一些不该出现的国家。你知道，你不能和你那轻浮酗酒的妹夫合伙做生意(笑声)。我的意思是，你必须和别人建立合作关系。我认为他们降低了一点标准，这造成了压力。

巴菲特：我们这里说的一切都是非正式的，明白吗？(笑声)

我认为这是一个好主意，但仍然需要大量的工作。到目前为止，我认为这是一件好事。但它是有缺陷的，而且缺陷正在出现，但这并不意味着它不能被纠正。我的意思是，我们在 1789 年制定了一部宪法，你知道，它仍然需要一些修正案，其中一些在一些非常重要的因素方面很长一段时间都没有发生。所以，我不认为它最初设计得不完美就应该被抛弃，但我认为如果有缺陷，你必须正视它们。我认为目前正在发生的事件可能会导致这种情况。我们本可以与加拿大使用共同货币，而且很可能已经成功了，我的意思是，如果我们决定这样做的话，我们会解决这个问题，这样做甚至可能是有用的。但我们不可能有一个包括委内瑞拉在内的美洲货币，或者——

芒格：与阿根廷。(笑声)

巴菲特：是的。他喜欢指名道姓 (笑声)。要表扬一个人，批评一群人。实际上，我认为有一个适当设计和执行的欧元货币可能是可取的，这样规则才能真正适用。最初，欧元的规则很早就被打破了，我记得不是希腊人打破的，而是德国人和法国人。

芒格：投资银行家让他们帮助他们准备虚假的财务报表。实际上，这是投资银行家协助的欺诈。这不完全是虚构的。(笑声)

巴菲特：所以，回到我们的主要观点，我认为欧元能够，而且可能应该生存下去，我认为需要一些真正的改变，也许需要一些凝聚力来使它能够这样做。我的意思是，它将朝着更多或更少凝聚力的方向发展，而且可能很快。我认为，如果它能找到一种更具凝聚力的方法，总体而言，这对欧洲来说将是一件好事。但你知道，以目前的形式，它肯定是不起作用的。查理？我不知道为什么我要再给你一次机会，但是——(笑声)

芒格：我想我得罪的人已经够多了。(笑声)

巴菲特：是的。阳台上两三个。(笑声)

20、GEICO 协同效应是"愚蠢的想法"

加里·兰塞姆(Gary Ransom)：通过收购 Van Tuyl 成立伯克希尔汽车销售公司(BHA)可能会与 GEICO 保险产生一些天然的协同效应，如果这只不过是在销售人员的办公桌上放一只 GEICO 吉祥物的话，你希望在这方面做些什么来鼓励通过这种关系获得更多的客户吗？

巴菲特：是的，我不这么认为。总是有投资银行家会告诉你会产生协同效应等等。大多数时候，这是行不通的。从历史上看，通过经销商销售汽车保险并不是特别有效。如果我们要这样做，我们在 Van Tuyl 可能不得不补

偿那些销售保险的人，这会增加成本。我的意思是，GEICO 保险是一种低成本模式，而且是一种很好的低成本模式。Tony Nicely 在降低这些成本方面做得非常出色，你可以从我们的费用比率中看到这一点。

我们在广告上花了很多钱。但它的成功取决于以比其他更更低的价格提供一流的保险，我们在渠道系统或任何东西中投入的人员越多，成本就会越高。所以，我非常怀疑我们是否会在在这方面做任何事情。我认为，如果这两家公司作为两个独立的企业运营它们会做得更好，而不是我们试图推动一些协同的事情。查理和我已经在纸上看到了很多涉及协同效应的东西，但很少有成功的。查理？

芒格：嗯，我同意。这是一个非常愚蠢的想法，我们不会去做。(笑声)

21、巴菲特不再关注白银市场

股东：巴菲特先生，在这种量化宽松、低利率和股市估值过高的环境下，你认为白银在这些价格上有什么价值，你还会关注白银市场吗？

巴菲特：我真的不再关注它了。但曾经有段时间，我们持有超过 1 亿盎司的白银，我对白银的供应和需求以及未来的供应和需求有相当的了解。但我真的已经很久很久没有关注它了。

芒格：这也是一件非常好的事情。(笑声)我们做得不太好。

巴菲特：是的。我们只赚了一点钱。你知道，白银的有趣之处在于有一些供应来自照片冲洗行业，但绝大多数情况下，白银是作为铜矿开采的副产品生产的。所以它不会对本身的供需特征做出太多反应，这仍然是一个因素，就像它是铜的副产品的供需特征一样。所以，这也是一个非常小的市场。但我们比亨特兄弟表现得更好，但除此之外，我们不再考虑投资白银了。

22、在巴菲特之后，维权投资者(Activists)会接管公司吗？

安德鲁·罗斯·索尔金：查理，关于维权投资者的问题。维权主义继续增长，正如查理在 2014 年年会上所说，他认为情况越来越糟，而不是越来越好。所以问题是，我们希望查理和沃伦都能永远在这里，但不幸的是，总有一天他们会不再在这里管理。如果沃伦通过他的遗产计划在十年内将他的股份捐给慈善机构，而维权投资者变得越来越强大，伯克希尔在近期和远期将如何保护自己不受维权投资者的攻击？如果伯克希尔在未来被拆分，股东获得了可观的溢价，你会认为这是一次失败吗？如果你认为它是成功的，那么它的溢价是多少？

巴菲特：嗯，如果经营得当，分拆就不会有溢价。看起来可能是这样的。我的意思是，人们会说有一家子公

司 A 的市盈率是 20 倍，而母公司的市盈率是 15 倍。但如果你以 20 倍市盈率卖掉一个子公司，那可能整个公司就不会以 15 倍市盈率被卖掉。我的意思是，就像我在年度报告中指出的，让所有公司在同一份税务申报单上对伯克希尔来说有很多好处。所以我认为，在任何长期或中期的基础上，部分子公司的价值都不太可能大于整体公司的价值。

对抗维权主义最好的防御手段就是绩效。但最近，有大量资金涌入维权基金(activist funds)，因为这很容易筹集资金。在过去几年里，这是一种成功募集资金的方式，然后机构资金开始流入，顾问推荐它，以及所有这类事情。所以，我想说的是，我现在看到的很多维权主义，人们真的在接触，他们谈论的那种公司，他们可以进去做些什么，诸如此类的事情。如果你谈论的是我的股票及其投票权将在我的遗产结算后的 10 年内被分配，我认为，当这成为现实时，伯克希尔的市值可能会非常之大，以致于所有的维权基金凑在一起，对伯克希尔控制权也无能为力。10 年或 20 年后，伯克希尔可能真的会成为一家非常非常大的公司。

芒格：此外，巴菲特的超级投票权将持续很长一段时间。

巴菲特：是的，持续很长时间。我有一些其他公司的朋友打电话给我，他们遇到了一个维权投资者，他们对此很担心。我只是告诉他们把维权投资者送到伯克希尔。我们会欢迎他们。我们很乐意让他们购买我们的股票，因为他们不会得到任何董事会席位。这种情况将会持续很长很长一段时间。我们应该是一个人们可以抛弃维权投资者的地方。(笑声)查理？

芒格：我觉得有趣的是，在过去，许多股票的售价远远低于其内在价值，但很少有美国公司购买这些股票。现在，在许多情况下，维权投资者都在敦促公司大量购买股票，即使股票的售价高于其价值。这不是一个建设性的活动，也不是一个可取的改变，对维权投资者来说也不是一项非常负责任的活动。

巴菲特：关于股票回购这样简单的行为，还有更多愚蠢的东西被记录下来。人们既签署了愚蠢的回购又做了愚蠢的回购。我的意思是，这是一个非常简单的决定，在我看来，至于你是否回购你的股票。你知道，如果你在经营企业的业务，而你的股票售价低于其内在价值，你就会回购它们。我看不出还有什么比这更简单的了。

如果你有一个合伙公司，合伙人想以企业价值的 120%卖给你，你会说算了吧。如果他想以 80%的价格卖给你，你会接受的。这并不复杂。但在决定是否回购股票时，还有很多其他动机进入人们的脑海。在很多情况下，这是一个非常扭曲和愚蠢的讨论。查理是对的。如果你看看股票回购的历史，你知道，当股票便宜的时候，它会

疯狂地下跌，而当股票完全定价的时候，它往往会大幅上涨。但我们在伯克希尔不会这么做的。在伯克希尔，你知道，我们现在很乐意以账面价值 120% 的价格大量回购，因为我们知道它的价值远高于此。我们不知道它值多少钱，但我们知道它值很多钱。我们很少有机会回购。但如果我们有机会，我们会做得很好。但我们不会以 200% 的价格购买它，因为它不值得这么做。你知道，这不是一个复杂的问题，但我见过很多管理层他们宣布将回购价值 X 的股票，然后他们根本不管价格高低都会购买。很多时候，回购的价格是合理的。但如果价格不合理，他们似乎也不会停下来，也没有人试图要阻止他们。查理？

芒格：嗯，我当然同意你的观点。我不认为这个激进主义的时代是一个伟大的时代，。

巴菲特：想在这一点上展开吗？(笑声)

芒格：嗯，我很难想出任何一个维权投资者，我想嫁入这个家庭。(掌声)

巴菲特：我最好在他指名道姓之前停下来。(笑声)

23、美国运通和信用卡历史

格雷格·沃伦：沃伦，美国运通是伯克希尔的第三大持股，多年来一直依靠强大的网络效应及其宝贵的品牌来创造经济利润。它创造了一个虚拟的循环，其持卡人群体受到商户的欢迎，这些商户愿意支付更高的交易费用，这些费用最终为美国运通持卡人的奖励计划和服务提供资金。然而，最近，竞争对手将这种模式转变为对美国运通不利的模式，他们不断提高的奖励和服务水平来吸引持卡人群体，同时向商户收取比美国运通更低的费用。今年早些时候，好士多(Costco)终止了与该公司长达 16 年的合作关系，此举影响了 10% 的流通中的美国运通卡，并将影响该公司今明两年的业绩，这也让该公司的独家形象受到了一些打击。由于对交易费用的限制以及移动支付技术的增长和接受可能会影响未来的现金流，而该公司为追求交易量而进入低端市场的举措可能会削弱该品牌，美国运通如何捍卫自己的护城河？

巴菲特：嗯，美国运通在这方面做得很好，尤其是 Ken Chenault 经营它的时候。你知道，支付的所有方面都将受到大量创新和各种攻击模式的影响。我认为美国运通仍然是一家非常特殊的公司。就像我说的，Ken 在预测这些趋势并引导其进入不同市场方面做了出色的工作。正如你所提到的，美国运通正在进入借记卡和诸如此类的东西。我认为美国运通卡持卡人的忠诚度很高。我确实认为一张专属卡比一张联名卡更有价值，但我认为我不应该深入好士多的细节。我旁边坐着一位好士多的主管。但我们对美国运通非常满意，但如果股票下跌，我们

会更高兴，他们每年花 40-50 亿美元回购股票，而且会回购更多。查理？

芒格：嗯，我更喜欢他们面临少一点竞争的时候，但这就是生活。(笑声)

巴菲特：顺便说一句，你会发现在伯克希尔 50 年的历史中，美国运通在 1960 年代就为我们创造了奇迹。这里面有一段历史，在 1965 年之前，它是一种可评估的股票，直到 1963 年才有人注意到这一点。但该公司在适应方面有着令人难以置信的历史。我的意思是，他们最初是一家快递公司，你知道，运送箱子和贵重物品。然后铁路公司开始做同样的事情，所以他们把旅行支票作为一种非常方便的在世界各地转移资金的方式。

然后信用卡出现了，在 1950 年代，大莱卡(Diners)出现了，这威胁到了旅行支票，然后他们转向了旅行和娱乐卡，就像当时所说的那样。有趣的是，大莱卡是第一家这么做的(Ralph Schneider 和 Al Bloomingdale)，我记得他们的信用卡卡定价为 3 美元，他们看起来像是在占领市场。随后美国运通出现了，并做了一些非常有趣的事情。我认为，他们将信用卡定价为 5 美元，实际上建立了一个更好的形象。我的意思是，人们在餐桌上拿出美国运通卡，他们看起来就像摩根大通的员工。拿出一张大莱卡的人，上面有一大堆浮夸的东西，他看起来像是在伪造报销账户之类的东西。所以凭借美国运通卡，你就会自然而然地觉得自己是一个更重要的人。他们非常灵活，非常聪明，特别是最近几年，在 Ken 的领导下，在应对各种挑战方面。我认为他们在未来会有很多挑战，我很高兴我们拥有公司 15% 的股份。

24、为什么孩子需要良好的理财习惯

股东：Chang 来自韩国首尔，在加州洛杉矶工作。我已经游历了超过 27 个国家，去年我在一所小学教授金融知识课程。今天我们谈论资本市场的投资，但是发展中国家的年轻学生，他们不知道如何存钱，或者他们不知道利息的概念。因此，为了克服教育挑战，我想为有才华的美国人提供志愿者机会，让他们在南美的学校教书，以克服他们在旅行时遇到的困难。那么，你对我的计划有什么看法或者你有什么建议吗？谢谢。

巴菲特：查理，你有什么建议吗？

芒格：嗯，我和我的一些亲戚在这个活动中失败了，所以我不认为我能改善南美。(笑声)如果你不知道如何储蓄，我就帮不了你。(笑声)

巴菲特：是的，重要的是，**尽早养成好习惯**。你知道，有人说**习惯的枷锁，开始的时候，轻的难以察觉，直到后来，却重的无法摆脱**。习惯真的会对你的生活产生巨大的影响。所以 Andy 和 Amy Heyward 做了一部名为

"Secret Millionaires Club"的动画片，我帮了一点忙，我们的目标是，以一种娱乐的方式，通过一种喜剧系列向孩子们展示良好的习惯。我认为它实际上产生了很好的效果。几天后，我们将在奥马哈举行一场比赛，我们将有八名来自全国各地的年轻人进入决赛，他们都有自己的企业，我一直对这些年轻人印象深刻。但是，在金钱方面，自己养成好习惯或者鼓励你的孩子尽早养成好习惯，可以改变他们的生活。而且，你知道，当我大学毕业时，我就有了 9000-10000 美元，所以我很早就结婚生子了。如果我没有那样的开始，我的生活将会大不相同。所以，你要在年轻的时候就开始培养良好的理财习惯。我确实认为动画片《秘密百万富翁俱乐部》非常好，但可能有很多其他好的方法来教授这些课程。

25、没有改变债务水平的计划

股东：你好，沃伦，查理。Stefano Grasso 来自意大利 Genova。很高兴今天能在这里参加 50 周年纪念活动。去年，我问你什么是伯克希尔合适的杠杆率水平是多少，为什么不提高杠杆率？我认为，由于现任管理层的投资能力很强，在较低的利率增加更多的负债将有利于伯克希尔。今年，我想听听你对降低负债这种可能性的看法，使用银行账户的部分现金，以减少目前资产负债表上的一些负债。例如，伯克希尔在 2004-2008 年间出售的指数看跌期权，产生了近 50 亿美元的浮存金。几年后，指数越来越高，看跌期权的到期时间越来越短，伯克希尔从浮存金中获益颇丰。问题是，如果买入看跌期权的对手可以接受平仓，你会考虑以合理的价格平仓吗？谢谢。

巴菲特：你是在说——你是在说我们拥有的股票看跌期权吗？

股东：我说的是他们，但只是一个例子。我也在谈论可能减少债务或做其他——

巴菲特：是的。当然，我们所希望的是，我们所说的超额现金，即超过 200 亿美元的现金，我们可以用来收购一家企业。但是这样的收购你不可能一周一次或一个月一次。所以这是机会主义。我不知道促成下一笔交易的电话会在下周还是一年后。我们会接到电话，我们会把钱投资出去，但我们无法平均的把钱投资出去。而且你知道，我们几乎没有债务。如果 50 年前有人告诉我们两人，我们可以按 1%利率借到长期或类似期限的欧元，我们会觉得，我们最终的资产负债表会与今天大不相同。但我的意思是，负债成本太便宜了，它导致人们在资产负债表的资产侧几乎做任何事情(投资高风险资产)，我们尽量避免这样做，因为我们不想。而且你知道，我们不想因为负债方面的成本太低，而太快地降低我们的现金标准。

显然，如果我们能在数学上以一个显著的回报水平解除衍生品交易，我们会这么做。但我认为，我们现在

的合同不太可能，这些合约很可能会随着时间的推移而关闭。因为我们承担的债务超过 35-40 亿美元，而今天的结算价值仅有 4 亿美元。所以我们很难与合同的另一方达成一个我们都满意的价格。

我们不会让伯克希尔去杠杆化。因为从一开始就没有那么大的杠杆。我的意思是，从本质上讲，浮存金负债非常接近永久。它可以在一年内下降几个百分点，但也可以增加几个百分点。因此，在我看来，浮存金不会造成任何资金流失，而且我们几乎没有债务。所以我不想偿还我们现在的债务。**从逻辑上讲，我们可能应该以这样的利率水平承担更多的债务，但这对我们来说并没有吸引力。**也许如果我们找到一个真正的大交易，我们可能会承担更多的债务。我想至少把它作为我正在考虑的事情。查理？

芒格：我们希望出现一些我们确实感到资金不足的投资机会。我们已经很久没有感到资金紧张了。这是一个我们乐意面对这样的问题，如果出现一些如此吸引人的机会，我们不妨多点负债。那简直太棒了。顺便说一句，这是可能发生的。

26、汽车经销商没有规模经济

股东：嗨，巴菲特先生和芒格先生。George 来自中国上海。去年是我父亲站在这里提问，今年是我。我觉得自己很幸运。去年你收购了一家汽车销售经销商。今年你在信中说，你将继续收购。投资的最终目的是寻求回报。因此，我的问题是，经销商的规模越大，回报率是否一定越高？如果是这样的话，为什么我们不能在中国看到这种情况？与美国和中国相同性质的经销商业务有何不同？谢谢。

巴菲特：是的。但我不知道中国的经销商情况。我想说的是，我不认为在汽车领域收购更多的经销商会获得显著的规模效益。我只是看不到规模效益将从何而来。我想我之前提到过这一点。我们不需要规模。**我们真正需要的是那些独立经销商的经理人，他们在自己的业务中拥有自己的利益，他们作为一流的经销商独立运营。这就是我们要找的。我们不会去寻求规模。**我不知道中国的情况。也许查理知道的更多。我想他知道。

芒格：NO。我不认为我们会擅长在中国经营经销商。但我认为管理 Van Tuyl 的人非常擅长管理这里的人。

巴菲特：是的，目前有 17000 家经销商，我们已经收购了 81 家，还有一些扩张的空间。问题将是价格。我们的收购可能导致人们将他们的价格提高了一两倍。我们为 Van Tuyl 支付了一个完整但公平的价格，我们将或多或少地使用这个价格作为衡量标准。我们真的认为我们在 Van Tuyl 买到了最好的经销商，所以，如果有的话，我们希望能买到其他的，也许价格会低一点。所以我们可能会买很多，也可能会买很少，这完全取决于价格的发

展。我们今年的汽车销量很好，经销商的利润也不错。但当利润很好时，我们希望支付较低的倍数。我的意思是，因为，如果我们要永远做汽车生意，我们会有一些好年景，也会有一些坏年景。**我们宁愿坏年景以 10-12 倍市盈率买入，也不愿在好年景以 8 倍买入。**卖家不一定是这么想的，虽然他们可能明白，但他们不想这样估值。所以，我们拭目以待。

27、比起私人飞机，巴菲特更看重互联网

股东：大家好，巴菲特先生和芒格先生，很高兴来到这里。我也来自中国上海。现在在中国为高净值个人提供财富管理的公司工作，来自 NorthArk。你们两个是我的偶像。你保持年轻、精力充沛和敏捷的秘诀是什么？请不要说因为可口可乐。(笑声)正如有人所说，老巴看不懂互联网，但我不相信。你有什么意见？你会更关注互联网吗？我能请两位先生回答我的问题吗？非常感谢。

芒格：与我相比，沃伦是一个互联网用户。他在上面打桥牌。(笑)

巴菲特：我喜欢打桥牌，我经常使用搜索。这对我的生活来说是一个巨大的改变，它每年花费我一百美元，或者类似的东西。如果我不得不放弃飞机，或者我不得不放弃互联网：飞机每年花费我 150 万美元，互联网每年花费我 100 美元。你知道，我不想放弃他们中的任何一个，但我会放弃飞机。查理两样都放弃了。(笑声)

芒格：我们会做得更多吗？我认为每个人都会在互联网上做更多的事情。它的重要性越来越大。所以不管你喜不喜欢，我们都被拖进了现代现实。

巴菲特：听起来他不喜欢这样，是吗？(笑)

芒格：不，我不喜欢。我不喜欢一心多用。**我看到这些人同时做三件事，我想，天啊，这是多么可怕思考方式。**我很笨，所以我必须花很长时间来思考一件事。我从来没有想过在通往荣耀的道路上同时处理多项任务。(笑声)但无论如何，互联网就在这里，它将变得越来越重要，每个人都会更多地考虑它，做更多的事情，不管喜欢与否。当然，年轻人比我们更倾向于使用它。但是你现在有多少彭博终端机？

巴菲特：我们有两个还是三个。马克？我也不清楚。他们不告诉我关于它们的事。当我走进房间时，他们会把它们藏起来。

芒格：我们进入了现代世界。

巴菲特：马克告诉我我们有三台，但我回到办公室后，我们会重新评估情况。(笑声)让我们看看我们能不能付

两个的钱。(笑声)互联网改变了我们的许多业务。我的意思是,它极大地改变了 GEICO 保险的业务。它在某种程度上影响着他们所有人。这对我来说太神奇了。人们对美国越来越感到悲观,想想在过去的 20 年或 25 年里,仅仅有互联网的 20 年,它是如何戏剧性地改变了你的生活。你知道,游戏还没有结束。为了让生活变得更好,各种各样的事情都会发生。查理可能不认为互联网让生活变得更好,但当我在下雪天召集另外三个人来我家打桥牌,与在 10 秒或 20 秒内让我在旧金山的伴侣和另外两个朋友等人打桥牌相比,我认为世界已经改善了。

芒格: 嗯,如果我有你的搭档,我会认为它也有所改善。(笑声)

28、提高所得税抵免,而不是最低工资

股东: 嗨。Whitney Tillson 来自纽约的股东。巴菲特先生,我知道许多股东感到愤怒,说得婉转些,当你对税收政策等社会问题发表看法,或者支持某一特定候选人并为其筹集资金时,但就我个人而言,我对此表示赞赏。我认为每个人,特别是那些已经获得财富和声望的人,他们有能力去改变世界,他们有责任去努力让世界变得更美好,不仅仅是通过慈善捐款,也通过政治参与,我想说的是,即使是那些政治观点与我相反的人。

我的问题与当今的一个大问题有关: 收入不平等加剧,与此相关的是提高最低工资的运动,该运动最近在美国一些最大的企业,如沃尔玛和麦当劳取得了一些成功。你对收入不平等有多担心? 你认为提高最低工资是个好主意吗? 你认为这些努力会对美国企业的盈利能力产生有意义的影响吗?

巴菲特: 是的。我认为在美国看到收入不平等已经走了多远是非同寻常的。好吧,回到我自己的案子上。自从我 1930 年出生以来,美国的人均 GDP 增长了六倍。现在,我的父母认为他们在 1930 年生活在一个相当不错的经济环境中,而他们的儿子在这里生活的平均水平是当时的六倍。如果你在那个时候问他们,他们知道这个事实,它将从 8-9000 美元涨到 54000 美元(按今天价格计算),他们会说, "好吧,每个美国人都将享受美好的生活。"但显然他们不会。所以,我认为这是一个巨大的因素。造成这种情况有一百万个原因,在努力解决问题方面我并不假装知道所有的答案。但我确实认为,在美国这样的国家,每个愿意工作的人都应该过上相当体面的生活,(掌声)而且如何才能最好地实现这一点,实际上,我很快就会写一些关于它的东西。

我并不反对提高最低工资,但我认为,要将最低工资提高到一个足以真正改变现状的水平,会让很多人失去工作。我的意思是,有供求曲线在影响。如果你要大幅提高价格,我想这是一种价格操纵。我认为你会极大地改变人们可获得的机会。因此,我更相信改革和扩大所得税抵免,它将奖励工作的人,但也会照顾那些劳动技能不

适合市场体系的人。所以我认为你指出了一个问题。我不反对提高最低工资，但我不认为你可以在不造成很多扭曲的情况下以足够显著的方式提高最低工资。然而，我确实认为所得税抵免很有意义，我认为它需要适当改进。因为这里面有很多欺诈行为。它一次性支付了这笔钱，所以你可以利用这些发薪日贷款。我的意思是，它可以做很多改进。但我认为答案更多地在于这一特定政策，而不是最低工资。就像我说的，我想我很快就会在这个话题上写点东西。如果有人还没被我气疯，你知道，下次我会处理好的。查理？

芒格：你刚刚听到了一位民主党人的发言，而这有位共和党人说，我同意他的观点。我认为，如果大幅提高最低工资标准，那将是非常愚蠢的做法，会伤害到穷人。我认为这将帮助穷人扩大债务。(掌声)

(发薪日贷款，自上世纪 90 年代在北美大规模兴起，是一种无须抵押的小额短期贷款，以个人信用作担保，其依赖的信用依据是借款人的工作及薪资记录，借款人承诺在下一发薪日偿还贷款并支付一定的利息及费用，故称发薪日贷款或者发薪日预支贷款。由于当时近 20% 的家庭缺少有效的融资渠道，而这些家庭的收入水平普遍偏低，甚至有部分家庭被主流银行拒绝向其提供服务，发薪日贷款作为“准银行”向他们提供融资。由于他们被主流的金融机构所忽视，难以获得低利率贷款而选择高利率的发薪日贷款，故饱受诟病。)

29、大学能提高终身收入的“荒谬论点”

股东：嗨。Michael Monahan 来自纽约长岛。沃伦，查理，高等教育体系已经扩大，几乎复盖了每一个想接受大学教育的人。这种需求已经转化为不断上涨的大学费用。作为一名高三学生，我正在考虑一些著名的院校，如宾夕法尼亚大学 UPenn、维拉诺瓦大学 Villanova、纽约大学 NYU、福特汉姆大学 Fordham 和波士顿大学 Boston。另一方面，我的父母也对学费感到震惊。所有这些学校的标价都超过了 6 万美元，正如 BusinessInsider.com 的一篇文章所显示的，一些学生可以支付超过 7 万美元，就像纽约大学的情况一样。未来普通美国家庭如何支付这笔费用，更重要的是，你们两位对此有何感想？

芒格：普通美国家庭的做法是去便宜的地方，并从昂贵的地方获得大量补贴。如果我们的大学教育只能给那些每年能开出 6-7 万美元现金支票的人，我们就不会有那么多大学生了。所以大多数人付钱较少或获得了补贴。但我认为这是一个大问题，教育一直在提高价格，提高价格。他们说，受过大学教育的人将来会做的更好，这笔买卖很划算。但也许他们做得更好是因为他们在上大学之前就开始做得更好，而他们从未告诉你这一点。(掌声)

巴菲特：这是一个荒谬的论点。我认为这是他们发布的最愚蠢的统计数据之一，我的意思是，说大学教育值 X，因为上大学的人比没上大学的人挣得多。这是两个完全不同的世界，把两个世界所有的差异都归因于一个变量，即他们上过大学，而不是想上大学的人和有能力上大学的人之间的差异，这就是个骗局。

芒格：这太疯狂了，大约 70% 的人相信这个说辞。所以这让你在信任你的同伴时产生了一定的犹豫。(笑声)

因此，我认为大多数人都不得不在这个体系中挣扎。现在有一个很大的趋势就是价格会上涨到让人开始冷静的程度。这是因为人们认为这项服务是值得的。我认为在教育领域已经发生了很多这样的事情。(掌声)当然，高等教育中教授的很多东西对学习它的人来说并不是很有用，这些人中的很多人永远不会从任何事情中学到很多东西。所以这真的只是在浪费你的时间，但这就是它的工作方式。我认为这当中有很多错误。

我注意到非常有趣的是，当大衰退来临时，美国每一所成功的大学都严重冗员，他们都表现得像 3G 资本一样，由于资金短缺，不得不裁掉了很多人。最终的结果是，当人们离开后，他们反而工作得更好了。因此，这种适当的规模缩减并不全是坏事。我不认为美国有哪所大学想要回到它的旧习惯。但你要明白——把上大学与否变成标签化是一个真正的问题。就像生活中的其他问题一样。**你找出你最好的选择，然后接受它。**我们不能改变 Villanova 大学或 Fordham 大学。他们会做他们想做的事。但只要它起作用，他们就会继续提高价格。这就是这个系统的工作方式。

当事情真的变得糟糕时，最终会有人反抗。我住在洛杉矶的时候，一场小小的交通事故让每个人都付出了太多的代价，因为有太多的欺诈行为，包括脊椎按摩师和一些原告律师等等。最后，这些小事故造成的保险损失太大了，以至于他们担心那些住在贫困区的人，甚至负担不起开车出去找工作的费用。而汽车保险公司认为，天啊，随着价格像这样飙涨(我们不得不退出)，他们将不得不立法创建一个国家汽车保险或什么的接管。所以最终的结果是，他们在每个案件中都让原告的律师接受判决，这就解决了问题。也许这样的事情会发生在高等教育中。但如果没有一些大的激励措施，我认为高等教育只会继续提高价格。

30、看好中国

股东：谢谢你回答我的问题。BrendanChin 来自中国台湾台北。我的问题是，中国正在经历一系列结构性变化。当你为中国经济把脉时，你会读些什么，你会给出什么建议？谢谢。

巴菲特：查理是中国专家。我认为中国在一段时间内会做得很好。

芒格：是的。我是中国发生的一切的忠实粉丝。事实上，我刚刚订购了一尊最近去世的新加坡前总理李光耀的半身像，因为我认为他为新加坡和中国的改革做出了巨大贡献。**李光耀在中国在新加坡所做的事情之一就是阻止腐败，包括罢免他的一些密友。**中国也在做同样的事情。我认为这是我在很长很长一段时期里看到的一个大国所做的最聪明的事情，我认为，**如果主要的政治统治者是贪官，就很难树立适当的榜样。你知道，你不想被一群**

贪官管理。你想要负责任的人。李光耀所做的是，他给公务员更好的待遇，并招募了非常优秀的人才。他刚刚创造了一个更好的公务员系统，当然，中国正在广泛地模仿他。这是他们正在做的一件很棒的事情。因此，我非常看好中国正在发生的事情，我认为这很可能会奏效。他们真的杀了几个贪官，这确实引起了人们的注意。(笑声)

巴菲特：现在我们开始得到一些实用的建议。(笑声)你知道，在过去 40 年左右的时间里，中国发生了什么，我的意思是，这让我觉得完全是奇迹。我不会相信一个国家能走得这么远这么快，特别是一个这么大的国家。

芒格：在世界历史上，一家如此大的国家取得如此大的成就是前所未有的。当我还是个小男孩的时候，中国 80%的人口是文盲，生活在贫困和农业的泥沼中。他们经历了可怕的战争，现在看看他们，这是地球历史上最了不起的成就之一。一些人对此做出了极大的贡献，包括这位新加坡的华人政治家。**我对共产党模仿李光耀给予了很大的赞赏。伯克希尔所做的一切就是模仿正确的人。**

巴菲特：是的。1790 年，美国有 400 万人口。中国有 2.9 亿人口。他们和我们一样聪明。他们工作一样努力，相似的气候，相似的土壤。在接近 200 年的时间里，美国用这 400 万人创造了接近世界 GDP 的 25%，而中国真的没有什么进步。然后同样是这些人，他们现在并没有比 40 年前更努力地工作。就基本智力而言，他们现在并没有比 40 年前更聪明，但 40 年后看看他们取得了什么成就。我的意思是，**当你找到一个释放人类潜能的系统时，它确实向你展示了人类的潜能。**我们在几百年前发现了一个释放人类潜能的系统，他们在 40 或 50 年前发现了一个释放人类潜力的系统。而且，你知道，当你看到这个例子时，你知道，它必须对未来发生的事情产生强大的影响。令人惊讶的是，你可以让人们，在他们的生活中，在几个世纪里，无处可去，然后突然爆发。看到这一点让我大吃一惊，这是同样的人类，但他们找到了释放自己潜力的方法，我为此祝贺他们。正如查理之前所说，中国和美国将成为一望无际的超级大国。在我看来，中国人找到了释放他们潜力的方法，这对我们来说真的很好。我认为，对于两个拥有核武器的国家来说，在这样一个世界里，**他们必须想办法看到对方的优点，而不是缺点。**我们与中国人会有很多分歧，他们也会与我们有分歧，但请记住，总的来说，如果对方做得好，我们双方都会过得更好。那只是我自己的看法。(掌声)

31、“我们只是继续阅读.....跟着我们的直觉走。”

股东：你好，我是来自旧金山的 Chander Chawla。巴菲特先生和芒格先生，感谢你们在过去的 50 年里分享你们的智慧，成为正直的典范。50 年前，当你开始或进入新行业时，你是如何为一个你之前没有经验的新行业制

定运营指标的？

巴菲特：嗯，从某种意义上说，我们当时没有考虑到这一点。但我们基本上是在寻找那些我们认为能够理解未来 5 年、10 年或 15 年后会是什么样子的公司。这并不意味着我们必须精确到小数点后四位或诸如此类的东西，但我们必须对它有一种感觉，我们必须知道我们的局限性。所以我们远离了很多东西。

在那个时候，价格与现在是不同的，所以当时我们知道我们的钱是足够的，这是一个比现在容易得多的决定。我们没有计划会议或任何类似的东西。我们只是不停地阅读，不停地思考，不停地观察发生的事情，就像查理在电影中描述的那样，你知道，比较机会 A 和机会 B。在那些日子里，我们的资金有限，所以如果我们要买别的东西，我们通常不得不卖掉一些东西。你知道，这总是一个有趣的挑战，当你衡量你所持有的东西和已经出现的东西时，看看哪个更有吸引力。我们可能更倾向于，我们觉得我们肯定会得到一个不错的结果，而不是我们希望得到一个辉煌的结果。跟着我们的直觉走，一直把一只脚放在另一只脚前面。查理，你会怎么说？

芒格：嗯，这正是我们所做的，而且效果非常好。部分原因是因为我们是如此出色的人，工作如此有建设性，部分原因是我们有点幸运。我们运气不错。现在，沃伦说他很幸运能去 GEICO，但并不是每个 20 岁的年轻人都会去华盛顿特区，敲着空荡荡的大楼的门，试图找到他好奇的东西。因此，我们通过好奇和探索智慧而获得了一些运气，我们当然会向其他人推荐这一点。当你犯错的时候，没有什么比让你自己的鼻子受到重击更能彻底地产生智慧了。我们有很多这样的例子，不是吗？

巴菲特：我们有很多这样的例子。如果你回顾我们的历史，你会看到其中的一些。我们以为我们了解巴尔的摩的百货商店业务，我们以为我们了解邮票交易业务。我们有很多与坏企业打交道的经验，这会让你欣赏好企业。在某种程度上，它提高了你区分好与坏的能力。一路走来，我们玩得很开心，这非常有帮助。如果你喜欢你正在做的事情，你知道，你可能会得到一个比你每天早上咬紧牙关去上班更好的结果。

芒格：我认为我们得到了家庭背景的帮助，因为我们来自有一些令人尊敬的人的大家庭，与来自其他家庭背景的人相比，我们更容易识别出值得尊敬的人。所以，我已故的妻子过去常说，你不可能在一代人的时间里完成很多事情。我们两个人都欠我们成长的家庭一大笔钱。相比那些家庭背景弱势的人，我认为良好的家庭帮助我们更容易识别好人。你同意吗，沃伦？

巴菲特：是的。你父亲的公文包还在吗？

芒格：我仍然拥有它，但我不知道它在哪里。(笑声)我再也拿不动了，它已经磨损了，上面有洞。

巴菲特：我有一张 75 年前我父亲的办公桌。

32、巴菲特如何找到他的第一批投资者

股东：嗨，沃伦和查理。Cora 和 Dan Chen 来自洛杉矶 TalGuard，我们很高兴再次来到这里。感谢你们播下了种子，让我们这一代人可以坐在树荫下，也让我的孩子们可以坐在《秘密百万富翁俱乐部》的树荫下。我走在巨人中间。说真的，非常感谢你教给我们的一切。(掌声)

巴菲特：继续。继续。(笑声)

股东：这就是我所有想说的。(笑声)除了你的家人和朋友，你是如何说服你的早期投资者，克服他们的疑虑和恐惧，并相信你正在做的事情？很多人相信房地产，债券，黄金等其他的资产类别。你是怎么克服的？

芒格：在我们取得胜利之前，我们做得并不是很好。(笑声)

股东：有件事我一直很想问你，在有早期的盈利记录之前，你是如何让他们接受你想要做的事情的？我的意思是，从来没有人做过你正在做的事情，现在也没有人做过。我真的很想问你，在过去，你说你是 90%的格雷厄姆和 10%的费雪。今天这个百分比是多少？再次感谢您，感谢您的教导，我的孩子们也喜欢您所做的一切。他们给你写了封信。(掌声)

巴菲特：谢谢。谢谢。你知道，我 20 岁的时候就开始在这里推销股票了。我从哥伦比亚大学毕业了。虽然我只 20 岁，但我看起来只有 16 岁，我的行为举止就像我只有 12 岁。所以，我推销股票没有给人留下深刻的印象。我过去常常在市中心四处走动，给人们打电话，这就是我的工作方式，后来我又去为格雷厄姆工作。但当我回来的时候，和我一起投资的人，包括我的一个姐姐和她的丈夫，我的岳父，我的阿姨爱丽丝，一个大学的舍友和他的母亲，我跳过了销售过程，但无论如何，这些人都对我有信心。我的岳父是奥马哈大学的院长，他把他所有的一切都给了我，你知道，在很大程度上，他们都是这样做的。他们知道那时我已经做得相当不错了。那应该是 1956 年，所以实际上我已经投资了五六年。当我离开纽约回到奥马哈时，我有大约 17.5 万美元，我退休了。所以我猜他们认为如果我在 26 岁退休，我一定做了正确的事情，他们给了我他们的钱。在那之后，我的投资生涯就开始了，格雷厄姆-纽曼的前股东，一所大学的校长来了，本·格雷厄姆正在为他的基金结束他的合伙关系，他推荐了我。然后另一个人看到报纸上的公告，说我们建立一个合伙关系，他打电话给我，他加入了，一个接一个。

然后，实际上，一两年后，一个医生家庭打来电话，他们最终让我见到了查理。所以，如果你继续缓慢前进，很多事情就会发生。但后来，**合伙公司的业绩记录吸引了更多的资金，但最初的资金更多的是来自那些了解我并对我有信心的人。**但开始只是一小笔钱，我们从 10.5 万美元开始。查理？

芒格：当然，这是你开始的方式，但这是令人惊讶的。我们现在已经看到很多人开始了。那些遵循格雷厄姆-纽曼老路的人有一个共同点：他们都做得很好。我几乎想不出有谁没有做得很好。所以，**如果你只是避免成为一个完美的白痴(笑声)，并且有一个好的投资秉性，只是日复一日地这样做，结果将是惊人的。**

巴菲特：是的。在很大程度上，这是一次意外。如果那些人中的一些人没有问我，“我应该投资点什么？”我说，“我不会回到股票经纪行业，我们可以建立合伙关系，你知道，你的命运将和我一样，但我不会告诉你我在做什么。”他们加入了，从那里开始。但它根本不是计划好的。完全不是。我遇到了查理，他当时正在从事法律工作，我告诉他，作为一种爱好还可以，但这是一个糟糕的行业。(笑声) 所以他也成立了自己的合伙公司。

芒格：幸运的是我听进去了。(笑声)然而，这花了一段时间。

33、芒格：理性是一种道德美德

股东：嗨。Arthur 来自洛杉矶。我要感谢你让我们来到你的家乡。我们一直在倾听你的商业洞察力和你所有的成功。毫无疑问，你擅长商业和金融并乐在其中。但你对收入不平等发表了一些评论，捐出了你 99% 的财富，这让我相信你的动机不仅仅是积累财富或经济收益。所以，我想谈谈你的价值核心，问问你，对你来说什么是最重要的，为什么？

巴菲特：查理，什么对你最重要？

芒格：嗯，我想我有一个知晓不幸的通灵装置。相比其他事情，我更擅长解决问题。我永远不会成为一名成功的电影明星，或运动员，或演员，所以我很早就有了这样的想法，部分来自我的家人，特别是我的祖父，我以他的名字命名，他也有同样的想法，**事实上你的主要责任是尽可能地变得理性。**我的意思是，芒格法官、我父亲和其他人都非常崇拜理性。因为我擅长这个，而不擅长其他任何事情，所以我被引导去做一些对我来说很有效的**事情，但我确实认为理性是一种道德责任。这就是我喜欢孔子的原因。**多年前他也有同样的想法。我认为伯克希尔是理性的殿堂。在伯克希尔周围，真正令人敬佩的是那些能看清事物本质的人。你不同意吗，沃伦？

巴菲特：是的，你最好看清事情的本质。

芒格：看清它运行的方式比什么都重要。所以，这就是我的做法。但这不仅仅是一种积累财富的技巧。对我来说，这是一个道德原则。我认为，如果你有一些本可以很容易被消除的无知，但你却不去消除，那这是不道德的。我不认为这只是一个错误或缺乏勤奋。我认为保持愚蠢是不道德的，这就是我的精神。我认为你必须慷慨，因为不慷慨是很疯狂的。我们是群居动物，我们和其他人息息相关。

巴菲特：嗯，这听起来不是很高尚，但现在对我来说最重要的是伯克希尔做得很好，可能有一段时间了。我的意思是，在健康和你周围的人的健康等方面，有些重要的事情你无能为力。基本上，我所在的位置可能有一百万或更多的人参与到我们经营中，碰巧经营伯克希尔对我来说是一个巨大的乐趣，所以我可以合理的经营好伯克希尔。但如果伯克希尔表现不佳，我会不高兴。这并不意味着股票是否会下跌，或者业绩上是否会有一个糟糕的一年。但如果我觉得我们每年都没有建造出比前一年更好的东西，我就不会高兴。而且，你知道，我可以和我喜欢的人一起工作，我从中得到了巨大的乐趣。

芒格：但这非常重要。事实上，对于像沃伦或我这样的人来说，损失一点自己的钱是很容易的，因为这并不重要，但我们讨厌失去别人的钱。在一个文明中，这是一种非常可取的态度。你不讨厌损失伯克希尔的钱吗？

巴菲特：是的。这是唯一能让我晚上睡不着的东西。(笑)我们不会这么做的。很明显，我们可能会在个别事情上赔钱。我们可能会有经济不景气的年份，也可能会有股市大幅下跌的年份。那一点也不困扰我。让我烦恼的是，如果我做的事情就其长期价值而言，实际上让伯克希尔付出了代价，然后我会对那一天感觉不好。但幸运的是，我们可以避免其中的大部分。我们确实可以选择自己的位置。我们很幸运。

芒格：你知道，一个好医生也不喜欢病人死在手术台上。这不是什么新想法。(笑声)

34、对"最聪明的问题"没有帮助

股东：嗨，巴菲特先生和芒格先生。Petra Bergman 来自北欧的瑞典 Stockholm。我是一家叫 EFN.SE 的公司工作。我想问你，从我的角度来看，我现在能问你的最聪明的问题的答案是什么？(笑声)

芒格：每个人都会尝试这个问题，如果这能解决你所有的问题，那就太好了。但我不认为这是个好问题。(笑声)我的意思是，当你要求某人诚实地说出他能回答的最有启发性的问题时，你对他的要求太多了。

巴菲特：是的。我经常被学生问到这个问题。我已经练习了很多次，但我还没有成功地回答这个问题。所以我不得不请求你的原谅。

35、巴菲特谈乐趣和"游戏"

股东：下午好，沃伦和查理。恭喜伯克希尔 50 岁了。Jim 来自纽约 Brooklyn。这是最近一个问题的后续。即使在伯克希尔之前，作为投资者和基金经理，你们都在投资方面取得了成功。虽然大家都知道你严格遵循格雷厄姆的教导，但其他人，如沃尔特·施洛斯(Walter Schloss)和他的儿子，也通过类似的教导取得了成功，但策略不同。你认为你用小额资金取得早期成功的最重要的原因是什么？如果今天后视镜来看，你可能会做些什么来改善你用这些小额资金的策略？

巴菲特：是的。嗯，我有一个很好的老师，我有非凡的专注力，而且我有正确的情绪品质，这将帮助我成为一名投资者。我喜欢这场比赛。你最终会把一切都还回去的。你知道，这不是关键，那也不会有什么区别。这个游戏非常有趣。我记得 Gene McCarthy 有一次谈到足球时说，"你知道，它要足够难才能有趣，但又不会难到超出人们理解它的能力，这就是这项运动的方式"。我的意思是，这不像亨利·辛格尔顿(Henry Singleton)所面临的那种技术难题。这实际上是一个相当简单的游戏，它确实需要一定的情绪稳定性。我使出了浑身解数。我看了穆迪手册和所有的东西，但当我做的时候，我很享受。就像我说的，我从 7 岁到 19 岁之间开始，我也有同样的热情，但我没有任何正确的指导原则。然后我遇到了《聪明投资者》和本·格雷厄姆。在那一刻，我能够把所有的精力、热情和一切投入其中，现在我有了一种很有意义的哲学(非常有意义)，我发现它非常适合我，所以游戏变得更有趣了。但实际上并没有比这更复杂。查理？

芒格：嗯，我没有什么要补充的。我确实认为这是一个简单的游戏，如果有人有这样的秉性，并坚持下去，因为他喜欢这个有趣的游戏，并且对它很感兴趣，那么这个游戏就很简单。

我有一个沃伦没有的问题。对于那些希望通过精明、购买和被动持有证券来致富的人来说，我不想成为他们的榜样。我觉得这样的生活不够好。如果你通过比别人精明购买股票从生活中攫取财富，我认为这个贡献不足以换取你所得到的财富。所以，我喜欢你投资于捐赠基金或养老基金，或你的亲戚，或其他东西，但我从不认为仅仅精明地挑选股票并被动地持有它们就足够了。如果你继续经营合伙人关系，这将是一种疯狂的生活方式。

巴菲特：是的。对我来说，经营伯克希尔远比经营多个合伙公司或仅仅是一个投资基金有趣得多。你知道，伯克希尔更令人满意。

芒格：所以，如果你擅长投资自己的钱，我希望你能做更多的事情。

36、道琼斯错失良机

股东：John Boxtose 来自马萨诸塞州 South Dartmouth。巴菲特先生，我的问题是关于你几年前接受的一次采访。你的观点很有趣。它是关于 Wall Street Journal 被 News Corp 收购之前，如果你愿意的话。你在采访中提到，《华尔街日报》在过去的某个时候拥有非常显著的竞争优势，但其中一些优势在很大程度上没有实现。我只是想知道你是否可以详细说明它的竞争优势是什么，它们是如何未实现的等等。谢谢。

巴菲特：当时道琼斯拥有《华尔街日报》，你知道，在 1960-70 年代进入金融信息大量传播的时代，你知道，他们基本上独占金融信息领域的价值。他们有新闻自动收报机，他们有《华尔街日报》，你知道，这个国家任何对金融感兴趣的人都会认同它。从那开始，在接下来的 30 或 40 年里，金融业进入了一个令人难以置信的增长行业，我忘记了他们投资了多少项目，我记得有次他们收购了一系列小报纸，但他们完全错过了时代将要发生的事情。后来你知道，迈克尔·布隆伯格(Michael Bloomberg)进来了，他夺走了金融业务，News Corp 有这样的优势。他们并没有看到他们可以发展的领域，会把公司发展成价值数千亿美元的公司。

而且你知道，他们有一个家族拥有公司，而一个律师基本上控制了整个家族的行为，他们过得很好。你知道，他们都得到了分红，但没有人对金融领域能做什么有任何想象力。所以，从这个时候开始，《华尔街日报》是一个值得信赖的名字，他们在全美每一家经纪公司都有新闻播报。我的意思是，有一次我去了沃尔特·安纳伯格(Walter H. Annenberg)的家，他在那里有道琼斯股票行情播报，或者说是新闻行情。事实上他们处境再好不过了。他们不可能一开始就处于更有利的地位。他们有很好的资产负债表。他们只是让金融世界从他们身边溜走了。现在，Rupert 正在把它变成一份不同的报纸。他正在进或者他已经进入与《纽约时报》的竞争，但这是他喜欢的游戏。这形成了一个非常有趣的竞争局面。查理？

芒格：嗯，他们最终确实得到了 60-70 亿美元，所以他们可能错过了机会，但他们并没有毁掉自己的财富。

巴菲特：如果汤姆·墨菲负责掌管，那应该有数千亿美元，不是吗？

芒格：嗯，我不知道。我不确定我们是否有这样的能力，我认为即使是墨菲，他的表现也会更像我们，而不是比尔·盖茨。但我认为很难发明全新的模式。

巴菲特：嗯，我不是很确定它的走向，但我认为比尔在道琼斯也会做得很好。我如果当时就投资比尔的微软该多好。好的，3 点半到了。再过 5 分钟我们就要召开年会，我们有一些正式的事务要处理。感谢大家的到来。

(掌声)

正式商务会议

巴菲特：让我们重新集合，我们将主持会议。会议现在开始。我是公司董事会主席沃伦·巴菲特，欢迎各位出席 2015 年股东年会。今天上午，我介绍了出席会议的伯克希尔董事。今天和我们在一起的还有德勤公司的合伙人。Sharon Heck 是伯克希尔的秘书，她将对会议进行书面记录。Becki Amick 在这次会议上被任命为选举监察员。她将证明在董事选举中所投的票数以及在本次会议上表决的动议。本次会议的指定代理人为 Walter Scott 和 Marc Hamburg。秘书是否有一份报告，说明伯克希尔发行在外的、有权投票的和出席会议的股票数量？

莎伦·赫克：是的，我知道。如 2015 年 3 月 5 日向所有登记在册的股东发送的本次会议通知所附的委托书所示，截至此次会议的股权登记日，伯克希尔发行在外的 A 类普通股共有 824920 股。对会议审议的议案，每一股份享有 1 票表决权，1227069442 股伯克希尔发行在外的 B 类普通股，每一股份对会议审议的议案享有 1/10000 的表决权。其中，592750 股 A 类股和 736403387 股 B 类股由截至 4 月 30 日晚上返回的代理人出席本次会议。

巴菲特：谢谢你，莎伦。这个数字代表法定人数，因此我们将直接开始会议。首先要做的是阅读上次股东大会的会议记录。Walter Scott 先生将在会议前提出一项动议。

沃尔特·斯科特：我提议取消宣读上次股东大会的会议记录，并批准会议记录。

巴菲特：我能再听一次吗？我附议。该动议已被提出并附议。有什么意见或问题吗？我们将以口头表决的方式对这项动议进行表决。所有赞成的都说“赞成”。反对？动议获得通过。

下一项业务是选举董事。如果出席会议的股东未提交委托书或希望撤回先前提交的委托书，则您可以亲自就本次会议将审议的董事选举和其他事项进行投票。请向走道上的一位会议官员表明身份，以便领取选票。我认可 Walter Scott 先生在会议上提出关于选举董事的动议。

沃尔特·斯科特：我提议选举沃伦·巴菲特、查尔斯·芒格、霍华德·巴菲特、斯蒂芬·伯克、苏珊·德克尔、威廉·盖茨、大卫·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、汤姆·墨菲、罗纳德·奥尔森、沃尔特·斯科特和梅丽尔·威特默为董事。

巴菲特：还有第二次吗？提议并附议选举 Warren Buffett, Charles Munger, Howard Buffett, Stephen Burke, Susan Decker, William Gates, David Gottesman, Charlotte Guyman, Thomas Murphy, Ronald Olson, Walter Scott, Meryl Witmer 为董事。还有其他提名吗？有什么讨论吗？提名已准备就绪，有待采取行动。

动。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在选举董事的选票上做标记，并将选票交给走道上的一名会议官员。阿米克女士，当你准备好的时候，你可以做你的报告。

贝基·阿米克：我的报告准备好了。截至上周四晚收到的委托书持有人的投票结果为每位被提名人投出了不少于 657744 票。这一数字远远超过了所有 A 类和 B 类流通股总票数的大多数。特拉华州法律要求的精确计票证明将提交给秘书，与本次会议记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，阿米克。沃伦·巴菲特、查尔斯·芒格、霍华德·巴菲特、斯蒂芬·伯克、苏珊·德克尔、威廉·盖茨、大卫·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、汤姆·墨菲、罗纳德·奥尔森、沃尔特·斯科特和梅丽尔·威特默当选为董事。

在我们休会之前，有没有人还有什么事要谈？如果没有，我承认斯科特先生在动议之前提出了一项动议。

沃尔特·斯科特：我提议休会。（我附议）

巴菲特：休会的动议已经提出并获得附议。我们将以口头方式表决。有什么讨论吗？所有赞成的人说“同意”。反对者说“不”。（声音：赞成）。会议休会。



巴菲特：扩大所得税抵免比提高最低工资更好

2015 年 5 月 21 日 《华尔街日报》

通过大规模的精心设计的扩大所得税抵免，去帮助那些需要帮助的美国人。

美国梦承诺，教育、努力工作和良好行为的结合可以让任何公民从卑微的起点走向至少合理的成功。对许多人来说，这一承诺已经实现。在福布斯 400 强中，大多数人的出身并不优越。

然而，近来，具有专业才能的人所获得的经济回报的增长速度，大大快于那些拥有较普通技能的同样体面的男女。1982 年，即福布斯 400 强评选的第一年，上榜者的净资产总和为 930 亿美元。如今，400 强拥有 2.3 万亿美元，在 30 多年的时间里增长了 24 倍，而在此期间，家庭收入中位数仅增长了约 1.8 倍。

与此同时，大量美国同胞却过着“美国噩梦”般的生活：表现良好，工作努力，却只能勉强糊口。1982 年，15% 的美国人生活在贫困线以下；2013 年，这一比例几乎相同，为令人沮丧的 14.5%。近几十年来，美国的经济并未使穷人的生活得到改善。

在这个令人沮丧的事实背后，没有任何阴谋：穷人之所以贫穷，绝对不是富人的富有。富人也不是不配成为富人。他们中的大多数人都为美国的福祉贡献了杰出的创新或管理专长。因为有了亨利福特、史蒂夫乔布斯、山姆沃尔顿等人，我们的生活才会好得多。

相反，这种差距的扩大，是先进市场经济的必然结果。回想一下 200 年前的美国农业时代。那时，大多数人都能胜任大多数工作。在一个只有原始机械和牲畜可以帮助农民的世界里，农民中最有天赋的人和那些拥有普通技能的人之间的生产力差距并不大。当时的许多其他工作也几乎可以由任何愿意从事的工人来完成。诚然，有些劳动者会在智力或勤劳方面胜过其他人，但他们的劳动成果的市场价值与天赋较低的劳动者并无太大差别。

想象一幅叠加景象，将当时的工作要求跟美国早期劳动力的技能叠加在一起。这两个就业要素本可以很好地结合在一起。但今天并非如此。如果现在进行类似的叠加，大部分劳动力将无法找到有吸引力的工作。这种不匹配既不是市场体系的错，也不是弱势群体的错。它只是经济引擎不断需要更多高层级人才，同时减少对商品类工作需求的结果。

对于这种错配，通常提出的补救措施是教育。事实上，人人都能享受一流的教育体系是非常重要的。但是，即使拥有世界上最好的教育体系，在一个物质极大丰富的国家里，仍有相当一部分人的收入只能勉强维持生计。

要想知道为什么会这样，想象一下我们生活在一个以体力为基础的经济环境中。在这样的市场中，我将是一

个失败者。你可以为我提供世界上最好的指导，我也可以无休止地努力提高自己的技能。但可惜的是，在橄榄球场或篮球场上，我甚至连最低工资都拿不到。残酷的事实是，一个先进的经济体系，无论是针对体力还是脑力，都会让很多人落后。

在我看来，国家的经济政策应该有两个主要目标。首先，在我们这个富裕的社会里，我们应该希望每一个愿意工作的人都能获得收入，从而过上体面的生活。其次，任何实现这一目标的计划都不应该扭曲我们的市场体系，而市场体系是实现增长和繁荣的关键因素。

但面对任何大幅提高最低工资的计划，第二个目标都会崩溃。我可能希望所有工作的时薪至少为 15 美元。但这一最低工资标准几乎肯定会大幅减少就业，压垮许多仅掌握基本技能的工人。尽管小幅度的增长显然是受欢迎的，但仍将使许多勤劳的美国人陷入贫困。

更好的解决办法是，进行大规模精心设计的所得税抵免(Earned Income Tax Credit, EITC)。符合条件的工人随着收入的增加，其所得税抵免额也随之减少。但这并不会产生抑制作用：工资的增加总会带来总收入的增加。这个过程很简单：你报税，政府就会给你寄支票。

从本质上说，EITC 是对工作的奖励，并激励工人提高技能。同样重要的是，它不会扭曲市场力量，从而使就业最大化。现有的 EITC 需要大力改进。欺诈是个大问题，应该加重处罚。应该广泛宣传工人可以获得免费、便捷的申报帮助。现在的规定是每年退税一次；按月分期退税会更合理，因为这样可以阻止人们在等待退税时贷款。应该增加退税金额，特别是对收入最低的人。

没有完美的制度，当然，有些人无法或不愿工作。但是，对于一个伟大而繁荣的国家来说，EITC 的目标是适当的，也是可以实现的，它让每个工作的人都能获得可维持生活的收入。让我们用“美国承诺”取代“美国噩梦”：美国将为任何愿意工作的人提供体面的生活。

沃伦巴菲特

巴菲特：慈善承诺倡议 2015

2015 年 7 月 17 日

查理罗斯与慈善家比尔·盖茨、梅琳达·盖茨以及沃伦·巴菲特对话慈善捐赠。

"慈善承诺"倡议呼吁富豪们在生前承诺将至少 50% 的财富捐赠给慈善事业。

<https://charlirose.com/videos/22114>

罗斯：15 年前的 2000 年，比尔·盖茨和梅琳达·盖茨创立了比尔梅琳达盖茨基金会。9 年前的 2006 年，沃伦·巴菲特将自己的部分财富捐赠给了比尔梅琳达盖茨基金会。此后，盖茨基金会在应对饥饿、贫困、传染病和教育等全球性问题方面发挥了引领作用。2010 年，沃伦·巴菲特、比尔·盖茨和梅琳达·盖茨再度携手，发起了"慈善承诺"倡议。该倡议请求超级富豪们承诺在去世前将至少 50% 的财富捐赠给慈善事业。目前，这一倡议已吸引了来自 14 个国家的 137 位捐赠者。上周，在爱达荷州的太阳谷，我与沃伦、比尔和梅琳达聊了聊他们的生活，以及"慈善承诺"倡议的诞生过程。

盖茨：这一倡议实际上源自沃伦的想法，他认为我们应该与其他认真对待慈善事业的人会面，向他们学习。了解他们为什么投身慈善？又是如何思考慈善事业？在那些晚宴上，我们萌生了创建一个团体的想法，这对我们来说真的意义非凡。我们每年都会举办聚会，志同道合的人还会单独见面交流。我从中学了很多，一直期待着这些聚会。大家聚在一起不是为了互相推销，而是因为太多的共同之处可供学习，有时人们最终还会展开合作。

罗斯：我们稍后再聊你都学到了什么。这个想法最初是怎么来的？你们当时是怎么考虑的呢？

巴菲特：我不太确定这个想法具体从何而来。就像比尔说的，我们参加了一场由大卫·洛克菲勒主持的晚宴，我觉得这个想法就是从那次晚宴逐渐演变而来的。当时大概有 15 个人，我们围坐在桌旁，让每个人讲讲自己的捐赠理念是如何形成的，不是为了向任何人游说，只是分享各自的思考。大家谈到了自己的家庭、父母的影响，一圈下来至少花了两个小时。人们真的很乐意像同伴一样交流这些，分享的内容非常丰富。显然，我们在某些方面引起了大家的共鸣。后来我们三个人又进一步讨论，"慈善承诺"倡议就这样诞生了。

巴菲特：我不太确定这个想法具体从何而来。就像比尔说的，我们参加了一场由大卫·洛克菲勒主持的晚宴，我觉得这个想法就是从那次晚宴逐渐演变而来的。当时大概有 15 个人(夫妻算两人)，我们围坐在桌旁，让每个人讲讲自己的捐赠理念是如何形成的，不是为了向任何人游说，只是分享各自的思考。大家谈到了自己的家庭、父母的影响，一圈下来至少花了两个小时。人们真的很乐意像同伴一样交流这些，分享的内容非常丰富。显然，我们在某些方面引起了大家的共鸣。后来我们三个人又进一步讨论，"慈善承诺"倡议就这样诞生了。

罗斯：我记得当时你跟我聊过这个。你说你很惊讶，人们之间有一种情感上的共鸣，因为他们在倾听他人的过程中发现，"这正是我的感受"。

巴菲特：是的，大家在谈论自己时都没有感到尴尬。我觉得我们或许有点幸运，尤其是在最初邀请的人方面。第一对夫妻的坦诚程度，我认为在交流过程中很有感染力。没有人摆架子或做类似的事情，而在一个团体中，特别是当一些人彼此不太熟悉、只是认识的时候，可能会出现这种情况。但在那次晚宴上，每个人都非常坦诚地参与了讨论。他们有时会谈到自己的孩子，有时是失望的事情，有时是对孩子取得的成就感到欣慰。很明显，如果一群处境相似的人聚在一起，我们就能相互学习，或许还能收获很多其他的好处。所以，我觉得"慈善承诺"就是从那次晚宴逐渐发展起来的。

罗斯：梅琳达，这个倡议发展得怎么样了？

梅琳达：发展得非常迅速。现在我们有 137 位承诺者，来自 14 个国家。我觉得现在最棒的事情之一，就是每年我们聚在一起参加年度聚会时，第一天晚上坐下来吃晚餐，你会意识到身边都是朋友。这些年来我们结识的所有人，不仅我们在了解他们，他们也在相互认识。我想大家都很期待这个活动，因为在这里我们可以坦诚地交流，比如"你是怎么教育孩子的？对下一代有什么期望？你如何看待领导者？如果你刚刚开始，要怎么创立一个基金会？"等等，这些都是人们在小团体中私下里很想聊的话题，而我们的聚会提供了这样的机会。

巴菲特：在这里没有攀比或类似的情况。这些人中有些人在其他场合可能会这样，但在这里，大家都展现出了最好的一面。他们不是为了给别人留下深刻印象，而是真正对彼此的成功、失败、家庭情况等感兴趣。大家的坦诚程度真的令人印象深刻。

罗斯：现在这个倡议已经具有国际影响力了。对于那些不像美国人那么熟悉慈善事业的人，让他们参与进来困难吗？

盖茨：美国应该感到自豪的一点是，它在慈善事业方面处于领先地位，参与度极高，而且历史上很多有影响力的慈善案例，比如洛克菲勒基金会、卡内基基金会、福特基金会，都是美国的基金会。其他国家对慈善事业也很感兴趣，因为无论是资助大学、支持科研，还是尝试新的教育方式，慈善事业虽然在美国经济中占比不大，但一直是非常具有创新性的部分。人们在这里开展新的试点项目，进而对其他很多活动产生影响。我们的成员大多来自美国，在与美国民众的沟通方面，我们做得相对较好，但国际部分也在不断发展。我们希望看到全球范围内

的慈善事业得到加强，希望人们能在更年轻的时候参与进来，加强合作，并且希望他们投入更多的资源。

罗斯：这是倡议的原则之一。试图让人们在生命早期就思考慈善，而不是等到生命尽头，因为那时人们更有能力做出决策。

梅琳达：没错。我认为，一旦人们决定做出承诺，即使他们承诺在生命结束时捐赠财富，**但如果他们来参加聚会，就会开始相互学习，了解在自己感兴趣的领域可能实现的事情，比如"你是怎么开始的？"我们希望人们相互学习，并尽早行动起来。**因为如果他们运用自己在商业领域积累的智慧，去解决他们所关注的不平等问题，将会产生巨大的影响。他们正在从彼此身上学到这些。

罗斯：你们是怎么向别人宣传这个倡议的呢？你给他们打电话时会说什么呢？

巴菲特：我通常会先给他们寄一些相关资料，因为可能有些人会对此存在误解。我会问他们是否收到了资料，有没有什么问题。关键是要让他们参与讨论。虽然有些人不感兴趣，但感兴趣的人占比相当高。坦率地说，进展之顺利让我感到惊讶。要是在之前，我可能会说，到现在能有 50 个人参与就不错了……而现在我们有 137 人了。几个月前我在这里举办了一场晚宴，有个人起初对这个倡议存在误解，觉得有很多限制。但到了晚上结束时，这个人就准备加入了，而且打算捐赠 99% 的财富。

罗斯：具体的流程是什么样的呢？

巴菲特：流程很简单，他们写一封信，承诺在有生之年或去世时，将至少 50% 的财富捐赠给慈善事业，虽然很多人承诺的比例更高。我鼓励他们解释做出这个决定的原因，是受父母的影响，还是身边的榜样作用，以及为什么要这么做。我们收到了很多感人至深的信。我会告诉和我交流的人，这些信非常重要，因为 10 年、20 年、50 年后，可能会有人像比尔、梅琳达或者我研读卡内基、洛克菲勒、罗森瓦尔德等人的事迹一样，读到这些信，你永远不知道哪一点会引起他们的共鸣。这就像律师辩护，你列举 20 个理由证明你的当事人无罪，要是水平够高，可能一两个理由就够了！

罗斯：你得确保提到那些能引起人们共鸣的点。

巴菲特：你只需要找到一个能引起共鸣的点就行。

罗斯：都是你们三个亲自打电话邀请吗？我的意思是，在招募成员方面，你们三个都亲自参与，还是有一套系统的流程？

盖茨：最有效的方法是邀请人们参加一场关于慈善事业的晚宴。但这不是一场招募晚宴。我在各地出差时，总会看看日程安排，有没有时间举办这样的晚宴，甚至在国外也会这么做。晚宴人数一般在 6 到 15 人左右，要是超过 15 人就有点多了。大家在晚宴上交流慈善相关的话题。之后，如果我感觉某人可能适合加入，就会后续寄去相关资料并打电话沟通。很多加入的人本来就打算把所有财富都捐赠出去，他们觉得加入这个团体能让他们更好地参与慈善，并且让慈善变得更有趣。我们喜欢慈善事业带来的影响力和多样性，同时也认为这是一件自愿的事情。它可以成为你做过的最有趣的事情之一，但招聘员工、选择具体的慈善项目，或者思考死亡以及孩子可能以何种方式参与其中，这些都是复杂的问题。即使是在商业上取得成功的人，也不一定能轻松应对这些问题。

梅琳达：有时他们需要和家人商量。他们会说："总体上我们是支持的，这些年也和孩子初步讨论过，但从来没有像这样做出承诺，所以给我们一些时间。"然后他们会说："我们 3 个月或 4 个月后给你回电话。"我们也确实会等他们的回复。有意思的是，他们有时会和你分享与孩子讨论的过程，因为他们为孩子的积极回应感到骄傲。

巴菲特：我知道有一个例子，孩子说服了原本不太愿意的父母参与进来。

罗斯：人们不愿意参与的原因有哪些呢？

巴菲特：就是不想捐钱。我给他们打电话时，有人会说：我其实打算把所有钱都带进棺材里。遇到这种情况，我也没什么办法。我会告诉他们，在坟墓里钱可派不上用场。

罗斯：那那些说"我想把钱留给家人，这是我的意愿"的人呢？

巴菲特：这是他们的选择，是他们的个人决定。

梅琳达：确实是他们的个人决定。

盖茨：如果他们想把所有财富都留给家人，那他们不适合加入这个团体。尤其是当这些财富大多是继承而来的时候，这种行为就像是破坏一台机器(财富传承的良性循环)。他们为什么要打破这种传承呢？第一代创造的财富往往比继承来的财富更倾向于用于慈善。

罗斯：有意思的是，你们也有年轻的成员。

梅琳达：最小的只有 31 岁。

巴菲特：这意义重大。20 年后，将会涌现出几十、几百个亿万富翁。他们中的很多人会以史蒂夫·乔布斯、马克·扎克伯格等人为榜样。

梅琳达：我特别期待马克·扎克伯格和普莉希拉·陈的表现。他们已经在慈善方面学习了很多。马克·扎克伯格和他的妻子普莉希拉·陈，他们看待事物的方式，以及如何共同开展慈善事业？我觉得他们会激励一大批人。

巴菲特：我们近期为已签署承诺的成员家庭中的年轻一代组织了一场活动。我知道有 35 人会参加，可能还会更多。他们的生活态度，还有些人可能是祖父辈签署承诺后设立的信托基金的受益人。但我认为他们对未来慈善事业的影响将非常巨大。目前已经有一定影响了，而且未来几年这种影响会更大。

梅琳达：我们把这个群体称为“下一代团体”。他们会自行组织聚会。我记得他们的下一次会议在奥马哈举行。

罗斯：在这些活动中你们都有哪些收获呢？

盖茨：我们会安排人们上台，进行类似 TED 演讲的分享，用 6 分钟时间讲讲他们感兴趣的事情、进展顺利的项目或者遇到挫折的经历，这样大家就能从中学到东西。之后我们会进行分组讨论。比如探讨“如何进行有助于慈善事业的投資？”还有国际捐赠、科学研究、教育等主题。这次我们设置了四个分组讨论话题，大家最大的抱怨是只能选择其中一个，因为有好几个话题他们都很感兴趣。

罗斯：在我们进一步讨论基金会之前，我得说明一下，“慈善承诺”并没有法律约束力。只有道德和伦理层面的约束。仅此而已。你们俩创立基金会的时候，是怎么考虑的呢？

盖茨：我们甚至在结婚前就讨论过这个想法。结婚 6 年后，我觉得自己能在这方面多投入一些时间了。就在那一年，我卸任了微软首席执行官一职。那年我们进行了一笔规模很大的捐赠，高达 200 亿美元。这也促使我们加快行动。幸运的是，我父亲和一位曾在微软担任高管的优秀人士帕蒂·斯通西弗合作，共同创立了这个组织。尽管当时因为孩子和工作的原因，我们没办法像现在这样投入大量时间，但基金会还是顺利起步了。现在回头看，那是我们学习慈善事业的起点。我们在生殖健康领域开展了很多工作，也在这个过程中不断学习。后来我们想，“好吧，我们也涉足一些科学研究领域。”那时我们和政府的合作还不多，后来才意识到这非常重要。好在等我们俩有更多时间投入时，基金会已经有了一定基础。它有了核心团队，积累了一些专业知识，既犯过错误，也取得了一些成绩。到 2008 年，我们俩越来越深入地参与其中时，已经有很多成果可以作为进一步发展的基石。

罗斯：你们创立基金会时遵循的原则是什么呢？

梅琳达：我们认为，世界上所有人的生命都具有平等的价值，无论他们生活在何处。然而，在我和比尔四处旅行、阅读和观察的过程中，我们意识到人们并没有平等对待每一个生命。例如，在美国，拯救一个成年人或儿

童的生命可能需要花费很多钱，而在发展中国家，用基本的疫苗套装拯救一个孩子的生命可能只需要 30 美元，但我们并没有在全球范围内进行这样的投资。我们觉得必须为此做点什么。于是我们决定投资美国以外地区的健康事业，我们认为在这个领域能产生最大的影响。在美国国内，我们发现并非所有孩子都能享有平等的优质教育机会。所以我们在美国的主要投资方向是美国的教育体系。

罗斯：从那以后，基金会的关注重点有变化吗？

盖茨：这两个大主题将是我们一生的关注重点。这些问题足够重大，比如我们致力于消除小儿麻痹症，要是取得成果，就会接着攻克疟疾。有生之年，要解决的疾病问题还有很多。我们希望在基金会的运作期间，真的能攻克其中的许多难题，这样后人就能专注于其他问题。我得说，在教育方面我们取得的进展相对较少，但我们仍全力以赴。这是一项正义的事业。美国构建了出色的体系，成就了微软和伯克希尔，也让我们获得了优质的教育机会。我们希望在改善美国教育方面，能取得像在全球健康领域一样显著的成效。

罗斯：你期望如此，但不确定是否能实现？

盖茨：是的，我们不确定。在我们所做的所有事情中，这是风险最大的一项。我们每年在教育领域的投入大概是 8 亿美元。但无论是我们的资金，还是其他慈善家的投入(在这方面我们有很棒的合作伙伴，比如迈克尔·布隆伯格、伊莱·格罗德等，他们都做着了不起的工作)，都没能显著提高教育水平。辍学率有所下降，一些优秀的特许学校算是亮点。

罗斯：是在教育领域吗？

盖茨：专注于特许学校，是的，针对美国教育。但总体而言，我们不能说教育成绩有了大幅提升。

罗斯：沃伦，你作为朋友见证了他们的努力。显然，在苏茜去世后，你加快了行动，开始思考自己该做些什么。在慈善方面，你的想法有变化吗？

巴菲特：没有。我早就想好了自己要做的事。在慈善这件事上我思路很清晰。在苏茜去世前，我就有了成熟的规划。后来，我只是做了些调整。实际上，我该怎么做一目了然。

罗斯：是指把钱捐出去这件事很明确，还是知道该把钱捐到哪里很明确？

巴菲特：无论如何，我都会把钱捐出去。查理，这没什么可犹豫的。

罗斯：钱生不带来，死不带去。

巴菲特：回顾一生，我想要的东西，金钱都已帮我实现。钱对我来说已没有实际用途，但对他人却意义重大。而且，"所有生命都有平等价值"这个理念，我完全认同，不会更改分毫。

问题在于，如何把一堆股票凭证转化为能践行这一理念的实际行动？当时的情况堪称完美，已经有一个现成的机构(比尔及梅琳达·盖茨基金会)。它由两个极为聪慧且充满热情的人运营，他们还打算为之奉献一生。至少以我的标准来看，他们还很年轻。而且他们投入的是自己的真金白银，这一点至关重要。一切水到渠成。当然，我也和其他 4 个规模较小的基金会合作捐赠。不过，它们和盖茨基金会的规模不可相提并论。

罗斯：你自己设立的基金会吗？

巴菲特：是的。这 5 个基金会，我对这次捐赠安排非常满意。

罗斯：你们当时有什么反应？

梅琳达：感动得落泪。我俩都哭了。我们出去走了走，当时都震惊不已。

盖茨：都哭了。我们边走边感叹。这责任重大啊。即便抛开这次捐赠，我们和沃伦的友谊也让我们受益匪浅。在遇到沃伦之前，我读过《财富》杂志上一篇关于捐赠的文章，深受触动。后来在运营基金会的过程中，我常和沃伦单独交流，他还会召集朋友们一起讨论。在基金会创立初期，我们满怀热情地投身全球健康事业，坚信能有所作为。我迫不及待地 and 沃伦及他的朋友们分享我的热忱。他一路都在为我们出谋划策、提供帮助，像导师一样指引我们。一想到能扩大基金会的影响力，我们对他就多了一份沉甸甸的责任，这种感觉真的很暖心。

罗斯：你在基金会中扮演什么角色？

巴菲特：每年 7 月，我只需做一件事，拿出某个数额的 5% 捐赠出去。虽说这对我来说不算难事，但金额也不小。我能做的大致就是这些。

罗斯：这笔钱数额不小吧？

盖茨：他把 1% 的资金捐赠给 5 个基金会。我记得是价值 28 亿美元的伯克希尔股票。他设定了一个捐赠额度，之后每年从剩余部分中拿出 5% 捐赠。尽管股票数量减少了，但伯克希尔的股价上涨，使得这笔捐赠数额创历史新高，真的令人惊叹。5 个基金会都收到了巨额支票。希望我们寄了感谢信，我得去确认一下。

巴菲特：收到支票的人自然会写感谢信，这是惯例。

罗斯：在参与这项工作的过程中，最让你感到满足的是什么？

巴菲特：想到自己多年积累的财富将用于改善他人的生活，我就感到满足。

罗斯：基金会的目标有变化吗？我仔细读过基金会的年度报告，能明显看出你们讨论过评估方式，也强调了和政府合作的重要性。在你们三人的工作理念中，基金会是如何发展演变的？

盖茨：我们一直在不断学习。从 2000 年到 2015 年，全球健康事业取得了不少重大成果。一些政府和我们共同设立了疫苗基金(Gavi)，还有针对艾滋病、结核病和疟疾的全球基金。这些基金设定了宏伟的目标，虽然在执行过程中遇到了腐败问题，药品价格降幅也未达预期，部分国家物资分发也不顺畅。

但在组织管理方面，我们积累了经验。总体而言，这些成果非常了不起，是我们和合作伙伴最引以为傲的成就。教育领域的工作，尽管我们依旧全力以赴，但在提高城市贫困地区学校学生的数学、读写能力方面，成效尚不显著。不过，我们也取得了一些成功，这激励着我们继续探索。比如，如何在贫困国家开展工作？怎样吸引世界顶尖科学家研发新工具？如今，我对这份工作的热情比刚开始时更高。

罗斯：你也是这样吗，梅琳达？

梅琳达：当然。我认为我们工作的一大理念就是创新。我们坚信创新的力量，无论是疟疾疫苗的创新，还是科技领域的创新。这些创新推动着我们为贫困人群谋福祉。以根除小儿麻痹症为例，如果没有合适的疫苗、工具，以及精准的疫情地图，我们根本无法谈及消灭小儿麻痹症。我们致力于将世界各地实验室(中国、印度、美国、英国等)的创新成果应用于帮助贫困人群。不过，后续需要政府加大推广力度。即便我们在疫苗上投入了数十亿美元，政府还得投入数百亿美元进行推广，这样才能.....

罗斯：所以你是说，你们先开展开创性的工作，类似于试点项目，为有能力推广的政府提供范例？

梅琳达：我们参与的每一项工作都离不开政府的推广。无论是减少烟草使用、消除疟疾，还是改革美国教育体系。如果把所有资源都投入到美国教育体系，不到一年我们的资金就会用完。

巴菲特：但这正是他们的独特价值所在。比尔和梅琳达都有能力凝聚各方力量，包括政府和个人。

我们三人的资金固然重要，但他们的影响力、口才和经验，能说服政府和富豪们投入数亿甚至数十亿美元。这就产生了乘数效应。

罗斯：你对此肯定更有发言权，或许比他们俩更适合谈这个。他们深入实地开展工作，带来了实实在在的改变。看到他们在印度的村庄里.....

巴菲特：没错，这种付出无人能及。洛克菲勒、卡内基、罗斯福都做了很多了不起的事，他们也投入了一定时间，但他们不会像比尔和梅琳达这样，每周工作五六十个小时，奔波于世界各地，甚至前往一些条件艰苦的地方，那些地方我都不想去。他们亲力亲为，不仅取得了实际成果，还吸引了更多人加入，因为大家看到他们是真心实意做慈善。这意义非凡。

罗斯：但你们这么做，不是为了追求结果，而是因为内心渴望参与其中，想用自己的眼睛去见证，用自己的双手去行动。

梅琳达：必须如此。

盖茨：是的。我们会安排不同类型的行程。有些纯粹是学习之旅，不去拜访政府官员，也不接受媒体采访，只是实地考察，了解疟疾的实际情况、农业发展现状。我们以前对农业了解不多，现在才发现，贫困地区的农业有其独特之处。还有些行程，我们会和总统等领导人会面，指出他们国家的疫苗接种率与其他国家相比偏低，在疫苗分发方面还有很大提升空间。

罗斯：然后说“我们来提供帮助”。

盖茨：对。我们还会投入资金建立评估体系，这样就能知道该国哪些地区或部门工作成效显著。我们积极参与其中。令我们惊喜的是，许多领导人愿意坐下来和我们探讨这些问题。有不少国家，尤其是埃塞俄比亚，在我们的帮助下，对卫生和农业部门进行了重大政策调整，这些改变让相关领域有了长足进步。

罗斯：你们在打造什么样的资源、团队和机构呢？

梅琳达：我们和众多合作伙伴携手共进。

罗斯：这些合作是围绕基金会展开的长期合作，还是根据具体项目临时组建的？

梅琳达：这取决于具体的工作内容。不同项目有不同的合作方式和场合。以小儿麻痹症防治项目为例，联合国儿童基金会、全球疫苗免疫联盟、世界卫生组织等都参与其中。在项目实施地，有不同专业领域的合作伙伴；在英国或美国，也有负责地图绘制、模型构建和疾病监测的合作方。有些工作在当地开展，有些则在后方进行。

罗斯：基金会负责协调所有这些合作吗？

盖茨：我们基金会共有约 1500 名员工，大部分在西雅图，在非洲、印度、中国和欧洲也设有办公室。我们尽可能借助受资助方的力量。以疟疾防治领域为例，我们有一支约 20 人的专家团队。他们能与疫苗专家、药物专

家、蚊虫防治专家、模型构建专家沟通协作，整合各方专业技能。然后确定在哪些国家开展疟疾消除工作，以及如何缩小疟疾传播范围。很多时候，我们在基金会内部协调不同领域的专业力量。

罗斯：谈谈预期目标吧。小儿麻痹症能在 2020 年根除吗？

盖茨：最理想的情况，也是有可能实现的情况是.....我真的很期待.....

巴菲特：别做股市预测式的盲目乐观.....

盖茨：我真的很想说，情况很乐观。去年以来小儿麻痹症进展非常顺利。自去年 8 月起，非洲再未出现过一例小儿麻痹症病例。非洲的小儿麻痹症疫情得到了有效控制。目前，只有巴基斯坦和阿富汗还有野生型小儿麻痹症病例。而且在这两个国家，军方和各政党都在积极推进防治工作，提升防治行动的质量。

现在，我们为大量儿童接种疫苗，预计 2016 年，巴基斯坦有望出现最后一例小儿麻痹症病例。之后，我们会进入为期三年的监测期，确保没有疫情隐匿传播。这是非常合理的时间安排。监测期结束后，就可以宣布小儿麻痹症被根除。最理想的情况是在 2019 年实现这一目标。这太令人激动了。因为一路走来非常艰难。最初设定的根除时间有所延迟，但在这个过程中，涌现出了许多绝妙的想法。一旦我们成功根除小儿麻痹症，这些想法将应用于改善全球健康状况，助力攻克其他疾病。

罗斯：人类上一次根除某种疾病是什么时候？

盖茨：人类只根除过一种疾病，那就是天花。最后一例天花病例出现在 1977 年，1980 年正式宣布天花被根除。天花曾每年导致数百万人死亡，美国在根除天花的行动中发挥了带头作用，最终成功消灭了天花。那时还没有互联网和模型技术，全靠一群了不起的人努力，这太鼓舞人心了。

巴菲特：想想这意义多么重大。

罗斯：确实意义非凡。

梅琳达：我想说，除了现在的模型技术，还有预期目标方面。你之前问到基金会的目标有没有变化，其实与其说是目标，不如说是预期。我和比尔刚投身慈善事业时，有件事让我们很震惊。在微软工作时，每天都能查看销售报告，点击一下就能获取数据。但在致力于消除某些国家的疟疾或根除小儿麻痹症时，却没有这样的数据系统。现在，每 30 天我们就能收到一份小儿麻痹症疫情报告，详细记录着巴基斯坦、阿富汗和尼日利亚(直到去年)哪些村庄出现了病例。

罗斯：这是数据革命重要性的又一个例证。

梅琳达：数据至关重要。它让我们知道工作是否取得进展，也让全球各界更深入地了解如何针对这些问题采取行动，以及行动的重点区域。

罗斯：如果能根除小儿麻痹症就能激励人们相信，只要投入足够资源，这些看似艰巨任务是有可能完成的。

梅琳达：没错。还要专注和汇聚人才。

盖茨：天花被根除后，联合国儿童基金会的负责人吉姆·格兰特(他是一位杰出的人物，拯救了数千万人的生命)提出："我们的下一个目标是将疫苗接种率从 30%提高到 80%"。在 1980-90 年代，他带领团队努力，让我们离这个目标越来越近。这堪称又一个奇迹，是全球健康领域继天花被根除后的又一伟大成就。这一切都源于成功根除天花带来的信心、动力和资源。

罗斯：沃伦，看到这些，你肯定会觉得"把钱花在这上面太值了"。

巴菲特：没错，确实如此。能把积累的财富转化为拯救生命的实际行动，这让我深感欣慰。有一点值得强调，在大规模慈善事业中，以根除小儿麻痹症为例，这并非易事。在慈善领域，衡量成果的不是击球平均成功率，而是长打率。可以这么理解，如果你一辈子只打安全打(棒球术语，指击球手击出球后能安全上垒的击球)，虽然击球平均成功率会很高，但得分有限。而真正的大型基金会应该追求高长打率，而不是高击球平均成功率。

梅琳达：沃伦这番话让我们和其他接受他捐赠的基金会备受鼓舞。我们要勇于追求卓越，敢于冒险。尤其是我们面对的都是社会长期遗留的难题。在那些艰难的日子里，当你觉得进展不顺，或者反思自己是不是哪里做错了的时候，沃伦的话就会在耳边回响。我们要牢记，这些都是棘手的问题。此外，实地走访时遇到的那些了不起的合作伙伴，以及在困境中努力改善生活的家庭，都激励着我们继续前行。

罗斯：疟疾方面，你希望在 2050 年左右，或许在诸多条件具备的情况下，能实现什么目标吗？

盖茨：我们得做得比这更好才行。目前我们正处于需要新工具的阶段。在药物研发、疫苗研究以及灭蚊技术等方面，都有一些不错的进展。预计在 2030 年到 2050 年之间，疟疾有望被根除。当下可行的做法是，根据疟疾的分布地图，挑选一些地区进行区域性消除工作。东南亚的柬埔寨、泰国、缅甸等地疟疾疫情较为严重，这些地区是我们优先开展工作的区域之一。澳大利亚、美国、英国等国家都在提供帮助。我们要证明，即便使用现有的工具，也能在这些地区消除疟疾。在有足够信心和所有专家达成共识，向非洲核心区域发起总攻之前，我们大概

还需要进行四五次这样的区域消除工作。尼日利亚、坦桑尼亚、刚果民主共和国等赤道非洲地区是最难攻克的地方。我们会在这些地方逐步控制疟疾疫情，在实践中不断学习，最后发起决定性的冲刺。

罗斯：儿童死亡率问题至关重要。

梅琳达：没有什么比这更重要。令人欣慰的是，全球在这方面已经取得了巨大进展。自 1990 年以来，儿童死亡率降低了一半。这部分要归功于联合国制定的千年发展目标，其中明确提出要将儿童死亡率降低三分之二。虽然我们只实现了降低一半的目标，但在此过程中，所有非政府组织、合作伙伴和各国政府都行动起来，共同思考："我们需要进行哪些投资？在疫苗方面投入多少？如何防治疟疾？怎样推广蚊帐并确保其有效使用？在女性教育方面要采取什么措施？因为如果母亲受过教育，孩子的死亡风险会降低 50%。"母亲在获得医疗服务、养育孩子等方面做出的改变，都对孩子的健康产生影响。全球各界开始进行这些方面的投资，如今我们已经明确了有效的方法，接下来就是不断扩大这些措施的实施规模。其中有些是像疫苗这样的创新成果，有些则是像母乳喂养、给婴儿保暖、清洁脐带护理这样非常基础的措施。这些在美国习以为常的做法，在其他地方实施起来成本很低，关键在于引导女性转变观念。

罗斯：营养不良问题呢？

梅琳达：几乎一半的儿童死亡都与营养不良有关。我认为营养不良最令人痛心的地方在于，如果孩子在我们所说的"生命最初 1000 天"，也就是母亲怀孕期间和出生后的头两年，没有得到充足的营养，他们在认知能力上就无法达到正常的学习水平。

盖茨：每有一名儿童因营养不良死亡，就有四名儿童存在身体或智力发育迟缓的问题。直到最近三四年，我们才充分意识到这个问题的严重性。即便在今天，对于哪些干预措施能有效改善营养不良状况，我们仍在进行大量的试点研究。目前看来，在一些地区帮助女性养鸡以获取更多鸡蛋，或者养牛以增加牛奶供应，这不仅能提高当地居民的营养水平，还能促进养殖户的经济发展。还有很多我们正在探索的方法，比如在盐中添加微量营养素，为什么过去这种方法效果不佳，烹饪时又该注意什么。相信再过一年、两年或者五年，我在营养不良问题上会有更深入的了解。

梅琳达：最近两周，我和 16 岁的儿子住在马拉维的一个家庭里。这对夫妇非常友善，让我们在他们家待了几天。他们只知道我们是当地非政府组织的朋友，来这里是为了了解情况。在那里，我看到他们在努力改善饮食结

构，真的很受触动。他们意识到不能只靠玉米维持生计，于是拿出一部分积蓄养鸡。这样一来，家人不仅有了蛋白质来源，还能把鸡和鸡蛋拿到市场上卖，增加了一些收入。后来，他们又开始养猪，目前已经养了三头小猪。我问他们："养这些猪打算做什么呢？"我原以为他们会把猪吃掉，结果他们说："哦，不，这是我们女儿上高中的学费，那一头是儿子的学费。"当这些家庭开始多元化经营，不仅能改善营养状况，还能增加收入，从而提升整个家庭的生活水平。在全球各地，我遇到的每一个家庭，当被问及他们的希望和梦想时，无一例外都会说："我希望能让孩子接受教育。"

罗斯：他们深信这是改变命运的关键。见证这些，你们自己肯定也在不断学习。深刻认识到世界上还有很多工作要做，同时也看到了各种解决问题的方案和想法不断涌现。

巴菲特：查理，我一直主张让专业的人做专业的事。你刚才听到的这些，就是两个全身心投入、用自己的资金做慈善的人所带来的改变。这和那种成立了 20 年，只是按部就班交接工作的组织完全不同，两者有着天壤之别。这才是真正能带来改变的方式。

罗斯：你觉得你们的慈善模式对其他想要投身慈善事业的人有影响吗？你们的人生发生了巨大转变，不仅引领了慈善潮流，还全身心地投入其中。如今你们的生活方式和 1995 年相比，已经截然不同。

盖茨：当然有影响。现在的目标和过去大不相同。在获取信息的过程中，和科学家交流等经历.....我在微软的工作经历为我积累了经验。可以说，如果我们能传达两点理念，一是慈善可以充满乐趣，我们就是很好的例子；二是对于一些风险较高的慈善项目，让人们觉得风险并没有那么大。或许他们会在其他国家，以不同的方式参与慈善。

罗斯：这里说的风险是什么意思？

盖茨：把慈善资金投入非洲的项目中，是一件很有挑战性的事情。比如会担心非洲国家的政府是否会贪污这笔资金，即便取得了一些进展，当地出现不稳定因素，之前的努力就会付诸东流。还有，自己会不会看起来很愚蠢？在非洲开展项目该从哪里入手？又该信任谁？我们也是经过多年摸索，犯了不少错误，才逐渐有了信心。我觉得每个从事慈善事业的人，都应该鼓励其他人多承担一些风险，尝试一些更具开创性的项目。像资助大学就是很棒的慈善行为，大学里的科学家能做出很多杰出的研究成果。

罗斯：我们来聊聊女性与发展的话题，这已经成为你们关注的重点之一。

梅琳达：没错。之所以关注这个领域，是因为女性是推动变革的重要力量。长期以来，社会往往把女性视为需要帮助的对象，而没有意识到她们才是变革的推动者。如果能够挖掘女性的潜力，确保她们和孩子身体健康，赋予她们在经济活动中的决策权，并对她们进行投资，她们就会带动身边的人共同发展。在发展中国家，女性每多获得一美元收入，就会把 90% 投入到家庭中。通常情况下，孩子吃什么、生病时谁去诊所、家里谁先吃饭等这些决定，都是由女性做出的。如果我们想要产生广泛而深远的影响，就必须投资女性。过去，社会各界在大规模投资女性方面做得还不够，现在我们已经开始重视并付诸行动。另外，在开展项目时也要注意，不能想当然。比如我们研发出了抗旱玉米种子，这是个好成果。但如果认为非洲的农业经销商会把这些种子送到每一位农民手中，那就大错特错了，因为他们往往忽略了女性群体。我们必须多做一些工作，确保女性能够获得种子，了解种植技术，并从中获得收益。

罗斯：你肯定对此深有感触，沃伦。

巴菲特：如果你认同所有生命都有平等价值，那就必须为女性做点什么。事实上，在许多文化中，包括我们自己的文化，在很长一段时间里，女性的生命价值都没有得到和男性同等的对待。就拿美国宪法来说，在规定总统任职资格时，使用的大多是男性代词。《独立宣言》发表 13 年后才提出“人人生而平等”，但看看宪法第二条第一款就知道，女性并没有被平等对待。

梅琳达：关键是，这些是可以衡量的。这也是我想说的另一点。过去，很多事情都缺乏数据支持，而数据对于我们确定投资方向至关重要。以前，我们没有收集关于女性的数据。在孟加拉国、非洲、印度等地进行家庭调查时，调查人员只问一个问题：家里的主要经济支柱是谁？一旦得知是男性，就不再追问其他信息，甚至都不会询问家庭的其他收入来源。在很多方面，我们都缺乏关于女性的有效数据。但当我们开始收集这些数据时，就会发现，其实可以衡量女性的赋权程度，观察到女性在经济状况改善后行为和决策的变化。我们要继续深入研究，因为只有这样，才能促使各国总理、总统等领导人改变态度，加大对女性发展的投入。

罗斯：你们发布过一份《无极限报告》("noceilingreport")，这是一份什么样的报告呢？

梅琳达：2013 年，我们和克林顿基金会合作，旨在全面梳理全球关于女性的数据。我们与《经济学人》智库和加州大学洛杉矶分校合作，收集了各个国家有关女性的所有数据，涵盖童婚现象、女性劳动力参与率、受教育机会等方面。我们对这些数据进行整理分析，并以可视化的形式呈现出来，方便人们查阅。接下来，我们还会填

补数据缺失的部分。目前，全球通用的童婚数据并不完善，如果想要制定有效的干预措施，就需要更全面、深入的数据支持。

罗斯：科技对这些工作有怎样的影响呢？是利大于弊，还是相反？

盖茨：科技带来了很多帮助，但也存在一些问题。如果不加以引导，科技往往会迎合大规模市场。中等收入群体和富人的需求会主导应用程序的开发和使用方向。不过，借助强大的手机和互联网，我们可以为农民提供帮助，比如让他们了解何时播种、选择什么种子。还可以利用科技手段管理基层医疗诊所，确保物资供应顺畅，监督工作人员的工作情况。基于数字技术，只要再投入一些资金，就能拓展金融服务、健康监测、质量追踪等功能。虽然目前我们还处于预算追踪的初步设想阶段，但通过这种方式，我们可以低成本地实现资金监管，让捐赠者更放心。从用于小儿麻痹症防治的卫星摄影技术，到让人们可以用手机管理储蓄账户，数字平台让我们的工作更具雄心。

梅琳达：如今在发展中国家，手机已经普及。无论你走到哪个偏远的村庄，都能看到手机，虽然大多是我们过去使用的那种塑料外壳手机。正如比尔所说，这些手机搭建起了数字平台，推动了移动支付的发展。在肯尼亚，如今 87% 的国内生产总值都是通过移动支付系统流转的。在菲律宾、孟加拉国、坦桑尼亚等国家，移动支付也在大规模推广。偏远地区的女性，如果丈夫去内罗毕打工，丈夫可以通过手机给她转账。同时，她每天卖鸡蛋攒下的钱也能存起来，等到孩子交学费的时候，就有足够的资金。不仅如此，随着手机功能的不断升级，市场农产品价格信息也能实时获取。当女性把农产品卖给中间商时，她们能清楚知道市场价格。如果中间商说“每蒲式耳只卖 10 美元”，她们就会回应“市场价格明明是 20 美元”。随着智能手机的普及，在东南亚地区，女性还能利用手机获得更多帮助。据统计，全球三分之一的女性都遭受过暴力侵害。以后，女性可以在智能手机上设置紧急联系人，比如在印度，如果女性遭遇暴力，只需按一个按钮，六个紧急联系人就能立刻收到求救信息，还能获取她的 GPS 定位。这将极大地改变女性的处境。

巴菲特：改进农业技术能改变数亿人的生活。看看美国在过去几百年里，农业技术创新带来的变化就知道了。播种机、拖拉机的发明都是农业领域的重大创新。想想世界上还有很多地方的农业生产方式还很原始，如果能帮助这些地区提高农业产量，就能极大地改善数亿人的生活。

罗斯：我还想简单聊聊埃博拉疫情以及其他潜在疾病，全球社会如何采取前所未有的措施，防范最糟糕的情

况发生？

盖茨：目前，我们仍在努力将埃博拉病例数降为零。病例数量已经大幅下降，但即便归零，受疫情影响的三个国家也需要大量投入，重建完善的卫生系统，恢复经济发展。埃博拉疫情也给全球敲响了警钟。很幸运，疫情只在这三个国家传播，没有进一步扩散。未来，还会有其他类似埃博拉的疾病出现。

罗斯：你曾强调建立早期预警系统，以及提高早期快速应对能力的重要性。

盖茨：没错。我们需要完善的医疗体系，以及能够收集数据的监测站点。基金会正在呼吁各方共同建立早期预警系统。目前，有很多报告都在探讨如何加强世界卫生组织在这方面的核心作用。我经常将军事行动和疫情防控进行对比。在军事领域，我们有预备役人员，会进行训练，提前制定作战计划。但在应对传染病疫情(无论是自然爆发的还是人为的生物恐怖袭击引发的)时，我们却准备不足。我们缺乏志愿者、物资储备和相关训练。希望埃博拉疫情能成为一次警示，促使各方投入资源，提升应对速度。如果未来出现传染性更强的病毒，这一点将至关重要。

罗斯：沃伦，听着他们俩的分享，你肯定为他们的热情和全身心投入感到无比骄傲。而且，他们和你一样，本可以选择做很多其他事情，但慈善的使命感让你们相聚在一起，无论是在西雅图、奥马哈，还是在印度等地。这种源自内心的同情心和改变世界的决心令人动容。

巴菲特：我希望，听到我们故事的人能有所思考，就像我们受到他人启发一样。比尔的父母就积极投身慈善事业，对他影响很大。很多人都在以自己的方式默默奉献，我非常钦佩他们，他们付出的时间和精力比我多得多。我的姐姐已经 87 岁了，还每天都在帮助他人。我只是捐了些钱，而她奉献的是自己的时间。曾经有两个人不远万里来和我探讨慈善事业以及“慈善承诺”倡议，一聊就是一两个小时。他们来自世界上很偏远的地方，我就不说具体是哪了。这种交流就像在平静的湖面投下一颗石子，谁也不知道激起的涟漪会扩散到何处，会产生怎样的影响。

罗斯：感谢你们接受采访，谢谢比尔、梅琳达，也感谢沃伦参与我们的节目。

2017 年 1 月 27 日

查理·罗斯访谈比尔·盖茨与沃伦·巴菲特，他们慈善事业“捐赠誓言”(theGivingPledge)的共同创始人。

<https://charlieroose.com/videos/29774>

罗斯：比尔·盖茨和沃伦·巴菲特来到了节目现场。盖茨是比尔及梅琳达·盖茨基金会的联席主席，该基金会专注于教育、贫困和全球健康领域的慈善事业。沃伦·巴菲特是伯克希尔·哈撒韦公司的董事长兼首席执行官，在过去的五十年里，这家公司堪称最为成功的企业之一。二十五年多来，二人一直保持着深厚的友谊，传为佳话。2010 年，他们共同发起了“捐赠誓言”倡议，鼓励全球最富有的人将大部分财富捐赠给慈善事业。2006 年，巴菲特将自己的大部分财富捐赠给了盖茨基金会，此后，他向慈善机构捐赠的金额已超过 240 亿美元。我很高兴他们再次来到节目中。欢迎二位。需要说明的是，为了完全公开透明，我们刚刚在哥伦比亚大学和一千名学生进行了类似的交流活动。你们二位之前也经常做这样的事。年轻人对你们充满好奇，渴望知道如何向你们学习，这是非常特别的。他们想知道，如果你们重新开始，会怎么做？还想了解你们的价值观。你们经常参与这类交流。

巴菲特：说到我们的友谊，我们在 1991 年 7 月 5 日相识，一见如故。起初，比尔还有点犹豫，但后来我们就熟络起来了。

罗斯：不太愿意来吗？

巴菲特：是的，如果不是他母亲，我们可能至今都互不相识。从那以后，我们相处得一直很愉快。我们在很多方面都有合作，尤其是“捐赠誓言”倡议，当然还有其他事务。不得不说，一切都进展得很顺利。

罗斯：他是你们公司的董事。

巴菲特：他是伯克希尔公司的董事，我们在很多话题上都聊得很开心。但其中最重要的成果之一就是“捐赠誓言”倡议。查理，它的发展远超我的预期。我原本觉得，如果能有 30、40 个人参与就很不错了……我想现在大概有 156 人。而且参与的人已经不仅仅局限于美国，这是我最初没想到的。我们的成员对有效的慈善方式有了更多了解，也了解到哪些做法行不通。他们还了解到富裕家庭内部是如何处理财富相关事务的。这比我六、七年前预想的要好太多了。

罗斯：你们二位都提到过，由于成功的商业发展和科技进步，现在有很多年轻人积累了巨额财富。

盖茨：没错，这些公司发展得这么好是件大好事。总体来说，这是一群热衷于慈善的人。我直到 45 岁才开始

进行大规模捐赠，而他们中有些人在 30 多岁就已经做出了令人惊叹的慈善之举。

罗斯：如果用"犹豫"这个词的话，你为什么之前没有更早地进行捐赠呢？

盖茨：我之前没有花时间去研究哪些领域能带来巨大的回报，而且我当时一门心思扑在微软的工作上。直到快 40 岁的时候，在妻子梅琳达的鼓励下，我才开始研究慈善相关事宜，并和她深入探讨。我们原本计划在我 60 岁的时候投身慈善，但在学习过程中，我们决定加快脚步，而且我们找到了很多可以产生重大影响的慈善方向。

罗斯：你们的原则，或者说使命宗旨是"所有生命都是平等的"。

盖茨：没错。在全球尤其是美国以外的地区，我们的很多慈善工作都致力于拯救生命，让孩子们健康成长。

罗斯：你为什么决定把钱捐给盖茨基金会，而不是自己创立一个基金会，然后找人来管理，按照自己的想法开展慈善活动呢？

巴菲特：其实，我和第一任妻子苏珊在 50 多年前就创办了一个基金会，我们从 20 多岁起就开始讨论这件事。我一直觉得自己会很富有，虽然当时也不确定，但我跟她说，如果我能按照预期的速度积累财富，以后会有一大笔钱。我还说她擅长捐赠，而我擅长赚钱，所以我先赚钱，然后由她来做慈善。她觉得我这个想法一半是逃避责任，一半还算合理。(笑声)所以，就像我刚才说的，我们在 50 多年前就创办了基金会，但我当时真的认为以后会有大量财富，而且她特别擅长理解他人的感受，能准确把握人们的需求，还愿意全身心投入其中。她在慈善方面比我更有天赋。你也知道，她在 2004 年去世了。所以后来我不得不重新思考自己的慈善计划。2006 年，我决定主要向五个基金会捐赠，其中比尔及梅琳达·盖茨基金会是最大的受赠方。我在寻找那些慈善目标和我一致的机构。"所有生命都具有平等价值"对我来说是最基本的理念。人有时候就是运气好。

罗斯：而且你知道比尔会把基金会管理得很好。

巴菲特：那是当然。他投入了自己的资金，这很重要。但更重要的是，他和梅琳达都很年轻，聪明又勤奋。他们在慈善工作上的投入比这个国家大多数人在本职工作上的投入还要多。他们和我有着相同的理念，而且已经证明了自己的能力。各方面都很契合，即便在十年后的今天，这个决定依然十分正确。

罗斯：比尔提到了梅琳达对他的影响。你也曾跟我说过，关于你已故的妻子苏珊，你说在遇到她之前，你的生活一团糟。

巴菲特：我觉得这么说都算轻的了。(笑声)毫无疑问，她改变了我的生命。

罗斯：她是如何改变你的人生的呢？

巴菲特：我以前是个很片面、不太会调节生活的人，只是碰巧在某一方面比较擅长。是她让我的生活变得完整。这也不是一蹴而就的，她就像拿着一个小洒水壶，慢慢地浇灌，最终看到我有了一些成长。

罗斯：你们是性格互补，还是其他原因呢？

巴菲特：不，不是互补。我们的价值观非常相似，在很多重要方面都很合拍，但她比我成熟得多。我们结婚的时候，她 19 岁，我 21 岁。但在情感上，我当时只有 12 岁的心智。是她让我变得成熟。就像我刚才说的，这需要时间，但确实改变了我的人生。如果没有她，我的人生绝不会像现在这样。

罗斯：那查理·芒格又给你带来了什么呢？

巴菲特：查理·芒格是和我合作了 57、58 年的伙伴，他非常睿智，是个很棒的朋友。这么多年来，我们一直合作。他很有主见，我也不逊色，我们有时也会有分歧，但这么多年来从未争吵过，以后也不会。我可没说谎，这是千真万确的。每当我们意见不同时，他最后总会说："沃伦，你最终会同意我的观点，因为你很聪明，而我是对的。"(笑声)我都不知道该怎么反驳他。

罗斯：我是对的，你很聪明，你早晚会明白我是对的。

巴菲特：很多时候他确实是对的。我必须承认这一点。我非常尊重他给我的任何意见。我也尊重比尔的意见。**和伙伴一起做事更有意思。显然，夫妻关系是最重要的，但有一个事业伙伴也很好。**如果我所有的事情都独自完成，就算能取得双倍的成果，也不会像现在和查理合作这样有趣。

罗斯：谁会拒绝比尔·盖茨呢？

盖茨：梅琳达·盖茨会。(笑声)

巴菲特：我可见过这种场景。(笑声)

盖茨：当有人能指出我可能行动太快或者过于乐观时，这是好事。比如，有团队来汇报工作，我指出一些我们没做好的地方，可能之后他们就没那么有干劲了。这时候，梅琳达会提醒我注意方式，让我做出调整。我成熟了很多，这都多亏了梅琳达。虽然她还得继续"改造"我，但我觉得自己在慢慢进步。在有着共同目标的前提下，彼此的优势互补是非常棒的。在微软创业初期，我和保罗·艾伦就是这样；微软发展壮大的过程中，我和史蒂夫·鲍尔默也是如此。现在，在家庭生活和基金会工作中，梅琳达就是那个和我优势互补的人。

罗斯：你现在在微软花多少时间？

盖茨：大概 15%的时间。我主要参与研发方面的工作，和大家一起头脑风暴，思考如何利用人工智能，让它更好地理解用户需求，帮助人们更高效地利用时间。现在是软件行业发展的黄金时期，有五家公司处于非常强势的地位，微软在一些很酷的领域处于领先。比如，企业利用客户信息、与客户沟通信息、分析数据，以及在人工智能领域运用数据提高员工工作效率等方面，微软处于领先地位。这是个很棒的细分领域，规模高达数千亿美元，微软在这个领域实力强劲。在未来两年，微软在这方面的创新力度会超过以往任何时候。

罗斯：你对人工智能充满热情，确实如此。

盖茨：没错，**从开始从事软件开发起，拥有像人类一样的深度理解能力和智能就是终极梦想**。所以，计算机何时能学会玩游戏、阅读、理解语言，这些一直是人们追求的目标。**近年来，语音和视觉识别等技术取得了巨大进步**。你一直在关注这些，也向观众介绍过相关内容。我得说，即便对于业内人士来说，现在也是一个充满奇迹的时代。

罗斯：人工智能的潜力体现在哪些方面呢？会改变一切吗？

盖茨：首先，它会成为有史以来最好的助手。它能梳理你所有的信息，在会议间隙的几分钟内，帮你确定应该关注的内容；当你计划旅行、安排事务时，它能提供帮助，而且会比现在的助手优秀得多。

最终，在一些机械性的工作上，比如仓库作业、驾驶，人工智能可以取代人类。而在脑力工作方面，它会激发创造力，让你的时间变得更更有价值。

罗斯：你对科技感兴趣吗，沃伦？

巴菲特：我对科技没有太多天赋，一开始就没什么这方面的倾向，而且我和那些一直研究科技的人比起来，差距太大了，根本追不上。这不是我擅长的领域。

罗斯：理解企业业务是你投资的主要标准吗？

巴菲特：是的，我必须理解企业的业务。有很多业务我并不理解，有些可能几乎无法理解，还有些超出了我自信能理解的范围。

罗斯：但你现在有具备专业知识的投资人帮你。

巴菲特：我有两位员工，他们各有所长，但我选择他们并不是因为专长不同，实际上他们的能力有很多重叠

之处。重要的不是能力圈有多大，而是要清楚能力圈的边界。如果你只了解国内 5%的企业，也能做得很好。(笑声)并且你清楚是哪 5%的企业，它们都在你的能力圈内。

罗斯：2016 年，你进行了一笔巨额收购。2016 年伯克希尔以 370 亿美元收购了精密机件公司(Precision)。

巴菲特：包括承担债务，其中现金约 330-340 亿美元，还承担了约 40 亿美元的债务。

罗斯：寻找合适的收购对象是不是越来越难了，因为.....

巴菲特：确实。我们管理着 4000 亿美元市值的公司。赚 10 亿美元，只占市值的 0.25%，而且这还是税后利润，税前利润要超过 15 亿美元。所以找到合适的收购对象并不容易。

如果管理的资金规模小一些，从回报率的角度来看，我可能会做得更好。

罗斯：那你是怎么找到这些收购对象的呢？

巴菲特：这很有意思。有时候我正坐着思考事情，就会接到电话。在收购私人企业方面，有时是私人卖家主动联系我，但偶尔我也会主动出击。我们从不进行恶意收购。

罗斯：但有没有和你关系密切的人帮你留意收购机会呢？

巴菲特：没什么人。(笑声)查理，自大选以来，我们净买入了 120 亿美元的普通股。买哪些股票都是我决定的。和我一起工作的同事，他们可能也会进行一些买卖操作，但这些投资想法要么是我从不同角度思考得出的，要么是基于其他原因。

罗斯：投资航空公司的股票也是这样吗？

巴菲特：9 月 30 日，我们持有一些航空公司股票的消息被披露了。

罗斯：你为什么要投资航空公司股票呢？

巴菲特：这个我就不说了。(笑声)但这在很大程度上是我的决定。

罗斯：航空有个老笑话，你也知道，怎么才能成为百万富翁呢？先成为亿万富翁，再去收购一家航空公司。

巴菲特：毫无疑问，航空业让很多人赔得倾家荡产。

罗斯：确实。但交通运输行业一直备受关注。

巴菲特：没错，但铁路运输和航空运输是两回事。铁路和航空没有关联。它们是不同的业务。铁路轨道无法移动，飞机却可以灵活调配。航空业和铁路运输业，就像好莱坞塑造的那样，都有一种浪漫色彩。

实际上，进入航空业风险很大，在过去 25 年里，有超过 100 家航空公司破产。这是个不同寻常的行业。

罗斯：认识比尔对你理解世界的运行方式有什么改变、影响或者启发吗？

巴菲特：我从他身上学到了很多。我喜欢从所有朋友身上学习，比尔是一个特别好的学习对象。查理，这就是交朋友的乐趣所在。我觉得如果不能从朋友身上学到东西，我很难和他成为朋友。他们可能会觉得我很无趣，心里想：这家伙怎么老谈股票？(笑声)

罗斯：比尔，和沃伦交往，你从他身上学到了什么呢？

盖茨：学到了太多。在我认识他之前，我读过他为《财富》杂志写的一篇文章，里面提到给孩子留下巨额财富不一定是个好主意。这对我影响很大。我记得当时读完就深信这是对的，然后就开始思考如何把财富捐赠出去。我还记得沃伦给我看他的日程表。你知道，我以前把每分钟都安排得满满当当，还觉得只有这样才能把事情做好。但沃伦却很不一样，他会特意留出一些空白的日子。这可是个“高科技”做法，小心点，你可能理解不了。

罗斯：比如四月份的某一周，一周里只有三项安排。

巴菲特：到四月份可能会有四项。(笑声)

罗斯：这教会了你什么呢？是不是不要把自己的日程安排得太满，要给自己留出阅读、思考的时间，还有.....

盖茨：没错。要掌控自己的时间。对于普通 CEO 来说，总有各种事务找上门，让人觉得必须去会见各种人，但其实静下心来思考可能更为重要。把日程表排得满满当当，并不能说明你对待工作认真负责。

巴菲特：而且人们都想占用你的时间。时间是唯一买不来的东西。基本上，我能买到任何我想要的东西，但就是买不到时间。我可得好好珍惜。时间是没办法再多买的。

罗斯：住在奥马哈让你更容易做到这点吗？

巴菲特：这让我轻松多了。54 年来，我上下班单程只需要 5 分钟。想象一下，如果单程需要半小时，那我可能会多学会很多歌曲，但也仅此而已了。如果每天上下班路上的时间相差一小时，这占了一个人每周工作时间的 2.5%。算下来，40 年就相当于一年的时间。

罗斯：你们在政治观点上一致吗？

盖茨：几乎在所有事情上都一致。我们都认为要推动经济增长，提高产出，并且要公平分配成果。在这个基本框架上，我们的看法非常相似。

罗斯：你们俩都认为美国能实现 4%的经济增长率吗？

巴菲特：那可太高了。查理，如果人口增长率略低于 1%(这很有可能)，2%的经济增长率是可行的。一代人的时间，也就是 25 年(现在人们生孩子的时间稍微晚一些)，人均实际国内生产总值将增加 1.9 万美元。对于一个四口之家来说，一代人的时间里，家庭实际 GDP 会增加 7.6 万美元。也就是说，我们的经济会持续增长，就像会下金蛋的鹅一样，源源不断地创造财富。我们的经济体系很棒。

罗斯：不过，有些因素可能会阻碍经济增长。

巴菲特：你是说 2%的增长率吗？我觉得我们能达到。2%的增长率也能创造奇迹。

罗斯：没错，但 3%的增长率也有可能实现，不是吗？

巴菲特：有可能，但那就太棒了。但 2%的增长率意味着人均增加 1.9 万美元，这比很多国家的人均水平都高。问题是我们要怎么利用这些增长的财富。

罗斯：你如何看待中国的未来？

盖茨：他们在一些方面做得非常出色。自 1990 年以来，他们以自己独特的市场方式在提高收入、消除贫困和改善健康方面创造了令人难以置信的奇迹。所以，中国成为了世界第二大经济体。他们认真对待贸易，重视清洁能源。中国至关重要。**中美关系是世界上最重要的双边关系。**

罗斯：显然，因为两国是世界上最大的两个经济体。

盖茨：没错，而且中国在崛起.....我们美国也很强，并且会一直保持强大。

罗斯：什么会让我们不再强大呢？

盖茨：几十年来，我们积累了很多优势，比如我们的科研方式、大学教育体系，以及人们敢于冒险的精神，这使得我们的科技公司和生物科技公司依然强大。但教育体系是我们需要重新审视的地方，它是造成社会不平等的的一个重要因素。实际上，如果能接受优质教育，人们往往能取得不错的成就。

罗斯：经验告诉你们，改善美国教育体系比你们想象的要难得多。

盖茨：没错，改善美国教育体系确实困难重重。虽然辍学率有所下降，这是个好消息，**但在过去十年里，整体的阅读成绩、数学成绩以及教育不平等问题并没有得到明显改善。**我们基金会的目标之一，就是与合作伙伴共同努力改变这种状况。到目前为止，这是一项极具挑战性的任务，但我们依然认为它至关重要。从一些个别学校

的情况来看，还是有很多积极的成果，所以我们相信这个目标是可以实现的。

罗斯：最近关于移民的讨论很多，我想稍微聊一下这个话题。如今，是不是仍然存在这样的情况：一些海外的优秀人才来美国接受教育，之后却回到印度、中国或其他国家，而不是留在美国？

盖茨：很多人还是留了下来。到目前为止，美国最重要的“进口”资源就是人才。世界上几乎每个国家中，那些最勤奋、最优秀、最聪明的人都想来美国，这对我们非常有利。看看大学各院系，还有医生、工程师、创业人士和创造就业机会的人，就知道人才对美国的强大起到了多大作用。虽然我们并非总是能让人才引进工作一帆风顺，但整体效果非常好。所以，尽管有人才回流的情况，但从净增量来看，美国依然是人才输入的最大受益者。

罗斯：以前有人说过，我想是汤姆·弗里德曼最先提出的，我们应该给每一张文凭都附上一张绿卡。

盖茨：我认同这个观点。我来自科技行业，在这个行业，围绕一个工程师可以创造多个就业岗位，而不是把机会让给美国以外的国家，这可能让我有这样的偏向。但我确实认为把人才留在国内是件好事。

罗斯：给我们讲个故事吧，你之前给我讲过一个，我觉得很有意思。你认为美国历史上，仅次于《独立宣言》，或者说和《美国宪法》(也许二者都是)同样重要的文件，是两位移民写的一封信。

巴菲特：是两位犹太移民写的信。在我讲出具体内容之前，这听起来可能没什么特别的。1939年8月，就在德国入侵波兰前夕，利奥·西拉德，这个名字可能不太为人熟知，他出生于匈牙利，曾在德国与阿尔伯特·爱因斯坦共事。我记得1933年，他们两人都离开了德国，来到了美国，并成为美国公民。他们共同给罗斯福总统写了一封信，西拉德拉着爱因斯坦签名，因为爱因斯坦的名字更有分量。这封信在网上就能看到，篇幅还不到一页。

信的大致内容是，德国可能正在研制原子弹，而且有可能成功，但也不确定。所以美国最好也开始进行相关研究。之后，曼哈顿计划应运而生。很难想象，如果希特勒没有那么极端的反犹主义(毕竟有很多伟大的犹太科学家)，以及如果这两位没有选择移民美国，二战的结果会是怎样。美国接纳了他们，而他们可能拯救了这个国家，真的有可能。当时德国向英国发射了很多V1、V2导弹，但从他们的角度来看，这些导弹的弹头并不理想。如果我们的原子弹研制工作再晚三年开始，谁也不知道会发生什么。他们都是了不起的人，而且都是移民。

罗斯：大概一个月前，你给我写了张便条，你说你并不担心美国经济。你担心的是在核武器部署方面，我们可能会犯错，或者有些坏人会购买或窃取核武器。如一些悲惨的意外，或者计算机故障。

巴菲特：大规模杀伤性武器确实存在。虽然每天发生这种事的概率极小，但世界上确实有人对我们心怀恶

意，有人想要杀死数百万美国人。世界上有一些精神病患者、宗教狂热分子和自大狂，一旦他们处于某种特殊位置，掌握了相关知识和能力，就会利用这些武器实施恶行。爱因斯坦在原子弹问世后不久曾说过，我不知道第三次世界大战会用什么武器，但第四次世界大战人们将只能用棍棒和石头作战。这种可能性是存在的。

无论哪位美国总统，他最重要的职责就是尽可能保护我们免受大规模杀伤性武器的威胁。虽然个人也可能持有这类武器，但相对而言不用太担心个人的意图，更需要警惕的是一些组织，甚至是个别国家。这是美国未来面临的重大隐患。经济问题我们可以解决，但这才是首要问题。

罗斯：你同意这种说法吗？

盖茨：我同意，而且威胁不止来自核武器。生物恐怖主义也很可怕。举个极端的例子，有人可能会重新合成天花病毒并使其传播，这不仅会导致数百万人死亡，甚至可能造成数十亿人丧生。

巴菲特：我记得在过去两年里，《纽约时报》上有一篇评论文章。因为我不太懂这方面的内容，所以还专门问了比尔，他说文章讲得有道理。文章讨论的是合成天花病毒的可行性。世界上肯定有一些人，甚至可能有一些组织，热衷于制造天花疫情。

罗斯：那怎么防止这种情况发生呢？

盖茨：首先要有监测机制，以便尽早发现病毒。同时，要有医疗手段来研发疫苗，保护人们。科学在研发防御手段的同时，也在一定程度上让攻击变得更容易。所以，如果我们保持警惕，还是可以采取很多措施来降低风险的，就像减少裂变材料的获取能有效降低核武器威胁一样。

罗斯：有人认为，下一场战争不会是核战争，甚至也不是生物恐怖袭击，而是网络战争。

盖茨：这是第三个潜在威胁领域。对我个人而言，这三种威胁已经够让人担忧的了。现代社会依赖电力、通信和信息流，如果这些在较长一段时间内遭到破坏，很多系统都会受到影响，比如医院的运营、食品的运输、航空公司的决策，还有银行账户，人们可能都不知道自己的账户情况了。所以，现在政府和企业的很多专家都在思考如何降低这种风险，如何做好数据备份和冗余设计，让系统更加完善。

罗斯：美国和中国、墨西哥等国打贸易战，这可行吗？会带来什么后果？

巴菲特：这不是个好主意。贸易能带来诸多益处。贸易的问题在于，其带来的好处是分散且不明显的。比如，你去买一双鞋或一些内衣，不会看到标签上写着“因为有人进行了贸易，你节省了 12% 的开支”。美国有 3.2

亿人在购物，就像“香蕉效应”一样，大家都能买到比以往更便宜的商品。但是，贸易也有负面影响，比如有人在一个岗位上工作了 25 年，却因为贸易结构调整而失业，而且此时再对他们进行再培训已经来不及了，这对他们来说是巨大的灾难。我们要做的是想办法在保留贸易带来的社会效益的同时，照顾好那些在贸易发展过程中受到伤害的人。这种情况肯定会发生，我们不能自欺欺人。就像伯克希尔最初的纺织业务，我们一半的工人只会说葡萄牙语，他们在炎热、嘈杂的环境中操作织布机，一干就是 20 到 25 年。当纺织业转移到其他地方后，他们的经济生活就毁了。这就是贸易的一部分。当人们购买我们生产的纺织品，比如手帕或其他东西时，他们可能确实能以更低的价格买到。但作为一个社会，我们必须让贸易惠及所有人，包括我们自己和其他国家的人。同时，贸易确实会严重伤害到一部分人，而我们有资源，就应该照顾好这些人。

罗斯：照顾他们具体是指什么呢？

巴菲特：这意味着，在可行的情况下，要为他们提供再培训等帮助；但如果不可行，比如一个 55 岁只会说葡萄牙语、一辈子都在操作织布机的人在新贝德福德失业了，我们就得确保他能有一份维持生计的收入。作为一个社会，我们有能力做到这一点。我们不能因为个别情况就否定贸易给大家带来的好处，但也不能因为整体受益就忽视那些受到伤害的人。我们有能力照顾好这些人，也应该这么做，这样才能制定出合理的贸易政策。

罗斯：比尔，你有没有意识到唐纳德·特朗普利用了民众对经济状况的不安来获取政治支持？

盖茨：我对政治情绪不太了解，所以在察觉这些趋势方面，我并不比其他人更敏锐。

罗斯：英国脱欧和民粹主义崛起，利用了民众的这种情绪。

盖茨：英国脱欧公投的结果也让我很惊讶。毫无疑问，年轻人和城市居民在社会观念上与其他人存在差异，他们从新技术和新事物中受益相对更多。这种差异导致的政治结果给我们敲响了警钟，让我们思考在经济和社会问题方面，我们能否通过改善医疗、改进教育体系，改变人们的负面看法，让他们对未来更有信心。对我来说，最让我惊讶的不是人们的投票结果，因为我从不认为自己在这方面是专家，而是这个普遍的问题：人们觉得自己的孩子不会比自己过得更好。但我相信他们的孩子会生活得更好，毕竟在健康改善和新产品方面都有进步。

罗斯：还有科技给人们带来的便利等等。

盖茨：没错。这令人担忧，因为如果人们看不到未来会变得更好，就不太愿意加大对科研的投入，也不会积极推动优质教育的普及。这会导致一种消极情绪，人们会失去方向，不再相信有些事情是可行的，也不会想着继

续推进这些事情。

罗斯：但我想问的是，美国会衰落吗？看看现在，我们有最强大的军事力量、最发达的经济、最好的大学、最优秀的人才，还有最具创新和创造力的精神，我们会失去这些优势吗？

巴菲特：我觉得不会。失去这些优势的可能性非常小.....

罗斯：这就是你说的"独特优势"吗？

巴菲特：我们有独特优势，而且现在依然具备。如果世界其他国家能借鉴我们的优势，这不是一场零和博弈，那当然很好，但这也不会削弱我们的优势。总体来看，十年、二十年、三十年后，我们的社会会比现在富裕得多。从整体上看，我们的孩子会生活得更好。真正的问题是，这种发展是否会继续让很多人掉队？专业化的市场体系会让一部分人落后。如果以某种标准衡量，有人比平均水平低 10%，那么在当今世界，他们的机会与三四十年前相比并没有改善。以《福布斯》400 富豪榜为例，1982 年排名第一的是 Daniel Keith Ludwig，可能很多人从没听说过他，当时他身家 20 亿美元(一位极为低调神秘的富豪，拥有一家造船厂，在二战期间为美国生产油轮，他也被认为是世界上第一个造出超级油轮的人。他拥有 350 万英亩土地，买卖银行像玩卡片一样)。

如今，首富的身家是那时的 30 到 40 倍。这种高度专业化的经济与 200 年前的农业经济不同，会让越来越多处于顶层的人赚得盆满钵满。如果没有相应的政策，对于那些没有特殊市场技能的人来说，情况不会有太大改善。普通民众，尤其是那些市场才能略低于平均水平的人，如果没有政策扶持，很难获得良好的发展。而处于顶层的人会越来越富。

罗斯：需要政府出台政策吗？

巴菲特：必须依靠政府。政府的角色就像是交通警察，市场体系也是如此。市场体系调配资源和人才，在这方面它做得很好，但同时也让财富向顶层集中。政府推出了社会保障政策，对财富进行再分配，避免财富完全由市场体系决定流向。但我并不想抑制市场体系的生产活力，我们希望创造更多的财富。然而，如果越来越多的人相对落后，这不是一个好现象。我们有能力做得更好。

罗斯：我相信你们都看到了，上周有份报告指出，八位亿万富翁的财富总和超过了全球一半人的财富。

巴菲特：在美国，如果看《福布斯》400 富豪榜，1982 年这 400 人的总财富是 930 亿美元，现在达到了 2.4 万亿美元，是 35 年前的 25 倍。当然，这 400 人不完全相同。相信我，对于那些每周工作 40 小时，努力赚钱养

活几个孩子，却发现他们完全没有从经济发展中受益。

市场体系让处于顶层的人获得越来越多的财富。比如说，你是一名中量级拳击手。在 1930 年代，你可能连麦迪逊广场花园拳击赛的垫场赛都上不了，收入也很有限。但后来有了电视、有线电视和付费观看模式，顶级拳击手能赚到数千万美元。所以，处于顶层的人赚得很多。但如果你只是国内排名第 45 位的中量级拳击手，你的情况和 30 年代可能没什么区别。

贫富差距越来越大。如果你是弗兰克·辛纳屈，有了电视之后，你的收入比在纽约小剧场演出时要高得多。这种差距在各个领域都在扩大。如果你有一个好的商业创意，就能获得资金支持，仅凭这个创意就能身家数十亿。但这也越来越难了。回到 1800 年，如果一个人身体还算强壮，又愿意努力工作，那么他在农场的收入能达到最优秀的人的 90%。而现在这种差距还在不断扩大，市场体系会加剧这种趋势，但政府的作用是……

罗斯：如果可以的话，你会做出哪些改变呢？

巴菲特：**我会大力改革劳动所得税抵免政策。**我能有今天的成就，绝不仅仅是因为我个人。美国有 3.2 亿人，很多人都为国家做出了贡献。我只是碰巧在这个时代、这个地方获得了巨大的利益。有人受益，也有人没有。市场体系奖励那些让数百万人生活变得更好的人，这没有错，他们理应得到丰厚的回报。但我们也必须照顾好那些无法适应市场体系的人。

如果这个国家是按照体育能力来分配财富，就算我每天学习八小时，进入拳击场后，十秒钟内我还是会被打倒在地。市场体系奖励的才能很重要，因为这些才能为我们带来了更多国家需要的商品和服务，极大地改善了我们的生活，但也让一些人落后了，而且这个问题不是仅靠教育就能解决的。我们希望每个人都能……

罗斯：这是政府的责任吗？

巴菲特：当然是。

盖茨：政府还需要确保企业保持良好的运营状态，让企业有动力正确行事。找到这个平衡点，应该是政治对话的核心。

巴菲特：假设世界上有一座最公平的岛屿，上面住着两个人，他们要商量如何分配岛上唯一的一棵棕榈树，但这并不会有什么结果。（笑声）

罗斯：除了国家安全问题，未来我们还应该担心什么呢？我们之前讨论过，有人认为人工智能存在风险，你

也谈过这个问题，还有基因编辑这类技术，它们既可能给我们带来好处，但也可能让世界变得很可怕。你怎么看待这些问题？

盖茨：基因编辑就是一个典型例子。它有望帮助治疗疾病、提高农作物产量，这是在改写生命的"软件"，可以说是最顶级的"软件"工程。但同时，如何正确使用这项技术也是个难题。比如说，如果你能确保自己的孩子身材苗条、长相出众或者具备某些其他特质，这种对技术的使用合适吗？所以社会必须.....

罗斯：你怎么回答这个问题呢？

巴菲特：我自愿报名参加这个的测试版体验。(笑声)

罗斯：我是认真的，比尔，你怎么看待这个问题呢？这涉及到自由和安全之间的平衡问题。就像在获取恐怖分子手机信息这件事上，人们会思考政府是否有权查看手机内容，因为手机里可能藏有未来恐怖袭击的线索。

盖茨：没错，这又是一个争议点。我们要确保政府在金融交易、通信等方面不会完全一无所知，但同时也要相信政府在获取和使用这些信息时会遵循恰当的政策。关于该问题存在很大争议，极端的观点有两种，一些人认为政府根本不应获取这些信息，另一些人则觉得政府应该全面监控。但我认为，或许存在一种两全其美的办法。

罗斯：前提是要有恰当的程序。

盖茨：我们已经有相关程序了。但有人觉得，即便有程序还是存在一些问题。所以，有人倾向于"别让政府查看信息"的观点。这又是一个政治问题，比如基因编辑的尺度如何把握，政府在其中的权限有多大。我们需要能广泛吸纳各方意见的政治家。管理医疗保健系统时，当出现超级昂贵的治疗方案，就要思考医疗保健是否应该占用过多的经济资源，从而影响对教育和社会服务等领域的投入，这又将是一个在政治舞台上备受争议的重大问题。

罗斯：在你看来，哪个国家的医疗保健体系做得比较好？

盖茨：欧洲国家。英国在医疗保健方面的支出占国内生产总值的比例大约只有美国的一半。虽然英国的医疗体系存在排队等待时间长等问题，但这其中的差距大得难以想象。两者相差近 9% 的国内生产总值。这意味着在美国，每天每 11 个工作的人里，就有 1 个人从事额外的医疗保健相关工作。我不是说我们应该全盘照搬英国的单一支付者体系，还有其他很好的体系并非单一支付者模式，像德国、瑞士、法国，他们的医疗体系就运作得很好。在医疗保健服务的可及性方面，美国与其他富裕国家相比表现很差，这是为数不多的美国明显落后的领域。在教育方面，很多富裕国家也做得不好，美国在顶尖大学教育方面确实领先世界，但整体教育水平处于中等位置。不

过在医疗保健方面，美国的表现格外糟糕。

罗斯：在医疗保健和教育方面，美国不如其他工业化国家吗？

盖茨：大多数富裕国家在教育方面表现都不太好，美国在顶尖大学教育方面优势明显，但从整体教育水平来看，美国处于中等水平。而在医疗保健服务的可及性上，我们必须承认美国比其他富裕国家差很多。

罗斯：全球变暖是个迫在眉睫的问题吗？

盖茨：是的。幸运的是，它不会在短时间内造成毁灭性影响。真正严重的负面影响将在 30 到 70 年内显现，不过现在它已经增加了干旱和风暴发生的概率，我们也切实看到了这些变化。

罗斯：你能确定这之间有直接的因果关系吗？

盖茨：能确定，全球变暖的影响已经存在。当然，太平洋涛动和正常的天气变化也会产生影响。所以，很难精确区分哪些变化是由全球变暖导致的，哪些是其他因素造成的，但全球变暖的影响是确凿无疑的。全球平均气温在上升，中东和非洲部分地区已经出现了干旱加剧的情况。随着时间推移，情况会变得更糟。改变能源体系需要很长时间进行技术研发和推广应用，所以我认为这是当前最紧迫的问题之一。

罗斯：那么，当务之急是寻找替代能源吗？

盖茨：要找到具备可靠、清洁、低成本这三个理想特质的能源，实现的途径有很多。所以我们要鼓励众多创新者尝试不同的方法。如果能把太阳能直接转化为汽油，那将是一种可行的办法，因为汽油便于储存和运输。还有一种方法是提升核能的安全性，降低成本，使其成为能源体系的重要组成部分。政府和私营部门都应该为各种创新想法提供资金支持。

罗斯：你现在的生活在智力层面上，比你经营微软的时候更具挑战性吗？

盖茨：这很难比较。在这两个阶段我都在快速学习新知识。我很享受现在能结识优秀的人，见证成功，也看到失败。在我人生的这个阶段，我所处的位置再好不过了，我非常满足。

罗斯：是因为你对微软还有影响力吗？我是说，不仅仅是在软件领域。

盖茨：我喜欢去微软分享我的想法。这样我能了解行业最新动态。我们利用一些数字技术，为全球贫困人口提供低成本的金融服务，或者用于分析医疗数据。了解数字技术的最新进展有助于我在基金会的工作。

罗斯：你说过类似的话，如今普通人的生活比约翰·D·洛克菲勒在世时过得还要好。他可是当时世界上最富有

的人。生活得更好。

巴菲特：没错，生活得更好。从娱乐选择和出行方式等方面就能看出来。这些在当时是花钱也买不来的。短短一生，变化如此巨大，令人惊叹。

罗斯：除了家庭，什么能给你带来最大的满足感？

巴菲特：最大的满足感就是保持健康。当你到了 86 岁，看待这个问题的角度会有所不同。(笑声)

罗斯：你身体还不错吧？

巴菲特：哦，挺好的。我享受每一天。说实话，我喜欢经营伯克希尔。这就像是我 50 多年来的"画作"。我可以按自己的想法去"创作"。我不用理会华尔街对下一季度业绩的期望。我掌握着画笔，面前是一块无限大的画布。这是一场很棒的"游戏"，而且我每天都能和自己喜欢的人一起参与其中。我不用和那些让我反感的人打交道。如果我从政的话，就得对着很多我想揍的人微笑。我现在的状态很好，我很珍惜。(笑声)

罗斯：我经常讲这个故事，Brook Ashton 曾对我说，以前我总是太在意别人对我的看法，后来我只在乎自己对别人的看法。(笑声)我只想和自己喜欢的人交往。

巴菲特：没错，在我的商业领域，我很幸运能这样。商业可比慈善简单多了。慈善或许更为重要，但在商业中，你可以选择轻松的项目，和自己喜欢的人合作。在一定程度上，我可以打造一个自己喜欢的商业世界。

罗斯：你的意思是，如果有人来找你，希望你收购他们的公司，而且你觉得这是个.....

巴菲特：一只会下金蛋的鹅，但它的主人我不喜欢。那我会拒绝。(笑声)

罗斯：你会拒绝。即便你知道这笔交易能.....

巴菲特：查理，无论在什么情况下，为了钱而结婚可能都不是个好主意。但如果你已经很有钱了，这么做就更没意义了。(笑声)

罗斯：但是衡量满足感的标准是什么呢？

巴菲特：就是把伯克希尔经营好，随着公司规模越来越大，经营的难度也在增加，但好在我能和很多人一起做有意思的事。就像 Jenny McCarthy 评价橄榄球教练时说的，这份工作有一定难度，所以很有趣，但实际上也没那么难。(笑声)

罗斯：麦卡锡这么说过？

巴菲特：是的。不过，他有时候说话挺让人恼火的。

罗斯：什么能给你带来最大的满足感呢，比尔？

盖茨：学习新事物和取得突破。除了家庭带来的幸福，这是最让我开心的事了。偶尔，当我发现一些真正有意义的事情，并能把这些见解分享给别人时，我觉得非常满足。

比如，当我和梅琳达坐下来写年度公开信时，我会想，我有机会了解很多事情，那么我能分享哪些简洁且对大家有帮助的内容呢？这很有趣，也很有挑战性，不是每次都能做到。但每当我学到新东西，或者发现一些事情比我想象的更简单，并能分享给别人时，我就会感到极大的满足。

巴菲特：查理，我还想说一点。我现在 86 岁了，见过很多上了年纪的人。根据我的经验，我从未见过一个 70 岁(或者随便说个年纪)的人，对自己孩子感到满意，却对自己的人生感到不满。

罗斯：你从没见过对自己孩子感到满意，但对自己人生感到不满的人吗？

巴菲特：是的，我见过很多有钱人，他们的家庭并不幸福。或者孩子对他们不满意，不管是哪种情况，他们都没能做好人生中最重要教育工作，也没能处理好亲子关系。有时候这是一些外部因素导致的，但我真的从未遇到过，无论经济状况如何，那些爱自己的孩子，并且孩子发展得很好的人，会觉得自己的人生很失败。如果他们爱自己的孩子，他们会为自己把孩子养育成人而感到欣慰。

罗斯：如果他们的孩子发展得不错取得成就，为未来做好了准备，他们就会觉得很满足。

巴菲特：我认识一个非常富有的人，他把大量的钱都记在孩子名下，但又不想让孩子掌控这些钱。每年他都会和孩子们吃一顿饭，试图让他们在所得税申报表上空白签字。想象一下，他有四个孩子，他却对他们没有足够的信任。这太荒唐了。吃饭的时候，他会讨好孩子们，孩子们也清楚他的目的，每年都是如此。然后他还会贿赂孩子们在空白申报表上签字，这样他就能去报税，而孩子们都不知道自己到底有多少钱。我见过很多成功人士，当然也见过很多失败的人。有些商业上成功的人，在家庭方面却很失败，我觉得他们对自己的人生不会太满意。

罗斯：感谢你们来到节目，很高兴见到你们。比尔，非常感谢你。感谢比尔·盖茨和沃伦·巴菲特花一小时参与节目。感谢大家观看。我想提一下，1 月 30 日 HBO 会播出一部名为《成为沃伦·巴菲特》的纪录片，在影片中，你能看到一个孩子的成长历程，以及他在家庭陪伴下，86 年人生所积累的经验和教训。我们下期节目再见。

巴菲特致股东的信 2015

2016 年 2 月 27 日 BRK: \$227230-197800

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东：

2015 年伯克希尔的账面价值增长了 154 亿美元，A/B 股每股账面价值增长 6.4%(标普 1.4%)。自现任管理层接手的 51 年来，每股账面价值已从 19 美元增至 155501 美元，年均复合增长率约为 19.2%。

前半个时期，伯克希尔的账面价值与真正重要的企业内在商业价值大致相等。这两个数字之所以近似是因为我们的大多数资产配置在有色证券上，这些证券定期定期按市场报价进行重估(减去出售时将产生的税收)。按照华尔街的说法，我们的大部分资产是"按市值计价的"。

然而，到了 1990 年代初，**我们的资本配置重点已经转向企业的完全所有权**，这一转变减少了资产负债表数据的相关性。因为适用于控股公司的会计准则不同于评估公司有色证券，我们拥有的一些衰败企业的账面价值通常被减记，而那些优秀企业的账面价值却未曾重估。

我们对这两种企业都有经历：我做了一些愚蠢的投资，但我为那些衰败企业的经济信誉支付的金额后来被注销，此举降低了伯克希尔的账面价值。同时，我们也有一些成功的投资，其中一些是非常成功的，但却没能提高企业的账面价值。

随着时间的推移，相较于我们认可的处理方式，这种不对称的会计处理必然扩大了公司内在价值与账面价值之间的差距。现在，**我们优秀企业不断增长但却未记录的经济商誉，清楚的表明伯克希公司的内在价值远远超过其账面价值，这就是为什么我们乐意将股票回购的价格上限提高到账面价值的 120%**。在这个水平线上，回购对于伯克希尔剩余的股东而言，会快速提高每股的内在价值。我们拥有企业的内在价值未曾记录的增加，解释了为什么首页上伯克希尔的市场价值变动收益，超出了我们账面价值变动收益。

伯克希尔这一年

伯克希尔副董事长兼我的合伙人查理·芒格，跟我预计伯克希尔的经常性(normalized)盈利能力每年都会增加。当然，实际的年收益有时会因为美国经济的疲软而下降，或者可能因为保险业遭遇大灾。在一些年份经营性盈利会较少，而另一些年份会较多。但去年是收获颇丰的一年，以下为其中的亮点：

1，在 2015 年伯克希尔最重要的进展不是金融业务，虽然它带来了更好的收益。在 2014 年表现欠佳后，我

们的 BNSF 铁路去年大幅改善了对客户的服务。而为了实现这一目的，我们在资本支出中投入了 58 亿美元，远超美国铁路历史的纪录，并且几乎是我们的年度折旧费用的三倍，但它花的真值！

无论是通过铁路，公路，航空，水路还是管道运输，以吨英里的收入来计算，BNSF 铁路承担了美国 17% 的城际货运量。在这方面，我们是美国七大铁路公司(其中两家在加拿大)中毋庸置疑最大的，吨英里的货运量超出最接近的竞争对手 45%。因此，我们保持一流的服务不仅对我们的托运人的至关重要，而且对美国经济的平稳运行至关重要。

对于大多数美国铁路公司来说，2015 年是令人失望的一年，货运总吨英里数下滑，利润也在降低。但 BNSF 销售规模保持不变，税前收益达到了创纪录的 68 亿美元，比 2014 年增长 6.06 亿美元。BNSF 铁路的经理人 Matt Rose 和 Carl Ice，他们理应得到你们的感谢。

2，BNSF 铁路是"五驾马车"中最大的一个，该集团还包括伯克希尔能源(BHE)、IMC(以色列金属切削工具供应商)、路博润(Lubrizol)以及 Marmon 集团，他们是伯克希尔 5 个最大的非保险业务，在 2015 的税前收益达到 131 亿美元，较 2014 年增加了 6.5 亿美元。

在这五个巨头中，2003 年我们只拥有伯克希尔能源，当时税前收益为 3.93 亿美元，后来我们相继以全现金相继购买了其余 4 家中的 3 家，在收购 BNSF 铁路时，我们用全现金支付了 70%，30%发行伯克希尔股票，使伯克希尔股本规模增加了 6.1%。换句话说，这五驾马车在 12 年的时间里，为伯克希尔带来了每年 127 亿美元的税前收益，但只带来了轻微的股权稀释。我们的目标不仅仅是增加收益，还要确保我们能提高每股收益。

3，明年，我将要着手"第六驾马车"的建设。新加入的公司将是 Precision Castparts Corp(PCC)，我们在一个月前以 320 亿美元现金收购了它。PCC 完全符合伯克希尔模式，并将大幅提高我们的经营性每股盈利能力。

在 CEO-Mark Donegan 带领下，PCC 已经成为世界顶级的航空零部件供应商(其中大多数都是原件供应业务，尽管备件供应业务也很重要)。Mark 的成就让我想起了 Jacob Harpaz 在 IMC 中展示的法宝，两人将普通的材料加工成非凡的切削产品，供全球主要制造厂商使用，每一个产品都是他们工艺中的杰作。

PCC 的产品大都是大型飞机中的关键部件，通常根据多年的合同交付，公司在 13 个国家的 162 个工厂里拥有 30466 名员工为各行各业提供服务。Mark 在构建自己的商业帝国时，做了很多收购，而且将来还会有更多，我们期待着他来部署伯克希尔的资本。

个人致谢：收购 PCC 如果没有 Todd Combs 的投入和帮助是无法成功的，几年前他让我开始注意这家公司，并且一直教我这个行业的知识以及 Mark 的事情。尽管 Todd Combs 和 Ted Weschler 的主要职责都是投资经理，他们每人为我们管理约 90 亿美元，但他们两人都通过各种方式愉快且干练地为伯克希尔增加了重大价值。雇佣这二人是我所做过的最好的决定之一。

4，经过收购 PCC，如果它们是独立企业，伯克希尔将拥有世界财富 500 强中的 10.25 家(我们拥有的 27% 卡夫亨氏股份就是那 1/4)。还剩下不到 98% 的美国企业巨头没有给我们打电话。接线员已经就位。

5，我们数十家规模较小的非保险业务去年的税前收益为 57 亿美元，高于 2014 年的 51 亿美元。在这个集团中，有一家公司去年税前收益超过 7 亿美元，两家收益在 4-7 亿美元之间，7 家收益在 2.5-4 亿美元之间，11 家收益在 0.5-1 亿美元之间。我们喜欢所有业务：长期来看，这些企业的数量和收益都将不断增加。

6，当你听到有人谈论美国摇摇欲坠的基础设施时，请放心，他们谈论的并不是伯克希尔。我们在去年投资了 160 亿美元的土地、厂房和设备，86% 都部署在美国。我在前面告诉过你们 BNSF 铁路在 2015 年创记录的资本支出。每年年底，我们铁路的设施建设将比前 1 年有所改善。

BHE 能源也有类似的故事。该公司在可再生能源业务投资了 160 亿美元，并拥有美国 7% 的风能发电和 6% 的太阳能发电。事实上，我们的公用事业所拥有并且运作的 4423 兆瓦的风力发电是第二名的 6 倍。还没结束，去年在巴黎气候大会上，BHE 对可再生能源的未来发展做出了重大承诺。我们履行这些承诺有着重大的意义，不仅仅是为了环境也是为了伯克希尔的经济利益。

7，伯克希尔庞大且不断增长的保险业务在 2015 年实现了连续 13 年的承保盈利。这些年里，那些不属于我们、但我们可以将其用于为伯克希尔利益的投资浮存金，从 410 亿美元增长到了 880 亿美元。虽然，我们的浮存金的规模和价值并没有反映在伯克希尔的收益上，但浮存金产生了庞大的投资收益，因为它允许我们投资资产。

同时，我们的承保盈利在 13 年里累计达到了 260 亿美元，包含 2015 年的 18 亿美元。毋庸置疑，伯克希尔最大的未记录的财富存在于保险业之中。我们用了 48 年时间建立了这个无法被复制的多元化的业务。

8，在查理和我寻找收购新的业务的时候，我们的很多子公司不定期进行补强型收购(bolt-on)。去年我们进行了 29 项补强收购，预计总耗资为 6.34 亿美元，收购价格从 30 万到 1.43 亿美元不等。如果他们定价合理，查理和我都鼓励补强收购。(大部分提供给我们的交易报价显然不合理。)这些收购将资本配置在适合我们现有的运营业

务中，并将由我们的专业的经理人团队管理。这意味着，我们不需要增加额外的工作，但伯克希尔的收益却增加了，我们认为这种结合非常具有吸引力。我们在未来几年将会做更多的补强型收购。

9，在去年我们与 Jorge Paulo Lemann，Alex Behring 和 Bernardo Hees 的亨氏伙伴关心通过与卡夫的合并，规模增加了 1 倍多。在这笔交易之前，我们花费了 42.5 亿美元购买亨氏的 53%股份。现在，我们拥有 3.254 亿股卡夫亨氏股份(约 27%)，成本为 98 亿美元。新公司每年有着 270 亿美元的销售额，可以为你提供亨氏番茄酱或者芥末酱，搭配卡夫的 Oscar Mayer 热狗，加一杯可口可乐，你就将享受到我最喜欢的一顿饭了(我们将在每年的年会上设置 Oscar Mayer 热狗车，带上你的孩子一起来。)

尽管我们并没有出售卡夫亨氏的股票，但 GAAP 会计原则要求我们在合并完成后，记录 68 亿美元的投资减记。这就使得我们资产负债表上的卡夫亨氏的控股权益，高出我们的成本数十亿，却比市值要低出数百亿，这样的结果只有会计师才会喜欢。伯克希尔还拥有着卡夫亨氏的优先股，每年支付我们 7.2 亿美元利息，在我们资产负债表上的价值为 77 亿美元。几乎肯定卡夫亨氏将会在今年 6 月(优先股条款允许的最早赎回日期)以 83.2 亿美元赎回，这对于卡夫亨氏来说将会是一个好消息，但对于伯克希尔来说就是个坏消息了。

Jorge Paulo 和他的团队是再好不过的合伙人了。我们与他们分享并购，重构并持有这些满足人们基本需求和欲望的大型企业的激情。但是在追求同一个目标的过程中，我们走的是不同的道路。

他们的方法一直以来都非常的成功，通过收购那些能够减少不必要成本的公司，然后迅速地采取行动完成工作。他们的行动极大的提升了生产力，而生产力是过去 240 年里美国经济增长的最重要的因素。如果每小时没有产出更多的有需求的商品和服务(这是衡量生产力提升的标准)，经济不可避免地会停滞不前。在美国大部分公司里，真正重大提升生产力是可能的，这一事实给 Jorge Paulo 和他的团队提供了机会。

在伯克希尔，我们也渴望效率并且厌恶官僚主义。为了实现我们的目标，我们采取收购像 PCC 这样的公司，来强调避免机构臃肿，因为这些公司长期以来一直由注重成本和高效运营的经理人管理。在收购之后，我们的角色就仅仅是创造一个环境，让那些 CEO 以及他们志同道合的最终继任者，能够最大限度地提高他们的管理效率和从工作的获得的乐趣。(这种不干涉风格遵循了著名的芒格主义：如果你不想让自己生活在痛苦之中，就不要带着改变别人行为方式的目的去结婚。)

我们将继续以极端(实际上几乎闻所未闻)权力下放的方式来运营伯克希尔。但我们也会寻找与像 Jorge Paulo

这样的伙伴合作的机会，要么像他的集团收购了 TimHorton 时那样仅作为融资方，要么像亨氏一样作为股权和融资合作伙伴。我们也会偶尔和他人合作，就像我们在 Berkadia 成功做过的那样。

然而，伯克希尔只会在合作伙伴进行友好收购的情况下才会加入。可以肯定的是，某些恶意收购是合理的：一些 CEO 忘记了他们在为哪些股东工作，同时一些经理人也严重的不称职。不论哪种情况，董事可能会对问题视而不见，或者只是简单地不愿做出改变。这时就需要引进新的股东了。我们会把这些"机会"留给其他人。在伯克希尔，我们只去欢迎我们的地方。

10，伯克希尔公司去年增持了其"四大巨头"的投资：美国运通、可口可乐、IBM 和富国银行。我们买入了更多 IBM(从 7.8%增至 8.4%)和富国银行(从 9.4%增至 9.8%)的股份。其他两家公司可口可乐和美国运通，其股票回购也提高了我们的持股比例。我们在可口可乐公司的股权从 9.2%增至 9.3%，在美国运通的股权从 14.8%增至 15.6%。倘若你觉得这些看似微小的增加并不重要，我们可以做一个算术：伯克希尔在这四家公司的权益总和每增加一个百分点，我们在其年收益中应占份额就会增加约 5 亿美元。

这四个投资对象拥有优秀的业务，由既有才华又以股东利益为导向的经理人管理。它们带来的净有形资产回报优秀甚至惊人。在伯克希尔，我们宁愿拥有优秀公司的一大部分非控股权益，也不愿拥有平庸公司的 100%。正如与其拥有整颗水钻都不如拥有希望之钻的一部分。

如果以伯克希尔公司的年终持股计算，我们在"四大巨头"2015 年收益中应占份额达到 47 亿美元。然而，我们向你报告的收益中，我们只包含了他们支付的股息，去年约 18 亿美元。但毫无疑问：我们没有报告的这些公司近 30 亿美元的收益对我们来说，跟报告的部分一样有价值。

我们的投资对象保留的收益通常用于回购股票，此举增加了伯克希尔在其未来收益中所占份额，而不需要我们再投入一分钱。这些公司的留存收益也为其他商业机会提供资金，这些机会通常被证明是有利可图的。所有这些让我们预计，这四大投资对象的每股收益将随着时间的推移而大幅增长。如果这些收益确实实现了，伯克希尔的股息就会增加，我们未实现的资本收益也会增加。

相比那些将收购局限于自己能运作的公司，我们在资本配置上的灵活性给了我们很大的优势，也就是说，我们愿意被动地将大笔资金投资于非控制企业上。伍迪·艾伦(Woody Allen)曾说，双性恋的优势在于它让你周六晚上找到约会对象的机会增加一倍。以相似的方式(当然并不完全一样)，我们对收购经营性业务和被动投资股票的胃

口，为伯克希尔源源不断的现金找到明智的投资的几率增加一倍。除此之外，拥有金额庞大的**有价证券组合**，当**出现重大规模收购时**，为我们提供了可以利用的资金储备。

今年是个选举年，候选人不停地谈论我们国家的各种问题(当然这些问题只有他们能解决)。这种消极宣传的结果是，很多美国人现在认为他们的孩子不能像他们生活的那么好。这种观点大错特错：今天在美国出生的婴儿是历史上最幸运的孩子。

现在美国的人均 GDP 为 56000 美元。就像我去年提到的那样，按实际价值计算，这个数字是我所出生的 1930 年人均 GDP 惊人的六倍，这远远超出了我的父母和同时代人们最疯狂的梦想。今天的美国公民本质上并不比 1930 年的美国人更聪明，也不是比 1930 年更努力工作。相反，他们的工作效率要高出很多，从而生产出更多的产品。这种强大的趋势肯定会延续下去：美国的经济魔力依然存在，并且运转良好。

一些评论家哀叹我们现在每年 2% 的实际 GDP 增长。是的，我们都希望看到更高的增长率。但是让我们用过分悲观的 2% 这个数字做一些简单的数学计算。我们将看到，这一增长率带来了惊人的收益。

美国人口每年增长 0.8% (出生率-死亡率为 0.5%，净移民率为 0.3%)。因此 2% 的整体增长产生大约 1.2% 的人均增长。这可能听起来并不令人印象深刻。但对一代人来说，比如 25 年，这种增长速度会带来人均实际 GDP 增长 34.4%。(复利效应产生的超额增长率，会超过简单的通过 $25 \times 1.2\%$ 计算)。反过来，那 34.4% 的收益将为下一代带来惊人的实际人均 GDP 增加 19000 美元。如果平均分配，一个四口之家每年可获得 76000 美元。今天的政客们不需要为明天的孩子们流泪。

事实上，今天的孩子大部分都过得很好。我所居住的中产阶级社区的所有家庭，都比我出生时老约翰·D·洛克菲勒的生活水平要好的多。他无与伦比的财富买不到我们现在拥有的理所当然的东西，无论是交通、娱乐、通信或医疗服务领域(仅举几例)。洛克菲勒当然有权力和名声，然而他不能活得像我的邻居现在一样好。

尽管下一代分享的蛋糕将比今天的大得多，它将被如何分配仍被激烈争议。就像是现在的情况一样，在工作人员和退休人员之间，健康人和病患之间，在继承人和 Horatio Algiers 之间，在股东与员工之间，特别是那些被市场高度重视的人才和同样努力但缺乏市场所重视技能的美国人之间，会为了更多的产品和服务而斗争。这种冲突永远伴随着我们，并将永远持续下去。国会将成为战场，金钱和选票将成为武器。游说将是保持增长的产业。

然而，好消息是，即使是“落败”那一方的成员，在未来也几乎肯定可以享受到(他们应该享受到)，比过去多得

多的商品和服务。他们增加的奖金的质量也会显著提高。在生产人们想要的商品上，没有什么能与市场体系相媲美，在提供人们还不知道自己需要的商品上更是如此。我的父母年轻的时候，无法想象会有电视机，我在我 50 多岁的时候，也不曾认为我需要一台个人电脑。这两种产品，当人们看见他们能做什么之后，迅速彻底改变了他们的生活。我现在每周花十个小时在网上打桥牌。而且，在我写这封信时，"搜索"功能对于我来说是十分宝贵的。不过我还没准备好使用 Tinder(一款交友软件)。

240 年来，和美国打赌一直是一个可怕的错误，而且现在仍然不是开始的时候。美国的商业和创新的金鹅将继续下更多和更大的蛋。美国对社会保障的承诺将兑现，也许会更慷慨。而且，是的，美国的孩子们的生活将远比他们的父辈要好。

考虑到这种有利的趋势，伯克希尔(当然许多其他企业也一样)几乎肯定会蓬勃发展。接替查理和我的经理们将按照我们简单的蓝图，构建伯克希尔的每股内在价值：(1)不断提高我们众多子公司的基本盈利能力；(2)通过补强型收购进一步增加他们的收益；(3)受益于我们投资对象的增长；(4)当伯克希尔股价大幅低于内在价值时回购股票；(5)偶尔进行大规模收购。我们还将努力通过发行很少(如果有可能的话)的伯克希尔股份让你的成果最大化。

企业内在价值

尽管查理和我经常谈论企业内在价值，我们还是无法确切地告诉你们伯克希尔股票的这个数字是多少(事实上任何其他股票都是如此)。但是我们可以做出一个合理的估计。我们在 2010 年的年度报告中列出了三个要素(其中一个定性的)，我们认为这三个因素是评估伯克希尔内在价值的关键。

以下是两个定量因素最新情况：2015 年我们的每股现金和投资增长了 8.3%，达到 159794 美元(卡夫亨氏股份按市值计算)，而且来自我们众多业务的经营性收益(包括保险承保收益)增长了 2.1%，达到每股 12304 美元。在第二个因素中，我们的每股投资剔除股息和利息收益，因为会产生价值的双重计算。我们在计算每股经营性收益时，扣除了所有公司的管理费用、利息费用、折旧费用、摊销费用和少数股东权益，但没有扣除所得税。也就是说，我们计算的是税前收益。

年度	每股投资金额	十年期增长率	每股税前经营收益	十年期增长率
1970	66		2.87	
1980	754	27.5%	19.01	20.8%
1990	7798	26.3%	102.58	18.4%
2000	50229	20.5%	918.66	24.5%
2010	94730	6.6%	5926.04	20.5%

2011	98366	4%	6990	18%
2012	113786	15.7%	8085	15.7%
2013	129253	13.6%	9116	12.8%
2014	140123	8.4%	10847	19%
2015	159794	8.3%	12304	2.1%
1970-2015	18.9%		(含保险承保损益)23.7%	

我在上面的段落中"保险承保收益"使用斜体，是因为我们首次将保险承保收益纳入经营性收益。当我们最初引入伯克希尔两个支柱性定量因素的估值时，之所以没有计算在内，是因为当时我们保险承保业务的结果受到巨灾保险的严重影响。如果没有飓风和地震，我们会获得丰厚的承保收益。但是一场大灾难就会产生巨额亏损。在阐述我们的经营性收益时，为了保守起见，我们一直假定长期来看保险承保业务会盈亏平衡，因此在第二个价值因素的年度计算中，忽略了所有的保险承保损益。

今天相比于十几二十年前，我们的保险业务很可能更加稳定，因为我们已经不在强调巨灾保险，并极大地拓展了我们的基础业务范围。去年，保险承保收益为上文提到的每股 12304 美元的收益贡献了 1118 美元。在过去的十年中，保险承保收益年均达到每股 1434 美元，而且我们预计，未来大部分年份都会赢利。但是你应该认识到，保险承保业务在任何一年都有可能大亏或是大赚。

自 1970 年以来，我们的每股投资以 18.9%的年复合增长率增长，我们的收益(包括在第一年和最后一年的保险承保收益在内)的年复合增长率达到 23.7%。在接下来的 45 年里，伯克希尔的股票价格的增长速度，与我们两种价值衡量标准值的增速非常相似，这并不是巧合。查理和我都希望看到这两个领域的收益都有所增长，但是我们的主要目标是增加经营性收益。

现在，让我们来看看我们运营的四个主要业务板块。它们彼此之间的资产负债表和收入特征都存在巨大差异。因此我们将它们作为四个独立业务分别呈现，这也是查理和我看待它们的方式。（虽然它们共处伯克希尔一个屋檐下拥有极其重要和持久的经济优势。）我们的目标是假设我们角色互换，你是作报告的管理层而我们是缺席的股东，提供给我们想要知道的信息。

保险业务

我们先来看看保险业务，自从我们在 1967 年以 860 万美元的价格，收购了国民保险和它的姊妹公司国民火灾与海事保险公司以来，这个行业的财产意外险(P/C)业务一直是推动我们扩张的引擎。今天，从净资产衡量，国民保险是世界上最大的财产意外险公司。不仅如此，它的内在价值远超我们的账面价值。

我们被财产意外险业务吸引的一个原因是它独特的经济特征：保险公司提前收取保费，然后支付索赔金。在极端的例子中，比如某些工伤赔偿金，支付期限甚至可以长达数十年。这种"先收后付"的模式让产险公司拥有大量现金，我们称之为浮存金，这些资金最终都会支付给投保人手中。但同时，保险公司可以用这些浮存金来为自己谋利益。虽然单笔的保单和索赔有进有出，但保险公司持有的浮存金规模和保费收入维持一个相对稳定的关系。所以，随着我们业务扩张，我们的浮存金规模也在增长。浮存金是如何增长的如下表所示：

百万美元	期末浮存金
1970	39
1980	237
1990	1632
2000	27871
2010	65832
2011	70571
2012	73125
2013	77240
2014	83921
2015	87722

浮存金进一步的增长将难以实现。从好的方面来看，GEICO 和我们专业保险业务几乎肯定都会保持良好的速度增长。国民保险再保险业务是一些浮存金快速下滑的非流动合同的缔约方。但即便我们的浮存金下滑，其速率也会十分平缓，每年整体下滑不会超 3%。保险业务的特性决定了，我们拥有的现金资源肯定可以满足任何即时或短期的偿付需求。这个结构是经过特殊设计的，是伯克希尔经济堡垒的关键组成部分。它永远不会被放弃。

如果我们的保费收入超过了我们运营费用和最终损失的总和，那么我们将会实现承保盈利，而这些将会增加我们的浮存金产生的投资收益。当获得这样的利润，我们就可以享受免费使用资金，而且更好的是，我们因为持有这笔资金还获得了额外的收益。

不幸的是，所有保险公司都希望实现这一令人满意的结果。这导致了激烈竞争。激烈的竞争常常让整个财产保险行业遭受巨额承保损失。这个损失实际上就是保险行业为持有浮存金而支付的成本。尽管保险公司享受着浮存金带来的好处，但和美国其他行业的公司相比，竞争动态几乎会确保保险公司，将保持净有形资产回报率低于正常水平的惨淡记录。目前美国面临的长期低利率实际上也保证了浮存金未来获得的投资收益将减少，从而加剧了保险行业的利润下滑问题。保险行业未来十年的经营业绩，很有可能低于过去十年的记录，尤其对于那些专门从事再保险业务的公司来说。

正如报告此前提及的一样，伯克希尔现在已连续 13 年实现承保盈利。这一期间我们税前收益合计 262 亿美元。并非偶然，严格的风险评估是我们所有保险经理们的日常关注焦点，他们知道虽然浮存金是有价值的，但其好处可能被糟糕承保结果淹没。虽然所有的保险公司都会在口头上传达这点观点，但在伯克希尔这是一种信仰。

那么浮存金将如何影响我们的内在价值？当我们计算伯克希尔账面价值时，浮存金的总额被作为负债减掉，就好像我们明天就要将其全部支付而无法补充一样。但将浮存金严格视作负债是错误的。它应该被视为一个循环基金。我们每天都要支付过去的索赔和相关费用，2015 年就向 600 万索赔人支付了 245 亿美元的巨额费用，这减少了我们的浮存金。但同样肯定的是，我们每天都在承保新的业务，收取的保费又增加了浮存金。

如果我们的循环浮存金没有成本且可以长期保持规模(我相信会是这样)，那么这种负债的真正价值会显著低于会计上的账面负债。因为新的业务会替代旧的索赔，因此欠下的每 1 美元永远都不会从公司消失，这跟持有明天就将付出而无法收回的 1 美元截然不同。然而根据 GAAP 准则这两种类型的负债被认为是完全相同的。

我们在收购保险公司时产生了 155 亿美元的"商誉"资产，这增加了账面价值，并部分抵消了这一被夸大的浮存金负债。很大程度上这种商誉体现了我们为保险业务获得浮存金能力所支付的价格。然而，商誉的收购成本与真实价值无关。举例来说，如果一家保险公司蒙受了长期大额的承保损失，那么无论其原始取得成本如何，账面上的任何商誉资产都应被视作是毫无价值的。

幸运的是，伯克希尔并不是这样。查理和我相信，我们保险公司商誉真正的经济价值远超其历史账面价值。如果我们收购拥有类似商誉的保险公司，我们很乐意为类似质量的浮存金支付费用。事实上，2000 年我们在保险业务中为商誉支付的 155 亿美元几乎全部计入账面价值，然而，我们之后保险业务的浮存金规模扩大了三倍，它的价值就是我们认为伯克希尔内在商业价值远高于其账面价值的一个巨大的原因。

伯克希尔颇具吸引力的保险经济模式之所以存在，都是因为我们拥有一批杰出的经理人。他们经营着纪律严明的承保业务，拥有难以复制的商业模式。让我来向你们介绍几个主要业务的运营情况。

首先，浮存金规模最高的是由阿吉特·贾因管理的伯克希尔再保险集团。阿吉特对别人不敢兴趣或没有资本承保的风险提供保险。他的运营结合了能力、速度和果断。更重要的是，他的思维方式在保险界独一无二。然而，他从来没有将伯克希尔暴露在与我们资源不相称的风险之中。

事实上，伯克希尔在规避风险方面远比其他大多数大型保险公司要保守。举例来说，如果保险业因某种特大

灾难而遭受 2500 亿美元的损失，这一损失大约为保险行业经历过最大损失的 3 倍，伯克希尔作为一个整体，由于其众多的收益来源，依然将实现可观的利润。我们也将保持现金充沛，并将在一个已经陷入动荡的保险市场中寻找大量的承保机会。而其他的主要保险或再保险公司即使不面临破产，也会出现严重亏损。

1986 年的那个周六，阿吉特走进了伯克希尔的办公室，那时的他甚至没有一点保险业方面的经验。尽管如此，时任我们保险公司的经理人 MikeGoldberg 还是让他管理再保险业务。在这种鼓励和推动下，阿吉特在保险界崭露头角，并且很快大放异彩，为伯克希尔的股东创造了数百亿美元的价值。

我们另一个再保险业务巨头是由 TadMontross 管理通用再保险公司。

本质上，一个稳健的保险公司需要遵守四大承保纪律，它必须：(1)理解所有可能导致保单发生损失的风险；(2)谨慎的评估风险发生的可能性及其可能造成的损失；(3)设定合理的保费。平均而言，保费在满足可能发生的损失及运营费用的总和后，将带来利润；(4)如果在无法获得合适保费的情况下愿意放手。

许多保险公司都能遵守前三条规则，却忽视了第四条。他们根本无法放弃竞争对手正在积极争取的业务。老话说："别人都这么做，我们也必须这么做"，这在许多行业都会招致麻烦，但保险行业尤为突出。

Tad 遵守了这四条戒律，而这体现在了他的业绩表现上。在他管理下，通用再保险的巨额浮存金表现一直好于零成本，我们预计这种情况仍将保持。我们对通用再保险的国际人寿再保险业务尤其满意。自我们 1998 年收购该公司以来，该业务就一直稳定增长且保持盈利。我们记得在我们购买通用再保险后不久，它就被各种问题所困扰。这让不少评论员(包括我)一度认为我犯了一个巨大的错误。这一天早已过去。通用再保险现在是块宝石。

最后还有 GEICO 保险，65 年前，我就是在这家保险公司学到了保险业务的第一课。GEICO 由 Tony Nicely 运营管理，他 18 岁就加入公司，到 2015 年已为公司服务 54 年。Tony 在 1993 年成为公司 CEO，之后公司一直表现亮眼。没有比 Tony 更好的经理了。在我认识他的 40 年里，他的每一项管理措施都很到位。

1951 年 1 月，我第一次听说 GEICO 的时候，我被该公司相对于其他保险巨头巨大的成本优势震惊了。当时我就明白，GEICO 将获得成功，因为它理应成功。没人喜欢买车险，但几乎所有人都爱开车。因为对大多数家庭来说购买车险是一笔重大支出，而节约对家庭来说很重要，所以只有低成本的保险公司才能提供这些。事实上，至少 40%阅读这封信的人可通过在 GEICO 投保省钱。所以暂停阅读，登录 GEICO.Com 或拨打 800-368-2734 咨询一下看看。

GEICO 的成本优势是该公司能够年复一年持续扩大市场份额的主要原因，(1995 年伯克希尔刚收购 GEICO 的时候，它的市场份额是 2.5%，而 2015 年我们的市场份额达到 11.4%)。GEICO 的低成本创造了一条竞争对手无法逾越的护城河。一直以来，我们的吉祥物"Gecko"不知疲倦地告诉美国人 GEICO 如何为他们省钱。我喜欢听这个小家伙所传达的信息：15 分钟可以为你节省 15%或更多的汽车保费。当然，人群中总会有一些抱怨，我的一个朋友说，他很高兴只有少数动物会说话，因为这些会说话的动物，似乎除了保险之外不能讨论任何话题。

我们除了拥有的三大保险公司，我们还有其他一些规模较小的公司，它们主要承保商业保险。整体而言，这些公司是一个规模庞大、不断增长且价值不菲的业务。它们始终保持承保盈利，并且通常比同行报告的利润好得多。在过去 13 年中，该集团从承保业务赚得了 40 亿美元收益(约占其保费收入的 13%)，同时浮存金从 9.43 亿美元增长到 99 亿美元。

不到三年前，我们成立了伯克希尔特种保险公司(BHSI)，我们也将其纳入该集团。我们第一个决定就是让 Peter Eastwood 去管理这个公司。这是一个全垒打的举措：伯克希尔特种保险公司的年度保费数量已经达到 10 亿美元，而且在 Peter 的领导下，它有望成为世界领先的产险保险公司之一。

以下按业务部门划分的承保业绩和浮存金规模摘要：

承保损益										
百万美元	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
BH 再保险	421	606	1294	304	-714	176	250	1324	1427	1658
通用再保险	132	277	283	355	144	452	477	342	555	526
GEICO	460	1159	1127	680	576	1117	649	916	1113	1314
其他直保	824	626	385	286	242	268	84	210	279	**340
合计	1837	2668	3089	1625	248	2013	1460	2792	3374	3838
年末浮存金										
百万美元	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
BH 再保险	44108	42454	37231	34821	33728	30370	27753	24221	23692	16860
通用再保险	18560	19280	20013	20128	19714	20049	21014	21074	23009	22827
GEICO	15148	13569	12566	11578	11169	10272	9613	8454	7768	7171
其他直保	9906	8618	7430	6598	5960	5141	5061	4739	4229	4029
合计	87722	83921	77240	73125	70571	65832	63441	58488	58698	50887

伯克希尔优秀的经理人、出色的财务能力和各种受护城河保护的商业模式，在保险业中是独一无二的。这些优势组合是伯克希尔股东的巨大财富，长远来看会为股东们创造更大的价值。

受监管的资本密集型业务

我们这一板块主要有两个业务，BNSF 铁路和 BHE 能源，拥有与我们其他业务不同的重要特征。所以，我们把他们的各项财务数据从我们 GAAP 的负债表和收益表中分离出来，在这封信中为它们分配了独立板块单独来谈。去年，它们合计占伯克希尔税后收益的 37%。

这两家公司的一个关键特征是，对非常长期的、受监管的资产进行了巨额投资。这些资产部分资金来自伯克希尔不提供担保的大额长期债务。事实上这些资产并不需要我们的信贷支持，因为每家公司都有盈利能力，即使在经济状况恶化时，也远超其利息支付需求。比如，去年在铁路行业令人失望的一年里，BNSF 的利息覆盖倍数超过了 8:1(我们对利息覆盖倍数的定义是息税前利润/利息，而不是息税折旧摊销前利润/利息，尽管后者被普遍使用，但我们觉得存在严重缺陷)。

与此同时，有两个因素保证 BHE 能源能在任何情况下都有能力偿付债务。第一个是所有公用事业的共同点：抗衰退收益，这来自于这些公司提供独家服务的结果。第二个只有少数几个公用事业公司享有，即多元化的收益来源，使 BHE 免受任何单一监管机构的伤害。这些多元化的收益来源，加上强大母公司的固有优势，让 BHE 及其公用事业子公司能够大幅度降低债务成本。这种模式对我们和我们的客户都有利。

整体来说，BHE 能源和 BNSF 铁路去年在工厂和设备方面投资了 116 亿美元，这是对美国的基础设施关键组成部分做出的重大贡献。只要它们能够承诺合理的回报，我们很愿意进行此类投资。不过前提就是，我们对未来的监管有绝对的信心。

我们的这种自信心，不仅来自于我们过去的经验，还有我们对社会清晰的认识，即社会永远需要在交通和能源方面进行大规模投资。以确保资金持续流向重大项目的方式对待资本提供者，符合各地政府的自身利益。同时以获得监管机构及其所代表的民众信任的方式开展业务，也符合我们自身利益。

低廉的价格是让这些支持者们满意的有力方式。在爱荷华州，BHE 能源的平均零售价是 6.8 美分/千瓦时，该州的另一家主要电力公司 Alliant 的均价是 9.3 美分。这里有一些来自附近州的行业可比数据：内布拉斯加州 9 美分、密苏尔州 9.3 美分、伊利诺斯州 9.7 美分、明尼苏达州 9.7 美分。全美的平均价格大概是 10.4 美分。我们最低的价格为那些工薪阶层的客户节省了真金白银。

对于 BNSF 铁路而言，主要的铁路公司之间价格比较则要困难得多，因为他们在货物组合和平均运输里程上都存在着巨大的差异。然而，为了提供一个粗略的衡量标准，去年我们收费略低于 3 美分/吨英里，然而其他四大

铁路公司的客户平均运输成本至少高出 40%，从 4.2 美分到 5.3 美分不等。

BHE 能源和 BNSF 铁路已经成为美国能源友好型产业的领头羊。在风力发电方面，没有一个州能够超过爱荷华州，去年我们在那里生产的风电兆瓦数相当销售给零售客户所有兆瓦数的 47%。(我们新增的风电项目将会让这个比例在 2017 年达到 58%)。

BNSF 铁路和其他一级铁路公司一样，仅仅用一加仑柴油就可以运输一吨货物近 500 英里。这使得铁路的燃油效率是卡车的 4 倍！而且，铁路运输很大程度上减少了公路拥堵情况以及严重拥堵所带来的巨大开销。

我目前预计 BHE 能源在 2016 年税后收益将会增加，但 BNSF 铁路的税后收益将会下降。

以下是 BHE 能源和 BNSF 铁路的一些主要数据：

百万美元	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
英国电力	460	527	362	429	469	333	248	339	337	338
爱荷华电力	314	298	230	236	279	279	285	425	412	348
内华达电力	586	549	-58							
太平洋电力	1026	1010	982	737	771	783	788	703	692	356
管道运输	401	379	385	383	388	378	457	595	473	376
家庭服务	191	139	139	82	39	42	43	-45	42	74
加拿大输电公司	170	16								
可再生能源	175	194	50							
其他	27	26	12	91	36	47	25	186	130	245
息税前经营收益	3350	3138	2102	1958	1982	1862	1846	2203	2086	1737
投资星座能源								1092		
利息支出-其它企业债务	-499	-427	-296	-314	-323	-323	-318	-332	-312	-261
利息支出-BRK 次级债券					-13	-30	-58	-111	-108	-134
所得税	-481	-616	-170	-172	-315	-271	-313	-1002	-477	-426
净收益	2370	2095	1636	1472	1331	1238	1157	1850	1189	916
*归属于 BRK 的净收益	2132	1882	1470	1323	1204	1131	1071	1704	1114	885
*其中：借款利息税后收益					8	19	38	72	70	87

BNSF 财务摘要

百万美元	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
营业收入	21967	23239	22014	20835	19548	16850	14016
营业费用	14264	16237	15357	14835	14247	12355	10762
营业利润	7703	7002	6657	6000	5310	4495	3254
利息成本	928	833	729	623	560	507	613
税前利润	6775	6169	5928	5377	4741	3988	2641
所得税	2527	2300	2135	2005	1769	1529	920
净利润	4248	3869	3793	3372	2972	2459	1721

制造、服务和零售业务

我们在这一板块的业务包罗万象。不过让我们先来看一看整个业务板块的资产负债表和利润表。

资产负债表

资产	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
现金及等价物	6807	5765	6625	5338	4241	2673	3018	2497	2080	1543
应收账款和票据	8886	8264	7749	7382	6584	5396	5066	5047	4488	3793
存货	11916	10236	9945	9675	8975	7101	6147	7500	5793	5257
其他流动资产	970	1117	716	734	631	550	625	752	470	363
流动资产合计	28579	25382	25035	23129	20431	15720	14856	15796	12831	10956
商誉及无形资产	30289	28107	25617	26017	24755	16976	16499	16515	14201	13314
固定资产	15161	13806	19389	18871	17866	15421	15374	16338	9605	8934
其他非流动资产	4445	3793	4274	3416	3661	3029	2070	1248	1685	1168
合计	78474	71088	74315	71433	66713	51146	48799	49897	38322	34327
负债	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
应付票据	2135	965	1615	1454	1611	1805	1842	2212	1278	1468
其他流动负债	10565	9734	8965	8527	15124	8169	7414	8087	7652	6635
流动负债合计	12700	10699	10580	9981	16735	9974	9256	10299	8930	8103
递延所得税	3649	3801	5184	4907	4661	3001	2834	2786	828	540
长期及其他负债	4767	4269	4405	5826	6214	6621	6240	6033	3079	3014
所有者权益	57358	52319	54146	50719	36693	31550	30469	30779	25485	22715
BKR 权益	56837	51827	53690	48657						
负债权益合计	78474	71088	74315	71433	66713	51146	48799	49897	38322	34372

利润表

百万美元	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
收入	107825	97689	93472	83255	72406	66610	61665	66099	59100	52660
营业费用	100607	90788	87208	76978	67239	62225	59509	61937	55026	49002
其中：折旧费用	1603	1563	1633	1596	1431	1362	1422	1280	955	823
利息费用	103	109	104	146	130	111	98	139	127	132
税前利润	7115	6792	6160	6131	5037	4274	2058	4023	3947	3526
少数权益+所得税	2432	2324	2283	2432	1998	1812	945	1740	1594	1395
净利润	4683	4468	3877	3699	3039	2462	1113	2283	2353	2131
平均净有形资产	25641	24000	26816	18320	13256	14272	14117	12774	10343	8490
回报率	18.3%	18.7%	15.8%	20.2%	22.9%	17.3%	7.9%	17.9%	22.7%	25.1%
平均净资产	54839	52759	52433	43706	34122	31010	30624	28132	24100	19777
回报率	8.5%	8.5%	8.1%	8.5%	8.9%	7.9%	3.6%	8.1%	9.8%	10.8%

*税前利润不包含购买法会计调整；利润表 2013 年已重列不包含 Marmon 租赁业务。

我们符合 GAAP 会计原则的收支数据参见完整报告。相比之下，上表中的运营费用是非 GAAP 会计原则计算

的，因为它们不包括一些购买法会计调整项目(主要是一些无形资产的摊销)。我们这样做是因为查理和我认为，经过调整后的数字比 GAAP 数字更能精确反映表中业务的实际收支情况。

我不会解释所有的调整，其中一些调整微小且不易解释，但认真的投资者应理解无形资产的不同性质。有些无形资产的价值会随着时间推移而损耗殆尽，而有些完全不会受损。例如软件的摊销费用就是非常真实的费用。相反，其它无形资产(如客户关系)是不应被"摊销"的。如果通过购买法会计计算显然不能反映真实情况。GAAP 会计准则认为这两种费用没有区别，也就是说，在计算收益的时候，两者都被列为费用，尽管从投资者的角度来看，它们的差异再大不过了。

在符合 GAAP 的完整报告中，有 11 亿美元的摊销费用已作为费用扣除。我们认为其中只有 20%是"真实"的，其余的则不是。由于我们进行了多次收购，伯克希尔曾经不存在的"非真实"费用变得非常重要，随着我们继续收购更多的公司，"非真实"摊销费用几乎肯定会进一步上升。在完整报告中列示了根据 GAAP 计算的无形资产现状。我们目前还有 68 亿美元无形资产有待摊销，其中 41 亿美元将在未来五年摊销完毕。当然，最终每一美元非真实成本将全部被扣除。到那时，即使真实的收益持平，报告收益也会增加。(这是我给继任者的一份礼物。)

我建议你最好忽略一部分 GAAP 会计原则计算的摊销费用。但这么做会让我有些担心，因为我知道管理层告诉股东忽略一些真实费用几乎已成常态。其中"股票补偿"是最令人震惊的例子。这个费用项目名称中有"补偿"两个字，如果补偿不算费用的话，那是什么？如果收入计算不包括真实费用和经常性费用，那它们应该包含在哪里？华尔街分析师也经常在这场闹剧中扮演重要角色，用这些管理层提供的虚假的、忽视"补偿"的收益数据做分析。也许是这些分析师不专业，或者他们怕与管理层关系搞坏，或者他们就是玩世不恭，认为其他人都这么做，为什么自己不顺应潮流呢。不管他们理由是什么，这些分析师传递误导性信息欺骗投资者是有罪的。

折旧费用是一个更复杂的问题，但几乎总是真实的费用。毫无疑问伯克希尔也有折旧费用。我希望我们能在保持业务竞争力的同时尽可能减少折旧支出，但 51 年来我还没弄清如何做到这一点。事实上，我们铁路业务的折旧支出远远低于维持铁路业务正常运转所需资本支出，这也导致了 GAAP 的收益高于真实收益。整个铁路行业都存在这种夸大收益的情况。当 CEO 和投资银行家吹捧息税折旧摊销前的收益(EBITDA)，作为估值基础时，那么他十有八九就在故意忽悠你。

当然了，我们公布的报告收益将继续遵循 GAAP 会计准则。然而为了解真实信息，你一定要记得把我们报告

中的大部分摊销费用加回来，然后还要再减去一些，以反映 BNSF 铁路少计的折旧费用。

让我们回到我们的制造、服务和零售业务，这些业务销售从棒棒糖到喷气式飞机等各种产品。以未加杠杆的净有形资产计算，其中一些业务经济效益极佳，实现的税后回报率高达 25%甚至超过 100%。其他业务的回报率在 12-20%之间。不过，有少数几家公司的回报率非常低，这是我在资本配置时犯的严重错误。在多数情况下，我对公司或其所在行业的经济动态的评估是错误的。我们正在为我的误判付出代价。有时候，我在评估现任或继任经理人的忠诚度和能力方面犯了错误。可以肯定的是，我将来还会犯更多错误，如果我们幸运的话，这种情况将发生在我们较小的业务中。

整体来看，这一集团的公司是一家优秀企业。尽管它们持有大量超额现金，只使用了象征性的债务杠杆，它们 2015 年平均使用了 256 亿美元净有形资产，但其税后回报率高达 18.4%。

当然，如果是以过高的价格买入经济效益极佳的企业，它也可能是笔糟糕投资。我们已经为大多数业务所拥有的净有形资产支付了大量的溢价，其成本反映在我们报告的庞大的商誉和其它无形资产数字上。但总的来说，我们这样部署资本的方式为我们带来了可观的资本回报。等到随着金霸王(Duracell)和 PrecisionCastparts 的加入，该业务板块的收益将在 2016 年大幅增长。

这个业务集团有太多的公司，我们无法——单独评论，而且它们(现有和潜在)的竞争对手都会阅读这份报告。在我们一些业务上，如果其他人知道某些数字，我们可能处于不利地位。因此那些对伯克希尔的价值没有实质性影响的业务，我们只披露需要披露的内容。你可以在完整报告中找到我们业务运营的大量细节。

金融和金融产品业务

我们的三项租赁业务是由 CORT(家具)、XTRA(半挂拖车)和 Marmon(主要是油罐车租赁、还包括冷藏货车、联运式油罐集装箱车和起重机)三家公司构成。这三家公司都是行业领导者，随着美国经济的走强，它们的收益都取得了大幅增长。我们在这三家公司设备上的投资超过了任何一个竞争对手，而这正带来回报。发挥自身长处是伯克希尔经久不衰的优势之一。

KevinClayton 再次带领全美第二大建筑商 ClaytonHomes 取得了行业领先的业绩。去年，Clayton 售出了 34397 套住宅，约占美国预制房销售总数的 45%。当我们在 2003 年收购 Clayton 时，它在该领域排名第三，其市场份额仅为 14%。

预制房屋让美国低收入群体实现了拥有住房的美国梦，造价在 15 万美元或以下的住房大约 70%来自预制房行业。Clayton 大约 46%的房屋是通过我们 331 家自营门店销售出去的，其它大部分销量是通过 1395 家独立零售商卖掉的。Clayton 运营的关键是其拥有的 128 亿美元的抵押贷款组合。我们在预制房屋抵押贷款中约占 35% 份额，我们约 37%的抵押贷款组合来自于我们的零售业务，其余主要来自于独立零售商，其中有些零售商售卖我们的房屋，而有一些只卖我们竞争对手的房屋。

来来去去的出借人中，只有 Clayton 是最持久的。在伯克希尔的支持下，Clayton 在 2008-2009 年金融危机恐慌期间坚定不移的为房屋购买者提供抵押贷款。在那段期间，Clayton 还用其宝贵的资金为那些不销售 Clayton 房屋的经销商提供资金支持。当时我们向高盛和通用电气提供资金支持成为头条新闻；伯克希尔默默向 Clayton 提供资金既让成千上万个家庭拥有自己的房子，也让许多非 Clayton 经销商活了下来。

我们在 Clayton 房屋零售门店都采用了较大字体和简单明了的宣传语，不断提醒消费者可以选择多种融资渠道，其中大部分来自当地银行，并始终确保客户确认已经收到和阅读了这些资料。

抵押贷款发放实践对于借方和整个社会都有极大好处。毫无疑问，导致 2008 年金融危机进而引发经济衰退的元凶之一，就是不顾后果的住房贷款滥放行为。金融危机之前几年里，一种破坏性的腐败的抵押贷款模式蓬勃发展：(1)在加州的一家金融机构发放了许多抵押贷款；(2)然后这家机构迅速将这些贷款卖给在纽约的投资银行或商业银行，这些银行将许多抵押贷款打包，作为抵押贷款证券的抵押物；(3)随后又把这些抵押贷款支持证券卖给世界各地不知情的机构或个人。

就好像这些恶行还不足以引发邪恶的混乱一样，一些富有想象力的投资银行，有时还在此基础上炮制出第二层融资产品，而这些金融产品的价值主要依赖于那些初次发行债券的劣后级。(当华尔街变得富有创新精神时，你一定要当心)。在这种情况下，我将这种双层结构的做法描述为，就像要求投资者读几万页令人麻木无聊的散文，然后来评估要买的这支证券。

在这场游戏中毫无底线的抵押贷款发放人和打包抵押贷款支持证券的银行家，眼里只有钱，被不断增加的规模和上涨的价格所驱动。许多住房贷款人也加入这一行列，公然在贷款申请中撒谎。而抵押贷款发起人却视而不见。当然，风险最大的信贷产品会产生最大的回报。狡猾的华尔街销售人员，依靠向顾客推销他们完全无法理解的金融产品，每年赚取了数百万美元的收入。(同样地，主要的评级机构是否有能力评估更为复杂结构的金融产品

也值得怀疑？然而他们依然给出了评级)。

BarneyFrank 可能是 2008 金融危机期间最懂金融的国会议员了。最近他在评价 2010 年的 Dodd-Frank 法案时说：我在法案实施过程中发现一个巨大缺点，那就是监管机构决定不要求所有住房抵押贷款机构实施风险自留。今天，一些立法者和评论家还在建议要让贷款发放方保留 1-5% 的风险，以使贷款发起方、最终贷款人和抵押贷款担保人的利益保持一致。

在 Clayton，不管是过去还是现在，我们风险自留率都是 100%。我们每发放一笔贷款，就会一直持有它(除了少数政府担保的贷款)。因此，如果我们放贷时犯了错误，那么我们会付出代价。这个高昂的代价远远超过房屋销售利润。去年我们取消了 8444 笔预制房屋抵押贷款的抵押品赎回权，为此我们共计损失了 1.57 亿美元。

在 2015 年我们每笔贷款平均金额是 59942 美元，对于传统抵押贷款机构来说微不足道，但对于许多低收入贷款人来说却是一个艰巨的承诺，我们的买家依靠这笔贷款获得一栋体面的房子，平均每月只需支付 552 美元的本息。来看看我们在年会上展出的房子吧。

当然了，有些贷款人可能会失业、离婚或去世。也有人会过度使用信用卡，财务状况崩溃。遇到这种情况我们将会亏钱，而我们的贷款人也会失去他们的首付款，尽管他在居住期间，按揭远低于可比租金。即便如此，尽管我们的借款人的 FICO 分数和收入均较低，但他们在经济危机期间的贷款偿还情况，远远好于其它同类抵押贷款的普遍状况，而这些抵押贷款人的收入水平往往是我们的贷款人的数倍。

我们的贷款人强烈渴望拥有自己的房子，这是我们抵押贷款组合方面还款很好的原因之一。同时重要的是，我们用浮动利率债券或短期固定利率债券为大部分抵押贷款组合融资。因此，近年来令人难以置信的短期低利率，与我们抵押贷款组合的固定利率，为我们的利息成本和利息收入之间提供了一个不断扩大的利差。顺便说一句，如果我们仅仅购买长期债券，并以某种短期低利率的方式融资，那么我们也能得到类似的结果。(这也是导致 2023 年硅谷银行破产的根源。)

通常情况下，借入短期资金并以固定利率长期借出，是风险较高的行为，就像我们在 Clayton 所做的那样。多年来，一些以此模式运作的重要金融巨头纷纷破产。然而，在伯克希尔，我们拥有一个自然抵消策略，因为我们的业务总是保持至少 200 亿美元的现金等价物，这些资金仅仅赚取短期利率回报。更多情况下，我们的短期投资规模介于 400-600 亿美元之间。假如我们 600 亿美元投资在 0.25% 或更低的利率的短期投资上，那么一个更高

的短期利率带来的回报，将远远超过我们在克莱顿的 130 亿美元抵押贷款组合所产生的融资成本。从银行业的角度看，伯克希尔对资产高度敏感，因此将受益于上升的利率。

现在让我谈谈一个与监管有关的令我引以为傲的话题。金融危机导致抵押贷款发起人、服务商、抵押贷款支持证券包装商受到极为严苛的审查，并被处以数十亿美元的巨额处罚。

这些审查当然扩大到了 Clayton，其抵押贷款业务频频遭到检查，比如贷款发放、服务、收款、宣传推广、合规、内部控制等环节。在联邦政府层面，我们要接受联邦贸易委员会、住房与城市发展部、消费者金融保护局等政府部门的监管。数十个州立法律也制约着我们。事实上在过去 2 年里，联邦政府及 25 个州当局对 Clayton 机器抵押贷款进行了 65 次审查，结果如何？在此期间，我们的罚款总额为 3.82 万美元，退还客户 704678 美元。此外，在过去的一年里，尽管我们不得不取消了 2.64%的预制房屋抵押品赎回权，但 95.4%的借款者在年终仍在还款，因为还清贷款后，他们将拥有一套无债务的房子。

截至年底，Marmon 集团的铁路车队增加到 133220 辆，去年 9 月 30 日，该公司从通用电气购入 25085 辆油罐车后其规模大幅增加。如果将我们车队链接成一列火车，车头在奥马哈，节尾将在缅因州波特兰。

截至年底，我们 97%的油罐车被租赁，每年约有 15-17%的车辆需要重新续租。尽管这些铁路油罐车听上去像是满载原油的舰队，但实际上只有 7%的车辆用于运输原油，我们承运的主要是化工产品以及精炼石油。当列车从你驶过时，请仔细寻找油罐车上的 UTLX 或者 Procor 标志。当你看到那个标志时，请挺起你的胸膛，作为股东，你拥有那辆车的一部分。

下图为该板块的收益概况：

百万美元	2015	2014	2013	2012
Berkadia(50%股权)	74	122	80	35
ClaytonHomes	706	558	416	255
CORT 家具	55	36	40	42
Marmon 集装箱和起重机	192	238	226	246
Marmon 铁路货车	546	442	353	299
XTRA 半挂车	171	147	125	106
其他金融损益(不含资本利得)	341	147	125	106
合计	2086	1839	1564	1393

投资业务

下面我们列出了截至年末普通股投资中市值最大的 15 家公司。由于我们是卡夫亨氏(KraftHeinz)控股股东，

所以采用"权益法"进行核算并未列入。

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
500,000,000	富国银行-增持	9.8%	12,730	27,180
400,000,000	可口可乐	9.3%	1,299	17,184
81,033,450	IBM-增持	8.4%	13,791	11,152
151,610,700	美国运通	15.6%	1,287	10,545
52,477,678	宝洁 P&G	1.9%	336	4,683
55,384,926	Phillips 66-建仓	10.5%	4,357	4,530
101,859,335	美国合众银行 US Bancorp-微增	5.8%	3,239	4,346
63,507,544	沃尔玛-减持	2.0%	3,593	3,893
24,669,778	穆迪 Moody's	12.6%	248	2,475
11,390,582	高盛-减持	2.7%	654	2,053
22,169,930	赛诺菲 Sanofi-减持	1.7%	1,701	1,896
22,164,450	迪尔 Deere-增持	7.0%	1,773	1,690
46,577,138	AT&T-换股合并	0.8%	1,283	1,603
7,463,157	特许通讯公司 Charter-加仓	6.6%	1,202	1,367
18,513,482	达维塔保健 DaVita	8.8%	843	1,291
	其他		10,276	16,450
	股票投资合计		58,612	112,338
	PCC 精密机件-并购			32,100
	Kraft Heinz 卡夫亨氏-控股		9,800	23,693
	美国银行 50 亿优先股		5,000	11,800
	AT&T-建仓			1,602
	GM 通用汽车-加仓			1,742
	BYD 比亚迪		232	1,221
	VeriSign 数字证书-加仓			1,134
	USG 石膏板公司			947
	Mellon 纽约梅隆银行-减持			829
	SUNCOR 森科能源-加仓			774
	Visa 维萨卡-减持			767
	Costco 开市客			700
	Liberty Media 自由媒体-加仓			696
	Verizon 通讯			693
	M&T 银行		103	652
	Axalta 涂料系统-建仓			622
	MasterCard 万事达-减持			509
	WABCO 威伯科-减持			341
	Torchmark 托马科金融			363
	GE 通用电气			330
	KMI 管道公司-建仓			396

	RBI 汉堡王			315
	21 世纪福克斯 FOX-减持			243
	Verisk 数据			120
	NOW 保健品			
翻倍	DIRECTV-清仓			
42%	VIACOM 维亚康姆传媒-清仓			
35%	慕尼黑再保险 Munich Re-清仓			
16%	NOV 石油天然气设备-清仓			
平	CBI 芝加哥桥梁工程-清仓			

*成本项为实际投资成本，也是计税依据，GAAP 成本在少数情况下因准则要求的减记和增记而有所不同。

*不包括伯克希尔子公司养老金投资的持股。

伯克希尔一个重要持仓并未列入上表：2021 年 9 月之前任意时刻，我们有权以 50 亿美元的价格买下美国银行 7 亿股股票。截至去年年底，这些股票价值 118 亿美元。我们打算在期权到期日前再购入，如果我们愿意，还可以将美国银行 50 亿美元利率为 6% 的优先股投资作为购买资金。与此同时，各位必须认识到，实际上美国银行是我们第四大的普通股投资，也是我们十分看重的一项投资。

生产力提升与社会繁荣

前文我曾告诉过你，我们在卡夫亨氏的合作伙伴 3G 资本是如何根除低效，从而提升每小时的单位产出。美国自 1776 年建国以来，生产效率的提高一直是生活水平大幅改善的秘诀。不幸的是，这"秘诀"知道的人还真不多：美国很少有人能完全理解生产力与繁荣之间的关联性。要了解这种关联，我们先来看看美国最引入注目的实例：农业，然后再来看看伯克希尔的 3 个特殊投资领域。

1900 年，美国有 2800 万劳动力。其中 1100 万人口从事农业，惊人的占 40%。与现在一样，当时的主要农作物是玉米。约 9 千万英亩种植玉米，每英亩产量为 30 蒲式耳，年总产量为 27 亿蒲式耳(1 蒲式耳=35.238 升)。后来，人们发明了拖拉机以及其他各式各样的农具，使农业生产力有了革命性的进步，种植、收割、灌溉、施肥、选种等流程的效率皆大大提升。如今，美国约 8500 万英亩种植玉米。虽然面积并未增加，然而生产力的提高将产量提高到每英亩 150 蒲式耳以上，年产量为 130-140 亿蒲式耳。其他农作物的产量提升也不相上下。

然而，产量的提升只是故事的一部分：农作物产量的大幅增加，伴随着劳动力数量的急剧减少。如今仅有 300 万人口在农场劳作，仅占 1.58 亿劳动力总量的 2%。由此可见，农业技术的进步解放了成千上万的工人，让他们得以将时间和才智投入到其他工作，人力资源的再分配使如今的美国人得以享受琳琅满目的非农商品和服务，如果不是生产力的提高，人们的生活只能停留在男耕女织时代。

回顾过去的 115 年历史，我们意识到，农业创新是多么有益，不仅仅对农民，更广泛的说，对我们整个社会都有益。如果我们扼杀了生产力的提高，就不会有现在的美国。(幸好被淘汰的马儿们不会投票)。然而，在日常生活中，对于那些失业的农场工人们大谈科技的美好无异于对牛弹琴，因为机器运行的效率远超人类。下面我们进一步讨论生产力提高导致的失业问题。

不过，现在让我们先来看看对伯克希尔子公司效率提升产生重大影响的三个实例。这类改变在整个美国商界已经是司空见惯了。

1, 1947 年二战刚结束不久，美国劳动力总数为 4400 万，约 135 万工人供职于铁路行业。当年一级铁路货运量总计 6550 亿吨英里。到了 2014 年，一级铁路运输量为 1.85 万亿吨英里，增长了 182%，而雇员人数仅为 18.7 万，相比 1947 年减少了 86%。(其中部分变化涉及客运人员，但大部分减少的劳动力是货运人员)。鉴于生产力的惊人提高，净通胀调整后，每吨英里的货运成本自 1947 年来降低了 55%，这一降幅每年为托运人节省约 900 亿美元。再来看另一组令人震惊的数据：如果现在货运雇员规模停留在 1947 年的水平，我们将需要 300 多万的铁路工人来处理现在的货运量。(当然，如此多的人工成本将大大提高运费，货运量也很难发展到今天这般规模)。1995 年，当时 Burlington Northern 铁路与 Santa Fe 铁路合并，成立了我们的 BNSF 铁路公司。1996 年是这家新合并公司第一个完整营运的年份，4.5 万名员工完成了 4.11 亿吨英里的货运量。2015 年货运量增长 71%达到 7.02 亿吨英里，雇员人数仅增长 2%达到 4.7 万人。生产力的提升不但惠及铁路公司，也惠及托运人。同时，BNSF 铁路的生产安全性也得到了提升：1996 年上报的因工受伤人数为 2.04 人/20 万人工时数，而今下降了超过 50%，仅为 0.95 人/20 万人工时数。

2, 一个多世纪前，人们发明了汽车，围绕着它形成了一个为汽车及其驾驶者提供保险的行业。最初，这项业务是通过经营火灾保险的传统保险代理机构进行的。这种以代理机构为中心的运营模式，包含高额佣金和其他承销费用，这些费用约占保费的 40%。当时，实力雄厚的地方代理机构处于主导地位，因为它们代理着多家保险公司，而且在佣金谈判时，它们可以让保险公司之间进行价格竞争。因此卡特尔式的定价开始盛行，除了消费者以外，所有相关企业都表现良好。(Cartel 定价是指，多个具有竞争关系的经营者为牟取超额利润，以合同、协议或其他方式，共同商定商品或服务价格，从而限制市场竞争的一种垄断联合。)

随后，一些美国人的聪明才智开始发挥作用：来自伊利诺伊州 Merna 市的农民 G. J. Mecherle 提出建立一支

专属销售队伍只销售自家保险产品的想法。他的公司命名为州立农业互助保险公司(State Farm Mutual)。该公司降低了佣金和运营费用，这些措施使得保险价格得以降低，并很快成为一家强大的保险公司。几十年来，州立农业保险一直是汽车保险和房屋保险领域承保规模的领头羊。同样采用直销模式运营的好事达保险公司(Allstate)长期位居亚军。州立农业保险和好事达保险的承保费用都在 25%左右。

在 1930 年代早期，另一个类似的竞争者联合服务汽车协会(USAA)开始直接面向客户为军官提供汽车保险。这种营销创新源于军事人员在从一个基地转移到另一个基地时必须购买保险。这是本地保险机构不感兴趣的业务，因为它们希望常居民能够稳定的续保。事实上，USAA 的直销方式比 State Farm 和 Allstate 的承保成本更低，因此可以为客户提供更大的折扣。这使得 USAA 的雇员 Leo 和 Lillian Goodwin，梦想扩大将其直销模式的目标市场扩大到军官之外。1936 年他们以 10 万美元的资本成立了政府雇员保险公司(Government Employees Insurance Co.，后来简化成 GEICO)。

1937 年，他们刚刚起步的公司完成了 23.8 万美元汽车保险收入，这是第一个完整的年份。去年 GEICO 完成了 226 亿美元，是 USAA 的两倍多。(尽管早起的鸟儿有虫吃，但第二只老鼠有奶酪吃)。2015 年 GEICO 和 USAA 的承保费用占保费都为 14.7%，USAA 是唯一一家承保费用比率较低的大公司。(GEICO 与 USAA 效率完全一样，但 GEICO 在促进增长的广告上花费更多)。GEICO 凭借低成本优势，几年前成功取代 Allstate 成为汽车保险第二名也就不足为奇了。尽管 State Farm 在保费数量上仍远远领先于 GEICO，但差距已经大大缩小。在我的 100 岁生日也就是 2030 年 8 月 30 日，我计划宣布 GEICO 已经占据了榜首位置。记得在你的日历上做记号。GEICO 雇佣了大约 3.4 万名员工为其 1400 万名投保人提供服务。我猜测，在代理制度下，为相似数量的保单持有人提供服务所需要的劳动力数量，我相信这个数字至少会达到 6 万人，这是保险公司在直接雇佣所需要人员和支持机构所需要的人员的总和。

3，在电力公用事业领域，伯克希尔能源公司(BHE)的运营模式不断改变。从历史来看，地方电力企业的生存并不取决于其效率。事实上，一个"松散"的运营方式也能在财务上做的不错。

这是因为公用事业公司往往是某种刚需产品的唯一供应商，并被允许在一定水平上定价，以使其投入的资本获得规定的回报。业内有这样一个笑话：公用事业是唯一一个通过装修老板办公室就自动赚更多钱的行业。许多公用事业公司的 CEO 确实是按着这个套路操作的。

但现在这一切都变了。今天，社会已经达成共识，联邦政府补贴的风力发电和太阳能发电符合我们的长远利益。联邦政府通过税款抵免来落实这一政策，以使可再生能源的价格在特定地区具有竞争力。这些可再生能源的税收抵免(或其他政策支持)，最终可能会侵蚀现有的公用事业的经济效益，尤其是那些运行成本较高的公司。尽管公司并不需要通过提高效率来获得允许的收益，但 BHE 一直以来都非常注重提升效率，这也使得 BHE 在当今市场(特别重要的是明天的市场)变得特别有竞争力。

1999 年，BHE 收购了爱荷华公用事业公司。而前一年该公司雇佣了 3700 人，发电量为 1900 万兆瓦时。现在我们雇佣了 3500 名员工，发电量达到了 2900 兆瓦时。效率的大幅提高让我们能够在 16 年不提价，而同期行业平均提价了 44%。我们爱荷华公用事业公司的安全记录也非常出色。2015 年，员工的事故率只有 0.79%，而我们接手前公司的事故率为 7%。

2006 年，BHE 收购了在俄勒冈州和犹他州运营的电力公司 PacifiCorp。我们收购的前一年，该公司员工数为 6750 人，发电量为 5260 万兆瓦时。而去年，员工数为 5700 人，发电量为 5630 万兆瓦时。公司的安全性也得到显著提升，事故率从 2005 年的 3.4% 下降到 2015 年的 0.85%。安全方面 BHE 可以排在行业前十。

这些杰出的表现解释了为什么 BHE 在提议收购某个地区的公用事业公司时，当地的监管机构会表现出如此大的欢迎。监管机构知道，我们的公司会带来高效、安全可靠的运营，同时为任何有意义的项目提供无限的资本。(自我们获得所有权以来，BHE 从未向伯克希尔支付过股息。在美国，没有一家投资者拥有的公用事业公司能与 BHE 的再投资热情相媲美。)

我刚刚详细解释的生产力的提升(以及无数其他方面的进步)为社会带来了惊人的效益。这就是为什么我们的全体公民已经享受并将继续享受他们所获得的商品和服务所带来的巨大好处。对于这一点，有一些抵消成份。首先近年来生产效率的提升，在很大程度上使富人更受益。其次，生产效率的提升也常常引发动荡：当创新或更高的效率颠覆了原有世界，不管是资本家还是劳动者都可能付出巨大的代价。

我们不需要同情资本(不论是私人企业还是上市公司)，他们的本职工作就是照顾好自己。当正确的决策为投资者带来巨额的回报，那错误的决策带来巨大的损失也就无可避免。此外，**那些广泛进行多元化投资并简单呆坐不动的投资者们一定会获得成功：在美国，成功投资带来的回报远远超过失败带来的损失。**(20 世纪，道琼斯工业平均指数从 66 点飙升至 11497 点，其成分股企业一直在支付越来越多的股息。)

但长期工作的工人却面临着一个截然不同的等式。当创新与市场体系相互作用以提升生产效率时，许多工人会因此失去价值，他们的能力会被淘汰。或许有些人能在别的地方找到体面的工作，但多数人却别无选择。

当低成本竞争将鞋业生产的中心转向亚洲，我们曾经繁荣的德克斯特(Dexter)鞋业倒闭了，导致缅因州一个小镇 1600 名员工失业。许多人已经过了可以再学习另一门手艺的年纪。我们失去了我们能够负担的所有投资，但许多员工失去的却是他们赖以生存的工作。同样的场景也出现在我们原来的新英格兰纺织厂“慢性死亡”的过程中。这家纺织厂垂死挣扎了整整 20 年，作为一个令人心酸的例子，许多 New Bedford 工厂的老员工只会说葡萄牙语，几乎不会说英语但他们没有第二个工作选择。

上述这些糟糕案例的解决方案并不是限制或禁止提高生产力。如果我们强制要求 1100 万人从事农业工作，那么美国人的生活将永远不会像我们现在这样好。问题的解决方案在于建立各种保护措施，为那些愿意继续工作、但其才能却因为市场力量而贬值的人提供体面的生活。(我个人非常赞成改革和扩大劳动所得税减免，为那些愿意工作的人们提供最大的保障。)对大多数美国人来说，实现不断增长的繁荣的代价不应该是幸者的贫穷。

重要的风险

和所有的上市公司一样，美国 SEC 要求我们每年都要在 10-K 中列出“风险因素”。然而，我并不记得哪一个例子是我在阅读 10-K 文件中的“风险”部分时帮我评估了一项业务。这并不是因为这些已确认的风险是不真实的，而是真正重要的风险通常是众所周知的。除此之外，10-K 文件中的风险因素也很少有助于评估：(1)威胁事件真正发生的概率；(2)如果发生，将付出的成本区间；(3)可能发生损失的时间。50 年后才可能浮现出来的问题可能会成为社会问题，但对于今天的投资者来说，这并不是一个在财务上需要考虑的问题。

伯克希尔涉足的行业比我知道的其他任何公司都要多。我们的每一个兴趣都有自己的一系列可能的问题和机会。列举出来容易但是评估很难：查理、我以及我们的 CEO 计算这些可能的投资机会可能发生的概率、发生的时机和带来的损益时，往往有很大的区别。

我可以举几个例子。我们从一个最显而易见的威胁开始吧：BNSF 和其他铁路公司，未来十年很可能将失去大量的煤炭运输业务。而未来的某个时刻(虽然在我看来在很长一段时间内都不会)，无人驾驶可能会让 GEICO 保险的保单数量大规模萎缩。这种趋势也会影响到我们的汽车经销商业务。我们纸质报纸的发行量还将继续下降，这是我们在收购时就非常清楚的。目前，可再生能源对我们的公用事业业务起到了助力，但如果电力存储技术得到

实质提升，那么情况将有可能改变。在线零售已经威胁到了我们的零售商和某些消费品牌的商业模式。这些都还是我们面临的负面可能性的一小部分，但即便是对商业新闻再漫不经心的人，也早已意识到了这些负面因素。

然而，这些问题都对伯克希尔的长远发展都起不到什么关键性的影响。1965 年我们刚接手这家公司时，一句话就能概括当时的风险："我们所有的资本所在的北方纺织业务注定将持续亏损，直至消亡。"然而，这种发展趋势，并没有敲响丧钟。我们只是适应了它，未来也将如此。

伯克希尔的经理人每天都在思考，他们该如何在一个不断变化的世界中更好的竞争。查理和我每天也同样都在积极关注着，哪些领域值得我们投入资本以获得源源不断地现金流。在这一方面，我们比那些只涉足一个行业的公司更有优势，毕竟他们的选择更为有限。我一直坚信，伯克希尔拥有足够的资本、人才和文化，能够克服上面我列举的种种逆境(甚至更多)，并以越来越强大的盈利能力脱颖而出。

然而，伯克希尔面临着一个明确存在且非常持久的危险，查理和我也感到束手无策。对伯克希尔的威胁也是我们的国民所面临的主要威胁：针对美国"成功"的网络、生物、核和化学袭击。这是伯克希尔与全美所有企业共同面临的风险。在任何给定的年份，这种大规模毁灭的概率都非常小。70 多年前我在《华盛顿邮报》发表了一篇文章，标题是在美国投下第一颗原子弹。随后，我们与一些灾难性的破坏擦肩而过。对于这个结果，我们得感谢于我们的政府，当然还有运气。

尽管如此，短期内的小概率事件长期来看就接近必然。(如果某一事件在某一年发生的概率为 1/30，那么它在一个世纪内至少发生一次的概率是 96.6%)。此外，更坏的消息是，总有个人或组织、甚至可能是国家，希望对我们的国家制造最大的伤害。在我有生之年，他们达成这一目的的能力呈指数级增长。"创新"也有其阴暗面。

美国公司和投资者无法摆脱这种风险。如果美国发生大规模破坏事件，所有股权投资几乎肯定会大幅缩水。没有人知道"后天"会是什么样子。然而，我认为，1949 年爱因斯坦的这句评价依然恰当："我不知道第三次世界大战将使用什么武器，但第四次世界大战，人们的武器将是木棒和石块！"

我写这一章节是因为，今年的年会上，我们有一个关于气候变化的代理提案需要考虑。发起人希望我们能提交一份报告，说明气候变化可能会对我们的保险业务带来怎样的威胁，以及我们将如何应对这些挑战。

在我看来，气候变化很可能给地球带来一个严峻的问题。我之所以说"极有可能"，而不说"肯定"，是因为我没有相应的科学能力做出这个判断，并且我清楚地记得大多数"专家"对千年虫问题的可怕预言。不过，如果这一结果

极有可能，如果迅速采取行动消除威胁的可能性又非常小的话，那么我或者任何人要求 100%确凿的证据来证明伤害即将到来，那也是非常愚蠢的。

这个问题与关于"上帝是否存在"的 Pascal 赌注有相似之处。人们可能还记得，Pascal 认为，如果上帝真的存在的可能性很小，那么按"上帝确实存在"行事就是有意义的，因为这么做的回报可能是无限的，但不这么做却可能带来永恒的痛苦。同样，哪怕只有 1%的可能这个星球真的面临一场巨大灾难，而拖延就意味放弃任何回旋余地，那现在不作为就是愚蠢的。**这就是诺亚定律：如果方舟对于生存至关重要，那么不论现在的天空有多么晴朗，都应当立即开始建造方舟。**(如果上帝存在：我信上帝，那么会受到奖赏；我不信上帝，那么会受到惩罚；如果上帝不存在，不管信不信上帝什么事情都不会发生。)

代理提案的发起人认为气候变化将对伯克希尔带来巨大威胁是可以理解的，因为我们是一家庞大的保险公司，覆盖了各种类型的风险。他们或许会担心，气候变化会使财产损失概率大幅上升。事实上，如果我们以固定价格制定未来 10-20 年的保单，那么这种担忧是非常有必要的。但是，产险保单通常以一年为期，每年都会重新定价以反映不断变化的风险敞口。损失概率的增加，能够迅速转化为保费的增加。

回想 1951 年，我第一次对 GEICO 保险产生热情。当时该公司每份保单年均损失约为 30 美元。想象一下，如果我当时预测 2015 年每份保单的损失成本将达到 1000 美元左右，你会作何反应？你可能会问，如此飙升的损失难道不是灾难性的吗？好吧，答案是否定的。

多年来，通货膨胀导致了汽车维修和人身事故赔偿费用激增。但这些增加的成本都及时反映到了增加的保费中。因此，矛盾的是，损失成本的上升，保险公司的价值反而增加了。如果损失成本一直维持不变，伯克希尔将拥有一家每年 6 亿保费规模的汽车保险公司，而不是一家 230 亿美元庞大保费规模的保险公司。

到目前为止，气候变化并没有带来更加频繁或损失更大的飓风，或其他保险覆盖范围的其他恶劣气候事件。因此，近年来美国的巨灾保险费率在持续下降，这也是我们放弃这一块业务的原因。如果巨灾变得更加频繁或损失更加惨重(尽管还远不能确定)，对伯克希尔保险业务的影响将是，规模更大，利润更高。

作为公民，气候变化让你彻夜难眠也在情理之中，如果你的房子地势较低，想要搬家也是人之常情。但单单作为一个大型保险公司的股东，气候变化不应该是你担心的事情。

年度股东大会

我和查理终于决定进入 21 世纪了。我们今年的年会将在全世界进行网络直播。如果想观看我们这次年会，只需在美国中部时间 4 月 30 日周六上午 9:00 登录以下网址：<https://finance.yahoo.com/brklivestream>。前半小时，网络直播将播放对经理人、董事和股东的采访，查理和我将在 9:30 开始回答大家的问题。

这项新的安排主要有两个目的。首先，它可能会适当分流一些参会人流。去年的记录是有超过 40000 人参与我们的年会，这已经超过了我们的承接能力。不仅是 CenturyLinkCenter 的主会场人满为患，毗邻的奥马哈希尔顿酒店两个大型的会议室也很快挤满了人。尽管 Airbnb 业务量大幅增加，但所有的大酒店都被抢订一空。预算有限的人们可以通过 Airbnb 订房。

第二个让我们开始尝试网络直播的原因更为重要。查理 92 岁了，我也 85 岁了。如果我们是你在一家小企业的合伙人，负责管理这家企业，你大概会偶尔过来看看，确保我们没有梦游到虚幻之地。相比之下，股东们也不用跑到奥马哈来监督我们的表现。(还请你们在评论的时候宽容一些：请接受我们哪怕在最好的状态下也没有太大吸引力的事实。)

观众还可以借此观察到我们如此长寿的饮食习惯。会议期间，查理和我每人都要喝足可乐、吃掉好多喜诗软糖和花生糖，足够一个 NFL 前锋一周的热量需求。很久以前，我们就发现了一个基本的事实：你要真的饿了，没什么比得上胡萝卜和花椰菜的，而且你还想一直这么保持下去。

当天 CenturyLink 中心早上 7 点开门，计划参加会议的股东们就可以开始购物。Carrie Sova 将再次主持今年的年会。上个月底她刚刚生了第二个孩子，但这并没有让她停下。她沉着镇定、机智又非常专业，可以为大家呈现出最好的内容。她得到了来自全国各地数百名伯克希尔员工们，以及我们办公室所有的工作人员的帮助，他们将共同为各位老板带来一个有趣充实的周末。

去年我们延长了 CenturyLink 的购物时间，让我们的销量直线上涨，所以我们今年还会延续新的时间表。4 月 29 日(周五)，您可以从中午一直逛到下午 5 点，周六您可以从早晨 7 点一直逛到下午 4 点半。周六早晨，我们将进行第五届国际报纸投递挑战赛。目标仍是克莱顿之家的门廊，投掷线距目标大概 35 英尺左右。当我十几岁时，我曾经短暂做过送报纸的工作，投递了大概 50 万份报纸，所以我觉得自己很擅长这个游戏。向我挑战吧！让我难堪吧！打倒我吧！报纸大概有 36-42 页，你必须自己折叠它们(不许用橡皮筋)。比赛将在早晨 7:15 开始，参赛者将进行初赛，最准确的 8 名投掷手在 7:45 与我展开最终对决。有 4 名从 12 岁以下选手参赛者中选出，4 名

是往届选手。年轻的新选手只要晋级就会获得奖励，而老选手必须要打败我才能赢到奖品。

不要忘了顺便去看看克莱顿之家，您可以花 7.8 万买下它，我们可以将它安装到您指定的地点。在过去的几年中，我们在年会上做成了很多买卖，Kevin Clayton 的手上会随时拿着订货单的。

早晨 8 点半将会上映一部新的伯克希尔电影。一个小时后会有问答环节(中午在 CenturyLink 摊位上会提供午餐)，问答环节将持续到下午 3 点半。在短暂的休息后，查理与我将会在 3:45 召开年度会议。业务环节大概会持续半小时，为了安全起见那些想要来个"最后一分钟购物"的人可以跳过这个环节。

您的购物场地将是一个 19.43 万平方英尺的大厅，毗邻会场，伯克希尔旗下的数十家子公司的产品将在这里出售。向那些为自己产品站台的伯克希尔经理们问好吧，他们将担任导购。记得看看 BNSF 铁路布局图，它为了向伯克希尔所有子公司致敬而设计，您和您的孩子一定会为它着迷。今年我们还有一个非常特别的新展览：世界上最大飞机发动机的全尺寸模型。模型的绝大多数零件都是由 Precision Castparts 公司制造的。真正的发动机有 2 万磅重，直径 10 英尺，长 22 英尺。我们展览的这个被从中间切开的模型可以让您更好的了解为您的飞机提供动力的 PCC 发动机零件。我们经营的 Brooks 跑鞋今年也会出售会议纪念款。买一双之后参加我们周日早晨 8 点的第四届"伯克希尔 5 公里"活动吧。起跑点设在 CenturyLink，您可以在和参会入场券一起寄过去的参会指南中看到更多相关的详细信息。参加这个比赛您就会发现自己在和一堆伯克希尔的经理、管理人员、董事和合作伙伴共同前行。(不过查理和我要多睡会儿，我们吃了太多的软糖和花生脆)。这项活动的参赛者正在逐年增多，也帮我们创下了另一个记录。购物区的 GEICO 展位是由来自我们公司分布在全国各地的顶尖顾问组成的。别忘了在展位下停下看一下报价，多数情况下 GEICO 会为您提供股东折扣(通常 8%左右)。在我们经营的 51 个司法区有 44 个允许这个特别折扣。(补充一点：折扣不能和其他折扣同时使用，比如某个享受特别折扣的团体。)带上您现有的保单信息来看看我们的报价，您就会发现真的可以省好多钱。用省下的钱买我们的其他产品吧！

记得去书虫书吧看看。我们将会在那里展出 35 本书和一些 DVD，其中包括几本新书。Andy Kilpatrick 将介绍他关于伯克希尔全方位报道《Of Permanent Value》投资圣经的最新版本，并且很愿意签名售书。本书有 1304 页，重 9.8 磅。(我对于这本书的简介是：薄得离谱)。同时看看 Peter Bevelin 的新书《A Few Lessons from Sherlock Holmes》。长期以来 Peter 一直都是伯克希尔非常敏锐的观察员。我们也将推出一本 20 页的全版伯克希尔 50 周年纪念册。我们曾在去年的会展上卖出了 12000 本。那之后，Carrie 和我发现了一些新的资料，

我们认为它们非常吸引人的，例如一些非常私人的信件，比如 Grover Cleveland 寄给 Edward Butler 的信，Edward Butler 是他的朋友，当时还是《布法罗新闻》的发行人。原版中已有的内容没有任何删除或改动，价格仍是 20 美元。查理和我将共同签售 100 本，它们将随机地放置在准备好地 5000 本当中，在展会上售卖。我的朋友 Phil Beuth 写了一本自传《[Limping on Water](#)》，写了他在首府广播公司的工作经历，讲述了很多关于他的领导 Tom Murphy 和 Dan Burke 的事。不论是从取得的成就还是如何取得的过程来看，这两位都是查理和我见过的最顶尖的管理二人组。[你的人生能取得怎样的成就，很大程度上取决于你所选择的崇拜和学习对象。Tom Murphy 就是一个不二人选。](#)最后，由 Jeremy Miller 写的《[巴菲特致股东的信-基本原则篇](#)》(Warren Buffett's Ground Rules)也将在这次年会上闪亮登场。Miller 先生已经对巴菲特合伙公司做了出色的研究和剖析，并且详细的解释了伯克希尔是如何从最初的 BPL 发展至今的。如果你着迷于投资理论与实践，你会喜欢这本书的。

这份报告的附件材料可以告诉您如何获得年会及其他活动的所需凭证。机票有时会在伯克希尔周末前提价。如果您从很远的地方来，您可以比较飞到堪萨斯城和奥马哈的费用，两个城市之间车程为 2.5 小时。如果你计划在奥马哈租车的话飞到堪萨斯可能为你节省大笔资金，一对夫妇大概可以节省 1000 多美元。把省下的钱花在我们的产品上吧！

在位于道奇和太平洋之间的 72 街，占地 77 英亩的内布拉斯加家具商城，我们将再次举行"伯克希尔周末"折扣价活动。在去年的年会周里，这个家具店创下了约 4424 万美元营业额。如果你和任何的零售商说这个数字，他们都不会相信。(内布拉斯加家具商城在奥马哈的店铺每周平均的销售额大概 900 万美元，奥马哈的销售情况还是除了我们在达拉斯的新店之外最好的)。要获得 NFM 的折扣优惠，您必须在 4 月 26 日(周二)至 5 月 2 日(周一)之间进行购买，别忘带着您的参会凭证。几家平常没有折扣活动的著名制造品牌也会参加特价活动，本着股东周末的特别精神为您破例。我们非常感谢他们的配合。在"伯克希尔周末"NFM 将在工作日从上午 10 点营业至晚上 9 点，周六将从上午 10 点营业至晚上 9 点半，周日从上午 10 点营业至晚上 8 点。周六晚 5 点半至 8 点半，内布拉斯加家具商城将举办野餐活动，我们邀请您也一同参加。

在波仙珠宝店，我们还将举行两场只有股东可以参加的活动。第一场将于 4 月 29 日(周五)下午 6 点到 9 点举行鸡尾酒会。第二场大型售卖活动将在 5 月 1 日(周日)举行早上 9 点至下午 4 点举行。周六波仙将营业至下午 6 点。去年的这个周五到周日，我们的商店在营业时间每 15 秒就会开出一张销售单。周末期间波仙珠宝将迎来大量

客流。因此，为了您的方便，股东价格优惠期间定于 4 月 25 日周一到 5 月 7 日周六。在此期间，请您出示自己的参会凭据，或出示能显示您持有我们股票的经纪声明(brokerage statement)，以便确定您的股东身份。

周日在波仙珠宝外面的商场，来自达拉斯的杰出魔术师 NormanBeck 将会进行令人眼花缭乱的魔术表演。在商场上层，我们邀请到了世界顶级桥牌专家 BobHamman 和 SharonOsberg，股东可在周日下午和他们切磋牌艺。我会加入牌局，并希望能把 Ajit 和查理也请过来。我的朋友 Ariel Hsing 周日也会来到商场，接受乒乓球的挑战。我第一次见到她时才 9 岁，即便那会儿我也一分都赢不了她。她在 2012 年就已经代表美国出征过奥运会，现在是普林斯顿大学的大三学生。如果您不介意输球的尴尬的话，可以和她切磋一下球技，活动下午 1 点开始。比尔·盖茨和我会率先登场，试着削减她的锐气。5 月 1 日周日这一天，Gorat's 餐馆将再次为伯克希尔股东独家开放，营业时间为下午 1 点到晚上 10 点。请于 4 月 1 日(请勿提前)拨打 402-551-3733 预定 Gorat's 餐厅座位。而另一家我最喜欢的餐厅 Piccolo's，我很遗憾地宣布它关门了。

我们将再次邀请同样的三位财经记者主持大会期间的问答环节，他们会向我和查理提出股东通过电子邮件发送的问题。三名记者和他们的邮件分别是：杰出的商业记者 CarolLoomis: loomisbrk@gmail.com；来自 CNBC 的 BeckyQuick: BerkshireQuestions@cnbc.com；来自《纽约时报》的 AndrewRossSorkin: arsorkin@nytimes.com。每位记者会从收到的问题中，选出他们认为最有趣最重要的 6 个问题。几位记者告诉我，为了增加您的问题被选中的几率，您的问题要简洁，避免在最后一刻才发送出去，要和伯克希尔相关，并且一封邮件里问题数量不要超过两个。(在邮件里说明，如果您的问题被选中您是否希望透露自己的名字)。三名关注伯克希尔的分析师会提出另外一组问题。今年的保险业专家是来自野村证券的 CliffGallant。与我们非保险业务相关的问题，将会由来自 Ruane,Cunniff&Goldfarb 公司的 JonathanBrandt 和晨星公司(Morningstar)的 GreggWarren 提出。我们希望分析师和记者提出的问题有助于增进股东们对自己投资的了解。查理和我对于将要回答的问题并没有什么线索。当然有些问题会很刁钻，这是我们喜欢的方式。一个问句里包含多个问题是不允许的，我们想要让尽可能多的人有机会向我们提问。我们预计总共会收到至少 54 个问题，其中分析师和记者每人可以问 6 个问题，听众可以提出 18 个问题。(去年我们总共回答了 64 个问题)。听众的问题将通过 11 次抽签的方式选出来，抽签时间为年度会议当天早上的 8:15。在大会场馆和主要分会场一共安置有 11 个麦克风，每个麦克风将会进行一次抽签。

在我谈论让股东增加知识的同时，我也要提请大家注意，查理和我相信所有的股东都应该能够同时接收到伯克希尔发布的新信息；而且如果条件允许的话，股东应该在进行交易前用充足的时间消化和分析这些信息。正是出于这个原因，我们尽量在周五晚间或周六早间发布财报数据，年度大会也总是在周六举办。我们并不采用和大型机构投资者或分析师进行一对一的交谈的惯常做法，而是像对待所有其他股东一样对待他们。对我们来说，没有人比收入有限的股东更重要的了，因为他们基于信任把大部分积蓄托付于我们打理。

处于充分的理由，我常常夸赞公司的运营经理所取得的成就，他们都是全明星级别的经理人，经营自己的业务就好像这些资产是他们家族拥有的唯一财产一样谨慎。我也相信我们的管理者心态是以股东利益为导向，就像在大型上市公司中管理一样。我们大多数经理人并不需要为钱而工作。对他们来说，打出商业"全垒打"所带来的愉悦跟收到薪水支票同样重要。

在我们公司总部办公室工作的 24 名男女雇员也同样重要。他们高效地处理 SEC 和其它监管要求，提交了 30400 页联邦所得税申报表，比前一年多了 6000 多页！还要监管 3530 份州税申报表，回应无数的股东和媒体询问，发布年度报告，准备美国最大规模的企业年会，协调董事会的活动，对这封信进行事实审核.....这份任务列表还可以写很长。

他们愉快高效处理了所有这些业务任务，让我的生活倍感轻松愉悦。他们还努力处理一些并非和伯克希尔严格相关的活动：比如，去年他们接待了 40 所大学(从 200 所申请大学挑选出来的)派出的学生到奥马哈和我进行一天的问答活动。他们还处理我收到的各种请求，安排我的旅程，甚至午餐时还帮我买汉堡和炸薯条(当然裹满了亨氏番茄酱)。没有哪个 CEO 比我更舒服了；我真的感觉每天像跳着踢踏舞去上班。事实上，我的工作一年比一年更有趣。

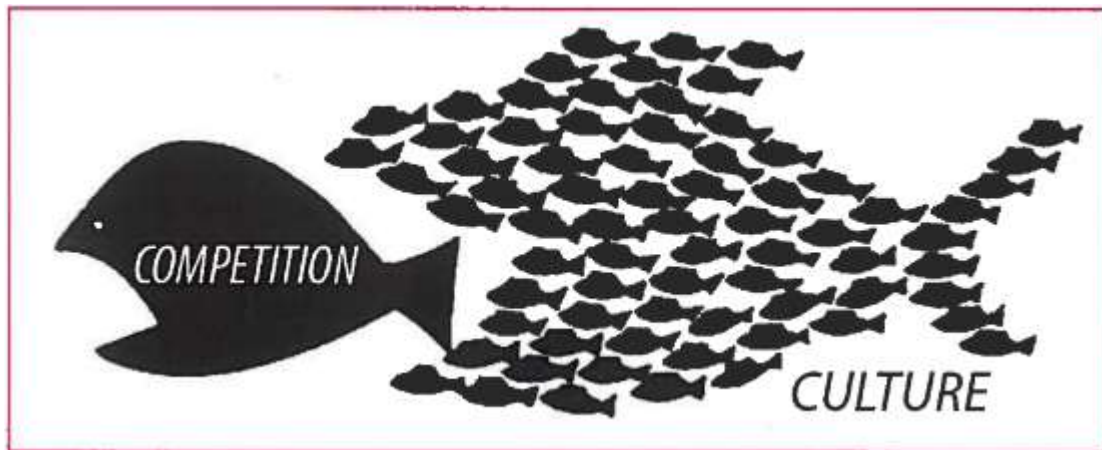
2015 年，伯克希尔的收入增长了 160 亿美元。然而总部没有人加入也没有人离开。明年你可能还会看到这 25 人的照片。你能想象还有哪家超大型公司的总部(我们在全球有 361270 名雇员)能有这样的雇员稳定性吗？伯克希尔雇佣了许多优秀的员工，他们一直在陪伴着我们。此外，除非真正需要，否则没有人会被雇佣。这就是你从来没听说过伯克希尔要进行"重组"的原因。

4 月 30 日，来资本家的摇篮奥马哈和我的这些小伙伴碰面吧。他们是最棒的。

沃伦·巴菲特 董事会主席

考夫曼：Glenair 企业文化

2015 年 9 月 23 日 哥伦比亚大学 Peter D. Kaufman



企业文化可以碾压一切战略——彼得德鲁克

Joseph Tussman: 学生必须学会的是, 如果他真的学到任何东西的话, 那就是世界会为你做大部分的工作, 只要你找出它真正的运作方式, 并与这些现实保持一致来跟它合作。如果我们不让世界教导我们, 它就会给我们上一课”。

Glenair 有一句谚语: **"哪里有神秘, 哪里就有利润"**(Where there's mystery, there's margin.)

Secret Sauce 是获得高利润的秘密武器。

这句话也表达了同样的意思: "当你像其他人那样做时, 当你得到其他人得到的东西时, 不要感到惊讶”。

本文包含一些很少有人会采用的简单的文化原则。它们可以成为持续优势、最佳关系和超额利润的源泉。道理是如此简单, 却又如此深刻: 我们可以让世界为我们做大部分工作, 也可以与世界不可战胜的力量抗争一生。

但是, 我们只有认清世界的真实运作方式并与之保持一致, 才能享受尼亚加拉大瀑布般的强大力量。



企业文化

Glenair 公司的外部董事们向我提出了如何让他们发挥更大价值的建议。这是一个非常好的问题，我为此准备了一份完整的书面报告。我很高兴与你们分享。

最近查理芒格在与 Capital Group 高管座谈时发表了以下看法：据我所知，运营最好的三家公司是 Costco、Kiewit 和 Glenair。这三家公司的产品或业务都没有什么特别之处。但三者的企业文化都有其独特之处。

从查理的话中可以推断出，如果有人想真正了解这些卓越的公司，最好不要把注意力放在产品或业务上，而是放在它们的企业文化上。事实上，我认为这才是 Glenair 董事发挥最大价值的正确途径：深入、流畅地了解 Glenair 的非常规的企业文化，以及共同创造这种“跃迁式涌现效应”的具体因素，大的、小的、明显的、隐蔽的。这样，他们就有能力完成一个董事所能完成的最有价值的任务之一：防止企业文化的漂移。

以下是 Glenair 企业文化的 14 个关键方面。它们的简洁性反映了我最喜欢的一句话，出自 Andy Benoit：

大多数天才，尤其是那些领导他人的天才，他们的成功不是通过解构错综复杂的复杂事物，而是通过发掘未被识别的简单事物。



Glenair 公司为执行关键任务的陆海空以及太空设备制造高可靠性连接器和电缆。该公司于 1956 年开始生产电子连接器和配件。在此基础上，我们现在提供数十个全频谱连接器产品线，旨在满足每一个电气和光互连的要求，包括广泛的军事合格和签名连接器设计。www.glenair.com



基威特建筑公司 Kiewit Corporation，1884 年由泥瓦匠 Peter Kiewit 成立，总部位于内布拉斯加州奥马哈，是一家员工所有制企业，主要在北美和澳洲从事工程建筑业务，包括高速公路、大众运输系统、发电厂和办公楼以及石油、天然气和水资源产业提供服务。www.kiewit.com



一， Leaping Emergent Effect

"跃迁式涌现效应"的无价机遇

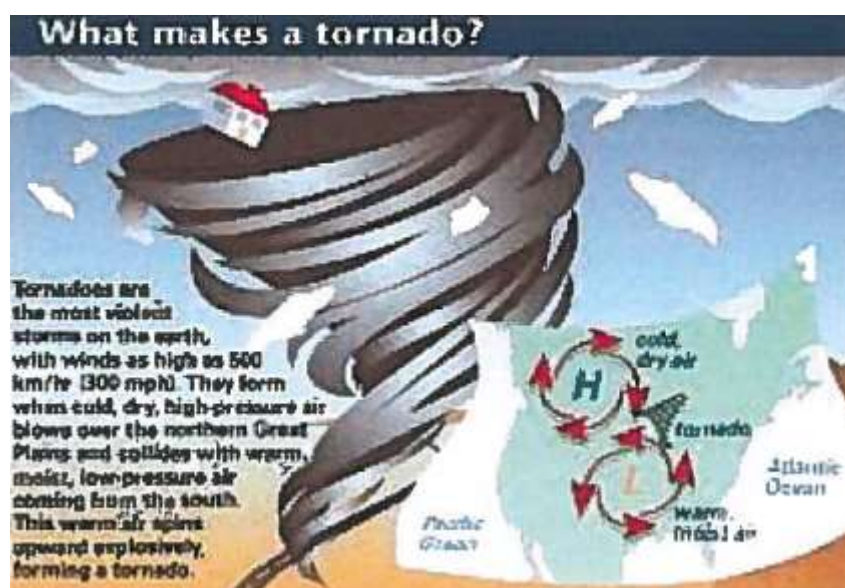
科学中一个基本概念是"涌现效应"。任何事物都是一种涌现效应的结果：一张桌子、一朵花、你和我等等，当一些较低级别的组成因素结合在一起时，较高级别的品质就会"涌现"出来。大多数的涌现效应都很容易通过描述其组成因素和结合方式来预测。但有一小部分却很难预测：涌现效应惊人的从其组成因素的特质基础上"跃"出很远。

我最喜欢的一个惊人且突发性飞跃的例子是龙卷风。我们能仅仅通过观察龙卷风的各个构成要素：暖空气、冷空气、顺时针、逆时针、高压、低压、北风、南风，就预测出龙卷风这样的跳跃性结果吗？不，对于一个从未见过或听说过龙卷风的人来说，这些普通的要素会导致如此巨大的力量的想法是疯狂的。

同样的道理也适用于人类的生活成果，尤其是企业文化。它们也是各组成部分的涌现效应，如果把适当的因素放在一起，就会产生新颖的、意想不到的、飞跃性的群体成果。就像 1980 年的美国奥林匹克曲棍球队一样，团队的效率是如此之高，以至于他们可以像龙卷风一样"举起房子，把它搬到街区另一边"，那些从未遇到过这种事情的人会发誓说这是不可能做到的，当然不是通过信任、安全、关怀、公平、回报等世俗因素。

一个团队也可以如此。处于劣势的美国曲棍球队，很可能没有一名可以达到苏联队首发标准的球员，在 Lake Placid 比赛中，他们以一场惊心动魄的失利战胜了强大的对手。

Herb Brooks 对 Jim Craig 说："我不是在寻找最好的球员，Craig，我在寻找最合适的球员。"



利用大平原的普通地形，加入从北方顺时针方向移动的寒冷、干燥的高压空气。然后再加上从南方逆时针方向移动的温暖、潮湿的低压空气。你会得到什么？

龙卷风是一种"跃迁式的涌现效应"，它能将房屋掀起，并把它掀翻到下个街区！

如果你掌握了正确的空气动力学，文化也能自己"跃迁"



摩托车翼型的设计耗费了大量的智慧和财力，以最大限度地减少湍流、阻力、噪音、负荷、气浪和波动，从而优化"空气流动"和"升力"。这种翼型的设计极不直观，它们需要花费大量时间来设计制造，可能比倾斜的结构困难十倍。然而，它可能看似"笨重而昂贵"，却让对手望尘莫及。了解"文化空气动力学"的管理者也采用了类似的独创性。而那些流线型较差人则坐在一旁困惑的挠头，不明白那些拥有"庞大而昂贵"的信任、团结和丰富的共享模式的竞争对手，是怎么让他们望尘莫及的。

托尔斯泰说过："所有幸福的家庭都是相似的，而不幸的家庭各有各的不幸"。快乐的团队和公司也是一样的。他们是少数能够将"罕见的因素"融合在一起，并可靠地享受团队成就的惊人飞跃的人。

Costco 的 Jim Sinegal：我们的态度一直是，如果你雇用了优秀的人才，并提供高薪和好的岗位，更重要的是，如果你能提供一个好的职业生涯，你的公司就会有好的发展。

二， Trust

任何文化中最重要要素就是"信任"

George MacDonald ："没有什么快乐能与我们完全信任的人在场相提并论"。

想要创建一支像美国奥林匹克曲棍球队那样的"跃迁式涌现效应"的团队吗？完全"信任"有多重要？信任是如此重要，以至于排在第二位的都不值得一提！然而，大多数组织都完全忽视了"世界是如何运转的"这一重大现实。他们并没有将这一简单的真理付诸实践，享受尼亚加拉瀑布的巨大力量，而是"生活给了他们一个教训"，使他们不断受到束缚。

几只未被信任的、简单的小狗插图形象地说明了这一问题。想象一下把小狗带回家的情景。我们的目标自然

是让它成为我们家庭中积极参与、有贡献的新成员。但第一天晚上，可怜的它就在角落里瑟瑟发抖。我们该如何解决这个问题呢？其实没什么神秘的，没有什么比这更显而易见的了。我们必须创造平静、安全、放心的"安全环境"。我们必须进行良好的沟通。我们必须分享水和食物。最重要的是，我们必须始终如一地提供这些东西。如果我们做到了这一点，在适当的时候，也许一个星期后，那只小狗就会跑过来依附在我们身上。尽管它与我们完全是两个不同的物种，但在它的余生里，它都愿意为我们献身！这就是"跃迁式涌现效应"！说到让世界为我们做大部分工作！我们投入不到一周的时间，就能得到另一个愿意为我们献身的物种！

这对领导力和团队建设是否有什么启示？有的！除了一个小例外，人类的行为也没有什么不同。只要我们也感受到"安全/透明/共享的环境"(Safe/Transparent/Sharing Environment)，我们也会从角落里瑟瑟发抖变为恋恋不舍，甚至甘愿赴死。唯一的是例外是什么？对于狗来说，实现这种跃迁的效果所需的"不可减少的最短时间"是一周左右。而对于人类来说，"不可减少的最短时间"更接近是六个月。

然而，大多数人类机构在把新员工或供应商"带回家"时，是否尊重这一简单的现实呢？他们是否和蔼可亲、温柔体贴，以营造安全感、舒适感和放心感？他们是否善于沟通？他们会分享水和食物吗？即使他们做到了这些，他们是否坚持做到了至少六个月？几乎没有！他们就像手里拿着一份卷起来的报纸，经常对供应商和员工大打出手，营造出一种零信任的环境。然而，他们却对供应商和员工"继续在角落里发抖"感到困惑！

这真是自相矛盾！尽管我们不是狗，但我们接受这样一个严峻的现实：只有一个完全安全的环境——透明、分享、绝对、持续的信任——通过不可减少的至少一周的时间引入，才能让狗完全投入到一段关系中。但不知何故，我们却认为我们可以虐待身边的人，却期望他们富有成效、忠诚、体贴他人等等。

一段美好的关系不仅仅是找到合适的伴侣，更重要的是自己成为合适的伴侣。

Anson Dorrance：在他们知道你在乎他们之前，他们不会做出承诺。

生物基因储存着祖先的遗传信息：方法早就存在。

金毛寻回犬幼崽一出生就知道如何以及何时"寻回"。如何做到的？本能的知识。它们的遗传基因赋予了它们作为寻回犬的全部知识，即使它们一出生就与其他狗狗分开。

Helena Cronin：靛蓝彩雀每年都会长途迁徙。这种壮观的适应性是源自于，自然选择在进化过程中将丰富的信息输入鸟类基因，尤其是有关恒星星座旋转的信息。

我们第二个富有启发性的小故事与金毛幼犬有关，它们在出生时就与父母分离，但仍然知道如何指路、放牧、寻回等。它们怎么能在没有人示范或教导的情况下做到这些事情呢？答案就是所谓的"遗传信息"，这是所有大学生物系的基本原则。就像上面提到的金毛寻回犬幼崽或迁徙彩雀一样，**所有有生命的生物的 DNA 中都传递着基于任务的知识**。与直觉相反，大多数领导者都忽视了这种"生物遗传知识"的重要性，在他们的领导活动中完全忽略了这一点。

与寻回幼犬或鸟类迁徙一样，人类从一出生就具有与生俱来的"遗传本能"。其中最重要的一项能力就是评估"首领"的素质和健康状况。就这种评估而言，**我们天生就倾向于寻找领导者**，无论是家庭、运动队、企业还是社会团体的头领。就像《杀死一只知更鸟》中的主角 Atticus Finch 一样，他们都有原则、值得信赖、坚强、勇敢、坚韧、冷静、公平、忠诚、分享，并且有"成功"的记录。**这就像一份遗传信息检查清单一样，他展现出了人类天生渴望的领导者的所有品质**。他在民意调查中一直被评为史上第一虚构英雄。为什么不呢？

这是我们毕生的追求。从 DNA 层面上讲，**我们天生就在寻找伟大、值得信赖的领袖，他们是生命中最有价值的商品**。就像小狗一样，我们急切地寻找真正的领袖，寻求依附，甚至愿意为他们献出生命。我们也知道什么是坏的"领袖"，不值得信赖、不公平、恃强凌弱、两面三刀、懦弱、自私、不忠诚、靠欺骗获得晋升的"失败者"。我们不仅会像躲避瘟疫一样避开他们，如果被他们缠上，我们还会尽全力"干掉他们"。所以，这其实很简单：与狗没有什么不同，强大的与生俱来的自我保护本能，迫使我们寻找好的领导者，避免坏的领导者。

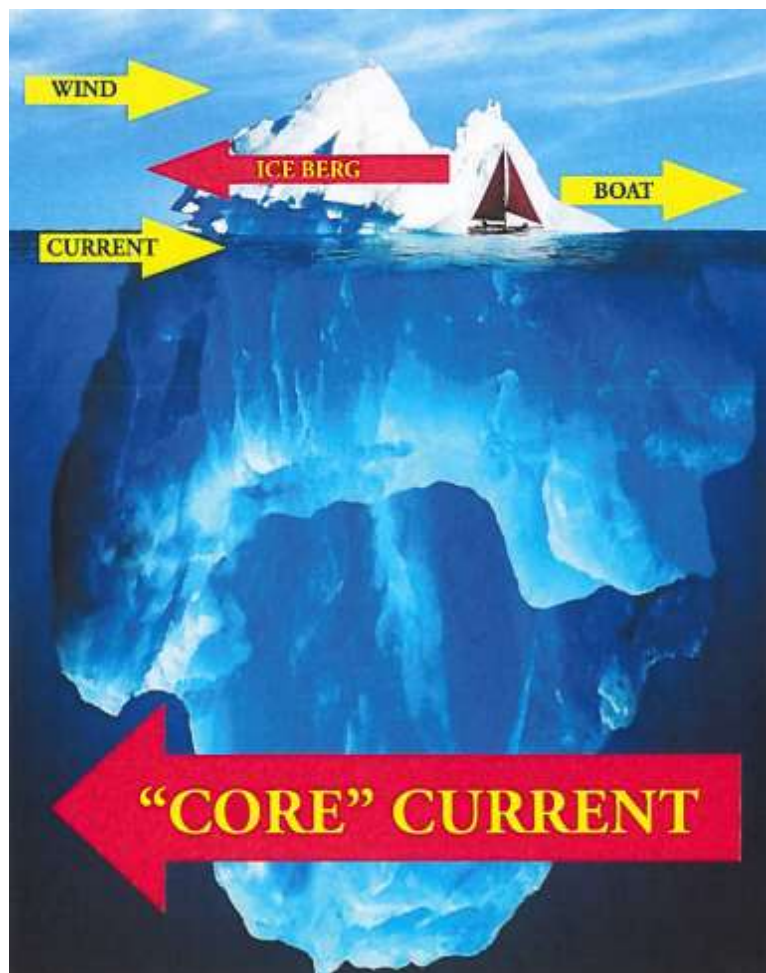
想成为一名伟大的领导者吗？很简单。只需要尊重这个极其简单的现实：遵循世界运作的真理。对于领导者来说，最重要的莫过于与对手方头脑中的写入的"遗传信息"路线保持一致，表现出值得信赖、公平、互惠、关爱.....并赢得胜利。

赢得胜利是任何人类群体的氧气

General George Patton：**一个指挥官会做一切必要的事情去完成他的任务，而他的任务有近 80%是为了激发他部下的士气。**



上图是一幅伟大插图的一半，它展示了驱动狗鸟以及人类等所有有生命的生物行为的"内心"方向和本能。想象一下，你正坐在北极圈内的这艘船上。风在向东吹，水也在向东流。你和船都在向东行驶。你旁边的冰山也在向东移动。然而，如果你在北极圈内待的时间足够长，你就会遇到一种最令人困惑的情况。当风、水流、你和船都在向东航行时，冰柱有时却会向相反的方向向西航行！有什么办法可以解释这种看似对逆空气动力学定律的反常现象呢？在你看到插图的后半部分之前，请回想一下我们刚才讨论过的关于内心的方向、本能的深层渴望、强烈的欲望冲动等的讨论。它为解释这种现象提供了一个很大的启示....



这才是冰山的真面目！这也是你们试图了解的人类的样子，他们在先天 DNA 层面上拥有深层次的"内心"感受。在你与他人打交道时，不要被表面现象所迷惑。人类比狗等动物更善于掩盖自己真实的"内心"感受，将内心深处的秘密隐藏起来，像弹簧一样盘旋，总有一天会释放出来，带来戏剧性的后果。

制造正确的氛围

Kenneth Iverson：每一位管理者都应该是一位心理学家，知道什么会让人心动，他们想要什么，他们需要什么。而人们想要的和需要的大部分都存在于潜意识中。管理者的工作就是帮助员工完成非凡的事业。这就意味着要营造一种能激发人们挖掘自身潜能的工作环境。

我想说的是，管理就是你如何处理事物的分配、方向和监督。相比之下，领导力则是如何与人打交道，即人与人之间的价值体系，这些个人价值共同构成了一个团体的"文化"。与我的术语"文化氛围"相似，Lewis Thomas 在《细胞生命的礼赞：一个生物学观察者的手记》(The Lives of a Cell)一书中谈到了"制造正确的氛围"(Getting The Air Right)。Thomas 在建议研究团队的负责人如何做出更好的科学成果时，他写道：如果你想让蜜蜂酿蜜，你就不要发布关于太阳能方向或碳水化合物化学的规定，你要把它和其他蜜蜂放在一起，并尽力安排蜂巢周围的大环境。如果氛围是正确的，科学成果就会在它自己的季节出现，就像纯净的蜂蜜一样。

我近四十年的组织经验与 Thomas 的经验如出一辙。虽然系统、流程、协议、程序和技术必须得到尊重，但如果你让它们成为你的首要关注点，你就是在做管理工作。如果你把人作为首要关注点，那么你就是在做领导力工作。在 Thomas 的比喻中，管理者 managers 关注的是方向和化学规程，而领导者 leaders 关注的是"蜂巢周围的总体环境"，也就是人的因素，即"制造正确的氛围"。

根据我的经验，一个士气高昂的团队，在得到适当的激励和鼓舞后，其业绩会比士气低落的同侪团队高出 5 倍或更多。人类通常尚未开发的潜在潜力是惊人的，而正确的文化框架可以可靠地将人类的潜力释放出来。在过去 30 年里，Nucor 和 Glenair 公司之所以分别实现看似不可能的 17%和 18%的复合回报率，而且没有亏损或裁员，就是因为释放了这种人类潜能。

三, All-In

优秀领导者及其团队将"全力以赴"

Michael Abrashoff: 领导力的艺术在于简单的事情: 确保高昂士气和增加胜算的常识性行动。一个让员工发挥主人翁精神的组织, 会是一个击败竞争对手的组织。我们的" Benfold"号驱逐舰几乎击败了太平洋舰队的所有战舰。而这一切, 都是由我的前任团队完成的。我们没有解雇或替换任何人。我们只是挖掘出了那些从未被认识到的潜力。

我最近听到了一个故事, 它很好地表达了"一只小狗依附我们并愿意为我们赴死"时所发生的事情。这只小狗正在"All-In"。当个人和团体"All-In"时, 会产生巨大的影响。"All-In"是实现人类"跃迁式涌现效应"的基本要素。没有它就不可能实现。这个神奇的故事讲述的是盲人教授 Daniel Kish 的故事。Kish 自学了蝙蝠使用的"回声定位"方法, 即使双目失明也能"看见"这个世界。Kish 用舌头发出声音, 通过回声来感知物体的形状和距离, 在大脑皮层构建影像, 就像蝙蝠的声纳, 他甚至还骑自行车! Kish 将这一技能传授给了其他盲人。有人曾问他, 是否认为视力正常的人也能学会。他回答说, 不, 你必须"全力以赴", 这里指的是盲人。

这是一个关于团队最佳表现的深刻见解: "All-In"的品质对于任何一个团队来说, 都是必不可少的, 只有如此才能达到龙卷风般的"跃迁式涌现效应"的水平, 才能享受到团结一致的能量、生产力、协作力和独创性, 甚至可以举起一座房子, 并将其抛向街区的另一边。通过构建一个信任、关爱、分享等环境氛围, 我们希望创造条件, 诱使我们的团队成员"全力以赴"。

《白雪公主》工作室: 一支"All-In"团队

1930 年《白雪公主》动画师: 这个团队发展得如此之快, 好像要炸开似的。每部新影片都有令人惊叹的新改进, 效果更好, 动画更生动, 整个工作室都呈现出一种上升势头。这就像是一支获胜球队的队员! 对我们来说, 这一切都是纯粹的魔法。我们的奉献是世界上最伟大的事情, 我们对 Walt 以及产品的奉献, 是我们不容置疑的态度。从来没有一个人对 Walt 说: 啊, 那太费劲了, 我不想干了。哦, 不, 如果有必要, 你会把它带回家, 加班一整夜。Walt 有一种力量。我想, 这就是他的个性, 他的天赋。

四， Seeing through other's eyes

优秀领导者透过团队成员的眼睛去看问题

科学频道：在赤道位置，地球表面以大约一千英里的时速旋转，而整个地球本身则以大约 6.7 万英里的时速围绕太阳旋转，更不用说我们的整个太阳系正以惊人的速度飞越不断膨胀的宇宙空间了。那么，如果我们一直在以如此惊人的速度运动，为什么我们还会有静止的感觉呢？这是因为伽利略相对论，我们是一个巨大惯性框架的一部分，它将我们所有人固定在一个共同的静止体验空间中。

掌握任何系统的必要条件：跳出系统。

为什么人类在与狗打交道时往往得"A"，而在与人类同伴打交道时却得"F"？为什么狗与人打交道时往往得"A"，而与狗同伴打交道时却得"F"？答案就是所谓的伽利略相对论。在物理学中，伽利略相对论认为，不可能真正掌握或定义任何你自己所属部分的系统。一个经典的例子是，一个人在时速 50 英里的火车上，手里拿着一个球。问他球的速度有多快？他回答说是静止的。但对于外部观察者来说，跟火车一样，球的时速也是 50 英里。这就是说，"距离产生视角"，一个人必须置身于一个系统之外才能完全理解它。

为什么人类对待狗，比对待人类同胞更好？我们得出了一个简单的答案：我们和狗在不同的列车上，在狗的系统之外，但和人类同胞在同一辆列车上。同样，狗与人类在不同的列车上，但狗与同伴在同一辆列车上。

正因为需要保持距离，所以"以他人为导向"，即能够"透过他人的眼睛"看问题，才具有如此重要的价值。这也是为什么任何领导者，或者说一般意义上的人，所能接受的最有价值的商业教育通常不是在课堂上，而是在人类组织内部，在组织的各个层级中，通过所有成员的"眼睛"来观察商业世界如何运作，才得以熟悉。

掌握任何系统的必要条件：摆脱束缚/跳出束缚

画家 John Singer Sargent 过去经常倒立着通过镜子，观察他正在创作的肖像画，"跳出系统"，以便更好地了解任何不足之处。

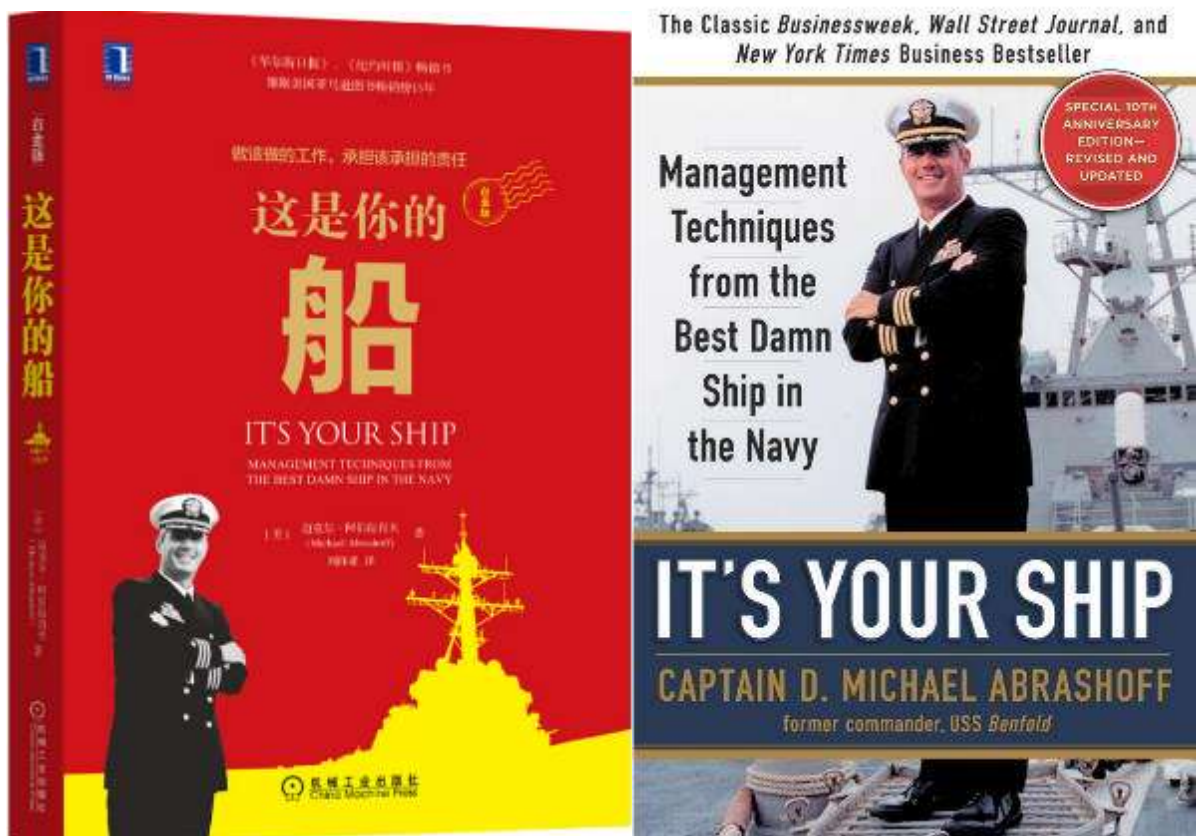
我亲身体会到了"透过别人的眼睛看世界"的价值。十几岁时，在一个漫长而炎热的夏天，我在 Hoag Memorial 医院的厨房洗锅。每天早上天刚蒙蒙亮，当我的大多数朋友还在睡懒觉时，我就起床去做那份"无聊的暑期工作"。很多时候，和我并肩作战的是"Gabriel"，他是来自墨西哥的移民，不会说英语。日复一日，Gabriel 和我在蒸汽弥漫、汗流浹背的洗碗间擦洗那些锅碗瓢盆，日复一日，我渐渐地更好地理解了 Gabriel 的外语，也更

好地理解了他。

快进到大约十年前，我在 20 多岁的时候就被推上了 Glenair 公司的高级领导岗位，手下有数百名员工。我惊讶地发现，这些员工中的大多数都是"Gabriel"，他们的背景和特点与我的洗锅同伴几乎一模一样。我是否了解他们眼中的世界？我知道如何与我的新团队交流和真正沟通吗？我会说我知道怎么做！我甚至会说他们的语言、俚语和其他一切，而他们也非常感激我！

临床心理学的一句经典名言清楚地说明了"透过别人的眼睛看问题"的价值。为什么别人的行为方式在我们看来如此格格不入？如果你能像我一样看待这个世界，你就会明白我为什么会有这样的行为。

有史以来最好的领导力书籍之一：《It's your ship》



Captain Michael Abrashoff

船长最重要的技能就是能够透过船员的眼睛看问题.....

五， Win/Win

只有双赢结构才是可持续的

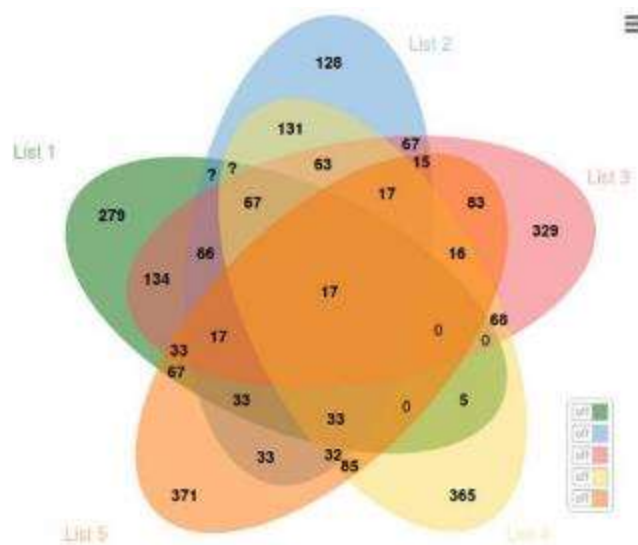
Seneca：时间是最好的证人。

非洲谚语：如果你想走得快，就独自前行。如果你想走得远，就共同前行。

当有人无法获胜的时候，一切迟早完蛋。

这是另一种高尚的简约生活，在日常生活中又是如此显而易见。在任何生物系统中也就是说所有的人类系统，**可持续性就是一切**。如果你是一个有机生命体，如果你不能通过"时间的考验"，如果你不具有可持续性，那么一切都变得不再重要。通常被忽视的清晰逻辑，简单到令人痛苦：潜在的关系有四种，也只有四种：双赢 Win/Win；赢输 Win/Lose；输赢 Lose/Win；双输 Lose/Lose。这四种类型中哪个是"长期可持续的"？也就是说，在这四种类型中，哪种在设计和结构上能够抵御或不受时间的流逝而腐朽和消亡？

答案当然是显而易见的，只有第一种，即双赢 Win/Win。然而，有多少人类系统在其结构设计上不可避免地会导致双赢之外的结果呢？几乎所有的系统都是如此！



通过他人的眼睛，以图形化的方式看待双赢

Venn 图使用重叠的图形来形象地描述集合及其交集。一旦我们能透过他人的眼睛看世界，我们就能将他们的需求、愿望、欲望和要求形象化为 Venn 图，并了解它们如何与我们自己的兴趣重叠。中间的橙色区域是关键，是最佳的"双赢"点，是甜蜜点，是我们想要做的"交易"。任何其他缺乏重叠的主张，从定义上讲都不是双赢 Win/Win，也许只满足了一方的需求，却完全忽略了另一方的需求。

无论从哪个角度看，双赢 Win/Win 都是诚实、可信、公平的长期交易。所有各方的需求愿望和欲望都得到了

考虑和尊重。而其它三种类型都有人会不开心，负面情绪日积月累终会爆发。在典型的"交互"后，那些觉得自己被占了便宜的人就会伺机而动，迫不及待地想要弥补，而弥补的时间、方式和地点却无法确定。没有人愿意放弃真正的双赢 Win/Win 安排，即使用炸药也很难分开！但是输赢 Win/Lose 安排呢？世界上最强大的超级胶水也无法将其粘在一起！

无论你是雇主、雇员、客户还是供应商，你都不希望被对方视为"失败"的原因。在我所从事的行业中，我经常看到这种疯狂的现象，不管是雇主、雇员、供应商、客户，所有人的行为都好像欺骗、两面派和榨取最后一毛钱是精明机智的"最佳做法"。他们不诚信的行为，往往导致最好的对手方，往往是周围最有价值的"智力资本"，"用脚投票"并离开。

如果说人类交往史向我们展示了什么的话，那就是最有能力、最诚实、最有贡献、思维最清晰的交易对手方，也就是我们最希望与之保持联系的人，他们会在感觉到自己"输了"时，第一个用脚投票并离开。现在，我问你，躲避非双赢局面就像躲避瘟疫一样，还有比这更简单的理由吗？随着时间的推移，它们会让我们与生活中最具潜在价值的关系越走越远！

本富兰克林对那些因非双赢行为，而失去重要关系的人所遭受的痛苦，有一个明智的"人生回望"般的观察：井

千方知泉水贵。很多时候，关键关系的真正价值只有在失去之后才会显现出来。



输赢策略 Win/Lose 是一场正在发生的海难

Marcus Annaeus Lucan：各人自扫门前雪。

世界上大多数人都忽视了一个不祥的现实，那就是我所说的"反方选择性铁律"，这一公理不仅适用于商业，也同样适用于朋友、配偶甚至国家："如果你对你的对手方强加条条框框、非输即赢、零和博弈，你唯一能留住的对

手就是最绝望的交易对手"。

从各个方面看，双赢策略 Win/Win 都更好

Michael Abrashoff：人们为什么会离开一个组织？我原以为工资低会是第一个原因，但事实上是第五个原因。首要原因是没有得到尊重或有尊严的对待；第二是原因是无法对组织产生影响；第三个原因是没有被倾听；第四个原因是没有感受到更多的责任感。



声誉母球

非双赢策略就类似于打台球比赛时，只专注于击出第一二杆。台球就像人生，是一场多杆游戏。如果在当前或第一阶段的交易中，我们不考虑虐待对手方的未来后果，就会使我们的"声誉母球"在下一杆或下一个交易或阶段中处于不利位置。在你的第一份工作或任何新任务中，请记住这一点；任何新来的孩子，任何新的"变革推动者"，都可以在刚开始的比赛中大力击沉几个球而大显身手。但是，谁会对只击沉几个球感兴趣呢？我们想击沉所有的球，我们想"掌控整个局面"。



成为仁慈黑洞的好处

Michael Novak：如果流氓知道诚信和公平交易的价值，他们就会诚信和公平交易。

用一个天文学的比喻来说，真正的双赢框架最终会让你的组织成为一个“仁慈黑洞”。您通过赢得声誉而吸引来的高级别对手方，开始越来越多地将他们与您的关系视为“局部最大值”，如此令人满意的局面，以至于他们认为没有必要去“寻找更好的交易”。

本着“认识有用的简单性”的最佳精神，800 年前，Moses Maimonides 观察到：了解人类行为一点也不难，只要观察他们就可以了：他们会趋向于他们认为合意的东西，而远离他们认为不合意的东西。因此，吸引和留住最优秀的客户、员工和供应商非常简单：围绕真正的“双赢”，不断地将你的组织定位为最“令人愉快”的，你不仅会诱导最好的对手方向你靠拢，一旦他们这样做了，他们就永远不会离开！

亨利福特：一个绝对致力于服务的企业只会担心一个问题，那就是利润会高得令人尴尬。

六， Reciprocation

互惠是世界运转的方式



火箭发动机：排气流向后推进，发动机向前推进

牛顿第三定律：对于每一个作用力，都有一个相等且相反的反作用力。

说到“信任”，我们能否总结出“世界到底是如何运转的”一般规律吗？大样本量是统计学家最好的朋友。相比之下，小领域和小样本则是决策者的大敌。让我们把世界分成三个方便的类别，每个类别代表尽可能大的样本量，看看我们可能会发现世界一直是如何运作的。这三个类别分别是：无机系统(物理宇宙)137 亿年样本量；有机系统(地球上的生物生命)35 亿年样本量；人类系统(人类历史)约 2 万年样本量的合理记录。

在无机系统中，牛顿第三运动定律是 137 亿年来始终不变的“简单”定律：当一个物体推向另一个物体时，另一个物体也会以相同的力“推回”。把玻璃杯放在桌子上，玻璃杯会以 X 力向下压桌子！但与直觉相反的是，桌子同样也会以 X 力向上推。在有机系统中，马克吐温有一句幽默的名言：**吃一堑长一智(A man who carries a cat by the tail learns something he can learn by no other way)**。35 亿年来，所有有生命的有机生命体都以同样

的方式行事，用 X 力推马克吐温的猫，它就会用 X 力推回来。

揭示互惠的内在"简单性"

《基督山伯爵》(The Count of Monte Cristo)是法国作家大仲马的一部冒险小说。该书完成于 1844 年，为作者最受欢迎的作品之一，与《三个火枪手》齐名。

故事发生在百日王朝(拿破仑流亡后重新掌权)前夕，一直延续到法国路易菲利普统治时期。这是一个以希望、正义、复仇、仁慈和宽恕为主题的冒险故事，主要讲述了一个被冤枉入狱的人越狱后获得了一笔财富，并开始向那些对他的入狱负有责任的人复仇。然而，他的计划给无辜者和有罪者都带来了毁灭性的后果。此外，这是一个涉及浪漫、忠诚、背叛和自私的故事，整个故事中的人物慢慢揭示了他们真实的内心世界。

因果报应只有在你是一个下三滥的时候才会发生。

至于人性，两万年的文明史说明了什么？人类在受到压迫时是否同样倾向于"反击"？当然，充满热情，我们只是比动物世界更聪明而已。就像大仲马笔下的基督山伯爵一样，我们倾向于卧薪尝胆等待时机，直到有合适的机会对那些背叛了我们信任的人实施"报复"。(英语中有 16 种不同的复仇表达方式！)。

聪明人都知道，"喜欢一般都会换来喜欢为回报"，无论是正面的、中性的还是负面的。给予别人信任、善意和尊重，你很可能会得到同样的回报。如果你什么都不给他们，那么你很可能什么都得不到。同理，辱骂别人，别人也会辱骂你。

信任是世界真正运转的关键因素：付出信任才能换回信任 Give Out Trust To Get Trust Back

罕见的天才教练 John Wooden 得到了它：赠人玫瑰，手有余香 Give It Away To Get It Back

John Wooden：有一种奇妙的、近乎神秘的自然法则说，我们最想要的三样东西：幸福、自由和心灵的平静，总是在我们给予他人时才得以实现。有舍才有得。

如果你想让别人倾听你的心声，那就请先倾听别人诉说。

冠军从不抱怨，他们都忙着变得更好

七, Incentives

符合人性的激励措施非常重要

企业文化中没有什么比"激励制度"更为重要的了。有效的激励制度拥有六项基本原则, 以确保正确引导本能的人性特征, 尤其是强大的核心驱动力, 如阶级制度和自我保护的本能。将事物安排得真正符合人们的基本驱动力, 就能激活"正和"游戏, 而不是"零和"游戏。Bingo 馅饼不再是有限的了。正和系统能够让士气、兴趣、热情、兴奋、能量、创意和生产力爆发, 就像是凭空产生一样。

萧伯纳(George Bernard Shaw): 如果你有一个苹果, 我有一个苹果, 我们交换苹果, 我们仍然各有一个苹果。但如果你有一个[有价值的]想法, 我有一个[有价值的]想法, 我们交换想法, 现在我们每个人都有两个[有价值的]想法。

Moses Maimonides: 理解人类行为并不难: 人们会趋向于他们认为合意的东西, 远离他们认为不合意的东西。

哪里有神秘, 哪里就有利润 Where There Is Mystery There Is Margin

就真正符合人类核心驱动力所需的特征而言, 大多数组织现有的激励制度都无法满足六项原则之一。他们不禁要问, 为什么士气和生产率如此之低? 与此形成鲜明对比的是, 与 Nucor 和 Glenair 公司一样, 电视节目《致命捕捞》(The Deadliest Catch)中出现的阿拉斯加捕蟹船也是获得 6 分的高分, 他们也是世界上蓝领工人生产率最高的公司之一! 致命捕捞中的渔船拥有无与伦比的工人生产力, 是因为他们捕捞螃蟹? 还是因为他们在白令海上? Nucor 公司是因为从事钢铁业? 还是因为它们位于美国农村? Glenair 公司是因为我们生产飞机零部件? 还是因为我们位于南加州? 都不是! 这三个例子之所以拥有超乎寻常的劳动生产率, 主要归因于一个因素, 而且仅有一个因素: 这三个例子都有一个高度非常规的工人激励补偿计划, 它完全符合永恒不变的人性法则必须具备的六个基本原则。

以下是激励制度的六项原则, 必须遵循这些原则, 才能完全符合人性本能。每一个原则都是"必要但不充分"的, 这意味着任何一个原则都无法单独完成任务, 要想取得最佳效果, 所有六个原则必须同时具备。

- 1, 简单 Simple: 计划简单易懂, 人人都能掌握。正确的检验标准是: 所有参与者都能自己解释计划吗?
- 2, 意义重大 Significant: 提供真正有意义的潜在回报, 足以引起蓝领和白领员工的注意, 否则他们为什么还

要尝试呢？我喜欢以加州的彩票为例，当奖金达到 3000 万美元左右时，酒吧就会出现排队买彩票的现象。把这条"队伍"的成员当成你的目标受众。当数字足够大时，他们就会变得非常感兴趣。

查理芒格：极端的结果，不管好坏，往往教育效果最佳。

3, **及时反馈 Timely**: 要使奖励发挥作用，必须做到及时反馈，至少每月一次。通常的年终奖太遥远了。要建立有效激励制度，"目标梯度效应"是一个未被充分注意的因素。一个常见的错误就是把奖励的时间间隔的"终点线"定得太远。与明早的奖励或惩罚相比，一年后的奖励或惩罚的激励作用效果太差了。

目标梯度效应心理学，对生理影响的最佳例证，或许是马拉松运动员。经过 26 英里多的艰苦奔跑，哪怕是再迈出一步的努力也是艰巨的。然而，当终点线出现在眼前时，这位筋疲力尽的选手往往会奋力冲刺！这就是感知变化导致的生理变化！

4, **确定性 A: 付款人不可参与游戏**。确定性是必须的，否则，为什么还会有人去尝试呢？(大家不能像《查理布朗的感恩节》中 Charlie Brown 一样，担心许诺的"足球"会在最后一刻被取消)。James Madison 在 1778 年说：如果不能保证自己不会成为一个不稳定的政府的牺牲品，哪个农民或制造商会表明自己的政治倾向呢？

5, **确定性 B: 收款人不可参与游戏**。必须制定防作弊计划，以防止会计造假和违反职业道德。(你在不经意间为作弊创造了成熟的条件，从而破坏了自身文化的完整性！)。正如右侧的眼镜蛇效应边栏所示，除非计划设计者能够深入了解群体对激励措施的反应，否则他们实际上可能会使事情变得更糟，而不是更好！

6, **地域性 Territoriality**: 就像在渔船上一样，奖励池必须作为一个团体来赚取，并酌情分级支付给个人。在群体的其他成员"输"的情况下，不允许任何个人"赢得"奖励。否则，必然会产生巨大的隐性议程、政治、潜规则等。几乎所有的组织都在这方面犯了错误，他们从未将人类天生的"领地"意识从"我"转移到"我们"。

(注：不断有人问我和 Iverson，我们的"团队结构"是否会带来"搭便车"问题。我们的经验是：团队实际上是我监督，让你成为"好警察"。正如 Nucor 公司的一位经理所说：我们发现，就像在农场里一样，马会让骡子更卖力地工作。)

正如 Joseph Tussman 在我们的封面内页上所说："世界会为我们做大部分的工作，前提是我们要认清世界的真正运作方式，并与这些现实保持一致"。上述六个因素就是世界真实运行方式的一个清晰而有力的例子。**不要与它们对抗，利用它们，让它们为你工作！**



你能赢得比赛吗？

Nascar 赛道车队主管：我不知道。现在他能闻到前方的味道，只要车手能闻到前方的味道，就能在圈速上多跑半秒。(接近奖励的效果)



设计非游戏性激励系统需要智慧！小心眼镜蛇效应

眼镜蛇效应一词源于英国统治印度殖民地时期的一则轶事。英国政府对德里眼镜毒蛇的数量表示担忧。因此，政府为每一条死亡的眼镜蛇提供赏金。起初，这是一个成功的策略，因为有大量的蛇因悬赏而被杀死。但最终，一些有心人开始饲养眼镜蛇以获取收入。政府意识到这一点后，取消了奖励计划，导致眼镜蛇饲养者将毫无价值的蛇放生。结果，野生眼镜蛇的数量进一步增加。表面上看似解决了问题，但情况却变得更糟。

当你让世界为你工作时，这不是成本，而是回报！

Jim Sinegal：我们的工资比沃尔玛高得多。这并不是利他主义，而是一笔划算的好生意。

八, Engagement

参与互动

我所说的"触摸媒介"就是一个极好的领导模式。

当父母带着他们的第一个孩子从医院回家时,事实上他们根本不知道如何照顾孩子。同样,婴儿肯定也不知道如何照顾自己。然而,只要父母适当参与,婴儿/媒介就会通过快速反馈循环,教会父母如何照顾婴儿!

生活中所有的"管理工作"都是如此,最好的指导来源就是媒介本身的快速反馈循环。你所需要了解的关于"养育你的孩子"的一切,无论是一项工作、一个部门还是一整个企业,如果你在"接触媒介/领域"的层面上适当地参与,这些都会一目了然。好市多的 Jim Sinegal 是世界上在这方面做得最好的人之一:如果顾客打电话来抱怨,你认为他们不喜欢我拿起电话和他们交谈吗?

惠普公司的 David Packard 和 Nucor 钢铁公司的 Ken Iverson 都是触摸媒介专家

David Packard:我大部分时间都在工厂车间工作,以确保每一步都做得恰到好处。这就是惠普公司"走动式管理"的起源。

Ken Iverson:每当我管理一家工厂时,我习惯于每天早上到处走走,与工厂的每一位经理进行交流。我会坐下来和整个工厂的人聊天喝咖啡。我上午可能要到很晚才能回到自己的办公室,处理自己的大堆工作。此时我一天的咖啡配额都喝完了,但这总是值得的。早上散步时,我可能会和十几个人聊天。我可以了解到公司每个部门的最新情况。更重要的是,我还能发现人们是自信还是焦虑;亲眼目睹我们的技术运行状况如何;了解哪些经理在努力工作,哪些经理可能准备好承担更多责任。这也是让人们习惯见到我的好办法,这样当有一天(肯定会有的)我需要从某个人那里获得诚实而迅速的信息时,我就不会吓到他们了。通过散步,我总能知道人们在想什么。我清楚地知道他们是谁,他们能做什么,他们关心什么。他们对我也有同样的了解。我无法想象把自己的成功寄托在一群不了解他们的人身上。这就像去驾驶一架只有一只翅膀的飞机一样。

George Patton:只要指挥官愿意接近前线,了解和看到正在发生的事情,就可以极其便利地行使指挥权。

More Engagement More Lucky

九, Blend Characteristics

优秀领导者具备多种特质

锡和铜是自然界中两种较软的元素,在地质学中也是"很少被发现在一起的元素"。现在,在历史的某个时刻,有人突发奇想:"我想知道,如果我们在这里找到一些锡,在那里找到一些铜,然后把它们放在一起,会发生什么呢?"莫氏硬度计将基本元素的强度或韧性按 1 到 10 的等级赋值。最弱的滑石是 1,最硬的钻石是 10。锡的莫氏硬度只有 1.5,铜只有 3.0。你希望从这样的锡铜合金中得到什么? 1.5 加 3.0 除以 2? 2.25? 不,当他们把这些很少结合在一起的元素结合在一起时,他们得到了完全意想不到的"跃迁式涌现效应":青铜(6.0),一种比纯铁(5.5)更坚硬的材料!

数百万年来,早在人类发现将合适的无机材料混合在一起可以产生惊人的、跃迁性的涌现效应之前,生物学就已经掌握了这门艺术。由于不完全清楚的原因,"杂交优势"(遗传学:杂交生物具有优于父本或母本的品质趋势),不同有机材料的"杂交",通常会产生看似不可能的结果:超级植物、树木、优选牛、公牛和马等。

当应用到领导者的个人自身发展中时,这种来自化学和生物学的"融合"模式会产生巨大的价值。

事实上,当领导者或团队拥有坚韧、干劲、信念等"硬"特质,并融合谦逊、团结、同情和尊重等"软"特质时,就会产生强大的"青铜"效应,这可能会让你大吃一惊。

这就是 $2+2=10$ 的道理:结果是"真实可靠的",这是历史上每一个伟大领袖和团队的标志。一个真实、平衡的个人或团体,当之无愧地赢得所有对手的信任 and 尊重,从而真正与他们建立联系。

当正确的"硬特征"和"软特征"在领导者身上融合为一体时,就会发生变革,产生一个强大的领导者。是的,但他是一个有爱心的领导者。组织找到了他们的"系统性发展"理想:一个像 Atticus Finch、George Marshall、Jim Sinegal 或 Mary Sue Coleman(密歇根大学校长)一样的领导者,在必要的时候是个强硬的领导者,但也有一颗爱心。因为领导者所表现出的特质正是这个团队所需要的,所以他们现在会"全力以赴 All-In",全身心地投入。

就像锡铜合金可以打败纯铁一样,正确的种群组合可以培育出品质极佳的公牛或纯种赛马,龙卷风可以掀起房屋并将其推向街区另一边,通过将"很少一起出现的因素"融入我们自己 and 我们的团队,我们可以"让世界为我们做大部分的工作"。

David Packard : 头脑要硬,心肠要软。

北卡传奇教练 Dean Smith：良好的领导力最重要的是真正的关怀。任何行业中最优秀的领导者都会关心他们所领导的人，而被领导的人也知道什么时候这种关心是真诚的，什么时候这种关心是假装的，或者根本不存在。

《The Carolina Way》

领导者需要融入的最重要因素是什么？有人曾问我上述问题。我的回答是：勇气 Courage。

丘吉尔说过，勇气是最重要的美德，因为拥有勇气就拥有了其他所有美德。

真正的领导者会表现出勇气和韧性，尤其是在关键时刻，因为他们意识到，如果不表现出这些品质，就等于违反了所有领导者与他们的团队之间的基本约定。只要领导者履行了自己的职责：走在前面，在团体面临变故和危险时支持他们，团体就会给予领导者非同一般的地位和权力，而且不会有任何问题。Robert Frost 说得好："最好的出路总是通过"。伟大的领导者会走在前面，带领而不是驱使他们的团队通过变化、逆境和危险等。

十，The Bottom Of The Organization

"组织底层"是经常被忽视的资源

第 48 届超级碗 Malcolm Smith 是 2011 年第 7 轮第 242 位被选中的球员。

在 2014 年 1 月为期两周的季后赛橄榄球比赛中，我目睹了两个"利用不为人知的简单性"的经典案例。这两个例子涉及到我们在 Glenair 同样采用的一种人事方法，这是我们行业中其他细分利基市场所忽视的一个充满热情重点。我们不仅要"人尽其才"(get the best from the best)，还要"物尽其用"(the most from the least)。

高速公路设计规范中说：你不能把高速公路设计成只有专业司机才能通行。由此推论，检验高速公路设计是否有效的正确标准是：低于平均水平或平均水平的驾驶员在驾驶时的表现如何？那么，在大多数人类组织中，平均水平和低于平均水平的成员表现如何呢？他们不受重视，不清楚组织目标，往往缺乏动力，甚至具有破坏性。

大多数领导者关注的是"让合适的人上车"，即能够"推动业绩指标"的"专业司机"。与此同时，除了削减成本或精简人员外，他们很少关注那些处于组织下半部分的普通或低于普通水平的司机。然而，"推动业绩指标"的最佳机会通常就在"花名册的后半部分"。

Jim Sinegal：我们有些人从在停车场为我们推购物车开始，现在已经是副总裁了。

Ajit Jain 是伯克希尔 40 年的再保险经理，也是"专业司机"。此时沃伦巴菲特对 Ajit 能说些什么，使他的日常业绩实质性地改善或降低吗？并不能！无论如何，这位驾驶高手都会继续精湛地驾驶。但是，如果巴菲特亲自关注那些在伯克希尔保险业排名垫底的人呢？巴菲特本人的个人关注是否会起到"推动作用"？这个问题本身就有答案。以下是两位教练的见证，他们利用了这种非常不为人知的简单性。通过采用"高速公路设计"来优化"普通司机"而不仅仅是专家的贡献，他们向我们展示了一条在竞争异常激烈的领域中，获得决定性优势的不为人知的道路。

I, 新英格兰爱国者队的 Bill Belichick

在执教新英格兰爱国者队的 14 个赛季中，Bill Belichick 赢得了 11 次美国橄榄球联合会(AFC)东区冠军，他是一位始终如一的大师。2013 赛季是爱国者队连续第 13 年保持在 500 分以上。在美国橄榄球联盟(NFL)中，第二长的连胜纪录只有四个赛季，由绿湾包装工队保持。本赛季前，就有人质疑新英格兰队是否拥有争夺总冠军所需的所有拼图。名册上充斥着新秀和未被选中的自由球员，没有人知道他们的表现会如何。然而，这支球队却在 AFC 季后赛中获得了 2 号种子的位置，仅落后 13 胜 3 负的丹佛野马队一场比赛。无论季后赛结果如何，Belichick 都应该因为这样的成就而获得 NFL 年度最佳教练的殊荣。

2014 年 1 月 11 日，新英格兰爱国者队对阵印第安纳波利斯小马队：

Dan Dierdorf: Rob Ninkovich 在场上打出安打...Ninkovich 在很多方面都体现了爱国者队球员的特点。他是后卫吗？他是防守后卫吗？你看到他在掩护时后撤。他的多面性和角色适应性非常关键。

Greg Gumbel: 他基本上就是 Bill Belichick 需要的样子。

Dan Dierdorf: 像这样的人大约有二十个。

Greg Gumbel: 你常说新英格兰爱国者队的不同之处在于，从 33-50 号球员的不同？

Dan Dierdorf: 嗯，是的。我不知道有谁能像 Bill Belichick 那样关注这些后半段球员。因为他对他们如何融入球队有自己的远见。而在八月，当你还在训练营的时候，你就需要一些真正的远见卓识，放眼望去，看看这个人在十二月会为我做出什么贡献，扮演什么角色。我真的觉得 Belichick 是一个有远见的人，他能够做到这一点。

II, 西雅图海鹰队的 Pete Carroll

2014 年 1 月 21 日，Colin Cowherd 和 Trent Dilfer 接受 ESPN 电视台采访：

Trent Dilfer: Pete Carroll 所积累的智慧是很多其他教练所不具备的。他将自己的人生经验融入到教练世界

中，让球员们做到最好，他对体育心理学非常了解。

Colin Cowherd: Bill Parcel 也是，他是一名心理学家。

Trent Dilfer: Pete Carroll 从他身边所有伟大的人和他的个人经历中汲取了营养。作为一个伟大的教练，除了要有个人魅力，和裁判正确地斗争，以及如何处理新闻发布会之外，还有很多其他的事情要做。他意识到，这就是"物尽其用，人尽其才"。

这就是教练的工作，有时候球员需要花很多年的时间来培养自己的智慧，而皮特必须知道如何将这种智慧传达给很多不同类型的人。这就是为什么昨晚的比赛让我大开眼界，因为你可以让 Richard Sherman 成为 Richard Sherman，有时直言不讳，有时疯狂。你可以让 Marshawn Lynch 一言不发。你可以让 Russell Wilson 成为善良的海报男孩，以及介于两者之间的一切，而这一切都适合 Pete Carroll 和他的方法论。

他创造了一种环境，让你在比赛中始终充满自信。你总是在自由地比赛，没有失败的恐惧。我认为在一天结束时，你看着一支球队，你会说，嘿，这就是我所拥有的，如果我能最大限度地发挥它的潜力，如果我能让 Doug Baldwin 打出他最好的球，那么他在哪里被选中并不重要。如果我能让 Byron Maxwell 打出最好的表现，他在哪里被选中并不重要。如果我能让 Cam Chancellor, Bennett，不管是谁，只要从他们所有的球员往下看。他们在哪里被选中并不重要，他们的其他位置也不重要，重要的是我能否让他们发挥出最佳水平。因为如果他能一直得到他们最好的状态，他们最好的表现就会比首轮选秀那天的状态更好。他就是这么做的。

Jobm Gruden: 每年年初，海鹰队的教练们都要开一次'宣誓大会'。他们都在这方面取得一致：'我们是一支发展型教练团队，你们要比联盟中的任何人都更好地培养你们每个位置上的球员。这就是为什么 arcus Burley 能打出这样的表现，这就是为什么 Chancellor, Sherman 和 Maxwell 能打出这样的表现。这些中部球员之所以能在赛场上爆发，是因为这些教练都以看着他们成长为荣。

用来描述组织内部各层次的词汇很能说明问题，底层往往被视为"缓慢、笨重、拖累上层"。组织的底层往往被视为"拖累"，这并不奇怪，因为他们往往受到这样的待遇。

让我们以一个有上有下的大组织为例：一家飞机公司。"前方"的工作比较光鲜亮丽，设计和销售飞机以及与华尔街打交道。与此同时，"后方"的工作往往是按时、按预算制造飞机。那么一个关键问题是，公司的"后方"是"铅"还是"氢"？也就是说，下层人员能否通过快速高效地生产出一流品质的飞机，提升上层人员的业绩，使设计和销售

人员更容易赢得越来越多的订单？或者说，他们是否会成为"拖累"，因无法按时按预算完成任务而将其同事拉低到更低的水平？这个问题本身就有答案。无论是飞机公司还是其他任何企业，如果忽视了"后方"的团结和明确的目标，就会错失"推动业绩指针"的大好机会。而唤醒这个沉睡巨人的责任并不在于这些部门，而在于领导这些部门的领导层。

唤醒沉睡的巨人

George Marshall：今晚就把毯子、炉子和其他所有需要的东西搬出来，而不是明天早上，更不是两周以后。我才不管什么规定不规定之类的。我们要始终如一照顾好部队。

十一，Encourage And Embrace Change

优秀领导者鼓励并拥抱变革

Charles Darwin：生存下来的不是最强壮的物种，也不是最聪明的物种，而是对变化反应最敏感的物种。

有两个故事很好地表达了我们需要不断接受变化。《Kent Kresa 的祖父》是一个警示性的故事，提醒我们所有人"在成长过程中被周围的环境所束缚"。John Hench 的故事是一个绝妙的试金石，让我们知道什么时候可以进行变革。

1, KentKresa 谈到了对变化持开放态度的必要性

我的祖父在世时，拒绝乘坐没有人工操作的电梯。他说，'这些新奇的自动电梯是一个愚蠢的想法，本质上是危险的'。"我的父亲，只要他活着，就拒绝乘坐没有人工工程师的火车。他说，'这些新奇的自动列车车厢是个愚蠢的想法，本质上是危险的'。我可能会说，'这些新式的自动汽车和飞机是个愚蠢的想法，本质上是危险的'。问题的关键在于，我们的人生观是根据我们生活经历的具体情况形成的。这就是说，我们的神经系统可能会沉浸在过去的生活中，而下一代则会形成自己的观念，认为什么是适当的、正常的。

Eric Hoffer：在一个剧烈变化的时代，学习者才是未来的继承者。学习者通常会发现自己有能力生活在一个不复存在的世界里。

Kent 故事的美妙之处在于，无论我们是否意识到，我们都是 KentKresa 的祖父！随着我们的成长，我们的神经系统与周围的生活环境紧密相连。那些与广大客户打交道的人，当然也是如此，必须特别小心"锚定的神经系统

”。解决办法是什么？在领导层中加入不同年龄段的代表，让他们都有发言权，并倾听他们的意见。

我们是否应该总是按照他们的建议去做？当然不是，许多“维持现状、固定原则”都是有理由的，我们最不应该做的就是放弃它们。但是，当这些“自动电梯”出现时，我们就必须适应它们，否则就可能有失去与市场的“相关性”的风险。而失去相关性就是灭顶之灾。如果外部变化率超过内部变化率，你就有麻烦了。

2, JohnHench 谈何时可以进行变革：

迪士尼乐园的红马车旅馆 RWI 是中央广场餐厅的名称，最初由堪萨斯城的 Swifts Premium Meat 肉类公司赞助。RWI 最初还包括一个为 Walt 的特殊客人准备的贵宾休息室、酒吧和浴室。当固特异 Goodyear 公司成为赞助商时，这个区域成为了 Goodyear 的接待中心，后来被改建成了办公室，最后在 1999 年的改造中被拆除。

红色货车旅馆 Red Wagon Inn 改建为广场旅馆 The Plaza Inn 是由 JohnHench 完成的。WaltDisney 不顾 John 说自己“对美食一窍不通”，特别邀请他来完成这一重要项目。John 如此敬业，以至于作为“全力以赴”的经典范例，他还去烹饪学校进修，并创造了室内装饰的杰作。

当 John 的年轻学徒 Kim Irvine 得知他的宏伟室内作品将在 1999 年的一次修复中被拆除时，她很不愿意通知 John。“我无法想象该如何告诉 John。他的回答让我震惊，永远地改变了我对‘改变’的看法。现在我不再像以前那样害怕改变了”。JohnHench 并没有沮丧，反而积极地说：改变是好事，更新和修改是可以的。我们的原则是：‘只要修改时考虑的问题与原作相同或更多，你就不用害怕’。

当改变成为可能：历史同意 Hench 的观点

《The Lessons of History》Will Durant：在上百个新想法中，有 99 个或更多的想法可能不如它们要取代的传统思想。因此，抵制变革的保守主义者与提出变革的激进主义者同样有价值，也许更有价值，就像树根比树枝更有生命力一样。新思想留胡子是好事，但新思想不得不经历异议、反对和侮辱的磨练也是好事；这是创新在进入人类社会之前必须经受的考验。从这种张力中产生的是一种创造性的张力、一种激励性的发展、一种隐秘而基本的整体统一和运动。

十二, Fresh Sets Of Eyes

"新视角"是一种宝贵的资产

一个组织最容易被忽视的资产之一就是新人所拥有的"新视角"。斯坦福大学的工程学教授 Nathan Rosenberg 曾经做过一份关于"医疗设备领域创新"的白皮书。他发现, 每项重大创新: 核磁共振成像仪、X 射线设备、计算机诊断等, 都来自医疗领域之外! 虽然我们 must 尽可能地对外部输入保持开放, 这一逻辑毋庸置疑, 但大多数组织文化却恰恰相反: 他们非常清楚地表明, "菜鸟/新手"的输入是不受欢迎的。

下面这个故事也许是"新视角"和"利用未被识别的简单性"这两种价值的终极范例。在加州的派拉蒙, 我们有一个为 Glenair 公司制造产品的供应商。几年前的一天, 我去和他共进午餐。现在, 派拉蒙是洛杉矶郊区一个肮脏的工业区, 当我们沿着主街驶向餐厅时, 路边就是市中心的银行。他指着它说, 看到那边的银行了吗? 直到两年前, 在很长一段时间里, 它都是联邦调查局公布的全美被抢次数最多的十大银行之一! 也就是说, 直到两年前, 他们一直在努力破解每一个复杂的难题。他们请来了高价顾问。他们增加了额外的保安, 他们安装了更复杂的警报系统。甚至在出纳员面前安装了防弹玻璃, 他们什么都试过了。但是, 即使花了这么多时间和金钱, 他们仍然在联邦调查局的十大名单上。

然后有一天, 一个年轻的"新手"带着一双新眼睛, 向联邦调查局提出了一个简单的问题: 你知道, 前几天我在警察局院子里, 无意中注意到有一辆多余的警车停在后面面积灰, 我们何不把它开去洗车场洗干净然后停在银行前门的路边? 你知道他们这么做之后发生了什么吗? 被抢次数为零! 这么多年来, 发生那么多银行抢劫案。

Proust 说过: "发现之旅与其说是寻找新的风景, 不如说是寻找一双新的眼睛。"我喜欢这个故事, 因为它告诉你, 外面有很多未被识别的简单性, 正等待着你去发现, 被那些拥有新视角的人所利用.....

好好利用这双眼睛! 否则就是渎职!

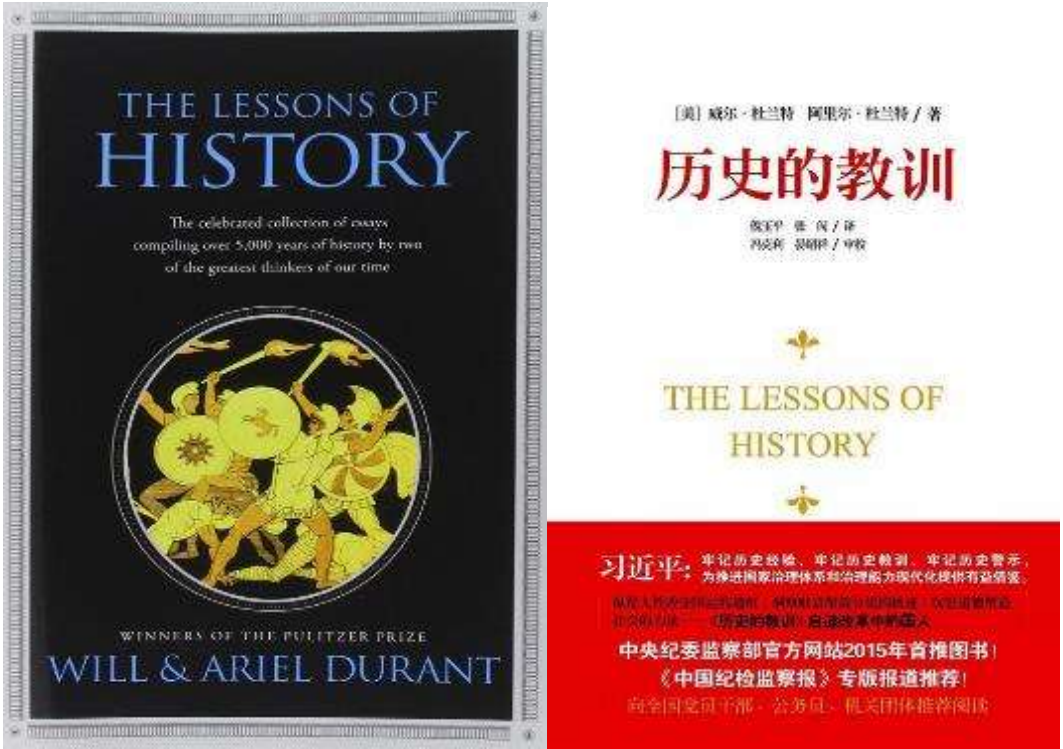
Andy Benoit: 大多数天才, 尤其是那些领导他人的天才, 不是通过解构错综复杂的复杂性, 而是通过利用未被识别到的简单性来获得成功。

Freeman Dyson: 整个数学史就是一部可怕难题被无知年轻人解决的历史, 他们不知道这些难题是无法解决的。

我的哥哥 Marcus 拥有我认为最适合鼓励"新视角"输入的企业文化框架。Marcus 年轻时在一家自行车修理店

工作，店里的人员流动性很大。Marcus 在迎接每一位新来的修理员工时都会说：我总是能从与我共事过的每个人身上学到东西，我也期待着从你身上学到很多东西。我希望在我们相处的过程中，你能像我虚心向你学习一样，也乐于向我学习。

还有比这更好的方式让新的关系在正确的基础上顺利开始吗？这真是太棒了。立即建立起一个开放式的沟通渠道，减少了任何新加入组织的新人所面临的"等级"挑战。那些使用这句话的人所表现出的谦逊，以及它的含义，在一句古语中得到了很好的传达：智慧流入谦卑之人，就像流水流入沙漠。没有比这更有用的话了。谦虚使人开放，而缺乏谦虚则使人封闭。谦虚引导我们朝着完美的方向前进，以获得我们所追求的流畅性和理解力。



什么是人性，什么是人类行为本质，以及人类前途究竟会如何。
如何从漫长的纷繁过往中洞见人类发展的某种规律，或许密码就隐藏在历史本身。
这是一本值得人们静下心来仔细品味的作品

十三, Sharing Recognition

优秀领导者慷慨分享认可

Peter Drucker: 在我看来, 工作效率最高的领导者从不说"我"。这并不是因为他们训练自己不说"我"。他们不认为是"我", 他们认为是"我们"; 他们认为是"团队"。他们明白自己的工作就是让团队发挥作用。他们接受责任, 不回避责任, 但"我们"得到了赞扬....这样才能建立信任, 使你能够完成任务的原因。

对于"Alpha 型强势领导者"来说, 最难解决的问题可能就是: 分享认可和荣誉。在那些已经跃居高位或渴望跃居高位的人当中, 有一种强烈的倾向, 就是我所说的"荣誉缺失症"(Lime-Light Deficit Disorder), 他们认为给予他人的任何荣誉都有可能导致自己的荣誉减少。这种"我/零和"的观点不仅对任何企业文化都是致命的, 具有讽刺意味的是, 对"以我为中心"的团队来说也是次优观点。千百年来, "因果报应"已经证明, 如果完全采用另一种"团队/正和"的观点, 对于团体及其领导者来说, 人类系统就能发挥最佳作用。

Bill Russell (拥有 11 枚 NBA 冠军戒指)曾长期担任波士顿凯尔特人篮球队中锋, 被《体育画报》评为"上世纪最伟大的团队球员"。退役后, Russell 应邀向凯尔特人队的现任队员发表讲话。当他们在更衣室里围着他时, 他告诉他们, 他们可能对他的印象有很大的误解。

"我告诉他们, 尽管有那么多关于我的报道, 说我是最无私的球员, 但我却是他们见过的最自负的球员。但我的自负不是个人的自负, 而是团队的自负。为了我自己, 我的自我要求是团队的成功"。

优秀的领导者认识到, 在他们的团队中拥有高抱负/高能力的"Alpha"型代表是非常有价值的, 因此, 他们巧妙地为他们创造了完全不同的、可供选择的"等级尺度"。正如 Bill Russell 所做的那样, 他们不采用传统的"我"的荣誉、衡量和奖励标准, 而是建立了一种全新的框架, 对代表"我们"所做的努力给予认可。

"你所尊敬、衡量和奖励的, 往往就是你所得到的"。

十四， Never Say Anything Unless They Really Mean It

除非真心话，否则什么都不要说

Jim Sinegal：如果你对所有与你共事的人说，'我们希望你们诚实地对待顾客，不要撒谎，不要欺骗'，如果你不遵守同样的规则，那就有点虚伪了。

最后，我们以一个问题结束。我有时会被其他 CEO 问到这个问题："为什么我的团队在某些情况下会听从我的指示，而在另一些情况下却不会？例如，我告诉他们，如果有必要，可以多花些钱来满足客户的要求，但他们不会这么做！这是怎么回事？"

答案可以从下面的故事中找到：我举起我的手，手掌张开，手指伸直。我对我的手说："手，握拳。"我的手顺势握拳。然后我说："拳头，尽你所能打我吧！"我的拳头静止不动，纹丝不动。我重复一遍："拳头，尽你所能打我！"拳头再次没有任何动作。我再试一次。"拳头，恢复成手掌。"拳头恢复成开放式手掌。"好了，手，再次握拳。"手再次握拳。"好了，拳头，使劲打我！"仍没反应。这个小故事中蕴含着 CEO 难题的答案。

为什么我的手在某些情况下会听从我的指挥？但在其他方面却没有？

因为从"打我"的角度来看，它并不认为我是认真的。

这个问题在"按数字运行"的组织中很常见。团队非常清楚，如果不能完成任务，即使是为了满足客户的需求而提供额外服务，也会面临可怕的职业风险，因为这是 CEO 的指示。就像拳头一样，当团队认为"CEO 不是真心实意"时，他们就会设法避免处理他们的指令。你不是吗？另一个典型的例子是学生运动员，他们被告知课堂上的成功与赛场上的成功同样重要。但他们有充分的理由，认为教练是不是认真的！

遇到这种问题该怎么办？CEO 必须与团队成员展开直接、坦诚、无后果的对话，并通过上述手掌/拳头的故事进行说明。然后问团队成员(如果他们愿意，可以匿名回答)："我要求你们做的事情中，有没有你们认为我不是'真心实意'的？"要利用他们的意见，消除困惑。

从今往后，除非是真心话，否则什么都不要说。

Iverson 回顾领导力与文化

Kenneth Iverson 的《以小博大：我和我的纽柯钢业》(Plain Talk: Lessons from a Business Maverick)一书中的"后记"提出了一些关于领导力和文化的最佳建议。

Iverson 在 Nucor 钢铁公司工作的 30 年中，年复合收益率达到 17%。他不仅在一个成熟的、有时甚至是濒临消亡的行业中取得了这些惊人的财务回报，而且还受到小时工的尊敬。

Kenneth Iverson：在你作为管理者看来是小事的事情，对员工来说往往意义重大。

以下是一些可能构成一年级 MBA 课程核心的科目：

Earning Employees' Trust and Loyalty

赢得员工的信任和忠诚

太多的管理者对员工的感受一无所知，甚至不知道员工每天的工作生活是怎样的。这种缺乏洞察力的做法会被员工一眼看穿，而这种认识也会玷污管理者从那时起对他们说的每一句话。相反，员工显然会对他们认为了解"真实情况"和"我们真正面临的挑战"的管理者产生怀疑。这很正常。因此，我建议要求每一位 MBA 候选人至少花几周时间从事体力、文秘或其他形式的非管理工作。此外，他们还应该记下自己的经历，他们遇到的问题、挫折、成功等等。他们会发现一些事情，对作为管理者的他们来说似乎微不足道，但对作为雇员的他们来说却往往意义重大。

发展中的管理者还应考虑他们将对为其工作的人员做出的隐性和显性承诺。他们应了解这些承诺所规定的义务以及这些义务的局限性。他们还应该明白，如果不能始终如一地讲信用，会有什么样的后果。

Active Listening

积极倾听

无论在管理领域还是在其他领域，倾听都是人类最稀缺的技能之一。倾听需要专注、技巧、耐心和大量练习。但是，这种练习对发展中的管理者来说是一种非常合理的时间投资。真正的倾听不仅能让管理者听到人们对他们说的话，还能让他们感受到话语背后可能隐藏的东西(即员工的情绪、假设和偏见)。更妙的是，他们善于倾听的名声会鼓励其他人向他们提供信息。善于倾听是任何管理者的巨大优势。如果没有这种能力，任何 MBA 都不应该进入商界。

The Hazards of Hierarchical Power

等级权力的危害

缺乏经验的管理者往往会严重依赖正式的、等级森严的权力来源。这是可以理解的。他们还没有机会发展其他形式的权力，如经验、专业知识和资历。问题是，年轻的管理者往往不了解等级权力的危害。他们不明白，将自己凌驾于员工之上，与员工划清界限，实际上可能是自掘坟墓。因此，我认为我们应该提醒缺乏经验的管理者，注意等级权力的危害。

Principles of Equitable Treatment

公平对待的原则

无论是在商学院还是在管理发展过程中，很少有管理者能得到关于公平对待员工原则的明确指导。很多时候，管理者会用他们自己关于什么是公平的自以为是的观念，来填补这一真空。在商学院明确提出并大力提倡一些常识性原则，可以使商界成为一个对员工和管理者都更好、更公平的地方。

当然，管理人员实习的概念在医学教育中也有先例。医生在走向社会之前要实习几年。在完成 MBA 学位要求方面，也应该有一个类似的过渡步骤。此外，这一过渡应侧重于为管理候选人提供实践经验。任何以管理员工为目的涉足商界的 MBA，都应首先在一位经验丰富的管理者的悉心指导下，发展自己的技能。

事实上，很少有商学院的教授曾经管理过任何事情，他们缺乏实践经验，这一点从他们的学生身上就可以看出来。相比之下，医学院的教师都是由最优秀、最受人尊敬的执业医师组成。

MBA 候选者最好在相对较小、独立的企业中完成实习，这样他们就能从整体上感知企业的运营，掌握企业的整体动态。整个企业界的人都在感叹，公司的其他部门不了解他们或他们的工作。他们通常是对的。要了解自己从未接触过的业务，需要非凡的个人能力。我们期望太多的管理者成为非凡的人。

我们强烈建议读者获取并深入理解下面提到的三本书，因为它们的文化与我们的文化如出一辙。尽管领域大相径庭，"时代背景"也完全不同，但所阐述的领导力和文化原则几乎与我们的相同。

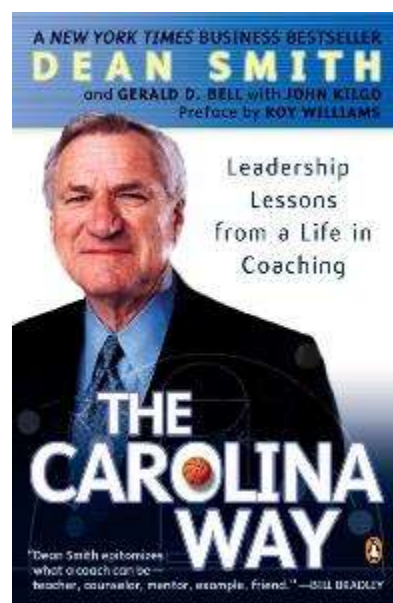
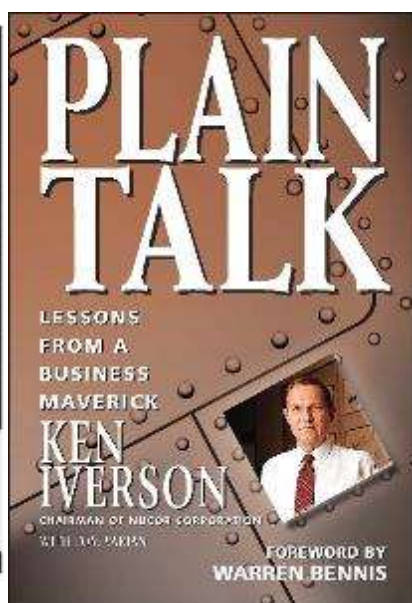
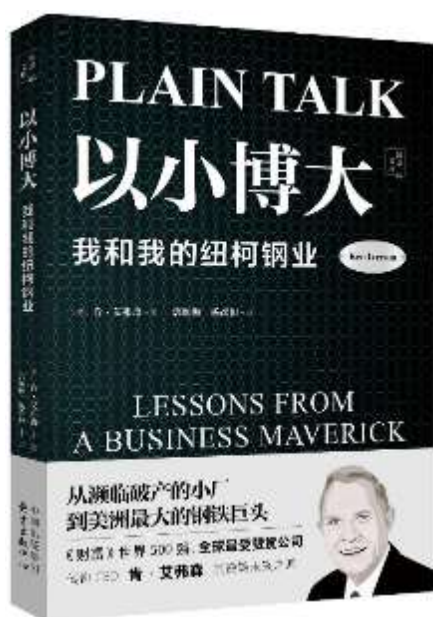
书籍推荐

关于领导力和团队建设的三本最佳书籍

《It's Our Ship: The No-Nonsense Guide to Leadership》Captain Michael Abrashoff，来自海军最佳舰艇的管理技巧，他在没有更换任何船员的情况下，将太平洋舰队中性能最差的舰艇变成了海军中最好的舰艇。

《Plain Talk: Lessons from a Business Maverick》Ken Iverson，我和我的纽柯钢业，Iverson 几乎从零开始，将 Nucor 钢铁公司发展成为一家庞大的综合性钢铁公司；

《The Carolina Way: Leadership Lessons from a Life in Coaching》Dean Smith，教练生涯中的领导之道，由于大学体育的性质，每年都会出现人员自动流动的不良现象，四十年来，Smith 执教北卡罗来纳大学篮球队取得了无与伦比的成功。迈克尔·乔丹：教练教会了我比赛.....他就像我的第二个父亲。



伯克希尔股东大会实录 2016

2016 年 4 月 30 日 CenturyLink 会议中心 3.7 万人+雅虎直播

开场白

巴菲特：早上好。我是沃伦·巴菲特。他是查理·芒格。(掌声)我是年轻的那个。(笑声)

顺便说一句，你可能会在电影中注意到，查理总是那个得到女孩的人，他对此有一个解释。但我认为我的更准确。正如你所知道的，这个国家的每一位母亲在女儿很小的时候就告诉她，如果你要在两个非常老和非常富有的男人之间做出选择，那就选择比你大的那个。(笑声)

我们是第一次在网上直播，所以我要特别欢迎来自世界各地的观众。我们正在把这个会议同步翻译成中文。这给我和查理带来了一定的问题，因为我不确定一旦翻译成中文，我们所有的言论是否足够明智。事实上，我不太确定我们说的是否明智。(笑声)但我们很高兴世界各地的人们加入我们。

今天的惯例是，我会做几个介绍，然后放几张幻灯片，然后回答两个问答小组和观众的问题，我们轮流提问。我们会一直这样做到中午。然后在 12 点 15 分，我会给你一个我们每年都会报道的赌约的概要。但我也会结合这一点来解释，与之相关的是，我认为这可能是世界上最重要的投资经验。所以我们在 12 点 15 分左右，我希望你们仍留在这里。然后我们会在中午休息一个小时吃午饭。我们 1:00 再开会。我们将问答问题到 3 点半。然后我们将休会 15 分钟，在 3:45 召开正式会议。

我想做几个介绍。我希望 Carrie Sova 在这里。她把整个会议安排在一起。她来了。神奇女侠。(掌声)大约六年前，Carrie 以接待员的身份加入了我们，我一直在给她抛出越来越多的问题。她把 50 周年纪念册放在一起，我们实际上在今年进一步扩充了这本书。我们有修订版。查理和我签了一百本。我们把他们分散在被出售的书本中。Carrie 在这样做的同时，她有了一个小女孩，这是她的第二个孩子，预产期在一月底。但之后 she 就把整个年会都安排好了。这是一个了不起的成就，我真的要感谢她，这太棒了。(掌声)

事实上，我们有一位特别嘉宾。我想我最小的曾孙，大约七个月大，今天也在这里，如果他碰巧哭得很厉害，不要让它打扰你。只是他的母亲正在向他解释我对他的看法，关于继承的财富——(笑声)

我们的董事也和我们在一起。他们就在前排。我来介绍他们。如果他们在被介绍时会站起来，那就不要鼓掌，不管你有多想单独为他们鼓掌。当我们结束的时候，你就可以疯狂鼓掌了。首先是霍华德·巴菲特、斯蒂芬·伯

克、苏珊·德克尔、比尔·盖茨、桑迪·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、汤姆·墨菲、罗恩·奥尔森、沃尔特·斯科特、梅丽尔·威特默，这就是我们出色的团队。(掌声)

一季度业绩

巴菲特：现在我们只有两张幻灯片。第一个是第一季度初步汇总的数字。你会注意到，保险承保是按类别划分的税后数字，有所下降。GEICO 保险的基本承保情况实际上正在改善，但在本季度末，我们在德克萨斯州遇到了一些影响巨大的冰雹。实际上，自本季度末以来，我们也有一些损失，因此第一季度的巨灾保险的损失比去年更多。铁路收入大幅下降，整个行业的铁路车辆装载量，包括所有主要铁路，在第一季度都大幅下降，而且可能会继续下降，我们几乎肯定在今年的余下日子里会继续下降。我们在制造、服务和零售领域增加了两家公司：精密机件(Precision Castparts)和金霸王(Duracell)，但它们是在本季度增加的，因此它们的全部收益没有显示在数据中。在另一个类别中，我不喜欢在这里太技术性，你应该阅读下周末公布的 10-Q 报告。但是，当我们用其他货币借钱时，我们借的唯一货币是欧元。我们有相当数量的钱是用欧元借的，会计的本质是每个季度的价值变化，实际上都显示在利息支出中。所以如果欧元升值，我们会有很多额外的利息支出，因为它们是这样显示的。这不是一个已实现的因素，但它会随着季度的变化而变化。如果欧元贬值，它会抵消利息支出。在某种程度上，这是一个技术性问题，因为我们在欧洲有很多资产，当它们上涨时，它们是以欧元表示的。它不直接进入收入账户。它直接进入其他综合收益。所以我只是，这个数字看起来有点不寻常，这就是原因。我们总是敦促你不要关注经营收益数字。他们将从一个季度反弹到另一个季度，我们不会试图以任何方式管理收益数字，以试图让这个数字更平稳。我们可以很容易地做到这一点，但这太荒谬了。我们的投资决策完全基于我们认为的最佳投资决策，而不是基于它将如何影响任何季度或任何年度的收益数字。在第一季度，我们完成了一项始于一年多前的交易，我们将宝洁股票换成了现金和金霸王股票，这在很大程度上解释了本季度的巨额资本收益。这些是第一季度的数据。然后，为了说明我们在这里所做的一切，我放了第二张幻灯片。我从 1999 年开始制作这张幻灯片。原因是在 1998 年底，我们与通用再保险公司进行了一次大规模合并，在这一点上，我们进入了一个不同的时代。1998 年与通用再保险合并后，我们有略多于 150 万股 A 股。而到那时为止，在那之前的 30 多年里，我们的流通股增加了 50%以上。从那之后，正如我在这里指出的，在接下来的 17 年里，我们只增加了 8.2%的流通股。因此，这些数字代表了自那时以来相当不变的股票数量，而之前的股票数量变化很大。而且，正如你会注意到的，在运营方

面，我已经告诉过你，**我们伯克希尔的目标是每年增加经营性收益**。我已经说过，有时它只会是增加一点点，而有时我们可以得到一些相当不错的提升。但这就是我们目标。现在，收入不会每年都增加，因为有商业周期这回事，在经济衰退时期，我们赚的钱显然会比整体情况好得多的时候少。最重要的是，我们主要从事保险业务，由于灾难，那里的收益可能相当不稳定。这张图表显示了自那时以来运营收益的变化情况。它再次指出，在此期间，流通股的涨幅很小。你会注意到，在 2001 年我们因 9/11 事件遭受了重大保险损失，我们实际上在营业收入方面处于赤字状态。你会注意到这些数字是非常不规律的，**但随着时间的推移，通过增加新的子公司，通过进一步发展我们的经营性业务，通过补强型收购，通过留存收益的再投资，报告收益以一种非常不规律的方式大幅上升**。我还加入了我们通过投资衍生品获得的资本收益，税后总额约为 320 亿美元，税前接近 500 亿美元。这些在任何一年都不重要，这些数字可能到处都是。从我的角度来看，这 320 亿美元的主要优势在于，它让我们有钱收购其他企业。**我们真正想要关注的是，我们希望的是，从现在开始的五、十年或二十年后，我们能够运营规模更大的公司，并能够大幅增长**。部分是因为经营活动的留存收益，部分是因为我们的经营活动提高了自身的盈利能力，部分是因为它们进行了补强收购，还有一部分是因为我们从证券中获得了收益，这使我们能够收购更多的企业。但正如你所知，我们没有试图从一个季度到另一个季度获得任何给定的数字。**我们不对收益进行预测。我们不发布盈利指引。我们认为这很愚蠢**。我们没有母公司级别的预算。我们的大多数子公司都有预算，但他们不向总部提交预算，或者不要求他们提交预算。**我们只是专注于，日复一日，年复一年，十年又十年，努力为伯克希尔增加盈利能力，可持续和不断增长的盈利能力**。

这是一个简短的总结。现在我们继续回答问题。我只是要求，和所有观众一起，把你的问题限制在一个问题上。多个问题偶尔会偷偷出现，但是让我们把它们保留在一个问题上。我们将从媒体组的卡罗尔·卢米斯开始。

1、"繁荣的问题之一"

卡罗尔·卢米斯：早上好。我将做一个非常简短的演讲，关于记者和分析师也没有给查理和沃伦任何暗示他们要问什么的事实，所以他们也将第一次了解到这将是什么。这个问题来自 Eli Moises。在你 1987 年致股东的信中，你谈到了伯克希尔喜欢收购的公司，即那些只需要少量资本的公司。你说过，'因为经营这些业务只需要很少的资本，所以它们仍可以增长，同时几乎所有的收益都可以用于新的机会。如今，你们改变了战略。伯克希尔现在投资于需要大量资本支出、监管严格、股权资本回报率较低的公司。为什么会发生这种情况？

巴菲特：是的。嗯，这是繁荣的问题之一。理想的企业是不需要资本，但仍在增长的企业，的确有一些这样的企业，我们也拥有一些。我们很想找到一个我们可以用 100 亿美元、200 亿美元或 300 亿美元买到的非资本密集型的公司，但我们做不到。虽然我们可能会这样做，但这非常难。

从复合收益增长的角度来看，这确实对我们造成了伤害，因为很明显，如果你有一家不断增长的企业，每年能给你赚很多钱，并且这些钱也不是维持其增长所必需的，你知道，**在不需要投入额外资本的情况下，你会从内部产生的收益增长中获得一种双重效应(零投入的内在增长)，然后你利用它所产生的资本去收购其他企业。喜诗糖果就是一个很好的例子。**我们过去就是这么做的。当报纸生意好的时候，我们的布法罗报纸就是一个很好的例子。布法罗报纸曾经一年赚 4000 万美元，而且没有资本投入要求，所以我们可以拿着这 4000 万美元，用它去买别的东西。

但不断增加的资本规模在许多方面起着拉低回报的作用。其中一种方式是，仅就资本的可用性而言，它推动我们进入资本密集程度更高的业务。你刚刚看到一张幻灯片，例如，伯克希尔刚刚宣布，就在过去的几周里，我们宣布了一项 36 亿美元的投资，用于风力发电。我们承诺总共投入 300 亿美元用于可再生能源。伯克希尔能源 BHE 所做的任何事情，BNSF 所做的任何事情，都需要大量的资金。

我们获得了不错的资本回报，但我们没有获得我们收购的一些非资本密集型企业所能获得的非凡资本回报。正如我在年度报告中提到的，我们有一些企业实际上每年在真实投资资本上获得 100% 的收益。显然，这是一种不同于 BHE 能源公司的运营方式，BHE 可能会从资本中获得 11-12% 的收益，这是一个非常可观的回报，但它与资本密集度非常低的企业相比，是完全无法比拟的。查理？

芒格：嗯，当我们的环境发生变化时，我们就会改变主意适应环境。

巴菲特：缓慢而不情愿。(笑)

芒格：在早期，有好几次我们收购了一家公司，这家公司很快就能以我们所支付的价格每年 100% 地生产，而且不需要太多的再投资。如果我们能继续这样做，我们会很乐意这样做，但当我们做不到的时候，我们就有了 B 计划，而 B 计划运行得很好。在很多方面，我已经做到了，所以我有点喜欢它。你呢，沃伦？

巴菲特：是的，这是真的。当某件事强加于你时，你可能也会喜欢它。(笑声)但我的意思是，我们知道这将会发生。**问题是，它是否会让你从一个看似轰动的结果变成一个还算满意的结果。我们很高兴有一个令人满意的结**

果。另一种选择是拿着很少的钱重头开始，这在查理和我之间真的没有得到很多严肃的讨论。(笑)

2、精密机件公司(PrecisionCastpartsCorp)的收购

乔纳森·勃兰特：嗨，沃伦。谢谢你再次邀请我。我的第一个问题是关于 PCC。除了你对其才华横溢的 CEO 马克·多尼根(Mark Donegan)的信心之外，你对他们的业务有什么特别喜欢的地方，让你有信心支付历史最高的收购估值倍数？作为一家私人公司，PCC 有没有办法取得更大的成功？例如，PCC 现在是否可以进行长期投资来支持客户项目或进行收购，而作为一家上市公司，他们实际上无法做到这一点？

巴菲特：是的，我们在今年一月底完成了对 PCC 公司的收购。我们在去年 8 月达成了收购协议。你在问题中谈到了 PCC 最重要的资产，也就是非凡的经理人 Mark。查理和我多年来见过很多非凡的经理，我几乎可以把 Mark 列为其中之一。我的意思是，他正在经营极其重要的业务，主要是制造飞机零部件。我想说的是，作为伯克希尔的子公司，而不是一家上市公司，对他来说肯定没有什么坏处。我想查理和我都会同意他的观点，随着时间的推移，可能会有一些显著的优势。

首先，他现在可以把 100%的时间花在任何更好的利用飞机引擎上(机身加固减重)。这一直是他的第一爱好，他确实花了大部分时间在这方面，但他必须花一些时间向分析师解释季度收益，也许还需要谈判银行授信额度之类的事情。因此，就像我们所有的经理一样，他的时间可以完全花在对他们和他们的业务最有意义的事情上。Mark 永远不需要来奥马哈向我汇报演示，以证明一笔十亿美元的收购或工厂投资是合理的。他不必要浪费时间在任何没有成效的事情上。而经营一家上市公司，你确实会把时间浪费在很多没有成效的事情上。所以我想说的是，我们已经完成收购 PCC 的主要资产，在这种情况下，Mark 将变得更有价值。

在收购方面，PCC 总是进行大量的收购。但是，作为伯克希尔的一部分，可以做的事情真的没有任何限制。因此，随着伯克希尔的收购，他的业务范围将再次大幅扩大。我看不出有什么坏处。如果他需要资金，随时可以给我电话。而且，你知道，他以前没有支付太多的股息，但他现在完全不需要支付股息。在伯克希尔的体系下，PCC 的表现会比它独立时更好，尽管它独立时已经做得非常非常好。查理？

芒格：嗯，在早期，我们常常说些俏皮话。沃伦会说，我们买下一家白痴也能管理的企业，因为迟早会有一个白痴来经营。我们在早期确实收购了一些类似的企业，当时这种企业俯拾皆是，我们当然愿意收购这样的企业。但现在世界变得越来越艰难，我们不得不学习新的、更强大的运作方式。

像 PCC 这样的企业需要一个非常优秀的管理层，这将在很长一段时间内让企业保持优势。我们逐渐做了越来越多这样的事情，它的效果之好简直令人惊叹。我认为，在某种程度上，我们在挑选高级经理人方面已经变得几乎和我们在过去挑选不需要动脑筋的企业时一样好了。

巴菲特：是的，我们很想找到白痴也能经营的企业。但它们非常稀有我们无法找到它们。但我们很想再找到三到四家像 PCC 一样的公司，这些公司将永远生产那些质量非常重要、客户非常依赖的产品，当合同持续运行很多年时，人们就不会为了采购这样或那样的关键小零件而去简单地接受低价。公司的经理人在业务运营方面拥有巨大技能，在飞机制造和发动机制造领域拥有无与伦比的声誉，你拥有一个这样的经理人非常重要。



精密机件公司<PrecisionCastpartsCorp.> www.precast.com

1953 年在美国俄勒冈州 Portland 成立，是一家精密金属零件制造公司，在全球拥有 160 多家工厂，已成长为世界 500 强企业。生产大型复杂结构精密铸件、叶片铸件、锻造部件、航空结构和航空航天应用的高度工程化关键紧固件的市场领导者。此外还是工业燃气轮机市场叶片铸件的主要生产商。还生产用于发电和油气应用的挤压无缝管、配件、锻件和复合产品；商用和军用飞机机身航空结构；以及用于铸造和锻造工业的金属合金和其它材料。1949 年，俄勒冈锯链公司(SawChain)创始人 JosephCox 为了制造一种用于其新锯链设计的特殊刀具，在 Portland 建立了一家小型熔模铸造厂。

1953 年，铸造部门分立为精密铸件公司(PPC, PrecisionCastpartsCorp.)。公司成立时仅有 20 名员工，随着业务转移到新的工厂，锯链公司的 EdCooley 被任命为总经理。

1957 年，PPC 从母公司独立，JosephCox 将公司卖给 EdCooley 等 3 人。EdCooley 对经营方向的判断在公司发展早期起到了关键作用。他认为，新公司成功的关键在于制造比竞争对手尺寸和复杂性更高的铸件。为制造更大的结构铸件，PCC 公司在 1962 年购买了一台能够浇注重达 1000 磅部件的真空炉。这使其在行业内远远领先于竞争对手，并促成了几份航空发动机大型铸件合同的签订。

1967 年，PCC 与通用电气 GE 签订了 TF39 发动机部件的供应合同。TF39 发动机是一款较高涵道比的涡扇发动机，旨在为美国空军洛克希德 C5 运输机提供动力，TF39 被进一步开发为 CF6 系列发动机，并成为通用电气 LM2500 船用和工业用燃气轮机的基础。TF39 的民用衍生型 CF6 被广泛使用在空客和波音的宽体 747 飞机上。之后公司又与普惠公司(Pratt&Whitney)签署了 JT9D 商用发动机的大型结构铸件协议。由此 PCC 成为航空领域的重要参与者。

1968 年，PCC 公司上市，每股 12 美元向 1100 名新股东发行了 12 万股普通股(退市前超过 165 美元)。PCC 公司致力于以更低的制造费用生产更小的铸件。

1984 年，PCC 从 MessierFonderieD'Arudy 购买了欧洲最重要的钛铸造厂，并于次年将其业务转移至法国 Ogeu-les-Bains 的新工厂。今天此业务由 PCC France(属于 PCC Structuralis 的分支)运营，仍发展良好。

1986 年，PCC 进行了早期最重要的并购，以 6600 万美元的价格收购了 TRW 公司的铸造叶片业务，此次并购使 PCC 员工人数、营业收入实现了翻倍。铸造叶片与 PCC 原有的铸造结构件均主要销往 GE、普惠及罗罗等航发主机厂，具有较好的客户协同效应。在收购前，TRW 的铸造叶片部门每年约亏损 1500 万美元，PCC 收购后实现扭亏为盈。

1991 年，EdCooley 退位，BillMcCormick 接任 CEO，他 1985 年从 GE 离职加入 PCC 担任 COO。随后他邀请 GE 的 Mark Donegan 加入 PCC 担任熔模铸造业务主管。而此时，商业航空陷入萧条，大部分航空公司取消或要求延期交付其此前订购的飞机订单。对 PCC 而言，这关乎航空业务 80% 的销售额。公司董事会决定探寻新的业务类型，以抚平航空业低谷期造成的影响。工业燃气轮机(IGT)行业的客户们正在寻找一种方法来提高燃气轮机的涡轮入口温度，以实现节能减排，PCC 将其在航空叶片技术和制造方面的专长扩展到了这一全新领域。1995 年，PCC 开始进军这一终端市场时，其市场份额几乎为零，凭借技术优势，2001 年其市场份额已超过 50%。

1999 年，PCC 以 9.9 亿美元收购了全球领先的航空锻件制造商 Wyman-Gordon 公司进入锻造业务，这是 PCC 最大的一笔收购。PCC 在 90 年代并购的公司包括 AdvancedFormingTechnology、ACCElectronics、Quamco、

AstroPunch、OlofssonCorporation、J&LFiberServices、PittlerMaschinenfabrikGmbH 和 SchlosserCastingCompany 等。

2001 年，Mark Donegan 接任 CEO。1990 年代初，他带领结构铸件业务度过了公司历史上最艰难的时期，降低成本，缩短交付周期，加强与长期客户的关系，并增加了重要的新客户。

2003 年 PCC 并购了 SPS Technologies 公司，该公司为航空航天工业制造关键紧固件。此次收购建立了一个新的紧固件收购平台，PCC 在这个平台上又收购了五个紧固件业务。

2006 年，PCC 收购 SMC 公司，SMC 特种金属公司是高镍合金的世界领导者，已经发明并获得了 70 多种业界领先的合金的专利，其中许多是为航空航天和其他行业中最残酷的关键任务服务而设计的。

2007 年，PCC 收购金属回收再利用的 Caledonian 公司。公司专注于分拣、清洁和提炼金属废料，然后可以重新用于制造部件，成本通常比原始金属要低很多。

2012 年，PCC 以 29 亿美元收购 TIMET 公司，该公司于 1950 年创立，是北美最低钛生产和熔炼商，供应全世界 20% 的钛产品。工厂分布在美国和欧洲。

2013 年，PCC 收购 Permaswage 公司，该公司设计和制造用于机身应用的流体输送系统以及安装工具的永久配件。

2015 年，PCC 收购 Noranco 公司，该公司是航发、起落架和机身的复杂机械加工和制造部件的主要供应商。

2016 年 1 月，伯克希尔以每股 235 美元总价 372 亿美元的价格完成了对 PCC 的收购，静态 PE 为 24.3 倍，这成为了伯克希尔史上最大的一笔收购。伯克希尔投资经理 Todd Combs 在 2012 年开始购买 PCC 股票。此后 3 年，伯克希尔不断增加份额，到 2015 年 3 月取得了 PCC 公司 3% 的股份。在与 PCC 公司 CEO-Mark Donegan 会谈结束后不久，巴菲特就安排 Todd Combs 商讨收购事宜。PCC 在收购前一年的业绩并不理想，据 PCC 公司发布的报告，2015 年第一季度的净收入下降了 18%。尽管 PCC 公司称其为满足飞机制造商的需求而增加了成本。)

<铸造锻造业务>

航空发动机和燃气轮机，被誉为现代工业“皇冠上的明珠”和“工业之花”。两机需要在高温、高压、高转速和高负载的特殊环境中长期反复工作，其对设计、加工及制造能力都有极高要求，因此具有研制周期长，技术难度大，耗资资金多等特点。两机叶片技术复杂，对质量、稳定性等指标要求苛刻，高壁垒铸就高护城河。1970 年代定向晶和单晶合金出现后，单晶叶片技术延续至今，弯道超车机会少。资质认证难，主机厂选择和转换供应商的成本较大，主机厂与叶片供应商具有长期稳定的战略合作关系。叶片是航空发动机的关键零部件，制造量占航发整机 1/3 左右，全寿命周期维度算，叶片价值量预计占到 40-50%。在航空发动机全寿命周期的角度(包括新机 and 更换)，根据 Rand 统计，在三代战斗机发动机 F110 全寿命周期部件维护费用中，包括涡轮工作叶片、涡轮导向叶片和核心机在内的热端部件占航空发动机整机维护费用的 41%，因此粗略估计叶片价值量占发动机整机比例为 40-50%。两机高温合金产品赛道坡长雪厚，PCC 的精铸叶片为代表未来市场规模高达万亿元。全球两机巨头 GE 是 PCC 第一大客户，波音 787 客机在很大程度上依赖于 PCC 的产品和技术，2015 年贡献收入 12.99 亿美元，其中熔模铸件、锻造、紧固件分别贡献 8.28、4.35、0.36 亿美元收入，2007-2015 年 GE 贡献收入占总营收比重均值达 13.1%。此外主要客户还包括政府、联合技术、波音、罗罗、空客等。

PCC Structuralis 是 PCC 集团的起家业务板块和全球结构熔模铸件的领先供应商，总部位于俄勒冈州波特兰，在美国和法国设有 12 个工厂。它服务于航空航天、医疗及军工等领域，提供镍基高温合金、钛、不锈钢和铝合金等多种材料的熔模铸造产品。使用 PCC Structuralis 铸件的客户包括：波音、庞巴迪、GE 航空、通用原子、通用动力、普惠、罗罗、沃尔沃等国际知名企业。PCC 旗下另一家提供精密铸造公司 PCC Airfoils 是由 1986 年 PCC 收购的 TRW 铸造部门发展而来。PCC Airfoils 已是航空航天和工业燃气轮机(IGT)叶片铸件的领先制造商。此外，PCC Airfoils 还是航空发动机铝化钛叶片铸件的唯一生产商。该叶片可以大幅降低发动机重量。PCC 能源集团(PCC Energy Group)主要服务于发电、石油和天然气领域，提供从铸锭到更复杂、高附加值的整体材料解决方案。

<机体结构件业务>

PCC 的机体结构产品主要由 PCC Fasteners 和 PCC Aerostructures 运营。PCC Fasteners 面向航空、电力和一般工业市场，提供紧固件和精密工程元件。其历史可追溯到成立于 1903 年的 SPS Technologies。PCC Fasteners 提供最广泛的航空紧固件和标准件，其制造能力几乎覆盖了航空业中使用的所有类别、材料和尺寸的紧固件。

PCC Fasteners 旗下的知名紧固件及相关工具制造商包括 Air Industries Company、AVK、Cherry Aerospace、Metalac、PBFasteners、SPS Technologies、PCC Distribution Japan 等。在精密工程元件制造领域，PCC Fasteners 可提供定制化和行业标准化产品，该领域制造商有 Airdrome、Avibank、Faber Enterprises、Fatigue Technology、Kali Strut Aerospace、Nelson Aerospace、Net Shaped Solutions、Permaswage、Shur-Lok Company 等。PCC Aerostructures 是面向全球的航空结构零组件生产的领先供应商，提供精密机械加工、钣金、复杂组件、金属表面处理、复合材料等产品类别和相关服务。

PCC 通过收购完善了相关领域的布局，扩大体系内上游金属材料部门对下游铸造及锻造部门的内部销售，驱动了整体营业利润率的上升。。公司下游包括航空航天、能源和一般工业市场，2015 年营收占比分别为 69.6%、17.2%、13.2%。主营业务包括熔模铸造、锻件、紧固件三大类产品，2015 年营收占比分别为 25%、43%、32%。

PCC 作为两机精铸龙头以其垄断性的市场地位获得了很好的经营稳定性与持续性。1999 年至 2015 年，PCC 公司通过在锻造部门与机体部门的业务布局，将航空业务收入由 50%提升至 70%，累计并购开支超过 100 亿美元。2000 年至 2015 年，PCC 公司营业收入由 16.7 亿美元增长至 100.1 亿美元，营业利润由 1.93 亿美元增长至 27.4 亿美元，营业收入与营业利润增量的 70%以上由新整合的锻造及机体部门贡献。2006-2015 年 10 年间 PCC 营收 CAGR 为 12.22%；归母净利润 CAGR 为 17.77%。PCC 的毛利率均保持在 30%以上，净利率均保持在 15%以上。

熔模铸造是一个资本密集型行业，有较高进入壁垒，需要巨额启动成本用于购买先进生产设备、熟练劳动力、高技术能力以及强大的铸造及先进的冶金工艺技术知识。熔模铸造技术依赖于高端装备的投入，因此呈现一定的重资产行业特征。2015 年 PCC 净利润和经营活动现金流分别为 15.30 亿美元和 17.02 亿美元，折旧与摊销达到 3.25 亿美元。2006-2015 财年净利润和经营活动现金流 CAGR 分别为 17.78%和 24.85%。

3、没有人比我更快乐了

股东：嗨，早上好。Gaspar 来自伦敦。我在很多方面都很钦佩你们两个，但我想知道，当你回首往事时，你在寻找幸福的过程中会有什么不同的做法？

巴菲特：我已经 85 岁了，我无法想象还有谁比我更幸福。出于偶然或其他原因，我仍然活着。我的意思是，我仍坐在这里吃我喜欢吃的东西，在生活中做我喜欢做的事情，和我爱的人在一起。所以真的没有比这更好的了(掌声)，我很早就决定，我最喜欢的雇主是我自己。(笑声)而且，我认为，我已经设法避免了，几乎任何形式的不愉快局面。你知道，如果你或者你周围你爱的人，有健康问题或什么的，这是一个真正的悲剧，因为你对此无能为力，只能接受它。但查理和我每天都受到祝福，查理已经 92 岁了，他每天都在做一些他觉得很有趣的事情。我想他可能觉得他在 92 岁时所做的事情很有趣，很迷人，很有意义，很有社会生产力，你知道，就像你在他生命中所能选择的任何时期一样。所以我们非常幸运。我们很幸运我们一直是一种合作关系。合伙做事更有趣。所以，我没什么可抱怨的。对我来说，有任何抱怨都是非常无礼的。不过我会说，如果你谈论的是商业生活，我不认为我会从一家纺织公司开始。(笑声)查理？

芒格：嗯，回顾过去，我并不后悔我没有赚更多的钱，或者变得更出名，或者这些事情中的任何一件。我很后悔我没有尽快明白过来，但这也是一件幸事。现在我已经 92 岁了，我还有很多无知的地方需要改进。(掌声)

4、再保险前景是影响慕尼黑再保险和瑞士再保险销售额的一个因素

Becky：这个问题来自德国法兰克福的 Solomon Ackerman。他想知道为什么伯克希尔大幅减持慕尼黑再保险(Munich Re)的股份，而继续持有伯克希尔内部的再保险业务，比如伯克希尔再保险公司(BHRe)和通用再保险(GeneralRe)。慕尼黑再保险是全球最大的再保险公司，总部位于德国。如果它们两家是上市公司，你会减少它们

的风险敞口吗？他希望这能带给你一些关于再保险业务目前正在发生什么的见解。

巴菲特：是的，我在年报中说过，我认为再保险业务在未来十年很可能不会像过去十年那么好。在这一点上，我可能错了，但这只是基于再保险业务现在与 10 年或 20 年前的竞争动态的判断。我们卖掉了慕尼黑再保险和瑞士再保险的全部股份。我们拥有瑞士再保险公司大约 3% 的股份，我们拥有慕尼黑再保险公司超过 10% 的股份，去年我们卖掉了这两笔股份。他们是好公司。他们是管理良好的公司。我喜欢管理他们的人。

我认为再保险业务在未来 10 年的吸引力不如过去 10 年。在某种程度上，这是因为利率的变化。你在保险中赚取的很大一部分收益来自浮存金的投资收益。这两家公司以及整个再保险行业，都在某种程度上受到了更多的投资限制，因为他们没有伯克希尔所拥有的巨大的资本缓冲，也因为他们没有伯克希尔所拥有的大量不相关的盈利能力。伯克希尔有更多的回旋余地，因为它的资本是竞争对手的许多倍，而且它还拥有来自各种与保险不相关领域的盈利能力。因此，无论如何，这都不是对这两家公司的负面评价。这并不是对他们管理层的负面评价。

但这至少是对再保险业务的一个温和的负面判断。现在，在伯克希尔，我们有能力在一定程度上对业务模式进行重新安排。虽然我们也会受到行业因素的影响，但我们在调整业务模式方面有更大的灵活性，多年来，我们一直以这种方式经营保险业，尤其是再保险。

所以，除了我们之外，慕尼黑再保险，瑞士再保险，以及所有主要的再保险公司，都与特定类型的商业模式紧密联系在一起。所以在资本配置方面，他们真的没有那么多的选择。他们必须继续沿着目前的道路走下去。我认为他们会做得很好。但我认为他们在未来 10 年的表现不会像过去 10 年那么好。我不认为如果我们像过去 10 年那样玩同样的游戏，我们会做得跟过去一样好，但我们确实有相当多的灵活性，在如何开展我们所有的保险业务方面，特别是在再保险方面，我们拥有多元化的盈利来源这个额外优势，这是行业中其他公司所没有的。

进入再保险业务的资金过多，你知道，经营一家传统的再保险公司并吸引资金不断流入，特别是在欧洲，环顾市场寻找投资选择，会发现你几年前投资的很多东西现在都是负收益，这并不有趣。用浮存金投资的整个模式是，它应该以一个相当可观的正回报率进行投资才有意义。浮存金投资高回报模式已经结束了有一段时间了，在未来相当长的一段时间内，回报率即使不是很糟糕，它看起来至少也是没有吸引力的。查理？

芒格：是的。但是，你知道，在再保险领域有很多新的能力(资本)，而且竞争非常激烈。许多来自金融业的人进入了再保险行业，所有原来老的竞争对手也都留了下来。这与精密机件公司不同。在 PCC 大多数客户都不会疯

狂地雇佣其他供应商，因为 PCC 的产品更好更可靠。当然，我们喜欢投资更具竞争优势的公司。我们也在学习。

巴菲特：从经济学的角度来看，基本上，在再保险领域，供给增加了，而需求没有增加。一些供应是由投资经理推动的，他们想在海外建立一些不必纳税的投资公司，而再保险是一种最容易的方式，你可以在一个友好的税收管辖区实际从事资金管理。你还可以通过经纪人的销售服务，只用很少的人来建立再保险业务。这不是世界上最好的再保险模式，很多已经失败的公司证明了这一说法是正确的。

但尽管如此，在一个友好的税收管辖区进行变相的投资操作是一种非常简单的方式。但这变成了再保险领域的供应，相对于需求供应有所增加，在我看来，这种情况将继续下去。再加上浮存金的回报率很低，这个行业就不像以前那么好了。现在我们请一位保险分析师谈谈这件事，克里夫·加兰特。

5、汽车死亡率上升影响 GEICO 保险公司

克里夫·加兰特：谢谢。就盈利能力的增长而言，去年 GEICO 保险确实被 Progressive Direct 打得落花流水。2015 年，Progressive Direct 的汽车业务集团的保单数量增长了 9.1%。GEICO 保险只有 5.4%。就盈利能力而言，Progressive 的综合成本率为 95.1%，GEICO 的综合成本率为 98.0%。这是不是证明了 Progressive 在技术上的投资(比如 GEICO 拒绝投资的 Snapshot 技术)，在艰难的亏损趋势中起到了作用？为什么 GEICO 会突然输给了 Progressive Direct？

巴菲特：是的，我会这么说。在过去的一段时间里，我忘了我们是在哪一年超过了 Progressive 和 Allstate 保险，但 GEICO 第一季度的增长率没有过去几个季度那么高，但它仍然相当令人满意。到目前为止，第一季度是增长最好的一个季度。但去年，人们发生事故的频率和这些事故损失成本都急剧上升。Progressive 的数据显示，他们受到的冲击比 Allstate 和 GEICO 以及其他一些公司要小。但我不认为今年你一定会看到同样的趋势。

这是一件有趣的事情。去年，我不知道多少年来，每 1 亿英里的车祸死亡人数首次上升。如果你回到 1930 年代中期，每行驶 1 亿英里就有 15 人死亡。现在它从 15 降到 1，略高于 1。在 1930 年代中期，每年死于车祸的人差不多有 3-3.2 万人，和去年或者前年一样，而现在人们开车的里程几乎是当时的 15 倍。汽车已经变得越来越安全了。这是一件好事，因为如果我们同 1930 年代车祸死亡率一样，相对于行驶里程，去年我们会有超过 50 万人死于车祸，而不是接近 4 万人。但去年第一次出现了更高的车祸死亡人数，我认为分心驾驶的现象更多了，所以车祸频率确实有所上升，更重要的是，在严重程度上也有所上升。GEICO 保险已经调整了费率。正如我所提到

的，我自己的预测是，今年 GEICO 保险的承保盈利率将好于去年，尽管你永远不知道灾难何时来临。三月和四月就发生了很多巨灾。

很久以前，我在 GEICO 和 Progressive 之间的模式下了一个心理上的赌注。正如我所说，几年前，他们在规模上大大领先于我们。然后我们超过了他们，我们超过了 Allstate，正如我在年度报告中所说的，我希望在我 100 岁生日的时候，GEICO 保险的人向我宣布他们又超过了州立农业保险公司(StateFarm)。但我也必须在这方面尽自己的一份力，努力活到 100 岁。让我们拭目以待。(笑声)查理？

芒格：嗯，我不认为一些竞争对手从一个时期获得了更好的比率是一场悲剧。自从我们买下 GEICO 保险以来，它的市场份额翻了五倍。**我不认为我们应该担心别人有一个更好的季度表现的事实。**(掌声)

巴菲特：是的。我认为 GEICO 保险公司总有一天会超过 StateFarm 保险公司，并且我会这么说，我希望这发生在我 100 岁以前。(笑)

6、亚马逊"颠覆了很多入"

股东：向来自欧洲中西部的所有人表示问候。Norman Rentrop 来自德国 Bonn，自 1992 年以来一直是股东。我的问题是关于我们公司销售渠道的未来。沃伦，你总是表现出一颗直销的心。当我们在理发店里遇到龙卷风警报时，你立即提出为我们承保。(笑声)

巴菲特：确实如此。因为他们都挤在理发店里，这里不会有任何龙卷风，所以我告诉他们，他们给我一美元，如果他们出了什么事，我会付给他们——我忘了具体数字但好像是 100 万美元，或者类似的东西。(笑声)

股东：随着亚马逊和其他网站的崛起，**我们看到了从推动式营销到拉动式营销的转变(主动-被动)**。从过去发出的数以百万计的商品目录，到现在消费者网上搜索他们想要的东西。你如何看待这种从推动式营销到拉动式营销的转变将如何影响我们的公司？

巴菲特：嗯，诺曼，你提到的发展是巨大的，真的很大。不仅仅是亚马逊，亚马逊是其中的一大部分，他们在相当短的时期内取得的成就，以及将继续取得的成就，都是非凡的。对他们服务满意客户的数量激增。

涉及大宗商品的制造零售不管是什么的投资，我们在做出任何决定前都要仔细思考一下，在这种真正强大的趋势下，世界在 5 年，10 年，20 年后会变成什么样子，就像你刚才描述的那样。这种趋势真的非常强大，所以，我们不会把这看作是我们要在他们擅长的游戏中去击败他们的东西。他们在这方面远比我们强。所以，查理和我

绝对不会超过贝佐斯，但是我们会考虑这个问题。

显然，PCC 公司就不会让我们担心竞争，就我们的绝大多数业务而言，它不会让我们担心。但这是一个巨大的经济趋势，20 年前，它不在任何人的雷达屏幕上，而最近，它已经在每个人的雷达屏幕上。他们中的许多人(包括我们在内)，在一些领域还没有找到参与或对抗它的方法。

GEICO 保险公司是一个很好的例子，在一个必须适应变化的行业中，有些人比其他入更好地做出了改变。我们互联网转型很慢。电话直销对我们来说效果很好，你知道，这是传统的广告，电话效果很好，所以总是有阻力去思考新的可能性。不过当我们看到互联网上发生的事情时，我们立刻双脚跳了进去，你知道，人们都开始使用手机和其他东西上网。但是资本主义的本质是，如果你有一些好生意，人们总是试图弄清楚如何从你那里夺走它并加以改进它。而其对行业的全面影响，到目前为止还远远没有看到，我想说的只是亚马逊带来的影响，但其他公司也在玩同样的游戏。我的意思是，这是一股巨大的力量，它已经影响了很多入，而且还会影响更多人。

我认为伯克希尔的所处的竞争位置很好。首先，我们有一个很大的优势，那就是我们从未认为自己是从一个行业起步的。我的意思是，虽然我们进入了百货零售行业，但我们不认为自己是百货行业的人。我们也不认为自己是钢铁工人，或者轮胎工人，或者诸如此类的人。所以，当我们认为自己有资本可以分配时，如果你从一个特定的行业开始，比如你把自己过去所有的时间都花在制造更好的轮胎上，或者不管是其他什么行业，我认为，当你有一大笔不断增长的资本，并试图找出利用这些资本最好的行动时，(思维被限制在一个行业里)你就很难保证头脑的灵活性。所以我认为我们在这方面确实有真正的优势。

但我认为亚马逊也有一个真正的优势，因为他们非常专注于，向数以亿计非常快乐的顾客，非常快速的交付他们想要的东西，并获得快速交付，这是人们想要的购物方式。如果我拥有一大堆购物中心，或者类似的东西，我会非常认真地思考 10 年或 20 年后它们会是什么样子。查理？

芒格：嗯，我想说的是，我们年轻时在零售业上失败得如此彻底，以至于我们在年老时很好地避免了最糟糕的麻烦。我认为，伯克希尔得到了互联网的帮助。互联网对 GEICO 保险的帮助是巨大的。它为市场份额的大幅增长做出了巨大贡献。我们最大的零售商是如此强大，以至于他们将是最后一批遇到亚马逊麻烦的人。

巴菲特：诺曼，在我给了你那个绝妙的建议之后，实际上我没有从你那里得到那一美元。(笑)安德鲁？

7、为可口可乐的糖健康担忧辩护

安德鲁·罗斯·索尔金：谢谢你，沃伦。很高兴今天见到你。这个问题是一个特别尖锐的问题，在这个特定的话题上有很多问题，沃伦，在过去的几年里，在这个会议上，你一直被问及可口可乐产品对健康的负面影响，你巧妙地回避了这个问题，告诉我们你个人喝了多少可乐。(笑声)据统计，你可能是个例外。根据 Tufts 大学的一项同行评议研究，苏打水和含糖饮料每年可能导致 18.4 万名成年人死亡。研究发现，含糖饮料导致 13.3 万人死于糖尿病，4.5 万人死于心血管疾病，6450 人死于癌症。另一位股东谈到可口可乐的信中指出，你出于道德原因拒绝投资香烟业务，尽管你曾经说过：这是一项完美的业务，因为它的成本只有一分钱，却能卖一美元，它会让人上瘾，而且有着惊人的品牌忠诚度。把你自己的饮料消费从等式中去掉，请直接解释为什么我们伯克希尔的股东应该为拥有可口可乐而感到自豪。(掌声)

巴菲特：是的，我认为人们混淆了可口可乐和消耗的卡路里量。我的意思是，我碰巧选择每天从可口可乐中摄入大约 700 卡路里。所以我身体的 1/4 大概都是可口可乐。(笑声)我不确定可乐在我身体的哪一部分，我也不确定我们是否想继续讨论这个问题。

我认为，如果你认为糖通常是人类不应该吃的东西，我认为平均每个人消耗大约 125-150 磅重的糖，可口可乐中的大部分卡路里也都来自于糖。我选择每天从那些让我感觉良好的食物中获取 2600 或 2700 卡路里的热量。这是我唯一的测验，不过我母亲和我祖父都不认为这个测试很好。(笑)

但是每天人们摄入超过 19 亿瓶 8 盎司的可口可乐饮料。你知道，现在他们的产品种类繁多。我的意思是，你有一些叫做可乐，健怡可乐，零度可乐之类的东西，但他们有成千上万的产品。每天 19 亿相当于每年 6935 亿，这个数字没有错误，除非像今年是闰年的话。(笑声)这几乎相当于世界上 70 亿人每年人均 100 瓶 8 盎司的可乐。这种情况自 1886 年以来就是如此。如果有人说，如果你每天摄入 3500 卡路里热量，而你消耗了其中 2700 或 2800 卡路里，虽然摄入的 3500 卡路里中有一些是可口可乐，但我觉得把任何特定的肥胖相关疾病归咎于你喝的可口可乐，这是非常荒谬的。我的意思是，你可以选择消耗的比你摄入的多。

我选择通过喝可乐并从中获得 700 卡路里，而且我非常喜欢软糖，花生糖。我是一个非常、非常、非常快乐的人，我是认真的，如果你每天都快乐，你知道，虽然这可能很难衡量，但我认为你也会活得更长。所以可能有一个补偿因素。(掌声)我真的希望我有一个双胞胎来做对比，那个双胞胎一生都在吃西兰花，然后我们都消耗相同数量的卡路里。我知道我会更开心。我认为这种可能性相当大，我会活得更快乐。

你知道，我认为可口可乐是一种了不起的产品。我的意思是，如果你每天摄入 3500 或 4000 卡路里，过着正常的生活，就你的新陈代谢而言，你知道，你的身体在某个时候会出问题。但如果你能保持卡路里的摄入和消耗平衡，这样你就不会变得肥胖，但我还没有看到证据让我相信，如果我突然改成喝水和西兰花，我更有可能活到 100 岁。

顺便说一句，我有一个了不起的朋友叫 Arjay Miller，出生在在内布拉斯加州 Shelby 附近，离这里大约 100 英里。他说，Shelby 的人口是 596 人，这一数字从未改变，因为每次有女孩生了孩子，就有男孩不得不离开小镇，这是一个非常稳定的数字。(笑声)但 Arjay 后来成为了福特汽车公司的总裁，在 Shelby 附近的这个农场，今年 3 月 4 日是他 100 岁生日，所以 3 月 4 日我去看 Arjay，他告诉我，美国有 1 万名男性活到了 100 岁以上，有 4.5 万名女性活到了 100 岁或以上。所以我回来在网上查了一下人口普查数据，果然，100 岁以上的男性大约有 1 万人，女性有 4.5 万人。所以，如果你真的想改善你的长寿前景，我的意思是，你必须变为女性。(笑声)你变为女性达到 100 岁的可能性就是其他人的 4.5 倍。这听起来像是人们做的一项研究。各位，这只是一个事实问题。不过，我想我会让查理先来。查理，你有什么意见吗？(笑声)

芒格：比起可乐，我更喜欢花生糖。我喝了很多健怡可乐，而且——我认为那些问这种问题的人总是犯一个可怕的错误，这真的是不可原谅的。他们只考虑坏处而不考虑好处，那真的很愚蠢。这就好比说，我们应该放弃通过航空公司的空中旅行，因为每年有 100 人死于空难或什么的。那太疯狂了。值得为这些好处去冒险。

如果每个人每天必须喝 8-10 杯水才能维持生命，这是非常便宜和合理的，而且给你的水增加一点额外的味道，一点刺激，一点卡路里可以改善口感，如果你想这样对人类有巨大的好处，也值得有一些缺点。我们几乎应该在社论中制定一条法律，我听起来像 Donald Trump(笑声)，这些人不应该不提好处而只说坏处，这太幼稚太愚蠢了。(掌声)好的，格雷格？

8、可再生能源投资

格雷格·沃伦：沃伦，随着燃煤和天然气发电厂继续提供全国约 2/3 的电力，而可再生能源占不到 10%，因此仍有很大的增长空间。在这一点上，伯克希尔能源公司(BHE)在这一领域投入了大量资金，是美国最大的风能和太阳能生产商之一，但可再生能源的发电量仍只占公司总发电量的 1/3 左右。正如你之前提到的，BHE 最近承诺再投资 36 亿美元用于风力发电，到 2020 年，该公司的风力发电量将提高到 85%。总体而言，该公司还承诺未来拥

有约 300 亿美元的可再生能源投资。最近更新的风能和太阳能税收抵免使得这种投资在经济上更加可行，应该为未来的投资扫清道路。淘汰燃煤电厂似乎是首要任务，但天然气电厂也是化石燃料驱动的，并受到能源价格波动的影响。BHE 的最终目标是将其 100% 的发电能力转换为可再生能源吗？这一努力的风险和回报是什么？毕竟，该公司是在一个受到高度监管的行业中运营的，在这个行业中，费率不仅需要考虑保持客户的使用成本较低，同时作为一项公用事业，需要有足够的回报。

巴菲特：是的，我认为你所说的话中隐含的意思是，我们所做的任何决定，包括我们刚刚在电影中展示的任何关于新一代变化的决定，都必须通过通常所说的公用事业委员会，他们在几个州可能有不同的名称。但是，公用事业行业绝大多数都在州一级受到监管，我们不能做出未经公用事业委员会批准的改变。

例如，我们西部的公用事业 PacificCorp 公司，在引入可再生能源的方面遇到了更多的问题，因为实际上，它是受六个州监管的，如果我们引进大规模可再生能源必须遵循他们的批准，但他们不一定就成本和收益应该如何分配达成一致，爱荷华州在鼓励方面做得很好，我的意思是在各个层面，从消费者到州长，你能想到的所有人，他们都已经看到了好处。在爱荷华州，我们确实有一个主要的竞争对手，叫做 Alliant，但他们没有像我们一样追求可再生能源，所以我们的费率比他们低得多。而且，如果你看看他们的预测：尽管他们的费率比我们现在的高得多，但他们很可能需要在一年左右的时间内继续提高费率。随着我们最近的扩张，我们已经说过，**我们最早在 2029 年之前不需要提高费率。涨价最快也是在 13 年后。**因此，如果你有一项与你密切合作的法规，就会有很大的好处，但这是在州一级做出的决定。

现在，**联邦政府通过生产税收抵免大力鼓励可再生能源的发展，目前每千瓦时的税收抵免约为 2.3 美分。**如果不是因为这些项目的建设得到了联邦政府的补贴，我们就不会有可再生能源发电，因为减少太阳能排放或碳排放的好处是全球性的，因此，全体公民都应该参与补贴减少这些排放的成本，这被认为是恰当的。事实上，这是允许的，爱荷华州也发生了这样的事情。但是，可再生能源取代煤炭的程度将取决于政府的政策，尽管如果你一路追踪，就会发现大量的排放来自于天然气。到目前为止，我认为这在鼓励方面是相当明智的，减少税收而由整个社会承担成本，以减少排放到大气中的二氧化碳。当我们建造它的时候，这不仅仅局限于爱荷华州的人民，这对世界来说都是一种好处。

我想你会看到持续的变化。但它将因司法管辖区而异。我们有资本，我们有大量的税收，联邦税，在我们的

合并收益下支付，所以我们在利用大量投资方面处于特别有利的地位，而那些税收有限的公司无法处理这些投资。我想你会看到我们成为一个非常大的玩家。但政府政策将是主要的驱动力。查理？

芒格：是的，我认为我们在转向可再生能源方面所做的远远超过了我们的份额，而且我们向公用事业客户收取的能源价格比其他人便宜得多。如果整个世界都像我们现在这样，世界将会变得更加美好。关于这个问题，我要说的是，我认为那些担心气候变化是地球的主要问题的人并不认同我的观点。

我喜欢所有这些发电企业向可再生能源转型，但我有一个不同的理由，**因为我想节约化石燃料的使用，因为最终，我们将耗尽所有的化石能源。**所以我加入了可再生能源的阵营，但我有不同的理由。

巴菲特：你可能会发现一件有趣的事情，内布拉斯加州在风力发电方面做得不多。在离我们所在地两英里的地方，人们在河对岸 Council Bluffs 买电比在奥马哈更便宜。然而，内布拉斯加州是一个完全公共电力州，没有任何股东要求发电收益，债券也是在免税的基础上发行的，但电力在河对岸相当便宜。而且，你知道，风力不只是从密苏里河开始的，它经过内布拉斯加州，风可以被捕捉到。但到目前为止，风力发电还没有被允许。真正讽刺的是，因为我们的电力在爱荷华州便宜得多，你有这些像谷歌这样的巨大的服务器群。这里已经成为这些耗电企业的技术天堂。爱荷华州出现一家又一家的工厂，一份又一份的工作，还获得了更多的财产税收入，爱荷华州的谷歌服务器可能离这里 7-8 英里，因为我们有廉价的风力发电。它正创造就业机会。这太吸引人了。

内布拉斯加州以公共权力强势为荣。我想它起源于 1930 年代，当时 George Norris 是一位非常有权势的参议员，这一直是自豪的源泉。但最近，它也成为了高电力成本的来源。

9、衍生品仍是"系统的危险"

股东：早上好，巴菲特先生和芒格先生。Adam Bergman 来自弗吉尼亚 Sterling Capital。在你 2008 年致股东的信中，你说，衍生品是危险的...他们使得投资者几乎无法理解和分析我们最大的商业银行和投资银行。

我的问题是：你如何分析和评估像美国银行和美林证券(MerrillLynch)这样的公司，以及伯克希尔投资的其他商业银行，相对于它们的重大衍生品风险敞口？谢谢。

巴菲特：是的，衍生品确实使问题变得非常复杂。现在，他们正在转向抵押贷款，这很有帮助。

但毫无疑问的是，如果你让我描述 A 中的 B 衍生品头寸，例如，我会知道他们做了认真的工作，并努力进行适当的评估。但衍生品的巨大危险在于它是否存在中断。如果没有中断，你可能不会有太大的问题。假设他们按

市值计价并被抵押，等等，但如果交易系统停止一段时间，在 911 恐袭后关闭了 3-4 天；在第一次世界大战期间，纽交所关闭了好几个月；1987 年 10 月 19 日的第二天，他们非常认真地讨论了关闭证券交易所的问题，事实上有很多人想关闭它。在那个周二的早上，它看起来就要停止了，但最终没关闭；但如果你对这个国家进行了一个重大的网络、生化、核攻击(这肯定会在某个时候发生)，如果你有重大的交易中断，那么你会有很多很多问题。但当事情重新开始时，你会发现，在你认为完全受到抵押品充分保护的东西中，可能存在巨大的缺口，或净额结算安排以及诸如此类的东西。所以我认为非常大的衍生品头寸是危险的。

我们在通用再保险继承了一个规模不大的头寸，在一个良性的市场中，我们损失了大约 4 亿美元，但那还是在一个没有任何压力的情况下，去试图解除它的过程中产生的。所以我确实认为它继续对系统构成威胁。

芒格：顺便说一下，会计师们认为那个巨大的衍生品头寸价值不菲。他们只是损失了几亿美元而已。

巴菲特：是的。查理在所罗门的审计委员会任职，我认为它被错误定价最少 2000 万美元。

事实上，我只是碰巧知道一个令人难以置信的错误定价头寸，并不影响我们的任何行动，但这个头寸的错误定价方式几乎让人感到震惊。你只能得出这样的结论：一些交易员在某种程度上影响了做定价的人，或者是他自己做的定价(但愿不会如此)，而且可能只是影响了某个人。或者他们知道的不够多。其中一些事情变得非常复杂，价格很难评估。单这通常是利润最大的一种，所以当我们在所罗门时，他们对此非常热衷。它们可能非常难以定价。就像我说的，我知道一个错误的定价会让你大吃一惊。

而且，我不认为审计人员有能力控制这种行为。这非常有趣，因为现在实际上有四家大型审计公司，很明显，他们审计的公司都有衍生品头寸，他们审计交易一方的公司 A，审计交易另一方的公司 B。在某些情况下，是同一个审计师。我可以向你保证，有很多时候，在检查这些数字方面，同一个合同在不同公司的数字会是显著不同的，这将是一个有趣的交易。

衍生品仍很危险，而且数量庞大，而我们不会签订涉及抵押品的衍生品交易，因为如果有一个交易中断发生，我不知道我们最终会怎么样，我永远不会让伯克希尔处于这样一种境地。我希望我们随时可以动用我们的钱，并且让我睡得很好。所以我们不会大幅参与其中。我们签订了一些衍生品合同，并且到目前为止，我们已经赚钱了，同时，在十年或更长的时间里我们可以自由的使用这些钱，这对我们来说非常有吸引力。但这根本不会诱使我去做任何涉及抵押品的衍生品交易，特别是当不需要抵押品的时候。

衍生品仍然是金融系统中潜在的定时炸弹。任何存在交易中断的地方(这意味着关闭和停止交易市场的运作),都可能是市场中真正的毒药。几年前,科威特在股票购买结算方面采用了一种非常延迟的制度,因此他们不必在六个月左右的时间内进行结算。这导致了各种各样的问题,因为,如果你从某人那里得到了六个月的借据,如果你得到了无数的借据,那么很多麻烦就会随之而来。

所以我同意你的谨慎。我一点也不担心我们对美国银行的投资,也不担心我们对富国银行的投资,我们对富国银行的投资现在是优先股,但我们很可能会行权转股。另一方面,世界上有大量的银行。如果你拿世界上最大的 50 家银行来说,我们甚至不会想参与其中的 45 家。你不这么认为吗,查理?

芒格: 嗯,我们处于一个尴尬的境地,我认为我们可能会从衍生品中赚到大约 200 亿美元,而仅仅是你和 Ajit Jain 几年前做的那几份合约。尽管如此,我们与银行不同。如果我们国家宣布衍生品是非法的,我们会更高兴,因为这对国家会更好。

10、尽管利率很低,浮存金仍然"有用"

卡罗尔·卢米斯: 这个问题与沃伦今天早些时候的简短发言有关。这个问题来自 Lynn Palmer,她刚刚在德克萨斯州休斯顿的一所高中读完一年级。她问的是关于伯克希尔旗下保险公司产生的浮存金。巴菲特在 2015 年的年度致股东信中说,伯克希尔拥有的大量浮存金使该公司能够大幅增加投资收入。但当利率下降时会发生什么呢?如果美国像欧元区和日本那样实施负利率,伯克希尔会受到怎样的影响?

巴菲特: 是的,我们的一些浮存金实际上存在于欧洲,那里的高等级短中期债券都存在负利率的问题,显然任何降低资金价值的事情都会影响伯克希尔,因为我们总是会有很多钱。因为我们有如此多的资本,如此多的盈利能力来源,我们有能力以大多数保险公司无法想象的方式相当恰当地使用我们的浮存金。所以我们可以找到事情做,但我们现在有 500 多亿美元的短期政府证券,我们很可能在 6 月初再得到 83 亿美元,当我们的卡夫亨氏优先股被赎回时,所以我们很快就会再次回到 600 多亿美元。所以我们有 600 亿美元的资金回报率在 0.25%。好吧,0.25%和负 0.25%之间的差别并不是那么大。我的意思是,以 0.25%的比例拿出 6000 万美元和以负利率拿出 6000 万美元几乎一样痛苦。

对保险公司来说,现在的浮存金不像 10 年前或 15 年前那么值钱了。在伯克希尔也是如此。我认为它对我们的价值要比典型的保险公司大得多,因为我认为我们有更广泛的选择来处理它。但毫无疑问,现在有很多钱并不

只是保险公司的问题。这对退休人员来说是个问题。对于那些坚持固定美元投资的人来说，这是一个问题，他们发现他们现在的收入很少，你知道，在欧洲可能是负利率。而这在 15 年前根本不在他们的考虑范围内。然而，我们喜欢增加浮存金的想法。我的意思是，随着时间的推移，资金对我们非常有用。即使在目前的条件下，它对我们今天也是有用的，而且很可能在未来对我们也非常有用。它显示为负债，但实际上是一笔巨大的资产。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

巴菲特：他现在正全速前进。(笑声) 乔纳森？

11、尽管煤炭发货量下降，但我们仍然热爱 BNSF

乔纳森·勃兰特：目前，铁路行业似乎正受到经济中一些最薄弱环节的影响，煤炭、石油、沙子和金属的产量都出现了不同程度的下降。即使是通常作为稳定增长来源的多式联运，最近也相对疲软。有多少疲软是周期性的，有多少是长期的？在过去的 15 个月里，另一家西部铁路公司的市值下降了 30-35%，因为对未来增长的预测下降了。在同一时期，你对 BNSF 内在价值的估计是否有实质性的下降，或者你对 BNSF 不可替代的路网价值的看法是否没有受到这些短期波动的影响？

巴菲特：嗯，我想煤炭的下降是长期的，这是一种非常重要的商品，它大约占收入的 20%。现在，还有其他因素可能会导致这条下降线波动不定。我们度过了一个非常温和的冬天，我们进入冬季时，公用事业公司运送了大量的煤炭。讽刺的是，部分原因是我们前一年的服务很差，他们的煤炭供应不足，所以他们通过引进比他们需要的更多的煤炭来弥补，只是为了赶上旺季。由于气候温和，冬季用电情况不佳。因此，在这一点上，他们手头上的煤炭比他们想要的要多得多。所以他们订购方面有一点影响。但可以肯定的是，占收入的 20% 煤炭需求的下跌是长期的，这是一个重要的因素。

但是，市场在一两年普遍对铁路股票非常感兴趣，所以他们卖出很多。现在人们已经看到汽车运载量下降，收益下降，在一些地方，股票估值已经下降。我们喜欢我们拥有的 BNSF 铁路。我们认为我们以一个有吸引力的价格买下了它。我们如果能以这个价格买到第二件和它一模一样的东西，我们马上就会去做。我们甚至可能会多付一点钱。但我们不会根据股市估值来提高或降低我们全资拥有的业务。显然，股市估值是我们考虑的一个因素，但我们不会将我们的全资企业按市值计价，因为我们知道我们将永远持有它们。我们认为 BNSF 是一个非常好的企业，可以永远持有。

但是它会损失煤炭运量，你知道，在其他地区可能会损失，但在其他地区会增加。这是一笔极好的、有价值的资产，它今年会学到很多钱，但它赚的钱不会像去年那么多。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

12、不要羡慕人们从冒险行为中赚钱

股东：嗨，沃伦和查理，很高兴见到你。我是洛杉矶 Taulguard 投资公司的 Cora 和 Dan Chen。这个年会让我想起了 Hogwart 哈利波特的魔法世界。这个会场是我们的霍格沃茨。沃伦，你是我们的校长，也是 Dumbledore 教授。(笑声)

巴菲特：我没有读过《哈利·波特》，但我会把它当作一种赞美。(笑声)

股东：查理是我们的 Snape 校长，直接，正直。长期、集中、价值投资的魔力是真实的，但就像哈利波特一样，世界上的其他人不相信我们的存在。你的信改变了我的生活。你的动画片《秘密百万富翁俱乐部》改变了我的生活。他们去上课，谈论投资。我的问题是给我今天在家观看的孩子们和观众中的孩子们的。当他们每天在媒体上看到一生中从未赚过一分钱的公司 IPO 时，他们应该如何看待股票？它们不断稀释股份，他们看到很多非常短期的交易，周期越来越短。他们应该如何看待股票，你对他们有什么建议？最后，Cora 和我想亲自感谢你，并亲自与你握手。我要重复我去年说过的话：感谢你们播下种子，让我们这一代坐在你的树荫下处，让我的孩子们这一代坐在《Secret Millionaire's Club》的树荫下。我真的走在巨人中间。谢谢。

巴菲特：你介意把整件事重复一遍吗？(笑声)

在《秘密百万富翁俱乐部》动画片中，我们要高度赞扬 Andy Heyward。我知道它帮助了成千上万的孩子，它变得越来越强大。这是安迪的主意，让孩子们在处理金钱、建立友谊方面学到好的东西，并表现得像个更好的公民，这是一个伟大的目标，而安迪让他们很容易做到这一点。所以，我代表他接受你的意见。

你真的不必担心，你知道，IPO 中发生了什么，或者人们在赚钱。每天都有人中彩票，但根本没有理由对你产生这种影响。**你不应该嫉妒它。**我的意思是，如果他们想做一些在数学上不合理的事情，他们中的一个人偶尔会走运，他们会让一个人上电视，还有为奖金做出贡献的数百万人，大部分奖金会分配给州政府，不用担心，这没什么可担心的。**你所要做的就是找出什么是合理的。当你购买一只股票时，你会让自己处于一种你正在购买一家企业的心理状态，如果你五年不看它的报价，那也没关系。**你不会每天、每周或每月都在你的农场上得到报

价。如果你有自己的公寓，你不会在你的公寓里得到报价。如果你拥有麦当劳的特许经营权，你不会每天都得到报价。你知道，你想把你的股票看作是企业，并把它们的表现看作是企业。想想你为他们付了多少钱，就像你考虑收购一家企业一样。让世界各走各的路。你不会因为一个愚蠢的游戏可以参与就去参与。查理？

芒格：是的，我认为你的孩子们找一个他们可以信任的人来处理股票和债券是正确的。不幸的是，按照过去传统的投资方式，他们多半时间都会失败，所以他们面临了一个难题。如果你只听长辈的话，他们会对你撒谎，会传播给你很多愚蠢的事情。

巴菲特：但这确实也是一个简单的问题，从某种意义上说，美国企业作为一个整体，随着时间的推移将会做得很好。所以他们唯一能做的就是(投资指数)。

芒格：但不能是股票经纪人的普通客户。

巴菲特：股票经纪人会做得很好。(笑声)但他们不必通过经纪人投资股票，我们稍后再谈这个问题。正如查理所说，很多问题都是由嫉妒引起的。你不想嫉妒那些中了彩票的人，或者购买了上涨 IPO 股票的人。你必须弄清楚什么是有意义的，然后走自己的路。Becky？

13、内华达州的公用事业客户不应该补贴太阳能

Becky：这个问题来自新加坡叫 LisaKang Le 的股东。这与内华达能源公司在内华达州的太阳能问题有关。他问，董事长能否帮助他的有环保意识的股东理解，为什么内华达能源(NV Energy)游说内华达州出台新规定，禁止家庭使用太阳能？有没有我们还没听说的好理由？董事长或副董事长能否就伯克希尔未来的投资是否需要实施环境、社会和治理政策分享他们的观点？据我所知，伯克希尔通常让基础运营公司 CEO 自主管理自己的政策，但伯克希尔董事会是否应该影响未来更好的环境保护政策？

巴菲特：内华达州和其他地方的公用事业、定价政策和所有事情，都是由公用事业委员会决定的。所以，我相信，有三个委员来决定什么是适当的。内华达州的情况是，就屋顶太阳能电力而言，在过去的几年里，如果你在屋顶上有一个太阳能项目，你可以把你产生的多余电力卖回给电网，价格远远高于我们公用事业公司在其他地方购买的价格。所以，你可以把它卖回去，我们会说，大约 10 美分一度电。大约 1.7 万人(也许现在更多)安装了屋顶发电装置。现在他们得到了税收抵免，其中有联邦信贷参与，但这些电力通常被卖给其他人。所以他们得到了联邦政府的补贴，这鼓励了太阳能发电，就像它鼓励我们做太阳能发电和风能发电一样。

但是，拥有这 1.7 万个屋顶发电装置的人以大约每度电 10 美分的价格卖回给电网，我们可以购买这些 10 美分的电力，也可以以 3.5 美分左右的价格在其他地方购买电力。因此，我们 99%的消费者被要求补贴那 1%拥有太阳能装置的人，向他们补贴价格大大高于我们原本可以购买的价格，基本上是市场价格的三倍。所以这只是一个问题，你是否希望 99%的人补贴 1%的人。内华达州的公用事业委员会，他们最初允许这种少量的屋顶太阳能发电作为一种实验，大约有 10 美分的退税。他们决定，他们不认为 99%的人应该补贴 1%的人。

毫无疑问，太阳能要想像风能一样具有竞争力，就需要补贴。例如，它的成本还没有达到与天然气竞争的水平。如果你想鼓励人们使用可再生能源，那么谁来支付补贴就是一个真正的问题。一般来说，联邦政府是通过税收补贴来实现的，这意味着全国的纳税人都在补贴它。内华达州的公用事业委员会决定，在看到这个实验后，他们认为远远超过 100 万客户来补贴 1.7 万人的价格购买电力是不对的，因此提高了 100 万人的电价。你知道，在未来很长一段时间内，谁来补贴可再生能源，补贴多少，将是一个政治问题。我个人认为，如果社会是从减少温室气体排放中受益，那么社会就应该买单。我们服务于内华达州的大部分地区，我不认为内华达州拉斯维加斯或其他城市某个地方的人，应该向他们的邻居领取补贴，公用事业委员会同意这一点。内华达能源是伯克希尔能源公司子公司，我们这里有格雷格·阿贝尔，格雷格，你还有什么要补充的吗？

格雷格·阿贝尔：像往常一样，沃伦，你总结得非常好。当我们说到内华达州时，它和你描述的完全一样。我只想补充几点。首先正如你之前提到的，我们绝对支持可再生能源。所以我们从太阳能的基本概念开始。但是，正如你所强调的，我们希望以市场价格购买可再生能源，而不是以 1%的客户将从中受益而损害其他 99%的客户的高额补贴价格购买。这又回到了最基本的问题上：如果你在内华达州找一个买不起带屋顶公寓的工薪家庭，你问他，“你想补贴你的邻居吗，那 1%？”答案显然是否定的。此外，我们绝对致力于内华达州利用可再生资源，并为我们的团队所做的一切感到自豪。到 2019 年，我们将淘汰 76%的燃煤机组，代之以太阳能。所以我们正走在一条伟大的道路上。（掌声）谢谢。显然是在国家的领导下，我们将走上一条伟大的道路。

巴菲特：是的，如果放映员把第 7 张幻灯片放上去，它会让你看到当时的情况。这包括我们所有的伯克希尔能源业务，你可以看到，在 20 年的时间里，我们将减少 57%的温室气体排放。你不会想要明天 100%的降价。相信我，全国的灯都会熄灭。但它的发展速度很快。但是，你要确保你公平地对待参与其中的人，因为有人支付发电的成本。我确实认为，如果你正在做一件有益于地球的事情，这很重要，但你要对成本进行评估，而不是只对

其中入不敷出的人进行评估。显然，如果你在内华达州有超过 100 万的客户，他们中的很多人在苦苦挣扎，在我看来，这袭人并不是有能力去资助那些能够负担得起安装太阳能装置的人。

14、我们不会根据大宗商品价格预测进行买卖

克里夫·加兰特：在过去的一年里，我了解到伯克希尔的业绩受石油市场的影响比我之前所理解的更大。铁路公司和伯克希尔部分制造业务的收入受到了负面影响。可以说，低油价损害了 GEICO 保险损失率。然而，在这一年里，伯克希尔投资了 Phillips 66、Kinder Morgan(KMI 管道公司)，甚至 PCC 公司的收入也与石油和天然气行业有关。我知道伯克希尔不会押注石油这样的大宗商品，但伯克希尔是在对石油价格的长期前景发表声明吗？

巴菲特：不。我们根本不知道石油的长期价格是多少，而且总有更好的系统可用。如你所知，你可以购买一年后、两年后或三年后交货的石油。我们确实做过一次，查理，不是吗？几年前。

芒格：兑现得也太快了。

巴菲特：是的。我们赚了钱，我们本可以赚更多的钱。但我们认为我们无法预测大宗商品价格。我们不对冲可可或糖。我们做了一些巧克力糖皮之类的远期合约。但基本上，我们不认为我们可以预测大豆、玉米、石油或其他任何东西的价格。所以你在我们交易中看到的一些证券是 Todd 或 Ted 买的，有一个是我买的，但他们和我都没有根据商品价格预测进行买卖。我们不知道该怎么办。我们做出这些决定时，我们会思考其他事情。查理？

芒格：我比你更无知。(笑)

巴菲特：那将是难以超越的。不错。我想这是我第一次听到他这么说。听起来很不错。(笑声)

15、不要期待高等教育的效率

股东：嗨，沃伦。嗨，查理。Ken Martin 来自 Dartmouth 大学 Tuck 商学院的 MBA 学生。我的问题是关于大学学费和学生债务余额上升的问题。过去，著名的慈善家创办的一些机构现在是著名的研究型大学。为什么建立新的大学没有在当今的慈善捐赠中占到更大的比重？难道高等教育新的供给不是解决这一问题的一部分吗？

巴菲特：查理，你想解决这个问题吗？你比我更专业。

芒格：是的。我认为，如果你对美国高等教育的财务效率抱有很高的期望，那你就是在逆风而行。(笑声掌声)

巴菲特：嗯。我认为他也在谈论是否应该投入更多的资金到慈善事业。想听听查理怎么说？

芒格：在这个领域，我做的比沃伦多的多(笑)，但我经常感到失望。垄断和官僚主义在任何地方都会产生有害

的影响，大学也不能幸免。但当然，慈善是文明的荣耀，如果人们想为它投入更多，我完全赞成。

巴菲特：是的，你知道，你可以选择非常好的公立学校，我们在这个国家的教育上花了很多钱，幼儿园到 12 年级的教育。在这个国家人们谈论福利。他们说我们有这么高的社保和其他福利，这太可怕了。我们为年轻人提供福利，我们每年花费 6000 亿美元在公立学校教育 5000 万的孩子，从幼儿园到 12 年级，想想这是什么程度的福利。似乎从来没有人提起这件事，很明显这是一个巨大的福利。你知道，一般来说，我认为在一个富裕的社会里，处于工作年龄的人对年轻人和老年人都有义务。**基于我们花费的金额，如果我们的学校系统有问题，那不是因为我们投入不够，还有其他问题导致这一点。就我们投入的资金而言，我们已经达到领先水平。**(掌声)

我是一所大学的受托人，见证了捐赠基金从 800 万美元增长到 10 亿美元以上。但我没看到学费下降，我也没有看到学生人数增加。

芒格：什么都没涨，除了教授们的薪水。

巴菲特：是的。从 800 万到 10 亿。有非常，非常正派的人经营着这个地方。但当你读到大型学校的捐赠数字时，其中一些学校的捐赠数字确实很大，管理捐赠基金的人的主要目标是让捐赠基金变得更大。永远都是这样。这就是人类的运作方式。你对此还有什么意见吗，查理？你见得多了。

芒格：目前我已经树立了所有我能树立的敌人。(笑声)

巴菲特：好的。这在过去从来没有让他慢下来。(笑声) 安德鲁。

16、如果特朗普或克林顿获胜，伯克希尔将"表现良好"

安德鲁·罗斯·索尔金：谢谢你，沃伦。这是一位要求匿名的股东说的。如果唐纳德·特朗普(Donald Trump)成为美国总统，并认识到你对他的公开批评和对希拉里·克林顿(Hillary Clinton)的公开支持，你预计伯克希尔的业务组合将面临哪些具体的风险？监管、政策或其他方面的风险？(笑声掌声)

巴菲特：这不是主要问题。好吧。你知道，政府在我们的业务和所有业务中都是一个非常重要的因素。我的意思是，存在非常广泛的政策，几乎影响到每个人，有时也会有一些非常具体的政策。但是，我预测，如果唐纳德·特朗普或希拉里·克林顿成为总统，我认为伯克希尔将继续表现良好。查理？

芒格：我害怕进入这个领域。(笑声)

巴菲特：我的意思是，我们一直在价格管制下运作。多年来，我们的收入一直要缴纳 52% 的联邦税。甚至更

高。我的意思是，他们在其他时候更高，但你知道，我们已经制定了法规。

最终，这个国家的商业在几百年里做得非常好，它适应了社会，社会也适应了商业。这是一个非常吸引人的做生意的地方。想象一下，在一个几乎零利率的世界里，你知道，美国企业在有形资本上获得了惊人的回报。我的意思是，这些都是企业实际使用的资产。这些数字令人震惊。而且，你知道，那些把钱放在储蓄账户或类似账户的人会被毁掉。但是企业的所有者，如果你看一下有形资产账面价值的回报，就会发现他们并没有遭受损失，而拥有固定收益的人则遭受了巨大的损失。而且，你知道，现在农产品价格下降了。在过去的几年里，农民的收入下降了很多。但企业已经成功照顾好了自己。这有一个充分的理由，因为它为市场经济做出了贡献，并且一直是市场经济的引擎，企业的产出是惊人的，这是 100 年前任何人都想象不到的。在我的一生中，美国的实际人均 GDP 增长了六倍。你能想象这样一个社会吗？在一个人的一生中，总体而言，人们的实际产出是他们开始时的六倍。你知道，**市场经济系统在总产出方面运行得很好**。在我看来，就产出的分配而言，有时可能会非常不足。但是，它会继续工作。你不用担心这个。20 年后，美国的实际人均产出将比现在高得多。50 年后，这个数字将会更大。而且质量会变得更好。**任何总统候选人或总统都不会结束这一切。他们可以用好的或坏的方式塑造它，但他们不能结束它**。现在，查理，请在这里给一些悲观的东西来平衡我的乐观。

芒格：不，我想说点乐观的。**我认为 GDP 数字大大低估了我们的制度给我们的公民带来的真正优势**。它低估了许多巨大的成就，因为它们没有以经济学家可以轻松处理的方式正确地转化为货币。但上个世纪的实际成就远远高于 GDP 数字所显示的水平，而且 GDP 数字也不错。我认为未来不一定会像过去一样美好，但这也不一定。

巴菲特：至少以我的经验来看，你不会遇到这样的人："以我的才能，我希望我出生在 50 年前。"但大多数美国公众认为，与他们出生时相比，现在出生是一个更糟糕的时间，他们认为他们的孩子不会像他们一样过得好。他们错了。我的意思是，想想看，与 20 年前相比，你现在的的生活有多大的不同，就你花时间做的事情而言。现在，很多人可能会谴责它，但你正自由做出 20 年前你无法做出的选择，你正在朝着不同的方向做出选择，我还在用固定电话，而你们已经用着智能手机走在我前面了。(笑)好的。格雷格？

17、BNSF 铁路铁路公司首席执行官认为近期不会出现铁路合并

格雷格·沃伦：沃伦。去年年底，我们看到加拿大太平洋铁路公司(Canadian Pacific)对诺福克南方铁路公司(Norfolk Southern)发起了敌意收购，这一合并将把加拿大第二大铁路公司与美国东部最大的两家铁路公司之一

联系在一起。尽管美国地面运输委员会(U.S.SurfaceTransportation Board)还没有开始正式的评估程序，但这一举措不仅引起诺福克南方铁路公司强烈反对，而且也引起了联邦和州的立法者、托运人和其他铁路运营商的强烈反对。加拿大太平洋公司最终做出了让步。回顾 1999 年，当运输委员会阻止了 BNSF 和加拿大国民铁路公司(Canadian National)之间的拟议合并时，态度是铁路公司之间的任何额外合并都必须有利于竞争。你觉得他们这么说是什么意思？如果有人相信西部两大铁路之一与东部两大铁路之一的连接不会改变目前的格局，即大多数托运人在该地区运营的大型铁路中只有两个选择，并且实际上可以产生效率和成本节约，并将其传递给客户，那么像 BNSF 与诺福克南方或 CSX 这样的组合怎么会不能满足他们的目标呢？

巴菲特：Matt Rose 在吗？他可能回答这个问题比我回答得更好。他能比我更好地回答所有的问题。

马特罗斯：是的。所以，这种说法实际上是对的。早在 1999 年，我们与加拿大国民铁路合并失败。我们的监管机构，一个叫做 STB 的小团体制定了新的规则，他们所说的是，下一次合并的公开决定性测试必须有所不同。而且，在那个时候，我们真的不认为大型合并是可能的。因此，当加拿大太平洋公司宣布合并诺福克南方公司时，当我们想到我们的四个选区时，这四个选区是我们的客户、劳工团体、我们所服务的社区和股东，当然，我们的股东是伯克希尔，我们没有看到股东以外的人对这些合并的最后一轮有任何兴趣。所以我们的立场只是说，如果运输界的其他人认为我们应该看到最后一轮，那很好，我们会参与，但我们现在没有看到它发生。

我们确实相信，当最后一轮发生时，将为托运人和社区带来更大的效率，但现在我们还没有看到这种动态。那么合并动力是什么？随着这个国家的人口继续增长，从我们今天的 3.15 亿人，到 3.2 亿、3.3 亿或 3.5 亿人，交通将变得更加稀缺，铁路将需要做更多的运行。那就是我们认为下一轮谈判将会发生的时候。

18、伯克希尔对富国银行的投资银行业务漠不关心

股东：嗨， Michael Mozia 来自纽约布鲁克林，我将在秋季进入沃顿商学院。杰米·戴蒙(Jamie Dimon)在最近接受 Bloomberg Markets 采访时，他为银行在金融市场中扮演的角色进行了辩护，他说："银行不是市场全部。市场是非道德的.....银行是市场交易中的一个媒介。"但投资银行一直在苦苦挣扎，因为监管机构青睐基于市场的解决方案，而事实证明，投资银行努力建立的许多业务关系并不那么有利可图，特别是与支持它们的不断增长的固定成本相比。由于涉及到我们的有价证券投资组合，您对投资银行部分有何看法，特别是在富国银行进入这一领域的情况下？如果成本基础更高，你会有不同的感觉吗？沃伦，查理，非常感谢你们每年都这样做。

巴菲特：谢谢。查理，我不完全明白他的问题，他是想知道是否觉得投资银行公司处于不利地位？

芒格：杰米说，你不能像以前那样从业务关系中赚那么多钱了，而且它变得越来越难等等。

巴菲特：是的。好吧，自 2008 年 9 月以来，公共政策一直在以各种方式**加强对银行的资本要求，但它是专门设计来使大型银行(相对于小银行而言)盈利降低**。你可以通过增加资本要求来做到这一点。你可以通过资本要求完全改变银行业的数学和商业吸引力。显然，如果你说每家银行都必须拥有 100%的资本金去做生意，那这将是一项可怕的业务。而你不可能在这样的资本充足率上赚到任何可观的钱。如果你让人们在 1%的资本充足率下运作，他们可以赚很多钱，但他们会给系统带来各种各样的麻烦。因此，自 2009 年以来，这些规则主要通过资本要求向大型银行倾斜。这只是意味着股本回报率下降，但在此之前，股本回报率非常高。所以这没有把它变成一个糟糕的行业，但**这把它变成了一个比以前更没有吸引力的行业**。而且，一些投资银行仍然以银行控股公司的形式运营，他们也受到了这些资本要求的影响。我不确定我是否百分之百地回答了你的问题，所以我邀请你给我一个后续问题，如果你愿意的话。

股东：在有关证券投资组合中，您对投资银行公司的投资前景是否感到乐观，尤其是在富国银行进入该业务的情况下？

巴菲特：嗯，富国银行主要通过美联银行(Wachovia)进入投资银行领域。这并不是无关紧要的。但我们对富国银行的持股非常多，不算卡夫亨氏富国银行是我们最大的单一可销售证券，两者投资规模差不多，因为在这种情况下，我们处于控股地位。但我们故意在富国银行处于最大的非控股地位。与其他证券相比，我非常喜欢它。但这并不是因为它有最大的上升空间。

芒格：富国银行吸引你的不是投资银行业务。这是普通的银行业务。

巴菲特：是的。投资银行业务没什么大不了的，这也不是吸引我们的地方。我们认为富国银行是一家运营良好的银行。但是，我们没有做出任何购买额外股份的决定，因为收购美联银行(Wachovia)后，他们将从事更多地投资银行业务。他们有很多收入来源，他们有一个巨大的非常廉价的资金基础。但不幸的是，现在人们在其他地方以非常低的利率获得了资金。但价差最终可能会对他们有利。我们认为这是一家运营良好的银行。

查理和我可能受到了我们曾短期经营一家银行(互助储贷)的经验的影响，这不是我们投资的重点。很明显，我们对高盛进行了重大投资，我们继续持有 2008 年投资时获得的认股权证所认购的股份。但在很长一段时间内，我

想我不记得我们曾投资过哪一种涉及投资银行的有价证券。你能吗，查理？

芒格：不，我认为，一般来说，我们更害怕这种类型，而不是喜欢它。

19、激进投资者"非常、非常不可能"拆分伯克希尔

卡罗尔·卢米斯：在《正在爆发的股权战争》(Dear Chairman)一书的结束语中，作者认为，"伟大投资者一生的工作不可避免地被重新投入到工业综合体中，而他们的成就却很少得到承认。"这本书是你在今年的年度信中推荐的一本新书。他接着指出，如果伯克希尔的股价相对于内在价值的折让过大，该公司最终将成为维权投资者的目标。你是否同意这一评估？你是否考虑过建立企业防御机制，以防止未来几代激进分子试图拆分伯克希尔？

巴菲特：是的，我过去比现在更担心这个问题。在一定程度上，规模是一个因素。我认为更重要的因素是，伯克希尔将始终能够大量回购股票，对任何可能认为分拆会赚很多钱的人来说，只要以接近内在价值的价格购买这些股票，就不应该有太大的利润空间。拆分伯克希尔会损失很多金钱，就我们而言，会失去某些竞争优势。

如果没有伯克希尔作为母公司，中美能源不可能在可再生能源领域取得今天的成就。我的意思是，如果它被拆分，它拆分后的价值将低于整体。我可以给你一些其他情况下的重要例子。所以，我不认为会有对任何人都有吸引力的分拆价值。除此之外，我认为分拆伯克希尔所涉及的金额将是惊人的，我认为我们拥有的股东基础，已经认识到伯克希尔业务及其企业文化的优势，所以我认为这是被分拆是非常、非常不可能的。

但在商业史上曾有过这样的时期，几乎所有股票的市值都大大低于你所说的内在价值。有趣的是，当时几乎没有什么资本运作。在 1973-74 年期间，有一些非常好的公司，其中之一就是汤姆·墨菲经营的首府广播公司(Cap Cities)，它的售价远远低于其价值。但维权投资者并没有出现。因此，在某种程度上，当折扣很大时，收购资金反而是很难获得的。

这对我来说不是什么大问题。实际上，在我个人的情况下，由于我的股票在我死后将被分配给慈善机构，就投票而言，即使有这样的分配政策，我的遗产仍是伯克希尔最大的股东。所以这不是我现在担心的事情。我曾经担心过它，但现在它不是一个因素。查理？

芒格：我认为我们在这个问题上几乎没有任何担忧，而其他大多数公司有很多完全合理的担忧，我认为这对我们有帮助。因此，我乐观地期待着这个问题。

巴菲特：查理，你想解释一下它是如何帮助我们的吗？

芒格：嗯，如果你受到，你认为是邪恶和具有破坏性的人攻击，你想要一个强大的盟友，除了伯克希尔，你有多少其他替代的选择？

巴菲特：我的名字是沃伦·巴菲特，我赞同这条消息。(笑声) 乔纳森？

20、对"纯"租赁业务不感兴趣

乔纳森·勃兰特：租赁业务已悄然成为伯克希尔收益的重要贡献者，其几个租赁部门的税前年收入合计约为 10 亿美元。你能谈谈伯克希尔在集装箱、起重机、家具、油罐车和轨道车等各种租赁业务中的竞争优势吗？您是否有兴趣进入其他租赁业务，例如飞机或商用车队？尤其是飞机租赁公司，似乎以合理的价格出售，而且经常可以买到。

巴菲特：是的。嗯，我们在 XTRA 有一个非常好的卡车租赁业务，我们在 Union TankCar 和 Procor 有一个很好的油罐车租赁业务。当我们最近收购通用电气车队时，我们把租赁业务的规模扩大了 10 亿美元。

一般来说，**纯粹的租赁并不是一个好生意，我们必须给客户带来一些价值。**在 XTRA，这不仅仅是每个月给人们一辆拖车和一张支票。它带来了重要的服务优势。但纯粹的租赁(新车租赁是一项庞大的业务)对我们来说并没有那么大的吸引力。这方面银行比我们有优势，因为他们现在的资金成本很低。它并不像看起来那么低，但我认为富国银行的成本比我们低了大约 10 个基点。当有人拥有一万亿美元左右的租赁需求，而他们为此支付了额外 10 个基点，在这种情况下，我觉得伯克希尔不是很有竞争力。因此，**当有其他资金成本较低的竞争对手时，纯粹的货币型租赁对我们来说并不是一项有吸引力的业务。**我是说，这方面竞争对手更有优势。

我们知道，轨道车租赁涉及的不仅仅是金融交易。我的意思是，这些车辆需要维修，我们的拖车租赁业务也是如此，我们在维修领域有大量的活动。**但你不会看到我们进入飞机租赁业务，我对此一点也不感兴趣。**我们在各种向我们提供飞机租赁服务的公司中已经研究过很多次了，这是一个可怕的行业。近年来，一些人在这方面做得很好，**他们用短期资金为长期资产融资，这些资产有很大的残余风险(residual risks)，**这不适合我们。查理？

芒格：我认为你说得很好。我们现在的处境很好，但我不认为我们有巨大的机会。

21、"我们并不是要摧毁竞争对手"

股东：早上好，沃伦和查理。我是来自菲律宾的 Vandemere Se。沃伦，我和我的妻子两天前把原画送到了你的办公室，希望你能喜欢。今天伯克希尔的规模确保了它面临着来自众多企业的竞争。如果你有一个银弹，你

会淘汰哪个竞争对手，为什么？很抱歉你不能说唐纳德·特朗普。(笑声)

芒格：我不认为我们必须回答这个问题。(笑声)

巴菲特：查理是个律师。但我想过这个问题。(笑声)我们有很多强劲的对手。在许多领域，我们自己就是一个相当强劲的对手。而且，我们希望我们的经理们每天都在思考如何获得更强大的竞争地位。我们称之为"拓宽护城河"。我们想要生产出更好的产品，我们想要把成本降到最低，你知道，我们要考虑我们的客户一个月，一年，十年可能想从我们这里得到什么。一般来说，如果你照顾好你的客户，客户也会照顾你。但在有些情况下，确实存在某种颠覆性的力量，你可能不知道会是什么，但之后你就不得不退出了那个行业。

1966 年，我们在巴尔的摩有一家百货商店，如果我们经营下去我们就会倒闭。所以，认清现实也很重要。我的意思是，你不想尝试去修复一些无法修复的东西。

芒格：我们并不是要摧毁竞争对手。我们只是想在任何地方都做到最好。

巴菲特：说得像个反垄断律师。(笑声)不错。我们真的希望成为其他人想要使用银弹对付的人。

22、红杉基金被 Valeant"过度迷住"

Becky：这个问题来自德克萨斯州 Sugarland 的 Rom 和 Raji Terracod。他写道，我和我的妻子将我们绝大部分净资产投资于伯克希尔和红杉基金。巴菲特先生，你曾多次为红杉基金背书。最近，红杉基金因大量持有 Valeant Pharmaceuticals 的股票而成为新闻焦点。芒格先生称 Valeant 的商业模式"非常不道德"。巴菲特先生，你同意吗？你对红杉基金的看法改变了吗？此外，如你所知，红杉资本是伯克希尔股票的崇拜者和股东。

巴菲特：是的，从某种意义上说，我是红杉基金之父，因为当我在 1969 年底结束我的合伙公司时，我把很多钱还给了合伙人，这些人信任我，他们想知道他们应该如何使用他们的钱。我们花了几个月的时间帮助那些想把它投入市政债券的人，Bill Scott 和我留在那里，帮助那些人想出这些。但他们中的大多数都是股权导向型投资者。我们说，在投资行业中有两个人是我们非常钦佩的，不仅仅是因为他们了不起的投资者，而是因为他们了不起的人。他们就是那种你会让他们成为你的遗嘱受托人的人。

这两个人其中一个在这里，他就是我们的董事桑迪·戈特斯曼(Sandy Gottesman)，另一个就是比尔·鲁安(Bill Ruane)。我们都是朋友。所以，Sandy 接受了我们的一些合伙人，他们成为了他的客户，而且是非常快乐的客户，我敢打赌，他们中的一些人仍然是客户，或者他们的孩子或孙子，直到今天。其他人成为 Bill 的客户。其中很

多人是他们两个人的客户。事实上，如果大多数富有的人把一部分钱给 Sandy，一部分钱给 Bill，我也不会感到惊讶。我们有很多人，他们的总资金规模并不能使他们成为合格投资者。所以，Bill 本来不想设立一个基金，但最后他说要设立一个基金(来吸纳小额投资者)。他们实际上在奥马哈有一个办公室。曾经为我工作的约翰·哈丁(John Harding)成为其雇员。我的一些前合伙人加入红杉基金，是为了找到一位杰出的投资经理，就像我说的，无论是能力还是诚信，都可以和他一起部署小额资金。Bill 经营红杉资本直到 2005 年去世，他做得非常好。即使是现在，如果你从成立到现在的记录来看，加上他们最近遇到的麻烦，我不知道美国有哪个共同基金有更好的记录。可能有一两个，但它比标普指数好得多，你不会找到几个持续 30-40 年记录跑赢标普指数的基金。所以 Bill 为人们做了一件伟大的工作。

Bill 于 2005 年去世，这一记录一直保持良好，直到大约一年前。他们的投资经理，当时在 Valeant 中持有异常大的头寸，尽管董事会中的一些人反对，但在董事会对这样做的可行性表示了相当多的怀疑后，他们不仅维持了这一头寸，实际还增加了这一头寸。我的理解是，决定收购 Valeant 的投资经理已经不再负责运营，其他人接手了。就像我说的，到目前为止，从它成立至今的业绩记录仍然明显好于平均水平。我有充分的理由相信他们，他们是非常聪明、正派的人，他们都很好，可能比华尔街的普通分析师要好得多。所以，我认为这是一个非常不幸的时期，经理对商业模式过于着迷，我几天前看了参议院听证会，当时参议员 Collins 和参议员 McCaskill 审问了 Valeant 的三个人，这不是一幅美好的画面。在我看来，Valeant 的商业模式存在巨大缺陷。有人向我们吹捧它。我们有几个人强烈要求我们购买 Valeant，并希望我们会见 Pearson，以及诸如此类的事情。

但它说明了皮特·基维特(Pete Kiewit)在很多很多年前说过的一个原则，他说，如果你正寻找一位经理，那就找一个聪明、勤奋、正直的人。他说，如果他们没有最后一项素质-正直，那就确保他们也没有前面两项素质。如果你遇到一个缺乏诚信的人，你希望他既愚蠢又懒惰。你知道，如果你遇到一个聪明、勤奋的人，他正在追求某个行动方案，如果登上头条你会很不开心，那么你可能会有很多麻烦。

这个过程可能需要一段时间。虽然我们在识别人的方面还不够完美，但查理和我看到了某种识别模式。你知道，模式识别在评估人类和企业方面变得非常重要。而且，模式识别不是 100%准确的，也没有一个模式会重复出现，但在商业和证券市场中，我们反复看到某些事情，它们在短期内往往看起来非常好，但往往以失败告终。

我去年谈到的一个是庞氏骗局，在这方面我不是指 Valeant，一个伪装的很好的骗局。你的余生都会看到类似

骗局。没有人把它们叫做骗局，因为它们的本质可能会把你吓跑。但它们是伪装的很好的骗局。华尔街许多旨在愚弄人们的计划都有其特殊之处。我认为，如果你去看了参议院听证会，你会觉得 Valeant 有一些模式，真的应该被提早发现，所以这对红杉的人来说是非常痛苦的。我个人认为，现在管理红杉资本的人都很有能力。我马上就会谈到管理资金的困难，但首先，我会给查理一个评论的机会。

芒格：我完全同意你的看法，重组后的红杉资本是一家声誉良好的投资基金，重组后的基金经理是一位声誉良好的投资顾问。我有相当多的朋友和客户都投资了红杉基金，我建议他们留在这个正在重建的地方。我相信你也做过同样的事，所以我们认为整个问题已经解决了。当然，Valeant 是一个阴沟，那些创造阴沟的人罪有应得。

巴菲特：是的。(掌声)



Valeant 制药公司<Bausch Health Companies Inc>www.bauschhealth.com

Valeant 是一家位于加拿大魁北克省 Laval 的生物制药公司，生产皮肤、肠胃、眼科、神经痛以及仿制药物，同时还是全球最大的隐形眼镜生产厂商之一。

2000 年 2 月，TXM Corp 和 Biovail Corp International 合并为 Biovail Corp。

2010 年 9 月，收购 Valeant Pharmaceuticals International Inc.，Biovail 公司更名为 Valeant 制药公司

2009 年 1 月，Valeant 以 2.85 亿美元收购了皮肤病制药商 Dow Pharmaceutical Sciences。

2010 年 5 月，Valeant 以 3.18 亿美元收购了眼科制药商 Aton Pharmaceuticals。

2011 年，Valeant 以 4.18 亿美元收购了瑞士的 PharmaSwiss，5 亿美元收购了立陶宛的 AB Sanitas，3.45 亿美元收购了 Ortho Dermatologics，7 亿美元收购了澳大利亚的 iNova，4.25 亿美元收购了法国治疗皮肤病的 Sanofi。

2012 年，Valeant 以 4.56 亿美元买了 OraPharma，26 亿美元收购皮肤病制药商 Medicis Pharmaceutical Corp。

2013 年，Valeant 以 87 亿美元从 Warburg Pincus 收购全球眼保健公司 Bausch & Lomb (博士伦)。Valeant 将把现有的眼保健业务并入博士伦，组建一个年收入达 35 亿美元的眼保健部门。

2014 年，Valeant 以 540 亿美元天价恶意收购竞争对手 Allergan (Botox 的老大)，经过数月报价较量，白衣骑士 Actavis 最终以 660 亿美元抢下 Allergan。

2015 年，Valeant 以 110 亿收购肠胃病制药商 Salix Pharmaceuticals。

2017 年 1 月，Valeant 将旗下美国生物医药公司 Dendreon 以 8.19 亿美元出售给中国三胞集团，该公司拥有原创药物前列腺癌细胞免疫疗法 Provenge

2017 年 3 月，Valeant 将旗下 CeraVe、AcneFree 和 Ambi 三个药妆护肤品牌出售给法国欧莱雅 (L'Oreal SA)。CeraVe 品牌的产品包括清洁剂、润肤霜和修复膏。AcneFree 和 Ambi 为消费者提供一系列治疗粉刺的护肤产品。三个品牌的合计年收入为 1.68 亿美元左右。

2018 年 7 月 13 日起，Valeant 更名为 Bausch Health Companies Inc.

2020 年 8 月，分拆博士伦，2022 年 5 月博士伦公开上市，Bausch 持有 89% 股份。

Valeant 1994 年在纽交所上市，虽然注册在加拿大，但公司销售和盈利也主要在美国。由于加拿大的税法不对海外收入征税，所以 Valeant 注册在加拿大公司拥有税收优势。自 2008 年 J. Michael Pearson Valeant 接任 CEO 以来，Valeant 成长的途径是，放弃研发，不断并购，做好销售。他认为传统上生物制药公司的商业模型都落伍了，自己研发新药不如收购更高效。在担任麦肯锡顾问时他发现：研制新药耗资巨大，平均花费 25 亿美元，还需通过 FDA 高门槛审核，耗时耗力风险巨大。他的理念是选择无专利过期影响、销售稳定的所谓耐用药物。主张企业不应依赖少数寿命短暂的明星产品，而是要有长久的现金流。收购模式除了涨价并无其它方法能比原来厂家更能实现产品价值。所以，他选择跳过研发绕开 FDA，直接收购小公司，并大幅提高药价，押注竞争对手因为研发周期及成本原因无法在短期内将同类药物投放市场。因为 Valeant 收购的产品有的太小不足以引起仿制药公司的注意力，有的是较新剂型，有的有生产壁垒，有的不需通过保险公司支付，所以这个模式一直运行良好。去年他们还说只

恨信用卡额度有限没法收购更多公司。但是最近一两年整个药价的高速增长令民众、保险公司、和政府开始关注药品价格问题。

2015 年 9 月，美国 Turing Pharmaceuticals 以 5500 万美元收购了达拉匹林专营权，并让药价立即提高 50 多倍，从 13.5 美元一片提高到 750 美元一片。该药主要治疗免疫系统缺陷类疾病，顾客群体多为艾滋病和癌症患者。希拉里针对"达拉匹林提价事件"发文称"希望解决医药企业的价格欺诈问题"。随后，18 位美国议员又点名炮轰 Valeant 两款心脏病药品涨价。议员们质疑 Valeant 提高药价的同时对病患提供财务资助，补贴患者需支付的部分药价 Copay 以扩大销量，而把高昂的药价转嫁到了政府资助的健康保险上。据统计，2015 年，Valeant 旗下所有药品涨价 66%，是竞争对手的 5 倍。Valeant 的一种抗真菌药物在美国售价比同类药物在欧洲要贵出 100 倍。Valeant 将旗下的高血压药物涨价 2 倍，治哮喘药物涨价 5 倍，糖尿病药物涨价 8 倍，这也逐渐引起了消费者和政府部门的关注。

2015 年 10 月，做空机构香橼发布对 Valeant 做空报告，香橼认为 Philidor 和 R&O 药房事实上是由相同管理团队管理的公司，Valeant 同时拥有这两家公司。这意味着 Valeant 是自己向自己开具账单，自己向自己付款，最后自己起诉自己。香橼指责 Valeant 将更多产品放在由其实际控制的 Philidor 和 R&O Pharmacy 等专业药房中，以此支撑其高价药品的销售、抬高营收，而公司药品的实际销售量并没有报表对外显示的那么多。香橼在报告中陈述的这种药品销售方式是大型药物公司不为人知的常用手段。大型制药公司利用专业药房管理和分销产品。他们卖药并为患者 copay 卡提供服务。这是大型制药公司的优势，可以用来绕过那些希望患者使用低价药物而非医生处方药的保险公司，从而使患者购买高价药，最终提高制药公司的销售额。香橼认为，Valeant 通过这种方法帮助自己制造了产品"销售幻象"，并将该公司称为"制药业的安然"。这使得公司股价盘中跳水 39%，债券大跌，一度被暂停交易。对冲基金 Kynikos Associates 创始人、华尔街大空头 Jim Chanos 指责 Valeant 利用激进的、以并购驱动业绩报表方式隐藏公司自有业务增长不足以来，Valeant 的会计行为就成了做空者"轰炸"的目标。

来自政客的抨击、高杠杆收购导致的可能债务违约、CEO 离职、司法调查、下调财务预期等等。股价也从高点时的 250 美元一路下挫，受连累的不只是 Bill Ackman 旗下的 Pershing Square，还有红杉资本。Valeant 因降低收入预测和还债困难导致股票狂跌，在 16 个月内 Valeant 的股价断崖暴跌至 11 美元左右，期间 Ackman 竭力抵抗，他所执掌的 Pershing Square 共持有 2720 万股，平均买入价格 196 美元，最终选择 11 美元斩仓出局，两年亏损了 40 亿美元。此前 Ackman 做空康宝莱巨亏 10 亿美元。另一支维权投资基金 ValueAct 也在 VRX 中占有 4.4% 仓位，不过他们早在 2006 年就开始购入 Valeant 公司股票，更在其股价在 230 高位卖出了部分仓位。

在并购概念下，生物医药股成为美股大热门。近年来作为纳斯达克的第一大板块的医疗保健股板块飙升，部分得益于人们对于新一代药物的巨大需求和药物公司的并购热。另外这类股票亦被看作"防御型增长股票"，投资者希望押注在那些紧跟牛市的股票，但在股市回落的时候这些股票又能起到保护作用。过去几年，医药公司股价上涨是由大规模并购刺激的，现在需要回头看看公司的商业模式和增长情况，而不是围绕着缺乏透明度的几个公司关系的转变。市场担心，由火热并购助推的美股生物医药神话可能无以为继。彭博统计数据显示，Valeant 这几年通过高达 50 次的并购交易令市值扶摇直上，从 2011 年底的不及 200 亿美元最高飙涨至 900 亿美元。"今年夏天大家都在买入医药板块，这是最火热的交易，但是现在水龙头关上了。"彭博援引奥本海默公司的策略人士 Andrew Burkly 称。在香橼公司的报告发布之后，Valeant 股价周三盘中一度暴跌 40%，市值大举蒸发 200 亿美元，并一度暂停交易。随后又反弹至 118 美元附近。CNBC 著名财经主持人 Jim Cramer 说："这是我近 35 年职业生涯中看到的最恐怖的跌势之一。"

23、巴菲特十年赌约

巴菲特：几分钟后我们将休息一下，但我有最后一个问题。如果我们能把第三张幻灯片放上去。几年前我打了个赌，我答应在午餐前报告赌约的结果。我经常这样做，但它似乎是适当的，因为它发展到了现在，已经指出一个相当明显的教训，这是我希望在某种程度上通过提供最初的赌注来证明的一个教训。顺便说一句，当我提出打赌时，即有人可以挑选出 5 只 FOF 基金，而我将选择未管理的指数基金。幸运的是，有一个组织，如果你去互联网输入 longbets.org，这是一个非常有趣的网站。你可以从中得到很多乐趣，因为人们在各种有巨大影响的命

题中选择相反的一方，并对结果下注，然后他们每一方都给出自己的理由。你可以在那个网站找到关于从现在起 15 年后人口会有多少，或者类似这样各种各样的事情的赌注。我们的赌注在那里变得很有名。

其中有一个我喜欢的家伙叫泰德·塞德斯(Ted Seides)，我之前并不认识他，他打赌他能挑出 5 只 FOF 基金。FOF 基金是 1 只对冲基金在顶层，然后这个经理挑选出他认为最好的经理，然后依次买入他们的基金，所以这 5 个 FOF 基金可能代表了下面 100-200 只对冲基金。现在请记住，下注的那个家伙是在挑选基金，最上层的经理可能每年获得 0.5%的管理费，再加上基金收益的一部分，因为他只是挑选了他认为下面最好的经理，而下面的经理可能获得 1.5%或 2%的管理费，再加上基金收益的一部分。但可以肯定的是，上层的人受到了激励，试图挑选出优秀的基金，而在下层的人也受到了激励。所以结果是，经过 8 年的时间，数百名对冲基金经理参与其中。

现在完全不受管理的先锋基金以非常非常低的成本，领先 FOF 基金超过 40%。对于 FOF 基金来说，这听起来可能是一个可怕的结果，但对于对冲基金经理来说，这并不是一个可怕的结果。(笑)

你有一个上层的基金经理，他可能收取 0.5%的管理费，我不确定，而下层的基金经理可能收取 1.5-2%的管理费。因此，如果你每年扣掉几个百分点管理费，那就是一大笔钱。我们在伯克希尔有两位经理，每人为我们管理 90 亿美元。他们之前都经营过对冲基金。如果他们与伯克希尔达成 2%+20%的薪酬协议，这个收费标准在对冲基金界非常常见，他们每人每年将获得 1.8 亿美元，你知道，仅仅是活着就好(笑声)。我的意思是，这是一个令我难以置信的薪酬方案，这也是我下这个赌注的原因之一。

但我想让你们做的是，想象一下，在这个房间里，你们拥有整个美国所有的生意，包括伯克希尔或者不管它是什么，有人成功积累了全美所有的生意。假设我们把这些生意分为两份，我们一半人拥有全美生意的一半，这些资本可能是某个总统候选人所说的"低能量"。事实上，他们根本没有能量。他们买下所有生意的一半。他们不看股价。他们不打开商业频道。他们不看《华尔街日报》。他们什么都不做。他们是一群不修边幅的人，只是年复一年地坐着，拥有着半个美国的生意。现在他们的结果会是什么？他们的结果将是完全平均的，就像美国企业一样，因为他们拥有一半的股份。他们没有任何支出，什么都没有。

现在另一半人会发生什么？另一半人是我们所说的"多动症患者"。他们拥有全美生意的另一半，根据定义，两组人各拥有全美生意的其中一半，两组人将有同样的投资结果。但这一组将会有可怕的开支，因为他们会四处走动，雇佣对冲基金，雇佣投资顾问，支付大量的佣金等等。而"多动组"必须比"不动组"做得更差。由于支付大量佣

金，什么都不做的人肯定比那些努力做得更好的人做得更好，就这么简单。我希望通过这个赌注来创造一个小例子，但这个提议对任何人都是开放的。顺便说一句，我现在仍会提出同样的赌约，只是随着我的年龄变化，十年后再看结果会变得有问题。(笑)

这似乎太简单了。但我可以向你保证，没有一个捐赠基金，没有一个公共养老基金，也没有一个极其富有的人，愿意坐在“不动”的那一组。他们简直不敢相信这个事实，他们有数十亿美元的投资，他们不能出去聘请一个比平均水平做得更好的人。我一直收到他们的来信。所以这里的这群人，应该是老练的人，通常是富有的人，雇佣顾问，世界上没有顾问会告诉你，买一只标普指数基金，然后呆坐 50 年，那样你就不能当顾问了。你当然不会通过这种方式获得顾问费，所以顾问有充分的动机告诉你，今年我认为我们应该更多地关注国际股票，或者今年这位经理特别擅长做空。所以他们来了，他们谈了几个小时，你付了一大笔钱，他们总是建议一些其他的东西，而不是坐在你的屁股上，免费参与美国的商业活动。然后那些顾问，在他们得到他们的费用后，他们反过来向你推荐其他收取费用的人，正如你所看到的，在一段时间内，这些费用疯狂地消耗了你的资本。所以，我想说的是，我觉得这个赌约非常可能的获胜，否则我不会冒这个险。虽然我不能非常肯定任何 10 年的时间段都能胜出。

我和大型养老基金这么说过，我给他们做了数学计算，但当我离开时，他们出去雇佣了一群顾问，并付给他们很多钱，这简直难以置信。顾问们每年都会对建议进行一些修改。他们不能百分之百地改变它们，因为那样显得他们不知道自己前一年在做什么，所以他们每年都会小幅调整它们。他们有很多图表和 PPT 文稿，他们推荐的人，反过来，会向他们收取很多钱。他们说，好吧，你只能通过支付 2+20 或类似的东西才能得到最好的人才。资金从极度活跃的人流向我所说的帮助者是非常戏剧性的，而期间整个美国企业的业绩却创下了记录。所以希望你能意识到，对于整个美国人来说，美国企业做得很好，而雇佣专业管理人员的最终结果是一个巨大的负数。

在旁边书店里，我们卖一本小书，叫做《客户的游艇在哪里》，是 Fred Schwed 写的。我大约 10 岁的时候读过这本书。版本已经发布了好几次——但基本的经验教训都在里面。1940 年的那本书讲述了这一教训。这是显而易见的。所有的商业宣传都在告诉你，你今天应该考虑做一些与昨天不同的事情。但你没必要这么做。你只需要坐下来，让美国企业为你工作。查理，你对我的布道还有什么要补充的吗？(掌声)

芒格：嗯，你是在和一群通过购买伯克希尔解决投资问题的人交谈。这样效果更好。不过的确有一些这样的投资经理，他们是那些真正成功的人，他们是大学里少数真正优秀的人。但只是一小群人，就像大海捞针一样。

巴菲特：是的。1969 年当我被要求说出其中两个名字时，我知道有两个，我还知道另外几个。当时，查理对管理更多的钱不感兴趣，我的朋友 Walter Schloss 也没有很好地扩大规模，尽管他有 45 年左右的辉煌记录。但那是我当时所能想到的人。幸运的是我确实有几个。一起去红杉基金的人得到了很好的服务，如果他们整个时期都呆在那里。但是，**华尔街的人通过推销能力赚到的钱远远多于通过投资能力赚到的钱**。有几个人将会有出色的投资记录。但这样的人的数量很少，你花钱请来识别它们的人也不知道如何识别他们。但他们确实知道如何向你推销。这就是我的观点。

* * * 下午场 * * *

1、网上卖商业险？

巴菲特：好的。如果你们坐好，我们就开始了。

克里夫·加兰特：谢谢。伯克希尔有一个商业保险业务的在线门户网站 CoverYourBusiness.com。在商业险领域是否有机会直接进入类似于我们所看到的 GEICO 在个人汽车保险中所做的事情？

巴菲特：是的。好吧，答案是我们会知道的。我们实际上有两个在线业务。我不确定他们是否都建立起来了。一个叫做 BIG，我想我们得到了那个域名，它将由我们的子公司 Applied Underwriters 保险运营，负责对普通职工承保。另一个由 Ajit Jain 经营。然后，实际上，我们也通过 GEICO 保险承保商业汽车保险，所以我们很快就会知道。我想我关于继承财富的信息在这里得到了传递。(笑声)这孩子现在可能想把自己送去领养。(笑声)

所以我们已经做了一些，我们将会尝试更多的各种保险项目。当你看到发生了什么，你知道，以亚马逊为例，你必须尝试很多东西，我很惊讶关于个人汽车保险的查询从互联网迁移到手机的速度有多快，而且，你知道，我本以为年轻人会这样做，但像我这样的人做起来会很慢。但美国公众对互联网反应的适应确实令人难以置信，而且丝毫没有放缓的迹象。所以答案是，我们会尝试各种各样的事情，我们会犯一些错误，我的猜测是，10 年、20 年、30 年后，情况会大不相同。

2、我们的文化将持续"很多很多年"

股东：嗨。Matt Clayborn 来自俄亥俄州哥伦布市。谢谢你为我们大家做的一切。我的问题是：你以前说过，在你的继任人中，你的角色将被分成几个部分，其中之一将是通过让你儿子霍华德·巴菲特担任非执行董事长来维护公司文化。当霍华德不再担任这一职务时，伯克希尔将如何维持其文化？股东们应该注意什么，以确保几

十年后，当我像你这么大的时候，这种文化能够得到适当的维护？

巴菲特：是的。好吧，这是一个我们显然已经考虑了很多的问题，尽管我希望霍华德被任命为董事长，只是因为如果在选择继任者时犯了错误，如果你有一个非执行董事长，就更容易纠正它。但这是一个非常非常小的概率，我的意思是，这是 1/100 或 1/500 的概率，但没有理由完全忽略它。但这不是关键因素。

到目前为止，保持伯克希尔文化的主要因素是你有一个董事会，你有继任的董事会成员。你有运营经理，也会有继任的经理。你的股东清楚地认识到文化的特殊性质，他们已经接受了文化。当他们把生意卖给我们时，他们想加入这种文化。它把真正与它不合拍的人排挤出去，而这样的人很少。它包含了那些喜欢和欣赏它的人，我认为，在某种程度上，我们(在吸引合拍的人方面)没有太多的竞争。所以它变得非常容易识别，而且它很有效。

因此，我认为，无论是否有非执行董事长，我们在文化方面偏离轨道的可能性都非常、非常、非常小。但这只是一个小小的额外保护。所以，我认为伯克希尔的主要问题将是规模，我一直认为，当我第一次开始管理资金时，规模不是一个问题，而现在规模在很大程度上是业绩表现的敌人。

但我确实认为，伯克希尔的文化大大增加了单独看待的各个组成部分的价值。几十年来，我没有看到任何证据表明会有任何董事会成员、任何经理或任何东西，会以任何方式真正改变我们现在所拥有的东西。查理？

芒格：我甚至比你更乐观。

巴菲特：我从来没有注意到。(笑声)

芒格：我真的认为这种文化会让每个人都感到惊讶，子公司持续得有多好，管理层表现得有多好。他们会想为什么当初要对我们大惊小怪。它会工作得很好。

巴菲特：你知道，在公司里，仅仅是旗下的子公司和管理层而言，我们已经有了这么多好的要素。

芒格：这就是我要说的。这种力量太强大了。

巴菲特：另一件有趣的事情是，我们更换董事的情况也很少。因此，在过去十年中，我们需要更换的经理数量非常少。你知道，我们没有退休年龄，我倾向于在每次会议上提出这个问题来强化这个想法，但没有退休年龄，人们工作是因为他们热爱自己的工作。他们也喜欢钱，但他们的主要动机是他们真的喜欢完成他们在工作中所做的事情。这意味着我们的经理任期很长。所以我们管理层变化得很慢，董事们不是为了钱而来，所以我们在董事中有很好的任期，我认为这是一个巨大的优势。这将持续很长一段时间。

3、多元化不是选择伯克希尔董事的考虑因素

巴菲特：安德鲁。

安德鲁·罗斯·索尔金：谢谢你，沃伦。下面的问题来自 Ariz Galdos，其他几位股东也提出了类似的问题，沃伦，在我们的公司办公室，大约有 24 名男女和你一起工作。我看到从去年开始，在年度报告中图片的质量有所提高，所以对此表示祝贺。然而，看着它，有一件事引起了所有人的注意，那就是员工之间缺乏多样性。Calvert 投资公司 2015 年的一项分析发现，可口可乐是工作场所多元化最好的公司之一，而伯克希尔是最差的公司之一。你已经明确表示，在招聘经理职位和董事会成员时，你不会考虑多样性。这需要改变吗？我们是否因此错过了任何投资机会？在分析你可能想要收购的公司的价值时，你是否考虑了公司领导层和员工的多样性，无论其定义如何？

巴菲特：嗯，这是一个多方面的问题。最后一个问题的答案是不。之前的那个问题是什么？(笑声)

安德鲁·罗斯·索尔金：你曾明确表示，在招聘经理职位和董事会成员时，你不会考虑多样性。这种情况是否需要改变？我们是否因此错过了任何投资机会？

巴菲特：不。我们将挑选董事会成员，并将其列出来。我们已经这样做了很多年，我认为我们比大多数公司都要明确得多。**我们正在寻找有商业头脑，以股东为导向，并对伯克希尔有特殊兴趣的人。**我们找到了这样的人。因此，我认为我们已经拥有了最好的董事会。他们加入显然不是为了钱。

我接到咨询公司的电话，他们被告知要为其他公司寻找董事候选人，从他们问的问题来看，很明显，他们脑子里除了我们问的三个问题之外，还有其他问题。**他们真的想要一个名字能反映咨询机构信誉的人，这意味着一个大人物。**你知道，最近有一个组织，就是那个指尖血液检测公司 Theranos，他们的董事会里有一些非常大的名字，这些名字很棒，但我们对那些想进入董事会的人不感兴趣，因为他们想在 10% 的时间里每年赚 20-30 万美元。对他们来说，加入董事会是一件很有威望的事情，他们想借此加入更多或做类似的事情。

因此，我认为我们将继续应用这一测试：**商业头脑，以股东为导向，并对伯克希尔有强烈的个人兴趣。**我们的董事拥有的每一股伯克希尔股票，就像这个房间里的其他股东一样购买的，董事会没有给他们期权。我曾经在的董事会他们会给我股票，你知道，我得到它是非常自然的事情。我加入的 3-4 个董事会都是这样。

我们希望我们的董事站在股东的立场上。我们希望他们非常关心业务，我们希望他们足够聪明，以便他们对

业务有足够的了解，知道他们应该参与什么，不应该参与什么。

我希望当我们今年再次拍摄圣诞照片时，办公室的员工和去年的 25 人一模一样，尽管我们可能在其他地方增加了 3 万名员工，可能增加了 100 亿美元的销售额或类似的东西。这是一群了不起的人，参与这次年会的举办。事实上，25 个人中的每一个人，我们的 CFO，我的助理，所有人都在做着一项又一项的工作，使这次会议取得成功，并为我们的股东带来一次愉快的旅行。这是一种合作努力。而在其他公司你会有一个叫做年会部门的部门，你会有一个人负责它，你会有一个助理，然后他们会去参加各种关于举行年会的会议，然后他们会聘请顾问来帮助他们举办年会。而我们并不这么做，这是一个大家互相帮助的地方。(掌声)我的工作非常简单，是我周围的人真的让我变得很轻松。之所以这么简单，部分原因是因为我们没有任何委员会。也许我们有一些我不知道的委员会，但我从来没有被邀请参加任何委员会，我们可能在某个地方有一个 PPT，我还没有看到它，而且我也不知道如何使用它。我这么说吧，在伯克希尔我们只是不做没有意义的事情。我们可能会一起去看一场棒球比赛或类似的事情，我见过其他类型的活动，但我更喜欢我们的。查理？

芒格：几年前，我为洛杉矶的罗马天主教大主教做了一些工作，我的高级合伙人傲慢地说，你知道，你不需要雇佣我们来做这件事。有很多优秀的天主教税务律师。大主教看着他，好像他是个白痴，说，"皮勒先生，去年我做了一些非常严重的手术，我没有四处寻找顶尖的天主教外科医生。"这就是我对董事会成员的看法。(掌声)



2003 年，年仅 19 岁的 Elizabeth Holmes 从斯坦福大学辍学，创立了血液检测公司 Theranos，Holmes 向公众和投资人讲述着"从指间抽取一滴血，可以检测出癌症等一百多种疾病，彻底颠覆血检行业"的故事。凭借着乔布斯般"扭曲现实"的演说魅力，她为自己创立的血液检测公司 Theranos 陆续筹集了 9.45 亿美元，支持者不乏前首富家族、前美国防长、前国务卿等名人政要，被外界称作女版乔布斯，一跃成为硅谷亿万女性创业家。

2015 年，Theranos 估值达到了惊人的 90 亿美元，她凭借 45 亿美元的身价被福布斯评为全球最年轻女性亿万富翁，还入选了时代杂志评选的 2015 年最具影响力百人名单。豪华阵容的董事会成员包括：美国前国务卿乔治舒尔茨、亨利基辛格，媒体大亨鲁伯特-默多克，甲骨文创始人拉里-埃里森，传奇创投家唐纳德-卢卡斯等。就在人们期待着 Theranos 成长为下一个苹果或者谷歌时，一个真相逐渐显现：Theranos 所声称的革命技术是假的，这个商业神话内核只是个谎言。2018 年，华尔街日报记者，两届普利策新闻奖得主 John Carreyrou 采访了大量 Theranos 前员工，并将其血液检测结果与专业医疗检测机构进行对比，报道了 Theranos 的血液检测技术中存在检测结果不准确、隐瞒事实等一系列严重问题，揭露了公司诈骗的内幕。一度估值 90 亿美元的 Theranos 几个月后便宣告破产，联邦检查官以涉嫌诈骗投资者、医生、病人的罪名起诉了创始人 Holmes，以及公司二号人物兼秘密男友 Ramesh Balwani。2019 年上映的纪录片《滴血成金：硅谷血检大骗局》讲述了 Holmes 创富故事始末。

Theranos 并没有其所声称的血液分析仪。在大多数指针对血检中，使用的是其它公司的仪器。公司也没有从一个血液样本中检测 100 种疾病的技术，最多只检测过 12 种疾病。Holmes 表示，她隐瞒了 Theranos 使用第三方血液检测设备的事实。庭审中的关键证据是 Holmes 经手的公司技术验证报告。检察官展示了印有辉瑞、先灵葆雅、葛兰素史克公司 logo 的 Theranos 技术报告，而制药公司并没有参与或批准这些报告。Holmes 承认自己在报告中添加了这些标志，并将报告发送给投资人和商业伙伴。投资人和合作伙伴表示，这些报告在进行投资或合作时起到了促进作用。

Holmes 在创办 Theranos 公司时，还只是一个 19 岁的孩子，只上了一年大学，有一些实验室研究经验，但是没有商业或管理经验。她被起诉时也只有 30 多岁，在商界还是个新人。

2022 年，Elizabeth Holmes 迎来了正式判决，获刑 11.25 年，外加 3 年监督释放。Elizabeth Holmes 还要为她的四项指控支付 25 万美元罚款，同时需要向 Theranos 的所有投资者支付全额赔偿。这一金额高达 8 亿美元。

Theranos 前总裁兼首席运营官 Ramesh Balwani 面临与 Holmes 同样的十几项指控，他将面临最高 20 年的刑期。

风险投资机构 Highland Capital 的投资人 Bijan Salehizadeh 没有选择投资 Theranos。他说，原因是霍尔姆斯不愿或不能回答他的大部分问题。不过在 Theranos 如日中天之时，他怀疑过自己的判断，听到质疑的声音。"像 Theranos 这样炙手可热的公司，你作为一个医疗健康从业者，看见了居然没有投？一个独角兽在早期阶段坐在你的办公室里，你怎么能错过它？"而在硅谷做投资人的感受，也像内心在经历过山车，"你总是觉得自己要么是个白痴，要么是个天才。"硅谷文化中有一句广为人知的俚语：fake it until you make it (虚张声势，直到你真的做到)。正如联邦法院起诉时所说，"硅谷是现代技术创新和创业精神的中心，资本投资使其成为可能"。在这里，人们推崇超越时代的天才"不疯魔，不成活"的故事。这样的土壤中，诞生了改变世界的乔布斯，也产生了欺骗所有人的 Holmes。乐观预测与欺骗大众、追求极致与偏离轨道之间，往往只有一线之隔。Theranos 的诞生、讨论和审判具有某种更广泛的意义。

4、巴菲特对伯克希尔回购"喜忧参半"

格雷格·沃伦：沃伦，虽然伯克希尔已经批准了一项股票回购计划，最初的目标是以不高于公司最近每股账面价值 10% 的溢价回购股票，随后这一数字被提高到以不高于账面价值 20% 的溢价回购股票，但在过去四年半的时间里，股票回购活动相对较少。尽管在今年 1 月和 2 月，伯克希尔的股价都跌破了 1.2 倍 PB 门槛，但如果你以 2015 年底伯克希尔每股账面价值计算的回购价格为基础，在伯克希尔股价跌到那么低的时候 2015 年的财务数据还没有公布。鉴于你认为伯克希尔的内在价值继续超过其账面价值，而且随着时间的推移，两者之间的差距还在继续扩大，我们是否已经到了这样一个时刻，即考虑在比伯克希尔目前所处位置更高的临界点回购股票是有意义的？如果股价跌至 1.2 倍 PB，即使前一年的财务数据尚未公布，你会考虑介入并回购股票吗？

巴菲特：是的。格雷格，你提到伯克希尔的股价低于 1.2 倍 PB，我认为这是不正确的。我非常关注这一点，它已经相当接近 1.2。但我几乎可以向你保证，它没有达到 1.2，否则我们会回购。我很乐意在任何一天把数据发给你，你可能会觉得它确实达到了 1.2 倍 PB。很明显，在查理和我看来，在董事会看来，伯克希尔的内在价值远远超过 1.2 倍 PB，它的价值应该更高，否则股价不会处于那个水平。

另一方面，我们确实把回购价格从 1.1 倍提高到了 1.2 倍，因为随着时间的推移，我们收购了更多的业务，我们的内在价值和账面价值之间的差异，与我们设定 1.1 时相比，内在价值确实扩大了。我对整件事的心情很复杂，因为从严格的财务角度来看，从持续股东的角度来看，我喜欢以 1.2 倍 PB 的价格购买它，这意味着我可能会喜欢以略高于 1.2 倍 PB 的价格购买它。此外，这是比每股盈利(市盈率)更可靠的衡量方式。我的意思是，如果你能以低于一美元的价格购买美钞，你知道，没有比这更确定的赚钱方式了。

另一方面，以远低于我认为的股票内在价值的价格回购我的合伙人股票的实际行为，我并不特别享受。但我们几乎肯定会回购股票。我们不会做出 100% 的承诺，因为这会产生很多后果，但我们以 1.2 倍或更低的价格购买大量股票的可能性非常高。我们会以一种不在任何特定水平上支撑股价的方式来做。如果发生这种情况，对那些长期持有的股东来说将是非常好的。

然而，回购是一种有趣的情况，因为如果我们真的愿意，甚至渴望，从财务的角度来看，以这个价格回购，这真的就像拥有一个储蓄账户，如果你把回购的钱作为股息，或者作为储蓄账户的利息支付，你会马上得到一美元。但如果你把它留在公司用来回购，你几乎可以保证会得到 1.2 美元。我的意思是，如果他们能把保留的钱以 1.2 的价格兑现的话，为什么会有人想把钱从储蓄账户里取出来？所以，回购作为一个后盾，以确保不分红政策会产生更大的回报，而不是我们分红一美元，人们得到一美元。在我看来，如果他们留下一美元，他们至少会得到 1.20 美元，这不是一个完全的保证，但这是一个相当大的可能性。

那么我们会提高这个回购的数字吗？也许。如果我们的投资想法用完了，你知道，如果很明显我们不能在公司内部有效地使用资本，而公司不断产生更多资本，那么在某个时候，门槛可能会提高一点，因为回购仍然有吸引力。你不想继续积累这么多钱，以至于在你的口袋里烧出一个洞。实际上，有人说一个装满的钱包有点像一个装满的膀胱，你可能很快就会有把它尿出来的冲动(乱投资的冲动)，我们不希望这种情况发生。

但到目前为止，这种情况还没有发生，如果现金达到 1000 亿或 1200 亿或类似水平，我们可能不得不提高回购的价格。任何时候，你都可以以低于内在价值的价格回购股票，这对持续持有的股东是有利的，但应该以一个明显的利润率回购。内在价值不可能计算得那么精细，以至于计算到小数点后四位或类似的数字。查理？

芒格：嗯，你会注意到，在美国的其他公司，这些回购计划有自己的期限，以非常高的价格回购股票变得相当普遍，这对股东没有任何好处。我不知道人们为什么要这么做。我觉得它会变得很时髦。

巴菲特：这很时髦，他们得到了顾问的推销。你能想象有人出去说，我们要收购一家企业，我们不在乎价格吗？比如，我们今年要花 50 亿美元收购一家企业，我们不在乎价格是多少。当公司在回购时没有附加某种衡量指标时，他们就会这么做。也许他们不想公开这个指标，如果说要回购 50 亿股股票，他们肯定应该说，如果回购有利的话，我们将回购 50 亿股股票。但如果他们说要收购 XYZ 公司，他们会说，我们会以这个价格收购，但不会以这个价格的 120% 收购。杰米·戴蒙(Jamie Dimon)非常明确地表示，当他以低于他认为的内在价值的价格买入

股票时，他将回购股票。

但我已经看到了数百份回购公告，我一次又一次地坐在董事会里，他们对回购进行了投票，基本上他们说他们这样做是为了防止股权稀释或类似的事情。回购与防止稀释无关。我的意思是，如果稀释本身是一个负面因素，以过高的价格回购股票是另一个负面因素。所以回购必须与估值有关。正如我所说，很多关于回购的新闻稿对估值只字不提。

芒格：我们总是表现得很像一些人所说的主教祈祷。我们虔诚地感谢上帝，因为我们不像其他宗教那样低人一等。(笑)我担心伯克希尔可能有太多这样的人，但我们也没办法。(笑声)

5、新内布拉斯加家具市场商店在达拉斯做大生意

股东：下午好，巴菲特先生。Shawn Montgomery 来自得克萨斯州沃思堡。内布拉斯加家具市场已经在达拉斯开业一年了。我只是好奇销售额如何，与你的其他商店相比如何，以及你认为它们在未来会是什么。谢谢。

巴菲特：是的。这是我们销量最大的商店。但我们在堪萨斯城遇到了一个问题，我们可能每次开店都会遇到这个问题，因为我们产生了太多的初始量，以至于我们遇到了交付问题。就像我说的，堪萨斯城的情况更糟，那是我们开的第一家店。所以，我们真的必须把脚从油门上移开，因为我们最不想做的事情，就是在交付问题上给人留下不好的第一印象。所以，这是我们销量最大的商店。交货变得好多了。他们实际上达到了我们在奥马哈的公司标准。但开始有几个月的情况并非如此。我们开了一家美国最大的家居用品商店，我们很自然地认为我们在这个地区尽可能地培训了司机。但是在一个新的门店运营中，有 100 多个品种在那里销售，你知道，包括地毯，人们迷路，路线不好等等，有很多工作要做。但这已经解决了。

所以我很期待这家店，它已经是我们最大的店了，但我认为它不久就会成为每年 10 亿美元销售的商店。我们正准备踩油门加速。这是一个很棒的地方。我们在达拉斯/沃斯堡地区有 20 多家汽车经销商。在我们的家具市场所在的地区可能有三四家。他们在那里建得不够快。丰田和雷克萨斯要搬过去了。它已经是一家很棒的商店，但它将远远超越这一点。我们已经开放了大约四家餐馆。我们还有四五个项目在筹备中。它们做得很好。我开始听起来像唐纳德·特朗普，你知道，了不起的，了不起的，我从来没有见过这样的事情。(笑声)等到明年吧。我会回来的，那时我的状态会更好。它已经做得很好了。我们找不到更好的地方了。我们有 400 多英亩的土地，我们非常幸运地拿下了一大片土地，我们带来了前所未有的价格和品种。现在我们要做的是前所未有的派送速度。

6、巴菲特对大规模杀伤性武器的担忧

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自纽约的 Chris Gottscho。巴菲特先生，你表达了对网络、生物、核和化学攻击的担忧，但预防灾难没有得到足够的重视。例如，众议院一致通过了一项法案，以加强电网对抗高空核爆炸。最近没有太多的法案获得一致通过，后来该法案在参议院被搁置了。你有没有考虑过资助一个游说和教育活动，以促进这一领域的公共利益，并抵制那些往往对短期利润更感兴趣的行业游说者，这难道不是一个好主意吗？

巴菲特：是的。好吧，在我看来，没有什么问题像我所说的 C-N-B-C，即网络，核，化学和生物攻击的问题，无论发动方可能是流氓组织，甚至可能是个人，流氓国家。我的意思是，如果你想一想你可以想很多事情。它最终会发生的。我认为我们很幸运，坦率地说，人们在政府中做得很好，因为政府一直是这方面真正的保护，自 1945 年以来什么都没有发生。在古巴导弹危机期间，我们非常非常接近危机。我不知道发生的几率有多大，但我确实认为，我能想到很多人，如果他们代替肯尼迪或赫鲁晓夫，我们会有一个非常不同的结果。这是终极问题。正如我在年报中所说，这是对伯克希尔经济的唯一真正威胁，随着时间的推移，对伯克希尔经济福祉的外部威胁。我只是希望当它发生的时候，能被最小化。

但是，当地球上有 70 亿人时，精神病患者、自大狂、宗教狂热分子以及任何伤害他人的人的欲望要比 30 亿人时大得多，我出生时不到 30 亿人。不幸的是，他们会有办法做到这一点。你知道，如果你是一个精神病患者，你向隔壁洞穴的人扔了一块石头，你受到的伤害始终是有限的。你知道，通过弓箭、长矛、大炮和各种各样的东西，这就发生了。在 1945 年，我们释放了世界上前所未见的东西，而之前的那些攻击，和我们现在所能做的相比，看起来就像一把玩具枪。所以有很多人想给我们造成巨大的损失。当我 20 多岁的时候，我看到了这种观点。就我的慈善事业而言，我决定这是我认为应该成为主要问题的两个问题之一，我参与了各种各样的事情，比如忧思科学家联盟(Union of Concerned Scientists)和我已经向核威胁倡议(Nuclear Threat Initiative)提供了一些资金，该倡议将建立一个类似于联邦储备系统的铀储备系统，这将使各国失去一些发展自己的高浓缩铀的借口。

芒格：你年复一年地支持 Pugwash 科学和世界事务会议，而且完全是一个人。

巴菲特：但这绝对是一个政府应该处理的问题，而且我认为，这实际上是一位又一位总统的首要任务。这不是他们每天都可以出去谈论的事情，他们不想把每个人都吓得魂飞魄散，他们也不想让人们知道他们在做什么。

但是在保险行业，你甚至不需要在保险行业，你知道总有一天有人会做一些非常，非常，非常大的有害的事

情。也许美国可能是最有可能发生的地方，但它也可能发生在其他很多地方，这是创新的一个巨大劣势。

芒格：沃伦，我想他也问过，我们伯克希尔为什么不花更多的时间告诉政府它应该做什么和思考什么？(笑)

巴菲特：嗯，我试着告诉人们。没有人不同意你的观点。他们只是看起来有点无望。我的意思是，他们不知道除了他们正在做的事情之外还能做什么。顺便说一句，他们做了很多事情。我的意思是，并不是所有的事情都会被公开，但是我认为赫鲁晓夫不应该把炸弹送到古巴，但至少当他知道肯尼迪打算调转船头时，他有足够的理智。但你不能指望肯尼迪和赫鲁晓夫总是掌管一切。我看到了在商业或人类行为中所犯的错误，人们的行为与他们自己的长期利益背道而驰，你知道，人们有很多弱点。你可以争辩说，如果希特勒不是那么反犹太人，他本可以留住很多科学家，这些科学家可能会让他在我们之前制造原子弹，但他赶走了最好的科学家，幸运的是——

芒格：想象一下，如果一个人蠢到认为提高科学水平的方法就是把所有犹太人都赶出去。(笑声)

巴菲特：是的——20 世纪的英雄可能是 Leo Szilard。我的意思是，他就是那个让爱因斯坦(Albert Einstein)致信罗斯福总统(Franklin Roosevelt)的人，他说，“如果一方或另一方会得到这个，我们最好先得到它。”他说得比那更有说服力。你可以上网查这封信，但是，我们都很好，我们都很幸运。《My Trial as a War Criminal》

但是，如果你记得 911 恐袭之后，人们开始收到 5 封装有炭疽的信封，它们被寄给去了《国家询问报》等 5 家报社，我不记得了。我的意思是，当你有一个人会把炭疽传染给人们的想法时，这个决定是如何做出的，这是完全无法理解的。那个人最终并没有造成很大的伤害，但他的伤害能力绝对令人难以置信。

我不知道伯克希尔该怎么做，我不知道该怎么做慈善事业。如果我知道怎么降低 C-N-B-C 型大规模袭击的概率，如果我知道如何将概率降低 5% 甚至 1%，我所有的钱都会花在这上面，毫无疑问。

芒格：但我们一直不善于让政府听从我们的建议，这难道不是真的吗？

巴菲特：是的。但这个很重要。(笑声)

没有人和你争论这个。他们就这么放弃了。有些人在上面工作了一段时间，然后就灰心丧气地放弃了。

我参与了一个项目，我忘了它的确切名称，这是很久以前的事了，**他们的想法是影响小国的选举，其理论是政府是主要工具，你将拥有最大的影响力。**一个接一个，你知道，人们接受了它，然后灰心丧气。我不认为这是因为我们选错了领导人。我认为我们的领导人在这方面做得很好。我不担心候选人希拉里·克林顿或唐纳德·特朗普会将这一点视为其总统任期内的首要问题。**进攻方比防守方有优势，你可以在 99.99% 的时间里赢得比赛，但最终**

任何有可能发生的事情都会发生。我希望我能给你一个更好的答案。查理？

芒格：我没有办法给出更好的答案。

7、路博润润滑油添加剂业务

乔纳森·勃兰特：路博润润滑油添加剂业务是贵公司六大非保险业务之一，但自近五年前被收购以来，有关其业绩的披露相对较少。您能否向我们介绍核心业务的最新进展，以及自收购以来竞争格局和终端市场的发展情况？我知道核心业务不是增长型业务，但行驶里程的增加对他们的收入有帮助吗？你能不能也谈谈他们一两个更重要的补强型收购的表现，无论是 ChemTool、Warwick、Weatherford 还是 Lipotec？

巴菲特：是的。添加剂业务基本上有四家公司，这是一项没有增长但非常好的业务，而我们是领导者。因此，自购买以来，它的表现几乎完全符合您的预期。而其他专业公司有增长的可能性，但它们的规模很小。因此，从运营的角度看，路博润整体上非常符合我们的预期，或者符合你们的预期，如果你看了我们收购它时的招股说明书。他们进行了一次大型收购，这是一个很大的错误，那是在石油特种化学品领域(14 亿美元换股收购 Phillips 66 旗下原油管道流动性改进剂公司 Phillips Specialty Products)，而且是在石油价格暴跌后不久。所以我们在路博润进行了一些不错的收购，但最大的收购不应该进行。我们仍然拥有添加剂业务和所有业务的基本盈利能力。这丝毫没有让我们失望。这是一项运营良好的业务，但它不是一项增长业务。查理？

芒格：没有什么要补充的。

8、"我们喜欢看微观因素。"

股东：你好。巴菲特先生和芒格先生，你们好，非常感谢你们的真知灼见、教导和成为伟大的榜样。我叫 Eric Silberger 来自纽约的一名小提琴家。我对你们两个的问题与心理偏见有关。通过伯克希尔的运营，你可以很好地了解宏观经济因素。然而，伯克希尔并不根据宏观经济因素做出投资决策。你如何控制信息的影响，比如了解宏观经济因素，或者了解股票价格的锚定效应，因为一旦你之前分析过它们，过一段时间就很难不分析了？这如何影响你的理性决策，你是否应该忽略它，或者你是否应该尝试以积极的方式使用它？

巴菲特：查理和我读了很多书，所以我们对经济问题和政治问题感兴趣，就这一点而言，我们知道或者熟悉几乎所有的宏观经济因素，但这并不意味着我们知道他们将走向何方。我们不知道零利率会导致什么结果。但我们确实知道发生了什么。

芒格：沃伦，他说的是微观经济因素。我们非常关注这些。但宏观经济，我们知道的并不比其他人多。

巴菲特：他总结了一下。就我们购买的企业而言，当我们购买股票时，我们将其视为购买企业，因此它们是非常相似的决定，我们试图了解所有或尽可能多的微观经济因素。我喜欢看企业的细节，无论我们是否购买它。

我的意思是，我只是觉得研究这个物种很有趣，这就是你研究它的方式。所以我不认为人们否认这些因素的重要性。我到底回答没回答他的问题，查理？

芒格：嗯，几乎没有什么比微观经济学更重要的了。这就是生意。商业和微观经济学在某种程度上是同一个术语。微观经济学是我们要做的，宏观经济学是我们所忍受的。

股东：我的意思是，你是如何处理锚定效应的？

芒格：嗯，我们并不依赖于我们所忽略的东西。

股东：我明白了。(笑声)

巴菲特：但查理和我是那种对每个行业都很感兴趣的人，我们喜欢观察微观因素。我们在 1972 年买喜诗糖果时，当时可能有 140 家商店或什么的。我们会看每一个的数字，我们会随着时间的推移观察它们，我们会看第三年商店相比于第二年的表现，我们真的很喜欢了解企业。对我们来说很有趣。有些信息非常有用，有些可能看起来毫无帮助，但谁知道什么时候你脑海中的一些小事实会突然出现，并真正产生影响。所以，我们很幸运，因为我们正在做我们喜欢做的事情。我的意思是，我们喜欢这样做，就像其他人喜欢看棒球比赛一样，我也喜欢这样做。但是他们每一个投球都很有趣，每一个动作都很有趣，你知道，这个家伙的双偷(double steal)是不是很有趣，这就是我们真正致力于的活动，我们在谈论类似的事情。

芒格：我们试图避免最坏的锚定效应，也就是你之前的结论。我们真的试图摧毁我们以前的想法。

巴菲特：查理说，如果你不同意某人的观点，你希望能够比他们更好地陈述他们的观点。

在这一点上，你已经赢得了不同意他们观点的权利。

芒格：当然。否则你应该保持沉默。如果每个人都遵循我的制度，这将为我们的政治创造奇迹。(笑声和掌声)

9、我"更愿意为伯克希尔赚钱，而不是为自己赚钱"

Becky：沃伦，只是一个简短的请求。你能不能停止使用 C-N-B-C 作为大规模毁灭的缩写？(笑声)

巴菲特：但如果我用 N-B-C-C，那么(NBC 环球首席执行官)Steve Burke 就会对我有意见。

Becky: 这个问题来自德克萨斯州达拉斯市的 Matt Bandy。他问, 2015 年 12 月, 你提交了一份个人 13-G 文件, 证明你在房地产投资信托公司 Seritage Growth Properties 中拥有大约 8% 的所有权, 据我所知, 这与伯克希尔的投资并不相似。另外, 2015 年 9 月, 沃伦提交了一份个人 13-G 文件, 证明对 Phillips 66 的所有权, 这与伯克希尔的投资类似。我的问题是, 你如何决定是为自己的个人账户投资, 还是为伯克希尔投资? 我知道市值和控股比例是可能的因素, 但他是否不应该为股东的利益而投资 Seritage 这样有重大上涨空间的公司? 而且, 你把你的个人资金用于何处?

巴菲特: 对。我没有或从未拥有过 Phillips 66 的股份, 所以我不确定你指的是什么。也许在填写表格的时候, 因为我是伯克希尔的 CEO, 所以在某一行上, 所有权是我的名字。答案是我个人从未拥有过 Phillips 66 的股份。**我的情况是, 我有 1% 的净资产在伯克希尔以外, 99% 在伯克希尔, 我不能做伯克希尔正在做的事情。**

Seritage 是一家房地产投资信托公司, 当我买下它时, 它的总市值不到 20 亿美元。因此, 一家市值 20 亿美元的公司并不像伯克希尔那样庞大。此外, 据我所知或记忆所及, 我们从未在伯克希尔拥有过房地产投资信托基金。我的意思是, 我可以买下它, 而不用担心与伯克希尔发生冲突。作为一个实际问题, 你知道, **我最好的投资想法对我个人的投资来说是禁区, 因为如果它们足够大, 对伯克希尔有重要意义, 它们就会进入伯克希尔。在伯克希尔目前的规模下, 我们不会投资总市值为几十亿美元的公司, 除非是非常奇怪的事情。**但是, 我偶尔会看到一些对伯克希尔没有多少帮助的资产, 我会把我净资产的 1% 投进去, 其余的都是禁区, 除非伯克希尔已经买完了。我的意思是, 我拥有一些我很久很久以前买的油井, 而伯克希尔不感兴趣。我的意思是, 我们当时买了足够多的东西, 或者我们再没有钱继续投资了。

但我尽量远离任何可能与伯克希尔发生冲突的事情。如果我在伯克希尔收购 Phillips 66 的时候买入 Phillips 66, 或者立即、或者在此之前、或者在此之后买入 Phillips 66, 可能会有这样的情况, 那就是伯克希尔可能已经达到了买入上限。但答案是我没有买, 我从来没有拥有过。查理?

芒格: 嗯, 在我们所处的位置上, 真的不想有利益冲突, 甚至是表面上的利益冲突。50-60 年过去了, 我们什么时候让伯克希尔难堪过? 总的来说, 除了伯克希尔, 我们两个人几乎没有什么重要的事情。**我有一些好市多的股票, 因为我是好市多的董事。伯克希尔有一些好市多的股票。**有两三个这样的小重叠, 但基本上伯克希尔的股东们要担心的东西, 比沃伦和我带给伯克希尔的冲突多得多。我们不会这么做的。

巴菲特：这听起来可能有点疯狂，只是因为我有能力这么说，但我更愿意为伯克希尔赚钱，而不是为自己赚钱。我的意思是，这对我来说不会有什么区别。我已经得到了所有我可能需要的钱，甚至更多，总的来说，我的个性——一切都更多地取决于伯克希尔的表现，而不是我自己，因为我要把所有的钱都捐出去。所以，我知道我的最终结果是零，我不希望伯克希尔的最终结果是零。所以我站在伯克希尔这边。（掌声）克利夫。

10、伯克希尔的现金流前景

克里夫·加兰特：伯克希尔今天最大的财务特征之一是其令人敬畏的现金流。虽然用简单的收益减去资本支出公式得出的年度自由现金流，大约是 100-120 亿美元，但实际上它似乎要高得多，接近 200 亿美元，我认为，部分原因是递延税资产每年的变化。自由现金流的前景如何？投资者能否继续期待未来出现类似的动态？

巴菲特：是的。有很多递延税项可归因于证券的未实现增值。我没有准确的数字，假设这是 600 亿未实现的证券增值。那么就会有 210 亿的递延税款。那不是真正可用的现金。只是在我们出售证券之前，没有现金需要支付。有些则是通过折旧产生的。出于税收目的，铁路将有折旧，这比账面上列示的折旧要高得多。

但总体而言，我认为，伯克希尔的现金流主要是一个与我们的净收益和浮存金增加有关的实际问题，假设我们有增加的话。多年来，我们的浮存金增加了 800 多亿美元，浮存金可用于超出我们收益水平允许范围的投资需求，这是一个巨大的推动因素。我们将在我们的业务中花费比折旧更多的钱，首先，因为铁路和能源公司是两个很可能在很长、很长一段时间内，资本支出远超折旧的实体。至于其他行业，除非我们进入通胀环境，否则无论如何资本支出都不会出现巨大的波动。

所以，我们不包括资本利得的经营性收益，不管它们来自于什么业务，大约是 170 亿美元。加上我们的浮存金变化，就是新增的可用现金。当然，我们总是可以出售证券，创造额外的现金。我们还可以借钱，创造额外的现金。但在伯克希尔，这并不是一个非常复杂的经济等式。在很长一段时间里，人们没有意识到浮存金的价值。我们一直在向他们解释，我想他们现在可能也这么做了。

重要的是，查理和我想的是，我们的目标是每年都要增加一些东西到公司的经营性每股盈利能力中去。我们认为我们可以做到，我们应该能够做到。因为我们每年都有留存收益来完成这项工作。

有时候，我们看起来并没有取得多少成就，我们也没有取得多少成就。而其他年份，我们发生了一些大事，但我们事先并不知道会是哪一年。查理？

芒格：很少有公司拥有类似的优势。在伯克希尔的整个历史中，我们一直生活在现金的洪流中，我们不断地部署它，买入各类资产，**我们在前进的过程中变得聪明起来**。这是一个很好的系统。我们不会改变它。

巴菲特：不会。而且它允许有很多错误。我的意思是，这是有趣的事情。**美国的商业环境已经足够好了，你不需要真的很聪明就能取得一个不错的结果**。如果你能加入一点智慧，那么你应该会得到一个很好的结果。

芒格：你要做的是对标准的愚蠢行为感到厌恶。你只要把那些挡在外面。你不需要很聪明。

巴菲特：感谢上帝。

11、我们已经"避免了自我毁灭的行为"

股东：嘿，沃伦和查理。非常感谢你的慷慨，感谢你为人类的进步分享你一生积累的知识和金融资本。谢谢你。伯克希尔的经理们，感谢你们建立了重要的公司，并为我们的财务未来掌舵。谢谢各位。

我是 MICROJIG 的 Bruce Wang，正从佛罗里达州的 Orlando 向西旅行。去年，你亲切地与我分享了获得最佳声誉和表现良好的重要性。今年，我想问的是，比尔·盖茨写道，"沃伦的天赋是能够超前思考。要做到这一点，需要的不仅仅是把他的格言铭记在心，尽管沃伦有很多格言值得铭记在心。"他还补充说，"我从来没有见过任何人在商业中以如此清晰的方式思考。"沃伦，什么是难以捉摸但对你来说显而易见的真相，让你能够超前思考，并建立一个清晰的思维框架，创造出一个具有历史意义的巨头机构品牌？还有，查理，你也一样，有什么显而易见的事实如此清晰地呈现在你面前，但许多人却强烈反对你的观点？

巴菲特：我想我明白你的问题了，在学习投资方面，我很大程度上要归功于本·格雷厄姆。我非常感激查理，因为他，我学到了很多关于商业的知识。然后我也一直在周围，我花了一生的时间去研究企业，为什么有些可行，有些不可行。正如约吉·贝拉(Yogi Berra)所说，**你可以通过观察学到很多东西**。这正是查理和我长期以来一直在做的事情。我之前提到了模式识别，我想说的是，**认识到你不能做什么是很重要的**。所以我们可能已经尝试了百货商店业务和一些事情，**但我们通常尝试只在好球区和我们特定的好球区挥杆。就是这么简单**。

在投资活动中你不需要很多智商，你在生活中的某些活动中需要这种智商，但你确实需要控制自己的情绪。我的意思是，**我们看到非常聪明的人做非常愚蠢的事情，人类是如何做到这一点的，这很有趣**。只要让那些非常富有的人，以某种方式使用杠杆，他们就会失去一切。我的意思是，**他们为了一些对他们来说不重要的东西，而拿一些对他们来说重要的东西去冒险**。

好吧，你可以说，你在一年级的时候就知道了这一点，但人们会一次又一次地这样做。你会看到这种不断以某种方式自我毁灭的行为。但我认为，我们已经在某种程度上已经做到了，避免了自我毁灭的行为，这并不需要什么天赋就能做到。查理？

芒格：嗯，有几个简单的技巧是有效的——效果很好，特别是如果你有一种既有耐心又有机会主义的气质。这在很大程度上是遗传的，尽管我认为这在某种程度上是可以学会的。我认为还有另一个因素可以解释伯克希尔做得这么好的事实，那就是我们真的在努力表现得很好。

我有一个曾祖父。当他去世时，牧师发表了演讲，他说，没有人嫉妒这个人的成功，因为他的成功是如此的公平和明智。这是一个非常简单的想法，但这正是伯克希尔正在努力做的事情。有很多人赚了很多钱，但每个人都讨厌他们，他们也不欣赏自己赚钱的方式。我也不是特别欣赏去经营赌场赚钱。而且，你知道，我们没有这类业务。我们拒绝了一些生意，包括一家大型烟草企业。所以，如果我们只是非常精明的赚钱，但没有一点点牧师对我的祖父 Ingham 所说的话，我不认为伯克希尔会运作得很好。我们希望人们认为我们的成功赢得了公平，并运用了明智。这很管用。(掌声)

巴菲特：我们非常非常幸运地出生在我们出生的时间和地点。我的意思是，你可以把我们扔在其他时间或者世界的其他地方，事情就不会变成今天这样。

芒格：想想你有个 Fred 叔叔是多么幸运。沃伦有个叔叔，他是我认识的最好的人之一。我以前也为他工作过。你知道，很多人都有可怕的亲戚。(笑声)

巴菲特：这点很重要。就在昨天，我所有的表亲和一大群人开了个会，我们只是在年会的时候聚在一起。我们大概有 40 或 50 个人在那里。他们拿出一些老照片，我有四个姑姑，她们都在这些照片里，我的意思是，你很幸运有四张这样的照片。我的意思是，他们只是在各个方面，强化了很多在我的情况下需要强化的东西。

芒格：我希望你能多喝几杯。(笑声) 我们会做得更好。

巴菲特：但是，他提到了我的叔叔 Fred，但我的阿姨 Katie 和 Alice 也在店里工作。她们再好不过了。我想查理会同意这一点。我的祖父有点强硬。告诉他们我爷爷周六给你钱的时候是怎么做的，查理。

芒格：嗯，这非常有趣。沃伦是民主党人，但他出身不同。我为他的祖父 Ernest 工作，他很认真。(笑) 当他们在周六通过社会保障法案时，他不赞成，因为他认为这降低了自力更生的能力，他为我 10 小时的工作支付了 2

美元，当时没有最低工资，在周六这是一个艰难的 10 小时。在十个小时结束时，我进来了，他让我给他两便士，这是我对社会保障的贡献。(笑声)他给了我两张 1 美元的钞票，并就民主党的邪恶，福利国家，缺乏自力更生的长篇大论，没完没了。所以，我也有正确的先例。Ernest 教我该怎么做。

巴菲特：好的。家族历史够多了。

芒格：他认为他这样做是在为世界尽自己的责任。我没有夸大这一点，不是吗？

巴菲特：不，你一点也没有夸大。(笑) 我们很幸运我们在年轻时所遇到的那些人们。安德鲁。

12、尽职调查并没有发现收购一家公司的真正风险

安德鲁·罗斯·索尔金：沃伦和查理，你们以仅仅通过握手就在一两天内达成交易而闻名。你为自己做尽职调查的低开销而自豪，因为这项工作大部分都是你自己完成的。而其他成功的收购，公司会利用由内部人员、外部银行家、顾问和律师组成的团队进行尽职调查，通常需要数月的时间来评估交易。速度可能是一种竞争优势。你做一些惊人的交易。但你的尽职调查过程是否也让我们面临更大的风险？如果你离开了，你会建议伯克希尔如何改变我们的交易方式？

巴菲特：是的。我经常被问到这个问题，通常是从律师那里。事实上，我们和芒格托尔斯律师事务所谈过，这是我得到的问题之一，我们不做尽职调查，可能是因为我们按小时给他们报酬。(笑声)

这很有趣。我们在收购中犯了很多错误。我们犯了很多的错误，是没有进行收购。但我们犯过的错误总是在于，对公司所在行业未来的经济状况，做出了不恰当的评估。这些错误不是很差的租约，不是具体的劳动合同，不是有问题的专利。它们不是尽职调查清单上的东西，你知道，美国每一家大公司的每一次收购，都有上述一系列尽职调查的清单。但这些都不重要。重要的是你是否对未来判断错了，你是否真的对基本的经济学和这个行业可能如何发展有所了解，或者亚马逊是否可能在几年内扼杀他们，或者诸如此类的事情。

当我们收购一家企业时，我们还没有找到一份尽职调查清单来了解我们认为的真正风险。就像我说的，我们已经犯了至少六个错误，如果你要把错过的错误计入，那我们的错误可能会更多。但这些问题都不会因为更多的尽职调查而得到解决。如果我们聪明一点，这些问题可能已经被解决了。

只是调查清单上的东西并非真正重要的。要评估一个经理人，当买他的生意时我将十亿美元交给他，而他将给我一张股票证书，评估他未来继续经营该业务时的行为，是否与他过去拥有它时有所不同，这是非常重要的，

但世界上没有清单可以回答这个问题。所以，我们对尽职调查不感兴趣。顺便说一句，有一些问题我们的确会有尽职调查。我的意思是，你要确保他们持有的股份不会是你所购买的两倍之类的问题(确保没有欺诈)。但如果我们认为，我们遗漏了一些在评估企业未来经济前景时很重要的东西，我们就会通过一切手段深入研究这些东西。

当我们买下喜诗糖果时，它可能有 150 份租约。当我们购买精密机件公司时，他们有 170 个工厂，有些地方会存在污染的问题。但问题是，这并不是决定一笔 320 亿美元的收购在五年后或十年后是否会看起来不错的因素。我们试着专注于这些重要的事情。我确实认为我们的交易方法可能会促进一些事情，至少确实减少了某些无畏的花销。很多人会在小事上争吵。我见过一些交易失败，因为人们开始争论一些无关紧要的问题，这时候，他们的自负卷入其中，你知道，他们试图在沙子上划清界限，诸如此类。我觉得我们收获很大。当我们开始进入交易时，它通常会达成。查理？

芒格：嗯，如果你停下来想一想，业务的质量通常取决于更多的东西，而不是你是否在一些旧的租约或其他东西上越过了界限。即将留下来的管理人员的素质是非常重要的。你将如何通过尽职调查来检查这一点？我不知道有谁在判断商业质量和人的素质方面比伯克希尔有更好的记录。我们将在收购后主导业务，但我不认为改变原来的管理方法会得到任何改善。所以我认为答案是，至少对我们来说，我们正在按照我们应该做的方式去做。

巴菲特：拖延的谈判有一种趋势，它们更有可能因为某种原因而破裂。我的意思是，人们可能会在很小的问题上变得固执，固执是愚蠢的，但人们有时会变得愚蠢。我喜欢让事情进展顺利。我喜欢对对方表现出一定程度的信任，因为通常信任会返回到你身上。

你知道，确实有一些害群之马在里面，但发现他们不是通过查看文件来实现的。你真的必须衡量那个从你那里得到很多钱的人，他们将来会如何表现，因为我们指望着他们继续管理。这一评估与所涉及的任何事情一样重要。我们知道所有的数字和所有的进展，我们知道我们要付多少钱，所以我们不希望在谈判中把事情搞砸。我完全愿意在交易中损失一点。如果我能在一个不错的项目中达成交易，你根本不必要斤斤计较，汤姆·墨菲教会了我这一点。因为斤斤计较将是个可怕的错误。

你做了一笔不错的交易，如果你发现有些东西在某种程度上有些出入，那也没有关系。如果你认为这是不诚实的行为，并暗示你正在打交道的人的性格，那么你就有了另一个问题，如果你能及早发现这个问题，那么你就是很幸运的。查理，还有吗？

芒格：在这个房间里，有多少婚姻幸福的人会仔细检查他们配偶的出生证明等等？（笑声）

我的猜测是，我们的方法并不像它们看起来那么罕见。（掌声）

巴菲特：是的。我会考虑的。好的，格雷格。

13、"我们不注重头衔。"

格雷格·沃伦：沃伦本月早些时候宣布，一旦 Tad Montross 从通用再保险公司退休，阿吉特·贾因(Ajit Jain)将接管伯克希尔所有的再保险业务，这引发了一些问题，不仅是领导层结构的变化，还有继任计划。鉴于再保险市场的现状，让阿吉特监管这两项业务是有意义的，特别是如果定价环境预计将在未来十年内变得困难，并且存在可以简化的重复工作。考虑到这一举措以及过去几年伯克希尔几家子公司的职责变化，我想知道您能否给我们介绍一下子公司层面的继任计划是如何处理的，你能告诉我们是什么让你最终决定让阿吉特负责伯克希尔的两个再保险部门吗？无论它是否会改变您在业务的专业方面所做的工作量，我们都将不胜感激。

巴菲特：是的。好吧，39 年来 Tad Montross 为伯克希尔做了一件绝对轰动的工作。（掌声）你知道，通用再保险最初曾是个问题儿童。有些是自己造成的，有些是外部造成的。Tad 非常棒，我好几次试图挽留他，但是可能只成功了几个月而不是几年。

正如你所说，**让阿吉特管理再保险业务是有意义的。阿吉特有能力处理保险行业越来越多的事情**，他管理着一家名为 Guard 的公司，你们大多数人从未听说过它，我们几年前收购了它，它做得非常好。总部设在宾夕法尼亚州的 Wilkes-Barre。它在小企业承保方面做得很好，它的业务主要是面对全国各地的工人赔偿保险。你知道，它在阿吉特的领导下蓬勃发展。几年前，他开始这项特殊的业务，在 Peter Eastwood 的领导下，这一业务发展迅猛。**我发现真正有能力的人可以处理很多事情**。这很有趣，但这是真的。就拿 Carrie Sova 来说，她把这次会议安排得妥妥当当。如果你有一些先入为主的观念，认为一个将有 4 万人参加的年会，将需要花费数百万美元用于各种组织规划和会议，但真正有能力的人可以胜任任何事情，比如我的助理 Debbie Bosanek。因此，有才华的人所能取得的成就是无限的。如果我明天在保险方面有其他事情需要做，我可能也会打电话给阿吉特。

你知道，就我的继任而言这是有意义的，我们将在周一举行董事会会议，但我们会像往常一样在每次会议上讨论它，而且，你知道，我们的想法是一致的，每个人都知道为什么它是最合理的。但五年后，一些不同的东西可能会有意义。这是不公布任何名字的原因之一。我的意思是，谁知道当它发生的时候会发生什么，或者相关的

人会发生什么？也许他们的情况会改变。所以，阿吉特正在监督通用再保险的事实并不能说明什么。查理？

芒格：嗯，这是正面的。有能力的人通常可以做得更多，而总的来说，你无法解决那些没有能力的人。所以，我认为如果你有足够智慧的话，你就不得不使用我们的思维方式。

巴菲特：这是肯定的。我们觉得没有必要遵循任何组织的共同观点，你知道，你只有少数人可以向你报告或任何这类事情。伯克希尔的每一个决策，我们都会努力找出当时最符合逻辑的做法。但我们没有一些宏伟的计划，你知道，像军队组织结构图或类似的东西，我们永远不会。

芒格：沃伦和我有一次做出了一个决定，我们不会为某件东西支付超过 X 美元(喜诗糖果只愿出 2500 万)，而我们两人的下属只是说，你们这些家伙疯了吧，这真的很愚蠢。这是一次高质量的纠正行动，你应该为此付出代价。我们只是看着对方，然后按照他的方式去做。我们不关注头衔之类的，只是他是对的。如果一个打杂女工给了我们一个好主意，我们会欣然接受。

巴菲特：事实上，有一次负责打扫我办公室的女士走进我的办公室，我想她一直想知道我是做什么的，我经常见到她，她的名字叫鲁比。基于这个原因，终于有一天，她决定真正抓住问题的核心，她说：巴菲特先生，你是专职赛马的吗？显然，她认为我真正赚钱的地方是在赛马场上。(笑声)

14、伯克希尔的"评级机构错了"

股东：你好，巴菲特先生，芒格先生。Nirav Patel 来自马萨诸塞州 Haverhill。谢谢你回答我的问题。伯克希尔管理得这么好，为什么它没有最高的信用债券评级？

芒格：让我来回答这个。评级机构错了，并固步自封。(笑声和掌声)

巴菲特：而且我们不太符合他们的评级模式。我的意思是，我们看起来什么都不像，确切地说，他们看起来什么都不像。但我要说的是。我所做的，当他们进门时，我总是说，让我们谈谈 AAAA 评级。我认为应该从这个角度开始谈判，可我从来没有得到过认可。

芒格：但这就是答案。(笑声)

15、3G 的成本削减并没有伤害到卡夫亨氏(Kraft Heinz)

卡罗尔·卢米斯：有关伯克希尔与 3G 资本建立的融资和合作关系的问题不断出现，这个问题来自纽约 Rick Smith：尽管 3G 在削减成本和提高卡夫亨氏的利润率方面非常成功，但该公司的销量和收入却出现了下滑。作为

一名长期投资者，**你如何判断一个管理层是在削减肌肉还是脂肪？企业能否在削减成本的同时增加收入？**

巴菲特：答案是，是的，有时你会削减不该削减的成本，有时你会保留错误的成本。汤姆·墨菲有最好的方法。我的意思是，他从来没有雇佣过一个他不需要的人，因此，他们也从来不需要裁员。你可能会说，在伯克希尔的总部，我们遵循类似的方法。我们不会与任何人较量。

现在，我认为当公司陷入困境再去裁员是完全疯狂的，如果你在一个周期性的行业，你可能不得不裁员，因为没有那么多的货物运输，或者类似的事情。所以你削减了起重机工人等等，你放弃了你的员工，不管是什么，因为业务已经放缓，如果你现在不需要他们，那么实际上你一开始就不需要。我的意思是，有些人在那里只是因为有人创建了一个部门，他们雇佣了更多的人，等等，到目前为止我们已经忘记了羞辱这个群体，我认为这样的事情可能发生在投资者关系部门，或者类似的部门。

你知道，**当你让一个部门运转起来，他们总是想要扩张。理想的方法是一开始就不做。**但有各种各样的美国公司有很多人，他们的员工什么都没做，或者做了错事。如果你把它裁掉，它也不会对公司销量产生任何显著的影响。另一方面，如果你砍掉了错误的东西，你可能会有很大的影响。我的意思是，它可以用一种愚蠢的方式或聪明的方式来完成。我的印象是，到目前为止根据我所看到的一切，3G 在削减成本方面非常明智，没有做任何会减少销量的事情。

的确，在包装商品行业，每个产品的销量趋势都不好，无论它们在经营中是臃肿是精简。随着时间的推移三五年后，**考验将是，就销量而言，那些削减了成本的业务，是否比那些在我看来看起来很臃肿的业务做得更差？****到目前为止，我没有看到任何证据。**例如，我确实认为卡夫亨氏的某些产品线的销量将会下降。我认为我们的某些产品线的销量将会增加。但我认为，总体而言，包装商品行业在实物销量方面不会有任何增长，可能还会略有下降。我从来没有见过任何人比 3G 更明智地运营，接管不必要地高成本业务，并迅速控制这些成本。

关于销量的问题，我们会边走边看。但请相信我，我每个月都会看这些销售数据，我每个月都会看其他人的数据，我总是在寻找任何因为我们的决定而导致表现不佳的迹象，但我还没有看到。查理？

芒格：是的。**有时你减少销量是非常明智的，因为这些丢弃的销量正在赔钱。对于一个企业来说这是很常见的，不仅员工数量超过运营需求，有时甚至其中的两三个客户，如果没有情况会更好。因此，很难仅仅因为销量略有所上升或下降，就去从外部判断运营情况的好坏。一般来说，我认为人员不足的公司比那些人员过剩的公司**

做得更好。我认为人浮于事就像一个正常人的体重达到 400 磅。这不是一个加分项。

巴菲特：是的。一个领域的草率运营可能表明其他领域也可能存在草率运营。我担任过 19 家上市公司的董事，我见过一些非常草率的运营，也见过一些非常出色的企业经营者。有一个很大很大的区别。

如果你有一个很棒的生意，你可以马虎一点。我们可能每年在伯克希尔浪费 10 亿美元，你知道，税后 6.5 亿美元，这将是收益的 4%，也许你不会注意到它。但是它在增长。

芒格：我会的。(笑声)

巴菲特：查理会注意到的。所以越是真正繁荣的公司浪费越是严重。我认为最经典的案例是多年前的烟草公司。我的意思是，他们进入了这个那个领域，这实际上是在浪费钱，因为它赚钱太容易了，而且它不需要良好的管理，事实就是这样。你可以在《门口的野蛮人》中读到一些这样的故事。

16、我们为 Van Tuyl 付的钱比看起来要少

乔纳森·勃兰特：伯克希尔斥资 41 亿美元收购 VanTuyl 汽车零售业务，并在去年近十个月的时间里巩固了其收益。考虑到业内普遍的收购倍数、利润率以及创纪录的零售汽车销售水平，这次收购对伯克希尔 2015 年利润的贡献似乎应该比看起来更大。尽管这很难确定，因为它与德国摩托车服装收购的业绩合并在一起，后者也在 2015 年内被收购。我理解可抵税的无形资产摊销降低了 VanTuyl 的实际购买价格，但我仍然想知道是否有任何一次性的费用扣减，或者保险和金融业务的利润是否可以报告在零售部门以外的其他地方？

我认为伯克希尔从这次收购中获得的回报比目前报告的明显的要高，但你是否能解释一下，这笔交易的真实经济状况与我从年报数据中推断出的情况之间的差异。

巴菲特：是的。你是对的。比看起来要好得多。

首先，我们 41 亿美元的收购伴随而来有 10 亿美元的证券，这些证券基本上以 0.25% 的利率持有的。但这 10 亿美元是交易带给我们的。有一些非常重要的收购会计费用将持续几年，我很高兴能采取这种方式。

我想说，Van Tuyl 的经济学几乎完全就是这样的。如果你让我在一年前做个预测(我一般不会做预测)，但如果我这么做了，它看起来会很像事情的最终结果。而负责这一业务的 Jeff Rachor 确实符合伯克希尔的模式。我的意思是，我们有一个一流的 CEO。但是从购买价格中减去 10 亿美元，然后还有一些允许的项目的摊销费用，这让你可以看到一个相对于收购价来说相当低的数字。到目前为止，一切都在按计划进行，而且进度令人满意。

顺便说一句，到目前为止，我们在收购其他汽车经销商时运气还不太好，收购这些经销商的估值标准与我们收购 Van Tuyl 时的指标相同。我认为，在一定程度上，收购失败是因为人们认为我们付给 VanTuyl 的钱比付给他们的多。他们没有看到其中的某些因素，所以他们认为我们支付了 X，因此他们有权获得 X，而我们却没有支付他们 X，所以我们没有达成交易。到目前为止我们购买的很少。我希望未来会有所改变。但我们不会改变我们衡量汽车经销商价值的标准。

17、"非常便宜的钱让我多付一点钱"

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我是来自爱荷华州 John Gorry。当一个国家的利率从零变为负值时，这会如何改变你对一家公司或一只股票的估值方式吗？你是因为折现率低而选择高估值，还是因为现金流可能不佳而选择低估值？

巴菲特：好的，我们国家还没有出现负利率，但利率从 0 到-1.5 与从 4 到 3.5 没有什么不同。很明显，如果你必须向某人支付低利率，那它会有一种不同的感觉。但如果你的收益率或者基准利率降低了 0.5%，这是有一定意义的，但并不显著。引人注目的是，一般来说，利率就在那里，不管他们是 0%，0.25%，-0.25%，0.5%，-0.5%，这就是我们正在面对的情况。基本上，这非常接近零利率，而我们已经这样很长一段时间了，比我预期的要长。它的本质是，当利率为零时，你会比在美联储前主席 Paul Volcker 任美联储主席时的 15% 的利率，为一家企业支付更多的钱，而且你可以这个利率上下调整。我的意思是，**我们不会对它太精确，因为它不是一门精确的科学，但相比正常的利率，非常便宜的钱让我们为购买企业支付了更多的钱。钱很紧张会让我少付一些钱。**

你知道，我们有一条 2600 年前的规则，那就是一鸟在手胜过两鸟在林。伊索生活在公元前 600 年左右，但他碰巧不知道那是公元前，但是，你知道，你不可能知道所有的事情。但在欧洲，现在手中的一只鸟的价值大约是灌木丛中一只鸟的十分之九，因为这取决于离灌木丛有多远，但随着时间的推移，它会变得越来越少。所以**这是非常不寻常的时期。如果你问我是不是因为利率在 0% 左右，而不是 6%，所以我收购精密机件公司时多付了一点钱，答案是肯定的。我尽量不付出太多，但它还是带来了不错的回报。**如果利率长期保持在这个水平，如果人们真的开始认为接近这个水平是正常的，这将对资产价值产生巨大影响。它已经产生了一些效果。查理？

芒格：是的，但我认为没有人真正了解负利率。我们以前从来没有过。除了大萧条之外，我们从来没有经历过像日本那样的停滞期：伟大的现代国家玩着所有的货币把戏、凯恩斯主义把戏、刺激把戏，并陷入了 25 年的停

滞。研究过这些东西并教给我们的孩子的伟大经济学家也都无法理解。所以我们只是尽我们所能。

巴菲特：而且他们仍然不理解。这是一部有趣的电影。它确实适度地影响了我们为企业支付的价格。我认为没有人预料到它会持续这么久，查理，你个人呢？

芒格：我们的优势是我们知道我们不了解它。如果你不困惑，你就没有正确地思考过这个问题。

巴菲特：是的。我想的没错。(笑)

18、对 GEICO-IBM 合作不予置评

Becky：沃伦，过去你曾谈到 GEICO 保险与 IBM 的沃森合作。这位股东 Guillermo Bermudez 写道，他想知道 IBM 是否能够向 GEICO 的竞争对手，提供在 GEICO 的帮助和费用下开发出来的行业解决方案？我认为应该有保密条款来保护 GEICO 保险，因为尽管 GEICO 在保险问题上对 IBM 进行了帮助，但如果竞争对手购买了由该公司和 IBM 联合开发的解决方案，该公司可能会面临竞争对手获得或等同于其优势的危险。

巴菲特：是的。我要说，这个问题的答案是，双方都非常深入和广泛地考虑了这个问题，任何一方都无法谈论这个问题。我不喜欢不回答任何问题，但有些事情是不值得回答的。我说的对吗，查理？

芒格：是的，你当然是对的。(笑声)

19、美国运通(American Express)面临激烈竞争

克里夫·加兰特：你长期以来一直强调在投资时要有长远的眼光。几十年来，你在美国运通的丰厚回报似乎支持了你的观点。你过去曾谈到美国运通随着时间的推移重塑自我的能力，但今天它似乎是一家没有替代业务的公司，其品牌似乎也没有以前那样有声望。谨慎的伯克希尔难道不应该定期重新评估持有一项投资的理由吗？

巴菲特：嗯，我们几乎是在持续的基础上重新评估我们持有所有投资的理由。查理和我都是这样做的，我们通常在一个大致一致的范围内达成一致，但有时我们可能分歧很大。毫无疑问，支付业务是许多非常聪明的人非常感兴趣的领域，他们有很多资源，而且该业务快速变化，它将会不断改变。

我个人对美国运通的感觉还可以。我很高兴拥有它。但他们的护城河几十年来一直受到攻击，最近更加强烈，而且将继续受到攻击。我的意思是，这个行业太大了，太有趣了，太吸引人了，人们不可能忽视它。它发挥了一些非常聪明的人的才能。这是很自然的，很多组织都很有能力，而且这个行业很大很吸引人。

芒格：很多伟大的企业都不像以前那么伟大了。很多公司已经改头换面，如宝洁公司，通用食品等等，他们

都比以前的巅峰时期要弱。当我想起我年轻时通用汽车的强大力量，以及所发生的一切，他们让所有股东血本无归，我永远都不会预料到这些。我年轻的时候，通用汽车就像一个巨人一样笼罩着经济。它看起来完全不可战胜。大量的现金。一流的业务。

巴菲特：他们试图压低自己的市场份额。

芒格：是的，因为他们担心自己会过于垄断。因此，世界在变化，而我们不能因为某件事比过去少了一点优势的时候，就去改变投资组合。

巴菲特：但你必须时刻思考，并警惕是否有什么东西真的能在很大程度上改变了游戏。这不仅适用于美国运通，也适用于我们拥有的其他东西，包括我们拥有 100%的东西。我们有时会犯错。我们有时会迟到，有时会出错。但有时我们也是对的。但这并不是说我们没有意识到威胁。评估这些威胁是小问题，还是大问题，还是危及生命的问题的可能性，你知道，这是一个艰难的游戏，但这正是我们的工作有趣的地方。

芒格：我认为，任何从事支付业务的人，都有可能比过去存在更多的危险。只是因为现在有更多的流动性。

20、我们喜欢牛排，但对养牛不感兴趣

股东：嗨，巴菲特先生，芒格先生。Nick Kelly 来自亚利桑那州的 Flagstaff。我的家人在亚利桑那州经营着一些养牛场，我很好奇你对全球人口增长和畜牧业投资的看法，你认为这是明智的吗？谢谢。

芒格：我认为对于像我们这样的人来说，这是我能想象到的最糟糕的业务之一。这不仅是一件糟糕的事情，而且我们没有做这件事的天赋。(笑声)

巴菲特：这与个人无关。有些人在这方面做得很好，查理。

芒格：是的。他们每 20 年左右就有一个好年景。

股东：我知道你们喜欢牛排。

巴菲特：非常喜欢。芒格：但不是养牛。(笑)

巴菲特：你知道，实际上我知道一些人在养牛方面做得相当不错，但他们通常同时拥有银行或其他什么。但我祝你一切顺利。我在基威特广场，如果你想送任何东西的话。(笑声)

芒格：必须有人占据经济中艰难的利基市场。我们需要你。(笑声)

21、不要在薪酬计划中奖励利润

安德鲁·罗斯·索尔金：沃伦和查理，第一部分是给查理的；第二部分是为了沃伦。

查理，你很清楚激励的力量。在伯克希尔设计薪酬公式时，你如何应用这一点？在不指名道姓或金额的情况下，请为我们举几个例子说明伯克希尔的运营经理如何根据不同行业的业绩获得报酬。沃伦，你曾经说过你会告诉我们应该如何给下一任伯克希尔 CEO 支付报酬。你能确切地描述一下我们现在应该怎么做吗？

芒格：我会让沃伦担心下一任 CEO 的问题。但在评估时，我们的激励系统是不同的，他们试图去适应每一种情况的现实。激励的基本规则是你得到你想要的奖励。所以，如果你有一个愚蠢的激励系统，你就会得到愚蠢的结果。我们的一个非常有趣的激励系统是在 GEICO 保险，我会让沃伦给你解释一下，因为我们对 GEICO 保险的人没有一个正常的利润类型的激励。沃伦，告诉他们，因为这真的很有趣。

巴菲特：是的。在 GEICO 保险，我们有两个变量，它们适用于超过 2 万人。我认为你必须在那里工作满一年，但在那之后，任何在那里工作一年或更长时间的人(我可能在确切的时间上是错误的)，但这两个变量将决定奖金薪酬。当你往上升的时候，它会产生乘数效应。它仍然是相同的两个变量，但就奖金报酬占你的基数的百分比而言，它变得越来越大，但它总是很重要。

这两个变量非常简单。我关心的是新业务的增长，以及盈利的有效业务的增长。所以我们有一个表格，它由一个坐标轴上新保单的增长和有效保单组成，不是以美元计算的保费总额，因为这是由新保单和有效保单的平均保费反映的，新保单是他们无法控制的。然后在另一个表格上，我们有效保单的盈利能力。吸引到新保单要花很多钱。我的意思是，我们在广告上花了很多钱。所以第一年，我们入账的任何保单都会大幅减少利润。我不希望人们担心新保单的快速增长导致的利润减少。所以，两个指标是，有效保单的盈利能力，新保单的增长。非常简单。我们从 1995 年开始使用它。我们在新业务或其他方面做了一两个小小的调整，但这是一个非常简单的系统。每个人都明白。在二月左右，这是一个重要的日子，当这两个变量被宣布时，人们会弄清楚它们是如何出现的。在薪酬方面，它使组织的目标与所有者的目标完全一致。这是一个简单的问题。

芒格：这很简单，但其他人可能只会奖励利润之类的东西，但实际上他们发展新业务会损害利润。所以你必须把这些事情想清楚，当然，沃伦很擅长这个，CEO 托尼·奈斯利也是如此。

巴菲特：是的。如果你对利润进行奖励，这是你能做的最愚蠢的事。你不想单独奖励利润。你只要停止做广告，然后开始缩小业务规模，就会提升利润。就像我说的，那里的人知道最高层的收入是基于这两个变量的。这

样他们就不会认为那些高层的人比他们有更轻松的待遇，诸如此类。这只是一个非常符合逻辑的系统。

第二个问题，但有趣的是，如果我们请来一位薪酬顾问，他们就会开始提出为整个伯克希尔设计的薪酬计划，让我们 70-80 家企业之间，建立一种协调一致的激励性薪酬计划的想法，完全是疯了。然而，我几乎可以向你保证，如果我们引入某人，他们会考虑一些总体计划，以及小的次级计划，以及所有这类事情，并用各种目标来解释它。我们试图找出，在我们所从事的每个行业中什么是有意义的。有些业务的经理人起主导作用，而有些业务自身的特性主导着结果。我们试图设计出有意义的计划。

我问了一个来为我们工作的人，或者一个正在向我出售他的生意的人，我见到他的那天，他来到办公室，他有一家想要出售的生意，但他也想继续经营下去。我和他达成了协议。然后我说，告诉我薪酬计划应该是什么。他说，我以为你已经告诉过我了。(笑)我说，不行。我不想让一个为我工作的人有一个他认为没有意义的计划，或者他对它不满意，或者对它不满，或者他向他的妻子抱怨，不管是什么。你告诉我什么是有意义的。他告诉我什么是有意义的，什么是有道理的，从那以后我们一直在使用它。一个字都没改。

我们有这么多不同种类的业务。其中一些是非常艰难的业务。其中一些是很容易的业务。其中一些是资本密集型企业。而有些公司不需要资本。我的意思是，你只是粗略的看看业务，然后你认为会有一个简单的公式，可以适用于所有地方，然后在它上面加上一些公司业绩的整体东西，你会浪费很多钱，你会误导激励措施。所以我们一次只考虑一个，结果似乎很好。

就我的继任者而言，这是真的，事实上，我已经给董事会发了两份备忘录。并对此进行了一些思考。也许我会发第三个。但我不认为透露这些信的内容是明智的。但这和我刚才描述的原理是一样的。

芒格：他想要更多的坏例子。很多激励措施糟糕的例子都来自银行业和投资银行业。如果你用一部分利润来奖励某人，而这些利润是用会计报告的利润，这些会计导致利润只是存在于纸面上的，而从基本经济学的角度来看，这些利润并不存在，那么人们就在做错事，这会危及银行，伤害国家和其他一切。这是金融大危机的主要原因：银行报告了大量他们没有赚到的收入，投资银行也是如此。

在很长一段时间内，会计允许贷款人使用他的历史坏账损失率来计算他的坏账准备金。所以一个白痴可以赚很多钱，只要高息贷款，并累积大量利息，然后说，我不会在这些贷款上损失更多的钱，因为我过去没有在不同的贷款上损失过钱。会计师允许这样做真是太疯狂了。简直是疯了。这个词不算太重。但没有人为此感到羞耻。

我从没见过一个会计以此为耻。

巴菲特：另一种可能性是，当你遇到一个非常贪婪的 CEO，他想要为自己获得巨额报酬，为了证明这一点，他设计了一个金字塔，这样其他一大群人就可以在某种关系中获得过高的报酬，或者在他们无法控制的事情上获得报酬，这样他就不会看起来像是一个人。就他为自己安排的梦幻般的回报而言。这当中有很多不端行为。

而且，你知道，我们在股票期权的定价中看到了它。你知道，我真的会在董事会会议室里听到他们希望以极低的价格发行期权的谈话。好吧，如果有人对以极低的价格发行期权感兴趣，他们可能偶尔会做一些可能导致这种情况的事情。当然，**还有什么比一家公司寻找以最低价格发行股票的方法更愚蠢的呢？**

薪酬并不像世界想要的那样复杂，但如果你是一名顾问，你会想让人们认为它非常复杂，只有你才能为他们解决这个他们无法解决的可怕问题。

芒格：我们希望它简单而正确，我们不希望它奖励我们不想要的东西。如果你们这些有孩子的人，想象一下，如果你不断地奖励每个孩子的不良行为，你的家庭将如何运作。这所房子很快就会变得无法治理。

22、BNSF 的资本支出

格雷格·沃伦：在过去的几年里，BNSF 铁路公司在资本支出上花费的不仅仅是每一条铁路。虽然该公司将其资本支出预算从 2015 年的 57 亿美元减少到今年的 43 亿美元，但它仍然占年收入的 20% 左右，我们认为这至少是大多数铁路公司继续无限期投资的最低限度。除了维护资本支出(可能占总资本支出的 60% 左右)，您认为 BNSF 最有可能的额外投资机会是什么？意识到煤炭的长期衰退(最近已经加速)以及原油运输的复杂性(BNSF 在过去几年中已经在原油运输方面进行了大量投资)，可能会将其更多地推向业务的其他部分。

巴菲特：正如我在年报中提到的，**对于所有的铁路公司来说，仅仅花费折旧费用是不会让它们保持在原来的竞争地位的。**因此，即使以这些相当非通胀的方式，折旧费用也不足以衡量铁路资本支出需求的实际稳定状态。这是收购该公司的一个重要考虑因素。我们收购的时候就知道这一点，从那以后支出不足就被加强了。我们在 2015 年花了很多钱，因为我们有很多问题需要纠正。这就是我们花掉 57 亿美元的原因。

我想说的是，**真正的维护资本支出比你看到的 43 亿美元要高出 60%**，维护性资本支出的目的是保持铁路的竞争力，使其保持和去年一样的产量。BNSF 铁路有一项额外的费用没有反映在数字中。在这方面，我们在其他一些业务中也有很多无形资产的支出，而这些支出并不是真正的支出。我的意思是，总体而言，我认为伯克希尔的

数据实际上是保守的，与实际经济收益有关。但在任何其他铁路上都不是这样。我们还有一种叫做"正向列车控制"(positive train control)的东西，这对该行业来说相当于一大笔钱。我认为我们在支付这方面可能比他们中的大多数人走得更远，但那是每年 2-3 亿美元，总共可能接近 20 亿美元。所以这是一个非常资本密集型的业务。

在 BNSF 铁路我们运营的总收入(以吨英里计)比北美任何其他铁路都要多得多。这显然是资本支出的一个因素。但我想说的是，我们很可能会花费比折旧更多的钱(不幸的是，比折旧费用多得多)，但其他铁路公司，在同一个支出水平停留很长很长一段时间。在报表中这是一个负数。我们一直在寻找利用资本支出资金扩张其他业务的方法，我们经常有这样的机会。这只是一个规模大小的问题。

而且，你知道，我们在巴肯地区做了很多这样的事情，我们从中受益。当石油价格下跌时，我们并没有得到我们想象中的那么多好处。但这是非常合理的资本支出。我希望我们有机会做得更多。我的意思是，煤炭行业的衰退与我们的整体资本支出预算没有任何关系。我们不会花很多钱在这个领域扩张。这回答了你的问题吗？

格雷格·沃伦：我想，也许多式联运也是如此，如果这是一个长期的机会，可以在那里进行更多的投资。

巴菲特：嗯，我们总是对此持开放态度。但你必须看到相当数量的收入来自——

最近，我们提出了一项提议，我们多年来一直在努力，以提高长滩港的效率。我们在这上面花了很多钱，花了很多时间，如果它被批准了，我们会花更多的钱。最近，一家法院做出了一项否定的决定，这是否扼杀了这样做的机会，或者我们看看其他地方，你知道，我们必须看看情况。

芒格：我们的竞争对手假装是环保主义者。(笑)现在这是一种普遍做法。我们正在努力做正确的事情，但到目前为止我们已经输了。

巴菲特：是的。我们认为我们有一些对这个地区 and 这个国家的交通系统都很有意义的东西。我们仍然愿意花很多钱，如果我们能找到让铁路变得更有效率，或者让它变得规模更大，无论哪种方式，我们都接受。

23、美国总体受益于低油价

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。Marcus Douglas 来自德克萨斯州休斯顿的投资顾问。在我的家乡，有很多人失业，主要是因为原油价格大幅下跌。我的问题与整个国情有关，而不是我亲爱的城市。请记住，原油主要是以美元买卖的，你们是否认为原油供应的重大波动会影响未来的货币政策决定？

巴菲特：是的，这显然是一个重要的行业。石油价格的下跌产生了很多影响，对数以亿计的消费者非常有

利，在某种程度上对某些企业非常不利，比如我们在路博润(Lubrizol)收购的企业，以及其他一些企业。总体而言，低油价应该对美国有利。我们是石油净进口国。就像美国香蕉价格低是好事一样。我们是香蕉进口商。

当油价下跌时，我们净购买的任何东西都是有利的，但石油的规模足够大，而且延伸到如此多的领域，当油价下跌时，它也会受到很大的伤害，尤其是对资本价值的伤害。所以当消费者每两周或三周或类似的时间去加油站时，他或她就会得到好处，而且增量相对较小。**资本价值的萎缩是巨大的**，如果你预测低油价会持续一段时间，你知道，会立即受到冲击。我的意思是，一个值 X 的油田可能一夜之间就值 $1/2X$ ，或者 $1/3X$ ，或者 $0X$ 。所以，就我们的化学板块业务而言，我们只是停止订购。所以你会立即对资本价值产生很大的影响，但随着时间的推移，你会得到好处。但实际上，当石油价格较低时，美国的情况更好，而沙特阿拉伯的情况更糟。

石油是经济的重要组成部分，但在油价下跌期间，我们的经济总体上继续取得进展。但很明显，不同的地区遭受了不成比例的损失，就像他们繁荣一样，在 100 美元的时候，当卡车运输大获成功的时候，他们得到了真正的繁荣。查理？

芒格：嗯，我认为这将为这个主题做好准备。

24、无需从子公司抽走现金

卡罗尔·卢米斯：这个问题来自波士顿的 Larry Levowitz。我们的制造、服务和零售业务的年终资产负债表显示，流动资产总额为 286 亿美元，其中现金及现金等价物为 68 亿美元。与此同时，流动负债总额为 127 亿美元，这意味着净营运资本为 159 亿美元。苹果和戴尔等公司通过供应商为业务融资的情况越来越普遍，在某些情况下，营运资本为负值。为什么伯克希尔的这些业务需要这么多营运资本，尤其是这么多现金？更笼统地说，您如何考虑有效管理如此庞大且分散的业务部门的营运资本？

巴菲特：好吧，我们在伯克希尔的每个地方都有多余的现金，所以，目前，我们是否在某些子公司或其他子公司有多余的现金真的没有任何区别。我们有多余的现金。正如我过去指出的那样，我们的现金永远不会低于 200 亿美元，而且我们实际上会轻松地保持在 200 亿美元以上，但考虑到卡夫亨氏的优先股，我们将再次拥有超过 600 亿美元的合并现金。**我们真的不太担心它在哪个口袋里。无论如何，在这个利率水平上，什么都做不了。**现在，如果利率上升，我们实际上已经有了机制来做清理账户之类的事情(大力投资)，所以我不会关注在这个类别中的特定现金。

伯克希尔能源公司的现金，铁路公司的现金，我们有独立的债务水平，我们不担保他们的债务，他们有充足的现金运行，我们不会考虑将其削减到最低限度。但如果你谈到我们的 40-50 个子公司，当利率达到真正有意义的水平的时候，我们才会去横扫它们的账户(拿去投资)。但现在，**当你得到零利率的时候，拿去投资与你在短期债券里得到零利息回报并没有太大的区别。**所以我认为这个家伙有点过度分析了，但我理解他为什么这么做。

芒格：沃伦，他的其中一个想法是，我们为什么不模仿其他人，以更慢的速度向供应商付款，这样我们就有更多的营运资金？

巴菲特：是的。这在现在的商业中可是一件大事。据我所知，去年沃尔玛拜访了几乎所有的供应商，当然还有我们供应的公司，他们基本上有一个清单，列出了六件他们希望供应商同意的事，其中一件就是更长的账期。我们每个公司都做出了自己的决定，但我的猜测是，他们从大多数供应商那里获得了更多的延期，可能是很高比例的供应商同意这么做，我不记得确切的要求，但他们可能已经从 30 天延长到 60 天，或者是什么，但他们得到了有意义的账期延长。所以，你知道，在几年或一年后，这些事情需要时间来实施，你会看到沃尔玛的应付账款相对于销售额比一两年前更高。而且，你知道，他们在与亚马逊和其他公司的竞争中承受着很大的压力，这是他们表达压力的方式之一。

我在其他地方也见过这种情况，可以想象，我们的一个子公司可能认为这样做是明智的，虽然我不认为他们会实际这样做。我的意思是，我认为伯克希尔的现金压力并没有那么大，而且我认为与供应商建立良好关系的压力或愿望，可能会在我们大多数经理的头脑中克服任何开始延长账期的愿望。

芒格：是的。我认为，如果你很富有，而你的供应商并不富有，而且你还认为你的供应商会喜欢你，那就很难做到这一点。所以我认为有必要在供应商和客户之间寻求一种双赢的关系。(掌声)

巴菲特：可以肯定的是，伯克希尔从未推行过这种做法。你可以争辩说，我们在浮存金上做得很好。(笑)

芒格：是的，我们不需要它。让别人来创造纪录吧。

25、"我们不需要夸大数字。"

乔纳森·勃兰特：大多数美国公司都会将一次性重组成本分离出来，而伯克希尔则不会。因此，在我看来，伯克希尔公布的运营收益质量更高。你有没有计算过，如果伯克希尔将工厂关闭成本、产品线退出成本、遣散费和类似的项目分开计算，平均会增加多少运营利润？会是一个有意义的数字吗？或者，伯克希尔不会产生太多这类

成本，通常是因为你的大多数收购都是独立的？

芒格：让我来回答。这个问题就像是在问，**你为什么不杀了你母亲来拿保险金？**（笑声）

我们不做。**我们对操纵这些数字不感兴趣**，我们从来没有重组费用，我不认为我们会这么做。（掌声）

巴菲特：是的。我也会这么说，我们不这样做。这个数字不会很大。可能有一年，出于某种原因我会列出来，但这个数字肯定比大多数公司更保守，并且我认为它们的质量会更高。但我也指出，我认为我们在铁路上的折旧费用是标准的，也是所有其他铁路使用的，不足以衡量真实的运营收益，但——

芒格：你说的是——我们喜欢宣传我们的缺陷。（笑）

巴菲特：毫无疑问，我认为我们将对某些无形资产进行更多的摊销，这会减少收益和报告收益，但实际上并不是支出，我们将比一些公司拥有更多的无形资产。我已经指出了这一点。我从来不想报告这些事情中的任何一件，我列出了整个调整后的收益，并说，这是你应该注意的，因为我看到的每一件事实际上都会导致一些数字的膨胀。伯克希尔的情况已经足够好了。我们不需要夸大数字。

26、伯克希尔哈撒韦公司的信用违约互换

股东：Martin 来自德国的固定收益投资经理。我们发起了一项基金，规模大概是 6.5 亿欧元。我们今年业绩表现大概是 4.1%。显然，我的问题是关于固定收益的。如果我看你们的年报，大概是 250 亿的债券。如果我加上 CDs，我知道你卖了 CDs，它的数量是 70 或 80 亿。所以我的具体问题是，你的 CDs 的溢价在年底大约是 31 个基点，所以按市价计算，可能高达十几到二十几个基点。你会考虑平仓吗？你可以这样做吗？但也许你可以用它做完全相反的交易。这意味着你在购买保护。这是你所支持的哲学吗？你能不能从(听不清)的角度来做这件事，当保费极低时，正如我所说的，利差在 15 到 20 个基点之间？

巴菲特：查理，这听起来像是为你设计的。（笑）我想他指的是我们六七年前遗留下来的头寸，涉及到我们出售零息市政债券名义到期价值的保险，因为零息，所以离现在很远，根本没有现值。我想大概是 77 亿左右。我们有这个头寸是因为我们喜欢这个头寸。这位先生提到我们的 CDs，这是针对人们购买债务的保险费。

第一，时不时会有相当数量的交易，我认为部分原因是由于我们既没有为他所说的市政债券提供抵押担保，也没有为仍然存在的股指期货期权提供抵押，除了少数例外。因此，**我认为交易对手必须通过 CDs 获得伯克希尔的信用保护，我相信这是事实。现在，这些出售它的人，他们的信用可能还不如伯克希尔好。**所以我的意思是，

我认为这可能是合同另一方的一些公司的内部规则，但这对我们来说真的没有任何区别。早在 2008-2009 年，我们的 CDs 的价格涨到了一个疯狂的水平，我甚至在年会上说我自己也想卖 CDs，只是不允许我这么做。但我们对 CDs 市场上发生的事情并不特别感兴趣，这对其他人来说太糟糕了。他们没有从我们这里拿到抵押品，我们也不会给他们。所以他们不得不去买这些 CDs 保险，就像我说的，从我们的角度来看，他们在浪费钱，但他们可能有内部规则要求这么做。我想我已经回答了你的问题，查理，你认为我回答了他的问题吗？

芒格：嗯，事情的真相是，**我们不太注意试图通过在短期的事情上玩游戏来获得额外的两个基点收益**。信用违约是一个奇怪的历史事件，我们也不太关注它。它会在适当的时候消失。

巴菲特：是的。我们所有的合同都要到期了。现在，在我们的能源公司做一些运营合同。我提到过一些地方，他们出于自己的原因有时是因为公用事业委员会希望他们做一些事情，但这是微不足道的。我在六七年前设立的头寸基本上都处于决胜阶段，第一次大的决胜将在 2018 年，再过几年吧。

芒格：我们不会在自己的信用违约问题上浪费时间，这很疯狂。

巴菲特：从来没有，但我本想在 2008 年卖掉它们。(笑)但人们真的就押注伯克希尔将破产而愿意付给我们 500 个基点，即 5%，这完全是疯狂的，但我无法利用这一点。不过，我想这么做。

27、一个出色的经理会带来巨大的不同

Becky：这个问题来自德克萨斯州休斯顿的长期股东 Tom Hinsley，他说，多年来，你一直对阿吉特·贾因 (Ajit Jain) 和他对伯克希尔的贡献赞不绝口。在 2009 年的信中，你写道，如果查理、阿吉特和我在一艘船上沉没，而你只能救我们中的一个，那就游向阿吉特吧。我的问题是，如果我们不能及时赶到阿吉特怎么办？请评论对国民保险和伯克希尔的影响，以及伯克希尔是否有另一个阿吉特。

巴菲特：这里没有另一个阿吉特了。他对伯克希尔是非常重要的。其他子公司的经理也是如此。但阿吉特的经营非常引人注目，因为，毫不夸张地说，有几年，我们有 25 个左右或者 30 个人在那里经营，这是一个不寻常的时期。但在阿吉特的领导下，它的盈利潜力是惊人的。这种情况可能不会再发生了。我希望是这样。他为伯克希尔做出了巨大贡献。

但你可以从 GEICO 保险托尼开始，我们有很多经理人为伯克希尔创造了数十亿美元的价值，也许是数百亿的价值。如果你有一个出色的经理，他经营着一个潜在的大业务可供他们发挥，并且他也能够充分利用了它，你知

道，随着时间的推移，这是巨大的价值。不过，你不一定会在一周或一个月或类似的时间内看到它。

但当你构建资本价值时，想想杰夫·贝佐斯对亚马逊的价值。如果没有他，这一切都不会发生，你知道，你看到的是巨大的价值。我还能说出其他情况。你知道，汤姆·墨菲和丹·伯克的价值是零至他们最终成就之间的差异。我的意思是，他们在 Albany 的一个破产的 UHF 超高频电台上建造了整个公司。他们没有发明电视或类似的东西，他们只是把它管理得很好。所以，真正杰出的管理者，他们是无价的。查理和我自己做不到，但我们想与他们结盟，然后，让他们对伯克希尔的感觉和我们一样。如果我们做到了这一点，我们就拥有了一笔巨大的资产，我们确实拥有阿吉特和其他一些经理。查理？

芒格：是的，阿吉特的保质期比我们更长。(笑声)我们会特别想念他的。

巴菲特：好的，我们不要放弃，查理。(笑声)我反对这种失败主义。(笑)克利夫。

28、现在付一点钱，将来会有很多钱。

克里夫·加兰特：今天已经讨论过几次低到负的利率的事情了，你已经提到了它对浮存金回报的影响。我想知道，股东应该如何评估转分保再保险创造的 25% 的浮存金，该业务以承保损失入账，有时会出现不利发展？

巴菲特：是的。在我们保险业务中，我们要承担一些承保损失的概率，以便在很长一段时间内使用资金。看起来，在今天的利率下，我们对此无能为力。有两个答案。在我们拥有的合同期限内，我们不认为利率会一直如此，但我们可能是错的。但第二点是，我们确实认为，即使在低利率时期，我们偶尔也会有机会做一些会相当合理回报的事情。所以我们不是根据 AA 公司或任何类似的公司来衡量投资，我们以潜在回报衡量，对我们来说，在资金部署方面，我们有非常不寻常的灵活性，在这段很长的时间里，我们可能有机会抓住一两个机会，如果机会来临，我们可以以比其他高得多的速度部署资金。查理？

芒格：是的，我们现在愿意花一点钱来确保有很多钱可用，以防在困难时期出现真正有吸引力的东西。

巴菲特：是的。这是期权成本。这一期权在 2008 年和 2009 年就派上了用场。

芒格：这是一种期权成本，曾经有过。

29、现在住宅房地产没有全国性的泡沫

股东：嗨，查理和沃伦。Mindy Jensen 来自科罗拉多州的朗蒙特。我为最大的在线房地产投资社交网站 BiggerPockets.com 工作。我们看到投资者开始担心房地产市场有点泡沫，类似于 2005-07 年的上涨，这导致了

2008 年的崩盘。沃伦，2012 年，你告诉 Becky，如果你有能力轻松管理它们，你会买 10 万套房子，然后把它们租出去。你对今天的房地产市场有什么看法？

巴菲特：它不像 2012 年那样有吸引力。(笑)你知道，我们并不比股票市场或利率市场更擅长预测房地产市场走势。但确实存在房价上涨，这在某种程度上是由低利率推动的，但肯定有些房产以非常高的估值出售，这让我觉得损失大于收益的可能性更大。同样，如果你能以非常非常低的价格借到钱，并且你认为你持有的是非常安全的资产，回报高出 100 或 150 个基点，那么这么做的诱惑就会很大。我认为这样做是错误的，但我可能是错的。

我现在根本没有看到住宅房地产出现全国性的泡沫。我认为在奥马哈这样的地方，或者全国大部分地区，你不会为住宅房地产支付泡沫价格。但这与 2012 年的情况大不相同。我不认为下一次的问题会是房地产泡沫。我认为，这在很大程度上是 2008-09 年发生的事情的根本原因，但我不认为这会是它的翻版。查理？

芒格：没有什么要补充的。

30、对投资组合经理泰德·韦施勒和托德·库姆斯的赞扬

安德鲁·罗斯·索尔金：Todd 和 Ted 现在已经在伯克希尔工作好几年了。具体来说，他们最大的成功和失败是什么？他们从查理和沃伦身上学到了什么，你和他们之间最大的不同是什么？

巴菲特：好的，我将回答最后一部分，最简单的部分。我在努力想出一些非常大的交易，我们可以在投资或商业方面做点什么，最好是在经营业务方面。我的意思是，他们每个人都有 90 亿美元的投资组合，他们的主要工作是投资，其中一个人可能有七八个头寸，另一个人可能有十三或十四个头寸，我不是很确定，但他们有非常相似的投资方法。他们都在做一些事情上帮了很大的忙，包括一些重要的事情，这些事情他们没有得到一分钱的报酬，他们也很高兴做这些事情，就像他们做那些在经济上有回报的事情一样。他们在文化上非常适合伯克希尔。他们在他们所做的事情上很聪明。而且，你知道，他们是伯克希尔的一大补充。查理？

芒格：再说一次，我没有什么要补充的。

巴菲特：安德鲁，我是否讲完了整件事，我漏掉了其中的一部分？

安德鲁·罗斯·索尔金：最大的成功和失败。我认为他们特别想知道，在投资方面，并试图理解你的思维方式，也许言外之意是，他们的思维方式和你的思维方式有区别吗？

巴菲特：是的。我会说他们的投资范围更广，因为他们可以研究他们可以投入 5 亿美元的机会，而我正在努

力想办法投入数十亿美元。但是他们肯定对过去 10-15 年发展起来的某些行业和商业活动有更广泛的了解。他们在这方面比我更聪明。但他们的投资方法，我的意思是，他们正在寻找他们了解的企业，并且通过这些企业的股票，他们可以以合理的价格购买，并且他们认为 5-10 年后会赚更多的钱。所以它和我想的非常相似，除了我可能会再加一个零。

芒格：我们不想谈论具体的成功和失败。

巴菲特：是的，我们永远不会披露他们的交易。我的意思是，我们每 90 天提交一次报告，披露伯克希尔在有价值证券方面做了什么，但我可能会确定是我的还是他们的，但我们不会确定他们各自做了什么。

31、我们转移了钱去买精密机件公司

格雷格·沃伦：看看伯克希尔的金融和金融产品部门，去年集团账面上的现金量有相当大的增长。在 2012 年至 2014 年期间，该部门的现金持有量稳定在 20-25 亿美元之间，但在去年第三季度末，该部门的现金持有量飙升至 54 亿美元，2015 年底达到 71 亿美元。顺便说一句，这与你收购通用电气的轨道车租赁部门，以及收购几个轨道车维修保养设施相吻合。去年的销售额和盈利能力相当稳健，但似乎并不能真正解释现金变化的幅度。而投资、债务和其他负债看起来并没有发生足够大的变化，可能只占增加的 10 亿美元。我只是想知道额外的 35 亿美元现金从何而来，以及去年年底增加的现金水平是否超出了业务，或者是运营所需的新现金水平？

巴菲特：是的。好吧，我可以告诉你为什么我们要把钱注入母公司和金融公司。这笔钱基本上是专门用来支付 220 亿美元的精密机件购买部分，这部分是用现金支付的。我们实际上借了 120 亿美元，但 100 亿美元只是借款的一部分。我们从各种渠道筹集资金，这取决于谁拥有什么以及诸如此类的事情，我们将资金注入这两个实体，并最终注入母公司，以筹集即将到来的 220 亿美元，最终在 1 月底精密机件公司的交易完成。除此之外，它真的没有什么意义。

32、IBM 正在"应对一个相当大的变化"

股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。Jeffrey Ustep 来自新泽西州克兰福德。我只想问你一个简单的问题。你如何解释 IBM 的护城河？

巴菲特：我不确定这是一个简单的问题。(笑) 它有某些优点，也有某些缺点。我不认为我们想对我们拥有的任何投资组合公司进行投资分析。我想我最好把问题留在那里。查理？

芒格：是的。很明显，它正在应对计算机世界中的一个相当大的变化，它正在尝试一些大而有趣的东西，天知道它是否会适度或非常好地工作。我认为沃伦也不知道。但这是一个很多聪明人都想做大的领域。

巴菲特：不。我们会发现优势是否是优势。

好的。我们将进入最后一个问题，然后在公司正式会议之前，我们将休会 15 分钟。

33、巴菲特和芒格的幽默感从何而来

股东：大家下午好。Cristian Campos 来自纽约市。我是纽约市立大学巴鲁克学院会计专业的大四学生。

巴菲特先生，在你的年度股东信中，在采访中，甚至在今天，你的幽默感总是闪耀着光芒。你的幽默感从何而来？请告诉我们。谢谢。(笑声)

巴菲特：这就是我看待世界的方式。这是一个非常有趣，有时非常幽默的地方。事实上，我认为查理比我更有幽默感，所以我会让他回答他从哪里得到的。(笑声)

芒格：我认为，如果你准确地看待这个世界，它必然是幽默的，因为它是荒谬的。(笑声和掌声)

巴菲特：好的，我认为这是一个很好的总结。

我们将在 15 分钟后再次召开会议的正式部分。我们有一个代议案要采取行动，所以我希望你们中那些有兴趣了解更多关于气候变化的保险方面的人能留下来，我们将对此进行讨论。3:45 见，谢谢。

35、伯克希尔正式年会开始

巴菲特：好的。请大家安静下来，我们将继续开会。现在开始开会。我是沃伦·巴菲特，公司董事会主席。欢迎大家参加 2016 年股东年会。今天上午，我介绍了出席的伯克希尔的董事。今天和我们在一起的还有我们的审计师德勤会计师事务所的合伙人。他们可以回答你可能提出的关于他们公司对伯克希尔账目审计的适当问题。

Sharon Heck 是伯克希尔的秘书，她将对会议进行书面记录。贝基·阿米克在本次会议上被任命为选举监察员。她将证明在董事选举中所投的票数，以及将在本次会议上表决的动议。本次会议的指定代理人为 Walter Scott 和 Marc Hamburg。秘书是否有一份关于伯克希尔公司有权投票并出席会议流通股数量的报告？

莎伦·赫克：是的，如 2016 年 3 月 2 日向所有登记在册的股东发送的本次会议通知随附的委托书所示，在这次会议的记录日期，有 807,242 股伯克希尔哈撒韦公司的 A 类普通股发行在外。每一股有权对会议上审议的议案投一票，1,254,393,030 股伯克希尔哈撒韦公司发行在外的 B 类普通股，每一股份有权对会议上审议的议案享有

万分之一的表决权。其中，575,608 股 A 类股份和 772,724,950 股 B 类股份由截至 4 月 28 日(周四)晚上交回的代理人代表出席本次会议。

巴菲特：谢谢。这个数字代表法定人数，因此，我们将直接举行会议。首先要做的是宣读上次股东大会的会议记录。我认识沃尔特·斯科特先生，他将在会议前提出一项动议。

沃尔特·斯科特：我提议免除宣读上次股东大会的会议记录，并批准会议记录。

巴菲特：我能听到第二次吗？动议已经提出并获得附议。我们将以口头表决的方式对该动议进行表决。所有赞成的人都说："赞成。"反对？动议获得通过。

下一项工作是选举董事。如果出席会议的股东未提交委托书或希望撤回先前提交的委托书，您可以亲自对本次会议将审议的董事选举和其他事项进行投票。请向走道上的会议官员表明身份，以便领取选票。我认可沃尔特·斯科特先生在会议上提出关于选举董事的动议。

沃尔特·斯科特：我提议沃伦·巴菲特、查尔斯·芒格、霍华德·巴菲特、斯蒂芬·伯克、苏珊·德克尔、威廉·盖茨、大卫·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、汤姆·墨菲、罗恩·奥尔森、沃尔特·斯科特和梅丽尔·威特默当选为董事。

巴菲特：有第二个吗？沃伦·巴菲特、查尔斯·芒格、霍华德·巴菲特、斯蒂芬·伯克、苏珊·德克尔、威廉·盖茨、大卫·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、汤姆·墨菲、罗纳德·奥尔森、沃尔特·斯科特和梅丽尔·威特默当选为董事。还有其他提名或讨论吗？提名已准备就绪，可以采取行动。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在董事选举上标记他们的选票，并将他们的选票交给走道上的会议官员。阿米克小姐，当你准备好的时候，你可以做你的报告。

贝基·阿米克：我的报告准备好了。根据上周四晚上收到的委托书，代理人持有人的投票为每位被提名人投了不少于 643,789 票。这一数字远远超过了所有发行在外的 A 类和 B 类股票总票数的大多数。

特拉华州法律要求的准确计票证明将交给秘书，以便与本次会议记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，阿米克小姐。沃伦·巴菲特、查尔斯·芒格、霍华德·巴菲特、斯蒂芬·伯克、苏珊·德克尔、威廉·盖茨、大卫·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、汤姆·墨菲、罗纳德·奥尔森、沃尔特·斯科特和梅丽尔·威特默当选为董事。

下一个议题是由内布拉斯加州和平基金会提出的一项动议。动议是在委托书中提出的。该动议要求我们的保险业务部门发布一份报告，描述他们对气候变化带来的风险的应对措施，包括与所确定的每个风险问题相关的具体举措和目标。董事们建议股东们投票反对这项提议。我现在将让詹姆斯·汉森博士提出动议。但我相信，内布拉

斯加和平基金会的那位先生可能会介绍它，然后他可能会介绍汉森博士。为了让所有感兴趣的股东都能发表意见，我要求最初的发言者将发言时间限制在五分钟内，然后第一区的麦克风可供那些希望发言支持或反对动议的人使用，随后第一区是唯一运行的麦克风站。为了在座各位的利益，我请每一位赞成或反对该动议的发言者，除最初的发言者外，将发言时间限制在两分钟内，并将发言仅限于该动议。好的，动议应该留在那里。

从某种意义上说，顺便说一句，它要求我们提交一份关于气候变化给保险部门带来的风险的报告，我确实在年度报告中谈到了这个问题。这将是一份报告，这份报告得到了阿吉特·贾因的同意，他是我们的头号保险风险专家。因此，这确实代表了我们的保险部门的观点，以及我作为首席风险官的观点。但这个问题现在是开放的，我们欢迎最初的发言者发表意见。如果你只是要介绍汉森博士，那么我认为他将有五分钟时间，随后的发言者将有两分钟时间。所以去吧，该你了。

马克·瓦西纳：谢谢。我叫马克·瓦西纳。我是内布拉斯加和平基金会的财务主管，拥有伯克希尔哈撒韦公司的一股股票。我们是巴菲特先生所描述的股东决议的发起人。在这样做的过程中，我们建议制定风险分析和报告，这是在英格兰银行的领导下进行的，英格兰银行去年9月发布了一份关于保险业面临的气候变化风险的综合报告，并建议其受监管的公司对风险进行审查，并将其公布。英国保险业是全球第三大保险市场，由英格兰银行监管。我剩下的时间将交给世界著名的气候科学家詹姆斯·汉森博士。

詹姆斯·汉森博士：谢谢你给我这个机会。我想提出一个建议，希望大家深思。气候的某些方面已经变得清晰。人类正在改变大气层，我们可以测量这是如何改变地球的能量平衡的。进来的能量比出去的多。因此，海洋正在变暖，冰盖正在融化，海平面开始上升。我们现在正接近将年轻人置于一个失控的境地，在今天的年轻人的一生中，冰盖将解体，海平面将上升数米，这将意味着沿海城市的损失和经济的破坏。在人类感兴趣的任何时间尺度上，海平面上升都是不可逆转的。快速气候变化的另一个不可逆转的影响将是地球上相当一部分物种的灭绝。底线是，我们不可能燃烧所有的化石燃料，而经济引力定律是，只要化石燃料看起来是最便宜的能源，我们就会继续燃烧它们。因此，鉴于公众对你的尊重和信任，我的请求是，你考虑发表一份支持收入中性、逐步提高碳费的公开声明的可能性。为了使化石燃料的价格诚实，需要征收碳费，以包括人类为其空气污染、水污染和气候变化付出的代价。需要提高碳费，以刺激私营部门对清洁能源和能源效率的有效投资。最重要的是，它将稳步减少化石燃料的使用。我并不是要求你当场批准碳费，但我希望你能对此进行反思，也许在你的下一份报告中提

供一个明确的声明。这可能是你最伟大的遗产。它可能影响一切，甚至影响我们未来的气候进程。谢谢。(掌声)

巴菲特：谢谢你，汉森博士。尽管我们可能在一些具体问题上存在分歧，而且我无论如何也不是这方面的专家，但我不认为你和我在这一事实上有任何分歧，即气候变化很重要。你知道，因为它是一种无法回头的东西。如果我们在你认为是确定的、我认为是可能的道路上，这是一个非常重要的主题。但提出的动议与它的保险方面有关，相信我，我们已经思考并讨论了保险方面，实际上，我已经在年报中给出了一份报告，这是年度报告所要求的。因此，**摆在股东面前的问题不是我对气候变化是否真实或碳税是否合适的看法，而是它是否对我们的保险业务构成风险。**我知道英格兰银行读了那份报告，但我们尊重地不同意他们的观点，不是在气候变化的重要性方面，而是在我们保险业务的风险方面。我们不会在很长一段时期内制定政策。**我们没有被迫去承保一份关于这些事情的保单，**所以我们的判断是在提案提交给我们时做出的，通常是关于在一年内，我们是否愿意以给定的价格接受给定的风险。显然，气候在我们的活动中非常重要，飓风可能是最重要的，尽管我们也参与了地震保险，但这就是提议的内容，我们已经对此做出了回应，这并不意味着我们在气候变化对人类的重要性上存在分歧。因此，我很乐意听取各位附议人的意见。

吉姆·琼斯：你好。我叫吉姆·琼斯。我是伊利诺伊州立大学凯蒂保险学院的执行董事。基于与气候变化相关的三个隐藏风险，我想表达我的担忧。第一个问题与投资于化石燃料的保险公司的搁浅资产有关。第二个是与气候变化有关的更隐蔽的风险。该风险与财产、人寿和医疗业务相关的长期负债有关。我意识到，许多聪明人和专家并没有看到长期负债，但他们忽略了一个重要的部分，即主要保险公司无法撤回或重新定价账簿——整个业务账簿。在卡特里娜飓风、丽塔飓风和威尔玛飓风之后，佛罗里达州开发了新的飓风模型，他们试图获得建议的费率批准。他们不被允许这样做，因此许多保险公司开始退出这个市场。十年后，大约 40% 表现不佳的业务仍在这些保险公司的帐面上，这可能会在其他几个面临气候风险的州上演。对于再保险公司来说，客户的再保险价值是一项长期业务。这一点之所以如此重要，是因为根据我的统计，你的再保险客户中有 156 人提交了气候变化披露，这些客户正在寻求由他们的再保险公司保护的长期利益。否则，如果他们认为你的再保险只是一年期合同，可以重新定价或撤销，就有可能发生关系违约风险。你进入了另类再保险不断扩大的市场竞争的世界，就在去年是 720 亿美元，本季度早些时候，我们创下了 22 亿美元的承保记录。

巴菲特：谢谢。我要指出的是，据我所知，**我们从未被要求签订长期合同。我们的主要保险公司知道，我们**

一年只看一年，我们不会承保我们认为有重大负面概率的业务。他们不指望我们这么做。与过去相比，它不再是一种关系型业务。这更像是一种交易。但如果他们想让我们做一些愚蠢的事情，我们就会失去了客户，我们不会承保。我不是在为其他再保险公司说话，但在我们的业务中，我相信大多数其他再保险公司，他们不会仅仅为了维持关系而做一些他们认为对他们非常不利的事情。那不是真正的关系，是一种补贴。所以我这么做了，坦率地说，我并不认为这是对伯克希尔产生任何负面影响的一个因素。

就卡特里娜飓风之后发生的事情而言，我们的综合比率上升了，实际上，佛罗里达州的飓风经历比我们有记录的 1850 年之前的任何时期都要好。顺便说一句，这对我们来说是个惊喜。但在此期间，我们没有在佛罗里达州开展巨灾保险业务，因为我们认为费率不够高。实际上他们是足够的，只是我们错了。因此，顺便说一句，这并没有让我们放弃了佛罗里达州的巨灾保险业务，我们认为这只是错误的定价，而这一事实并没有伤害我们的业务。它更多的是一种交易业务，可能曾经有一段时间，再保险中的关系因素非常大，但有这么多的进入者，它在很大程度上是一种交易业务。没人指望你会做蠢事。你知道，如果他们这样做，这是一种错误的关系。但很高兴听到下一位演讲者。

简·克里布：你好，巴菲特先生。我叫简·克里布。我经营着一个名为 Bold Nebraska 的组织，它是一个不太可能的联盟的一部分，该联盟击败了 Keystone XL，以保护我们州的含水层和财产权。几年前，我在纳尔逊参议员的家里见过你，我把你拉到一边，问你我们如何才能让医疗改革获得通过？你告诉我两件事：你说，民调数字很重要，我们必须继续施加公众压力。我们对气候变化和气候行动也有同样的感受。耶鲁大学最近的研究表明，甚至有 47% 的保守派人士相信气候变化，并希望开始看到企业和政府采取行动。你对这项决议的回应让我印象深刻，因为其中一句话说，如果你住在低洼地区，你可能应该搬家。嗯，我们与生活在沿海社区的土著兄弟姐妹一起工作，其中一个部落现在是第一批美国气候难民。他们没有搬迁的选择。他们被迫搬家。所以我们求助于你，我们求助于我们自己，继续施加公众压力，希望你和查理与我们站在一起。也许不是今年，也许不是后年，但我们真的期待你做全面的气候风险分析，以及从你拥有的所有化石燃料中撤资。最后，要解决气候变化问题，既要有大国，也要有小国。所以我认为你在内华达州阻碍小型太阳能的发展是错误的。谢谢。（零星的掌声）

巴菲特：我认为你会有一段合理的时间来搬家，但我要说，如果你要在地势较低的地产上投资 50 年，那可能是个错误。实际上，我说的是，作为低洼地区的房主，你可能希望考虑搬家。我想说的是，如果你希望在那里呆

上十年左右，我想我不会考虑搬家。但如果我认为我是在做 100 年的投资，我不认为我会成功。我认为这涉及到一个问题——我们有一份股东提案说，气候变化给保险部门带来了什么风险？我们并不否认气候变化是一个极其重要的主题。我们不否认它的存在。但它不会损害我们的保险业务，与其他可能影响我们保险业务的事情相比，它是无关紧要的。你知道，这是会议之前的问题。但我很高兴听到下一位演讲者的发言。

股东：下午好，巴菲特先生。我的名字是凯·哈恩。我做了十多年的股东，基本上是我的全部投资生涯。今天有人说你比别人想得更远。关于这个决议，你是说伯克希尔保险业务将在下一次续保时提高费率，这是有道理的。但你同意气候变化给我们的星球带来了重大问题。我想说的是，如果在这个问题上的政治行动以目前的速度继续下去，气候变化将对我们全球金融市场的稳定构成重大问题。我个人同意汉森博士的观点，碳费是解决这个问题的办法。我想知道你是否能告诉我们你认为解决这个问题的办法是什么，以及你是否认为伯克希尔的业务，不仅仅是保险，在未来十年或二十年内会受到这个问题的影响。

巴菲特：是的。我怀疑它在未来十年或二十年内是否会受到影响。但我不会和你争论，除非设计了各种技术来封存这类不同的东西，很多人将会致力于此，或者除非温室气体排放显著减少，这对文明来说是一个非常重要的问题。还有其他的。我的意思是，肯定会有一些非常聪明的人致力于以某种方式改变平衡，要么通过减少在大气中的释放，要么通过各种可能减少影响的技术，但这里没有人会否认这是重要的。我不认为它在未来十年或二十年，会以一种严重的方式影响气候或保险。但是，正如我在报告中指出的那样，如果你正在处理的事情有一个点，你通过了一个不归点，那么做某事的时间不是在我们离不归点还有十分钟的时候。所以在可再生能源等方面，我们非常支持一些政策，但我认为在科学界也有可能，会有一些解决方案，超出了我有限的物理知识，但有很多人比我聪明得多。我认为，减排的一个基本问题是一个全球性的问题，它需要非常重要的国家的合作，我认为奥巴马总统在与其他国家领导人合作方面已经有了一个良好的开端。但这不能由美国单独解决，你比我更清楚。我很高兴听取下一位发言者的发言。

股东：你好。我的名字是南希·迈耶，我和我的丈夫已经做了 15 年的股东。我们对伯克希尔哈撒韦公司充满信心。这是我们投资的原因。因此，我在这里只是想说，作为一名股东，我想请我的股东们考虑气候变化的经济成本，并敦促伯克希尔哈撒韦公司通过这项决议，以显示其在保险业的领导地位。谢谢。

巴菲特：谢谢。我很欣赏你成为股东的事实，但我确实认为，出于某些原因，我认为该决议在某种意义上不

适用于我们的保险业务。我的意思是，全球气候对我们的保险业务不构成风险。随着时间的推移，这可能会给地球带来风险，但那是另一回事。我的意思是，我们可以通过各种决议说，很明显，核扩散是对地球的威胁，你可以说，好吧，这是对伯克希尔的威胁。但就伯克希尔的具体情况而言，你知道，你可以阅读决议，就像我说的，我们的答案，与阿吉特·贾因，可能是我在保险行业认识的最聪明的人，我 99% 的净资产都在伯克希尔，这些钱都会捐给慈善机构，我并不想看到这些钱消失。我确实认为自己是伯克希尔的首席风险官，我担心会伤害伯克希尔的事情，在我们的保险部门，我没有看到它与气候变化有关。但是，谢谢你。

理查德·米勒：下午好，巴菲特先生。我是理查德·米勒，在奥马哈的 Creighton 神学系工作。我研究并教授气候变化及其社会影响。我只是想让你们知道，伯克希尔是在一个更大的经济体中运营的，而尼古拉斯·斯特恩 (Nicholas Stern) 最重要的气候分析——经济分析——表明，按照我们目前的路径，到本世纪末，全球 GDP 可能会损失 30%。另一个问题是，当我们谈论做一些事情来应对气候变化，做一些事情来避免海平面大幅上升时，我们需要从今天开始在全球范围内减少排放量，每年减少 7%。我们唯一一次在经济增长的十年间减少排放是在 1990 年代的英国，我们每年减少 1%。因此，我们谈论的是一件与奥巴马总统的渐进举措完全不同的事情。我们需要做一些事情——不，我们需要做大规模的转变——立即。你在全世界范围内持有大量股份，你在这方面是世界上的重要人物，而不仅仅是在这个特定的股东决议上。谢谢你的时间。

巴菲特：谢谢。你是最后的演讲者吗？

股东：是的，我想这些是所有的演讲者。

巴菲特：好的。好的，谢谢你。查理，你有什么想说的吗？

芒格：是的。我们在奥马哈，那里比海平面高得多。我们的保险公司在这个问题上没有太大的经济利益。多年前我们经常承保巨灾保险，现在我们不太承保了。因此，作为一家公司，我们被要求在非常复杂的问题上采取公开立场。我们在城市里有犯罪。我们有 100 个有 1000 个复杂的问题，这些问题对我们的文明非常重要。如果我们在会议上花时间对所有这些问题采取公开立场，我认为这将适得其反。我不喜欢那些不断提出这个问题的人从不讨论任何解决方案，除了减少化石燃料的消耗。所以地球工程的可能性没有人愿意谈论，我认为这是愚蠢的，所以报纸把我写成不受人们欢迎。(掌声)

巴菲特：我们不想举行政治集会。现在可以对该动议采取行动了。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该

在动议上标记他们的选票，并将他们的选票交给走道上的会议官员之一。阿米克女士，当你准备好的时候，你可以做你的报告。

贝基·阿米克：我的报告准备好了。根据上周四晚收到的委托书，代理持有人的投票结果为 69,114 票赞成该动议，531,724 票反对该动议。由于反对该动议的票数超过就该事项适当投票的所有 A 类和 B 类股份的大多数票数，以及所有未表决的票数，该动议已失败。特拉华州法律要求的准确计票证明将交给秘书，以便与本次会议记录放在一起。

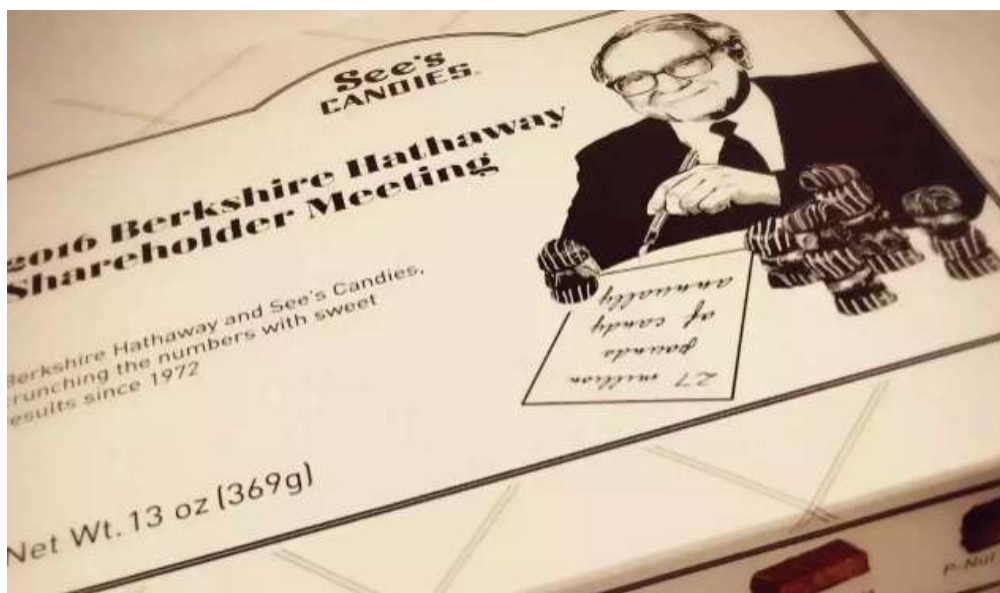
巴菲特：谢谢你，阿米克女士。提议失败了。在我们休会之前，有没有人对我们的审计公司有什么问题？如果没有，我同意斯科特先生在会议前提出动议。

沃尔特·斯科特：我提议本次会议休会。

巴菲特：奥尔森先生？

罗恩·奥尔森：我附议。

巴菲特：休会的动议已经提出并获得附议。我们将用声音投票。有什么讨论吗？如果没有，所有赞成的人说“同意”。反对者说“不”。(声音：赞成)。会议休会。



股东大会喜诗糖果礼盒

巴菲特：对话八所商学院学生 2016

2016 年 11 月 18 日

沃伦巴菲特会见了来自耶鲁、哥伦比亚、Grinell 等八所商学院的学生。以下为马里兰大学 David Kass 教授和 MBA 学生笔记。在两个半小时的对话时间内巴菲特回答了 20 个问题。

在回答问题前，巴菲特提到他的听力不如从前。他说，最近有一次他站在房间的另一头，对芒格说："我们在 33 元的价格买入通用汽吧？"芒格没有反应，他靠近了一点，又说了一次。芒格仍然没有反应。然后他走到芒格身边，再重复说了一次。芒格回答："我已经回答两次了！这是第三次回答：好的！"

巴菲特还邀请所有在场学生参加伯克希尔在奥马哈的年度会议。"由于伯克希尔买了航空公司股票，你们应该做头等舱去参会"。

1，你在招聘时最看重候选人的什么特质？

巴菲特：伯克希尔共有 36 万名员工，但总部只有 25 个人。伯克希尔 70 家企业的经理们自己选择自己想要的人。他们所看重的品质是聪明、勤奋和正直。但是作为经理人最重要的是对所从事业务充满激情。使伯克希尔的 70 位经理脱颖而出的不是智商，而是对他们事业的激情。我在 21 岁开始找工作时，曾经被格雷厄姆拒绝。几年后，我收到来自他的一封信：下次你到纽约的时候，来找我谈谈。于是我第二天就过去了。我从来没有问过工资的事情。你应该从事的工作是：当你无需工作时，仍然想做的事情。

2，标普 500 指数的公司里，变得越来越好的公司有多少？

巴菲特：我是 19 家上市公司的董事会成员。3G 资本增加了对卡夫亨氏(Kraft Heinz)和 A-B 啤酒(Anheuser Busch InBev)的投资。亚马逊的 Jeff Bezos 是我见过的最好的生意人。管理质量在提高，管理层的薪酬也更好。CEO 的主要职责是资本配置。董事们的薪水现在约为 30-40 万美元，但董事一般不起作用。Berkshire 的董事是自己用现金购买伯克希尔股票，而不是大多数公司通常使用的授予股票期权的方式。

3，你担心国债的规模吗？

巴菲特：美国的负债/GDP 比值是 100%，但净负债(减去信托基金)会少点，占 GDP 的 70%。我们的净负债在第二次世界大战中高达 GDP 的 120%，在里根时代低至 35-38%。只要我们的债务是美元，它不会导致我们任何问题，我们可以总是印刷更多的美元。税收占 GDP 的 16-20%。今天的医疗成本占 GDP 的 17%，高于 1970 年的 5%。而第二高国家在医疗保健上只占 GDP 的 11%。公司税占 GDP 的 2%，低于过去的 4%。

4, 关于 Joe Rosenfeld

巴菲特多年以来是 Grinnell 学院的受托人, **Joe Rosenfeld** 在 Grinnell 是巴菲特的英雄。巴菲特也提到, 我们一生中做的最重要的决定是选择配偶。"如果你想要一个长久的婚姻, 嫁一个低期望值的人。

5, 你对主动管理和被动管理的看法是什么?

巴菲特: 总的来说, 被动管理就是主动管理。标普 500 代表美国的总体发展成果。九年前, 巴菲特用 100 万美元打赌先锋标普 500 指数基金的表现比一只 FOF(基金的基金)更好。结果标普 500 指数的表现显著超过这只 FOF 基金。对冲基金总回报的一半已经流向基金管理人, 并且他们的表现逊于指数达 40%。基金经理越来越有钱, 投资者却遭到损失。找到良好管理的公司, 让他们长期成长。这是被动的方法。购买并持有。

成功的投资者需要有正确的大局观。高智商的人经常犯傻。

6, 你对多德-弗兰克法案怎么看?

巴菲特: 我们今天处理金融危机的手段空间不如 2008 年。我们在 2008 年遭遇了金融危机。多德-弗兰克法案已经夺走了美联储在危机中采取行动的能力。在 2008 年 9 月伯南克说他将做任何事情, 并且只有他能够阻止金融危机蔓延。现在货币市场基金规模已经达到 3.5 万亿美元, 这个数字是美国银行 7 万亿美元存款的 50%。这可能是有史以来的最大规模。伯南克能够从 1933 年设立的紧急稳定基金中获得黄金。2008 年, 乔治·布什总统说出了也许是经济史上十个最重要的单词: "如果市场仍然没钱, 伯南克就下台。"但多德-弗兰克法案把美联储的权利收回了。恐惧是持续性的, 信心却是一点点回来, 而不是连续的。通用电气和高盛都是"多米诺骨牌"上的一个环节。我们很幸运, 我们有最好的人民。

7, 固定收益市场对股票有什么影响?

巴菲特: 利率之于资产的估值, 好比地球引力之于物体的质量。在股票价格过高之前, 将会有许多利率变动。30 年国债的利率从 1982 年的 14.5%下降到到 2016 年的 2.5%。最近 30 年期国债从 2.6%上升至 2.8%。从现在起四至五年, 如果长期利率保持在 4%, 股票是便宜的。"我们每天购买股票比卖出多, 直到利率变得更高"。有利可图的交易将是卖出 30 年期债券, 并买入标普 500 指数。但这很难做到大规模。借钱交易比任何事情更容易使人破产。芒格说过, 聪明人"因为酒, 女人和杠杆(liquor、ladies and leverage)"破产。

8, 为什么巴菲特不投资科技公司?

巴菲特：Berkshire 的基金经理 TedWeschler 与 ToddCombs 各自管理 90 亿美元的资金。他们投资了苹果。苹果用户对苹果提供的产品着迷。巴菲特在自己的能力圈范围内具有投资上的竞争优势，不包括技术公司。随着时间的推移，他的投资眼界变得更加宽广，但是在他的能力圈外，科技圈子的人了解得比他多。巴菲特提到，他没有投资微软，即使微软的 win 产品完全没有成本，而且微软因为垄断操作系统而极为赚钱。

9，有哪些基本(投资)智慧是你不同意的？

巴菲特：长久以来，投资并没有太大的变化。BenGrahams 的班级里有 15 个学生。他的关注的是 2-3 年的现金流和确定回报。股票是具有票息的债券。伯克希尔是具有票息的股票。几年前巴菲特投资了 15 个韩国公司，卖掉的时候赚了两倍的收益。除了这些公司的估值很低是确定的以外，他对这些公司所知并不多。他当时做了分散投资，获得了非常不错的结果。如果你投资了好公司，那么你就无需分散投资。任何智商超过 130 的人都应该在那个价位卖出股票。

10，如果你今天以一百万美元开始，你会怎么投资呢？

巴菲特：如果我现在只有一百万美元，那么肯定什么地方出了大问题。今天，用一百万美元，他和芒格可能将这些钱投资在四只股票上。当他在哥伦比亚大学毕业的时候，他将资金净值的 75% 投资在 GEICO 保险中。他在 1956 年用 10.5 万美元开始投资，到 1969/70 结束合伙公司的时候，资金达 1.05 亿美元，增长 1000 倍。

11，你会欣赏别人的哪些素质？

巴菲特：选择那些你会想要得到他未来赚的钱的 10% 的人。那些很有幽默感、你会想由他们来领导的人。

12，你对高频交易有什么看法？

巴菲特：高频交易不会给世界带来任何东西。它不会伤害到伯克希尔。巴菲特建议收点交易税。

13，美联储的行为对股票市场有哪些影响？

巴菲特：央行已经降低利率，对全球产生了影响。欧洲是负利率。10 年前，美联储的资产负债 1 万亿美元，今天是 4 万亿美元。如果巴菲特可以重生，他想当美联储主席。美联储是美国财政部的第四大收入来源。它去年向美国财政部支付了 1170 亿美元的股息。它是有史以来最大的对冲基金。其净资产为 4-5 万亿美元，其中包括 2.5 万亿美元的国债，美联储承担超过 3% 的美国收入。中央银行从未如此重要，也没有人知道这种情况(负利率)

接下会怎样发展。哪里有混乱，哪里就有机会。

14, 你对富国银行新任 CEO Tim-Sloan 怎么看？

巴菲特：整个三分之一美国都与富国银行有业务往来。虽然 WFC 破坏了某些信任，但是从现在开始一年内储户的数量仍然会增加。其资产负债表为 1-2 万亿美元。前首席执行官 John Stumpf 创建了一个影响不良的激励制度。他本应该迅速反应，但他没有。1989 年所罗门兄弟的 John Gutfreund 的反应也慢了。出现问题是，人们应该迅速面对。"准确定位问题，迅速获知问题，然后解决问题"(Get it right, Get it fast, Get it over)。富国银行终将做的很好。伯克希尔没有卖出富国印花的股票。芒格说："一盎司的预防比一吨的治疗更有价值。"

15, Ajit Jain 和保险的问题

巴菲特：1950 年一月份的一个星期六的早晨，当我乘坐火车从纽约到华盛顿特区拜访 GEICO 时，他是幸运的。因为他的偶像格雷厄姆是 GEICO 的主席，巴菲特想尽可能多地学习。他敲了门，出来的是一个看门人。他并不知道，华盛顿的人们在星期六的时候是不上班的(跟在奥马哈一样)。巴菲特问：除了你还有其他人在吗？幸运的是，一个叫做 Lorimar Davidson 的高管就在那里，然后他花了接下来的 3-4 个小时向巴菲特解释了保险业务。

这改变了巴菲特的生活轨迹。1967 年伯克希尔买下了国民保险公司。1986 年的一个星期六 Ajit Jain 走进了他的办公室。30 年后的今天，Ajit 管理着伯克希尔的再保险业务，每天都和巴菲特交谈。Ajit "每个小时都有新创意"(911 恐袭之后)，而 GEICO 从 1936 年之后就没有改变过。十年后 Ajit 的业务将与今天非常不同。在伯克希尔，假如哪位雇员能成功预测哪 16 支球队将会进入 NCAA March Madness 的"甜蜜 16 强"，那么公司将会每年支付他 100 万美元直到他死亡。GEICO 的平均保单是 1700 美元/年。一些 Geico 员工的保单电话销售能力是其他人的四倍。"当你和客户在打电话的时候，在你的桌子上放一张你最爱的人的照片，然后用你和那个人交谈的方式去交谈。"

16, 科技的发展是否会取代人类智慧？

巴菲特：技术摆脱不了人类基因里的恐惧和贪婪。你不能给电脑编程来产生持续的竞争优势，也不能为员工创造激情。伯克希尔现在并不处于劣势。相比计算机，巴菲特更喜欢 Ted Weschler 和 Todd Combs。

17, 你所犯的最大错误是什么，从中学到了什么？

巴菲特：他最初的三项业务现在已经破产了：(1) 伯克希尔纺织业务，(2) 蓝筹印花公司，以及(3) 零售业务，位于 Baltimore 的百货商店。他犯了一些"人"方面的错误。他工作最糟糕的部分就是不得不解雇一个员工。他最遗憾的是"那些即使我做了充分的调查，但也没有做、最终错过的事"。

18, 为什么伯克希尔投资航空公司？你会避免投资周期性行业吗？

巴菲特：巴菲特不会讨论他最近的投资。但是他在美国 Air Preferred(1989)上损失了一大笔钱。有段时间他的股票 25 分美元都卖不出去，但是后面几年后以 2 美元卖出，赚了一大笔。

通常较小的仓位(10 亿美元以下)就是 Ted 的或者是 Todd 的决定。

19, 金融行业中最重要技能是什么？

巴菲特：**金融行业最重要的技能是销售技能**。好比你是怎样说服别人与你结婚的，你是怎样得到一份工作的。能做得好的最重要的特质是，**能够控制恐惧和贪婪的能力**，因为恐惧和贪婪可能毁了一切。

任何一个已经富有的人，还想要翻倍都是愚蠢的想法。为什么要拿你已有的去冒险，去追求你并不需要的呢？如果你已经富有，那再去冒险就没有什么好处了，反而会面临不利的风险。

最后，巴菲特用"在年会上给我而不是芒格投票"作为结束。



巴菲特致股东的信 2016

2017 年 2 月 25 日 BRK: \$195000-244121

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东：

2016 年伯克希尔的账面价值增长了 275 亿美元，A/B 股每股账面价值增长 10.7%(标普 12%)。自现任管理层接手的 52 年来，每股账面价值已从 19 美元增至 172108 美元，年均复合增长率约为 19%。

在这 52 年里的前半段时间里，伯克希尔的账面价值大致等于企业真正重要的内在价值，之所以相近是因为我们大多数资源都部署在定期以市价重估的有价值证券中(需扣除出售时将产生的税款)。按华尔街的话说，伯克希尔的资产负债表很大程度上是按市场计价的。然而到了 1990 年代初，我们资本配置的重点转向对其他企业的完全所有权，这一重大转变大大降低了公司内在价值和资产负债数据的相关性。之所以出现这种脱节，是因为适用于我们控股公司的 GAAP 会计准则，在许多重要方面不同于评估有价值证券。具体来说，通常会计准则要求我们所拥有的企业，衰败时账面价值需要被减记，而胜出时账面价值却永远不会被重估。

我们已经经历过两种结果：就像在婚姻中出现的情况一样，在企业合并案中，往往会在“我愿意”之后出现意料之外的结果。我做了一些十分愚蠢的收购决定，为我们所收购公司的经济商誉付出了太多。这导致了后来的商誉减值，伯克希尔的账面价值因此而减少。在我们收购的企业中，也有一些赢家，其中一些规模非常大，但这些成功企业商誉的增值，一分钱都没有反映出来。

我们对这种不对称的会计准则并无反对。但随着时间的推移，这必然会扩大伯克希尔的内在价值和账面价值之间的差距。现在我们的赢家获得的巨额且不断增长的未记录增值，为伯克希尔创造的内在价值远远超过其账面价值。这种增值在我们的财产意外险公司中特别巨大，在许多其他业务中也是如此。

随着时间的推移，股价会趋向于内在价值，这就是在伯克希尔所发生的事情。这一事实也解释了，在过去 52 年的业绩记录，我们的股价的涨幅为什么会大幅超过账面价值的涨幅。

我们希望达成的目标

伯克希尔副董事长兼我的搭档查理·芒格，跟我预计伯克希尔的经常性(normalized)每股盈利能力每年都会增加。当然，实际收益有时会因为美国经济的周期性疲软而下降，此外，即使大多数美国企业表现良好，保险业务的特大灾难或其他行业的特定事件，也可能降低伯克希尔的收益。

我们的工作就是随着时间的推移，实现公司收益的大幅增长，尽管过程会起伏不定。毕竟，作为你们资本的管理人，伯克希尔董事们选择了保留全部收益。事实上，2015 年和 2016 年，伯克希尔的留存收益在美国企业中排名第一，每年的再投资金额比第二名多出数十亿美元。这些再投资的资金必须获得适当的回报。

在一些年份，公司潜在的盈利能力实现的收益会很小，而其他一些年份，又特别巨大。查理和我并没有大幅增加盈利能力的神奇计划，仅仅有一个远大的梦想，以及在精神和财务上做好准备，以便在机会出现时迅速采取行动。每隔十年左右，经济环境就会周期性地出现恶化，但随后投资机会就会短暂闪现。**当倾盆金雨降临时，我们必须带着澡盆而不是汤匙冲出门去。这就是我们要做的事。**(Every decade or so,dark clouds will fill the economic skies,and they will briefly rain gold.When downpours of that sort occur,it's imperative that we rush outdoors carrying washtubs,not teaspoons.)

前些年我已经解释过，我们正从一家通过投资获得大部分收益的公司逐渐转变为一家通过拥有公司实现价值增长的公司。在启动这一转型时，我们通过一些小规模的收购迈出了一小步，这些收购对伯克希尔收益的影响与我们有价证券投资获得的收益相比，还微不足道。尽管收购采取了非常谨慎的做法，但我还是犯了一个特别严重的错误。1993 年时我以 4.34 亿美元收购 Dexter 鞋业，随后这家公司的价值迅速归零。但是让情况得更加糟糕的是，我在收购时使用 25203 股伯克希尔的股票进行了支付，截止 2016 年底这些股票的价值已超过 60 亿美元。

在这次灾难收购之后，又发生了三次关键性的收购，其中两次是有利的，一次是不利的。1996 年初我们收购了 GEICO 另一半的所有权，这是一笔全现金交易，使我们的持股从证券投资转变为全资控股经营业务。GEICO 凭借其几乎无限的增长潜力，很快成为我们的核心业务，我相信现在它是世界上首屈一指的财产意外险公司。

不幸的是，在收购 GEICO 之后，在 1998 年末，**我愚蠢地使用伯克希尔的股票(一揽子优质企业组合)收购了通用再保险公司。**在经历了早期一些问题之后，通用再保险已经成为我们所珍视的一家优秀的保险公司。尽管如此，我在收购通用再保险时发行了 272,200 股伯克希尔股票，这使得伯克希尔流通股大幅增加了 21.8%，这是一个严重的错误。我的错误导致伯克希尔股东付出的远远超过他们所得到的。尽管这种做法得到了圣经的称赞，但当你收购企业时，却不会得到上帝的赐福。

2000 年初为了弥补自己愚蠢的收购行为，我收购了中美能源 76% 的股份(后增持到 90%)。这是一家管理出色的公用事业公司，为我们带来了许多对社会有意义的盈利的投资机会。通过对中美能源的现金收购的学习，坚定

地让我们走上了目前的道路：1、继续打造我们保险业务；2、积极收购大型且多元化的非保险业务业务；3、在很大程度上使用内部产生的现金来进行收购。(今天我宁愿准备做结肠镜检查，也不愿意发行伯克希尔股票)

在 1998 年之后的时期，尽管伯克希尔债券和股票的投资组合被淡化了，但其规模继续增长，并为我们带来巨额的资本利得，以及利息和股息回报。这些投资收益为我们在收购其他企业时提供了重要的资金。尽管伯克希尔双管齐下的资本配置方式非同寻常，但却给我们带来了实实在在的优势。

这是我们自 1999 年开始认真业务调整以来财务记录。在这 18 年里，伯克希尔流通股仅增长了 8.3%，其中大部分增长发生在我们收购 BNSF 铁路时。我很高兴地说，这次发行股票非常有意义。

亿美元	税后经营收益	税后投资收益
1999	6.7	8.9
2000	9.4	23.9
2001	-1.3	9.2
2002	37.2	5.7
2003	54.2	27.3
2004	50.5	22.6
2005	50.0	35.3
2006	93.1	17.1
2007	96.3	35.8
2008	96.4	-46.5
2009	75.7	04.9
2010	110.9	18.7
2011	107.8	-5.2
2012	126.0	22.3
2013	151.4	43.4
2014	165.5	33.2
2015	173.6	67.3
2016	175.7	65.0

注：经营收益包含投资产生的利息和股息，但不包括资本损益；投资收益在很大程度上只包含已实现资本损益，但 GAAP 要求进行调整时，部分未实现的资本损益也包括在内。

我们的预期是，投资收益将继续大幅增长，尽管就时间而言是完全随机的，并且这些投资收益将为我们后续的企业收购提供大量的资金。与此同时，伯克希尔优秀的运营 CEO 团队将致力于增加他们所管理的各项业务的经营收益，有时候他们会进行**补强型收购(bolt-on)**来助力增长，通过**避免发行伯克希尔股票**，收益的任何增长都将转化为相当比例的每股收益增长。

我们大幅提高经营性每股收益所采取的努力将得到美国经济活力的助力，正如我们在过去整个管理期间过发

生过的一样。如果要用一个词来描述我们国家取得的成就，那就是奇迹。从 240 年前的起点开始，美国人已经将人类的智慧、市场体系、才会横溢雄心勃勃的移民以及法治融合在一起，创造出我们先辈梦寐以求的财富。

你们不需要成为一名经济学家，就能了解我们的体系运作得多好。看看你们周围，看看这 7500 万套自有住房、肥沃的农田、2.6 亿辆汽车、高产工厂、健全的医疗中心、人才济济的大学，它们都代表着美国人从 1776 年贫瘠的土地、原始社会结构和贫弱的产出中，获得的净收益。美国白手起家，已经累积了 90 万亿美元的财富。

当然，那些有车有房以及拥有其他资产的美国人们往往为了买这些资产负债累累，然而，如果资产所有者违约，这些资产并不会消失或者丧失其用途。所有权通常会转移给借贷机构，然后该机构将其转卖给其他买家。我们国家的财富仍然完好无损。正如 Gertrude Stein 所说：钱总在那里，只是装钱的口袋不断改变。

总之，正是我们的**市场经济体系创造了美国今天的富足**，它就像一个交警，巧妙引导资本、智慧、人才和劳动力的流动。这个体系还是利益分配奖励过程中的主要因素。此外，政府通过联邦、州和地方税收的重定向，决定了一大部分财富的再分配。

例如，美国已经决定，那些处于盛年的公民应该帮助年老者 and 年幼者。这类形式的帮助有时被称为“权利”，通常被认为适用于年老者。但是不要忘了每年出生的 400 万婴儿，他们有权利接受公共教育。这一社会投入大多由地方政府提供资金支持，每个婴儿大约花费 15 万美元。每年的总开支超过了 6000 亿美元，大约相当于 GDP 的 3.5%。无论我们的财富如何分配，你们所看到的令人难以置信的财富完全属于美国人。当然，外国人也拥有我们财富的一小部分。然而这一部分资产对于我们国家的资产负债表无足轻重：我们的公民拥有的海外资产价值大致相当。

我们应该强调一点，早期的美国人既不会比他们之前几个世纪辛苦劳作的人们更聪明，也不比他们更努力工作。但是这些富有冒险精神的前辈们创造出了一个能够释放人类潜能的系统，他们的后辈也在此基础上加强这个系统。**这一经济创造在未来为我们的子孙后代带来越来越多的财富。当然财富累积的过程总会时不时被短期打断。然而，它不会被阻止。**我将重复过去我已经说过的话，并且在未来也会重复说：现在在美国出生的人是历史上最幸运的一代人。

美国的经济成就已经为股东们带来了惊人的利润。在 20 世纪，道琼斯工业平均指数从 66 点涨至 11497 点，实现了 17320% 的资本收益，其中主要得益于股息的稳定增加。这一趋势仍将持续下去。截至 2016 年底，该指数

进一步增长了 72%至 19763 点。

在未来几年美国企业以及一篮子股票的价值必定更高。创新、生产力提高、企业家精神和充足的资本都将确保这一点实现。无处不在的怀疑论者们可能通过宣传他们的悲观预期而发迹。但是如果他们按照他们宣传的废话行动，那么只有上帝才能帮助他们了。

当然，许多公司将被甩在后面，一些公司将会倒闭。这种淘汰是市场活力的产物。而且，未来几年偶尔会发生市场大幅下跌甚至恐慌，这将影响到几乎所有股票。没人能告诉你们这些冲击将何时发生。我做不到、查理做不到，经济学家们也做不到，媒体更无能为力。纽约联储的 Meg McConnell 曾贴切地对这一恐慌现实进行了描述："我们花了大量时间去寻找系统性风险，然而事实上它往往先找到我们。"

在这种可怕时期中，你们应该牢记两点：首先，大范围的恐慌是投资者的朋友，因为你可以低位买入优质资产；其次，个人的恐慌是你的敌人，因为这是毫无必要的。那些避免高昂和不必要的成本，只是长期持有许多大型且财务保守的美国企业股票的投资者们，将必定获得不错的回报。

至于伯克希尔，我们的规模成为卓越业绩的巨大障碍：随着资产规模的增加，未来预期回报率将会下滑。尽管如此，伯克希尔良好的业务组合，以及公司坚不可摧的财务实力和以股东利益为导向的企业文化，应该能实现出不错的回报。我们不会满足于低回报。

股票回购

在投资界，有关股票回购的讨论往往变得很激烈。但我建议这场辩论的参与者们先深吸一口气，评估回购的必要性并没有那么复杂。从退出股东的角度来看，回购往往带来好处。虽然这些回购活动每天的影响通常很小，但对于卖家而言，市场上多一个买家总是更好的。

然而，对于继续持有的股东来说，只有在股价低于内在价值的时候，回购才有意义。当遵循这一规则时，剩余的股票将立即获得内在价值的提升。考虑一个简单的类比：如果一家价值 3000 美元的企业中有三个平等的合伙人，其中一个合伙人的股权被公司以 900 美元的价格回购，那么剩下的两个合伙人将立即获得 50 美元收益。如果退出的合伙人得到了 1100 美元，那么剩下的两个合伙人将分别损失 50 美元。同样的计算方法也同样适用于企业及其股东。因此，"回购行为对于继续持有的股东而言是价值增加还是价值破坏"，完全取决于回购价格。

然而令人费解的是，企业回购股票的公告几乎从未提及应该避免的回购价格。如果管理层正在收购一家外部

企业，那么情况肯定不会如此。在那里，价格将总是影响买或不买的关键因素。然而，当 CEO 或董事会回购自己的公司部分股份时，他们往往无视回购的价格。如果他们管理一家只有少数股东的私企，并且评估收购其中一个股东持有的股权是否明智时，他们会有类似的行为吗？当然不会。

重要的是要记住，在两种情况下，即使公司的股价被低估，应不应该回购。一种情况是，当一家企业需要所有可用的资金来保护或扩大其运营业务，而又不愿意进一步增加更多债务时。在这种情况下，内部的资金需求应该优先考虑。当然，这一例外情况的前提假设是，在做出必要的资本开支后，企业拥有一个光明的未来。

第二种例外情况不太常见，当收购其他业务(或其他投资机会)提供的价值，远高于回购其低估股票时。很久以前，伯克希尔经常不得不在这些方案中做出选择。以我们目前的规模，这个问题不大可能出现。

我的建议是，在讨论回购前，CEO 和董事会应该站起来做出一致声明：在一个价格上回购是明智的，但在另一个价格上就是愚蠢的。

回顾伯克希尔自己的回购政策：我被授权以账面价值的 120%或更低的价格，购买大量伯克希尔的股票。因为我们的董事会已经得出结论，按照这一价格水平回购，能够给继续持有的股东带来立即的实质性收益。我们估计，120%的账面价值相对于伯克希尔的内在价值拥有一个巨大的折扣，由于内在价值的计算不可能精确，所以这一价差是恰当的。

赋予我这一权限并不意味着，我们将以 120%比率去支撑我们的股价水平。如果达到这一水平，我们将尝试把"以增值的价格进行有意义回购"这一愿望和"不过度影响市场价格"这一目标融合在一起。

迄今为止，回购我们的股票被证明是很难的事情，这很可能是因为我们已经明确描述了我们的回购政策，也已经表明了我们的观点，即"伯克希尔的内在价值远高于 120%的账面价值"。如果是这样，那也没关系。查理和我更愿意看到，伯克希尔的股价在一个围绕内在价值相当狭窄的范围内交易，既不希望它们以不合理的高价出售(拥有感到失望的股东并不有趣)，也不希望交易的价格太低。而且，折价购买合伙人的股权也不是一种令人满意的赚钱方式。尽管如此，市场环境也可能创造出一种局面：回购既有利于继续持有的股东，也有利于退出的股东。如果是这样，我们将准备采取行动。

本节最后一个发现是：随着回购话题越来越热门，一些人们几乎称其为反美行为：他们将回购定性为转移生产所需资金的企业不当行为。事实并非如此，美国企业和私人投资者们拥有大量寻求合理部署的资金。这些年我

并没有看到任何诱人的项目因资金缺乏而夭折。(如果你有此类项目，请给我们打电话)。

保险业务

现在让我们看看伯克希尔各种业务，从我们最重要的部门保险业务开始。

自 1967 年我们以 860 万美元收购国民保险及其姊妹公司国家火灾和海事保险公司以来，保险业的财产意外险业务一直是推动我们扩张的引擎。现在按账面价值计算，国民保险公司是全世界最大的财产意外险公司。

我们被财产意外险业务吸引的一个原因是其财务特征：财产意外险公司提前收到保费，之后再支付理赔金。在极端情况下，例如大量因接触石棉而提出的索赔，款项支付可能长达数十年。这种先收后付的模式使得保险公司持有大量流动资金，我们称之为浮存金，这些资金最终会流向投保人。与此同时，保险公司能够用浮存金为自己的利益进行投资。虽然单个保单和索赔进进出出，但保险公司持有的浮存金规模相对于保费通常维持一个相对稳定的关系。因此，随着我们业务的扩张，浮存金规模也相应增长。至于它们是如何增长的，如下图所示：

百万美元	期末浮存金
1970	39
1980	237
1990	1632
2000	27871
2010	65832
2011	70571
2012	73125
2013	77240
2014	83921
2015	87722
2016	91577

我们最近签了一份大额保单，能够将浮存金增加到 1000 亿美元。除了这类一次性增加外，GEICO 保险和我们的一些专业业务的浮存金几乎必定会以很快的速度增长。然而，国民保险的再保险部门是许多大额流动性合同的缔约方，这些合同的浮存金必定会下滑。

随着时间的推移，我们可能会经历浮存金规模的下滑。如果是这样的话，那么下滑将是缓慢的，任何一年的下滑都不会超过 3%。我们保险合同的性质要求，我们永远不会受到对我们的现金资源具有重要意义的即时或短期需求的影响。这种结构是经过精心设计的，是我们保险业务无与伦比的财务实力的关键组成部分。这个现金要求将永远不会妥协。

如果我们的保费收入超过了我们运营费用和最终损失赔付的总和，那么我们的保险业务将实现承保盈利，该利润将增加浮存金创造的投资收益。当我们赚到这样的利润时，我们将享受免费资金的使用，更好的是，我们持有这些资金获得报酬。

不幸的是，所有保险公司都希望实现这一令人满意的结果，这导致了激烈的竞争，甚至异常激烈，有时会导致整个财产意外险行业遭受巨大的承保亏损。实际上，这一损失就是保险行业保持其浮存金所付出的代价。但和美国其他行业的公司相比，竞争动态几乎会确保保险公司，将保持净有形资产回报率低于正常水平的惨淡记录。

目前全世界的利率水平都大幅下降，导致该低回报水平更加确定。几乎所有的财产意外险公司了实际上也保证了浮存金未来获得的投资收益将减少，从而加剧了保险行业的利润下滑问题。保险行业未来十年的经营业绩，很有可能低于过去十年的记录，尤其对于那些专门从事再保险业务的公司来说。

尽管如此，我还是非常看好我们自己的发展前景。伯克希尔无与伦比的财务实力使我们在投资方面相比其他保险公司更加灵活。我们拥有更多的投资选择是我们的一大优势，偶尔会提供给我们重大的机会。当其他公司受到限制时，我们的投资选择就会增加。

此外，我们的财产意外险公司拥有卓越的承保记录。伯克希尔现在已经连续 14 年实现承保盈利，期间我们的税前承保收益累计达到了 280 亿美元。这样的业绩记录并非偶然：严格的承保记录是我们所有的保险经理们每天都关注点，他们都知道，尽管浮存金很有价值，但其优势也可能被糟糕的承保业绩所埋没。对于承保纪律，所有的保险公司都只是嘴上说说而已。而在伯克希尔，这是一种信仰。

那么浮存金将如何影响我们的内在价值？当我们计算伯克希尔账面价值时，浮存金的总额被作为负债减掉，就好像我们明天就要将其全部支付而无法补充一样。但将浮存金严格视作典型负债是错误的。它应该被视为一个循环基金。我们每天都要支付过去的索赔和相关费用，2016 年就向 600 多万索赔人支付了 270 亿美元的巨额费用，这减少了我们的浮存金。但同样肯定的是，我们每天都在承保新的业务，收取的保费又增加了浮存金。

如果我们的循环浮存金没有成本且可以长期保持规模(我相信会是这样)，那么这种负债的真正价值会显著低于会计上的账面负债。因为新的业务会替代旧的索赔，因此欠下的每 1 美元永远都不会从公司消失，这跟持有明天就将付出而无法收回的 1 美元截然不同。然而根据 GAAP 准则这两种类型的负债被认为是完全相同的。

我们在收购保险公司时产生了 155 亿美元的"商誉"资产，这增加了账面价值，并部分抵消了这一被夸大的浮

存金负债。很大程度上这种商誉体现了我们为保险业务获得浮存金能力所支付的价格。然而，商誉的收购成本与真实价值无关。举例来说，如果一家保险公司蒙受了长期大额的承保损失，那么无论其原始取得成本如何，账面上的任何商誉资产都应被视作是毫无价值的。

幸运的是，伯克希尔并不是这样。查理和我相信，我们保险公司商誉真正的经济价值远超其历史账面价值。如果我们收购拥有类似商誉的保险公司，我们很乐意为类似质量的浮存金支付费用。事实上，2000 年我们在保险业务中为商誉支付的 155 亿美元几乎全部计入账面价值，当时的浮存金规模是 280 亿美元，然而，我们之后浮存金规模增加了 640 亿美元，这部分的价值丝毫没有反映到我们的账面价值上，这些未记录的资产价值，就是我们认为伯克希尔内在商业价值远高于其账面价值的一个巨大的原因。

伯克希尔颇具吸引力的保险经济模式之所以存在，都是因为我们拥有一批杰出的经理人。他们经营着纪律严明的承保业务，在大多数情况下，拥有难以复制的商业模式。让我来向你们介绍几个主要业务的运营情况。

首先，浮存金规模最高的是由阿吉特·贾因管理的伯克希尔再保险集团。阿吉特对别人不敢兴趣或没有资本承保的风险提供保险。他的运营结合了能力、速度和果断。更重要的是，他的思维方式在保险界独一无二。然而，他从来没有将伯克希尔暴露在与我们资源不相称的风险之中。

事实上，伯克希尔在规避风险方面远比其他大多数大型保险公司要保守。举例来说，如果保险业因某种特大灾难而遭受 2500 亿美元的损失，这一损失大约为保险行业经历过最大损失的 3 倍，伯克希尔作为一个整体，由于其众多的非保险收益来源，依然将实现可观的利润。此外，我们也将保持现金充沛，并渴望在一个可能陷入动荡的保险市场中寻找大量的承保机会。而其他的主要保险或再保险公司即使不面临破产，也会出现严重亏损。

1986 年的那个周六，阿吉特走进了伯克希尔的办公室，那时的他甚至没有一点保险业方面的经验。尽管如此，时任我们的保险经理人 Mike Goldberg 还是让他管理再保险业务。在这种鼓励和推动下，阿吉特在保险界崭露头角，并且很快大放异彩，为伯克希尔的股东创造了数百亿美元的价值。如果有另外一个 Ajit，你可以用我本人交换他，不要犹豫，马上交易！

我们另一个再保险业务巨头是由 Tad Montross 管理通用再保险公司。在通用再保险公司工作了 39 年后，Tad 于 2016 年退休了。他在各个方面都是佼佼者，我们对他感激万分。与 Ajit 一起工作了 16 年的 Kara Raiguel 接任通用再保险的 CEO。

本质上，一个稳健的保险公司需要遵守四大承保纪律，它必须：(1)理解所有可能导致保单发生损失的风险；(2)谨慎的评估风险发生的可能性及其可能造成的损失；(3)设定合理的保费。平均而言，保费在满足可能发生的损失及运营费用的总和后，将带来利润；(4)如果在无法获得合适保费的情况下愿意放手。

许多保险公司都能遵守前三条规则，却忽视了第四条。他们根本无法放弃竞争对手正在积极争取的业务。老话说："别人都这么做，我们也必须这么做"，这在许多行业都会招致麻烦，但保险行业尤为突出。Tad 从来都不听那些草率荒谬的承保借口，Kara 也将如此。

最后是 GEICO 保险，这家公司 66 年前在我的心中燃起了火焰，至今仍在燃烧。该公司由 Tony Nicely 管理着，他 18 岁就加入这家公司，到 2016 年已有 55 个年头。1993 年 Tony 成为 GEICO 保险的 CEO，自那以后公司蓬勃发展。没有比 Tony 更好的经理人了，他将他的才华、奉献精神和稳健性融入工作。(后一种品质对于持续成功至关重要，正如查理所说，拥有一个智商是 160 的经理很不错，除非他自认为智商为 180)。和 Ajit 一样，Tony 也为伯克希尔创造了数百亿美元的价值。

1951 年当我第一次造访 GEICO 保险时，我就被这家公司相对于行业巨头所拥有的巨大成本优势所震撼。我很清楚 GEICO 将会成功，因为它理应成功。那时 GEICO 的年销售额是 800 万美元，2016 年该公司每三个小时就能做这么多业务。汽车保险是大多数家庭的主要开支。节约对他们来说很重要——只有低成本的运营才能实现这些目标。实际上，至少 40% 阅读这封信的人可以通过向 GEICO 保险投保来省钱。所以停止阅读，现在就访问 geico.com 或拨打 800-847-7536 咨询一下吧。

GEICO 的成本优势创造了一条竞争对手无法逾越的护城河，所以该公司能够年复一年持续扩大市场份额。到 2016 年底，我们的市场份额达到 12%，高于 1995 年我们取得控制权时的 2.5%。与此同时，其员工数量也从 8575 人增至 36085 人。

从 2016 年下半年开始，GEICO 的增长显著加快。期间，整个汽车保险行业的损失成本正在以令人意想不到的速度增长，一些竞争对手因此开始失去了吸引新客户的热情。但 GEICO 公司对于利润空间被压缩的应对措施是加快扩大其新业务的努力。趁热打铁，把握时机。在我写这封信件的时候，GEICO 保险仍然保持着良好的发展势头，当保险价格开始上升时，人们就会买入更多保险，当他们购买时，GEICO 最终也会成为赢家。你打过电话咨询了吗？(800-847-7536 或访问 geico.com)

我们除了拥有的三大保险公司，我们还有其他一些规模较小的公司，它们主要承保商业保险。整体而言，这些公司是一个规模庞大、不断增长且价值不菲的业务。它们始终保持承保盈利，并且通常比同行报告的利润好得多。在过去 14 年中，该集团从承保业务赚得了 47 亿美元收益(约占其保费收入的 13%)，同时浮存金从 9.43 亿美元增长到 116 亿美元。

不到三年前，我们成立了伯克希尔特种保险公司(BHSI)，我们也将其纳入该集团。我们第一个决定就是让 Peter Eastwood 去管理这个公司。事后证明，这绝对是一个英明的决定：最初我们预计公司成立前几年将会出现重大承保亏损，因为 Peter 正在组建全球运营所需的人员和基础设施。相反，Peter 和他的团队在整个初创期都获得了可观的承保利润。BHSI 在 2016 年的业务量已经达到 13 亿美元，增长了 40%。显而易见，该公司注定将成为全球一流的财产意外险公司。

以下按业务部门划分的税前承保业绩和浮存金规模摘要：

承保损益										
百万美元	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
BH 再保险	822	421	606	1294	304	-714	176	250	1324	1427
通用再保险	190	132	277	283	355	144	452	477	342	555
GEICO	462	460	1159	1127	680	576	1117	649	916	1113
其他直保	657	824	626	385	286	242	268	84	210	279
合计	2131	1837	2668	3089	1625	248	2013	1460	2792	3374
年末浮存金										
百万美元	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
BH 再保险	45081	44108	42454	37231	34821	33728	30370	27753	24221	23692
通用再保险	17699	18560	19280	20013	20128	19714	20049	21014	21074	23009
GEICO	17148	15148	13569	12566	11578	11169	10272	9613	8454	7768
其他直保	11649	9906	8618	7430	6598	5960	5141	5061	4739	4229
合计	91577	87722	83921	77240	73125	70571	65832	63441	58488	58698

伯克希尔优秀的经理人、出色的财务实力和各种受护城河保护的商业模式，在保险业中是独一无二的。这些优势组合是伯克希尔股东的巨大财富，时间只会让其更有价值。

受监管的资本密集型业务

我们拥有的 BNSF 铁路和拥有 90%股份 的 BHE 能源，与伯克希尔其他业务有着不同的重要特征。所以，我们把他们的各项财务数据从我们 GAAP 的负债表和收益表中分离出来，在这封信中为它们分配了独立板块单独来谈。这两家大型公司合计占伯克希尔税后收益的 33%。

这两家公司的一个关键特征是，对非常长期的、受监管的资产进行了巨额投资。这些资产部分资金来自伯克希尔不提供担保的大额长期债务。事实上这些资产并不需要我们的信贷支持，因为每家公司都有盈利能力，即使在经济状况恶化时，也远超其利息支付需求。比如，去年在铁路行业令人失望的一年里，BNSF 的利息覆盖倍数超过了 6:1(我们对利息覆盖倍数的定义是息税前利润/利息，而不是息税折旧摊销前利润/利息，尽管后者被普遍使用，但我们觉得存在严重缺陷)。

与此同时，有两个因素保证 BHE 能源能在任何情况下都有能力偿付债务。第一个是所有公共事业的共同点：抗经济衰退的盈利能力，这来自于这些公司独家提供社会基础服务的结果，所以需求非常稳定。第二个只有少数几个公共事业公司享有的特定优势，即不断扩大的多元化的收益来源，使 BHE 免受任何单一监管机构的伤害。这些多元化的收益来源，加上强大母公司的固有优势，让 BHE 及其公共事业子公司能够大幅度降低债务成本。这一经济因素对我们和我们的客户都有利。

总的来说，BHE 能源和 BNSF 铁路去年在工厂和设备方面投资了 89 亿美元，这是对美国的基础设施关键组成部分做出的重大贡献。只要它们能够承诺合理的回报，我们很愿意进行此类投资。在这方面，我们对未来的监管有绝对的信心。

我们的这种自信心是合理的，不仅因为我们过去的经验，还有我们对社会清晰的认识，即社会永远需要在交通和能源方面进行大规模投资。以确保资金持续流向重大项目的方式对待资本提供者，符合各地政府的自身利益。同时以获得监管机构及其所代表的民众信任的方式开展业务，也符合我们自身利益。

低廉的价格是让这些支持者们满意的有力方式。在爱荷华州，BHE 能源的平均零售价是 7.1 美分/千瓦时，该州的另一家主要电力公司 Alliant 的均价是 9.9 美分。这里有一些来自附近州的行业可比数据：内布拉斯加州 9 美分、密苏尔州 9.5 美分、伊利诺伊州 9.2 美分、明尼苏达州 10 美分。全美的平均价格大概是 10.3 美分。我们已经向爱荷华州承诺，最早要到 2029 年我们的基本费率才会上涨。我们最低的价格为那些工薪阶层的客户节省了真金白银。

对于 BNSF 铁路而言，主要的铁路公司之间价格比较则要困难得多，因为他们在货物组合和平均运输里程上都存在着巨大的差异。然而，为了提供一个粗略的衡量标准，去年我们收费略低于 3 美分/吨英里，然而其他四大铁路公司的客户平均运输成本从 4 美分到 5 美分不等。

BHE 能源和 BNSF 铁路已经成为美国追求环保型技术的领头羊。在风力发电方面，没有一个州能够跟爱荷华州相比，去年我们在那里生产的风电兆瓦数相当销售给零售客户所有兆瓦数的 55%。到 2020 年，正在进行的风电项目将会使这个比例达到 89%。

此外，低廉的电价带来了二级好处。目前，爱荷华州已经吸引了大量高科技设施前来。一方面是因为其低廉的电价非常有吸引力(数据中心使用大量电力)；另一方面是因为，很多高科技企业的 CEO 热衷于使用可再生能源。谈及风能资源，爱荷华州可以被称作是美国的沙特阿拉伯。

BNSF 铁路和其他一级铁路公司一样，仅仅用一加仑柴油就可以运输一吨货物近 500 英里。这些经济效益使得铁路的燃油效率是卡车的 4 倍！而且，铁路运输很大程度上减少了公路拥堵情况，以及严重拥堵所带来的纳税人出资的巨大维护开销。

总之，无论对于美国，还是对伯克希尔的股东们，BHE 能源和 BNSF 铁路所拥有的资产具有非常重大的意义。以下是两家公司的关键财务数据：

百万美元	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
英国电力	367	460	527	362	429	469	333	248	339	337
爱荷华电力	392	292	270	230	236	279	279	285	425	412
内华达电力	559	586	549	-58						
太平洋电力	1105	1026	1010	982	737	771	783	788	703	692
管道运输	413	401	379	385	383	388	378	457	595	473
加拿大输电公司	147	170	16							
可再生能源	157	175	194	50						
BH 家庭服务	225	191	139	139	82	39	42	43	-45	42
其他	73	49	54	12	91	36	47	25	186	130
息税前经营收益	3438	3350	3138	2102	1958	1982	1862	1846	2203	2086
投资星座能源									1092	
利息支出-其它企业债务	-465	-499	-427	-296	-314	-323	-323	-318	-332	-312
利息支出-BRK 次级债券						-13	-30	-58	-111	-108
所得税	-431	-481	-616	-170	-172	-315	-271	-313	-1002	-477
净收益	2542	2370	2095	1636	1472	1331	1238	1157	1850	1189
*归属于 BRK 的净收益	2287	2132	1882	1470	1323	1204	1131	1071	1704	1114
*其中：借款利息税后收益						8	19	38	72	70

BNSF 财务摘要

百万美元	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
营业收入	19829	21967	23239	22014	20835	19548	16850	14016
营业费用	13144	14264	16237	15357	14835	14247	12355	10762

营业利润	6685	7703	7002	6657	6000	5310	4495	3254
利息成本	992	928	833	729	623	560	507	613
税前利润	5693	6775	6169	5928	5377	4741	3988	2641
所得税	2124	2527	2300	2135	2005	1769	1529	920
净利润	3569	4248	3869	3793	3372	2972	2459	1721

上表中出现的家庭服务公司(HomeServices)可能有些不适当。但这家公司是在 1999 年跟随我们收购的中美能源(现在的 BHE)而来, 我们非常幸运的买到了它。目前, 家庭服务公司在美国 28 个州拥有 38 家经纪公司, 超过 2.9 万名经纪人。去年, 该公司收购了 4 家房产经纪商, 其中就包括纽约 Westchester 地区的龙头房产公司 Houlihan Lawrence(这项收购交易刚刚在年底时完成)。在房地产术语中, 买方或者卖方被称作是"一方", 双方的代理被称作是"两方"。去年, 我们自营的房地产经纪人参与了 24.4 万人次交易, 总的交易额为 860 亿美元。

家庭服务公司的全美各地拥有许多允许使用我们品牌的特许经纪商。我们对房地产行业的方方面面都感到非常满意。预期在未来十年时间里, 该公司将会收购更多的房地产经纪商和特许加盟商。

制造、服务和零售业务

我们的制造、服务和零售业务生产销售从棒棒糖到喷气式飞机各种各样的产品。不过让我们先来看一看整个业务板块的资产负债表和利润表。

资产负债表

资产	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
现金及等价物	8073	6807	5765	6625	5338	4241	2673	3018	2497	2080
应收账款和票据	11183	8886	8264	7749	7382	6584	5396	5066	5047	4488
存货	15727	11916	10236	9945	9675	8975	7101	6147	7500	5793
其他流动资产	1039	970	1117	716	734	631	550	625	752	470
流动资产合计	36022	28579	25382	25035	23129	20431	15720	14856	15796	12831
商誉及无形资产	71473	30289	28107	25617	26017	24755	16976	16499	16515	14201
固定资产	18915	15161	13806	19389	18871	17866	15421	15374	16338	9605
其他非流动资产	3183	4445	3793	4274	3416	3661	3029	2070	1248	1685
合计	129593	78474	71088	74315	71433	66713	51146	48799	49897	38322
负债	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
应付票据	2054	2135	965	1615	1454	1611	1805	1842	2212	1278
其他流动负债	12464	10565	9734	8965	8527	15124	8169	7414	8087	7652
流动负债合计	14518	12700	10699	10580	9981	16735	9974	9256	10299	8930
递延所得税	12044	3649	3801	5184	4907	4661	3001	2834	2786	828
长期及其他负债	10943	4767	4269	4405	5826	6214	6621	6240	6033	3079
所有者权益	92088	57358	52319	54146	50719	36693	31550	30469	30779	25485

BKR 权益	91509	56837	51827	53690	48657					
负债权益合计	129593	78474	71088	74315	71433	66713	51146	48799	49897	38322

利润表

百万美元	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
收入	120059	107825	97689	93472	83255	72406	66610	61665	66099	59100
营业费用	111383	100607	90788	87208	76978	67239	62225	59509	61937	55026
其中：折旧费用	2063	1603	1563	1633	1596	1431	1362	1422	1280	955
利息费用	214	103	109	104	146	130	111	98	139	127
税前利润	8462	7115	6792	6160	6131	5037	4274	2058	4023	3947
少数权益+所得税	2831	2432	2324	2283	2432	1998	1812	945	1740	1594
净利润	5631	4683	4468	3877	3699	3039	2462	1113	2283	2353
平均净有形资产	23842	25641	24000	26816	18320	13256	14272	14117	12774	10343
回报率	23.6%	18.3%	18.7%	15.8%	20.2%	22.9%	17.3%	7.9%	17.9%	22.7%
平均净资产	74723	54839	52759	52433	43706	34122	31010	30624	28132	24100
回报率	7.5%	8.5%	8.5%	8.1%	8.5%	8.9%	7.9%	3.6%	8.1%	9.8%

*税前利润不包含购买法会计调整；利润表 2013 年已重列不包含 Marmon 租赁业务。

上表中包括 44 家向总部直接汇报业务的企业。但其中部分企业旗下又包含许多独立业务。例如 Marmon 公司旗下拥有 175 家独立运行的业务子公司，向很多不同的市场提供服务，而伯克希尔汽车销售公司(BHA)在美国拥有 83 家经销商，业务覆盖美国 9 个州。这个企业集群真是五花八门。以未杠杆化的净有形资产回报率衡量，部分业务的回报率极高，少数情况下超过了 100%，大多数是稳健的企业，回报率介于 12-20%之间。

不过，有少数几家公司的回报率非常低，这是我在资本配置时犯的严重错误。在多数情况下，当时我对公司或其所在行业的经济动态的评估是错误的。我们正在为我的误判付出代价。有时候，我在评估现任或继任经理人的忠诚度和能力方面犯了错误。可以肯定的是，我将来还会犯更多错误。幸运的是，查理从不会碍于面子，他会对我最糟糕的想法直接说"NO"。

作为一个整体来，这些制造、服务和零售业务企业是一家非常优秀的企业。2016 年，它们占用的净有形资产平均为 240 亿美元，尽管持有大量超额现金且几乎没有债务，但其投入资本税后回报率为 24%。

当然，如果是以过高的价格买入经济效益极佳的企业，它也可能是笔糟糕投资。我们已经为大多数业务所拥有的净有形资产支付了大量的溢价，其成本反映在我们报告的庞大的商誉和其它无形资产数字上。但总的来说，我们在该行业部署的资本为我们带来了可观的回报。如果在 2017 年没有经济衰退，该业务集团的收益可能会实现增长，部分原因是 2016 年完成收购的金霸王(Duracell)和精密机件(PrecisionCastpartsCorp.)公司将首次为该集团贡献全年收益。此外，2016 年 Duracell 曾经发生高额转型成本，本年度将不会再次发生。

该业务集团有太多的公司，我们无法——单独评论，而且它们(现有和潜在)的竞争对手都会阅读这份报告。在我们一些业务上，如果其他人知道某些数字，我们可能处于不利地位。因此那些对伯克希尔的价值没有实质性影响的业务，我们只披露需要披露的内容。你可以在完整报告中找到我们业务运营的大量细节。但要知道，真正重要的是整个伯克希尔森林的增长，把注意力过度集中于任何一棵树上都是非常愚蠢的。

几年以来我一直告诉你，本节列示的收入和支出数据并不符合 GAAP 会计准则。我已经解释过，出现这种差异的主要原因是因为 GAAP 准则关于购买法会计调整的规定，要求在平均 19 年内全额摊销某些无形资产。但在我们看来，大多数摊销"费用"并不是真正的经济成本。我们在本节中以非 GAAP 准则的方式向你展示这些数据，这也是查理和我看待和分析这些数据的方式。

在年报中我们详细列出了总额为 154 美元尚未摊销的无形资产。随着新的收购的进行，将产生更多待摊销无形资产。2016 年扣除摊销费用后按 GAAP 准则计算的税前收益为 15 亿美元，比 2015 年增加 3.84 亿美元。我个人的判断是，2016 年的摊销费用有 20%是"真实"的成本。最终，摊销费用将完全冲销相关资产。当这种情况发生时(通常需要 15 年左右)，我们报告的按 GAAP 准则计算的税前收益将会增加，但伯克希尔业务的基本经济状况并不会出现任何实质性的改善，这是我留给继任者的礼物。

现在我已经描述了一个我认为被夸大的在 GAAP 准则下的费用支出，那么让我继续讨论会计准则产生的另一个非常令人不快的失真。这个主题是 GAAP 准则下的折旧费用必须要基于历史成本。然而，在某些情况下，基于历史成本的折旧费用，严重低估了真实的经济成本。在 1970-80 年代通货膨胀肆虐期间，有关这一现象的文章数不胜数。由于 Paul Volcker 的铁腕政策，通货膨胀开始消退，折旧费用不足的问题才变得不那么重要了。但这个问题在铁路行业依然严重。因为许多折旧项目的当前成本远远超过其历史成本，一个不可避免的结果是，整个铁路行业的报告的盈利远远高于其真实的经济收益。

具体到 BNSF 铁路来说，我们去年 GAAP 准则下的折旧费用为 21 亿美元。但如果我们每年维护性资本支出只投入这么多资金的话，我们铁路设施的运行状况将很快出现恶化。公司的竞争力也将随之下降。因此，现实的情况是，为了保持竞争力，我们需要在 BNSF 铁路投入的资本支出远远超过我们列示的折旧费用。此外，在未来几十年中，这个巨大的差额将持续存在。尽管如此，查理和我都非常看好我们的铁路业务，这也是我们最好的收购项目之一。

太多公司的管理层(而且这个数字越来越多)正在寻找一切办法来报告"调整后收益", 甚至报告的数字高于 GAAP 准则的收益。对于会计人员来说有很多办法来施展他们的财技。他们最喜欢忽略的两项成本是"重组费用"和"股权补偿"。

查理和我希望公司管理层在财报附注部分详细描述, 影响 GAAP 业绩数字的非正常项目, 不管是好的还是坏的。毕竟, 我们研究这些历史业绩数字是为了更好地对未来做出估计。但管理层经常试图通过强调"调整后的每股收益"来掩盖非常真实的成本, 这让我们感到非常紧张, 因为不良行为极具传染性: 那些刻意寻找粉饰报表方法的管理层, 往往会培养一种鼓励下属也努力粉饰报表的企业文化。比如, 保险公司管理层这样的目标会导致公司低估其损失赔款准备金, 过去这种行为已经摧毁了许多保险公司。

在听到一些分析师大加赞扬那些总能"制造数字"以达成目标的公司管理层时, 查理和我都会感到尴尬不安。事实上, 商业前景是很难预测的, 因此公司也很难总是达成业绩预期。意外总是不可避免的的出现, 预期的业绩就会无法实现。当问题出现时, 一个以华尔街为中心的 CEO 为了股价就会忍不住诱惑去粉饰财务数字。

让我们回到两个管理层最喜欢的"不要计入该项"的科目, 先从"重组费用"开始。我认为, 从 1965 年我们接手开始, 伯克希尔就一直在不停地在重组。当时公司仅拥有一个北方纺织业务, 在重组方面并没有什么选择余地。如今, 每年伯克希尔都会进行大量重组, 这是因为公司数百家子公司中, 总有一些业务需要改变。正如我之前提到的, 去年我们在 Duracell 公司重组上投入了大量资金, 以确保公司在未来几十年中能维持市场竞争力。

但是, 我们从未将公司重组费用单独列出, 然后告诉你, 在估计伯克希尔正常盈利能力时, 不要考虑这些费用。如果在某一年中有一些真正重大的费用开支, 我当然会在公司附注部分中说明。事实上, 当一家企业发生全面重组的话, 例如卡夫和亨氏合并时, 我们认为必须在几年时间内向股东清楚解释, 花费巨额资金去合并经营的合理化理由。而卡夫亨氏公司的 CEO 也是这么做的, 他们的做法得到了包括我在内的公司董事的批准。但是, 当公司只是简单地进行必要的业务调整时, 管理层却年复一年的告诉股东"不要把这计算在内", 这是具有误导性的。许多股票分析师和财经记者也都轻信了这种粉饰后的财务数字。

不仅如此, 如果说"股票补偿"不是一项经营开支, 那管理层就太傲慢了。实际上这样做的 CEO 是在告诉股东: "如果公司付给我一大笔股票期权或限制性股票来作为薪酬, 那就不用担心它们对公司收益的表现, 因为我会把这些开支调整掉的"。为了更好地探索这一财技, 让我们观摩一个虚构的会计实验室, 这个实验室的唯一目标就

是粉饰伯克希尔的财报。富于想象力的会计师正在等着我们，迫切地想要展示他们的财技。

请注意，我曾告诉这些支持者，"股票补偿"通常占大多数公司前三四名高管薪酬总额的 20%。更应当注意的是，伯克希尔子公司有数百名这样的高管，他们获得薪水也有这么多，但我们仅用现金来支付。不仅如此，由于缺乏想象力，我将这些向伯克希尔高管支付的费用都计入公司的经营开支中。但是，一些会计人员可能会笑出声，立即向我指出，这些支付给伯克希尔高管的薪资报酬中，20%的报酬可以计入"代替股票补偿而支付的现金"科目中，因此这些费用可以不计入"真正"费用支出。所以，伯克希尔也可以报告"调整后收益"。

让我们回归现实。如果一个公司的 CEO 想要在报告收益中不计入"股票补偿"费用，他们应该被要求向股东解释以下两个问题：为什么支付给公司职员现金替代品不应计入公司成本，或者为什么在计算公司收益时将工资成本排除在外？在 1960 年代粉饰财报的情况非常普遍。曾经有这样一个故事：一位 CEO 在公司即将上市时间未来的审计师："2+2 等于几？"当然赢得这项工作的回答是："你心里想要的数字是多少？"。

金融和金融产品

我们的三个租赁相关的业务是由 CORT(家具)、XTRA(半挂拖车)和 Marmon(主要是油罐车租赁、还包括冷藏货车、联运式油罐集装箱车和起重机)构成。这三家公司都是其所在行业的领导者。

这个板块还包括克莱顿之家(ClaytonHomes)。这家公司大部分营收来自预制房销售，但大部分利润来自其庞大的抵押贷款组合。去年，克莱顿房屋成为美国最大的房屋制造商，共计交付 42075 栋住宅，占美国新建住宅总数的 5%。公平地说，其他大型建筑商销售额远超克莱顿，因为他们主要销售的是价格高得多的现场建造的房屋。

2015 年，克莱顿房屋开始扩大业务规模，收购了第一家现场建造房屋公司。2016 年，克莱顿房屋又进行了另外两次类似的收购。而且未来还会有更多收购。2017 年，预计现场建造房屋在克莱顿的房屋销售总量中占比将达到 3%以上，销售额占比将达到 14%左右。

尽管如此，克莱顿的业务重心仍将是预制房制造上，在美国总成本低于 15 万美元的新建房屋中，预制房占比超过 70%。而克莱顿目前在预制房的市场份额约为一半，这比 2003 年伯克希尔收购克莱顿时已有大幅提升。当时克莱顿的销售额位列行业第三，员工数量仅为 6731 人。现在算上新收购的公司在内，员工总数上升到 14677 人。未来这个数字还将继续扩大。

克莱顿近年来的盈利从超低的利率中受益匪浅。公司发放给购房者的房屋抵押贷款是长期的固定利率贷款(平

均贷款年限长达 25 年)。但公司自身的负债是定期重新定价的短期借款。当市场利率下行, 克莱顿的贷款组合收益会大幅上升。我们通常会避免这种短债长贷的商业模式, 这可能会对金融机构造成严重的问题。但是, 伯克希尔整体上属于敏感性资产, 这意味着短期利率上行, 伯克希尔合并收益将会上升, 尽管这对克莱顿造成损害。

去年, 克莱顿不得不取消了 8304 笔预制房抵押贷款的赎回权, 约占总的贷款组合的 2.5%。客户结构的统计数据有助于解释这一违约比例。克莱顿的客户通常是信用评分较差的低收入家庭, 许多人都从事于经济衰退时首先受到冲击的工作来维持生计。同时, 许多人的财务状况也会因离婚或亲人离世而遭受打击, 这对于高收入家庭来说通常影响较小。但是, 几乎所有人都强烈希望拥有一套住房, 同时他们每月只需偿还包含保险和房产税在内的共 587 美元按揭, 因此我们客户所面临的这些风险在一定程度上得到缓解。

同时, 克莱顿一直以来都有帮助贷款人度过财务困境的项目。其中, 最受欢迎的两个项目是贷款延期和还款豁免。去年, 约有 11000 人获得了贷款延期, 3800 人的 340 万美元预定还款被豁免。当批准这些项目时, 公司不会赚到任何利息或手续费收入。我们的经验是, 过去两年中, 93%接受这些项目支持的贷款人仍然居住在自己的住房中。由于我们在丧失抵押品赎回权方面损失惨重, 去年高达 1.5 亿美元, 但是我们的援助项目最终帮助克莱顿及其贷款人。

克莱顿和伯克希尔维持了非常良好的合作伙伴关系。Kevin Clayton 带来了一流的管理团队和企业文化。反过来, 当预制房在经济衰退面临危机时, 伯克希尔为克莱顿提供了无与伦比的财力支持。随着该行业其他贷款机构的退出, 克莱顿不仅为自己的经销商提供信贷支持, 也为销售竞争对手房屋的经销商提供贷款。伯克希尔收购其他公司时从来不期望协同效应, 但在收购克莱顿之后, 创造了非常重要的协同效应。

Marmon 公司的铁路货车租赁业务去年经历了需求的大幅放缓, 这将导致 2017 年收益下降。去年 12 月, 车队的租赁率为 91%, 低于去年同期的 97%。我们在 2015 年从通用电气收购的大型车队的租赁率下降尤其严重。同时, Marmon 公司的起重机和集装箱的租赁率也出现不同程度的下降。

铁路货车市场需求的大幅波动过去曾经发生过, 而这种情况未来将持续下去。尽管如此, 我们仍然非常看好这项业务, 并预计未来几年中这个业务将为我们创造良好的股权回报率。油罐车租赁业务是 Marmon 公司的强项。人们通常将油罐车与原油运输联系在一起, 但实际上, 这种油罐车可以用于运输多种多样的货物。

未来我们预计将继续扩大铁路货车租赁业务的规模。与此同时, Marmon 公司也在进行一系列补强型收购交

易，其结果将包括在制造、服务和零售业务板块中。以下是我们金融相关业务税前收益的摘要：

百万美元	2016	2015	2014	2013	2012
Berkadia(50%股权)	91	74	122	80	35
ClaytonHomes	744	706	558	416	255
CORT 家具	60	55	36	40	42
Marmon 集装箱和起重机	126	192	238	226	246
Marmon 铁路货车	654	546	442	353	299
XTRA 半挂车	179	171	147	125	106
其他金融损益(不含资本利得)	276	341	147	125	106
合计	2130	2086	1839	1564	1393

投资业务

下表我们列出了年末市值最大的 15 只普通股投资。由于我们是卡夫亨氏(KraftHeinz)控股股东之一，所以采用"权益法"进行核算并未列入。目前，伯克希尔持有卡夫亨氏公司 325,442,152 股股票，在我们资产负债表上按 GAAP 会计准则以 153 亿美元入账，年末市值为 284 亿美元，而我们的成本为 98 亿美元。

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
500,000,000	富国银行	10.0%	12,730	27,555
400,000,000	可口可乐	9.3%	1,299	16,584
81,232,303	IBM- 微增	8.5%	13,815	13,484
151,610,700	美国运通	16.8%	1,287	11,231
61,242,652	苹果 Apple- 新进	1.1%	6,747	7,093
74,587,892	Phillips 66- 增持	14.4%	5,841	6,445
101,859,335	美国合众银行 US Bancorp	6.0%	3,239	5,233
11,390,582	高盛	2.9%	654	2,727
54,934,718	达美航空 Delta- 新进	7.5%	2,299	2,702
24,669,778	穆迪 Moody's	12.9%	248	2,326
43,203,775	西南航空 Southwest- 新进	7.0%	1,757	2,153
6,789,054	特许通讯公司 Charter- 减持	2.5%	1,210	1,955
26,620,184	大陆航空 Continental- 新进	8.4%	1,477	1,940
22,169,930	赛诺菲 Sanofi- 减持	1.7%	1,692	1,791
43,387,980	美国石膏板 USG	29.7%	836	1,253
	其他		10,697	17,560
	股票投资合计		65,828	122,032
	PCC 精密机件- 并购			32,100
	Kraft Heinz 卡夫亨氏		9,800	28,434
	美国银行 50 亿优先股		5,000	15,500
	AAL 美国航空- 新进			2,126
	GM 通用汽车- 加仓			1,742
	DaVita 达维塔保健			1,189

	BYD 比亚迪		232	1,172
	Mellon 纽约梅隆银行-加仓			1,027
	VeriSign 数字证书			985
	Liberty Media 自由媒体			900
(拜耳并购套利)	MOSANTO 孟山都-建仓			846
	M&T 银行		103	842
	Visa 维萨卡-加仓			799
	SiriusXM 卫星广播-建仓			742
	Costco 开市客			694
	Axalta 涂料系统-建仓			634
	MasterCard 万事达-减持			510
	Torchmark 托马科金融			469
	RBI 汉堡王			402
	WABCO 威伯科-微增			358
	GE 通用电气			335
	21 世纪福克斯 FOX			251
	Verisk 数据			127
10 年约 50%	沃尔玛-近清仓			
	P&G 宝洁-换股金霸王			
16%	Verizon 通讯-清仓			
亏 10%	Deere 迪尔-清仓			
亏损 20%	SUNCOR 森科能源-清仓			
	AT&T-清仓			
	NOW 保健品-清仓			
	KMI 管道公司-清仓			

*此处为实际投资成本，也是计税依据，GAAP 成本在少数情况下因准则要求的减记和增记而有所不同。

*不包括伯克希尔子公司养老金投资的持股。

表中的一些股票是由 ToddCombs 或 TedWeschler 投资的，他们与我一起管理伯克希尔的投资。同时，他们各自独立管理着超过 100 亿美元的资产。我通常通过查看每个月的股票交易单来了解他们所做的投资决策。两人管理的 210 亿美元资产中，包括伯克希尔子公司约 76 亿美元的养老金资产。如前所述，养老金投资不包括在上面伯克希尔的持股列表中。

我们持有的美国银行 50 亿美元优先股并不包括在上表中，但这笔投资非常重大，每年这些优先股支付 3 亿美元的股息，并附有一份优厚的认股权证，伯克希尔有权在 2021 年 9 月 2 日之前的任何时点，以 50 亿美元购买美国银行 7 亿股普通股。到去年年末，这一特权将为我们带来 105 亿美元的利润。如果愿意，伯克希尔可以使用优先股来支付行权时所需的 50 亿美元资金。如果美国银行普通股的分红率在 2021 年前上升至 44% (现在每年为 30%)，我们预计将提前把优先股转化为普通股，并且不用支付任何现金。如果普通股分红率保持在 44%以下，我

们很可能持有优先股直到权证到期之前才会行权。

我们投资的许多公司(包括美国银行在内)一直在回购股票，其中一些公司回购规模相当惊人。我们非常喜欢股票回购，因为我们相信这些回购股票的公司大多数情况下都被低估了。毕竟，低估也是我们持有这些股票的原因之一。当一个公司规模不断扩大，但是公司流通股数量不断减少，股东将会非常受益。

你必须明白，我们资产负债表上列示的 860 亿美元的“现金及等价物”(包括美国国债)，其中 95%是伯克希尔美国子公司持有的。因此，不需要缴纳任何汇回税。此外，其余资金返还美国时也只需要缴纳较小的税费，因为这些资金大部分都是在那些独立征税的国家赚取的，当这些海外资金转回美国时，已经缴纳税可以抵消美国政府征收的税费。这些解释之所以重要是因为，许多现金充裕的美国企业将很大部分现金都滞留在税收非常低的司法管辖权。这些公司希望(而且很可能被证明是正确的)美国政府很快大幅下调对回流资金征收的税费。与此同时，这些公司在运用这些资金方面受到诸多限制。也就是说，离岸资金不如国内资金有价值。

伯克希尔大量现金在美国的地理优势被部分抵消，因为大部分现金被保险子公司持有，**尽管这些现金有许多投资选择，但是选择却有诸多限制。**如果这些现金是由伯克希尔母公司持有，我们的投资选择将不受限制。尽管我们有能力每年从保险子公司向母公司分配大量现金，但这也有许多限制。**总的来说，我们保险子公司持有的现金是一项非常有价值的资产，但对我们来说，这些现金资产如果是母公司持有将更具价值。**

有时，股东或媒体的言论暗示，伯克希尔将永远持有某些股票资产。的确我们拥有的一些股票，只要我还健在就无意出售。但是，我们并没有做出任何形式的承诺，伯克希尔将会永远持有其任何有价证券。

对于这一点的困惑可能是因为他没有认真解读《股东手册》第 11 条经济原则。自 1983 年以来，这一经济原则一直包含在我们的年报中。这一原则适用的我们控股的企业，而不是有价证券。今年，我在第 11 条经济原则最后补充了一句话，以确保我们所有股东都能明白，**我们认为任何有价证券都有可能被出售，无论这种出售现在看来是多么的不可能。**

在我们结束投资部分之前，我想对股息税率说几句略带教育性的话。伯克希尔和大多数公司一样，从一美元的股息中获得的回报远高于美元的资本利得。对于那些习惯性将资本利得看做获得税收优惠待遇的股东来说，这可能有些意外。但是，我们可以做有关一些企业回报的简单计算。公司每实现每一美元资本利得，需要缴纳 35%的联邦所得税(通常还有州所得税)，但是，从国内公司征收的股息税则要低得多，尽管具体税率取决于企业性

质。对一家非保险公司来说(伯克希尔母公司是一家非保险公司), 收到股息的联邦税率为 10.5%。此外, 如果一家非保险公司持有被投资公司超过 20%的股份, 那么股息的联邦税率仅为 7%。比如, 伯克希尔持有卡夫亨氏 27% 的股份, 母公司收到的大量股息适用的税率就是 7%。(对股息征收较低的公司税的原因在于, 支付股息的被投资公司已经为分配的收益缴纳了自己的公司税。)

伯克希尔保险子公司支付的股息税率要高于非保险公司, 虽然该税率要远低于 35%的资本利得税。财产意外险公司收到的大部分股息需要缴纳 14%的税款。然而, 如果保险公司持有美国被投资公司 20%以上的股份, 那么税率会下降到 11%。这就是我们今天需要学习的税务课。

一个赌注——你的钱是如何流向华尔街的

这本节中, 我首先会讲述一个我在 9 年前做的投资对赌的故事, 然后分享一些我在投资上的观点。作为开始, 我想简单的介绍一下 LongBets, 这是一家在我的对赌中发挥重要作用的独特机构。

LongBets 是由亚马逊的杰夫贝佐斯(JeffBezos)发起成立的, 是一家管理长期赌注的非盈利组织。为参与对赌, "赌约发起者"在 Longbets.org 网站上提出一个命题, 该命题将在很久之后被证明是对是错。然后, 他们会等待一个持相反观点的人在赌约的另外一端下注。当一名"怀疑者"站出来时, 赌约的双方会各自指定一家慈善组织作为他们赌约获胜的受益人; 在 LongBets 上下注, 然后在 LongBets 网站上写一篇短文来为命题辩护。当赌约结束时, LongBets 会向获胜方的慈善组织支付对赌款项。LongBets 网站很有意思, 以下是两个例子。

2002 年, 企业家 MitchKapor 宣称, "到 2029 年, 没有任何电脑或是智能设备能通过图灵测试"。图灵测试能判断计算机是否能够模拟人类的思维能力。发明家 Ray Kurzweil 持相反的观点。双方对各自的观点押下了 1 万美元的赌注。我不知道谁能赢, 但我敢打赌, 没有任何电脑能复制查理。

同年, 微软的 CraigMundie 宣传, 到 2030 年无人驾驶飞机将能正常的搭载乘客。而谷歌的 EricSchmidt 则持相反的观点。赌注为每人 1 千美金。最近为了缓解 Eric 的压力我主动提出加入赌注, 他迅速分给我 500 美元。我喜欢他的假设, 如果我们输了, 我会在 2030 年左右支付。

现在, 说说我自己的赌约和历史过程。在 2005 年伯克希尔的年报中, 我认为, 从整体来看, 由专业人员进行主动投资管理业绩, 其长期表现会落后于呆坐不动的业余投资者。我解释道, 从整体来看, 相比那些投资于一只低成本的被动指数基金的业余投资者, 各种"投资顾问"收取的高额费用, 会让他们客户的业绩表现更糟糕。

随后，公开提出了一个 50 万美元的赌约：任何一位职业投资者都可以选择至少 5 只对冲基金(一种很受欢迎高收费的投资工具)，在一段很长的时间内，他们的业绩表现将会落后于，只收取象征性费用的被动投资标普 500 指数基金的业绩表现。我提出赌约期限为 10 年，并提名一只低成本的 Vanguard 标普指数基金作为我的赌注。随后，我坐下来充满期待的等待着，各位基金经理站出来捍卫自己的职业(他们可以把自己管理的基金包括在 5 只基金之中)。毕竟这些基金经理催促着客户为他们的能力下了数十亿美元的赌注。既然如此，他们为什么会害怕拿自己的一点钱出来玩一下这个赌约呢？

随之而来的是一片寂静。尽管有成千上万的专业投资经理人，通过吹嘘自己的选股能力积累了惊人的财富，但只有一人 Ted Seides 站了出来接受了我的挑战。Ted 是 Protégé Partners 的联合投资经理人，这是一家资产管理公司，从有限合伙人手中筹集资金成立了一个基金中的基金(FOF，fund-of-funds)。换句话说，Ted 的基金是投资多只对冲基金的基金。在赌约设立之前，我并不认识 Ted，但是我喜欢他，钦佩他愿意把钱下注到自己曾经说过的话上。他对我直言不讳，而且一丝不苟地提供我们监测赌约所需的所有数据。

在十年赌约 Protégé Partners 这一方，Ted 挑选了 5 只 FOF 基金作为投资标的。它们业绩表现将平均化，并与我选择的 Vanguard 标普指数基金进行对比。Ted 选择的 5 只 FOF 基金将其资金投资到了 100 多只对冲基金中，这意味着基金的整体表现不会因某一位基金经理的表现好坏而受到影响。当然，Ted 选择的 5 只 FOF 基金都有一层费用，高于直接投资对冲基金的费用。这种叠加的收费模式中，大部分的费用是由基础对冲基金收取的；而每只 FOF 基金，都对其在挑选对冲基金的假想技能方面，而收取额外的费用。

以下是赌约前 9 年的对赌结果。对赌的结果显示，我指定的慈善受益人 Girls Inc. of Omaha(将获得我赢得的赌金)将在明年 1 月份迫不及待地打开邮件领取奖金，这是毋庸置疑的。(根据我与 Protégé Partners 达成的协议，这些母基金的名称从未公开披露。然而，我看过他们的年度审计。)

年度	FOF 基金 A	FOF 基金 B	FOF 基金 C	FOF 基金 D	FOF 基金 E	标普指数基金
2008	-16.5	-22.3	-21.3	-29.3	-30.1	-37.0
2009	11.3	14.5	21.4	16.5	16.8	26.6
2010	5.9	6.8	13.3	4.9	11.9	15.1
2011	-6.3	-1.3	5.9	-6.3	-2.8	2.1
2012	3.4	9.6	5.7	6.2	9.1	16.0
2013	10.5	15.2	8.8	14.2	14.4	32.3
2014	4.7	4.0	18.9	0.7	-2.1	13.6
2015	1.6	2.5	5.4	1.4	-5.0	1.4

2016	-3.2	1.9	-1.7	2.5	4.4	11.9
2017	12.2	10.6	15.6	NA	18.0	21.8
累计	21.7	42.3	87.7	2.8	27.0	125.8
年化	2.0	3.6	6.5	0.3	2.4	8.5

截至目前，该标普指数基金的年均复合增长率为 7.1%，长期来看，这一回报率很容易被证明是股市典型的回报水平。有一个很重要的事实是：整个赌约期间，如果股市表现相当疲软，这可能有助于对冲基金的相对表现，因为许多对冲基金持有大量的"空头"仓位。反过来，如果股市异常狂热，将对指数基金有所助益。事实是，9 年期间我们处于一个"中性"的股市环境中。期间，截至 2016 年 5 只 FOF 基金平均年化回报率仅为 2.2%，这意味着投资于这 5 只基金的 100 万美元将获得 22 万美元。与此同时，投资指数基金将获得 85.4 万美元。

请记住，管理基础对冲基金的 100 多名基金经理，每人都有巨大的经济动机去获取最大的投资收益。此外，由于母基金的基金经理是根据基础对冲基金的业绩的表现来获得业绩报酬，Ted 选择的 5 只 FOF 基金经理同样有动机尽可能选择最好的对冲基金。我可以确定，在任何情况下，两级基金的经理人都都是诚实和聪明的人。然而，对于他们的投资者来说，结果是惨淡的，真的非常惨淡。遗憾的是，所有对冲基金和 FOF 基金收取了巨额固定管理费用(该管理费用与基金的业绩表现完全无关)，以致于基金经理们在过去 9 年里旱涝保收。正如电影《华尔街》主角 Gordon Gekko 所言："收费(金钱)永不眠"。(Fees never sleep)(Greed is good 贪婪无罪)

在我们的赌约中，对冲基金经理从有限合伙人那里获得的报酬，可能平均略低于现行对冲基金标准的"2/20"费率。即每年固定 2%管理费，即使亏损巨大也要照付不误，另外利润分成 20%且不能追回(如果盈利年份后出现亏损年份)。在这种不公平的安排下，对冲基金的操盘手只需有能力简单地积累可管理的基金资产，那么许多基金经理就会变得非常富有，即使他们的投资表现非常糟糕。不过，收费还没完。别忘了还有上层 FOF 基金经理需要"喂养"。这些经理人通常会额外收取资产 1%的固定管理费。此外，尽管期间 5 只 FOF 基金的整体业绩表现不佳，但一些经理人仍经历了几年好日子，并收取了"业绩"提成费用。因此，我估计在过去 9 年里，5 只 FOF 基金获得的所有收益中约有 60%流向了两级基金经理的腰包！这是他们收取的不当回报。因为数百位有限合伙人通过投资指数基金，在几乎不用付出成本的情况下，自己轻松就可以实现他们所谓的业绩。

在我看来，这次赌约暴露出的，令对冲基金投资者失望的结果，几乎肯定会在未来重演。赌约开始时，我在 LongBets 网站上发布了一份声明中阐述了我的理由，以下是我的观点：

从 2008 年 1 月 1 日开始并于 2017 年 12 月 31 日结束的过去十年里，标准普尔 500 指数的表现将超过对冲基金的基金组合的表现，因为基金的业绩需要扣除管理费、运营成本和支出。

许多非常聪明的人打算在证券市场上获得超过平均水平的投资回报，我们将其称为主动投资者。而与他们相对的是被动投资者，按照定义，他们寻求获得市场平均收益。总的来说，他们的仓位大致接近指数基金的仓位。因此，市场的平衡方，即主动投资者也必须达到市场平均水平。然而，这些投资者将承担更高的成本。因此，总的来说，在扣除这些成本后，他们总体的投资收益将比被动投资者更差。

当巨额的年度管理费、业绩报酬和频繁交易的成本，都被累加到主动投资者的费用等式中时，其承担的成本就会飙升。而 FOF 基金加剧了这一成本问题，因为他们在对冲基金收费的基础上再次收取管理费。有很多聪明的投资者都参与到对冲基金的运营。但在很大程度上，他们付出的努力被自我抵消了，他们高智商带来的超额收益并不能克服他们强加给投资者的成本。平均而言，随着时间的推移，投资低成本指数基金的业绩表现会超过投资 FOF 基金。

这就是我的观点，现在我把它放进一个简易等式中。如果 A 组(主动投资者)和 B 组(被动投资者)构成了整个投资市场，而且 B 组在扣除成本前，必定要取得平均回报水平，那么 A 组也必须如此。成本更低的一组将获胜。如果 A 组成本过高，其亏空将是巨大的。当然，部分有经验的人很有可能长期超过标准普尔指数的表现。然而，在我的一生中，我很早就发现，能完成这一壮举的也不过十个左右的专业人士罢了。

毫无疑问，有成百上千甚至成千上万我从未见过的人，他们的能力可与我认识的这十人相媲美。毕竟，跑赢指数并非不可能。不过问题在于，绝大多数试图跑赢指数的经理最终都会失败。向你募集资金的人很有可能不会不是做的非常多人。比尔·鲁安是真正了不起的人，60 年前我就认为，从长期来看，他几乎肯定能带来优秀的投资回报。他说很好："在投资管理中，从创新者到模仿者，再到众多的无为者，这是一个巨大进步。"

像部分业余投资者一样，在短期内一些专业投资者也会因为走运而获得高收益，这让寻找一位物超所值且收费高昂的罕见基金经理变得更为复杂。如果 1000 位经理人在年初进行市场预测，则至少有一位经理的预测很可能在未来连续九年里连续都是正确的。当然，1000 只猴子中也有可能出现一个貌似无所不知的预言家。但二者间仍然存在差异：幸运的猴子不会发现人们排队找他进行投资。

最后，有三个相互关联的事实，导致成功的投资酝酿着失败。首先，良好的投资业绩记录很快就会吸引到大量的资金；其次，巨额资金总是会成为沉重的投资业绩之锚：几百万的资金容易管理，几十亿的资金就很难了；第三，尽管如此，大多数经理人还是会为了个人利益而去寻求获取新的资金，因为管理的资金越多，收取的管理费就越多。这三点对我来说不是什么新鲜事：1966 年 1 月，当时我管理着 4400 万美元的资金，我给我的有限合伙人写了一封信："我认为，资金规模越大越可能损害未来的投资业绩，而不是增加业绩。对于我个人利益而言，这不一定适用，但对您的业绩来说是真的。因此，.....我打算 BPL 不再接受新的合伙人。我已经通知 Susie，如果我们有更多的孩子，就由她来为他们寻找其他合伙人。"

最终是：当数万亿美元由收取高昂管理费的华尔街人士管理时，通常获得丰厚利润的是管理人，而不是客

户。无论大型和小型投资者均应坚持投资低成本指数基金。

如果要树立一座雕像来纪念为美国投资者做出最大贡献的人，那么约翰博格(John Bogle)必是首选。几十年来，Bogle 一直敦促投资者投资于超低成本的指数基金。在他的长期奋斗中，大量财富流向了基金经理的腰包，而他只积累了其中很小一部分。这些经理人向投资者许诺了巨额回报，但却没有带来任何超额回报，或者像我们赌约中那样，带来的回报几近于无。Bogle 早年常常被投资管理行业嘲笑。然而，今天他欣慰地获悉，他已帮助数以百万计的投资者的储蓄，实现了比其他情况下高得多的投资回报。他们是英雄，也是我的英雄。

多年来，经常有人请求我提供投资建议，并且在回答的过程中，我学到了很多关于人类行为的知识。我通常给的建议是，投资低成本的标普 500 指数基金。值得称赞的是，我那些收入不高的朋友通常都采纳了我的建议。然而，我相信，当我把这一建议提供给超级富豪、机构或养老基金时，他们谁都没有采纳我的建议。相反，这些投资者会礼貌地对我的建议表示感谢，然后去听收取收费高额经理人的言论，或者许多机构会向另一种称为投资顾问的超级助手寻求建议。

然而，这些专业人士面临着一个问题。你能想象一个投资顾问会年复一年地告诉客户，不断增加对复制标普 500 指数的基金的投资吗？那简直是自毁前程。然而，如果这些超级助手每年都建议小幅改变投资策略，他们就会收到大笔费用。这些建议往往是用艰涩难懂的胡扯来解释，为什么时髦的投资"风格"或当前的经济趋势适于进行这种改变。

有钱人习惯性地认为，他们的命运理所应当获得最好的食物、教育、娱乐、住房、整形手术、体育彩票等等。他们认为，他们的钱应该买到比其他普通大众更优质的东西。在生活中的很多方面，财富确实可以换来优质的产品或服务。因此，对金融"精英"而言，包括富人、养老基金、大学捐赠基金等，他们很难接受去投资那些普通投资者只花几千美元也能投资的金融产品或服务。富人的这种不情愿通常很普遍，即使这些产品(在预期的基础上)明显是最佳的投资选择。我估算(尽管非常粗略)，精英阶层为了寻求优质投资建议，在过去十年里导致的损失超过 1000 亿美元。算一算：几万亿美元资产即使收取 1%的管理费也有这么多。当然，并非十年前所有投资对冲基金的投资者都会落后于标普指数的回报率。但我认为，我对总亏空的估算仍是保守的。大部分的损失都是来自公务员的养老基金。不幸地是，这些养老基金许多都面临资金不足，部分原因是他们遭受了双重打击：投资表现不佳叠加巨额管理费。由此造成的亏空将由当地纳税人在未来几十年里补足。

人类的行为不会改变。富人、养老基金、捐赠基金等仍会认为，他们应该获得一些"额外"的投资建议。那些巧妙地利用这一预期心理的投资顾问将变得非常富有。今年的灵丹妙药可能是投资对冲基金，明年可能又是别的。这一系列承诺可能的结果，在一句谚语中得到印证："当一个有钱的人遇到一个有经验的人时，有经验的人最终会得到金钱，而有钱的人离开时得到了经验。"

很久以前，我的姐夫 HomerRogers 是奥马哈一个牧场的佣金经纪人。我问他是如何诱导农民或农场主，雇佣他来帮他们把猪或牛销售给四大罐头食品公司的买家(SWIFT、Cudahy、Wilson 和 Armour)。毕竟，猪就是猪，而买家也很专业，他们非常清楚牲畜究竟值多少钱。然后，我问 Homer，有销售代理比其他代理做得更好吗？Homer 同情地看了我一眼说：沃伦，卖什么不重要，重要的是怎么卖。在牧场行之有效的东西，同样适用于华尔街。

最后，我要向华尔街伸出橄榄枝，他们中的很多人是我的好朋友。伯克希尔愿意向我们带来收购机会的投资银行家支付费用，甚至是高得离谱的费用。此外，我们已经为我们的两位投资经理支付了大笔超额业绩报酬，我们希望将来能向他们支付更多。根据《圣经》(以弗所书 3:18)，当华尔街说到"费用 FEES"时，我认识到这几个字所释放出能量的高度、深度、长度和宽度。当这种能量给伯克希尔带来价值的时候，我会欣然签一张大支票。

年度股东大会

去年，我们与雅虎合作，首次通过网络直播了年会。感谢 AndySerwer 和他的雅虎团队，从各方面来看此次直播很成功。有 110 万独立访问者实时观看了直播，有超过 1150 万次重播(当然其中很多重播是由那些只对直播的部分片段感兴趣的观众点击的)。伯克希尔网络直播收到的感谢信主要包括三类人：有出行困难的老人，感觉前往奥马哈费用昂贵的节俭人士，以及由于宗教原因而不能参加周六会议的人。

网络直播使去年出席会议的人数减少至 3.7 万人(我们无法准确统计)，下降约 10%。然而，伯克希尔子公司和奥马哈的酒店和餐馆都实现了巨大销售额。内布拉斯加家具商场打破了 2015 年的销售记录，销售增长 3%。奥马哈店一周的销售额为 4550 万美元。，在 CenturyLink 伯克希尔的参展公司从周五中午到下午 5 点对外开放，吸引了 1.2 万名淘便宜货的股东。今年 5 月 5 日，我们的营业时间与去年相同。请带上钱过来。

年会在 5 月 6 日举行，雅虎将再次进行网上直播，网址是 <https://finance.yahoo.com/brklivestream>，网络直播将在中部夏令时间上午 9 点开始。雅虎将在会议开始前和午休期间采访董事、经理、股东和知名人士。这

些采访和会议将同声传译成中文。对于那些亲自参加会议的人，CenturyLink 将在周六早上 7 点开门，方便他们在股东电影播放前购物。电影将在 8:30 开始播放。股东问答在 9:30 开始，一直持续到下午 3:30，中午有一小时午休。最后下午 3:45，我们将开始正式的股东会议，会议将持续一个多小时左右。由于三个代理项目将由其提议者提出，他们将有合理的时间进行陈述其理由，所以会议会比往常稍长。

周六上午，我们将开展第六届国际报纸投递挑战赛。目标地点仍是克莱顿之家的门廊，其与投掷线的距离刚好为 35 英尺。在我青少年时期，我曾短暂做过送报纸的工作，我投递了大概 50 万份报纸，所以我觉得自己很擅长这个游戏。向我挑战吧！让我难堪吧！打倒我吧！报纸大概有 36 到 42 页，你必须自己折叠它们(不许用橡皮筋)。比赛将在早晨 7:45 开始，我将与几分钟前由我的助手 DebBosanek 挑选的十名左右的投掷手进行对决。

您的购物地点是一个毗邻会场 19.43 万平方英尺的大厅，伯克希尔旗下的数十家子公司的产品将在这里出售。向那些为自己产品站台的伯克希尔经理们问好吧。记得看看 BNSF 铁路的布局图，它为了向我们所有的公司致敬而设计，您和您的孩子一定会为它着迷。我们经营的 Brooks 跑鞋将在会议期间再次推出特别纪念款。买一双穿上它参加我们周日早晨 8 点举行的第四届“伯克希尔 5 公里”比赛活动吧，起跑点设在 CenturyLink。参会的全部详细信息将包含在跟会议入场券一起寄过去的《参会者指南》中。参赛者将发现自己与伯克希尔的经理、董事和同事一起跑步。(不过查理和我要多睡会儿，因为我们在周六吃了太多的软糖和花生脆)。这项活动的参赛者正在逐年增多，也帮我们创下另一个记录。购物区的 GEICO 展位配备来自全国各地的多位顶尖顾问。去年会议上我们创下保单销售新记录，较 2015 年增长 21%。我预计今年我们的销量还会增长，别忘了在展位下停下看一下报价，多数情况下 GEICO 会为您提供股东折扣(通常 8%左右)。在我们经营的 51 个司法区有 44 个允许这个特别折扣。(补充一点：折扣不能和其他折扣同时使用，比如某个享受特别折扣的团体。)带上您现有的保单信息来看看我们的报价，您就会发现真的可以省好多钱。用省下的钱买我们的其他产品吧！记得去书虫书吧看看。这家总部位于奥马哈的书商将会在那里展出约 35 本书和 DVD，其中包括几本新书。我去年读过的最好的书是 Nike 的 Phil Knight 写的《ShoeDog》。Phil 是一个非常聪明、睿智和竞争性很强的人，也是一个天生的会讲故事的人。书虫书吧将有一堆《ShoeDog》以及约翰博格(John Bogle)撰写的几本经典投资书籍《共同基金常识》《投资稳赚》。书虫书吧将再次伯克希尔 50 周年纪念册，讲述伯克希尔 50 年的起起伏伏，未参会者可以在 EBAY 上找到这本书，只需键入：Berkshire Hathaway Inc. Celebrating 50 years of a Profitable Partnership (2nd Edition)。

本报告的附件材料可以告诉您如何获得年会及其他活动的所需凭证。机票有时会在伯克希尔周末前提价，尽管我必须承认，伯克希尔对美国四大航空公司进行了大量投资，我对这种做法有了一定的容忍度，甚至抱有热情。尽管如此，如果您从很远的地方来，您可以比较飞到堪萨斯城和奥马哈的费用，两个城市之间车程为 2.5 小时。飞到堪萨斯可能为您节省一大笔钱，一对夫妇大概可以节省 1000 多美元。把省下的钱花在我们的产品上！

在位于道奇和太平洋之间的 72 街，占地 77 英亩的内布拉斯加家具商城，我们将再次举行“伯克希尔周末”折扣价活动。要获得 NFM 的折扣优惠，您必须在 5 月 2 日(周二)至 5 月 8 日(周一)之间进行购买，别忘带着您的参会凭证。几家平常没有折扣活动的著名制造品牌也会参加特价活动，本着股东周末的特别精神为您破例。我们非常感谢您的配合。在“伯克希尔周末”NFM 将在工作日从上午 10 点营业至晚上 9 点，周六将从上午 10 点营业至晚上 9 点半，周日从上午 10 点营业至晚上 8 点。周六晚 5 点半至 8 点，NFM 将举办一场野餐活动，我们邀请所有股东参加。在 Kansas City 和 Dallas 不能出席会议，或更喜欢网络直播的股东们，今年我们有好消息给他们了。从 5 月 2 日到 5 月 8 日，股东向当地 NFM 出示会议入场券或证明是伯克希尔股东的其它文件(如经纪声明)，可享受与在奥马哈店股东一样的折扣。

在波仙珠宝店，我们还将举行两场只有股东可以参加的活动。第一场将于 5 月 5 日(周五)下午 6 点到 9 点举行鸡尾酒会。第二场大型售卖活动将在 5 月 7 日(周日)举行早上 9 点至下午 4 点举行。周六波仙将营业至下午 6 点。记住，你买的越多，省的钱也越多(当我们逛商店时我女儿告诉我的)。周末期间波仙珠宝将迎来大量客流。因此，为了您的方便，股东价格优惠期间定于 5 月 1 日周一到 5 月 13 日周六。在此期间，请您出示自己的参会凭证，或出示能显示您持有我们股票的经纪声明，以便确定您的股东身份。

周日在波仙珠宝外面的商场，来自达拉斯的杰出魔术师和励志演讲家 Norman Beck 将会进行令人眼花缭乱的魔术表演。在商场上层，我们邀请到了世界顶级桥牌专家 Bob Hamman 和 Sharon Osberg，股东可在周日下午和他们切磋牌艺。不要跟他们赌钱。我会在某个时候加入牌局，并希望能把 Ajit 查理和比尔盖茨也请过来。我的朋友 Ariel Hsing 周日也会来到商场，接受乒乓球的挑战。我第一次见到她时才 9 岁，即便那会儿我也一分都赢不了她。她在 2012 年就已经代表美国出征过奥运会，现在是普林斯顿大学的大四学生(去年夏天在摩根大通实习)。如果您不介意输球的尴尬的话，可以和她切磋一下球技，活动下午 1 点开始。去年比尔·盖茨表现就不错，所以他今年可能准备再次挑战她(我赌 Ariel 会赢)。5 月 7 日周日 Gorat's 餐馆将再次为伯克希尔股东独家开放，预定请于

4月3日(请勿提前)拨打 402-551-3733。为了显示您是一个资深食客,点一份 T 形牛骨和土豆饼。

我们将再次邀请同样的三位财经记者主持大会期间的问答环节,他们会向我和查理提出股东通过电子邮件发送的问题。三名记者和他们的邮件分别是:杰出的商业记者 CarolLoomis: loomisbrk@gmail.com; 来自 CNBC 的 BeckyQuick: BerkshireQuestions@cnbc.com; 来自《纽约时报》的 AndrewRossSorkin: arsorkin@nytimes.com。每位记者会从收到的问题中,选出他们认为最有意思最重要的 6 个问题。几位记者告诉我,为了增加您的问题被选中的几率,您的问题要简洁,避免在最后一刻才发送出去,要和伯克希尔相关,并且一封邮件里问题数量不要超过两个。(在邮件里说明,如果您的问题被选中您是否希望透露自己的名字)。三名关注伯克希尔的分析师会提出另外一组问题。今年的保险业专家是来自巴克莱银行 Barclays 的 Jay Gelb。与我们非保险业务相关的问题,将会由来自 Ruane,Cunniff&Goldfarb 公司的 JonathanBrandt 和晨星(Morningstar)的 GreggWarren 提出。我们希望分析师和记者提出的问题有助于增进股东们对自己投资的了解。查理和我对于将要回答的问题并没有什么线索。当然有些问题会很刁钻,这是我们喜欢的方式。一个问句里包含多个问题是不允许的,我们想要让尽可能多的人有机会向我们提问。我们的目标是让你在离开会议时,比来的时候更了解伯克希尔,并在奥马哈度过一段美好的时光我们预计总共会收到至少 54 个问题,其中分析师和记者每人可以问 6 个问题,听众可以提出 18 个问题。听众的问题将通过 11 次抽签的方式选出来,抽签时间为年度会议当天早上的 8:15。在大会场馆和主要分会场一共安置有 11 个麦克风,每个麦克风将会进行一次抽签。

在我谈论让股东获取信息的主题时,我要提请大家注意,查理和我相信所有的股东都应该能够同时接收到伯克希尔发布的新信息;而且如果条件允许的话,股东应该在进行交易前用充足的时间消化和分析这些信息。正是出于这个原因,我们尽量在周五晚间或周六早间发布财报数据,年度大会也总是在周六举办(这一天还可以缓解交通和停车问题)。我们并不采用和大型机构投资者或分析师进行一对一的交谈的惯常做法,而是像对待所有其他股东一样对待他们。对我们来说,没有人比收入有限的股东更重要的了,因为他们基于信任把大部分积蓄托付于于我们打理。在我每天经营这家公司的时候,在我写这封信的时候,这些股东就会在我的脑海浮现。

处于充分的理由,我常常夸赞公司的运营经理所取得的成就,他们都是全明星级别的经理人,经营自己的业务就好像这些资产是他们家族拥有的唯一财产一样谨慎。我也相信我们的管理者心态是以股东利益为导向,就像在大型上市公司中管理一样。我们大多数经理人并不需要为钱而工作。对他们来说,打出商业"全垒打"所带来的愉

悦跟收到薪水支票同样重要。

在我们公司总部办公室工作的 24 名男女雇员也同样重要。他们高效地处理 SEC 和其它监管要求，提交了 30450 页联邦所得税申报表，还要监管 3580 份州税申报表，回应无数的股东和媒体问询，发布年度报告，准备美国最大规模的企业年会，协调董事会的活动，对这封信进行事实审核.....这份任务列表还可以写很长。他们愉快高效处理了所有这些业务任务，让我的生活倍感轻松愉悦。他们还努力处理一些并非和伯克希尔严格相关的活动：比如，去年他们接待了 40 所大学(从 200 所申请大学挑选出来的)派出的学生到奥马哈和我进行一天的问答活动。他们还处理我收到的各种请求，安排我的旅程，甚至午餐时还帮我买汉堡和炸薯条(当然裹满了亨氏番茄酱)。此外，他们还兴致勃勃的帮助我的助理 Carrie Sova 安排年会事宜，从而让我们的股东度过了一个有趣且愉快的周末。他们为能为伯克希尔工作而自豪，我也为他们感到骄傲。我是一个幸运的人，很幸运有这些优秀的员工，一支才华横溢的运营经理团队以及一个由非常聪明且经验丰富的董事组成的董事会围绕在我身边。

5 月 6 日，来资本家的摇篮奥马哈与伯克希尔大家族碰面吧。我们所有人都期待看到你们。

沃伦·巴菲特 董事会主席



"Investors should be skeptical of history-based models. Constructed by a nerdy-sounding priesthood using esoteric terms such as beta, gamma, sigma and the like, these models tend to look impressive. Too often, though, investors forget to examine the assumptions behind the models. Beware of geeks bearing formulas."
— Warren Buffett

独立思考，不要被各种令人着迷的投资公式所迷惑

伯克希尔股东大会实录 2017

2017 年 5 月 6 日 CenturyLink 会议中心 4 万人+雅虎直播

开场白

巴菲特：谢谢，早上好。他是查理，我是沃伦。我们很容易区分，因为他能听见，而我能看见。(笑声)这就是为什么我们合作得这么好。我们每个人都有自己的专长。我欢迎你们的到来。我们这里有很多外地来的人，我非常欢迎你们来到奥马哈。太棒了，谢谢(掌声)。这是一个很棒的城市，查理现在已经在加州生活了约 70 年，但他身上仍然有很多奥马哈的色彩。我们俩都出生在离这栋楼不到两英里的地方。正如查理(在见面前的电影中)在描述他在高中时的爱情胜利时提到的那样，查理毕业于离这里大约一英里的奥马哈中央高中，这是一所公立学校。我的父亲、第一任妻子、三个孩子和两个孙子都毕业于这所学校。事实上，我的孙子们说他们有和我爸爸一样的老师(笑声)，这是一座伟大的城市，我希望你在这里的时候能看到更多。

再过一分钟，我们将开始问答，一直持续到中午，然后我们会休息一个小时左右。下午 1:00 会重新开始，继续进行问答环节，直到 3:30。然后我们将休息 15 分钟左右。然后我们将召开伯克希尔年度会议，我们三个提案，人们希望就其发表意见，所以这可能会持续一个小时。在我们开始之前，我想做几个介绍，第一个是 Carrie Sova，她已经和我们在一起七年了。我们能看到 Carrie 吗？站起来，Carrie，加油。(掌声)

Carrie 主持了整个节目。她大约七年前加入我们，几年前我说：你为什么不帮我开年会呢？她处理好了这一切。她有两个年幼的孩子。她有几十家参展商与她合作，正如你所能想象的，有了我们所展示的一切，有了你们所有的人，有了酒店、航空公司、租车公司等等，她做这件事就好像在同时玩三个球的游戏。她太棒了，我要感谢她为我们主持这个节目。(掌声)而且我也要请你们欢迎我们的董事。稍后会对董事进行投票。他们就在前排。如果我们能在他们被介绍时把聚光灯打在他们身上。按字母顺序排列的是 Howard Buffett、Steve Burke、Sue Decker、Bill Gates、Sandy Gottesman、Charlotte Guyman，我旁边有 Charlie Munger、Tom Murphy、Ron Olson、Walter Scott 和 Meryl Witmer。(掌声)

一季度业绩

巴菲特：我们的盈利报告昨天发布了。正如我们经常解释的那样，任何短期实现的投资损益实际上都毫无意义。我的意思是，如果我们想的话，我们可以实现很多收益或损失。但我们投资时从不考虑时机，只考虑我们交

易时的内在价值。我们不做盈利预测。截至 3 月 31 日，我们有超过 900 亿美元的未实现投资收益。因此，如果我们想报告几乎任何你能想到的数字，只需将资本收益作为收益的一部分，我们可以这样做。因此，在第一季度，我想说，如果其他一切因素都相同的话，我们今年有一个非常、非常、非常小的偏好(这在任何一年都是正确的，但今年更是如此)，那就是如果证券的价值不变，我们宁愿录得亏损也不愿盈利，因为这会产生税收效应。

今年可能只强调了一点，因为我们对收益征税 35%，这意味着我们承担的亏损还可以获得 35% 的税收优惠。我想说的是，这一比率有可能会降低，这意味着之后的损失对我们的税收价值将低于今年。这不是什么大不了的事，但这将是一个非常轻微的偏好。随着 12 月 31 日到来，这可能会成为推迟任何收益，甚至加速任何亏损的一个因素，我对此不做任何预测，但假设有一项税收法案会减少收益。因此，在第一季度，保险承保是一个不确定的因素。在我们的 10-Q 中有更多关于这方面的内容，你可以在官网上查找。如果你对评估我们的收益或业务非常感兴趣，你真的应该去看 10-Q，因为正如我们每个季度指出的那样，报告并没有涉及到估值的一些要点。我只想提到与保险情况有关的两个因素，我很喜欢。在前四个月，GEICO 的净增加 70 万保单持有人，这是我记忆中的最高数字。在过去的某个地方，可能有一个比这个数字更大的数字。我没有回去看所有的东西。但去年我相信这个数字大约是 30 万。对我们 GEICO 来说，这是一个美妙的时期，因为我们的几个主要竞争对手已经公开表示了这一点。事实上，其中一个竞争对手前几天刚刚重申了这一决定，尽管他们现在已经改变了政策。但他们有意削减新业务，因为新业务在第一年就带来了重大损失。只是收购新业务的成本。此外，奇怪的是，第一年新业务的赔付率往往比续期业务高出近 10%。因此，你不仅有获客成本，而且实际上你的赔付率更高。所以，当你承保了很多新的业务时，那一年你会在这部分新业务上亏损。我们承接了很多新业务，至少有两个竞争对手宣布，他们消减新业务上一段时间，因为他们不想承担第一年的亏损。当然，这是为我们定制的，所以我们只是脚踏实地尽可能多地承接好生意。这是有代价的。

第二个因素不是损益中的一个因素，但第一季度的一个重要事件是我们增加了浮存金。在幻灯片上，我相信它显示同比增长了 160 亿。其中 140 亿是在今年第一季度，因此我们的浮存金增加了 140 亿美元。几年来，我一直在告诉你，要增加浮存金将非常困难，我仍然会告诉你同样的事情。但拥有 140 亿美元或更多是件好事，这也是为什么，如果你看看我们的 10-Q，你会发现我们的现金和现金等价物，包括国库券，现在已经远远超过 900 亿美元。所以我认为我对第一季度感觉很好，尽管我们的经营收益下降了 25%，这没有任何意义。我的意思是，随

着时间的推移，真正重要的是我们是否在为自己拥有的企业创造价值。我总是对当前的数字感兴趣，但我总是梦想着未来更高的数字。

向先锋基金 John Bogle 致敬

巴菲特：今天我想再向你介绍一个人，我很确定他在这里。我没见过他，但我相信他今天来了。这就是 John Bogle，我在年度报告中谈到了他。John Bogle 为美国投资者所做的可能比这个国家的任何人都多(掌声)。Jack，你能站起来吗？多年来 John Bogle 不是唯一一个谈论指数基金的人，但如果没有他，这一切都不会发生。我的意思是，保罗·萨缪尔森(Paul Samuelson)谈到了这件事。本·格雷厄姆(Ben Graham)谈到了这一点。但事实是，这不符合投资经理的利益，也不符合华尔街投资业的利益。事实上，发展指数基金不符合他们的利益，因为它大幅降低了管理费用。而且，正如我们在报告中谈到的，以及其他评论的那样，**指数基金总体上为股东带来了比整个华尔街专业人士更好的结果。其中一部分原因是他们大大降低了成本。**因此，当 Jack 开始工作时，很少有华尔街的人为他鼓掌，他成为了一些嘲笑和许多攻击的对象。现在，当我们看数万亿的指数基金时，只有几个基点的投资费用时，但当我们谈论其他地方的费用时，却是数百个基点。**我估计 Jack 至少为投资者节省了数百亿资金，而且在总体业绩方面根本没有给他们造成负面影响。**随着时间的推移，这些数字将达到数千亿。所以，周一 Jack 的 88 岁生日，所以我只想对 Jack 说生日快乐，我代表美国投资者感谢你(掌声)。我有好消息要告诉你 Jack。周一你年满 88 岁，再过两年，你就有资格在伯克希尔担任高管(笑声)。坚持住伙计。(众笑)

好的。我们这边有一个媒体小组，那边有分析师小组，中间股东。我们轮换提问，先从分析师开始。我们会一直问答到下午。如果我们问完 54 个问题，也就是每个记者 6 个，每个分析员 6 个，观众共 18 个，之后我们将只回答观众的问题。我想我没有任何关于场外会议室的情况信息。但我们至少会去其中一家。让我们先从《财富杂志》的 Carol Loomis 开始，我相信她是时代公司历史上服务时间最长的员工，已经有 60 年了。卡罗尔？(掌声)

卢米斯：谢谢。感谢我们所有的记者。我知道有很多人向我们提出了问题。我只想说很难回答每一个问题。我唯一可以建议的是，你们遵循沃伦在年报中的想法，他希望每个人在离开会议时，都能比刚来时更了解伯克希尔。所以要让你的问题直接与伯克希尔有关或者与年度信有关。即使那样，你们的问题也很难全部回答。我们三个一共只有 18 个问题，但是我建议你在明年提交问题的时候，关注与伯克希尔相关的问题。

1，富国银行(Wells Fargo)没有迅速采取行动制止不良行为

卢米斯：第一个问题是关于富国银行的，它是伯克希尔持有的最大股权，年末为 280 亿美元。问题来自一位不愿透露姓名的股东。去年席卷富国银行的销售行为丑闻之后，该公司的独立董事委托进行了调查，并聘请了一家大型律师事务所协助调查。调查结果非常严厉，已经在所谓的富国银行销售实践报告中公布。你可以在网上找到。报告的结论是，该公司的主要问题在于，富国银行的分散式公司结构给予了社区银行高级领导层太多的自主权。巴菲特先生，你如何让自己相信伯克希尔不会面临同样的风险，因为它的结构高度分散，运营公司的高层领导拥有非常大的自主权？

巴菲特：没错，我们伯克希尔公司的运营方式，肯定比类似规模的公司更加分散。我们非常依赖行为准则，而不是大量的规定。这是每次年会上你都能看到描述所罗门事件的一个原因。这就是为什么我很少给我们的经理写公报，但是我每两年给他们发一封，基本上就是说我们已经得到了我们所需要的钱。我们想要赚更多钱，但这不是必需的。但是我们的声誉还不够多，伯克希尔的声誉掌握在他们手中。

查理和我相信，如果你建立了正确的文化，并且这种文化，在某种程度上自我选择你作为董事和经理人选，那么就行为而言，你会比拥有一本千页的规章制度得到更好的结果。无论如何，你都会遇到麻烦。我们有 36.7 万名员工，现在，如果你有一个拥有 36.7 万户家庭的小镇，这就是大奥马哈地区，那么在我们今天在这里讨论的时候，人们正在做一些错误的事情。这是毫无疑问的。真正的问题是，伯克希尔的管理人员是否处于更好的状态，他们是否在担心并考虑发现并纠正任何不良行为。如果他们没有做到这一点，信息是否会传到奥马哈，以及我们是否会对此采取行动。

富国银行有三个非常重大的错误，但是其中一个错误让其他所有的错误都相形见绌。任何企业都会有激励机制，激励制度本身没有什么问题，但是你必须非常小心你的奖励。你不能激励不良行为。如果是这样，你最好有一个系统来识别它。显然，富国银行的激励体系是围绕交叉销售和每个客户的服务数量构建的。该公司在每个季度的投资者报告中都强调了每个客户拥有多少服务。因此，这是该公司的一个主要重点。毫无疑问，人们的收入、等级和晋升都是基于这个数字，至少部分是基于这个数字。事实证明，这是在鼓励错误的行为。

我们也犯过类似的错误。我的意思是，任何公司在设计激励系统时都会犯一些错误。但这是个错误你迟早会发现的。我会告诉你我们是怎么知道的。但最大的错误在于，我显然不知道富国银行是如何传递这些信息的所有事实。但是在某些时候，如果出现重大的问题，CEO 会先得到消息，他必须在那一刻立即采取行动，这是这一切

的关键。

你们看到的所罗门公司的情况，我想是 4 月 28 日，所罗门的 CEO、总裁和法律总顾问坐在一个房间里，一个叫约翰·梅里韦瑟 John Meriwether 的家伙，向他们描述了一些不好的可怕做法，是一个为他们工作的叫保罗·莫泽尔(Paul Mozer)的不良行为，他欺骗美国财政部是非常愚蠢的行为。他这么做一定程度上是出于怨恨，因为他不喜欢财政部，他们也不喜欢他。所以他伪造了对美国国债的投标。所以大约在 4 月 28 日，CEO 和所有这些人人都知道他们出了什么问题，他们不得不向纽约的联邦储备委员会，纽约联邦储备银行报告。CEO-John Gutfreund 说他去报告，但他没有去。毫无疑问他推迟了，只是因为这是一件令人不快的事情。然后在 5 月 15 日，又举行了一次国债拍卖，Paul Mozer 再次提出了一系列虚假的出价。因为最高管理层提前知道了，这一切本该已经都结束了，但现在一个纵火狂又出去放了一把火。在他们被警告说他是纵火犯之后，他点燃了它。然后一切就开始急转直下。CEO 知道后本就不能再这样了。然后他们犯了第三个错误，实际是再一次犯错。与第二个错误相比，这个错误显得微不足道。但他们犯了第三个错误，因为他们仅被处以 1.85 亿美元的罚款，但他们完全低估了他们的所作所为一旦被发现的影响。在银行业，人们会因为抵押贷款和其他各种事情而被罚款数十亿美元。对大银行的罚款总额，我不知道总数是十亿还是三四十亿还是其他什么数字。因此，他们通过罚款的规模来衡量问题的严重性。他们认为 1.85 亿美元的罚款比 20 亿美元的罚款是毛毛雨，他们完全错了。但最主要的问题是知道违规后并没有采取行动。有一个糟糕的系统已经够糟糕了，但他们发现问题却没有采取行动。

在伯克希尔，对我来说，关于子公司任何错误行为的主要信息来源是热线电话。现在，我们每年收到大约 4 千份热线报告。其中大部分都是鸡毛蒜皮的事情，诸如我旁边那个人有口臭之类的(笑声)。我的意思是它无关紧要，但也有一些严重的问题，我们的内部审计负责人 Becki Amick 对所有这些问题都进行了研究。很多人都是，可能大部分都是匿名的。但是任何看起来严重的事情，你知道，我都会知道，并且马上开始行动，说起来还不止一次。我们花了大价钱调查其中一些。我们有时会派特别调查员去调查他们。而且，就像我说的，它发现了一些我们在母公司根本不会容忍的做法。我认为这是一个很好的系统。我不认为这是完美的。

我不知道它们的系统是什么，但我肯定富国银行有内部审计，他们肯定有热线电话。我不知道事实是什么，但我敢打赌，有很多信息都来源于此，我不知道他们的系统是如何让他们找到合适的人。我不知道谁在任何时间做了什么。如果他们收到一些信息(我确信他们收到了)，但他们忽略了它们，或者他们只是把它们送回下面的某个

人那里，那就是一个非常、非常、非常巨大的错误。查理？你一直在跟踪它。你有什么想法？

芒格：好吧，当一些律师事务所认为他们知道如何解决这样的问题时，我一定持怀疑态度。如果你所在的公司有很多人在激励下，很可能会导致很多不当行为，你一定需要一个大的合规部门。每家线上股票经纪公司都有一个庞大的合规部门。如果我们有一个，也会是一个大的合规部门。但这并不意味着每个人都应该试着用越来越多的服从来解决他们的问题。我认为，这些年来我们在选择哪些人掌权和建立信任文化方面更加谨慎，所遇到的麻烦也更少了一些。我认为我们的麻烦更少了，而不是更多了。

巴菲特：但是我们会时不时地遇到麻烦。

芒格：是的，当然。总有一天我们会被蒙蔽的。

巴菲特：查理崇拜的本·富兰克林说，一盎司预防抵得上一磅治疗。而他低估了这一点：一盎司的预防胜过一磅的治疗。我认为一磅的治疗及时应用，抵得上一吨迟到的治疗。问题不会自己消失。John Gutfreund 把最初的问题称之为交通罚单。他告诉所罗门的团队这是一张交通罚单。你知道，这差点毁了一个生意。另一些 CEO 将他遇到的问题描述为脚伤。你知道，这对这个公司造成了难以置信的破坏。所以你必须迅速行动。

坦率地说，我不知道还有比热线电话和匿名信更好的系统了。在过去的六七年里，我收到的匿名信已经让我发现了其中的三四个，这些问题都导致了重大的变化。而且他们示警的非常非常突然。他们几乎总是匿名的，但这不会有区别。因为如果他们提醒我们注意到出了问题，显然不会对任何人进行报复。但我要告诉你们，在我们坐在这里的时候，相当多的人可能在伯克希尔做错了什么，通常情况下危害非常有限。我的意思是，也许偷了少量的钱或者类似的东西。但是一旦涉及到像富国银行那样的销售行为时，你就会看到它会造成怎样的损害。

巴菲特：我们现在转向分析师 Jonny Brandt。

2，无人驾驶汽车将伤害 BNSF 和 GEICO

勃兰特：嗨，沃伦，查理。谢谢你邀请我。你已经在 GEICO 业务中提到了无人驾驶汽车的风险。但是我突然想，无人驾驶卡车也可以缩小铁路的成本优势，即使火车上的乘务员人数最终从两个减少到零。对于 BNSF 铁路来说，无人技术更多的是一种机遇，还是一种威胁？

巴菲特：哦，我想说无人驾驶卡车对 BNSF 铁路来说更多的是一种威胁而不是机会。我想说，如果无人驾驶汽车变得普遍，那只是因为它们更安全。这意味着汽车相关损失的总体经济成本已经下降，这将压低 GEICO 的保

费收入。因此，我要说的是，如果广泛使用的自动驾驶汽车扩散到卡车上，就会伤害我们，也会损害我们的汽车保险业务。我个人认为无人驾驶一定会到来，但我认为他们可能还有很长的路要走。坦率地说，这可能取决于在引入的最初几个月中的经验，而不是测试的情况。如果他们让世界变得更安全，这将是一件非常好的事情，但对汽车保险公司来说却不是一件好事。同样，如果他们学会如何更安全地开卡车，现在卡车行业往往会出现司机短缺，这显然会改善他们相对于铁路行业的地位。查理？

芒格：嗯，我认为这是非常清楚的。(笑声)

巴菲特：终于赞同了。这么多年了。(笑声)好的，第一区。

3，喜诗糖果教会了我们要买好企业

股东：嗨，沃伦和查理。我叫 Bryan Martin，来自伊利诺伊州 Springfield。在 HBO 的纪录片《成为沃伦巴菲特》(Becoming Warren Buffett)中，你有一个很好的类比，将投资比作打棒球和了解自己的最佳状态。泰德·威廉姆斯知道他最喜欢正好来自中路的球。当你们两个人都考虑潜在的投资时，是什么样的特质使得一家公司成为你的最佳投资对象？

巴菲特：嗯，我不确定我能准确地用你喜欢的术语来定义它，但当我们看到它的时候，我们就知道它是不是我们要投资的对象。出于某种原因，它往往是一个我们可以展望未来 5 年、10 年或 20 年的企业，它目前拥有的竞争优势将在这段时期内持续下去。它将拥有一个值得信赖的经理人，不仅契合伯克希尔文化，而且渴望加入伯克希尔文化。最后就是价格问题了。但最主要的是，当我们收购一家企业时，基本上，我们现在是根据我们认为该企业长期将产生的结果来投入资金，而且我们做出这种预测的确定性越高，投资的结果就越好，我们对它的感觉就越好。

回到我们收购的一家公司，这不是我们收购的第一家出色的企业，但它算是一个分水岭。那是一家相对较小的公司，叫 See's Candy。当我们在 1972 年看到喜诗糖果的时候，我们的问题是，人们将来是否仍然愿意在品尝或赠送糖果的时候，优先选择这种糖果而不是其他糖果？而且这也不是人们在购买低价糖果时考虑的对象。我们有一个非常喜欢的经理。我们收购了这家公司，价格为 2500 万美元，当时的税前收入约为 400 万美元。而现在我们的税前回报肯定接近了 20 亿美元。但这只是因为我们觉得，人们必然不会去购买价格较低的糖果。我的意思是，如果你在情人节去找你的妻子或女朋友，我希望他们是同一个人(笑声)，然后说，你知道，"亲爱的。这是一

盒很便宜的糖果。"你知道，当你说完，她会非常失落。我们对喜诗糖果做出了判断，我们认为它会很特别，可能不会预测到 2017 年，但我们认为它在 1982 年和 1992 年肯定会很特别。幸运的是，我们做到了。我们正在寻找更多的喜诗糖果，只不过要大得多。查理？

芒格：是的，但我们那时年轻无知也是事实。

巴菲特：现在我们又老又无知。(笑声)

芒格：是的，这也是真的。事实上，以稍高的价格购买喜诗糖果也是非常明智的。你知道如果他们要价更高的话，我们是不会买的，所以我们因为比以前更聪明而得到了很多赞誉。

巴菲特：是的，更准确地说，如果再多 500 万，我就不会买了。查理会愿意买的，所以，是这样的。幸运的是，我们没有到必须以这种方式做出决定的地步。但在我可能要放弃的时候他做出了让步。幸好有个家伙来了，实际上是 See 夫人的孙子，他是 Larry See 的儿子或者哥哥。但他对糖果生意不感兴趣。他对女孩和葡萄酒更感兴趣。他差点就改变主意不卖了。当时他确实改变主意不卖了，我不在场，Rick Guerin 告诉我，查理进去对他做了一小时的说服工作，大谈女孩和葡萄酒的价值，而不是开一家糖果公司(笑声)。这是真的，伙计们。那家伙最后同意卖给了我们(笑声)，所以我在这样的紧急情况下把查理拉出来。(笑声)

芒格：我们很幸运。由于实在是便宜，我们很早以前养成了收购糟糕企业的习惯，在我们试图去修复根本无法修复注定走向倒闭的企业过程中，它教给了我们很多经验。早期修复不可修复的企业经验是如此的糟糕，以致于我们后来非常善于避免它。所以，我认为我们早期愚蠢的经验帮助我们。

巴菲特：是的，是的。我们知道我们不能用母猪的耳朵做一个丝钱包。于是，我们出去找丝绸了。

芒格：但我们学到了，你必须尝试很长一段时间，然后失败了，你必须碰一鼻子灰，才能真正理解它。

巴菲特：好的，Becky？

4，好企业也会面临强大的竞争

Becky Quick：这个问题来自俄克拉荷马州 Tulsa 市一位名叫 Mark Blakley 的股东，他说：在伯克希尔的一些核心股票中，有比以往更多的坏消息。富国银行陷入了激励和新账户丑闻；美国运通失去了与 Costco 的合作关系，并在高级信用卡领域被迎头赶上；美国联合航空(United Airlines)和客户服务问题；可口可乐和碳酸饮料消费放缓。我们花了多少时间来评估伯克希尔持有的股票？如果伯克希尔继续持有这些股票，我们是否可以认为原来

持有的理由依然可靠？

巴菲特：嗯，我们花了很多时间思考这些非常大的投资。如果你把美国运通，可口可乐和富国银行加起来，我的意思是，你的收益已经高达数百亿美元。这些都是我们非常喜欢的业务。它们有不同的特征。以美国联合航空公司为例，我们实际上是四家最大航空公司的最大股东。这更像是投资整个行业的思维。所有的生意都有问题，但它们中的一些有很大的竞争优势。我个人认为，你提到了美国运通。如果你读了美国运通一季度报告，里面谈到了白金卡，他们的白金卡是做得很好，收益来自全世界。你知道，我认为在英国有 17% 或类似的比例是本币，在日本墨西哥是 15%，在美国也非常好。所有这些行业都存在竞争。我们认为我们投资美国运通、富国银行或联合航空、可口可乐时，不会抱着这样的想法：它们永远不会出现问题，也永远不会有竞争。

我们为什么买它们，是因为我们认为它们有非常非常强大的竞争优势。我们喜欢他们中许多人的财务政策。我们喜欢他们在竞争中的位置。我们收购了很多企业。我们确实看到了我们认为他们在哪些方面具有持久的竞争优势。我们认识到，如果你有一个非常好的业务，你会有很多竞争对手，试图把它从你身边夺走。然后你会判断你的公司、产品和管理层抵御竞争对手的能力。这些公司不会消失，但我不会详细介绍这些公司的具体名称，但这些公司总体上处于非常有利的地位。本质上，我是这样比喻的。如果你有一个很棒的生意，即使是像喜诗糖果这样的小生意，你基本上就拥有了一座经济城堡。在资本主义市场经济中，人们会试图夺走你的城堡。因此，你需要一条护城河围绕它，以各种方式保护它。然后你想要城堡里有一个非常擅长抵御掠夺者的骑士。但是会有掠夺者，它们永远不会消失。

如果你看看可口可乐是 1886 年成立的。美国运通在 1851 或 1852 年开始经营快递业务。我不知道富国银行是哪一年创立的。顺便说一句，美国运通也是由 Henry Wells 和 William Fargo 创办的。所以这些公司面临着很多挑战。他们会有更多的挑战。我们拥有的公司也面临着挑战。我们的保险业务遇到了很多竞争。但是，你知道，我们从 1968 年 800 万美元收购国民保险公司开始。幸运的是，我们在 GEICO 有像 Tony Nicely 这样的人。我们有 Ajit Jain，他增加了数百亿的价值。我们还有一些你可能不知道的小公司，但它们确实为我们做了出色的工作。所以保险业总会有竞争，但总会有一些事情要做，一个真正聪明的管理层，一个完善的分销系统，各种各样的事情，可以帮助他抵御掠夺者。所以关于“花了多少时间来评估这些资产”这个问题，我会说我每天都这么做。我相信查理每天都这样。查理？

芒格：嗯，我想我也没有什么要补充的。(笑声)

巴菲特：如果他不参与评估，我们会削减他的薪水。(笑声)好的，Jay Gelb。

5，关于 AIG 的再保险交易相当满意

JayGelb：这个问题是关于伯克希尔与美国国际集团 AIG 的追溯再保险交易，这是有史以来最大的同类交易。根据过去 AIG 准备金不足的记录和伯克希尔投资浮存金的机会成本，这份覆盖 AIG 高达 200 亿美元的准备金以换取 100 亿美元的保费的合同，你对它最终将为伯克希尔带来利润的信心有多大？

巴菲特：嗯，在我们做每笔交易的时候，我认为这是明智的。然后有时我们进行的时候，却发现并不是这样的。Jay 知道这笔交易，但许多人可能不太熟悉，交易内容是 AIG 将 250 亿美元之后的 250 亿美元 80% 的责任转移给了我们。换句话说，他们必须支付前 250 亿美元的赔付。然后接下来的 250 亿我们必须支付 80%，最高限额是 200 亿，也就是 250 亿的 80%。我们因此得到了 102 亿美元的保费，这适用于 2015 年 12 月 31 日之前在许多类别业务中的损失。因此，Ajit Jain 为伯克希尔赚的钱比我赚的多得多，但他对这种交易进行了评估。我们自己也经常谈论这个话题。我只是觉得很有趣。我特别感兴趣的是他们将要给我们的 102 亿美元。我们得出的结论是，我们认为我们今天可以得到 102 亿美元，最高支付额为 200 亿美元，我的意思是，从现在到到期日这段时间内，我们可以做得很好。AIG 有充分的理由这样做，因为他们储备不足一直受到批评。从本质上讲，我认为这可能也应该解决这样一个问题：他们在这项业务上是否过于保守。我们得到了 102 亿。

问题是我们赔付的速度有多快，以及我们将赔付了多少钱。99% 的思考都是由阿吉特完成的，我只做了 1%。我们预测我们认为将要发生的事情，无论我们的预测是什么，我们知道它都不是精确的，所以我们尽量保守。我们做过很多这样的交易。这是最大的一个。第二大的是几年前由伦敦 Lloyd 创建的一笔交易。而且我们在一笔交易上犯了错这笔交易涉及超过十亿美元的保险费。我是说明显判断错了。还有其他一些可能会成功，也可能会失败，这取决于你认为我们从浮存金中赚到了多少。但他们还好，可能没有我们想象的那么好。总的来说，我们做的还不错。但当我们坐拥 900 多亿现金的时候就不那么好了。因此，我们在第一季度增加的 102 亿美元目前只能让我们获得微不足道的回报。而且三瓜俩枣并不能使这成为一笔有吸引力的交易。所以，我们必须假设我们能够找到钱的最佳用途，这些钱会在我们身边很长一段时间。

我认为我们的计算是保守的。我们与 AIG 的计算方法不同，我们自己估计赔偿支出之类的。实际上，从 AIG

的立场来看，我认为这是一笔相当不错的交易。因为他们确实以 102 亿的代价降低了 200 亿美元的潜在损失。我认为，他们让投资界感到满意的是，他们不太可能在 2015 年之前出现本次交易未考虑到的不利进展。查理？

芒格：嗯，我认为这本质上是一种危险的活动。这也是它的吸引力之一。我认为世界上没有任何两个人比 Ajit 和 Warren 更擅长这种交易。没有人有过我们这样的经历。只要让我参与更多这样的生意，我就能接受一点额外的风险。

巴菲特：还有一件事我要提一下，我们实际上是世界上唯一一家能够签订这种合同的保险公司。而且在这种合同会让对方感到满意。我的意思是，当有人递给你 102 亿美元，并说，“我指望你还 200 亿美元，即使是 50 年后，最后一美元都会兑付”。**很少有人愿意拿出 102 亿美元，所以，交易对手非常有限。**我的意思是，没有多少人会有这种规模的交易。

芒格：“很少”是一个很好的表达。(笑声)

巴菲特：是的。好的，第 2 区。

6，正确的生活方式就是学习，学习，再学习

股东：你好，巴菲特先生，芒格先生。Grant Gibson 来自科罗拉多州 Denver，这是我连续第五年来这里。谢谢你邀请我们。恕我直言，巴菲特先生，这个问题是问芒格先生的(笑声)。在你成千上万的谈判和商业交易的职业生涯中，你能否向大家描述一下，在你的脑海中哪一个交易是你最喜欢的，或哪一个是最值得注意的？

芒格：嗯，我想我没有最喜欢的。但是对我们学习经验最有帮助的可能是喜诗糖果。这就是品牌的力量，不需要投入就能带来不断增长的现金流入。

股东：听起来不错。(笑声)

芒格：确实如此。我不确定如果我们没有买喜诗糖果我们是否会买可口可乐。**我认为正确的生活方式就是不断地学习，学习，再学习。我认为，通过长期学习，伯克希尔从这些投资决策中获得了巨大收益。**

每次你任命一个从未有过大量资本配置经验的新人投资经理，就像掷骰子一样碰运气。我觉得我们做了这么久就会好得多。但是这些决定是相互融合的，其中一个特征就是不断的学习。如果我们没有不断学习，你就不会来这里了。你可能还活着，但不是在这里。(笑声)

巴菲特：**没有什么比在一个糟糕的行业中的痛苦，更能让你欣赏一个好的行业了。**(笑声)

芒格：嗯，没有什么比进入一个真正好的地方更令人愉快的经历了，这是一次学习的经历。

我有一个朋友说：**钓鱼的第一条规则就是在有鱼的地方钓鱼。钓鱼的第二条规则就是，永远不要忘记第一条规则。**(笑声)我们在有鱼的地方钓鱼钓得很好。

巴菲特：是的，那只是个比喻。有一次我和查理去钓鱼。他没有钓到鱼。

芒格：该死的水里有太多其他的船了。(笑声)但是鱼还在那里。

巴菲特：是的，1966 年我们在巴尔的摩买了一家百货商店。没有什么比尝试在一个还没有真正发展到足以支持开一家新店的地区开店更好的经历了。你的竞争对手可能会抢先一步，然后你就可以决定是否加入竞争。如果你加入就会破坏其竞争格局。现在你有两家商店，其中一家是完全不合理的。如何玩这些商业游戏，你可以通过尝试学到了很多**东西。你真正学到的是，首先要远离那些糟糕的生意，这样你就有了一个非常好的开始，因为我们都已经都尝试过了所有的方法了。**

芒格：但是你真的可以学习，因为这种经历很像吃墨鱼汉堡。它真的能引起你的注意。(笑声)

巴菲特：好吧，我们不会详细说明这一点。(笑声)Andrew Ross Sorkin?

7, 巴菲特谈科技股投资：IBM，苹果，亚马逊

Andrew：早上好，沃伦。这个问题来自一位长期股东，昨晚在希尔顿酒店的大厅里，他向我提出了这个问题。沃伦，多年来，你一直远离科技公司，说它们太难预测，而且没有护城河。然后，当你投资 IBM 时，你似乎改变了你对科技公司的看法，当你最近投资苹果时，你又一次改变了你对科技的看法。上周五，你说 IBM 没有达到你的预期，出售了我们三分之一的股份。你对 IBM 和苹果的看法有什么不同吗？投资科技公司你学到了什么？

巴菲特：嗯，我确实对它们有不同的看法。但是，你知道，很明显 6 年前我投资 IBM 时，我认为它将在过去的 6 年里会做得比现在更好。至于苹果，我认为它们的业务完全不同。**就分析其周围护城河、消费者行为等诸如此类的事情而言，苹果更像是一家消费品企业。**这显然是一个内置了各种技术的产品。但是，与 IBM 的客户相比，在判断未来潜在客户将做什么方面，这是一种完全不同的分析。但这并不意味着这个判断就是正确的。过段时间就知道了。但它们是两种不同类型的决定。

第一次投资我判断错了，第二次我们也会知道我是对是错。但是我不把它们当作苹果 vs 苹果，我也不把它们当作苹果 vs 橘子，在某种程度上介于这两者之间。查理？

芒格：嗯，我们避开了科技股，因为我们觉得我们在那个领域没有优势，而其他人有。我认为不去别人表现会更好的领域投资是个好主意。但是如果你问我，现在回想起来，我们在科技领域最大的错误是什么，我认为我们足够聪明能搞明白谷歌。在早期这些广告比其他任何广告效果都好。所以我觉得我们让你失望了。我们足够聪明能够去做，但却没有去做。我们也经常会这样。

巴菲特：是的。例如，我们的 GEICO 很早就是谷歌的客户。我记得，我们付给他们的每次点击费用是 10 或 11 美元，我不知道这些数字是否已经过时了。不管什么时候，只要有人在你没有任何成本的地方点击一下，你就要付给别人 10 到 11 美元，你知道，这绝对是笔好生意，除非有人会把它从你手里抢走。所以我们近距离观察到了它的影响力。顺便说一句，如果你们中的任何人今晚在酒店房间里没有任何事情要做的话，可以持续点击 Progressive 保险的广告或者别的什么。(笑声)不要真的这样做。这个想法刚好出现在我的脑海里。(笑声)

但是，你知道，这就是你几乎从来没有见过的一个企业，在那里，我认为像飞秒激光手术 LASIK 之类的广告点击一次 60 或 70 美元，而对于谷歌几乎没有成本。我认识他们。我是说，他们设计了招股书，他们来找我。他们比最初的公司上市时晚了一点点，甚至比伯克希尔上市晚了一点点。所以我有很多方法来提问问题，或者自学。但是我搞砸了。

芒格：我们也搞砸了沃尔玛。当一切都很容易的时候，我们足够聪明本应该能够想出来，但是我们没有。

巴菲特：是的，弄清楚后，执行才是最重要的。(笑)所以不管怎样，我可能在 IBM 上犯了两个错误。我的意思是，在我看来，很难预测 IBM 各种产品最终的赢家，或者像云服务这样的产品会有多少价格战。

前几天我发表了一个非常重要的声明，我问查理他是否能想到这样的情况，一个人从零开始，几乎同时在两个非常不同的行业建立了一个非凡的经济机器，你知道，与其他拥有大量资本和其他一切的竞争对手一起，在零售业和云计算领域做到这一点，就像 Jeff Bezos 所做的那样，像 Thomas Mellon 这样的人投资了许多不同的行业，诸如此类。但实际上，他同时也是两家白手起家的公司的 CEO，Andy Grove 曾经在 Intel 说过，想想看，如果你有一颗银弹，你可以用它除掉你的一个竞争对手，你会选谁？我认为无论是在云计算还是在零售业，有很多人会把那颗银弹瞄准 Jeff。他做到了。你知道，他在《华盛顿邮报》的表现，和我所认为任何可能的人一样出色，这是一种完全不同的游戏。所以这是一个了不起的商业成就，实际上，他参与了两个企业的运营，而不仅仅是提供资金，这两项业务可能和你所能找到的任何企业一样，受到竞争对手的威胁。查理，你还有什么想法吗？

芒格：嗯，我们有点像 Mellons 家族，老派的人做得还不错。Jeff Bezos 是另一个物种。(笑声)

巴菲特：顺便说一句，**我们完全错过了。我们从未拥有过亚马逊的股份。**好的，Gregg Warren。

8, 巴菲特为投资竞争激烈的航空业辩护

Gregg：沃伦，我的问题涉及到一些最近购买的航空股票。铁路因其既有的、几乎不可能复制的铁路网络和通行权而受益于巨大的进入壁垒。与铁路不同，航空业似乎几乎没有任何优势。即使我们在过去 15 年中看到的整合，进入的障碍也很少，退出的障碍也很高。该行业还受到低转换成本和激烈定价竞争的影响，严重受到燃料成本的影响，燃料价格上涨难以转嫁，燃料价格下降导致价格竞争加剧。相比之下，铁路客户几乎没有什么选择，因此限制了议价能力，而且燃油收费使铁路行业能够缓解燃油价格波动。

自航空公司股票回购计划宣布以来，你已经多次指出，这两个行业有很大的不同，不应该将其与伯克希尔十年前进军铁路业相提并论。你能否告诉我们，是什么让你相信，这次航空公司的不同之处足以让伯克希尔向四大航空公司投资近 100 亿美元？因为在我看来，对于长期投资者而言，你持有少量股份的 UPS 和 FedEx 将是一个更好的选择。UPS 和 FedEx 都拥有更广泛的经济护城河，这些护城河建立在更易识别、更持久的竞争优势之上。

巴菲特：是的，关于航空公司的投资决定与我们参与铁路业务没有任何关系。我的意思是，你可以把它们都归类为运输业或者其他什么。但它没有任何联系，没有比我们拥有 GEICO 或任何其他业务有更多的关联。自**Orville Wright 首飞以来，你再也不能找到一个比航空业更难的行业。**你知道，我说过，如果有人真的在考虑投资者，他们应该让 Wilbur Wright 击落他，一百年来为每个人节省一大笔钱。你可以在互联网上输入“航空公司”和“破产”，**你会看到大约有 100 家(大致在这个范围内)航空公司在过去的几十年里破产了。**事实上，查理和我曾经是全美航空 USAir 的董事。人们写下我们在 USAir 的糟糕经历。这是我做过的最愚蠢的投资之一。其他还有很多。

芒格：你也从中赚了不少钱。这是不应得的钱。

巴菲特：是的，我们从中赚了很多钱。因为有那么一小段时间，人们对 USAir 非常热衷。在我们辞去董事离开并出售了我们的股票之后，USAir 在随后的一段时期内两次破产。我的意思是，你列出了许多导致糟糕经济结果的因素。我会告诉你，**如果这是一个产能过剩竞争非常激烈的行业，问题是，它是否像过去那样是一个自杀式竞争的行业。**我的意思是，当你看到几乎所有的主要的航空公司，以及几十家几十家的小型航空公司破产时，你最终应该意识到，也许你进入了错误的行业。

航空业已经以其 80%运力(可用座位里程)运营了有一段时间了，你可以看到将会发生什么，以及诸如此类的事情。因此，我认为可以公平地说，未来 5 年或 10 年，它们的产能水平将高于导致它们全部破产的历史水平。虽然在 80 年代他们这么做过，但现在的问题是，他们是否会在定价方面做出自杀性的行为还有待观察。

实际上，目前他们的投资资本回报率相当高。如果你真的去对比的话，我觉得比联邦快递 FedEx 或者 UPS 都要高。但这并不意味着明天早上，如果你经营其中一家航空公司，而另一家公司降价你就要跟随降价。正如你说的，当油价下降时，降价的灵活性比油价上涨时提价的灵活性更大。因此，这个行业在未来 10 年的定价敏感度将比过去 100 年更高，能实现这一点并不容易。但现在情况确实有所改善。他们的劳动力比以前更加稳定，因为他们基本上都经历过破产。在我看来，他们都将进行某种行业模式的谈判。在某种程度上他们将缺少飞行员。但找飞行员可不像买喜诗糖果一样简单。查理？

芒格：不，随着竞争越来越激烈，财富不断增加，以及全国范围内对金融的绝对痴迷，投资世界已经变得越来越艰难。在过去，我们很容易就能摘到低垂的水果。我们有很大的安全边际。现在我们在一个不太有利的大环境下运作。也许我们在统计学上有些小优势，在过去，投资就像在桶里射鱼一样。不过没关系。如果你发了财之后，投资变得有点困难那也没关系。(笑声)

巴菲特：是的。在这一点上，查理比我更有哲理。(笑声)

芒格：沃伦，我不能把那些唾手可得的果实拿回来。你只需要不停地伸手去够更高一些的树枝。

巴菲特：Gregg，我不认为，5 年或 10 年后乘客里程收入增加的可能性很高。如果航空公司在 5 年或 10 年后才有价值，就股本价值而言，我们将获得相当合理的回报率，因为他们将以相当低的估值倍数回购大量股票。因此，如果公司在年底的价值不变，但发行的股票减少，那么随着时间的推移，我们仍会赚很多钱。所有四家主要航空公司都在以很低的价格回购股票。

芒格：你必须记住，数十年来，铁路一直是一项糟糕的业务，但经过几十年后它们开始变得很好。

巴菲特：是的，我喜欢航空业现在竞争态势。显然，通过打包购买所有四家航空公司，这意味着很难区分谁会做得最好，至少在我看来很难区分哪些人会做得更好。我确实认为，如果从现在起计算 5 年或 10 年后的乘客里程收入，这将是一个更高的数字的可能性非常大。而且，低成本航空比如 Spirit 和 JetBlues Airlines，无论是什么将加入竞争。但我猜测，我们所有的四家航空公司都会有更高的收入。问题是他们的利润率是多少。他们的流

通股将大幅减少。所以即使它们的价值跟现在相当，我们也可以赚一大笔钱。但从长远来看，这并不容易。

9, 可口可乐和巴菲特获"黑色星球奖"

股东：大家早上好。Savilla Alliance 来自德国。我是德国 Ethecon 基金会伦理与经济委员会的成员。我很高兴我可以把我的问题放在这里。也许你不像我一样高兴听到这些。巴菲特先生，几年前，我看过一部电影，你在片中宣称，美元钞票上印着"我们相信上帝"并没有真正表达你的哲学。在你看来，只有现金才算。你的信条是"我相信美元"。

巴菲特：事实上，我想我从来没有这样说过。

股东：好吧，也许它只是开玩笑。但笑话背后总有真理。那一刻你笑得很开心。作为世界上最富有的人之一，难道你不是一位幽默，友好，年长的绅士吗？无论设计美元纸币的人有什么动机，他们肯定想说，有比这种印刷纸币的价值更高的东西。遗憾的是，在你的一生中，你已经多次表现出你对这个问题的不同看法。(掌声)你们已经积累了数十亿美元，展现了非凡的聪明才智和技巧，而且你们比许多像你们一样，为了自己的意图而利用资本主义固有规则的人更懂得如何获得财富。但是你有没有想过，是什么样的麻烦和牺牲，奴役和对地球母亲的破坏，甚至是疾病和死亡，让你如此急切地收集美元钞票？(嘘声)以可口可乐为例。来自德国 Ethecon 基金会将黑色星球奖授予董事会成员以及大股东巴菲特和艾伦，因为你们应该共同为这些集团赚取如此多钱的原因负责，不是吗？可口可乐在世界上干旱多发的地区还剥夺了人们的饮用水，还污染了许多地区的地下水。

巴菲特：好吧，在某种程度上，是的。我不想打断你，但是你在演讲还是在提问？

股东：好吧，我现在提出我的问题。如果环境的破坏、对健康饮用水权利的垄断以及对工人的无耻剥削继续下去，你会放弃你的可口可乐股份吗？

芒格：嗯，这更像是一个演讲，而不是一个问题。(掌声)

巴菲特：是的。我不认为你之前说过的那句话我曾经说过，应该说"我们信任美联储"，因为他们印钞票。如果他们印得太多，它的价值可能会下降。但据我所知，我从来没有说过你所说的话。

我要说的是。我想我一辈子都在吃我喜欢吃的东西。还有可口可乐，这种可口可乐的重量是 12 盎司，我每天大约喝 5 盎司。(笑声)一罐里面大约有 1.2 盎司的糖。如果你看看人们从哪里获得糖和卡路里，他们从各种各样的东西中获得糖和卡路里。我觉得我喜欢通过可口可乐获取 1.2 盎司糖，而且非常愉快。自 1886 年以来，人们一直

觉得它能令人愉快。我想说的是，如果你都是根据某些最近出版物中的某些人所告诉你的最适合你的食物来选择每一顿饭，我会为你提供。我会说“随你便”。但如果你告诉我，这么做我就会多活一年，我甚至连想都不会这样想。如果我只吃西兰花、芦笋和 Alice 阿姨让我吃的所有东西，或者我可以吃我喜欢吃的所有东西，包括巧克力圣代、可口可乐、牛排和土豆煎饼，你知道，**我宁愿吃我一生都喜欢吃的东西。而不是为了再多活一年去吃别的东西。**(掌声)我认为这应该是我的选择，你知道吗？如果有人认为糖是有害的，你知道，也许你会鼓励政府禁止摄入糖。但是可口可乐里的糖和直接吃糖没什么区别，你知道的，早上吃葡萄坚果或者其他任何我吃的东西没什么区别。因此，我认为可口可乐在很长一段时间里一直是美国乃至全世界的一个非常、非常积极的因素。你可以看看这家公司的成就清单。(掌声)我真的不希望有人告诉我，我不能喝它。查理？

芒格：嗯，我已经通过喝健怡可乐 Diet 解决了我的可口可乐问题。我像其他人一样喝我不知道是什么的东西。我这样做的时间和你喝可口可乐的时间一样长。我和沃伦一起吃早餐，他喝可口可乐吃坚果。(笑声)

巴菲特：感觉棒极了。(笑声)

芒格：沃伦，如果你继续这样做，你可能赚不到 100 美元。(笑声)

巴菲特：好吧，我认为长寿也能让你对生活感到快乐。

芒格：绝对是。(掌声)

10，基于利率的趋势，BRK 未来的回报率大约是 10%

Carol：这个问题来自奥地利的 Franz Tramberger。它涉及到内在价值，沃伦可能更愿意回答这个问题。我在这里的定义，他可以修正这一点。但内在价值既不是一家公司的会计价值，也不是它的股票市值，而是它的估计实际价值。因此，问题是：过去 10 年，伯克希尔内在价值的复合增长率是多少？你认为在未来 10 年内，内在价值的复合增长率将是多少？你可以对此做出解释？

巴菲特：是的。你知道，内在价值只能通过回顾来计算，或者说只能通过收益来计算。但内在价值的纯粹定义是从现在到审判日之间产生的所有现金，并以当时看来合适的利率折现。在 30 到 40 年的时间里，这种变化很大。如果你选择 10 年，回到 2007 年 5 月，你知道，我们遇到了一些不愉快的事情。但我想说，我们可能的复合增长率约在 10% 左右。我认为，如果未来我们继续在这种利率环境下，这个回报率将很难实现，事实上几乎不可能实现。这是第一个问题。如果你问我后一个问题的答案，如果在我给出答案之前，我只能选择一个统计数据来

问你关于未来的问题，我不会问你关于 GDP 增长的问题，我不会问你谁将成为总统，我会问你们未来 10 年或 20 年的平均利率是多少，或者你们想做的任何事情。如果你假设我们目前的利率结构可能是 10 年或 20 年的平均水平，那么我会说回报率将很难达到 10%。另一方面，如果我以各种可能性来选择利率，我会说目前这个利率可能有点令人向往，而且很有可能是可行的。如果你说，"好吧，我们不能长期维持这样的利率"，我会让你看看日本，你知道，在 25 年前，我们看不到他们的利率如何维持。我们还是在看同样的东西。因此，**我认为要预测利率的走势并不容易。不幸的是，预测这一点就是为了给你一个好的答案。我想说，在伯克希尔取到一个糟糕业绩和惊人业绩的几率，可能是你所能找到的任何投资对象中最低的。**因此，我最好的猜测是在 10% 的范围内，但这是在假设未来 10 年或 20 年的利率，略高于过去 7 年的情况下做出的。查理？

芒格：毫无疑问，以我们现在的规模，以回报率的百分比计算，未来将不会像过去那么辉煌。我们一直这么说，现在我们正在证明。(笑声)

巴菲特：查理，你想以这句话结束吗？或者你愿意...(笑声)

芒格：嗯，我确实认为沃伦在这件事上的判断是对的。我认为，**我们拥有一批平均投资价值高于标普平均水平的企业。**所以我不认为你们作为股东有什么大问题。

巴菲特：我想说的是，相比标普 500 指数整体而言，**我们确实更多地以股东利益为导向。**我的意思是，因为这家公司有一种文化，那就是作为一个私人所有者将会做出的决策。坦率地说，这是我们所拥有的许多公司没有的奢侈品。我的意思是，他们有时会面临着做一些事情的压力。我遇到的每一家上市公司的 CEO 都会问这样一个问题：如果你自己拥有一家公司，你的做法会有什么不同？而答案通常是这个，那个以及一些其他的东西。如果你问我们，答案是，我们正在做的正是如果我们自己拥有所有股票将会做的事情。我认为随着时间的推移，这是一个小小的优势。还有什么问题吗，查理？(掌声)

芒格：我认为我们还有一个优势。**很多人都在努力变得聪明，而我们只是想保持理智。而且这是一个很大的优势(笑声和掌声)。想要变得聪明是很危险的，尤其是当你在赌博的时候。**

11，从减税中受益因行业而异

Jonathan：如果公司税率得到有意义的降低，伯克希尔的账面价值将得到一次性的提升，因为它有相当大的递延税负债，而且它的未来收益也应该更高，至少在理论上是这样。降低的税率中有多少会通过降低电费或铁路

运费等方式传递给伯克希尔的客户？伯克希尔的股东将得到多少呢？

巴菲特：是的，问题是，就我们的公用事业而言，所有低税率的好处都归客户所有。它应该就是这样的，因为我们被允许获得合理的股本回报率。我把问题简化了一点，但是，我们被允许基于税后收益计算股本回报率。如果提高税收，公用事业委员会可能会给我们更高的税率优惠来弥补这一点。如果降低税率，他们会说，你不能仅仅因为税率降低了，就有权赚更多的钱。因此，忘掉递延税中的公用事业部分吧。

适用于我们未实现的资本收益的递延税收，我们将从中收益。因为我提到我们有超过 900 亿的未实现收益。如果利率在任何一个方向上发生变化，我们的股东每一美元都将受益。

然后是其他行业。你提到了铁路，但它还适用于我们所有的其他业务。如果税率降低，在某种程度上不同行业将产生不同程度的影响，这取决于行业内玩家数量和竞争环境，其中一些税率可能会实质性降低，一些几乎肯定会因竞争被夺走掉，而一些可能不会被夺走。经济学家可以就此展开很多争论。但我在很多案例中都见过降税的作用。比如，在我的有生之年，英国税率一直在下降。我们的公司有 52% 税率，也有过很多不同的税率。因此，我看到了经济行为是如何起作用的。我要说的是，**可以肯定的是，任何降低的税率都会因过度竞争而被夺走。而且几乎可以肯定的是，其中某些公司将为股东创造收益，但这将是特定行业和公司特定的结果。**查理？

那么，我们就美元数字来说有 900 亿或 950 亿，如果税率下降 10%，那么增加 10% 将是 95 亿，这是真实的。另一方面，如果它像以前那样上升，从 28% 上升到 35%，他们也可以把它从我们手中夺走。

芒格：嗯，我认为我们确实在某方面很特别。如果事情一发不可收拾，然后事后开始好转，我们很可能比大多数人做得更好。我们不想让我们的公司承受痛苦。我们担心，如果这个国家陷入这样的困境，可能会发生什么。但如果真正的逆境来临，我们最终可能会做得更好。我们很擅长处理这种事。

巴菲特：是的，美国经济偶尔会出现一些问题。跟谁当总统之类的没什么关系。这些人可能会因为不同的事情而受到指责或赞扬。但这是市场经济体系的本性，偶尔会在这个或那个方向上出现失控。以前是这样，以后也会是这样。它不是在正弦波或者类似的图形上，但这种事时有发生。在失控时，我们可能会有得到相当数量的金钱和信贷，我们不会遭受影响。当世界其他国家感到恐慌时，我们相信美国一定会好起来的。我们不会有任何心理上的麻烦，也不会有任何行动上的麻烦。然后问题是我们有多少资源？我们不会仅仅因为看到了很多机会就让公司陷入任何风险。我们会抓住所有我们能把握的机会，不会因此而失眠。好的，第 4 区。

12, 巴菲特捐掉了他的二手凯迪拉克

股东: Dr.BruceHertz 来自 Glenview。谢谢你邀请我参加年会, 我感到既荣幸又幸福。我问巴菲特先生的问题是, 你总是建议我们购买升值的股票。然而几年前, 你卖掉了你的二手凯迪拉克, 获得了巨大的利润。(笑声) 如何证明出售一项不断贬值的资产以获得可观利润的合理性? 谢谢你。(笑声)

巴菲特: 好吧, 实际上我把它送给了 Girls Inc(十年赌局接受捐赠的慈善机构)。他们把它卖了。(掌声)这是一件有趣的事情, 一个非常好的人花了 10 万多美元买下了它。Girls Inc 拿到了钱。他的家人是后来才来的, 他把车开回纽约了, 连车牌都没有。他在伊利诺伊州被警察逮捕。他解释他是怎么把这笔钱给 Girls Inc, 然后把车开回去的。他还有个漂亮的家庭。警察对此表示怀疑。不过幸运的是, 作为交易的一部分, 我为他在仪表盘上签了我的名字。所以警察看到了这一点。然后他们就说, 他有没有给你什么股票建议? 然后就放了他。(笑声)

我不记得曾经卖过二手车获利。我不认为我卖过任何私人物品。但我有套房子要卖。

芒格: 你没有任何私人物品。你是胖版的圣雄甘地 Mahatmas Gandhi。(笑声)

巴菲特: 那家伙买下了它, 他是个非常好的人。而且他的支票兑现了。所以我们没事。(笑声) Becky?

13, 为什么巴菲特希望他的妻子在他死后买入指数基金?

Becky: 我想问一个卡罗尔问题的后续问题。查理在问答中说, 他认为伯克希尔的业务总体上会比标普 500 指数表现更好。来自阿拉巴马州伯明翰的 ClarkCameron 持有伯克希尔 281 股股票, 他在信中问道: 为什么你建议妻子在你去世后投资指数基金, 而不是伯克希尔? 我相信芒格已经建议他的后代: 不要傻到卖掉它。(笑声)

巴菲特: 是的。她不会出售任何伯克希尔来购买指数基金。我所有的伯克希尔股份, 每一份都会捐给慈善事业。(掌声)所以我甚至不认为自己拥有伯克希尔, 你知道, 基本上这是一个承诺。到目前为止, 已经分配了大约 40%。因此, 问题是, 在我的遗产处理完毕之前, 非专业投资人士年纪将相当大。什么是最好的投资, 意味着不用担心任何与之相关的事情, 也不会有那么多人围过来说, 你为什么不把这个卖掉, 做点别的事情呢? 等等。

她会拥有比她需要的多得多的钱。最重要的是, 你必须有的钱不要变成问题。而且, 如果她持有标普指数, 除非大规模杀伤性武器出现问题, 否则她不可能(或几乎不可能)持有所有的资金。她会持有一些流动资金, 所以如果股票在某个时候大幅下跌, 或股票交易所关闭一段时间等等事件, 她仍然会觉得自己有钱花。她的目标不是资产最大化。不管她得到的是两倍还是三倍还是更多都没有任何区别。重要的是她这辈子都不用担心钱的问题。

我在奥马哈有个 Katie 阿姨，查理很了解她，和我一样为她丈夫工作，她一生都很努力工作。住在她花了 8000 美元在 45 街和 Hickory 街买的房子里。她活到了 97 岁。因为她投资了伯克希尔，她最终得到了几亿美元。(笑声)她每隔四五个月就会给我写一封信。她说，亲爱的沃伦，我不想打扰你。但是我会变穷吗？我会给她回信说，亲爱的 Katie，这是个好问题，如果你能活到 986 岁，你就会花光所有的钱。(笑声)大约四、五个月后，她又给我写同样的信。

如果你有足够多的钱，这个世界上没有任何一种方法可以让它成为你生活中的一个负担。如果你有很多钱，会有人给你各种各样的建议，有时是好意的，有时不是那么好意的。所以如果你确定有东西要交付，你知道，在伯克希尔，他们会说，“好吧，如果沃伦今天还活着，他会告诉你这样做”。我只是不想让任何人经历这些。我认为，实际上投资标普指数将会是我所建议的一个，大部分人都应该这样做。而且我认为，如果他们只持有一只股票，他们就不可能会有那么多的内心平静。他们的邻居、朋友和亲戚都在努力做一些事情，就像我说的，有时候是出于好意，有时候是出于其他原因，去做一些别的事情。因此，我认为投资标普指数，将是一项取得良好结果并可能持续下去的投资策略。查理？

芒格：嗯，正如 Becky 所说，芒格家族是不同的，我想让他们持有伯克希尔。

巴菲特：嗯，我也想持有伯克希尔。(笑声)

芒格：我的意思是，我不喜欢标普指数，虽然我认识到标普指数的算法很难被大公司的多元化投资组合打败这个事实的逻辑。对大多数人来说，打败指数几乎是不可能的。但是，你知道，我只是更喜欢伯克希尔。

巴菲特：嗯，这是家族生意。但是，我见过太多人随着年龄的增长，特别是容易受影响的人，他们不得不听取周围人的意见。

芒格：嗯，如果你要保护你的继承人免受他人愚蠢的影响，你可能要有一些好的制度。但我对这个话题不太感兴趣。(笑声)

巴菲特：好的，Jay。

14，伯克希尔可能会投入 150 亿美元给联合利华交易

JayGelb：据报道，伯克希尔与 3G 和卡夫亨氏合作，试图以 1430 亿美元收购联合利华。伯克希尔愿意在这笔交易中投资多少？这是否意味着伯克希尔的下一次大规模收购可能是与 3G 合作？

巴菲特：是的，卡夫，你必须区分两种情况。卡夫亨氏是一家公众拥有的公司，其中我们和 3G 作为一个控制集团，拥有略高于 50% 的股份。但正如最初设想的那样(不能保证这究竟会发生什么)，如果能够达成友好协议，我们会再投资 150 亿美元，3G 会再投资 150 亿美元。因此，如果交易达成了，如果卡夫亨氏的独立董事批准了这笔交易，那么我们可能会投资 150 亿美元。但这也需要独立董事的批准。现在，卡夫亨氏在提出收购要约时，希望确保除了可能产生的债务之外，还有足够的股本来完成交易。所以，我们基本上非正式地承诺了 150 亿，这只是在与联合利华达成友好协议的基础上获得批准的。最初，我们认为他们至少可能对这样的交易感兴趣。当我们发现不是这样的时候，我们撤回了报价。所以很有可能会有 150 亿美元的额外投资。好的，第 5 区。

15，如何看待投机

股东：尊敬的巴菲特先生和芒格先生，我是来自中国的田都华。我的公司正在亚洲传播价值投资理念。我的商业伙伴 KenChi、ChoQuyYing 和我致力于唤醒 1 亿中国人回归理性投资方式。这个世界上最难的事情就是改变人们的价值观或信仰体系。我们应该唤醒投资者从市场投机转向市场投资。它不会改变投机者的价值观或信念体系。巴菲特先生，我想问你，你能告诉我们应该怎样传播你的价值投资理念吗？或者有什么鼓励的话吗？谢谢

巴菲特：是的，凯恩斯在 1936 年的《就业、利息和货币通论》写过这个，我记得是第 12 章。这是关于投资的伟大篇章。他谈到了投资和投机以及人们投机的倾向和投机的危险，而且措辞雄辩。我的意思是，很明显市场上总是有一些是投机的，市场上也总是有一些价值投资者和诸如此类的事情。但是，**当投机活动猖獗时，当你得到我猜查理会称之为“社会认同”的东西时，当它最近起作用时，人们会对市场投机感到非常兴奋。在这个市场上，我们会时不时地遇到这种情况。当看到你认为智商比你低 30 分的邻居通过购买股票变得比你更富有时，没有什么比这个更令人痛苦的了。不管是网络股还是别的什么。人们会屈服于它。他们会像在其他地方一样抵挡不住经济的诱惑。**

关于你的问题还有一点，我认为，资本市场可能有一些倾向，相比存在了几百年的市场，在市场发展的早期更具投机性，**因为资本市场具有赌场特征，对人们有很大的吸引力，特别是当他们看到周围邻居变得富有时，就像我说的那样。那些以前没有经历过周期的人可能比那些经历过疯狂投机结果的人更倾向于投机。**

所以，基本上在这个国家，在我 1949 年读的那本书里，本·格雷厄姆一直在宣扬价值投资，那本书一直很畅销。但是，如果市场变得狂热，新发行的股票表现良好，杠杆投资者表现良好，许多人就会被吸引，不仅是投

机，还有我所说的赌博。恐怕在美国也是如此。我认为，中国作为一个新兴市场，基本上有着广泛的投机，在这方面可能会有一些非常极端的经历。我们这个国家也会有的。查理？

芒格：嗯，我当然同意这一点。(笑声)中国人会有更多的麻烦。他们是非常聪明的人。他们频繁交易，当然，他们将更具投机性。这是个愚蠢的想法。就你努力的程度而言，你很幸运是站在天使的一边。(笑声)

巴菲特：事实上，如果投资者能够保持理智，如果你所在的市场有疯狂的投机行为，这将为投资者提供更多机会。我的意思是，查理刚才提到，如果我们进入非常艰难的时期，伯克希尔肯定会做得相当不错，因为我们不会害怕。恐惧会像你无法相信的那样蔓延，除非你亲眼见过一些例子。在 2008 年 9 月初，有 3500 万人把他们的钱投入货币基金中，约有 3.5 万亿美元。他们中没有一个人担心，当他们把钱投入货币基金时，没人担心一美元不会变成一美元。三周之后，他们都吓坏了，3 天之内就流出了 1750 亿美元。因此，市场公众的反应非常极端。这实际上为投资者提供了机会。人们喜欢交易，他们喜欢赌博。如果他们认为赚钱很容易，很多人就会冲动行事。在一段时间内，它会自我实现，创造新的皈依者，直到最后审判的那一天到来。

只需要继续宣扬价值投资，如果市场波动很大，你就能不断地让更多的人认识到，市场是可以被利用的，而不是指导你将要发生什么。你还有什么要说的吗，查理？

芒格：我们已经说了很多，沃伦，但是并没有什么效果。

巴菲特：对。从我们的角度来看，这可能是件好事。好的。Andrew？

16，我们没有因为税法的变化而采取任何不同的做法

Andrew：谢谢你，沃伦。这个问题来自 RyanPrince。美国总统 DonaldTrump 和他的顾问们已讨论提议大幅提供投资税收抵免，以激励企业长期固定资本投资。伯克希尔在 BNSF 拥有庞大的基础设施投资组合，需要大规模的定期日常维护投资。从投资资本回报的角度来看，投资税收抵免将对 BNSF 的资本投资决策产生何种影响？同样重要的是，考虑到当前的经济和就业形势，这种税收抵免是否相当于对本来是强制性的维护性资本投资的补贴，还是扩张性投资的适当激励？

巴菲特：是的，这完全取决于它的措辞，因为我们在这个国家有投资税收抵免，我们有红利折旧(bonus depreciation，第一年加速折旧抵税)。这是它的另一种形式，而且我们确实得到了第一年的加速折旧税收抵免。这在我们的计算中并没有多少。你知道，事实上，在伯克希尔的层面上，我从未指示任何人因为投资税收抵免或

加速折旧而做任何不同的事情。在运营公司层面上可能会进行一些计算。在风能项目和太阳能项目中，情况确实如此。他们目前依赖于税法。也许会有这样的時候，但是如果没有税法的一些补贴，他们是不会这么做的。但我要说的是，相比只进行普通折旧，如果你改变折旧计划，比如双倍折旧三倍折旧，我们就会做我们需要在铁路上做的事情，以使铁路更安全、更有效率。

我怀疑是否会有任何戏剧性的差异。显然，如果你打算，比如买一大堆飞机，法律会在 12 月 31 日改变，数学计算会让你最好地等到 1 月 1 日或 12 月 31 日再做这件事。但我记不起来，这么多年来，我曾经给我们的经理发过任何邮件说：让我们这样做吧，因为税法正在改变，或者可能会改变，或者类似的话。正如我前面提到的，如果你认为资本利得税在某一时刻会有变化，它只是有一点点变化。显然，如果税率下调，你会提前承担损失，或许会推迟一点收益。这就是为什么它是有影响的，实际上，如果参议院和众议院的税务委员会正在做一些事情，它可能是有影响的，如果主席会说，“如果我们做出任何改变，我们可能会使用这个生效日期”，或类似的东西。我想他们以前也这么做过几次。在风能和太阳能方面，我们不是税收驱动的大项目。这是一项具体的政策，因为政府已经决定要让人们(或者说社会已经决定)转向那些绿电形式。而市场体系不会做到这一点。也许有一天，市场体系会自己完成这一切。

我们不会做出大的改变。无论如何，就法律而言这都是推测性的。但除此之外，如果它变得不像法律那样具有投机性，而且看起来确实有什么事情正在发生，它根本不会改变我们的大时代。查理？

芒格：没什么要补充的。我们不会为了一点小小的税收问题而改变伯克希尔和铁路公司的任何事情。

巴菲特：是的，如果我们需要修桥，我们就要修桥，我们需要一直进行大量的铁路维护之类的工作。我认为自从我们拥有这条铁路以来，BNSF 的 Matt Ross 和我从来没有谈论过这个问题。Gregg？

17，铁路运输前景可期，但煤炭运输量将减少

Gregg：沃伦，我的问题也和 BNSF 铁路有关。尽管本届政府相信他们能够重振煤炭行业，但市场力量仍主导煤炭行业的消亡。虽然美国 90% 的煤炭消费是由发电驱动的，但天然气的燃烧成本更低，也更清洁。随着风能和太阳能的规模扩大，成为更廉价的替代能源，可再生能源发电已经重塑了部分市场。这给 BNSF 铁路带来了问题，去年煤炭运输量和收入仅占铁路总量和收入的 18%，低于此前 10 年的平均 24%。虽然这其中有一部分是由于过去几个冬天煤炭供应的大量增加，这似乎最终走出了困境，你对煤炭对 BNSF 的长期贡献有什么期望？我知

道铁路公司目前运输一些经过加拿大太平洋沿岸港口的出口货物，但那里的增长能够抵消国内需求的减少吗？或者 BNSF 是否需要更多地依赖多式联运等环节来弥补煤炭产量的损失？

巴菲特：是的，答案是煤炭需求量会随着时间的推移而减少。我不认为这有什么问题。任何一年的具体情况都与天然气的价格密切相关。目前的需求比去年有所上升，因为天然气的价格是 3.15 或 3.20，而且公用事业公司在很多情况下，用煤发电比用天然气发电便宜很多。然而，如果是 2 美元，那就全是天然气了。但随着时间的推移，在我看来，**煤炭在铁路收入中所占的比例基本上肯定会下降**。你知道，你不能在一夜之间建设新的发电厂。因此，你无法预测费率，而且如果天然气足够便宜，你会看到一个大量需求转向天然气。因此，煤炭在收入中所占的比例将大幅下降。你知道年复一年，10 年后这将是相当重要的，谁知道确切的结果，我们正在寻找煤炭以外的其他增长来源。如果你和煤炭绑在一起，你就有麻烦了。查理？

芒格：如果你长期使用碳氢化合物的话，我认为所有的碳氢化合物都会被用完，包括所有的煤炭。所以我认为，归根结底，**这些碳氢化合物是人类巨大的资源，我认为我们没有任何好的替代品**。我从不介意把它们留给下一代。我不喜欢用得更快。所以，经常只有我一个人是这么想的。人们认为所有的碳氢化合物都将闲置，整个世界都将改变。但我认为，**我们迟早会用光所有的碳氢化合物**。我们会用它们作为化学原料。我认为所有这些事情都很难预测，而且我一点也不确定。**我最终会认为天然气供应会相当短缺**。

巴菲特：储存方式的改变会带来很大的不同。在几年内，我们将在爱荷华州生产出与我们客户使用量相当的风电，或者说几乎相当于爱荷华州风电量。但是只有大约 35% 的时间是有风的。有时候风太多了，即使我们在爱荷华州有能力生产出自给自足的风电数量，但是你知道，一天 24 小时一周 7 天，储存是一个真正的问题。

我们今年在 BNSF 的煤炭运输量大幅上升，那是因为去年它们的库存太低了。正如你所说，库存增加而后有所下降，但还是偏高。查理对此有更长远的展望，但在我看来，10 年或 20 年后，我们煤炭运输量将比现在少得多。另一方面，我认为在其他品类的长途运输中，铁路也有不错的前景。我的意思是，铁路是大宗商品长途运输的一个相当便宜的方式。我认为这是一个很好的生意，但它的煤炭运输量将减少。好的，第 6 区。

18，变化的世界已经大为不同

股东：早上好。Marcus Burns 来自澳大利亚 Sydney。巴菲特先生，我的问题是，你过去常常购买轻资产、高现金流的企业，但现在却在购买低增长、资本密集型的企业。我知道伯克希尔公司能产生大量的现金流，但是

如果你继续投资轻资本的公司，股东们会不会过得更好呢？

巴菲特：我们很想找到这类资产。我的意思是，毫无疑问，**购买一个高回报的资产，非常轻资本型的业务，并保持增长，将胜过购买一些需要大量的资本才能实现增长的资产。变化每天都在发生，但我认为这种变化还没有得到足够的重视。**我认为，按市值计算，可能美国市值最大的五家公司将超过 2.5 万亿美元(有时我们包含其中有时不在，让我们先假设我们不在其中)，2.5 万亿美元是一个很大的数字。我不知道美国市场的总市值是多少，但这可能已经接近美国市场总值的 10%。如果你拿这五家公司来说，基本上，你可以在没有任何股本的情况下经营它们。根本不需要。这和 Andrew Carnegie 建造一座钢铁厂，然后用赚来的钱建造另一座钢铁厂，并在这个过程中变得非常富有，或者 Rockefeller 建造炼油厂，购买油罐车等等的时代完全不同。

一般来说，在我们的资本主义制度下，在很长一段时间里，增长和赚取大量资金需要大量的资本再投资和大量的股本投入，铁路就是一个很好的例子。那个世界真的改变了，我不认为人们会喜欢这种差异。你真的不需要任何资本就能运营这五家总市值超过 2.5 万亿美元的公司，如果你看看 30 或 40 年前的财富 500 强名单，你知道，不管是埃克森美孚，通用汽车，还是其他你能想到的。所以我们会喜欢轻资产公司，我的意思是，毫无疑问，一个不需要任何资本，并且不断增长，而且所需股本回报率几乎是无限的企业，是理想的企业。此外，我们还拥有少数几家企业，它们的资本回报率非常高，但没有增长。我们仍然喜爱它们，但是如果它们处于在可以增长的行业，相信我，它们会是我们再投资名单上的第一位。

我们没有找到那些我们可以买到并且我们很了解的东西。但你说的完全正确，这是一种比我们在投资资本密集型企业在能够做到的更好的投资方式。查理？

芒格：是的。**曾经美国的化工企业是很棒的投资。**陶氏化学和杜邦公司的市盈率都在 20 倍左右，他们继续建造越来越复杂的工厂，雇佣越来越多的博士化学家，看起来他们拥有了整个世界的业务。**现在，大多数化工品都已经商品化了，作为一家大型化学品生产商，这是一项艰难的业务。**

然后我们来到其他像苹果和谷歌这样的业务，他们站到了世界之巅。我认为提问者基本上是对的，世界已经发生了很大变化，那些做出正确决定进入这些与旧企业截然不同的新企业的人，他们做得非常好。

巴菲特：是的，Andrew Mellon 看到现在的高市值公司肯定会感到困惑。我的意思是，你可以在基本没有有形资产的情况下，迅速创造出数千亿美元的价值。但这就是新的世界。

我的意思是，当谷歌可以卖给你一些东西的时候，只需每次有人点击一些东西，GEICO 就会支付 11 美元或者更多。而花费数年时间寻找合适的地点，开采铁矿来供应钢铁厂，并修建铁路把铁矿运送到钢铁生产和分销的地方以及诸如此类的事情，这是完全不同的。我们的世界是建立在资本主义制度上的，我们美国的资本主义体系，基本上是在有形资产、再投资，以及所有这些东西上的，以及随之而来的大量创新和发明。但是，如果你恰好擅长这个，那么实际上不需要任何资金就能创造数千亿的市场价值，这会好得多。这是一个与过去不同的世界。听着，**我认为世界这种变化很可能继续下去。我的意思是，我不认为这个变化的趋势很快会结束。**

芒格：现在在风险投资领域，很多人都在努力追逐这种事情，但是他们现在损失了很多钱。这是一个很棒的领域，但不是每个人都能在其中大获全胜。有几个人会大赚一笔。

19, 伯克希尔"退位式管理"的好处

Carol Loomis：这个问题来自加州硅谷地区的一位股东，他不想提到自己的名字，因为他说自己不是在寻求宣传，但他的照片让他看起来像是千禧一代。每个伯克希尔股东都知道伯克希尔的市值，但我的问题是伯克希尔对世界的价值。例如，苹果对世界的价值就是 iPhone。GEICO 的价值是低成本的汽车保险。3G 的价值，有些股东会在这里争论，但 3G 的价值是改善运营。但伯克希尔我就知道了。正如芒格先生曾经说过的一句名言：在管理伯克希尔的子公司时，你实行的是"近乎退位的授权"。因此，亲力亲为的管理不可能是答案。这意味着，如果伯克希尔的大多数子公司继续独立运营也会做得一样好。伯克希尔对世界的价值是什么？这就是我的问题。

巴菲特：是的，我想说的是，我同意他所说的观点，他准确地将其描述为"近乎退位的授权"。但我认为，实际上，在许多情况下，这种退位将使这些企业的经营状况好于标普 500 指数成分股企业，这或许也是维权投资者或希望在短期内获得一些好处的野蛮人的目标。所以我认为我们的退位实际上对公司有一些非常积极的价值。

但你必须逐个公司地看。这里大概有 50 位子公司经理人出席。当然，他们不会在电视上或任何地方说任何话去抨击某件事。但是，可以让他们私下谈谈，问问他们是否认为，伯克希尔的"退位管理"以及伯克希尔所拥有的资本优势，可以让他们的业务运营得更好。他们任何有意义的项目都可以一瞬间获得资金，而不用担心银行是否还在放贷，就像 2008 年那样，或者华尔街是否会为此鼓掌或诸如此类的事情。因此，我认为我们的不干预风格，实际上可以为许多公司带来显著的价值。但我们这里确实有管理人员，你可以问问他们这方面的情况。

我们当然不会给他们打电话，说我们开发了一个更好的系统来生产路博润的添加剂，或者比 Tony Nicely 管理

GEICO 做得更好。但我们对资本配置有非常客观的看法。我们可以解放经理人。我想说的是，我们可以让他们解放出至少 20%的时间。否则他们就会作为一家上市公司的 CEO，与分析师会面、打电话、与银行打交道，以及各种各样的事情。我们基本上让他们从中解脱出来的，这样他们就可以把所有的时间都花在找出经营业务最佳方式上。因此，我认为我们会为我们的合作带来一些东西，即使我们只是坐在那里，把脚放在桌子上。查理？

芒格：是的。我们正在努力为世界树立一个好榜样。如果伯克希尔没有一点教育精神，我觉得我们不会召开这些大股东会议。我已经仔细观察了很久。我认为这就是我们想要做的，努力树立一个正确的榜样。保持理智。讲诚信。(掌声)所以我为伯克希尔感到骄傲，如果我们卖掉可口可乐，我也不会太担心。(笑声)

巴菲特：我想说的是，GEICO 是一家经营得非常好的公司，如果它是上市公司的话，它的经营也会非常好。但是它在汽车保险市场的份额从 2.5%上升到了 12%，真正的关键是 GEICO 和 TonyNicely，但部分原因是我们的另外两家竞争对手(至少两家)和大型竞争对手，在八个月或者十个月前表示，如果他们减少对新业务的兴趣，就无法实现其年度利润目标。我认为我们决定加大油门的商业决策是一个更好的商业决定。但我认为，GEICO 做出这一决定时，如果作为一家上市公司会比作为伯克希尔子公司遇到更多困难。因为我们只考虑 GEICO 未来 5 年或 10 年的发展，我们愿意承受新的业务成本在短期内降低我们的收益，而其他人有不同的压力。我不是在讨论他们的行为，因为他们的股东与 GEICO 在伯克希尔中的支持者不同，在伯克希尔股东中的支持者也不同。我认为在这种情况下，我们的系统更为优越。但这不是因为我们工作更努力。查理和我几乎什么都不做。(笑声)

20，结构性清算的成本率会下降

Jonathan：您能谈谈您的定期支付年金业务吗？这些合同的加权平均利率成本为 4.1%，在当前的利率环境下，这听起来并不是特别有吸引力。这些负债在持续期内是否足以使其成为一个有吸引力的资金成本？或者这些合同主要是在利率较高的时候执行的？

巴菲特：这些合同主要是所谓的结构性结算。当一个年轻人遭遇了严重的车祸或者其他什么事故时，也许是受到法院的敦促，也许是真正关心受害者利益的家庭成员的敦促，他们可能会将一笔可能很大的赔偿金(也可能是针对保险公司的赔偿金)，转化为受害者余生的定期付款。你知道，可能是 100 万美元，也可能是 200 万美元。由我们代为其他保险公司支付。事实上，有时候法院会指定伯克希尔(或者强烈暗示)应该由伯克希尔来支付这些债券，因为你谈论的是某人 30 年、40 年或 50 年后的生活来源。法庭，律师，或者家人，他们希望非常非常确定，

不管是谁做出了这个承诺，他们都会遵守承诺。伯克希尔在这方面拥有优势地位。

Jonny，为了回答你的问题，我们希望采用更长期情况。我们一直如此。我们必须对死亡率做出假设，然后我们必须对利率成本做出假设。很明显，4.1%是多年来许多合同的综合成本率。我们每周大概承保 2000-3000 万份长久期合约。所以，如果你平均用 15 年，或者类似的时间，我们就可以得出这样的数字。我们一直根据利率来调整它们。当我们这样做的时候，我们假设，我们将赚到比这些结构性清算固有成本更多的钱。这就是我们的商业模式，我想我们现在规模有六七十亿了。我们会继续做下去。顺便说一句，可能这六七十亿大部分，我们还没有支付任何款项。而别人已经提前付款给我们了，而且它们的规模确实很大。因此，这是一个我们将在 10 年或 20 年后开展的重要业务。我们有一些天然的优势，因为人们认为我们比任何其他公司支付这些款项更值得信赖。该业务的考验是，随着时间的推移，我们是否能够获得高于我们付给受害者的回报。我们愿意下这个赌注。但如果利率长期保持在目前的水平上，假设我们将资金存放在固定收益工具中，那么我们就会出现一些亏损。

顺便说一句，我们在该业务上有一些额外的津贴。因为我们最终每个月都会向这些人付款，所以我们必须追踪他们是否还活着。因为你不能指望每个月都会收到支票的死者的亲属，会及时通知你死者已经去世了。但是，随着时间的推移，死亡的数字会上升。如果利率保持不变，随着新业务的增加，4.1%的成本率会有所下降。

21，对便宜的 USG 投资并不是一个好主意

股东：感谢巴菲特先生和芒格先生，感谢你们所做的一切，感谢有机会从你们的投资和生活中学到更多。我叫 HarryHong，来自不列颠哥伦比亚省温哥华市的一名呼吸科医生。我的问题涉及到早在 2001 年你就投资的 USG 公司，之后由于石棉债务不断增加，该公司宣布破产。你在破产过程中仍持有这些股票，尽管标准智慧认为，破产法第 11 章中的股权通常一文不值。你能解释一下为什么对 USG 股票的投资是安全的吗？

芒格：非常非常便宜。(笑声)

巴菲特：是的，我不太记得所有的细节了。但是我要说的是。我不确定我们拥有 USG 多少股份，但这是非常重要的百分比。大概是 30%左右。但总体而言，USG 的表现令人失望，因为石膏业务一直令人失望。我想他们破产过两次，第一次是因为石棉索赔，第二次是因为负债太多。因此，这不是一项明智的投资。现在，如果石膏价格处于过去几年的水平，结果会好得多。

芒格：但还不算太糟。

巴菲特：情况并不糟糕，但是石膏业务已经大幅下降，而且石膏产能过大。然后，当石膏业务复苏时，管理层(不一定必然是 USG，但包括 USG)对于未来需求的乐观程度超出了他们应有的水平。就像历史上发生的一样，他们喜欢建造新的工厂。**多年来，这个行业的潜在供给一直远远大于需求。**自 2008-2009 年以来，你已经看到新屋开工量远远低于人们的预期。因此，石膏价格虽然有所上涨，但幅度并不大。

所以记住这一点，**这不是我的一个好主意。**查理跟这事没关系。不过 USG 也不是什么大灾难。Becky?

22，有了阿吉特·贾恩(Ajit Jain)，棒极了的保险业务更棒了

Becky：这个问题来自德国的 Axel Meyersiek，他写道：如果 Ajit Jain 退休了(但愿他被提拔)，这对保险业务会有什么影响，无论是在承保盈利方面，还是在浮存金规模的增长方面？

巴菲特：嗯，没有人可能会取代阿吉特。我的意思是，没人能接近他的水平。我们的保险业务经营的棒极了。更棒的是，阿吉特之外的保险业务，跟阿吉特打成了平手。有些事只有他能做，但是有很多事情是制度化的，我们保险中有很多业务，我们也有非常能干的管理。例如，几年前阿吉特收购了一家在这里没有人听说过的公司，这家公司叫做 Guard 保险公司，主要以工伤赔偿业务为主。它的总部设在宾夕法尼亚州的 Wilkes-Barre。它在那里疯狂扩张。它是一块宝石。阿吉特负责监督，但我们还有一个很棒的人来管理。

几年前我们收购了 Medical Protective 保险公司。Tim Kenesey 负责管理，阿吉特负责监督。但不管有没有阿吉特，Tim 也能经营一家很棒的保险公司。但他足够聪明地意识到，如果有像阿吉特这样的人愿意在一定程度上监督它，那就更好了。但是 Tim 自己就是一个出色的保险经理人，Medical Protective 对我们来说是一项了不起的业务。大多数人不知道我们拥有它。事实上，这家公司可以追溯到 19 世纪。如果你看一下年报的保险业务的"其他"部分，我们还有很多不错的其他业务。

总的来说，这是一家很棒的保险公司。很少有像这样的。GEICO 也是一家很棒的公司。因此，阿吉特为伯克希尔赚的钱可能比我还多。但即使没有他，我们仍然会拥有我认为世界上最好的财产意外险业务。和他在一起，你知道，我想没有人能接近他的水平。查理？

芒格：几年前，加州对工伤赔偿法案做了一点小小的修改，阿吉特立刻意识到这会导致承保结果发生巨大的变化。他从一微小的市场份额起步达到了 10% 的市场份额，这是一个很大的市场，他刚刚就凭空抓住了至少几十亿美元，就像打响指一样简单。当事情变得糟糕时，他迅速就退缩了。像阿吉特这样的人很少，打个响指就能从

空中捞到几十亿美元可不容易。(笑声)

巴菲特：嗯，实际上 Guard 保险已经进入了加州工人赔偿计划这个领域。我们有很多优秀的保险经理。我是说，我不知道还有比这更好的收藏品了。阿吉特找到了一些，我也有过几次好运气。我是说，Tom Nerney 在 U.S. Liability 保险公司工作的时间可以追溯到十五六年前。他的运营很成功。虽然公司不是很大，但管理得很好。人们甚至不知道我们拥有这些业务。现在我们又增加了 Peter Eastwood 的 BH Specialty 保险公司。我得告诉你，这些都是不错的业务。

如果你能创造出非凡的承保能力，再加上更多的浮存金，那么就是一项很棒的保险业务。我们没有多少这样的业务，那些都是很棒的生意，我们从中保险业务中获得了一千多亿浮存金，总的来说，我们还可能会因为持有这些浮存金而赚到一些额外的钱。如果你能让别人给你 1040 亿美元，并付钱让你持有它，同时你可以拿去投资并获得收益，这是一个很好的生意。

现在，大多数人都都不做的并不好。问题是，我刚才描述的优点吸引了太多人加入进来。而最近，人们只是为了投资管理业务，已经真的加入进来。这是一种在海外赚钱的方式(通过保险业务投资管理来避税)。但我们不这么做，但是对于拥有投资经理的小公司来说，这是可以做到的。所以这里的竞争很激烈。但我们有一些根本性的优势，**而且我们在某些领域有优势，有绝对优秀的经理人来最大限度地发挥这些优势。**我们将充分发挥它。

23, 卡夫亨氏费城奶油奶酪产品的宣传片

巴菲特：我刚刚收到了一些卡夫亨氏推出的产品。他们几天前(也许是几周前)才推出了这款产品。在董事会上他们有这个，我吃了三杯。(笑声)我相信有一两个观众可能不赞成，但是我得告诉你们，真的好吃。这是一个奶酪蛋糕，上面有费城奶昔浇头，所以你可以创造自己的奶昔蛋糕。我想我可以在 Charlie 说话的时候吃。(笑声)你可以在中场休息的时候买到它。卖得很好。我觉得，为了不让你觉得太内疚，我觉得这个樱桃蛋糕热量有 170 卡路里。就像我说的，我这里有三个。我不介意吃 5-600 卡路里的甜点。(笑声)我会让别人吃花椰菜，但我要甜点。(笑声)所以我们会吃这个，但是你们也一样，在中场休息时，我想他们带来了 8-9 千个。如果我们卖不完的话，我会很失望的。事实上，我会对你失望，不是他们。(笑声)好的，JAY?

24, 子公司经理人并不想成为继任者

Jay Gelb：这个问题是关于继任计划的。沃伦，在今年的年度致股东信中，你提到伯克希尔表现最好的经理人

名字的次数似乎减少了。这是否意味着你要改变关于伯克希尔下一任 CEO 继任计划的信息？

巴菲特：嗯，答案是否定的。而且我没有意识到提到名字的人越来越少了。我写完信寄给 Carol Loomis，她让我“回去继续工作”。(笑)我会这么说，其实我并不认为，有多少个人得到了提名。这是千真万确的。因为我们有了更多优秀的公司，我们从来没有出现过比现在更多的优秀经理人。但这与继任者无关。查理？

芒格：嗯，我当然同意这一点。我们似乎没有很多 20 岁的年轻人。(笑声)

巴菲特：当然不是在前台。(笑声)我们有一群非常优秀的管理者，这就是为什么我们可以通过退位式授权来管理。如果我们有一大群经理人想要得到我的工作，那就不会成功。我的意思是，如果我们有 50 个人在那里，所有人都想掌管伯克希尔，它就不会经营的好。但他们在生活中有他们想要的工作。Tony Nicely 喜欢经营 GEICO，直到他想要退休。他们自己喜欢的工作。在我看来，这比让一大群人去做别人的工作要好得多，他们希望与他们竞争的人会失败，这样当我不在的时候，他们就会得到认可。这是一个与大多数美国公司不同的系统。第 8 区。

25，伯克希尔特殊的收购优势

股东：嗨，沃伦和查理。我叫 Vicky Wei。我是沃顿商学院的工商管理硕士。这是我第一次参加年会。我真的很兴奋。谢谢你邀请我们来。我的问题是，接下来的三五年你想去哪里钓鱼？你最看好哪些板块，又最看空哪些板块？非常感谢。

巴菲特：是的。查理和我不怎么讨论行业。我们也不会让宏观环境或有关它的想法进入我们的决策。我们是真的机会主义者。显然，我们一直在关注各种各样的业务。我的意思是，这是我们的一个爱好，这可能比查理更适合于我。但我们希望能接到电话，而且我们有一堆过滤器。我想说，我们俩都是这样的。

我们可能在最初的 5 分钟或更短的时间内就知道某件事是否有可能发生，或者是否有合理的概率会发生。它必须通过这些检验，第一个问题是，“我们真的对它有了足够的了解来做出决定吗？”你知道，这个问题就能过滤掉很多事情，但还剩下一些。如果它通过了检验，我们就有很大的机会去做点什么。但这不是针对特定行业的。显然我们确实喜欢这些公司，因为它们产品的周围有长长的护城河，也许可以进一步预测消费者的行为。但对我们来说，预测消费者行为比 20-30 年前更难了。我觉得现在比赛更难了。但我们会从当前资本回报率和预期资本回报率的角度来衡量它。很多人会给你一些信号，告诉你他们是什么样的人，即使是在交谈的最初 5 分钟里，以及随着时间的推移，你是否有可能与他们达成令人满意的安排。所以很多事情进展得很快，但是我们知道自己喜

欢什么类型的行业，或者我们希望最终进入什么类型的业务。但是我们不会真的说，“我们将要在这个或那个领域，或另一个领域的公司”。查理，你想补充点什么吗？

芒格：是的。我们的一些子公司进行了一些有意义的补强型收购，这种情况一直在发生。当然，我们喜欢这样。但我要说的是，收购整个公司这一领域的竞争已变得非常激烈。杠杆收购是一个庞大的产业。我现在还是这么叫他们。做这些业务的人认为这是一个糟糕的标签，所以他们改称自己经营私募股权基金。你知道，这就像一个看门人自称为首席工程师之类的东西。(笑声)但无论如何，那些进行杠杆收购的人，他们可以在大约一周左右的时间里，通过影子银行为几乎任何东西融资。他们可以支付很高的价格，得到很好的条件等等。所以，现在收购企业是非常非常困难的。我们做得很好，**因为有一小部分人不想卖给私募股权基金。他们如此热爱这项业务，以至于他们不想仅仅是为了转售而打扮一番。**

巴菲特：几年前有个人来找我(TTI 公司 PaulAndrew)，当时他 61 岁。他说，“我的生意很好。我有足够的钱，当我开车去上班时，只有一件事让我担心”。事实上，不止一个人跟我说过这个词。他说，“当我去上班时，只有一件事困扰着我。如果我今天出了什么事，我妻子将会离开”。你知道，我见过这样的例子，公司高管试图廉价收购他们，或者把产品卖给竞争对手和所有人。他表示，“我不想把公司留给她。我想自己决定它的去向，但我想继续经营它，我喜欢它。我想过把它卖给竞争对手，但如果我把它卖给竞争对手，你知道，他们的 CEO 将成为新公司的 CEO，你知道，在未来所有这些帮助我建立企业的人，他们中的很多人都将被抛弃。我会带着一大笔钱离开，他们中的一些人会失去工作。我不想那么做。我可以把它卖给一家杠杆收购公司，这家公司更愿意自称为私募股权，但是他们会把它杠杆化，然后转手卖掉。他们会把它打扮一下，但最终，它不会在同一个地方。我不知道它会走向何方。我不想那么做”。所以他说，“不是因为你很特别，而是因为没有其他人了”。(笑声)

如果你曾经向一个潜在的配偶求婚，不要使用这个台词。(笑声)但这是他告诉我的。我接受了，我们达成了协议。因此，从逻辑上讲，除非有人持有这种态度，否则我们应该在这个市场上失败。我的意思是，你可以借这么多便宜的钱。我们看到的资金几乎都是股权资本。**我们收购报价没有竞争力**，因为他们的价格中有很大部分是负债构成的，也许是平均 4% 左右。如果失败了，他不会承担损失。如果价格上涨，他就能分到一部分利润。

巴菲特：是啊，他的高等微积分和我们的大不相同。而且他有钱做这笔交易。所以，**如果你所关心的只是为你的生意争取最高的价格，你知道，这不是我们的一个好主意。**无论如何我们都会接到一些电话。我们可以提供

一些不能称之为独特的东西，但它是不寻常的。那个卖给我们生意的人，还有其他几个有生意的人，实际上他们说的几乎是一字不差的。他们对自己的卖出感到很满意，非常高兴。而且，他们有很多很多很多的钱，他们正在做他们喜欢做的事情，仍然经营之前的业务。他们知道，他们做出的决定将使他们的家人，和与他们一起工作的人，一生都处于最佳状态。在他们的等式中，他们已经做了最好的事情。

但这不是许多人的方法，当然也不是那些尽可能买进和借入每一分钱的人的等式，他们可能会把钱转手卖掉，你知道，可能会粉饰一下账目，做一些其他的事情。而且，**当一笔大规模债务杠杆收购与一笔股权收购所带来的价格之间的差距变得如此之大时，收购就会变得更加严峻。这是毫无疑问的。**它会一直这样保持下去。

芒格：但是这段时间很艰难，我们已经收购了一些不错的企业。

巴菲特：是的。是的。好的，Andrew？

26，如果董事会在我离开后雇佣一名薪酬顾问，我会回来的

Andrew：沃伦。这个问题来自一位要求匿名的股东，我想他就在这里。他写道：三年前，你在会议上被问及你认为我们应该如何补偿你的继任者。你说这是个好问题，你会在下一封年度信中解决这个问题。我们一直在耐心等待。(笑声)你现在能不能至少从哲学上告诉我们，你是如何考虑公司应该如何补偿你的继任者的，这样我们就不用担心薪酬顾问什么时候到场了？

巴菲特：是的。不幸的是，在我这个年纪，我不用担心我三年前说过的话，但是还记得的这个人，显然比我年轻得多。(笑声)好吧，我接受他的提问。但事实上，有几种可能性。但我不想详细介绍他们，实际上，我希望我们能有这样一个人：**他已经非常富有。如果他们已经工作了很长时间，并且有这样的能力，他们就应该非常富有；而且他们真正的动力并不在于，他们是否有 10 倍于或 100 倍于他们和家庭所需要的钱。他们甚至可能希望树立一个榜样，参与一些远远低于你所说的他们真正市场价值的事情。**这可能发生也可能不发生，但我认为如果发生了就太好了。但我不能责怪任何人想要他们的市场价值。如果他们不选择这个方向，我会说，你可能会付给他们一个非常适度的数额，然后有一个股票期权，每年增加或提高行权价格。但很少有人这么做。华盛顿格雷厄姆控股公司做到了，华盛顿邮报公司做了一点，但是行权价会有所提高，因为它假设每年都有大量的留存收益。

为什么有人应该保留大笔收益，然后声称他们实际上已经为股东提高了价值，仅仅因为他们扣留了股东的钱？所以设计薪酬很容易，在私人公司里，人们就是这样设计的。他们只是不想在上市公司这么做，因为他们通

过别的方式获得更多的钱，他们可能有一笔非常可观的期权可以行使，但是股东的股份必须在退休后持有数年，随着时间的推移，他们真的得到了大多数股东能够得到的结果，而股东却不能够选择他们的位置，比如他们何时行权和出售了大量股份。它设计起来并不难。这真的取决于你在和谁打交道，他们有多在乎钱，以及有多少钱超出了他们可能使用的范围。大多数人都对此感兴趣，我不怪他们。但我不知道你怎么想的，查理？

芒格：嗯，我想的一件事是，**我一生都在回避薪酬顾问。我几乎找不到语言来表达我的轻蔑。** (笑声)

巴菲特：我要说的是。**如果董事会在我离开后聘请了一位薪酬顾问，我会回来的。** (笑声)

芒格：疯了疯了。所以我觉得这个领域有很多莫名其妙的东西，我不认为它会消失。

巴菲特：它不会消失的。甚至还会更糟。我的意思是，如果你看看处理薪酬的方式，我的意思是，每个人都会看到别人的委托书，然后说，"我们不可能雇佣一个没有被推荐的人。"

芒格：太荒谬了。

巴菲特：你知道，为 CEO 工作的人际关系部门，会过来推荐一位顾问。如果咨询顾问说：你应该给你的 CEO 支付第 25%分位的薪水，因为你得到的是第 25%分位的结果？哪个顾问还会得到一份工作？我的意思是，这不是说人们是邪恶的或者其他什么的。这只是人性的本质，它产生的结果不符合股东代表应有的行为方式。

芒格：比那更糟的是，资本主义是我们赖以生存的金鹅。如果人们因为不喜欢体系中的薪酬安排而普遍对此嗤之以鼻，那么你的资本主义可能也不会长久。这就像杀了下金蛋的鹅。所以我认为现有的系统有很多问题。

巴菲特：我认为很快就会有一些事情发生(我可能错了)，公司将不得不在委托声明中写入 CEO 的薪酬与平均薪酬之比，或类似的内容。但这实际上会花费我们很多钱。

芒格：那也改变不了什么。**顺便说一句，这也不会上任何头条。会藏起来的。**

巴菲特：这将花费我们很多钱，我们在全世界有 36.7 万名员工。我的意思是，我们希望得到一些更简单的东西，这样我们就可以使用估计或类似的东西。但是为了得到中等收入或者平均收入，或者其他什么，不管规则怎么解读，你知道，**这是人类的本性造成的。**

芒格：这就是咨询顾问的职责，沃伦。(笑声)

巴菲特：你知道，我每两年给经理们写一封信，我说：**我不接受某件事的唯一借口是，其他人都在这么做。**当然，"其他所有人都在这么做"正是人们不愿将股票期权成本计入当期成本的理由，这很荒谬。所有这些 CEO 都

去了华盛顿，他们让参议院以 88 票对 9 票的结果，说股票期权不是成本。然后几年后，你知道，它变得如此明显，他们最终把它采纳了，所以这是一个成本。这让我想起了伽利略之类的这些人。

芒格：比那糟多了。教皇对伽利略的态度都比这好。

巴菲特：好吧，不管怎样，我不是在说现在的继任者或其他任何人。我的意思是，当他们经营伯克希尔时，未来的继任者可能已经变得非常富有。财富的增量价值在某些时候会非常接近于零。我们有机会将其作为一种不同类型的模型。但如果一个能够识别留存收益的系统被设计出来，我没有任何问题。没有人想要这个系统。在我任职的 20 个董事会里，从来没有听到任何人谈论留存收益。你知道，如果你和我是合伙人，我们一直保留着企业的收益，我一直以固定价格买下你的一部分价值，你会说，“这简直太蠢了”。但所有期权制度都是这样设计的，对于 CEO 和咨询顾问而言，这样做最好。当然，通常情况下 CEO 的薪酬和董事会的薪酬之间有一定的相关性。如果 CEO 的薪酬水平与 50 年前相同，并与现在的美元相适应，那么董事的薪酬水平将会降低。所以，所有这些内在的东西，在某种程度上点燃了管理层的贪婪。

芒格：伯克希尔没有一个董事是为了钱。

巴菲特：嗯，如果他们持有大量股票，他们就是这样。他们在市场上买下了它，就像股东一样。

芒格：是的，这是一个非常老式的系统。

巴菲特：前几天我看了一家公司，其中七位董事从来没有用自己的钱买过股票。现在他们都得到了股票，但其中有七名董事从未真正购买过股票。他们在那里正在决定谁应该担任 CEO，他们应该得到怎样的报酬，诸如此类的事情。但是，你知道，他们从来没有想过自己掏一美元。现在他们得到了很多股票。你知道，我们在这里处理的是人性，伙计们。(笑)而你想要的是一个工作良好的系统，不管人性会如何驱动它。我们在这个国家这方面做得非常好。我的意思是，总的来说，美国企业对美国人来说做得非常好。但并不是所有的方面都是你想要教给你的孩子的。Gregg。

27, BNSF 可能不会增长太多，回报率水平已经到达极限

Gregg：2010-2015 年间，随着短途货运从卡车转到铁路，多式联运铁路运输实现两位数的收入增长率。不过，在过去一年左右的时间里，柴油价格的下降和卡车载货能力的增强，使得卡车运输更具竞争力，这导致多式联运铁路运输量下降。虽然从长期来看，货运量的增长预计将是稳固的，有助于抵消煤炭等其他领域的疲软，但

去年完工的巴拿马运河拓宽工程，你认为会对西海岸港口的货物运输产生什么影响？传统上，BNSF 的货物运输是通过美国东部的铁路交换点进行的，因为托运人选择在墨西哥湾或东海岸的港口卸货，虽然货运量的损失从来都不是一件好事，但是如果当前的一些运输路线被改变，那么芝加哥这个东西方货物交接的瓶颈区会有所缓解吗？

巴菲特：嗯，你知道，芝加哥的铁路有很多问题，而且这种情况还会持续一段时间，这需要一个好的解决方案。当你回想铁路是如何发展的，我的意思是，一百年前他们开始铺设铁路，芝加哥成为铁路线的中心，还有很多不同的铁路线，城市沿着铁路周围成长。所以芝加哥可能是个大问题。但我认为多式联运会做得很好。但你是对的，汽车载货量实际上在 2006 年达到了顶峰，现在是 11 年后，而五大一级铁路公司其中最大的四家的投资，如果你不考虑折旧因素，就会发现它们的投资已经达到了数百亿美元，而且我们以前的货运量总体上比 2006 年还要少，而且煤炭货运量还将继续减少。

铁路运输是一个很好的业务，相比卡车在许多方面它有很大的优势。卡车获得了更多的免费补贴，不仅仅是汽油税，他们有高速公路系统的免费通行权，因此得到了比铁路行业更多的补贴。但从实际运输量来看，很大程度上上卡车运输并没有成为一个增长型业务。但我认为铁路可能是一个很好的业务，我们有一个伟大的路网。我更喜欢西部，而不是东部，如你所说，将有一些多式联运，转向东部港口等等。总的来说，在这方面我们的铁路有一个很棒的系统。我们会做得很好。如果你期望总的汽车装载量每年增加 2%或 3%或 4%，这将是更有趣的，但我不认为这会发生。不过，我确实认为我们的基本竞争位置非常好。我认为我们将获得可观的资本回报。但是，我认为这已经是它的回报极限了。查理？

芒格：我没什么要补充的。

28，伯克希尔的继任者需要有一个"金钱头脑"去配置资本

股东：Shankar Anant 来自伊利诺伊州 Gurnee。谢谢你为我们做的一切。我有个问题。你们两个通过互相交流想法，基本上避免了资本配置错误。在伯克希尔的未来，这种情况会持续很长时间吗？我对总部和子公司都很感兴趣。

芒格：它不能持续很长时间。(笑声)

巴菲特：别这么失败主义，查理。(笑声)伯克希尔的任何继任者，资本配置能力和已证明的资本配置能力，肯定是董事会心目中最重要的问题，或者在目前的情况下，根据查理和我的建议，在我们离开后会发生什么。在伯

克希尔，资本配置至关重要。现在我们有 2800-2900 亿美元的股东权益。如果你只考虑未来十年，你知道，没有人能够对此做出准确的预测。但是在未来 10 年里，现在的折旧费用约是每年 70 亿美元，十年后的下一任经理将不得不配置，也许 4000 亿或更多的资金，而且比现在已经投入的资本还要多。因此，从现在开始 10 年内，伯克希尔将成为一个业务集合，在这 10 年里，投入的资金将超过之前发生的所有事情。因此，你需要一个非常明智的资本配置者来作为伯克希尔的 CEO。我们会有的。

如果让一个不具备资本配置能力的人担任这个职位，那将是一个可怕的错误。资本配置能力可能是他们的主要才能。当然，我们在伯克希尔有一个优势，因为我们知道这一点有多么重要，而且我们对这一点非常关注。在很多公司里，人们通过管理和销售达到职业顶峰，有时他们来自法律等不同方面，然后，在他们手中就有了资本配置的任务。现在，他们可能不会建立战略思维部门。他们可能会听从投资银行家的建议，但他们最好能自己做到这一点。如果他们来自不同的背景，或者没有这样做过，就像我在我的一封信里写的那样，这就像去卡内基音乐厅演奏小提琴，然后你走上舞台，他们递给你一架钢琴。

我的意思是，如果一个人在其它领域拥有很多技能，但实际上没有能力进行资本配置，伯克希尔就不会做得很好。我曾经说过这是一种我称之为“金钱思维”的东西。我的意思是，人们可以有 120 或 140 的智商或不管它是多少，在智力测试方面有非常相似得分能力。他们中的一些人有着擅长于一种事情的头脑，而另一些人有着擅长于另一种事情的头脑。我认识一些非常聪明的人，他们没有金钱观念，他们会做出非常愚蠢的决定。他们能做很多凡人做不到的事，但这不是资本配置的工作方式。我认识的其他人，他们不会做的出色，但是在 SAT 考试或者类似的考试中，他们做很好。但他们这辈子从没做过愚蠢的金钱决定。我相信查理也看到了同样的事情。因此，我们确实需要一个人，希望他们有很多才能，但如果他们缺乏金钱观念的话，我们肯定不想要这样的人。查理？

芒格：嗯，还有买入股票的时机选择，这并不是什么无望的问题。无论如何，我们都会采取明智的行动。

巴菲特：一个有钱人会意识到什么时候买股票是有意义的，什么时候不是。事实上，对于一些人来说，这是一个很好的测试，就管理层而言，他们是如何看待买入股票这样的事物的，因为如果你直接思考这类问题的话，这不是一个非常复杂的等式。但有些人这么想，有些人不是，他们可能在其他方面更胜一筹。但当你谈到一些看起来非常清楚的事情时，比如说，购买股票是否有意义，他们会说一些非常愚蠢的话。好的，Carol。

29，大多数财务顾问都不配得到他们的费用

Carol: 这个问题来自康涅狄格州的 Steve Haverstroll。沃伦，你在年度致股东信中非常明确地表示，你认为对冲基金 2+20 的薪酬方案通常不适合该基金的投资者。过去，你曾质疑投资者是否应该尽可能多地支付“财务顾问”的费用。但是财务帮助者可以为他们所帮助的人创造巨大的价值。以芒格为例。在几乎每一封年度信件和今天早上的电影中，你都描述了查理的建议和忠告对你的价值，以及随着时间的推移，伯克希尔公司价值的惊人增长。鉴于此，你是否愿意按照行业标准，向查理支付 1% 资产的顾问费用？或者你甚至会考虑给他 2%+20%？你对这件事有什么看法？(笑声)

巴菲特：是的。好吧，我在年度报告中说过，我一生中认识的资产管理人可能有十几个，毫无疑问，外面有成百上千的这种。但我曾说过，就我个人而言，我确实知道十几个人我本可以预测到的，在这 12 个案例中，有相当一部分我确实预测到了，在相当长的一段时间内，有些人在投资方面的表现会好于平均水平。很明显，查理就是这些人的其中之一。那我会付给他钱吗？当然会。但是，我会把财务顾问作为一个整体，付给他们 1% 的报酬，因为我认为他们会给我带来比标普 500 指数高出 1% 的业绩，从而让我在自己本可以做到的情况下实现收支平衡吗？你知道，很少有人愿意。所以，我是否会付给查理 1%，这不是一个好问题。这就像问，我是否会支付 Babe Ruth(美国职棒运动员，1936 年入选棒球名人堂)10 万美元让他从红袜队到洋基队。我的意思是，我当然会，但是在 1919 年没有多少人愿意，而我愿意付 10 万美元让他来到洋基队。

因此，这是一个令人着迷的情况，因为问题不在于顾问们会做得如此糟糕。这只是因为有一个可用的选择，而这并不会花费你任何成本，这将比他们做得更好，总的来说。这是个有趣的问题。我的意思是，如果你雇了一个产科医生，假设你需要一个，或者帮某人在街上接生，他们会比你的配偶来做这件事更专业。如果你去看牙医，如果你雇了一个水管工，**在所有的职业中，专业人士作为一个群体，相比自己去做或者随机挑选一个门外汉，都会有更多的价值。但在投资领域，这是不正确的。我的意思是，这个活跃的专业人士团体，总体来说，并不能比那些只是坐着不动的人做得更好。**如果你说，“嗯，在活跃的团体中有一个人非常棒！”我会同意你的观点。但是被动的人不可能都选择那个人，他们不知道如何辨认。

芒格：比那更糟糕。真正优秀的专家，当他赚到越来越多的钱时，他就会遭遇可怕的绩效问题。所以你会发现这个人在“2+20”有一个很长的职业生涯，如果你分析一下所有亏损的人会发现，一些人早期有一个良好的记录，但更多的钱进来后，他们就出现亏损了。**所以，投资世界就是一个错误激励引发疯狂结果的泥潭，我敢说还**

有相当多的欺骗。

巴菲特：是的，如果你问我挑选的 12 个人是否会比标普指数的 1000 亿美元的股票表现更好，我会回答说他们可能都不会。我的意思是，那些业绩不会是他们未来的业绩表现。但是当我提到它们时，它们实际运行时通常处理的资金规模都是相当适中的。随着金额的增加，他们的相对优势也减弱了。从历史上看，这是显而易见的。

我在年报中使用的赌局的例子，和我对赌的那个人，顺便说一句，各种各样的人都没有和我对赌，因为他们知道最好不要和我对赌。至少有几百只潜在的对冲基金，这些家伙被激励去做好。FOF 基金经理被激励去挑选他能挑选的最好的基金。那个和我打赌的人被激励去选择最好的基金。你知道，这五只基金中还有很多钱都投向了长期表现不佳的基金经理身上，除此之外他们也别无可投。

当你有成千上万，甚至成千上万的人，他们的报酬是基于销售一些总体上不可能是真实的卓越业绩表现，这是一个有趣的职业。这种情况会继续下去，最好的销售人员往往会吸引最多的资金。因为这是一个大游戏，人们会赚很多钱，你知道，远远超过他们将在医学或你想得到的领域的收入。我的意思是，"赚大钱"就是向人们推销你可以为他们做一些神奇的事情的好主意。

如果你有一个 10 亿美元的基金，得到其中的 2%那就是 2000 万美元，即使是你表现糟糕。在其他领域，这会让你大吃一惊的。但是人们已经习惯了，在投资领域，它只是一种传递。如果有 100 亿，那就是 2 亿的费用。我们总部办公室里两个人管理着 200 亿，也许是 210 亿。但我们每年付给他们 100 万美元，再加上他们击败标普指数的绩效奖励(跑赢部分 1%)。他们实际上必须做很多工作来获得或有补偿，这比 20%要合理得多。但在过去 40 年里，有多少对冲基金经理曾说过："我只想在你做事的时候才能得到报酬？除非我做到了超出你自己能力圈范围的事情，否则我不能得到报酬"。这种事不会发生的。然后，你知道，它回到了我用过的那条标准，但是当我问一个家伙，"凭良心说，你怎么能收费 2+20？"他说，"因为我没法收到 3+30"。(笑声)有补充吗，查理？

芒格：我想你已经揍得他们够多了。(笑声)

巴菲特：好的。Jonathan。

30，精密铸件公司是以不便宜的价格购买的优质公司

Jonathan：精密铸件公司(PCC)是伯克希尔有史以来第二大的收购案。在 2016 年的年报中没有太多关于它的定性或定量信息。您是否愿意在这里向我们介绍一下它目前的情况，它的什么前景让您感到兴奋，以及您最担心

的是什么？我还很好奇，除了无形资产摊销之外，是否有任何有意义的购买法调整，对 2016 年 PCC 公司的收益产生了负面影响，就像 2015 年 VanTuyl 的情况一样？最后，目前是否有机会进行补强收购？

巴菲特：是的，我们实际上已经进行了收购，我们将进行更多适合那里的补强收购，因为我们有一位非凡的经理人。我们在飞机领域占据了一个绝佳的竞争位置。因此，将有机会进行明智的收购。无论如何我们已经做了两个了。随着时间的推移，我们会收购更多。

无形资产的摊销是唯一重大的购买法调整。每年超过 4 亿美元，不可扣除。在我看来，那可是 400 多万的收益。我不认为精密铸件的经济商誉每年以这种速度减少。你知道，我已经在某种程度上解释过了。

作为一项非常长期的业务，你可以担心 3D 打印。我认为你不必担心飞机的制造。但是，在大多数情况下，飞机交付可以根据任何特定的积压情况进行实质性改变。因此，**交货可能相当不稳定，但我不认为长期需求是我担心的任何东西**。问题是，是否有人能做得更好或者更便宜，或者像我说的，是否 3D 打印至少在某些方面占据了这个领域的一部分。但总的来说，我觉得精密铸件很不错。

这是一个非常长期的业务。我的意思是，**我们有很长期的合同**，就像我说的，一架新飞机订单的启动可能会被推迟或者类似的事情。但是如果你看一下我们展厅里另一个相邻的房间里的发动机，如果这个发动机组装起来将要使用 20-25 年，或者不管它有多长寿命，搭载数百人，你会非常关心你的供应商。你知道，质量绝对是你会关心的。**但如果你是一个发动机制造商或者飞机制造商，你会非常关心交货的可靠性**。因为你不会希望一架飞机或者一台发动机已经完成了 99% 的工作，在某人正在处理有缺陷的零部件或其他任何可能延迟交货的问题。所以，可靠性是非常重要的。我认为，没有人比 Mark Donegan 在交付方面的声誉更好了，也没有人比他的公司更好了。我很高兴我们买了精密铸件。查理？

芒格：是的，有趣的是，它们是以合理的价格购买的一个非常好的企业，但这不像过去那样是一笔令人尖叫的交易。**对于优质企业，你们现在付的钱比我们以前付的高得多。**

巴菲特：是的，这是绝对正确的，而且你不会得到一个便宜的价格。顺便说一句，这 4 亿多美元摊销费用也会持续相当长的一段时间。我们会在年报中对此进行解释，就像我们会解释，铁路的折旧费是不够的一样。我是说，这就是会计的工作方式。

31，一项“非常愚蠢”的会计准则改变

巴菲特：我甚至不想告诉你这一点，但从明年开始，对伯克希尔和其他公司来说，会计将成为某种噩梦，因为他们将要求我们按市值计入我们的股票，就像我们是一家华尔街交易公司之类的公司一样。可口可乐，美国运通，或者其他任何东西的价值的变化，每个季度都会通过损益表进行。事实上，在这个理论中，他们每天都在重复这个过程，所以它真的会变得令人困惑。现在，我们的工作就是解释一些事情，这样当我们报告 GAAP 会计原则的收益时，你们就不会感到困惑，正如报告的那样，如果只看最后的数字，收益将变得比现在更没有意义。

芒格：那不一定是个好主意。

沃伦·巴菲特：我认为这是个糟糕的主意，但我们会处理好的。我的意思是，我的工作就是解释 GAAP 会计准则在多大程度上有助于你们评估伯克希尔，以及它实际扭曲事实的时候。会计不应该用来描述价值。另一方面，如果你能理解的话，它是一个非常有用的工具，可以帮助你在分析业务时估计价值。因此，你当然不能责怪审计行业，因为他们认为这是他们的工作，而不是呈现价值。不过，通过使用这些市场价值——

芒格：但你可以责怪审计，你可以把这个问题归咎于审计行业。真是太蠢了。(笑声)

巴菲特：好吧。事实上，我同意这一点。(笑声)但我们将始终为你们提供经审计的数字。然后我们会从两个方面解释他们的缺点以及你应该如何使用这些数字，以及在查看这些数字并利用它们来判断你所持资产的价值时，你可能应该注意什么忽略什么。我会向你们解释，就像我会向我的姐妹或其他任何人解释一样，你知道，我们想让你们明白你们拥有什么。我们试图涵盖在这方面真正重要的细节。当你谈论一个 4000 亿美元的市场价值时，你可以谈论很多次要的事情。但是，如果查理和我谈论公司的话，那么它们就是我们认为对于估计业务价值很重要的数字或者解释，或者任何东西。但你不能批评媒体。我的意思是，他们只有几个段落来描述伯克希尔每个季度的收益。但是，如果他们仅仅看看最后的收益数字，那么由于 2018 年开始生效的新规定，今年可能愚蠢的事情明年将变得绝对可笑。好的，第 10 区。

32，中国股市比美国股市便宜

股东：Jeff Chan 来自中国上海的养老基金经理。我的问题很简单。在接下来的一二十年里，在中国股市复制你优秀的投资记录有多大的概率？感谢汇添富基金管理公司的朋友们指导我写这个问题。谢谢。

巴菲特：查理，你是研究中国的专家。(笑声)

芒格：这就像确定虱子和跳蚤之间的优先顺序。是的。我确实认为中国股市比美国股市更便宜。我确实认为

中国有一个光明的未来。当然，我也认为会有成长的痛苦。而且我们有这种机会主义的生活方式，对于我们所在的市场或类似的市场，我们没有任何特定的规则。

巴菲特：不管怎样，查理现在发表了一个标题：芒格预测中国市场将超过美国。（笑声）

现在已经 12:15 分了，我们将在 1:15 左右重新开始，一会见，谢谢。

* * * 下午场 * * *

1，伯克希尔和 3G 在裁员方面的不同做法

Becky：这个问题来自 AnneNewman。她是 B 股股东。她的的问题是：3G 资本的主要投资策略是在收购一家公司后大幅地削减成本。这通常包括削减数千个工作岗位。鉴于现任美国总统专注于保住美国的就业岗位，如果 3G 资本收购美国公司的投资导致消除更多美国就业岗位，伯克希尔还会考虑未来的投资吗？

巴菲特：从本质上讲，3G 管理层我曾在卡夫亨氏近距离观察过他们，他们相信公司应该尽可能高效。当然，这个世界的成就，对于在座的各位，对于奥马哈乃至全美的各位，都来自于生产力的提高。如果生产力没有变化，我们就会过着和 1776 年人们一样的生活。现在，3G 员工的效率非常高。他们非常善于用比以前更少的人来使企业变得更有生产力。但是，我们每个行业都在这样做，无论是钢铁，或汽车，或你想到的名字。这就是为什么我们生活得这么好。我们更喜欢在伯克希尔收购那些已经高效运营的公司，我一年前曾就此写过文章，坦率地说，这是因为我们根本不喜欢生产率的提高过程。这不是令人愉快的。但正是这一点让这个国家得以进步。没有人找到一种方法，在不提高人均生产力的情况下，使人均消费翻番。

这是一个很好的问题，由于政治后果确实会打击企业，如果你认为你将在政治上遭受损失，那么你的做法总体上是明智的。所以我不知道我能否明确地回答这个问题。

但是我可以告诉你，他们不仅关注生产力，并且以一种非常明智的方式做到这一点，而且他们还在很大程度上专注于产品改进，创新，以及所有你希望管理层关注的其他事情。如果你在午餐时间吃了卡夫亨氏芝士蛋糕，你会同意我的观点：产品改进和创新是生产力的一部分，也是 3G 行动手册的一部分。就我个人而言，我们已经经历了收购一家雇佣了几千人并在一段时间内倒闭的纺织企业的过程，或者是一家即将被遗忘的百货商店。而且，从事一个裁员而不是增加工作岗位的工作也没有那么有趣。因此，查理和我可能不会让伯克希尔直接收购那些主

要收益来自于通过裁员来提高生产力的企业。但我认为从提高生产力的角度来思考是有益于社会的。我认为 3G 的人们在这方面做得很好。查理？

芒格：我同意。我不认为提高生产力有什么错。另一方面，这样做会产生很多适得其反的宣传效果。你是对的并不意味着你应该一直这么做。

巴菲特：是的。我同意。

2, 伯克希尔投资 1000 亿短期国债是迫不得已

Jay：伯克希尔的现金和国库券持有接近 1000 亿美元。沃伦，一年前你说过如果发生这种情况，伯克希尔可能会将股票回购的最低估值提高到账面价值的 1.2 倍以上。关于提高股票回购门槛，你有什么最新的想法？

巴菲特：是的，当时机成熟的时候，回购可能很快就会到来，即使我在场的时候也是如此。但是，如果我们真的认为我们不能在合理的时间内把资金投入到我们喜欢的事情上，那么我们就必须重新审视我们如何使用那些我们认为不能很好地使用的资金。到那时，我们会做出决定。可能包括两者，但也可能是回购。可能会有回报。人们从股息政策和回购政策中得出的结论是不同的，回购政策的预期是你不会削减股息等等。所以你得把这些都考虑进去。但如果我们觉得在一段合理的时间段内，我们有不太可能使用的多余现金，而且我们认为以一个对继续持有的股东有吸引力的价格回购股票是可行的，而且金额巨大，那就非常有意义。

目前，我们对资本配置还是相当乐观的，我们不会倾向于将价格调整到更接近于内在价值和回购价格之间只有一个狭窄的价差的价格上。但在某种程度上，举证的责任绝对在我们身上。我的意思是，**我们最不愿意做的事情就是去拥有一个百倍市盈率的资产，而其收益却无法实现增长。**正如你指出的，我们已经有将近 1000 亿美元 900 多亿美元投资一项业务(短期国债)，我们支付的市盈率几乎是 100 倍。而且这是个糟糕的业务。

芒格：按税后收益，市盈率更高。

巴菲特：是的。所以，我们不喜欢这样。我们不应该用你的钱长期以这种方式投资。那么，问题是，我们是否能够更好的配置它们？我想说，历史是站在我们这边的，但如果电话响了而不是仅仅依靠历史记录会更有趣。而且，你知道，我确信在未来 10 年的某个时候，可能是下周也可能是 9 年以后，将会出现一些市场机会，让我们可以明智的进行大规模投资。但是如果那是 9 年以后的事，那就没什么意义了。**只是基于人类的行为，政府的行为，以及世界的行为，我认为不会这么惨。**但就像我说的，在某种程度上，举证的责任真的转移到我们身上。我

不可能 3 年后再回到这里告诉你们，我们持有约 1500 亿或者更多现金，我们认为我们这么做是在做一件了不起的事。查理？

芒格：我同意。答案是也许。(笑声)

巴菲特：他确实有详细阐述的倾向。(笑声)第 11 区。

3, CTB 公司和动物权利保护

股东：谢谢，巴菲特先生和芒格先生。Anil Daron 来自新泽西州的 Short Hills 和印度 New Delhi。这是我第 18 次参加这个盛会，非常感谢你们的非凡智慧、慷慨和时间。由于我参与的是不直接伤害动物的可持续投资，如果你对 CTB 子公司的做法有任何评论，我将不胜感激，该公司一定程度上涉及到猪，家禽，和鸡蛋生产。Albert Schweitzer 在第一颗核弹爆炸后不久发表的诺贝尔和平奖获奖感言中说：如果同情心不仅仅局限于人类，它可以达到全面和深度。当你在上一次年会上广泛分享你对核战争的担忧时，我很想听听你的看法。非常感谢。

巴菲特：嗯，这是一个相当宽泛的问题。第一点，我们有个子公司 CTB 由 Vic Mancinelli 管理。我每年和他坐谈一次。他是个很棒的经理人。他是我们最优秀的队员之一。你没怎么听说过他。他们确实为家禽饲养者制造设备。我不能具体回答你的问题，但我很高兴你能直接和 Vic 联系，因为我知道你提出的问题是他们工作的一个主要因素。我的意思是，他们确实关心在家禽和鸡蛋生产方面如何使用设备。大家都知道，一些最大的采购商和最大的生产商也站在同一阵营。但我不能直接告诉你足够多的信息，我不能给你一个具体的答案。但我可以帮你联系 Vic。我认为你会发现他非常了解情况，并且在你所说的领域做了一些非常好的事情。

就核武器问题而言，我对大规模杀伤性武器持非常悲观的态度。不过，我认为核武器可能不如生物武器那样具有破坏力，或许还包括网络武器。我对网络不是很了解。但我确实认为这是人类的首要问题。但我想我现在说不出什么特别有建设性的话。查理？

芒格：嗯，我认为我们并不介意杀鸡。(笑声)但我确实认为我们反对核战争。(掌声)

巴菲特：是的。我们实际上不是家禽生产商，但他们确实使用我们的设备。在过去的 10-15 年里，这些设备发生了很大的变化。但我不是很擅长告诉你细节。但我可以帮你联系 Vic。Andrew？

4, 现金比机会更多，给 Todd 和 Ted 更多资本并无帮助

Andrew：沃伦。自从 Todd Combs 和 Ted Weschler 加入伯克希尔以来，公司的市值已经翻了一番，手头现

金接近 1000 亿美元。看起来他们两人并没有在相对于资产基础上获得新的资本。为什么？

巴菲特：嗯，我想他们一开始有 20 亿。我记得 Todd 加入我们时是 20 亿美元。因此，实际上是有实质性增加的。当然，在某种意义上，他们自己资本的增长仅仅是因为保留了自己的收益。所以，是的。他们管理着伯克希尔的一部分有价证券，我认为他们管理的 BRK 资本占比非常相似，甚至可能比他们各自加入时还要高一点，Ted 比 Todd 晚一两年进来。我想他们会同意，管理 100 亿比 10 亿或 20 亿更难。我的意思是，你的预期收益会随着你管理资金金额的增加而下降。但让他们加入的决定非常好。我的意思是，他们在管理有价证券方面做得非常好。他们赚的钱比我用同样的钱赚的还多，现在是 200 亿，但最初只是 20 亿。

除了资金管理，他们还在很多方面提供了极大的帮助。所以这是一个非常非常好的决定。他们确实很聪明。他们有金钱观念。他们尤其擅长投资管理。但他们绝对是一流的人才。他们真的很适合伯克希尔。Todd 得到了查理的赞扬。他先认识了查理。Ted 的功劳归我。我觉得我们对这些决定都很满意。查理？

芒格：嗯，我认为股东们很幸运能拥有他们，因为**他们都像股东一样思考问题**。毕竟，这才是伯克希尔崛起的方式，而这不是总部员工通常的思维方式，现实是完全不同的，它只是其所有人的一个借口。而这些人真的像股东一样思考。他们年轻，聪明，富有建设性。有他们在身边，我们都很幸运。

巴菲特：是的。**他们的心态是百分之百的"我能为伯克希尔做什么"，而不是"伯克希尔能为我做什么"。**相信我，随着时间的推移，你会发现这一点的。最重要的是，他们很有天赋。但你知道，**很难找到年轻，有抱负，非常聪明，不把自己放在第一位的人**。我们的每一次经历，他们都没有把自己放在第一位。他们把伯克希尔放在第一位。当人们在某个方向走向极端时我能看出来，相信我。也许我不是很擅长做出取舍平衡，但你找不到两个更好的人在那些位置上。但你会说，"那你为什么不再给他们每人 300 亿美元呢？"我不认为这会改善他们的生活和表现。他们可能会处理更多的事情，但事实是，我分配给我的任务比我现在能处理的还要多，我们有 900 多亿美元现金的事实证明了这一点。我认为使用它是有合理的机会的。但是，如果你告诉我，我今天必须把它投入工作，那我不会喜欢这个机会。查理，你有什么补充吗？

芒格：嗯，我当然同意这一点。现在投资可比过去困难多了。

5, A 股定向回购符合股东利益

Gregg：沃伦，你的股权捐赠计划主要集中在 A 股是众所周知的，随着时间的推移，大部分股票将捐给 Bill

& Melinda Gates 基金会和四个不同的家族慈善机构。你每年对这些不同慈善机构的承诺涉及 A 股转 B 股，这些股票比 B 股拥有更大的投票权。因此，随着时间的推移，你的财产所拥有的投票控制权将逐渐减少，在这个过程中，一大块的超级投票权股份将被注销。尽管 B 股股东的投票权比例预计将随着时间的推移而增加，但其规模不足以对伯克希尔的事务产生重大影响。考虑到这一点并认识到，从长远来看让伯克希尔回购并注销 A 股的重要性，我只是想知道，该公司是否已经从公司现有股东的队伍中汇集了一批潜在的未来卖家。鉴于 A 股的流动性有限，与这些卖家私下谈判达成的交易，就像你在 2012 年 12 月谈判达成的那样，最终是否符合双方的最大利益。

巴菲特：好吧，再次声明，这将取决于伯克希尔的价格。所以，就我每年捐赠的东西来说，你知道，过去两年，每年捐赠约 28 亿。这可能是苹果股票一天的交易量。我是说，以伯克希尔公司的市值来看，仅占市值的 0.7% 左右。因此，这不是一个重要的市场因素，也不会缺乏流动性。所以，我知道一些大股东可能有 8 千至 1 万股 A 股，但市场现在能够应对。

2012 年我们回购了 1.2 万股 A 股，是因为我们认为它大幅提高了伯克希尔的内在商业价值。我们按当时的市价支付卖家。而且，你知道，我们将回购价格提高到了 120% 账面价值。谁知道呢？如果它出现了 124% 的价格，而且是一个非常大的数量，董事会认为这也是 OK 的，它仍然是一个显着的折扣，我们很可能会买下它们。但就市场流动性或类似情况而言，这不会出现任何问题，就像过去两年我每年 7 月捐赠时没有出现过的问题一样。

有些基金可能会保留一段时间，但他们必须花掉我给他们的钱。他们可能会在 B 股有一个相当可观美元数额的仓位，但他们最终会卖掉它。的确，在我死后的一段时间里，遗产和后来的信托基金中仍然会有很多投票权。但是，你知道，这会随着时间的推移而减少。随着时间的推移，我认为我们的资本没有问题。你知道，我喜欢相当数量的投票权集中在那些对文化有强烈信仰的人身上，他们会考虑如果有人提出某个特定的计划，他们的股票会不会暂时上涨 20%。而最终这个数字会下降，而且是不断下降。我认为，伯克希尔的股价非常稳定。如果我们能以内在价值的折扣价格买入股票，而有人提供一大笔数量，价格可能是 100%，122% 或 124% 账面价值的价格卖出，我会拿起电话打给董事们，看看他们是否不想做出改变。我们以前也这么做过。如果价格合理的话，我相信他们会同意的。如果价格没有意义的话，他们肯定会拒绝的。所以，我不认为我们在回购股票方面有任何问题。我不认为拥有股票的人出售它有什么问题。我认为我们在评估回购的可取性方面也没有问题。查理？

芒格：我没什么要补充的。

6, 美国银行优先股转股的条件

股东：你好。我叫 ErinByer。我在加州的帕萨迪纳出生长大，现住纽约。今天能来到这里是我的梦想。20 年来我一直是引以为豪的伯克希尔股东。我 15 岁的时候向我爸要股票作为圣诞节礼物。我一直在想，今天有机会问你一个问题，我应该问一个能改变我一生的问题。问题是，你认识住在纽约地区的单身男士吗？(笑声和掌声)

巴菲特：嗯，你肯定有查理和我一样的生活方式。(笑)

股东：我的问题是：2011 年你购买了美国银行的优先股。你有权在未来行使和转换为普通股。当你考虑如何评估行使这一头寸的决定时，你会考虑哪些因素？这将增加我们在伯克希尔持股的价值？

(2011 年，美国银行因 2008 年收购美林证券和 Countrywide 金融公司而陷入困境，其有毒资产导致美国银行资产质量持续恶化，美国银行大量关闭分支机构并大幅裁员，负面新闻满天飞，短短半年时间股价腰斩，8 月已经跌破 7 美元，伯克希尔购买美国银行 50 亿美元优先股，股息率 6%，同时获得在 2021 年之前，以每股 7.14 美元购买 7 亿股美国银行普通股的认股权利。而美国银行则有权以溢价 5%赎回其优先股。巴菲特说这是洗澡时产生的想法，并主动致电美国银行 CEO 达成交易。随后美国银行股价跳涨 25%，不过好景不长，股价随后几周又掉头向下跌破 5 美元。巴菲特的交易设计值得研究：首先，投资优先股，清偿时，优先股优于普通股但劣后于债权。分红时，优先股优于普通股，保证了股息的稳定性，可以无惧股价的继续下跌。虽然股息率 6%低于 2008 年投资高盛时的 10%，但远高于国债 2.2%。第二，锁定 7.14 美元的认股权，这是整个交易的核心。美国银行自 1991 年以来都没有跌破 7 美元，而金融危机前是 54 美元，其安全边际非常高。第三，美国银行有权溢价 5%赎回优先股。但是这会消耗大量资本金，对于资本金异常紧张的美国银行来说，管理层很难选择赎回。第四，转股时机的选择，2016 年股东信中，巴菲特说美国银行每股股息超过 44 美分会选择转股。7 亿股 \times 0.44 美元=3 亿美元，也就是普通股股息超过优先股，巴菲特才会选择转股。2017 年 6 月 28 日，美联储宣布美国银行等 34 家金融机构通过压力测试，不在强制储备资本金。各大银行纷纷提高股息率。美国银行在 6 年间资产质量大幅回升，净利润从 2011 年的 14 亿美元大幅跃升至 2016 年的 179 亿美元，资本充足率从 6.64%提升到 8.1%。美国银行随后宣布 8 月份开始将季度股息提高至 0.11 美元。巴菲特在确定不稳定的普通股股息超过优先股息后，6 月 30 日，伯克希尔行使认股权，将优先股转换为普通股，成为美国银行第一大股东。此时美国银行普通股价格已经达到 25 美元。6 年优先股息 18 亿美元。普通股资本增值 120 亿美元。)

巴菲特：嗯，差不多是这样的，如果股价超过每股 7 美元我们将转股，这似乎很有可能达到。无论我们是否打算持有普通股，我们在认股权到期前再行使转股是有意义的，因为这将是一种有价值的认股权证，但只有当它再认股权到期钱被转换成普通股时，它才是一种有价值的认股权证。因此，正如我在年度报告中提到的，如果美国银行达到每季度支付 11 美分股息的水平，我们的投资收益就会增加。我们每年可以从优先股中得到 3 亿美元股息。如果我们在行使认股权时使用优先股作为付款方式，我们希望我们每年能获得超过 3 亿美元的股息，而这需要每季度支付 11 美分。在 2021 年认股权证到期之前，他们可能会、也可能不会达到这一支付水平。如果它真的达到了这个水平，我们就行使转股权。然后我们将不再拥有 50 亿美元的优先股和认股权证，而是拥有 7 亿多股普通股。那就这就变为另外一个问题，我们要持有 7 亿股普通股吗？如果是今天真的发生了，我肯定想持有这只股票。现在，谁知道在 2021 年还有什么其他投资选择呢？但是截至今天如果我们的认股权证明天就到期了，我们会

用优先股认购权去购买 7 亿多股普通股。而且我们会持有普通股。如果优先股达到 11 美分的季度股息，我们就将优先股转股。我们很可能会持有普通股。如果我们到了 2021 年，如果普通股价格超过每股 7 美元，我当然期望这样，我们将转股。我只能告诉你这么多。但我当然希望你能在另一个找男朋友的目标上取得成功。(笑声)我认为，这个家伙可能也会运用非常好的判断力。好的。查理？

芒格：嗯，我认为对于一个拥有伯克希尔股票并且非常漂亮的女人来说，这样展示自己是一件非常明智的事情。(笑声&掌声)

巴菲特：不过这确实给了我一个想法。我们可能会在年报中开始销售征婚广告。(笑声)顺便说一句，投资美国银行的那笔交易确实是真的，当时我正坐在浴缸里，突然萌生了向美国银行 CEO-Brian Moynihan 致电的念头，看看他们是否有兴趣选择这笔交易。但之后我在浴缸里泡了很久，什么都没想起来。(笑声)所以很明显，我要么需要一个新的浴缸，要么我们得进入一个不同的市场。好的，Carol？

7，为 3G 资本裁员辩护

Carol Loomis：这是 George Benaroya 提出的问题。这另一个之前关于 3G 裁员的讨论。他说：我是一个非常快乐的长期股东。但这是我对伯克希尔投资卡夫亨氏的担忧。这项投资在经济方面表现良好。其账面价值为 150 亿美元，2016 年的市值为 280 亿美元。但 3G 资本的 DNA 与我们的大不相同。我们不是通过收购公司和解雇员工来赚钱的。3G 解雇了卡夫亨氏的 2500 名员工。这是私募股权公司的工作方式，但我们不是私募股权公司。我们的价值观为我们服务了四五十年。随着 3G 继续偏离我们的原则，它们最终将损害我们的价值和价值观，这是一种风险。我们要如何防止这种情况发生？

巴菲特：嗯，这很有趣。我之前提到过，这是一个非常渐进的过程。但也许这是个更好的决定。随着时间的推移，我们解雇了 2000 人，其中一些人是退休后离开等等，但这些都是伯克希尔的纺织业务，你知道，这并没有起什么作用。在 Hochschild Kohn 商场，我们幸运地把它卖给了别人(Publix)，但最终他们关闭了该百货公司，因为百货公司无法维持下去。至少是我们那家百货公司，实际上还有很多，包括我们在巴尔的摩的竞争对手。沃尔玛带来了一些东西，现在亚马逊也带来了一些东西，这些东西改变了人们认为他们已经知道的东西。刚提到我们的家禽业务 CTB 公司，这是家拥有很多不同农场设备的公司。CTB 开发的农场设备通常比现有设备更有生产效率，这意味着农场雇佣的人更少。几百年前美国工作人口 80%在农场工作。如果没有人想出办法提高生产力，我

们现在还会有 80%的人在农场工作来养活我们的人民。这意味着我们将生活在一个非常非常原始的环境中。因此，如果你观察一下汽车行业，它的生产率不断提高。如果你看看任何一个行业，他们都在努力的提高生产效率。沃尔玛比百货公司的生产效率更高，而且这种情况将在美国继续下去。最好能继续这样下去，否则我们不会住在这里，或者说我们的孩子就不会比我们过得更好。我们的孩子将比我们生活得更好，因为美国确实会随着它的发展变得更有生产力。人们确实能想出更好的办法。

当卡夫亨氏发现他们可以用更少的人做价值 270 亿美元的生意或别的什么时，他们正在做美国企业几百年来一直在做的事情以及我们为什么会生活得这么好。但他们做的很快。就遣散费之类的东西而言，他们非常公平。但他们不想让两个人做一个人就能做的工作。坦白说，我不喜欢经历这些，也不喜欢面对这些。我在内布拉斯加州 Beatrice 的 Dempster 公司面对过这种情况。它真的需要改变。但这种改变对很多人来说都是痛苦的。我只要一两次经历，但我宁愿不花时间不做那些事。但是我认为对美国来说，提高生产力是绝对必要的，因为这是我们提高人均消费的唯一途径，也就是提高人均生产力。查理？

芒格：嗯，你说得太对了。我们不想回到自给农业。我年轻的时候在内布拉斯加州西部的一个农场待过一个周。我讨厌它。(笑声)我也不想念那些整天坐在电梯里摇着小曲柄的操作员。所以，从另一方面来说，就像你说的那样，对于那些必须经历这些的人来说，这是非常不愉快的事情，我们为什么要进入一个要一轮又一轮裁员的行业呢？我们过去在企业濒临倒闭的时候，不得不这么做。我看不出 3G 有任何道德缺陷，但我确实看到了一些对任何人没有好处的政治反应。

巴菲特：我记得 MiltonFriedman 过去经常讲某个共产主义国家的大型建设项目的故事(可能是虚构的)，他们有成千上万的工人拿着铁锹在这个大工程上挖掘，而他们身后就有几台闲置的大型土方机器，他们本可以用这些工人 5%的时间就能完成工作，因此，经济学家们向当地的党务工作者或者其他什么人建议，为什么不用这些机器花费 5-10%的时间完成工作，却让所有的工人都拿着铁锹磨洋工？那家伙回答说，是的，但这会让工人们失业。弗里德曼说，那你为什么不给他们勺子来代替铁锹呢？你知道这个故事吗？(笑声) Jonathan？

8, 200 亿美元现金缓冲是伯克希尔的"绝对最低限度"

Jonathan：据我所知，伯克希尔目前拥有的现金和债券合计 1130 亿美元，而保单持有人的浮存金为 1050 亿美元，其流动性远远超出了其理想水平。但我很难计算伯克希尔在任何时点的增量购买力有多大。你曾经说过

在合并的基础上至少要有 200 亿美元现金。但是，出于监管、风险控制或流动性的目的，是否存在超过 200 亿美元的现金债券或优先股的最低浮存金要求？或者，如果你发现了有吸引力的机会，除了 200 亿以外的所有资金都可以投入到普通股或企业收购中吗？如果你全部拿去投资，你的资产负债表会是什么结构？如果有的话，额外的债务在资产负债表中的位置是什么？

巴菲特：好的。我不会把现金和债券混为一谈。我的意思是，当我们谈论 200 亿现金的时候，除此之外我们不能拥有任何债券。200 亿绝对是最低限度。实际上，我们从来没有低至 200 亿。因为我已经设定了 200 亿美元的最低限额，所以我不会只用 210 亿美元来运营业务，就像我在一条高速公路上看到一个卡车标志，上面写着最大载重为 3 万磅或其他什么，然后我开着 2.98 万磅的车去穿过它一样。所以，我们不会那么接近它。

但答案是，首先，我们可以使用债务，但我们不倾向于使用债务。显然，如果我们找到了真正点燃我们火焰的东西，我们可能会使用更多的债务，尽管在目前的情况下，这种情况不太可能发生。但 200 亿现金是绝对最低的。你可以这么说，因为我说 200 亿是绝对最低值，它可能不会低于 240 或 250 亿。如果我们认为投资机会足够有吸引力，我们可以立即做一笔很大的交易。我的意思是，我们已经很久没有做大额交易了。但如果我们看到一些真正有吸引力的东西，就像我们在 2008 年秋天，只用了三周就花掉了 160 亿美元，而当时我们的规模还小得多。我们从来没有经历过晚上睡不着觉的地步。而现在，我们显然有更多的钱需要投资。所以，查理，如果什么时候，我打电话给你，你会说，"我认为这对我们今天的规模来说，交易有点大？"

芒格：我会说大约 1500 亿美元。

巴菲特：那样的话，我会打电话给你的。(笑声)事实上，我比查理更保守一点。但是如果我们两个都同意的话，我们就会做一件非常非常大交易。

芒格：我们不必完全同意。

巴菲特：是的。但如果我们找到一个真正有意义的大买卖，我们就会这么做。

芒格：你现在谈的就是。(笑声)

9, JorgePaulo 成为巴菲特继任者的可能性非常小

股东：你好，巴菲特先生，芒格先生。FelipeKioni 来自巴西，今年我 19 岁。考虑到卡夫和亨氏合并等交易的巨大成果，你与 JorgePaulo Lemann 及其 3G 合作伙伴的合作非常成功。即使你和 JorgePaulo 有不同的投资

方式，你和查理会认为他是你们的董事会成员，甚至是你们的继任者吗？

巴菲特：我认为这不会发生，就董事会成员而言，我认为这会使事情变得复杂，但我们喜欢做他们的搭档。我认为我们很有可能会一起做更多甚至更大的事情。但我们不太可能在未来几年在董事会中做出太多改变。我们会有继任者的，而且很可能是我活着的时候。但继任者很有可能来自在我们公司工作了一段时间的人，我的意思是，世界会以非常奇怪的方式发生改变，但这种可能性非常非常高。查理？

芒格：我能说的就是，我参加这些活动时腰酸背痛，因为我想向我的股东们表明，他们可能还有 7 年的好时光来摆脱沃伦。(笑声&掌声)

巴菲特：查理鼓舞了我。但我得告诉你，我们一生都非常非常幸运。到目前为止我们的运气还不错。Becky？

10，线上零售还没有影响到伯克希尔的零售业务

Becky：这个问题来自佐治亚州亚特兰大的 Drew Estes。他问：Fruit of the Loom 是否正在经历实体零售世界的麻烦和分销渠道向网上转移的困难？如果是这样，你认为这些困难是短期性的吗？我希望新千禧一代也没有逆内衣潮流而上。(笑声)

巴菲特：是的。他可能比我更清楚。(笑声)到目前为止，答案基本上是否定的。但是，如果有人认为网络在很大程度上改变零售业，如果有人认为自己完全不受网络影响，那他都是对的——我的意思是，世界正在发生巨大的变化。就像我说的，在 Fruit of the Loom，真的没有被改变。还有我们的家具业务，今年的股东周末再次创下了新的销售纪录。我在报告里提到过我们一周卖了 4500 万。而我们的家具业务，除了我们自己的网上业务，很难看到网络的任何影响。它的单店效益真的很好。你可以选择，你知道，不管是在 NFM, Sacramento, Reno, Boise, Salt Lake City, 还是 Boston 的 Jordan 家具，单店同比都做得很好。所以，我们并没有真正看到网络的影响，但是有很多 10 年前我们没有看到的東西，后来变成了现实。你可能会发现一件有趣的事情，那就是奥马哈的家具市场，其线上业务已大幅增长，这是一个非同寻常的业绩，我可能是错的，我想在说之前先和 Blumkins 家族核对一下，但我认为它的线上销量已经接近 10%左右了。但是线上这些人中很大一部分仍然会去商场挑选。所以很明显，进入商店挑选或者排队结账或者其他什么时间，我很惊讶居然仍能有这么高的比例。但有一点是，我们一直在看数字，试图弄清楚它们告诉我们什么。到目前为止，我不认为它严重影响了 Fruit of the Loom。我不认为这对家具生产有很大的影响。但我并不幻想 10 年后仍会像今天一样。

如果你仔细想想，如果你回到一百年前那些伟大的百货公司，他们提供什么难以置信的选择？如果你在奥马哈有一家大百货公司，你会有上千件婚纱。如果你住在附近的一个小镇，当地有两个或类似百货商店的东西。因此，百货模式有一个巨大而令人兴奋的购物体验，种类繁多，价格合理，交通便利，人们可以乘坐公交车去那里。然后，购物中心模式出现了。他们取消之前垂直摆放的模式改为水平陈列。他们把它变成了多重所有权。但他们仍然保持着令人难以置信的多样性、种类、去一个地方的便利性和无障碍的交通，现在汽车就是他们的出行方式。然后，我们来到了折扣店模式等等。现在你才有了互联网模式。在产品组合方面，你已经达到了极致。还有一些人因为低价才来这里。交通也完全得到了照顾，所以模式发生了演变。百货公司现在基本上是在线的，除了种类大大增加、更方便、价格更低。

所以这个世界已经进化了，而且还将继续进化。但进化速度却急剧提高。接下来会发生什么？这些品牌将以各种方式接受测试，他们必须做出决定，决定是自己尝试在线销售，还是通过亚马逊销售，或者是在接受新的分销方式的同时仍坚持旧的分销方式。零售和品牌方面有很多问题值得关注。我可以向你保证，在接下来的 10 年里，你会得到一些惊喜。查理？

芒格：如果我们从事百货公司的业务，那肯定会很不愉快。想想我们避免了什么，沃伦。

巴菲特：是的，事实上，我们非常幸运摆脱了。因为我们曾从事百货公司业务，我们的业务非常糟糕，我们认识到了这一点。如果情况稍微好一点，我们就会坚持下去。我们非常感谢坐在前排的董事 Sandy Gottesman，因为当查理和我以及桑迪，是百货合作伙伴时(多元零售公司)，我们当时每股花了 6 美元买的东西，现在每股价值约为 10 万美元，因为我们已经退出了该业务。如果它生意好一点的话，现在每股可能值 10-12 美元。所以，有时候，**你会因为生意很差反而很幸运**。我们是也不会错过 HochtildKohn 百货公司的，对吧，查理？

芒格：我们不会错过他的。

11，伯克希尔内在价值和账面价值相关性大大降低

Jay：这个问题是关于伯克希尔的内在价值。公司价值的很大一部分是由经营业务驱动的，而不是证券投资组合的表现驱动。此外，以前收购的企业价值没有与其经济价值挂钩，包括 GEICO 保险、中美能源和 BNSF 铁路。基于这些因素，每股账面价值是否仍然是衡量伯克希尔估值的一个相关指标？

巴菲特：嗯，它有一些相关性，但是它的相关性比以前要低很多。我不想降低每股账面价值影响因子，但随

着几十年的推移，市场价值往往具有更重要的意义。这是个新的起点。而且很明显，我们的证券组合并不比我们当时所持有的价值更高。另一方面，我们也有你提到的那种生意。但是我们有一些小企业，它们的价值是我们账面价值的 10 倍左右，你知道，它们的价值是什么。我们也犯了一些大错。但我认为最好的方法当然是计算内在商业价值，但这不可能很精确。我们认为 120%账面价值低估的概率非常高。

不过，如果都是有价证券的话，120%就太高了。但随着业务的发展，随着我们在经营业务中建立的出于会计规则需要而未经确认的价值，账面价值作为我们内在价值使用的某种基础价值数字仍然有一定作用。如果它是一家私人公司，我们这里有 10 个人拥有它，相反，我们会每年坐下来，一个一个地计算业务，并以此作为基础价值。但是如果你和我们一样有这么多标准，那样评估就太主观了。因此，我认为最简单的方法就是使用我们现在使用的标准，但要认识到它们的局限性。查理？

芒格：是的。我认为，通过保险公司持有的公司股权，抵消了这些公司列示的市值，因为它们被锁在一个高税收体系中，所以真的不值全部市场价值(卖出要交资本利得税)。所以，基本上，我喜欢我们的有价证券占比下降，而我们的经营业务占比上升。

巴菲特：是的，我们正在为此努力。我们已经这样努力了 30 年了。

芒格：我们干得还不错。我们已经用价值高得多的不可销售证券取代了很多可销售证券。

巴菲特：是的。除此之外，这也是一种更令人愉快的运作方式。

芒格：是的。我们认识很多人，否则我们不会这么做。要与喜欢的人在一起。

巴菲特：是的。好的，第 3 区。

12，我不懂技术但我了解消费者行为

股东： Michael Monahan 来自纽约长岛。我不知道这个问题算不算是投资建议。如果你不想回答这个问题，我有个简短的不同问题。(笑声)与第 3 区的上一位股东不同，这不是一次政治演说，也不是一次抗议。你最著名的投资建议之一就是买你所理解的东西。另外，你之前说过，购买的主要标准之一就是你是否能够理解这个行业。自从我 2011 年第一次参加股东会以来，你就自称不懂技术。你说过智能手机对你来说太智能了，你的办公桌上没有电脑，在过去的四年里你只发了九条推特。(笑声)

巴菲特：要么这样，要么去修道院。(笑声)

股东：尽管如此，你们最近一直在投资、寻找和谈论更多的科技公司。我想问你和查理一个问题，是什么让你从奥马哈的先知变成了奥马哈的技术专家？(笑)

巴菲特：嗯，我想我没怎么谈科技公司。但事实是，我在 IBM 投入了大量资金，但结果并不理想。我们没有亏钱。但就我们所经历的牛市而言，它是一个明显的落后者。然后，就在不久前，我们在苹果公司占据了很大的仓位，就某些经济特征而言，我确实认为苹果更像是一家消费品公司。尽管如此，就产品能做什么，或其他人可能会做什么以某种方式超越它而言，它有一个巨大的技术组成部分。但是我无法保证，我想我最终会 2 投 1 中，而不是 2 投 0 中。但我们最终会看到结果的。查理？

我不会假装自己的智力水平和一个对科技感兴趣的 15 岁孩子一样。我想我可能知道一些关于消费者行为的见解。当然，我可以得到很多关于消费者行为的信息，然后试图推断出这对于未来消费者行为可能意味着什么。但是我们会发现，在这一点上，我保证会在有价证券上犯一些错误，而且我在科技以外的其他领域也犯过这些错误。因此，不管你选择哪个行业，你不会大获全胜，而是要努力坚持下去。我很了解保险业。但我觉得我们这些年来可能在保险股上有一两次赔了钱。所以说，你不会大获全胜。但是事实上，自从我出生以来，我并没有获得任何关于科技的真正知识。查理？(笑声)

芒格：我认为你买了苹果是一个非常好的兆头。它显示了两件事情中的一种。要么是你疯了，要么是你在学习。(笑声)我更喜欢学习的解释。

巴菲特：事实上，我就是这样的。(笑声) Andrew？

13，人工智能的影响很难预测

Andrew：嗨，沃伦。这个问题很有趣。他是来自肯加州 Kentfield 的 27 岁股东 Thomas Kimay。17 年前他 10 岁的时候来到这里，问了你一个观众提出的问题，关于互联网是否会损害伯克希尔的一些投资。当时，你说你想看看事情会怎么发展。他现在更新了问题：(巴菲特笑)你认为人工智能对伯克希尔的业务有什么影响，除了你已经谈过的自动驾驶和 GEICO 之外？在你与比尔盖茨的谈话中，你有没有想过哪些其他业务将受到最大的影响？你认为，由于人工智能的强大能力，伯克希尔目前的业务在 10 年后还会拥有大量的员工吗？

巴菲特：是的。我当然对人工智能没有什么特别的见解，但我敢打赌，在接下来的几十年里，这个领域会发生很多事情，而且发生的时间可能会更短。我当然会认为，他们应该发挥领导作用。但再说一遍，我没有给这个

大家庭带来太多就业。但我肯定认为，它们会导致某些领域的就业大幅减少。但这对社会有好处，但可能对特定的企业不利，但让我们把它发挥到极致。让我们假设一个人可以按下一个按钮，基本上通过各种机器和机器人等各种各样的东西，生产出我们在这个国家的所有产出。所以，每个人的产出和我们的一样多。你知道，这一切都是由一个人完成的，而不是 1.5 亿人。你知道，这个世界是否更好？当然，我们每周的工作时间会减少很多，比如每周工作等等。我的意思是，这将是一件好事，但这需要人们之间的关系发生巨大变化，他们对政府的期望，各种各样的事情。当然，从实际情况来看，不止一个人会继续工作。但你肯定会认为这是人工智能取得巨大进步的后果之一。最终，这是非常亲社会的。

它在其他方面极具破坏性。在民主及其反应方面，它可能会遇到巨大的问题。这与我们在贸易中遇到的问题类似，贸易对社会有益，但那些日复一日看到贸易好处的人在沃尔玛看不到袜子或他们进口的任何东西的价格，也就是说，如果你在国内买，你会多很多钱。所以他们得到了这些小好处和无形的好处。而被它伤害的自由贸易道路的杀手，就感觉非常特别。这转化为政治。因此，在我看来，世界将如何适应生产力的大幅提高，这变得非常不确定。在对此一无所知的情况下，我认为人工智能会产生巨大的社会影响，但如果它来得快，会产生非常不可预测的政治影响，我认为这是可能的。查理？

芒格：嗯，你描述的是一个非常有趣的世界，每个人都在从事贸易。交易是，我给你上高尔夫课，你给我染发。这将是一个有点像科威特王室之类的世界。我认为，让一个人生产所有东西，而我们其他人只从事休闲活动，对美国来说是不好的。

巴菲特：如果我们的生产力提高一倍呢？如果我们在短时间内提高两倍的生产力，让 7500 万人可以做 1.5 亿人现在正在做的事情，怎么样？

芒格：我想你会惊讶于人们对此的反应如此之快。

巴菲特：以什么方式？

芒格：这就是艾森豪威尔时代发生的事情，我相信每个人都非常怀念喜欢它，回到那个时代，每年 5% 左右增长。没有人抱怨别人有空调，以前他们没有。没有人想回到南方汗流浹背的夜晚。

巴菲特：好吧，如果你把每个人的工作时间减半，那是一回事。但如果你解雇了一半的人，而其他人继续工作，我只是觉得这会变得非常不可预测。我的意思是，我认为我们在这次选举中看到了其中的一些。

芒格：嗯，我们已经适应了大量的这种情况。它每年只出现几个百分点。不认为你必须担心年收入增长率达到 25%。我认为你必须担心你一年的收入将下降 2%。这就是令人担忧的地方。

巴菲特：好的。我们会继续。但你知道，这将是一个非常有趣的话题，看看会发生什么。但这很难预测。在某种程度上，我们有 36000 人在 GEICO 工作。如果你只用 0.5-1 万，就可以执行所有相同的功能完成同样的事情，这种情况很快就出现了，同样的事情也发生在许多其他领域，你知道，**我认为我们从来没有经历过这样的情。也许我们以后不会再经历这样的事情了。我对人工智能了解不多。**

芒格：我认为你不必担心这个。它不会来得那么快。

巴菲特：那是因为我已经 86 岁了。(笑声)好的，Gregg。

14，我们对风能和太阳能项目都有"巨大的需求"

Gregg：沃伦，在过去的五年中，伯克希尔能源公司在太阳能和风能发电方面的投资大致相当，每个部门都有大约 47 亿美元用于资本项目。根据该公司对 2017-2019 年年底资本支出的预测，未来三年，风力发电投资预计将是太阳能发电投资的 7 倍多，风力发电投资仅略高于 45 亿美元。我只是想知道，未来的支出中有多少与 PacifiCorp 最近宣布的 35 亿美元的扩张计划有关，该计划主要侧重于改善和扩大该子公司现有的风力发电机组，鉴于中美能源也在风力发电方面投入了大量资金，风力发电的经济效益是否比太阳能发电好得多？还是这两个部门之间的差距更多地是由真正的产能需求驱动的，这意味着你有比你需要的更多的太阳能产能？

巴菲特：是的。确实如此，我们并不认为它的太阳能发电能力超出了我们的需求，或者类似的情况，这实际上是一个随之会发生的问题。我的意思是，这些项目是内部产生的，它们是外部提供给我们的，我们对风能或太阳能有很大的需求。根据这些数字，我们已经看到风力发电更多了。但我们对两者都没有偏见。我的意思是，如果我们看到一个有吸引力的 50 亿太阳能项目，我们可以做，而且在那期间没有碰巧看到任何风电项目，这不会减慢我们做 50 亿项目的速度，反之亦然。所以我们对这两个领域的项目都有很大的兴趣。因为我们交了很多税，所以我们的处境特别好，我想我以前已经解释过或谈论过。因此，太阳能和风能项目都涉及到税收问题。我们可以比其他许多公司更好地处理这些问题。**实际上，大多数电力公司在分红之后没有多少剩余资金。而且通常它们的税收并没有那么多。在伯克希尔，我们交很多税，我们也有很多钱。所以这真的只是一个对交易的数学问题。**

我们在爱荷华州非常幸运，找到了许多有意义的项目。因此，我们的电价比我们在该州的主要竞争对手低得

多。我们的价格比该州任何一个竞争对手都要低。我们已经告诉爱荷华州的人民，在很多很多年内我们保证都不会涨价。所以结果非常好。但是如果明天有人带着一个太阳能项目走进来，它需要 10 亿美元或者 30 亿美元，我们已经准备好了。没有具体的限制，而且越多越好。两者之间没有明确的偏好。显然，这取决于你在这个国家的什么地方。我是说，爱荷华州的风力很好。很明显，加州的阳光非常好。这两者都有地理上的优势。但从我们的角度来看，我们可以在任何地方做。我们将在任何地方这么做。好的，第 4 区。

15，我低估了杰夫·贝索斯(JeffBezos)在亚马逊的才华

股东：Joey 来自沃顿商学院的 MBA 学生。谢谢你邀请我们。由于 JeffBezos 的才华，亚马逊已经具有了巨大的颠覆性。查理早些时候称 Bezos 为我们这一代的商业头脑。你目前对亚马逊的展望是什么？为什么伯克希尔还没有入股呢？

巴菲特：嗯，因为我太笨了，没有意识到接下来会发生什么，尽管我很欣赏杰夫(笑)。看他做的事情，我仰慕他已经很久很久了。但我曾经不认为他能取得如此巨大的成功。我甚至没有思考过使用亚马逊的云服务去做任何事情的可能性。所以如果你问我，他在建立零售业务的同时，有没有可能也在做一些颠覆科技产业的事情，你知道，这对我来说是一个非常非常渺茫的投资机会。我真的大幅低估了他执行力的才华。我是说，梦想在网上做这些事情是一回事，但这需要很大的执行能力。你可以看看他 1997 年的年度报告。他制定了一个路线图。他做到了，而且做得很好。如果你还没有看过他三四个个月前在 CharlieRose 上的访谈(CharlieRose.com)去听一下，因为你会学到很多东西。至少我是这么想的。

所以，我就直说了，它看起来总是很难。我从没想过他会有今天的成就。我认为他真的很聪明。但是，当我在 3-5-8-12 年前不管是什么时候看到他，我都没有想到他会有今天的成就。查理，你怎么也没发现？(笑声)

芒格：这很容易。在那里所做的工作非常困难，而且根本不清楚这一切是否会像现在这样顺利发展。错过亚马逊的成就，我一点也不后悔。但其他事情就相对简单多了。但我觉得我们在谷歌上搞砸了这一点。

巴菲特：嗯，我们错过了很多东西。是的。

芒格：我们将继续错过。但幸运的是，我们没有错过一切。沃伦这是我们的秘密，我们并不想念他们。

巴菲特：好的。我想我们最好继续前进。他可能开始说得具体了。(笑声&掌声)Carol?

16，股价下跌到合理的位置，董事会会回购股票

Carol Loomis: 这个问题来自亚特兰大的 Jim Keifer, 他对沃伦的长寿期望甚至比查理更高。巴菲特先生, 我们都希望你能成为人类最长寿的人。但在某个时候, 你和查理会离开, 伯克希尔的股票可能会面临抛售压力。我的问题是, 如果伯克希尔的股票下跌到回购股票有吸引力的价格, 我们能指望董事会和最高管理层回购股票吗? 我之所以提出这个问题, 既是因为你过去曾说过不想占股东的便宜, 也是因为《股东手册》中的一些段落让我相信, 这可能是董事会不选择回购股票的一个例子。你能澄清一下, 在我所概述的情况下, 我们可能会对回购采取什么行动吗?

巴菲特: 是的。好吧, 就我而言, 如果他们在股票被低估的时候回购股票, 他们就不会占股东的便宜。这是他们应该回购的唯一方式。但在这样做的过程中人们进行了非常激进的回购或者相当于回购, 在查理和我年轻得多的时候, 有一些案例。顺便说一句, 那时的回购比现在的更有意义。但它们是由那些试图通过各种技术压低股价的人完成的。如果你想通过以下方式鼓励你的伴侣以低价出售, 包括误导的信息, 还有其他技术, 我认为这是应受谴责的。但我们的董事会不会这么做。

第一部分我不同意, 但第二部分我还是会回答。我认为股票更有可能上涨。如果我今晚死了, 我想明天股票会上涨。还有关于分拆之类的猜测。所以, 这将是一个很好的华尔街故事, 你知道, 这个家伙阻碍了一些东西的分拆, 其中一些部分的售价可能会高于整体。它们可能价值低于整体, 但可能暂时售价高于整体。

回购会发生的, 所以我会赌这个方向。但如果出于某种原因, 股价下降到了一个有吸引力的水平, 我认为董事会在这一价格上回购股票, 这一点也不应该受到谴责。没有虚假信息, 什么都没有。如果有很多卖家, 他们的回购意味着卖家会得到更好的价格, 他们会得到比不回购更好的价格。持续持有的股东也将受益。所以我认为他们会做什么显而易见。我认为这样做显然有利于股东。我认为他们将在肉眼所见的范围内从事有利于股东的行为。我的意思是, 我们有那种董事会。查理?

芒格: 嗯, 我想你或我可能会很快突然变得非常愚蠢, 但我不认为我们的董事会会有这个问题。(笑声)

巴菲特: 好吧, 我想考虑一下这个问题。(众笑) Jonathan?

17, 我们试图向股东解释任何具有实质意义的重大会计问题

Jonathan: 沃伦, 在过去, 你很喜欢讨论期权授予的会计问题。因此, 我很好奇, 你对新的会计准则有何看法, 该准则要求公司根据所谓的超额税收优惠报告较低的税收准备金, 即当基于股份的薪酬最终对受赠人来说,

比最初建模时更有利可图时所享有的超额税收福利？这些所谓的超额福利，过去是通过资产负债表上的股东权益项目来实现的。哪种会计方法对你来说更有意义，旧方法还是新方法？

巴菲特：Jonny，我想你知道的比我多得多。所以，如果要我回答这个问题，我可能会打电话问你，"我应该说什么？"(笑声)这不是伯克希尔会考虑的因素，所以我真的没有答案。我的意思是，我只是听说了一点关于会计准则的事情。但我真的什么都不知道。查理？

芒格：没什么大不了的，沃伦。

巴菲特：是的。我知道。(笑声)在会计方面，我们几乎没有什么不同意见，对于试图评估伯克希尔的人来说，这些问题不具有实质意义。你知道，**这主要涉及到无形资产的摊销**。它肯定会涉及已实现的资本利得之类的东西。我们会不遗余力地告诉我们的合伙人，基本上，不是所有的人都是会计专家什么的。至少我们将努力向他们表明，我们的观点是什么。你知道，就像我有一个家族企业，我正在和我的姐妹谈论它一样。

但是，**除非影响是实质性的，否则我们可能不会试图对任何新的会计准则发表意见**。如果这对伯克希尔公司来说是实质性的，我们将尽最大努力，至少给出我们的观点。查理？

芒格：嗯，我当然同意这一点。也就是说，他所说的对伯克希尔来说不是很重要。

巴菲特：不过，其中一些是，我们会在它们出现的时候提出来。我们公布的收益比精密铸件公司作为上市公司时减少了 4 亿美元。那么，这减少的收益是真实的吗？现金是不是不那么真实了？是因为所有权被改变了吗？我不这么认为。我想把这一信念传达给股东们，他们可以争论这是对还是错。但我认为，如果不对此发表评论，而只是假设股东都明白这一点是错误的，因为你知道这是一个相当神秘的问题。因此，我们指出了这一点。

但如果我们认为折旧是不够的，我们也会指出。至于估值目的，对于像 BNSF 这样资本密集型企业来说，折旧是不够的，我必须说，我们仍然喜欢它。查理，还有补充吗？

芒格：No。

18, 估值没有简化公式

股东：谢谢，下午好。Adam Bergman 来自弗吉尼亚州 Sterling Capital in Virginia Beach。今天早些时候，芒格先生评论了中国相对于美国市场的估值。我的问题是，市值/GDP 和周期性波动的市盈率是否仍然是考虑市场估值的有效方法？这些又是如何影响伯克希尔的投资决策的呢？谢谢你。

巴菲特：我想猜猜查理对中国的整体估值。我想说的是，你提到的这两个标准在我们的证券估值中并不是最重要的。人们总是在寻找一个估值公式。这里有一个终极公式(DCF 折现模型)，但问题是你不知道在变量中应该是什么。但是，你知道，任何东西的价值就是它将要分配的所有现金的现值。每个数字都有一定的意义，有时市盈率比其他数字意义更大。企业的估值不能简化为任何可以完美计入变量的公式。你提到的这两个指标都被大肆宣扬。不是说他们不重要。有时候它们很重要。有时候它们几乎完全不重要。这并不像有一个或两个公式那么简单，然后，说市场被低估或高估，或一个公司被低估或高估。

最重要的是未来的利率。而且，你知道，人们经常代入当前的利率说，这是他们能做的最好的估计。毕竟，它确实反映了当前市场的判断。而且，你知道，30 年期债券应该告诉你什么人愿意在没有美元损失的风险下存 30 年。但你还能想出更好的数字吗？我想不出更好的数字了。但这并不意味着我想使用这个数字估值。因此，我认为查理的答案是，他不会根据你们提到的标准，做出中美市场的对比。查理，你来告诉他们。

芒格：我之前说过，捕鱼的第一条规则是在有鱼的地方捕鱼。如果鱼是股票市场的话，一个好的渔夫可以在中国找到更多的鱼。我就是这个意思。这是一个更快乐的狩猎场。

巴菲特：它们之间并没有直接关联。我想回到前面提到的一个问题。我真的认为，如果你想成为一名优秀的企业评估者，一名优秀的投资者，你真的应该想办法，在不造成太多个人损失的情况下，暂时经营一家糟糕的企业。我认为，与经营一家非常好的企业相比，你在一家糟糕的企业中苦苦挣扎了几年，从中学到的商业知识要多得多。在一家非常好的企业中，因为企业本身质地非常好，你不会把它搞砸了。

我不知道查理是否对此有何看法。但它确实是我们学习经历的重要组成部分。我认为，在某种意义上，比参与运营好生意更重要的是，实际参与运营一些烂生意，然后看看烂生意到底有多糟糕，你再怎么努力都无能为力，智商再高也无济于事，以及一大堆破事会让你焦头烂额。在烂生意中摸爬滚打几年你会学到很多经验。但我不会建议更多了。你觉得呢，查理？

芒格：这对我们非常有用。如果你想学的话，没有什么能比得上个人的痛苦经历。当然我们也有自己的一份。

19, 大规模杀伤性武器对伯克希尔来说是最大的威胁

Becky：这个问题来自 Tom Spanfelner，他希望别人叫他宾州的 Tom Span。他说，在生活、商业和投资

中，策略常常会起一直起作用，直到它们不再起作用。除了巨大的保险损失，还有什么可能导致伯克希尔倒闭？

芒格：好问题。

巴菲特：是的。那么，如果有一些变化，如果某种外部因素在某种重要方式上改变了文化，一种不同思想的入侵。但实际上，除了大规模杀伤性武器，我想不出还有什么东西可以对伯克希尔造成实质性、永久性的伤害。但我认为这种可能性并不低。经济衰退，萧条，恐慌，飓风，地震等等都会有一些影响。在某些情况下，我们甚至可能会因为这些灾难而做得更好。但是，某些组织甚至国家如果有一次成功的(以侵略者的标准衡量)对美国进行核、化学、生物或网络攻击，它可能扰乱社会并对我们造成严重伤害。但我认为，**由于伯克希尔现金流的多样化、资产状况的多样化，以及公司的整体理念文化，我们将接近最后一个受影响的公司。但如果有人想出如何杀死数百万美国人并彻底扰乱社会，那么，所有的赌注都会打水漂。**查理？

芒格：我同意。这需要非常极端的手段。就拿这个事件举例吧，英国石油公司因为一口油井爆炸而蒙受了巨大损失。伯克希尔所有这些独立的子公司(他们确实是独立的)，如果在某个地方发生了一起可怕的事故，母公司不会受到严重影响。当然，我们倾向于支付比法律责任更多的费用，但一个子公司的一次事故会造成了巨大的损失，我们比大多数公司受到更好的保护。从各个方面来说，伯克希尔公司的结构都是用来应对压力的。

巴菲特：这是我们一直在思考的事情。我们从一开始就在考虑这个问题。但我真的不知道还有哪家公司能够承受更多常见的逆境，甚至一些特定的逆境。但是如果你进入"大规模杀伤性武器会发生什么"？这是我们无法预测的。但如果这种情况真的发生了，我们要担心的将不仅仅是伯克希尔的股价。Jay？

20，巴菲特对商业财产保险的增长充满信心

Jay：伯克希尔特种保险公司在 2016 年创造了 13 亿美元的保费收入。就规模而言，这项业务在商业财产意外险公司中处于较小的一端，尽管其业务量去年增长了 40%。正如你在今年的年度信中所说，在竞争激烈的商业产险领域，是什么让你相信伯克希尔特种保险公司注定会成为世界领先的商业产险公司之一？

巴菲特：是的。我认为它会。我认为它的增长速度在很大程度上取决于市场。我的意思是，**我们没有兴趣在一个价格已经没有那么吸引力的市场上打价格战。**我们已经在世界范围内建立了规模优势。其中很多业务都是最近几个月和刚刚过去的一年里才被加了进来。我们成长了很多。但是，如果市场因任何原因转向困难，我们的增长速度会更快。但在伯克希尔特种保险，我们注定要成为世界上领先的财产保险公司之一，正如我们注定要成

为一家非常重要的世界级再保险公司，尽管当 Ajit Jain 加入时，我们一无所有。在某些方面，我们几乎是世界上唯一一家承担某些类型风险的再保险公司。我们有人才、有资本、有声誉。我们有保险天赋。在保险界没有比伯克希尔更强大的保险公司了，未来也不会有。

所以它会成长，它可能会在几年后慢慢生长。它可能会像多年前的再保险业务一样出现大幅增长。但它是伯克希尔保险业务的一个非常重要的补充。我只是希望我们能早点开始。但我们必须纠正人们的错误。他们来找我们。正如你所说，我们去年承保了 10 亿、30 亿或 40 亿，今年我们还会承保更多。但我们不会像在一个艰难的市场里承保那么多。好的，第 6 区。

21，我们还在持续学习

股东：下午好。Sally Burns 来自澳大利亚。目前居住在得克萨斯州的 Austin。巴菲特先生，我的问题是，我听说芒格先生说你最大的天赋是你是一台学习机器，你永远不会停止更新你的观点。在过去的几年里，你学到的最有趣的东西的什么？

巴菲特：嗯，学习很有趣。我觉得查理比我更像个学习机器。我是一个专业人士，而他是一个通才，但他在我的专业领域做得和我一样好。然后，他对世界上正在发生的事情吸收率，比我要好得多。但这是一个越来越迷人的世界。当你发现自己在某件事上做错了的时候，会有很多乐趣。那时候你才真正意识到那些旧观念其实并不那么正确。你必须适应新环境。当然这很困难。在美国政治上发生的事情非常非常有趣。但这个世界的发展速度太快了。我确实喜欢尝试，不仅要弄清楚将要发生什么，而且要弄清楚现在正在发生什么。但我觉得我没有什么特别的见解对你有用。但也许查理知道。

芒格：嗯，我认为购买苹果股票对沃伦来说是个好兆头。(笑声)他确实在奥马哈跑来跑去，问是否可以把他孙子的药片拿走。他还做了市场调查。我确实认为我们应该不断学习。更重要的是，我们不会忘记那些老把戏。这很重要。你看那些试图通过印钞和撒谎等方式解决问题的人。以波多黎各为例，谁能想到美国的一个领土会破产？我早就预料到的，因为他们的行为就像白痴。(笑声)

巴菲特：我们没有购买任何波多黎各债券。

芒格：没有。如果你去欧洲，你应该看看我们必须在欧洲持有的政府债券组合。不仅没有希腊债券，而且除了德国债券之外，没有任何其他国家的债券。无论你看伯克希尔的任何地方，那里总有一个明智的人。这是我的

荣幸。如果你把这一点和机会主义结合起来，那么当恐慌出现的时候，这就是一件好事。这就像玩一个需要两只手的游戏，而不是用一只手。它有助于拥有一个合理规模技能组合。沃伦，我们学到了很多。过去 10 年我们做了很多 20 年前我们不会做的事。

巴菲特：是的。那倒是真的，这很有趣。我曾说过，最好的投资书籍之一写于 1958 年。我是在 1960 年左右读到这本书的，作者是菲利普费雪 Philip Fisher，书名是《Common Stocks and Uncommon Profits》。

芒格：所有的公司最终都下了地狱。

巴菲特：但是它谈到了“闲聊法”的重要性，或有效性，而且，这是我没有从 Benjamin Graham 那里学到的东西。它经常会变得非常有用，但它并不能解决所有问题。我的意思是，还有很多很多——

芒格：我看到你在沙拉油丑闻中投资美国运通。几十年后你又投资苹果公司。

巴菲特：是的。在某些情况下，实际你只要通过问很多问题就可以学到很多东西。我给 Phil Fisher 作证，那本书可以追溯到很多年前。但正如查理所说，他选择的一些永远是赢家的公司最后都逐渐消失了。但基本的方法是，在某些情况下，你只需要提问就可以学到很多东西。我的意思是，如果我对煤炭行业感兴趣，我随便挑一个举例，在我年轻有活力的年纪，如果我去和 10 家煤炭公司的负责人谈话，在谈话进行到他们感觉想要谈话时，我会问，如果你要在荒岛上度过 10 年你要把家里所有的钱都投给你的竞争对手，你会选择哪一个，为什么？然后我会问他们，如果他们必须卖空他们的竞争对手 10 年，所有他们的家族资产，为什么？

每个人都喜欢谈论他们的竞争对手。如果你对 10 家不同的公司这样做，你对煤炭行业经济状况的了解可能会比这些人中的任何一个都要好。我的意思是，有很多办法可以做到这一点。有时候它们很有用，有时候没用，但有时会非常有用。而且，我全部时间用来持续学习投资，我比查理更专业。他什么都想学(笑)。我只是想了解一些对伯克希尔有帮助的事情。但这是看待世界的一种非常有用的态度。我不知道是谁说的，但有人说，问题不在于获得新的想法，而在于摒弃旧的想法。这话很有道理。

芒格：如果 ISCAR 公司早 10 年出现，我们就不会买它了。如果精密铸件公司早 10 年出现，我们就不会买它了。我们正在学习。天啊，我们还在持续学习。

22, 我们的医疗体系积重难返

Andrew：你好，沃伦，这是我最后一个问题。2012 年，有人引用你的话说：我认为医疗保健问题是美国和

美国企业界的头号问题。我们还没有处理这个问题。你认为本届政府废除和取代美国平价医疗法案(Affordable Care Act)的计划最终将有利于经济和伯克希尔吗？

巴菲特：是的。我来回答这个问题，这里我给你们两个答案，第一个答案是，如果回到 1960 年左右，公司税约占 GDP 的 4%。我的意思是，税率在一些地方有些不同。但现在它们大约占 GDP 的 2%。当时，医疗保健占 GDP 的 5%。现在数字已经达到了 GDP 的 17%。所以当美国企业谈论税收扼杀我们的竞争力或类似的东西时，他们谈论的是一些东西，占 GDP 的百分比，已经从 4%下降到 2%。而在很大程度上由企业承担的医疗成本从 5%上升到 17%。因此，如果你真的在谈论这个问题的话，医疗成本才是美国经济竞争力的“绦虫”。商业界都知道这一点。他们觉得自己对此无能为力。但事实上，税收制度并没有削弱伯克希尔在全球的竞争力或任何此类问题上的竞争力。我们的医疗成本也已经惊人地上涨，而且还将大幅上涨。如果你回到早些年，在世界其他地方有 6 个国家，它们医疗成本大约跟我们差不多在 5%左右。我们现在是 17%，他们现在是 10-11%。因此，即使在医疗成本相当高的国家，他们也在世界范围内获得了 5-6%的成本优势。

芒格：他们是社会化医疗。

巴菲特：是的。所以它是一个巨大的成本。不管我当时说了什么，现在都被强调了。我的意思是，这是一个社会正在面临的问题，而且还会面临更多的问题，无论哪个政党来执政。就几天前通过的新法案与奥巴马政府的法案而言，它几乎超越了这一点，这是一件非常有趣的事情。我只能告诉你，如果这项法案生效，我去年的联邦所得税将下降 17%。所以，对我这样的人来说，这是一个巨大的减税。然后你必须弄清楚该法案其余部分会产生什么影响。但我可以告诉你的一件事是，如果这项法案通过了白宫的审批，任何一个年收入调整后为 25 万美元、拥有大量投资收入的人，都将获得巨额减税。当减税时，要么赤字增加，要么他们从别人那里得到税收。因此，按照目前的情况来看，这是一个可以预测到的影响。如果它通过的话，参议院将召开会议采取一些不同的举措。谁知道会发生什么？但那是几天前通过的法律。查理？

芒格：嗯，我当然同意你关于医疗保健的看法。我不喜欢医疗保健的地方是，我们得到了太多的药物。对几乎已经死亡的人进行了太多的化疗，医疗保险和卫生系统的其他部分也发生了各种疯狂的事情。每一个环节都有那么多既得利益者，这很难改变。但我不认为有任何理性的人，能从美国医疗体系之外客观地看待问题，我们都喜欢所有新的救命药、新的化疗和新药等等。但是，上帝，这个系统太疯狂了。而且成本简直太高昂了。与政府

支付医疗费用的地区相比，这确实使我们的制造商处于巨大的劣势。因此，我完全同意沃伦的观点。

巴菲特：如果你必须打赌，十年后我们医疗成本将会高于还是低于 GDP 的 17%？

芒格：好吧，如果目前的趋势继续下去，比例将会越来越高。让这件事继续下去有着巨大的既得利益。他们极具影响力且非常积极，而我们其他人则无动于衷。所以，我们自然会得到一个糟糕的结果。我想说的是，在这个问题上，两党都非常憎恨对方，以至于双方都无法理性思考。我也认为这根本无济于事。(掌声)

巴菲特：有点有趣的是，你知道，联邦政府医疗保健支出增加到了 3.5 万亿，每个人对此非常担忧，尽管占 GDP 的 18% 左右的比例保持了相当稳定，但仍有 3 万亿美元以上。每个人都想要最好的。这是完全可以理解的。但与整个联邦预算相比，这是一个非常大的数字。我的意思是，这个负担有些沉重。但如果你谈论美国工业的世界竞争力，这是最大的单一变量，我们与世界其他地区的差距越来越大。政党很难改变它。你知道，它基本上是一个政治主题。

芒格：其中很多都是非常不道德的。如果你的医院有一群像豺狼一样的人和医生，在某个垂死的人的尸体上大快朵颐，那可不是什么好景象。(掌声)

巴菲特：跟他们说说在加州的那个公司。

芒格：是的，Redding hospital。这是我最喜欢的故事之一。在那里有很多雄心勃勃的心脏病专家和心脏外科医生。他们认为，心脏实际是一个“寡妇制造者”。所以每个进来的病人，他们都说，“你胸口有个寡妇制造者。我们知道如何解决这个问题”。所以他们建议每个人都做心脏手术。当然，他们开发了大量的心脏手术。他们得到了非常好的手术结果，因为给一个根本不需要心脏手术的人做心脏手术，没有人能完成的更好。(笑声)他们赚了这么多钱，为什么你不能像 Redding hospital 一样赚钱呢？TenetHealthcare 把所有其他医院都收购进来做心脏手术。这是一个真实的故事，持续了很久。最后，有一位受人爱戴的天主教神父，他们说“你胸口有个寡妇制造者”。但他不相信他们，他吹响了哨子。

巴菲特：他是个牧师。你能明白他为什么不相信他们。(笑声)

芒格：好吧，当你有了一个习惯，无论如何你都会不断使用它，你知道的。他们认为心脏是个寡妇制造者。后来，我遇到一个医生，他把这些人赶出了医学界。我问他，“最后，他们是不是觉得自己做错了什么？”他说“不，查理。他们认为他们所做的对人们有好处。”这就是为什么修复这些东西如此困难。当人们在赚钱时产生的自

我错觉，以及通过做糟糕透顶的事情而获得更大成功时产生的自我错觉，永远不应该被低估。(掌声)

还有很多这种例子，真的是疯狂透顶。你觉得富国银行小小的错误看起来很无辜，但他仅仅是因为激励机制出了问题。但他们心脏手术的成功率是正常的 20 倍左右。如果你经营一家医院，你肯定会注意到的。他们确实也注意到了，但他们希望其他医院也能这样。

巴菲特：他们有一个恐怖的成功率。好的，Gregg？

<Tenet Healthcare's Redding Hospital 医疗丑闻>

National Medical Enterprises 于 1967 年由三名律师成立，总部位于加州洛杉矶。早年，该公司的商业策略主要集中在建设和收购医疗及相关服务机构，以满足新市场日益增长的医疗需求。后因丑闻更名为 TenetHealthcare，现为美国第二大连锁医院。在 16 个州拥有约 114 家急性护理医院和相关企业。Tenet 拥有 57000 多名在职人员和 13000 多张认证病床，是美国医疗保健行业的一支重要力量。

1980 年代末，NME 公司向专科医院进行了多元化发展，如建造疗养院和康复中心等。NME 前 CEO (Richard Eamer) 在医疗保健市场找到了一个利基市场，当时政府正在收紧对医院医疗保险支付的监管。虽然付款收紧，但似乎对精神病院几乎没有任何费用控制措施。NME 迅速收购了全国各地的机构，并启动了扩张计划。患者在 NME 机构成为一种商品，公司高管采用了任何必要的手段将患者送到他们的机构。利润丰厚的"咨询合同"被授予医生，他们会非常乐意将病人转诊到 NME，而不管他们是否需要住院。这些合作医生对于 NME 的计划至关重要，他们受到严密的监控，并且积极性很高。为了掩盖转诊费用，NME 与医生签订了个人服务合同，并跟踪患者入院、住院时间和转诊患者产生的收入。NME 还向医生提供了六位数的长期执业担保、办公费用和在医院担任名义领导的年度津贴。该公司的财务动机导致了患者护理方式的危险转变。治疗和康复不再是 NME 的主要目标。取而代之的是一个简单而反常的目标：不惜一切代价填满床位。直到 1993 年，600 名联邦特工突袭了 NME 的 20 家机构，公众才意识到该公司的真实情况。NME 在其鼎盛时期是一个价值数十亿美元的帝国，在四大洲拥有 100 多家医院，卷入了历史上最大的医疗保健欺诈案之一，NME 向政府支付了 3.79 亿美元的刑事罚款、民事赔偿和罚款，使其成为历史上最大的《虚假索赔法》和解之一。尽管政府获得了罚款，支付非法住院费用的保险公司收回了部分资金，但民事律师基本上忽视了前患者在 NME 精神病院经历的悲惨经历，其中大多数是儿童。他们在接受 ADD 或类似营销策略的"免费筛查"后住院。"免费检查"只不过是一种巧妙设计的方式，可以为潜在患者的钱包进行 x 光检查，以获得保险。在经过多年在法院的斗争，对数十万份内部文件和数十份医生、精神病学家和公司高管的证词进行了艰苦的审查，NME 在第一个即将审理的案件前夕屈服了，并同意以保密金额解决所有索赔。

在一系列欺诈和法律纠纷导致 1990 年代公司利润的下降，1993 年公司任命 Jeffry Barbakow 为 CEO，管理层进行了一系列变革帮助复苏。1994 年公司更名为 Tenet Healthcare Corp.，总部达拉斯，以摆脱丑闻影响。6 年来，Tenet 通过收购全国各地的医院来巩固其在医疗保健行业的地位，拥有并运营 69 家急诊医疗中心，为美国 13 个州的城市社区提供服务。公司从 1994 年的 4.25 亿美元亏损，发展到 2000 年的 3.02 亿美元利润。

2001 年 6 月，John Corapi 牧师在 55 岁生日后不久，由于家族病史他进行了常规的心脏检查，Redding 心脏病主任 Chae H. Moon 博士建议他必须进行血管造影。然后他被告知他患有心脏病，需要紧急搭桥手术。朋友们建议他应该再去拉斯维加斯复诊，而那里的外科医生告诉他，他的心脏是正常的。另外 4 位医生的诊断也证实了这一点。Corapi 从医疗中心的 CEO (Hal Chilton) 那里得到的是对 Moon 诊断的有力辩护，并强烈建议他需要立即手术，而且可以在当天下午接受手术。Corapi 多次与医院管理人员沟通这个问题，但医院建议他听从 Redding 心脏病专家的建议，而不是去调查这个问题，这愚蠢的令人难以置信。最终，他把自己的担忧告诉了医疗机构，然后又告诉了 FBI。现在，John Corapi 牧师在 Shasta 县州法院提起医疗事故诉讼，指控 Redding 心脏病主任 Chae Moon 医学博士职业疏忽、阴谋和欺诈，并将 Tenet 和 Redding 列为共同被告。2002 年 10 月 30 日，联邦调查局突袭了加州 Redding hospital 以及一位心脏病专家和心脏外科医生的办公室。据称，这两名医生对一些心脏正常的病人进行了数百例不必要的心脏手术。Tenet 公司在全美运营 113 家急诊中心，其中加州 40 家，Tenet 公开推行一项战略，即治疗病情较重的患者，并增加癌症和心脏病等高敏专科的数量，并向病情更重的病人收取更高的费用。鉴于 Tenet 对医疗标准的漠视，对同行评议的忽视，以及其削减成本以提高利润的倾向，人们肯定会担心这些患者实际上发生了什么。调查由 FBI 探员 Michael Skeen 领导。FBI 负责人 Michael Mason 说，这两名医生涉嫌"医疗保健欺诈，作出虚假的声明，医疗保健和共谋实施欺诈"。在长达 70 页的调查书中，详细介绍了他们的调查

以及与其他心脏病专家的谈话。这些专家表示，早在 1995 年就怀疑医生们在该医院登记的心脏手术数量异常庞大。一位心脏病专家告诉他，1990 年代初，这两位医生进行的手术数量逐步增多，他们进行了异常多的心脏导管介入术和其他冠状动脉手术，而根据其他医生的意见，其中多达一半的手术可能是没有必要的。期间 Redding 医疗中心开始积极成为顶级心脏中心。医生们说，他们遇到了几十名由 Moon 诊断并由 Fidel Realysvasquez 进行手术的患者，但他们找不到心脏受损的证据。这两名医生获得了巨额收入，在北加州一个类似专业的 50 名医生名单中，Fidel Realysvasquez 是医疗保险账单最多的医生，Chae H. Moon 排名第二。

随着 FBI 调查的公开披露，诉讼随之而来。数百名患者，特别是那些在介入性心脏手术前没有症状的患者，开始思考他们身上到底发生了什么。律师们看到了诉讼的机会，并很快宣传他们的服务。大量过去的病人很快就提起了诉讼。现在一些律师的名册上有多达 500 名病人。Tenet 的股价从 1994 年的每股 50 多美元下跌到现在每股 8 美元。随着股价下跌，Tenet 高管声称，公司初步审查没有发现任何失误。诊断是医生的责任，医院必须依赖医生的专业判断。FBI 调查的是医生不是 Tenet 公司，试图以此安抚投资者和分析师。公众认为这是虚伪的。Tenet 应该劝阻而不是鼓励过度治疗，Tenet 有责任制定监督程序，并确保这些程序发挥作用。根据 Tenet 提交的州文件，过去一年 Redding 医院的税前净收益为 9400 万美元，是 Redding 在加州的 40 家医院中最高的，当地一家规模稍大医疗中心同期税前净收益为 500 万美元。Redding hospital 是 Tenet 最成功最赚钱的医院。医院的管理者，甚至医生都为他们的表现和随之而来的成功感到非常自豪。他们都非常自信，成功让他们兴奋不已。很少有人会怀疑到这种成功是建立在欺骗病人的基础上。医生们可能已经知道了，但他们不太可能亲自面对这个问题。各方的行为表明，没有人想知道真相，也没有人去核实。真相太可怕了，所以他们采取了否认。从 CEO 到医院的基层员工都因巨大的成功而信心十足。他们对自己正在做的事情毫不怀疑。他们的观点是不容置疑的。如果我们相信某事是真实的，无论它是多么虚假，那么它的结果就会成真。相对落后的 Redding 医院是 Tenet 的市场策略及其与自愿医生的合作的产物。Redding 似乎是一个小城镇，不是那种你会期望找到一个高水平的专科医院的地方。它之所以能成为一家专科医院，是因为其管理者的营销技巧和医生的个性。Redding 医院证明了 Tenet 的复兴和成功。在这家医院里，Tenet 通过针对病情较重的病人、复杂的病例以及与医生合作提供更多服务来创造利润的市场策略得到了证明。它被广泛认为是心脏病的卓越研究中心，Tenet 在这方面投入了越来越多的资金。丑闻爆发时，Tenet 正准备将医院规模扩大一倍。

Redding 是 1980 年代末和 1990 年代初一些 NME 精神病院的翻版。1992 年 4 月，在美国众议院听证会上，来自新泽西州的欺诈调查员 Lou Parisi 先生作证时指出，“一些医院和药物滥用中心可以获得专业水平和高水平护理的声誉，而这种声誉只是一个幌子”。这家医院及其管理者对他们所取得的成就感到非常自豪。他们严格遵循 Tenet 的政策，购买最新的设备，吸引大量使用这些设备的医生，向公众推销他们的设备，并通过高昂的价格和异常支付从他们的所有努力中获得经济利益。Redding 的广告宣传活动中，通过邮件和广告使用一些死亡图像来说服 Redding 地区居民接受心脏病检查。其网站宣称，该医院每月进行大约 200 例心脏导管介入手术，每年进行 700 例心脏造影手术。在 Moon 23 年的心脏病专家生涯中，为多达 3.5 万人做过心脏病治疗，平均每天三个心脏手术。2002 年 11 月，加州医学委员会提议暂停这些医生的执业资格。然而，法院选择了保护那些没有被指控犯有罪行的医生的权利，并拒绝了这一举动。委员会在 2003 年 6 月再次尝试。由于得不到医疗保险，这位心脏病专家已经停止了执业。2003 年 7 月，Moon 同意暂时吊销他的行医执照。2003 年 8 月 6 日，Tenet Healthcare 管理层同意支付 5400 万美元，以解决有关 Redding 医院前首席心脏病专家 Chae Hyun Moon 医生和该医院心脏外科医生 Fidel Realysvasquez 医生进行不必要的心脏手术并骗取医疗保险的指控。Tenet 没有承认和解协议中的不当行为，但同意在 Redding 实施新安全措施。此外，Tenet 还向 700 多名患者额外支付了 3.95 亿美元，以解决不必要手术的诉讼。https://www.bmartin.cc/dissent/documents/health/tenet_redding.html

23. 伯克希尔将拥有更多的公用事业公司

Gregg：谢谢你，沃伦。展望未来，考虑到美国公用事业面临的一些不利因素，包括随着能源效率的提高影响需求，从而导致电力需求增长放缓，以及分布式发电对垂直一体化公用事业的影响将造成了双重打击，因为它们面临着能源销售收入的下降和支持可靠交付的网络成本的增加。第三，更高的利率，这将增加借贷成本，伯克希尔能源公司在未来的收购候选分布式发电项目中，寻找的关键特征是什么？特别是，输电资产相对于发电资产

有什么优劣势，这会使您偏爱其中哪一个？

巴菲特：是的。你可以说，发电资产天生就具有更大的风险，其中一些将会因闲置而陷入困境。现在的问题是，他们如何处置这些闲置资产。另一方面，我们更多的资本投资是在发电资产方面。这往往是因为有一个良好的资本回报基础。我们喜欢公用事业。正如你所指出的，电力需求不像以前那样增长了。他们将成为闲置资产。如果他们因为一些愚蠢的行为而陷入困境，你知道，当社会需求正在发生变化，随着事情发展，公用事业委员会可能不太愿意根据你自己的问题去计算费率。

但我们仍然认为公用事业是一项非常不错的资产。在低利率环境下，价格非常高。如果 10 年后，我们没有在风能和太阳能方面赚到更多的钱，没有比现在拥有更多公用事业资产，我会感到惊讶。我们是很多公用事业委员会的首选买家。事实上，我们有一张幻灯片显示我们与其他公用事业的定价对比。Greg Abel 和他的团队做的非常出色。他们安全、可靠、低成本地在可再生能源领域做到了这一点。很难想象还有比中美能源更好的运营方式了。有了这样的杰出记录，在许多情况下，人们希望我们来到他们的地区。但当电价达到目前的水平时，一些公用事业公司正以非常高的价格出售。我们不会收购他们，让价格这对伯克希尔股东来说是没有意义的。但不能因为我们今年做不到，就意味着明年或后年不会发生。所以我想我们会有机会的。

芒格：我们的公用事业业务并不寻常。格雷格管理这些业务的方式在各个方面都比一般的公用事业管理好得多。他们更容易受到付费客户的欢迎，监管机构对他们的评价更高。他们有更好的安全记录。他们费率更低。这里的一切都要好得多。**很高兴能和这样的人在一起拥有这样的资产。这样的电力资产要安全得多。**如果有人要求伯克希尔公司建造一座价值 500 亿美元的核电站，我们是不会这么做的。

巴菲特：是的。我们在内布拉斯加州有公用设施。几十年来，它一直是内布拉斯加州的骄傲。这里不允许私人拥有公用事业，而且是完全的公用设施。而且，你知道，那些公用事业公司对股本收益水平没有要求。他们可以以免税的利率借款。而我们必须按应税利率借款。而且内布拉斯加州的风与爱荷华州没有太大的不同。我们在离这里几英里远河对岸销售电力，价格比内布拉斯加州还低。所以这是一个非凡的公用事业。我们能参与其中真是幸运。我要感谢我们的董事 Walter Scott，他在大约 17、18 年前把它介绍给了我。**但如果我组建一个股票投资组合，我不认为这个组合中现在会有任何公用事业公司。但我喜欢我们拥有伯克希尔能源的事实。**

芒格：但这完全不同。

巴菲特：事实上比投资组合更好一些。好的，第 7 区。

24, McLane 收入很高，但利润率很低

股东：嗨。Grant Misterly 来自佛罗里达州美丽历史悠久的 Saint Augustine。我从小就是你和伯克希尔的粉丝，在翻看股票时看到一只疯狂的股票，每股交易价格为 1 万美元。不幸的是，当时我无法说服我的父母买下它。但现在我成年后成为股东了。我和我七岁的女儿 Mabel 还有大我一岁的妻子 Willa 来到了这里。我每年都如饥似渴地读这封信。我喜欢不同公司的故事，比如 GEICO 和 See's 糖果，BNSF 铁路，这些公司教授我们投资课程。今年当我在后面查看会计信息时，我注意到一家名为 McLane 的公司贡献了大量的收入，占伯克希尔公司收入的很大一部分，但只贡献了少量收益。但我在年报中很少看到关于它的内容。所以我很好奇为什么我们没有看到更多关于那家公司的消息？你是否可以分享一些像 See's 糖果和 GEICO 那样的投资经验？

巴菲特：是的，你之所以单独看到 McLane 的数据，是因为美国 SEC 会有一些基于销售额的要求。McLane 是一家销售额相对于内在价值或净收益而言非常高的公司。对于便利店中任何产品的生产企业来说，比如食品，糖果，香烟公司，它基本上它是一个巨大的客户。我们是从沃尔玛收购的。沃尔玛也是我们最大的客户，我不能告诉你确切的销售额，但如果你把沃尔玛和山姆放在一起，你知道，占比会超过 20% 以上。但它是全国性的。

它最终的毛利率约为 6%，运营费用率约为 5%，因此税前利润率仅为 1%。而且，如果你的股本周转非常快的话，很明显 1% 的税前利润率只对资本回报率有效。这就是 McLane 所做的。作为一个批发商，它能很快、很有效地把东西运来运去。它做到了这一点。它还有一些利润率更高的酒类分销子公司。但 McLane 基本业务的销售额是 450 多亿，税前利润是销售额的 1%，其资本回报率仍非常可观。但它的看起来有点大，仅仅是因为它的销量巨大。它的经理人 Grady Rosier 是个例外。十几年前，当我们从沃尔玛买它的时候，他就在那里了。我去过那里一次。我们有成千上万辆卡车，全国各地有大型配送中心。这是批发运输货物的一个重要因素。如果你是玛氏 Mars 糖果或类似的公司，我们将是你最大的客户。但这很好地描述了这项业务。这是一项相对于投入资本和购买价格来说都能获得良好回报的业务。但是在该业务中每 0.1% 都很重要。在收款过程中，你的应收账款周转速度异常之快，因此你有大量的应付款进出。所以销售额是应收款的 30 倍，是应付款的 30 倍，是库存的 35 倍左右。这是一家运输大量货物的供应链公司。但是，它是一家重要的子公司，但远没有销售额所显示的那么重要，但能赚到年报公布的钱仍然非常重要。查理？

芒格：你都全说完了。

巴菲特：那是一件有趣的事情。沃尔玛想把它卖掉。他们来找我们，我们达成了协议。他们 CFO 来跟我们谈了一会儿。他走进另一个房间打电话给 CEO，回来后说：交易达成。沃尔玛随后告诉我，他们从未有过像与伯克希尔的交易那样迅速达成的交易。我们说过我们会付出现金，我们很快就完成了交易。他们的表现非常出色。

芒格：顺便说一句，**伯克希尔快速简单、做我们所承诺的事情等等名声，在一次又一次地交易中起到了帮助作用。**

巴菲特：是的。是的，基本上，如果没有这样的声誉，我们就不会达成这笔交易。但他们知道——

芒格：嗯，你在一个周末内买下了北方天然管道公司。他们想要周一拿到钱。

巴菲特：他们周一需要这笔钱。在律师们完成法律文件之前，我们没法完成了。不仅如此，而且我认为这需要华盛顿的一些批准。我想我写了一封信，如果他们在看了之后决定不想批准，我们会撤销这笔交易。但这些人非常需要这笔钱，我们本来打算在交易完成再给他们这笔钱。

没有任何理由不批准，但这是一个程序问题。**大多数公司无法做到这一点。但我们可以。我们有这种灵活性，实际上，在大多数大公司中根本不存在这种灵活性。**有太多的人必须签署或类似的协议。因此，如果我们必须遵循正常的时间表，北方天然公司的交易协议就不会达成。

芒格：这是一个很好的生意。

巴菲特：是的。当然。从现在到下午 3:30，我们将从一个区到一个区轮流提问，第 8 区。

25，巴菲特希望后人记住他是一位很棒的老师

股东：下午好，沃伦和查理，JohnNorwood 来自爱荷华州西得梅因。你们都有铁膀胱。(笑声)

巴菲特：我们不会告诉你这个秘密。(笑声)

股东：好的，我想知道桌子下的有没有什么装置。

巴菲特：没有。你可以下来检查一下。(笑声)

股东：好的。我对你们每人都有一个问题。沃伦，我很幸运能在 2011 年向你提问，关于遗产以及你想在百年后让后人所知的东西。我有点好奇查理想要什么样的名声。沃伦，我 52 岁了。所以我猜你在我出生的时候就开始这么做了。我仍对第一次年会的记忆感兴趣。

芒格：我的第一个记忆是当沃伦谈到这个话题时，他们问他在他的葬礼上想说些什么。他说：我希望他们都
说"这是我见过的最古老的尸体"。(笑声)

巴菲特：这可能是我说过的最聪明的话。(笑声)

哦，对我来说问题非常简单。**我真的很喜欢教书**。所以，基本上，我一生一直都在正式地或非正式地做这件事。当然我有你能想象到的最好的老师。所以，**如果有人认为我在教学方面做得很好，我会感觉很好**。(掌声)

芒格：是啊。为了使教学持久，它必须有一点明智的洞见在其中。而且我们都能够提供。(笑声)

巴菲特：对于你们这些老篮球迷来说，我有没有提到过，在 Wilt Chamberlain 的墓碑上，据说写着："我终于可以一个人睡了？"(笑声) 好的。第 9 区。

26, 不要等到 93 岁再去做想做的事

股东：下午好，芒格先生和巴菲特先生。我叫季文月。我来自中国。这是我第一次来参加这个会议。我觉得我很幸运能有机会提问。每个人都有自己的梦想。在不同的年龄，也许梦想会变得不同。你现在的梦想是什么？

巴菲特：查理，你先来吧。(笑声)

芒格：有时候，我特别希望再次回到 90 岁。(掌声)

我给年轻人一些建议，如果你有什么真正想做的事，不要等到 93 岁再去做。

巴菲特：去做吧。(笑声)

这也是我想要告诉学生的，你不可能总能在第一次或第二次就找到它。但是，**当你踏入社会的时候，别为了工作而工作，去寻找一份你真正热爱的工作**。我的意思是，千万不要推迟这种事情。我想是 Kierkegaard 说过，**回顾过去可以更好的理解人生，但要更好的生活就必须向前看**。查理说，**他只想知道他会死在哪里，所以他永远不会去那里**。(笑声)所以你确实要在生活中做一些的逆向思考。我的意思是，那并不意味着你可以那样做每件事。但是当你长大后，你真的需要思考，什么会让你的生活变得美好。而你，至少一般来说，想要继续朝着这个方向前进。而且你的生活中还需要一些运气。在你前进的过程中，你必须接受一些不好的事情会发生。但是我和查理过得非常好，所以我们没什么好抱怨的。

芒格：你不想成为那样的人，当他们举行他的葬礼时，牧师说："现在，是时候有人为死者说些好话了"。但没人站出来。还是没有人站出来。他说，"有人愿意站出来为死者说些好话吗？"但还是没有人站出来。最后，一个男

人站出来了。他说，"好吧，他的哥哥更糟"。(笑声)

巴菲特：是的。好的，第 10 区。看看我们是否可以改进它。(笑声)

27，商学院教授 EBITDA 简直是恐怖的平方

股东：嗨。林利军来自上海忠诚谷创新资本。这是我第六年从上海到这里参会。我必须告诉你们，沃伦和查理，你们受到全球数百万甚至数十亿人的高度尊敬和爱戴。我今天有两个问题。第一个问题，你在给股东的信中说，你认为 EBITDA 不是一个很好的衡量企业价值的参数。为什么不是呢？你能详细解释一下吗？第二个问题，你们都有非常成功和幸福的生活。我的问题是问你们每个人。回想起来，从个人的角度来看，你在生活中有遗憾吗？如果在你的生活、家庭、个人或事业中，有一件事你本可以做得更好，那是什么？非常感谢。

巴菲特：好的。我觉得你不应该指望我们回答私人问题。但在生意场上，我会说我希望早点遇到查理。(笑) 从我 29 岁他 35 岁开始，我们一直玩得很开心。但如果我们早很多很多年开始会更有趣。我们本来有机会的。我们在同一家杂货店工作，但不是同一时间。

就 EBITDA 而言，折旧是一项费用。这是最糟糕的支出。你知道，我们喜欢谈论浮存金，浮存金是我们先拿到钱，然后再花钱。而折旧是你先花钱，然后再计入费用。而且是反向的浮存金。把这个数字变成倍数可不是什么好事。在其他条件不变的情况下，收购一家没有折旧的公司要好得多，因为这家公司没有折旧本质上是因为没有投资和固定资产就能产出 X，而另一家公司需要很高的折旧费用才能产出 X。实际上，我明年可能会多写一点关于 EBITDA 的内容，因为这引发了一个巨大的错觉。当然，把重点放在 EBITDA 上是符合华尔街利益的，因为它会带来更高的借贷能力，更高的估值等等。所以在过去的 20 年里它变得非常流行，但是我认为这是一个非常具有误导性的统计数据，可能会以非常有害方式的使用。查理，这两个问题有补充吗？

芒格：我认为你低估了这个话题的恐怖性，以及那些将这个词汇带入企业估值的人的恶心本性。这就像一个房地产租赁经纪人有一套 1000 平方英尺的新套房要出租，他说里面有 2000 英尺。这是不光彩的行为。这就是这个词被普遍使用的方式。没有一个头脑正常的人 would 认为贬值不是一项开支。

巴菲特：是的。但这非常符合华尔街的利益。

芒格：是的。这就是为什么他们这么做。这让估值倍数看起来更低。

巴菲特：事实上，令人惊讶的是它被接受的方式。但无论如何，它只是说明了人们是如何使用话术的，以及

如何推销自己使用的概念。"2+20"的收费也有同样的含义。我的意思是，我向你保证，与已经发生的费用相比，在 2+20 收费后超额支付的金额，会对这种特殊安排提出可怕的指控。但只要它能被卖掉，它就会被卖掉。

芒格：而且，他们现在在商学院教授 EBITDA。这简直是恐怖的平方。(笑声)我的意思是，一群小偷开始使用一个术语已经够糟糕的了。但是，当它变得如此普遍，以至于商学院都模仿它时，这就不是一个好结果。(掌声)

巴菲特：好的。第 11 区。

28, 富裕社会里任何人都不应该成为失业的人

股东：下午好。Whitney Tilson 来自纽约的股东。我的问题与早些时候提出的关于裁员的问题有关。也许，唯一让美国工人比裁员更愤怒的事情就是完全关闭一家公司，并将工作岗位转移到海外。问问俄亥俄州或密歇根州的任何人，他们都会告诉你一些公司的故事，这些公司在这些州经营了几十年，受益于教育系统、基础设施等，这些都是由当地纳税人支付的。但是，随后，一些高薪的顾问出现了，并向该公司展示了如何通过将生产转移到墨西哥或中国来降低成本。糟糕的是，美国的好工作岗位消失了。我的观察是，大多数投资者和当今美国企业界的人都崇拜股东价值最大化，这是为了尽可能的推高股价所采取的必要措施之一。但在这样做的过程中，公司正在采取的行动，往好了说，让数百万工人感到恐惧和被抛在后面，往坏了说，他们深受美国企业的伤害。这让很多人非常愤怒，我认为这是在考验二战后的经济秩序，这种秩序植根于自由贸易，甚至是我们民主的力量。我认为这是我们上次选举的决定性因素。所以我想问你的是，你认为企业在做出这些类型的决策时，应该考虑纯经济学之外的因素吗？如果有的话，他们对他们的员工和所在社区负有哪些义务？最后，如果一位伯克希尔子公司的 CEO 来找你，请求你批准关闭一家美国公司并将其转移到海外以节省资金，除了这一决定的经济性之外，你还会问什么问题？非常感谢。

巴菲特：是的。事实是，在某些情况下，以前在美国的制造业肯定已经被世界其他地区所取代。我相信，1955 年，当"Fruit of the Loom"被 Graham-Newman 公司收购时，我就在那里。当时可能都是国内生产的。事实是，如果现在一切都在国内生产，现在它就不存在了。Dexter 鞋业也发生了同样的事情。这是拥有熟练工人很棒的一个公司。最后，如果我们按与我们所花的价格相称的价格出售这些鞋，它们就无法与世界各地的鞋相竞争。我认为，无论是出口还是进口，实际上大规模贸易对美国和世界都非常有益。我的意思是，总体上更高的生产力将造福世界。

但是作为一个失业的人，作为新贝德福德的纺织工人，最终失去了工作，作为 Dexter 的鞋匠，最终失去了工作，我的意思是，这样度过一生将是没有乐趣的。并说，"我这样做是为了更大的利益，这样鞋子或内衣将减少 5% 的销售，"或东西，"而美国公众实际上永远不会知道。"在我看来，你需要两样东西。你有一个非常繁荣的国家。人均国内生产总值将近 6 万美元。实际上是我出生时的六倍，这简直难以置信。所以我们得到了繁荣。贸易促进了这种繁荣。在 1970 年，我们的出口只占 GDP 的 5%，我认为现在大约是 12% 左右。我们在做我们最擅长的事。但是我们需要一个首席教育家，逻辑上来说就是总统，但我不是指这个具体的总统。我的意思是，任何一位执政数十年的总统都必须能够向美国公众解释自由贸易的总体好处。

除此之外，我们还必须制定政策，照顾那些在此过程中失业的人们。就我而言，如果我的生活很悲惨，因为我被一些对 3.2 亿人有好处的事情以某种微不足道的方式搞破产了，而当我试图以一种正确的方式生活时，它却把我的生活搞砸了。这对我来说没有任何区别。所以我们有足够的资源来照顾这些人。

我不担心投资者。我几年前写过，投资者可以分散投资，总的来说，贸易可能会使他们受益，而且他们不会因为特定的行业状况而破产。但在许多情况下，工人无法做到这一点。你不能在新贝德福德重新培训一个 55 岁的工人，在我们的纺织厂他甚至不会说英语。我的意思是，如果一些对社会有益的东西被摧毁了，他们也会被摧毁，除非政府出台一些政策来照顾这样的人。我们有一个富裕的社会可以做到这一点。我们的社会将从自由贸易中受益。我认为，**我们应该努力实现这两个目标，一方面确保不会出现产业衰退，另一方面让 3.2 亿人从自由贸易中受益。**查理？（掌声）

芒格：好吧，我不反对。正因为如此，我们才有失业保险。但是我担心，随着资本主义制度的修改和完善，它总是会伤害到一些人。这无法避免。

巴菲特：是的。如果你搞砸了生意，资本主义对资本是残酷的。就像我说的，你可以分散投资。资本主义对于那些运气不好的人来说是残酷的，因为他们要么有技能，要么几十年来不断增加自己的技能。但是一个非常富裕的社会实际上可以照顾这些人。如果它对整个社会有益，它就可以照顾这些人。我的意思是，几天前通过的新的税收法案，减少了我 17% 的税收。这是政府需要的吗？

芒格：我不会开始花钱。（笑声）

巴菲特：不。谁知道账单会怎么样？但这种情况发生，我认为，如果你在奥马哈对走向购物中心的一千人进

行调查，问他们我的税单是否因为通过的法案而被削减了一大笔钱，我认为很多人根本不会知道发生了什么，就其覆盖范围和所发生的一切而言。所以，我们人均 GDP 可能接近 5.8 万美元，四口之家 GDP 为 23 万美元。但是在这样的社会中，没有人应该失业。

芒格：好吧，记住俾斯麦 Bismarck 说过的话：有两件事是任何人都不应该看的。一个是香肠的制作(香肠象征了一切结果美好而过程糟糕的事物，爱吃香肠的人绝对不要去了解香肠的生产过程，因为那样会倒人胃口，眼不见心不烦)。另一个是立法。(笑声)

巴菲特：是的。我觉得应该有人来看看。(笑声)

不管怎样，我们已经到了神奇的 3:30。我们 3:45 开正式的股东大会。这可能需要一段时间。欢迎你留下来观看。或者你也可以去购物。我甚至可能会有一点点的偏好，但是去做你想做的事。(掌声)

29, 正式商务会议

巴菲特：好的。请大家就座，我们开始正式会议。我会按照流程进行。会议现在开始。我是巴菲特，公司董事会主席。欢迎各位出席 2017 年股东大会。今天早上我介绍了在场的伯克希尔董事。今天和我们在一起的还有德勤会计师事务所(DeloitteandTouche)的合伙人。SharonHeck 是伯克希尔秘书，她会记录整个过程。Becki Amick 被任命为本次会议的选举监察员，她将证明在董事选举中投下的票数以及本次会议将要投票表决的议案。这次会议指定的代理持有人是 WalterScott 和 MarcHamburg。秘书是否有伯克希尔流通股数量的报告？

SharonHeck：是的。是的。正如在 2017 年 3 月 8 日(本次会议的记录日期)发送给所有股东的本次会议通知所附的委托书中指出的那样，有 770,994 股 A 类伯克希尔普通股在外流通，每股有权就会议审议的动议进行一票表决；还有 1,310,304,247 股 B 类伯克希尔普通股在外流通，每股有权就会议审议的动议进行万分之一的一票。其中，538,915 股 A 类股票和 734,450,954 股 B 类股票在 5 月 5 日周五下午指定给出席这次会议上的代理人。

巴菲特：谢谢你，Sharon。这个数字是法定人数，因此我们将直接开始会议。第一项工作将是宣读上次股东大会的会议记录。我认识的 Walter Scott 先生，他将在会议前提出一项动议。

Walter Scott：我提议免除上次股东大会会议记录的宣读，并批准会议记录。

巴菲特：有人同意吗？(我支持这个动议)。动议已经被提出，并得到了附议。我们将以口头表决的方式表决这项动议。(所有赞成的人说"赞成")动议通过。下一项工作是选举董事。如果有股东出席会议，但没有提交委托书，

或者希望撤回先前提交的委托书，你可以亲自就董事的选举和本次会议要考虑的其他事项进行表决。请向过道中的一位会议官员表明身份，以便您能够收到选票。Walter Scott 先生在会议上提出了一项有关董事选举的动议。

Walter Scott：我提议 Warren Buffett, Charles Munger, Howard Buffett, Stephen Burke, Susan Decker, William Gates, David Gottesman, Charlotte Guyman, Thomas Murphy, Ron Olson, Walter Scott, Meryl Witmer 当选董事。

巴菲特：有人同意吗？我支持这个动议。还有其他提名或讨论吗？提名已准备好付诸行动。如果有股东亲自投票，他们现在应该在选举董事时标记选票，并将选票交给过道里的一名会议官员。Amick 小姐，当你准备好了，你可以做报告。

Becki Amick：我的报告准备好了。截至上周五下午，代理持有人对收到的代理人的投票为，每位被提名人至少获得 601375 票。该数字超过所有 A 类和 B 类流通股总票数的多数。特拉华州法律要求的准确计票证明将交给秘书，并与会议记录一起放置。

巴菲特：谢谢你，Amick 小姐。上述人士当选为董事。

议程上的下一个项目是关于伯克希尔高管薪酬的咨询性投票。Walter Scott 先生将向会议提出动议。

Walter Scott：我提议公司股东在咨询的基础上批准根据 S-K 条例第 402 项披露的支付给公司指定执行董事的薪酬，包括薪酬讨论和分析，以及随附的薪酬表和相关的叙述性讨论，在公司 2017 年年度会议委托书中。

巴菲特：还有第二个吗？(我支持动议)。公司股东在咨询的基础上批准向公司指定的高管支付薪酬，这一点已经得到了动议和附议。Amick 小姐，等你准备好了，你可以报告了。

Becki Amick：我的报告准备好了。截至上周五下午，代理持有人针对收到的代理进行了投票，投票结果不少于 608765 票，在咨询的基础上批准了支付给公司指定高管的薪酬。这个数字超过了所有 A 类和 B 类股票总票数的多数。特拉华州法律要求的确切票数的证明将交给秘书，与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amick 小姐。在咨询基础上批准向该公司指定高管支付薪酬的动议已获通过。

议程上的下一个项目是就伯克希尔高管薪酬的股东咨询投票频率进行咨询性投票。Walter Scott 先生在会议开始前就这个项目提出一项动议。

Walter Scott：我提议公司股东在咨询的基础上决定每年、每两年或每三年的频率，根据公司 2017 年年会代

理声明的规定，他们有权就支付给公司指定高管的薪酬进行咨询表决。

巴菲特：有人同意吗？第二个动议。有人提议并附议公司股东决定他们对指定高管的薪酬进行咨询表决的频率，选择是每一年、两年或三年。Amick 小姐，当你准备好了，你可以报告了。

Becki Amick：我的报告准备好了。截至上周五下午收到的代理权投票结果显示，代理权持有人投票"每年"131,268 票，"每两年"1954 票，"每三年"476,661 票，就支付给公司指定高管的薪酬进行咨询投票。特拉华州法律要求的确切票数的证明将交给秘书，与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amick 小姐。公司股东在咨询的基础上决定，每三年对公司指定的高级管理人员的薪酬进行一次咨询表决。下一个议题是 Clean Yield 资产管理公司代表股东 Tom Beers 和 Mary Durfee 提出的动议。该动议在委托书中阐述。动议要求该公司提供一份关于其政治贡献的报告。董事们建议股东们投票反对这项提议。现在我要请 EileenDury 来提出这项动议。为了让所有感兴趣的股东发表意见，我要求将她的发言时间限制在五分钟内。第 1 区的麦克风可供那些希望支持或反对该动议的人使用。第 1 区是唯一运作中的麦克风站。为了在座各位的利益，我请每一位赞成或反对该动议的发言者，除原提案人外，将发言时间限制在两分钟内，并将你们的发言仅限于该动议。第 1 区 Clean Yield 资产管理的代表吗？

EileenDury：下午好，董事长先生，董事会成员和股东们。我叫 EileenDury。我被要求宣读这份提案的提交人 TomBeers 和 MaryDurfee 的以下声明。我们的提案在代理投票中排名第四，呼吁伯克希尔全面披露其政治支出的规模。我们为什么要这么做？企业政治支出是一项有争议的活动，必须由最高管理层认真管理和监督。对政治献金管理不善或判断失误会带来名誉损失、政治风险和法律后果。近年来，在股东和其它利益相关者的敦促下，许多公司采取了更严格的信息披露措施，并对政治捐款进行了更好的监督。这一领域的最佳做法包括充分披露直接和间接的政治捐款，说明确保充分遵守法律的政策和程序，以及承诺进行董事会监督。但是我们公司在这方面的政策是不存在或者隐藏，以至于他们在公司政治信息披露和问责的领先评级系统 CPA-Zicklin 指数上连续六年得到了零分。相比之下，56%的标普公司公布了管理企业基金政治支出的详细政策。通用电气、Travelers、Unum、CSX 和 NorfolkSouthern 等同行披露了政治支出。相比之下，我们对伯克希尔政治支出的所有了解，都包含在对我们在今年代理声明中提议的两段回应中。代理声明试图让我们放心，相对于规模而言，伯克希尔的政治支出规模较小。但管理层的声明提出的问题多于回答的问题。例如，它没有提到伯克希尔是否向第三方捐款，

如行业协会和 501(c)(4)s, 这些是几乎不可能追踪的主要黑钱捐款来源。自 2012 年以来, 美国选举中花费了超过 6.7 亿美元的黑钱, 但没有披露谁是潜在的捐赠者。各位股东, 你们都知道, 我们公司是一个庞大而复杂的企业。伯克希尔在财富 500 强中排名第四。在大公司趋向于更加开放他们的政治支出以及他们关于黑钱工具的政策的时候, 如果没有什么需要隐瞒的, 那么保持这种神秘的伯克希尔是没有必要的, 也不会给他们带来好处。如果你同意, 请投票支持第四项提案。

巴菲特: 谢谢。还有其他人想就这项动议发言吗? (据我所知没有)。好的。谢谢你。据我所知, 52 年来, 在母公司层面上, 伯克希尔没有做出任何政治捐款。我个人强烈反对公民联盟的决定, 投票结果是 5 比 4。我认为, 富有的个人通过超级政治行动委员会(或富有的公司)做出无限的捐款, 我一点也不认为这是一种加分。我认为这是我们的民主政体的一个缺点。而且我认为, 大笔资金确实会扭曲政治进程。现实是, 我们在监管严格的行业中的任何子公司都可能不得不做出一些政治贡献。他们的竞争对手也这么做。基本上, 我会告诉我们的经理们, 我不希望他们在选举中根据自己的个人喜好用公司基金捐款。我认为这是对伯克希尔公司的背信弃义。但我确实认识到, 如果他们是在铁路或电力公用事业行业, 本质上有必要作出政治捐款。我相信他们会把钱给那些我不会投票的人。但这是在某些企业做生意的现实情况, 这些企业的活动具有重大的政治因素。所以, 在某种程度上, 我和我的心与你们在一起, 我希望公民联合会走另一条路。我不喜欢花费大量金钱的想法。但我个人认为, 如果竞争对手不公开的情况下, 那么实际上把所有人们参与的政治组织都列出来可能是不利的。我认为这三个提案都涉及到费用问题。所以我个人投了反对票。但我确实希望, 像你们一样, 未来的巨额金钱以及未披露的金钱在政治中的作用会比现在小。我觉得最高法院撤销公民联合会的可能性不大。因此, 我想说, 动议现在已经准备就绪, 可以采取行动了。如果有任何股东亲自投票, 他们现在应该在动议上标记投票, 并将投票交给过道中的一名会议官员。Amick 小姐, 当你准备好了, 你可以报告了。

Becki Amick: 我的报告准备好了。委托书持有人对上周五下午收到的委托书的投票结果是, 64,449 票赞成该动议, 542,399 票反对该动议。由于反对议案的票数超过所有投票的 A 类及 B 类股份的多数, 以及所有尚未投出的票数, 因此议案未能通过。特拉华州法律要求的确切票数的证明将交给秘书, 与本次会议的记录放在一起。

巴菲特: 谢谢你, Amick 小姐。提议失败了。

下一项业务是由 Baldwin Brothers Inc.代表股东 Marcia Sage 提出的。该动议载于委托书中。该动议要求该

公司提供一份报告，审查该公司与所有业务有关的甲烷排放的政策、行动、计划和减排目标。董事们建议股东们投票反对这项提议。现在有请 EileenDury 提出动议。为了让所有感兴趣的股东发表意见，我请她将发言时间限制在五分钟内。在第 1 区的麦克风是为那些希望发言支持或反对的议案。第 1 区是唯一运作中的麦克风站。为了在座各位的利益，我请每位赞成和反对议案的发言者把发言时间限制在两分钟内。Dury 女士，你的发言时间是五分钟，并且把发言限制在议案范围内。

EileenDury: 下午好，主席先生，董事会成员，各位股东。我叫 EileenDury。我是代表我们公司的长期投资者 MarciaSage 来转移 ArjunaCapital 和 BaldwinBrothers 的提案的。提案五力求通过确保透明地披露甲烷排放信息来保护股东价值。提出这一建议的理由显然是为了保护长期股东的利益。泄漏的天然气对我们的公司有直接的经济影响，因为它不再可用于销售，建立一个明确的商业案例，减少目标和控制过程。事实上，泄漏的甲烷在 2012 年造成了 300 亿美元的收入损失，相当于全球天然气产量的 3%。美国国家资源保护委员会估计，将目前浪费的天然气收集起来出售，可以减少大约 80% 的甲烷污染。虽然用天然气取代煤炭的气候效益已经被广泛宣传，但当泄漏率超过 2.7% 时，这种效益就被抵消了，因为在 20 年的时间里，甲烷承担了 84 倍于二氧化碳对全球变暖的影响。最近的学术研究尤其令人担忧，因为他们发现甲烷泄漏远远超出了美国环保局目前的估计。此外，天然气储存存在巨大的风险。2015 年，南加州天然气公司位于洛杉矶的 AlisoCanyon 气田的一口注气井发生故障，暴露出天然气储存设施的维护和安全存在重大漏洞。这一事件暴露出在井喷面前缺乏监督和应急计划。伯克希尔的储存设施也面临着类似的风险，因为据估计，该公司拥有全国排名第 11 的天然气储量。全国有 400 多个储气设施，其中许多是几十年前钻探的。许多独立研究人员得出结论，如果天然气要带来一个更可持续的能源未来，那么必须解决缺失的排放问题。持续的担忧引发了公众辩论，并导致了州和联邦层面的监管行动。一个强有力的目标设定测量、缓解和披露计划将表明监管风险的降低以及有效的运营，最大限度地提高待售天然气和股东价值。鉴于此，我们相信我们的公司有一个巨大的机会，通过向股东提供这些重要信息来向前迈进。领先的代理投票建议提供商 ISS 对此表示赞同，并建议投赞成票，指出此类披露将使股东更好地了解公司对甲烷排放和任何相关风险的管理。感谢您的考虑。

巴菲特：是否有其他人想就这项动议发言？（据我所知没有）。好的。现在可以对动议采取行动了。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在动议上标记选票，并将选票交给过道里的一名会议官员。Amick 小姐，当你准备

好了，你可以报告了。

Becki Amick：我的报告准备好了。截至上周五下午，代理持有人对代理的投票结果为 57600 票支持该动议，542870 票反对该动议。由于反对该动议的票数超过了对该事项投票的所有 A 类和 B 类股份的多数票，以及所有未投票，该动议失败。特拉华州法律要求的准确计票证明将交给秘书，并与会议记录一起放置。

巴菲特：顺便提一下，Greg，有现场麦克风吗？你可以谈谈甲烷的情况。

Greg Abel：当然，沃伦。因此，感谢您的评论。当你考虑甲烷排放时，相对于碳，这是一个严重的问题。它比碳排放严重 84 倍。但我很乐意向您报告我们在伯克希尔的情况。因此，评论中提出了三个不同的问题。第一个是石油和天然气生产的总排放量。因此，我要强调的第一件事是，我们没有任何石油和天然气生产资产。因此，我们没有任何油井，实际上也没有这种风险。第二件突出的事情是 Aliso Canyon 天然气的严重损失。这是一口注入失败的井。修井花了好几个月的时间。如果你从根本上看问题，我们确实拥有其他储存设施，但我们没有使用他们的技术或那种井。我们所有的井都是顶部套管，这会产生非常不同的风险，而且可以在几个小时内缓解。然后，第三个问题是泄漏率。至少在对该提案的第二次回应中，有人强调，该行业的领先公司的泄漏率为 1%，或者他们已经制定了实现 1% 泄漏率的计划。我很高兴地报告，当我们观察管道的泄漏率时，我们泄漏率为 0.53%。所以，基本上，这个行业有一半的领先公司。因此，这显然支持了股东们的建议。非常感谢。

巴菲特：谢谢，Greg，你已经听到投票了。这个提议失败了。

下一项业务是股东 Nebraska Peace Foundation 提出的动议。该动议载于委托书中。该动议要求该公司剥离其在参与化石燃料开采、加工或燃烧的公司中的股份。董事们建议股东投票反对这项提议。我现在请 Mark Vasina 提出动议。此外，为了让所有感兴趣的股东都能发表意见，我要求他将发言时间限制在五分钟以内。第 1 区的麦克风可供那些希望发言支持或反对该动议的人使用。第 1 区是唯一运行中的麦克风。为了在座各位的利益，我请他们把发言时间限制在两分钟内，并把你的发言仅限于议案。请继续。

Mark Vasina：谢谢。我叫 Mark Vasina。我代表内布拉斯加州和平基金会。我们在这里提出我们的建议，要求伯克希尔在 12 年的时间内剥离其碳基资产，我们认为这段时间是一个非常温和的建议。去年，我们在这里提出了一项建议，伯克希尔评估和报告气候变化对保险公司的影响。会议结束后，一些股东找到我们，暗示我们有所保留。他们认为真正的问题是资产剥离。所以我们考虑了一下。我们回来要求剥离碳基资产。我们认识到，对于

参与投资其他公司的上市公司来说，资产剥离代表着不同类型的挑战，不同于大学捐赠基金、养老金计划、公共基金会(如比尔与美琳达·盖茨基金会)等已经剥离或实施资产剥离计划的组织。然而，我们认为，资产剥离的必要性不仅涉及社会、伦理甚至道德问题，还涉及金融风险。英国央行在向其监管的保险公司提出建议，要求它们调查并向这些公司报告气候变化风险时指出，持有这些碳基资产的金融风险是真实存在的，是不可预测的。监管风险、政治风险、技术变革、投资者情绪变化等因素，都会对这类投资的资产金融价值构成风险。因此，正如我所说，我们提议在 12 年内剥离所有碳基资产。接下来是三位杰出的美国气候学家 Winnebago tribe of Nebraska 的 Frank LaMere 和 Creighton University 的神学家 Richard Miller。感谢您给我们这个机会来阐述我们对这个提案的看法。

巴菲特：谢谢。现在请下一位演讲者发言。

MichaelMann：巴菲特主席，董事会成员和股东们，我是 MichaelMann。我是宾夕法尼亚州立大学教授也是气候科学家。作为一名科学家，我花了大量的时间来宣传气候变化的现实和威胁，今天很荣幸有机会向大家发表演讲。WarrenBuffett 被誉为 Wizard of Omaha，他鼓舞了许多人，象征着职业道德的价值、自我成功的价值，以及远见卓识所带来的巨大回报。现在，远见意味着同时认识到机会和风险。谈到风险，没有比气候变化更好的例子了。例如，我最近在 Scientific Reports 杂志上与人合著了一篇文章，论证了气候变化在近年来史无前例的毁灭性干旱、洪水和热浪的袭击中扮演了关键角色。我们现在看到的影响只是冰山一角。如果我们要避免气候变化的最严重影响，就必须在今后几年内大幅度减少碳排放。巴菲特先生在他 2015 年的股东信中创造了"诺亚定律"这个术语来描述气候变化带来的风险，他说，"如果地球只有 1%的可能性正走向一场真正的大灾难，拖延意味着越过一个无法回头的临界点，现在不采取行动是鲁莽的。"我完全同意。科学告诉我们，如果不大幅度减少温室气体排放，我们将走向灾难。董事会成员 BillGates 一年前表现出了大胆的领导 Bill and Melinda Gates 基金会，当时该公司宣布将出售所持化石燃料股份。如果巴菲特先生也这样做的话，这将向全球其他商业团体发出一个深刻的信息，一个我们可以减轻风险和抓住机遇的信息，在清洁能源技术大规模增长的形式下，现在就解决这个问题，以免为时已晚。谢谢你。

巴菲特：谢谢。我相信还有另外一个或者两个演讲者。请表明身份。

Richard Somerville：我叫 Richard Somerville。我是一名气候科学家，也是加州大学圣地亚哥分校的教

授。巴菲特董事长、董事会和股东们，世界正在变暖。这是由于人类的活动。情况越来越糟了。观察证据是压倒性的。全球所有最热的年份都是近几年。我们看到天气在变化。我们看到更严重的洪水和干旱。海平面正在加速上升。世界范围内的冰盖和冰川正在缩小。气候变化将变得越来越严重，除非吸热气体和颗粒物的排放迅速和大幅度减少。关于未来气候最大的未知是人类的行为。一切都取决于人类现在的行为。我们掌握着控制我们子孙气候的恒温器。2015 年，世界各国在巴黎就可以安全地允许多少变暖达成一致。巴黎的目标是受到科学的启发。科学研究表明，要实现这一目标，必须大幅度、迅速地减少排放。我们不能蒙混过关。犹豫不决和拖延导致灾难。与应对未经缓解的气候变化将造成的损害相比，减轻气候变化的破坏是廉价的。想听个例子吗？对气候变化无所作为意味着海平面将变得如此之高，沿海城市最终必须被废弃。是我们造成了这个问题。我们能解决的。民意调查显示，大多数美国人希望采取强有力的行动来限制气候变化。推动清洁能源的力量是强大的。市场开始反对化石燃料。太阳能和风能的价格正在下降。他们已经可以在没有补贴的情况下竞争。汽车电气化进展迅速。清洁能源提供就业和经济增长。进步和繁荣不需要排放吸热气体。伯克希尔和 Warren Buffett 理所当然地受到全世界的钦佩和尊敬。帮助世界应对气候变化应该是其遗产的重要组成部分。为了我们的子孙后代。谢谢你。（掌声）

巴菲特：谢谢。我相信还有一个演讲者。

David Titley：谢谢你，先生。我是 David Titley，退役海军少将前海洋学家，现在是宾夕法尼亚州立大学的实践教授。自 2000 年 12 月以来，我一直是伯克希尔的股东。谢谢你，先生，谢谢你对这次行动的领导。当我驻扎在五角大楼时，我有幸直接为五角大楼首席战略规划师 Andrew Marshall 先生工作。他教我如何思考风险，尤其是那些看似遥远或可能性很低但影响很大的风险，例如大规模杀伤性武器。气候变化是一条肥尾，正在出现风险。这对人们和我们来说都是一种风险。当这种风险得不到管理时，我们就有了安全问题。叙利亚就是一个例子。气候是导致悲剧结果的一长串事件中的一个环节。非气候事件，如伊拉克战争后 100 多万难民涌入叙利亚城市，给叙利亚的治理带来了压力。然后，大约十年前，一场异常严重的干旱和高温，与气候变化的信心高度联系在一起，摧毁了叙利亚的农业。现在，你们有数百万绝望的人，一无所有是极端分子的滋生地。叙利亚就是一个例子，说明了为什么在安全界，我们说气候变化加速了不稳定的风险。它会让糟糕的地方变得更糟更糟。高级军官知道，你必须尽可能应对风险并采取预防措施，以免为时已晚。美国国防部了解气候变化的风险。多年来，它一直在悄悄地适应不断变化的气候。据说 Winston Churchill 说过："美国人总是可以在用尽所有其他可能性后做

正确的事情。”但我们会获胜。先生，你可以帮忙。这是我的问题。政府和商界领袖正在做些什么来稳定气候？我们应该减少而不是接受不受控制的气候变化的风险，因为冰不在乎哪个政党控制白宫或国会。它就这样融化了。

非常感谢。(掌声)

Frank LaMere：我是 Frank LaMere，来自内布拉斯加州温尼贝戈部落的熊族。正是这个大陆的土著人民首先将我们生活和成长的土地神圣化，他们祈祷和请愿，要求允许我们生活，并为子孙后代提供一条道路。作为对造物主给予的祝福的交换，我们的祖先同意成为土地的好管家。为我们提供食物的地球母亲的管理现在已经改变了。但是盟约是不变的。不要搞错了。如果我们继续不尊重我们的地球母亲，那些给予我们的东西，丰饶的收成，免受恶劣天气影响的保护，以及优质清洁的水，肯定会被夺走。这已经被预言了。圣诞节前夕，我儿子从 StandingRock 来看望我们一个小时。我和他妈妈都很担心他。“那里怎么样？你为什么去？”我问道。他说：“这很危险，爸爸。但必须有人保护我们的水。”我点点头说：“啊！太好了。”他是一个水保护者。我站在他的肩膀上。Mni wiconi。保护者宣称水就是生命。考虑到这一点，我被告知，这条从 StandingRock 向南流动并从这里步行不远的水道将被达科他州输油管道的任何形式的裂缝所污染。我的直觉和我的年龄告诉我，这将发生。数百万人会中毒。我进一步被告知，这个集体机构持有该石油公司 15% 的股份，该公司是达科他州输油管道公司 25% 的股东。我想请你放弃这项投资，今天与地球母亲站在一起。我是 Winnebago 印第安人。当我们无处可去时，密苏里河把我们带到了这里。我们现在和地球母亲站在一起，就像她和我们站在一起一样。想想看。Mni wiconi 水就是生命。Pinagigi。非常感谢。(掌声)

Richard Miller：尊敬的巴菲特董事长、董事会成员和股东们。我是 Richard Miller。我是克雷顿大学哲学神学和可持续发展研究的副教授。我就气候危机引发的伦理问题进行写作和教学。作为对撤资决议投反对票的理由，**董事会坚持认为，伯克希尔不应基于复杂的社会和道德问题限制其潜在投资范围，遵守州和联邦法律足以履行您的义务。**科学界不仅对气候变化的现实和危险达成了压倒性的共识，而且所有主要的伦理学理论也达成了压倒性共识，认为利用增加利润作为伤害他人的理由在道德上是不合理的。通过继续投资并促进化石燃料的开采、加工和燃烧，伯克希尔正在伤害世界各地的人们，并创造威胁子孙后代的条件。虽然一个人利用增加的利润作为伤害他人的理由在道德上是不合理的，但是一个人也不能通过诉诸于道德的复杂性来选择不考虑道德因素。当你伤害别人的时候，尤其是在这种程度上，没有中立的空间。你也不能简单地诉诸伯克希尔公司遵守州和联邦法律

的事实，因为这些法律本身就是不道德的，因为它们允许美国侵犯世界各地人民的人权，并导致年轻人面临灾难性的未来。在适当的时候，伦理学理论中的共识将对普通人来说是不言而喻的，就像奴隶制作为一种罪恶在今天是不言而喻的一样。事实上，随着越来越多的机构剥离化石燃料资产，人们对投资化石燃料不道德行为的认识正迅速加深。巴菲特先生，你正站在一个道德的纸牌屋上。它倒塌只是时间问题。就像聚集在这里的成千上万的人和直播中的数百万人一样，我钦佩你取得的巨大成就。但我担心，如果你们不尽快改弦更张，历史将不会友好地评判你们。打扰了。(掌声)

巴菲特：好的。谢谢你。该动议现在可以付诸实施了。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在动议上标记选票，并将选票交给过道中的会议官员之一。Amick 小姐，当你准备好了，你可以报告了。

Becki Amick：我的报告准备好了。委托书持有人对上周五下午收到的委托书的投票结果是，7,784 票赞成，594,044 票反对该动议。由于反对议案的票数超过所有投票的 A 类及 B 类股份的多数，以及所有尚未投出的票数，因此议案未能通过。特拉华州法律要求的确切票数的证明将交给秘书，与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amick 小姐。提议失败了。Scott 先生，你有动议吗？

Walter Scott：我提议休会。

巴菲特：有人同意吗？(我附议)。休会的动议已经提出，并得到了附议。我们将通过声音投票。如果没有任何讨论，所有赞成的人说“同意”。反对者说“不”。(声音：赞成)。会议休会。



巴菲特：美国的未来 2017

我有一个好消息。首先，大多数美国孩子的生活将远远好于他们的父母。其次，美国人生活水平的大幅提高将持续很多代人。

几年前，人们普遍同意我的乐观态度。然而今天，民意调查人员发现，大多数美国人对自己子女的未来感到悲观。政客、商界领袖和媒体不断告诉我们，我们的经济机器正在瘫痪。他们的证据是：近年来，GDP 增长率仅为 2% 左右。

在我们为这个数字流泪之前，让我们先做一点数学计算，认识到人均 GDP 才是最重要的。比如，如果美国人口每年增长 3%，而 GDP 只增长 2%，那么我们的孩子的前景的确会很暗淡。

但事实并非如此。我们可以确信，出生人数减去死亡人数后，美国人口的年增长率不会超过 0.5%。移民则更难预测。我认为每年 100 万人是一个合理的估计，每年涌入的人口将增加人口增长的 0.3%。因此，总的来说，你可以预期美国人口每年增长约 0.8%。根据这一假设，2% 的实际 GDP 增长(即不包括通货膨胀带来的名义增长)将使人均 GDP 每年增长 1.2%。

这种增长速度无疑听起来微不足道。但随着时间的推移，它将创造奇迹。在 25 年内，也就是一代人的时间里，1.2% 的年增长率将我们目前 5.9 万美元的人均 GDP 提高到 7.9 万美元。这 2 万美元的增长保证了我们的孩子过上更好的生活。

值得注意的是，在美国，这样的增长并不稀奇，尽管它将会很壮观。看看我一生中发生的事情就知道了。我出生于 1930 年，当时美国财富的象征是老约翰洛克菲勒(John D. Rockefeller Sr.)。今天，我的中上层邻居在旅游、娱乐、医疗和教育方面享有洛克菲勒和他的家人根本无法享有的选择。老约翰拥有巨额财富，却买不到我们现在认为理所当然的快乐和便利。

有两个词可以解释这一奇迹：创新和生产力。相反，如果今天的美国人以 1776 年相同的方式做事，我们将过着与先辈们同样的生活。要想重现早年的生活，就必须让今天 80% 左右的工人在农场工作，仅仅是为了提供我们所需的粮食和棉花。那么，为什么只需要今天 2% 的工人就能完成这项工作呢？这要归功于那些为我们带来拖拉机、播种机、轧棉机、联合收割机、化肥、灌溉和其他一系列生产力提高的人们。

当然，所有这些好消息都有一个重要的抵消：在我们 241 年的时间里，我所描述的社会进步已经扰乱并取代

了我们国家几乎所有的劳动力。如果我们能够预见到这种程度的变迁(但显然我们没有预见到),那么工人们肯定会形成强烈的反对意见,从而可能导致创新的失败。美国人会问,这些失业的农民怎么可能找到工作?

我们今天知道,农业生产率的惊人提高是一件好事。它们解放了全国近 80%的劳动力,使他们能够将精力重新部署到改变了我们生活方式的新兴产业中。你可以将这些进步描述为生产力的提高或颠覆。无论用什么标签,它们都解释了为什么我们现在的人均 GDP 达到惊人的 5.9 万美元。

这场创造经济奇迹的游戏还处于初期阶段。未来,美国人将受益于更多更好的"东西"。我们面临的挑战将是如何让这些财富为被颠覆者和颠覆者带来更美好的生活。在这个问题上,许多美国人有理由感到担忧。

让我们再回想一下 1930 年。想象一下,当时有人预测,在我有生之年,实际人均 GDP 将增长 6 倍。我的父母一定会立即认为这种增长是不可能的。不过,如果他们能够想象到这一事实的发生,他们也会同时预测到接近普遍繁荣的景象。

相反,接下来几十年的另一项发明,福布斯 400 指数,却描绘了一幅截然不同的图景。从 1982 年首次计算到今天,福布斯 400 强的财富增长了 29 倍,从 930 亿美元增至 2.7 万亿美元,而数百万勤劳的民众却仍被困在经济的"跑步机"上。在此期间,财富的海啸并没有蔓延开来,而是急速向上涌动。

1776 年,美国将市场经济、法治和机会平等结合起来,开始释放人类潜能。这一基础是一项天才之举,仅用 241 年时间就将我们最初的村庄和草原转化为 96 万亿美元的财富。

然而,市场经济体系也让许多人无望地落在后面,尤其是当它变得越来越专业化的时候。这些破坏性的副作用是可以改善的:一个富裕的家庭会照顾所有的孩子,而不仅仅是那些拥有市场所看重的才能的孩子。

在未来几年的发展中,我毫不怀疑,美国既能让许多人致富,也能让所有人过上体面的生活。我们决不会满足于。美国的好日子还在前头。

沃伦巴菲特

巴菲特致股东的信 2017

2018 年 2 月 24 日 BRK: \$246382-297600

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东：

2017 年伯克希尔的账面价值增长了 653 亿美元，A/B 股每股账面价值增长 23%(标普 21.8%)。自现任管理层接手的 53 年来，每股账面价值已从 19 美元增至 211750 美元，年均复合增长率约为 19.1%。

像这样的开篇已经是伯克希尔财报 30 年来的惯例了，但是 2017 年其实与往年大有不同：我们很大一部分收益都不是来自伯克希尔自身的运营。尽管如此，650 亿美元的收益是实实在在的，这一点大可放心，但只有 360 亿美元来自伯克希尔的运营。其余的 290 亿美元是国会去年 12 月重修美国税法所赐。

在陈述这些重要的财务事实之后，按惯例我应该立即开始讨论伯克希尔的运营情况。但是，我必须再引入一段插曲，向各位介绍一个 GAAP 会计准则新变化，这个变化将严重扭曲伯克希尔未来的季度和年度净收益数字，并常常误导评论家和投资者。

新准则规定，我们所持有股票的未实现投资损益的净变动，都必须被纳入到我们向各位报告的全部净收益数字中。按这一要求，我们基于 GAAP 报表最后一栏的净收益数字将会出现一些真正变化巨大且无常的波动。伯克希尔持有 1700 亿美元的按市值计价的股票(不含卡夫亨氏的持股)，这些持股的市值在一个季度报告期中，极易出现 100 亿美元以上的波动。在最终报告的净收益数字中，包含如此幅度的波动，将会模糊我们真正重要的经营性收益数字。出于分析的目的，伯克希尔最终报告的净收益数字将变得毫无意义。

新准则还加剧了我们长期以来关于报告收益的解释问题，因为 GAAP 要求一直要求我们必须将已实现的投资损益计入报告收益，而在过去的季报和年报中，我们一再告诫大家不要过度关注这些已实现投资损益，因为它们其实和未实现投资损益一样，都是随机波动的。

这在很大程度上是因为，我们只在明智的时候才会出售股票，而不是试图以任何方式去影响当期收益。因此，当我们的投资组合的整体表现不佳(或极好)的一段时期内，我们有时却实现了大量投资收益。

关于未实现资本损益的新的准则，加剧了适用于已实现投资损益的现有准则所造成的业绩扭曲，所以，我们将在每个季度不厌其烦地进行解释你所需做出的调整，以便理解报告数字的真正意义。但电视财经节目对收益的评论往往都是报告的即时收益，而报纸头条几乎只关注 GAAP 收益的同比变化。因此，媒体报道有时会过度强调

那些能够抓住受众眼球的数字，而这些数字会不必要引起他们的恐慌或激励。

为了缓解这一问题，我们会一直坚持在周五晚间收盘以后或周六早晨发布财报。这样就可以让大家有尽可能多的时间来进行分析，让投资专家们有机会在周一开盘前发表深入的分析。尽管如此，我预计对于会计像是一门外语的股东来说，仍会有相当大的困惑。

在伯克希尔，最重要的是我们的经营性每股盈利能力的提高，这是我和我的长期合伙人查理·芒格一直以来最为关注的衡量指标，我希望你也能如此。我们在 2017 年的具体表现如下。

收购

伯克希尔增加内在价值的四大要素：(1)大规模独立收购；(2)与我们现有业务相匹配的补强型收购(bolt-on)；(3)在我们众多不同业务内部的销售和利润率增长；(4)我们庞大的股票和债券投资组合所产生的投资收益。在本节中，我们将回顾 2017 年的并购活动。

在寻找新的独立的业务时，我们寻求的关键品质包括：持久的竞争优势；有能力的高水准管理层；运营所需净有形资产的优秀回报率；以良好的回报率实现内部成长的机会；以及最后一点，合理的收购价格。

事实证明，对于我们复盘的 2017 年几乎所有的并购交易来说，最后一项要求都是一个障碍。因为那些价格体面但远非惊艳的业务，其并购价格都创下了历史新高。事实上，对于那些乐观的收购者而言，价格似乎已经无关紧要。

为什么会出现如此疯狂的收购热潮？在一定程度上，这是 CEO 这样一种职位自身的特性使然，因为只有那些“敢干”的人才能上位。如果华尔街分析师和董事会敦促该品牌的 CEO 考虑可能的并购交易，这就有点像告诉成长中的青少年一定要有正常的性生活一样。

一旦 CEO 渴望达成交易，他/她将永远不会缺乏证明其收购合理性的预测报告。下属们想到伴随企业规模的扩大，自己管理范围和薪酬水平将得到提高，自然欢呼雀跃。嗅到了巨额服务费用的投资银行家也将为此鼓掌，(永远不要问理发师是否需要理发)。如果收购对象的历史表现并不能证明是一个好的收购的对象，那么将预测会产生巨大的“协同效应”。总之，预测表格永远不会让人失望。

2017 年，大量极低成本债务进一步推高并购的热情。毕竟，如果以债务融资进行收购，那么即使是高价收购，通常也会提高每股收益。相比之下，在伯克希尔我们在完全股权的基础上来评估收购，因为我们对整体债务

的偏好非常低，而将大部分债务负担转移给任何一个具体业务的做法，通常都是错误的(除了某些例外，比如 Clayton 贷款投资组合债务，或者我们受监管公用事业业务以固定资产担保的债务)。同时，我们也从未考虑、也几乎没有见过所谓的"协同效应"。

多年来，虽然我们对杠杆的厌恶抑制了我们的回报率，但这让查理和我晚上睡得更踏实。我们都认为，为了获得你不需要的东西，而拿你已经拥有的和真正需要的东西去冒险，那简直是疯了。50 年前，当我们以信任自己的亲朋好友为基础，各自建立自己的投资合伙公司时，秉持的就都是这同样的理念。在伯克希尔已经拥有了上百万的"合伙人"的今天，这份理念一如当初。

尽管我们近期遭遇了"并购荒"，但查理和我都相信，伯克希尔总是不时有机会进行大规模收购。与此同时，我们将继续坚持我们简单的指导方针：其他人的交易越是轻率，我们的交易就越是谨慎。

去年我们还是进行了一笔非常明智的独立收购，即收购了 Pilot Flying J(PFJ)的 38.6%的合伙权益。这家公司的年销售额约 200 亿美元，是全美领先的卡车休息中心运营商。Pilot 一直由非凡的 Haslam 家族管理。60 年前 Big Jim Haslam 靠着一个加油站和一腔梦想奠定了起点，现在他的儿子 Jimmy 在覆盖北美 750 处地点管理着 2.7 万名员工。伯克希尔与 Pilot 已经达成协议，2023 年将其拥有的 PFJ 合伙权益提高到 80%。到那时，Haslam 家族将拥有余下的 20%，伯克希尔非常高兴成为他们的合伙人。当你在州际公路上自驾，欢迎顺道来看看，PFJ 既销售汽柴油燃料，也提供美味的食物。如果驾车一天，记得我们房间里还有 5200 个淋浴点。

现在让我转到补强型收购。其中一些交易的规模较小，我不会详细说明。下面是一些规模较大的收购交易，从 2016 年底到 2018 年初陆续完成。

1，克莱顿之家(ClaytonHomes)在 2017 年收购了两家传统住宅建筑商，这一动作让我们在三年前才开始涉足的领域的业务规模又增加了一倍多。拥有了这两个新增业务，即科罗拉多的 OakwoodHomes 和伯明翰的 HarrisDoyle，我预计我们 2018 年的现场建造营收规模将超过 10 亿美元。尽管如此，Clayton 的业务重点依然是预制装配式房屋，包括制造业务和融资业务。2017 年，Clayton 通过自己的零售渠道售出了 19168 幢住宅，并向其他独立零售商批发出了 26706 幢。总的来说，Clayton 去年在预制住宅的市场份额已经达到了 49%。这样一个领先的份额大约是紧随其后竞争对手的三倍。要知道，2003 年 Clayton 最初加入伯克希尔时的市场份额不过只有 13%。Clayton Homes 和 PFJ 都位于 Knoxville，在那里 Clayton 家族和 Haslam 家族维持着长期的友谊。正

是 Kevin Clayton 向 Haslam 家族介绍了加入伯克希尔的种种优势，以及他对 Haslam 家族的赞扬帮助促成了 PFJ 收购交易。

2，在 2016 年底，我们的地板业务子公司 Shaw Industries 收购了快速成长的高端乙烯基地板经销商 USF (U.S.Floors)。USF 的两位经理人 Piet Dossche 和 Philippe Erramuzpe 迅速脱颖而出，公司 2017 年的销售额增长了 40%，在此期间，他们的业务被完美整合到 Shaw 业务之中。显然，我们在 USF 的交易中获得了优质的商业资产和人力资产。Shaw 的 CEO-Vance Bell 发起并参与谈判完成了收购，使得 Shaw 在 2017 年销售额增至 57 亿美元，员工数增至 2.2 万人。凭借着对 USF 的收购，Shaw 大大强化了其作为伯克希尔一个重要而持久的盈利来源的地位。

3，我已经不止一次对你们谈到过我们持续增长的房地产经纪子公司 HomeServices。2000 年当我们收购中美能源(现名伯克希尔能源 BHE)的控股权时获得了这一业务。中美能源当时的主要活动主要集中在公用电力事业领域，我最初很少关注家庭服务公司。但该公司经纪人逐年增加，到 2016 年底，家庭服务公司已经成了全美第二大经纪公司，尽管仍远远落后于行业第一的 Realty 公司。然而，2017 年家庭服务公司实现了爆炸性增长。我们收购了行业第三的 Long & Foster 公司，排名第十二的 Houlihan Lawrence 公司和 Gloria Nilson 公司。通过这些收购我们增加了 1.23 万名经纪人，使得我们经纪人总数达到了 40950 人。家庭服务公司 2017 年完成了“双边”价值 1270 亿美元的房屋交易(包括 3 家新收购公司)，现在在住宅销售额方面已经有了挑战全美第一地位的本钱。这里需要做一个解释，每一笔交易都有所谓的“双边”，如果我们在一笔交易中，既代表买家也代表卖家，则交易的账面价值会被计算两次。尽管进行了近期的这些收购，但公司在 2018 年的房屋经纪业务中预计只占全美市场份额的 3%，还有 97% 等待去拓展。在价格合理的前提下，我们将继续扩大经纪人队伍，他们是这个业务的根基。

4，最后是通过收购壮大起来的精密机件公司(Precision Castparts Corp)，收购了德国耐腐蚀配件、管道系统和零部件制造商威廉舒尔茨公司(Wilhelm Schulz GmbH)。在这里请允许我跳过该业务并做一点解释。我对制造业务的理解，不如我对房地产经纪、住宅建筑以及卡车停靠中心业务的理解。幸运的是，我在此刻不需要具备这样的专业知识，因为 PCC 的 CEO-Mark Donegan 是一位非凡的制造业管理人才，在他专业范围内的所有生意，他都能处理得井井有条。**有时在人身上下注，要比在实物资产上下注更靠谱。**

接下来，我们将转向公司的经营性业务，先从财产意外险业务(P/C)开始，这是一项我非常了解的业务，也是

过去 51 年来推动伯克希尔增长的引擎。

保险业务

在开始讨论 2017 年的保险业绩之前，我首先还是要向大家解释一下我们是如何以及为什么要进入这一行业的。1967 年我们以 860 万美元收购了国民保险公司和一家较小的姊妹公司。通过收购我们获得了 670 万美元净有形资产，按照保险业务的特性，我们得以将这些资产投入到有价证券中，并非常容易的把这个投资组合重新配置为伯克希尔原来持有的证券。本质上说，我们以美元换美元的方式，将交易成本转换为保险净值。

至于伯克希尔支付的超过账面价值的 190 万美元溢价，则为我们换来了一个通常产生承保收益的保险业务。更加重要的是，保险业务附带了 1940 万美元的"浮存金"，这些资金属于他人，但由我们的两家保险公司持有。

从那时以后，浮存金对于伯克希尔来说一直极为重要。当我们使用浮存金进行投资，所有股息、利息和资本利得都归伯克希尔所有。(当然，若是我们遭遇了投资损失，也一样由我们自己承担。)

财产意外险的浮存金主要通过以下几个方式获得：(1)保费通常都是先付给公司，而损失发生在保修期内，通常是六个月到一年；(2)尽管一些损失比如汽车修理很快得到理赔，但其他损失比如石棉损害，则可能需要多年后才被发现，而要进行评估和确定赔付金额，则需要更长的时间；(3)有些理赔周期会长达数十年，比如工人赔偿保险人遭受到永久性伤害后需要昂贵的终生护理。

通常浮存金跟随保费规模的增长而增长。此外，某些财产意外险公司专门从事医疗事故或产品责任等业务，这些业务的行业术语被称为"长尾"业务，其获得的浮存金规模远远超过汽车和房产保险业务，后者要求保险公司当即赔付索赔人所需的维修费用。

多年来，伯克希尔一直是长尾业务的领导者。特别是我们专门从事的大型再保险业务，即承担其他财产意外险公司已经发生的长尾损失。由于我们专注于此类业务，伯克希尔的浮存金增长一直极为可观。以保费收入衡量，我们目前是全美第二大财产意外险公司，而且是浮存金规模最大的保险公司。

百万美元	保费收入	期末浮存金
1970	39	39
1980	185	237
1990	582	1632
2000	19343	27871
2010	60749	65832
2011		70571

2012		73125
2013		77240
2014		83921
2015		87722
2016		91577
2017	60597	114500

我们 2017 年的保费收入因一笔交易而大幅度增加，这笔交易中，我们为美国国际集团(AIG)最高 200 亿美元的长尾损失提供再保险。这笔交易的保费收入为 102 亿美元，创下了世界纪录，我们不可能再打破这个记录了。因此，2018 年保费收入将会有所下降。

至少未来几年内，浮存金可能会继续缓慢增长。当浮存金最终出现下滑时，其幅度将非常有限，在任何一年最多下滑 3%左右。与银行存款或包含退保选择权的人寿保险不同，财产意外险的浮存金不能被提取。这意味着，**即使在金融危机期间，财产意外险也不会遭遇大规模"挤兑"，这是伯克希尔纳入投资决策之中最重要的特质。**

查理和我永远不会以一种依靠陌生人善意的方式来运营伯克希尔，甚至是那些自身也可能面临流动性问题的朋友的善意。2008-2009 年金融危机期间，我们喜欢持有大量的短期国债，以确保我们不必依靠银行信用额度或者商业票据之类的融资来源。我们有意构建的伯克希尔，能够轻松渡过各种经济困难时期，包括市场长期关闭的极端局面。

浮存金的不利一面在于它伴随着风险，有时甚至是巨大的风险。保险业中看似确定的东西可能会有万一。比如著名的劳合社保险市场，他们在长达三个世纪里取得了不错的业绩，然而在 1980 年代，一些长尾保险业务出现了巨大的潜在问题，并一度威胁到其传奇的运营。(我必须补充一句，他们现在已经完全恢复了)。

伯克希尔的保险经理人们都是非常保守谨慎的承保人，他们的经营文化长期以来一直优先考虑这些品质。这种自律的行为在大多数年份都实现了承保盈利，在这种情况下，我们的浮存金成本低于零。事实上，我们过去因为持有前面表格所列出的巨额浮存金而获得了报酬。

不过，我必须警告大家的是，我们近些年一直运气很好，整个行业一直没有遭遇大型灾难并不是一个新的常态。去年 9 月三次飓风袭击了得克萨斯州、佛罗里达州和波多黎各州证实了这一点。

我目前预测，飓风带来的保险损失约 1000 亿美元左右。不过这个数据可能远远不够。绝大多数特大灾难的模型的最初损失估计值都相对较低。正如知名分析师 V.J.Dowling 指出的那样，保险公司的损失储备金如同自评考试。无知、一厢情愿、甚至有时是彻头彻尾的欺诈，都可能在一段时期内提供保险财务状况不准确的数据。

我们目前预测，伯克希尔在三场飓风中的损失约为 30 亿美元(税后约为 20 亿美元)。如果这个估计和我对行业 1000 亿美元的损失估计都接近准确数字，伯克希尔在保险行业损失所占的份额大约是 3%。我认为这一比例也是我们合理预期伯克希尔在美国未来大型巨灾的损失比例。

值得注意的是，三次飓风造成的 20 亿美元的净损失，让伯克希尔 GAAP 会计准则下的账面价值减少了不到 1%。在再保险行业中，许多公司账面价值减少了 7-15%不等。对他们的伤害可能会更糟：如果 Irma 飓风横穿佛罗里达再向东延伸一点，可能会再带来 1000 亿美元的保险损失。

我们认为，美国巨灾每年造成 4000 亿美元甚至更多保险损失的概率约为 2%。当然，没有人知道正确的概率。但我们知道的是，易受灾地区的建筑物数量和价值都在增长，因此随着时间的推移，风险也在增加。

没有一家企业能够像伯克希尔一样为 4000 亿美元的巨灾损失做好财务准备。我们在此类巨灾损失中将承担约 120 亿美元左右，这远低于我们对公司每年从非保险业务中获得的预期收益。而此时，许多(也许是大部分)财险意外险公司将会破产。我们无与伦比的财务实力解释了，为什么其他财产意外险公司选择到伯克希尔(而且只能是伯克希尔)购买大额再保险，以应对遥远的未来自己可能不得不支付的大额赔偿。

2017 年之前，伯克希尔保险业务已连续 14 年实现承保盈利，累计税前收益为 283 亿美元。我经常告诉你们，我预计伯克希尔保险业务将在大多数年份将实现承保盈利，但也会不时遭遇亏损。我的警告在 2017 成为事实，我们因承保损失录得税前亏损 32 亿美元。

有关我们各类保险业务的诸多额外信息包含在年报 10-K 中。我在这里唯一要补充的一点是，你们拥有一批杰出的经理人，在我们的各类保险业务中为你们工作。这是一个没有商业机密、专利或地理优势的业务，最重要优势就是头脑和资本。我们各个保险公司的经理们提供了头脑，伯克希尔提供了资金。

多年来，这封信一直在描述伯克希尔旗下诸多业务的经营状况。这种讨论以及重复或者部分重复年报 10-K 中包含的信息。因此，今年我将向你们简要介绍我们数十家非保险业务的情况。详细信息参见 10-K 文件。

不包括投资收入，我们旗下非保险业务作为一个整体在 2017 年实现了 200 亿美元税前收益，比 2016 年增加 9.5 亿美元。2017 年约 44%收益来自于两家子公司：BNSF 铁路和 BHE 能源(我们持股 90.2%)。

在伯克希尔一长串子公司中，接下来按收益排名的 5 家非保险业务为：克莱顿之家(ClaytonHomes)、国际金属加工公司(International Metalworking Companies)、路博润(Lubrizol)、Marmon 和 Precision Castparts，

2017 年的税前收益为 55 亿美元，而 2016 年为 54 亿美元。接下来的 5 家公司为：森林之河 Forest River、Johns Manville、MiTek、Shaw 和 TTI，2017 年的税前收益为 21 亿美元，高于 2016 年的 17 亿美元。其他剩余的许多公司的税前收益合计为 37 亿美元，而 2016 年为 35 亿美元。

所有这些非保险业务的折旧费用合计为 76 亿美元，资本支出为 115 亿美元。伯克希尔一直在寻找扩大业务的途径，资本支出经常超过折旧费用。我们近 90%的投资都在美国进行，美国的经济土壤依旧肥沃。

摊销费用为 13 亿美元。我相信在很大程度上该项支出不是真正的经济成本。部分抵消这个好消息的是 BNSF 铁路(像所有的其他铁路公司一样)计入报表的折旧费用远远低于维持铁路一流状态所需的正常成本。

伯克希尔的目标是大幅增加非保险集团的收益。为实现这一目标，该公司需要进行一次或多次大规模并购。

伯克希尔有资源实现这一目标。截至 2017 年底，伯克希尔持有的现金和美国国债(平均到期期限为 88 天)为 1160 亿美元，高于 2016 年底的 864 亿美元。这种回报微薄的非同寻常的流动性，远远超出查理和我所期望的水平。当我们把伯克希尔冗余资本重新配置到更具生产力的资产中时，我们才会笑得更加开心。

投资业务

下表我们列出了截至 2017 年末市值最大的 15 只普通股投资。由于我们是卡夫亨氏(KraftHeinz)控股股东之一，所以采用"权益法"进行核算并未列入。目前，伯克希尔持有卡夫亨氏公司 325,442,152 股股票，在我们资产负债表上按 GAAP 会计准则以 176 亿美元入账，年末市值为 253 亿美元，而我们的成本为 98 亿美元。

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
482,544,468	富国银行-微减	9.9%	11,837	29,276
166,713,209	苹果 Apple-增持	3.3%	20,961	28,213
700,000,000	美国银行-新进	6.8%	5,007	20,664
400,000,000	可口可乐	9.4%	1,299	18,352
151,610,700	美国运通	17.6%	1,287	15,056
74,587,892	Phillips 66	14.9%	5,841	7,545
103,855,045	美国合众银行 US Bancorp-增持	6.3%	3,343	5,565
24,669,778	穆迪 Moody's	12.9%	248	3,642
53,110,395	达美航空 Delta-减持	7.4%	2,219	2,974
11,390,582	高盛	3.0%	654	2,902
47,659,456	西南航空 Southwest-增持	8.1%	1,997	3,119
53,307,534	纽约梅隆银行 Mellon-新进	5.3%	2,230	2,871
6,789,054	特许通讯公司 Charter	2.8%	1,210	2,281
225,000,000	比亚迪 BYD	8.2%	232	1,961
44,527,147	通用汽车 GM-加仓	3.2%	1,343	1,825

	其他		14,968	24,294
	股票投资合计		74,676	170,540
	Kraft Heinz 卡夫亨氏- 控股		9,800	25,321
	Sanofi 赛诺菲- 减持			1,800
	USG 美国石膏板			1,504
(拜耳并购套利)	MOSANTO 孟山都- 加仓			1,367
	Liberty Media 自由媒体			1,368
	AAL 美国航空- 加仓			1,314
	DaVita 达维塔保健			1,338
	Visa 维萨卡			1,167
	M&T 银行		103	920
	VeriSign 数字证书			905
	Synchrony 消费金融- 新进			803
	Costco 开市客			807
	Axalta 涂料系统			755
	MasterCard 万事达			747
	SiriusXM 卫星广播			739
	Torchmark 托马科金融			576
	RBI 汉堡王			519
	TEVA 制药-以色列- 新进			358
	Verisk 数据			150
微亏	IBM- 近清仓			
13%	GE 通用电气- 清仓			
63%	WABCO 威伯科- 清仓			
46%	21 世纪福克斯 FOX- 清仓			

*此处为实际投资成本，也是计税依据，GAAP 成本在少数情况下因准则要求的减记和增记而有所不同。

*不包括伯克希尔子公司养老金投资的持股。

表中的某些股票是由 ToddCombs 或 TedWeschler 负责的，他们跟我一起管理伯克希尔的投资。他们每人都独立于我之外管理着超过 120 亿美元的资金，而我通常会通过查阅月度投资组合摘要的方式来了解他们作出的投资决策。在两人管理的 250 亿美元资金中包括伯克希尔某些子公司的 80 多亿美元养老金信托资产。如前所述，养老金投资不包括在伯克希尔所持资产的表格之中。

查理和我将伯克希尔所拥有的可供出售普通股视为企业权益，而并不是基于技术分析、分析师目标价或媒体专家意见而进行买卖的股票代码。相反，我们只是相信，如果被投资方的业务是成功的(我们相信大多数都将如此)，那么我们的投资也将成功。有时我们获得的收益较少，偶尔收益巨大。有时我会犯一些代价高昂的错误。但总体来说，随着时间的推移，我们应该可以取得不错的结果。在美国，股票投资者是赶上了国运。

我们持有的股票可以被称作一个多样化的上市企业的"少数权益"，2017 年伯克希尔从我们的股票投资组合中

收到了 37 亿美元的股息，包含在我们报告的 GAAP 会计准则的收益数字中，以及我们季报和年报中"经营收益"的数字中。但是，股息数字远远低估了我们所持股票的"真实"收益。几十年来，我们一直在"股东商业原则"的第六条原则中指出，我们预计被投资股票的留存收益将通过后续资本收益的方式为我们带来至少等量的回报。

我们认列的资本损益将是波动不定的，尤其是我们将开始遵循新 GAAP 会计准则，要求我们在财报中持续认列未实现的投资损益。但我相信，随着时间的推移，被投资方保留的收益(被投资视为一整个群体)，将转化为伯克希尔相应的资本收益。

我刚刚描述的价值建立与留存收益之间的联系，在短期之内是不可能被发现的。股价的暴涨暴跌看似与其逐年上涨的潜在价值毫无联系。但随着时间的推移，本·格雷厄姆(Ben Graham)经常被引用的那句格言会被证明是正确的：**"短期来看，市场是台投票机；但从长期来看，市场就会变成称重机。"**

伯克希尔本身就提供了一些生动的例子，可以说明短期的股价随机波动如何掩盖价值的长期增长。在过去 53 年时间里，伯克希尔通过将收益再投资并让复利发挥其"魔力"的方式创造了价值。我们年复一年向前迈进。然而，伯克希尔的股价也曾遭遇过四次大幅下跌，以下就是血淋淋的细节：

时间段	最高	最低	跌幅
1973 年 3 月 - 1975 年 1 月	93	38	-59.1%
1987/10/2 - 1987/10/27	4250	2675	-37.1%
1998/6/19 - 2000/3/10	80900	41300	-48.9%
2008/9/19 - 2009/3/5	147000	72400	-50.7%

反对借钱来投资股票，这张表格提供了我能找到的最有力的证据。因为人们根本无法知道，股价在较短时间里会下跌多少。即使你的借款金额很小，而且你的持仓没有立即遭受暴跌股市的威胁，但令人惊恐的头条消息和让人无法呼吸的评论也可能会让你心神不宁。心绪不定的人无法作出良好的决策。

在接下来的 53 年里，伯克希尔的股票(以及其他股票)必将经历类似于表格中的下跌，而没人能告诉你这些事情什么时候会发生。"绿灯"可能会在任何时候不经"黄灯"直接变为"红灯"。但当大跌来临时，市场为那些没有债务缠身的人提供了非凡的投资机会。是时候想到吉卜林(Kipling)的这些诗句了：

《如果》
如果你能在所有人都失去理智的时候保持冷静……
如果你能耐心等待，而不急不躁……
如果你能审慎思考，而不走火入魔……
如果众人对你心存猜忌，你仍能自信如常，并体谅他们的猜忌……
那么，你的修为就会如天地般博大，并拥有了属于自己的世界。

十年赌约如期结束，并带来一堂意想不到的投资课

去年，我给了你们一份有关我在 2007 年 12 月 19 日作出的"十年赌约"的详细报告，当时这场对赌已经进行了 90%。现在，我已经有了最终的统计结果，从几个方面让我大开眼界。

我在之所以押下赌注原因有二：(1)利用杠杆将我 318,250 美元的花费变成一个不成比例的更大金额。如果情况如我所料，这笔钱将在 2018 年初分配给奥马哈的 Girls Inc；(2)宣传我的一个信念，也就是我的投资选择：投资一个非经管理的几无成本的标普 500 指数基金，随着时间的推移，将比大多数投资专家获得更好的结果，无论这些"帮手"是多么受人尊敬和高额业绩激励。

解决这个问题是极其重要的。美国投资者每年向投资顾问支付的费用惊人，而且往往会产生多层间接费用。总体而言，这些投资者的花费是否物有所值？投资者的花费实际上能获得什么回报吗？

与我对赌的 ProtégéPartners 选择了 5 只"基金中的基金"(FOF)，预计它们的表现将会超过标普 500 指数，这是一个不小的样本，因为这 5 只基金持有 200 多个对冲基金的权益。

作为一家熟谙华尔街的咨询公司，实际上 Protégé 挑选了 5 个投资专家，然后由他们来雇佣数以百计的其他投资专家，每人都管理着自己的对冲基金。这是一个精英团队，他们智力超群、情绪高昂、信心满满。

这 5 只 FOF 的基金经理还拥有更大的优势：他们可以(也确实这样做了)在这十年时间里重新安排自己的对冲基金投资组合，与新的投资"明星"一起投资，同时退出那些失去了自己"触觉"的基金经理所管理的对冲基金。

Protégé 一方的每一位参与者都受到高度激励：无论是 FOF 基金的基金经理，还是他们选择的对冲基金的基金经理，都大幅分享了投资收益，即使是那些仅仅因为市场整体上涨而获得的收益。(自我们接手对伯克希尔 43 年以来，标普 500 指数上涨年份大幅超过下跌年份。)

应该强调的是，这种业绩激励措施就像在一个巨大美味蛋糕上的糖霜：哪怕这些基金在这十年里为投资者亏了钱，它们的经理人也可以变得非常富有。之所以会发生这种事情，是因为 FOF 基金的投资者每年支付的固定管理费在平均占投资资产的比例达到了惊人的 2.5%，这些管理费一部分流向 5 个 FOF 基金的基金经理，剩余部分则流向 200 多个对冲基金的经理。

下表是这场赌约的最终结果：

年度	FOF 基金 A	FOF 基金 B	FOF 基金 C	FOF 基金 D	FOF 基金 E	标普指数基金
2008	-16.5	-22.3	-21.3	-29.3	-30.1	-37.0

2009	11.3	14.5	21.4	16.5	16.8	26.6
2010	5.9	6.8	13.3	4.9	11.9	15.1
2011	-6.3	-1.3	5.9	-6.3	-2.8	2.1
2012	3.4	9.6	5.7	6.2	9.1	16.0
2013	10.5	15.2	8.8	14.2	14.4	32.3
2014	4.7	4.0	18.9	0.7	-2.1	13.6
2015	1.6	2.5	5.4	1.4	-5.0	1.4
2016	-3.2	1.9	-1.7	2.5	4.4	11.9
2017	12.2	10.6	15.6	NA	18.0	21.8
累计	21.7	42.3	87.7	2.8	27.0	125.8
年化	2.0	3.6	6.5	0.3	2.4	8.5

注：根据我与 Protégé Partners 达成的协议，这些基金的名称从未公开披露。但我已经收到 Protégé 的年度审计报告。2016 年基金 ABC 的数据略有修正。基金 D 已在 2017 年清盘，该基金的年平均收益按其运营的九年计算得出的。

这 5 只 FOF 基金最初起步迅速，在 2008 年中全都跑赢了指数基金，但随后就急转直下。在其后九年里，FOF 基金整体表现每一年都落后于指数基金。

让我强调一下，在过去十年里，股市的行为没有任何异常之处。如果在 2007 年底对投资"专家"进行一次有关长期普通股预期回报率的统计调查，他们的预测很可能将接近于标普 500 指数 8.5% 的实际回报率。在那种环境之下，赚钱原本应该是件很容易的事情。事实上，华尔街的"帮手"们赚得盆满钵满。但是，这个群体变富的同时，他们的许多投资者却经历了"失落的十年"。绩效总是有起有落，但费用从未下降。

这场赌约还揭示了另一个重要的投资教训：尽管市场总体上是理性的，但偶尔也会作出疯狂的事情。抓住市场那时提供的投资机会并不需要很高的智商，经济学学位，或懂得 Alpha 和 Beta 等华尔街术语。投资者需要的是一种能力，既能无视乌合之众的恐惧或热情，又能专注于一些简单的基本面因素。另外，愿意在一段持续的时间里表现的毫无建树，甚至于看起来像个傻子，也是至关重要的。

最初 Protégé 和我都各自购买了 50 万美元面值的零息美国国债(有时被称作"资产剥离债券 strips")，来为我们 100 万美元最终奖金提供资金。这些债券让我们都花了 318,250 美元，也就是略低于面值的 64 折，其中 50 万美元将在 10 年内支付。顾名思义，我们购买的这种债券不支付利息，但(由于购买时的折价)如果持有至到期，年化回报率为 4.56%。我和 Protégé 最初计划只统计年度回报，并在 2017 年末债券到期时，向获胜者的慈善机构分发 100 万美元。然而，在我们购买后，债券市场发生了一些非常奇怪的事情。2012 年 11 月我们的债券价格(距离到期还有五年时间)涨到面值的 95.7%。按这个价格计算，他们到期的年化回报率不到 1%，确切的说是

0.88%。考虑到这个可怜的回报率，与美国股票相比，我们的债券已经成为一个愚蠢的投资。随着时间推移，反映美国企业巨大截面并按市值适当加权的标普 500 指数，每年的股东权益(净值)的年化回报率远超 10%。

2012 年 11 月，当我们考虑这一切时，标普 500 指数股息分红的年化回报率为 2.5%，为美国国债收益率的三倍。而股息的支付几乎肯定还会增长。此外，标普 500 指数的成分公司还有留存了巨额留存收益。这些企业使用他们的留存收益扩大业务，并频繁回购股票。随着时间的推移，这两种做法都将大幅提高每股收益。而且，自 1776 年以来，无论途中遭遇了什么危机，美国的经济都将继续向前发展。

2012 年末，由于债券和股票之间的估值极度错配，Protégé 和我决定卖出五年前购买的债券，并使用这些现金购买 11200 股伯克希尔 B 股。其结果是：奥马哈的慈善机构 Girls Inc 上个月收到了 2222279 美元的捐款，而不是最初期望的 100 万美元。需要强调的是，自 2012 年以来伯克希尔的股票表现并不出色。但是，并不需要靓丽的表现，因为伯克希尔的收益只需要击败债券 0.88% 的年化回报率，这远称不上一项巨大的成就。

债券投资转为伯克希尔股票的唯一风险在于，2017 年底恰逢异常疲软的股市。但是，Protégé 和我认为这样的可能性尽管存在但非常小。有两个因素决定了这一结论：伯克希尔在 2012 年底的估值合理，以及在赌约结束之前的 5 年中，伯克希尔几乎肯定会实现大量的资产积累。尽管如此，为了消除这一转变给慈善机构带来的所有风险，我同意如果 2017 年底出售这 11200 股伯克希尔 B 股不能带来至少 100 万美元的慈善捐助，我将弥补所有的差额。

"投资"是一种放弃今天的消费以换取明天更多的消费能力的活动。"风险"是指无法实现这一目标的可能性。

按照这个标准，2012 年所谓的无风险长期债券的投资风险要远高于长期投资于股票。即使 2012-2017 年间通货膨胀率仅仅为 1%，也会降低 Protégé 和我出售的债券的购买力。我想很快承认，在未来的任何一天，一周甚至一年里，股票的风险都将远远高于美国短期国债。然而，随着投资者投资期限的拉长，假设股票的购买价格是当时利率的合理倍数，多元化的美国股票投资组合的风险将逐渐低于债券。

对于具有长期视角的投资者而言(包括养老基金、大学捐赠基金和有储蓄意识的个人)，用投资组合中债券和股票的比例作为衡量其投资风险，将是一个可怕的错误。通常，投资组合中的高等级债券会增加其风险。

来自我们赌约的最后一个教训是：**坚持做出重大的、简单的投资决策，避免频繁交易**。在十年赌约期间，超过 200 名对冲基金经理几乎肯定做出了数以万计的买卖决策。毫无疑问，大多数基金经理都认真思考了资金的决

策，他们认为每一个决策都会被证明是有利的。在投资过程中，他们研究 10-K 表格，采访企业管理层，研读贸易期刊，并和华尔街分析师们进行讨论。与此同时，Protégé 和我在这十年只做了一个投资决定，既没有深入的研究和洞察力，也没有天才的智商。我们只是决定以超过 100 倍市盈率出售未来 5 年收益不会增加的债券投资(95.7 价格/0.88 回报率)。我们出售是为了将资金转移到伯克希尔单一的股票上来，而这家公司又拥有一批多元化的稳健业务组合。在留存收益的推动下，伯克希尔的年度价值增长不太可能低于 8%，即使我们要经历一个疲软的经济周期。经过一些幼儿园般的简单分析，Protégé 和我做出了改变并放松下来，我们坚信随着时间的推移，8%的收益绝对能够击败 0.88%很多。

年度股东大会

我们的年会将在 5 月 5 日举行，雅虎将再次网络直播，网址：<https://finance.yahoo.com/brklivestream>。网络直播将于美中时间上午 8:45 进行直播。雅虎还将在大会开始之前和午饭时间采访公司的董事、高管及各界知名人士。采访及会议将同时翻译为中文。我们与雅虎的合作关系始于 2016 年，股东们反应强烈。去年，雅虎的实时收视率增长了 72%达到约 310 万，而短视频播放次数达到 1710 万。

对于亲身参会的投资者们，CenturyLink 的大门将于周六早晨 7 点开放，以方便在我们的股东电影开播之前购物，股东电影将于 8:30 开始。而问答环节将于 9:15 开始，持续至下午 3:30，期间将进行 1 小时的午餐。最后，在下午 3:45，我们将开始正式的股东大会，通常进行 15-45 分钟。购物时间将在下午 4:30 结束。

在 5 月 4 日(周五)，伯克希尔在 CenturyLink 的展览将从中午开始开放至下午 5 点。我们在 2015 年增加了额外的购物时间，并且得到了许多购物者的喜欢。去年，在周五开放的五个小时中大约有 1.2 万人参与了购物活动。购物中心是毗邻会场的一个面积为 19.43 万平方英尺的大厅，来自数十个伯克希尔子公司的产品将会在购物展上出售。向许多伯克希尔的经理人们问好，他们将出现在展位前负责销售。还有一定要来看看我们非常棒的 BNSF 铁路布局图，向我们所有的公司致敬。

我们旗下的专业跑鞋公司布鲁克斯(Brooks)将再次为我们的股东大会提供一款特别纪念款跑鞋。购买一双后，你可以穿着他们在周日上午 8 点举行的第六次年度伯克希尔 5 公里赛跑活动。参与的详细信息将在参观指南中列出，并会发送至您的大会邀请函中。参赛者们会发现，他们将与许多伯克希尔的高管、董事及合伙人们并肩作战。参与 5 公里跑的人数正逐年增加，来一起帮助我们创造一个新的纪录吧。

GEICO 保险也将在购物中心设置一个展位，并将配备来自全美的顶级顾问人员。在去年的股东大会中，我们的保险销售量创出了纪录水平，较 2016 年增长了 43%。因此停下来问问价格吧。通常 GEICO 保险会给您一个股东折扣(通常为 8%)。我们可以为美国 51 个州中的 44 个州的消费者提供这种特殊折扣。(补充一点：如果您有资格享受另一个折扣，例如某些团体可以享受的折扣，那么折扣是不可叠加的)。带着你保单详细信息过来问问我们的价格，这可以为你们中的许多人省下不少钱，把省下的这些钱购买其它一些伯克希尔的产品。

请一定要去书虫书吧看看。这家奥马哈本地的图书零售商将带来超过 40 种图书及 DVD，这其中包括几本新书。伯克希尔的股东们都有一个图书销售员的梦想：几年前当我们的查理出版的《穷查理宝典》出现在购物大厅上，我们共售出了 3500 本。这本书单本重达 4.85 磅。做个算术题：我们的股东们那天在离开这栋建筑时带走了大约 8.5 吨芒格的智慧。

附在本报告内的委托书材料里，详细介绍了您可以如何获得参加本次会议和其他活动的所需凭证。请记住，飞往奥马哈的大多数航班都大幅提高了伯克希尔周末几日的机票价格。如果你从很远的地方来，请比较一下飞往堪萨斯城和奥马哈的费用。这两个城市之间的车程大概 2.5 小时，因此飞到堪萨斯城可以节省很多费用。一对夫妇节省的费用可以达到 1000 美元甚至更多。把节省下来的钱花在我们这里吧。

内布拉斯加州家具商场(NFM)，占地 77 英亩，位于 Dodge 和 Pacific 之间的 72 街上。我们将再次提供"伯克希尔周末"的折扣价。要获得 NFM 的伯克希尔折扣，您必须在 5 月 1 日周二至 5 月 7 日周一(含)购买，同时也必须出示您的会议凭证。去年，这家店当周的销量达到了惊人的 4460 万美元。实体销售在 NFM 仍然活跃。期间几家知名的家具制造商同样推出了折扣价。这些制造商通常都有严格的折扣规定，本着股东周末的精神，它们为您破例了。我们感谢它们的合作。在"伯克希尔周末"期间，NFM 的开放时间是周一至周六上午 10 点至晚上 9 点，周日上午 11 点至晚上 8 点。从周六下午 5 点半到 8 点，NFM 将举办一场野餐会，邀请大家参加。NFM 将再次向其堪萨斯城和达拉斯的分店提供伯克希尔股东折扣。从 5 月 1 日到 5 月 7 日，凡出示参加股东大会凭证或其他持有伯克希尔公司股权凭证(如代理声明)的股东，在这些门店购物将会享受与在奥马哈商店相同的折扣。

波仙珠宝店(Borsheims)将再次举办两个仅限于伯克希尔股东的活动。第一场是 5 月 4 日周五下午 6 点到 9 点的鸡尾酒会。第二场是大型售卖活动，将于 5 月 6 日周日上午 9 点至下午 4 点举行。周六波仙将一直营业到下午 6 点。记住，你买的越多，你省的就越多(我的女儿在我们去这家商店的时候是这么告诉我的)。整个周末都将会

有大量的人聚集在波仙。因此，为了您的方便，该商店提供股东价格的时间是从 4 月 30 日周一到 5 月 12 日周六。在此期间，请通过出示您的会议凭证或代理商声明来证明您拥有我们的股票，并确认您是股东。

周日下午，在波仙珠宝店的上层，我们邀请 Bob Hamman 和 Sharon Osberg 两位世界顶级的桥牌专家与我们股东们互动。如果他们建议您下注，那么请转变话题。阿吉特，查理，比尔盖茨和我也可能会顺便来看看。我的朋友 Ariel Hsing 周日也会来到商场里，在乒乓球比赛中迎战挑战者。我在 Ariel 九岁的时候(2005 年)就认识了她，即使这样，我也无法在她身上得分。Ariel 曾代表美国参加了 2012 年的奥运会。如果你不介意让自己难堪的话，那么从当天下午 1 点开始可以与她较量，试试你的乒乓球技艺。比尔盖茨去年表现很好，所以他可能会再次挑战她。(我的建议是：把宝押在 Ariel 身上)我将仅以顾问的身份参加。

Gates's 牛排馆将于 5 月 6 日周日专门为伯克希尔公司的股东开放，营业时间是从中午 12 点到晚上 10 点。如果您想提前预约，请在 4 月 2 日(不要提前)拨打 402-551-3733 预约。如果您想证明您是一个老练的食客，那么请点 T 骨牛排和土豆饼。

与去年相同的三名财经记者将会主持问答环节，并向查理和我提出股东们通过电子邮件向他们提交的问题。记者和他们的电子邮件地址是：她那个时代最杰出的商业记者 Carol Loomis: loomisbrk@gmail.com; CNBC Becky Quick: BerkshireQuestions@cnbc.com; 纽约时报 Andrew Ross Sorkin: arsorkin@nytimes.com。

每个记者将从提交的问题中选择他/她认为对股东最感兴趣最重要的 6 个问题进行提问。他们告诉我，如果您的问题简洁，不是在最后一刻才提交，与伯克希尔相关而且在你发送的电子邮件中包含不超过两个问题，那么您的问题最有可能被选中。(请在您的电子邮件中注明，如果您的问题被选中，您是否愿意您的名字被提及。)

跟踪伯克希尔公司的三位分析师将接着提出一系列问题。今年的提出保险相关问题的行业专家将会是 Dowling & Partners 公司的 Gary Ransom。有关非保险业务的问题将由 Ruane, Cunniff & Goldfarb 的 Jonathan Brandt 和晨星公司的 Gregg Warren 提出。由于我们将要进行的是股东大会，我们希望分析师和记者提的问题能够有助于我们的股东对他们的投资的理解和了解。

查理和我都不会得到我们将会面临的问题是什么。有些肯定会很难，而这恰恰是我们喜欢的方式。一个人提多个问题将不被允许，我们想给尽可能多的人提问的机会。我们的目标是在您离开会场时比来的时候更了解伯克希尔公司，让你在奥马哈度过一段美好时光。总的来说，我们预计会至少回答 54 个问题，其中每个分析师和记者

都会提出 6 个问题，而剩下的 18 个问题将留给观众。在 54 个问题之后，所有的问题都将来自观众。根据以前的经验，查理和我一般在 3:30 之前就回答了超过 60 个问题。来自观众的提问者将通过 11 次抽签选出，抽签将于年会当日的上午 8:15 举行。安装在主场和分会场的 11 个麦克风都将有一次抽签活动。

虽然我谈论的是我们的股东在年会上获得的知识，查理和我认为所有的股东都应该同时获取伯克希尔所发布的新信息，如果可能的话，也应该有足够的时间在交易发生之前消化和分析这些信息。这就是为什么我们试图在周五晚些时候或周六早上发布财报，以及为什么我们的年会总是在周六举行(这一天也会缓解交通和停车问题)。我们没有与大型机构投资者或分析师一对一谈话的惯例，而是像对待其他普通股东一样地来对待他们。对我们来说，没有什么比收入有限的股东对我们更重要了，因为他们相信我们，将自己积蓄中的很大一部分投资于我们。当我管理公司的日常事务时以及当我写这封信的时候，我心中想的就是这些股东。

出于充分的理由，我经常称赞我们运营经理的成就。他们是真正的全明星，经营自己的业务，就好像这些业务是他们家族拥有的唯一资产一样。我还相信，我们的经理们的心态是以股东利益为导向，就像在大型上市公司一样。我们的大多数经理都没有工作的财务需求。对他们来说，打出商业上的“本垒打”的乐趣和薪水一样重要。

如果经理(或董事)持有伯克希尔的股票(许多人都拥有)的话，那一定是他们从公开市场购买的，或者因为他们将自己的业务出售给我们时获得了我们的股份。然而，没有人能在不冒风险的情况下获得持股的好处。我们的董事和经理们的处境和你们一样。

我们公司总部的团队一直很棒。这个团队可以有效地处理大量的美国 SEC 和其他监管要求，提交了 32700 页的联邦所得税申报表，监督了 3935 份州所得税申报表，回应无数股东和媒体调查，发布年报，准备这个全国最大的年会，协调董事会的活动，并核实这封信的真实性，其他的例子不胜枚举。他们愉快而高效地处理所有这些业务任务，让我的生活变得轻松愉快。而且他们的努力并不限于与伯克希尔公司紧密相关的活动。例如，去年他们接待了从 40 所大学(从 200 名发出申请的大学中选出)送到奥马哈的大学生，这些学生到这里来向我进行提问。他们还处理我收到的各种各样的请求，安排我的旅行，甚至给我买汉堡包和薯条(当然要蘸亨氏番茄酱)作为午餐。此外，他们还兴致勃勃地在年会上做能做的一切。他们为在伯克郡工作而自豪，我为他们感到骄傲。

我把最好的留到了最后。在 2018 年初，伯克希尔的董事会选出 Ajit Jain 和 Greg Abel 为伯克希尔董事和公司副董事长。Ajit 现在负责保险业务，Greg 负责监管我们的其他业务。查理和我将专注于投资和资本配置。

股东们和我很幸运有阿吉特和格雷格来为我们工作。他们都在伯克希尔工作了几十年，他们的血管中流淌着伯克希尔的血液。每个人的性格都与他的才能相匹配。这就说明了一切。

5月5日，来资本家的摇篮奥马哈与伯克希尔大家庭碰面吧。我们所有人都期待你们的到来。

沃伦·巴菲特 董事会主席



IF - 如果

<Joseph Rudyard Kipling> 约瑟夫 鲁德亚德 吉卜林

If you can keep your head when all about you Are losing theirs and blaming it on you,
如果，周围的人失去理智，纷纷责难于你，而你能淡然处之
If you can trust yourself when all men doubt you, But make allowance for their doubting too,
如果，他们对你心存猜忌，而你能自信如常，并原谅他们的猜忌；
If you can wait and not be tired by waiting,
如果，你能等待，不因等待而失去耐性；
Or being lied about, don't deal in lies,
或遭人欺骗，却不以牙还牙；
Or being hated, don't give way to hating,
或遭人憎恨，却不以怨抱怨；
And yet don't look too good, nor talk too wise;
既不装腔作势，亦不花言巧语；
If you can dream—and not make dreams your master,
如果，你坚持梦想，又不迷失自我；
If you can think—and not make thoughts your aim;
如果，你审慎思考，又不走火入魔
If you can meet with Triumph and Disaster And treat those two impostors just the same;
如果，你能坦然面对成就和惨败，对胜负荣辱视为虚妄，宠辱不惊；
If you can bear to hear the truth you've spoken Twisted by knaves to make a trap for fools,
如果，你能容忍无赖们曲解你的真心之言，用以误导愚昧之人；
Or watch the things you gave your life to, broken, And stoop and build 'em up with worn-out
tools;
或者，看着毕生心血毁于一旦，你仍能默然不语俯身重建；
If you can make one heap of all your winnings And risk it all on one turn of pitch-and-toss;
如果，你辛苦劳作，已功成名就，但为了新的更崇高的目标，你仍能孤注一掷；
And lose, and start again at your beginnings And never breathe a word about your loss;
哪怕一切化为乌有，从头再来，你也对所有失去只字不提、毫不抱怨；
If you can force your heart and nerve and sinew To serve your turn long after they are gone;
如果，你已付出全部心力、精疲力竭、一无所有；
And so hold on when there is nothing in you Except the Will which says to them: "Hold on!"
但仍存信念坚如磐石，告诉自己：坚持！
If you can talk with crowds and keep your virtue;
如果，你跟农夫交谈而不离谦恭之态；
Or walk with kings—nor lose the common touch;
或者，和王侯散步而面无愧媚之颜；
If neither foes nor loving friends can hurt you;
如果，仇敌和密友都无法伤害你；
If all men count with you, but none too much;
如果，众人都对你信赖有加，又不寄生于你；
If you can fill the unforgiving minute With sixty seconds' worth of distance run;
如果，你能珍惜每寸逝去不再回的光阴，把每分每秒用到极致；
Yours is the Earth and everything that's in it;
那么，你的成就会如天地一样博大；
And—which is more—you'll be a Man, my son!
而更重要的是，你将成为真正的顶天立地的人，我的孩子！

伯克希尔股东大会实录 2018

2018 年 5 月 5 日 CenturyLink 会议中心 4 万人+雅虎直播

开场白

巴菲特：早上好。(沃伦和查理，我们爱你们！)我是沃伦。他是查理。查理做的大多数事情都比我好。(掌声)

在 3:45 开始的正式会议上，我们将选出 14 名董事。查理和我是其中的两位，我想介绍一下其他 12 位。我将按字母顺序进行介绍。如果他们愿意在我宣布他们的名字时起立。先不要鼓掌，可能很难做到，但请尽力而为。当我们全部完成后，你就可以鼓掌了。我们将按字母顺序进行，从 Greg Abel 开始，如果你愿意站起来并保持站立。Howard Buffett, Steve Burke, Sue Decker, Bill Gates, Sandy Gottesman, Charlotte Guyman, Ajit Jain, Tom Murphy, Ron Olson, Walter Scott, Meryl Witmer。(鼓掌)

今天早上我们发布了我们的季度收益报告和 10-Q。如果我们能把幻灯片放上去，你可以看看报告的内容。正如我在年度报告中警告过你们的，今年年初引入了一项新的会计规则。它规定，我们的有价证券无论我们是否出售，每天都要按市价进行标记。因此，我们的有价证券投资组合可以有几十亿美元的损益波动，根据现在生效的会计原则，这是一个波动将在那一天被记录为几十亿美元的收益或损失。而我告诉你，从季度到季度将产生一些非常不寻常的影响。这也进一步解释了为什么我喜欢在周六清晨发布我们的收益报告以及 10-Q，是为了给股东一段时间来阅读和理解。因为如果你只是在下午 3:30 电视上看到或在任何可能的情况下去报告净收益数字，这可以了解的非常快。而这真的不能代表业务中真正发生的事情。因此，如果你看一下经营收益的数字，我们实际上赚取了我们有史以来任何一个季度的创纪录金额。这包括有价证券或我们剩下的少数衍生品的未实现收益或损失。保险承保方面，GEICO 在盈利能力方面有一个相当大的好转，并且获得了不错的收益，虽然没有去年那么大的收益，而去年在有效保单方面是创纪录的，实际上，在我们大多数业务中都是如此。详情见 10-Q 报告，现在已经在我们的网站上公布。正如你所看到的，铁路运营收益显著上升，我们的大多数业务都处于上升态势。现在联邦所得税率从 35%降至 21%，我们在这方面得到了实质性的收益。我们的业务在税前基础上大幅增长，但所得税率的变化进一步提高了收益。因此，这很好地总结了第一季度的情况。当我们进入问答环节时，很可能会有一些相关的问题。

我们将得到的问题，我们有媒体记者在这里，有分析师在我的左边，我们的股东也在我前面。提问将在你们

中间轮流进行。在我们接下来的六个小时左右的时间里，我们遇到的问题将与许多时事有关，这是可以理解的。但我们不知道这些问题，但我们可能会被问到，关于美联储的政策，或者我们是否看到任何通货膨胀，或者业务是否在加速或放缓，或者我们在经营过程中上可能面临的竞争威胁。什么问题都可以，除了我们不会告诉你我们在买卖什么。但有时这确实是一个混淆森林和树木的问题。我只想花几分钟时间给你一点关于你如何思考投资的观点，而不是在你经历的过程中关注今天甚至是这一分钟发生的事情。

为了帮助我做到这一点，我想回顾一下我的个人历史。我这里有一份 1942 年 3 月 12 日的《纽约时报》。我在阅读方面有点落后了。(笑声)如果你回到那个时候，我们卷入了一场战争大约三个月了，当时我们正在输掉战争。报纸头条充满了来自太平洋的坏消息。我只摘取了 3 月 11 日之前几天的头条新闻，我将解释这一天对我来说是个重要的日子。在第二张幻灯片上面，你可以看到这些头条新闻。我们在太平洋地区遇到了大麻烦，几个月后菲律宾沦陷了，但我们得到了坏消息。第三张幻灯片，希望你能读懂头条新闻，顺便说一下，报纸的价格是三分钱。在 3 月 10 日，再次是坏消息：“敌人到达澳大利亚”。就像这样，股市已经反映了这一点。而我一直在关注一只 CitiesService 的优先股，去年的股价为 84 美元。1 月份的股价为 55 美元，3 月 10 日跌到了 40 美元。因此那天晚上，尽管有这些头条新闻，我对我父亲说，我想我想扣动扳机，我希望第二天你给我买三股 CitiesService 的优先股。而这是我的全部家当。我的意思是，那是我在过去五年左右的时间里积累的资本。因此，第二天早上，我的父亲买了三股。好吧，让我们看看第二天发生了什么。看下一张幻灯片。这并不是一个好日子。股市的道琼斯工业指数跌破 100 点。现在他们下跌了 2.28%，如你所见，但这相当于现在约 500 点的跌幅。所以我在学校里想知道发生了什么事。顺便说一下，你会看到在图表的左边，《纽约时报》把道琼斯工业平均指数放在他们计算的所有平均数的下面。他们有自己的平均数，这些平均数后来都消失了，但道琼斯一直在继续。下一张幻灯片，我们可以看到发生了什么。我爸爸在早上马上就买了我的股票，因为我让他帮我买的三股。于是我支付了当天的高价。38.25 美元是我的买入目标，但这是当天的高点。而到了一天结束时，它跌到了 37 美元，这确实是我在股票时机选择方面的特点，这将会在未来几年多次出现。(笑)但它是在当时被称为纽约路边交易所的地方，后来成为美国证券交易所。但事情是这样的，尽管直到中途岛战役，战争都看起来非常糟糕，如果你翻到下一张幻灯片，你会看到股票表现相当好。我的意思是，你可以看到我买入的地方在 38.25 美元。然后实际上，股票最终被 CitiesService 公司以每股 200 多美元的价格回购。但这不是一个快乐的故事(笑声)，下一页，好吧，正如他们总

是说, "这在当时似乎是个好主意", (笑声)所以我卖了。我在上面赚了 5 美元。我的行为再次成为典型(笑)。但是当你看着它跌到 27 美元时, 你知道, 这个利润看起来很不错。那么, 这一切有什么意义呢? 好吧, 我们可以抛开 CitiesService 的故事, 我想让你再次想象自己回到 1942 年 3 月 11 日。正如我所说, 欧洲战场的情况以及太平洋地区的情况看起来都很糟糕。但这个国家的每个人都知道美国将赢得这场战争。我的意思是, 你知道, 我们被突袭了, 但我们将赢得这场战争。

我们知道, 自 1776 年以来, 美国的制度一直运作良好。所以, 下一张幻灯片, 我想让你想象一下, 在那个时候你投资了 1 万美元。你把这笔钱放在一个指数基金里(当时我们还没有指数基金), 但你想象买了标准普尔 500 指数。现在我想让你想一想, 如果你只是有这一个基本的前提, 那一万美元现在会值多少钱, 就像在买一个农场时, 你买下它是为了在你的一生中持有并依赖它, 你看农场的产出来确定你是否做了明智的投资。如果你买了一套小型公寓房持有一辈子, 你要看公寓房的产出来决定你是否做了明智的投资。而相反, 我们说你决定投入一万美元持有一部分美国的业务, 并且再也不看别的股票报价, 再也不听别的人给你的建议或类似的东西。我想让你想想你现在可能有多少钱。现在你脑子里已经有了一个数字, 让我们去看下一张幻灯片, 我们会得到答案的。你会有 5100 万美元。而且你不需要做任何事情。你不必懂会计。你不必像我第一天那样每天看你的报价单(笑)。那天当我从学校回家时, 我已经损失了 3.75 美元。你所要做的就是想一想, 随着时间的推移, 美国会做得很好, 我们会克服目前的困难, 如果美国做得好, 美国企业也会做得好。你不必挑选出获胜的股票。你不必择时或任何类似的东西。你基本上只需要在你的生活中做出一个投资决定。而且这并不是唯一的投资时机。我的意思是, 我可以回去挑选其他任何时间, 这样做的收益可能会更大。但是, 当你听了我今天给出的问题和答案时, 只需记住, 最重要的问题是, "在你的投资生涯中, 美国企业将如何发展?"

我还想再说一句, 因为这有点意思。假设你拿着那一万美元, 听信了你周围的悲观预言家买了黄金, 你会在你的一生中不断得到这样的消息。你的 1 万美元可以买到大约 300 盎司的黄金。当企业在更多的工厂中进行再投资, 新的发明出现时, 你每年都会看到你的保险箱有 300 盎司的黄金。你可以看着它, 抚摸它, 无论你想用它做什么都可以。(笑声)但它没有产生任何东西。它永远不会产生任何东西。那你今天会有什么呢? 你会有 300 盎司的黄金, 就像你在 1942 年 3 月所拥有的一样, 它的价值约为 40 万美元。因此, 如果你决定投资非生产性资产比如黄金, 而不是投资生产性资产, 因为生产性资产实际赚了更多的钱, 然后再投资, 支付股息, 也许回购股票, 不

管它是什么，你现在将拥有的价值将是你投资非生产性资产所拥有的价值的 100 倍以上。

换句话说，只要你不被头条新闻或类似的东西影响到去买卖股票，你从美国商业中赚到的每一美元不会少一分钱。对我来说，美国的企业经营是非常了不起的，我们的背后有你能想象的最大的顺风。这是一个投资者的天堂。我的意思是，你不可能真的失败，除非你买错了股票，或者只是在错误的时间感到兴奋。但是，如果你拥有美国的一个指数，并且你多年来持续不断地把你的钱投入其中，那么拥有一个什么都不产出的东西根本无法与之相提并论。坦率地说，试图通过频繁交易股票和付钱给投资顾问更加无法与之相比。如果你听从了我的建议，或是这个回顾性的建议，这个建议总是那么容易给出(笑)。如果你会遵循这一点，你友好的股票经纪人会饿死的。你可以去参加葬礼，为他们的命运赎罪。但事实是，你会比非常、非常、非常高比例的投资专家所做的更好，或者比那些频繁交易的积极投资者做的更好，这真的只需要用一个非常放松的哲学就可以做到。而且你不必知道那么多关于会计或股市术语或其他什么东西，或者美联储下次要做什么，以及它是否要加息三次或四次或两次。事实上在一生的投资中，这些都不重要。重要的是坚持一个你所拥有的投资哲学，你明白自己为什么要这样做，然后你忘记那些你根本不知道如何去做的事情。

所以说了这么多欢快的话，我们将继续前进，下面开始提问，我们将从卡罗尔开始。

股东问答开始

1, 一切照旧，巴菲特善于"半退休"

Carol Loomis: 早上好。在选择每年要问的第一个问题时，我会寻找一个与伯克希尔绝对相关且及时的问题。这个问题似乎满足要求。这个问题来自俄勒冈州 Salem 的 William Anderson。他说：巴菲特先生，你以前曾说过，你的工作有两个部分，监督经理人和资本分配。现在 Greg Abel 先生和 Ajit Jain 先生负责监督经理人，而你负责资本分配。但你与 Ted Weschler 和 Todd Combs 共享资本分配。问题是。所有这些信息是否意味着你已经半退休了？如果不是，请解释一下。(笑声)

巴菲特：我已经半退休几十年了。(笑声)答案是，好吧，可能很难细分我参与的时间比例，但现在的投资工作由 Ajit 和 Greg 完成工作的一部分。他们每人管理 120-130 亿美元，所以总共是 250 亿美元。我们还有 1700 多亿的股票，200 亿的长期债券，以及 1000 亿的现金和短期债券。因此，他们正在管理 200-250 亿，做得非常好。但基本上我仍然对其他 3000 亿负责。(笑声和掌声)。

我想查理也会告诉你没有什么真正的变化。事实上，我希望他能发表意见。显然我们已经有了 Ajit 和 Greg 两个人，他们更聪明，更有活力，但不会给他们带来太多的监督工作，因为我们的文化是，我们的经理自己经营自己的业务，但仍有很多东西需要监督。所以他们的工作非常出色。

而 Ted 和 Todd 在管理各自的 120-130 亿投资上做得很好，他们各自从 20 亿开始起步，而且他们还为伯克希尔做了很多其他事情，他们做得很好，但更重要的是，非常有技术性。因此，有时我会让他们一件接一件的调查研究，有时我会使用他们的想法。但我认为，实际上半退休可能跟我最活跃的时候没什么差别。(笑声)提问者问了一个很好的问题。查理？

芒格：嗯，我观察沃伦很长时间了，他大部分时间都坐在那里阅读和思考。每隔一段时间，他就会打电话或与人交谈。我看不出有什么大的区别(笑声)。伯克希尔的部分秘密是，当市场不佳无事可做时，沃伦非常擅长什么都不做。(笑声)

巴菲特：我仍然期待着成为一名床垫测试员。(巴菲特在 NFM 推销床垫)好的，Jonathan Brandt。

2，精密机件公司(Precision Castparts)是"一个非常好的企业"

Jonathan Brandt：嗨，沃伦，查理。考虑到飞机制造的增长，精密机件公司在收入和收益上都没有更好的表现似乎令人惊讶。我理解是新旧机型艰难的过渡问题，但我也从业界人士那里听说，在日益竞争加剧和一些技术颠覆的情况下，PCC 的市场地位已不如从前。PCC 需要做些什么来巩固和加强其在航空航天客户中的卓越地位，以便实现您在收购 PCC 时预期的增长？更广泛地说，在收购两年后，你们对该业务的最新长期展望是什么？

巴菲特：长期而言，在合理的短期内，我认为这是一个非常好的业务。你提到了飞机，但我们进入了其他行业(燃气轮机)。当然飞机业务是最重要的。飞机制造商非常依赖于零件的质量和交货的及时性。你不希望拥有一架价值 7500 万或 1 亿或 2 亿美元的飞机，却在等待一个零件或类似的东西。这是可靠性问题。无论是在质量和交付时间方面，还是在所有这些方面，都是非常重要的。我们拿到的合同会延续很多年。有时我们会在飞机开始生产之前签订合同。所以有非常长的交货时间。而我们知道去年的一些具体案例是其他供应商交货失败，然后制造商来找我们说，"我们希望你们能帮助我们"。我们说，"好吧，我们很乐意帮助你，但我们希望要有一个五年左右的合同，因为如果我们要做的话，不打算定期做其他人的备胎。"但这种订单需要较长的交付周期。

该业务是一个非常好的业务。你会看到他们的净收益每年略高于 4 亿美元，在这种情况下无形资产是不可减

值的，商誉的摊销在我看来不是真正的经济成本。伯克希尔有相当大数额的商誉摊销，但到目前为止，最大的数额与收购 PCC 公司有关。因此，无论你看到什么，你可以加上大约 4 亿，在我看来，这不是一个经济支出，但会计师会认为不是。但这是我们的钱，所以我们将采取我的意见(笑声)。经营该业务的 Mark Donegan 令人难以置信，他是一个了不起的经理。没有他的管理，我就不会买下它。他在其他方面也对我们很有帮助，而且他喜欢这个工作。因此，无论是作为他自己经营业务的经理人，还是他致力于做一切有助于伯克希尔的事情，你都无法击败他。其正在开发的产品有非常长的肥尾(配件维修业务)，这是一个非常好的收购。查理？

芒格：嗯，是的，我想如果有机会的话，我们明天就会再买一个一模一样的。

巴菲特：是的，这就是答案。他话不多，但他懂我的意思。(笑声)好的，第 1 区。

3，自由贸易利益是巨大的，所以中美国不会做一些"傻事"

股东：你好。Chao 来自中国江苏无锡。我已经参加了 12 年的会议。祝你和查理身体健康，这样我们就可以在 12 年后再看到你们。一个尖锐的问题，我们知道美国和中国代表团在进行激烈的会谈，也被称为贸易战。让我们撇开贸易战再进一步。你认为两国存在共赢的局面吗？还是世界太小，双方都不可能赢，我们不得不重新审视你的 1942 年图表？谢谢你。

巴菲特：谢谢你。我只想提一件事。在 8 月我将年满 88 岁，那将是一年中的第八个月，而且是以 8 结尾的一年。你我都知道，在中国 8 是一个非常幸运的数字。因此，如果你在那里为我找到任何投资机会，所有这些 8 表明，是我们应该获得一些投资机会的时候了。(笑)

美国和中国将在很长的时间内，在经济上和其他方面成为世界上的两个超级大国。我们有很多共同的利益，像任何两个大的经济实体一样，有时会出现紧张局势。但基本上，全球贸易是一个双赢的局面。中国和美国是其中的两个大因素，但世界上还有很多其他地区也参与其中。而且毫无疑问的是，我认为这个国家的好处在于，总的来说，民主党人和共和党人基本上都相信自由贸易的好处。我们会与其他国家在贸易问题上产生分歧。但自由贸易的好处实在是太大太明显了，而且世界的进步在很大程度上依赖于它。两个聪明的国家会做出一些极其愚蠢的事情，我们都可能时不时地做一些有些愚蠢的事情，而且显然我们之间也有一些让步和索取。

美国 1970 年的出口和进口都约占 GDP 的 5%。在这里，基本上我们是卖出我们 GDP 的 5%，买进 GDP 的 5%。现在人们认为我们没有出口很多东西。但我们的出口占 GDP 的 11%，在不断上升的 GDP 中的份额增加了

一倍多。但进口约为 14.5%，所以有 3%左右的贸易逆差。而且我不希望这个差距变得太大。但是，当你想一想，别人给你寄来很多你想要的商品，然后你递给他们些小纸片，这真的不是世界上最糟糕的事情。我的意思是，因为平衡项目是，如果你的贸易有逆差，你的投资就会有顺差。因此，世界上对美国的索赔支票越来越多，他们在某种程度上他们会购买我们的政府证券，也可以购买企业。随着时间的推移，你不希望差距变得太大，因为在某些情况下，你向世界其他地方发出的索赔支票金额可能会变得有点不愉快。但中美两国在贸易方面做得非常好。世界各国在贸易方面都做得非常好。所以这是一个双赢的局面。而唯一的问题是，当一方或另一方可能想赢得有点太多，然后你就会有一定程度的紧张。但我们不会因为贸易中出现的分歧而牺牲世界的繁荣。查理？

芒格：是的，我认为这两个国家都在进步。当然，中国的经济发展更快，因为它的起点较低，而且他们在拥有高储蓄率方面比世界上其他国家更有优势。当然，一个长期深陷贫困的国家，如果吸收了世界上的先进技术，并且有很高的储蓄率，就会比一些非常成熟的国家比如英国或美国进步得更快。这就是已经发生的事情。

但我认为我们相处得很好，而且我非常乐观地认为，两个国家都会很聪明地认识到，他们最不应该做的事情就是对对方怀有恶意。(掌声)

4，并购交易不取决于巴菲特，现在的声誉属于伯克希尔

Becky Quick：这个问题来自 KirkThompson。他说：沃伦，在今年的致股东信中，你提到了廉价融资和其他公司愿意加杠杆参与收购竞争的例子来说明，为什么很难完成更多的收购交易。看起来，与巴菲特和芒格达成交易的信任和威望，让伯克希尔获得了更低的折扣，并击败了其他可能向潜在卖家支付更高的公司。你是否考虑过让伯克希尔的其他经理人有更多的公众曝光机会，以便未来几代成功的企业家继续像前几十年那样给伯克希尔带来交易机会？

巴菲特：是的，这让我想起了 Tony O'Reilly 有一次谈到了 CEO 的职责。CEO 的第一项工作是在他的公司中寻找那个有上进心、有头脑、意志坚定、各方面都优秀，有能力成为他合格继任者的人，然后把他解雇掉。(笑声)

我认为，伯克希尔毫无疑问是公司一个很好的归宿，尤其是私营公司，我不认为这种声誉取决于我或查理。

(Tim O'Reilly 是爱尔兰裔美国人，互联网历史上的传奇人物，O'Reilly Media 创始人兼 CEO，全球领先的计算机图书出版商，创办了第一个商业网站 GNN，创立的 Make 杂志，最先提出了 Web 2.0 的概念。自 1978 年开始，奥莱利传媒一直都是前沿发展的见证者和推动者。他热衷于新兴科技，是开源运动的坚定支持者，发起的诸多科技热词在全球范围内疯传，推出了全世界第一本开源文集：《开源革命之声》。2010 年，《Inc.》杂志把他称为硅谷先知，在过去 30 年里，他几乎预见了一项重大的技术创新。)

这可能需要一点时间，你知道，在这方面无论谁接手，都会有一段小小的测试期。但是，你知道，基本上我

们有钱来做这些交易。我们以后也将有资金进行交易。人们可以看到我们的子公司在未来如何运作。事实是，我认为其他一些高管正在变得更有名。但我会告诉你，如果事情变得足够糟糕，你也不必担心。他们无论如何都会给我们打电话。(Laughs)所以我不担心所谓的"交易流"，这是我讨厌的一个术语。但我认为这取决于伯克希尔的声誉而不取决于我。而且，正如我提到的，我的电话并没有响起好的交易。因此，很明显，我这个大赢家的个性或其他东西，并没有为你带来什么好处。(笑声)所以，可能下一个接任者将会接到更多的电话。

现在的声誉属于伯克希尔。对于那些关心他们和他们父母以及他们祖父母用几十年精心打造的企业的人来说，如果他们关心家族企业的最终归宿，当因某种原因不想保留或不能保留在家族中之后，我们绝对是他们的第一选择。我们将继续成为他们的第一个打电话的人，无论查理或我还是其他人接电话。查理？

芒格：嗯，长期以来很多子公司一直在与他们认识的人进行各种各样的收购，而这些人我们并不认识。所以它已经在发生了。而且，事实上，在那里发生的事情比在总部发生的收购更多。

巴菲特：不要告诉他们，查理。(笑声)

芒格：所以你正在实现你的愿望。而奇怪的是，就控制权而言，大约 99%的上市公司都是由投资银行家主持的拍卖中易手的。而购买的人通常只是把它的杠杆作用发挥到极致，当市场情况好转他们就会开始杠杆收购，而所有收购这些以非常高的价格易手的公司的高杠杆资金，来自于慈善捐赠基金和养老金计划。这个模式迟早不能完美地发挥作用，而且它将会有有一个不愉快的阶段，我认为届时我们会以良好的状态在附近出现。

巴菲特：许多年前，有一个家伙来找我。他有个很好的生意。他一直很担心，因为他的一个股东朋友死了。后来出现的问题是，管理层在某种程度上试图占有寡妇的权益，而这成为一场灾难。所以他说他在去年想了很多。最后决定，不卖公司给竞争对手，因为他们会解雇公司所有的人，只有首席财务官会留下，而且所有上下游都会换成收购方的人。他不想这样对待他的员工。然后他又想，他不想把它卖给私募股权公司，因为他认为他们将使之杠杆化，而他从来不喜欢那么高的杠杆，然后他们就会把它转卖给别人，所以这将完全脱离他想做的事情的控制。而他继续自己经营。所以他说，"沃伦，并不是说你是一个多么伟大的人，而是你是唯一剩下的人。"(笑声)所以在许多情况下，伯克希尔将继续成为唯一剩下的可选对象。Gary Ransom？

5，我们对网络保险一无所知

Gary Ransom：早上好，沃伦，在你的年度信中，你写到了潜在的 4000 亿美元的自然灾害事件，该类自然

灾害出现在损失正态分布的尾部(概率极低)。我可以想到另一个可能具有类似数量级的风险，那就是网络风险。我相信你们所有的经理都已经针对这种可能性采取了应对措施，但是小概率的网络风险可能会袭击很多行业很多公司。那么，你如何思考并准备应对网络领域中的大事件？

巴菲特：是的。顺便说一下，我在年报中写了这个问题，没有人知道答案。我可以写下一个数字，而其他更聪明的保险业人士会写下另一个不同的数字。但我认为这大约有 2% 的概率出现我称之为 4000 亿史诗级巨灾。网络风险也包含在这个等式中，这不仅仅是地震之类的灾难。坦率地说，我不认为我们或其他人，真的知道他们在承保网络风险时在做什么。这只是游戏非常、非常、非常的早期。我们不知道这些保单将如何发展，一定会是什么结局。我们不知道保单之间会有多大程度的相关性，我们现在并不认为是相关的，或者还没有想象出来。每年当我去听这些来自中央情报局或任何地方的人演讲时，他们告诉我，进攻优先于防守，并将继续这样下去。我可以想象出很多网络事件，我不打算在这里说出来，因为那些思想扭曲的人可能远远超过我的想法，但我不会给他们提供任何东西。

这是一个我们不了解的领域，我们对加州发生地震的概率有一个相当好的理解，或佛罗里达州遭受三四次飓风袭击的概率，或任何可能的事情有很好的理解。但我们不知道在网络方面做些什么，我们不想成为这方面的先驱。伯克希尔特种保险公司在这个领域做了一些业务。但是，如果你是出于竞争的原因而做一些事情，这我没意见。但是当我在做一些人们告诉我是竞争需要的事情时，我们将尽量不这么做。我们不想成为它的第一或第二或第三个被曝光者。我确信我们在网络风险上没有业务。我认为任何人现在告诉你，他们认为他们以某种精算的方式知道，未来一般的承保经验可能是什么，或者最坏的情况会是什么。我认为这是自欺欺人。这就是我说一个 4000 亿美元的巨灾事件每年大约有 2% 的概率发生的原因之一。

网络是一个未知的领域，它将变得更糟，而不是更好。然后问题是，如果我们有一个 250 亿美元的商业险限额，是否有一些我们没有预见到的风险聚合，或者法院对这些保单有不同的司法解释，那么他们通常会给被保险人无罪推定的好处。所以你指出这是一个非常重要的风险是正确的，这些风险在 10-15 年前不存在的，而且随着时间的推移，这种风险将更加严重。而我能告诉你的是，这些风险是我的 4000 亿和 2% 的一部分。但如果你有不同的猜测，你的猜测也很可能比我的猜测正确。查理？

芒格：是的，网络风险的就像是，你用电脑来做安全交易，而你的电脑因为某些程序错误而有点疯狂。这种

情况至少已经发生过一次，有人上午还好好的，到了下午就破产了，因为一些电脑出现了故障。我们没有任何电脑被允许进行大规模自动证券交易。总的来说，比大多数地方相比，伯克希尔不太可能以非常愚蠢的方式做事。

巴菲特：我确实认为，如果有一个来自网络巨型风险，比如达到 4000 亿，我不认为我们会有超过 3% 的风险暴露。

芒格：不会，但我们会承担我们的份额。

巴菲特：而且，你知道，如果我们有 120 亿美元的损失，它将摧毁很多公司。我认为，不考虑新的会计规则变动，我相信，按我所说的经营收益，我们很可能在那年仍实现合理的利润。我的意思是，我们的处境与我所知的世界上任何一家保险公司都不同，我们有能力处理真正的巨灾风险。

芒格：请允许我指出，**我右边的主要股东几乎把他所有的净资产都放在这一只股票里。这很可能会比那些职业经理人管理的上市公司管理地更加仔细。**

巴菲特：是的，一个将在 65 岁退休的 64 岁的人，你真的不希望很多决定由他来做。(笑声) 好的，第 2 区。

6，对公共部门的资本分配一无所知

股东：WallyObermeyer 来自科罗拉多州阿斯本市 ObermeyerWood 投资顾问。

沃伦，查理，你们两个在私营部门的资本配置方面表现出了卓越的才能，并向世界展示了在这一领域的卓越成就。你认为在公共部门，包括在州和联邦层面，是否也有类似的机会实现出色的资本配置？如果是这样，你会建议社会采取什么方法或改变来实现这些效益？

芒格：这太难了。我们为什么不继续讨论一个新问题呢？(笑声)

巴菲特：恐怕我没有什么要补充的。(掌声)

我并不是想不公平得对待提问人，但不幸的是，这是一个完全不同的游戏。而选民的动机不同，条件不同，奖励机制也不同，一切都不同。我们无法对你的问题给出任何建议。对此我很抱歉。好的，Andrew？

7，富国银行在“纠错”后将变得更好

AndrewRossSorkin：嗨，Warren。这个问题来自伊利诺伊州芝加哥的 PaulSpieker。我相信他今天可能在这里。他写道，你的一句著名的，也许是最有见地的话如下：**如果你发现自己在一艘长期漏水的船上，投入换船的精力可能比投入补漏的精力更有成效。**鉴于富国银行未经授权的会计丑闻，承认向客户收取重复的汽车保险，

承认错误地对因延误而错过还款期的抵押贷款持有人进行罚款，承认向一些客户收取不适当的费用来锁定抵押贷款利率、承认美联储对其处罚禁止其扩大资产负债表，以及联邦政府监管架构对其不当行为处以 10 亿美元罚款。如果富国银行是一艘长期漏水的船，那么伯克希尔会在漏水到什么程度时考虑换船呢？(鼓掌)

巴菲特：是的，好吧，富国银行是一家证明了激励措施有效性的公司，只是他们的激励措施是错误的。而这是很糟糕的。但是，他们犯了一个更大的错误，我不知道到底是怎么做的，或者是谁做的，或者是什么时候做的，但他们忽略了一个事实，他们有一个错误的激励系统，这个系统正在激励人们做些疯狂的事情，比如开设不存在的账户，等等。而且，你知道，这在伯克希尔是大忌。就在我们坐在伯克希尔的时候，我们知道肯定人们在做错事，你有 37.7 万名员工，你不可能期望每个人的行为都像本·富兰克林或其他类似的人一样。我不知道在我们说话的时候有 10 件 20 件还是 50 件做错了。重要的是，如果我们能够避免，我们不想鼓励任何这种错误，如果我们发现它正在发生，我们必须对它采取行动。这绝对是它的关键。

而富国银行没有这样做，所罗门也没有这样做。事实是，在我们做的几宗最伟大的投资中，人们也都犯了类似的错误。我在合伙生涯中做的最好的投资，是我们在 1964 年买下了美国运通的股票，因为有人被激励在一个叫美国运通 Field Warehousing Company 的公司做了错事。我们花了 4000 万美元买下了相当于 GEICO 保险一半的股份，因为有人被激励去满足华尔街对收益和增长的预期。而他们没有把重点放在设定合理的储备金上。而这在 1964 年给美国运通带来了很多的痛苦。它在 1976 年给 GEICO 保险带来了很多的痛苦。它导致大量员工失业以及各种各样的事情。但他们困境反转了。看看美国运通和 GEICO 保险从那时起已经发展到了哪里。

因此，你将在一些非常大的机构中遇到问题的事实并不少见。事实上，几乎所有的大银行都有这样或那样的问题。我认为，无论从投资角度还是从未来的道德角度来看，富国银行作为一家公司，没有理由比其他与之竞争的大银行逊色。他们犯了一个大错误，我们仍然有一个巨大未实现的收益，但这个错误与我们的决策无关。我喜欢它作为一项投资。我喜欢 Tim Sloan 作为 CEO 正在纠正其他人所犯的错误。

(2016 年 9 月，富国银行发生了一桩恶劣的舞弊丑闻，富国银行的员工为了达到销售业绩并获取巨额奖金，在不告知客户的情况之下私下创建虚假账号，包括约 150 万个银行账户和 56.5 万个信用卡申请，而超过 1.4 万个账户产生了 40 万美金以上的费用，其中包括信用卡年费，利息以及透支保护费。10 月富国银行 CEO-John Stumpf 被迫辞职，银行监管机构对富国银行处以 1.85 亿美元的罚款。在如此恶劣的情况之下 Tim Sloan 临危受命被董事会选拔接任 CEO。Tim Sloan 在富国工作超过 31 年，2019 年 6 月宣布退休。Sloan 一直被批评应该下台，他长期做为银行内部核心人员，难以令人信赖他会为富国银行认真除弊，但董事会一再支持他。董事会已选任富国银行总法律顾问 Allen Parker 为临时总裁兼首席执行官，立即生效。Parker 律师出身，2017 年被聘入富国银行，旨在协助公司重塑在民意代表、投资人与公众间的形象。)

当年我试图纠正所罗门公司的错误，我得到了 Deryck Maughan 以及 Munger-Tolles 律所的一些人的巨大帮助。这是迟早要发生的，你要做的是试图把它的影响降到最低。查理说，"一盎司的预防抵得上一磅的治疗，它值得一吨的治疗"。而我们应该全力以赴。所罗门的经历在我的一生中都在推动我，以确保浮现的任何不愉快问题都被解决掉。当其他事情都很顺利时，这一点有时并不容易做到。

而在富国银行，我不知道具体是什么措施，但他们做了每个公司的人有时都会做的事情，它被强调到了一个极端点。但我认为没有理由不认为未来的富国银行是一家非常、非常大的、运营良好的银行，虽然它在历史上有一个它希望没有的插曲。但 GEICO 保险和美国运通更强大。问题是，当你发现问题时，你会怎么做。查理？

芒格：嗯，我同意这一点。如果这些舞弊事件没有被发现，我认为富国银行的未来会更好。但还是发生了。我认为 Harvey Weinstein 也为改善富国银行的形象做了很多。(笑声)，(Weinstein 是好莱坞著名制片人，2017 年被曝涉嫌性侵多名女性。2020 年因强奸被判 23 年监禁)。但这显然是一个错误，他们敏锐地意识到了这一点，并感到非常尴尬，他们不希望这种情况再次发生。你知道，如果让我说在所有的银行中哪家银行在未来更有可能表现得最好，那可能是富国银行。

巴菲特：我这里有一份 1942 年 3 月 12 日的《纽约时报》，如果你去看它的后面，在一分类区有一块写着"招男性"，另一块写着"招女性"。《纽约时报》在那些日子里做的是正确的事情吗？我认为《纽约时报》是一份了不起的报纸，但人们会犯错误。你知道，把招聘广告分为两类，"好吧，我们会把工作分为适合男性和适合女性，我们认为什么工作是合适的，或广告商认为是合适的"。(1960 年代女性平权运动，之前女性一般做家务或教师或护士等低收入服务工作，只有 40% 女性出门工作，且薪水只有男性一半，招聘广告被分为招男性和招女性，女性那一栏一般是文秘和家政，如果是女律师必须在招男性那一栏找等等)。

我们在这个世界上做了很多愚蠢的事情。而，正如我所说的，在 1970 年代初，GEICO 保险可以在设置合理储备金时做到这一点，但他们向新客户收取了错误的保费价格，因为他们认为自己的损失比实际情况要少。我确信其中一些可能是为了取悦华尔街，或者只是因为他们不想面对事情的发展。但是，它后来的表现令人难以置信的强大。现在它承保了美国 13% 的汽车保险。当他们发现自己处于几乎破产的边缘时，引起了人们对于储备金不足的关注。他们以为抓住了世界的尾巴，然后他们放弃了对储备金的关注。

芒格：这比富国银行要愚蠢得多。GEICO 保险管理层以前所做的事情真的很愚蠢。

巴菲特：是的。但美国运通在 1963 年通过成立现场仓储公司刚刚赚取了一些美元。当在新泽西州的 Bayonne 一个叫 TinoDeAngelis 的人进来的时候，他们开始担心这是否会使公司破产。事实上，在丑闻发生后，我在 1964 年参加了美国运通的年会，有人问审计师是否会站出来。其中一家大公司的审计师(我就不提了)走到话筒前，有人问，"我们去年付给你多少钱？"审计员给出了他的答案，然后提问者说："那么，如果你到十英里外的 Bayonne 去检查油罐里是否有油，你会额外收我们多少钱？"(大笑)所以一些人从 Bayonne 的一个酒吧给他打电话，告诉他这些虚假的事情正在发生，而他们根本不想听。他们把耳朵闭上了。然后一个伟大的公司有了一段濒临破产的经历。

所以我们会犯错误。我向你保证，我们会在伯克希尔得到一些不愉快的消息。我不知道会是什么，但最重要的是，我们要做点什么。而有的时候，**当我拖延的时候，查理一直是那个让我付诸行动的人，所以他做了很多你不知道的服务。**(笑声)好的，Gregg Warren。

8，好的交易越来越少

Gregg Warren：早上好，沃伦。关于前面 Becky 的问题有一点补充。在 2014 年的年会上，以及今天早上，你指出，伯克希尔品牌的力量和它的声誉，以及伯克希尔财务实力，将使公司的下一任管理者能够复制许多你作为公司代言人所带来的许多优势，其中之一就是有能力从被投资企业中获得高利率固定收益，以换取资本注入和在财务困境时获得巴菲特的认可。我相信关于财务实力的观点，并相信交易将继续进行，卖家仍在排队等候成为伯克希尔家族的一员，特别是如果公司的下一任经理被允许保留大量现金的话。但我并不完全相信他们能够获得同样的 8%、9%、10% 的优先股利率以及其他附加条件，就像你在困境中能够从高盛和美国银行等公司获得的那样。我预计一旦你不再经营，这些利率至少会降低几个百分点。也就是说，直到这些经理人建立起声誉，才能保证更高的回报。我这样想对吗？

巴菲特：我不确定。在 2008 年 9 月初当我们投资高盛和通用电气时，实际上我们本可以获得更好的条件。但我认为这最终可能会适得其反，因为我不知道它会发展到什么程度，但我们可以在 3-5 个月后进行比当时更好的投资，如果我们真的等到恐慌进一步发展，在财务上会做得更好。**但我们也不想做一些看起来很过分的条款，这样的交易对高盛或 GE 不利。实际上我们并没有把它推到极限，他们打算接受我们提供的条款，因为周围真的没有其他人提供类似的东西。**

我认为我们现在正在研究一些可能不会发生的事情。它规模不是很大。但实际上，在这种情况下，Todd Combs 和 Ted Weschler 都给我带来了交易。其中一个给我带来了一些交易，他的想法和我正在想的一样，而且他收到了关于交易的电话，他也是那个回电话的人，我不认为另一方会在乎回电话的他而不是我。

你知道，在过去的某些时候可能只有少数交易。但我们将继续坚持在给定时间我们关于的金钱机会成本的标准。Todd 和 Ted 和我一样，对这个问题有很好的思考。而且有时，非常偶然地，我们的电话会响很多。而如果我们需要钱的话，我认为他们不会因为不是我而挂断电话。查理？

芒格：嗯。他所说的那些时间，很多都是 50 年来最糟糕的时间。因此，这是一种非常罕见的情况。而且我们没有做那么多交易。所以我认为他是对的，**我们在未来会更难达成类似的交易。**

巴菲特：是的，现在的问题是交易所涉及的金额，而不是决定什么是适当的条款。**有时我们可以得到我们认为合适的交易，今天大多数时候我们都不能。**但你可能会看到一两笔交易，不是在购买企业方面，而是在投资证券方面，让你觉得是伯克希尔投资资金的完全体面的方式。而且他们很可能是通过 Todd 或 Ted 而不是直接来找我。我希望人们会有点想念我，但你不会注意到的。(笑声)好的，第 3 区。

9, 与 AjitJain 谈论保险定价非常有趣

股东：ToddLichter 来自科罗拉多州 Boulder。巴菲特先生，你是否仍然参与喜诗糖果和布法罗新闻报的定价决策？你对伯克希尔的哪些子公司采取了不闻不问的态度？

巴菲特：是的，你说的没错，有相当一段时间，查理和我曾一度都参与了喜诗糖果的定价决策。当然，在一些年里，特别是在布法罗新闻报遭遇生存问题的时期，我肯定参与了这些决策。在这两种情况下，我们都有好的经理人，但我们仍然认为这些决定是重要的。但是我们已经很久没有参与过这样的事情。

我不能告诉你喜诗糖果的每磅价格是多少，这是因为人们包括邀请你加入这里的人会不时给我送来免费的糖果。(笑声)我也不能告诉你布法罗新闻报的定价。我所知道的是，一般来说，现在要提高广告价格是非常、非常、非常困难的。唯一的例外是，AjitJain 经常和我交谈。如果有一些非常大的风险，如果有人想要一个 50 亿美元的化工厂的保险，某种程度上会造成超过 30 亿的损失或什么的。他在他脑子里定价，我在我脑子里定价，然后我们比较一下，这是我们的一个乐趣。这种保险风险，你真的不能在书上看到，或通过可能的参数去精算出来。我喜欢思考这个问题的定价，我特别喜欢与阿吉特进行比较。所以这些只是特殊的情况，但我们会做这些事情，而且

我们已经做了 30 年了。这也是我工作的乐趣之一。至于糖果的定价，如果你对回答不满意，你只能去问查理。

芒格：答案是，沃伦仍在做这件事并与 Ajit 交谈，但那是因为 Ajit 喜欢这种方式。这很不寻常，而且效果奇好。我们有一个非常奇特的地方，沃伦与公司中其他经理人的接触，主要取决于经理人想要什么，而不是他想要什么。这很不寻常，而且效果很好。

巴菲特：我们最成功的子公司之一的 CEO，我可能在过去十年里只和他说过三次话，除非我在这里看到他并打个招呼。他做得非常好，如果我没有和他谈那三次，他可能会做得更好。(笑声)

另一方面，Ajit 和我非常频繁地交谈。他管理保险业务，而我确实对保险业务的了解比我对许多其他业务的了解要多。而且这很有趣。我们正在评估那些你在书上找不到的业务。我的意思是，在 Ajit 跟我谈的那些业务中，精算人才并不是最重要的。而这在我们整个保险业务中是非常重要的。在这些特定的情况下，我们正在做出判断，他做的判断比我的好。但我只是喜欢听这些故事，因为这些议题很有趣。好的，Carol？

10，将商业价值放入损益表中具有"巨大的欺骗性"

Carol Loomis：这个问题来自股东 Jack Ciesielski。他是一位著名的会计专家，多年来一直撰写"会计观察"。巴菲特先生，在今年的股东信中，你对要求公司对其投资持有的股票使用市值的新会计规则有严厉的评论。出于分析的目的，你认为伯克希尔报告的净收益将是无用的。我想和你争论一下这个问题。一个公司的收益报告难道不应该列举在一个会计期间发生在公司内部的一切吗？损益表不应该像一份客观的书面信息，告知股东那段时间在管理层下发生了什么，显示管理层为增加股东价值做了什么，以及外部力量可能对公司产生了什么影响？如果证券增值了，公司和股东肯定会更好。而如果证券价值下降，他们的情况肯定会更糟。这些变化无疑是真实的。在我看来，像一些公司忽视重组成本那样忽视变化，是对股东信息的删减。那么我的问题是，你会如何回答我说的话？(笑声)

巴菲特：好吧，我回答 Jack 的是，如果我们有 1700 亿美元的部分所有权的公司，我们打算拥有几十年，而且我们预计随着时间的推移将变得更有价值，我们在资产负债表中反映了市值，那么，这些公司的标价，每季度在损益表中上下波动还有何意义呢？同时在大多数情况下，我们拥有的业务已经变得更有价值，而且自从我们买下它们，以一个极端的例子 GEICO 为例，我们以 5000 万美元买下其一半的股份，我们在每季度是否需要将其市值计入损益表作为一个评估过程？就评估而言，这样做并没有错。但就净资产价值的损益而言，这是封闭式投资

基金或开放式投资基金会做的事情。

但是，如果我们的 60-70 项业务，每个季度我们把这些业务的价值通过损益表计算，随着时间的推移，显然我们很多业务的价值是我们支付价格的 10 倍，但是我们应该如何逐个季度通过损益表来计算它们的价值，99%的投资者可能把净收益看成是有意义的，就一年中从业务中产生的收益而言，我认为这将有极大的欺骗性。在你刚才看到的今年第一季度数字中，我们有历史上最好的经营收益，但我们的证券下跌了 60 亿，每天通过损益表计算，你会说我们可能在周五赚了 25 亿美元。好吧，如果你让投资者、评论员和分析师以及其他所有人根据这些净收益数字，来试图对各季度的收益，以及未来几年的收益进行精确预测，我认为你通过损益表这些数字来分析是非常不利的。我认为，在资产负债表上记录有价值证券价值是可以接受的，这样可以获得有价值证券的市值信息，但我们的经营业务我永远不会这样做，比如，如果我们要出售一半 BNSF 铁路，我们可以把它变成一个有价值证券，这将看起来像我们一夜之间赚了一大笔钱。或者如果我们每三个月对它进行一次评估，并把它的数字写高写低，第一，它可能会导致各种操纵，第二，它只会导致任何普通投资者完全混乱。我不想以这种方式接受信息，因此我也不想以这种方式发出信息。查理？

芒格：嗯，对我来说，显然应该注意估值的变化，过去和现在它一直都是直接进入净资产的数字。所以提问者并不了解他自己的职业。(笑声和掌声)我不应该那样说话，但偶尔也会说漏嘴。(笑声)

巴菲特：有时他甚至会推它一把。(笑声)好的，Jonathan？

11，严重的竞争压力使中间商麦克莱恩 McLane 的利润受到挤压

Jonathan Brandt：自沃尔玛收购以来，McLane 的核心营业利润率已经从通常水平下降了约 50%。你能否详细说明导致了利润恶化的杂货店和便利店分销业务的竞争压力？你是否预计该业务的利润水平最终将会恢复到原有的水平，还是说这就是新的常态？

巴菲特：好吧，我不知道第二部分关于未来的答案，但毫无疑问，利润率已经被挤压。正如你所知道的，利润区间极为狭窄，税前利润率已经被挤压了约 1%。付款条件也受到挤压。在某些情况下，我们有相当长期的合同，所以这个利润水平将持续五年。这是一个利润率微薄的业务。情况比你描述的还要糟糕，因为在 McLane 内部，我们在几个州有酒类分销业务，该业务实际上适度增加了其收益，而且我们增加了该业务，所以在 McLane 的数字中，酒类业务有大约 7000 万左右的税前收益，与你所说的品分销业务大规模下降无关。因此，其下降幅

度甚至比你所说的还要大。竞争越来越激烈。如果你看看我们的竞争对手，他们也没有赚多少钱。这就是资本主义。我认为，到了某个时期，客户会说，“我只付 X”，因此你必须退出。当你雇佣成千上万的人，并且你已经建立了分销设施等等，照顾好员工来迎接所谓的“非理性竞争”，这是一个巨大的诱惑，但这就是资本主义。

而且你是对的。从我们买下它的时候起，我们的收益上升了很多，而且我们现在的收益仍比买时还多。随着时间的推移，我们已经赚了很多钱。但是，正如我所说，其中相当一部分实际上来自于酒类分销业务，我们在四个州经营得非常好。我们将尽最大努力提高利润率。但我不能告诉你一个真正的数字，至于五年后分销业务的利润率会是多少，你的猜测甚至比我更好。这是一项非常重要的服务。我们有 400 多亿美元销售收入。我们比其他任何人都更多地运输各种公司的产品，这些公司的名字大家都知道。但是，当你从交易的一方，比如卡夫亨氏或 Philip Morris 不管是谁采购产品，而你在交易的另一方比如沃尔玛或 711 出售，有时他们不会给中间商留下太多的利润空间。查理？

芒格：我认为你描述得很好。(笑声)

12，伯克希尔与亚马逊和摩根大通计划成立医疗公司

股东：早上好，查理和沃伦。我知道这似乎有点不合时宜，但我是查理的超级粉丝，主要是因为你的 25 个认知偏见。我来自华盛顿州的西雅图 Seattle。我经营一家个人数字营销公司，专门从事 Facebook 广告和电子邮件营销。我经常使用这些。你对可口可乐的分析真的非常、非常扎实。而我在寻找如何理解我客户的产品机制以及如何推广它们的时候，也会用这个作为参考。所以我相当肯定，你的认知偏见也适用于互联网相关的公司。现在你与亚马逊和摩根大通在医疗保健方面合作，我很好奇，你是否已经开始了解如何将这些偏见应用于互联网相关公司？或者说，你们是否有另一套工具来决定你们是否了解一个企业？因为你们经常谈到不要投资于你不了解的企业。

巴菲特：好吧，我们不打算创办医疗保健公司，也不一定是相关保险公司或任何东西。我们只是有三个公司，其领导人都是我所钦佩和信任的。而业务围绕着这三个公司进行。我们希望做一些查理可能会说是几乎不可能以某种方式改变的事情，医疗成本在 1960 年占 GDP 的 5%，而现在则占到接近 18%。而与世界上任何国家相比，美国企业的医疗成本是非常没有竞争力的。当我们在 5% 的时候，有一些国家也在 5% 左右。但我们已经成功地达到了 18%，而他们没有超过 11%。实际上在 1960 年，美国人均医疗费用为 170 美元。而现在我们的花费超

过了 1 万美元。但每一美元只有一百美分，所以这是一个成本问题。就美国企业及其竞争力而言，医疗成本是一条绦虫。与其他一些远低于我们的国家的相比，我们的人均医生数量较少，我们的人均医院床位数和人均护士数都较少。你有一个医疗系统，为数百万参与该系统的人提供 3.3 万亿美元，几乎与联邦政府筹集的资金一样多。而每一块钱背后都有一个付款人。这就像政治一样。

我们现在正在努力寻找一个 CEO，我希望我们将能够在不久宣布，但这是一个关键部分。而这个人是否会有想象力和人们的支持，使我们能够在一个大家都认为成本失控的系统中，做出任何重大改进，但我们发现，他们都认为是其他人的错，一般来说这不会很容易。但其目的并不是为了盈利。我们想让我们的员工以更低的成本获得更好的医疗服务。我们当然不会想出一些，我们认为员工将得到的服务比现在得到的还要差的服务。但我们确实认为，可能有办法做出真正重大的改变，这可能会产生影响。而且我们知道，阻力将是令人难以置信的。如果我们失败了，我们至少已经尝试了。但这个想法并不是说，在某个突破性的时刻，我将能够做出任何贡献，你知道，通过阅读一些医学杂志或其他东西，就能改变一些像医疗系统一样根深蒂固的东西。(笑)

但是，我们的想法是，也许这三个公司雇用了超过 100 万人，在我们宣布这一消息之后，我们接到大量的想要加入的电话，但现在还没有任何东西可以加入。但如果我们提出任何有用的想法，他们会。重要的是我们是否能够带来资源带来人才。CEO 非常重要，我们带来这个人并支持这个人。并以某种方式找出一个更好的方法，让人们在美国继续接受更好的医疗服务，而不至于让 18% 变成 20% 或 22%。你知道，在我们孩子的一生中，1 美元中只有 100 美分。我们将拭目以待。如果你是 Ajit Jain，从精算角度比喻，你不会在我们身上押注。但我认为我们有机会有所作为。虽然没有人可以量化它，但我们可以做一些重要的事情。而且我们比大多数人更有条件去尝试。而且我们肯定有合适的合作伙伴。因此，我们将给它一个机会，看看会发生什么。查理？(掌声)

芒格：在这项公共服务活动中，有一些成功的先例。如果你回到几十年前，John B. Rockefeller 一世用自己的钱，使美国的医疗服务有了巨大的改善，非常巨大。事实上，此后再也没有任何一个人做过类似的改进，可以与之媲美。因此，沃伦只是以另一种方式在尝试模仿洛克菲勒。也许这将会奏效。(1896 年，洛克菲勒出资成立了洛克菲勒研究所，专注于医疗和教育慈善公益。1901 年洛克菲勒医学研究所在纽约成立，为洛克菲勒大学的前身。现在的洛克菲勒大学是一所世界著名的生物医学教育研究中心，拥有 75 个独立实验室。1913 年洛克菲勒基金会成立，捐赠了 4800 万美元在中国建立了北京协和医学院，现如今的清华大学医学部。)

巴菲特：顺便说一下，98 岁的洛克菲勒非常长寿。所以我实际上是在试图模仿他的三个方面。(笑声)

我们将看看会发生什么。我们正在取得很多进展。我认为我们可能会在几个月内有一个 CEO。但是，如果我们没有一个，那么我们将不会仅仅因为要满足任何最后期限或类似的东西而去选择某人。我们已经有了这些出色的合作伙伴。我们之间没有合伙协议。有人开始在法律部门起草一个，而 CEO 刚刚制止了它。你确实在很多方面拥有大量的资源。虽然我们都有自己的官僚主义，但如果我们有一些我们真正认为有意义的东西，我们可以克服掉它。我们会得到支持也会遇到很多阻力。但如果我们想出一些有意义的东西，我们将得到许多美国企业的支持。但如果这很容易的话，它早就完成了。这是毫无疑问的。

芒格：这不容易。(笑)

巴菲特：不容易。但应该尝试一下。好的，Becky？

2018 年 1 月，亚马逊、伯克希尔和摩根大通发布联合声明，计划成立一家具有保护伞性质的独立医保公司，为各自的雇员及家属提供价格合理、透明的高品质医疗保健服务。2019 年 3 月，联合组建的医疗公司公布了公司名称 Haven，总部设于波士顿，是一家非营利性、专注于医疗健康的公司，目标是为三大股东 100 万员工提供低成本、高质量的医疗健康服务，同时提供更易获得的初级保健服务、易于理解的保险福利以及更实惠的处方药。6 月确定 CEO 为医生兼畅销书作家阿图·葛文德 Atul Gawande，2019 年 5 月因通勤时间过长而宣布辞职，之后 CEO 一直空缺。2019 年 10 月，Haven 推出首个运营项目 Amazon Care，这是一个虚拟的初级保健服务，旨在改善和降低患有慢性病的员工的护理费用。2019 年 11 月，Haven 宣布与 Cigna 和 CVS Health 旗下的 Aetna 合作，为亚利桑那州和俄亥俄州的 3 万摩根大通员工提供健康计划。具体模式是，技术团队通过数据分析，建立一个精选医生网络，引导他们根据自己的状况进行适当的护理，如紧急护理诊所、医学专家或远程医疗预约。2021 年 1 月，Haven 宣布将于 2021 年 2 月底结束其独立运营。显然，三巨头的 Haven 试验田并没有在医疗保健领域开花结果。

控制药价是降低医疗健康成本的重要一环，这也是诸多商业保险公司取得成功的关键因素，但实际操作起来并不容易。美国诸多药企靠着毫无约束的药品定价和药物专利体系长期垄断医药市场，并以高价在市场销售，而为了巩固地位，这些药企将部分利润花在对政府的公关上，以阻止不利于药企的新法律通过。此外，医疗机构、制药器械公司与医疗保险公司也形成“铁三角”，他们既有竞争又相互合作，共同向政府和议会施压。虽然医疗健康行业正努力向低成本高效率的运行模式转变，但整个行业仍在很大程度上签订有偿服务报销协议，由于报销公司和服务提供者通过按服务收费系统获得了丰厚的利润，因此其它支付模式阻力重重。

美国是少数没有实行全民医保制度的国家，民众在购买保险上有很大的可选择性，但这看似自由的权利却因高昂的医疗费用而变得沉重。据《洛杉矶时报》报道，美国是全球医疗费用最高的国家，如果个人没有购买任何医保，其医疗费用将是购买医保人群的 5 倍之多，因而保险对绝大多数美国民众来说显得格外重要。美国医疗保险分为公共医疗保险和商业保险。公共医疗保险主要面向于拥有美国公民身份的老年人、残疾人、低收入人群及其他特殊人群，这些保险一般由国家及政府支持，而商业保险则是由个人或机构与保险公司进行签约。公共医疗保险主要包括联邦医疗保险 Medicare、医疗援助 Medicaid、儿童健康保险 CHIP 等，不同类型的保险制度服务模式不同，覆盖人群也不尽相同。由于公共医疗保险的超高门槛，保险覆盖率仅为 16.3%，这也使得美国的商业保险市场非常发达。据统计，80% 以上的美国人都购买了各种各样的私人健康保险产品，而在这些商业医保中，90% 是企业为员工提供的医保，仅有很小的一部分是个人自行购买。如今美国政府仍未出台任何政策强制要求企业为员工购买保险，但迫于美国工会的压力，企业为员工购买医保成为了一种社会共识，而且企业不仅要为员工购买医保，还要为其配偶和子女购买医保。数据显示，美国个人健康险每年所缴纳的平均费用为 2 万美元，企业需为员工缴纳其中的 70%，个人则需缴纳剩下的 30%。根据美国人口普查局在 2020 年 9 月中旬发布的信息，美国 2019 年人均年收入约为 3.9 万美元，而保险费用支出占个人收入比例高达 15%。因而，对于任何一家企业来说，保险支出都将是一笔沉重的负担，这也是诸多企业走向倒闭的致命因素。

13, Todd 和 Ted 略微领先标普指数

Becky Quick: 这个问题来自 Wedgewood Partners 的 David Rolfe, 自 1989 年以来该公司一直是伯克希尔的股东。该股目前是他们 18 只股票持仓中最大的。他问: 在过去的两年里, 你已经列出了 Protégé Partners 的单个基金的业绩。你什么时候开始公布 Ted Weschler 和 Todd Combs 管理的 250 亿美元的年度业绩? 你能说明在过去五年中, 他们俩人是否战胜了标普 500 指数?

巴菲特: 是的。都是 A。我们可能永远不会报告他们的个人表现。但可以肯定的是, 我和查理都非常关心他们对伯克希尔的贡献。他们做的非常出色了。他们不仅有智慧, 有记录, 而且他们是杰出的人。例如, 在医疗项目上 Todd 做了大量的工作。而且我派给了他的几件事情, 他做得都比我好。因此, 我正在衡量他们自加入以来的记录, Ted 比 Todd 晚来一年左右, 但他们自加入以来的记录几乎是相同的, 与标普指数对比也是如此。而且他们已经收到了一些激励性薪酬, 这只有当他们击败标普指数时才会得到。正如我所说, 他们只是稍微领先。但这已经比我做的好, 所以自然不能批评它。(大笑)他们是两个非常、非常、非常好的选择。查理?

芒格: 你在前一年确实报告过。你只是今年没有这样做。但现在你有报告了。(笑声)

巴菲特: 我们所有人都有问题是规模。坦率地说, 即使是经营 120 或 130 亿美元, 也比经营 10 亿美元更难。如果你经营的是 100 万美元或类似的东西, 那就是一个完全不同的游戏。你会同意这一点的, 对吗, 查理?

芒格: 当然。(笑声)

巴菲特: 好的。就像任何一个好律师一样, 除非你认为你知道他们会给你什么答案, 否则你永远不会问他问题。(笑声)好的, Gary?

14, GEICO 正处于良好的增长和利润轨道上

Gary Ransom: 我的问题是关于 GEICO。去年, 你们承诺的增长实现了。但在此过程中, 综合比率不断上升, 这是 15 年来第一次超过 100。当然, 其中一些是灾难引发的。但是, 即使不包括灾难, 在损失趋势中也有一些因素导致增长放缓, 至少在我们进入今年下半年时是这样。我想知道你是否能告诉我们发生了什么。所以我今天早上也看了一下, 看起来第一季度的情况已经稳定了一些, 但我还是想知道去年四季度的情况。

巴菲特: 是的, 当然。我对这个问题的唯一不同之处是, 当你说这导致我们增长放缓, 我们不想增长放缓。你看到的是一个从未想过放缓 GEICO 增长的人。增长确实放缓了, 但这并不是因为我们想放缓。我们的价格导致

了承保损失，实际上，即使没有灾难，我们会有轻微的承保亏损。但是，你知道，如果我们没有支付所有索赔，我们也会有亏损。我的意思是，在我看来，这种"例外"的东西在保险中并没有什么意义。

如果你看下一季度数据，我们的利润率约为 7%，这实际上比我们的目标要多一点。我收到了初步未经审计的 4 月份的数字，它们是相似的。所以，现在的承保收益或者说利润率是完全令人满意的。而且我们很想获得所有的增长。而且我们今年将获得新的市场份额。当 TonyNicely 接管 GEICO 时，1993 年市场份额是非常小的 2%。而现在它将是全国 13% 的家庭。而且我们将继续获得份额。

我们大部分时间将继续实现承保盈利。我应该说每隔一段时间，我们的费率就会有一点不充分。而且我们也许会在飓风或类似的事件中遭受一些巨大的损失，我们会在纽约有一个 Sandy 飓风。但 GEICO 保险真的是一颗宝石。我们还有一些其他的公司，我们觉得非常接近于类似的情况，但 GEICO 是一个令人难以置信的公司。它有一个属于自己的文化。根据汽车保险的平均水平，它每年为客户节省了大概 40-50 亿美元的费用，而他们本来是要支付这些费用的。而且它将在很大程度上实现承保盈利。去年 GEICO 浮存金增加了 20 亿美元。

这是一个了不起的公司。就像我说的，前四个月的情况明显好转。现在，汽车保险有一些季节性。一季度通常是四个季度中最好的。但一季度不是一个戏剧性的季节。因此我认为，当你阅读 10-Q 报告时，你可以相信我 4 月份的话。我认为 GEICO 正处于良好的利润轨道和良好的增长轨道。它增长得越多，我就越喜欢它。查理？

芒格：嗯，我认为你说得很好。GEICO 从来没有很糟糕，现在好多了。(巴菲特笑)

15，贸易不可避免的导致一些人失去工作

巴菲特：好的，第五站。

股东：早上好，沃伦和查理。Ethan Mupposa 来自内布拉斯加州的奥马哈。我的问题是，Donald Trump 的关税将如何影响伯克希尔的制造业务？(掌声)

巴菲特：嗯，到目前为止，我们已经看到钢铁成本有一定程度的增加。但正如我先前所说，中美之间会有一些来回的竞争，会有一些让一些人不高兴的事情，但我不认为任何一个国家会把自己陷入一个长期的贸易战中。我们在过去有过几次这样的经历。我认为我们已经在这方面学到了一般的教训。但是，我们的贸易政策中会有一些事情激怒到其他人。也会有一些来自其他国家的东西激怒我们。而且会有一些来回反复。但最终，我不认为我们会在这个问题上得到一个可怕的答案。查理，你怎么看？

芒格：嗯，钢铁行业的市场环境对美国钢铁业几乎是难以置信的不利。你知道，即使是 Donald Trump 在某些方面也可能是正确的。(笑声)

巴菲特：我一直说，任何总统都需要成为一个首席教育家，正如富兰克林·罗斯福在大萧条时期所做的那样。这就是为什么他有那些炉边谈话，而且非常重要，他向人们传达了需要做什么，以及他们周围发生了什么。贸易是特别困难的，因为贸易的好处基本上是不可见的，如果我们有一个规定，你今天穿的衣服都必须在美国生产，你不知道你会为你的衣服支付多少钱，你会为你的电视机支付多少钱等等。当他们到处买东西和经营自己业务时，没有人会每天都思考这些好处。其负面因素是非常明显和非常痛苦的。就像我们在缅因州的 Dexter 鞋业发生的那样，如果你被解雇，而你是一个非常非常非常好的工人，你为你所做的事情感到自豪，也许你的父母在你之前也做过，而突然你发现在美国制造的鞋子与海外制造的鞋子没有竞争力。

你知道，你可以尽情地谈论 Adam Smith 或 David Ricardo 或其他东西，来解释自由贸易和比较优势的好处等等，但这没有任何帮助。如果你是 55 岁或 60 岁，谈论再培训或类似的事情，你知道，那代表着什么？所以，在政治中这是很艰难的，因为你有一个隐形的益处，而你的选区有一定比例的人付出了非常明显的代价。

而在这种情况下，你需要做两件事。你需要知道什么是对国家有利的。因此，你必须非常善于解释它是如何真正地伤害到在纺织厂工作的人，就像我们在 New Bedford 做的那样，我们一半的工人只讲葡萄牙语。突然间，他们就没有工作了。而他们多年来一直在努力做好自己的工作。你必须要做两件事。你必须明白，这是个人为集体利益所付出的代价。其次，你必须照顾那些因为年龄或其他原因，再培训就业会成为一个笑话的人。你必须照顾那些在对我们国家有利的事情上享受不到的人。这需要社会通过政府采取行动，制定政策，使我们获得正确的集体结果，并且在这个过程中在经济上伤害太多的人。你知道，多年来我们已经在不同的领域做到了这一点。正当壮年的人有义务去帮助照顾那些年老和年幼的人。每当一个婴儿在美国出生，我们就承担了一个教育他们 12 年的义务。你知道现在要花 15 万美元。我们有一个制度，在正当壮年的人和年老和年幼的人之间建立一种联系。而且随着时间的推移，情况变得越来越好。它现在远非完美。但随着时间的推移，它已经变得更好了。

而我相信，贸易经过适当的解释，以及那些照顾到被牺牲掉的人的政策，对我们的国家是有好处的，也是可以解释的。但我认为这是一个艰难的过程。对一个在缅因州 Dexter 做鞋或在马萨诸塞州 New Bedford 的织布机上工作，或在俄亥俄州 Youngstown 钢厂工作的人来说，这是一个艰难艰难的工作。(掌声) Andrew?

16, 巴菲特不会把他的政治观点强加于伯克希尔

Andrew Ross Sorkin: 好的, 沃伦。这个问题来自一位伯克希尔的股东, 他已经做了十年的股东。这可能是我收到的最尖锐的问题之一。这位股东写道: 每年我都在年会上观看这部电影, 当你代表所罗门公司在国会作证时, 象征着一种道德指南。投资者越来越希望投资于具有社会 and 道德责任感的公司。因此, 当你在 CNBC 上被问及企业在围绕枪支销售的合理政策中可以发挥的作用时, 我感到不安。你认为企业根本不应该发挥作用, 你不会把你的价值观强加给别人。当你说你可以接受伯克希尔拥有枪支制造商的股份时, 我更加惊讶。在几年前的年会上, 你说由于社会问题你不会收购烟草制造公司。只要不违法, 伯克希尔会与任何公司合作, 这种想法似乎与我认为你所代表的一切相悖。请告诉我们你说错了。(掌声)

巴菲特: 好吧。让我们稍微探讨一下这个问题。(笑声)

它应该只是我的观点, 还是应该是公司股东的观点? 因此, 如果我决定就各种政治问题对公司股东进行民意调查, 其中之一是, 伯克希尔是否应该支持全美步枪协会 NRA, 如果大多数股东投票支持, 或者如果大多数董事会投票支持, 我将会接受。我不认为我在接受伯克希尔的工作时, 会把我的政治观点强加进去。在 2016 年的选举中, 我筹集了很多钱。就我而言, 我为 Hillary Clinton 筹集了资金(掌声)。我以各种方式说出了相当坦率的意见, 但当我这样做时, 我不认为我在为伯克希尔说话。我是作为一个私人公民在说话。我不认为我有任何理由为伯克希尔代言。在母公司层面, 我们从来没有做出过政治贡献。而且, 我没有去找我们的供应商筹集资金, 我没有为我上过的学校, 我支持的政治候选人, 或其他任何事情去筹集资金的事情。我认为我们不应该在 GEICO 的投保人表格上有一个问题: 你是 NRA 会员吗? 如果你是, 你对于我们来说就不够好或者其他什么。我不会将我的政治观点强加于我们企业的活动之上。(掌声)而如果你了解哪些公司是纯粹的, 哪些公司是不纯粹的, 我认为你很难提出这样的问题。但谢谢你。我想有了这个回答, 我几乎不敢再让查理回答了。查理?(笑声)

芒格: 很明显, 在所有种类的事情中, 沃伦是有底线的。

巴菲特: 是的, 我们确实是。

芒格: 尽管它们是合法的, 但在我们标准之下我们也不会去做。但我们不一定做得完美, 即使我们有某种高级的知识。我们只是尽我们所能。当然, 我们不会禁止所有枪支, 因为奥马哈被野鸡包围了。(笑声)

17, 伯克希尔"非常不可能"支付特别股息

Gregg Warren：沃伦，这个问题也是源于你最近说的一些话，所以我不能保证它会变得更容易。(巴菲特笑)

你最近指出，如果伯克希尔的现金余额继续增加并达到 1500 亿美元的门槛，你更倾向于股票回购而不是分红作为向股东返还资本的一种手段，你在去年的年会上指出很难向股东解释。虽然我理解不设立定期股息的理由，但一次性的特别股息可能是一个不错的选择，可以将伯克希尔的大块超额资本返还给股东，而且不需要承诺永远支付定期股息。不过，特别股息的缺点是，它将导致账面价值和每股账面价值的立即下降。而更大规模的股票回购，虽然压低了账面价值，但会减少伯克希尔的股票数量，对每股账面价值的影响很小。如果我们真的碰巧过了几年，伯克希尔确实达到了 1500 亿美元的门槛，因为市场估值持续过高，无论是收购公司还是回购股票，你是否会考虑一次性的特别股息作为向股东返还资本的手段？

巴菲特：嗯，如果我们认为我们不能有效地使用资本，我们会试着找出最有效的方式将资本返还给股东。我想我们不太可能通过特别股息来实现这一点。如果回购没有导致我们支付高于每股内在价值的价格，我认为我们更有可能通过回购来实现。我们永远不会做任何我们认为对持续持有的股东有害的事情。因此，如果我们认为股票的内在价值是 X，而我们必须支付一些适度的倍数，甚至高于这个数字来回购股票，我们就不会这样做，因为我们会伤害到继续持有的股东，而让那些退出的人受益。我们会尝试做最有意义的事情，但不会因为我们根本找不到事情做，而每天都必须做一些事情。

如你所知，关于人们是否想要股息，几年前我们有一次投票，B 股股东以 47:1 投票反对，所以我说的不是我和查理的股份或任何东西。因此，我不认为全世界的股东对所有股票的投票结果都会投出 47:1，但是我们可以自行选择谁加入我们。我认为，他们希望我们做任何我们认为对所有股东有意义的事情。显然，如果我们真的认为我们永远无法在业务中有效地使用这些钱，我们应该以某种方式把它返还股东。

你有一群董事，他们自己拥有非常大量的股票。你可以期望他们像股东一样思考。这就是他们加入董事会的原因。而且你可以期望管理层像股东一样思考，而且如果股东认为这比继续找事做更有意义，管理层会把钱还给所有的股东。但是，我们在第一季度的投资，到 4 月可能接近 150 亿，所以我们不会总是处于一个利率非常低，或私人股权市场价格很高的世界。所以我们会做最有意义的事情。

我们非常不可能支付一个大额的特别股息。我认为，如果我们把这个问题提交给股东投票，而查理和我没有投票，我认为我们会得到很多反对票。我愿意在这个问题上打一个赌。查理？

芒格：好吧，只要现有的系统继续像以前那样运作良好，我们为什么要改变它？我们有许多人已经习惯了这个系统，在这个系统下做得很好。如果条件发生变化，如果事实发生变化，我们有能力改变我们的想法。

巴菲特：是的，我们已经做了几次。

芒格：我必须说，虽然这有点难。(笑)。

巴菲特：他总是把我带回到现实。好的，第 6 区。

18, 芒格比巴菲特对中国股票市场更感兴趣

股东：嗨，早上好，巴菲特先生和芒格先生。我是弘则研究 HorizonInsights 的于菲 StephieYu，这是一家总部位于上海专注于中国的研究型公司。所以，我在中国有很多共同基金的客户，他们相对非常年轻，他们管理的基金规模都较小。所以我的问题是，如果你今天的投资组合中只有 10 亿美元，你会如何改变你的投资？你会考虑增加在中国等新兴市场的投资机会吗？谢谢你。

巴菲特：是的，我想说，如果我管理 10 亿美元，在美国 30 万亿美元的市场中，我对事物的理解通常比我对世界的理解更好，我可能会在美国找到更多机会，顺便说一下，在一定程度上比我们在千亿级市场上找到的机会更好。但我不会排除新兴市场。这很有趣，它把我带回了我的青春，约 15 年前有一段时间，我在周末翻阅了一份韩国股票的目录，我买些小股票，以韩国或美国企业的标准来看，它们并不小是大公司。但我找到了 15-20 个在统计上价格很便宜的股票，我自己每样都买了一些。这有机会用较少的钱来做我们无法做到的事情。

但我的第一个倾向总是要研究美国的投资机会。我已经研究过其他国家，我可能不会进入非常非常小的市场，因为在市场买卖执行和税收方面也会有很多困难。如果你在美国找不到它，在中国、英国和其他地方，你可能也不会找到它。(笑)你可能认为你已经找到了它。但那可能是一个与你所理解的完全不同的游戏。我们的问题是规模，而不是国家。查理？

芒格：嗯，按百分比来说，我在中国的股票已经比你多了，所以我支持这位年轻女士。(笑声)

巴菲特：好吧，你想说出这些股票的名字吗？(巴菲特笑)。

芒格：No。(笑)

巴菲特：我应该补充一点。你会在中国找到很多机会。查理会说，你有一个更好的狩猎场，甚至比在美国拥有类似资本的人还要好。所以，从某种意义上说，这是合乎逻辑的，因为这是一个更年轻的市场，但仍然是一个

大市场。因此，市场可能随着时间的推移而朝着更有效率的方向发展。30 年前日本出现了一种非常奇怪的情况，认股权证的定价极不合理，过了一段时间人们注意到后它就消失了。但在市场发展过程中，可能会有一些非常奇怪的事情发生。我想你会同意这一点的，查理，对吗？

芒格：当然。

巴菲特：好的，Carol？

19，保持信心，当我们离开时不要卖掉你的股票

Carol Loomis：这个问题来自蒙特利尔的 Gideon Pollack。我承认不是个小问题，他说：全世界基本上都知道，自 1965 年你开始经营伯克希尔以来，公司发生了巨大的变化，当时它只是东北部一家很小的纺织公司，而现在它是财富 500 强中排名第四的公司。那未来 50 年呢？你能给我们讲讲你对 2068 年伯克希尔的看法吗？

巴菲特：我想这看起来很遥远。(笑声)答案是我不知道。而且 50 年前，我不知道它现在会是什么样子，我的意思是，它将基于某些原则，我们将找出它将通向哪里，我们会有一些人在思考跟我不同的事情，我们会有一个不同的文化。我非常希望并相信我们将像世界上任何大公司一样以股东利益为导向。我们将把我们的股东视为合作伙伴，我们将努力像对待自己的钱一样使用他们的钱，而不是试图在他们身上获得优势。谁知道到时还会发生些什么呢？查理？

芒格：好吧，我想和我们年轻股东谈谈。在我们离开后，你们中的一些人在许多朋友的帮助下，卖掉你们的伯克希尔股票并做些其他事情，我认为他们的情况会更糟。(笑声)所以我建议你们保持信心。(掌声)顺便说一下，其中一些已经在许多家庭中发生了。

巴菲特：我下次会给出他的答案，现在我看到它得到所有的掌声。(笑声) Jonathan？

20，金霸王 Duracell 应该比现在赚更多的钱

Jonathan Brandt：金霸王 2017 年的税前收益为 8200 万美元，仍远低于其作为宝洁子公司的收益。你能否澄清或量化，去年在分部层面的过渡成本或购买法会计的影响，在多大程度上仍是暂时的负担？或者说，鉴于亚马逊进入电池市场，盈利贡献的差距是否可能只是反映了该类别的商品化特征？我确实看到，金霸王第一季度的收益有所增长。这是否预示着在 2018 年及以后会有更有意义的贡献，因为你们完成了生产规模的合理化调整，与收购有关的费用也会下降？

巴菲特：是的。金霸王应该比现在赚得更多，而且将来也会更多。正如你所提到的，它正朝着这个方向前进。但根据该公司的历史，它现在赚的钱并不合理。当吉列 Gillette 收购金霸王时，我就在吉列的董事会里。我看到了当它得到充分管理时会发生什么。我也看到了 Jim Kilts 在吉列公司管理它时的表现。而在收购过程中，还有很多过渡问题。首先，我们用宝洁的股票换取金霸王的股票有很多规则限制，有很多事情你不能做，而在从宝洁的管理过渡到我们的管理的那段时间，做这些事情是有意义的。但是金霸王的品牌是非常强大的。产品线非常强大。我们正在赚更多的钱，我相信我们真的会赚到该资产本应赚到的钱。我们应该很快就能赚到这些钱。

但从利润的角度来看，它是表现不佳的，这是完全正确的。我们正在做很多改变。其中一些涉及到所在国家改变就业状况的成本非常高昂，如果改变一个工厂或类似的东西，必须支付的费用。但是我喜欢金霸王的交易，绝对和我们做这个交易时一样。查理？

芒格：我比你更喜欢它。(笑声)

巴菲特：金霸王是一个非常非常适合我们的业务。好的，第 7 区。

21，在目前的利率下，投资长期债券"几乎是荒谬的"

股东：早上好。Ola Larsson 来自旧金山湾区，我有一个与-美国国债市场有关的问题。我从未在金融业工作过。我一开始是在温哥华证交所购买低价的矿业股。几十年后我结婚了。我的妻子说服我购买伯克希尔股票。这可能是一个好的决定。(笑声)所以我的问题是，我在报纸上看到关于美联储和通货膨胀的数字，必须增加国债拍卖的供应。我的问题是，你认为这将如何影响收益率或利率？

巴菲特：答案是我不知道。好消息是，没有其他人知道，包括美联储的成员以及每个人。

这里面有很多的变数。我们知道的一件事是，以目前的利率或任何接近目前的利率，我们认为长期债券是一项糟糕的投资。因此，基本上我们所有等待配置的资金都投在短期国债中，这些国债的平均期限最多为四个月或类似的时间。最近，这些利率已经有所上升，因此，我猜测 2018 年我们的税前收益比去年至少多 5 亿美元。但这不是因为我们想持有他们。我们在等待别的投资机会出现。但在这些利率下投资长期债券几乎是可笑的。因为联邦储备委员会告诉你，我们希望每年有 2% 的通货膨胀，而长期债券利率不到 3%。当然，如果你是个人，你还要为此纳税。你将要缴纳一些所得税。假设你的税后回报率下降到 2.5%。因此，美联储告诉你，他们将尽其所能确保你，每年获得的通胀调整后的收入不超过 0.5%。在我看来，**这是一个非常时期，但我不会去买烟蒂股，我认为**

目前我会坚持投资生产性企业或某些生产性资产。债券市场有数万亿美元在人们手中，他们试图猜测哪个期限的债券是最好的以及诸如此类的事情。而我们在这场游戏中根本没有任何优势。查理？

芒格：好吧，我们的货币当局降低利率真的不公平，因为它主要支付给我们有储蓄账户的老年人。他们可能不得不投资债券以适当地对抗大通胀。但这显然是不公平的。当前的市场环境也很奇怪，在我的一生中，只有一次利率下降得如此之低，并在很长一段时间内保持低位。这对很多人来说是相当不公平的。而它使在座的人们受益匪浅，因为它推高了资产的价格，包括伯克希尔股票的价格。所以我们都是一群不值得同情的人。(笑声)我希望我们继续这样。(笑声)

巴菲特：1942 年这份报纸出版的时候，政府正在宣传爱国主义。我们作为孩子去学校，买了储蓄邮票存起来。好吧，他们叫它美国战争债券，然后叫它美国国防债券，然后叫它美国储蓄债券。(笑)但当时被称为战争债券。你投入 18.75 美元，十年后你就能拿回 25 美元。这时我才知道，十年内 3 美元换 4 美元是 2.9% 的复合收益率。他们当时不得不把它写在小字上。即使是 11 岁的孩子也能理解，10 年 2.9% 的复利并不是一项好的投资。但我们都买了。这基本上是战争动员的结果。

你知道最严重的通货膨胀发生在二战期间的金融业。我们实际上是采取了大规模的凯恩斯式的行为，不是因为我们选择跟随凯恩斯，而是因为战争迫使我们的财政出现了巨大的赤字，我们的债务达到了 GDP 的 120%。这是有史以来最伟大的凯恩斯主义实验，我们退而求其次，它给我们带来了一波前所未见的繁荣。所以你会得到一些意外的好处。但美国政府鼓励每个公民都把他们的钱，以 2.9% 的复利投入到固定的美元投资，为期 10 年。而我认为国债从那时起就没有吸引力了(笑)，除了 1980 年代初之外。那时候的情况，你真的有机会通过购买零息国债来投资你的钱，实际上保证在你一生中的 30 年内会有 14% 左右的复利回报。因此，每隔一段时间，市场上就会发生一些非常奇怪的事情，诀窍是不仅要做好准备，而且要在事情发生时采取行动。查理，你有没有买过任何战争债券？

芒格：No，我从未买过战争债券。我参加战争时没有任何钱。(笑声)

巴菲特：这是个不买的好理由。(众笑)好的，Bekcy？

22，臃肿的官僚机构有点像癌症

Becky Quick：这个问题来自 Angus Hanton，他和他的妻子住在伦敦，他说他们成为伯克希尔股东已经超过

30 年了。他说：我们都读过零基预算法，它在卡夫亨氏和你与 3G 合作伙伴所做的其他投资中非常有效。我们能否期待这些成本消减技术被伯克希尔其他业务部门的经理人使用？

巴菲特：好吧，一般来说我们不期望伯克希尔管理人员在零基预算方面有很多变化。换句话说，你为什么不一直这样想呢？3G 的人已经进入了某些状况，可能主要是在人事方面，但也包括其他费用方面，有很多费用没有为每一美元的支出带来价值。因此，他们非常迅速地做出了改变，这种情况一开始就不应该存在。

而我们希望我们的经理一直保持高效。以 GEICO 为例，自从我们买下控制权后，GEICO 的员工从 8000 人增加到 39000 人。但他们都有效率。我的意思是，你不会找到一个 3G 运营方式，把成千上万的人从那里赶走。另一方面，我可以想到一些公司，在那里你可以把一大堆人赶出去，但他们没有这样做，因为这些企业一直利润丰厚。事实上这就是烟草公司的情况。他们的利润是如此之高，以至于他们周围有各种各样并不真正需要的冗员。但钱就这样源源不断的流了进来。

因此，我们的经理们有不同的技术来跟踪或尝试在不产生其他必要费用的同时，最大限度地提高客户满意度。我认为，我们的一些经理很可能使用一些零基预算或类似的东西。**他们从未向我提交过预算。他们从来没有被要求这样做。我们在伯克希尔从来没有过预算。**我们不会按月汇总我们的数字。我的意思是，我得到每家公司的单独报告。但是，没有理由花一些额外的时间，例如，在四月底公布合并数字，或在五月底公布合并数字。我们知道自己的立场。可能在整个财富 500 强中，我确信我们是唯一一家不做这种事的公司。我们不在伯克希尔做不必要的事情。**而在大公司做的很多事情都是不必要的。这就是为什么 3G 不时地发现机会。**查理？

芒格：好吧，如果你在总部有 30 个人，其中一半是内部审计员，这不是在美国经营一家大公司的正常方式。而有趣的是，我们显然从大的规模中失去了一些优势。但我们也因没有拥有一个庞大的官僚机构，在总部无休止地召开一个又一个会议而失去了某些劣势。而且，我认为我们的低开销、多样化的方法已经遥遥领先。而且，这也使我们的公司对非常有能力、有荣誉感、拥有公司的人很有吸引力。因此，总的来说，现有的制度对我们来说非常有效。我不认为我们没有像其他很多地方那样可以有效的裁员。而且我认为我们的方法非常有效，我们不太可能改变它们。

巴菲特：是的，你可以说我们有一种零基预算编制。(笑声)我们希望总部的榜样在很大程度上被我们的子公司所效仿。

芒格：但这不仅仅是降低成本。我认为，如果你消除了官僚主义，决策会做得更好。我认为官僚机构有点像癌症。而且它的功能有点像癌症。(掌声)因此，我们非常反对官僚主义。我认为这给我们带来很多好处。在这种情况下，我们与巅峰时期的安海斯-布什公司(Anheuser-Busch)有很大不同。

巴菲特：是的。好的，Gary？

23，我们正在尝试低成本的小型商业险

Gary Ransom：我的问题是关于小型商业险，特别是小型直保商业险。我们似乎有一些网站能够让买家直接购买小型商业险；biBERK 就是其中之一。这是一个竞争非常激烈、分散的市场。但你对这个市场的战略是什么？我们能否最终将小型商业险市场 GEICO 化？

巴菲特：嗯，我们会弄清楚的。这是一个非常好的问题，因为这正是我们问自己的问题。我们在 GEICO 有一个令人难以置信的公司，它 1936 年成立直接进入了个人汽车市场。在我看来，毫无疑问，多年来像小型商业险这类基于多层代理机构分销的险种，随着时间的推移，降低分销成本并使客户更方便就会发挥作用。因此，我们正在进行试验，并将继续进行试验，如小型商业险，工人赔偿险等等。我们将尝试并找出从系统中降低成本的方法，以较低的价格向客户提供同等的产品或更好的产品，我们将找出什么可以做，什么不能做。

如你所知，我们不是唯一这样做的人。我们有一些经理，我相信他们会在这方面有很大的进取心。我们支持他们。我们预计有些会失败，如果有些成功，我们将会有一些非常好的企业。而世界正朝着这个方向发展。所以你可以期望我们尝试并顺应它。查理？

芒格：好吧，如果这很容易，我想它会发生得比现在更快。

巴菲特：它将随着我们的发展而发生。但你仔细想想，这在汽车行业并不容易。我的意思是，这是一个有各种额外费用的系统，可以追溯到 20 世纪初。它是建立在火灾保险和强大的代理机构上的。当 1903 年福特或其他汽车公司出现时，这个模式都被引入了汽车行业。因此，它在一个当时效率并不高的系统中成长起来。但最初的 StateFarm 保险采用了直营或自营代理系统。然后是 USAA 保险，然后是 GEICO 保险，再后来是 Progressive 保险，才转向更高效更有利于消费者的低成本直销系统。而同样的事情将在某种程度上发生在各种行业，当然，小型商业险也会发生。

芒格：这可能发生，但会很慢。

巴菲特：这需要一个惊人的漫长时间。但你知道，战斗并不总是属于强者，比赛也不总是属于迅捷者。但正如他们所说，这就是下注的方式(笑)。好的，第 8 区。

24, 医疗保健伙伴关系正在攻克一个巨大的"行业护城河"

股东：Austin Merriam 来自佛罗里达州 Jacksonville。巴菲特先生，最近有消息称 Jeff Bezos 先生、Jamie Dimon 先生和您合作挑战医疗保健行业，以及您自我承认遇到的困难，这将使我相信该行业的进入壁垒比最初假定的要高。这是一条更宽的护城河。如果你愿意，这是否能证明行业中的老牌企业，如 PBMs，有理由获得更高的市盈率倍数？

<Pharmaceutical Benefit Managers, PBMs 药品福利管理，是医疗服务市场中的一种专业化第三方服务。提供该服务的机构一般介于市场的支付方(商业保险机构，雇主等)、药品生产企业、医院和药房之间进行监督管理和协调工作。PBM 基于患者就诊数据的采集分析，药品处方审核等对整个医疗服务流程进行管理和引导，从而达到对医疗服务进行有效监督、控制医疗费用支出、促进治疗效果的目的。药品福利管理者通过与药品生产企业、医疗服务机构、保险公司或医院签订合同，以求在不降低医疗服务质量的前提下，影响医生或药剂师的处方行为，达到控制药品费用增长的目的，其核心目标是提高医疗支出的使用效率。提供该服务的机构可以作为医疗服务全过程的监督者，主要职责包括：协助制定药品福利计划、处理药品赔付申请、审查处方药以及发现并防止药物的相互干扰作用、制定鼓励使用低成本的通用名药和品牌药的计划、开展药品邮寄服务等。>

巴菲特：好吧，尽管系统可能有一条抵御入侵者的护城河，但这并不意味着系统内的每个人都有各自的护城河，这是其一。现在，如果三巨头这个新的合伙公司成功，我们就是在攻击一个行业的护城河。我对行业的定义非常广泛，医疗保健不仅仅是医疗保健保险公司。我们正试图找出一种更好的方法，确保我们不会牺牲护理。而我们的目标是改善护理。就像我说的，这比单个公司的护城河大得多。它比行业的一个组成部分的护城河要大。整个系统所拥有的护城河，因为它在许多方面相互作用，那是本质上必须被攻击的护城河，那是一个巨大的护城河。就像我说的，**我们会尽力而为。但如果我们失败了，我希望别人能成功。**查理？

芒格：我猜想，最终当民主党人控制了国会两院和白宫时，我们将得到单一给付制度的药品。而且我认为这对目前的许多 PBM 来说并不友好。(掌声)我也不会想念他们。(笑声)

(单一支付制国家，理论上全民都享有医保，联邦政府或者某单一机构代表民众来支付医疗服务者(如医院诊所理疗师等)，支付费用是恒定的。单一制的一大弊端是效率出奇的低。目前采用单一支付制医保体系主要国家有英法德加等。美国的单一支付制度体现在联邦政府提供的 Medicare 和 Medicaid 医保体系，统称为政府支付，其余医保支付统称为商业支付。商业医保大部分民众是通过自己工作的公司和雇主来获取医保，另外一小部分则是通过购买个人计划来获取保险。2016 年，美国政府的医保总开销接近 3.3 万亿美金，政府和商业占比一比一。美国政府支付占 GDP 比例为 8.5%，与各国水平相当，但商业支付占 GDP 比例为 8.8%，远远超过其他国家的 2.5%。

Medicare 联邦医保计划为超过 65 岁和一些有残障的人群提供医保，资金来源于税收。目前在美国有超过 5600 万人口在 Medicare 的体系下享有医保。原始的 Medicare 包括了 A 计划和 B 计划，而 C 计划和 D 计划为民众则提供了更全面的医保。A 计划主要包括医院服务的保费，为住院费，护理费等提供保费。在美国只要是满足一些条件比如工作 10 年，年满 65 就自动注册进 A 计划的医疗保险体系。A 计划一般不再需要投保人支付任何额外的月费。B 计划主要包括了医生费用，救护车，医疗实验和医疗工具等保费。参与 B 计划通常需要一个联邦机构 CMS

支付额外的月费。C 计划和 D 计划则属于 Medicare 的额外保险，一般由私人保险公司提供。C 计划由商业保险公司和政府签约合作，向受保者提供包括了计划 A 和 B 的所有保险内容，并且包括了计划 A 和 B 中不包括的项目如牙齿，眼睛等保险方案。而 D 计划主要涉及医生的处方药保险。Medicaid 联邦医保计划为需要特殊关照人群如怀孕妇女，儿童和低收入家庭提供医保。与 Medicare 不同的是，Medicaid 是由州政府来执行的，费用则由州政府和联邦政府共同承担。目前在美国有超过 7000 万的人口受保与 Medicaid 的医疗保险。需要指出的是，由于各个州对低收入定义不同，同一人在不同州准入资格不同。

除去 Medicare 和 Medicaid 的人群，其它受保人群则是通过自己的雇主或者工作的公司享有医保或者直接向保险公司购保。美国的主要商业医保公司有 UnitedHealth, Anthem, Cigna 等等。这些公司都会提供不同类别的医保服务计划供客户选择。商业医疗保险常见的选择如 FFS, HMO 和 PPO。FFS 即 fee for service 模式。即医生每给患者做一项服务，每项服务都会有相对应的收入。这种机制一般花费最高，因为一旦选择了 FFS 模式的服务，意味着可以随便拜访任意一名医生或者医院，同时也不需要介绍而直接对接专科医生。患者向联邦机构 CMS 支付月费(免费)，医生将诊断书寄给 CMS，CMS 为每一项服务支付费用。对于医生来说，如果想赚更多的钱，那么就多给患者一些"服务" 比如做个血检，拍个片子，然后再做个手术等等。因为 FFS 模式固有的问题(医生不考虑怎么好好治病，只想着怎么多做服务)，越来越多的公司在摒弃此模式。CMS 也正在越来越多的将传统的 FFS 支付模式转变为更加合理的支付模式，比如捆绑支付。患者向联邦机构 CMS 支付月费(免费)，CMS 向保险公司付费月费，医生将诊断书寄给保险公司，保险公司为服务捆绑打包支付一个固定费用。为了省钱，患者可以选择 HMO 和 PPO 模式，但是选择了 HMO 只能就诊于保险公司名单上的医生，如果医生不在名单上，则需要自己全额支付医疗费用。另外在 HMO 计划下如果想要看专科医生，还需要主治医生的引荐，比较麻烦。HMO 的好处是保险费相对较低，但是对患者来说局限性较大。PPO 也有一个名单，但是这个名单是"建议名单"，也就是说，在 PPO 的计划下，你可以去看所谓名单外的医院和医生并同时获得一定的保额。2017 年，各方案占美国总医疗费用的占比为：商业保险 34%，Medicare 保险 20%，Medicaid 保险 17%，私人支付 10%，其他政府项目 12%，其他 7%。)

25, 巴菲特 VS 马斯克，传统的护城河是否"过时"

Andrew Ross Sorkin：这个问题来自于 Kiwi，实际上是关于护城河的问题。他说，Elon Musk 本周在特斯拉电话财报会议上说：我认为护城河的概念很逊。他们就像残存的古董一样看起来很不错。如果你抵御竞争对手的唯一防御是护城河，那么你不会持续太久。重要的是创新的速度。这是竞争力的根本决定因素。所以，沃伦，看来世界已经改变了。商业竞争越来越激烈了。创新的步伐。技术正在影响着一切。Elon 是对的吗？

芒格：沃伦让我来回答这个问题。Elon 说，传统的护城河是古旧的，这对于真的护城河是对的。他说，最好的护城河是拥有一个强大的竞争地位，这也是对的。但荒谬的是，沃伦并不打算挖一条真的护城河作为防御。尽管它们看来是古雅的。(笑声)

巴菲特：是的。(笑声)当然，这一直都是事实，近年来很多企业确实如此，受到攻击的速度加快了。似乎有更多的护城河比以前变得更容易受到入侵了。总有人试图做的这一点。但某些地方的护城河可能一如既往的坚固。

你当然应该一直努力改善你自己的护城河，捍卫你自己的护城河。Elon 可能会在某些领域把事情弄得天翻地覆。

但我认为他不想在糖果领域与我们竞争。(笑声)我们还有一些其他的业务，不会那么容易被技术颠覆。你可以在旁边大厅里看看 Garanimals 的童装生意，它就不会被技术夺走(笑)。也许还有别的东西，能抓住了年轻孩子的幻想或其他东西。它们的周围有一些不错的护城河。例如，成为低成本的生产商也是一条非常重要的护城河。GEICO

保险这样的公司，技术并没有把成本降低很多。但我认为我们的竞争优势是，只有少数几家公司的成本和我们一样低。我们在大公司中是一个低成本的生产商。当你销售一个必需品时，低成本是很棒的。好的，Gregg？

26，伯克希尔能源公司的资本"找到好的用途"并不奇怪

Gregg Warren：沃伦，伯克希尔能源公司在伯克希尔旗下运营获益良多。由于不必每年支付 60-70%的收益作为股息，该公司在过去五年积累了 90 亿资本，在过去十年中接近 120 亿资本，这些资本可以用于收购和资本支出，特别是可再生能源。虽然太阳能的税收减免到明年结束，但我们已经看到伯克希尔能源公司对太阳能项目的资本承诺大幅减少。尽管今年和明年风力发电能力的支出预计会增加，但随着风力生产税收抵免的逐步取消，它确实在 2020 年会逐渐减少。如果没有对额外资本项目的重大承诺，看起来伯克希尔能源公司 2021 年的支出将是自 2012 年以来的最低水平，使该公司手头的现金比一段时间以来都多。你认为在那时能源公司是否有可能开始向母公司输送现金？还是会被指定用于减少债务，或者只是留在资产负债表上作为收购的储备？

巴菲特：是的。关于税收抵免何时结束以及所有这些，你说的对。如你所知，虽然他们在过去已经延长了这项立法，但没人知道政府对激励各种形式的替代能源的立场到底是什么？如果你考虑到公共事业各方面可能需要的合理支出，比如再生能源和一般的公用事业业务，我认为会有大量的钱花出去。而问题是我们是否能花掉它并获得合理的回报。再说一次，我们会做符合逻辑的事情。

伯克希尔能源公司基本上有三个股东。伯克希尔拥有其 90%的股份。Greg Abel 家族和 Walter Scott 家族拥有另外 10%的股份。我们都有兴趣在良好的回报率下尽可能多地投入资本。我们知道什么时候可以做，什么时候不可以做。而且对伯克希尔完全没有税收后果。所以三个合伙人将找出最合理的办法配置资本。但是，当你想到会做什么能改善美国的电网和我们确实拥有大量资本的事实，如果我们在未来很长一段时间内找到伯克希尔能源公司的资本的良好配置方式，我不会感到惊讶。查理？

芒格：是的。嗯，我认为在伯克希尔能源公司会有巨大的机会，就像你看到的那样，可以非常明智地部署资本。所以我认为返还大额股息的机会大约为零。

巴菲特：是的。我们不仅有几乎所有公用事业公司都没有的大量资金，而且我们也有人才。我的意思是，我们有一个非常，非常有才华的组织。所以这是一个很大的领域，我们的股东都是资本家。我们的经理人也是非常出色的。你会认为，随着时间的推移，我们会在这个领域找到一些明智的做法。到目前为止，我们做到了。我们

现在已经拥有它接近 20 年了。我们已经部署了大量的资本，到目前为止，回报还不错。我的意思是，如果你看看我们美国的公用事业系统可以做出的改进，你说的是成百上千亿美元，甚至是几万亿美元。所以，除了伯克希尔，你还会去哪里寻找这样规模的资金？好的，第 9 区。

27, 伯克希尔经常性盈利能力将会持续增加

股东：Richard Sercer 来自亚利桑那州图森市 Tucson。在伯克希尔，最重要的是我们经常性每股盈利能力的增加。这是在你的上一封信中说的。按照你的估计，我们的经常性每股盈利能力是多少？

巴菲特：好吧，在当前税率下，你在第一季度看到的情况可能是一个合理的猜测。这显然取决于任何特定年份的经济状况。我认为这将是一个合理的估计。但是我们还有未曾动用的盈利能力。随着我们的发展，我们会有更多的盈利能力。因此，我们确实期望经常性盈利能力会随着时间的推移而增加。如果它没有增加，无论如何我们都会让你失望，因为我们保留了所有的收益。所以，我没有看到我们的收益有任何异常。目前联邦所得税率为 21%，一季度收益有 52.5 亿美元，从季节上看，一季度的保险业务比较好，但对我们来说，大多数业务一季度都不是最强劲的季度。我不认为这有什么异常。

我们期待，除了来自运营业务的经营性收益外，随着时间的推移，还有可观的资本性收益。除了我们 7700 亿股票的股息之外，还有留存收益。也就是他们从我们这里保留的，供他们使用但属于我们份额的收益。无论是苹果、美国运通、可口可乐还是富国银行或其他，每年归属于我们份额的留存收益是数十亿美元。无论如何，我们认为这些钱将使我们受益，就像它们被分红支付出去的那些一样。在某些情况下，就创造的市场价值而言，它们会超过留存收益这个数额。因此，有许多我们没有显示在我们的收益中的数十亿美元被我们的投资方所保留。无论如何，我认为我们会从这些投资中获得应有的价值。

因此，在目前的税率和目前的经济环境下，每年你可以赚得 200-210 亿美元，我们应该从留存收益再投资中得到一些东西，然后当我们赚到 1000 亿的现金用于投资时，我们应该赚得更多。当我们保留收益时，我们应该赚得更多。因此，我们希望随着我们的发展，这个数字将越来越大。查理？

芒格：嗯，我不认为我们的股东会在一年内再看到 650 亿美元的净资产增长。他们可能要等一段时间才能再看到。但我认为最终会有另一个 650 亿到来，然后再有下一个。只要你有足够的耐心。(笑声)

巴菲特：我们不认为目前的情况是不利的，除了我们希望赚到更多的钱。我们喜欢我们的生意。我们喜欢我

们部分拥有的业务。从我们看待收益的方式中，从那些我们部分拥有的业务获得的股息，远远低于它们将要贡献的，在我们看来，股息并没有反映出这些业务对伯克希尔的整体收益的贡献。否则我们就不会拥有这些股票。

芒格：你还喜欢你最近购买的苹果和航空公司的股票，比你持有现金更好，而且要好太多。

巴菲特：是的。绝对是的。我们不要进一步探究下去了(笑)。Carol？

28，房地产经纪人并没有异常的利润

Carol Loomis：这个问题来自亚特兰大的 Daniel Kane。您今年的年度信指出，伯克希尔已经成为美国房地产经纪业的领导者。恭喜你。在不到 20 年的时间里，这是一个重大的成就。但让我提一个棘手的问题。如果说股市积极型经理人收取的费用拖累了投资者的业绩，那么我认为房地产佣金也不例外，而且可能更有害，特别是当人们考虑到巨额的、被放弃的预付的现金流，以及复利力量的终生影响。我很乐意听到你对我的观点的反驳。

巴菲特：嗯，对于相当大比例的人口来说，买房是他们最大的金融交易。而且很多人需要通过房子获得很多关注。在你卖出一个房子之前，你可以向人们展示很多的房子。但我要说的是，如果你看看我们现在接近 5 万名代理人，我认为他们的生活很好，或说过着体面的生活。但我要说的是，管理资金的人赚的钱要多得多，而对他们所服务的人的福利贡献可能要少得多。因此，我不认为做房地产经纪人会有不寻常的利润。我不认为在房屋交易中介有不寻常的利润。我们喜欢这个业务，因为它从根本上说是一个好生意。

我们在这里做的是美国所有房产交易的 3%，而我们的收益可能是每年 2 亿美元。好吧，我们不会去讨论华尔街赚取 2 亿美元所付出的努力是什么。但我想我必须在这个问题上给他们讲一些关于 Roy Tolles 的事情。Roy Tolles 是查理的合伙人，很多很多年前，他要生孩子了，他决定在 San Marino 买一套房子。所以他派他的好妻子 Martha 出去，在 San Marino 看了 6 个月的房子，这是许多年前的事了。如果他们的价格是 15 万，她只会付 7.5 万。当然房地产经纪人都快疯了，因为他们永远不可能把价格为 150 的东西以 75 的价格出售。最后，当她找到一个他们都非常喜欢的房子时，Roy 让她出价 120 左右，房地产公司非常高兴得到一个在正常范围的报价(笑)，他们将非常努力地让卖家接受这个出价(笑)。因为他们不希望 Roy 再以较低的价格竞价六个月。所以你不会在第一次报价就卖掉房子。顺便说一句，我让 Roy 为我买了一栋房子(笑)，显然是因为他是一个了解人性的家伙。

做房地产中介你不会发财，人们赚的是他们应得的钱，就他们得到的报酬而言，他们是以完全可敬和体面的方式赚取的。正如每个行业一样，可能有过度或错误或诸如此类的事情。但我们将继续收购更多的经纪商。事实

上，我们可能在不久之后就会有另外几个宣布。我们会觉得，如果我们在全美经营 10%的房地产经纪业务，并且每年赚取 6-7 亿美元的税前收益，我们不会认为这是个暴利的钱，因为在美国，每年 500 万人中有 10%能够更换他们的住房。查理？

芒格：好吧，如果你在谈论是 2000 万美元的房子，房地产中介的佣金可能会变得不合理。为 2000 万美元的交易支付 5%的佣金似乎有点可笑。但我们中真的有人关心那种花 2000 万美元买房子的人是否有太高的佣金？(笑声)但普通的佣金那是应得的。

巴菲特：是的。我们有一些经纪公司，在美国部分地区，就房子的销售价格而言，最高的平均交易额接近 60 万美元一个单位。但在我们大多数的房地产中介业务中，平均成交价格是 25 万美元左右。你要推销很多房子才能实现一个 25 万美元的销售。当然线上公司和线下销售公司通常是两个不同的公司。在我看来这佣金并不过分。顺便说一下，线上中介也没有影响到业内人士，房产中介并不特别容易受到在线销售的替代或类似的东西的影响。在大多数情况下，房地产经纪人可以赚取他们合理的佣金。但查理对 2000 万美元的房子有更多经验。因此，他将对这一领域进行评论。(笑声)

29，卡夫亨氏部分产品有相当健康的增长

巴菲特：好的，在我们休息之前，我们还有最后一个问题。Jonathan？

JonathanBrandt：考虑到食品行业消费者口味的变化，以及卡夫亨氏已经很高的利润率结构，你认为他们现在拥有的品牌，加上新产品的推出，在未来十年内，在没有收购的情况下，能否保持或提高现有的利润水平？在他们的产品组合中，除了番茄酱之外，还有什么产品的需求在日益增长吗？

巴菲特：好吧，实际上你是在问我卡夫亨氏是否值得购买(笑)。而我們不希望以这种方式提供关于有价证券的信息。是的，除了番茄酱之外，还有许多产品的需求在不断增长。有些产品因地域不同而有很大的差异。组合中各种产品的渗透率有巨大差异。就投资资产的回报率而言，包装消费品仍然是一个了不起的业务。但是全世界的人口增长相当小，而且增速相当慢。而且，人们将吃大约相同数量的食物。人们有更多的意愿去选择有机产品。这是一个非常好的业务。而且不断有新产品问世。这不是一个你会得到惊人有机增长的行业，它从来都不是。但我喜欢这个业务，我们拥有它的 26%左右的股份。卡夫亨氏旗下很多产品都有相当健康的增长。我认为，在大多数食品公司你会发现这一点。你会发现这些业务的净有形资产回报率非常高。

开场白

巴菲特：好的。几年来，我们有一位出色的女士，她多次顺利地完成了这个会议，她就是 Carrie Sova。几周前，她刚刚在这里生了第三个孩子，她在上次会议后就决定，这将是她的全职工作。今年我们又一次在没有我做任何事情的情况下，顺利地完成了一切。我只想请 Melissa Shapiro 站起来。请将聚光灯放在她身上。(掌声)。我无法相信，她是如何做到的。这真是太了不起了。我只是告诉她日期，然后这就是我的全部帮助(笑)，然后一切就开始了。所以，Melissa，谢谢你。好的，我想我们接下来到第 10 区，我们将持续问答到 3:30。然后我们将休息 15 分钟，在 3:45 我们将召开真正的年会。

1，为什么伯克希尔不会购买微软的股票

股东：你好，Theresa Lukasinski 来自内布拉斯加的奥马哈。我有一个关于微软的问题。你已经通过购买苹果进入了技术领域。你有 Bill Gates 先生在那里。我只是想知道为什么你从来没有买过微软。(笑声)

巴菲特：嗯，答案很清楚，就是愚蠢。(笑声)

自从和比尔建立友谊，特别是比尔加入董事会以来，伯克希尔收购微软将是一个错误。如果一周后、一个月后发生了一些事情，他们的收益比预期的要好，或者进行收购等等任何事情，比尔和我都将成为恶意推测或指责的目标，也许甚至可能是他以某种方式告诉了我什么等等。我尽量试着远离一些事情，只是完全因为会被推断出我可能已经和某人谈过一些事情。因此，我已经告诉同事，例如 Ted Weschler 和 Todd Combs，有些事情不能出现在清单上，因为如果我们买下后立即有好事情发生，会有很多人不相信我们。当然，我们要买大量的股票，可能需要六个月的时间才能买到，但我们只是不需要内幕。但避嫌和我的愚蠢都让我们花了很多钱。(众笑)这是一个非常好的问题，我认为答案是合理的。查理？

芒格：嗯，这是神学的一部分，迟来的皈依总比不上皈依好(笑声)，而且你已经大大提高了自己。(笑声)

2，美国一直在前进，我想成为今天在美国出生的婴儿

Becky Quick：这个问题来自 Dave Shane。他说：沃伦，你是美国政治体系、金融体系和每个美国人的忠实信徒。你已经说过，无论谁当总统，经济和美国消费者将继续长期繁荣。综上所述，你是否认为今天这个国家的人们比 50 年前更加分裂？还是仅仅是社交媒体和一般媒体，把这种分歧吹得不成比例？如果你确实认为分歧已经

扩大，你有什么智慧之言可以帮助补救？

巴菲特：好的，我会这么说。在我的一生中，人们多次感到这个国家比以往任何时候都更加分裂。我也经历过这样的时期：我所认识和钦佩的人认为，由于另一党执政，永远不会有另一次选举，宪法将被篡改等等我什么都听说了。现在有趣的是这份 1942 年的报纸。从那时起，美国已经有 14 位总统，从我 11 岁年轻时进入股市的冒险开始，在美国的 44 位总统中，我经历了 14 位。现在，他们称 Trump 为第 45 任总统，他们把 Grover Cleveland 算作两任，所以美国实际上只有 44 位总统。而这 44 位中有 14 位是在 1 万美元变成 5100 万美元的这个时期。七位是共和党人，七位是民主党人。一位被暗杀，一位在压力下辞职。美国的体制是有效的。如果你在一开始就告诉我，你知道，你会有古巴导弹危机，你会有核武器，你会在 2008 年出现金融恐慌，你会有许多经济衰退，你会在 60 年代末因国家分裂而在街上发生战争，你会问，你到底为什么要买股票？度过这一切，美国断断续续的前进，但美国真的在前进。我们从内战中幸存下来。我不想以这种方式前进。但这个国家，在不到我一生三倍的时间里，如果你回到 263 年前，Thomas Jefferson 是 12 岁，这里什么都没有。你今天从各地飞到奥马哈，你飞过了一个拥有超过 7500 万套自有住房、2.6 亿辆汽车、伟大的大学、医疗系统和一切的国家。而在我不超过三辈子的时间里，这一切都是白手起家积累起来的。

所以，从我开始买第一支股票开始，我们就有这些事件。这个国家的制度真的非常有效。它总是会有很多分歧，在每次选举之后，人们都感觉世界末日即将到来，你知道，"这怎么可能发生？"在 1952 年我记得我未来的岳父，想在他女儿和我结婚之前和我谈一谈。所以我有点不情愿地和他坐下来，他说，"沃伦，我只想告诉你一件事。你将会失败。(笑声)他说，民主党人要上台了，他们要接管这个国家了。而你将会失败，但不要觉得自己有责任，因为这不是你的错。他想免除我的这种感觉，即当他的女儿被饿死的时候，不是我的错。(笑声)我一直在买股票，而且一直做得很好。如果共和党人加入，那就没问题，因为他们，我才做得很好。如果他们出局了，那就算了，一切都会消失。这些年来，我看到了很多美国的舆论。我看到了很多媒体的评论。我看到了头条新闻。当你全部看完后，这个国家的人均 GDP 增长是我出生时的六倍。一个人的一生，一变六。这个房间里的每个人，基本上在很个方面都比 John D. Rockefeller Sr 活得更好，他是世界上最富有的人。在我早年的时候。而我们都比他活得更好。因此，这是一个非凡的、了不起的国家(掌声)。我们发现了一些非常特别的东西。我很想成为一个今天在美国出生的婴儿。好的，查理，你来介绍一下美国的另一面。(笑声)

芒格：嗯。有一种倾向，认为我们现在的政客比过去的任何政客都要糟糕得多。但我们倾向于忘记过去我们的政治家是多么糟糕。(笑声)我记得一位著名的参议员 Roman Hruska 曾经非常认真的争辩说，平庸的人应该在美国最高法院拥有更多的代表权。

巴菲特：是的，顺便说一下，他来自内布拉斯加州。他在众议院接替我父亲。

芒格：他来自内布拉斯加州。(笑声)所以我们还没有那么糟糕。

3, GenRe 再保险将是伯克希尔重要组成部分

Gary Ransom：这个问题是关于再保险的。我们过去曾谈到过，再保险业在未来十年内不会像过去十年那样具有吸引力。但我认为我们没有具体谈论过通用再保险公司。我今天早上看了一下 10-Q 报告，我看到通用再保险公司有了很好的增长。我知道管理层发生了一些变化。我想知道你是否可以让我们了解，公司正在发生什么以实现增长，以及什么看起来需要改善？

巴菲特：嗯，我不认为我会说再保险业务比十年前更艰难。我会这样说，你回到 40-50 年前，它并不是残酷的竞争。GenRe 再保险的 Tad Montross 退休了，他为我们做了出色的工作。先由 Ajit Jain 然后是 Kara Raiguek 领导，但在 Ajit 的领导下，这里的重点已经发生了一些变化。而且它可能比以前更注重增长。但我可以向你保证，任何与 Ajit 有关的都有承保纪律。但正如你所正确注意到的，我们已经有所好转。我认为你实际上会看到财产意外再保险业务有相当大的增长。**寿险再保险业务确实是我们在寿险方面做得最多的业务，但自从我们接手后，它已经有了非常大的增长，特别是国际业务部分。**所以我喜欢这一部分。我认为我们在 GenRe 将有一个更大的再保险业务。如你所知，在再保险方面我们有各种方法。我们会做大宗交易。这就是为什么我们今年的净收益会下降。我们去年与 AIG 做了 100 亿美元的交易，那是历史上最大的交易。而今年我们没有再做这样的交易。

在我看来，我们将在 5 年后、10 年后、20 年后和 50 年后继续从事再保险业务。**我们将拥有一些不同寻常的优势，这些优势来自于我们的财务实力，我们承保业务的态度，以及我们拥有的人才。**一般来说我们有一个比平均水平更好的保险业务。我们有一些没有人真正了解的真正瑰宝。我们有一个非常非常好的再保险业务，相比 GEICO，再保险会有更多的起伏。GEICO 每年都在前进，但再保险将是伯克希尔的一个重要组成部分。查理？

芒格：我想说的是，任何白痴金融家都可以轻易进入的领域，已经变得更加艰难。为什么不呢？

巴菲特：查理是我岳父的替身(笑)。好的，第 11 区。

4, 估值没有通用公式

股东：嗨，沃伦。查理。再次感谢你们邀请我们。我不知道该如何感谢你们，也不知道该如何感谢你们为我们所做的大量工作，以及你们用自己的原则所树立的榜样。非常感谢。(鼓掌)查理，你曾提到，如果有机会以较小的资本基础，你仍然会去寻找定价错误的股票机会。显然，这将通过我们所说的相关公司的内在价值来确定，即未来现金流折现值。你能用一个虚构的例子给我们演示，以说明确定内在价值的数学原理吗？而且我希望你包括所考虑的关键指标的综合心理模型，对管理层的定量评估，以及对行业的任何假设，以确定其盈利能力的持久性。还有沃伦，也差不多意思，你是否也可以演示或说明一个具有重要资本基础的算术问题，并提供关于那些从小资本基础成长为大资本基础的实物课？

芒格：好吧，我不能给你一个公式化的方法，因为我根本没有使用。(笑声)我只是混合所有的因素，如果价值和价格之间的差距没有吸引力，我就去做别的事情。有时这只是定量的问题。例如，当 Costco 以大约 12-13 倍的市盈率出售时，我认为那是一个低得可笑的估值，因为该公司的竞争优势是如此之大，它很可能会继续做得越来越好。但我不能为你把它简化为一个公式。我喜欢它廉价的地产。我喜欢它的竞争位置。我喜欢它的人事制度的工作方式。我喜欢它的一切。我想，尽管它的市净率达到 3 倍，不管它当时是多少，但它的内在价值更高。但这不是一个任何人都会用的公式。如果你想要一个公式，你应该回到研究生院。(笑)。他们会给你很多公式，但这些公式是行不通的。(掌声)

巴菲特：这是我们在伯克希尔会议上，说到他更喜欢 Costco 而不是伯克希尔，查理回答最长的一次。(众笑)

5, 投资苹果的原因以及对苹果回购的赞同

Andrew Ross Sorkin：我们得到了一些与苹果有关的问题。这是对其中几个问题的汇总。沃伦，你已经买入又卖出了 IBM。你称赞 Jeff Bezos 但从未购买亚马逊。你还对苹果公司进行了加倍的投资。你能告诉我们苹果公司的优势是什么吗？鉴于你有时对回购持批评态度，你认为苹果公司花 1000 亿美元回购，还是按照你通常喜欢的方式去购买其他生产性企业会更好？一千亿美元是一大笔钱。

巴菲特：我以前也这么认为。(笑声)苹果有一个令人难以置信的消费产品，你比我更了解它。

除非他们认为他们的股票售价低于他们的价值，否则他们根本不应该回购股票。如果他们的售价低于他们的价值，而且他们有钱，而且他们没有看到更有吸引力的收购，他们应该回购股票。我认为这非常正确。因为我认

为极难找到对苹果有增值作用的收购，而这些收购的规模要在 500 亿 1000 亿 2000 亿之间。他们做了很多小型收购。我很高兴看到他们回购股票。比方说我们拥有 2.5 亿股左右的股票。他们有 40 亿或类似的数字。假设我们拥有其中的 5%。随着时间的推移，我们可能会拥有 6%或 7%的股份，仅仅是因为他们回购股份。我发现，如果你有一个非凡的产品和生态系统，而且有很多事情可做，我喜欢让我们的 5%，在不花一分钱的情况下增长到 6%或 7%。我的意思是，在许多其他情况下，回购对我们都有助益。

但你必须有一些非常、非常、非常特别的产品，它有一个庞大广泛的生态系统，而且产品非常有粘性，以及所有这些事情。他们不会找到 500 亿或 1000 亿美元规模的收购，而这些收购以合理的价格进行，并真正成为其增值因素。他们可能会找到它，谁知道呢？但当我环顾四周，就他们必须支付的费用和他们将得到的东西而言，我没有看到任何对他们来说有很有意义的东西。而我确实看到了一个他们了解一切的业务，当他们回购股票时，他们可能无法以一个有吸引力的价格购买，但这还有待观察。

顺便说一句，回购是我一直喜欢的一件事。人们会说，你在自说自话。但从我们的立场来看，我们希望看到苹果公司的价格下降。这样他们回购更有利。这么说吧。如果安德鲁、查理和我是一家企业的合伙人，这家企业价值 300 万美元，所以我们每个人都有 100 万美元的利益，如果安德鲁提出以 80 万的价格出售他那三分之一的权益，而且我们手头有资金，我们会抓住机会买下他。我的意思是，这太简单了，但人们都迷失了方向。如果他想要 200 万，我们才不会付给他。(笑)这是非常简单的数学，但它在所有这些讨论中被忽略了。当然，就像我说的，苹果 CEO-Tim Cook 会做简单也会做非常复杂的数学。所以，我们非常赞同他们回购股票。查理？

芒格：我认为，一般来说，在美国当公司不顾一切一心想要收购其他公司时，在交易完成后，他们的价值确实要比之前低。因此，我不认为美国公司出去收购其他公司有一个普遍的致富方法。平均而言，这是一个价值下降的方式，而不是上升的方式。我认为，许多地方没有什么比回购自己股票更好的事情了，也没有什么比回购自己的股票更有利的事情了。所以，我认为我们很清楚苹果会发生什么。如果可以以低价回购的话，他们会非常幸运。我觉得这个世界没有那么简单。我认为这些公司之所以购买他们的股票，是因为他们足够聪明，知道这对他们来说比什么都好。

巴菲特：尽管如此，这并不意味着我们赞同每一次回购。

查理芒格：NoNo。我认为有些人只是为了维持股票上涨而购买。当然，这是很疯狂的，而且也不道德。但除

此之外，这很好。(笑声)

6, 我非常喜欢我们持有的美国运通的股票

Gregg Warren: 沃伦, 如果我们看一下你的股票投资组合在过去三五年的表现, 一些最强的表现来自 Visa 和万事达 MasterCard, 它们的回报率是美国运通的三四倍。这两只股票假定是由 Todd 和 Ted 持有的, 不幸的是, 在过去 5 年中两只股票合计占仓位不足 1%, 而美国运通的持仓位列前五, 平均占投资组合的 10%, 最近则接近 8%。鉴于这三家公司都受益于强大的网络效应和有价值的品牌, 伯克希尔没有将其在 Visa 和 MasterCard 的持股提高到更有意义的水平, 特别像是美国运通陷入困境的那些年, 是否有什么特别的原因? 毕竟, 你已经表现出愿意拥有同一行业的几只股票的意愿, 持有了几家有竞争力银行的股票, 在 2016 年买下四大国内航空公司的股权, 也是以相当大的规模购买的。

巴菲特: 是的。当 Ted 和 Todd 或他们中的任何一人买了, 我不会去讨论具体他们中的哪个人, 或者说他们可能都买了 Visa 和 MasterCard, 这是他们投资组合的重要部分。对他们拥有这些股票并没有禁止或任何限制, 并没有因为我们在美国运通有很大的投资。我也可以购买它们, 现在回想起来, 我应该这样做。

另一方面, 我认为美国运通做得很好, 现在我们拥有一家公司的 17% 和很大一部分股份, 不久前我们可能只拥有 12%, 但我们没有花一分钱就提高了比例。这是一家在竞争非常激烈的领域真的做得很好的公司, 很多人都想从他们那里抢走客户。但他们的客户比以往任何时候都多, 这些客户花的钱也比以往任何时候都多。而且国际增长已经加速。小企业的渗透率是非常高的。这真的是一笔不错的投资。而且, 我们喜欢我们拥有它的事实。就像我说的, 这并不妨碍我购买 MasterCard 或 Visa。如果我像 Ted 和 Todd 那样聪明就会这样做。查理?

芒格: 好吧, 如果我们能回头重来的话, 我们所有的选股都会好很多。(笑声) 当时, 我们在美国运通有一个很大的仓位, 而在移动支付领域, 中国的微信做到非常好。这对美国运通来说是一朵小小的乌云, 我不知道那片乌云影响有多大, 我认为沃伦也不知道。

巴菲特: 不, 支付在全世界都是一笔大生意。有各种聪明人在研究各种方法来改变支付安排。

芒格: 破坏我们现在拥有的东西。

巴菲特: 当然。有一些非常聪明的人, 在那里建立一个公司。美国运通几年前做出了一个决定, 没有像其他人那样低价竞标来争夺 Costco 的业务。查理和我在这一点上有分歧, 但我认为这是一个明智的决定。他认为这不

是一个明智的决定。但我们中的一个将是正确的。我们中的一个会提醒你，他们是对的。(笑声)

但如果你看一下美国运通，它是一个了不起的公司。人们去年用蓝宝石来追求他们。人们想要这种业务。而支付方式正在发生变化。你可以看到在不同的国家以不同的方式在进行。有很多人将玩博弈游戏，并根据不同卡的奖励从一张卡转向另一张等等。但我认为有一个非常重要的客户群体，美国运通为他们做了一些非常特别的事情，而且他们一直在利用这个群体的重要地位。他们正在全国各地成功地做这件事。你已经在第一季度看到，在英国，墨西哥，日本，你看到以当地货币计算的收益率达到 15%或更高。基数不是很小，但也不是很大，所以在在这方面还有很大的发展空间。小企业的渗透率很高。与任何人相比，贷款组合的表现都很好。因此，我非常喜欢我们持有的美国运通股票。上半年，由于会计变化，他们不得不暂停回购计划六个月。但是，他们已经宣布，他们预计将延长该计划。有一天，我们将拥有美国运通的更大比例股份，在我看来，它将是一个更大的公司。而且我认为我们会做得很好。

但正如查理所说，没有人知道付款方式将如何发展，这是肯定的。也没有人知道汽车是如何问世的。我们从事的许多业务都是如此，我们以前也面临过这个问题。我们曾经购买过那些注定会失败的业务，比如纺织、二流百货公司以及加州的印花票。而现在我们只需面对那些真正困难的业务。所以我们实际上是在向上爬。(笑声)

7，资本密集型企业是轻资本业务的替代选择

股东：巴菲特先生，我叫 Daphne Collier Starr。我今年 8 岁，来自纽约市。我成为股东已经两年了，这是我第二次参加年度股东大会。伯克希尔赖以建立其声誉的最佳投资是在资本效率非常高的企业中(笑声)，如可口可乐、喜诗糖果、美国运通和 GEICO 保险。但最近，伯克希尔在一些需要巨额资本投资才能维持的业务上进行了大笔投资，这些业务只提供受监管的较低的股本回报率，(笑声)比如 BNSF 铁路公司。巴菲特先生，我的问题是，能否请你解释一下为什么伯克希尔最近最大的投资偏离了你以前的资本效率理念？那么具体来说，你为什么要投资 BNSF 铁路公司，而不是购买美国运通这样的资本效率高的公司？(掌声)

巴菲特：你要杀了我，达芙妮。(笑)

芒格：我当然很高兴她不是九岁的孩子。(笑)

巴菲特：是的。我坐在这里正想，明年我们要把六个小组成员中的哪一个换掉，把你放进去。(笑声)好吧，当我在 11 岁时买下 3 股城市服务公司时，我认为我做得很好(笑)。

答案是，我们一直更喜欢那些赚取可怕的资本回报的企业，比如我们买下的喜诗糖果，以及其他很多企业。

而且，美国运通也获得了非常好的股本回报，而且在很长一段时间内都是如此。我们购买 BNSF 铁路的事实意味着，从本质上讲，我们无法以对我们有意义的价格，将更多的资本配置到轻资本业务中。因此，我们已经进入了更多的资本密集型业务，这些业务也都很好。但是，如果我们能在没有火车、没有轨道、没有隧道、没有桥梁的情况下经营铁路，那不是更好吗？但我们在资本密集型业务上获得了可观的回报。我们以非常体面的价格买下了其中的大部分，而且自从我们买下它们之后，它们一直经营得非常好。

我们仍然喜欢这样的企业，它只需要很少的资本，却能获得高额回报，并且持续增长，只需要很少的增量资本。但我们不能在这类业务中投入那么多资金。因此，作为第二好的选择，仍然是一个很好的选择，答案是肯定的。它没有最佳选择那么好。查理？

芒格：是的，我喜欢那位年轻姑娘的愿望。她基本上是希望从其他人的销售中获得版税。当然，这是一个非常好的模式，如果每个人都能这样做，那么没有人会做其他事情。我们对我们的公用事业和铁路业务回报感到满意的原因是它们相当令人满意。我们也相当满意。我希望我们还能有两个这样的投资标的。你觉得呢，沃伦？

巴菲特：是的。肯定的。

芒格：所以答案是他们已经足够好了，如果你想让我们把所有的钱都放在可乐上，比如说它现在市值的 5%，你就是在要求我们变得完美。

巴菲特：是的。而像苹果这样的企业真的不需要太多的资本。所以，你必须花很多钱来购买这样的企业。但很少有出售的。答案是我们没有放弃任何机会，我们可以以合理的价格购买那些赚取非常高回报的股权资本的企业，然后再购买其他企业。但他们还没把这类业务拿出来出售。但你肯定在我们的资本配置部门有一份工作。(笑声) 好的，Carol？

8，报纸的下滑速度没有放缓，我们没有找到解决方案

Carol Loomis：这个问题来自芝加哥的 Max Taylor，它涉及伯克希尔拥有的报纸业务。巴菲特先生，在你 2012 年给股东的信中，你有一节专门介绍伯克希尔在刚刚过去的一年中购买了 28 家报纸。从那时起，你就不再来过报纸这个话题。但今年年报结尾，你公布了一份伯克希尔今天拥有的报纸的名单，以及它们的发行量。我把这份名单与你五年前在 2012 年底公布的名单进行了比较。你无疑比任何人都清楚，在最初购买的 28 家报纸

中，伯克希尔仍然拥有的 26 家报纸的发行量急剧下降。在许多情况下，下降幅度达到 30-50%。我知道，五年前，你承认拥有报纸有风险，但你仍然说：查理和我相信，向紧密联系的社区提供全面和可靠信息的报纸，并有一个明智的互联网战略，将在很长一段时间内保持活力。跳到今天，想象一下，你正在写伯克希尔在报纸上的经历。你会说什么？

巴菲特：是的，我忘记了当时互联网战略的修饰词，但我想我说的是，美国大约有 1300 家日报，不久前还有 1700 家，除了《华尔街日报》、《纽约时报》现在可能还有《华盛顿邮报》之外，**没有人开发出一个数字产品，真正以任何真正重要的方式，取代印刷报纸在发行量和广告方面损失的收入。**

如果你看看我们运营的社区，或者你所说的其他报纸运营的社区，这些社区可能正在繁荣发展。我们目前正处于一个繁荣的经济中。但所有的报纸都在失去每日的发行量，他们正在失去周日的发行量，他们正在失去所有的街头销售，他们正在失去送货上门的服务。而且，**我感到惊讶的是，在过去的五年里，下降的速度并没有放缓。**我们以合理的价格购买了所有的报纸，所以这对伯克希尔来说没有很大的经济影响。但我希望看到日报，实际上在经济上是可行的，因为它对社会的重要性。但我想说的是，我把这些发行量数字放在那里，因为我认为股东有权逐年查看正在发生的趋势。这不仅是我们的报纸，它正在发生在全美国 1300 家报纸上。而且它发生在小城镇，你会认为那里的替代信息来源不会很好。但它发生在每个地方。

而《华尔街日报》、《泰晤士报》，可能还有《华盛顿邮报》，**在数字世界都有一个可行的经济模式**，但在印刷世界可能会继续萎缩，我几乎可以肯定会继续萎缩。但数字世界将足够大，而且他们也将足够成功，因此在我看来，**他们有一个可持续的商业模式**。在缺乏成功案例的情况下，从数字产品产生的重要资金而言，很难看到印刷产品如何长期生存。恐怕这个国家的 1300 家报纸都是如此。而且我们会继续寻找，看看是否有办法做到这一点。但你必须看看我们的经验，看看其他人的经验。McClatchy 报纸前几天出版了，我认为该报纸在运营非常好的城市，其广告收入下降了 17-18% 左右，发行量也下降了。**这不仅仅是他们，这是行业的每一个人的状况。**我希望我有一个更好的答案给你，但我没有。我想说，**报纸对伯克希尔的经济意义几乎可以忽略不计，但我认为对社会的实际上意义是巨大的。**而且，我希望我们能找到一些解决方案，其他人能找到一些，因为我们会复制它。但是到目前为止，我们还没有成功地做到这一点。查理？

芒格：嗯，下降的速度比我们想象的要快。所以这不是我们最好的经济预测。而且我认为情况会更糟糕。我

认为，某种程度上我们误判了，但我们这么做是因为我们都喜欢报纸，并且认为它在我们国家非常重要。这些小型地方报纸垄断者往往由行为良好的人拥有，并往往影响着政治家。如果这些报纸消失，我们会想念它们。我们会非常怀念它们。我希望上帝不要让它发生，但数字并不乐观，沃伦。

巴菲特：确实不乐观。这并不是某个城镇有特别的失业问题或任何类似的问题。这也不能归因于一般的经济大环境。这是因为如果你想知道当日的棒球比赛结果得分和其他一切信息，一份报纸会在第二天早上告诉你，这对你来说还是新闻。我从那里读到的财务资料，以及股价和一切方面，它们在第二天早上对你来说是新闻。而就战争而言，太平洋地区的形式发展对你来说是新闻，当你在早上在《纽约时报》上读到它时。它是新闻。新闻是你不知道但你想知道的东西。而那些招聘广告，尽管可能已经被分离，但仍然是寻找工作的地方。

你可以沿着这个方向往上寻找，一个又一个的因素挖掘，其中日报发行是主要的，其他不再是主要的。业务已经发生了非常实质性的变化，**我们还没有能够找出任何解决方案，但我们会继续努力**。就像我说的，这不是经济后果，但我认为它是社会后果。而且我们还没有能力解决这个问题。好的，Jonathan？

9，TTI 在过去一年中取得了巨大的进步

Jonathan Brandt：自从伯克希尔 2011 年前收购 TTI 以来，它一直是一个很好的增长故事，由于良好的有机增长和至少两次成功的补强型收购，其税前收益翻了一番，达到约 4 亿美元。第一季度的业务势头似乎在加快。能否请您谈谈电子元器件分销行业的竞争格局，以及 TTI 的竞争优势是什么？这只是一个很好的行业，还是 TTI 的商业模式或管理团队很特别？你是否预计它将继续成为伯克希尔增长较快的非保险子公司之一？

巴菲特：TTI 是由一个叫 Paul Andrews 的人经营的，他在我们这里做得非常出色。他是一个了不起的人。他是一位出色的经理人。去年其业务在加速增长，业务规模基本上翻了两番。他们分销小的电子元件。他们是一个价值数十亿美元的企业，而他们出售的商品平均售价不到五分钱。所以这有点像从事软糖生意或类似的事情。除了这些东西进入了各种我搞不懂的高级机器。我们有一个基于达拉斯、沃斯堡的全球业务。由一个 45 或 50 年前离开通用动力公司的一个部门的人建立，并一步步建立起这项业务，就像我们在过去两个月内刚刚在韩国买下的一个业务，这将是另一个实质性的补充。我们在全球开展业务，去年电子元件销售火爆。

他们使用一种指标叫账面建设比率(book-to-build)来衡量库存积压的程度。这只是一种特殊的术语。但在去年它有了巨大的改善，而且月复一月地持续改善。因此，那里正在发生一些事情，因为没有人买这些东西储存在

地下室或类似的地方。这些电子元件被立即使用。他们的员工正在进行分拣。我们与供应商有很好的关系。我们与我们的客户有非常好的关系，因为我们比我们的大多数竞争对手有更多的库存。因此，特别是当业务紧张的时候，我们可以立即交付并做得极为出色。所以我把功劳归于 Paul。他几年前就开始增加仓储设施。他这样做是未雨绸缪，因为现在的业务量很大，否则我们根本无法处理。但这是一个竞争性的业务。如果你看看纽交所的艾睿电子 Arrow Electronics，我们有强大的竞争对手。我认为 Paul 做得比他们更好，拉开了相当大的差距。我很高兴他能作为伯克希尔家族的一员。有时业务会放缓，因为他们的客户会有他们自己的行业周期。而且它所做的业务会下滑。但随着时间的推移，该业务将增长。查理？

芒格：是的，这是个很好的生意，因为它太难做了，以至于竞争对手都不想尝试。当我住在奥马哈的时候，有一个人生活非常富裕，但天天无所事事，他的生意是收集和处理死马，而他从来没有任何竞争对手。(笑声)他过去常常到奥马哈俱乐部，从早上 11 点左右开始喝酒。这并不是一个困难的生意，但从来没有新的竞争来挤兑他。

很少有人愿意分销数十亿个电子零件，而每个零件只值五分钱。这是很复杂的业务。当然，这个企业在这方面做得非常出色。而且它的业务越来越一成不变(不变的生意)。所以你是对的。这是一个巨大的增长业务，有点像收集和处理死马的电子版。(笑声)

巴菲特：想象一下，跟踪接近 100 万个不同的商品，这些商品的附加值非常小，并把它们快速分发给你的客户，因为遍布世界各地的客户想要快速收到货。我的意思是，这些事情是不容易管理的。

芒格：要保持这么多商品的库存。这非常复杂。而该企业在这方面非常擅长。

巴菲特：是的，我们很幸运。

芒格：当然，它还会增长。死马的生意消失了，但这些业务是不会消失的。(笑声)

巴菲特：查理的职业是研究企业，那里的企业主可以整天坐在那里喝酒，他认为那才是我们应该去竞争或购买的业务。(笑声)

芒格：沃伦，我的理论是，如果这个生意不能忍受一点点的管理不善，它就不是好生意。(笑声)

巴菲特：是的，我们有时也在测试这一点。(笑声)好的，第 2 区。

10，投资 9%的 Phillips66 成绩不错

股东：嗨，Ben Sherber 来自堪萨斯州 Topeka。沃伦和查理，再次感谢你们接待我们大家。这是一个伟大的

活动。我的问题是关于最近决定回售 Phillips66 的股票。我并不是要把你推上风口浪尖。但就在那之后，它的股价跳涨了约 22 美元/股。你当时提到，如果你拥有一家公司超过 10% 的股份，会有一些监管要求。你能谈谈你如何决定是否保留超过这个比例或低于这个门槛的因素吗？你对 Phillips66 公司的长期想法是什么，比如，他们中游的炼油业务？

巴菲特：嗯，这是去年的 City Service 优先股。(笑声)我们在 93-94 美元左右卖出了股票，现在可能是 115 美元。但我们只拥有该公司不到 10% 的股份。Ted Weschler 和 Todd Combs 和我，对监管问题和交易问题等相关的各种问题考虑得越多，绝大多数情况下，我们持有的**有价证券的持股比例将会低于 10%**。我们在航空公司已经这么做了。现在这并不意味着我们要减少对美国运通的持股或类似的事情。

Greg Garland 在 Phillips66 公司做了很好的工作。我们与该公司有非常好的关系。他是一个非常、非常、非常有经验和明智的经理。但我确实决定在该股中的持股比例低于 10%。就像我说的，我们将保持略低于 10% 的富国银行股份。实际上，我们已经卖出了一些股票，只是为了保持在 10% 以下，我想，在美国航空和联合大陆航空也是这样。除非有什么不寻常的事情，否则我们会保持在 10% 以下。**但我们只持有 9% 的 Phillips66。**而且我认为他们在运营方面一直很好。我认为他们在资本配置方面一直很好。几年前我们用 Phillips66 的股票跟他们交换了一项业务，这是一项非常好的业务，我们一直保留在运营中。(2013 年，伯克希尔通过“现金充裕剥离”的避税交易，以 1410 万股 Phillips 66 股票约 11 亿美元，换购其原油流动性改进剂子公司 Phillips Specialty Products Inc.)。但我们在 Phillips 66 还持有很多股票。而且我希望以更高的价格卖出。但我们卖出的部分赚了钱，我们完成了一个目标。查理？

芒格：嗯，我们喜欢我们用 Phillips 66 股票交换来子公司。(笑声)

巴菲特：是的。该子公司已经大幅改善。我们在 Phillips 66 上的投资做得很好。Becky？

11，加密货币热潮将“走到一个糟糕的结局”

Becky Quick：这个问题来自乌克兰的 Vlad Koptev。他说，去年加密货币的资本化规模已经接近伯克希尔和苹果。而显然，加密货币背后的理念会影响到伯克希尔作为股东的传统银行集团。你总是说，你没有深入研究太多细节来了解加密货币。那么是什么因素导致你说这是一个泡沫？

巴菲特：嗯，**如果你在一千年的前基督时代购买了黄金，计算的复合收益率可能只有千分之二。**它基本上不

会提供任何回报，除了所谓的稀缺性，因为你只能开采这么多。非生产性资产本身并不能生产什么，只能用来作为交易媒介。你知道，支票是一个很好替代性创新。试想一下，如果不能开具支票或电汇资金，这个世界将会怎样。但这并不能使支票本身具有很大的价值。如果你说你不能用一个叫“支票”的小纸片，你会通过其他方式来转移资金。我认为，无论何时你购买非生产性资产，你都在期望别人以后用更高的价格购买来赚更多的钱。在郁金香上已经试过了。随着时间的推移，人们尝试了各种事物，结局确实很糟糕。人们经历了一个艰难的时期。

你可以再想想未开发的土地。比如路易斯安那购地案，以 1500 万美元购买约 80 万左右平方英里的土地。事实上，你正坐在与路易斯安那购地案一起出现的土地上。那么我们付出了什么？我们付了约 20 美元一平方英里。每平方英里有 640 英亩。你付出了 3 美分每英亩。(1803 年，美国以大约每英亩三美分，总价为 8000 万法郎约 1500 万美元，向法国购买超过 5.3 亿英亩约 82.8 万平方英里土地的交易案)。因此，这是一个相当不错的购买，当时是一个非生产性的财产。但这也很难。你也可以买邮票。债券大王 Bill Gross 收集了一套很棒的邮票收藏，它最后卖了很多的钱。但这取决于别人也想买，他们希望能以更多的钱卖掉，等等。

最终你会在生产性资产上挣到钱。如果你买了一个农场，你会试着估计一下农作物产出，每英亩可种植多少大豆或玉米或其他什么，你要付给为你耕种的农民多少钱，你的税收是多少等等。你根据资产本身随着时间的推移会产生什么，来得出一个结论。这就是一项投资。

当你购买东西时，你需要更多的人加入而不是离开，唯一的原因是你希望明天早上你醒来后它的价格会更高。你可以梦想成真。而且它在一段时间内会自我实现，有时甚至会持续很长一段时间，有时会达到一个惊人的数字。但最终它们走向了悲惨的结局。加密货币也会有不好的结局。

随着这些资产没有产生任何价值之外，你还有一个问题，那就是它吸引了很多江湖骗子之类的人，他们试图创造各种交易所之类的东西，一些品行不端的人看到了一个机会，去洗劫那些试图发财的人，因为他们的邻居买了这些他们都不懂的东西而发财。它将会有有一个糟糕的结局。查理？

芒格：嗯，我比你更不喜欢加密货币。(笑声)对我来说，这简直是精神错乱。我认为那些进入加密货币交易的专业交易员，真是恶心到吐。这就像别人在交易大便，而你决定，“我不能落于其后”。这是什么逻辑？(掌声)

巴菲特：我们正在进行全球网络直播，我希望我们说的一些东西不要被翻译的太直接。(笑声)

12，减税利益部分归客户部分归股东

Gary Ransom: 我有一个关于企业税率的问题。在我的投资领域, 我们对减税的利益将落在何处进行了辩论。我想说的是, 随着时间的推移, 大部分利益将被竞争掉, 将会流到消费者身上。也许有一些会落在股东身上。我的问题是, 从长期来看, 你是否认为一些利益会流向股东? 还是汽车保险之外的领域都会如此?

巴菲特: 一般来说, 人们本能把他们想要的东西作为他们的答案, 然后他们依附于一些经济学家说的一些复杂的观点来表达这一切都将是美好的。

但答案是, 就我们受监管的公用事业而言, 所有的利益都将归于公用事业客户, 因为如果我们表现良好, 我们有权获得合理的股本回报。我们无权因为我们的税率改变而获得超额的回报。同样, 如果税率回升, 我们预计会得到补偿。所以在这个领域对我们来说是 50-60 亿美元。但在这个领域, 它绝对属于用户属于消费者。而且本该如此。那么问题是, 对于其余的行业, 它是否会被竞争掉? 答案是, 有时确实如此, 有时竞争会非常迅速和激烈。有时可能会很慢。而有时可能不会。需要知道的是, 公司税法的改变总体上对股东来说是好事, 伯克希尔公司的股东也是如此。那就是国会通过的法案。其目的是, 如果你要减税, 那么股东将得到特别大的一部分。你们有些人在政治上会同意, 有些人在政治上不会同意。但你们都会平等受益。我认为这是人的天性, 如果你得到了好处, 就会说这对其他人来说都很好。而我们将会发现它是否会如此。

在经济学中, 要衡量单一变量的影响是非常非常非常困难的。在经济学中你不能只做一件事。人们在物理学中了解到这一点, 并在中国谈论蝴蝶效应之类的事。但你在经济学中得到的每一个问题每一个陈述, 接下来你都应该问"然后呢?" 当你进入"然后呢"的时候, 你就会开始偏爱那些在政治生活中给出确定答案的人, 而这些答案通常会以某种方式帮助你, 包括你的钱袋子。我们已经看到了这一点。它帮助了伯克希尔的股东。我想说, 有些会被竞争淘汰。有些将归于公用事业客户, 有些将有利于伯克希尔的股东。查理?

芒格: 我没有什么要补充的。

13, 利用多元文化背景来改善国际经济, 以及多元文化的好处

股东: 你好, 巴菲特先生和芒格先生。Kevin 来自中国深圳, 目前在波士顿学院学习金融和哲学。我有一个相当宽泛的问题。在这个越来越全球化的世界里, 你认为我们的年轻一代可以做些什么, 来最好地利用我们在中国和美国的背景和经验来创造价值, 使两国的经济和关系受益? 您认为一个拥有多元文化背景的人有什么价值?

巴菲特: 嗯, 对于最后一个问题, 我认为有一个多文化背景是非常棒的。我从来都不擅长语言, 但如果我今

天上大学，无论在哪个国家，我都会学习另一个国家的语言，因为随着时间的推移，我认为这将是一个巨大的优势。关于问题的第一部分，我会从多语言开始，我是说，显然，你希望能够用两种语言表达自己。你越能理解另一个社会的文化，显然这是一个优势。

但我认为，无论是在中国还是在美国，市场经济体系都经过了修改，某种程度上将有一只看不见的手，通过中国和美国以及世界其他地区正在改善的事实，它确实在努力改善后代的命运。我的意思是，在我看来，这要好得多，特别是在一个核威胁的世界。但是，让全世界人们繁荣起来，部分通过他们自己的努力，部分通过他们与世界其他地方的互动，这要好得多。特别是自第二次世界大战以来，我们在这方面取得了很大的进展。制定马歇尔计划是一个了不起的想法，而不是像我们在第一次世界大战后所做的那样，得到我们想得到的结果。我认为二战后我们的行为更加明智。所以我看好美国的未来，也看好中国的未来，而且在很大程度上，看好世界其他地区的未来。人们将在 10 年、20 年、50 年后生活得更好。而且我认为这甚至是无法阻止的事情。查理？在没有大规模杀伤性武器的情况下。

芒格：是的，多文化的东西，如果你是中国的直肠医生或内布拉斯加的直肠医生，同时精通英语和中文对你并不会带来什么好处。(笑声)因此，如果你要利用你的多元文化背景，你必须在中美之间的一些接触面上工作。而且你可以像李录那样，在美国筹集资金在中国投资，你也可以成为某种进口商或贸易专家。但你必须接近那个连接面等等，才能从双语等方面受益。

巴菲特：但你可以打赌，连接面将大大增加。这就是你要准备的东西。

芒格：是的。我认为，我们可以的多元文化的，你也可以是多学科的。但我认为，一般来说，如果人们专业范围越窄，赚钱就会越多，比如说肛肠医生。(笑声)对于大多数人来说，如果你试图模仿沃伦和我，要赚到大钱就困难得多了。

巴菲特：我很高兴我没有早些遇到他。(笑声)。好的，Andrew。

14, 鼓励子公司提供低成本指数基金的 401(k)选项

Andrew Ross Sorkin：这个问题来自一位伯克希尔的员工和股东。他说，我读了 ProPublica 公司和《华盛顿邮报》的一篇调查文章，伯克希尔公司的许多部门只提供主动管理的 401(k)计划，费用很高，而不是你所倡导的退休储蓄的最佳路径：低成本指数基金。这篇文章的作者说，他联系了该公司，没有人愿意发表评论。你会不会

做一些事情来改善我们的 401(k)产品，以符合你的投资理念？而从操作的角度来看，考虑到你对这一主题的强烈看法，这又是如何发生的？

巴菲特：嗯，我绝对说过，通过年报多次说过，我们的经理们也知道我对拥有指数基金吸引力的看法。但他们都有不同的计划，不同的历史。而且他们经营自己的业务。如果你回顾老牌企业，一般来说他们都有固定福利的养老金计划。没有人再把它们放进去。然后问题是，你是否过渡到其他东西。最后，我们压倒性地认为，是我们的经理做出了这些决定。我的猜测是，在有 401(k)计划的公司工作的人中，有非常高的比例会有一个指数基金选项，但在某些情况下，他们可能没有。我们唯一要求的是，我想我们已经要求这些公司对他们通过 401(k)计划投入伯克希尔的股票的比例有一个限制，我想。我们不希望那些与伯克希尔有关的人失去工作。我们当然不想鼓励他们把 100%储蓄或什么的放在伯克希尔。我不想处于这种地位。但我认为即使在那里，我们也没有坚持要求任何公司这样做。我想我们可能已经做了，当我们被问到这个问题时，有一两次，我想我们已经给出了这个建议。但经理们将管理自己的公司。我们的一些公司有人力资源部门，如果他们觉得他们喜欢不同的选择或类似的东西，他们应该把这些意见告诉他们的经理人。在某些情况下，我认为经理们会关注他们的诉求，在其他情况下可能不会。我们有各种经理人管理我们的企业。而且我们不会开始尝试从奥马哈去管理他们。查理？

芒格：嗯，你是对的。选择高收费的业务已经发生了，因为我们已经把整个业务交给了子公司的经理。因此，在总部根本没有关注到员工的选择。而你所指出的是，如果子公司的很多员工将选择指数投资，而不是选择经理所选择的，他们会做得更好。我的猜测是，你在这方面是完全正确的。如果今天在这里的任何业务的经理人，我希望我们能在鼓励更好的选择方面做得更好一点。

巴菲特：是的，尽管我们不希望过多地干涉指导他们的工作，但我们可以接管人事关系。

芒格：不，这取决于管理人员。但我们有一点不同的反对意见。

巴菲特：而且我们已经非常清楚地表明了我们的想法。但他们中的一些人不听我们的话。(笑声)Gregg？

15，伯克希尔的文化将继续下去，因为它非常有效

Gregg Warren：沃伦，你一再指出，伯克希尔的子公司之间有一种强大的共同文化，它建立在对诚实和正直的承诺之上，注重长期发展，并强调对客户关怀。在收购运营公司时，找到与伯克希尔文化相匹配的文化至关重要。在大多数情况下，目前经营这些子公司的经理人正是最初将公司卖给伯克希尔的家族成员，这使得他们在

所经营的企业中拥有既得利益，并与他们倾向于与伯克希尔共同拥有的文化有着密切联系。在我看来，更大的挑战是，如何确保那些已经被收购的大型上市公司继续保持下去，它们在伯克希尔的整体价值中占据重要意义且不断增长的份额。您能否评论一下情况是否如此，以及您和查理面临的最大的挑战是什么，不仅要保持伯克希尔的文化，还要找到能够很好地适应伯克希尔的公司？

巴菲特：是的，我认为这种文化非常非常强大。我认为它得到了加强。坦率地说，我认为它得到了我们的股东的加强。我的意思是，我们有一个不同的股东群体，我认为，我们看待这些股东的方式与其他许多公司有些不同。我认为有相当数量的上市公司希望他们没有公众股东，而我们很高兴有公众股东。我们也喜欢有个人股东。我们不喜欢机构股东。我们不会给予机构指导，并在投资者电话和所有这类事情上特别与他们交谈。我们希望直接与股东沟通，我们希望股东基本上是合作伙伴。

以此为起点。它涉及到董事。我已经参加了 19 个董事会，我从来没有见过一个像我们这样的董事会。我认为这是非常棒的，我们的董事有他们代表的人，在许多情况下，他们自己拥有很多股份。他们没有得到特殊待遇。这是一群以股东利益为导向、具有伯克希尔意识、精通业务的股东。我们没有董事没有这类人，因为他们是一个知名的教育家或任何可能的人。我们想要的人，基本上在思考如何为自己和他们的合作伙伴更好地经营企业。我们已经有了适应这种文化的经理人，他们选择了这种文化与我们同行。

有时我们有第二代第三代第四代经理人，比如说在内布拉斯加家具市场，他们也有同感。它是完美的吗？不，它远非完美。我的意思是，你不可能让每个人都以同样的方式思考。我们有一些思想非常特立独行的人在经营很多企业。他们中的一些人有不同的政治信仰，在某种程度上，他们与我们有不同的视角。

但就拥有共同的、强大的、积极的文化而言，我不认为有任何一家大型上市公司比伯克希尔做得更好。我认为这种文化将继续保持下去，因为人们在很大程度上选择了它。文化会被传承下去。你做的事情与文化相一致，所以，你会言行一致。而且你不会发现人们说，“我们是一个美妙的伙伴关系”，然后给自己巨大的期权。然后他们下面一大堆人都开始谈论期权，因为他们不能看起来要把这一切都占为己有。前几天我读到一些交易，它可能将得到数十亿美元的回报。我们不会指名道姓。但我们已经有了一个你可以得到尽可能好的文化。它将越来越强大。我们一直有一些人并不完全相信它。我的意思是，它不是 100%。但它已经接近 100%了。而且我认为随着我们的发展，它将越来越接近。我们将尝试继续以一种强化它而不是稀释它的方式行事。我认为这不仅对查理和我

有效，而且对我们的继任者也会非常有效。但它不会是完美的。查理？

芒格：每次我来参加这些会议并参加经理人午餐会，在午餐会结束时，我都会更强烈地感觉到，现任管理层离职以后，伯克希尔的文化和价值观将会持续很久。事实上，我认为所有现任的经理都离开后，这种情况还会继续下去。我认为我们已经开始了一些工作，这些工作会很好的持续下去。它将持续的原因之一是，它不那么容易被复制。因此，现存的文化很可能就这样一直持续下去。想想直接复制伯克希尔模式的是多么的少。

巴菲特：但伯克希尔不会再复制它在过去所产生的回报水平。

芒格：不会，但我认为它将持续很长时间，原因很简单。它值得持续很长时间，而且会成功的。(掌声)

巴菲特：这很有效。好的，第 4 区。

16，希望伯克希尔产生的现金都能配置到生产性资产中去

股东：Christian Max 来自德国科隆子公司的一名自豪的股东。我很高兴来到这里。我的问题与伯克希尔的保险业务有关。当我看过去 20 年的季度资产负债表时，我注意到一个模式，我恳请你讨论一下。现金加固定收益投资的总和总是徘徊在保险浮存金的 100%左右。因此，我的问题是，是否可以说，从截至一季度末的 1280 亿合并现金加固定收益投资中，有 1160 亿是实际需要用来支持保险业务的？

芒格：答案是否定的。

巴菲特：是的。答案是否定的。但他应该得到一个解释，也许我没有按他的方式来看待它。我们更希望有一个接近 200 亿现金的数字，而不是有 1160 亿。而且我们并没有跟浮存金相关联或衡量浮存金，然后决定在现金和固定收益投资中投入或保留多少。事实上，我们的浮存金一直在增长，我们的现金和现金等价物也在增长。这种资金安排对我们来说非常好，因为收购的竞争已经变得更加激烈，因为大量资金堆积在企业买家手里，因为债务融资的成本是如此低廉等等。但我不认为这些状况一定是永久性的。事实上，它们并不是永久性的。这只是一个它们何时会改变的问题。正如查理所说，我们并没有将现金和现金等价物与浮存金挂钩。一季度的浮存金增加了 20 亿美元。而且，短时期内浮存金都不会大幅缩水。它只是在结构上以不会大幅缩水的方式建立起来。实际上，我认为它将在一段时间内小幅增长。我一直对浮存金的增长速度感到惊讶。我们比世界上任何一家财产意外保险公司的浮存金都要大得多。令人惊讶的是，这一切都源自于 Jack Ringwalt 成立的那家小保险公司，只因为它靠近网球场所以才选择了这个地点。(众笑)查理？

芒格：最近的进展令人鼓舞。一些现金已经被用于购买我们非常喜欢的证券。我们有大量的现金可以部署在我们可能比国债更喜欢的证券上。所以请继续关注。

巴菲特：是的，简单的说，一季度我们从运营中赚了 50 多亿美元。现在，我们只花了大约折旧费用的资本支出。通常情况下，我们的资本支出会比这多一些。但这是 50 亿的现金。还有 20 亿来自浮存金。因此，在第一季度基本上现金增加了 70 亿美元。如果我们什么都不做，就会增加我们的现金。相反，我们的现金和等价物减少了，因为我们在股票上的净投资一定程度上超过了进入的 70 亿美元现金。但是我们确实有这样一种情况，即使浮存金没有变化，每周仍有大约 4 亿美元现金流入伯克希尔，这是非常舒适的。(笑)我们希望每周能有超过 4 亿美元现金流入生产性资产。我们在一季度成功地做到了这一点。我们在一季度改善了我们的位置。卡罗尔？

17，轻资产经济收益惊人

Carol Loomis：在你 1999 年发表在《财富》杂志上的文章中，你表示，你相信税后企业利润不太可能持续保持在 6% 以上，这不仅是因为竞争，也是因为公共政策。你在文章中说：如果企业投资者在总体上要吃掉经济蛋糕中越来越大的部分，其他一些群体将不得不满足于更小的部分。这将有理由引起政治问题。自 2008 年以来，税后企业利润已占 GDP 的 8-10%。你认为这是美国经济的一个永久性转变吗？当然，我们也要考虑到最新的税收法案。亦或者企业利润将恢复到 20 世纪正常的占 GDP 的 4-6% 的范围？

巴菲特：嗯，相比上一个时期，这个时期的发展很有意思。现在在美国 30 万亿美元的市场中，按市场价值计算，最大的四家公司基本上不需要任何净有形资产。如果你回到许多年前，卡罗尔所在公司曾经推出财富 500 强名单，如果你看一下最大的公司将是 AT&T、通用汽车、埃克森美孚等等，而且是那些需要大量资本才能产生收益的公司。因此，在过去 20-30 年里，总体上美国工业的总利润得到了令人难以置信的提高。你看看标普 500 指数的回报率，净收益占净有形资产的百分比，如果你买了一家净值为 100 万美元的公司，你为它支付了 10 亿美元，它仍然只有 100 万美元的净值。我的意思是，你只是为它付出了过多。因此，公司的基本盈利能力是巨大，尽管你的投资可能是在一个明显较高的价格。因此，我认为，如果你看一下标普 500 指数的净有形净值的收益，并与 20 年前相比，这将是惊人的。在某种程度上，这是因为现在已经变成了轻资产经济。

你知道，这四家公司占整个美国上市公司市值的近 10%，而且它们基本上没有什么资本。而这是一个不断变化的世界。而且，随着税率的下降，他们将赚取更多的钱。我认为人们还没有完全处理市场上发生的所有信息。

你知道，AndrewCarnegie 建了一座钢铁厂，然后他把它还清了。然后他借了一点钱，然后又建了一个钢铁厂，以及所有这类事情。但它是资本密集型的企业。还有一个又一个行业。AT&T 是巨大的资本密集型企业。而现在的企业是轻资产的，巨额资金不仅是轻资产业务而且是负资产。你知道，IBM 没有有形资产，它有一个减去有形资产的净资产。这没有什么问题。这是非常好的。但它不是我们 30 年前生活的世界。从这个意义上说，我在 1999 年写下我所写的东西时，并没有看到这种情况的出现。它并没有特别改变重资产公司的盈利能力。我的意思是，它不像石油。如果你把 90 年代五个资本最密集的行业，我不认为你会发现他们的有形资产收益增加了很多。你会发现这个群体已经进来了，它们根本不需要任何净有形资产，或者它们需要的资金数量非常少。查理？

芒格：有很多金融企业提高了杠杆率，即使资本密集型企业也是如此。虽然沃伦在写那篇很有学术价值的文章时可能预测得有点错，但他的投资并没有错。因此，这只是表明，很难做出这些经济预测。我们在这一点上不是很正确，沃伦。

巴菲特：是的，实际上，自那时以来，股市的表现一直很准确。(笑)

芒格：是的。这倒是真的。

巴菲特：是的。以错误的理由做正确的事，或以正确的理由而做错的事。(大笑)好的，Jonathan？

18，跟 AIG 的 102 亿美元追溯再保险感觉良好

JonathanBrandt：去年年初伯克希尔从 AIG 获得了 102 亿美元的追溯再保险。如果 182 亿最终估计索赔额上限被证明是正确的，那么根据有利的税收属性调整后的浮存金成本，是否低于或高于伯克希尔类似期限 100 亿借款成本？

巴菲特：嗯，我们当然是抱着成本会更低的想法去做的交易。这是个有趣的情况。AIG 基本上是世界上最大的财产意外险公司，尤其是商业财产保险公司之一，他们说，我们想把我们在 2015 年 12 月 31 日之前在我们国内业务中的很大比例的损失准备金都给你们，我们将支付损失赔付的前 250 亿。然后在我们支付下一个 250 亿。也就是 AIG 支付 250 亿之后，再由我们支付接下来 250 亿的 80%。他们为此给了我们 100 亿美元。如果我们对将支付多少钱和何时支付的估计是正确的，我们应该比借了类似金额的钱更有优势。我们有做 10 笔也许 12 笔类似规模交易的历史。我们保持着这个记录。10 年前或更早的时候，我们为伦敦劳合社 Lloyd's 做过，现在我们为 AIG 做。有时我们的估计赔付偏低，到目前为止我们的估计赔付偏高。AIG 刚刚说，他们为这些 2015 年 12 月 31

日之前的损失支付了 150 亿左右准备金。但是，随着你离损失发生的时间越来越远，赔付会逐年减少。

所以我想说，**我们仍然觉得没问题，但无论如何我们都会犯错。**当你估计可能在 20-30 年内都不会得到解决的损失时，每个人都会犯错。但到目前为止，就我们所做的这些交易的整体而言，我们一直都很好。我认为在 AIG 的事情上，我们认为我们会有一个好的结果。我认为 AIG 也认为我们会很好。他们是出于自己的良好原因才跟我们达成交易的。所以它看起来不错。很抱歉进入这些技术性的东西，但乔纳森总是问我这样的问题，所以我必须准备好回答他们。好的，第 5 区。

19，我们真的希望产品能让人想要亲吻你而不是打你

股东：下午好。Adam Bergman 来自弗吉尼亚海滩的 Sterling Capital。我和我的女儿 Michelle 一起来到这里，她来自弗吉尼亚海滩的 Cape Henry 学院。我们要问你的问题是，你如何试图去预测在一个好的企业中的一个特定产品，相对于其他产品在未来的成功程度，例如，你投资于美国运通和可口可乐，而不是 DinersClub 和 RC 皇冠可乐。谢谢。(笑)

巴菲特：嗯，美国运通是个有趣的情况，因为 DinersClub 先进入信用卡。我认为美国运通进入信用卡业务，在某种意义上是因为他们担心旅行支票会发生什么，尽管旅行支票仍然以一种重要的方式存在。但有趣的是，当美国运通进入与 DinersClub 和 CarteBlanche 的竞争，他们没有认为是与老牌的公司竞争，而比 DinersClub 的收费更低，他们是以更高的价格进入竞争。美国运通的百夫长卡，我是在 1964 年得到的，但在那之前他们就有了。它在时间上有更大的价值。它有更好的代表性。**坦率地说，如果你是一个销售人员，如果你能拿出那张带有百夫长的美国运通卡，你个人的信用看起来就是摩根大通。如果你拿出大莱卡，它有一大堆华而不实的符号，你看起来就像一个月月都要准备支票的人(笑)。**一个叫 Ralph Schneider 和 Al Bloomingdale 的家伙创立了 Diners Club。他们非常聪明地先进入了信用卡领域，但他们在随后如何推销它的方面并不聪明。

RC 皇冠可乐，你知道，确实在可口可乐之后出现了各种可乐。你回到 1886 年，在 Jacobs 药房想出一些令人难以置信成功的东西，很快你就会得到很多模仿者。但可口可乐是货真价实的。你给我 RC 可乐说，"我给你的价格是可口可乐的一半"，就喝它而言我不会尝试。因为这只是一个 6.5 盎司的产品，它在 1900 年只卖五分钱。如果现在你在周末大量购买，你并不会多花多少。这份报纸在 1942 年是三分钱。我的意思是，**在通货膨胀调整后**的货币中，**你为每一个实际的享受(就实际价值而言)支付的金额已经急剧下降。因此，这是一个便宜的产品。**

你必须去看看喜诗糖果，如果你住在加州，你是一个十几岁的男孩，你去你女朋友家，你把这盒糖果给她或给她的父母，她吻了你，在这一点上你就会失去了对价格敏感性。(笑声)因此，我们真的希望产品能让人们想要亲吻你而不是打你。(笑)这是一个有趣的事情。我的意思是，实际上我们押注于以 iPhone 为主要苹果产品的生态系统。我看到其中的特点，让我觉得它很特别。但我可能是错的。到目前为止，我们在美国运通和可口可乐上的投资是正确的。美国运通在 1963 年 11 月发生了巨大的沙拉油丑闻，就在 John Kennedy 总统被枪杀时。人们真的很担心公司是否能生存下去。但是没有人放弃使用这张卡。没有人放弃使用旅行支票。而且他们对旅行支票收取溢价。因此，你可以在消费品周围观察到一些东西，有时可以让你对未来有一个相当好的洞见。有时我们也会犯错误。查理？

芒格：我没有什么要补充的。只是如果我们在可口可乐刚发明时就有机会买入，我们可能会说 No。在我们看来买它有点傻。(大笑)

巴菲特：是的。我们会拒绝的。除非我们喝了它。查理是对的。我的意思是，我们不会预见到那些我们没有得到很多证据的事情，而且我们想看到很多证据。如果我们谈论的是一个消费品，我们想看到这个消费品在很多不同情况下的表现，然后我们想使用一些方法去观察，实际上，Phil Fisher 在 1960 年左右写过一本书叫《普通股票和不普通的利润》。这是一本关于投资的伟大书籍之一。里面谈到了投资的“闲聊法”，这与本·格雷厄姆教我的定量方法有相当大的差异。但这是一本非常非常好的书。你可以从闲聊中学到很多东西，只需要废点鞋底走出去调查。现在他们称它们为渠道调研或类似的东西。但通过调研你可以对一些产品有感觉，有些你无法调研，有时你调研的是错的。但这是一个很好的方法。我认为这是一种重要的投资技巧，Ted Weschler 和 Todd Combs 在这方面做了很多工作。他们也有些人帮助他们在做这个工作。

查理在 Costco 做了这件事。(笑)我的意思是，他一直在发现 Costco 的新优点，顺便说一句，他是对的。Costco 对其客户群有巨大的吸引力。他们给他们的客户带来惊喜和兴奋。而在商业中没有什么比这更重要的了。你有满意的客户，你的生意就能做的长久。好的，Becky。

20，伯克希尔不想卷入任何好斗性质的投资

Becky Quick：这给问题来自 Brightstar Capital Partners 的 John Hegarty，他写道：沃伦，你从卡夫亨氏董事会卸任的时候，该公司正在寻求进行大型收购：例如，联合利华。你是否从根本上不同意敌意收购、维权投

资和竞争性代理权争夺的好斗性投资？

巴菲特：好吧，我们自己不会进行恶意收购。我不认为这个想法有什么根本性的错误。如果你以财富 500 强公司来说，我确信所有 500 强公司都不是由世界上最好的，甚至在某些情况下，不是由对投资者最友好的管理层管理的。所以我不认为对一家公司进行恶意收购是邪恶的。只是我们不会这样做，我们也不想卷入其中。我们喜欢被我们加入的管理层所喜欢，因为我们指望他们来经营公司，而我们会引进一大堆知道如何改变企业的人。

某种程度上，在涉及代理权竞争的任何事情上，我们很少采取与管理层相反的立场，非常少。但我们不排除这种可能性。我们不认为每个管理层都有资格终身控制他们的业务。但是，这根本不是我们的投资风格。好吧，我们不会自己发起，也非常非常不太可能去支持一个这类竞争。但 50 多年来，我们对管理层几项有关股票期权的提案投了反对票。几年前我们在可口可乐投了弃权票来表达我们的意见。但我们认为，在某些情况下，股东对应该由谁来管理公司，薪酬是否适当，或此类事项有不同的意见，这并不是邪恶的。股东们仍然拥有公司。查理？

芒格：我对此没有什么可补充的。我不羡慕这些一直处于这类不友好争吵中的人。想象一下，在你已经很富有还去这样做，这简直是疯了。(笑声)

巴菲特：是的。我们绝对不是在寻找它。当然也有值得挑战的公司，他们偶尔会提出值得挑战的事情。但同样，这不是我们的主要活动。顺便说一下，这个问题是针对卡夫亨氏提出的。3G 资本的人是非常非常棒的管理者。他们是很好的合作伙伴。在我们参与其中之前，我已经下定决心，不再担任公共董事会的职务。

我已经参加了 19 个董事会，这需要很多时间。他们问我是否愿意继续工作一段时间，我照做了。但它确实是七天半或类似的工作。如果你是在一个银行董事会，可能会比这多一点。我的意思是，作为一个公共董事会的成员，通常意味着每季度开一次会，也许两次。而且，在 87 岁的时候，我想我现在已经知道会发生什么，但我不想每年花七天半的时间去奔波，也许我可以在五分钟内打电话给我信任和钦佩的董事会成员了解发生了什么事，或任何可能发生的事情。因此，我们是他们的合作伙伴，并很高兴成为他们的合作伙伴。现在我们有两个人在卡夫亨氏的董事会中，他们可以去出差，而我可以留在家里。

查理，在你的一生中参加了多少个董事会？当然，你是 Costco 的董事会成员。

芒格：除了我拥有部分 Daily Journal 的股份，Costco 是唯一的公共董事会。

巴菲特：你还在 Kansas 电力公司董事会中。

芒格：除了伯克希尔或我个人拥有的，我曾在堪萨斯城电力和照明公司工作。天哪，那是很久以前的事了。但我基本上没有参加董事会。**我不羡慕那些四处参加不同董事会会议的人。**

巴菲特：不，一般来说，你在董事会的影响力非常小，花的时间也很多。而麻烦的是，如果你要去参加董事会会议，特别是国际会议，有时他们觉得他们必须有一个是国际会议，你知道，他们觉得他们必须占用你相当多的时间，否则就不值得千里迢迢的来，你知道，几千英里。所以你得到了很多展示，讲述了很多东西，我发现我的思绪在漂移。(笑声)好的，Gary。

21，伯克希尔仍未进入国际商业卖家的雷达屏幕

Gary Ransom：好的，你说你正在寻找非保险业务的大型收购，以便配置现在的现金。当你这么说的时
候，我通常会想到美国，因为你是美国商业的拥护者。我只是想知道，随着世界其他地区的开放和发展，比如亚洲或欧洲，你是否看到了更多的机会，是否有机会在世界其他地区进行一些大型交易。

巴菲特：是的，我想说我对此感到失望，因为我们确实在美国之外看到了一些机会，谢天谢地，几年前在以色列看到了 ISCAR，当时 Eitan Wertheimer 给我写了一封信。我们买下了这家企业，它现在是伯克希尔的一个非常重要的部分。但我们仍然没有接到美国以外的电话，他们当然知道伯克希尔，但他们不会自动拿起电话。

在美国，我认为任何大型公司，特别是私人公司，如果想做什么，他们至少会考虑伯克希尔。但是，在欧洲或亚洲，我们并没有以同样的方式植入人们的头脑。他们知道我们，他们知道我们有很多钱，他们知道我们喜欢买东西。但实际上，我们在美国一直处于雷达屏幕上，但我们没有在美国以外的地区，让他们在头脑中将伯克希尔作为一个选项发生。我们已经尝试用一些方法来鼓励他们。但我想说的是，结果一点也不好。

但我希望明天，收到一个来自德国或英国或意大利或澳大利亚或你的名字的电话，无论它在那里。我希望我得到一个电话，我们得到一个机会来做这件事。有很多国家我们都非常乐意投入大量资金。就像我说的，我们在以色列的经验是非常棒的。查理？

芒格：是的，**现在的企业收购游戏是由杠杆收购和所谓的战略收购驱动的。**我通常把它翻译成谷仓的语言。
(巴菲特笑)以我们的观点来看，收购的价格太疯狂了。当然，对我们来说很难去这么干。从事杠杆收购游戏的人，喜欢大量的杠杆，不介意高价，甚至流鼻血的高价。这样的收购太难赚钱了。而且，这种市场环境意味着，伯克希尔无法出去收购一大堆公司。**我们必须耐心等待。**

巴菲特：我们是否曾做过一个我们认为是战略性的交易？

芒格：我们从来没有过战略计划，除非你对我隐瞒。(笑声)

巴菲特：好的，这回答了这个问题。第 6 区。

22, 投资不需要高深的学问

股东：你好，Brady Ritchie 来自密苏里州圣路易斯。自 1996 年以来一直是股东。沃伦，你和查理过去一直在批评商学院和他们所教的东西。关于价值投资，在《格雷厄姆和多德部落的超级投资者》演讲中，你介绍了许多具有不同教育背景的伟大投资者的投资回报，其教训是，“遵循投资哲学是关键”。要想在今天取得成功，是否仍然只是回到《聪明投资者》的第 8 章？你如何看待诸如 CFA、CFP 等项目和称号，它们声称高标准，但却深深扎根于学术界？明天我想跟你挑战一轮桥牌。(笑声)

巴菲特：向我挑战一轮桥牌。好的。(笑声)。

我上了三所商学院，我专门去学校找一两个特定的老师。在每一所学校我都找到了一两个真正让我受益匪浅的老师。所以我们在这里一点不反对商学院。我们确实认为，比如说 30 年前的神职人员，或就 40 年前的有效市场理论和一切而言，在我们看来，**他们与投资现实相去甚远**。如果我能在第一、二、三所商学院的前五名毕业生中找到一个人，而我的选择是一个很聪明，但绝对满足《聪明投资者》第 8 章的人。**这对他们来说是自然的，他们在骨子里就有这样的想法，基本上我会选择满足第八章的人。**

我们所做的事(投资)并不复杂。但它必须有纪律，它不需要超级智商或类似的东西。有一些基础知识是非常重要的，你必须了解会计。它有助于你走出去与消费者交谈，并在许多方面开始像消费者一样思考，等等。但它并不需要高深的学问。而且我当然不想上大学，所以我不知道如果我在高中毕业后就退学，读我读过的书等等，我会做得更好还是更差。我认为，如果你遇到几个伟大的老师，而且他们真的在某种程度上改变了你看世界的方式，你真的会很幸运。而且你可以在学术界找到他们，你可以在普通生活中找到他们。我一直非常幸运，有伟大的老师，包括查理。查理是一位出色的老师。而且，任何地方你都可以找到一个人，让你对你以前不了解的事情有深入的了解，也许让你成为一个比以前更好的人，你知道，这是非常幸运的，你想充分利用它。如果你能在学术界找到它，就充分利用它吧。如果你能在你的余生中找到它，请充分利用它。查理？

芒格：嗯，当你找到本·格雷厄姆时，他是非传统的，而且他非常聪明。当然，这对你很有吸引力。然后当你

发现它是有效的，你可以在你坐着的时候就赚很多钱。(笑声)当然，你当即皈依价值投资。

巴菲特：实际上，它仍然吸引着我。(笑)。

芒格：但世界变了。在本·格雷厄姆去世之前，他认识到，他过去寻找被低估公司这种行得通的方式，不一定在所有时间和所有条件下都有效。而这当然是对我们有用的方式。我们逐渐进化为，试图在价格偏低时去购买优质的公司，而不是在价格偏低时去购买糟糕的公司。当然，这对我们来说效果很好。而本·格雷厄姆在他大部分投资期间，他个人的投资方式都行得通。如果他活到现在，会看到他的投资方式行不通了。我的意思是，他的投资方式是，找到那些以三分之一净流动资产出售的公司，并找出那些很容易被清算，每 1 美元的市场价格能分配 3 美元的公司。如果你能在目前的市场上找到这些，运气会爆表。而且，如果你能找到它们，它们的规模会非常小，对伯克希尔无论如何也不会有什么助益。

所以我们不得不学习一种全新的投资方式。这对在座的所有年轻人来说都是一个教训。如果你想活得久一点，你必须不断学习。你以前知道的东西永远都不够。因此，如果你不学会不断修正你以前的结论并进化的更好，我总是用同一个比喻，你就像一个踢屁股比赛中的独腿人。(笑声)

巴菲特：如果有人对另一个比喻有什么建议，请发给我。(笑声)

顺便说一下，有一点很重要。格雷厄姆的投资方法是有局限的，它无法容纳大规模的资金。当我在格雷厄姆纽曼公司工作时，在这里他是所有分析师的院长。在那个时候，他是一个智力高于所有其他人的人。但我们投资基金的规模是 600 万美元，与投资公司合作的合伙公司也有大约 600 万美元。因此，我们有 1200 万美元的资金用于投资。现在，你可以对通货膨胀和其它因素进行调整。但它也是一个很小的数额。它是无法扩张的。

而事实上格雷厄姆并不在意，因为他真的对自己赚大钱不感兴趣。因此，他没有理由想找到一个可以继续下去的方法，让规模变得越来越大。所以，但就把股票投资作为一项业务来看待而言，第 8 章的效用，有巨大的价值。第 20 章关于安全边际的效用，非常有价值。但这并不是复杂的理论。

芒格：最终我明白了为什么公司财务专业的老师经常教很多错误的东西。当我年轻时遇到一些眼睛问题，我咨询了一位非常有名的眼科医生。而我意识到，他所在的地方正在做一种完全过时的白内障手术。有更好的手术被发明出来之后，他们仍然在用刀子切割。我问：为什么你在一个伟大的医学院里做绝对过时的手术？他说：查理，这是一个如此美妙的教学手术。(笑声)好吧，这就是公司财务专业的情况。他们得到这些公式，这是一个很好

的教学经验。(笑声)你给他们一个公式，你提出问题，他们使用这个公式回答。你会真正感受到工作的价值。(笑声)那里只有一个事实，这都是胡说八道。

巴菲特：是的，每当你听到一个理论被描述为优雅的时候，就要小心了。(笑声)好的，Andrew。

23，巴菲特对人类充满信心

Andrew Ross Sorkin：我们收到了几个这样的问题，这个问题来自 Impactive Capital 的管理合伙人 Lauren Taylor Wolfe。她问，沃伦，你前面说，让你对美国感到乐观的事情之一是女性进入劳动力市场，以及引用'在该劳动力市场有效就业的人才翻倍'。然而，当涉及到领导职位时，妇女在标普 500 指数公司董事会中的比例不到 21%，在 CEO 中的比例更低只有 5%。作为许多这些大公司的主要投资者，伯克希尔具体能做些什么，以推进董事会层面和高级领导层的性别平等？(掌声)

巴菲特：好吧，正如我在过去指出的，我的一个姐姐在这里。我有两个姐妹，她们绝对和我一样聪明。而且她们有更好的个性，任何认识我们俩的人或我们所有人都可以证明。**她们根本没有拥有我拥有的机会。**

你有 1942 年《纽约时报》，女性可以成为护士、教师、零售店员或速记员。当我 1930 年代在奥马哈还是个孩子时，这实际上对我非常有利，因为我有更好的老师，因为教师是一个向女性开放的工作，我在语法学校没有一个男老师，我想查理去 Dundee 时也没有。我们有这样一个巨大的人才库，却只被输送了很少的就业机会，因此，在培养人才的市场体系方面，我们得到的比我们应得的更好。

再说一次，我们的经理管理他们的公司。但在我们进行这次管理变革之前，在过去的五六年里，我可能只任命了 6-7 名 CEO。我们不会改变太多。但我想说的是，在我任命的人中有一半是女性，这与你所想的差不多，就能力而言，应该是这样的。现在，有一定的上升管道问题，但随着时间的推移，它会得到解决，你不能永远以此为借口。而且你知道，我对我们为 CEO 做出的决定感到非常满意。我希望我们所有的 CEO 都能长生不老。有一位女士几乎做到了这一点，我们雇佣了她。B 夫人活到了 104 岁。她 103 岁退休了。这是给我们其他经理的一个教训，如果你过早地退休，不知道会发生什么。(笑声)但这是绝对真实的。

它确实让我很乐观。它让我对人类充满信心。这当然是对我们国家，因为如果你看看第 19 修正案之前发生了什么，然后在第 19 修正案之后的很长一段时间，并持续到今天，它已经有了明显的改善。我确实对未来感到更加乐观，因为我认为会有更多的择优录取，而不是，按性别或种族或按继承权。我认为，如果你有一个制度，所有

的企业都传给长子或其他东西，我认为社会的进步会比以业绩为基础的制度少很多。查理？

芒格：嗯，我们确实生活在一个不同的时代。有句老话说，过去是一个非常奇怪的国家。人们在那里的行为大有不同。它是完全不同的。而且可笑的是我的高中有一两个男老师。几乎没有女老师，我不记得了。但这个世界真的已经改变了。而在伯克希尔内部，我从未在任何地方看到过公开的性别歧视。我相信我们有人性的所有特质。但总的来说，一切都在不断改善，而且我认为它会继续改善。你同意这一点吗？

巴菲特：是的。好的，Gregg？

24，伯克希尔公司的回购不受州保险规则的限制

Gregg Warren：沃伦，在今天的年报中指出，和每年一样，公司的保险子公司支付股息受到保险法规和其他法规的限制，伯克希尔的保险业务目前允许在 2018 年内宣布最多 160 亿作为普通股股息。我的问题是，我们是否应该把这个年度红利的监管门槛，视为允许股票回购的基准？如果伯克希尔想回购比这更多的股票，或者支付更多的股息，那么你使用非保险业务持有的运营资本来返回超额资本，会不会有问题？这里的附带问题是，来自 BNSF 的年度现金分配，在国民保险的账上持有，是否会被排除在外？

巴菲特：是的。我们显然会遵循我们注册地所在州的规定，当然还有联邦政府所有的规定。**但基本上是保险公司所在州的规则，他们确实限制了任何一年的红利数额。**不过如果你想的话，你可以要求一些额外的数额。但我们从来没有考虑过这一点。但如果回购真的有吸引力，我们会大举回购。而且，我们有各种方法可以安排大规模企业收购，这是我更喜欢的，我不排除存在这种可能性。要么进行非常大的股票回购，我认为这是可能的，只是因为喜欢它有一个大折扣。所以查理和我，我们很有胃口。而且我们有很多现金，但我们可以有更多的现金。我们可以做任何交易，即使是一个非常大的交易。我们可以使任何出现的东西，我们可以想办法把它完成。我们会有合作伙伴进来，给我们一个优惠的合作部分。这很可能不会发生。但我们可以做很多事情。所以不要基于保险公司分配的法定限制，而去排除任何事情。

芒格：我们可以获得特别许可来宣布更大的股息。你不应该认为我们受到法则的限制，我们现在根据法规可以拿出的金额。

巴菲特：我们可以得到。好的，第 7 区。

25，芒格："我不认为世界会被机器智能改变那么多"

股东：嗨，沃伦和查理。谢谢你们所做的一切。我是大卫，来自上海的一名投资经理。我来这里已经 8 年了。如果投资是奥运会的一项运动，你们就是我们的冠军队。所以我的问题是，面对快速增长的机器智能挑战，你如何看待新的竞争对未来的资本配置生产力的影响？对于查理来说，从一般经济利益的角度来看，资本分配的第一原则是什么？谢谢。

芒格：嗯，有两个问题。机器智能。恐怕我所拥有的唯一的智能，并不是由机器提供的。我不认为我会学习机器智能。如果你问我如何用我自己的智慧来打败围棋游戏，我做不到。而且我觉得我现在去学计算机科学已经来不及了。总的来说，我认为机器智能已经发挥作用。毕竟，现在机器可以打败人类最好的围棋选手。但我认为该领域的炒作多于可能取得的成就。所以我不认为世界会被机器智能改变很多。有一些，但不是巨大的。

关于资本分配。这是个很普遍的问题。一般来说，我们总是试图得到最好最值得购买的东西。如果你在学术界，人类的大脑会拒绝这样做，因为你可以在学期一开始做一个声明，然后在剩下的时间里你就会没有事情做。所以人们想找到一些公式。这就是我所说的“物理学嫉妒”。这些人希望世界变得像物理学一样。但世界并不像物理学，在物理学之外。而这种虚假的精确性只会让你陷入困境。所以我想说，你必须掌握一般的方法，你必须努力慢慢提高你的判断力，就像我们其他人一样。而且我不认为大多数人希望从机器智能中获得个人收益。

巴菲特：当机器击败围棋时，甚至在国际象棋或任何比赛上获胜，我印象深刻。但我真的不认为他们在资本分配或投资方面能带来什么。我可能完全错过了什么，也许我只是对外面的东西视而不见。

芒格：你错过了很多报酬丰厚、收费高昂的废话。(笑)

巴菲特：是的。好的，第 8 区。

26，芒格：美国投资者正在错过中国

股东：亲爱的巴菲特先生和芒格先生，非常感谢你们主持这次会议。这真的很了不起。谢谢你们。我是老虎证券合伙人徐杨，这是一家来自中国的领先电子经纪公司。让我重新表述一下。我和我的同事们带着信仰跨越半个地球飞来这里，这是一种荣誉，就像体育场里的其他人一样，我们很荣幸能来到这里。我的问题是，你之前提到，投资者其实不必在挑选正确的股票上苦苦挣扎。他们可能在挑选正确的市场和正确的国家方面会做得很好。中国是第二大经济体，可能具有最大的增长潜力。仅仅通过被动加权的投资组合，通过被动估值的投资组合，美国投资者就大大降低了中国的权重。所以在你看来，是什么阻止了投资者对中国的投资？谢谢你。

芒格：嗯，我认为答案是，你完全正确。美国投资者正在错过中国。他们错过了中国，因为它离我们很远，它看起来不一样，他们不习惯，它很复杂，头条新闻让他们困惑。换句话说，坐在奥马哈，要想超越中国市场，看起来太难了。但我认为你说得很对。这就是他们应该关注的地方。(笑)

巴菲特：好的。实际上，我们在中国有几项投资。我们做得很好。如果你回到若干年前，就投入大量资金而言，你知道，我们必须赚得数十亿的资金，以推动我们的回报率指标，这在一个你不熟悉的市场中可能更困难。而且在任何情况下都很困难。但是，在美国以外的地方投资 60 亿 80 亿或 100 亿美元的投资头寸可能是非常困难的。例如，在英国和欧洲大部分地区，当我们拥有一家公司 3% 的股份时就必须报告。事实上，如果我们甚至拥有不到 3% 的股份，就会被要求报告。当我们有一堆追随者和大量宣传时，这真的变得非常艰难，就我们在市场所做的一切而言，这些宣传可能是不应该的。一些问题是只是由于我们的规模。如果我们经营的是一个较小的基金，那就会容易得多。中石油，我们设法买到一个非常大的仓位。政府拥有它的 90%。所以我们买了政府不拥有的 1.4% 的股份，只有该公司的 1.4%。但查理实际上一直在催促我在中国做更多的投资。实际上，我们已经尝试过几次。有一次，我们参与投资了比亚迪。

芒格：嗯，你第一次做得很差，你只投入了 2 亿，但得到了约 20 亿美元。还不够鼓舞人心。(大笑)

巴菲特：是的，是的。好的，第 9 区。

27，亚马逊近乎是一个奇迹，但我们不会为奇迹下注

股东：Sherman Silber 博士来自圣路易斯的不孕不育医生。我成为股东并来参加这个会议已经 23 年了，我非常感谢你们让我的孙子们非常富有。(掌声) 在医学不孕不育界他们有时把我比作不孕不育的伯克希尔，因为我的年龄很大，而且我来自一个相对较小的社区。但我想知道你对苹果以及所有科技股，如亚马逊和谷歌的兴趣。因为你避开了它们，你过去曾说过，因为它们很复杂，你应该坚持做你能理解的事情。另一方面，亚马逊和谷歌拥有你所说的非常持久的竞争优势。他们真的几乎没有任何竞争对手。而在中国，阿里巴巴和腾讯也是如此。因此，这似乎是一个冲突，我想知道你是否会转过弯来，进入这些似乎没有严重竞争的科技公司。

巴菲特：好的，我们当然看了他们，我们没有考虑过我们是否应该进入科技公司或这类事情。我们正在寻找的东西，当我们确实涉及到竞争优势的持久性，以及在评估其持久性的可能性方面，我们是否认为，我们的意见可能比其他人的意见更好。但事实上我从一开始就在观察亚马逊，我认为 Jeff Bezos 所做的事情接近于一个奇

迹。问题是，如果我认为某件事情是一个奇迹，我往往不会在它上面下注。(众笑)

如果我对某些业务有一些洞察力，情况显然会好得多。我想是在 AltaVista 上，事实上 Bill Gates 很早就建议我转向 Google。但问题是，我也看到了 Google 正在超过 AltaVista，然后我想知道是否有人能超过 Google。我在 Google 看到，他们为一些东西花了很多钱，但其边际成本并没有随着增长而递增。我们已经研究过了，但我犯了一个错误，但我无法得出这个结论：即我真的觉得 Google 的远景远超现在的价格。

我进入苹果并不是因为它是一只科技股。我进入苹果是因为我对苹果聪明的资本配置得出了肯定的结论，但更重要的是，对生态系统的价值和生态系统的持久性，以及对它的威胁等等，做出了肯定。而这并不这需要我拆开一个 iPhone 或其他东西，弄清楚所有的组件是什么等等。这更多是对消费者行为本质的洞察。在我看来，有些东西比其他东西更具有持久性。

答案是，我会错过很多我觉得自己理解得不够好的东西。如果你不在好球区挥棒，这在投资中没有任何惩罚，只要你坚持在好球区才挥棒，那么最终你会找到你最喜欢的球。我们将继续这样做下去。我们将努力保持在我们的能力圈范围以内。查理和我一般都同意这个能力圈的边界在哪里，以及在什么样的情况下，我们的推理或经验或一些东西可能会有某种优势，或者我们评估某些东西可能与其他人不同。

但答案是，我们会错过很多东西。查理？

芒格：是的，我们有一个很棒的系统。如果我们中的一个人在某些方面是愚蠢的，那么另一个人也是。(笑声)当然，我们也不适合将自己定位于高科技奇才。我们这个年龄的人有多少迅速掌握了谷歌？我曾去过谷歌总部，在我看来，它看起来像一所幼儿园。(笑声)

巴菲特：一所非常富有的幼儿园。(笑声)

芒格：是的。

巴菲特：他们所做的一切令人印象深刻。就像我说的，在谷歌上市的时候，我们付给他们很多钱。实际上所有三位创始人 Eric Schmidt、Larry Page、Sergey Brin 都来见过我。但他们更感兴趣的是谈论上市及其机制以及沿着这个方向的各种事情。但对我来说，他们所做事情并不神秘。神秘之处在于会有多少竞争者出现，他们抵御竞争会多有效，以及这是否会演变成为一个 4-5 个竞争者奋力拼杀而无人胜出的游戏，即使一家公司占据主导地位仍无法赚到很多钱。

这些是很难做出的决定。有些行业只有两个主要的竞争者，但他们仍然过的不太好，因为他们互相竞争让彼此失去了理智。这就是航空业的问题之一。现在的生意比以前好，但以前简直是自杀(笑)。所以航空公司的竞争因素是非同寻常的，现在有 4 个主要竞争者在 85% 的运力下运营，而 1970 年代中期有 7-8 个竞争者在运营，并且现在运营的飞机更多了，这能是多好的生意？这些都是艰难的决定。

但我在 Google 上做了错误的决定。而我真的认为亚马逊是一个奇迹，你可以在没有大量的资本的情况下，运营亚马逊网络服务的同时改变零售业，而且亚马逊所做的速度和效果都相当好。当我第一次见到 Jeff Bezos 时，我对他的能力有非常、非常、非常高的评价。而我却低估了他。(笑声)查理？

芒格：嗯，我的评论是，股东们有一件事要感谢。在总部，一些与年龄有关的愚蠢投资行为，因 Ted 和 Todd 的加入而有所改善。我们现在正借助一些年轻的眼睛来看待这个世界。除了投资管理，他们还做出了其他的贡献。所以很幸运能让他们成为股东。因为在老一辈中，有太多无知的东西需要消除。(掌声)

巴菲特：意义非凡。好的，第 10 区。

<AltaVista 搜索引擎>

当万维网之父 Tim Berners-Lee 首次创建网络时，他编写了一个虚拟图书馆 Virtual Library，用以手动记录用户发布的所有网站。各种搜索引擎开始提供在线可用内容的列表，通过用户手动提交和编译索引。但所有搜索引擎或目录都存在一个共同问题：它们会显示出不同的结果。它们也不能自动找到新的网站。W3Catalog 是第一个可自动获取网站数据并将其格式化为可搜索数据库的搜索引擎，不过它的列表依然依赖于其他目录。这给了潜在新竞争者机会，提供一个通过自动扫描而编译的完整搜索数据库。1995 年，AltaVista 由美国 DEC 公司发布 (Digital Equipment Corp.)。事实上，AltaVista 只是 DEC 超级计算机 AlphaServer 8400 TurboLaser 的一个测试用例。该超级计算机使用 64 位处理器，可以非常快速地搜索大型数据库，搜索引擎便是其威力的展示。当时，Louis Monier 发明了网络爬虫工具 Scooter，他是 DEC 西部研究实验室的一名计算机科学家。Scooter 在 1995 年 8 月完成了第一次完整的网页爬取，将大约 1000 万页面信息返回到原始的 AltaVista 索引中。很快，AltaVista 便受到了各类网络用户的欢迎。它索引的页面数量大约是竞争者能够处理的页面数量的 10 倍。AltaVista 的发布是 1995 年网络世界中的一件标志性世界，这在很大程度上归功于 DEC 的 AlphaServer 硬件。DEC 认为 AltaVista 是展示其计算机硬件能力的一个营销工具。让 AltaVista 成为了一个受欢迎的搜索引擎成为了 DEC 的重要目标。DEC 低估了用户对 AltaVista 的喜爱程度。在 1995 年该搜索引擎推出的那一天，它的访问量约为 30 万。一年后的 1996 年，它每天的接待数量已达 1900 万。到 1997 年，它每天会吸引 8000 万游客，而在 1998 年，它需要 20 多台多处理器服务器才得以支持接收到的所有搜索查询任务。1998 年 DEC 被康柏 (Compaq) 收购，DEC 公司所有硬件都被重新命名为康柏。康柏的互联网服务部门为击败雅虎，他们决定通过多样化的功能把 AltaVista 变成了一个更复杂的门户网站，摒弃了以前用户喜欢的简单搜索表单，取而代之的是一个越来越杂乱的主页。与 AltaVista 精简的搜索体验相比，这一举措让 AltaVista 愈发贴近于自己的竞争对手们，以让用户们转用了一个提供简单搜索体验的新产品 Google。1999 年，AltaVista 83% 的股份被 Lycos 搜索引擎的所有者 CMGI 收购。2001 年，网络股泡沫破裂，由于 CMGI 难以让 AltaVista 实现盈利，公司放弃 IPO 并大幅裁员。此时，Google 超过 AltaVista，处理了比竞争对手更多的搜索请求。2003 年 2 月，境况不佳的 AltaVista 再次被 Overture 以 1.4 亿美元的价格收购。6 月雅虎又收购了 Overture，这标志着 AltaVista 这个品牌的终结。2013 年，雅虎悄悄地关闭了 AltaVista。

当 AltaVista 处于全盛时期时，谷歌还不存在。AltaVista 从未有过充分发挥其潜力的机会。对 DEC 来说，这是一个意外的成功故事，该公司将其视为一种营销工具，而不是一种有用的服务。当 AltaVista 被认为是一个严肃的搜索工具时，它的关注点已经转移到了门户网站，而用户并不喜欢这样的它。AltaVista 在收购和财务困境中挣扎的同时，谷歌开始取得进展，谷歌没用多久就甩开了老前辈，并迫使其并入到雅虎之中，最终也随雅虎

的没落而消逝。对于任何成功的企业来说，AltaVista 的消亡都是一个警示。尽管它是一个先驱者，甚至比它的竞争对手还先进得多，但事实证明，当用户抛弃你时，你做什么做都是错的。

28，伯克希尔就是我们的家族办公室

股东：嗨，下午好。沃伦，查理。我的名字是于静，来自中国恒天财富家族办公室。我们为中国的有价值个人客户提供服务。而你们两个是我的梦想客户。我知道你的股东 Bill Gates 有一个家族办公室帮助管理他的财富。所以我的问题是，你是否有一个家族办公室，我们能知道他们为你做些什么吗？如果没有，你是否计划在未来拥有一个家族办公室？

芒格：我们已经有一个家庭办公室。它就在这里。(笑声)

巴菲特：是的，实际上我们将是世界上最后一个拥有家族办公室的人。这周围有很多这样的人，但这并不适合芒格家族或巴菲特家族。(笑声)查理，你有什么补充吗？

芒格：No。

巴菲特：好的。第 11 区。

29，伯克希尔的薪酬安排没有“精确的公式”

股东：嗨，沃伦，查理。Adam Mead 来自新罕布什尔州 Derry 的 Mead Capital 资本管理公司。在过去，您曾谈到过对关键管理人员的某些薪酬安排。您能否提供一些伯克希尔公司内部薪酬安排的具体例子，这些薪酬安排旨在激励良好的行为，同时不因规模或业务或行业的相对难易程度而惩罚管理者？谢谢。

芒格：他真的不想回答这个问题。(笑)

巴菲特：嗯，这是一个非常、非常好的问题，也是一个非常、非常艰难的问题。

我们的一些经理人所从事的业务要容易得多。我们收购了各种业务。人们显然会受到其他公司薪酬安排的影响。如果不是这样，他们就不是正常人了。当你有不同程度的资本强度，非常不同程度的基本盈利能力，以及你基于规模扩大多少规模时，试图找出正确的答案，因为有一种扩大规模的冲动激励。通常情况下，如果企业变得更大，从 CEO 到每个人都期望赚更多的钱，因为他们真的带来了同样多的强度和工作量。

这确实是一个棘手的问题。我认为，如果你在上市公司聘请薪酬顾问，他们都会这样做，他们会推荐一些东西，导致他们的 CEO 向其他公司推荐自己。(笑声)只是，当你有这样的薪酬安排时，你就是在违背人性。我想说，我们显然保留了非常非常高比例的经理人，我们希望留在我们身边。事实上大约是 100%。而且我认为，他们

确实喜欢做出自己的决定。他们确实喜欢获得认可。你知道，他们大多数人的反应是，他们喜欢做一个好的工作，他们喜欢我们理解这一事实。而薪酬补偿只是其中的一部分。但这并不是全部。我希望我可以给你一些精确的公式，但是我没有。

芒格：不，你真的不能公开，沃伦。在伯克希尔，**将我们的个人交易保密是一个优势。把它们全部公布出来是没有好处的。**所以我们说的是，他亲自做出了所有这些薪酬决定。他有书面中的所有公式。而且他对这些都是保密的。这就是我们的系统。(笑声)

巴菲特：不，我们不打算这样做。虽然我们确实公布了董事们的工资情况。

芒格：是的，我们公布我们必须公布的东西。

巴菲特：好，现在是 3:30。我们将在 3:45 重新召开会议。查理和我，我们很高兴我们的合作伙伴基本上都来参加这个活动。所以我们感谢你们的到来。我希望你们在会议上和在奥马哈都过得很愉快。我们期待着明年再见到你们。谢谢。(掌声)

30, 正式商务会议

巴菲特：我们将继续进行，在这里有一个小小的流程。请就座，谢谢。这是正式会议，现在开始开会。

我是巴菲特，公司董事会主席，我欢迎你们参加这次 2018 年的股东年会。今天上午，我介绍了出席会议的伯克希尔的董事，他们今天也是我们审计师德勤会计师事务所的合伙人。Jennifer Tselentis 是伯克希尔的助理秘书。她将对会议过程做书面记录。Becki Amick 已被任命为本次会议的选举检查员，她将对董事选举中的投票数和会议上要表决的议案进行核证。本次会议的指定代理持有人是 Walter Scott 和 Marc Hamburg。助理秘书是否有一份关于伯克希尔有投票权和代表出席会议的流通股数量的报告？

Jennifer Tselentis：是的，我知道。正如随同本次会议通知寄给所有在册股东的代理声明中所指出的，在本次会议的记录日期 2018 年 3 月 7 日，有 748,347 股 A 类伯克希尔普通股，每股有权对会议上审议的动议投一票，有 1,344,969,701 股 B 类伯克希尔普通股，每股有权对会议上审议的动议投万分之一的票。其中，537,524 股 A 类股和 823,145,874 股 B 类股由截至 5 月 3 日(周四)晚间交回的委托书代表出席本次会议。

巴菲特：谢谢你。这个数字代表了法定人数。因此，我们将直接进行会议。第一件事是宣读上次股东大会的会议记录。我请 Walter Scott 先生发言，他将向会议提出一项动议。

WalterScott：我提议免于宣读上次股东会议的记录，并批准该记录。

RonOlson：我支持这项动议。

巴菲特：动议已被提出并得到支持。我们将以语音表决的方式对这项动议进行表决。(声音：赞成。)动议通过。下一个议题是选举董事。如果出席会议的股东没有提交委托书或希望撤回先前提交的委托书，您可以亲自就选举董事和本次会议审议的其他事项投票。请向过道上的一位会议官员表明身份，以便你能得到一张选票。我请WalterScott 先生向会议提交一项关于选举董事的动议。

WalterScott：我提议选举 Warren Buffett, Charles Munger, Greg Abel, Howard Buffett, Stephen Burke, Susan Decker, William Gates, David Gottesman, Charlotte Guyman, Ajit Jain, Thomas Murphy, Ron Olson, Walter Scott, Meryl Witmer 为董事。

RonOlson：我支持这项动议。

巴菲特：有人提议并附议，上述人士当选为董事。是否有其他提名或讨论？提名已经准备就绪，可以采取行动了。如果有股东亲自投票，他们现在应该在选举董事的选票上做标记，并将选票交给过道上的一位会议官员。Amick 小姐，当你准备好了，你可以报告了。

Becki Amick：我的报告已经准备好了。截至上周四晚间收到的代理权持有人的投票，对每个被提名人的投票不少于 605,906 票。这个数字超过了所有 A 类和 B 类流通股总票数的大多数。特拉华州法律要求的精确计票证明将交给秘书，与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amick 小姐。上述人士已当选为董事。下一个事项是 Freeda Cathcart 代表股东 Marcia Sage 提出的动议。该动议载于代理声明中。该动议要求公司提供一份报告，揭示公司在所有业务中与甲烷排放有关的政策、行动、计划和减排目标。董事们建议股东对该提案投反对票。我现在请 Cathcart 小姐提出动议。为了让所有感兴趣的股东发表意见，我请鲍德温兄弟公司的代表将动议的陈述时间限制在 5 分钟之内。

Freeda Cathcart：早上好，巴菲特主席，芒格先生，董事会成员和其他股东。我代表 Baldwin Brothers 公司提出这个关于甲烷资产风险问题的提案。今年是这项以甲烷为重点的提案的第二年。去年有 10% 的股东批准了它。甲烷资产风险是整个天然气供应链中一个严重的财务安全和环境问题。位于洛杉矶的南加州天然气公司 Aliso Canyon 储存设施的注气井故障暴露了天然气设施维护和安全方面的重大漏洞。在这种情况下，清理和遏制成本已

飙升至接近 10 亿美元。加州州长 Jerry Brown 威胁要关闭该设施。伯克希尔拥有美国最大的州际天然气管道系统。它通过 Northern Natural 天然气公司、Kern River 天然气公司和中美能源公司，拥有可能面临类似安全风险的天然气储存分配和运输设施。在环境方面，研究表明甲烷的泄漏可能会抹去减少煤炭使用以达到国际商定的气候变化目标的气候效益。甲烷排放对全球温度的影响在 20 年内大约是二氧化碳的 84 倍。伯克希尔公司是 EPA 甲烷挑战和 ONE 未来排放强度承诺框架的自愿成员，应该为其价值链上的泄漏率降低到 1% 以下的目标而喝彩。由于这个框架是一个具有成本效益而非规范性的方法，股东希望了解伯克希尔公司采用的这种具有成本效益的方法是否足够--维护和加强披露应该有助于减少这些财务和监管风险的可能性。最后，我们认为谨慎的做法是，伯克希尔发布一份报告，揭示和披露该公司在甲烷资产方面的具体最佳做法、政策和安全标准，以及为减轻潜在的商业风险而要求的设施升级费用。该报告将使投资者、客户和监管机构更容易了解伯克希尔公司管理甲烷排放和风险的整体方法。谢谢您的考虑。

巴菲特：还有其他一些人在那里发言吗？（声音：没有）。Greg，能不能把第一张幻灯片放上去，然后如果有人能给他一个麦克风，那会很有帮助。他可以对这个图表进行一些阐述，知道我们在做什么。

Greg Abel：好的，谢谢，沃伦，感谢你的评论。我们在这里准备的是对该提案的回应。它展示了所强调的“一个未来计划”的目标。他们希望看到我们的管道在 2025 年之前以 1% 的吞吐量损失运行。我很高兴地报告，如这张幻灯片所示，2017 年我们的吞吐量损失为 0.046%，比 2025 年的要求好 20 倍。（掌声）

谢谢你。显然，这是对我们运营团队的极大赞扬。他们非常认真地对待所强调的问题。我还想补充一点，正如有人指出的那样，我们是环保局计划的一部分，我们在自愿的基础上报告。我们的做法由环保局披露和审查，并在我们的网站上补充。因此，我强烈地认为，我们正在得到结果并披露适当的信息。谢谢你。

巴菲特：谢谢 Greg。Cathcart 小姐，在这个问题上，我们和你站在同一阵线。我们只是不寻求进行更多的研究和准备报告的方法，产生更多的这些报告和研究可能会花费我们的钱。但我可以告诉你两件事。这是每季度向伯克希尔能源公司董事会报告的事情。而我是该董事会的成员。我们相信要实现同样的事情，我们认为伯克希尔能源公司在减少甲烷排放方面既敏感又有效。所以，我想我们现在已经准备好了。该议案现在已经准备就绪，可以采取行动了。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在动议上标记他们的选票，并将选票交给过道上的一位会议官员。Amick 小姐，当你准备好了，你可以报告了。

Becki Amick: 报告已经准备好了。根据截至上周四晚上收到的委托书, 委托人的投票结果是 48,040 票支持该动议, 558,640 票反对该动议。由于反对票数超过了所有 A 类和 B 类股份对该事项正常投票的多数票数, 以及所有未投票的票数, 该动议失败。特拉华州法律要求的精确计票证明将交给秘书, 与本次会议的记录放在一起。

巴菲特: 谢谢你, Amick 小姐。该提案未能通过。下一个事项是股东 FreedaCathcart 提出的一项动议。该动议载于代理声明中。该动议要求伯克希尔公司采取一项政策, 鼓励更多的伯克希尔子公司发布年度可持续性报告。我现在请 FreedaCathcart 提出动议, 并请所有感兴趣的股东发表意见, 我请她将发言时间限制在五分钟内。请你发言, Cathcart 小姐。

FreedaCathcart: 非常感谢你。我很荣幸来到这里, 我可以感谢我的祖父 JamesCathcart, 他从 GenRe 的收发室做起, 通过努力成为 GenRe 的主席。在此期间, 他积累了大量的 GenRe 股票, 并将其慷慨地赠送给他的家人。当他这样做的时候, 他鼓励他的家庭成员行善, 并将其付诸实施, 做一些能够改变世界和我们社区的事情。对我父亲来说, 他是通过对教育机构的慈善活动来做到这一点的, 他的理论是, **如果你给一个人一条鱼, 你就能养活他们一天, 但如果你教他们钓鱼, 你就能养活他们一辈子。**我一直关注环境问题, 认为人们在钓鱼时, 如果能吃到鱼就好了。我想借此机会澄清我关于可持续发展报告的建议, 并把重点放在鼓励这个词上。很明显, 伯克希尔允许子公司在没有得到你的授权的情况下工作的管理是非常成功的。而且我不建议改变它。你做得很好。请继续保持。但我确实认为有必要鼓励他们并支持他们, 而且在许多方面你已经在这样做了。

投资者和公众对企业的社会责任有很高的兴趣。五分之一的投资是基于社会责任的投资策略。而早在 2012 年, 我发现《地球先驱报》的一篇文章, 他们写道: 当巴菲特说话时, 人们会听。他现在正在谈论环境问题。他认为, 公司需要有一个三重底线。而尊重环境对一个公司的经济表现绝对是至关重要的。在这样的时代, 一个公司必须投资于盈利的关键因素: 其员工、社区和环境。伯克希尔的三分之一的子公司已经在网上有了可持续发展的内容。而其中一个伯克希尔能源公司, 它的缩写是 R-E-S-P-E-C-T, 代表着责任、效率、管理、绩效、沟通和培训。伯克希尔提供了一个年度可持续发展峰会, 以帮助将各子公司聚集在一起, 使他们能够学习如何更加可持续发展, 如何分享技巧, 以及如何实现盈利。这一点很好。但是, 当我试图找到一个关于可持续发展峰会的网站时, 我没能找到它。这就是我认为我们在伯克希尔可以做得更好的地方, 当涉及到与我们的股东和外部世界沟通我们正在做的好工作时。一个简单的解决方案就是在伯克希尔的网站上创建一个可持续发展的链接, 人们可以

点击，去了解像可持续发展峰会这样的倡议。从那里，也许他们可以点击进入那些有关于可持续发展的网站的子公司，看看他们在做什么。这样做，我们给世界一个窗口，他们可以看到我们所做的改变，这可能会激励其他公司效仿这个例子。或者，也许一个正在写论文的大学生会读到它，并认为这是一个很好的商业模式，这是他在进入职业生涯时想要推进的事情。有一个名为"伯克希尔可持续发展"的 Facebook 页面，将供股东和外界查看研究，并相互鼓励，了解我们如何支持可持续发展的做法。而这是现在可以使用的。我非常感谢今天有机会与你交谈，并澄清我的建议是什么。我也非常赞赏和感谢你代表我们公司和世界所做的所有工作。非常感谢。(掌声)

巴菲特：谢谢你。伯克希尔公司的许多经理都在这里，正在听你讲话。我怀疑他们中很高比例的人同意你说的。在我们看来，他们是否在网页等方面做什么，基本上取决于他们。但我可以告诉你，正如你提到的，一个主要的支持者是 Greg Abel，他直到最近还在管理伯克希尔能源公司，现在是伯克希尔副主席。而 Greg 可能也想在这方面说几句。但我可以向你保证，经理们正在听你说。

Greg Abel：谢谢，沃伦。是的，我们做了所涉及的一切。我只想为我们的股东补充几点。显然，可持续发展是伯克希尔和我们每个运营子公司的优先事项。有人强调，他们中的许多人都有可持续发展报告。但我想超越这个范围。如果你去我们各公司的网站，你会看到他们正在采取的与可持续发展有关的具体行动。因此，它可能不会被总结在一个具体的报告中，但这种类型的信息是可用的。我还可以补充说，当你想到伯克希尔能源公司时，在沃伦、查理、Walter Scott 的支持下，我们正努力以身作则。我很高兴地报告，如果你看看我们现在的能源生产情况，在 2017 年底，我们的客户生产和消费的能源有 50%来自可再生能源。这是我们在美国和全球范围内大力宣传的事情，作为我们行业可以做到的榜样。我很高兴地报告，到 2021 年底，我们的客户使用的能源 100%可以通过爱荷华州的可再生能源得到满足。因此，我理解可持续性的概念。我们正在我们的组织中工作，以分享最佳做法。但正如沃伦所强调的那样，它确实存在于我们每个公司中。但它将被鼓励，你将看到伟大的成果。谢谢你。(掌声)

巴菲特：谢谢你。现在可以对该议案采取行动了。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该把他们的选票放在议案上，并把选票交给过道上的一位会议官员。Amick 小姐，当你准备好了，你可以报告了。

Becki Amick：报告已经准备好了。根据截至上周四晚间收到的委托书，委托人的投票结果是 67,282 票支持该动议，544,256 票反对该动议。由于反对票数超过了所有 A 类和 B 类股份对该事项正常投票的多数票数，以及

所有未投票的票数，该动议失败。特拉华州法律要求的精确计票证明将交给秘书，与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amick 小姐。我想说，Cathcart 小姐，我们的经理们都听到了你的声音。我是说，你已经产生了影响，我感谢你所做的一切。Walte，我想我们现在可以提出动议了吧？

WalterScott：我提议本次会议休会。

RonOlson：我支持这项动议。



巴菲特致股东的信 2018

2019 年 2 月 23 日 BRK: \$297400-306000

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东：

根据美国通用会计准则(GAAP)，伯克希尔 2018 年盈利 40 亿美元，其中包括：248 亿美元经营性利润，30 亿美元的非现金损失来自无形资产减值，几乎完全来自我们对卡夫亨氏的持股减值，28 亿美元的已实现资本利得来自卖出所投资证券，以及来自我们投资组合中未实现资本利得减少 206 亿美元。

一项 GAAP 新规要求我们将上述最后一项**计入当期收益**。正如我在 2017 年年报中所强调的，无论是伯克希尔副董事长查理·芒格，还是我都不认为这条规则是明智的。相反，我们都认为，在伯克希尔，这种按市值计价的变化将导致“我们的净收益出现剧烈且无常的波动”。

这一预言的准确性可以从我们 2018 年的季度财报中看出。在第一和第四季度，我们分别报告了 11 亿美元和 254 亿美元的 GAAP 亏损。在第二和第三季度，我们分别报告了 120 亿美元和 185 亿美元的利润。与这些剧烈波动形成鲜明对比的是，伯克希尔旗下的许多业务在各个季度都实现了**持续且令人满意的经营收益**。今年这些业务的收益相比 2016 年的 176 亿美元高点增长 41%。

我们的季度 GAAP 收益将不可避免地继续大幅波动。这是因为我们庞大的股票投资组合(截至 2018 年底价值接近 1730 亿美元)，经常会经历 20 亿美元或更多的单日价格波动，新规则要求我们必须立即将这些波动计入我们的净收益。事实上，**在股价高度波动的第四季度，我们有好几天都经历了单日“盈利”或“亏损”超过 40 亿美元**。

我们对此的建议是，请关注经营性收益，少关注其它任何暂时性收益或损失。我的这番话丝毫没有削弱我们的投资对伯克希尔收益的重要性。随着时间推移，查理和我预计我们的投资将带来可观的收益，尽管时点会具有高度的不确定性。

长期阅读我们年报的读者会发现今年这封信的开头与往年不同。在近 30 年的时间里，股东信的第一段都是以描述伯克希尔每股账面价值的百分比变化为特色。现在是时候放弃这种做法了。

事实是，伯克希尔账面价值的年度变化已经失去了其曾有的相关性，因此它不会再出现在股东信第 2 页。有三个因素造成了这个结果。首先，伯克希尔已经逐渐从一家资产集中在股票投资的公司，逐渐转变为一家主要价值集中于业务运营的公司。查理和我预计这种重塑将以一种不规则的方式继续下去。其次，尽管我们持有的股权

价值是按市值计价的，但会计准则要求我们所收购的运营公司，以远低于内在价值的金额计入账面价值，这种错配在近几年越来越明显。第三，随着时间的推移，伯克希尔很可能会成为其股票的重要回购方，回购价格将高于账面价值，但低于我们对其内在价值的估计。这种收购的数学原理很简单：每次回购都会使每股内在价值上升，而使每股账面价值下降。这三个因素的结合将导致账面价值越来越脱离经济现实。

在未来的财务业绩表中，我们预计将重点关注伯克希尔的市场价格。市场可能非常反复无常：只需看看我们列出的 54 年历史业绩便知。然而，随着时间推移，**伯克希尔的股价将成为衡量企业业绩的最佳标准。**

在继续之前，我要告诉你们一些真正的好消息，这些都没有反映在我们的财务报表中。它涉及到我们在 2018 年初进行的管理层改革，当时阿吉特贾因(Ajit Jain)受命负责所有保险业务，而格雷格阿贝尔(Greg Abel)则获得统管所有其他业务的授权。这些分权早就应该进行了。伯克希尔现在的管理，比我独自监督运营时要好得多。Ajit 和 Greg 拥有罕见的天赋，他们的血管中流淌的是伯克希尔的血液。

现在让我们来看看你拥有什么。

关注森林，忘记树木

在评估伯克希尔时，投资者有时会过度关注我们众多不同业务的细节，也就是我们经济所谓的“树木”。由于我们有大量不同的业务，从小树苗到参天巨树，分析这些业务会让人头脑发麻。我们的有些树木已经罹患疾病，而且可能撑不过 10 年了。而其他一些树木，必将成长得高大健美。

幸运的是，想要粗略估计伯克希尔的内在商业价值，没有必要单独去评估每一棵树。那是因为伯克希尔“森林”包含五类非常重要的“小树林”(资产)，每类“小树林”都可以合理准确地进行整体评估。其中四类“小树林”是由易于理解的多元业务集团和金融资产组成。第五类“小树林”即我们庞大而多元化的保险业务，以一种不那么明显的方式为伯克希尔带来了巨大的价值，我将在后文解释这一点。

在我们更仔细地研究前四个小树林之前，让我提醒大家一下，我们资本配置的首要目标是：**部分或全额购买具有良好管理和持久竞争优势的业务。我们还需要以合理的价格购买这些业务。**

有时候，我们可以收购符合我们测试要求的公司的控制权。但更常见的是，我们在上市公司中发现了一些我们正在寻求特性的企业，进而购买 5-10%的股权。我们双管齐下的大规模资本配置方法在美国企业界很少见，但它有时会给我们带来重要的优势。

近年来，我们应该遵循的合理做法已经很明显：**许多股票为我们提供的资金，远远超过了我们通过整体收购该企业所获得的资金。**这种差异导致我们去年买入了约 430 亿美元的**证券**，而仅卖出 190 亿美元股票。查理和我认为，我们投资的公司提供了极好的价值，其回报远远超过收购交易。

尽管我们最近增持了**证券**，但伯克希尔的“森林”中最有价值的“小树林”仍然是，**伯克希尔控制的数十家非保险企业(通常拥有 100%的所有权，从未低于 80%)**。这些子公司去年的收益为 168 亿美元。此外，当我们说“赚到”时，我们指的是扣除了所有的**税收、利息支出、管理层薪酬(包括现金和股票)、重组费用、折旧费用以及总部办公费用**之后剩下的收益。

这种收益与华尔街银行家和企业 CEO 们经常吹捧的收益相去甚远。他们的报告往往以“调整后 EBITDA”为特色，即排除了许多真实成本之后而经过重新定义了的“收益”。

例如，管理层有时会声称，他们公司基于股票的薪酬不应视为费用。(那它应该是什么？股东的礼物？)还有并购重组费用，好吧，也许去年的重组不会再发生了。但这样或那样的重组在商业中是很常见的，伯克希尔在这条路上已经走了几十次，而我们的股东总是要承担这样做的成本。

亚伯拉罕·林肯曾经提出过这样的问题：“如果你将狗的尾巴称为腿，那么它有多少条腿？”然后他回答说：“还是四条，因为把尾巴称为一条腿并不意味着它就是一条腿。”林肯在华尔街会倍感孤独的。

查理和我坚定认为，我们 14 亿美元的收购相关**摊销开支并不是真正的经济成本**。当我们评估私营企业和有价证券时，我们将这种摊销“成本”加回到 GAAP 收益中。

相比之下，**伯克希尔 84 亿美元的折旧费用低估了我们真正的经济成本。事实上，我们许多业务每年都需要花费超过这一数额的资金才能保持竞争力。除了这些“维持”性资本支出外，我们还花费大量资金来追求增长。**总体而言，伯克希尔去年在工厂、设备和其他固定资产上的投资达到创纪录的 145 亿美元，其中 89%用于美国。

按价值计算，**伯克希尔第二类资产的是它的股票投资组合**，通常涉及一家非常大的公司的**5%至 10%**所有权。如前所述，截至年底，我们的股票投资市值近 1730 亿美元，远远高于其成本。如果该投资组合按年底时的价值出售，仅联邦所得税就要缴纳约 147 亿美元。我们很可能会长期持有这些股票中的大部分。不过，最终的收益将根据出售时的税率产生税收。

我们的被投资方去年向我们支付 38 亿美元股息，这一金额将在 2019 年继续增加。然而，比股息更重要的是

这些公司每年留存的巨额利润。考虑一下，作为一个指标，这些数字只涵盖了我们的五个持仓股。

百万美元	持股比例	BRK 收到股息	BRK 应占留存收益
美国运通	17.9%	237	997
苹果公司	5.4%	745	2502
美国银行	9.5%	551	2096
可口可乐	9.4%	624	-21
富国银行	9.8%	809	1263
合计		2966	6837

注：股息根据当前分红率计算。留存收益根据 2018 年收益减去已支付的普通股和优先股股息。

规定我们报告收益的 GAAP 会计准则，不允许我们将被投资企业的留存收益包括在我们的财务报表中。但这些收益对我们来说有着巨大的价值：多年来，我们被投资方(视为一个整体)的留存收益最终为伯克希尔带来了资本收益，这些公司为我们再投资的每一美元，为我们带来的资本收益超过 1 美元。

我们所有的主要持股公司都有良好的经济效益，而且大多数公司都将部分留存收益用来回购股份。我们非常喜欢这一点：如果查理和我认为被投资方的股票被低估了，那么当管理层利用部分收益来提高伯克希尔的持股比例时，我们会感到很高兴。

上表中有一个例子：伯克希尔在美国运通的持股数在过去八年中保持不变。同时，由于公司不断回购，我们的持股比例从 12.6%增到 17.9%。在美国运通去年 69 亿美元的收益中，伯克希尔所占的份额为 12 亿美元，约为我们投资这家公司股票所支付的 13 亿美元的 96%。当收益增加而流通股数量减少时，随着时间的推移，长期股东通常会表现良好。

伯克希尔的第三类企业所有权是我们与他方共享控制权的四家公司。我们在这些企业税后经营收益中的份额分别为：卡夫亨氏(Kraft Heinz)的 26.7%、Berkadia 公司的 50%，德州输电公司(Electric Transmission Texas)的 50%，PilotFlying J 的 38.6%，2018 年合计约 13 亿美元。

在我们第四类资产中，伯克希尔年末持有 1120 亿美元的美国国债和其他现金等价物，另有 200 亿美元的各类固定收益工具。我们认为这些储备中有一部分是不可动用的，**我们承诺永远持有至少 200 亿美元的现金等价物，以防范外部灾难。**我们还承诺避免任何可能威胁到我们维持这一缓冲资本的行动。

伯克希尔将永远是一座金融堡垒。在管理的过程中，我会犯一些代价高昂的错误，也会错过很多机会，其中一些对我来说应该是显而易见的。有时，随着投资者逃离股市，我们的股票会暴跌。**但是我永远不会冒现金短缺的风险。**

在未来几年里，我们希望将大量过剩流动性转移到伯克希尔将永久拥有的业务上。然而，眼下的前景并不乐观：对于那些拥有良好长期前景的企业来说，价格高得离谱。

这一令人失望的现实意味着，2019 年我们可能会再次增持有价证券。尽管如此，我们仍然希望能获得"大象"级的收购。即使在我们 88 岁和 95 岁的时候(我是年轻的那位)，这种前景也会让我和查理的心跳加快。(仅仅是写下可能会有一笔大买卖，就会使我的脉搏飙升。)

我对购买更多股票的预期并不是看涨市场。查理和我不知道股市下周或明年的走势如何。这种预测从来都不是我们行动的一部分。相反，我们的思维集中在计算一项有吸引力业务的一部分，其价值是否高于市场价格。

我相信，伯克希尔的内在价值可以通过将我们四大类资产的价值加起来，然后减去出售有价证券最终应缴纳的税款，来近似衡量。

你可能会问，如果我们出售我们的某些全资企业，伯克希尔可能会承担的主要税务成本是否应该得到免税额。忘记这个想法吧：我们卖掉任何一家出色的公司都是愚蠢的，即使出售不需要缴税。真正好的生意非常难以找到。卖掉任何你足够幸运才能拥有的东西是毫无意义的。

在计算伯克希尔非保险业务的收益时，我们所有债务的利息成本都被当成费用扣除了。除此之外，我们所拥有的前四类资产的所有权，其资金大部分来自伯克希尔的第五类资产(一系列出色的保险公司)。我们把这些资金称为"浮存金"，随着时间的推移，我们希望获取这些资金是零成本的，甚至可能更低。我们将在这封信的后面解释浮存金的特性。

最后，一个关键且持久的重要特点是：伯克希尔通过将五类资产整合成一个有机的实体来实现价值最大化。这种安排使我们能够无缝、客观地配置大量资金，消除企业风险，避免孤立，以极低成本为资产提供资金，偶尔利用税收效益，并将管理费用降至最低。因此，相比各部分资产之和，伯克希尔的整体效益要大得多。

回购与报告

之前我提到过伯克希尔将不时地回购自己的股票。假设我们以低于伯克希尔内在价值的价格购买股票(这肯定是我们的意图)，回购将对那些即将离开公司的股东和留下来的股东都有利。

的确，对那些即将离开的人来说，回购的好处微乎其微。这是因为我们谨慎的回购将最大限度地减少对伯克希尔股价的影响。尽管如此，在市场上有一个额外的买家对卖家来说总归还是有好处的。

对于留下的股东，好处是显而易见的：如果市场对即将离开股东的 1 美元权益定价为 90 美分，那么公司的每一次回购，留下股东的每股内在价值都将增加。显然，回购应该对价格敏感：盲目回购高估的股票会破坏价值。这一事实对于许多促销型或过于乐观的公司首席执行官们来说无法理解这一点。

当一家公司说它在考虑回购时，至关重要的是，所有股东(或合伙人)都能获得他们需要的信息，以便对其价值做出明智的评估。查理和我在这份报告中正在试图提供这些信息。我们不希望合伙人因为被误导或信息不对称而将股份卖回公司。

然而，一些卖家可能不同意我们的价值评估，而另一些卖家可能发现比伯克希尔股票更具吸引力的投资机会。第二类人中的一些人可能是正确的：毫无疑问，许多股票将带来比我们大得多的收益。

此外，有些股东会简单地决定，是时候让他们或他们的家人成为净消费者，而不是继续积累资本。查理和我现在还没有兴趣加入他们。也许到了老年，我们会成为挥金如土的人。

54 年来，我们在伯克希尔的管理决策都是从留下来的股东而不是离开股东的角度做出的。因此，查理和我从未关注过当前季度的业绩。

事实上，伯克希尔可能是《财富》500 强中唯一一家不编制月度收益报告或资产负债表的公司。当然，我会定期查看大多数子公司的月度财务报告。但查理和我只会按季查看伯克希尔的整体收益和财务状况。

此外，伯克希尔没有全公司范围的预算(尽管我们的许多子公司认为预算很有用)。我们不这么做，意味着母公司从来**没有季度数字目标**。避免使用这种预算工具会向我们的许多经理人传递一个重要的信息，强化我们所珍视的企业文化。

多年来，查理和我目睹了各种各样糟糕的企业行为，包括会计和运营方面的，都是因为管理层为满足华尔街期望的愿望而导致的。为了不让"华尔街"失望，一开始只是"无辜"的捏造，比如在季度末集中交易、对不断上升的保险损失视而不见、或动用"小金库"储备等等，这可能成为走向全面欺诈的第一步。"就这一次"很可能是 CEO 的初衷，但最终不会止步于此。**如果老板可以稍微欺骗一下，那么下属也很容易为类似的行为找到借口。**

在伯克希尔，我们的听众既不是华尔街分析师，也不是评论员：查理和我都在为我们的股东(合伙人)工作。流向我们的数字就是我们发送给您的数字。

非保险业务——从棒棒糖到火车头

让我们再看看伯克希尔最价值的小树林，即我们的非保险业务集合，记住，我们不希望不必要地向竞争对手提供可能对他们有用的信息。关于具体业务运营的细节详见财报。作为一个整体，这些业务部门 2018 年的税前收益为 208 亿美元，较 2017 年增长 24%，我们在 2018 年进行的收购对其贡献甚微。

在这次讨论中，我会坚持使用税前数字。但上述这些业务部门 2018 年的税后收益增幅较大，达到 47%，这在很大程度上应归功于 2018 年初开始实行的降低企业税率政策。让我们看看为什么影响如此之大。

先从经济现实开始：无论喜欢与否，美国政府拥有伯克希尔收益的权益，其规模取决于美国国会。实际上，美国财政部拥有我们一种特别股票(不妨称之为 AA 股)，并凭借这些股票从伯克希尔获得大量"股息"(即税收)。在 2017 年，如同往年一样企业税率为 35%，这意味着财政部持有的 AA 股表现很好。实际上，在我们 1965 年开始接管公司时，财政部的"股票"没有支付任何费用，现在已变成每年向联邦政府提供数十亿美元的权益。

但在去年，当企业税率降至 21%时，政府"所有权"中的 40%(税率从 35%下降至 21%)被免费转交给伯克希尔。因此，我们的 A/B 股股东的股票收益得到大幅提升。这种情况显著提高了你我拥有的伯克希尔股票的内在价值。此外，同样的变化提高了伯克希尔持有的几乎所有股票的内在价值。

这些是主要因素。但还有其他一些降低我们收益的因素需要考虑。例如，我们的大型公用事业运营所带来的税收优惠将传递给客户。同时，我们从国内公司获得的大量股息，所适用税率几乎没有变化，约为 13%。(长期以来，这种较低的税率一直是合乎逻辑的，因为我们的被投资公司已对他们向我们支付的收益缴纳过税收。)但总的来说，新税法使我们的业务和我们拥有的股票更有价值。

这表明我们又要回到对非保险业务表现上。我们在这类资产中的两棵高耸的红杉是 BNSF 和伯克希尔能源公司(持有 90.9%)。两者相加，他们去年的税前收益为 93 亿美元，比 2017 年增长了 6%。详见财报。

我们接下来的五家非保险子公司，按收益排名(但下文是按字母顺序)，分别是：ClaytonHomes、International Metalworking、Lubrizol、Marmon 和 PrecisionCastparts，2018 年的税前收益总额为 64 亿美元，2017 年为 55 亿美元。

按照同样的排名方式接下来的五家公司是森林之河、Johns Manville、MiTek、Shaw 和 TTI 公司，去年的税前收益总额为 24 亿美元，2017 为 21 亿美元。

伯克希尔公司拥有的剩余非保险子公司，2018 年的税前收益总额为 36 亿美元，2017 年为 33 亿美元。

保险、“浮存金”和伯克希尔的融资

我们第五类资产即财产意外险业务自 1967 年以来一直是推动伯克希尔增长的引擎，那年我们以 860 万美元收购了国民保险及其姊妹公司国民火灾海事保险。今天以净资产衡量，国民保险是全球最大的财产意外险公司。

我们被财产意外险业务吸引的原因之一是该行业的商业模式：财产意外险公司预先收取保险费，然后支付索赔金。在极端情况下，如因接触石棉或严重工作场所事故所引起的索赔，付款可能会持续数十年。

这种现在收钱、以后付款的模式使得财产意外险公司能持有大量资金，我们称之为“浮存金”，这些资金最终将流向其他公司。与此同时，保险公司为了自己的利益，可以用浮存金进行投资。尽管个别保单和索赔会来来去去，但保险公司持有的浮存金规模相对于保费规模而言通常相当稳定。因此，随着业务发展，我们的浮存金也在随之增长。它是如何增长的，如下表所示(包括人寿年金和健康险业务产生的浮存金)：

百万美元	保费收入	期末浮存金
1970	39	39
1980	185	237
1990	582	1632
2000	19343	27871
2010	60749	65832
2011		70571
2012		73125
2013		77240
2014		83921
2015		87722
2016		91577
2017	60597	114500
2018		122732

随着时间的推移，我们可能会经历浮存金的下降，如果是这样的话，这种下降也将是非常缓慢的，整体看，任何一年都不会下滑超过 3%。我们保险合同的性质是，我们永远不可能受制于对我们现金资源具有重要意义款项的即期或短期要求。这种结构是经过设计的，是我们保险公司无与伦比的财务实力的重要组成部分。这种力量永远不会被削弱。

如果我们的保费超过我们的费用和赔付损失总和，我们的保险业务将录得承保盈利，这将增加浮存金所产生的投资收益。当赚到这样的利润时，我们享受了免费资金的使用，更好的是，因为持有这些资金还能获得回报。

不幸的是，所有保险公司都希望实现这一令人高兴的结果，这造成了激烈的竞争，甚至会导致整个财产意外

险行业出现重大承保亏损。实际上，这一亏损正是该行业保持其浮存金而付出的代价。这种竞争态势几乎可以保证，尽管其所有公司都享有浮存金收益，但与其他美国企业相比，保险行业将继续保持净有形资产回报率低于正常水平的惨淡记录。

尽管如此，我还是喜欢我们自己的前景。伯克希尔无与伦比的财务实力使我们在浮存金投资方面的灵活性大大超过了财产意外险公司通常可获得的灵活性。我们可供使用的许多投资选择是一种优势，偶尔也会提供重大的机会。当其他保险公司受到限制时，我们的选择范围就会扩大。

此外，我们的财产意外险业务有出色的承保记录。过去 16 年中，伯克希尔有 15 年实现了承保盈利，只有 2017 年除外，当时我们税前亏损了 32 亿美元。整个 16 年的时间里，我们的税前收益总额为 270 亿美元，其中 20 亿美元是 2018 年录得的。

这一记录并非偶然：严格的风险评估是我们保险经理每天关注的焦点，他们知道，浮存金的好处可能会被糟糕的承保结果所淹没。所有的保险公司都只是嘴上说说而已。但在伯克希尔，这已经成为一种老式的宗教信仰。

在大多数情况下，企业的资金有两个来源：借债和发行股票。在伯克希尔，我们还有两支“箭”要谈，让我们先谈谈传统的组成部分。

我们很少借债。应该指出的是，许多管理者会不同意这一政策，他们辩称，巨额债务会给股东带来丰厚回报。而这些更具冒险精神的 CEO 们大多数时候都是正确的。

然而，在罕见且不可预测的时间段里，信贷会消失，债务在财务上会变得致命。一个俄罗斯轮盘赌的等式，通常是赢的，但偶尔会死。对于那些从一家公司的上升期中分得一杯羹，但不分担其下跌期的人来说，或许在财务上是明智的。但这种策略对伯克希尔来说是疯狂的。理性的人不会为了他们没有和不需要的东西去冒险。

我们合并资产负债表上看到的大部分债务，都属于我们的铁路和能源子公司，它们都是重资产的公司。在经济衰退期间，这些企业产生的现金仍然充裕。他们使用的债务既适合于他们的运营，也不受伯克希尔的担保。

我们的权益资本则是另一回事：伯克希尔的 3490 亿美元在美国企业界是无与伦比的。**通过长期保留所有收益，并允许复利发挥其魔力，我们积累了资金，使我们能够购买和开发前面所描述的宝贵资产组合。**如果我们遵循 100% 的派息政策，我们只能使用 1965 财年开始时使用的那 2200 万美元。

除了使用债务和股票，伯克希尔还从两种不太常见的融资渠道中获益匪浅。较大的是我所描述的浮存金。到

目前为止，尽管这个资金池在我们的资产负债表上被记录为巨大的净负债，但对我们来说，它比同等数量的股权更有用。这是因为它通常伴随着承保收益。实际上，我们多年来一直因为持有和使用他人的钱而获得收益。

正如我以前经常做的那样，我要强调的是，这一令人高兴的结果远非是一件铁板钉钉的事情：在评估保险风险方面的错误可能是巨大的，可能需要多年才能浮出水面(就像石棉案一样)。一场巨大的灾难将使 Katrina 飓风和 Michael 飓风相形见绌，也许是明天，也许是几十年后。"大灾难"可能来自飓风或地震等传统来源，也可能是完全出乎意料的网络攻击，其灾难性后果超出了保险公司目前的预期。当这样一场特大灾难发生时，我们分担的损失部分将是巨大的，非常巨大。然而，与许多其它保险公司不同，我们将寻求在第二天就增加业务。

最后一个资金来源是递延所得税，这是伯克希尔拥有的不同寻常的资金来源。这些债务我们最终会支付，但同时它们是无息的。

如前所述，在我们的 505 亿美元递延税项中，约有 147 亿美元来自我们持有的股票未实现的资本收益。这些负债在我们的财务报表中按当前 21% 的公司税率计算，但将按我们投资出售时的届时税率支付。从现在到那时，我们实际上拥有了一笔无息"贷款"，这使有更多的钱在股票投资上为我们所用，而无需使用其他渠道的融资。

此外，在计算目前必须缴纳的税款时，由于我们能**加速折旧厂房和设备等资产**，从而又产生了 283 亿美元递延税款。我们记录的前端税收节省将在未来几年逐渐逆转。然而，我们还会定期购买额外的资产。只要现行税法适用，这一资金来源应该呈上升趋势。

随着时间的推移，伯克希尔的融资基础，就是我们资产负债表的右侧栏，应该会增长，主要来自我们的留存收益。我们的任务就是，将保留下来的资金购买更有吸引力的资产。

GEICO 保险与托尼·莱斯利(Tony Nicely)

这个标题说明了一切：伯克希尔和托尼·莱斯利是密不可分的。

1961 年，18 岁的 Tony 加入了 GEICO 保险。我在 70 年代中期才认识他。当时 GEICO 保险在经历了 40 年的快速增长和出色的承保业绩后，突然发现自己已濒临破产。当时该公司新上任的管理层严重低估了 GEICO 保险的损失成本，导致其产品定价过低。GEICO 保险账簿上那些产生亏损的保单(数量不少于 230 万份)还有好几个月的时间才能到期，然后才能被重新定价。与此同时，该公司的账面价值正迅速趋零。

1976 年，杰克·伯恩(Jack Byrne)被任命为 CEO 来拯救 GEICO 保险。他到任后不久，我就见到了他。我认为

他是这个职位的最佳人选，并开始积极买进 GEICO 保险的股票。在几个月内，伯克希尔购买了该公司约 1/3 的股份，后来在伯克希尔没有增加一分钱投资的情况下，我们所持 GEICO 股份增长到 1/2。这种惊人的增长之所以发生，是因为 GEICO 保险在困境逆转后，一直在回购股票。总的来说，伯克希尔仅花了 4700 万美元就买下了 GEICO 保险一半的资产，仅相当于你今天在纽约买一套豪华公寓的价格。

现在让我们把时间快进到 17 年后的 1993 年，Tony 被提升为 GEICO 保险的 CEO。那时，GEICO 保险的声誉和盈利能力得到了恢复，但增长并没有恢复。事实上，到 1992 年底，该公司账面只有 190 万份汽车保单，远低于危机前的最高水平。按美国汽车保险公司的销售量比较，GEICO 保险排名第七。

1995 年末，在 Tony 让 GEICO 保险彻底恢复活力后，伯克希尔提出以 23 亿美元收购 GEICO 保险剩余一半股份，这一价格大约是我们收购该公司另一半资产价格的 50 倍(而人们总说我不会在高位购买资产)。我们的收购获得了成功，这为伯克希尔带来了一家出色且很有发展潜力的公司，以及一位出色的 CEO，他让 GEICO 保险的发展超越了我的期望。

GEICO 保险现在是美国第二大汽车保险公司，销售额比 1995 年增长了 12 倍。自收购以来，该公司的税前承保收益总计为 155 亿美元，可供投资的浮存金已从 25 亿美元增至 221 亿美元。

据我估计，Tony 对 GEICO 保险的管理使伯克希尔的内在价值增加了 500 多亿美元。最重要的是，作为一个管理者，从任何角度看他都是一个榜样。他帮助他的 4 万名员工识别并加强了他们一直没意识到的能力。

去年，Tony 决定辞去 CEO 一职。6 月 30 日，他把这个职位移交给他的长期搭档比尔·罗伯茨(Bill Roberts)。我认识 Bill 并看着他工作了几十年，Tony 再一次做出了正确的决定。Tony 仍是 GEICO 保险的董事长，他在余生都会尽心尽力帮助 GEICO 保险，他没法不这样做。

所有伯克希尔的股东都应该感谢 Tony，尤其是我。

投资业务

下表我们列出我们在 2018 年末拥有的市值最大的 15 只普通股投资。我们拥有的卡夫亨氏(Kraft Heinz) 325442125 股排除在外，因为伯克希尔是控股集团的一部分，因此必须用“权益法”对该笔投资进行核算。在伯克希尔的资产负债表上，按 GAAP 会计原则伯克希尔持有的卡夫亨氏资产价值为 138 亿美元。这一数字减去了我们在卡夫亨氏 2018 年对无形资产进行的大额注销应占的份额。截至年底，我们持有的卡夫亨氏资产市值为 140 亿

美元，成本基础为 98 亿美元。

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
255,300,329	苹果 Apple-增持	5.4%	36,044	40,271
918,919,000	美国银行-增持	9.5%	11,650	22,642
449,349,102	富国银行-微减	9.8%	10,639	20,706
400,000,000	可口可乐	9.4%	1,299	18,940
151,610,700	美国运通	17.9%	1,287	14,452
146,346,999	美国合众银行 US Bancorp-增持	9.1%	5,548	6,688
50,661,394	摩根大通-新进	1.5%	5,605	4,946
84,488,751	纽约梅隆银行 Mellon-增持	8.8%	3,860	3,977
24,669,778	穆迪 Moody's	12.9%	248	3,455
65,535,000	达美航空 Delta-增持	9.6%	2,860	3,270
18,784,698	高盛-增持	4.9%	2,380	3,138
47,890,899	西南航空 Southwest-微增	8.7%	2,005	2,226
6,789,054	特许通讯公司 Charter	3.0%	1,210	1,935
21,938,642	大陆航空 Continental-微减	8.1%	1,195	1,837
43,387,980	美国石膏板 USG	31.0%	836	1,851
	其他		16,201	22,423
	股票投资合计		102,867	172,757
暴跌	Kraft Heinz 卡夫亨氏-控股			14,015
	VeriSign 数字证书			1,921
	GE 通用汽车-微增			1,514
	Visa 维萨卡			1,351
	Liberty Media 自由媒体			1,274
	PHILLIPS 66-大幅减持			1,025
	PNC 金融服务集团-新进			966
	DaVita 达维塔保健			953
	MasterCard 万事达			931
	Costco 开市客			883
	M&T 银行			770
	AAL 美国航空-减持			737
(IBM 并购套利)	Red Hat 红帽-新进			733
	TEVA 制药-以色列-增持			667
	STORE CAP-新进			527
	Synchrony 消费金融			488
	Torchmark 托马科金融			474
	RBI 汉堡王			441
	Axalta 涂料系统			362
	SiriusXM 卫星广播			291
10 年微盈	Sanofi 赛诺菲-清仓			

6 年翻倍	Verisk 数据-清仓			
10%	MOSANTO 孟山都-清仓			

*成本项为实际投资成本，也是计税依据，GAAP 成本在少数情况下因准则要求的减记和增记而有所不同。

*不包括伯克希尔子公司养老金投资的持股。

查理和我并不认为上面提到的 1728 亿美元只是一些股票代码，它们不应该是因为"华尔街"降级、美联储行动预期、可能的政治形势发展、经济学家的预测、或其他任何可能成为当前头条的因素而不再玩的金融游戏。

相反，我们从我们的持股中看到的是我们部分持有的众多公司的集合，按照加权基础计算，他们在经营业务所需的净有形资产回报率约为 20%，而赚取这些收益的同时，并没有过度举债。

在任何情况下，对这类大型、成熟和可理解企业的投资回报都是可观的。与很多投资者过去十年在债券上获得的回报率相比，这些回报真是令人震惊，例如 30 年期美国国债的收益率不超过 3%。

有时，对某只股票的购买价格过高，会导致一家出色的企业沦为项糟糕的投资，即使痛苦不是永久的话，也至少会持续很长时间。不过，随着时间的推移，投资业绩与经营业绩会趋于一致。而且，正如我接下来要说的，美国企业的历史记录是非同寻常的。

美国顺风车

到今年 3 月 11 日，从我首次投资美国企业开始已经有 77 年了。那一年是 1942 年，当时我 11 岁，我以全部身价投资了 114.75 美元，这可是我 6 岁时就开始积攒的。我买的是 3 股城市服务公司(CitiesService)的优先股。我成了一个资本家，感觉很棒。现在，让我们回到我购买股票之前的两个 77 年的时间段里。让我们从 1788 年开始，也就是乔治·华盛顿就任我们第一任总统的前一年。那时，有谁能想象他们的新国家在短短三个 77 年的时间里会取得什么样的成就呢？

在 1942 年之前的两个 77 年期间，美国已从 400 万人口(约占世界人口的 0.5%)，发展成为世界上最强大的国家。然而，在 1942 年春天，它面临着一场危机：美国及其盟友在三个月前刚刚卷入的一场战争中遭受了巨大的损失。坏消息天天传来。尽管有令人震惊的头条新闻，但在那年的 3 月 11 日，几乎所有的美国人都相信会赢得战争的胜利。他们的乐观情绪也不局限于这一胜利。撇开先天的悲观主义者不谈，美国人相信他们的孩子和后代的生活会比他们自己的要好得多。

当然，这个国家的公民明白，前方的道路不会一帆风顺。从来都不是。在其历史的早期，我们的国家经受了一场内战的考验，导致了 4%的美国男性死亡，并导致林肯总统公开思考"一个如此有思想如此敬业的国家能否长

久存在”。在 1930 年代，美国经历了“大萧条”，这是一个大规模失业的惩罚时期。

然而，在 1942 年，当我购买股票的时候，这个国家正期待战后的增长，这一信念被证明是有充分根据的。事实上，这个国家的成就可以说是令人叹为观止的。

让我们用数字来说明：如果我的 114.75 美元被投资在一个无佣金的标普 500 指数基金上，所有股息都进行再投资，那么到 2019 年 1 月 31 日，我所持股份将增至税前 606811 美元(这是本信印刷之前最新的可用数据)。这相当于每 1 美元赚了 5288 美元。与此同时，当时一家免税机构，比如养老基金或大学捐赠基金的 100 万美元投资将增加到 53 亿美元左右。

让我再额外补充一个我相信会令你震惊的计算：如果假想这家机构每年向投资经理及顾问等各类“帮手”支付 1% 的资产，那么其最终收益便会减少一半，只有 26.5 亿元。这就是 77 年时间里，当标普 500 指数实际上实现了 11.8% 的年回报率，再用减少 1% 的 10.8% 增长率重新计算时所发生的事情。

那些经常鼓吹政府预算赤字会带来厄运的人(就像我多年来经常做的那样)可能会注意到，在我人生过去的 77 年里，我们的国债增长了大约 400 倍。这是 40000%！假设你已预见到这种增长，并对赤字失控和货币贬值的前景感到恐慌。为了“保护”自己，你可能会避开投资股票，转而选择用 114.75 美元购买 3.25 盎司的黄金。

这种所谓的保护会带来什么呢？你现在将拥有的资产价值约为 4200 美元，不到美国企业中一个简单的无管理投资所实现收益的 1%。这种神奇的贵金属无法与美国人的勇气相媲美。

我们国家几乎难以置信的繁荣是以两党合作的方式实现的。自 1942 年以来，我们有 7 位共和党总统和 7 位民主党总统。在他们任期内，这个国家在不同时期经历了病毒式的通货膨胀、达 21% 的最优惠利率、几场有争议且代价高昂的战争、总统辞职、房价全面崩溃、导致社会瘫痪的金融恐慌以及一系列其他问题。所有这些都产生了可怕的头条新闻，而现在一切都已成为历史。

圣保罗大教堂的建筑师克里斯多佛·雷恩(Christopher Wren)就葬在伦敦的那座教堂里。在他的墓旁贴着这样的描述(从拉丁文翻译过来)：“如果你想寻找我的纪念碑，就看看你的周围。”那些对美国经济策略持怀疑态度的人，应该思考一下他传递的信息。

回到我们的起点 1788 年，这里除了一小群雄心勃勃的人，以及一个旨在将他们的梦想变成现实的、尚处萌芽状态的治理框架之外，真的什么都没有。今天，美联储估计我们的家庭财富为 108 万亿美元，这个数字规模高到

几乎让人难以理解。

在这封信的先前部分，还记得我说留存收益是伯克希尔繁荣的关键吗？美国也是如此。在美国的会计制度中，类似项目被称为"储蓄"。"储蓄"我们拥有的东西。如果我们的祖先把他们生产的东西全部消费掉，就不会有投资，不会有生产率提升，也不会有生活水平的飞跃。

查理和我高兴地承认，伯克希尔的成功在很大程度上只是我认为应该被称为"美国顺风车"的产物。对于美国企业或个人来说，吹嘘自己"单枪匹马就完成了这一切"已不能用傲慢来形容。在诺曼底整齐排列的简单白色十字架应该让那些做出如此声明的人感到羞愧。

世界上还有许多其他国家有着光明的前途。对此我们应该感到高兴：如果所有的国家繁荣，美国将更加繁荣和安全。在伯克希尔，我们希望在海外大举投资。然而，在未来的 77 年里，我们收益的主要来源，几乎肯定将来自"美国顺风车"。我们很幸运，非常幸运有这种力量在我们身后。

年度股东大会

伯克希尔 2019 年股东大会将在 5 月 4 日周六举行。如果您考虑参加，查理和我希望你来，请参阅年报中详细时间表。这么多年来，股东大会的日程安排基本上都差不多。

如果您不能亲自来奥马哈，那也请您观看雅虎的网络直播。雅虎的 Andy Serwer 和他的同事有关大会的报道非常精彩。他们将直播整个股东大会，并采访许多伯克希尔高管、名人、金融专家和来自海内外的股东。自从雅虎开始直播股东大会以来，全世界对每年五月第一个周六发生在奥马哈的事情产生了浓厚兴趣。雅虎的直播将于美东时间上午 8:45 分开始，直播还提供中文翻译。

在过去的 54 年里，查理和我一直热爱我们的工作。每天，我们都会做我们觉得有趣的事情，与我们喜欢和信任的人一起工作。现在，我们新的管理结构让我们生活更加愉快。

整个团队，在 Ajit 和 Greg 的管理下，业务在逐渐扩展，现金像尼亚加拉瀑布一样流入。我们拥有一批才华横溢的管理者和坚如磐石的企业文化。股东们，无论未来如何演变，你们的公司都能应付自如。

沃伦·巴菲特 董事会主席

伯克希尔股东大会实录 2019

2019 年 5 月 4 日 CHI Health 会议中心 4 万人+雅虎直播

开场白

巴菲特：谢谢。早上好，欢迎来到伯克希尔。对于那些从外地来的人，欢迎来到奥马哈，很高兴你们能来参加这次活动。对于那些来自国外的人，欢迎他们来到美国。我们这里有来自世界各地的人。我们还有一些其他的场地照顾超出的人们。我们先进行一些初步的介绍，然后将直接进入问答环节。我们将在中午时分休息一个小时左右。然后我们会回来回答更多的问题，一直到 3:30 左右。我们将休会几分钟，然后进行商务会议。

据我所知，在旁边的房间里，查理一直在进行一场叛变式的接待活动。我不知道你们是否看到了这些，但这些都是为你们这些人提供的按钮。你们一直在问关于继承人的问题。而查理想通过今天的投票来回答这个问题。所以，上面写着："成熟，经验，为什么接受第二好的？投票给查理。"不过，我已经任命了监督员，他们负责统计选票，所以我感到非常安全。(笑声)查理是我 60 年的合伙人，董事兼副董事长，我们共同做出重大决定。只是，我们还没有做出任何重大的决定。(笑声)所以，我们会让他参加下一个大的决定。现在在今天的正式会议上，我们将选举 14 名董事，你们看到的是其中的两位。而我要介绍的是将在 3:45 进行投票的 12 位。我将按字母顺序进行，如果愿意请站起来。你们先不要鼓掌，因为如果某些人得到的掌声比其他人多，他们会很敏感，(笑声)请你们不要鼓掌，直到我说完，那么你们可以在看了这些董事之后，视情况决定鼓不鼓掌。(笑声)那么，我们就从我的左边开始。Greg Abel，他既是副董事长又是董事。Howard Buffett，Steve Burke，Sue Decker，Bill Gates，Sandy Gottesman，Charlotte Guyman，Ajit Jain，他也是副董事长，Tom Murphy，Ron Olson，Walter Scott，Meryl Witmer。现在你可以鼓掌了。(掌声)

一季度业绩

巴菲特：今天早上，我们在我们的网站上发布了季度报告，即需要提交给美国证券交易委员会的 10-Q 报告。我们在中部时间早上 7 点钟发布了它。我们还发布了一份附带的新闻稿。请看幻灯片，这些数字像往常一样需要一些解释。正如我们在年度报告中提到的，新的 GAAP 会计准则要求我们将市价列示有价证券，然后在收益中报告任何未实现的收益。你可以看到，我已经警告过你这种事情所带来的业绩扭曲。2019 年第一季度实际上与 2018 年第一季度很像，我非常希望报纸头条说，我们今年第一季度赚了 216 亿美元，而去年是亏损的。这些净利

润数字将是完全反复无常的，我担心的是，不是每个人都在学校学习过会计，或者他们可能是非常聪明的人，但这并不意味着他们真正在会计上花了时间。我真的认为这些净利润数字，特别是如果它们被媒体强调的话，可能误导我们的股东，它真的没有任何帮助。因此，我现在建议你们，我也建议在座的所有媒体，关注我们所谓的经营性收益，这是有所增长的。

忘记任何特定时期的资本性损益。但随着时间的推移，资本性收益非常重要。我们在未来会有大量的资本收益；我们目前有大量未实现的资本收益；我们预计在未来会有更多的资本收益。它们是伯克希尔公司的一个重要组成部分，但基于季度或年度的资本收益完全没有预测价值或分析价值。我只是希望在某个季度，当股票下跌人们说，“伯克希尔亏损”或类似的话的时候，没有人被误导。以这种方式改变规则真的很遗憾，我们会按规定去报告。但我们也会做出解释，我们会尽力让媒体了解关注经营性收益的重要性，但我们不会吸引那些认为这些巨大收益是因为一季度股市上涨的股东。

我应该指出来，一季度数字还有一个脚注。它已经在我们 7 点钟的文件中公布了。我们拥有约 27% 股份的卡夫亨氏股权在报告中使用的是权益法。大多数股票，你收到的股息会进入我们的损益表，而他们的留存收益则不会影响我们。它们以一种真实的方式影响我们，但不会以会计方式影响我们。我们是卡夫亨氏公司控制集团的一部分，所以我们不报告红利，而是报告他们所说的股权收益。卡夫亨氏还没有向美国证券交易委员会提交他们 2018 年的 10K 报告。因此，他们还没有发布 2019 年第一季度的收益报告。通常情况下，我们会将我们在这些收益中的百分比份额包括在内，我们每个季度都会这样做。但由于我们没有这些数字，所以我们没有包括该公司的任何东西。第一季度我们从股票中获得了 40 美分股息约 1.3 亿美元，但这减少了我们的账面价值，它并没有反映在收益中。因此，这是一个我们提到的不寻常项目，我们在新闻稿中特别指出。这里没有包含任何卡夫亨氏今年盈利，而去年有。当我们得到这些数字时，显然我们会报告它们。

让我们看看除此之外我还想告诉你们点什么。哦，我想说说 Kiewit 公司，自 1962 年以来，它一直是我们的房东，57 年来一直拥有伯克希尔总部所在的大楼。Kiewit 公司的总部要迁走，在这个过程中，将对这栋楼进行一些改造。他们像往常一样非常慷慨地过来说，“你想要什么样的租约？因为我们要搬走了，而且我们会努力解决这些问题。”因此，经营 Kiewit 的 Bruce Grewcock 说，“你只要说出你的条款和你想要的东西。所以，无论大楼发生什么，你都会被安排好。”所以，我准备为现在的空间签一份十年的租约，但查理说，“十年对我来说可能够长了

”，但是他希望我签一份 20 年的租约。所以我们签订了一份 20 年的租约，我向你坦白，我们现在占据了一整层楼，就像我们几十年来一样，而新的租约有两层楼。所以，我只是想让你知道，你的管理层有点松懈了。(笑声)而我們是否能填补这些空缺是另一个问题。但我们会有的，我想对奥马哈说，我认为伯克希尔已经签署了 20 年的合同，随着时间的推移，对这座城市来说是非常好的消息。(掌声)

现在我想告诉你们一些关于使眼前这一切成为可能的人的情况。这完全是一个自发的行动。许多年前，我们从几个人开始，在国民保险公司的午餐室里开会。而我认为我们今天可能会创造另一个出席会议的记录。昨天下午，在五个小时内有 16,200 人前来参加，这比以前的记录多了好几千人。周二，内布拉斯加家具市场做了价值 930 万美元的生意。如果你们中有人从事零售业，就会知道这是一些家具店一年的交易量，而在奥马哈这里，全国排名 50 的大市场，甚至可能更低一点，我想 930 万可能超过了任何一家家居店一天的交易量。我们有几乎所有来自总部的人，他们会承担任何任务。例如，我们有一群来自国民保险公司的人过来帮忙，他们一直是周围的一些监督人员。而就展厅而言，来自我们各子公司的 600 多人放弃了周末来到奥马哈，非常努力地工作，今天 4 点或 4 点半，他们将开始收拾东西回家。我昨天看到了他们所有人，他们带着非常非常快乐的笑脸。你知道，他们整年都在努力工作，然后他们进来帮助我们开办这次会议。最后，整个年会由 Melissa Shapiro 负责，你在哪里？如果我们能得到一个聚光灯(掌声)。她结婚前叫 Melissa Shapiro，然后她嫁给了一个叫 Shapiro 的人，所以现在她叫 Melissa Shapiro Shapiro。(笑声)但她可以应付这一切，而且完全镇定自若。完全有条理。一切都能搞定了。跟她共事的每个人都喜欢她。所以，我能有机会与这样的人一起工作真是太棒了。我认为这是伯克希尔一种特殊的品质。我认为其他人会外包给一些专业团队来举办会议，但我认为你买不到这种热情、激情和帮助下一个人的感觉，你在展览厅看到了这种感觉，当你遇到大厅里人们时，当你遇到奥马哈周围的人时，你会看到这种感觉。他们非常、非常高兴你在这里。

好的，我想开始问答环节了。我们将像近年来那样进行。我们将从媒体组开始。他们已经收到了许多人的电子邮件，也许他们可以告诉你有多少人，他们选择了他们认为对伯克希尔股东最有用的问题。雅虎正在进行网络直播，他们已经做了好几年了，他们为我们做了非常棒的工作。因此，这次会议将以英语和中文发布，我希望我们的评论能翻译的准确，有时我们在英语方面有点困难(笑)。我们将从卡罗尔卢米斯开始，她是我 50 年的朋友，但是你永远不会从她要问我的问题中知道。(笑声)

股东问答开始

1, 回购股票没有设置目标

Carol Loomis: 我的开场白非常简短, 这是为明年给我们发问题的人准备的。有两件事你经常会搞错。首先你不能发送两个或三个问题。我们只需要一个问题。另外, 所有的这些问题都需要与伯克希尔公司有关, 因为沃伦在开始的时候说过, 他希望股东们能从这些问题中获得对公司的进一步了解。所以, 明年要记住这些。

很多人问股票回购。因此, 第一个问题我选择了这个特别的问题。问题来自比利时的 Ward Cookie, 他问道: 我的问题涉及伯克希尔的股票回购。在去年第三季度, 你花了近 10 亿美元购买伯克希尔 B 股, 平均价格为 207 美元。但 12 月 26 日和 4 月 11 日之间的一段时期, 股票在 207 以下徘徊了近四个月。然而, 你只回购了我认为是非常少的股票, 即使你坐在 1120 亿的巨大现金上。我的问题是, 为什么你没有回购更多的股票? 除非, 在你的雷达上有一个 800-900 亿的收购。

巴菲特: 是的, 无论我们有 500 亿还是 1000 亿还是 2000 亿都不会有什么不同, 都不会对我们回购股票的方法产生影响。我们曾经有一个将回购与账面价值挂钩的政策, 但这真的过时了。回购股票真正的方式是, 在你回购的那一刻, 剩余的股东拥有的股票, 比之前那一刻的价值更高。这很像你在经营一家合伙公司, 你有三个合伙人, 企业价值 300 万, 其中一个合伙人说: 我想让你们以 110 万的价格买回我在合伙公司中的股份。我们会说, 算了吧。如果他说, 100 万? 我们可能也会说, 算了吧。除非他说, 90 万。我们才会接受, 因为, 在那个时候, 剩下的生意将价值 210 万, 我们有两个所有者, 每人的权益将从 100 万变成 105 万。所以, 这是很简单的算术。大多数公司采用回购计划, 他们只是说, 我们要花这么多钱回购。这就像说, 我们要买 XYZ 股票, 我们会在这里花这么多钱。我们要买一家公司, 无论花多少钱。

当我们认为股票的售价低于对其内在价值的保守估计时, 我们会买入股票。现在, 内在价值不是一个特定的值, 它可能是我脑海中的一个范围, 可能是一个 10% 的区间。查理在他的脑海中也会有一个范围, 可能是 10%。而我们的情况不会完全相同, 但会非常接近。有时他可能会比我高一点或低一点。但我们想确保, 当我们回购股票时, 那些没有卖出股票的人比我们回购前的情况会更好。逻辑非常简单。

在今年第一季度, 他们会发现我们回购了价值超过 10 亿的股票, 在这里我并没有设置回购目标。但这意味着我们觉得我们回购是划算的, 但价格让我们不会对回购垂涎三尺。我们认为, 我们在第一季度回购的股票, 使剩

余的股东比我们没有回购的情况下更好。但我们认为这种差异变动并不显著。而且你可以很容易地看到，如果我们认为股价低于其价值 25-30%，而我们没有其他更好的目标，我们就会大幅回购。但我们在任何一个季度都没有设置回购目标，除非我们认为你会因为我们的回购而变得更好。查理？

芒格：嗯，我预测我们在回购股票方面会变得更自由一些。(笑)

巴菲特：我本来想给你一样多的时间来回答。(笑)好的，Jon Brandt(Ruane, Cunniff & Goldfarb 研究员)。

2, BNSF 可以采用"精确调度的铁路运输"

Jonathan Brandt：嗨，沃伦，查理。一如既往，感谢你们邀请我。除 BNSF 铁路公司外，北美的每条主要铁路都至少在某些方面采用了精准调度铁路的运输方式，通常对他们的收益产生了良好的效果。一些人认为，精准的时间表服务和最小的中转转换成本对资本回报和客户服务都是有利的。另一些人认为，精确调度铁路运输对准点率的提高作用不大，其僵化程度已经损害了铁路公司与监管机构和客户之间的契约。你和目前的 BNSF 管理层是否认为，现在 BNSF 采用精确调度的铁路运输是一个好主意？或者你同意其批评者的观点？

(精准调度铁路系统 PSR, precision-scheduled railroading, 是 CSX 公司 CEO-Hunter Harrison 于 1993 年构想的系统。PSR 与可预测的日程安排无关，而是让货运列车像客运列车一样按照固定的时刻表运行。过去，货运火车等待货物，并在客户准备好时离开，货运时间表是完全混乱的，这需要雇佣更多的工人在混乱的时间表中，随时待命以维持运作。而在 PSR 下，货物等待货运火车到站。过去，集装箱列车和一般商品列车是分开运营的；在 PSR 下，它们根据需要进行组合。在一定的交通水平下，库存的货运车厢和机车减少了，雇佣的工人也减少了。这种方法以消除灵活性为代价，使供应链管理更加精确，运输时间更加一致。而在实践中，PSR 出现以来，铁路公司采用更多车厢更重负荷的列车，从平均 7000 英尺加长到 9500 英尺，而班次减少了近 30%。托运人支付的费用增加了，劳动力成本随着岗位减少而下降，因此，铁路公司利润一路攀升。PSR 打破传统的中心条幅模型(Hub-and-Spoke)，把各类车厢集中在一起而非像传统那样分类，强调点对点，简化铁路路线，加长车厢(最长的可以长达 3 英里)。这个模式可以关掉很多驼峰分拣场，发车数量减少，发车准时性增强，需要的劳工数量减少(仅 2019 年就裁掉了 2 万名铁路工人)，缩短在车站的停留时间，增强资产利用率并减少所需火车头阵列数量。自 2004 年以来，铁路利润增长了 676%，铁路股价上涨了 1250%。由于美国仍然依赖铁路货运：全国大约三分之一的货物通过铁路运输，而且铁路货运每吨每英里排放的温室气体仅为卡车的十分之一。铁路行业的暴利和工会劳资纠纷愈演愈烈。2020 年 1 月铁路工会与资方启动谈判，耗时两年仍未达成共识，铁路工会开始筹划大罢工。2022 年 9 月，经过连续 20 多个小时的谈判后，美国铁路公司与工会达成初步协议，避免了美国自 1992 年以来的首次铁路大罢工。大罢工背后是美国铁路的暴利与困境。2023 年 2 月 3 日的俄亥俄州火车脱轨事故再次将这一问题放到了聚光灯下。过去几年铁路公司大幅削减成本，运营的货运列车变得越来越长、越来越重，铁路工人也比以往任何时候都少。火车脱轨事件提醒人们，导致铁路工人去年几乎罢工的问题远未解决。值得一提的是，BNSF 铁路没有采用 PSR(没有资本市场的压力)，可能因为 PSR 效率提高但降低了服务质量。由于车站停留时间缩短，铁路工人抱怨因为检修时间减少和人员减少可能有安全隐患；货物中转的过程混乱；航线服务被取消，终端流量较小的线路被合并，最后一百公里基本都是靠卡车运输等等)

巴菲特：是的，正如它的名称 PSR，精准铁路运输系统可能是由一个叫 Hunter Harrison 的家伙发明的。我想他当时可能在伊利诺伊州中央铁路公司。他在一年前去世。有一本书是关于亨特的，书中描述了他的铁路运输系统。《Railroader: The Unfiltered Genius and Controversy of Four-Time CEO Hunter Harrison》如果你对

铁路感兴趣，这是一本有趣的书。他把这个运输构想带到了加拿大国家铁路公司(Canadian National)。北美有六家大的铁路公司，他把它带到了那里，而且他的系统非常成功。实际上，比尔盖茨可能是 CN 的最大股东，我认为他在该股票上做得很好。后来，加拿大太平洋铁路公司(Canadian Pacific)被维权投资者盯上(潘兴资本)，随着他们的进展，他们让亨特加入他们，并引入了合伙人 Keith Creel，他们建立了一个有点类似的系统。现在，同样的事情又发生在 CSX 铁路公司。而所有这 4 家公司都显著地提高了他们的利润率，在实施改革的过程中，他们对客户服务方面遇到了不同程度的困难。联合太平洋铁路(Union Pacific)正在做一个有点类似的修改版本，我们在非常仔细地观察他们。但我想说的是，我们并不排斥复制任何成功的做法。我认为，通过观察这四家铁路公司已经学到了很多，如果我们认为我们可以更好地服务于我们的客户，并在这个过程中提高效率，我们将会采纳我们观察到的一切。我们不一定现在就要这样做，但我们必须找到一些能让客户满意甚至更好的东西，并使我们的铁路更有效率。而且有越来越多的证据表明，我们可以从他在四家铁路的工作经验中学到一些东西。查理？

芒格：嗯，我怀疑有人对铁路运输中的不精确性非常感兴趣。(笑声)

巴菲特：好吧，第 1 区。

3, BNSF 试图提高能源效率

股东：早上好。Bill Moyer 来自华盛顿的瓦松岛。我是一个名为“铁路项目解决方案”的团队的成员。有趣的是，在美国通过铁路运输的运费只有货值的 3.5%。伯克希尔通过 BNSF 贯穿南北大陆的铁路投资处于令人难以置信地有利地位，可以从公路上抢走更多的货运，使我们的社区远离柴油消费，并为你的伯克希尔可再生能源资产提供输电走廊，显然你对此感到非常自豪。您是否会考虑与我们会面，研究一项利用您和公私伙伴关系的资产，使您的铁路电气化，并为可再生能源的未来开放这些输电走廊？

巴菲特：不。我们已经研究了很多关于液化天然气的事情。显然，我们希望变得更加节能，以及更广泛的节能。而且我不确定运费的价值。你提到有 3.5%。但我不确定你用什么数字作为分母。因为如果你看一下按吨英里计算的货运量，铁路约占全美货运量的 40%，我们不是在谈论本地的货运之类的，但通过铁路运输的约占 40%。BNSF 运输的吨英里数比任何其他公司都多。我们的货运量占全美所有货运吨英里的 15%以上。但是，如果你以卡车运输为例，在多式联运方面，我们在城际长途运输方面极具竞争力。但运输距离越短，就越有可能实现货运的灵活性，卡车可以去任何地方，而我们有固定的铁轨。因此，等式的变化取决于运输距离和其他因素的变化，

但运输距离是一个巨大的因素。我们可以用 1 加仑的柴油运输 500 多吨英里的货物。而这比卡车要有效率得多。

因此，长途运输和重载运输将首选铁路，我们一直在努力改善我们在这方面的作用。但是，如果你要在托运人和收货人之间运输 10-30 英里的东西，你不会用铁路来运输。所以，我可以向你保证，我们一直在观察变化。

好吧，Carl Ice 在管理铁路运营，他现在可能在另一个房间，你可以自由地与他交谈，但我没有看到像你所说的任何突破。我确实看到我们一年比一年更有效率。显然，如果无人驾驶卡车成为等式的一部分，这将使事情向卡车运输的方向发展。但在长途运输、重型货物方面，而且有很多此类货物，你会发现铁路的运输量比其他任何运输方式都多。而现在 BNSF 是领导者。查理？

芒格：嗯，从长远来看，我们的提问者是站在天使一边的。迟早有一天，我们会让铁路电气化。我想 Greg Abel 会决定何时实施。

巴菲特：是的。我们一直都在研究技术。如果你看一下数字，我们的效率比 10 年、20 年、30 年前高得多。有一个有趣的数字，我想就在二战之后，当时全国可能有大约 1.4 亿人，而我们现在有 3.3 亿人，所以我们有 40% 的人口。我们有超过 150 万人在铁路行业工作。现在只有不到 20 万人，而我们运送的货物却多了很多。现在，显然有一些乘客的变化。但是，与二战后的情况相比，铁路的效率和安全性都有显著的提高。查理？

芒格：我没有什么补充。

<亨特-哈里森 Hunter Harrison>

《铁路大亨：从搬运工到 CEO 的人生旅程》

美国铁路帝国的缔造者“铁路版乔布斯”哈里森的商业传奇

（哈里森 1944 年出生于田纳西州孟菲斯市，这个来自孟菲斯的革命性铁路工程师，戏剧性地将四家上市公司变成了提款机。当哈里森还是个任性的少年时，他就开始了他的工作生涯。他在铁路行业工作了半个世纪，经营伊利诺伊中央铁路 IC、加拿大国家铁路 CN、加拿大太平洋铁路 CP 和 CSX 铁路将近 30 年。哈里森从不接受现状，他大幅改革了自己的铁路公司，还迫使整个铁路行业进行改革。作为精确调度铁路的支持者，哈里森创造了大约 500 亿美元的股东价值。18 岁那年，哈里森在孟菲斯州立大学大二暑假，在圣路易斯旧金山铁路公司 (St. Louis-San Francisco Railway) 找到了一份全职工作，给列车的底盘上油，时薪为 2.12 美元。1964 年从大学退学全职工作，每天晚上 6 点到早上 6 点在调度塔里调度火车。哈里森回忆道，每次夜班都是靠“一饭盒的胃药、四包万宝路顶过来的。如果你不喜欢这份工作，它一定会把你逼疯的。在学校里，我会希望时间过得快一些。但是在调度塔里，我却希望时间能慢下来。我在调度塔四年里学到的东西比过去 50 年里学到的东西都多。”几年的基层铁路工人生涯让哈里森领悟了一个事实，那就是关于铁路，公司总部的那些官僚还没有火车站的铁路工人懂得多。他还发现，铁路能不能盈利，取决于火车的调度、维修、人员分配能不能精准且同步地完成。一套高效率的制度只要在一个站场建立，就能推广到几十个其他场站。

1980 年，Burlington Northern 铁路公司收购了 Frisco 铁路公司。哈里森被晋升为一名高级运营经理，不过他与时任 CEO-Gerald Grinstein (后任达美航空 CEO) 发生了矛盾。哈里森回忆道：“他认为我太桀骜不驯了。他对我说：你的风险太高了，我们现在不需要风险。”

1989 年，Illinois Central Gulf 铁路公司将部分铁路业务分拆给一家杠杆收购的私募公司，新公司伊利诺伊中央铁路公司 (Illinois Central) 是一家经营芝加哥到新奥尔良之间铁路业务的中型铁路公司。哈里森火线就任该公司一把手，负责拯救这家濒临破产的公司。通过他的精确调度改革，伊利诺伊中央铁路公司成功从破产边

缘起死回生，实现了大量盈利。1999 年，该公司以 24 亿美元的价格被出售给加拿大国家铁路公司(Canadian National)。这个价格整整是 10 年前那家私募公司收购它时的 16 倍。尽管许多 CEO 都喜欢阅读政治领袖的传记，但哈里森的书架上却摆满了有关成功体育教练的书籍。他从中吸取了各类关于团队的教训，但他更喜欢过去那种不折不扣的硬汉风格：绿湾包装工队的 Vince Lombardi 和阿拉巴马大学的 Bear Bryant，这两人都受到敬畏和尊重。他在第一本手册中写道：伟大的球队不允许那些不想真正踢球的人留下。

1995 年，作为王室产业被国家把持了 76 年的 CN 铁路公司迎来了私有化。然而私有化后的 CN 铁路公司仍然受累于官僚主义、工人效率低下等国企的常见弊病。2003 年，哈里森从 COO 升任该公司 CEO，这些顽疾立即成了他开刀的目标。MCSM 是一个跟踪火车从起点到终点的检测系统。从它诞生的那一天起，就对铁路生意形成了这样的测量压力。管理团队将定义一个可接受的时间量，然后让一辆厢式货车从出发地驶向目的地，然后对其进行监控，看它是否在设定的时间内到达目的地。如果没有，系统会告诉他们一辆车在哪里损失了时间和原因。哈里森是唯一一个真正理解数据含义的人，他可以从操作的角度看数据，并确切地知道这意味着什么。哈里森会对这些数据的喜爱，就像一个孩子为一本漫画的喜爱一样。随着数据的积累，精确性被纳入了铁路行业里，这对于那些痴迷、不断学习和改进的人来说，是迈向成功的一步。这会迫使你必须考虑到每一个可能的场景，这样它就可以出现在算法中，然后使得我们找到应该去做事情，最终完成目标。此前，加拿大国家铁路以天为单位报价交货时间的，然后灵活调整的单位也是用天来计算。从埃德蒙顿到芝加哥要 7-9 天。有时是 5-6 天，有时是 10-11 天，这让哈里森很崩溃，他想用几小时而不是几天来作为交货时间的单位。如果一列火车计划在早上 8 点出发，不管有多少节车厢，如果你用小时来衡量，一切都会变得更精确。更进一步说，如果你要求火车的检查和各项工作的计量单位为秒，那么一年下来你就会节省出来大量的事件。

关于行业成熟无趣的说法，哈里森在他的一本手册中写道，这只是失败者的借口，一次又一次，人们认为公司进入了稳定、成熟的阶段后将它们置于一边。哈根达斯是用冰淇淋改变了这点，星巴克是用咖啡改变了这点，CN 铁路则一次又一次地用铁路改变了这点。当被问及竞争对手是否会提高自己的水平，或许会试图模仿他的做法时，哈里森说对手可以购买他写的书。他希望竞争对手能效仿他的运营方法，因为他把竞争对手视为合作伙伴，铁路公司依靠彼此的线路把列车开到他们需要的地方，竞争对手的提高有利于长期利益。虽然哈里森所做的很多事情都是建立在经过多年观察、思考和过程磨练而形成的一种内在系统之上的，但其中大部分的部分也都是我们所知的常识所搭建而成的。铁路拥有着很多长期资产。试想一下，火车的停留时间如果不是 24 小时，而是 12 或者 8 小时会发生什么？如果火车卸货的速度能增加一倍会发生什么？如果火车的平均时速从 20 英里变成 30 英里会发生什么？如果这些“如果”都发生了，我们就会从同样的资产上获得更多的运营收入，这些细节加起来就是一大笔钱。最让我烦恼的不是别的，而是“没有合理使用的资产”。如果一项资产没有合理使用，那么它就是“负债”。铁路只有在火车在铁轨上行驶的时候才能赚钱，铁路是这个生意里最昂贵的物理资产，而一条铁轨的寿命大概为 40 年，所以为什么我们要让火车放在一边休息呢？

哈里森是一个变革经理人，当时的现状虽然让大多数人感到舒适，但让他感到不舒服。CN 铁路董事会成员格雷说，铁路这个行业已经有一代人没有发展了。考虑到该行业变革的时机已经成熟，他表示，像亨特哈里森这样的人最终将不可避免地出现。SMART 联盟运输部前官员蒂姆·西科德回忆道：“在哈里森的领导下，公司的企业文化 110%地转变了”。他严苛的改革和冲动的性格与蒙特利尔排外的商业精英们格格不入。不过哈里森再次带领 CN 铁路公司实现了惊人的逆转。从他 1999 年到该公司任职，到 2010 年离职，加拿大国家铁路公司的股价从 4.5 美元涨到了 34 美元，创造了 260 亿美元的市值。比尔·盖茨的私人投资机构和比尔梅琳达盖茨基金会是该公司的最大股东。2000 年他们通过投资该公司已获得了 70 亿美元以上的收益。哈里森说，2008 年盖茨曾开玩笑地对他说：“我去年的税款都是你帮我付的！”即便如此，哈里森与加拿大国家铁路公司最后还是分道扬镳了。2010 年年底，董事会拒绝续签他的合同，哈里森被强制退休了。说起这事，哈里森至今仍恨恨不平：“有几个董事抱怨说，我用公司的飞机用得太多太频繁了，花出去的钱贵得可憎”。

在北美，有 600 多个铁路运营商，但如果按照 Class I 的标准来划分，Class I 铁路产生了 90%的营收。在美国，以密西西比河为界，以西为 BNSF 与联合太平洋铁路双寡头垄断格局，以东为 CSX 与诺福克南方公司(Norfolk Southern)双寡头垄断格局。铁路燃料效率是公路的 4 倍，因此大宗干散和商品货物，在铁路上运输优势更大，而且在燃料有效性要求越来越高，气候变化大背景下铁路也更符合环保的潮流。相比公路运输，铁路公司成本低 10-30%，因此很多物流公司比如 Schneider National (SNDR) 和整车运输公司比如 Knight Swift (KNX) 会选择与联合太平洋铁路合作，采取面向消费品的多式联运集装箱货运的手段，来抢夺卡车运输市场份额，比如现在多式联运在 NSC 已经占比 60%了，剩下的 40%是煤炭 12%，化工品 8%，工业品，汽车，和农产品等，因此一定程度上，铁路公司的工业属性在被弱化，而消费属性则有一定程度的增强。铁路行业格局也在优化，竞争对手越来越少，很多通路基本都只有两个铁路运营商可以抵达，进入壁垒越来越高，网络效应越来越大，议价能力越来越强，变成了一

个正向循环的反馈链。网络效应不仅仅是互联网独有的，物理实体下也完全可以形成强大的网络效应。再次，尽管煤炭需求下滑，但通常是用客户的车厢单独运输煤炭的，所以铁路运营商可以较好地调整火车车厢和员工数量来匹配需求。2006年，煤炭占铁路运输量的58%，达到峰值，之后一路下滑到12%。多式联运集装箱因电商的兴起，部分填补了煤炭运输的缺口。

正当退休的哈里森在马场里无聊之时，Paul Hilal 却在研究加拿大国家铁路公司的竞争对手，加拿大太平洋铁路公司(Canadian Pacific)，这是加拿大两条横贯大陆的铁路公司之一，也是当时北美地区业绩最差的铁路公司，而加拿大国家铁路公司却是业绩最好的。Paul Hilal 是潘兴广场资本公司的合伙人(Pershing Square Capital)，他和比尔·艾克曼(Bill Ackman)是哈佛大学室友。(Paul Hilal 于1988年获得哈佛大学生物化学学士，1992年获得哥伦比亚大学法学博士和工商管理硕士。他在Broadview Associates的M&A并购部门做了5年咨询工作。1998年加入了哥哥Peter的价值导向投资管理公司Hilal Capital。2002年成立自己的投资管理公司Caliber Capital，以追求少量的集中投资，主要集中在IT公司。2005年12月，加入Pershing Square Capital)。Hilal 基于他广泛的行业知识，很快意识到问题出在管理上。Hilal 相信，哈里森既然能治好加拿大国家铁路公司的病，治好加拿大太平洋铁路公司也一定不成问题。于是他决定招募一位能够改变CP铁路的CEO，那就是退休中的哈里森。潘兴资本收购了CP铁路公司14.2%的股份后，于2012年初发动了一场“代理人战争”，并赢得了90%的股东支持和七位候选人的董事会席位，成功地夺得CP铁路的控制权，并顺利安排哈里森成为CEO。哈里森把之前在加拿大国家铁路公司行之有效的一套制度搬了过来，比如举办“亨特训练营”。这种训练营每年会举办20次之多，每次哈里森都会邀请20多个年轻的经理人，到加拿大和美国的度假胜地参加为期三天的会议，由他亲自在白板前面给他们讲课。他还要求高管们既要当经理人，也要当工程师和指挥员。这样一旦发生罢工，他们就可以暂时替代工人的角色。约有1000多名公司经理人获得了运营、调度、维修列车的资质。在2015年年初的一次罢工中，这些高官赤膊上阵，维修的维修，调度的调度，确保了铁路的正常运转。“几个工会的人看着一位经理戴着工程师的帽子，指挥一列火车从60英里的时速停稳，吃惊地将眼睛瞪得老大，并且吹起了口哨。”正是由于经理们在新角色上表现良好，使得这场罢工仅仅持续了几天就草草结束了。为了提高公司高管的运营水平，他将公司总部从市中心搬到了离城市10英里的一座重新装修的列车修理厂。像以前一样，哈里森再次成功地大幅缩减了设备和人力，但却能运送更多的货物。而大幅的裁员自然也再次引燃了工人的怒火。加拿大火车工联会主席Doug Finnsen说：他明目张胆地向公会宣战，毫不关心工人的利益。他关心的只有股东的利益，他的长处就是杀伐决断。尽管许多工会领袖都鄙视哈里森，但很多人不得不承认他在管理上是有本事的，并且佩服他近乎粗鲁的坦率。SMART联盟前官员Secord表示：你可能不喜欢他的话，但这家伙从不说谎。不管你喜不喜欢他，他都是一个懂得经营铁路的人。在他就任CEO的头两年里，CP铁路的货运量比以往任何时候都多20%。而且它的货运速度比以往任何时候都快40%，同时准时性创纪录，列车减少了40%，人员减少了35%，燃油效率提高14%，同时保持了行业领先的安全记录。CP铁路的市值增长了190亿美元，也就是平均每个月增长8亿美元。从潘兴公司获得该公司所有权到2016年8月退出股东的五年里，CP铁路的股价增长了200%，达到每股150美元，潘兴公司的收益投资达到了26亿美元，而当年它收购该公司股份总共只花了10亿多美元。哈里森仅仅花了两年时间就改变了加拿大太平洋铁路公司的运营面貌。2016年，Hilal说：总而言之，他们做得越来越好，越来越安全，开销也越来越少。对我们的投资者来说，这些变化导致了现金流的激增。五年前我们投资时，公司的价值只有80亿美元，这反映出铁路的糟糕表现。如今，随着这些改进，它的价值达到了300亿美元。归根结底，上市公司有大量的潜在价值等待被释放。只需要合理的变革和努力工作。

2014年，哈里森、Ackman和Hilal雄心勃勃地想建立美国一个业务横跨北美大陆的铁路公司，为此他们曾力求推动CP铁路与美国东海岸的两大铁路公司之一进行合并。但他们与CSX和诺福克南方铁路公司(Norfolk Southern)的谈判相继告吹了。不过Hilal并未灰心。虽然哈里森2017年6月就要退休了，而且受竞业禁止合同所限，哈里森也无法为存在竞争关系的铁路公司工作，但Hilal仍然认为，铁路行业仍有很多潜力尚待哈里森去挖掘。2016年，Hilal离开潘兴资本成立了自己的投资基金Mantle Ridge，第一个目标是CSX铁路公司。他策划了一个将哈里森从CP铁路“解放”出来的方案：哈里森声明放弃他的退休福利，这给CP铁路省下了8400万美元的巨款，而Mantle Ridge将为哈里森掏这笔钱。Hilal表示：“我们的做法就是从一家公司里收购CEO。这种事在商业史上还是破天荒头一次。”此前，Mantle Ridge已经融资12亿美元收购了CSX公司5%的股权，目的就是为了让哈里森推上CSX的CEO宝座。该投资集团还想指定六位董事，确保哈里森“在董事会里得到足够的支持，以便在无可避免的改革阵痛到来时，他能够克服内部的阻力。”最终，该投资集团获得了董事会的五席。随着CSX股价的上涨，Hilal和哈里森手里的筹码也更多了。在股市的推动力，就连富达和路博迈等机构也开始推动哈里森就任CEO。3月6日，哈里森如愿以偿。在哈里森看来，CSX正是他最喜欢的那种目标，业绩惨淡，反应迟钝，最适合搞精确调度改革。他对《财富》说道：“CSX是美国和加拿大六大铁路公司里绩效最低的一家。经过我的整治，它

要么是最好的，要么就干脆关门了事。”

与哈里森过去经营的铁路公司不同，CSX 长达 2.1 万英里的网络错综复杂，集中在人口密集的美国东部。而 CN 和 CP 两家运营的铁路虽然总长度与 CSX 相近，但都是跨越整个北美大陆的线型网络。纵使哈里森对这一行业了如指掌，CSX 的现状也好过之前的两家，他也面临着两类新的阻力。CSX 公司业务辐射密西西比河以东的 23 个州，还延伸到了加拿大的魁北克和蒙特利尔。与美国西部的铁路公司(如联合太平洋铁路公司 UP、北伯灵顿铁路公司 BN 等)相比，CSX 以及地区内的主要竞争对手诺福克铁路 NS 的业务要更加依赖于煤炭运输，比如将煤炭从宾西法尼亚、俄亥俄、西弗吉尼亚等地的煤矿运到大型发电厂。不过自 2011 年以来，CSX 的煤炭业务收入已从 37 亿美元下降到 18 亿美元，下降幅度达 51%。煤炭收入的减少打破了 CSX 原有的经济平衡。它运每一吨货的成本都要高于那些运营得较好的铁路公司，尤其是经哈里森改造过的那些铁路公司。CSX 虽然经常把提高效率挂在嘴边，但基本上都成了空喊口号。2016 年，它的运营效率仅为 69.4%(成本/收益比，是评估铁路行业运营效率的基本指标)，算是一个业界中游的水平。这个数字要比加拿大太平洋铁路公司高出 11%，比加拿大国家铁路公司高 14%。哈里森称，要在三年内将运行率下降到 55% 左右。如果能够实现，CSX 的年利润将在去年的 17.1 亿美元的基础上翻一番，达到 30 亿美元以上。

哈里森敏锐地看到了公路运输业的弱点。他表示，很多卡车货运公司都运营得很艰难。“他们雇不到司机，高速公路的路况现在也不好。我是不愿意在 95 号公路上开车的，感觉跟赛车差不多。我们可以以更低的价格跟公路运输抢业务。”有些业内资深人士质疑他的这一战略是否有效。比如 FTR 顾问格罗斯表示：“公路运输要比铁路灵活得多。我们从没见过运输业的趋势从铁路到公路再到铁路的情况。”不过他认为，哈里森更有可能通过快速激烈的重组来大幅削减成本，他一直以来最擅长。哈里森的改革蓝图依然是“精准调度”，在尽量短的时间里，将煤炭、化学品、木材等从产地运到客户的工厂或仓库。缩短运输时间意味着一条铁路只需要同样多甚至更少的列车和工人，就可以运输更多的货物。哈里森称之为“让资产出汗”，也就是让火车每天多跑几个小时，尽量缩短他们停在那里不产生价值的时间。为此，哈里森将 CSX 的复杂的“中心辐射型”系统改革成了“点对点”系统。以前为了削减成本，CSX 公司会选择给一列火车多挂几个车厢。这样一来，开火车的仍然只有两个人，但多拉了不少货物，而且燃料成本也只是略有增加。但一列火车上往往拉有从纸张到化学品的多种货物，甚至每节车厢的货物都不一样，CSX 就得将列车由各地车站开向 12 个驼峰调车场，这些调车场分布在美国东部的奥尔巴尼和伯明翰等地。在调车场里，车厢会与车头分离，由轨道车推上一座人工的小山——即“驼峰”。之后在重力作用下，车厢会滑下小山，由电脑控制系统引导各节车厢，分别进入小山下面的各条轨道。一列列新的火车就这样“造”出来了，货物也就被成功地分类了。哈里森认为驼峰调车场早该被扫入历史的垃圾堆了，原因有二。首先，驼峰船厂的运营成本非常高。这些设施都是几十年前建造的，需要不断更新和维护蛛网般错综复杂的轨道。另外上文说的重力推动系统虽然听起来科技含量不高，但对资本的要求却是极高的。车厢必须要以极精确的速度在列车尾部耦合。比如，如果一节载有汽车零部件的车厢移动得太快了，它说不定会把前面的几节等待的车厢(比如油罐车)顶出轨道。为了安全、顺利地组装列车，铁轨上都有一套安装了传感器的“减速装置”，以计算车速，以及根据其长度和重量必须保持的速度。然后减速系统会正确地分配制动力到车厢上。

其次，哈里森认为，对驼峰调车场的依赖，本身就是给 CSX 的发展踩了“刹车”，拖慢了 CSX 网络的运行速度。在驼峰模式下，货车从调车场出来后，并不会直接驶往目的地城市，而是要先进入另一个驼峰调车场再次组车，如此几遍，直到它到达离终点站最近的一个驼峰调车场，最后再重新组车、换人，驶往最后的终点。哈里森指出，列车每停靠在一个驼峰调车场重新组车，就要比“精确调度”模式多耽搁整整一天。因此，他将 CSX 的调度模式改变成了“点对点”模式，这种模式有点像美国西南航空公司的调度模式。而西南航空也是凭借这种独特的调度模式，使其飞机每天可以比竞争对手多飞好几个小时。哈里森的战略目标是清晰的，不过到目前为止，CSX 的执行仍有些磕磕绊绊。一方面，CSX 的资本成本确实大幅下降，它的车头数量从 3900 台减少到 3000 台，整整削减了近四分之一。不过虽然 CSX 砍掉了不少车头，关掉了不少驼峰调车场(该公司已经将 12 个驼峰调车场中的 8 个改成了非枢纽性的集散站)，但这也打乱了一些客户习以为常的货运日程，很多客户跟不上哈里森的速度来调整生产和货运安排。比如某地原本每周有五天发油罐车，每周可发 20 节，现在却变成了每天可发 14 到 15 节。一时间交通也陷入了混乱。因此，CSX 网络的整体速度在 3 到 6 月虽然上升了，但从 7 月开始却有所下降。当然，哈里森身边的人早就见过这种情况了，他们并不担心，哈里森本人更不在意。2017 年 12 月，哈里森因癌症去世。尽管哈里森在仅仅九个月就去世了，但是 CSX 的转型仍然完成了，铁路的价值也翻了一倍多。

哈里森传奇的一生，成功地将加拿大太平洋铁路和加拿大国家铁路都带上正轨，成功地改变了整个铁路行业的利润率，他说：铁路并不是一个关于火车迷的游戏，铁路只是为股东创造价值的途径，这就是一切。我们能到达的每一个地方，我们都获得了当地的市场份额，并且能够提高服务价格。我认为这是最重要的，这取决于你所拥有的运营能力和资产素质。正如哈里森所说，在他经营铁路的几十年中，他对这个生意的基本观点没有改变：

服务客户、控制成本、提高资产利用率、杜绝安全事故、认识和培养人才。哈里森得出的结论是，如果你答应了顾客想要的一切，你就赚不到钱。这种做法将有助于他在今后几年中获得巨额利润，但这种唯运营效率的做法最终也会招致批评，随后会对他造成困扰。哈里森发现员工的规则手册又厚又重，看起来就像电话本黄页一样，于是他下令重新编写一本，并且要求大小能刚好装进员工的口袋里，并且要求不要编写诸如告诉员工“应该如何走路”的内容在里面。哈里森希望员工们将他的主要原则落实下去——提供优质服务、控制成本、合理利用资产、专注于人、杜绝事故。他不一定要世界上最聪明的人，他要的是世界上最努力工作的人。)

4, 犯严重错误的银行 CEO 应该失去所有的净资产

BeckyQuick: 这是一个来自 MikeHebel 的问题。他说: Star Performers 投资俱乐部有 30 名合伙人, 他们都是现役或退休的旧金山警察。一些成员曾在诈骗部门工作过, 在富国银行员工多年的诈骗行为之后, 他们经常评论说, 有几十个人应该被判处监禁, 但富国银行只是支付民事罚款和更换管理层。作为伯克希尔公司的骄傲股东, 与多年前巴菲特就所罗门不当行为的强烈公开声明相比, 我们无法理解他为何如此沉默? (掌声)

巴菲特: 好的, 我会这么说。虽然我没有读过任何内部报告或类似的东西, 但这个问题在我看来, 富国银行在激励方面犯了一些大错。正如查理所说, 没有什么比激励更重要的了, 但它们可以激励错误的行为。我在很多地方都看到过这种情况。而富国银行显然存在。有趣的是, 他们设立了几百万个没有余额的虚假账户, 这对富国银行来说不可能带来利润。所以, 你可以激励一些疯狂的事情。我确信的是, 我在这方面没有任何内部信息。但当你发现一个问题时, 你必须采取措施。我认为这就是他们在富国银行可能犯的一个错误。

所罗门也是如此。John Gutfreund 绝不敢与政府对着干。在 1991 年他是所罗门公的 CEO。他永远不会做那个债券交易员一样, 去玩弄联邦政府关于政府债券投标的规则。但他听到这个消息时, 他没有立即通知美联储。他在 4 月底听说了这件事, 而 5 月 15 日的政府债券拍卖, Paul Mozer 再次在拍卖中舞弊。自此所罗门和 John Gutfreund 的命运和开始直线下降。因为, 从本质上说, 他听说了一个纵火狂, 但他让他持续保管火柴盒。

据我所知, 在富国银行整个事情被曝光之前的几年, 人们忽略了《洛杉矶时报》上有一篇文章。而查理在伯克希尔的这些年一直提醒我, 因为我们有 39 万名员工, 我向你保证, 他们中的一些人现在正在做错的事情。一个拥有 39 万人口的城市不可能不需要警察或法院系统。有些人并不遵守规则。而且你可以激励错误的行为。当它发生时, 你必须做点什么。

近年来, 富国银行已经成为银行反例。如果你回到几年前, 有相当多的银行的员工表现糟糕。我不知道富国银行的具体情况, 但实际上我已经在年报中写道, 他们说如果他们付钱给很多人就会有道德风险。富国银行的股东付出了代价, 花旗集团的股东付出了代价。而高盛和美国银行的股东, 他们也支付了数十亿美元罚款, 但股东

们并没有犯下这些行为。而犯错的员工却没有人被判刑，这是令人气愤的。但我们所得到的教训，并不是政府救助你并收回了自己的钱，而是各家银行的股东为管理层的错误付出了数十亿美元。

我对任何经营经理人都没有任何建议，除了当你发现某件事情导致糟糕的结果或糟糕行为时，如果你是最高层，你就必须迅速采取行动。这就是为什么我们有热线电话。这就是为什么当我们得到某些匿名信时，我们把它交给审计委员会或外部调查人员。而且我向你保证，我们会有一些人在明年或 5 年、10 年、50 年内在伯克希尔做错事，毕竟你有 39 万人，这是我工作中一直担心的一件事，但是我必须要能第一时间听到这些事情，当我听到这些事情时，我必须采取措施。查理？

芒格：好吧，我不认为人们应该为判断上的诚实错误而坐牢。失去工作已经很糟糕了。我不认为这些高管中的任何一个人任何方面都是故意的恶意的。我们谈论的是判断上的诚实错误。而且我不认为 CEO)-Tim Sloan 在判断上犯了诚实的错误，我只是认为他是这个意外麻烦的牺牲者。我希望 Tim Sloan 还能在那里工作。

巴菲特：是的，没有证据表明他做了什么错误的事。但他挺身而出，接受了这份工作。在那里他将成为一个 piñata 人，基本上是迎接各种调查。理所当然地，富国银行应该被检查出他们所做的一切。所有银行都应该如此。他们得到了政府的担保，获得了数万亿美元的存款。他们这样做基本上是因为有 FDIC。

(piñata 是圣诞节那天最受拉美裔美国儿童欢迎的一种游戏。其最具代表性的形状是七角星，七个尖角分别代表人类的七宗原罪，而孩子们用棒子顺利打破七角星时，就意味着正义战胜邪恶，与此同时会有礼物从七角星中散落出来，象征着上帝对人类战胜邪恶的嘉奖。)

如果他们滥用信用，他们应该付出代价。如果有人做了像所罗门 Paul Mozier 那样的事情，他们就应该去坐牢。Paul Mozier 只坐了四个月的监狱。但如果你违反了法律，你就应该被起诉。人们会做愚蠢的事情，但如果你做了很多蠢事，我希望那些如此富有的 CEO 们不仅仅是离职。(掌声)实际上我曾提议(我可能是在某份年报中提出的)，如果一家银行到了需要政府救助的地步，基本上负有责任的 CEO 应该被剥夺他和配偶的所有净资产。(掌声)如果他在这种情况下不想得到这份工作，我认为他们应该对董事们在过去的五年里所得到的一切进行追究。但最终付出代价的是股东。我的意思是，如果我们拥有富国银行 9% 的股份，无论付出什么代价，9% 的部分都是由我们承担的。但很难将犯错的人抓起来。

顺便说一下，你应该知道联邦存款保险公司 FDIC，我想它是在 1934 年 1 月 1 日成立的，它是一个新政提案。而 FDIC 没有花费美国政府一分钱。它现在大约有 1000 亿美元。而这些钱都是银行存进去的。这些钱弥补了数百家金融机构的所有损失。而我认为，人们的印象是，政府的担保拯救了银行，但政府的钱并没有拯救银行。

作为整个行业，银行的钱不仅支付了所有损失，而且额外积累了 1000 亿美元，这就是 FDIC 成立的原因。银行的名声现在正在下降。他们曾把它带到一个高的水平。非常大的银行有一个更高的水平。当你听到所有关于银行的政治言论时，银行没有花费联邦政府的一分钱。有很多事情是不应该发生的。我认为，现在比 2008-2009 年之前的时期少了很多。但有些银行在未来会犯大错。查理？

芒格：我没有什么可补充的。

5，如果价格合适，我们会花很多钱回购

巴菲特：好的。巴克莱银行的分析师 JayGelb。巴克莱银行刚刚进行了某种代理权的争夺，不是吗？(笑)

JayGelb：是的，沃伦。我还有一个关于伯克希尔关于股票回购的问题。在《金融时报》最近的一篇文章中，你被引述说，伯克希尔回购高达 1000 亿美元股票的时刻可能到来，这相当于伯克希尔目前市值的 20%左右。你是如何得出这 1000 亿美元的数字的？您预计这将在多长时间内发生？

巴菲特：是的。当我被问到这个问题时，我可能在大约三秒钟内得出了 1000 亿美元的数字。(笑声)这是一个很好的整数，我们可以做到这一点。我们有足够的钱买进价值 1000 亿美元的股票，我们也愿意这样做。而且要记住，如果我们回购 1000 亿美元，可能是在公司市值低于 5000 亿的时候。因此，回购可能会买到远远超过市值的 20%。我们会花很多钱。我们投资的一些公司的股票数量，随着时间的推移已经减少了 70-80%。

我们喜欢以折扣价回购股票的想法。但我们确实也觉得，如果我们要从作为合伙人股东那里回购股票，而且我们认为它很便宜，我们应该非常确信，他们有足够的资产来评估他们所拥有的东西。我的意思是，就像我们有一个合伙公司，如果有三个合伙人，其中两个人决定他们将某种程度上将第三个人排除在外，也许是在向他提供他们知道而第三方不知道的重要信息方面，做的不好。因此，非常重要的是，我们的信息披露与我给我的姐妹们的披露是一样的，她们就是我每年向其提交年报的股东。因为我确实觉得，如果你要卖你的股票，应该获得相同的信息，这很重要，对我和查理都是如此。

如果我们的股票相对于内在价值变得便宜，我们会毫不犹豫回购。我们很可能无法在很短的时间内回购 1000 亿，但我们肯定会愿意花 1000 亿美元。查理？

芒格：我认为当它的折扣变得非常明显时，我们会非常擅长。(笑声)

巴菲特：是的。我正希望你是这么说的。(笑声)是的，我们会很擅长的。我们在果断方面没有任何问题。我们

很少说 Yes。但如果是明显的事情，Jay，如果你和我是合伙人，我们的生意价值 100 万美元，你说你将以 30 万的价格把你的一半卖给我，你会很快得到你的 30 万。好的，第 2 区。

6，一些有趣的投资

股东：早上好。Patrick Donahue 来自明尼苏达州 Eden 草原，我和我 10 岁的女儿 Brooke Donahue 在一起。首先，我是 Creighton University 的一名自豪的毕业生。我需要以个人名义感谢你们多年来前来分享你们的见解。自从我 1999 年毕业以来，来参加年会已经成为一个传统，感谢你们给我带来了一生的回忆。(掌声)我的女儿 Brooke 是一个自豪的伯克希尔股东，她读了这封信，对过去的投资有一些疑问。而且她还提出了一些有趣的意见，她认为这是很有趣的事情。因此，我们要问你们两位的问题是：除了伯克希尔，你们做过的最有趣或最好玩的个人投资是什么？(笑声)

巴菲特：嗯，当你从他们身上赚了很多钱时，他们总是更有趣。(笑声)好吧，有一次，我买了 Atled 公司的一股股票。Atled 公司有 98 股流通股，我买了一股。而且不是你所说的可流动证券。而 Atled 恰好是“三角洲”这个词的倒过来拼写。St.Louis 的 100 个人每人出资 50 美元或 100 美元左右，在路易斯安那州成立了一个鸭子俱乐部，他们在那里买了一些土地。其中两个人没有拿出 100 美元而被淘汰，所以只有 98 股。他们去了路易斯安那州，打了一些鸭子。但显然有人向地面开了几枪，然后石油喷涌而出。(笑声)而且三角洲鸭子俱乐部的油田现在还在生产。那些三角洲鸭子俱乐部的股票，是我在 40 年前是以每股 29200 美元的价格买的。它有那么多的现金，而且石油产量很大，所以他们就把股票卖了。如果他们保留它，这些股票可能已经价值 200-300 万美元一股，但他们卖给了另一家石油公司。那当然是最有趣的。实际上，我当时没有任何现金。我就去借了钱。我借钱为我的妻子买了它。贷款官员说，你想借钱来买一把猎枪吗？(笑声)查理，告诉他们你错过的那个。(笑声)

芒格：好吧，我想到了两项投资。当我年轻贫穷的时候，有一次我花了 1000 美元买了一个石油特许权，在很多年里每年给我 10 万美元。但我一生中只做过一次。在后来的一次，我买了几股 Belridge Oil 公司的股票，它相当迅速地上涨了 30 倍。但我拒绝买入五倍于我买入的数量，这是我一生中最愚蠢的决定。所以，如果你们中的任何一个人做了任何愚蠢的决定，请抬头看看这里找点自我安慰。(笑声)

巴菲特：我可以再补充一些。《纽约时报》记者 Andrew？

7，巴菲特在政治上为自己说话，而不是为伯克希尔说话

Andrew Ross Sorkin：沃伦查理，实际上我们有多类似的问题，这可能是最好的表述：沃伦，你长期以来一直是一个直言不讳的民主党人。随着民主党总统候选人之间关于社会主义与资本主义的讨论，如果他们获胜，你是否预计会对伯克希尔有更多的监管、更高的公司税，甚至要求我们拥有的许多公司分拆？而作为我们公司的受托人，同时作为一个曾说过仅仅作为一个商业领袖并不意味着你把你的公民身份放在一个盲目的信任中的人，你如何思考你自己的政治立场？

巴菲特：是的。我曾说过，你不要把你的公民身份放在盲目的信任中。你也不能代表你的公司发言。如果你发言，你确实是以公民的身份发言。因此，你必须谨慎对待你的发言，因为人们会认为你在代表你的公司发言。

当然，在 54 年里，伯克希尔从来没有也永远不会向总统候选人捐款。我认为我们没有向任何政治候选人提供捐款。(掌声)但 54 年来，我们在几个受管制的行业中运作。我们的铁路和公用事业，作为一个实际问题，他们必须在华盛顿或在他们经营的州立法机构有一个存在。因此，我们有一些政治行动委员会，我不知道有多少这些委员在我们购买子公司的时候就存在了。我认为，毫无疑问，他们做出了一些贡献，仅仅是为了实现与他们的竞争对手一样的准入条件。我的意思是，如果卡车运输业要进行游说，我相信铁路业也会进行游说。但一般规则是，我的意思是，**人们不会用你的钱在这里追求自己的政治利益。**

例如，这些年来，我们有一两个经理会做一些筹款，他们从他们的供应商或类似的人那里筹款。如果我发现了这一点，就会迅速结束。**我在伯克希尔的职位，不能用来推动我自己的政治信仰。**但当竞选活动很重要时，我自己的政治信仰可以作为个人来表达，而不是作为伯克希尔的代表。我试图尽量减少它的影响。但这并不是什么秘密，比如说在上次选举中，我筹集了资金。我不会把钱给政治行动委员会 PACs。我有一次不小心这么做了。我不知道那是一个 PACs。我不小心这样做了一次，但我已经筹集了大量资金。我不喜欢政治中使用金钱的方式。我过去曾为《纽约时报》写过关于金钱对政治的影响的专栏文章。许多年前，我与 McCain-Feingold 共事了一段时间，研究如何试图限制它。但世界已经以不同的方式发展。**关于你的这个问题，我只想说我是一个彻头彻尾的资本家。**(鼓掌)我相信，如果不是因为市场经济体系和法治以及这个国家所体现的一些东西，我们就不会坐在这里。所以，你不必担心我以这种方式改变。但我也认为，资本主义确实涉及监管。它涉及到照顾那些被社会落下的人，特别是当国家变得非常繁荣的时候。但除此之外，**我没有借伯克希尔的讲台来推动什么。**查理？

芒格：好吧，我想我们都赞成在一个像我们这样繁荣的国家，建立某种政府社会安全网。我们很多人不喜欢

的是，政府在管理社会安全的部分内容时存在巨大的愚蠢。(掌声)如果我们能更明智地做到这一点，情况会好很多。但我认为，如果我们做得更自由，也会更好。

巴菲特：是的，我们在医疗问题上，与摩根大通 Jamie Dimon 和亚马逊 Jeff Bezos 一起参与这一努力的原因之一是，我们确实有 3.3-3.4 万亿用于医疗保健，这与我们为联邦政府提供的资金一样多。它从 GDP 的 5% 上升到 18%，而实际上联邦政府的拨款保持在 17% 左右。因此，我们希望私营部门能做出一些重大改进，因为我通常认为私营部门在大多数事情上比公共部门做得更好。但我也认为，如果私营部门不采取行动，你会得到一种不同的答案。而且我认为，在这方面私营部门可以拿出比公共部门更好的答案。我甚至在 1960 年参加了共和党全国大会的代表竞选。这取决于谁被提名，但多年来我投票给了很多共和党人。但我不认为这个国家会在 2020 年或 2040 年或 2060 年进入社会主义。好的，晨星分析师 Gregg Warren？

8，我们不试图将伯克希尔股票推高或推低

Gregg Warren：沃伦，我的问题也是关于股票回购。公开市场上的股票回购是由买卖双方自愿完成的。由于伯克希尔有两类股份，你在回购股票时应该有更大的灵活性。但考虑到两个股票类别之间存在的流动性差异，过去五年每天平均有 313 股 A 类股换手，相当于每天约 7700 万美元，而每天平均有 370 万股 B 类股换手，相当于约 6.22 亿美元，伯克希尔可能有更多机会回购 B 类股，而这正是我们在 2018 年下半年和 2019 年一季度看到的情况。虽然对伯克希尔来说，回购 A 类股可能更理想，让你退位后拥有更大投票权，但鉴于这两种股票类别之间的套利空间相对较小，而且由于你将 A 类股赠送给 Bill Melinda Gates 基金会以及你孩子的基金会，B 类股的数量每年都在增加、我们是否可以假设，在未来，您可能会更多地回购 B 类股，特别是考虑到您最近对《金融时报》的评论，即您更喜欢在股东名单上的忠实股东，而 328,000 美元的 A 类股价格似乎会产生这种影响？

巴菲特：是的如果我们要回购大量的股票，我们会在 B 类股上花费比 A 类股多得多，因为交易量要高得多。我们可能会不时地得到大宗交易，我们在历史上得到了几个大宗交易的报价，回溯历史，在 Yoshi 的遗产交易中，我们用我们的《华盛顿邮报》股票交换了一家电视台和华盛顿邮报持有的伯克希尔 A 类股的股份。因此，我们可能会买到一些 A 类股，也可能会买到一些 B 类股，但毫无疑问。如果我们能够花费 250、500 或 1000 亿美元来回购股票，几乎可以肯定的是，更多的钱将花在 B 类股而不是 A 类股。除了在我们喜欢的价格上积极回购之外，我们没有任何总体计划。正如我所说，B 股的交易量比 A 股的交易量要高得多。查理？

芒格：我不认为我们很在乎买哪个类别。(笑声)

巴菲特：是的。理想情况下，我们真的希望，如果我们能像小公司一样，能每年只报一次价格，就像一个私人公司那样做的。这将是一个公平的价格，想出手的人可以出手。如果其他人想购买也可以。如果他们不买，而我们认为这个价格是公平的，我们会让公司回购它。但我们不能这样做。

我们不希望股票的价格明显偏低或明显偏高。对于股价过高，我们的态度可能是独一无二的。我们不希望定价过高，我不希望股票卖到它价值的两倍，因为我会让人们失望。我的意思是，如果股票卖得太贵，没有什么神奇的公式可以让它物有所值。从商业角度来看，如果它卖得很便宜，我们回购时肯定喜欢。在理想情况下，我们希望股价范围围绕在其内在商业价值上下。我们不希望以任何方式炒高它。我们也不希望压低它，以便我们可以廉价回购它。但是，市场的本质是，任何东西都会被定价过高，也会被定价过低。如果它的价格过低，我们将利用它的优势。好的，第 3 区。

9，我们欢迎变化，但我们无法总是适应它

股东：芒格和巴菲特你们好，你们是我的偶像。Terry 来自上海嘉捷股权投资基金，旨在捕捉时代最佳的投资机会。所以，我的问题是，我们都知道，5G 即将到来。据说，在 5G 时代，所有行业的模式都将受到挑战。那么，如果(不理解)想在这个时代抓住最好的投资机会，我们应该掌握的核心竞争力是什么？谢谢你。

巴菲特：好吧，在伯克希尔的最高层没有核心竞争力。(笑声)我们的子公司将参与 5G 相关的研发，或这个世界上将发生的任何事情，比如液化天然气在铁路中的应用等等，这些业务的管理人员比我们了解得多。我们依靠我们的经理人来预测他们的业务中将会发生什么。有时他们会与我们讨论，但我们的管理并不是集权制的。而查理，你想有什么要补充的吗？你对 5G 有什么我不知道的吗？嗯，你可能知道很多关于 5G 的事情。

芒格：不，我对 5G 知之甚少。但我确实对中国有一点了解。我们在中国投资，而且我猜还会买更多。(笑声)

巴菲特：是的。基本上我们希望有一群经理人，而且我们确实有一群经理人，他们对自己的业务很在行。我的意思是，BNSF 铁路和伯克希尔能源和路博润公司都意识到这一点，他们了解自己的业务，他们知道可能会发生什么变化，有时他们发现他们企业之间可以合作。但我们并不会试图在总部管理这些，这意味着在某些时候可能存在某些管理的弱点。我认为，这对伯克希尔来说是一个非常大的优势。我们的经理在很大程度上拥有他们的业务。我们希望他们有一种所有权的感觉。我们不希望他们迷失在一些庞大的企业集团中，他们从这个集团得到指

示，而这个集团又是另一个集团的子集团。

而且我可以告诉你一些我们所收购公司的恐怖故事，当他们告诉我们他们在这种管理下的经历。世界将以戏剧性的方式发生改变，想想我们拥有伯克希尔的 54 年里，它已经发生了多少变化。而其中一些变化伤害了我们。他们在纺织业务伤害了我们，他们在制鞋业务伤害了我们，他们在百货业务伤害了我们，在印花票业务中伤害了我们，这些都是这个收购行动的初始企业。

但我们确实在调整。总的来说，我们有一组非常好的业务。事实上，我们有一些业务将被这个世界上发生的事情所摧毁。但我仍然是彻头彻尾的资本家，我相信变化是一件好事，但你必须做出改变。1800 年我们有 80% 的人在农场工作。如果没有很多变化，你需要全国 80% 的人生产我们需要的粮食和棉花，我们就会有一个完全不同的社会。因此，我们欢迎变化。我们当然也希望拥有能够预测和适应变化的管理人员。有时我们会犯错。而这些企业将枯萎和死亡，我们最好把钱用在别的地方。好的，Carol。

10，卡夫亨氏是个好企业，但我们付了太多的钱

Carol Loomis：这个问题来自德国慕尼黑的 Vincent James。最近有很多关于卡夫亨氏减值费用的报道。有人引用您的话说，您认识到伯克希尔对卡夫亨氏出价过高。显然，主要的零售连锁店正在更积极地开发自有品牌。此外，亚马逊已经宣布打算推出食品杂货店，正像贝索斯先生经常说的那样，'你的利润率就是我的机会'。与卡夫亨氏有关的更根本的问题可能是，在消费类食品中，3G 所推行的大品牌 and 零基预算的优势是否完全合适和合理。换句话说，一般来说，传统的消费品品牌，特别是卡夫亨氏，在未来是否会有护城河？我的问题是，消费食品市场的动态变化在多大程度上改变了你对卡夫亨氏的长期竞争潜力的看法？

巴菲特：是的，实际上我说的是，我们为卡夫亨氏的交易支付了太多的钱，当我们最初拥有亨氏大约一半的股份时，我们在那里支付了一个合理的价格。而且我们实际上做得很好。我们有一些优先权被赎回等等。我们为卡夫支付了太多的钱。在某种程度上，我们自己的行动推高了价格。现在，卡夫亨氏业务的利润是 60 亿美元，我们会说非常非常非常粗略，我不做预测，但 70 亿的净有形资产实现了 60 亿税前收益是一个出色的业务。但你为一个出色的业务出价太高。我们买了喜诗糖果。事实证明，我们买得价格很好。我们本来可以付更多钱。但有些价格我们也可以买到喜诗糖果，但投资并不会成功。企业并不知道你为此花了多少钱。我的意思是，企业将根据其基本面来赚钱。而我们为卡夫亨氏交易的卡夫部分支付了太多对价。此外，这些业务的盈利能力基本上比以前

的运营方式有所改善。

但你说得很对，亚马逊本身已经成为一个品牌。Costco 的自有品牌 Kirkland 是一个 390 亿美元的品牌。卡夫亨氏的所有产品是 260 亿美元。亨氏已经存在了 150 年。它一直在做广告，他们每年通过数以万计的网点卖出了数十亿美元的产品。像 Costco 自建的 Kirkland 品牌，它的销售额达到 390 亿，几乎比任何食品公司都要多。这个品牌从一个产品进入到另一个产品，如果品牌能够不断扩大品类，这是非常棒的。我的意思是，可口可乐公司把品牌从可口可乐转移到樱桃可乐和零度可乐等等。但要有一个真正能扩品类的品牌，这方面 Kirkland 比可口可乐做的更好。它通过约 775 家被称为 Costco 的仓库店销售。而可口可乐通过数百万个分销点销售。

因此，在将产品推向消费者方面，零售商和品牌方一直在争夺谁能占据上风。毫无疑问，在我看来，在世界各地零售商相对于品牌的地位有很大的不同。在不同的国家，软饮料已经有 35%甚至 40%是自有品牌。而美国从来没有接近过这个比例。因此，不同国家的差异很大。但基本上，某些零售商或零售模式已经获得了一些竞争力。特别亚马逊和沃尔玛以及他们对此的反应，还有 Costco、Aldi 以及其他一些我可以说出名字的零售商。相对于品牌来说，已经获得了竞争力。

卡夫亨氏在经营上仍然做得非常好。但我们出价太高，如果我们出价 500 亿，这将是一个不同的交易。它仍然会赚取相同的金额。你可能会因为出价太高而将任何投资变成一笔坏交易，但你不能通过低价购买把任何投资变成一笔好交易，这也是我在投资界开始的方式。我们再也不会去尝试，以低廉的价格购买那些正在衰落或业务不景气的雪茄烟蒂了。我们试图以一个合理的价格购买好的企业。但我们在卡夫亨氏交易的卡夫部分犯了一个错误。查理？

芒格：好吧，这不是一个悲剧，在两笔交易中，一个买得不错，另一个买到不那么好。这种情况时有发生。

巴菲特：降本增效，你知道，当你为了用相同的人数做更多的业务将一些业务重组，总是会犯错误。而且我们喜欢购买那些一开始就极具效率的企业。但是卡夫亨氏目前的管理和运营，已经整体上有所改善。但是，就卡夫的交易而言，我们付出了非常高的代价。就亨氏的交易而言，我们支付了一个合理的价格。Jonathan？

11，伯克希尔的家具零售业务面临线上竞争

Jonathan Brandt：像 Wayfair 这样的互联网家具零售商，似乎愿意忍受目前的巨大损失来获取客户，希望将他们转变为忠实的在线购物者。我一直在想，这种颠覆性的竞争可能会对我们来自内布拉斯加家具市场等家居用

品零售业务的收益产生什么影响。如果我们不得不过渡到更多的在线模式，我们是否不得不在销售额没有增长的情况下，花更多的钱来留住购物者？第一季度家居用品收益的急剧下降表明，也许竞争加剧会带来一些扩大的影响。你认为 Wayfair 的客户第一、利润第二的模式是不可持续的吗？或者你认为我们的家具业务收益很可能会长期低于过去的水平？

巴菲特：家具市场的竞争在这方面还没有定论，那些规模增长非常快但仍亏损的业务，随着时间的推移，它们将如何做。诚然，在目前的市场上，部分原因是过去的一些成功案例，如最引人注目的亚马逊，只要销售额在增加，投资者就愿意接受损失，并期望未来会有更好的日子。在家具业务中，我们的网上销售比例相当大。这可能会让你吃惊。我们在奥马哈的比例是最高的，我不会给你确切的数字，但销售额很大，其中很大一部分是人们来店里取货，这样他们会从我们网上订购一些东西，但他们似乎一点也不介意来店里取货，他们也不必这样做，但他们要在店里取货。所以，你了解到顾客喜欢什么，就像人们在快餐中学到的一样，人们穿过汽车餐厅买很多食物，他们不想停车进入这个地方。我们通过观察学习了解到顾客的消费行为。

但我们的家具业务确实做到了，周二我们在内布拉斯加家具市场做了 920 万美元赚钱的交易。我认为该公司的实收资本为 2500 美元。我认为自收购以来没有投入任何资本。因此，到目前为止他的模式(线上销售线下取货)是有效的。有趣的是，第一季度我们的四个家具业务都表现疲软。但考虑到我们自 2008-2009 年以来的经济复苏，比如房屋建筑行业大大低于预期。我的意思是，如果你看一下独栋住宅的建设，人们的居住模式已经更多地转向公寓租赁。我认为它已经从 69.5% 下降到 63%。现在反弹了一点。但人们只是没有像我猜想的那样迅速地建造或搬入独栋房屋，根据 2008-2009 年之前的数字，并考虑到我们的复苏，并考虑到资本成本是如此便宜。这对我们的家具店有一些影响。但我认为我们有一个非常好的家具业务，不仅有内布拉斯加家具市场，而且在其他家具业务。而我们将看到这些模式是否长期有效。但我认为，他们有一个合理的成长机会。我们了解到，有些东西人们过去总是去商场或零售店购买，现在他们会在网上进行，而有些东西在网上销售就不那么好使了。查理？

芒格：我认为我们会比大多数家具零售商做得更好。

巴菲特：整体来说我认为这是肯定的。我们的家具业务经验的不错。但我们不想成为网上业务的展厅，人们来这里看一看，然后在其他地方订购。因此，我们必须要有合理的价格。在家具市场，我们很擅长这一点。

12, 养老基金应避免另类投资(alternative investments,除股票债券外的投资)

股东：沃伦查理，Brent Muio 来自加拿大 Winnipeg。首先，感谢你在教育方面投入这么多时间和精力。因为你的努力，我成为一个更好的投资者。但更重要的是，我是一个更好的合作伙伴、朋友、儿子、兄弟，并即将成为一个父亲。没有什么比这些关系更重要了。而且我的生活变得更美好，因为你愿意把你的经验和智慧传授给我。我进入金融业的道路是非常规的。我做了 12 年的工程师，而在两年前，我开始了金融职业生涯，为 Winnipeg 市的公务员养老金委员会工作，这是一个价值 70 亿美元的公共养老基金。

我从事另类投资，包括基础设施、私募股权和私人信贷。我每天上班时都知道，我在那里是为了让辛勤工作的当前和未来的基金受益人受益。像大多数资产类别一样，另类投资的购买倍数已经大幅增加(purchase multiples, exit multiples, 投行术语，EV/EBITDA)。这些资产中更多的是用借来的资金。而这种债务的条款和契约对债权投资人的保护基本上是不存在的。考虑到这一点，以及非流动性封闭式基金的限制，请给我谈谈你对私募股权、另类投资与公共养老基金的相关性，以及你对长期回报预期的看法。

巴菲特：是的，如果你在普通股上进行杠杆投资，并且你想出了一个办法，能保持杠杆的持久性，当市场出现任何下跌，你显然会保持非凡的回报。在我的投资生涯中，如果一个指数基金可以做到 11%，那么，想象一下，如果你可以将它杠杆化 50%，不管当时的回报率是多少，你都会做得好。因此，对企业的杠杆投资在很大程度上会战胜对好企业的无杠杆投资。但正如你所指出的，保护债务人的契约在企业中确实恶化了。当然，你一直处于一个高级商业市场，并且你有一个低利率的时期。所以，这是个非常好的时机。

我的个人观点是，如果你拿无杠杆普通股的投资回报来衡量，我认为今天购买和推销的股票不会有很好的回报。但如果你能借到钱，如果你能买到收益率为 7-8% 的资产，你能以 4-5% 的利率借到足够的钱，而且你没有任何契约要履行，你会遭遇一些破产的情况，但在许多情况下，你也会有更好的回报。

但这根本不是我们感兴趣的东西。我们不打算提高伯克希尔的杠杆率。如果我们给伯克希尔加杠杆，显然，这些年来我们就会赚到更多的钱。但是，查理和我可能都见过许多高智商的人(真正特别高智商的人)被杠杆摧毁。我们看到长期资本管理公司(Long-Term Capital)，在那里有些人可以在睡梦中做我们做不了的数学题，至少我做不到。他们白天全职工作，这些绝顶聪明的人用他们自己的钱去投资，他们对正在做的事拥有多年的经验。而你知道，这一切在 1998 年变成了南瓜和老鼠。事实上这几百人成为全国的头条，然后我们看到他们中的一些人，在这种情况发生在他们身上一次后，仍然继续做同样的事情。

因此，我不会对所谓的另类投资感到兴奋。你可以得到各种不同的数字。但这里可能至少有一万亿美元杠杆资金可用于并购企业。如果你认为他们要利用杠杆，二借一，你可能将有 3 万亿美元的购买力可以用来试图收购企业。美国市场规模现在可能超过了 30 万亿，但有各种企业是不出售的。因此，与 10 年或 20 年前相比，私募股权和杠杆并购的收购市场供需形势发生了巨大的变化。

我相信这不会发生在你在 Winnipeg 的业务中，但我们已经看到了一些来自私募股权基金的收购提案，它们的回报率的计算方式，实际上我认为并不是诚实的。所以，如果我在经营一个养老基金，我会非常小心地对待所投资的资产。**如果你在华尔街有一个选择，是成为一位伟大的分析师还是伟大的销售员，那么销售员是你最好的选择。**如果你能在一个基金中筹集到 100 亿美元，你得到 1.5% 的管理费，并将人们锁定十年，你和你的孩子和你的孙子将永远不必任何事就衣食无忧，但如果你是世界上最愚蠢的投资者.....查理？

芒格：我认为我们正在做的事情会比他做的事情更安全。但我祝他一切顺利。

巴菲特：是的，Brent，实际上，你听起来像一个我希望为公共养老基金工作的人。因为坦率地说，大多数机构基金业绩不好。在奥马哈我们有这样一个可怕的故事，我们奥马哈公立学校的退休基金发生了什么。他们一开始做得很好，直到基金经理转向不同的投资方向。而退休基金的受托人是完全正派的人，基金经理在这一点上也做得很好，但聪明反被聪明误。

芒格：是的，但在 Winnipeg 的人比这里的更聪明。这里的情况很糟糕。(笑声)

巴菲特：好吧。这是一场不公平的交易。通常情况下，当一群公职人员听从那些真正只想通过筹集资金获得报酬的人的意见后，所有的一切都成了他们的猎物。但是，如果你管理一只基金，你甚至得到 10 亿资金的 1% 管理费，你每年会有 1000 万美元的收入。**而如果你把钱锁定了很久，那完全就是一边倒的交易。**你知道，我曾经讲过这样一个故事：有一次我问那个人，"你到底怎么能要求 2%+20% 的收费，而你真的没有任何证据表明你会比指数基金做得更好？"他说，"嗯，那是因为我不能得到 3%+30%"。(笑声)

芒格：我不喜欢很多养老基金投资的地方是，我认为，**他们喜欢是因为他们不必在恐慌中卖出。我认为这是一个愚蠢的理由来投资。因为他们将在出价方面得到非常随意的待遇。**

巴菲特：是的。当你选择另类投资，比如投资私募股权基金，除非你为投入的资金支付费用，否则他们不会接受这笔钱。另外，你真的必须任何时候都能从投资中拿回这笔钱来。如果你选择长期投资国债，这会让回报

看起来更好，而你必须持有国债，因为有人随时会打电话跟你要钱。他们按收取费用的角度计算回报率，他们不按所谓的内部回报率的角度计算。**所以另类投资并不像看起来那么好。**我真的认为，当你有一个团队管理国家养老基金，要避免另类投资。

芒格：沃伦，**他们所做的只是为了赚钱而撒了点小谎。**（笑声）

巴菲特：是的。好吧，这就是总结。Becky？

13，购买亚马逊的投资经理依然是价值投资者

Becky Quick：这个问题是来自印第安纳波利斯的 Ken Skarbeck。他说：在充分了解沃伦对亚马逊的投资没有继续投入后，而且相对于伯克希尔来说，这可能只是一丁点股份，但这项投资仍然让我措手不及。我想知道，我是否应该开始对伯克希尔进行不同的思考，比如展望未来 20 年，我们是否会看到伯克希尔的投资理念，从当前管理层 70 年来所践行的价值投资原则转变？亚马逊是一家伟大的公司。然而，在过去十年牛市里，其令人振奋的股价，似乎与在别人贪婪时恐惧的原则相冲突。考虑到这一点和其他最近的投资，如 StoneCo 公司，我们是否应该准备改变建立伯克希尔的价格与价值的决策？

(StoneCo LTD. (STNE, www.stone.co) 2014 年开曼群岛注册成立，巴西版支付宝，是一家巴西金融科技解决方案供应商，使商家和集成合作伙伴能够在巴西的门店内通过在线和移动渠道中无缝地进行电商业务。他们开发了一种以客户为中心，旨在使客户满意而不是简单地为他们提供解决方案或服务。为实现这一目标，他们创建了一种名为 Stone Business Model 的专有的交易模式，使他们能够控制客户体验并确保他们的人员或技术能够提供互动。该公司提供基于云技术的端到端平台，以此支持线下、线上、移动端的多品种复合模式电子交易。公司目前致力于扩大巴西地区客户服务。该公司推出多款产品，目前拥有的关键产品如下：Collact 是一个多方客户参与的忠诚度拟合平台。该平台通过提供个性化忠诚度和营销计划以及对消费者行为意向的洞察分析，来帮助中小企业有效扩展客户群。LinkedGourmet 是基于云的企业资源规划系统。该系统通过综合业务管理工具助力中小企业简化管理流程。这些工具包括了移动服务员应用程序、库存管理、结账管理、支付整合和一系列交付管理集成系统。Equals Raio-X 是应收账款解决方案软件。此软件将复杂的协调付款交易过程进行简易化梳理，战略性管理现金流。这个强大的工具使得实体中小企业以及大型在线企业客户可以调节并监控所有来自支付解决方案提供商的交易数据。2019 年公司将要开发新的软件 VHSYS 和 Tablet Cloud。VHSYS 是一个全渠道、基于云和 API 驱动的销售点和企业资源策划引擎，用以满足广泛的客户服务和零售商需要。Tablet Cloud 是一个白色 POS 机和简单企业资源整合的应用，专注于需求更简单的中小型企业。这两个新系统预计将带来 1.8 万的增量企业客户。伯克希尔 2015 年开始买入，2018 年投入近 3 亿美元买入 1800 万股，疫情期间减持，2022 年持有 1400 万股市值 1 亿。2019 年伯克希尔 10 亿买入亚马逊 50 万股，2022 年末市值 9 亿美元。)

巴菲特：是的。有趣的是出现了“价值投资”这个词。因为我可以向你保证，两位经理中的一位在上一季度买了一些亚马逊的股票，这将在一周或十天内披露，他们都是价值投资者。**正如查理所说，所有投资都是价值投资。**

它并不是认为价值与账面价值或低市盈率或任何东西有某种联系。我的意思是，你现在投出一些钱，以后会得到更多。你要计算得到这些钱的概率，以及何时得到这些钱，期间的利率会是多少。所有的计算都是一样的，无论

你是以 70%的账面价值(0.7PB)购买某个银行，还是以报告收益的某个非常高的倍数(高 PE)购买亚马逊。

在亚马逊上做出决定的人绝对是价值投资者，就像我多年前四处寻找所有这些低于净营运资本的股票一样。所以，这一点并没有改变。他们两个人中的一个对亚马逊进行了投资，他们正在研究数百种证券。他们可以比我看更多，因为他们管理的资金更少。而且他们可能的能力圈更大。但他们正在寻找那些他们认为自己了解且从现在到审判日将产出现金的这些业务。

而事实并非如此，当前的销售情况可能与未来有所不同，利润率有所不同，有形资产、超额现金、过多的债务，所有这些东西都会影响到他们是否应该购买 A 与 B 与 C 的计算。而且他们绝对是在遵循价值原则。他们不一定同意彼此的观点，也不一定同意我的观点。但他们非常聪明。他们一心一意为伯克希尔。更重要的是他们都是非常好的人。所以，我不会猜疑他们做的任何事情。查理从不猜疑我，60 年来他从未在投资上猜疑过我。

当你购买亚马逊和其他股票比如银行，从统计学上看，对照账面价值或盈利或类似的东西，考量的因素是相同的。归根结底，这一切都可以追溯到公元前 600 年的伊索，他说，一鸟在手胜过两鸟在林。当我们购买亚马逊时，购买它的家伙试图弄清楚灌木丛中是否有 3-4-5 只鸟，它们出现在灌木丛中需要多长时间，有多大把握在灌木丛中会出现，谁可能会来试图把灌木丛抢走等等。我们也做同样的事情。

事实上，尽管你在商学院学到了很多方程式，但它的基本方程式就是伊索的方程式。你在投资方面的成功取决于你能在多大程度上弄清楚，那片灌木有鸟的确定性，它要多久才会出现，以及最坏的情况是什么，那里没用两只鸟取而代之的是一只，有四只、五只、十只或二十只的可能性有多少等等。这个方程式将指导着我的投资。也将指导我在伯克希尔投资管理方面的继任者。我认为他们正确的次数会多于错误的次数。查理？

芒格：嗯，沃伦和我比一些人要老一点，而且——

巴菲特：几乎所有人都是如此。(笑声)

芒格：而且我们可能不是全世界最灵活的。当然，如果像互联网极速发展这样极端的事情发生了，而你沒有抓住它，其他人为什么要对你吹毛求疵。我并不介意没有及早发现亚马逊。贝佐斯有点像一个奇迹的创造者。这是非常奇特的。在这一点上我给自己放了假。但我觉得自己没有更好地识别出谷歌非常愚蠢。我想沃伦也有同样的感觉。我们完全搞砸了。

巴菲特：是的。他在说我们搞砸了。(笑声)我们确实对谷歌有一些洞见，因为我们在 GEICO 使用它们的广告

服务，我们看到了它产生的结果。我们看到，我们为每次广告点击支付 10 美元，或者不管它是什么，对他们来说，边际成本几乎是零。我们看到它的广告对 GEICO 非常有效。所以，我们本不该错过——

芒格：我们可以在自己的业务中看到谷歌广告的效果有多好，而我们只是坐在那里吮吸我们的拇指。(笑)所以我们很惭愧，我们正在努力赎罪，(笑)也许买苹果就是赎罪。(笑声)

巴菲特：当他说吮吸我们的拇指时，我只是很高兴他没有用其他的例子。(笑声)好的，Jay?

14，巴菲特伯克希尔公司的保险业务比你想象的更有价值

JayGelb：这个问题是关于伯克希尔的内在价值。沃伦，在你最近的年度信中，你讨论了估算伯克希尔内在价值的方法。然而，许多投资者认为伯克希尔价值的一个重要组成部分是其庞大而独特的保险业务，该业务很难估计。根据伯克希尔提供的信息，尤其是在没有披露 GAAP 账面价值的情况下，你能否说说你是如何对公司的保险业务进行估值的?

巴菲特：嗯，我们的保险业务为我们提供了一个浮存金，这是其他人的钱，我们暂时持有，但它的规模一直在增长，所以实际上，它的生命非常非常长。相比缩水它更有可能继续增长。因此，人们已经付给我们 1240 亿美元。这有点像有一个银行，只有一个储户，他存入 1240 亿美元，并承诺永远也不提取。

而且我们有一个非常好的保险业务。我们花了非常非常长的时间来经营它。事实上，我认为我们可能拥有世界上最好的财产保险业务，就我所知，在任何规模的时期它都是如此。因此，它值很多钱。我们认为它对我们来说更有价值，我们尤其认为它在伯克希尔内部的价值更高。我们对此有一个非常非常高的估值，但我不想给你一个确切的数字，因为我也不知道确切的数字。而且我过去给你的任何估值数字都会被证明是错误的，是偏低的。我们设法从用这些无成本的资金来赚钱，部分来自保险承保的收益，并从投资众获得了巨额的收益。它是伯克希尔不可分割的一部分。

保险有某种讽刺意味，是大多数人没有想到的。但是，如果你真的准备好了，而且你有一个多元化的财产保险业务，其中有很多是财产保险，如果你真的准备好了在未来一百年内出现的任何情况下支付索赔，你必须在业务中拥有如此多的资本，这不是一个很好的业务。而如果你真的考虑到最坏的情况，再保险是你从其他保险人那里购买的保险，作为一家保险公司，以保护你免受极端的损失，除此之外，那份再保险可能一点也不好。因此，即使你认为你正在减少部分风险，如果你真的采取最坏的例子，你很可能没有减少风险。而如果你保留了防范最

坏情况的例子所需的资本，你在该业务中将会使有太多资本，这是不值得的。伯克希尔确实是承保再保险业务的理想形式。因为我们拥有如此庞大的资产，在许多情况下，这些资产与自然灾害基本不相关。而且我们不需要从其他任何人那里购买再保险。而且我们可以以比大多数保险公司更有效的方式使用资金。

有意思的是，在过去的 30 年里，三家最大的再保险公司都在某个时候接近灭绝，或理论上接近灭绝。尽管它们现在都处于良好的状态，都处于一流的运营。我把劳合社算作一个公司尽管它不是，它是一群集合在某个地点的承保经纪人。但人们认为劳合社是一个巨大的再保险市场，在技术上它确实不是一个实体。我们没有发生任何真正意义上的特殊自然灾害。我们经历的最糟糕的一次灾难是 2005 年卡特里娜飓风，但我们没有遇到任何最坏的情况。所有这三家公司，如果你向他们展示可收回资产，每个都认为自己在资产方面非常优秀，实际上我们与这三家公司中有两家做了一些交易，以某种方式帮助他们。现在他们都处于良好状态。

但是这真的不是一个好生意，作为一家独立的保险公司，你必须有足够的资本来真正确保，你能在任何条件下支付随之出现的任何费用，。而伯克希尔可以做到这一点。而且它按照自己喜欢的方式使用这些钱。因此，这是一个非常有价值的资产。我不想给你一个具体数字，但我们不会出售它。我们当然不想以它的浮存金价值出售它。浮存金在资产负债表上被显示为一种负债。所以，这很不寻常。而且它花了很长时间才建造起来。对任何人来说，这将是非常非常困难的，它需要非常长的时间，我不认为他们可以建造出类似的东西。而且我们将继续开拓新的领域。如果你去隔壁房间，你会看到一个叫"THREE"的东西，这是我们面向中小型企业主的商业保险。而且还有一个线上平台。我们将做各种中期调整和诸如此类的事情，我们刚在 4 个州开始运营。但 10 年或 20 年后，这将是伯克希尔的一项重要资产，就像 GEICO 从 20 亿的保费增长到 300 多亿，只是依靠 TonyNicely 的运营。我在年报中说，TonyNicely 花了很长时间才完成。这需要很长的时间，需要一些伟大的人，他有 3.9 万人，现在可能更多，因为他今年正在增长，他与他的同事在 GEICO 为伯克希尔创造了 500 多亿美元的价值。(掌声)

芒格：沃伦，世界上有谁拥有一家大型的财产意外险业务，你会用我们的业务来交换他们的业务？

巴菲特：没有。

芒格：这和你所期望的差不多。这是一个看似很容易的生意，只需吸收现金保持账目并支付索赔。这里面有很多愚蠢的东西。如果你承保不能超过平均赔付水平你最终会赔钱。对大多数人来说，这是个平庸的生意。在伯克希尔之所以好，只是因为我们在承保方面做得更好。如果我们不能保持，对我们来说也不安全。

巴菲特：Ajit Jain 也做了类似的事情。他在保险业务中以各种方式做到了这一点。有人必须给我超过 500 亿美元才能抵得上他为伯克希尔所做的一切。他在 1985 年中的一个周六走进我的办公室。他以前从未从事过保险业务。我认为当时在保险界没有人希望他走进他们的办公室，而不是我们的办公室。这真的很不寻常。我们在 MedPro 有 Tim Kenesey。我们在 U.S. Liability 公司有 Tom Nerney。几年前我们买下了 GUARD 保险，那是一个了不起的公司。它位于宾夕法尼亚州的 Wilkes-Barre。谁会想到在这里会找到一个伟大的保险业务？我们有一个非常伟大的保险业务就在奥马哈，离这里大约两英里。它在 1967 年被我们买下。它改变了伯克希尔。我们以它为基础建立了伯克希尔。我们真的有一个伟大的保险业务。我不会给你一个数字，但它可能比你头脑中的任何数字都要大，它在伯克希尔内部的价值比它作为一个独立运作的价值要高。有人可以说，“嗯，这颗小宝石，如果分拆出去，会以更高的倍数出售”。作为一个伯克希尔整体的一部分，它的效果要好得多。

我们在很多很多年前就有两个小小的保险业务，他们都破产了，因为承保很糟糕，但我们支付了所有的索赔。我们并没有甩手走开。我们支付了每一分钱的索赔。而且没有人担心与伯克希尔做任何形式的金融交易。比如今天早上 9 点我接到一个电话，我们在第二天将达成了一项协议，承诺伯克希尔将支付 100 亿美元，不管有什么困难，都不会因重大不利变化或类似的事情而取消交易。人们知道我们将在那里支付 100 亿美元。他们知道，在保险业，当我们开出的保单可能会在历史上最严重的灾难期间赔付，或者可能在 50 年后支付，他们知道伯克希尔将会支付。这就是为什么我们有 1240 亿美元的浮存金。好的，第 5 区。

15，不要过分追求延迟满足

股东：嗨，沃伦，查理。Neel Noronha 来自旧金山，我今年 13 岁。我觉得在我们的客厅里我经常看到你。我爸爸经常播放你们股东大会的视频。而且他教我你们讲的很多道理。但其中许多需要延迟满足的技能。(笑声) 我想知道，有什么方法可以让孩子们培养延迟满足的技能吗？(掌声)

芒格：让我来回答，沃伦。因为我是一个延迟满足的专家，我花了很多时间来延迟满足。(笑声)

我的答案是，他们从子宫里出来时就带有延迟满足的秉性，或者他们从子宫里出来时必须马上拥有一切。而我从来没能成功改变任何人。所以，我们只是识别它，我们无法训练它。

巴菲特：查理已经有八个孩子，所以他越来越相信天生与后天培养的不同。(笑声)

芒格：你可能会在外面看到一些 95 岁左右穿着老旧的衣服的漂亮老太太，她可能持有 4000 股伯克希尔 A 股，但她一生践行延迟满足直到生命的终点。所有的珠宝正是这些人的二代三代购买的。(笑声)

巴菲特：这很有趣。如果你想一想，我们将把这个问题带到一个更广泛的角度。假设你买了利率 3% 的 30 年期的政府债券，你收到的 3% 利息将支付一部分个税，并且美联储会说他们的目标是维持 2% 的通货膨胀，如果你拥有一个长期政府债券，你将会看到真正的延迟满足，你知道，30 年后你可以去迪斯尼乐园，乘坐与现在相同次数的游乐设施。然而对于固定收益投资的人来说，低利率意味着，你现在买汉堡包的钱，以后就真的买不到牛排了，这是我多年前经常对我的妻子和孩子以及其他愿意听的人说的。(笑)

所以我认为，对于所有家庭来说，在任何情况下存钱，不一定是生活中最正确的选择。我的意思是，如果你真的告诉你的孩子，我们永远不去看电影，我们永远不去迪斯尼乐园或类似的东西，因为如果我把钱存起来，现在只能玩两天的钱，30 年后我们将能玩一个周。我想说，**不应该吝啬的攒下每一分钱，甚至让你和你的家人放弃享受快乐。所以，延迟满足并不是在所有情况下都是绝对正确的选择。**我一直认为，我每赚一美元就要花掉其中两三美分，然后把其余的都存起来。(笑声)

我一直什么都不缺，拥有我想要的一切。但有一个道理你应该明白，如果你拥有 5 万美元或 10 万美元都不开心，那么等你有 5 千万或 1 亿美元，你也不会开心。一定数量的金钱确实会提升你和你周围的人的幸福感，在某些情况下也更有保障。我认识很多有钱人，但我不认为他们会因为变得超级富有而更快乐。我认为当他们不必为钱担心的时候，他们会更快乐。超过一定金额，你不会看到幸福和金钱有什么相关性。所以，不要过分追求延迟满足。(掌声) Andrew?

16, 伯克希尔继任者格外优秀

Andrew Ross Sorkin：这个问题来自一位 20 多年的股东，他要求匿名，他希望我先说：沃伦和查理，我想在问题之前说，它来自一个对你们俩充满爱的地方，以及你们为我们绘制的伯克希尔美丽画卷。现在，请向我们介绍一下继任计划。当你考虑继任问题时，你是否考虑在未来的年会上，让 Greg Abel 和 Ajit Jain 和你一起上台，并允许我们向他们以及 Ted 和 Todd 提问，以便我们能更好地了解他们的想法？

巴菲特：这可能是一个非常好的主意。而且我们已经谈论过了。(鼓掌) Greg 和 Ajit 就在这里。如果有人想向他们提出任何问题，可以很容易地把他们叫过来。因此，我们考虑让我们四个人在这里。而这种形式根本就不是

固定的。我可以告诉你，事实是查理和我都害怕看起来很糟糕。因为这些家伙都比我们强。(笑声)

你不可能有两个比 Greg 和 Ajit 更好的运营经理。他们所取得的成就真是太棒了。他们更了解企业。到目前为止，他们更努力工作。我们绝对会邀请你们在年会上直接向他们提问。这种年会形式不会永远存在。如果能让他们上台更好，我们会很高兴地去做。Ted Weschler 和 Todd Combs 基本上不打算回答投资相关的问题。我们把投资决策视为伯克希尔专有的，我们不是一个投资咨询机构。因此，他们谈论自己拥有的证券，这与伯克希尔的利益背道而驰。查理或我这样做也违背了伯克希尔的利益。我们没有每天公布我们正在买卖什么会做的更好。我的意思是，如果有人在苹果公司研究一个新产品，或者有人在研究一种新药，或者他们在组装厂房设备或类似的东西，他们不会出去告诉世界上所有人他们每天在做什么。而我们正试图在投资方面产生好主意。我们不想告诉世界我们每天在做什么，除非是在法律要求我们这么做。但让他们上台是一个好主意。查理？

芒格：好吧，我们在这些问题上遇到困难的原因之一是，伯克希尔是如此的奇特，没有一种东西像它。

我们有一种不同的非官僚主义的决策方式。总部没有任何人员。我们没有无休止的委员会永远审议和做出错误的决策。我们是完全不同的。如此与众不同的感觉很尴尬。但我不想和其他人一样，因为这样做的效果更好。所以，我认为你将不得不忍受我们。(掌声)

巴菲特：我们确实认为这是伯克希尔一笔巨大的资产，它可能只是偶尔出现，而且在很大程度上取决于我们周围的世界发生什么。但我认为，这几乎是世界上唯一——一个地方，有人可以在周六早上打电话，在周日早上见面，并有一个 100 亿美元的承诺。世界上没有人怀疑这一承诺是否会得到兑现。而且，这并不会受制于正在做这件事的公司的任何形式的违约行为。除了伯克希尔的承诺之外，它不会受到任何牵连。这是一项资产，对伯克希尔来说时不时就会价值连城。我真的不认为它会受到竞争。

因此，特别是在促进行使这种能力方面，Ted 和 Todd 已经被证明是一个额外的渠道。我的意思是，此类事情通过他们进入伯克希尔，由于这样或那样的原因，我可能不会听到其他的事情。因此，他们已经扩大了我们的能力圈范围。在我们最近几年的市场中，这种能力并不重要。我可以看到在某些时期，它们将会有很大的价值。就拿刚才来自 Winnipeg 的那位朋友提出的关于脆弱契约和债券的问题来说。我的意思是，我们可能会出现这样的情况，谁知道是什么时候，谁知道在哪里.....但我们可能会遇见垃圾债券市场出现大规模违约的情况。我们已经有过几次这样的情况。我们从中赚了相当多的钱。但是，如果出现这样或那样类型的时期，Ted 和 Todd 会大大提高

我们的效率。他们对伯克希尔是非常、非常、非常有用的。周五，美国银行 CEO-Brian Moynihan 打来电话，他做了一项令人难以置信的工作。但是，与上次相比下次情况变得混乱时，我们有更好的机会接到更多的电话，并对它们进行适当的过滤等等。而这一点很重要。查理？

芒格：嗯，我确实认为这是真的，如果世界正坐着吊篮滑下地狱(经济恐慌)，你们这些人将在正确的公司里。我们有大量的现金，我们知道如何在恐慌中表现良好。如果世界没有变成地狱，现在的情况有那么糟糕吗？

顺便向各位报告一个消息，你们的副主席正在获得新的社会殊荣。在这次年会上，我被邀请去参加一个由比特币人举办的酒会。(笑声)而我一直试图弄清楚比特币的人在他们的酒会里做什么，我终于明白了。他们赞美颂扬叛徒犹大。(笑声)你的邀请函还能用吗？(笑声)

巴菲特：提起比特币，我想起 1952 年的蜜月旅行，我 19 岁的新娘和 21 岁的我在拉斯维加斯停留过，我的姨妈 Alice 把车借给我时说：“玩得开心点”。然后我们一路向西，在 Flamingo 停了下来，环顾四周，我看到许多衣着光鲜的人，那个年代他们穿得正式，有些人是从数千英里外赶来，那时还没有喷气飞机，所以交通没有那么好。他们来这里就是为了做一些他们每个人都知道在数学上是愚蠢的事情。我告诉 Susie，“我们要赚大钱了”。(笑声)我的意思是，想象一下人们把钱放在包含 0 位和 00 位的轮盘赌的某个数字上，他们知道概率，明知会输，照赌不误。我不得不说，比特币重新唤起了我当年的这种感觉。(笑)好的，Gregg？

17，如果监管放宽，伯克希尔可能会增加许多公司的持股超过 10%

Gregg Warren：沃伦和查理。虽然我理解伯克希尔需要每年削减其在富国银行和你们持有的任何其他银行的股份，以使伯克希尔的持股比例低于美联储对银行持股所要求的 10%的门槛，但鉴于该行业正在进行的股票回购活动。不过，我有点惊讶地看到你在可能的情况下定期减持所有持股，以消除所有权水平超过 10%所带来的监管要求，在我看来，这限制了伯克希尔或至少是沃伦，可以进行长期有意义投资的投资范围，因为沃伦管理着伯克希尔 2000 亿美元的股票投资组合中的很大一部分。你能否更详细地说明持有任何公司 10%以上的股票对伯克希尔的监管影响，以及你对美联储最近提出的允许像伯克希尔这样的投资者持有银行 25%的股份而不触发更多限制性规则和监管的建议有何看法？基本上，如果这个提案实现，你是否愿意放弃你所做的那个 10%的自我设定的门槛，并把钱花在你已经相当满意的股票上？

芒格：是的。这就是正确的答案。(笑)。

巴菲特：是的，这 10%的限制有几个原因。就银行而言有两个因素。第一个是美联储的要求，但许多人可能不知道这一点。如果你拥有一种证券超过 10%普通股，并且你在六个月内出售并获利，你就得把你的短线盈利交给公司，每一笔卖出价都要跟最低买入价一一对应。如果你卖掉然后在六个月内买下它，而且买入价低于你的卖出价，你也欠公司钱。我对此不是那么肯定，因为我已经很多年没有重读该规则了。过去有律师会检查我在 30-40 年前收到的美国 SEC 的月度报告，他们试图找到那些无意中违反该规则的人，为公司追回这些钱而获得报酬。因此，它严重限制了你想转变立场或改变主意的能力。

第二，我认为一旦你买入超过 10%，你必须在两三个工作日内报告每一笔购买。所以，你在向全世界公告，而世界往往会跟随我们，所以它有一个巨大的执行成本附加在上面。

尽管如此，这两点都是重要的缺点，而且都是人们一般不会想到的事情。例如，我们最近确实买了达美航空，那实际上是一个意外，但我一点也不介意我们这样做。如果美联储改变了做法，我们就不必消减到这个水平以下。我们不想成为一家银行控股公司。我们很多年前买入了富国银行，而且得到了富国银行的许可，但后来我们的许可过期了，我们在几年前又买了。我们花了一年左右的时间回答了一百万个关于富国银行的问题等等。因此，这是一种威慑。在未来，它的威慑力会降低，但它确实有这两个缺点。我们不像大多数买卖股票的人那么频繁短线交易，因此我们真的不会考虑太多。

芒格：但如果我们没有这些该死的规则，我们会兴高采烈地买更多东西，不是吗？

巴菲特：当然。好吧，任何时候我们买东西都是兴高采烈的。如果美联储改变其规则，你可能会看到我们在更多的股票上超过 10%。我们将有一些公司持股超过 10%，仅仅是因为他们正在回购他们的股票。富国银行就是这种情况，在过去一年左右，有一两家航空公司也是这种情况。因此，如果我们喜欢买入一家公司的 9.5%，我们会喜欢买入 15%，你可能会看到我们将来在这方面的表现有所不同。

芒格：好吧，还有一个尴尬的缺点，那就是我们钱太多了。(笑)

巴菲特：是的。而这确实是。跟随者抄作业问题可能也是一个真正的问题。好的，第 6 区。

18，资金管理人需要一个正确的态度

股东：你好，我是来自旧金山的 Jeff Malloy。这是我第一次参加股东大会。巴菲特先生和芒格先生，我今年 27 岁，渴望有一天能成为像你们两位一样伟大的理财经理。我正在考虑启动我自己的投资基金，但我也认识到我

还很年轻，有很多东西需要学习。我想问你们两位的问题是，你们怎么知道自己已经准备好管理别人的钱了？你们对处于我这种情况的人有什么一般性建议？谢谢你。

巴菲特：嗯，这是一个非常有趣的问题，因为我当年也曾面临过这个问题。之前我做过一段时间的股票经纪人，1956年5月，我从纽约回来，我的家人希望我在股票方面给他一些帮助，就像我在去纽约工作之前那样。我说，我不想再干经纪人了，我喜欢的是投资。经过研究我选择了合伙的形式。但如果我真的认为有任何机会我会赔钱，我就不会做这件事。我所担心的不是我将做的怎么样，而是合伙人将如何表现，因为我需要与我步调一致的人。因此，当我们在1956年5月与七个人坐下来吃饭时，他们都是亲戚朋友，其中一个大学的室友和他的母亲。我给他们看了合伙协议，我说，你不需要仔细读这个，我不可能在协议中搞什么猫腻，你不需要找律师来阅读它或任何类似的事情。但是我说，这里有些基本原则，我认为我能做到什么以及我希望如何被你们评判，如果同意这些原则，我愿意管理你的钱，因为你们不会在市场下跌时恐慌，也不会听信别人的言辞。因此，我们必须达成共识。如果我们达成共识，那么我就放心来管理你的钱。而如果我们没有达成共识，我也不想管理你的钱，因为当我认为更适合投资时刻，你可能会感到失望。"

所以，在管理别人的钱之前，一定要通过某些原则，将志同道合的人吸引过来。我认为你应该有自己的基本原则，告诉别人你的预期是什么，什么时候你应该得到玫瑰花，什么时候应该向你扔砖头。而你希望始终保持言行一致。这就是我们在合伙关系中没有一个机构的原因之一，因为机构意味着委员会，而委员会意味着麻烦。

芒格：你的姨妈特别信任你。

巴菲特：是的，还有岳父，他把在这个世界上所有的一切都给了我。我不介意替他管理所有积蓄，只要他能坚持和我在一起，只要他不被头条新闻和类似的事情吓坏。

非常重要的一点是，你不要接受那些对你期望过高而你无法满足的人。这意味着你要拒绝很多人。这意味着一开始你的规模可能非常小。还有，你要有一份经过审计的业绩记录。当你有了信心的时候，如果你的父母来找你，把他们所有的钱给你管，而你愿意为他们投资，我认为这是一种信心，你会说，"我可能不会得到最好的记录，但我将确保你在一段时间内取得一个体面的记录"。这时你就准备好了。

芒格：让我告诉你一个故事，一些经常来找我的年轻律师说："我怎样才能不从事法律工作，而成为一个亿万富翁？"(笑声)我说，好吧，这让我想起了一个关于莫扎特的故事。一个年轻人来找莫扎特说，"我想创作交响乐，

我想和你谈谈”。莫扎特说，“你多大了？”那个人说，“22 岁”。而莫扎特说，“你太年轻了，写不了交响乐。”而那个人说，“但是你在 10 岁的时候就在写交响乐了”。他说，“是的，但我没有到处跑去问别人应该怎么写”。（笑声）要成为一个伟大的投资者并不那么容易。当时我并不认为我们会成功。

巴菲特：我们祝你一切顺利。（笑声）事实上，我们真的是这样做的。因为你问了那样一个问题，在某种程度上表明你的态度是正确的。有请 Carol？

19，伯克希尔不必在美国 SEC 披露外国持股情况，但可能需要在当地披露

Carol Loomis：这个问题来自奥地利的 Franz Traumburger 和他的儿子 Leon，他们都是伯克希尔的股东。

有趣的是，据我所知在我们年会上，从来没有人问过这个问题。他们的问题是：巴菲特先生，我认为，伯克希尔向 SEC 提交的文件中，不必披露其持有的外国股票的信息，这是正确的。假设我们持有外国股票，能否请您告诉我们，我们最大的五个仓位是什么？

巴菲特：No，这家伙想要投资信息。我们真的不从事投资咨询业务。我们披露我们必须披露的信息，我们可以成立一个投资咨询公司，可能会赚很多钱，但我们没有这样做。而且我们也没有把属于我们股东的东西白白送出去。但他的说法我 99% 确定他是正确的，Marc Hamburg 可以纠正我，但**我们不必披露持仓的外国股票。而且，在某些重要的国家，我们必须披露我们的持股占流通股的比例的门槛比美国低。因此，在某种意义上，当我们买了慕尼黑再保险公司的股票，或买了乐购股票，或者某些股票，我们不得不在美国披露之前先行报告。**

但是，如果我们计划在某个地方购买一些土地，如果我们计划发展一项业务，我们绝不会不必要地提供伯克希尔专有的商业信息。除非有法律要求，否则我们不会提供。但他是正确的，我几乎可以肯定，我们不需要在美国 SEC 的文件中披露我们持仓的外国股票。而他必须在奥地利找到自己的持股。但我认为这个莫扎特的故事可能鼓励了奥地利的那个特殊问题，我们要在奥地利拥有什么股票。好的，查理，你对此有什么评论吗？

芒格：No。（笑声）

20，预计精密铸件公司(PCC)的盈利将显著改善

Jonathan Brandt：精密铸件公司的税前利润率，虽然相对于整个美国工业来说非常不错，但仍然比收购前几年的水平低了近 10%。而且我猜测它们比确定收购价格时预期的还要低。年报暗示，非计划停工、新飞机型号的学习曲线、以及石油和天然气产能向航空航天转移，可能都暂时压低了利润率。但目前还不清楚这个部门合理

的、长期的利润率预期是什么。现在，我知道你不会想发布一个具体的利润率目标或预测，但我确实有一个问题，我希望能回答。自 2015 年以来，盈利的下降趋势主要是由于这些过渡性项目，还是行业的竞争结构和 PCC 与其客户的关系发生了变化，以至于目前的利润率水平不太可能大幅提高的？

巴菲特：是的。你的前面的叙述非常正确。它们确实低于我们几年前的预测。而我的预期去年就告诉你了，他们已经有所改善。我的预期是，**基于我们所拥有的合同，以及飞机制造业在最初几年，随着学习曲线和产量曲线利润往往进一步下降，在短期内倾向于下降。我的期望是，PCC 公司的收益将有相当大的改善。**

我想我去年也许向你提到过，在这些收益中，每年有大约 4 亿美元的购买摊销，在我看来，这些是经济收益。但即使包括每年的 4 亿，如果他们是独立的，他们会报告，而我们不报告，因为我们购买了他们，有一个购买摊销费用。即使没有这个，他们也大大低于我在一两年内预期的合理幅度。这是我目前的预期。查理？

芒格：不，我没有什么补充。

巴菲特：当明年你向我提出这个问题时，我想我会给你一个不同的答案。好的，第 7 区。

21，年龄越大越能理解人类行为

股东：早上好，巴菲特先生，芒格先生。我的名字是 JC。我今年 11 岁，来自中国。这是我第二年参加股东大会。芒格先生，很高兴在 2 月份的 Daily Journal 会议之后再次见到你。巴菲特先生，你提到，年龄越大，你对人性的理解就越深刻。你能否更详细地讲讲你所学到的知识，以及人性的差异如何帮助你做出更好的投资？我还想请芒格先生对此发表意见，非常感谢。(掌声)

巴菲特：你应该先听听查理的回答，因为他更老。(笑声)对于变老的理解他甚至比我更有发言权。毫无疑问，不管你用什么标准衡量，我都已进入迟暮之年。你知道，如果我现在去参加 SAT 考试，你可以把它与我在 20 多岁时的分数进行比较，我想这将会很尴尬。(笑声)而查理和我可以给你很多例子，还有一些关于随着年龄增长而衰退的事情我们不会告诉你。

但我想说的是，随着年龄的增长，你能够也应该更好地理解人类的行为，这是绝对正确的。随着年龄增长，你对人类行为会有更多的经验。**查理和我阅读了我们感兴趣的每一个领域的所有书籍，在我们非常年轻的时候，我们从研究其他人的生活中学到了很多东西。但我认为，无论你的智商多高，无论老师是谁，你无法仅仅通过阅读书籍就成为人类行为的专家。没有捷径，有时你必须通过亲身经历，才能对人类行为有更深刻的理解。**

实际上，尽管我各方面都衰退了，我做心算的速度不如以前那么快，我阅读的速度也不如以前，但我确实认为，我对人类行为的了解比我 25 岁或 30 岁时要深刻得多。

芒格：你想要一个口头禅吗？它来自一位刚刚去世的华人李光耀，他可能是世界历史上最伟大的国家建设者。而他一生都在反复说着一件事：**弄清楚什么是行之有效的，然后去做(Figure out what works, and do it)**。如果你只是带着你自己国家的这个简单的哲学去生活，你会发现它非常有效。

巴菲特：**而弄清什么是有效的，就意味着弄清其他人的行为**。查理和我已经以许多意想不到的方式看到了人类行为的极端性。

芒格：现在我们每天晚上都能看到，人类行为的极端性，你所要做的就是打开电视。

巴菲特：是的，我很高兴他没用到太出格的例子。(笑声)好的，有请 Becky。

(《李光耀，论中国与世界》：我不让哲学或理论牵着鼻子走。我只追求把事情做成，只想找出成功的解决办法，至于背后的理论是什么，让别人总结去吧。我自己不搞理论。我只是问：怎么才能解决问题。……柏拉图、亚里士多德、苏格拉底，我不是被他们的理论牵着鼻子走，我只想知道怎么办行得通。……在面对一系列问题或难以解决的困境时，如果我的方法行不通，我会想自己还有什么其他办法，并从中选择成功概率最高的方法，就算这个方法失败了，还有其他路可走，永远不会进入死胡同。)

22, AjitJain 对非常规保险的定价是个人天赋

Becky Quick：沃伦，你在回答先前问题时提到，AjitJain 和 GregAbel 都将在这里回答问题，所以我想问这个来自西雅图 Will 的问题。他的问题是问 AjitJain 和巴菲特的。他说，你曾说过，你们经常就非常规的保险合同进行沟通，这些合同使承保那些发生概率极低但代价高昂的灾难性事件。我很好奇，你是如何思考这些非常规保险合同并安全定价的。你在脑海中进行了哪些分析和心理检查，以确保伯克希尔能够在不过度暴露于灾难性风险的情况下实现盈利的？此外，你是否希望未来的 CEO 继续与首席承保商进行类似的紧密合作？

巴菲特：我们将把话筒交给 Ajit，他就在那里。

AjitJain：嗨，没有足够数据的情况下，显然这些巨灾保单更像是一门艺术，而不是一门科学。我们从尽可能多的科学论据出发，研究与特定风险相关的历史数据，或与我们正在研究的风险接近的数据。然后除此之外，如果我们没有足够的历史数据可以研究，那么显然，我们必须做出判断，发生这种巨灾风险的概率是多少？在这样的情况下，我们绝对会确保限制我们的暴露的风险上限。因此，如果有灾难发生或我们做错了什么，我们绝对知道我们会损失多少钱，以及我们是否能吸收这一损失，而不会对损益表或资产负债表造成太大的伤害。

就艺术方面而言，这是一个困难的局面。很多情况下，根本无法得出一个结论，最终我们会放弃它。但时不

时地，我们认为我们可以根据主观判断的概率，给出一个有显著安全边际的价格。因此，我们觉得这个风险值得承担。最后，最严格的检验是，我拿起电话打给沃伦，"沃伦，这有笔交易。你觉得价格怎么样？"(笑声)

好的。该你了，沃伦。(掌声)

芒格：这并不容易，你不希望任何人为你做这件事。

巴菲特：嗯。事实上，我唯一想到能为我们做这个工作的就是 Ajit。原因很简单，没有人能像他一样。正如 Ajit 所说，我们总是会考虑最坏的情况，如果我们喜欢这个概率，我们愿意承担风险。就像你说的，根本没有办法查到这些数据，但我们可以告诉你，在过去的一百年里，阿拉斯加或加州等地发生了多少次 6.0 或更大的地震，有很多东西你可以查到数字。有时这些数字是有用的，有时没用。但有很多事件你可以得到很多数据。

在 911 事件之后，这将是即将发生的其他几起恐袭中的第一起吗？我记得国泰航空的飞机下周一开始不能在香港降落，除非他们投保了巨额责任险。这个世界必须继续下去。持有西尔斯大厦抵押贷款的人突然想要买保险，他们只是蜂拥而至，一周前还没有担心的人，现在担心的是涉及巨额保费的灾难。我认为这实际上是一个恐慌。事实上，世界上真的只有几家保险公司愿意接待，并且有能力接受我们提出的很多交易。而且没有任何数据可查。所以，你有一个很大的主观判断因素。Ajit 在这方面比我强 100 倍，但我们在这种事情上，确实想法一致。你不想有太多相似的想法，但我们想法是一样的。

我愿意冒着失去很多钱的风险去承保。几乎每家保险公司都达到了承保的更高限额，他们已经有太多保单，他们只能承保这么多。因此，在供应上世界陷入了瘫痪。显然现在我们没有达到上限，但我们偶尔会收到有关世界上无人能承保的风险的询问。这有点像我们的投资情况，只是转到了保险上。我们不会为了投资去承接业务，但当时机到来时我们做好了准备。

而 Ajit 是世界上其他保险公司所没有的资产。我们和他一起工作。实际上，我们非常喜欢和对方讨论这些风险，因为他会让我思考价格应该是多少。我们不会提前告诉对方。然后我会说出它的名字，然后他就会说，"你是不是疯了，沃伦？"(笑)然后他会给我指出一些我所忽略的东西。这很有趣，而且让我们赚了很多钱。而伯克希尔股东是异常幸运的。你花多少钱都请不到像 Ajit 这样的人。我的意思是，你一生中只能得到一次。查理？

芒格：我不认为我们对他的帮助不大。这真的很困难。

巴菲特：偶尔会有那么一段时期，就像金融市场一样，当保险界发生地震时，伯克希尔将几乎是唯一——一个人

们求助的对象。

芒格：但在过去，Ajit 会与你交谈，他通过做出这些奇怪的决定，已经为伯克希尔的资产负债表增加了 500 多亿美元。

巴菲特：如果他没有和我谈，可能是 499 亿，你知道吗？(笑)但是你不试图自己去尝试这个。

芒格：是的，这并不意味着它很容易。我们没有隐瞒任何事情，它确实很难教会别人。

巴菲特：不容易，这基本是教不会的东西。这不是伯克希尔有什么秘密配方。基本这是 Ajit 具有的一个异寻常的天赋。(鼓掌)好的，Jay？

24，尽管卡夫亨氏价格太高，但伯克希尔可能再次与 3G 合作

JAYGELB：这个问题是关于伯克希尔与 3G 资本的关系。卡夫亨氏最近的挑战让人怀疑伯克希尔与 3G 的合作关系是否已经成为伯克希尔的一个弱点。沃伦，你对此有什么看法？伯克希尔是否愿意再次与 3G 合作，进行重大收购？

巴菲特：是的，他们是我们的合作伙伴，我们加入了他们。我们有个一页纸的协议，实际上我甚至没有重读过。我的意思是，Jorge Paulo 是我的一个好朋友。我认为他是一个了不起的人。我很高兴我们是合作伙伴。

可以想象的是，会有一些事情发生。他们比我们更喜欢杠杆，他们可能更喜欢收购，在某些情形下，他们会是我们更好的经营者。他们进入那些需要改进的公司，而且他们已经改进了那里的情况。

但我认为我们确实低估了零售商，不是消费者会做什么，而是零售商会做什么。在喜诗糖果，我们直接销售给消费者，但在卡夫亨氏，他们是通过中间商。而那些中间商试图赚钱。我们也在努力赚钱，而品牌是我们防止中间商赚走全部的钱的保护。Costco 早在 2008 年就试图放弃销售可口可乐，你知道，你不能放弃可口可乐而不让很多顾客失望。士力架是 Mars 公司生产的第一大糖果。它们在过去 30-40 年里一直排名第一。如果你走进一家商店，店员说："士力架是 75 美分，我这里有个特殊的巧克力棒，是我妻子自己做的，它只卖 50 美分，而且同样好吃"。你不会买它的，当你下次在其他地方的时候，你还是会买士力架。因此，品牌可以有巨大的价值，但许多品牌是依赖渠道的。

但 GEICO 不是这样，GEICO 直接面向消费者。如果我们为消费者节省了保险费用，他们就会从我们这里购买。我们今年将花费超过 15 亿的广告费，1936 年成立以来，当时广告："15 分钟节省 15%"，为人们节省大量的

保费是我们必须兑现的承诺，这个品牌的价值是巨大的，而且我们是直接面向消费者。

而当你销售 Kool Aid 饮料或亨氏 57 酱之类的东西时，你必须通过渠道销售，我们的毛利率就是他们的机会，我们认为最终消费者将迫使他们拥有我们的产品，我们将获得一个毛利率。在过去五年中，这种竞争和紧张态势已经加剧，我认为在未来五年或十年中可能会继续增加。而查理是 Costco 的董事，这家公司让我对这个问题思考了很多。查理？

芒格：嗯。我认为 3G 的情况很有趣，这一系列的交易运作得非常好，最后一个交易不是那么好。在一个有很多想快速致富的年轻人大大地方，这是一个非常正常的结果。这种情况一次又一次地发生，你确实需要小心谨慎。把一个好主意搞得一团糟是如此的容易。

巴菲特：是的，好生意在高价格下也可能是一笔糟糕的投资。结算价格可能是我们比我们的合作伙伴更担心的事情，但他们是我们在卡夫亨氏的合作伙伴。而且，我们在未来可能成为其他交易中的合作伙伴，这也不是不可想象的。好的，第 8 区。

25，巴菲特不担心卡夫亨氏的品牌实力

股东：你们好，沃伦和查理。消费者的口味正在发生变化。如果我们问在座的各位有多少人在过去一年吃过 Velveeta 奶酪，那就只有一小部分人，可能更多的是吃果冻。3G 公司削减研发的策略看起来已经在不断变化的偏好中扼杀了新产品的开发。因此，我的问题是。当护城河似乎已经干涸时，为什么还要继续持有？还是你认为护城河还在？

芒格：我不认为问题是他们削减了研发。我认为问题是，他们为最后一次收购支付了太高的价格。

巴菲特：那个果冻我不能给你确切的数字。有一些品牌的单位销售额每年可能下降 2-3%，还有一些品牌增长 1-2%。根本就没有发生戏剧性的变化。卡夫亨氏的收益比卡夫和亨氏在六七年前的收益之和还要多。这些产品正在被大量消费。确实某些产品在某种程度上下滑，但它们并没有断崖下跌。而且它们在某种程度上还扩大了利润率。但是，就利润率和代理商价格谈判而言，价格可能更难传递给实际消费者。与十年前相比，对所有食品公司来说，零售商已经成为一条更艰难的销售渠道。但这仍然是一项了不起的业务。

你提到了 Jell-O 或 Velveeta。查理 1940 年在我祖父的杂货店工作，我 1941 年在那里工作。他们当时就在购买这些产品，现在他们还在购买这些产品。利润率仍然非常好。他们在投入资本上获得了非常好的回报。但在

卡夫的案例中，我们购买出价太高。你可以为一个成长中的品牌付出太多，你可能更容易好生意吸引过去。所以，我基本上不担心品牌的问题。某些销售数字非常强劲，某些有些下降。但 10 年前就是这样，10 年后也会是这样。这里面没有什么戏剧性的事情发生。好的，在回答一个问题我们就休息吃午饭，Andrew？

26，苹果不断上涨有损伯克希尔利益

Andrew Ross Sorkin：谢谢你，沃伦。这个问题是关于技术和苹果公司的。鉴于苹果公司现在是我们最大的持股公司，请告诉我们更多你的想法。比如说，你对该公司面临的监管挑战有什么看法？Spotify 已经在欧洲以反垄断为由对苹果提起诉讼。Elizabeth Warren 提议终止苹果对应用程序商店的控制，这将影响该公司增加服务业务的战略。这些批评公平吗？

巴菲特：好吧，你提出的所有观点我会告诉你我所知道。我非常喜欢我们持有的苹果股票，它是我们最大的持股。实际上对苹果公司来说，最大的痛苦是股价已经上涨。你知道，我们更愿意以更低的价格购买这支股票，这样我们就可以购买更多。而且重要的是，苹果公司前几天又授权了 750 亿回购，他们要在未来三年内花 1000 亿美元回购股票。逻辑很简单。如果以 200 的价格能回购 5 亿股，他们现在有 46 亿股流通股。因此，回购后公司最终会有 41 亿股流通股。如果他们以 150 的价格能回购 6.67 亿股，现在流通股会低于 40 亿股。我们在苹果公司会拥有更大比例股份，而不是第一种情况下会拥有的比例。回购至少已被授权，因此，**实际上收益的主要部分将用于增加我们的所有权，而我们不需要支付一毛钱，对一个美妙的企业来说我非常喜欢。最近股价大幅上扬，长期来看实际上损害了伯克希尔的利益。**

在我看来，我们会做得很好，**但我们不会对外剖析我们对苹果未来的研究，对于那些明天可能会买它的人来说，这对我们不利。我们不会免费给出任何投资建议。**但你提到的所有事情，显然我们都知道，我们还会加入一大堆其他的变量。但我们喜欢苹果是我们最大的持股这一事实，查理？

芒格：好吧，我家里拥有苹果手机的人，这是他们最后会放弃的东西。(笑声)

* * * 下午场 * * *

1，联合太平洋铁路的利润率比 BNSF 高 4%

Gregg Warren：查理。我有一个关于铁路业务的后续问题。按几乎所有的衡量标准，BNSF 铁路在 2018 年

都表现稳健，全年收入增长 11.5%，比最大的直接竞争对手联合太平洋铁路最高的 7.5% 增长要好，BNSF 铁路公司每车单位平均收入和总销量的增长都比其最接近的同行更大。即便如此，BNSF 铁路在盈利能力方面再次落后于联合太平洋铁路，其运营比率下降了 130 个基点至 66.9%，而联合太平洋仅下降了 120 个基点至 62.7%，进一步巩固了两家公司之间的利润率差距，超过了 400 个基点。你能解释一下是什么原因导致 BNSF 铁路和联合太平洋之间利润率的差异吗？因为从理论上讲，我们不应该看到两个规模相似的铁路公司之间有这么大的差异，它们基本上是在同一业务上竞争，并在美国西半部有相同的客户。虽然你注意到 BNSF 铁路在精确调度铁路方面处于观望状态，但我们在 GEICO 的远程信息处理方面也听到了同样的说法。而我担心的是，现在 BNSF 铁路和联合太平洋铁路的盈利水平之间可能会出现更大的差距，而联合太平洋最近采用了精确调度系统 PSR 的一个版本，其中一些最终可以用来提高其价格竞争力。

芒格：嗯，沃伦比我更清楚这个问题的答案。我的猜测是，他们在成本方面比我们更有竞争力一些。

巴菲特：好吧，我们确实是北美六大铁路中吨英里收入最低的，显然，一个重要的解释是，我们拥有的特定类型的运输系统，通常我们运输时间较长。联合太平洋的利润率，他们说的是经营比率(费用比率)，这个指标可以追溯到州际商业委员会。它实际上就是利润率，税前利润率、息税前利润率一样的指标。15 年前联合太平洋公司曾经一度偏离了轨道，但现在他们已经做得非常好，他们得到了很多定价过低的煤炭合同，并取得了成功，我们也是如此。但他们在费用控制方面做得非常好。我一直喜欢西部的铁路而不是东部的，BNSF 的特许经营权跟其他铁路并没有明显的差距，我认为长期来看，西部铁路在吨里程方面会比东部的铁路做得更好，而且我们有一些很好的路线，虽然其中部分路线曾在 3 月的时候在洪灾中淹没。(笑)

我们非常关注联合太平洋公司发生的事情，这是我们应该做的。而未来，我们的业务并不输给任何人。但在过去的几年里，他们的运作实际上比我们更有效率。正如我所说，我们注意到了这一点。他们在奥马哈裁了很多。我们将看看这对乘客和托运人的满意度方面有什么影响。但我们正在非常仔细地对照他们的做法来衡量自己。如果需要改变，我们会这样做。我们在这个业务中有一个很好的资产。当我买下它时，我说它有一百多年的历史了。这是一个非常非常基础性的业务(很难被颠覆)。我们有一个很好的特许经营权，我们应该有与其他铁路公司相当的利润率。查理？

芒格：我对此不太了解。(笑声)

巴菲特：你不知道？好的，第 9 区。

2，可以自己掌控自己的时间是最大的幸运

股东：嗨，Rob Lee 来自加拿大温哥华。能否请你和我们分享一下你当前生活中最看重的是什么？谢谢。

巴菲特：时间和爱是你花钱也买不到的两样东西。而这一点，我一直非常看重。我这一生一直非常非常幸运，我自己的时间，完全由自己掌控。查理也一直很看重这一点。这就是为什么我们真的想有钱，是为了在我们的生活中我们可以做我们非常非常喜欢的事，(笑)这不是六套房子或游艇之类的东西。嗯，查理是有一条游艇。但我们真不觉得这些东西有多好。

但对我们来说，时间是宝贵的。而且我们非常非常幸运，我们所从事的工作不需要比拼体力。虽然我们正在衰老，但我们仍能胜任这份工作。而且我们每天都能做我们喜欢做的事情。我的意思是，只要钱能买来的东西，我都可以买到。相比其他任何事情，我更喜欢我现在的工作，而查理爱好广泛，他正在设计大学宿舍楼(加州大学圣巴巴拉分校 Munger Hall)，他有一个有趣的生活，而且非常投入。他仍然在阅读，他一个周读的书比我一个月读的还多，而且他记得他读过的东西。所以，我们生活得都很好，但我们没有无限的时间。只要能挤出时间我们一定尽力挤出来，我们用挤出时间去做我们喜欢做的事情。

芒格：任何人如果能有时间做他真心喜欢的事，那是最大的幸运。

巴菲特：是的，我们一生都很幸运。但最大的幸运是出生在美国。顺便说一句，加拿大也会很好。我不想得罪任何人。(笑声)好的，有请 Carol。

3，我们不想披露股票买卖信息和买卖理由，除非监管要求

Carol Loomis：这个问题来自 Brian Neal，他在梅奥诊所教育网站上写道，伯克希尔拥有大约 2000 亿美元公开交易的股票。我很欣赏对伯克希尔持股的披露，但我对缺乏具体的业绩信息感到失望。既然投资上市公司的股票是伯克希尔业务的重要组成部分，为什么你不每年告诉我们我们的投资组合表现如何？

巴菲特：嗯，它显然可以相当容易地计算出来，投资组合大约占伯克希尔账面价值的 40%。其余 60%是企业。如果你看一下前十名的股票，在这十支股票之外，其余的股票可能不到伯克希尔账面价值的 10%。

再强调一遍，我们不想公开解释我们为什么买入一只股票。我们不是鼓励竞价购买。我们有一个投资组合，在这 2000 亿左右的规模中，至少有 1500 亿的公司回购股票，这会每年增加我们的份额。我们为什么要告诉一

大堆人去购买这些股票，导致我们或代表我们的公司，最终为此支付更多的钱？我的意思是，当他们的股票上涨时，人们会非常高兴。但如果我们要拥有任何东西，无论是美国银行，苹果公司，还是我们持有的任何一个大公司，如果他们的股价在某些时期表现糟糕，而且他们回购了很多股票，我们在未来十年将会有相当好的表现。这就像我们自己买东西一样，只不过他们回购用的是我们的钱。这个道理太简单不过了。而我们到底为什么要出去告诉世界，这些股票应该上涨？这样也许他们可以卖掉或什么，而这要花费我们的钱，并且我们也不能频繁买卖获利。因此，我们在美国的持仓是按季度提交的。

但我们不愿意告诉世界我们买了什么，就像我们不愿意告诉他们我们在 NetJets 的战略是什么，或者我们要对路博润做什么，我们在添加剂方面有什么更好的进展，或者我们家具商城计划在哪里开设一个新店之类的。那是我们的专有信息。我们必须披露一定数量的持仓，但我们肯定不会向其他人推销股票。

就计算我们的业绩而言，你可以计算前 10 或 12 只股票，任何人都可以进行计算。年底，《华尔街日报》会发布，所有的报纸都会刊登年初至今的业绩或类似的东西。所以，这是一个非常简单的计算。查理？

芒格：我没有什么可补充的。

4，波音 MAX737 飞机失事后，FlightSafety 公司可能不会对其模拟器有更多需求

JonathanBrandt：从来没有人问过关于 FlightSafety 的问题，但鉴于 737MAX 的争议，今年这个问题也许有些热门。《纽约时报》采访了一些工程师，他们说波音在设计 737MAX 时明确表示，允许航空公司客户不支付来培训他们的飞行员的模拟器费用。您是否预计全球对 737MAX 问题的监管和商业反应会导致对 FlightSafety 模拟器的需求增加？请您更广泛地讨论 FlightSafety 公司的竞争地位和增长前景？

巴菲特：是的，FlightSafety 的专长是培训企业飞行员。例如，他们培训我们的 NetJets 飞行员。他们有一个配备了飞行模拟器的培训基地。我不认为发生在 737MAX 上的事情会有任何特别的影响。我的意思是，我不知道财富 100 强公司中与我们有业务往来的有多少，但这是一个非常大的比例。他们在 FlightSafety 公司培训飞行员，因为我们拥有其他公司没有的人才和模拟器。查理，你还记得你的朋友想拥有 FlightSafety 的那个故事吗？

芒格：哦，是的。

巴菲特：Al Ueltschi 用几千美元和一个小的视觉模拟器在 LaGuardia 创办了 FlightSafety，他真的关心拯救

飞行员的生命。他在这个过程中赚了很多钱，但他一生都致力于真正培训更好的飞行员，并大大减少事故发生的几率。这是他的一项使命。而且这种精神仍在继续。正如我所说，我们有一个非常高比例的企业业务，我不知道具体的比例，但我知道它非常高。我们有政府业务，我们有一些航空公司业务等等。但我不指望飞行培训业务会有什么大的变化。但要告诉他们你的朋友的故事，查理。

芒格：当然，有的人以优异的成绩通过这些飞行训练，而有的人只是勉强通过。我的一个朋友刚刚勉强通过，他们给我打电话告诉我，**这个业务是一门艺术，他们关注细节，他们关注一切。**

巴菲特：这些模拟器的成本可能超过 1000 万美元，而且它们是专用的，很明显，用于特定型号的飞机。你可能会发现这很有趣，在 NetJets，我们的飞行员只飞一种机型，顺便说一下，他们可以飞其他机型，但我们只希望他们飞一种机型。而且我们每年给他们提供最大次数的培训。当我在 1998 年左右为伯克希尔买下这家公司时，这种想法显然困扰着我，有相当比例的用户是我的朋友，你知道，你讨厌发生任何事情。我用它，我的家人用它，我们经理用它。没有人比我更关心安全问题。在 NetJets 这是一项一流的运营。

芒格：他们从未造成任何一个乘客死亡，他们有一个飞行员在 1.6 万英尺的高空撞了一架滑翔机，那是一次困难的着陆，那是一位女飞行员。

巴菲特：这不仅仅是困难的着陆。第二天她就又开始飞行了。副驾驶被剥夺了一阵子的操作权。但是这个女飞行员最后几乎把控制面板放在她的腿上，因为那个家伙关掉了电池，并撞上了我们的一架 Hawker 飞机。她在跑道上力挽狂澜将挽救了飞机。我们在那里有一些出色的训练和飞行员。如果你乘坐 NetJets 飞机，你应该找她。好的，第 10 区。

5，错过科技股我们并不在意，但我们正在努力改变

股东：你好，巴菲特先生和芒格先生，Daphne 来自纽约，我今年 9 岁。我很高兴能参加伯克希尔会议，这是我第三年参加。(掌声)

巴菲特：哇。你现在应该很有钱了。(笑声)

股东：您经常说，投资者可以通过识别具有宽阔护城河的企业得到很好的照顾，护城河后面的城堡是由国王或女王管理的，他们可以被信任并做出正确的决定。在过去你运用这一建议，你投资了具有世界级强大品牌的企业，如可口可乐、美国运通和喜诗糖果，以及帮助这些品牌保护和拓宽其护城河的传媒公司，如首府广播公司

CapCities、美国广播公司 ABC 和华盛顿邮报。在过去，你通常避免投资技术公司，并指出技术变化很快，在其中建立一个能力圈非常困难。今天在我们的世界中，似乎最有主导地位的公司都是技术公司。而且我们已经建立了强大的平台，如美国的亚马逊、谷歌、Facebook 和微软，以及中国的阿里巴巴和腾讯。这些公司都有宽阔的护城河，强大的品牌，并由杰出的企业家领导。我的问题是：如果伯克希尔要尊重其投资宽阔护城河和强大品牌的传统，特别是投资那些资本效率高的公司，你是否认为伯克希尔需要扩大其投资范围，以包括更多这些领先的技术平台？换句话说，你是否认为你需要调整你的宽阔护城河和强势品牌的模式，以拥抱而不是回避技术？（掌声）

芒格：我认为答案是，非常可能。（笑声）

巴菲特：我认为答案是，让她进入董事会，这将极大地降低平均年龄。我们就不会受到那么多批评了。

你说得很对，我们确实喜欢宽阔的护城河，我们曾经能够在镇上唯一一份报纸上识别出护城河，或者在占据主导地位的电视台，我们觉得在广告提价方面看到了护城河，我们觉得在品牌的提价潜力中看到了护城河。

在科技界，如果你能建立一条护城河，它确实可以有令人难以置信的价值。在许多情况下判断这一点，我始终对自己没有信心。不难弄清楚谁始终都是赢家，也不难弄清楚他们的业务是什么，但有许多人比我更了解这个游戏。而我们不想在一个我们不了解的游戏里尝试获胜。我们可能会雇用一些人，比如 Ted Weschler 和 Todd Combs，甚至查理，他们比我更了解投资的某些领域。

但我们的基本原则并没有改变。你说的对，过去一些业务已经失去了他们的护城河，你说的也没错，将来会有一些公司建立起新的护城河，并创造巨大的价值。而且我们希望我们能偶尔地找到一个。但我们仍然会待在我们认为我们知道自己在做什么的地方。显然，即使在能力圈范围以内，我们也会犯错。但我们不会因为别人告诉我们这是个好主意就去做。我是说，我们不会把你交给我们管理的钱，转包给别人。你可以拿着你的钱，听从别人的判断，但我们不会认为，如果我们雇用十个在这个或那个领域有专长的人，就会带来卓越的投资结果。而且我们确实担心，我们可能会因此而亏掉很多钱。所以，我们会尽力扩大伯克希尔投资经理的能力圈，这样我们就不会错过这么多机会。但再努力，我们在未来也会错过很多。我们在过去已经错过了很多。关键是找到成功率很高的几乎去投资。哪怕错过了最赚钱的那些，我们也不在意，只要我们能力圈内的事情做好就行了。查理？

芒格：我认为我们仍然有非常多的公司有巨大的护城河，其中有些是工业品牌，在我们所处的利基市场上非常强大。因此，伯克希尔的股东不需要担心我们的护城河只是一个无利可图的大泥潭或类似的东西。但在新的领

域，我们并没有用荣耀来掩盖自己。**我们正在努力改变。**

巴菲特：是的。虽然我们最后不会被马鞭抽死或其他什么。但这是一个非常好的问题，也是我们一直关注的问题。而且我们希望明年在这里看到你回来参加你的第四次会议。(掌声)好的，Becky?

6，未来的伯克希尔将证明比分拆更有价值

Becky Quick：这个问题来自 Stuart Boyd，他是一名来自澳大利亚的化学工程师。

他说：目前伯克希尔对于维权投资者来说是非常困难的，因为第一，沃伦你的股权很大。第二，股东们认为企业在伯克希尔的保护伞下经营比分拆出售更有价值。第三，伯克希尔的庞大规模或市值是大多数维权投资者的进入障碍。沃伦和查理，在你们的所有权完全分配后，伯克希尔会不会更容易受到维权投资者的影响？我猜这不是让你们夜不能寐的事情，但我认为这值得一问。

芒格：不，这将在我死后几十年才会发生。我想我不会被它困扰的。(笑声)

巴菲特：是的，任何事情都可能发生，但这是个低概率事件。从我的股份的分配方式和其他股东股份的持有方式来看，很多年都不太可能发生。但最终，伯克希尔应该会证明自己。我的意思是，没有永恒的东西，它值得以目前的形式继续存续下去。**通过一个实体，它的很多优势才能得到最大限度的发挥，这一点人们并没有完全理解。分拆能获得很高的 PE，其价值才能被实现，完全是无稽之谈。我认为其分拆价值已经包含在伯克希尔之中了。**在某一天你可能卖出一个高出 3-5% 的价格，但多年来，我们希望保留这些出色的业务。其企业文化仍将是独一无二的，这将能够做其他人做不到的事情。随着时间的推移，将它们放在一起的优势可能会很明显。如果发生这种情况，那么就不会有维权投资者来接管它了。如果未来由于某种原因，这个模式长期不能发挥作用，那么就应该发生其他事情。查理？

芒格：我没有什么补充。

7，GEICO 试图缩小损失率方面与 Progressive 的差距

Jay Gelb：这个问题是关于 GEICO 的。在主要的汽车保险公司中，Progressive 保险公司获得了最多的市场份额，这是基于它在直销和独立代理渠道的并存，以及现在将其汽车保险和房屋保险捆绑在一起。GEICO 计划如何应对竞争威胁，以保持其作为第二大汽车保险商的地位？我希望我们也能从 Ajit Jain 或 GEICO 的管理层那里听到回答。谢谢。

巴菲特：Progressive 保险和 GEICO 保险都是经营得非常好的企业。我认为，在很长一段时间内，他们将是继续抢夺汽车保险行业其他公司股份的两家公司。但是，我一直认为在很长的时间里，Progressive 公司一直经营得很好。他们有一种成长的欲望。有时他们会复制我们一点，有时我们会复制他们一点。我认为五年后和十年后都会如此。

我们还销售大量的房屋保险。我们在这方面有一个代理安排。我们开始一直是自己承保，直到 Andrew 飓风，我们没有控制住损失，基本上房屋一年的损失可能和你之前 25 年的收入一样多，而且浮存金也不高。因此，我们成为了一家将客户房屋保险需求与其他几个大型和坚实的业务放在一起的公司。

但最重要的业务是汽车保险。一季度净保单增长了约 34 万份，除 Progressive 保险之外与任何人相比，这看起来都相当不错。这比去年增加很多，但没有两年前好。而且利润率约 9%。Tony Nicely 和他的人在那里建立的业务是完美的，所以，我对 GEICO 保险的感觉非常好。

我们不持有任何 Progressive 保险的股份，但我认为这是一家优秀的公司，我们会关注他们做什么，他们也会关注我们做什么。从现在起五年或十年后，我们将看到谁先超过 State Farm 保险。查理？哦，还有 Ajit？

Ajit Jain：嗯，承保利润实际上是两个主要变量的函数。一个是费用率，另一个是损失率，不要说得太专业。在费用率方面，GEICO 比 Progressive 有约 7% 的明显优势。在损失率方面，Progressive 做得比 GEICO 好得多，有约 12% 的优势。因此，从净效应上看，Progressive 保险领先约 5%。GEICO 非常清楚他们在损失率上的这种劣势，他们非常专注于尽快弥补这一差距，他们有一些项目暂时领先于 Progressive。现在，Progressive 整体领先于 GEICO，但我希望他们能在损失率方面迎头赶上，同时保持费用率的优势。谢谢你。

巴菲特：GEICO 已经获得更大的市场份额，我必须看一下数字才能确定，但自从 Tony 接手后，几乎每年都提升份额。我敢打赌，在未来五年内，GEICO 会继续增加其市场份额。我认为，今年肯定会增加。因此，它是一个了不起的企业。但 Progressive 保险也是一个了不起的企业。正如 Ajit 所说，我们在费用率方面有优势，我们将在费用率方面保持优势。他们有一个非常复杂的业务定价方式。问题是我们是否在损失率的差距缩小 5-6%。我们正在非常努力地工作，但我相信他们也在非常努力地工作，以改善他们的系统。因此，这在某种程度上是一场双雄争霸，而我们有一匹非常好的马。

芒格：但沃伦，就事物的本质而言，每隔一段时间，就会有人在某些方面比我们更强一点。

巴菲特：哈，你已经注意到了。(大笑)是的，在很多业务中，我可以满足于第二名。好的，第 11 区。

8，尽量扩大能力圈，但要对其边界有现实的认识

股东：巴菲特先生和芒格先生，感谢你们接受我的提问。我是来自加拿大 Mississauga 的 Feroz Qayyum，现居纽约。我的问题是，你成功地建立起你自己的能力圈，我们如何像你一样建立能力圈？鉴于今天的投资环境比你开始的时候竞争更激烈，在建立能力圈时，你会有什么不同的做法？你仍然会建立一个非常广泛覆盖面很广的能力圈吗？还是你会选择建立一个更有深度但更狭窄的能力圈，专注于某个行业、市场，国家？如果是这样，你会对哪些方面感兴趣？谢谢。

巴菲特：你说的是对的。与我刚开始投资的那个时代相比，现在的竞争要激烈得多。当我起步的时候，我只是拿着穆迪工业手册和穆迪银行和金融手册，一页一页地翻下去，至少把每家公司都看一眼，看看哪些公司我可能会更感兴趣。大量阅读很重要，我只是埋头大量阅读。我会尽可能多地了解许多企业，我会努力弄清楚哪些企业我真的具有一些重要的知识和理解，这些知识和见解可能与绝大多数的竞争对手不同。我也会试着找出那些是我不能理解的，一方面我会专注于建立一个尽可能大的能力圈，另一方面我也会专注于尽可能诚实地了解我的能力圈的边界。

1951 年 1 月，当我见到 GEICO 保险的 LorimerDavidson 后，我知道我可以看懂保险生意。在那个周六我和他相处的三四个小时里，他给我讲的保险知识，对我来说意义非凡。所以，我回去后深入研究保险，这是我可以理解的生意。在这个领域，我的大脑特别好使。但我不认为我能理解零售业。我的理解仅限查理和我曾经打工的那家杂货店，我们俩都没有学到多少零售业的知识，除了这个工作比我们喜欢的工作更累人。

要建立能力圈你要像我这么做，但现在你面临更多的竞争对手。但如果你对一个相对较小的领域比其他人了解得更多，并且你没有过于频繁地采取行动，你只需要等待机会对你非常有利时再采取行动。

投资仍是一个非常有趣的游戏。但它比以前更难了。查理？

芒格：我认为，对于大部分普通人来说，最好的策略就是掌握一门手艺。一个医生既是肛肠科的又是牙科的，谁敢找他看病？(笑声)因此，常规的成功路径是掌握一门手艺。沃伦和我走的不是这条路。因为我们更喜欢其他类型的工作。但我认为我们这条路不适合于其他人。

巴菲特：我们那个时代的投资有点像寻宝，而且很容易发现宝藏。

芒格：我们是成功了，但这不是标准的方式，这更多是一种运气。

巴菲特：刚开始我最了解的生意实际上是保险。我的意思是，那时我几乎没有竞争对手。我记得有一次我开车去了宾夕法尼亚州 Harrisburg 的保险监管部门，只是为了了解宾夕法尼亚州的一些保险公司，当时你无法在互联网上获得所有这些信息。我进去询问了一些公司的情况，那个人说，“你是第一个问到那家公司的人”。但时竞争很少。我去了位于 Houston 街的标普图书馆，我记得他们是这么叫的。我去那里调研一些晦涩难懂的信息。那里根本没有什么人去。他们有一大堆桌子你可以坐下仔细分析。所以，竞争非常少。

但是，如果你哪怕对一个小小领域非常了解，它也会在某个时候给你带来优势。这就是老 Tom Watson 在 IBM 所说的，“我不是天才，但我在某些方面很聪明，而且我会呆在那些地方”。而这基本上就是查理和我努力做的事情。我认为这可能是你能做到的。但你会发现你能了解的点非常少。

芒格：是的，我们在几个领域都尝试过了。很难！

巴菲特：我们有好几次被打得头破血流。好的，有请 Andrew。

9，伯克希尔环保方面做的很好，不会昂贵的报告来证明

Andrew Ross Sorkin：谢谢，沃伦。一位股东提出的治理问题。贝莱德 BlackRock 的 Larry Fink 预测，在不久的将来，所有投资者都将使用 ESG 指标(环境、社会、治理)来帮助确定一家公司的价值。我担心我们在从气候到多样性到包容性的所有方面都没有取得好成绩。您认为伯克希尔在这些指标上的表现如何，它们是否有价值？

巴菲特：我认为在现实中我们平衡得很好，但我们不会参与为任何要求的人准备报告。我们有这样一种想法，**尽管所有股东都是平等的，但我们更喜欢个人股东，我们实际上更喜欢我们认识的人作为共同所有者。**

我们不希望准备大量的报告，要求 60 个子公司各自做一些事情，他们会建立一个团队，他们会把东西寄到总部，然后我们会把它们提供给某人，如果我们的股票上涨了一些，可能他们无论如何都会卖掉它。我们希望我们的经理能做正确的事情。我们在管理上给了他们极大的自由。我认为我们的平均打击率确实相当不错。

你在电影中看到，我们谈到我们在爱荷华州销售的电力基本上 100%是风电。现在，这并不意味着我们可以一天 24 小时都使用风电。我们会卖掉一些，然后买进一些。但从本质上讲，我们将创造与我们所有客户使用的电力一样多的风电。在爱荷华州，还有一个有竞争力的电力公司，和我们的规模大致差不多，他们那里的风也吹得很

厉害，但他们几乎没有开发风力资源，而我们有 100% 的风电。事实上，这是一个不断变化的目标，因为我们在风力发电方面做得很好，许多高科技公司想在爱荷华州落户，以非常低的价格从我们这里获得清洁能源。因此，这些变化的目标成为我们在该领域的客户增长。但我们不会把伯克希尔能源公司的人的时间花在回应调查问卷上，或试图与正在从事这方面工作的人进行更好的评分。我们只是相信我们的经理人，我认为他们的表现至少还不错。在伯克希尔我们将无谓的费用和报告降到最低。

我在年报中提到了这一点，我们拥有 5000 亿的市值，但我们没有每月的合并收益报告，因为我们不需要它，我无法想象任何其他公司会这样做。我们打算占用人力资源，去做我们不需要做的事情，只是因为这是美国企业的标准程序。美国企业界非常担心，会不会有人与维权投资者一起进来，破坏他们的美梦。因此，他们希望在这样的问题上确保每个股东都能满意。幸运的是，我们不必担心这个问题。因此，我们不必为花费大量的费用，去做那些实际上不能让我们更好地经营业务的事情。查理？

芒格：我认为伯克希尔的环保工作是由我们下一级子公司完成的。我认为 Greg Abel 在这方面做的非常出色。因此，我认为我们的成绩非常好。当谈到所谓的最佳企业实践时，我认为谈论它们的人并不真正理解什么是最佳实践。他们只知道他们认为的最佳实践是什么，他们是根据什么能卖出去，而不是什么能起作用来决定的。因此，我喜欢我们比他们更好的做事方式，我希望上帝保佑我们永远不要遵循他们的最佳做法。(掌声)

巴菲特：关于独立董事，我想做点补充。不包括伯克希尔子公司，我已经参加了 20 家上市公司的董事会。所以，我见过很多公司的董事会运作。在很多情况下，独立董事是最不独立的。我的意思是，如果你作为公司董事获得的收入，通常可能是每年 25 万美元左右，如果这是你收入的重要组成部分，你希望其他一些公司给 CEO 打电话说，“某某作为董事怎么样？”而你的 CEO 说，“哦，他很好，从不提出任何问题”。然后你进入另一个董事会拿到另一个 25 万，这是你收入的重要部分，这到底是如何独立的？我的意思是，这只是我的一个观察。(掌声)

对任何独立董事来说，特别是如果他们董事会获得的收入对他们来说很重要，我不记得他们在董事会或委员会会议上做过任何实际上违背管理层利益的事情。你知道，管理层把他们放进薪酬委员会，只是因为他们不会去破坏管理层的美梦。在同样的位置上，我可能也会有同样的行为。我的意思是，如果年薪 25 万美元对你来说很重要，你为什么要去表现得让你的 CEO 对下一任 CEO 说，“这家伙表现得有点太过分了。你真的最好找别人”。这就是董事会的工作方式。

芒格：我认为它实际上比沃伦告诉你的还要糟糕。真的非常糟糕。(笑声)不仅如此，沃伦和我，我们自己就很擅长自大，我们不需要更多了。(笑声)

巴菲特：事实上很久之前，我在一个董事会任职(1959 桑伯恩地图)，我们拥有该公司很大一部分股份(2.4 万股)。而董事会的成员几乎都是该公司的客户(保险公司)，他们不是大股东，但他们有绝对象征性的持股(10 股)。有一次，我们看一个有关证券分配方面的税收决定，这涉及到很多钱。一位董事说，“好吧，我们把税缴了吧”。嗯，他自己承担的金额只有 15 美元(笑)。我说：“让我们解释一下‘我们’这句话。让我们承担税收，那么有谁愿意承担跟我等量的税？”你知道，这就像如果你在餐桌上频繁打嗝，你就不会被邀请参加董事会。

芒格：嗯，在蓝筹印花公司，我们曾经有一位董事说，“我不明白为什么你们会如此重要，就因为你们拥有全部的股份？”(笑)

巴菲特：是的。会后查理和我不得不冷静一下，我们和 Rick Garrett 拥有大约 50%股份，但他们任命的董事都是 Rotary Club 成员。它来自于一个社会商业组织，这并不是理想的决策形式。他们脑子里有一个跟我们不同的思维方式。我能理解，但我不打算复制它。(笑声)好的，Gregg。

<扶轮国际 Rotary International>

(扶轮国际是一个全球性的由商人和专业人员组织的慈善团体，在全球范围内推销经营管理理念，并进行一些慈善援助项目。扶轮国际在全世界两百多个国家和地区有多达 3.4 万个扶轮社 120 万位社员。第一个扶轮社由青年律师保罗哈里斯在 1905 年创立于美国芝加哥，最初此扶轮社的定期聚会是每周轮流在各社员的工作场所举办，因此便以轮流 Rotary 作为社名。1910 年，成立扶轮社 Rotary Clubs，逐步发展成全国性组织并且开始走向世界，1922 年改名扶轮国际，并发展为近百年来最著名的国际商业社团。各地扶轮社是依循国际扶轮的规章所成立的地区性社会团体，以增进职业交流及提供社会服务为宗旨；其特色是每个扶轮社的成员需来自不同的职业，并且在固定的时间及地点每周召开一次例行聚会。每个扶轮社都是独立运作的社团，但皆需向国际扶轮社申请通过后方可成立，通常会以所在地的城市或地区名称作为社名。扶轮国际不像 Amnesty 国际那样深刻地介入政治。该社自我定位为职业界领袖人士之组合，以服务精神作为职业与社会生活上成功及快乐之母。利人即利己、大公无私逐渐成为扶轮社的标语，扶轮社演变成一个服务性团体。上海扶轮社于 1919 年 10 月成立于上海，也是亚洲第二个扶轮社。2003 年，在政府的同意下，扶轮社重新在中国出现，北京和上海先后成立了两个临时扶轮社，并于 2006 年成为国际扶轮的正式成员。)

10，我们将在能源领域继续投入大量资金

Gregg Warren：沃伦和查理，美国的电力需求在过去十年已经趋于持平，但在未来十年有可能回升，电动汽车充电、数据中心和大麻种植这三个新兴需求来源，预计将占到美国电力总需求的 5%以上。不过，公用事业公司必须努力工作，才能从这些新的需求中获益，其中大部分可能流向南部州、中部州、西部和山区的州，最大的利益将流向电网扩建、智能网络、可靠性和可再生能源的投资公司。虽然伯克希尔能源公司一直在积极进行资本投资，并且已经在其竞争地区拥有一些最低的电价，但在实际上未来需求可能更多的时候，公司似乎正在逐步减少

其年度支出。预计年支出将从平均每年 60 亿下降到 2021 年的 40 亿左右，其中三分之二的资本支出更多的是维护性支出而不是增长性支出。你是否觉得伯克希尔能源公司在未来十年可能需要投入更多的资金，以确保它能抓住未来预期的需求增长，就像它在爱荷华州西部的风力发电一样，那里现在有很多数据中心，对于那些预期需求增长最强劲但伯克希尔没有业务布局的地区，除了收购之外，公司是否有其他渠道投入资金？

巴菲特：我马上就会把这个问题交给 Ajit。但我要告诉你，伯克希尔能源公司有三个股东，我们是占 91% 的所有者。三个股东对将资金投入到公用事业行业的合理交易中极为感兴趣，或最大化利用任何投资机会。在拥有中美能源公司近 20 年的时间里，我们从来没有分过一分钱的红利。而其他公用事业公司支付了高额股息，他们没有资本投资的欲望，因此，这基本上是一个寻找合理投资项目的问题。我认为，没有一个团队像我们一样如此聪明，如此有动力去投资能源。现在我把这个问题交给 Greg Abel。

芒格：简而言之，我们的公司几乎是你能找到的最好的了，你应该担心别的事情。(笑)

巴菲特：是的。我们真的希望能在能源领域大幅投资。

Greg Abel：下午好。是的，Gregg，你提到了这个问题。我们扩张的几个关键领域是站在 2021 年和 2022 年的时间框架内实事求是的看待问题。因为正如你所提到的，在 2019 年或 2020 年末，我们将有了一个伟大的资产组合。它一直专注于在爱荷华州建设新的可再生能源项目，并扩大输电网络。同样我们在其他公用事业中也有这些机会。事实上，爱荷华州的项目已经很满了，我们已经实现了 100% 的可再生能源，沃伦刚提到了这一点。每当我们得到一个新的数据中心订单，这意味着我们可以再建造 300 兆瓦的可再生能源。我们将继续这样做。在 PacifiCorp 公司，我们为西北地区的六个州提供服务，我们刚刚开始在那里实施扩张计划。

第一部分是建立重要的输电网络，所以要扩大电网，然后开始建设可再生能源。但为了队现有的监管有些了解，我们在 2008 年开始了这个项目，而实际上我们正在建设的只是前三分之一。但我们确实有第二阶段和第三阶段的规划，这就是你将在 2021-2023 年看到的。现实情况是，我们将继续在 NV 能源公司做这件事。其次，重点是扩展电网，这样我们就可以传输资源，然后用可再生能源替代其它能源。所以，这正是你所提到的。我们还没有确定具体的项目，所以我们从来没有将其纳入我们向人们披露的资本预测中。但随着它们的完成，我们将继续前进，显然你会看到一些增量资本。这些资本显然是我们代表伯克希尔的股东在配置资本时赚得的。谢谢。

巴菲特：我们将在能源方面投入大量的资金。(笑)

芒格：是的，我们在这个业务部门的情况真的很好。

巴菲特：顺便说一下，Walter Scott 看到所有这些项目很兴奋得去参观。他在这个行业遗忘的东西都比我知道得更多。我们已经有了一个伟大的伙伴关系。我们有无限的资本。我们将继续拥有它。而且这个行业需要巨大的资本。因此，我认为从现在开始 10 年或 20 年后，我们的资本支出记录将是能源行业创纪录的。

芒格：好吧，Greg，在能源方面，有谁比我们爱荷华州的情况更领先？

Greg Abel：查理，在美国实际上没有人领先于我们，更不用说在爱荷华州。当你看到我们生产的能源相对于我们客户的消费的数量，我们确实在全美和爱荷华州处于领先地位。

芒格：我们的费率不是爱荷华州主要竞争对手的一半吗？

巴菲特：大约接近一半。

Greg Abel：没错。我们就在这个范围内。

芒格：如果这对你来说还不够好，我们就帮不了你了。(笑声)

巴菲特：顺便说一下，我们卖的电离这里有五英里。就在河对面。而且风是一样的等等。在内布拉斯加州的公共电力区可以追溯到 George Norris，这里一直是个公共电力州。在内布拉斯加州的电力设施领域不存在资本主义。因此，他们有发行免税债券的优势。而我们必须发行应税债券，这在一定程度上提高了成本。他们有大量的盈余，他们不需要支付股息或其他东西。而且我们的电价比他们的便宜。基本上，我们对我们的公用事业运营非常自豪。好的，Carol。

11，为什么伯克希尔不把现金买入股指期货

Carol Loomis：沃伦，你是指数投资的忠实拥护者，并且不试图把握市场时机。但你让伯克希尔持有如此大量的国债和现金，在我看来，你并没有实践你的主张。我在想，一个很好的替代方案是，将伯克希尔大部分多余现金投资于多元化的指数基金，直到你找到有吸引力的收购或回购股票。如果你在过去 15 年里这样做，保持你要求的 200 亿美元最低现金安全垫，我估计在 2018 年底，公司的 1120 亿现金等价物、短期投资和国债将价值约 1550 亿。这两个数字之间的差异是一个机会成本，相当于伯克希尔目前账面价值的 12% 以上。你对我所说的有什么回应？这个问题来自 Mike Elzahr，来自于佛罗里达州 Boca Raton 的 Colony 集团。

巴菲特：这是个非常好的问题，我不会对这些数字提出异议。我想说的是，这是一个替代方案，例如，我的

继任者可能希望采用。因为，**总的来说，我宁愿拥有一个指数基金，而不是持有国债。**我想说，如果我们在 2007 年或 2008 年制定了这一策略，我们在 2008 年或 2009 年的快速行动能力可能会有所不同。因此，它有一定的执行问题，这涉及上千亿美元，而不是 10 亿或 20 亿的规模。但这是一个完全合理的观察。当然，回顾十年的牛市，它确实让你眼前一亮。但我想说的是，**如果你的管理的是较小的规模，这将非常有意义。**而如果你管理较大规模，在伯克希尔公司未来这样操作可能很有意义。你知道，我们一周前刚承诺了一个 100 亿的交易。在某些情况下它们并不遥远，在任何特定的一周、一个月或一年中都不可能，但在某些情况下，我们可以非常、非常迅速地花掉 1000 亿美元。如果这些条件出现，这将是非常好的资本配置，比放在指数基金中好得多。因此，我们经营的基础是我们将有机会部署资本。在人们恐惧时，他们很可能会集中出现。查理，你对此有何看法？

芒格：好吧，我承认在现金方面比其他人更保守一些。但我认为这没有问题。我们本可以把所有的钱投入到很多证券中，事后看来，这些证券的表现会比标普指数更好。要记住，如果有什么机会在那段时间出现，我们所有的额外现金。我不认为像我们这样的大公司，在现金方面有点强势是一种罪恶。**我们没有必要去赚每一分钱。我看着哈佛大学动用他们最后一盎司的现金，**包括他们从父母那里预付的所有学费，并在完全错误的时刻将其投入市场，并对私募股权做出了大量的远期投资。而他们遭受了两三年的极度痛苦。我们不希望像哈佛那样。

巴菲特：还有森林投资失利。

(哈佛大学捐赠基金负责人 Jane Mendozza：自然资源是我们最喜欢的领域。哈佛可以利用林业博士和其他敏锐的头脑在新兴市场寻找机会，充分利用全球稀缺资源日益增长的需求。哈佛投资于加州中部的葡萄园，南美洲柚木森林，澳大利亚的棉花农场等自然资源亏损巨大，这一策略的最大赢家是哈佛的基金经理。税务记录显示，负责自然资源投资的 Alvaro Aguirre 在四年内赚了 2500 万美元。老板 Andrew Wiltshire 在五年内获得了 3800 万美元的奖金。两人都离开了哈佛。Mendozza 单年收入高达 1380 万美元。)

芒格：是的，是的。我们不打算改变。(笑声和掌声)

巴菲特：我们确实喜欢有很多钱，这能够快速巨额地投资，而且我们知道我们不会经常得到这些投资机会。你知道，**在未来的 20-30 年里，会有两三次下金雨，你所要做的就是冲到外面去接，但我们不知道它们何时会发生，并且我们有很多钱要投入。如果你告诉我，我要么持有短期国债，要么持有指数基金，只是让这些钱投资于整体美国，我将选择指数基金，但我们仍有希望抓住大机会。**

关于伯克希尔，你应该非常肯定地了解一件事是，我们经营业务的方式是与股东利益相一致，他们几乎所有净资产都放在伯克希尔。我自己也恰好处于这个位置，在任何情况下我都会这样做。我们有很多信任我们的人，如果你按照标准的投资程序，他们的伯克希尔股份与他们的净资产相比确实不成比例。我们想为每个人赚钱，但

我们非常非常想确保，我们不会让任何在内在商业价值附近购买我们股票的人永久地失去金钱。我们有 100 多万股东也许多达 200 万，如果他们只持有伯克希尔一段时间，他们中的很多人真的会亏钱，我们非常讨厌这样。我们知道，当世界普遍不安时，人们的行为是如何表现的。他们想和一些财务实力雄厚的公司待在一起。而我们对这样的一个群体格外喜欢。好的，Jonathan。

12，两房应该为人造房屋提供更多的贷款，即使这损害了克莱顿的利润

Jonathan Brandt：两房(房地美和房利美 Freddie, Fannie)有新的人造房屋贷款融资计划，我猜测这可能最终使那些需要抵押贷款的房屋购买者，与那些购买现场建造房屋的人，在某种程度上处于更公平的竞争环境。你预计这些新计划对人造房屋需求有多大的积极影响？这些计划又会如何影响克莱顿公司从贷款中获得的可观利润？克莱顿公司是否会向两房出售更多的贷款，即使利差缩小，这是否有助于利润？

巴菲特：好吧，这可能对利润没有助益，但如果两房被授权对人造房屋进行更多贷款，这肯定是好事。人造房屋对于人们获得体面的住房和拥有一个家是非常合理的选择，但它们在某种程度上很难融资。当地银行经常做这样的业务，但大贷款人还不想做。房地美和房利美有可能扩张，我们已经向两房出售贷款，我不知道是每月 1000 万还是多少的贷款。但在我看来，如果两房在这方面做得更多，这对美国是非常有利的。显然，我们会卖出更多的房子，但我们会失去大量融资业务，我们可能会落后也可能会领先。但我认为这将是一件好事。查理？

芒格：我认为两房将为越来越多的房屋提供资金，而且我认为他们将通过克莱顿提供越来越多的资金。他们会这样做，因为克莱顿非常值得信赖，而且会以低廉的价格为人们建造好住房。我认为克莱顿会越来越大，越来越大，就像你所看到的那样。而且这家伙很年轻，他一点都不像沃伦和我。

巴菲特：我们在克莱顿有一个完美的管理团队，而且我们正在扩大我们的现场建造房屋。几天前，我们刚刚与一家建筑商达成收购协议。我们现在有九个不同的现场建房业务，而几年前我们还没有该业务。我们对 Kevin Clayton 和他的团队评价特别高。我们的董事去年在 Knoxville 开会，第二次参观了克莱顿的运营。因此，我们喜欢克莱顿扩张的想法，我们喜欢让更多人拥有非常实惠的住房的想法。

在 2008-2009 年的经济衰退期间，我们的借款人平均 FICO 分数很低，我是说与典型的购房者相比，如果他们保住工作，他们就会偿还贷款。他们想要那个房子，而房子对他们来说是一个非常重要的项目。我们也有各种方案帮助他们。在当时的压力下，我们的贷款经验远远好于人们的预期。这是因为房屋对人们来说真的意味着什

么。在没有失业或生病的情况下(我们有一些支持项目来帮助人们)，他们会偿还贷款，并且他们过着非常体面的生活。但如果两房扩大他们的项目，人们会得到更便宜的贷款。而且，我希望他们这样做。好的，第 2 区。

13，聪明的资本主义制度是非常有效的

股东：嗨，沃伦，查理，你们好。我的名字是 Carrie，这是我的女儿 Chloe。她才 11 周。这是她第一次参加伯克希尔会议。(笑声)我们来自旧金山，我们有一个关于就业的问题要问你。作为一个主要的雇主和消费品生产商，随着自动化和临时工的兴起，您如何看待好的全职工作的不确定前景？

巴菲特：好吧，如果我们在 200 年前问这个问题，有人说，“随着农业机械、拖拉机和联合收割机等的发展前景，意味着 90% 的农场人员将失去工作，这看起来会很糟糕，不是吗？但是，我们的经济和我们人民，我们的制度，在实现我们现在所拥有的 1.6 亿个工作岗位方面一直非常巧妙，自 1776 年以来的整个时期，我们一直在想办法摆脱工作。这就是资本主义的作用，它为每个人生产越来越多的商品。而且我们永远不知道这些岗位到底会从哪里来。我的意思是，我不知道如果你是什么职业，如果你是在客运列车业务，将会被改变。但在这种经济体制中，我们找到了雇用越来越多的人的方法。我们现在的就业人数比国家历史上任何时候都要多，尽管重工业和类似的公司一直试图努力提高生产力，这意味着用更少的人生产同样数量的商品，或用同样的人生产更多的商品。这就是资本主义。我不认为你需要担心美国人的创造力会枯竭。如果你看看各行各业的人，他们喜欢赚钱，他们真的喜欢有创造力，他们喜欢做事情。**这种经济体制是有效的，将继续有效。**在某些行业将非常艰难，而且会出现混乱。当汽车出现时，我们不会再制造那么多马蹄铁了。我们现在确实找到了方法，我们现在雇用 1.6 亿人养活了 3.3 亿人，而我们开始时只有 400 万人，80% 的劳动力受雇于农场。所以，这个体制是有效的，并将继续有效。我不知道下一件大事会是什么。但我知道会发生下一个大事件。查理？

芒格：好吧，我们想尽可能地将杂活转移给机器人。正如沃伦所说，这就是我们 200 年来一直在做的事情。没有人愿意回去当铁匠，或者沿街捡拾马粪，或者不管人们过去做的是什​​么，我们很高兴这些工作都消失了。而**这种对未来的担忧很多来自于左派，他们非常担心经济金字塔底层的人比上层的人更快出人头地。**衰退失业偶尔会发生，因为我们遇到了大麻烦，我们不得不大放水，将利率降至零。当然，这也推动了资产价格上涨，帮助了富人。没有人这样做是因为他们突然爱上了富人，这只是一个意外，很快就会过去。我们希望看见所有这些生产力的提高，**我们不应该为一些人在某一阶段有点领先而担心。**(掌声)

巴菲特：查理和我曾在一家杂货店工作。当人们订购一罐豌豆时，我们爬上梯子去拿那罐豌豆，然后我们把它放在一个折叠的盒子里，然后我们把它放在卡车上。如果你看一下生产者和消费者之间实际交付的食物数量和人数，我不知道它是现在交付效率的三分之一、四分之一还是五分之一。而我的祖父，对这种特殊的信用和送货商店将被淘汰的事实感到沮丧。它被淘汰了，而现在的效率更高。总之，我们已经看到了一点创造性的破坏。坦率地说，我们很高兴我们能够摆脱它进入投资领域。这对我们来说更好。好的，Becky。

14，监管可能让人头疼，但对金融业是必需的

Becky Quick：这个问题来自威斯康星州 Grafton 的 Brian Gust。他在谈论监管机构和政治家。它说：伯克希尔的投资组合持有几家大型金融机构，这些机构受严格的监管且充满政治色彩。你是否觉得，在某些情况下，监管者或政客正在管理大银行，而不是首席执行官和董事会？（笑声）

芒格：当然。但并不是太多。

巴菲特：不，保险一直受到监管，它主要是在州的层面上受到监管。但自从我们进入保险业以来，保险一直受到监管，当我看到 GEICO 时，它只做了 700 万笔业务。而且，它现在将做 300 多亿的业务。而且，它一直都在受到监管。一般来说，监管可能让人头疼，但另一方面，我们不希望有一群江湖骗子在保险业经营。保险业实际上很容易变成骗局，因为你得到了钱，你只给了对方一个承诺。我喜欢保险业或银行业存在监管的事实。这并不意味着它有时不会让你发疯或其他什么，但这些业务应该受到监管，这太重要了。任何时候你都可以拿走别人的钱，他们带走承诺而你带走钱，我不介意对这些业务进行一定程度的监管。查理？

芒格：是的。你使用政府的信用是因为你有存款保险，这是一个隐性交易。你不能用你的钱做得太疯狂。这是一个完全合理的。而且我绝对相信，我们应该建立一个银行监管体系，去监督银行的冒险行为。在房地产危机最严重的时候，投资银行的情况变得特别糟糕，只有一个词可以形容这种冒险行为：令人厌恶。几乎里面的每个人都是这样。你很难想象有谁能在地产狂热中保持理智。他们觉得别人在做蠢事，我也得做，否则我就会被抛弃。这是一种多么疯狂的行为方式。因此，显然需要有一些干预，可能必须要有。

巴菲特：你想要一个食品和药品管理局。如果你是从事相关业务，你会对他们的工作方式不满意，而且我觉得任何一种监管都是令人恼火的。但尽管如此，监管对系统是有好处的。实际上我会说，一些监管机构的监管真的是相当明智的。但是，当你被告知该如何经营你的业务时，你不会有这种感觉。正如查理所说，你不会想成为

一家在不受监管的系统中运营的银行，任何人都可以进来做各种事情，这实际上会产生严重后果，让你陷入自己制造的问题之中。我们很久以前的银行业就像狂野西部，它在 19 世纪产生了很多问题。好的，Jay。

15，我们的报告是写给个人股东而不是分析师看的，他们不想知道细节

JayGelb：在过去几年伯克希尔的年度股东信中，对其经营业务和金融业务的业绩细节介绍越来越少。例如，公司不再提供金融和金融产品部门的细节，或制造、服务和零售部门的资产负债表，或保险业务按业务分列的浮存金。对于像伯克希尔这样的大型多元化公司，为什么向投资者提供的信息比以前少？

巴菲特：嗯，我不认为我们实际上提供了更少的信息。我们每年可能会以不同的形式呈现，比如今年，我像往常一样开始写信，在我心里想的是写个我的姐妹"亲爱的 Doris 和 Birdie"，并告诉她们，我会告诉任何在伯克希尔有非常大比例净资产的人，他们很聪明，不知道我们各种业务的专有术语，但他们在伯克希尔确实都有大量投资，都会读每年篇幅很长的股东信。所以，我想把该解释清楚的解释清楚，让他们明白我在说什么。我们有 100 多万股东，他们对会计和公司有各种不同理解，我希望用他们能理解的语言来告诉他们。我告诉他们如果角色互换我想听到的信息。现在，如果我是一个竞争对手，我想知道我们的一个家具店的收入或类似的东西，我可能会很想看到这些信息，伯克希尔是一个 5000 亿美元的公司，家具业务在其中无足轻重。重要的是你要了解我们的保险业务，我认为用三四五页的篇幅大致可以描述清楚。实际上我们有一大堆美国 SEC 要求的关于损失储备进展的一大堆东西。我认为你可以写一份 300 页的报告，但它提供的信息可能比 50 页的报告少得多。而且篇幅太长很多股东读不下去。所以，我写股东信，就像在我心里说，这是我的姐妹们，我试着告诉他们，如果我们有一个私人企业，他们每人拥有三分之一的股份，而我拥有三分之一，我会告诉他们什么，他们喜欢每年被告知一次。他们不知道综合比率是什么意思，因为这是一个大家都在使用的愚蠢的术语。而重要的是把它称为利润率。他们不知道铁路业务中的运营比率是什么，而且这是一个过时的术语。称之为利润率会更好。但是，这些行话她们听不懂。我们不是写给分析师看的，我们是写给股东看的，我们试图让股东对公司有更多了解，了解我们现在拥有的业务情况，我们对运营情况的看法，以及我们长期目标是什么。我们每年都试图做好这个沟通工作。

我认为如果有人对细节非常感兴趣，他们真的只见树木不见森林。因为你可以知道我们 1965 年纺织业务的每一个细节，我们可以给你提供详细信息，我们从衬里赚了多少钱和从围巾赚了多少钱，如果只看这些你会进入一个不同的世界。我的意思是，重要的是看，我们如何配置资本，以及我们长期的前景如何。如果盯着细节，你可

能被严重误导。如果你在 1980 年或 1985 年读股东信，如果你仔细研究喜诗糖果当时的业务细节，当时他们正向东部扩张，我们会告诉你，总体而言异地扩张是失败的。但深入分析一大堆细节，分析师可能非常感兴趣，但实际上对股东来说，他们必须关注的是，谁在管理他们的资金，他们管理的如何，他们这一期间做了什么，他们希望在未来做什么，以及衡量的标准是什么。再说一遍，我们是为个人股东写的。查理？

芒格：好吧，我设想我应该关注每一个业务细节每一分钱，但我没有。我不想知道那么多细节。但我认为我们的竞争对手会喜欢这样，而且这对我们的股东没有任何好处。所以，我们可能会继续以我们的方式报告。

巴菲特：你可以看到我们在这里是多么灵活。(笑声)好的，第 3 区。

16, 美国对华投资的"气候越来越好"

股东：你好，巴菲特先生和芒格先生。夏雪晶来自中国中金公司。上周，中国宣布了进一步开放金融业的 12 项新措施。所有这些措施将允许更多的投资机构进入中国的金融市场，并确保外国投资的政策与国内投资的政策一致。你对这些新措施有什么看法？你是否认为外国金融机构将来会对中国股市拥有更多的定价权？你是否有在中国设立公司的计划？如果有，什么时候？谢谢。

芒格：嗯，我们现在有一个。乳品皇后 DQ 在中国到处都是。(笑声)而且运作良好。而且我们没有等待新的法律出台。我们在旧的法律下做到了。但我们在中国的投资没有那么大，对吧，沃伦？

巴菲特：没有，但我们有一些事情可能会发生，规模可能非常大。中国是一个大市场，我们喜欢大市场。由于规模的原因，我们真的只能在 15 个左右的国家大规模部署资本。

芒格：但总的来说，我认为气候正在变得越来越好。两国相处真的意义重大。想想看，如果中国和美国不相处，那将是多么愚蠢。我可以补充说，双方都很愚蠢。(掌声)

巴菲特：是的。我们在中国做得很好。但我们做得还不够。好的，Andrew。

17, 英国脱欧可能是一个错误

Andrew Ross Sorkin：沃伦，这是一个来自 Westminster 上议院的成员 Jitesh Gadhia 勋爵的问题，他也是公司的股东。他说，你曾写道，'我们希望进行大量的跨境投资。那么，你在英国和欧洲的投资兴趣是什么，英国脱欧将如何影响这一点？此时，你对解决英国脱欧的困境有什么建议？(笑声)

巴菲特：嗯，我会告诉你这一点。我接受了《金融时报》的采访，而我并不经常这样做。但我的考虑的一个

因素是，我希望看到伯克希尔在英国和欧洲都有更好的知名度。我希望《金融时报》的用户在企业出售时能更多地想到伯克希尔。我认为，我们的名字在全世界都很知名，至少在金融界是如此。但毫无疑问，如果有人在美国打算出售一家大型企业，他们会想到伯克希尔。出于其他原因，他们可能会采用其它不同的方式，但他们会想到伯克希尔。很明显，在全球并不是这样的。我们有非常好的运气，有些人想到了伯克希尔，比如以色列 ISCAR。实际上，伯克希尔能源公司很久之前就在英国有一笔投资。

我愿意花三个小时与金融时报的记者交流，希望当他们写这篇报道时，在某个地方有人能想到伯克希尔，否则我是不会接受采访的。我们希望向英国投入更多资金。如果我明天接到一个电话，有人说，我有一个价值 X 亿美元的公司，我认为你可能会想要拥有它，而且我想真正成为伯克希尔的一部分，你知道，我会坐上飞机去那里。但他们必须告诉我他们的价格是多少，它的收益的多少等等，我对还没有定价的交易不感兴趣。我们喜欢在进入时达成交易。而且我们希望在英国或欧洲达成交易，无论英国脱欧的结果如何。

我不是英国人，但我觉得投票脱欧是一个错误。但它丝毫没有破坏我在英国进行大规模收购的胃口。查理？

芒格：嗯，我的祖辈都来自北欧，所以我对这个地方非常偏爱。另一方面，如果你问我，如果我住在英国，我会对英国脱欧如何投票，我并不知道答案。它只是让我觉得是一个可怕的问题。而且我很高兴这是他们的问题，而不是我的问题。(笑声)

巴菲特：但如果我明天打电话给你，说我们在英国有一个交易，你会告诉我说——

芒格：马上就去。我们是同类人，我理解他们。(笑声)

巴菲特：好的，Gerrg。

18，我们不需要收购团队去国外寻找收购

Gregg Warren：沃伦，这是对之前两个问题的补充。在我看来，当我们审视伯克希尔历史上所做的收购和投资时，肯定会有更多的母国偏见。虽然坚持你所知道的和感觉最舒适的东西肯定是有价值的，但似乎你已经从最初专注于部署收购人员去寻找投资和收购机会的模式，变成了你似乎更满足于让卖家或他们的代表给你打电话或到办公室来拜访的模式，基本上更像是一个拉动模式而不是推动模式。这样做没有错，但我只是想知道，这种模式带来的机会成本是否是伯克希尔错过了很多海外业务，这些业务的所有者不知道你愿意出面直接收购他们，让他们在伯克希尔的保护伞下经营他们的公司，并错过了股票投资机会，因为伯克希尔对当地市场不够熟悉。在这

一点上，你认为伯克希尔会从在这些海外市场投入更多的资金中获益吗？

巴菲特：是的，实际上在我们买下 ISCAR 之后，Eitan Wertheimer 说服了我，我们应该在欧洲获得更多的曝光率。他帮助我们做到了这一点。我飞去欧洲，他安排了各种路演会议。我们有很多的接触。他们不是不知道，我们也确实听说了一些机会。但我们确实有一个问题，他们的规模必须足够大。如果我们做了一个价值 10 亿美元的收购，它税前赚了大约 1 亿美元，税后 8000 万美元，如果我们真的了解这个业务，我们确信我们不会碰到问题，因为经营它的人在未来会有动力继续经营，并在他们拿到钱后依然跟之前一样辛勤工作，那么在 250 亿中增加 8000 万是不错的。

但你不能花很多时间来做这些。我们通过让 Todd Combs 和 Ted Weschler 做一些研究筛选等工作来找到一些机会。但最终，你希望一些在欧洲或英国拥有 50 或 100 年业务的家族，能够达成协议加入伯克希尔。如果他们想得到最多的钱，如果他们想进行拍卖，这对我们不利，我们也不会参加，我们不会在这上面浪费时间。如果我们组成一个收购小组，他们会收购一些东西。我已经看了这么多机构的运作，如果你的工作每天都是去筛选一堆东西，你认为自己是战略部门或收购部门，你就会想去做一些事情。我想做一些收购，除非伯克希尔真正通过它受益，而且交易规模足够大。

芒格：沃伦，我们的问题不是缺少收购团队，我们的问题是他们正在付出是我们不想付出的代价。那是我们的问题。而这个问题不是靠人就能解决的。我们的竞争对手是用别人的钱买的，他们自己得到了部分好处，却没有承担任何收购的损失。很难与这样的人竞争。

巴菲特：我们可以在明年花费 1000 亿美元收购。这不是一个问题。明智地收购是一个巨大的问题。而且他们中的很多人会利用收购，如果失败了，他们会赚很多钱，如果成功了，他们还会赚更多钱。而这不是我们的等式。虽然情况并非总是如此，但现在肯定是这样的。

芒格：我们和其他人一样，这不符合股东的利益。(掌声)

巴菲特：是的。好的，第 4 区。

19，我们对伯克希尔作为一个长期的“复利机器”感觉良好

股东：巴菲特先生和芒格先生，非常感谢你们多年来与我们分享的智慧。我是来自纽约的 Steven Wood。巴菲特先生，非常感谢你去年 8 月对我正在写的这本书非常慷慨的反馈。如果可以的话，我有一个后续问题。在研

究有史以来最重要的价值创造者时，非常明显的是，主要的复利效应发生在职业生涯的后期阶段。在铁路大王范德比尔特(Cornelius Vanderbilt)的案例中，甚至超越了他自己的职业生涯。因此，你最近的投资向我表明，你正在将伯克希尔设计成一台稳定的复利机器，应该会在很长一段时间内继续创造价值。请你们详细介绍一下这台复合机器好吗？以及这台机器继续适应市场的能力，以保持这种价值创造的持久性。这种遗产是你每天醒来的主要动力之一吗？

巴菲特：我会说这是主要的动力，但在非常、非常、非常长的时间里一直是这样。无论我的生活如何顺利，如果伯克希尔出现糟糕状况，我都不会感觉良好。(笑)我不需要把时间花在让我对结果感觉糟糕的事情上。这是可以做到的事情。现在的伯克希尔的文化比 10 年前更强大，当时也比 10 年前更强大。虽然它进展缓慢，但它朝着正确的方向前进。当我们有机会部署资本时，我们总是试图使任何实体，无论是最初的合伙公司，还是现在的伯克希尔，还是我们拥有的蓝筹印花公司，甚至是多元零售公司，我们希望它们都能成为复利机器。这就是为什么人们给我们资本。这就是为什么我们把我们自己的资本投入其中。如果我们失败了，我们真的觉得自己失败了。这跟从管理费用或类似的东西中赚了多少钱完全不同，我们知道我们的标准是什么。因此，这将继续下去。

我认为伯克希尔的情况比以往任何时候都要好，除了规模是业绩的拖累。40 年前关闭合伙公司时，我可能大约收到了 4000 万美元的新资金。我只是想说，额外的 4000 万美元会在原来的基础上拖累回报。所以，你可以想象现在伯克希尔有 3680 亿美元基础资本的感觉。(笑)但这种企业文化很特别。它可以发挥作用。与其他许多企业相比，它不会是复利最高的企业。但长期来看，它将是赚取体面回报的最安全方式之一。但这将取决于跟随我们的人。查理？

芒格：嗯，我们从非常小的起点走过了漫长的路。事实上，当它变得巨大时它的速度会慢下来一些，我认为这不是一个巨大的悲剧，我认为我们在未来会继续做得很好。20 年前我们没有这样的能源业务，当时它只是一个电厂。30 年前我们没有像克莱顿那样的房屋建筑业务，它很快就会成为最大的，即使是现在，它也比国内其他任何人都大，两种类型的住房都是如此。我们有很多事情要做，我很满意。我认为它将合理地继续下去。

巴菲特：如果我们做得很糟糕，那会毁了我们的生活。(笑)所以，这就是我们早上醒来时想的事情。但我不想做一个让别人失望的生意，我认为做这样的事情是很疯狂的，即使你不富有，也没有 88 岁。(笑)但我们有动力去拥有一些被视为与他人不同的东西。在一个机构资本占据主流的世界里，我喜欢拥有那些实际上属于个人拥有的

公司，他们基本上信任我们，不必担心下一季度的收益会是什么。我认为这与许多资本主义不同，我认为这是查理和我感到高兴的事情。不是吗，查理？

芒格：是的，绝对的。(掌声)

20，与标普指数的对比，伯克希尔有税收效应

Carol Loomis：这个问题来自加州 Danville 的 Stephen DeBode，它提出了一个我以前肯定从未听说过的问题。巴菲特先生，在过去，你曾推荐低成本的标普指数，今天再次推荐标普 500 指数基金作为可靠的长期投资工具。这些基金具有某些固有的结构性优势，如低成本，以及自动重组持股。但伯克希尔也有某些结构性优势，比如来自浮寸金的财务杠杆，以及多样化的资本配置机会。我认为伯克希尔在这场游戏中处于领先地位。在我看来，如果伯克希尔的整体经营业务和投资业绩与标普指数在 10 年内的总回报率完全一致，伯克希尔的内在价值增长将超过标普 500 指数的表现。如果你同意，你能估计一下是多少个百分点吗？(笑)

巴菲特：嗯，答案是，我不会去估计。如果我们只是拥有股票，我们只持有标普指数，我们的表现会比标普指数差很多，因为我们会产生公司税，现在资本收益的税率是 21%，另外可能还有一些州所得税。我们的股息税率取决于持有地点，但介于 10.5% 或 11% 和 13% 之间。因此，伯克希尔本身是一个错误，或者说与拥有指数基金相比，它仅仅因为税法的运行方式而处于公司的劣势，指数基金在公司层面上没有税收，而只是转嫁给股东。所以，我不知道我们的表现是否会超过标普 500 指数。

我们会像对待自己的钱一样对待股东的钱。我们基本上会把我们的个人财富与这项业务联系在一起，我们将非常清楚地避免做任何能够以任何重大方式破坏价值的事情。如果从现在开始有一个非常强劲的牛市，在此期间我们可能会表现不佳。如果五年后或十年后的市场处于这个水平或以下，我们可能会有超额表现。但我不太理解你的问题，我不知道这是否会发生。查理？

芒格：嗯，对于需要纳税的伯克希尔股东来说，即使我们业绩只是与标普指数持平，股东在税后也会有很大的优势。我们在生活中都有一个相当体面的角色和一个相当好的职务。我们不应该太失望。

巴菲特：如果我们可以回到合伙公司时代，实际上，在一段时间内做同样的事情，如果我们通过原来的合伙公司而不是伯克希尔在持有资产，实际上会对股东更有利。但是，相对于个人而言，目前的模式并不糟糕。尽管我们有一些时期，伯克希尔资本收益税达到了 39%，在很长一段时间内是 35%。此外，在某些情况下还有州所得

税。如果你拥有一个直通基金(pass-through fund)，你就没有可能的双重征税。现在，如果你永远持有你的股票，你就不会支付它。但是，如果你真的卖掉你的股票，你就受到双重税收效应。我们没有以任何形式抱怨。这个国家对我们非常好，我们拥有巨大的顺风，我在年报中写到了这一点。而这在任何其他国家都不会发生。因此，我们一直非常幸运，在此期间在这个国家经营。查理，有什么补充吗？

芒格：No。

21，内华达能源公司如何努力从赌场的叛逃中恢复过来

Jonathan Brandt：在内华达州，一些赌场已经与我们的 NV 能源子公司切断了联系，并在其他地方寻求他们的电力需求，尽管他们不得不支付巨额的退出费用。关于这一现象，我有三个问题。一：你认为这些是理性的选择，还是出于非经济原因？二：如果有的话，NV 可以做什么来阻止客户叛逃的浪潮？三：这是否会发生在你们经营受管制的公用事业的其他州？或者内华达州的情况在某种程度上是独特的，因为超级大客户在电力市场上比其他州的小工业客户拥有更多的影响力？我不知道这是给你还是给 Greg 的问题，但我很高兴听到你们的意见。

巴菲特：这是给 Greg 的一个问题。(笑声)

Greg Abel：谢谢，我想大家都听到了乔纳森的问题，我们在那里拥有公用事业大约有五年了。当我们继承这个子公司时，我们知道它有一些围绕客户的基本问题。从第一天起，双方的关系就非常紧张，因为他们有持续增加费率的历史，而且他们确实没有提供可再生能源或满足客户的需求或期望。因此，我们知道我们在这方面有一些挑战。当我们今天坐在这里时，我们已经有五个客户离开我们的电力系统。这些客户仍然使用我们的输电服务。因此，我们不向他们提供的唯一东西是电力。因此，我们已经失去了向他们出售电力的机会，我们也失去了相关的利润。我们对此感到失望。正如你指出的，我们确实收到了大量的退出费用。委员会的看法是，“好吧，你失去了这个客户；我们会给你六年的有效利润。到那时，你应该已经恢复到正常水平”。实际上，这是一个公平的结果。与这些客户离开时相比，我们的负荷量更高了。因此，我们已经成长起来了，这与他们的信念是一致的。

根本问题，你已经提到了，他们为什么要离开？他们离开是有经济原因的。而最根本的原因是，在第七年，他们不再承担由国家强加的社会成本。他们不需要承担可再生能源的成本。他们不承担能源效率的成本。他们认为现在是退出这种模式的时候了。我们确实有各种立法来保证公平竞争。我们已经有一些宣布离开的客户已经与 NV 能源公司签订了长期协议。我真的相信我们的团队有正确的模式，那就是我们更专注于为客户提供一个伟大的

价值主张。因此，它必须包括价格。但同样，我们现在正在那里建设大量的可再生能源。从长远来看，我们的团队将为他们提供一个伟大的价值主张，我认为 NV 能源公司将在长期内繁荣。作为一项长期投资，我们将对它感到满意。谢谢你。

巴菲特：Greg，你能不能给他们一个粗略的估计，比如说，在我们收购内华达电力公司之前的 10 年或任何时候，费率发生了什么变化；在我们手下的费率发生了什么变化；在我们手下的煤炭发电发生了什么？

Greg Abel：是的，这很好。我们的重点放在向客户提供的东西上。因此，如果你看一下前十年，他们几乎有一个费率策略，即每隔一年，他们的费率将按通货膨胀的成本上升。而这几乎是年年如此。我们进入以后，就像我们在爱荷华州所做的那样，所以我们在爱荷华州建立了可再生资源，自 1999 年我们收购之日起，我们从未提高过费率。因此，费率一直很稳定，我们可能要在 2030 或 2031 年以后才能在爱荷华州提高费率。我们的团队在内华达州采取了非常类似的方法，稳定的费率。因此，自从我们拥有它们以来，费率大概下降了 5-7%。因此，我们没有增加费率。我们已经再次宣布大幅降低费率，将每两年生效一次。因此，就像我们过去可以提高费率一样，我们有一些时间降低费率。他们的费率将在两年内再次下降。此外，还有减少煤炭发电的方法。因此，从根本上说，当我们收购它时，他们所有的煤机都在运行。我们已经淘汰了相当一部分的煤机。我相信到 2023 年，我们将淘汰他们在该州 100% 的煤炭发电。而在过去，这在他们的资产组合中占了很大的比重。所以，团队做了一项伟大的工作(掌声)。谢谢。

巴菲特：好的，第 5 区。

22, Todd 和 Ted 与标普指数大致相当

股东：你好。Aaron Lanni 来自魁北克省蒙特利尔市，我是 Medici 的投资组合经理。如果可能的话，我的问题实际上是问 Todd Combs 和 Ted Weschler。因此，根据沃伦的说法，自加入伯克希尔以来，你们稍微落后于标普 500 指数。那么，你们最近实施了哪些变化(如果有的话)，以增加你们在未来 10 年内在各自股票投资组合中战胜标普指数的几率？

巴菲特：我不确定他们俩是否在这里，但我会告诉你，我会把这作为最终报告。在 3 月 31 日，实际上，**一人是适度领先，一人适度落后。他们是非凡的管理者。这是一个击败标普指数的艰难时期，就像我说的，他们中的一个现在领先，一个适度落后。**

他们还以各种方式帮助我们。我们与摩根大通、亚马逊在医疗倡议方面所做的工作，我不知道 Todd 每周在这方面工作了多少个小时。Ted 在 Home Capita 集团方面所做的工作，我们很大程度上稳定了一家在加拿大受到攻击和经历挤兑的金融机构。他做了整件事。我是在周一听说的，周三我们向该公司提出了一个报价。而在此之前，他们可能有几十个人在拯救他们，同时，他们也在挣扎。他所做的事情很了不起，我认为这在多伦多地区是值得赞赏的。因为这两个人和我们在一起我们的情况大为改善。虽然我们有这种衡量标准，就像我说的，他们比我做得更好。因此，如果你要求我一直报告他们，我就得一直报告和我自己(笑)，而我与他们的表现相比，那会很尴尬的。他们做得更好。他们非常非常聪明。多年来，他们管理自己的钱和管理其他人的钱方面一直很聪明。他们为我们赚了很多钱，但他们是在一个你投资标普指数也会赚很多钱的市场中赚到的。查理？

芒格：No。

23, 美国运通的品牌力量将有助于抵御激烈的信用卡竞争

Becky Quick：这个问题来自以色列的 LeidersLuff、YosisLuff 和 DanGorfung。他们给巴菲特先生和芒格先生写信说：你们认为美国运通的心智份额足以在信用卡竞赛中获胜吗？与过去相比，您如何看待美国运通现在的竞争地位？与过去相比，谁是现在最有威胁的竞争对手？

巴菲特：是的，每个人都是竞争者，包括现在的苹果。它刚刚和高盛联合推出一张卡。在我看来，这个行业永远有很多很多的竞争对手。银行不可能离开这个领域。这是一个不断增长的领域。他们在信用卡上建立了应收账款。但我不认为信用卡业务是个单一市场的业务，就像我不认为汽车业务是个单一市场的业务一样。法拉利将赚很多钱，但他们将只拥有一部分市场。美国运通在全球范围内与个人一起成长，它在全球范围内与小企业一起成长。你刚刚看到他们与达美航空签订的合同，达美航空可能是一个理想的合作伙伴，该合同将持续 10 年。

人均收入上升，覆盖范围扩大。他们将面临大量的竞争，而且将永远如此。竞争对手摩根大通接受了美国运通白金卡，白金卡的续费率是美国运通历史上最高的。在竞争中，他们把价格从 450 美元提高到 550 美元，留存率提高了，新业务也提高了，68%左右的新业务是千禧一代的。白金卡与其他任何卡都不相同。作为一张高级卡，它有一个庞大的客户群。它可能是市场的 X%或任何可能。它不适合那些喜欢拥有五张卡，并每天看哪张卡提供了最多奖励或哪个加油站提供优惠之类东西的人。但它有一个非常大的客户群，他们的续约率和使用率，是行业中其他人所羡慕的。因此，我非常喜欢我们美国运通的仓位。

查理，有关于美国运通的补充吗？

芒格：不。我认为只要技术保持不变，我们就拥有这个世界。我对技术没有意见。(笑声)

巴菲特：这是件有趣的事。但技术并不是全部。如果你看一下信用卡的使用情况，有很多不同的事情促使不同的人使用不同的支付系统。有些正在增长，而有些正在边缘化。美国运通是一个非同寻常的业务。我认为到明年，我们在美国运通的收益份额将与我们的头寸历史成本相等。我们将赚取该仓位成本的 100%，而且我认为它还将继续增长。我认为股票数量将会减少，我们的权益将会增加，而并不需要我们出一分钱。

芒格：正如你所说，如果世界不改变，我们就拥有这个世界。

巴菲特：嗯，即使它改变了一些亦然。美国运通是在 1850 年成立的。世界已经改变了很多。

芒格：不，我说的是中国微信。

巴菲特：你可以谈论各种各样的竞争对手，美国运通实际上是一家快递公司，成立于 1850 年，由 Wells 和 Fargo 创建。有一段时间他们把这些大箱子的贵重物品随身携带。然后铁路出现了，这就不太行得通了，所以他们开始经营旅行支票。这是一个非常有趣的事情。1950 年，当我住在 116 街和百老汇的时候，他们在百老汇 65 号，他们是其旅行支票的代名词。整个公司在一年里赚了创纪录的 300 万美元。300 万是一个债券交易员一生的收入。这就是他们曾经经营的生意，现在旅行者支票已经消失了。但美国运通这个品牌的力量，被聪明地用到信用卡业务中，他们比大莱卡晚进入，比 CarteBlanche 晚进入，**但他们是信用卡业务中主要的奢侈品牌**。这是一个奇妙的故事，我很高兴我们拥有它的 18%。好的，Jay？

24，向西方石油(Occidental Petroleum)贷款 100 亿美元

JayGelb：事实上，我想问一些关于西方石油公司的问题。我很惊讶还没有人问过这个问题。伯克希尔已经承诺以 8% 的优先股和附带的认股权的形式为西方石油收购阿纳达科 Anadarko 提供 100 亿美元的融资。这是自 2013 年收购亨氏以来，伯克希尔首次承诺进行如此大规模的优先股投资。就西方石油的业务而言，你认为该交易的吸引力在哪里？我们是否应该期待未来有其他大型融资交易，作为伯克希尔部署其部分多余现金的一种方式？

巴菲特：我不认为西方石油的交易会是我们做的最后一笔交易。(笑声)一个月后可能有一个。他们可能在三四年后有一个。它不会是相同的。但我希望它更大。我们很有可能接到电话，因为我们可以做一些其他机构做不到的事情。他们有委员会必须通过，他们有所谓的 MAC 条款，即重大不利变化。他们想做这个和那个。如果有人想

要通过特定的交易拿到一大笔钱，他们已经看到，我可以在周五下午接到电话，在周六他们和我见面，在周日交易就完成了。而且他们非常确定他们将有 100 亿美元，我们不会告诉他们如何构建他们的交易或做其他事情。他们得到了钱。在未来某些时候，一些不完全相同但类似的情况出现时，我们就是那个接电话的人。而且我希望它能超过 100 亿。在未来五年，我们可能做大量交易，在与此类似的事情上追加资金。也可能什么都不会发生。但是，如果两天内有任何 100 亿，200 亿，甚至 500 亿美元的交易，如果世界上有任何交易，相信我，他们肯定会想到伯克希尔的电话号码。查理？

芒格：嗯，我喜欢。(笑声)

巴菲特：我们一做出决定，我就给查理打电话，我先给 Ron Olson 打电话，因为我担心他时间可能有冲突。大约 10 分钟后，我告诉他我们必须在周一晚上完成。西方石油也告诉 Cravath 同样的事情。周一晚些时候，所有的文件都被整理好了。Munger, Tolles 在洛杉矶，Cravath 在纽约，而我在奥马哈。我没有做那么多；Mark Hamburg 做了很多工作。当我去见西方石油的人时，他周日正在做其他事情(笑)。这种交易是了解我们，了解我们运作方式的人的产物，他们都有动力将所有必要的人力投入在工作上。就像我说的，我想他们的董事会在周一晚上 10 点开会批准这个交易。但他们可以在周二早上宣布，这就是他们想做的。和伯克希尔一起，他们可以做到这一点。好的，第 6 区。

25, 我们没有评估风险的公式

股东：下午好，TonyMcCall 来自阿拉巴马州的蒙哥马利。我的问题是关于你的严格的风险评估方法，毅力、决心和勇气往往是成功的必要条件，你是如何平衡它们的。

巴菲特：嗯，我当然喜欢我们工作的人的决心和勇气。我们没有任何评估风险的公式，但我们肯定会在我们做的每一笔交易中，对风险与回报进行了自己的计算。无论是有价证券，还是私人收购，还是对企业进行投资，都是如此。而且有时我们是错的，将来我们有时也会犯错。在这个行业中，你不可能做出很多决定而不犯错。

但我们不认为过程或结果，会因为有很多委员会和很多电子表格之类的东西而得到有利的改变。如果我手下有一个小组，他们会试图弄清楚我想要的答案，他们会告诉我我想听的答案。我观察了 20 家上市公司的这种做法。CEO 想做的事，他们可能会花很多时间，投资银行家会去做，内部委员会也会去做，或者内部运营会去做。

计算方法就像 Ajit Jain 的保险业务一样。当他接到关于保险交易的电话，他必须仔细考虑这笔交易。最重要的

是，你能合理的确信你知道自己在做什么？如果它通过了这个检验，那么我们会继续计算收益与损失的关系，以及在任何情况下我们能承受多少损失。如果我们认为回报更有可能，而且是成正比例的，我们愿意承担听起来像是巨大的损失。查理？

芒格：我什么都没有。

巴菲特：这会非常令你失望，但我们在伯克希尔没有公式。我们不会坐下来写一堆东西，让人们工作到半夜，计算东西和把电子表格放在一起。如果通过率是 15%或什么，他们会达到 15.1%或 15.2%，因为这就是即将发生的事情。你会得到你想听到的任何数字，而且是极端的程度。

我们从投资界看到的建议，我必须告诉你一个，因为它说明了发生了什么。

我们有一天收到了一个建议，我会稍微掩饰一下数字，以便有人能把它找出来，但这是一家私人公司，我们会说它每年有一亿美元的收入。但该企业的卖家和投资银行家建议，我们应该把收益看成是每年 1.1 亿美元，因为作为一家私人公司，他们必须用现金支付他们的高管人员，这是有费用的。但我们可以用股票期权之类的东西支付给他们，这些东西不计为支出，或者被解释为没有真正计算在内，因此，如果我们送出我们不想送出的东西，我们可以报告 1.1 亿美元收益。但本质上，我们通过会计上撒谎，我们可以增加 1000 万美元的收益，而他们希望我们支付他们，因为他们做不到，而我们可以做到。因此在这点上，他们当然是完全失去了我的交易。这是令人震惊的会计游戏。所有的调整都说明了，为什么这个地方真的应该比以前赚得更多。这是个生意。

我们还有一封来自私募股权公司的邮件，由于一个错误，我们得到了从拥有它的私募股权公司发给该公司经理的电子邮件，关于对公司进行预测方面。他们告诉他们要增加 15%，因为他们说巴菲特无论如何都会打 15%或 20%的折扣。(笑声)所以只要增加 15%来抵消他的保守主义。这不是一个优雅的生意，查理会告诉你。(笑声)

你有什么更好的故事吗，查理？(笑声)

芒格：这真的是非常糟糕了。为什么我们希望我们的知名人物撒谎和作弊？

26, 汽车公司进入汽车保险不会有任何优势

Andrew Ross Sorkin：我相信这是我的最后一个问题，这是一个两段式的问题。

Elon Musk 说，特斯拉将开始为其汽车提供保险，并且可以比一般的保险公司定价更好，因为它收集了路上所有车辆的数据。你已经谈到了自动驾驶车辆对保险业务的威胁。但是，汽车公司进入保险业务，对 GEICO 保险

影响如何？在一个非常类似的话题上，特斯拉最近宣布，他们正在转向只在网上销售的模式。而随着汽车买家越来越多地使用智能手机和互联网购车，一些传统的汽车经销商也在减少他们的房产持有量。这对伯克希尔汽车公司来说意味着什么？

巴菲特：是的。实际上，通用汽车公司在很长一段时间内有一家公司叫汽车保险公司，各家汽车公司都尝试过。我想说，**汽车公司进入保险业务获得成功，可能和保险公司进入汽车业务获得成功一样难。**(笑声)在获得保险业务方面，我对 Progressive 保险的担心远远超过我所看到的所有汽车公司在这方面的可能性。这根本不是一个容易的业务。而且我敢打赌，**汽车行业的任何公司，在保险业务中都不会取得任何形式的不寻常的成功。**

在研究人们的驾驶习惯方面，使用远程信息处理技术的想法，正在相当广泛地传播。拥有关于人们如何驾驶的数据是很重要的，刹车有多用力，转弯有多大等各种各样的事情。因此，我不怀疑数据的价值，但我不认为汽车公司会借此有任何优势。我不认为他们会在保险业务中赚钱。

使用互联网购买汽车就像使用互联网购物一样。这是另一个竞争者。毫无疑问，人们会寻找更好的方法。新车的毛利率约为 6% 左右。因此，游戏中没有很多空间。但这将是一种方法，这将卖出一些汽车。这也是另一个竞争者。但我不认为这会毁了汽车经销商，他们很好地照顾了客户，并在那里为客户提供很好的服务。**这不是一个压倒性的威胁**，但它显然是会出现的东西，它会卖出一些汽车。查理？

芒格：再一次 NO。(笑声)

27, 我把我所有的净资产都押在伯克希尔上

Gregg Warren：沃伦，伯克希尔多年来的成功很大程度上来自于你和查理有足够的耐心，等待合适的机会出现，将多余的资本投入工作，即使这导致资产负债表上积累了大量的现金。历史上看这对股东来说效果很好，因为你和查理能够充分利用股票和信贷市场的混乱，或我们在西方石油交易中看到的特殊情况，以最终有利于伯克希尔股东的条款进行谈判。也就是说，你决定持有这么多现金是有机会成本的，这也是投资者愿意承担的成本，主要是放弃超额资本、股息和股票回购的回报，以及看到持有现金的低回报。展望未来，一旦你不再主持大局，我们能有多大的把握确定伯克希尔的情况还会如此，特别是如果伯克希尔的回报预计会随着时间的推移而降低。下一任经理人最终是否更有可能，将伯克希尔从投资收购平台向一个返还股东资本的工具转变？

巴菲特：是的。嗯，这当然是有可能的。在我任内有这种可能性。在继任者任内也有这种可能性。我的意思

是，问题是你能否真正合理地投资大额资本。你无法像做小额投资那样做得很好。这是毫无疑问的。但我们不得不看到多年来的结果，因为某些年份有很多机会，巨大的机会出现在面前，而其他年则完全是一无所有。所以这不是一个你可以在一年或三年内做出的判断。但一段时间后，你肯定可以做出判断。

在一段时间内，我的遗产基本上只有伯克希尔，因为它将被分配了慈善机构。我在其中有一节是对受托人说的，从法律上来说受托人通常应该分散投资等等，从我的角度来看，这一点可以豁免。我希望他们把所有的钱都留在伯克希尔，随着时间的推移，他们把钱分给慈善机构。我一点也不担心这些钱基本上都放在伯克希尔股票。我愿意在我活着的时候做出这个决定，这将在我死后的若干年内继续下去。

因此，我对伯克希尔文化的持久力非常有信心，我们有合适的人确保这一点。我把我的全部净资产都押在这上面。这一点也没有让我感到不安。我每隔几年就会重写遗嘱，对于伯克希尔的持股也是这样写的。查理？

芒格：我不拥有任何指数。我一直只愿意拥有两三只股票。我并不介意法学院和商学院里教金融的人都说我所做的都是错的。这并没有错。它运作得很好。我认为，如果你知道自己在做什么，你不需要 50 只股票的投资组合。而且我希望我的继承人只是呆坐不动。

巴菲特：我的继承人希望我改变我的遗嘱。(笑声) 好的，第 7 区。

28，在生活中拥有对的合作伙伴是非常重要的

股东：嗨，下午好，巴菲特先生和芒格先生。BillHe 来自加拿大的温哥华。你们两个组成了一个标志性的二人组。而在成长过程中，你们的投资策略非常令人钦佩。因此，我的问题是，当你们两个人之间出现冲突时，你们是如何处理的？

巴菲特：查理和我在 60 年里从未发生过争执，人们觉得这很难相信这一点。我们在一些事情上有分歧，我们可能会继续偶尔在这个或那个问题上有分歧。但是，如果你把争论定义为情感开始进入的东西，或者愤怒或任何类似的东西，它就不会发生。我认为查理比我更聪明，但我也认为在某些事情上我花的钱比他多。而有时我们都认为自己是对的。一般来说，我能我行我素如愿以偿，因为查理愿意这样做，而且当事情出现错误时，他从来没有猜疑过我。如果他做的事情结果是错的，我也不会去猜疑他。我们基本上永远不会有冲突。查理？

芒格：嗯，问题不在于我们如何相处，问题在于我们离开后公司如何运作？答案是很好，一切照旧。

巴菲特：我们很幸运，我在 28 岁的时候碰到了他。而且我们都在同一家杂货店工作过，他在离我现在住的地

方不到一个街区的地方长大。直到我 28 岁我才知道查理芒格是谁。(笑)但显然，我们在看待世界的方式上是同步的。在商业决策上也基本上是一致的。查理会做的事情比我少，但那是因为我花时间在这上面，而他在设计宿舍或其他东西。(笑)而且我们都以自己的方式忙碌着，而且有很多像我们这样的分工合作的乐趣。

在生活中要拥有对的伙伴，特别是对的配偶，但在生活中拥有对的伙伴是非常重要的。无论是在个人生活中还是在商业生活中，和伙伴在一起会更有趣，更有成就感，更美好的时光。如果在一个小房间里做工作，通过证券交易赚了一大笔钱，却从未与别人合作，那就没有任何乐趣了。查理在电影里给了一些建议，找到最适合你的人或类似的东西，这算是一个小目标。(笑)

芒格：如果你是一个收藏家，没有把钱花光，那么幸福并不难。收藏在本质上是一种乐趣。只要想想你一生中认识的人中，有多少人是没有把钱花光的收藏家，谁不喜欢收藏？这就是为什么我们一生都在收集。你知道，这是一个非常有趣的事情。总是有新的石头被翻开。这很有趣。

巴菲特：是的。在某种程度上，我们已经收集了一些朋友，他们使我们的生活更美好，让我们度过了一段美好时光。你知道，你选择谁作为你的英雄或朋友是非常重要的。在这方面我很幸运。正是因为那个叫 Eddie Davis 的医生和他的妻子，查理和我才相遇。但如果你坚持做足够多的事情，有些事情会非常幸运。最好的是那些涉及到与其他人的终生交往的事情。我们的董事里有一些，我们的一些董事，对我有类似的影响。因此，我建议你寻找比你更好的人，然后努力成为他们那样的人。

芒格：这很有趣，你知道，我们一路走来失去了很多人。当我失去沃伦的秘书时，我想，“我的上帝。她是如此美妙。Gladys Kaiser。我们再也找不到第二个了”。Becki Amick 更好。(笑声)然后我们有 Verne McKenzie，他是一位出色的首席财务官。他走了，现任者 Marc Hamburg 更好。我们已经非常幸运了。而且，也许股东们还会再幸运几次。(笑声)

巴菲特：好的。第 8 区。

29，尽力扩大你的能力圈，但不要勉强

股东：嗨，沃伦，查理。Jacob 来自中国的股东，也是骄傲的哥伦比亚商学院毕业生。谢谢你邀请我们来到这里。我的问题是，与 40 年前相比，今天我们的世界正在以更快的速度变化，甚至在未来也是如此。在这种情况下，对于我们每个人来说，我们应该持续不断扩大我们的能力圈？还是我们应该坚守现有的能力圈，即使要冒着

投资机会缩小的风险？谢谢。

巴菲特：显而易见，如果你有能力的话，无论什么环境，投资者都应该拓展自己的能力圈。随着时间的推移，我已经扩大了一点自己的能力圈。

芒格：如果没有这个能力，我会相当谨慎的。

巴菲特：是的。不能强求。如果你告诉我，我必须成为一个物理学专家，

芒格：沃伦，也许在芭蕾舞剧中担任主角。那将是一道风景。(笑声)

巴菲特：你可能正在考虑这个，我可没有。(笑声)没错，这种想法离了大谱。但这并不意味着你完全不能扩展能力圈。我确实从一些企业的发展史中学到了很多。在某些情况下，我知道我没那个能力，知道没能力实际上是一个优点，那么你就抛弃这个机会。但世界将会改变，它将一直变化，它每天都在变化。这使得投资非常有趣。而在变化的过程中，如果你认为在你目前现有的能力圈内，你应该是最能看清楚这个问题的大师，否则它真的不是你的能力圈。如果你有机会可以边走边扩大能力圈就去扩大。在与 Walter Scott 和 Greg Abel 共事的过程中，我学到了一些关于能源业务的知识，但我还没有达到他们在这领域的能力圈水平。但我确实比我以前知道的更多。因此，你有机会将能力圈扩大一些。

我通常认为，一个人的核心能力可能与某种思维方式相吻合。有些人天生就有我所说的"商业头脑"。他们天生具有赚钱的能力，这并不是智商的问题。人的思维是一个非常奇怪的东西。无论是国际象棋还是桥牌，有的人天生擅长。我在不同的人身上看到了这一点，他们在某些领域，可以做一些在我看来是不可能的事情，而他们在其它领域却愚蠢无比。所以继续努力提高能力圈吧。但不能勉强，甚至为了增加能力圈开始扭曲现实。还有什么补充吗，查理？

芒格：No。

30，规模越大收益率越低

股东：John Dorso 来自纽约。巴菲特先生，你曾说过，如果你管理一个 100 万美元的投资组合，你可以获得年化 50% 的回报率。你会采用什么类型的策略？你会投资于雪茄烟头，即以非常便宜的价格投资普通企业吗？还是会采用某种类型的套利策略？谢谢。

巴菲特：我很可能采取套利策略，但可能与传统的套利大不相同。无论如何，我可以向你保证，如果查理有

100 万，或者我有 100 万，我们会找到一个基本上没有风险的方法，不使用大量的杠杆或类似的东西。但是你把 100 万改为一亿，那 50% 的收益率就会像石头一样沉下去。有一些人们没有注意的边缘性低效率的小规模机会。而你确实偶尔会在市场中找到这种机会。但它们对伯克希尔并没有任何助益。查理？

芒格：嗯，我完全同意。你曾经说过，**规模终将成为自己的锚，资金越大收益率越低，投资将变得越来越难**。我只是看到一个又一个的天才取得了辉煌的业绩记录，很快他们管理的资金就突破了 300 亿，雇佣了两层楼的年轻人，然后漂亮的记录就消失了。这就是它的运作方式。随着规模的增加，越来越难。

巴菲特：年轻时查理是一名律师，一开始他开发了几个房地产项目赚钱。如果你真的想赚取 100 万美元，每年赚 50%，只要你愿意为之努力，那是可以做到的。管理巨额资金则无法适用。我希望它能行，但它做不到。

芒格：是的。李录上大学时拿全额奖学金，他拿助学贷款去投资，毕业时赚了 100 万美元。他只找到了几个投资机会，然后投了进去。

31，我们已经尝试过，喜诗糖果在加州以外地区没有任何吸引力

股东：你好，沃伦和查理。Louis Cobo 来自巴拿马。从 10 年前开始，我就是一名自豪的伯克希尔股东。我一直在看喜诗糖果，我是它们的一个忠实粉丝。我看到查理在我们整个会议期间也是如此。在过去几十年里，喜诗糖果给了我们带来了丰厚的利润。你认为为什么该公司没有发展到玛氏 Mars 或好时 Hershey 的规模，你认为我们可以做什么来使这个公司发展壮大，成为一个惊人的产品？

巴菲特：嗯，这些年来我们可能尝试了十几个想法。我们曾经真正专注于它，因为当时它占我们业务相当大的一部分。事实上，除了保险业务之外，这几乎是我们唯一的业务。就像我说的，我们已经尝试了 10-12 个想法。其中一些我们试了不止一次。当我们有一个新的经理时，他们也尝试了这些想法。而事实是没有一个是真正有效的。在一个非常小的利基市场，它生意格外好。

盒装巧克力是每个人都喜欢收到的东西，或者可能把它作为礼物送给别人，两方面都是如此。**相对来说，很少有人出去买来自己消费**。如果我在办公室打开一盒巧克力，我们只有 25 个人，但它几乎马上就被抢走了。如果我把它作为礼物送给别人，他们会很高兴得到它。而如果你在晚宴上再把盒子打开，瞬间它们就都没了。但这些抢着吃的人，并不会经常去糖果店买了自己吃。他们不会买的。**它在很大程度上是一种礼品**。

有趣的是，**它无法在全世界范围扩张**。据我所知，西方的人更喜欢牛奶巧克力，东方的人更喜欢黑巧克力。

西方的人喜欢大块的，而东方的人喜欢迷你型的。我们已经尝试在地域上扩张了很多很多很多次。如果它有效的話那就太棒了。但是它并不那么容易扩张。如果我们在美国东部开一家店，我们会在短时间内获得巨大的流量，每个人都说，“我们一直在等你来”。但我们这家店最终每年只能卖出 X 磅，而我们需要在同样的面积上卖出 1.5X 磅才能获得满意的回报。各种办法我们都尝试了，如果有效的話是很容易计算出来的。

总的来说，巧克力消费通常没有什么增长，我们的糖果业务无法扩张。查理？

芒格：是的，我们没能把我们的小糖果公司变成玛氏或好时公司，原因与你没能获得诺贝尔物理学奖并名扬天下一样。这对我们来说太难了。(笑声)

巴菲特：但我们投入了 2500 万美元。它给我们带来了远远超过 20 亿美元的税前收入。我们已经用它收购了其他业务。**如果我们遵循一家典型的公司的做法，买下糖果业务，并拼命地将产生的所有留存收益再投入糖果业务，我想我们就会赔得很惨。**我认为这恰恰说明了，一些企业在一个相当有限的领域运营，那些你学的公式或资本配置战略并无法真正发挥作用。

我不知道胡椒博士(Dr.Pepper)现在的市场份额是多少，但它在达拉斯可能有 8%或 10-12%的市场份额。但在底特律或波士顿，它还不到 1%。我不太清楚目前的数字。自 1886 年可乐公司成立时起，胡椒博士就已经存在了，令人惊讶的是，在一个流动的社会里，**某些产品可以异地扩张，而某些东西却不能。**

你提到了好时糖果棒，好时在英国做得也不是很好，而英国吉百利 Cadbury 在这里做得也不是很好，这些糖果都看起来很相似。但不知何故，我们吃的是不同的糖果棒。这是一个很有趣的现象。

你有一些企业的策略，每个企业都应该坚持自己的路线，因为他们在 X 国赚了钱，他们应该尝试在 X 国找到其他的可行的方法，我们很愿意在 A、B、C、D、E 国找到替代方案。我认为，实际上拥有这种理念对我们非常有利。还有什么补充吗，查理？

芒格：我曾经在一个宴会上，遇到一位著名的作家，他写了一本非常棒的书，我对他说：“你知道，你永远不会再写出这样伟大的书了。”他被深深地冒犯了。而我读了他后来的四本书，我是完全正确的。(笑声)一生之中能写出一本好书就很难的。人们做更多类似的事情时，并不是要对你有所保留。是真的很难，太难了。

巴菲特：是的。第一个好机会出现的时候，你一定要充分把握。(笑)我们非常幸运。我本来想放弃喜诗糖果这个机会，但查理劝我“别贪便宜”。我们仍然以一个相当好的价格买下了它。在喜诗糖果我们学到了很多。

芒格：这些年来我们学到了很多，这很令人吃惊。如果我们没有持续学习，业绩记录会差很多。在每一个阶段，我们已知的东西都不足以把我们带到下一个阶段。这就是它的困难之处。不信你想想看，你认识的人有多少为了更进一步而摔下悬崖。

巴菲特：好吧，在令人愉悦的对话中我们将结束会议。(掌声和欢呼声)谢谢你，谢谢。请给明年留些掌声。我们明年可能需要它。希望今后继续听到你们的掌声。谢谢。我们将在 3:45 回来。我们将进行商务会议，委托书上没有什么要投票的，但我们将在 15 分钟后回来。如果你喜欢一个过程，你可以看看我们的董事会改选。

32, 正式商务会议

巴菲特：现在开始开会。我是公司董事长巴菲特，我欢迎你们参加 2019 年度股东大会。今天上午，我介绍了在座的伯克希尔董事们。今天和我们在一起的还有我们的审计师德勤会计师事务所的合伙人。Jennifer Tselentis 是伯克希尔助理秘书，她将对会议过程做书面记录。Becky Amick 已被任命为本次会议的选举检查员，她将对本次会议上董事选举和动议的投票数进行证明。本次会议的指定代理持有人是 WalterScott 和 MarcHamburg。助理秘书是否有一份关于有权在会议上投票和代表的伯克希尔流通股数量的报告？Jennifer？

Jennifer Tselentis：是的，正如 2019 年 3 月 6 日随同本次会议通知寄给所有在册股东的委托书中所显示的那样，有 724,765 股 A 类伯克希尔普通股在外流通，每股有权对会议上审议的动议投一票，有 1,371,697,551 股 B 类伯克希尔普通股在外流通，每股有权对会议上审议的动议投万分之一的票。其中 503,181 股 A 类股和 839,707,642 股 B 类股由截至 5 月 2 日周四晚上返回的委托书代表出席本次会议。

巴菲特：谢谢你。这个数字代表了法定人数，因此我们将直接进行会议。第一件事是宣读上次股东会议的记录，我请 WalterScott 先生发言，他将向会议提出一项动议。

WalterScott：我提议免于宣读上次股东会议的记录，并批准该记录。(RonOlson:我支持这项动议。)

巴菲特：动议已被提出并得到附议。我们将以语音表决的方式对动议进行表决。所有赞成的人说"是"。(赞成)。动议通过。下一个议题是选举董事。如果出席会议的股东没有提交委托书或希望撤回之前提交的委托书，您可以亲自为选举董事和本次会议要审议的其他事项投票。请向过道上的一位会议官员表明身份，以便您能得到一张选票。我请 WalterScott 先生向会议提交一项关于选举董事的动议。

WalterScott：我提议选举 Warren Buffett, Charles Munger, Greg Abel, Howard Buffett, Stephen Burke,

Susan Decker, William Gates, David Gottesman, Charlotte Guyman, Ajit Jain, Thomas Murphy, Ronald Olson, Walter Scott, Meryl Witmer 为董事。(RonOlson:我支持这项动议)。

巴菲特：有人提议并附议，沃伦·巴菲特、查尔斯·芒格、格雷格·阿贝尔、霍华德·巴菲特、斯蒂芬·伯克、苏珊·德克尔、比尔·盖茨、大卫·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、阿吉特·贾恩、汤姆·墨菲、罗恩·奥尔森、沃尔特·斯科特和梅丽尔·维特默当选为董事。是否有其他提名？或任何讨论？提名已经准备好了，可以开始行动了。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在选举董事的选票上做标记，并将选票交给过道上的一位会议官员。Amick 小姐，当你准备好了，你可以做报告了。

Becky Amick：我的报告已经准备好了。根据截至上周四晚间收到的委托书，委托人的选票对每个被提名人都投了不少于 543,703 票。这个数字超过了所有 A 类和 B 类流通股总票数的大多数。特拉华州法律要求的精确计票证明将交给秘书，与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，BAmick 小姐。以上人士已当选为董事。我们现在有一个来自 WalterScott 的动议。

WalterScott：我提议休会。(RonOlson:我支持这项动议)。

巴菲特：有人提出了休会的动议，并得到了支持。我们将以语音方式进行表决。是否有任何讨论？如果没有，所有赞成的人说"同意"。反对者说"不"。(声音：赞成)。会议休会。



巴菲特致股东的信 2019

2020 年 2 月 22 日 BRK: \$292714-339590

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东：

基于 GAAP 会计准则，2019 年伯克希尔收益为 814 亿美元。这一数字包含：240 亿美元经营收益，37 亿美元已实现资本收益和 537 亿美元未实现资本收益。所有数字均为税后收益。

537 亿美元未实现资本收益必须做一个补充说明。根据 2018 年实施的一项新的会计准则，企业需要在收益中列入其所持有的权益证券未实现资本损益的净变化。正如我们在去年股东信中所说，我和伯克希尔的管理合伙人查理·芒格都不同意这一规则。

事实上，会计行业采用这一新规则标志着会计专业理念的一次重大改变。2018 年之前，GAAP 会计准则坚持认为，股票投资组合当中未实现的资本收益永远不应该被计入收益，只有在被视为“永久性损失”的情况下，未实现的损失才会被计入收益。现在，根据新规，伯克希尔必须将这些数据计入每个季度的合并收益之中，不论这些证券的波动多么起伏不定，可能会造成怎样的影响。对于众多投资者、分析师和评论家来说，这是一个关键性的信息。

伯克希尔 2018 年和 2019 年的具体数据，清楚地说明了我们对新规的争论。2018 年是股市下跌的一年，我们未实现的资本收益减少了 206 亿美元，于是我们报告的 GAAP 收益仅有 40 亿美元。2019 年由于股票价格的上涨，我们未实现的资本收益增加了 537 亿美元，使得我们的 GAAP 收益达到了前面所报告的 814 亿美元。也就是说，股市的波动导致我们报告的 GAAP 收益猛增了 1900%！

与此同时，与会计世界不同的是，在我们认为的现实世界当中，在这两年中伯克希尔所持有的股票市值平均约为 2000 亿美元，这些股票的内在价值在这两年中稳步而大幅增长。

查理和我提醒大家专注于经营收益(2019 年几乎没有变化)，同时不要去关注季度或年度的投资损益，不管这些收益是已经实现的还是尚未实现的。

我们的建议并不是要降低这些投资对伯克希尔的重要性。查理和我都预计，我们的股票投资作为一个整体，虽然其收益表现不可预测且极端不规律，但是长期而言，注定会为我们带来巨大的收益。我们为何会如此乐观？下面的章节将会展开讨论。

留存收益的力量

1924 年，一位名不见经传的经济学家和理财顾问埃德加·劳伦斯·史密斯(Edgar Lawrence Smith)写了一本书《普通股的长期投资》(Common Stocks as Long Term Investments)，这本薄薄的小册子改变了整个投资世界的理念。事实上，撰写这本书也改变了史密斯本人，迫使他开始重新评估自己的投资信条。

最初，他想要证明的观点是，在通货膨胀时期，股票将比债券表现更好，而在通货紧缩时期，债券将带来更高的回报。看起来这样的观点似乎非常合理。可是接下来的结果，史密斯自己都大吃一惊。

因此，本书一开始史密斯就承认："这些研究是对失败的记录——失败的事实并不能支持预设的观点。"但这却是投资者的幸事，因为这一失败迫使史密斯更加深入地思考，应该如何去评估股票的价值。

关于史密斯洞见的核心，我将引述一位他著作的早期评论家的话，不是别人，证实约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)："我一直读完全书，才大致搞清楚了史密斯先生最新奇的，当然也是最重要的观点到底是什么。一般来说，管理良好的工业企业通常不会将其赚取的所有收益都派发给股东。哪怕不是所有年景，至少在好年景，这些企业都会保留部分收益，并将其重新投入到自身业务中去。因此，留存收益有助于一个完备工业企业再投资创造出一个复利运营模式。多年来，除了向股东支付的股息之外，一个完备工业企业资产的真实价值正在以复利的方式增长。"得到了这位经济学大家的加持，史密斯一夜成名。

很难理解为什么在史密斯的这本著作出版之前，留存收益的做法没有得到投资者的认可。毕竟大家都知道，卡耐基 Carnegie、洛克菲勒 Rockefeller 和福特 Ford 等巨头当年都积累了令人瞠目结舌的财富。他们靠的就是保留大部分经营收益，为其增长提供资本，并创造出越来越多的收益。事实上，在全美范围内，有许多小资本家们也是按照同样的策略而发家致富的。

然而，当企业所有权被分割成无数小片也就是"股票"时，史密斯时代之前的投资者通常认为，他们的股票是对市场走势的短期赌博，即使在市场最好的时候，股票投资也被认为就是投机行为，绅士们青睐的是债券。

尽管投资者变得明智非常缓慢，但现在留存收益用于再投资的数学原理已经被大家充分理解了。今天，学生们都已经学到了被凯恩斯评为"新奇"的观念：将储蓄和复利结合，就可以创造奇迹。

在伯克希尔，查理和我一直以来都高度重视有效地运用留存收益。有时这份工作很轻松，而有时这份工作却非常"困难"，尤其是我们开始面对着规模庞大且不断增长的现金的时候。

在部署我们的留存收益的时候，我们首先寻求投资于我们现已拥有的数量众多、种类繁杂的业务。在过去十年时间里，伯克希尔的折旧费用总计 650 亿美元，而其内部的不动产、厂房和设备的投资支出总计达到 1210 亿美元。对于生产性运营资产的再投资永远都是我们的首要任务。

此外，我们不断寻求收购符合我们三个标准的新业务。首先，它们运营的净有形资本必须能够创造良好的回报。其次，它们必须由德才兼备的管理层来管理。最后，它们必须以合理的价格出售。

当我们找到了这样的企业时，我们会倾向于 100%收购它们。遗憾的是，符合我们标准的重大收购机会颇为稀有。在更多的时候，喜怒无常的股市不时为我们提供机会，让我们可以大量购买符合我们标准的上市公司的非控制性股份。

无论我们采取何种方式投资(控股或者通过股市持有大笔股权)，伯克希尔的财务表现很大程度上都将取决于我们所投资的这些企业的未来盈利能力。尽管如此，投资者必须明白，两种投资方式有一个非常重大的会计差异。

我们控股的企业(也就是伯克希尔持有 50%以上股权的公司)，各个业务的收益都会直接计入我们报告的经营收益中。各位股东所见即所得。

我们拥有股票的非控股企业，只有伯克希尔获得的股息才会被计入我们报告的经营收益中。至于留存收益，都被再次投入运营并创造更多增值，但是这些收益都不会直接计入伯克希尔报告的收益数据中。

除伯克希尔外的所有大企业，投资者都不会看到我们所说的至关重要的"未被认可收益"。但对于我们而言，这却是一项非常重要且不容忽视的遗漏，详述如下。

在这里，我们列出我们在股票市场上持股最大的 10 家企业。该表格分别列出了，根据 GAAP 会计准则向你报告的收益，也就是伯克希尔从这 10 个投资对象那里获得的股息，以及我们在投资对象保留并投入运营的收益中所占的份额。通常情况下，这些公司会利用留存收益来扩展业务并提高效率。有时他们用这些资金回购自己的股票中的很大一部分，此举扩大了伯克希尔在其未来收益中应占的份额。

百万美元	持股比例	BRK 收到股息	BRK 应占留存收益
美国运通	18.7%	261	998
苹果公司	5.7%	773	2519
美国银行	10.7%	682	2167
纽约梅隆银行	9.0%	101	288
可口可乐	9.3%	640	194
达美航空	11.0%	114	416

摩根大通	1.9%	216	476
穆迪	13.1%	55	137
美国合众银行	9.7%	251	407
富国银行	8.4%	705	730
合计		3798	8332

注：股息基于当前分红率计算。留存收益基于 2019 年收益减去已支付的普通股和优先股股息。

显然，我们最终将从这些部分拥有的企业中获得已实现收益，并不能完全等同于“我们”在其留存收益中应占的份额。虽然有时会遗憾，我们并未从留存收益获得任何利益。但逻辑常识和我们过往的经验表明，我们将从整个投资组合中实现的资本收益，至少等于(甚至高于)我们在他们留存收益中应占的份额。(当我们最终出售股票实现收益时，我们必须按照当时的税率缴纳联邦所得税，目前的适用税率为 21%。)

可以肯定地说，伯克希尔从这 10 家公司以及我们持有的许多其他股权中所获得的回报，未来将以一种非常不规则的方式呈现出来。有时可能是企业自身的问题，有时可能是股市暴跌的缘故，亏损总会周期性出现。在另外一些时期当中(比如去年)，我们的收益将是爆炸式的增长。整体而言，我们投资企业的留存收益，对于伯克希尔价值的增长无疑是具有重大意义的。史密斯先生是完全正确的。

非保险业务

汤姆·墨菲是伯克希尔的一位受人尊敬的董事，他是史上最伟大的经理人之一。很早之前，他就给过我一些有关收购的重要建议：“**要获得优秀经理人的美誉，必须确保你收购了优秀的企业。**”

多年来，伯克希尔收购了许多公司，最初我都认为它们是“好生意”。但是，有些公司结果令人失望，少数公司简直是彻底的灾难。另一方面，有不少公司却超出了我的期望。

回顾我时好时坏的投资记录时，我得出的结论是，**一桩收购就好比是一场婚姻**：当然，它们都是始于一场盛大的婚礼，但随后的现实往往与婚前的期望大不相同。美妙的是，有时新婚夫妇带来的幸福会超出双方的期望。而有时期望的幻灭也非常迅速。将这些画面放到公司收购上面，**我不得不说，通常是收购方遭遇了令人不快的意外。在追求收购的阶段，人们总是容易满眼充满了梦幻般的期待。**

按照这个类比，我想说，我们的“婚姻”记录基本上令人满意，各方都对各自很久之前做出的决定感到高兴。我们的一些合作关系如同田园般惬意。但一个严肃的数字让我很快就想知道，我在“求婚”时到底在想些什么。

幸运的是，我的许多错误所带来的影响，已经被大多数企业所共有的一个令人失望特点所抵消：**随着时间的推移，“糟糕”的企业往往会趋于停滞，进而进入一种状态：其业务运营所需的伯克希尔资本占比越来越小。与此同**

时, "优秀"的企业往往会继续增长, 并找到以有吸引力的回报投资更多资本的机会。由于这两种截然相反的轨迹, 伯克希尔的投资赢家使用的资本在我们总资本中的占比不断扩大。

作为这些金融变迁的一个极端例子, 伯克希尔最初的纺织业务就是明证。我们于 1965 年初获得了该公司的控制权, 而这个陷入困境的业务几乎需要伯克希尔的全部资本。因此, 在一个时期内, 伯克希尔的未能盈利的纺织资产给我们的总体回报造成了严重的拖累。不过, 最终我们收购了一批"优秀"的企业, 到 1980 年代初, 这种转变使得日益萎缩的纺织业务仅占用了我们一小部分资本。

今天, 我们将你们的大部分资本, 部署在运营所需的净有形资产基础上获得良好乃至优异回报的控股企业之中。我们的保险业务一直是超级巨星。这一业务具有特殊的特点, 赋予其衡量成功与否的独特指标, 这对许多投资者来说是陌生的。我们将在下一节再作具体讨论。

在接下来的几段中, 我们将各种非保险业务按收益规模分组, 有关这些业务的更多信息请参阅详细年报。(收益扣除利息支出、折旧费用、税项、非现金支出、重组费用等所有这些令人讨厌但非常真实的成本, 而公司 CEO 们和华尔街有时会告诉投资者们不要理会这些成本)。

我们的 BNSF 铁路和伯克希尔能源公司(BHE)是伯克希尔非保险业务的两大领头羊, 2019 年合计收益为 83 亿美元(仅包括我们在 BHE 中的 91%股份), 较 2018 年增长 6%。接下来的五家非保险子公司 ClaytonHomes、International MetalWorking、Lubrizol、Marmon 和 Precision Castpart 在 2019 年的合计收益为 48 亿美元, 与 2018 年相比几无变化。按上述排名再接下来的 5 家子公司包括 BH Automotive、Johns Manville、NetJets、Shaw 和 TTI, 2019 年合计收益为 19 亿美元, 高于 2018 年的 17 亿美元。伯克希尔拥有的其余非保险业务(此类业务还有很多), 2019 年的合计收益为 27 亿美元, 略低于 2018 年的 28 亿美元。

2019 年, 我们控制的非保险业务的总收益为 177 亿美元, 较 2018 年的 172 亿美元增长了 3%。收购和出售对这些业绩几乎没有净影响。

我必须补充最后一点, 强调伯克希尔的广泛业务范围。2011 年, 我们收购了总部位于俄亥俄州的 Lubrizol 公司, 这是一家在全球范围内生产和销售石油添加剂的公司。2019 年 9 月 26 日, Lubrizol 旗下一家法国大型工厂被隔壁一家小型企业引发的火灾波及。这场大火造成了重大的财产损失和业务中断。即使如此, 公司将获得大额保险追偿, 从而减轻公司的财产损失和业务中断损失。

但是，正如已故的保罗·哈维(PaulHarvey)在他著名的广播节目中所说的，"接下来故事如下。" Lubrizol 投保的最大的保险公司之一是伯克希尔旗下的公司。在马太福音 6-3 中，圣经指示我们："你施舍的时候，不要故意让别人看到你做了什么。" 你们的董事长显然是遵照了圣经的嘱咐。

财产意外险业务(P/C)

自 1967 年以来，财产意外险业务一直是推动伯克希尔业绩增长的引擎。1967 年，伯克希尔以 860 万美元收购了国民保险及其姊妹公司国民火灾及海事保险公司。如今，以净资产衡量，国民保险是世界上最大的财产意外险公司。保险业务重在履行承诺，而伯克希尔履行承诺的能力是无与伦比的。

我们被财产意外险业务吸引的原因之一是该行业的商业模式：保险公司先收取保费然后支付索赔。在极端情况下，比如接触石棉或严重的工作场所事故，一些保险赔付可能持续数十年。

这种"先收后付"的模式让保险公司持有大笔资金，我们称之为"浮存金"，这些资金最终会赔付给其他人。与此同时，保险公司会使用这笔浮存金投资获利。虽然单个保单和索赔来来去去，但保险公司持有的浮存金规模相对于保费收入保持相对稳定。因此，随着我们业务的增长，浮存金也随之增长。下表所示为浮存金具体增长情况：

百万美元	保费收入	期末浮存金
1970	39	39
1980	185	237
1990	582	1632
2000	19343	27871
2010	60749	65832
2011		70571
2012		73125
2013		77240
2014		83921
2015		87722
2016		91577
2017	60597	114500
2018		122732
2019		129423

随着时间的推移，我们可能会遭遇浮存金下滑。如果出现下滑，下滑幅度将是非常缓慢的，任一年度整体下滑最多不超过 3%。我们的保险合同的性质决定了，我们永远不会受到对我们拥有的现金资源具有重大意义的短期或即时的偿付需求。这种结构是精心设计的，是我们保险公司无与伦比的财务实力的关键组成部分。这种能力绝

不会受到冲击。

如果保费收入超过我们的运营费用和最终赔付总额，我们的保险业务将录得承保盈利，这将增加浮存金产生的投资收益。当我们赚得这样的利润时，我们就可以享受使用免费的资金，而且更好的是，我们还会因为持有这些资金而获得报酬。

对于整个财产意外险行业而言，目前浮存金的财务价值远低于多年前的水平。这是因为几乎所有财产意外险公司的标准投资策略都严重且恰当地倾向于高等级债券。因此，利率的变化对这些公司至关重要，而在过去十年里，债券市场提供的利率低得可怜。

由于债券到期日或发行人赎回条款的原因，保险公司年复一年地被迫将其"旧"的投资组合转换为收益率更低的新投资组合，因此，保险公司不免受到了利率的影响。这些保险公司曾经可以安全地从每一美元的浮存金中赚取 5-6 美分，但现在他们只赚到 2-3 美分(如果他们的业务集中在深陷负利率泥潭的国家，甚至更少)。

一些保险公司可能会试图通过购买质量更低的债券或承诺高收益的非流动性"非标"投资来减缓收入的下滑。但是，这些都是危险的游戏和活动，大多数机构都没有足够的能力来应对(没有足够流动性来应付赔付)。

伯克希尔的情况比一般保险公司要好。最重要的是，我们无与伦比的巨额资本、充裕的现金和多样化的非保险收益流，使我们拥有远高于业内其他公司的投资灵活性。我们拥有更多投资选择总是有利的，有时还会给我们带来重大的投资机会。

与此同时，我们的财产意外险业务有着出色的承保记录。在过去的 17 年里，伯克希尔有 16 年实现了承保盈利，只有 2017 年是个例外，当时我们的税前亏损高达 32 亿美元。在整整 17 年的时间里，我们的税前收益总计 275 亿美元，其中 2019 年录得 4 亿美元。

这一记录并非偶然：严守纪律的风险评估是我们保险经理日常关注的焦点，他们知道，糟糕的承保业绩可能会淹没浮存金的投资回报。所有保险公司都只是嘴上说说而已。但在伯克希尔，这是一种老式宗教般的信仰。

正如我过去反复做过的那样，我现在要强调的是，保险业的良好结果远非一件确定无疑的事情：在未来 17 年的 16 年里，我们几乎肯定不会每年都实现承保盈利。危险总是隐藏其中。

在评估保险风险方面的错误有可能是巨大的，有可能需要很多年甚至几十年的时间才能显现和成熟(想想石棉案)。一场使 Katrina 和 Michael 飓风相形见绌的大灾难将会发生，也许是明天，也许是几十年后。"最大的灾难"

可能来自传统来源，如飓风或地震，也可能是完全出乎意料的事件，如网络攻击的灾难性后果超出了保险公司目前的预期。当这样的大灾难来袭时，伯克希尔就会承担其损失份额，而且损失将会很大，非常大。然而，与许多其他保险公司不同，处理损失不会使我们的流动性资源紧张，我们将渴望在第二天就增加业务。

闭上眼睛，试着想象一个可能会出现一个精力充沛的财产意外险承保人的地方。纽约？伦敦？硅谷？

威尔克斯-巴里(Wilkes-Barre)怎么样？

2012 年末，我们保险业务非常宝贵的经理人阿吉特贾因(Ajit Jain)打电话告诉我，他将以 2.21 亿美元(大约是当时公司的账面价值)的价格收购宾夕法尼亚州那个小城的一家小公司：GUARD Insurance Group。他还说，GUARD 的 CEO-Sy Foguel 将成为伯克希尔的明星。GUARD 和 Sy 对我来说都是新名字。

转眼之间：2019 年 GUARD 的保费收入达到 19 亿美元，较 2012 年增长了 379%，承保盈利也令人满意。自从加入伯克希尔以来，Sy 带领公司进入了新产品和新地区，并将 GUARD 的浮存金增加了 265%。1967 年，奥巴马似乎不太可能成为一个财产意外险的巨头跳板。Wilkes-Barre 很可能会带来类似的惊喜。

伯克希尔能源公司(BHE)

伯克希尔能源公司正庆祝由我们控股的 20 周年。周年纪念日表明我们应该追叙一下公司所取得的成就。

我们就从电价这个话题开始。当伯克希尔在 2000 年进入公用事业领域时，它收购了 BHE 公司 76%的股份，该公司在爱荷华州的居民客户的平均每度电价为 8.8 美分。自那之后，居民客户的电价每年上涨不到 1%，我们承诺，到 2028 年基本电价不会上涨。相比之下，爱荷华州另一家大型投资者拥有的公司正发生的情况是：去年该公司对居民客户收取的电价比 BHE 高出 61%。最近，公用事业公司的费率上涨，将使这一差距扩大到 70%。

我们的费率和他们之间的巨大差异，很大程度上是由于我们在将风能转化为电能方面取得的巨大成就。2021 年，我们预计 BHE 在爱荷华州的运营，将通过其拥有和运营的风力涡轮机发电约 2520 万兆瓦时。这样的电力产量将完全满足其爱荷华州客户的年度需求，其年需求量约为 2460 万兆瓦时。换句话说，我们的公用事业公司将在爱荷华州实现风能自给自足。

另一个鲜明对比是，爱荷华州的另一家公用事业公司，风电占总发电量不到 10%。此外，据我们所知，到 2021 年，无论在哪里，其他投资者拥有的公用事业公司都不可能实现风能自给自足。2000 年，BHE 服务于农业经济；如今公司的五大客户中有三个是高科技巨头。我认为，他们在爱荷华州建厂的决定，部分是基于 BHE 提供

可再生、低成本能源的能力。

当然，风能是间歇能源，我们在爱荷华州的风机只运行了部分时间。在某些时段，当空气静止时，我们依靠非风力发电的能力来保证我们所需的电力。情况相反时，我们将风能提供给我们多余电力出售给其他公用事业公司，通过所谓的“电网”为他们服务。我们卖给他们的电力替代了他们对碳资源的需求，比如煤或者天然气。

伯克希尔目前拥有 91% 的 BHE 是与小沃尔特·斯科特(Walter Scott, Jr.)和格雷格·阿贝尔(Greg Abel)共同持有。自从我们收购以来，BHE 从未向伯克希尔支付过股息，而且随着时间的推移，BHE 保留了 280 亿美元的盈利。这种模式在公用事业领域是个异类，公用事业公司通常会支付高额股息，有时甚至超过 80% 的盈利。我们的观点是：我们可以投资的越多，我们就越青睐它。

今天，BHE 拥有管理真正大型公用事业项目的人才和经验，这些基础设施项目需要 1000 亿美元或更多的投资，能够造福我们的国家、社区和我们的股东。我们随时准备、愿意和有能力接受这样的机会。

股票投资

下表列出了截至去年年末我们所持市值最大的 15 只普通股。我们排除持有的卡夫亨氏(共 325442152 股)，因为伯克希尔是其控股集团的一部分，所以必须用“权益法”对这笔投资进行核算。在资产负债表上，按 GAAP 会计准则，伯克希尔所持卡夫亨氏的股份价值 138 亿美元，这一数字代表了 2019 年末伯克希尔在卡夫亨氏经审计的账面价值中所占的份额。不过请注意，我们持有的卡夫亨氏市值仅为 105 亿美元。

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
250,866,566	苹果 Apple-微减	5.7%	35,287	73,667
947,760,000	美国银行-增持	10.7%	12,560	33,380
400,000,000	可口可乐	9.3%	1,299	22,140
151,610,700	美国运通	18.7%	1,287	18,874
345,688,918	富国银行-减持	8.4%	7,040	18,598
149,497,786	美国合众银行 US Bancorp-增持	9.7%	5,709	8,864
60,059,932	摩根大通-增持	1.9%	6,556	8,372
24,669,778	穆迪 Moody's	13.1%	248	5,857
81,488,751	纽约梅隆银行 Mellon-微减	9.0%	3,696	4,101
70,910,456	达美航空 Delta-增持	11.0%	3,125	4,147
12,435,814	高盛-减持	3.5%	890	2,859
46,692,713	西南航空 Southwest-微减	9.0%	1,940	2,520
5,426,609	特许通讯 Charter-减持	2.6%	944	2,632
21,938,642	大陆航空 Continental	8.7%	1,195	1,933
10,239,160	Visa 维萨-加仓	0.6%	349	1,924

	其他		28,215	38,159
	股票投资合计		110,340	248,027
	Kraft Heinz 卡夫亨氏-控股			10,463
	GE 通用汽车-增持			1,757
	Liberty Media 自由媒体			1,662
	VeriSign 数字证书			1,523
	MasterCard 万事达			1,473
	PNC 金融服务集团-增持			1,384
	DaVita 达维塔保健			1,389
	Costco 开市客			1,274
	BYD 比亚迪			1,115
	M&T 银行			913
	OXY 西方石油-新进			780
	STORE CAP			693
	GLOBE LIFE 寿险-新进			669
	Axalta 涂料系统			637
	AAL 美国航空-减持			624
	KROGER 克罗格连锁-新进			549
	RBI 汉堡王			538
	AMAZON 亚马逊-新进			210
	TEVA 制药-以色列			205
	RH 家具连锁-新进			202
	BIOGEN 百健制药-新进			191
	SUNCOR 森科能源-新进			140
	SiriusXM 卫星广播			120
	Synchrony 消费金融			120
20 年 4.5 倍	Torchmark 托马科金融-清仓			
20 年约 60%	USG 美国石膏板-清仓			
3 年约 20%	PHILLIPS 66-清仓			
1 年	TRAVELERS 旅行者集团-清仓			
1 年	Red Hat 红帽-清仓			

*成本项为实际投资成本，也是计税依据，在少数情况下成本因 GAAP 准则要求的减记和增记而有所不同。

*不包括伯克希尔子公司养老金投资的持股。*其他项包括 100 亿美元西方石油的优先股和认股权证投资。

查理和我并不认为以上 2480 亿美元股票投资是一系列股市赌博。我们不会因为“华尔街”的降级、预期美联储

可能采取的行动、可能出现的政治动向、经济学家的预测，或者其他任何可能成为当前热门话题的东西，而结束

持有这些股票。相反，我们把这些持仓看作是一个由我们部分拥有公司的集合。按加权计算，这些业务运营所需

的净有形资产回报率超过 20%。而且，这些公司赚取利润的同时，并没有过度举债。在任何情况下，那些大型、

成熟且易于理解的企业的实现这种回报率都是非同寻常的。与很多投资者在过去十年里所接受的债券回报率相比

(比如说 30 年期美国国债的收益率是 2.5%或更低)，这些公司取得的回报率的确令人震惊。

预测未来利率走向从来都不是我们的游戏，查理和我不知道未来一年、十年或三十年的平均利率会是多少。我们或许有些偏见地认为，那些对这些话题上发表意见的砖家，恰恰是通过这种行为，揭示的更多是他们自己的愚蠢而非未来。我们可以说的是，**如果在未来几十年里，接近当前利率的利率占了上风，公司税也维持在当下享有的低水平，那么几乎可以肯定的是，随着时间的推移，股票的表现将远远好于长期固定利率债务工具。**

这一乐观预测伴随着一项警告：明天的股价可能千变万化。有时股市会大幅暴跌，可能超过 50%甚至更多。但对于那些不借钱炒股，并且能够控制自己情绪的人来说，去年我曾在文章中写过的"美国经济顺风车"，再加上史密斯所谓的"复利奇迹"，将使股票成为更好的长期投资选择。其他人呢？当心点吧！

未来之路

30 年前，我中西部朋友 **Joe Rosenfield**(格林内尔学院捐赠基金受托人)在 80 岁的时候，收到了当地一家报纸发来的一封令人恼火的信。报纸直截了当地要求 Joe 提供一些将在他讣告中使用的生平数据。Joe 没有回信。接下来 1 个月后，他又收到了那家报纸发来的第二封信，而且还是封加急信。

查理和我很早就已经进入了类似的"加急"阶段。对于我们来说，这显然不是什么喜讯。但是，伯克希尔的股东们不必焦虑：你的公司已经为我们的离开做好了百分百的准备。

我们之所以如此乐观，主要基于五大因素：

第一，伯克希尔的资本被配置在各类全资或部分拥有的业务上，平均而言，其**投入资本回报率**很吸引人。

第二，伯克希尔将其**控股业务**定位为一个单一实体，这赋予我们一些重要且持久的经济优势。

第三，伯克希尔的**财务**事物管理将始终如一，使公司能够抵御极端外部事件的冲击。

第四，我们拥有德才兼备的**管理层**。对于他们来说，管理伯克希尔远远不止是一份高薪和/或有声望的工作。

第五，伯克希尔的**董事们**(股东的监护人)始终以股东利益为导向，并培育一种在大型企业中很罕见的文化。

Larry Cunningham 和 Stephanie Cuba 在合著的新书 **《信任边际》** 中，探讨了这种企业文化的价值。该书将在我们年会上首发。

还有一些特别实际的原因，促使查理和我想要确保伯克希尔在我们离开后的日子里继续繁荣昌盛：芒格家族持有的伯克希尔股票规模，远超过该家族的其他投资；而我高达 99%的净资产都放在伯克希尔股票上。我从未卖

出过伯克希尔的股票，以后也不打算这么做。除了慈善捐赠和少量个人礼物之外，我唯一一次处置伯克希尔股票是在 1980 年。当时我和其他参与的伯克希尔股东们一起，用我们的一些伯克希尔股票，交换了伯克希尔 1969 年收购的伊利诺伊州一家银行的股票。由于《银行控股公司法》的变化，1980 年我们必须剥离该银行。

今天，我在遗嘱中特别指示其执行人，以及在遗嘱关闭后接替他们管理我的遗产的受托人，不要出售伯克希尔的股票。我的遗嘱还免除了遗嘱执行人和受托人，其维持资产过度集中的责任。根据我的遗嘱，执行人和受托人每年会将我的一部分 A 股转换成 B 股，然后将 B 股分配给各个基金会。这些基金会将被要求迅速分配其所获得的赠款。总的来说，我估计在我去世后，**我所持有的伯克希尔股票全部进入市场需要 12-15 年。**

如果没有我的遗嘱指示，我所有的伯克希尔股票都应该持有到预定的分配日期，我的遗嘱执行人和受托人最安全的路线是，出售他们临时控制下的伯克希尔股票，并且将其再投资于，到期日与预定分配日期相匹配的美国国债上。该策略将使受托人免受公众批评，也免受因未能按“审慎”标准行事而承担个人责任的可能性。

我个人感到安心的是，在处置期间伯克希尔股票将提供安全且有回报的投资。也许会发生一些事情证明我是错的，这种可能性虽然很低但也不能忽视。但我相信，我的指示很可能会为社会提供比传统方式多得多的资源。

就我“仅限伯克希尔”的指示而言，其关键在于我对伯克希尔的董事们未来的判断力和忠诚度抱有信心。他们经常面临华尔街糖衣炮弹的考验。对许多公司来说，这些华尔街“超级销售员”可能会胜出。但我预计伯克希尔不会出现这种情况。

董事会

近年来，企业董事会的构成及其宗旨都已成为人们关注的热点问题。曾经关于董事会责任的讨论主要局限于律师之间；而在今天，机构投资者和政界人士也加入了进来。

就讨论企业治理的问题而言，我的资历包括，在过去 62 年里，我曾担任 21 家上市公司的董事。除了两家公司之外，我在其他公司中都持有大量股权。在少数情况下，我曾试图实施重要的改变。（巴菲特担任过董事的公司：伯克希尔、蓝筹印花(Blue Chip Stamps)、首府/ABC 广播、可口可乐、数据文件(DataDocuments)、邓普斯特(Dempster)、桑伯恩地图(Sanborn Map)、通用发展地产(General Growth)、吉列(Gillette)、卡夫亨氏(Kraft Heinz)、Maracaibo Oil、Tribune Oil、万星威(Munsingwear)、奥马哈国民银行(Omaha National Bank)、平克顿(Pinkerton's)、波特兰煤气(Portland Gas Light)、所罗门(Salomon)、全美航空(U.S.Airways)、

沃拿多(Vornado)、华盛顿邮报(Washington Post)、威斯科金融(Wesco Financial))。

在我服务于这些公司的前 30 年左右，董事会中很少会有女性，除非她代表着企业的控股家族。应该指出的是，今年是第 19 修正案出台 100 周年，该修正案保障了美国女性投票发声的权利。她们在董事会中获得类似地位的工作则仍在进行中。

多年以来，许多有关董事会组成和职责的新规则和指导方针已经出台。然而，董事们面临的根本挑战一如既往：**找到并留住一位才华横溢的 CEO(当然这位 CEO 具有诚实正直的品质)，并将其整个职业生涯都奉献给公司。**通常情况下，这项任务是艰巨的。但是，一旦董事们做对这件事情，其他就什么都不用做了。但是，如果他们搞砸了这件事.....

审计委员会现在比以往更加努力地工作，并且几乎总是以严苛的态度看待这项工作。尽管如此，这些委员会仍然不是那些希望玩数字游戏的经理人的对手，这种"犯罪行为"受到了收益"指导"的胁迫和 CEO 希望"达到预期数字"的愿望的鼓励。我与那些曾玩弄过公司业绩数字的 CEO 打交道的直接经验表明(谢天谢地经验有限)，**他们通常是出于自负，而不是出于对经济利益的渴望。**

薪酬委员会现在比以往更加依赖顾问。因此，薪酬安排变得更加复杂，没有一个委员会成员想要去解释，为一个简单的薪酬计划年复一年地支付大笔费用，而且阅读代理材料已成为一种令人麻木的体验。

公司治理方面的一项非常重要的改进已得到授权：定期组织禁止 CEO 参加的董事"内部会议"。在此之前，真正坦率地讨论 CEO 的能力，收购决策和薪酬是很少见的。

收购提案对于董事会成员而言，仍然是一个特别棘手的问题。达成交易的法律流程已得到完善和扩展(这个词也恰当地描述了伴随的成本)。但是我还没有看到一位渴望进行收购的 CEO 会请来一位见多识广且能言善辩的批评家来反对收购。是的，这一点也包括我在内。

总体而言，收购交易是 CEO 及其乐于助人的员工们垂涎已久的。对于一家公司来说，聘请两名"专家级"的收购顾问(一名赞成一名反对)向董事会传达他们对拟议交易的看法，这将是一项有趣的做法。比方说，最终意见胜出的顾问将获得失败的顾问十倍酬劳的奖励。但不要屏息期待这项改革的到来：当前的制度，无论对股东来说有什么缺点，对 CEO、许多顾问、以及其他热衷于交易的专业人士来说都非常有效。当我们考虑到华尔街的建议时，一个古老的警告永远是正确的：**不要问理发师你是否需要理发。**

多年来，董事会"独立性"已成为一个新的值得重视的领域。然而，与这个话题相关的一个关键点几乎总是被忽视，那就是现在飙升的董事的薪酬水平，不可避免地影响许多并不富裕董事成员潜意识的行为。试想一下，一位董事一年 6 次左右，在董事会上度过几天愉快的时光，就可以赚到 25-30 万美元。通常，拥有一个这样董事职位，其收入是美国家庭年收入中位数的 3-4 倍(我错过了许多赚钱的机会：在 1960 年代初，作为 Portland Gas Light 公司的董事，我每年收到 100 美元的服务费。为了赚到这笔可观的收入，我每年需要往返缅因州四次)。

那现在的工作有保障吗？是的。董事会成员可能会被"礼貌地"忽视，但他们却很少被解雇。取而代之的是，慷慨的年龄限制(通常是 70 岁或更高)是礼貌解雇董事的标准方式。

难怪一位不怎么富有的董事(non-wealthy director，简称"NWD")现在希望、甚至渴望被邀请加入第二家公司的董事会，从而帮助自己跃升至 50-60 万美元的收入阶层。为了实现这一目标，NWD 将需要一些帮助。一家寻找董事会成员的公司 CEO，几乎肯定会向 NWD 的现任 CEO 核实 NWD 是否是一个"好"董事。当然，所谓的"好"只是个暗号。如果 NWD 严重挑战现任 CEO 的薪酬或收购梦想，他的董事候选人资格将悄无声息地被抹去。

在寻找董事时，CEO 们并不是在寻找斗牛犬，只有乖乖的可卡犬才会被带回家。

尽管这一切都不合逻辑，但对董事薪酬极其看重(甚至是渴望)的董事，如今几乎都被归类为"独立董事"，然而许多拥有与公司兴衰密切相关财富的董事，却被认为缺乏独立性。不久前，我查看了一家美国大公司的委托代理材料，发现有 8 名董事从未用自己的钱购买过该公司股票(当然，他们获得了股票激励，作为自己丰厚现金薪酬的补充)。这家公司长期以来一直表现落后，但董事们待遇却非常好。

当然，用自己的钱购买股份并不能创造智慧，也不能确保商业成功。尽管如此，当我们投资组合公司的董事有用他们自己的钱去购买股票的经历，而不是仅仅接受赠款时，我会感觉更好。

在这里，我应该停顿一下：我想让你知道，这些年来我遇到的几乎所有董事都很正派、讨人喜欢且聪明。他们穿着得体，是一位好邻居、也是一位好公民，我很享受和他们在一起。在这群人中，有一些除了我们共同的董事会服务，我是不会认识他们的，他们如今已经成为了我亲密的朋友。尽管如此，这些善良的人中有许多是我永远不会选择来处理金钱或商业事务的人。因为这根本不是他们的游戏(能力圈)。

反过来，他们也永远不会在拔牙、装修房子或改善高尔夫球技方面向我求助。此外，如果我被安排参加"与星共舞"(Dancing with the Stars)节目，我会立即寻求证人保护计划的庇护。我们总会在这样或那样的一些事情上毫

无建树。对于我们大多数人来说，这个清单会很长。但需要认识到的重要一点是，如果你是象棋棋手 Bobby Fischer，你必须为了钱而下棋。

在伯克希尔，我们将继续寻找精通商业的董事，他们以股东利益为导向，并对我们的公司有强烈的特定兴趣。指导他们行动的是思想和原则，而不是机器人式的“程序”。当然在代表你的利益行使职责时，他们会寻找那些用心取悦客户、珍惜自己同事、努力成为自己所在社区和国家好公民的经理人。这些目标并不新鲜。这是 60 年前有能力 CEO 们的目标，现在仍是如此。否则又有谁会具备这些能力呢？

其他事项

在过去的报告中，我们已经讨论了有意义的和无意义的股票回购。我们的想法归结为：只有在以下情况下伯克希尔才会回购股票：a)查理和我认为公司股价低于其价值，以及 b)公司在完成回购后，仍会拥有充足的现金。

股票内在价值的计算很不精确。因此，以货真价实的 95 美分去购买估值 1 美元的资产，我们两人都不觉得有任何紧迫性。2019 年，伯克希尔的价格/价值等式有时是适度有利于回购，我们花了 50 亿美元回购了公司约 1% 的股份。随着时间的推移，我们希望伯克希尔的股票数量下降。如果价格/价的折扣扩大(正如我们估计的那样)，我们很可能会更加积极的回购股票。然而，我们不会在任何水平上支撑股价。

持有价值至少 2000 万美元 A/B 类股，并有意向伯克希尔出售股票的股东，可能会希望他们的经纪人联系伯克希尔的 Mark Millard，电话是 402-346-1400。只有当你打定主意出售股票的情况下才能拨打电话，请在美国中部时间上午 8:00-8:30 或下午 3:00-3:30 之间给拨打。

2019 年，伯克希尔向美国财政部汇出 36 亿美元，用于支付当期所得税。同期，美国政府征收了 2430 亿美元的企业所得税。从这些统计数据中，你可以为你的公司缴纳了美国所有公司联邦所得税的 1.5%而感到自豪。55 年前，当伯克希尔被现有管理层接手时，公司无需缴纳任何联邦所得税(这也是有充分理由的：因为此前十年，这家陷入困境的公司录得净亏损)。从那时起，由于伯克希尔保留了几乎所有的收益，这项政策的受益者已不仅仅是公司股东，也包括联邦政府。在未来的多数年份里，我们都希望并期待着向财政部缴纳更大的金额。

我们将于 2020 年 5 月 2 日召开年会，在年报中您可以找到详细信息。像往常一样，雅虎将在全球范围内直播这一活动。然而，我们的形式将有一个重要的变化：我收到了股东、媒体和董事会成员建议，让我们的两位关键运营经理阿吉特·贾因(Ajit Jain)和格雷格·阿贝尔(Greg Abel)在年会上有更多的出境率。这一变化非常有意义。无

论是作为经理人还是个人，他们都是杰出的个体，你应该从他们那里听到更多。

今年向我们三名长期服务的记者提出问题的股东，可以指定向阿吉特或格雷格提问。他们就像查理和我一样，将完全不知道这些问题会是什么。记者将与观众轮流提问，观众也可以直接向我们四个人中的任何一个提问。所以，请准备好你的俏皮话。

5月2日来奥马哈，认识一些志同道合的资本家。购买一些伯克希尔产品，尽情享受。查理和我，还有整个伯克希尔大家庭都期待见到你。

沃伦·巴菲特 董事局主席



巴菲特：这些年来，我对人性有了更深刻的理解，我能从一本书上学到很多有关投资的东西，但我不认为你能学到很多有关人性的东西，这需要非常多的经历。我在这方面比四五十年前更加睿智，虽然我无法像从前一样飞快的说出很多数字。

伯克希尔股东大会实录 2020

2020 年 5 月 2 日 奥马哈 线下取消+CNBC 直播

开场白

巴菲特：现在是奥马哈时间下午 3:45，欢迎来到伯克希尔股东大会。今年的股东大会和往年不一样，很不一样，特别是和我一起走过 60 年的老搭档，查理·芒格，他没在现场，感觉特别不一样。其实，每年来那么多人，大部分是冲着查理来的。请大家放心，96 岁的查理，身体很健康。他的头脑依旧敏捷。他的声音仍然洪亮。只是在这个特殊情况下，查理还是不要乘飞机来奥马哈为妙。查理已经适应了新生活，他新增了技能包，会用 Zoom 开视频会议了，现在每天都和很多人开会。在高科技方面，查理把我碾压了。碾压我很容易，就像踩只小蚂蚁。总之，各位请放心，查理很健康，他明年会回来的。希望我们明年的股东大会一切恢复正常。

另外，保险业务副董事长阿吉特·贾因(Ajit Jain)目前在纽约，他很安全。同样是不想让他飞到奥马哈，所以阿吉特也没有出席此次会议。坐在我左手边的是格雷格·阿贝尔(Greg Abel)。Greg 是我们的另一位副董事长，负责除了保险以外的所有业务。Greg 管理的业务，营收超过 1500 亿美元，涵盖几十个行业，拥有 30 多万名员工。Greg 负责现在的工作有两三年了。说实话，Ajit 和 Greg 真是我的左膀右臂，他们接手以后，比我做得好太多了。没他俩，我根本应付不过来。我非常感谢 Greg。在今天的会议中，各位可以更多地了解 Greg。

今天的会议包括四个环节。首先，我想单独讲些东西，我会用到 PPT。我以前没怎么用过 PPT。从 21 岁起，我开始给大学生讲课，断断续续讲到了 88 岁。教了几十年，我好像没用过一张幻灯片。谁说人过三十不学艺的？看我的吧。我准备了很多张 PPT，大家可以边听边看。我一会就开讲。然后，我们简单回顾一下伯克希尔第一季度的业绩。第一季度的业绩已经披露了，而且今早也发布在了 berkshirehathaway.com 上。一季报里内容很多，我不可能都细说一遍，只给大家讲些重点。接着，我们进入会议的正式流程，大概 15-20 分钟。

然后，我们把时间交给贝琪·奎克(Becky Quick)。她收到了大量来自股东的提问，Becky 将从中挑选一些，在两个小时左右的时间里，对我和 Greg 进行问题轰炸。我们还安排了 Carol Loomis 和 Andrew Ross Sorkin 接收来自股东的问题。为了简化流程，我们将所有问题汇总到一起，统一由 Becky 提问。刚才说了，提问环节持续两个小时左右，具体结束时间待定，我们看情况吧。

关于疫情

巴菲特：在过去两个月里，所有人都在思索两个问题，一个是，美国的疫情状况；另一个是，美国的经济状况。今后几个月会怎样？未来几年会怎样？关于疫情，我说不出什么有用的东西。上学的时候，我会计学的还可以，生物学的一团糟。我了解疫情的渠道和所有人都一样。以前，我并不认识福奇博士(Dr.Fauci)。这次听到Fauci 博士讲话，我特别感谢他。79 岁高龄的 Fauci 博士，似乎永远不知疲倦。他富有幽默感，把复杂的医学知识讲得深入浅出。他很诚实，有一说一，有二说二。有 Fauci 博士是美国的幸运。今天下午，我不谈任何政坛人物，也不谈任何政治问题。但是，我特别想借此机会向 Fauci 博士表示感谢，感谢他教给我许多知识，告诉我很多信息，让我对疫情有所了解。同样帮助我的，还有比尔·盖茨。无论是盖茨，还是 Fauci，他们讲话，我知道，那是信得过的。谢谢您，Fauci 博士。

此时此刻，我们正遭受疫情的冲击。在我眼前，能容纳 1.7-1.8 万人的观众席空无一人。上一次我来这里，还是人山人海。那是 Creighton 和 Villanova 两支球队上演的对决，全场座无虚席。就是今年 1 月份的事而已。那时的全场观众，每个人都翘首以待，期盼着即将在三月份上演的大学生篮球联赛。那时候，没人能想到三月份的赛事无法如期举行。仿佛只是按下一个按钮，突然之间，全国上下，人们的行为和心态发生了巨大的变化。病毒突然来袭，我们被打打了个措手不及。当病毒刚刚露出苗头时，我考虑了疫情，考虑了经济，认为这两个方面往下发展，都存在大量的可能性。按照当时的情况，应急响应级别从最低到最高都有可能，谁都不知道所有的可能性有多少种，谁都不知道各种可能性的概率是多少。

真的，当时的情况，一个是疫情方面、一个是经济方面，在我看来，往下发展，确实都存在大量的可能性。这两方面还相互交织、相互影响。随着事态发展，疫情和经济两方面你中有我、我中有你。现在，在疫情方面，我仍然没什么发言权，我知道的，大家都知道。但是，现阶段，就疫情而言，我认为，可能性的范围，已经缩小了一些。我们已经知道了，我们遇到的不是最好的情况，也不是最糟的情况。病毒刚出现的时候，可能性是什么，真没办法估量。随着事态发展，很多东西，我们搞明白了，也有很多东西，对我们来说，仍然是未知数。好在我们已经知道了，哪些是未知数。我们汇集了最顶尖的人才，朝未知领域进军，我们对病毒的了解与日俱增。

这个病毒传染性很强，致命性倒没那么高。1918 年，美国经历过西班牙流感(Spanishflu)。我父亲、他的四个兄妹、他的父母经历了那场流感。3 月 15 日出版的《奥马哈世界先驱报》(OmahaWorldHerald)刊登了一篇相关的报道，写得很好，各位可以访问 omaha.com 读一读。我没记错的话，在 Google 中输入关键字"Spanishflu

Omaha"搜索，在打开的第一个页面就能找到这篇文章。在那场持续了四个月左右的疫情中，奥马哈共有 974 人死亡，占总人口的 0.5%，美国全国的死亡率应该和这个数字不相上下。用这个比例乘以美国现在的总人口，那就是 170 万人左右，算是最坏的情况了。好在我们这次应该没那么严重。这次不像西班牙流感的致命性那么强，应该可以排除这种最坏的情况。只是这次的疫情传染性特别厉害。另外，这次疫情的致死率还算不出来，我们还不知道分母是多少，不知道有多少人是无症状感染者。

总之，根据我的分析，疫情方面，概率的范围缩小了一些。至于经济方面，概率或者可能性的范围，仍然特别大。主动停止社会的大部分活动，到底会发生什么？我们不知道。2008 年、2009 年，我们的经济列车脱轨，是因为银行等金融机构出了问题，轨道的路基坍塌了。这次，是我们自己把火车从正线上开下来，停到岔线上的。世界上这么大的一个国家，生产力这么强、人口这么多，主动停止经济活动、停止生产工作，这似乎并没有先例。人们的心理自然会受到影响，感到焦虑，感到压抑。

我们正在进行一场实验。大多数问题，用不了多久，我们就能给出答案。一些特别重大的问题，可能许多年之后，我们仍然无法解答。摆在我们面前的，仍然是范围巨大的可能性。即便如此，我还是要畅谈美国经济的未来，因为我对美国经济的信心一如既往的坚定。二战爆发之时，我坚信美国经济一定行。在古巴导弹危机之中，在 911 恐袭之中，在金融危机之中，我都坚信美国经济一定行，坚信美国将一往无前。走到今天，我们克服了多少艰巨的困难。诚然，此次遇到的困难与以往截然不同。但是，比这次更大的困难，也没挡住我们前进的脚步。美国奇迹、美国魔力从未消退，这次我们仍将取得胜利。

回顾历史

巴菲特：我想带大家回顾一下历史。我想向大家证明一个道理。假如你可以选择自己出生的时间和地点，但是不知道自己是男是女、智商是高是低、有什么长处、有什么缺点。只可以选一次。你肯定不会选 1720 年、不会选 1820 年，也不会选 1920 年。你会选出生在今天，出生在美国。1789 年，美国联邦政府成立，乔治·华盛顿宣誓就职，从那以后，美国一直是人们向往的国度。试想一下，231 年间，多少人憧憬来到美国这片沃土。

我先讲上了，抢跑了，应该先放第一张幻灯片的。我会一边讲，一边说播放哪张幻灯片。要说美国啊，咱们看第一张幻灯片(幻灯片显示：美国年龄 231 岁，查理芒格和沃伦巴菲特年龄 185 岁)，真是一个特别年轻的國家。把我和查理两个老年人的岁数加起来，和美国建国多少年比一比。我们俩的岁数，再加上 Greg 这位年轻人的

年龄，都比美国大了。所以说，美国是个非常非常年轻的国家。但是，仅仅在历史长河中的一小段时间里，我创造了多么了不起的奇迹。

请看第二张幻灯片(幻灯片显示：1790 年人口 390 万，其中 60 万是奴隶。美国 13 个州总人口占全球人口总数的 0.5%)。1790 年，美国有 390 万人。在查找统计数据的时候，我发现一件好玩的事儿。1921 年，商务部大楼着了一场大火，很多统计数据都烧没了，所以有些年份的数据是空白的。总之，1790 年，美国有 390 万人。其中 60-70 万人是奴隶。这 390 万人占当时地球总人口的 0.5%。

从这 390 万人中，随便找人问，让他们想象一下 231 年后，生活会是怎样。哪怕是其中最乐观的人，喝高了、吸了大麻的，发挥最大的想象力，也万万想不到，经过我们三个人年龄加起来这么长时间，美国能发展到今天这个程度。2.8 亿辆汽车在道路上行驶。飞机现在很多停飞了但会恢复的，飞行在 1 万多米的高空，5 小时横穿美国东西海岸。高等学府遍布各州，完善的医疗体系，触手可及的娱乐方式，这都是 1790 年代的人做梦都想不到的。经过了 231 年的时间，美国的发展超出了所有人的想象。

准备这个演讲的时候，我在网上查资料。请看下张幻灯片(幻灯片显示：1789 年美国财富总和估算为 10 亿美元，1803 年以 1500 万美元买下路易斯安纳州，217 年前买下的这片土地，相当于现在美国 48 个州总面积的 25%，每平方公里价格约 7.5 美元)。

我想查一下 1789 年美国的财富是多少，也就是，我们的起点是什么。我输入了"United States wealth, 1789"作为关键字，又试了"United States wealth, 1790"，估计整数年份可能更好查一些，一共显示了 400 多万条结果。400 多万条，我没逐条看，扫了几眼，发现那时候统计数据的方式和现在差别很大，基本上找不到什么可靠的数据。只能找到全国有多少只骡子这样的数据，然后根据这个来推算。在房地产市场，别墅、公寓、办公楼，三种类型的房子是有差别的，所以人们习惯的做法是，参考同类房子的售价。没说有哪个国家把自己卖了，上哪找其他国家的财富作参考呢？还是有办法的。1803 年，美国支付 150 万美元，买下了路易斯安那。这是比 1789 年晚几年的事，但是，按房地产市场的惯例，这是最合适的参照了。大片土地的出售，只有这个案例比较合适，只能用它来对比了。当年美国购买的路易斯安那这片土地大约有 200 万平方公里，相当于现在美国本土 48 个州总面积的四分之一。1803 年，我们花了 1500 万美元，购买了美国本土四分之一的土地。在得克萨斯州，老人们临终前总是把子女叫到身边，再三叮嘱，"采矿权千万不能卖"。当年的法国人不管这一套，照样把采矿权卖给

了我们，换了 1500 万美元，我们得到了纵贯美国的这一大片土地。堪萨斯的整个土地、俄克拉荷马的大片土地都包含在内。自从买下这片土地以来，我们已经开采出 210 亿桶石油、大量的天然气。

我讲一个小花絮。买路易斯安那，我们付了 1500 万美元，其中的五分之一，也就是 300 万美元，是用 20 万盎司黄金支付的，每盎司黄金等于 15 美元。也就是说，其中的 300 万美元，法国人拿到的是 20 万盎司黄金。我们买到的土地中包括南达科他州。这个州的金矿，在关闭之前，产出了 4000 多万盎司的黄金。4000 万盎司的黄金，相当于 6 亿美元。20 万盎司黄金就能买下路易斯安那的五分之一。所以说，路易斯安那，我们买的很便宜。那个年代，200 万平方公里的土地，就值这个价，大概每平方公里 7.5 美元。于是，我根据这个数字，进行了估算，1789 年，美国大概值 10 亿美元，这个数应该差不多。搞得有点学术范儿，我可以说，我得出的估值是 1,107,400,000 美元，这数字多能唬人啊。总之，10 亿美元，是毛估估的，但也不至于很离谱。

从那以后，美国的财富发生了怎样的变化？请看下一张幻灯片(幻灯片显示：2020 年美国财富总和远超 100 万亿美元，原来的 1 美元至少变成 10 万美元。按真实购买力水平，美国财富增长了约 5000 倍)。这里显示的是政府定期公布的一组数字。美联储定期发布美国居民家庭资产净值，统计美国所有家庭的财富总和。大家可以自己去看这些数字。我记得大概有 30 万亿美元的股票、8200 万个独栋住宅、4500 万个出租公寓。把这些都加到一起，美联储告诉我们，请看幻灯片上的数字，231 年后，美国拥有 100 多万亿美元的财富。尽管美联储发布上一季度报告以来，股市出现了一定程度的下跌，但我们还是拥有 100 多万亿美元的家庭财富。

有人可能会说："你没算通货膨胀啊。"其实，美国这 200 多年的前半段，基本没什么通货膨胀。美国有过通货膨胀时期，也有过通货紧缩时期，整体价格水平的变化幅度并不是特别大。在此，我们不妨将通货膨胀率设为 20 倍。这个比率远远低于很多大宗商品的通货膨胀水平，但是产品形形色色、成本有高有低，都不是一样的东西，很难放到一起对比。我觉得，按真实水平来讲，我们说美国的财富增长了 5000 倍左右，还是比较合理的。这个数字也够惊人的。按真实水平的 5000 倍，起点只是全球 0.5% 的人口和一片未开垦的土地。231 年前，谁能想到会有今天？毫无疑问，做梦都想不到。

今天，困难摆在了我们面前。我想强调的是，我们这一路走来，经历了很多大灾大难。这 231 年，不是一帆风顺的 231 年。就在美国诞生之后的 72 年，我们就遇到了一次挑战。请看下一张幻灯片(幻灯片显示：美国 74 岁，1863 年 Gettysburg 战役，总统：美国正在接受一场考验，考验这个为自由而成立，为自由而奋斗的国家，

是否还能存在下去)。1861 年，美国有 3100 万人左右，其中约 400 万是奴隶。1789 年美国成立时许下的诺言还没有兑现。美国经历了一场浩劫。1789 年，谁能想到，72 年后美国将陷入分裂？谁能想到，72 年后，美国总统将在葛底斯堡发表演说，说美国正在接受一场考验，考验这个为自由而成立、为自由而奋斗的国家，是否还能存在下去。各位想想，仅仅在成立 72 年后，在葛底斯堡，美国的最高领袖美国总统，在演说中公开表达疑虑，追问美国能否存在下去。

美国梦的伟大画卷徐徐展开，到了进程的三分之一处，我们迎来了抉择时刻，陷入了一场内战。我估算了一下，在这场内战中，美国 18-60 岁的男性，有 6%失去了生命。在估算中，我使用的内战死亡数字是 60 万人，其中绝大多数应该是 18-60 岁的男性。四年时间，一个国家正值壮年的男性劳动力之中，6%死于非命。回顾那段历史，再想想我们眼前的困难，请各位沉思片刻，看下一张幻灯片(幻灯片显示：1861 年美国男性有 1600 万人，18-60 岁男性有 1000 万人，其中 6%死于 1861-1865 年的内战。按 6%计算，2020 年约 400 万 18-60 岁男性死亡)。按 6%的比例，换到今天，在同样的年龄组，相当于失去 400 万男性。遭遇了那么沉重的打击，经济发展一度中断，美国仍然站了起来，继续描绘美国梦的画卷，创造了世界上的一个又一个奇迹。

下面，我们再回顾美国遭遇的另一场危机(幻灯片显示：美国 140 岁，1929 年 9 月 3 日，道琼斯工业指数 381.17 点)。大家看到了，这就是 1929 年大崩盘，以及接踵而来的大萧条。在这里，我们用的是道琼斯指数。那个年代，道指最流行。纽约时报指数也很常用，但现在已经消失了，也许标普指数更好些。总之，看道指足够了。1929 年 9 月 3 日，道琼斯指数收于 381.17，人们的情绪都很高，上杠杆买股票，赚了很多钱。那是咆哮的二十年代，人们普遍感觉良好。汽车批量走下流水线，空中旅行的梦想终于实现，各种家电纷纷登场，从前只供少数人使用的电话走进了更多家庭，电影产业蓬勃发展，一片欣欣向荣的景象。后来呢？我们看下一张幻灯片(幻灯片显示：1929 年 11 月 13 日，道指 198.69 点。全年最低位下跌了 48%。Rahm Emanuel：不能浪费任何一场严峻的危机)，9 月 3 日之后，过了两个月，发生了什么。道指几乎被腰斩。这个跌幅够厉害的。

我们最近股市的跌幅也不小，很短时间，跌了三分之一左右。提到大崩盘，我想到了一本好书，《1929 年大崩盘》(The Great Crash of 1929)，约翰·肯尼斯·加尔布雷思(John Kenneth Galbraith)写的。请允许我打个小广告。疫情让我们的股东大会无法正常进行，也严重干扰了奥马哈许多小企业的经营。每年在奥马哈举办股东大会，总有许多小企业能从中受益，将来它们还能受益。只是，现在这个时期，它们很受伤。最近，新闻刚刚报道

了奥马哈的 The Bookworm 书店经营惨淡。如果需要购买我推荐的书，可以考虑在 The Bookworm 书店在线购买。《1929 年大崩盘》是本好书。这本书是 Galbraith 的记述。

我想讲点和我有关的东西，和大萧条沾点边。1929 年，我爸爸 26 岁，在本地的一家小银行做证券推销员，股票和债券都推销，但主要是推销股票。几个月前刚向别人推销过股票，现在跌了 48%，哪有脸再出去见人。我估计我爸爸也和现在的人们一样，就地隔离了，也就是不出门了。那时候，我们家什么都没有，院子也小，再说还是冬天，没法在院子里溜达，家里也没电视，他只能和我母亲守在一起。

在这样的情况下，请看下一张幻灯片(幻灯片显示：我出生的前一天，1930 年 8 月 29 日，道指 240.42 点。已从 1929 年低位反弹了 20%，没有迹象表明美国即将步入大萧条)，大概 9 个月后，我出生了。我的生日是 8 月 30 日，那天股市休市，所以我用的是 8 月 29 日的数字。我刚生下来，哪知道股市没开门啊。从 1929 年 11 月 13 日到 1930 年 8 月 29 日，在这 9 个半月左右的时间里，股市收复了一些失地，反弹了 20%。

1930 年秋天，大萧条将至，人们丝毫没有察觉，都以为只是另一次回调，像以前出现过的十几次回调一样。那时，美国已经有过很多次暂时的回落，人们都觉得，这次的回调和往常没什么两样。在一段时间里，人们都是这么想的，甚至在我出生后的 10 天左右，股市还涨了 1%到 2%呢，这就是最后一天了，最高点了(幻灯片显示：1930 年 9 月 10 日，道指 245 点，我出生后的最高点)。

从那以后，请看下一张幻灯片(幻灯片显示：1932 年 7 月 8 日，道指 41.22 点，我出生的最低点。不到 2 年 1000 美元变成了 170 美元)，股市飞流直下三千尺，从 240 点跌到 41 点。假如在我出生那天，有人给了我 1000 美元，我拿去买股票，买了道指。不到两年之后，我这 1000 美元只剩下 170 美元了。这样的惨烈，我们现在的所有人都没经历过。也许偶尔在一只股票上，可能有这么惨重的下跌。但是，整个美国的所有股票，在不到两年时间里，下跌 83%，从 1929 年 9 月 3 日的高点算起，下跌 89%，真是非常罕见。

在此期间，我出生后一年多，我爸去他工作的银行，他的储蓄账户也在这银行，看到的是"停业"的牌子。我爸丢了饭碗，还有两个孩子要抚养。我爷爷经营一间杂货店，查理和我都在那做过童工。查理是 1940 年去的，我是 1941 年去的，所以我们没碰着面。我爷爷对我爸说："霍华德，吃的用的，你别愁，我赊账给你。"这是我爷爷的原话，他照顾家人，可绝不溺爱。回顾这段历史，有一点，我觉得经济学家都没怎么重视。我认为，如果我们能早十年成立联邦存款保险公司(FDIC)，那就好了。FDIC 成立于 1934 年 1 月 1 日，是罗斯福一揽子新政的举措

之一。假如我们早十年成立 FDIC，大萧条不至于那么惨。

造成大萧条的原因很多，杠杆太高等所有因素汇集到一起，导致了经济衰退。依我之见，4,000 多家银行同时倒闭，在 4,000 多个地方，人们辛辛苦苦攒的积蓄，转眼间化为乌有，48 个州无一幸免，这一幕在每个人面前上演，必然给人们的心理造成难以承受的打击。我认为，诞生于大萧条之中的 FDIC 大有裨益。如果全国上下的银行没有像潮水一样倒闭，如果辛辛苦苦积蓄的人们，不是只能眼睁睁看着“停业”的牌子，无法兑现自己的积蓄，大萧条不至于惨到那个程度。

顺便说一下，这一点可能知道的人很少，FDIC 没花美国纳税人一分钱。FDIC 产生的支出和成本都来自向银行收取的保费。可以说，FDIC 由政府支持和监管，是一家银行间互助保险公司。目前，经过多年的经营，收取保费，利用保费获得投资收益、支付成本和亏损，FDIC 已坐拥 1000 亿美元。现在，我们有 FDIC，心里很踏实。大萧条风暴席卷之时，没有 FDIC，人们该是多么惶惶不安？

大萧条一直在持续，持续了很长时间。大萧条给经济造成的破坏很严重，它给人们的心理造成的创伤更严重。随着二战爆发，我们无意间走上了凯恩斯理论描绘的路线，我们扩大财政赤字，负债占 GDP 比重达到历史最高水平。美国的经济出现了巨大的复苏。这并没有抹去人们的心理阴影。大萧条的记忆挥之不去，父母把它传给了子女。1929 在人们心中有了特殊的含义。就像一提 1776、1492 一样，不用说就能想到那个年份发生了什么。这份记忆如影随形，股市根本抬不起头来。请看下一张幻灯片(幻灯片显示：1951 年 1 月 4 日，道指 240.85 点。20 年之后，虽然一直有股息，在我出生后买入股票的人们终于回本了)。时间来到 1951 年 1 月 4 日，1930 年 8 月 30 日出生的那个孩子，大学都毕业了，股市才刚从坑里爬出来。

从 1920 年到 1930 年，或者说从 1929 年到 1951 年，用了 20 年时间。大家想想，美国到现在总共走过 231 年，1929 年大萧条开始时，美国才 140 岁，在随后的 20 年里，仿佛一潭死水。人们感觉不到经济的增长，感觉不到财富的增加，感觉不到美国经济的发展，感觉不到一大批美国公司取得的巨大进步。如此漫长的时间，我都长大成人了，美国股市才恢复到 20 年前的水平。

现在的我们，已经忍了几个月了，未来还得忍，不知要忍多久。30 年代的美国人，也不知道要忍多久，他们就那么忍着、坚持着，然后，等来了繁荣，续写了美国奇迹。

我下面要讲的内容，没准备幻灯片。昨天晚上，所有的幻灯片都准备完了，我想起 1954 年年初，道指才

280 点左右。1954 年，我记得特别清楚，因为那是在股市里收益率最高的一年。那年，道指从年初的 280 点左右涨到了年底的 400 多点。说了你们都不信。那年，道指突破 381 点，也就是 1929 年人们记忆犹新的那个点位，来到 400 点，所有人都很担心，怕 1929 年的那一幕再次上演。

我们可能不太理解那时人们的心理，毕竟我们没在 1954 年那个环境中。总之，那是所有人心中的疑问，大家都很担忧，又到了 1929 年的 381 点，会不会再崩盘？后来，阿肯色州的参议员 Bill Fulbright 领导专门的委员会，调研了这一问题。委员会立项名称是“股市研究”，主要调查股市是否又有风险了。委员会中有很多大人物，其中之一是 Prescott Bush，他是 George H.W. Bush 的父亲，George W. Bush 的爷爷。

1955 年 3 月，道指 405 点，富布莱特委员会召集了全国 20 位精英，商讨股市是否又像上次一样发疯了，因为股市已经站上了 400 点。毕竟，上次股市到了这个位置之后，美国吃尽了苦头。当时，全国上下，人们的心态都是如此，咱们现在很难理解。那时候的我们，对那时候的美国，不是很有信心。我这有一本 1000 多页的书，是我昨天从图书馆借来的。这本书，我很熟。当年，我在纽约工作，我的老板是 Fulbright 召集的 20 位精英之一。这 20 人里包括时任美联储主席的 Bill Martin、Sears 百货总裁 General Wood。Martin 是美联储有史以来任期最长的主席，他有句名言广为人知，他说，**美联储的职责是，聚会刚一热闹起来，就把酒杯收了。**

言归正传，我的老板是本·格雷厄姆(Ben Graham)，他派我去纽约公立图书馆给他查些资料。现在要查这些东西，在网上搜索，5 分钟就搞定了。我去了图书馆，把资料查好了。格雷厄姆出席会议并做了发言。在我手里这本书的 545 页，这本书我很熟，不用翻都知道，本·格雷厄姆讲的话，我记得特别清楚。格雷厄姆是我这辈子遇到过的最聪明的三个人之一。他是证券分析行业的祖师。1934 年，他写的《证券分析》已经成为经典。1949 年他还写了《聪明投资者》，这本书改变了我的一生。格雷厄姆聪明绝顶。

道指 404 点时，格雷厄姆出席了会议并做了发言，他在发言稿的开头就写道：“股市处于高位，看起来处于高位，确实处于高位。说它处于高位，不是从表面判断出来的。”这是格雷厄姆的原话，“股市处于高位。”

从那以后，请看下一张幻灯片(幻灯片显示：美国扶摇直上势不可挡，如今道指达到 24000 点，自我大学毕业后，市场上涨了 100 倍)，美国扶摇直上、势不可挡。上周五，道指下跌了。我们准备这张幻灯片时，道指位于 24,000 点左右。从 1951 年到现在，市场涨了 100 倍。需要做些什么，才能分享美国发展的这份红利？只要相信美国，只要分散买入美国。用不着读《华尔街日报》(Wall Street Journal)，用不着天天看股价，用不着向别人付

费。只要相信美国奇迹。

然而，从 1929-1954 年，你得经得起考验。特别是 1954 年，道指重回 380 点，人们都是怎样的表现？你得经得起考验。很多人的信心都被磨没了，丧失了对美国未来的信念。历史告诉我们，美国的发展不可阻挡。历史一再证明，美国的发展不可阻挡。发展过程中有风浪，南北战争带来了可怕的灾难，大萧条也是个艰巨的挑战，现在我们又遇到了一些坎坷。无论如何，到最后，我们总会发现：永远不要赌美国输。在我看来，这句话在今天和在 1789 年一样正确，在南北战争和大萧条时期也是如此。

Never bet against America

我现在要说的是一些你们中的一些人可能会与我争论的事情，但我想说的是，虽然我们在很多方面都不完美，请看下一张幻灯片(幻灯片显示：2020 年的美国比 1978 年更好更富有)，与 1789 年相比，我们现在是一个更好的国家，也是一个更加富裕的国家。我们离我们应该成为、将要成为的样子还差得很远很远，但我们已经朝着正确的方向前进了。下一张(幻灯片显示：1776 年：我们认为这些真理是不言而喻的：人人生而平等.....1790 年：第一次人口普查统计，超过 15%的人口是奴隶)。有趣的是，在 1776 年，我们说我们认为这些真理是不言而喻的："人人生而平等，造物主赋予他们不可剥夺的权利，其中包括生命权、自由权和追求幸福的权利"。1789 年，我们正式建国一年后，我们通过了一部宪法，然而 14 年后，我们忽然发现这个国家有超过 15%的人是奴隶，之后我们与之进行了斗争。但当你说"不言而喻"这个词时，这听起来就像你在说，任何该死的傻瓜都能认识到这一点。你肯定会说，人们可能对关于生活和对幸福的追求进行一些争论，但我看不出世界上有谁能将自由与 15%的人口被奴役的矛盾融合一起，我们花了很长时间，至少部分地纠正了这一点。我的意思是，我们经历了一场内战，我们失去了 6%的 18 到 60 岁的男性，但我们已经走上了正确的方向，虽然我们还有很长的路要走，但我们现在已经走上了正确的方向。此外，我们也再次回到 1776 年的独立宣言上："人人生而平等，由他们的造物主赋予不可剥夺的权力....."。下一张(幻灯片显示：131 年后，女性才有了选举国家领导的投票权。之后又过了 61 年，最高法院才允许女性加入 8 名男性的行列。在此期间，已经有 33 名男性被任命为大法官)。我认为，对于 50%的人口来说，他们在这个国家生活的大半辈子都得到了公平的待遇，这是不言而喻的。然后我们花了 131 年才保证妇女有权投票选举我们国家的领导人。更值得注意的是，在我们采纳了这个建议之后，在 1920 年的第 19 条修正案后又过了 61 年，才有一名女性被允许加入最高法院那 8 名男性的行列。在我成长的过程中，直到我

61 岁的时候，在桑德拉·戴·奥康纳(Sandra Day O'Connor)被任命为最高法院法官之前，我一直认为最高法院必须是由 9 名男性组成。而这已经距离建国过去了 192 年，这是一个渐进的过程。在 1920 年，可能有一半的人口是女性，但没有一半的律师是女性，或者我认为可能只有 10% 的律师是女性。所以你可以理解这当中出现了一些延迟，但 61 年是一个很长的时间，而这当中我们的最高法院连续挑选了 33 名男性大法官。如果这完全是偶然的，那么这相当于抛硬币连续为同一面的概率，大约是 80 亿分之 1。就像我说的，这是一个渐进的过程，但是我們花了很长很长的时间，直到现在都还没有完成。但我认为，这确实意味着我们要想发展成一个更好的社会，还有很大的发展空间。但与 1789 年相比，我们拥有一个更好的社会。(幻灯片显示：要创造一个更富裕、更公平的社会，我们还有很长的路要走)。当你去威廉斯堡殖民地古镇(Colonial Williamsburg)时，事实上，我去过那里几次，我在 1976 年观看了吉米·卡特(Jimmy Carter)和杰拉德·福特(Gerald Ford)之间的辩论，那不是黑人的好时代，那也不是属于女性的好时机。在履行 1776 年《独立宣言》所做的承诺方面，黑人和女性这两个类别肯定仍有显著改善的潜力。这一关于我们如何相信人人生而平等的承诺是不言自明的，而我们已经取得了进步，我们是一个更好的社会。如果你们看下一张幻灯片，随着岁月的流逝，我相信当你评估完所有的定性事实，会发现我们所做的一切都是为了实现我们在 1776 年的承诺——我们在 1776 年《独立宣言》里所写的不是事实，但它是一份有抱负的文件，我们已经朝着这些目标努力了，我们还有很长的路要走。但我要重复一遍，如果你移动到下一张幻灯片，那就是永远永远不要赌美国输。

What I don't know

巴菲特：下面让我们转到一个更广泛的主题，什么是我不知道的。我不知道的很多。再过一天、再过一周、再过一个月、再过一年，**市场会怎样，我都不知道**。也许我说的不对，但我觉得，没人知道。我知道美国的发展长期向好，但是中间的具体过程怎样，我并不知道。想想 2001 年 9 月 10 日，还有这次的病毒，想想几个月以前，就能明白我说的道理。市场上什么都有可能发生。相信美国一定行，赌国运，那是没问题的，但是怎么下注、怎么赌，不能盲目。记住了，市场什么都干得出来。

1987 年 10 月，我记得是周一，市场一天暴跌 22%。1914 年，股市关闭了四个月左右。911 之后，市场关闭了四天，然后又匆忙地开市。明天发生什么，谁都不知道。别人告诉你，赌国运。我也告诉你，赌国运。从我 11 岁买第一支股票起，全凭国运才走了这么远，我乘上了美国运势的大风，扶摇直上。但是，我得告诉你，风

不是天天都顺着吹，没人知道明天会怎样。

“Germs don't have borders”

巴菲特：下面，我讲一件和当前的疫情有关的事。各位可以打开 YouTube，2015 年 6 月 17 日，大概四年多以前，前参议院和核威胁倡议创始人山姆·纳恩(SamNunn)演讲的视频。他是我在美国和世界上最钦佩的人之一，伟大的爱国者和了不起的参议员。在离开参议院后，他一直在做一些费力不讨好的工作，并领导了一项名为“核威胁倡议”(Nuclear Threat Initiative)的项目。你们大多数人都没听说过，但我稍微参与了一下，SamNunn 创立了它。“核威胁倡议”是一个致力于减少核化学、生物威胁的组织，无论是恶意的应用还是意外的应用，因为不管是什么，这都导致数百万美国人死亡。在 Sam 共同创立的组织中，他是组织的核心和灵魂。他谈到，几十年来，他一直担心大规模的流行病和核威胁，他参加过各种战争演习，包括恶意散播的流行病，可能由在 911 前后发出炭疽信的同类疯子在不久之后发动的。Sam 在 YouTube 上做了这个演示，我相信他肯定看过很多其他的演示，我只是碰巧看到了这个，他谈到了流行病爆发的危险，任何人在任何时候都应该听他的话。所以他当时说，“病菌没有国界”，而我们在过去几个月里深有体会。当我点击 YouTube 时，我查了一下，我发现它只有 831 的浏览量，而这只是几天前的数据，但是我不知道这些浏览量是最近几天还是最近几个月的，也不知道这些浏览量是否是因为人们对流行病感兴趣而点击的。

但人们真的很难想到还没有发生的事情。比如，这次的疫情爆发，你很难事先在投资中考虑到。这就是为什么你永远不想用借来的钱去投资的原因。至少在我看来，别上杠杆去投资。我们经营伯克希尔，时刻想着可能发生的风险。我们把最坏的情况想到，不单设想一件坏事发生，还设想几件坏事同时发生，它们之间可能相互关联，也可能各自独立。有这样一个数学小知识，现在的小学生可能学的比我那时候早，估计五六年级就应该学到了，不管多大的一串数字，乘以零，只需要一个零，得数就是零。因此，搭上美国的顺风车，你怎么下注都好，但千万别借钱参与。

2019 年 10 月，最受尊敬的机构之一约翰霍普金斯大学(JohnsHopkins)与核威胁倡议组织(NTI)和经济学人的情报小组合作，评估了世界各国应对全球流行病爆发的能力，并发表了一份长达 300 页的报告。我想去年 11 月，Sam 和前能源部长 Ernie Moniz 一起来看我，他现在是国家电信和信息技术公司的 CEO。他和 Sam 是联合主席。Beth Cameron 在这份报告上做了很多工作。这份长达 300 页的评估报告，第一句话就是：“任何国家爆发

的生物威胁，无论是自然的、人为的、意外的，都将对全球健康、国际安全和世界经济造成风险。”这份报告评估了各国的准备情况，并进行了排名。美国的排名很靠前，但所有国家都没及格。现在你可能会想，约翰霍普金斯这么著名的大学，与它合作的也是举足轻重的机构，他们的研究应该引起重视啊。可惜，并没有。请看幻灯片：2019 年 10 月 24 日，Sam 等人在 YouTube 上发布了的视频。截至前几天，点击数是 1,498 次。

几年前，我的朋友比尔·盖茨，也在 TED 演讲中发出过类似警告。他获得的点击率倒是比较多。我讲的这些说明了一个事实：晴天霹雳真的有。你可以从网络中获得这些信息，你可以阅读很多东西，你可以和很多人去谈论未来会发生什么，你可以说这东西的概率很微小，就像所罗门公司的人曾告诉我，说那是 25 西格玛事件，那是在宇宙的生命中只能发生一次的事件。结果是，在一个月之内，极端事件发生在他们身上两次，然后他们破产了。

我们不知道明天会发生什么。但是，有一点是可以确定的：美国的顺风还没有结束。如果长期持有股票，结果一定令人欣喜。30 年期的国债，现在的收益率是 1.25%，利息要交税。另外，美联储还确定了每年 2% 的通货膨胀率。股票将跑赢债券，跑赢国债，跑赢你藏在家里的现金。我的意思是，股票是非常可靠的投资，只要你真的把股票看做一项投资，而不是一种赌博工具，而且你不借钱或其他类似方式去投资。

有趣的是，我们始终把股票看成公司的部分股权。股票代表公司的一部分所有权。如果在 1789 年，你存了一小笔钱，当时存起来可并不容易，你很可能会用这些钱买一小块地。也许你买了一栋可以租给别人的房子，但你没有机会和 10 个不同的人一起买房，这些人可能正在发展自己的生意，他们可能会把自己的钱投进去，而这样这些人就会迎来美国的顺风。在这 10 个人中，有相当高的比例会在某种程度上取得成功，并获得可观的回报，但这些都是各人选择。你必须对你的储蓄做点什么。他们最初开始发行债券，但债券的收益率是有限的。当时的收益率在 5-6% 左右。但你不能买到无风险的债券，我的意思是，衡量标准永远都是美国国债的收益率。一只债券的收益率比美国国债收益率高，那是有原因的，因为风险更大。

继续说股票。股票具有流动性，每分钟都有报价，人们就产生了这样一种态度，总觉得自己得有能力掌控股价分分钟的变化。仔细想想，这是一种非常愚蠢的想法。这就是 1949 年格雷厄姆的书教给我的东西。我明白了一个特别重要的道理：股票代表企业的一部分，不是 K 线图上的红烛绿烛。那个年代，技术分析特别流行。

举个例子，你现在投资买个农场。买了 6000 亩的地，每亩 x 元。你的旁边，是另一个农场，那个农场主也有 6000 亩地。他的地和你的一模一样，形状、土质都一模一样。这个邻居很怪异，每天都来找你说：“我把我的地

卖给你，多少多少钱一亩。我要买你的地，多少多少钱一亩。”每天都给你报价。这个邻居多好，总成全别人。这样的邻居，哪找去。农场，没这样的。但股市真有。想买 100 股通用汽车，周一上午，就有人给你报价了，100 股多少多少钱，想买想卖都行，随你。一周五天都如此。

回到农场的例子。买地的时候，你算的是这片地能产多少粮食。大概是这么想的：“一亩地，花 x 元。种玉米或者种大豆，平均每亩能产多少斤。每年都有波动，土地收成有高有低，粮食价格有涨有跌。”你盘算的是这片地能带来多少收益。你旁边这邻居，他是蠢货，是精神病患者，兴奋状态和抑郁状态间歇发作，他还是个酒鬼，可能还是个瘾君子。难怪他报价满嘴跑火车。你只要牢记一点：别让他牵着你的鼻子走，你要掌握主动权。你买这片地，看中的是它能创造的收益，用不着别人出价。如果你面对的是 John D. Rockefeller 或 Andrew Carnegie 或类似的人，那也不需要任何报价。虽然市场不断会有一些报价，但重点是你买入的生意，这就是你买股票时应该做的。买股票有个好处，真有这么个邻居，天天给你报价，但你用不着搭理他。有时候，他的报价很高。有时候，他的报价很低。他开价很高的时候，你要愿意，可以卖给他。

他开价很低的时候，你可以把他的地买下来。但你没必要这么做，你也不想把自己置于一个你必须要做的位置上。总有人扯着嗓子给你报价，这是买股票的巨大优势，但是很多人把把这个优势变成了劣势。还有许多人专门从中渔利，他们告诉别人这个神经农场主明天、下周、下个月会喊出什么报价。搞这行的赚得可多了。所以他们告诉你，你应该多关注他们关于股价涨跌的判断，这很重要。也可能不用别人劝，你自己就想猜涨跌。其实，疫情爆发之前，你看好自己持有的公司，现在价格跌了，但没人逼你卖。你觉得是好公司，你相信管理层，生意的基本面没变，那么，现在持有股票，你拥有巨大的优势。当我谈到伯克希尔时我会讲到这一点，我很快就会讲到。你可以把赌注压在美国身上。但是，除非你自己想明白了，愿意并以长期眼光，独立决定想要拥有美国指数的一部分，否则就别下注。因为我认为绝大多数人都不适合投资个股。可能少数人能做到。但总的来说，我认为人们最合适的投资的就是指数基金，没必要多花心思。如果我大学毕业的时候这么做的话，现在已经涨了 100 倍了，而且还能收股息，股息还一直在增长。

美国的发展势头非常强劲。发展的过程中，必然会遇到挫折。这些挫折是我们无法预测，但一定要做好准备，别让自己处于这些挫折可能会严重影响到你的位置上。可能是上杠杆；也可能是，面对股市中的数字波动，个人心理承受力不足。还是举农场的例子。如果你是农场主，你的邻居天天来找你报价，第一天每亩 2000 元，第

二天每亩 1200 元，第三天每亩 800 元。你自己算过账，知道自己的地值每亩 2000 元，你能让他牵着你的鼻子走吗？他报价越来越低，你就要卖了？持有股票采取正确的心态是非常非常重要的。

只要你相信美国一定行，买入美国，只要你坚持住，坚持几十年，必然收获满满，比买国债强多了，比听别人的强多了。有人说，他知道那个农场主下次喊的报价是多少，他们向你收费，为你提供指导。人们花了太多的前来获得他根本用不着的建议。提供建议的那些人可能是出于好意，他们自己把自己都骗了。所有人都把公司当成交易的筹码，频繁交易是不可能给每个人带来更好的收益。你买的是一个公司，你可以获得的是公司创造的收益。大家都耍小聪明，相互算计，有的以为自己很聪明，有的付费请别人指导，这不是正道。

所以，投资是构建一个股票组合。在我看来，对大多数人而言，最合适的投资方法是持有标普 500 指数基金。总有人向你推销别的，因为你买了，他们有钱赚。我不是说，这些人存心害你。大多数优秀的推销员都相信自己的胡扯。这是成为优秀推销员的基础。我相信我这辈子也做过不少这样的事。一件事，重复的次数多了，自己就信了。人性使然。律师让证人把证词一遍又一遍重复，等到出庭作证的时候，证人已经没了任何迟疑，可以脱口而出，无论这是不是真的。在我看来，投资股票能给你带来巨大的好处。在我的余生之中，我仍将做多美国，也希望伯克希尔的接班人也能做到。我们通过收购整个企业或部分企业的股票来实现这一点。

我想给大家提供几个数字，这些数字与我们一季度以及 4 月份所做的工作有关。我们不是去买标准普尔 500 指数，但我们确实试图选择我们认为我们所了解的业务。我们喜欢在收购时买下整个企业，但我们很少有收购的机会，因为大多数真正好的企业并不整体出售。但我们也不介意购买企业的部分股权。我们宁愿拥有一家出色公司 6%、7% 或 8% 的股份，并将其视为我们在该公司的合伙权益。然后我们就有机会通过有价证券做到这一点。有时候我们比别人有更多的机会。

讲了这么多，但愿我能说服你，做多美国。我并不是说现在是购买股票的好时机，如果你说的这个“好时机”是指上涨而不是下跌的话。我不知道股市在明天、下周、下月、明年是涨是跌，我都不知道。但我知道，买入一篮子股票的指数，在 20-30 年内一定收获满满。你可能觉得，一个 89 岁的老头，在这讲二三十年，够乐观的。我只是希望，所有人都能知道，买股票就是买到公司股权，而不是当作炒作的筹码。

现在大家可以在幻灯片上看到 Becky 的电邮地址 BerkshireQuestions@cnbc.com。大家有什么问题，可以发邮件。Becky 现在可能很忙，她收到了大量问题，需要从中挑选和整理。我刚才讲的，如果你有什么问题，请

随时发邮件提问。

一季度业绩

巴菲特：下面，我们简单地讲一下伯克希尔第一季度的经营情况。大家可以看到我们的营业利润。一季报中包含更多信息。这个没必要多花时间讲。只看一季度的营业利润，没太大意义，不可能推测出全年业绩。

我们把美国经济熄火，我不知道会产生什么后果。我知道，不管我们怎么摸索，最终一定能战胜困难。我们可能会犯错。我们一定会犯错，也许现在，也许过段时间。我不会责怪谁，因为谁都不知道哪条路是对的，都得摸索着走。现在我们已经确切知道了，在未来的一段时间，今年全年是肯定的了，再持续更长时间也有可能，谁知道呢，我们的营业利润会减少，比正常年份会少很多。这是确定无疑的。疫情对我们的一些业务造成了很大的冲击。我们的一些业务实际上已经停止经营了。

有些业务受到的影响很小。我们最主要的三大业务：保险、铁路和能源，这是我们的三个最大的业务，它们处于有利的竞争地位。我们将对这三大业务加大投入，投入金额超出折旧金额。除了折旧费用，我们还会拿出一部分收益用于增加固定资产。这三大业务的盈利可能会下降一些，但是仍然会创造现金流。

再看下一张幻灯片。我们伯克希尔始终极其稳健，手握大量现金。我们将永远保持这个状态，这是我们的根本。我们经营保险，在某种程度上，我们是专业的，并且还是领导者。某些特殊业务，比如结构给付年金业务 (structured settlements)，意味着投保人遭受诸如车祸等严重意外事故，需要我们照顾他 10 年、30 年、50 年。在我们看来，受害者的家人或律师非常明智，与其选择一次获得一大笔赔偿金，不如分批获得赔付，让受害者的一辈子都有着落，不愁医疗费、生活费等。我们这项业务的规模很大。有很多人，他们的生活全靠伯克希尔的承诺，我们要照顾他们 50 年或更长时间。

在任何情况下，我都不会拿别人的钱去冒险。我和查理都管理过合伙公司。我的合伙公司是 1956 年成立的，最早的 7 个合伙人是我的亲戚和朋友。六年以后，查理也成立了自己的合伙公司。在我们两个人的合伙公司里，一个机构投资者都没有。我们给别人管的每一分钱都来自个人，每笔钱都能和真实的人对上号。因为早年的这份经历，我们始终觉得自己承担着受托人的职责，竭尽全力，不负所托。受托人的职责，我们从没忘记。对于领取结构给付年金的人，我们要对他们负责。对于伯克希尔上下的每位员工，我们要对他们负责。对于我们的所有股东，我们当然也要负责。重任在肩，我们始终保持稳健。

在下面这张幻灯片上，大家可以看到 3 月 31 日，我们持有 191.58 亿美元的现金等价物和 1141.82 亿美元的国债净额。看到这个数字，很多人可能会说："伯克希尔持有的现金和国债高达 1250 亿美元。与此同时，持有的股票只有 1800 亿美元。现金的占比也太高了"。其实，我们的股权投资不止 1800 亿美元。我们还有很多控股公司。伯克希尔拥有许多 100%股权的公司。对我们来说，这些股权和我们拥有的可交易的持股类似，只是这些没有市场报价而已。我们还有几千亿美元的完全控股的企业。所以，虽然我们持有 1250 美元的现金，但我们的现金占比不是 40%左右，比 40%低很多。我们任何时候都要保证手头有大量现金，随时做好准备，准备应对 911 那样的情况出现，或者一战爆发后股市关闭那样的情况。我们现在的股市不会关闭，但是 1 月份，坐在在这个体育馆里看球的时候，我根本不知道这场疫情即将爆发。所以说，我们希望伯克希尔能随时准备好。

还记得《欲望号街车》(A Streetcar Named Desire)里的布兰奇·杜波依斯(Blanche DuBois)吗？这是 1951 年老掉牙的电影了。她说她不想靠陌生人的怜悯生活。而我们连朋友善意的帮助都不指望。大的危机到来之时，根本找不到钱。有趣的是，2008 年、2009 年，我们已经体验过一次。

3 月 23 日之前，有几天，流动性真的接近枯竭了。幸好，美联储及时出手。当时，连质地很好的公司，几乎都借不到钱了。所有的 CFO 都被教导要实现股本回报率最大化。为了降低融资成本，他们通过商业票据融资，靠银行信用额度支持。很多公司都是债台高筑。疫情发生后，市场的情况，特别是股市的情况，把他们吓傻了，一窝蜂涌到银行，提取信用额度。授出信用额度的银行看到这场面，也呆了，紧张的不得了。3 月中旬，挤兑风潮愈演愈烈，流动性接近枯竭，华尔街告急。美联储观察到了这个情况，决定必须祭出雷霆手段。情况最紧急时，连深不可测的美国国债市场都一度出现混乱。国债市场乱了，全国上下哪家银行，哪个 CFO 看不到？都慌了。恐慌这个病，传染性最强，新冠肺炎比起来，都小巫见大巫。信贷市场接近完全冻结，各大公司几乎失去依靠。

幸亏杰伊·鲍威尔(Jay Powell)及时出手。美联储历届主席中有很多杰出人物，保罗·沃尔克(Paul Volcker)是我最敬重的一位。大概一年多以前吧，Paul Volcker 去世了。他去世之前写了一本书，书名是《坚定不移》(Keeping At It)，我推荐给大家。各位可以联系 Bookworm 书店购买，这本书很好看。在很多方面，Paul Volcker 都特别了不起。在我看来，Powell 是和 Volcker 一样优秀的美联储主席。

3 月中旬，美联储雷厉风行，果断出手。也许是吸取了 2008 年、2009 年的经验教训，美联储采取了霹雳手段，完全左右了之后事态的发展。3 月中旬，市场还一度接近停滞。美联储 3 月 23 日出手，结果 3 月成为有史以

来公司发债规模最大的一个月。4 月份，公司发债规模超过了 3 月份。像饿虎扑食一样，大大小小的公司都来市场借债，利差后来竟然缩小了。3 月下旬，4 月份，所有发行债券的公司，都应该感谢美联储。没有美联储史无前例的雷霆万钧之势，它们不可能借到钱。美联储扩表，结果会怎样，以后我们就知道了。大家可以自己去查看美联储的资产负债表，美联储每周四都会公布。如果你有和我一样的怪癖，你也会喜欢看这些东西。总之，每周四，美联储都会把资产负债表发布在网上。过去六七个周，美联储的资产负债表发生了很大变化。刚才我说了，我们不知道结果会怎样，没人知道。毫无疑问，美联储被迫出手，结果如何，不得而知。但是，我们都知道，如果美联储不作为，那会如何。很多年前以前，美联储的行事风格，不能说是不作为，但总是力度不够。关键是，你越拖越完蛋，看看欧洲现在的局面。这次，3 月份，美联储真是豁出去了，这回扯平了，我们都要感谢美联储。伯克希尔时刻准备着。即使美联储没这么英明的主席，没果断出手，我们也能应对。无论发生什么，我们都要处于准备好的状态。现在大家应该知道，我们为什么持有 1250 亿美元的现金和国债了。我们不需要这么多现金，只是我们不指望陌生人的怜悯，也不想依靠朋友的帮助。

在下一张幻灯片上，各位可以看到，第一季度，我们的股票投资情况，涉及的数额其实很小。想想看，今年年初伯克希尔的市值是 5000 亿美元左右，再看看这些数字。我们回购了 17.41 亿美元的股票。在其他股票方面，我们的买入 40 亿美元，卖出 21.66 亿美元左右。在前面的幻灯片上，大家都看到了，我们的经营收益为 58.71 亿美元。第一季度，我们的股票买卖活动很少。

为什么卖出航空股

下面，再给大家看一组数字。这个数字，涉及我们的股票投资，一般情况下，我是不说的。但是，这次，为了消除各位心中的疑虑，我想多讲一些。从这张幻灯片上可以看到，4 月份，伯克希尔净卖出了 60 亿美元左右的股票。我们卖出了，不是因为我们觉得股市要跌，不是因为有人调低了目标价，不是因为有人调低了年度利润预测，都不是。是我认错了，我的评估出现了错误。这个错误是可以理解的。当初，我们买的时候，是分析了各种概率，经过综合考虑，做出的决定。我们买入航空业的几家公司，按照当时的计算，我们买的很值。四大航空公司，我们都买了 10% 左右。我们投了 70、80 亿美元，分别买入四大航空公司各 10% 左右的股份。不都是四月份买的，2016 年就开始买了。我们算过了，投入这 70、80 亿美元，每年可以获得 10 亿美元左右的利润。不是收到 10 亿美元的股息，是属于我们应占潜在收益的份额有 10 亿美元左右，而且我们觉得这个利润还能往上走。肯

定是有周期的。我们是当成把整个公司都买下来，虽然我们是在纽约股票交易所买的股票，而且四大航空公司都只能买 10%左右的股份。在我们脑海里，完全是当成买下了整个公司。

后来事情的发展证明，我对航空业的判断错了。是我的错，与四大航空公司优秀的 CEO 毫无关系。航空公司的 CEO 不是好当的。我们买的四大航空公司管理的都非常好，很多方面都很出色。航空公司做的是非常、非常难的生意。每天和几百万人打交道，哪怕 1%不满意也够受的了。我可不想当航空公司的 CEO，特别是现在这个时期，飞机已经不让坐了，航空公司的 CEO 很发愁。别人早就告诉我，不能坐飞机了。我很期待什么时候能恢复正常。我很想快点再飞，虽然我不飞民航。

我认为，航空公司的生意已经发生了重大的变化。我可能说错了，我也希望我说错了。很明显情况发生了变化，**四大航空公司每家平均都将借 100-120 亿美元的钱，只能用未来一段时期的利润偿还。**如果发生这种情况，你就要从将来的利润中拿出 100-120 亿美元。有的航空公司走投无路，可能还要按现价发行股票，发行购股权。因为这一切，未来的利润要被消耗光了。我不知道需要多长时间，人们才能像去年一样正常飞行，也许两三年，我不知道。**我对未来航空公司的生意如何发展没之前那么清晰了。**这绝对不是航空公司自己的错。是小概率事件发生了。此次疫情，旅游、酒店、邮轮、主题公园都受到了冲击，但航空业遭受的冲击尤其严重。

航空业还有个问题：**即使客流量恢复七八成，飞机一架不会少。**飞机太多了。几个月前，疫情没爆发，航空公司还在订购新飞机。然而，航空公司面对的世界变了。我祝航空公司好运。航空公司的生意受到了影响，我们控股的生意也会受到特别大的冲击。疫情会给伯克希尔造成损失。股票下跌，这不会对伯克希尔造成损失。举个例子，XYZ 是我们持有的一个公司，在我们眼里，它是生意，是我们看好的生意。股价下跌 20%、30%、40%，我们一点都不觉得遭受了什么损失。但就这些航空公司实际情况而言，就好像我们 100%拥有的一样，我们认为遭受了很大的损失。为什么卖出航空公司，我解释完了。此项操作涉及的金额不算太多。我还想重申一下，卖出航空股不代表我对市场的任何预测。

正式商务会议

伯克希尔的一季报讲完了。下面进行会议的正式流程，然后是问答环节。问答环节持续时间比较长，由 Becky 提问。会议的正式流程比较乏味，各位可以离开片刻。如果你想提问就把问题发给 Becky，如果你想吃点东西补充能量或做点其他什么的。接下来，我们进入正式流程，用不了很长时间。完了之后，开始问答环节。

股东大会正式流程现在开始。大家应该听得出来，我是照着稿念的。我是沃伦·巴菲特，伯克希尔董事会主席，欢迎出席 2020 年股东会议。MarcHamburg 是伯克希尔哈撒韦的董秘，他负责记录会议流程。DanJaksich 是监事，他负责统计董事选举投票，以及股东提议投票。本次会议的委托书持有人为 Walter Scott 和 Marc Hamburg。请问会议秘书，是否有一份关于伯克希尔发行在外、有投票权和出席会议的股票数量的报告？

MarcHamburg：是的。如本说明随附的委托书所示，本次会议的通知已于 3 月 4 日发送至所有登记在册的股东。2020 年，即本次会议的记录日期，伯克希尔哈撒韦公司发行在外的 A 类普通股为 699,123 股。每一股份对会议审议的议案有一票表决权；另外伯克希尔哈撒韦公司发行在外的 1,382,352,370 股 B 类普通股，对会议审议的议案，每一股份有万分之一的表决权。其中，472,037 股 A 类股票和 834,802,274 股 B 类股票由截至 4 月 30 日(周四)晚间的代理人代表出席本次会议。

巴菲特：谢谢。这一数字代表法定人数，因此我们将直接开始会议。第一项议程是宣读上一次股东大会的会议记录。Debbie Bosanek 小姐，她将在会议之前提出一些动议。

Bosanek：我提议不宣读上一次股东大会的会议记录，通过会议记录。

巴菲特：有其他人有异议吗？(我附议)

巴菲特：动议获得通过。下一项事务是选举董事。我同意 Bosanek 女士向会议提出关于选举董事的动议。

Bosanek：我提议沃伦·巴菲特、查尔斯·芒格、格雷戈里·艾贝尔、霍华德·巴菲特、斯蒂芬·伯克、肯·陈纳德、苏珊·德克尔、大卫·戈特斯曼、夏洛特·盖曼、阿吉特·贾恩、托马斯·墨菲、罗纳德·奥尔森、沃尔特·斯科特和梅丽尔·维特默当选董事。(我附议)

巴菲特：Warren Buffett、Charles Munger、Gregory Abel、Howard Buffett、Steve Burke、Ken Chenault、Susan Decker、David Gottesman、Charlotte Guyman、Ajit Jain、Tom Murphy、Ron Olson、Walter Scott、Meryl Witmer 提名已准备就绪，可以采取行动。Jaksich 先生，当你准备好的时候，你可以宣读你的报告。

Dan Jaksich：我的报告准备好了。至上周四晚间，委托书持有人针对委托书的投票结果显示，每位被提名人获得的选票不少于 543,203 张。该数目超过所有发行在外的 A 类和 B 类股份总票数的大多数。特拉华州法律所要求的精确计票的证明将交给会议秘书，并与本次会议的会议记录放在一起。

巴菲特：谢谢。Jaksich 先生。上述人士当选为董事。如果你在看或听，Ken Chenault，他是我们的新导演，实际上得到了所有导演中的最高票，好的，在我之前，我想说，所以恭喜你，Ken。会议议程的下一项内容是对伯克希尔高管的薪酬进行咨询投票。我请 Debbie 女士就这一项目向会议提出一项动议。

Bosanek：本人动议本公司股东以咨询方式批准根据 SK 规例第 402 项所披露支付予本公司具名行政人员的薪酬，包括薪酬讨论及分析、随附的薪酬表及本公司 2020 年股东周年大会授权委托书中的相关叙述性讨论。(我附议)

巴菲特：有人提议并支持该公司的股东在咨询的基础上批准向该公司指定的执行官员支付报酬。Jaksich 先生，当你准备好的时候，你可以宣读你的报告。

Jaksich：我的报告准备好了。截至上周四晚间，委托书持有人针对收到的委托书进行了投票，至少有 519750 人投票赞成在咨询基础上向公司指定的高管发放薪酬。该数目超过所有发行在外的 A 类和 B 类股份总票数的大多数。特拉华州法律所要求的精确计票证明将交给会议秘书，并与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Jaksich 先生。以咨询方式批准支付公司指定高管人员薪酬的动议已经通过。议程上的下一项内容是就伯克希尔哈撒韦公司高管薪酬的股东咨询投票频率进行咨询投票。我请黛比·博萨内克小姐就这一项目向会议提出一项动议。

Bosanek：本人动议，公司股东应在咨询基础上决定以每年、每两年或每三年的频率，并就公司 2020 年年会委托书中规定的支付给公司指定高管的薪酬进行咨询投票。(我附议)

巴菲特：有人提议并附议，公司股东应决定他们对指定高管的薪酬进行咨询投票的频率，可选择每一年、两年或三年进行一次。Jaksich 先生，当你准备好的时候，他可能会给你一份报告。

Jaksich：我的报告准备好了。截至上周四晚间，受委代表持有人就已接获的代表委任进行的投票，共投出每年 131,443 票，每两年 2,228 票，和每三年 419,984 票，因此，通过每三年就公司指定高管的薪酬进行一次咨询投票。特拉华州法律所要求的精确计票证明将交给会议秘书，并与本次会议的会议记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Jaksich 先生。本公司股东已按咨询基准决定，彼等将就向本公司股东支付的补偿进行咨询投票。每三年任命一次执行官。现在我们已经完成了会议的部分常规流程。下一条更重要，我们已经在 berkshirehathaway.com 网站上放了一些关于这个动议的材料，我希望股东和其他人能读到，因为它很重要，我

把它描述成剧本里说的。

下一个议题是由纽约市雇员退休系统、纽约市教师退休系统、纽约市警察养老基金、纽约市火灾养老基金的董事会提出的议案，这些都被统称为系统。这项动议已在委托书中阐明。**议案要求公司从证明董事会和高层管理人员的多样性中采纳这一政策。董事们建议股东投票反对这项提案。**我想在这里打断一下，我想指出的是，当我们看到股东们不可能参加这次会议、不可能去奥马哈、也不可能聚集的时候，无论是州长，市长，还是公共安全人员，都认为这是明智的。我们希望主计长(注：主计长是美国市级政府公职，是城市的财政和审计主管，主要是监督和审计美国市级各个财政部门的财政运转和预算运转情况)办公室的人来提出动议，然后在赞成和反对的会议上好好讨论。因为这是一个非常重要的课题。我可以告诉你，就个人而言，我认为我与主计长在他希望世界如何发展方面是同步的。但我不同意这一动议的具体细节，因为它适用于更广泛的范围，特别是伯克希尔的董事会。这些年来我们一直直言不讳。**我们写的关于董事资格的文章可能比我能想到的任何一家上市公司都要多。**多年来我们保持一致，我们已经解释了我们立场的原因，我们知道很多人不同意这一立场。因此，我欢迎在我们的会议上真正展示的想法，让我们的股东听到他们说的话，评估我们的想法是什么。

当我们不得不拒绝股东参加会议时，我们立即与主计长办公室取得联系，我们说，如果主计长办公室的任何人想要站出来提出主张或建议，并与我们进行接触，我们将破例。在我们讨论利弊的时候。正如你所料，他们没有能力派人来。我们很高兴有人能代表他们介绍这项动议，如果他们能提交一份支持性声明，我们也会这样做。我们很乐意让他们的实际代理人提出这项动议。我们很乐意让他们阅读支持声明，我们说，如果他们把时间限制在 5 分钟或更短，我们将非常感激。之后他们立即回信，或立即发电子邮件，说他们很乐意这样做，他们甚至会试着把时间控制在三分钟。所以他们发了一份支持性声明，马上就会读给你们听，我很高兴他们这么做了。我确实希望股东们会读，或者已经读了，其他人也会读。我们会听听支持声明是怎么说的，我们也会读一读他们在提案代理中提出的原始论点。他们会读到我们投反对票的理由.....这表明我们投了反对票，因为这是一个重要的话题。我真的希望明年，如果主计长办公室的人想出来，我们很乐意对这个问题进行更深入的讨论。因此，我现在请汉博格先生宣读纽约市主计长为支持该动议而编写的一份声明。

MarcHamburg：谢谢。主席先生、董事会成员、各位股东。我是伯克希尔的马克·汉博格，我在这里代表纽约市审计长 Scott Stringer 和纽约市养老基金提出第四项提案。截至今年 2 月，这些基金的资产规模约为 2,110

亿美元，是伯克希尔的长期股东并持有 2,500 万股。我们的提案要求伯克希尔董事会采取多元化政策，要求从新任董事候选人和外部首席执行官候选人中挑选合格的女性，以及种族或民族多元化的候选人。

首先，我们要赞扬董事们增加了肯·陈纳德先生，而且董事会中有 21% 的成员是女性。我们还要认识到，行政管理层包括不同的候选人，其中包括另一名董事会成员阿吉特·贾恩先生。

第二，我们赞扬秘书长的报告。巴菲特先生认识到，董事会中的女性历来很少，更重要的是，尽管妇女在一个世纪前赢得了在投票亭中发出自己声音的权利，在董事会中获得类似的地位仍是一项正在进行中的工作。通过我们的股份所有人提案，我们寻求的是推动这一特定进程向前发展。

第三，巴菲特先生提到的是，他只收购有三个标准的企业，其中第二个标准是有能力和诚实的管理者。董事会最重要的职责是找到并留住一位有才华的 CEO。我们注意到，在回顾伯克希尔在股票市场上持有的最大的企业时，所有这 10 家公司的董事会都符合我们的董事会多元化要求。从本质上讲，伯克希尔认为适合投资的公司是那些董事会更多元化的公司。

第四，我们希望澄清，通过这份股东提案，我们并不是要求伯克希尔董事会、监事会，在其组成方面具有可量化的最终结果，但董事会席位的最初候选人应该包括一名女性和另一名种族或族裔多元化的个人。我们相信，这些候选人如果合格，**也将具有非常高的诚信度、商业头脑和以股东利益为导向，以及对公司拥有真正的兴趣。**根据《哈佛商业评论》2016 年的一项研究，在进入候选层的选手中应包括一名以上的女性或一名少数族裔，这有助于消除面试官之间无意识的偏见，并增加了多样化雇用的可能性。我们所要求的是朝着这个方向迈出一小步，在寻找的开始阶段就纳入不同的候选人。

最后，我们要称赞伯克希尔哈撒韦公司强有力的内部 CEO 继任计划。我们的建议指出，CEO 多元化政策只应适用于外部人的情况。纽约市审计长办公室感到可惜的是，我们从未有机会与董事或管理层讨论我们的建议，但我们对建设性接触持开放态度。在此期间，我们强烈敦促伯克希尔哈撒韦股东支持第四项提案。谢谢。

巴菲特：好的，谢谢马克，也谢谢主计长提供的支持声明。该动议现已准备就绪，可以采取行动。Jaksich 先生，当你准备好的时候，你可以宣读你的报告。

Jaksich：我的报告准备好了。截至上周四晚间，委托书持有人针对收到的委托书进行了投票，其中 65,925 票支持该动议，485,824 票反对该动议。由于反对该议案的票数超过就该事项适当投下的所有 A 类及 B 类股份的

大多数票数，以及所有未投的票，动议失败了。特拉华州法律所要求的精确计票证明将交给会议秘书，并与本次会议的会议记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Jaksich 先生，提案失败了。

黛比·博萨内克：我提议本次会议休会。(我支持休会的动议)

巴菲特：提议通过。会议正式流程结束。谢谢。我看了下表，我说多了，多用了不少时间。我经常一说就说多了。下面，我们来回答提问。问题是 Becky 挑的，有的是直接发给 Becky 的，有的是 Carol Loomis 和 Andrew Ross Sorkin 转发给 Becky 的。下面，Greg 和我将回答提问。Becky，请吧。又要用到高科技了(视频通话)，希望一切顺利。

股东问答开始

1，清仓四大航空公司股票

Becky：好的，沃伦。在屏幕上显示了电邮地址后，我又收到了 2500 封邮件。想提问的股东很多，大家都很踊跃。我接下来提的问题，一部分是会议前准备好的，一部分是从新收到的问题里挑的。

第一个问题是新收到的，和您刚讲的内容有关。来自 William Lewis。他问：巴菲特先生，我没听错吧，伯克希尔卖出了持有的四家航空公司，是吗？您能告诉我们这几家航空公司的名字吗？

巴菲特：我一般不谈类似的问题。这次，我觉得有必要解释一下。我想说，我们对这几家航公公司的经营情况非常满意，对它们的管理层非常满意。我们对管理层没有任何意见。它们是美国的四大航空公司：美国航空、达美航空、西南航空、联合大陆航空。这四家航空公司加起来，在美国付费乘客里程数(revenue passenger miles)中至少占 80%。除了西南航空，其他几家的国际里程也占很大比重。我们看好这几家航空公司，但是它们周围的世界变了。我不知道结局如何，希望能尽快好转。

我们的经济现在处于部分停止状态，美国人的习惯已经改变了吗？继续隔离下去，美国人的习惯会改变吗？
人们早已离不开手机，这次的疫情，会让人们更离不开手机吗？就拿我来说吧，我 7 个周没理发了。这是我 7 个周，第一次穿正装，平时在家都穿运动服，抓住哪件穿哪件。谁知道疫情的影响会怎样？但是，由于强制隔离，某些行业受到了特别大的冲击，很不幸，航空业包含在内，这属于不可抗力。Greg，你有什么补充的吗？

Greg：沃伦，我真没什么补充的。

巴菲特：好的，又来了个查理。

Greg：我不是故意用查理的台词，您确实讲得很全面了。

巴菲特：顺便说一句，我们也考虑过购买其他航空公司，后来买个这四个，因为它们最大，它们能容纳的资金多。我们一共投进去了七八十亿，拿出来的钱不到七八十亿。是我的错。有时候，小概率事件确实会发生。一旦发生，就出问题。这次让航空公司遇上了。投资航空公司的决定是我做的。

Becky：沃伦，我想补充一下，刚才的提问者，他还问了："您是把这四家航空公司的所有股票都卖了吗？"

巴菲特：是的。答案是都卖了。我们一旦卖，一般都是全卖光。我们不分批降低仓位，不是先降到 90%，再降到 80%。那不是我们的风格。就像收购公司一样，能全买下来，我们都全买下来。只要是我们看好的公司，我们能买多少买多少，而且买了以后长期持有。但是，一旦我们改变想法，我们不扭扭捏捏的。这一次，我们卖出的价格，比我们买入的价格低很多。不过，我真没想到能有那么大的成交量。航空公司的成交量一直都比较。总之，我们都卖了。

2，投资股票需要的心理准备

Becky：好的。谢谢。这个问题来自多伦多的 RobertTomas。他问："沃伦，您建议我们现在买股票，您自己却持有大量现金，您自己怎么不买？"

巴菲特：我在前面讲了，我们的现金占比不算很高。我考虑了最坏的可能性，有些事情发生的概率非常低。这些事，我不希望发生，但不代表它们就不会发生。举个例子，我们经营保险业务，某一年，我们可能经历全世界、全国有史以来最大的一场飓风，但是谁敢说，飓风之后，再过一个月，世界上最强的一次地震不可能发生。我们要准备好，不是只为一个事件准备好，而是要为接踵而来的一系列事件准备好。2008 年、2009 年，问题不是第一天都爆发出来的。开始的时候，先是 9 月初，政府支持的两大企业房地美和房利美被接管。随后，货币市场基金跌破净值。很多事情会引发连锁反应。我们把最坏的情况考虑到。我们考虑的情况比大多数人想得严重得多。所以说，我觉得，我们的现金不能说特别多。

我没推荐别人今天、明天、下个周或者下个月买股票。每个人要看自己的情况。我觉得，有两个方面，做不到，就别买股票。第一，已经想好了，要长期持有，持有很长时间；第二，在经济上和心理上都做好了准备，可以长期持有，就像买一个农场一样，不天天盯着报价，不看。你抄不到底，也没人能帮你抄到底。一只股票，买

的时候就做好准备了，下跌 50%甚至更多，即使下跌再多也不怕，只要公司让人放心，跌多少都不怕。我记得，在前年的股东信中，我写了，伯克希尔的股票历史上有三次下跌了 50%。在不同年代共有三次。如果你是借钱买的，可能早被清盘了。这三次大跌，每次伯克希尔的经营都一点问题没有。关键在于，你一看股价的走势，你认为自己必须做点什么。或者看到别的股票都涨了，别人和你说"还留着干什么"，你就动摇了。在股市里，你必须带着正确的心态看待它。

说实话，有些人不是特别当回事。有些人比别人更容易受到恐惧的支配。就像病毒一样，它对某些人的打击比其他人猛烈的多。在金钱方面，我从来没有恐惧感。我觉得查理也没有。有的人过不了恐惧的心理关。过不了这关的人，别碰股票，无论买卖都会踏错节奏。你不能靠别人指点。自己真能看懂，那才能做。自己不懂，肯定受别人干扰，听风就是雨。买股票，你得做好长期持有的准备。我不知道今天是不是买股票的好日子，但我知道现在买，20 年、30 年后一定很好。但两年之后会怎么样，我不知道。下周一早上你买的股票会涨还是会跌，我也不知道。

3, 4 月份买股票没有什么大动作

Becky: 沃伦，这个问题来自 ScottKelly。他看到了刚才幻灯片上的数字，有一个问题。他问道："四月份，买股票投入了 4.26 亿美元，请问您买了什么？是加仓，还是建立新的仓位？"

巴菲特：说真的，我一时想不起来。这个数字是整个伯克希尔的数字，包括 ToddCombs 和 TedWeschler 的投资在内。Todd 和 Ted 管理的资金量很大。可能是他们买的，也可能是我买的。4.26 亿美元对伯克希尔来说算不上太多钱。估计是他们俩买的，我真的没印象。显然，我们没什么大动作。我们非常乐意做一些大规模的投资。下周一，如果有人找我谈 300 亿、400 亿、500 亿的生意，只要公司我们看好了，我们愿意买。将来会有这样的机会。如果这样的机会来自股市，一天、一个周、一个月的时间不够用，我们得慢慢买。买航空公司，我们买了几个月才买够，应该说是很多个月。卖的时候比较快，但是是赔钱卖的。4.26 亿美元没多少，应该不是我买的。

4, 为什么没有像 08 年一样出手

Becky: 好的。这个问题来自 LeanneDar。他问，"在上次金融危机中，伯克希尔向其他公司提供资金支持，做了 8 笔交易，其中涉及优先股以及期权。这些公司从伯克希尔获得资金的成本比较高，但是在水深火热的金融

危机中，他们得到伯克希尔的帮助，可以提振市场信心，信心是无价的。如今，无限量化宽松已经开启、利率走低，在过去几个月里，经济迅速恶化，伯克希尔为什么还没伸出援手？"

巴菲特：我们没看到有什么合适的机会。说真的，美联储这次做的很对，出手很快，就该这么做，我向美联储致敬。很多公司一度非常需要资金，都是些不错的公司，但是它们没有未雨绸缪。因为美联储出手了，在过去五个周左右里，它们才有机会借到大笔资金。我是说，融资规模都创纪录了。有些公司已经融资两次。有些大公司，原来根本没想过延长贷款期限，现在却借了两三次钱。伯克希尔也筹集了一些资金。这个资金我们不急着用，只是现在借钱比较合适。现在连一些很一般的公司都能借到钱。市场上不缺资金，收益率也很低。

我们没出手，因为没看到合适的机会。情况可能很快就会变，也可能不会变。2008 年、2009 年，我们出手做那些交易，并不是为了宣扬伯克希尔的名声。也许因为那几笔交易，我们出名了，那样也好。但我们出手，一个是机会确实好，另一个是在当时的市场环境中，几乎没什么对手。现在回过头看，我要是再等四五个月再出手，能赚更多的钱。**2008-2009 年那次，我对时机的掌握真不怎么样。**只是机会来了，而且特别合适，我们就做了，虽然时机抓得不太好，结果还是可以的，或者说是非常可以的。总之，我们真不是为了出名。我们看到了好机会，就出手了。要说我们做的那几笔交易，条件对我们多有利，还真不是。那时市场陷入恐慌，没有人愿意提供这些条款。

这一次，疫情在美国爆发后，在很短的一段时间内，股票市场陷入了恐慌。大家都看到了，债券市场也几乎冻结了。后来，美联储力挽狂澜。下个周、下个月、明年会怎样？谁知道呢？美联储不知道。我不知道。谁都不知道。随着事态演变，可能出现很多种情况。在有些情况中，我们会做大规模的投资。在有些情况中，我们不会投资。Greg，你对伯克希尔很熟悉，你讲一下吧。

Greg：好的。疫情刚爆发的时候，**确实有人给我们打电话了，不是规模太小，就是公司不够好。**危机发生的时候，资产负债表告急，需要寻求援助，很多公司还是会想到伯克希尔的。这次来找我们的，我们都不太感兴趣。另外，3 月 23 日以后，有困难的公司都得救了。刚才沃伦提到了，在美联储介入后，伯克希尔能源也发行了 40 亿美元的债券。有些短期债务到期了，我们延长了借款期限。另外，我们预先为太平洋公司(PacificCorp)的一个资本开支项目提供了资金，而我们认为现在是时候筹集资金了，这对太平洋公司的客户、对伯克希尔股东来说都是一个绝佳的机会。正如沃伦所说，我们已经在伯克希尔内部采取了行动。

巴菲特：现在是借入资金的好时候，出借资金就不太合适了。现在融资容易，对美国来说，是好事儿。对伯克希尔来说，算不上好事儿。我们也借了些钱。我们很言行一致。

5，我们向子公司提供了资金支持

Becky：这个问题来自伊利诺伊州芝加哥的 MarkMcNicholas。他问道："伯克希尔自身的资产负债表稳如泰山，但是疫情期间，旗下的子公司可能资金紧张。伯克希尔是否会向子公司提供资金支持，帮助它们度过疫情难关，帮助它们超越竞争者、提升市场份额？"

巴菲特：我们已经为几个子公司提供了资金，这个我们有能力这么做。但是，**看不到未来的公司，我们是不可能持续往里面注入资金的**。现在的情况和一年之前，甚至半年之前，都大不相同了。大家都知道，航空公司，我们决定卖出。我们把资金撤出来了，**宁可亏一大笔钱，也要撤出来。一个公司，未来要吞噬大量资金，这样的公司，我们不会往里砸钱。**

1965 年，我们从一个名叫伯克希尔哈撒韦的纺织公司起家，我们坚持了 20 年，想尽了办法，试图挽救这个扶不起的阿斗。因此，我们不能拿股东的钱去贴补任何公司。谁愿意烧钱谁自己烧去，我们不会代表他们去这么做。子公司有困难，我们可以提供资金支持，也确实提供了。

但我们已经做好了预付款的准备，以及抢占市场份额之类的，这种情况可能会发生。**但那些连资金都紧张的公司，可能市场份额并不是他们的首要问题。**这是我的想法。Greg，你怎么看？

Greg：嗯，是的。当我们面对疫情、审视我们不同的公司时，会有一些有趣的事情。显然，我们的管理团队首先关注的是我们的员工，并需要有效地确保员工们和他们所处环境的安全，以使得业务可以继续运营。然后，我们迅速转向研究我们的客户在商业周期中的位置，即业务中的潜在需求是什么？值得赞扬的是，我们的管理人员根据客户的潜在需求及时调整了他们的业务。因此，他们有效的与客户一起行动，这意味着我们很少有企业真正需要资金。有几家需要资金。正如沃伦所说，我们已经向它们提供了资金支持。但企业需要真正的应对方式是，他们的管理是否能够与当时市场的需求情况保持一致。即，市场对其产品的需求到底如何。

巴菲特：伯克希尔还会继续创造现金流，这是确定无疑的。Greg 刚才提到了，伯克希尔能源公司做了一些短期融资。伯克希尔基本不做短期融资。**我们永远不会让自己处于一个明天就有大量资金到期的境地。**有的公司用商业票据融资了很多钱，结果差点经营不下去。还有航空公司的境况，大家也看到了，它们需要钱。邮轮公司也

需要钱。有些生意的本质就是如此，总是缺钱。

伯克希尔永远不让自己处于缺钱的境地。我们把几乎绝对不可能的情况都考虑到。是哪些情况，我不想在这细讲，说了容易增加发生这些情况的可能性。所以我们不想谈是哪些情况。无论如何，我们都要稳如泰山。我们眼下用不着那么多现金。我们现在手里的现金比一季度末又多了些，有 1300 亿美元、1350 亿美元左右。**我们不用着这么多现金，但是我们必须保证，始终能拿出这么一大笔钱来。**正因为如此，我们除了国债什么都不购买，我们从未购买过商业票据，我们不依靠银行的信贷额度。我们有几家子公司有信贷额度。我们希望能准备好，不管多大的难关，我们都能安然无恙地渡过去。我们不希望有大灾大难，只是灾难的可能性无法排除。想想 1929 年出现的那种可能性，等到 1954 年底、1955 年，市场才从坑里爬出来。

什么都有可能发生，我们希望为一切做好准备。我们也愿意做大的投资，只要价格合适。如 Greg 所说，美联储出手之前，有一段时间，我们接到了一些电话。机会不是很好，但是有人找我们。找我们的那些公司，美联储出手后，它们都从公开市场筹集到了资金，比从我们这借钱合适。

6, 疫情对伯克希尔的冲击

Becky: 这个问题是问 Greg 的，来自亚利桑那州的 Richard Sourcer。他问道："伯克希尔的年报显示，2019 年末，伯克希尔有 391,539 名员工。哪些业务受新冠疫情的影响最严重？有多少员工可能失去工作？"

巴菲特：我们的员工从事着几十个、上百个行业。有些行业，我们很可能要减少工作岗位，但是涉及的员工不会很多。让我想想，我们没从事酒店业。旅游娱乐业可能受到很大影响，需要做很大的调整，这个行业我们也没做。这么说吧，5 年之后，伯克希尔的员工数量一定会比现在增加很多。我暂时没想到我们可能大量裁员的情况。病毒有可能进一步蔓延，我们有些从事制造业的公司，由于市场对产品的需求可能大幅度减少，这可能迫使我们裁员。Greg，你说呢？

Greg：沃伦，我补充几句，现在处于疫情高峰期，我们的一些公司已经做出了调整，有些要进一步调整。先说伯克希尔能源公司。美国用电量下降了 4%，其实，我们的业务受到的影响不大。从长期来看，能源业务将继续发展。在这场危机中，能源业务受到的影响有限。另外，我们还有一些从事零售业的公司，现在已经停业了，包括喜诗糖果、珠宝生意。我们必须适应现在这个环境，必须对员工进行调整。将来，喜诗糖果肯定有重新营业的一天。到时，我们会把员工招回来。如沃伦所说，就整个伯克希尔而言，五年后，我们的员工数量会超过今天。

伯克希尔拥有光明的前景。

巴菲特：喜诗糖果，我们 1972 年买过来的，很长时间了，一直是我们心爱的一家公司。我这摆着两盒喜诗糖果，一盒花生酥，一盒奶糖。一会我可能都带回家，不分给 Greg。本来，喜诗糖果正为复活节备货呢，结果疫情来了，只能关门了。我们在商场里有 220 家零售店，也在家具城卖喜诗糖果，都关门了。喜诗本来就是季节性很强的生意，会招很多临时工，特别是圣诞节的时候。这回生产了大量复活节糖果，都是专门为复活节生产的。虽然我们已生产了相当数量的糖果，但我们没法销售。我们也没办法快递，我们也不能把它放在商店里销售.....这是正在发生的一些事情。Greg 还有我们的管理层在尽心尽力地处理现在的情况。现在是特殊时期。还是刚才说的，几年以后，伯克希尔的员工人数会超过 39.5 万名。几十年前，我们从纺织厂的 2000 名员工起步，未来，我们还会继续壮大。

7，一些疫情前就经营不善的业务被关闭了

Becky：这个问题是 Drew Johnson 问的。"4 月 17 日，在接受采访时，查理说，伯克希尔旗下的一些小公司，疫情结束后，也不会重新营业了。请问是哪些公司？"

巴菲特：我们有的子公司下面还有很多附属公司。例如，我们旗下的 Marmon 集团，它下面有 97 个子公司。有些子公司，疫情之前，生意就做得不太好。我不是说 Marmon 集团做得不好，只是说，Marmon 下面有几个子公司，经营的比较困难。过去两个月的疫情，让有些本来就经营困难的子公司雪上加霜。还有一些子公司陷入困境，是因为客户的习惯发生了变化。例如，一些从事零售业的子公司，早就感受到了客户习惯的变化。这是毫无疑问的。我们有些子公司，同样也在零售业，但做得风生水起。有的不一样，疫情发生之前已经很困难了，现在更困难了。

我们把报纸业务都卖出去了，卖给了李氏企业(Lee Enterprises)，还帮助李氏企业进行了债务再融资。在我们出售之前，报纸业务已经问题缠身，发行、广告都步履维艰。每家报纸的广告业务都在下滑，下滑得越来越厉害。这次疫情到来，汽车行业停摆，汽车经销商停止投放广告。有些生意原来日子就不行，现在更加捉襟见肘。有几个子公司的管理层已经和我们报告了这个情况。一些子公司会有大的变动，但是它们都是很小的公司。

我们的大型公司、中型公司，受了些影响，但根本不至于到伤筋动骨的程度。有的公司，可没那么乐观，因为它们面对的世界发生了改变。现在发生了很大变化。拥有购物中心的公司，现在租户不想付租金了。零售场地

的供需关系可能发生很大的变化。办公场所的供求关系可能发生很大的变化。许多人发现可以在家办公，或者有其他方法办公，不是像一两年以前，一定要在写字楼里工作。世界发生变化，你只能去适应。

Greg：关于 Marmon 集团，我想补充几句。它下面有 97 个子公司。在食品服务分部，有一个销售厨房设备的子公司。**我们有些子公司，之前就经营得很困难，整个行业都很好的时候，它们做的也不好。**这次受疫情冲击，它们的前景更加黯淡。相关公司的管理团队和员工，都很清楚这个情况，也很努力。Marmon 集团可以发展更有前景的业务。这是我举的一个具体的例子。

8，当一个业务扭亏遥遥无期时，我们会做出关闭的决定

Becky：下个问题来自费城的 ChrisFareed。"伯克希尔始终保持着一个传统，它下属的子公司，只要不一直亏钱，伯克希尔就不会将其出售或关闭。去年，伯克希尔将传媒业务卖了出去。查理接受采访时又说，新冠肺炎疫情结束后，若干伯克希尔子公司将不会重新开业。请问伯克希尔是否改变了这一传统？不再保留业绩较差的子公司？"

巴菲特：我记得这个传统是我们 30 多年前定下来的，在一份年报的附录中写下来的，我们说了，一个公司，或者一项业务，**如果我们认为它未来的前景将持续亏损，我们会把它卖出去，无论如何，都不会继续保留它。**

这不是什么新规定，我们也没做什么变化。可以说，对于航空公司，我们就是采取了类似的做法。假如我们现在拥有一家航空公司所有股份，那就是烫手的山芋。首先，在你不知道亏损会持续多长时间的时候，要决定是否要继续承受数十亿美元的亏损将是一个艰难的决定。其次，就算复苏了，飞机一定很多，当客座率下降、航班座位过剩，机票价格会怎样，大家都清楚。就我们的运营而言，我们不必做出类似决定。但经过深思熟虑，我们确实做出了一个关闭决定，那是一个非常艰难的管理决策。

政府也明白，已经给航空公司进行了第一波输血。航空公司的应对措施很得力，它们迅速行动起来，筹集了大量资金。我觉得它们确实干得很漂亮。其中两家公司还通过发行股票筹集了资金，其他公司可能紧随其后。航空公司对债权人和投资者说，你们必须再往里投钱，否则公司就活不下去了。政府投钱了，私人资本也投钱了。管理层采取的举措很得力。至于投资者最后结局如何，咱们拭目以待吧。

9，精密机件正在调整业务应对航空业的影响

Becky：这个问题来自 EricLaFont，是问 Greg 的。他问道："航空业出现严重下滑，精密机件公司

(PrecisionCastparts)是如何应对的？"

Greg：前面我们谈了航空业受到的影响，精密机件公司的主营业务恰好与航空业相关。精密机件公司的业务主要包括三个板块，其中有两个板块受到了影响。精密机件公司的国防合同业务仍然非常稳健。在宽体大飞机方面，主要是支线客机，该业务与市场需求密切相关，主要取决于长期的飞机订单。

目前，精密机件公司正按照波音公司的需求对业务进行调整。精密机件每周都和波音开电话会议，根据波音的订单情况，对生产工作进行调整。

巴菲特：昨天还是前天，波音刚募集了 250 亿美元的资金。在此之前，波音已经募集过 140 亿美元。一年之前，波音还觉得自己的现金很充裕。我对波音表示理解。空客的情况也一样。上周，空客发表了一些看法，表示不知道未来如何。我也不知道它们未来如何。我们将来还需要飞机，我们还会乘坐飞机。关键的问题是，市场是否需要大量新飞机？什么时候需要？很多人因此受到了影响，精密机件也因此受到了影响。通用电气受到了影响。波音公司受到了影响。**需求枯竭带来的打击是沉重的，自然会传导到产业链上游。**这不是飞机制造商的错，不是航空公司的错，不是精密机件的错，也不是通用电气的错。是因为美国决定停飞航班。人们的习惯会受到怎样的影响？将来的行为会出现怎样的改变？我们很难判断。我不知道答案。

我只知道，精密机件肯定会受到影响。影响程度如何？有很多变量。波音受到影响，精密机件同样受到影响。飞机制造业是非常庞大的行业。飞机制造业是美国的优势产业。就拿波音来说，波音是个特别了不起的公司，是个举足轻重的公司。波音是美国最大的出口商之一，它的兴衰会影响许多就业岗位，包括我们的一些子公司的就业岗位。但愿一切尽快好起来，祝所有人一切顺利。也希望我们一切顺利。但有些因素，确实不是我们能控制的。

Greg：是的。

10，疫情对 GEICO 的影响正在评估

Becky：这个问题是问沃伦的。"目前，GEICO 为客户提供了 15% 的保费减免，但是开车的人少了很多。2020 年 GEICO 的利润是否会大增？"

巴菲特：GEICO 是美国第二大汽车保险公司。由于驾车人数减少，各家保险公司都推出了不同方案，为客户减免保费。**疫情期间事故减少，我们计划拿出 25 亿美元回馈客户。**我们不知道疫情还会持续多久。人们还是很想

开车的，只是受疫情限制，开车的人少了很多。我们的减免计划为期六个月。别的保险公司推出的计划基本上都是两个月，它们每个月回馈的金额比我们每个月回馈的多，但我们回馈的 25 亿美元是最多的，。

此外，保险监督机构提出了一项要求，GEICO 和其他保险公司都需要遵守。这项要求是：疫情期间，如果投保人未支付保费，保险公司不应催缴。这样一来，投保人取消保险或者最后也不支付保费，那相当于我们在此期间免费为他们提供了保险服务。目前，保费拖欠的情况明显增加。就像持有购物中心的公司，现在收不上来租金一样，我们也承担着类似的成本。现在还不知道这个影响有多大。

过段时间，不交保险的人会增加，他们驾车上路，可能导致更多交通事故。所以说，这里面有很多变量要考虑。目前的交通事故是减少了，我们考虑了方方面面的因素，尽可能合理地估算了需要收取的保费。我们现在的考虑已经涵盖了明年。我们的保险方案每半年续签一次。下次续签是 10 月份，然后是明年 4 月份。估算我们已经做完了，就看能否经得起现实的检验了。

11，伯克希尔的保险准备金是充足的

Becky：下一个问题来自 Steven Staller。他是佐治亚州亚特兰大市的股东，他问，请您帮助我们了解新冠疫情对我们保险业务的影响？其他保险公司报告称，由于新冠病毒，它们预计未来的保险索赔将会增加，因此增加了准备金从而导致承保损失。然而，在伯克希尔今天上午发布的季度业绩报告中，我们似乎并未报告太多此类未来预期亏损。你能告诉我们为什么会这样吗？伯克希尔正在承保什么样的风险，使得我们不受疫情的影响，或者反过来说，我们所承保的风险是什么？

巴菲特：从已经发生的诉讼索赔将数量是巨大的，更不用说可能发生的事情了。现在，光是诉讼辩护的费用就是一笔巨大的开支，这取决于有多少诉讼。现在，在我们的第一大业务汽车保险领域，我们在保费方面有一定的优势，并且我们对赔付的定义更为细致，但谁知道在诉讼方面会有什么结果。

但在他们所谓的综合商业保险中(commercial multiple peril，为商业活动设立的内容很广泛的一种保险)，许多保单在合同条款中清楚的表明不会对业务中断情景进行赔付，这种综合商业保险往往涉及到财产损失，而其中有一些投保人原本投保的目的是针对可能发生的业务中断的情景。我想我知道一家公司的保单就是这样的，不过我不知道细节，但这家公司收了很多保费。在疫情引起的业务中断的情景是否应该理赔这点上，我想它们很可能会遇到一些争议。它们所处的立场与标准合同上的非常不一样。标准合同内一般规定，只有在涉及财产的物理损

坏所造成的业务中断情景发生时，投保人才能获得赔付。而且这还涉及到很多不同的保险(所以很难标准化)。对于伯克希尔，我们在综合商业保险上的规模并不大。所以，我的意思是，这不像我们的汽车保险业务或任何类似的东西，我们也会面临索赔。我们也会有诉讼成本，但与其他公司相比，我们的业务结构和它们不一样。其他公司在综合商业保险的承保上，往往更多的涉及到业务中断情景。

但一般来说，如果你的业务中断了，你不会自动获得理赔。我的意思是，例如，如果说通用汽车公司发生了罢工，这将是寻常的，但确实发生了罢工，而且他们的保险的业务中断情景涵盖了罢工。伯克希尔可能是美国唯一一家在每年的年度合同中明确业务中断保险情景的保险公司。因为我们在法国曾经遇到过类似的情景，当时，我们承保的一处房产与另一处小得多的房产相邻，而这处小得多的房产发生了火灾，随后火势蔓延到了我们的工厂，造成了大量的财产损失，并相应的引起了业务中断情景。

但如果我们承保的卖汽车零件的公司罢工了，我们承保的公司的业务就会中断，但**我们明确它不在我们承保范围之内，除非在合同里特别购买了这一点**。因此，在目前情况下，有一些理赔条款很可能将被触发；同时，也会有很多没有触发理赔条款的诉讼发生。毫无疑问，一些保险公司会为此而支付很多钱。我知道有一家保险公司，就他们所承保的保单而言，相对于他们的规模会支付很多钱。

我认为我们对此有足够的准备金，我们的历史表明，我们通常会更保守，至少是足够的保守。这当然是我们的目标之一。我们不会告诉我们任何保险业务的经理，我们期望从他们那里得到什么数字或做任何这样的事情(为了保费数字而承保亏损保单)。我们保险业务经理会评估好自己的潜在损失，并为通胀做好准备；他们也会考虑其他各种各样的因素。总体而言，**伯克希尔的准备金一直相当准确，我没有理由不认为是这样**。

12, 只要价格合适，我们愿意承保疫情保险

Becky: 来自亚特兰大的 Steven Tedder 问道: "请问伯克希尔今后会开展疫情保险业务吗?"

巴菲特: 我们的保险业务涵盖范围很广。当然可能了。前阵子，有人找我们，要做一笔很特殊的保险，涉及100 亿美元。这单保险我们应该不会接。其实，我们已经拒绝了。至于疫情保险，只要有人来找我们，我们觉得价格合适，我们会做。接了的单子，我们不能保证一定会赚钱。但是，不管多特殊的保险，多大的规模，我们都愿意谈，就看价格合不合适了。伯克希尔是出了名的。

最近一段时间，我们接的单子比较少，主要是价格不合适。只要有人找我们，不管保什么，多大的规模，伯

克希尔都很乐意考虑。万一你是个纵火犯，要找我们投火灾险，那免谈。总之，只要是你想保的，不管多特别，给我们开个价，我们愿意考虑。举个例子，911 之后，我们承接了大量保险业务。当时，全世界只有几家公司愿意接这个业务。伯克希尔和 AIG 都接了不少。当时，我们做了慎重的考虑，但是仍然有发生意外的可能。例如，911 之后很可能出现一些我们无法预知的后续事件。

谁都不敢 100% 保证，要不人们也不买保险了。总之，只要价格合适，我们愿意承接疫情保险。

13、没有沃伦和查理的伯克希尔依旧会做的很好

Becky：下一个问题是给 Greg 的，来自股东 Todd Flaska。他问，我预计伯克希尔在景气周期无法跑赢标普 500 指数。然而，我仍然是一个长期投资者，因为在市场低迷时期，伯克希尔可以动用大量的资金，就像我们现在看到的。沃伦非常擅长与那些在经济低迷时期有紧急资金需求的公司谈判，然后达成对双方都有利的协议。这些机会可能十年才有一次。这些交易的时间窗口很小。它们往往都是同时出现，并且当交易开始出现时，你也无法判断当时是否处于市场底部。我想问，当沃伦和查理不再掌舵时，伯克希尔还能继续这种做法吗？"

Greg：从根本上说，即使未来没有沃伦和查理的领导，我认为伯克希尔的文化也不会改变。我认为还远远看不到伯克希尔的终点，其中很大程度上是因为我们拥有理解交易和经济前景的商业头脑，以及迅速行动的能力。我真的不认为这会改变，你知道，没有人比沃伦和查理更好。同时我们在伯克希尔拥有一支才华横溢的经理人团队，无论是在伯克希尔层面，还是在我们的经理人内部，他们都能很快地发现机会。但事实就是，这是我们现在拥有的巨大优势，我们希望能够保持这种优势地位。沃伦？

巴菲特：是的，我们会保持我们的优势。而且，在某些情况下(不是在所有情况)，我们的经理人们偶尔会提出一些相当有吸引力的想法。Greg、Todd 和 Ted 三人，某种程度上，他们在资金配置方面就非常优异。而且你知道，查理和我可能偶尔会接到一个电话，因为我们 20 年前认识的某个人，但他们三人认识的人更多。他们有更多的精力，他们的思维方式和我们过去一样。所以我认为，他们三个人在考虑资金配置时，很可能对伯克希尔而言是一个巨大的进步，比查理和我现在做得更好。尤其是现在查理找到了 Zoom。

14、伯克希尔不参与政府任何救助

Becky：下一个问题来自奥马哈的 Max Rudolph。他问，伯克希尔或其下属公司是否申请了美联储或财政部的任何救助呢？

巴菲特：据我所知，我们的下属公司并未申请。也许你会提到我们曾拥有的航空公司，不过我认为你的问题是关于我们全资拥有的子公司是否有申请相关补助。我记得它们都并未申请，对吗 Greg？

Greg：我们对我们的下属企业说的很清楚了，我们的企业了解伯克希尔是如何运作的。因此，我们非常明确，我们不会参与任何此类计划或救助。

15，我们不知道疫情会如何发展，但我们做好了应对准备

Becky：这个问题来自 Seth Frieden。他问：我是长期持有伯克希尔 B 股的股东。我想请沃伦谈谈对伯克希尔旗下的小公司的看法，特别是位于奥马哈的两家小公司，东方贸易公司(Oriental Trading Co.)和内布拉斯加家具商城(NFM)。他觉得小公司受疫情隔离的影响很大。他想知道，东方贸易公司等小公司是否申请了 PPP 贷款(小企业管理局工资支票保护计划)，或者受到了类似纾困计划的帮助。伯克希尔如何帮助这些小公司？如何帮助它们的员工保住工作岗位？

巴菲特：据我所知，这两家公司都没申请政府救助。问题中提到了两家公司的名字，我不想谈具体的公司。我可以告诉各位，我认为，内布拉斯加家具商城和东方贸易公司的前景很光明。我没法细谈每家公司，有些我不是完全了解。前段时间，我们做了个决定，把报纸业务打包卖给了李氏企业(Lee Enterprises)。报纸业务留在我们手里，实在经营不下去了。作为 LEE 企业的一部分，可能还有存活希望。而且，正如我之前所说，我们在过去的六个月里，实际上在报纸业务上投入的资金可能比全国几乎任何人都多，因为我们接管了一笔在一年内(也许是一年半)会成为问题的贷款，我们使他们能够只与一家贷款人打交道，而不是去跟一个银团打交道。他们在报纸方面做得比我们好。报纸业务在 LEE 企业手里，比在我们手里强，他们能经营得更好。

一个生意随着时间的推移，在我们手里经营不下去，如果我们能够找到其他我们认为会做的更好的人，我们很乐意选择让他们经营。这一直是我们的首选。因此，如果我们有问题的生意，我们更愿意给它找个，认为他们可以做的更好的，而且可以比我们做的更好的买主，以让它更好地经营下去。但生意和生意不一样，分三六九等，有些生意就这样消失了。我们起家做的是纺织生意。我们创办的多元零售公司后来并入了伯克希尔，最初是收购巴尔的摩的一个百货大楼，1966 年，百货公司是很风光的。但是，它们的时代已经过去了。我们还做过印花票生意，别人都不做了我们还在坚持，可惜印花票也被时代抛弃了。有些生意就那个命。这就是资本主义。今后 10 年 50 年，伯克希尔的一些生意也难免被淘汰。

我们认为，我们会发现更多的生意会越来越好，伯克希尔也会随之增长。但我们不认为，如果你拥有许多生意，每个注定都会成功。这就是我为什么建议人们购买指数基金。除了伯克希尔，我不会把所有资金都投到一个公司里。尽管有少数几家公司，我不介意全仓投入。世事难料，而且有些我们特别看好的生意，结果却令人大失所望。当然也有不太看好的生意却超出预期。我们的到底眼光如何，只能交给时间检验。Greg，你说呢？

Greg：好吧，我想补充的是。当涉及到 PPP 贷款时，我们没有任何子公司接受了它们。正如我所说，如果他们有这样的想法，我们很欢迎他们和我们总部沟通，我们也没有任何子公司有这方面贷款的需要。我还想补充一点，当外部环境陷入危机的时候，你审视我们的子公司时，他们的状况其实非常好。沃伦刚刚也谈到了这一点，我们的大型企业、中型企业，甚至是小点的企业，在疫情期间，他们的状况都非常健康，而且他们都采取了得力的应对举措。所以他们会评估疫情的情况。现在他们将面对和过去不同的客户、和过去不同的消费行为，甚至我们的员工的工作状态和过去都不一样了。现在很多人都在家里工作，这能长久吗？我们现在面临的经营环境发生了巨大的变化。但我们确实是从“我们正在度过危机”的角度出发，现在已经在为复苏做准备了。这就是我想补充的，我们的各个公司的发展态势都非常有利。

巴菲特：我们不知道疫情还会持续多长时间。谁都不知道。很多人对病毒的了解比我多，很多人认为，夏天到来后，病毒的传播速度会减慢。还有很多人认为，病毒以后会卷土重来。大家都盼着夏天到来，病毒能变弱，没变弱呢？我们会怎么反应？万一病毒又发起第二波攻击，我们会怎么反应？正如福奇博士所说，我们怎么做，得看病毒的。我们采取了很多合理的措施，我们投入了大量人力物力。但是，我们面对的是很多未知因素。健康方面的未知因素引发经济方面的未知因素。我们只能走一步看一步。

我也特别希望，疫情控制住以后，不会再反弹，我们能重新走入正轨。心想未必事成。虽然这么说，我也不知道怎么办才好。我绝对不会批评别人，说别人做的这不对、那不对。我只是觉得，我们面对的是巨大的未知因素。大家看看，在过去两个月里，疫情闹得多厉害，简直天翻地覆，人们的生活习惯变了，公司的生存成了问题。所以说，疫情下半年、明年怎么发展，我们还是别太自信了。

16，投资低成本的指数基金会胜出

Becky：沃伦，您刚才说，您仍推荐普通人投资标普 500 指数基金。这个问题来自 Kevin。他说：过去几周，有些做主动管理的基金经理说，被动投资的时代过去了。他们说，长期投资指数基金已经不安全了。您怎么看？

特别是用十年的眼光，您怎么看？

巴菲特：可以告诉大家，我的遗嘱没变。我在遗嘱中说了，我留给我太太的钱，90%放在指数基金里。有人付很多钱给别人，让别人管理资金，我觉得还是买指数基金更稳妥。推销标普 500 指数基金赚不了大钱。谁说投资指数基金的时代结束了？难道投资美国的时代结束了？我完全不同意。投资指数基金到底有什么不好？我想不出来有什么不好的。指数基金可以代表整个股市。

一个选择是支付高额费用，让宣称具备选股能力的人管理，另一个选择是支付很低的费用。我很清楚，长期来看，哪个选择会胜出。说白了，很多人有自己的利益在里面，当然说自己有本事。他们可能不是骗你，可能他们自己都信自己。这些人里面有一部分能成，有的是靠运气，有的是靠能力。

人人都想找到吉姆·西蒙斯(Jim Simons)，都想找到能给他们实现超额收益的人。Jim 和他的手下靠的是脑子，他们是极少数。另外，他们收费不菲。还有就是，他们做成了以后，可能会封闭基金。用小资金把业绩做起来容易，资金量大了就难了。资管行业有个特点，这你得知道。谁销售能力强，谁赚钱多。销售能力强，还有点真本事，赚得更多。赚钱的大头是销售。说到底，资管行业，管理赚的钱和推销赚的钱没法比。

17，不能保证伯克希尔跑赢指数，但前景依旧光明

Becky：下面这个问题，我收到了很多个版本，有的问得很客气，有的不那么客气。我选了一个比较中性的，来自俄克拉荷马州的 Mark Blakely。他问：我是众多伯克希尔股东中的一员，我为我是伯克希尔股东感到自豪。然而，看到伯克希尔与标普 500 指数过去 5 年、10 年、15 年的业绩对比，伯克希尔的表现让我高兴不起来。今年也一样，年初至今，伯克希尔落后标普 500 指数 8%。请问您如何解释伯克希尔落后的表现？我没想过卖伯克希尔的股票，但是我也不能和钱过不去。

巴菲特：我忘了这位提问者的名字，他说的，我都同意。其实，我还一直推荐大家买标普 500 指数呢。要说只投资一个公司，哪个公司值得投？我觉得，伯克希尔可以算一个，伯克希尔能长期保持稳定的盈利能力。要说今后 10 年，伯克希尔能否跑赢标普 500，那我可不敢说了。我觉得我们有一定的机会跑赢。我们以前跑赢过，我不知道过去 50 年、55 年里，我们有多少年是跑赢的。

前面我讲过，1954 年是我收益率最高的一年，可惜那时候我手里的资金只有芝麻绿豆大小。管理小资金，有很少的一些人，他们真能干得很漂亮。只是你要事先把这样的人找出来，那是非常不好找的。另外，他们管的资

金量大了，也不会像以前那么容易。就像我们，资金量越大，难度越大。

我不会向任何人承诺我们能跑赢标普 500 指数。我可以向股东保证，我自己 99% 的财富都放在伯克希尔里。

我还有很多亲戚，他们也投资伯克希尔，未必达到 99%，但也是很大的比例。我想我比任何人都更关心伯克希尔长期的未来。不是说我关心，就一定能够实现多少收益，但是我确实会尽力。Greg，请补充。

Greg：我同意沃伦的说法，没有什么绝对的。但当我看着我们现有的资产和团队时，你们对伯克希尔很忠诚，但我们也有忠诚的团队，他们肯定会每天尽最大努力致力于使得伯克希尔变得越来越好。而且，当我审视我们的资产和团队的时候，我认为我们有很大的机会并肯定会付出很多的努力来超越指数，但无法保证超越。

巴菲特：很难想象伯克希尔会有糟糕的结果，但任何事情都有可能发生。我所知道的是，目前伯克希尔在一季度末的净资产是 3700 多亿，这个数字是在下降的，但它仍高于美国任何一家公司的账面净值，也许有一些企业的净资产更大，但在某种程度而言，伯克希尔可能是世界上最大的。我不太确定这一点。但这也使得我们的投资在某些方面变得困难。

Greg：没错。不过我们的经营业务的潜力是很大的。你可以想想，我们刚刚谈到了能源，其基础设施正在持续变化。我们已经为 1000 亿美元的投资机会做好了准备。如果我们只看未来 10 年的业务和所需的基础设施及其将来的巨大投资，这些都告诉我，伯克希尔会有很好的前景。我们有很好的条件去抓住这些机会。对我来说，当你看我们的核心业务时，比如 BNSF 铁路、保险业务和能源业务，我们几乎没什么下行风险——这是我们拥有的三个真正伟大的核心业务。

巴菲特：是啊。我们在能源行业的地位比任何人都好，因为我们没有分红要求。我们在 20 年中保留了 280 亿美元的收益，如果你经营一家正常的上市公司，你是无法做到这一点。我们有巨大的野心，这个国家需要它，这个世界也需要它。我想说的是，我们是一个非常逻辑、组织结构良好、管理良好的团队，这不需要我的参与，我们的能源公司现在正在全球范围内参与到巨大的能源需求中。不过这些需求往往释放的比较缓慢，而且中间涉及到州政府，还有很多其他事项。这项业务不会有什么戏剧性的变化，而伯克希尔将大力参与其中。

在保险领域，我们可以做别人做不到的事情。很多时候，这并不意味着什么，但偶尔它可能很重要，我们在规模和承保能力上有一些优势。但规模也会带来一些缺点：如果我们能找到 10 亿美元能让我们的资金翻倍的好机会，那就是税前利润 10 亿美元，税后利润 7.9 亿美元；而当我们的市值到了 4500 亿，不幸的是，这点利润根本

算不了什么。不过如果可以的话，我们还是会努力去做。

18、阿吉特不从事资本配置，他只负责保险业务

Becky: 我想问这个问题，因为我认为有些人可能对你几分钟前说的话有误解，这是能够实时获得这些问题的好处。几分钟前，你谈到了公司里的接班人，他们将在你和查理不再做这件事后负责资本配置。你提到过你会让 Todd、Ted 和 Greg 这么做，但我收到了一些类似的问题。来自纽约的 Edward Popula，他问，亲爱的沃伦，我注意到你没有提到阿吉特·贾恩(Ajit Jain)，当你列出未来管理层的名单时，他已经出局了吗？

巴菲特：嗯，阿吉特不从事资本分配业务。不过他有世界上最好的头脑之一。我是说，在他为我们工作了几年之后，我给他父亲写了封信，前几天我又给他写了封信。但 20 年前，我写信给他说，如果你有另一个这样的儿子，请把他从印度送过来，因为，在这个世界上，阿吉特是独一无二的。任何人都会告诉你，只要和阿吉特有任
何接触尤其是在保险行业的人，只要他们很了解他，他绝对是独一无二的。但他的工作不是资本配置；他的工作是评估保险风险，这是十分罕见的才能。他是一个罕见的人才，而且他有巨大的资本支持。所以他是伯克希尔的一个不可思议的资产。而 Greg、Todd 和 Ted 在资产配置业务上已经做了很长时间。这是属于他们的游戏，而阿吉特的游戏就是经营保险。所以这就是为什么我提到这三人的原因。

顺便说一句，当查理和我在的时候，我们自己也喜欢资本配置，所以之前伯克希尔的一些投资，不是查理和我直接做出的，而是他们三人做出的。顺便说一句，查理的身体很好，我的身体也很好。

19、能源业务扩张是另类的资本配置方式

Becky: Greg，让我问你一个关于资本配置的问题。这个问题来自 Matt Libel，他说，伯克希尔将 2019 年 46% 的资本支出拨给了伯克希尔能源公司，你能给我们一些具体的数字吗？关于你如何看待资本支出、经济折旧以及会计折旧方面的差异？并请解释一下在不同的投资期内，我们是如何确定这些大型资本支出的净资本回报率水平？就像我们股东在伯克希尔能源公司所做的那样？

Greg: 当我们看伯克希尔能源公司和他们的资本项目时，我们试图从几个不同的角度去真正地了解它，正如我们一直强调的那样。第一，在未来 10 年、20 年、30 年维持现有资产的实际上需要再投入什么？这里它不是指增量的投资，而是指有效地维持现有资产的盈利能力，某种程度上折旧费用反映了这一点。而且，我们的目标始终是清楚地了解我们所拥有的业务，需要资金是超过我们的折旧、还是相等或更少？现在我很高兴地说，鉴于我

们现有的资产以及我们维持现有能源资产所需的资本投入，**我们通常认为，我们现有的折旧金额已经足够维持我们现有的能源资产的盈利能力。**现在，在我们受监管的能源业务，最独特的事情是，尽管我们其中的 83%受到了政府监管，但我们投入到该业务中的资金仍能获得合理的回报。**但这不是一种传统的资本配置模式，但你确实可以以现有的盈利能力有效的进行再投资。**所以和传统投资并没有太大的不同，而我们确实从这些资本投入中获得了合理的回报。

但我们确实花费了大量的时间，沃伦和我思考了大量的投资机会，我们认为这是一个真正需要增量资本的新投资机会，它就是建设新的风能发电站、输电设施以服务于风能或其他类型的可再生能源，比如太阳能。这一切都是增量业务，并推动了我们能源业务的增长。这确实需要资本投入，但它确实推动了能源业务的增长。所以这件事涉及到两个方面：**我们认为我们维持性资本开支会稍低于折旧费用。我们对维持性资本支出保持在这个水平非常满意。而当我们部署超过这一数额的增量资本时，我们会将其视为扩张性资本支出或成长性资本支出。**

巴菲特：是的，我们有大概 400 亿的这类资本投入。我们还有什么要补充的，Greg？

Greg：所以，正如沃伦刚刚强调的 400 亿美元，在接下来的 9 年或 10 年时间里，**我们将把其中的大约一半视为以维持性资本支出，另一半视为成长性资本支出。**这些都是我们要推进的已知项目。我很高兴地告诉大家，**我们可能还会继续有 300 亿美元的成长性资本支出，而这是这个行业的真正机遇所在。**

不过正如沃伦所说，这需要很多时间，这工作量很大。例如，我们将于 2020 年完成的输电项目，这是在 2008 年收购太平洋公司时所启动的。我记得当时我在做这个输电项目规划时，考虑了一切之后，我想 6 到 8 年后我们就会让这个输电项目投入运营。在这 12 年期间，我们从这些资本投入中不断的赚到钱，并且把我们投入的资本都赚回来了。所以我们对这个机会非常满意，这么说吧，我们现在埋下了很多种子。

巴菲特：是啊。这些并不是什么超级高回报的东西，但随着时间的推移，它们会有不错的回报。我们在资本配置方面几乎是独一无二的。当然，除了让私营企业做这类投资以外，你可以让政府实体也这样做。不过，这类投资花了很长时间，但获得了还不错的回报。我一直在说，**能源行业不是真正致富的途径，但却是真正保值的途径。我们将以可观的回报而不是超额回报，来配置大量资本。你也不应该在这类业务上获得超额回报。**我的意思是，私营企业有权做政府授权的某些事情，但他们不仅应该保护消费者的利益，也应该保护提供资本的人即股东的利益。我们伯克希尔能源公司已经运行了接近 20 年，未来还有很长的路要走。

20、西方石油的投资犯了一个错误

Becky: 好了, 下一个问题来自新泽西州的 Jason。他问, 作为伯克希尔和西方石油的股东, 我很高兴看到你们对该公司的投资, 但过去几周, 事情变得很明显, 你的投资帮助西方石油管理层避免了股东对收购阿纳达科石油公司(Anadarko)的反对投票, 而这是一个非常不利于股东的结果。从西方石油公司的角度来看, 这笔交易被证明是不负责任和昂贵的, 最终对西方石油公司的股东价值是非常有害的。在我看来, 这也永久性地损害了伯克希尔在市场上的声誉。请对这一不幸的结果发表评论, 并告诉我为什么西方石油公司的股东和其他市场观察人士不应该有这种感觉。

巴菲特: 好吧, 我们从一开始就说过, 但我们并没有预料到它的进展程度。我们说过, **本质上当你购买一家大型石油生产公司的股票时, 它的表现将在很大程度上取决于油价, 它不会是你土地潜在储量问题上的本垒打或超级错误或类似的东西, 这是一项取决于油价的投资。**当 5 月份的合约油价跌至负 37 美元时, 就像前几天发生的那样, 那原本是不可能发生的。如果你持有石油, 那么只有在你预计油价将大幅上涨时, 你才应该持有石油, 而我并不知道它们是否会大幅上涨。

我们做了一笔交易。我们的交易是在一个周日做出的, 当时阿纳达科公司的管理层支持雪佛龙 Chevron, 并且雪佛龙当时已经获得了 10 亿美元的分手费条款。意外的是, 西方石油已经为此花了好几年的时间来研究它, 并在当时盛行的油价下, 它很有吸引力; 但在每桶 20 美元以下的情况下, 这显然没戏, 在每桶负 37 美元的情况下, 它更不会起作用。**但只要油价在每桶 20 美元或更低的情况下, 它就不会有吸引力了。**

石油公司所做的一切, 无论是埃克森美孚、西方石油公司还是其他公司, 在当前的油价下都不管用。**这就是为什么石油产量将在未来几年大幅下降, 因为开采石油是不划算的。**这在过去的其他时候也发生过, 但现在的情况是, 你不知道要把新生产的石油储存在哪里, 同时石油需求急剧下降, 不久前, 俄罗斯人和沙特人都试图在石油产量上超过对方。当你的石油库存特别高的时候, 石油公司的投资就行不通了, 它们离可投资的标准越来越远。现在, 美国的石油产量将大幅下降。它也不支付钻井和各种勘探费用, 石油的价格与一两年前的价格差距也很大。从这种意义上说, **如果你是西方石油公司的股东, 或任何石油生产公司的股东, 那你们和我一样, 到目前为止, 在油价走向及其未来走势方面上犯了一个错误。谁知道油价未来会走向何方。**

21、投资原油就是赌长期的油价

Becky: 这个问题来自 AnishBall。他问：对于石油公司的股权投资，是否有可能遭受本金永久损失的风险？

巴菲特：当然有可能。都不用问。如果**原油继续维持在现在的价格水平，会出现大量亏损**，甚至会导致银行出现坏账，把银行业也拉下水，但倒不至于把银行拖垮。在原油行业，大量资金是在西德州中质原油期货(WTI)价格 17 美元、20 美元、25 美元时入场的。同样的情况，在金属铜上也可能发生。在制造业中也一样有成本太高的情况。**只是大宗商品的反应更强烈、波动幅度更大**。农产品的价格一直都很低，但是农民有政府的补助。我赞成政府补助农民。**原油生产商没地方找补助，只能指望未来的油价走高，除非通过原油期货套期保值**。事实上，西方石油每天卖出约 30 万桶看跌期权，或者说他们买入了看跌期权，并卖出了与之相匹配的看涨期权。在 30 万桶的基础上，他们受到了每桶 10 美元的保护。

投资原油，就是赌长期的油价上涨。现在的原油价格，有风险，而且就在我们说话的这个时候，原油生产商已经尝到了风险爆发的苦头。油价长期维持在这个水平，在能源领域将出现大量坏账。债都还不起了，股权投资还能好得了吗？所以答案是肯定的，我们的确面临永久性资本损失的风险。

22、伯克希尔卖出的指数看跌期权的情况

Becky: 这个问题来自 Bob Coleman。他问，沃伦，你能给我们你卖出的股指数看跌合约的最新的什么情况吗？2019 年年报第 60 页显示，2019 年末的公允价值负债似乎略低于 10 亿美元。如果该指数下跌 30%，负债将飙升至 27 亿美元。因此，如果指数下跌 60%，那么伯克希尔的潜在负债将接近 55 亿美元。这个数字合理吗？

巴菲特：从 2004-2006 年，我想我们签订了差不多是 48-50 份类似的合约，合约期限最短的是 15 年，最长的一份是 20 年，我记得我们为此收到了大约 48 亿美元保费，而我们可以自由地使用这笔资金来做我们想做的事情，并且我们同意根据四个指数中的一个或多个指数在到期时的卖价来进行结算，即它们是所谓的欧式看跌期权，只在一个特定的日期结算。除了一份小规模合同以外，我们不需要为此提供抵押品，这也是这笔 48 亿美元交易的一部分。这些合约最初的名义价值可能超过 300 亿美元，也许是 350 亿美元，也就是说，如果一切都归零的话，我的意思是，道琼斯指数跌至零、日经指数跌至零等等，我们将赔付这么多。

其中一些合同已经结束了，我们现在有大约 140 亿美元的名义价值，这已经是原来的一半不到。而我们还没有为它们做出任何较大规模的结算。我们还买回了几份合约。现在，如果所有指数归零，我们将损失 140 亿。如果所有的指数都以 3 月 31 日的价格结算，我认为我们的损失将比我们在资产负债表上的潜在负债要少一些。到目

前为止一切都很好。我的意思是，我们已经很好的利用了这些合约带来的权利金进行投资，并且随着市场的大幅上涨，这些投资都拥有突出的潜力。同时，我们也不需要再支付任何费用。而如果指数继续下降，我们必须多支付几十亿美元，而我们已经为此计提了偿付责任准备金。

但到目前为止，一切都很好，这并没有给我们带来任何问题。我认为最后一份合约将在 2023 年的某个时候结束。我认为，今年早些时候可能有其中 20-25%的合约将到期。因此，提问者并没有真正了解它们，这没什么好惊讶的。除了与那些不同期限的看跌期权到期时的指数收盘点位有关之外，我们的潜在负债不可能翻倍。就像我说的，这些看跌期权已经被削减了一半多，我们在这方面做得很好。

关键是，除了几个小金额的合约以外，我们没有提供抵押品。当我们做交易的时候，我们永远不会让自己处于那样的境地：我们永远也不会使得伯克希尔在一个特定的日期，面临一些无比巨大的偿债义务。

23、伯克希尔不会分拆

Becky: 你几分钟前提到，你非常关心伯克希尔的"长期健康情况"，这个问题来自亚特兰大的 Drew Estes，他问，已经有人猜测伯克希尔在巴菲特之后会被拆分，鉴于评论家的影响力，人们应该认真对待这种猜测。许多长期股东认为这种观点是愚蠢的。伯克希尔 250 亿美元以上的经营性现金流，在投资保险浮存金时提供了很大的灵活性。为了我们和你的遗产，您能更有力地说明维持伯克希尔现有架构的理由吗？如果你不做说明，那么这一责任将落在是一群不知名的人身上，而他们的可信度要比您低得多。

巴菲特：如果你要出售伯克希尔的各个子公司，在向股东分配之前，你将在公司层面迎来一笔巨额税收。你确实可以分拆一个特定的公司，但要在不涉及税收的情况下去拆分一家多元化公司——在 1986 年之前，"通用公用事业原则"(general utilities doctrine)在当时非常流行，很多人似乎是基于 1986 年没有发生这样的事实来评论公司分拆的。在一些情况下，在某些特定类型的交易里，人们可以通过一些富有想象力的方式来避税。如果你要拆分伯克希尔，税收这将是一个因素。

此外，在伯克希尔层面调动资本的综合效应，比如能够在保险行业做一些除非有其他收益的情况下才能做的投资，以及其他业务中使用资本进行再投资。在伯克希尔层面进行资本配置，有巨大的优势。所以相对于伯克希尔的分拆价值，其股价并没有很大的折扣。

事实上，尽管我所有的伯克希尔股票，每一股都将按照我 14 年前制定的计划捐赠给慈善机构。今年 7 月，我

将捐赠价值 30 亿左右的股票，但这仍然涉及一个很大的投票比例。即使除巴菲特家族之外其他人的投票权，这也是一个很大的比例。因此，分拆伯克希尔这事儿是不会发生的。

顺便说一下，分拆还涉及到巨额费用。你不会从华尔街得到公正的建议，特别是当一个行为可能可以大量收费，而另一个行为却无需收费的时候。现在，我会告诉你，会有很多人过来提出一些建议，说"分拆对股东来说是有利的"。而可以肯定的是，我已经考虑过这一点。我会告诉你们，你们可以指望伯克希尔将以目前的姿态持续很长一段时间。不过，我不能告诉你一百年后会发生什么，我也不能确切地告诉你，如果某些财富税或基金会税收发生了变化的话会发生什么。但我现在的遗产处置计划已经酝酿了很长时间。它不仅确保了所有伯克希尔赚到的钱，随着时间的推移，所有这些钱最终都能够被捐给各种慈善机构，而且这样也能使得我们远离华尔街狼群。

Greg，你对此有什么想法吗？

Greg：我认为关于资本配置的评论是至关重要的，我们有能力在我们子公司或保险公司之间重新进行资本配置，而这对我们的股东没有任何影响。这就是伯克希尔独特结构的价值驱动力，它创造了巨大的价值。我想这就是我要补充的。

24，放水还维持负利率不可长期维持

Becky：这个问题是华盛顿特区的 RobGrandish 提出的。他问：欧洲很多国家出现了负利率，日本也是。沃伦讲过许多次，伯克希尔的保险业务是特别好的生意，因为投保人提前支付保费，伯克希尔可以利用浮存金赚取收益。利率变成负的了，提前收费不但赚不到钱，还要亏钱了。利率变成负的，保险生意的浮存金是弊不是利了。如果美国的利率变成负的，请问伯克希尔的保险公司将如何应对？

巴菲特：如果利率长期为负，那最好持有股权，或除债权以外的其他东西。过去 10 年发生的事让我意想不到。我以为，按过去 10 年的情况发展，一定会出现通货膨胀，结果我错了。现在我们持有 1200 多亿美元的现金类资产，有些是现金，其中很大一部分买了短期国债，这部分资金基本上一点收益都没有。利率如此之低，长期来看，国债是一项可怕的投资。但当机会到来的时候，将来机会会出现的，你要动手，你唯一可用的就是你拥有的短期国债。到时候，全世界的其他资产可能都动弹不了了。另外，我们还需要它们来确保我们能随着时间的推移支付投保人的赔偿金。我们特别重视这一点。

因此，如果世界变成一个货币发个不停，并且还能长期维持负利率的世界。我都不相信自己的眼睛了。我很

惊讶我看到了这一点。所以到目前为止，我以前的判断错了。这么说吧，如果你能够实行负利率，大量发行货币，负债水平远远超出生产能力，还能长期维持下去，人们会在最初的几千年就发现它了，还用等到现在才知道？咱们拭目以待吧。**这或许是我见过的最令人费解的经济问题。**我们能一直这么干下去吗？我们已经这样搞了十几年了，世界已经这样搞了十几年了。**未来我们将接受时间的检验，看看我们是否还能继续往大了搞，能搞多大。**Greg，这个问题，你有什么想法吗？我要知道答案就好了。你说说吧。

Greg：您刚才已经讲过了，您在年报里也讲了这个问题。我们不知道答案。现在的一些基本面，负利率之类的，让人捉摸不透。我确实没什么补充的。

巴菲特：能一直以负利率筹集资金，我都能当财政部长了，那财政部长的活多好啊。我们现在的所作所为，真不知道最终有什么后果。总的来说，**我觉得我们现在做的是对的，但是一定会有副作用。如果我们做得太过，可能要承受严重的后果。但是，如果我们不作为，同样会有严重的后果。如何权衡，就看当局的了。**

25，资本密集型生意存在更多再投资机会

Becky：这个问题来自迈阿密的 AdamSchwartz。他问：伯克希尔是他合伙公司持股最多的公司，占了绝大部分净资产。多年以来，伯克希尔在资本密集行业投入了大量资金，例如铁路。如果出现通货膨胀或通货紧缩，资本密集行业将面临什么风险？这会不会是一个关乎生死存亡的问题？特别是考虑到你刚才说的，美国发行的债务最终会到期，它最终会通过对公司征收更高的税率或提高中下阶层的工资来应对吗？

巴菲特：嗯，我认为，未来增加公司税的可能性要比降低公司税的可能性大得多。因此，我认为我们作为一家公司，我们从我们业务中获得了一部分政府的利润(税收)。这在一定程度上取决于哪个政党当选、他们是否控制了两院和总统职位等等。但是，我们可以很容易地提高企业所得税，也许在某个时候会大幅提高企业所得税。

就资本密集型业务而言，天生不是好生意。如果你能找到一家在运营方面同样优秀的企业，并且不需要新投入资金会更好。喜诗糖果就从来不需要新的资本，但它几乎没有增长，它也不需要钱来扩大它的规模，却给我们带来了巨大的回报。我们在伯克希尔内部，把喜诗创造的资金配置到其他生意，不用在公司或个人层面缴税。

不需要资本投入，还能一直增长，这样的生意是我们追寻的理想生意。随着增长不需要投入更多资本。我们的公用事业业务、能源业务，需要投入大量资本才能继续增长。我们的铁路生意，可以说不增长都需要往里面投入资金。**资本密集的生意，天生就低一等。不如那些人们提前付款，而你不需要投入资本的生意。**不信可以看看

股票市场中市值最高的几家公司。在 30 万亿美元的总市值中，排在前五的几家公司，总市值高达 4 万亿美元。它们都是不怎么需要资本投入的。这就是为什么它们特别值钱。因为它们赚钱能力强，而且很大程度上，还不需要往里投入多少钱。

伯克希尔拥有一些类似的生意，显然铁路和能源都不是这样的生意。我们的铁路公司、能源公司都是好公司，我们很看好。要是它们不需要资本投入，那我们可乐坏了。**这是我们从五六十年的企业经营中悟出来的道理：能找到一个不需要投入资本就能增长的好生意，那你可是发现好机会了。**从某种程度上说，保险业务经营的就是我们无论如何都想拥有的资产，经营保险业务需要(初始)资本，但是，我们可以把这些资本大部分投资到我们无论如何都想拥有的资产上。因此，保险业务并不需要资本投入。所以说，保险业务特别适合我们。多年来，保险业务是伯克希尔的增长的最重要因素。尽管还有其他很多因素也在起作用。Greg，你是从事资本密集行业的，你讲讲吧。

Greg：毫无疑问，我们更愿意投资不需要那么多资本的公司。然而，资本密集的业务领域也具有独特的投资机会。**我们的能源公司、铁路公司，我们确实具备一定的定价权**，它是通过我们的监管方式以及我们与客户的安排实现的。因此，如果出现通货膨胀，我们的资本密集生意未必能完全抵御通胀的侵袭，但是应该可以收回绝大部分成本，即使在通胀环境中，也能赚取合理的回报。如沃伦强调的那样，它们的回报率不会特别高，但即使在通胀时期，也能实现合理的资本收益率。收益的增加可能滞后一些，但它们是非常稳健的投资。

巴菲特：是的。假设出现 10 倍的通货膨胀，咱们说的极 endpoint。我们持有铁路，仍然能获得令人满意的回报。我们对铁路公司投入了大量资金。在未来几十年铁路都将是非常稳健的生意。当年刚收购铁路公司的时候，我说我们要持有一百年。现在，我说我们要持有更长时间。出现通货膨胀，铁路会赚更多的钱。扣除通胀因素实际价值是多少就不好说了，但肯定会赚更多的钱。能源公司也会赚更多的钱。**最好还是不出现通胀，最好还是多做不需要太多资本的生意。**伯克希尔有大量资本，伯克希尔非常适合做资本密集型的生意，在我们这，没有筹集资金的问题，但是我们也要获得合理的回报。

26, 美债只会贬值不会违约

Becky：这个问题来自 CharlieWang，他是旧金山的一位股东。他问：目前经济形势恶化，债务创下新高，是否存在美国政府债务违约的风险？

巴菲特：不会。一个国家用自己的货币发行债券，货币可能会出问题，但债务不会违约。美国政府很聪明，别的国家都很信任我们，所以我们可以用自己的货币发行债券。阿根廷现在陷入了困境，因为它的负债不是用它自己的货币发行的。过去，很多国家出过这样的问题。将来，还有很多国家会出这样的问题。欠的钱还是别国的货币，那个滋味很不好受。假如我能发行一个货币，巴菲特币，我有印钞机，我还能用巴菲特币借债，我永远不可能违约。货币的购买力怎么样，那两说，但美国政府是不可能违约的。几年前标普曾经调低了美国政府的信用评级，我觉得毫无道理。

能开动印钞机还你钱，哪个公司能这么霸道？我搞不懂标普怎么能给美国降级。所以说，别担心美国违约。顺便说一下，我认为对债务和此类事情设置上限，两党争执不休导致政府停摆，简直是荒谬。无论如何，美国一定会提升债务上限的。美国的债务不是偿还，而是借新还旧。有人觉得能把美国的债务降低，在 90 年代末很短的一段时间内，美国的债务确实降低了一些，但是后来美国还不是发了更多的债吗？美国的债务在增加，美国的偿债能力也在增加。重点是，美国用自己的货币借债。

27、关于股票回购

Becky：这个问题来自 David Kass。他是马里兰大学的金融学教授，他问，伯克希尔已经投资了很多有股票回购计划的公司。最近出现了对回购的强烈反对。你对这个问题有什么看法？

巴菲特：嗯，现在反对回购在政治上是非常正确的。关于回购有很多疯狂的说法。回购就是这么简单——我的意思是，这是向股东分配现金的一种方式。这么说吧，你和我还有 Greg，我们三个人决定买下一家汽车经销店或麦当劳的特许经营权或其他什么东西，我们每个人都投入了 100 万美元或其他什么数目。有一种情况可能是，我们相处得很好，业务也增长了，但我们中的一个人真的想花掉属于自己股份的那份收益，而另外两个人却想把钱留在公司里继续发展。假设只有我们三个面临这种情况，而我们是唯一的股东，我们不会给每个人 100% 的股息支付，我们也不会不让那些想要退出的人离开。

不管这个人每年想从收益中花多少钱，合理的做法是回购他所持有的一部分股票，这样子另外两个人就发现他们在公司的持股比例增加了，而第三个人的仍能继续在公司持股分享未来的收益；但他们也可以直接分红，从公司发展中拿出一些钱。你把资金从生意中抽出来，不管是哪种情况，一种是你叫红利，你可以把它发给每个人，不管他们是否想要；而通过回购，你可以把资金给那些需要的人。

自从 2006 年以来，我一直遵循捐赠股票的政策，未来我也将捐赠大量股票。但收到我捐赠的慈善机构，他们需要在当前股价水平的基础上，非常迅速地花掉这笔钱。因此，每年他们将获得价值 30 亿美元的伯克希尔的股票。实际上，我减少了我对伯克希尔的持股比例，但伯克希尔保留的资本仍比我放弃的多。这样我就有了更多的美元，但我的持股比例下降了，而那些需要现金来进行慈善工作的人，他们会将我捐赠的股票套现。

我也不会强迫我妹妹或其他什么人，拿一大笔她不想要的分红，因为她想把这些钱再投资，她想让属于她所有的钱，再投资到生意上，而那些不愿意再投资的人，可以卖掉一些股票换成资金。往往公司最终也会陷入同样的境地。我们已经在伯克希尔内部转移了一些子公司不需要用于增长的资本。

现在，公司是否应该进行回购取决于几件事：**一是公司应该保留他们所需的资金，明智的用于未来的增长，能这样做最好。其次，这一点从来没有被提到过，他们应该以低于他们认为的内在价值回购股票。**现在公司的回购往往会在这方面犯错误，并且公司也往往在很多业务再投资中犯错误。不过这些应该是指导性的原则。据我所知，摩根大通的杰米·戴蒙(Jamie Dimon)说过一次，我们也说过多次：只要对继续持有我们股票的股东有利，我们就会回购股票。而你现在看到很多这些企业的回购的问题是：我们将花 50 或 100 亿美元进行回购。好吧，这就像是说：我今年要花 50 亿美元去收购一些企业，而不知道你会从这笔钱中得到什么。

公司的回购应该对价格敏感，显然它应该是敏感的。但当条件合适时，回购股票的好处应该是显而易见的，不应该有丝毫的怀疑，回购就像分红一样，那些抱怨公司回购股票是多么糟糕的人，我会说，分红也是糟糕的。现在，很多公司有更多的资金了，他们当时的回购做得很明智，我希望他们继续这样做下去。格雷格？

Greg：不，沃伦，我只知道你在过去评论过一件事，我认为这是我们正在看到发生的一件事：我们显然支持回购，但有些公司可能在回购上过于极端了。很多公司利用资产负债表上的每一分钱进行回购股票时，他们却没有为他们的业务创造任何应对极端事件或颠簸的缓冲。我想，我们将会看到一些非常不幸的结果。因此，公司的回购遭到了一些反对，但仍有很多公司像沃伦说的那样，在进行明智的回购？

巴菲特：回购股票增加剩余股份的价值并没有什么错。但如果他们回购是因为“大家都这么做”或因为“这个想法真的很不错”，我曾看过一些回购案例，这些案例真的很愚蠢，但我不认为这是不道德的。我只是觉得他们这么做是很愚蠢的。另一方面，我们喜欢那些能满足增长要求的回购，正如 Greg 所说，保持良好的资产负债表并为你可能会感到惊讶的极端事情留下余地的公司。如果他们发现自己的股票价格低于企业的内在价值，我认为，如果

他们不回购他们的股票，他们就犯了一个大错误。

而且这将是政治运动。就像我说的，如果你是一个政治家，当在这个国家做一些事情变得政治正确时，最好的办法就是赶紧跟着一起做。而伯克希尔将继续做我们认为对股东有意义的事情。我们也喜欢投资于这样想的公司，要知道并不是所有公司都会这样做。

28、想变现部分资产的股东可以将 A 类股转换为 B 类股

Becky：这给问题来自 Boca Raton 的 Lou Bogart。他问，我是一个长期股东，虽然我知道，拆股对股票的价值没有任何帮助，但在我即将退休的时候，我有一个担忧：由于 A 类股价格极高，当我希望在退休时从我的投资组合中抽出一些钱时，我将面临着一大笔税。比如说，今年的平均价格约为 30 万美元，那么我每股将有潜在 20 万美元的资本利得税。如果我在退休期间需要 6 万美元的额外现金，那么我需要出售全部股份，并承担 20 万美元的纳税义务。如果你将股票拆成 10 股一股，我可以卖出两股 3 万美元的股票，并将我的纳税义务保持在更可控的 4 万美元。我还可以维持我在伯克希尔的更多股份。他说，你有没有想过这点？现在回想起来，我当时应该买 B 类股，但是当时没有考虑到。

巴菲特：你可以把 A 类股转换成 B 类股，这正是我在 7 月份把我的股份捐给五家基金会时发生的事情。我实际上在捐赠之前就把它转换了。所以他们得到的是 B 类股，事实是 B 类股对那些想要放弃他们所拥有的一小部分资产的人非常有用。所以你可以把 A 类股转换成 B 类股，这正是我 14 年来一直在做的事情，因为我把它捐赠出去了，B 类股解决了这个问题。我记得，我们一度将 B 类股拆分，只是为了让它更便于人们管理，这样人们就可以处理较小面值的股票。

A 类股拥有不同的投票权。但我认为，无论如何，我们永远不会让 A 类股比 B 类股更有优势。A 类股过去在我们的股东指定捐赠计划中有优势，我们在最初设立 B 类股时就加入了这一点。但那是很久以前的事了，现在已经不存在了，所以随着时间的推移，B 类股和 A 类股会得到完全相同的待遇。的确 A 类有更多的投票权，大多数时间里 A 类股和 B 类股是平价的。所以我会说，如果你想在筹集现金方面做点什么，如果你有很多 A 股，那么就拿一两股 A 类股转换成 B 类股再变现吧，我认识的很多人都这么做了。

29、并不担心银行有什么问题，这次跟 08 金融危机不同

Becky：这个问题来自台湾 Thomas Lin。他问，沃伦曾说，如果你不在资产端做傻事，银行是个好生意。疫

情重压之下，贷款偿还难度加大，前些年做过的蠢事，现在可能要算账了。请问在阅读年报、季报和公开信息的过程中，您寻找哪些蛛丝马迹，如何对银行股进行排雷？

巴菲特：很好的问题。Jerome Powell 主席这次的担子能轻一点，因为与 2008-2009 年相比，这次银行的情况要好得多。上一次，鲍威尔既要考虑如何恢复经济，又要考虑如何重整银行，银行 A、银行 B 都怎么处理，是合并、还是加强管制。**2008-2009 年，银行是漩涡的中心。当时，有些银行犯了错，财务状况很危险。这次问题没出在银行体系。**我们整个国家决定采取隔离措施，主动停止大部分经济活动。这次不是任何人的错。天灾无法避免，就像地震、飓风。这次的情况不一样。

银行是个需要监管的行业。银行背后有 FDIC 支持，政府为银行的存款背书，银行遵守政府的监管。我觉得银行很守规矩，目前状况良好。FDIC 手握千亿美元的资金，最近几年，它对银行的评估很严格，甚至对大型银行区别对待，因此积聚了巨额储备金，他们建立了不同的资产负债表结构。2008-2009 年，银行让伯南克主席很棘手。这一次，鲍威尔主席没这个担忧。

至于说银行如何排雷并不容易。有的时候，很容易。总之，我们现在没觉得银行有什么大问题。说到底，银行是用别人的资金经营。如果经济中的问题严重到一定程度，连大型银行都要承受很大压力。幸好我们有美联储为银行提供支持。现在我没看到银行业存在什么问题。我能想到一些可能性，杰米·戴蒙德(Jamie Diamond)在摩根大通的年报中讲了一些。我们可以设想一些情况，一旦发生，银行将承受巨大的压力。这些情况不能完全排除，真发生了，就要看美联储的了。总的来说，银行体系不会出问题。我不敢 100% 保证，有些可能性无法排除，出现了，银行会遇到麻烦。眼前，能源行业的贷款、消费者的贷款，这些可能给银行造成麻烦。但是，银行的准备金完全可以应付得了，银行的资本很充足。一季度，银行提高了存款准备金，可能还会进一步提升。**现在，银行不是我担心的主要问题。我们持有很多银行股。**

30，三月份没有回购是因为机会成本更高

Becky：这个问题来自 Andrew Wenky。他问：一二月份，沃伦回购了伯克希尔的股票。三月份，伯克希尔股价比一二月份跌了 30%，为什么没有回购？

巴菲特：下跌到 30% 持续的时间非常非常短。之前我们花了比较高的价格进行了回购。以当前的价值评估伯克希尔的股价，我没觉得现在比之前便宜很多。我记得，凯恩斯讲过一句话，他说："事实变了，我的想法随之改

变，您呢，阁下？”我们一直在关注回购。与三个月、六个月或九个月之前相比，我没觉得伯克希尔的股票现在特别便宜。我们随时可能出手。什么时候出手，看情况。Greg，你觉得应该回购吗？

Greg：我觉得沃伦说的是对的，我赞同，没什么可补充的。当时机到来，对我们的股东有利时，我们就回购。我们不会一直回购，而是根据具体情况决定。

巴菲特：我们看价格是否合适，是拿当前的价值去比，不是拿一年前的价值比。伯克希尔的价值减少了一些。航空股的投资做错了。因为我做了这笔投资，造成了伯克希尔的价值损失。还有别的因素，但也是这么考虑的。与之前回购时相比，现在算不上更合适，也不能说有多不合适，基本差不多吧。**伯克希尔的股价，我真没觉得比其他机会好很多。在其他机会之中，包括现金的选择权价值，现在持有现金，将来有大机会时出手。**

31，信用卡透支要赶紧还清

Becky：这个问题来自以色列的三位投资者，LidarsLuf、YossiLuf 和 DanGorfung。他们的问题是关于信用卡行业的。问题是：近年来，信用卡利率普遍上升，远远高于联邦基金利率。请问这是为什么？信用卡利率受哪些因素影响？将来会怎样变化？”

巴菲特：信用卡的利率变化会影响美国运通，影响我们持有的银行。决定信用卡利率的因素包括竞争、坏账率。过去几个月，信用卡坏账明显上升了，但以前还有坏账规模更大的时候。这个问题，我只能想到这些了。哦，对了。我们的家具公司也发行自己的信用卡，尽管他们支持用别的信用卡承接业务。

我们做信用卡生意，但是，我总是告诫人们，别把信用卡当储蓄罐去透支。前段时间，有位女士找到了我，她有些钱，问我该怎么安排。她的钱不多，但是对她来说，很多了。她是我的朋友。她说：我这钱该怎么安排呢？我说：你信用卡有欠款吗？她说：有，欠了多少多少钱。我不知道她的信用卡利率是多少，我问她，她说18%左右。我说：我不知道怎么能赚18%。我要是欠着利率18%的钱，第一件事是先把它还上，先别想怎么投资了。我的话，她不太愿意听。后来，她提到了她女儿，说她女儿有一两千块钱。她问我：我女儿这钱该怎么投资？我说：让她把钱借给你。你不是愿意付18%的利息吗？这么好的投资，哪找去，我都想把钱借给你。

不能欠信用卡的钱，那么高的利率拖着你，怎么能好得起来。虽然伯克希尔也做信用卡生意，人们都爱用信用卡，但我还是想对所有人说，人生第一件事就是先把信用卡还了，连利率12%的钱都不能欠，要赶快还清。如果你的信用很好，但你不愿意还信用卡，那么来找我，我按信用卡的利率借给你。Greg，你怎么跟孩子们说的？

Greg: 我会给出同样的建议, 这是很棒的建议。我有三个孩子, 他们使用他们的信用卡非常谨慎。显然, 当人们进入数字世界和电子商务世界时, 他们会更多地使用它, 但最终他们必须偿还它。在那些场景里, 信用卡交易并非必要的, 反而很容易造成透支。现在, 信用卡业务的风险正在增加。

巴菲特: 这对某些人来说, 这只是一种方便的支付方式。但如果我以 12% 的利率借入资金, 这不是一件好事, 我会因此遇到很多麻烦。伯克希尔也不会付这么高的利息。

32、巴菲特赞成针对疫情的工资保障计划

巴菲特: Becky, 我们也许应该在 15 分钟内结束这一切。你能选出最好的提问吗?

Becky: 好的, 没问题。我还有几个问题要问你。沃伦, 这个问题来自 Lindsay Schumacher。她问, 沃伦, 你对工资保障计划(Payroll Protection Plan)有什么看法?

巴菲特: 嗯, 我一般不想涉足政治, 但我认为这是一个非常好的主意, 在这样特殊的时期, 可以照顾那些面临严重生活困难的人。如果政府告诉很多企业, 你们需要在很长的一段时间里放弃做任何生意, 这对我来说是一件小事, 但对那些靠薪水过活的人可是一件大事。我完全赞成工资保障计划, 虽然这管理起来这样一个大型计划一定很麻烦。我永远不会批评别人做这做那, 因为我自己管理一些大事情上也存在问题。你知道, 要解决如此巨大的问题并不容易。显然, 这中间会有一些程度的欺诈。并不是每件事都进行得很完美, 但是我 100% 地关心那些因为一些与他们无关的事情而受到伤害的人。谁知道疫情会持续多久呢? 有成千上万的人在担心他们在几个月前不担心的事情, 他们并没有做错什么, 他们准时上班, 他们取悦与他们打交道的人, 而现在他们没有工作, 或者被解雇了。所以, 我完全支持这个想法, 但我认为这是非常困难的。我们(很可能)不能完美地执行这个计划。但政府已经尽力而为, 而且做得很及时。我对国会就此问题所采取的迅速行动给予真正的信任。我认为, 他们从 2008 年和 2009 年中吸取了一些教训, 我认为政府正在努力做我认为非常正确的事情, 这是值得肯定的。我不会坐在那里想着如何能做得更好。格雷格?

Greg: 我同意这些评论。

33、巴菲特对奋战在疫情一线的人表达感谢

Becky: 沃伦, 这个问题来自演员 Bill Murray, 他也是伯克希尔的股东。他问, 这场疫情将一些人推向了前线, 比如在医疗行业、食品供应行业、快递配送行业和社区服务行业的许多人。这个国家欠这些人很多。那么,

我们伟大的国家怎么会如何照顾他们呢？

巴菲特：嗯，实际上，我们没有办法。他们就像在诺曼底登陆的人一样。我的意思是穷人、弱势群体，他们一直在受苦，一直在遭遇一种难以想象的痛苦。同时，他们还在做所有他们该做的工作，他们一天工作 24 小时，我们甚至不知道他们的名字。因此，如果我们在某件事情上做得太过火了，我们应该做一些能够帮助这些人的事情。我们是一个非常非常富有的国家，而那些做着 Bill 所说的工作的人，他们所做的贡献比那些出身名门的人、那些幸运的人、那些知道如何套利债券的人要多得多。

在很大程度上，我就是这样的人。所以你真的努力创造一个环境：在一个人均 GDP 超过 6 万美元的社会里，任何一个每周工作 40 小时的人都应该有体面的生活，他们不需要第二份工作，他们能够养育几个孩子……虽然他们不会像国王一样生活——我也没那个意思，但任何人都不应该被社会抛在后面。你会发现如果一个富裕家庭有 5 个继承人，他们会尽力挑选最有能力经营家庭的那个人来继承。实际上，在某些方面，一个人可能比一个在商业上做得最好的人还要好，但恰恰他缺乏市场价值(技能)。因此，我认为一家非常富有的公司，不应该完全遵守自 18 世纪建国以来的资本主义的方式。

我欢迎朝着这方面发展的想法，我们已经朝那个方向走了。我们在 30 年代提出了社会保障。我们取得了一些进展，但是，我们应该继续这样做。我的意思是，作为一个国家，我们已经变得非常、非常、非常富有，即使最底层 20% 的人的情况也有所改善，你可以看到各种统计数据。但我宁愿是现在底层的 20%，而不是 100 年前或 50 年前底层的 20%。但现在真正有所改善的是全国最富有的 1%。我希望我们作为一个国家，能够朝着 Bill 所说的，让更多的人得到更好待遇的方向前进，这不会损害美国的经济增长，而且我们早该如此了。我仍然会说我们的社会比 100 年前更好。但难道你不认为，随着我们的繁荣，我们应该要求自己以更高的标准来照顾她的同胞，尤其是当你看到像今天这样的情况，医院那些你不知道名字的医生因疫情而去世。Greg？

Greg：是啊。我想要强调的是另一个群体，我认为这将是非常有趣的，那就是在家上学的老师和孩子们。我们一直很尊敬老师，但我们认为我们没有照顾好他们。最近，我们听到这么多我们不认识的人的评论，这是值得注意的。我家里有个 8 岁的小孩叫 Beckett，孩子在家的这段时间，对妈妈来说有很多挑战，所以突然间你就对学校、老师和周围的一切有了尊重。然后当我想到我们的公司和我们拥有的货运员工时，他们所做的一切绝对令人惊叹，他们是真正的前线战士。我们面临的挑战就是如何保持他们的健康和安全。然后你可以再看看我们的铁路

工人们。你在我公司看到的最好的视频是当我们的员工积极从事运输物资，食品，医疗产品，他们非常自豪，他们意识到他们正在做出改变。我们需要对他们表达巨大的感谢。沃伦，你也提到过，我们也许可以长期补偿他们，但是我还是要感谢他们，我想我对他们的感激之情是前所未有的。

巴菲特：我们正在全国各地朝着正确的方向前进，但进展非常缓慢。

34, 资本主义市场体制的优缺点

Becky：最后一个问题来自 PhilKing。他问：现在许多媒体人士和政界人士在批判资本主义。请问您有什么话说？如何才能让他们对资本主义的态度有所改观？

巴菲特：**资本主义市场体制能创造奇迹，但是市场体制不讲人情，不能放任市场体制。**正是因为发挥了市场机制，美国才有今天的成就。可以说，世界上很多国家借鉴了我们的经验，生活水平得到极大的提升。所以说，从很多方面讲，市场机制非常有益。然而，市场体制是**创造性破坏**，市场体制需要人为干预。因为市场体制的破坏力，有一部分人是被碾压的，他们会充分体会到残酷的滋味，例如，流水线上的工人。我不想取代资本主义，也不想让资本主义放任自流。我觉得我们不会放弃资本主义。至于资本家，我是其中一员。我们这些资本家应该反思一下，如果重新抽签，重新分配属于每个人的技能，那会怎样？我们应该进行更多思考。

很多年以前，有人发明了电视。然后又发明了有线电视，支付系统等等。1941 年，打击率为 0.406 的棒球选手，每年可以拿到 2 万美元。现在 MBL 大联盟里一个跑龙套的球员赚得都比这个多。体育场的规模扩大了，原来能容纳 3-5 万人在现场观看，现在可以吸引到全国观众的目光，这是市场机制、资本主义的效应。收入分配差距悬殊。顺便说一句，我觉得 Ted Williams 应该比我赚得多。

市场机制可能导致赢家通吃的局面。我们不愿打击人们努力工作、努力思考的积极性。但是，完全靠市场机制不行。资本主义制度中有很多不公，例如，财富继承。我们应该保留市场机制和资本主义中好的方面，市场机制和资本主义促成了社会的繁荣，但我们应该让所有人都能分享红利，这方面，应该引起我们足够的重视。

Greg：是的，我认为资本主义总是保留了它最好的部分。如果我们看看我们目前所处的环境，在疫情过后，只有当我们的子公司能够正确应对并有能力重新投入运营时，我们才会这么做。但从某种程度上说，对人们来说最好的情况是，当我们恢复正常工作时，整个资本主义系统又能正常运转了。这是显而易见的。还有，沃伦，你强调了，资本主义有很多不完美的地方，但它绝对是最好的社会模型，它只是需要一些微调。

35, 聪明和智慧是两回事

Becky: 我能再加一个很简单的小问题吗? 这个应该在前面问的, 我漏掉了。谢谢。问题来自 Anderson Haxton。他问: 沃伦提到了, 本·格雷厄姆是他见到过的智商最高的三个人之一。我想知道, 另两个人是谁。

巴菲特: 我智商没他们高, 但我也足够聪明, 我不会说出他们两人的名字, 我可不想招人恨。本·格雷厄姆是这三个智商最高的人之一。我见过一些智商特别高的人。智商和智慧不是一回事。本·格雷厄姆说过, 他希望自己每天都能有所创新、都能慷慨分享、都能冒些傻气。他说, 冒傻气, 他特别在行。其实, 他在创新方面, 才真是了不起。有趣的是, 有的人智商高, 但他们不够理性, 缺乏智慧, 成不了大事。

我倒是知道这样一些人, 论智商, 他们排不到特别靠前的位置, 但是他们特别有智慧。我真有什么难题, 需要找人探讨, 或者有什么重要的工作, 要交给别人做, 我们会选他们, 不选那三个智商最高的人。我没说那两个人的名字, 不会把他们得罪了。Greg, 有什么补充的吗?

Greg: 没有。我赞同您对名字的处理。

巴菲特: 好的。Becky, 最后, 我想重复几句, 我希望不会再有别的飞来横祸, 但是我们无法排除这种可能性。病毒已经蔓延开来, 后续发展难以预料。美国人如何应对, 很多情况都有可能发生。但是, 在把方方面面的因素都考虑周全之后, 我得出了非常明确的结论: 美国一定能行。谢谢。

Greg: 没错。

Becky: 谢谢。感谢两位的解答。

巴菲特: 明年见。明年这里会是人山人海。

Becky: 好的。大家晚安。

巴菲特致股东的信 2020

2021 年 2 月 27 日 BRK: \$340000-347815

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东：

根据 GAAP 会计准则，伯克希尔在 2020 年的净收益为 425 亿美元，这个数字由 4 部分组成：经营收益 219 亿美元，已实现资本收益 49 亿美元，我们持有的股票中未实现的资本利得增加 267 亿美元，以及我们拥有的少数子公司和附属企业价值减记 110 亿美元。所有项目均在税后基础上列示。

经营收益是最重要的，即使在它们不是我们 GAAP 收益总额中最大的项目。我们在伯克希尔的工作重点就是增加这一部分的收入，并收购处于有利竞争位置的大型业务。但去年，我们两个目标都没有实现：伯克希尔没有进行大规模收购，经营收益下降了 9%。不过，通过留存收益和回购约 5% 的股票，我们确实提高了伯克希尔的每股内在价值。

与资本性损益(无论是已实现的还是未实现的)相关的两个 GAAP 收益每年都会波动，这反映出股市的波动喜怒无常。无论今天的数据如何，我和我的长期合伙人查理·芒格都坚信，随着时间的推移，伯克希尔的投资收益将是巨大的。

正如我多次强调的那样，查理和我将伯克希尔持有的有色证券(年底价值 2810 亿美元)视为一系列企业集合。我们并不控制这些公司的运营，但我们确实按比例分享了它们的长期繁荣。然而，从会计的角度来看，我们在他们收益中应占的份额没有包括在伯克希尔的收入中。相反，只有这些被投资方支付给我们的股息才会被记录在我们的账簿上。根据 GAAP 会计准则，被投资方代表我们所保留的巨额资金将变得不可见。

然而，不可见的不应该被忘记：那些未被记录的留存收益通常正在为伯克希尔创造大量的价值。被投资企业利用保留的资金扩大业务，进行收购，偿还债务，通常还会回购股票(这一行为增加了我们在其未来收益中所占的份额)。正如去年报告中指出的那样，留存收益在整个美国历史上推动了美国企业的发展。对卡内基和洛克菲勒奏效的方法，多年来对数百万股东也同样奏效。

当然，我们所投资的一些公司也会让人失望，他们的留存收益几乎不会增加公司的价值。但投资的其他公司会超额完成任务，其中少数公司表现非常出色。总的来说，我们预计，伯克希尔在非控股业务(别人会称之为我们的股票投资组合)留存的巨额收益中所占的份额，最终会给我们带来等量或更多的资本收益。在我们 56 年的投资

历史中，这一期望得到了满足。

我们 GAAP 数据的最后一个组成部分是难堪的 110 亿美元减记，这几乎完全是在 2016 年犯的一个错误的量化证明。那一年，伯克希尔收购了精密机件公司(PrecisionCastparts, PCC)，我为该公司支付了过多的溢价。没有人以任何方式误导我，我只是对 PCC 公司的经常性收益潜力过于乐观。去年，作为 PCC 最重要的客户来源，整个航空航天业的不利发展，暴露了我的误判。

通过收购 PCC 公司，伯克希尔收购了业内最好的一家优秀公司。PCC 公司的 CEO-Mark Donegan 是一位充满激情的经理人，他一如既往地将同样的精力投入到我们收购之前的业务中。我们很幸运有他来管理。

我仍然相信我的结论是正确的，随着时间的推移，PCC 公司将在其运营中部署的净有形资产上获得良好的回报。然而，我对未来平均收益的判断是错误的，因此，我错误地计算了为该业务应该支付的合理价格。PCC 公司远非我犯的第一个类似错误，但这是一个大错误。

伯克希尔有两条盈利的线路

伯克希尔经常被贴上"综合企业集团"的标签，这是一个贬义词。综合企业集团指的是拥有大量毫不相关业务的控股公司。是的，这是对伯克希尔的描述，但只是部分描述。为了理解我们与原型企业集团的不同之处以及原因，让我们先回顾一下历史。

长期以来，综合企业集团通常会局限于收购整个企业。然而，这一战略带来了两个主要问题。其中一个是无法解决的：大多数真正伟大的企业都无意让任何人接管它们。因此，渴望收购的企业集团不得不专注于那些缺乏重要和持久竞争优势的普通公司，那不是个适合钓鱼的好池塘。

除此之外，当综合企业集团进入这个平庸的业务领域时，他们常常发现自己需要支付惊人的"控制权"溢价，以诱捕他们的猎物。有抱负的企业集团知道如何解决这个"超额支付"的问题：他们只需要制造一只估值过高的股票，来作为昂贵收购所支付的"货币"。(我愿意花 1 万美元买你的狗，但我给你的是两只价值 5000 美元猫)

通常，助长企业集团股票估值过高的手段包括，促销手段和"富有想象力的"会计操作，这些手段一般都是欺骗性的，但有时甚至会越界成为欺诈。当这些招数"成功"后，这家企业集团就会把自己的股票推高到商业价值的 3 倍，以便为目标公司支付 2 倍的价格。

投资幻想可以持续相当长的时间。华尔街喜欢交易产生的费用，媒体也喜欢丰富多彩的推广者提供的故事。

此外在某种程度上，一只被推销股票飙升的价格本身就可以成为一种幻觉，就是现实的"证据"。

当然，最终聚会结束了，许多商业"皇帝"被发现没有穿衣服。金融史上充斥着著名企业集团的名字，他们最初被记者、分析师和投资银行家奉为商业天才，但他们的作品最终却成了商业垃圾场，并赢得了可怕的声誉。

查理和我希望我们的企业集团是一个全部或部分拥有一批具有良好经济特征和优秀经理人的多元化企业集团。而伯克希尔是否控制着这些业务对我们来说并不重要。

我花了好一段时间才明白过来。但查理，以及我在伯克希尔纺织业务 20 年挣扎的经历，最终让我相信，与 100%拥有一家挣扎中的边际企业相比(marginal enterprise，指的是当价格下降时就退出的企业)，拥有一家出色企业的非控制股权更有利可图，更令人愉快，而且工作量也少得多。

基于这些原因，我们的企业集团将继续由控制和非控制业务组成。查理和我会根据一家公司持久的竞争优势，管理能力和特点，以及价格，把资金配置到我们认为最合理的地方。

如果这一战略不需要我们付出多少努力，那就更好了。这与跳水比赛中使用的计分系统不同，你在商业活动中不会因为"难度"而得分。此外，正如 Ronald Reagan 曾告诫的那样：努力从来不会死人，但为什么要去冒险？

家族财富以及我们如何增加财富份额

开篇第一页，我们列出了伯克希尔旗下的子公司，这是一个年末雇佣了 36 万人的业务集合。您可以在年报中阅读更多关于这些控股业务的详细信息。在我们部分拥有但不控股的公司中的主要头寸列在后文投资部分中。这种业务组合也非常庞大和多样化。

伯克希尔的大部分价值都放在四大业务中，其中三个业务是由我们控制的，另外一个业务我们仅持有 5.4%的股权。这四大业务都是真正的宝石。

价值最大的是我们的财产意外险业务，53 年来一直是伯克希尔的核心业务。我们的保险家族在保险领域是独一无二的。管理这些业务的经理人阿吉特·贾因(Ajit Jain)亦是如此，他于 1986 年加入伯克希尔。

总的来说，该保险集团的运营资金远远超过其全球竞争对手。这种财务实力，加上伯克希尔每年从其非保险业务中获得的巨额现金流，使我们的保险公司能够安全地遵循以股权投资为主的投资策略，这对绝大多数保险公司来说是不可行的。出于监管和信用评级方面的原因，这些竞争对手必须把投资重心放在债券上。

现在债券可不是投资的好去处。你能相信最近 10 年期美国国债的收益率(年末收益率为 0.93%)，比 1981 年

9 月的 15.8%的收益率下降了 94%吗？在某些重要的大国，如德国和日本，投资者从数万亿美元的主权债务中获得负回报。无论是养老基金、保险公司还是退休人员，全球的固定收益投资者都面临着暗淡的未来。

一些保险公司和其他债券投资者，可能会试图通过转向购买那些由摇摇欲坠的借款人支持的债务，来获得目前可怜的回报。然而，高风险贷款并不能解决利率过低的问题。30 年前，一度强大的储贷行业自我毁灭了，部分原因就是忽视了这条箴言。

伯克希尔现在拥有 1380 亿美元的保险“浮存金”，这些资金不属于我们，但我们可以用来投资包括债券、股票和美国国债等在内的现金等价物。浮存金与银行存款有一些相似之处：保险公司每天都有现金进进出出，而保险公司持有的现金总额变化很小。伯克希尔持有的巨额浮存金很可能在未来许多年保持在目前的规模水平，而且这些累积起来的浮存金是没有成本的。当然这个令人高兴的结果可能会改变，但长期来看，我们胜算仍旧很大。

我在给你们的年度信中，反复解释了我们的保险业务，有些人可能会觉得啰里啰唆。因此，今年我将请那些希望更多了解我们保险业务和“浮存金”的新股东去阅读 2019 年年报的相关部分。了解我们所从事的保险业务中存在的风险和机会是很重要的。

我们第二和第三大最有价值的资产是(排名很难明确)，伯克希尔 100%拥有的美国最大的 BNSF 铁路公司，以及我们拥有的苹果公司 5.4%的股权。排名第四的是我们持有 91%股权的伯克希尔能源公司(BHE)。这是一个非常不同寻常的公用事业公司，在我们拥有它的 21 年里，它的年收入从 1.22 亿美元增长到了 34 亿美元。

我将在后文更多讨论 BNSF 铁路和 BHE 能源。现在，我想把讨论的重点放在伯克希尔会定期使用的一种做法上，以提高你对其“四大巨头”以及伯克希尔拥有的许多其他资产的兴趣。

去年，我们耗资 247 亿美元回购了相当于 80998 股伯克希尔 A 股，展示了对伯克希尔财富帝国漫溢的热情。而这一行动使你在伯克希尔所有业务中的所有权增加了 5.2%，而你根本不需要动动钱包。

按照查理和我长期以来建议的回购标准，我们进行了这些回购。因为我们相信，它们既能提高长期股东的每股内在价值，也能让伯克希尔拥有充足的资金，来应对可能遇到的任何机会或问题。

我们绝不认为伯克希尔的股票应该简单地以任一价格回购。我之所以强调这一点，是因为美国的 CEO 们有一个令人尴尬的记录：他们会在股价上涨而不是下跌时投入更多的公司资金进行回购。我们的做法恰恰相反。

伯克希尔对苹果公司的投资生动地说明了回购的力量。我们从 2016 年末开始购买苹果股票，到 2018 年 7 月

初，我们持有的苹果股票略多于 10 亿股(经拆股调整后)。说到这里，我指的是伯克希尔一般账户中持有的投资，不包括随后被出售的一小部分单独管理的苹果股票。当我们在 2018 年年中完成购买时，伯克希尔的一般账户持有苹果公司 5.2%的股份。我们的投资成本是 360 亿美元。从那以后我们定期收到股息，年均约 7.75 亿美元。而且在 2020 年，通过出售我们一小部分仓位还获得了额外的 110 亿美元。

尽管卖出一部分，伯克希尔目前仍持有苹果 5.4%的股份。但这一增长对我们来说是没有成本的，因为苹果一直在回购其股票，从而大幅减少了目前的流通股票数量。但好消息远不止此，因为我们 2 年半来还在回购了伯克希尔的股票。与 2018 年 7 月相比，你现在间接持有的苹果资产和未来收益比例整整提高了 10%。

而且这种令人愉快的行动仍在继续。伯克希尔自去年年底以来回购了更多股票，未来可能会进一步回购，而且苹果公司也公开表示有意回购其股票。随着这些回购的发生，伯克希尔的股东不仅在我们的保险集团、BNSF 铁路和 BHE 能源中拥有更大的权益，而且还会发现他们对苹果公司的间接所有权也在增加。

回购过程在数学上看似缓慢，但随着时间的推移收益会变得丰厚。这一过程为投资者提供了一种简单的方式，让他们拥有不断扩大的特殊企业份额。正如性感女神 Mae West 向我们保证的那样：好东西多多益善。

投资业务

下表我们列出了截止 2020 年末市值最大的 15 笔普通股投资。不包括我们持有的卡夫亨氏 325,442,152 股，因为我们是一个控制集团的一部分，因为必须使用"权益法"进行核算。在伯克希尔的资产负债表上，持有的卡夫亨氏股份按 GAAP 会计准则计为 133 亿美元，这一数字代表伯克希尔在 2020 年 12 月 31 日经审计的卡夫亨氏资产账面价值中所占的份额。但请注意，我们持股市值仅有 113 亿美元。

股份数量	公司名称	股份占比	成本	市值
907,559,761	苹果 Apple-微减	5.4%	31,089	120,424
1,032,852,006	美国银行-增持	11.9%	14,631	31,306
400,000,000	可口可乐	9.3%	1,299	21,936
151,610,700	美国运通	18.8%	1,287	18,331
146,716,496	威瑞森通讯 Verizon-新进	3.5%	8,691	8,620
24,669,778	穆迪 Moody's	13.2%	248	7,160
148,176,166	美国合众银行 US Bancorp-微减	9.8%	5,638	6,904
225,000,000	比亚迪 BYD	8.2%	232	5,897
48,498,965	雪佛龙 Chevron-新进	2.5%	4,024	4,096
5,213,461	特许通讯公司 Charter-减持	2.7%	904	3,449
66,835,615	纽约梅隆银行 Mellon-减持	7.5%	2,918	2,837

25,533,082	艾伯维 ABBV	1.4%	2,333	2,736
81,304,200	伊藤忠 Itochu- 新进	5.1%	1,862	2,336
28,697,435	默克 Merck- 新进	1.1%	2,390	2,347
52,975,000	通用汽车 GM- 增持	3.7%	1,616	2,206
	其他		29,458	40,585
	股票投资合计		108,620	281,170
	Kraft Heinz 卡夫亨氏- 控股			11,287
	Visa 维萨卡			2,185
	DaVita 达维塔保健			2,173
	百时美施贵宝公司- 新进			2,068
	Snowflake 云计算- 新进			1,724
	VeriSign 数字证书			1,711
	Liberty Media 自由媒体			1,692
	MasterCard 万事达			1,629
	富国银行- 大幅减持			1,582
	KROGER 克罗格连锁- 增持			1,065
	STORE CAP- 增持			830
	T-MOBILE- 新进			707
	GLOBE LIFE 寿险			603
	Axalta 涂料系统			598
	威达信保险 Marsh- 新进			499
	RH 家具连锁			423
	AMAZON 亚马逊			371
	SiriusXM 卫星广播			283
	TEVA 制药-以色列			202
	BIOGEN 百健制药			157
	Synchrony 消费金融			116
	SUNCOR 森科能源- 减持			53
20 年 10 倍	M&T 银行- 清仓			
19 年 6 倍	Costco 开市客- 清仓			
6 年翻倍	高盛- 清仓			
5 年 60%	RBI 汉堡王- 清仓			
2 年 50%	摩根大通- 清仓			
2 年 40%	PNC 金融服务集团- 清仓			
3 年 20%	达美航空- 清仓			
3 年 10%	西南航空- 清仓			
3 年 20%	大陆航空- 清仓			
3 年亏 50%	AAL 美国航空- 清仓			
	OXY 西方石油- 清仓			

*不包括伯克希尔子公司养老金投资持股。*成本项为实际投资成本，也是计税依据。*其他项包括 100 亿美元西方石油的优先股和认股权证投资。目前组合价值为 90 亿美元。

在美国成功的故事比比皆是。自诞生以来，那些有理想、有抱负、但通常只有微薄资本的人，通过创造新事物或改进旧事物来提高客户体验，取得了超出他们梦想的成功。

查理和我游历全美，与许多这些人或他们的家人相遇。我们 1972 年在西海岸购买了喜诗糖果开始了这一日常工作。一个世纪前，Mary See 开始推出一种古老的产品，她用特殊的配方对其进行了改造。除了她的商业计划之外，她还开设了一些古色古香的商店，里面配有友好的销售人员。她在洛杉矶开的第一家小店最终发展到了几百家店，遍布整个西部。今天，她的作品继续取悦客户，同时为成千上万的男女提供终身就业机会。伯克希尔的工作就是不干涉公司的成功。**当企业生产和分销一种非必需的消费品时，顾客就是上帝。**100 年后，顾客向伯克希尔传递的信息依然清晰：不要乱动我的糖果。(www.sees.com 试试我们的花生糖)



让我们跨越大陆来到华盛顿特区。1936 年 Leo Goodwin 和他的妻子 Lillian 确信，通常从代理商那里购买的标准化产品汽车保险，可以用低得多的价格来直销。两人拿着 10 万美元，与拥有 1000 倍甚至更多资本的大型保险公司展开了较量。GEICO 保险踏上了发展之路。幸运的是，我在整整 70 年前就看到了这家公司的发展潜力。它立刻成为了我投资方面的初恋。接下来的故事大家都知道了：伯克希尔最终拿下了 GEICO 保险 100% 所有权，这家 84 岁公司一直在不断改进，但从未改变 Leo 和 Lillian 的愿景。然而公司的规模已发生了巨大变化。1937 年是 GEICO 运营的第一个完整年度，它完成了 238,288 美元的业务。这个数字在去年是 350 亿美元。



如今，许多金融、媒体、政府和科技都位于沿海地区，人们很容易忽视美国中部发生的许多奇迹。让我们关注两个地区，它们将给所有人提供令人惊叹的例证。我们从奥马哈开始，相信你不会感到惊讶。

1940 年，Jack Ringwalt 毕业于奥马哈中央高中(也是查理、我父亲、我第一任妻子、我们的三个孩子和两个孙儿的母校)，他决定创办一家财产意外保险公司，初始资本为 12.5 万美元。

Jack 的梦想是荒谬的，他将为自己微不足道的公司命名为有些夸张的国民保险(National Indemnity)，并要与拥有充足的资本的大型保险公司展开竞争。此外，这些竞争对手在全美拥有资金雄厚、历史悠久的当地代理商网络。根据 Jack 的计划，国民保险会使用任何屈尊接受它的代理机构，因此在承接业务时它并没有成本优势，这与 GEICO 不同。为了克服这些可怕的障碍，国民保险将重点放在了被"大公司"认为不重要的"反常"风险上。但这一策略出人意料地成功了。

Jack 诚实、精明、讨人喜欢，还有点古怪，他尤其不喜欢监管机构。当他不定期地对他们的监督感到恼火时，他就会有卖掉公司的冲动。幸运的是，有一次我就在附近。Jack 喜欢加入伯克希尔的想法。于是我们在 1967 年达成了交易，只用了 15 分钟就达成了一致，而且我从来没要求过审计。

今天，国民保险公司是世界上唯一一家准备为某些巨大风险承保的公司。而且它的总部仍然在奥马哈，距离伯克希尔的总部只有几英里。

多年来，我们又从奥马哈的家族手中收购了四家企业，其中最著名的是内布拉斯加州家具商场(NFM)。该公司的创始人 Rose Blumkin(B 夫人)于 1915 年作为一名俄罗斯移民来到西雅图，既不会读也不会说英语。几年后她在奥马哈定居下来，到 1936 年她攒下了 2500 美元，用这笔钱开了一家家具店。

竞争对手和供应商忽视了她，一段时间内他们的判断似乎是正确的：第二次世界大战让她的生意停滞了。到 1946 年底，公司的净资产仅增长到 72,264 美元。收银机和银行存款加起来总共才 50 美元(不是打错字)。

然而，在 1946 年的数字中没有记录一笔无价的资产：B 夫人唯一的儿子 Louie Blumkin 在美国军队服役四年后重新加入了这家商店。Louie 在诺曼底登陆日之后的奥马哈海滩作战中负伤，并赢得了紫心勋章，最终他在 1945 年 11 月乘船回国。当 B 夫人和 Louie 重逢后，就再也没有什么能阻止 NFM 了。在梦想的驱使下，母子俩不分昼夜周末地工作，而结果就是他们创造了零售业的一个奇迹。

到 1983 年，他们两人已经创造了价值 6000 万美元的业务。那年我生日当天，伯克希尔收购了 NFM 80% 的股份，同样没有经过审计。我希望 Blumkin 的家族成员来经营这家企业，如今第三代和第四代都这么做了。需要指出的是，Blumkin 夫人每天都在工作，直到 103 岁。根据查理和我的判断，这是一个荒谬的提前退休年龄。

NFM 目前拥有美国最大的三家家居用品商店，尽管 NFM 的门店因新冠疫情关闭了六周多，但这三家商店在 2020 年都创下了销售记录。这个故事的后记说明了一切：当 B 夫人一大家人聚在一起吃节日大餐时，她总是要求他们在吃饭前唱首歌。她的选择从未改变：欧文·柏林(Irving Berlin)的《上帝保佑美国》(God Bless America)。

让我们往东移步至田纳西州的第三大城市 Knoxville。在那里，伯克希尔拥有两家著名公司：伯克希尔持股 100% 的克莱顿之家(Clayton Homes)和持股 38% 领航旅行中心(Pilot Travel Centers)，2023 年将达到 80%。

这两家公司都是由一位毕业于田纳西大学，并定居在 Knoxville 的年轻人创建的。他们都没有足够多的创业资金，也没药富有的父母。但是，那又怎样？如今，Clayton 和 Pilot 的年度税前收益都超过了 10 亿美元。这两家公司共雇用约 4.7 万名男女员工。

Jim Clayton 在经历了数次商业冒险之后，于 1956 年以微薄的资金创建了克莱顿之家。1958 年，"Big Jim" Haslam 以 6000 美元的价格购买了一个服务站，创建了后来的 Pilot 公司。后来他们都把自己的儿子带进自己的企业，儿子们有着和父亲一样的激情、价值观和头脑。有时候基因是有魔力的。

现年 90 岁的"Big Jim" Haslam 最近写了一本励志书，在书中讲述了 Jim Clayton 的儿子 Kevin 是如何鼓励 Haslam 一家将 Pilot 公司的大部分股份出售给伯克希尔的。每个零售商都知道，满意的顾客是商店最好的销售员。在企业易主时也是如此。

当你下次飞到 Knoxville 或奥马哈上空时，请向 Claytons、Haslams 和 Blumkins 家族以及遍布全美各地的成功企业家们致敬。这些建设者需要美国的繁荣框架(它始于 1789 年进行的一次独特实验)来实现他们的潜力。反过来，美国也需要像 Jim C、Jim H、B 夫人和 Louie 这样的公民来实现美国开国元勋们所追求的奇迹。

今天，世界各地许多人创造了类似的奇迹，创造了惠及全人类的繁荣。然而，在其短暂的 232 年历史中，还没有一个像美国这样释放人类潜能的孵化器。尽管有一些严重的中断，但美国的经济的发展一直是令人惊叹的。

此外，我们仍保留宪法所赋予我们的成为"一个更完美的联邦"的愿望。在这方面的进展缓慢、不均衡，且常常令人沮丧。然而，我们已经向前迈进，并将继续这样做。**我们坚定不移的结论是：永远不要赌美国输。**

伯克希尔的合伙关系

伯克希尔是特拉华州的一家公司，我们的董事必须遵守该州法律。其中一项要求是，董事会成员必须以公司及其股东的最佳利益为导向。我们的董事们拥护这一原则。

此外，当然伯克希尔的董事们希望公司能取悦**客户**，培养并奖励其 36 万名**员工**的才能，与**贷款机构**保持良好的关系，并在许多我们经营业务的城市和州被视为良好公民。我们重视这四个重要的群体。

然而，在决定股息、战略方向、CEO 遴选或资产收购和剥离等问题上，这些群体都没有投票权。这些责任完全落在伯克希尔的董事身上，他们必须忠实地代表公司及其股东的长期利益。

除了法律要求之外，查理和我觉得对伯克希尔的许多个人股东负有特殊义务。**一点个人经历可能会帮助你理解我们不同寻常的依恋，以及它如何塑造我们的行为。**

在我进入伯克希尔之前，我通过一系列合伙公司为许多人管理资金，其中前三家合伙公司成立于 1956 年。随着时间的推移，使用多个实体变得难以运作。在 1962 年，我们将 12 家合伙公司合并为一家：巴菲特合伙有限公司(Buffett Partnership Ltd, BPL)。

到那一年，我和我妻子的几乎所有的钱，都和许多有限合伙人的基金一起投资了。我没有任何薪水或费用。相反作为普通合伙人(GP)，我只有在有限合伙人(LP)的获得超过 6%年回报率之后才会得到报酬。如果回报率达到不到这一水平，差额将结转到我未来的利润份额上。(幸运的是，这种情况从未发生过：合伙公司的回报率总是超过 6%这一门槛)。随着时间的推移，我的父母、兄弟姐妹、叔叔阿姨、堂兄弟姐妹和姻亲将很大一部分资源投入到了这个合伙公司中。

查理在 1962 年成立了合伙公司，运作方式和我差不多。我们都没有任何机构投资者，而且我们的合伙人中也很少有财务专家。那些加入我们公司的人相信我们会像对待自己的钱一样对待他们的钱。不管是凭直觉，还是依靠朋友的建议，这些人正确地得出了这样的结论：查理和我对资本的永久损失极为厌恶，除非我们预期自己能够

合理的运用这笔钱，否则我们不会接受他们的钱。

1965 年 BPL 收购伯克希尔的控制权后，我偶然进入了企业管理领域。后来，1969 年我们决定解散 BPL。年末合伙人按比例分配了所有现金和三支股票，其中价值最高的是 BPL 在伯克希尔 70.5% 的股权。与此同时，查理在 1977 年结束了他的运营。在他分配给合伙人的资产中，有一项是他与伯克希尔和我共同控制的蓝筹印花公司 (BlueChipStamps) 的主要股权。这也是我的合伙公司解散时分配的三支股票之一。

1983 年，伯克希尔和蓝筹印花合并，使伯克希尔的注册股东基础从 1900 人扩大到 2900 人。查理和我希望所有人(新老股东和潜在股东)都能达成共识。因此，1983 年的年报开篇就阐述了伯克希尔的"主要商业原则"。第一条原则便是："虽然我们的形式是公司，但我们的态度是合伙关系。"这定义了我们 1983 年的关系，直到现在亦是如此。查理和我、以及我们的董事们相信，这句格言在未来几十年里将对伯克希尔大有裨益。

伯克希尔的股东现在分为五大"类别"，其中一类别由我作为"创始人"占据。由于我拥有的股票每年都会分配给各种慈善机构，因此这个类别肯定会空出来。其余四个股东类别中有两个由机构投资者持有，各自都在管理他人的资金。然而，这就是这两个类别之间唯一的相似之处，因为它们的投资程序截然不同。

其中一个机构是指数基金，这是投资界一个规模庞大、迅速发展的领域。这些基金只是模仿它们所追踪的指数。指数投资者最喜欢的是标普 500 指数，伯克希尔是该指数的成份股。应该强调的是，指数基金之所以持有伯克希尔的股票，只是因为它们被要求这么做。他们处于自动驾驶状态，买卖只是为了"加权"的目的。

另一个机构则是管理客户资金的专业人士，无论这些资金属于富人、大学、退休人员或任何人。这些职业经理人有根据他们对估值和前景的判断，将资金从一项投资转移到另一项投资。尽管很艰难，这是一个光荣的职业。我们很乐意为这个"活跃的"群体工作，同时他们也在寻找更好的投资来配置客户的资金。可以肯定的是，有些基金经理眼光长远，很少交易。有些则使用计算机采用算法可以以纳秒级买卖股票。有些专业投资者会根据他们对宏观经济的判断来调整仓位。

第四个股东类别是个人股东，他们的运作方式与我刚才描述的积极型机构经理人类似。可以理解的是，当这些股东看到另一项令他们兴奋的投资时，他们会把自己持有的伯克希尔股票视为可能的资金来源(而卖出)。我们对这种态度没有异议，这与我们看待伯克希尔一些股票的方式类似。

综上所述，如果查理和我对我们的第五大股东类别没有特别的亲缘感，那我们就没有人性了。那就是超过百

万的个人投资者，他们只是相信我们会代表他们的利益，不管未来会发生什么。他们加入我们并不打算离开，他们的心态与我们最初的合伙人相似。事实上，我们合伙期间的许多投资者，以及他们的后代，仍然是伯克希尔的主要股东。Stan Truhlsen 就是这些老兵的典型代表，他是奥马哈市一位开朗慷慨的眼科医生，也是我的私人朋友，他在 2020 年 11 月 13 日庆祝了自己 100 岁生日。1959 年，Stan 和其他 10 名年轻的奥马哈医生与我结成了合伙关系。他们创造性地将自己的企业命名为 EmdeeLtd。每年他们都会来跟我和妻子在家里吃顿庆祝晚餐。当我们的合伙人在 1969 年分配伯克希尔股票时，所有的医生都保留了他们得到的股票。他们可能不知道投资或会计的来龙去脉，但他们知道在伯克希尔，他们将被视为合伙人。

Stan 在 Emdee 的两位同事现在都 90 多岁了，他们仍然持有伯克希尔的股票。这一群体惊人的持久性，加上查理和我分别是 97 岁和 90 岁的事实，提出了一个有趣的问题：**持有伯克希尔是否会让人长寿？**

伯克希尔不同寻常且备受重视的个人股东家族，可能会让你更加理解为什么我们不愿讨好华尔街分析师和机构投资者。我们已经有了我们想要的投资者，而且总的来说，我们不认为他们会被替代掉。伯克希尔的所有权席位就这么多，也就是流通股有限。我们非常喜欢已经占领了它们的人。当然，“合伙人”也会出现一些变动。不过查理和我希望不会有太多变动。**毕竟，谁会寻求朋友、邻居或婚姻的快速更替呢？**

1958 年，菲利普·费雪(Philip Fisher)写了一本关于投资的精彩著作。在书中，他将经营一家上市公司比作经营一家餐厅。他说，如果你正在寻找食客，可以通过搭配可口可乐的汉堡或搭配带有异国情调的葡萄酒的法国美食来吸引顾客并获得成功。但是，费雪警告说，**你不能随意地从一个转换到另一个：你给潜在客户的信息必须与他们进入你的场所后会发现的一致。**

我们在伯克希尔提供汉堡和可乐已经 56 年了，我们珍惜这一口味所吸引的顾客。

美国和其他地方的数千万其他投资者和投机者有各种各样的股票选择来满足他们的口味。他们将会找到拥有诱人想法的 CEO 和市场砖家。如果他们想要价格目标，管理收益和“概念故事”，他们不会缺少追求者。“技术人员”将自信地指导他们，图表上的一些波动预示着股票的下一步走势。要求采取行动的呼声永远不会停止。

我要补充的是，这些投资者中的许多人会做得很好。毕竟，**持有股票在很大程度上是一个“正和”游戏。事实上，一个耐心且头脑冷静的猴子，通过向标普 500 的上市公司投 50 个飞镖来构建投资组合，随着时间的推移，将享受股息和资本收益，只要它从未受到诱惑去改变原来的“选择”。**

生产性资产，如农场、房产，当然还有企业所有权，都能生产大量的财富。大多数拥有生产资产的人都会得到回报。所需要的只是时间的流逝、内心的平静、充分的多元化以及交易和费用的最小化。但投资者决不能忘记，他们的支出就是华尔街的收入。而且，与我的猴子不同，华尔街的人可不会为了微薄的小钱而工作。

当伯克希尔席位空出来的时候(我们希望空位不多)，我们希望这些席位能够被那些理解并渴望我们提供的服务新来者能占据。经过几十年的管理，查理和我仍然不能保证结果。然而，我们能够并确实会保证将你们视为合伙人。我们的继任者也将如此。

伯克希尔的数字可能会让你大吃一惊

最近，我了解到一个我们公司且我从未怀疑过的事实：伯克希尔拥有的美国地产，厂房和设备的资产构成美国的"商业基础设施"，按 GAAP 其估值超过任何其他美国公司。伯克希尔对这些国内"固定资产"的折旧成本为 1540 亿美元。紧随其后的是美国电话电报公司(AT&T)，它拥有地产、厂房和设备，价值 1270 亿美元。

我应该补充一点，我们在固定资产所有权方面的领导地位，本身并不意味着投资取得了胜利。最好的投资结果出现在那些只需要很少资产就能经营高利润业务的公司，以及那些只需要很少额外资本再投入就能扩大其产品或服务的销售规模的公司。事实上，我们拥有一些这样的伟大企业，但它们规模相对较小，发展也比较缓慢。

然而，重资产公司也可能是良好的投资。事实上，我们对我们的两大巨头 BNSF 铁路和 BHE 能源感到高兴：2011 年，伯克希尔拥有 BNSF 的第一个完整年度，两家公司的收益合计为 42 亿美元。2020 年，对许多企业来说都是艰难的一年，但它们俩共赚了 83 亿美元。BNSF 铁路和 BHE 能源在未来几十年将需要大量的资本支出。好消息是，这两家公司都可能为增量投资带来适当的回报。

让我们先看看 BNSF 铁路，你们的铁路运输的货物约占全美所有城际吨英里货物量的 15%，无论是通过铁路、卡车、管道、驳船还是飞机。BNSF 的运载量远远超过任何其他承运人。

美国铁路的历史很有趣。在经历了 150 年左右的疯狂建设、欺诈、过度建设、破产、重组和合并之后，铁路行业终于在几十年前成熟并合理化了。BNSF 于 1850 年开始运营，在伊利诺斯州东北部修建了一条 12 英里长的铁路线。如今它已有 390 家铁路公司被收购或合并进来。该公司的广泛的历史进程可以是在 http://www.bnsf.com/bnsf-resources/pdf/about-bnsf/History_and_Legacy.pdf 查看。

伯克希尔在 2010 年初收购了 BNSF 铁路。自从我们被收购以来，这条铁路在固定资产上投资了 410 亿美

元，超出折旧费用 200 亿美元。铁路运输是一项户外工作，火车必须在极冷和极热的环境下可靠地运行，因为它们总是会经过从沙漠到山脉的各种地形。大规模洪水周期性发生。BNSF 拥有 23000 英里的铁路线，遍布 28 个州，必须不惜一切代价在其庞大的系统中最大限度地提高安全和服务。

尽管如此，BNSF 还是向伯克希尔支付了大量股息，共计 418 亿美元。然而，公司只会在满足其业务需求和保持 20 亿美元现金余额后，再支付给我们剩下的钱。这种保守的政策允许 BNSF 以较低的利率借款，而无需伯克希尔对其债务提供任何担保。

关于 BNSF 还有一点：去年，该公司 CEO-Carl Ice 和他的搭档 Katie Farmer 在控制开支方面做了出色的工作，并应对了业务的严重下滑。尽管货运量下降了 7%，但 2 人实际将公司利润率提高了 2.9%。按照计划，Carl 年底退休，Katie 接任 CEO。你的铁路公司会得到很好的照顾。

与 BNSF 铁路不同的是，BHE 能源不支付普通股股息，这在电力行业是极不寻常的做法。这种斯巴达式的政策贯穿了我们 21 年的所有权。与铁路不同，我们国家的电力设施需要大规模的改造，最终的成本将是惊人的。这一努力将在未来几十年吸收 BHE 的全部收益。我们欢迎挑战，相信增加的投资将得到适当的回报。

让我来告诉你一个 BHE 的努力，它承诺投入 180 亿美元，对西部很大一部分已经过时的电网，进行重新改造和扩建。BHE 在 2006 年开始这个项目，预计在 2030 年完成。没错是 2030 年。

可再生能源的出现使我们的项目成为社会的必需品。从历史上看，长期盛行的燃煤发电都位于人口密集的地区。但新世界风能和太阳能发电的最佳地点往往是在偏远地区。当 BHE 在 2006 年评估这一状况时，不得不对西部输电线路进行巨额投资已不是什么秘密。然而，很少有公司或政府机构在评估完项目成本后有财力参与。

应该指出的是，BHE 的决定是基于它对美国政治、经济和司法体系的信任。在获得可观的收入之前，需要投入数十亿美元。输电线路必须跨越各州和其他司法辖区的边界，每个州都有自己的规则和团体。BHE 还需要与数百名土地所有者打交道，并与生产可再生能源的供应商和向客户输送电力的远方公用事业公司签订复杂的合同。相互竞争的利益集团和旧秩序的捍卫者，以及渴望一个即时新世界的不切实际的梦想家，都必须加入进来。

意外和延迟都是必然的。然而同样可以肯定的是，BHE 拥有管理人才、监管承诺和财力来履行其承诺。虽然我们的西部输电项目要多年才能完成，但我们今天正在寻找其他可以开展的类似规模的项目。

无论遇到何种障碍，BHE 都将成为提供更清洁能源的领导者。

年度股东大会

去年 2 月 22 日，我写信告诉你，我们计划召开一个盛大的年会。不到一个月，这个计划就被取消了。

由 Melissa Shapiro 和伯克希尔 CFO-MarcHamburg 领导的总部小组迅速重组。他们的即兴表演奇迹般地奏效了。伯克希尔副董事长之一 Greg Abel 和我一起上台，面对着一个漆黑的舞台、1.8 万个空座位和一台摄像机。没有彩排：Greg 和我在“演出时间”开始前 45 分钟到达。

我令人难以置信的助手 Debbie Bosanek 于 47 年前加入伯克希尔，当时她年仅 17 岁，她制作了约 25 张幻灯片，这些幻灯片展示了我在家中整理的各种事实和数字。幻灯片由一个匿名但非常能干的计算机和摄像头操作团队以适当的顺序投影到屏幕上。雅虎向创纪录的国际观众直播了会议过程。CNBC 的 Becky Quick 在新泽西州的家中工作，她从股东早些时候提交的数千个问题，或 Greg 和我上台的四个小时发送的邮件中，挑选出提问题。See's 花生糖和软糖，以及可口可乐，为我们提供能量。

今年 5 月 1 日，我们计划做得更好。同样，我们将依靠 Yahoo 和 CNBC 完美表现。雅虎将于美国东部时间下午 1 点开始直播。直播网址请登录 <https://finance.yahoo.com/brklivestream>。我们的正式董事会议将于美东时间下午 5:00 开始 5:30 结束。在此之前，在 1:30-5:00 之间，我们将回答 BeckyQuick 转达的问题。和往常一样，我们不会提前知道问题会是什么。将您有趣的问题发送到 BerkshireQuestions@cnbc.com。雅虎直播将在 5:30 之后结束。

现在惊喜来了，此处应有掌声。今年，我们的会议将在洛杉矶举行。查理和我将会一起上台，在整个 3 个半小时的问答环节中回答问题并发表意见。去年他没来我很想念他，更重要的是，你们显然也很想念他。我们宝贵的副主席 AjitJain 和 GregAbel 也将与我们一起回答有关他们业务领域的问题。

通过雅虎直播加入我们。将您真正棘手的问题转给查理！我们会玩得很开心，希望您也一样。

当然，更好的是我们将面对面相见的那一天，我希望并期待能在 2022 年相见。奥马哈市民、我们的参展子公司以及我们所有在总部工作的人，都迫不及待地希望您参加一个真诚的伯克希尔风格的年会。

沃伦·巴菲特 董事会主席

伯克希尔股东大会实录 2021

2021 年 5 月 1 日 洛杉矶 线下取消+雅虎直播

开场白

巴菲特：上午好，现在是洛杉矶时间 10:30，这是我们第二次采用线上的形式，召开伯克希尔股东大会。去年，我们只能临时通知大家，改为线上会议。今年，我们提前早早发出了通知。

今年，我们来到了洛杉矶，是为了查理，特意来到这里。不是查理自己要求的，而是我们都想来洛杉矶，和查理在一起。稍后，我将介绍伯克希尔的三位副董事长。简单讲讲第一季度的盈利情况。然后，我讲一两个简单的道理。去年，很多新人进了股市，他们未必是伯克希尔的股东，我这两个道理主要是讲给他们听的。去年，股市新开户人数应该是创了记录。我想通过两三个小例子，给这些股市新人讲点东西。之后，我们进入问答环节。问答由贝基·奎克(BeckyQuick)主持，她从收到的大量问题中挑选一些向我们提问。会议进行过程中，大家可以继续把问题发送给 Becky。Becky 也会出现在直播画面中。如果大家有问题要问，可以直接发送给 Becky。去年，Becky 收到的问题不计其数，但她整理得井井有条。有问题，就请发送给 Becky 吧。问答环节持续三个半小时左右。我们把股东大会的正式流程放在最后，应该用不了多长时间。

首先，向大家介绍伯克希尔的三位副董事长。我只是简单地介绍一下这三位副董事长，然后告诉大家一件事，这件事可能是你们没想到的。坐在我左手边的是查理·芒格。62 年前我遇到了查理。那时候，他在洛杉矶当律师。当时，他正在建一栋房子，这栋房子离这只有几公里。62 年后，查理仍然住在这栋房子里。说来巧了，我也是 62 年前买的房子，我也还住在同样的房子里。查理和我都是留恋老房子的人。当年，我和查理见面后，我们两人一拍即可。作为副董事长，查理为伯克希尔做出了很大的贡献，特别是在伯克希尔的文化方面。另外，当我找不到方向的时候，我就找查理聊，他总能为我拨云见月。查理在伯克希尔上投入的时间没我多，查理发表的关于伯克希尔的讲话没我多，但他对伯克希尔做出的贡献是不可或缺的。查理已经在洛杉矶定居 60 多年了。

坐在我的右手边，也就是你们左手边的，是伯克希尔的副董事长格雷格·阿贝尔(GregAbel)，他负责除了保险和投资以外的所有业务。Greg 在阿尔伯塔省的埃德蒙顿市出生，也在那里长大。他是加拿大人，从小就喜欢打冰球。大学毕业后不久，他从加拿大来到了美国。今天，他领导着拥有 1500 亿美元的销售额、27.5 万名员工的业务。他比我之前做的好得多。

同样在我的左手边，也就是大家的右手边，就坐的是阿吉特·贾因(Ajit Jain)。Ajit 在印度出生，在印度长大，并且在印度读的大学。1986 年的一个周六，我第一次见到 Ajit。那时候，我正在摸索保险生意。伯克希尔进入保险生意有一段时间了，但我还没摸着门道。一个周六，Ajit 来到了伯克希尔。我一边打开邮件，一边和 Ajit 聊，我问他："你对保险行业了解多少？"他说："完全不了解"。我说："谁都不是生下来就知道的，咱们聊聊吧"。聊了一上午，我看中了 Ajit，我看出来了，将来把伯克希尔的保险生意做大的人就是他了。

那时候，我们还只是小城奥马哈中不起眼的一家小公司，现在我们已经成为全世界净资产最高的财产保险公司。即使是很大的风险，我们也可以做到在 24 小时内承保，其他保险公司没这么大能力，它们只能联合其他保险公司，很长时间才能给出回应。过去，有过时间特别紧急的时候，我们迅速反应的优势表现得很明显。现在，我们的优势是看不出来的。总之，Ajit 一手打造了全世界最优秀的财产保险公司。

三位副董事长，查理在洛杉矶定居了 60 多年，Greg 来自加拿大，Ajit 来自印度。这三位都为伯克希尔工作，都工作得很出色，他们还有一个共同点：他们都曾经在內布拉斯加州的奥马哈住过很长一段时间，住的地方都离我不超过两公里。1934 年，查理的家离我家只有一百米的距离，他在奥马哈读的高中，后来去参军了。查理读的小学，也是我的孩子就读的小学。查理和我一样，都对奥马哈非常了解。Greg 在奥马哈住了很长时间，他住的地方离我家只有五六个街区。Greg 现在住在得梅因市(deMoines)。Ajit 也在奥马哈住过两三年，住的地方离我只有一公里。我们几个人从四面八方走到了一起。现在我们又分散开了，但我们始终配合默契、合作无间。

这次会议，三位副董事长都在台上，请各位尽管向他们提问，可以指定让我回答，也可以指定让他们三个人回答。多问他们，我可就轻松了。

一季度业绩

今天上午，我们发布了季报。我们总是在周六发布季报。大家可以在 berkshirehathaway.com 网站上查看，了解这个季度的盈利情况。我们在周六上午发布季报，不是为了方便媒体，也不是为了方便分析师，而是为了给各位股东充足的时间来消化季报中的大量信息。我们会给大家列举一些简要的数字，但是只看概要，很难做到完全了解，特别是你真是要把伯克希尔研究明白的话。我们的大多数投资者买伯克希尔，是因为他们就是相信台上这三位能把工作做好。这三位不会辜负股东们的信任。真是喜欢深入钻研，真想把伯克希尔的各项业务都看个通透，还是要自己亲自去读季报，可能要用上几个小时的时间。这个时间不算短，季报中确实包含了很多信息。喜

欢研究公司的投资者，我建议你们自己花时间去读季报。

Berkshire Hathaway Inc.		
First Quarter After-Tax Earnings		
(in millions)		
	2021	2020
Insurance – underwriting	\$ 764	\$ 363
Insurance – investment income	<u>1,208</u>	<u>1,386</u>
Total insurance	1,972	1,749
Railroad, utilities and energy	1,954	1,751
Other businesses	2,619	2,038
Other	<u>473</u>	<u>333</u>
Operating earnings	7,018	5,871
Investment and derivative gains (losses)	<u>4,693</u>	<u>(55,617)</u>
Net earnings (loss)	<u>\$ 11,711</u>	<u>\$ (49,746)</u>

在新闻稿中，我们给出了概要数字，在底部，有两个数字，需要大家注意。大家可以看到，去年的数字是在括号里的。看到数字在括号里，大家一定就开始担心了。去年，第一季度的财报显示我们亏损了将近 500 亿美元。我从没想过我们的财报上会出现这样的数字。看到这个数字，我努力地回忆，这个季度，我是不是度假去了，把工作交给别人了。结果一翻日历，我确实在上班。今年，这个数字是正的 117 亿美元。这两个数字本身都没有太大意义。多年以来，未实现的利得和损失都是计入所有者权益，而不计入当期损益。伯克希尔有大量未实现的利得和损失。几年前(2018 年)，会计准则委员会更改了规则，股票涨跌产生的利得和损失都要计入当期损益。去年第一季度，股票大跌，我们的损益表中计入了大量未实现的损失，准确地说，不是损失，而是我们未实现的利得有所减少。不能说损失，一说损失，就把投资者吓跑了。这个数字，今年转正了。这么计算盈利，我们的盈利每天都是变的，今天赚 30 亿美元，明天亏 20 亿美元。这种盈利计算方法，我们觉得不太合理，但我们必须遵守会计准则。无论是在新闻稿中，还是在股东信中，我都花了很大篇幅，告诉大家，不能用这样的盈利数字衡量伯克希尔。正如我在股东信中所说，长期来看，我们将获得投资收益，因为我们持有股票的公司提取留存收益，并且总体上能把留存收益用好。最终，我们将得到应得的收益，主要是通过将来的资本利得体现出来。像伯克希尔这样持有大量股票的公司，看最后的盈利数字没意义，应该关注的是公司的经营收益。

可以这么说，今年前两个月和去年前两个月的数字具有可比性。2020 年 3 月，经济停止了。这次是我们主动地、迅速地停止了经济。经济在很短时间内立即进入停止状态。去年 3 月份，经济呈现断崖式下跌。后来，先是美联储力挽狂澜，后来国会也颁布行之有效的财政政策，在各方面的共同努力下，我们的经济强势复苏。今年和

去年的数字差异主要在 3 月份。伯克希尔旗下的各项业务其实都发展的很好。这场经济衰退非常特殊，主要表现在某些行业受到的冲击特别严重。目前全社会的绝大多数行业都非常景气。只是有几个行业元气大伤，仍然没有走出阴影，例如国际航空业等。关于一季报就讲到这里，可能后续的问答环节中，我们还会提到季报中的数字。

Country	Company	\$ Market Cap
U.S.	APPLE	2.05T
SAUDI ARABIA	SAUDI ARAMCO	1.92T
U.S.	MICROSOFT	1.78T
U.S.	AMAZON	1.56T
U.S.	ALPHABET	1.39T
U.S.	FACEBOOK	838B
CHINA	TENCENT	752B
U.S.	TESLA	641B
CHINA	ALIBABA	614B
U.S.	BERKSHIRE HATHAWAY	587B
TAIWAN	TAIWAN SEMICONDUCTOR	534B
U.S.	VISA	467B
U.S.	JP MORGAN CHASE	464B
U.S.	JOHNSON&JOHNSON	432B
KOREA	SAMSUNG ELECTRONICS	430B
CHINA	KWEICHOW MOUTAI	385B
U.S.	WALMART	382B
U.S.	MASTERCARD	353B
U.S.	UNITED HEALTH	351B
FRANCE	LVMH MOET	336B

13 UNITED STATES
7 OTHER COUNTRIES

下面我想给刚刚进入股市的新人讲两个道理。刚进股市的新人可能觉得赚钱很容易，每天做三四十笔交易，钱就来了。如果你是这样的股市新人，不妨先听我说两句。请播放幻灯片。3 月 31 日，我按照市值筛选出了全世界最大的 20 家公司。各位可能对其中的绝大多数公司都很熟悉。在幻灯片中可以看到，Apple 排在首位，市值是 2 万多亿美元。排在第 20 位的公司，市值是 3300 亿美元左右。这张表列出了 3 月 31 日全球市值最高的 20 家公司。假如我有一台机器，我可以考每个人，收集到每个人的答案，然后把答案展示给所有人看。可惜，我没这样的机器，请大家跟我一起看这张表。表上的第一位是 Apple。沙特阿美(SaudiAramco)是个比较特殊的公司。我不知道沙特政府占比是 95%还是多少，这家公司凝聚了沙特整个国家的财力。20 大公司的前六名中，有五家是美国公司。不是总有人说美国这不行、那不行吗？**全球市值最大的前六家公司，五家是美国公司。**

各位可以自己想想，我们刚才讲到了去年，咱们再回到 1790 年，那时的美国人口不到全世界的 0.5%。我们只有 400 万人，应该是 390 万人，其中 60 万是奴隶。那时候，爱尔兰人口都比美国多，俄罗斯的人口是美国的五倍，乌克兰的人口是美国的两倍。我们人这么少，走到今天凭的是是什么？凭的是我们那时已经勾勒出了一张关于未来的宏远蓝图。在这张蓝图的指引下，200 年以后，从宪法生效算起，232 年以后，在全球最大的六家公司

中，我们占有五个席位。这不是偶然，不是因为我们比别人更聪明、更强壮。诚然，我们有肥沃的土地、宜人的气候。爱尔兰、俄罗斯、乌克兰，别的国家的土地和气候也不差。主要是，**我们的制度让我们迸发出巨大的潜力**。人口不到全世界人口总数 0.5% 的一个小国，几百年后，在全球最大的六家公司中占据五席，多么了不起。

我想考大家的是，现在大家都看这张表，仔细想想，你估计 30 年后，这些公司中有多少仍然能留在这张表中？这些公司，每一个都是叱咤风云的时代巨擘。大家觉得，30 年后，有多少家还能留在里面？肯定不会还是这 20 家。即使是今天或者明天，可能都不是现在这 20 家。我统计这张表的日期是 3 月 31 日。你猜会有多少家公司能留下？各位自己想想。5 家吗？还是 8 家？各位自己想吧。

Twenty Largest Companies By Market Cap - 1989		
Country	Company	\$ Market Cap
JAPAN	INDUSTRIAL BANK OF JAPAN	104B
JAPAN	SUMITOMO BANK	73B
JAPAN	FUJI BANK	69B
JAPAN	DAI-ICHI KANGYO BANK	64B
U.S.	EXXON CORP	63B
U.S.	GENERAL ELECTRIC USA	58B
JAPAN	TOKYO ELECTRIC POWER	56B
U.S.	IBM CORP	55B
JAPAN	TOYOTA MOTOR CORP.	53B
U.S.	AMERICAN TEL & TEL	48B
JAPAN	NOMURA SECURITIES	46B
NETHERLANDS	ROYAL DUTCH PETROLEUM	41B
U.S.	PHILIP MORRIS COS	38B
JAPAN	NIPPON STEEL	36B
JAPAN	TOKAI BANK	35B
JAPAN	MITSUI BANK	34B
JAPAN	MATSUSHITA ELECT IND'L	33B
JAPAN	KANSAI ELECTRIC POWER	33B
JAPAN	HITACHI LTD	32B
U.S.	MERCK & CO	30B
6 UNITED STATES		
14 OTHER COUNTRIES		

现在，请大家看下一张幻灯片，让我们回到 30 年前，看看 1989 年的 20 大公司。看这张 1989 年 20 大公司的列表，大家能看出来什么？应该至少能看出来两点。至少有两点，是特别明显的。**30 年前表中的 20 家大公司，没有一家入选现在的这张表。一家都没有。零个**。1989 年的列表中有 6 家美国公司，都是大家耳熟能详的，包括通用电气、美孚、IBM，这些公司仍然健在。还有默克，1989 年排在最后一位。30 年前的入选的，30 年后仍然留在里面的一个都没有，零个。我前面考你们的那个问题，估计你们很少有人会给出“零个”的答案。我自己也不认为是“零”。但是，通过这两张表的对比，可以给我们提个醒，我们总是想当然地认定会如何如何，可结果往往出乎意料。

当年，日本的大牛市持续了很长时间，所以很多日本公司榜上有名。今天的榜单上，已经看不到日本公司的

踪影。当年，有 6 家美国公司上榜。如今，我们有 13 家入选，但不包括原来的 6 家。通过这张表，还能看出来更多东西。咱们继续看。1989 年可不是黑暗的中世纪。1989 年，人类早已发现了资本主义。那时候，人们觉得自己很懂股市，有效市场理论早已大行其道。总之，1989 年不是一个落后的年代。但是，大家看看当年排在第一名的公司，它的市值只有 1000 亿美元，1040 亿美元。所以说，**经过了短短 30 年，全世界最大的公司，市值从 1000 亿美元变成了 2 万亿美元。榜单中的最后一位，市值从 300 亿美元增长了 10 倍多。**

我们可以从中看出什么？有的人会想到“平等”，“平等”是美国当前的热门话题。有的人会想到“通货膨胀”，可是整体来看，这三十年的通货膨胀率不是特别高。大家还可以看出来，资本主义制度创造了巨大的财富，资本家从中获利最多。现在榜单上的数字已经大到令人瞠目结舌了。现在榜首上的 Apple 市值是 2 万亿美元，你觉得，30 年后，榜单上占据第一名的公司，市值能达到 2 万亿美元的 30 倍吗？看起来不太可能，也许真就不可能。然而，1989 年的时候，无论是投资者，还是华尔街，和现在的我们一样，也都觉得不可能。世界的变化常常超出我们的想象。

下面，我再给大家讲一个例子，看看大家能否得到一些启发。听了这个例子，可能就不会对自己那么自信满满。另外，我下面讲的这个例子，也可以说明，**普通投资者应该买指数基金**。重要的是上船，找到一艘船，上去。所有的指数基金都能带你到达彼岸，关键是你上去，上了船，最后一定是赢家。你要做的就是分散持有股票组合，我本人更看好美国的股票，持有三十年时间。有的人，他觉得自己选股特别厉害，或者花很多钱请高人帮自己打理。大家看看 1989 年那些大家最看好的股票，现在在哪呢？买入大盘才是正确的选择。

人们还有个问题，总是喜欢追逐热门的行业。某个行业大热，只要有一家公司说，我们是做这个行业的，它无论是 IPO，还是卖 SPAC，人们都会趋之若鹜，才不管什么销售额、盈利数字呢，哪热门往哪挤。咱们回到 1903 年，那一年的热门行业是什么？我父亲是 1903 年出生的。1903 年，最火爆的新闻是亨利·福特(Henry Ford)成立了福特汽车。福特之前失败过几次，这次他将用汽车改变世界。汽车确实改变了一切。想想看，没有汽车的话，会怎样？没汽车，就没有汽车保险，也就没有 GEICO 了。福特发明的汽车改变了美国。亨利·福特将工人的工资提高到日薪 5 美元，这是个巨大的进步。他还改进了流水线。这一切都是随着汽车的发明而出现的。

假设你身在 1903 年，你知道未来美国会有纵横密布的州际高速公路，2.9 亿辆汽车在路上行驶。你知道汽车即将带来的巨变。你会说：“太简单了，投资汽车公司，投资汽车行业。顺便提一句，伯克希尔旗下有一家公司叫

Marmon 集团，是多年前我们从普里兹克(Pritzker)家族收购的。Pritzker 收购了很多公司，把它们都整合到了 Marmon。杰伊·普里兹克(JayPritzker)把母公司命名为 Marmon，也许是因为它旗下确实有一家叫做 Marmon 的公司。1911 年，Marmon 这家子公司生产的汽车在第一届印第安纳波利斯 500 大奖赛(Indianapolis500)中一举夺魁。也许杰伊·普里兹克是因此把母公司命名为 Marmon。1911 年，Marmon 生产的汽车问鼎印第安纳波利斯 500 大奖赛，我们也觉得光荣。Marmon 还发明了汽车的后视镜，这也是它对社会做出的一项贡献。在我们的生活中，汽车的后视镜还是很重要的。当时，Marmon 的汽车即将参加印第 500 大赛，本来由副驾驶负责向后看，观察对手的情况，但这位副驾驶生病了，于是，他们发明了后视镜。言归正传，假设你认定了，汽车行业前途不可限量。将来会举办印第 500 大赛，汽车会装上后视镜。2.9 亿辆汽车将在美国的土地上穿梭。

LIST OF DEFUNCT AUTOMOBILE MANUFACTURERS OF THE UNITED STATES		
<i>*Beginning with Ma</i>		
• Mackle-Thompson (1903)	• Marble-Swift (1903 – 1905)	• Maryland (1907 – 1910)
• Macomber (1913)	• Marion (1901)	• Maryland Steamer (1900 – 1901)
• Macon (1915 – 1917)	• Marion (1904 – 1915)	• Mason (1898 – 1899)
• Madison (1915 – 1919)	• Marion Flyer (1910)	• Mason (1906 – 1914)
• Magic	• Marmon (1902 – 1933)	• Massillon (1909)
• Mahoning (1904 – 1905)	• Marlboro (1900 – 1903)	• Master (1907)
• Maibohm (1916 – 1922)	• Marquette (1912)	• Matheson Motor Car Company (1903 – 1912)
• Malcom (1900)	• Marquette (1930)	• Maxim Motor Tricycle (1895: Maxim-Goodridge Electric 1908)
• Malcom Jones (1914 – 1915)	• Marr (1903 – 1904)	• Maxell-Briscoe (1904 – 1913)
• Malden Steam (1898, 1902)	• Marsh (1920 – 1923)	• Maxwell Motor Company (1913 – 1925)
• Manexall (1920)	• Martin (1898 – 1900)	• Mayer (1899 – 1901)
• Manistee Motor Car Company (1910 – 1913)	• Martin-Wasp	• Mayfair (1925)
• Marathon (1906 – 1914)	• Marvel Motor Car Company (1907)	• Maytag 1910 – 1911)

下面咱们就回顾历史，看看当年的汽车公司后来都怎样了。准备资料的时候，我本来想只整理以字母 M 开头的汽车公司，这样可以放在一张幻灯片里。结果我一查，当年以 M 开头的汽车公司实在太多了，一张幻灯片根本放不下。我只好选了以 MA 开头的，光是以 MA 开头的，进入了汽车行业的公司，就有将近 40 家，其中包括我们的 Marmon，在中间的位置。Marmon 的汽车业务也经营了很长时间呢。总之，当年大家都认为汽车行业会火，2000 多家公司一拥而上。时间来到 2009 年，汽车行业只剩下三大巨头，其中两家陷入破产。不是说你押中了未来的热门行业，就能选出好股票。

美泰家电公司(Maytag)生产过汽车。好事达保险公司(Allstate)生产过汽车。杜邦化学公司(DuPont)生产过汽车。在我们内布拉斯加州，还有过一家内布拉斯加汽车公司呢。当年，人们一窝蜂地成立汽车公司。就好像现在

的人一窝蜂地成立基金公司，抢着向别人募集资金。在汽车行业，哪只大牛股能走出来？挑中的概率很小。只有非常、非常、非常少的人能选中大牛股。福特汽车成立之初，亨利·福特的几个合伙人与他发生了分歧，福特把这个合伙人的股份买了下来。在这场争执中，萌生了后来的汽车金融。说来话长，我们不细讲了。亨利·福特把所有股份都收到了家族名下，投资者是买不到的。后来，通用汽车成了行业老大。推出 T 型车后，福特公司又推出了 A 型车，这其中不是福特一个人的功劳。说了这么多，只是想告诉大家，选中牛股不是想象的那么简单。

股东问答开始

我要讲的讲完了，现在我们把时间交给 Becky。Becky 负责挑选问题，并向我们四个人中的任何一个人提问。她挑选的问题没有事先透露给我们。问答环节将持续很长时间。在此期间，大家可以继续把问题发送给 Becky。问答大约持续三个半小时。之后，我们将进入股东大会的正式流程，正式流程不会占用很长时间。

Becky，现在把时间交给你了。

1，我们卖出航空公司，对他们获得政府救助有好处

Becky：谢谢，沃伦。大家好。第一个问题来自 AndySeas。他说他持有 B 股，还想买入更多。他的问题是这样的：巴菲特先生，您有一句名言，'在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪'。可是，在新冠疫情爆发的最初几个月，从伯克希尔的所作所为来看，别人的恐慌的时候，伯克希尔更恐慌。伯克希尔在最低价附近抛售了航空股。当市场笼罩在恐慌气氛之中的时候，当很多公司的股价特别诱人的时候，伯克希尔无动于衷。即使自家的股票跌到非常超值的价格，伯克希尔也不愿进行大手笔的回购。请您告诉我们，您这段时间是怎么想的？疫情爆发后，特别是政府推出《冠状病毒援助、救济、经济保障法案》(CARES Act)为金融市场托底之后，伯克希尔是如何做出决策的？

巴菲特：政府还没推出货币政策和财政政策的时候，我们已经知道我们遇上大灾难了。查理是伯克希尔的首席文化官，我是伯克希尔的首席风险官，这是我的职责所在。我们求胜，但更求稳。再说了，我们卖出去的也没多少。伯克希尔持有的公司总共大概有六七千亿美元。有的是完全控股的，有的是部分持股的。疫情期间，我们卖出的股份在我们持有的全部公司股权中可能只占 1%左右。

航空业有些特殊，我先讲航空业，再讲财政货币政策。在伯克希尔旗下的子公司，有些人提出要找政府寻求救助。我们有些子公司有少数股东，他们持有的股份比较少，他们说：国家要宣布停工停产，经济要停摆了，我

们要完了。别人都去找政府救助，咱们为什么不去？我说：伯克希尔自己能应付得来，有些公司确实走投无路了，政府的救助是给它们准备的。伯克希尔旗下的公司没有请求政府帮助。在政府的纾困行动中，航空公司得到的救助最多。疫情爆发后，在第一波纾困行动中，航空业就得到了 250 亿美元，大部分给了四大航空公司，其中一部分完全是救助金，不是贷款。我认为政府的这项公共政策很合理。我更希望政府能把救助金发给各行各业的小本生意，发给那些经营惨淡的餐厅、洗衣店，它们在疫情中受到的冲击最严重。救助航空公司也很合理，毕竟疫情是天灾，航空公司没有犯错。

这和 2008-2009 年的情况不一样。在 2008-2009 年的经济危机中，银行是始作俑者，人们都痛斥银行，政府还得救银行，人们当然不愿意。现在的航空公司是在破产的状态下经营。航空公司有过破产的经历，在破产状态下经营，对它们来说并不陌生。这一次，政府救助航空公司很合理。Apple 的市值是 2 万亿美元。整个航空业，四大航空公司的市值加起来，才只有 1000 亿美元。太小太小了，合起来都进不了前 20。前 50 都进不了。总之，航空业寻求政府的救助，航空业需要政府的救助，否则航空公司就会破产。国会也同意了，认为航空公司应该得到救助。我没有任何反对意见。

假设伯克希尔仍然持有每家航空公司 10% 的股份，政府肯定会说：你们找伯克希尔去吧。如果航空公司有像我们这样的股东，持股 8%、9%，财力十分雄厚，那它们去找政府救济，政府可能不会出手那么大方。好在航空公司寻求救助的时候，它们没我们这样的大股东。有我们在，航空公司可能不会得到救助。我觉得，结果会不一样。我在新闻中也看到了，相信大家也在新闻中看到了，有些公司向政府领了一两亿美元的救济金，其实它们根本用不着政府救济。最后，迫于舆论压力，大多数这样的公司只好把救济金还给了政府。总之，当时，如果我们仍然持有航空公司的股票，大家现在看到的可能是另一个结果。不管怎么说，航空业的总市值已经跌到了不足 1000 亿美元，航空业已经亏了很多钱，它的盈利能力在短期内也不会复原。

现在，国际旅行仍然没有走出低谷。但是，整体经济已经确定无疑地全面复苏。我们卖出了航空公司的股票，另外，当时我还觉得我们在银行业的投资有些多了，也卖出了一些银行股。我们净卖出的金额只占 1% 或 1.5% 左右。现在回想起来，我们当时买入的话，可能略微好一些。这次，伯克希尔没什么作为。问题是，按照会计准则计算，我们是美国净资产最高的公司。我们拥有六七千亿美元的好公司。我个人认为，我们卖出航空公司，对航空业有好处。希望航空公司越来越好。我现在还是不想买航空公司。人们对个人旅行的热情不减，商务

旅行却前景堪忧。伯克希尔旗下有几家公司的业务与商务旅行息息相关。商务旅行减少的风险已经会对我们产生很大的影响。我们持有美国运通(AmericanExpress)19%的股份。我们下属的精密机件公司(PrecisionCastparts)专门生产与飞机相关的产品。可以说，我们仍然持有与航空业相关的大量投资。在此，我祝愿四大航空公司越来越好。疫情期间，四大航空公司的管理层恪尽职守，都做得不错。

2, 政府应对措施非常成功，但我们不会把命运交给别人

Becky: 除了对卖出航空公司股票有疑问之外，还有许多人问了这个问题。例如，ChrisBlaine 问道：多年以来，您一直在囤积现金，总是在说您的枪已经上膛了，瞄着大象准备射击。2020 年 3 月，股市大跌之后，美国政府承诺将全力以赴拯救经济，但是您却按兵不动。您能告诉我，您手里有那么多现金，为什么不出手吗？

巴菲特：我们持有的现金大概占伯克希尔所有公司价值之和的 15%。这个比例是比较稳健的。可以说，我不会让伯克希尔持有的现金低于 200 亿美元。随着伯克希尔规模的增长，我们会相应提高这个数字。

其实，在这次美联储行动之前，我们接到了两个电话，有机会做成 500 亿美元或者 750 亿美元的投资。可惜，刚过了两三天，这两笔投资还没谈成杰伊·鲍威尔(JayPowell)就行动了。美联储真是力挽狂澜。3 月 23 日，美联储雷厉风行，祭出霹雳手段，拯救了停摆的经济。此前一天，政府债券市场都出现了混乱，恐怕伯克希尔想发行债券都发不出去。这件事当时没受到太多关注，但货币市场确实出现了大规模的赎回潮。那几天的数字完全是 2008 年 9 月的情景再现。2008 年，我们要感谢伯南克(Bernanke)和保尔森(Paulson)。这一次，美联储十分清楚，必须"不惜一切代价"拯救经济，而且也说到做到了。3 月 23 日，美联储毅然决然地付诸行动。美联储行动前的一天，伯克希尔都发不出债券。美联储行动之后，过了两三天，市场起死回生，连嘉年华邮轮(Carnival Cruise Lines)之类的公司都能发行债券了。公司发行债券的规模创下了历史新高。那时候，很多公司都遭受了巨额亏损，很多公司都破产停业了。美联储确实动用了霹雳手段。记得当时美联储的主席还说："政府能不能在财政政策方面提供一些支持？"于是，国会立即推出了强有力的财政政策。

2008-2009 年那次，大家都觉得怨银行，还在为是否该救银行而争论不休。这次，不是任何人的错。美联储知道，要不惜一切代价，国会也密切配合。财政政策和货币政策形成合力，效果立竿见影。经济被救活了。政策达到了这么好的效果，估计美联储、财政部都没想到，大家谁都没想到。现在经济有 85%已经完全恢复正常，运行良好。是略微有些通货膨胀，但整体经济健康平稳。

显然，我们吸取了 2008-2009 年的经验教训，这次应对得很好。当时，我并不是完全确定，政府能这么快、这么好地救活经济。**伯克希尔有个信条：我们不把命运交到别人手里。**我们不是银行。银行急用钱可以找美联储，我们不行。我们必须确保，无论任何情况(都不会借钱)，但有些情况，如核战争之类的，那我们也没办法。大家可能还记得《欲望号街车》(A Streetcar Named Desire)中的布兰奇·杜波依斯(Blanche DuBois)，她说过一句话：**我总是靠陌生人发善心而活着。**

真到经济彻底停摆的时候，别说陌生人了，朋友也帮不了你。我是有亲身经历的。今年 3 月份，3 月中旬，出现了这样的情况。各家公司都纷纷动用信贷额度，银行措手不及。大家都担心再晚几天就借不到钱了，所以一拥而上。大家都动用信贷额度，都从货币市场提取资金。幸好政府当机立断，迅速行动。无论是货币政策，还是财政政策，都非常有效。然而，当时，我并不能完全确定，政府是否将立刻采取行之有效的对策。我并不能完全确定，政府的政策是否能得到贯彻执行。现在，我们都知道了，政府的应对措施很得力，结果非常好，出乎了所有人的意料。对于这个问题，查理一定有自己的观点，我们请查理也来回答一下。

芒格：事先囤积一大笔资金，在严重的危机到来时，抓住最低点，投入全部资金买入，有几个人能做到？总有个别的人碰巧做到了，但是，你非要求伯克希尔做到这一点，那是太苛求我们了，对我们要求太高了。

巴菲特：查理，你说的是。**我和查理都不擅长跳舞，你让我们踩准市场的节奏去抄底，那是强人所难了。**

芒格：是啊，我们做不到。我看啊，别人也做不到。

巴菲特：特别是百亿规模的资金，或者说千亿规模的资金。总之，政府拯救经济的行动很成功。有张相关的幻灯片，忘了给大家看了。大家可以看一下，我们的资产负债表，可以看到我们的流通股数量，在这张幻灯片的下方，大家可以看到流通股的数量。第一季度，我们投入了 250 亿美元回购。一季度之后，我们继续进行了回购，我们把钱用对地方了。我们自己的公司、自己的股票比别的公司、别的股票都便宜，所以我们买自己的。我们也有机会投入了大笔资金进行回购。现在回头看，我确实觉得我们可以做得更好。**我还是会卖出航空公司、削减银行股。**至于是否应该买些别的公司，那倒是可以商榷的。

3，伯克希尔比标普 500 更好

Becky：这个问题来自一个老股东，他已经持股 25 年了。他的名字是 Ben Nowell，来自明尼苏达州的明尼阿波利斯。他的问题是：芒格先生，巴菲特先生，在过去 15 年里，伯克希尔跑输了市场，你们变得非常谨慎，不再

预测伯克希尔将来有能力跑赢市场。既然如此，长期持有伯克希尔的股东该怎么办？是该继续持有伯克希尔，还是买入指数基金来分散风险

巴菲特：查理，你来回答怎么样？

芒格：好啊。**与持有指数相比，我本人更愿意持有伯克希尔。**我持有伯克希尔觉得很安心。与市场中的一揽子公司相比，我们伯克希尔下属的公司更优秀。

Becky：是因为您觉得市场没有给予伯克希尔公允的估值吗？

芒格：价格的变化不过是历史中的浪花，股价无时无刻不在波动。我认为，**伯克希尔这个整体组合能跑赢市场的指数组合。**即使将来我们俩都归西了，伯克希尔也能跑赢。

巴菲特：嗯。我是推荐指数基金的。长期以来，我一直向人们推荐标普 500 指数基金。无论伯克希尔的股价如何，我从来没向任何人推荐过伯克希尔。我推荐伯克希尔，别人可能会觉得我有什么内幕消息，我不想别人因为这个而买伯克希尔。但是，我多次公开推荐指数基金。**在我的遗嘱中，我留给了我的夫人一笔资金，其中的 90%用于购买标普 500 指数基金，10%用于购买国债。**另一方面，我的财富将来会在十二年时间内分批捐给慈善组织，这笔财富会留在伯克希尔，我非常放心。

我看好伯克希尔，但是普通人没有选股的能力。伯克希尔有大量股东也是不会选股的，但是五六十年前，他们选中了查理，让查理给他们管钱。伯克希尔有一个非常特殊的股东群体。他们通过伯克希尔一辈子都在储蓄。他们很放心。即使十年、二十年，一眼都不看，我们也会把他们的钱打理好。我看好伯克希尔，但是一个不会选股的人，而且对伯克希尔没有特殊的感情，最好还是买标普 500 指数。

4，留给我妻子的生活费指定购买标普 500 指数基金

Becky：这个问题和上问题是相关的，来自 GeraldSilver。他问道：您在遗嘱中要求您的受托人将大部分资产用于购买指数基金。难道您不信任伯克希尔的经理人？

巴菲特：不是的，买指数基金那部分在我的遗产中占比还不到 1%。很多富人都有律师给他们出谋划策，让他们成立信托，让别人看不到他们的遗嘱。我的遗嘱是完全公开的，将来大家可以看看我是不是言行一致。在我的遗产中，有 99.7%最终会通过捐赠交给慈善组织，或通过税收交给联邦政府。在此之前，在捐赠和交税之前，我选择把我的遗产放在伯克希尔，我很放心。但是，就一个个人而言，特别是我的妻子，她只需要很少的钱就足以

安享晚年了。我认为，对她来说，最好的安排是，把我留给她的钱拿出 90% 购买标普 500 指数基金。

卖指数基金的人花样越来越多，搞出来各种指数，他们在宣传中说：你可以选择投资哪个大洲，哪个行业，我们都有相应的指数基金产品。他们讲得一套一套的，听完了，普通人照样还是不懂股票，不会选股，不如直接买整个指数。因此，我指定了标普 500 指数基金。这部分钱只占很小很小的一部分，是我留给我妻子的生活费，足够她用的了，她都花不完。这样，我把她的生活安排好了。至于我的大部分遗产，假如法律对遗产的规定不变，我的遗产中的 99.7% 将捐给慈善组织。在捐赠之前，我把这笔遗产留在伯克希尔，我很放心。

5, 雪佛龙所在的石油行业没有道德问题

Becky: 这个问题来自英国的 Andrew Dickson。您买了雪佛龙(Chevron)的股票，我的问题与石油和天然气行业相关。1997 年，别人问您，您是否会买烟草公司的股票，您回答说，无论是个人，还是公司，该做什么，不该做什么，有时候必须遵循一条道德红线。当时，您表示，您不愿大笔买入烟草公司的股票，那样您会良心不安。您说，即使烟草公司能赚大钱，您也会在良心上觉得过意不去。查理也讲过，有一次，你们本来可以买下一家烟草公司，你们都知道，一定能赚大钱，但你们放弃了，而且你们都不后悔。

烟草行业存在无可辩驳的负面效应，我不是将石油和天然气行业与烟草行业划等号。石油和天然气行业与烟草行业不一样。就烟草行业而言，烟草与癌症之间的因果关系是直接的、明显的、证据确凿的。至于石油和天然气产生的碳氢化合物，我们很难衡量它们究竟是利大于弊，还是弊大于利。然而，当今社会越来越多的人与碳氢化合物划清了界限，他们对碳氢化合物采取零容忍的态度。

我的问题是，环保人士的危言耸听是否已经绑架了整个社会，让整个社会都陷入到非理智的气氛之中？我们对绿色能源的追求是否操之过急？当今的年青一代是否会为此付出沉重的代价？伯克希尔买入了雪佛龙的股票，我们是否可以由此推断出，你们不相信，在未来十年，社会各界、监管当局以及政坛人士的大声疾呼将改变碳氢化合物的发展进程，阻碍雪佛龙的发展？对于石油和天然气行业，投资者该何去何从？一家石油天然气公司，有能力以每桶较低的成本勘探和开采石油，那么在将来的很长时间内，它能获得足够的资本收益吗？

巴菲特：问题够长的，我都记不住了，我用十个字回答你(笑)。这么说吧，持有两种极端观点的人都不对。

三年后，把所有碳氢化合物都禁了，我们就没法活了，肯定不行。人类在历史中经历过许多适应的过程，用

清洁能源替代化石燃料也是个长时间缓慢适应的过程。1997 年，我们回答过关于烟草的问题，我们以前确实回答过类似问题。我们投资好市多(Costco)、沃尔玛，都不觉得良心不安。好市多和沃尔玛的很多门店都销售香烟，销售额还很高。香烟的价格是透明的，好市多和沃尔玛把香烟柜台安排在入口处，能带来很多客流量。

我们以前本可以买一家烟草公司(美国嚼烟公司 Conwood)，当时确实很难决定。这件事是很长时间以前了。我和查理一起去了孟菲斯，有一家公司，生意非常、非常好，产品的危害没有一般香烟那么大。这家公司是生产嚼烟的，至少据我所知，嚼烟的危害比吸烟小很多。这家公司的管理层为人很正派，他们做的是合法生意，他们自己也嚼烟。他们和我们讲，他们的母亲都活到一百岁了，还嚼烟呢，说了很多类似的话。我和查理还是单独来到了酒店大堂一个安静的角落，**我们俩商量了一下，这个生意可能是我们见过的最好的生意了**。我还打了个电话，问我当时的女婿，艾伦·格林伯格(Allen Greenberg)，他在一家与 NATO 相关的机构工作时研究过嚼烟的危害。最后，我们决定，不做这笔生意。

话说回来，伯克希尔旗下有报业公司，我在我们自己的报纸上，看到过一些金融公司的广告，我一看就知道那些广告都是胡扯的。一个生意到底该不该做，有时候很难决定。都是公司，哪些公司对社会更有益，这也很难决定。我认为，雪佛龙给社会做出了很大贡献，将来仍然能为社会做出更多贡献。在将来的很长一段时间内，我们还是需要大量的碳氢化合物，我们不能没有充足的碳氢化合物。另一方面，减少碳氢化合物是大势所趋，将来世界会改变。

生意林林总总，我不愿用道德标准对股票进行评判。每家公司都有不那么光鲜亮丽的一面。比如肉类加工厂，各位去过屠宰场吗？无论是找对象、交朋友，还是挑公司，非要追求完美，只能一无所获。如果你是指数基金的管理者，你怎么挑选？雪佛龙根本就不是一个干坏事的公司，我持有雪佛龙的股票没有丝毫的良心愧疚。如果整个雪佛龙公司都是我的，我们自己去做雪佛龙的生意，我同样心安理得。查理，你说呢？

芒格：我同意。咱们打个比方：你要招女婿，一位是斯沃斯莫尔学院(Swarthmore)的英语教授，另一位在雪佛龙任职。你会选哪个？两个人都是你没见过面的。我告诉大家，我会选在雪佛龙任职的那个。对。

巴菲特：但愿你的女儿同意你的观点。

6，董事会为什么建议对一些提案投反对票

Becky: 还有一个类似的问题，我收到了很多关于环境、社会和公司治理方面的问题，正反两方面的观点都有。这个问题来自 Christina Gallegos，她是 2018 年成为伯克希尔股东的。她说“委托材料中的第二项和第三项涉及两个股东提案，一个是公布与环境相关的风险报告，另一个是公布董事会包容性和多元化报告，董事会建议股东对这两项提案投反对票。伯克希尔创造了大量财富，在普及投资知识和增强公众投资能力方面做出了很大的贡献，为什么伯克希尔不能在环保和董事会多元化方面也成为表率呢？请问，为什么要建议股东投反对票。

巴菲特：一会儿，Greg 可以给大家讲讲伯克希尔在环保方面做了哪些努力。我先说两句。伯克希尔大概有 100 多万股东。这里面包括代持的账户、重复的账户，没办法完全准确统计，100 万股东，应该差不了多少。

我每年会收到不少信。去年，在我收到的信中，我们的股东写给我的还不到三封。投票结果出来以后，大家可以看到，用自己的真金白银买入伯克希尔股票的股东，会以压倒性多数投反对票。那些投赞成票，他们根本从来没用自己的一分钱买过伯克希尔。他们没读过我们的年报，没读过伯克希尔能源(Berkshire Hathaway Energy)的报告。在高压输电方面，我们比美国任何一家公司做出的贡献都多，他们根本不知道。总统讲了政府会做出哪些努力、环保有多重要。在遵守政府要求方面，我们伯克希尔保持着良好的历史记录。有些组织，他们人是好人，但是他们非要我们按照他们的要求提交各种报告。他们要我们让 DQ 冰淇淋、波仙珠宝店等等伯克希尔旗下的所有企业都填写报告，那种报告其实是我们旗下的能源公司和铁路公司该填的。我们旗下的三家公司把这个报告填了，就已经覆盖 95%了。恕我直言，非让我们所有的公司都提交环保报告，那是智商有问题。有一些没有意义的事，是监管当局要求的，我们不得不做。政府强制要求，那我们照办。但是，你非让我们拿出一份格式化的报告，发给美国商业资讯(BusinessWire)、DQ 冰淇淋，以及我们下属的所有企业，让它们都填，这不是伯克希尔的风格。

疫情期间，伯克希尔总部有 12 位员工上班，伯克希尔共有 36 万名员工，他们做着各种各样的工作。我不想展开讲太多。伯克希尔是由高度自主的子公司组成的。我不看伯克希尔每个月的合并损益表。在标普 500 指数的所有公司中，这样的 CEO 可能只有我一个。标普 500 中的所有其他公司，每个月末肯定都会制作合并损益表，二月份的、三月份的，制作好之后交给 CEO 和其他高层审阅。我不看这个表。我不需要这个表。我可以给伯克希尔的六七十家子公司忙得团团转，最后交给我一张表，我不用看都知道表会是什么样的，何必呢？我们总部做的工作，只是看各个子公司需要多少资金，然后分配给它们。伯克希尔没有这个那个部门，这个部门负责这件事，那

个部门负责那件事。我们也不想设置很多部门。就环保而言，伯克希尔做得如何，你看我们的能源公司和铁路公司就行了。一会儿，我就请 Greg 给大家介绍一下相关的情况。

芒格：全球变暖问题，我们认为，我们不知道答案。那些环保主义者，他们以为他们知道答案。我们不像他们那样自信满满。

巴菲特：就算我们知道全球变暖的答案，让我们准备环保报告，我们还是不会去做那些无用功。向我们提出要求的人，他们自己根本不持有任何股票，我看得出来，他们连我们的年报都没读过，我们为什么要听他们的？

人们可能不知道伯克希尔是什么，人们以为伯克希尔就是炒股的。周三晚间，我们的总统讲了基础设施的重要性。我在年报里讲过，按照公认会计原则，在美国的所有公司中，伯克希尔拥有的地产、厂房和固定资产投资是最多的。在美国规模最大的公司中，我们伯克希尔对基础设施的投资高居榜首，而且是遥遥领先。伯克希尔做出的大笔投资促进了美国的发展。在各州之间运送的货物，15%是通过我们的铁路运输的。

我们还在修建高压输电线。我们从 2006 年、2007 年就开始计划逐步关停火电厂。火电厂不是说关就关的，必须先把输电线建好，这才能把发出来的电输送给消费者。拉斯维加斯从 50 年前、75 年前开始，一直靠附近的火电厂发电。怀俄明州有风力发电厂。我们可以把怀俄明的风电输送到拉斯维加斯，在此之前，先要建好输电线路。否则，直接关停火电厂，怀俄明的风电再多，拉斯维加斯的电灯也亮不起来了。人们还没有广泛讨论输电线路的时候，我们就已经在建输电线路了，我们计划投入 160 亿美元，而且在今年年报公布后，又追加了 20 亿美元。我们对输电线路的投入远远超过了美国的任何一家公用事业公司。Greg，你给大家讲讲。

Greg：当然，沃伦。非常感谢。事实上，正如沃伦所提到的，当你想到伯克希尔时，BHE 和 BNSF 的碳排放是巨大的。沃伦，你提到了我们过去提供的信息可以一直追溯到 2007 年。我确实做了这两次投资者演示，一次是 2007 年的，然后最近一次是 2021 年的。因此，如果我们能把 BHE 的一张幻灯片拉出来，我想它会很显著，追溯到 2007 年，我们一直在为我们所谓的固定收益投资者做投资者演示，直到 2021 年，我们每年都这样做。我们每年都会向董事会提供非常类似的披露，并围绕伯克希尔的能源脱碳计划进行了讨论。现在有意思的是，如果你回到 2007 年的固定收益会议，当时我们正在开会，我们有第三方债务，我们的公用事业筹集的资本债务。这是一种传统的资本结构，用于管理我们受监管的实体，其对客户的总体成本。因此，正如我们强调的那样，我们每年都会向投资者介绍。如果你回到 2007 年的投资者大会，那会很有趣。在那次演讲中，我们强调了气候变化，这是一

个基本风险，我们讨论了什么是好的政策。我们讨论了创新，讨论了市场转型，以及在那个时候设定目标的重要性。我们为行业提供了建议。从那时起，每年我们都会围绕我们在 BHE 的每一项业务提出一个计划和策略，以及我们的每一个受监管实体，它们将如何转型。整个转型都围绕着脱碳展开，代表我们的利益相关者、我们在许多州的利益相关方和我们服务的客户管理这种风险，并最终为伯克希尔的股东管理风险。现在，当你浏览这些幻灯片时，有一个共同的主题，沃伦已经谈到了。你必须首先建造基础，而基础就是建造高压输电系统。沃伦在今年的年度报告中谈到了这一点，他在信中强调，在伯克希尔能源公司，我们将在西部地区花费 180 亿美元用于输电。就在我们今天坐在这里的时候，其中的 50 亿已经花掉了，其余 130 亿美元将在未来 10 年内投入进去。这是我们能够建设增量可再生资源的基础，并将其转移到我们在伯克希尔能源公司服务的许多州，甚至更远。我要强调的是，在我们建设输电基础设施的同时，我们一直在建设可再生能源。如果你看看我们到 2020 年底的投资，我们已经在可再生能源上投资了 300 亿美元，或者超过 300 亿美元。我们真的彻底改变了我们的公用事业的业务方式。他们一直在脱碳，并为我们的利益相关者和客户提供有价值的产品。

我认为结果真的很惊人，当你看的时候，我会给你几个参考点。如果你回到 2015 年，当美国加入《巴黎协定》时，制定了非常具体的目标。在设定这些目标之前，伯克希尔能源公司和其他 12 家公司，包括世界上的苹果公司、谷歌、沃尔玛，都致力于巴黎协定所设定的这些目标。2015 年伯克希尔能源公司就是其中之一。当时没有其他能源公司做出任何承诺，我很高兴地报告，我们做出了各种承诺。其中之一是，当时我们在可再生能源方面投资了 150 亿美元，我们将总共投入 300 亿美元。嗯，我们现在已经远远超过了这个总数。因此，我们已经明确做出了脱碳承诺。我们专注于非常可识别、可量化的结果。我认为这非常重要。如果你看看美国政府最初与《巴黎协定》相关的承诺所制定的标准，可以追溯到 2005 年，目标是到 2025 年，将碳排放减少 26-28%。所以，这就是 2025 年前的减排目标，他们希望达到 26-28% 的减排水平。我们在 BHE 承诺了这一点，我很高兴向大家报告，沃伦，我们也向董事会通报了情况，我们在 2020 年已经实现了这一目标。因此，我们履行了我们的承诺，也履行了《巴黎协定》规定的承诺。然后，如果你快进到目前正在进行或已经进行的关于重新加入《巴黎协定》的讨论，现任政府再次提出，以 2005 年为起点，到 2030 年减排目标应为 50-52%。同样，我很高兴向我们的股东以及我们向董事会提供的简报，但伯克希尔能源公司将在 2030 年前实现这一目标。我们的削减将达到《巴黎协定》的目标。我们没有过度依赖向天然气过渡，这是一个明确的战略。因此，在一段时间内，我们的燃煤机组将

退役。我很高兴向我们的股东报告，到 2020 年，我们已经关闭了 16 个机组。如果你从 2021 年到 2030 年看，将有 16 个机组被关闭，然后如果你到 2049 年底，我们剩下的 14 个机组将被关闭。在那个时候，我们所有的燃煤机组都关闭了。这张幻灯片只是我们每个业务部门为促进转型和真正向脱碳过渡而采取的所有活动的汇总。我说，首先是代表我们的客户，他们在各州代表的许多利益相关者，使我们的业务脱碳，然后，同样重要的是，代表我们的伯克希尔股东，使这些业务脱碳。我想补充的唯一一件事是，当你将 BNSF 和 BHE 结合起来时，按伯克希尔内部的实质排放量，BNSF 是伯克希尔碳排放第二大的实体，它在管理其碳排放状况方面也非常积极。他们承诺为 2030 年制定基于科学的目标。因此，这些目标将再次符合《巴黎协定》。我们已经看到了其他参与者或行业中的一些参与者所做的承诺，我们的承诺将非常相似，也就是说，这将与《巴黎协定》保持一致，但到 2030 年，BNSF 的碳排放将减少 30%。这已经公开披露在 BNSF 网站上。我所讨论的关于 BHE 的一切都在他们的网站上，以 8-K 格式提交，我们的许多股东都可以完全访问。因此，当我从伯克希尔股东的角度来看时，我真的相信这种风险得到了很好的管理，我们正在为自己长期定位。谢谢你，沃伦。

巴菲特：顺便说一句，总统前几天讲了投资 1000 亿美元用于基础设施建设。我们伯克希尔愿意做这 1000 亿美元的投资。电力传输确实是个大问题。我们必须把电力从太阳能、风能丰富的地区传输到人口密集的地区。在修建输电线路的过程中，我们要跨过州界、穿过人们的后院。如果由联邦政府来做这件事，他们可以来硬的，说就要在这建。政府有这个权力，可能比我们修得更快。尽管如此，我们愿意做这笔投资。我们愿意投资 1000 亿美元。我们做这件事，很难快起来。2006 年，伯克希尔收购了太平洋电力公司(PacificCorp)。太平洋电力在西部有几个客户，通过火电厂为它们供电。要关停火电厂，我们必须有能力把风电输送过去。

这些信息都是我们发布过的。在美国的公用事业公司中，我们在新能源和输电线路方面做的投资最多。伯克希尔最初只是个小公司，从那时起，我们的股东就用自己的钱买我们的股票，他们都是个人，他们懂伯克希尔，他们读我们的年报。有时候，我们会接到机构或者分析师的电话，要求和我们聊聊伯克希尔。我们不会和他们聊。我们心里装着的是 100 万股东，他们多年来追随我们，用自己的钱买我们的股票。这些股东都是个人，他们相信我们，把钱一辈子存在伯克希尔。我们要公平对待我们的个人股东，不会给分析师或机构任何优待。

7，所有的意外，保险都是受损的一方

Becky：这个问题请沃伦和阿吉特回答。提问者是 Fernando Lewis，他是来自巴拿马的伯克希尔的老股东。

他说："我是伯克希尔的股东，并且打算在将来几十年里继续做伯克希尔的股东。我最大的担心是，在保险生意方面，可能出现超出预期的亏损。有的保险公司曾经很辉煌，最终却因承保失误而轰然倒塌。我清楚，伯克希尔的文化是独一无二的，我们的保险部门人才济济。但是，我仍然很担心这方面的风险。现在，我们有巴菲特先生、芒格先生和阿吉特先生坐镇，我们大多数股东都很放心。然而，终有一天，三位会离开。未雨绸缪，伯克希尔是否应当减少长尾风险的规模，而改为多做普通的、只有短期风险的保险业务，例如，多做像 GEICO 承保的车险。我想澄清一下，伯克希尔的员工打造了全世界最优秀的保险集团，我对伯克希尔的员工怀有深深的敬意和感激。我相信，伯克希尔拥有优秀的人才，在未来几十年，我们仍然能在保险行业处于领先地位。只是由于某些保险生意，本质上难以洞察、风险很大，所以我才提出了这个问题。"

巴菲特：阿吉特，你先答，还是我先？

阿吉特：准确地界定保险合同的责任范围是整个保险行业面临的一个问题。这个问题不仅对长尾风险有影响，对短期的财产保险也有影响。例如，最近因疫情导致的业务中断。在保险公司销售、各个公司购买的财产保险合同中，业务中断风险是必然涵盖的一种风险。

保险公司出售保险合同。有时，保险公司自己在合同条款的条款方面存在疏忽。有时，监管机构向保险公司提出强制要求。这两种情况都可能导致合同被曲解。一旦合同条款被曲解，保险公司总是利益受损的一方。这可以说是一项未知的风险，我们不知道这项风险可能有多大。我们能做的是，在制定产品的时候，把"未知的未知"(the unknown unknowns)涵盖到价格里。我们把风险分成几大类，把每一类风险可能带来的损失汇总到一起。我们通过这样做来保护自己，尽量把我们可能承担的风险限制在一定范围内。

保险行业的生意如何，很大程度上受监管机构的左右，特别是在美国，我们要和 50 个州的监管机构打交道，无论是定价、合同范围等等，都要遵守监管机构的要求。

巴菲特：做保险生意，大多数的意料之外，应该说，所有的意料之外，都是带来损失的意外。保险公司先收到保险金，这时候是赚的，从这以后，损失就接踵而来了，有的是凭空出现的、根本不该你赔的，有的是你承保范围内该赔的。我们做保险生意，设置了最大限度的亏损范围，在单一事件上，我们可以承受得起 100 亿美元的亏损。我们愿意承担那么大的风险，但必须得到合理的保费。伯克希尔有这个财力去承担那么大的风险。虽说如此，如果一个事件，我们本来以为自己最多损失 5000 万美元，结果却损失了 100 亿美元，这种情况是我们竭力

避免的。以现在的美国童子军为例(Boy Scouts of America, BSA 是美国最大的青年团体, 成员超过 100 万人), 过去针对它的索赔只有 1100 宗, 现在攀升到 1.7 万宗。

阿吉特: 不对, 是已经接近 10 万宗了, 增加了 50 倍。

巴菲特: 这些索赔可以追溯到 1950 年、1960 年。还有人发布广告, 征集受害者。突然间, 索赔人数出现了激增。我相信, 很多索赔是真实的, 也有很多索赔是假的。是真是假, 到底如何分辨?

阿吉特: 嗯, 这就回到了您刚才讲到的问题。为什么针对 BSA 团体的索赔数量会从 2000 宗激增到 10 万宗? 以前本来是存在一个诉讼时效的, 但有很多州的立法机构改变了规定, 把索赔期限从几年延长到了十几年。为了赚取可观的律师费, 原告律师火上浇油。因此, 索赔数量出现激增。

巴菲特: 没错。做保险生意, 总会遭遇许多带来损失的意外。或许我是王婆卖瓜, 但我就是觉得我们的保险公司是全世界最优秀的。阿吉特是伯克希尔保险生意的奠基人。GEICO 是我们收购的公司, GEICO 也是伯克希尔保险生意的一块重要基石。还有许多其他优秀员工也做出了重要贡献。但是, 如果把我们的保险生意比作一支交响乐团, 阿吉特就是它的指挥家。

8, 我们没必要永远保持一致

Becky: 这个问题是 HenryZu 问的。他说: "查理和沃伦最近似乎有些分歧, 例如, 在看待好市多公司(Costco)和富国银行(WellsFargo)方面, 这是否会影响到伯克希尔?"

巴菲特: 查理, 你说吧。

芒格: 我们没什么分歧。好市多是我非常尊敬的一家公司。多年来, 能与好市多一路同行, 我深感荣幸。我同样忠于伯克希尔。敬重好事多和忠于伯克希尔之间并不存在矛盾。我和沃伦也没必要在什么鸡毛蒜皮的小事上都保持一致。我和沃伦的关系很好。

巴菲特: 是非常好。我们从来没红过脸。我们交往六十二年, 不能说所有事都意见一致, 但真没吵过一次。

芒格: 是啊, 一次没吵过。

9, Greg 和 Ajit 会定期沟通

Becky: 这个问题来自 JasonPlonner。他问道: "贾因先生、阿贝尔先生, 这个问题是问你们两位的。伯克希尔取得如此之大的成功, 背后是巴菲特和芒格两位先生的深厚友谊, 他们两位齐心协力、相得益彰。作为伯克希

尔的下一代领导者，请问你们两位之间的关系如何？你们两位经常交往吗？经常与其他经理人探讨吗？

阿吉特：这么说吧，毫无疑问，沃伦和查理之间的友谊非常深厚。他们之间的默契，我和 Greg 无法复制。高山流水，知音难觅。尽管如此，从我个人的角度来说，相信 Greg 也有他自己的看法，就我个人而言，我和 Greg 交往了很多年。他是个能力出众的人，无论在工作方面，还是生活方面，我都非常敬佩他。我和 Greg 的交往不像沃伦和查理之间的交往那么密切。但是，**每个季度，我们都会进行沟通**，告诉对方我们各自负责的业务有什么最新情况。除了每个季度的沟通，在日常工作中，我们很少进行正式的会谈。但是，**如果 Greg 遇到与保险相关的问题，他会给我打电话。同样地，我遇到保险以外的相关问题，也会给 Greg 打电话**。举个例子，最近我的一位客户希望出售自己的公司，于是，我就联系了 Greg。我们总是一起商量着来。这就是我们的交往，每个季度进行沟通，平时也保持联系。我们两个人的合作很愉快。希望我们能继续如此。Greg，有请。

Greg：好的。阿吉特，你讲得很好。阿吉特刚才提到了，沃伦和查理之间有深厚的友谊。我和阿吉特之间的关系也很密切。我们之间的关系是经过许多年培养出来的。我亲自看到了阿吉特如何经营保险生意。正如沃伦和查理所说，阿吉特经营保险生意的能力是出类拔萃的，我亲眼看到了阿吉特的这种能力。我和阿吉特一样，我对他也是，交往了这么多年，越来越熟悉，无论是工作方面，还是生活方面，我也非常敬佩他。虽说我们之间的交往与沃伦和查理之间的交往不一样，但阿吉特也说了，我们会定期沟通，讨论我们各自负责的业务部门中存在的机会，分享我们需要提醒对方注意的事项，我们总是保持联络。

在更深的层面上，阿吉特非常了解伯克希尔的文化。我觉得我也很了解伯克希尔的文化。每当我在我们的公司中发现可能与伯克希尔的文化有冲突的情况，我总会联系阿吉特，问他："你觉得这么做有没有什么不妥？你觉得有没有什么不对劲的地方？从你管理保险生意的角度来看，你有什么想法？"所以说，我们不只是讨论公司的管理，我们也共同努力保持并发扬伯克希尔的优秀文化。能与阿吉特共事，我感到很荣幸。能和他一起共事，我觉得非常愉快。谢谢。

10, BNSF 和联合太平洋铁路, GEICO 和 Progressive 保险, 不相伯仲

Becky：这个问题来自 GlenGreenberg，问的是 GEICO 保险和 BNSF 铁路的盈利能力。他说："GEICO 和 BNSF 的利润率为什么明显低于各自的竞争对手？它们的利润率明显低于 Progressive 保险以及联合太平洋铁路公司(UnionPacific)。管理层是否至少可以把利润率提升到与对手不相上下的水平？"

巴菲特：大家可以看一下第一季度的数字，BNSF 已经缩小了与联合太平洋的差距。在凯蒂·法默(Katie Farmer)的带领下，BNSF 取得了出色的业绩。五年十年后，谁的盈利能力更强，是 BNSF 还是联合太平洋，我们可以拭目以待。以前 BNSF 的盈利更高，后来联合太平洋超过了我们。联合太平洋觉得它们比我们强一些。我们觉得我们比联合太平洋强一些。我们的规模比联合太平洋大，销售额更高，也应该能多赚一些。过去几年，我们没有联合太平洋赚得多。尽管如此，BNSF 是非常优秀的铁路公司，我很喜欢 BNSF。

我想回到前面的一个问题，再补充两句。大家都说伯克希尔现在的管理层年事已高。我一听别人这么说，我就觉得肯定是在说查理呢。我想纠正大家一下。三年以后，查理变老的速度是每年 1%。查理变老的速度比谁都慢。你看那些新兴公司，管理层都是些 25-26 岁的，变老的速度是每年 4%左右。因此，在所有美国公司中，按百分比计算，伯克希尔的管理层是变老速度最慢的。

Becky：GEICO 和 Progressive 的对比，也有很多人问，您可以回答一下吗？

巴菲特：近年来，Progressive 是把费率和风险匹配的最好的公司。做保险生意，有很多需要注意的方面，其中，匹配费率和风险是重中之重。一家保险公司，必须把费率设置对。例如，做人寿保险的公司，如果错以为 90 岁的人群和 20 岁的人群死亡率相同，那很快就会破产。90 岁老年人的风险全跑到你这来了，20 岁年轻人的风险全到别人那去了。

做车险也是同样的道理。一类人是 16 岁的男孩，另一类人是 40 岁的、已经成家立业的中年人，这两类人驾驶的风险存在巨大差异。一家保险公司，能针对每个投保人都开出合适的费率，生意会做得很好。Progressive 的定价能力很出色，GEICO 现在也不差了。

Todd Combs 在 Progressive 工作过。说来有趣，Progressive 和 GEICO 都是在 1930 年代成立的。GEICO 是 1936 年成立的。我没记错的话，Progressive 应该也是在 1930 年代成立的。多年以来，GEICO 的产品始终比 Progressive 的产品好，我们的成本更低。经过 80-85 年的发展，我们占据了 13%左右的市场份额，而 Progressive 的市场份额比我们略少一些。虽然我们的产品更好，但经过 80 年，在庞大的车险市场中，我们两家公司还是不相上下，一共占了 25%的市场份额。两家公司之间的竞争是缓慢的、长期的。近年来，Progressive 经营得很好。多年来，GEICO 一直表现非常优秀，现在做得也很好，在某些方面，还取得了巨大的进步。

我们不想让大家太看重一个季度的数字。但是，从一季报中，大家可以看到，我们的盈利能力还是不错的。

这个盈利还是在提供了大量返利的情况下取得的。疫情爆发后，GEICO 推出了返利计划，我们共计向客户返还了 28 亿美元，应该是美国所有公司中最多的。将来 GEICO 和 Progressive 都能发展得很好。其实，将来联合太平洋和 BNSF 也都能发展得很好。只是我们都希望能比竞争对手更胜一筹。

阿吉特：我想补充两句。毫无疑问，Progressive 是一家优秀的公司。如沃伦所说，无论是承保，还是处理索赔，它各个方面都做得很优秀。尽管如此，我认为 GEICO 正在缩小与 Progressive 的差距。一年前 Progressive 的利润率将近是 GEICO 的两倍，增长率也将近是 GEICO 的两倍。大家再看现在的数字，在增长率方面，Progressive 仍然遥遥领先 GEICO，但是在利润率方面，GEICO 已经追上来了。希望将来 GEICO 能和 Progressive 并驾齐驱。

阿吉特：我想说的第二点是关于匹配费率与风险的问题。显然，GEICO 慢了半拍，没能及早认识到远程信息处理技术(telematics)在匹配费率与风险方面发挥的重要作用。现在，GEICO 已经充分认识到了远程信息处理技术的重要性。GEICO 已经实施了很多具体的措施，希望 GEICO 能很快赶上来，在匹配费率与风险方面，缩小与对手的差距。

巴菲特：我预测，五年后，StateFarm 仍然是最大的汽车保险公司。我还预测，五年后，GEICO 和 Progressive 将是排名第二和排名第三的两家公司，谁是第二谁是第三，我们拭目以待。但是，两家公司都会发展得很好。GEICO 已经非常出色了。只是在制定费率方面，Progressive 领先我们，但我们在奋起直追。

阿吉特：我再补充一句。整体来看，Progressive 确实比我们做得好。但是在品牌推广方面，GEICO 比 Progressive 强很多。另外，在控制费用方面，与行业中的任何一家公司相比，GEICO 都毫不逊色。

11，芒格：卖出苹果和好市多是个错误

Becky：这个问题来自瑞士的 Vitorio Aguiucci。他问道："为什么最近伯克希尔做出了卖出 Apple 股票的操作？既然 Apple 是伯克希尔的第四大爱股，为什么 2020 年伯克希尔没有买入更多 Apple 股票？我想不通。"

巴菲特：我们大约持有 Apple 公司 5.3% 的股票。第一季度，我们持有 Apple 的股份数量上升了，一个是我们回购了自己的股票，虽然我们的股东没有直接拿钱买 Apple，但他们持有的 Apple 份额间接地上升了。另外，Apple 也回购了自己的股票，前不久又再次宣布进行回购。我们把 Apple 看成是我们持股 5.3% 的一家公司。我们持有 Apple 的股票，大家看到的是，在我们持有的股票中，就规模而言，Apple 是非常靠前的。别忘了，我们还

有直接持有的公司，例如铁路公司。我们的竞争对手联合太平洋的市值是 1500 亿美元左右。我们的铁路公司比联合太平洋还大呢，盈利虽说比联合太平洋略低一些，但也不是差很多。

Apple 公司拥有杰出的领导者。开始的时候，人们不觉得蒂姆·库克(TimCook)是位优秀的领导者。我见过很多经理人。蒂姆·库克是全世界最优秀的经理人之一。Apple 公司还拥有人们热爱的产品。Apple 产品的粉丝是一个庞大而固定的群体，他们总是对 Apple 产品有 99%的满意率。我们的家具卖场也出售手机和电器。我可以看到销售数据。有的人要买安卓，有的人要买苹果。对于要买苹果的人，他就是要买苹果，再怎么向他推销安卓，他都不会买。Apple 具有强大的品牌和出色的产品。对于 Apple 用户而言，买 Apple 的产品是物超所值。Apple 产品已经融入了人们的生活。我用 Apple 手机，就是接打电话，全国上下估计也只有我一个这样的人。或许亚历山大·格雷厄姆·贝尔(AlexanderGrahamBell，电话发明者)的后裔也像我这样。总之，人们离不开 Apple 的产品。

买一辆车要 35000 美元。假如在今后五年，在车和 Apple 手机之间，你只能选一个，你会怎么选？有些人一定会选 Apple 手机。我们有幸买了 Apple 的股票。去年，我卖出了一些 Apple 的股票。因为我们进行了回购，伯克希尔股东持有 Apple 股票的占比还是上升了。但是，我的这次卖出也许是错的。其实，查理已经以他一贯低调的风格提醒了我。查理，你也觉得我卖出是个错误，是吧？

芒格：是的。

巴菲特：好。我犯的错都逃不过查理的法眼。在好市多和 Apple 上，我把犯错的机会都用完了。这两次很可能查理都是对的。总之，Apple 确实是个特别好的公司。在这里，我想特别说一下，我们见过许多公司，见过许多经理人。蒂姆·库克，他有自己的长处，他和史蒂夫·乔布斯一样，也是优秀的领导者。乔布斯在产品创新方面的成就，蒂姆·库克难以企及。但是，蒂姆·库克在企业管理方面的成绩，乔布斯也未必能做得到。

芒格：我也有个想法。刚才，你给出了一个列表，其中可以看到处于领先地位的美国公司。我们在新兴科技领域取得的巨大成功对美国来说至关重要。依我之见，我们不应该打压我们的科技巨头，不应该总是指责它们存在反竞争行为。我不认为科技巨头的所谓反竞争行为威胁到了社会。科技巨头为美国、为文明做出了重大贡献。我们应该乐于看到它们越来越强大。

巴菲特：是啊，它们很强大。

12，零利率让我们大跌眼镜

Becky: 我接着问一个相关的问题。问题来自 JackSang。他说: "在不到一年的时间里, 许多股票暴涨, 我说不是游戏驿站(GME)那样的散户抱团概念股, 而是那些科技巨头, 它们涨了 50%、100%、200%。您怎么看? 我知道您因为看好 Apple 这家公司和它的管理层, 在 2016 年买了 Apple。但是, 现在这些科技巨头的估值已经达到疯狂的程度, 还值得投资吗? 您怎么看? "

巴菲特: 我们不认为是到了疯狂的程度。在这些大型科技公司中, Apple 是我能看懂的, 其他一些公司, 我看不懂。Apple 的消费者遍布全球, 我能看到 Apple 的未来。至于价格是否太高, 这就涉及投资中的一个根本问题。利率之于资产价格, 正如重力之于物质。

在来开会的路上, 我读了从昨天的《华尔街日报》上面撕下来了一张小纸片。这部分内容特别不起眼, 也许就我一个人看了。这张纸片特别小, 让我放哪了? 找不到了。总之, 周四, 美国财政部发售了期限为四个周的票据、短期国债, 在《华尔街日报》几乎是最后一版的一个小角落, 刊登了国债拍卖结果。哦, 我找到了, 在这, 很小的一个小纸片。在这次四周期国债拍卖中, 投标总额为 1500 多亿美元, 中标总额为 430 多亿美元。竞拍结果显示成交价格为 100.000000。100 后面六个零。说白了, 人们打算把 1500 多亿美元交给财政部, 最后只有 430 多亿美元成交, 财政部拿到这笔钱, 给的利率是零。珍妮特·耶伦(JanetYellen)几次谈到美国国债的利息成本降低了。在第一财季中, 美国政府的负债比前一年增加了几万亿美元, 但是利息支出却下降了 8%。短期国债利率被视为无风险利率, 是衡量所有其他资产价值的标准。现在短期国债利率出现了巨大幅度的下滑。

如果我能把地球引力减少 80%, 我都能去参加东京奥运会跳高比赛了。假如现在的利率是 10%, 那股票估值才真是高了。现在短期国债利率, 也就是无风险利率, 为零, 所以一切能够产生财富的资产的估值都随之发生了巨大的变化。说来有趣。我带了一本书过来, 作者是保罗·萨缪尔森(PaulSamuelson)。每个学校都教这本书, 它作为经济学的经典教材, 至少有 25 年了。保罗·萨缪尔森曾获得诺贝尔奖。我没记错的话, 诺贝尔经济学奖是从 1960 年代末开始颁发的。保罗·萨缪尔森是获此殊荣的第一个美国人。肯·阿罗(KenArrow)是第二个获得经济学奖的美国人。有意思的是, 他们两个人都是拉里·萨默斯(LarrySummers)(美国前财政部长)的长辈, 保罗·萨缪尔森是他叔叔, 肯·阿罗是他舅舅。

保罗·萨缪尔森是个了不起的人, 他写的书成为了经典教科书。我手里拿着的是 1973 年版的经济学教材。我们应该记住, 是亚当·斯密(AdamSmith)让经济学真正成为一门学科。1776 年, 亚当·斯密撰写了《国富论》(The

Wealth of Nations)。在此之前，他也写过几本书，但是美国建国后他写的《国富论》最著名。

在亚当·斯密之后，涌现了一代又一代杰出的经济学家，而保罗·萨缪尔森是他所处的时代最优秀的经济学家。于是，我翻到这本教材的索引，找到关键字“利率”部分。我查找“负利率”，没找到。我又找“零利率”，这回找到了。保罗·萨缪尔森，是一位杰出的经济学家，他写这本书的时候，我们已经研究经济学快二百年了。他写道：负利率，我们可以在理论上研究，但是在现实中不可能出现。这是他在 1970 年代写的，那时候可不是中世纪的黑暗时代。他写了这句话，没有任何一个经济学家出来反驳说，“把这句话写到教材里是错的”。现在，在我们的现实世界里，去年出现了零利率，上一周，四周期的短期国债出现了零利率。伯克希尔持有大量国债，假设我们持有 1000 亿美元的国债。实际上，我们持有的国债不止 1000 亿美元。这 1000 亿美元的国债，疫情之前，每年能给我们带来 15 亿美元的收益。按照现在的利率，以两个基点计算，我们每年只能得到 2000 万美元。这相当于一个人的工资从月薪 15 美元降到 20 美分，真是一个天上、一个地下。政府是有意为之。美联储的政策使然。

2012 年，欧洲的马里奥·德拉吉(Mario Draghi)说了那句名言，“不惜一切代价”。这次，美联储向德拉吉学习，也“不惜一切代价”，为了大力刺激经济，使出了负利率的雷霆手段。美联储公开表示不希望出现负利率，我认为财政部确实也在守着一一定的底线。如果当前的利率确实合理，如果 10 年期的国债价格合理，问题中提到的那些公司，它们的价格其实很便宜。这些公司都能以高收益率创造现金，按照当前的利率，把这些公司的现金收益率进行折现，得出的计算结果会表明它们的股票非常、非常便宜。说到这，大家也看出来了，关键问题就是将来的利率会怎样。有人用收益率曲线计算 30 年后的利率。

我们算是开眼了。一方面财政部大放水，另一方面美联储保持接近零利率的货币政策，结果是皆大欢喜。经济学家关心的是，那些出于良好的愿望而制定的经济政策，会产生哪些有害的后果。政府开启撒钱模式。周三，总统说 85% 的美国人会得到一张 1,400 美元的支票。两三年前，有一项统计表明，40% 的美国人在紧急情况下连 400 美元的现金都拿不出来。现在直接给 85% 的美国人发这么多钱。到目前为止，我们还没看到什么有害的结果。大家都感觉良好。领到钱的人高兴。只有放贷的人不太开心。但是，股票涨了，经济繁荣了，选民们笑逐颜开。是否会有别的结果，咱们拭目以待吧。

只要有有害的后果没出现，我们一定会看到这样一幕：水一直放，越放越多。在经济学中，每一项人为的政策都可能产生副作用。所以说，像 Google、Apple、Microsoft 这样的公司，它们都是资本回报率极高的公司，不

需要大量资本投入，却能创造大量现金。想通过购买国债获得那么高的收益率，根本没门。我们持有 1000 多亿美元的国债，按照现行短期利率计算，一年只能收个 3000、4000 万美元。

政府当局就是要通过这样的货币政策来刺激经济。这和欧洲刺激经济的做法如出一辙。我们的刺激力度更大，还加上了财政政策。所有人都感觉良好。人们对天文数字没有感觉。人们只知道 1400 美元到手了，不清楚万亿美元是什么概念。我们将继续关注事态的发展。我和查理认为，**在我们经历过的经济学现象中，我们眼前正在上演的这一幕，最耐人寻味。**你说呢，查理？

芒格：是的。我想说的是，那些职业经济学家，眼前发生的这一幕，让他们大跌眼镜。我想起了丘吉尔评论克莱门特·艾德礼(Clement Attlee)的话。丘吉尔说："克莱门特是个非常谦虚的人，他确实有很多该谦虚的地方。"这话同样适用于职业经济学家。他们曾经自信满满，现在看来，世界比他们想得复杂。

13，无节制撒钱必然以灾难收场

Becky：还是一个相关的问题，来自 Pat Kane。"美元是世界的储备货币。您对现代货币理论(Modern Monetary Theory)有什么看法？"

芒格：我认为，提出现代货币理论的经济学家也一样，他们自信过头了。没有任何人知道经济接下来会怎样。这次的政策效果立竿见影，出乎了所有人的意料。但是，我深信，**无节制地继续下去，必然以灾难收场。**

14，低利率让浮存金价值大跌

Becky：这也是一个相关的问题。Elle Kandel 问道："现在借贷利率已经如此之低，甚至接近零利率。伯克希尔的保险浮存金也属于借贷，但利率是浮动的。既然如此，浮存金还有价值吗？"

巴菲特：**随着利率降低，伯克希尔的浮存金的价值大幅下降。**正如我在致股东信中所写的，伯克希尔的浮存金具有高度灵活性，是其他保险公司比不了的。但是，利率走低，所有的资金都随之贬值，我们的浮存金也不例外。当出现负利率时，一个国家能够以负利率发行债务，这时就出现了类似圣彼得堡悖论的情况。感兴趣的话，各位可以自己搜索一下圣彼得堡悖论。在圣彼得堡悖论中，经过一系列复杂的计算，最后得到的结果是期望值为"无穷大"。**总之，利率变成零如同地球失去了引力。**把钱借给政府，利率是每年负的 2%，我说的是名义利率，这是一条通往破产的道路。政策就是要把人们往别的地方赶。效果如何，大家也都看到了。其他国家也采用过类似政策，而且比我们更极端。保罗·萨缪尔森等那么多杰出的经济学家，没一个人觉得可能会出现眼前的情况。后果

如何，我们不知道。我们只知道，后果必然会有。

15, SPAC 不但肮脏还很缺德

Becky: 这个问题来自 SamButler。他是伯克希尔的老股东。他的问题是："SPAC(特殊目的收购公司)如过江之鲫，是否会影响到伯克希尔物色和收购企业？"

巴菲特：影响很大。据我所知，这些 SPAC 公司基本上必须在两年内把钱投出去，必须在两年内找到公司并完成收购。如果别人拿枪指着我，让我必须在两年内完成一项大型收购，我肯定能买来一家公司，但不会是多好的公司。SPAC 的数量现在有两三百个了。我们还一直面对着来自私募股权基金的竞争。你给别人管钱，你收管理费，赚钱了你分一份，赔钱了没你什么事，那你肯定能把钱投出去啊。很多年以前，我接到过一个电话。打电话来的是个很有名的人。他了解再保险生意。我说："我觉得再保险不是好生意。"他说："是啊。但是，这笔钱我不在六个月内投出去，就得还给投资人了。"

这种激励方式和我们的激励方式完全不同。他们管的是别人的钱，赚了分成，不投出去就得把钱还给投资人。说真的，我们和他们比不了。SPAC 现象不会一直持续下去，但是现在钱都扎堆往这挤。华尔街是哪有钱往哪去，什么赚钱做什么。SPAC 已经风靡了有一阵子了，挂上个名人的旗号，就能被抢购一空。我们在市场中见过很多赌博的现象，SPAC 是其中比较明显的一种。

我准备了凯恩斯的一段名言。现在可以展示一下这张幻灯片。这段话是历史上非常经典的一段话。在这段话中，凯恩斯对投机的分析切中要害。

美国的股市是全世界规模最大的股市。大家可以想象一下，我们的股市有多庞大。在我们的股市里，可以买到世界上最大的几家公司的股份。在我们的股市里，你可以在两三天内完成数十亿美元的进出。比较起来，农场、公寓、办公楼的交易效率就太低了，几个月才能完成一笔交易。股市则不同。在股市里，我们可以买到具有盈利能力的资产，交易的成本非常低、速度非常快、规模非常大。股市的好处特别多。但是市场本身靠赌徒才能赚大钱，赌徒的交易活动频繁，赌徒交的各项费用也多，吸引赌徒入场，股市本身才能发达。

股市有益于人类福祉，但是，股市以人们的愚蠢获利。有人犯傻，股市本身才能赚大钱。幻灯片上显示的年份是 1939。这句话其实是凯恩斯 1936 年写的。1936 年，凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中写道："当企业是稳定的主流，而投机者只是其中的泡沫时，投机者没什么危害。但是，当投机成为汹涌的潮流，而企业沦为其

中的泡沫之时，投机危害极大。一个国家的资本发展式微，赌场的乌烟瘴气大行其道，结果很可能是江河日下。”

在股市，去年来了很多新人，把股市当赌场的新人。成百上千万人新开了账户，他们做短线、炒期权。我这么说吧，去年新加入的赌徒人数达到了历年之最。在股市赌博不犯法，他们用的是自己的钱，其实比买政府发行的彩票赚钱概率还高呢。但是，赌徒频繁交易，最后却是一场空。真不如买入后长期持有。

全世界的人都一样，人的天性中都有好赌的一面。有时候，受周围环境的影响，许多人一哄而上，抢着往赌场里跑，来的人多，走的人少。在一段时间内，造成一种谁都能在股市赚钱的错觉。没人告诉你什么时候 12 点的钟声敲响。午夜的钟声一响，南瓜和老鼠立刻显形。

我们的竞争对手拿的是别人的钱，也有人拿自己的钱去打水漂的，但主要还是别人的钱，我们比不过他们。我们不是一类人。他们手握重金，只要他们继续得势，好的收购机会应该没我们的份。这个情况我们不是第一次遇到，但算得上是我们遇到的情况里最恶劣的了。你说呢，查理？

芒格：是，没错。我称之为，受管理费驱使的投资。他们买入不是因为值得投资，而是为了赚管理费。这种行为越多，对文明的玷污越严重。在一定程度上，也可以说是道德的败坏。为了来钱快，搞 SPAC，搞衍生证券，搞到最后，非把我们的文明搞垮。到时候，投机者、监管机构、选民都难辞其咎。看到眼前这一幕幕，我们应当感到羞愧。

巴菲特：天下熙熙皆为利来。

芒格：是为了利，但做那些事的人，还是缺德。不但肮脏，而且缺德。

巴菲特：很多人去股市赌博，我觉得不能说他们是缺德。好赌是人根深蒂固的天性。这些人兜里有钱，他们看到别人赚钱了，觉得自己也不比别人傻。

芒格：我不是那个意思。我批评的不是赌场里的升斗小民。我斥责的是那些坑蒙拐骗的专业人士。

16，现在投资变难了

Becky：下一个问题来自 MoshiLevine。他是一位住在以色列的美国人。他说：“当股票的估值过高，或者处于泡沫状态时，该怎么办？是持有现金，等股票跌下来，到了公允的价格，再买入呢？还是把现金投资到别的什么地方，等股票跌下来，到了公允的价格，把原来的投资变现，然后买入股票呢？”

巴菲特：我和查理经常研究、讨论如何投资我们的现金。我们用现金买了一些股票，这些股票并不是我们特

别熟悉的，这也不是我最喜欢的投资方式。

芒格：以前，我们做投资经常很容易，像瓮中捉鳖一样，现在投资变难了。

巴菲特：为了保护我们的股东、我们的合伙人，我们未雨绸缪，始终持有一部分现金。目前，伯克希尔的现金在总资产中所占比重偏高一些，大概比我认为安全的比例高出 10-15%。很多老股东追随我们几十年了，我们管理伯克希尔时始终牢记着千万不能亏了股东的钱。有些人今天买、明天卖，这样的人，我们不管。**从成立之初起，伯克希尔就有不能让股东、合伙人亏钱的基因，我们也一直为此而努力。**

现在，我们持有的现金是多了些。大概多了 700 亿、800 亿美元左右，占我们总资产的 10%左右。这笔钱是我们非常希望能投出去的。在当前的情况下，我们确实不可能找到合适的投资机会。但是，我想说的是，有时候，在市场中，情况的变化会非常、非常迅速。有时候，市场会风云突变。

有的公司其实很想加入伯克希尔，可惜，当前的市场开出的价格，让它们难以拒绝。我的意思是，有些公司，它们是上市公司，它们很难和我们达成交易，因为别人会开出更高的价格。有些机构管的是别人的钱，出价多高都不在乎。多出来的 700 亿现金，确实让我们烦恼，但是想想我们其它的 7000 亿美元，都找到了非常合适的地方投资，我们也就没什么好抱怨的了。

17，投资变难了，相比国债，我们买了一些相对一般的公司

Becky：沃伦，在股东大会之前，您告诉我，一个问题，在您回答完之后，我可以继续提问。现在我想问一个后续问题。您刚才说您买了一些不是特别熟悉的股票，请问是哪些股票？

巴菲特：我不会说具体股票的名字。另外，也可能有些股票，我以为自己懂了，其实我不懂。有些股票，我们只是大概了解它们的生意，但并没有把它们看透，这样的股票，我们买了一些，是作为一个组合买的。我做个假设，如果我不能取得最高收益就会被枪毙，那我当然选持有这些股票，而不是国债。另一方面，我们手握大量现金。于是，**我们从中拿出了 500 亿美元，买了我认为一般般的公司，但总比买国债强。**投到这些公司中的钱，需要的时候可以拿出来，但这些公司确实并不是我特别看好的。

当我们发现好机会的时候，可以把这 500 亿美元的股票卖了，买更好的。这么大的资金量，挪移起来非常困难。我和查理经常研究这个问题。这些公司，它们是好公司，是不错的公司，问题是，我们对这些公司的了解足够深入吗？我们对这些公司的评估能让我们具备优势吗？这就不好说了。查理，咱们花了很多时间研究这个问

题，你说两句吧。

芒格：毫无疑问，投资更难了。当前局势导致的一个结果是伯尼·桑德斯(BernieSanders)胜利了。现在所有东西的价格都飙升，利率却创下新低，与我们这代人相比，千禧一代想变富的难度大大增加了。因此，在千禧一代中，贫富差距将明显缩小。伯尼赢了，他的胜利纯属偶然，但他确实赢了。(佛蒙特州联邦参议员 BernieSanders 受邀参加总统就职典礼，一众穿着讲究的明星政客当中，Sanders 独自一人坐在观众席上，因为「我不关心时尚，我只在乎保暖」的朴素着装，加上一副被诠释为「谁在乎呢？」的表情，意外一炮走红。)

* * * 下半场 * * *

18，推高股价的回购是不道德的，批评公允价格回购的人，脑袋被门挤了

Becky：这个问题来自匹兹堡的股东 DannyPoland。最近，一位著名的参议员表示，股票回购是一种操纵市场的行为。您经常说，以低于内在价值的价格回购股票，留下来的股东将从中受益。请您和查理分析一下，股票回购活动对社会产生的更深层次的影响。

巴菲特：从本质上来说，回购是把现金分配给希望将股份变现的股东，而其他股东则继续投资、继续积累财富。举个例子，我们台上坐着的四个人合伙做 DQ 冰淇淋的加盟商。我们成立了一个小公司，每个人都出了 100 万美元左右。我们开了几家 DQ 冰淇淋加盟店，生意很红火。我们中有三个人希望继续开更多的 DQ 加盟店，我们要继续创造财富、积累财富。我们希望生意越做越大，财富越聚越多。但有一个人想法不一样，他说："我已经赚够了，想把钱拿出来。"这时，有两个办法。一个是，可以分红，但是四个人中有三个人不想分红。另一个办法是，我们可以以公允的价格把他的股份买下来。一共就我们四个人，我们商量一个公允的价格，把第四个人的股份买下来。有的股东想要变现，公司回购他们的股份，回购价格让留下来的股东受益，也能给选择退出的股东方便。这有什么不好？有些人对回购的批评，让我无法理解。

关于是否派息，我们投过一次票，我们绝大多数人都选择不派息。伯克希尔的股东都是积累财富的人。我们能有这样的股东，一部分原因在于我们向股东宣传的时候，我们就说明白了，**我们伯克希尔是积累财富的公司**。我们从创立之初就是如此，五十七年从未改变。许许多多个人股东，他们都是通过伯克希尔积累财富，都打算终身持有伯克希尔。每位股东的生活情况、资金需求可能会变化，但是只要你是个积累财富的人，你一般都会终身

积累财富。最近，我们几个股东，他们六十多年前就和我们在一起了，现在已经有几十亿美元。他们积累财富并不完全是为了晚年过得好。他们天生就是积累财富的人，他们喜欢积累财富。他们把很多钱都捐了。

一小部分股东想退出，大多数股东想留下来，退出的股东希望变现，公司不把钱发给所有人，而只发给希望变现的人，这多合理啊。回购的价格对大多数人都有益。私人公司，股东们可以自己商量一个公允价格。上市公司，参照市场价格。查理，有什么补充的吗？

芒格：只是为了推高股价而回购股票，这样的行为绝对不符合道德准则。为了留下来的股东的利益，用公允的价格回购股票，这种回购符合道德准则。批评后一种回购的人，脑袋让门挤了。

19, 伯克希尔股东不希望派息

Becky: 好的。这个问题来自 Gary Gambino。他想知道，伯克希尔是否会更改资本回报政策，从回购改为派息。如果资本利得税的税率提高到 43.4%，与回购相比，伯克希尔派息对股东更有利。

巴菲特：是否派息，我们已经进行过一次股东投票。与 REIT 的股东群体相比，与 MLP 的股东群体相比，我们的股东群体不一样。加入哪个群体是人们自己的选择。选择加入 SPAC 群体的人，是盼着股票下周就能大涨的人。伯克希尔成立之初，只有几个人。在此后的 55 年里，加入我们的人越来越多。但是，在我们成立之初，聚在一起几个人就是打算把这份投资作为一生的投资，这是伯克希尔的根基。我们的合伙人知道，如果他们想退出、想变现，他们能以公允的价格变现。我们的合伙人没有退出。**我们的合伙人加入的时候，就没考虑要变现。**我们曾经进行过一次投票，大概 97% 的股东用投票表明，他们不想要股息。

在这一点上，伯克希尔和许多其他公司不一样。可口可乐这家公司是多年来一直稳定派发股息的公司，如果突然改变股息政策，那就乱套了。成百上千万股东，买的时候，可能看中的就是可口可乐稳定的派息。股息政策一变，可口可乐就不是股东预期中的可口可乐了。可口可乐不会变成伯克希尔，伯克希尔也不会变成可口可乐。我们拥有不同的股东群体。这个自我选择的过程始终在持续进行，人们每天都可以改变自己的选择。你愿意加入哪个群体，你自己选。伯克希尔拥有独特的股东群体。

我们不会根据税法的变化改来改去。我们的派息政策与税法无关。伯克希尔绝大多数的股东希望我们继续用伯克希尔的资金进行投资。他们关心的是，我们能否找到合适的投资对象，最好是千亿规模的。回购对我们的股东有好处，他们持有的伯克希尔股份更多了。在我们的股东看来，我们能收购其他公司固然好，但能增加现有股

东持有的伯克希尔股份也是不错的选择。

20, 主席台上不回答政治问题

Becky: 我们收到了许多关于税收的问题。接着我想集中问几个关于税收的问题。这个问题来自丹佛的 Arthur Lewis。他问道: "新政府提高资本利得税、提高公司税、修改递增基数税收减免政策, 请问您怎么看?"

巴菲特: 如果查理愿意回答这个问题, 我很乐意让查理来回答。很久以前, 我说过很多次, 坐在伯克希尔董事长这个位子上, 我不会放弃我个人的政治观点或其他观点, 但也不会用我个人的观点代表伯克希尔发言。对于税收政策, 人们各持己见, 我以前也说过自己的看法。

现在, 坐在伯克希尔股东大会的主席台上, 我的一言一行代表着伯克希尔。我不想回答涉及政治的问题。我认为我在这里谈政治不得体。如果是私下闲聊, 别人问我上次大选我投了谁, 我可以说自己选了谁。我从来没问过我们的任何一位员工, 没问过他们选哪位总统、他们信仰什么宗教。我也没资格打着伯克希尔董事长的名义四处去签名支持各种提案。我写过专栏文章, 但是每次我都说得很清楚, 文章中的观点仅代表我的个人意见。我不想股东大会这个场合发表我自己对税收政策的观点。查理, 你说呢?

芒格: 你说得对。在我看来, 反对资本主义的倾向可能不太对。因为资本主义的发展, GDP 提高了, 每个人的生活都变好了。本杰明·富兰克林有句话说得好: "空口袋站不起来"。为富才能为仁, 美国的大公司, 它们富了, 也更仁义了。也有些公司为富不仁, 例如, 虚假宣传金融产品的公司, 但它们是少数个例。总的来说, 富兰克林讲的那句话是对的。一看到发了点小财的人, 就容不下他们, 我觉得可能不太好。

21, 加州政府赶走富裕的老年人很愚蠢

Becky: 查理, 这有一个关于税收的问题, 是专门问您的。这些年来, 特别是 2020 年, 人们因为各种原因离开了加州, 例如, 生活成本高、税收高等。我知道, 您认为州政府驱使富裕居民离开的税收政策是不明智的。您怎么看待已经离开的人? 您为什么仍然留在加州?

芒格: 我经常说, 我不会为了给子女省 5 亿美元的税而搬家。这是我个人的观点。我确实认为, 州政府赶走富裕居民的政策太愚蠢。很多富裕居民都是老年人, 他们不是犯罪的人, 他们是为当地慈善事业捐款的人。哪个思维正常的政府会把富人赶走? 像佛罗里达州很聪明, 像加州很愚蠢。驱赶富人将损害当地利益。

22, 伯克希尔能够适应任何税率

Becky: 再问一个关于税收的问题。JackRobbins 问道, 将公司税率提高到 25%到 28%, 伯克希尔旗下的公司会受到多大影响?

芒格: 没什么大不了的。不管税率怎么变, 我们都会适应。

巴菲特: 是的。在我看来, 提高税率以后, 联邦政府持有的公司股份随之增加。我不是评论具体的税率应该是多少。我们伯克希尔发行了 A/B 股两类股票。美国政府也持有我们的股票, 我称其为 AA 股, 是一种非常特殊的股票。政府通过这种股票占有我们的一部分盈利。我们的资产还全是我们的, 政府没有份。任命高管、选举董事等公司的人事权、管理权也都在我们手里, 不归政府管。但是, 政府想从公司的利润中拿走多少都可以。我刚开始做投资的时候, 联邦政府要从公司利润中拿走 52%。假如政府将它持有的伯克希尔 AA 股发行上市, 政府的 AA 股只有一个收入来源, 即未来向伯克希尔征收的所有税款, 这只股票值多少钱?

这只 AA 股将保持高比例现金派息。我们留存的盈利越多, 伯克希尔的规模越大, 这只股票越值钱。把税率从 21%提高到 25%、28%、52%, 这只股票也会更值钱。政府持有的是一种非常特殊的股票。经常有人说, 政府向公司多收税, 最后会转嫁到消费者头上。在公用事业公司中, 确实如此, 但公用事业公司是特例。其实, **大多数公司没办法转嫁给消费者**, 我们的大多数公司都不能把增加的税款转嫁到消费者头上。税率增加后, 有的公司发表声明说, 政府要公司多交税, 最后要由所有消费者买单。这只不过是公司一厢情愿的说法而已。税率增加, 受损失的是伯克希尔的股东。**我们的股东才是为税率增加买单的人**, 不是股东是谁呢?

政府真可以成立一个公司, 名字就叫伯克希尔税收公司。这个公司的利润来自我们每年缴纳的税款。政府的这家公司能卖多少钱? 人们常说政府背负着巨额债务, 没有资金偿还。伯克希尔税收公司是联邦政府的一项隐藏资产。政府持有伯克希尔的一部分, 这部分是多少, 政府说了算。

23, 税法不会影响捐赠计划

Becky: 最后一个关于税收的问题, 来自 WilliamBarnard。"在《伯克希尔所有者手册》中, 沃伦, 您写道, '我去世以后, 不会因为需要现金而卖出我的股票, 也不会出于税收原因而卖出我的股票。'最近, 拜登提议, 一个人去世后, 将他的未实现收益按照已卖出处理并征收 43.4%的税款。您是否会因此改变您原来的说法? 是否会在您去世后, 出于税收原因而卖出股票? "

巴菲特: 税法可能明天就修改。税法总在变, 过去也改过很多次。我完全可以向社会保证, 我去世后, 我

99.7%的遗产只有两个去向，一个是慈善机构，一个是联邦政府。具体的分配规则由联邦政府制定。我更愿意看到我的遗产被捐给慈善机构。慈善机构的负责人能发挥自己的聪明才智，把这笔钱用对地方，让这笔钱发挥更大的作用。联邦政府只会拿这笔钱偿还债务，让政府的债务减少 1000 亿美元。政府的债务多或少这 1000 亿美元，都没什么两样，世界不会因此有任何不同。在今天这个环境中，1000 亿美元对政府来说不算什么，政府可以发行 1000 亿美元的债券，利息那么低。当然，今天的环境不可能一直持续下去。但是，就我个人而言，我只是说我个人的观点，而不是评论公共政策，我还是觉得……。总之，就算政府都收走了，我也不在意。我这是说真的。

芒格：我相信，你一定不会在意的。

巴菲特：查理的意思是，那时候我早死了。如果美国的民主决定应该把我的遗产全收走，我想不会这样的，也不应该这样，说是这么说，真收了，又有什么的？我还是希望我的遗产能为人类做出更大的贡献。也就是说，我希望把我的遗产交给明智的人，他们追求人类福祉，不汲汲于名利，在 10 年、20 年、30 年或 40 年后，能把这笔钱用好。

这笔钱到了政府手里，就只能用于偿还国债了。这笔钱不可能改变最低工资标准之类的。这笔钱只能是一串数字而已。也许有一天政府预算中会有这么一行小字，“来自巴菲特，日期，”后面紧跟着串数字。我本人希望我的遗产留给民间的慈善机构使用。最后到底如何，由美国人民通过他们的代表决定。

24，我们低估了疫情的风险

Becky：这个问题是问阿吉特的。提问者是来自密苏里科技大学的 Don 教授。他问道：“贾因先生，通过新冠病毒的爆发，我们对系统性风险和相关性风险有了哪些更多的了解？”今后，我们会做出哪些改变？”

阿吉特：在保险行业中，我们在考虑需要应对的风险因素时，经常会将疫情风险考虑在内。尽管如此，经历了这次疫情的严峻考验，我认为，我们得到的最大的教训是：虽然我们知道疫情是一个风险因素，但是我们整个行业都把疫情风险低估了，对于这项风险的定价，都给的太低了。我们有的人认为疫情最多是百年一遇，即使是百年一遇的事件，概率也是相当高的。我们学到的最大的教训是，对于疫情这样的风险，我们需要重新评估、重新思考它们多长时间会出现一次。另外，就整个保险行业而言，在确定风险的相关性方面、在评估整体风险并确定我们的承受能力方面，我们仍有很大的欠缺。

疫情夺去了很多人的生命。除此之外，我们保险行业还提供了赛事取消险，例如，NBC 购买了奥运会转播

权，并投保了赛事取消险，避免其转播权因奥运会取消而一文不值。在给赛事取消险定价的时候，我们考虑了地震的风险、恐怖袭击的风险等等，但是我们完全没把疫情风险考虑在内，我们的定价中没有涵盖疫情风险。我想，从今以后，整个行业都会吸取教训，我们将在整个保险组合中全盘考虑疫情风险，而不是只在局部范围内考虑疫情风险。

Becky: 补充一下，Don 还提到了，他希望在阿吉特回答完这个问题后，台上在座的其他人也能发表看法。

巴菲特: 阿吉特刚才提到了，许多投保人购买了赛事取消险。为了防范奥运会取消、美国不参加奥运会带来的风险，许多投保人购买了赛事取消险。投保人可能针对奥运会、美国队准备了大型的广告宣传活动，必须考虑到各种可能出现的风险，因此纷纷购买赛事取消险。保险公司在给赛事取消险定价的时候，可能没有在价格中涵盖疫情风险，把价格定低了。五六年前，比尔·盖茨发表过一个 TED 演讲。人们没把他说的当回事。我们这次经历的疫情还不算最严重的。这样一次不算最严重的疫情，已经给人类造成了沉重的打击。

保险公司可能会发现，有些风险本来不是它们要承担的，现在却要承担。就投保人而言，有些风险不是他们当初要投保的，现在却要保险公司赔付。还有别的风险呢，比这次疫情大得多的风险。举例来说，核战争风险，联邦政府早就很清楚，私营保险行业无法承担大规模核战争导致的金融风险。

经过这次疫情，在将来的保单中，措辞会更加准确、界定会更加清晰。顺便提一下，从英国保险行业的情况来看，在大量索赔中，都判定保险公司需要赔付。美国和英国的承保方式不同，没有投保的风险，就不会得到赔付。在美国，法院做出的裁定基本都是保险公司无需赔付。至于伯克希尔，我们这方面的保险业务不是太多，这个风险也是可以避免的，对伯克希尔影响不大。

25，我们承保的寿险年金险很少，疫情对伯克希尔影响有限

Becky: 下面是一个后续问题，来自 MartinDevine。他请阿吉特和沃伦回答。问题是："你们估计新冠疫情会给伯克希尔的保险部门带来多大损失？"

阿吉特: 从去年到今年第一季度末，我们已经安排了 16 亿美元的保险准备金。由于疫情，交通事故减少，GEICO 从中受益。在计算准备金时，我们并没有把 GEICO 受益这个因素考虑在内。就整个伯克希尔保险部门而言，到目前为止，我们准备了 16 亿美元来赔付疫情风险。我估计，我们的准备金还会增加。我们准备了 16 亿美元。到目前为止，针对新冠疫情风险，整个保险行业准备了 250-300 亿美元。如果你相信专家的话，有保险行业

的专家估算说，整个保险行业可能要付出将近 1000 亿美元，也就是说保险行业还要拿出 700-750 亿美元，从它们的资产负债表和损益表中再多拿出这些钱。按照专家的说法，我们现在准备的 16 亿美元可能远远不够，但是提高之后，也仍然在我们的承受范围之内。

巴菲特：我估计，赔付最多的前五家保险公司里，应该没有我们。**我们承保的寿险和年金险都比较少。**我们收到的寿险理赔多一些，年金险也不是一直持续的，人总有去世的一天。这次的疫情波及面广、冲击大，是人类遭遇的一次大灾难，但是疫情给保险行业造成的损失没那么大。我只是觉得，如果保险行业认为，整个行业要亏 1000 亿美元，那就应该把这 1000 亿美元体现在报表上。**有亏损就要体现出来，是负债就写出来。**我们努力做到，只要我们认为出现负债了，就如实呈现在报表上。这么说吧，如果我们真认为整个行业将亏损 1000 亿美元，而且这 1000 亿美元中，我们占不小的比重，那我们就不会只给出 16 亿美元。我想我已经说的很明白了。

26，南方铁路被收购对 BNSF 有一定的影响

Becky：这个问题是问 Greg 的，也是问沃伦和查理的。提问者是 Blair Miller。他问道："堪萨斯南方铁路(Kansas City Southern)与加拿大太平洋(Canadian Pacific)或加拿大国家铁路(Canadian National)合并后，是否会给 BNSF 带来更加激烈的竞争？此项合并带来的协同效应是否值得付出较高的市盈率？"

Greg：加拿大国家铁路和加拿大太平洋正在竞价收购堪萨斯南方铁路，我们对这笔交易非常关注。这两家公司，无论哪家收购了堪萨斯南方铁路，都会对 BNSF 造成影响。两家公司提出的收购理由是，要打造一条纵贯南北连接加拿大和墨西哥的铁路。在墨西哥市场，我们不是份额最大的，但也有一大块份额。**这笔收购完成后，我们将面对更加激烈的竞争。**这笔收购目前正由地面运输委员会(Surface Transportation Board)审核，我们将密切关注进展情况。这笔交易应当遵循保护公平竞争的标准。我们的专营权以及我们的客户的利益应该得到保障。在这个区域，我们为客户提供联合运输业务。我们希望我们的客户的权益得到保障。因此，我们会在审核过程中发表我们的意见。总之，收购完成后，我们的生意肯定会受到影响。沃伦，我讲完了。

巴菲特：好的。这不算一笔特别大的交易。联合太平洋和 BNSF 都会受到影响，BNSF 受到的影响更小一些。地面运输委员会主要考虑的不是哪家铁路公司受到多大影响，它主要是从货主的利益出发。至于这笔收购的价格，我前面说了，**借钱没利息，还能把钱当回事吗？现在就是这个利率环境。**其实这笔交易很简单就能算清楚。堪萨斯南方铁路是一个普通的铁路公司，它手里有和墨西哥签订的协议，2047 年到期。主要看铁路的运输量。这

笔交易不会带来太大的影响，但有一个数据会变化。以前，加拿大有两条一级铁路，美国有五条。这笔交易完成后，属于加拿大的一级铁路变成三条，属于美国的变成四条。我们一直说美国铁路落后，原来比加拿大强一些。要么是加拿大太平洋，要么是加拿大国家铁路，这笔收购很有可能达成。我记得，地面运输委员会前段时间投了一次票，是四比一，是吗？

Greg：那次投票是审核加拿大太平洋的初始信托结构，投票结果是四比一，您说得对。现在已经进入到了评估阶段。

巴菲特：好的。一般来说，铁路公司之间的收购需要很长、很长的时间进行评估。这次，委员会收到了两种不同的信托提案，只要决定接受哪种提案就可以了，也许很快就会做出决定。我也说不好。就看地面运输委员会怎么履行自己的职责了。

27，这笔收购太贵了

Becky：有一个后续问题。这笔收购估值是否过高，是不是买贵了？

巴菲特：可以这么说，自从我进入到铁路行业以来，各家铁路公司之间的并购从来没停过。加拿大太平洋铁路公司的亨特·哈里森(Hunter Harrison)最先开启并购模式。我们考虑过收购加拿大太平洋。大家都在考虑收购别的公司。这笔交易的价格，我们是不会出的。拿这个价格和联合太平洋的市值比较，堪萨斯南方铁路比联合太平洋还贵。在一定程度上，可以这么说，钱不怎么当钱了。现在利率这么低。当然了，从加拿大太平洋铁路、加拿大国家铁路两家公司的角度来说，堪萨斯南方铁路只有一个。除了收购堪萨斯南方铁路，它们没别的办法扩充版图。我们 BNSF，它们买不到。联合太平洋，它们也买不到。水涨船高。

芒格：反正它们收购用的是别人的钱。

巴菲特：是啊。是别人的钱。自己五年、十年以后就退休了。别人不记得你当初花了多少钱收购，只知道你是不是把公司做大了。投行的人在旁边加油助威。他们高声呐喊：“加价，加价。”他们把数字弄得天花乱坠，他们把表格做得很精美。大笔的费用进了他们的口袋。

28，波音 MAX 机型出了问题，影响了 PCC 的盈利能力

Becky：这个问题来自布鲁克林的 Asher Haft。他是 2006 年成为伯克希尔股东的。他说，您很诚实，很坦诚，犯了什么严重的错误，总是如实地告诉我们。在今年的股东信中，您说您 2016 年犯了个错误，在计算精密机

件公司(PrecisionCastparts)未来的平均盈利时出错了，结果伯克希尔收购精密机件付出的价格高了。2020年，精密机件的盈利大幅下滑，似乎主要是受到疫情以及航空业和旅行业衰退的影响。如果回到2016年，您怎么计算，才能避免这个错误？另外，除了疫情影响，精密机件还有别的更严重的问题吗？

巴菲特：首先，我想说的是，这个错误，不是伯克希尔的错误，是我本人犯的错误。每次我们收购一家公司，我们都会评估这家公司的竞争力的强弱、价格高低、管理层水平如何，等等。**就精密机件而言，我们没有看错管理层。我们算错了它的平均盈利能力。波音的MAX机型出了问题。**这就是概率啊。那么大的公司，什么事都可能发生。类似的事情，我们也都见过。是我没有估算好平均盈利，给的价格太高了。

精密机件是一家好公司。我对精密机件的管理层等各方面都很满意。我们以为与通用电气的发动机合同会很稳定，可惜并非如此。精密机件公司还为电力等其他行业生产产品。收购的时候，我们对精密机件的业务很清楚。没想到的是，精密机件的业务竟然会变得如此萧条。也有一些公司，我们收购之后超出了我们的预期。无论如何，我们将来还会犯错。不是“我们”，是“我”。

芒格：我们其他人也会帮你犯错。

巴菲特：我们做过的收购中，有成功的，也有失败的。我不是专门说精密机件。好就好在，一家公司，在我们收购过来之后，让我们很失望，在我们的整个投资组合中，它占的比例会越来越小。这是自然而然发生的，因为它总是在原地踏步。一家公司，我们收购之后非常成功，例如GEICO。GEICO现在的规模是1996年我们收购控股权时的15倍。在伯克希尔的整个投资组合中，这样的公司占比越来越大。通过这样一个自然的过程，我们的资金就会越来越集中到发展超出预期的公司中。**成功的公司会增加它们所占的比重。**如查理所说，这和养小孩恰恰相反。养小孩，越是坏小孩，越是给你找事。公司和孩子不一样，差的那些就消失了。伯克希尔的雏形是我和查理经营的三家公司。第一个是伯克希尔，纺织公司。第二个是多元零售(DiversifiedRetailing)百货商店。第三个是蓝筹印花(BlueChip)，经营印花票的。我们把这三家公司合到一起成立了伯克希尔。这三家公司最初的生意后来都消亡了。这让我想到了，有人忧心忡忡地质问我们，你们难道不知道煤炭会逐渐被淘汰吗？我们当然知道了。煤炭会逐渐被淘汰，我们又不会被淘汰。哪个生意都不是能天长地久的。最大的风险，招股书中有一个专门篇幅，叫风险因素。我认为，**第一大风险是公司选错了管理者。**但招股书中从来不说这是第一大风险。公司的领导者表面上富有人格魅力、深受董事喜爱，其实只是善于伪装，没有真才实干。这是一家公司最大的风险。这样的

领导者在位 10 年、15 年，把他们放在纺织业、百货业中，他们会一直把生意做下去，不断做大。我看过很多公司，选错了管理者的风险是最大的风险。招股书中的风险不是最大的风险，那都是律师让罗列出来的。

29，比特币是犯罪分子喜欢的货币，我们怎么能够喜欢呢？

Becky：这个问题来自 RaguBoshwell。请沃伦和查理回答。现在加密货币市场的总市值达到了 2 万亿美元。请问你们还认为加密货币是没有价值的人造黄金吗？

巴菲特：好的，我早想到了，会有人问比特币的。我就想啊，"那些政坛人士是怎么避而不答的，我不是看过多少次了吗？"每次看到政坛人士避而不答，我都感到厌恶。这次呢，我也要避而不答了。原因很简单。现在看直播的人里大概有几十万人持有比特币，我和查理，我们两个人是看空比特币的。**是让 40 万人恨我们、不开心呢？还是让我们两个人开心呢？这还用选吗？**我记得，很久以前，内布拉斯加州有一位州长。每次别人问他难以回答的问题时，例如，如何看待财产税？学校应该如何改革？他总会直盯着提问的人说："我说的都是对的。"然后，转身就走。**我说的都是对的。**看看查理怎么说。

芒格：了解我的人都知道，问我这个问题，好比是在公牛面前挥舞红旗。比特币的成功，让我感到痛心。这是一种受到绑架犯、敲诈勒索犯欢迎的货币，我怎么能喜欢？一个人凭空发明出一个新的金融产品，就要把千万亿美元交给他，我怎么能接受？总之，我认为，比特币的发展令人厌恶，比特币的发展损害了我们的文明。我点到为止，不往深说了。

巴菲特：我说的都是对的。

30，我们为德州提供了电力解决方案

Becky：下面是两个相关的问题，提问者是 JamesHernandez。一个是问阿吉特的，另一个是问 Greg 的。两个问题都和埃隆·马斯克(ElonMusk)有关。第一个问题，请 Greg 回答。伯克希尔能源公司建议德州投入 90 亿美元增加发电量。埃隆·马斯克表示，伯克希尔能源公司的建议不合理。马斯克认为，通过电池储能进行负荷平衡才是解决之道。请您向德州的阿尔伯特州长和德州居民解释一下，为什么伯克希尔能源公司的方案更合理？请您具体说一下，与马斯克先生的方案相比，伯克希尔能源公司的方案可以为德州节省多少资金？

Greg：好的。二月份，德州寒潮的断电事故持续了四天左右。这场事故夺去了许多人的生命，也给造成了巨大的经济损失。根据德州政府估算，断电造成的经济损失在 800-1300 亿美元之间。德州的电力部门让民众非常

失望。德州的电力部门没有正常运转，恢复供电以后，又出现了电费飙升的情况。在断电的这四天中，民众支付了几十亿、上百亿美元的电费，支付的电费总额是去年的 10 倍多。对于德州而言，这确实是一次严重的事故。

我们为德州政府精心准备了一套解决方案。我们投入了大量时间，围绕德州的核心问题，制定了这套方案。在制定这套方案时，我们考虑的是，为了保证德州民众的生命和财产安全，我们必须为德州提供一套应急方案。一旦出现紧急情况，我们的解决方案可以立即启动。我们在建议中说的是，可以为德州提供四天的紧急电力供应。如果有需要，我们也有能力提供七天的电力供应。我们给出了我们的最佳解决方案，但我们不是希望我们的方案一定得到采纳，而是希望我们的方案能起到抛砖引玉的作用。如果有更好的解决方案，我们的努力也没有白费。我们只是希望出一份力，我们已经尽力了。如果德州政府能找到更好的方案，如果埃隆或别人能给出更好的方案，我们的态度始终是："德州政府应该采纳最佳方案。"目前，我们仍然相信，我们的方案是一套能给德州解决问题的好方案。我们的方案已经提交，正在由德州政府讨论和评估。与使用电池的解决方案相比，我们的解决方案最大的不同之处在于，我们可以持续发电，持续发电七天时间。至于电池解决方案，它储存的电能只够供电四个小时。我们要解决的问题是，断电可能持续四天，只供电四小时远远不够。两种方案的成本不同，效果也不同。我们的团队给出了一套独特的解决方案，我们因此感到自豪。这套方案是我们与彼得·基威特父子公司(Pete Kiewit & Sons)等供应商通力协作的结果。我们提供的是一套固定成本的解决方案，而且我们可以在 2023 年 11 月份交付。我们有明确的交付日期。可惜，我们无法在今年冬天交付，无法在今年夏天交付。但是，我们的方案是可行的。希望我们通过这个解决方案能为德州解决断电问题出一份力。

巴菲特：是的。另外，我们还在方案中说了，如果我们没有如期交付，我们愿意支付 40 亿美元的赔偿金。我们找到了基威特公司。我们找到了通用电气公司。我们和通用电气协调，"风机什么时候能到位？"如果要在 2023 年完工，就必须尽快行动。何况现在处于通货膨胀时期。基威特给我们提供的报价在一个月之内有效。我们的所有合同还没完全落实到具体数字。基威特应该投入了 100 多人做这件事。

Greg：没错，他们投入了数百人。

巴菲特：通用电气也积极支持我们。我们的解决方案未必是最好的，但我们已经尽力了。如果有人比我们做得更快、成本更低，那很好。不管让谁来做，德州都应该把这个问题解决了，否则会付出代价的。我们如果没有说到做到，我们愿意赔 40 亿美元。我们不会在合同中加上各种限制条款，说如何如何，我们就不赔了。我们没办

法在一年之内完工，我们需要两年时间。

巴菲特：德州的营商环境很好。我们在德州有很多生意。BNSF 铁路的总部就在德州。德州是个好地方。这次断电事故是一次突发事件。有些意外事件发生的概率很小，但公用事业行业必须为应对此类意外事件做好准备。如果说这是 30 年才发生一次的意外事件，你就不做准备了，那是要出人命的。在公用事业行业中，必须留足安全边际。我们给出了我们的解决方案，其他人会给出他们的解决方案。无论选中了哪个解决方案，我们都高兴。当然，如果选中了我们的，我们会更高兴。

31，巴菲特：价格合适，我愿意接马斯克的保单

Becky：阿吉特，上一位提问者问您的问题是这样的：假如有一天，埃隆·马斯克给巴菲特先生打了个电话，马斯克先生说他要向火星发射火箭，并最终实现殖民火星，他想向巴菲特先生咨询一下购买保险的情况，他想为 SpaceX 重型火箭太空舱、有效载荷以及人员安全投保。听完马斯克先生的想法后，巴菲特先生给您打了电话，征求您的意见。您愿意接这单保险吗？

阿吉特：很好回答。不接。谢谢。我不接。

巴菲特：要我说，那得看给多少保费了。另外，我还要看埃隆自己上不上火箭。他上和不上，保费不一样。他敢以身试险，我们更敢承担风险。

阿吉特：投保人是埃隆·马斯克，这样的单子，我不太敢接。

巴菲特：让埃隆联系我，别找阿吉特。

32，我们一直在努力寻找好生意

Becky：这个问题来自加州的 Michael Lu，请沃伦和查理回答。您在股东信里写道，有些公司只需要很少的资产，却能创造很高的利润，投资这样的公司获得的收益最高。在当今世界，您说的这种公司很多都在软件行业。过去，伯克希尔对高成长的科技公司采取回避态度。近年来，伯克希尔先后投资了 Apple 和 Snowflake，伯克希尔的态度似乎在逐渐改变。作为股东，我们是否可以认为，在伯克希尔的投资组合中，高利润公司所占比例将越来越大，特别是 Todd 和 Ted 在投资决策中日益发挥更重要的作用。

巴菲特：我们一直都很清楚，**最让人梦寐以求的公司是那些只需要很少资金、却能实现高成长的公司，Apple、Google、Microsoft、Facebook 是其中的典型代表。**Apple 的物业、厂房和设备只有 370 亿美元。伯

克希尔的物业、厂房和设备是 1700 亿美元。但是，Apple 赚的钱比我们多多了。Apple 做的生意比我们的好，比我们的好很多。Microsoft 的生意也比我们的好很多。Google 的生意也比我们的好很多。

这个道理，我们早就知道了。这个道理是我们在 1972 年收购喜诗糖果之后明白的。喜诗糖果根本不需要什么资金投入。喜诗有两三个厂房，在喜诗内部，他们管厂房叫厨房。喜诗的库存很低，只有特定季节来临时，库存才比较高。喜诗的应收很少。这些生意是真正的好生意，但是它们的价格也是最贵的。好生意一个是稀有，另一个是未必能一直好下去。我们一直都在努力寻找好生意。我们找到了几个相当好的生意，但是我们没有像 Apple、Google 等那么大的好生意。好生意，所有人都想要。资本主义的核心就是，人们都追求资本收益率。投入的资本少、收益高，资本收益率当然高。一个生意，要投入大量资本，那就不行了。

公用事业行业需要投入大量资本。所以，公用事业公司的资本收益率不高。公用事业公司就是需要投入大量资本。公用事业公司也能实现资本收益，但实现不了多高的资本收益，和 Google 那样的公司根本没法比。在我们为德州准备的方案中，我们提出我们要获得的收益率，我没记错的话，应该是 9.3%，很多美国公司的股本回报率都比 9.3%高多了，公用事业公司比不了。

Becky: 查理，您有什么补充的吗？

芒格：没有。谢谢。

33, 我们不会让 Todd 和 Ted 教别人投资

Becky: 这个问题来自纽约市的 RyanFusaro。他说："这些年来，Todd 和 Ted 为伯克希尔做出的贡献越来越大。他们管理的资金量越来越多，包括伯克希尔持有的 Apple 股票。他们为伯克希尔的并购活动出谋划策。他们还参与了伯克希尔与亚马逊、摩根大通合资组建但最后解散的医疗保险公司。我们很感谢他们为伯克希尔做出的贡献。然而，Todd 和 Ted 仍然未能在每年的股东大会上与我们见面。考虑到他们对伯克希尔的贡献，请问他们是否应该出席股东大会，将来我们能否倾听他们的发言？

巴菲特：他们两个人都绝对是超一流的。正因为如此，我不想让他们回答别人关于股票的各种问题。他们是伯克希尔的财富。我们为什么要让他们教别人？把别人教会了，反过来和我们竞争？人们就不应该有这个非分之想。默克或辉瑞会告诉你，他们的科学家正在研究什么、研究进度如何、哪些方法行不通吗？默克或辉瑞说了，不都让你学去了？他们两个人都懂如何评估生意，这已经是很了不起的才能了，他们的才能还不止于此。他们是

伯克希尔的财富。他们热爱伯克希尔，他们每周都工作很多个小时。我不想让他们出来亮相，让别人问他们各种问题，什么你看好哪个行业之类的。

34, 中国前途不可限量

Becky: 这个问题请查理回答。提问者是亚特兰大的 Steven Tedder, 他作为伯克希尔股东有十年了。问题是这样的: "您和您的朋友李录对于中国的投资机会持有非常乐观的态度。2008 年伯克希尔买入的比亚迪已经开花结果, 如今市值高达 58 亿美元。最近, 阿里巴巴的创始人马云受到了官方的点名批评, 马云的另一家公司蚂蚁金服上市被叫停。然而, Daily Journal 却大量买入了阿里巴巴的股票。您现在如何看待中国? 在今后几十年里, 中国是否会允许巨头公司继续发展?"

芒格: 我认为中国政府会让公司继续发展。共产党领导中国创造了历史上最大的奇迹之一。共产党的杰出领导人在新加坡考察, 看到了当地的富足。于是, 他们说: "妈的, 我们不能再穷下去了。新加坡多富裕, 我们要和他们学。" 这些杰出的领导人改变了共产主义, 他们接受了亚当·斯密的理论, 把亚当·斯密的理论融入到了共产主义中, 形成了具有中国特色的社会主义。中国有了自由市场, 创造了许多百万富翁。这些杰出的领导人扭转乾坤、居功至伟。在转变思想这方面, 沃伦和我做得不够好, 很多时候, 我们转不过弯来。

中国的变化是翻天覆地的。改革之后的中国, 滚滚向前。中国的人均收入大幅提高。短短几十年, 8 亿中国人摆脱了贫困, 如此成就, 堪称史无前例。中国人让我敬佩。中国政府将来仍然会让人们赚钱。中国的领导人已经有了成功经验。那位中国的领导人说得好: "不管黑猫白猫, 捉到老鼠就是好猫。" 这句话深得我心。

巴菲特: 在前面给大家看过的市值最高的 20 大公司列表中, 有三家公司来自中国。30 年后, 应该会有所变化。我估计会有更多中国公司上榜。但是, 我认为中国公司的上榜数不会超过美国公司。谁知道呢? 中国取得的成就令人惊叹。中国找到了正确的道路。找到了正确的道路, 品尝到了成功的喜悦, 一定会沿着这条路继续走下去。未来如何, 我们拭目以待。我认为, 中国公司将不止三家。我也认为, 美国公司会比中国公司多。

芒格: 确实令人惊叹。

35, 前财长拉里·萨默斯(Larry Summers)有勇气说真话

Becky: 这个问题来自密西西比州杰克逊市的 Tim Medley。他是 1987 年成为伯克希尔股东的。他问道: "3 月 19 日, 著名经济学家、哈佛大学前校长、奥巴马总统时期的财政部长拉里·萨默斯, 批评了乔·拜登总统 1.9 万

亿美元的《美国纾困刺激计划》(AmericanRescueStimulusPlan)。在接受彭博电视(BloombergTelevision)采访时，他说：'我非常担心，**我们有可能陷入高通胀**，也可能陷入财政政策和货币政策的严重冲突。政府的刺激计划太过火了。'他还说：'这是过去 40 年来最不负责任的宏观经济政策。'对此，您有什么看法？"

巴菲特：拉里肯定读过他叔叔保罗·萨缪尔森写的经济学教材。拉里是个非常睿智的人。他把所有可能发生的情况列举了出来。自从他接受采访、发表了自己的意见以后，我们听到了更多类似的声音。**是药三分毒，经济刺激政策同样如此**。我们真的能背负越来越高的债务，而且债务成本还非常低吗？以前，大家也都不相信日本政府债券能长久，很多人前赴后继地做空日本政府债券。结果呢，所罗门的人给日本政府债券起了个绰号叫"寡妇制造者"。坦白讲，我们不知道。拉里的话值得重视，正反两方的观点都有道理。

我们不知道，当前的政策将带来怎样的后果。我们知道的是，正如杰伊·鲍威尔前段时间说的，以前我们认为负债水平达到 GDP 的 100%就已经非常危险了，现在这个标准不适用了。以前，100%是所有人都认可的标准。我们懂得了一个道理，很多以前我们认为是对的，其实不对。至于我们现在做的对不对，我们还不知道。我们遵守的黄金法则是：**在清楚地认识什么是自己不知道的基础上，走这样一条路：无论将来如何演变，我们都能取得良好的结果。这是我们伯克希尔遵循的行事准则。我们不认为自己有本事靠预测宏观经济赚钱。只要我们遵守我们的准则，而不是以利润最大化为导向，我们最终一定能获得良好的结果。**

芒格：现在谁都不知道拉里说的是对是错。

巴菲特：但是，拉里可是个聪明的人。

芒格：他确实是个聪明的人。他能说出这样的话，很有勇气。他差不多是第一个公开说出这番话的人。我很佩服他。

巴菲特：是的。**他讲了这番话，也别想去政府任职了。**

芒格：是啊。我因此更敬佩他。不管是不是政府官员，能说真话、说实话的人，我就喜欢。

36, 我们不希望持有的银行超过 10%

Becky：在前面的回答中谈到过银行了，这个问题也是关于银行的。来自瑞士的 JeromeBernard 问道："请问伯克希尔为什么在 2020 年减持了大部分银行股，只有美国银行保留不动？您如何看待银行业的未来？"

巴菲特：总的来说，我觉得银行是不错的生意。**考虑到将来可能出现的风险，我觉得我们持有的银行股比例**

有些高了。我们持有美国银行的股份超过了 10%。如果我们持有一家银行超过了 10%，无论是对这家银行来说，还是对我们来说，都非常麻烦，银行比我们更麻烦。有很多监管规定要遵守。我看好美国银行，看好布赖恩·莫伊尼汉(Brian Moynihan)。我觉得银行生意也是不错的生意。但是，我们把所有银行的仓位都降低了。我们不想让我们持有的其他银行超过 10%。我们也不希望增加持有的美国银行的股份。总的来说，我们只是不想让银行的仓位占比像以前那么高。与 10 或 15 年前相比，目前美国的银行业要健康得多。在全球范围内，许多其他国家的银行令人担忧。我们的银行比 10 年、15 年前好多了。一旦出现经济骤停，美国各大银行后面有美联储这个强大的后盾。伯克希尔没有美联储这个靠山，我们只能自求多福。

37, 对 Verizon 不予置评

Becky: 这个问题来自洛杉矶的 MattY。您最近购买了大量 Verizon 的股票。您能否从传授知识的角度出发，给我们讲讲您这笔投资的逻辑？总的来说，大家都认为电信公司只是哑管道(dumb pipes)。它们投入了大量资本开支，建造 5G 基础设施，结果是为人做嫁衣，让 Facebook、Uber、Airbnb、DoorDash 等科技公司坐收渔利。

巴菲特：我觉得提问者分析得很好。我们没有义务讲解我们为什么持有某只股票，也不会透露我们的买卖还是怎样。所以，这位的问题，只能留给他自己了。从他的提问来看，他应该有这个能力，可以自己想清楚。

38, 政策的影响不在我们考虑之内

Becky: Slavin Vucal brought 问道，参议员乔希·霍利(Josh Hawley)最近提出了一项新的反垄断提案，建议禁止市值超过 1000 亿美元的公司进行并购。他的这项提案可能不会通过，但是反垄断的监管日益严格，可能对伯克希尔构成重大风险。从长远来看，如果政府禁止伯克希尔进行收购，伯克希尔将受到怎样的影响？伯克希尔的董事会是否研究过这个问题？

巴菲特：我们没专门讨论过这个问题。我们的董事会非常熟悉伯克希尔的运营、伯克希尔的理念、我们如何进行资本配置等等。显而易见，反垄断法有变化，伯克希尔会受到影响，税法有变化，伯克希尔也会受到影响。很多问题，我们去讨论的话，都可以说上几个小时。然而，那些问题的意义有多大？相关变化的风险有多大？是 22.3%吗？一般的上市公司董事开会讨论类似的问题，一年三四十万美元的薪酬轻松到手，何乐而不为？

我们关心的不是这些问题。我们的董事会最关心的是保护好伯克希尔的文化，一旦出现 CEO 不称职的情况，

董事会可以及时出面解决问题。对于任何一家公司而言，董事会面临的~~最大风险都是选错了 CEO~~。我曾经在 20 多家公司的董事会中担任过董事，遇到过好几次 CEO 不称职的情况。~~有时候，很难把不称职的 CEO 换掉~~。公司始终由一个不称职的 CEO 领导，一年又一年就那么过去了。如果有人发出声音，指出 CEO 不称职，那还好。可惜，公司的董事每年拿着三四十万美元的报酬，完全不作为，更何况 CEO 还每年都提议给董事加薪。有的 CEO 才干平庸、难堪大任，但他是个老好人，在这个位置上很努力，那就更不好换了。

发现 CEO 不称职，我们的董事会将果断采取行动。我们可能通过私下的交流，在小范围内解决问题。以 BNSF 铁路为例，在日常工作中，伯克希尔的董事会关注的是 BNSF 铁路的经营情况、BNSF 的 CEO 凯蒂·法默的工作做得如何、堪萨斯南方铁路的收购是否会对我们造成重大影响等等。也许我们的董事私下里可能会聊到，按照某一项预测，伯克希尔 2050 年会受到怎样的影响。但是，在董事会的日常工作中，我们从来不讨论这样的问题。查理，请补充。

芒格：没什么补充的。

39，大额保险领域竞争激烈

Becky：这个问题来自 DonGraham，是在会议期间收到的。DonGraham 听了您前面讲的话，有一个问题。他想知道，为什么沃伦说伯克希尔迅速提供大额保险的能力没有过去那么值钱了？

巴菲特：总的来说，~~是需求减少了~~。我记得，在 911 事件之后的一段时间里，有些细节我可能记得不太清楚，举个例子，国泰航空无法在香港降落，除非下周一之前买好保险。我们可以在下周一之前承接这单保险。阿吉特给我打了个电话，说了他开的价格，我告诉了他，我开的价格。我们有能力接这个单子。万一风险发生了，我们承受得起。我记得，在 911 事件之后，西尔斯大厦也找我们投保。他们担心恐怖分子在大厦安放炸弹。在那段时间里，找我们投保的一下子多了起来，我们都能给他们报价。911 事件之后的环境只持续了一段时间。

汉克·格林伯格(HankGreenberg)领导 AIG 的时候，他可以做到像我们伯克希尔这样。但是，十几个、二十个人一起决策，就没我们这么快的响应速度。另外，很多保险公司只能承担一定限度之内的风险。我们响应速度快，承担风险能力强。人们也都知道，来伯克希尔买保险，万一风险发生，我们肯定会赔，而且我们也赔得起。阿吉特，你补充一下吧。

阿吉特：好的。~~不只是需求减少，供给也增加了，竞争更激烈了~~。许多保险公司没我们这么强的风险承担能

力，但是它们会联合起来，也能轻而易举地承担 10 亿美元的风险。我们的竞争优势还在，只是没过去那么大了。

40，卡夫亨氏有一个优秀的管理层。错误的理论不断重复就会信以为真。

Becky：这个问题来自一位苏格兰的股东。他问：在新冠疫情之前，卡夫亨氏(KraftHeinz)业绩低迷。在过去 12 个月中，卡夫亨氏的经营情况如何？请问沃伦、查理和 Greg，你们认为卡夫亨氏的短期和长期前景如何？

巴菲特：Greg 在卡夫亨氏的董事会担任董事。我觉得，我们对卡夫亨氏品头论足不太合适。多年以前，在收购亨氏的交易中，我们与 3G 开始合作，后来我们又携手收购了卡夫。作为合作伙伴，3G 履行了自己的职责，而且还做了更多。我们也履行了我们的职责。在伯克希尔与 3G 的合作中，我们负责提供资金，3G 负责具体的经营。在处理重大事项时，3G 也会征求我们的意见。但是，就卡夫亨氏这只股票的具体表现而言，我们认为，我们去评论，不太合适。

Greg：是的。沃伦，我只补充一点。我认为，3G 选择的 CEO 傅玫凯(MiguelPatricio)能力很强，他为卡夫亨氏建立了一个很优秀的管理团队。我们很信任卡夫亨氏现在的管理层。目前，卡夫亨氏拥有卓越的领导和强大的团队。他们富有执行力，聚焦于改善资本结构、减轻债务负担。现在的管理层应该能让公司的前景更光明。

巴菲特：嗯。在将来的年报中，我可能会拿出一定的篇幅，谈谈人们对自己公司的错误观念，这个问题其实非常普遍。它的表现形式多种多样，我亲自见到过很多次。在过去二三十年中，这个问题更严重了。公司的 CEO、投资者关系部，总是和分析师保持定期联系。每一两个月，他们就把自己公司的情况重复说一次，说多了，大家都信了。不可能 CEO 刚讲完什么，两个月后，突然跳出来一个人说："不对，我们的 CEO 讲得不对。"这不是自己打自己的脸吗？所以，公司上上下下都沿着老路继续走。

很多公司里都存在类似的错误观念，表现形式多种多样。我能举出很多例子，但是，今天我不会说。很多公司的管理层和我都认识，我不能揭他们的底。公司里确实有很多错误观念，有的是从上一任 CEO 传给下一任 CEO 的。想想看，上一任 CEO 亲自选择了新任 CEO 做接班人，新任 CEO 怎么能说他的上一任做错了、说错了呢？不可能的。于是，新任 CEO 继续重复错误，最后铸成大错。不举例子，很难说清楚，我又不想举例子。也许将来我会写点相关的东西。查理应该有独特的见解。查理和我一起当过董事。我见到的，他也见到过。这个问题，不仅在商业领域存在。在教育等很多其他领域，也非常普遍。

芒格：是啊。就算是错的东西，也经不起一直说。挂在嘴边一直说，每多说一次，自己的脑子就多信一分。

在人类的所有名言中，我最喜欢的一个金句来自英国著名演员塞德里克·哈德威克爵士(SirCedricHardwicke)。他说："我入戏一辈子，把自己都演没了。"很多人在骗自己，几乎所有政坛人士都在骗自己。

巴菲特：在公司里，同样的话重复说了很多遍，会变得根深蒂固。现在的 CEO 频繁讲话，CEO 不断重复自己错误的想法，下属不可能提出质疑。说多了，时间长了，公司上下都信了，危险也就不远了。

芒格：是的。还有一些年轻人，他们接受了自由教育之后，认为他们的灵感直接来自上帝，他们的脑子也和政坛人士一样废了。

巴菲特：脑子不好的老年人也有。

芒格：老的那些是脑子早就废了的。

巴菲特：老的死得更快。

芒格：精神病不分老少。

41，撼动医疗行业既得利益极为困难

Becky：这个问题来自 BillBegley。他说："伯克希尔、摩根大通和亚马逊成立了合资公司，希望能联手改变美国当前的医保现状。后来，我只在新闻中得知合资公司解散了。能否告诉我们具体情况是怎样的？您从中学到了哪些经验和教训？"

巴菲特：美国的医疗支出在 GDP 中占比 17%，我们体会到了要撼动庞大的医疗行业有多难。在此过程中，我们实现了一个比较小的目标，可能伯克希尔获得的好处比摩根大通和亚马逊多。毕竟，在此之前，伯克希尔对自己旗下子公司的了解不如摩根大通和亚马逊。在管理方式上，它们两家公司比伯克希尔更加集中。我们借此机会更深入地了解了伯克希尔旗下的六七十家子公司。这种自上而下式的集中调研，让我们发现了需要节约的地方。我们发现了哪些地方存在低效和浪费。在一起做这件事之前，我们的两家合伙公司比我们更了解自己。所以说，我们可能从这件事中受益更多。我们发现，以前有些地方，我们做得不对，要改。从这个角度来讲，我们做这件事没白做。

至于大的目标，我们是想做出改变，但是很多人在其中都有既得利益，另外，现行的医保缴纳方式也几乎是动不了的。要说现行的医保缴纳方式，就要追溯到一个叫比尔兹利·拉姆尔(BeardsleyRuml)的人。很少有人听说过比尔兹利·拉姆尔。他间接影响了现在的医保缴纳方式。1941 年，比尔兹利·拉姆尔颇具创意地发明了代扣税款

的做法。因为有了代扣这种做法，如今，每年的4月15日，人们不必一边开支票，一边痛恨制定政策的人、痛恨政府，反而会笑逐颜开，像过年过节一样，该交钱的时候不用自己交，有公司给交，而且交的还多。

在缴纳所得税的时候，你可能会意识到，公司每年给你交保险的这笔钱，每年交的1万美元、1.5万美元，这笔钱是属于你的。公司确实要拿出这么多钱给你买保险，但是公司交钱这个过程，你看不见。保险的钱，是公司交的。在医院等候看病的人，大多数都有保险，用不着担心医疗费，只有个别的人没参加保险。但是，人们不知道，如果公司不给他们交保险，公司可以把这笔钱作为额外的工资发给他们。可惜，我们的税收系统有个奇怪的规定，公司给你交保险，公司可以抵扣税款；你自己交保险，你不能抵扣税款。

按照现行的医保缴纳方式，人们觉得不是自己花的钱。人们对这种现状感觉良好。

芒格：感觉好极了。

巴菲特：是，一点都不夸张。就联邦所得税而言，从政府的角度来说，采用代扣税款的方法真是太有创意了。假如没有代扣这种做法，让人们在4月15日亲手开一张大额支票，多少人都得气疯了。人们不愿那么做，现在好，不用他们亲手交。人们很尊敬医生。人们不愿看到医疗支出在GDP中占比高达17%。17%只是个无形无影的数字。令人尊敬的医生却是真实的存在。有名望的人都愿意担任医院的董事。许多人对现在的体系很满意。我们没能做出什么改变。现在美国的医疗支出占GDP的17%。其他主要国家的占比都不到11%。在疫情中，美国的死亡率，即死亡人数在总人口中的占比，排在非常靠前的位置。美国的死亡率不是最高的，但比大多数国家都高。我们钱花的多，效果却差。在这次疫情中的平均死亡率上，表现很明显。

芒格：沃伦啊，你没能撼动这座大山，但至少你尽力了。新加坡医疗支出的GDP占比仅仅是美国占比的20%，而且新加坡的医疗体系还比美国的效果更好。你要撼动的是一座大山，你也发现了，要人们放弃既得利益有多难。

巴菲特：是的。我以前说过，我们要斗一斗经济中的绦虫，结果绦虫赢了。

芒格：嗯。绦虫赢了。说得好。绦虫，是个好词。

巴菲特：这个措辞可能不太得体。

42，没有正确的文化，放权是行不通的

Becky：这个问题来自塔尔萨市的MarkBlakely，请沃伦和查理回答。在谈论伯克希尔时，经常提及的是保险

生意、以及保险以外的铁路、能源等生意，这些是您在 2019 年的股东信中所说的参天大树。除此之外，伯克希尔还有许多子公司，很多子公司是从来没有谈到过的。将来发展到一定程度，伯克希尔是否可能大到难以管理？有很多伯克希尔旗下的公司，我们股东并不了解。将来伯克希尔的规模是否可能太大了、太复杂了？

巴菲特：规模大到一定程度，有的事就没法做了，这是肯定的。例如，我们不可能像过去一样，把时间花在寻找 1 亿美元规模的收购机会上。

我们在沃思堡市(FortWorth)有一家特别出色的子公司(TTI)。这家公司的经理人(PaulAndrews)特别优秀。他最近去世了。这家子公司一直都是他在管理。十五年前，他把公司卖给了我们，之后一直都是他在经营。我连这家公司的门都找不着。还有一家很出色的公司，是生产房车的(ForestRiver)，总部在印第安纳州的埃尔克哈特市(Elkhart,Indiana)，也是我们十五年前收购的。我从来没去过这家公司。也许，只是某个人躲在小黑屋里编造数字，每个月送给我。虽然没去过，但是我觉得我真正能看懂这家公司。我没亲自去过。这家公司的管理者(PeterLiegl)喜欢经营这家公司。他愿意让我离得远远的。他和 Greg 联系的多一些，比和我联系的多。

我们伯克希尔有自己的一套机制，优秀的生意、优秀的经理人在伯克希尔如鱼得水。我们要做的是找到优秀的生意、优秀的经理人，让他们加入伯克希尔，然后，我们要给他们创造良好的环境，让他们茁壮成长。

以 TTI 公司的保罗·安德鲁斯(PaulAndrews)为例，他白手起家创立了 TTI。在伯克希尔收购 TTI 之后，在他的管理下，TTI 的利润增加了八倍。他工作得很开心。公司的员工很开心。他是一位非常优秀的人。我们也很开心。每年年末，我给他打电话，我说："保罗，你干得太漂亮了，应该给你加薪，或者发奖金。"他总是说："沃伦，明年再说吧。"他就是爱自己的公司。我爱伯克希尔。他爱 TTI。我不会画蛇添足，给他找麻烦，让他去填写什么报告，说明他排放了多少二氧化碳。像保罗·安德鲁斯这样的人怎么可能做出对社会有害的事呢？对于伯克希尔而言，TTI 这样的公司，多多益善。

显然，伯克希尔的规模越大，我们的收购越难。好在我们已经聚集了很多好生意。从近期来看，我们确实没有任何机会。从长远来看，相信我们仍然有机会进行收购。我们回购了股票，略微增加了我们在已有的好生意中所占的权益。我们的回购是看价格的。如果我们将来继续回购，我们的股东在这些好生意中所占的权益将继续增加。查理，请补充。

芒格：好的。在我看来，伯克希尔没有大到无法管理的程度。我们伯克希尔和美国的任何一家大公司都不

同，我们是高度放权的。伯克希尔充分放权，子公司的积极性完全调动了起来。这样的机制可以让伯克希尔走得很远。从目前来看，我们放权的做法利大于弊。可惜，很少有人模仿我们的做法。

巴菲特：你说得对。我要补充一点，选择放权的做法，必须有与之相适应的正确的文化。没了正确的文化，放权行不通。

芒格：是的。我们有正确的文化。Greg 将来会保护好伯克希尔的文化。

巴菲特：对，我们有。但未来五年，如果伯克希尔的高层都只顾着捞钱，有这样的文化，伯克希尔的放权走不了多远。

芒格：不可能长远。文化是公司的一部分。只要我们能保护好伯克希尔的文化，伯克希尔能走得很远。会很远，远到让人们不敢相信。顺便说一下，罗马帝国能够长期辉煌，也是因为它充分放权。

巴菲特：查理以前和我说过，"你是看不到了。"

43, Ajit 和 Greg 对自己的工作了如指掌，对答如流

Becky：这个问题来自 Kevin Young，请阿吉特和 Greg 回答。沃伦把他的时间用在了阅读上，他大部分时间都在读年报。请问你们两个人的大部分时间在做什么？你们读什么？你们如何评估投资决策？

阿吉特：在我的工作中，我的大部分时间都用来阅读保险经纪人发来的交易信息，阅读他们的提议，进行分析和判断，确定每笔交易是否值得我们做。补充一句，我不怎么花时间阅读年报，毕竟我本身做的不是选股的工作。我主要是跟踪保险行业的动态，所以我 90% 的阅读都是和保险相关的。Greg，我答完了。

Greg：好的。在我每天的工作中，我阅读的主要是和我们的各个子公司相关的内容，以及与它们所在行业相关的内容，了解竞争对手的情况，研究我们的各个生意可能面临哪些重大风险，可能遭遇哪些严重困难。把所有阅读的东西综合起来，全盘考虑我们的各个生意及其所在行业面临的各种风险，最终要判断的是，我们对各个生意的资本配置是否合理。大部分时间都用来做这方面的工作。做完研究、分析和判断之后，会把得出的结论发送给各个子公司的管理团队，并和他们进行深入探讨，并不断修正结论。工作中主要是阅读这些。

巴菲特：这两位都具备超强的信息摄取能力。主要也是因为，他们对自己的工作特别热爱，他们做的是自己特别热爱的事。他们两个人对自己的工作了如指掌。每次和他们谈工作，他们都对答如流，我特别欣赏他们。他们爱这份工作。他们琢磨的不是跳槽到其他更大的公司、更高的职位。我们看好的，和我们志同道合的经理人，

与我们走到一起之后，基本没有离开的。一方面，一位优秀的经理人一定要爱自己的生意。爱和不爱有天壤之别。另一方面，我们把优秀的经理人吸引到了伯克希尔之后，我们必须营造一个良好的环境，让他们能毫无羁绊地全身心投入到自己所爱的工作中。许多公司提供不了这样的环境。

44, Robinhood 和卖彩票一样肮脏

Becky: 这个问题来自内布拉斯加州的 Robert Miles。是关于股票交易应用程序的。罗宾汉(Robinhood)等股票交易应用程序或金融科技公司兴起，不管是年轻的、还是年老的，有经验的，还是没经验的，许多人都被这些新兴的股票交易应用吸引到了股市。您怎么看？

巴菲特：新股上市都要向证券交易委员会提交招股书。我正等着读 Robinhood 的招股书呢。在过去一年、一年半的时间里，大批赌徒加入股市，Robinhood 等应用起到了推波助澜的作用。Robinhood 声称不向客户收取任何费用，那它的收入从何而来？我想看看它在招股书中怎么说。Robinhood 等应用吸引了大批赌徒，它们的用户中有 12-13% 参与看涨期权和看跌期权的交易。我查了一下 Apple 股票的 7 天看涨期权和 14 天看涨期权数据，发现其中的大量交易来自 Robinhood。这群交易者完全是在赌 Apple 7 天或 14 天之后的股价。

在股市中投机和赌博，既不犯法，也不缺德。但是，我觉得，要是社会上都是投机的人，这个社会就完了。假如我们一群人漂流到一个荒岛，我们知道没人会来救我们，我们将在这个岛上度过余生。然后，我对大家说："这样吧，我开个交易所，咱们交易玉米期货。"这行吗？人类有赌性，不只是美国人有，全世界的人都有。在一个已经非常富庶的社会中，有些人赤裸裸地把人类的赌性玩弄于股掌之中，还能大发横财，这是文明社会中的一种丑恶现象。整体而言，美国取得的成就令人赞叹。投资美国公司是人们积攒财富的理想之选。与此同时，我们也会看到，美国公司可以被当成赌博的筹码。有些人把美国公司作为筹码引诱人们赌博。他们盯上了人们口袋里的钱，可能是刚刚攒下来的第一笔钱，声称可以一天交易四五十次，还不收任何手续费，背地里却把客户的交易数据倒卖出去。这种现象还是少些为妙。我等着看他们的招股书。查理，你怎么看？

芒格：这又是在公牛面前挥舞红旗了。这么丑陋的东西还胆敢向文明社会的公民募集资金？太脏了，昧良心赚钱。

巴菲特：美国有很多州卖彩票，也是昧良心赚钱。

芒格：对，一样的脏。非常的脏。最可恶的是，明明是肮脏的勾当，做起来却冠冕堂皇。卖彩票的州和

Robinhood 是半斤八两。

巴菲特：你说得对，但从某些方面来说，卖彩票的州更可恶一些。**卖彩票是利用人们的希望赚钱。**

芒格：还不止于此。卖彩票的那些州，它们取代了黑手党，把彩票生意拿到了自己手里。说白了，就这么回事。它们把黑手党推到一边，说："这是我们的生意，你们走开。"美国政府做的这件事让我抬不起头来。

巴菲特：没错。我小时候父亲在国会上班，国会大厦里还有彩票销售员。卖彩票的赚不到我和查理的钱。

45，资金从消费溢出，整个经济热的发烫

Becky：这个问题来自菲律宾的 ChrisFreed，台上所有人都可以回答。他的问题是：从伯克希尔子公司购买原材料的情况来看，是否有通货膨胀抬头的迹象？

巴菲特：我先来回答，然后请 Greg 补充。我们发现，现在通货膨胀很严重。我们在提价。我们的供应商也在提价。大家都能接受提价。以房屋建筑为例，伯克希尔旗下有九家房屋建筑公司，还有一家全国最大的预制组建房公司。我们的房屋建筑业务规模是比较大的。房屋建筑的成本一直在涨。钢材的成本每天都在涨。工资的上涨具有滞后性，现在工资还没涨起来。美国汽车工人联合会(UAW)和我们签了三年的合同，工资在三年之内是不变的。但是，通用汽车购买钢材，那是一天一个价。**现在的经济真是热得发烫。我们没想到经济会这么热。**

疫情期间，我们的很多公司关闭了，例如，我们的家具商场关闭了六个周左右。得到复工的消息时，我们不知道复工之后，经济会怎样。复工后，我们看到，人们的购物热情高涨，根本无法阻挡。我们和客户解释说，现在还无法交货，但客户照买不误。客户说："没关系，反正现在别的公司也没法交货，我们可以等三个月。"于是，我们的在手订单越积越多。我们以为，等到去年 8 月份，600 美元的政府补助发放结束后，人们的购物热情会消退下去。结果，人们的购物热情不断高涨，根本没有消退的迹象。我能看到我们的家具商场的销售数字。每个周，我都会和内布拉斯加家具城的董事长厄尔夫·布朗金(IrvBlumkin)通电话，我们会把芝加哥、堪萨斯和达拉斯三家店每天的销售数字都过一遍。人们的购物热情持续高涨。人们的兜里都有钱，价格涨了，也照买不误。地毯的生产成本在上涨，内布拉斯加家具城四月份宣布，地毯将在一两个月之后涨价。我们的供应链中的所有产品的价格都上涨了。人们掀起了一场购物潮。除了现在还买不了的，只要能买的，都涨了。国际航空还没开通，国际机票还不能买。**资金从消费端溢出到整个经济。大家兜里的钱都更多了。**

这里要提一下，有一部分人，他们的境遇是很惨的。我身上穿的这件西装，有一年没穿了。这意味着，我家

附近的干洗店没生意可做了。我妻子常去的那家干洗店没生意了，没人需要干洗西装，没人需要干洗衬衫。开餐馆的小企业主，没有外卖和送餐服务，基本上就没法开张了。有外卖和送餐服务的，能适应变化，日子好过很多，DQ 冰淇淋的销售额甚至有大幅提升。在当前的经济中，人们对价格毫不敏感。我不知道某项商品的价格上升如何反映在各种物价指数上。总之，六个月之前，人们肯定没想到，现在的通货膨胀会这么厉害。

芒格：是的。有个很聪明的人，已经提醒我们有危险了。这才刚开始。

巴菲特：Greg，你从你的角度讲讲吧。

Greg：好的。沃伦，您讲过了，钢铁、木材、石化产品，这些原材料的价格都在上涨。沃伦，我觉得，您刚才讲到的现象，归根结底，可能是原材料的问题。现在一些原材料产品存在供应缺口。原材料的缺口导致价格上涨，影响了终端产品的交付能力。原材料供应缺口是目前非常迫切的一个问题，我们的各个子公司都面临很大的压力。原材料之所以短缺，也许和前面讲过的德州的暴风雪有关。德州聚集了美国众多的化工企业，为整个美国提供各种化工产品。德州的化工企业停产，导致各种工业品出现短缺并且价格上涨。不管怎样，原材料价格上涨的困难，确实摆在我们面前。

46，我们不会去研究如何靠短期交易赚钱

Becky：这个问题来自 BijayKoirala。您如何看待量化交易？在 30 年的时间里，吉姆·西蒙斯(JimSimons)的大奖章基金(MedallionFund)取得了扣除手续费后年化 39%的收益率，这说明量化交易是可行的。您是否会考虑为伯克希尔聘请一位量化交易专家，与 Ted 和 Todd 一起工作？

巴菲特：我对第二个问题的回答是“不会”。第一个问题，请查理回答。

芒格：问题中提到的量化基金做短线交易做得炉火纯青。他们发明出了一些小算法，能让他们具备短期的预测能力。只要算法好用，一直赚钱，他们就一直用。但是，同样的交易体系，用来做长期选股，就不灵了。还是开发一些小算法，用算法机械地预测，选择长期投资的股票，业绩比他们做短线交易差远了。即使是他们用来做短期交易的那套体系，如果用得太狠了，也会失灵的。所以说，他们这套体系，能达到的规模是有天花板的。

巴菲特：但是，他们都非常、非常聪明。不是一般的聪明。

芒格：是，也赚了很多钱。吉姆·西蒙斯又聪明、又有钱，为人也是正派的。

巴菲特：是的。我们不会去研究怎么靠短期交易股票赚钱。很简单，我们搞不明白。要是我们真有靠交易股

票赚钱那个本事，我们可能也早去搞短线交易了。我们真不会。既然我们自己不懂，也就不可能请别人来做我们自己都不懂的事。就这么简单。

47，相比整体，变动不大，但还是少动为妙

Becky: 这个问题是 Richard Warner 问的。"几十年来，巴菲特先生总是倡导买入持有、长期持有。不知道是我的错觉，还是巴菲特先生的投资哲学变了？为什么最近伯克希尔的投资组合的变动频繁了很多？"

巴菲特：我没觉得我们的投资组合变动多了啊。

芒格：变动是多了。动的太多了。这个交易量，动的还是多了。

巴菲特：嗯，我同意你说的。其实，我们的公司也都是股权啊，我们一共持有四五千亿美元的公司股权。这些公司股权，我们是一动不动的。我们的公司都是非卖品。无论如何，我们持有股权的公司，是不往外卖的。与全部股权相比，我们的投资组合中的变动是比较小的。但是，查理说得对，我最好还是再少动一些。

48，养老金问题延缓但越来越严重了

Becky: 这个问题来自 Daniel Gaultier。"在 2013 年股东信中，在第 21 页的中间部分，巴菲特先生预测，在今后十年，美国的退休金将爆发重重危机。如今距离 2023 年只有两年了，而且最近又发生了新冠疫情，现在巴菲特先生如何评价在 2013 年做出的这项预测？对于退休金危机，新冠疫情的爆发有何影响？是把危机延迟了、加速了、消除了，还是没有影响？"

巴菲特：我们不愿看到的是，新冠疫情的爆发，略微缓解了退休金危机。领退休金的人少了。很多州仍然面临着严峻的退休金困局。在公司层面，问题倒不是那么严重，只是有些多雇主养老金计划存在问题。总的来说，各州面临着困局，有些州特别严重。在当前这个环境下，很多州会找华盛顿说："疫情期间，我们遭受了严重的损失，我们需要很多钱。"很多州确实去找华盛顿了。很多州存在巨大的退休金赤字，这次要到钱了，下次还会来要。退休金困局本来是各州政府的问题，结果被推到了联邦政府手里。

显然，退休金的危机丝毫没有缓解，反而更加严重了。随着利率走低，管理退休金的基金经理更加走投无路了，只能病急乱投医，别人说什么，就信什么。这些基金经理本来就有轻信的毛病。如今这个局面，只要别人说能给他们解决问题，他们更得信了。如此一来，问题只会更严重。所以说，退休金困局真是愈演愈烈。

还有一个很大的问题。咱们举一个例子，假如有这么一个州，存在严重的退休金赤字，可能每年还需要根据

生活成本的上涨提高退休金标准，那更完了。你是个人居民的话，你可以搬走。查理不会为了省 5 亿美元搬到内华达州。但是，别人可以。你想搬的话，你就可以搬。特别是那些退休了的，很有钱的老年人，说搬就可以搬。你搬走了，你就把你的资产也带走了，从一个退休金亏空的州带到了一个可能很富裕的州。最后，就会出现劣胜优汰的现象。你是公司的话，你在这个退休金亏空的州，建了一个工厂，工厂不是 5 年、10 年、20 年，随随便便就搬走的。一个存在退休金亏空的州，个人居民想搬走就可以搬走，纳税的个人随之减少。公司建了工厂，可不是说搬就能搬的。所以说，一个州，退休金严重亏空，人们都往外面走，你要去这样的州建厂，必须要慎重。你是走不了的，最后可能就剩下你一个工厂在这了。只看短期前景的人，不会考虑这个问题。赢了下次大选才是重要的，"我说的都是对的。"一个州，50 年后，它的人口减半，富裕人口都走光了，我们不想让我们的工厂留在这样的地方，留在那继续经营。这样的地方，怎么说都不适合建厂。

芒格：沃伦，你回答得很好。让我想起了我在哈佛上学时，一位老教授说的话。他常说："有什么问题，来问我，我会让你更困惑。"

49，未来会有各种意想不到的事情

Becky：时间差不多了。这是最后一个问题。这个问题来自 JanMichaelAtlinger，请沃伦和查理回答。"查理说过：'一个人要成为一台持续学习的机器。'我的问题是，请问两位在过去一年中学到的最深刻的道理是什么？"

巴菲特：我学到的最深刻的道理是，多听查理的话。有些事，我错了，查理是对的。

芒格：我说不好。当前的情况，如果你说自己全能看懂、全能看透，你肯定是不懂。我们遇到的是前所未有的情况。

巴菲特：我们对当前发生的情况特别着迷。现在好像在看一场精彩的电影，看到了一半，特别期待接着往下看。这是一场非同寻常的电影。我们经营伯克希尔的基本原则是，别人把钱交给我们管理，我们不想让他们失望，这是我们做所有工作的出发点。有些人可能赚得不够，那我们没法满足他们。在过去一年中，在过去 15 个月里，我们见证了许多奇特的事情。我们始终牢记，未来总会有意想不到的事情发生。最近一年发生的事情，让我们更加坚信这个道理。我们竭尽所能，做出了所有可能的努力，都是希望 50 年后、100 年后的伯克希尔仍然能像今天一样，甚至比今天更好。查理，你说呢？

芒格：没错，说得很对。我觉得伯克希尔能行。

巴菲特：是啊，要不我们这 55 年的时间不白花了？

芒格：是啊。

巴菲特：Becky，刚才的是最后一个问题吗？

Becky：是最后一个。

正式流程.....

巴菲特：会议结束的动议已提出并获得附议。会议结束。我最后再补充一句。我真心希望，我相信可能性会很大，明年我们能在奥马哈召开股东大会，希望出席的伯克希尔股东人数能创下纪录。我们非常期待与你们在奥马哈见面。估计是明年的 4 月 30 日。具体日期，我们稍后公布。感谢观看，但愿明年我们能在奥马哈相见。会议结束。

www.rev.com/blog/transcripts/warren-buffett-berkshire-hathaway-annual-meeting-transcript-2021

巴菲特致股东的信 2021

2022 年 2 月 26 日 BRK: \$343000-450662

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东：

查理·芒格是我的长期合作人，我们的工作管理你们的一部分资产。我们很荣幸得到你们的信任。出于职责，我们会站在你们的角度，向你们报告你们希望知道的情况，如同我们是缺席股东而你们是 CEO。我们喜欢通过这封年度信函以及年会与你们直接沟通。

我们的原则是平等对待所有股东。因此，我们不与分析师或大型机构进行讨论。此外，只要有可能，我们都会在周六早上发布重要的沟通信息，以最大限度地让股东和媒体在周一市场开盘前有时间消化吸收新闻。

大量的伯克希尔的事实和数据载于公司定期提交给美国 SEC 的年度 10-K 报告中。我们在年报中转载了这份报告。一些股东认为这些财务细节令人着迷，而另一些股东则更愿意了解，查理和我所认为的伯克希尔发生的新奇有趣的事情。可惜的是，2021 年这种事情几乎没有。不过，我们确实在提高你们的股票内在价值方面取得了合理的进展。57 年来，这项任务一直是我的主要职责。未来也一样。

股东们拥有什么

伯克希尔拥有各种各样的业务，有些是完全控股，有些是部分控股。第二类主要是美国重要公司的可交易普通股。此外，我们还拥有一些美国之外的股票，并参与了一些合资企业或其他合作项目。

无论我们以怎样的形式拥有一家公司，我们的目标是对具有持久经济优势和一流 CEO 的企业进行有意义的投资。请特别注意，我们拥有的股票是基于我们对其长期经营业绩的预期，而不是因为想搭市场波动的“顺风车”。这一点很关键。查理和我不是挑选股票的高手，我们是挑选生意的高手。

我犯了很多错误。因此，我们收集的多元化业务，包含了少数真正具有非凡经济特征的业务，一些具有良好经济特征的业务、以及一大部分较为普通的业务。我们的普通股投资部分的一个优势是，偶尔地，可以很容易以便宜的价格买到一些优秀的企业。这种“在桶里打鱼”的经历在谈判交易中非常罕见，从未大规模发生过。而且，当我们买卖普通股犯错时，退出也要容易得多。

惊讶，惊讶

以下是关于你们公司的一些事情，即使是经验丰富的投资者也经常会感到惊讶：

1, 许多人认为伯克希尔是一个庞大的、有点奇怪的金融资产控股集团。事实上, 伯克希尔拥有并经营的美国**"基础设施"资产**(在我们的资产负债表上被归类为财产、厂房和设备), 比任何其他美国公司所拥有和经营的都多。这种巨大规模从来都不是我们的目标, 然而, 这已经成为事实。截至年底, 伯克希尔的资产负债表上所记录的国内基础设施资产价值为 1580 亿美元。这个数字去年有所增加, 并将继续增加。伯克希尔公司将会持续建设它。

2, 每年伯克希尔都要缴纳大量的联邦所得税。例如, 2021 年我们缴纳了 33 亿美元, 而美国财政部报告的企业所得税收入总额为 4020 亿美元。此外, 伯克希尔公司还支付大量的州税和外国税。"我已经捐过钱了"对伯克希尔的股东来说, 并不是个借口。

伯克希尔公司的历史生动地说明了政府和美国企业之间无形的、经常被忽视的财务伙伴关系。我们的故事开始于 1955 年, 当时伯克希尔精纺公司和哈撒韦制造公司同意合并其业务。这两家古老的新英格兰纺织公司在请求股东批准的过程中, 对合并表示了很高的期望。例如, 哈撒韦公司的招标书向其股东保证: "此次资源和管理整合将产生纺织业中最强大最有效的公司之一"。这种乐观的观点得到了该公司顾问雷曼兄弟的认可(没错就是金融危机中破产的雷曼兄弟)。我相信, 合并完成的那天, Fall River(伯克希尔)和 New Bedford(哈撒韦)两地的股东都很快乐。然而, 在乐队停止演奏, 银行家们回家后, 股东们却收获了一场灾难。在合并后的九年里, 伯克希尔的股东眼睁睁地看着公司的净资产从 5140 万美元降至 2210 万美元。在一定程度上, 这种下降是由股票回购、不明智的分红和工厂关闭造成的。数千名员工 9 年来的努力也无法挽回经营上的亏损。伯克希尔的挣扎并不罕见: **新英格兰的纺织业已经悄悄开始了它漫长的、不可逆转的死亡之旅。**

在合并后的 9 年里, 美国财政部也因伯克希尔的问题而受到影响。期间公司只向政府缴纳了 337359 美元的所得税, 平均每天只有可怜的 100 美元。1965 年初情况发生了变化。伯克希尔任命了新的管理层, 重新调配可用的现金, 并把所有的收益都投入到表现良好的业务中, 其中大部分业务多年来一直保持良好的。**收益的再投资与复利的力量相结合, 发挥出神奇的魔力, 股东们也因此而受益。**

应该指出的是, 伯克希尔的股东并不是这一调整的唯一受益者。他们"沉默的合作伙伴"美国财政部, 持续从伯克希尔收到了数百亿美元的所得税。还记得之前伯克希尔每天只缴纳 100 美元的所得税吗? 现在, 伯克希尔每天向财政部缴纳大约 900 万美元税款。

为了对我们的政府伙伴公平起见, 我们的股东应该承认(实际上应该大肆宣扬), **伯克希尔的繁荣是因为公司在**

美国经营。自 1965 年以来，如果没有伯克希尔公司，我们的国家也会取得辉煌的成就。然而，如果没有美国，伯克希尔公司将永远无法成为今天的样子。当你看到国旗时，请说一句感谢。

3，自 1967 年以 860 万美元收购国民保险公司(National Indemnity)开始，伯克希尔公司已经成为世界保险业界"浮存金"规模最大的公司之一。**"浮存金"是我们持有并可以用它们投资，但不属于我们的资金。**包括来自人寿保险的，相对较小的金额在内，伯克希尔的浮存金规模已经从我们进入保险业时的 1900 万美元增长到 1470 亿美元。到目前为止，这笔浮存金对我们来说持有**成本近乎为零**。尽管我们经历了几年的保险承保损失加上运营费用超过保费的情况，但总体而言，在 55 年的时间里，我们从产生浮存金的保险业务中获得了适度的承保盈利。

同样重要的是，**浮存金是非常有粘性的。**我们保险业务的资金每天都在来来去去，但总额不会急剧下降。因此当涉及到浮存金投资时，我们可以做长期考虑。如果你还不熟悉浮存金的概念，我建议你看看 A-5 页的长篇解释。令我惊讶的是，我们的浮存金去年增加了 90 亿美元，这种价值的积累对伯克希尔的股东来说是非常重要的。虽然它没有反映在我们的 GAAP(公认会计原则)的收益和净值报告中。

我们在保险业创造的巨大价值，很大程度上归功于伯克希尔在 1986 年雇用阿吉特·贾恩(Ajit Jain)时候的好运气。我们第一次见面是在一个周六的早上，我很快问了阿吉特他的保险经验是什么？他回答说："没有"。我说，"人无完人"。然后雇用了他。那是我的幸运日：阿吉特实际上是一个完美的选择。更妙的是，他在 35 年后依然如此。

我关于保险的最后一个想法是：**我认为，伯克希尔的浮存金规模，未来很有可能(但远不能保证)保持下去，并且不发生长期承保损失。**然而，我可以肯定的是，在某些年份，我们会经历承保损失，也许金额会很大。伯克希尔处理灾难性事件的能力是其他保险公司所不能比拟的，而且在查理和我离开很长一段时间以后，这一优势仍将长期存在。

我们的四巨头

通过伯克希尔，我们的股东拥有几十家企业。其中一些企业又有自己的子公司。例如，Marmon 集团有 100 多个独立的子公司，涵盖从铁路车辆的租赁到医疗设备的制造。

1，尽管如此，我们"四大"业务的运营在伯克希尔的价值中占了很大的比重。领头的是我们的保险业务群。伯克希尔拥有这个集团的 100%股权，我们已在前面描述过该集团浮存金的巨大价值。因我们为支持其保单承诺而投

入其中的巨额资本金，这些保险公司的投资资产又进一步扩大了。

保险业务是为伯克希尔量身定做的。**保险产品永远不会过时，保费收入通常会随着经济增长和通货膨胀而增加。此外，诚信和资本将永远重要。**我们公司能够而且一定会经营得很好。当然，还有其他一些保险公司拥有出色的商业模式和前景。然而，要复制伯克希尔的经营模式几乎是不可能的。

2，按年底市值衡量，苹果公司是我们的第二大巨头，这是我们另一种类型的持仓。在这里，我们的持股比例仅为 5.55%，高于一年前的 5.39%。这个增幅听起来像是小菜一碟。但考虑到苹果 2021 年的收益中，每 0.1% 的持股都是 1 亿美元。我们并没有花费伯克希尔的资金进行增持，是苹果的回购起了作用。

最重要的是要知道，在伯克希尔报告的 GAAP 收益中，只有苹果的股息被计算在内。去年，苹果支付了我们 7.85 亿美元的股息。然而，按持股比例我们在苹果公司利润中应占份额达到了惊人的 56 亿美元，公司保留大部分利润用来回购苹果公司的股票，我们对这种行为表示赞赏。**苹果公司才华横溢的 CEO 蒂姆库克(Tim Cook)将苹果产品的用户视为自己的初恋，他所有的其他支持者也受益于蒂姆的管理才能。**

3，BNSF 铁路是我们的第三大巨头，它依然是美国商业的第一大动脉，这使它成为美国 and 伯克希尔不可或缺的资产。如果 BNSF 运输的许多重要产品改用卡车运输，那么美国的碳排放量将井喷。BNSF 在 2021 年的收益达到了创纪录的 60 亿美元。这里需要指出的是，我们谈论的是我们喜欢的老式收益：**扣除利息、税收、折旧、摊销和所有形式计提后的计算的数字。**(我们的"老式收益"也提出了一个警告。随着股票的上涨，对收益的欺骗性"调整"(说的客气一点)，变得更加频繁和更加虚幻。说得不那么客气，我想说的是，牛市越来越像"吹牛"了.....)。

BNSF 的火车去年行驶了 1.43 亿英里，运送了 5.35 亿吨货物。这两项成就都远远超过了其他任何美国承运人。你可以为你拥有的铁路感到骄傲。

4，我们最后的巨人是伯克希尔能源公司(BHE)，它在 2021 年创造了创纪录的 40 亿美元收益。相比 2000 年伯克希尔首次收购其股份时的 1.22 亿美元，收益增长了 30 多倍。现在，伯克希尔拥有该公司 91.1% 的股份。BHE 的社会成就与其财务业绩一样引人注目。该公司在 2000 年没有风能和太阳能发电。当时，它只是被认为是美国庞大的电力事业行业中一个相对较新的小型参与者。随后，在大卫索科尔和格雷格阿贝尔的领导下，BHE 成为了一家公用事业电力公司(请不要抱怨)，以及美国风能、太阳能和输电领域的领军企业。

格雷格关于这些成就的报告出现在 A3-A4 页。你会发现那里的介绍绝对不是时下流行的"洗绿"故事(指企业

伪装成环境之友，试图掩盖对社会和环境的破坏，以此保全和扩大自己的市场或影响力)。早在 2007 年开始，BHE 每年都会详细介绍其在可再生能源和输电方面的计划和业绩。想进一步了解这些信息，请访问 BHE 的网站 brkenenergy.com 在那里，你会看到该公司长期以来一直在实施应对气候变化的举措，这些举措消耗了其所有的利润。但前方有更多的机会。BHE 拥有良好的管理、经验、资本，可以满足国家对大型电力项目的需求。

投资业务

现在让我们来谈谈我们非控股的公司，这个列表再次提到了苹果。下面表格列出了我们持仓市值最大的 15 只股票，其中几只是伯克希尔的两位长期投资经理托德库姆斯(Todd Combs)和特德韦施勒(Ted Weschler)精选的。到 2021 年底，这对明星投资经理对 340 亿美元的投资组合拥有完全的权力，其中许多投资都没有达到我们表中披露的门槛。此外，Todd 和 Ted 管理的相当大一部分资金放在伯克希尔旗下企业的各种养老金计划中，这些计划的资产未包含在此表中。

持股数量	公司名称	百分比	成本	市值
907,559,761	苹果 AAPL	5.6%	31,089	161,155
1,032,852,006	美国银行 BAC	12.8%	14,631	45,952
151,610,700	美国运通 AXP	19.9%	1,287	24,804
400,000,000	可口可乐 KO	9.2%	1,299	23,684
24,669,778	穆迪公司 MCO	13.3%	248	9,636
143,456,055	美国合众银行 USB-减持	9.7%	5,384	8,058
158,824,575	Verizon 通讯 VZ-增持	3.8%	9,387	8,253
225,000,000	比亚迪 BYD	7.7%	232	7,693
38,245,036	雪佛龙 CVX-减持	2.0%	3,420	4,488
66,835,615	纽约梅隆银行 BK	8.3%	2,918	3,882
52,975,000	通用汽车 GM	3.6%	1,616	3,106
89,241,000	伊藤忠商事 ITOCF-增持	5.6%	2,099	2,728
81,714,800	三菱商事 MSBHF-新进	5.5%	2,102	2,593
3,828,941	特许通讯 CHTR-减持	2.2%	643	2,496
93,776,200	三井物产 MITSY-新进	5.7%	1,621	2,219
	其他		26,629	39,972
	投资总额		104,605	350,719
	Kraft Heinz 卡夫亨氏-控股			11,690
	VeriSign 数字证书-减持			2,496
	Liberty Media 自由媒体			2,254
	DaVita 达维塔保健			2,106
	Snowflake 云计算			2,075
	Visa 维萨卡-减持			1,798

	KROGER 克罗格连锁-增持			1,511
	MasterCard 万事达-减持			1,432
	UN 联合利华-新进			1,005
	动视暴雪-新进			975
	STORE CAP -增持			736
	T-MOBILE 通讯			608
	GLOBE LIFE 寿险			595
	AON 怡安保险-新进			540
	RH 家具连锁			507
	AMAZON 亚马逊			379
	百时美施贵宝公司-大幅减持			324
	FLOOR & DÉCOR 瓷砖-新进			110
	威达信保险 Marsh-减持			70
	LibertyMedia 自由媒体-减持			
	富国银行-清仓			
平出	SUNCOR 森科能源-清仓			
5 年平出	Axalta 涂料系统-清仓			
4 年 40%	SiriusXM 卫星广播-清仓			
3 年亏 10%	Synchrony 消费金融-清仓			
3 年亏 50%	TEVA 制药-以色列-清仓			
2 年亏 20%	BIOGEN 百健制药-清仓			
1 年	ABBVIE 艾伯维制药-清仓			
1 年	MERCK 默克制药-清仓			

注：成本是我们的实际买入价，也是我们的计税基础；BYD 由 BHE 持有，因此伯克希尔股东仅持有其 91.1%的权益；其他项包括对西方石油公司 OXY 的 100 亿美元投资，包括优先股和购买普通股的认股权证，这一组合现在价值 107 亿美元。

除了脚注位置的西方石油和各种普通股头寸外，伯克希尔还拥有卡夫亨氏(Kraft Heinz)26.6%的权益(按权益法而非市值核算，其价值为 131 亿美元)和 Pilot 公司 38.6%的权益。Pilot 公司是旅行连锁的龙头企业，去年的收入为 450 亿美元。自从我们在 2017 年购买了 Pilot 股份以来，这部分股份已进行了权益法会计处理。在 2023 年初，伯克希尔将购买 Pilot 的额外权益，这将使我们的所有权提高到 80%，并要求我们在财务报表中完全合并 Pilot 的收益、资产和负债。

(Pilot 是北美最大的卡车服务站连锁运营商，最大的公路柴油燃料供应商，总部位于田纳西州 knoxville，主要经营停车、加油、便利店、餐馆等业务，是美国最大的非上市企业之一。公司在 Pilot、Flying J 和 Mr.Fuel 品牌下拥有 750 多个连锁站点。Pilot Flying J 也是美国第三大快餐店特许经营商，拥有超过 200 个连锁店，每个店都提供 1-3 种不同的口味，使其成为全球最大的赛百味特许经营商。与许多旅游中心和卡车停靠站不同，Pilot Travel Centers 品牌的大多数地点不提供全方位服务的餐饮服务。通用汽车公司正在与 Pilot 公司合作，为电动汽车建立一个全国性的快速充电网络。通用汽车和 Pilot 之间的合作将通过填充电基础设施的空白，帮助加速电动汽车的销售。2022 年收购自动驾驶卡车公司 Kodiak Robotics 公司。<www.pilotflyingj.com>)

伯克希尔的资产负债表包括 1440 亿美元的现金和现金等价物(不包括持有的 BNSF 和 BHE)。其中, 1200 亿美元以美国国债的形式持有, 全部在一年之内到期。这使得公开市场持有的国债大约 0.5%的资金来自伯克希尔。查理和我已承诺, 伯克希尔(以及除 BNSF 和 BHE 外的子公司)将始终持有超过 300 亿美元的现金和等价物。我们希望贵公司在财务上坚不可摧, 从不依赖陌生人(甚至朋友)的善意。我们希望夜夜安枕, 希望我们的债权人、保险投保人和股东们也是如此。

但 1440 亿美元, 会不会太多了? 我向你保证, 这笔巨款并不是爱国主义的疯狂表现。查理和我也没有失去对拥有企业所有权的压倒性偏好。事实上, 80 年前的 1942 年 3 月 11 日, 当我购买了 3 股 Cities Services 优先股时, 我第一次表现出对拥有企业的热情。它们的成本是 114.75 美元, 花费了我所有的积蓄。(当天道琼斯工业平均指数收于 99 点, 这一事实告诉我们: 永远不要做空美国。)在我第一次遭受暴跌之后, 我总是将至少 80%的净资产投资在股票上。在那段时间里, 我最青睐的状态是 100%, 现在仍然如此。伯克希尔目前的 80%的仓位是因为, 我还没有找到符合我们长期持有标准的整个公司或其中一小部分流通股。

查理和我在过去不时遭遇类似的现金仓位很大的状况。这些时期从来不是令人愉快的, 也不是永久性的。幸运的是, 在 2020 年和 2021 年, 我们找到一个温和的、有吸引力的替代现金的方案。请继续阅读。

股份回购

我们可以通过三种方式增加您的投资价值。第一种方式始终是我们心目中的重中之重: 通过内部增长或收购来提高伯克希尔控股公司的长期盈利能力。如今内部增长带来的回报远高于外部收购。然而, 与伯克希尔的资源相比, 这些内部机会的规模都很小。

我们的第二个选择是: 购买许多公开交易的优秀及伟大企业的部分非控股权益。有时, 这样的可能性既多又极具吸引力。然而如今, 我们几乎没有发现什么能让我们兴奋的东西。这主要是因为一个不争的事实: 长期的低利率推动了所有生产性资产的价格上升。无论是股票、地产、农场、油井等等。其他因素也会影响估值, 但利率始终是很重要的。

我们创造价值的最后一条途径是: 回购伯克希尔的股票。通过这个简单的举动, 我们增加了您在伯克希尔拥有的众多控股和非控股企业中的份额。当价格/价值很划算时, 回购是我们增加您财富的最简单和最确定的方式。(除了继续持有的股东其持股价值将增加外, 其他几方也有获益。回购对被回购股份的卖方和社会都有一定的好

处。)定期地,随着替代方式越来越没有吸引力,回购对伯克希尔的股东来说变得很有意义。因此,在过去两年中,我们回购了截止 2019 年末外部流通股的 9%,总成本 517 亿美元。这笔支出使我们的长期股东拥有伯克希尔所有业务能够多出约 10%,无论这些业务是全资拥有(如 BNSF 和 GEICO)还是部分拥有(如可口可乐和穆迪)。

我想强调的是,要使伯克希尔公司的股票回购有意义,我们的股票必须价格合理。我们不想为其他公司的股票多付钱,如果我们在回购伯克希尔股票时支付过高的价格,那也得不偿失。从去年年底到 2022 年 2 月 23 日以来,我们以 12 亿美元的成本回购了更多股票。我们的胃口仍然很大,但将始终取决于价格。

应该指出的是,伯克希尔股票的回购机会是有限的,因为它拥有一流的投资者基础。如果我们的股票被短期投机者大量持有,其价格波动和交易量都会大幅放大,这可能为我们提供更多通过回购为长期股东创造价值的机会。尽管如此,查理和我更喜欢我们拥有的股东,尽管他们令人钦佩的买入并持有的态度,限制了长期股东从机会性回购中获利的规模。

最后,伯克希尔公司特有的一个很容易被忽视的价值计算:正如我们所讨论的,低成本类型的保险"浮存金"对我们来说很有价值。碰巧的是,回购会自动增加每股"浮存金"的金额。这一数字在过去两年中增长了 25%,从每股"A"类股 79387 美元增至 99497 美元,如前所述,这在一定程度上归功于回购。

一个了不起的男人和一个了不起的生意

去年,保罗·安德鲁斯(Paul Andrews)去世。Paul 是伯克希尔位于沃斯堡的子公司 TTI 的创始人兼 CEO。在他的一生中,无论是在他的事业中还是在他的个人追求中,Paul 都默默地展示了查理和我所钦佩的所有品质。他的故事应该被宣讲。

1971 年,Paul 在通用动力公司担任采购员时,遭遇了飞来横祸。在失去一份巨大的国防合同后(F-111 喷气式战斗机/轰炸机项目停飞),公司解雇了数千名员工,包括 Paul。由于他的第一个孩子即将出生,Paul 决定赌一把,用他的 500 美元积蓄创建了 Tex-Tronics(后来改名为 TTI)。该公司分销小型电子元件,第一年的销售总额为 11.2 万美元。今天,TTI 销售超过 100 万种不同的产品,年销售额达 77 亿美元。

但回到 2006 年:时年 63 岁的 Paul 发现自己对家人、工作和同事都很满意。但他有一个挥之不去的担忧,因为他刚刚目睹了一位朋友的早逝,以及随之而来的对其家庭和企业的灾难性后果。Paul 在 2006 年问自己,如果他意外死去,许多依赖他的人会发生什么?整整一年,Paul 一直在为自己的选择而苦苦挣扎。把公司卖给竞争

对手？从严格的经济角度来看，这种选择是最有意义的。毕竟竞争对手可以预见到有利可图的“协同效应”，当收购方关闭 TTI 的重复业务部门时，就可以节省成本。但收购方肯定会保留其财务总监、法律顾问、人力资源部门。而 TTI 公司的同一职能部门将被集体裁员。还有，如果需要一个新的配送中心，收购方的家乡肯定会比沃思堡更受青睐。无论经济利益如何，Paul 很快就得出结论，把公司卖给竞争对手不适合他。他接下来考虑寻找一个金融买家，一个曾经被称为杠杆收购公司的物种。然而 Paul 知道，这样的买家将专注于“退出战略”。谁知道那会是什么呢？考虑到这一切，Paul 发现自己没有兴趣把自己 35 年苦心经营的成果交给一个金融中间商。

当 Paul 见到我时，他解释了为什么他把这两个备选买家排除在外。然后，他用比这更委婉的措辞总结了他的困境：“在思考了一年的替代方案后，我想卖给伯克希尔，因为你是唯一剩下的人。”所以我提出了报价，Paul 答应了。一次会面，一顿午餐，达成了一笔交易。说我们从此过上了幸福的生活，这样说都不足以表达。当伯克希尔收购 TTI 时，该公司有 2387 名员工，现在这个数字是 8043，其中很大一部分增长发生在沃斯堡及其周边地区。公司的盈利增长了 673%。每年我都会给 Paul 打电话，告诉他的薪水应该大幅增加。但每年他都会告诉我，“我们可以明年再谈，沃伦，我现在太忙了。”

当格雷格阿贝尔和我参加 Paul 的追悼会时，我们见到了他的子女、孙辈、长期合作伙伴(包括 TTI 的首位员工)，以及约翰·罗奇(John Roach)，他是伯克希尔在 2000 年收购的沃斯堡 Justin 工业公司的前 CEO。正是 John 把他的朋友 Paul 引到了奥马哈，他本能地知道我们会是绝配。在追悼会上，格雷格和我听说了很多 Paul 默默支持的人和组织。他的慷慨是非凡的，他总是致力于改善他人的生活，尤其是沃斯堡的人。

在所有方面 Paul 都是个杰出的人。

运气——偶尔是非凡的运气——在伯克希尔发挥了作用。如果 Paul 和我没有共同的朋友 John Roach，TTI 也不会在我们这里安家。但这份丰盛的幸运大餐仅仅是个开始。TTI 很快就将伯克希尔引向了其最重要的收购。

每年秋天，伯克希尔的董事们都会聚集在一起，听取几位高管的陈述。我们有时会根据近期收购的地点来选择会议地点，这意味着董事们可以与新子公司的 CEO 见面，并更多地了解被收购方的活动。

在 2009 年秋天，我们选择了沃斯堡，这样我们就可以访问 TTI。当时，总部同样位于沃思堡的 BNSF 是我们持有股份第三多的公司。尽管有这么多的股份，我却从来没有去考察过这家铁路公司的总部。我的助理黛布·博萨内克(Deb Bosanek)将董事会的开幕晚宴安排在 10 月 22 日。与此同时，那天我安排早一点到达，为了去见马

特罗斯(Matt Rose)，他是 BNSF 的 CEO，我一直钦佩他的成就。当我确定这个日期的时候，我并不知道我们的聚会将与 BNSF 在 22 日晚些时候发布第三季度盈利报告同时举行。市场对这家铁路公司的业绩反应不佳。"大衰退"在那年第三季度全面爆发，BNSF 的盈利情况反映了这种衰退。经济前景也很黯淡，华尔街对铁路或其他很多东西也不友好。第二天，我再次与马特会面，并建议伯克希尔将为铁路公司提供一个比作为上市公司所能期望的更好的长期归宿。我还告诉他伯克希尔愿意支付的最高价格。马特将这一提议转达给了他的董事和顾问。经过忙碌的 11 天后，伯克希尔和 BNSF 宣布了一项确定交易。

在这里，我要做一个罕见的预测：未来一个世纪 BNSF 将成为伯克希尔哈撒韦公司和我们国家的核心资产。

如果保罗没有将伯克希尔视为 TTI 的合适归宿，BNSF 的收购就永远不会发生。

致谢

70 年前，我教授了我的第一堂投资课。从那以后，我几乎每年都很享受与各个年龄段的学生一起工作，最终在 2018 年我从这个追求中"退休"。一直以来，我最难对付的听众是我孙子所在的五年级班级。11 岁的孩子们在座位上扭来扭去，茫然地看着我，直到我提到可口可乐及其著名的秘密配方时，瞬间每个人都举起手来，我明白了"秘密"对孩子们来说是一种诱惑。

教学，就像写作一样，帮助我发展和理清了自己的思路。查理称这种现象为猩猩效应：如果你和一只猩猩坐在一起，仔细地向它解释你一个珍视的想法，你可能会留下一只迷惑不解的灵长类动物，但你自己的思维会更加清晰。

和大学生交谈则要有效得多。我敦促他们：在自己喜欢的领域找工作；如果不急需钱的话，选择自己喜欢的人一起工作。我承认，经济现实可能会干扰这种寻找。即便如此，我敦促学生们永远不要放弃追求，因为当他们找到那种热爱的工作时，他们就不再是"工作"了。

查理和我自己在经历了一些早期的挫折后，走上了这条自由的道路。我们都是在我祖父的杂货店里做兼职，查理 1940 年，我 1942 年。我们每个人都被安排了无聊的任务，报酬也很少，这绝对不是我们想要的。后来，查理开始从事法律工作，而我则尝试着销售证券。但我们仍然不能从工作上获得多少满足感。

最后，在伯克希尔，我们找到了自己喜欢做的事情。除了极少数例外，我们现在已经与我们喜欢和信任的人共事了几十年。与保罗·安德鲁斯或我去年告诉过你的伯克希尔大家庭这样的经理人共事，是人生的一大乐事。在

我们的总部，我们雇佣正派和有才华的人，没有一个混蛋。每年的平均流动率大概只有一个人。

然而，我想强调另一件事，为股东工作使我们的工作变得有趣和满足。对查理和我来说，没有什么比获得长期个人股东的信任更值得的了。几十年来，他们加入我们，期望我们成为他们资金最可靠的托管人。

显然，我们无法选择我们的股东，如果我们的经营形式是合伙制的话，我们可以这样做。今天任何人都可以购买伯克希尔的股票，并打算很快再出售这些股票。当然，我们会有一些这样的一些股东，就像我们会有指数基金持有大量伯克希尔股票，只是因为它们被要求这么做。

伯克希尔拥有一个庞大的个人和家族群体，他们选择加入我们，并且"至死不渝"到了一个不同寻常的程度。他们把很大一部分(有些人可能会说太多了)的资金托付给我们。这些股东有时会承认，伯克希尔可能远不是他们本可以做出的最佳选择。但他们会补充说，在他们最满意的投资对象中，伯克希尔的排名靠前。平均而言，那些对自己的投资感到舒服的人，将比那些被不断变化的头条新闻、传言和承诺所影响的人，获得更好的投资结果。

长期的个人股东既是查理和我一直寻求的"合伙人"，也是我们在伯克希尔做决策时一直铭记的"合伙人"。我们想对他们说："为你'工作'感觉很好，我们感谢你的信任。"

年度股东大会

日期已经确定。伯克希尔公司将于4月29日(周五)至5月1日(周日)在奥马哈举行年度股东大会。关于股东大会的细节写在A-1和A-2页。奥马哈急切地等待着你的到来，我也一样。

我要用一个广告来结束这封信。"表弟"吉米·巴菲特设计了一款浮式"派对"游艇，目前由伯克希尔子公司Forest River生产。这款游艇将于4月29日在伯克希尔股东大会上发布。而且，仅在两天时间内，股东可以以10%的折扣购买吉米的杰作。你们的董事长会买一艘供家人使用，加入我吧。

沃伦·巴菲特 董事会主席



保罗-安德鲁斯 Paul Andrews

沃思堡本地人保罗安德鲁斯毕业于阿灵顿高地高中，就读于德克萨斯大学奥斯汀分校和德克萨斯基督教大学。正是在 1964 年，安德鲁斯开始了第一份真正的工作，在豪厄尔仪器公司的航运部工作。1966 年，他转到德克萨斯州阿灵顿的阿科电子公司，1968 年转到通用动力公司。1971 年，当 F-111 喷气式战斗机/轰炸机项目停飞时，安德鲁斯和其他 20000 人一起被解雇。TTI 公司的时间画卷：1974 年-Tex-Tronics 成为 TTI Inc.。1975 年-TTI 的销售额达到 100 万美元。1976 年-TTI 安装了第一台计算机。1978 年-TTI 进入电容器业务。1981 年-TTI 庆祝成立 10 周年 1981 年-TTI 在德克萨斯州沃思堡成立了总部。1983 年-TTI 安装 IBM Mainframe 系统。1985 年-TTI 的销售额达到 5000 万美元。1985 年-《电子商务新闻》(Electronic Business News)首次将其排在前 25 位。1986 年-TTI 进入军用连接器市场。1988 年-保罗安德鲁斯要求所有员工学习键入 35 WPM。1989 年-TTI 的销售额突破 1 亿美元。1989 年-推出全面质量管理体系。1990 年-TTI 成为美国顶级被动分销商。1991 年-TTI 庆祝成立 20 周年。1992 年-第一家欧洲办事处在德国慕尼黑成立。1994 年-TTI 安装了仓库控制系统。1995 年-TTI 的销售额突破 5 亿美元。1998 年-TTI 在墨西哥的瓜达拉哈拉开设了第一家墨西哥办事处。2000 年-TTI 收购 Mouser Electronics，销售额突破 10 亿美元，并在新加坡开设了亚洲首家办事处。2001 年-TTI 进入机电市场。2001 年-TTI 庆祝成立 30 周年。2004 年-TTI 收购 Capsco。2007 年-TTI Inc. 被伯克希尔收购。2008 年-TTI 收购了 NTI 和 Mateleco。2010 年-TTI 收购了以色列的 Net-Aye，建立了第一个 TTI 以色列办事处。2010 年-TTI 收购了 Flightpares Electronics Ltd. 2011 年-TTI 庆祝成立 40 周年。2012 年-TTI 收购了 Sager Electronics。2012 年-TTI 收购了坎贝尔·柯林斯(Campbell Collins)。2012 年-TTI 收购了中国的 NPCS Autotronics Co. 2013 年-TTI 收购了以色列的 Ray-Q Ltd.。2014 年-TTI 收购了华通电子有限公司。2014 年-TTI 收购了 Astrex Electronics。2017 年-TTI 收购了 Symmetry Electronics。2018 年-TTI 收购了韩国的 Changnam INT Ltd. 2018 年-TTI 收购 Compona AG 及其子公司 Cozy Electronics GmbH。2018 年-TTI 收购 RFMW Ltd. 2020 年-TTI 收购了 Connected Development。2021 年-TTI 庆祝成立 50 周年。

伯克希尔股东大会实录 2022

2022 年 4 月 30 日 CHI Health 会议中心 4 万人+CNBC 直播

开场白

巴菲特：谢谢。指数基金的人来了吗？他们在哪里？(笑声)能回到线下，面对面开会，感觉太好了。三年了，我们总算见到了你们——我们的股东、公司的所有者、我们的合伙人。(掌声)查理和我，我们两个人的年纪加起来，有 190 岁了。你们是公司的所有者，我们是为你们管理公司的，一个 98 岁了，一个 91 岁了，我们岁数这么大了，你们每年来亲眼看看，了解一下我们的状态如何，这是合情合理的。我们完全可以理解。换了是我，我也会这么做。假如伯克希尔旗下的一家子公司，管理者 98 岁了，我会定期派人去看看他的状态，是不是在那玩剪纸娃娃什么的。(笑声)我们可能老年痴呆做些比剪娃娃更愚蠢的事，但我们在工作中真的很开心。你们来看我们，我们也特别开心。事实上，前些年我们确实有两三位经理人得了老年痴呆，有可能不止这几个，但我们不知道。其中，有一位得了老年痴呆的经理人，查理和我一直非常尊敬他。他管理的那家子公司(WECSO)位于加州。查理偶尔能和他碰面，但我不怎么见他。我们对他一直非常放心，这家公司的经营也一切正常。后来我们发现他得了老年痴呆，而且已经有很长时间了。他是我们非常好的朋友。虽然得了老年痴呆，但他管理的生意却没受影响。后来我们就把这个，作为我们收购新公司的一个标准。生意必须好，好到连老年痴呆的人都能管理。这样的生意，基本没有竞争对手。我们派一个剪纸娃娃的老年人去管理都行。(笑声)

下面我向大家介绍一下伯克希尔的两位得力干将。坐在查理左手边的，是格雷格·阿贝尔 Greg Abel，他负责伯克希尔除保险以外的所有业务部门。坐在他旁边的是阿吉特·贾因 Ajit Jain。阿吉特加入伯克希尔之前，我亲自管理保险业务，管了 15 年也没有成功。幸运的是，有一天阿吉特出现了，那是一个周六，我正在拆邮件，他来到了我的面前，说乐意管理我们的保险业务。我问他：你以前管过保险业务吗？他说：没有。我对他说：我也没管明白，你就放手干吧。我们的保险业务这才取得了今天的成就。他以一己之力缔造了伯克希尔的根基。(掌声)

来到现场的各位股东，你们刚才观看了我们在现场播放的短片。我们的股东大会正在通过网络直播，收看直播的观众，他们没看到我们在现场播放的短片。我在讲话时可能会提到短片中的内容，你们在现场的应该能领会到笑点，但通过网络收看的观众，他们可能觉得莫名其妙。接下来，我们先简单讲讲第一季度的情况，并就大家关心的几个问题做一下说明。之后，我们将进入问答环节。问答环节将持续到中午 12 点，午休一小时。下午，查

理和我将继续回答提问。3:30 问答环节结束。短暂休息 15 分钟后，3:45 股东大会正式流程开始。正式流程结束后，会议散场。昨天，从中午 12 点到下午 5 点，1.2 万名股东参加了购物活动，我们把能卖给你们的东西都搬来了，你们消费起来还真不含糊。我们准备了 11 吨的喜诗糖果，卖不完的话，剩下的查理和我包了。总之，你们非常给力。昨天，喜诗糖果在股东大会的销售额又刷新了记录。我们感到很欣慰。(掌声)大家看我手里的这盒喜诗糖果，它的外包装上印有玛丽·喜诗(MarySee)的肖像。她出生于 1854 年，如今她的肖像已经成为了一个著名商标。在 200 多家喜诗零售店以及每盒喜诗糖果上，人们都能看到她的肖像。很多人看到这个肖像，以为是我，他们搞错了。有点像，但真不是我。是我们的竞争对手造谣。别理他们。(笑声)

刚才介绍了今天的日程安排。在信息披露方面，我们始终希望在同一时间，向所有股东、合伙人、所有者，披露相同的信息，最好是在股市开盘之前。我们认为，这样做对所有人都公平。我不知道伯克希尔的股东户数具体是多少，五六十年前，我们手里掌握着具体的股东名单。后来，证监会修改了有关股票注册持有人和股票凭证的规定。位于新泽西州的 Broadridge 公司负责向我们的股东寄送通知函件，该公司是专门做这个业务的，它为大多数美国上市公司提供此项服务。这家公司按照 350 万股东向我们收费。到底有没有这么多呢？我动过念头想亲自去查一查。(笑声)我还是相信这个数字吧。那是很多信任我们的人，在我看来，他们中的绝大多数人是以合伙人的心态投资伯克希尔的，这是一种正确的投资态度。

他们中有些股东乐于阅读我们披露的财务数据。大多数股东基本不读，他们的态度是："我攒下来的这笔钱，我信任你们才交给你们打理。我不会去学会计，也不会尝试去读这些财务报表。你们帮我管好就行了。"股东对我们这么信任，我们怎么能不努力？考虑到有一部分股东确实看我们披露的财务数据，我们始终确保他们能在同一时间看到我们披露的信息。在每年的致股东信中，我总会在第三段中说明一下我们的这个惯例，虽然我们的股东中也有一些机构投资者，但他们没有特权，我们不会为任何股东单独召开会议。我们无法跟 300 多万个合伙人一一开会。我们对所有股东一视同仁。在获取信息方面，所有股东一律平等。今天早上，我们在互联网上发布了伯克希尔的一季报。我先简单介绍一下一季度的情况，然后再进入问答环节。有的股东把问题通过电子邮件发送给了 CNBC 的 BeckyQuick，Becky 负责筛选她收到的问题。在问答环节中，我们将交替回答现场提问和通过电子邮件发送的提问。我们不知道具体会问我们什么，我们喜欢这种即兴问答的形式。

一季度业绩

First Quarter After-Tax Earnings (in millions)		
	<u>2022</u>	<u>2021</u>
Insurance – underwriting	\$ 47	\$ 764
Insurance – investment income	<u>1,170</u>	<u>1,208</u>
Total insurance	1,217	1,972
Railroad	1,371	1,251
Utilities and energy	750	703
Manufacturing, service and retailing businesses	3,025	2,619
Other	<u>677</u>	<u>473</u>
Operating earnings	7,040	7,018
Investment and derivative gains (losses)	<u>(1,580)</u>	<u>4,693</u>
Net earnings	\$ <u>5,460</u>	\$ <u>11,711</u>

请看第一张幻灯片，这是第一季度的财务数字。这就是我们今早发布的一季报。在过去这个季度，伯克希尔的表现波澜不惊。总有一些公司做的很好，也有一些公司因为各种原因而做的不好。正如你所看到的，我们更喜欢使用所谓的经营收益来披露业绩，扣除了折旧费用、利息费用和税收。有的公司把盈利数字弄得云遮雾绕，就是不想告诉你到底赚了多少钱。我们确实将资本利得单独分列。但我预计，20年后我们的资本利得只会增加不会减少。未来的事，谁知道呢？这样吧，二十年以后，我再向大家报告。(笑声)

一季度我们赚了70多亿美元，这70多亿美元是真金白银。一季度结束后，我们的账上真多了70亿美元的现金。不是每个季度都如此，但这个季度确实是70亿美元的真金白银。各位合伙人，你们投资了伯克希尔，伯克希尔的众多经理人用他们的辛勤工作，创造了今天的伯克希尔。今天的伯克希尔，远远超出了我和查理的想象，我们从没想过，伯克希尔能有今天这么大的成就。我们并没有勾勒什么宏伟蓝图，只是一步一个脚印，踏踏实实地往前走。在过去两年，包括在过去的这个季度，我们的子公司经受住了大环境的冲击。两年前，2020年5月，我们召开股东大会时，我们不知道疫情会如何发展，我们不知道经济将如何发展。当时，很多人做出了种种预言，结果没一个应验。现在我们来到了2022年，我刚才说了，伯克希尔实现了70多亿美元的经营利润。伯克希尔旗下的公司数量众多。你们拿出自己攒下来的钱，投资了伯克希尔。伯克希尔旗下所有公司的36万员工，每天为你们辛勤工作。这36万员工获得了就业岗位，他们在伯克希尔工作，为社会生产商品、提供服务。你们是伯克希尔的投资者，你们承担了投资的风险，也理应获得投资的收益。我们对伯克希尔的业绩很满意。我们希望将来一直对伯克希尔的业绩感到满意。在为你们管理资金的过程中，我们总是想着，千万不能让你们的资金遭受丝毫永久损失的风险。我自己的钱，亏光了也没关系，不会影响我的生活。我还是会读读报、看看电视、动脑思考、和查理聊天。但是，别人信任我们，我们却把别人的钱无可挽回地亏了。这样的事，我不想让它发生。正如查理所说：“知道自己可能死在哪，不去那些地方。”这句话很有道理。(笑声)

芒格：到现在为止，我们做得还不错。

巴菲特：你们可能没听清，刚才查理说，到现在为止，我们做得还不错。(笑声)

如果我们真把别人的钱亏了，我们就没脸见人了。我们很清楚，把你们的钱亏了，我们会非常自责。没把握的话，我们还接受你们的投资，实际上会害了我们自己。我们能保证不亏你们的钱，否则我们就不会接受你们的投资。我无法预测伯克希尔的盈利是多少，无法预测伯克希尔的股价是多少，无法预测宏观经济如何发展，但是，有一点，我可以向你们保证：每一天，我们都在努力让你们的投资更安全，从而保障你们最终的投资成果。至于能否实现收益最大化，这不是我们主要考虑的。你们决定成为我们的合伙人，我们一定不让你们亏钱。这一点，我敢保证。

今年的股东信，落款中的日期是 2 月 26 日，那天应该是周六。落款的日期是那一天，但其实在过去的整整一年里，我一直在构思这封信的内容。伯克希尔没有投资者公关部门，我们的致股东信也不是专门的董秘写的。这封信是我亲自写给我们的合伙人的。每一年，我一直在琢磨，有哪些东西，应该写到给你们信里。我现在的所思所想，很可能出现在明年的信中。在下笔之前，我一直在构思，考虑和你们谈些什么。我的妹妹也是一位合伙人。我在给股东写信的时候，我想的是，怎么写，能让我妹妹看懂。前不久，我姐姐去世了。以前，我写致股东信时，我想的是，怎么写，能让我的姐姐和妹妹看懂，给她们讲伯克希尔的生意做得如何，我怎么看待伯克希尔的发展，她们应该怎么看待伯克希尔的发展。大家看到的落款日期为 2 月 26 日的致股东信，就是这么写出来的。在今天的股东信中，我告诉大家："一切如常，没什么新情况。"请看幻灯片。

Activity in Equities – 1 st Quarter (in millions)		
Dates	Purchases	Sales
January 1 to February 18	\$ 2,280	\$ 1,742
February 21 to March 15 *	41,025	3,875
March 16 to March 31	8,551	4,691
Total	\$51,856	\$ 10,308
* Peak Day – March 4 th – \$4.6 billion of purchases		

刚才说了，信的落款日期是 2 月 26 日，但这封信并不是在 2 月 26 日一天写的。在今天的信中，我说了，"没什么新情况。我们回购了一些股票，但是没有发现特别好的机会。"从幻灯片中可以看到，在 1 月 1 日到 2 月 18 日之间，我们花出去了 22 亿美元。也就是说，在一季度的前半段，大约 30 个交易日的时间里，我们花出去了 22 亿美元。在这段时间里，我们也有一些卖出操作。总的来说，在一季度的前半段，我们基本没什么动作。接

着，在随后的三个周里，我们花出去了 400 亿美元。这个“我们”是谁呢？是伯克希尔总部的一位工作人员，这 400 多亿美元的买入操作，都是他一个人完成的。伯克希尔买股票，买债券的操作，都由他一个人完成。他没有助手什么的，就他一个人。这 410 亿美元，全部是他花出去的。(笑声)我说的是真的，真是他一个人花出去的。另外，他还帮我做别的工作呢，例如，统计汇总之类的。给他安排的工作，他总是能做得很好。他是伯克希尔的老员工了，以前在伯克希尔做过很多其它的工作。他非常喜欢这份工作，也把这份工作做得非常好。就他一个人负责伯克希尔的所有交易操作，他一个人顶很多公司的一个部门。从幻灯片中可以看出，在这段集中买入操作结束后，我们又归于平静。

在第一季度中，我们还投入了 30 多亿美元的资金进行回购。关于回购，我们在年报中也讲了。用查理的话说，要远离市场(keeping us out of bars)。回购能让我们能找点事做，不至于因为太闲了而做傻事。不管做什么，我们始终考虑的是，能否增加伯克希尔的价值。不能给伯克希尔带来增值的事，我们不会做。所以，只有在价格最有吸引力的时候，我们才会出手。四月份，我们没有进行任何回购操作。很多人跟踪伯克希尔的投资操作，他们以为，伯克希尔的投资是按计划进行的。他们搞错了。我们的投资没有计划。在很长时间里，我们一直在观察和寻找机会。看到机会出现了，我们才出手。正如幻灯片所示，在短短三个周之内，我们迅速花出去了 400 多亿美元。现在，我们又如同往常一样，进入了沉寂状态。

Berkshire Hathaway Inc.			
	March 31, 2022	December 31, 2021	December 31, 2020
Cash and U.S. Treasury Bills * (in \$ millions)	\$ 102,687	\$143,854	\$135,014
Float (in \$ billions)	\$ 148	\$ 147	\$ 138
Class A Equivalent Shares Outstanding	1,470,875	1,477,429	1,543,960
* Does not include Cash and U.S. Treasury Bills of BNSF and Berkshire Hathaway Energy Company.			

伯克希尔可能发生很多变化，但有一点永远不变，那就是我们始终会持有大量现金。请看幻灯片。我所说的现金，不是商业票据。2008-2009 年，经济危机出现的时候，我们当时手握国债，不是别人的商业票据，也不是货币市场基金。稍后我会给大家讲，我们为什么要持有大量现金。

持有现金已经成为了我们的信条。有些时候，你手里没现金，就活不到明天。这样的情况，过去有过几次，将来还会出现。现金如同氧气。它存在的时候，你并不在意。它消失几分钟，就足以致命。

3月31日，伯克希尔的现金水平下降了，因为我们在一季度中很短的一段时间内集中投资了400多亿美元。我们还计划投资110多亿美元，收购阿勒格尼保险公司(Alleghany Corp)。做出了大笔投资之后，我们仍然手握大量现金。伯克希尔的一些子公司获得了银行的信用额度。我不知道，它们要这个信用额度有什么用。伯克希尔比银行更有钱，它们需要钱的话，总部会给它们。也许是地方的银行找它们拉业务，它们不好拒绝。更何况大多数公司都有银行授信，它们也就应允了。其实，我们的子公司真没必要获得银行的授信。伯克希尔的实力比银行强。(观众中有人大喊)我没听清这个人喊的是什么。是不是开银行的人喊的?(笑声)我这个人，不愿意向别人施加痛苦。我对银行没什么意见。既然讲到这了，我们正好可以谈谈金钱。钱是一个很神奇的东西，人们经常问我关于钱的问题。没人问我如何跳舞之类的问题，但很多人问我如何赚钱。请看幻灯片。



这是一张20美元的钞票。这张钞票的顶部写着“Federal Reserve Note”(联邦储备票据)。在美国短短200多年的历史中，在银行与货币方面，我们进行过很多尝试。最后，我们选择了由美联储发行货币。在这张纸币的左下方，我们可以看到前财政长Rosie Rios的签名。在历任财长之中，他任期内美国发行的货币量应该是最大的。你们要是见到了Rosie，得对她顶礼膜拜。她可是一位发行了天量货币的女人。(笑声)言归正传，财长签名的上方写着这样一句话：本票据为法定货币，用于偿还所有公私债务。也就是说，这张纸币的支付和偿还能力，是由法律赋予的。你去我们的喜事糖果店，你扛着一袋面粉，想换一盒糖果，我们可能会和你换。但是，税务局向你收

税，你只能用法定货币支付税款。你想用别的东西交税，例如，名画之类的，税务局不可能收。在美国，只有美元是法定货币，具有偿还债务的法律效力。我们听说过各种五花八门的货币，但是在我们这一生之中，在你们这一生之中，只有美元，才是法定货币。美元上写的很清楚，美元是法定货币，用于偿还所有公私债务。只有美元具有这个法律地位。我们再看另一张 20 美元的钞票。这张钞票是我收藏的。票面上同样是 Andrew Jackson 的肖像。这张钞票是我那个年代发行的，发行机构是伊利诺伊国民银行。大家可以在票面上看到 Illinois National Bank 的字样。1969 年伯克希尔从 Abegg 手中收购了这家银行。在这张钞票的左下角，大家可以看到 Eugene Abegg 的签名。我收藏了这一版 20 美元的整版钞。这种 20 美元是当年伯克希尔旗下的伊利诺伊国民银行发行的。总之，美国政府规定了，只有这种流通货币，才是法定货币。法定货币也可能大幅贬值，购买力明显下降。很多国家的纸币出现过大幅贬值的情况。即使政府增加货币发行量，在美国也只有美元这一种货币是法定货币，只有美元具有清偿债务的法律效力。

2008 年，在短短几天时间内，经济进入了至暗时刻。2020 年 3 月份有几天，2008 年的那一幕几乎重新上演。2020 年 3 月 20 日，伯克希尔持有大量现金。然而，当时整个美国的经济几乎走到了重蹈 2008 年覆辙的边缘。在股东大会的售卖活动区 Bookworm 书店里，大家可以买到《Trillion Dollar Triage》这本书。它讲述了这次美联储和财政部如何带领美国躲过了一场经济危机。对于喜欢读金融类书籍的人来说，这本书不容错过。在我看来，如果美联储没有采取霹雳手段，美国经济真可能陷入崩溃。美联储主席杰伊·鲍威尔(Jay Powell)不负使命，他当机立断，力挽狂澜，我向他致敬。在过去，20 世纪初的时候，银行一旦出现挤兑，银行外面储户排起了长龙，这家银行就离破产不远了。一旦面临挤兑，银行只能延缓客户提现，一边安抚客户，一边寄希望于奇迹发生——美国运通的马车带着黄金在门前停下。1931 年 8 月，奥马哈有四家州立银行破产了。美国的央行没有破产，但很多地方银行破产了。任何一家银行，让它一天之内偿还所有负债，都不可能做得到。当年很多地方银行破产时，只有美联储巍然屹立。

但我要告诉大家，伯克希尔届时将巍然屹立。我们经营伯克希尔有个准则。即使经济走到了悬崖边上，即使美国的总统、财政部长、美联储主席，没有及时采取行动，我们伯克希尔仍然能保持稳健。一旦银行出现了挤兑的场面，一切都会快速崩溃。因为现在已经电子化了，人们只需点点按钮就会出现挤兑。假如你在一个小镇上经营一家银行，要把竞争对手搞垮，你可以雇一些群众演员，让他们去竞争对手的门前去排队。(笑声)不过，你也有

可能搬起石头砸自己的脚。用不了多久，你的银行前面也会排起长龙，你们这两家银行都会破产。美联储永远不会破产。美联储法力无边。在一定的规章制度之内，它拥有至高无上的权力。1980 年代，有一次，我和时任美联储主席保罗·沃克(Paul Volcker)聊天。我问他：你们美联储的权限范围有多大？Volcker 是个说话直截了当的人。身材魁梧的保罗俯视着我说："我们美联储法力无边。"(笑声)他的话一点不假。无论是在 2008 年、2009 年，还是在 2020 年，我们都见识了美联储的强大。我们希望，下次再遭遇危机时，美联储仍然能带领美国逢凶化吉。我们也希望，下次经济走到崩溃边缘的时候，伯克希尔仍然能一如既往地不动如山。伯克希尔能永远保持稳健，永远永远。气氛有些沉重了。(笑声)

赶快进入问答环节吧。刚才讲了，在问答环节中，将由 CNBC 的 Becky 和现场的股东交替提问。问题可以指定由我们台上四个人中的任何一个人回答。我们将现场分成了 11 个区域，轮到现场股东提问时，我们将按照区域顺序轮流提问。上午的提问到 12 点结束，下午 1 点继续。好的，现在可以开始了吗，Becky？

股东问答环节

1，收购 Alleghany 保险公司，投资西方石油(Occidental Petroleum)

Becky：好的，沃伦。第一个问题来自 Jack Suselesky。他的问题是：在 2 月 26 日的致股东信中你们表示，在市场中没有发现让人心动机会。然而，在 3 月 10 日左右，伯克希尔宣布收购 Alleghany。后来，披露信息显示，伯克希尔又接连投资西方石油和惠普 HP。从您发出致股东信起到做出这几笔投资，在这半个月的时间里，发生了什么？

巴菲特：查理，你先回答一下吧。

芒格：我的回答很简单，我们找到了比国债更好的投资。(笑声)

巴菲特：查理总是这么言简意赅。我补充一下，我比较啰嗦，不像查理讲话那么精辟。(笑声)

致股东信的落款日期是 2 月 26 日，那是一个周六，我们在信中坦白地告诉股东，我们没找到特别好的机会。发出这封信的前一天，也就是 2 月 25 日，我收到了一封电子邮件。我本人不太会用电脑，我的秘书 Debbie Bosanek 帮我收发电子邮件。她把收到的电子邮件整理好，堆成一摞，放在她桌子的边上，我过段时间就去拿一次。这封电子邮件只有很短的几句话，是我的老朋友乔·布兰登(Joe Brandon)发来的。多年之前，他曾经在伯克希尔工作过。这封邮件是他 2 月 25 日发给我的，正好是我们发送致股东信的前一天。他说， he 现在是 Alleghany

公司的 CEO。对于这家公司，我很熟悉，我跟踪这家公司有 60 年了。它的所有年报，我都读过。我有四个大文件盒里面装满了这家公司的年报。因为我对这家公司非常感兴趣。我对所有的公司都非常感兴趣。我非常了解这家公司。Joe Brandon 写道：'这是我出任 CEO 后的第一份年报。我把这份年报寄给您，请您过目。您写致股东信时，想着的是您的姐妹。我写这份年报时，想的是您'。我回复 Joe 说，'我非常期待在周末阅读这份年报。3 月 7 日我正好要去纽约。有机会的话，咱们见面聊聊'。我好像还和他说了，'有个想法，想和他谈谈'。其实，在收到他的邮件之前，我是没这个想法的。我很看好 Alleghany 公司的生意，只要价格合适，我愿意收购这家公司。如果不是 Joe 给我发了那封电子邮件，我就不会约他在 3 月 7 日见面，也就没有后面的收购了。恰好 Joe 把他的年报寄给了我，我们因此联系上了。伯克希尔的很多收购决策是这么做的。我们从来不找投资银行，不用投行给我们做尽职调查，不用别人为我们提供收购建议。我很清楚，Alleghany 是一家好公司，价格合适的话，我愿意买入。我们开出的价格，Alleghany 同意的话，那就一拍即合。不同意也没关系。总之，如果没有那封电子邮件，我们不会向 Alleghany 提出收购意向。巧就巧在 Joe 把他的年报寄给了我。我本来也不是专程要去纽约见他的。正好他把年报寄来了，我恰好又要去纽约，所以我约了 Joe 见面，和他谈了伯克希尔的收购意向。

这 110 亿美元的投资，就是这么来的。除了收购 Alleghany，还有几只股票，我们也觉得值得买，投出去了大量资金。大家要知道，**股市与赌场如影相随，在过去这两三年尤其如此**。华尔街具有为上市公司融资的功能，它也是一个巨大的交易市场。股市是一个非常神奇的地方。有时候，股市对价值的衡量很准确。然而，股市并不总是像教科书中描述的那么有效。有时候，股市会完全进入赌场模式。

在过去两三年中，我们就可以看到，股市变成了一个赌场。在这背后，是华尔街在兴风作浪，股市的成交量越大，华尔街赚得越多。一位伯克希尔的股东在 1965 年投资了伯克希尔，一直持有到现在，一动不动。这位股东能赚很多钱，但谁都像他这样，券商就饿死了。两百年前，人们根本不敢想象，美国的经济能发展到今天这么强大。华尔街从美国经济的发展中分了一杯羹，**券商是资本主义的寄生虫**。券商靠从交易中收取费用生存。人们不交易，券商就赚不到钱。**在投资者身上，券商赚不到什么钱。投机者是券商的主要利润来源**。投机者越好赌，券商越高兴，一天交易 20 次才好呢，就像赌客一次次按动老虎机的按钮一样。倒不是说华尔街的从业人员，道德有多恶劣，但华尔街就是这么赚钱的。股市的赌性有多重？我准备了一张幻灯片，请看幻灯片。从这张幻灯片可以看出，我们如何在两周左右的时间里，买到了西方石油 14% 的股份。

Occidental Petroleum Common Stock Activity February 28, 2022 to March 16, 2022		
<u>Date</u>	<u>Daily Trading Volume</u>	<u>Berkshire Purchases</u>
February 28	50,039,517	11,809,591
March 1	68,949,820	18,001,586
March 2	51,230,106	14,988,287
March 3	43,690,512	12,365,666
March 4	101,759,603	33,997,865
March 9	134,668,989	24,136,074
March 10	81,812,591	665,298
March 11	48,469,639	2,306,017
March 14	53,706,914	7,277,649
March 15	49,163,860	5,738,377
March 16	43,406,316	5,086,590

你可能不相信，怎么可能在两个周之内买到一家公司 14% 的股份？其实，真实的情况，比你们想的还要夸张。从西方石油的委托书中可看出，前四大股东是四只基金，分别是贝莱德指数基金(Black Rock)、道富指数基金(State Street)、先锋指数基金(Vanguard)、道奇·考克斯(Dodge&Cox)。这四家机构持有西方石油 40% 的股份。在此期间，它们的持股保持不变，没有进行买入和卖出的操作。也就是说，在市场上，西方石油这家公司，只有 60% 的股份可供交易。西方石油是一家大型公司，它有着悠久的历史，是一家老牌公司。西方石油公司的股票，只有 60% 是在市场上真正流通的。Mark Millard 的工位离我只有 10 米远。一天早上我告诉他：买入西方石油 20% 的股票，可以通过大宗交易进行，你自己看着来就行。虽然这家公司只有 60% 的股票是真正流通的，两周之后，他竟然就买到了 14%。说出来，真是让人不敢相信。

我们的交易对手根本不是投资者。在伯克希尔的股票上，不可能出现这样的情况。想在短时间内买到伯克希尔 14% 的股份，那是不可能的。想要买到这么多伯克希尔的股票，需要花很长、很长时间。可以说，美国大公司的股票，所有美国大公司的股票，都成了赌桌上的筹码。人们热衷于买卖两三天期限的看涨期权。玩老虎机的人越多，人们按下老虎机按钮的次数越多，赌场赚得钱越多。这是明摆着的事。市场中的参与者是什么人？是投资者，还是投机者？参与市场交易的投资者很少，大多数投资者在冷眼旁观。那些看似赚钱的人，是一群赤裸裸的赌徒。正是在这种市场环境中，我们才有机会在短短两个周的时间内，将一家老牌公司 14% 的股份收入囊中。在 40% 已经被锁定的情况下，在两个周内，买入全美国 14% 的农场，能做到吗？买入全美国 14% 的房产，能做到吗？买入全美国 14% 的汽车经销商，能做到吗？

查理和我也算见多识广了，但是这两年股市中的赌博风气之盛，还是让我们大跌眼镜。这么多普通人涌入股市，还是我生平仅见。股市变成了赌场。真正赚钱的，是为赌徒提供服务的华尔街。几个周之前，市场中的投机热情明显降温。如果你关注市场的动向，你可以感觉到市场气氛的变化。

有人可能会问了，就拿西方石油来说吧，为什么你们 2 月 20 日没买？为什么 2 月 28 日开始买入？是这样的，这件事是很自然地发生的。西方石油发布年报之后，它召开了一次面向分析师的会议。在它发布年报的那个周末，我阅读了西方石油的年报以及这次会议的文字记录。在我看来，西方石油的首席执行官 Vicki Hollub 所说的话，句句在理。我觉得，这家公司值得伯克希尔投资。我是完全通过公开信息做出的判断。Vicki 说得很清楚，公司过去一段时间做了什么，现在的状况如何，将来打算如何投资。她说她不知道油价将如何变化。谁都不知道，油价将如何变化。根据我们了解的信息，我们认为西方石油值得投资。

两周后，我们就买到了这家公司 14% 的股份。我们手里还有西方石油的优先股和认股权证，是前几年买入的。2019 年，我们借给西方石油 100 亿美元，获得了它的优先股和认股权证。2020 年 3 月末，在季报中，我们对这笔投资的估值为 55 亿美元。也就是说，我们产生了 45 亿美元的账面损失。大家知道，情况发生了变化。2020 年，原油价格一度跌到了每桶负的 37 美元。现在油价涨上来了。我们现在应该感到庆幸，美国具有每天生产 1100 万桶原油产能，不需要从别的国家购买，就能保证美国的工业体系正常运转。

查理，股市为什么发展到如此疯狂的地步？你能讲讲吗？

芒格：现在的股市，投机达到了疯狂的地步。算法交易大行其道。散户不懂投资，券商更不懂投资。在券商的忽悠之下，大量散户涌入了股市。

巴菲特：券商不懂投资，但是他们对如何赚佣金门儿清。

芒格：太疯狂了。谁能想到，我们的股市竟然发展成了这样一种混合体，其中既包含合理合法的长期投资活动，又掺杂着像赌博一样的投机活动。一个文明高度发达的国家，怎么能容忍这样的情况出现？一个国家的股市怎么能变成赌场？怎么能放任投机者把股票当成赌博的筹码？我们眼前的这一幕，很疯狂。在人们眼中，只要赚到钱了，就是有真本事。在我看来，赌博的行为并不体面。

巴菲特：1792 年，纽交所成立于一棵梧桐树下。当时，人们并不知道这家交易所将会给美国带来怎样的影响。经过了短短二百多年的时间，我们充分发挥金融体系的作用，取得了前所未有的成就。也许即使没有股票交易市场，美国也能取得今天这么大的成就。无论如何，美国今时今日取得的成就，放在两百年前，人们想都不敢想。两百多年前，人们做梦也想不到，美国能发展到今天这么繁荣。

我们现在所在的内布拉斯加州，成立于 1867 年。美国联邦政府宪法颁布于 1789 年。如果你去问，当时刚开

完制宪会议的本·富兰克林，"二百多年后，内布拉斯加州将会变成什么样？"他能想象得到今天我们眼前的景象吗？美国今天的成就，确实远远超出了人们的想象。华尔街怂恿人们在股市中赌博，他们认为，美国的伟大成就，源于流动性充裕的金融市场。在查理看来，美国的成就，与股市的流动性无关。谁知道呢？到底有没有关系，我也说不好。

1952年4月19日，我和我的妻子结婚了。我们开着我姑姑的车，一路向西，去度蜜月。我们去了很多地方。有一天晚上，我们来到了拉斯维加斯。那里有一家火烈鸟赌场(Flamingo)。三个来自奥马哈的人，Eddie Barrick、Sam Ziegman、Jackie Gaughan，他们是这家赌场的小股东。火烈鸟赌场起初是黑帮老大 Bugsy Siegel 兴建的。还没等赌场建完，他就被暗杀了。他死在了乱枪之中。总之，赌场还没建完，Bugsy 就挂了。在火烈鸟赌场里，有三个股东，他们来自奥马哈。其中的 Sam Ziegman 以前就住在我家附近。他还是斯坦·利普西 (Stan Lipsey) 的舅舅。熟悉伯克希尔历史的人知道，Stan Lipsey 帮我们救活了《布法罗新闻报》(The Buffalo News)，而且他后来和我们合伙投资了四五十年。世界真是很小。

那一年，我 21 岁，刚结婚，我妻子 19 岁。我们一起走进了火烈鸟赌场。我记得那栋建筑和汽车旅馆有些类似。我打量着赌场中形形色色的人。他们很多人衣着得体，看起来非常体面。与现代人相比，那个年代的人，穿着打扮更正式一些。那时的飞机没现在这么快，但机票价格应该比现在贵很多。为了赌钱，他们很多人乘坐飞机，跨越几千里的距离，来到这里。按照概率，十赌九输。他们自己也很清楚这个道理。我看到，赌徒们频繁地掷骰子，一把一把地押宝。我扫视着这群赌徒。他们明知十赌九输，却还是不远千里来赌。我对我妻子说：'我会发财的'。对手这么蠢，想不赢都难。(笑声)人们明知概率不站在自己一边，还是不停地下注，我一定能找到很多好机会。即使到了今天，这个现实仍然没有改变。火烈鸟赌场的生意越做越红火。来自奥马哈的 Jackie Gaughan，一两年前刚刚去世。作为赌城拉斯维加斯的先驱，他在世时是一位传奇人物。刚才我说了 Sam Ziegman 的外甥 Stan Lipsey 是我们的朋友。多亏了他我们投资的《布法罗新闻报》才活了下来。真是太巧了。

生活中有很多巧合，让人感到惊讶。我觉得，最让我惊讶的，还是金融领域发生的事。约翰·梅纳德·凯恩斯 (John Maynard Keynes) 写的那本书，《就业、利息和货币通论》是经济学中的经典之作。这本书首次出版于 1936 年。在这本书中，凯恩斯入木三分地刻画了市场的运作机制，特别是股市是怎么回事，他讲得非常清楚。我没记错的话，应该是在第 12 章，凯恩斯揭示了股市运行的本质。从凯恩斯的笔下，我们可以看透，在刚刚过去的

三月份，人们为什么疯狂地交易西方石油的股票。本来很大一部分股票由四家机构持有，没有参与流通，但因为人们疯狂地交易，我们竟然有机会买入了其余流通股票的四分之一。我们毫不费力就买到了这么多。参与市场交易的这些人，哪里是什么投资者？

投资的本质是什么？投资的本质是现在把钱投出去，将来得到更多的钱。也就是把现在的购买力用于投资，以期将来收获更大的购买力。现在不花钱，是为了以后有更多钱。钱多了，才能满足家庭成员的需要。投资就是这么回事。以投资农场为例。很多农场是代代相传的。一个人，买下了一个农场之后，他会怎么做？是每天四处找别人给他的农场报价吗？是和别的农场主搞乱七八糟的看涨期权、看跌期权交易吗？都不是。买下农场后，人们会悉心经营农场，让农场创造更多财富。同样的道理，买入一家汽车经销商，人们会把它经营好。买入一个公寓，人们会把它管理好，装修得像样一些，才容易出租。

美国上市公司的总市值高达 40 多万亿美元。人们只知道把上市公司的股票当成赌博的筹码，抛来抛去。在股市的交易机制中，想买一只股票三天期限的看涨期权，非常容易。与你直接买股票相比，你买卖期权，券商赚得更多。所以，人家愿意教你怎么玩期权。怎么没有人交易关于农场的期权呢？

市场有时候会犯傻。在市场犯傻的时候，伯克希尔有可能抓住一些好机会。不是我们比别人聪明。要说我们哪一点比别人强的话，可以说我们比别人清醒。有时候，我们也有不清醒的时候。说真的，做投资，最重要的要求就是，头脑要清醒。查理，你怎么看？

芒格：现在股市中每天的成交量创下了新高，投机之风愈演愈烈。为了牟利，华尔街怂恿人们把股市当赌场。这不是什么好事。这是资本主义不光彩的一面，现在的股市已经沦为了赌场。人们在股市中的投机行为无益于社会的发展。

巴菲特：但是，能赚大钱。只要你在这个体系中得到了饭碗，你就能赚大钱。在求职的时候，人们会从自己的利益出发进行选择。以前，我在华尔街有很多朋友。后来，因为我一直讲现在讲的这种话，我在华尔街的朋友越来越少了。人在一生之中会做出很多决定。不管怎么说，总的来看，美国的制度非常有效。诚然，在很多方面，当今社会上存在着种种不公平的现象。然而，美国的制度创造了极其丰富的产品和服务。与我们的祖辈相比，我们现在的生活条件简直太好了。在过去，我们没有空调。在过去，拔牙之前，要先往肚子里灌威士忌。我不想回到过去。我们现在生活的世界比过去强多了。

芒格：因为市场有时会变成赌场，我们赚到了更多的钱。在我们投资这几十年里，总的来说，因为市场的赌性，我们做投资更容易。

巴菲特：全靠市场这么蠢，我们才有钱可赚。(笑声)我们靠市场的定价错误赚钱，但定价错误不是我们造成的。在很久之前，我们就明白了一个道理。做投资，用不着拥有多高的智商。做投资，没有特别高的要求，就是要求你有一个正确的心态。

就听我俩在这讲了，这么半天，现场观众还没出镜呢。有请第一区的观众提问。(笑声)

2，我们很乐意收购外国的公司，但障碍要多一些

股东：上午好。OlaPolem 来自德国汉诺威。这是我第一次参加伯克希尔股东会。在美国之外的其它国家，伯克希尔收购了一些公司，例如，以色列的 ISCAR 和德国 DetlevLouis 公司(生产摩托车骑行装备)。对于您感兴趣的外国公司，请问您是等着它们和您联系呢？还是您主动和它们联系？

巴菲特：二十多年前，我们专门去过美国之外的一些国家，宣传伯克希尔，提高伯克希尔在海外的知名度。我记得，有的国家，还是查理和我一起去的。刚才，我向大家介绍了，在三月份，我们集中进行了大量买入操作。其中，我们大概投入了 50 亿美元左右，买了三家德国公司的股票。另外，我们新买入了一家日本公司的股票，还对我们已经买入的几家日本公司进行了加仓操作。

我们非常愿意投资海外的公司。只是我们在海外的知名度，不如在美国这么高。以 Alleghany 公司为例，我们跟踪这家公司 60 多年了。它的 CEO 给我发了一封电子邮件，我们随后就在纽约见了面。我开了个价格，他回去找董事会一商量，这笔投资就定下来了。海外的公司，很少有像 Alleghany 公司这样，直接和我联系的。我们投资海外的公司，过程不可能像投资 Alleghany 公司这么轻松顺利。美国公司的总市值高达 40 万亿美元，在这么庞大的市场中，我们应该能找到机会。我们对海外的公司没有偏见，我们愿意投资海外的公司。无论是国内的公司，还是海外的公司，只要对方能在十分钟内做出决策，我们就能在 10 分钟内完成收购。与在美国做收购相比，我们在其它一些国家做收购，流程可能更繁琐，而且需要遵守当地的法律法规。

尽管如此，我们也有一些成功案例。多年以前我接到一家德国公司的电话。这家公司的两位管理者现在很可能就坐在观众席中。我昨天还看到了他们。他们两个人非常值得信任。这家德国公司加入伯克希尔后，他们两个人一直在兢兢业业地管理这家公司。我们现在很难找到好机会，所以只要是可能有机会的地方，我们都不能错

过。伯克希尔的规模大了，我们现在要找的机会必须是大机会。我们收购的这家德国公司，我非常喜欢。能与这家公司的管理者共事，我感到很荣幸。要是这家公司的规模再大 10 倍就好了。只有大规模的机会，才能推动伯克希尔的业绩增长。这家德国公司虽然小，但是在它的管理者眼中，这家公司是一件珍宝。两位管理者对这家公司的热爱溢于言表。我们就愿意买这样的公司，我们因为这家公司是伯克希尔的一员而感到骄傲。真要让伯克希尔继续发展，只靠收购 DetlevLouis 这样的小公司是不行的。公司虽小但它是一家好公司。像这样的好公司，我们永远不会卖。如果明天我们接到了一个电话，无论是来自德国、法国、英国，还是日本，我们有可能做成一笔 100 亿美元、200 亿美元的收购，我们会非常乐意考虑的。

两年前伯克希尔买入了日本五大综合商社的股票。今年，我们加了一点仓位。最初买入这五大综合商社时，我们就和它们打招呼了。除非它们的董事会同意，否则伯克希尔对每家综合商社的持股不会超过 9.9%。这次加仓之后，伯克希尔对每家综合商社的持股均上升到 5.85%。这也动用了十几亿美元。

我们要翻山越岭、跋山涉水，克服一切困难，找到好公司。我们要有努力寻找机会的拼劲，但是我们更喜欢机会送上门来。就像我们最近做的这笔收购，我收到老朋友的一封邮件，而且是一家我很熟悉的公司。我开出了一个合理的价格，他们接受了。这样的收购多顺利。Alleghany 的董事会知道，我们收购了这家公司之后，我们不会上杠杆。他们很放心，他们知道，我们一定会好好经营 Alleghany 公司。这笔收购一蹴而就。我们投出去了 110 亿美元。机会从哪来，还真说不好。伯克希尔在以色列还有一家特别好的公司呢，而且规模还很大。你说我们不想再收购一家像伊斯卡一样的公司吗？当然想了，只是现在还不知道下一个伊斯卡在哪。你说呢，查理？

3，以合适的价格回购股票是一项不错的投资

芒格：其实，我们回购自己的股票，也是非常好的投资。这两年，我们投入了 600 多亿美元，回购自己的股票。这也是大手笔啊。我们看好伯克希尔旗下的公司。我们觉得回购的价格合适。我们用不着额外投入更多的成本，直接通过回购，获得了更多好生意的股权。我们真没在这吃闲饭。

巴菲特：是啊。说一千道一万，股票回购的道理很简单。几个人合伙开了一个小店，生意很红火。其中一个合伙人想退出。小店生意好，有钱，完全可以出钱把这个合伙人的股份买下来。只要价格合适，留下来的合伙人不吃亏，这是完全合理的。我很清楚回购的威力，但是人们似乎并不把回购当回事。

1998 年，也就是 20 多年前，我们持有美国运通 1.5 亿股的股票。不知道后来美国运通是否拆过股，拆过股

的话，这个数字可能要调整一下，但实际上没什么影响。我记得我们是 1998 年最后一次买入美国运通。当时，我们持有美国运通 11.2% 的股份。这是一家非常好的公司。从那以后，我们每个季度都会收到美国运通的股息。在我们持有美国运通期间，我们一直在获得股息收入。现在，我们持有的美国运通股份的占比已经上升到了 20%，因为美国运通一直在回购股票。美国运通的回购非常成功。

一家公司，回购价格太高了，那就不合适了。如果回购价格合理的话，公司进行回购，股东能获得更好生意的股权。就像我们投资美国运通一样，我们的股份占比从 11.2% 上升到了 20%。你们在生活中刷美国运通的信用卡，美国运通会赚钱。在美国运通赚的钱中，以前有 11.2% 是归我们的，现在有 20% 是归我们的。最妙的是，我们没往美国运通多投一分钱，我们就分到了更多的利润。

这就好比，你有一片面积 1000 亩的土地，你爱好农业，每年都在这片土地上播种、耕耘、收获，每年都能赚点钱。不知不觉，20 年过去了，这片土地变成了 2000 亩。你可能还有点不知所措，多了这么大片土地，是从哪来的啊？是不是不劳而获啊？资金这么使用，是否合理啊？

用不着多想，只要回购的价格合适，回购自己的生意是非常好的投资。在股东信中，我讲了苹果的回购对我们的好处。2021 年，苹果的净利润超过了 1000 亿美元。也就是说，我们持有的苹果股份，每增加 0.1%，归我们所有的净利润，就会增加 1 亿美元。1 亿美元可是不少钱啊。三月份，苹果的最新季报显示，苹果的营收和净利润又取得了同比增长，而且流通股票数量继续减少。在第一季度，我们又买入了一些苹果公司的股票。我们希望持有苹果公司更多的股份。我们没有内幕消息，不知道苹果是否会继续回购。苹果应该会继续回购，这样的话，我们持有的股份占比将增加。我们直接投资，在市场中买入了苹果的股票，我们感觉良好。苹果公司拿出钱来，把其他股东的股票买来注销，我们也感觉良好。

回购股票的道理多简单啊，用得着长篇大论的讲吗？可是，人们竟然不懂这个道理。你有一片土地，你的邻居也有一片土地。你只是老老实实在地耕种自己的土地，用不着你投入一分钱，邻居的土地就一点一点地流到了你的手里。其实，是从属于你的盈利中拿出一部分钱，把邻居的土地买来了。看着自己的土地越来越多，你心里肯定高兴啊。查理，你怎么看待回购？

4，指数基金无理要求没有道理

芒格：你已经把回购讲得很明白了。我倒是想谈谈另一个话题。**指数基金对伯克希尔有意见，它们觉得董事**

长和 CEO 不应该一个人当。不知道从哪来的什么教授认为，我们应该把沃伦一分为二，一个当董事长，一个当 CEO。这可真够荒谬的。这就好比说，古希腊神话中的大英雄奥德修斯，赢得了特洛伊战争，凯旋归来，而有人说，"我们不喜欢你打仗时手握长矛的姿势。"(笑声)提出这条意见的人，从来没经营过公司，什么都不懂。我对此很不以为然。(掌声)

巴菲特：今年的致股东信正文部分第 9 页。在第三段，我们写了这样一句话："我们的原则是对所有股东一视同仁。"有的人可能不理解我们为什么有这样的原则。我们有些股东是个人投资者，他们从 1960 年、1970 年、1980 年开始，就把自己的积蓄交给我们投资，把钱交给我们之后，他们从来不打扰我们，就是相信我们。我们还有些股东是大基金，它们关心的是自己管理的资产规模，规模越大，它们的管理者拿到的薪酬越多。我们心里有杆秤，那些长期跟随我们的个人投资者，他们的地位很重，他们有资格像那些大基金一样，得到同样的尊重和关注。大基金只关心自己的资产规模，它们小心翼翼地和华盛顿保持步调一致，生怕华盛顿看它们不顺眼，削减它们的规模。总之，我们对所有股东一视同仁。我们有 300 多万名股东。我们平等对待所有股东。

3 月 25 日，大概是伯克希尔的致股东信发布一个月以后。我在信的第三段中已经写得很清楚了。一家基金，它持有 1 亿股伯克希尔 B 股。按理说，持有这么多股份，怎么能连第三段都没读到呢？总之，这家基金给我们写了一封信，信中是这样说的："我们希望与你们在 2022 年股东大会召开之前见面，讨论伯克希尔的公司治理和可持续发展问题。"我在股东信中已经写得很清楚了。我已经说好了，就在这里和所有股东一起见面。他们凭什么要求我们和他们提前见面？我真是无语了。(掌声)

有些大机构，它们聘请专门的公关公司和顾问。聘请了顾问，才显得它们高高在上。顾问拿着钱，就得找点事干，所以顾问说，董事长和 CEO 不能一个人当。大机构一听，顾问发话了，那就在董事会上讨论一下这个问题。如果 90% 的国会议员支持董事长和 CEO 由一个人担任，指数基金就不会上我们这找事来了。它们还是管好自己吧，美国所有大公司 10% 的投票权都落到了指数基金手里，这样好吗？

投资指数基金是一件好事。但是，受激励机制和官僚主义的影响，指数基金的管理者能否用好他们手中的投票权，我们拭目以待。给我们写这封信的人，在生活中，他很可能是一个好人。他只是在做自己的工作而已。总之，我们没和他们单独见面。我们在这里见到了你们。见到你们，我们很高兴。(掌声)

5，经营 BNSF 铁路不是朝夕之功，GEICO 保险开始应用远程信息处理技术

Becky: 这个问题是问 Ajit 和 Greg 的。提问者是 BenNall, 他是内布拉斯加州人, 已是伯克希尔 30 年的股东。他说他今天也会来到现场参加会议。问题是这样的: BNSF 铁路的竞争对手是联合太平洋铁路公司(Union Pacific)。GEICO 保险的竞争对手是 Progressive 保险。与各自的竞争对手相比, 伯克希尔的两家公司似乎处于下风。在过去几年里, 联合太平洋铁路的经营成本比 BNSF 铁路低 4%左右。Progressive 保险的增速比 GEICO 保险高, 而且综合成本率更低。在具体经营层面, 联合太平洋铁路的'精准调度铁路系统'以及 Progressive 保险的'远程信息处理技术'似乎都走在了我们的前面。他想知道, 我们如何应对竞争对手的挑战。

Greg: 谢谢, Becky。首先, 我想说的是, 我们的 BNSF 铁路是非常好的生意, 拥有很强的竞争优势。BNSF 铁路确实有竞争对手。我们很清楚竞争对手的情况, 包括竞争对手的各种经营指标, 包括竞争对手的"精准调度铁路系统"。对竞争对手的情况了然于心, 这是我们应该做的。但是, 我想告诉大家, 在经营 BNSF 铁路时, 我们心里首先想到的是客户, 如何为客户提供最好的服务。只要我们能为客户提供优质高效的服务, 我们自然能为股东实现良好的收益。在今后的工作中, 我们仍然会把客户放在第一位。我们一直在观察竞争对手的情况, 我们了解竞争对手的经营指标, 了解竞争对手的经营方式。我们在日复一日的努力, 做好每一天的工作, 运好每一趟货物。别人能做得到的, 我们也做得到。我们不会让 BNSF 铁路输给别人。在未来的工作中, 我们将始终以为客户服务为宗旨。BNSF 铁路是我们的骄傲。

我们也深知, 无论是在经营方面, 还是在为客户提供服务方面, 我们需要做的, 还有很多。我们会看到, BNSF 铁路将越来越好。我们拥有卓越的领导层。我们拥有优秀的员工队伍。我对 BNSF 铁路的长远发展充满信心。在美国西部地区, 在多式联运方面, BNSF 铁路拥有巨大的竞争优势。BNSF 铁路的这一竞争优势能为我们的股东、为我们的合伙人, 带来丰厚的收益。我们的团队非常清楚这一点, 我们将继续扩大 BNSF 铁路的这一竞争优势。我们为 BNSF 铁路感到骄傲, 我们也深知, 我们还有很长的路要走。相信 BNSF 铁路会越来越好。

芒格: Greg, 如果可以把我们的 BNSF 铁路换成联合太平洋铁路, 你愿意换吗?

Greg: 绝对不换。我们可舍不得我们的 BNSF。我们的 BNSF 有独特的竞争优势, 有优秀的领导团队。

巴菲特: 在 Ajit 回答关于 GEICO 的问题之前, 我补充几句。Greg 原来在中美能源工作, 他的上司是大卫·索科尔(David Sokol)。后来, 伯克希尔收购了中美能源公司, Greg 因此加入了伯克希尔。Greg 和我们共事有 20 年了。Greg 和 David 都是善于经营公司的管理者。

我们始终非常关注竞争对手的经营数据等情况。BNSF 的 CEO-Katie Farmer 是一位非常优秀的领导者。由她带领 BNSF 再合适不过了。她一定能带领 BNSF 蒸蒸日上。铁路的建设运营不是朝夕之功。试想，我们拥有 3.4 万公里长的铁路线，这还不包括侧线、复线。经过了一两百年的积淀，我们才修建了这么长的铁路线。我们经营 BNSF 铁路不可能一蹴而就。1862 年，奥马哈已经成为了美国西部地区的重要铁路枢纽，但是那时候，横跨密苏里河的铁路还没建成呢。一百年以后，BNSF 铁路将仍然为美国提供服务，仍然是美国交通运输领域的中坚力量，仍然是伯克希尔旗下举足轻重的资产。在过去的 150 年里，BNSF 不断铺设轨道、织密网络，才发展到今天。我们将在现有 300 多条线路的基础上，带领 BNSF 走得更远。世界在变化，我们也一直在努力让 BNSF 适应变化的环境。但是，几千几万公里长的铁路线，不是动动嘴皮子，说要怎么改变，就能立刻改变的。

我们经营 BNSF 铁路，符合伯克希尔股东的利益，也是在为国家的发展做贡献。无论谁来经营 BNSF 铁路，它都与整个国家的发展密切相关。一百年后，联合太平洋铁路也一样，将仍然为美国提供服务。我相信，百年之后的 BNSF 铁路将比现在更加强大。至于接下来几个月会发生什么，那我就不敢保证了。说不定就发洪水了，很多线路会受到影响，导致无法正常运输。铁路公司的发展不是立竿见影的，只有通过日复一日的努力，才能让铁路公司越来越好。我记不清 BNSF 有多少座铁路桥了。我只记得，几年前，我们每年的资本开支高达三四十亿美元。我对 BNSF 的前任 CEO-Matthew Rose 说，经营铁路公司的资本开支可真不少啊。Matthew 对我说，我们还需要加大投入。我告诉他，我没问题，就怕查理不同意，我得向查理好好解释一下为什么要花这么多钱。后来，BNSF 把新建的一座铁路桥命名为"Charles T. Munger 大桥"。我们真有这么一座芒格大桥，因为十年之前，查理就对巨额的资本开支存在疑虑。Ajit，你来回答关于 GEICO 的问题吧。

阿吉特：好的。谢谢你提的问题，Becky。毫无疑问，车险行业的竞争非常激烈。GEICO 保险和 Progressive 保险可以说是车险行业中的翘楚。两家公司各有自己的长处和短处。正如提问中所说，近年来，无论是在利润率，还是在增速方面，Progressive 保险都走在了 GEICO 保险的前面。至于具体的原因，提问中说得很对，主要还是我们在"远程信息处理技术"(telematics)方面落后了。Progressive 保险利用该技术已经有十多年、将近二十年的时间了。GEICO 保险开始使用才几年时间。最近两年，GEICO 保险才下大力气推广，利用此项技术进行市场细分，匹配费率和风险。我们还有很长的路要走。好在我们已经上路了，而且已经取得了初步成果。我们还需要一定的时间。我希望通过一两年的努力，GEICO 保险在该技术方面能赶上 Progressive 保险，并且在增长率和利

润率方面也能向 Progressive 保险看齐。(掌声)

6, StateFarm 保险不以盈利为目的, Progressive 保险做的很好, 但忽视了投资管理

巴菲特: 如果你研究汽车保险行业的话, 你会发现一个非常有意思的现象。2022 年, 也就是现在, 规模最大的汽车保险公司是哪一家呢? 1903 年, Henry Ford 成立福特汽车公司, 开启了汽车时代。二十年后, 福特汽车的年产销量达到了两百万辆。福特以一己之力, 造就了年产汽车两百万辆的神话, 他非常了不起。

在汽车时代开启之前, 保险行业已经存在了几百年, 主要是由互保协会提供船只保险和火灾保险。进入了汽车时代, 车险成为了一种重要的保险产品。自从 1936 年 Leo Goodwin 创办 GEICO 保险以来, 车险产品基本没什么变化。GEICO 保险是车险产品的先驱, 其它很多大公司也推出了类似的车险产品。美国规模最大的一家车险公司, 成立于伊利诺伊州, 它是一家互助性质的公司。这家公司的创办者实际上对保险一窍不通。这家公司不以逐利为目的。大家知道, 现在的商业理论告诉我们, 只有追求利润并实现利润, 公司才能在资本主义市场中取得成功。但是呢, 州立农业保险公司(StateFarm)偏偏不以逐利为目的, 没人靠这家公司发财, 它是一个非常独特的存在。StateFarm 保险是美国最大的车险公司。80 多年前, Leo Goodwin 创办 GEICO 保险的时候, 他希望能赚大钱。Progressive 保险公司的创办者也希望赚大钱。包括旅行者保险公司(Travelers)、安泰保险公司(Aetna)等许多大型保险公司, 都是以赚钱为目的的。最后谁成了赢家呢? 大家知道, 是一家互助公司。

按照目前的保费规模, StateFarm 保险是最大的车险公司。StateFarm 保险的净资产高达 1400 亿美元。除了伯克希尔, 它就是最大的了。Progressive 保险的创始人非常有商业头脑, 他经营了 Progressive 保险很多年。Progressive 保险的现任领导者也非常善于经营。StateFarm 保险只是伊利诺伊州一个名不见经传的小人物创办的。令人意想不到的, Progressive 保险苦心经营多年, 净资产规模竟然只有 StateFarm 保险的六分之一。Progressive 保险没少在推销和广告上投入。在过去七八十年里, GEICO 保险也没少做广告, GEICO 每年的广告费高达 20 亿美元。车险是个没什么差别的产品。所有其它保险公司都很拼, 最后还是 StateFarm 保险的市场份额最大。在资本主义市场中, StateFarm 保险这样的公司, 它的存在是没道理的。就说放在现在, 你计划成立一个像 StateFarm 保险这样的公司, 与 Progressive 保险竞争, 谁会给你投资? 谁会投资一家不以盈利为目的的互助公司? StateFarm 保险的存在不合常理, 但现在它就坐拥 1400 亿美元的净资产。Progressive 保险的净资产具体是多少, 我不清楚。我已经很长时间没看这家公司了, 估计是 200 多亿美元吧。

既然提到了 Progressive 保险，我再说几句。在承销保险方面，Progressive 保险是一家非常审慎的公司。在投资方面，第一季度，Progressive 保险的资产组合出现了下跌，因为它持有大量债券。它为什么持有大量债券呢？也许和其它保险公司一样，是随大流——既然别人都持有债券，自己也持有债券。在经营保险业务方面，Progressive 保险不遗余力地分析各个地区的风险情况，通过市场细分确定合理的保险费率。在管理投资组合方面，Progressive 保险却只是随波逐流。四十年前，在我的办公室里，我与 Progressive 保险的前任董事会主席 Peter Lewis 见过面。他是一个非常聪明的人。我那时就很清楚，他一定会成为伯克希尔强劲的对手。他对保险生意简直是了如指掌。很可惜，他只重视发展保险业务，忽略了对投资组合的管理。要知道，在一家保险公司，管理投资组合和开展保险业务，二者不可偏废。公司研究多了，你就会发现，有的公司是有盲点的。查理和我很清楚，我们自己也有自己的盲点。所以，我们不想在这挑别人的毛病。商学院可以好好研究一下车险行业，车险行业中出现的一些情况，并不符合传统的商业理论。

对了，谢谢你，Ajit。Ajit 为伯克希尔创造的价值超出了 Progressive 保险的净资产。我这么说，没有贬低 Progressive 保险的意思，只是为了突出 Ajit 个人为伯克希尔做出的巨大贡献。（掌声）好的，第 2 区。

9，我们真没有择时的能力。

股东：沃伦、查理，你们好。很荣幸见到你们以及伯克希尔优秀的经理人，感谢你们的辛勤工作。Rajid Erdawal 来自新泽西。我的问题是关于择时的。您总是告诉我们，择时是根本做不到的。但是，通过分析您的投资历史可以发现，您总是能在关键时刻，展示出强大的择时能力。1969-1970 年，您退出了股市。1972-1974 年，股市非常便宜时您重返股市。1987 年、1999 年、2000 年，您都有类似的操作。如今，市场下跌，伯克希尔手握重金。我想请教一下，您如此强大的择时能力，是如何练就的？

巴菲特：如果你愿意的话，可以来伯克希尔工作。（笑声）

其实，我们真不知道市场会怎么走。周一开盘，股市是涨还是跌，我们根本不知道。我们始终不知道市场会怎么走。我和查理合作这么多年了，我们做过很多投资决策，稍后我给大家讲一下我学习投资的过程。在查理和我合作的这么多年里，我们没有任何一项投资决策，是根据猜测市场的涨跌做的。在做投资决策时，我们从来不谈论，也不考虑市场的涨跌。我们也从来不考虑宏观经济会怎么发展。我们不知道。

2008 年，所有人都看空股市的时候，我们表示乐观。有的人因此说，我有择时的能力。其实不然，我们买早

了，还没见底的时候，我们就已经买了很多，我们选择的时机很差。不能说是“我们”，应该说是“我”的择时能力很差。我记得，在三四个周的时间里，我们就动用了一百五六十亿美元。那时候，一百五六十亿美元对我们来说，已经很多了。我们投资了箭牌、高盛。后来，股市的走势证明，我们买得太早了。我买的时候，不知道股市是会涨，还是继续跌。事实证明，我买了以后，市场又跌了很多。2008年10月，我在《纽约时报》上发表了一篇文章《买入美国正当时》。如果我真有超强的择时能力，那我应该再等六个月。我记得，市场是2009年3月份见底的。没记错的话，市场达到最低点那天，我好像正好在CNBC接受采访。可以说，2008年那次大跌，我没抄到底。大家知道，2020年3月，市场大跌，我也没抄到底。

我们不会择时。我们只能差不多知道价格是不是足够便宜。无论买什么股票，我们都不知道买入之后是涨是跌。其实，每次买入股票的时候，我们总是希望能再多跌一段时间，这样我们就可以买到更多。**就算我们买完了，把资金用完了，我们还是希望我们买的股票继续跌。继续跌，公司可以接着回购，我们的持股比例随之上升。**这个道理很简单，小学四年级的孩子都能学明白，但学校不教这个道理。大家别再说我们善于择时了。好吧，非要说我们择时有多厉害也行，那就说去吧，但我们真不善于择时。

我们从来不根据猜测市场涨跌做投资，也从来不根据预测宏观经济做投资。1942年，我11岁，大概是3月11日，还是3月12日，道指90多点的时候，我买入了人生中的第一只股票。我记得，那天早上道指开盘是101点，收盘是99点。现在，道指已经来到了34,000点。我做投资这么多年，就是始终对持有美国公司满怀信心。**哈佛大学的捐赠基金、通用汽车的退休基金，它们还真不如去请教一下11岁时候的我。它们不信我的，它们非要搞什么股债平衡，持有股票的比例不能高于60%。**它们还聘请很多基金经理，每三个月就要倾听这些基金经理的高见。像它们这么做，还真不如扔飞镖，分散选股，持有美国公司50年、100年呢。长期持有股票的收益率，肯定是高于债券的。

投资是很简单的一件事，但人们把它搞得太复杂了。基金经理不可能说这样的话，他们告诉大众投资有多简单，那相当于砸自己的饭碗。基金经理不可能讲出真相，他们不可能告诉普通大众，他们没有创造任何附加价值，普通大众完全可以自己投资指数。人性如此，我们不能对基金经理要求太高。我不想这么说，但事实就是如此，人们完全可以让猴子扔飞镖选股，用不着向基金经理支付管理费。我赌猴子能跑赢基金经理。我没有贬低基金经理的意思。猴子并非优于人类的物种。我更愿意和人类生活在一起，不想和猴子生活在一起。我只是用猴子

扔飞镖做例子，讲了一个事实。查理，你讲点让大家高兴的话，好不好？(笑声)

芒格：在财富管理行业，你去找投资顾问，你说：我想实现资产的保值增值，该怎么做？投资顾问说：你先交给我 5 万美元，然后再说别的。你给我 5 万美元，这就是我为你做出的贡献。(笑声)

财富管理行业是一个畸形的行业。

巴菲特：这是一个可以赚大钱的行业。如果你的子女智商高、能力强，还特别想赚大钱，那就让他们去华尔街。别让他们进教堂当神职人员，那地方可赚不着大钱。有赚大钱的抱负，那就去华尔街。毕竟，人往高处走。无论什么时候，都是这么回事。人们本来就是以自我利益为中心，我们大可不必因此对人性感到悲观。也许人们不会一直朝着自私自利这条路走下去，也许有一天，他们就会问自己，有钱了，但幸福吗？谁知道呢？单纯从赚钱的角度考虑，年轻人去华尔街是很好的选择。

在会议开始之前，我们在现场播放了一个短片，其中有一段和所罗门兄弟公司有关。在所罗门兄弟公司陷入丑闻时，前纽约联储银行行长 Gerry Corrigan 也被传唤出席听证会。在听证会上，法官问他，“去年所罗门薪酬最高的人是谁。”Corrigan 说，“去年薪酬最高的人拿了 2000 万美元。”那可是 1991 年啊。法官又问，“这个人年龄多大。”我记得，Corrigan 说，“大概 26 岁。”当时，Corrigan 忍不住补充了一句，“别看他不是球星，拿的比球星还多。”今天的情况变了，现在的球星，薪酬也比过去高了很多。就拿我的偶像泰德·威廉姆斯(Ted Williams)来说。我记得，他当年的薪酬是每年 2 万美元到 2.5 万美元。放到今天，一个棒球运动员打击率为 0.23 或 0.24，能进入职业大联盟，钱会滚滚而来。在过去，人们去现场看球，一个体育场能容纳三四万名观众。球队老板通过球票收入给球员发工资。后来，电视机出现了，有线电视出现了，付费频道出现了，人们通过电视转播收看比赛。看球的人多了，球星的收入也水涨船高。我们不知道具体是谁推动了电视的发展，推动了付费直播的发展。我们可以发现，在资本主义制度中，高收入群体的变迁真是三十年河东三十年河西。以前，华尔街的金融人士比大联盟的明星球员赚得多。随着电视等媒体的发展，如今反过来了，现在球星的收入更高。

社会的变化太快，让人难以捉摸。我和查理也觉得社会的收入分配有很多不合理的地方。虽说有不合理的地方，但资本主义制度确实行之有效，一直在推动社会发展。即使是那些没在社会变迁中得到好处的人，他们现在的生活水平也因全社会的发展而有所改善。我不是说社会不需要改变。我只是想告诉大家，我们必须明白，很多时候，人性不是我们能改变的。好，我就讲这么多。查理，你来总结一下吧。(笑)

10, 人生后半程应该学着做一个好人

芒格：可以这么说，在财富管理行业，很多人宣称做主动管理，并收取高额管理费，实际上他们只是紧跟指数而已。说白了，谁都不想当出头鸟，谁都怕业绩低于平均水平，谁都不想丢了管理费。于是，大家都紧跟指数。想想这件事，多少有些可笑。

巴菲特：是的。来到现场的股东，在会议开始之前，你们看到了一个短片。在短片中，查理讲了，我们两个，在我们年轻的时候，我们追女朋友，我们没那么优秀，但我们表现出很优秀的样子。说真的，你要求人不自私，不为自己的利益考虑，那是不可能的。这个道理，大家一定要知道。在结婚之前，我们也没把所有的缺点，都向自己的女朋友坦白。(笑声)

芒格：我们已经在改了。我们以前是犯过一些错。沃伦，我不知道你是不是这样。就我自己来说，和我 17 岁时候相比，我已经改了一些了。(笑声)

巴菲特：你说的很有道理。一个人，受命运垂青，上半辈子顺风顺水，下半辈子应该学着做一个好人。这样的要求，真不算太高。一个人，赢了娘胎彩票，出生在美国，享受到了种种红利，过完大半辈子，发现自己做过很多蠢事，为什么不在下半辈子往好了改呢？每个人刚生下来，都是一张白纸。活了这么多年，以智商测试为标准，我的智商并没有什么提高。但是，在通过与人打交道的过程中，我学到了一些东西。一个两岁的小婴儿，它的大脑是一台超强的学习机器，它从外界学习新知识的速度非常快。但是，这还远远不够。有些东西，只有通过三四十年的生活经验，亲身体会人类这种动物的行为习惯，才能真正明白。对人性有了深刻的理解，我们应该在后半生学着做一个更好的人。前半生不明白，那是没办法。只要后半生能做一个更好的人，可以不必纠结前半生的事，好好过好后半生就行了。查理和我，我们两个人很长寿，我们有充足的时间过好后半生。我们早已经想明白了，怎么活着，才能幸福。我们也更加注意别人的感受，不惹别人不高兴。我希望人们以我的后半生评价我，相信查理也是这么想的。

芒格：当然了。我根本不去想我年轻时做过的事，一想我会觉得尴尬得不得了。(笑声)

巴菲特：是啊。有谁好奇，希望知道查理年轻时做了哪些尴尬的事，可以稍后问他。(笑声)

11, 伯克希尔无法防范核战争的风险

Becky：这个问题分了两个小问题。第一个小问题是问沃伦和 Ajit 的，第二个小问题是问 Greg 的。提问者

RogerCleffman。他问道：几年前，巴菲特先生在接受采访时说，核战争是伯克希尔的保险业务面临的最大风险。鉴于当前的局势，如果核弹在人口密集区爆炸，伯克希尔的保险业务可能受到怎样的影响？

第二个小问题，有请 Greg 回答。伯克希尔能源分公司是否遭受过网络攻击？我们是否提升了安全戒备？

巴菲特：好的。第一个小问题，自从 1945 年原子弹发明以来，核战争的风险一直伴随着我们。后来，又有别的国家制造出了大规模杀伤性武器，核战争的风险与日俱增。从概率上讲，核战争爆发的可能性微乎其微。

在拉斯维加斯的沙漠酒店(Desert Inn)，有人掷骰子，连赢 32 次。我不知道这个概率是多大，800 万分之一，400 万分之一，还是 40 亿分之一。只要一直掷骰子，什么情况都有可能发生。假如从明天起，让 3.3 亿美国人每天掷硬币，猜正反面，10 天之后，会有 33 万人连续猜对。再过 10 天，还会剩一部分人，他们连续 20 天猜对。这时候，剩下的这一部分人，他们真以为自己掌握了猜硬币的秘诀。可以说，我们每天都在掷硬币，都在猜掌握核武器的人，他们是否会利用核武器摧毁地球。这不是我们能控制的，主动权掌握在拥有大量核武器以及洲际导弹的人手里。是否有人会因为打了败仗，气急败坏地动用战略核武器，置千万人的生命于不顾？我们有办法阻止他们吗？我们的世界非常、非常、非常危险。

芒格：我们没办法防范核战争爆发的风险。

巴菲特：真没有。

芒格：有个人说过，如果核战争真爆发了，他知道怎么办。他会抱着脑袋钻到桌子底下等着上西天。(笑声)

巴菲特：嗯，是啊。我们把伯克希尔的风险防控工作交给查理就行了。我们真没办法。(笑声)

1939 年 8 月，准确地说是 9 月 1 日，希特勒入侵波兰。当时，我们美国人对这件事知道的并不多。那时候，电影院里有空调，夏天天气热，大家愿意去电影院。八月份，正是天热的时候。希特勒是在 9 月 1 日入侵的波兰。我们在大屏幕上看到，神情严肃的播音员播报了一条新闻，德军刚刚入侵了波兰，画面上可以看到德军的坦克。这条新闻一分钟就报完了。现在不一样了，我们每天都能看到有人因为战争而失去生命。我们换位思考，失去生命的如果是我们呢？因此，我们特别同情在战争中失去生命的人。现在和以前不一样了。1939 年 8 月，在德国入侵波兰一个月之前，富兰克林·罗斯福总统收到了一封信。他为什么会收到这封信呢？他收到这封信，是因为希特勒迫害犹太人。希特勒把犹太人赶出了德国，其中包括一些伟大的科学家。出生于匈牙利的核物理科学家 Leo Szilard 遭到了驱逐，爱因斯坦也遭到了驱逐。后来，Szilard 来到了美国，他给美国总统写了一封信。他在信

中介绍了铀元素的原理。我对物理一窍不通，连电路中的开关符号都分不清。我只知道，Szilard 写的这封信起到了关键作用。他在信中说，物理学领域出现了重大突破，美国最好抢在前面。信写完了，Szilard 不知道怎样才能让罗斯福总统看到这封信。Szilard 没那么大的名气，不知道怎么能引起美国总统的关注。Szilard 想到了一个主意，他请爱因斯坦和他联名上书，这样就能引起总统的关注了。他的这个主意很好。不久，罗斯福总统就收到了爱因斯坦和 Szilard 联名写的这封信。如果不是希特勒疯狂地憎恨犹太人，这两位伟大的科学家未必会流落到美国。总之，因为这封信，美国率先制造出了原子弹。幸好 Szilard 和爱因斯坦流落到了美国。如果他们没来美国会怎样？谁知道呢？**历史充满了偶然**。关于原子弹，将来还会出现偶然事件。已经有很多次，我们险些擦枪走火。有一次，雷达把一群大雁当成了苏联的轰炸机，北美防空司令部(NORAD)收到了空袭警报。还有一次，工作人员错误地把演习录像带插入了电脑，整个军方以为苏联对美国发动了全面核战争。

我们实在是无能为力。核战争的风险，可以说与全世界的每个人息息相关，但伯克希尔不考虑这个风险，再考虑也没有用，考虑多了，对我们自己也没什么好处。尽管如此，我们深知，在过去，两个超级大国，在冷战对立中，由于误判对方的意图，多次险些触发核战争。查理和我经历过古巴导弹危机。在过去，有很多次，大规模杀伤性武器险些被触发。将来一定还会有很多可能擦枪走火的时候。人类还无法控制科技的负面影响。在石器时代，一个反社会的人，最多也就是用棍棒和石块袭击别人，别人也只能用棍棒和石块反击。我们一直在发展科技，直到有一天，科技的突破超出了人类的掌控能力。未来如何，我们只能拭目以待。至少现在，我们还没遭遇核战争。伯克希尔不知道如何解决核战争的风险。我们不承保核战争的风险，因为核战争的风险，我们赔付不起。大家都很清楚，我们确实赔付不起。核战争的风险真实存在，但伯克希尔没有承保此项风险的能力。到现在为止，核战争没爆发，我们很幸运。Ajit，你怎么看？

Ajit：沃伦刚才讲了核战争发生的概率。关于核战争，我想说的是，我确实无法估算，一旦核战争真的爆发，我们的风险敞口可能有多大。**其它的风险，无论是地震、飓风，还是网络攻击的风险，我都能八九不离十地估算出我们的风险敞口，估算出我们可能遭受多大的损失。至于核战争可能带来多大的风险，我真是无法估算。**核战争的风险很大，但有多大，我们很难估算。核战争很可能引发大量次生风险。

在我们的所有保险合约中，我们明确规定不承担因核战争引发的风险。尽管如此，一旦核战争爆发，引发次生风险，我敢肯定，法院和监管机构一定会判决保险公司赔偿。举个例子，在我们承接的火灾险中，我们在条款

中明确说明，我们的赔付范围不涵盖因核战争引发的火灾。真出现核战争引发的火灾，监管机构一定会认为，既然你们承接了火灾险，而核战争引发了火灾，火灾发生了，你们就得赔付。我们只能接受现实。关于保单的涵盖范围，我们保险行业争不过法院和监管机构。

巴菲特：到时候也没有法院、没有监管机构了。(笑声)人类需要 100 万年进行战后重建。爱因斯坦说过：我不知道第三次世界大战会使用什么武器，但是我知道，第四次世界大战的武器会是石头和棍棒。这么说吧，如果你关心自己的伯克希尔股票的价值，你有很多事情考虑，但用不着操闲心担忧核战争爆发。(笑声)好吧，看看咱们能不能聊点让人高兴的事。该到哪个区了？

Greg：沃伦，我来答一下关于网络攻击风险的问题。因为提问中间到了关于网络攻击的风险，所以我简单谈一下。问题中专门提到的是伯克希尔能源分公司，其实，伯克希尔的所有子公司都需要防范网络攻击的风险。网络攻击的风险始终存在。我们始终在评估和抵御此项风险。以伯克希尔能源为例，我们有大量的操作系统，每天会遭受数十亿次网络攻击。我们的团队每时每刻都在防范网络攻击，既加强我们抵御攻击的能力，也评估潜在攻击的风险。我们有很多子公司确实遭受到了大量网络攻击。铁路、能源等业务板块，是我们防范网络攻击的重点，我们为此投入了大量人力物力。到目前为止，我们的团队做得非常好，网络攻击没对我们造成任何重大影响。在个别小型子公司，我们受到过一定的影响，但是在我们的大型业务部门，在我们的主要操作系统中，我们的安全防范措施非常到位。尽管如此，网络攻击一直没有停歇。每一天，我们的团队仍然保持高度警惕，他们始终在抵御网络攻击。网络攻击是一项需要严加防范的风险，我们的团队对此有非常清醒的认识。

巴菲特：确实。我补充一点。在这方面，Greg 比我更了解情况。我想说一下，我的一个感觉。长期以来，民营公司总是批评政府部门效率太低，而政府部门总是批评民营公司利字当先。但是，在防范网络攻击风险方面，政府和企业之间的密切配合值得称赞。你觉得呢，Greg？

Greg：是的，您说得很对。在防范网络攻击风险方面，美国的政府机构和民营企业之间密切配合。每天我们将大量运营数据上传，政府有专门的部门帮助我们分析，查看我们是否有可能遭遇数据泄露的风险。我们和政府之间的配合很密切。沃伦，您说得很对，企业和政府之间的密切配合非常难得。我想这是因为企业和政府都很清楚，网络攻击的风险不可小觑，我们必须密切配合才能确保万无一失。

巴菲特：在防范网络攻击方面，企业和政府确实合作无间。企业和政府，双方有合作的意愿，取得了共赢的

结果。核战争爆发是最大的风险，但是，核战争爆发是概率微乎其微的事件。将来，太阳还有燃烧完的一天呢。

两个对立的大国，都拥有洲际导弹，我们不知道怎么消除核危险。有人说，这么解决，有人说，那么解决。都是说起来容易做起来难。就像两个人都拿着上了膛的枪指着对方。

芒格：我们以为人是理智的，可不是所有人都是完全理智的。

巴菲特：我们见过的不理智的行为太多了。特别是涉及自身利益的时候，人们很容易失去理智，做出害人害己的事。在生活中，这样的事太多了。不只是普通人有这个毛病，精英阶层也有。有些人就是会做出后果很严重的事。**我们只能希望那些位高权重的人不要因为一己之私，毁了全世界。**好的，第3区。

12，最好的投资就是投资自己，培养自己的真本事

股东：尊敬的巴菲特先生、芒格先生，Daphne 来自纽约。这是我第五次参加股东大会。众所周知，在过去的四个月里，我们经历了1982年以来最严重的通货膨胀，通胀率触及7%。在1970-1975年，你们经历过通胀高企的年代。在那几年，你们的投资组合出现了账面损失，但是你们却抓住了一些绝佳的投资机会。有鉴于此，我的问题是，如果现在您只能挑选一只抵御通货膨胀的股票，你们会选哪一只？这只股票为什么能在通胀高企的环境中表现良好？

巴菲特：我告诉你一个比一只股票更好的。**要想抵御通货膨胀，最好的办法是，你自己有真本事。**如果你是全市最好的医生、全市最好的律师，无论做哪一个行业，如果你是最好的，不管通货膨胀到了什么程度，哪怕人们付给你一兆亿美元，人们都会心甘情愿地从自己的收入中拿出一部分来换取你的服务。如果人们只认你，你是最好的歌手，最好的棒球运动员，最好的律师，你自己的这个本事，是别人抢不走的，即使是出现了通货膨胀，你也不会受到影响。别人会拿出自己生产的产品和你交换，例如，小麦了、棉花了什么的，别人愿意拿自己生产的东西交换你的技能。**最好的投资是培养自己的能力。这项投资还用不着交税。**我是你的话就会这么做。(掌声)

芒格：我也送这位年轻人一条建议。等你有了自己的养老金账户，热情的投资顾问建议你，把所有钱用于投资比特币，你要斩钉截铁地拒绝。(笑声掌声)

巴菲特：是的。**你自己的真本事，是谁都抢不走的。人们总是愿意获得你的服务。**有些人有真本事，社会需要他们，社会分配给他们的产品更多。有些人没真本事，社会分配给他们的产品更少。怎么才能有真本事？有的真本事是通过受教育得到的，但是，也有很多真本事，不是在学校里学到的。

首先，你要知道自己喜欢做什么。只有有兴趣，才可能做好。如果你希望成为主持人的话，你可以向 Becky 学习，看她是怎么成为一名优秀的主持人的。其次，你还要考虑自己有没有那个天赋。不是有个一万小时理论吗？是 Malcolm Gladwell 提出来的。他说，无论做什么，只要投入一万个小时，就一定能成。让我花一万个小时练习，成为重量级拳击运动员，估计我练完一万个小时，也是白搭。不断尝试，做自己喜欢的、擅长的、对社会有益的事。有了真本事，1 美元的购买力无论如何变化，哪怕 1 美元只值 1 美分了，对你都没有任何影响。如果你是全市最好的医生，别人即使是给你送米面、送鸡鸭，也要找你看病。你的真本事，是别人抢不走的。

你已经参加过五次股东大会了，我相信你的未来一定前途似锦。我看好你，出席这么多次股东大会，你一定差不了。如果你愿意把自己未来的所有收入卖出一部分，我们现在就愿意拿现金购买。我们非常乐意买入你未来所有收入的 10%，我们愿意现在就付给你现金。(笑声)我们愿意做这笔投资，因为这笔投资很值。你自己未来的收入，100%是你自己的。

你要培养自己的才能。也许你可以去学跳舞，跳舞跳得好，别人愿意买票欣赏。来自奥马哈的 Adele Astaire 和 Fred Astaire 姐弟就是出色的舞者。起初他俩同台演出。后来 Adele 去了英国，退出了舞台。Fred 则继续活跃在舞台和荧幕上。Fred 与 Ginger Rogers 合作了很长时间。Ginger 是女性，虽然表演上一点不差，但收入要少很多。现在时代不一样了。你的未来一定没问题，我相信你。好的，Becky。

13，伯克希尔追求基业长青，我们不为自己设置终点。

Becky：这个问题请沃伦和阿吉特回答。提问者是来自以色列的 Modi，他问道：我们整个家族是伯克希尔的长期股东，我们打算长期持有、永远不卖。当前的管理层着眼于长远，努力为股东提升内在价值，我们对当前的管理层非常放心。但是，等到管理层新老交替之后，我们不知道新的管理层能否像你们一样优秀。在保险领域，他们是否可能承担难以在资产负债表中发现的风险，为伯克希尔埋下隐患？等您和阿吉特不在了，我们如何才能提前察觉保险业务中的风险？

巴菲特：我认为，在未来的很长时间里，股东们仍然可以对伯克希尔放心。核战争的风险，我们无法解决。但是，我们伯克希尔有独特的文化，我们的文化行之有效。我们拥有稳定的股东群体。伯克希尔能走得很远。

假如我明天死了，第一年，会有很多质疑的声音，人们会有种种猜测，是否可能拆分了什么的。人们肯定会有各种疑虑。我们有控股权做保证，拆分的事不可能发生。我们的董事会深知，伯克希尔的文化 99.9%是经营生

意。我们的董事知道，伯克希尔从来不频繁地开会，从来不聘请外部的专家。一般的公司，经常召开各种会议，经常聘请外部专家。在很多公司，没办法不这么做。我们伯克希尔和一般的公司不一样。我们伯克希尔以股东对我们的信任为根基。为了不辜负股东对我们的信任，我们只需要做很简单的一些事。我们有合适的人，也有充足的财力。其实，我们要做的事并不难。最重要的是，我们有足够的自由，可以去做简单的事。

新老交接一年之后，媒体上会出现这样的文章，"一年之后，伯克希尔怎么样了？"我们还是会像从前一样经营BNSF 铁路。我最大的担忧是，有人为了自己的利益，试图拆分伯克希尔，他们会声称，拆分出去，私有化、单一化更合理。我们伯克希尔是一个整体，是一个建立在合伙基础上的整体。伯克希尔与股东的关系很特别。我们与股东的这种关系不会变，伯克希尔的股东群体不会发生大的变化。在将来的很长一段时间里，没人能收购伯克希尔。到时候，世界就会知道，伯克希尔的文化有多强大。只要我们的文化不变，100 年之后，只要不爆发核战争，伯克希尔仍将风景独好。伯克希尔追求基业长青，我们不为自己设置终点。我们伯克希尔的人，没人盼着退休，没人盼着行使期权，没人盼着换工作。我们做的是自己喜欢的事。伯克希尔留住人才，靠的不是开出更高的薪酬。伯克希尔的人，猎头开出什么价码，都没办法挖走。

伯克希尔现在就具有这样一种公司文化。重新来一遍，我们没把握能再打造这样一种公司文化。当年在接手伯克希尔的时候，我们也不知道自己在打造这样一种公司文化。大家知道，伯克希尔最初是一家生意极差的纺织厂。那时，查理没有加入伯克希尔，但从我收购伯克希尔之时起，查理和我就始终在一起做投资。我们当初并没有制定什么宏伟的计划，我们没有说，先把这家烂纺织厂经营 20 年，然后，把它关了，然后，做这个，做那个。我们事先没有宏伟的计划。我们只是一步一个脚印地往前走。虽然伯克希尔不是按照什么宏伟计划发展到今天的，但是我们很清楚我们要的是怎样的一家上市公司。

有一点，始终没变的是，我们希望与志同道合的人在一起。我前面讲了，1952 年，在火烈鸟赌场，我看到了很多赌徒，我不希望那样的人做我们的股东。我们希望我们的股东是信任我们的人。查理和我是从为合伙人管理基金开始的。我最开始有七位合伙人。查理和我一样，开始时的规模也很小。我们没有去找大的机构投资。我们没有招聘销售顾问去拉客户。我和我的合伙人坐在一起。我发给了他们一张纸，上面写着合伙公司的基本原则。从一开始，我就希望和我的合伙人达成一致。我对他们说，你们用不着仔细阅读合伙协议，我不可能占你们的便宜。你们要是不信任我，也不可能把钱交给我管理。只是有一点，我们必须达成一致，我们要有一个统一的业绩

衡量标准。最早的合伙人一直跟着我，而且代代相传，他们的儿女，他们的孙子孙女，也都是伯克希尔的股东。

在我眼中，他们是我的合伙人。**想要复制伯克希尔的文化，没那么容易。**

今天重新来过，我还是会像当年那么做——找到信任我的人，和他们一起投资。有的人总是问，你这个月的业绩怎么样，和标普指数对比表现如何？你的长短仓是怎么配置的？像这样的人，我不愿与他们一起投资。管理合伙公司之前，我做过三年的股票经纪人。我不喜欢那份工作，因为人们总是对我有不现实的预期。后来，我找到了几个和我志同道合的人。我不是特意要成立一只合伙公司的，正好几个亲戚朋友信任我，把钱交给我管理，我就成立了合伙公司。正如童话故事中讲的，从那以后，我们就过上了幸福的生活。

伯克希尔的文化已经深入人心，新的管理层，伯克希尔今后的每一任管理层，他们需要做的只是守护好伯克希尔的文化。我们的股东相信这种文化。我们的员工也相信这种文化。我们的收益率未必是最高的，但我们的文化是独特的。我们还有董事，有股权，有巨大的规模，这些足以抵御任何改变伯克希尔文化的企图。**不要拿别的公司的做法来要求伯克希尔，要求我们的董事像别的公司的董事一样，做这做那。**作为一家上市公司，我们会遵守法律的规定，遵守特拉华州的《普通公司法》。但是，与其它上市公司不同，我们有自己的公司文化。在遵守法律规定的同时，我们始终牢记股东对我们的信任，并在这种信任的基础上经营公司。我们始终对这份信任心怀感激。查理，有什么补充的吗？

芒格：当年，你是从经营纺织厂开始的。从现代科技的角度来看，从本质上来讲，纺织厂实际上是发电厂。伯克希尔纺织厂位于新英格兰地区。与新英格兰地区相比，佐治亚州的田纳西河谷地区电力成本低 60%。伯克希尔纺织厂注定要走向末路。幸亏你想明白了，把它关了。

巴菲特：可别提那个纺织厂了，我花了 25 年才想明白。

芒格：至少你没继续往里投资。当现状很糟糕的时候，能认清现实，并采取正确的行动，需要的只是最基本的常识。竞争对手的电力成本低那么多，新英格兰地区的纺织厂哪有机会活下去？

巴菲特：我之所以没有更早一些关闭伯克希尔纺织厂，还有一个原因。我任命的那位管理者是一个非常优秀的人。他为人诚实、品德优良，而且非常熟悉纺织行业。如果他是个性性恶劣的家伙，我可能就毫无顾虑，早把伯克希尔纺织厂关了。当时，我们也是走一步看一步。幸好，我们时来运转，Jack Ringwalt 把国民保险公司 (National Indemnity) 卖给了我们，我们进入了保险行业。我真不知道自己怎么想的，买完了伯克希尔纺织公司，

过了大概七八年之后，我竟然又收购了新罕布什尔州的另外一家纺织公司。我可以给大家讲讲我在投资中犯过的错误，下午有机会的话，可以多讲讲这方面的东西。

我们真是犯过很多特别愚蠢的错误。1966 年，查理和我、还有桑迪·戈特斯曼(SandyGottesman)，我们收购了一家巴尔的摩的百货商店。我们那时候是用自己的钱在投资。我们为什么要收购一家百货商店呢？查理和我，我们坐飞机去巴尔的摩，没少费心。这家百货商店的管理层和伯克希尔纺织厂的管理层一样优秀。Louis Cohen 绝对是一位优秀的管理者。问题在于，每家百货商店都想着要扩张，都想把规模越做越大。这也没什么不对的。百货公司追求开新店，百货公司内部的各个部门追求提升营业额。整个行业往往陷入恶性竞争。这个生意，做了一段时间，我们发现不对。后来，我们不得不卖给别人。

芒格：那条路走不通，我们就换了一条路。

巴菲特：是啊。问题是我们一开始为什么要犯这个错呢？

芒格：因为我们傻。(笑声)

巴菲特：嗯，好吧。知错就改很重要。我们收购多元零售公司，给出的价格是每股 6 美元。如果这家百货公司成功了，现在也就值每股 30 美元。后来，我们没有继续经营，而是把它并入了伯克希尔。并入伯克希尔的这部分，粗略算一下，应该已经从 6 美元增长到了 15 万美元。如果继续经营这家百货公司，我们只能赚几美元。因为我们没继续经营，我们赚了十几万美元。投资就是这样，一步一步坚持着往前走。还有就是要持续学习。

芒格：活到老学到老是关键。

14，保持终生学习，等待顿悟时刻

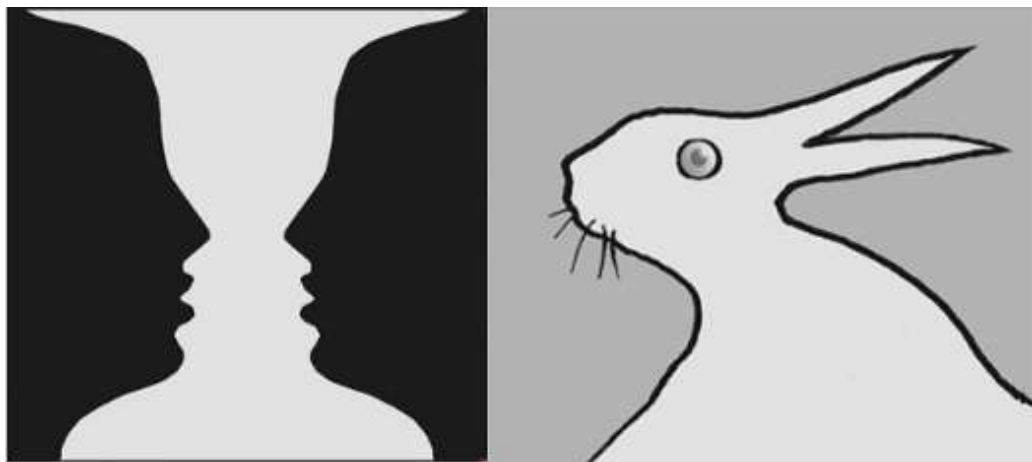
巴菲特：对。活到老学到老。你们可能会问，为什么学习的过程这么慢？上午的时间快到了，我们利用剩下的这点时间，讲讲这个问题。我提前准备好了，想讲讲这个话题。

我是从 11 岁开始买股票的。我去图书馆，把所有关于股票的书，读了个遍。我乐在其中。我父亲的工作与股票相关，我经常去我父亲的办公室，读我父亲书架上的书。我从小就打工攒钱。等我 11 岁的时候，我已经有了一些积蓄，有钱买股票了。我 9 岁的时候，去过一趟纽约股票交易所。那时候，我父亲带我们几个孩子去纽约。纽约股票交易所是我一直向往的地方，我让我父亲带我去那。纽交所是怎么发展起来的，交易员制度是如何运作的，碎股是如何撮合的，在那个年纪，我就对这些知识了如指掌。后来，我迷上了技术分析，热衷于看图看线。

我在技术分析中花了无数的时间。我还继续攒钱买更多的股票。我也试过做空。总之，所有的路子我试了个遍。

直到有一天，在我 19 岁、20 岁的时候，我读到了一本书。那本书不是教材，是我在内布拉斯加大学林肯分校的图书馆里看到的。在那本书中，我读到了一段文字，那段文字告诉我，我尝试过的一切，全是错的。我的路完全走错了。在读到这本书之前，我一直以为，我要做的是挑出可能上涨的股票。看到这本书中的一段文字后，我幡然醒悟，我原来的做法是缘木求鱼。

我准备了两张图片，给大家看看下图的两种错觉。



看这张图片，有人看到的是两张脸，有人看到的是一个花瓶。有人看了很长时间，也只能看到两张脸，看不出来一个花瓶。看到这张图片后，大多数人在脑海中来回在“两张脸”与“一个花瓶”之间切换。人们将此类图片产生的现象称为“**模棱两可的错觉**”(ambiguous illusions)。在漫画中，有时候，我们会看到“灵光一现”的情景。例如在《大力水手》中，波派、温皮等角色，他们的脑袋上出现一个闪亮的电灯泡，那就表示灵感来了。**在生活中，我们也有眼前一亮的时刻，以前没想明白的东西，突然一下子就想明白了。**在我开始投资股票的那段时间，我看到的是**一种假象**。就像刚才那张图片，我只能看到两张脸。

而第二张图片，从左看，看到的是一只兔子，从右看，看到的是一只鸭子。人的大脑非常神奇。心理学家提出了“统觉团”(apperceptive mass)的概念，描述大脑中各种思想意识的活动。有的思想意识长期占据主动，有的思想意识长期处于被动。突然有一天，受到了外界的某种刺激，一个人的思想意识可能发生彻底的变化。

(‘统觉团’是心理学家赫尔巴特提出的概念，是指由很多已理解的观念所组成的综合性意识，即当前经验与知识。赫尔巴特认为，人类大脑中存在大量思想意识。思想意识之间相互争夺主导地位。类似的思想意识汇聚到一起，形成思想意识的“统觉团”。处于主导地位的“统觉团”排斥与其不相容的思想意识，将其抑制于潜意识。处于潜意识中的思想意识，等待与其类似的思想意识进入大脑，形成自己的“统觉团”，伺机争夺主导地位。

在赫尔巴特之前，康德就已经对‘统觉’(apperceptive)的概念进行了探讨与细化。他将‘统觉’具体定义为一种纯粹理智的认知形式，并将知识的对象限制在统摄于自我意识统一性的范围中。康德将这种外在信息的限制与筛选称之为是‘统觉的先验的统一’。康德的理论为外界信息与自我反应的运作方式的探讨提供了理论依据——由于对象意识受自我意识的统一性的制约，统觉的统一性既是分析的，又是综合的，并且分析的统一以综合的统一为前

提。赫尔巴特将这个过程根植于教育实践当中。他提出了'意识阈'(limen of consciousness)的概念,即观念由完全被抑制的状态进入现实观念的状态的临界点。赫尔巴特认为统觉的发生有其先决条件,而表象与外界刺激的条件在意识阈内的统一实现了完整的学习过程及其主动性。新旧观念、新旧知识的更迭的本质,是意识阈的兴奋的波动。'统觉团'概念的提出,是赫尔巴特将康德的理念从理论走向教学实践的关键点,即将新观念的集合的系统程度与新观念被吸收的程度建立了正比例关系。任何观念都不是孤立的,学习就是通过统觉过程形成统觉团。与之相似的理念,还有奥苏伯尔的'认知同化理论'。奥苏伯尔的'认知同化理论'阐述得更为简明:'新知识必须建立在旧知识的基础上,二者必须予以同化'。这与苏联教育学家赞可夫及其导师维果斯基的'最近发展区理论'不谋而合:学生的发展有两种水平:一种是学生的现有水平,指独立活动时所能达到的解决问题的水平;另一种是学生可能的发展水平,也就是通过教学所获得的潜力。两者之间的差异就是最近发展区。赫尔巴特发展出了'四步教学法',即'明了、联合、系统、方法',对应学生'注意、期待、探究、行动'四个阶段。约翰杜威曾在《民主主义与教育》中对赫尔巴特的四步教学法进行了批判:'赫尔巴特的教育哲学考虑教育的一切事情,唯独没有考虑教育的本质,没有注意青年充满活力的、追求有效地起作用的机会与能量'。在教学上,杜威主张'学校即社会',并阐述了'道德是教育的最高和最终的目的'的观点。当我们尝试搭建一个模型以实现杜威的教育理念时,赫尔巴特的统觉团理论反倒是我们构建每一个细节的依据。杜威以一种更加务实的角度重塑了赫尔巴特的教学法,突破了其形而上的局限,实现了破旧立新。当我们将视角放在独立个体(单个学生)上时,杜威与赫尔巴特是背道而驰的;但当我们一群学生看作是整体,那么二者将会是高度统一的。让我们审视杜威的'五步教学法':一是教师给学生提供一个真实的经验的场景;二是帮助学生确定问题所在;三是帮助学生占有足够的材料,并帮助学生提出创造性的解决方法;四是帮助学生推断假设是否合理,形成科学的合理化知识;五是为学生创造应用知识的实际情境。五步教学法与赫尔巴特的理论有其共同性。老师的角色与教学思路有着巨大的变化。实现杜威的教学五步本就不是一件简单的事情,当学生群体扩大到一定程度后,我们或许需要利用赫尔巴特的理念使群体变为一个生态整体,用落实个体的理念去对待整体。)

在投资股票方面,我经过那么长时间的摸索,才看到了真相。在看到真相之前,我一直对股票充满了兴趣,我的智商不低,我没少读书和思考,我很想赚钱,我比谁都想在股票方面取得成功。直到有一天,我读到了《聪明投资者》第8章中的一段文字,那段文字告诉我,我眼前的不是一只鸭子,而是一只兔子。那个时刻,无论是称之为"顿悟",还是"灵光一现",总之,在内布拉斯加州的林肯,那一刻,我想明白了。那一刻改变了我的一生。如果不是读到了那本书,我真不知道我还要在错误的道路上走多远。也许我会继续研究头肩顶形态、200天均线、筹码分布率,继续不知疲倦地在技术分析的世界中徜徉。我曾经痴迷于技术分析,但那一切都是假象。

我体验过这种顿悟时刻,我相信查理也有这种顿悟时刻。每个人在一生中,都会经历过几次顿悟时刻。在顿悟时刻来临之际,我们会有一种与以往截然不同的全新认识。你可能不禁要问,这个顿悟时刻为什么没有早些出现?为什么没在一个周之前、一年之前、五年之前出现?也许你突然悟到了如何与人相处,你突然明白了,要对别人好,要爱别人,别人才能爱你。唯有十年面壁,方能一朝顿悟。查理应该也有类似的经历。

在我研究公司的过程中,也出现过几次这样的情况。有的公司,我研究了十年。突然有一天,我眼前一亮,脑子里的一切全理清了。谁知道为什么五年之前就没想明白呢?我在人生中经历过几次顿悟时刻,相信每个人在人生中,在不同领域,都有顿悟的体验。顿悟之后,我们会觉得,自己以前怎么那么傻呢?

查理早年经营律师事务所时,他的合伙人 Roy Tolles 讲过,男人,特别是有才华的男人,经常在男女关系方

面出问题。这样的男人，出了问题之后，走进办公室，一幅垂头丧气的样子。你问他，为什么那么做？他会说，当时脑子进水了。很多这样的男人，因为一时犯傻，把自己的一辈子毁了。

在我们的脑海中，存在着思想意识的“统觉团”。时不时地，我们的大脑会灵光一现。与如何赚钱方面的顿悟相比，更可贵的是在行为习惯方面的顿悟。有的人一生始终没活明白。他们不知道，为什么子女恨他们，为什么全世界没一个人在乎他们的死活。他们不知道，为什么子女只惦记着他们的钱财，盼着他们早死。

查理讲过，要反过来想，想想自己死的时候要得到怎样的结果，按着那样的结果倒推着生活。查理，你对“统觉团”、“模棱两可的错觉”有什么看法？

芒格：我很清楚，人的大脑就是这么工作的。人本来就很容易犯错误，关键是认识到了错误，要及时改正。我们改正过很多错误。也有一些时候，我们改错改得太晚了。

巴菲特：是啊。其实，有不少好机会，我们没把握住，但是在知错就改方面，总的来说，我们做的还可以。

芒格：另外，一个好主意太容易炒过头，一旦炒过头那就完了，这就是现在正在发生的事情。现实中有很多好主意都做的太过火了。

巴菲特：查理，告诉我一个还没过头的好机会，私下告诉我，不能让别人听见。(笑声)

芒格：网红券商 Robinhood 就是个典型，它的股价曾经高高在上，现在被打回了原形。我们早就知道它会有今天。去年一上市股价就冲了很高，现在跌惨了。Robinhood 诱导散户做空。另外，它表面上不收费，似乎在做什么好事，实际上，它将客户交易数据卖给第三方暗地里拿回扣。Robinhood 的行为令人不齿。

巴菲特：是。去年，你就批评过 Robinhood，他们很是恼火。Robinhood 上市了，他们拿到钱了。

芒格：现在 Robinhood 的股价已经崩了。正义总算来临了。

巴菲特：他们上市可是圈了不少钱啊。

芒格：是啊，正义迟到了，但没有缺席。(掌声)

巴菲特：我同意。你说，我们这么四处树敌，好吗？我们总批评别人，好吗？

芒格：也许不好，可我就是忍不住。(掌声)

巴菲特：查理是我见过的最聪明的人，他已经 98 岁了，还忍不住。咱们也别克制了，爱咋地就咋地吧。(笑声)上午的会议到此为止。午休之后，我们下午 1 点继续。

开场白

巴菲特：好的，我们继续开会。刚才工作人员告诉我，我们已经售出了 15 艘 Jimmy Buffett 设计的休闲浮筒船。数量有限，请大家抓紧时间订购。现在订购可享受九折优惠。一年之后交船。我自己也订购了一艘。我们还有一个分会场，分会场一切正常。上午我们只回答了 7 个问题，创了历年新低。下午，我们要加快进度了。怎么搞的？进度怎么这么慢？一上午的时间，是谁说个没完没了的？(笑声) 好的，第 4 区。

1，为了伯克希尔不受伤害，我宁愿放弃个人的言论自由

股东：沃伦、查理，你们好。Jeff Vuvoloy 来自旧金山的股东。近年来，美国公司在政治舞台上愈加活跃。在一部分股东和员工的要求下，很多公司发出自己的声音，反对某些提案，支持各种社会事业。美国公司发出自己的声音，它们的初衷可能是好的，但它们也可能因此引起大量客户和员工的不满。请问公司应该参与政治吗？公司的 CEO 应该采取怎样的立场？谢谢。

巴菲特：这个问题问得非常好。你提到的这个问题，恰好是我经常思考的一个问题。我曾经说过：**作为伯克希尔的 CEO，我必须把我个人的政治立场放在一边。**我发现了，如果我公开谈论一个政治话题，发表自己的主张，也许有一小部分人点头认可，但也可能有一大部分人怒不可遏。听到我的某些主张和他们不同，有些人会报复我们的子公司，报复我们的员工。最后，我们的股东也会受到伤害。

我真的就那么有必要发表自己的观点吗？我能因为我自己得罪了人，眼看着我们的员工遭到打击吗？我的结论是否定的。我不想只顾自己一时痛快，得罪全国 20% 的人，给我们的员工和股东造成伤害。我们的员工为伯克希尔兢兢业业地工作，我不想让他们受到伤害。**我得罪的那些人，他们拿我没什么办法，就拿我们的子公司，拿我们的员工出气。**

就我个人而言，我想清楚了，我不想四处发表自己的观点。我一张嘴说什么话，人们不会说，这是沃伦·巴菲特说的，人们会说，这是伯克希尔说的，是伯克希尔的沃伦·巴菲特说的。我的一言一行代表的是伯克希尔。我不想随意发表自己的主张。在这个位子上，随意发表自己的主张不合适。我对这份工作充满了热爱。**为了做好这份工作，我宁可放弃自己作为一个公民的言论自由。**为了做好这份工作，我有意识地不去谈很多话题。我不想因为自己的言语，给伯克希尔造成损失，让我们的员工和股东受到伤害。

关于公司是否参与政治的问题，以上就是我个人的想法。大多数公司的情况和伯克希尔不一样。在大多数公司，董事会中的董事代表不同的利益团体，他们各自有着鲜明的政治主张，公司的 CEO 必须倾听董事会的声音。很多时候，迫于董事会的压力，公司的 CEO 不得不站队。伯克希尔不想变成大多数公司那样。查理，你怎么看？

芒格：你说你要注意自己的言论，我更需要管住自己这张嘴。(笑声掌声)

巴菲特：你说话少啊，我还是比你话多。多少次了，我看到新闻标题中写道“巴菲特正在买入什么什么”，我根本没买啊。有时候，是伯克希尔买的，是伯克希尔的两位基金经理中的一位买的。写新闻的记者不知道是不是我买的。他们只知道，把标题写成“巴菲特正在买入”，更吸引眼球。所以说，很多关于我们的新闻与事实不符。

最简单的做法，就是把嘴闭上。不能因为我们的言论，让无辜的人受到伤害。谢谢你问了这个问题，你提的这个问题很好。你说的这个问题，我想过很久。在日常工作中，除了挑选便宜的股票，我也经常拿出很多时间，思考类似的问题。好的，Becky。

2，反对打着伯克希尔名义为个人政治主张摇旗呐喊

Becky：好的。这个问题来自 DavidCass。他的问题是这样的：拜登总统在 2023 年度财政预算中提出，针对资产高于 1 亿美元的家庭，以其未实现的资本利得为对象，征收最低 20% 的所得税。请问您怎么看？如果您不愿回答的话，也许查理愿意回答。(笑声)

巴菲特：好，一会看看查理怎么说。(笑声)坦白地讲，按照 1 亿美元的门槛，我和查理都会受到这项税改政策的影响。我的观点是，我没有任何观点。我不想公开发表自己对这项政策的观点。查理，你呢？

芒格：对于类似的所得税政策，我基本采取听之任之的态度。**国家规定交多少税，我就交多少税，我不想参与关于税收政策的游说活动。**(掌声)

巴菲特：没错。提到游说，我说两句。游说活动真的很不光彩。我曾经支持过一位总统候选人。在竞选活动中，一些代表烟草公司利益的游说者找到了我。他们不在乎内布拉斯加州的利益，不在乎国家的利益。他们只是想通过我递交政治献金，真是把我恶心坏了。

我反对游说，但是，**伯克希尔旗下有铁路生意、能源生意、保险生意，这些生意受到政府的严格监管。我不希望我们的铁路公司不合群，不希望我们的保险公司不合群。我们要是不合群的话，同行的公司会说我们搭便车。**我对我们的经理人说，遵守这样一个总的原则，‘别用伯克希尔的钱，支持你自己看好的候选人’。我们的经理

人不能把伯克希尔当枪使。不能打着伯克希尔的旗号，为自己看好的候选人、为自己的母校等筹集资金。在伯克希尔，确实出现过这样的事。我反对游说，但是我并不阻止我们的子公司加入行业协会。

查理写过一封非常经典的信。在网上输入'1989、芒格、储贷机构'等关键字，大家应该能找到这封信。在这封信中，我们正式宣布退出美国储贷联盟。在正式退出之前，我们表达过不满。我们说了，我们无法接受储贷联盟的所作所为，它只顾行业的利益，不顾国家的利益。最后，没办法，查理写了一封辞呈，我们宣布正式退出储贷联盟。这封信，大家可以通过搜索找到。递交这封辞呈，我们伯克希尔感到正义凛然。查理在信中说，我们无法再忍受储贷联盟的所作所为，我们只能宣布退出。宣布退出行业协会，这是一种非常出格的做法，这无异于宣布与所有同行决裂。储贷联盟的成员，他们的人品没问题，只是他们只顾行业的利益，做了很多不光彩的事。

伯克希尔旗下的能源等子公司，我们支持它们加入行业协会。我们只是反对打着伯克希尔的名义，为个人的政治主张摇旗呐喊。我们不反对子公司加入行业协会。我们不愿自己的子公司在行业中陷入孤立的境地。我们不愿摆出一幅占领了道德制高点的样子，与同行格格不入。这就是我对游说的观点。查理，请补充。

芒格：我没什么补充的。

巴菲特：好的。没什么补充的，就不讲。这已经成了查理的招牌了。(笑声)好的，第5区。

3，懂得多个学科的知识非常有用。

股东：沃伦、查理，感谢你们给我提问的机会。我是来自中国的 SongYao，目前在芝加哥大学读书。我非常崇拜你们两位，特别是查理。查理，从我小时候起，您就是我的偶像。我有一个问题，想请教查理。请问在投资中、在生活中，如何将跨学科思维框架付诸实践？我们应该怎样用跨学科思维指导实践？谢谢。(掌声)

芒格：显而易见，懂得多个学科的知识非常有用。俗话说得好，'一个人，手里只有一把锤子，看什么都像钉子'。对各学科的重要知识，都有个大概了解，才不至于误入歧途。这话我说过很多遍了。有个问题是，在你获得了多学科的知识以后，很容易得罪人。你进入别人的专业领域，你说：'你虽然是专家，但我是通才，我知道的比你多'。人家就会恨你。我这话一点不假，我亲身经历过好几次。(笑声)

巴菲特：提问者来自中国。中国有尊老敬老的传统美德。查理比我年长，也许因此他在中国比我更受人尊重。在年龄上，我可真比不上查理。

4，几乎所有人都难以逃脱通货膨胀的欺骗

Becky: 这个问题来自 PhillipKing。他在来信中写道：1970 年代，您写了一篇文章，《通货膨胀如何欺骗股票投资者》。您在文章中说，公司的投资收益率增长，无法跟上通货膨胀的增长，所以股票无法跑赢通胀。请问现在还是这样吗？股票仍然无法跑赢通胀吗？

巴菲特：在通货膨胀的大背景下，无论持有什么，债券、股票、现金，几乎所有人都难以逃脱通货膨胀的欺骗。一家公司，如果不需要投资任何资金，就算美元贬值 90%，物价变为原来的 10 倍，因为你用不着投入资金，你还能保持原来的收益率。问题在于，大多数公司需要投入更多资金，才能持续经营。以我们的公用事业公司为例，假设多年后，美元贬值为现在的十分之一，我们就要拿出相当于现在十倍的资金作为资本开支。到那时，我们仍然能获得合理的投资收益率，但是我们必须追加投资，才能保住原来的收益率。

关于这篇文章，还有个小故事，我给你们讲一下。这篇文章，我打算在《财富》杂志上发表。写完之后，一共有 7,000 多字。《财富》的编辑认为，7,000 字太长了。《财富》杂志特意安排了我的朋友 Carol Loomis 向我传达这个意见。他们觉得，Carol 的话，我应该更能听得进去。我当时非常犟，我说，“我写的东西，一个字不能删，你们不想发表就算了。”《财富》又安排了一个性格非常好的编辑，专程来奥马哈见我。他很耐心地和我讲，为什么不能写得那么长。我甩给他一句话：“行啊，你们发表不了，我换个地方。”现在想想，我当时可真够气人的。后来，我自己感觉有点不对劲。于是，我把这篇文章发给了我的朋友 MegGreenfield。她在《华盛顿邮报》担任主编，是我的好朋友。对于大多数作者，Meg 毫不留情面。她对我还是比较照顾的，估计是不想伤我的自尊。我问她：“Meg，你觉得这篇文章写得怎么样？”她说：“沃伦，你用不着把自己知道的东西一股脑儿写在一篇文章里。”(笑声)她说得一针见血。于是，我删繁就简，把这篇文章重新写了一遍。

这么说吧，在未来 100 年里，如果货币的单位币值保持稳定，无论对公司来说，还是对投资者来说，都是好事。关于通货膨胀，我再讲两句。通货膨胀到底会有多高？是否会继续增长？这个问题，没人答得出来。你们不知道，别人也不知道。很多人会纷纷发表自己对通货膨胀的见解。其实，没人知道下个月、未来 20 年、50 年，通货膨胀率有多高。既然没人知道，为什么还有那么多人说？因为人们想知道。有些人，自己根本不知道，却仍然大谈特谈通货膨胀。这些人，一部分是收费的，是为了利，另一部分人是免费的，是为了名。无论是为了名，还是利，他们都对未来的通胀水平一无所知。我们也对未来的通胀水平一无所知。

我前面讲过了，抵御通货膨胀最好的办法，是有真本事，提升自己的赚钱能力。如果你小提琴拉得就是好，

通货膨胀再高，你也不会受到太大影响。你的小提琴拉得比别人好，无论什么时候，人们都愿意买票欣赏你的演奏。你有别的本事，也是同样的道理。通货膨胀可能让货币贬值，但你自己的真本事，是不会被抢走的。

好，请第 6 区提问。

5，伯克希尔的文化培育起来非常难

股东：MartinWegand 来自田纳西州的纳什维尔。巴菲特先生、芒格先生，感谢你们用一生传授知识，也感谢你们邀请我们今年在奥马哈重聚。您说过，什么样的公司，有什么样的股东。在今年的致股东信中，您写道，您始终牵挂着长期投资伯克希尔的个人股东。随着指数基金的兴起，机构越来越强势，请问上市公司的管理层如何才能培育出伯克希尔这种股东文化？谢谢。

巴菲特：幸运的是，伯克希尔已经有了好的公司文化。**好的公司文化，保持下去比较容易，培育起来非常难。**今天的伯克希尔拥有 1,470,000 股 A 类股。与一年前相比，伯克希尔的股份数目有所下降。我们的席位有限，现在已经满员了。你们是伯克希尔的股东，你们已经把所有位子坐满了。我们与现有的股东群体关系融洽。伯克希尔的席位有限，我们怎么可能招揽其他人，把你们替换出去？我们已经有理想的股东群体。

举个例子，如果伯克希尔是一座教堂，我们会希望每个周看到固定的信众群体。一座教堂，只有那么多座位，我们已经拥有理想的信众群体了，怎么可能招揽 50 个、100 个新人，把原来的 50 个、100 个人换了？

我看到的上市公司，几乎都是一直在招揽新人。它们的股东群体，素质因此得到改善了吗？我看未必。我们不希望改变我们现有的股东群体。**指数基金自动配置成分股，我们无法改变指数基金的持股。如果我们要在股东中换人，只能从你们中换。我们不想换你们。**再举个例子，假如你周围有 10 个邻居，他们是非常好的邻居。你怎么可能朝着大街上来来往往的人群喊叫："来啊，把我邻居的房子买了吧！"你们听我这么说，一定会觉得，这么做很离谱。然而，确实有很多上市公司，它们一直在做这样的事，而且从来没问过自己，这么做对不对。有的上市公司，它们几乎每个月都召开分析师会议，介绍公司的情况。我真想问它们一句："在你们现在的股东里，哪些人你们看着不顺眼，要把他们换掉？"大多数公司，一年之后，股份的数量基本不会增加。**上市公司频繁召开分析师会议，难道是想释放短期利好，让新的基金进来，把原来的基金换掉？很多上市公司的做法，真是让人无法理解。金融行业的分析师，犹如基督教的神职人员。**

上市公司频繁召开分析师会议，还有一个弊端。假如你在这样一家上市公司工作，公司每个月总是向分析师

重复同样的信息，"我们目前的客户服务绩效是 6.2，我们一定要把这项指标提升到 7。"这样的话，一个月接一个月地重复，最后就变成了一种教义。公司的 CEO 这么说，董秘也这么说，公司里怎么可能有人改口说："我们原来定的目标不合理，我们的目标应该更符合实际。"没人会这么说的。前一任 CEO 始终强调，一定要达成业绩指引，新一任的 CEO 能怎么办？前任 CEO 很可能是通过在财务数据上动手脚，才能每次都达成业绩指引。新一任 CEO 从前一任手中接过接力棒，他怎么可能说："我们一直在粉饰业绩，这么做不利于公司的发展，我们不应该公布业绩指引，不应该为了达成业绩指引，在财务数据上动手脚。我们应该实事求是，业绩是多少，就是多少。"

会计部门也不可能站出来，说出真相。没人会站出来，说出真相，这是人性使然。再说了，敢于说出真相的人，不可能在公司内步步高升。没人会站出来说："我们以前一直宣称，保证达到 8% 的增长率，我们一直在说谎话。"公司每个月都向分析师宣扬同样的目标，并通过分析师把公司的目标传达给众多市场参与者。你在这样的公司中工作，你也不可能站出来改变现状。这么做的公司，最后很可能走向不归路。

说真的，在 GAAP 会计准则的框架内，我要是想对盈利数字做手脚，简直太容易了。伯克希尔犯过很多错，但是我们从来没公布过业绩指引，也从来没对财务数据动过手脚。这种事不能做。一旦做了，就越陷越深，根本没有回头路。就像一个人从收款机里偷了 5 元钱，第一次，他对自己说："我只是借用一下，很快就还回来。"后来，他又偷了几次，就偷上瘾了。这样的事，只要开个头，基本上就没办法收手。知道可能是一条不归路，最好的办法是，永远不要迈出第一步。对于上市公司来说，预测盈利绝对是一条不归路。伯克希尔有 36 万名员工，我有没有说谎，他们很清楚。他们知道自己上报的数字是多少，数字改没改，他们很清楚。如果我真把他们上报的数字改了，那我向他们传递的是什么信息？在伯克希尔如此，在其它上市公司也如此。有了第一次说谎，就会有第二次、第三次。

很多上市公司设有专门的投资者关系部，这个部门的员工主要负责宣传。他们告诉投资者，在数千家上市公司中，自家公司的股票是最值得投资的。这怎么可能呢？投资者关系部的工作人员经常见风使舵、巧言令色。他们告诉分析师："我们能实现每股 3.59 元的盈利。"说出去的话，泼出去的水。说能实现每股 3.59 元的盈利，公司就能实现每股 3.59 元的盈利。上市公司受治理制度的约束，但是一旦形成了说谎的文化，所有制度将形同虚设。查理和我在很多上市公司担任过董事，这种现象，我们看到的太多了。查理，你给大家讲讲吧。

芒格：我认为，等我们不在了，伯克希尔的文化仍然具有强大的生命力。伯克希尔的文化值得传承下去，伯

克希尔会越来越好。

大多数美国上市公司和伯克希尔不一样，而且在将来的几十年里，这种文化上的差异会越拉越大。美国上市公司的文化与我们欣赏的公司文化渐行渐远。越来越多的上市公司在线上召开股东会，根本不和股东面对面地交流。指数基金的持股越来越多，话语权越来越大。美国上市公司的文化在变，但并不是在朝着好的方向发展。

巴菲特：公司的文化会影响公司的方方面面，包括 CEO 继任者的挑选。如果你是一个敢讲真话，敢揭公司老底的人，你不可能被选为新任 CEO。一个季度结束了，是否要把销售额虚增一些，是否要把准备金降低一些，这样的谎话，一旦开了个头，就走上了不归路。走上了这条不归路，就没办法回头。我们只能谨小慎微，千万不要迈出第一步。俗话说，上梁不正下梁歪。我们以前从来没让任何人修改过一个财务数字，我们将来也永远不会对财务数字动手脚。世上没有不透风的墙，如果我们真让员工修改财务数字了，不久之后，说谎造假的行为会在整个公司蔓延开来。很多公司的文化急转直下，都是从领导层造假开始的。这样的事，我们见过很多次。一方面，公司的董事会必须遵守一定的制度和流程。特拉华州的《普通公司法》规定了一系列的制度和流程，这是很有必要的；另一方面，如果公司认为，只要遵守了制度和流程，就可以为所欲为，那会出大乱子。公司的根基一旦遭到动摇，早晚有崩塌的一天。

6，加仓买入动视暴雪是套利

巴菲特：对了，我要向新闻媒体的记者们爆个料。前段时间，有媒体报道说，伯克希尔买入了动视暴雪 (Activision Blizzard)。最初买入这只股票，是我们的一位经理人买的。后来，我继续买入了这只股票，但我的买入和之前的买入，具有不同的逻辑。我们的那位基金经理买入了大约 1,500 万股动视暴雪。我在我们的月度报告中看到了动视暴雪这家公司，我知道他买入了这家公司的股票。今年 1 月份，大概是 17 号左右，微软以每股 95 美元的价格对动视暴雪提出了收购要约。当微软的收购要约公布之后，动视暴雪成了一只特殊的股票。买入动视暴雪，可以作为一笔套利投资。50 多年前，套利的投资方式很流行。所谓套利就是说，一只股票，它的投资价值不再取决于市场价格的变化，而是取决于特定的公司行动能否成为现实。微软打算收购动视暴雪，开出的价格是每股 95 美元。微软的财力是不用怀疑的，但是大型科技公司之间的并购需要通过监管部门的审核，不知道司法部、欧盟等政府机构能否同意此项收购。总之，当微软提出要约收购以后，买入动视暴雪变成了一笔套利投资。50 多年前，查理和我做过很多套利投资。在我们之前，高盛的格斯·利维(Gus Levy)也做过很多套利投资。查理，

你还记得吗，我们做过的套利投资中，**有一家**是**加拿大 BC 电力公司(British Columbia Electric)**。

(British Columbia Power Corporation, Limited。1928 年 5 月 19 日根据《加拿大公司法》成立，有权拥有、控制和管理公用事业领域的公司和企业。它拥有 British Columbia Electric Company Limited(BC 电力公司)的所有已发行普通股，该公司是一家根据 1926 年《不列颠哥伦比亚公司法》成立的公用事业公司。股东的收入主要来自 BC 电力公司向其支付的股息。1961 年 8 月 1 日，BC 省议会颁布了 1961 年《Power Development Act》。公司的主要资产 BC 电力公司被 BC 省政府按每股 36 美元征用(股本 4772011，合计 171833052 美元)。1961 年 8 月 4 日 BC 电力公司普通股持有人收到股份补偿款 110985045 美元。1961 年 9 月 21 日，股东不满补偿提起诉讼。1961 年 12 月，BC 电力公司减少了资本，并向股东支付了每股 18.70 美元，总额为 89236605.70 美元。1962 年 3 月 29 日又通过了两项法案：1961 年《电力发展法》和 1962 年《修正法》将电力公司股份的补偿增加到 171833052 美元。它撤销了股东出售其企业和财产的选择权。1962 年 3 月 31 日，公司收到另外 60848007 元。《BC 省水电管理局法案》将 BC 电力公司和 BC 省电力委员会合并为 BC Hydro and Power Authority。1963 年 7 月 29 日，首席大法官作出判决，认为这三项法规都是 BC 省立法机构的越权行为。判决中确定了 192828125 美元的总价值(每股 40.41 美元)。1963 年 8 月 1 日，BC 电力公司股东接受了首席大法官认定的应付款项，并确定了 197114358 美元的数字，1963 年 9 月 27 日，股东将股份出售给 BC 省政府，并收到额外 25281306 美元。1963 年 11 月 1 日，股东决定解散该公司，并于 1963 年 11 月下令清算。<https://taxinterpretations.com/content/352796/all>

该 BC 电力公司因价格政府打了数年官司，具有丰富法律专业知识的芒格非常看好这个机会，不仅自己融资 300 万全仓买入，还推荐给一见如故的巴菲特。两人自 1959 年见面后经常交流投资心得，巴菲特 1962 年末持有 60035 股，每股成本 18.375 美元，占合伙公司 11%，第二重仓股。1961 年 12 月 BC 电力公司向股东每股返还 18.7 美元，巴菲特 1961 年买入成本约每股 37 美元，共计投入 222 万美元。不到 1 年回报约 10%。)

芒格：记得，我们做过这笔投资。(1961 年 BC 政府接管 BC 电力公司)

巴菲特：我记得，那时候这家公司的领导者叫班尼特(William Andrew Cecil Bennett，1952-1972 年任职加拿大 BC 省总理)。我们做那笔投资，主要就是要判断已经宣布的收购能否成功。**以前我们做套利投资的时候，经常要投入大量时间，分析已经宣布的交易能否达成。**近年来，套利投资，我们做得少了。偶尔，我还是能发现套利投资的机会，但是我们做得比较少了。因为必须得是规模比较大的，才值得我们做。**做套利投资，利润有上限。**公告中说了给你 95 美元，就给你 95 美元，一块钱都不多给。如果交易泡汤了，股价很可能掉到 40 美元。

五六年前，**拜耳(Bayer)宣布有意收购孟山都(Monsanto)**，我们做了**套利投资**。我们运气好，赚到钱了。拜耳没我们走运，收购完成后，孟山都遭到了大量用户起诉，这笔收购成了拜耳的噩梦。但是，当初收购的时候，拜耳资金充足，也获得了监管机构的批准。另外，**IBM 收购红帽公司(RedHat)**，我们也做了一笔**套利投资**。

Activision Microsoft Offer Announced on January 18, 2022			
Stock Price Range			
Date	Hi	Lo	Close
January 10	\$ 64.24	\$ 61.99	\$ 63.11
January 11	65.99	62.93	65.85
January 12	65.54	63.81	64.81
January 13	65.01	64.01	64.17
January 14	65.54	62.99	65.39
January 18	86.90	81.45	82.31
January 19	83.06	81.50	82.15
January 20	83.04	81.65	81.76
January 21	82.00	81.15	81.35

总之，大概是 1 月 17 号左右吧，微软宣布有意收购动视暴雪。请看幻灯片。微软宣布收购意向之后，动视暴雪的股价从 60 多美元涨到了 81 美元、82 美元。刚开始，有几天，我觉得差价不够大。后来，动视暴雪的股价回撤了一些。我想告诉大家，**我们现在持有动视暴雪 9.5% 的股份。如果我们的持股比例超过 10%，我们将向证券交易委员会提交披露文件。**我向来到现场的媒体记者们爆个料，截至昨天，我们持有动视暴雪 9.5% 的股份。如果我们持股超过 10%，我们将按规定进行披露。我想告诉大家，几个月之前，最开始买入动视暴雪的，是我们的一位经理人。后来买入动视暴雪的投资，是我做的。如果这笔收购交易成了，我们会赚钱。如果没成，那就不知道了。关于我们对动视暴雪的投资，之前的媒体报道众说纷纭。所以，我特意在此把情况讲清楚，免得我们提交持股超过 10% 的披露文件后，引起种种无端的猜测。经过我的澄清，大家应该很清楚了。这笔套利投资，是巴菲特做的。我不知道司法部能否批准这笔收购。我不知道欧盟能否批准这笔收购。我没有任何来自微软的内幕消息。我只是根据一则公告做出了投资。这笔投资是我自行判断的结果。这笔投资可能发生变化。可以告诉大家，动视暴雪的股价上涨了一些的时候，我还卖出过一小部分股票。后来的事实证明，我的卖出操作还比较明智。

在这里，我小小的爆了一个料。之前，个别媒体对我们进行过不实报道。随后，不实报道经过多家其它媒体转载，广泛传播开来。最初进行不实报道的媒体，对我表示了歉意，那家媒体的记者和编辑都给我发了道歉信。他们的报道不符合事实，但是他们不是有意为之。这家媒体公开纠正了错误。其它媒体转载了最初的不实报道，却没有转载纠正错误的报道。**不实报道广泛传播，很多读者受到了误导。**因此，我在这里事先把情况讲清楚，免得过段时间出现不实报道。

现在微软的收购价仍然是 95 美元。如果微软把收购价调高一些，我们很可能买入更多，我们的持股很可能超过 10%。至于司法部、欧盟等政府机构如何裁决，仍然是我们无法确定的。微软有充足的财力，这一点是我们可以确定的。收购资金不充足的风险，我们可以排除掉。我讲完了。查理，你有没有什么要爆料的？

芒格：没有。(笑声)

巴菲特：好的。顺便说一下，做这笔投资，我没和查理商量。查理知道，我偶尔会做做套利投资。50 多年前，**我们一起做投资的时候，他觉得我没必要折腾这些东西。没办法，我这个习惯，改不了了。**看到有概率合适的机会，我就想做。动视暴雪这笔套利，我们绝对有亏钱的可能。如果这笔交易吹了，股价大跌，我们可能亏很多钱。很多人不希望这笔交易做成。微软希望做成这笔交易。最后能不能成，我们拭目以待。好的。Becky。

7, 指数基金投资占比越来越高, 影响越来越大

Becky: 刚才查理在讲话时提到了指数基金。一位名叫 Matt Figel 的股东, 问了一个关于指数基金的问题。他对指数基金和 ETF 基金的兴起表示担忧。他的问题是这样的: 目前, 被动投资工具控制了美国股票市场将近 50% 的股票。很多投资者认为, 他们更适合通过被动投资工具做投资。然而, 随着被动投资的规模越来越大, 大型指数基金逐渐成为市场上最具话语权的激进投资者。指数基金的基金经理手中的权力太大了, 他们甚至可以左右上市公司的公司治理。被动投资工具的基金经理手握大量股票, 代替投资者行使投票权。我们是否应该制定一些规则, 对基金经理的投票权加以限制? 请问沃伦和查理怎么看?

芒格: 这个问题我来回答吧。提问的这个人说得很对。目前, 指数基金的基金经理手中的权力太大, 他们可以以为所欲为。我们国家的公司治理, 怎么能由几个年纪轻轻的基金经理说了算? 这不是什么好现象。(掌声)我认为, 指数投资的占比达到 90%, 指数投资就会失效。到目前为止, 投资指数基金还是可以的。

巴菲特: 是的。可以肯定地说, 这些基金经理, 他们不是坏人。换了是你我, 我们也会那么做。其实, 他们心里很清楚, 他们在乎的不是投票权, 而是自己管理的资产规模。在行使投票权的过程中, 他们总是尽量与公众意见保持一致, 避免引起政府的不满。他们最担心的是政府对他们感到不满, 监管机构对他们感到不满。所以, 他们总是很小心。我敢说, 如果美国公众不愿让少数基金经理控制投票权, 那些基金经理会心甘情愿地放弃投票权, 他们真正追求的是把管理资产的规模越做越大。如果他们没有做大的强烈意愿, 他们也不会坐到现在的位子上。有果必有因。也不是说, 基金经理只一味追求做大, 他们当然也希望为自己的投资者创造良好的收益。但是, 他们非常在意自己管理的资产规模, 他们绝对不可能搬起石头砸自己的脚。他们自己的利益是什么, 他们心里跟明镜似的。基金经理会从自己的利益出发, 与公众意见保持一致, 与政府的主张保持一致。

他们现在是受益者, 他们最担心的莫过于国会更改法律。大家知道, 1940 年颁布的《投资公司法》(Investment Company Act)对基金等投资公司加以限制, 产生了深远的影响。谁敢和联邦政府做对? 如果政府限制指数基金的投票权, 指数基金会俯首听命。指数基金的基金经理会说: "让我们放弃投票权, 我们就放弃。或者让我们跟着别人投票也行, 别人怎么投, 我们就怎么投。"跟投可能行不通。如果指数基金的规模达到 90%, 一个维权投资者只要买入 3%、4% 的股票, 就能把一个公司控制了, 因为指数基金会自动跟着他投票。将来, 我们自然会知道事情如何发展。这是一件大事, 但理解起来并不难。好的, 第 7 区。

8, 伯克希尔能源子公司少数股权的利益冲突

股东：Eric Erta 来自新墨西哥州阿尔伯克基市。首先，我想借此机会向你们表示感谢，谢谢你们无私地与我们分享你们一生的智慧。你们为人类的进步和社会的发展做出了巨大贡献。你们教会了我们现场的股东，以及许许多多没有来到现场的股东，如何理智地生活，如何爱别人，如何过有意义的生活。为此，我真心地向你们说一声感谢。(掌声)我的问题是关于伯克希尔能源的。伯克希尔能源的股权结构有其历史原因，伯克希尔并非完全控股。Greg 持有伯克希尔能源的股权。这样的话，从激励机制方面考虑，Greg 似乎没有与整体的伯克希尔保持利益一致。1995 年，智者查理在哈佛大学做了一场经典的演讲。在演讲中，查理告诉我们，激励机制对人类的行为有重大影响。保守估计，Greg 持有的伯克希尔能源股票，价值在 5 亿美元以上。请问将来 Greg 持有的伯克希尔能源的股票，是否会转换为伯克希尔的股票？如果不会转换的话，请问 Greg 的激励机制是否完全合理？

我还想请教一个关于资产负债率的问题。您多次表示，伯克希尔能源有强大的盈利能力做保证，它的资产负债率不高。尽管如此，伯克希尔能源的负债数字仍然是非常大的。伯克希尔一向以稳健著称。请问如果伯克希尔对伯克希尔能源 100%控股，我们还会保持这么高的资产负债率吗？

巴菲特：好的。谢谢。第二个问题好回答，我来回答第二个问题。第一个问题难一些，我把它留给查理。(笑声)伯克希尔能源是一家受监管的公用事业公司。如果有机会的话，我们愿意收购更多公用事业公司。各个州、各个监管机构，要求公用事业公司使用大量的债务资本。监管机构很清楚，长期以来，与股权资本相比，债务资本的资金成本更低。监管机构允许公用事业公司获得合理的股本回报率，咱们假设这个股本回报率是 9%。与此同时，公用事业公司可以轻松筹措到大量债务资本，只需支付 3% 的利息。监管机构明白，**如果公用事业公司全部使用股权资本，公众就需要支付更高的水电费。**在我们的公用事业公司中，我们愿意在资本中全部使用股权资本，但是这样一来，用户的负担会更重，监管机构不同意。所以说，公用事业公司必然要保持较高的资产负债率。**监管机构不可能允许我们在全部使用股权资本的同时，获得我们期望的股本回报率。**

在股东大会开始前，来到现场的股东看了一个短片。看直播的股东没有看到这个短片。在短片中，大家看到了，伯克希尔能源将在爱荷华州投资 30 多亿美元。按照历史惯例，监管机构一直要求私营公用事业公司保持一定比率的债务资本。公用事业公司的债务资本占比越高，公众支付的水电费越低。所以说，**即使我们 100%控股伯克希尔能源，我们仍将遵守规定，保持较高的资产负债率。**各州的公用事业委员会代表着各州民众的利益。我们将

始终按照公用事业委员会的要求，经营我们的公用事业公司。查理，该你了。

芒格：第一个问题也很简单。那是历史的偶然因素造成的，不会产生什么大的利益冲突，也不会影响 Greg 履行自己的职责。Walter Scott 和 Greg Abel 一样，他也持有大量伯克希尔能源的股票。Walter 担任伯克希尔的董事很多年了。他的情况，同样是偶然因素造成的。我觉得根本不是什么大问题。我从没发现 Greg 与伯克希尔有什么利益冲突。

巴菲特：是的。自从 2000 年收购伯克希尔能源之后，我们通过伯克希尔能源进行了其它一系列收购，我们的持股比例随之上升。我记得，那是在我姐姐举办的一场聚会上，大概有 30 多人参加。Walter 朝我走了过来，他说："借一步说话，有件事，想和你谈谈。"我们去了书房。Walter 说："我们有一家公用事业公司，现在是一家上市公司，但是，它作为上市公司不太合适。你可以把它收购下来私有化。"我说："好啊，等着咱们把价格定一下吧。"后来，我们回到了奥马哈。Walter 带我见了 David Sokol。他和 Walter 一样，也是这家公司的大股东。我们谈好了价格。我记得 Walter 对他说："别和沃伦讨价还价，你跟他讲价，他可用手就走。"

我们把这家公用事业公司买了下来。从一开始，这家公用事业公司的结构就比较特殊，它原来是一家上市公司，我们把它私有化了。经过多次收购，伯克希尔现在持有伯克希尔能源 91% 的股票。Walter 去世后留下的股票去向如何，我不知道。他没和我说过，我也没问过他。Walter 留下的股票占比为将近 8%。Greg 持有的股票占比为 1%。从我们的角度来说，无论是 Walter 留下来的股票，还是 Greg 持有的股票，如果他们打算转换成伯克希尔的股票，我们是没有任何问题的。其实，无论转换，还是不转换，Greg 都不会与伯克希尔存在利益冲突。如果因为这点事就存在利益冲突了，那我们也不可能选择 Greg 作为伯克希尔的管理者。转换的话，可能程序麻烦一些，涉及内部人交易等问题。

大家知道，我的利益与伯克希尔 100% 一致。伯克希尔的董事们，他们也许略有一些迟疑，但他们总是会说："既然沃伦觉得这笔交易没问题，那就一定没问题。"董事会很信任我，他们是对的。任何一笔交易，由我来做，比较容易，用不着经过太多复杂的流程。如果我不在了，伯克希尔的董事会可能面对一定的压力，他们也许要咨询律师，按律师的要求做。说不定还得找投行做评估什么的。这些流程全是走形式，白花很多钱，也浪费很多时间。如果要转换的话，最好是我还在的时候转换，但我们会尊重 Walter 的继承者以及 Greg 的意愿，不强求他们进行转换。我们当然愿意将我们持有伯克希尔能源的比例从 91% 上升到 100%，那样的话，我们将获得更多的盈

利。如果沃尔特的继承者有意转换，我们也会向 Greg 提供同样的转换机会。有一点，我可以向大家保证，我们绝对不会占伯克希尔股东的便宜。等我不在了，如果大家觉得自己吃亏了，可以起诉我的财产继承人。我们不可能占你们的便宜。总之，还是在我在世的时候转换容易一些，等我不在了，那就比较麻烦。

芒格：我倒是希望我们再有 20 个这样的利益冲突。

巴菲特：是啊，你说得很对。问题问得有道理，但大家可以放心，在这方面，不会发生利益冲突。将来需要转换的话，我们会综合考虑各方面的因素，解决好这个问题。现在，我不知道沃尔特的继承人有什么打算。是否转换，由他们决定。沃尔特是我们的合伙人。在我们看来，沃尔特的继承人也是我们的合伙人。他们很清楚，他们可以完全放心，我们不可能占他们的便宜。如果他们不想转换，我们能理解他们的决定。如果他们想转换，我们也能理解他们的决定。这个问题问得还是不错的，谢谢。好的，Becky。

9，芒格：我愿意承担风险，投资中国。

Becky：这个问题来自蒙大拿州的 SteveBlackmore，是问查理的。他说：您曾经多次赞赏中国，说中国值得投资，说中国的股票更便宜。请问您现在怎么看？您认为中国值得投资，请问您如何评估政治因素？

芒格：这个问题问得很好。最近几个月，最近几年，随着中美关系紧张，美国投资者确实对投资中国存在疑虑。受此影响，中概股的价格掉了很多，特别是互联网公司的股票。前两天，中国政府表示，要完成平台经济专项整治。中国的互联网公司看到了曙光。没错，与在美国投资相比，我们投资中国，会遇到更多困难。中美有很大的差异。我们距离中国很远，中国有自己的文化，自己的信仰。

我之所以投资中国，是因为我能以更低的价格买到更好的公司。中国的很多好公司，价格特别便宜，我愿意承受一些不确定性。很多人和我不一样，他们特别担心那些不确定性。与两三年前相比，现在很多美国人对投资中国充满疑虑。我答完了，就这么回事。

巴菲特：我没什么补充的。(笑声掌声) 好的，第 8 区。

10，保险浮存金价值巨大

股东：沃伦、查理，你们好！TomRinge 来自宾州的韦恩。时隔两年，重回线下，实在是太好了。在今年的致股东信中，您多次谈到伯克希尔的保险浮存金，您谈到了浮存金是怎么来的、伯克希尔的每股浮存金、回购对每股浮存金的影响。说到回购，感谢您明智地进行回购操作，感谢您谨慎地发行股份，我们作为合伙人受益良

多。伯克希尔的保险业务，将来会有年份好的时候，也会有年份不好的时候。总的来说，我们的浮存金能否长期保持规模稳定，长期保持接近零的成本？我们的竞争对手也在像我们一样经营，为什么它们无论是在浮存金的规模上、还是在成本上，都赶不上我们？谢谢。

巴菲特：很奇怪，我们的竞争对手并没有像我们这样经营。综合考虑各方面的情况，从概率上分析，我们将来仍然能保持较低的浮存金成本。如果我判断，我们将为浮存金付出较高的成本，那伯克希尔也不可能继续在这做这个保险生意。长远的将来到底会如何，谁都不可能确切地知道。到目前为止，我们一直保持着较低的浮存金成本，而且我判断，我们将来仍然能如此。我的判断不是没有出错的可能性。查理和我都看好我们的保险生意，我们拥有显著的竞争优势，我们不比任何同行差。概率站在我们一边，我们很可能保持较低的浮存金成本。话虽这么说，我们没有未卜先知的能力。911 事件，我们预测出来了吗？没有。我们也不敢说，这是板上钉钉的事。

芒格：建议你们这么考虑伯克希尔的浮存金，你们就想想我们的浮存金有多大的潜力。如果伯克希尔用所有的浮存金买入股票，每年能实现税后 8% 的收益率，那能赚多少钱？

巴菲特：每年 110 亿美元到 120 亿美元，我学会抢答了。

芒格：是啊，这是多大一笔钱啊。没错，而且我们的浮存金还一直在增长。把心放到肚子里吧。(笑声)我们有这么多浮存金，多好啊。

巴菲特：查理刚才讲的话，提到了假设。假设我们能赚到那么高的收益率，那才行。做资产配置，这是我们的本职工作。我们觉得我们不比任何人差，我们能做好这份工作，否则我们也不会做这么多年。我们要想清楚，哪些生意是好生意，值得做。哪些是烂生意，我们可能不得不退出。决定退出的时候，总是很难，例如，当年的纺织生意。

至于保险生意，刚开始我并不懂这门生意。1967 年的一天，在中午 12 点一刻，杰克·林沃尔特(Jack Ringwalt)走进了我的办公室。从那一天起，我们正式与保险生意结缘。查理和我知道，Jack 有个特点。每年总有几天，他会被监管部门气得火冒三丈。监管部门的约束，让他气不打一处来。他会说："这破公司，卖了得了。"一天，Charlie Heider 正好碰上 Jack 发脾气，Charlie 告诉我："Jack 的脾气又上来了。"我说："赶快把他带来。"于是，那天的 12 点一刻，Jack 来到了我的办公室，他说他想把自己的破公司卖了。监管部门要把他逼疯了。我说："好，我买。"我问他："你觉得价格多少合适？"他说："每股 50 美元吧。"我说："好，成交。我不需要审计，

什么都不需要。"这时，Jack 缓过神来了，他马上不想卖了，但他是个讲信用的人，又不好改口。于是他说："你是不是想让我把代理公司也卖给你？"我立刻回答："不用。"如果我给出了肯定的回答，他马上就会说："那算了。"我继续说："不用，Jack，代理公司你可以留着。"Jack 又问我，我是不是想这样、那样。我一一回答，不需要。杰克希望我给他个借口，让他可以把话收回去。过了 20 分钟，他发现，他说什么我是什么。最后，他只好同意以每股 50 美元的价格，把公司卖给了我。他是一个说到做到的人。我们就是这么进入的保险生意。我们很走运。

芒格：沃伦，你就说吧，我们是不是特别喜欢伯克希尔的浮存金？

巴菲特：当然了。我们充分利用了伯克希尔的浮存金。以前，我们利用的效率不高。后来，Ajit 加入了伯克希尔，我们才真正把浮存金的威力发挥出来。开始的时候，我自己管理保险生意，但始终不得要领。没想到，1986 年，Ajit 走进了我的办公室，在他的领导下，伯克希尔的保险生意蒸蒸日上。我们当初也没想到，伯克希尔能把 GEICO 保险这颗明珠收入囊中。很多事情都是如此，最初的时候，是根本想象不到的。我们只能始终做好准备，机遇偏爱有准备的头脑。机会来了，就别让机会溜走。

幸运的是，我拥有称心如意的工作环境，当机会到来时，我能马上行动，把机会抓住。在别的环境中，我可能没这样的自由，我不喜欢那样的环境。试想机会来了，董事会却说："我们要成立专门的委员会，要做尽职调查，审核通过才能行动。"碰上这样的董事会，我可不和他们玩。我会说："你们愿意找谁找谁去吧，我没空和你们走流程。有那个时间，我干点别的多好。"有时候，运气很重要。但是，我们一定要准备好，当真正的好机会到来时，立即出手，而且一出手就是大手笔。当然也要对自己掌控的资源心中有数，知道自己能抓住多大的机会。

芒格：与别的大公司相比，伯克希尔是一个独特的存在，因为伯克希尔没有官僚病，我们健康发展了很多年，多赚了很多钱。

巴菲特：这一点，太难得了。我在这样的公司中工作也觉得心旷神怡。(掌声)一方面，我们拥有很大的自由，可以灵活配置浮存金；另一方面，我们始终确保我们拥有强大的财力，足以应对任何理赔需求。在 Ajit 加入伯克希尔之前，我收购了两家小型保险公司。其中一家，由我亲自管理，另一家，由别人管理。这两家小型保险公司都亏了不少钱。如果不是有母公司在背后支持，它们早破产了。后来，我们不想继续经营这两家小型保险公司了。我们把它们欠下的债务还了，把它们并入到了伯克希尔的其它保险部门。

我有个比喻，可能不太恰当。在我眼中，伯克希尔如同一幅画作。这张画布大得没有边界，可以无限延展，

我可以在这张画布上自由挥洒。如果别人想在这张画布上画别的东西，我宁愿安静地走开，找到一张更小的画布，画自己的画。我说的是一个比喻，我对真正的绘画一无所知。别人带我去美术馆，我根本不会欣赏，只想躲到卫生间里。我对美术作品不感兴趣。有的人具有艺术细胞，他们懂得欣赏画作，他们能看出来门道。

对我而言，伯克希尔就是我的画布，我也是在绘画。我的这幅画是为我的合伙人画的，我希望他们能获得良好的收益。但是，我本身更享受绘画的过程。我的心中总想着伯克希尔这幅画，画的年头越多，这幅画的景致越绚烂。只有做这一件事，我最接近于享受生命中的每一分钟。我无意让别人学我，这只是我的生活方式。

有时候，在欣赏自己的作品时，我会发现，“噢，这个地方应该改一改。”我就回去重新画一遍。在绘制伯克希尔这幅作品的过程中，我收获了满满的成就感。人为什么会这样呢？我也不知道。但我早已很清楚，什么事让我幸福，什么事让我不幸福。我已经找到了让自己幸福的事，还有什么不满足的？

这东一句西一句的，回答的问题是什么，我都忘了。(笑声) 好的，Becky。

11，史无前例的大放水带来了严重的通货膨胀

Becky：这个问题的提问者是 Andrew Kesaw，他来自明尼苏达州明尼阿波利斯。他问道：去年，沃伦表示，伯克希尔明显感受到了通货膨胀的影响，伯克希尔购买商品和服务的价格上涨了，伯克希尔销售商品和服务的价格也上涨了。去年的股东大会之后，通货膨胀继续上行，甚至有明显加速上升的态势。美国在 1970 年代、1980 年代，都经历过通货膨胀。请问与我们之前经历过的通货膨胀相比，这次通货膨胀的严重程度如何？美国的公司和民众该怎么做，才能降低通货膨胀的负面影响？

巴菲特：政府在采取措施遏制通胀。作为个人，每个人应对通胀的最好办法是，学个真本事。有一技傍身，将来无论货币怎么贬值，别人都会心甘情愿地向你付费。

从伯克希尔子公司的经营情况来看，我们明显感受到了通货膨胀高企。Becky，你不是采访了内布拉斯加家具城的 Irv Blumkin 吗？在过去两年里，家具的成本不断上涨。我们只能不断提高价格。然而，人们口袋里的钱多了。我们涨价之后，人们的购买意愿仍然很强烈。有些商品出现了紧缺的情况，根本买不到。就像在二战期间，政府印了很多钞票，但是人们买不到汽车、冰箱。糖、咖啡、汽油等日用品的供应也不充足，只能凭票购买。人们得到了很多钱，但是商品紧缺，价格自然会上涨。无论政府怎么呼吁，价格都不可能降下来。

每次的通货膨胀总是和之前的通货膨胀不一样。在经济领域，一个现象出现一次后，第二次出现，总是和之

前不一样。因为已经经历了第一次，当事情第二次发生时，人们的态度会发生变化，而人们的态度变了，人们的行为也随之改变。经济学的教科书是根据过去发生的事写的。人们读了经济学的教科书，从中学到了经验，下次再遇到类似的事，他们就不像以前那么做了。然后，人们还很奇怪，为什么事情没按照教科书中讲的发展呢？

总之，美国政府印了很多钞票，给人们发了很多钱。钱多出来这么多，多到一定程度，钱当然会明显贬值。我告诉大家一个数字，你们听了可能很吃惊，反正我看到这个数字时，我很吃惊。每周四，美联储会公布一张资产负债表。美联储、财政部，是非常复杂的政府机构。美联储管理着多家联储银行。美联储定期公布各家联储银行的合并资产负债表。我在前面给大家展示了几张纸币。大家知道，纸币是由美联储发行的。我手里这张是现在流通的纸币。所有流通中的纸币都是由美联储印刷的。纸币发行后，会以这样或那样的方式进入人们的口袋。现在，很多人说“现金已死”，说我们进入了“无现金社会”。大概 10 年之前、15 年之前，美国的货币流通量是 8 千亿美元。周四，美联储公布了一份报告。报告显示，目前，美国的货币流通量为 2.2 万亿美元。美国大约有 3.3 亿人，平均下来，每人手里有 7 千美元的现金，包括每个男人、女人、儿童，所有人都包括在内。我们觉得，这个数字好像不太对。美联储的账目，基本上是很准的。美国确实有这么多流通中的货币。至于这些货币具体在哪，那就不得而知了。也许在欧洲，也许在南美，说不定都在查理手中。

2.2 万亿美元的货币流通量，这可不是个小数字。人们说“现金已死”，但美国平均每人手里有 7 千美元的现金。也许大家还没太想明白，我换个说法，再讲一遍。假如华盛顿做出了一个秘密决定，向美国的每个家庭发放 100 万美元。美国大概有 1.3 亿个家庭。政府打算给每个家庭发放 100 万美元，但是政府有个前提条件。你收到钱之后，一个月内，不能声张，否则这笔钱就会消失。过了一个月之后，你才能花这笔钱。一夜之间，美国的家庭财富突然增加了 130 万亿美元。也就是说，美国的家庭财富翻倍了。政府把钱发给了民众，但是要求民众守口如瓶。政府发放了这笔钱之后，美国的家庭财富增加了 130 万亿美元，增加了一倍。一个月之后，人们就可以花这笔钱了。接下来，会发生什么呢？价格会上涨。价格是一下子就涨起来吗？开始的时候，人们只知道自己得到了这笔钱，不知道别人也得到了这笔钱，所以还没有抢购商品的想法。渐渐地，消息走漏了出来，大家都知道了，政府发了很多钱。价格一定会受到影响，这是必然的。好比说，你家的钱增加了 10 倍，别人家的钱也增加了 10 倍，但整个经济中，面包的总量、汽车的总量没有增加，商品的价格必然上涨，货币的价值必然下跌。货币的购买力必然下降。与此同时，出现了商品短缺的情况。人们得到了很多钱，但是可买的东西却少了。

我们遭遇了供应链中断的困扰。大量发行货币叠加供应链中断，最后我们看到的就是，人们进入内布拉斯加家具城，买起东西来毫不手软。在我们的其它子公司，我们也见到了类似的情况，人们的行为让我们感到很吃惊。疫情之前，总的来说，珠宝店不是特别好的生意。两年之前，商场把店面租给珠宝店，商场还发愁珠宝店交不起租金呢。现在，所有的珠宝店都咸鱼翻身了，它们做梦都没想到，存货竟然下的那么快，人们进来就是买买买。人们根本不等什么打折促销，只要走进店面，就没有空手出去的。主要是人们兜里有钱，买得起。

政府发了很多钱给民众。现在，这种漫天撒钱的后果，逐渐显现出来了。结果的显现，需要一段时间。整个宏观经济是一个庞大的系统，它的复杂是我们难以洞察的。总之，现在结果确实显现出来了。刚开始发钱的时候，你得到了 100 万美元，但不知道别人也得到了。这时候，人们还不会有什么明显的变化。政府不停地发钱，一个月接一个月地发钱，慢慢地，人们都知道是怎么回事了。渐渐地，人们开始争先恐后地抢购了。宏观经济是由无数个体的行动组成的。现在发生的情况是，通货膨胀高企。撒了那么多钱，通货膨胀怎么可能不高？

美联储大量发行货币，也许是明智之举。如果美联储没有及时出手，现在我们很可能要面对更加糟糕的局面。美联储力挽狂澜，救了美国的经济，但是也造成了通货膨胀高企。谁知道将来如何发展呢？也许我们能遏制住通货膨胀，但是要付出经济衰退的代价。我们过去经历过很多次经济衰退，我们将来还会有经济衰退的时候。衰退、萧条都是经济周期中的一部分。这次的通货膨胀，它有它自己的发展过程，不可能和以前的哪次通货膨胀一样。只有事情完全过去之后，我们才能恍然大悟，"啊，原来是这么发展的啊。"

宏观经济的变化，不是我们能预料的。1942 年，我买入了人生中的第一只股票。那时候，我哪里知道未来会发生那么多大事？我那时候对未来一无所知。那时候，美国刚刚宣布参战，也许我还懵懵懂懂的，但是，我像美国的所有小孩子一样，我们相信美国一定会赢。二战那么大的坎，美国都过来了，还有什么坎过不去？二战期间，储蓄债券的收益率是 2.9%。我记得这个数字，因为我们家买了。开始的时候，叫战争债券，后来改成国防债券，最后改成储蓄债券，其实，只是名字不一样了而已。大量发行货币，货币的价值自然会降低。关于宏观经济，我知道的不多，我把自己知道的，都讲出来了，看看查理有没有什么补充的。

芒格：这次放水的规模是前所未有的。只要你说自己是公司老板，只要你说自己雇佣了多少员工，政府就给你发放补助。有一段时间，政府真是漫天撒钱。就像你刚才讲的，非常时期必须用非常手段。但是，这次放水的规模确实前所未有。

巴菲特：因为我们这次遇到的困难也是前所未有的。

芒格：是的，我并不是说，这次放水有什么不对。

巴菲特：在我心中，美联储主席 JayPowell 是一位英雄。他做到了当机立断，该出手时就出手。如果他在那犹豫不决、瞻前顾后，那会怎么样？我知道，在历任美联储主席中，有的人就是那种犹豫不决的性格。如果是他们坐在 JayPowell 的位子上，他们一直犹犹豫豫的，经济非崩盘了不可。就算经济崩盘了，也没人会怪到他们头上，人们只会埋怨新冠病毒。

芒格：讲到宏观经济，日本是个让人搞不懂的国家。起初，日本大量回购国债，现在，又开始大量回购股票了。多少年的经济停滞了，日本还没走出来。这都 25 年了。日本的情况，有谁能预测得到？

巴菲特：谁的预测都不可信。我们对任何人的预测都不感兴趣，包括我们自己的预测。我们只知道，我们不能辜负你们的信任，我们不会做任何辜负了这份信任的事。

我们悉心经营伯克希尔，只要是在我们能力所及的范围之内，我们会尽可能防范所有能够防范的风险。当然了，核战争的风险，是我们无法防范的，那就没办法了。伯克希尔能防范所有我们能防范的风险，我们这就放心了。我们无法做到完美，我们很想做到完美，但我们做不到。好的，第 9 区。

12，通用会计准则应如何修改？

股东：尊敬的巴菲特先生、芒格先生，我是来自加拿大蒙特利尔的 EliAbushakar。感谢你们为股东所做的一切。我想请教一个关于 GAAP 会计准则的问题。请问如果由您来修改通用会计准则，您会在哪些方面做出修改？如何修改？谢谢。

巴菲特：我无法胜任这份工作。查理，你行吗？(笑声)太难了，我真不知道怎么改。首先，我们必须明确，GAAP 会计准则要反映的是价值。它无法准确反映价值，但是有些时候，又不得不给出一个价值。GAAP 会计准则是一套约定俗成的东西。一方面，它在制定的过程中考虑到了对审计机构的保护，否则会产生大量法律纠纷；另一方面，它在制定过程中也考虑到了上市公司的诉求，总的来说，市场想看到什么数字，上市公司就可以操纵出什么数字。我不知道该怎么修改 GAAP 会计准则。我遇到过这样的一些人。他们人绝对是好人。我愿意和他们做邻居。如果我要出差两个周，我可以放心地托他们照顾我的孩子。如果我的钱包丢了，他们捡到了，他们肯定会还给我。但是，就是这样的好人，他们操纵起财务数字来，一点也不含糊。

有的上市公司经常操纵财务数字，在这样的公司里，作为审计委员会的成员，处境很尴尬，说也不是，不说也不是。你要是表示有异议，你就会成为众矢之的。大概是 15 年前，我写过东西，我写了审计委员会应该问的四个问题(2002 年致股东信-审计委员会)。我记得当时我好像在可口可乐的审计委员会任职。总之，那时候，我就很清楚问题之所在。没办法，你只能像别人一样装糊涂，否则就会引火烧身。我提出了我希望了解的四个问题，这四个问题合情合理。可惜，没人把我提的这四个问题当回事。就这样，多少年来，GAAP 会计准则基本没有改变。审计机构偶尔会被告上法庭，但这样的情况不多。

证券交易委员会 SEC 制定了很多规则，我非常敬佩 SEC，它为国家做了很多好事。然而，想要制定出一套人们无法钻空子的会计准则太难了，SEC 也无能为力。我有一位朋友，他说过这样一句话："最恶劣的行为不在法律之外，而在法律之内。"让法律法规密不透风，实在太难了。我们需要 SEC，但 SEC 也会力不从心，没办法阻止所有恶劣的行为。审计机构也有难处。它们需要一套明确的规则和流程，这样他们在审计时才有章可循。在拯救所罗门的时候，查理进入了所罗门的审计委员会。当时，所罗门有大量衍生品合约，这些衍生品合约的价值定得很随意。我记得，那时候为所罗门公司做审计的，是美国当时最大的审计机构，安达信会计师事务所。

芒格：它早就倒闭了。(笑声)

巴菲特：对，早倒闭了。当年，它是最大的。在一次审计中，查理发现了一笔 2 千万美元的错误。

芒格：审计师说，这是一个小窟窿。审计师和你讲"小窟窿"，这样的审计师，还能信吗？(笑声)

巴菲特：这个故事，以前我从来没讲过，我给你们讲一下。来到现场的股东们，在我们播放的短片里，有一个片段，是我出席国会听证会时回答问题的发言。当时，国会要严查所罗门。在出席听证会之前，我就想好了，我要实话实说，绝对不打马虎眼。我做好了准备，接受问询时，我有一说一，知道的就说知道，不知道的就说不知道。参加听证会的时候，我刚到所罗门十天。我对听证会的委员们说：虽然我刚来十天，但是在这十天里，我还没发现所罗门在会计方面存在严重的问题。我那时候真才刚到十天。除了让所罗门惹上大麻烦的那位，我还真没发现别的问题。我不知道我可能发现什么别的问题。所罗门每天做的交易难以计数，到底哪里存在什么问题，不是那么好找的。我在听证会上表示，就我现在看到的情况而言，所罗门在会计方面是合法合规的。幸好我是在来到所罗门十天后出席的听证会，因为后来真发现了一些问题。

一个月之后，所罗门的首席财务官 CFO 走进了我的办公室，他对我说："沃伦，有个事，需要向您汇报一

下。"我说："什么事？"他告诉我，12年前，所罗门和大宗商品交易商菲布罗(Phibro)合并为一家公司。所罗门，作为一家大型投行，与 Phibro 强强联手，它们合并之后，成为了一家实力更强劲的大公司。CFO 告诉我，12年前，两家公司合并的时候，Phibro 以商品贸易为主，而所罗门以证券结算为主，这么多年，一直没搞明白，如何把两家公司的账目合并到一起。负责审计这笔合并交易的是安达信，它可是美国当年最大的会计师事务所。于是，所罗门的这个账总是对不上，每天一直在浮动。每天总是要把数字调整一下，让资产等于负债。今天是 173,412,000 美元，明天就是另一个数字。

我很庆幸，我是一个月之前出席的听证会，那时候，我还不知道这个情况。如果国会再把我传唤到听证会，我一定会告诉他们这个情况。"我们有一个数字，每天都在浮动。这个账目有 12 年了，一直没搞明白，安达信也对不上。"(笑声)资产必须等于负债啊。那怎么办？只能每天调整了。大家听了可能觉得，这事也太离谱了，但真就有这么回事。

芒格：咱们可以给这个数字起个名字，就叫它"浮动的小窟窿"吧。(笑声)

巴菲特：可以啊。那时候，查理在所罗门的审计委员会任职。我一直有一个建议，只是这个建议不可能付诸现实，我非常理解个中缘由。市场中有高达数万亿美元的衍生品，人们对衍生品的准确价值却不得而知，只是每天主观地填上一个数字。银行、投资银行等众多金融机构都持有大量衍生品。

在伯克希尔的公用事业部门，为了遵守监管机构的要求，我们也利用衍生工具进行一些对冲操作。对于我们持有的衍生品的价值，我们同样是自己填上一个数字。在衍生品的会计处理方面，我曾提过这样一个建议：安排工作人员花上一两个周的时间，把那些条款最复杂的衍生品合约找出来，看一下同一个衍生品合约，一方给出的估值是多少，另一方给出的估值是多少。随机挑选 100 个最复杂的衍生品合约，最后汇总一下研究结果。有时候，同一个衍生品合约，一家给出的估值是 2800 万美元，另一家给出的估值是 3300 美元，而且两家公司还是由同一家会计师事务所审计的。这条建议，我以前提过一两次，但没有人真这么做。如果我来改革会计制度，我要做的第一件事就是调查衍生品合约的估值。然而，生活中有很多事是不得已的。没人愿意像我说的这么做，谁都不想成为众矢之的，谁都不想冲上风口浪尖。我对此表示完全理解。

13, 如何花最少的钱拿到投行的意见书

巴菲特：有个话题，我准备好了，特别想讲一下。可惜，现在还没人问我。我只好自问自答了。(笑声)

我们收购 Alleghany 公司，开出的报价是 848.02 美元。有没有人觉得这个价格有些奇怪，怎么精确到小数点后两位了？这个价格是我报的。最初报价时，我说了，我愿意出的价格是每股 850 美元，减去 Alleghany 公司支付给财务顾问的费用。Alleghany 公司一定会聘请财务顾问，它只是像其它上市公司一样，遵守特拉华州《普通公司法》的规定。在上市公司进行重大交易时，聘请独立的财务顾问，上市公司的董事可以免于承担一定的责任。大家都是按照法律规定做事，我没有责怪任何人的意思。我只是想用我的行动，引起特拉华州的法官、法律制定者对这个问题的关注。我想用我的行动表明，其实，做这笔收购，我愿意支付每股 850 美元的价格，但是，如果我们收购的对象需要向财务顾问支付 1 千万美元、4 千万美元的费用，这笔钱是从谁的口袋里拿出去的？是从我们买方的口袋里拿出去的。

多少年来，游戏规则一直如此。我们是怎么处理的呢？我给大家讲一点我们的历史。在伯克希尔的历史上，在过去 57 年里，我们有两次需要聘请独立的财务顾问出具公允意见。在这两次情况中，我们确实应该聘请独立的财务顾问。其中一次，是涉及多元零售公司与伯克希尔的合并。我同时投资了多元零售和伯克希尔两家公司，但这两家公司还有各自的其他股东群体。在这两家公司合并时，我是最大的潜在受益者。虽然我的持股最多，但由我来决定合并的价格不合适。总之，我们需要按照公司法的规定获得公允意见。这是伯克希尔历史上第一次聘请独立的财务顾问。于是，我找到了查理。在这方面，查理比我懂得多。我对查理说："咱们需要一个公允意见书。怎么算公允？你知道，我知道，桑迪也知道。如果只是我们三个之间的事，十分钟内，就能得出一个咱们三个人都认为公平的结果。但是，还有公众股东，就不能只由我们三个说了算。"我们第一次聘请独立的财务顾问，是在 1978 年 11 月 27 日。我这里还有一份记录，我在写给所有股东的公告中说："我相信多元零售和伯克希尔的股东都将受益于此次合并。然而，此次合并是否进行，将由两家公司除我之外的所有股东投票决定。只有除我之外的其他股东大多数赞成合并，我才会投票同意合并。"我向所有股东保证了，由他们投票决定此次合并是否公平。

我说的不算数，我们还必须获得一家大型投行出具的公允意见书。

我对查理说："查理，这东西要花一两百万美元。投行派一个新招的员工过来，他出具一份没几行字的报告，就要收我们一两百万美元。他们其实什么也没做，对这两家公司毫不了解，只是出个报告，就要收那么多钱。我们没这份报告还不行。你说我们怎么办？"碰到类似的问题，我总是找查理。查理说："沃伦，很简单。把最有名的十家投行列出来，按我说的做。"我说："好的，怎么做？"查理说："把它们按照名气的大小，从 1 到 10 排好顺

序。先给第一家打电话，你就说，6 万美元，出一个公允意见书，干不干？这个价格压得这么低，对方一定觉得受到了侮辱，他不可能答应的。他真接了这个单子，往后就没办法做其它公司的生意了。人家会说'巴菲特，你就收 6 万美元，凭什么向我们收 200 万美元。'"查理接着说："别管他，你就说，你就出这么多钱。对方可能很恼火。你接着给第二家打电话，还是这个报价。从第一家打到第十家，如果没人接这个单子，再从第一家开始打一遍，这回把价格提到 8 万美元。"(笑声)

于是，我按名气大小列出了十家投行。第一个电话，我打给了 E.F.Hutton 公司的 JackShad。它是汤姆·墨菲的朋友，也是比尔·鲁安(BillRuane)的朋友。JackShad 是一位非常成功的投资银行家。我和汤姆·墨菲、比尔·鲁安很熟，与 JackShad 并不熟，只是通过朋友介绍和他见过面。我给他打电话说："Jack，我有一个不情之请。"杰克说："久闻大名，你是我朋友的朋友，有话就说，别客气。"我说："我要说的这件事，是要让你吃大亏的。我很清楚，听我说完，你很可能大发雷霆，把电话一摔直接挂掉。"我接着说："我们制定的流程是这样的。"我给他讲了我们的流程，我告诉他，我们第一个电话打给他，如果他拒绝了，我们会接着打给普惠公司(PaineWebber)。我告诉他："我列出了十家投行，如果从头到尾打了一遍，没人接单。我会再打给你，把报价提高到 7.5 万美元。如此重复，直到最后有人接单。"我接着说："杰克，我第一个打给了你，6 万美元，你要是接了这个单子，那你是砸自己的牌子，以后别的客户会说'多元零售和伯克希尔，你们只收了 6 万美元，凭什么让我们交 200 万美元？'"杰克说："别担心，沃伦，我能搞定。"他说："我们接了。"就这样，我们找到了一家，还需要再找一家。第二个电话，我打给了普惠公司，我讲了同样的话。我说："赫顿公司愿意给我们出一份公允意见书，我不知道他们为什么这么做，这不是砸自己的牌子吗？"普惠公司回答我说："我们愿意收 6 万美元，出另一份公允意见书。"

芒格：他们派来的是一个不中用的酒鬼。(笑声)

巴菲特：这两家投行都只收了我们 6 万美元。

芒格：他们提供的服务就值 6 万美元。

巴菲特：但我们得到的报告和其它公司花 200 万得到的报告一样啊。我讲的这件事发生在 1978 年。

后来，JackShad 当了七年的 SEC 主席。Jack 是一位出色的商人。他说得没错，接我们的单子，没有对他造成伤害。我们付了赫顿公司 6 万美元，一个周之后，赫顿公司就做了一笔同样的业务，收了 200 万美元。这些钱其实是白花的。过了四五年之后，将蓝筹印花并入到伯克希尔时，我们又找到了这两家投行。受通胀影响，物价

上涨，我们把价格提到了 11 万美元。我现在还保留着此次合并的公告呢。这两家投行仍然是很干脆地说："我们接了，别担心其他客户，我们会找一些说辞，搪塞过去的。"谁知道他们是如何对其他客户解释的呢？

我只是觉得，应该有人站出来，指出这钱是白花的。虽然是白花的，但有人必须花这笔钱，不花就不行。只有花这样一笔钱，才符合特拉华州《普通公司法》的章程。律师会告诉上市公司的董事，只有他们聘请独立的财务顾问，才能免于承担某些责任。我觉得，应该有人站出来，把这件事的真相说出来。所以，在收购 Alleghany 公司时，我开出了 848.02 美元的报价。在过去，我们经常通过自己的行动给大家上课，让大家看清楚金融的现实，以及这种现实带来的种种影响。这次，我们又给大家上了一课。看清了金融的现实，你就知道了，为什么家长都想把孩子培养成金融精英，而不想把孩子培养成电工。你们的董事会主席是个怪人，他有时候会做一些怪事。查理，这件事是你出的主意，你怎么看？

芒格：我们是有些古怪。有时候，古怪未必不是好事。

巴菲特：这次收购 Alleghany 公司，把报价定为 848.02 美元，我事先没和查理商量。我记得，有四次，我遇到了棘手的事情，查理给了我非常务实的建议，结果问题迎刃而解。查理，给大家讲讲那次你向保险公司索赔的事吧。有一家保险公司，不给你赔付，你对那家保险公司说："把理赔金额提高，你认真陪他们玩。"那是 1960 年代的事了，你还记得吗？

芒格：我不记得了。你讲吧。(笑声)

巴菲特：那时候，查理管理着一家小型基金，他在太平洋证券交易所(PacificExchange)有一个交易席位。有一个员工，从公司偷了大概 1.2 万美元。

芒格：我想起来了。他偷了一些交易凭证。

巴菲特：有人从查理的公司偷了钱。查理的公司买了雇员忠诚保证保险，这项保险是必须交的。显然，在查理的公司，员工偷了钱，做出了欺诈行为。于是，查理向一家大型保险公司提出了索赔 1.2 万美元的要求。这家大型保险公司拒绝赔付，他们说："这个人不是你们公司的员工，根本不存在这个员工，所以我们不能赔付。"

查理得到这个答复之后，他立即提笔给这家保险公司的头号人物写了一封信。他说："我提出了 1.2 万美元的索赔要求。我们购买了员工偷窃保险，现在有员工偷窃行为出现，我们理应得到赔偿。"查理接着说："你手下有一些员工，你每个月发给他们薪水，他们和我在这拖延。区区 1.2 万美元，我浪费不起这个时间，没空和你的员工周

旋。也许您很清楚，我没有时间和精力与您的员工讨价还价。恕我冒昧，您是否故意利用这种不对等的地位来拖延赔付？也许这不是您的本意。我知道，您是一个崇尚公平的人。既然如此，咱们何不把索赔金额乘以 10，从 1.2 万美元提升到 12 万美元？谁输了，谁付给对方 12 万美元。**把筹码提高，我才愿意陪你们玩。**"

查理给那家保险公司的董事会主席写了这样一封信。很快，他收到了回信，回信中随附了一张 1.2 万美元的支票。(笑声)查理真是有办法。查理还教了我两个别的高招。我先不给你们讲了，我自己还留着用呢。

14, 比特币是科技与狠活

Becky: 我下面要问的这个问题，有很多人想问。我选择了其中一个，提问者是 Raj。他说，关于比特币，在过去两年里，他自己对比特币的态度发生了一些变化。开始的时候，他认为，比特币纯粹是骗局，是一场投机泡沫。后来，他对比特币的态度发生了一些转变。他认为，比特币可能有一些用处。他的问题是："请问您关于比特币的态度，是否发生了任何改变？"

巴菲特：关于比特币，我最好不说话，但我还是要说几句。大家知道，现在很多人在收看我们的股东大会。其中，很多人是比特币的多头，没几个人是比特币的空头。**断别人的财路，会遭别人恨的。**我完全能理解人们的心理。我自己也不想别人断我的财路。

这么说吧。假如在座的所有人，你们拥有美国的所有农田。你们要将美国农田的 1% 卖给我。你们的要价不高，就算 2500 亿美元吧。我很愿意买下来，今天下午我就会付给你们 2500 亿美元，买下美国所有农田的 1%。再举个例子。假如在座的所有人，你们拥有美国的所有房产。你们打算将美国房产的 1% 卖给我。你们的要价是多少呢？还是 2500 亿美元吧。我还是会非常乐意付钱买下来。我会很痛快地把钱付了。

现在，假如你们告诉我，你们拥有全世界所有的比特币。**你们要将所有比特币卖给我，你们只要 25 美元。我根本不买。**这些比特币到我手里有什么用？除了把它们转卖出去，没别的用处。也许可以通过转卖比特币获利，但是比特币本身不能创造任何价值。**房产能带来租金，农田能带来粮食。如果我拿到了所有的比特币，那是一点用处没有。**十几年前，创造比特币的人，他能把比特币搞得很神秘。所有比特币到了我手里，没人会买的。大家知道，我是什么样的人。如果我要卖比特币，人们会说："为什么我们要从你那买比特币？你这个虚拟货币怎么不叫巴菲特币？你这个虚拟货币没什么用，我们不买。"

人们不买才是对的。我想告诉大家的是，**真正的资产能创造价值，而有的东西不能创造价值，玩家靠击鼓传**

花获利。在玩这个游戏的过程中，人们交了很多佣金，这些佣金是真金白银。这种游戏，摩擦成本非常高，很多钱财被做局者收割了。在这场游戏中，你赚到的钱，就是别人输掉的钱。每当有新人加入，他们就会带着自己的钱进场。但总的来说，在整个局中，所有的钱都是参与者自己兜里的，钱只是在参与者之间倒手。参与者要交佣金，可能还会被收割。

比特币并不新鲜。各种各样的庞氏骗局，历史上多了去了。有些东西有价值，但它们确实无法创造出看得见摸得着的价值。例如，伟大的绘画作品，出自著名画家之手，也许在 500 年后值很多钱。有些东西属于这种情况，人们愿意出钱买。例如，金字塔，你把金字塔买下来，可以收门票费，会有很多人愿意来参观。金字塔能流传于世，它虽然不能创造出实际的东西，**但是人们懂得金字塔的历史价值，人们愿意去参观金字塔。**

在大多数情况下，只有能创造出实际价值的东西，才能称之为资产。另外，只有美元才是美国的法定货币。其它的这个币、那个币，都不是法定货币。我们可以推出伯克希尔币。我们不敢推出伯克希尔美元。我们要是敢发行自己的美元，那真是胆大包天了。只有我手里拿的这个美元，这才是法定货币。人们只接受美国政府发行的美元。美国的货币流通量是 2.3 万亿美元，包括每个男人、女人、儿童在内，美国平均每个人手里有 7,000 美元的现金。在美国，只有美元，才是法定货币。谁要是以为美国政府可能放弃美元的法定货币地位，允许随便什么人发行自己的货币，那可真是太天真了。

一年后、五年后、十年后，比特币是涨是跌？我不知道。**我只坚信，比特币不能创造任何价值。比特币被附魔了。很多东西被附魔过。附魔是华尔街的技能。没听说过这样的话吗："我们不是一家保险公司，我们是一家科技公司。"其实，就是一家普通的保险公司而已。**很多人通过这样的包装募集到了大量资金。他们说："别拿看待传统保险公司的眼光看待我们。我们实际上是一家科技公司。"上市之后，这家公司其实还是做保险业务的，而且上市之后不久亏了很多钱。编瞎话，才能骗到钱，所以人们趋之若鹜。

芒格：对于比特币，我的看法和你略有不同。**在我一生中，我始终尽量避免做三种事：第一种事是蠢事；第二种事是坏事；第三种事是让我在别人面前丢脸的事。比特币把这三种事占齐了。**（笑声）

第一，说买比特币蠢，是因为比特币很可能归零；

第二，说买比特币坏，是因为比特币破坏了美联储系统，破坏了美元的法定货币地位。美元的法定地位必须稳固，是绝对不容动摇的；

第三，我们允许比特币存在，让我们在中国面前很丢脸。中国禁止比特币。我们自称拥有先进发达的文明，却允许比特币存在。在这一点上，我们不如中国。(掌声)

巴菲特：我们刚才说的这些话，激怒了全国 25%的人。请大家注意，最后做总结陈词的是查理，而且查理的言辞最激烈。(笑声)

15，部落主义倾向过于严重，不利于社会的发展

巴菲特：我有个感觉，我发现我们的社会呈现出了一种趋势。这种趋势，我没法改变，也无法用准确的事实证明它的存在。但是，我确实感觉到，在当今社会中，人们呈现出了越来越强烈的部落主义倾向。我们的国家已经很长时间没处于这种状态了。人们支持不同的政党、信仰不同的宗教，这很正常。只是人们的极化和对立很严重，呈现出了部落主义的倾向，这就不太正常了。

我可以用亲身经历告诉大家，什么是部落主义。大家知道，内布拉斯加州橄榄球队的球迷就属于一个部落。在看橄榄球赛时，我通过电视屏幕看到了，我们内布拉斯加州队的球员出界了，他的脚踩到了界外。但是，也许是角度问题，裁判员没看到，将其判为"界内"。接着，电视转播画面反复重放出界的画面，我能清清楚楚地看到我们的球员出界了，但是，我仍然相信是在界内。这就是部落主义。当我们作为部落中的成员，展现出部落主义倾向时，我们会有非常明显的参与感和归属感。在社会中，一个部落高喊"2+2=5"，另一个部落高喊"2+2=3"，两个部落的成员各自喊着自己的口号，整个社会可能陷入混乱。

我年纪很大了。在我的记忆中，上一次我们国家呈现出如此强烈的部落主义倾向，还是我小时候，罗斯福当总统的时候。人们分成两派：一派强烈反对罗斯福，一派强烈支持罗斯福。罗斯福的竞选对手是阿夫尔·兰登(Alf Landon)还是温得尔·威尔基(Wendell Willkie)，人们根本不关心。人们要么完全支持罗斯福，把罗斯福的相片挂在墙上，给自己的孩子起名叫罗斯福；要么就完全反对罗斯福，盼着他早点下台。1930年代，美国呈现出了非常强烈的部落主义倾向，但罗斯福的部落占了上风。在我看来，罗斯福的部落做了一些好事。我小时候，在我们家的餐桌上，只有说完罗斯福的坏话，才能上甜点。如果你是个小孩子，说了罗斯福的坏话，才能吃到甜点，你也肯定会说的。我们也经历过部落主义退却的时期，例如，艾森豪威尔(Eisenhower)与史蒂文森(Stevenson)竞选总统时，火药味就没那么浓。人们总是有自己支持的政党，总是表现出一定程度的部落主义倾向，这是正常的。我想说的是，人们的部落主义倾向过于严重，不利于社会发展。(掌声)查理，你属于哪个部落？

芒格：在加州，通过选区划分操纵选票的情况非常严重。能留在立法机构的，不是极端的左派，就是极端的右派。本来中间派就没剩几个，但左派和右派都容不得中间派。于是，在每十年的选举中，左右两派调整选区划分，把为数不多的几个中间派彻底赶出去。在加州的立法机构中，分化和对立就是这么严重。

16, 为你敬重的人工作

股东：巴菲特先生、芒格先生，你们好。Sahej 来自新泽西，目前在罗格斯大学(RutgersUniversity)读大一。你们两位很早就立志成为投资者，你们也确实在投资上取得了非凡的成就。我们很多年轻人还没找到自己的人生方向，不知道自己要做什么，请你们给一些这方面的建议。谢谢。

巴菲特：我运气非常好。我是怎么走上投资之路的呢？我父亲的工作与投资相关。我父亲对投资没什么兴趣，但是他的书房里有一些关于投资的书。我非常崇拜我父亲，我经常去父亲的书房里读书。读了那些书之后，我就对投资产生了兴趣。幸好我父亲不是职业拳击手。我要是去打职业拳击，得被人打得满地找牙。

我走上投资之路有一定的偶然性。你要是对一件事有心动的感觉，你就知道了，这就是你要做的事。一个人要做什么事，得跟随自己的内心，不能学别人。我对学生们讲过："找到你们热爱的事。"一旦选定了做什么工作，很可能要做一生。既然如此，怎么能和自己不喜欢的人在一起，做自己不喜欢做的事？有时候，迫不得已，我们不得不做自己不喜欢的事。有选择的话，还是要追随你最敬重的人，做你最喜欢的事。

有一次，我在斯坦福大学做了一场演讲，讲的就是这个内容。听完我的演讲，过了一两天，有一个学生来到了汤姆·墨菲的办公室，希望能为汤姆·墨菲做事。这个学生做得很对。当年，我毕业之后，也是这么做的。我特别想为本·格雷厄姆工作。只要能为他工作，我根本不在乎薪水是多少。在那时，我心里就非常清楚，投资是我想要做的工作。我软磨硬泡，求了格雷厄姆三年，他才点头答应，允许我为他工作。在为格雷厄姆工作了一段时间之后，我发现我更愿意为另一个人工作，这个人就是我自己。从那以后，我一直在为自己工作。在我一生中，我为四个老板打过工。大学期间我为《Lincoln Journal》工作过，我一时想不起来我当时的老板叫什么了，他是一位非常好的老板。我还在奥马哈的 J.C.Penney 百货公司打过工，老板叫 Cooper Smith。我遇到的几个老板都是非常好的人，但我还是更愿意为自己工作。年轻时，查理和我还在我爷爷开的商店打过工，我们是真心不喜欢那份苦差事。我想不起来了，我为什么要打这份工。查理，你为什么要去我爷爷的商店里打工呢？

芒格：我只是为了获得工作经验。我不需要钱。我父亲给我的零用钱很多，而且我自己也能赚钱，我有自己

的小生意。我去你爷爷的商店工作，只是为了体验生活。

巴菲特：一天工作 12 个小时？只是为了体验生活？

芒格：是啊，只是为了体验生活。

巴菲特：现在回想起来，你不觉得自己是在浪费时间吗？

芒格：我之前没在商店工作过，我只是想体验一下，我本来也没打算干很长时间。

巴菲特：好吧，反正我去那工作可不是为了体验生活。（笑声）

芒格：我给这位年轻的女士一条建议：遍历所有自己不擅长的事，把它们全部排除。沃伦和我就是这样，最后发现我们最适合做投资。别的事情，我们试过了，我们都做不来。

巴菲特：没错。我们给很多人打过工，最后发现最好的老板是自己。最后，我们只想追随自己了。

芒格：沃伦经常讲，“为你敬重的人打工”。我们敬重的人是谁？是我们在刮胡子时，从镜子里看到的人。

巴菲特：查理给的这条建议非常中肯、非常实用。自己有得选的话，还是有选择更好。1940 年代，查理去参军了。当兵期间，他无法选择自己的上司。选不了，那就没办法了。

芒格：其实，仔细想想，有两种事，是我们始终做不成的。第一种，我们不感兴趣的事，我们怎么都做不成。第二种，我们缺乏能力的事，但这事又很难，我们也是怎么都做不成。

巴菲特：没错。60 年来，我们一直在做自己喜欢的事。一路走来，我们一直非常享受整个过程。

芒格：其中的道理，耐人寻味。有的人很聪明，他们自以为，凭着自己的聪明劲，就算是他们不感兴趣的事，他们也一样能做好。其实，是不可能做好的。

巴菲特：是这样，我可以从我的亲身经历中举出很多例子，我们不展开讲了。有请 Becky 提问。

17，芒格希望美国大量储藏石油

Becky：这个问题来自俄克拉荷马州塔尔萨的 FosterTaylor。他说他最近重听了 2008 年的股东大会。在 2008 年的股东大会上，你们讲到了全球石油产量。2008 年，你们表示，25 年之后，如果全球石油产量低于每天 8500 万桶，可能会造成严重的后果。如今，14 年过去了，我们来到了 2022 年，现在的全球石油产量大约是每天 7900 万桶。与此同时，美国正在消耗战略石油储备。美国这么做是否明智？美国是否应该未雨绸缪？如果我们不及时采取行动，十年之后，可能出现怎样的后果？

巴菲特：查理是石油专家。至少和我相比，他是专家。

芒格：塞缪尔·约翰逊(SamuelJohnson)说过："先有虱子，还是先有跳蚤，真不太好分。"在石油方面，我俩是半斤八两。(笑声)

关于石油，我的观点和别人不一样。我支持储备大量石油。如果我说了算，我会把美国地下蕴藏的油气资源保护起来，不管花多少钱，就从阿拉伯人那买石油用。我认为，在今后 200 年，石油会成为非常珍贵的资源。我的想法和别人不一样，我根本不在意。我知道，别人是错的。(掌声)

巴菲特：我们的观点也是随着现实情况改变的。如今，联邦政府在动用石油储备，每天向经济中投放大量石油。大家知道，就在不久之前，石油生产商还很发愁，生怕石油积压在手里。它们度日如年，每天要想着怎么把 1100 万桶石油销出去。

关于石油，每个人的观点各不相同。在这个问题上，人们也分成几个部落。无论我的观点是什么，只要我一张嘴，就必然得罪很多人。这么说吧，至少就目前的情况而言，大多数人觉得美国拥有充足的石油储备是好事。我们每天需要消耗大量石油。如果三年后、五年后，我们的石油少了，那时会怎样？谁知道呢？反正我觉得情况可能不会太妙。查理，你讲几句吧。得罪人的话，你来说吧。(笑声)

芒格：其实，仔细想想，我们的石油行业并不像人们说的那么不堪。我们的石油行业为国家发展做出了很大的贡献。我认识一些石油行业的工程师、炼油厂的设计师、输油管道的的设计师，他们是一群非常优秀、非常靠谱的人。正是因为他们的存在，美国的石油供应才能保持稳定。(掌声)我很敬佩标准石油公司(StandardOil)。我没觉得我们的石油行业做了什么恶。恰恰相反，与美国的大多数公司相比，我们石油行业的公司堪称楷模。

18，是否回购伯克希尔就是看价格合适不合适

股东：这里是第 11 区。分会场向你们问好。GlenTongue 来自纽约，是持有伯克希尔 20 年的股东。今年能重返现场，面对面开会，我很高兴。多年以来，你们两位给我们带来了数不尽的快乐。就我个人而言，你们的智慧让我在投资上有所进步，更重要的是，你们教会了我如何做一个更好的人、更幸福的人。我能有机会在这里向两位道谢，我感到非常荣幸。谢谢你们，沃伦、查理。(掌声)

芒格：这个问题我爱听。多问点这样的问题。(笑声)

巴菲特：是啊，爱听。你可以把你刚才的这番话再说一遍。

芒格：再唱一遍也行。(笑声)

股东：我好像应该见好就收了。

巴菲特：别，Glen，继续问你的。

股东：我想请教一个关于回购的问题。从两年前起，伯克希尔开始进行大规模的回购。在每个月的回购中，动用的资金量在 10 亿美元到 30 亿美元之间。我进行了估算。当伯克希尔的股价低于内在价值 20%左右时，你们每个月投入大约 30 亿美元进行回购；当伯克希尔的股价低于内在价值 10%左右时，你们每个月投入大约 20 亿美元进行回购；当与内在价值相比，伯克希尔的股价只便宜不到 10%时，你们每个月投入大约 10 亿美元进行回购。请问我估算的对吗？请问你们在回购时，还会考虑什么别的因素？

巴菲特：你提问之前说的话，我们听了非常高兴。但我还是要告诉你，我们不是像你说的那样回购的。在过去三个月、四个月、五个月里，如果有人愿意把 500 亿美元的伯克希尔股票卖给我们，我们会买下来的。就这么简单。我在前面讲了，四月份，我们没有回购股票。如果按照我们的评估，回购能为留下来的股东提升价值，我们就会进行回购。否则，我们就不进行回购。

与回购相比，我们更愿意买入好生意。当然了，无论是回购，还是买入好生意，手里都必须有充足的资金。我们进行回购，不需要冥思苦想什么复杂的公式。我们进行回购，也不是因为我们没事找事做。

如果查理、你、我，我们三个人开了一家冷饮店。这家冷饮店每个周能赚 1 美元，我们三个人各自持有一定的股份。你说，你想退出。你提了一个价格。我们这家小小的冷饮店公司中有钱，我们觉得价格可以，我们就会同意把你的股份买下来。我们觉得价格不行，我们就不同意。伯克希尔的回购也是一样的。另外，在回购的时候，我们还必须考虑到，我们的回购不会给伯克希尔带来风险，不会给我们造成任何财务负担。只有在保证绝对安全的前提下，我们才会进行回购。总的来说，我们的回购没给我们带来多大的负担。

前段时间，查理在讲话时，提到了亨利·辛格尔顿(Henry Singleton)。辛格尔顿回购了自己公司 89%的股票。在股票价格很高的时候，辛格尔顿大量发行股票。在股票价格很低的时候，辛格尔顿再把股票买回来。辛格尔顿之所以能回购到大量股票，很关键的一点在于，他拥有猪对手。只有对手认为他是傻瓜，他才能买到那么多股票。还有一些别的公司，它们也能回购到大量股票。伯克希尔没这个机会，因为我们的股东很理智。如果我们的股东是一群玩短期期权的人，我们很快就能把整个公司的股票都买下来。

回购这个概念，很容易理解。我买的第一只股票是城市服务公司的优先股。我买的第二只股票是德克萨斯太平洋土地信托公司(Texas Pacific Land Trust)。这只股票是德克萨斯太平洋铁路公司(Texas and Pacific Railroad)破产的产物。德克萨斯太平洋土地信托拥有 300 多万英亩的土地。这片土地并不富饶，但是它地上的森林、地下的矿藏，所有东西都属于信托公司。信托公司明确规定，它会逐步将土地卖出，并每年将卖出土地的收益用于回购股票。当时，我才十三四岁，我就想了，"如果我活到一百岁，这家公司整个都是我的了。"显然，我的算计不太对。我还没活到一百岁，那家公司也没有完全变成我的。那家公司真是非常值得投资的一家公司。那么一大片土地，300 多万英亩，每年的放牧费能收 6000 美元。后来，在这片土地上，发现了一个又一个油田。这家公司一直在回购股票，每个周都在回购。我算了十多遍，什么时候整个公司能全部归我。显然，我那时想得太美了，不是那么回事。即使现在看来，我仍然觉得这家公司值得投资。公司拥有 300 多万英亩的土地，它可以把这片土地全部卖出去，保留采矿权，不断回购股票。只要你买入的价格足够便宜，有耐心等待，一定能获得良好的回报。后来，事实证明，长期投资这家公司的人确实赚了大钱。只是当初没人预料到在这片土地下会发现储量丰富的油田，也没人预料到厄尔巴索市发展得那么快，甚至连这片曾经的荒地都值钱了，这都是后话了。

回购的道理很简单，不是吗？有些搞学术的，写个关于回购的博士论文，能写几百页，其中还有很多像天书一样的希腊字母。其实，**回购就是把你的合伙人的股票买下来，就看你买的价格是否合适**。如果你手里资金充足，回购的价格合适，没其它更好的机会，为什么不回购？在这种情况下，回购是很好的选择。从相对的角度来看，比较起来，有其它更好的机会，那就不回购。从绝对的角度来看，如果回购本身不合适，你也不回购。

查理，你有什么补充的？1943 年，我十三四岁的时候，你在做什么？已经当兵了吗？

芒格：嗯，沃伦，我们白手起家，一路走到今天，我们应该感谢上天眷顾。在这一路上，我们志同道合的人相伴，我们的运气多好啊。(掌声)

巴菲特：是啊。明天，市场开盘后，伯克希尔的股票会进行交易，我可以肯定的告诉大家，我们不会进行回购。说不定哪天，真有机会回购少量股票的时候，我们会回购。伯克希尔的股东太聪明了，我们想回购也买不到多少。我们无意把哪位股东赶出去，我们想着的是那些和我们始终在一起的股东，我们要为他们提升价值。回购没那么复杂，是否回购，主要看合适与否。我们没什么特殊的公式，只是遵守我前面讲过的原则。我们的继任者，我们的继任者的继任者，他们在进行回购时，应该会遵循同样的原则，因为我们的股东是一个理智而忠诚的

群体。我回答完了。Glen，谢谢你提的这个问题。好的，Becky。

19, "独立董事"不独立

Becky：这个问题是刚刚收到的。提问者 DaveShane 来自纽约布鲁克林，他的问题是这样的："您在前面提到，您在收购时，可以迅速拍板。那么，将来 GregAbel 掌舵时，他也能像您一样迅速拍板吗？也能在不经董事会商讨的情况下，决定做几十亿美元的收购吗？"

巴菲特：我估计，在与 Greg 合作时，伯克希尔董事会的做法有可能像其它公司的董事会一样。在与我合作时，伯克希尔的董事会完全让我做主。在与 Greg 合作时，伯克希尔的董事会可能多走一些程序、多做一些限制、多进行一些商讨。其实，我们的董事会可以像信任我一样信任 Greg。然而，在与 Greg 合作的初期，他们需要一段时间来了解 Greg。我们的董事希望遵守特拉华州《普通公司法》的章程，免得出什么差错，他们要承担责任。他们的做法可以理解。大家知道，几乎所有的上市公司都买了"董事高管责任保险"，我们伯克希尔没买，我们的董事和高管没有这个保险。一个人加入了一家公司的董事会，成为一名董事，他就承担着信托责任，应该代表股东的利益。博物馆有董事会，大学也有董事会。成为博物馆的董事、成为大学的董事，是一种荣耀。既然你荣耀加身，你就得为博物馆、为大学做贡献，捐钱。在我看来，做伯克希尔的董事，比做大学、医院的董事更有意思。当然，我没进过博物馆的董事会，我不知道他们在博物馆的董事会上讨论什么。

一位董事一年可以领取 30 万美元的薪酬。这笔钱，对有的人来说很重要，对有的人来说不算什么。如果所有上市公司规定，董事不领取薪酬，那么董事将成为一个荣誉职位，仍然会有很多人愿意担任董事。现在的董事，他们从上市公司领取薪酬，拿钱拿得太容易了。所谓的"独立董事"根本不独立。

芒格：一个特别需要 30 万美元的人，作为董事，他怎么可能独立？他完全依附于上市公司，根本不独立。

巴菲特：是啊，他需要这笔薪酬。

我给大家读一段话，这段话是一位上市公司的董事在一封信中写的。为了保护写信人的隐私，我对文字做了少量改动，但我读的基本上就是原话。我不想透露这个人是男是女，为了方便，下面我讲话时，我会用男性的"他"。这封信是我很多年以前收到的。写信的人说："给您写这封信，我感到惭愧万分。但凡有别的出路，我也不会向您开口。我需要一笔钱，但实在是筹措无门。"当时，写信的这个人需要两 300 万美元，我并不认识写信的这个人。走在大街上碰面，我也不会认识他。他写信给我，说他急需 300 百万美元。他在信中接着说了这样一句话："

我在上市公司担任董事，董事薪酬是我唯一的收入来源。"我查了一下他的相关信息。我发现，他同时在五家大公司担任董事。他以前还在很多别的公司担任过董事。他说他急需用钱，他说自己的所有收入全部来源于董事薪酬。大家知道吗？在每一家他担任董事的上市公司，他都被划分为"独立董事"。我觉得，这有点太离谱了。

时间快到了，正式的股东大会即将开始。我把这个问题讲完。

2006 年，我们持有可口可乐公司 9% 的股票。可口可乐公司没给我什么好处，可能就是给我免费喝了几罐可乐。伯克希尔持有可口可乐公司 9% 的股份，我们当然非常关心可口可乐公司的发展。在我担任可口可乐公司的董事期间，加州公务员养老金(CalPERS)等机构提议投我的反对票。我记得，有两家机构投了我的反对票，它们认为我是利益相关者，我不够独立，因为伯克希尔旗下的 DQ 冰淇淋和可口可乐存在关联交易。其实，就是 DQ 冰淇淋的加盟商销售了一些可口可乐的产品。难道我的脑袋有问题，我不会算账吗？**伯克希尔持有上百亿美元的可口可乐，我怎么可能损害可口可乐的利益？**我真是服了。那一年，我忘了是 2004 年，还是 2006 年了，选举我担任董事的支持率从 96% 下降到了 84%。我不知道那些人是怎么想的，他们觉得我不适合履行董事的职责。

对于很多董事来说，从上市公司领取的薪酬，在他们的收入中占很大的比重。这倒不是说，这些董事不是好人，也不是说，他们没有履行自己的职责。**一个人迫切需要董事薪酬，他竟然还算得上"独立董事"**。与此形成鲜明对比的是，另一个人持有大量上市公司的股份，例如，伯克希尔曾经的董事 Walter Scott，他倒不算"独立董事"了。我很难理解。上市公司的规则如此，我们理解也好、不理解也好，我们仍然会遵守规则。

芒格：沃伦，现在的规则又改了，只有"独立董事"还不行，还必须有一匹马、一只兔子、一头牛什么的。(笑)

巴菲特：我有些体会到伽利略的感受了。

芒格：**董事只独立还不行，还得是多元化的独立。**

巴菲特：是啊。一位董事迫切需要领取董事薪酬，他只有这一项收入来源，他同时担任五家上市公司董事，在每家上市公司都被划分为"独立董事"。他希望上市公司 CEO 能多给他引荐，再成为第六家公司的董事。另一家上市公司的 CEO 打听："这个人怎么样？"这家上市公司的 CEO 说："行，没问题。"意思就是说，"他不惹事。"

芒格：总之，现在上市公司所谓的"独立董事"，和我们心中的"独立"不是一回事。

巴菲特：真不是一回事。问答环节到此结束。15 分钟后，我们开始股东大会正式流程。我们将在 3:45 正式开始。欢迎各位股东继续参加正式流程环节。(掌声)

20, 正式商务会议

巴菲特：我们现在来到了你们都在等待的时刻。我们将举行年度会议。查理不和我一起做这个，因为过去有一两次，他被拍到在睡觉。所以(笑声)。我们已经解决了这个问题。我们现在要开一个年度会议，我按照剧本进行。那么，会议现在开始。我是 Warren Buffett，公司的董事会主席。我欢迎你们参加这次 2022 年的年度股东会议。Marc Hamburg 是伯克希尔公司的秘书，他将对会议进行书面记录。Rebecca Amick 已被任命为本次会议的选举检查员，她将证明本次会议上董事选举和议案的投票数。本次会议的指定代理持有人是 Greg Abel 和 Marc Hamburg。秘书是否有一份关于有权在会议上投票和代表的伯克希尔流通股数量的报告？

Marc Hamburg：是的。正如在 2022 年 3 月 2 日，本次会议的记录日期，发给所有在册股东的代理声明中所指出的，有 614,692 股 A 类伯克希尔普通股流通，每股有权对本次会议审议的动议投一票，还有 1,287,633,719 股 B 类伯克希尔普通股流通，每股有权对本次会议审议的动议投万分之一票。其中，423,719 股 A 类股和 759,159,354 股 B 类股由截至 4 月 28 日周四晚上返回的代表权代表出席本次会议。

巴菲特：好的，我要先打断宣布一个简短的广告，我们在隔壁已经卖出了 15 艘船。如果有人离开购物，请自便。谢谢你。这个数字代表了法定人数，因此我们将直接进行会议。第一件事是宣读上次股东大会的会议记录。

我请 Sue Decker 小姐发言，她将在会议上提出一项动议。

Sue Decker：我提议免除宣读上次股东会议的记录，并批准该记录。(女声：我支持这项动议)。

巴菲特：我听到了吗？动议通过。下一个事项是选举董事。如果出席会议的股东没有提交委托书或希望撤回之前提交的委托书，您可以亲自就本次会议上的董事选举和其他事项进行投票。请向过道上的一位会议官员表明你的身份，以便你能得到一张选票。我请 Sue Decker 小姐在会议上提出一项关于选举董事的动议。

Sue Decker：我提议选举 Warren Buffett, Charles Munger, Gregory Abel, Howard Buffett, Susan Buffett, Stephen Burke, Kenneth Chenault, Christopher Davis, Susan Decker, David Gottesman, Charlotte Guyman, Ajit Jain, Ronald Olson, Wallace Weitz, Meryl Witmer 为董事。(我支持这项动议)。

巴菲特：已经提出并附议了。Sue Decker 小姐的动议中提到的 15 人当选为董事。提名已经准备就绪，可以开始行动了。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在动议上标明他们的选票。

Amick 小姐，当你准备好了，你可以报告了。

Rebecca Amick：报告已经准备好了。截至上周四晚间收到的委托书持有人的投票，对每个被提名人的投票不少于 449,190 票。这个数字超过了所有 A 类和 B 类流通股总票数的大多数。特拉华州法律要求的精确计票证明将交给秘书，与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amick 小姐。15 位被提名人已经当选为董事。

接下来的四项事务与四项股东提案有关，这些提案分别载于委托书中，可在 BerkshireHathaway.com 上查阅。第一项提案要求公司采取一项政策并修改公司章程，要求董事会主席必须是董事会的独立成员。董事们建议股东们对该提案投反对票。我现在请国家法律和政策中心的代表 Peter Flaherty 介绍该提案。

Peter Flaherty：下午好。我是 National Legal and Policy Center 的主席 Peter Flaherty。我来自华盛顿特区，但请不要因此而反对我。我们的提案将把董事长和 CEO 的角色分开。对不起，查理。但我想更进一步，建议伯克希尔公司将自己从美国企业对美国机构和文化的攻击中脱离出来。我很自豪地说，我是一个资本家。但对我来说，很明显，资本主义未能为美国人民带来好处。多年来，实际工资一直在下降。财富差距从未如此之大，就在我在奥马哈的酒店窗外，是一个无家可归者的营地，这是美国城市中一个非常熟悉的景象。

我们并没有自由经济，但我们有救助的资本主义。当小企业亏损时，他们就会倒闭。但当亿万富翁赌错时，政府就会介入。美联储的印钞机和政客们不负责任的、由债务推动的支出，即他们所谓的财政刺激，人为地抬高了资产价值。因此，拥有最多资产的人受益最大。工资收入者得到了破坏性的通货膨胀。但比财富差距更糟糕的是价值观的差距。收入最高的 1% 现在寻求将他们腐败的道德强加给我们其他人，无论是批判性种族理论、变性主义和渗透到企业广告和信息传递中的无数其他觉醒原因的形式。为什么美国企业同时接受了经济和文化激进主义？这很简单。当你有这么多钱时，你的财富就会受到审查。隔离自己并让反商业人士远离你的最好方法是拥抱他们的事业，即使在这个过程中你破坏了产生你财富的系统。这就是让巴菲特先生主张提高税收的原因，尽管这些税收将落在中产阶级身上。美联储向美国企业提供免费资金已经超过十年，创造了一个寡头阶层，大大增强了企业的政治力量。高管们现在认为，他们可以对当选的州长和立法者指手画脚，正如我们在印第安纳州、乔治亚州、德克萨斯州和佛罗里达州看到的那样。

去年身为英国公民的可口可乐公司 CEO-James Quincey 试图通过发表不准确和煽动性的言论来扼杀佐治亚州的新选民诚信法。他还制定了多样性培训，鼓励白人员工努力减少白人。尽管巴菲特是可乐公司最知名的股

东，但对 Quincey 一无所知。事实上，巴菲特跳上了美国是种族主义者的行列，他签署了一份企业领导人的声明，建议共和党人寻求基于种族来限制投票权。所有这些都没有阻止可乐公司赞助中国的冬奥会，而中国从来没有过自由选举，少数民族社区是种族灭绝政策的受害者。那么苹果公司呢？苹果公司的很大一部分供应链都在中国。在中国政府的要求下，该公司将应用程序从应用程序商店中删除，因为它们被人权活动家使用。当然，苹果公司也是世界上最成功的企业减税者，以通过离岸避税地输送利润而闻名。在美国运通公司，该公司为员工制定了一项反种族主义倡议，教导我们资本主义从根本上是种族主义的，并要求工人参与一项练习，以确定他们是压迫者还是被压迫者。醒目的 CEO 们的激进主义可能达到了极限。佛罗里达州的人民正在反击迪斯尼的 Robert Chapek，他不仅拥护性别是一种压迫形式的观点，而且认为幼儿园必须被迫面对它。巴菲特赞扬了迪士尼人物的品牌耐力，以及父母对其内容安全和适合儿童的信任。但现在，该公司正在为小飞象、PeterPan 和阿拉丁添加警告，说明他们据称所描绘的陈规定型观念。可怜的白马王子因为亲吻白雪公主而被删掉了，引用“未经同意”。

巴菲特尚未解决笼罩美国企业的危机，而且我担心他永远不会。是的，伯克希尔公司可能是一家控股公司，而巴菲特先生可能不受管理人员的影响。但是，当这些高管利用他们的公司发动一场大多数美国人都不希望的社会革命时，会发生什么？他不负责任吗？他不可能两全其美。在这个国家，财富一直被推崇，甚至被庆祝，因为我们的制度允许任何人成为富人。但是，当美国人突然发现他们的历史和未来受到美国企业的攻击时会发生什么？允许这种富足的社会契约将被打破。巴菲特先生，如果你是资本主义的代言人，你为什么不做点什么来拯救它呢？谢谢你。

巴菲特：好的。谢谢你，Flaherty 先生。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在议案上标明自己的选票。Amick 小姐，当你准备好了，你可以报告了。

Rebecca Amick：报告已经准备好了。根据截至上周四晚间收到的委托书，委托人的投票结果为 72,298 票支持该议案，421,181 票反对该议案。由于反对票数超过了所有 A 类和 B 类股票对该事项适当投票的多数票数，该动议失败。特拉华州律所要求的关于向秘书提供的精确票数的证明，将与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amick 小姐。该提案未能通过。（鼓掌）

第二项提案要求公司公布年度评估报告，说明公司如何管理与气候有关的实际和过渡性风险和机会。董事们建议股东们对该提案投反对票。现在我将请 Federated Hermes 的代表 Tim Youmans 介绍该提案。

Tim Youmans: 感谢主席、董事会和其他股东。我是 Tim Youmans, Federated Hermes 的北美 EOS 负责人, 今天在这里谈论第三项投票, 这是一项由 Brunel Pension 有限和后(由 EOS 代表)、Caisse de Depot et Placement du Quebec、California Public Employees Retirement System 和 State of New Jersey 共同养老基金共同发起的提案, 代表他们数百万的最终受益人。EOS、Calpers 和 CDBQ 去年共同提出了一个类似的建议, 要求公司开始与气候相关的风险报告, 但公司并没有开始。然而, 今年的母公司气候报告提案的背景在三个方面有所不同。

首先, 我们增加了新泽西州共同养老基金; 其次, 我们站在这次股东年会面前, 据我们估计, 在去年的年会上, 我们得到了大多数非内部人士投票的支持。我们提供了公司的统计表, 显示大多数非内部人士投票支持去年的提案, Glass Lewis 也证实了这个结果。该公司不同意, 但没有分享其理由。第三, 母公司今年开始与共同提案人接触。而且, 该公司最近公布了副主席 Abel 对主席信的补充, 讨论了该公司能源和铁路子公司的气候变化事宜。另外, 母公司的审计委员会已经修改了其章程, 现在包括气候风险监督。我们欢迎公司新的参与方式、Abel 副主席的补充和修订后的审计委员会章程。然而, 这些变化并没有以任何有意义的方式解决去年非内部人士、大多数人支持的股东提案所要求的, 以及今年的投票项目三所要求的, 即母公司应(A)按照气候相关财务披露特别工作组的建议, 开始对子公司(如有)和整个母公司进行年度气候相关财务报告; (B)解释董事会如何监督合并企业的气候相关风险; (C)探索母公司及其子公司建立科学的温室气体减排目标的可行性。

以下是为什么所有股东, 包括支持去年股东提案的非内部股东, 应该再次告诉董事会改变方向, 支持母公司气候风险报告。Abel 副主席的补充报告谈到了减排问题。我们要求母公司报告与气候有关的金融风险, 而不仅仅是碳减排量, 因为这些风险可能是实质性的。阿贝尔的信中还谈到了铁路和能源的减排情况, 这是伯克希尔公司四大巨头中的两个, 因为在主席的年度信中提到了这两个巨头。

保险业的气候风险如何? 该公司有 60 个子公司和超过几个大的投资控股项目。公司应该在综合的、母公司的情况下, 披露铁路和能源以外的与气候有关的重大金融风险。

我们要求公司将其超过 1000 亿美元的现金等价物中的一小部分分配给母公司层面的气候风险报告。气候金融风险在母公司可能是重大的, 甚至是实质性的。在 2021 年年度报告的 K-26 页, 该公司指出, 与气候有关的风险可能产生损失, 并严重影响财务结果。然而, 公司的审计却对气候风险保持沉默。我们已经要求审计师德勤解释

这一不一致的情况。我们要求审计委员会解释为什么德勤没有披露其在审查财务报表时如何考虑与气候有关的风险，而公司本身披露这是一个重大风险。代表 68 万亿美元资产的投资者组成了气候行动 100-plus 合作参与气候变化。伯克希尔是美国唯一的大型上市公司，现在连续两年在 CA-100-plus 气候进展净值评估中获得零分；是无可争议的最差表现者。这与伯克希尔通常强劲、长期的财务业绩记录形成鲜明对比。作为对去年非内部人士、大股东投票的回应，该公司已经开始了气候行动。还需要很多。Abel 副主席是指定的 CEO 的继任者。他在 2020 年和去年的年度会议上的发言，以及他最近的信，都表明他对气候风险有一个坚实的把握。我们要求 Abel 副主席开始在母公司层面进行气候风险报告。这将使公司在遵守美国证券交易委员会新提出的气候披露规则方面取得先机，该规则要求的披露内容比我们在第三项中要求的要多。我们要求所有的股东，包括非内部人士和内部人士，包括主席，在 2023 年年会前开始对项目三投票，支持母公司的气候风险披露。谢谢你。

巴菲特：谢谢你。谁是公共养老金计划的实际支持者，我确实认为值得讨论一下。总的来说，我们听到来自不同地区各种不同的声音，他们正在保护养老金的持有者和退休人员等等。因此，他们通常会提出一些建议，就是否真正符合经济利益而言，我们可能同意也可能不同意。但他们确实这样做了，而且他们诚实地认为，顺便说一下，他们是代表养老金持有人的。

人们现在每个月都会收到这些支票。他们现在就得到了。他们以后可能仍会得到它们。这是一个非常可以理解的立场。但当然，在本质上，这不是他们所代表的人。承诺领取养老金的人，无论是在加州还是在联邦的任何其他州，他们都会得到他们的支票。这很明显。美国，美国人民，加州人民，根本不会容忍人们拿不到支票的事实。因此，无论如何，他们都会得到他们的支票。在可能的范围内，各州将试图在未来从本州的纳税人那里获得足够的资金，以便他们能够支付这些支票。我的意思是，这就是为什么各州都采用了养老金计划和诸如此类的东西。而许多州都发现他们的税收增加了。实际上，没有一个州政府，甚至公众舆论，都允许人们不能得到他们的养老金支票。州政府确实有权利对本州人民的收入和财产以及各种事物征税，他们会行使权力，或者向联邦政府寻求拨款。他们会做任何事情，但有一件事他们不会去做，那就是拖欠养老金。

因此，如果你是公共养老金，你基本上是代表该州未来的纳税人。现在，有一个关于未来纳税人的问题。他们可以离开这个国家。在某些州，特别是当人们开始离开这个州时，情况变得很尴尬，因为这些人的收入，来自所得税和销售税等等。因此，人们有相当大的行动自由。他们对美国的税收没有同样的感觉。没有多少人要从一

个地方搬到另一个地方。在美国，他们移动是渐进的。有时也不是那么渐进的。当然，随着税基的下降，过去的养老金也会存在。因此，他们变得有点像一个老化的钢铁公司或类似的东西，不管它可能是什么，养老金计划可能会无力偿还而破产，但他们会继续支付给人们，就像我们公司的多雇主养老金计划采取的某些政策等等。美国不会僵化地对待一群人，尤其是那些投票的人。道德上的感觉是要做的。受托人应该担心的人，当然是未来的纳税人。如果他们真的把事情搞砸了，这些纳税人就会越来越有可能离开。而且它有很多影响。有趣的是，如果我们要在某个地方建一个工厂，而且要在那里呆上 50 年，伯克希尔心中可能会有一个计算，那就是周围是否会有任何人要交税，而我们不能转移我们的工厂。因此，所有这些无形的决定一直在进行。

我不认为代表未来的纳税人有什么错。我不认为坐在养老金委员会上有什么问题。但我确实认为他们应该真正弄清楚他们真正代表的是谁。而他们代表的是未来的纳税人。在某些情况下，他们正在为未来的纳税人制造一些巨大的问题，因为他们就像政客一样。我的意思是，他们已经得到了他们要履行的承诺，但他们必须从未来的收入中做到这一点。而且他们不能印钱，人们可以离开他们的国家。所以，这是一组有趣的问题。

我忍不住要提到 1991 年，你已经看到了所罗门的录像，当时所罗门基本上可能会或可能不会走下坡路，可能破产，在我看来，这将像野火一样蔓延。谁知道会发生什么，就像在 2008-2009 年，你知道，雷曼倒下和一些事情？我的意思是，谁知道这样的事情之后会发生什么？所以，所罗门相对来说比雷曼在 2008-2009 年时更大。而在 8 月的一个周日，财政部、SEC、美联储都在一个周日决定，他们在周日早上做的事情真的是一个错误，他们最好在周日改变它，否则整个经济体系可能会陷入困境。在我们这里出售的这本《Trillion Dollar Triage》中，在最初的几页，它描述了那个时期。我不知道书中的一些东西，甚至，那是怎么回事。但基本上，美联储 Alan Greenspan 被请来，Gerry Corrigan 在那里，Nick Brady 是财政部长，他们以不同程度的信念决定，他们确实会在下午 2:30 之前决定，因为他们必须决定，他们在 10:00 所要做的事情，这是一种前所未有的，他们要推翻自己。现在，你能想象试图让美联储和财政部这样的机构改变自己吗？

但他们确实意识到，他们可能做了一些会导致巨大破产的事情，这可能会在华尔街变成一股旋风。因此，他们扭转了自己，在这本书中讲述了这个故事。我知道一些事情的情况。还有一些部分我不知道发生了什么。总之，所有这些机构都非常不情愿地扭转了自己。大机构不喜欢扭转自己，尤其是四个小时后，一些来自奥巴马的人告诉他们如果他们这样做，我们将在东京宣布破产，因为我们将有数十亿美元的运行，我们无法支付。而那些

在知道这个地方要破产的情况下批准优惠付款的董事们要承担各种各样的法律责任。而整个事情正在崩溃。他们的巨大的功劳，你基本上有美联储和财政部，他们说我们不能让这种情况发生。这可能会产生一个全国性的大灾难。有几个周，我们有大约 1300 或 1400 亿美元的资金。在那些日子里，1300 或 1400 亿美元是一个很大的数字。我们是美国三个或四个最大的借款人之一，我们每天都在借款。我们用政府债券借款。我们在那里有投资。但我们只有 40 亿美元的股权，而我们有 1300 亿美元。有一个了不起的人 John McFarland。他是财务主管。他睡在市中心的办公室里，或者就在他们的办公室附近，在所罗门公司睡了好几天，好几天，因为每天有 10 亿美元在流走。所罗门公司发生了挤兑事件，这是财政部、美联储和美国证券交易委员会不希望发生的；几天后，不管是什么原因，他们推翻了自己和所有的东西。加州养老金是我们的一个大贷款人。他们决定不再与所罗门公司做生意了。他们打算加速撤退。他们有一天宣布，他们同意正在发生的一切，但他们不希望与我们有任何关系，尽管我们给他们政府债券作为担保。这使美联储、美国财政部、美国 SEC 的问题更加突出。没有人知道它是如何产生的。但他们尽力了，其他人也尽力了，John McFarland 留在市区，每天不断地试图筹集 10 亿美元，以支付所有正在发生撤离的人。而美联储不希望这种运行失控，但他们不能给我们钱。财政部不希望运行失去控制，但他们不能给我们钱，等等。你知道，这是一个可怕的问题。而加州退休人员，就像我说的，他们说，我们不想和这些人有任何关系，所以我们不会在政府证券上贷款，尽管贷款是好的。然后，过了一会儿，他们给我传话说，如果我到加州来，和受托人谈话，那么他们会重新考虑。所以，这就是他们想要的，作为他们交易的一部分，继续参与这个交易，并采取不同的立场。除了因为是所罗门公司，我绝对不会为任何事情做这件事。所以，基本上，我上了飞机飞到加州，与加州养老基金的人见面。我并没有向他们收取任何费用。如果我向他们收取很多钱，他们会注意的。而且他们仍然很关注。我出去的时候，他们对我非常好。我和他们交谈。他们很高兴，他们鼓掌，他们注意我说的话，因为我没有向他们收取大笔费用或任何类似的东西。然后我回到了纽约，然后他们开始和我们做生意，并宣布他们已经决定所罗门适合做生意了。所以，在他们来的时候，我有一点偏见(笑)。而且他们提出了一个建议。他们说，在他们的建议中，在我们的委托书中，我们向美国 SEC 提交了这个。如果不是真的，我们就不会说。

而基本上，他们犯了一个错误，他们和其他一些人。他们犯了一个错误，说一些关于股东投票的事情。它说在 2021 年的年会上，这是他们支持提案的一部分，在那里，相当多数的非内部股东支持这个决议的类似版本。那

么，我们在回应中说，支持者声称在 2021 年的年会上，相当多数的非内部股东支持类似的决议是不正确的。事实上，上述股东中的绝大多数都不支持该提案。这要么是真的，要么是假的。而且你知道，我收到了在 Broadmoor 处理我们材料的公司提交的最后一份报告。它是什么？Broadridge 公司。它报告了股东的数量，是投票前的最后一天或类似的情况。它有支持我们和反对我们的股东人数。四比一对我们有利，类似这样的情况。而这对他们来说没有任何区别。(掌声)让我着迷的是，我愿意和某人打赌，如果我们能找到一个公正的法官，如果你去找任何你想挑选的团体，请美国五大公用事业公司的 CEO 十大 CEO 问他们，伯克希尔能源是否一直是可再生能源领域的领导者等等，他们都会说是。但本质上，你有一群人给我们写信说，“我们希望你按照我们的方式做事。你有 300 万其他股东，但别管他们，花些钱在这上面，和我们开个会。这就是我们衡量债务的方法。”诚然，我们已经得到了关于我们所做的一切的各种信息。他们可以到爱荷华州来看看，那里实际上是世界上的可再生能源之都。而我们就是那些已经完成的人。这并不是他们想要的。(掌声)

所以，我支持股东民主和所有这类事情，但答案是，该决议，他们向可能在这些团体中工作的人支付大量的钱。而且他们有自己的方式来做。我收到来自欧洲的机构的信件。他们说，“嗯，你可能有 40 页或追溯到 2006 年的历史，解释你在做什么，但这里是希望你做的方式。”而我们拥有的 Garanimals 是多少能量？而你必须思考，作为一个坐在这里的奥马哈的人，这些是规则。你在这种情况下上了代理声明。大多数公司他们不希望有很多决议，所以他们只是更容易建立一个部门，并且，付钱给一堆人来关注他们，就像沃伦在飞越整个国家时所做的那样。因为这不是钱的问题。我只是担心一个公司的生存，华盛顿的人，主管都担心它的生存。如果我飞到全国各地，给他们足够的尊重，这有点像《教父》或其他东西。我只是低头，然后飞回来。所以，我有一定的保留。股东提案应该有一定的意义。我的意思是，这是我年轻时争论的那种东西。但是，你知道，基本上它已经成为，在我看来，现在有某些项目，你可以把它们放在上面，某些你不能。

而实际上国内的每个高管，现在作为 CEO 都想开个虚拟会议。他最不愿意做的事情是让他的股站起来提问。但我们就一直在做这个事情。我们看到的方式是，最后，我们将有一个报告，这次是投票的。我可以向你保证，我们不是在塞满投票箱。我们什么都没有做。我的意思是，我们没有选民欺诈。它不像以前的芝加哥，在那里你等待墓地投票之类的事情。我们不计算选票，我们不说他们来自哪里，我们不知道他们从哪里来。但我们可以看出，两三个机构拥有大量的股份，他们是一个所有者。他们以某种方式投票，他们感到很纯粹。而他们关心

的是，我们是否检查了他们的箱子和为他们工作的人。一定数量的人被他们雇用，他们的心是纯洁的。但我们的
心并非不纯。有了这些，我不用再做这个了。但就变得更加基于规则的类型而言，这是一个非常有趣的进步，基
本上几乎每家公司都想出了如何与人谈判的办法。而且他们都有很多的 CEO。他们只是想这是他们所忍受的事
情。他们成立了一个投资者关系部门来回答问题，并与人们见面，向他们表示适当的尊重，等等。而且，你知
道，这样做是为了贯彻一些我认为实质上相当愚蠢的事情。

如果我认为伯克希尔能源公司的行为对社会不利，比其他公用事业公司更糟。当然，一个原因是我们不分派
红利。因此，我们向企业注入了数百亿美元的资金。事实上，每家公用事业公司都会派发红利。而这并不是公用
事业管理部门的错。这只是公用事业行业一直以来的一个政策。但他们实际上没有多少现金剩余。而我们有充足
的现金，我们会投入更多的现金。我们愿意建造任何数量的输电线路和各种对国家有帮助的东西。我们做了相当
多的工作，我们还可以做更多。我们比国内任何一家公用事业公司都更有能力做到这一点。我认为，如果你与其
他公用事业公司的高管交谈，我不建议你去把他们放在现场或任何地方，但他们会同意。但他们也知道，如果他
们照顾那些希望得到照顾的人，他们的生活会更容易。1991 年在所罗门，我为他们工作，因为当时有 8000 人在
那里工作。John McFarland 正试图每天筹集 10 亿美元。财政部和美联储，美国 SEC 会希望我们能够活下去。事
实上，这导致我去向教父致敬，我回来了。但我确实认为在这个问题上，有点背景是有趣的。好的，Amick 女
士，你能报告了吗？(掌声)

Rebecca Amick：我的报告已经准备好了。根据截至上周四晚间收到的委托书，代表持有人的投票结果显
示，有 127,214 票支持该议案，370,415 票反对该议案。由于反对票数超过了所有 A 类和 B 类股票对该事项正常
投票的多数票数，该动议已经失败。特拉华州法律要求向秘书提供的关于精确计票的证明，将与本次会议的记录
放在一起。(掌声)

巴菲特：是的，我只想补充一点，一两天前我收到一份报告，他们从这家公司发出的最后一份报告。它是四
比一或五比一。我很高兴与任何人分享它。但就股东人数而言，根据新泽西的这些人告诉我的投票情况，我们反
对。而且，你知道，如果他们明年重新提出提案，我只希望他们不要写这一行。因为我只是建议有人在宣布他们
的提案和所有这类事情之前，阅读一下提案的内容或事实是什么。

第三个提案，要求公司发布一份报告，说明是否以及如何衡量和披露并减少与保险承保组合和投资活动有关

的温室气体排放。董事们将建议股东们投票反对该提案。

我现在请 Whistle Stop Capital 的代表 Jaylen Spann 介绍该提案。

Jaylen Spann：主席，巴菲特先生，以及董事会成员，下午好。我的名字是 Jaylen Spann。首先，我想感谢你们给我这个机会，代表股东代表 As You Sow 提出第四号提案。这项提案要求伯克希尔公司衡量、披露并开始减少由其保险的承保组合和投资活动支持的温室气体排放。用最简单的话来说，该提案要求伯克希尔为其对气候变化的贡献承担责任。

美国商品期货交易委员会已经承认，气候变化会损害国民经济的生产能力。与气候变化有关的一连串国家和全球事件，加利福尼亚和科罗拉多州的火灾，横跨中西部的洪水，飓风的强度越来越大，德克萨斯州的深冻等等，都表明气候变化的风险和代价越来越大。2021 年是世界保险公司有记录以来成本第二高的一年，自然灾害造成的保险损失总额达 1200 亿美元。重要的是，这些损失不能再简单地归类为一个糟糕的年份。正如慕尼黑再保险公司所指出的，自然灾害造成的经济损失有上升的趋势。保险业面临着与气候变化相关的保险损失的逐年增长。伯克希尔公司不仅面临着与气候相关的风险，而且通过对高碳活动的持续投资和承保，积极放大了这些风险。伯克希尔是石油和天然气行业最大的保险供应商之一，超过了 Chubb 和 Liberty Mutual 等同行。它仅在整体上的持股就达 51 亿美元，再次远远超过了美国的同行。金融机构的投资和承销活动是迄今为止其总碳足迹的最大来源，突出表明伯克希尔需要衡量、披露并开始对其促成的排放负责。全球金融业正在迎接挑战，以实现《巴黎协定》关于将全球气温上升保持在 1.5 摄氏度的目标。净零保险联盟已经发展到 22 个成员，其中 7 个成员是全球市值最大的 30 家保险公司之一。所有成员都承诺在 2050 年前实现其保险和再保险的承保组合的净零排放。AIG 和哈特福德最近也承诺，到 2050 年或更早实现其承保和投资组合的净零排放。伯克希尔公司在美国和欧洲的同行中都处于落后地位，这种状况增加了全球和自身投资组合的气候风险。保险业，特别是伯克希尔公司在持续的低碳转型中可以发挥关键作用。我们相信伯克希尔有能力在这个关键问题上成为气候领袖。第一步是量化与承销和投资活动相关的排放，披露这些排放，并开始制定与巴黎目标相一致的减少这些排放的计划。为了确保全球在保护这个星球及其居民方面的成功，每个企业都必须为自己对气候变化的贡献承担责任。我们期待着与伯克希尔合作，解决这一重要问题。谢谢你。(掌声)

巴菲特：谢谢你，Spann 女士。如果有任何股东亲自投票，他们现在应该在动议的选票上做标记。Amick 女

士，当你准备好了，你可以报告了。

Rebecca Amick：报告已经准备好了。根据截至上周四晚间收到的委托书，委托人的投票结果是 127,065 票赞成该议案，370,630 票反对该议案。由于反对票数超过了所有 A 类和 B 类股票对该事项正常投票的多数票数，该动议已经失败。特拉华州律所要求的关于交给秘书的精确票数的证明，将与本次会议的记录放在一起。(鼓掌)

巴菲特：谢谢你，Amick 女士。提案失败。第四项提案要求公司向股东报告其多样性、公平和包容性努力的结果。董事们建议股东们对该提案投反对票。我们现在请 Whistle Stop 资本的代表 Jaylen Spann 介绍该提案。

Jaylen Spann：你好。我的名字是 Jaylen Spann。我代表非营利性倡导组织 As You Sow 和 Whistle Stop Capital 发言。我正式提出第五项提案，要求伯克希尔公司报告他们在多样性、公平性和包容性方面的努力成果，公布按性别、种族和族裔划分的员工队伍构成以及招聘、保留和晋升率的量化数据。

沃伦巴菲特曾经提到，他和两个姐妹一起长大，用巴菲特先生的话说，"她们绝对和我一样聪明，而且性格更好"。他还勇敢地承认，他只是在 2003 年他的妻子提出建议后，才将女性安排到他的董事会中，那是在他创办公司 40 年后。知道所有性别、种族和民族的人都能为伯克希尔作出贡献是一回事。有意地、主动地在公司内部为这些人创造必要的空间、机会和培训，使他们能够在不面临骚扰和歧视的情况下做出贡献，则完全是另一回事。在缺乏数据的情况下，我们必须假设伯克希尔不比美国的任何公司好，也不比他们差。美国公司的统计数据是不可接受的，特别是当我们考虑到《华尔街日报》、麦肯锡、瑞士信贷和其他机构发现的多样性、股权和包容性计划与公司业绩之间的紧密联系。42%的美国人曾在工作中目睹或经历过种族主义。64%的黑人员工说，歧视是他们自己工作场所的一个问题。许多有色人种根本就被禁止进入工作场所。一项回顾 1989 年至 2017 年数据的元研究发现，白人平均比黑人多收到 24%的回电，比拉美人多收到 36%的回电。如果我们看一下伯克希尔的高管团队，我们可以看到，总部应该为其领导团队中存在的性别和种族多样性感到自豪。存在于伯克希尔总部的文化似乎是一种招募、雇用、提升和保留多样化员工的文化。巴菲特先生强调了文化的重要性以及它对公司长期成功的价值。他说，"企业文化比规则手册更能决定一个组织的行为方式"。投资者正在寻找保证，这种文化在著名的权力下放的伯克希尔内也能成功实施。为了让投资者了解他们的工作场所多样性，标准普尔 100 指数中的 87 家公司已经发布或承诺发布他们的 EEO-1 表格，这是一个标准化的、政府规定的按就业水平划分的性别、种族和族裔的核算。相比之下，在伯克希尔拥有的 60 多家公司中，只有一家公司公开发布了这个表格。一家公司。这不是巴菲特先生所

称的领导力。该公司关于不同员工的雇用、保留和晋升率的纳入数据也必须分享，以便投资者全面了解不仅是伯克希尔的员工，而且是其投资组合公司的员工的实际经验。董事会发布的信息不足，无法向投资者保证其对伯克希尔的多样性、公平和包容性的关注。我们鼓励透明度，即使在不完美的情况下，以表明公司的领导人真正致力于变革，并吸引、保留和促进尽可能最好的员工。谢谢大家。(鼓掌)

巴菲特：我当然同意你的看法，我的姐妹们更漂亮，更聪明，有更好的个性。而且在 1930 年，她们有一个父亲、母亲和老师，他们像爱我一样爱她们。如果我生为女性、黑人，在其他不同的国家，我就不会有所享受的生活。但是，如果就我们的子公司的行为方式而言，高层人士所认为的是重要的，当然，有经营我们任何一个子公司的人都知道我的感受。他们也知道，他们应该负责自己的业务。而且，我们认为我们几乎在每家公司都有伟大的经理人。偶尔我们发现我们显然犯了一个错误。但是，如果认为我们应该去取代任何经理人的想法，我不认为那是一种好的经营方式。

我要告诉你，为了不在以后出现这个问题，就我们的股东而言，再次以 4/5 票对 1 票的结果，伯克希尔公司的所有者的选民忘记 A/B 股，基本上大基金担心他们的看法是什么，但也很可能相信大基金。谁知道人们的动机是什么。有人说，动机这个词不应该用在单数上，因为我们真的不知道。但有一点是，他们的行为违背了自身利益很难找到管理大机构的人。这并不意味着他们的行为一定是为了自己的利益。他们的行为有很多原因。但是，如果你能改变人们的这种情况，它将在未来为美国人做更多的事情。但你基本上无法改变这一点。我的意思是，这是一个人们如何在保护自己的利益方面表现的行为方式。而他们自己的利益在 40-50 年前基本上是把美国企业视为一个男孩的俱乐部。而这现在已经不被接受了，所以他们改变了。但他们在与黑人的关系上并没有实质性的改变。而这就是我们作为一个社会的现状。但绝大多数情况下，我们的股东并不同意你的观点，尽管你给了他们一个机会来表达他们的观点。Amick 女士，当你准备好了，你可以报告了。

Rebecca Amick：报告已经准备好了。根据截至上周四晚间收到的委托书，委托人的投票结果为 123,614 票支持该议案，373,925 票反对该议案。由于反对票数超过了所有 A 类和 B 类股票对该事项正常投票的多数票数，该动议已经失败。特拉华州法律要求向秘书提供的关于精确计票的证明将与本次会议的记录放在一起。

巴菲特：谢谢你，Amick 女士。提案失败。(女声：我提议，本次会议休会。我支持休会的动议)。(鼓掌)

康布斯：在普通股中寻找价值

《证券分析》第七版 Todd Combs

在格雷厄姆和多德的《证券分析》首次出版 90 多年后，它所阐述的许多原则(如果不是大多数)仍然适用。当然，对潜在投资标的进行全面分析的必要性和下跌保护的重要性，现在与我多年前第一次阅读《证券分析》时产生的共鸣一样强烈。鉴于作者在写作时正是 1929 年大崩溃之后，而且正值大萧条时期，他们的投资方法是完全可以理解的。格雷厄姆和多德认为，投资可以被视为一门"保守的艺术"，更多的是关注下跌的保护而不是去追求上涨。当做好了这一点，投资还需要学习如何处理信息，以确定什么时候赔率对你有利；其目标是根据事实而非故事做出有依据的赌注。在投资和生活中，你无法选择结果，但你可以选择可能使你得到你想要的结果的决定。凭借这样永恒的智慧，《证券分析》保持了它的实用性。事实上，它一直是我职业生涯中的一个宝贵支柱。

《证券分析》出版于工业革命的后期，当时的伟大企业都是大规模的资本密集型企业。维护工厂和机器设备需要大量的资本支出，而扩大业务则需要投入更多的资本。与今天的大型企业相比，最终结果是投入资本回报率很低。在过去的一个世纪里，商业和投资的世界已经发生了很大的变化，当今许多最大的公司在有形资产上的投资规模有限，但却有着非凡的现金产出能力。在许多情况下，他们的主要资产是人才、知识产权和品牌；没有装配生产线或炼钢高炉，没有机车或蒸汽挖掘机。这类企业的利润率远远高于过去几代典型的重资产公司。因此，当今公司的价值与其实物资产的价值关联较少。这可能需要我们调整分析的方法以适应今天的商业现实，但格雷厄姆和多德提出的原始概念仍保持不变：(1)通过仔细评估和分析企业的盈利能力，可以不精确但相对合理准确的确定企业的内在价值；(2)以低于这些内在价值的价格去购买股票，可以获得投资的机会。但是，现在要怎样才能确定一家公司的内在价值呢？我们将努力找出答案。

经验教训

投资股票被描述为简单但不容易。诸如"不要支付过高的价格"、"选择优秀的管理团队"、"避免投机"、"要有耐心"、"核实财务报表的准确性"、"市场是投票机而不是称重机"、"关注企业定性和定量方面"等概念都是广为流传的，但这些概念在理论原则上比实践中更容易被引用。

我在尝试对公司进行估值的职业生涯过程中，我逐渐认识到，一个好的分析师和一个伟大的分析师之间的区别在于，是否有能力把事情简化，并确定什么是最重要的。人们误解了这一点，以为投资者只需要把研究保持在

表面水平。事实上，矛盾的是，保持简单需要极大的深度。分析师的工作是拆解一项投资，以了解其基本要素。

一个优秀的证券分析师愿意把一家公司拆成零件，并在重新组装之前了解其每一部分。在分析师不断吸收的海量信息中，总有某一个部分比其他的部分更加重要。找到这块碎片就是其保持简单的意义所在。

在我脑海中印象最深刻的一个例子可以追溯到 2002 年。当时我是一个年轻的分析师，正在参加一个“支付行业”会议，我第一次看到了万事达卡 Mastercard。虽然它仍然是一家私营公司，但管理层仍介绍了该公司的情况，这引起了我的兴趣。也许是因为它是私人公司，因此没有一个明确的投资方式或从研究中获利的方式，所以我们只有少数人出席了推介会。我持续密切的关注该公司，直到 2006 年春天它上市时，我感觉我已经很了解它了。该公司上市是为了募资一大笔法律和解金。万事达卡上市时，华尔街认为该公司没有定价权。毫无疑问，银行间的合并注定会挤压其利润率。但我们的看法不同。在我对万事达卡的分析中，有几个关键的定性考虑因素。例如，由于是银行从更高的手续费收入中获益(interchange revenues, 每笔信用卡交易商户都需要支付一笔 Interchange Fee)，它们的激励机制实际上与万事达的激励机制是一致的，长期的定价能力可能会保持强劲。我们相信，随着信用卡继续取代现金，增长将持续很长一段时间。而且，股票公开上市交易(而不是由银行私有)有利于为管理层创造一个激励结构，(就像过去许多保险公司以及其他由客户拥有的公司从互助形式转向股份化一样)，使其严格管理。此外，许多明显的风险也似乎被夸大了。银行业的整合远不能确定会继续有增无减。此外，该公司面临的法律风险似乎有可能在没有重大损害的情况下得到解决。

投资者必须永远记住，无论报表多么好看，都不是商业现实。报表中列出的数字讲述的是一个精准的故事，但有时它并不是正确的事实。例如，过度强调定量因素可能导致忽视定性因素，反之亦然。最后，对两者同时进行评估可能是非常有价值的。

因为寻找简单原则的过程可能很复杂，所以我把我的分析过程分成三个因子，即寻找到一个好生意，拥有良好管理层，以及便宜的估值。你不需要或期望在每项投资中这三个因子都能达到相同的水准；你可以有一个可适度调低调高的浮动标准，但这这三个因子都必须存在。你可以把它看作是一个连乘公式，其中任何一个因子为零都会产生一个零的结果，无论其他因子的评价有多高。

保持简单原则之一

寻找好生意

我最常被问到的问题是，究竟什么才是一个好生意？简而言之，首先是拥有竞争优势，或者沃伦·巴菲特所说的“护城河”。护城河越宽越好。再加上低资本密集度、定价能力、(持续稳定的)经常性收入、持续性和长期增长的可能性等特征，你就有了一个伟大的企业。在确定一个企业是否伟大时，我喜欢从定量方面入手：我专注于资产负债表、会计实践和单位经济学，然后转向考察现金流的生成。同时，定性方面涉及相关调查(reference calls)以评估管理层的质量，以及渠道检查(channel check)以揭示公司产品的实时销售情况。

(channel check 渠道检查是使用独立来源而不是依赖于该公司提供的信息来调查该公司的过程。这种方法可以确定公司的真实财务状况，并确定这种状况对公司证券的未来影响)。

资产负债表和会计政策

虽然大部分的分析重点将放在利润表上，但对资产负债表和公司的会计政策进行适当和彻底的分析，就像在一个建筑项目中打下一个坚实的基础一样。对于一个粗心的观察者来说，它们很容易被忽视或被视为理所当然，而且它们可能在某一个时间段内非常重要。但当它们非常重要时，就像获得了氧气一样。这才是最重要的。

在试图确定内在价值时，我喜欢从由内而外[Inside-Out]或者由外而内[Outside-In]的思维方式开始(Inside-Out 方法是，基于企业内部优势和能力将创造一个可持续的优势。Outside-In 方法是，外部客户价值创造是成功的关键)。从事实[facts]而不是观点[opinions]开始。如果你从观点开始，即使这些流行的说法与事实相悖，你也很容易坚持这些观点而固执己见。从披露的 SEC 文件、年度报告和贸易杂志文章开始，而不是从管理层或朋友的叙述或卖方的报告开始。分析师在研究的初始阶段可能犯的最大错误是通过看收益(或者更糟糕的是，管理层对调整后收益的表述)开始进行评估。当你看这些报告的数字时，请记住，你看的不是完全客观的事实，而是管理团队对它们的看法。利润表是最近发生的事情的一个快照，而这个快照很可能是经过 PS 美化过的。我想关注的是其过程[process]，而不是结果[outcomes]，所以从利润表开始是本末倒置的。

当从现金流量表和资产负债表入手时，我们关注的是过程，并了解企业运行所需的资源流。我不仅喜欢从广义的角度上去思考这项业务，而且喜欢从单位经济模型的角度去思考业务[unit economics]。想想业务中流入企业的每一美元收入，它先通过现金流量表，然后进入资产负债表，最后是利润表。这就是我们最终获得一个企业投入资本回报的方式，而这通常是业务质量的可靠速记。不同时间点的财务快照是必要的，但并不充分。我

喜欢回顾过去 10 年的情况，并检查留存收益、债务水平和整体资本密集程度，与企业自身的最高增长时期相比较，发生了哪些变化。我通常会用杜邦分析法来总结这 10 年来的情况，这是一个由杜邦公司推广的基本业绩分析框架。该技术被用来分解股本回报率(ROE)的不同驱动因素，按年度分解利润率、资本周转率和资产回报率。

正是通过这种分析，人们可以看到**盈利能力随时间的变化**。当公司或行业获得超额回报时，就会引来竞争。对这种竞争的反应，通常可以从一个公司的资产负债表中看到。如果一家公司在过去 10 年内创造了 100 亿美元的收益，但它的留存收益水平保持不变(分红率固定)，而债务却大幅增加，那么其收益可能会增长，**但资产负债表上不断增长的杠杆表明，该公司仅仅是为了维持现状，可能都需要更加努力地去运营。**

资产负债表在识别资金来源和收益质量方面也非常实用。例如，我们可能会发现，一家公司拥有短期可变利率的融资，而不是长期固定利率的负债。在这种情况下，利润表可能会报告被人为夸大的收益，这是因为高风险的融资决策，使公司极易受到利率上升的影响。一个高风险的资产负债表，加上激进的会计政策，可能成为灾难的根源。我发现，拿两家非常相似的公司，去对比他们的会计政策非常有趣。当我比较它们的资本支出的费用化与资本化、收益来自销售账户与长期持有抵押证券账户、购买法会计实践、以及资产负债表差异等因素时，我常常对其中的差异感到吃惊。问题是，收益是管理层做出的许多假设和选择的副产品。准备金的提列处理、对条件价值评估法(CVM，基于调查的评估非市场化物品和服务价值的方式)的贴现率的选择、假定的养老金回报率，以及融资方法等等，其导致的账面收益可能被大大高估或低估。

这里面可以玩的会计游戏数量几乎是无限的。这些激进的措施继续影响着美国公司的盈利质量，即使是聪明的投资者也往往没有发现。千万不要把任何事情认为是理所当然的；如果它看起来好得难以置信，它可能就不是真的。激进的资产负债表和会计政策，通常与保守的管理团队或为家族后代打下基业的团队无关。它们通常与透支未来收益有关。**证实和探索这一点是我们进行定性分析的基础。**

单位经济学

对资产负债表机制的全面透彻的理解，将使我们随后能够识别资产负债表里的关键科目，并在微观层面上对其进行深入研究，以了解企业的单位经济模型等属性。就像你可以通过现金流量表和资产负债表减少一美元的收入或成本一样，你也可以通过复制公司单位经济模型做同样的研究。

例如 Costco 公司，检查利润表是一回事，检查资产负债表又是另一回事，但了解单店的单位经济模型，要比

去检查两张表都重要得多。虽然公司没有公开披露单店的单位经济模型，但就 Costco 而言，**我们可以利用公司披露的信息，对建立一家商店的平均成本进行三角分析。然后，通过估算得出单店达到销售和毛利运行率的大致时间，我们可以估算出单店的投资回报率 ROI。**（财务指标 Revenue Run-Rate，将公司某个时期的收入转换为年度收入以获得全年等效数字，通常用于快速增长的公司，以当前数字预测未来业绩）

这种计算本应该充分揭示整体商业经济的信息，但往往却没有，通常有两个原因。第一个原因是，管理层通常会给出尽可能好的表述，例如，只包括可变成成本和少报维持性资本支出。当投资者排除了重要的固定成本，并夸大了增长性资本支出，以使企业看起来比实际情况更好时，项目或单位经济内部收益率 IRR 几乎总是被夸大。与格雷厄姆对"所有者收益"的关注相比，这直接类似于依赖要求不高的指标 EBITDA。

第二个原因是，**会计反映的前置费用(front-loaded)，往往未能与达到正常化经营状态所需的时间相匹配。**手机基站业务、一些"剃须刀片"业务，以及某些零售和软件业务就属于这种情况。当美国电塔公司(American Tower)平均每个手机基站有两个租户时，它是一个收支平衡的业务，但增加第三个租户后，每个基站的单位经济模型就会极其诱人，整体投资回报率也令人瞩目。同样，沃尔玛在快速增长的十多年里，没有产生收益或现金流，但看一下门店的单位经济模型就会发现真实情况，并预示着未来的情况会如何。

我们的目标是通过过去的管理层讨论或分析报告来深入了解企业，就像你是老板一样。也只有这样，你才能开始把这些点联系起来。

（American Tower Corporation 于 1995 年创建，最初是 American Radio Systems 的子公司，后于 1998 年被分拆独立上市。公司总部在马萨诸塞州的波士顿，分支机构遍及美国、巴西、智利、哥伦比亚、德国、加纳、印度、墨西哥、秘鲁、南非和乌干达等国家和地区。公司是一家领先的无线和广播通讯站点独立开发运营商，主要业务是向无线服务提供商、广播电视公司、无线数据和数据提供商、政府机构和市政当局及其他行业提供空间通信站点租赁业务，也提供顶棚通信站点和室外分布式天线系统(DAS)网络租赁管理和服务。）

保持简单原则之二

寻找优秀的管理层

良好管理的重要性几乎普遍被低估，然而它却是公司内在价值最关键的决定因素之一。正如格雷厄姆和多德所说：**"你不能在容忍一个不择手段的管理层的情况下，去做一个定量的分析推导；处理这种情况的唯一方法是避开它们。"**我们必须认识到，企业是由个人组成的，他们的决策和判断决定了整个企业的新陈代谢。许多分析师似

乎倾向于根据传统的市场讲故事来评估管理层的质量。人们必须更深入地了解管理层。

评估管理层业绩记录的方法，是去检查他们的激励机制，了解他们如何安排时间的，并进行一些闲聊调查。

请注意，我没有提到去听投资者日的路演或去拜见管理层。检查一个管理团队的业绩记录需要一个全面、详细和细致入微的视角。

企业转型成功或走向衰败可能需要很长的时间。3 年、5 年、甚至 10 年前做出的决定，很可能仍然影响着今天的收益。一个今天看起来做得很好的经理人，实际上可能是受益于多年前播种下的种子。与此同时，公司运营所处的经济环境复杂多变，有时甚至是巨大的变化。正如一个不断上涨的市场，会让任何投资砖家看起来比自己更聪明一样。持续的经济顺风，也可以使公司管理团队比实际的他们看起来更聪明。今天的优势可能成为明天的劣势，要么是因为自身根深蒂固的脆弱性，要么仅仅是因为竞争态势已经发生了根本变化。例如，外包模式可以使一个公司的利润率持续增加数十年，直到这个模式明显地走得太远，公司的基本竞争能力已经被完全掏空。

良好的资本配置能力是至关重要的；一家出色的业务和一个才华横溢的 CEO 都不足以抵消糟糕的资本配置。

太多的公司以高于内在价值的价格回购股票，去追求破坏价值的并购，或者未能根据不断变化的经济环境或突发投资机会而去调整其资本配置。资本配置是潜在投资者必须考察的业绩记录中最重要的部分之一。

检查激励措施

有人说，检查激励措施就能解释业绩结果。虽然我们知道，在经营企业的过程中，长期视角至关重要，但往往存在一些糟糕的激励导致过于短期化。一家伟大企业的私人所有者，并不会担心季度收益报告，而去满足市场预期，向销售渠道压货，追求积极的会计处理，或排斥长期投资以改善当期报告的短期业绩。

为了更好地了解管理层的激励机制，我从投票权委托书开始，寻找每年的变化。管理层薪酬和股票期权激励的依据是否合理？他们是以长期的业绩来衡量，还是以有利的短期股价波动来衡量，而这种股价的波动可能纯粹是运气甚至是操纵的结果？他们的激励是依据实际的资本回报，还是仅仅无利可图的收入增长？他们是否为 CEO 创造不对称的好处而承担了超额风险？CEO 是出于“个人原因”定期出售其股份？或者他们是否表现的像一个真正的所有者和受托人那样行事？如果公司是私有的，CEO 的报酬和激励结构会有多大不同？

市场专家可能会过度关注管理层薪酬的绝对水平，而不是为实现该薪酬所需的具体激励措辞。当激励是为了奖励实现苛刻的目标和交付特殊的结果时，高额的绝对报酬是非常必要的。

了解 CEO 们如何安排他们的时间

时间管理也很重要。我从来没有见过一个完全沉浸在公司细节中的 CEO，还能一年出差数百天，去会见投资者，推销自己或公司的股票。问问自己，如果这是你的家族企业，你难道不希望你的 CEO 一心一意地专注于经营企业吗？我想支持那些专注于公司实质细节的 CEO，而不是追逐潮流的 CEO。

对 CEO 们进行闲聊调研

最后，我喜欢与现任和前任高管交谈，他们曾向或者正考虑向 CEO 提交个人报告。这提供了一个很好的视角来交叉验证信息的真实性。我想深入了解一个人的个性，以获得背景信息。例如，一个强调高效率、高强度的高管，可能会在某些时候成为企业文化的毒药，他会让员工感到恐惧，公司会变得脆弱，团队变得不够坦诚，企业也无法应对变化。在一个管理团队中，知识上的诚实 intellectual-honesty 也是至关重要的。正如美国理论物理学家理查德费曼(Richard Feynman)所说："你不能愚弄自己，而你是最容易被愚弄的人"。

保持简单原则之三 寻找"合理"的价格



Todd Combs & Ted Weschler

关于定价，传奇投资者兼作家菲利普费雪说："衡量一只股票是'便宜'还是'贵'的唯一真正标准，不是它目前的价格相对于以前某个价格的关系，无论我们对以前的价格有多习惯，而是该公司的基本面，是否比目前金融界对该股票的评估明显更好或更差。"投资者必须深入了解股票价格背后的公司。

研究过程

闲聊调查法(Scuttlebutt research)是菲利普费雪使用的一个术语，它建议投资者扮演一个调查记者的角色，试图尽可能地接近真相。我见过很多投资者，他们在开始研究一个潜在的持股公司时，通常先是听到一个故事，打电话给一些朋友来核实这个故事，然后再去听一些电话会议，读一些研究报告，并开始形成一个投资的观点。这个过程的危险之处在于，它往往导致投资结论是基于他人的观点和分析，而不是你自己的观点。

相反，我从该公司的年度股东信、年度报告、10K 和 10Q 报告，以及其他美国 SEC 的文件，以及过去 10 年的贸易杂志文章和新闻稿开始。该公司是否承诺很少但交付很多，或者反之亦然？然后去看财报电话会议，再次努力核实该公司是否言出必行说到做到。一旦有了这种基于事实而不是故事所构建的公司画像，那么我会就像一个调查记者一样，开始描绘出一个真实的画像。但许多问题仍然有待回答，这时候应该去做渠道检查了。

评估护城河

投资者应该如何真实地去评估商业护城河的深度和广度？公司的竞争优势究竟是什么，它有多么无懈可击？当然，高投入资本回报率(ROIC)的长期记录，似乎是确定这一点的一个快速和简单的方法。

但是，资本主义的墓地里到处都是这样的公司，事实上，它们在过去很长一段时期内，确实赚取了很高的 ROIC，但最终却被竞争打败，要么是直接来自更精明的竞争对手，要么是来自不断变化的经济形势。投资者必须深入杂乱的信息中，进行闲聊调研，以确定企业周围的护城河是强大坚固的还是脆弱松散的。

渠道检查 Channel Checks

渠道检查相当于传说中的侦探调查。他们需要与客户、供应商和前雇员交谈。我总是问自己，如果我正在考虑将我 100% 的净资产投入这家企业，我想知道些什么？管理层一直是在为未来打基础，还是在透支未来？公司拥有什么样的定价权？公司是否已经采取措施将其最大化，或者说系统中是否存在值得改进的地方，暗示有进一步的提升空间？商业护城河并不是固定的，它有着不同的表现形式：强大的品牌、低成本运营、客户便利性以及网络效应都构成了真实但非常不同的护城河。

这种深入且细致的由内而外的研究有多种目的。

首先，它帮助我们深入了解业务的实际运作方式，以及护城河的质量。

第二，它帮助我们通过底层了解业务的发展趋势，这可以帮助我们了解护城河是在缩小还是在扩大。

第三，它帮助我们基于事实而不是观点去进行冷静的分析。这有助于消除个人情绪因素，而情绪是理性决策的敌人。经过如此广泛的分析，如果我们的证券在购买后价格下跌，我们可能会更愿意买入更多。

第四，它帮助我们理解企业的脆弱性或“反脆弱性”的本质(anti-fragile)。这是作家塔勒布(Nassim Nicholas Taleb)创造的术语，意思是在别人的脆弱性使他们崩溃的情况下，让自己变得更加强大。**最好的企业是反脆弱的；也就是说，在逆境和动荡的时期，它们会继续茁壮成长，甚至加深它们的护城河，比如当竞争对手陷入困境，它们最好的客户和员工可能会被夺走。**

第五，**它帮助我们在许多企业和行业之上建立了一个基础理解框架，这使我们能够随着时间的推移对我们的知识进行交叉验证和形成复利效应。**这项工作可以帮助我们创建一个期望和进展的里程碑，随着时间的推移，我们可以对这个框架进行复盘比较，并在必要时进行调整。

第六，在培养客观判断力方面，采用多元思维的方法具有巨大的力量。利用外部知识和视角来进行这项研究，并通过这些检查与行业知识相结合，可以成为一种判断力的倍增器。

通过案头研究和渠道检查进行这种详细的研究，可以使你在理解业务的过程中获得舒适感。做彻底的研究工作可以使投资者能够自信地回答一些真正重要的问题：该企业是否有一个可持续的竞争优势，或不断扩大的护城河？未来五年中最薄弱的环节是什么？是否存在隐藏的路径依赖关系？企业是否具有定价权，它是如何行使定价权的？该业务有多(反)脆弱，它在下一次行业衰退中是否会加速成长？潜在竞争者要复制这项业务需要做些什么？五年后，该业务是否会处于更有利的竞争位置，护城河是否会更宽阔？

如果你能自信地回答这些问题，你就能清楚地了解真正重要的事情，并在准确评估内在价值的道路上走得更远。**请记住，投资中简单通常意味着更好(Simple is usually better)；投资中并没有额外的难度分。**你能够找到具有强大的、可持续的护城河和特许经营权的简单易懂的企业(Straightforward businesses)，同时避免“当一个强大的管理团队遇到一个糟糕的业务时，通常糟糕的业务会占据上风”这一公理(When a strong management team meets a bad business, the business wins.)。所有这些都不能保证有好的投资结果，但肯定会有所帮助。

确定内在价值

正如沃伦巴菲特在 1989 年致伯克希尔股东信中所写：“**以合理的价格购买一家美妙的公司，比以美妙的价格购买一家普通的公司要好得多。**”(It's far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair

company at a wonderful price.)

一家企业的价值是其永续现金流贴现之和。这个概念听起来很简单，但在这个计算中涉及几个关键的变量：要使用的贴现率和对这些永续现金流的评估。估算未来的现金流需要确定一个公司的资本支出的密集程度、利润增长率和管理层的分红目标。有几个例子可以说明这些估算的力量。

假设 10%的贴现率不变，一家收益每年增长 15%且不需要任何额外资本投入的企业，其价值约为当前收益的 26 倍(PE=26，前 10 年每年增长 15%[折现 11.3]，之后永续增长 0%[折现 14.9])，而同样一家企业收益每年增长 15%，但需要将大部分或全部收益再投资以实现这一增长，其价值仅为当前收益的 16 倍(PE=16，前 10 年每年增长 15%并再投资[折现 1.5]，之后永续增长 0%[折现 14.9])。一家收益每年增长 5%且不需要任何额外资本投入的企业，其价值约为当前收益的 14 倍(PE=14，前 10 年每年增长 5%[折现 7.2]，之后永续增长 0%[折现 6.6])，而同样的企业但需要将其所有收益再投资，其价值约为当前收益的 7 倍(PE=7，前 10 年每年增长 5%并再投资[折现 0.7]，之后永续增长 0%[折现 6.6])。回报以 15%复合增长 30 年，其价值将是初始投入的 87 倍以上，而以 5%复合增长 30 年，其价值略低于 4.5 倍。在这个例子中，复合收益率增长三倍(从 5%到 15%)，导致回报几乎增加了 20 倍(87 倍 VS 4.5 倍)。

15%增长率	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	0%永续	合计
每年现金流	1.00	1.15	1.32	1.52	1.75	2.01	2.31	2.66	3.06	3.52	35.18	
10%折现	起始	1.05	1.09	1.14	1.19	1.25	1.31	1.37	1.43	1.49	14.92	26.23
100%再投	起始	再投	再投	再投	再投	再投	再投	再投	再投	再投	14.92	16.41
5%增长率	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	0%永续	合计
每年现金流	1.00	1.05	1.10	1.16	1.22	1.28	1.34	1.41	1.48	1.55	16.29	
10%折现	起始	0.95	0.91	0.87	0.83	0.79	0.76	0.72	0.69	0.66	6.58	13.76
100%再投	起始	再投	再投	再投	再投	再投	再投	再投	再投	再投	6.58	7.24

这个例子说明了寻找能够长期增长的轻资产业务的力量。相反，最糟糕的业务实际上是为了维持增长消耗越来越多的资本，而回报率未能超过其资本成本。当然，也有一些业务需要资本投入才能增长，如铁路、金融机构，或像沃尔玛或亚马逊这样的零售商，新投入资本的回报是完全可以接受的；这种增长性资本投入将随着时间的推移产生经济价值。但价格是决定回报的首要因素。这是格雷厄姆和多德的伟大洞见。伟大的企业在错误的价格下可能是可怕的投资，而普通的企业在合适的价格下可能是优秀的投资。快速增长的企业可能具有吸引力，但前提是价格合适。近年来，在长期的低利率时期，许多投资者根据简单而有缺陷的收益率加增长率的公式，不惜一切代价涌向增长(格雷厄姆增长公式 $V=E(8.5+2G)$)。由于价格是关键因素，因此还必须通过比较今天的价格和

公司的内在价值来调整增长率。增长的价值被大幅削弱，因为你已经为它预先付出了巨大的代价。

从历史来看，股市市盈率约为 15 倍，相当于 6.7% 的收益率。如果你能以低于这个市盈率倍数的价格，找到一个管理水平和业绩均高于平均水平的企业，那么它很可能是一个好的开始。格雷厄姆和多德称这为安全边际。

还有另外两个注意事项。一是要确保是基于所有者收益(Owner earnings)，而不是 EBITDA，甚至是更有害的调整后 EBITDA。所有者收益的定义是，未经调整的报告收益，加上折旧、摊销和某些其它非现金支出，减去为完全保持其竞争地位所需的平均年度维持性资本支出。另一个是需要审视整个公司的资本结构。高杠杆企业可能会经历估值的巨大变化，而其所有者收益仅有最轻微的变化。如果投资者看一只股票时没有思考其完整的资本结构，可能会忽略一个关键因素，因为股权价值是或有的，而债务是永恒的。

最终结论

重要的是什么

人类不断地处理有关世界的复杂信息，并将其简化并纳入模型以便于理解，以使我们能够做出决定。我早上出门看到我的车，一个由金属零件和功能组成的错综复杂的网络，但我只是把这些信息处理为一个叫做“车”的东西，然后开车去上班。很简单，对吗？但不管出于什么原因，投资者往往会倾向于将一个概念复杂化。就我自己而言，我相信遵循我所描述的研究过程，可以让我更接近眼前的事实，而内在价值和安全边际的事实在投资中至关重要。例如，我问自己，这家公司到底在做什么业务？决定其成功的关键驱动因素是什么？

我现在处于一个独特的位置，担任两个角色：既是 GEICO 的 CEO，又在伯克希尔肩负管理大量投资组合的责任。这些角色中的每一个都影响着另一个。我的 CEO 角色使我更清楚地意识到 CEO 所面临的关键挑战，即在短期的紧迫性和长期的必要性之间不断进行平衡。作为一名 CEO，我强烈意识到财报报表中固有的过度简化的危险性。但作为一名投资者，我始终关注风险和回报。CEO 可能会迷失在日常工作的细枝末节中；而戴上投资的帽子，就会始终强调投资回报。

沃伦巴菲特有句名言：“我是一名更好的投资者，因为我是一名企业家，我也是一名更好的企业家，因为我是**一名投资者**。”投资者试图了解公司运营幕后的真实状况，但他们往往意识到自己实际上知之甚少。从这个有利的

角度看，人们可以理解，即使是广泛的研究，也只能揭示出人们对企业可能了解的一小部分。投资者必须找到一种方法来应对不确定性和随机性。

这些运营决策每天都在做，甚至有些决策是几十年前做出的，但这些决策仍然影响着今天每个业务和行业的结果。存在错综复杂的路径依赖关系，即使对于非常熟练的高层管理者来说也往往过于复杂，无法完全理解所涉及的权衡。完美的信息并不存在，这里只存在一个置信区间。当然，这也是安全边际在投资中如此重要的核心所在。如果你从一个人们只知道这么多信息的前提下开始投资，你当然需要一个犯错的回旋余地。你知道的越少，需要的安全边际就越大。



第 32 届年度格雷厄姆和多德早餐会

2022 年 10 月 28 日 8:00-9:30

此次活动的演讲嘉宾是托德康姆斯(ToddCombs)，由迈克尔莫布森(Michael Mauboussin)主持。Combs 就什么是好企业、企业生命周期、财务报表的准确性以及基于单位经济模型的估值方法发表了自己的见解。

1, 你有多少信心预测一家企业未来 5 年的前景?

Combs 在开始讨论投资问题时, 将其等同于爱因斯坦的智力理论, 爱因斯坦曾说: 智力分为聪明、智慧、杰出、天才、简单五个层级。Combs 说: 投资虽然简单, 但并不容易。

在一次周六下午客厅交流中, Combs 和巴菲特提出了以下问题作为估值手段: 在收购一家企业时, 你有多少信心预测它五年后的前景?

在收购整个企业时, 对一些无法用财务模型公式评估的因素, 需要进行不同程度的评估审查, 例如: 资本需求水平、管理的风格和效率。

Combs 回忆说, 查理芒格见他问的第一个问题是: 未来 5 年, 标普 500 的企业中有多少比例会变得"更好"? Combs 认为这个比例不到 5%, 而芒格却说不到 2%。你可以拥有一家伟大的企业, 但这并不意味着它在五年后会变得更好。世界变化的速度是如此之快, 使得这样的预测非常困难, 但这就是查理、沃伦和 Todd 估值时思考的问题。当 Combs 开始在伯克希尔工作时, 他们有 70% 的信心预测企业未来 5 年的前景。世界的本质是不断变化的, Combs 说他们的预测可能只有 10% 是正确的。

2, 这些业务的护城河是变宽了还是变窄了?

主持人问, 伯克希尔是否有传统的衡量指标来评估良好的经营业绩? 如何量化?

Combs 说, 通常每天都会被问到的一个问题是, 这些业务的护城河是变宽了还是变窄了?

巴菲特和 Combs 讨论的问题 98% 都是定性问题。如果某项业务的市盈率是 30 倍, 你就可以计算出它未来 1 年要达到该收益的运行效率(run rate)需要付出多少努力。最差的企业是在实现增长需要投入无限的资本, 而回报却在不断下降。最好的企业在没有资本投入的情况下呈指数级增长。

(Run Rate 运行效率, 一种基于过去数据预测公司未来业绩的方法。假设一家公司一季度的收入为 1 亿美元, 基于此可以预测该公司今年的销售额将达到 4 亿美元, 或者以 4 亿美元的运行率运营)

伯克希尔关注的是所有者收益(Owner's earnings)。当所有者收益接近报告收益时, 这就是一个好的信号。

所有者收益的计算方法如下: (a) 报告收益, 加上(b)折旧、损耗、摊销和某些其他非现金费用, 减去(c)企业为

维持其长期竞争地位和单位产能所需的厂房和设备等资本支出的年均金额。如果企业还需要额外的营运资本来维持其竞争地位和单位产能，则增加的支出也应列入(c)部分。但采用"LIFO 后进先出法"的企业，如果单位产能没有变化，通常不需要额外的营运资本。"后进先出法"会给人一种额外需要营运资金的感觉，因为存货成本低于"平均成本法"或"先进先出法"。巴菲特的意思是，不要把这与营运资本需求混为一谈。

3, 未来 5 年内该公司收益能否实现增长，有多少概率达到 7%的增长？

周六 Combs 经常去找巴菲特交流，这是他们经常使用的一个评估方法。

巴菲特会问：在未来 12 个月内，标普 500 中有多少家公司的收益会增长到 15 倍 PE？有多少公司在未来 5 年内的收益会实现增长(使用 90%的置信区间)，其中又有多少公司的收益复合增长率会达到 7%(使用 50%的置信区间)？在这个练习中，你要解决周期性、复利和初始价格的问题。Combs 说，在寻找苹果公司时使用了这一方法，因为当时不断出现相同的 3-5 个公司名字。

企业是由人来经营的，巴菲特说他喜欢把现金流从管理者手中夺走，然后自己进行投资。在寻找购买企业时，有一句众所周知的谚语：要买傻瓜也能经营得好的企业，因为最终会有一个傻瓜来经营它。

随后，讨论转向 Combs 如何理解一家公司是更注重内生性增长还是外部增长。Combs 提到，企业死亡的速度在加快，每家企业都已变为一家数据和技术公司，要时刻注意企业的哪些业务正在死亡。

4, 关于管理层薪酬激励

芒格有句名言：激励什么，就会得到什么。如果一个管理层被激励去取悦华尔街，它的行为很可能会破坏公司的价值。Combs 说，如果一家公司过于注重对外关系，这就是一个危险的信号。

Combs 提到，他的责任重大，时间稀缺，但如果他能 150%地专注于分析公司，他就会去跟踪 Delta 的研究报告(delta.ncsu.edu)，看看管理层每年都在发生哪些变化。2005 年，贝尔斯登在其年报中改变了一些非常重要的内容，但对外界的说法却有所不同。

对于 Combs 来说，管理层改变了其获得薪酬的关键绩效指标 KPI 就是一个重要的信号。这大概是因为，如果 KPI 保持不变，管理层就不会拿到薪酬奖金了。Combs 估计，在财富 500 强中，约有 20%的公司正在修改管理层的激励指标。这很常见。

每次 Combs 去一家公司调研，他总会问管理层两个问题：(1)你们与投资者交流花了多长时间？(2)如果不是

上市公司你们会怎么做？回答的中位数是 25%的时间用于与投资者交流。在回答第二个问题时，管理层通常会罗列出很多听起来很有道理的事情，Combs 会进一步问他们为什么上市后不这样做，他们会说因为他们上市后会感到束手束脚。

当管理层只关注季度业绩，而没有设定一个合理的考核期限时，他们就没有能力做正确的事情。作为受托人，如果你没有合理的考核期限，你就会为自己的失败埋下伏笔。**整体来看，由创始人管理的企业表现更好。**因为创始人自己就是受托人，他们考核的时间跨度更长。

5, 关于如何筛选公司？

Combs 如何看待估值？估值对他的投资有何重要性，以及如何帮助他筛选公司？

Combs 首先用一个三条腿的凳子来描述如何评估公司(好生意+好管理+好价格)，你不能忽视任何一条腿，而估值就是其中一条。你必须关注估值。你必须对从哪里获得财务回报有一个分析框架(来自生意？管理？估值？)。

报告收益有时会有误导性。David Einhorn(对冲基金 Greenlight Capital 创始人)曾经写过一篇文章，说当大多数人只关注财务指标时，就会出现套利的机会，你需要对会计数据进行调整，因为这可能会产生极大的误导性。例如，伯克希尔的很多资产(在会计上)都是按市值计价的，并没有考虑其真实收益。

比如你有一个 SaaS 业务，在开始时你投入的每一美元将产生 100%的费用，你在未来才能赚取客户的生命周期价值(LTV)。你必须有一个能够理解真正财务图景的视角。例如，"在沃尔玛和亚马逊的成立初期，我不会把重点放在公司留存的收益太大或者这么做似乎是错误的这一事实上。要看看这些留存收益被投到了那里。

我建立了**单位经济模型(Unit Economics)**，沃尔玛的情况是看单店的情况，这才是你的北极星。你继续追溯，就会得到获客成本(CAC)、客户终身价值(LTV)等等"。

6, 关于维护性资本支出

EBITDA 有什么坏处？Combs 反问道："你是说 BS 收益？"Combs 接着解释了 EBITDA 中蕴含的缺陷。

经常不被理解、不被讨论、因而也不被评估的是**维护性资本支出**。费曼(Feynman)有一句名言："**欺骗自己很容易，而自己也最好骗**"。CEO 们对其公司的维护资本支出的了解甚少。Combs 进一步指出，大多数管理团队甚至无法进行这样的讨论，因为他们对投资增长充满信心。实际上，**管理层往往把真正的维护性资本支出误认为是增长性支出。**"这可能是增长性支出，但你并没有增长！"

最近哥伦比亚大学的一位博士撰写了一篇关于维护性资本支出的论文。论文发现，折旧低估了维护性资本支出，他逐个行业进行了解释。很少有公司谈论维护性资本支出。比如你有一家 SaaS 公司，那么维护性资本支出就是你的员工和销售队伍，所以你不能因为没有将这些费用资本化而忽略它们。

7, 关于事实和叙事(对知识的诚实)

在研究一家公司时，Combs 从内到外，而不是从外到内。Combs 解释说，市场上有很多人是从外到内。

比如你听到一个叙事，或者见了管理层(就得出某个结论)，而这样做是对知识的极度不诚实。投资的目标就是要保持对知识的纯粹。市场上有事实和数字，也有叙事的噪音。Combs 试图将自己与叙事隔离开来，直到他有了自己的观点。如前所述，Combs 会从 Delta 报告入手。在不看市值的情况下整理出自己的观点。避免被市场所影响。然后思考公司的未来，并对自己的假设进行压力测试。

8, 关于量化分析

关于量化分析，Combs 说并不了解这个领域，如果他了解的话，伯克希尔就会反映类似文艺复兴公司(Renaissance Technologies Corp.)那样的回报率。芒格和他对此讨论很多。Combs 认为有些基金有量化团队，但他不太确定在伯克希尔有没有实施。他承认这有点回避问题，但他真的不知道。

近年来伯克希尔的一个显著变化是从有形资产投资转向无形资产投资。接下来又讨论了客户粘性及其对估值的影响。

9, 关于单位经济模型

Combs 专注于最基本的单位经济模型。

"首先找出 GEICO 的获客成本(CAC)和客户终生价值(LTV)。你要知道他们住在哪里、开什么类型的车，然后得出客户的 LTV。"Combs 认为，人们犯错的地方在于，他们自认为已经知道了 CAC 和 LTV，但这高估了自己的水平。当你对数据进行拆分时，LTV 为负值的区间真的很大，而这正是提高利润率的潜力所在。

另一个可以说明这一点的例子是一家大型银行，它整体 ROA 可能很高，但其中也可能存在高 ROA 和低 ROA 的业务。因此，必须对其业务进行细分和拆解，以了解其真实的单位经济模型。

以谷歌为例，尽管汽车保险是谷歌付费搜索的第一大和第二大品类，但伯克希尔还是错过了它。巴菲特当时掌握了正确的信息和单位经济模型，但他仍然没有根据正确的信息采取行动。这就是为什么他认为这是一个意义

重大的不作为错误。

在某种程度上，对企业进行估值时，你可以不考虑财务报表和会计规则，而把注意力集中在单位经济模型上。Combs 甚至说，"扔掉会计！"

在弄清单位经济模型之后，Combs 首先要做的是评估市盈率和所有者收益。"首先看看公司的现状及其所处的企业生命周期的位置，然后在一定的置信区间下，去判断公司的发展方向。"

在过去十年里，传统的价值策略表现不佳。原因何在？它会逆转吗？

Combs 回答说，他喜欢从反身性的角度思考问题，即低利率和成长股的高回报所形成的反馈循环。很容易认为价值股不如成长股。关于伯克希尔投资组合中的少数几个成长股，Combs 说，重点是单位经济模型。

10, 关于兼并与收购

大多数公司都难以达成有价值的并购。你如何去做一笔既有战略意义又物有所值的并购交易？

有一次，芒格问 Combs 一个关于衍生品的问题，Combs 说他真的对此不太了解。于是芒格接着说："但如果我给你 1000 个衍生品，你也许能挑出最好的 3 个"。当范围足够大的时候，一个人不需要成为专家(有时最好不要成为专家)，也能洞察其宏观趋势。

"要把鱼缸里鱼都捞出来看看。如果你只在十家有竞争力的公司中看到了三笔交易，那么你很可能无法做好资本配置。事实上，情况可能真的很糟糕。80%的并购都是破坏价值的。通常，问题出在支付过高的价格。从战略上讲，并购是合理的，但这并不能成为支付任何价格的借口。有时， $1+1=3$ ，问题是他们付出的是 5！"

有时，公司参与并购是因为其他公司在这么做。正如芒格所说，最好的品质就是保持理性。

11, 关于 Combs 在 GEICO 的日常工作和管理

Combs 担任 GEICO 首席执行官将近三年。他是如何处理投资和管理角色的？

Combs 解释说，"在投资方面，你不需要个人魅力或社交技巧。你只需要与管理层进行体面的对话。但另一方面，当你从事管理工作时，你必须能说服公司里的人。在涉及发起变革的时候，你必须善于解释为什么变革是必要的。作为管理者，如果你善于沟通，你就能动员人们改变其运营方式；而作为投资者，你看过企业的各种失败，你拥有丰富的经验。因此，理论上你进来投资应该能够告诉人们如何做出改变。但事实并非如此，管理层通常太有魅力，根本听不进去。"

以下是管理和投资的一些重合之处：

- ①过程与结果是相似的。随身携带一份待办事项清单。
- ②知识上的诚实。
- ③事实和数字 VS 叙事。
- ④作为投资者，一切都是任人唯贤 meritocracy (意指投资好生意和好管理)。
作为首席执行官，任人唯贤你需要做更多具体工作。
- ⑤尽职调查，Combs 喜欢"越级会议"。请与 3-7 层级以下的人交谈，所有的信息都在那里！
- ⑥把大事做对。
- ⑦寻找有受托人责任的所有者(芒格问 Combs，有受托人责任的管理层占多大比例？)
- ⑧透明度和问责制，当权者需要承担相应的责任，并意识到他们的行为所产生的影响。
- ⑨避免路径依赖，倾向于相信过去的研究和以往的经验。
- ⑩找到哪些你能推动一点而改变很多的领域。你想要核聚变。投入 100 产出 1000 或 100 万。



12, 关于激励机制

Combs 是如何处理 GEICO 的激励机制的？是否做出了一些让他对结果感到惊讶的改变？

Combs 解释了为什么激励机制的构建没有完美的方法。一方面，团队中的每个人都能获得一枚超级碗戒指，但另一方面，你也要确保人们能从他们可以影响的事情中获得报酬，而不是从他们无法控制的事情中获得报酬。个性化的激励机制绝对有帮助。Combs 到任后改变了激励机制。"激励机制也可能导致不好的行为，例如在富国银行。任何好事都可能做过头。GEICO 曾经有一个区域激励机制，但后来修改了。你需要的是量身定制任人唯贤的激励机制，你需要激励的是 alpha (内在因素)而不是 beta (外在因素)。"

13, 关于上市 VS 私有化

怎样才能做到公开上市还能做正确的事？

Combs 说，你需要有一个北极星(正确的价值观)。正如前面所说，创始人通常对此有最好的理解。列出所有的原则，看看你是如何做事的，为什么这么做。你是注重外在风格，还是注重事实本质？如果你是外在导向，你

可能会更注重风格。

14, 关于 Haven Health 医疗保健合资企业

Combs 曾与亚马逊的 Jeff Bezos 和摩根大通的 Jamie Dimon 联合成立了旨在修复美国医疗系统的合资企业 Haven Health。它的使命是什么？为什么解散了？Combs 从中学到了什么？

Combs 说，这是一个崇高的目标。三方合伙人认为他们没有取得所需的进展，因此无法继续进行下去。他们每一方都有许多像培养皿一样的内部项目在运行，但美国的医疗系统是一个非常根深蒂固的系统。COVID 加速了数字化颠覆，这表明环境变化的速度远远超过了你的控制能力。

15, 关于何时卖出

有人问 Combs 是如何看待出售一只可能已充分估值的股票及其税收影响的？

Combs 回答说，当巴菲特买下 BNSF 铁路时，他说他早该买下它的。巴菲特最大的特点就是知道在何时以及如何去适应。就像凯恩斯说的："事实已经改变，你做了些什么？"

我们大多数人都会固步自封。但要成为一台学习机器，需要避免这一点。

"一般来说，伯克希尔不太关注税收。有些投资是定制的。而有些投资是复利型的。相对于估值回归型，比如我们通常不做的烟蒂投资，可乐更多属于复利型。"

16, 关于时间管理

有人问，他如何平衡自己作为 GEICO 首席执行官和管理投资组合的时间的？

Combs 说他身兼数职。从时间分配的角度看，100-110%的时间花在管理 GEICO，每天要工作 16 小时，他在晚上和周末做投资工作，约占 25%的时间，最后是银行董事会会议和其他占 25%的时间，(Combs 是摩根大通董事会成员，与传统公司不同，摩根大通每年要召开 8 次董事会会议，而不是 4 次)。

17, 关于投资可口可乐的道德问题

Bill Ackman 问 Combs，能否谈谈伯克希尔对 Nubank 的投资(Nubank 巴西数字银行服务提供商)。伯克希尔是如何产生这个想法的，它是如何被发现的？尽职调查的性质是什么，以及如何看待它的价值？

Combs 实际上并不想讨论具体的公司。于是，他问 Ackman 是否还有其他问题想问。Ackman 接着质疑投资一家生产含糖饮料公司(可口可乐)的道德依据，因为这家公司在展示瘦子在沙滩上打排球的同时消费他们的产品

方面做的很好。然后你看看墨西哥城、世界各地的城市以及软饮料的渗透率，你就会发现糖尿病、肥胖症、脂肪肝等疾病。这家公司实际上就是当代的菲利普莫里斯公司。这些公司正在造成巨大的伤害，而他们的营销却做得非常好，你不得不相信总部的人一清二楚。

Combs 风趣地说，在听到第二个问题后，第一个问题似乎更好一点。他还提醒大家，可口可乐显然不是他的投资。不过，芒格在富国银行也被问到了这个问题，芒格回答说："我们不得不投资于我们生活的世界，而不是我们想要的世界"。"这是一个棘手的问题。我们以前也遇到过关于发薪日贷款的问题。但如果你完全切断这些东西，那么人们就根本无法进入市场"。Combs 承认他没有答案，并问 Ackman 是否问过巴菲特还是芒格？

18, 关于通货膨胀

当下关于通货膨胀的问题是无法回避的。有人问 Comb，对宏观前景有何看法？

他重申，他们不做宏观分析，也根本不预测未来。相反，他们所做的是接受现实，而无需预测未来。他们会问通货膨胀是长期性的还是周期性的。(上周六巴菲特和 Comb 谈了几个小时，他们谈论通货膨胀的时间不超过 30 秒)。在通货紧缩的环境下，他们会问，在 10% 的通胀率下，这项业务的表现会如何。永远不要只推断当前的环境状态。周期性行业总是在底部看起来昂贵，在顶部看起来便宜。一定要反过来想。Combs 将其比喻为"热水龙头"，它有时需要一些时间来预热，当你感觉到它热的时候，你可能会烫伤你的手。通货膨胀越严重，美联储就越会越影响它，这可能会导致经济衰退。这就像钟摆一样。

19, 关于海外投资

有人问 Combs 如何看待海外投资？以及强势美元的影响？此外，由于俄罗斯入侵，许多企业不得不关闭。他们如何看待地缘政治风险，对伯克希尔内部而言，以及作为购买外国企业的机会？

Combs 说，伯克希尔最大的问题是资本规模。许多市场几乎没有投资机会，伯克希尔会关注这些市场，他们必须评估这些市场以及与伯克希尔在这里拥有的投资机会。在其他国家投资还要考虑货币因素。Combs 说，伯克希尔可能错过了一些机会。关于俄罗斯，最大的海外业务是伊斯卡公司(Iscar)，该公司在俄罗斯的业务相对较少。政权可能会发生变动，局势也可能会发生变化，但伯克希尔绝对有可能在一家大型海外公司中进入十大股东。

20, 关于职业生涯

有人问 Combs，你是什么时候加入伯克希尔的，你希望完成哪些事情，目前在职业和个人方面进展如何？

Combs 回答说，他来到伯克希尔后，接管了路易辛普森的投资组合。随着时间的推移，在取得良好业绩后，他又拿到了几十亿美元。2011 年夏天，欧洲市场崩溃。人们担心欧洲解体。他非常专注于投资组合。他查看了巴菲特做的每一笔交易。每年伯克希尔能完成 200 多宗交易。

关于 Combs 想要实现的目标，Combs 说，他在想知道如何增加价值。他受雇挑选股票，但巴菲特在这方面已经相当擅长。巴菲特和 Combs 就涂料行业进行了多次交流，并引发了一些运营层面的事情。

"我并不以结果为导向；我只是以过程为导向，努力增加价值。对于 GEICO，我们希望成为第一大保险公司，自从巴菲特收购以来，它的复合增长率达到了 15%，我希望它能更上一层楼。"

21，职业生涯早期的收获

有人问，有很多人是从小盛、摩根士丹利和摩根大通等大公司开始职业生涯的，Combs 在佛罗里达州证券监管部门有哪些重要收获？

Combs 本科毕业于佛罗里达州立大学。他说他没有获得去投资银行的工作机会，并进一步表示他获得的经验非常丰富，可能比他在安达信的朋友们还要好。Combs 一直想成为一名投资者，但他的职业生涯始于佛罗里达州证券监管机构。在那里他曾处理过一起保险欺诈案。这让他了解到保险和投资之间的相似之处。此外，当时他的朋友在 Progressive 保险公司工作，他也很喜欢这家公司。Combs 决定尝试直接进入保险行业工作，并在 Progressive 保险找到了一份工作。后来 Combs 在哥伦比亚商学院就读时曾在一家基金公司实习，他"很幸运没有破坏别人的价值"。MBA 毕业后，他去一家对冲基金工作，并在加入伯克希尔之前创办了自己的基金。

22，关于 Progressive 保险公司

伯克希尔如何与他们的上市竞争对手 Progressive 保险公司竞争？

Combs 首先说，他非常喜欢数据，在 Progressive 保险工作时，他们所做的事情现在已经变得非常流行。GEICO 在直销渠道方面也非常成功。GEICO 过去是向客户直销的，就像零售银行业务一样，而 Progressive 保险则在更类似于商业银行渠道的领域磨练了自己的能力。前十大保险公司都是在二战前成立的。很多事情都变得更加挑战性。Combs 总结说："我们正在投资数据和技术。我们有很多计划正在进行，这些计划需要时间。我们拥有良好的基础设施和优秀的人才基础"。

Todd Combs 大部分时间都在奥马哈一间安静的办公室里阅读，他是伯克希尔的投资经理，但去年的一天，在飞往西雅图的航班上他发现自己肩负着一项不同寻常的使命：向 Jeff Bezos 推销一个降低美国医疗保健系统成本的大胆想法。美国最大的两位企业领袖：他的老板 Warren Buffett 和经营美国最大银行的 Jamie Dimon 已经签约加入。但他们希望亚马逊的 CEO 也能加入。

现年 47 岁 Combs 曾是一名对冲基金经理，没有医疗保健行业的从业经验，喜欢低调行事，作为 CEO 们的使者，他是一个既奇怪又明显的选择。他在伯克希尔赢得了巴菲特的信任，促成了该公司最大的一次并购，在戴蒙访问奥马哈时，他给这位银行家留下了深刻印象，以至于他在 2016 年被邀请加入摩根大通董事会。

与贝索斯的接触奏效了。1 月下旬，这三位亿万富翁宣布，他们将联手成立一家公司，摆脱“盈利动机”的束缚，寻求降低数十万员工的医保成本。具体细节尚不清楚，但医疗保健类股票迅速暴跌。一些商界最聪明的人即将尝试修复一个臭名昭著每年花费美国约 3.3 万亿美元的浪费行业。

对于贝索斯、戴蒙和巴菲特来说，这是他们职业生涯中又一次突破界限的轰动性头条新闻。不过，据一位熟悉内情的人士透露，在幕后，Combs 在很大程度上起到了带头作用。该人士说，几个月来 Combs 穿梭于这些 CEO 之间，让他们承诺为一个他们已经非正式讨论多年的问题做点什么。

这或许正是 Combs 所希望的：参与行动，但远离聚光灯。2010 年，当巴菲特聘请他管理伯克希尔庞大的股票投资组合时，这位佛罗里达州立大学的毕业生在投资界几乎默默无闻。当时，新闻机构能找到的他的几张照片之一是一张稚气未脱的高中年鉴照片。自那以后，外界对 Combs 的了解并不多。（他拒绝接受本报采访）。

显而易见的是：在过去的七年里，Combs 已成为巴菲特企业集团中颇具影响力的人物。除了投资伯克希尔的大量资金外，他还是以 370 亿美元收购全球航空航天业供应商 Precision Castparts Corp. 的幕后推手，并参与了广为人知的交易，从而节省了数亿美元的税款。

在 87 岁的巴菲特离开伯克希尔后，Combs 已经有望管理伯克希尔的大部分投资。但他不断增长的投资组合让一些股东和分析师猜测，有朝一日他也可能成为 CEO。威斯康星州的伯克希尔公司长期投资者兼资金经理 Steve Wallman 说，“其他人都是注意力的奴隶，而 Todd 似乎对此毫不关心，这正是你希望在有望接替沃伦的人身上看到的行为”。他见过 Combs。

据对十几位认识 Combs 人的采访，Combs 还是一位才华横溢的交际高手，他利用自己的智慧和干劲赢得了权贵们的信任。大多数人都要求不公开他们的姓名，即使他们说的是正面的话，因为他们担心会危及他们与一个重视隐私的人的关系。这些人中有许多人说，他们对他参与医疗保健计划感到惊讶，因为他缺乏该行业的背景。

Combs 所熟悉的是金融服务。他来自佛罗里达州 Sarasota，1993 年大学毕业后在该州金融监管机构工作。之后，他进入 Progressive 保险公司，在一个研究风险并确定汽车保单收费标准的小组工作。

2000 年，Combs 开始在哥伦比亚大学商学院攻读 MBA 学位。这是一个学习证券分析的机会，巴菲特很久以前就曾在这里向价值投资之父本杰明格雷厄姆学习证券分析。

他第一次见到巴菲特是在那年的一次演讲中。Combs 在 2014 年接受 CNBC 采访时回忆说，这位伯克希尔的 CEO 告诉学生们，要想出人头地，可以做的一件事就是每周阅读 500 页。他说，这位亿万富翁的观点是，知识可以复利，随着时间的推移，投资者可以变得更好。

Richard Hanley 是纽约的一名对冲基金经理，当年是 MBA 项目的兼职教授。他说，Combs 有一股强烈的获得成功冲劲，他头脑灵活，能想出聪明的点子。Hanley 给他的学生布置的一项作业是，设计一个在未来几个月内表现最好的交易。与同学们不同的是，Combs 决定做空他选中的股票。Hanley 忘记了 Combs 下注的是哪家公司，但他的想法击败了其他人。Hanley 说，“Todd 非常狂热，非常专注。”

巴菲特关于阅读的建议，从 Combs 开始投资生涯就一直伴随着他。他先是在 Copper Arch Capital 公司担任金融分析师，后来又于 2005 年在康涅狄格州 Greenwich 的对冲基金 Castle Point 资本管理公司任职。一位熟悉 Combs 这一时期投资策略的人士说，Combs 的投资方法是争分夺秒地获取信息。在 Castle Point，他会早到办公室，很晚才离开。有三个人说，如果他没有跟分析师开会或休息锻炼，他就是在读书。

他沉迷于心理学和驱动决策的各种偏见。《Talent Is Overrated》和《清单革命》(The Checklist Manifesto: How to Get Things Right) 等书已成为对冲基金界的主打书，在对冲基金界，基金经理们一直在寻求优势。但有人说，早在这些观点成为潮流之前，Combs 就对它们很感兴趣了。每隔一个月左右，他就会挑选一本书，与他的分析师们一起讨论。

（《Talent Is Overrated: What Really Separates World-Class Performers from Everybody Else》真正大师级的技能，确实需要大量时间去训练，但是大师们注重的是“有效的训练”，即在“学习区”去训练，费劲且痛苦，但是技能在缓慢的提高。“刻意练习”要包括以下特征，1，可检测；2，有老师指导下可提高；3，可重复；4，可

持续反馈；5, 脑力消耗；6, 体力消耗。简要来说：定目标，找导师，做好前期准备，不停练习，即时反馈，不断改进，继续练习，寻找持续动力。和一万小时理论相似，天才是 1% 天赋加上 99% 的汗水。）

2007 年初，巴菲特在致伯克希尔股东的年度信中表示，他希望至少聘请一位年轻的基金经理，能够接替他担任公司的 CEO。简历纷至沓来，Combs 也投出了自己的简历。但他的简历并不突出。

CastlePoint 的任务是投资金融服务类公司股票。他的公司业绩不错，但并不出类拔萃。公司规模也相对较小，管理着约 4 亿美元的资金。Combs 一个巨大的成就是相对安然地渡过了 2008 年的金融危机。根据一封致投资者的信，他的基金当年仅下跌了 5.7%，而标普 500 指数则暴跌了 37%。

2010 年 Combs 与巴菲特的长期商业伙伴伯克希尔副董事长查理芒格会面。华尔街日报当时的一篇文章称，不久后两人在洛杉矶加州俱乐部共进午餐，并进行了长达数小时的交谈。随后，芒格建议巴菲特去见见这位年轻的基金经理。巴菲特告诉该报，除了聪明才智，Combs 的个性也“百分百符合”伯克希尔的公司文化。悉尼 Caledonia 投资管理公司的董事长 Mark Nelson 曾鼓励 Combs 与芒格接触，他说，伯克希尔的行动之快令他感到惊讶。Nelson 说，Combs 喜欢钻研复杂的金融公司，喜欢分解会计账目。“他们可能看到了志同道合的人”。

Combs 于 2011 年初加入伯克希尔，最终举家从康涅狄格州搬到了奥马哈。泰德韦施勒(Ted Weschler)是巴菲特聘请的在伯克希尔挑选股票的另一位投资经理，他选择留在弗吉尼亚州 Charlottesville。熟悉两人安排的人士透露，Combs 决定搬迁意味着巴菲特更加倚重他。不过，在公开场合，这位亿万富翁试图对两人一视同仁，他说，Combs 和 Weschler 对公司来说是的重要补充，“他们身上流淌着伯克希尔的血液”。

坐在巴菲特身边对 Combs 还有其他好处，他现在为伯克希尔管理着大约 120 亿美元的资金。这位奥马哈的亿万富翁将 Jamie Dimon 介绍给了 Combs，并促使这位年轻的投资经理加入了摩根大通董事会。

在某些方面，Combs 的生活与他经营对冲基金的日子相比并没有太大变化。去年，他在一次罕见的采访中告诉佛罗里达州校友杂志：“我每天阅读大约 12 个小时。沃伦和我通常每天都会讨论一两次我们公司的交易、股票和其他事情。有时候，我们旗下的经理人会主动联系我们，有时银行家会打电话来告诉我们一个投资机会，但也仅此而已。”此外，他还要出差参加董事会会议。除了摩根大通，Combs 还是伯克希尔几家子公司的董事，包括 PCC 精密机件公司和 Duracell 金霸王公司，Duracell 是伯克希尔从宝洁公司收购的电池生产商，Combs 是通过与宝洁进行的一次节税换股交易中收购的。

不太为人所知的是，Combs 花了很多时间与商界高层人士打交道。今年 1 月，在年度 Alfa Club 晚宴之前，他和巴菲特一起出席了民主党权力经纪人 Vernon Jordan 在华盛顿举办的午餐会，这是亿万富翁和政客们的聚会。据一位与会人士称，美国商务部长 Wilbur Ross 和 Jamie Dimon 也在那里。

如果 Combs 已经为新的医疗保健企业确定了发展方向，他对此仍然守口如瓶。了解他的人猜测，公司最初可能会专注于从处方药销售的中间商那里压缩成本。但他的野心显然更大。巴菲特 2 月底在 CNBC 节目中说：“我认为，仅凭谈判能力，就能轻松削减 3% 或 4% 的成本。我们正在寻找比这更大的目标”。美国医疗系统拥有强大的现任者，包括医院和药物福利管理者。多年来为降低成本所做的努力并没有取得什么成效。贝索斯、巴菲特和戴蒙团结在一个共同的事业周围，但如果不能满足他们迥然不同的业务需求，他们的计划可能会搁浅。目前，该小组的工作重点是寻找一位 CEO 来管理这家新企业，Combs 正在与摩根大通和亚马逊的代表一起推进这项工作。一位人士说，鉴于 Combs 迄今为止所做的大量工作，他最终可能会成为这家医疗保健公司的非执行董事长。如果这一提议获得通过，Combs 将继续参与其中，但仍会安安稳稳地做个幕后人物。

<节选自 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-03-27/what-do-bezos-buffett-and-dimon-have-in-common-meet-todd-combs>>



Annual Graham & Dodd Breakfast

格雷厄姆多德早餐会创办于 1991 年，是哥伦比亚大学商学院格雷厄姆多德 80 年传统的典范。早餐会每年秋天在纽约市举行，将校友、学生、学者和从业者聚集在一起，举办一个关于当前的投资见解和方法的论坛。这个非常成功和令人振奋的活动，吸引了投资界一些最杰出的人物。哥伦比亚大学商学院感谢 Barbara Dodd Anderson, Charles Royce, Robert Bruce, 是他们的支持开创并建立了这个久负盛名的系列论坛。

- 34rd(2024): Mala Gaonkar, SurgoCap Partners
- 33rd(2023): John Armitage, Egerton Capital
- 32nd(2022): Todd Combs '2002 届, Berkshire Hathaway
- 31st(2021): Kim Lew, Columbia Investment Management Company
- 30th(2020): Jeffrey Smith, Starboard Value
- 29th(2019): Cliff Asness, AQR Capital Management
- 28th(2018): John Griffin, Blue Ridge Capital; Ian McKinnon, Sandia Holdings
- 27th(2017): Bruce C.N. Greenwald, Columbia Business School
- 26th(2016): Prem Watsa, Fairfax Financial Holdings Ltd; VJ Dowling, Dowling & Partners
- 25th(2015): Philippe Laffont, Coatue Management
- 24th(2014): Bruce Berkowitz, Fairholme Capital Management; Mario Gabelli '1967, Gamco Investors; Jonathan Salinas '2008, Plymouth Lane Capital Management
- 23rd(2013): Neil Petroff, Ontario Teachers' Pension Plan
- 22nd(2012): Meryl Witmer, Eagle Capital
- 21st(2011): William Strong, Equinox
- 20th(2010): Cheah Cheng Hye, Value Partners Ltd
- 19th(2009): Jeremy Grantham, GMO
- 18th(2008): Seth A. Klarman, The Baupost Group
- 17th(2007): David Einhorn, Greenlight Capital
- 16th(2006): Tom Russo, Gardner Russo & Gardner
- 15th(2005): Jean-Marie Eveillard, First Eagle Funds
- 14th(2004): Bill Miller, Legg Mason Funds
- 13th(2003): Lee Cooperman '1967, Omega Advisors
- 12th(2002): Art Samberg '1967, Pequot Capital
- 11th(2001): Peter Saperstone '1995, Fidelity Investments; Paul D. Sonkin '1995, Hummingbird Value Fund; William von Mueffling '1995, Lazard Freres Asset Management; Jennifer Wallace '1994, Alpine Advisors
- 10th(2000): Christopher H. Brown, Tweedy, Browne Company LLC
- 9th(1999): Robert W. Gottesman '1979, First Manhattan; Edwin Schloss, Walter & Edwin Schloss Associates
- 8th(1998): Jeremy Grantham, GMO(Grantham, Mayo, Van Otterloo & Co. LLC); Lewis A. Sanders, Sanford C. Bernstein & Co., Inc.
- 7th(1997): Martin J. Whitman, Third Avenue Value Fund; Seth A. Klarman, The Baupost Group; Paul Johnson, BancAmerica Robertson Stephens
- 6th(1996): Michael Price, Mutual Series Fund
- 5th(1995): Mario Gabelli '1967, Gabelli Funds, Inc.
- 4th(1994): Lewis A. Sanders, Sanford C. Bernstein & Co., Inc
- 3rd(1993): Michael Steinhardt, Steinhardt Partners
- 2nd(1992): Bruce C.N. Greenwald, Columbia Business School
- 1st(1991): Robert Bruce '1970, Steamboat Group; Bruce Lehmann, Columbia Business School

Baillie Gifford™

www.bailliegifford.com

www.scottishmortgage.com

Baillie Gifford(柏基投资)成立于1908年,拥有114年的悠久历史,总部位于苏格兰爱丁堡,远离世界金融的中心美国纽约或伦敦,是一家骨灰级老牌投资基金,目前资产管理规模高达3000亿美元,其中包括权益类、固定收益等多元资产投资组合,这一数字是通过稳定且有机增长而不是通过合并或收购实现的。BG这家由合伙人全资拥有的投资管理公司,所有合伙人都在公司内工作,不受外界股东的干预,资金来源为养老基金,主权基金和保险基金,较长的资金期限提供了践行长期投资理念的基础。管理层面,公司采用无限责任合伙制度,使公司合伙人的个人利益与公司利益完全绑定,促使他们以最谨慎和负责的态度运营公司,同时保证了公司可以在不受外部股东干扰的情况下进行长线投资决策。员工激励方面,公司没有季度业绩考核,按五年的业绩表现发放员工奖金,辅以分红激励,2020年共派发股利4846万英镑,以鼓励长期价值创造。

公司简介

BG最初只有两位创始人:Augustus Baillie上校和Carlyle Gifford律师,两位都没有金融背景。1908年,福特第一辆T型车风靡美国,两位创始人意识到,美国作为新兴市场即将迎来大爆发,于是没有太多行业经验的他们决定转型投资领域,建立海峡抵押贷款和信托后的第一笔资金,投入为汽车轮胎提供原料的英属马来亚橡胶种植园。BG通过此次投资赚得了第一桶金。1913年,海峡抵押贷款和信托有限公司更名为苏格兰抵押贷款和信托公司(Scottish Mortgage Investment Trust),SMIT公司至今仍然是BG旗舰产品。一战后,BG看多新兴市场的美国,并入股了联合太平洋路和艾奇逊、托皮卡和圣达菲等铁路公司,在美国投入了20%的总资产。1929年崩盘前夕,BG又一次做出了正确的选择,他们对即将到来的大灾难的有着非凡预见:证券交易的繁荣即将崩溃。在股市崩盘前已将一半以上的投资组合转为现金和英国政府证券。1931年BG接管了Monks Investment Trust和其他两家信托的管理。二战之后,英镑贬值带来了英国金融行业的繁荣,信托业大受提振,BG及其主要客户投资信托公司赚得盆满钵满,但很快信托行业的辉煌就过去了。1960年代进入日本新兴市场。1970年代滞涨时期,信托业受到巨大冲击,仍专注于眼前的客户群的BG,资金端开始下滑。而更为致命的是,1978年,BG的第二大客户Edinburgh Dundee信托公司被收购,该客户带来的佣金比公司的利润还高。BG一度陷入危机。虽然最终安全度过危机,但痛定思痛的BG决定走出舒适区。1979年,撒切尔夫人领导的保守党上台,发布了一系列刺激政策,取消外汇管制以及资本利得税、大幅降低个税等举措给英国经济带来很大促进作用,从此开启了长达20年的牛市。美国里根政府上台,保罗沃尔克铁腕压制通胀,里根新政给美国经济注入了活力。在此期间,BG重仓的美日市场从1970年代的低迷中走出,进入高速发展期。另一个发展的关键之处在于,BG开始大力拓展养老金客户,因为养老金负债端长期稳定的特点与BG的投资理念不谋而合。1984年,公司获得第一笔养老金,1987年在英国养老金投资中扮演重要角色,时至今日,养老金依然是BG最重要的客户群体。牛市效应叠加这一关键资金来源,BG管理的资产一下就从1979年的3亿英镑飙升到1998年的162亿英镑。千禧年互联网泡沫以及2007年的次贷危机,对市场信心的打击很大。BG认为,想要继续保持增长,必须关注海外新兴市场。其中,中国是全球增长主要的推动力量,然后就是印度和巴西。公司的这一代人做出了这项关键决定,保持好奇心、耐心和勇敢之间的平衡。受益于对海外市场的关注叠加全球对股权管理的旺盛需求,以及BG在新兴市场投资专业知识声誉的日益提高,公司海外业务迅速兴起,2007年底BG海外资产管理规模占总体的比重达到40%。BG在2008年发行了其第一只中国主题基金,主要投资于消费、医疗、科技等领域。截至2022年,该中国基金规模在490亿英镑左右,重仓腾讯、阿里巴巴、宁德时代、京东、美团等企业。除了亚马逊和特斯拉外,ASML阿斯麦、欧莱雅,爱马仕,Gucci,基因测序公司因美纳Illumina,mRNA生物技术公司Moderna莫德纳,谷歌、三星、台积电、阿里巴巴、腾讯、美团点评,Deliveryhero等均是其长线投资对象,他们投资于具有颠覆性成长特征的公司。

投资哲学

在BG公司总部的入口处,就写着这家基金很直观易懂的投资理念:“真正的投资者不会只关注几个季度,他们会放眼数十年(Actual investors think in decades. Not quarters.)”。这就是BG最为人知的投资理念。在BG看来,长期投资于最具竞争力、创新性和成长效率的极少数优质企业,并取得超额回报,这才是真正的投资(actual investing)。BG尤其喜欢那些可能不会立即盈利、但可能在10年后推动经济增长的项目,并且认为真正的投资需要寻找并且长期陪伴极少数卓越公司,因为绝大多数的市场回报都来自于此。总体来看,BG的策略主要就是自下而上寻找具有潜力迅速成长到数倍于如今规模的企业,然后集中持股长期投资,个股通常持有10年以上。这一投资策略过去16年投资年化回报为12.38%,大幅高于MSCI全球指数(6.75%)和伯克希尔(6.99%)。

BG 公司持续大量投资新兴市场及新兴行业，“寻找真正优质的公司，且重仓高度集中长期持有”的投资方式和理念也是从此阶段开始形成。经历百年的沉淀，BG 的核心投资策略可归纳为：长期全球成长策略(Long Term, Globle Growth, LTGG)，就是在全球范围内挖掘并长期投资于最具竞争力、创新性和成长效率的优质企业，持仓周期为五年以上。获得非对称性回报即一个成功的投资项目可以赚取许多倍收益；而一个失败的投资项目所损失的仅限于 100% 本金。James Anderson 说：比起沃伦巴菲特，我一直是一个更像查理芒格的人……可以说是查理芒格二号。Anderson 还提到，他非常欣赏乔治索罗斯的观点，“看对看错并不重要，重要的是，看对时赚了多少钱，看错时，赔了多少钱”，这才是对市场回报的本质的洞察。而 LTGG 策略也是包含了追求非对称性单当次高额回报。乐观主义 optimism、长期主义 long-termism、全球视野 a global outlook 和对成长的痴迷 an obsession with growth 是 LTGG 策略的四个基石理念。BG 鼓励投资团队带着乐观主义和长期视野去发掘优质公司，并且贯彻了“先正面思考，后负面批判”的投研方法论。在 BG 会议的最初 20 分钟里，任何谈论某个想法的人都必须是积极的，讨论能促进股票上涨的理由。一开始就说出任何批评的话，你就会被迅速护送出房间。James Anderson 认为：乐观是有回报的，只要你不担心太多细节。从后期投资合伙人的分享的投资失败案例来看，他们对乐观主义的反思是市场常常会过于兴奋，过于乐观以致抬高了估值。长期主义上面要注意及时纠错，从全球视野来看，他们重点看好东方的发展。从成长的角度要避免“没有质量的销售增长”和“没有品牌效应沉淀的增长”。

BG 内部有一个叫 PSG 的组织，称为全球政策制定小组，它为 BG 的全球投资团队带来了宝贵的经验和见解，并负责资产配置和整个投资组合的监督。资产按照 75% 权益投资+20% 债券+5% 现金配置。对于股票：他们的重点是找出创新的、不断增长的业务。BG 坚信从长远来看，股价将遵循基本面。因此，那些能够持续发展业务、显著增加盈利的公司，最终将获得最佳的股价回报。对股票的投资是对现实世界企业的投资，其前景只能经过多年的深思熟虑才能洞察。BG 的能力和意愿是着眼于未来 5-10 年的长期视野决策，时间是一个不断增加企业差异化和优势的源泉，而市场往往不愿意等待更长时间，它们更着眼于未来几个季度。对于债券：他们只持有可以增加组合价值，且能对冲股票风险的债券品种。

BG 利用了高成长公司+分散化组合提供的反脆弱性。以 SMIT 基金为例，其投资组合覆盖了 47 家上市公司和 44 家非上市公司，而单个仓位的最高占比原则上不超过 10%，尽管很多投资的从绝对值来看都是重仓。失败的案例有到达 80%-90% 的亏损案例。比如受疫情冲击陷入困境的 Airbnb、因油价暴跌而破产的 Ultra Petroleum，因没有品牌的工业品和中国产品大幅降价破产的德国太阳能电池板制造商 Q-Cell (下跌 80%)，和因创始人违规而股价长期一蹶不振的 Lending Club。但在亚马逊上获得 100 倍的回报、在特斯拉上获得 16 倍的回报以及在拥有腾讯 31% 股份的南非企业集团 Naspers 上获得 17 倍的回报，已经远远弥补了它的不足。

BG 投资合伙人 Mark Urquhart 说：一个投资者必须时刻对正确的退出时机保持开放的心态。行业背景的不利变化；公司竞争地位的恶化；对管理失去信心(比如减持亚马逊因为贝索斯辞任 CEO)；组合占比太高(比如减持特斯拉)，以上四条都是退出的标志。

在 2021 年巴伦圆桌会议上，Anderson 谈及特斯拉的减持和卖出原则提出了他的看法：“这主要是因为客户有风险指南，限制其投资组合中任何一种股票的百分比。除了这些指导方针，你该如何决定卖出一个股票？我们的看法是试图有一个严格上行概率的调整，然后我们对持股进行排名，我们试图形成对未来五到十年能够上行的看法，并保持相当严格的纪律来看这件事情”。同时 Anderson 也强调股票投资的回报是不对称的，持有股票的好处是上涨几乎是无限的，而坏处自然是亏损有上限的。诚然，对投资人来说，获利了结可能是非常错误的。这就是为什么说这么多投资都是错误的。遗憾的是，作为一个行业，专业机构的基金经理很少尝试为投资者做正确的投资决策。大多数惯例都是为了服务、保护和丰富投资经理的利益而非投资者的利益。

BG 对于近年来兴起的被动投资 Passive investing 和量化投资 Quantitative investing 两大策略都相当排斥，认为被动投资仅关注于降低交易成本，量化投资则将投资抽象成了因子游戏，两者都忽略了对企业长期竞争力、财务状况和战略能力的判断能力。在被动投资日益兴盛的今天，BG 的存在和成功证明了公司基础性面研究的价值。2000 年互联网泡沫破灭，BG 同样遭受了巨大损失。尽管投资者逃离亚马逊之类的科技公司，BG 却毅然决然支持贝索斯的愿景。该公司“先正面思考，后负面批判”的方法论诞生于亚马逊卓越的韧性和巨大的成功。当然，BG 能够采取如此的投资策略也和其资金性质和治理结构息息相关。从 1984 年起，公司便是英国重要的养老金管理人之一，因此资金期限非常长；此外公司的所有权完全属于合伙人(目前 43 名合伙人，公司总共拥有 271 名投研人员)，因此可以在不受外部股东干扰的情况下进行超长线的投资决策，也为员工提供了动力和长效激励。因为 BG 至今仍是独立的私人合伙企业，这种所有权结构使其能够将精力完全集中在客户及其投资上，重点放在真正的长期思考，而不是短期目标。

无论是最初级的分析师还是公司的合伙人，BG 投资团队都会讨论和辩论其投资理念。他们一直在寻找新颖的见解、另类的观察或深入的挑战，以帮助完善投资案例并增强集体知识。而且由于投资中没有持久正确的答案，

因此，团队永远不会停止提出问题。基于理论上的好奇和严格的方法，投资团队之间的思想交流和激烈辩论对于其投资流程至关重要。当分析师和投资组合经理齐聚 BG 的办公室、共同思考对策之时，人人都要遵守一个规定：会议的前 20 分钟必须要说积极的看法，只表达对股价上涨的信心。如果有人要发表批评意见，马上就会被请出会议室。聪明人容易持怀疑态度，这会把很多想法扼杀在摇篮里，这也正是各位合伙人所担心的，这条乐观规定就是为了防止这一情况的发生。

BG 的投资决策流程

1, 早期观察：不断发现早期公司和新的商业模式，一方面寻找投资机会，另一方面考察早期公司的成长和商业模式的变化是否对现有持仓造成影响。

机遇和变化	我们的组合错过了世界哪些重大机遇和变化？
	我们如何在组合中反应这些变化？
	哪些变化是我们已经投资但不够重仓的？
盲点和措施	哪些表现最好的公司是我们错过的？
	为什么错过？应该投资他们吗？
	为确保不再错过，应如何改进研究步骤和决策流程？

2, 尽调十问：通过不断地问十个问题，从多维度对标的公司进行充分的研究和讨论。同时也采用压力测试的方法考虑极端情况下是否依然持购买观点。

行业机遇	未来五年营收能否翻倍？	营收的成长速度
	十年之后行业会如何？	潜在市场规模和市占率
竞争优势	核心竞争优势是什么？	成长性的核心来源
	用户为什么喜欢公司？它为社会提供了什么价值？	用户口碑/社会影响力
盈利能力	盈利是否优秀？	毛利率/净利率
	利润率是否能提高？	公司所处发展阶段
管理能力	企业文化是否具有显著差异性？是否具有适应性？	管理层的特质
	管理层如何配置资本？	ROIC/Capex
估值	公司价值能够增长 5 倍或更多吗？	投资回报空间
	为什么市场没有发现公司的价值？	市场主流的偏见

3, 情景分析：通过情景分析预测公司未来的成长。情景分析中会运用不同的参数从而产生不同的结果，对标的公司的成长潜力做出判断。

4, 组合构建：做出投资并不需要得到所有基金经理的认同，但是认同度越高则持仓相对会越大。

5, 卖出股票有三种可能：行业背景和公司基本面的恶化；管理层的变化；价值已经实现。

全球化与科技进步让一些公司能够在不需要过多外部资金的支持下呈级数增长。投资的回报是非对称的，最大的损失是所投资的本金，而回报有可能数倍于所投资的本金。在这一背景下，BG 的投资哲学衍生出尽调十问这一方法论。其核心是自下而上寻找具有潜力迅速成长到数倍于如今规模的企业。基金管理重点，通常是用最批判和毒辣的眼光，去衡量一家公司的风险和问题，然后给出“股票卖出”评级。但 BG 努力的方向，是专注去思考 3 个更正面的问题：What can go right? How much money do you make when youre right? Whats the possibility of this being right? BG 的风投策略，是用数据和最严谨的思维，去思考更积极的问题，包括：这家公司最大的竞争优势是什么？如果在接下来的 10-15 年内，公司能实现目标，将会带来哪些结果？是否会成就万亿市值？考虑公司本身和市场的因素，这个实现的概率有多大？BG 的投资风格，是乐观、大胆、耐心十足的。在特斯拉最不济的时期，BG 只对媒体说了一句话：我们专注做一个好股东，关注企业更长线的发展和结果。如果没有马斯克和特斯拉，电动汽车无法进入主流汽车的行业。

BG 投资案例

BG 全球范围寻找高成长企业：2004 年开始投资亚马逊，2021 年贝索斯退休，BG 减持亚马逊，现为第 13 大股东；2011 年开始投资 illumina，现为第 1 大股东；2013 年开始投资特斯拉，现为第 2 大股东；2014 年开始投资阿里巴巴(ADR)，现为第 4 大股东，同时也不乏持仓十余年的腾讯、谷歌等科技巨头的身影。除了投资于全球上市公司股票，BG 还投资于未上市公司和私募股权基金：BG 持有估值 2.1 亿英镑的蚂蚁金服股权，以及字节跳动 6100 万英镑左右的股权。5600 万英镑 SPACE X，2600 万英镑 Airbnb，3600 万英镑 WARBY PARKER 眼镜，2600 万英镑大

数据独角兽 PALANTIR。2018 年 9 月，美团点评上市 BG 获配 5800 万股，场内增持后持股比例升至 5.08%。2018 年 10 月，BG 投资蔚来 8530 万股占比 11.44%。

2004 年 10 月首次以 35 美元买入亚马逊，那时的亚马逊还只是一个线上书店。投资是基于对于电商发展前景以及轻资本轻库存运营模式的看好，以及对于贝索斯的看好和信任(贝索斯愿意为长期发展放弃短期利益，贝索斯认为卖书还可以拓展到其他商品了领域)。2006 年，股价较买入下跌了近 1/3，重新进行评估：彼时亚马逊已经拓展到 32 类商品，并进行了巨大的物流投入。华尔街并不理解为什么免费提供物流且经营性利润率仅 2%。投资团队在质疑，亚马逊是仅对客户好却并不有利于投资人吗？基于 GMV 的增长和对于物流科技的巨大投入，看到了公司潜在的巨大可能，决定继续相信管理层并持有股票。2009 年与贝索斯见面，AWS 刚刚起步，国际电商业务开始发展，亚马逊的物流投资终于开始展现出回报。投资的假设被一一验证，2010 年在 117 美元和 128 美元大规模加仓。2014 年，基于对公司的看好在股价回落 310 美元继续加仓。

BG 历史持仓

2013-9	2014-3	2014-9	2015-3	2015-9	2016-3	2016-9	2017-3	2017-9
亚马逊 8.0	亚马逊 7.6	亚马逊 7.1	亚马逊 8.0	亚马逊 10.6	亚马逊 8.3	亚马逊 10.8	亚马逊 9.5	亚马逊 7.7
阿里 1.6	阿里 2.3	阿里 4.5	阿里 4.0	阿里 2.9	阿里 4.1	阿里 5.1	阿里 5.1	阿里 6.4
		Zalando1.2	Zalando1.3	Zalando1.8	Zalando1.7	Zalando2.0	Zalando2.0	Zalando2.3
						HelloFres0.7	HelloFres0.8	HelloFres0.7
						Home24 0.6	Home24 0.6	Home24 0.5
电商						Zocdoc0.6	Zocdoc0.4	Zocdoc0.3
						Airbnb0.5	Airbnb0.4	Airbnb0.4
				Flipkart0.9	Flipkart0.8	Flipkart0.4	Flipkart0.4	Flipkart0.5
				JD 0.2	JD 0.2	JD 0.2	清仓	Delivery0.9
					携程 0.9	携程 2.1	携程 2.4	携程 2.6
谷歌 3.4	谷歌 3.8	谷歌 3.7	谷歌 2.9	谷歌 3.4	Alphabet3.9	Alphabet3.8	Alphabet3.7	Alphabet3.4
百度 7.5	百度 6.1	百度 8.3	百度 6.7	百度 4.4	百度 5.8	百度 5.1	百度 4.4	百度 5.3
腾讯 5.2	腾讯 5.8	腾讯 5.8	腾讯 6.7	腾讯 4.2	腾讯 4.8	腾讯 6.0	腾讯 5.7	腾讯 6.8
FB 1.9	FB 2.4	FB 3.1	FB 3.3	FB 3.8	FB 4.6	FB 4.7	FB 4.8	FB 4.2
Rackspace1.3					Netflix1.0	Netflix1.3	Netflix1.8	Netflix2.0
互联网					Spotify0.4	Spotify0.4	Spotify0.4	Spotify0.6
Linkedin1.3	Linkedin1.2	Linkedin1.2	Linkedin1.4	Linkedin1.1	Linkedin	清仓		
		Twitter0.9	Twitter	Twitter	Twitter	清仓		
Inditex5.2	Inditex5.2	Inditex4.6	Inditex5.1	Inditex5.8	Inditex5.9	Inditex6.0	Inditex5.5	Inditex4.7
Kering4.4	Kering2.8	Kering2.6	Kering2.4	Kering2.1	Kering2.2	Kering1.9	Kering1.9	Kering3.2
FIAT1.7	FIAT2.3	FIAT2.5	FIAT3.9	FIAT2.3	FIAT	清仓		
	Porsche1.2					法拉利 2.1	法拉利 2.8	法拉利 3.2
Tesla	Tesla1.8	Tesla2.4	Tesla1.8	Tesla5.0	Tesla4.7	Tesla4.9	Tesla6.8	Tesla6.8
苹果 2.5	苹果 2.6	苹果 1.4	苹果 1.5	苹果 1.4	苹果 1.5	苹果 1.0	清仓	
Atlas4.6	Atlas3.0	Atlas2.5	Atlas2.7	Atlas2.2	Atlas2.2	Atlas2.0	Atlas2.0	Atlas1.9
RollRoyce1.6	RollRoyce1.5	RollRoyce1.2	RollRoyce1.3	RollRoyce1.6	RollRoyce1.4	RollRoyce1.3	RollRoyce1.2	RollRoyce0.9
BASF1.6	BASF2.1	BASF1.8	BASF2.6	BASF2.1	BASF2.0	BASF2.1	BASF2.2	BASF1.1
CVRD1.9	Renishaw1.0	Renishaw	Renishaw0.9	Renishaw0.8	Renishaw0.8	Renishaw0.8	Renishaw0.8	Renishaw1.1
KGHM2.0	KGHM	KGHM	KGHM	KGHM	KGHM	清仓		
Deere1.1								
Prudential2.4	Prudential2.5	Prudential2.5	Prudential2.6	Prudential2.3	Prudential1.9	Prudential1.3	Prudential1.0	Prudential0.4
Santander2.1	Santander2.1	Santander2.6	Santander2.3	Santander1.1	Santander1.0	清仓	T-wise0.3	T-wise0.7
金融		Kinnevik2.4	Kinnevik2.1	Kinnevik1.8	Kinnevik1.7	Kinnevik1.4	Kinnevik1.7	Kinnevik1.6
	印度住房金融	HDFC0.9	HDFC1.3	HDFC1.2	HDFC1.1	HDFC1.4	HDFC1.5	HDFC1.3
					瑞典商业银行	SVNLY 0.5	SVNLY 0.9	SVNLY1.0
全食超市 1.8	全食超市 1.6	全食超市 1.1	全食超市 1.3	全食超市	全食超市	清仓		
			Magnit1.1	Magnit1.0	Magnit0.5	Magnit0.5	Magnit0.4	清仓
Reckitt1.8	Reckitt1.5	Reckitt1.5	Reckitt1.1	Reckitt1.0	Reckitt1.0	清仓		
Illumina3.8	Illumina6.8	Illumina7.0	Illumina7.8	Illumina7.8	Illumina7.4	Illumina7.6	Illumina5.9	Illumina5.4
Novozymes1.9	Novozymes1.5	Novozymes1.4	Novozymes1.4	Novozymes1.4	Novozymes1.0	Novozymes1.1	Novozymes0.9	Novozymes0.2
ISRG1.6	ISRG1.7	ISRG1.7	ISRG1.4	ISRG1.4	ISRG1.7	ISRG1.4	ISRG1.4	ISRG1.5
						Bluebird0.8	Bluebird1.3	Bluebird1.5
						Curevac0.5	Curevac0.4	Curevac0.3
						Juno0.5	Juno0.3	Juno0.5
								Grail0.9
Salesforce3.1	Salesforce2.2	Salesforce	Salesforce	Salesforce	Salesforce	Salesforce0.6	Salesforce0.5	Salesforce0.4
			Rocket1.6	Rocket1.1	Rocket0.8	Rocket0.8	Rocket0.7	Rocket0.8
				Palantir1.1	Palantir1.1	Palantir1.0	Palantir0.7	Palantir0.5

					Thumbtack0.9	Thumbtack0.8	Thumbtack0.7	Thumbtack0.6
新东方 1.3	新东方 1.4	新东方 1.0				Workday1.4	Workday1.1	Workday1.3
Aggrekol1.1	Aggrekol1.0					Tableau0.5	Tableau0.4	Tableau0.5
						Dropbox0.5	Dropbox0.4	Dropbox0.4
					Brandtech0.9	Brandtech0.9	Brandtech0.8	Brandtech0.6
ARM1.1	ARM1.2	ARM1.0	ARM1.1	ARM1.0	ARM1.0	清仓		
			ASML1.1	ASML1.1	ASML1.0	ASML1.2	ASML2.1	ASML2.3
	02 0.9	02 0.9				NVIDIA0.4	NVIDIA1.0	NVIDIA1.8
28.35	29.86	32.83	38.19	35.65	39.54	47.75	53.83	63.69
2018-3	2018-9	2019-3	2019-9	2020-3	2020-9	2021-3	2021-9	2022-3
亚马逊 9.9	亚马逊 10.5	亚马逊 9.6	亚马逊 9.0	亚马逊 9.3	亚马逊 7.9	亚马逊 5.0	亚马逊 2.6	亚马逊 3.0
阿里 7.5	阿里 5.7	阿里 6.5	阿里 6.1	阿里 6.5	阿里 6.1	阿里 4.3	阿里 2.5	阿里 2.5
	蚂蚁 2.3	蚂蚁 2.4	蚂蚁 2.5	蚂蚁 2.3	蚂蚁 1.8	蚂蚁 1.4	蚂蚁 0.9	蚂蚁 0.8
	美团 1.0	美团 1.0	美团 1.3	美团 2.5	美团 3.6	美团 3.9	美团 2.9	美团 2.3
	拼多多 0.5	拼多多 0.5	拼多多 0.6	拼多多 0.7	拼多多 0.8	拼多多 1.4	拼多多 0.8	拼多多 0.8
携程 2.1	携程 1.4	携程 1.7	携程 1.2	携程 0.8	清仓			
Zalando2.3	Zalando1.4	Zalando1.4	Zalando1.3	Zalando1.4	Zalando1.9	Zalando1.6	Zalando1.6	Zalando1.3
Delivery1.0	Delivery2.0	Delivery1.5	Delivery1.9	Delivery3.0	Delivery2.7	Delivery3.0	Delivery2.6	Delivery2.6
HelloFres0.7	HelloFresh	HelloFresh	HelloFresh	HelloFresh1.4	HelloFresh1.3	HelloFresh1.4	HelloFresh1.5	HelloFresh1.0
					Mercado1.2	Mercado1.7	Mercado1.9	Mercado2.0
	Shopify0.3	Shopify0.5	Shopify0.8	Shopify1.0	Shopify1.3	Shopify1.1	Shopify1.2	Shopify0.8
Alphabet1.9	Alphabet1.9	Alphabet1.6	Alphabet1.7	Alphabet1.5	Alphabet1.1	清仓		
FB 2.0	FB 1.2	FB 1.3	FB 1.4	FB 0.5	清仓			
百度 4.0	百度 3.5	百度 1.7	百度 1.1	清仓				
腾讯 7.5	腾讯 5.7	腾讯 6.5	腾讯 6.1	腾讯 6.5	腾讯 5.5	腾讯 6.1	腾讯 4.1	腾讯 4.2
Netflix2.9	Netflix3.2	Netflix3.1	Netflix2.4	Netflix3.1	Netflix2.3	Netflix1.9	Netflix2.0	Netflix2.0
Spotify0.9	Spotify2.5	Spotify2.2	Spotify1.8	Spotify1.8	Spotify2.0	Spotify1.8	Spotify1.3	Spotify1.1
	ByteDance0.7	ByteDance0.7	ByteDance0.4	ByteDance1.8	ByteDance1.8	ByteDance1.8	ByteDance1.8	ByteDance1.9
Inditex3.6	Inditex2.2	Inditex2.2	Inditex2.4	Inditex1.6	Inditex1.0	清仓		
Kering3.5	Kering3.3	Kering3.7	Kering3.3	Kering3.1	Kering2.8	Kering2.3	Kering2.1	Kering2.4
法拉利 2.9	法拉利 3.0	法拉利 3.0	法拉利 3.0	法拉利 2.7	法拉利 1.8	法拉利 1.7	法拉利 1.0	法拉利 1.4
Tesla4.9	Tesla4.6	Tesla5.3	Tesla4.6	Tesla8.6	Tesla 12.0	Tesla4.5	Tesla4.7	Tesla6.6
	蔚来 NIO1.4	蔚来 NIO1.1	蔚来 NIO1.0	蔚来 NIO1.0	蔚来 NIO2.4	蔚来 NIO3.5	蔚来 NIO2.8	蔚来 NIO2.1
				锂电池	Northvolt0.7	Northvolt1.2	Northvolt1.9	Northvolt2.3
NVIDIA2.2	NVIDIA2.2	NVIDIA1.5	NVIDIA1.4	NVIDIA2.0	NVIDIA2.3	NVIDIA1.9	NVIDIA2.2	NVIDIA3.4
ASML3.1	ASML2.8	ASML2.9	ASML3.8	ASML3.8	ASML3.9	ASML5.1	ASML5.5	ASML6.4
		SpaceX0.6	SpaceX0.7	SpaceX0.6	SpaceX0.9	SpaceX1.1	SpaceX1.2	SpaceX2.0
Illumina6.5	Illumina8.7	Illumina7.5	Illumina7.5	Illumina6.2	Illumina4.4	Illumina5.8	Illumina5.8	Illumina6.4
Ginkgo0.6	Ginkgo0.6	Ginkgo1.0	Ginkgo2.0	Ginkgo1.8	Ginkgo1.0	Ginkgo1.4	Ginkgo3.2	Ginkgo3.2
Grail0.8	Grail0.8	Grail0.8	Grail1.0	Grail0.8	Grail0.8	Grail0.6	清仓	
Bluebird1.9	Bluebird1.4	Bluebird1.5	Bluebird0.7	Bluebird0.3	Bluebird0.2	清仓		
ISRG1.3	ISRG1.6	ISRG1.3	ISRG1.3	ISRG1.1	ISRG0.9	清仓		
Denali0.6	Denali0.6	Denali0.7	Denali0.4	Denali0.6	Denali0.9	Denali1.4	Denali1.1	Denali0.9
	Tempus0.4	Tempus0.5	Tempus1.0	Tempus1.5	Tempus1.1	Tempus1.2	Tempus1.1	Tempus1.2
Prudentia0.3	清仓					Moderna3.5	Moderna9.2	Moderna7.1
Kinnevik1.6	Kinnevik1.2	Kinnevik1.1	Kinnevik1.1	Kinnevik0.6	Kinnevik0.9	Kinnevik0.8	Kinnevik0.5	Kinnevik0.5
HDFC1.3	HDFC0.9	HDFC 1.1	HDFC 1.1	HDFC 0.8	HDFC 0.5	HDFC 0.6	HDFC 0.6	HDFC 0.6
T-wise	T-wise 0.8	T-wise 1.1	T-wise 1.2	T-wise 1.1	T-wise 0.9	T-wise1.0	清仓	Transferwise
SVNLY0.8	清仓				跨境支付	Adyen1.3	Adyen1.4	Adyen1.3
Atlas1.6	Atlas0.9	Atlas1.0	Atlas1.0	Atlas1.0	Atlas0.8	Atlas0.9	Atlas0.5	Atlas0.5
Brandtech1	Brandtech1	Brandtech1	Brandtech1.5	Brandtech1.4	Brandtech1	Brandtech1	Brandtech1	Brandtech1.9
IndigoAgr0.4	IndigoAgr1.0	IndigoAgr1.0	IndigoAgr0.8	IndigoAgr0.8	IndigoAgr0.4	IndigoAgr0.4	IndigoAgr0.4	IndigoAgr0.4
Uptake0.9	Uptake0.8	Uptake0.6	Uptake0.5	Uptake0.3	Uptake0.2	Uptake0.2	Uptake0.2	Uptake0.4
Rocket0.9	Rocket0.8	Rocket0.7	Rocket0.7	Rocket0.5	Rocket0.3	清仓		
Dropbox0.7	Dropbox0.5	清仓	Zoom0.2	Zoom0.9	Zoom1.6	Zoom1.4	Zoom0.9	Zoom0.5
Workday1.4	Workday1.4	Workday1.1	Workday1.4	Workday1.0	Workday0.9	Workday0.8	清仓	
BASF0.9	清仓			Wayfair0.5	Wayfair1.5	Wayfair0.8	Wayfair0.9	Wayfair0.7
Renishaw1.0	Renishaw0.8	Renishaw0.7	Renishaw0.6	清仓				
	Lyft0.5	Lyft1.1	Lyft0.6	Lyft0.4	Lyft0.2	Lyft0.4	清仓	
66.73	83.56	81.33	84.46	91.51	154.90	182.29	211.45	168.89

2009 年 BG 首次于 85 港币买入腾讯，当时腾讯仅有 QQ，但 BG 认为 QQ 并不仅仅是中国版本的 MSN，而是一个年轻的带有创新能力的社区。QQ 衍生出包括游戏、宠物、QQ 秀一系列产品，和美国市场的产品完全不一样。BG 认为互联网普及会带动 QQ 渗透率的提高，并进而占据游戏市场，但 BG 也担心 QQ 对于年轻人的吸引力，所以小幅进行建仓。随着腾讯产品线的丰富，BG 于 2010 年 2 月和 5 月于 149 港币加仓，2011 年 8 月、9 月于 186 和 164 港币加仓。2013 年，BG 见到了马化腾，并深入了解腾讯的企业文化：对产品的专注。BG 对于马化腾的谦虚，以及支持与成就他人的性格留下深刻印象。2014 年 3 月与 2015 年 9 月，BG 继续在 130 和 140 港币加仓，理由是看好腾讯的微信平台具有强大的变现能力，如按照 Facebook 的发展模式，高额的广告业务收入触手可得。近年来 BG 和腾讯的沟通越发密集，BG 认为腾讯不仅仅是做游戏，还有强大的能力进行投资和孕育新的公司，如拼多多、美团、滴滴、蔚来汽车、腾讯音乐等，这让其还可能发生数量级上的成长。其对于被投资企业持灵活的态度也成为其相较于同样投资企业的阿里巴巴(阿里第四大股东)具有更大的优势。

2013 年 BG 旗舰级基金 SMIT 耗资 8900 万美元首次买入 230 万股特斯拉时，BG 已经意识到，在未来的某一天，电动汽车将比内燃机汽车具有更高的性能和更便宜的价格。鉴于当时西方电动汽车领域只有特斯拉有这样的实力，BG 的投资决策就很简单明了。然而，当时的特斯拉负面缠身。特斯拉股在短短 6 周内发生三起 Model S 自燃事故，两个月内价下跌近 37%，市值缩水 80 亿美元，特斯拉一度陷入危机。现在来看，当时的投资者被散布恐慌情绪的华尔街分析师和做空机构搞糊涂了。而马斯克的口无遮拦也经常导致特斯拉股价异常波动。但这些新闻对于 BG 而言是一种市场失效，BG 相信马斯克能够带领电动车战胜内燃机汽车。因此，BG 选择是买入然后耐心等待。也是这一年，特斯拉第一次在美股爆发了亮瞎市场的涨幅。在此后的 8 年间，外界对特斯拉的质疑从未停止，特斯拉一度成为对冲基金最爱做空的股票，但无论特斯拉遭遇什么风暴，BG 都坚持多头仓位：2015 年 3 月至 2016 年 12 月，BG 还在特斯拉股价疲弱时 6 次加仓。到 2017 年，BG 已跃升至特斯拉第二大股东。2018 年，市场继续质疑特斯拉持续亏损将花完所有的钱并将无以为继：马斯克个人也因为推特事件受到广泛质疑。BG 在充分讨论后，认为没有公司和个人是完美的，马斯克个性鲜明，但无疑是充满雄心的天才领袖，并愿意聆听他人建议。BG 决定继续支持马斯克，并建议马斯克远离聚光灯和推特，专注于经营表现。BG 作为特斯拉除了马斯克以外最大的股东，在 2019 年到 2020 年收获了巨大回报。BG 认为，作为重要股东，其责任就是去挑战、支持、和公司多个层面互动并让公司变得更好。到 2020 年底，BG 旗舰级基金 SMIT 在特斯拉上狂赚 290 亿美元，在投资界一战成名。BG 从 2020 年开始大力减持特斯拉。安德森表示，特斯拉股价大涨后超过了客户投资组合的权重限制，这意味着需要减少持股，但对公司本身依然非常乐观。

当然 BG 也有很多投资失败的案例，一方面通过跟踪能够及时止损，另一方面很难避免的就体现出了投资回报的非对称性价值：真正的投资需要寻找并且长期陪伴极少数卓越公司，因为绝大多数的市场回报都来自于此。很多时候是 BG 的投资也是逐步建仓的过程，特别是一些还比较小、不那么确定的标的，亏损率最差的情况也小于 100%，而且额度也不会太大，而收益的就可能是几十倍甚至上百倍且重仓的，综合回报还是可观的。42 岁的 Tom Slater 参与共同管理公司的旗舰基金。他认为：如果能碰巧压中一两家那些长期驱动市场的杰出公司，那么就可以弥补投资其他企业有些避之不及的错误。比如在 2012 年，就抓住了云计算等新兴趋势以及阿里巴巴、腾讯等亚洲科技巨头的发展势头。BG 认为，随大流的做法导致了一些重大失误，包括 Eike Batista 手上命途多舛的巴西石油公司 OGX(暴跌 70%)、维斯塔斯、Lending Club(暴跌 70%)、Nio 公司。还有陷入困境的爱彼迎和行李箱制造商 Away，BG 也持有这两家公司的股份。不过，诸如亚马逊、特斯拉、拥有腾讯 31% 股份的南非互联网媒体集团 Naspers 等成功投资项目分别提供了 100 倍、16 倍和 17 倍的回报，远远足以填补失败项目的损失了。

BG 长期投资理念，背后是它对于未来的可预知性的推崇，它相信摩尔定律具备很多事物没有的预测能力。根据摩尔定律，在同样的成本下，计算机的计算能力每隔 24 个月就会翻倍。该定律曾成功预测过去 50 年的计算机发展趋势，根据荷兰芯片巨头 ASML 首席技术官 Martin van den Brink 的说法，摩尔定律的有效性至少可以再延伸超过 10 年。安德森在给投资者的信中谈到：具体的对投资判断的影响可能是模糊、不精准的。但只要记住指数增长的模式，投资者就会对个人电脑、电子游戏、手机、互联网和电子商务，新能源，基因编辑等打开眼界。

BG 旗舰产品 SMIT 管理者 James Andreson

Andreson 毕业于牛津大学历史系，在意大利和加拿大完成研究生学习后，于 1982 年获得国际事务硕士学位。毕业后，1983 年他加入 BG，在 1987 年成为合伙人，一干就是 40 年。2000 年开始管理苏格兰抵押贷款基金 SMIT，20 年间为股东带来了约 15 倍的回报，远超富时环球指数。他善于捕捉高成长型企业并长期陪伴，亚马逊、特斯拉、阿里巴巴、莫德纳都是 SMT 的重仓标的。他领导了该公司的欧洲团队的发展，共同制定了其长期全球增长战略。2001-2003 年，Andreson 还曾担任国际成长投资组合建设小组的主席，开创了该公司对非上市公司的投资。2022 年 4 月 61 岁的 Andreson 退休，并辞去 SMIT 经理一职。在过去的 2021 年中，受美联储加息预期影响，SMT 专注的科技股遭遇重挫。SMT 管理的股票价格下挫近 10%，这令许多悲观的投资者怀疑，科技股是否失去了发

展的动力？Andreson 承认，他在职业生涯中，无论是互联网泡沫破裂，还是 08 年金融危机期间，他从来没见过科技股遭遇现在这样的抛售，无论未来潜力如何。影响企业长期发展的因素都被忽视了。他认为，黑天鹅事件无法避免，投资者必须经受得住短期波动带来的影响，关注长线。“不祥日永远存在，但我认为，如果你能够承受，你的客户和储户能够承受，那么寻找极端赢家就是最好的投资方式”。

Andreson 致投资者信的一些观点

始终认为大部分股票市场财富是由极少数高成长性公司长期增长带来的，好公司上涨带来的收益远远超过潜在的损失。投资成功就是应该努力找出这些超级明星公司，因为其他的都不重要。投资是一场走向极端的的游戏。股票投资总体上值得参与是因为有一些为数不多的超级明星公司存在，否则大部分股票连长期国债都跑不赢。

在 2018 年的投资者信中提到，他谈到这样的观点来源于近几年堪称最重要的研究之一，来自美国 Arizona 州立大学的 Hendrik Bessembinder 教授，他严谨的分析了自 1926 年-2016 年 25332 家公司，并将数据更新到 2019 年，他的论文《1926-2019 年美国公开股票市场的财富创造》得出一些重要的结论值得我们留意：A) 在 1926-2019 年间投资美国公开股票市场的股东获得了超过 47.83 万亿美元的财富增长。其中科技股创造了 9 万亿美元的财富，占总财富的 18.99%，是所有行业中最大的。金融公司占总净财富创造的 15.22%，其次是制造业公司，占 12.49%，医疗和制药公司，占 9.79%。B) 从长远来看，大多数股票投资导致的是财富减少而不是增加。股东总财富创造是集中的在少数几只表现良好的股票中。C) 随着时间的推移，股市财富创造集中在几家公司的程度有所增加，最近三年尤其强劲，科技公司创造了最多的财富，五家公司苹果、微软、亚马逊、Alphabet 和 Facebook 产生了股市财富创造的 22.1%。电信、能源和医疗保健/制药公司创造的财富相对于它们在市场上的普及程度更多，但从长期来看，科技股作为一个整体并不是表现最可靠的，科技股在经济低迷时期的贡献是负的。所有投资者应该意识到，长期的股票市场财富创造历来集中在少数几家公司，近年来集中的程度增加了。没有理由认为未来的财富创造结果不会高度集中。D) 与通过其他的资产增长方式相比，例如新发行的股权净额或通过合并收购资产，内生增长是成功的重要因素；E) 高额研发支出是成功的重要预兆；F) 之前十年的价值大幅缩水的公司，在接下来十年内成为大赢家的机会更高。从全球看，创造净财富的企业仅占企业总量的 1%。而其余 99% 的公司很大程度上分散了投资人赚钱的注意力。因此，金融业推崇的股票回报正态分布这是一个虚构的错误假设并且流行了很多年。BG 认为 19 世纪以来权益投资的初心是关注真正的公司和真正的项目，然而被动投资仅关注降低交易成本，忽略了对企业长期竞争力、财务状况和战略能力的判断能力。BG 一直相信，真正的投资需要寻找并且长期陪伴极少数卓越公司，因为投资回报具有“不对称性”，绝大多数的回报都来自于极少数。

根据美国亚利桑那州立大学教授 Hendrik Bessembinder 的研究，从 1926 年到 2019 年，美股上市公司共为股东创造 47.4 万亿美元的净财富，其中，TOP 5 公司创造的净财富占总净财富的 11.9%，50% 净财富是由前 83 家公司(约 0.3%)创造的。另外，超过 57% 的公司导致股东损失财富。研究还发现，股市财富创造集中度近年来出现加强的趋势。从 2017 到 2019 年，TOP 5 公司创造的净财富占总净财富的 22.1%。因此，成功的投资就是努力找出尽可能多的新超级明星公司，投资的最大难点也在于此。

Andreson 认为，潜力无限的公司应该具备以下特征：从不自我设限，没有历史包袱；由创始人来领导公司(几乎是这样)；具有独特的经营哲学(通常是从第一性原理出发而独创出来的)。除了第二条，特斯拉完全符合安德森的描述。BG 曾针对特斯拉的核心竞争力、商业模式以及长期几何级增长逻辑设计了一个“尽调十问”。后来，BG 对于大规模投资的立项都会如法炮制，比如英伟达。

透过 BG 的发展历史可以看出，其也并不是非一帆风顺的，经历了宏观系统性危机、政治战争风险、战略选择失误等多种磨难，但始终坚持独立的合伙人制度(群策群力，避免关键人风险)，而资管是一个人力资本密集型行业，BG 通过这种制度一方面获得了人才(这种所有权结构使公司能够吸引和留住最好的投资人才，基金管理团队稳定，每年离职率不超过 5%)，另一方面也保证了其长期投资理念的代际坚持(免受外部股东干扰和短期收益诉求影响)，兼顾传承和活力，形成独特文化，真正成为了阿里理想中的“活过 102 年的好公司”。相对于两种典型类型代表文艺复兴(顶尖科学家量化)和伯克希尔(做多美国)，BG 的经验可能更值得借鉴与吸收：除了整体的系统性理念和方法，BG 是建立在对行业和公司的深入理解之上，在全球范围筛选真正优质的具备巨大成长空间公司，长期下注，逐步重仓持有。BG 更注重公司本身，随后在成长逻辑验证的时候则继续加仓专注这家公司。另外，从 BG 持仓尤其是刚开始建仓的标的中去筛选研究也是一个不错的跟随策略，可以节省一些盲目的探索成本，还可能带来羊群效应，当然长期看这不重要，短期可能带来刺激影响，同时作为长期投资者如果其开始大幅减仓的票也要值得注意，尤其是持有时间还不长的。还好有 BG 这样的公司，一家有点理想主义色彩的公司，一家当迷茫时想一想就能带来信心的公司。

巴菲特致股东的信 2022

2023 年 2 月 25 日 BRK: \$458674-468710

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东：

查理·芒格是我的长期合伙人，我们俩负责管理你们很多人的积蓄。我们感谢你们长期以来的信任，我们之间的这种关系往往会跨越很多人成年后的大部分时间。当我写这封信时，我的脑海中浮现的是这些专注的储蓄者。

一种普遍的想法是，人们在年轻时进行储蓄，期望能在退休后以此维持生活水平。这种理论认为，他们去世时留下所有资产通常会留给他们的家人，也可能留给朋友和慈善机构。

但我们的经验有所不同。我们相信，伯克希尔的个人股东大部分都属于“一旦存入、永远不取”的类型。

尽管这些人过得很好，但他们最终将大部分资金捐献给了慈善组织。这些慈善组织为了改善与捐助者无关的许多人的生活水平而花掉这些储蓄，从而使得这些资金进行重新分配。有时还取得了令人惊叹的成绩。

如何处置金钱会暴露出人类的本性。查理和我很高兴地看到伯克希尔产生的大量资金流向公共需求，而我们的股东却很少选择关注个人资产和资助家族。谁会不享受为这样的股东工作呢？

我们的工作

查理和我将你在伯克希尔的资产配置到两种相关的所有权形式。

首先，我们将资金投资于我们控制的企业，通常我们会买下它们 100% 的股权。伯克希尔主动管理这些子公司的资本配置，并任命负责日常运营决策的 CEO。在管理大型企业时，信任和规则都至关重要。伯克希尔对前者的强调程度不同寻常，有些人会说是极端的。失望是不可避免的。我们能够理解商业决策上的失误，但我们对个人不当行为的容忍度为零。

我们的第二类所有权形式是，购买公开交易的股票，我们通过持有这些股票被动地拥有这些公司的一部分。在这种投资形式中，我们在管理上没有发言权。

我们对这两种所有权形式的共同目标是，对具有长期有利经济特征和值得信赖的管理者的企业，进行有意义的投资。请特别注意，我们持有公开交易的股票是基于，我们对其长期经营表现的预期，而不是因为我们将视为巧妙买卖的工具。这一点很关键：查理和我不是挑选股票的高手，我们是挑选企业的高手。

这么多年以来，我犯了很多错误。从结果来看，我们目前多元化的业务组合，包含了少数真正具有非凡经济

特征的业务，一些具有非常好经济特征的业务、以及一大部分较为普通的业务。一路走来，我还投资了其它一些已经倒闭的企业，他们的产品不再被公众接受。资本主义有两面性：一方面导致了越来越多的失败者，一方面提供了越来越好的商品和服务。熊彼特称这种现象为"创造性破坏"。

我们投资于公开交易股票的一个优势是：偶尔可以很容易地以便宜的价格购入一些优秀的企业。关键是要明白，股票经常以非常愚蠢的价格进行交易，不是太高就是太低。"有效"市场只存在于教科书中。事实上，股票和债券的价格波动是莫名其妙的，价格的波动通常只有在进行回头看时，才能被理解。

控股企业投资则是另一种类型。有时它们的报价会比合理的价格高得离谱，但几乎不会以低价出售。除非受到胁迫，否则控股企业的所有者不会考虑以恐慌式的估值出售。

在这一点上，我的成绩单还算体面：在管理伯克希尔的 58 年中，我的大部分资本配置决策刚刚及格。在某些情况下，我的错误投资决策被大量的好运气所挽救。(还记得我们在全美航空和所罗门兄弟险遭灾难时成功逃生吗？我当然记得。)我们令人满意的成绩是十几个真正好的决策的结果，大约每五年一个，以及一个有时被遗忘的优势，这个优势有利于像伯克希尔这样的长期投资者。接下来，让我们拉开帷幕的一角看看背后吧。

秘密配方

1994 年 8 月，没错是 1994 年，伯克希尔完成了为期七年的 4 亿股可口可乐股票的买入，总成本为 13 亿美元，这对于当时的伯克希尔来说可是一笔非常大的数目。1994 年我们从可口可乐收到的现金分红为 7500 万美元。而到了 2022 年，红利已增加到 7.04 亿美元。每一年都有增长，就像生日一样确定。查理和我只需要拿着可口可乐的季度分红支票去银行兑现就行了。我们预计这些支票很可能会继续增加。

美国运通也是如此。伯克希尔对美国运通的买入基本是在 1995 年完成的，巧合的是，这笔投资也花费了 13 亿美元。从这项投资中获得的年度股息已从 4100 万美元增长到 3.02 亿美元。这些支票似乎也很有可能增长。

这些股息收益虽然令人高兴，但真正让人惊叹的是它们带来了巨大的股价涨幅。截至 2022 年底，我们持有的可口可乐市值为 250 亿美元，持有的美国运通的市值为 220 亿美元。现在每只股票市值约占伯克希尔净资产的 5%，与很久以前的权重相当。

假设我在 1990 年代犯了一个类似规模的投资错误，它在 2022 年打平并只保留了其 13 亿美元的价值(就像是持有 30 年期高等级债券一样)。这一令人失望的投资现在仅占伯克希尔净资产微不足道的 0.3%，并且只会为我

们带来大约 8000 万美元的固定年收入。

给投资者的教训是：野草只会凋零，花朵才会绽放。随着时间的推移，只需要少数赢家就能创造奇迹。而且，是的，早点开始并活到 90 多岁，也会很有帮助。

过去一年的摘要

伯克希尔在 2022 年表现不错。公司的经营收益创下了 308 亿美元的历史新高(我们的经营收益术语使用通用会计准则 GAAP 计算的盈利中不包括资本损益)。查理和我关注这个运营数据，并希望你也这样做。而在未经调整的情况下(去除资本损益)，GAAP 报告的数据在每个报告期都会剧烈波动。请注意它在 2022 年的杂技表演，绝非罕见。

2022 年季度	经营收益	GAAP 报告收益
1	7.0	5.5
2	9.3	-43.8
3	7.8	-2.7
4	6.7	18.2

按季度甚至按年度查看时，GAAP 报告的收益 100%具有误导性。诚然，在过去的几十年里，资本收益对伯克希尔来说非常重要，我们预计在未来几十年，将会对收益产生积极的影响。但它们每季度的波动，经常被媒体无脑报道，完全误导了投资者。

去年，伯克希尔第二个比较积极的动作就是我们收购了由乔·布兰登(Joe Brandon)担任 CEO 的财产意外保险公司阿勒格尼公司(Alleghany)。我曾与乔共事过，他非常了解伯克希尔和保险。Alleghany 为我们带来了特殊的价值，因为伯克希尔无与伦比的财务实力，使其保险子公司能够遵循极具价值且长期的投资策略，而几乎是其他所有竞争对手无法采用的模式。(160 亿占 70%资产的债券投资可以转向股权投资)

<Alleghany Company><Joseph Patrick Brandon>

2000 年 10 月 31 日，AIG 的 CEO 莫里斯格林伯格(Maurice R. Greenberg)打电话给通用再保险(GenRe)的 CEO 罗纳德弗格森(Ronald Ferguson)，希望通用再保险临时转移一部分损失准备金给 AIG。随后双方达成协议：GenRe 以购买再保险合约的方式将 5 亿美元预期理赔金转移入 AIG[在 2000 年末和 2001 年初分两笔，每笔 2.5 亿美元，合约时间一年]。AIG 增加了损失准备金 5 亿美元，GenRe 收到 500 万美元佣金。之后，直到 2004 年年底，AIG 与 GenRe 的问题交易才渐渐浮出水面：2005 年 2 月 14 日，美国 SEC 和纽约州总检察长 NYAG 共同传唤 AIG，罪名是涉嫌非法利用财务再保险的手段虚报收入。2005 年 3 月，AIG 传奇 CEO 任职达 37 年之久的 Greenberg 辞职。2005 年 5 月 31 日，AIG 重新修正 2000-2004 五年的财务报表，收益调低 39.24 亿美元，下降 10.4%。将截至 2004 年 12 月 31 日的公司净资产消减 22.64 亿美元至 806.1 亿美元，缩水 2.7%。2005 年 6 月 6 日，通用再保险子公司科隆再保险 CEO 约翰霍兹沃斯(John Houldsworth)认罪。鉴于霍兹沃斯已认罪，科隆再保险决定终止与他的合同。2006 年 2 月 9 日，美国 SEC 和司法部门与 AIG 达成协议，AIG 公开道歉承认其违规行为，同意支付 16.4 亿美元罚款并更换 CEO 和 CFO。2010 年 1 月 20 日，司法部门宣布，GenRe 承认其高管在知情的情况下帮助 AIG 虚报其损失准备金，并接受 9220 万美元罚款。2008 年 2 月 25 日，GenRe 前 CEO 弗格森等四名前高管以及一名 AIG 再保

险业务前主管(Christopher M. Milton)被定罪,罪名是不正当合谋、证券欺诈、邮件欺诈以及向美国证监会伪造文件。GenRe 现任 CEO 约瑟夫布兰登(Joseph Patrick Brandon)被定名为"不受起诉的同谋者"。2008 年 4 月 14 日,布兰登宣布辞职。此前,布兰登一度被视为巴菲特的接班人之一。巴菲特曾在 2006 年透露,董事会已经在公司内部选中了三名十分年轻的候选人。除了布兰登以外,另两名候选人分别是中美能源现年 51 岁的大卫索科尔(David Sokol)和再保险集团现年 56 岁的阿吉特贾因(Ajit Jain)。2011 年 9 月布兰登作为顾问加入 Alleghany 公司以协助其收购 TransRe。2012 年 3 月 TransRe 被 Alleghany 保险公司以 35 亿美元的现金和股票合并,布兰登就任 TransRe 董事长。2021 年 4 月就任 Alleghany 总裁兼 CEO。随后在伯克希尔股东大会期间向巴菲特递了一个纸条,告诉巴菲特现在管理 Alleghany 公司,并作了简要介绍。巴菲特说,他已经跟踪超过 60 年,年报都装了四个档案盒。随后伯克希尔以 116 亿(1.3pb)收购了 Alleghany。Alleghany 前 CEO 韦斯顿希克斯(Weston M. Hicks)任职达 17 年,其经营风格稳健低调,不定期分红和回购,并且年年撰写股东信。

Alleghany 创立于 1929 年,总部位于纽约,起初经营铁路业务,后转型为一家保险投资公司,主要经营财产意外险。旗下拥有再保险公司 Transatlantic Reinsurance(2012 年 3 月合并 Trans Re,约占股东权益 60%),另外,还有三个保险子公司(约占 16%股东权益),分别是批发型特殊保险公司 RSUI(2003 收购),主营医疗和责任保险等的特殊保险公司 CapSpecialty(2002 收购)和 AIHL 再保险公司。以及 Alleghany Capital 投资公司(占 10%股东权益)。保险浮存金高达 228 亿美元,160 亿(70%)都用于固定收益投资,仅有 37 亿(16%)用于股权投资,9%用于现金和短期票据投资,2%用于商业抵押贷款投资,3%用于投资其他资产。Alleghany 投资于非保险业务的部分称为 Alleghany Capital,2021 年股东权益为 13 亿美元,营收 37 亿美元,产生 2 亿美元的经营现金流和 1.5 亿美元的自由现金流。主要投资是:28%为 W&W/AFCO 钢铁,主要从事钢铁产品的设计、制造和销售业务。27%为 Jazwares,美国第七大玩具制造商,公司从动漫 IP 授权起家,因 roblox,从 2020 年到 2021 年,营收从 5 亿美元翻倍到 10 亿美元。24%为 IPS,一家专注于制药和生物技术工厂的设计和工程公司。7%为 Wilbert,一家提供公墓与葬礼相关的产品与服务的公司。以及 Kentucky 挂车公司,Concord 酒店物业管理和开发公司,Piedmont 和 PCT 公司。1999-2021 年,公司每股账面价值增长率(含股息)为 8.3%。

财务再保险是指保险人与再保险人约定,保险人支付再保险费给再保险人,再保险人为保险人提供财务融通,并对于保险人因风险所致损失,负担赔偿责任的行为。财务再保险最初产生于美国产险市场,产险业希望从再保险人那里获得财务上的帮助,以减少因天灾而造成的巨额亏损。自 90 年代开始,寿险业者发现财务再保险能解决有关风险与资本的问题,于是开始将财务再保险用于寿险业务,并将其发展成为一种新兴的再保险工具。然而,近年来国际保险市场发生了多起影响巨大的保险公司破产事件与财务丑闻。如 2001 年澳大利亚第二大保险公司 HIH 破产;2003 年美国相互保险公司破产。细察不难发现,它们均涉及财务再保险产品的滥用,这使得财务再保险成为保险业研究的热点问题。

2022 年在 Alleghany 的协助下,我们的保险浮存金从 1470 亿美元增加到 1640 亿美元(+170)。通过严格的承销核保,这些资金很可能实现长期零成本。自 1967 年收购第一家财产意外保险公司以来,伯克希尔通过收购、运营和创新将浮存金增加了 8000 倍。虽然在财务报表中没有确认为资产,但这一浮存金对伯克希尔来说是一笔重要非凡的资产。新股东可以通过阅读我们每年更新的 A-2 来了解浮存金的价值。

2022 年,伯克希尔通过股票回购,以及苹果和美国运通公司类似的举措,其每股内在价值实现非常小幅的增长。苹果和美国运通都是我们重要的投资者对象。在伯克希尔,我们回购了 1.2%的公司股份,直接增加你持有我们这一独特业务组合的所有权益。苹果和美国运通的回购增加了伯克希尔的所有权,但我们没有付出任何成本。

数学计算并不复杂:当股票数量减少时,你所持有的我们众多的企业的所有权就会上升。如果回购以"价值增加"的价格实施(折价回购使得每股内在价值增加),那么哪怕是一点点都会有所帮助。同样可以肯定的是,当一家公司在回购上支付了过高的溢价时,继续持有股票的股东就会遭受损失。在这种情况下,收益只会流向出售股票

的那部分股东，以及热情推荐别人愚蠢购买该股票但却收费昂贵的投资银行家们。

需要强调的是，"价值增加"的回购会让所有股东受益。想象一下，一家本地汽车经销商有三位完全知情的股东，其中的一位负责管理公司。进一步设想，当其中一个被动股东，希望以一个对其他继续持有的股东有吸引力的价格，将其股份卖回给公司。交易完成后，这笔交易损害到任何人的利益了吗？管理者会比继续持有的被动股东更受益吗？公共利益受损了吗？当你被告知所有回购都对股东或国家有害，或对 CEO 尤为有利时，这个人要么是经济文盲，要么是一个口若悬河的煽动者(这两个角色并不相互排斥)。

伯克希尔 2022 年几乎所有业务的细节都在 K-33-K-66 页中列出来了。查理和我，以及伯克希尔的许多股东，都喜欢仔细研究这一部分列出来的许多事实和数字。但这些并不是非读不可。伯克希尔有很多百万富翁，还有很多亿万富翁，他们从未研究过我们的财务数据。他们只知道，**查理和我，以及我们的家人和朋友，继续在伯克希尔有着非常重大的投资，他们相信我们会像对待自己的钱一样对待他们的钱。**

这是我们可以做出的承诺。

最后，一个重要的警告：即使是我们非常关注的经营收益数字，也很容易被希望这样做的经理们所操纵。这种操纵通常被 CEO、董事及其顾问认为是很老练的。记者和分析人士也欣然接受它的存在。毕竟超越"预期"被视为管理上的胜利。这种会计伎俩太恶心了。**操纵会计数字不需要天赋，只需要你有强烈的欺骗欲。**正如一位 CEO 曾对我说的，"大胆而富有想象力的会计伎俩"，已经成为了资本市场的耻辱之一。

58 年来的一些数字

1965 年，伯克希尔还只是一匹只会一招的小马，拥有一家历史悠久但注定失败的新英格兰纺织公司。随着这项业务走向灭亡，伯克希尔需要立即重新出发。回顾过去，我迟迟没有意识到这一问题的严重性。然后好运来了，1967 年伯克希尔收购了国民保险公司(National Indemnity)，于是我们将公司资源投向保险和其他非纺织业务。于是，我们开始了通往 2023 年崎岖坎坷的旅程，这涉及到我们的股东通过留存收益持续的储蓄、复利的力量、避免重大错误，以及**最重要的是"美国的顺风车"**。如果没有伯克希尔，美国依旧会很好，但反之则不然。

伯克希尔现在拥有许多无与伦比的庞大和多元化的企业的主要所有权。让我们先看看每天在纳斯达克、纽交所以及其他相关场所交易的 5000 家左右的上市公司。其中包括标普 500 指数的成员，它们是由美国大型知名公司组成的精英集团。2021 年，这 500 家公司的总收入为 1.8 万亿美元。我还没有 2022 年的最终结果，因此，根

据 2021 年的数据，500 家公司中只有 128 家(包括伯克希尔)的盈利超过 30 亿美元，有 23 家公司是亏损的。截至 2022 年底，伯克希尔是其中八家巨头的最大股东：美国运通、美国银行、雪佛龙、可口可乐、惠普、穆迪、西方石油和派拉蒙全球。

除这 8 家公司外，伯克希尔还持有 BNSF 铁路公司 100%的股份，以及伯克希尔哈撒韦能源公司(BH Energy) 92%的股份，每一家公司的盈利均超过 30 亿美元(BNSF 为 59 亿美元，BHE 为 43 亿美元)。如果这两家公司是上市公司，它们将取代 500 家公司中的两名现任成员。

总体来说，我们这十个控股和非控股巨头，使伯克希尔比任何一家美国公司，在未来都能更广泛地与美国经济保持一致性。(这一计算不考虑养老基金和投资公司等"信托"业务。)此外，伯克希尔的保险业务虽然通过许多单独管理的子公司进行，但其价值与 BNSF 或 BHE 相当。

未来，伯克希尔将一直持有大量现金和美国国债，以及一系列各式各样的业务。在任何困难的时候，我们还会避免导致任何令人不安的现金需求的行为，包括在面临金融恐慌以及前所未有的保险损失时。**我们的首席执行官将也永远是首席风险官——这是一项责任重大的任务。**此外，我们未来的 CEO 将有相当一部分的净资产是用自己的钱去购买伯克希尔的股票而获得的。是的，我们的股东将通过留存收益继续储蓄并实现繁荣。伯克希尔永远没有终点线。

关于联邦税的一些令人惊讶的事实

在截至 2021 年的这十年中，美国财政部收到了约 32.3 万亿美元的税收，同时支出了 43.9 万亿美元。

尽管经济学家、政治家和许多公众对这种巨大财政赤字所带来的后果持不同意见，但查理和我出于无知，坚信近期的经济和市场预测毫无用处。我们的职责是以一种方式去管理伯克希尔的运营和财务，这种方式将随着时间的推移取得可接受的结果，并在金融恐慌或全球严重衰退发生时让公司保持无与伦比的持久力。伯克希尔还为股东提供了一些适度的保护，**以远离通胀失控的影响**，但由于规模巨大且根深蒂固的财政赤字，这些保护并非十全十美。

通过个人所得税(48%)、社会保障和相关收入(34.5%)、企业所得税支付(8.5%)以及各种较小的征税，财政部总共获得了 32 万亿美国的收入。在这十年中，伯克希尔缴纳了 320 亿美元的企业所得税，差不多是财政部所有收入的千分之一。你可能会被吓到——这意味着，如果美国还有大概 1000 名纳税人能与伯克希尔所支付的税款规

模相当，那么其他企业以及美国 1.31 亿家庭，都不需要向联邦政府缴纳任何税款，一毛钱都不用出。

百万、十亿、万亿——我们都知道这些词，但几乎无法理解其所涉及的金额。让我们用物理尺寸来表示这些数字：如果你将 100 万美元兑换成新印制的 100 美元钞票，它们能从地上堆到你的胸口。用 10 亿美元做同样的事——这太令人兴奋了！它们的堆高约有 3/4 英里。最后，想象一下，伯克希尔 2012-2021 年的联邦所得税支付总额是 320 亿美元。这一叠钱的高度能超过 21 英里，大约是商用飞机通常巡航高度的 3 倍。

谈到联邦税，拥有伯克希尔的股东可以明确地说，“我已经捐过钱了”。在伯克希尔，我们希望并预计在未来十年内支付更多的税款。这是我们欠这个国家的：美国的活力对伯克希尔取得的任何成功都做出了巨大贡献，这也是伯克希尔会一直需要的。我们指望着美国顺风，虽然这风会不时平静下来，但它的推动力总是回来。

我已经投资了 80 年——超过美国历史的三分之一。尽管我们的公民倾向于甚至热衷于自我批评和自我怀疑，但我还没有看到长期做空美国是有意义的，我也不太认为这封信的读者在将来会有不同的体验。

没有什么比拥有一个超级搭档更好的了

查理和我的想法很相似。但那些需要我一页纸来解释的内容，他用一句话就能总结。此外，他的推理更清晰，表述也更巧妙，还有些是直截了当的补充。

以下是他的一些想法，其中许多来自最近的播客：

世界上到处都是愚蠢的赌徒，他们的表现比不上耐心的投资者。

如果你看不清事物的本质，就好像通过扭曲的镜子去判断一个人一样。

我只想知道我会死在哪里，所以我就永远不会去那里。还有一个类似的想法：尽早写下你想要的讣告，然后采取相应的行动。

如果你不在乎自己是否理性而且不为此努力，那么你将不理性行事，并得到糟糕的结果。

耐心是可以学来的。拥有长期的专注和集中注意力于一件事的能力，是一个巨大的优势。

你可以从已故之人身上学到很多东西，多从你钦佩和厌恶的逝者身上学习优缺点。

如果你能游到一艘正常航行的船上，就不要在一艘正在漏水的船上费力了。（抛弃烂企业，与好企业为伍）一家伟大的公司会在你离开后继续良好的运转；而一家平庸的公司则不然。

沃伦和我关注市场泡沫。我们挑选出优秀的可长期投资对象，并坚持长期持有它们。

本杰明·格雷厄姆说过，“从短期来看，市场是一台投票机；从长远来看，市场是一台称重机。”如果你能持续地创造出更多价值，那么一定会有聪明人注意到并开始投资它。

投资中没有 100%确定的事情。因此，使用杠杆是非常危险的。一大串奇妙的数字乘以零将永远等于零。不要指望东山再起。

富有并不意味着你需要拥有很多东西。

如果你想成为一个伟大的投资者，你必须不断学习。当世界改变时，你也必须改变。

几十年来沃伦和我一直讨厌铁路股，但世界发生了变化，美国最终拥有了四条对美国经济至关重要的大型铁路。我们迟迟没有意识到这一变化，但迟到总比不到好。

最后，我要补充查理的两句话，这是他几十年来做决定的关键：“沃伦，再想想。你很聪明，而我是对的。”

事情就是这样。我每次与查理通电话都能学到一些东西。而且，在他让我思考的同时，也让我开怀大笑。

我会在查理的清单上添加一条我自己的规则： 找一个非常聪明的超级搭档，最好比你稍微年长一点，然后非常仔细地听他说的话。

奥马哈的家庭聚会

查理和我真是有点不知羞耻——去年，在我们疫情三年以来的第一次线下股东聚会上，我们以一贯的商业性广告来欢迎你。从开门铃声开始，我们就直奔你们的钱包。只一会儿，我们的喜诗糖果售货亭就卖了 11 吨营养丰富的花生脆糖和巧克力。 在 P.T.巴纳姆(马戏之王)演讲中，我们向你们保证过会长寿。毕竟，除了喜诗糖果，还有什么能解释查理和我能活到 99 岁和 92 岁呢？

我知道你们迫不及待地想知道去年忙碌的细节。 周五，大门从中午一直开放到下午 5 点，我们的糖果柜台共卖出 2690 份。周六，在早上 7 点到下午 4 点半之间，喜诗又登记了 3931 笔交易，尽管在 9 个半小时的营业时间内有 6 个半小时发生在我们的电影和问答环节限制了商业客流的时候。 算算看：喜诗在其黄金时段内，每分钟约有 10 笔销售(两天内销售额达 400309 美元)，这些在同一地点销售的商品都是 101 年内没有发生重大变化的产品。在福特 T 型车时代，喜诗的经营方式现在仍然管用。

查理、我和整个伯克希尔团队期待 5 月 5-6 日在奥马哈见到你。我们会度过一段美好时光，当然你也一样。

沃伦·巴菲特 董事会主席

13F 持仓明细

股份数量	公司名称	百分比	成本	市值
915,560,382	苹果 AAPL-增持	5.6%	31,089	118,959
1,032,852,006	美国银行 BAC	12.8%	14,631	34,208
162,975,771	雪佛龙 CVX-增持			29,253
400,000,000	可口可乐 KO	9.2%	1,299	25,444
151,610,700	美国运通 AXP	19.9%	1,287	22,400
325,634,818	卡夫亨氏			13,257
194,351,650	西方石油 OXY-增持			12,242
164,093,000	比亚迪 BYD-减持 0.6 亿股		232	4,047
24,669,778	穆迪公司 MCO	13.3%	248	6,873
52,717,075	动视暴雪-增持			4,035
104,476,035	惠普 HP-新进			2,807
55,155,797	花旗集团-新进			2,495
48,315,253	自由媒体 Liberty Media			1,975
8,297,460	维萨 Visa			1,724
50,000,000	通用汽车 GM-减持	3.6%		1,682

7,905,481	VeriSign 数字证书			1,624
93,637,189	派拉蒙环球 Paramount-新进			1,581
33,392,910	克罗格连锁 KROGER			1,489
18,513,482	达维塔保健 DaVita			1,382
3,986,648	万事达 MasterCard			1,386
3,828,941	特许通讯 CHTR	2.2%	643	1,298
24,446,925	纽约梅隆银行 BK-减持			1,113
2,855,514	麦克森医疗 McKesson			1,071
9,710,183	塞拉尼斯 Celanese-新进			993
10,666,000	亚马逊 AMAZON			895
6,125,376	Snowflake 数据云			879
6,353,727	GLOBE LIFE 保险			766
29,800,000	ALLY 金融-新进			729
4,672,000	T-MOBILE			654
467,611	马克尔保险 MKL-新进			616
8,292,724	台积电-新进			618
1,796,000	怡安保险 AON			539
107,118,784	联合利华 UN			436
1,197,000	RH 家具-增持			320
6,670,835	美国合众银行 USB-接近清仓			291
4,344,909	Louisiana-Pacific 建材-新进			257
2,675,000	Floor & Décor 瓷砖-增持			186
67,005	威达信 Marsh&McLennan			67
	Verizon 通讯 VZ			
	伊藤忠商事 ITOCF			
	三菱商事 MSBHF			
	三井物产 MITSY			

伯克希尔股东大会实录 2023

2023 年 5 月 6 日 CHI Health 会议中心 5 万人+CNBC 直播

开场白

巴菲特：早上好，欢迎你们。奥马哈欢迎你们，我欢迎你们，查理也欢迎你们。欢迎大家的到来。开场白我尽可能长话短说。我订了目标，至少回答 60 个问题。问题一半来自场外，一半来自场内。在进入问答环节之前，我先介绍伯克希尔的各位董事，然后讲一下伯克希尔第一季度的业绩，我们今早刚刚发布了一季报。今天早上，起床之后，我突然想起来，还有另外一场直播节目，在英国，要和咱们的股东大会抢收视率。英国庆祝查尔斯国王加冕，咱们这儿也有一位查尔斯国王，就坐在我旁边。(芒格的全名 Charles Thomas Munger)(掌声)

坐在查理旁边的是格雷格·阿贝尔(Greg Abel)，他负责除了保险业务以外的所有业务。(掌声)

坐在 Greg 旁边的是阿吉特·贾因(Ajit Jain)，他负责我们的保险业务。1986 年，我遇到了 Ajit，他来到伯克希尔之后，我们的保险业务风生水起。(掌声)

我们的董事全部出席，他们已经在前排就坐。我按姓名的字母顺序介绍各位董事，请念到名字的董事起立一下。霍华德·巴菲特(Howard Buffett)、苏茜·巴菲特(Susie Buffett)、斯蒂芬·伯克(Steve Burke)、肯·切诺特(Ken Chenault)、克里斯·戴维斯(Chris Davis)、苏珊·德克尔(Sue Decker)、夏洛特·盖曼(Charlotte Guyman)、小汤姆·墨菲(Tom Murphy Jr.)、罗恩·奥尔森(Ron Olson)、沃利·韦茨(Wally Weitz)、梅丽尔·威特默(Meryl Witmer)介绍完毕。在分析一季度的业绩之前，我还要向诸位介绍一个人。她的名字比较特别。梅丽莎·夏皮罗·夏皮罗(Melissa Shapiro Shapiro)。结婚之前，她叫 Melissa Shapiro，恰好她的丈夫也姓 Shapiro。整个股东大会，是她带领工作人员组织起来的，我和查理一点没操心。感谢梅丽莎。(掌声)她的名字很好记，记住她名字中的第二个字，就能记住第三个字。Melissa Shapiro Shapiro。

First Quarter After-Tax Operating Earnings (in millions)		
	2023	2022
Insurance – underwriting	\$ 911	\$ 167*
Insurance – investment income	1,969	1,170
Total insurance	2,880	1,337
BNSF	1,247	1,371
Berkshire Hathaway Energy Company	416	775
Other controlled businesses	3,065	3,025
Non-controlled businesses**	568	282
Other	(111)	370
Operating earnings	\$ 8,065	\$ 7,160*

* Restated due to change in accounting for Long-Duration Insurance Contracts as required by GAAP.

** Includes certain businesses in which Berkshire had between a 20% and 50% ownership interest.

一季度业绩

巴菲特：下面，我们看一下一季度的业绩。我准备了几张幻灯片。请看幻灯片。

第一季度，我们的经营收益为 80 亿美元多一点。我们这里所说的 80 多亿美元，只是伯克希尔的经营收益，不包含资本收益。从长期来看，我们将实现资本收益。我们投资股票就是为了获得长期收益。我们的股票投资，短期不好说，但长期一定行。单独拿出一天、一个季度、一年，甚至五年的时间，股价的波动都可能波澜诡谲。我们买股票，其实是投资股票背后的公司。我们伯克希尔自己也经营着很多控股公司。伯克希尔的子公司，它们的业绩合并到我们的损益表中，大家看不到它们的股价波动。如果 BNSF 铁路拿出一部分股票上市，伯克希尔能源公司拿出一部分股票上市，大家就能看到它们的股价上下波动。重要的是公司本身。我们一季度的经营利润为 80 亿美元左右。根据我从子公司得到的反馈，整体经济来看，绝大多数公司，今年的收益可能不如去年。

疫情期间，大量货币从天而降，人们手里的钱突然多了，商品短缺，一度出现了供不应求的局面。根据我的观察，上次出现这种经济局面，还是二战之后。在过去六个月里，从公司的经营情况来看，经济的热度在逐渐消退。之前，经济火热，消费者不管打不打折，就是买买买。一件商品卖没了，消费者把另一件加到购物车里。商家只要手上有货，不愁卖不出去。**经济的热度已经消退了。并不是就业率出现了大幅下跌，只是经济的大环境发生了改变。**很多经理人感到出乎意料。本来已经提高了库存，准备加大马力生产，没想到手里的订单交付完之后，客户的购买热情大不如前了。之前是供不应求，用不着促销，现在我们要开始搞促销了。总的来说，今年，很多公司的利润可能不如去年。

但是，我预期，只是预期不是保证，谁都不敢板上钉钉地说明天会怎样，明年会怎样。无论是市场涨跌，还是经济趋势，没一个预测是保准的。我们不理睬市场的涨跌，不在乎各种预测。只有市场给我们提供了好机会的时候，我们才关注市场。我有两个方面的预期。

第一，**我们今年的投资收益会比去年高很多。**这是肯定的。在后面的幻灯片中，大家会看到，我们持有 1250 亿美元左右的短期投资。也就一年多之前，我们买短期国债，只能拿到 4 个基点的收益率。1250 亿美元，根本没什么收益，一年只有区区 5000 万美元。同样是这 1250 亿美元，前天，由于担忧债务上限，市场突然发神经，我们买入了 30 亿美元的短期国债，债券等值收益率为 5.92%。以 12 个月为基数计算，短期投资，之前一年只能拿到 5000 万美元，现在每年大概可以拿到 50 亿美元。今年的投资收益肯定会增加很多。

我的另一个预期是关于保险业务的。保险业务与经济形势没有直接关系。保险业务的经营情况，主要和飓风、地震等灾难事件相关。从概率的角度来看，今年我们的保险业务可能比去年好。制造业、零售业等行业的经营情况与经济周期密切相关。保险业务赚不赚钱，和经济周期没什么关系。万一真有一场地震或者一场飓风，发生在人口密集的区域，造成巨大的破坏，我的预期会落空。从概率的角度分析，我们的保险生意，今年会比去年好。利润贡献的两大主力，投资收益和保险业务，今年会更赚钱。我预期不是保证，我们今年的整体经营收益将高于去年。请看幻灯片。

Operating Earnings (in millions)	
Year Ended December 31,	
2019	\$23,972
2020	\$21,922
2021	\$27,597*
2022	\$30,853*
Restated due to change in accounting for Long-Duration Insurance Contracts as required by GAAP.	

这里大家可以看到，疫情这几年，伯克希尔每年的经营收益。大家知道，伯克希尔始终把每年的收益保留在公司。既然我们每年把 300 亿美元、350 亿美元的收益留在公司，我们每年的经营收益应该越来越高才是。留存收益增加了我们的基数，5 年、10 年、15 年之后，伯克希尔每年的经营收益应该比现在的数字高很多。伯克希尔成立初期，每年赚的钱很少，正是因为我们一直留存收益，才做到今天这么大的规模。伯克希尔将来仍然会保留收益。每年的经营收益数字只是比去年高，那不算什么本事。我们必须要保持一定的增速。在伯克希尔的历史中，在很多年份，我们的增速非常高。那时候，我们的钱很少。现在这么大的规模，不可能再有当年的高增长。

	December 31,		March 31,
	2019	2022	2023
	(in millions)		
Shareholders' Equity	<u>\$443,164</u>	<u>\$473,424*</u>	<u>\$504,554</u>
Float	<u>\$129,423</u>	<u>\$164,109</u>	<u>\$165,127</u>
Cash and U.S. Treasury Bills**	<u>\$124,973</u>	<u>\$125,034</u>	<u>\$127,674</u>
* Restated due to change in accounting for Long-Duration Insurance Contracts as required by GAAP.			
** Does <u>not</u> include Cash and U.S. Treasury Bills of Railroad, Utilities and Energy businesses.			

请看幻灯片。截止 3 月 31 日，按照美国通用会计准则，伯克希尔的净资产为 5040 亿美元。各位可能想不到，以净资产规模计算，伯克希尔是美国最大的公司。我们是美国净资产最多的公司，但我们算不上价值最高的

公司。有的公司净资产规模完全可以超过伯克希尔，只是它们拿出了大笔资金，回购自己的股票。按照美国通用会计准则计算，我们已经是美国净资产最多的公司。如此之大的净资产基数，不可能实现很高的股本回报率。我们不求太高，只求稳健。

在净资产下面的一行，列出的是浮存金。浮存金是归我们掌控的资金。浮存金比银行存款还好。银行的存款不是白来的，银行不是那么好经营的。银行吸收存款，要向储户支付利息。最近，银行要支付更多利息，才能获得存款。浮存金，简单地说，就是还没有支付的理赔金。在保险行业，投保人先把保费交给保险公司。在我们的资产负债表上，浮存金列示在负债中，但是我们享有很大的自由，可以利用这笔资金投资。我们伯克希尔的净资产规模特别大，没有任何一家保险公司，有我们这么大的规模，所以没有任何一家保险公司，能像我们这样，这么自由地利用浮存金投资。伯克希尔的浮存金达到了 1650 亿美元。1986 年，我们的浮存金少得可怜，是 Ajit，把我们的浮存金做到了现在这么大的规模。更妙的是，这么多年来，我们能利用这么大规模的浮存金投资，却不需要付出一分钱。这就好比我们开了一家银行，不用雇人、不用付利息，不用担心储户挤兑，就有大笔存款可供投资。浮存金在账面上显示为负债，实则是我们的宝贵资产。这笔宝贵的资产，是 Ajit 悉心经营的成果。在他的带领下，伯克希尔的保险业务傲视全球。在伯克希尔旗下，一大批保险公司和众多优秀的经理人，成长了起来，为我们的保险业务贡献力量。

伯克希尔的保险业务，始于 GEICO 保险，如今已成参天大树。要理解浮存金，大家可以想象一下，一张资产负债表是什么样的。一边是负债，一边是资产，负债为资产提供资金来源。资产的资金来源包括长期债务，也包括股东资金。实际上，股东资金的成本非常高。至于长期债务，短期内，成本可能较低，长期来看，成本可能上升，最后必须偿还，需要的时候，可能还借不到。浮存金也列在债务一边，但我们用不着付一分钱的利息。浮存金将长期存续，不会一下子消失。浮存金就像股东资金一样，也为资产提供资金来源。别的公司，没有像我们这样理解浮存金的。我们一直这么理解浮存金，一直积聚浮存金。

在最后一行，大家可以看到，过去三年，现金和短期国债的变化情况。4 月份，现金和短期国债大概增加了 70 亿美元左右。一个是，我们没怎么回购股票。去年 4 月份，我们用了 4 亿美元左右回购。回购股票会使现金减少。另外，我们卖出了一些我们投资的股票，获得了 40 亿左右的现金。再加上经营利润，大约有 25 亿美元左右。加起来，4 月份，我们的现金和短期国债多了六七十亿美元。我这么一讲，相信各位可以对伯克希尔的现金流

动有个大概的了解。

Class A Equivalent Shares Outstanding				
	At December 31,			At March 31,
	2019	2020	2021	2022
	2023			
	1,624,958	1,543,960	1,477,429	1,459,733
				1,450,152

最后一张幻灯片，大家看到的是，将伯克希尔 B 股折合为 A 股之后，伯克希尔的流通股数量。很明显，每一年，伯克希尔的股票数量都在减少。伯克希尔的业务越做越大，赚的钱越来越多，各位股东所占的份额也逐年增加，也就是说，大家不用额外出钱，就能分得更多的资产和利润。有人提出，伯克希尔可以通过分红的方式与股东分享经营成果。我们不分红。正是因为我们始终保留盈利，伯克希尔才发展到了今天。

1967 年，伯克希尔派发过一次股息，每股派了 0.10 美元。我很后悔。每次提起这件事，我就和别人说，当时我去洗手间了，董事们趁我不在投的票。其实，没这回事，我当时在场。(笑声)伯克希尔把所有的盈利留下来再投资，我们这才积聚起 5000 多亿美元的净资产，才能实现 300 多亿美元的经营利润。伯克希尔将继续保留盈利。开场白到此结束。一季报已经发布在伯克希尔官网上了。各位什么时候放假休息，可以把我们的一季报拿出来读一读。关于伯克希尔的经营情况，我就讲到这。

股东问答开始

下面开始问答，贝琪·奎克(BeckyQuick)和现场观众轮流提问，首先，有请 Becky。她整理了全国各地的股东发给她的问题。开始吧，Becky。

1，硅谷银行储户存款将全额赔付

Becky：好的，沃伦。第一个问题来自加州 Irvine 的 RandyJeffs。他的问题是：如果硅谷银行(Silicon Valley Bank)的储户存款没有得到赔偿，美国经济会受到怎样的影响？

巴菲特：那后果肯定是灾难性的。所以，硅谷银行的储户得到了赔偿。联邦存款保险公司(FDIC)有规定，赔偿限额最高 25 万美元。但规定是死的，美国政府不可能死守这个条款，而眼看着经济陷入混乱。同样地，美国政府也不可能死守债务上限，让世界经济陷入动荡。试想，无论是国会议员，还是美联储官员，或者是联邦存款保险公司的工作人员，谁敢站出来，向公众宣布，'我们坚决最多赔偿 25 万美元，哪怕整个国家出现全面地银行挤兑，哪怕全球金融系统陷入混乱。'谁都不敢。全额赔付是必然的。查理，你说呢？

芒格：我没什么补充的。

巴菲特：好的。请各位注意，Ajit 和 Greg 只参加上午的会议。有向他们两人提问的，请在上午提问。下午，查理和我留下来，继续回答各位的问题。好的。第 1 区。

2，在投资中，我们从来没因为受情绪影响而做出了错误的决策。

股东：您好，我是来自马萨诸塞州的 NaravPatelHarel。巴菲特先生，芒格先生，在投资中，你们两位平和沉稳，既不保守，也不激进。请问你们在投资中出现过情绪化的情况吗？有没有因为受情绪影响，而做出了错误决策的时候？你们是如何避免受到情绪影响的？

巴菲特：我们投资中犯的错误有很多。其中，大多数错是我犯的，查理犯的错比较少。我很想为自己开脱，我比查理做的投资决策多啊。这个理由不成立。公平一些，按错误率来算，我的错误率可能比查理高。我们犯过不少错，但是在伯克希尔的历史上，我不记得有什么时候，我们因为情绪化，在投资中犯过错。

开场前放映的电影，好莱坞明星 Jamie Lee Curtis 演的那段，很搞笑吧？Jamie Lee 的诱惑力够大吧？面对她那么大的诱惑力，我和查理都不为所动。（开场前的电影中有一个片段，Jamie Lee 劝说芒格买互联网股票）。（笑声）查理，这回你一定有话要说了吧？

芒格：哪有上市公司开股东大会，放这样的电影的？（笑声）

巴菲特：你说咱们做投资决策，有受情绪影响的时候吗？（笑声）

芒格：没有。

巴菲特：在投资中，在商场上，不能情绪化，不要受情绪影响。至于在生活中，那是另一回事。在生活中，不能做一个没感情的人。到了做投资的时候，到了生意场上，绝对不能受情绪影响。可以说，我们也有受情绪影响的时候，特别是对待那些和我们共事已久的优秀经理人。有时候，他们岁数大了，能力明显退化，但我们却没有及早发现，仍然对他们充满信任。主要是我们的生意本身特别好，有时候，经理人垂垂老矣，我们的生意竟然蒸蒸日上。举个例子，我们敬仰的 LouisVincenti 老了，但 Wesco 金融公司丝毫没受影响。有段时间，Wesco 的管理处于真空状态，可我们没受到什么影响。我和查理特别敬重 Louis，所以，过了很长时间才发现，原来 Louis 真的老了。我们犯过类似的错误，但伯克希尔并没有因此遭受任何损失。你说呢，查理？

芒格：没错。Wesco 是我们做的很漂亮的一笔投资。最早收购 Wesco，我们只花了 2200 多万美元，后来，我们把 Wesco 发展到了二三十亿美元。

巴菲特：当年的储贷行业乱象丛生，多少储贷公司因为胡来倒闭了。Louis 头脑清醒，他把 Wesco 保住了。

芒格：是啊，我们没胡来。

巴菲特：没有，我们没胡来。Becky?

3, GEICO 保险在科技方面欠账太多

Becky：这个问题来自明尼阿波利斯的 BenKnoll。他表示，他是伯克希尔 30 多年的股东，参加了很多场股东大会，今天也来到了现场。这个问题请 Ajit 和 Greg 回答。他说：去年，我向两位请教了一个问题。在'远程信息处理技术'(telematics)方面，GEICO 保险不如它的竞争对手。在'精准调度铁路系统'(Precision Scheduled Railroading, PSR)方面，BNSF 铁路不如它的竞争对手。Ajit，您回答说，您预计 GEICO 保险在一两年之内会有所改进。Greg，您只是说您为 BNSF 铁路感到骄傲，但是您并没有直接回答如何面对竞争。请两位分别讲一讲，我们的 GEICO 保险与 BNSF 铁路如何应对各自的挑战？

AjitJain：我来回答 GEICO 保险与远程信息处理技术的问题。在应用'远程信息处理技术'方面，GEICO 不如竞争对手。我们深刻地认识到了这一点，而且迎难而上，努力地缩小这方面的差距，也取得了很大的进步。就具体进度而言，现在，我们在 90%的保单定价中纳入了远程信息处理技术。问题是，只有不到一半的投保人愿意接受远程信息处理技术。在远程信息处理技术方面，我们取得了进步，缩小了与竞争对手的差距，但是我们的进步还没有为业绩带来实际的贡献。主要是我们在科技方面的欠账太多。在科技方面，GEICO 保险欠缺太多。我们需要做的工作，超出了我原来的预期。目前，GEICO 保险有 600 多个形形色色的系统，各个系统之间无法相互通讯。我们争取把这些系统压缩到 15-16 个左右，并且把它们联系起来。这是一项艰巨的任务。远程信息处理技术，我们用了，但是我们还有太多科技的欠账要补。一方面要补足科技的短板，另一方面要始终匹配费率和风险，GEICO 保险仍然在努力。

不知道各位是否看了一季报。今年一季度，GEICO 保险交出了一份不错的成绩单。它的综合成本率为 92.7%。这个数字很漂亮，但是大家要注意，这个数字背后有非经常损益的贡献。首先，去年提取的未决赔款准备金，今年一季度转回了一部分。其次，对于车险企业而言，第一季度一般是一年中业绩最好的时候。今年，GEICO 定下的目标是实现 96 的综合成本率。考虑到上述两个因素，我预计今年 GEICO 的综合成本率应该接近 100，达不到 96 的目标。只要明年年底能达到 96，我就满意了。希望大家明白，为了实现 96 这个目标，我们要

付出代价，我们的投保人数会减少。**利润和规模不可兼得，我们打算以利润为重，规模次之。**利润上升，投保人数很可能下降，这是我们自己的选择。我们现在强调利润，也许两年之后吧，我们会兼顾利润与规模。

4, BNSF 铁路始终在努力提升效率和安全

Greg Abel: 好的。提到 BNSF 铁路，我还是要说，我深深地为 BNSF 团队感到骄傲。在首席执行官 Katie Farmer 的带领下，BNSF 的管理层兢兢业业、尽职尽责。我也相信，我们的 BNSF 团队很清楚，我们还有大量的工作要做。'PSR 系统'我们的一家主要竞争对手在用，两家加拿大的大型铁路公司也在用。我们很清楚竞争对手的动向，我们非常关注它们的经营指标。我们的团队从来没松懈过，每一天都努力追求更高的效率。**在追求高效的同时，我们必须全力满足客户的需求。**

2022 年之前的三年，也就是 2019、2020、2021 这三年，BNSF 团队在提高效率方面成绩显著，为股东和客户创造了更多价值，并且保证了铁路和员工的安全。我们一直在进步。即使是去年，我们也没停止努力。2022 年，有一段时间，我们投入了大量精力'重启铁路'。大家知道，那时候，疫情刚刚结束，我们面临供应链中断，人力短缺，港口货物积压等问题。2022 年，我们把恢复铁路正常运转摆在了最重要的位置，无暇顾及短期的经营指标。我们很清楚我们的经营数据，很清楚我们是否达到了各项指标。

去年，我们的第一要务是尽快实现铁路安全运转，保证我们能长期创造价值，长期为客户提供服务。我们的 BNSF 团队始终着眼于长远。从长期来看，我们一定会越来越好。在短期内，我们可能有时候没对手那么快，甚至还有效率退步的时候。就长远而言，BNSF 团队一定能取得优异的经营成果，我为他们感到骄傲。谢谢。(掌声)

巴菲特：大家鼓掌了，他们两位配得上掌声。

我补充两句。在我和 Ajit 商量过之后，我们安排了托德·康姆斯(Todd Combs)去 GEICO 保险工作一段时间，他主要负责匹配费率与风险的工作。**匹配费率与风险是一家保险公司的重中之重。**Todd 刚到 GEICO 保险，疫情就爆发了，打乱了我们原有的节奏。在 GEICO 保险，Todd 的工作很出色。他与 Ajit 密切配合。Todd 在奥马哈有房子，也经常在周末和我交流。在非常时期，Todd 取得了很大的成绩。Todd 还有很多工作要做，但是，他确实已经给 GEICO 带来了巨大的改变。

还有一件事，想和大家说一下。过去十年，保险行业涌现了不少新的上市公司。这些上市公司，没一家是我想买的。它们千篇一律地在招股书中说，**'我们是一家高科技公司，不是一家保险公司'**。它们这些保险公司，和许

多其它公司一样，用了高科技。不能说，你用了高科技，你就是高科技公司。它们本质上是保险公司，最根本的，要把匹配费率和风险的工作做好。这些宣称自己是高科技公司的保险公司，无一例外地陷入重大亏损，它们是否噬资本的公司。

有一家公司，名不见经传。过去十年，新成立了那么多保险公司，据我所知，只有这家保险公司，获得了巨大的成功。这家公司是 Ajit 带着四个人开创的，它的名字是伯克希尔特种保险公司(B.H.Specialty)。专业保险公司的浮存金现在有 120 亿美元了。那些自称为高科技公司的保险公司，把它们所有的浮存金加起来，都没有我们这一家多。我们积聚起了 120 亿美元的浮存金，而且没出现承保亏损。从创业之初，只有 4 个人，现在规模已经达到了全球 1500 多名员工。我们新创建的这家公司，在保险行业独树一帜。我们的四位创始人能力卓著。

人才、资本、能力几个要素汇集到了一起，只有我们伯克希尔能提供这些要素。这家新的保险公司在伯克希尔诞生，毫不令人意外。除了我们创建的这家新公司，没有一家新公司能在保险行业站稳脚跟。很多竞争对手，不愿看到我们的新公司崛起。我们说做，就做成了，没出现一点亏损。那些新上市的保险公司，和我们根本没法比。我们的成功无法复制。伯克希尔特种保险公司是在 Ajit 的领导下创建的，目前 Peter Eastwood 担任 CEO。真是很了不起。我讲完了，咱们继续。对，我们要为他们鼓掌。(掌声) 第 2 区。

5，与人工智能相比，芒格还是更相信人类智慧。

股东：您好，查理。您好，沃伦。我是来自新加坡的 Karen。我想请教一个关于人工智能和机器人技术的问题。人工智能和机器人技术发展迅速，这将对整个社会以及股票市场产生哪些正面影响？哪些负面影响？有哪些行业和公司可能受到最大的冲击？(掌声)

巴菲特：Karen，谢谢你向查理提出这个问题。(笑声)

芒格：在中国的比亚迪工厂，到处是机器人翻飞忙碌。机器人技术会越来越普遍。至于人工智能，现在被吹得神乎其神，我本人持怀疑态度。我还是更相信人类智慧。

巴菲特：人工智能无法取代 Ajit，这是毫无疑问的。人工智能很厉害。前段时间，比尔·盖茨向我展示了一个比较旧的版本，不是最新版的。他知道，我接受能力差，不能一上来就给我最新版的。那个版本已经很厉害了。可是，它不会讲笑话(缺乏情感)。除了不会讲笑话，它简直是上知天文下知地理，法律了，历史了，没有它不知道的。这东西如此全知全能，我感到了一丝忧虑。我很清楚，开弓没有回头箭，这东西一旦发明出来，就收不回去

了。二战的时候，我们迫不得已发明了原子弹。当时，我们把原子弹发明出来了，解决了大问题。如果不是我们先发明出了原子弹，后果不堪设想。但是，在原子弹问世之后的 200 年，世界会好吗？原子弹发明出来之后，爱因斯坦说：有了原子弹，世界不再是原来的世界，但人类的思维方式没有任何改变。

在我看来，人工智能也是一样。它出现之后，**世界不再是原来的世界，但人类的思维方式和行为模式不会发生任何改变。人工智能将产生深远的影响。**你的问题提的很好，我们只能回答到这了。Becky？

6，伯克希尔不投资商业地产

Becky：这个问题来自 TomSeymour。他说：最近，《金融时报》采访了查理，并发表了一篇文章。文章的开头说：查理 芒格警告说，随着地产价格下跌，美国银行业的坏账增加，美国的商业地产可能正在酝酿一场风暴。请查理展开讲一讲，美国的商业地产现状如何？出现风暴的话，损失可能有多大？哪些行业或地区受到的影响最大？另外，还有一位股东，也提了类似的问题，他想知道，伯克希尔是否可能借此机会进军商业地产领域。

芒格：伯克希尔很少投资商业地产。**从税收的角度考虑，个人投资者投资商业地产比较合适，伯克希尔这样的公司投资商业地产不合适。**无论商业地产如何，伯克希尔应该都不会做这方面的投资。我主要是担忧，在美国，在世界很多其它国家，老城区出现"空心化"的现象，可能造成很严重的后果。这不是什么大问题，我们能迈过这道坎，只是不少房产要易主。

巴菲特：地产本身不会消失。

芒格：只是换了东家。

巴菲特：**很多人投资地产，他们专门通过"无追索权贷款"(non-recourse loan)融资。**有一次，我和查理与一个搞房地产的人谈生意。我问查理：这样一栋大楼，他们搞房地产的，怎么确定这栋楼值多少钱？查理告诉我：这就看他们能从银行借到多少钱，不还也没事儿。总的来说，在房地产行业，大多数搞房地产发家的，用的都是这个套路。最后实在不行了，大不了把房地产甩给银行。银行本身不愿接盘。开发商还不上钱，找银行谈，银行没办法，只好睁一只眼闭一只眼，能缓就缓。在商业地产领域，这种现象不是个例，而是普遍存在。最后，一定要有人买单的。前几年，有些开发商以 2.5% 的低利率融资，现在利率上升了，他们吃不消了，直接把项目甩给银行了。查理更有发言权，他是搞房地产发家的。

芒格：房地产生意难做，还是我们的生意更好做。

巴菲特：几个月前，我去查理家看他，我们聊了两个多小时。查理和他的一个女儿在家。走的时候，我对他说：查理，我还是继续做咱们一直做的事。查理头也没抬，回了我一句：沃伦，别的咱们也不会啊。他说的很对。(笑声) 第 3 区。

7, 投资中的机会是猪对手给的

股东：大家好。ZollaJi 来自加州圣克拉拉。我有一个问题，想请教查理和沃伦。如今，AI 等新兴科技的发展一日千里，不断带来颠覆性的变革。在新的时代背景下，价值投资将何去何从？我们投资者该如何改变？是否要遵守一些新的原则？在变化如此迅速的大环境中，如何才能继续成功地实践价值投资？谢谢。

芒格：我来回答。现在价值投资者越来越多，他们之间的竞争越来越激烈，好机会越来越少。价值投资者将来的日子不可能像过去那么好过了。我的建议很简单，价值投资者要做好心理准备，接受钱不好赚了现实。

巴菲特：我认识查理以来，他一直这么说。在很多问题上，我们持有不同观点，但我们的关系一直很融洽。

芒格：我们赚的钱确实少了啊。

巴菲特：主要是因为我们的规模大了。

芒格：嗯，我们年轻时赚的比较多。

巴菲特：年轻时，我们哪能想得到，有一天，我们管理的资产高达 5000 多亿美元。

我的观点是，投资者将来仍然能找到很多机会。为什么呢？能否找到投资机会，与科技的发展毫无关系。我从 1942 年开始做投资，一直做到今天。就拿我来说，我年轻的时候，对飞机、对发动机、对汽车，对电力，我一窍不通啊，影响我做投资了吗？没有啊。谁说新科技出现，市场中的机会就会消失？

投资中的机会是猪对手给的。(掌声)我们管理伯克希尔 58 年了。在这 58 年里，傻子没有变少，而是越来越多了。现在的傻子比以前更傻，主要是现在的傻子比以前更容易融资，更容易得到大笔资金。大家看到了，在过去 10 年，有十几家新上市的保险公司，无一例外都是亏损的。把公司搞上市了，圈到钱了，目的就实现了。承销商赚了、律师事务所也赚了。公司赚不赚钱，没人管。圈了多少钱啊！58 年前，圈钱哪有这么容易？

我们年轻时，也有做傻事的时候，幸好我们那时候融资不像现在这么容易。资本市场变的如此之大，谁都想进来分一杯羹，真正的投资者寥寥无几。都奔着圈钱去的，没几个有真本事的。我们规模太大了，你要是规模小的话，管理小资金，你会找到很多机会的。在这个问题上，查理和我各持己见。他总是用悲观的眼光看待未来，

我总是说，“机会一定有”。我们各有各的道理。查理，我说服你了吗？没有吧？（笑声）

芒格：现在，很多聪明人管理大量资金。他们之间互相竞争，你比我精，我比你更精，你会宣传，我比你更会宣传，你会销售，我比你更会销售。现在的环境，和我们那时候，真不一样了。现在做投资，机会是有，但不可能像我们那时候那么容易。

巴菲特：那些基金经理，他们之间互掐是他们的事儿。他们玩他们的，我们玩我们的。刚才我提到了，前天，在国债市场出现了一个机会，有一个品种的收益率高于其它品种，我们直接买了 30 亿美元。

人们的目光如此短浅，只盯着眼前短期的那点东西。在上市公司的投资者会议上，分析师总是追问短期业绩，这样他们才能在研报中给出今年的利润预测。上市公司的管理层也很配合，向分析师提供利润指引，描绘出一幅业绩逐年上升的增长曲线。在如此短视的世界中，那些目光长远，着眼于 5 年、10 年、20 年的投资者，他们拥有巨大的优势。让我出生在今时今日的世界，只给我一小笔钱，我会非常乐意，我会把这一小笔钱变成一大笔钱。查理也一样。让他出生在今天的世界，他也一定能找到投资机会。在今天的世界中，他找到的机会与过去的机会不一样，但是他一定能把小资金做成大资金。

芒格：我现在有这么多钱，挺好的，我不想把大钱变成小钱，从头再来。现在就挺好。（笑声）

巴菲特：这话我同意。

芒格：那是，还有谁比你更爱大钱？（笑声）

8，预计 AIG 的交易将好于预期

Becky：这个问题是问沃伦 Warren 和 Ajit 的。Jason Plonner 来自 Livingston。他问，2016 年，你与 AIG 进行了一次非常独特的交易，你承担了高达 200 亿美元的债务，以换取约 100 亿美元的预付款。鉴于利率的上升你能否向我们介绍一下这一交易的最新情况？就在几周前，你在东京谈到银行资产的风险很容易受到利率上升的影响。若能深入了解伯克希尔债务情况如何受到利率的持续影响，我们将不胜感激。

巴菲特：好的。让我先介绍一下，阿吉特是促成这笔交易的关键。我们得到了 100 亿美元，但我们并不局限于投资债券。因此，利率可能会在某种程度上影响我们。就我们与 AIG 达成的交易而言，或者任何我们会与之达成类似交易的人而言，我们不需要把它匹配到债券或任何类似的东西上。我们现在的流动资产是 1300 亿美元以上，这些资金将进入我们管理的一般资产池，并不像人们想象的那样它被单独放在一个资产中。没有其他保险公

司能做到这一点。但他们不能这么做，甚至不习惯这样做，因为他们没有我们这样强劲的资产负债表。我们占美国所有财产意外保险公司净资产的 26%左右。

到目前为止，我们不得不支付的赔付款项数额还不高。Ajit 正关注着进展，如果我做错了，他会纠正的。我们必须支付的赔付金额略低于我们预期必须支付的损失金额。

这笔交易也符合 AIG 的剥离目标。我们处于一个独特的竞争位置，没有其他保险公司能承保这样规模的业务，就像我们跟 Lloyd's 的交易一样。除了伯克希尔他们别无选择。他们实际上是通过将大量负债剥离给伯克希尔来重振自身业务。所以，我们不会经常看到这样的交易。如果他们只是为了剥离 5 亿美元或者类似规模的东西，其他人会付他们更多的钱来竞争。每个人都在华尔街寻找机会。但是，如果他们开始谈论类似 AIG 的交易，我们将会退出。把我所有的电话都改一下。(笑声)

Ajit Jain：不。我们达成交易以来，观察这笔交易将如何表现的一个方法是，在我们达成交易的时间点，我们已经对每年将赔付的金额做了一定的预测，我们所做的就是监控自交易开始以来，与我们预期的赔付情况相比，所有实际的赔付情况如何。正如沃伦提到的，这两个数字非常接近。更具体地说，实际支出是我们目前预期支出的 96%，还不错但不是非常好。我们仍处于有利的位置。如果我们最终支付的金额低于我们的预期金额，那么我们将以非常有吸引力的利率(远低于 4%)获得浮存金，而且我们还能收取一笔费用，截至 2015 年的这笔收费将达到 100 万美元。所以，我们会以低于 4%的利率借到钱，我们会得到 100 万美元的手续费，这比我们预期的要高一点。所以，两个方面都是净赚，我们对这笔交易很满意，我们很高兴我们做到了。但游戏还没结束。每隔一天就会有侵权责任冒出来。因此，我谨慎乐观地认为，这笔交易的结果将好于我们预期的结果。

芒格：真正有趣的是，在伯克希尔，财产意外险公司每一美元保费都有四倍的股东资本背书。正常情况都是四倍。当然，我们期待大额交易。但如果你想把大麻烦剥离给别人，你会更信任谁？

巴菲特：我们每年有 250 亿美元或更多的收益来自非保险业务，而且我们不分红，没有任何义务。如果我们支付股息，而你又降低你的股息，第二天可以去试试承保业务，还有没有人找你。我的意思是，这是一个人们希望你未来有钱赔付的生意。当我们拿到那 100 亿美元时，我们不会将其投资于 5 年期债券和 10 年期债券，我们甚至想都没这么想过。和我们做保险生意的人都知道，他们有一个独一无二的付款人。无论经济形势如何发展，我们都有能力支付 100 亿美元。所以，不仅仅是因为我们保险公司财力雄厚，而且事实上，我们每个月都有稳定

的现金收益，我们没有太多的债务。虽然我们在铁路和能源方面都有债务，但就其余的业务而言，我们几乎没有债务。而且 Ajit 在谈判时意识到没有另一个伯克希尔来竞争。如果金额足够大，对方也只能选择我们。有各种各样的保险公司，他们喜欢 5 亿或 3 亿美元规模的业务，他们可以以更高价格抢走。但这不是我们玩的游戏，我们也没有任何兴趣参与其中。第 4 区。

9，向子女隐瞒遗嘱不可取

股东：大家好。Marvin Blum 来自德州沃斯堡。我是一名律师，主要从事遗产规划工作。伯克希尔旗下的很多公司来自德州沃斯堡，比如 TTI 公司。沃伦，我还见过您呢，在 TTI 创始人保罗·安德鲁斯(Paul Andrews)的追悼会上。很多人面临遗产规划问题。我想请教一下，您在这方面是怎么想的。大多数父母没有做好遗产规划，下一代往往无法顺利接班。特别是家族企业，大多数创始人没有安排好接班，等他们去世的时候，家族企业传不下去，第二代没有准备好。不像查尔斯国王，他为自己作为英国国王已经准备了 70 多年。我有这么一个比喻。就像在一场橄榄球比赛中，四分卫有高超的技术，他漂亮的把球传到球场另一端。而这个接球的人从未参加过训练，不知道比赛规则，不知道如何与团队协作，他们毫无头绪，所以，四分卫就是家长，比赛就是遗产或家族企业，而接球人就是孩子。那么，他们接住球并触底得分的概率有多大？可能只有 10%。

巴菲特：你的比喻，我听懂了。(笑声)我年纪这么大了，对遗产继承问题经过了深思熟虑，而且我也加入了"捐赠誓言"(The Giving Pledge)。我观察到了很多富裕家庭，看到了它们各自存在的问题。就我的家族而言，在我签署遗嘱之前，我把三个子女叫到身边，我把遗嘱给他们看，让他们充分理解，听取他们的建议。我的子女都已经 60 多岁了，他们不是 20 多岁的年轻人了。因为我的子女岁数也很大了，我可以和他们讨论遗嘱，他们也能给我反馈。具体还是要看各个家庭自己的情况，还要考虑到孩子们之间的关系。有很多因素要考虑，包括家族企业做的是什么样的生意。

在我看来，如果子女已经是成年人了，父母不应该对遗嘱一字不提，非要等到自己离世了，才让孩子知晓遗嘱中的内容。父母这么做，非常不妥。在遗产继承方面，我观察到很多现象。有的父母，对自己的遗嘱守口如瓶，完全不告诉子女。有的父母用遗嘱左右子女。在遗嘱方面，很多人犯了很多错。身后事交代不清楚，人都没了，惹出的乱子，怎么收拾？在这方面，查理也非常有发言权。

芒格：伯克希尔的股东，解决这个问题很容易。就让子女把股票拿住就完了。(笑声)

巴菲特：查理，你说的不适用于所有人。

芒格：嗯，只适用于 95%的人。(笑声)

巴菲特：一个人，有几十亿美元，把这么多钱全部留给孩子，好吗？

芒格：你说的是另一个问题。我的意思是说，单纯从资产增值保值的角度来说，我就把钱放在伯克希尔。

巴菲特：你给的建议，解决了投资方面的问题。我们还要考虑到子女之间的关系。子女还是小孩子的时候，我们看到，他们之间就经常打起来，虽然只是为了鸡毛蒜皮的小事。在处理遗产继承问题时，我们还要考虑到如何维护好子女之间的关系。谁不希望自己的子女之间关系融洽？无论是活着的时候，还是已经去世了，父母都希望自己的子女始终友好相处。**遗产继承处理不好，子女之间可能起争执。**很多有钱人家，留下了巨额财富。子女事先不知道遗嘱中怎么写的。等到他们知道了遗嘱中的财产分配安排，他们马上各自找律师，对簿公堂，从此反目成仇。遗产问题，一定要谨慎地处理好。

作为父母，想要让孩子具备某些品质，你要把道理讲给孩子听，也要率先垂范、以身作则。有样学样，孩子从出生的第一天起，就开始向父母学习。你希望子女具备什么样的品质，主要靠一辈子的言传身教。简简单单一张遗嘱，改变不了什么。在遗嘱中，父母改变不了子女已经形成的价值观，只能最后再叮嘱子女几句。你的子女再把家风家教传给他们自己的子女，把他们的价值观、他们的家产传下去，无论家产是什么，是农场，还是股票。我知道有这么个富豪，每年，他把自己的子女召集到一起，让他们在空白的所得税申报表上签字，因为他想瞒着子女，不让子女知道他们自己有多少钱。这个富豪的做法不可取，像他这么做，很难把自己的财富继承安排好。查理和我说过，反着来倒推，**想想自己死的时候要得到怎样的结果，按着那样的结果去生活。**

TTI 公司的创始人 Paul Andrews，他这个人，活的很明白。当年，保罗也面临如何安排遗产的难题，后来，他找到了我。那时候，他 61 岁，钱多的花不完。他热心慈善，做了很多好事。保罗说：我用了一年的时间，考虑如何安排我的公司 TTI。我不缺钱，我的家人也不缺钱。唯一让我放心不下的，是我的公司。特别是那些员工，他们帮我打下了江山。我不能把公司卖给竞争对手。一旦竞争对手入主，他们必然把我们的人辞退，换成他们自己的人。我不能把公司卖给私募股权基金。一旦公司落到私募股权的手里，就难逃被变卖的命运。不是你们伯克希尔多优秀，实在是除了你们，没别的可选。(笑声)伯克希尔收购了 TTI。从那以后，我们一直过着幸福的生活。保罗·安德鲁斯，他活的很明白，知道自己想要的是什么。(掌声)下一个问题，Becky。

10, BNSF 铁路高度重视脱轨事件

Becky: 来自西雅图的 Don Glickstein 问道: 最近, 在接受采访时, 沃伦批评诺福克南方铁路公司(Norfolk Southern)处理脱轨事件不力, 但完全没有提及 BNSF 铁路的行为。三月份, 法院判决, 在华盛顿州, BNSF 铁路违反与土著部落签署的"地役权协议"(Easement Agreement), 违规超额运输原油。BNSF 铁路的一列火车脱轨, 在环境保护区造成了原油泄露污染。沃伦如何确保 BNSF 铁路等伯克希尔子公司遵纪守法地经营? 提问者表示, 他是 20 多年的老股东。他担心伯克希尔没有一套监控制度, 无法发现并制止子公司的违规行为。

Greg Abel: 好的。我们确实做错了, BNSF 铁路正在解决这个问题。我们的货车一直经过这片部落土地, 运送原油。我们与土著部落签署过协议, 规定了每天可以经过的货车牵引车厢数量, 我们的团队没有遵守协议规定, 货车车厢数量超出了限制。我们与土著部落进行了深入讨论, 我们承认了我们通过增加货车长度, 获得了更多利润。我们仍将与土著部落继续商讨。从这件事中, 我们吸取了教训。签署了合约, 我们必须严格遵守。我们不能自己随意加车厢、加货物。我们必须遵守协议。我们吸取了教训。我们非常重视此次事故, 并且正在尽力解决。我们希望能与土著部落达成一个双方都觉得公平合理的解决方案。此次脱轨事件, 我们正在进行善后工作。我们与土著部落密切沟通, 尽可能在最短时间内将危害降到最低。我们双方都在朝着这个目标努力。此次原油泄露不会造成长期的环境污染。正如我们在公告中所说, 脱轨是铁路行业中的一部分。我们非常重视避免脱轨和减少脱轨造成的危害。不是所有的火车脱轨, 都会造成严重后果。但是, 我们始终努力避免脱轨事件。我们强调事先检测, 防止脱轨事件发生。万一脱轨事件发生, 我们强调要第一时间响应。我们的团队总能迅速响应, 力争把对当地社区的影响降到最低。

巴菲特: 火车脱轨, 一年会发生多少次来着?

Greg Abel: 铁路行业一年有 1000 多次。

巴菲特: 嗯。我们是一家铁路货运公司, 是一家公用事业公司。我们大批量运输重型货物。天气有严寒酷暑, 线路有弧度, 有坡度。哪怕只有 1% 的坡度, 重载列车下坡行驶, 也非常难以控制。铁路生意不是那么好做的。更何况, 美国的铁路系统基本是 19 世纪晚期设计的, 不算支线, 总长度大约 3.5 万公里。铁路生意很不好做, 做这个生意, 我们一定会犯错。很多时候, 发生脱轨, 不是我们自己的错。今后 10 年、20 年、30 年, 我们还会有脱轨事件。有些货物, 我们并不想承运。但我们是公用承运商, 我们别无选择。我们愿意运输氯气、氨气

等危险品吗？我们不愿意。社会需要运输危险品。作为一家公用承运商，客户选择我们，我们就得运输。在安全方面，与过去相比，我们已经取得了长足进步。好的，第 5 区。

11，伯克希尔能源非常重视发展清洁能源，但这需要全国上下共同努力

观众：嗨，沃伦先生和芒格先生。我叫苏锦华，来自中国中宁隆道资产管理公司。首先，我很激动也很荣幸今天能来到这里。我的问题是：现在越来越多的人关注竞争中的环境保护，政府也支持新能源产业，那么你对新能源的持续发展有什么想法？新能源公司如何在未来取得更好的发展？

巴菲特：是的，我认为 Greg 回答这个问题最合适，因为自从我们收购了中美能源，现在叫伯克希尔能源。他每年都在谈论这个问题，准备报告，希望我们能够帮助解决一些问题。我猜测我们在新能源方面花的钱可能比美国任何公用事业都要多，但这仍微不足道。当你跨越州界的时候就不容易做了，因为各州有不同的司法管辖权。国家政策应该在输电线路建设方面走在前面，我们一直是帮助实现这一目标的最大因素。

Greg Abel：谢谢，沃伦。就像沃伦提到的那样，毫无疑问，全球正在进行新能源转型。从某些方面来说，我希望在全国范围有一个明确的计划来实现这个目标。但除了一些例外情况，事实上各州是各自为政。伯克希尔能源在美国拥有三家公用事业公司，参与了多个州的业务，而且正在各州制定计划，试图将其整合到各州。这些投资机会之所以重要，是因为正在进行一场新能源转型。我们已经公布了我们 BHE 的碳排放目标，到 2030 年碳排放将比 2005 年减少 50%。这是《巴黎协定》希望公用事业公司遵循的标准。我们已经在这方面做的很好，但实现它需要一个过程。

我经常和沃伦聊天。当我们在 2000 年代中期收购 PacifiCorp 公司时，我们立即意识到要建造大量的可再生能源，就像我们在中西部和爱荷华州所做的那样。但那基本上只是在单一州运营。PacifiCorp 公司现在在六个州运营。我们在 2000 年代中期就开始制定了一个很棒的输电线路计划。其中包括我们将如何实现这一目标，以及在此期间将为我们的客户带来什么好处。当时这是一个价值 60 亿美元的输电项目。今天我们已经建成了三分之一多点。我们大概花了将近 70 亿美元。对我们的客户来说，这是一个很不错的结果。作为向新能源转型的一部分，你必须建造输电线路来传输所有的可再生能源。这就是沃伦强调的复杂性。你不能睡一觉醒来就解决了这个问题。你从输电线路开始投资，然后再投资可再生能源。如果我们看看我们在 BHE 能源和能源转型方面所做的事情，我们已经有 700 亿美元的已知项目，这些项目为我们的客户提供了满意的服务，并实现了新能源转型。在未来的

十年里，我们的团队完全能够胜任这个挑战，他们将履行承诺。这对我们每个公司和股东来说都是一个非常好的商业投资机会。因为我们显然会从部署的资本中获得合理的股本回报。但这将是一个漫长的旅程，会持续很长一段时间。你走得越远，就越依赖于各种正在进步但尚未实现的技术。

巴菲特：你提出了一个问题。我想多花一分钟时间，因为这很重要。我真的不知道，我们的政府形式在解决你所描述的问题方面是否是理想的。我们二战期间已经解决过一次了。当时我们带领的是一个蹒跚前行的国家，我们发现自己身处世界大战之中，而我们所做的就是以每年一美元的薪水把一群人请到华盛顿。我不知道是 Sidney Weinberg 还是 Goldman Sachs。我们给了他们巨大的权力来重新调整美国的资源来面对他们所面临的问题，那就是创造一个战争机器。他们所做的就是找到 Henry Kaiser 让他造船。他们去找福特汽车说，你们造坦克和飞机。他们以一种令人难以置信的方式重组了美国的工业企业。因为他们有联邦政府的权力。他们有美国商业的独创性。他们有美国商业的设施。结果非常成功。

但我们能在和平时期这么做吗？在和平时期，你有 50 个州，你必须让他们合作？你可以发号施令。但你不能指定一个方向。我们试图通过税收优惠之类的激励方式来达到这个目的。但我们没有创造出目标统一性和在二战中运行的战争机制，在那里，基本上每个人都认为他们唯一的工作就是赢得战争。我们想出了如何利用我们的工业能力来击败轴心国。现在的民主制度又是如何重现这一切的呢？我不确定我知道答案，但我知道问题所在。我认为，如果你手头有紧急情况，你真的需要重新设计美国的能源系统。我觉得如果没有体制和紧迫感之类的东西，你是做不到的。目标在那里人们就在那里。目标很明显，而且我们似乎不能在和平时期这样做，因为我们习惯于遵循一套既定的程序。而且，你知道，中国是一个整体国家。而我们有 50 个州。我们有一个完全不同的政府体系。我们应该能通过测试，但是到目前为止还没有成功，所以，谢谢你的提问。Becky？

12. 提前选好公司接任经理人非常重要

Becky：这个问题是费城的 Chris Freed 问的。他说：我们已经知道了，Greg Abel 和 Ajit Jain 是伯克希尔的下一代领导者。他们之后谁来继续领导伯克希尔？

巴菲特：一切正常的话，Greg 将接替我的工作。我选了 Greg 接班，Greg 在很多方面比我强。Greg 继任之后，他也需要找到一个与他才能相当的接班人。选择接班人，是他的工作中的一部分。到时候，Ajit 也会给他一些建议。选择接班人，是 Greg 自己的工作，最后，应该他自己拍板。Ajit 会给一些建议。我相信，Greg 和 Ajit 很

可能会想到一块去。

选择接班人没那么容易。所有人都在谈论管理层替补阵容的问题，他们都是在胡扯。我们根本没有几个人能够同时管理伯克希尔净值前五大子公司，我们子公司需要非常多优秀的运营经理人，但能领导整个的伯克希尔的经理人寥若星辰。你其实也不用几个，能找到一个就够了。你需要有人在最顶层做好资本配置，并确保各家子公司有合适的运营经理人。按照我们的安排，我们把保险业务和其它业务分开。我们认为，这么安排很合理。事情是不断变化的。现在让我们说，谁来接任 Greg 和 Ajit，为时过早。查理，你说呢？

芒格：我没什么补充的。我们很多高管是从伯克希尔子公司内部提拔的。同样是多元化企业，为什么伯克希尔做得比较好？其中很重要的一个原因在于，我们很少更换经理人。

巴菲特：Paul Andrews 去世之后，我们明确知道，他选的接班人是谁。我们没必要提前宣布，我们希望我们的经理人长命百岁。前不久，我们旗下 Garan 童装的创始人去世了，西摩·利希滕斯坦(Seymour Lichtenstein)。西摩 80 岁的时候，我给他写了封信祝寿，我说：祝贺你 80 寿辰，等你 90 寿辰，再为你祝寿。西摩 90 岁的时候，我又给他写了封信祝寿。可惜，他没活到 100 岁。Seymour 一直在培养一位优秀的接班人。他的接班人跟着他学了很久。随着 Seymour 年纪增加，他的接班人承担的责任越来越多。各个公司的情况不一样。找到合适的经理人接任管理公司，非常重要。下一个问题，第 6 区。

13, 美国存在严重的部落主义倾向

股东：Hatch Okamanti 来自日本宫崎。巴菲特先生，您拯救了所罗门兄弟公司(Salomon Brothers)，救了所罗门兄弟公司的 8 千多名员工，我是其中的一名。那时我还年轻，我在世贸中心上班。我一直想当面向您道谢，感谢您救了所罗门公司救了它的员工，包括我和我的家庭。谢谢您，巴菲特先生。(掌声)

巴菲特：过奖了。其实，真要感谢 Deryck Maughan。Deryck 负责所罗门在日本的业务。前一天我刚和他见面，第二天就安排他掌管所罗门公司。没有他挺身而出，所罗门不可能得救。我倒要谢谢你们呢。Deryck 能在所罗门的危急关头大展身手，是因为他在日本学到了很多。

股东：谢谢！我想向您请教的问题是：您多次表示，美国一定行。请问美国主要靠什么保持强大？如果美国走向衰落，原因可能是什么？(掌声)

巴菲特：美国经历了很多考验。美国是一个非常年轻的国家。日本的历史很长，美国的历史很短。从 1789 年

算起，美国的历史只有短短 234 年。把查理和我的年龄加起来，就相当于美国历史的三分之二了。我们一共选出了 46 位总统，有的总统很不称职。我们还打过一场内战。美国一定有自己独特的优势。1790 年，美国的人口只占全世界的 0.5%。如今，美国的人均国内生产总值大约为全世界的 25%。美国处于两大洋之间，海洋为美国提供了天然屏障。我们与邻国加拿大、墨西哥的关系很融洽。美国有一定的地理位置优势，但美国能发展到今天，不是因为我们的土地比别的国家更富饶。美国的发展是一个奇迹。

美国有很多缺点和不足，我们一路跌跌撞撞走到今天。总的来说，与我出生之时相比，今天的美国，生活水平有了极大的提高。一个周之前，我去看牙医，做了根管治疗。治牙的时候，我就想，幸亏麻醉药 Novocain 发明出来了，要不可遭罪了。这只是一个例子，还有很多很多方面。过去的日子哪有想象的那么美好，可苦了。我们还发明了原子弹。如果现在世上没有原子弹，那该多好。可惜，原子弹已经发明出来了。把魔鬼从瓶子里放出来，就塞不回去了。这是人类面临的巨大难题。

1940 年代，我父亲是一名国会议员。那时候，因为二战，两党短暂团结，但党争仍然很厉害。现在的党争更严重，已经呈现出部落主义的倾向。部落主义有害。像部落一样对立，双方甚至根本不听对方在说什么。再往下发展，很可能涌现民众暴乱。部落主义有溢出效应。我们看到过别的国家的动荡，也看到了美国受到的冲击。我们的民主制度存在一些问题，需要我们去解决。

尽管如此，让我重新出生一次，我仍然会选择出生在美国，我愿意选择出生在今天的世界。现在的美国比过去好很多。只是现在的通讯非常发达，我们接触的负面信息也比以前多了很多。人类确实面临很多难题。1930 年，我出生的时候，全世界有 20 亿人。现在，全世界有 77 亿人，而且还在增长。近代之前，人口增速缓慢。直到近代，才出现了人口的迅速增加。人类生产能源的能力有了巨大的飞跃。与全球只有 20 亿人时相比，现在我们生产的能源可供全球 77 亿人使用。

我们的世界充满希望，我们的世界也面临挑战。我不知道如何解决人类面临的种种难题。人类面对的重大问题，我们必须着手解决，不能一味地逃避，不能幻想着到了 2050 年，全世界歌舞升平，所有的问题会自动消失。未来如何发展，我们拭目以待。到目前为止，我感到比较忧虑。话说回来，美国内战时期，林肯不忧虑吗？历史上，美国有能力创造奇迹，它已经证明了自己。美国值得相信，它将来仍然会成功。查理，你怎么看？

芒格：我不像沃伦那么乐观。我始终认为，幸福源于降低预期。将来的世界未必比现在更好。我们是怎么解

决我们现在面临的难题的？最优秀的青年人，一窝蜂地涌入财富管理行业，怎么可能有利于文明的发展？我们不需要这么多基金经理。

巴菲特：查理，你是 1924 年 1 月 1 日出生的。你可不想回到那个时代吧？

芒格：不想。现在基金经理多了，说明社会财富多了，这是好的一面。我只是不愿看到，那么多有才能的年轻人，纷纷去做基金经理。这不太正常。

巴菲特：是像我一样，比较乐观，还是像查理一样，不那么乐观，各位自己选吧。(笑声) 请 Becky 提问。

14，在后巴菲特时代，伯克希尔的规模会非常大，企图恶意收购的野蛮人只能望而却步。

Becky：这个问题来自 DennisDeJaniero。在 2022 年年报中，沃伦说了，伯克希尔将始终持有大量现金。伯克希尔将始终做好准备，持有大量现金，无论是发生金融危机，还是出现巨额保险损失，伯克希尔都能从容应对。沃伦去世后，他持有的 A 类股将转换为 B 类股，并捐赠给多个基金会。这些基金会随后将出售股份，并将所得资金用于慈善事业。沃伦估计，将他的全部股份出售完毕，大概需要 12 年到 15 年的时间。我担心，卡尔·伊坎 (Carl Icahn) 等野蛮人可能抢夺伯克希尔的控股权，瓜分伯克希尔的现金并出售伯克希尔的子公司。请问沃伦和查理有这个担心吗？

巴菲特：可以说，伯克希尔将来可能遇到的各种问题，我们考虑了很多。我不是特别担心。在我的大部分股票出售完之前，投票权仍然在基金会手里，董事会不会向 Greg Abel 发难。**等到我的股票卖完了，投票权归属市场，到时候，伯克希尔就必须靠业绩说话了。**如果我们将来 12-15 年，继续不派息，我们的规模将增长到 1.5 万亿美元。**这么大的规模，会让恶意收购者望而却步。野蛮人得掂量掂量，他们能不能借到足够的资金。**伯克希尔太大，没人能收购伯克希尔。关键在于，我们伯克希尔不能成为国家的累赘，而要成为国家的中流砥柱。我们必须通过自己的经营，为国家创造价值。12-15 年之后，伯克希尔将拥有更多资金、更多子公司。凭借我们雄厚的资金实力，我们将为社会创造更多就业岗位、生产更多产品，成为公司中的楷模。如果伯克希尔将来继续成功的话，那是因为我们自己配得上成功。伯克希尔能行，我相信伯克希尔。查理，你说呢？

芒格：50 多年以后，我早死了，**我可不操心那时候的事儿。把自己每天分内的事做好，把自己能想到的，都想到，能做到的，都做到。至于结果，顺其自然。我很想得开。**提问的这个人，我觉得他有点杞人忧天了。

巴菲特：好的。我们俩都不担心。我们从来没有停止谋划伯克希尔的未来，我们一直在谋划。伯克希尔一路

是怎么走过来的，我心里非常清楚。在过去 58 年里，我们多次修正了伯克希尔的发展路线。我们做出的第一个重要判断就是，不能再搞纺织业了。这是伯克希尔发展史上的关键一步。我们也是走一步看一步，见招拆招、见步行步。关键的几步，我们走得很漂亮。我们绝对不会自己葬送伯克希尔。至于可能导致地球毁灭的灾难，那我们真没办法。我们相信，我们建立起来的伯克希尔，不比任何一家公司差。

我们不会让伯克希尔债台高筑，眼看着巨额债务到期，却无力偿还。我们不会毫无纪律承接大量保单，等到众多保单同时到期，才后悔莫及。伯克希尔将始终持有大量现金。伯克希尔拥有大量现金，也拥有强大的盈利能力，拥有分散在各行各业的众多投资。将来，别人会拿伯克希尔与其它公司进行比较，我们不怕比。我们留下的伯克希尔是一家安全稳健的公司。

伯克希尔拥有独一无二的股东群体。有的公司，上市之前，员工持有股票，员工也是股东，它们的股东基础很稳固。在上市公司之中，没有一家，有伯克希尔这么稳固的股东群体。我们的股东群体是经过 58 年积聚起来的。58 年来，我们始终把股东视为公司的所有者。(掌声)

将来，伯克希尔该怎么做？我们要继续让客户满意。我们要继续造福所在的社区，让人们欢迎我们，而不是讨厌我们。当发生金融危机时，有伯克希尔，政府感到放心。因为我们能挺身而出，做一些政府做不到的事。在金融危机之中出手，我们能稳定社会，也能获得经济利益。将来，我们一定还会经历种种危机。只要地球不毁灭，伯克希尔将继续为美国创造价值。只要伯克希尔能为美国创造价值，伯克希尔就能一直生存下去。(掌声)

15，关于 Ajit·贾因和本·罗斯纳的小故事。

股东：巴菲特先生、芒格先生，谢谢你们举办此次盛会。Beau Clayton 来自北卡罗来纳州 Durham。我们期盼参加伯克希尔股东会，因为你们经常讲一些意味深长的小故事。听了这些小故事，我们收获良多、久久难忘。再给我们讲几个你们没讲过的小故事吧。请您讲几个关于 Greg Abel 和 Ajit Jain 的小故事，最好是能反映出他们的性格以及他们的领导能力的。(掌声)

巴菲特：我先从 Ajit 开始。Ajit 是 1986 年加入伯克希尔的。1969 年，我们开始做再保险生意。我们摸索了 17 年。Ajit 来之前，负责保险业务的是另外一个人。他人品、能力都没问题，只是他也像其他人一样经营保险公司，没有跳出保险公司旧有的藩篱。我们做了 17 年，还是没摸到门径。我觉得，该变一变了。那是一个周六，Ajit 来到了我面前，是我们原来负责保险业务的 Mike Goldberg 找到他的(Mike 和 Ajit 在麦肯锡是同事)。Mike

为伯克希尔找到了 Ajit，他居功至伟。我和 Ajit 聊了几句。我记得，我好像一边查邮件，一边和 Ajit 聊。那时，Ajit 还没接触过保险行业。之前，他是做管理咨询的，对美国公司的运作非常了解。和他聊了几句之后，我知道，我遇到千里马了。我立即请 Ajit 管理我们的保险业务。Ajit 上任没多久，恰好碰上保险市场的景气周期。Ajit 的才能有多大？保险行业，全世界前十位经理人加到一起，也抵不上一个 Ajit。以前，我和 Ajit 每天都交流。现在，我们也交流，但不像过去那么多了。Ajit 是独一无二的。像 Ajit 这样独一无二的人，只要愿意一直工作下去，一个足够了。

保罗·安德鲁斯(Paul Andrews)早就财务自由了，他还是留在 TTI 继续工作。每年，我和他谈加薪，他总是告诉我：我太忙了明年再说。像保罗这样优秀的领导者，你从商学院的优秀毕业生里招聘，根本找不到。我招人的时候，从来不看这个人的毕业院校。我看简历，不在乎这个人读过什么学校。Ajit 是哈佛毕业的。Ajit 之所以是 Ajit，并不是因为他读了名校。查理，你也讲两个。你是怎么找到 Louis Vincenti 的？

芒格：收购 Wesco 的时候，他就在那儿了。

巴菲特：是在那儿了，但也得有你慧眼识珠啊。

芒格：有一次，我问他，“你上大学时体重才 150 斤，怎么还能成为橄榄球队首发？”Louis 说：“我速度快。”他速度快，呵呵。伯克希尔有很多人才以速度见长。

巴菲特：我们有一位经理人，文化程度只有小学四年级。联合零售的本·罗斯纳(BenRosner)你还记得吗？

芒格：记得。他完全自学成才。BenRosner 做零售生意，在他那一片儿，没人比他更精。他的眼光像鹰一样敏锐，他是一位商业奇才。他是很好的例子。他去世之后，我们找不到像他能力那么强的接班人。他的去世，是伯克希尔的损失。

巴菲特：我想起了一个好笑的小故事。BenRosner 有个生意伙伴，叫利奥·西蒙(Leo Simon)。Leo Simon 娶了报业大亨摩西·安纳伯格(Moses L.Annenberg)的女儿(Moses 是报业大亨 Walter Annenberg 的父亲，Walter 是家中独子，上面 9 个姐姐，在 50 年代创立了《电视指南》《每日赛马快讯》)。虽然 Leo Simon 非常有钱，Ben Rosner 一穷二白，但他们两个人很合得来。有一次，这还是在他们两人创建联合零售商店(Associated Retail Stores)之前，他们想到了一个点子。他们打算收购一个一战后废弃的潜艇，把潜艇拉到 1933 年芝加哥世博会上。他们没花几个钱，就把潜艇买下来了。他们觉得，把潜艇放到世博会展示，一定有人愿意付费参观。潜

艇是在佛罗里达州买的，他们要把潜艇拉到芝加哥。等潜艇进了芝加哥市区，在繁忙的马路上，他们拖着潜艇行驶。因为潜艇是个庞然大物，他们造成了严重的交通拥堵。一位警察来到了 BenRosner 面前，他说道："谁让你们拖着这玩意在路上行驶的？"BenRosner 回答道："你问我们的老大 AlCapone 吧。"(阿尔·卡彭 AlCapone 是芝加哥的黑帮老大)警察说："哦，好好好，你们走吧。"(笑声)后来，1967 年，LeoSimon 去世了。他去世之后，BenRosner 继续把联合零售商店一半的利润分给 Leo 的遗孀。摩西·安纳伯格生了 9 个女儿，后来生到第 10 个，才生出来一个男孩(Walter Annenberg)。

Leo 的遗孀是摩西·安纳伯格的大女儿 Esther Annenberg，Esther 非常富有，根本不缺钱。她不缺钱，BenRosner 照样把利润分她一半。BenRosner 让 Esther 出面在店铺的租赁协议上签字，这样，不至于显得她白拿钱。Esther 不需要这笔钱，BenRosner 觉得，这是他应该做的事。没想到，后来 Esther 对 BenRosner 横加指责。BenRosner 忍不下去了，他找到了 Esther 的律师 Will Salsteiner。我不知道这中间发生了什么。律师 Will 给我打了电话，表示 BenRosner 有意把公司出售给我。Will 说 BenRosner 想把公司卖了，甩掉 Esther。我和查理去了律师 Will 的办公室，谈这笔收购。BenRosner 说："我留下来只干到年底。公司有 200 万美元现金，一两百万的房产，还有一两百万的利润，你给我 600 万美元就行了"。这个价格太低了。BenRosner 宁可自己吃亏，也要顺便让 Esther 吃亏。于是，他找到了我们。查理，你接着讲吧。

芒格：BenRosner 说：听说你是西部拔枪(掏钱)速度最快的。拔枪吧！(笑声)

巴菲特：当时，我们在纽约的一家律师事务所里，他就这么和我说的。这家公司可是他的心头肉啊。他赌气说，最多干到年底。我把查理拉到一边，我说："他要真是年底就不干了，全世界的心理学理论就都失效了。他不可能抛下这家公司"。我们收购了联合零售商店。从那以后，我们和 BenRosner 一直过着幸福的生活。有一次，他带我去看布鲁克林的一处房产。在路上，我说："Ben，一开始，我就向你保证过，我不会干预你如何经营公司。"他知道，我马上就要话锋一转，来个"但是"。他直接来了一句："谢谢你，沃伦。"我到嘴边的话，只好咽回去了。(笑声) BenRosner 的趣事有一箩筐。刚才讲的这个故事，是之前我们没讲过的。好的，Becky。

16, Ajit 对财产巨灾再保险投资组合感到乐观

Becky：这个问题来自 Chai Gohill，是问 Ajit 的，再保险行业正在经历过去 15 年来最艰难的定价环境之一，伯克希尔历史上曾在经济回报非常诱人的低迷时期参与其中。今年，尽管回报率如此之高，但伯克希尔似乎

对将资本投向财产巨灾再保险不感兴趣。你能否详细说明尽管再保险有不错回报，但你没有参与的原因，以及你在收购 Alleghany 保险后如何规划再保险业务方面的更广泛观点。

AjitJain：好的。对于 Alleghany 保险来说，这是一个简单的回答。我们的运营子公司之间彼此独立，就 Alleghany 而言，他们旗下 TransAtlanticRe 的再保险品牌在再保险业务中占有重要地位。那家公司将按照过去的经营方式继续运营。在战略和管理方面不会有任何改变。他们会继续做他们正在做的事情。他们非常成功，希望他们能继续成功。

说到我过去几年积极参与的财产巨灾保险业务，你说得是对的，过去 15 年是一段艰难的时期。定价并不吸引人。尽管在过去的 15 年里，我们在巨灾业务中有一定的影响力，但这种影响力实际上是微乎其微的。今年 12 月 31 日是巨灾再保险的一个重要续保日期，我们希望我们能有一天时间部署我们的资本，并能够承保一些相当有吸引力的业务。去年 12 月底我非常乐观地认为，我们将有机会投入数十亿美元。但不幸的是，在 12 月的最后 10 天大量的产能突然出现。我们实现的定价并没有真正达到我们期望的定价要求，因此 1 月 1 日让人失望，我们没有像期望承保那么多。到 4 月 1 日，这是另一个重要的更新日期，我们当时有很多资本在手。我们很幸运，市场供应有限，价格突然再次飙升，远远高于 1 月 1 日，并开始看起来对我们有吸引力。因此，现在我们有一个重大规模的巨灾险投资组合。或者说，我们今天的风险敞口比五六个月前增加了将近 50%。所以，我认为我们已经承保我们的能力允许我们承保的最大范围的保单。

我们对自己承保的保单很满意。利润率一直很健康。我想告诉你们的唯一的事是，**尽管提及的承保情况良好，但我们保单的风险组合非常不平衡。这意味着如果佛罗里达有一场大飓风，我们将遭受重大损失。**与此相反的是，如果我们再佛罗里达州之外有一个非常大的损失，相对于我们的竞争对手，我们将有一个小得多的损失。综合起来，我对这个保险组合很满意。比过去好多了。我不知道它会持续多久，当然，如果飓风发生在佛罗里达，我们可能会损失高达 150 亿美元。如果不出现亏损，我们就能赚几十亿美元的利润。

巴菲特：还有 Ajit，当你打电话给我，想让我们承保在那些风险再多加几十亿，我花了很长时间才答应。(笑)

AjitJain：是的，所以我们考虑我们的风险敞口的方式是，**在整个公司的保险业务中，考虑到我们只有不到 3000 亿美元的资本，我们认为我们愿意承担的 5% 的风险敞口(150 亿赔付上限)**。所以，作为沃伦故事的补充，几周前，我们在全球范围内有大约 130 亿美元的风险敞口。我给沃伦打电话说，“我们敞口上升到 130 亿美元

了。如果能涨到 150 美元就好了。这是一个不错的整数”。那通电话不到 30 秒，我想，沃伦甚至没听到数字是多少就答应了。(笑声)

巴菲特：我希望他能再给我打电话。(笑声) 好的，第 8 区。

17，我们根据消费者行为的认知和对生意的了解预测未来

股东：大家好，AdalFlores 来自墨西哥瓜 Guadalajara，伯克希尔 16 年的股东。我想向沃伦和查理请教一个问题。在追求短期利润，与建立长期竞争优势之间，公司总是很难取舍。只有极少数的公司能二者兼得，例如，谷歌。对于大多数公司而言，在短期利润与长期优势之间难以选择。亚马逊选择了追求长期优势，它以“飞轮效应”(Amazon flywheel)著称，早期不求利润，等到形成强大的规模效应，再获取利润。您讲过很多次，您愿意投资拥有强大护城河的公司。请您给公司 CEO 提一些建议，该如何在短期利润与长期优势之间取舍？谢谢。

巴菲特：关键是把命运掌控在自己手里。伯克希尔能把命运掌控在自己手里。我们没有来自华尔街的压力。我们不开投资者关系电话会。我们用不着做出业绩承诺。我们可以放开手脚去做，全力寻找最好的机会。我们很清楚，我们为来到了现场以及没来到现场的股东工作。我们的股东不是短视的群体，我们用不着紧盯着是否实现了季度业绩预期。我们拥有很大的自由。

好生意并不多，我们愿意长期持有好生意。经过长期的投资，我们学到了很多，对生意有了越来越多的了解。查理和我经常讲喜诗糖果的例子。从喜诗糖果中，我们学到了很多。从 BenRosner 开在美国东部的女装店，我们学到了很多。1966 年，我们收购了 HochschildKohn 百货公司。这家百货公司也给我们上了一课。刚收购到手我们就后悔了。我们一直在观察和研究消费者的行为。

具体技术方面的东西，我不懂。我要是能懂技术，那当然更好，但懂技术，不是必须的。我们投资了苹果公司。我们对苹果公司的投资，规模已经超过了我们的能源业务。我们大概只持有苹果公司 6%左右的股票。我们的持股数量每年都在增加。我完全不懂手机的技术方面。我能理解消费者行为。

伯克希尔旗下有很多经销汽车的公司，我非常清楚，顾客购买二手车时的心理和行为。伯克希尔旗下有很多子公司，我们从中学到了很多。人们愿意买加兰童装(Garanimals)，换成别的，就不愿意买。喜诗糖果让我们开了窍。后来，我们经历的越多，学到的越多。我们看到了人们的种种行为，看到了有的好生意变成了烂生意，而有的好生意则长期保持竞争优势。在伯克希尔，我们并没有什么神奇公式。生意值不值得买，我们确实十秒钟就

能看出来。我从来不看那些预测利润的幻灯片，那些东西是投行的人收了钱做出来的，毫无意义。

谁能预测未来？我们没那个本事。我们靠的是我们对生意的了解。我们知道，什么价格买合适。我们知道，根据我们对消费者行为的认识，一家公司将来行还是不行。我们过去是这么做投资的，将来还是这么做投资。做了几十年的投资，我们的智商没有提高，但我们的智慧增加了一些。投资是我们喜欢的工作，只要坐在办公室里，有部电话，就行了。查理，你说呢？

18，投资日本五大商社非常成功

芒格：给大家讲讲伯克希尔对几家日本公司的投资。这笔投资做得很漂亮，值得再讲讲。

巴菲特：很简单。我刚走上投资之路的时候，还是个小伙子，那时候，我的同龄人翻阅《花花公子》，而我翻阅《穆迪手册》。最近，新出了一个纪录片《Turn Every Page》，导演是 Lizzie Gottlieb。前几天，我看了第二遍。我推荐所有人都看一看这个片子。我年轻的时候，也是一个“翻开每一页”的人。我捧着厚厚的《穆迪手册》，翻过一页又一页。我去波士顿的公用事业局查资料，翻过一页又一页。我去保险监管局查资料，翻过一页又一页。年轻有一段时间，我不停地读东西，不停地翻页。现在伯克希尔的规模大了，我们需要更大的投资机会。

在日本做的这笔投资很简单。我喜欢看公司的数字。这五家公司，规模很大，业务能看明白。这五家公司，多多少少，我们都和它们有过业务往来。离我们会场不远，有一座已经关停了的火电厂，是其中一家公司建设的。这五家公司，按照我们买入的价格计算，每年能实现 14% 的盈利。它们的派息率还可以，也有回购。它们旗下的生意，我们了解得不是很深入，但整体上能看懂。这几家公司，就在我们眼前，看得见摸得着，没什么问题。我们可以通过融资消除货币风险。我们的融资成本是 0.5%。一边是 14% 的收益率，一边是 0.5% 的长期融资成本。公司是经营良好、规模庞大的公司，我们直接就买了。

大概在我们开始买入六个月之后，我才告诉 Greg。后来，我们对这五家公司的持股比例全部达到 5%，我们发布了公告，2020 年那天恰好是我 90 岁生日。上个月我们去日本拜访了这五家公司。我们的日本之行很愉快，我们更看好这五家公司了。现在，我们的持股比例上升到了 7.4%。除非征得几家公司的同意，否则我们的持股不会超过 9.9%。上个月，我们又发行了 1640 亿日元(约合 12 亿美元)的债券。

芒格：如果我们伯克希尔的规模只有 50 亿美元，我们这笔投资就牛 B 了。就这笔投资，我们已经赚了 100 亿美元了。如果伯克希尔规模只有 50 亿美元，我们凭这一笔投资就赚到 100 亿美元，那我们该多风光。现在伯克

希尔规模这么大，100 亿美元的利润，扔到伯克希尔里面，连个响都听不着。

巴菲特：我乐在其中。好像刚买这几家公司那年，我就和查理聊这笔投资。查理说，做这样的投资，我有事可做，不至于闲着。查理也看好这笔投资。

芒格：嗯，你获得了快乐也赚到了 100 亿美元。我们想买更多，可惜只能买这么多，只能赚到 100 亿美元。

巴菲特：其实，没 100 亿美元那么多。我们有 50 亿美元的资本利得，还收了些股息。主要是我们的融资成本也非常低。这几家公司也欢迎我们投资。这几家公司经营得很好，我们只做投资，不插手它们的经营。我们承诺，持股比例不超过 9.9%。它们信得过我们。之所以去日本，也是为了介绍 Greg 和他们认识。在今后 10 年、20 年、30 年、40 年，伯克希尔将与这五家公司长期合作。我们将来可能有一些合作机会，双方都表达了合作意愿。另外，伯克希尔在日本也有子公司，也可以和它们合作。Greg，你有什么补充吗？

Greg：我简单说两句。沃伦，如您所说，我们这次去日本，与这五家公司建立了信任关系，期待将来有更多合作机会。从根本上来说，我们做这笔投资，主要是因为这五家公司非常值得投资。

我们与五家公司分别会面。我们了解了它们的历史、文化，他们为自己的公司感到自豪。此次日本之行，我们加深了对它们的了解。两天时间，我们拜访这五家公司，有很多收获。

巴菲特：这次，我们本来只打算发行 560 亿日元的债券，没想到，市场认购热情很高，结果我们发行了 1644 亿日元的债券。一切很顺利。如查理所说，伯克希尔的净资产有 5000 多亿美元，我们在日本的投资并不能对伯克希尔产生特别大的贡献。主要是这笔投资的融资成本很低，按买入价计算，公司的盈利能力很高，能持续为伯克希尔创造利润，大概每年可以贡献四五亿美元。我们会继续在日本寻找更多投资机会。不知不觉间，伯克希尔竟然成为了日元债最大的海外发行方之一。我们还没完，只要机会好，我们将继续做下去。伯克希尔在日本有子公司。现在，我们又有了几家优秀的合作伙伴。我们自己什么都不用做，多好啊。Becky？

19，苹果的生意比伯克希尔的生意好。

Becky：这个问题来自 EllieAminTebet。他说，有次他收听播客节目《像邓普顿一样投资》(Investing the Templeton Way)。在节目中，达莫达兰教授(Damodaran)表示，当投资组合中的一只股票占比过高时，例如，占比达到 25-35%，他会觉得非常不舒服。现在，苹果股票已经占了伯克希尔投资组合的 35%，这是否已经占比过高，有风险了？他想请沃伦和查理回答这个问题。

芒格：我看他是脑子让门挤了。

巴菲特：我就知道查理会这么说。(笑声)把苹果理解为占伯克希尔投资组合的 35%是错的。伯克希尔的投资组合包括铁路、能源、加兰童装、喜诗糖果等很多生意。投资苹果的很大一个好处是，我们的持股比例可以增加。因为苹果一直在回购股票。苹果现在的股份数是 157 亿股，我们持有其中的 5.6%。随着它的股份数减少，我们的持股比例将增加到 6%。BNSF 铁路，我们持有 100%，无法继续增加。加兰童装、喜诗糖果，我们也持有 100%，无法继续增加。我们多想持有 200%啊，可是做不到。苹果、BNSF 铁路、加兰童装、喜诗糖果，它们都是一样的，都是好生意。我们投资苹果，与投资伯克希尔的其它生意，在标准上，并没什么不同。要说有什么区别的话，只能说，苹果的生意比伯克希尔的其它生意更好。

我们对苹果公司的投资，规模很大，但没有我们对铁路业务的投资规模大。我们的铁路业务是好生意，但苹果公司的生意更好。我们的铁路生意与苹果公司的生意没法比。苹果在消费者的心中有一席之地。一个消费者，他可以花 1500 美元左右，买一部苹果手机。也可以花 3.5 万美元，购买第二辆车。如果只能二选一，消费者宁愿放弃购买第二辆车，也要买苹果手机。苹果手机是非常了不起的产品。在我们 100%控股的子公司中，我们没一家公司有这么了不起的产品。

我们很高兴，我们持有苹果公司 5.6%的股票。我们愿意看到我们的持股比例上升。只要我们的持股比例上升 0.1%，我们占有的利润就会上升 1 亿美元。苹果公司把利润用于回购，从现有股东手中买回股票。我们愿意看到别的股东把股票卖回给苹果公司。苹果回购股票，它的股票数量减少，在指数中所占权重降低，指数基金必须相应减持。去年，我们的持股比例略有增加。

前几年，我从资本利得税的角度考虑，卖了一些苹果的股票，那几笔操作做错了。查理已经发表过意见了，不能说苹果占伯克希尔投资组合的 35%。伯克希尔的投资组合包括我们所有可用于投资的资金。我们愿意拥有好生意，也需要保持充沛的流动性。我卖出苹果犯了错，今后，还会犯别的很多错。查理，你有什么补充的吗？

芒格：在大学里，教授告诉学生们，投资股票必须高度分散。这是误人子弟。好机会可不是遍地都是，说找就能找到的。我要是只找到三个好机会，我就投资这三个最好的机会。不投资三个最好的，难道投资三个最差的？有的人没判断力，分不清机会的好坏。有的人看到了好机会，但他们把好机会想得太好了。在分析判断机会方面，我们犯的错比较少。这对我们做投资非常有帮助。不是说我们的智商有多高，只是我们对自己的能力有非

常清楚的认识。**清楚地认识自己的能力，才能做好投资。**很多人，智商是非常高，但他们不知道自己几斤几两，聪明反被聪明误。**你要是非常清楚自己的能力圈，那就别理会那些专家的说法，过度分散只能适得其反。**(掌声)

20，中美之间应保持克制缓解紧张局势

股东：查理，沃伦，你们好。感谢你们召开此次盛会。我叫 DavidChung，来自香港，毕业于芝加哥大学 Booth 商学院。我还带了我的两个儿子 Aiden 和 Ashen 来参加股东大会。他们目前在芝加哥大学读书，一个大一、一个大二。这是我第二次参加股东大会。第一次参会是四年前，2019 年，那次是应我的朋友安德鲁的邀请。2019 年参会之后，我决定买入伯克希尔的股票。从 2019 年到现在，伯克希尔的股票给我带来了 62% 的收益率。谢谢你们。(掌声)我听取了您的建议，在我的两个儿子过生日的时候，分别送给了他们一股伯克希尔的股票。他们很想要 A 类股的股票，我给他们的是 B 类股，已经很好了。(笑声)我的问题是这样的。目前地缘政治紧张，中美互联网企业大力压缩成本，请问你们如何看待中美互联网公司股票的估值差异？谢谢。

巴菲特：查理，你来回答吧。

芒格：在经济方面，中美之间的关系紧张。双方都有责任，中美都有错。

美国绝对应该和中国搞好关系。我们应该与中国进行大量自由贸易，这符合双方的共同利益。(掌声)还用说吗？双方相互合作，世界将更安全，更繁荣。以苹果公司为例，它在中国建立了供应链，苹果得到了好处，中国也得到了好处。美国应该加强与中国类似的合作。任何增加两国之间紧张局势的行为，都愚蠢至极。双方应该停止敌意。对方都应该学会以德报怨。这就是我的观点。

巴菲特：中美是世界上的两个超级大国。一方面，双方都很清楚，一旦开战，必然两败俱伤，必须与对方搞好关系；另一方面，双方又进行激烈的竞争。只要保证对方不开战，双方难免互相试探，甚至极限施压。现在的情况是，任何一方欺负对方，对方都得忍一忍，不忍的话，就两败俱伤。怕就怕，其中一方做的太过分，真可能导致冲突爆发。**双方陷入了博弈的困境。**中美双方的领导人，两国的民众，应该面向未来，在今后一百年，中美两国需要长期和平共处。民众还应该清楚，某些政客夸下海口，最后两国都要遭殃。中国有自己的政治体制和选举方式。美国也有自己的政治体制和选举方式。双方都表现得很强势，互相较劲，生怕让步了，就显得自己懦弱了，这是在玩火。我希望中美两国的外交官、发言人，能发挥建设性作用，传达正确的信息。**"坚持原则，做该做的事。不能放弃自己的利益，但也不能只顾自己的利益。"**

中美之间的博弈才刚刚开始。我们对这种博弈并不陌生。从前，美国和苏联冷战。当时我们认为，“相互保证毁灭”(Mutually Assured Destruction)可以避免核战争。美苏确实没打起来，但是出现了很多一触即发的情况，例如，古巴导弹危机。几百年前，世界局势不像现在这么剑拔弩张。几百年前，大不了就是大不列颠占领法国或西班牙。现在的大国博弈，不容有丝毫闪失。两国的领导人，两国的民众，应当对现在的局面有深刻的认识。双方打嘴仗，互相诋毁，只能增加风险。1945 年之后，虽然时有危机，世界维持了整体和平，并没有爆发核战争。如今，除了核战争，人们还面临疫情、网络攻击等威胁。现在的世界，比以往更容易毁灭。

中美两国应该认识到问题的严重性，停止针锋相对。展望未来，中美两国将继续在竞争中共同发展。中国将更加繁荣昌盛，美国也将更加繁荣昌盛。两国可以和平共处。中美关系与世界未来一百年的发展休戚相关。两国领导人应高度重视两国关系，化解敌意。1945 年以来，人类很幸运。能否继续保住这份运气，我们拭目以待。我们可以用自己的行动，保住这份运气。这个话题有点沉重了。Becky，请提下一个问题。

21,"对于在日本的投资，我很放心。投资台湾的公司，我没那么放心。"

Becky：这个问题是 RoheetBellany 问的。他说：伯克希尔一贯的风格是长期持有，但是在台积电这笔投资中，买入短短几个月之后，伯克希尔就将其全部清空。在接受 CNBC 采访时，沃伦表示，卖出台积电，是基于地缘政治因素。但是，在伯克希尔买入之时，存在同样的地缘政治因素。在持有台积电短短几个月时间里，是否还有别的什么情况，导致伯克希尔清空 50 亿美元的台积电股票？

巴菲特：台积电是一家行业领先的公司，也是一家治理良好的公司。我相信，5 年、10 年、20 年之后，台积电仍然会像现在一样优秀。台积电的地理位置存在风险。我重新评估了这一因素。这家公司偏偏位于台湾。它已经开始在美国建厂，在亚利桑那州，伯克希尔旗下的 Alleghany 公司参与了台积电的工厂建设。在我看来，在半导体行业，没有一家公司能与台积电比肩。台积电的创始人已经 91 岁了，我和他在 Albuquerque 打过桥牌。台积电是好公司，管理层也很优秀。可惜，在美国的半导体行业，找不到竞争优势如此之强，管理层如此优秀的公司。对于在日本的投资，我很放心。投资台湾的公司，我没那么放心。我也不想这样，但现实如此。我根据现实情况，重新评估了这笔投资。查理，有什么补充的吗？

芒格：我就一句话，只要沃伦觉得放心就好。(笑声)

22，本·格雷厄姆写的《聪明投资者》长盛不衰。

股东：首先，请允许我感谢你们，谢谢你们，让我们的生活更美好。我叫 BugomilBaranowsky，是纽约 SicartAssociates 公司的创始人，我们管理家族财富。我的问题是这样的。巴菲特先生，1976 年，您写了一篇纪念本·格雷厄姆的文章，其中的最后一句话是，(WalterLippmann)说：'前人栽树、后人乘凉'。本·格雷厄姆为我们栽下了一颗参天大树。你们两位也是像格雷厄姆一样的人。请两位展望一下百年之后的伯克希尔。

巴菲特：提到本·格雷厄姆，我想说几句。本·格雷厄姆为我做了很多事，但从来不求回报。他为我做的事太多了，多得数不清。但是，他从来没要求我有一丝一毫的回报。

1949 年，本·格雷厄姆写了一本书《聪明投资者》。这本书逻辑严密、论证有力，我读了之后犹如醍醐灌顶、豁然开朗，发现我之前八九年一直在瞎折腾，根本没走上正道。我经常关注这本书在亚马逊的销量排名。大家知道，亚马逊有个销量排行榜，按照销售数量，给书籍排名。本·格雷厄姆写的这本书，稳居 300 到 350 名之间。没有一本关于投资的书，能像《聪明投资者》这样长盛不衰。前段时间，HarperCollins 出版社打算出一个新版本，我给他们写了一封信，问他们《聪明投资者》已经卖出去了多少本。出版社回复我说，太久远的记录已经没有了，有记录的是 730 万本。这本书，它改变了我的命运，而且仍然是最畅销的投资类图书。

有的投资类书籍，刚出的时候，销量排在 400 名，或 1000 名，没过多久，就看着不着影了，掉到 2 万名开外，甚至 20 万名开外了。在各个行业、各个领域，有几本像《聪明投资者》这样的经典？有的书，1950 年排在前三位，1951 年 1952 年你再去看，就找不到了。大多数书只是昙花一现。关于厨艺的书，一两本风靡一段时间，然后就无人问津了。《聪明投资者》则保持着旺盛的生命力。本·格雷厄姆 1949 年出版的这本书不是鸿篇巨制，只是一本几百页的小书。在投资方面，不断有新书出版，各种观点、各种声音此起彼伏。没有一本书，比格雷厄姆在《聪明投资者》中讲得更好。

至于伯克希尔的未来，正如我们前面所说：我们希望伯克希尔是一家归股东所有的公司，我们希望伯克希尔造福社会，为社会做贡献，而不是给社会添麻烦。伯克希尔将拥有雄厚的资金、大量的人才。我们的基础稳固，不可撼动。伯克希尔一定能传承下去，就像本·格雷厄姆的书一样。也许我们伯克希尔能成为其它企业的楷模。这就是我们对伯克希尔的期望。查理，请补充。

芒格：本·格雷厄姆，他是一位优秀的老师。教师是一个光荣的职业。本·格雷厄姆以师者的身份留名于后世。有一件事，格雷厄姆晚年只是略有提及：他一生中超过一半的投资收益来自一只股票，一只成长股，也就是

GEICO 保险，伯克希尔的子公司。在格雷厄姆所处的时代，有大量质地很差，但价格极其便宜的公司，批量买卖这样的公司，能赚点小钱。格雷厄姆赚大钱，是在一只成长股上赚的。以便宜的价格买入好公司，才是王道。伯克希尔在无数次投资中印证了这个道理。

巴菲特：在 1949 年版《聪明投资者》的后记中，本·格雷厄姆坦然承认了这个事实，也从中总结了一些经验。他说："生活就是这样，做好充分的准备，先保证不亏钱，赚钱的时候总会来到。"

GEICO 保险是 LeoGoodwin 创建的，他持股 25%，还有一位沃思堡市的银行家，持股 75%。GEICO 保险寻求出售，主要是这位银行家想卖出，所以最后找到了本·格雷厄姆。我记得，在这笔交易中，GEICO 保险的总价大概是 150 万美元。交易过程中，因为净资产差了 2.5 万美元，差点没做成。大家现在知道，GEICO 保险是一家价值连城的公司。

本·格雷厄姆把投资这件事讲的很清楚。在学问上，他绝对诚实，毫不隐瞒地讲述自己的方法，有什么缺点，有什么优点，毫无保留。其实，查理和我也有类似格雷厄姆的经历。我们始终做好准备，屏蔽一切噪音，不管别人怎么说，该出手时果断出手，最关键的决策不多，只有几个。如果你选对了伴侣，你就是人生赢家。选择人生伴侣非常关键。在我那个时代，年轻人结婚很早。现在时代不同了，你们年轻人有足够的时间去考虑。多少人婚姻不幸福？30%？反正是不少。总之，始终保持头脑清醒，少做傻事，早晚有一天，用查理的话说，你会遇到你的"合奏效应"(lollapalooza)"。Becky，请提问。

23，GEICO 保险正在与汽车厂商探讨合作的可能性。

Becky：这个问题是 Terafta 问的，来自亚利桑那州 SierraVista 的股东。这个问题请 Ajit 回答。他想知道，新能源汽车消费者是否会越来越多地直接从汽车生产商处购买保险，而不是像过去那样从车险公司购买。最近，《华尔街日报》刊登了一篇文章，文章指出，新能源汽车在汽车销售总量中占比还比较低，但呈现出增长趋势。特斯拉和通用汽车在销售新能源汽车的同时，也向消费者提供保险服务。请问 GEICO 保险如何应对这一挑战？

AjitJain：GEICO 保险与很多汽车生产商进行了接触，探讨双方能否进行合作，在销售汽车的同时销售车险。目前，还没什么进展。我们会继续探讨合作的可能性。显然，在销售汽车的同时销售车险更方便快捷。问题是，我们不但要收集关于车辆本身的信息，还要收集大量关于车主的信息。信息收集是一个需要解决的问题。我们正在和一些汽车厂商接触，希望在不久的将来，能谈成一些合作。特斯拉和通用汽车的声势很大，在媒体中高调宣

布进军保险业。通用汽车预计，它将实现 30 亿美元的保费收入。很难想象，这么大规模的保费从何而来。总之，汽车厂商的声势很大。或许有的汽车厂商能敲开保险业务的大门，我们 GEICO 保险也不会示弱。

巴菲特：我补充两句。通用汽车不是刚进军保险行业，早在几十年前，它就开始做保险业务了。还有优步 (Uber) 公司，开始的时候优步自己承保了大量车险。后来，它把车险业务转让给了一家保险公司。那家接了这笔业务的保险公司，亏了很大一笔钱。是哪家保险公司接的来着？我忘了。Ajit 可能记得。

Ajit：詹姆斯·里弗保险公司 (James River)。

巴菲特：对，James River。汽车厂商想自己做车险业务，这不是什么新鲜事。在匹配风险和费率方面，它们怎么可能比得上 Progressive 保险，怎么比得上 GEICO 保险？优步开始自己做车险的时候，我就不看好。我知道它要遭殃。后来，优步把大部分车险业务打包卖给了一家保险公司，接盘的那家保险公司遭殃了。

汽车厂商进军车险业务，华尔街喜欢这样的故事。伯克希尔旗下有 80 家汽车经销商。我们的汽车经销商有专门的营业场所，专门的销售人员，每年卖出很多辆汽车。虽然我们自己有汽车经销公司，我们还是另外经营车险公司，专门销售车险。行业已经形成了固有格局，现在的体系很难改变。汽车生产商进军保险业，让我投资的话，我一分钱不投。Ajit，请继续。

Ajit Jain：好。我只想补充一句，承销车险的利润率非常低，只有微薄的 4%。谁都想来分一杯羹，大家都涌入这个行业，大家都吃不饱，都赚不到钱。

巴菲特：车险行业最大的创新，发生在 1920 年。1920 年，州立农业保险公司 (State Farm) 成立。凭借它独特的模式，State Farm 保险现在仍然是保险行业的翘楚。在保险行业，按净资产规模计算，伯克希尔排名第一，State Farm 保险紧随其后。当年，State Farm 保险的创始人 George J. Mecherle 发现，车险公司形成了同业垄断，于是，他成立了一家互助保险公司。有一本关于他的传记，书名是《The Farmer from Merna》。它成立的互助保险公司，把行业成本降低了 20%。State Farm 保险横空出世，这家公司不归股东所有，而是归投保者所有，它是资本主义社会中的一个另类。它的存在与一切商业理论背道而驰，没有股东，也不上市。谁能想到，State Farm 保险竟然成为行业龙头，净资产规模遥遥领先。它的商业模式在这摆着，其他人很难超越。人们为什么不睁开眼睛看看呢？看不见 State Farm 保险吗？说白了，在华尔街，一个概念出来，主要看有没有人买单。只要有人愿意出钱买单，那就行了。于是，一批保险公司成功上市，成功融资。概念股轮番登场。优步放出进军保险业的概

念，股民很兴奋。说来奇怪，股民从来不长记性。第 11 区，请提问。

24，指数基金会低调了，不再随意行使投票权了

股东：大家好，Jeff Merriam 来自明尼苏达州 Edina。我们已经连续多年参加股东大会。前面有人说，有位教授，对苹果的仓位占比达到 35% 很紧张。我想说，我们家族财富的 50% 全放在了伯克希尔。不知道这位教授听了以后，是否会更紧张。(笑声) 我想请教一个关于投票权的问题。前面，有人提到了野蛮人。我想知道的是，将来谁会掌控伯克希尔的投票权？是机构吗？加州公务员退休基金(CalPERS)？贝莱德(BlackRock)？那些指数基金在环保问题上对伯克希尔紧逼不舍。到时候，它们是否将如愿以偿？我们是否应该考虑一下这个问题？

巴菲特：你的担心不无道理。**大部分投票权应该会集中到指数基金手里。**现在指数基金很清楚，它们不希望因为自己手握大量投票权，而引起社会的不满。从这两年的情况来看，指数基金已经学聪明了，怎么说呢？

芒格：它们基本不出声了。

巴菲特：是的，它们学会低调了，基本不出声了，这符合它们自己的利益。在资产管理行业，管理的资产规模排在第一位，业绩是次要的。指数基金收费非常低。自从先锋基金(Vanguard)开创指数基金以来，各种指数基金层出不穷。指数基金的管理费大概只有 0.02%。发行指数基金的公司，它们希望客户再买一些它们的其它基金，买一些其它产品，管理费更高的产品。约翰·博格(John Bogle)发明指数基金的初衷，就是为了让客户少交管理费。**现在基金公司通过指数基金把客户吸引进来，然后，向他们进行交叉销售。**"我们向你推荐一只投资某个国家的基金，向你推荐一只投资某个行业的基金。"这些基金收费更高。**约翰·博格设计指数基金的初衷是好的，只是被基金公司玩坏了。**通过发行五花八门的基金，基金公司掌握了大量上市公司的投票权。刚开始，基金公司很得意。没过多久，它们发现，再出风头，政府和民众就会觉得它们太跋扈了。于是，它们学会低调了。只要我们看清楚它们的利益是什么，我们就知道它们会怎么做。查理？你说呢？你想为基金公司辩护吗？

芒格：不想。你说的完全正确。我完全同意。

巴菲特：好，那我们继续。Becky？

25，Greg 像我一样懂得该如何配置资本

Becky：这个问题来自 Almu Grinnell，是问 Warren 和 Greg 的。自 2019 年以来，伯克希尔回购了大量股票，减少了大约 10% 的股票数量，并增加了持续股东的每股内在价值。Greg 有望成为你的继任者，那么他是否会

负责主要的资本配置决策，包括未来的股票回购？Greg 一直是伯克希尔能源公司发展的关键人物，我认为他是一个优秀的资本配置者。他是否参与了过去几年实施的股票回购？那么，你们是否一起对伯克希尔的内在价值和股票回购决策进行评估？

巴菲特：嗯，我会把这个问题交给他，但答案是 Greg 和我一样了解资本配置，这对我们来说是幸运的。

我认为，他将在和我相同的框架内做出这些决定。我们已经设计这个框架 30 年了(笑声)。但人们把资本配置变得更加复杂，特别是当你正在攻读博士学位或者其他什么的时候，在 50 页或 100 页中放入很多脚注看起来就会是很好的主题。但这并不比你我和查理做生意更复杂，如果你想卖掉你的股份我们可以以低于我们认为的价值买下它，而且不会以任何方式误导你。但 Greg 上场是因为将来也会这么做。(笑)

Greg Abel：沃伦，我觉得你说得很好。这个框架已经被设计出来了，我们知道你和查理是如何处理的，我们真的不认为这个框架会改变。当机会出现时，我们会积极回购伯克希尔股票。对于伯克希尔股东来说，当回购机会出现时，在我们每一项经营业务和投资组合中拥有更大份额，是一个不错的结果。

巴菲特：这可能是你能做的最愚蠢的事情，也可能是你能做的最聪明的事情。(笑声)如果有机会的话，你显然首先要做的事情就是：发展你目前的经营业务，购买更多的经营业务。然后再决定是否分红。但分红的决定将变得不可撤销，因为如果你削减股息，将对你的股东基础和很多事情产生重大影响。如果你有足够的资金，你不知道如何配置它，而你的股票很有吸引力，而且回购提高了剩余股东的内在价值，回购就是显而易见的。如果价格高于内在价值，你根本不必理会任何人的意见，即使投资银行家进来说：这是一份回购计划。

26，疫苗怀疑论者无知

股东：Tom Nelson 来自明尼苏达州 North Oaks，是一名播客主持人。在 2022 年 30% 的美国人对于接受接种未经临床测试的新冠病毒 mRNA 疫苗犹豫不决，查理你用“非常愚蠢”、“非常无知”和“疯狂”这样的词来形容他们。你今天还支持那些引言吗？

芒格：当然。(掌声)

巴菲特：午饭之前再问最后一个问题，请 Becky 提问。

27，伯克希尔拥有众多好生意，接班人水平如何，很难判断。

Becky：好的。这个问题来自 Drew Estes，请沃伦回答。1969 年，在致合伙人信中，您写道：无论是哪家公

司，只要创始人和企业的核心人物仍活跃在舞台上，都很难评估接班人。要了解一个人能否经营好一家公司，只有一个办法，就是看他在实际经营中的表现。如今，伯克希尔到了接班时刻。请问，当您的接班人掌管伯克希尔之后，我们股东应该如何判断他们做得如何？他们的哪些行为，应当引起我们的注意？

巴菲特：我自己 99% 的财富在伯克希尔。将来伯克希尔表现如何，将影响 1000 多亿美元的慈善捐款。我本人应该比任何人更关心伯克希尔的未来。我很放心。我只能选出 Greg 一个人，没有任何其他选择。堪当如此重任者，凤毛麟角。我亲眼看到了 Greg 的工作成果，我对他一百个放心。我说了，我只选出了 Greg 一个人。万一 Greg 出了什么事，那只能由伯克希尔的董事会再寻找合适的人选。除了 Greg 我找不到第二个人。

即使董事会把一个人放在董事长的位置上，挂个虚职，伯克希尔也能自我运转，在很长时间里发展得很好。伯克希尔有那么多好生意，伯克希尔的好生意不会消失。在好生意的光环笼罩下，接班人的水平到底如何，很难判断。即使接班人天天不上班，好生意也能在很长时间里继续赚钱。也许五年，也许更长时间，缺乏优秀领导者的问题才会显现出来。总之，好生意能自我运转很长、很长时间。如果股东们只听分析师的话，盯着公司是否实现了季度盈利目标，怎么可能判断出管理层是否合格？判断管理层是否称职，非常难。我在 20 家上市公司当过董事。这 20 家上市公司的管理者能力如何，你让我给他们排个名次，我做不到。

有的公司本身生意就是好，管理者什么不做，公司都源源不断地赚钱。有的公司生意很差，管理者殚精竭虑，公司才能勉强生存下去。很久之前，汤姆·墨菲和我讲过："把生意做好的秘诀很简单，收购好生意，或者继承好生意也行。"Greg 继承的是好生意，他将带领伯克希尔的好生意更上一层楼。

挑选接班人，不可能找到十个候选人，从中挑一个，让他领导公司，三年之后，评价他做得怎么样。

到时候，这项工作将由我们的董事会完成。我们的董事会不能听华尔街怎么说。他们必须自己独立挑选伯克希尔的领导者。假如发生了意外，我和 Greg 都坠机了，董事会要自己去评估新任领导者。他是否言谈过于浮华？他是否过于迎合华尔街？这些，到时候，要交给我们的董事会去判断。

我们的董事会中不乏能力出众者，当需要他们站出来挑选伯克希尔领导者时，他们也会觉得肩负重任。我有过类似的经历。我曾经在其它上市公司担任董事，一位卓越的领导者突然去世，参加完葬礼，回来的路上，大家都感觉茫然失措。

1, 政府应当明确表示, 银行存款一定会得到赔付。

巴菲特: 请就坐。从我收到的报告来看, 我们今年的现场销售数据再创新高, 感谢各位股东的支持。

我们该开始回答问题了, 请第 2 区提问。

股东: 沃伦、查理, 你们好。我是来自马来西亚的 James。最近, 美国银行面临挑战。请问你们如何看待银行业的前景? 在银行业, 有哪些风险和机会?

巴菲特: 我估计会有人问关于银行的问题, 我早有准备。(掌声)

(巴菲特把桌面上的两块展示牌翻了过来, 其中一块写着"可供出售金融资产"(Available for sale), 另一块写着"持有至到期投资"(Held to maturity), 按照会计准则, 银行的金融资产, 记录为"持有至到期投资"时以成本入账, 记录为"可供出售金融资产"则以市值入账。在低利率环境中, 为了增加利润, 硅谷银行购买了大量长期债券, 并将其在资产负债表中按成本价记录为"持有至到期投资"。随着美联储加息, 债券价格大幅下跌, 尤其是长期债券。截止 2022 年 12 月 31 日, 硅谷银行的资产负债表上, 归类为"持有至到期投资"的金融资产为 913 亿美元, 其公允价值却只有 762 亿美元, 亏损 210 亿美元。听到硅谷银行亏损的风声, 储户纷纷挤兑。为了兑现储户的存款, 硅谷银行不得不卖出债券。这样一来, 它的债券不能再记录为"持有至到期投资", 只能转为"可供出售金融资产", 必须进行减值。)

此次银行危机与过去的银行危机没什么不同, 恐惧的传染性很强。从历史上出现的银行危机来看, 有的恐惧是合理的, 有的恐惧毫无来由。1931 年, 因为一次银行挤兑事件, 我的父亲失去了工作。当时, 发生挤兑的是州立银行。阿拉莫国民银行(Alamo National)的行长说: "我们是全国性银行, 全国性银行从来没有发生挤兑的时候。其实, 挤兑不分地方性银行, 还是全国性银行。在过去, 人们看到别人在银行门口排队, 不知道什么情况, 自己也去排。有个小故事。1907 年, 美国银行业出现大恐慌。那时候, Sidney Weinberg 还只是高盛的一个跑单员。他和老板说, 想请一个周的假。老板说: "去吧, 反正也没什么生意。"看到尼克波克信托公司(Knickerbocker Trust)门前排着队, Sidney 闲着没事, 也去排队。后来, Sidney 排到了很靠前的位置, 他把自己的位置卖给别人了。在尼克波克信托公司, Sidney 没有存款, 这并不耽误他排队卖位置赚钱。(笑声)

经过多年的发展, 现在的银行体系比过去稳固多了。联邦存款保险公司(FDIC)的成立, 具有非常重大的意义。一战之后, 有一年, 美国破产的银行多达 2000 家。在过去, 挤兑事件时有发生。如果人们担心存在银行的钱不安全, 总想着把钱取出来, 经济怎么可能发展的起来? 成立联邦存款保险公司, 解决了大问题。多年以来, 联邦存款保险公司也经历了一些变化。但是, 大家应该知道, 到现在 2023 年, 联邦存款保险公司的赔付记录良好, 从来

没少赔储户一分钱。储户的所有活期存款，经过联邦存款保险公司的赔付，没有损失一分一厘。尽管如此，我们还是看到有人这么不放心，那么不放心。

完全没有必要。在信息传达方面，我们做得太差了。政坛人士没有向公众准确传达信息，也许他们是为了自己的利益，故意不想让公众了解情况。各大机构，包括媒体在内，也没有向公众准确传达信息。很多普通人如堕五里雾中，根本不知道真实情况。美国的债务上限也是一回事，其实，一定会解决的。很多人担心 25 万美元的赔付上限。联邦存款保险公司、美国政府、美国公众，怎么可能眼看着一家银行倒闭，储户的存款蒸发？已经有了硅谷银行的先例，公众还是搞不清楚状况。联邦存款保险公司是根据《1933 年银行法案》(The Banking Act of 1933)成立的，有法律保证的，它对银行业起到巨大的稳定作用。民众竟然连这个都不知道？美国民众没这么笨。在东京接受采访的时候，我公开打赌，我赌 100 万美元，我相信没有任何一个储户的活期存款会出现损失，不管他的存款有多少。目前，还没有人应战。现实世界就是这样，一根火柴划着了，可能引发熊熊烈火，也可能被一口吹灭。谁知道将来会怎样。

我们伯克希尔毫不担心，我们持有现金，持有国债。一季度末，我们持有大约 1280 亿美元的现金和国债。我们希望，将来有一天，真的出现系统性金融风险，我们能稳如磐石。我们应该尽力防范系统性金融风险，我没预测会发生系统性金融风险，我只是说，将来有这个可能性。**现在的银行业，监管存在漏洞，激励机制有很大的问题，很多人只顾满足自己的利益，可能造成严重的风险。**

大家还记得，房利美(FannieMae)和房地美(FreddieMac)这两大巨头吗？它们曾一度控制着美国房地产抵押贷款市场的 40%。当年，政府专门设置了一个机构，监管这两家公司。这家监管机构有 150 位员工，专门负责监督两房。不知道那么多员工在做什么？只要我一个人，或者只要查理一个人，用不着别人帮忙，我们就能看出两房的漏洞。两房的激励机制存在很大的问题。2008 年 7-8 月份，两房还在正常经营，表面上风平浪静，9 月初，就被政府接管了。两房倒下，引发了一系列连锁反应。其后，出现的第二层影响、第三层影响、第四层影响，出现的先后顺序是什么，严重程度如何，当时我们身在其中，无法做出预测。

时移世易，如今，**谁还以为存款有什么黏性可言，那可真是跟不上时代了。**储户要取钱，按一下按钮，钱就转走了，哪用得着像过去那样排队，等着柜员点钱？银行想拖延几天，根本不可能。当今社会，银行挤兑就是分分钟的事。银行监管不严，激励机制存在弊端，可能引发问题。一旦出了问题，可能就是大问题。

犯了错的高管，必须得到应有的惩罚。以第一共和银行(First Republic Bank)为例，从它的年报中可以清楚地看出，这家银行向客户提供巨额房地产抵押贷款，单笔贷款额度远远超出政府担保范围，贷款利率非常低，而且是固定利率，客户前十年只需要支付很低的利息，十年之后，固定利率才变成浮动利率。这样的贷款条件很荒谬。吃亏的始终是银行，占便宜的是客户。本来，它提供的贷款利率已经很低了，利率下降的话，降到 1.5%、降到 1%，客户总是可以重新贷款，连续 10 年，享受超低的利率。正常的银行怎么可能提供这样的贷款，怎么可能明摆着吃亏？第一共和银行就吃这个亏，就明摆着吃。人们对第一共和银行的行为视而不见，直到它破产，才恍然大悟。几家破产的银行，都有内部人在公司股票崩盘前提前抛售。他们真的问心无愧吗？还是心里有鬼，早做好了跑路的准备？

公司的董事会应该约束 CEO，CEO 犯错了，董事会应该向 CEO 问责。CEO 把银行搞垮了，CEO 和董事都应受到处罚。公司的新股东不应受到处罚，他们是无辜的。从最近几次银行破产事件来看，该处理的人，一个没处理。人们看到的是什么？人们看到的是，一个银行的高管，他把银行搞垮了，好像和他一点关系没有似的，金钱、名望、社会地位，还和原来一样。人们也丝毫不觉得有什么不对劲的地方。银行高管的所作所为，关系到整个金融体系的安全。最近几次银行破产事件的处理，没有对银行高管起到一点警示作用。在这方面，我们做得不够。本来不是多难的事儿，只是我们做太不到位，没有传达出正确的信息。查理，你说两句吧。

芒格：我非常老派。过去银行不从事投资银行业务，我更喜欢那时的银行。估计也就我这个老顽固这么想。我们的银行家，一心只想着发大财，这不是好事儿。(掌声)银行家应该像工程师一样，多考虑如何确保安全，不能总琢磨怎么发大财。

巴菲特：国家禁止银行从事投行业务，是因为国家认为，银行做投行业务，不符合公众利益。后来，银行非要从事投行业务。即使把安全放在第一位，银行家的收入也不会差到哪去。

芒格：是啊。现在很多人想进银行工作，都是冲着发大财去的，这不存在利益冲突吗？

巴菲特：1933 年颁布的《格拉斯-斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall Act)将商业银行业务和投资银行业务严格分离。此后，商业银行不断试图进入投资银行业务。通过 1929 年的经济危机，人们认识到了高额负债可能引发金融风险。1934 年颁布的《证券交易法》(Securities Exchange Act)规定，美联储负责设置股票交易保证金比例。此后，为了防范风险，美联储多次调整交易保证金比例，控制金融市场中的债务规模。结果呢？银行想尽了办法

绕过监管，搞出了各种衍生品。它们帮助客户融资，轻松把杠杆做到 1 倍。1929 年经济危机的经验教训，全被它们抛到九霄云外了。

芒格：让银行去搞衍生品交易，哪个脑子正常的人会允许银行这么做？

巴菲特：是啊，还不是因为搞衍生品能赚更多钱。

芒格：嗯，是为了钱。银行钻到了钱眼里，社会可就遭殃了。

巴菲特：是啊。1931 年、1932 年，经过一系列的调查，参议院的“银行与货币委员会”认识到，不能让银行毫无节制地追逐利润。1990 年代，鲍勃·鲁宾(Bob Rubin)等政坛人士公开表示，我们已经进入现代社会了，《格拉斯-斯蒂格尔法案》已经过时了。我们已经看到了，这样的现代社会好吗？银行不管再怎么发明创新，传统的价值观不能丢。我们不知道将会发生什么。按照当前的情况，有很多可能性。

储户的存款不会少。至于倒闭的银行，它们原来的股东，它们的债券投资者，它们的控股公司，都应该亏钱。那些举债投资商业地产的人，现在还不上债了，他们应该出局。前几年，很多人高杠杆融资，投资商业地产，他们应该想到，会有这一天。对于引发风险，危害社会稳定的人，必须给他们惩罚。既然他们做了不应该做的事，就应该承受相应的后果。否则，何以儆效尤？(掌声) Becky，请提问。

2，从谨慎角度出发，伯克希尔卖出了银行股，只保留了美国银行。

Becky：这个问题来自得克萨斯州休斯顿的 Davis Hans。

他问：大型银行和地区性银行的商业模式有何不同？硅谷银行事件之后，它们受到的影响是否有所不同？赔付所有存款的保证是否同时适用于大型银行和地区性银行？

巴菲特：这么说吧，一家银行，如果它谨慎经营，不跟风，不随波逐流，那么银行就是非常好的生意。伯克希尔曾经有过一家银行子公司。1969 年，伯克希尔投资 1900 万美元，收购了伊利诺伊国民银行(Illinois National Bank)。当时，我们投资在保险业务的资金是 1700 万美元。如果没有 1970 年颁布的《银行控股公司法》(Banking Holding Company Act)，我们可能就朝着银行这个方向发展了，而不是走上了保险这条路。我们正准备大展拳脚，再收购几家银行。没想到，1970 年，《银行控股公司法》出台。按照新的法律规定，我们必须在十年之内，剥离我们的银行子公司。后来，我们依法行事，把伊利诺伊国民银行剥离了出去。

芒格：我插一句，我们的伊利诺伊国民银行，从来没有一笔坏账，从来没有多余的成本，从来没有冒不该冒

的风险，从来没有为政府惹一点麻烦。伊利诺伊国民银行以其稳健的风格，为所在社区做出了卓越的贡献，赢得了各界人士的尊重。对于信用良好的客户，伊利诺伊国民银行总是满足他们的贷款需求。

巴菲特：没错。我们本来打算再收购几家银行的。

芒格：新法律一颁布，这条路走不通了。

巴菲特：如果不是法律的约束，我们很可能会收购更多银行。如果我们朝银行这条路走下去，我们或许就不会像后来那样大力拓展保险业务。法律变了，我们剥离了银行，走上了保险这条路，做的也还可以。当年，我们更看好银行业。银行业的规模更大，收购目标更多。

在那个年代，“大额可转让定期存单”(Negotiable Certificate of Deposit)等五花八门的创新产品还没有出现。那时候，一家银行完全可以做到稳健经营。如今，一家银行仍然可以做到稳健经营，并且实现很强的盈利能力，赚很多钱。我们本来很想收购更多银行，可是受法律约束，没办法朝那条路走下去。

我们伯克希尔确实卖出了银行股，我们从疫情爆发之后开始卖出，在过去半年里，我们继续卖出银行股。我们不知道，银行的股东未来会怎样，无论是大型银行的股东，还是地区性银行的股东。我自己有一笔钱，存在了本地的一家银行，超出了联邦存款保险公司的赔付限额。我毫不担心这笔钱的安全。至于持有银行股，那是另一回事了。银行股的未来如何，要看事态的发展。事态如何发展，要看当政者怎么做。

很多当政者不懂金融体系，不懂银行业。政府没有向公众传达正确的信息。美国公众对银行业充满疑虑。这一切都会产生后果。没人能预测会产生什么样的后果，每一个新的变化都可能导致整个进程朝着不同方向发展。在数学中，圆周率 π 始终是以 3.14 开头的无限不循环小数，它永远不变。银行业的存款黏性可不是一成不变的。2008 年，银行存款出逃。这一次，几家银行出现危机，银行存款再次出逃。投资银行的根本逻辑遭到了动摇。

正因为如此，谨慎起见，我们卖出了银行股。伯克希尔保留了一只银行股，美国银行。最初投资美国银行，是伯克希尔主动联系的美商银行。我看好美国银行，我看好美国银行的管理层。伯克希尔投资美国银行，是我主动向美国银行提出的，所以我们将继续持有美国银行。你要是问我，今后银行业将如何发展，我可以明确地告诉你，我不知道。在过去几个月里，银行业发生了很多事，这些事的发生并不让我感到意外。同时，我也更加肯定，美国公众不懂我们的银行体系，一些国会议员也不懂我们的银行体系。就像我对发射宇宙飞船一无所知一样，某些国会议员对银行体系一无所知。既然进了国会，当了国会议员，就得对国计民生中的大事小情表明自己

的立场。也许有的国会议员只是为了明哲保身，揣着明白装糊涂。我讲完了。查理，请补充。

芒格：在我这一生中，银行业发生了很大的变化。**早期的美国银行，致力于帮助追逐美国梦的移民，非常令人敬佩。**信用卡刚发明的時候，让更多人有机会获得银行信贷，推动了文明的发展。

然而，随着银行玩出的花样越来越多，日益朝着投行业务倾斜，我对银行越来越反感。在一个公司中，大家都一心想着发大财，你争我夺，谁也不甘落后。这样的公司，我不信任。这样的环境，有毒。

巴菲特：我想起了一个小故事，可以给大家讲一下。在这个故事里，我不会提及真实姓名。故事的主角，有人可能以为是彼得·杰弗里(Peter Jeffrey)，我事先声明不是他。在伊利诺伊国民银行，老行长吉恩·阿贝格(Gene Abegg)即将退休。我们给他找了一个接班人。前面在讲接班人问题时，我谈到了这种情况，公司的生意非常好，但是需要一个接班人。我们找来的这个人，他毕业于奥马哈中心高中(Omaha Central High)，和查理是同学。当时，查理不知道我选了这个人。我事先没和查理说这件事。

芒格：嗯，和我一个班的。要是你当时问问我的话，我根本不可能同意招他。(笑声)

巴菲特：我不敢问你，你的标准太高，问你的话，根本招不到人。言归正传，这个人走马上任，他仪表堂堂，银行家的派头很足。我们的银行生意非常好，但是我们位于罗克福德市(Rockford)的总部大楼很寒酸。我们需要的不是漂亮的总部大楼，而是一位优秀的银行家。**这人刚来没几天，就要新建总部大楼。**我们的银行盈利能力最强，但是从外表看，你看不出来我们的盈利能力最强。于是，我告诉他，你可以新建总部大楼，只是有个条件，与罗克福德市第二大银行的总部大楼相比，我们的新大楼的高度不能太高，必须要矮一截。听完我的话，他一下子泄气了。他想要的是，在全市的最高建筑的最高层向下俯视。我却告诉他，总部大楼，水平方向上，想建多大都可以，垂直方向上，高度必须限制。从这件事上，我看清了这个人追求的是什么。后来，没多久，他就离开了。好了，关于银行，我已经说了很多了。咱们继续。第3区提问。

3，我们不能无休止地发行货币。

股东：巴菲特先生、芒格先生，你们好。我叫 Daphne，今年 13 岁，这是我第六次参加伯克希尔股东大会。(掌声)在过去几年，我很荣幸有机会向你们提问。今年，我想再向你们请教一个问题。众所周知，目前，美国债务规模高达 31 万亿美元，占美国人均国内生产总值的 125%。在过去几年中，一方面，美联储表示，它将大力开动印钞机，偿还国债；另一方面，它又宣称，全力遏制通货膨胀。世界上的很多国家，包括中国、沙特、巴西，已

经意识到了这个问题，它们开始抛售美国国债。我的问题是，将来，美元还能保住它的全球储备货币地位吗？伯克希尔如何做好准备？"去美元化"加速，我们美国民众能做些什么？(掌声)

巴菲特：我看应该让你上来回答提问(笑声)。美元是储备货币，它的地位，没有其它货币能取而代之。

在我看来，美联储主席杰伊·鲍威尔(JayPowell)非常称职。我们知道，杰伊·鲍威尔无法控制政府的财政政策。另外，疫情爆发之初，我们进入了非常时刻，情况很紧急。纸币超发持续多久，将导致局面失控，谁也不知道。特别是美元，拥有全球储备货币的地位，那就更不好说了。可以肯定的是，真发展到不可收拾的地步，我们再收手，那就晚了。我们应该慎之又慎。大家知道，在二战中，美国用凯恩斯主义指导经济政策，并且通过价格管制、提高税收等政策严格控制通货膨胀，取得了很好的效果。然而，1945年9月，二战结束，1946年1月，美国的通货膨胀率只有1%左右，到了1946年底，就飙升到15%。具体的数字，时间太长了，我记的可能不太准。我的意思，大家应该能听明白，**美国想超发货币很容易，但是做过头了，局面将难以收拾，就像把妖怪从瓶子里放出来，很难再把它装回去。到时候，人们将对美元失去信任。**

美元地位稳固的时候，人们无论把钱存在银行，还是存在养老金账户里，都很放心，他们知道自己的钱不会出现明显的贬值。美元的地位动摇以后，人们将对美元失去信心。到时候，整个经济都会受到影响，会发生剧烈的动荡。具体是怎样的影响，怎样的动荡，我无法预测，别人也无法预测。我只知道，那一定是我们不愿看到的。在总统选举中，我为民主党的候选人投过票，也为共和党的候选人投过票。我没有指责任任何一个党派的意思，我说的现象在两党中都存在。当政者是政策的制定者。在政坛人士中，有些人是明白人，有些人是糊涂虫。让我去一家医药公司当董事，我也发蒙。**谁都不是全才，谁都不是天才。怕就怕不懂装懂，胡乱决策。**

通货膨胀一旦起势，会越来越严重。在控制通胀预期方面，我们过去做得不好，现在做得也不好。我在年报中讲了，如果发生严重通货膨胀，与大多数公司相比，伯克希尔的准备会更充分。无论我们的准备如何充分，也不可能完全不受通胀的影响。事情会怎样发展，没人能预料。

如今，政治角力、部落争斗渗透到了经济决策中。真希望美国的领导层能认识到问题的严重性，积极地行动起来。美国是一个富裕的国家、一个强大的国家。无论多富裕，多强大，也不能无节制地印钞举债。未来如何，我们拭目以待。查理，你怎么看？

芒格：靠印钞拉选票，搞过头了，容易出乱子。(掌声)不知道从什么时候起，美国兴起了印钞拉选票的风气。

在我看来，一个地方很危险，有害无益，那必须离它远远的。

日本和我们不一样，日本的文化凝聚力很强，日本的情况，让人感到出乎意料。

巴菲特：日元和美元不一样，日元不是全球储备货币。

芒格：确实。但是，日本央行强力买入日本国债和日本股票。日本央行持有的国债和股票规模已经达到了创纪录的水平。日本这个国家仍然在正常运转。30 年的经济停滞，没有把日本压垮，它一直在坚持着。我很敬佩日本。我们美国不能和日本学，美国和日本不一样。

巴菲特：日本的文化凝聚力很强，美国则不然。

芒格：没错。日本人有一股迎难而上、埋头苦干的劲头，我们美国人就会抱怨。

巴菲特：我仍然愿意出生在今时今日的美国。美国有很大的犯错空间，但我们不能一直犯错。

有些政坛人士很清醒，他们很清楚我们面临的问题。他们需要有挺身而出的勇气，需要顶住巨大的压力。保罗·沃尔克(Paul Volcker)担任美联储主席时，以霹雳手段遏制了通货膨胀。换了别人，未必能像保罗·沃尔克那么坚决，未必敢站出来。以前，内布拉斯加州有一个政客，每次，别人问他一些比较难以回答的问题，例如，如何看待堕胎权，他总是直勾勾地盯着提问的人说："我说的都是对的。"然后，转身就走。目前，面对通货膨胀，很多美国政坛人士就是这个态度。他们就说自己对，根本不考虑什么后果。反正众议院有 435 位议员呢，错了大家一起错，哪位议员都不必担心自己会被拎出来问责。

大国争霸可能导致地球毁灭，美元贬值可能导致全球失去储备货币。至于各种虚拟货币，那些不入流的东西，根本不值得一提。我们不能没完没了地印钞了。我们大规模发行货币，是从二战时开始呢，那时是迫不得已。二战后，我们遭遇了严重的通货膨胀。粗略估算，二战以来，通货膨胀已经增加了 10 倍多。

美元贬值到了这个程度，人们已经对持有美元不放心了，人们转为持有房产、持有股权。抵御通货膨胀，最有力的武器是你自己的盈利能力。如果你是全市最优秀的医生、最优秀的律师、最优秀的老师，甚至用不着是最优秀的，只要你是排名前十的，你就能衣食无忧。经济会继续发展，你的才能会为你带来成功。囤积美元没有出路。社会的整体财富将继续增加，而你凭借自己对社会的持续贡献，能在社会中占有一席之地。最好的投资永远是投资自己。这就是我给你的答案。

芒格：当今社会，国家大量发行货币，年轻人纷纷涌向财富管理行业。

巴菲特：我们也是从年轻时做财富管理过来的。

芒格：是的，我们也是，我们没有给年轻人树立好的榜样。我年轻时进入财富管理行业，那时候，我没想到，财富管理行业的规模会发展到今天这么大。年轻人涌入财富管理，我也有责任。

巴菲特：嗯，不必自责，你做的还是不错的。(笑声) Becky，请提问。

4，巴菲特想把领航旅行中心公司一次全部买下来，但创始人家族不同意。

Becky：这个问题来自俄亥俄州 Parma 市的 Gary Gambino。他说，他从 2004 年起成为伯克希尔的股东。他的问题是：今年伯克希尔收购了领航旅行中心公司(Pilot Travel Centers)41.4%的股份，以此次收购价计算，该公司的估值为 190 亿美元。与英国石油(BP)收购美国旅行中心(Travel Centers of America)的价格相比，伯克希尔的此次收购价格高出五倍。而领航旅行的市场占有率仅是美国旅行的三倍。2022 年，销售燃油的利润率较高，领航旅行当年的利润也较高。以 2022 年的利润为基数，决定本次收购价格，是否值得商榷？

巴菲特：这是个好问题。领航旅行中心这笔收购，按照协议，我们分三个阶段进行。在第三个阶段，创始人家族保留 20%的股份，是否出售这 20%的股份，由创始人家族决定。在第一阶段，我们收购了一部分股份，买入价格比较低。在第二阶段，柴油销售利润率很高，我们的买入价格比较高。总的来说，我们对收购领航旅行中心 80%股份付出的整体价格感到满意。当然了，如果我们在第一阶段就能收购 80%的股份，我们会更适合。领航旅行中心公司其余 20%的股份，由创始人家族持有。如此安排，更符合出售方的利益。

以前，我们也做过类似的安排。在收购内布拉斯加家具城时，将近 40 年前，1983 年 8 月 30 日，我们收购了内布拉斯加家具城 80%的股份。那笔收购也很成功。在交易中，把选择权交给对方，对方当然更占优势。

现在，我们已经拥有领航旅行中心 80%的股份，我们看好这家公司的生意。提问中将美国旅行中心与领航旅行中心相提并论，是不合理的。美国旅行中心的规模很小，它的所有营业场所全是租的。领航旅行中心则不同，我们在州际公路两旁拥有数千个营业点，我们的自有商业地产面积约为 6 万平米。

州际公路不可能挪走，不可能移动，我们的商业地产非常有价值。关于英国石油那笔交易，我读了相关的资料。美国旅行中心能为英国石油的营收做出很大贡献，但那笔交易是否合适，还不好说。我看好领航旅行中心的管理层。我非常看好我们的新任 CEO 亚当·莱特(Adam Wright)。我给大家简单介绍一下亚当。他来自奥马哈。

他能当上 CEO 不是因为他来自奥马哈。他毕业于奥马哈北方高中(Omaha North High)，我的妻子还有几个

孙子孙女也是北方高中毕业的。高中毕业后，Adam 进入内布拉斯加州大学(University of Nebraska)。上大学时，他体育很好，创造了 3600 码的橄榄球冲球记录。在大学期间，他同时做三份兼职。20 年前，Adam 在中美能源公司实习。为了能帮助他完成学业，他的母亲也辛苦地工作。这是一个典型的寒门出贵子的故事。我们安排 Adam 管理领航旅行中心。创始人哈斯拉姆家族(Haslams)把一份好生意交给了伯克希尔。我为拥有领航旅行中心感到荣幸。我也希望最开始就能把领航旅行中心全部买下来，可是创始人家族不愿意。

芒格：人家不卖。

巴菲特：是啊。内布拉斯加家具城的创始人家族，人家也要保留 20% 的股份，我们只能买到 80%。不过，这样的安排也很好。不同的交易，有不同的安排。我们最喜欢的是我们出现金，把股份全买下来。收购 TTI 公司就是现金收购全部股份。每笔收购的安排不一样。只要我们看好一家公司的生意，看好它的管理层，如何收购，我们可以具体情况具体安排。我们最喜欢的，还是出现金，买入全部股份，保留管理层。查理，你有补充的吗？

芒格：没有。

巴菲特：Adam 的经历非常励志。他的母亲收入应该不高，Adam 是从公立北方高中毕业的，离我们的会场只有几公里。他走到今天，是自己拼出来的。Adam 的上份工作是在太平洋燃气与电力公司(Pacific Gas and Electric)担任高管。我们把他召回来，让他管理领航旅行中心。去年，柴油价格攀升，领航旅行中心的销售额高达 800 亿美元。今年，柴油价格已经降了下来，逐步回归正常水平。Adam 现在应该 40 来岁。他是在 Greg Abel 领导的中美能源公司中成长起来的。现在，他已经成为可以独当一面的公司高管。从伯克希尔，能走出 Adam 这样的人才，我们感到很欣慰。很多人有名校的光环加持，但我不以为然。亚当的能力，我们早已亲眼目睹，我们更相信 Adam。好的，第 4 区。

5，去世的时候想成为一个什么样的人，活着的时候就应该怎么活。

股东：巴菲特先生、芒格先生，你们好！我叫 J.C.，今年 15 岁，来自俄亥俄州。这是我第四次参加伯克希尔股东大会。从你们的演讲、采访和文章中，我学到了很多，谢谢你们无私分享智慧。

巴菲特先生，在今年的致股东信中，回忆伯克希尔走过的历程，您提到了几个关键字，包括"持续储蓄"、"复利的威力"、"美国上升的国运"以及"避免严重的错误"。您一直很谦虚，您以前讲过，您犯过很多错误。但这还是我第一次看您提到"严重的错误"。请您告诉我们，在投资中，在生活中，如何才能避免严重的错误？也请芒格先生

谈一谈对这个问题的看法。谢谢！（掌声）

巴菲特：出生在美国的人是幸运的。放眼世界，在有些地方，人们没什么选择。按照查理讲的，你要想想，别人会在你的讣告中写些什么，你想让别人怎么写，你就应该过怎样的生活。这个道理，随着你的阅历增加，你会有更深的领悟。

至于投资方面的错误，有一种错千万不能犯，就是你一旦犯了这种错，你就要离开牌桌了，或者元气大伤。你年纪还小，等你大了，有钱做投资的时候，应该做到夜夜安枕，从来不会因为投资而愁得睡不着。

另外，量入为出，把自己的消费控制在自己的收入以内。养成了消费高于收入的习惯，总是入不敷出，久而久之，容易被债务压得难以翻身。有一种情况是例外，贷款买房不算。透支信用卡可不行。伯克希尔旗下有信用卡业务，而且规模很大，我们会一直做下去。年轻人应该意识到，信用卡负债是沉重的负担。信用卡的实际年利率高达 12%、14%。透支信用卡的时候，年轻人应该动脑想想，自己有本事每年赚 12%、14%吗？伯克希尔都不敢说自己有这个本事。我说的这些，本·富兰克林早就讲过。在查理面前谈富兰克林，我班门弄斧了。

其实，真不是多复杂的东西。我再给年轻人讲几个道理。汤姆·墨菲，我第一次见到他的时候，他说的两句话，我一直记得。第一句："你随时都可以发火，让别人下地狱，但最好是等明天再开口。"(You can always tell someone to goto hell tomorrow.) 汤姆·墨菲从来不用大声嚷嚷或者掀桌子，而是用一种很放松的方式处理事情。他的这句话，对我很有启发。我想现在的年轻人也会从中受益。现在的年轻人，互联网触手可及，一时口快失言，就把不该说的话发出去了，想撤回已经覆水难收，一下惹上大麻烦。记住墨菲的这句话，就不会惹事了。不是不让你发火，而是今天你先试着抛诸脑后，如果明天起来还是生气，再发火也不迟。

第二句："表扬到人，批评到事"。(Praise by name, criticize by category.) 这话多有道理啊！谁愿意被人指名道姓地批评啊？把事说清楚就得了，何必把别人拉出来痛批一顿？

我再说一条人生建议。我这辈子见过很多人。有的人心地善良，他们去世的时候，总是有很多人怀念他们。有的人很有钱，但他们众叛亲离，孤零零地死去。还是以汤姆·墨菲为例，我和他交往 50 年，从来没见过他做过亏心事，我也没见过他做过什么蠢事。墨菲不是"老好人"，他只是从理智的角度出发，认为应该做一个善良的人。善与不善，人生截然不同。查理，你再补充几句？

芒格：量入为出，理智地投资，远离有毒的人、远离有毒的事，终身学习，延迟满足。你会更喜欢这样的生活方式。这些都做到了，人生几乎肯定会成功。如果你不在这样做，那你就需要很多运气了。不能把自己的命运交给运气。最好还是不依靠运气，把命运掌控在自己手里。

巴菲特：我又想到了一点。你需要知道，人们是如何使用一些手段操纵别人的。你需要抵制住这些手段的诱惑，自己不要去用。

芒格：是的，有些人有毒，他们试图愚弄你欺骗你，他们的承诺从不算数。人生最重要的一课就是，把这些有毒的人从你的生活中赶走。遇上了这样的人，千万别犹豫，赶紧让他们滚一边去，越快越好。(掌声)

巴菲特：我补充一句，查理一定会同意我说的。把坏人赶走别太冒失，如果可能的话，尽量委婉一点。

芒格：确实，我同意，该机智就机智，该花钱就花钱。总之，让他们尽快远离你的生活。

6，家人不好，没办法，只能尽量减少影响。

Becky：好的。这个问题来自 RogerLeeTan。他写道：我叫 Roger，来自香港，是伯克希尔的长期股东。我一直非常敬仰巴菲特先生与芒格先生的智慧。两位曾经讲过，生活中最棘手的问题总是关于人的问题。你们说，要在生活中成功和幸福，一定要远离有毒的人。我的问题是，如果有毒的人是我的家人，我无法远离他们，那我该怎么办？(笑声)

巴菲特：哦，那只能尽量减少影响，没别的办法。有一次，我们聊天的时候，查理说：咱们应该只和那些行为端正的人来往。他又补充了一句：但家人没办法，有时候不得不破例。

查理说得没错。我真不知道，如果父亲经常耍酒疯，孩子该怎么办？保险大亨约翰·麦克阿瑟(John MacArthur)，也就是 MacArthur 基金会的创立者，他有五个子女。他的五个子女中，有四个事业有成，但是他们的父亲却有不光彩的一面，MacArthur 经常酗酒，他的家人的办法很简单，每次 MacArthur 耍酒疯，他们就躲出去，离开家一阵子。MacArthur 基金会传了下来，而且传了很久。

我很幸运，查理很幸运。我们各自的父亲有一个共同之处。他们都看到了自己的孩子身上有很多缺点，但是他们仍然坚定地支持自己的孩子。一个孩子，缺少了父亲的支持，人生之路一定很艰难。如果我没有一位好父亲，如果我缺乏父亲的支持，我也能磕磕绊绊地长大，但我的人生肯定与现在不同。查理，有什么补充的吗？

芒格：No。

7, 为什么加兰童装只在沃尔玛销售?

股东: 沃伦、查理, 你们好。SudakarediAnapredi 来自沃尔玛的故乡阿肯色州 Bentonville 市。我从 2019 年起成为股东, 我的女儿从 2020 年起成为股东。我的问题是这样的。伯克希尔旗下的众多子公司与沃尔玛有业务往来, 包括 BNSF 铁路, 麦克莱恩公司(McLane)、鲜果布衣(Fruit of the Loom)以及加兰童装(Garanimals)。其中, 加兰童装专门在沃尔玛销售, 鲜果布衣却选择通过多家零售商分销。请问为什么一个是独家销售, 另一个却由多家零售商分销? 在销售渠道方面, 伯克希尔·哈撒韦是如何选择的?

巴菲特: 产品生产出来以后, 要销售出去。很多公司非常重视掌控分销渠道。有些产品有品牌。如果消费者认一个产品的牌子, 这个产品往往能实现较高的毛利率。最近, 我看了一篇关于伯纳德·阿尔诺(Bernard Arnault)的文章, 他是路易威登(LVMH)的创始人。路易威登旗下的蒂芙尼(Tiffany)以其特有的蓝色著称。蒂芙尼的小蓝盒让消费者心动。可口可乐, 它的瓶子很特别(一步裙瓶)。1920 年代, 一项调查发现, 很多消费者即使闭上眼睛, 也能通过触摸感受到是可口可乐的弧线瓶。不但产品深受消费者喜爱, 连包装都让消费者痴迷, 这样的产品, 毛利率当然高了。其它牌子的可乐很多, 甚至连沃尔玛都推出了自己的山姆可乐(Sam's Cola), 并通过沃尔玛销售, 但只有可口可乐最正宗。

1886 年, 在亚特兰大, 约翰·彭伯顿(John Pemberton)发明了可口可乐。多年以来, 可口可乐投入了大量资金做广告。形成鲜明对比的是, 好时巧克力(Hershey's)几乎不怎么做广告。做投资这么多年, 查理和我观察了很多产品, 很多零售方法。对于零售、品牌、经销, 我们也算见多识广了。同时, 我们也知道, 在这个领域, 还有很多东西, 我们不懂。我们不会自己去做零售, 但我们基本清楚零售的门道, 知道该怎么做, 不该怎么做。

加兰童装是个好品牌。通过沃尔玛分销, 我们的销售很顺畅。我们与沃尔玛双方实现了共赢。鲜果布衣主要销售内衣, 销售额很高, 但是行业竞争很激烈, 我们的投资回报率相对低一些。需要给孩子买一件睡衣, 家长不太可能开车 30 公里, 去某个专卖店购买。还是在沃尔玛买比较方便。在沃尔玛, 孩子喜欢加兰童装这个牌子, 衣服质量好, 穿着舒服, 价格又不贵, 家长当然愿意购买。沃尔玛拥有强大的零售渠道, 我们愿意与沃尔玛合作, 沃尔玛也愿意与我们合作。

再以喜诗糖果为例, 喜诗糖果是一个著名品牌, 那些杂牌子的糖果和它没法比。很多人每年就买几次巧克力, 主要是作为礼物送人。情人节的时候, 送给女朋友一盒巧克力; 探望生病的朋友, 带上一盒巧克力; 逢年过

节，走亲访友，送上一盒巧克力。在送出巧克力那一刻，没人会说：给你带了一盒巧克力，我挑的便宜货。那多扫兴啊！送礼物的人，最希望看到的是，在对方接过礼物那一刻，露出会心的笑容。糖果市场和软饮料市场还不一样。糖果的地域性很强。好时巧克力的成功难以在新市场复制。通过观察可以发现，在英国很流行的巧克力，到了美国，却并不受欢迎。可口可乐的成功可以在新市场复制。全球有 200 多个国家和地区，在其中约 180 个国家和地区，可口可乐占绝对优势。可口可乐是怎么做到的？其中很重要的一个因素在于，它起步早。从 1886 年开始，它经过了多少年的积累啊。

关于零售，我们学到了很多，也还有很多东西要学。我们懂加兰童装。20 年前，我们收购加兰童装的时候，它还没什么名气，我们收购的价格很低。现在，加兰童装还是名气不大，也很少有人知道它是伯克希尔的子公司，这都没关系。关键是加兰童装的口碑好，销量越来越高。有的公司的产品，无法实现增长，始终原地踏步。我们总是能学到新东西。查理，请补充。

芒格：我没什么补充的。

巴菲特：好的。你没买过加兰童装吧？

芒格：没有，没买过。我不穿加兰童装。（笑声）

巴菲特：想穿你也穿不上。（笑声）Becky，请提问。

8，流媒体行业竞争激烈

Becky：这个问题来自纽约的 Barry Laffer。他问，最近的披露数据显示，伯克希尔持有派拉蒙环球公司 (Paramount Global) 9400 万股股票。派拉蒙环球公司拥有大量资产，然而它在今年第一季度盈利不及预期，并且在本周宣布削减股息 80%。请问流媒体大战将如何发展？您为何投资派拉蒙环球，是根据它的基本面买入的，还是预计它将成为收购目标？您投资派拉蒙环球的逻辑还成立吗？”

巴菲特：我想提问者一个问题。让你免费给别人管理资金，你愿意吗？我们不是荐股的。很多人专业荐股，他们根本不懂股票，但这并不妨碍他们赚钱。我们的投资机会很宝贵，我们不愿免费告诉别人。

我可以讲的是，任何一家公司，无论是停止派息，还是大幅度降低派息，都不是什么好事。

就流媒体业务而言，人们喜欢盯着屏幕，无论是电视，还是手机，观看各种娱乐内容，但是做流媒体业务的公司太多了。这个行业，一个是公司要减少，另一个是价格要提高。价格不提上来，难以长久。一家流媒体公

司，有热播剧的时候，能把观众吸引过来，但最多几个月的时间，**无法长期锁定观众**。将来如何发展，我们只能静观其变。我 21 岁的时候，买了一个加油站，离这不远，不到 10 公里。我只有一个竞争对手。我能否赚钱，得看他的脸色。我每天盯着他的价格。我没办法涨价，我只能降价。我一降价，他就跟着降。他的规模更大，销量是我的 2 倍。最后他赢了。**有的生意很好做，有的生意非常难做。**

1930 年代、1940 年代，迪士尼凭借动画电影建立了优势。动画电影中的角色创造出来之后，迪士尼每隔几年就拍个续集，观众很愿意看。现在的世界不一样了。**每个人只有两只眼，眼球的数量有限，人们的时间有限，但加入战圈的公司争夺很激烈。**谁知道流媒体业务的定价将如何变化？没人知道。查理，请补充。

芒格：在我看来，**影视行业不是好生意。**

巴菲特：明星、经纪人，他们要拿走很多钱。现在，影院的上座率已经恢复到了疫情之前的 70%。大片仍然很有号召力。问题在于，**市场上供过于求。一天只有 24 个小时，一个人只有两只眼睛。人们的选择更多了，很多选择，价格更便宜，体验也不差。**消费者仍然喜欢走进影院看大片，但消费者只有那么多，他们的注意力只有那么多。从流媒体公司的角度考虑，演员的片酬很高，包装和制作费用很高，不提价，就无法保证利润。然而，竞争对手环伺，价格战正酣，不容你提价。

芒格：影视行业的生意难做，**纽约百老汇的舞台剧更是投资者的噩梦。**那些搞舞台剧的，他们觉得，要是让投资人收回了本钱，那就玷污了他们对艺术的追求。(笑声)我不喜欢影视剧、舞台剧这样的生意。

巴菲特：影视行业有很大的吸引力，很多人乐于投资，他们可能赚不到钱，但是他们能获得满足感。

芒格：我也从来没投资过赛马行业。

巴菲特：以前，我和我岳父经常一起去 AKSARBEN 赛马场，度过了很多欢乐的时光。我们还研究过买下一匹赛马呢，后来没成。好的，第 6 区。

9，在风能和太阳能方面，能源公司做出了巨大的投资

股东：下午好。Hannah Hayes 来自爱荷华州的高中生。你今天早些时候说过，向可再生能源的过渡需要人才和资本的支持。那么，有了足够的可再生能源投资，储能技术的发展很快就能满足爱荷华州的能源需求，以及来自政府《通胀消减法案》资金的支持，为什么伯克希尔能源公司没有通过加快煤电厂的退休计划来真正投资未来呢？这些煤电厂的运营成本很高，目前是爱荷华州最大的碳污染源，将持续到 2049 年才会退出。IPCC 认为这

对于遏制碳排放来说太晚了。

巴菲特：是的。很有意思。在爱荷华州，我们实际上生产的风电比我们客户使用的总量还要多。但是它无法每天 24 小时都生产。所以，存在这个问题。顺便说一句，在爱荷华州，当我们想要建设风电的时候，绝大多数的县都会欢迎我们。有些人不想要，比如设置在我的后院某个地方。而在其他地方，人们喜欢从一小块土地上赚钱，人们喜欢缴税。但是我想说，如果说美国有一个州在风电项目中脱颖而出的话，那就是爱荷华州。有趣的是，我们在爱荷华州还有另外一家大公司。这里有很多小合作社之类的公司在售电。我们有一个主要的竞争对手，但我们的价格比他要低得多。事实上，我们现在在奥马哈三四英里外公共电力区售电。我们也在爱荷华州售电。尽管公共电力区是在内布拉斯加州发明的，而且我认为这种情况还将继续下去，但我们正在以更低的价格出售电力。George Norris 早在 1930 年代就这样做了。而且在某种程度上，内布拉斯加州比爱荷华州更抗拒风电。但正如我所说，**我们的竞争对手并没有真正像我们一样追求风电投资。**

但我要说的是，**我们在风能和太阳能方面的记录还没有被美国的任何公用事业公司所超越。**当然，大多数公用事业公司支付 70-80% 的收益发放股息的事实也起到了帮助作用。我们已经 20 年没有分红了。我不知道我们再投资了多少亿。这就是为什么收益从 2 亿美元增长到 40 亿美元的原因，但是我们并没有获得比我们刚开始时更高的资本回报率。我们只是在经营过程中投入了更多的资本，不断地将产生的现金进行再投资。我希望 Greg 能告诉你更多细节。但我想说，美国没有任何公用事业公司能打败伯克希尔能源的记录。查理，你说呢。

芒格：是的。我个人也根本无法确定全球变暖会有多严重。我认为没有人确切地知道海平面会上升 2 英寸还是 20 英尺。因此，我认为在这个未知的世界里有很多虚假的说法。(掌声)

巴菲特：是的。怀俄明州风能很大。我们正在修建穿越西部的输电线路。二战时他们让我们这么做过。华盛顿的沙皇说，必须做到这一点。就像造船时他们对 Henry Kaiser 说的一样。你不会相信我们现在的处境会有多么糟糕。我们有钱有技术。今年我们公用事业的折旧约为 40 亿美元。此外，我们可能还要额外花费 30 亿美元。所以也许我们要花 70 亿美元。**在公用事业领域，很少有公司会花费他们折旧资金的这个百分比。我们乐意花更多的钱，但到处都有人不希望线路通过那里。他们不想要那座风力塔。这就是民主体制的问题所在。**我认为在爱荷华州绝大多数的县都会欢迎风电。有些县不喜欢这样。显然我们要和那些想和我们合作的人一起工作。我们没有能力去告诉任何人该怎么做。每个州都有一个公共事业委员会，基本上管理我们的收益，我们做了什么，这就是这

个行业发展的方式。这并不是坏事，除非你进入那些实际上是全国性系统的一部分，而不是州系统。

芒格：我还认为，即使我们不担心全球变暖，我们也有理由转向可再生能源以保护我们的碳氢能源。碳氢化合物可以做一些其他物质做不到的事情。而且他们数量有限。为什么不小心保护它们呢？

巴菲特：还有成本，**他们风力发电的效率提高了很多**。如果你看看我们现在的风力塔效率比以前提高很多。但有很多人都在谈论那些不可能完成的事情。

芒格：这个领域有很多荒谬的东西。如果你喜欢胡说八道，这就是适合你的领域。(笑声)

巴菲特：但是我们已经身处其中了。(笑声)好的，Becky。

10，伯克希尔无意收购西方石油的控股权

Becky：这是 Monroe Richardson 的问题。《华尔街日报》3 月份报道称，石油生产国的石油产量正在减少，二叠纪盆地(Permian Basin)的产量可能已经达到峰值。考虑到西方石油和雪佛龙在二叠纪的主要地位，考虑到那里石油的未来前景，请你解释一下伯克希尔持有这两家公司大量股份的理由吗？

巴菲特：毫无疑问，石油行业真的很有趣。查理对石油的了解比我多得多，你是什么时候在 Bakersfield 市或者什么地方买到那种矿区使用费的？是在我遇见你之前吧？

芒格：是的，就在那之前。你说得对。那个该死的矿区使用费还是每年付我 7 万美元。

巴菲特：你花了多少钱买的？

芒格：一千美元。

巴菲特：是的。这与二叠纪盆地的正好相反。我父亲在 1964 年去世前买了价值 1000 或 1500 美元的矿区使用费。他把它们留给了我母亲。我母亲把它们留给了她的两个女儿。我姐姐死了。我妹妹今天来了。她每个月都会收到这些支票。她了解所有这些不同的领域，以及他们在生产什么。

这是美国一半石油产量的来源，另一半来自页岩油。如果你去看过电影里的石油开采，你就会看到查理在加州赚取矿区使用费的那些东西。你会看到这些喷出的石油。打井很危险。在二叠纪盆地当你打一口井，第一天可能有 1.2 万桶，也可能 1.5 万桶。西方石油一口井一天大概有 1.9 万桶左右。油井在一年半的时间里将枯竭。这很有趣。在美国我们每天可能生产 1150 万桶石油。但如果页岩油停止生产，它会很快降到 600 万。想象一下全世界每天减产 500 万桶。然后我们会消耗战略石油储备。战略石油储备是最终的油田，你不用打井，我们已经拥有

他们。它本应该是战略性的，但却卷入了政治。因此，当你谈论石油业务时，你基本上是在谈论不同种类的业务。我们喜欢西方石油在二叠纪盆地的地位。我们不会喜欢油价跌到每桶负 30 美元。这太疯狂了。

如果石油售价 X，你经营的很好。如果它的售价是 X 的一半，你的成本是一样的，它不会改变生产成本，但它也会迅速降低美国的石油产量。所以，我们不知道石油价格会是多少。但我们非常喜欢他们的西方石油的竞争位置。这就是为什么我们几年前借钱给他们，当时看起来这是一个可怕的错误。然后石油市场就完全崩溃了。然后就逆转了。我们买了很多普通股。在过去的几个月里，他们赎回了我们的优先股，显然我们不开心。但是如果他们不赎回的话，我们会对他们感到失望的。从他们的角度来看这很明智。因此，100 亿美元的优先股贷款中，我们可能获得了 4-5 亿美元，赎回金额为面值的 110%。Vicki Hollub 是西方石油一位非凡的经理。她的第一份工作是在 Cities Service。那是我 1942 年买的第一支股票。她知道表面之下发生了什么。我知道这是怎么回事。但是如果我在油田里，我一点都不知道该怎么办。我是说，我可以在后院挖两英尺深。这就是我对世界钻井的理解。我无法想象查理每月从哪个领域收取支票，从大约 60 年前，或者我姐姐在各个土地上不停地抽水抽水。在美国我们很幸运能够生产出我们从页岩中获得的那种石油。但它不是一个长期的来源，正如你通过观看电影石油可能认为的那样。查理，你还有什么要补充的吗？

芒格：是的。那些页岩井枯竭得真快。如果你喜欢快速死在你的油井生意里，我们为你准备好了。

巴菲特：但是西方石油的人做了很多好事。

芒格：是的。他们钻了许多新井。他们这样做是有利可图的，但是这是一种不同的石油。

巴菲特：是的。这不一样。美国几乎一半的石油产量都是如此。

芒格：下面有很多石油，没人知道怎么开采。他们已经研究了差不多 50 年了。但他们在现有的页岩油生产领域工作了大约 50 年后才发现这一点。当他们最终能够生产石油的时候，情况变得异常复杂。只有一种沙子有用。

巴菲特：你能想象一个水平的管道吗，也许有一英里半或者什么的？这和你想的完全不同。

芒格：它横向钻 3 英里，再向下钻 2 英里。当你在地下 3 英里的时候，你怎么横向钻 3 英里的呢？他们已经掌握了许多非常棘手的技术，能够从这些油井中开采出任何石油。下面还有很多石油，如果有人能想出另一个魔术的话，这就是我们需要的魔术。

巴菲特：我们喜欢西方石油的这个仓位。我们喜欢让 Vicki 来经营它。西方石油也有其他类型油田。但就短期

石油的经济效益而言，油价仍然是非常重要的。毫无疑问。顺便说一句，有人猜测我们会购买西方石油的控股权。**我们不会购买控制权。**(笑)他们有正确的管理层在经营它。我们可不知道该怎么拿油田怎么办。

芒格：你得承认购买煤炭就像出去寻找癌症一样。你现在连扩建煤矿的钱都借不到。它已经过时了。

巴菲特：是的。坦率地说，我们认为有些说法很荒谬。双方处于两个极端。就能源非常重要的问题而言，立场的政治化只会给煽动的政客、筹款人、咨询组织以及眼前的每一个参与的人带来好处。我们会做出理性的决定。我们并不认为生产石油是违背美国精神的。

芒格：就前景而言，美国没有一个油田能与二叠纪盆地相比。

巴菲特：是的，我们很幸运。人们不知道石油在那里，直到多年以前。

芒格：页岩油有点开采完了。他们总能找到页岩油在那里。但他们认为它将永远无法恢复。

巴菲特：我买的第二或第三只股票是 Texas Pacific Land Trust。他们拥有 300 万英亩的土地。他们每年收入能增加一万美元。他们坐在数量惊人的石油上。那家公司现在是雪佛龙的一部分。它进入了 Texaco，做了各种各样的事情。还有一个德州太平洋土地信托基金。但这些矿物很大一部分属于雪佛龙，这是一种资源优势。

这是个有趣的话题，**我们不会提出任何收购西方石油的要约。**我们喜欢我们拥有的股票。未来我们可能会拥有更多，也可能不会。当然我们有认股权证，这是我们最初交易的一部分，认股权证的数量非常可观，行权价在 59 美元左右。而且这些认股权有效期很长。我很高兴我们有他们。第 7 区，请提问。

11，埃隆·马斯克(Elon Musk)天赋异禀，乐于挑战极限

股东：MaxJoa 来自加拿大多伦多。我想请教查理一个问题。以前，您说过，您在招聘的时候，一个人智商 130，但认为自己的智商 120，另一个人智商 150，但认为自己的智商 170，您会选择前者。我知道，您这么说，是因为您看不惯 Elon Musk。(笑声)如今，Musk 的事业遍地开花，无论是特斯拉、太空探索技术公司(SpaceX)，还是星链(Starlink)，都很成功。请问您是否仍然认为 Musk 高估了自己？谢谢。(掌声)

芒格：我仍然认为 Musk 高估了自己。虽然他高估了自己，但他确实有本事。

不管是否高估了自己，Musk 确实本事很大。

巴菲特：大概一个周之前，Musk 做客比尔·马赫(Bill Maher)的节目。两人一问一答，很精彩，值得一看。

Musk 天赋异禀，他的智商可能在 170 之上。最重要的是，Musk 有梦想，而且能把梦想变成了现实。

芒格：Musk 之所以成为马斯克，是因为他勇于追求难以企及的目标，挑战不可能完成的任务，而且还乐在其中。我们和他不一样。沃伦和我，**只寻找我们能理解的简单工作，专挑轻快的活干。**(笑声)

巴菲特：确实。如果我们只能玩五子棋，那我们就只玩五子棋。我们可不想与 Musk 竞争。

芒格：我们的风格与 Musk 完全不一样。**我们不愿尝到太多失败的滋味。**(笑声)

巴菲特：是啊。我们不愿过那种生活。Musk 已经取得了很大的成就。他取得这么大的成就，是有一种什么特质呢？不疯魔不成活？

芒格：对，就是“疯魔”。

巴菲特：不对，不太恰当。(笑声)我说的意思就是，全身心地投入，解决没人能解决的难题。Musk 挑战极限，但偶尔有成功的时候。让我和查理像 Musk 那样生活，对我们来说是一种折磨。我喜欢我自己的生活方式。我不愿成为 Musk，Musk 也不愿成为我。推荐大家看一下比尔·马赫采访马斯克的那期节目。Becky，请提问。

12，伯克希尔保留现金，希望将来有机会收购好生意。

Becky：这个问题来自 FosterTaylor。在 2010 年的伯克希尔股东会上，您表示，随着伯克希尔持有的现金规模日益庞大，将来有可能向股东派发股息。现在，伯克希尔坐拥 1000 多亿美元的现金。您觉得伯克希尔能为这么一大笔资金找到合适的投资机会吗？伯克希尔是否应该考虑派息了？

巴菲特：如果伯克希尔现在的股价低于价值，那我们就有将现金返还给股东的机会。我们还是更希望把手里的资金用于收购好生意。伯克希尔收购公司，无论是 500 亿美元、750 亿美元，还是 1000 亿美元，我们都拿出来。我们伯克希尔一言九鼎。

收购一家上市公司，比较麻烦。首先，我们向这家上市公司提出收购要约，它的股东几个月之后才投票决定是否接受。我们要约收购一家上市公司，**实际上相当于给了这家上市公司一个期权。**可能我们已经把收购的准备工作做得差不多了，“半路杀出个程咬金”，另一家公司开出比我们更高的价格。我们要收购的上市公司可以和我们解除协议，只需向我们支付要约总价的 1%、2% 作为违约金，我们很不合适。另外，上市公司要遵守特拉华州的规定，我们还要走复杂的法律程序。

与收购上市公司相比，还是收购私人公司比较简单。在私人公司中，规模大的比较少。伯克希尔的优势在于，在特定情况下，只有我们有雄厚的财力，能做规模比较大的交易。**当出现危机时，一些拥有好生意的公司，**

它们可能因为债务结构的问题，在短期内面临偿债压力。例如，2008 年，蒂芙尼、哈雷戴维森等很多生意很好的公司，都遇到了暂时的困难。将来，一定还会有类似情况。不知道什么时候发生，也不知道会不会找我们求助。我只知道，在那种时候，还有能力伸出援手的人屈指可数。好公司落难，并不想把公司卖出去，只是需要 50 亿美元、100 亿美元、200 亿美元解燃眉之急。这时候，我们伯克希尔的庞大资金就能发挥作用了。

另外，我们伯克希尔自己的股东可能低价卖出我们自己的股票。我们始终向股东如实报告公司的情况，让股东了解公司的价值。如果股东抛售伯克希尔的股票，我们能投入 500 亿美元买入，我们将出手回购。我们将见机行事。现在伯克希尔没有过去那么多的机会了。机会少了，可也够用。

我们持有的大量现金等价物，一直在为我们创造收益。1300 亿美元，买了国债，买了债券，能获得超过 5% 的年收益率，我们没什么不满意的。现在很多人说，将来债券收益率会下降。我不知道债券收益率将如何变化。大家还记得吗，1981 年、1982 年，最优惠利率高达 21.5%。当时，人们担心通货膨胀可能失控。时任美联储主席保罗·沃尔克力挽狂澜。如果当年没有沃尔克果断出手，谁知道会有什么后果。我们始终把伯克希尔自己的事做好，即使将来出现危机，我们伯克希尔肯定安然无恙，说不定还能变得更强一些。查理，请补充。

芒格：嗯，我们会安然无恙，我们会变得更强。

13，我们都决定为自己工作

股东：巴菲特先生，芒格先生，你们好。Carlos Sanchez 来自墨西哥 Guadalajara。我是一名律师。芒格先生也是一位律师。我想向芒格先生请教一个问题。一个初出茅庐的律师，应该怎么做才能成为一名顶尖的律师。请您指点一下，有哪些原则可以遵循，有哪些经验可以借鉴。谢谢。

芒格：如何成为一名成功的律师，在这方面，我讲不出特别有用的建议。我有一个女婿，他在一家大型律所任职。他是这么描述他的工作的。"在大型律所当律师，就像参加吃饼大赛，赢了的话，奖品是吃更多的饼。"(笑声)我建议你，这样的律所，还是不去为妙。人生苦短，何必把所有时间和精力都用在吃饼上。

巴菲特：查理很早就不再专门从事律师工作了。从哪年开始的来着？1964 年？

芒格：1962 年。

巴菲特：嗯，1962 年。查理给我出过四五个主意，让我印象非常深刻。查理能给我出那么好的主意，不是因为他对具体的法律知识多熟悉，而是因为他吃透了法律体系，毕竟，他是哈佛大学法学院的高材生。查理给我出

的那几个主意，帮我解决了难题。我要是去找律师，无论是去哪家律所，都找不到一个律师，能给出查理这么好的解决办法。我刚把问题说完，查理的解决办法脱口而出。只有查理能想出那么好的办法，别人真不行。查理给我出的好主意，在去年的股东会上，我给大家讲过一个了，今年就不重复了。真遇上了难题，伯克希尔不怕，我们有查理坐镇，他是全世界最优秀的律师。在很多重大事件上，查理帮我出谋划策。

查理一开始进入了律师这一行，后来，他发现自己不想一辈子做律师。他不想把自己的时间卖给别人，一小时只拿 20 美元。他不想为那些客户服务，他发现，客户做的很多决定完全是错的，他发现，自己比客户懂得更多。他不想一辈子屈居人下，不想一直做律师。我支持他的选择。我也不想看到他一辈子做律师，委屈自己，毫无快乐可言。我年轻时也一样，不想一直做股票经纪人，不想为别人提供投资建议。我就是不想做那样的工作。查理想明白了。我们都决定为自己工作。我们做出了正确的选择，一辈子很开心、很快乐。

芒格：我们很知足。

巴菲特：是啊，很知足。好的，Becky。

14，最低公司税上升到 15%，伯克希尔毫不介意。

Becky：这个问题来自 Ryan Harding。是关于新的 15%企业最低税率。它的实施目前被理解为，适用于三年期滚动报告收益为基础。首先，根据现行财务报告标准，在报告收益中列入未实现损益是否有助于计算公司最低税率？而且，即使一项主要持股的市值只是暂时上涨，并且上涨非常极端，它是否有可能将一些名义上的递延税收转化为现金税？其次，它能否减少一些可再生能源税收激励措施和其他措施的效果？

巴菲特：我认为第二部分的答案可能是否定的。但我不能肯定，因为他问的问题，跟我问 Marc Hamburg 的问题一样，他是最聪明的人，能够把对企业的理解，对税法的理解，对 SEC 规则的理解，以及你在美国企业界能够找到的所有东西结合起来。而这些问题，特别是关于保证金证券的特殊问题，我认为尚未得到答案。我认为关于新的税收法案有很多事情还没有颁布。但我要说，我们已经解释了，我们认为正确的运营收益的计算方法。我们几年前就是这样解释的，并不是因为这个税法的出现而专门设计的。因此，我们认为，你不应该把未实现的资本收益包括在内。但不管结果如何，我们都将实现资本收益，对我来说，15%的税一点也不困扰我。一旦我们知道规则，我们可以想办法在那里支付这 15%的税。

而且，当我买下伯克希尔控制权时，我们缴纳的联邦所得税是 52%。我是说，我们的税率已经大幅下降了。

比如在 Sanborn 地图公司就体现了递延税收，当时它涉及到一个税法允许的避税的制度。52%是一个太高的税率。所以，我们将遵守这一税法。我们不认为美国的公司税负过重。而且我觉得，那些关于我们将在竞争中输给这个世界之类的对话真的是无稽之谈。我们将有一条新的法律，但法规还没有明文规定，当我们知道这个规则时，我们绝对会想出办法每年支付 15%，

通常来说，我们一直在支付所得税。正如我所指出的，如果美国有一千家公司支付伯克希尔公司所支付的税费，那么在美国就不再需要任何其他个人，任何公司，支付任何所得税，社会保障税，赠与税，遗产税等等。一千家像伯克希尔这样的公司，根据目前的税法将从美国的每个人身上获得应税收入。我对此并不感到内疚。我喜欢把它变成五分之一，或者类似的数字。但我们可以按照这个速度做到，我很乐意这样做。我认为我们有幸生活在美国。我们也必须控制开支，但这是国会不太愿意做的事情。我爸去国会的时候，他们不喜欢这么做。但随着时间的推移，他们挖的坑越来越深。查理？

芒格：我们之前已经谈过这个话题。

巴菲特：好吧。(笑声) 第 9 区，请提问。

15，投资是最好玩的游戏

股东：AvlonGross 来自加州洛杉矶。这是我第四次参加“资本家的伍德斯托克音乐节”(Woodstock of Capitalism)。(笑声)谢谢你们，沃伦和查理。你们是最佳搭档，请两位再讲讲对方的逸闻趣事，最好是没讲过的。另外，请问经营伯克希尔，最难的地方是什么？(掌声)

巴菲特：我选择回答第二个问题。答案很简单。经营伯克希尔，没有难的地方。我们做的事情是我们喜欢的。每天早晨起床，我总是充满期待，迎接一天的工作。每一天都是崭新的，可能很平静，也可能会有些事发生。没什么事的话，我就按部就班地买点国债。在伯克希尔总部，我们有优秀的员工，良好的工作氛围。大家关系融洽，各司其职，没有勾心斗角，没有争权夺利。我从家到公司，路上只需要五分钟，我用不着在通勤上浪费时间。我对一切很满意，很知足，没有比这更好的了。至于没听过的逸闻趣事，请查理讲，他能讲出来很多。

芒格：沃伦和我，我们两个人天生古怪。他做事，我经常觉得好笑。我做事，他也经常觉得好笑。

我们在一起很开心。

巴菲特：可以给大家讲讲，咱们收购霍赫希尔德科恩公司(HochschildKohn)时，你和律师讲的话。

芒格：我记不住了，你讲吧。(笑声)

巴菲特：好吧。1966 年，我们去巴尔的摩收购一家百货商店。我们需要在当地找一位律师，让这位律师按我们说的做。查理从一家律所找到了一位很好的律师。当时，我 36 岁左右。查理对那位律师说：你就把沃伦当成 90 岁的老年人，你怎么对待你那些 90 岁的客户，你就怎么对待沃伦。(笑声)查理这么一说，那位律师心领神会。那笔交易，我们做的很急。找完律师，我们去了一家银行，忘了是第一国民银行(First National Bank)，还是马里兰国民银行(Maryland National Bank)。接待我们的是一个叫 Cammy Slack 的人。我们的收购价是 1200 万美元，我们想从银行贷款 600 万美元。得知了我们的来意，Cammy 满脸疑惑地看着我们。他说：就科恩百货那老破小公司，你们要贷款 600 万元收购？查理和我说：你们是我们找的第一家银行。你们要是不批这个贷款，我们就去另一家。最后，那家银行还是把贷款放给我们了。但是，当 Cammy 说出“那老破小公司”几个字时，我们醒过神来了，也许这笔交易我们吃亏了。从那一刻起，我们就开始琢磨怎么卖出去。我们的朋友 Sandy Gottesman 也参与了此次收购。

我们做了很多收购，不管是成功的还是失败的，都收获了相同的乐趣。就像打高尔夫球一样，无论是距离 200 米，还是 300 米，每个球都一杆进洞，那还有什么意思。有时会把球打飞，打到树林里，有时会打进，正因为如此，高尔夫球才有意思。**投资是最好玩的游戏。我和查理喜欢投资，我们一起做投资，收获了很多快乐。**我们用不着违背自己的意愿，做自己不喜欢的事。我们用不着听命于人。**我们自己制定自己的原则，自己掌控自己的命运。我们过的生活才是最奢侈的。**把全世界任何别的一家公司给我们，让我们当董事会主席，当首席执行官，我们都不去。像我们现在这样享受自由多好，何必去承受种种束缚。查理，我说的，你同意吗？

芒格：同意。

16, 关于动视暴雪(ActivisionBlizzard)的套利投资

Becky：这个问题来自马里兰大学(University of Maryland)商学院的 DavidKass 教授。他问，在去年的股东大会上，沃伦表示，伯克希尔投资动视暴雪是为了做并购套利。最近，英国的监管机构禁止微软收购动视暴雪。请问伯克希尔是否卖出了动视暴雪的股票？

巴菲特：除非监管机构的披露要求，比如 13F 持仓文件，伯克希尔从来不公开透露股票买卖情况。如果你自己深入研究的话，可以从我们的季报中看出一些东西。我们今早刚披露了一季报。在收购动视暴雪的过程中，微

软表现出了极大的诚意，它积极主动地配合监管机构，而且做出了不少让步。尽管如此，假如某个国家反对，微软还是做不成这笔交易。英国已经提出反对。英国的情况和美国不同，英国提出反对比较容易。这不是多出钱能解决的问题。我不知道这笔交易能否达成。即使没达成，也不是因为微软或动视暴雪做错了什么。

并不是所有应该发生的事情，就一定会发生。18 个月前，伯克希尔收购道明尼能源公司(Dominion Energy)遇到了类似的情况。我们有意收购道明尼能源，监管机构允许我们买了一部分。我们还想买更多，但监管机构不让我们买了。其实，州政府不反对我们收购，消费者不反对我们收购。我们收购下来，能做得更好，但监管机构不同意。无论多大的公司，哪有敢和美国政府较劲的？政府怎么说，我们就怎么做。我觉得，政府不允许伯克希尔继续收购道明尼能源不合理。同样地，英国政府禁止微软收购动视暴雪，也不合理。很多事，我们做不了主。

没办法，用查理的话来说，"城市套路深"。(That's life in the big city.)查理，你说呢？

芒格：你结尾这句，很精辟。(笑声)

17，伯克希尔是好生意理想的家

股东：沃伦、查理，你们好。AndersonFuller 来自加拿大 Avonport 市。感谢你们无私分享投资智慧。通过伯克希尔，我学到的最重要的一点是，用好激励机制。在我看来，领导一家公司，主要有两个好处。第一，随着公司发展，可以从股权中获利；第二，自己控制公司，享有自主权，不用受别人控制。对于基层员工的激励机制，我觉得比较简单，只要做到工资福利合理，文化有凝聚力，就差不多了。但是，对于公司的高层领导，该如何激励？您讲了，伯克希尔向经理人充分放权，但是，伯克希尔的经理人，即使再自由，也还是有约束，不像自己拥有公司，自己经营。另外，对公司的感情越深，越不愿意把公司卖出去。所以说，我想知道，在收购公司时，伯克希尔给了公司的高层领导什么，让他们心甘情愿地为伯克希尔服务？谢谢。

巴菲特：对于有的公司来说，伯克希尔是它们理想的家。有的经理人深爱着自己的公司，但他们不愿承受上市的烦恼。上市了以后，他们可能不得不耐着性子听华尔街的人指手画脚。有时候，他们不得不遵守行业协会的规矩，与同行保持步调一致。就像大多数工作一样，总是要妥协要让步。查理和我可以解决这个问题。

我自己为五个老板打过工，我非常感谢他们。其中，有两位老板，影响了我的一生。五位老板都非常好。其中一位，我在 J.C.Penney 百货公司打工时，我的老板是 CooperSmith。我并不喜欢百货公司的那份工作，但是我从我的老板 CooperSmith 身上学到了很多。当时我在百货公司是兼职，一个小时工资只有 75 美分。让我干什

么我就干什么，男士衬衫、男装、童装，我都卖过。在内布拉斯加州大学读书的时候，我兼职送报纸也有一位老板。送报纸是我喜欢的工作，而且我也从管理我的老板身上学到了很多。后来，我得到了为本·格雷厄姆工作的机会。总之，我很幸运，遇到了那么好的五位老板。但是，老板再好，也不如为自己工作。

除了自己拥有和经营公司，为伯克希尔经营公司可能就是最好的选择了。在伯克希尔经营公司，用不着应付分析师毫无意义的追问，用不着为钱发愁，看银行的脸色。我想要的自由，经理人加入伯克希尔之后，他们也能得到。确实，也许自己拥有整个公司比加入伯克希尔好。问题在于，有时候，家族企业中的其他成员想要退出。有时候，受到很多羁绊，无法实现自由，除非加入伯克希尔。特别是家族企业，需要找个安顿的地方的话，伯克希尔是理想的选择。上市公司加入伯克希尔，稍微麻烦一些，但也不是不可能。

假如我拥有一家值几百亿美元的上市公司，伯克希尔有意收购我的公司，我的股东也同意加入伯克希尔，我会考虑加入伯克希尔之后，我将怎么办。是我的话，我可不愿在 65 岁退休，我想继续工作。出售给伯克希尔有很多好处。在某些情况下，换位思考，假如查理和我处于对方的位置，我们会愿意成为伯克希尔的一员。双方都觉得合适才行。查理，你说呢？

芒格：发展到今天，伯克希尔已经非常强大。我们很幸运。总的来说，最终选择加入伯克希尔的经理人，他们早已功成名就。

巴菲特：回顾过去，在伯克希尔做过的收购中，最重要的一笔应该是收购国民保险公司。说它重要，不是因为它给我们赚了多少钱，而是因为这家公司带领我们进入了保险行业。

当时，Jack Ringwalt 拥有这家公司。我早就认识 Jack，很敬佩他。他也认识我。每年内布拉斯加州保险局 (Nebraska Department of Insurance) 去 Jack 的公司检查，他总是不胜其烦，甚至不愿再做保险生意了。Jack 总是对监管部门非常有意见，他受不了各种监管。我对 Charlie Heider 说："下次 Jack 不愿再与监管部门纠缠，要卖掉公司的时候，一定要把他带来。"有一天，Charlie 给我打来了电话，他说："Jack 又发作了。"我说："赶紧把他带来。"我们一拍即合。就这样，Jack 把公司卖给了我们。国民保险加入伯克希尔后，Jack 很高兴，我也很高兴。Jack 继续经营公司，用不着与监管部门纠缠了。那些令人头疼的事情，由我处理，他只管安心经营公司。谁也不知道哪块云彩有雨。在收购国民保险之后的一段时间内，它并没有给伯克希尔带来特别大的贡献。但是，后来，正是因为这笔收购，我们走上了保险之路。

刚才我也说了，打高尔夫球，18 个洞，杆杆进洞，还有什么意思？那样的话，没人愿意打高尔夫球了。**游戏的乐趣在于充满不确定性，在于遇到形形色色的对手。查理和我，我们玩的投資游戏，是世界上最好玩的游戏。**

18，喜诗糖果的品牌有吸引力，但无法传播到其它地区。

Becky：这个问题来自澳大利亚 Perth 的 SimonWithers。他问，已经很久没听你们讲喜诗糖果与利捷航空 (Netjets) 的情况了。请问喜诗糖果的近况如何？它什么时候能把专卖店开遍美国？同样地，完成收购以来，利捷航空的发展如何？利捷航空的经营是否符合你们的预期？

巴菲特：喜诗糖果不适合在全国开店。经过尝试，我们发现，**喜诗是一个好品牌，但是它有很强的地域性，无法在全国复制。**前面讲过了，由于产品的特质、消费者的情感等因素，有的产品具有很强的地域性。

胡椒博士(Dr.Pepper)这种碳酸饮料，在达拉斯沃斯堡地区(Dallas-FortWorth)市场占有率最高，而它在底特律、波士顿，市场占有率大概不到前者的十分之一。胡椒博士问世也有一百多年了。人口在流动，广告覆盖全国，这个百年品牌为什么就走不出去呢？我也不知道为什么。

我一直在观察不同的品牌，总是能学到新东西。喜诗糖果在加州的生意非常好，我们没少尝试走出去。开一间新店，投入不是很大。我们做了很多尝试，希望喜诗糖果能在其它地区打开市场。**进入一个新市场，第一个周，消费者反应很热烈，我们很高兴。但没过多久就冷清了。**可以说，任何一家糖果店，我们都敢和它正面对决。**然而，世界变了，放眼周围，还哪有糖果店啊。**喜诗糖果已经走过了 101 年，这个品牌仍然令人着迷。它的魔力主要在美国西部。在美国西部，人们更喜欢吃牛奶巧克力。到了美国东部，就不一样了，人们更喜欢吃黑巧克力。在东部地区，迷你巧克力和黑巧克力更畅销。

消费者的行为千奇百怪。用心观察，总是会有一些新发现。喜诗糖果在美国西部的生意非常好，查理和我，以及喜诗的每一任经理人，都想把它的成功复制到其它地区，也做了很多尝试，但确实做不到。虽然没成功，我们很喜欢尝试的过程。

至于利捷航空，我们的客户是富裕群体。**利捷航空致力于为富裕群体提供高品质服务。**

有些有钱人他们舍不得花钱。我的逻辑是，该花就花吧，你花的不是自己的钱，而是留给子女的钱。我姑姑爱丽丝，以前是一位老师，后来有了几千万美元的资产。我姑姑爱丽丝终身未婚。那是 1969 年左右，有一次她来找我。她对我说：有一件裘皮大衣，我看好了，就是太贵了。我说：姑啊，又不是你花自己的钱买，是花你的侄

子侄女的钱给你买。反正你的钱不花，也要留给我们。我代表你的侄子侄女说句话，我们想让你买。

同样的道理，有钱的话，别舍不得乘坐利捷航空。难道你的子女不想让你享受利捷航空？难道你的子女想让你多留点钱给他们？**实在不行，你给自己买，给你的子女也买，那他们就更没意见了。**利捷航空是独一份的存在，就如同汽车界的法拉利。法拉利每年只卖出 11 万、12 万辆左右的汽车。但是，法拉利享誉世界。我们在波士顿地区的一家雪佛兰经销商，一年也能卖出 11 万、12 万辆车，但是，和法拉利有天壤之别。加上欧洲，目前，利捷航空拥有大约 650 架飞机。今年，我们计划添置 100 架新飞机。由于需求旺盛，我们的机队数量只会增加，不会减少。

前段时间，我们搭乘利捷航空的飞机前往日本。一路很顺利。我们在日本逗留了两天，又搭乘利捷航空返回。我已经想开了。可能有人会说“你年纪大了，堕落了”之类的话。我的钱，1000 多亿美元，都会捐给慈善基金。我想，慈善基金不介意我在自己身上花个三瓜两枣的。我把钱捐给慈善基金，它们将把钱用于解决重大问题。我自己花点儿，不会影响慈善基金的工作。

利捷航空遥遥领先，根本没有竞争对手。前一阵子，我查看了另一家私人航空公司 WheelsUp 的股价。它从一两年前的 10 美元，跌到了现在的 48 美分。它有 12600 名客户，支付了 10 亿多美元，购买会员，从公司获得一定的飞行时间。我估计，这些客户的权益，今后未必能得到保证。

我不是因为收购了利捷航空，才选择搭乘利捷航空的。在伯克希尔收购利捷航空之前，我和我的家人就已经在使用利捷航空提供的服务。成为利捷航空的客户，你可以选择和我一样的机型、一样的飞行员。起初，我的朋友 Frank Rooney 向我介绍了乘坐利捷航空的好处。听了他的推荐，我立即给自己和家人买了飞行份额。后来，伯克希尔收购了利捷航空。我的子女有时候搭乘普通航班，有时候也用我们在利捷航空的份额。我本人从来没坐过普通航班，一直使用利捷航空。

我信任利捷航空的高品质。利捷航空的机队规模无人能及。我们的 600 架飞机，足以覆盖美国全国，远远超过竞争对手的覆盖范围。与几大商业航空公司相比，我们的机队规模也毫不逊色。我刚才说了，我们的机队规模还在增长，今年就要增加 100 架。利捷航空是一家卓越的公司。Adam Johnson 领导有方，利捷航空发展到今天，离不开他的突出贡献。在很长一段时间里，利捷航空一直处于爬坡期，是 Adam 带领利捷航空克服了困难。今后，**利捷航空的发展会越来越好。**查理，有什么补充的吗？

芒格：利捷航空做得不错。现在，利捷航空可以与任何一家航空公司平起平坐。

巴菲特：利捷航空和一般的航空公司不一样。我们想让查理买利捷航空的会员，他说什么都不买。后来，我们想出了个办法，**在飞机的机舱里专门给查理装了一个经济舱座椅。**(笑声)他这就无法拒绝了。安了经济舱座椅，才肯买会员，除了查理，再没谁了。

芒格：以前，参加伯克希尔股东大会，我从洛杉矶飞奥马哈，坐的是经济舱。和我搭乘同一架航班的，是很多富有的伯克希尔股东。**我走向经济舱中的座位时，他们纷纷为我鼓掌。我很享受那种礼遇。**(笑声)(掌声)

巴菲特：说真的，是我们把查理拉下水了。现在，查理也坐利捷航空，但他总是觉得心里过意不去。真没什么大不了的，毕竟，钱是从遗产里出的，是继承人付的。花点钱买个利捷航空的会员，还能把遗产败光了？不可能的，反正巴菲特家族是不可能。会员是遗产继承人给买的。**话说回来，查理和我，一辈子生活节俭，花那么多钱买会员，还真有点舍不得。**下面请第 11 区提问。

19，汽车行业竞争太激烈

股东：HumphreyLiu 来自弗吉尼亚州 Charlottesville。首先，感谢巴菲特先生、芒格先生，感谢伯克希尔，举办此次盛会。从全球趋势来看，零排放的新能源汽车终于突破临界点，即将大规模普及。请问你们是否在新能源汽车领域发现了投资机会？是否有新能源汽车制造商或研究新能源相关技术的公司值得投资？

巴菲特：查理和我早就发现，汽车行业的竞争太激烈了。

以福特汽车为例。早年间，Henry Ford 凭借一款 T 型车确立了行业霸主的地位。由于福特的创新，汽车价格大幅度下降，工人工资提高了很多。Ford 这个人，如果不是因为他的性格和政见，他很可能当选美国总统。最近，有一本新书，**《流浪汉：亨利·福特和托马斯·爱迪生十年公路旅行的故事》**(The Vagabonds:The Story of Henry Ford and Thomas Edison's Ten-Year Road Trip)，其中还提到了内布拉斯加州。如果你对汽车感兴趣，这本书值得一读。在 Henry Ford 时代，福特汽车很辉煌。没想到，20 年后，福特汽车陷入了亏损的境地。那时候，福特汽车的掌控权落到了 Harry Bennett 的手里。Harry 就是那个打手，Henry Ford 的带枪护卫。就在福特汽车走下坡路的时候，亨利·福特二世(Henry Ford II)夺回了公司的控制权，并邀请特克斯·桑顿(Tex Thornton)、阿杰·米勒(Arjay Miller)等十位二战中的年轻军官加盟，他们就是著名的“蓝血十杰”(The Whiz Kids)。前段时间，我还读了通用汽车 1932 年的年报。在我读过的年报中，通用汽车的这份年报，属于质量上乘。管理层很诚恳，如

实地报告公司的情况。当时，美国人口为 1.2 亿人，通用汽车拥有 1.9 万家经销商。今天，美国人口为 3.3 亿人，把美国所有的汽车品牌加起来，一共也才只有 1.8 万家经销商。

汽车这个行业，早已进入全球竞争的时代，而且竞争越来越激烈。汽车厂商各领风骚三五年，没一家能长期处于领先地位。前面提到了，法拉利比较特殊，它一年只卖 11 万、12 万辆车。去年，美国的整体汽车销量为 1400 万辆左右。根据我们的观察，汽车行业的生意不好做。伯克希尔旗下的汽车经销商，生意还可以。今后五到十年，汽车行业将如何发展，我判断不出来。汽车市场即将迎来巨大的变化，你说的这一点，我认同。然而，在变化之中，谁能占领市场，这不好说。查理，有什么补充的吗？

芒格：新能源汽车的时代即将到来。在现阶段，开发和生产新能源汽车，需要投入大量资金，承担大量风险。我不喜欢投入大量资金、承担大量风险的生意。

巴菲特：美国为新能源汽车行业提供补助，其中掺杂了很多政治因素，例如，补助向工会企业倾斜。汽车行业将长期存在，美国人离不开汽车，美国人与汽车的情缘根深蒂固。

苹果公司，五年、十年以后会怎样，我能看清楚。汽车公司，五年、十年以后会怎样，我看不清楚。我的判断未必准确。查理和我一直对汽车行业很感兴趣，一直关注着这个行业。我记得，早些年，查理的公司太平洋证券交易所(Pacific Exchange)有交易席位，专门交易通用汽车的股票，很赚钱，对吧，查理？

芒格：辛辛苦苦，也就赚点小钱。

巴菲特：真的吗？在那个年代，应该不是小钱吧？

芒格：真没几个钱。在那个年代，也是小钱。

巴菲特：好吧。Becky。

20，美联储无法解决财政问题

Becky：这个问题来自爱荷华州 Cedar Rapids 市的 Peter Schumacher。他问，美联储目前的资产负债表规模是否让你感到担忧？尤其是美联储量化宽松从无到有地扩大了资产负债表。净效应在本质上只是一种会计，除了一系列账面记录外，没有创造出任何有价值的东西。我也想知道芒格先生对此有何看法。

巴菲特：嗯，我不认为美联储是问题所在，我认为他们无法解决财政问题。我不担心美联储。我认为它正在履行它被建立的职能。他们两个目标之一，通胀从 0 增长到 2%。没人能躲开这个通货膨胀目标。我认为如果你告

诉人们你打算让你的货币以每年 2% 的速度贬值，这会产生很多影响。虽然对很多人来说感觉很好。很多人想要一点通货膨胀，但除了那些有很多债务的人，没人想要很高的通货膨胀。我不担心美联储的资产负债表。我总是喜欢看这些数字。但最有趣的数字之一是，流通中的货币已经消失了。他们在 2007 年说，“现金是垃圾”，“所有的现金都将消失”。如果你看看美联储的资产负债表，它从 8 千亿美元变成了 2.2 万亿美元，其中绝大多数是百元美钞。每个美国人大约有 5000 美元，但我真的很想知道这些钞票在哪里。在南美洲非洲或任何地方，没有人会囤积欧元。而其中一些对现金的需求可能是毒贩子的微妙活动之类的。但任何认为“现金是垃圾”的人都应该看看美联储的资产负债表。你可以看到有多少面额 5 美元 2 美元 1 美元的钞票等等。我是说，百元大钞的流通速度简直令人震惊。当然，我不知道钞票在哪里，我认为美联储也不能确切地知道。但你可以每周看到流通中的货币会一点点在增长。相信我，“现金”不是垃圾。查理？

芒格：我不知道这一切将走向何方。这是非常极端的。如果未来恢复到某种自律的状态，你可能会非常极端的与抑郁作斗争。如果你继续印钱花钱，我认为最终会造成麻烦。你可以在拉丁美洲看到后果。拉丁美洲的货币一直处于失控状态，当然，它的经济成就远远落后于美国。所以，我认为，如果我们完全放弃过去的生活方式，进入一个新的世界，在那里我们只是试图印钱，只是为了更容易度过这一年，我们就要付出代价。

巴菲特：所有购买最初被称为“战争债券”、“国防债券”、“储蓄债券”的人在二战中付出了代价。但是从 1942 年到 1945 年，你支付了 18.75 美元然后你拿回了 25 美元，每个孩子都存了储蓄债券。但当一切都结束时，债务占 GDP 的 120%，而不是 30% 或 40%。之后我们经历了很高的通货膨胀。因此，那些真正购买这些债券并支持战争的人们的一部分购买力被剥夺了。这没什么特别的错。但当这个国家养成了这样做的习惯时，我认为社会很难从中脱离出来。我觉得没人喜欢那样的社会。

芒格：是的，但让一大群人失业也很难受。这就是矛盾的地方。

巴菲特：是的。这就是为什么美联储有两个目标，就业和通货膨胀。但这不大可能造成一个赤字国家。到目前为止，这个系统运行得非常好，尽管如我所说，它已经很危险。

芒格：到目前为止，那个刚从高楼上跳下来的人，在他落地之前一切都好。（笑声）

巴菲特：没错。但现在我们可以在三楼或者六楼停下来。我们不知道它现在在哪一层，但我们知道它还没落地。在政治上，投票决定拨款是非常非常非常诱人的，而且投票决定税收也不好玩。他们以参议院财政委员会主

席 Russell Long 的名字命名了一座大楼，他曾说：不要向你征税，不要向我征税，向树后面的那个家伙征税。(笑声)基本上这就是政治的态度，这就是政治现实。到目前为止，这个国家在很多理论上会引发很多问题的事情上都做得很好，但这并不能保证我们的未来。作为储备货币，我们可以做很多事情，但如果我们搞砸了，也会产生很多后果。查理？

芒格：嗯，我们正在把一个实验对象搞死，这是个问题。我希望我们有一个解决办法。

21，自由资本主义带来繁荣也带来分配不均

股东：巴菲特先生，芒格先生，你们好。Connor 来自诺丁汉大学(Nottingham)经济系的一名学生。疫情期间，供应链中断，特别是在亚洲。如今，在政治因素的驱使下，很多公司决定转移供应链。请问这样的选择是正确的吗？政府应该支持企业转移供应链吗？

芒格：问题问得很好。一家公司，如果在墨西哥生产零部件，可以大量降低成本，在墨西哥建厂生产，当然是合理的选择。很多汽车厂商在墨西哥开设了工厂。从另一个角度来说，大家也不愿看到美国出现制造业空心化的情况。所有的制造业工作岗位全转移出去了，美国大量依赖进口，那不倒退回 1820 年英国殖民统治时期了？关于这个问题，社会上的争论很激烈。咱们伯克希尔在国外的工厂很少吧？是吗，沃伦？

巴菲特：是。我们伯克希尔最早主营纺织业务，后来，南方的纺织业兴起，我们的纺织生意日渐萧条。

芒格：再后来，南方的纺织业也不行了，转移到了成本更低的中国。

巴菲特：确实。在产业变迁中，社会整体受益，但一部分人遭到了沉重的打击。一个富裕的社会应该想办法救济那些受到伤害的人。伯克希尔曾经拥有制鞋厂、纺织厂。制鞋厂和纺织厂的工人，他们应该得到社会救济。1964 年，我们收购了伯克希尔，当时的纺织工人中，有一半只会说葡萄牙语。他们只能拿到微薄的工资。后来，南方纺织业兴起，我们被迫停业。纺织工人是无辜的，他们工作很努力。我们也是无辜的，我们很想生存下去。

芒格：伯克希尔纺织厂位于新英格兰地区。与新英格兰地区相比，佐治亚州的田纳西河谷地区电力成本低 60%。生产纺织品需要消耗大量电力。

巴菲特：没错，空调的发明也起到了作用。以前，南方潮湿酷热。空调发明以后，南方才有了宜居宜业的环境。总之，很多因素起到了作用。后来，纺织业又转移到了海外。总的来说，纺织业的转移为美国带来了好处。在产业转移的大潮中，很多人受到了冲击。他们的谋生技能单一，没有别的本领。试想，一位 55 岁、60 岁的纺

织工人，只会说葡萄牙语，你让他再学一门新技能，实现再就业，谈何容易？

我们的社会很富裕，完全有能力救济那些受到冲击的人。我们已经建立了一些保障制度，并且提供了很多帮助。有些质疑的声音表示，有的人不愿工作、白拿救济。这个问题不好解决。总的来说，我们希望全世界共同发展。我们不愿看到，美国一个国家富裕，而世界其他国家和地区贫穷。那样的话，无法长久，尤其是现在的世界仍然面临着核武器的威胁。**我们不愿看到贫富差距拉大**，但也不是没有解决问题的能力。美国已经很富有了，完全可以解决这个问题。

与过去相比，随着专业化分工越来越细，社会生产力提高，需要的人力越来越少。在我这一生里，美国人每周的工作时间明显下降。人们还是觉得自己在不停地忙，总是有做不完的事。人类的命运如此，人总是有更高的追求。我小时候，家里没有汽车，我们家里三个孩子，我还有一个姐姐，一个妹妹。我母亲没有汽车，不是说我们小孩子想去哪，我母亲开车就带我们去了。那时候，对我们小孩子来说，有辆自行车都不得了了。

世界的发展越来越好，生活水平越来越高，人们不记得过去是怎样的，只是把现在作为参照物，追求更高、更好，难免常常感到失望。其实，我们现在已经很富有了。与 1930 年时相比，我们能多做很多事。有的人，他们受到大环境的冲击，丢了工作，我们这个社会可以为他们提供福利，让他们免受冲击。

我们一定要建立起一套制度，对受到冲击、失去工作的人给予救济。在此过程中，受政治因素影响，我们会犯很多错误，但我们一定要朝这个方向努力。

芒格：亚当·斯密(AdamSmith)的理论完全正确。**自由资本主义制度为个人带来财富。**自由贸易提升人均国内生产总值。在此过程中，所有人都会受益，包括处于底层的群体。然而，在自由资本主义制度的发展过程中，也会带来很多痛苦。例如，只会讲葡萄牙语的纺织工人丢掉工作。没人知道，如何才能消除全部的痛苦。政府建立的社保制度，可以在一定程度上缓解痛苦，而且我们的社保制度覆盖面越来越广。**痛苦只能部分缓解。非要把痛苦全部消除，自由资本主义制度带来的种种好处也将随之消失。**人均国内生产总值将无法增长。经济将变成苏联模式，**"老板假装给我发工资，我假装给老板打工"**。(They pretend to pay us, and we pretend to work.)(笑声)

巴菲特：确实，自由资本主义制度为社会带来了繁荣，但它也造成了分配不公、贫富差距日益严重。有的人，他们管理大量资产，根本没有带来额外收益，没有做出任何贡献，却能赚取大量管理费。政府应该保留资本主义好的方面，但是不能对那些只会说葡萄牙语、失去工作的人视而不见。否则，矛盾将不可调和，我们无法实

现长期发展。**我们在社保制度方面有进步。**与我出生时那个年代相比，现在的情况强多了。

芒格：总的来说，在处理这对矛盾方面，发展资本主义经济和建立社会保障制度，美国做的还是不错的。回首过去，我们已经取得了长足的进步。

巴菲特：确实。200 多年前，美国人口不到全世界的 0.5%。如今，美国的人均国内生产总值占全世界的 25%。这也堪称一个奇迹了。不是因为我们美国人多聪明，主要还是我们的制度有独到之处。我们打了一场内战、女性长期处于不平等地位，这都没影响我们的发展。其实，我们有进步，我们一直在进步。人们总是容易看到不好的一面。

芒格：人们还有一个弊病：想要获得进步，却不愿为之付出努力。**总想不劳而获，最终害人害己。**

巴菲特：刚才这个问题太难了。Becky，问我们一个简单点的。(掌声)

22，公允价值变动应该计入资产负债表而不是利润表

Becky：这个问题来自 DougDeShiel。他问，按照最新会计准则，伯克希尔需要将股票投资的公允价值变化计入利润表。巴菲特先生多次向股东表示，短期的股价变化无法体现投资的长期价值。但是，在讲到银行时，巴菲特先生认为，银行将债券计入"持有至到期投资"，不将其投资组合的公允变化体现在利润表中，是一种不负责任的表现。请巴菲特先生解释一下，为什么"按市值计价"应该用在银行身上，用在伯克希尔身上却不合适？

巴菲特：**无论是银行，还是伯克希尔，我都认为应该把投资组合的价值记录在资产负债表上，而不是利润表上。**对于会计准则制定者来说，具体如何处理是个难题。利润表和资产负债表有勾稽关系。从资产负债表中可以看出很多信息，例如，能否兑现储户的存款。

伯克希尔把投资组合的价值变化记录在资产负债表中。我们认为，把投资组合的价值变化记录到利润表中不合理，不如记录在资产负债表中。长期以来，在利润表中，我们一直将投资组合的价值变化记录在"其它综合收入项"(Other comprehensive income)。我非常理解会计准则制定者的难处。将投资组合记录在资产负债表中，无法充分体现投资组合的增值，例如，我们收购的喜诗糖果，其价值远高于账面价值。将投资组合的变化完全反映在利润表中，那么利润表变化太大，就失去参考意义了。举个例子，今天股市休市。我没记错的话，上周五苹果的股票涨了 7-8 美元左右。在我们的利润表中体现出来的话，那我们就是赚了 70 多亿美元。那只是代表那一个时刻的股价而已，并不能真正体现我们的盈利能力。

就银行而言，银行把储户的钱用于发放贷款，主要是住房抵押贷款。**住房抵押贷款这个产品，对银行不利，对消费者有利。**如今的住房抵押贷款，普遍而言，和过去完全不同。一定要注意，银行发放出去的贷款产品，是否出现明显的减值，储户是否可能集中要求兑现。

就伯克希尔而言，如果说不好哪一天，我们就要把所有的钱还回去，我们绝对不可能像现在这么从容。总之，我认为我建议的会计记录方式比较合理。后来，会计准则发生了变化。我们将遵守变化之后的会计准则。但是，我将一如既往地给股东们讲解，应当如何分析伯克希尔，就像讲给我自己的妹妹一样。在我看来，任何一家上市公司，它的管理层都有义务开诚布公地向股东讲解公司的经营情况。实际则不然，很多上市公司，只把一堆毫无意义的数字扔给股东。我们很早就开始批评“息税折旧摊销前利润”(EBITDA)。然而，很多公司仍然大讲特讲这个数字。一如既往，我还是怎么给我妹妹讲，就怎么给股东讲。**伯克希尔将遵守会计准则，但我们也会向股东如实地讲解我们的所思所想。**(掌声)

我们想把伯克希尔公司的情况，清清楚楚地向股东讲明白。不是说我们的股东需要了解每一个细节，不是说他们有必要仔细阅读每一份季报。我们为什么有很多五六十年的老股东？因为我们就是把他们当成自己的邻居一样，把伯克希尔的情况如实地讲给他们。

芒格：我不知道监管机构为什么要修改这个会计准则。我觉得这个变化有毛病。但凡懂一点公司经营管理的人，也不会做出这样的修改。会计准则制定者估计脑子突然短路了。

巴菲特：我在 2002 年信中提出过一条建议：在执行审计之前，上市公司的审核委员会应当询问审计师四个问题。审计师按照这四个问题的要求去审计，股东能更深入地了解公司。审计师不愿回答这些问题，因为他们不想承担责任。客户也不愿问这些问题，因为管理层不想审计师审的太严。

芒格：很好理解，**他们只求相安无事，不想给自己找麻烦。**这条会计准则的修改，要求把有价证券的市值变化记录在每个季度的利润表中，**我觉得不是审计师为了免责。**他们只是一时头脑发昏了。

一群官僚，在庞大复杂的机构中领着丰厚的俸禄，顺着等级森严的体系升迁到高位，他们关在屋子里，研究新会计准则，能整出什么好东西来？

巴菲特：监管机构，请听好了啊，这是查理说的。查理 99 岁了，他年纪比我大，他说错了话，也没人和他计较。(笑声)其实，查理说的很重要。我完全同意。**我们要像查理一样，具备看透事物本质的能力。**第 2 区。

23, 芒格: "我已经看开了, 不强求我的孙儿们和我想法一样。"

股东: 沃伦、查理, 你们好。我叫 VictoriaWinthrop, 今年 22 岁, 就读于慕尼黑"数字技术与管理中心"。我和你们的孙子、孙女年龄相仿。我想请教一下, 你们如何将自己的智慧传给你们的孙子、孙女? 你们如何教他们投资? 在你们看来, 投资更适合通过家族来做, 还是更适合通过个人来做? 谢谢。

巴菲特: 查理的孙子、孙女比我多, 这个问题, 请查理回答。

芒格: 我的孙子、孙女是多一些。其实, 我已经看开了, 不强求我的孙儿们和我想法一样。有些东西是自然规律, 不是人力能改变的。我的一言一行, 我的孙儿们都看在眼里, 他们想学我, 可以学我。不想学我, 他们可以走自己的路。其实, 他们不和我学, 走别的路, 我心里还是不舒服的。(笑声)

有时候, 他们带回来的男朋友、女朋友, 我真不喜欢, 但还得装作喜欢。(笑声)我也只是一个普通的老年人。(笑声)很多时候, 我就把嘴闭严实了, 不出声。我只能这样。

巴菲特: 就我而言, 我认为, 在过去 30 年里, 我的三个子女更成熟了, 我自己也有进步。

芒格: 你是有进步, 好不容易才进步的。

巴菲特: 确实, 我承认。我进步了, 证明我有成长空间。

芒格: 我们都有成长空间。我年轻时, 在美国钢铁(U.S.Steel)工作了一年。那时候, 美国钢铁的工厂很大, 我在洛杉矶分公司的制造部工作。美国钢铁根本没有前途, 三年之后, 我所在的那家分公司已经成了一片荒地, 完全废弃了。我太年轻太无知了, 竟然没看出来美国钢铁即将倒闭。我年轻的时候, 学校里教我们的老师也没聪明到哪去。我年轻的时候, 人们还根本没用科学的方法深入研究公司运行的基本规律。

巴菲特: 我们不能再追述往事, 自我反省了, 已经 3:30 了。我们犯过的错太多了, 再讲半个小时, 不知道又抖搂出来什么了。(笑声)感谢各位光临。4:30 我们将召开股东会议。会场外的商品销售将继续 20-30 分钟。我们已经打破了多项记录, 大家加把劲, 再创新高, 让明年更有挑战。再次感谢大家光临, 明年再见! 希望明年我们能再多回答几个问题。(掌声)

译者: RanRan, <https://xueqiu.com/1173786903/>

副董事长查理芒格逝世

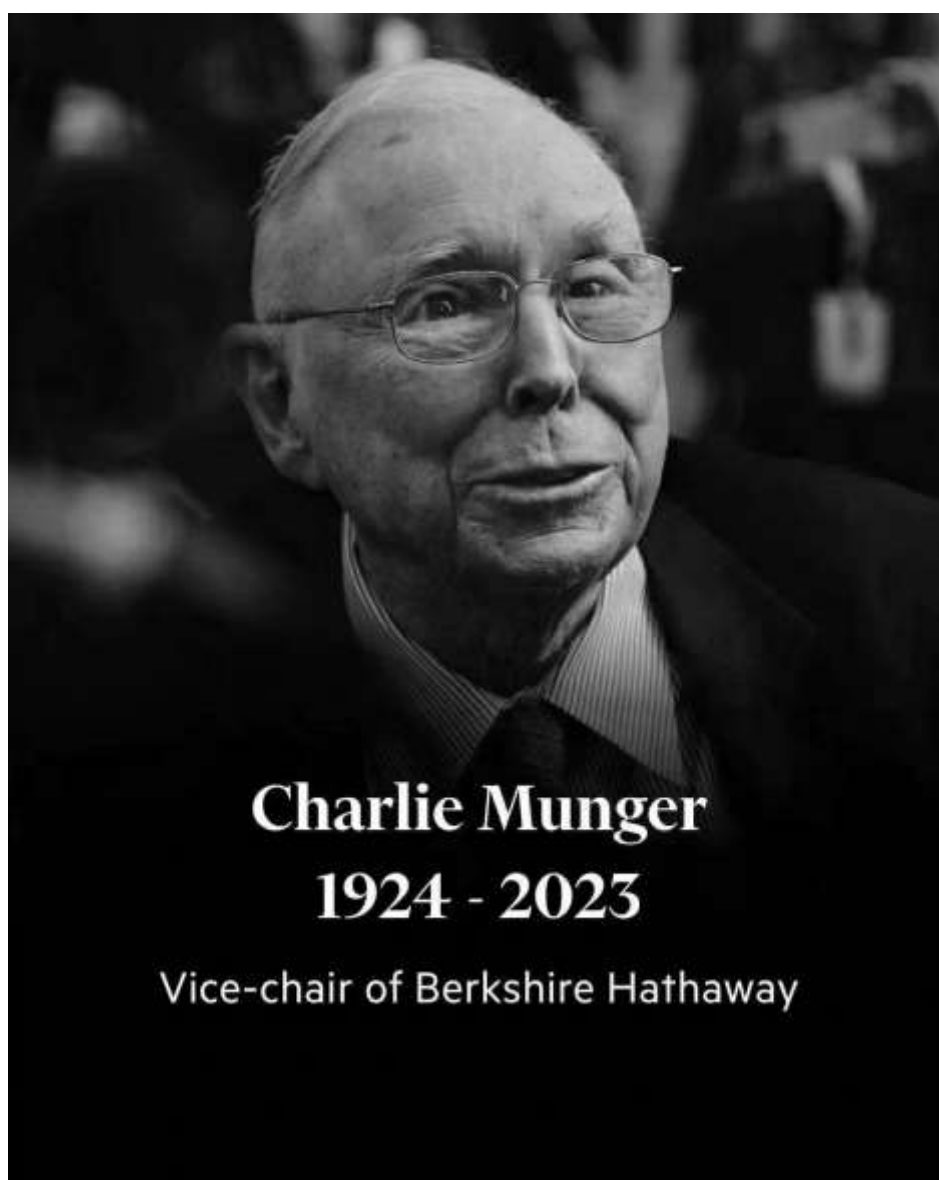
2023 年 11 月 28 日

就在几分钟前，查理芒格家人通知伯克希尔哈撒韦公司，他于今天早上在加州一家医院平静地去世了。

伯克希尔的 CEO 沃伦巴菲特悼念道：

“没有查理的启发、智慧和参与，伯克希尔哈撒韦公司不可能发展到现在的地位。”

查理家族将根据他的指示处理一切事务。



查理芒格：伯克希尔的总设计师

查理芒格于 11 月 28 日去世，距离他的百岁生日只有 33 天。

虽然他在奥马哈出生长大，但他一生中 80% 的时间都居住在其他地方。因此，直到 1959 年他 35 岁时，我才第一次见到他。1962 年，他决定从事资管生涯。

三年后，他告诉我，我买下伯克希尔的控制权是个愚蠢的决定。一点没错！但是[But]，他向我保证，既然我已经做出了错误决定，他会告诉我如何去修正。

在我接下来的讲述中，请记住，当时在我管理的小型投资合伙公司中，查理和他的家人没有一分钱投资，而我是用合伙公司的钱购买的伯克希尔股票。此外，我们都认为，查理将永远[ever]不会买一股伯克希尔的股票。

尽管如此，查理在 1965 年还是及时向我建议：沃伦，别再想着买像伯克希尔这样的公司了。但是，既然你已经控制了伯克希尔，那就在里面加入以合理价格购买的优秀企业，放弃以便宜的价格购买普通的企业。换句话说，放弃你从你的英雄本格雷厄姆那里学到的一切。烟蒂投资法很管用，但只能在小范围内实行。在随后的投资生涯，尽管我多次故态复萌，但最终还是听从了他的建议。

许多年后，查理成为我经营伯克希尔的合伙人，当我的旧习惯浮现时，他屡次让我恢复理智。直到他去世，他都一直扮演着这个角色，我们和那些早期的投资人一起，最终获得了比查理和我所梦想的还要好得多的成就。

实际上，查理是现在的伯克希尔的"总设计师"，而我则是"总承建商"，为他的愿景日复一日地建设。

作为创造者，查理从不期望把功劳揽在自己头上，而是让我接受人们的朝拜，享受赞誉。在某种程度上，他与我的关系既像兄长，又似慈父。即使他知道自己是对的，他也会把缰绳交给我，当我犯错时，他从来没有——从来没有[never]——唠叨过我所犯下的错误。

在现实世界中，伟大的建筑总是与它们建筑师的名字联系在一起，而那些浇筑混凝土或安装窗户的人则被很快遗忘。伯克希尔已经成长为一家伟大的公司。虽然我长期以来一直负责具体建设工作，但查理应该永远[forever]以总设计师的身份被人铭记。

Charlie Munger – The Architect of Berkshire Hathaway

巴菲特致股东的信 2023

2024 年 2 月 24 日 BRK: \$472950-542625

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东：

伯克希尔拥有 300 多万个股东账户。我负责每年撰写一封信，为这群形形色色、不断变化的股东提供有用的信息，他们中的许多人都希望借此更多地了解自己的投资。

查理芒格是我几十年来管理伯克希尔的合伙人，他对我的这一义务有着相同的看法，并希望我今年能像往年一样与你们沟通。在对待伯克希尔的股东责任问题上，他和我的想法完全一致。

作家们发现，在脑海中描绘他们所寻找的读者画像，会对他们的写作非常有帮助，而且他们通常会希望吸引到大量的读者。在伯克希尔，我们的目标群体更为有限：他们是那些将自己的储蓄托付给伯克希尔，且不期望转售的投资者，（在态度上，他们类似于通过储蓄购买农场或出租物业的人，而不是喜欢用多余资金购买彩票或“热门”股票的人）。

多年来，伯克希尔吸引了数量非同寻常的“终身”股东及其继承人。我们珍视他们的存在，并认为他们有权每年直接从 CEO 那里听到好的和坏的消息，而不是从投资者关系官或公关顾问那里听那些永远乐观的甜言密语。

在想象伯克希尔期望寻找的股东形象时，我很幸运拥有一个完美的心理模型，那就是我的妹妹伯蒂 Bertie。让我先来介绍一下她。作为开场白，Bertie 聪明睿智，喜欢挑战我的想法。不过，我们从来没有因意见不一致而大吵大闹过，关系也没有破裂过。以后也不会。此外，Bertie 和她的三个女儿也将大部分积蓄投资于伯克希尔股票。她们的持股时间跨度长达数十年，Bertie 每年都会阅读我的写的股东信。我的工作就是预测她的问题，并给她诚实的回答。

Bertie 和你们大多数人一样，理解很多会计术语，但她还没准备好参加注册会计师考试 CPA。她关注商业新闻(每天阅读四份报纸)，但并不认为自己是经济专家。她很理性(非常理性)，本能地知道，应该永远不要被权威人士所影响。毕竟，如果她能可靠地预测明天的赢家，她会随意分享自己的宝贵见解，从而引来其他人的竞争性购买吗？这就好比找到了金矿，然后把标明金子位置的宝图递给邻居。

Bertie 理解激励机制的力量(无论好坏)以及人性的弱点，在观察人类行为时，她可以识别出人们真实意图的蛛丝马迹。她知道谁是在演戏，而谁值得信任。简而言之，她不会被任何人愚弄。

那么，Bertie 今年会对什么感兴趣呢？

经营业绩，事实与虚构

让我们从数字开始。正式年度报告从 K-1 开始，长达 124 页。其中包含了大量信息，有些重要，有些琐碎。

在这些披露的信息中，许多股东和金融记者都会关注 K-72 页。在这一页，他们会找到众所周知的"下划线"——净收益(亏损)[Net earnings(loss)]。2021 年为 900 亿美元，2022 年为 230 亿美元，2023 年为 960 亿美元。

如此剧烈的波动，这到底是怎么回事？

您在寻求顾问建议时被告知，计算这些"收益"[earnings]数字的程序，是由一个公允且有资质的金融会计准则委员会(FASB)颁布的，由一个尽职尽责的证券交易委员会(SEC)授权，并由德勤会计师事务所(D&T)的世界级专业人士进行审计。在第 K-67 页，德勤毫不留情地说：我们认为，这份财务报表.....*在所有重大方面(斜体是我所写)*公允地反应了公司..... 截至 2023 年 12 月 31 日过去三年中每一年的财务状况.....及其经营成果。

经过这一系列认证之后，这个毫无用处的"净利润"[net income]数字很快就通过互联网和媒体传遍了全世界。各方都认为他们已经完成了自己的工作。从法律上讲，他们已经完成了。

然而，我们却感到不自在。在伯克希尔，我们认为，"收益"[earnings]应该是一个符合逻辑的概念，可以让 Bertie 在评估一家企业时有所帮助，**但这仅仅是评估的一个起点**。因此，伯克希尔同时还向 Bertie 和你们报告我们所说的"经营性收益"(operating earnings)。以下是伯克希尔版本的数字：2021 年为 276 亿美元，2022 年为 309 亿美元，2023 年为 374 亿美元。

监管规定数字与伯克希尔偏好的数字之间的主要区别在于，我们剔除了未实现的资本损益，而这些未实现的资本损益有时一天可能超过 50 亿美元。具有讽刺意味的是，在 2018 年强制要求"改进"之前，我们的偏好几乎一直都是这个准则。几个世纪前伽利略的经历本应教会我们，不要去违背来自高层的命令。但是，在伯克希尔，我们可以很固执地坚持自己的规则。

(1609 年伽利略发明了天文望远镜，公开支持哥白尼的日心说，后被教廷列为异端，判处火刑。为免于处死，1633 年伽利略签下悔过书并当众宣读，从此被终身监禁，于 1642 年去世。)

资本性收益利得的重要性毋庸置疑：我预计资本性收益将是伯克希尔未来几十年价值增长的一个重要组成部分。否则，我们为什么要把你们(和 Bertie)的巨额资金投入到了有价证券中，就像我在整个投资生涯中一直在投资自己的资金一样？

自 1942 年 3 月 11 日(我第一次购买股票的日子)以来,我不记得有哪段时期我的大部分净资产不是股票(基于美国的股票)。到目前为止,情况还不错。在 1942 年那个决定我个人命运的日子,在我"扣动扳机"时,道琼斯工业平均指数跌破了 100 点。到放学时,我亏了大约 5 美元。很快,情况便发生了好转。现在该指数徘徊在 38,000 点左右。对投资者来说,美国一直是个伟大的国家。**他们所需要做的就是静静地坐着,无需听信任何人。**

然而,根据"收益"[earnings]对伯克希尔的投资价值做出判断是非常愚蠢的,因为"收益"包含了股市日复一日、甚至年复一年反复无常的波动。正如本格雷厄姆教导我的:**股票市场短期像台投票机,长期是台称重机。**

我们的业务

我们在伯克希尔的目标很简单:**我们希望整体或部分拥有,那些具备牢固基础且持久竞争力[fundamental and enduring]的优秀企业。**在资本主义中,一些企业将长期繁荣,而另一些企业将被证明是天坑。要预测哪些企业会成为赢家,哪些会成为输家,比你想象的要难得多。而那些告诉你他们知道答案的人,通常不是自欺欺人,就是江湖骗子。

在伯克希尔,我们特别青睐那些能够在未来继续部署盈余资本[additional]并获得高回报的稀有企业。拥有一家这样的公司,只需呆坐不动,就能带来难以估量的财富。即使是这种股票的继承人,唉!有时也会过上一辈子的悠闲生活。

我们也希望这些受青睐的企业是由能干和值得信赖的管理者经营的,尽管这是个更难做出的判断,伯克希尔也曾有过令人失望的经历。

1863 年,美国首任审计长官 Hugh McCulloch 致函所有国家银行。他的指示包括这样的警告:"永远不要抱着不被欺骗的期望而与无赖打交道"。许多自以为可以"管理"无赖问题的银行家,都从 McCulloch 先生的建议中领悟到了智慧,我也是如此。**人不是那么容易看透的(People are not that easy to read)。真诚和同情很容易伪装。**这一点现在和 1863 年一样。

长期以来,兼具我所说的这两个必要条件的企业,一直都是我们的收购目标。有一段时间,我们有大量的候选企业需要评估。如果我错过了一家(我的确错过了很多),另一家总会出现。那些日子早已远去;规模过大使我们陷入困境,尽管收购竞争的加剧也是一个因素。

迄今为止,伯克希尔公认会计准则(GAAP)下的净资产规模,是所有美国企业中最高的。创纪录的营业收入和

强劲的股市，伯克希尔年末的净资产达到 5610 亿美元。2022 年，标普 500 其他 499 家公司(这是美国企业的佼佼者)的 GAAP 净资产总额为 8.9 万亿美元。(2023 年的数字尚未统计，但不太可能大幅超过 9.5 万亿美元)。

按此计算，伯克希尔目前占据了其业务领域近 6%的份额。要在五年内将我们庞大的基数翻一番是根本不可能的，尤其是因为我们非常厌恶发行股票(这种行为会快速增加净资产)。

在这个国家，能够真正推动伯克希尔发展的公司屈指可数，我们和其他公司都对它们进行了无休止的挑选。有些我们有能力估值，有些则无能为力。如果我们可以评估，其价格也必须具有吸引力。在美国之外，伯克希尔基本上没有有实质助益[meaningful]的备选公司可用于资本配置。总而言之，我们不可能取得惊人的业绩。

尽管如此，管理伯克希尔大部分时间很有趣，而且我一如既往的乐在其中。从积极的一面来看，经过 59 年的整合，公司旗下部分或 100%拥有的各种业务加权来看，其前景比大多数美国大公司都要好一些。凭借运气和勇气，少数几个大赢家从数十次决策中脱颖而出。而且我们现在还有一小群长期经理人，他们从不考虑离开公司，把 65 岁(并不是退休)只不过又是一个生日而已。

伯克希尔受益于非同寻常的恒心和明确的目标。我们强调善待员工、社区和供应商，但谁不想这样做呢？**我们将始终效忠于我们的国家和股东。**我们从未忘记，尽管您的钱与我们的钱混在一起，但它并不属于我们。

有了这样的目标，再加上我们目前的业务组合，伯克希尔应该比一般的美国公司的平均表现更好一些，更重要的是，在运营过程中，永久性资本损失的风险也应该显著降低。不过，除了"略好"之外，其他都是一厢情愿的想法。在伯蒂全资投资伯克希尔时，这个小小的愿望还不存在，但现在已经存在了。

我们公开的秘密武器

有时，股市和/或经济会导致一些基本面良好的大型企业的股票和债券出现严重的定价错误。事实上，股市可以(而且将会)不可预测地崩溃甚至关闭，就像 1914 年的四个月和 2001 年的几天一样。如果你认为现在的美国投资者比过去更稳重，请回想一下 2008 年 9 月的情形。自烽火通信以来，我们已经取得了长足的进步，通讯的速度和技术的奇迹，使得全球范围内的瞬间崩溃成为更为容易。这种瞬间恐慌不会经常发生，但一定会发生。

伯克希尔拥有巨额资金和确定的履约能力，能够立即对市场波动做出反应，这可能会为我们提供一个偶尔的大规模买入的机会。虽然股市的规模比我们早年的时候大得多，但今天的活跃交易者，相比比我上学的时代，既没有情绪更稳定，也没有受过更好的投资教育。不管出于什么原因，现在的股市比我年轻时代表现得更像是一个

赌场。现在的赌场开在许多家庭之中，每天都在诱惑着人们参与赌博。

金融领域中有一个事实永远不应忘记。华尔街(用这个词的比喻意义来说)希望客户赚钱，但真正让华尔街赚到大钱的是狂热的炒作。在这种时候，无论多么愚蠢的东西，只要可以被交易将会被大力推销，不是每个人都这样做，但总会有人这样做。

偶尔，场面会变得丑陋不堪。这时，政客们会被激怒；多数明目张胆的不法分子会溜之大吉，富甲一方，逍遥法外；而你隔壁的朋友则会变得迷茫和贫穷，甚至会去复仇。他知道，此时金钱战胜了道德。

伯克希尔的一条投资规则从未改变，也不会改变：绝不冒永久性资本损失的风险。得益于美国的顺风车和复利的力量，如果你在一生中做出了几个正确的决定并避免犯严重的错误，我们所处的投资领域将一如既往的带来丰厚的回报。

我相信伯克希尔公司能够应对前所未有的金融灾难。我们不会放弃这种能力。当经济动荡发生时，伯克希尔的目标将是作为国家的资产发挥作用，并帮助扑灭金融大火，就像它在 2008 年 9 月扑灭金融大火所尽的绵薄之力一样，而不是成为众多无意或以其他方式点燃大火的众多公司之一。

我们的目标是现实的。伯克希尔的优势来自于，其在扣除利息成本、税金和大量折旧及摊销费用之后的尼亚加拉瀑布般的多元化收益("EBITDA"是伯克希尔禁止使用的衡量标准)。我们的运营对现金的需求也很小，即使国家遇到长期的全球经济疲软、恐惧和濒临瘫痪的局面。

伯克希尔目前不支付股息，其股票回购是完全自主决定的。每年的债务到期日也从不关键。

你们的公司持有的现金和美国国库券规模，也远远超出了传统智慧所认为的必要水平。在 2008 年的恐慌中，伯克希尔通过运营产出现金，没有以任何方式依赖商业票据、银行额度或债务市场。我们没有预测到发生经济危机的时间，但我们时刻做好了应对准备。

极端的财政保守主义是我们对那些加入伯克希尔的股东所做出的合伙人式的承诺。在大多数年份，事实上在数十年中，我们的谨慎都可能被证明是不必要的行为，就像为一座公认防火的堡垒式建筑购买保险一样。但伯克希尔不想给 Bertie 或任何信任并将积蓄托付给我们的人，带来永久性的财产损失，但股价的长时期缩水是无法避免的。伯克希尔的目标是基业长青。

让我们感到舒适的非控股业务

去年，我曾提到伯克希尔长期持有的两家非控股公司——可口可乐和美国运通。它们远不如我们在苹果公司上面的巨额仓位。每只股票仅占伯克希尔 GAAP 净值的 4-5%。但它们都是有价值的资产，也说明了我们的思维过程。

美国运通于 1850 年开始运营，可口可乐于 1886 年在亚特兰大的一家药店诞生。(伯克希尔对新公司并不热衷)，多年来，两家公司都曾尝试向不相关的领域扩张，但都没有取得什么成功。过去，但绝对不是现在，两家公司甚至都管理不善。

但每家公司都在其基础业务上取得了巨大成功，并根据情况在这里和那里进行了调整。最重要的是，它们的产品"走上全球"。可口可乐和美国运通都成为了世界知名品牌，他们的核心产品亦是如此，而液体消费和对金融信用毋庸置疑的需求则是我们这个世界永恒的必需品。

在 2023 年期间，我们没有买卖美国运通或可口可乐的任何股票，延续了我们自己长达二十多年"李伯大梦式"的沉睡。去年，这两家公司再次通过增加盈利和股息来回报我们的无所作为。事实上，我们在美国运通 2023 年的收益中应占份额，大大超过了我们很久以前购买所花费的 13 亿美元成本。

美国运通和可口可乐几乎肯定会在 2024 年提高分红，美国运通可能为 16%，而我们肯定会全年保持原有持股不动。我能创造出比这两家公司享有的更好的全球业务吗？正如 Bertie 会告诉你的那样：绝不可能。

虽然伯克希尔在 2023 年没有增持这两家公司的股票，但由于我们在伯克希尔进行了股票回购，去年您间接持有的可口可乐和美国运通的股份都有所增加。这些回购增加了你们对伯克希尔所拥有的每一项资产的所有权。对于这个显而易见但经常被忽视的事实，我还要加上我一贯的告诫：所有的股票回购都应该取决于价格。在商业价值打折的情况下进行回购是明智之举，而如果以溢价回购，则会变得愚蠢。

从可口可乐和美国运通的案例中，我们的启示是什么？当你找到一家真正出色的企业时，请坚持持有下去。
耐心是有回报的[Patience pays]，一个伟大的企业可以抵消许多不可避免的平庸决策。

今年，我想介绍另外两项我们预计将无限期持有的投资。与可口可乐和美国运通一样，这些持仓相对于我们的规模来说并不巨大。不过，这两个仓位是值得的，我们有幸在 2023 年能够增加这两个公司的持仓。

截至年底，伯克希尔拥有西方石油公司 27.8% 的普通股，同时还拥有认股权证，在五年多的时间里，我们可以选择以固定价格大幅增加我们的所有权。虽然我们非常喜欢我们的所有权和选择权，但伯克希尔对收购或管理

西方石油公司没有兴趣。我们尤其看好西方石油在美国拥有的大量石油和天然气资源，以及它在碳捕获倡议方面的领先地位，尽管这项技术的经济可行性还有待验证。这两项活动都非常符合我们国家的利益。

(西方石油与加拿大 Carbon Engineering 公司合作，在直接空气捕获 DAC 技术上投入巨资，DAC 是一个使用大型风扇和化学过滤器从环境空气中提取二氧化碳的过程，用于提高附近油井的石油采收率。德州二叠纪盆地工厂预计将于 2024 年投入运营，每年将捕获 100 万吨二氧化碳。西方声称这将导致“净零石油”，这意味着捕获的二氧化碳量将等于或超过生产和消费石油时排放的二氧化碳量。克莱伯格工厂预计将于 2026 年投入运营，每年将捕获 50 万吨二氧化碳并将其储存在地下，该项目部分资金来自能源部 2 亿美元的拨款。据 Carbon Engineering 2018 年的一项研究，捕获成本估计为 94-232 美元/吨，而从发电厂或工业设施等点源的捕获成本低于 15 美元/吨。该技术面临着来自环保人士和科学家的诸多挑战和批评，他们质疑 DAC 的可行性、成本以及对气候危机的影响。)

不久前，美国还严重依赖外国石油，碳捕获没有任何有意义的支持者。事实上，1975 年，美国的石油日产量为 800 万，桶油当量(BOEPD)，远远不能满足美国的需求。美国在第二次世界大战动员中处于有利的能源地位，但现在却严重依赖外国(潜在不稳定)的供应商。据预测，随着未来石油用量的增加，产量将进一步下降。

在很长一段时间里，这种悲观情绪似乎是正确的，到 2007 年，石油产量下降到 500 万桶/日。与此同时，美国政府于 1975 年建立了战略石油储备(SPR)，以缓解美国自给能力受到侵蚀的问题，尽管还没有达到消除这一问题的程度。

(1973 年 10 月的第四次中东战争，阿拉伯国家战败，主要产油国就把石油作为武器对美国石油禁运，原油价格从 3 美元暴涨到 10 美元，给美国经济带来沉重打击，痛定思痛，1975 年美国政府出台《能源政策和节约法案》建立了 10 亿桶战略石油储备，以便在今后石油市场发生剧烈动荡时保护国内市场。不过，作为产油国的美国原油储备最高时的 2009 年也仅有 7 亿桶，随着美国攻克页岩油开采技术，原油产量急剧增加，2018 年日均产量超过 1090 万桶，超过沙特和俄罗斯成为世界第一。)

然后一感谢上帝！2011 年页岩油在经济上变得可行，我们对能源的依赖结束了。现在，美国的石油产量已超过 1300 万桶/日，欧佩克组织不再占据上风。仅西方石油一家在美国的石油年产量都接近整个战略石油储备库存(4.5 亿桶)。如果美国国内的石油产量仍保持在 500 万桶/日的水平，并且严重依赖非美国石油来源，那么我们的国家今天就会**非常非常**紧张。在这一水平上，如果外国石油供应不上，那么国家石油储备几个月内将被耗尽。

在 Vicki Hollub 的领导下，西方石油正在为国家和股东做正确的事情。没有人知道未来一个月、一年或十年油价会如何变化。但 Vicki 确实知道如何将石油从岩石中分离出来，这是一种非凡的才能，对她的股东和国家都很价值。

此外，伯克希尔继续被动地长期持有五家大型日本公司的股份，每家公司的经营方式都高度多元化，与伯克希尔本身的经营方式有些类似。去年，在格雷格阿贝尔(Greg Abel)和我前往东京与这五家公司的管理层交谈后，我们随即增持了这五家公司的股票。

目前，伯克希尔分别持有这五家公司约 9%的股份。(一个小细节：日本公司计算流通股的方式与美国不同)。

伯克希尔还向每家公司承诺，**不会购买超过 9.9%的股份**。我们对这五家公司的持股成本共计 1.6 万亿日元，而这五家公司的年末市值为 2.9 万亿日元。然而，近年来日元走弱，我们的年末未实现收益以美元计为 61%，即 80 亿美元。

Greg 和我都不相信我们能预测主要货币的市场价格。我们也不相信能雇到拥有这种能力的人。因此，伯克希尔用发行 1.3 万亿日元的债券为其在日本的大部分持仓融资。这些债券在日本很受欢迎，我相信伯克希尔的未偿日元债务比任何其他美国公司都要多。年末，日元贬值累计为伯克希尔带来了 19 亿美元的收益，根据 GAAP 准则，这笔收益已在 2020-23 年期间定期计入收入。

在某些重要方面，伊藤忠、丸红、三菱、三井和住友这五家公司**都奉行友好的股东政策**，这比美国通常实行的要好得多。自我们开始在日本投资以来，这五家公司都**以有吸引力的价格**减少了其已发行股票的数量。

与此同时，这五家公司的管理层对自身薪酬的要求**远没有**美国典型公司那么激进。还要注意的，这五家公司每家都**只将大约 1/3 的收益用于分红**。这五家公司留存的巨额资金既用于发展其众多业务，也在较小程度上用于回购股票。与伯克希尔一样，这五家公司也不愿**发行股票**。

对伯克希尔的另一个好处是，该投资有可能为我们带来在全球范围内与五家管理完善、备受尊敬的大公司合作的机会。他们的业务远比我们广泛得多。而且，对他们而言，这些日本公司的 CEO 们知道，伯克希尔将始终拥有巨大的流动性资源，可以立即用于此类合作，无论合作的规模有多大，这让他们倍感欣慰。

我们从 2019 年 7 月 4 日开始购买日本股票。鉴于伯克希尔目前的规模，通过公开市场购买建立头寸需要极大的耐心和较长的"友好"价格期。**这个过程就像让一艘战舰转弯一样困难**。这是我们在伯克希尔早期没有遇到过的重大劣势。

2023 年的记分卡

我们每个季度都会发布一份新闻稿，以类似于下图的方式报告我们经营性收益(或亏损)的汇总情况。以下是全年汇总：

百万美元	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年
保险-承保损益	5,428	-30	870	657
保险-投资损益	9,567	6,484	4807	5039
铁路	5,087	5,946	5990	5161

公用事业和能源	2,331	3,904	3572	3141
其它业务和杂项	14,937	14,549	12358	-3068
经营性收益	37,350	30,853	27597	10930

在 2023 年 5 月 6 日伯克希尔的年度聚会上，我介绍了当天一早发布的第一季度业绩。随后，我简短地总结了全年的展望：(1)2023 年，我们大多数非保险业务的盈利都将下降；(2)我们最大的两家非保险业务 BNSF 铁路和伯克希尔能源(BHE)的良好业绩将缓解这一下降，这两家公司在 2022 年合计占营业收入的 30%以上；(3)我们的投资收益肯定会大幅增长，因为伯克希尔持有的巨额美国国债终于开始向我们支付远高于以往的微薄收益；(4)保险业可能会有不错的表现，这是因为保险业的承保收益与经济中其他领域的收益并不相关，此外，财产保险价格已经走强。

保险的情况正如预期所料。不过，我对 BNSF 和 BHE 的预期有误。让我们分别来看看。

铁路对美国经济的未来至关重要。从成本、燃料使用量和碳强度等方面衡量，铁路显然是将重型货物运往遥远目的地的最有效方式。卡车运输在短途运输中胜出，但美国人需要的许多货物必须运往数百甚至数千英里之外的客户手中。国家的发展离不开铁路，而铁路行业的资金需求始终是巨大的。**事实上，与大多数美国企业相比，铁路行业非常吞噬资本。**

BNSF 是覆盖北美的六大铁路系统中最大的一家。我们的铁路拥有 23759 英里长的主轨道、99 条隧道、13495 座桥梁、7521 台机车和其他各种固定资产，资产负债表上的价值高达 700 亿美元。但据我猜测，重置这些资产至少需要 5000 亿美元，而完成这项工作则需要数十年的时间。

BNSF 每年的支出必须超过折旧费用，才能维持[maintain]现有的业务水平。这一现实都对任何行业的股东不利，但在资本密集型行业尤其不利。

在 BNSF，自 14 年前被收购以来，超出 GAAP 折旧费用的支出总额已达到惊人的 220 亿美元，即每年超过 12 亿美元。哎哟！这种差距意味着，除非我们定期增加铁路公司的债务，否则支付给其所有者伯克希尔的 BNSF 股息将经常大大低于 BNSF 报告的收益。但我们不打算这么做。

因此，伯克希尔的收购价格获得了可接受的回报，尽管比表面上看起来的要少，而且不动产的重置价值也很低。我或伯克希尔董事会对此并不感到意外。这也解释了为什么我们能在 2010 年以其重置价值的一小部分买下 BNSF 铁路公司。

北美的铁路系统将大量的煤炭、谷物、汽车、进出口货物等长途单向运输，这些运输往往会造成回程车的收

入问题。天气条件极端恶劣，经常妨碍甚至阻碍轨道、桥梁和设备的使用。洪水更是一场噩梦。这些都不足为奇。虽然我坐在舒适的办公室里，但铁路运输是一项户外活动，许多员工在艰苦、有时甚至危险的条件下工作。

一个日益严峻的问题是，越来越多的美国人不愿意在某些铁路运营中从事艰苦且往往孤独的工作。工程师们必须面对这样一个事实：在美国的 3.35 亿人口中，一些孤苦无依或精神失常的美国人将选择躺在一列 100 节车厢的超重型列车前自杀，而这种列车在不到一英里或更长的距离内都无法停下来。你想成为那个无助的工程师吗？在北美，这种创伤在北美大约每天都会发生一次，在欧洲则更为频繁，而且这种情况将会一直伴随着我们。

铁路行业的工资谈判最终可能掌握在总统和国会手中。此外，美国铁路公司每天都被要求运输许多危险产品，而这是该行业宁愿避免的。"公共承运人"一词界定了铁路的责任。

去年，由于收入下降，BNSF 的盈利下降幅度超出了我的预期。虽然燃料成本也有所下降，但华盛顿颁布的工资涨幅却远远超出了国家的通胀目标。这种差异可能会在未来的谈判中再次出现。

虽然 BNSF 铁路比北美其他五大铁路公司承运更多的货物，花费更多的资本支出，但自我们收购以来，其利润率相对于所有五大铁路公司都有所下滑。我相信，在我们广阔的服务区域里是首屈一指的，因此我们的利润率相对可以而且也应该有所改善。

我尤其为 BNSF 对国家的贡献感到骄傲，也为那些在北达科他州和蒙大拿州冬季零度以下从事户外工作，以保持美国商业动脉畅通的人们感到骄傲。铁路在运行时不会受到太多关注，但如果它们无法运行，整个美国都会立即注意到它不可或缺。

一个世纪之后，BNSF 仍将继续成为国家和伯克希尔的重要资产。这一点您可以信赖。

去年，我们对 BHE 的收益感到失望，这也是第二次，甚至更严重。该公司的大部分大型电力业务以及广泛的天然气管道业务的表现与预期差不多。但是，一些州的监管环境引发了零利润甚至破产的担忧(加州最大的公用事业公司的现实结果，也是夏威夷电力公司目前的威胁)。在这种情况下，曾经被视为美国最稳定行业之一的公用事业公司，很难预测盈利和资产价值。

(2018 年 11 月 8 日，加州北部天堂镇发生致命山火，成为加州史上最具破坏性的一次火灾，造成 86 死、1.4 万栋房屋毁损。太平洋天然气和电气公司(PG&E)被指责其电力传输线路引燃了山火，或面临 10 亿美元索赔。2019 年 1 月 29 日，公司申请依据美国破产法第 11 章进行重组，以透过破产程序减轻负债，以赔偿火灾损失，同时维持营运。2020 年，CEO 比尔·约翰逊代表公司，对 84 起因火灾造成的非故意杀人罪认罪，大火起火原因是该公司供电系统短路，引发野火所致。2022 年 4 月 11 日报道，公司已同意支付超过 5500 万美元赔偿金，以避免因其老化电线引发的两场大火而受到刑事起诉；并接受为期五年的监督，以防止发生更多致命的火灾。

2023 年 8 月 8 日，夏威夷毛伊岛发生致命大火，导致上百人死亡，美丽小镇几乎化为灰烬。据气象局预计，

大火发生前后，飓风'朵拉'正以 70 公里时速穿越太平洋，强风被视为毛伊岛大火的助燃剂。夏威夷电力公司表示，第一起火灾是由强风吹落的电线引起的，并指责消防部门灭火不力导致大火蔓延。该公司称，第一起火灾发生后，毛伊县消防局报告火势百分之百得到控制，随后离开了现场，结果在同一地区又发生了第二起火灾。当地消防人员未有效控制第二起火灾，导致大火向拉海纳蔓延。8 月 24 日，毛伊县政府起诉夏威夷电力公司，指责该公司在飓风来临、气候干燥的情况下，因疏忽未能切断电源，从而导致了毁灭性的森林火灾。)

一个多世纪以来，电力公司通过各州承诺的固定股本回报率(有时业绩优异会有小额奖励)筹集巨额资金，为公司发展提供资金。通过这种方式，对未来几年可能需要的发电能力进行了大规模投资。这种前瞻性监管法规反映了一个现实，即公用事业公司建设发电和输电资产往往需要多年时间。BHE 在西部的大型多州输电网络项目于 2006 年启动，距完工还有数年时间。该项目最终将服务于 10 个州，占美国大陆总面积的 30%。

由于私营和公共电力系统都采用这种模式，即使人口增长或工业需求超出预期，电灯也不会熄灭。在监管机构、投资者和公众看来，这种具有"安全边际"的做法似乎是明智的。现在，这种"固定但令人满意的回报"的约定在几个州已经被打破了，投资者开始担心这种破坏可能会蔓延开来。气候变化加剧了他们的担忧。地下输电(避免飓风吹落电线引发森林火灾)可能是必要的，但几十年前，谁愿意为这种建设支付高昂的费用呢？

在伯克希尔，我们对已经发生的损失金额进行了最佳估算。这些损失是由森林火灾造成的，如果对流风暴变得更加频繁，森林火灾的频率和强度都会增加，而且很可能会继续增加。

我们还需要很多年才能知道 BHE 在森林火灾中的最终损失，才能明智地决定未来在脆弱的西部各州进行投资的可行性。其他地方的监管环境是否会发生变化，我们仍有待观察。

其他电力公司可能会面临与太平洋燃气电力公司(Pacific Gas and Electric)和夏威夷电力公司(Hawaiian Electric)类似的生存问题。如果以没收的方式解决目前的问题，显然会对 BHE 造成不利影响，但该公司和伯克希尔本身的结构都能应对不利的意外情况。我们的基本产品是风险承担，我们的保险业务经常会出现这种情况，其他业务也会出现这种情况。伯克希尔可以承受财务意外，但我们不会故意把好钱往坏处扔。

无论伯克希尔的情况如何，公用事业行业的最终结果可能是不祥的：某些公用事业公司可能不再吸引美国公民的储蓄，将被迫采用公共电力模式。内布拉斯加州在 1930 年代就做出了这样的选择，全国各地也有许多公共电力公司。最终，选民、纳税人和用户将决定他们更喜欢哪种模式。

当一切尘埃落定，美国的电力需求和随之而来的资本支出将是惊人的。我和伯克希尔在 BHE 的两位合伙人都没有预料到甚至没有考虑到监管回报的不利发展，我犯了一个代价高昂的错误。

问题谈的够多了：去年，我们的保险业务表现非常出色，在销售收入、浮存金规模和承保收益方面都创下了

记录。财产意外险(P/C)是伯克希尔稳健和增长的核心。我们从事这项业务已有 57 年，尽管我们的业务量增长了近 5000 倍(从 1700 万美元增长到 830 亿美元)，但我们仍有很大的增长空间。

除此之外，我们还学到了(往往是痛苦地学到了)应该避免什么类型的保险业务和什么样的保险人。最重要的教训是，我们的承保人可以是瘦的、胖的、男的、女的、年轻的、年老的、外国的或国内的。但在办公室里，他们不能是乐观主义者，无论这种品质在生活中是多么可取。

意外险业务中的意外几乎总是负面的，这种意外可能在六个月或一年期保单到期几十年后才出现。该行业的会计准则设计旨在认识到这一现实，但估算错误可能非常严重。如果涉及到江湖骗子，发现起来往往既缓慢又费钱。伯克希尔总是试图准确估算未来的损失赔付，但通货膨胀(包括货币和"法律"方面的通货膨胀)是一个未知数。

关于我们的保险业务，我已经讲过很多次了，所以我将简单的引导新读者阅读第 18 页。在此，我只想重申，如果阿吉特贾恩(Ajit Jain)没有在 1986 年加入伯克希尔，我们的地位就不会是现在这样。在那个幸运的日子到来之前，除了 1951 年初在 GEICO 开始的一段几乎令人难以置信的美好经历之外，我很大程度一直在荒野中徘徊，努力建立我们的保险业务。

Ajit 自加入伯克希尔以来所取得的成就得到了我们各种财产意外险业务中一大批才华横溢的保险高管的支持。大多数媒体和公众都不知道他们的名字和面孔。然而，伯克希尔的经理人阵容对于财产意外险的意义，就像纽约 Cooperstown(棒球发源地)的获奖者对于棒球的意义一样。

Bertie，你可以为自己拥有一家令人难以置信的财产意外险公司的一部分而感到欣慰，这家公司目前在全球运营，拥有无与伦比的资金、声誉和人才。它在 2023 年大放异彩。

奥马哈什么情况？

来参加 2024 年 5 月 4 日伯克希尔的年度聚会吧。您将在台上看到三位经理人，他们现在承担着领导公司的主要责任。你可能会问，这三人有什么共同点？他们看起来一点都不像。让我们深入了解一下。

格雷格阿贝尔(Greg Abel)在加拿大出生长大(他仍在打曲棍球)。他负责伯克希尔所有非保险业务，并从各个方面来看，他已经做好了明天成为伯克希尔 CEO 的准备。但在 1990 年代，Greg 在奥马哈住了六年，离我只有几个街区之遥。在此期间，我从未见过他。

十多年前，在印度出生长大并接受教育的阿吉特贾恩(Ajit Jain)与家人住在奥马哈，离我家只有一英里左右(我

从 1958 年起就住那里)。Ajit 和他的妻子 Tinku 都有很多奥马哈的朋友，尽管他们搬到纽约已经有三十多年的时间了(因为纽约是再保险业务的主要活动地)。

今年舞台上缺席的将是查理。他和我都出生在奥马哈，距离我们五月聚会的地点大约两英里。在他出生后的头十年，查理住在距离伯克希尔长期以来的办公室约半英里的地方。查理和我早年都在奥马哈公立学校就读，奥马哈的童年给我们带来不可磨灭的影响。不过，我们是在很久以后才认识的。(一个脚注可能会让你感到惊讶：查理的一生经历美国 45 位总统中的 15 位[1/3 个美国]。人们把 Biden 总统称为第 46 位总统，但这一编号把 Grover Cleveland 算作第 22 位和第 24 位总统，因为他的任期不是连续的。美国是一个非常年轻的国家)。

在公司层面来看，伯克希尔于 1970 年从其在新英格兰长达 81 年之久的总部迁至奥马哈，在摆脱了(纺织业)麻烦后，在新家园茁壮成长。

作为"奥马哈效应"的最后点睛之笔，Bertie——没错，就是那个 Bertie，她早年在奥马哈的一个中产阶级社区度过了她的成长岁月，几十年后，她成为了美国最伟大的投资者之一。

你可能会认为，她把所有的钱都放在伯克希尔，然后就坐吃山空了。但事实并非如此。1956 年成家后，20 年来 Bertie 一直积极理财：持有过债券，将 1/3 的资本投入共同基金，并频繁买卖股票。她的投资潜力一直未被发掘。1980 年，46 岁的 Bertie 终于决定做出改变，跟她哥哥的劝说无关。在接下来的 43 年里，她只保留了共同基金和伯克希尔股票，没有进行新的交易。在此期间，她变得非常富有，甚至在捐出大笔慈善捐款(猜测是 9 位数)之后也是如此。数以百万计的美国投资者本可以遵循她理性的推理，而她的理由只涉及她小时候在奥马哈不知不觉吸收的投资常识。Bertie 从不冒任何风险，但每年五月都会回到奥马哈再次充电。

到底是怎么回事？是奥马哈的水吗？是奥马哈的空气吗？还是某种奇怪的行星现象，类似于牙买加短跑运动员、肯尼亚马拉松运动员或俄罗斯国际象棋专家的诞生？我们一定要等到某一天靠人工智能解开这个谜题吗？

保持开放的心态。五月来到奥马哈，呼吸这里的空气，喝这里的水，向 Bertie 和她漂亮的女儿们打个招呼。谁知道呢？没有什么坏处，而且，无论如何，您都会度过一段美好时光，并结识一大群友好的人。

最重要的是，我们将推出新的第 4 版《穷查理宝典》。快来买一本吧。查理的智慧将改善你的生活，就像它改善了我的生活一样。

沃伦·巴菲特 董事会主席

13F 持仓明细

股份数量	公司名称	市值
905,560,000	苹果 AAPL-减持 0.1 亿股	174,347
1,032,852,006	美国银行 BAC	34,776
151,610,700	美国运通 AXP	28,403
400,000,000	可口可乐 KO	23,572
126,093,326	雪佛龙 CVX-大减 0.36 亿股	18,808
243,715,804	西方石油 OXY-大增 0.5 亿股	14,522
325,634,818	卡夫亨氏	12,042
24,669,778	穆迪公司 MCO	9,635
20,100,000	安达保险 Chubb	4,542
55,244,797	花旗集团	2,842
87,613,142	比亚迪 BYD-大减 0.76 亿股	2,406
50,000,000	KROGER 克罗格连锁	2,286
8,297,460	Visa 维萨	2,160
64,499,761	Liberty Media 自由媒体	2,127
18513482	DaVita 达维塔保健	1,939
3,986,648	MasterCard 万事达	1,700
7,905,481	VeriSign 数字证书	1,628
10,000,000	亚马逊 AMAZON-微减	1,519
11,471,030	CAPITAL ONE 第一资本-新进	1,504
3,828,941	特许通讯 CHTR	1,488
6,125,376	Snowflake 数据云	1,219
4,100,000	怡安保险 AON	1,193
29,000,000	ALLY 金融	1013
63,322,491	Paramount 派拉蒙环球-减持	937
107,118,784	联合利华 UN	892
4,672,000	T-MOBILE	749
22,852,715	惠普 HP-大减 0.82 亿股	688
4,344,909	Louisiana-Pacific 建材	308
2,675,000	Floor & Décor 瓷砖	298
40,243,058	SiriusXM 卫星广播-新进	220
11,112	NVR 金融-新进	78
227,750	DIAGEO 帝亚吉欧-新进	33
152,572	LENNAR 莱纳房产-新进	20
2,909,205	LIBERTY LATIN 自由拉美	21
433,558	Jefferies 金融	17
115,428	ATLANTA BRAVES 体育-新进	5
	伊藤忠商事 ITOCF	
	三菱商事 MSBHF	

	三井物产 MITSY	
	丸红株式会社	
	住友商事	
	台积电-清仓	
	动视暴雪-清仓	
	RH 家具-清仓	
	纽约梅隆银行 BK-清仓	
	美国合众银行 USB-清仓	
	通用汽车 GM-清仓	
	STONECO 巴西支付宝-清仓	
	McKesson 麦克森医疗-清仓	
	MARKEL 马克尔保险-清仓	
	Celanese 塞拉尼斯-清仓	
	LIBERTY LATIN 电信-清仓	
	Marsh&McLen 威达信-清仓	
	GLOBE LIFE 保险-清仓	

伯克希尔股东大会实录 2024

2024 年 5 月 4 日 CHI Health 会议中心 4 万人+CNBC 直播

现在我们将带你参加今年的伯克希尔股东大会，伯克希尔大电影将在 CNBC 在线直播，它长期以来只在会场播放，所以只有那里的人才能看到它。这是巴菲特短剧，控股公司广告，以及巴菲特访谈的汇编，请欣赏。

BRK 大电影

(密苏里河上正在壮大的城市，内布拉斯加州，METHODIST 卫理公会医院，Alfred C. Munger 夫妇喜得一个儿子，芒格的住宅，1941 年中央高中毕业，期间在 Buffett&Sons 杂货店打工...)

Becky: 查理，你出生在 1924 年的第一天，你见证了一个世纪的历史...

芒格：不仅如此，我生活在上个世纪历史的余波之中。人类文明大约 90% 的进步都发生在过去两个世纪。那时没有汽车没有广播，那是一个截然不同的世界。我们发明了非常非常多的东西，这是一个非常重要的开端，当然，正因为如此才推动了经济体系兴起，这样人们才有足够的闲暇时间去思考。这几乎就是现代生物学，现代医学，和现代工业文明的全部。想象一下没有这些东西这个世界会是个什么样子。

Becky: 在 Ben Cohen 和 Jerry Greenfield (创立冰淇淋品牌 BEN&JERRY'S)，Oprah Winfrey 和 Gayle King(脱口秀女王)，Sergey Brin 和 Larry Page(谷歌创始人)之前，还有巴菲特和芒格，他俩都在内布拉斯加州的奥马哈出生长大，都在巴菲特祖父的杂货店打工，但直到巴菲特 29 岁芒格 35 岁，他们的人生才有了交集。想要了解商界最成功的商业伙伴，最好从他们的第一次见面说起。

巴菲特：要讲讲那个故事吗？(芒格：讲吧)。奥马哈有一对医生夫妇非常有名，他们是 Eddie Davis 和 Dorothy Davis，Davis 夫人给我打电话说，她在家说了算，我们听说你管理资金，我们很有兴趣听听你的故事，看看你是怎么做的以及我们可以跟你合作些什么。所以我就去和他谈了谈，那时我谈起股票总是滔滔不绝，有些自以为是。而 Dorothy Davis 非常聪明，她认真听每一个字，而医生在角落玩溜溜球什么的，没太关注我在说什么。然后她看向丈夫说，我要给他 10 万美元。当时我管理着大约 50 万美元，所以这是一笔大钱。然后我用一种非常友好的方式说，Davis 博士你都没怎么听我在说什么就给我 10 万美元，我有点想知道为什么？当然我用谦虚低调的态度说的。Davis 博士看着我说，你让我想起了查理芒格。我说，好吧，我不知道查理芒格是谁，但我喜欢他。他们似乎有了一个使命，要找个机会把我们撮合在一起。1959 年，查理父亲去世，他回奥马哈料理后事，他的母亲还住在那里。Davis 一家真的把我们凑到一起。他们安排了一顿晚餐，大约 5 分钟之后，查理就被自己讲的

笑话逗得在地板上打滚，我也是一样。我不会再遇到这样合拍的人了。我们只是一拍即合。

Becky: 查理，他们最开始是怎么给你介绍沃伦的，是怎么向你描述他的？

芒格: Davis 一家就像是我的第二对父母，在两家都有三个孩子。我父亲最好的朋友是 Eddie Davis，我母亲最好的朋友是 Davis 夫人，我在那所房子里进进出出就像是住在自己家一样。Davis 夫人给我一个荣誉，就是把我当成他自己的孩子一样看待，她在我行为不端时会打我的腿。(HAH 你可能给了她很多打你的理由)。Davis 让我做任何事我都会去做。

Becky: 第一次遇见沃伦时你觉得他怎么样？

芒格: 我们相处的很融洽。

巴菲特: 我们两个的妻子都说，天呐，又来一个！

芒格: 我喜欢沃伦的不羁，我们不会对所有文明中的傲慢领袖产生天然的敬畏之情。

Becky: 这是随着年龄增长而来的还是你们天生就有的？

巴菲特: 我们一直都是如此，我们有点更极端。但我学会了如何表现得更好一点，但查理依旧我行我素。但是，**我立刻就知道，查理是那种我会喜欢并向他学习的人。**但这并不是什么经过我深思熟虑的决定，这是自然而然的。我们在一起一直都很开心。

(股东大会剪辑)

1995: 令人难以置信的是，有些人对学习任何东西的都非常抵触。

1999: 当然，生活中有很多比财富更重要的东西，尽管如此，有些人确实会感到困惑，我和一个人一起打高尔夫，他说，如果健康不能换成钱，健康还有什么用呢？哈哈。

2000: 如果你将连锁信或者庞氏骗局的数学原理与一些合理的发展比如互联网的发展混合在一起，，你就是在把一些糟糕的，不合理的，有不良后果的东西，与一些有良好后果的东西混在一起，但你要知道，如果你把葡萄干和大便混在一起，它们还是大便。(这就是他们让我写年报的原因)。

2002: 至少对我来说，很明显，说美国的衍生品会计是个下水道，这简直是对下水道的侮辱。

2003: 对于任何使用 EBITDA 的表述，每次当你看到这个词时就用'狗屁收益'替换，你就能完全领会它的含义了。(伙计们我知道他迟早会这么做的)。

2003: 一般的资金管理制度要求人们，假装他们可以做他们做不到的事情，假装喜欢做他们不喜欢的事情。我认为这是一种可怕的生活方式，但报酬确实很高。

2004: 我宁愿把一条毒蛇塞进衬衫领口，也不愿聘请一个薪酬顾问。

2005: 一个每年从公司拿 15 万美元薪酬的独立董事，如果他非常需要这笔钱，他就不是独立董事。(被选入美国公司的薪酬委员会，我说过，他们想要吉娃娃，而不是杜宾犬。我希望我没有冒犯到任何一位在薪酬委员会的朋友)。但你冒犯到了狗。哈哈。

2006: 有一次我问一个刚刚离开一家大型投资银行的人，你们公司是怎么赚钱的？他说，没有上限，没有下限，毫无原则。

2010: 如果我一个快死的人都还能对通货膨胀保持乐观，那你们肯定也能处理这小小的通货膨胀。

2011: 商业意外险并不是一项伟大的业务，而是一项艰苦的比赛，其中有很多让人变得愚蠢的诱惑，就像银

行业务一样。

2011：那些即将进入商学院或者已经在读的同学，我建议你们按照我们的方式去做，但至少在你离开学校之前，你不得不假装按照他们的方式去做。

2012：人人都想要拥有良好的财务习惯，但还不是现在。他们就像那些乱性的人，他们愿意放弃乱交，但是现在还不行。

2013：对待会计，你可以像意大利人在邮件系统出问题那样做的，你知道，当邮件越积越多，最终激怒了邮政员工，然后他们只是扔掉了几车邮件，然后一切都正常了。

(这比喻恰当，它发生在某个未具名的国家)。是的，意大利。HAH

2014：能力是一个相对概念，我们很多人包括我，想要出人头地需要去做的就是打败白痴。幸运的是，这些白痴的供应量巨大。

2015：(但人们似乎不明白这一点，你知道为什么吗查理?)

沃伦，如果人们不是那么经常偏离轨道，我们就不会这么富有。

2015：(查理？我不知道我为什么还要再给你一次发言的机会)。

我想是我冒犯的人已经足够多了。(那边楼上就有好几个哈哈)。

2018：我对加密货币的喜爱程度远不及你，对我来说，这完全是精神错乱。我觉得那些专业交易员去交易加密货币实在令人作呕。这就像其他人在交易大便，你还觉得自己不能落伍。

(采访剪辑)

芒格：我认为伯克希尔受欢迎的部分原因是，我们看起来像是找到了投资诀窍(trick)的人。**这不是靠什么聪明才智，这只是靠避免愚蠢。**你可能会说，这是一回事，只是表述不同。好吧，也许这是一回事，只是不同的表达方式。但如果你按照我们的方式去做，你会更好的理解它。这是为了要找出那些让人陷入困境的主要的愚蠢行为，然后组织你的思维模式和发展模式，这样你就不会陷入那些愚蠢的事情。

伯克希尔不断地在抛弃各种想法，甚至只花 2 秒我们就知道我们已拥有的机会 X，比所谓的新机会更好，所以，我们为什么还要浪费 2 秒钟去思考机会 X？你们中很多人肯定不会这么做。你必须拥有一匹马，一只兔子或者其它什么东西，然后又想把兔子替换成其它什么东西，而这些东西都可以用机会成本(opportunity cost)立即被排除掉。但你认为你选择的这些东西必须要在不同的行业，必须多元化等等，所以你很容易陷入机会成本并不重要的想法，你认为你有一些不同的方法可以把事情做的更好，但它并不更好。**在实际生活中，做出决策的正确方法是要基于你的机会成本。当你结婚的时候，你必须选择那个会选择你的最优秀的人，生活的其它部分，道理也是一样。**如果你想在生活中得到好的结果你必须弄清楚这些道理。如果你做不到，你就得假装自己能在生活中获得最好的结果。如果你有足够的推销能力，也许你可以靠它过活。

.....

FOX：我想知道，回到 50 年前，你第一次见到沃伦时有什么感觉？

芒格：我认为他是一个天才。当时我还受到了很多批评。我妻子问我，你为什么对那个不吃蔬菜的平头小伙

子如此尊敬？

巴菲特：他聪明的不可思议，知识面比我宽广的多，而且他非常擅长把重要的思想浓缩成用简洁的几句话表述出来，非常了不起。(What I learned from charlie by Ben Franklin)

巴菲特：如果现在你对经济形势毫无兴趣，那你在精神层面就相当于已经死亡了。

卢米斯：查理不要'手腕'(has no tact)。

卢米斯：我曾写过，当他们分发谦卑时，他们并没有得到应有的回报。

Becky：让我们来谈谈银行家，查理在周五把他们比喻为海洛因成瘾者。

巴菲特：查理的比喻非常生动，但我不会这么比较。

芒格：运营总部的理想方式是让一个人独自坐在办公室，最好是 80 岁以上，而其它的一切纯粹是愚蠢之举。

巴菲特：他总是对我知无不言言无不尽，所以我会听他的。

芒格：我们从来没有吵过架，我们总是能轻松应对，假设沃伦不想做我会做的事，假设这种情况在 40 年里还发生了 4 次，这对我来说毫无影响。网上记录的效果很好。

(好莱坞情景剧)

(《Office》情景剧)

芒格：沃伦，你对好莱坞太痴迷了让我有些担心。

保镖：巴菲特先生，我期待成为你的得力助手

巴菲特：事实上，我已经有一位得力助手了。这是查理，我的战士。

保镖：你看起来不是很强壮啊。

芒格：事实上，我现在有 18 种方法可以杀死你。

(《绝望主妇》打牌情景剧)

Housewives：我跟，我加注，我弃牌。沃伦在哪？

Housewives：可惜我不是沃伦的菜。好吧，谁需要一个亿万富翁呢？

Housewives：NO，我找到了一个亿万富翁，只不过不是沃伦。进来吧亲爱的。(芒格进)

芒格：嗨，美女们。

Housewives：嗨查理。请先坐我去拿几瓶啤酒。

芒格：给我发牌吧。

(大明星情景剧)

芒格：你真的是大明星 JamieLeeCurtis 吗？

Curtis：你真的是芒格先生吗？你可以叫我 Jamie。

巴菲特：(巴菲特上门向 Curtis 推销)查理会为你跪下(Curtis 真的假的？)，那我们可以成交了吗？

Curtis：(Curtis 勉强答应，查理来电，Curtis 抢走电话：查理，很高兴跟你通话。

Lucci：嗨查理，我是 SusanLucci，你没听说过我和沃伦的交易吗？他将成为我所有孩子心中的大明星，而我将接管伯克希尔。

芒格：你肯定具备一些沃伦所缺乏的重要品质。

Lucci：谢谢查理，我真的认为我们需要在这里做一些改变，我们首先要关注的是我们的股息政策，我从未听说过哪家公司如此刻薄，对我们优秀的股东如此不公平，我们需要做出改变。

芒格：听起来不错。

(《钢铁侠》情景剧)

巴菲特：查理，你看钢铁侠 3 的最新预告片了吗，真的很棒。

芒格：Iron WHO？(你要我揍谁？Iron 双关：用烧红的铁棒拷打犯人)

(《绝命毒师》情景剧)

巴菲特：(跟绝命毒师进货)成交，好的，我打电话给我的搭档，让他起草文件。

毒师：你把那块花生糖放回那批货了吗？那会污染整批货。

巴菲特：查理，搞定了！

芒格：做的不错！（绝命毒师特制喜诗花生糖要卖爆了）。

(股东大会现场，人山人海)

芒格：从某种程度上，伯克希尔股东大会是一个有趣的节日，对于每年都参加的人来说，有点像狂欢节。对我们来说，这是一个机会，可以让我们去认识那些把钱托付给我们的人。过去年会是在一个自助餐厅里只有 30 来个人，而现在有了这个巨大的公众大会。这是一场庆祝大会。

庆祝年会是让一群人能够在一起良好合作的一部分。

卢米斯：我认为伯克希尔的投资者，他们将自己视为这个社区的一部分。伯克希尔的长期持有者比其它任何公司都多。人们将其视为一种宗教信仰。

巴菲特：人们不会带着下周就要卖掉的想法买入伯克希尔。我认为他们中的大部分人都是为了终生持有，就像他们买农场或公寓一样。在伯克希尔每个人都能从详尽的年报中获取相同的信息。我们不见分析师，分析师对伯克希尔的看法我也毫无兴趣。我们感兴趣的是伯克希尔股东对伯克希尔的看法。

芒格：最开始他组建了一个私人合伙公司，成员来自他认识且信任他的人，他的几个亲戚也加入了合伙公司。这些人当时并不富裕。随着公司规模扩大，他开始像对待亲戚一样对待合伙人。

巴菲特：**就我们对股东感情而言，我们将他们视为我们的合伙人。他们并非一群无名之辈，这就是为什么在每年的股东大会上，我喜欢看到他们中的 4 万人到场，这给我们每天所做的事情赋予了真正的意义。**

(大电影中 20 对精神伴侣)



《The Lone Ranger》Reid & Tonto



《The Beatles》Paul McCartney & John Lennon



《蝙蝠侠》Batman&Robin



滑稽演员 Stan Laurel & Oliver Hardy



《The Odd Couple》Felix Unger & Oscar Madison

百老汇作曲家 Richard Rodgers & 词作家 Lorenz Hart(后继 Oscar Hammerstein)



苹果公司 1975 Steve Jobs & Steve Wozniak

《Laverne & Shirley》



摇滚乐手 Paul Simon & Art Garfunkel

《星际迷航》柯克船长和史波克



《福禄双霸天》杰克和艾伍德

《Sneak Previews》影评搭档 Eugene Kal Siskel & Roger Joseph Ebert



《Penn & Teller》魔术师 Penn Jillette & Raymond Joseph Teller

《两傻大战化身博士》演员 Bud Abbott & Lou Costello



《Sesame Street》同性恋人 ERNIE & BERT

《瘪四与大头蛋》Beavis & Butt-Head



《塔拉迪加之夜》 Ricky Bobby & Carl

节奏男孩乐队 Bing Crosby & paul whiteman ,



《热浪春潮》 Bob Denver&Alan Hale Jr.

《布偶大电影》 Statler & Waldorf



巴菲特：从我们相遇那一刻起，我们就成为了精神伴侣(Mental Partners)。



巴芒双胞胎

我是沃伦巴菲特，这是 1982 年我和查理在佐治亚洲 Savannah 即兴抓拍的一张照片(两人相貌衣着极其相似)。我们的妻子只能靠衣服上面铭牌才能分辨出我们俩来。当查理和我在 1959 年第一次见面时，就像一对出生就分开的双胞胎兄弟再次重逢一样。

但查理和我之间还是有一些很重要的区别，但很多人都忽略了这一点，请允许我详细解释一下。

首先，我只对事务是否可以有效运作感兴趣(Whether things worked)，而查理则想知道事物到底是如何运作的(How things worked)；我打开电视或电灯开关，只关心它是否正常工作，根本不关心是什么导致这一奇迹。

而查理却想搞清楚发电机是如何工作的，电力是如何输送到家的，直流电和交流电的优点等方方面面，可以说查理比托马斯爱迪生更了解电，就像他的英雄本富兰克林一样。查理想了解事物的一切原理，他做的非常成功。

此外，查理喜欢设计东西。我们在 1959 年相识时，他正在设计并建造他将居住一生的房子。他曾想在位于圣巴巴拉伯克希尔继承的一块土地上，为我设计一栋房子。他没机会了，因为 1958 年我买下了现在居住的这栋房子。在我当时租住的小区周围 100 所房子中，任何一所我都会很满意。当然我希望我的妻子能喜欢它，我希望有空间能够容纳四五个孩子生活，至于房子内外是什么样子，对我来说无关紧要。

当然我们之间的这种差异对于伯克希尔来说非常重要，查理的建筑思想造就了今天的伯克希尔哈撒韦公司。你们中的一些人可能会感到惊讶，查理是在 1978 年通过合并一个小型合伙公司首次成为伯克希尔董事的。而我早在 1965 年就买下了伯克希尔的控制权。查理当时没有在伯克希尔投资一分钱，但他立即告诉我，我的收购行为愚蠢至极。事实也的确如此。后来，查理为我做了很多必需的事情来纠正我的错误。随着时间的推移，我们就这么一起努力实现他的愿景。实际上，查理成为了今天伯克希尔的建筑师。建筑师是靠梦想，设计，并最终监督伟大建筑落地的人，而我作为木匠和修理工也是必须的，但建筑师是提供设计蓝图的天才。

伯克希尔已经成为拥有独特股东群体的伟大公司，伯克希尔的董事是这座查理设计的建筑的受托人。伯克希尔贯穿了他的一生，也将在我死后永驻。

现在我要一一介绍这些董事，并向大家简要介绍公司一季度报告和展望，之后我将回答你们的问题。现在，请打开灯光，我希望大家和我一起，为伯克希尔的设计师查理芒格鼓掌。



(股东大会开始)

巴菲特：好的，请先别把你们的掌声都用在查理身上。我是说，我们还有董事 Greg Abel 和 Ajit Jain，然后是坐在第一区的董事，我将按字母顺序介绍，Howard Buffet,Susan Buffett,Steve Burke,Ken Chenault,Chris Davis,Sue Decker, Charlotte Guyman,Tom Murphy junior,Ron Olson,Wally Weitz, Merrill Whitmer。



在我们开始介绍一季度业绩之前，我想要先感谢 2 个人。，首先我要先感谢 Melissa Shapiro，是她组织了这次活动，你无法想象其中的艰辛。她刚刚跟我报告说，我们今天喜诗糖果又创了新的销售纪录，我想他们带来了 6 吨，他们会都卖光的。还有一件事要提一下，今年书虫书店只卖一本书，通常我们会有 25 本左右，但现在只卖第四版《穷查理宝典》，我想昨天我们卖出了大约 2400 本，这将是卖的唯一一本书。明年我们将回到正常的情况，但今年我们会用它纪念查理。

然后，我还要跟大家再介绍一个人，他就是刚刚电影的制作人，你无法想象其中的工作量有多大，因为电影使用的场景，如果它们涉及好莱坞明星或各种人，我们需要再次获得许可才能放映。因为最初我们告诉他们，我们只在会场里播放，后来它在 CNBC 上播出了。你无法想象其中付出了多少努力，影片得到了所有《绝望主妇》演员和 Jamie Lee 的大力合作，《绝望主妇》我们必须得到迪士尼公司的许可，这个比较容易，拍摄五位绝望主妇的戏份，这也是最后才想到的。把这些场景整合在一起的工作，都是由我们同一个人完成的。多年来他一直负责做这些事情。如果你能把镜头对准 Brad Underwood 我将不胜感激。

亿美元	2023Q1	2024Q1
保险-承保	9.11	25.98
保险-投资	19.69	25.98

BNSF 铁路	12.47	11.43
BHE 能源	4.16	7.17
其它控股业务	30.65	30.88
非控股业务	5.68	4.05
其它	-1.11	6.73
经营性收益合计	80.65	112.22

好的，我们今天早晨 7 点公布了第一季度业绩，一些敏锐的分析师和媒体人士已经从中挑选了一些内容，我相信稍后会有一些问题出来。现在我们从第一张幻灯片开始，这是第一季度的经营收益。我们已经解释过多次，为什么我们认为这些数字最能描述业务的实际状况，并消除了市场的剧烈波动，否则，一个季度报告巨额收益，而另一个季度报告巨额亏损。我们并不关注伯克希尔的季度表现，但你会看到我们的表现好于平均水平。AjitJain 希望我向大家指出，你不能简单地把第一季度的保险收益乘以四，这在保险行业是行不通的。当我们为世界各地的飓风投保，影响我们收益的重大风暴可能是沿着海岸线移动的头号飓风。从我们的角度看，这些风暴出现在错误的地方，而且一直在向东海岸移动。这是我们评估它们的首要风险。我们面临各种各样的风险，明天可能会发生地震，十年后也可能会发生地震，但我们就是做这种生意的。

但第一季度确实表现不错。一季度一般是最好的季度，不会是最差的季度。最差季度最有可能是第三季度。但保险业任何事情都有可能发生。幸运的是，第一季度保险业并没有发生什么大事，所以我们的保险承保收益有了很大的提高，然后我们的投资收益也几乎必然会提高。我在年度报告中也说过，因为固定收益率比去年高得多。而且我们有很多固定的短期投资，对利率的变化反应非常灵敏。因此，投资收益大幅上升，而且我可以预测，今年这一数字还会上升。此外我们有更多的钱可以用来投资，而且是相当可以预测的。

下面是铁路业务，我们铁路业务报告的收益略有下降，我们的收益应该会更一些，但现在运输状况影响了铁路业务的潜在收益。如果你愿意去看的话，周三就可以看到前一周的车厢运输量。如果你拿到数字你有点惊讶，我每周都会收到这些数字，它们是可以拿到的。你会看到，对于行业而言，车厢的运输量一直在适度下降。所以现在的收益符合预期，但在车厢运输量相当的情况下，我们应该比这多赚一些钱。

下面是能源公司，我们的收益更好，但收益被扭曲了。它们受到了我在年度报告中提到的一些因素的影响，毫无疑问我们今天上午还会有更多讨论。但是，在去年的低基数上，我们的收益还是有所增长的。

因此，最终的经营收益数字是 112 亿美元，比去年有了很大的增长。但我们预计，我们的收益应该会逐年小幅增长，因为毕竟我们去年保留了 370 亿美元的收益。你把它留给我们，所以，如果我们再投入 370 亿，我们应

该做一些令人满意的事情。伯克希尔的经济目标就是增加经营性收益并减少流通股。描述起来就是这么简单。但
要实现却不一定那么简单。但这正是我们要做的。

亿美元	2019	2020	2021	2022	2023
经营性收益	239.72	219.22	275.97	308.53	373.50

请看第二张幻灯片。我选了疫情爆发前的 2019 年，当时我们经营性收益达到了 240 亿美元，然后在疫情爆
发的第一年有所下降。然后我们从 270 亿增长到 300 亿，再到 370 亿美元。有趣的是，这些收益都是在扣除折
旧、摊销、税金等费用之后的。因此，你可以算出，伯克希尔每天(包括周末和节假日)有略高于 1 亿美元的经营收
益可以用来部署。我们已经多次说明，我们正试图这样做。我们试图配置这些资金，我们也有责任这么做。

亿美元	2019	2023	2024Q1
股东权益	4431.64	5612.73	5714.90
浮存金	1294.23	1685.75	1683.38
现金+美债	1249.73	1632.91	1823.35

下一页你会看到股东权益是如何积累起来的，通过保留收益伯克希尔在 3 月 31 日达到 5715 亿美元。自从我们
得到伯克希尔控制权以来，我们一直保留收益，除了有一天，我想可能是 1968 年或 1969 年，董事们宣布每股
分红 10 美分，我想当时我一定是在洗手间之类的地方。所以，如果撇开那段疯狂时期不谈，我们一直在保留收
益。我们一直在为你存钱，把钱用在刀刃上，有时我们也会犯一些大错误，但我们从来没有犯过致命的错误，而
且我们时不时会做出一些真正有效的投资。正如查理在过去指出的那样，你知道，在 57 年或 58 年或更长的时间
里，我们可能做出了 6-12 个非常重要的重大决定，没有任何一个接近致命的决定。因此，这仍然是我们的投资
指导原则。

我们已经积累了 5715 亿美元。我忍不住想看看第二名是谁。摩根大通在年底时有 3270 亿美元，我相信在本
季度末他们已经达到了 3380 亿美元。但他们支付大量股息。他们回购了股票。他们的业务可以获得更高的股本回
报率，但他们没有保留所有收益，也不应该保留。他们并没有像我们一样将收益全部保留。但这确实表明，如果
你能长期储蓄(投资)，这样的结果真的可以做到，而且不需要任何奇迹。

我们有一群股东，我们有一群合伙人，最初是查理和我决定把钱长期存在公司(长期投资)，以及像你刚才看到
的那部电影里 Davis 一家以及他们的子孙们，都选择把钱留在公司，虽然他们定期用这笔钱做一些其他的事情，
但他们基本上也把钱留给了我们。我们是一个储蓄工具，他们能够过上很好的生活，但他们并不想像早期资本主
义的国王和王后那样生活，他们过去在新英格兰建造房屋，有一个仆人站在每个吃饭人的身后，诸如此类。因

此，我们很少有那种我称之为“瞧我多有钱”的人被吸引过来。这没有什么不对，但他们只是去了别的地方。按照过去的标准，他们过一段时间就会花掉令人难以置信的钱。而我们这个群体里没有守财奴或囤积癖之类的人，他们生活得都很好，但是靠复利和长期坚持创造了奇迹。稍后，我们将在午餐前讨论这个问题。我们将举例说明，用这种理念可以做些什么。

近似 A 股数	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
已发行/万股	164.3795	162.4958	154.3960	147.7429	145.9733	144.1483	143.7251
已回购/万股	0.0820	1.8837	8.0998	6.6531	1.7696	1.8250	0.4232
总成本/亿元	12.87	49.95	247.28	269.42	80.31	89.76	25.73
均价/万元	15.70	26.52	30.53	40.50	45.38	49.18	60.79

因此，截至一季度末，我们的现金和国库券总额为 1,820 亿美元。我认为，在二季度末很可能会有约 2000 亿美元的现金，这是一个合理的假设。我们很乐意花掉这笔钱，但除非我们认为我们正在做的事情风险很小，而且能让我们赚很多钱。而伯克希尔的股票正处于这样一个水平，我们回购股票会略微增加价值。我们真的会大举回购，但你无法大量买入，因为有人不想大量卖出，但在某些市场条件下，我们可以投入相当多的资金进行回购。正如你在最后一张幻灯片上看到的，我们在过去五年里已经回购了。我们不能像许多其他公司那样买入，因为它的交易方式不同，成交量也不一样，因为我们的投资者，也就是在座的各位，他们真的不会考虑卖出。

我希望你们很多人甚至不要每天或每周去查看价格。基本上那些每天查看价格的人多年来赚到的钱，还不如忘记价格的人赚到的钱多。这就是伯克希尔的故事。我们会努力提高经营性收益，在合理的时候回购股份。我们希望偶尔能出现大的投资机会。我们对目前的状况非常满意。

有了这些背景资料，我想我们很快就会把时间交给 BeckyQuick，我们会让 Becky 和在座的各位轮流提问。

Becky，你想从第一个问题开始吗？



问题 1：苹果是伟大的公司，部分卖出是基于税务原因

BeckyQuick：好的，谢谢沃伦，我们开始吧。就像你提到的，今天早上季度报告公布后有一些新闻。报告显示，伯克希尔在上一季度又抛售了 1.15 亿股苹果股票。这是伯克希尔最大的持股公司。我想，在这种情况下，我们将从 ShermanLamb 的问题开始。他是来自马来西亚 27 岁的伯克希尔 B 股股东。他问，去年你提到可口可乐和美国运通是伯克希尔长期持有的两家公司，你在您最近的股东信中花了一些时间谈论这两家公司的优点，我注意到您将苹果公司排除在长期持有企业之外。自 2016 年伯克希尔首次投资以来，您或您的投资经理对苹果公司业务的经济特质或其投资吸引力的看法是否有所改变？

巴菲特：没有变化。虽然我们已经卖出了些苹果，但我想说的是，到今年年底，我认为苹果极有可能是我们持有的最大普通股。现在一个有趣的现象是，查理和我喜欢将人们称之为普通股或有关证券或其它类似的东西为生意(business)。而当我们拥有一家 DairyQueen 公司或拥有的任何其他公司时，我们都将其视为生意。当我们拥有可口可乐或美国运通时，我们将其视为生意。现在，我们可以把市场上真正优秀的公司作为生意来购买。但我们不能买下它们所有的股票。我们不可能买下像 90%或 80%或类似的股份。但当我们看可口可乐、美国运通和苹果公司时，我们将它们视为生意。现在，在税收因素，管理责任等很多其它方面都存在差异。但在资本配置方面，我们总是把每支股票都看成是一门生意，我们不会去试图预测市场，我们不会去试图挑选股票。

我早期有很多年都是在按错误的逻辑投资。我很早就对股票感兴趣，并为之着迷。我没有浪费时间，因为我读了所有能读的书和其他一切。但最后，我在林肯分校买了一本《聪明投资者》，里面有几句话说得比我说得更有力。如果你把股票看成是一门生意，把市场看成是一种不会告诉你、不会指导你，但会为你服务的东西，那么随着时间的推移，你会比你试图看图表、听人们谈论移动平均线、抄大鳄作业之类的东西做得更好。

因此，这一点对我来说特别有意义。查理和我经常讨论资本配置的方式。这些年来，随着我们拥有的资本规模发生了变化，资本配置也发生了变化。但基本原则是本格雷厄姆在那本书中阐述的，我花了几美元买了这本书，书中基本上是对我说，你现在一直在浪费时间，但也许你可以利用你学到的或读到的东西，把投资做得更好。后来查理来了，告诉我如何更好地利用这些知识。这就是为什么我们拥有美国运通的故事，它是一个伟大的企业 Wonderful business。我们拥有的可口可乐是一个伟大的企业，我们拥有苹果，这是一个更好的企业。

除非发生什么特别的事情，否则当 Greg 接管这家公司时，我们将拥有苹果，美国运通和可口可乐。这个投资

方法非常简单，近乎具有欺骗性。因为大多数事情，如果你不断努力，你会学到更多的数学或物理知识，但投资，你真的不需要这样做。你真的需要拥有的是正确的心态。

所以，除非发生一些戏剧性的重大事件，真正改变我们的资本配置策略，否则苹果公司将是我们最大的投资对象。但在当前情况下，我完全不介意堆积现金头寸。我认为，当我看到股票市场的替代品，看到世界上正在发生的事情的构成时，我们发现现金相当有吸引力。

有一件事可能会让你感到惊讶，但我认识的几乎所有人都对不纳税给予了更多关注，而我认为他们本不应该这样做。我们不介意在伯克希尔交税，我们在苹果公司的收益只需缴纳 21% 的联邦税。不久前的税率是 35%，以前我经营公司的时候高达 52%。联邦政府拥有我们业务收益的一部分，他们不拥有资产，但拥有一定比例的收益，他们可以随时改变这个比例，目前规定的比例是 21%。我想说的是，在目前的经济环境下，我认为政府税收必须有所让步。但我认为政府提高税收是很有可能，政府想要从你的收入、我的收入或伯克希尔的收入中拿走更大的份额，他们可以这样做。他们有一天可能会决定，他们不希望财政赤字如此之大，因为这会带来一些重大后果，他们可能不希望大量消减开支，他们可能会决定从我们的收益中抽取更大的比例，由我们来支付。我们一直希望在伯克希尔缴纳大量的联邦所得税。我们认为，一个对我们的所有者如此慷慨的国家，这么做很合理的。

我很幸运出生在美国，伯克希尔很幸运能在美国。如果我们像去年那样寄出支票，我们去年向美国联邦政府缴纳 50 多亿美元税款。如果其他 800 家公司也这么做的，美国其他人就不需要缴纳联邦税了(鼓掌)。没有所得税没有社会保险税，遗产税现在已经开放了。我希望伯克希尔的发展足够好，我们可以说是 800 俱乐部中的一员，甚至还能更上一层楼。我丝毫不介意开出这张支票。我真的希望，美国为你们做了这么多，我们这样做也不会让你们感到困扰。我们今年以 21% 的税率纳税，而如果以后以更高的税率纳税，我想你们不会介意我们今年卖出了一点苹果股票。好的，有请第一区提问。

问题 2：我们主要投资美国，我们不敢拿你们的钱去不了解的国家冒险

股东：你好，巴菲特先生，我是来自中国香港的 MatthewLai。我正在经营我的上市挂牌公司 FW，我们非常感谢能向你学习，你真的给了我们很大的启发。我的问题是，除了 BYD 电动汽车公司，在什么情况下您会重新再考虑和投资香港和中国公司。谢谢。

巴菲特：我们的主要投资将永远在美国。我们确实这么认为。(起立鼓掌)

我们在美国投资的美国运通在世界各地开展业务。几乎没有哪家公司能像可口可乐一样在全球开展业务。我的意思是，它是软饮料的首选。你知道，在 200 个国家中，可能有 170 或 180 个国家喜欢喝可乐。这些都是几年前的粗略估计，但在全球的接受程度，我认为可乐几乎是无与伦比的。我实在想不出有哪家公司能做到这一点。美国运通在信用卡交易中占有一席之地，我认为它非常强大。其中一个直接原因就是几分钟前介绍过的一位董事 Ken Chenault。在过去的 20 年里，由于种种原因，信用卡业务得到了极大的加强。投资比亚迪是(查理)...

好吧，5 年前我们在日本做出了投资，那个投资机会是压倒性的，非常非常具有吸引力。我们以尽可能快的速度买下了它，我们花了一年的时间，在五家非常大的公司中获得了约 5% 的资产。但这就是我们的规模所带来的问题。尽管我们通过其他公司参与了世界经济，但你不会发现我们在美国以外进行了大量投资。我了解美国的规则、弱点、优势，不管是什么。但我对世界各地的经济没有同样的感觉。我不太了解其他国家的文化。幸运的是，我不必这样做，因为我并不是生活在某个经济并不发达的小国。我所处的经济体已经非常发达，它以占世界 0.5% 的人口起步，在极短的时间内，最终拥有超过世界 20% 的产出。因此，我们将以美国为导向。我的意思是，如果我们做一些真正大的投资，它极有可能是在美国。

查理，这么多年来他只跟我有过两次意见相左。他总是会同意的我的意见，当我提出一些投资建议时，他会说，好吧，这确实没那么好，但这可能是你能想出的最好的主意了，所以我会同意你的这个想法。但查理两次拍桌子直接跟我说，买！买！买！。BYD 是其中之一，COSTCO 是另一个。我们买了一定数量的好市多，也买了不少 BYD。但现在回想起来，他已经很激进。但在买 COSTCO 的时候，我应该更激进再多买一些。我们没有买更多并不是致命的。但在两家公司他都是对的。

我了解大多数市场的状况，但我认为我们不太可能在你能说出的几乎所有国家做出任何大的投资承诺，尽管我们并不完全排除这种可能性。我对我们在日本的投资仓位感觉非常好，我们会持有它。

我也不知道再过多少年，Greg 将在某个时候坐在我这个位置，但我们对此再高兴不过了。对于海外投资我们真的有一个不同的看法。当我们拿着你们钱的时候，我们不敢赔掉这笔钱。我们觉得在美国犯任何真正重大错误的可能性，要比在其他许多国家小得多。好的，有请 Becky。

问题 3：能源业务受到了州政策不确定性的严重影响

Becky Quick：下一个问题来自盐湖城的伯克希尔股东 Stanley Holmes，他问道，董事长巴菲特先生在 2024

年致股东的信中指出，去年伯克希尔能源公司 BHE 的盈利令人失望，并对公用事业行业的盈利和资产价值表示担忧。巴菲特董事长认识到，投资者担心与气候变化相关的支出，而新的不确定因素又给监管环境蒙上了阴影，因此建议在一些司法管辖区可以采用公共电力模式。现在有迹象表明，犹他州的政策决策者以州主权为由，可能已经准备朝这个方向迈进。犹他州立法机构最近规定，该州有权成为州内发电厂能源的唯一购买者，并在某些情况下，在发电厂退出期满前将其收购。州公共事业监管机构将有法律义务，优先考虑收购公共电力和设施，其中可能包括 BHE 公司拥有的 PacificCorp 公用事业公司和 RockyMountain 电力公司的资产。伯克希尔是否会通过 BHE 公司继续在公司资产可能会受到没收性州政策和行动影响的辖区投资资本？BHE 公司又是如何与犹他州的官员合作，以在犹他州对其电力公用事业部门实施控制的情况下，最大限度地减少潜在的企业损失。

巴菲特：我会让 Greg 和我一起回答这个问题，但我想说的是，我们的感觉是犹他州实际上很可能会公平对待我们。无论他们采取的行动是就我们的财产而言让我们获得一般预期的回报率，还是他们出于某种原因决定采用公共电力，我认为他们都会公平地补偿我们。在 1930 年代，内布拉斯加州参议员 GeorgeNorris 刚刚把内布拉斯加州变成了一个公共电力州。我们在爱荷华州的经验表明，自由企业有它的作用，我们可以经营一家私人拥有的公用事业公司，它对社会的效率至少在大多数州，比采用公共电力模式所能达到的效率更高。但现在的实际情况是，我们将在发电上投入巨额资金。如果你打算用私营公司来做，没有人比伯克希尔公司更适合的了。国家的大部分电力需求，我们会按照一定的回报率来经营，也就是说它的设计目的不是为了让我们发财或类似的事情。这是一个合理的回报率，但如果我们认为不会得到任何回报，我们就不会这么做。这有点疯狂。我们在一些州已经看到，与气候变化相关的一些成本，并没有被视为公用事业应承担的成本。相信我，如果是公共电力，他们会承担这些费用的。但我们会按照社会的要求去做，我们有钱，我们有知识，可以大举参与到对国家极为重要的活动中去。但我们不会在这个领域里把好钱往水里扔。Greg 可以详细说明这一点，但我的理解是，我并不认为犹他州对公平对待公用事业的想法不友好。查理？

sorry，我已经习惯了叫查理。其实我已经提醒过自己好几次了，但还是会犯错。(鼓掌)

阿贝尔：这真的是荣幸啊。你在年度信中提到了能源行业所面临的挑战，然后你又提到了能源行业和公用事业领域在未来许多年都需要大量投资。如果我看看我们不同的公用事业，肯定包括犹他州和太平洋公司。但如果你看一下这些公用事业的潜在需求，以及为满足这些需求而必须投入的资金规模，这绝对是令人难以置信的。因

此，当你在信中提出这个问题时，这是一个非常重要的问题。我们必须在公用事业公司与政府之间达成监管协议，如果是公用事业公司，就必须与州政府合作，犹他州就是一个例子，否则最终可能成为公共电力机构。因此，为了稍微设定一下讨论的框架，如果我想你提到的爱荷华州，以及我们在那里进行的大量投资，就会发现这与该州和立法者所希望的公共事业政策非常一致，而且他们还制定了非常具体的法律来鼓励这种做法。但该公用事业公司至今已有 100 多年的历史。如果我们看一下中美能源爱荷华公用事业公司未来的需求，比如说，到 2030 年代中期，与人工智能和数据中心相关的需求，就会发现这一电力需求在短时间内翻一番。我们花了 100 多年才达到今天的规模，现在这一需求将翻一番。这将需要中美能源公司及其股东提供大量资金。

如果我们有一个适当的监管协议，这将发挥作用，正如你强调的那样。如果我们去看看内华达州拥有的两家公用事业公司，它们覆盖了内华达州绝大部分份额。如果你在类似的时间范围内看看该公用事业公司的潜在需求，比如说到 2030 年代后期，基本需求将增加两倍，必须投入数十亿美元。我们的投资基础将从现在的适度水平上升，但你说的可能是至少有 60-100 亿的基础增量将投入到这种类型的实体中，这需要再次与州及其政策保持一致，并适当收回我们的投入资本和资本回报。

因此，当我们谈到野火时，这是一个巨大的挑战，因为这是第一次围绕我们的公用事业进行大量讨论。其中一家公司在野火中遭受了重大损失。这些成本中的哪一部分可以收回？这就是我们正在进行的对话。这是否行之有效？当我想到野火时，已经有很多索赔，上周又有一项 300 亿美元的额外索赔，我们不会掉以轻心，但这是对已经存在的诉讼的增量索赔。当我想到 PacifiCorp 时，我们正处于这样一个境地：首先，所有的诉讼都将受到质疑，因为诉讼的依据，至少我们认为有些地方是毫无根据的，并将继续提出质疑。正如沃伦在信中强调的那样，这需要很多年才能解决。但如果你想到 PacifiCorp 和那里的诉讼，第一，我们必须改变对这些电力资产的看法和运营方式。多年来我们一直与各州合作，跨越所有州的基本目标都是为了保持电力供应。我们的团队和员工日复一日、风雨无阻地努力工作，以保证电力供应。不幸的是，在 2020 年的大火中，人们的本能并不是去关闭电源。大家的本能是要保持电力供应，让医院和消防站继续工作。至少在企业文化上，我们没有想到要去切断电源。因此，第一件事是，我们必须从根本上改变文化，不仅仅是 PacifiCorp，而是我们所有的公用事业公司。

首先，我们必须认识到，现在会出现我们将资产去能源化放在首位的情况，这与我们运营这些资产的方式完全不同，正如我所强调的，我们已经运营了 100 多年。因此，我们要从文化入手。我们必须改变这一点。第二件

事是，我们现在已经改变了我们的电力操作系统，这样我们就可以很快地关闭电源。如果发生火灾，我们现在就会关闭电力系统，一旦条件恢复安全，我们会重新供电。但我们不得不这样做。第三件事是，继续投资以尽量降低火灾风险。但是，当你回到犹他州和 PacificCorp 公司，我们面临的挑战是在公司内部。在我们边进行诉讼和边继续运营该实体，这个过程会产生一定量的资本和利润，这些资本和利润将留在该实体中，并重新投资到该业务中。但从根本上说，随着我们向前迈进，我们需要在 PacificCorp 公司所在州进行立法和监管改革。如果我们要部署增量资本，为该业务做出增量贡献，就必须在 PacificCorp 公司各州进行立法和监管改革。正如沃伦所说，**我们不想把好钱往水里扔**，因此我们会非常谨慎。

但现实是，我们有机会同时解决立法和监管问题。我们有一个最好的例子，我认为它是全国的黄金标准，那就是犹他州。正如沃伦所说我们很高兴能在这个州投资。它是 PacificCorp 公司的一部分。因此，在我们如何做这件事上，有一定的平衡。但在上一届立法会议上，犹他州实际上通过了一项法案，做了几件非常重要的事情。第一，它规定了野火索赔的非经济损害赔偿上限。因此，如果你回到俄勒冈州的野火以及你所听到的索赔申请中，就会发现与之相关的经济损失，而这些损失应该获得与之相关的经济损害赔偿。但不幸的是，尽管俄勒冈州的立法和判例法规定，**野火造成的非经济损失不应得到赔偿，但那里仍有大量的非经济损失得到赔偿**。犹他州采取了非常积极的立场，表示我们将为这些非经济损害赔偿设定上限，这创造了一种环境。还是回到这一点，是否有你想投资的环境？是的，然后他们逐步创建了一个非常可观的基金。该基金被称为“野火基金”，用于犹他州的火灾，这将有助于促进流动性和解决灾情的能力。因此，我们认为，犹他州，包括立法在内的许多其他事情，是我们前进过程中的实际黄金标准。因此，对于 BHE 能源公司来说，这是一个非常重要的问题，同时这也是 PacificCorp 公司的问题。**监管契约不被遵守的风险要广泛得多，我们将始终评估并谨慎部署我们的资本**。但是，PacificCorp 将通过管理来度过难关。我认为 BHE 公司还有其他非常好和重大投资机会。

巴菲特：**多年来，特别是最近几年，BHE 能源公司公布并实现的股本投资回报率远远低于美国工业普遍实现的股本回报率**。因此，无论你是获得 X%还是 X±0.5%，各州的情况都不尽相同，有些州比其他州更具吸引力。但无论你是赚到 X%还是破产，都不是一个可行的方式。而且你知道，股东给我们这些钱并不是为了让我们输光的。我们可能会喜欢 X±0.5%，但**电力公用事业领域的投资，永远比不上我们在其他领域拥有的那些企业**。我的意思是，你看看可口可乐或美国运通的有形资产回报率，或者苹果公司的回报率。这完全是不同的游戏。但在**公用事**

业领域，契约一直是你会得到了适度的回报。但气候变化引起了更多的火灾，这只是做生意的成本。但这并不意味着我们不能在未来采取措施来减少火灾。你可以就何时断电制定不同的政策，但总有人会投入数以千亿计，甚至是数以万亿计的资金，气候变化也是其中之一，它可以通过公共电力方式来完成，也可以在相当程度上通过私营企业来完成。我们当然可以拿出 1000 亿甚至更多，但**我们不会把好钱往水里扔**。好的，有请第四区。

问题 4：精灵已经从瓶子中被放出来了，但我对 AI 的影响一无所知

股东：我是来自旧金山的 Joe。您如何看待技术进步，尤其是生成式人工智能对传统行业的影响？谢谢。

巴菲特：我搞错了，我刚说的是第四区，稍后再回答前两区。我对人工智能一无所知，但这并不意味着我否认它的存在或重要性或任何类似的东西。去年我说过，当我们开发核武器时，我们放出了一个精灵，而这个精灵最近一直在做一些可怕的事情。这个精灵的力量让我感到恐惧，我不知道有什么办法能让精灵回到瓶子里。

人工智能也有点类似。它已经部分地从瓶子里出来了，它非常重要，而且将由某个人来完成。因此，**我们可能会希望自己从未见过那个精灵，尽管它可能会做出一些好的事情，但我肯定不是那个能够对此进行评估的人**。我可能也不会是那个能够在第二次世界大战期间对其进行评估的人，无论我们是否试验了我们认为对美国绝对必要的 2 万吨炸弹，虽然从长远来看确实能够拯救生命。但我们也有 Edmund Teller，我想他和爱因斯坦的观点是一致的。他说，通过这次试验你可能会点燃大气层导致人类文明无法延续。我们决定把精灵从瓶子里放出来，它实现了眼前的目标，但它是否会改变社会的未来，我们以后会知道。

现在，人工智能，我有一个经历确实让我有点紧张。我想解释一下，就在最近，非常近，我在屏幕上看到一个图像，就在我眼前，那是我本人，那是我的声音。穿着和我一样的衣服，连我的妻子或女儿都不会察觉到任何不同。但它传递的信息绝不是我发出的。所以，当你想到诈骗的可能性时，如果你能复制出我都无法分辨的图像，比如说我需要钱，我是你的女儿，我刚刚出了车祸。我需要五万美元的汇款。**我是说诈骗一直都是美国的一部分，但如果我有兴趣投资诈骗的话，这将是有史以来最有增长前景的行业。从某种程度上来说，它是可行的。显然，人工智能也有做好事的潜力，但我不知道你是如何去控制它**。根据我最近看到的情况，在某个疯狂的国家我几乎会把钱寄给我自己。因此，我对世界如何管理人工智能没有任何建议，因为我不认为我们知道如何处理我们对核精灵所做的事情。但我认为，作为一个对此一无所知的人，它有巨大的潜在好处，也有巨大的潜在危害。我只是不知道结果会如何。我想对 Becky 说，Ajit 将不参加下午的会议，所以如果你能集中讨论任何你想问的保

险问题，那将是一个很好的问题？

问题 5：虽然在数据方面有劣势，但 GEICO 保险依旧非常好

BeckyQuick：下一个问题是问沃伦和 Ajit 的，他是来自明尼阿波利斯的股东，自 1995 年起就是股东了。他说，在去年的一次采访中，ToddCombs 说在 2010 年第一次见到你时，他告诉你 GEICO 保险在营销和品牌推广方面更胜一筹，但 Progressive 保险是一家数据公司，从长远来看，数据公司会是赢家。但似乎直到十年后您任命 Todd 为 GEICO 首席执行官时，才将数据分析列为 GEICO 的优先事项。随着像 GEICO 这样的业务部门逐渐老化并需要新的战略方向，我想知道伯克希尔放手不管的管理方法是否会造成漏洞。请您回顾一下您对 GEICO 所做改变的看法，并解释一下伯克希尔的组织结构是如何应对的？如果伯克希尔 CEO 发现某个业务部门在战略上偏离了轨道，伯克希尔将如何应对？Ajit，我希望你能继续向我们介绍你和 Todd 在弥补 GEICO 数据分析缺陷方面取得的最新进展。

巴菲特：Ajit 你愿意先回答吗？

AjitJain：正如沃伦过去指出的那样，GEICO 面临的一个劣势是，它没有很好地将费率与风险相匹配，也没有根据风险特征对产品进行细分和定价。几年来，这一直是 GEICO 的劣势。我们仍在努力追赶。遗憾的是，技术是一个瓶颈。但我们正在取得进展。同样重要的是，我们聘用的员工在数据分析、产品定价和数据切片方面比他们继承的员工要强得多。所以，是的，我承认我们仍然落后。我们正在采取措施缩小差距。希望到 2025 年底，在数据分析方面，无论是定价、理赔还是其他任何推动保险业务经济性的因素，我们都能与最优秀的公司并驾齐驱。

巴菲特：我还想补充一点，将费率与风险匹配起来显然对每一行保险业务都很重要。我的意思是，你所要做的就是，决定一个给定的费率是否为我们提供了赚一点钱的机会或概率。有时我们只冒着损失一点的风险，有时我们冒着巨额损失的风险。

但最近 GEICO 保险在这方面做得很好。当然，GEICO 的根本优势在于我们的成本比任何人都低。这种成本优势非常明显。我们已将承保费用率降至 10% 以下，能够与我们竞争的公司非常非常非常少。因此，这根本不是生存问题，甚至也不是盈利问题。但是，你知道，我们宁可要 X% 的市场份额，也不要 X% 的一半。但我想在三月份，我们没有失去投保人，我们得到了 1600 万或多少投保人，而且我们运营成本做到了最低。所以这根本不对生存的威胁，也不是盈利威胁。

但另一方面，我们也希望 GEICO 以低成本提供保险服务的最佳模式来发展。现在，GEICO 得到了 1936 年 LeoGoodwin 创业时所没有的认可。但当时的原则是，如果你能为别人提供比别人更便宜的好产品，而且每个人都必须购买，这是一个很大的业务，你知道，这是非常有吸引力的。**GEICO 是一个非常有吸引力的业务，它拥有最低的成本，它确实必须更好的匹配费率和风险。但是，我们的低成本已经累积了这样一个事实，在一段时间内我们无法在费率与风险的匹配方面取得应有的进展。**现在，Todd 一直在加紧这方面的工作，他取得了很大进展，但仍有工作要做。但与此同时，我们的业务规模不会萎缩，而且我们的承保利润应该比大多数车险公司都要好。好吧，回到第二区提问。

问题 6：就管理资金而言，世界上没有比查理更适合交流的人了

股东：早上好，我是来自德国慕尼黑的 Sebastian Sartor。我在德国有一家非常受尊敬的公司 SEBASTIAN。我的问题是，你现在最信任的顾问是谁？是 Ted 和 Todd 吗？是 Greg 和 Ajit 吗？是你妻子和孩子吗？你看重他们什么？谢谢。

巴菲特：这要取决于他们给我的建议是金钱方面还是其他方面的。我完全信任我的孩子和妻子，但这并不意味着我会问他们买什么股票。**但就管理资金而言，几十年来，世界上没有比查理更适合交流的人了。**这并不意味着我没有和其他人交流过，但如果我认为自己做不到，我就不会去做。因此，在某种程度上，我在投资方面也会与自己对话。我想这些年来我的孩子们也变得聪明了许多，因此我在很多事情上都会听从他们的意见。决定在当地给谁投票我会听我女儿的意见，因为她比我更了解当地的情况。很多事情我也会听我妻子的意见，具体的我就不多说了。所以这很重要。

你的生活不应只局限于自己信任的人，那不会有太多乐趣。自 20 多岁以来，我一直拥有我信任的人。我偶尔也会犯错，但随着时间的推移，这些错误会逐渐弥补。在各种事务上不仅仅是投资，当我找到查理时，我知道我找到了这样一个人。我会这样说，在我们共事的这些年里，**查理不仅从来没有对我撒过一次谎，从来没有，而且他甚至没有说过一半的谎话或者四分之一的谎话，以达到他想要的目的。他绝对认为自己从不撒谎是最重要的。**如果他在晚宴上对某个女人说，我真的更喜欢你以前的发型，或者房间另外某人的发型，他偶尔会惹上麻烦。我是说，他确实是这样。但从搭档的角度来说，我想不出我和查理有哪次谈话是他误导我的，或者是以他的方式或类似的方式进行的。所以**当你在生活中遇到这样的人，你就会珍惜这些人而忘掉其他的人。**有请 Becky。

问题 7：我们不怕风险，Ajit 有能力对风险进行评估

BeckyQuick：这个问题是 Meher Baruka 向 Ajit 提出的。气候变化似乎正在对保险业产生严重影响，由于野火和洪水风险以及赔付率的上升，主要的保险公司都退出了加州等市场。Jain 先生如何看待这种风险向其他地区的蔓延，保险投资的理论又是如何因此而改变的？

AjitJain：气候变化的风险无疑是近期备受关注的因素。现在，有一件事可以减轻我们的问题，尤其是在我们从事的一些再保险业务中，那就是我们的合同责任险在大多数情况下仅限于一年之内。因此，在一年结束时，我们有机会重新定价，包括在我们不喜欢业务定价的情况下，可以决定完全退出业务。但事实上，我们每次下注的期限都是一年，这无疑使我们有可能在更长的时间内继续经营，而不会做其它选择。显然，由于气候变化，价格需要上涨。至于价格需要上涨多少，很难非常科学确定价格需要上涨多少。他们的定价需要大幅上涨，我们也一直在涨价。我们希望能够保持领先，但并非所有情况都能如此。

监管机构束缚了我们的手脚，使我们难以从某些地区撤出，或对某些产品的定价进行大幅调整，因此，包括我们自己在内的许多保险公司都决定不在某些州承保业务。我认为，监管机构在这方面正在变得更加现实了。他们开始意识到，保险公司需要获得一定的回报，一个体面的回报，这样我们才能继续部署我们的资本。在过去的几年里，监管与资本提供者之间的斗争一直在反复持续，但我认为我们正在恢复平衡。如果你看看保险公司最近公布的业绩，每家的利润都创了新高。显然，这种情况不会持续，但肯定会持续几个月。我认为，尽管气候变化，尽管火灾和洪水的风险增加，但保险业仍将是一个不错的行业。

巴菲特：气候变化会增加风险，最终随着时间的推移，它会使我们的业务扩大。但如果我们定价不当，我们也会破产。但我们一年比一年做的更好，绝大多数情况都是压倒性的。我想说的是，我宁愿让 Ajit 一个人来评估风险，也不愿意让世界上任何一千名保险理赔员或保险经理来评估风险。我的意思是，我们将承担大西洋飓风的风险，这可能是我们最大的风险。毫无疑问，你可以测量大西洋的水温，你知道，更多温暖的海水会导致飓风。但你不知道这到底是好是坏，因为这可能会导致飓风转向更快，可能会改变路径以及损失的强度和频率。但我们会年复一年的承保，我们会让 Vegeta 来承保，你知道，我们不必告诉你五年后或十年后会发生什么事。那些没有保险分析头脑的人对这个问题的评论，并不能扩大我们的知识面。我们收到很多人的来信，我相信他们的智商很高，但他们并不了解保险业务，我认为他们对气候变化的看法并没有错。我并不在意气候变化，但如果没有风

险，就不会有保险业务。我们的业务就是对风险进行评估，而且是一年评估一次。在某些例外情况下，你不能这样做，因为你的承保会延续到未来很长一段时间。我们尽量避免这样做。但还是那句话，你不需要上千人来分析水流变化。我认为你需要一个非常非常非常聪明的人，我们已经找到他了。

Ajit Jain：我唯一要补充的是，气候变化就像通货膨胀一样，如果处理得当，可以成为风险承担者的朋友。

巴菲特：对我们来说就是如此。如果你看看 GEICO 保险，它在 1950 年大约有 17.5 万份保单，每辆车的保费大约为 40 美元。这就是 700 万的保费量。现在我们有了我们的保单价格超过了 2000 美元。所有的科技进步和诸如此类的一切，如果我们执着于某个公式，就像我们定价 40 美元时做的那样，我们的生意会很糟糕。但实际上，通过提高汽车安全性的同时，他们也增加了汽车的维修成本。发生的这一系列的事情中就包括通货膨胀。因此，我们现在有了 400 亿美元的业务，而在我打电话给它的时候，它只有 700 万美元。因此，如果我们在一个没有通胀的世界里经营，GEICO 就不会是一家 400 亿美元的公司。好的，现在我们回第三区。

问题 8：加拿大拥有跟美国一样的投资环境

股东：大家好，我是来自加拿大安大略省 Newmark 的 27 岁的 Liam。我投资伯克希尔要感谢我爸爸，是他带我来参加这次会议。我很高兴能来到这里。大多数 27 岁的年轻人的偶像都是说唱歌手，但我的偶像却是沃伦、查理，我们会永远怀念他，还有你的表弟 Jimmy，他今年也不幸去世了，今年是艰难的一年。我和 Greg 一样都是加拿大人，我也总是想知道我们加拿大的经济情况，以及你对加拿大经济的看法。我们现在有一些被低迷的银行股，我不知道你们对这些有什么看法。我还想知道，如果传言是真的，你们 90 多岁还能吃麦当劳。我自己也喜欢快餐，但我总在想，他已经 93 岁了还能吃麦当劳喝可口可乐吗，谢谢沃伦。

巴菲特：好吧，我们在这里有一个加拿大人，所以我们让他回答第一部分。如果你看看我，你就会知道我喜欢吃什么了。Greg。

阿贝尔：好的，我们很幸运在加拿大有一些业务。它涉及我们旗下的许多运营实体。此外，正如沃伦提到的，我们投资的所有业务中都有一部分在加拿大。因此，我们在加拿大的业务非常重要，我们一直在寻求在那里进行更多的投资，因为我们对那里的环境非常满意。沃伦谈到了他了解美国的商业环境，我把加拿大也划到这一类别，我们对加拿大很了解也很满意。我想说的是，加拿大的经济发展与美国非常接近。因此，我们在报告美国和加拿大业务的各项业务中看到的结果并没有很大的不同。我们在能源方面也有一些业务。例如，我们在阿尔伯

塔省进行了大量投资。但同样，这与加拿大的经济增长方式非常一致，我认为这与我们在这里看到的情况也非常一致。沃伦，你有什么补充吗？

巴菲特：是的。显然加拿大没有美国这么多的大公司。但前几天我刚从加拿大找到一个案子，我也把它发给了 Greg。当我们看到有任何建议性的机会，有足够规模和吸引力，并且能够满足其他要求时，我们会毫不犹豫在加拿大投入大笔资金。有些事情我们实际上可以做得很好，加拿大可以从伯克希尔的投资中获益。我们几年前就做过这样的事情，前些年，但那里有一家金融机构 Home Capital Group，他们遇到了一个问题，我记得当时有 30 多个不同的人在讨论。此时它已经接近崩溃。虽然不是根本问题，我们办公室的 Ted Weschle 去了那里。我是在周一左右听说这个消息的。Ted Weschler 去了那里，我们在几天内就这个濒临崩溃的地方提供了解决方案。因此，无论以何种方式、形态或形式将资金投入加拿大，我们都不会感到不安。事实上，我们现在正在考虑一个案子。但是，你知道，它仍然必须符合我们的标准，让我们的钱物有所值。但我们对加拿大没有任何心理障碍。当然还有很多国家我们完全不了解。当你有一个主要的经济体，虽然没有美国那么大，但也是你绝对信任的主要经济体时，你就会对在那里开展业务充满信心，加拿大就是这样一个国家。好的，有请 Becky。

(2017 年 4 月加拿大监管机构指责非银贷款机构 HCG 存在抵押欺诈的行为并欺骗投资者，HCG 股价暴跌 70%，并遭储户挤兑，公司进入破产边缘，并对整个加拿大房地产行业稳定构成了威胁。随后 6 月 22 日巴菲特控制的伯克希尔斥资 4 亿加元入股 HCG，占股 38.4%，旗下的 Columbia 保险公司还向 HCG 分支机构 Home Trust Co 提供 20 亿加元信用额度。再次重演 2008 年次贷危机拯救高盛戏码。根据协议伯克希尔以每股 \$9.55 的价格，投资 1.53 亿加元购买 HCG 公司 1600 万股，占该公司 19.99% 的股份。之后又以 \$10.30 元的价格，再次投资 2.47 亿元，占 HCG 股本达到 38.4%。该价格相比消息发布前一日折价 33%。伯克希尔旗下的哥伦比亚保险公司以 10% 的利率向 HCG 提供 20 亿加元额度的紧急贷款。在伯克希尔完成第一笔投资后，利率降为 9%。未动用额度利率从 1.75% 降为 1%。以 HCG 的 40 亿加元按揭贷款作担保。为期 1 年。也就是说即使 HCG 没有使用该贷款，也需要支付 1% 的利息。随后 HCG 与安大略省证监会达成了价值 3050 万加元的庭外和解，以结束其集体诉讼，并承认其在抵押承销程序上误导投资者。过去十年加拿大房价飞升，两个主要城市多伦多和温哥华分别上涨了 130% 和 110%。巴菲特接受多伦多环球邮报的采访时表示：我看好加拿大，但看好一个国家并不代表同样看好它的楼市。房价上涨了很多，如果你面临借贷买房的困境，当然不愿意看到这么大幅度的房价攀升。价格越高，你就变得愈发小心。)

问题 9：没有人能够取代 Ajit，但他已经安排好了接班人

BeckyQuick：沃伦，你刚才说在保险业务中你宁愿让 Ajit 一个人进行风险评估，也不愿让世界上任何其他一千个保险理赔师进行风险评估。所以，我想跟进俄克拉荷马州塔尔萨市的 Mark Blackley 提出的一个问题。他说，沃伦，多年来你一直在谈论 Ajit 对伯克希尔的巨大影响。他经常开玩笑说，如果你和 Ajit 在一条下沉的船上，而我们只能救你们中的一个，那就游向 Ajit 吧。虽然我们经常讨论伯克希尔下一任 CEO 计划，但却很少有人提到谁有一天会取代 Ajit。考虑到找到另一位 Ajit 的难度很大，我们应该如何看待伯克希尔保险业务的未来？我也想听

听 Ajit 对此的看法。

巴菲特：好吧，我想说我们不会再找到第二个 Ajit 了，但幸运的是，他比我年轻很多，所以我希望在我开始担心 Ajit 之前，你得先担心一下我。我们找不到另一个 Ajit 了，但我们有他创造的业务，至少是其中的一部分。其中某些部分几乎是竞争对手无法模仿的，如果我是他们，我也不会试图去模仿他们。因此，我们已经将一些优势制度化。Ajit 的存在让我们做到了这一点，他做到了。现在我们创建了一个在 1986 年他加入伯克希尔时还不存在的结构，我们或其他任何人完全没有的结构。保险是伯克希尔最重要的业务。投资有价证券也很重要，但与我们的保险业务不属于同一类。如果没有 Ajit 的经营，我们的业务就不会像现在这样好。我们拥有非常好的业务，这要再次感谢 Ajit。在 1986 年他加入进来的时候，我已经在做保险业务了。我第一次去 GEICO 是在 1950 年。我们在 1957 年第一次买下了国民保险公司 National Indemnity，当时我们通过保险公司在股票投资上赚了不少钱，但我们需要一个 Ajit。幸运的是他在周六来到办公室，他厌倦了在他真正不喜欢的地方工作。这根本无法挑战他的智力。我说，我们的保险业务现在面临很多挑战。人无完人。你说你从来没见过保单也没拥有过保险股票。但这是一个关键因素，而且效果非常好。

Ajit Jain：非常感谢沃伦，谢谢大家。但事实上，没有人是不可替代的。我相信，在座的 Tim Cook 已经证明了这一点，并为许多后来者树立了榜样。

巴菲特：是的，这是一个很好的观察。

Ajit Jain：说到这里，我还要补充一点，我们的董事会意识到了接班人的问题，不仅是沃伦的层面，还有我的层面。每年，董事会都会让我坐在他们面前回答问题，并让我与他们分享我的想法。比如如果我被卡车撞了，公司的运营会发生什么变化。我们审查了所有我们拥有的业务。我与他们一起审查了一份我认为应该成为接替我的候选人简略名单。除此之外，我更进一步确定了一个特定的人，如果我发生意外，我将把钥匙交给这个人。显然，这个人可能会发生变化。但我们对这个问题相当重视。我认为，正如 Tim Cook 向我们证明的那样，在那一天这将是无关紧要的问题。地球仍将绕着地轴旋转。

巴菲特：好的，我们知道我们会做什么。我们知道这是一个很好的答案，但我们知道我不再有另一个 Ajit。有请第五区提问。

问题 10：如果你已经知道要跟谁度过最后一天，不要等待马上去做

股东：嗨，我叫 AndrewNickus，我想知道，如果你能和查理再待一天你会和他做什么？

巴菲特：HAH，这有点有趣。因为实际上，我确实多待了一天尽管它不是完整的一天。但我们一直都是以一种对每天所做的事都感到开心的方式生活。查理喜欢学习。正如我在电影里提到的，他喜欢各种各样的东西，所以他的视野比我广阔的多。但我并不渴望像他那样宽广，他也无意像我一样专注。但我们做什么都能乐在其中。我们一起打高尔夫一起打网球一起经历了很多事。你可能会觉得这一点很有趣，我们在失败的事情上找到了更多的乐趣，甚至可以说是无比享受。因为那时我们真的必须努力工作，想方设法摆脱困境。从某种意义上说，有一个搭档和你在同一战壕并肩战斗共同开拓出路，比坐在那里看着十年前的想法不断产生越来越多的利润更有趣。所以，他真的没有愚弄过我。他活到了 99.9 岁，如果你要挑选两个人来比较的话，你知道，他公开说过，除了在军队服役必须参加训练外，他从来没有进行过一天的自愿锻炼，他从不思考自己吃了什么。

查理总是怀揣着比我更广泛的兴趣开始每天的生活，但我们从未对对方产生过任何怀疑，就是这样。所以，如果我和他再多相处一天，我们可能会做和之前同样的事情。但我们不会知道我们只能相处一天了。不知道自己会死在何时何地真是人生一大幸事。查理总是说，只要告诉我将死在哪里，我就不会去那里。

事实上，他的思想无处不在。因此，他不仅在 99 岁对世界满怀好奇，全世界的人们也对他满怀好奇。这实在是令人叹为观止。你知道，我告诉过他，在过去的几年里，我从未见过有谁在 99 岁时仍保持巅峰状态。全世界的人都想来看他，有人真的想去北街 351 号，无论是谁，我可以说出一大堆名字，就从 ElonMask 开始说吧，总之他就在那份名单上。他们都想见查理，查理也很乐意和他们交谈。我唯一能想到的例外就是 Dalailama。我不知道他们之间是否还有其他共同点，但查理确实是按自己想要的方式生活，而且他喜欢说出他想要表达的观点。他跟我一样，非常热爱站在讲台上。

再次回想，我不记得什么时候他生过我的气或者我生过他的气。这种事压根就没有发生过。给他打电话总是充满乐趣，而且那时的长途电话费很高。我们近几年没有像以前那样经常通话，因为我们过去每天都要通话很长时间。但我们确实在持续学习，我们喜欢一起学习，但是，你知道，随着时间的推移，我们往往会变得更聪明一些，因为我们会犯错，我们会从错误中汲取教训，我们也会在其他事情中学到一些东西。事实上，在持续学习上我和他是一致的，这意味着当他到了 99 岁，我到了 93 岁，我们仍然对这个世界充满了好奇。

所以我无法为你提供一个完美的答案，但我可以告诉你蕴含的要素。有时，人们会在会议上问我或查理：如

果你只能和一个人共进午餐，在过去 2000 年里出现过的人，你会选择谁？查理说，我已经见过了他们所有人，因为他读过所有的书。我是说，他省去了去餐馆见他们或者其他类似事情的所有麻烦，他只是读了一本书就见到了本富兰克林。他真的很了不起。他说，他真的没有其他人可以见了，因为他读过他们所有的东西。他喜欢本富兰克林的作品胜过喜欢我。但对于本富兰克林，他只需要读一读他的故事就行了。他不需要和他共进午餐或做任何类似的事情。

但这是个有趣的问题。你也许应该问自己，你觉得你想和谁一起度过生命的最后一天？然后想办法从明天开始就与他们见面，尽可能多地与他们见面，为什么要等到最后一天再去呢？并且不要跟其他人浪费时间。

问题 11：在我们没有弄清楚网络安全保险的聚合效应之前不会涉足

BeckyQuick：这个问题来自瑞士的 Carol Degend，是问巴菲特和 Jain 先生的。随着世界政治的不稳定的加剧武装冲突和贸易紧张局势的增加，网络攻击的风险也在增加。您对网络安全保险有什么看法？对于零售业、小企业和大公司，包括发电厂、港口、机场、核电站等关键基础设施，您认为网络安全保险是否有盈利的潜力，主要挑战是什么？

AjitJain：让我先回答吧。最近几年，网络安全保险已成为一种非常时髦的产品。目前，全球至少有 100 亿美元的市场规模，利润率也相当高。我认为利润率至少占总保费的 20%，最终成为保险承保人口袋里的利润。

尽管如此，伯克希尔在承保网络保险责任时还是非常非常谨慎的。实际上有两个原因。首先，我们很难知道一次事故可能会造成多大的损失，也很难知道网络损失的聚合潜力(aggregation potential)，尤其是当某些云计算业务陷入停滞时。这种聚合潜力可能是巨大的，而无法确定最坏情况下的赔付上限才是我们担心的地方。其次，我们也很难了解所谓的潜在损失成本或销售成本会是多少。这不仅仅是针对的单次损失，而是长期的损失，这些损失必须相当好地控制在 100%以内。

我认为，在过去的四五年里，保费损失低于 40%，留下了可观的利润率。但话虽如此，目前还没有足够的数据来说明真正的损失成本是多少。因此，在我们的保险业务中，我告诉运营人员，我不鼓励他们承保网络保险。如果为了满足某些客户的需求需要承保网络保险，而我告诉他们，无论你收取多少费用，你都应该告诉自己，每次承保的网络保险，你都在赔钱。我们可以争论你损失了多少钱，但你的心态应该是，你不是在赚钱，而是在赔钱，然后我们应该先从这一心态开始承保。所以，它预计这将成为一个巨大的生意。我的猜测是，在某些时候，

它可能会成为一项巨大的业务，但可能会伴随着巨大的损失。我们的做法是，在我们获得一些有意义和可依靠的数据之前，暂时不参与其中。

巴菲特：好了，你们刚才已经了解了为什么 Agit 是无价的。因为当你承保时，你真的要考虑你会损失多少？这个问题，我记得第一次发生的时候，应该是在 1968 年，当时各个城市都发生了骚乱，因为我觉得是 BobbyKennedy 的死或是 MartinLutherKing 的死引发的，但我不确定是哪一个。但无论如何，当你承保时，保单中都要有一个赔付限额。但问题是，一次事件引发的后果会是什么？因此，如果有人在某个城市被暗杀，导致全国数千家企业蒙受损失，如果恰好你承保了成千上万份保单，那么你陷入的是一个事件还是数千个事件？

这种困境在网络领域尤为突出。你仔细想想，如果说你为每项风险设定了 1000 万美元的赔付限额，这么做很棒，如果你因为某些事件损失了 1000 万美元，你能够接受。但问题是，如果这一个事件最终影响到数千份保单，而这些保单又以某种方式联系在一起，那么法院就会做出超出限额的判决。你承保的保单就可能打穿定价，而且可能让公司破产。

我会告诉你，大多数人在承保时都想承保任何时髦的险种。而网络保险是个简单的业务。你可以承保很多。而且代理人也喜欢它。你知道，他们每签一份保单都会得到一份佣金。你必须要让一个负责该业务的人明白，你可能会面临你做梦也想不到的风险，这可能比某个地方发生地震还要糟。就因为你有一大堆限额为 100 万美元的保单。我想说的是，人类的天性就是这样，大多数保险公司都会非常兴奋，他们的代理人也会非常兴奋，这很时髦，也很有趣，正如查理所说，这可能是老鼠药。好的，这就是全部的看法。有请第六区。

问题 12：传统能源向清洁能源过渡需要时间，我们无法让 9 个女人怀孕在一个月内生出孩子

股东：早上好，我的来自内华达州拉斯维加斯的退休人员 MariaPrenis，这个问题是问巴菲特和阿贝尔的。我今天是作为内华达州 Chispa 成员来到这里的，这是一个由进步的拉丁裔领导人组成的司法环境团体。我几乎是代表内华达州拉丁裔家庭来到这里的，他们正在为支付水电费而挣扎，希望能用上负担得起的清洁电力。今天我想问一下，为什么伯克希尔旗下的内华达州能源公司 NVEnergy 要建设新的天然气发电厂，而不是投资太阳能发电？内华达州是全国阳光最充足的州之一，我是否可以期待看到未来的领导层更加认真地对待化石能源方面的危险投资？谢谢。

阿贝尔：谢谢。正如我们之前提到的 NVEnergy，那里发生了很多事。毫无疑问，太阳能对 NVEnergy 来说

是一个巨大的机遇，我们将继续将其作为一种资源加以利用，并继续投资于该公用事业公司和内华达州的其他公用事业公司。当你想到能源行业的转型时，我们也正处于这样一个阶段，正如前文所述，我们正在从碳资源向可再生资源转型，但这不是一夜就发生的，这种过渡需要很多年。我们使用的可再生资源，**无论是太阳能还是风能，都是间歇性的能源，我们确实在尝试将其与电池相结合。但目前我们无法完全摆脱碳资源。**因此，如果我说到 NVEnergy，实际上，在明年我们的最后两台燃煤机组将关停，但我们将用一台新的燃气机组取代它，这对于确保系统的可靠性和客户的可用性是非常必要的。我们是与州代表和监管机构合作完成的，以确保我们能够每时每刻都为客户提供电力服务。

在爱荷华州，我们有很好的例子，有时我们 100% 的能源都来自风能。我们对此感到非常高兴。我相信，我们将在地球日那天实现这个目标。我们有足够的风能来满足该州的需求。但第二天，如果没有风，我们就需要天然气资源，我们用天然气发电厂来填补这个缺口。实际上，这就是我们内华达州仍然面临的现状。因此，我们将继续向可再生资源过渡，无论内华达州的太阳能还是其他领域的风能，再结合上电池。但在可预见的未来，我们确实认为天然气是一种非常重要的资源，有助于保持能源可靠性和满足客户需求。当然以可负担得起的方式去满足客户需求也是其中很重要的一环。感谢您的评论。

巴菲特：是的，在内华达这样的地方，我们有资本做任何最有意义的事情。每个州对其监管委员会的叫法都不一样，但他们可能称之为公共服务委员会或类似的机构。他们正在决定，他们认为可以做什么，应该做什么，以便从一个非常复杂的公用事业业务转向不同的东西，而不会在此期间把事情搞得一团糟，让灯熄灭。我认为他们可能会非常同意你的观点，玛丽亚，由于再生能源的间歇性的问题，他们想要达到的目标不可能明天就做到。他们的工作就是确保电灯不灭。他们的工作也是转向更好的能源来源。但太阳能永远不会成为唯一的电力来源，Greg 可能对此有更多了解，但我不排除在储能等方面有真正的突破。对吗？

阿贝尔：对的，一般来说，目前的电池能以经济的方式提供四小时电力。当你想到没有太阳的时候，这将是一个挑战。现在，技术在不断进步，电池的时间也在不断延长，你可以花很多钱完成很多事情，**但现实情况是，电力系统需要在可靠性和经济性之间需要一个谨慎的平衡。**正如有人指出的那样，费率或客户支付的费用也确实很重要。因此，既要提供可靠性，又要以负担得起的方式提供，这两者之间要达到微妙的平衡。

巴菲特：我的朋友 Bill Gates 正在努力延长电池的工作时间。所以，你有一些非常聪明的人在做这件事，但这

不是一夜之间就能完成的。我能理解为什么人们希望一夜之间就能完成，但这需要大量的资金。这需要很多好点子，需要像 Bill 和 Greg 这样的聪明人，而不是我。我不明白为什么我一拧开关灯就亮了，但那些人真的明白。他们有很多人在做这件事，我们也有足够的钱来实现它，但有些事情就是需要一定时间的。我女儿讨厌我用这个例子，但这确实是这样，**你不可能让九个女人怀孕然后在一个月内生出一个孩子(十个月的活分给 9 个人干)**。我的意思是，**你可能想要一个孩子，所以你必须遵循某些自然规律**。好的，有请 Becky。

问题 13：佛罗里达州的保险监管正在改善

BeckyQuick：这个问题来自佛罗里达州达尼丁的 RichMcCloskey。他问，沃伦和阿吉特，你们能告诉我们对佛罗里达州的汽车和财产保险情况的看法吗？作为居民，这两方面似乎都失控了，由于佛罗里达保险市场似乎管理不善，这对伯克希尔来说是个机会吗？

AjitJain：是啊。佛罗里达的汽车保险和房屋保险经历了好几年的艰难时期。我们以及所有风险承保者都在佛罗里达面临着两个问题，首先，律师和佛罗里达保险市场上的腐败现象不断飙升，使我们很难为产品定价并盈利。其次，佛罗里达州的风暴，其频次和破坏程度都非常严重，这使得风险承保人很难赚钱。尽管如此，幸运的是，我们去年在佛罗里达州的经营情况非常好。正如我们去年谈到的那样，我们增加了在佛罗里达州的风险敞口，幸运的是没有发生任何糟糕的事情。因此，我们的很多保费都直接进入了利润。

佛罗里达是一个保险大市场，但佛罗里达州是保费是由全国其他地区补贴的。我认为这经不起时间的考验。佛罗里达州的保险市场，立法者正在努力改善。他们已经通过法律，减少了佛罗里达州的保险欺诈行为。我希望佛罗里达州能成为一个相当活跃的保险市场，因为归根结底，他们确实比其他一些存在保险危机的州，如加州和纽约州，更相信自由市场。所以，是的，佛罗里达州有问题。价格将大幅上涨，但最终，**我认为我们将实现一定程度的平衡，以便风险承保者能够获得体面的利润，并将资本部署在那里**。好的，请到第七区。

问题 14：根据自己的讣告选择人生的方向，去做自己喜欢的事情

股东：嗨，沃伦。我是来自加州阿古拉山的 ChristineHoneGarcia。感谢您作为一名优秀的教师，多年来向我们传授您的智慧。今天您想分享哪些，您认为每个人都需要听到的建议？

巴菲特：好吧，可惜你没再补充一些我们其他人想听到的内容。我想说的是，首先，你很幸运能生活在这个国家，因为这里有世界上很多地方都没有的机会。**但我真的想采纳查理的建议，想想你希望自己的讣告是什么样**

的，然后开始选择教育途径、社交途径、以及任何适合你在交往方面特定情况的途径。也许在我那个年代，应该是嫁给最能帮你做到这一点的人。好吧，查理会说你为伴侣提供了一些类似的好处。

但这个国家的机会基本上是无限制的。当你回溯到几个世纪前，如果你成为一个牧羊人或类似的东西，100年后你的孙子还是一个牧羊人，什么都没有真正发生。而在过去的200年里，随着工业革命的到来，无论是科学、教育还是健康，无论什么都发生了翻天覆地的变化。我们很幸运能出生在这个时代，我们中的许多人也很幸运能出生在美国。你正在进入一个有史以来最美好的世界，你想找到可以与之分享的人以及适合你的事业。

如果你很幸运，就像查理和我一样，你会在年轻时找到自己感兴趣的事情。但如果你没有马上找到，那就继续寻找。我总是告诉学生们，去找一份如果你不需要工作还想去做的工作。有时你很早就能找到，有时你会经历各种不同的经历，但不要忘了你真正想要去做的是什么，没有任何地方能像这个国家这样让你实现这一愿望。在很多情况下，你可以找到一个你愿意与之共度一生的人。而且，有时候你会很幸运地早早找到那个人，但有时候你也会犯错误。我会试着用一种非常非常笼统的方式，我会尝试弄清楚你希望如何回顾你自己的一生，想想你自己从今天就开始走上通往这个目标的道路，并期待沿途会遇到一些困难。但如果你这样思考，你就更有可能达到目标。好的，有请 Becky。

问题 15：伯克希尔 CEO 已经平稳地完成了过渡

BeckyQuick：这个问题来自德国汉堡的 AxelMayerseek。自从 GregAbel 和 AjitJain 担任副董事长以来，伯克希尔的运营 CEO 们发生了什么变化？运营 CEO 是否还能直接联系巴菲特？

巴菲特：答案可能会让你感到惊讶，但绝大多数的运营高管更愿意跟 Greg 和 Ajit 交谈，但这也是可以理解的，因为我做的事情并不多，我的工作效率也不如三四十年前。我对经理们的了解不如我们规模很小的时候那么多，那时我一天能完成的工作也比现在多得多。而你有如果你有 Greg 和 Ajit 在身边，为什么还要选择我呢？所以这个方式的效果非常好。我几乎无法想象还有什么能比 Greg 在一年里取得的成绩更好。我的意思是，Greg 见他们更多，了解他们的问题更多，Greg 可以给他们建议，他精力充沛。在保险方面，没有人比 Ajit 更有智慧。他们在保险方面与他有直接联系。现在，在我们把一些职务头衔贴在保险业上之前，他们就已经有了。而 Greg 当上副董事长后扩大了工作范围，他负责保险以外的所有业务。如果你调查一下我们那些归他管辖的经理们，他们中的很多人都会更喜欢他。少数不那么专注于自己的业务的人，我也不会采取行动，但 Greg 会。他们还是喜欢他这样

做。他能很好地向人们传递信息。

如果你有 20 个孩子，而且你很有钱，那么有些孩子无论如何都会努力进取，而也有一些不会。我们是一家非常非常富有的公司，但我们过去并没有一个对那些“不务正业”的人非常严厉的历史。但我们有些人会这么做，Greg 会对此采取行动，而查理和我则不会。不是因为我们不知道应该这么做，而是因为我们自己做得非常好(充分放权无为而治更好)。我们不愿意为此付出努力。我们不想以这种方式改变我们的生活。另外，我们在身体和其他方面都放慢了脚步。所以我想说，我从经理那里接到的电话数量基本上接近于零。

而 Greg 正在处理这些事情。我不知道他是怎么做到的，但我可以告诉你，我们找对人了。有了 Ajit，他很少做人员上调整，保险人员也更习惯与 Ajit 打交道，很明显，这些年来都是这样。所以，我不会说改变头衔真的带来了多少变化，因为他自始至终都是在负责保险的。总之，你可以去商学院看看，他们可以给你比我刚才给你更好的答案，但这就是我们在伯克希尔的做法。

Ajit Jain：是的，请允许我补充一句。从我的角度来看，过渡的效果非常非常好，但我认为功劳要归功于沃伦对于这种情况的处理。我的意思是，在宣布过渡期之后，很多运营经理过去习惯于就某个问题上直接打电话给沃伦。当过渡期结束之后，当他们继续这样做时，沃伦会非常巧妙地以他的方式处理他们，这样他就不会回答他们想要的东西，但同时让他们感觉良好，并告诉他们，他很高兴听到他们的声音并喜欢与他们交谈。因此，过渡期结束后，人们明白了这个信息并且做出了非常积极的响应。就今天而言，这不是一个问题。

阿贝尔：是的，我唯一要补充的是，我们在非保险部门和保险部门都有一批出色的经理。是的，是沃伦让这一切变得非常容易，但他们也是如此。过渡的非常容易，因为他们非常关心伯克希尔，他们非常关心伯克希尔的文化，他们非常希望伯克希尔取得成功。我们很幸运能在保险和非保险领域拥有这些经理人。所以，谢谢你们。

巴菲特：是的，Greg 说的是，在某些情况下，经理人们确实需要比我给他们更多的指导。你知道，我只是坐在那里读华尔街日报或什么的，而 Greg 不管怎样他一天有超过 24 个小时，我不知道他是怎么做到的。他确实是如此，但他更了解经理人。在判断企业的吸引力和做出资本决策等方面，我们有同样的感觉。他愿意工作。我是说，无论如何我都无法完成那么多事情。你知道，我以前几个小时就能做完的事情，现在可能需要 8 个小时，我阅读的速度没有以前那么快了。这个地方，如果我出了什么事，第二天都会运转得非常好。我不会接到任何电话，其实我们可以装个电话答录机，让人们以为我还在之类的。总之，就是这样。这比你在商学院学到的要少得

多，但这就是我们在伯克希尔的做法。好的，有请第八区。

问题 16：我们在印度没有任何优势，我们宁愿错过而不愿做错

股东：亲爱的沃伦、格雷格和阿吉特，感谢你们的邀请。你们的教诲不仅让我们成为更好的投资者，更重要的是，让我们成为更好的人。谢谢您的教诲。我是来自新泽西州的 Rajiv Agarwal。我经营着一家专注于印度的基金 Doodharshi India Fund。我的问题与印度有关。在过去的 5-10-20 年里，印度经济和印度股票表现相当不错。它是第五大经济体，未来几年将成为第三大经济体。我的问题是，伯克希尔是否在印度股票市场积极寻找机会，你会在印度投资什么有意义的东西？谢谢。

巴菲特：是啊，这个问题问得很好。我确信在印度这样的地方有很多机会。问题是，我们在印度市场是否有任何优势，无论是对这些业务的理解，还是一些可以促成一些交易方面的联系，而印度各方可能并不特别希望我们参与其中。我想说，这是伯克希尔更有活力的管理层可以做的事情，因为我们确实享有盛誉。现在，伯克希尔已经闻名遐迩，不只在美国，而是闻名全球。在这方面，我们在日本的经验就很吸引人。因此，在印度可能存在尚未开发或未被关注的机会。我不是做这件事的人，但这可能是未来的机会。

机会是有的。问题是，伯克希尔在寻找这些机会的过程中是否具有某种优势？尤其是在与使用别人的钱来获得报酬的人相比，不管是基于管理的资产还是其它类似的东西。我的意思是，**在这个游戏中，有很多人在购买和经营并不真正符合我们理念的企业。**我的意思是，无论发生什么，他们都会变得富有，而他们的报酬可能是基于他们购买了多少，而不是购买了什么。所以，伯克希尔的下一届管理层如何玩转这场游戏，我们将拭目以待。

幸运的是，一般来说你不用等太久。我个人现在感觉还不错，但我对寿命表略知一二。我想说的是，我不应该像这个世界上的一些人一样，在这样一个年龄签订一个四年的雇佣合同，因为你无法确定四年后你会在哪里就去接受一个四年期的雇佣合同。但你说得很对，**如果你精力充沛，有办法成为人们特别想与之做生意的一方。**

日本很棒，印度也可能很棒，但印度和日本不一样。我的意思是，我不能很好地适应不同的文化。有些人真的很擅长，我偶然遇到过一两个，几乎每个都比我强。但那是有可能会发生的。好的，有请 Becky。

问题 16：伯克希尔现在的管理结构可保证 20 年繁荣

Becky Quick：这是来自西班牙的 Ragael DePino 的问题。伯克希尔之所以能取得如此巨大发展，要归功于建筑师芒格先生和总承包商您，我们都非常感谢你们带领我们一路走来。我们知道，你们两位和其他许多人花费了

大量的时间，确保伯克希尔的文化为大楼的发展提供了坚实的基础。你们目前还拥有一批才华横溢的分包商 Abel、Jain、Combs、Weschler。然而，长期以来，你们的优势在于，有才华的分包商都希望与千载难逢的建筑师和总承包商合作。当承包商需要再次更新替补时，您认为伯克希尔将如何克服失去上述优势的丧失？在这座伟大的建筑中，有哪些潜在的翻新工程可能需要更换建筑师？

巴菲特：这是个很好的问题，我和查理过去已经讨论了很多。当然，伯克希尔只要它还是现在这样的管理结构，就不需要经常吸引人才。如果我们的董事会挑选任何人来经营这家公司，并认为你应该在 65 岁退休，那绝对是疯了。也许他们到了第二天就应该退休年龄，但当你了解到他们真正的管理能力时，你可能想把他们留在公司，直到他们真的开始受到衰老的影响。衰老在不同的时间影响着不同的人，但它最终会影响到每个人。所以如果我们董事会的行为违背非常困难的传统智慧，我们很有可能陷入困境。

但我认为，我们已经有了这样的团队，他们不需要经常做出决定。如果他们选对了 CEO，那 99% 的工作就交给 CEO 了。如果他们是另外的 1%，也就是说如果你做出了错误的决定，你有好的方法来纠正它吗？而这在我们目前的制度下是极难做到的。虽然不是不可能，只是基本不会发生。董事是一份很好的工作，你很难去弹劾某人，尤其是如果你非常需要董事职位赚到的薪水，而且你还想加入其他董事会等等。在董事会或董事方面，我们没有一个完美的制度，而且这种制度根本无法有效运作。好吧，我不应该这么说，但它并不像人们想象的那样运作。所以，我们只能解决未来 20 年的问题，除非发生意外情况。如果发生意外，那么董事们就需要在我们自己的组织内部，找到一个他们有信心的人，能在未来 20 年内维持我们所拥有的特殊优势。

有些事情发生的概率很低，但你还是得考虑到，我们现在就处于这样的位置。现在，如果 Greg 今天发生了什么事，每个人都会说，不要乘坐同一架飞机。应该做的是不乘坐同一辆汽车。飞机不会经常坠毁，但汽车经常出事。我见过很多这方面的公司政策，当你思考真正的风险的时候，这些政策真的有点疯狂。但无论如何，Greg 都必须告诉董事们，如果明天发生了什么事。他必须告诉董事们该怎么办。这可不是件容易的事。这将是他的决定，然后由董事来决定他的决定是否正确，但他会做出正确的决定。而你真正要希望的是，你能在经理人工作多久的问题上获得好运。我的意思是，在一个世纪里你可能需要选择三次，也可能需要六七次，但答案是你需要一点运气，你需要在死亡率表上有所突破。

但是，如果你真的有志于成为一个真正的大型企业的管理者，我们的企业是世界上独一无二的。因此，我们

可以为想要的人提供一些机会，这有点像查理所说的，要嫁给最适合你的人。基本上，从伯克希尔的角度来说，我们已经拥有了一些合适的人想要嫁的东西。如果我们选错了人，那么董事们就得做点什么，而这可能不会发生。但我应该说，它终究是一种偶然事件，一种可能性。Greg 现在被置于这样的困境中，你现在不必说出任何人的名字，但我相信股东会喜欢的。

阿贝尔：沃伦，我唯一想补充的是，这个评论的开始就是关于文化，我们在伯克希尔的文化就是，我们的股东，我们的合伙人，我们业务的经理人，都拥有所有者心态，这是永远不会改变的，这将吸引各个层面的合适的经理人。因此，我认为，正如沃伦所说，伯克希尔是一家非常特别的公司，但正是这种文化使其与众不同，这一点不会改变。好的，有请第九区。

问题 17：好的企业可以适度容忍不良的 CEO，伯克希尔有一个不错的 CEO

股东：嗨，我是伯克希尔的股东 ShermanLam，在马来西亚吉隆坡的家族办公室工作，很高兴见到你，沃伦，还有你的团队。在我的家乡，你是个英雄。你和查理都积极地改变了我以及其他许多马来西亚人和东南亚人的生活，不仅在经济上，而且在我们如何引导我们的生活和人际关系方面。非常非常非常感谢。

我的问题是，在过去五年疫情大流行期间的资本配置、选股和投资组合，您的团队在业务方面最大的收获是什么？沃伦，如果你能就 Ted 和 Todd 以及 Greg 和 Ajit 各自的业务发表看法和意见，我将不胜感激。谢谢。

巴菲特：是的，我不想做个人评价，但你所做的其实是资本配置的工作，这也是我的工作，我不会去卖保单或其他什么东西。你代表着一群股东，就像我们代表着一群股东一样。我们完全清楚自己的使命。你知道，可能其他人并不同意我们的使命，但我想说，在很多地方，你知道，他们就是不同意我们的使命。例如，**我认为任何想在 65 岁退休的人都没有资格担任伯克希尔的 CEO。**如果选错了 CEO，(在伯克希尔)他们可能第二天就会退休。但更换 CEO 是我们不希望看到的。现在我们已经很好解决了继承人问题，而且可能性非常大，但还远远不能确定未来 20 年会发生什么。现在，但你必须为意外情况做好准备。董事会里有几个人知道我会怎么做，但这取决于 Greg。但如果 Greg 和我同时离开，你就不得不做出另一个决定。有几个人知道我的想法，但董事的工作就是找到合适的 CEO，而**合适的 CEO 并不能让一个糟糕的企业变得伟大。**

TomMurphy 是我所认识的最好的业务经理人。他说，**真正的关键是购买对的企业。**在那之后，Murphy 又带来了无数其他的特质。但是，查理曾说过这样一句话，基本上就是，我们可以把 TomMurphy 请来管理我们的

纺织品业务，这样的话该业务的情况会好一点，但它还是会失败。我之所以一直坚持纺织品业务的原因之一是，我非常喜欢 Ken Chase，我觉得他是个了不起的人，是个非常优秀的经理人。如果他是个混蛋，我们会更快退出纺织业务，我们会过得更好。所以答案就是，让 Ken 进入电视行业并得到广告业务的支持，就像 Murphy 所做的那样，是一个更好的结果。

Murphy 很早就意识到了这一点，他从一个糟糕的业务做起，那是纽约奥尔巴尼的一个 VHF 电台，他与通用电气等公司竞争。公司在 1950 年一个退休荒废的修道院里运营，他只在粉刷了面向街道一面墙，他只有一辆车在城里运营，但他把它叫做“六号”新闻车。但就这样，他建立了一家令人难以置信的公司，他之所以能建立起这家公司，是因为他是我见过的最好的经理人。但除此之外，他在一个还不错生意里。关键在于找到另一个 Tom Murphy，然后给他们一堆好生意，他就知道该怎么去做。现在，这并不像大多数公司所指定的制度那样精确，但你真的不能比这更精确了。我的意思是，你可以有委员会、管理顾问和所有人。但并不是管理顾问雇佣了 Tom Murphy，我忘了他当时在做什么，起初他的目标销售额是每周几千美元，然后他的目标是 2000，3000，他一直这样做，最后超越了所有这些人，包括 CBS 和 ABC 这些世界巨头。能够观察到这样的东西，这真的是人生中一堂很棒的商业课。我从他对我说的话中学到了很多东西。我只是通过观察像他这样的人的行为而学到的。我的意思是，这就像看一个伟大的高尔夫球手，或一个伟大的网球运动员，然后你应该学习一些关于如何挥杆的东西，一些你试图进化的或类似的东西。

所以，这对你来说并不是一个很好答案。但到目前为止，我认为这个方法是非常有效的。我很确定这对 Greg 是有效的，这取决于未来的人们，你知道，在我去世后，每平均 20 年或类似的时间做出一个(选择继承人的)决定。这是个正确的决定，但如果发现是个错误的决定，就必须纠正它。这就是董事会的作用。我们的董事会的一些人真正理解这一责任。他们认真负责，但他们也不会把个人看得太重。因此，他们不必做很多事情只是为了看起来很忙，他们也不会利用我们作为进入其他董事会的垫脚石。但我们有真正相信我们所做事情的人，他们才是让伯克希尔运转起来的人。如果他们在 Greg 去世的问题上遇上好运的话，他们就可以像我们所做的一样，睡上 20 年左右，然后再做下一个决定。

伯克希尔拥有世界上一切可用的工具来实现它的目标，并保持现有的目标继续下去。我的意思是，我们的净值已经从 2000 万增长到 5700 亿。虽然我们出手的机会并不多，但我们能比别人更好地完成一些大交易，偶尔

的时候，我们还是唯一愿意这样做的人。在这种时候，我们要确保美国政府认为我们是局势的拯救者，而不是像 2008-2009 年银行那样的累赘或待救助对象，当时他们都被划为同类，但我们要确保决定我们未来的声誉不会被玷污。我认为没有人比伯克希尔更适合做这件事了。好的，有请 Becky。

问题 18：手握现金是因为没有吸引人的投资机会

BeckyQuick：这个问题来自 JohanHalen，他写道，年底你坐拥 1,680 亿美元的现金，而今天你告诉我们已经超过了 1,820 亿美元。他的问题是：第一，巴菲特还在等什么？第二，为什么不至少部署一部分现金？

巴菲特：我认为这个问题很容易回答。我认为在座的任何人都不知道如何有效地使用它。因此，我们没有使用它。当前利率为 5.4%，我们没有配置它们。但如果利率为 1%，我们也不会配置。别告诉美联储，但我们只会对喜欢的球挥棒。如果有人试图对每个球都挥棒，或因为前两个投球都没挥棒就觉得应该对在第三次投球时挥棒，或者类似的事情，有时这个道理很明显。但我想说的是，我现在并不喜欢管理 100 亿美元。我认为查理或我可以在 1000 万美元规模上赚取更高回报，因为我认为有一些投资只发生在非常非常小的规模上。但如果我们有 100 亿美元，基本上我不会看到比现在更多的投资机会。如果的确会有像日本那样的投资，我们会去做。如果公司有 300 或 400 亿美元，我们会获得很好的股本回报率。如果现在我看到这样的公司，我会为伯克希尔这么做的。但我并没有绝食抗议投资或类似什么的。只是投资机会不那么吸引人。有些特定的机会是会改变的，我们将拭目以待。好的，有请第十区。

问题 19：原来的房屋交易系统(偏垄断)运行的非常好，经纪人为买家提供高质量服务

股东：巴菲特先生，这是您每年主持的一个令人难以置信的年会。我叫 SeanCawley。我是伯克希尔家居服务公司在亚利桑那州和加州的房地产经纪人。我的母亲 Cindy、我的哥哥和我的两个姐姐都在伯克希尔家居服务公司从事房地产销售多年。我们喜欢成为伯克希尔大家庭的一员，此外还有 7 万名为该公司销售房地产的代理，家居服务公司上周刚刚以 2.5 亿美元解决了我们有关佣金的集体诉讼。这一金额比 KellerWilliams 多出约 1 亿美元，比 RealEstate 多出 1.665 亿美元。作为伯克希尔家居服务公司在多个市场的房地产经纪人，和连续 15 年参加这个会议的股东。我进入房地产行业的原因之一就是因为这个会议。鉴于最近的协议，你对买房和卖房有何看法？或许也可以问问 Greg 和 Ajit。当您再次买房时，会选择伯克希尔的经纪人吗？

(2024 年 3 月 15 日美国全国房地产经纪人协会宣布同意支付 4.18 亿美元与房屋买卖方代表达成集体诉讼和解，该诉讼指控 NAR 违反反垄断法，通过实施高佣金方式来欺骗房屋买卖双方，并导致房价居高不下。此举意味着，延续百年美国购房交易中的标准 6%佣金恐将不复存在，房地产行业将可能迎来重大变革，有望降低房屋买卖

的成本。根据和解协议，NAR 同意修改其关于佣金的规则，取消了固定佣金制度。佣金不再为预定的 5%或 6%，而由卖家和卖房经济协商议价，而且大概率仅包括卖房经纪佣金；卖方经纪无权决定买房经纪佣金。买方经纪以后需要直接向买家要，或通过卖方经纪和卖家协商确定支付；经纪人不一定需要使用 MLS 才能做中介收佣金。最大受益者为卖家，因为卖家获得议价权，不用一次性支付双方经纪 5%或 6%佣金，可选择报价更低的卖方经纪。）

巴菲特：HAH，正如有些人指出的那样，我并不经常买房。但我肯定会考虑他们，但我买房的可能性很低。

我很感激你能加入我们。关于和解协议，Greg 一直在跟我通报情况，但我 100%交给了他，Greg 你想谈谈吗？

阿贝尔：当然。非常感谢您和您的家人成为我们的经纪人并为伯克希尔家庭服务公司工作。我想这里面有几个问题。首先，毫无疑问，这个行业会因为该和解协议而经历一些转变。我们以及行业内的其他主要公司都达成了和解，美国全国房地产经纪人协会以超过 4 亿美元的价格达成和解。因此，实际上每个人都被卷入了这次和解，它为家庭服务和行业的发展奠定了基础。与该和解相关的许多变化或正在酝酿之中。有一点我希望你们绝对会同意，那就是房地产经纪人仍然是这些交易的重要组成部分。，这是在我们的管理中进行大规模投资的一次机会，因为拥有经纪咨询至关重要。这确实是我们的业务和其他业务所依赖的，佣金结构如何变化，如何进行协商，这才是真正的谈判。它不再是买方自动向卖方代理支付佣金。现在必须协商谈判。虽然这将影响房产交易，但我认为房地产经纪人将继续是交易的一个非常重要的部分。我认为，家庭服务和这个行业仍将保持非常重要的地位。我唯一想与我们的股东在更广泛的基础上分享的是，家庭服务公司应承担义务，家庭服务公司也能履行义务。这是一个重要的条件，因为他们也在起诉伯克希尔和伯克希尔能源公司。我们说，你们可以单独起诉我们，但和解协议将由家庭服务公司负责，并且这是家庭服务公司的义务。他们做出了最终的和解方案，我们将从这里继续前进。所以，沃伦，你还有任何其他补充吗？

巴菲特：是的，在过去 93 年里我已经卖掉了两所房子，我也买了现在还住着的那一套，但显然我也买了其他两套，我没有协商降低佣金，尽管最后一套的售价高达 700 万美元。在某种程度上，人们确实会协商降低佣金，但我可以告诉你，我看过这些数字，我认为这个系统确实运作得非常好。我从学校毕业的时候，他们有所谓的 MLS 房产销售系统，所以我在一定程度上参与了观察整个房产系统的运作，我知道我们的经纪人平均收入是多少。我知道他们花费了多少时间在上面，而有时并没有成交。我不认为我们最终会有一个更好的系统，但这取决于 Greg 和家庭服务公司人员如何解决这个问题。但我喜欢我们的经纪人团队，我们有大量的房地产经纪人，我鼓励我们在房地产经纪业务上的扩张。我们收购伯克希尔能源公司时，只有一两个业务部门，但我们确实建立了一个相当不错的公司。我认为这是一项非常基础性的业务。90%的人在买卖房屋时都需要帮助。我一辈子都在观察

这一行业的运作，也和很多从事这一行的人打过交道。

但法庭已经做出判决，我告诉 Greg，以他认为最好的方式去处理。不管他觉得怎样最好。我对我们的处理方式非常满意。我想我对这一判决感到惊讶，但在保险业，我们有很多次判决经常都会令人感到惊讶。我的意思是，想想我们面对的各种事情，当 911 事件发生时，我们从来没有想过这样的事情会发生，但它就是发生了，然而我们不知道那是一个事件还是多个事件。如果他们关闭了纽交所，那么一堆经纪人和各种各样的人都会在一段时间内失业或失去收入。这是一个事件还是多个事件？在生意场上会遇到各种各样的事情，而我们只是兵来将挡水来土掩。密苏里州的这个判决让我很吃惊，但我们也对其他一些判决感到惊讶，我们会继续做明智的事，向前迈进。Greg，你想再说点什么吗？

阿贝尔：我唯一想补充的，也许是关于交易模式的变化。他问了一个问题。是的，我们会一直这样做，我不能代表 Ajit 发言，但我们会一直使用家庭服务代理。但有趣的是，我在国外买过房子。我住在英国的纽卡斯尔，我在那里经营我们的公用事业。在美国以外的地方买房是完全不同的体验。在美国我们的经纪人对整个交易过程非常负责。正如沃伦所说，**为了确保交易完成，他们会投入时间和资金。当你完成交易时，他们会确保你最终会得到的东西，实际上就是你认为你所购买的东西，而这并不是世界各地的一贯做法。虽然也有更实惠的交易模式，但还是那句老话，一分钱一分货。**因此，我认为我们的房地产经纪人在我们的业务中提供着令人难以置信的价值，正如沃伦所提到的，它将会生存下去。形式可能会有点不同，但毫无疑问，它将继续茁壮成长。

巴菲特：是的，我们仍然希望以合适的价格收购房地产经纪公司，我希望十年二十年后，我们在这个行业的规模比现在更大。我确实以 700 万的价格买了一套房子。我没有协商 6% 的首付，但我觉得我花的钱是物有所值的，而且我生性吝啬，所以我对此并不是毫不在意。我只是我得到了我花的钱的价值。好的，有请 Becky。

问题 20：自动驾驶只是将很多保险费用从司机转移到了设备提供商身上

BeckyQuick：这个问题是问沃伦和阿吉特的，来自 JeffOyster，作为伯克希尔和特斯拉的股东，如果 ElonMusk 实现了他的完全自动驾驶目标，那么对 GEICO 可能产生的财务影响是什么。在特斯拉最近的财报电话会议上，Elon 说：如果你掌握了大量具有统计学意义的数据，确凿地表明自动驾驶汽车的故事率是人类驾驶汽车的一半，我认为这很难被忽视。假设 Elon 成功地将故事率降低了 50%，那么汽车保险费率不就会下降，以反映承保风险的降低，从而对 GEICO 的收入和浮存金甚至利润率产生不利影响吗？

巴菲特：是的。如果是这样，是的。我们不妨举个极端的例子。假设明年美国只发生三起事故，出于某种疯狂的原因，任何减少事故的措施都会降低成本。但这比以前的环境要难得多。但很明显，如果真的发生了，数据就会显示出来，我们的数据也会显示出来，保险价格就会下降。过去曾有很多人说要进入保险业。通用汽车保险业务曾经做得很大，Uber 刚起步的时候也是如此。他们通过一些公司开展业务，我想现在是一家叫 jettl 的公司，他们已经接近破产了不是吗？因为以错误的价格承接业务行得通吗？保险看起来总是比实际要容易，因为有趣的是，保险业务一开始就能拿到钱，然后你会发现自己是不是做了什么蠢事，但当你递给他们一张小纸就有人给你钱时，这是个非常诱人的生意。但如果事故减少 50%，这对社会是好事，对保险公司的业务量则是坏事。但到目前为止对社会有利才是我们追求的目标。你可能会发现这很有趣。实际上，每行驶一亿英里乘客的死亡人数，在我年轻时是 15 人左右，第二次世界大战后它只下降到 7 人左右。Ralph Nader 为美国消费者所做的贡献可能比历史上任何一个人都要多，因为现在已经降到了 2 以下。我认为如果没有他，这个数字不会降到现在这个程度。

(Nader 被认为是美国现代消费者运动之父。在过去的几十年里，他一直单枪匹马、坚持不懈地提高美国消费者的自我保护意识，呼吁政府规范工业生产，提高产品安全。1959 年 4 月，Nader 从哈佛毕业后不久发表了一篇题为《买不到的安全车》的文章。1965 年出版了《任何速度都不安全：美国汽车设计埋下的危险》一书。在 Nader 的推动下，1966 年 9 月美国国会通过了《国家交通及机动车安全法》，规定汽车制造商有义务公开发表汽车召回的信息，进行免费修理。这就是世人所关注的汽车召回制度。因此 Nader 被认为是汽车召回制度的创始人。1969 年纳德在几家基金会的资助下成立了一个组织：应对法律研究中心。以打假和维护公民及消费者利益为己任的纳德因此闻名遐迩。后来担任美国公共事务组织主席的纳德曾被《时代周刊》认为是“美国最难缠的消费者”，并于 1979 年被《美国新闻与世界报道》选为 20 世纪最有影响力的 100 名美国人之一。纳德之所以被称为“现代消费者运动之父”，是因为他和他的同事以及学生们确实极大地改变了维护消费者权益这一思想的涵义)。

有一些关于人们在疫情期间的行为的偶然数字，这很有趣，因为他们虽然没有开那么多里程，但他们开得更危险。是这样吗 Ajit？

Ajit Jain：是的，但我想说的是，就特斯拉而言，由于他们的技术，事故数量确实减少了，这当然是可以证明的。但我认为还需要考虑的是，每一起事故的维修成本都在大幅飙升。因此，如果将事故数量乘以每起事故的成本，我不确定总量是否下降到了特斯拉希望我们相信的程度。特斯拉一直在考虑直接或间接地承保。但到目前为止，它并没有取得多大的成功。时间会证明一切。但我认为，自动驾驶只是将很多保险费用从司机转移到了设备提供商身上。

巴菲特：好了，快到中午了，我们要休息吃午饭了。我只想告诉大家，如果他们能在下午 1 点钟重新开会时就回到座位上并做好准备，我会非常感激。因为我们将放映一短短片，并对一些我认为很有趣的事情进行一些解释，我认为会非常有趣，当然感兴趣的是我。所以我想我们将在 12 点准时散会，我希望每个人都能在 1 点钟准时

坐在自己的座位上，保持安静。但我们不希望 1 点钟人们还在这里闲逛，就像在纽约或其他地方看演出一样。我们只需几分钟就能结束，但我们不想在那期间安排观众就座。现在我们将继续到 12 点，然后我们将休息到 1 点。好的，有请第 11 区。

问题 21：我不知道电动汽车行业谁会是赢家

股东：我是来自弗吉尼亚州夏洛茨维尔的 HumphreyLiu。我去年提过这个问题，现在想再提一次，也可以说是后续问题。传统是有道理的，但它我们所处的是一个不断变化和不同的世界。从全球趋势来看，零排放汽车终于到了大规模应用的边缘。无论是特定的汽车制造商还是相关技术领域，您是否在这一领域看到任何机遇？作为补充，我还要指出，伯克希尔在能源、共享飞行和比亚迪方面都有非常相关的利益。谢谢。

巴菲特：好的，我们会的。希望你是对的。到目前为止，(电动汽车)大规模采用还是一个进行中的目标，但我希望我们能实现。但我不认为伯克希尔在这方面有什么特殊才能。我们有汽车制造商，我当然不知道如何在这样的行业中挑选赢家。但如果有赢家，我会很高兴。但不要指望我们能预测谁会是赢家，也不要指望我们预测什么时候会发生什么。到目前为止，这显然是一个不断变化的目标，是社会面临的一个令人难以置信的问题，可能政府暂时还不擅长解决这个问题。整个气候变化都有一个可怕的问题，因为事实上美国是造成这个问题最严重的国家。然后我们要求贫穷的国家说，你们必须改变生活方式，因为我们的生活方式已经改变了。但这个问题确实还没有解决。对我来说，这是个令人着迷的问题，但我对于如何真正切入这个领域没有任何补充。

我 1930 年出生时，世界人口统计基本上只有 20 亿。现在有 80 亿。现在，如果你在 1930 年问任何人，如果你问世界上最聪明的 50 个人，在我 93 岁的时候，世界上最合适的人口是多少。他们不会说 80 亿。不会有任何人接近这个数字。但人口真的到了 80 亿，现在我们正在承受这个结果的一些后果。我们在美国得到了好处。在某种程度上我会有些夸张，但发达国家基本上都得到了好处。然后我们告诉一大堆其他人，我们希望他们因为我们的生活方式而改变他们的生活方式。我们将拭目以待。但这是一个很难、很难、很难在几百个国家之间解决的问题。我真的没有什么可以贡献的。

致敬环节

卡罗尔卢米斯

露丝戈特斯曼



巴菲特：现在，我收到了面前显示器给我的提示。我想在这里介绍一个人，你们都知道，因为她已经来过这里很多次了，那就是我的朋友 Carol Loomis，她 6 月 25 日就要 95 岁了。您可以将给她的礼物寄到我们办公室。Carol 从 1977 年开始编辑伯克希尔的年度报告。(鼓掌)有两点我想提一下，每年我都会给 Carol 一个小礼物，是一条手链，那是当年报告首页的复制品，每年颜色都不同。从 1977 年到现在，她已经有 47 个了。我想她每个胳膊都挂了十个。但我想如果她把它们都戴在一只胳膊上，这只胳膊会不会比另一只长四五英寸。我相信她预见到了这一点。我还想透露另一个问题。Carol 在这里的时候，我想再问一个问题，因为我相信在座的大多数人都是和我一样长大的，知道 Ty Cobb (Tyrus Raymond Cobb) 一生的平均打击率是 36.7%。我是说，他是所有人中的佼佼者，也许这个记录永远不会被打破，而 Ty Cobb 的 36.7% 是不朽的。但卡罗尔有一个特点，可能你们大多数人都不知道，那就是她和 Ty Cobb 约会过。卡罗尔的办公室在 6th Avenue 和 50th Street 交叉口的 TimeLife 大楼里，NBC 就在洛克菲勒中心街对面，她的问答节目成了电视的头牌，Carol 就是这样一个人，她在午餐时间走到街对面参加了 1950 年代末的问答节目，他们给了她关于棒球的问题，当然 Carol 都答对了，她对各种事情都了如指掌，所以她知道所有的答案。当时她还是单身，然后她回到了她的办公室。有一天她接到一个电话，听起来像是个来自佐治亚州的年轻人，他说，我叔叔是 Ty Cobb 他想请你在 21 号吃午饭，于是卡罗尔在 21 岁的时候和 Ty Cobb 共进了午餐，我想他后来又吃了一次午餐，然后她决定取消约会。但那些关注棒球的人可能已经注意到，1990 年代他们发现 Ty Cobb 打球时的统计数据有问题，他的打击率实际上只有 36.6%，有几次击打他们没有计算在内，所以我真正想从 Carol 那里知道的问题是，如果泰科布的打击率只是 30.0% 或类似的数字的话，她就不会和他约会，但她会告诉泰科布留在亚特兰大别来纽约的分界点在哪里呢？如果有人有麦克风的话 Carol 可以就这个问题发表一下自己的看法。这是我和所有好奇者都想知道的未解之谜，只有她知道答案。她和女儿 Barbara 在一起，她嫁给了一个很棒的男人 John Lewis，我相信 Barbara 一直都想问这个问题，但在家里很难回答。但我是

个讨厌的家伙，会在很多人面前这么做。Carol? (谢绝回答) Barbara：无论怎样她都会很高兴的。

巴菲特：谢谢你 Carol。Carol 是最好的商业作家。她来自密苏里州一个大概有一千多人的 ColCan 小镇。她从没上过会计课，但她最终成为了美国最好的商业作家。实际上她并不想当编辑。我是说她本可以在《财富》做其他事，但她就是喜欢写商业故事。就像我说的，没人能与她相提并论，她白手起家。1977 年我请她编辑我的报告，结果她不仅是个优秀的编辑，还是位优秀的作家。一直到今年 Carol 都在编辑伯克希尔年报。大家都喜欢读这些报告，让我们为 Carol 鼓掌吧。

巴菲特：好的，有人让我在你们去吃午饭之前放一段视频，因为只有 30 多秒钟，然后我们回来的时候再详细谈谈。让我们把灯光调暗，我们会看到一位伯克希尔股东在前几天出售我们价值 10 亿美元的股票时做了什么。你们会见到一个人，她可能有很多钱，但她是很多伯克希尔股东的原型。这将是我们回来后讨论的第一件事。但你们中的一些人可能已经注意到了，几周前，RuthGottesman 向 AlbertEinstein 爱因斯坦医学院捐赠了 10 亿美元，以照顾我们所有人。但当爱因斯坦学院宣布她刚刚决定永久承担学生所有的教育费用时，他们的感受是这样的，让我们播放短片吧。(我很高兴地告诉大家，从今年 8 月开始，爱因斯坦医学院将免收学费)。这就是为什么查理和我在经营伯克希尔时如此开心。她把 10 亿美元转给了其他人。她恰好用伯克希尔的股票做到了这一点。你知道，他们提出以她的名字重新命名学校之类的事情，但她说爱因斯坦这是个相当不错的名字，所以她并不是自负，什么都没有，她只是决定，让近 150 名学生能够从一开始就无债一身轻的开始生活。她很高兴的做了这件事，没有人要求她这样做，请记住她，我向她致敬。我们先去吃午饭，回来再继续讨论这个问题。谢谢。

下午场

致敬伯克希尔股东

巴菲特：请大家就座。我们将在三点结束，所以我们越早开始，就越有机会讨论你们可能提出的各种问题。不过，我还是想接着午餐前播放的那部短片，因为它反映了伯克希尔的一些事情。

全美国有各种各样的上市公司和富有的上市公司，当然也有这样的情况，在一个家族中，有人赚了一大笔钱，并将其投入到慈善事业中，或者大部分投入到慈善事业中，比如 WalMart 的头号人物 Walton 家族。微软的 BillGates 也做了同样的事情。但伯克希尔的与众不同之处在于，数量众多的股东遍布全美，不仅仅是奥马哈，而且很多不同的伯克希尔股东向当地慈善机构捐赠了 1 亿美元或更多，而人们通常对此并不知情。我认为这是国内

任何其他上市公司的数倍。Bill 为慈善事业投入了巨额资金。我不知道沃尔玛家族的详细情况，但我确信沃尔玛家族已经做了各种慈善事业，并将继续做下去。

但我想你找不到哪家公司有一群彼此没有亲戚关系的股东，而他们中的很多人都做过类似 Ruth 几周前所做的事情，只是交换一张他们珍藏了 50 年的小纸片，他们自己也过得很好。他们没有剥夺家人的任何东西，但他们也不觉得自己必须创造一个王朝或其他什么，他们把钱回馈给了社会。很多人都是匿名的，他们在许多州都是这样做的。在某种程度上，我们在内布拉斯加州看到了一些这样的集中现象，因为一般来说，当你捐出很多钱的时候，在慈善界，他们称之为吸收能力。而事实是，一次拿出 10 亿或 100 亿美元来给那些需要帮助的人是非常困难的。因此，大型机构具有这种吸收能力，它们往往是大学或学院或诸如此类的机构。有些慈善机构比其他慈善机构更有想象力。

但有一点，他们中的大多数人都愿透露姓名，所以我无法讲述他们的具体故事。但我不得不说，有一件事令人震惊就在同一天，我们从 Ruth 手中买下了价值十亿美元的伯克希尔类股票。我猜我们其实是从学校手里买的，因为她刚把股票给了他们，所以交易是与他们做的，但我们办公室的 Mark Millard 从他们那里买了 10 亿美元的同时，也从别人那里买了价值 5 亿美元的股票，而这个人没人听说，而且是在另外一个州，我不会对此详细说明。但我们已经有了非常多的人，而且还会有更多的人来。

很明显，他们都是很早就加入伯克希尔的人，或是他们的父母，或是他们的祖父母，但他们都过得很好。他们没有剥夺自己任何东西，他们有两套住房。但基本上社区里的人都认识他们，但他们做慈善用的是自己储蓄的钱，而他们自己拒绝消费，储蓄就是延迟消费。他们为全国各地的一切提供慈善资金，通常他们喜欢匿名进行。我在年度报告中写到我妹妹时指出了这一点，Bertie 今天在这里。我告诉她应该穿件 T 恤上面写着不准搞社会活动之类的，但他们就是这么做了。查理和我都觉得，为这样一群人工作真的很开心，而不是为指数基金或对冲基金工作或者其他什么工作，我的意思是，实际上，这让你恢复了对人性的信心，也就是人们几十年如一日的推迟自己的家庭消费，然后他们可以做一些类似的事情。

我认为，最终医学院的 150 人可能会去追求不同的生活，有才华的人和不同的人去实现当医生的梦想，而人们不需要承担难以置信的债务，或者不管是什么情况。这样的例子数不胜数。我希望你们知道这一点。实际上，你们是上市公司中独一无二的股东群体，据我所知，你们在推迟自己消费的同时还能过得很好。所以，帮助别人

真的很有趣，这需要很多年的时间，但它真的可以达到非常可观的数额。Ruth 在我这个年纪做了一件事，她看着一张小纸片，这张纸实际上是对他人未来产出的索取支票。她说，这些成果不是为了她自己，而是为了未来数十年源源不断的人们，在追求成为医生的过程中，过上完全不同的生活。伯克希尔公司一直如此。当然，她的丈夫 Sandy 也为伯克希尔的业绩做出了巨大贡献。Sandy 是一个很好的合作伙伴。因此，这既有他的投入也有他家人的延迟消费。最后，爱因斯坦医学院得到了这份最后的礼物。就像我说的，同一天还有不同方式的另外 5 亿美元，但这种事情在各地都在发生，我不认为有任何公司会是这样。所以，我只想告诉你，能为一群优秀的人工工作，真是一件令人鼓舞的事。好的，有请 Becky 提问。

问题 1：你懂的经营企业就会懂投资。伯克希尔资本配置将由 CEO 完成

BeckyQuick：好的，下一个问题来自 SlavenVukobrot，作为 CEO，Abel 先生是否将负责由巴菲特先生一直管理的普通股投资组合，还是这一工作将由 Combs 先生和 Weschle 先生负责？既然投资可以被定义为相对选择的学科，那么重大的资本配置决策如大型收购，是否可以与普通股选择过程分开？

巴菲特：是的，我想说的是，这个决定实际上是在我去世后做出的，如果他们做得不一样，我可能会试着回来纠缠他们。但我不确定占卜板能否完成这项工作。所以，我永远无法知道投资工作是否能完成，但我很放心的是，这项工作将由一个董事会来完成，他们有大量的智慧，他们对这个不寻常的机构有着执着的追求，他们会想出解决办法的。但我想说的是，**如果我是董事会成员并做出决定，以我对 Greg 的了解，我可能会直接把资金配置交给 Greg。他非常了解生意。**

如果你了解企业，你就会了解普通股。我的意思是，**如果你真的知道企业是如何运作的，你就是一个投资经理。**你管理的资金也许只是你自己的资金，也许是其他人的资金。如果你真正感兴趣的是管理资产，也就是钱投在哪里，你不必真正了解资金管理这类事情，但 Ted 和 Todd 的情况显然不是这样。但我认为资本配置的责任应该完全在 Greg 身上。这个责任一直在我身上，我把其中的一部分外包出去了。**我曾经对如何处理资本配置有过不同的想法，但我认为责任应该由 CEO 来承担。**CEO 所作出的任何决定都可能有助于履行这一职责。这还要取决于在管理资金时投资决定。因此，我想说的是，随着伯克希尔的资金规模越来越大，我在一定程度上进化了自己的想法，我们不想让身边的 200 个人每人管理 10 亿美元的资金，这样做是行不通的。我认为，当你在处理我们将面临的巨额资金时，**你必须从战略角度考虑如何做大的交易，我认为 Greg 有能力做到这一点。**

我想我过去错过了很多东西，所以我现在在做这件事上更明智了。但是如果发生 2008-2009 年类似的事情，我会做得更好。但可以肯定的是，它不会完全像 2008-2009 年那样。但你可以说，有时巨额资金配置机会会来得特别快。也许五年一次更可能像是十年一次等等。但随着世界变得越来越紧密交织和复杂，出错的可能性也会越来越大。在这里探讨各种可能发生的事情是没有意义的。但它发生的时候你确实希望能够采取行动。我认为，**CEO 应该是一个能够权衡收购企业、购买股票，以及在别人都不愿意采取行动的时候真正采取行动的人。**2008 年人们并不是没有钱，而是金融系统瘫痪了。而我们的优势在于，我们确实拥有一些资本以及渴望采取行动的热情，而且政府实际上把我们视为资产而非负债。我认为，随着我们资本的增长，所有这些品质将变得更加重要。因此，我认为当发生非凡事件并且我们成为人们合乎逻辑的求助去处时，Greg 可能会比我做的更开心。你永远不知道它会是下周、下一年还是下十年发生，但你知道，肯定不会是一个世纪以后，会有更多的交织。世界金融形势越是错综复杂，从某种意义上说就会越是脆弱。它解决了很多小问题，但在大问题上却更加脆弱。Greg，这到底有没有困扰到你？

阿贝尔：我不直接回答这个问题。但我认为有一件事很重要，那就是在我们经历任何过渡时，重要的是要知道，伯克希尔今天所遵循的资本配置原则将继续存在。沃伦和我想传达的是，我们的经营性业务、保险和非保险业务，我们都将会为他们提供成功和发展所必需的资金。同时，当他们拥有多余的现金时，我们也希望他们能返还资本。然后，正如我们已经讨论过的，我们总是将潜在的新业务作为一个整体或整体一部分看待。正如你一直强调的，我完全同意，人们在投资一家企业时总是会关注股票，无论是 1% 还是 100%，**但我们关注的是这家企业的经济前景，它的可持续性如何，以及十年后它会是什么样子。我们最初投入的资本是否存在指数级风险，或者风险潜藏在哪里？概况如何？**现在我们显然会继续把多余的现金放在最安全的国债投资中，因为我们知道，我们要保持资产负债表的堡垒地位出于两个原因，首先是采取行动的能力，同时也是为了在出现问题时保护我们的股东。从现实的角度，我们希望保持伯克希尔现在的地位以确保它经久不衰。

巴菲特：听他这么说，我真希望这些年来自己能留下来做二把手而不是一把手。你知道，没有比我们正在做的事情更有趣的了，我们比以往任何时候都处于更有利的位置。不过，与美国企业的一般收益相比，我们并没有获得超额的回报。我希望我们能稍微好一点，但在下个世纪，很难预测谁会是赢家。如果你回顾一下，就像我们在前几次会议上所做的那样，**每隔十年回顾一下世界前 20 强公司，你就会意识到这场游戏并不像看起来那么容**

易。如果你不被劝说放弃过去行之有效的做法，不被潮流冲昏头脑，不听信那些心中的利益与我们股东的利益不同的人，取得一个体面的结果其实是合理的，应该是合理的。好的，有请第一区。

问题 2：投资分销业务就是在投资优秀的管理人才

股东：你好，巴菲特先生，我来自德国杜塞尔多夫的 Tomo Drge。这是我第一次来奥马哈，感谢您邀请我们来到这里。今天我的问题是给巴菲特先生和阿贝尔先生的。据报道，2019 年，您为 IT 分销企业 TechData 做了一点投资，并评论说您理解其作为中间商的角色。我想请您详细说明一下，您在评估像 TechData 这样的分销业务时所遵循的标准，以及它们的竞争地位。谢谢。

巴菲特：我们在分销业务方面有一些经验，在一定程度上了解它们的潜力和局限性。Greg 比我参与得更多。在这个案例中，有人已经出价，并且也有一个收购条款，我认为管理层可能更希望我们买下它。而当我们提出一个更高的出价时，原来的一方再次提高了出价，但我们从来不会两次提出同样的出价(我们不参与竞价)，所以我们放弃了。Greg 你来介绍一下吧。

阿贝尔：没错。2019 年，当我们看到其他公司出价和该分销业务的潜在价值时，我们认为 TechData 是一个独特的投资机会，我们就参与了。沃伦和我在讨论时，其他人给出了出价，我们认为应该与管理层谈谈。我们和公司团队谈了，他们对伯克希尔成为他们的长期所有者非常感兴趣。我们仍然认为这个机会很有价值。我们对分销业务非常了解。我们有 TTI 公司，它与 TechData 并不完全相同，因为他们非常具体地了解客户是谁，他们为谁服务、为谁供货、从谁那里采购。因为在分销方面，从需要他们产品的人那里获得信息非常重要。而且，另一方也需要对产品有需求。他们有一个很好的模式，比如说 TTI 公司，沃伦曾多次谈到创立这家公司的人 Paul。但这是一项独特的业务，因为我们在这项业务上的收入约为 100 亿美元。他们销售的平均零件价格略高于 9 美分。每年有 950 亿个零件从他们的仓库中经过。这是一个商业模型。但如果你在等式的两边都有合适的客户，并且都能理解这种商业模式，那么就会有独一无二的机会。这也是我们在 TechData 中看到的。正如沃伦强调的那样，我们竞标了。不幸的是，后来它被原来的竞标者买走了，我们也就放弃了。但我们对这家公司的评价很高。

巴菲特：在过去的三、四、五年里，我们大概总共看到了至少五家这样的公司。这不是一个梦想般的生意，但它是一个体面的生意。举例来说，许多产品的生产商只是不想占用他们的资金。如果你有一百万个 SKU，你需要保持全球库存，这就像卖糖块或类似的东西。在某种程度上，你是在为实现某种目的而服务，但实际上，这不

是你的产品。我的意思是，你只是生产商的一个很好的分销系统，可以在不占用大量资金的情况下，将产品提供给最终用户，也不需要从事他们不想从事的分销业务。

所以我们理解这个业务，TTI 并没有什么神奇之处，但它有一个了不起的人在管理。而当你找到一个了不起的人在管理某个业务时，在某种程度上，这就是在选择优秀的人才。几年前，Greg 和我去参加 Paul Andrews 的葬礼，现场有 300 人左右，没有一个人必须说一些特别好听的话，只是对逝者说了一些话。各位，我是说 Paul Andrews 是真正的 McCoy (Mc 是爱尔兰和苏格兰地区盖尔语里的一个缩写，Mc+姓是指 XX 家族的后代，The real McCoy 是句俚语意思是：真品，最好的东西)，他是位了不起的人。他在伯克希尔的表现非常好，他想为伯克希尔做的事比伯克希尔为他做的还多。我意思，这个逻辑非常简单。你会遇到这样的人，就像我说的，你会遇到为我们鞠躬尽瘁的人(bend over backwards)，也会遇到努力摸鱼的人(bend over forwards)，这个世界本来就是这样的，但我们遇到过不少为我们鞠躬尽瘁的人。

分销业务并不是什么了不起的业务，但它确实是一项业务，而且如果它足够大，我们会关注并收购它。TTI 一直在自行进行一些小额收购。我直到看了季度报告才知道他们。所以我们想要发展壮大已有的业务，我们希望在经营的每一个领域壮大我们的业务，而且我们有无限的资金来做到这一点。因此，如果小规模收购与我们已有的业务相吻合，我们愿意进行这些收购。但在我们的业务之外，我们并不会进行小规模收购。如果我们确实这么做了，我们也会做一些，只是我们没有足够的人才去这么做，而且这样做对伯克希尔来说也没有多少意义。所以，我们可能会很乐意与提问者达成交易。但如果我们没这样做，也不会有太大的影响。如果我们想这么做，如果我们做了，就会做得很好。对方会做出正确的决定。如果对方没同意，我们最终也会找到其他办法来处理这笔钱的。我们还可以通过回购我们的股票，为股东们多买一点 TTI 的股票，对吧。好的，Becky。



2019 年 10 月 16 日 Apollo 私募基金向 Tech Data 公司提出近 50 亿美元收购要约。随后巴菲特管理的伯克希尔提出 60 亿美元报价，最终 Apollo 以 130 亿美元收购该公司。

Tech Data 是全球最大的 IT 分销商和解决方案公司之一，1974 年 Edward C. Raymund 创立了 Tech Data Corp，最初只是为 IT 终端用户销售数据处理产品，比如磁带、磁盘包、以及用于微型和大型计算机的定制和库存标签表单等。80 年代个人微型计算机兴起。1983 年公司看准这一历史机遇，开始向批发经销商转型，开始扩大产品线，经营个人电脑，并逐渐直至完全退出终端用户销售，最终形成今天的业务模式。公司于 1986 年 4 月在纳斯达克交易所上市。1993 年打入拉美市场和欧洲市场。1998 年收购 Computer 2000 公司。之后收购了美洲和欧洲的几家分销公司，以扩大其业务范围，并加强其在部分产品和客户领域的地位。公司在 IT 生态系统中扮演的是“中间人”的关键角色。其上游是世界领先的技术供应商，下游是大量经销商、以及有技术需求的中小客户。Tech Data 帮助技术供应商将他们的产品和技术解决方案通过经销商渠道匹配给终端中小企业客户，满足后者的全面技

术需求。Tech Data 在全球超过 100 个国家开展 IT 分销业务，合作经销商超过 1.4 万家。公司向超过 1000 家领先技术供应商采购技术产品，并最终向超过 12.5 万家终端用户销售这些产品。2008 年与全球领先的无线产品分销和供应链解决方案提供商 Brightstar 在欧洲建立合资企业。于 2013 年收购了 Brightstar 在这家合资企业中 50% 的股权。收购后的子公司被称为 Tech Data Mobile，负责在欧洲市场分销移动电话和其他无线设备。2012 年与 Brightstar 在美国建立合资企业 TD Mobility，并于 2014 年收购该合资企业 50% 的股权。收购后的子公司称为 Tech Data Mobile Solutions，主要为中小企业用户提供移动解决方案。2012 年在欧洲技术分销市场还进行了其他两笔收购，新收购业务扩大了公司的产品组合和客户领域。2013 年完成了对 Specialist distribution Group 旗下数家分销公司的收购。SDG 是总部位于英国的私有 IT 服务公司，该收购进一步推动公司产品的多元化。2015 年完成了对 Signature Technology Group 的收购，后者是一家在北美提供数据中心和专业技术服务的公司。2015 年出售了智利和秘鲁的业务，并宣布后续将退出乌拉圭市场。公司认为，这些市场的业务不会为公司带来持续、可观的回报。对公司影响最大的一笔收购交易为 2018 年对 Avnet 公司技术解决方案业务 TS 的收购。公司当时收购了 TS 的全部流通股，收购总对价 28 亿美元 (25 亿美元现金+3 亿股票)。Tech Data 作为 IT 销售渠道的一环，不直接面向终端用户销售，而是通过其在全球范围内搭建的、广泛的经销商网络。Tech Data 直接面向的下游客户包括增值经销商 VARs、直销商、零售商、企业经销商和管理服务提供商 MSPs，他们满足终端用户的不同技术需求。通常来说，VARs 不愿意投入大量资源与供应商建立大量的直接采购关系，或者囤积大量的产品库存。直销商、零售商和企业分销商则会就其销量最大的产品与供应商建立直接采购关系，但仍需要利用像技术数据这样的分销商作为购买其他产品的渠道。据公司披露，其大部分客户为 VARs。公司的关键作用正是在于在供应商和 VARs 之间搭建一个桥梁，其为供应商提供了一个进入大型和高度分散的中小企业终端用户市场的途径，同时为那些直接向中小企业销售产品的 VARs 提供多种类的产品来源。从采购渠道来看，公司的产品采购呈现“集中于少数全球知名技术供应商”的特点。据公司披露，公司近三个完整财年的主要供应商分别为苹果、惠普和思科，期间苹果一直是最大供应商。2019 年公司向苹果、惠普和思科的产品采购额，分别占公司当年净销售额的 21%、14% 和 10%，三者合计占到公司当年净销售额的 45%。从分销渠道来看，公司下游客户为经销商。据公司披露，不存在净销售额占比达 10% 以上的主要客户。由于产品多元化策略，公司透露，其提供的技术产品超过 15 万种，如何有效管理库存成为一个挑战。一方面，公司既要保证足够的库存数量，以实现高订单填充率；另一方面，公司要保证合理的库存结构，降低存货成本。公司表示，其管理库存的方式是尽可能只储存具有高需求性的产品，以提高周转率。同时，公司与大部分供应商签订的是提供价格保护的合同，以减少由于供应商降价和库存周转过慢导致的库存风险。公司称，其具备“世界级”的物流能力，在全球范围内拥有 22 个战略位置的物流中心，此外部分产品由供应商直接发货给客户。通常来说，如果流动资产中存货占比过高，则不利于流动性。2019 年，美洲、欧洲和亚太的净销售额占比分别为 43.1%、53.8% 和 3.1%。欧美市场目前是公司最重要的市场。2019 年公司全部软硬件产品的净销售额为 372 亿美元，同比增长 1.3%，过去数年公司净销售额低个位数的增速。2019 年公司毛利率为 6.06%。作为一家赚“渠道费用”的 IT 分销商，公司向技术供应商采购产品的成本计入其生产成本。扣除生产成本后，公司的毛利润占净销售额的比重仅为个位数百分比。2019 年 SG&A 费用占净销售额的比重为 4.43%。2019 年公司的运营利润和净利润分别为 4.9 亿美元和 3.4 亿美元，运营利润率和净利润率分别为 1.33% 和 0.81%。公司的现金流状况良好，每年均能保持正的经营活动现金流净额，自身造血能力强。

问题 3：我们并不会去择时，只是看看市场有什么机会

BeckyQuick：沃伦，之前你说到要卖掉一些苹果股票来增加你的现金供应。我想这让很多人都想知道，你认为机会在哪里，或者未来会发生什么，或者市场估值是多少。所以我想替 FosterTaylor 问这个问题。在 1999 年的年会上您提到，如果您拥有美国所有的 SP500 企业，您将赚取 3340 亿美元，同时支付 10.5 万亿美元购买。您强调这不是一个好的投资回报。就今天根据我的计算，SP500 的市值约为 44 万亿美元，利润约为 1.45 万亿美元。投资回报率为 1999 年的水平非常相似。你觉得今天的市场和 1999 年的水平有相似之处吗？

巴菲特：嗯，1999 年以来有一件事已经发生了巨大的变化，但在我的一生中，曾经有过这样的时期：我被太

多的机会所淹没，以至于在夜幕降临之前，我把所有的钱都投进去了。还有一些时期，一年过去了我们都没有看到任何有意义的投资机会。好吧，不是在早期就是现在。我们今年进行了一些小规模收购，是伯克希尔层面进行了收购。Greg 和我可能会谈论一些涉及 3 亿美元收购之类的事情。

如果足够合适，我们就会去做。但是，如果我们的经理们看到了适合他们的收购，我们也会考虑。因为我们的经理们不一定和我们有同样的投资逻辑。但有些经理人，我们会对他们说，你们决定做什么就去做什么吧。还有一些经理不知道如何配置资本，如果他们在服务客户和了解自身行业等方面表现出色，他们就不必成为出色的资本配置者，他们可以成为优秀的经理人。他们中有很多人都是资本配置者。但现在不是电话经常响起的时候。但有时 Greg 会知道如何处理，甚至比我处理得更好。

随着时间的推移，查理和我错过了很多事情，我们真正遗憾的是错过了一些非常重大的机会。我们从不担心错过我们不理解的东西。我们无法预测每个企业的未来，就像我们无法预测明年伊利诺伊州的小麦产量一样。不是伊利诺伊州的小麦，不是堪萨斯州的小麦，而是伊利诺伊州的玉米。所以我并没有想过现在是否与 1999 年相似，因为我记忆大不如前了。除非当时发生了非常戏剧性的事情。我的意思是，现在我对 2008-2009 年发生的事情记忆犹新，比 2015 年或 1987 年 10 月 19 日发生的事情要好得多。但我只是现在没有那样想过，我只是看看每天能做些什么。Greg。

阿贝尔：我想我必须说那句话，Sorry，我没什么要补充的。（鼓掌）

巴菲特：好吧，知道哪些台词能够获得掌声是一件很棒的事。有请第二区。

问题 4：我们边学边做，随着我们的进化，我们对消费者行为有了更多的了解

股东：大家好我是来自德国汉堡的股东 Stephan Uhrenbacher，我从 2007 年开始来到奥马哈，我非常感谢在这里学到的一切，无论是投资还是生活方面的知识，尤其是创造环境让我在健康的一生中过上富有成效的生活，对此我深表感激。我的问题是问沃伦的，你最喜欢的持有期是永远持有，持有美国运通和可口可乐几十年。伯克希尔最近买卖了 Markel 公司，我相信你卖出后又买入了西方石油 Oxy，我想这种事经常发生在每个人身上。但您能否向我们举例说明您在卖出时的思考过程？谢谢。

巴菲特：退出头寸(exiting)有各种原因。一种情况是你需要钱，但这种情况在我们这里并不常见。但我在 20 岁时开始创业时，我做的每一个决定都会出现这种情况。如果只谈论股票买卖的话，我认为这是后格雷厄姆时代

的变体，尽管我实际上是在 1942 年开始买卖股票的。

但无论如何，从某种程度上说，决策过程确实非常有趣，因为查理和我的决策速度非常快。但实际上，我们是经过多年的思考才确定了决策参数，从而能够在时机成熟时迅速做出决定。人们推测我是如何决定将大量资金投入苹果公司的，出于某些原因，我不能辩驳。查理和我都学到了很多关于消费者行为的知识(Consumer Behavior)。这并不意味着我们认为我们可以经营一家家具店或其他什么店。但当我们买下巴尔的摩的一家零售店时，我们确实学到了很多。我们很快就意识到这是个错误。但是，犯了这个错误之后，我们变得更聪明了，我们能够真正思考资本配置的过程和原理，以及人们未来在百货商店的行为方式，和各种我们原本并不会关注的事情。因此，我们从中学到了一些关于消费者行为的知识。我们并没有学到如何经营百货商店。

现在，下一个收购是喜诗糖果。喜诗糖果也是对消费者行为的研究。我们并不会制作糖果，我们不知道的事情太多了，但随着我们的进化，我们对消费者行为有了更多的了解。这种背景，以一种非常普遍的方式，促成了对苹果产品的消费者行为研究。在这种情况下，当我看到家具超市发生的事情时，从人们离开商店的角度来看，尽管我们家具超市卖苹果产品的价格根本赚不到钱，但它实在是太受欢迎了。如果我们不卖苹果产品，人们就会离开商店，去 BestBuy 或其他地方买。如果你了解 Blumkin 一家，他们无法忍受任何人离开商店，所以他们就会采取相应的行动。但后来你发现，人们逐渐对品牌产生了兴趣，于是你大脑就有了各种各样不同的输入，心理学家称之为「感知质量」(Apperceptive Mass，知识的复利达到一定的质量，发生了知识核爆)。但是，有一些东西会吸收你所做的大量观察和你所掌握的知识，然后把你的想法具体化为行动。

在苹果公司的例子中，就是重大行动。实际上，有一些事情，我并不想故弄玄虚，但我真的不能公开谈论苹果，但这是完全合法的，我敢肯定这一点。投资苹果只是碰巧有些东西进入了画面，吸收了其他所有的观察结果，我想我的思维达到了所谓的“感知质量”，而我真的不知道什么是感知质量，但当我体验到这种现象时，我知道它是存在的，我们看到了某种东西，我觉得它(Apperceptive Mass)被大大低估了。也许我以前用过这个例子，但如果你与大多数人交谈，如果他们有一部 iPhone 和第二辆汽车，第二辆汽车花了他们 3-3.5 万美元，而他们被告知再也不能拥有 iPhone，或者再也不能拥有第二辆汽车。他们会选择放弃第二辆车。但第二辆车的价格是 iPhone 的 20 倍。

现在，人们不会这样思考他们的购买行为，但我会这样思考他们的行为。因此，我们只是在潜意识下做出的

决定。 iPhone 里可能有个小家伙什么的。我不知道 iPhone 是怎么工作的。但我知道 iPhone 对人们意味着什么，也知道他们是如何使用它的。我想我对消费者行为有足够的了解，我知道 iPhone 是最伟大的产品之一，也许是有史以来最伟大的产品。它提供的价值令人难以置信。我认为苹果有一个好的管理层，TimCook 就是这样一个人，他相当于 SteveJobs 的合作伙伴，Jobs 以自己的方式把一件事做到了极致，不单单是一个应用，而是整件事。Tim 是 Jobs 的完美搭档并延续了 Jobs。所以，当你看一眼就会知道。

事实上，当我在 1950 年拜访 GEICO 时就看到了这一点。我不知道我到底看到了什么，但 LolimerDavidson 在一个周六用四个小时的时间，教会了我足够多的东西，我明白了什么是汽车保险，我知道了什么是汽车，我知道了人们的想法是什么。我知道人们不喜欢买保险，但我知道没有保险他们就不能开车。所以这非常有趣。在那个周六下午，我坐在那里，他填补了我脑海中所有的空白。

时不时这种事就会发生。你知道，为什么你会遇到那个人？这个房间里的所有这些不同的潜在搭档，然后会发生了一些事情，最后你决定他是最适合你的那一个。是 Rogers 和 Hammerstein 在一个"迷人的夜晚"写下的吗？我们对"迷人的夜晚"的理解是做成一桩大生意，**查理和我一起经历了很多事情，学到了很多经验，然后看到了一些让你「眼前一亮」的东西。这种情况还会继续发生。希望你能遇到几次这样的事，但你无法让它明天就发生，但你可以为明天发生的事做好准备，有时它会发生。**

阿贝尔：沃伦，他提到了 Oxy，我认为这是一个很好的例子，基本上你是在一个周末经过深思熟虑后做出了最初的决定。但随着你对 Oxy 的了解越来越多，他们的资产质量也越来越好，他们有能力以一种特殊的方式运营，而且他们有一个强大的 CEO 负责资本配置。我认为你的信心，反映在继续购买更多股份上，就是这种类型的思考过程。

巴菲特：是的，这确实说到了点子上。我的意思是，**我只是「边做边学」，最终我学到了足够多的东西。**我知道西方石油，它碰巧是 CityService 的延续，我买的第一支股票就是它。当然，我对石油和天然气行业有很多了解，但我对地质学(开采)一无所知，所以我只知道其经济学。我脑海里储存了很多关于这一生意的各种东西，但我从来没听说过 Vicki Hollub，直到一个周五或周六，我们在周日早上见了面。我们做了一笔交易，但那只是一种交易(而非投资)。然后随着时间的流逝，各种不同的事情都发生了，Carl Icahn 来了。我的意思是，一开始有很多事情你都无法预测，我也是边做边看形成了一些看法，但后来，我在做的过程中学到了更多。后来，我听了一场

Vicki 在的投资者电话会议，它以某种方式帮助我把所有的事情整合在一起，但这并不意味着我知道我有确定的东西或类似的事情。我不知道明年的油价会是多少，但我知道应该采取行动了，所以我们就做了。我们很高兴我们这样做了，但我们仍然不知道明年的油价会是多少，没有人知道。但我认为这大概率是一个正确的决定，但并不是说这是绝对正确的决定，我们有购买更多股票的选择权，当我们完成它时，这对伯克希尔来说可能是一个值得的投资。我们参与其中，并将长期持有下去。我们还持有其他一些东西，但我们不会永久持有他们。

顺便说一句，既然大家都在猜测，我还是把这个说出来吧。我们已经卖掉了 Paramount 派拉蒙。我对派拉蒙投资决策负全责，我看到有人猜测 Ted 或 Todd 也参与了此事，NO，100%是我的决定，我们把它全卖了，亏了不少钱，这在这行也是常有的事。但真正拥有派拉蒙公司后，让我想得更远了。我喜欢更深入地思考，我当然想更深入的研究。但对于人们如何打发闲暇时间，以及经营任何类型的娱乐业的指导原则是什么，无论是体育、电影还是其他什么业态，这些问题我肯定也会更加努力地思考。我觉得我现在比几年前更聪明了，但我也觉得我更穷了。因为获得这些知识通过亲自赔钱的方式。但我想澄清的是，第一，我们在派拉蒙亏了钱；第二，这都是我一个人的功劳，伙计们。我不知道我现在是否已经预料到 Becky 的某个问题，但我们会知道的。有请 Becky。

问题 5：BNSF 铁路必须有一个合理的成本结构才能有效竞争

BeckyQuick：是的，你预料到了其中一个问题。我们来看另一个，这个问题来自德国慕尼黑的 VincentJames。在董事长的信中沃伦指出，BNSF 的利润率相对于其他五家铁路公司都有所下滑。不过，沃伦在信中评论说，BNSF 的货运量和资本支出比其他五大铁路公司都要多，而且拥有无与伦比的广阔服务区域。鉴于沃伦对 BNSF 的明显优势的评论，如何解释其收入和利润的下降，特别是利润率相对于其他五家铁路公司下降的原因是什么？与其他铁路公司相比存在哪些问题？正在采取哪些措施来解决这些问题？请具体说明。

巴菲特：好的。我会的。至于具体到什么程度，就要看 Greg 想说什么了，这是 Greg 负责的。在 Greg 接手之前，我负责收购和运营负有责任。我想还是让 Greg 来回答吧。

阿贝尔：是的，沃伦提到了这个问题。评论反映得非常准确。如果你看看本季度的业绩或我们去年的业绩，它们都是如此。作为股东，它们令人失望的，而作为公司相对于其他一级铁路公司而言，它们也令人失望。正如问题中所强调的，还有其他五家一级铁路公司。因此很容易理解你的公司与其他公司相比的表现。

还有很多其他变量，但有一些非常简单的事情要看。当我们回顾与 BNSF 相关的发展历程时，我只是想稍微

回顾一下，因为如果你回到 2021 年，BNSF 团队、管理团队和集团在很多方面都取得了很好的进展，我们在铁路运营方面既高效又有效。我还记得我自己在 2022 年发表的非常具体的评论，我评论说那一年出现了所有的供应链问题，西海岸港口发生了很多事情。我们的列车在很多地方都出现了阻塞，我们称之为“重启年”。我认为，在运营方面，我们确实需要一个重置年。但进入 2023 年后，我们的业务成本水平、成本结构并没有根据我们看到的潜在需求进行重置。我们预计会有更多的需求，但我们没有重新调整成本结构。在我们发言的同时，团队正在非常努力地工作，既要重新设定成本结构，又要将成本资源分配到需要的地方。当你经历这样的事情时，作为一个组织，我们已经认识到，铁路的需求将推动一定的成本，但现实是，如果你回到很多很多年前，铁路行业需求处于平稳状态。该行业的增长并不多。我们有机会变得更高效、更有效，我们的利润率也会提高。但现实情况是，需求将趋于平稳。但在铁路的不同部门，运输需求确实在变化。它可以是消费品，也可以是工业品，还可以是鸡蛋。但总的来说，一般都会相对平稳。因此，我们需要正确调整我们的成本结构，不仅是为了来年，也是为了长远考虑。这意味着这将是一项持续的工作。我们不能停下来。因为我们的竞争对手，我们不能说我们已经取得足够的进步。我们与其他铁路公司竞争，但我们也与卡车行业竞争。我们必须有一个成本结构，让我们在铁路行业和整个运输行业内都具有竞争力。因此，BNSF 团队正在非常努力地解决成本结构问题，就像我们过去所做的那样。当其他铁路公司实施精确调度铁路运输时，我们确实认识到，我们必须继续关注并挑战自己的其他指标。如果我们没有达到他们的水平，那么是什么原因导致了这种情况？所以当问到具体细节时，我会告诉你一些。我们必须审视我们的铁路货场，了解我们是如何管理的。我们必须审视我们的机车车队，包括规模和使用方式，并挑战自己。然后，我们必须回顾我们是如何利用员工资源并在整个业务中分配这些资源的。因此，还有很多工作要做。我们的团队百分之百地致力于推动正确的成本结构，使其与业务的基本需求保持一致，我们不能止步于此。这就是答案。因此，要做的事情还有很多，但我们的团队已经全身心地投入其中，我们将在今年取得良好的进展。

巴菲特：在伯克希尔，我们希望每个人都有这样的想法：每项业务都有很多事情要做，我的意思是，确实如此。一个叫 Peter Kiewit 的人在奥马哈建立了一个非凡的公司一家建筑公司，在他们做了所有的事情之后，都会出现这样一个问题：当一件事做得特别好，你知道，在东河下面挖一条隧道什么的，当有人说这不可能做到时，他会说它是可以做到的。这正是我们希望伯克希尔永远保持的态度。

奥马哈是一个铁路小镇。如果林肯总统在 1862 年决定选择 ST.Joe 或 PlattSmith 或其他任何地方来修建横贯美洲大陆的铁路，奥马哈可能还会是在密苏里河畔一个两万左右人口的小镇。但由于林肯希望将这里作为东部的连接点，并修建一条横贯大陆的铁路，奥马哈就此起步。因此，它发展的基础一直是铁路建设。

任何对金融感兴趣的人都必须思考铁路业务，而且它本身就具有一定的魅力。但有趣的是，在 20 或 25 年前的 2000 年左右，我们的主要竞争对手 Union Pacific 铁路公司在 JimYoung 上任之前就已经落后了。我是在 2008 年开始购买三家铁路公司的股票，我相信是 Union Pacific、BNSF 和 Norfolk Western 铁路公司。我不知道为什么我没有买 C&O 铁路，但无论如何，JimYoung 在 Union Pacific 干得非常出色。所以我们三只股票都买了。但我们在 2009 年所做的是，我们已经拥有了 22% 的铁路股份，但总的来说，三家公司大约是 10 亿美元，这是我们资本的重要组成部分，我们可以把它用在我们喜欢的业务上。但如果有机会拥有超过 80% 的股份，还能享受一定的税收优惠。在这种情况下，我们称之为 100% 自有，而不是通过股票赚钱。因此，对于我们来说，拥有一条铁路赚的钱和通过拥有其他所有铁路股票所赚的钱是一样的。在经济衰退时期，我们的铁路赚取了 350 亿美元的净收益。我认为最糟糕的一个季度是 2009 年第三季度，也许是铁路公司很长时间以来最糟糕的一个季度。所以，我们成功了。事实上，结果非常好，但这是因为我们在 2008-2009 年投入了资金，如果我们把钱投入任何东西，我们都会赚很多钱。但是从税收方面来说，通过 100% 所有的企业和一堆 5% 或 10% 所有的企业中赚钱更令人满意，实际上也更好。

正如我在年度报告中提到的，铁路对国家来说绝对是不可或缺的。这并不意味着它们在所有方面都处于领先。它们对国家至关重要，这就是为什么政府有一次接管了它们，并就我们的劳资协议和所有事情进行了谈判。如果你关闭了全国的铁路，其影响将会是难以置信的。但是，现在再修建铁路是不可能的了。我的意思是，看看当他们试图建立一条铁路时加州发生了什么。我的意思是，每个人都在担心每英里的环境影响，以及各种鸟类会受到什么影响。你能想象美国铁路系统的重建吗？除非发生战争，政府接管一切并下令执行，否则那得花上几十年。你无法再创建它。因此，我们喜欢拥有这样的企业。从现在起，它还会存在 100 年，在此期间，它根本不会是世界上增长最好的企业，但它将是不可或缺的。相比重置价值，它的收益将是微不足道的。但就我们支付的金额来看，我们的回报会做得很好。我们将以一种非常节税的方式向伯克希尔分配，与我们支付的金额大致相当的大笔资金。所以问题是，与其他铁路相对，存在哪些问题？如果我们买下 Union Pacific 铁路公司，JimYoung

继续为我们经营它，这根本不是世界末日。那样投资也很好。但我们有机会收购 BNSF，这对他们和我们都有好处。我们认为这对国家来说是非常重要的资产。我只是希望我们能在其他行业找到同样有意义的投资，让我们可以在有利的时机投入大笔资金。好的，有请第三区。

问题 6：心生欢喜才能身体力行

股东：下午好，巴菲特先生，阿贝尔先生。我是来自新西兰的泰国移民 SirapobWu。这是我第一次来美国，也是第一次参加会议。虽然旅途劳顿，但一切都是值得的，因为我现在可以亲自感谢您，巴菲特先生以及已故的查理芒格，他与我们同在，感谢您组织了如此精彩的活动，最重要的是，感谢您这些年来为我们树立了如此杰出的榜样，与我们分享您的智慧。所以，谢谢你们。巴菲特先生，这是我要问您的问题。2018 年年底您提到，如果您用不到 100 万美元的资金重新开始，您保证可以获得 50% 的年化回报率。问题是：如果明天你醒来，发现自己变成了一个 20 岁的美国人，你有一些钱可以全职投资，你会使用哪些方法来实现这一回报？是否需要翻阅两万页的《穆迪手册》和类似出版物来寻找烟蒂股？还是像芒格先生那样，以合理的价格寻找优秀的公司？还是两者兼而有之，以机会成本作为最终决策？考虑到你的投资领域现在已经大大拓宽，你会采用哪种方法？谢谢。

巴菲特：问得好。很高兴你能来。我的答案是，就我而言，我还需要继续翻阅两万页的资料。刚才我们谈论的是铁路，你知道，我翻阅了几次穆迪的运输手册。那是 1500/2000 页，大概是 1500 页。在我 20 岁左右的时候，我发现了各种有趣的事情。我想这里没有人知道 Green bay Western 铁路公司，但当时有成百上千家铁路公司，我喜欢阅读每一家公司的资料，在那个年代每个人都给铁路起了个绰号，Northern Pacific 铁路的绰号是 Nipper，Phoebe Snow 是东部经过康奈尔大学的铁路，Green bay Western 则被称为 "Grab Baggage and Walk", GB&W。他们有一种债券，实际上是普通股，他们有一种普通股实际上是债券。而且，你知道，这可能会导致不寻常的事情，但它们不会为你带来数百万美元收益的不寻常结果。但如果你收集了一大堆这些东西，这正是我打算做的。实际上，这也是我第一次见到查理时，他对我印象深刻的地方。因为我知道西海岸所有这些小公司的所有细节，他以为我从来没听说过，但我知道洛杉矶竞技俱乐部，或者其他什么俱乐部。他认为他是唯一知道这些的人。这就立即成为了我们之间的一个连接点。

（当时以煤为动力的火车燃烟总是将乘客弄得脏兮兮，铁路公司为了招揽顾客，虚构了一个叫 Phoebe Snow 的人物，她的角色设定为常搭乘铁路往来各地的社交名媛，总是身穿白衣白鞋手还持白伞，举止优雅地享受火车上的各种设施和服务）

所以，要回答你的问题，我不知道现在什么东西相当于穆迪手册，但我会努力了解细微的一切，我会找到一

些可投资的东西。只要有了 100 万美元，你就可以每年赚 50% 的利润。但你必须热爱投资本身，你不能只爱钱 (You have to be in love with the subject. You can't just be in love with the money)。你真的要像一个真正喜欢的人一样去发现它。你知道，本质上，就像人们在其他领域发现其他东西，因为他们只是喜欢寻找 (love looking for)。生物学家寻找东西，是因为他们想找到某种生物。我不太了解人脑是如何工作的，我想也没有人太了解人脑是如何工作的。但不同的领域的人却发现，在特定领域拓展知识是件令人兴奋的事。我认识一些伟大的桥牌选手，也认识伟大的国际象棋棋手。事实上俄罗斯的棋手 Garry Kasparov 来奥马哈见了 B 夫人。我有幸认识了很多，他们在自己的领域聪明绝顶，但在其他领域却做了一些愚蠢至极的事情。所以我只知道人脑是复杂的，但当你发现自己的大脑真正适合做什么时，它就会发挥最大的作用，然后你就从这一点出发，尽情发挥它的聪明才智了。如果我有一小笔钱，并且希望一年赚 50%，我就会这么做，我喜欢这个游戏。如果你找不到感兴趣的的游戏，你就无法做到这一点，不管它是桥牌象棋，还是在这种情况下，找到价值被低估的证券。但在我看来，你正走在正确的道路上。我的意思是，任何一个大老远赶来参加年会的人，脑子里除了桥牌或象棋之外，肯定还有别的感兴趣的东西。所以我很高兴你能来，并且明年还能来。好的，Becky。

问题 7：你必须警惕人性对他人和自己的影响

BeckyQuick：这个问题来自匹兹堡的股东 Denny Poland。芒格先生在描述委托代理人问题时说，当管理财产的人同时也拥有财产时，资本主义往往能发挥最大作用。近年来，在伯克希尔并没有很大个人股权的养老基金和资产管理公司代理人，他们提出了一些并不符合股东的经济利益的提议。在你无法再投重要反对票之后的几十年里，如何才能限制这些代理人的负面影响？

巴菲特：嗯，这是一个非常敏锐的问题，它已经得到了暂时的回答，但谁知道未来情况会如何发展呢？我只知道你在伯克希尔拥有一手好牌，但你必须按自己的方式思考。我的意思是，很明显，你必须考虑政治现实，你想在什么情况下会希望你被视为国家的财产，如果你被视为是国家的负债，或被视为恶魔或其他什么更糟糕的，那么你就是罪有应得，但你需要找到更多的解决方案。这就是我们一直在思考的问题，也是董事们需要思考的问题，他们需要自己思考这个问题，而不是按照传统观念来思考。

从某种意义上说，你不想成为一个对生活愤世嫉俗的人，但如果你大量的资源，几乎每一个接近你的人都有兴趣弄清楚如何利用你的资源来为他们谋利，不管他们是在政坛，还是在投资银行，还是在向你推销产品，都

是如此。我不想对任何人造成任何伤害，不管他们推销的是什么，但人寿保险代理人靠销售人寿保险获利，根据资产管理获得报酬的投资经理，也有兴趣向你推销他们的服务。试想一下，如果在座的每个人都听从某个人的投资建议，他说每年只要 1% 的咨询费，我就能告诉你如何投资你的钱。在我们 1965 年买下伯克希尔的时候，他们会说，买伯克希尔吧。如果他们现在还存在并且仍然按 1% 收费，他们每年将从那些没有从我们这里获得任何股息的人那里收取 80 亿美元。因此，他们与你签订的合同与你的利益是不同的。最好的办法就是支付他们一次佣金，然后拥有股票。

但你必须警惕人性对他人和自己的影响。然后如果你深入思考并认真听取查理告诉你的话，你就会比大多数人领先一大步。查理有一件非常有趣的事我得提一下。查理深谙心理学、人类行为和激励机制等等的重要性。他很早就明白了这一点。当然，他还就 25 种心理学发表了一些演讲，不管是什么我不记得具体数字了。但通过了解人类的行为方式，一个人可以利用另一个人。在做了精彩的解释之后，他相信自己能够理解别人会做什么，但他认为真正使用这些方法来操纵别人有失身份。他是一个非常有趣的人，能从人类行为心理学的角度思考问题，并弄清楚如何成为一名出色的保险推销员或华尔街经理，或积累其管理的资产或其他什么。

在某种程度上，你通过了解他人的弱点，然后决定当这些弱点出现时识别到它们，这对你来说非常重要，你会变得非常富有。对你来说，比实际使用这些弱点的人更了解这些弱点是非常重要的，但并不是说你自己就可以不择手段地利用这些弱点。查理告诉我，在他一生中，当他弄清楚了这一点后，曾使用它们几次。他并不以此为荣，但也从不对我撒谎。所以他向我解释说，有几次他使用了一些这些技巧，但他不打算再用了。他还想让我知道，如果我做了那样的事情，我的行为其实并不可怕。他考虑到人类可能会有不端行为，所以我确信，对跳舞等不同活动的热情，我在结婚前比结婚后要好一些。他说，我们都这么做过，但不要再这么做了。所以，这也是获取人类智慧的一部分。

说到人类智慧，我们刚刚出版了一本查理写的书《穷查理宝典》，这本书值得我们读上三四遍。本格雷厄姆的书我大概读了五六遍。每读一遍，我都意识到，我需要对某些事情进行更深入的思考。这些道理并不复杂。但如果你得到了一些很好的指导，就像查理给你的那样，你最好多读几遍，而不是想着每本书只读一次就让他躺在图书馆了。好的，我们去第四区。

问题 8：选择英雄不是基于他们所取得的成就为标准的，而是你自己想要成为的人

股东：我是来自俄克拉荷马州塔尔萨的 Jeff Robelier。我的问题是对于我们所有人的，但它可能尤其是对在座的年轻人，这个问题关乎如何在人生中选择正确的英雄，明智地选择朋友。我想到了格雷厄姆博士，芒格先生，你的父亲。如果可以的话，讲讲他们每个人的故事。谢谢。

巴菲特：毫无疑问，在拥有正确的英雄方面，你是百分之百是正确的。而且，如果你得到他们，那你就是幸运的。查理有我也有。有趣的是，我的妹妹今天也在这里，我的妹妹和其它两位寿星在一起，我们都经历过拥有同一位英雄，尽管随着年龄的增长，我们发现我们并不同意他的很多想法，但我们确实同意他的价值观和动机。这比让一个人给你上一堂慕道教义的课要好得多，慕道教义中有很多规则，这些规则都很好，但是这里为某些人准备有一个特别的地方，即使你违反了一些规则，他也会继续爱你。这就是查理的人生，也是 Bertie 和我的人生。所以，我只想重复你说过的话。

我不需要给你举一大堆例子...好吧，我会给你们讲一个具体例子。当我高中离家出走的时候，我们搭便车去了宾夕法尼亚州的 Hershey，然后被州警抓了起来。我说服了另外两个同伴，我们对州警察撒了个弥天大谎，说我们得到了父母的许可。我们住的地方有个小孩悄悄告诉他们说我们离家出走了。就像我说的，州警把我们抓走了。时我们决定做两件事，我们决定对他们撒一堆谎说我们得到了父母的许可，我们决定最好离开 Hershey 因为这些警察迟早会发现的。总之几天后我们回到了华盛顿。当我走进门时，其中一个男孩是国会议员 Roger Bell 的孩子，他的母亲因为这件事进了医院，因为他拿走了现金和储蓄债券，所以她病了，她的丈夫也十分关心。当我走进华盛顿的家门，我母亲说，你怎么这么快就回来了？我父亲说，我知道你能做得更好。我对父亲的关注比母亲更多，所以，**你想拥有正确的英雄，但不一定非要拥有他们。选择英雄不是基于他们所取得的成就为标准的，而是你自己想要成为的人。如果你模仿对了人，你就有了一个好的开始。**我说的良好开端并不是指赚钱而是指的人生。所以，你可以和我的妹妹 Bertie 确认一下，她就在这里，看看我讲的故事是否正确。顺便说一句，她也是离家出走的，但她没有跑我这么远。她离家出走是去两英里外我爷爷家。但我不想诋毁她的出走能力，至少，因为她在其他方面都比我有成就得多。但说到出走我绝对比她强。好的，有请 Becky。

问题 9：Pilot 收购已经尘埃落定，我们拥有了一份特许经营权资产

Becky Quick：这个问题来自印度的 Vedant Sharma，沃伦，你和查理经常说，你能够识别出你想与之共事的人，并且在这方面有着出色的记录。然而在 Pilot 公司的案例中，我们注意到最终的股权收购以纠纷而告终，而且

有一种精明的计较意识，可以说是从交易中榨取了比卖方应得的更多的利益。我很清楚这件事已经庭外和解，而且需要适当保密，我想听听你们对一些经验教训的看法，这些经验教训可能对未来的交易很有帮助，也值得今后的领导层注意。

巴菲特：好吧，我就此谈两点看法。有几位董事对参与 Pilot 存有疑虑，但无论如何，收购 Pilot 对我们来说进展顺利。我的朋友 SamButler 有一次对我说，他是在泛泛而谈某些情况，但他说，好吧沃伦，一切都很好，这件事结束了，这就是我们的情况。

好吧，我再给你讲讲现在负责管理 Pilot 的那个家伙。我知道你们可能在这里见过他，Greg 认识他很久很久了，他在奥马哈长大，家境贫寒，由母亲抚养长大。和我妻子上一所公立高中 NorthHigh，曾就读于奥马哈大学，在那里创造了橄榄球冲码的历史纪录，他是个后卫，我记得他是被纽约 Giants 队选中的，但后来受伤了我记得是在春训时受的伤，所以他最后成了见习生，在我加入中美能源之前。现在他仍然相对年轻，但他正在经营着一家庞大的公司，我们对他的表现充满信心。我们非常非常非常喜欢 BigJimHaslam 创建的企业。这几乎是一个只有在美国才会发生的故事，但它确实向你展示了一个有真材实料的人，一个相信他们的母亲，以及一路上的挫折。我的意思是，想象一下，如果你被纽约 Giants 队选中，然后在春训中受伤退役，你会是什么感觉。我的意思是，它伤害了你的生活，但这不是我会有过的经历。那是最后一个被选中的人。但要知道，他经营的公司取决于交易的价格，但这是一家大公司，他有大约 2.5 万员工。他还有很多很多年的路要走。所以，我非常高兴，不仅因为收购了 Pilot，还因为它让你了解了美国。你可以在谷歌或 Adam 的采访中读到他们。Adam 有一个播客会让你大开眼界，里面有很多伟大的人。如果你不认为这是一个伟大的国家，你要做的就是读读那个播客。

阿贝尔：但我们确实有一套很好的资产。如果你看看 Pilot 公司，我们有 800 多家加油站和旅行中心，而且每个人都知道。今天上午有一个关于 Pilot 公司燃料选择的问题。令人兴奋的是，最终，我们的客户需要什么燃料，Pilot 就会提供什么燃料。可以是电动的，可以是可再生柴油的，也可以是柴油的，或者是各种可持续燃料的。但重点是，它在州际高速公路上拥有数以百计特殊的地理位置。我们买下了一个很棒的特许经营权，现在 Adam 和他身边的团队都是很棒的领导团队。因此，我们很高兴 Pilot 加入我们。

巴菲特：是的，在全美国的州际公路上，我们已经有了可能是平均 10-12 英亩或类似区域的商业。谁知道呢？但那里创造的东西也很惊人。你有一个在田纳西大学打球的同学，保持不败战绩，最后从这个橄榄球队走出

来，你可能会想，好吧，另一个橄榄球运动员，你知道，他出去了，故事中可能会有一些中间情节，但他买了一个加油站，最后把它变成了一个巨大的东西。所以我们真的对此很高兴。这也是另一种只属于美国人的故事。要知道，我们当中有多少人能加入全美冠军排名第一的球队，更不用说创办一家能达到这种高度的企业了。所以我们感觉非常好。好的，有请第 5 区。

问题 10：人生需要埋头苦干再加上一点点运气

股东：你好，巴菲特先生。我是来自中国海南小城市的张亚波。因此，我想对您表示衷心的感谢，感谢您为股东创造的非凡价值，感谢您对我们这些年轻一代投资者产生的积极影响。我的问题与最大化复利期限的概念有关。随着人们年龄的增长，复利的质量不可避免地会下降。您保持清醒的头脑，非凡的判断力和强健的体魄的秘诀是什么？我们祝您一切顺利。谢谢。

巴菲特：你不了解我，但我喜欢听，继续说吧。HAH，你知道，**你必须需要一些运气**。我的意思是，毫无疑问有成百上千个醉鬼可能会开车撞向我，这就是你生活中可能遇到的坏运气。我可以说我最大的技能就是避开厄运，但这不是一项技能，这只是运气罢了。如果你回到我的高中时期，你说你们有几个人能活到 90 岁，能活到 93 岁，我绝不会是热门人选，我可以告诉你这一点，我也不会在自己身上下注。但当你得到它你应该充分利用你的运气。有时我这么做了有时却没有。我的意思是，如果让我重来一次，我肯定会做出很多不同的选择，无论这些选择最终是否会像现在这样成功，这绝对是事实。也很难去想象它们会有更好的结果。所以，有趣的是，你一路上究竟会犯多少错误。**查理曾经谈到这一点，你只需像士兵一样熬过去，你只需继续前进，但你仍然需要一些运气**。任何人说这都是我自己的本事，那都是在开玩笑。我是说他们那是一种妄想症。你知道，我实际上生活在一个预期寿命相当高的国家，仅凭这一点就是一个巨大的优势。

我生下就是男性，我妹妹也在这里，她生来就是女性。她和我一样聪明，她们真的做得很好。我的父亲以一种了不起的方式平等地爱着我们所有人。但他还是告诉我，这是温柔的。我出生在第 19 修正案通过的 10 年之后。(从 1776 年建国到 1920 年宪法第 19 修正案通过，经过了 144 年的岁月流逝，美国女性才有了完整的公民权。比如，没有投票权；已婚妇女不能拥有财产、也没有权利提出财产继承要求；许多州的法律规定女性不能担任陪审员、不能上法庭作证、不能上大学、更不能从政。当时社会对女性的要求，就是在家做一个贤妻良母，而不是在社会上抛头露面)。但即使是我自己的家人，我父亲基本上告诉我的姐妹们，趁你年轻还漂亮时抓紧结婚。

但他却对我说，你的力量是无穷的，你在这个世界有无限可能，虽然我发现有很多事情我都做不了 HAH。但是即使是最善意和最慈爱的父母，给自己女孩和男孩传递的信息却大相径庭。就像我说的，几百万年来一直是这样的。它发生了巨大的变化，但显然不是彻底的变化，在我有生之年，它的实现主要发生在我的人生的后半段。以我的姐妹们为例，如果她们晚出生五年十年，当她们出去上大学时仍然会得到父母的指示，在一切妥当时就抓紧结婚，或者在上学时就安排结婚，因为等你毕业之后，所有好男人都被抢走了。我妹妹 Bertie 告诉我，她遇到的很多女性显然都得到了这个信息，真的是这样。所以，我们取得了如此大的进步真是非同寻常，但我们花了如此长的时间也真是令人难以置信。我的意思是，这真的让你感到好奇，你知道，我们拥有美国历史上所有这些英雄，以及他们所做的所有精彩事情，但他们怎么能说人人生而平等，然后又制定宪法，规定女性不能拥有财产，不能享受国家福利。我是说，这太糟糕了。但无论如何，这就是你了解人类能做什么的方式。我觉得无论情况如何，你对孩子们的未来都会比 100 年前更有信心。好的，有请 Becky。

问题 11：你无法解决生活中的一切问题，你只能尽力而为

BeckyQuick：这个问题来自康涅狄格州西港的 LindaFrazier。亲爱的巴菲特先生，您曾指示将您妻子继承的遗产的 90%投资于低成本的 SP500 指数基金，10%投资于短期政府债券。但现七大科技巨头的市值占加权 SP500 指数市值的四分之一以上，这似乎是在科技行业下了很大的赌注。我想知道，您现在是否会建议将部分资金投资于低成本等权重的 SP500 指数基金，而不是全部投资于科技股为主的市值加权基金。

巴菲特：这是一个有趣的问题。我想说，我大约每三年左右就会修改一次我的遗嘱，我时不时会有一些小想法，但不需要每次都去修改它。

每一次的修改都会有微小的变化，但有一部分我一直没改，那就是留给我妻子的那一大笔钱，无论以什么标准衡量，与我积累的财富相比都微不足道。而且，不管她能否战胜 SP500 还是其他什么，这对她的生活都不会有任何影响。我只想给她留下足够的钱来照顾她，远远超出她的花销的同时尽可能让她安心，真正确保管理这笔钱的受托人不必担心能否打败 SP500，她是否打败 SP500 指数并不重要。最重要的是，她觉得自己的财务状况很好，当然也确实如此。她甚至不需要考虑能否战胜指数，受托人也不用担心被起诉或其他什么的。

所以，这根本不是什么经济状况的问题。很明显我把 99%以上的财产都用于了慈善事业。我有三个孩子，好在他们到了 70 岁 69 岁 65 岁已经非常成熟，可能比他们的父亲更成熟。与此同时，他们为了钱工作的时间也比

50 岁左右的时候要少得多了。所以，你要做的就是尽最大努力实现你在遗嘱中的目标。最后，你不知道你死后会发生什么，但你要确保，你留下的很多钱可以照顾好家人。显然你想感谢很多人，也有不少人提出了具体要求，但你想照顾好你的家人。就我而言几乎不需要钱，只需要缴纳相当数额的税款。但我的孩子们将负责处理剩下的资金。但正如我所说，当你像我一样长寿时，孩子们也长大了，谁知道死亡率会发生什么变化？他们才是我真正希望看到的处理分配资金的人。他们会，而且会做得很好。但如果三年后我们都还活着，他们就会长大三岁。所以，**你无法解决生活中的一切问题，你只能尽力而为。**

人们会做一些有趣的事情。我身边的有钱人可能和其他人一样多，我知道他们正在做什么或者已经用他们的钱做了什么。你可以拥有一大笔钱让每个人都非常富有，而当这一切发生时，人们就会变得不那么喜欢彼此。人类观察起来真的很有趣。有些人处理得很好，有些人却很糟糕。律师总是会告诉你一件事，那就是不要使用附加条款。换句话说，当你对改变主意时，只需写一份新的遗嘱，而将旧的撕掉。不要仅仅通过添加条款的方式修改遗嘱。但我相信我是对的。我确实读过 PaulGetty 的故事，他的故事非常有趣。他是世界上最富有的人，大概是在 1950 年代或 1960 年代的某个时候，他有五个妻子，他的孙子被绑架了，他们把孩子的一只耳朵和所有东西送给了 PaulGetty。我的意思是，当你经历这些的时候，你会发现这并不是什么幸福生活。但有一件事他做得很有趣，他喜欢用遗嘱附加条款，我觉得他有 25 条，他用这种方式写道，我将把你从遗嘱中剔除。所以，因为他很乐意通过遗嘱来解释他对这些人的感受。我的意思是，在遗嘱中你真的会发现一些奇怪的事情。我刚刚读到一个人的遗嘱，他赚了一大笔钱，留给了他的孩子，我不知道是孩子还是孙子还是其他人，但不管怎样，我知道一些关于这个家庭的事情。他的遗嘱开头实际上是这样写的：我在东方航空公司的经济舱里写下这份遗嘱，号码是这样的。我的意思是，他认为要开门见山地告诉受助人，他们应该如何生活，然后他会对他们进行评判。**看别人的遗嘱真 TM 有意思。**有一个人给妻子留下了一大笔钱，条件是她必须再婚，这样至少有一个男人会为他的去世哀悼。HAH。

正如我常说的那样，我不是在这里提供法律建议，但我对一生的结果感觉非常非常非常好。我希望我能想出更好的办法，将我所拥有的大量财富用于解决世界上一些真正重要的问题，但我还没能做到这一点。我在三四十岁的时候就有了一些目标，当时可能已经写在遗嘱里了，关于哪些事还需要做，以及钱要怎么用等等。不幸的是，我认为他们无法完成这些目标。当然，我的目标是完成重要的事情。现在还没有人解决这些问题，所以你可

能会觉得我为什么要解决这些问题呢？尽管如此，这还是很有趣的。

这里的每个人，我不知道从其他国家来的人怎么样，但你应该立一份遗嘱，因为如果你没有遗嘱，你需要立遗嘱，而且国家说什么我就会做什么。令人惊讶的是，美国历史上有 45 位总统，其中 4 位总统死亡时都没有立遗嘱。想象一下，当上美国总统却不立遗嘱。你可以查查最近的那个人，我猜是林肯，我确定林肯是四人之一。他是个爷们，我不知道你能说什么。好吧，他可能没有来得及做这件事，但很难想象为什么 AbrahamLincoln 在不立遗嘱的情况下去世。我相信有些研究林肯的学者会在这之后写信给我解释原因，我很有兴趣收到他们的来信。但人终究是人，我们都有弱点有怪癖和其他一切。不要因为你有一些缺点就对自己太苛刻，但也不要完全原谅自己。你可以改变未来。你无法改变过去，但你可以改变未来。好的，有请第 6 区。

问题 12：AI 将对人力密集型工作造成影响

股东：下午好，我是来自圣地亚哥的律师 Caroline，芒格先生也曾经是一名律师。首先，我要衷心感谢你，巴菲特先生，感谢你的商业诚信、孜孜不倦的领导能力以及对慈善事业的慷慨贡献。我想请教两位嘉宾的问题是，既然人工智能的精灵已经从瓶子里出来了，正如今天早些时候有人敏锐地指出的那样，伯克希尔哪项业务可能会因人工智能而面临最大风险？

巴菲特：这是一个很棒的问题。问题是我对人工智能真的一无所知，很明显，人工智能将为任何劳动密集型的工作创造出大量的闲暇时间。现在，世界如何利用闲暇时间是另一个问题，我知道很多人一开始上班的时候都认为他们想要的是休闲时间，而我喜欢的其实是有更多的问题需要解决。但人工智能的意义深远，这就是它成为精灵的原因所在，这就是可能发生什么事情的根源。我可以讲几个精灵的笑话，但最好它不会发生。但就我们的业务方面，他们会想出办法来。我们有聪明的人。显然如果它以亲社会的方式使用，会给社会带来极大的好处。但我不知道你如何确保这一点，就像我不知道如何确保在第二次世界大战中使用两颗原子弹时，你知道你没有制造出可能在日后毁灭世界的东西一样。

阿贝尔：是的，我们在很多业务部门考虑使用人工智能，我的意思是，我们真的在思考人工智能如何能让我们更高效更有效。如果它只会导致更多的闲暇时间，我们就可能没有必要考虑生成式人工智能，我们正在研究非常具体的流程，我们的员工可以在这些流程中实施人工智能。有时人工智能会取代劳动力，但我们也希望企业内部能有其他机会。但我认为，当你思考我们所有的业务时，我们确实有大量的劳动力，在我们公司现在所处的阶

段，真正的问题是我们如何更有效、更高效、更安全地完成工作，如果它涉及到危险的过程，我们就不会采用，我们还处于起步阶段。

巴菲特： JohnMaynardKeynes 的作品读起来非常精彩，他的思想令人难以置信。但在我出生前后，他写了一本关于未来 100 年或什么时候可能发生的事情的书。他正确地预测到，人均产出将以惊人的速度增长。这家伙聪明得令人难以置信，但就人们会如何利用这一数据进行推测而言，发展却并不像他预测的那样，他对等式中的内容预测是正确的，但是他根本没有搞清楚到底会是什么结果。因此，我们在研制原子弹时，并不知道很快就会有九个国家会拥有他们所拥有的一切，而且其中三个是我们应该担心的国家，但我们别无选择。

你可以用 AI 写各种各样的论文和其他东西，但我们无论如何都要去做，我们必须这么做。如果你还没读过 LeoSzilard 和 AlbertEinstein 写给罗斯福总统的信你可以去谷歌上读读，这封信写于大约德国入侵波兰的一个月前，信中写得很清楚，LeoSzilard 知道在核弹研发方面将会发生什么，或者说他有很好的预感。他无法送达罗斯福，但他知道爱因斯坦在信上签名将会奏效。所以这可能是有史以来最重要的一封信，你可以读读它，这对我来说很吸引人，但它启动了曼哈顿计划，之后的一切都源于此。我敢打赌，罗斯福并不明白这一点，但他明白，爱因斯坦签名了一封信，他可能知道自己在说什么，他最好开始曼哈顿计划。这个世界上发生的事情真是令人难以置信。不管怎样，让我们继续，有请 Becky。

问题 13：美债的规模不是问题，财政赤字才是问题

BeckyQuick：来自加州尔湾的 RandyJeffs。2024 年 3 月 25 日《华尔街日报》报道，目前的国债市场规模比 2008-2009 年大危机前扩大了约六倍。你是否认为，在某个时间点上，世界市场将不再能够吸收所有的美债？

巴菲特：我想说，我当然不知道答案，但我最乐观的猜测是，美债在很长一段时间内都是可接受的，因为没有太多替代品。有替代品但规模不大。在很长很长的一段时间里，美债的规模都不值一提。**问题不在于美债的数量，而是通货膨胀是否会以任何方式失控，从而真正威胁到整个世界经济形势。**美元作为储备货币也确实没有其它任何替代品。很多人都会就此发表很多演讲，但这就是答案。

早在 1980 年之前，PaulVolcker 就担心过这个问题，但他的生命受到了威胁。当时我碰巧和他有一些接触。他是一个令人惊叹的了不起的家伙，他决定必须采取行动，否则金融体系就会以某种他无法预测的方式崩溃。他做到了。有人威胁他的生命并做了各种各样的事情。但他是拯救危机的人。但当时威胁金融体系的并不是美债的

数量，而是通货膨胀和美元未来的价值。逆转了现金就是垃圾的思维，建立起一些可能真正影响到未来世界的经济体系的东西。Paul Volcker 承担了这个重任，他非常有勇气。如果你还没有读过一两本关于他的书，或者他最近写的那本书《坚定不移》(Keeping At It)，你真的应该看看。《时运变迁》(Changing Fortunes)

但事实是，**我并不担心美债数量，我担心的财政赤字**，但我不是一个爱操心的人。我的意思是，我会思考这个问题，但至少我不会为此坐立不安。但我还是会忍不住去想它。人们对美债的关注度很高。有趣的是，我认为媒体参与其中并把焦点放在美联储身上，你知道，他们喜欢这样吸引眼球，因为事情总是会发生，经济学家总是说什么会发生，关于美联储和其他一切。但财政赤字才是应该关注的重点。Jay Powell 不仅是一个伟大的人还是一个非常非常聪明的人，但他并不能控制财政政策。每隔一段时间，他就会发出一种变相的请求，请大家注意这个大麻烦，因为如果我们有了这个问题，麻烦就会出现在这里。就像一位喜剧演员常说的那样，有一位脱口秀喜剧演员常说，这次谈话之后，我忘了冒犯了谁？每次开完会，我都有这种感觉。但我们至少还有时间问一两个问题。有请第七区。

问题 14：做自己喜欢的事，做一个更好的人

股东：大家好，我是来自德国 Giffen 的 Dennis。这是我第一次来这里，我是和我的朋友一起来的，顺便说一句，我的朋友很想邀请您共进晚餐。您谈到了英雄的重要性，我们非常高兴也非常感谢有您这样一位具有伟大价值观的英雄，并为此向您表示感谢。我的问题是，很明显您在一生中取得了巨大的成功。刚才您谈到每一笔投资都有机会成本。根据我的人生经验，这不仅适用于投资你的金钱，也适用于投资你的时间。你在办公室里度过一个小时，你就无法与配偶或子女共度的一个小时。以你现在的人生阅历，如果你有可能重新来过，你在确定优先事项时会有什么不同吗？如果会，你会怎么做以及为什么？最后，邀请您共进晚餐的最佳方式是什么？

巴菲特：好吧，如果我想出了办法，共进晚餐也肯定不会是我的优先事项之一。但请你不要介怀，因为你知道我最多还剩多少时间。

我可以找出各种应该以不同方式完成的事情，但那又能怎样呢？我的意思是，我并不完美。我不相信过度的自我批评，也不相信对自己现状、成就或理想不切实际的想法。你知道，**你一生做了很多事情，谁知道其中是否会有些不同的权衡。我不认为你有必要为过去已经发生的事情而自责。事情已经发生了，你还得(卸下包袱)面对余生，你不知道余生会有多长。你需要继续努力去做对你来说非常重要的事情。**如果我是一名医生，或者从事其他

不同的职业，我可能会做不同的事情，但我真的很喜欢为信任我的人管理资金。我没有任何理由为了赚钱而去这样做。我不是在经营对冲基金，也不是为了在任何事情上获得优先权，但我就是喜欢这种被人们信任的感觉。查理也有同感。你知道，这是生活中一种很好的感受，而且这种良好的感受会一直持续下去。所以，我确实并不想做出太多改变。而且，你知道，如果我很幸运的话，我还能(为你们)再拼上六七年，也可能明天就结束了。

但是每个人的选择都是正确的，尽管每个人的权衡并不完全相同。但我不认为你应该为过去所做的任何事情而自责。我认为你要努力寻找到自己擅长做什么事情，自己喜欢什么事情。我认为，一定有一件事是你极其渴望做的，因为这件事任何人都可以做到，而且这件事非常的了不起。这与金钱无关。你可以变得善良。如果你善良世界就会变得更美好。我不确定如果我更富有，世界是否会变得更好，这是毫无疑问的。你们知道，最终善良的人都渴望变得更好。或者说，我相信你们中的很多人本身就是这样，只是渴望变得更好。最后一个问题，Becky。

问题 15：如果你一生幸运，那就确保其他人也很幸运

BeckyQuick：这个问题来自 DevinSpurgeon，3 月 4 日，查理的遗嘱提交给了洛杉矶郡。第一份遗嘱包含一项不同寻常的规定。它写道：平均而言，我漫长的一生是幸运的一生，道德责任和家族传统要求我，恪守正直，恪尽职守，奉献社会，使我的一生过的如此幸福。因此，我遵循一种古老的做法，我希望这种做法能更加普遍。现在，附加一份道德遗产，其优先考虑的不是财产，而是责任的传承。

(Averaged out, my long life has been a favored one, made better by duty, imposed by family tradition, requiring righteousness and service. Therefore, I follow an old practice that I wish was more common. Now, inserting an ethical bequeath that gives priority not to property, but to transmission of duty.)

如果您要为伯克希尔股东留下一笔道德遗产，您会要求他们承担哪些义务，以及为什么？

巴菲特：我可能会说阅读查理。我是说，他表达得很棒，我也会这么说。我想说的是，如果有人经济状况不佳，如果你心存善意，你所做的事情是大多数富人即使他们捐钱也不会去做的。这不是关于你是富人还是穷人的问题。我想说的是，如果你一生幸运，那就确保其他人也很幸运。

(If you' re lucky in a life, make sure a bunch of other people are lucky, too.)

好的，为了不让你们知道这段时间我给自己的建议是什么，SHUTUP！HAH。所以，我们只回答了 36 个问题，但非常非常感谢你们的到来，我不仅希望你们明年还能来，而且我也希望我自己明年还能来。

RanRan 版翻译更丝滑：<https://mp.weixin.qq.com/s/ik7qnjcsV4fcGWyWLAMmbg>

巴菲特致股东的信 2024

2025 年 2 月 22 日 BRK: \$539496-680920

致伯克希尔·哈撒韦公司所有股东：

这封信是伯克希尔年报的一部分。作为一家上市公司，我们必须定期向各位披露许多具体事实和数据。

然而，“报告”一词必然包含着更大的责任。除了法定披露的数据之外，我们认为还应当向各位进一步阐述你们所拥有的资产情况以及我们的看法。我们的目标是，倘若我们角色互换(也就是说，你们是伯克希尔的 CEO，而我和我的家人是被动投资者，把我们的积蓄托付给你们)，我们希望以你们所使用的方式与各位沟通。

基于这种方式，我们每年都会逐个回顾各位通过伯克希尔股票间接拥有的众多企业的发展情况，无论是好的还是坏的方面。不过，在讨论特定子公司的问题时，我们确实会尽量遵循汤姆·墨菲 60 年前给我的建议：“**表扬要指名道姓，批评则按类别进行**”(Praise by name, criticize by category)。

错误——没错，伯克希尔也会犯错

有时，我在评估为伯克希尔收购的企业未来经济前景时会犯错，每一次都是**资本配置**错误。无论是对可交易股票(我们将其视为企业的部分所有权)，还是对公司的全资收购，都出现过的判断错误。

还有些时候，我在评估伯克希尔聘请的经理人的**能力或忠诚度**时也会犯错。忠诚度方面的失望不仅仅带来财务损失，这种痛苦堪比一段失败的婚姻。

在人事决策方面，能有一个说得过去的击球率就不错了。最严重的错误是拖延纠正错误，或者像查理·芒格所说的“吮拇指”(犹豫不决)。他会告诉我，别期望问题凭空消失，不管多么令人不快，都需要采取行动。

在 2019-2023 年期间，我在写给你们的信中使用了 16 次“错误”mistake 或“失误”error 这样的词。在此期间，许多其他大型公司从未使用过这两个词。我得承认，亚马逊在 2021 年的信中做出了一些极为坦诚的表述。在其他地方，它通常都是些乐观的言论和美好的画面。

我还曾担任一些大型上市公司的董事，在这些公司的董事会会议或分析师电话会议上，“错误”或“失误”是禁忌词汇。这种禁忌暗示着管理层完美无缺，却总是让我感到不安。(不过，有时可能存在法律问题，使得有限的讨论更为妥当。毕竟我们生活在一个诉讼成风的社会。)

我已经 94 岁了，**用不了多久，格雷格·阿贝尔(Greg Abel)就会接替我成为 CEO 并撰写年度信件。**Greg 认同

伯克希尔的信条，即年度“报告”是伯克希尔 CEO 对股东应尽的责任。他也明白，**如果你开始欺骗股东，你很快就会相信自己的鬼话，最终也欺骗了自己。**

皮特·利格尔(Pete Liegl)——独一无二的人物

让我暂停一下，给你们讲讲 Pete Liegl 的非凡故事。这位大多数伯克希尔股东都不认识的人，却为股东们的总财富贡献了数十亿美元。Pete 于 11 月去世，享年 80 岁，去世时仍在工作。

2005 年 6 月 21 日，我第一次听说森林河公司(Forest River)，这是一家由 Pete 创立并管理的印第安纳州公司。那天，我收到一位中间人的来信，信中详细介绍了这家休闲车制造商的相关数据(recreational vehicle,RV 休闲车)。写信人说，作为森林河公司的唯一所有者，Pete 特别希望将公司卖给伯克希尔。他还告诉了我 Pete 期望的售价。我喜欢这种直截了当的方式。

我向休闲车经销商做了一些调查，对了解到的情况很满意，并安排了 6 月 28 日在奥马哈会面。Pete 带着他的妻子莎伦 Sharon 和女儿丽莎 Lisa 一起来了。见面时，Pete 向我保证，他想继续经营这家公司，但如果能确保家人的财务安全，他会更安心。

Pete 接着提到，他拥有一些租给森林河公司的房地产，6 月 21 日的信中没有提及此事。几分钟内，我们就这些资产的价格达成了一致，因为我表示伯克希尔不需要进行评估，直接接受他的估价即可。

然后，我们谈到了另一个需要明确的问题。我问 Pete 他的薪酬应该是多少，并补充说无论他说多少我都接受。(我得补充一句，这不是我推荐普遍采用的方法。)

Pete 停顿了一下，我和他的妻子、女儿都倾身向前。然后，他让我们大吃一惊：“嗯，我看了伯克希尔的委托书，我不想挣得比我的老板多，所以每年给我 10 万美元吧”。我惊讶得差点失态，之后 Pete 又说：“但我们今年会赚 X(他说了一个数字)，我希望能得到超出公司目前盈利部分 10%的年度奖金”。我回答说：“好的，Pete，但如果森林河公司进行任何重大收购，我们会对因此投入的额外资本做出适当调整”。我没有对“适当”或“重大”做出定义，但这些模糊的表述从未引发过问题。

然后我们四人去奥马哈的 Happy Hollow Club 吃了晚餐，从那以后一切都很顺利。在接下来的 19 年里，Pete 取得了惊人的成绩。没有竞争对手能与他的业绩相媲美。

并非每家公司都拥有容易理解的业务，像 Pete 这样的所有者或管理者也极为少见。当然，我预计自己在伯克

希尔收购企业时，回犯一些错误，有时在评估与之打交道的人时，也会出错。

但无论是在企业潜力方面，还是在管理者的能力和忠诚度方面，我也有过许多惊喜。我们的经验是，一个正确的决策随着时间推移能够带来惊人(breathtaking)的变化。(想想收购 GEICO 保险公司这个商业决策，任用阿吉特·贾因 Ajit Jain 这个管理决策，以及我幸运地找到查理·芒格这位独一无二的合伙人、私人顾问和坚定的朋友。)错误会逐渐消逝，而成功则会永远绽放光彩(Mistakes fade away; winners can forever blossom.)。

还有一点，在我们的 CEO 遴选中，我从不看候选人毕业于哪所学校。从来不！

当然，也有许多毕业于最负盛名学府的优秀经理人，但像 Pete 这样从一所不太知名的院校毕业，甚至没有完成学业的经理人也不在少数。看看我的朋友比尔·盖茨，他认为投身一个正在蓬勃发展、即将改变世界的行业，远比在学校把时间浪费在一张可以挂在墙上的文凭重要得多。(读一读他的新书《源代码》Source Code。)

不久前，我通过电话结识了 Jessica Toonkel，她的继父祖父本·罗斯纳(Ben Rosner)曾长期为查理和我经营一家企业。Ben 是个零售天才，在准备这份报告时，我向 Jessica 核实 Ben 的教育背景，我记得他受教育程度有限。Jessica 回复说："Ben 只读到六年级"。

我很幸运能在三所优秀的大学接受教育。我坚信终身学习(lifelong learning)。然而，我注意到，很大一部分商业天才是天生的，先天因素远超后天培养。

Pete Liegl 就是个天生的商业天才。

去年的业绩表现

2024 年，伯克希尔的表现超出了我的预期，尽管在我们 189 家运营企业中，有 53%的企业收益出现了下滑。由于美国国债收益率提升，我们大幅增持了这些高流动性的短期证券，投资收益显著增加，这对我们的业绩起到了推动作用。

我们的保险业务收益也大幅增长，这主要得益于 GEICO 保险公司的出色表现。在五年时间里，托德·库姆斯(Todd Combs)对 GEICO 进行了重大改革，提高了运营效率，并更新了承保业务模式。GEICO 是我们长期持有的"瑰宝"，只是需要大力"打磨"，而 Todd 不辞辛劳地完成了这项工作。虽然改革尚未全部完成，但 2024 年取得的进展令人瞩目。

总体而言，2024 年财产意外险("P/C")的定价有所提高，这反映出飓风造成的损失大幅增加。气候变化可能已

经初现端倪。不过，2024 年并未发生"灾难性"事件。但总有一天，或许就在明天，就会出现令人震惊的保险损失，而且无法保证每年仅发生一次。

财产意外险业务对伯克希尔至关重要，因此在这封信的后面部分，我会对此展开进一步探讨。

伯克希尔旗下的铁路和公用事业业务，这是我们除保险业务外最大的两项业务，它们的总收益有所改善。然而，这两项业务仍有很大的提升空间。

年末，我们以约 39 亿美元的成本将公用事业业务的持股比例从约 92%提高到了 100%，其中 29 亿美元以现金支付，其余部分以伯克希尔 B 股支付。

总而言之，2024 年我们的运营收益达到 474 亿美元。有些读者可能会抱怨，我们经常强调这一衡量指标，而非 K68 页上按照通用会计准则(GAAP)报告的收益。

我们的**衡量标准不包括**我们持有的股票和债券的资本性损益，无论这些损益是否已实现。尽管每年的数据会大幅波动且难以预测，但从长期来看，我们认为收益将占上风——不然我们为什么要购买这些证券呢？我们进行这类投资的期限几乎总是远远超过一年。在许多情况下，我们的投资考量跨度长达数十年。这些长期投资有时会带来丰厚的回报。

以下是我们对 2023-2024 年收益的详细分析。所有计算均扣除了折旧摊销和所得税。

息税折旧摊销前利润(EBITDA)，这个深受华尔街喜爱却存在缺陷的指标，并不适用于我们。

百万美元	2024	2023	2022
保险-承保业务	9,020	5,428	-30
保险-投资收益	13,670	9,567	6,484
BNSF 铁路	5,031	5,087	5,946
BHE 能源	3,730	2,331	3,904
其他控股企业	13,072	13,362	12,512
非控股企业*	1,519	1,750	1,528
其他**	1,395	-175	509
运营收益	47,437	37,350	30,853
投资损益	41,558	58,873	-53,612

*包括伯克希尔持股比例在 20-50%之间的某些企业如：卡夫亨氏、西方石油和 Berkadia 金融。
**包括 2024 年约 11 亿美元和 2023 年约 2.11 亿美元汇兑收益，这些收益来自我们使用的非美元计价债务。

惊喜！一项重要的美国纪录被打破

六十年前，现任管理层接管了伯克希尔。这是一个错误，一个我的错误，这个错误困扰了我们二十年。我要

强调的是，查理立刻就发现了我这个明显的错误：尽管我收购伯克希尔的价格看似便宜，但这家位于美国北部的大型纺织企业的业务却走向了末路。

美国财政部在那时就已经收到了伯克希尔命运的无声警告。1965 年，该公司一分钱所得税都没缴纳，这种情况在公司里已经持续了十年，实在令人尴尬。对于那些充满魅力的初创企业来说，这种经济行为或许可以理解，但对于一家美国工业的老牌支柱企业而言，这无疑是一个警示信号。伯克希尔正走向衰败。

时光飞逝，六十年过去了。想象一下，当美国财政部发现，仍然以伯克希尔哈撒韦相同名字运营的那家公司，所缴纳的企业所得税比美国政府曾经从任何一家公司(甚至包括那些市值高达数万亿美元的美国科技巨头)收到的都要多时，会有多么惊讶。

确切地说，伯克希尔去年向美国国税局缴纳了四笔税款，总计 268 亿美元。这大约占美国企业总纳税额的 5%。此外，我们还向外国政府和美国 44 个州政府缴纳了相当数额的所得税。

请注意，能够实现这一创纪录纳税额的一个关键因素是：在 1965-2024 年期间，伯克希尔的股东仅收到过一次现金股息。1967 年 1 月 3 日，我们进行了唯一一次股息支付，总计 101755 美元，即每股 A 股支付 10 美分。(我都记不起当时为什么会向伯克希尔董事会提出这一举措了。现在回想起来，就像一场噩梦。)

六十年来，伯克希尔的股东支持持续再投资，这使得公司能够积累应纳税收入。在最初十年里，伯克希尔向美国财政部支付的现金所得税微乎其微，如今累计已超过 1010 亿美元，而且这个数字还在不断增加。

庞大的数字可能让人难以直观理解。让我换个方式来说明我们去年缴纳的 268 亿美元税款。

如果在 2024 年全年，伯克希尔每 20 分钟就向美国财政部寄出一张 100 万美元的支票——要知道 2024 年是闰年，全年有 366 天——到年底我们仍会欠联邦政府一大笔钱。实际上，要到 1 月中旬左右，财政部才会告诉我们可以稍作喘息、睡个好觉，然后准备 2025 年的纳税事宜。

你的资金去向

伯克希尔的股权投资兼顾两个方面。一方面，我们拥有许多企业的控制权，持有至少 80%被投资企业的股份，通常我们持有 100%的股份。这 189 家子公司与可交易普通股有相似之处，但差异巨大。这些子公司组合的总价值高达数千亿美元，其中包括一些稀世“珍宝”，很多优秀但远非卓越的企业，还有一些令人失望的落后企业。

我们没有持有会严重拖累业绩的资产，但也有一些企业是我本不该投资的。

另一方面，我们拥有十几家大型高盈利企业的少量股份，这些企业家喻户晓，比如苹果、美国运通、可口可乐和穆迪。其中许多公司在其运营所需的净有形资产上赚取了极高的回报。截至年底，我们持股部分的所有权价值达到 2720 亿美元。可以理解的是，真正卓越的企业很少会整体出售，但这些“珍宝”的一小部分股份可以在周一至周五的华尔街买到，而且偶尔还能以优惠的价格购得。

在选择股权投资工具时，我们深思熟虑，会根据何处能最好地配置你们(以及我家人)的储蓄来决定投资方向。通常情况下，没有什么投资看起来特别有吸引力；极少数情况下，我们会发现自己面临众多投资机遇。Greg 展现出了像查理一样在这种时刻果断行动的能力。

在投资可交易股票时，如果我犯了错误，调整起来相对容易。但需要强调的是，伯克希尔如今的规模限制了这一宝贵的灵活性。我们无法迅速进出市场。有时，建立或退出一项投资需要一年甚至更长时间。此外，在持有少数股权的情况下，如果需要采取行动更换管理层，或者我们对公司做出的资金配置决策不满意，我们都无法进行干预。

对于控股公司，我们可以决定这些事务，但在处理投资失误时，我们的灵活性要小得多。实际上，除非面临我们认为无法解决的问题，否则伯克希尔几乎从不出售控股企业。不过这也带来了一个抵消效应，一些企业主因为我们(共进退)的坚定行为而寻求与伯克希尔合作，偶尔这对我们来说，可能是一个决定性的优势。

尽管一些评论人士认为伯克希尔目前的现金储备异常充裕，但你们的大部分资金仍然投资于股票。这种偏好不会改变。虽然去年我们持有的可交易股票市值从 3540 亿美元降至 2720 亿美元，但我们非上市控股企业的价值有所增加，并且仍然远远高于可交易股票投资组合的价值。

伯克希尔的股东可以放心，我们将永远把你们大部分资金配置于股票，主要是美国股票，尽管其中许多企业都有重要的国际业务。伯克希尔永远不会偏好持有现金等价物资产，而放弃持有优质企业，无论是控股还是部分持股的企业。

如果政府财政政策使用不当，纸币的价值可能会蒸发。在一些国家，这种鲁莽的做法已经习以为常，而在美国短暂的历史中，也曾几近陷入这种境地。固定票息债券无法提供抵御货币失控贬值的保护。

然而，只要这些企业的产品或服务受到人民的青睐，企业以及拥有特殊才能的个人通常都能找到应对货币不稳定的方法。个人技能也是如此。由于没有体育天赋、美妙歌喉、医疗或法律专业技能或类似资产，我的一生都

不得不依靠股权投资。实际上，我一直依赖美国企业的成功，而且还会继续这样做。

无论以何种方式，公民明智地(更好的是富有想象力地)配置储蓄，对于推动社会所需商品和服务的产出不断增长是至关重要的。这个体系被称为资本主义。它存在缺陷和弊端——在某些方面，现在比以往任何时候都更加严重，但它也能创造出其他经济体系无法比拟的奇迹。

美国就是最好的例子。美国自建国 235 年来取得的进步，即使在 1789 年美国宪法通过、国家活力刚刚释放时，最乐观的殖民者也无法想象。

诚然，美国在发展初期有时会通过借款来补充储蓄。但与此同时，我们需要许多美国人持续储蓄，并且需要这些储蓄者或其他美国人明智地配置这些资金。如果美国将生产的所有产品都消费掉，那么国家将原地踏步。

美国的发展过程并不总是一帆风顺——美国一直有许多卑鄙者和投机者，他们试图利用那些错误地将储蓄托付给他们的人。但即便存在这些渎职行为(如今这些行为依然猖獗)，以及由于激烈竞争或颠覆性创新导致的大量投资失败，美国人的储蓄还是带来了数量和质量都远超殖民者想象的产出。

从最初仅有 400 万人口起步，尽管早期还经历了残酷的自相残杀的内战，美国却在转瞬之间改变了世界。

伯克希尔的股东通过放弃股息、选择再投资而非消费，以微不足道的方式参与到了美国的奇迹。最初，这种再投资微不足道，几乎可以忽略不计，但随着时间的推移，它不断壮大，这既反映了美国持续的储蓄文化，也体现了长期复利的神奇力量。

如今，伯克希尔的业务影响着美国的各个角落。而且我们的发展还远未结束。企业会因各种原因倒闭，但与人类不同，企业的"衰老"本身并不致命。如今的伯克希尔比 1965 年时要"年轻"得多。

然而，正如查理和我一直承认的那样，伯克希尔如果不在美国，就不可能取得如今的成就；而即便伯克希尔从未存在过，美国也依然会取得现在的成功。

所以，谢谢你，山姆大叔。有一天，伯克希尔的"徒子徒孙们"希望能向你缴纳比 2024 年更多的税款。请明智地使用这些钱。照顾好那些并非自身过错而命运多舛的人们，他们理应得到更好的待遇。永远不要忘记，我们需要你维持稳定的货币，而这需要你具备智慧并保持警惕。

财产意外险 P/C

财产意外险仍然是伯克希尔的核心业务。该行业遵循的财务模式在大型企业中极为罕见。

通常情况下，公司在销售产品或服务之前或同时，需要承担劳动力、原材料、库存、厂房和设备等方面的成本。因此，他们的 CEO 们在销售产品之前就能清楚地了解产品的成本。如果售价低于成本，管理者很快就会意识到问题所在。很难对现金的流失视而不见。

在承保财产意外险时，我们提前收取保费，但很久之后才会知道承保成本——有时真相会延迟 30 年甚至更久才会显现。(我们仍在为 50 年前或更久以前发生的石棉相关风险支付巨额赔款。)

这种商业模式的好处是，在承担大部分费用之前，财产意外险公司就能获得现金，但它也存在风险，即公司可能在 CEO 和董事会意识到问题发生之前就已经亏损——有时甚至是巨额亏损。

某些保险业务可以最小化这种时间差带来的风险，比如农作物保险或冰雹灾害保险，这类保险的损失能迅速被发现、评估和赔付。然而，其他一些险种可能会让公司在走向破产的过程中，管理层和股东还沉浸在“幸福”之中。想想医疗事故险或产品责任险等保险类别。在“长尾”险种中，财产意外险公司可能多年甚至数十年都向所有者和监管机构报告高额但虚假的利润。如果 CEO 是个乐观主义者或者骗子，这种会计处理方式可能会极其危险。这些可能性并非凭空想象：历史上这类人比比皆是。

近几十年来，这种“先收钱，后赔付”的模式使伯克希尔能够投资大量“浮存金”，同时通常还带来一个我们认为是一小幅承保利润的结果。我们会对“意外情况”进行预估，到目前为止，这些预估还是足够的。

我们不会被业务中戏剧性的和不断增加的巨额赔付所吓倒。(我写这封信的时候，就想到了山火造成的损失。)我们的职责是合理定价以应对这些情况，并且在意外发生时冷静接受损失。我们还有责任对不合理的判决、恶意诉讼和欺诈行为提出抗辩。

在阿吉特(Ajit)的领导下，我们的保险业务从一家位于奥马哈的默默无闻的公司，发展成为全球领先的企业，以敢于承担风险和坚如磐石的财务实力而闻名。此外，Greg、公司董事们和我在伯克希尔都有大量投资，这与我们获得的任何薪酬相比都要多得多。我们不使用股票期权或其他不对等的薪酬形式；如果你们亏损，我们也会亏损。这种方式鼓励我们谨慎行事，但并不能保证我们有先见之明。

财产意外险业务的增长依赖于经济风险的增加。没有风险，就不需要保险。

回想 135 年前，那时世界上还没有汽车、卡车或飞机。如今，仅在美国就有 3 亿辆汽车，这支庞大的车队每天都造成巨大的损失。飓风、龙卷风和野火造成的财产损失巨大，而且还在不断增加，其发生模式和最终损失越

来越难以预测。

为这些风险承保 10 年期的保单是愚蠢的，甚至是疯狂的，但我们认为通常情况下，承保 1 年期的这类风险是可控的。如果我们改变主意，就会调整保险合同。在我有生之年，汽车保险公司普遍放弃提供 1 年期保单，而是改为 6 个月期。这种改变虽然减少了浮存金，但有助于更合理地进行承保。

没有哪家私人保险公司愿意承担伯克希尔所能承担的风险规模。有时，这一优势至关重要。但当保费定价不合理时，我们也必须减少业务。我们绝不能为了维持业务而承保定价过低的保单，那无异于企业自杀。

合理为财产意外险定价既需要艺术，也需要科学，而且这绝对不是乐观主义者适合从事的业务。招募 Ajit 加入伯克希尔的高管 Mike Goldberg 说得好："我们希望承保人员每天上班时都保持警惕，但又不至于畏缩不前。"

综合考虑，我们喜欢财产意外险业务。伯克希尔在财务和心理上都能从容应对极端损失。我们也不依赖再保险公司，这为我们带来了实质性且持久的成本优势。最后，我们拥有出色的经理人(他们都不是乐观主义者)，并且特别适合利用财产意外险业务带来的大量资金进行投资。

在过去二十年里，我们的保险业务产生了 320 亿美元的税后承保利润，相当于每 1 美元的销售产生 3.3 美分的税后利润(3.3%)。与此同时，我们的浮存金从 460 亿美元增长到了 1710 亿美元。随着时间的推移，浮存金的规模可能还会略有增长，如果承保决策明智(再加上一些运气)，可以合理的预期实现浮存金零成本。

伯克希尔增加对日本的投资

我们投资业务主要集中在美国，但有一个虽小却很重要的例外，那就是我们对日本的投资不断增加。

自伯克希尔开始购买五家日本公司的股票以来，已经过去了近六年。这五家公司的运营模式与伯克希尔有相似之处，且都非常成功。这五家公司按字母顺序排列分别是：伊藤忠商事(ITOCHU)、丸红株式会社(Marubeni)、三菱商事(Mitsubishi)、三井物产(Mitsui)、住友商事(Sumitomo)。这些大型企业各自都持有大量企业的股份，其中许多企业位于日本，也有一些在全球各地开展业务。

伯克希尔在 2019 年 7 月首次买入这五家公司的股票。当时，我们只是看了看它们的财务记录，对其股票的低廉价格感到十分惊讶。随着时间的推移，我们对这些公司愈发钦佩。Greg 多次与它们会面，我也定期关注它们的发展动态。我们俩都赞赏它们的资本配置策略、管理团队，以及对待投资者的态度。

这五家公司都能合适的时候增加股息，合理的情况下回购股票，而且它们的高层管理人员在薪酬计划

上，远没有美国同行那么激进。

我们对这五家公司的持股是着眼于极长期的，并且我们**承诺**会支持它们的董事会。从一开始，我们就同意将伯克希尔对每家公司的持股比例维持在 10% 以下。不过，随着我们接近这一持股上限，这五家公司同意适度放宽这一限制。假以时日，大家很可能会看到伯克希尔对这五家公司的持股比例均有所上升。

截至年底，伯克希尔对这五家公司的总投资成本(以美元计算)为 138 亿美元，而我们所持股份的市值总计达到 235 亿美元。

与此同时，伯克希尔一直在增加日元计价的借款，但并非遵循某种固定模式。所有借款利率均为固定利率，**不存在“浮动利率”的情况**。Greg 和我对未来的外汇汇率并无明确预期，因此我们力求保持货币风险中性的头寸。不过，根据 GAAP 会计准则，我们必须定期在收益中确认因日元借款产生的汇兑损益。截至年底，由于美元升值，我们已确认 23 亿美元的税后汇兑收益，其中 2024 年的汇兑收益为 8.5 亿美元。

我预计，Greg 以及他未来的继任者们会在未来几十年一直持有这笔日本投资，而且伯克希尔将来也会探索与这五家公司更多富有成效的合作方式。

我们也看好目前日元平衡策略的数学模型。在我撰写本文时，预计 2025 年从这些日本投资中获得的年度股息收入总计约为 8.12 亿美元，而日元计价债务的利息成本约为 1.35 亿美元。

奥马哈年度股东大会

我希望大家能于 5 月 3 日来奥马哈与我们相聚。今年的会议日程有所调整，但基本内容依旧。我们的目标是解答大家的诸多疑问，让大家与朋友相聚，也希望奥马哈能给大家留下美好印象。这座城市期待着大家的到来。

我们仍会有一群志愿者，为大家提供各式各样的伯克希尔产品，让大家省钱的同时也能收获快乐。和往常一样，我们会在周五中午至下午 5 点营业，有可爱的毛绒玩偶、鲜果布衣内衣、Brooks 跑鞋，还有许多其他商品供大家挑选。

同样，我们今年仍只售卖一本书。去年我们推出了《穷查理宝典》，结果销售一空——周六营业结束前 5000 本就全部售罄。今年我们将推出 **《伯克希尔哈撒韦六十年》** (60 Years of Berkshire Hathaway)。2015 年，我让 Carrie Sova 试着编写一本关于伯克希尔的轻松历史读物。Carrie 身兼数职，其中就包括负责年会的诸多事务。我让她尽情发挥想象力，结果她很快就完成了一本书，其创意、内容和设计都让我惊叹不已。

后来，Carrie 离开伯克希尔去组建家庭，现在她已经有了三个孩子。但每年夏天，伯克希尔的员工都会聚在一起观看奥马哈 Storm Chasers 与美国联盟 AAA 级分区对手的棒球比赛。我会邀请几位老同事一同参加，Carrie 通常也会带着家人前来。在今天的活动上，我厚着脸皮问她是否愿意编写 60 周年纪念版书籍，加入查理的照片、语录和鲜为人知的故事。

尽管要照顾三个年幼的孩子，Carrie 还是立刻答应了。因此，我们会在周五下午以及周六上午 7 点至下午 4 点出售 5000 本新书。

Carrie 拒绝为她在这本新版“查理”书籍上投入的大量工作收取报酬。我提议，我和她共同签名 20 本书，送给 Stephen Center 捐款 5000 美元的股东。Stephen Center 为奥马哈南部无家可归的成年人和儿童提供帮助。Kizer 家族，从我的老朋友、Carrie 的祖父 Bill Kizer, Sr. 开始，几十年来一直在支持这个意义重大的机构。通过出售这 20 本签名书筹集到的所有款项，我都会等额捐赠。

Becky Quick 将在周六报道我们这次有所调整的股东大会。Becky 对伯克希尔了如指掌，她总能安排与公司经理、投资者、股东，偶尔还有名人进行有趣的访谈。她和她所在的 CNBC 团队在向全球转播我们的会议，以及整理大量与伯克希尔相关的资料方面，都做得非常出色。这里要感谢我们的董事史 Steve Burke 提出资料存档这个好主意。

今年我们不会播放电影，而是会提前在上午 8 点开始会议。我会先做一些开场发言，然后我们会马上进入问答环节，由 Becky 和现场观众交替提问。

Greg 和 Ajit 将和我一起回答问题，上午 10 点半我们会休息半小时。上午 11 点重新开始时，只有 Greg 会和我一起上台。今年会议将在下午 1 点结束，但展厅会一直开放至下午 4 点供大家购物。

大家可以在第 16 页找到周末活动的详细信息。特别要注意的是，周日上午的 Brooks 跑步活动一直都很受欢迎。（我就睡觉不参加啦。）

去年我在信里提到过我聪明又漂亮的妹妹伯蒂(Bertie)，她会和她的两个女儿一起参加这次会议，她的两个女儿也很漂亮。大家都认为，产生这种出众外貌的基因只在家族女性一方遗传。（唉。）

Bertie 现在 91 岁了，我们每周日都会用老式电话聊天。我们聊聊老年生活的趣事，还会讨论一些有趣的话题，比如我们各自拐杖的优缺点。对我来说，拐杖的作用仅仅是防止我脸着地摔倒。

但 Bertie 总爱跟我炫耀，说她用拐杖还有个额外的好处：她告诉我，女人用拐杖后，男人就不再纠缠她了。

她的解释是，男性的自尊心使得他们不会去招惹拄拐杖的老太太。目前，我还没有数据能反驳她的说法。

不过我心存疑虑。在会议的舞台上我看不清台下的情况，如果参会的各位能帮我留意一下 Bertie，我会很感激。要是拐杖真的有这种效果，一定要告诉我。我打赌她肯定会被一群男士包围。对于上了些年纪的人来说，那场景可能会让人想起《乱世佳人》里 Scarlett O'Hara 被一群男性追求者簇拥的画面。

伯克希尔的董事们和我都非常期待大家来奥马哈，我相信大家会度过愉快的时光，说不定还能结识新朋友。

沃伦·巴菲特 董事会主席

13F 持仓明细

股份数量	公司名称	市值
300,000,000	苹果 AAPL-大减 6 亿股	75,126
151,610,700	美国运通 AXP	44,997
680,233,587	美国银行 BAC-大减 3.5 亿股	29,896
400,000,000	可口可乐 KO	24,904
118,610,534	雪佛龙 CVX-减持 0.07 亿股	17,180
264,178,414	西方石油 OXY-增持 0.2 亿股	13,053
24,669,778	穆迪公司 MCO	11,668
325,634,818	卡夫亨氏	10,000
27,033,784	安达保险 Chubb	7,469
50,000,000	KROGER 克罗格连锁	3,058
18,513,482	DaVita 达维塔保健	2,769
7,998,510	VeriSign 数字证书-微增	2,747
117,468,573	SiriusXM 卫星广播-加仓	2,678
8,297,460	Visa 维萨	2,622
10,000,000	亚马逊 AMAZON	2,194
3,986,648	MasterCard 万事达	2,099
54,200,142	比亚迪 BYD-减持 10 亿	1,862
4,100,000	怡安保险 AON	1,473
19,889,970	自由媒体	1,444
7,450,000	CAPITAL ONE 第一资本-减持	1,328
5,624,324	星座品牌 CSTA-新进	1,243
29,000,000	ALLY 金融	1,044
14,639,502	花旗集团-大幅减持	1,030
2,382,000	达美乐比萨 DPZ-新进	1,000
1,991,759	特许通讯 CHTR-减持	683
40,180,168	联合利华 UN	416
4,350,000	T-MOBILE-减持	960

4,344,909	Louisiana-Pacific 建材	449
1,049,687	HEICO 航天-新进	195
598,689	POOL 泳池维保-新进	204
11,112	NVR 金融	91
433,558	Jefferies 金融	34
227,750	DIAGEO 帝亚吉欧	29
152,572	LENNAR 莱纳房产	20
2,909,205	自由拉美	18
115,428	ATLANTA BRAVES 体育	4
	伊藤忠商事 ITOCF	
	三菱商事 MSBHF	
	三井物产 MITSY	
	丸红株式会社	
	住友商事	
	惠普 HP-清仓	
	Snowflake 数据云-清仓	
	Floor & Décor 瓷砖-清仓	
	Paramount 派拉蒙环球-清仓	

伯克希尔股东大会实录 2025

2025 年 5 月 3 日 CHI Health 会议中心 4 万人+CNBC 直播

俏皮话开场

如何建立能力圈

1, 股东: 如果您要教授一门投资课程, 除了本格雷厄姆和菲利普费雪的书籍, 以及您公司的定期报告外(BRK 股东信), 教学大纲上还会有什么内容?

巴菲特: 我想你已经说出了我推荐阅读的内容。要想成为一名成功的投资者, 除了对智商的要求不高以外, 首要的素质就是, 要有正确的秉性和知识框架。

很明显, 你需要真正理解会计, 因为它是商业语言。因此, 我认为你会从课堂或阅读中获得这方面的知识。但是, 一旦你掌握了这些, 最好的书可能就是本格雷厄姆写的《聪明投资者》。在我看来, 没有什么比这本书更重要的了。如果你读过本格雷厄姆和菲利普费雪的早期著作, 我想你就不需要再读投资界的其他任何书了。

投资并不是一个复杂的过程, 最重要的是要有正确的心态(做生意的心态)。就像一个人出去投资一个加油站或福特汽车经销店, 或者开一家餐馆, 人们经常这样做投资。投资就是做生意。股市的好处在于, 它让你有机会进入全国甚至全世界几乎所有的主要企业, 而且有时条件非常诱人。

你必须在秉性上符合格雷厄姆提出的原则。你可能还必须对这个过程感兴趣, 甚至着迷。你必须知道自己理解什么, 不理解什么。能力圈有多大并不重要, 重要的是你要知道能力圈的边界在哪里。

而股市的结构, 经纪业务等等, 都是经过设计的, 虽然不一定是有意, 但这种市场环境可能会让大多数人在投资中表现出最糟糕的一面。因此, 这需要一定的独立思考能力和不屈服于人性的意志。只是, 有些人可能需要一点镇静药片之类的东西才能进行投资交易。在投资行业中, 基本上你必须自己独立思考。这对有些人来说比其他人更难, 在有些环境中比在其他环境中更难。但这会给你带来一个巨大的回报。

股东: 我们如何阅读年度报告和委托投票说明书(proxy statements)?

巴菲特: 首先, 我们要大量阅读。大量阅读年报和行业出版物对更好地了解某些业务很有帮助。只是我略读了很多内容, 但如果我真的对一家公司感兴趣, 我基本上会读完每一个字, 虽然有些一般性的描述会让我有点迷糊。但如果我真的对它感兴趣, 我就会仔细从前读到后。

我们不仅对自己拥有或打算拥有的任何业务感兴趣, 而且对阅读它们竞争对手的资料也很感兴趣。我拿到比克公司 Bic 的年报, 我拿到了 Warner Lambert 公司的年报, 我会去阅读有关 Schick 公司的年报。我拿到了百事可乐公司(Pepsi)的年报, 我拿到了科特饮料公司(Cott Beverage)的年报。Cott 公司生产的普通饮料比其它任何公

司都多，至少在北美是这样的。我想知道竞争对手在做什么，在谈论什么，他们取得了什么样的业绩成果，以及他们认为什么战略看起来更合乎逻辑。因此，我花了很多时间去阅读各种年度报告。

委托投票说明书通常不需要那么多时间，但能提供一些管理层的线索。我们喜欢厚厚的年度报告和薄薄的委托投票说明书。

芒格：如果你开始随机阅读年报，你不会有收获。在你接触如此大量的数据之前，你的头脑中必须有一些理论框架作为支撑。

巴菲特：这是一个非常好的观点。除非你有一个投资框架来处理这些报告数据，否则基本上它都是胡言乱语。如果你理解你所看到的资料，并找出[A]它是否在你的能力圈范围之内，以及[B]如果在你的能力圈范围之内你是否对它非常感兴趣，如果是这样，那么它就会成为一份非常有用的资料。

除了我们可能掌握的这些一般性知识之外，这些资料就是我们进行投资的主要资料来源。我们不会买很多股票，但在我们购买的股票中，我们往往只是通过阅读年度报告，而不是拜访管理层，就做出了投资决定。有些报告对我们帮助很大。在伯克希尔年报中，有一节与普通股估值有关，这几乎是同义词。我指的是将企业未来所有的现金流按适当的比率折现，不仅仅是流入的现金流，包括流入和流出的全部现金流。如果你有先见之明，能够看到每家企业，从现在到倒闭之间的现金流数量，你就可以得出每家企业今天的价值，而这个价值相对于其他每家企业的价值是合理的。

当你购买股票、债券或任何投资资产时，你的做法是现在投入现金，以便日后获得更多现金。很明显，你在寻找最高的回报率。我在伯克希尔的年报中提到，(现金流贴现模型)这一理论最初在 50 多年前的《投资价值理论》以最详尽的形式表述过。

一旦你估算出未来的现金流入和流出，你会按什么利率来折现，从而得出现值？我自己的感觉是，对于大多数资产来说，长期政府债券利率可能是最合适的数字。当查理和我主观地认为利率偏低时，我们可能不太愿意使用长期政府债券利率。一般我们可能会增加一两个百分点。但逻辑上你会选择使用政府的长期利率。

如果你这样做了，股票和债券在经济现实上就没有区别了。不同的是，债券可能会告诉你未来的现金流是多少，而股票则需要你去估计。这是一项更难的工作，但也可能是一项更有价值的工作。如果你撇开精神回报不谈，从逻辑上讲，这应该跟你评估农场、公寓房产或其他资产的方式相同。一般来说，查理和我都是这么做的。

我们不会把任何东西计算到小数点后三位或类似的数字，因为我们认为，如果计算结果接近价值，我们就不玩了。我们希望我们购买的东西，在计算结果和我们为证券支付的价格之间有一个巨大的安全边际。我们希望获得本格雷厄姆所说的巨大安全边际。显然，我们无法对任何企业做到精确无误的估值。有各种各样的企业，我们认为我们的估值不会比投掷飞镖更好。但偶尔也会有一些业务，我们认为估值可以在掷飞镖的基础上有所改进，而这些业务才是我们所关注的。

当前的金融学在不了解基本业务的情况下，非常注重于研究历史统计数据。它专注于从过去的数据中寻找一些线索，简单地通过各种可能的方法去计算大量的数字，试图找到一些在过去行之有效的东西，因此他们希望这些东西在未来也能行之有效。研究历史数据这种方法并不奏效。在某些情况下，你可能会把赌注押在 14 岁的老马身上，这些老马在此之前的战绩良好，但现在已经不会再赢了。有非常多的方法是纯粹的统计分析无法做到的。我们无法写出一个公式，比如用这个公式来界定吉列品牌与其他行业甚至同一行业中，某些实力较弱的品牌之间的价值差异。我们可以写得相当接近，但这个公式在其他场合并没有用处。

在投资领域，存在大量的无用功，比如仅仅根据统计数字来研究过去，以预测未来。这几乎与从事这项研究工作的人的智商成正比。如果有人给你一个很长的方程式，里面有很多希腊字母，那就直接扔掉吧。

芒格：这其实是一个你想深入研究投资管理理论有多深的问题。很多现代金融专业的人，都想通过分析过去的大量数据，然后寻找协方差，以及大量借助计算机才能完成的分析技术等。对我们来说，这些都是无稽之谈。

我们所要做的，部分是通过我们所了解的一些统计数据，部分是通过我们对产品和竞争态势以及诸如此类因素的理解，去预测相对少数几家企业的未来，并在这方面比一般市场更准确。对我们来说，投资就相当于去跟赌马系统对赌。我们要找的是一匹胜率只有二分之一的马，而它的赔率是三比一。你寻找的是一次定价错误的赌博。这就是投资。你必须有足够的知识，才能知道这次赌博是否定价错误。这就是价值投资。

巴菲特：你必须比市场知道得更多。但在个别情况下，这并不像听起来那么困难。如果今晚有人把股票资料交给查理和我，让我们独立地对每种证券的价格进行估值，我们的结果不会比其他人好，甚至可能更糟。如果我们被迫评估现在在美国每一家公司，我们就没有任何优势。如果我们能选准自己的能力圈范围，我们确实有优势。但我们必须非常小心地挑选能力圈并坚持自己的能力圈边界。

巴菲特：我们一生中只需要八个或十个好的投资点子就够了。幸运的是，你可能不需要这么多。

芒格：你可能只需要一个。

巴菲特：在座的各位，包括我们在内，都是在极度缺乏好点子的情况下取得成功的。

芒格：如果你静下心来想一想，对大多数人来说，30 个不同行业的 40 种股票投资组合根本算不上投资。这往往是金融教授和那些有偿提供稳定的摩擦成本的人所兜售的胡言乱语...**有多少人能够真正理解 40 家不同的公司，或者在这些公司中比其他人更有优势呢？**然而，他们却把这当作标准的聪明投资来教。我只知道我们做不到，反正我做不到。沃伦，你觉得你能做到吗？

巴菲特：那次演讲之后就不会了。

我喜欢讲一个朋友的故事，他制作钓具特别是钓饵拿去销售。我把这个人的销售经验跟通常销售的专业投资建议联系起来。一般来说，专业投资建议提供的是市场平均水平，减去交易的全部摩擦成本，再减去你付给投资顾问的费用。这意味着一般的客户并没有真正得到很多回报。

我说：天哪，那些鱼饵都是绿色和紫色的.....鱼真的会吃那些鱼饵吗？

他说：查理，**我并没有把这些鱼饵卖给鱼啊。**

巴菲特：人们没有足够重视的一个因素是，由于存在查理提到的摩擦成本，整体上看，专业的投资管理显然会比简单的指数化投资带来更差的回报。在 4 万亿美元的股票市场中，有相当大比例的股票是由专业投资经理人管理的，他们通过这份工作获得报酬，因此，仅仅因为摩擦成本的原因，他们的整体业绩就不得不低于平均水平。因此，在这个行业中，从业人员作为一个整体，对你自己就能做的事情毫无帮助。事实上，他们整体还降低了投资业绩。这很不寻常。产科医生可能比街上的普通人更擅长接生。牙医更擅长拔牙。水管工更擅长疏通管道。在我所能想到的其他所有行业中，全职专业人员都会比非专业人员更有优势。总的来说，每一种职业都会给所有非专业人员带来相当大的益处。门外汉钱花的钱都物有所值。

但在投资行业中，总的来说，投资者一无所获。**凭借一只简单的指数基金，他的表现可以轻松超过大多数专业人士。**这给从业者造成了巨大的心理压力，或者说应该造成巨大的心理压力，**尽管否认可以立即克服这种压力，但这会造成巨大的心理压力。**试想一下，如果全国所有的律师都认为他们对走进他们办公室的人的法律行为能力没有任何帮助，或者如果牙医认为人们用绳子和门把手也能做得很好，那就会在这个行业中引起一定的焦虑。有趣的是，与大多数行业相比，整个投资行业的薪酬相当高。业内人士如何应对这一现实确实非常有趣。

芒格：心理否认非常有效。

我认为，在不陷入大量循环论证的情况下，对市场中的所有资产进行估值是非常困难的。举例来说，如果你用可口可乐的总市值减去有形资产，然后说剩下的部分是来自商标的原因，以此让可口可乐的商标价值上下浮动.....的确如此。但如果根据不同的市场等因素，让商标价值在数十亿美元之间浮动，我认为很难做到。

但是，我当然认为，对于已经确定了市场价值的资产，应该提供相关信息。在我们的保险业务中，我们不反对所持有证券都按市值计价，而不是像现在这样，固定到期证券按成本计价，其他证券按市值计价。在我们的案例下，我们的很多资产都是按市值计价的，所以并不会产生很大的影响。但是，除了那些有真实市值报价的资产外，其他资产改用市值计价会产生很多问题。查理，你怎么看？

芒格：我认为你说得很对，会计上你不可能对包括商标和专利在内的所有资产都完全按市值计价处理，这会造成巨大的混乱。但你可以在会计中对多数资产按市值计价处理。

巴菲特：我认为股票期权问题并不难解决。实施起来可能很困难，但我不认为这个问题本身很困难。

芒格：什么才是适合银行的会计制度，这是一个非常有趣的问题。但我对现在的制度没有更好的意见。

巴菲特：这是个难题。

2，股东：我的第一个问题是，你说过你很难再像过去那样增长了，因为公司已经发展得这么大了。我想知道你能否详细说明一下。我的第二个问题是，我读到文章说你和数字打交道的本事非常好，你能心算。我是学数学的，但对于企业我懂的很少。我该读些什么或怎么做才能学会更好地投资呢？

巴菲特：好了，先说第一个问题，我的意思是，让我们在这个规模基础上保持快速增长是不可能的。这就是答案，我们不能在 120 亿美元的基础上以 23% 的回报来计算复利。我们不知道该怎么做，如果有人认为我们能做到这一点，那就大错特错了。我们认为我们的投资仍然可以做的足够好，但是，之前很高的复合回报率，部分原因是我们的起点并不是 120 亿美元。我们在世界上从来没有见过像这样的复利回报率。所以，我们会忽略这部分，但是我们仍然可以做一些聪明的事情。

说说第二个问题。高等数学在投资中没有用处。不过理解数学关系，能够进行所谓的量化或数字化，一般是有帮助的。当某个领域的某个东西还关联到其他领域的什么东西的时候，那些能告诉你何时行得通，何时行不通的技巧是有用的。不过这并不需要极强的数学能力。这需要一定的数学意识和计算能力。我认为能够看到这一点

是有帮助的。

我想，查理和我在阅读一家企业的资料时，总是会将其与别的几十家企业相比较。我们已经习惯成自然了。你应该总是以某种方式进行排序和筛选——这就像棒球中的球探，在考虑一个棒球运动员与另一个球员对抗时会怎么样。试想，你只有一个特定的号码，然后想着，“一个人可能更快，一个人可以打得更好”等诸如此类的事情。它总是在你的脑海中，你在以某种方式排序和选择。

我觉得最好的方式莫过于大量阅读。假如你每年读几百份年报而且读过格雷厄姆和费雪等人的书籍，那么很快你就能够看出你面前的企业是好是坏了。查理？

芒格：我想，要相互比较企业，美国能找到的最好的数据应该要数《价值线》(ValueLine)上的数据了。《价值线》的数据覆盖 15 年，它是对美国很多大企业最好的一步到位的描述。我无法想象投资行业中持有普通股的人有谁的书架上会没有《价值线》。

巴菲特：假如你对各种行业中的不同企业都心里有数，那么你就有很好的背景知识进行衡量。假如你从没看过棒球赛，也没看过统计数字，那么你怎么能知道 30% 的打击手是不是一个优秀的打击手呢？你要知道你所考虑的目标处在拼图中的什么位置。《价值线》每 13 周提供一次数据，假如你浏览这些数据，那么你就能对美国企业长期情况心中有数。

芒格：顺便说一下，我根本不看《价值线》的时间性评级和股票评级。

巴菲特：那些评级没有任何意义，它们列出来，实在是太糟糕了。重要的是统计资料，而不是评级。

芒格：我希望能够看到尽可能久远的数据，可是他们只提供过去 15 年的数据。

巴菲特：不过我把旧杂志保存起来了。(笑声)

芒格：你知道，我希望我在办公室里也有，但我没有。

巴菲特：查理和我都喜欢研究历史，可能我更喜欢一些。假如我现在考虑买可口可乐，我就会去找 1930 年代《财富》杂志对可口可乐的报道。因为我喜欢能有大量历史资料在手头，这些历史资料可以让我知道企业在长期是怎么演化的，什么东西没变，什么东西变了，等等所有的一切，可能我这样读历史资料，出发点与其说是为了决策，不如说是寻找乐趣更多一点。我们试图买进永久持有的企业，如果你也持这种思路，那么你可能也需要回顾历史资料，看看永久持有会是什么样子的。

3, 股东:我是来自纽约的尼尔·麦克马洪,也是红杉资本的股东。你很推崇格雷厄姆,而格雷厄姆又很鼓励不断转手(持有的公司),而你的投资思想是集中投资加上非常长远的眼光,请问你仍旧是 15%的菲利普·费雪和 85%的格雷厄姆吗?

巴菲特:我也不知道具体的百分比。在我先前讲的三条哲学基础方面,我是 100%的本·格雷厄姆。这三条真的很重要。我在 1960 年左右第一次读费雪的两本书,我认为那两本书是很了不起的书籍,费雪是一个很了不起的人。我认为假如算我的方法受人影响的百分比的话,《福布斯》的杰姆·迈克尔斯(Jim Michaels)算一个。

(詹姆斯迈克尔斯 James W. Michaels, 1921 年出生于纽约州布法罗, 1942 年哈佛大学毕业,取得经济学学位。后入伍参加二战,战争结束后,作为美联社记者被派驻印度,并成为新德里和加尔各答分社社长,期间于 1948 年率先报道甘地遇刺的消息。1954 年,詹姆斯加盟《福布斯》杂志,由此开始了他与《福布斯》长达半个世纪的情缘。最初的三年,他是一名负责报道共有基金的财经记者,其后四年,升任编辑主任,1961 年晋升主编,从此开始掌舵《福布斯》,直到 1999 年退休。他是福布斯最为重要的一位主编,在商业期刊领域发出了这个国家最有影响力的声音。巴菲特也是他的忠实读者。2007 年 10 月 2 日詹姆斯因肺炎在纽约逝世。)

我可以对这些人给我的影响加一个百分比数字。现在我认为我是 100%的菲利普·费雪和 100%的本·格雷厄姆,他们两人的观点并不冲突,只是侧重点不同而已。资本回报率高而且可以不断追加投资的企业是世界上最好的企业。格雷厄姆不会反对这个观点。而格雷厄姆的钱大部分是从 GEICO 保险中赚来的,这家公司就是那种最好的企业。所以格雷厄姆是认同这个观点的。格雷厄姆只是认为买进从大量统计数据上看非常便宜的东西易于实践,也易于教会别人。格雷厄姆会觉得费雪的方法比他的方法更难传授。不过格雷厄姆的方法比费雪的价值有更多限制,因为格雷厄姆的方法不适用于大规模资金。

格雷厄姆-纽曼公司(Graham Newman Corp.)实际上是一个开放式基金,有 600 万美元的账面价值。纽曼和格雷厄姆是这家公司的合伙人,自己也有 600 万美元。所以他们一共有 1200 万美元。1200 万美元他们可以买进小型机械公司或者别的什么公司,都是从统计数据上看非常便宜的公司。那是非常不错的群买操作。

格雷厄姆必须要卖出。假如你买的是糟糕的企业,那么你迟早还是要把它出售的。假如你买了一组糟糕的企业,你的指望是其中有一些能够被并购或者发生什么事件,你需要转手。另一方面,假如你买的是一家好企业,那么你基本上用不着转手。查理?

芒格：我发现有一点很有趣，费雪当年买的好企业，很多都没能一直好下去。其中有一家叫产权保险信托公司(Title Insurance & Trust Co.)，该公司曾在加州首屈一指。该公司有最大的产权保险部门，都是手工作业的。还有非常好的财务实力、商业信誉等。该公司在一个利润丰厚的领域中称雄。不过，计算机出现了。只要投资几百万美元，就能建立一个产权保险部门，而且不比过去的人海战术差。很快出现了很多产权保险公司，这些公司都去找大的代理商(如大型放贷机构和大型房地产经纪机构)，支付给他们按照以前标准来看高得惊人的佣金，从而抢走很多业务。所以在加州，所有产权保险公司的总利润之和降到了零以下。本来这个行业是一个垄断行业，看起来不可能出现竞争的。假如你展望未来 20 年，那么很少有公司能称得上安全，科技进步有时候给你带来好处，有时候能害你赔得很惨。如产权保险信托公司能聪明一点，就会发现，计算机能降低成本这个事实可能算得上是有史以来最可怕的诅咒。

巴菲特：比起格雷厄姆的方法，费雪的方法可能需要更多的商业经验和洞察力。不过格雷厄姆的方法可能会很长时间找不到可投资的目标，而且也很难应用于大资金。但是，若你严格遵循他对流动资本的安全要求，那么这方法是行得通的。尽管可能不适合大资金，而且有些时间段里找不到投资目标。

格雷厄姆真的更像一个老师，而不是一个投资人。我的意思是，他没有想要赚很多钱的冲动。他对此不感兴趣。所以他真的想要一些他认为可以教的东西作为他哲学和方法的基石。他觉得你可以坐在奥马哈读他的书，然后买一些统计上便宜的东西，你不需要对商业或消费者行为有任何特别的见解，或任何类似的东西。我不认为这真的有任何问题，但我也认为你可以用他的方式去管理规模很大的资金。

4，股东：嗨。我是杰夫·霍桑，来自加拿大多伦多。巴菲特先生和芒格先生，你们对我们所有人以及我们的后代都产生了积极的影响。我知道有几个重要的人，在一开始就帮助你找到了方向。请您分享一下，格雷厄姆与多德与菲利普·费雪之间的投资理念和投资方式对您的影响，在您的投资理念和投资方式中，他们的思想分别各自占比多少呢，请就他们分别作出评论。谢谢。

巴菲特：你是想精确到千位数还是小数点后四位？(笑声)

芒格：你更接近格雷厄姆。

巴菲特：不管是谁，你只要追随任何一方都会有好的结果。很明显，格雷厄姆对我的影响比费雪大得多。我在他的指导下上学，为他工作。我称之为成功投资的三个基本理念——将股票视为企业，对市场持有正确的态

度，并在安全边际的前提下运营——都直接来自格雷厄姆。我并没有发明这些理念。

菲利普·费雪让我更明白了一个想法，那就是努力寻找好公司。查理做的比费雪好，所以你得加上查理。费雪的观点非常对。我在 1960 年初读过他的书。你知道，费雪还活着，我欠费雪很多，但这和我欠格雷厄姆的不一样。这绝对不是对费雪的任何不敬。格雷厄姆是独一无二的。查理？

芒格：格雷厄姆是一个真正令人敬佩的人。他的写作也很清晰。我们已经一遍又一遍地讨论了一些被完全吸收的简单思想的力量。格雷厄姆的想法就是这样，这些想法间接地通过沃伦传到我这里，也有一些直接来自格雷厄姆。巴菲特是格雷厄姆在哥伦比亚大学执教 30 年来最好的学生。由于我认识这两个人，我认为巴菲特变得比格雷厄姆好得多。这是一个自然的结果。这是牛顿说的。他说：如果我比别人看得更远，那是因为我站在巨人的肩膀上。所以沃伦可能站在 Ben 的肩膀上，所以最终他看得更远。毫无疑问，总有一天会有人比我们做得更好。

巴菲特：坦率地说，我比格雷厄姆更热衷于赚钱的感觉。和 Ben 在一起，这真的是偶然的，至少在我认识他的时候。他年轻时的情况可能有所不同，整个赚钱的过程并没有引起他的兴趣，他感兴趣的东西可能太多了。而我只是觉得赚钱的过程很有趣。因此，你知道，我花了更多的时间思考投资和商业。我对商业的思考可能比 Ben 还多。他还有其他感兴趣的事情。所以我对投资比赛的追求和他的有所不同。因此，衡量我们两人的记录，实际上并不合适。我的意思是，他在跑胜利圈(最后一圈)的时候，我还以为我是在和整个球场赛跑呢。

芒格：但格雷厄姆也有一些盲点，部分是出于(教师)职业道德的天性。他在寻找适合每个人的教学方法，任何聪明的门外汉都能学习并做好的投资方法。如果这就是你所要寻找的格雷厄姆的局限性，因为投资太难理解，也太难解释，以至于你不会像格雷厄姆那样做。但对巴菲特而言，只要能赚钱，那就没有这种局限。(笑声)

巴菲特：对的。如果我们出去和管理层谈话，Ben 会觉得这是作弊，因为他觉得读他书的人，多是住在爱达荷州的波卡特洛(一个很小的城市)，并没有条件出去见上市公司的管理层。所以他没有，我们也没有。我的意思是，当我在格雷厄姆-纽曼公司工作的时候，我想我在那里的 21 个月里从来没有拜访过管理层。他只是不确定拜访管理层是否有用。但如果它是有用的，那这意味着他的书并不是适合所有人，因此，你必须增加一些东西。而我发现出去和人们谈论他们的生意、和竞争对手、供应商、客户等等交谈，都很有趣。Ben 不认为这有什么错。他只是觉得如果你必须这么做，那么他的书并不是完整的答案。他并不想去教任何他的书的读者做不到的事。比如他在荒岛上呆很久，只需要对经纪人说一句话就能解决的事。

芒格：但如果你停下来想一想，格雷厄姆戴着一副很黑的眼镜，正在玩“钉驴尾巴”的游戏(Pinthe Donkey, 一种蒙着眼钉驴尾巴的游戏)。当然，沃伦会使用他能找到的最大的搜索灯。(笑声)

巴菲特：现在我们仍然找不到驴呢。(笑声)

5, 股东：我的名字是特拉维斯·希思。我来自德克萨斯州的达拉斯。我的问题是关于菲利普·费雪所说的闲聊调查法。当你发现了一个业务，你认为需要进一步调查时，一般你需要花多少时间呢？

巴菲特：这个问题的答案是，现在我几乎什么时间都没花，因为我过去已经这样做过了。资本配置的一个好处是你做的很多事情都是累积的，这样你就能从之前做的事情中获得持续的回报。到目前为止，我对伯克希尔的大多数可能感兴趣投资的公司都相当熟悉。当我开始的时候，在很长一段时间里，我经常做很多菲利普·费雪所描述的方法。

我遵循他的闲聊调研方法，但我不认为你能做太多。现在，在你准备对某件事深入调查时，你应该先有 80% 左右的认识。我的意思是，你肯定不希望用费雪的方式去追踪每一个想法，所以你应该先有一个强有力的假设。就像一个篮球教练在街上碰到一个七英尺高的人，然后你才会开始对他各方面开始感兴趣：你必须弄清楚你是否能让他留在学校，他是否身体协调，以及诸如此类的事情。这些都是费雪的调查方法所要求的细节。

我相信，当你对整个行业，尤其是公司有了一定的了解后，你会发现，没有什么比先读一些相关的资料，然后走出去，和竞争对手、客户、供应商、前雇员、现在的雇员等等进行交流更有意义的了。你会学到很多。并且走出去调研应该是最后的 20%或 10%。这种方式不会让你太累，因为你一般都是从一个你认为经济状况良好的公司开始——在那里他们看起来像 7 英尺高，然后你可能想用会否定你最初草率的假设的角度去开始调查。或者如果你证实了你的假设，那你的认识可以更强烈。

早在上世纪 60 年代，我就在美国运通做过类似的事情，而实际上，这种调查法极大地增强了我对美国运通这种感觉，我买的股份越来越多。如果你和一群业内人士交谈，问他们最害怕什么竞争对手，为什么害怕他们，诸如此类的问题。你知道，他们会用安迪·格鲁夫的银弹来对付谁等等，你会学到很多。当你进入这个行业的时候，你可能会比业内的大多数人更了解这个行业，因为你会带着一个独立的视角去看这个行业，你会倾听每个人说的每件事，而不是带着这些先入为主的观念进来，过一段时间后，只是听你自己的真相。

我建议你这么做。但我不再经常这样做了。我近几年只做过几次，我也曾在年度报告中谈到——当我们决定

保留美国运通，并决定在 1994 年换普通股的时候，我和弗兰克·奥尔森谈话的时候我用的是费雪的调查方法。我找不到比弗兰克·奥尔森更好的人了。弗兰克·奥尔森，经营着赫兹租车公司，在联合航空公司有丰富的经验，天生就是一个营销家。我的意思是，他很懂生意。当我问他美国运通卡有多强大、它的优点和缺点是什么、谁会在它之后出现等等问题时，他可以在五分钟内给我一个答案，并且这将比我在数小时或数周的调查研究完成的更好。在美国运通这个案例中，你可以向别人学习。而弗兰克就是美国运通的使用者。弗兰克在经营赫兹汽车时，曾经以 X% 的价格向美国运通付费。而弗兰克其实并不喜欢付钱，那他为什么要付钱给美国运通？如果他付的比 Master Charge 或 Visa 多，他为什么要付更多？那么付那么多钱，他能做些什么呢？你只需要一直问问题。

我想洛里莫·戴维森在视频中解释了这一点。我非常感谢他这样做，因为这对他说来说是一次真正的努力。但那确实是我 1951 年在华盛顿拜访他时所做的，因为我想弄明白为什么人们会选择 GEICO 而不是他们已经在保险的保险公司，以及这种优势有多持久。你还能利用这个机会问什么？我问了他很多问题，而他给了我很棒的答案。这次对话，在很大程度上改变了我的生活。所以在这一点上，除了戴维，我没有什么好感谢的。

对于费雪的调查方法，这就是我的建议。

6，股东：单看财务数字有的公司很贵，您买过类似公司吗？在投资中，定量分析占多少，定性分析占多少？

巴菲特：最值得买的公司，是那些你觉得从数字上看很贵，舍不得买，但还是很想买的公司。这说明你太看好这家公司的产品了。这样的公司不是别人抽剩了、扔掉的烟头，而是让人难以抗拒的好生意。

我曾经买下了一家生产风车的公司。生产风车的公司，绝对是烟头，真的。我买的特别便宜，我买的价格只有营运资金的三分之一。我们从这笔投资里赚钱了，但是这个钱只能赚一次，不能重复赚。买这样的公司，盈利是一次性的。投资不能一直这么做，我已经过了那个阶段了。我还买过电车公司，各种各样的烟头都捡过。

在定性方面，我在电话里和对方聊几句，就能把定性因素搞明白。我们买入的所有公司，我们花在分析上的时间都只有五分钟、十分钟左右。

今年我们收购了两家公司，其中 GeneralRe 是一笔 180 亿美元的交易。我都没去过 GeneralRe 的总部，希望它不是一家皮包公司。(笑)别只有几个人在那边，每个月编一些数字发给我，我从来没去过这家公司。

ExecutiveJet 是一家共享租赁喷气飞机的公司，我收购它之前，也没去这家公司看过。三年前，我为我的家人购买了一项飞机租赁计划中 1/4 的飞行服务。我体验过这家公司的服务，感觉它发展的相当好。我看完它的财务数

字，就决定买了。

一门生意，要是你不能一眼看懂，再花一两个月的时间，你还是看不懂。要看懂一门生意，必须有足够的背景知识才行，而且要清楚自己知道什么，不知道什么。这是关键。我常说的能力圈就是这个意思，要清楚自己的能力圈。每个人都有自己的能力圈，重要的不是能力圈有多大，而是待在能力圈的范围之内。

如果主板中有几千家公司，你的能力圈只涵盖其中的 30 家，只要你清楚是哪 30 家，就可以了。你要对这 30 家公司特别了解，不是说你要读很多东西，做很多功课，才能把它们弄明白。我年轻的时候，为了熟悉各行各业的的公司，做过大量功课。我做功课的方法是和菲利普·费雪学的，所谓的"四处闲聊"的方法。我出去调研，和公司的客户聊，和公司的前员工聊，有的时候还和供应商聊，只要能对了解公司有帮助的人，我都找他们聊。我总是找业内人士请教，如果我对煤炭行业感兴趣，我会把煤炭公司都跑一遍。我问每个 CEO："要是你只能买一家煤炭公司的股票，除了你所在的公司以外，你会买哪家的？为什么？"把得到的信息拼凑起来，经过一段时间，就能把这个行业弄明白。特别有意思，每次问关于竞争对手的问题，得到的回答都差不多。我会问："要是你有一颗银子弹，可以用它干掉一个竞争对手，你会干掉谁？为什么？"通过这个问题，能了解行业中的佼佼者是谁。任何一个生意，里面都有很深的学问。

我年轻的时候挑我觉得自己能看懂的公司，下了很大功夫，现在用不着重新做功课了。这是做投资的一个好处，不是一出来什么新东西，就一定要跟着学。愿意学的话，也可以。我的意思是，如果你 40 年前看懂了箭牌的口香糖生意，今天你还是能看懂这门生意。这些东西，不会因为时间的改变，就能变出什么新花样来。经过积累，脑子里自然会形成一个数据库。

有个叫 Frank Rooney 的人，他经营了 Melville 公司许多年。他岳父去世了，留下了 H.H.Brown 制鞋厂。Frank Rooney 请高盛把这家鞋厂卖出去。有一天，他和我的一个朋友在佛罗里达州打高尔夫球，随口和我朋友说到了这件事。我朋友说："你可以打电话问问沃伦。"他打完球之后给我打了电话，我们聊了五分钟，这笔交易就成了。但是我早就知道 Frank 这个人，也了解这门生意。我大概了解鞋厂这个生意，所以我能做这个决定。在定量方面，我必须决定多少钱合适。价钱行就行，不行就不行。我从来不谈来谈去，不讨价还价。我觉得对方的出价合理，我就买。要是不合理，买不到我也不在意，还是和以前没这家公司时一样开心。

7，股东：晚上好，我来自德国。我的名字是诺曼·雷霍夫(NormanReinzhoff)。我当了 10 年的股东。我要感

谢你们，先生们，感谢你们长期以来的表现。我给你带了两块我最喜欢的德国巧克力。一块给你，巴菲特先生。

一块给你，芒格先生。明天我会在牛排馆给你。

巴菲特：我只是好奇它一磅能卖多少钱？(笑声)

股东：顺便说一下，这不是你两年前写信给的巧克力公司。它大约一周前以很低的价格卖出。

巴菲特：哦。

股东：但我想这还是可以弥补的。(笑声)我的问题是关于你刚才描述的气味。我的意思是，你在以前的股东大会上告诉我们，如果管理层爱钱，就不要投资它。如果他们热爱自己的工作，最好是每天都来办公室跳踢踏舞，而且他们做的其他一切都是正确的，那么就投资它吧。这与圣经的真理产生了共鸣："不是金钱本身，而是对金钱的热爱，才是万恶之源。"作为一个曾经使普鲁士成为所有王国中最大的王国的原则，也就是为了工作而工作的精神。你在今年的报告中告诉我们，你在与控股股东交谈不超过 90 分钟后就收购了一家公司。我想知道这是一种经验的智慧吗，就像你所描述的那样？还是说，在与业主进行 90 分钟的交谈之前，你会做更多的背景工作？整个过程是怎样的？你会做背景调查或者与竞争对手交谈吗？总部的其他人也为你工作吗？这整件事是怎么运作的？

巴菲特：这是一个很好的问题。你所建议的一切都很有意义。与竞争对手交谈，与前员工交谈，与现在的员工交谈，与客户交谈、与供应商交谈，所有这些都是菲利普·费雪 40 多年前在一本书中列出的，这些年来我们已经做了相当多的工作。而查理和我，和你说的尽调过程所做的完全一样。

12 月的一个周一，我接到了克雷格·庞齐奥(Craig Ponzio)的电话。它是关于一家生产定制相框的公司。我以前从未听说过这家公司。我以前从未听说过克雷格。我和他通电话的时间不超过 15 分钟。他今天应该在这里，但他的妻子最近病得很严重，但克雷格和我谈了也许 20 分钟吧。这就是我们的调查方式与别人的不同之处。他介绍了什么是定制相框——定制相框图片业务是如何运作的，这并不复杂。你知道，在那之前，我这辈子都没想过这个问题。我把一些照片裱起来——你知道，我四处走动(笑)。但这并不难——我的意思是，如果你思考 30 秒钟——那么你就会在某种程度上了解这个行业的经济状况。全国有 18000 家左右的装裱者。这是个小生意。但你要和成千上万的人打交道。现在，要面对成千上万的客户，对你来说什么是重要的？他们一年做 25 万，或者 30 万，或者 40 万美元的生意，他们有客户定期来门店——比如我每三个月，或者每六个月来一次，说，"我想要在这里做一个相框"，然后他们可能会问我想要什么样的框架，或者我可能会让他们决定。这在很大程度上是一种服务业

务。克雷格从 1980 年左右开始，以 300 万美元的销售额，建立了一个公司，对这 18000 名左右的装裱者做出了巨大的回应。他们一年要拜访客户五到六次。第二天，当他们订购的时候，他们就可以得到了约 85% 的框架。这就是那种生意的价值所在。你知道，你不是在给三巨头提供汽车零件。实际上，有各种各样的东西赋予了它独特的经济特征。所以克雷格告诉了我，就像我说的，不超过 20 分钟。他告诉我价格，投入的资本，他给了我一些数字。我知道在和他谈话时，我知道和他做交易是合理的，所以我说，“你什么时候能来？”那是在一个周一。他说：“我周三早上会到。”然后，他和史蒂夫·麦肯齐(Steve McKenzie)一起来了，他今天也在这里，我鼓励你们见见他。我想当时他们九点到的，十点半离开，我们握了手。我本来希望今天或明天能见到克雷格，但因为妻子生病，我不能去了。

但是我之后就没见过克雷格了。因为，你知道，他得到了这笔钱，他知道他做的这一笔交易，有他想要的理由——他想把它卖给一个肯定会成交的人，并且那个人会是一个好老板，同时，在那里工作的人不会因为他的离开而担心(失去工作)。他带着一大笔钱离开。你知道，很多人带着一大笔钱离开，但他们留下了员工不管，他们不在乎发生什么。但克雷格在乎，我能看出来。而这对我来说是一个很大的优势。你知道，我还没有去过他们的总部。我计划去他们的总部。史蒂夫，我道歉。但我明白这门生意的本质。大多数好的企业，你可以在很短的时间内理解它们是什么，除非它们是一种你永远无法理解它们是什么的企业。同时，市场上还有很多其他的生意，即使你花了很多年，你仍然不会明白到底是怎么回事。我不知道从现在开始，哪一家美国汽车公司将迎来最好的 10 年。即使我花了一整年时间与福特、克莱斯勒和通用汽车的经销商交谈，与供应商交谈，与开车的人交谈，我仍然不知道 5 年或 10 年后会是什么样子。但我知道你不能破解我们的定制相框业务。我的意思是，当你不能提供像我们一样好的框架，你不能像我们一样提供远程服务时，那么你就无法找到一种方法去回应那 18000 名在这个行业的人，并想出一种方法来将他们的业务转移到你这里。所以这是个好生意。克雷格是百分之百的投入——我的意思是，他告诉了我他想从这个生意中得到什么。他想要现金。你知道，那很适合我们。这没什么复杂的。我是说，你也可以把交易拖很长时间。但这又有什么意义呢？我是说，如果你想要做交易，那你就得做交易。查理？

芒格：是的。如果你停下来想一想，当一家大型上市公司收购另一家公司时，通常的结果是——也许在三分之二的情况下，对收购公司来说是一笔糟糕的交易，但人们却花了大量的时间来做这件事。我们收购了所有的这些企业，几乎没有花时间去做了这些事情，平均而言，它们取得了很好的效果。这是为什么呢？这是个好问题。答

案是，我们等待那些无需动脑的决定。我们不会尝试去做那些困难的事情。

巴菲特：我们对此特别擅长。

芒格：是的。我们有耐心等待。然后，我们是如此的与众不同——实际上在美国有很多企业，他们更愿意把生意卖给我们，而不是其他人。这对我们很有帮助。

巴菲特：我刚刚看到一家对大公司的评论。它在最近五年内进行了 10 次收购。这 10 笔收购中的每一笔都事先进行了尽职调查和所有的胡说八道，他们可能有投资银行家在帮忙算帐和诸如此类的事情。2001 年，这 10 家被收购公司中没有一家达到——甚至接近——购买时的预期。总的来说，这 10 家公司的收入仅为 2001 年预计收入的四分之一。换句话说，预测是实际收入的四倍。这是一家有战略的公司，你知道，收并购部门有很多人与投资银行家一起进行尽职调查，它们一直都是这样。但你知道吗？10 家公司中就有 10 家公司遭遇了惨败。而且你必须问自己，你怎么能做出这样的决定？因为在那段时间里，世界也没有进入大萧条或类似的时期。他们买到了那些被设计出来要卖给他们的东西，而这满足了管理层的一些虚荣心和管理层的一些看法——而管理层对自己往往有很多误解。

如果你只是等着绝佳的击球机会，那么事情就没那么复杂了。而最成功的击球不一定是别人做的傻事或类似的事情，因为人们不会那样做。人们来找我们，都是有原因的。因为他们通常想要一个交易：a)他们想要一个他们肯定可以完成的交易。b)如果达成交易——他们想要一个让公司里所有人都满意的交易。我相信，在约翰斯·曼维尔(JohnsManville 因石棉赔偿破产)宣布伯克希尔是买家时，全场都会起立鼓掌。我之前已经见过很多次这种场面了。员工们都很关心。如果你在一家公司工作了 20 年，你知道老板的家族会越来越老，而他们有一些问题需要解决，相信我，公司里的人一定会在走廊里谈论这件事。当这家人卖掉公司的时候会发生什么？员工们都担心这一点。对他们来说，得到一个答案，让他们在公司宣布易手的那天晚上都能睡个好觉，这对一些所有者来说，意味着很多。而这对其他一些业主来说毫无意义。我想我们从来没有从金融运营商那里收购过企业。你能想到什么吗，查理？

芒格：我想不出来。你知道，曾经有人在法律体系中，将地狱定义为一个没有正当程序和正义的地方。我们就快实现这一点了。同样，在企业界，如果你没完没了地进行尽职调查，却没有任何判断力，那么你就是在描述一个企业的地狱，至少对拥有企业的人来说是这样。

8, 研究公司的过程就像新闻调查的过程

股东：我是来自宾夕法尼亚州的 Shavertown 的 Eric Tweedie。对于我们参观过的所有正在运营的企业，我想表达我们的感激之情，他们非常热情好客。事实上，当我们在机场参观公务机公司时，旅行给我留下了深刻的印象，我妻子想买一架飞机。(笑声)

巴菲特：她叫什么名字？她叫什么名字？(笑声)

股东：我不会说.....(芒格快说！笑声)美国运通没能成功在我信用卡上刷走 50 万美元。(巴菲特笑)不过下次你见到他们主席时，可以代我谢谢他。刚都是开玩笑的，但是我的问题基本上是关于投资的方法。我已经用自己的钱投资股票大约 10 年了。总的来说，我的成绩还算不错。然而，在这个过程中，我给自己上了一些非常痛苦和昂贵的课。例如，1990 年，我以 5500 美元的价格购买了伯克希尔的股票，3 个月后，我以 8000 多美元的价格卖出了这些股票，并为自己迅速而精明的盈利而暗自庆幸。(笑声)今年早些时候，我以 7 万美元的价格买回了同样的股票。(笑声)我打算用我的余生来拥有它。(笑声)所以你可以看到我在成长。(笑声)

我的问题是，我没有接受过会计和金融方面的正规教育。我想从你那里得到一些建议，关于自我教育的方法和一份基本文本的阅读清单，很明显，从伯克希尔的年度报告开始。谢谢你！

巴菲特：谢谢你，特别是你对我们运营公司员工的评价，因为他们非常棒。他们早上五点就在这里。我的意思是，他们在这个周末做了大量的工作。他们很高兴。我在周六的午餐时间见过他们所有人，我的意思是，他们让人印象深刻，而且你知道，我为他们感到骄傲。经理们应该为他们带来的员工感到骄傲。我希望你们有机会亲自感谢尽可能多的人。顺便说一句，在喜诗糖果的专柜你会找到 Angelica Stoner，她和我们在一起 50 年了，你知道，她从加州跑过来帮我们卖花生糖，她做得很开心。(掌声)

你问的问题很好，你想知道，在会计和金融方面，自学的最好方法是什么？

我从很小的时候就对它很感兴趣，我最初的方法是去奥马哈公共图书馆，把所有关于投资主题的书都找出来读。这个过程中我也学到了很多不真实的东西。我对绘制股价图表购买股票非常感兴趣。(笑)我通过大量的阅读来完成，但是对我来说这很容易。因为，阅读对我来说就像去看棒球比赛之类的。说到具体的会计教材，我想你可能想读一些更好的，甚至是已经发表的杂志文章或者报纸上的文章。上面有一些关于会计的好观点。

查理，你能想到什么具体的或我们能推荐的东西吗？

芒格：我想，我们俩从伟大的商业杂志中学到的东西比我们在其他任何地方学到的都多。这是一种获得丰富商业经验的简单快捷的方法，只需要浏览一个又一个问题，涵盖各种各样的业务。如果你养成了这样的思维习惯，把你正在阅读的内容与正在展示的基本思想结构联系起来，你就会逐渐积累一些投资方面的智慧。我认为，如果你不大量阅读，就不可能成为一个能力圈范围广泛的优秀投资者。我认为没有一本书能帮你做到这一点。

巴菲特：是的。你可能会考虑挑选 5-10 家你觉得非常熟悉他们产品的公司，也许是这样，但不一定对他们的财务状况和所有这些都非常熟悉。找出一些公司的相关信息，这样至少你能够了解些什么，如果你了解他们的产品，你就知道这个行业本身发生了什么。然后，你可以得到很多年度报告。你还可以通过互联网或其他方式，获取所有已经在上面写了 5 年或 10 年的杂志文章。让自己沉浸其中，就好像你要去为公司工作，或者他们把你聘为公司 CEO，或者你要买下整个公司。我的意思是，你可以用任何一种方式来观察它。

当你熬过这一关的时候，问问自己：还有什么是我不知道却需要知道的？

回到很多年前，我总是四处走动，和竞争对手交谈，和公司的员工交谈，问一些类似的问题。事实上，当我第一次在 GEICO 见到我的朋友洛里默·戴维森时，我就是这么做的。我一直在问他问题。这就是调研的本质。你知道，如果我对 ABC 公司感兴趣，我会问其中的一个问题，我会去 XYZ 公司，试着多了解一些。现在，你能得到的信息是太多了，你还要学会去辨别它。

本质上，你是一名记者。我的意思是，这个过程很像在报道新闻。如果你问了足够多的问题——安迪·格鲁夫在他的书中谈到了银子弹。你对竞争对手说：如果你有一颗银子弹，你只能用它射穿你的一个竞争对手的脑袋，你会选谁？为什么？随着时间的推移，如果你问这样的问题，你会学到很多东西。

你问 XYZ 行业的某个人，你说：如果你要离开公司 10 年，你必须把所有的钱都投到你的一个竞争对手身上，或你的一个竞争对手的股票，而不是你自己的公司，你会投哪个？为什么？不停地问，问，问。你必须以某种方式对你得到的答案进行交叉验证分析，但是你的头脑中要有很多东西，然后你就可以用它们来重新规划你自己的思考——为什么你要这样或那样评估这个公司。

会计，你只是需要慢慢来。你甚至可以选修一些这方面的课程。但最重要的是弄清企业是如何运作的。

我会怕谁吗？如果我们经营 GEICO，我们会担心谁？我们为什么要担心他们？我们想让谁来解决这个问题呢？我是不会告诉你的。(笑声)你一直在问这些问题，然后你去找出他想把银子弹射过去的人。就像谁唤醒了

Irving Berlin 歌里打动人心的号手？这就是你的方法。

你将一直在学习。你可以和现在的员工、以前的员工、供应商、用品供应商、分销商、零售商交谈，有客户，各种各样的人，你会学到很多。这是一个新闻调查过程。最后，你想写成故事，你就像在做新闻工作。六个月后，你想说 XYZ 公司值这么多钱，你就可以开始写成故事。有些公司很容易写故事，而另一些公司则很难写故事。我们试着寻找那些简单的。查理？

芒格：对于以简介摘要形式列出的上千家大型企业的历史，我认为《价值线》是一个好工具，那一大本真的讲述了很多关于我们最好的公司的历史。

巴菲特：是的。如果你看一下，有 1700 个。每一页你会看到在股本回报率方面发生了什么，在销售增长方面，市场份额方面看到所有发生的事情。然后你问自己：为什么会发生这种事？谁让它发生的？未来 10 年会是什么样子？因为这才是你真正想要弄明白的，不是价格历史图表，而是关于商业演进的历史图表。你会试图在脑海中打印出未来 10 年的《价值线》。有一些公司，你可以做一个合理的预测工作，还有一些公司预测就太难了。但这就是游戏的意义所在。如果你对它有一些偏好，它可以是很多乐趣。这个过程和你得出的结论一样有趣。

芒格：当然，当他谈到结论的原因时，他说的是什么——这是最重要的问题。这不仅适用于投资。它适用于整个人类经验。如果你想变得聪明，你必须不断问的问题是：为什么？为什么？为什么？为什么？你必须把答案和深层理论的结构联系起来。你必须知道主要的理论。这有点费力，但也很有趣。

9, BECKY：事实上大家对你们三个都很感兴趣，我们从观众那里收到了很多问题。今早我们也向沃伦提出了一些问题，但如果你们不介意，我想问你们三个一些问题。首先请问 Todd 和 Ted，你们是如何投资的，如何看待这个世界的？观众 Ted Ehrhardt 问道，当你发现一家公司值得深入研究时，你的投资过程一般是怎样的？你喜欢读什么书？在你准备好进行实际投资之前，通常会花多少时间？我先从你们俩开始吧。

TODD：你先说吧，Ted。

TED：好吧，我想说的是，投资不是翻很多石头。我每天的工作方式只是阅读年报 annual reports，书面纪要 transcripts，Delta 报告，监管文件，渠道检查 channel checks，贸易杂志 trade magazines 等等任何我可以得到的资料。所以 99% 的标的你都能在五分钟内淘汰掉。

BECKY：有什么魔力能告诉你“这不可能是真的”？

TED：查理说过心理模型之类的东西，有很多东西比如关键因素分析 gating factor analysis 或流程图等等。显然，估值就是其中之一。要能够理解业务五年后会是什么样子，而技术一般是一个我无法理解的领域，因为我觉得很难。所以，有很多事情，在通过过滤分析的过程中被完全淘汰。如果你知道你无法理解它，你就不需要再花时间的了。所以，只有 1%的想法才是真正令人兴奋的。你知道这有点像大海捞针。当你做得足够久的时候，你就会知道那里面有什么东西。这真的很令人兴奋。因为如果你真的热爱投资，那你就会花 50 万个小时去深入钻研。

BECKY：50 万小时？你每天要阅读多久？沃伦不是说过那是你应该做的最重要的事吗？

TED：类似这样的。在 01 年底或 02 年初，当沃伦来到哥伦比亚大学，在商学院和 Bruce Greenwald 教授的课堂上发言时，最后一个问题是：他的投资秘诀是什么？我永远不会忘记。他拿出一大堆纸，什么内容都有，完全是个大杂烩。他说他每周阅读 500 页，而且任何人都能做到，就像知识的复利一样。如果你今天开始阅读，你的知识会随着时间的推移而增长。所以，我就是从阅读开始的，每周大约 500 页，有时会多一点。就是我前面提到过的那些年报、纪要和监管文件等等。但这确实是真正的过程。希望能回答你的问题。

BECKY：是的，投资没有简单的办法，这需要年复一年地积累知识。

TED：没错。你知道，就像沃伦之前说的，这就是知识的复利，你会越做越好。它能让你找出哪些是关键因素 gating factors。我可以比五年前、十年前更快地观察一家银行或某些公司、某些行业。

BECKY：沃伦，这让我想起了你在投资美国银行时说过的话。你是什么时候开始看美国银行的？我的意思是，这是你几十年积累起来的结果。

BUFFETT：是的，大概 55 年前我读过一本叫《银行传记》(Biography of a Bank)的书(<Biography of a Bank>现代银行业之父阿马迪贾尼尼)。可能 50 年来我都会读他们的年报，类似的事情发生了很多次。我的意思是，它的美妙之处在于知识是可累积。即你对 A 公司的了解，会有助于你对 B 公司的思考。

BECKY：Ted，你呢？你的方法有何不同？还是一样的？

TED：非常相似。我认为，有些不同的是我有点古怪。我通常不与管理层见面。我不和管理层对话。

BECKY：为什么？

TED：从历史上看，我在私募基金行业干了 15 年，一般来说，如果你成为一家公司的 CEO 或者一个非常优秀的销售员，不管是哪种方式，你都可能会误导别人。当我陷入太喜欢某人的情况下时，我犯了几个大错误。而

且，我一般都会喜欢别人。所以，避免这种情况的方法是，让我的过滤器依赖阅读年报季报和会议纪要等等。而另一个关键是，穷尽一切。沃伦和 Todd 刚才说过，要理解业务并等待合适的价格。你总是在阅读一些东西。但大多数时候的价格并不合适，但要做好准备。

BECKY：要做好准备。

10，股东：你好。我是来自纽约的 StuartKaye。我想知道，如果你不能与管理层交谈，不能阅读年度报告，不知道公司的股票价格，而只能看公司的财务报表，你会看什么指标来帮助你决定是否应该购买该公司？

巴菲特：嗯，我们在投资中所做的，以及每个人在投资中所做的，就是他们现在把钱投出去，以便将来能收回更多的钱。现在，让我们将资产的市场价格方面排除在外。我的意思是，当你买了一个农场，你真的不会考虑明天或下周或下个月的市场行情。你在考虑每英亩能收获多少蒲式耳的豆类或玉米，以及价格可能会是多少。你看中的是资产本身。

在这种情况下，你必须提出的第一个问题是，我是否对这个业务有足够的了解，这样财务报表就会告诉我有用的信息，我才能判断未来的财务报表会是什么样子。可能在绝大多数情况下，答案是否定的。但我实际上已经多次像你所描述的那样买入股票，而且我认为，我所了解企业，如果我对其过去的财务表现有足够的了解，它就会告诉我足够多的未来的财务表现，使得我可以决定是否买入。

现在，我不能说这只股票的价值是 X 或者 105%X 或者 95%X，但如果我能以 40%X 买入它，我就会觉得我拥有了格雷厄姆所说的安全边际，然后我就可以做出决定。很多时候我都不能做到。

如果你给我一大堆财务报表，却不告诉我业务是什么，我就无法判断会发生什么。这可能是一个呼啦圈的生意，也可能是关于宠物的生意。所以，除非我知道企业的性质，否则财务报表不会告诉我太多东西。如果我知道企业的性质，我看到了财务报表，如果我看到箭牌的财务报表，我就知道了企业的一些情况。现在我必须对产品有所了解，才能做出这样的判断。但我们买了很多很多的证券。在查理和我购买的大部分证券中，我们从未见过管理层，也从未与他们交谈过，但我们主要通过阅读财务报表、我们对生意的常识、以及我们对所购买的业务中对行业的一些具体理解。查理？

芒格：是的。不过我认为有一个指标吸引了很多人。我们倾向于喜欢“现金泛滥”的生意。它赚的钱太多了，以至于拥有它的主要原则之一是你有大量现金流入。还有其他的企业，比如我的老朋友约翰·安德森的建筑设备企

业。他常说他的生意"你一年都在努力工作，到了年底，你的利润就在院子里。"因为那儿从来没有任何现金。只是更多的二手建筑设备。我们往往讨厌这样的生意。

巴菲特：是的。对于一个每个月都给你寄支票的企业来说，理解起来要容易得多。但这就好像是一套公寓，如果你拥有它，如果你对它所在的城市有所了解，你可能会很好地评估一套公寓的价值。如果你有财务报表，你就可以合理地猜测未来的收益可能是多少。但那是因为它是一个可以给你带来现金的生意。现在，你在这个舞台上也可以有惊喜。但我通过阅读很多公司的财务报表买了很多东西。而有很多东西我是不会买的。事实上，有很多企业，即使我认为它们的管理是世界上最好的，我也是不会买的。因为，如果它们从事的是错误的业务，管理能力那真的没有多大区别。

股东：嗨，我是来自费城的 JackRange。我上七年级，我 12 岁了。我只是想问，像我这个年级我应该读什么样的东西？因为我知道有很多事情是学校里没有教给你的，但你应该知道，我应该研究哪些事情呢？(掌声)

巴菲特：嗯，如果你还没有养成看日报的习惯，我会养成这个习惯，但你听起来很有可能会养成这个习惯。如今，在年轻人中，报纸并不是世界上最受欢迎的东西。但你想尽可能多地了解你周围的世界。而比尔·盖茨，我想，可能在《世界百科全书》读到字母 P 一章就不读了。但在那里退出似乎并没有给他带来太多伤害。但你可以有一套《世界百科全书》。你可以看报纸。你应该把它充分吸收。你会发现你最感兴趣的是什么。

我的意思是，你知道，在某一点上体育版是我最感兴趣的，然后是金融版。我碰巧是个政治迷。但你在生活中学到的肯定远远不够。我认为事实是，你会发现你学的越多，你想学的越多，这很有趣。而且在我看来，你像是一个能够自己完成很多事情的年轻人。你有什么建议吗，查理？你可能会建议读本·富兰克林。

芒格：我的建议是，刚刚发言的年轻人已经知道如何在生活中取得成功。你已经成功了。(掌声)

11，股东：您好，巴菲特先生，芒格先生。我是...来自德国慕尼黑。我想回到你的观点，作为一个专业投资者，应该能够迅速和果断地采取行动。这意味着能够知道内在价值是什么，如果市场提供了机会，能够在一天或一小时内采取行动。我的问题是，你头脑中有多少公司的内在价值是你知道的，如果市场给你提供一个有吸引力的价格，你能在一两天内采取行动？其次，你怎么会突然在韩国或中国投资？

巴菲特：是的。我们可以迅速采取行动。我们最直接的决定信号是：我们是否能够弄清楚。它向我们提供了什么——通行/不通行的信号。当我们认为我们只是出于礼貌而不是在浪费别人的时间时，查理和我却经常被认为

是粗鲁的。所以当他们和我们第一次对话时，我们会说"算了吧"，查理很擅长这个，我也在学着用。(众笑)

我们在谈话初期就知道某人所说的东西是否有可能被我们采取行动。我们不担心我们错过的那些。我们要确保，当我们考虑完所有因素时，我们仍不会知道足够多的事情来做决定，我们就不会浪费任何时间去思考。所以我们只是排除了这些。这就排除了很多东西。

但是，如果它通过了几个筛选标准，进入了一个区域，比如说，这是我们足够了解的东西，我们可以做出决定。我们准备好了，就可以很容易地在五分钟内做出决定。我是说，其实也没那么复杂。现在，我们了解了许多企业和行业，还有很多我们一无所知的企业和行业。我们知道很多关于某种债券的事情，我们知道的事情有很多，如果我们能扩大知识的范围，那就太好了。但最重要的是，任何获得通过的东西都是在我们的知识领域。

而事实是，如果我们不能在五分钟内做出决定，我们就不能在五个月内做出决定。你知道，我们不会在接下来的五个月里学到足够的东西来弥补我们一开始的不足。所以这不是伯克希尔的问题。如果我们接到电话，有人说他们有一家公司要出售，这就是我们会在电话上得到的信息。或者如果我正在阅读报纸、杂志、年度报告或 10-K，我看了一下价格，发现价格和价值之间有很大的差异，我们就会马上行动。查理和我需要互相讨论这件事。我们的思维方式相同，我们的知识领域大体相似。查理？

芒格：对你的问题的答案是，我们可以非常快速、非常容易地对很多事情做出很多决定。我们在这方面很不寻常。而我们之所以能够做到这一点，是因为我们根本不会允许自己去考虑这么多其他的事情。就是这么简单。当人们向我推销时，我有一个短语，在第一句话的一半，我说，"我们不创业。"然后这些人就走了。好吧，如果你考虑创业公司，那你的生活中就会有一层复杂的东西。我们还有其他一些小的筛选系统。利用筛选，我们最终发现，剩下的仍然是一个我们可以发挥的相当大的领域。你觉得这样公平吗，沃伦？

巴菲特：是的。很多人在开头的一两句话里就说"我们只知道我们不是你的菜"。你知道这是行不通的(笑)。我们浪费了很多时间，但我们不会把时间浪费在我们不想浪费的事情上。我们对此很有选择性，而且我们很擅长。

12，股东：先生们，我叫吉姆·詹姆斯，来自明尼苏达州，实际上是明尼阿波利斯。很显然，今天在座的 3.8 万人都受到了你们的鼓舞。有人写过关于你的书，不仅仅是因为你的理财能力，而是因为你是什么样的人。你能否分享两到三个对你有影响的人，那些影响了你的人生和投资思维的人和教育者？谢谢。

巴菲特：嗯，就我而言，我认为最大的教育家最初是我的父亲。我想查理可能也会这么说。我认为你和谁结

婚非常非常非常重要，我很幸运，这些都是很好的老师。当然，我还有本·格雷厄姆和大卫·多德。多年来，我从各种著书立说的人那里学到了很多。我只是狼吞虎咽，到处捡东西。显然，查理从本·富兰克林那里学到了很多。(众笑)很多人认为本·富兰克林从查理那里学到了很多，(笑声)但我们俩都从我祖父那里学到了一些东西。

但是我告诉学生们，你们最重要的工作，是作为你们孩子的老师。我是说，你是最好的老师。你是了不起的大人物。你提供温暖和食物以及其他一切，而他们正在了解世界，当他们进入研究生院或其他时候，他们不会有太多改变。而且你没有任何倒带按钮。你不能做两次父母。所以你必须尽你最大的努力，作为一名教师，你通过你所做的，而不是你所说的，来教这些年轻的孩子。当他们进入正规学校的时候，他们从你身上学到的东西可能比从别人身上学到的还要多。查理？

芒格：我认为，不同的人有不同的学习方式。比如我，我是天生从读书中学习的。如果有人跟我说话，他告诉我一些我不知道的，我不想知道那是因为我已经知道了，或者他做得太慢了，或太快了。而在阅读中，我可以以有效的速度学习我想要的东西。所以，对我来说，阅读是我的天性。对所有和我一样的人，欢迎这么做。阅读是一个很好的方法。

巴菲特：就你的实际形成而言，你从你父亲那里学到的东西可能比你从所有阅读中学到的还要多，你不这样认为吗？

芒格：嗯，是的。我的父亲是那种总是做更多的工作，承担更多风险的人。当然，所有这类例子都很有帮助，你可以从身边的人那里学到更多。但就概念而言，我得说我是从书上学到的。现在，这些写书的人是不同意上的"父亲"。

巴菲特：是的。有一本书《聪明投资者》，很明显，改变了我的整个投资生活，也许是偶然，当我拿起了它。我甚至不记得上学的时候为什么要买回来。但是，如果你不断地挑选足够的书，你会学到很多。我曾经翻遍奥马哈公共图书馆，在书架上找书看。也许这是一种低效的方式，如果你读了 20 本你感兴趣的书籍，你会学到很多东西。不过，你不知道你会在哪一门课上学习。所以我认为，如果你找到了合适的父母，你是非常非常幸运的，这比上了合适的学校或其他类似的学校要好。而为了找到合适的配偶，你得付出了双倍的努力。

13, 股东：嗨。我是来自旧金山的 Jeff Chen。我今年 26 岁，在那里经营着一家软件初创公司。我的问题是关于错误最小化。我发现我在我的生意中犯了很多错误，回顾过去，我想知道除了更努力地思考和从自己的错误

中学习之外，你用来减少错误的最有效的技巧是什么？

巴菲特：是的。我们会犯更多的错误。我们想的是，不要让自己犯任何可能真正损害我们明天比赛能力的错误。所以，我们总是在考虑最坏的情况。另一方面，我们都有做大事的本能。所以，我们必须考虑我们是否在做一些可能会带来可怕后果的大事。

我想说的是，首先，我不太担心错误。我的意思是，从错误中学习的想法。下一个错误总是不同的。所以，我不会坐在那里思考我的错误，和我将来要做的不同的事情或类似的事情。你可能会得到一些优势，这些年来我学到了一些东西，但我没有学到更多的基本投资理念。因为我 19 岁的时候我就学会了它。我想这些年来，我对人有了更多的了解。我会和别人一起犯错误。你知道，这是不可避免的。但是，我想我会对人做出更好的判断。我会比 40 或 50 年前更好地认识那些非凡的人。所以我认为看人方面有所改善，但我不认为这是通过任何有意识的坐在那里，专注于我对那个人或这个人犯了什么错误而改善的。我只是不这么做。查理？

芒格：沃伦，我认为你所做的，以及我在较小程度上所做的，都是从别人的错误中学到了很多。这真的是一个更愉快的方式来学习艰难的教训。(笑声)多年来，我们一直致力于此，部分原因是我们发现人类的错误及其原因多种多样非常有趣。我认为这种对别人的灾难和错误的不断研究对我们帮助很大，不是吗，沃伦？

巴菲特：哦，是的，这是真的。在阅读金融史和诸如此类的东西方面，我一直非常专注于阅读有关灾难的书籍。(笑)毫无疑问。我的意思是，当你看到人类的愚蠢时，我关注的是金融领域的愚蠢，其他地方也有各种各样的愚蠢，但如果你想成为愚蠢的追随者，金融领域就会给你提供大量的素材。

我确实认为这种理解，也就是为什么我们比那些智商 180 的人更有优势，你知道，他们可以用数学做一些我们做不到的事情。他们真的只是不了解人类的行为和发生的事情。2008 年也是一个很好的例子。所以我们一直是别人愚蠢行为的学生，这对我们很有帮助。

14，股东：你好，我是来自旧金山的 Chander Chawla。巴菲特先生和芒格先生，感谢你们在过去的 50 年里分享你们的智慧，成为正直的典范。50 年前，当你开始或进入新行业时，你是如何为一个你之前没有经验的新行业制定运营指标的？

巴菲特：嗯，从某种意义上说，我们当时没有考虑到这一点。但我们基本上是在寻找那些我们认为能够理解未来 5 年、10 年或 15 年后会是什么样子的公司。这并不意味着我们必须精确到小数点后四位或诸如此类的东

西，但我们必须对它有一种感觉，我们必须知道我们的局限性。所以我们远离了很多东西。

在那个时候，价格与现在是不同的，所以当时我们知道我们的钱是足够的，这是一个比现在容易得多的决定。我们没有计划会议或任何类似的东西。我们只是不停地阅读，不停地思考，不停地观察发生的事情，就像查理在电影中描述的那样，你知道，比较机会 A 和机会 B。在那些日子里，我们的资金有限，所以如果我们要买别的东西，我们通常不得不卖掉一些东西。你知道，这总是一个有趣的挑战，当你衡量你所持有的东西和已经出现的东西时，看看哪个更有吸引力。我们可能更倾向于，我们觉得我们肯定会得到一个不错的结果，而不是我们希望得到一个辉煌的结果。跟着我们的直觉走，一直把一只脚放在另一只脚前面。查理，你会怎么说？

芒格：嗯，这正是我们所做的，而且效果非常好。部分原因是因为我们是如此出色的人，工作如此有建设性，部分原因是我们有点幸运。我们运气不错。现在，沃伦说他很幸运能去 GEICO，但并不是每个 20 岁的年轻人都会去华盛顿特区，敲着空荡荡的大楼的门，试图找到他好奇的东西。因此，我们通过好奇和探索智慧而获得了一些运气，我们当然会向其他人推荐这一点。当你犯错的时候，没有什么比让你自己的鼻子受到重击更能彻底地产生智慧了。我们有很多这样的例子，不是吗？

巴菲特：我们有很多这样的例子。如果你回顾我们的历史，你会看到其中的一些。我们以为我们了解巴尔的摩的百货商店业务，我们以为我们了解邮票交易业务。我们有很多与坏企业打交道的经验，这会让你欣赏好企业。在某种程度上，它提高了你区分好与坏的能力。一路走来，我们玩得很开心，这非常有帮助。如果你喜欢你正在做的事情，你知道，你可能会得到一个比你每天早上咬紧牙关去上班更好的结果。

芒格：我认为我们得到了家庭背景的帮助，因为我们来自有一些令人尊敬的人的大家庭，与来自其他家庭背景的人相比，我们更容易识别出值得尊敬的人。所以，我已故的妻子过去常说，你不可能在一代人的时间里完成很多事情。我们两个人都欠我们成长的家庭一大笔钱。相比那些家庭背景弱势的人，我认为良好的家庭帮助我们更容易识别好人。

15，股东：你好，我是来自旧金山的 Jeff Malloy。这是我第一次参加股东大会。巴菲特先生和芒格先生，我今年 27 岁，渴望有一天能成为像你们两位一样伟大的理财经理。我正在考虑启动我自己的投资基金，但我也认识到我还很年轻，有很多东西需要学习。我想问你们两位的问题是，你们怎么知道自己已经准备好管理别人的钱了？你们对处于我这种情况的人有什么一般性建议？谢谢你。

巴菲特：嗯，这是一个非常有趣的问题，因为我当年也曾面临过这个问题。之前我做过一段时间的股票经纪人，1956年5月，我从纽约回来，我的家人希望我在股票方面给他一些帮助，就像我在去纽约工作之前那样。我说，我不想再干经纪人了，我喜欢的是投资。经过研究我选择了合伙的形式。但如果我真的认为有任何机会我会赔钱，我就不会做这件事。我所担心的不是我将做的怎么样，而是合伙人将如何表现，因为我需要与我步调一致的人。因此，当我们在1956年5月与七个人坐下来吃饭时，他们都是亲戚朋友，其中一个大学的室友和他的母亲。我给他们看了合伙协议，我说，你不需要仔细读这个，我不可能在协议中搞什么猫腻，你不需要找律师来阅读它或任何类似的事情。但是我说，这里有些基本原则，我认为我能做到什么以及我希望如何被你们评判，如果同意这些原则，我愿意管理你的钱，因为你们不会在市场下跌时恐慌，也不会听信别人的言辞。因此，我们必须达成共识。如果我们达成共识，那么我就放心来管理你的钱。而如果我们没有达成共识，我也不想管理你的钱，因为当我认为更适合投资时刻，你可能会感到失望。"

所以，在管理别人的钱之前，一定要通过某些原则，将志同道合的人吸引过来。我认为你应该有自己的基本原则，告诉别人你的预期是什么，什么时候你应该得到玫瑰花，什么时候应该向你扔砖头。而你希望始终保持言行一致。这就是我们在合伙关系中没有一个机构的原因之一，因为机构意味着委员会，而委员会意味着麻烦。

芒格：你的姨妈特别信任你。

巴菲特：是的，还有岳父，他把他在这个世界上所有的一切都给了我。我不介意替他管理所有积蓄，只要他能坚持和我在一起，只要他不被头条新闻和类似的事情吓坏。

非常重要的一点是，你不要接受那些对你期望过高而你无法满足的人。这意味着你要拒绝很多人。这意味着一开始你的规模可能非常小。还有，你要有一份经过审计的业绩记录。当你有了信心的时候，如果你的父母来找你，把他们所有的钱给你管，而你愿意为他们投资，我认为这是一种信心，你会说，"我可能不会得到最好的记录，但我将确保你在一段时间内取得一个体面的记录"。这时你就准备好了。

芒格：让我告诉你一个故事，一些经常来找我的年轻律师说："我怎样才能不从事法律工作，而成为一个亿万富翁？"(笑声)我说，好吧，这让我想起了一个关于莫扎特的故事。一个年轻人来找莫扎特说，"我想创作交响乐，我想和你谈谈"。莫扎特说，"你多大了？"那个人说，"22岁"。而莫扎特说，"你太年轻了，写不了交响乐。"而那个人说，"但是你在10岁的时候就在写交响乐了"。他说，"是的，但我没有到处跑去问别人应该怎么写"。(笑声)

要成为一个伟大的投资者并不那么容易。当时我并不认为我们会成功。

巴菲特：我们祝你一切顺利。(笑声)事实上，我们真的是这样做的。因为你问了那样一个问题，在某种程度上表明你的态度是正确的。

16, 股东：巴菲特先生和芒格先生，感谢你们接受我的提问。FerozQayyum 来自加拿大的 Mississauga，现居纽约。我的问题是，你成功地建立起你自己的能力圈，我们如何像你一样建立能力圈？鉴于今天的投资环境比你开始的时候竞争更激烈，在建立能力圈时，你会有什么不同的做法？你仍然会建立一个非常广泛覆盖面很广的能力圈吗？还是你会选择建立一个更有深度但更狭窄的能力圈，专注于某个行业、市场，国家？如果是这样，你会对哪些方面感兴趣？谢谢。

巴菲特：你说的是对的。与我刚开始投资的那个时代相比，现在的竞争要激烈得多。当我起步的时候，我只是拿着穆迪工业手册和穆迪银行和金融手册，一页一页地翻下去，至少把每家公司都看一眼，看看哪些公司我可能会更感兴趣。大量阅读很重要，我只是埋头大量阅读。我会尽可能多地了解许多企业，我会努力弄清楚哪些企业我真的具有一些重要的知识和理解，这些知识和见解可能与绝大多数的竞争对手不同。我也会试着找出那些是我不能理解的，一方面我会专注于建立一个尽可能大的能力圈，另一方面我也会专注于尽可能诚实地了解我的能力圈的边界。

1951 年 1 月，当我见到 GEICO 保险的 LorimerDavidson 后，我知道我可以看懂保险生意。在那个周六我和他相处的三四个小时里，他给我讲的保险知识，对我来说意义非凡。所以，我回去后深入研究保险，这是我可以理解的生意。在这个领域，我的大脑特别好使。但我不认为我能理解零售业。我的理解仅限查理和我曾经打工的那家杂货店，我们俩都没有学到多少零售业的知识，除了这个工作比我们喜欢的工作更累人。

要建立能力圈你要像我这么做，但现在你面临更多的竞争对手。但如果你对一个相对较小的领域比其他人了解得更多，并且你没有过于频繁地采取行动，你只需要等待机会对你非常有利时再采取行动。

投资仍是一个非常有趣的游戏。但它比以前更难了。查理？

芒格：我认为，对于大部分普通人来说，最好的策略就是掌握一门手艺。一个医生既是肛肠科的又是牙科的，谁敢找他看病？(笑声)因此，常规的成功路径是掌握一门手艺。沃伦和我走的不是这条路。因为我们更喜欢其他类型的工作。但我认为我们这条路不适合于其他人。

巴菲特：我们那个时代的投资有点像寻宝，而且很容易发现宝藏。

芒格：我们是成功了，但这不是标准的方式，这更多是一种运气。

巴菲特：刚开始我最了解的生意实际上是保险。我的意思是，那时我几乎没有竞争对手。我记得有一次我开车去了宾夕法尼亚州 Harrisburg 的保险监管部门，只是为了了解宾夕法尼亚州的一些保险公司，当时你无法在互联网上获得所有这些信息。我进去询问了一些公司的情况，那个人说，“你是第一个问到那家公司的人”。但时竞争很少。我去了位于 Houston 街的标普图书馆，我记得他们是这么叫的。我去那里调研一些晦涩难懂的信息。那里根本没有什么人去。他们有一大堆桌子你可以坐下仔细分析。所以，竞争非常少。

但是，如果你哪怕对一个小小领域非常了解，它也会在某个时候给你带来优势。这就是老 Tom Watson 在 IBM 所说的，“我不是天才，但我在某些方面很聪明，而且我会呆在那些地方”。而这基本上就是查理和我努力做的事情。我认为这可能是你能做到的。但你会发现你能了解的点非常少。

芒格：是的，我们在几个领域都尝试过了。很难！

巴菲特：我们有好几次被打得头破血流。

17，巴菲特：我几乎阅读我所能接触到的任何东西。我持有大约 200 家公司各 100 股股票，只是为了获得它们的资料。我还阅读各种贸易期刊。我不需要像以前那样读那么多书，但我会去读，而且我喜欢读书。我读经济学家的书，但不是从实用主义的角度去读的。最值得一读的实用主义经济学家是凯恩斯。我特别推荐凯恩斯的《Essays In Persuasion》(劝说集 1931)。阅读凯恩斯会让你在证券和市场方面变得更聪明。我不确定阅读大多数经济学家的书是否会有同样的效果。实际上，如果所有的经济学家都躺平也不是什么坏事。(1989)

18，巴菲特：假如你知道查理和我在并购时尽职调查做得有多么少，那么你要大吃一惊了。我们并购了 20 家左右的企业。实际上每一家企业的并购，我们都是第一次拜访就完成交易的。我们不进行传统的尽职调查。我们觉得，假如需要尽职调查，那么其中就有地方不对劲了。我们不喜欢派一个审计机构去检查账本和库存。你看我们并购 NFM 家具市场和波仙珠宝，在一个小时内就拍板成交。大约 12 年前，我们用 5 分钟就决定买下富兰克林公园的一个钢材仓库(Wesco 旗下精密钢材公司)。我在买仓库之前都没去过那里。

假如我们雇了一组人去调查并写一份报告，那么这组人调查回来交给你的报告其实都是我们想听的话。我们从来不做华尔街式的尽职调查。假如有人认为自己能雇几个人，花几天时间，弄明白一家银行 200 亿美元的贷款

组合，那么他们是在自欺欺人。这是不可能的。我曾当过一家规模要小很多的银行的董事职位，而且我也了解那家银行的人，可是我就不知道贷款组合里有什么。假如你认为尽职调查能搞清楚，那是自欺欺人。

我们阅读很多东西，我们坚持投资我们理解的企业。就好比教练留心寻找身高 7 英尺的选手。一旦找到一个，就不必去查明身高到底是 7 英尺还是 7.1 英尺。可能我们不该把这些东西说出来。大家注意，假如我们被骗，那一定是被知道这些的人骗。

芒格：所以不要外传。(1991)

19, 股东：你平时一天是怎么过的？

巴菲特：基蒂·凯利式的问题，嗯？

首先，我跳着踢踏舞去上班。然后，我坐下来，阅读。然后我打 7-8 小时的电话。然后我回家，阅读更多的东西。然后我又在晚上打电话。基本上不会见任何人。我们不允许经纪人或分析师走进办公室，假如我们能够回避他们的话。实际上这些人很少进我的办公室。

旗下的企业运转良好。这些企业不需要我们操心。假如他们需要我们操心，那就是出问题了。那些掌管这些企业的人在管理那些企业方面比我们在行。想象一下，我和查理去做昨天艾克·弗里德曼(Ike Friedman)在波仙珠宝的工作会怎样。所以说我们没有理由花很多时间在子公司上。

我们努力做的事情是每隔一两年找到一个投资好点子。假如我们能每隔几年想出一个好点子，那么我们会很开心。靠和人谈话是不能找到点子的。我们把时间花在阅读和思考上。

那就是我平时做的事情，查理，你平时做什么？

芒格：这让我想起二战时的一位同胞，他当时在一个没有任何任务的小队里。一次，一位将军走到我朋友的上司面前，就叫他"格罗兹上尉"吧。将军问："你的任务是什么？"我朋友的上司说："屁事儿没有。"将军非常愤怒，然后将军问我的朋友，"你的任务是什么？"

我的朋友回答，"我的任务是辅佐格罗兹上尉。"这就是我在伯克希尔的工作的最好的描述。

20, 股东：平时都阅读什么？

巴菲特：我喜欢看各种各样的商业出版物，也看许多的行业出版物.....早上起来之后拿到什么就看什么。每天都有《美国银行家杂志》(American Banker)，因此我会看这份杂志。我也看《华尔街日报》。当然，我会看《编

辑和出版商杂志》(Editorand Publisher)、《广播杂志》(Broadcasting)《财产意外险评论》(Property Casualty Review), 以及杰弗里·梅耶(Jeffrey Meyer)的《饮料文摘》(Beverage Digest)。我什么都看。我几乎对自己所能想到的所有股票都拥有 100 股的股票, 如此我便能得到所有这些企业的年报了。我随身带着公司简介和委托材料。不要看经纪商写的报告。你应当对他们的报告保持高度警惕。

我认为《华尔街日报》是必需品。我每天都会花 45 分钟看《华尔街日报》。事实上我昨夜在 11 点的时候从床上爬了起来.....我通常在晚上看这份报纸。但我会看所有的内容。我可能每天花五六个小时用于阅读。我们在伯克希尔不召开会议。我们每年会在股东大会之后于午餐时间举行一次董事会议, 会议结束时我会对他们说"明年见"。这种方式非常高效。我们没有幻灯机, 也没有计算器。我们也不就任何问题召开会议。如果我让艾克·弗里德曼来参加会议, 我可能会因此损失 2 万美元或者更多。他的工作应该就是在店里卖东西。除了开会之外还有更重要的事情要做。他每时每刻都在大脑中就自己的珠宝店召开着会议。而我的大脑正在就如何使用资金召开会议。

我不参加任何研讨会, 或者进行交易。我认为那些人只关心如何在开曼群岛上开设公司, 或者如何不用向国税局缴税。我不会做这样的事情。那些研讨会上不会讨论其他的事情。无论何时, 只要我们有机会做什么事, 我们就会尽最大的努力。当可口可乐的价格跌至诱人水平时, 我们用 7-8 个月的时间购买了所有能购买到的股份。我们当时买下了 2300 万股可口可乐股票, 我们也许用了 150 个交易日才买到了这些股票, 平均每天买入 16 万股。当时机来临时, 你必须这么做。

21, 股东: 如果您要教授一门投资课程, 除了本格雷厄姆和菲利普费雪的书籍, 以及您公司的定期报告外(BRK 股东信), 教学大纲上还会有什么内容?

巴菲特: 我想你已经说出了我推荐阅读的内容。要想成为一名成功的投资者, 除了对智商的要求不高以外, 首要的素质就是, 要有正确的秉性和知识框架。

很明显, 你需要真正理解会计, 因为它是商业语言。因此, 我认为你会从课堂或阅读中获得这方面的知识。但是, 一旦你掌握了这些, 最好的书可能就是本格雷厄姆写的《聪明投资者》。在我看来, 没有什么比这本书更重要的了。如果你读过本格雷厄姆和菲利普费雪的早期著作, 我想你就不需要再读投资界的其他任何书了。

投资并不是一个复杂的过程, 最重要的是要有正确的心态(做生意的心态)。就像一个人出去投资一个加油站或福特汽车经销店, 或者开一家餐馆, 人们经常这样做投资。投资就是做生意。股市的好处在于, 它让你有机会进

入全国甚至全世界几乎所有的主要企业，而且有时条件非常诱人。

你必须在秉性上符合格雷厄姆提出的原则。你可能还必须对这个过程感兴趣，甚至着迷。你必须知道自己理解什么，不理解什么。能力圈有多大并不重要，重要的是你要知道能力圈的边界在哪里。

而股市的结构，经纪业务等等，都是经过设计的，虽然不一定是有意，但这种市场环境可能会让大多数人在投资中表现出最糟糕的一面。因此，这需要一定的独立思考能力和不屈服于人性的意志。只是，有些人可能需要一点镇静药片之类的东西才能进行投资交易。在投资行业中，基本上你必须自己独立思考。这对有些人来说比其他人更难，在有些环境中比在其他环境中更难。但这会给你带来一个巨大的回报。

22，股东：你尝试发现好的管理层并购买管理良好的公司。就我个人而言，我觉得我遇见像你一样优秀的管理层的概率，就像我把理查德·尼克松复活一样(意味着不可能)。作为一个普通的投资者，我怎样才能知道什么是好的管理层呢？

巴菲特：我们根据两个准绳来衡量管理层。

第一是弄明白他们管理的企业到底有多好。我认为你可以通过阅读他们的成就、将他们的成就和竞争对手相比，并看看他们的长期资本配置能力到底如何。你可以从中学习到很多东西。你必须了解他们当时手中到底有怎样的牌。如果你对这家企业有所了解(你不可能理解所有的企业，但可以找到你能理解的行业或公司)，就可以看看管理层在利用手里的资源方面有多出色。

第二就是弄明白管理层是如何对待自己的股东的。很多管理层的表现前百名之 20 到 80 之间，弄明白他们到底排在哪里并不容易。但是，我认为你不难发现，比尔·盖茨，汤姆·墨菲，唐·基奥.....或者像这样的人，都是非常优秀的经理人。要弄清楚他们为谁工作并不难，我也可以给你另一些极端的例子。有趣的是，在我看来，管理能力差劲的管理者常常不考虑股东利益。管理能力和对股东好坏常常要么都好，要么都差劲。

但是，我认为阅读报告——阅读竞争对手的报告——在某些情况下您会得到一个结论。你不需要在这个行业中做出 100 个正确的判断或者 50 个正确的判断。你只需要做几个，而这就是我们要做的。总的来说，我对管理层的评价和你对管理层的评价来源是一样的，都是来自于阅读报表而不是因为我和他们很熟或者我完全了解他们。所以，去阅读报表吧，看看他们是怎么想的，看看他们是怎么对待自己和股东的，看看他们取得了什么成就，考虑一下他们在接管时所做的事情，并和这个行业的其他公司做对比。我认为有时候能弄明白这些问题就行，用不

着次次都能判断。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

23，股东：巴菲特先生，您是如何开始创业的？如果您失败了，您是如何应对的？

巴菲特：我是如何开始的？这要看具体情况。我 11 岁时买了我的第一支股票，但在那之前我已经思考了很久。我父亲是做投资业务的，我七八岁时经常去他在奥马哈国民银行(Omaha National Bank)老楼的办公室。我发现我近视了，因为我看不清股票板上的报价：否则我可能一辈子都不用戴眼镜了。我对股票非常着迷，八九岁就开始阅读相关书籍，1942 年我终于攒够了钱，以 114 美元的价格买了三股 Cities Service 优先股，然后我就一直这么做。

失败取决于你如何定义它。生活中很多事情都会出错，但这并不一定意味着它们是失败的。我真的不会回头看，我试着从我周围看到的事情中学习，但我不试图通过回头看这个决定或那个决定或我做错了什么或诸如此类的事情来学习。我根本不在乎这些。你可能会犯很多错误，好的方面是，你将会犯很多错误，但仍然会做得很好。我在报告中写下了我的错误，事实上，我有一个部分有时被称为“今日错误”，不幸的是，大多数年份都有很多。这不是世界末日。但你不犯任何致命的错误。你不想用借来的钱投资证券，因为那会让你一败涂地。我从来没有借过大笔钱，因为我只是不想从头再来。借来的钱会放大你的错误，可能会把错误放大到极点，足以让你一败涂地。但犯错误本身并没有错。

你应该尽量选择你理解的东西。这是投资的关键。偶尔，当我认为我理解了一些我实际上不理解的东西，我可能会犯错误。但另一个你看不到的错误是，当我错过了一些我能够理解的投资时。这些都是疏忽的错误，有时还是巨大的错误。我可以指出，这样疏忽的错误让我们损失了超过 10 亿美元。这些投资机会，我有足够的知识能够理解，但由于这样或那样的原因，我没去做。幸运的是，人们看不到这些错误。

股东：第二个问题。我的职业是电子工程师。所以，科技行业是我最感兴趣的，我想我们都会同意，至少在过去的 6 到 8 个月里，科技行业的表现是非凡的。我还看到你和盖茨先生成了朋友，邀请他来你家，等等。你们将来有没有可能收购微软，或者买一些它的股票？或者有什么你们两个可以一起合作吗？(笑声)

巴菲特：我遇见比尔的第一天，我买了 100 股，就这样了。我只是想确定从那时起我可以收到他的年度报告。这是一个个人行为，不是伯克希尔。我们不可能进入我们不了解的行业。

股东：我在想会不会有一个例外？

巴菲特：比尔是个好人，但我不会破例。

股东：可不可以利用你们这两位伟大的天才，在这个国家教育年轻人去做长期投资呢？你们可以在让年轻人在伯克希尔做学徒，也可以开一所商学院？

芒格：好吧，让我试试这个，因为我有过表现不佳的记录。(笑声)我很难让我的孩子们知道我所知道的东西。(笑声)沃伦，也许你失败得更少。(笑声)

巴菲特：在很多方面，我的孩子比我聪明得多。查理，我有不同的经历。(笑)我主要是通过自己读书来学习的。我不认为我有什么原创的点子。我说过我读过格雷厄姆和费雪的著作。所以我从阅读中学到了很多点子。我认为你们能从其他人身上学到很多东西。事实上，我认为假如你能从其他人身上学习，那么你无需自己有很多原创的新点子。你可以将你见到的最妙的点子投入实践。

芒格：我认为还没有人能找到一种教育方法，能让所有人都明智。有些人拒绝学习的程度令人吃惊。(掌声)

巴菲特：真正令人吃惊的地方是，甚至在学习能带来切身好处的时候，都有人拒绝学习。我总是很吃惊，那么多人关注格雷厄姆(在 40 年前他就被视为证券分析之父了)，但却很少有人关心格雷厄姆的投资原理。这并不是因为人们反对格雷厄姆的投资原理，也不是因为人们学习明智的投资原理对自己没有好处，只是因为人们难以置信地不愿思考或者不愿改变。伯特兰·罗素说过：大多数人宁愿死也不愿思考。很多人已经因为不动脑筋而送命了。(笑声)这句话放在投资理财领域非常正确。

芒格：伯克希尔被别人学了多少，不管是美国投资界还是企业界，学了伯克希尔多少？我们不是说我们的做法一定值得学习，我只认为大家不愿意改变已有的做法。

巴菲特：B 夫人一生中从未上过一天学，1937 年她以 500 美金起家，打造了一家出色的大企业，各位这个周末参观了她的家具店。你可能会说：这是值得学习的案例。B 夫人能成功，是不是因为她来到美国时还不会说英语呢？那么看到一个人在竞争激烈的行业里，取得巨大的成功，我们可以学到什么？她并没有发明出世界从未见过的东西，连她的店面都是租的，但是她还是取得了无与伦比的成就。为什么商学院不学习她呢？为什么商学院教 EVA(经济增加值)呢？这里就有一例成功的例子。她的成功是有原因的。是不是因为智商 220？不是。虽然她是一个非常聪明的女人，但是她成功并非因为某些不可复制的东西，她成功是因为她的习惯和思考方式。但是谁在学

习她呢？相反，大家只把她当作一个稀罕物。在顶尖的 20 所商学院里，没有一页书告诉你应该学习很明显的大成功案例。我觉得这很有趣，而在投资界中，这种情况我见的更多。你知道，对于一些主要商学院的管理学教授来说，想到他要来家具市场逛一逛，(笑声)再研究一个坐在高尔夫球车里的女人，我的意思是(笑声)如果他们这样做，他们会过得更好——但你可以这样做。

24，股东：大家好，我是来自俄亥俄州辛辛那提市的霍华德·温斯顿。我的问题是，你曾多次说过，你看到了很多很棒的股票，但因为它们规模太小而无法投资。鉴于今天在座的许多人的美元投资门槛较低——(笑声)

巴菲特："这些股票有名字吗？"(笑声)

股东：这就是我想问的。(笑声)

巴菲特：我们不观察小盘股。我们之所以认为假如你的资本额较少就能找到相当多的机会，是因为情况一直都是这样的。很显然，根据我多年来的观察，一般来说，盘子越小，关注的人越少。假如你一个月只能拿出 10 万美元购买股票，那么比起一个月要拿出 1 亿美元买股票的人，你能找到更多的市场无效率的机会。我这样说并不是因为我知道 25 家好企业，但却无法投资。而是说我不再观察那个投资领域了，因为假如规模不适合我们，那就不值得去分析。不过我真的认为假如你的资金很小，你就总能找到非常明显的市场无效的机会。

当我刚刚开始投资的时候，我逐页阅读了穆迪和标普的资料册。那可能有 2 万页厚，然后我就发现了很多东西，经纪人报告或者任何这种资料中都没有我的这些发现。有很多企业就是这样被忽视了。这种机会能够被找到，但没有人能告诉你这种机会在哪里。我想，以前是这样的，现在也该是这样吧，当然以前的小盘股可能现在涨成大盘股了。查理？

芒格：我还记得你当年买了一份猎鸭俱乐部的会员证，那个俱乐部有块油田。买猎鸭俱乐部会员资格，真还不如去捡雪茄烟屁股。(笑声)

巴菲特：其实那并不是很糟糕的雪茄烟屁股。当时那个俱乐部有 98 股流通股。那个俱乐部原名叫三角洲猎鸭俱乐部(Delta Duck Club)，由 100 个人凑钱成立，除了两个人没掏钱以外，其他 98 个人每人出 50 美元，所以只有 98 股流通股。俱乐部买了路易斯安娜州的一块地。有一次，某个人一枪打歪在地上，结果枪眼里涌出了石油和天然气。(笑声)俱乐部遂重新命名为 Atled，也就是 Delta 倒过来念，从中可以看出这群人蛮有意思的。

几年后，油价每桶 3 美元，这块地的特许开采权每年带来 100 万美元的进账。俱乐部的股票卖到 29000 美元

一股。当时每股税后利润大约是 7000 美元，税前大约是 11000 美元，而且每股还有 20000 美元现金。而且那块油田能开采很久。

有时候我用这件事来嘲笑有效市场理论。每股价 29000 美元，每股现金 20000 美元，加上每年特许开采权收入每股 11000 美元，当时天然气价格 25 美分，石油价格 3 美元。你说这价格是有效市场么？我可不觉得。所以，你能够在小规模投资中找到机会。我很乐意把我所有的猎鸭俱乐部的会员证都卖给你。（笑声）

25，股东：我的第一个问题是，你说过你很难再像过去那样增长了，因为公司已经发展得这么大了。我想知道你能否详细说明一下。我的第二个问题是，我读到文章说你和数字打交道的本事非常好，你能心算。我是学数学的，但对于企业我懂的很少。我该读些什么或怎么做才能学会更好地投资呢？

巴菲特：好了，先说第一个问题，我的意思是，让我们在这个规模基础上保持快速增长是不可能的。这就是答案，我们不能在 120 亿美元的基础上以 23% 的回报来计算复利。我们不知道该怎么做，如果有人认为我们能做到这一点，那就大错特错了。我们认为我们的投资仍然可以做的足够好，但是，之前很高的复合回报率，部分原因是我们的起点并不是 120 亿美元。我们在世界上从来没有见过像这样的复利回报率。所以，我们会忽略这部分，但是我们仍然可以做一些聪明的事情。

说说第二个问题。高等数学在投资中没有用处。不过理解数学关系，能够进行所谓的量化或数字化，一般是有帮助的。当某个领域的某个东西还关联到其他领域的什么东西的时候，那些能告诉你何时行得通，何时行不通的技巧是有用的。不过这并不需要极强的数学能力。这需要一定的数学意识和计算能力。我认为能够看到这一点是有帮助的。

我想，查理和我在阅读一家企业的资料时，总是会将其与别的几十家企业相比较。我们已经习惯成自然了。你应该总是以某种方式进行排序和筛选——这就像棒球中的球探，在考虑一个棒球运动员与另一个球员对抗时会怎么样。试想，你只有一个特定的号码，然后想着，“一个人可能更快，一个人可以打得更好”等诸如此类的事情。它总是在你的脑海中，你在以某种方式排序和选择。

我觉得最好的方式莫过于大量阅读。假如你每年读几百份年报而且读过格雷厄姆和费雪等人的书籍，那么很快你就能够看出你面前的企业是好是坏了。查理？

芒格：我想，要相互比较企业，美国能找到的最好的数据应该要数《价值线》(ValueLine)上的数据了。

巴菲特：我同意。

芒格：《价值线》的数据覆盖 15 年，它是对美国很多大企业最好的一步到位的描述。我无法想象投资行业中持有普通股的人有谁的书架上会没有《价值线》。

巴菲特：假如你对各种行业中的不同企业都心里有数，那么你就有很好的背景知识进行衡量。假如你从没看过棒球赛，也没看过统计数字，那么你怎么能知道 30% 的打击手是不是一个优秀的打击手呢？你要知道你所考虑的目标处在拼图中的什么位置。《价值线》每 13 周提供一次数据，假如你浏览这些数据，那么你就能对美国企业长期情况心中有数。

芒格：顺便说一下，我根本不看《价值线》的时间性评级和股票评级。

巴菲特：那些评级没有任何意义，它们列出来，实在是太糟糕了。重要的是统计资料，而不是评级。

芒格：我希望能够看到尽可能久远的数据，可是他们只提供过去 15 年的数据。

巴菲特：不过我把旧杂志保存起来了。(笑声)

芒格：你知道，我希望我在办公室里也有，但我没有。

巴菲特：查理和我都喜欢研究历史，可能我更喜欢一些。假如我现在考虑买可口可乐，我就会去找 1930 年代《财富》杂志对可口可乐的报道。因为我喜欢能有大量历史资料在手头，这些历史资料可以让我知道企业在长期是怎么演化的，什么东西没变，什么东西变了，等等所有的一切，可能我这样读历史资料，出发点与其说是为了决策，不如说是寻找乐趣更多一点。我们试图买进永久持有的企业，如果你也持这种思路，那么你可能也需要回顾历史资料，看看永久持有会是什么样子的。

26, 股东：我知道你读了很多很多的年报。我很好奇，如果你愿意和我们分享，你读这年报的目的是什么。但我更好奇的是——因为我想我知道你在读什么——如果有任何进一步的披露——你希望看到公司在他们的财务报告中披露什么，或者 SEC 要求在财务报告中披露什么，或者代理或与股东的其他沟通中披露什么？这对你和芒格先生有什么好处？

巴菲特：我想知道的大部分东西 SEC 都无法规定公司必须在年报里写出来——我想尽可能多地知道管理者是什么样的人、对公司怎么想、公司的真正情况怎么样。假设有一家我持一半股份的公司，而我去年不在公司里，我的合伙人写给我一份报告书。我理想中的年报应该和这份报告书一样，应该告诉我去年发生了什么，他认为将

会发生什么。我认为年报应该传递这些信息。

SEC 要求公布的资料包含很多信息。有些信息很有帮助。但是年报背后的真正意图是什么呢？假如年报是公关文件，那么我就没多大兴趣。我不知道有什么方法能让 SEC 迫使管理层写出我说的那种理想的年报。但是那种年报是我寻找的目标。

在我阅读年报的时候，我试图从总体上理解各种企业在发生什么。假如我拥有一家公司的股票，该公司所在领域中还有 8 家其他的公司。我希望这其他 8 家公司的年报也能寄给我一份。除非我知道其他 8 家公司的情况，否则我怎么能理解我的公司的情况如何呢？我希望能知道市场份额、利润率、利润变化趋势等等所有这些东西。除非我知道这个行业的其他公司都在做什么，否则我不可能成为一个聪明的所有者。因此，我试图从一份报告中获得这些信息。

假如我考虑对某家公司投资，我会试图用放大镜观察它的业务和运营业务的人。多年来，在伯克希尔作商业决策的时候，我发现阅读大量报表很有帮助。假如我们把一家企业完全买下来，为了知道其情况如何，我宁愿将其竞争对手的股票也挨个买上一些。我想明智地衡量经理人的业绩。除非我了解整个行业的情况，否则我是无法明智衡量的。

在全靠公开信息的情况下，你的投资业绩其实可以非常出色。我也不知道内部消息有多大用处。我们周围有各种各样的关于企业的“附加消息”。你用不着能理解所有的东西。你只需要理解你考虑投资的那家企业。你能够理解，而且这件事必须得你自己去做，没有人能去替你理解。照我看来，你不能指望从华尔街的报告中得到任何东西。你得自己去分析。我不记得我曾经从华尔街的报告中得到过任何投资点子。不过，我们从年报中发现了很多投资点子。查理？

芒格：阅读一份年报要花不少时间，即使相对简单的企业的年报也要不少时间。假如你要真的理解年报，其实并不那么容易。

巴菲特：对。一般而言，对我们真正感兴趣的企业，我们知道哪些内容可以跳过去，哪些内容要去阅读，我们读一份年报大约需要 45 分钟或 1 小时。

假如某个行业有 6 或 8 家公司，那么我们就需要 6-8 小时。另外还有季报等等很多其他材料需要阅读。研究企业的方法就是吸收关于这家企业的信息，判定哪些信息有用，哪些信息没用，将孤立的点连接起来。这就是研

究企业。你不可能依靠观看图标上的数字上上下下或者阅读市场评论，期刊杂志或任何类似的东西来研究企业。

那是没用的。你必须理解企业，这就是秘诀所在。

27，股东：巴菲特先生和芒格先生，感谢你们今天邀请我来这里。我叫多西布朗，来自马里兰州巴尔的摩市。我有两个问题要问你。你能就你们两人对高管薪酬和期权发行的看法发表一下看法吗？这似乎是一个越来越受到媒体关注的话题。我们会不会在这个领域出现一些过度呢？我想问你的第二个问题，巴菲特先生，你是如何度过一个普通的一天？

巴菲特：好的，我先回答第二个问题。非常容易。我只是读了很多书，打了很多电话。我们没有会议。我们没有委员会。我们没有幻灯片。你知道，我们一无所有，我是认真的。(笑声)所以我读了很多书，我阅读年报，我阅读商业出版物。我可以用更少的时间来做别的事，但我喜欢做这件事(阅读)，所以我会坚持下去。你知道，就像生活中的其他一些活动一样。(笑声)所以，对所有看这部电影的人来说，这是最无聊的工作，但你知道，我很喜欢它。所以我喜欢这样做。我不喜欢过多地谈论它，我只是想跟上正在发生的事情。就像我说的，在人生的这个阶段，我可以过滤掉很多，我不需要做那么多事。但是我喜欢通过大量的阅读来观察，发生了什么。我花一些时间在电话上，我在电脑上玩桥牌，我可以做我喜欢的所有事情。我们先让查理来描述他的工作，我相信他的一天会很奇怪。(笑声)然后我们再讨论薪酬和期权。

芒格：我的人生中还有比沃伦更愚蠢的事，包括当一家大医院的院长。我并不是说医院是愚蠢的，我只是想说，要想成为一家医院的董事长，需要一定的心理怪癖。所以我的生活比沃伦的更不理性。沃伦的生活是我所见过的最理性的生活之一。这简直难以置信，而且——(笑声)

巴菲特：他让我想知道我今天为什么会在这里。(笑声)股票期权——有三或四个方面可以谈谈。

关于期权，我想说的是，从所有者的角度来看，大多数期权的构造都很糟糕，但从期权接受者的角度来看，它们构造得很好。选择权本身并没有错。坦率地说，就伯克希尔而言，如果我或查理拥有一个经过精心设计的期权，那将是非常合理的。我的意思是，我们对整个企业都有责任，我们认为，任何形式的绩效激励都应该与你所负责的领域相关。如果你想让一个打字员每分钟打 100 个字，你应该为每分钟打 100 个字付费，而不是去年的每股收益。如果一个销售人员按产品的销售数量获得回报，那么他就应该为此获得回报，而不是按某些生产配额获得回报。因此，我们相信将激励薪酬与你负有责任的业绩挂钩。但企业的确存在某些领域，不适合去评价员工的表

现。但这将导致一个推论，即对整个业务结果负责的人，通过某种程度上能反映整个业务业绩的期权来补偿他们是完全合适的。

问题在于，有时股价反映的不是企业业绩，而是其他方面。首先，在一段时间内，它们仅仅反映了留存收益的再投资。我过去曾指出，如果你让我在管理你的储蓄账户上有一个选择权，然后你把所有的利息进行再投资，我会在 10 年后拿走一大笔钱，仅仅因为你把利息留在了账户上。像伯克希尔这样不支付股息的公司，如果你打算每年都把你所有的资本都放在这里，那么我在 10 年里获得固定价格期权，就意味着我可以从你留给我的钱中获得收入。是我选择让你把它留给我。所以我觉得这不公平。

因此，我认为任何期权的价格都应该比股价更高，以反映出股东每年将他们的留存资金进行再投资的事实。如果有人想每年支付盈利的 100% 作为分红，那我认为你可以选择固定价格期权。如果你每年都给我分红，同时你用剩下的钱赚的比原来不分红更多，这也没问题。

但是，如果把钱留给某人 10 年，即使他们每天都打高尔夫球，这部分钱的价值也会有所增加。而把其中的一部分利益简单地拱手相让——对他们来说，随时间的流逝却拥有一份期权是一个错误。我认为，授予期权时的价格应该参考企业的公允价值。有时这是市场价格，有时不是市场价格。当然，一个公司的管理层不会以他们认为太低的市场价格，把购买他们业务的选择权给第三方，所以我发现，当管理层接到收购要约时，他们说公司的实际价值是这个价格的两倍，但他们却完全愿意以这个价格给自己发行期权——这有点虚伪。而当所有者在其他地方获得期权时，他们却说这个价格完全不合适。

但我认为，对于那些对企业负有责任的人来说，合理安排期权是有意义的。就业务而言，如果期权设计结构合理，我不会认为期权安排有什么问题。我们将这一理念推广到我们的子公司，在那里，他们通常会得到与业务运营相关的激励安排，但他们没有与伯克希尔整体相关的激励安排。如果查克·哈金斯(Chuck Huggins)在喜诗糖果做得很好——就像他一直做的那样，而我在资本配置方面做的很差，那不管查克做什么，伯克希尔的股票都不会有任何回报。把他的奖励和一些他无法控制的事情联系起来，以此惩罚他，我认为，有点傻。所以我们把它与糖果业务的运营联系起来。

就整体薪酬水平而言，真正的问题在于，公司有一位平庸的经理，随着时间的推移，这让股东们付出了非常大的代价。而当你拥有一家大企业时，你几乎不可能付给优秀经理一笔与他的价值不相称的钱。

可口可乐在罗伯托·戈伊祖塔(Roberto Goizueta)接手时的市值为 40 亿美元。在之前的十年里，可口可乐在早期的管理下停滞不前，尽管有同样的产品和你看到的那些伟大的商业广告，《Mean Joe Greene》在 80-90 年代，《Teach the World to Sing》在 70 年代。尽管有这些伟大的广告，但那时候公司并没有做什么。如果我们在 1981-1982 年收购了整个可口可乐公司——我也希望是这样的，那只要 40 亿美元。但现在的业务价值 1500 亿美元，罗伯托在我们这里赚的钱就会比原先的薪酬安排多得多。

可以看出，找到合适的管理人选是非常重要的。他们应该获得多少回报则是另一个问题。这更像是一个哲学问题。汤姆·墨菲，世界上最好的经理人，他就是不想从中捞很多钱。我向他表示敬意。但我不认为墨菲做这份工作并拿更多的回报是错误的，我认为薪酬安排应该和所负责的工作有关。当我在 1960 年代经营巴菲特合伙公司时，我的利润是每年收益率超过 6% 的部分的 25%。而我没有拿任何薪水，但是我可以通过这个安排赚很多钱。当我日复一日地经营这家合伙公司的时候，我是突然想到了这个想法，我想这可能会改善我的收入。(笑声)

我不认为让管理层为股东赚钱是件坏事。他们应该为真正做到这一点而得到回报，而不是仅仅因为股东将钱再投资给他们。他们应该基于他们接管时所拥有的公平价值来做这件事，他们应该做得非常出色。查理？

芒格：我们在伯克希尔之前的股东会议上说过，我们认为现行的强制性公司会计制度，在股票期权方面是软弱的、腐败的、可鄙的。如果薪酬安排作为一种常规的补偿是行得通的话，为什么它必须在软弱、腐败和可鄙的会计制度下被掩盖呢？我认为，我们已经陷入这种特殊的模式，这对我们社会并没有什么好处。

如果你过度使用股票期权，整个事情就像链条锁一样。我的意思是，在硅谷有一家公司几乎向每个人都支付期权费，只要这个链条能迅速生效，它就能影响到利润表，因为没有任何东西会列为费用。一旦每个人都发行股票期权，其他人都觉得他必须这么做。这种做法也就得到了推广。因此，我对股票期权模式在美国企业中的极端流行并不完全狂热。

就我个人而言，我非常喜欢不同的方式，这可能涉及股票而不是股票期权。那些在好市多、可口可乐或其他类似公司这样的机构里，把重要工作做得很好的人，我很乐意与他们分享股票。但我不太喜欢目前的社会已经陷入的格局。关于我们在美国企业薪酬方面是否存在一些可怜的过度行为，我的答案是肯定的。我不认为没能力的人会是得到最多钱的人。在很多情况下，我同意沃伦的观点，那笔钱是应得的。但这就是嫉妒效应，这种做法会蔓延到其他所有人身上。然后出租车司机和所有人开始认为这个系统是非理性的，不公平的，疯狂的。

我认为这就是为什么一些人，随着他们在美国公司中的崛起，在获得了一定的权力和财富后，他们开始把行使极端的克制作为一种道德责任。这就是沃伦对汤姆·墨菲的评价。我认为汤姆·墨菲的态度是正确的。这可以追溯到人类文明史上。"礼拜仪式"这个词来自一个希腊词，也是一样的。如果你是雅典的重要公民，那你也会成为犹太文化中的重要人物。我的意思是，你有义务回馈社会，作为一个榜样。文明社会有社会压力来履行这些义务。我认为，考虑到顶层人士已经拥有的薪酬，如果我们能看到更多一点类似伯克希尔的薪酬体系，情况会更好。我想沃伦和我做得很好。(笑声和掌声)

巴菲特：我认为另一个问题是，在会计方面，它迫使人们变得虚伪，然后这种虚伪就会被接受，成为一种规范，尤其是当领导者这样做的时候。你知道，几年前的情况是，毫无疑问，任何经理都会说，股票期权是一种薪酬形式。他们会说薪酬是费用的一种形式，他们会说费用属于利润表科目。但他们不希望将股票期权计算在内，因为他们觉得这可能会限制他们行使期权。

当联邦政府财务会计准则委员会(FASB)提出了一个让所有人都能真实反映现实的建议，公司的领导们来到华盛顿向立法者施压，要求国会开始制定会计准则(FASB 做出了妥协，准许公司在两种会计处理方法中自行选择，可以沿用内在价值方法，但鼓励公允价值法)。我曾提到过，1890年在印第安纳州，有一位立法者提出了一项法案，将圆周率的值改为3，因为他认为3.14159对小学生来说太难了，这样可以缓解计算问题。企业管理层的这种行为，往往是为了创造更高的股价，我认为这意味着，在某种程度上，他们丧失了公正性。就像我说的，我们对这个问题没有强烈的感情，但是——(笑声)查理，你想说点啥么？

芒格：不过，这相当有趣。还有一个更早的例子。范德比尔特没有从他的铁路公司拿工资。毕竟，他拥有着铁路公司，而公司已经支付了他所需要的所有红利，同时他从经营整条铁路中得到了乐趣，所以他认为他自己不该拿工资。我们从来没有达到范德比尔特的标准，但是——(笑声)

巴菲特：我们不支付红利嘛，查理。

芒格：对呀，这就是我们拿工资的原因。(笑声)

28, 股东：你好。我是史蒂夫·戴维斯，从旧金山来。我想听听你对如何理解公司年报的建议。你在年报中寻找什么、什么是重要的、什么是不重要的，这些年来你从成千上万的报告中学到了什么？谢谢你！

巴菲特：我会告诉你，我读了很多很多报告。我们从我们认为可以理解的公司的报告开始。所以我们希望阅

读我们能理解的年报，我每年都读上百篇。然后我们从报告中看到管理层是否在告诉我们想知道的事情。

当我们发现一个管理层确实告诉了我们这些事情，而且是用坦率的态度——就像一个子公司的经理会对我们坦诚一样，用我们能理解的语言交谈，这肯定会改善我们对投资这样一家企业的感觉。在某种程度上，反过来会让我们感到厌烦。所以，如果我们读了一些公关式的官样文章，你知道，如果我们只看到了很多图片，但没有说明事实，这对我们对企业的态度会有一些影响。

当我们读完年度报告时，我们想要比刚拿到报告时能更好地了解公司业务。这对管理层来说并不难，如果他们想这么做的话。如果他们不想这样做，我们认为这是决定我们是否想成为他们十年左右的伴侣的一个因素。

我们从阅读年报中学到了很多。例如，可口可乐公司过去多年的年报是一份信息量极大的文件。如果我和罗伯托·戈伊祖塔，或者现在的道格·伊维斯特交谈，他们会告诉我有关公司的事情，他们告诉我的不会比我读那份年报得到的更多。我们根据年报买进了那只股票。在购买我们的股票之前，我们购买可口可乐并不是基于与可口可乐高层的任何对话。我们只是根据年报，加上我们对业务运作的了解，才买下了它。查理？

芒格：是的。如果你的年报中，有一堆标准化的流行术语，使得年报看起来像是来自同一家咨询公司，那我认为这是一个很大的失误。这并不是说参考一些咨询报告来写年报是错误的。但我认为，对于一种坦率、简单、连贯的报告来说，年报有很多东西值得说。

巴菲特：每个企业都有问题，我们只要经理及时告诉我们就行了。我们希望在我们经营的企业中也能做到这一点。事实上，我们很少给我们的经理提建议，但是我们经常说的一件事就是，马上告诉我们坏消息。我不明白为什么谈公司的坏消息，对一家上市公司的经理来说不是一个好建议。

随着时间的推移，我确信这是最好的政策。但很多公司，比如，有投资者关系沟通方面的人，他们总是迫不及待地想要推出他们认为是好消息的东西。他们的态度是：他们有一群动物需要喂养，他们会一直喂它们想吃的东西。随着时间的推移，动物们学乖了。所以我们试图远离这样的企业。

芒格：你很少在年报中看到这样一句话：这是一个非常严重的问题，我们还没有完全弄清楚如何处理它。(笑声)但是相信我，大多数情况下这是一个准确的陈述。(此时巴菲特暂时离开)

26，股东：我是来自金融学院的赵辛娜。你会给我们年轻人一些建议，让我们为未来做好准备，像你一样成功吗？(笑声)

巴菲特：如果你对商业感兴趣，我认为你应该在 20 岁出头的时候学习所有的会计知识。会计是商业语言。现在，这并不意味着它是一种完美的语言，所以你必须知道会计语言的局限性，以及它的所有方面。所以我建议你学会计。如果你对投资感兴趣，首先我会选择读会计课程。我建议你，在兼职或其他方面，在一些企业工作。

没有什么比观察企业如何运作更能帮助你在未来对企业做出判断。你知道，当你明白什么东西是非常有竞争力的，什么东西是不那么有竞争力的，以及为什么会这样，所有这些都增加了你的知识。所以我会读很多书。我会大量阅读有关投资的书籍，并获得同样多的商业经验。我会与商界人士讨论业务，找出他们认为是什么让他们的业务运作正常，或者他们在哪里存在问题，及其原因。我觉得你应该尽可能从各方面去学习。如果它让你兴奋，你会做得很好。我认为，虽然某些活动吸引了不同的人，但如果你对生意感兴趣，我猜你会做得很好。如果你懂商业，你就懂投资。投资只是资本配置方面的业务决策。祝你一切顺利。查理？

芒格：年复一年地减少你的花费，这也是个小问题。

巴菲特：我们已经掌握了。(笑声)

芒格：是的。如果你坚持下去，这真的很有用。

巴菲特：查理很快就有了孩子，但当他还是律师的时候并没有赚大钱。你在出去成家之前存下的任何一块钱，以后都可能值 10 美元，因为你可以把它存起来。储蓄最好从年轻时就开始，因为在你有了真正的家庭后，储蓄就变得困难了。因为不管你喜不喜欢，支出都会随之而来。所以，我先为自己工作，然后把钱存起来。我很幸运，我不用支付自己的大学学费。如果我必须付学费，我可能就不会去上大学了。但是我能把我十几岁时所赚的所有钱都存起来，最后那些钱被放大了很多倍。当我第一次开始卖证券时，我赚的钱在一定程度上被家庭占用了。所以早点开始存钱吧。很多都是习惯，而早点存钱是一个很好的习惯。

30，股东：巴菲特和芒格先生，非常感谢你们的盛情款待。我叫伊冯娜·埃德蒙兹，来自佛罗里达州的圣彼得堡。感谢你们花这么多时间回答我们的问题。我有两个有关保险的问题。首先，我怀疑我们很多人对保险的了解不如对股票的了解，我想知道你能否在伯克希尔网站上为我们提供一些参考资料，帮助我们增加对保险的了解。

第二个问题可能与第一个问题有关，我只是不明白这个事实，但《华尔街日报》在 3 月 19 日发表了一篇文章，题为《当保险公司扔掉垃圾时，有些人就得背黑锅》。其中的“有些人”包括伯克希尔。文章指出，许多保险公司将不赚钱的保险业务交给了科隆再保险公司或其他类似的公司。长话短说吧，据我所知，目前拥有科隆保险公

司大部分股份的公司是通用再保险公司，其助理总法律顾问表示，一家保险公司在竞争激烈的市场中，通过在其专业领域之外承保新的业务来寻求增长，而科隆再保险的专业领域是人寿再保险。

格雷厄姆先生可能会接着说："首先，不要做你不懂的业务。此外，适当的控制承保新业务在保险业务中至关重要。最后，如果一个商业机会好得令人难以置信，那么它很可能是真的。"如果这是事实，你能告诉我们这是怎么发生的吗？我们正在采取什么措施来防止这种情况再次发生？伯克希尔股东的最终成本可能是多少？因为据我所知，科隆事件只是冰山一角。

巴菲特：这些都是好问题。让我们先看第一个问题，伯克希尔网站有一个参考文件列表，有一些可以帮助你理解保险的东西。但我听起来你已经很了解了。(笑声)我想不出我读过的关于这个主题的好书。

1951年1月的一个周六早上，我和一个叫洛里默·戴维森的人一起度过了四个小时左右的时间，向我解释GEICO是如何运作的。这是一个了不起的教育，它让我如此感兴趣，不仅对GEICO如何运作，而且对它的竞争对手如何运作，这个行业如何运作，我开始阅读很多其他公司的报告。我从来没有在学校上过关于保险方面的一门课。我什么都不记得了。我不知道课本上写的是是什么。它对我没有任何价值。所以我从来没有真正的保险背景。你知道，我们家没有人从事保险业。在我和戴维谈之前，我真的没有想过这件事。我去那里的唯一原因是因为我的偶像本·格雷厄姆，在《名人录》中被称为GEICO的董事长——你知道，他曾经也是旧金山市场街铁路公司的董事长。幸运的是，我没有去市场街铁路公司，而是去了GEICO。(笑声)

而我自己的保险教育来自于阅读大量的报告。如果我重新开始，如果我对保险行业一无所知，而我想发展一些专业知识，我可能会阅读周围每家财产保险公司的报告。我会回过头去找到最好的行业手册看看。我只会做大量的阅读。我以前曾去林肯的保险部门看会议报告和审查报告，他们会让我填写一些申请表格，而我会一直问他们要这些(笑)，要拿到这些报告，他们必须走到国会大厦的地下室最下面，帮我找出来。但是他们没有太多别的事可做，所以他们总是很乐意去做。这就是我学习保险的方法。通过这种方式来学习是一个很有成效的领域。我真的认为类似的学习方式仍是现在最好的方法。另外，你也可以读一些分析师的报告。坦率地说，我认为你可以通过阅读伯克希尔20年来的年报中的保险板块学到一些东西。我想这会教你一些保险经济学的知识。所以，我会通过阅读来做这件事。此外，如果你能找到一个对这个行业很了解的人，愿意花时间和你谈谈，他们可能会缩短你的学习时间，在这方面给你一些帮助。

31, 股东: 美国运通没能成功在我信用卡上刷走 50 万美元。不过下次你见到他们主席时, 可以代我谢谢他。刚都是开玩笑的, 但是我的问题基本上是关于投资的方法。我已经用自己的钱投资股票大约 10 年了。总的来说, 我的成绩还算不错。然而, 在这个过程中, 我给自己上了一些非常痛苦和昂贵的课。例如, 1990 年, 我以 5500 美元的价格购买了伯克希尔的股票, 3 个月后, 我以 8000 多美元的价格卖出了这些股票, 并为自己迅速而精明的盈利而暗自庆幸。(笑声)今年早些时候, 我以 7 万美元的价格买回了同样的股票。(笑声)我打算用我的余生来拥有它。(笑声)所以你可以看到我在成长。(笑声)

我的问题是, 我没有接受过会计和金融方面的正规教育。我想从你那里得到一些建议, 关于自我教育的方法和一份基本文本的阅读清单, 很明显, 从伯克希尔的年度报告开始。谢谢你!

巴菲特: 谢谢你, 特别是你对我们运营公司员工的评价, 因为他们非常棒。他们早上五点就在这里。我的意思是, 他们在这个周末做了大量的工作。他们很高兴。我在周六的午餐时间见过他们所有人, 我的意思是, 他们让人印象深刻, 而且你知道, 我为他们感到骄傲。经理们应该为他们带来的员工感到骄傲。我希望你们有机会亲自感谢尽可能多的人。顺便说一句, 在喜诗糖果的专柜你会找到 Angelica Stoner, 她和我们在一起 50 年了, 你知道, 她从加州跑过来帮我们卖花生糖, 她做得很开心。(掌声)

你问的问题很好, 你想知道, 在会计和金融方面, 自学的最好方法是什么?

我从很小的时候就对它很感兴趣, 我最初的方法是去奥马哈公共图书馆, 把所有关于投资主题的书都找出来读。这个过程中我也学到了很多不真实的东西。我对绘制股价图表购买股票非常感兴趣。(笑)我通过大量的阅读来完成, 但是对我来说这很容易。因为, 阅读对我来说就像去看棒球比赛之类的。说到具体的会计教材, 我想你可能想读一些更好的, 甚至是已经发表的杂志文章或者报纸上的文章。上面有一些关于会计的好观点。

查理, 你能想到什么具体的或我们能推荐的东西吗?

芒格: 我想, 我们俩从伟大的商业杂志中学到的东西比我们在其他任何地方学到的都多。这是一种获得丰富商业经验的简单快捷的方法, 只需要浏览一个又一个问题, 涵盖各种各样的业务。如果你养成了这样的思维习惯, 把你正在阅读的内容与正在展示的基本思想结构联系起来, 你就会逐渐积累一些投资方面的智慧。我认为, 如果你不大量阅读, 就不可能成为一个能力圈范围广泛的优秀投资者。我认为没有一本书能帮你做到这一点。

巴菲特: 是的。你可能会考虑挑选 5-10 家你觉得非常熟悉他们产品的公司, 也许是这样, 但不一定对他们的

财务状况和所有这些都非常熟悉。找出一些公司的相关信息，这样至少你能够了解些什么，如果你了解他们的产品，你就知道这个行业本身发生了什么。然后，你可以得到很多年度报告。你还可以通过互联网或其他方式，获取所有已经在上面写了 5 年或 10 年的杂志文章。让自己沉浸其中，就好像你要去为公司工作，或者他们把你聘为公司 CEO，或者你要买下整个公司。我的意思是，你可以用任何一种方式来观察它。

当你熬过这一关的时候，问问自己：还有什么是我不知道却需要知道的？

回到很多年前，我总是四处走动，和竞争对手交谈，和公司的员工交谈，问一些类似的问题。事实上，当我第一次在 GEICO 见到我的朋友洛里默·戴维森时，我就是这么做的。我一直在问他问题。这就是调研的本质。你知道，如果我对 ABC 公司感兴趣，我会问其中的一个问题，我会去 XYZ 公司，试着多了解一些。现在，你能得到的信息是太多了，你还要学会去辨别它。

本质上，你是一名记者。我的意思是，这个过程很像在报道新闻。如果你问了足够多的问题——安迪·格鲁夫在他的书中谈到了银子弹。你对竞争对手说：如果你有一颗银子弹，你只能用它射穿你的一个竞争对手的脑袋，你会选谁？为什么？随着时间的推移，如果你问这样的问题，你会学到很多东西。

你问 XYZ 行业的某个人，你说：如果你要离开公司 10 年，你必须把所有的钱都投到你的一个竞争对手身上，或你的一个竞争对手的股票，而不是你自己的公司，你会投哪个？为什么？不停地问，问，问。你必须以某种方式对你得到的答案进行交叉验证分析，但是你的头脑中要有很多东西，然后你就可以用它们来重新规划你自己的思考——为什么你要这样或那样评估这个公司。

会计，你只是需要慢慢来。你甚至可以选修一些这方面的课程。但最重要的是弄清企业是如何运作的。

我会怕谁吗？如果我们经营 GEICO，我们会担心谁？我们为什么要担心他们？我们想让谁来解决这个问题呢？我是不会告诉你的。(笑声)你一直在问这些问题，然后你去找出他想把银子弹射过去的人。就像谁唤醒了 Irving Berlin 歌里打动人心的号手？这就是你的方法。

你将一直在学习。你可以和现在的员工、以前的员工、供应商、用品供应商、分销商、零售商交谈，有客户，各种各样的人，你会学到很多。这是一个新闻调查过程。最后，你想写成故事，你就像在做新闻工作。六个月后，你想说 XYZ 公司值这么多钱，你就可以开始写成故事。有些公司很容易写故事，而另一些公司则很难写故事。我们试着寻找那些简单的。查理？

芒格：对于以简介摘要形式列出的上千家大型企业的历史，我认为《价值线》是一个好工具，那一大本真的讲述了很多关于我们最好的公司的历史。

巴菲特：是的。如果你看一下，有 1700 个。每一页你会看到在股本回报率方面发生了什么，在销售增长方面，市场份额方面看到所有发生的事情。然后你问自己：为什么会发生这种事？谁让它发生的？未来 10 年会是什么样子？因为这才是你真正想要弄明白的，不是价格历史图表，而是关于商业演进的历史图表。你会试图在脑海中打印出未来 10 年的《价值线》。有一些公司，你可以做一个合理的预测工作，还有一些公司预测就太难了。但这就是游戏的意义所在。如果你对它有一些偏好，它可以是很多乐趣。这个过程和你得出的结论一样有趣。

芒格：当然，当他谈到结论的原因时，他说的是什么——这是最重要的问题。这不仅适用于投资。它适用于整个人类经验。如果你想变得聪明，你必须不断问的问题是：为什么？为什么？为什么？为什么？你必须把答案和深层理论的结构联系起来。你必须知道主要的理论。这有点费力，但也很有趣。

32，股东：我是来自纽约的尼尔·麦克马洪，也是红杉资本的股东。你很推崇格雷厄姆，而格雷厄姆又很鼓励不断转手(持有的公司)，而你的投资思想是集中投资加上非常长远的眼光，请问你仍旧是 15%的菲利普·费雪和 85%的格雷厄姆吗？

巴菲特：我也不知道具体的百分比。在我先前讲的三条投资哲学基础方面，我是 100%的本·格雷厄姆。这三条真的很重要。我在 1960 年左右第一次读费雪的两本书，我认为那两本书是很了不起的书籍，费雪是一个很了不起的人。我认为假如算我的方法受人影响的百分比的话，《福布斯》的杰姆·迈克尔斯(Jim Michaels)算一个。

我可以对这些人给我的影响加一个百分比数字。现在我认为我是 100%的菲利普·费雪和 100%的本杰明·格雷厄姆，他们两人的观点并不冲突，只是侧重点不同而已。资本回报率高而且可以不断追加投资的企业是世界上最好的企业。格雷厄姆不会反对这个观点。而格雷厄姆的钱大部分是从 GEICO 保险中赚来的，这家公司就是那种最好的企业。所以格雷厄姆是认同这个观点的。格雷厄姆只是认为买进从大量统计数据上看非常便宜的东西易于实践，也易于教会别人。格雷厄姆会觉得费雪的方法比他的方法更难传授。不过格雷厄姆的方法比费雪的价值有更多限制，因为格雷厄姆的方法不适用于大规模资金。

格雷厄姆-纽曼公司(Graham Newman Corp.)实际上是一个开放式基金，有 600 万美元的账面价值。纽曼和格雷厄姆是这家公司的合伙人，自己也有 600 万美元。所以他们一共有 1200 万美元。1200 万美元他们可以买进

小型机械公司或者别的什么公司，都是从统计数据上看非常便宜的公司。那是非常不错的群买操作。

格雷厄姆必须要卖出。假如你买的是糟糕的企业，那么你迟早还是要把它出售的。假如你买了一组糟糕的企业，你的指望是其中有一些能够被并购或者发生什么事件，你需要转手。另一方面，假如你买的是一家好企业，那么你基本上用不着转手。查理？

芒格：我发现有一点很有趣，**费雪当年买的好企业，很多都没能一直好下去**。其中有一家叫产权保险信托公司(Title Insurance & Trust Co.)，该公司曾在加州首屈一指。该公司有最大的产权保险部门，都是手工作业的。还有非常好的财务实力、商业信誉等。该公司在一个利润丰厚的领域中称雄。不过，计算机出现了。只要投资几百万美元，就能建立一个产权保险部门，而且不比过去的人海战术差。很快出现了很多产权保险公司，这些公司都去找大的代理商(如大型放贷机构和大型房地产经纪机构)，支付给他们按照以前标准来看高得惊人的佣金，从而抢走很多业务。所以在加州，所有产权保险公司的总利润之和降到了零以下。本来这个行业是一个垄断行业，看起来不可能出现竞争的。**假如你展望未来 20 年，那么很少有公司能称得上安全，科技进步有时候给你带来好处，有时候能害你赔得很惨**。如产权保险信托公司能聪明一点，就会发现，计算机能降低成本这个事实可能算得上是有史以来最可怕的诅咒。

巴菲特：比起格雷厄姆的方法，**费雪的方法可能需要更多的商业经验和洞察力**。不过格雷厄姆的方法可能会很长时间找不到可投资的目标，而且也很难应用于大资金。但是，若你严格遵循他对流动资本的安全要求，那么这方法是行得通的。尽管可能不适合大资金，而且有些时间段里找不到投资目标。

格雷厄姆真的更像一个老师，而不是一个投资人。我的意思是，他没有想要赚很多钱的冲动。他对此不感兴趣。所以他真的想要一些他认为可以教的东西作为他哲学和方法的基石。他觉得你可以坐在奥马哈读他的书，然后买一些统计上便宜的东西，**你不需要对商业或消费者行为有任何特别的见解**，或任何类似的东西。我不认为这真的有任何问题，但我也不认为你可以用他的方式去管理规模很大的资金。

巴菲特估值逻辑

1, 内在价值很简单, 就是未来现金流的折现值之和

股东: 关于内在价值, 你说了很多, 也写了很多, 你还说你会提供股东们所需的信息以便他们能自己计算出伯克希尔的内在价值。你能不能对此展开谈谈。在计算内在价值方面, 在你年报中使用的工具或者你考察的其他工具中, 你认为最重要的工具是什么? 第二个问题, 在使用这些工具的时候, 你采取的规则、原理或者标准是什么? 最后, 在评估公司价值的时候, 使用工具以及应用原理的这个过程如何与你刚才所说的筛选标准相结合?

巴菲特: 如果我们能够洞悉任何企业的未来, 比方说, 100 年或者企业灭亡时在企业和股东之间的现金流入以及现金流出, 然后以适当的利率, 这个我等会再谈, 将其折现到现在, 我们就会得到内在价值的数值。

这和计算一张贴着许多息票、100 年后到期的债券的价值很相似。如果你知道息票有多少, 就能通过以适当的风险利率折现来计算它的内在价值, 或者你可以将息票率为 5% 的债券与息票率为 7% 的债券进行比较。每张债券的价值都不一样, 因为它们的息票率不同。其实企业也有息票, 这些息票未来会发生变化, 只不过没有印在股票上。因此, 企业未来的息票要由投资者自己来估计。内在价值完全与未来的现金流有关, 投资者的工作就是弄明白未来的现金流是什么样的。

就像我们以前所说的那样, 像高科技企业类公司, 我们一点都不知道其未来的息票是多少。但是当我们找到一家我们认为自己相当懂的企业时, 我们就会努力考察它的未来, 并计算它未来的息票是多少。事实上, 我们可以说是试图现在就把这些未来的息票打印出来, 这就是我们判断一家企业 10 年或 20 年后的价值所采取的方法。

当我们于 1972 年买下喜诗糖果的时候, 我们当时不得不在以下方面得出结论: 我们能否弄明白经营的竞争环境、喜诗糖果的优势以及劣势、今后 10 年、20 年或 30 年这家企业的情况会如何。如果你试着评估内在价值, 就会发现全都与现金流有关。当前在任何一个投资对象中投入现金的唯一原因是你期待将来可以取出现金, 不是通过将投资卖给他人(因为这是一种十足的狗咬狗游戏 who beats who), 而是通过你投资的资产的产出。购买一座农场是这样, 买一套公寓也是这样, 购买一家企业同样如此。

你提到了我们的筛选标准, 我们不知道有些企业 10 年或 20 年后价值几何, 甚至连一个有把握的猜测也提供不了。显然, 我们不认为我们对企业价值的估算能够精确到小数点后第二位或者第三位。不过, 对于某些企业, 我们还是十拿九稳的。我们设计筛选标准的目的是为了**确保我们投对企业(确定性)**。

我们基本上使用无风险的、期限较长的政府债券的利率作为折现率。投资就是今天投出去钱，为了在将来收获更多，不是通过将投资的资产卖给其他人，而是通过资产自身的产出。如果你是投资者，就会关注你所投资的资产(对我们而言是企业)未来的表现。如果你是投机者，主要关注的是资产的价格未来将会怎样，而不管资产自身的未来表现。投机不是我们的游戏。我们知道，如果我们对企业的判断是正确的，将会赚很多钱，如果判断是错误的，就不会有任何希望——我们不指望能赚钱。

说到评估伯克希尔的价值，我们试着告诉你们尽可能多的关于我们企业的信息，所有关键的因素。我们在年报中介绍我们企业所使用的方法和指标，与查理和我在考察其他企业时所用的一样。所以，如果查理和伯克希尔一点关系都没有，但他在看了我们的财报之后，得到的内在价值肯定和他在伯克希尔待了这么多年得出的结果差不多一样，至少我是这么认为的。在评估伯克希尔内在价值方面，该有的信息都有了，我们给你们的信息也是我们想从你们那里得到的信息(假如我们的位置调换的话)。

像可口可乐、吉列以及迪士尼这样的企业，你所需的信息在年报中也是应有尽有。你需要了解它们的业务，在日常生活中就可以获得这方面的知识。这一点在一些高科技企业中是做不到的，但在有些企业中你可以做到。然后，你就可以坐下来，描绘这些企业的未来蓝图。

芒格：我认为，投资筛选标准是机会成本，是一个简单的理念，如果你已经有了一个可以大笔下注的投资机会，且与你看到的其他 98% 的机会相比，你更喜欢这个机会，你就可以把其余 98% 的机会剔除，因为你已经知道更好的机会了。因此，有很多机会可供投资的人获得的投资通常比机会较少的人好，使用机会成本这个理念来筛选可以做出更好的投资决策。持有这种态度，你会得到一个集中度非常高的投资组合——这个我们不介意。

我们的做法如此之简单，可是效仿我们的人却很少，我不明白这是为什么。伯克希尔的股东倒是普遍效法我们，他们全都学会了这一点。但它不是投资管理行业的标准做法，甚至连一些伟大的大学和聪明的机构也不这么做。这就引出了一个非常有趣的问题：如果我们对的，为什么大错特错的著名企业是如此之多？

巴菲特：关于这个问题，有几个可能的答案。(笑)

芒格：是的。

巴菲特：态度很重要，我的意思是，如果有人向我们推销一家企业，我们脑子里想到的第一件事是："我们更愿意买入这家企业，还是更愿意增持可口可乐？我们更愿意购买这家企业，还是更愿意增持吉列？"不拿这些未知

的新企业与你非常确定的企业进行比较是疯狂的，你能找到的、未来前景和可口可乐一样确定的公司极少。因此，我们想购买那些确定程度接近可口可乐的公司，然后，我们想弄清楚购买新企业是否比增持我们已经持有的公司更好。如果每一个管理者都这样做，在收购他们从来没有听说过不相关行业的企业之前，就问自己："收购这家企业会比回购我们自己的股票更好吗？比购买可口可乐的股票更好吗？"如果他们这样做的话，兼并收购交易将会少很多很多。但不知是什么原因，他们似乎没有这么做。我们会这么做，会将新的企业与我们认为我们能够得到的、近乎完美的企业进行对比。

芒格：过去，内在价值这个概念使用起来要比现在容易得多，因为有许多许多股票的售价在清算价值的 50% 以下。的确，在伯克希尔的历史上，我们购买的有些证券的价格只有清算价值的 20%。过去，本·格雷厄姆的追随者只要用盖革计数器对美国的公司进行计算，就能找到一些让他们心动的证券。只要你对企业的整体市场价格稍微懂一点，就能很容易地发现你的买入价相对于内在价值打了很大的折扣。不管管理团队有多糟糕，如果你的买价只有资产价值的 50% 甚或 30%，你依然可以赚很多钱。但是随着投资者逐渐聪明起来，且股票的表现如此之好，股价通常会越来越高，以前那种投资方法越来越难赚到钱了。如今为了找到价格相对于内在价值出现折扣的证券，这些简单的投资方法一般来说不管用了。

如果你从良好的普通教育中掌握了几个基本的思想，你就能很好地预测一些企业的未来表现。我在南加州大学商学院演讲中说的就是这个意思。换句话说，根据几个简单的基本因素来抽丝剥茧地进行分析，我们会发现可口可乐是一家很简单的公司。你必须要了解人类的行为。有一些基本的模型，这些模型很简单，比量子力学容易掌握多了。你必须得懂一些东西，要真的懂。

巴菲特：当查理说清算价值的时候，他的意思不是关掉企业清盘后得到的价值，而是其他人为了得到现金流愿意支付的价格。

芒格：对。

巴菲特：举例来说，你可以看看 1974 年首府广播购买的一些电视台，这些电视台的价值是它们售价的好几倍，这并不是因为你关闭电视台可以得到这么多价值，而是因为它们的收入流值这么多钱，这完全是因为股市一片低迷。就像我所说的那样，如果协商的话，你可以以几倍于股价的价格出售公司的资产，还免费获得了一支优秀的管理团队。

巴菲特：但投资和计算内在价值还有一个部分是，当你计算完一项资产的内在价值之后，计算结果告诉你“不要买”，这时你不能仅仅因为其他人认为这项资产的价格会上涨或者因为你的朋友最近轻松发了一笔横财等与此类类似的理由而买入。你必须丢掉没有通过筛选的投资机会。最近能够赚钱的想法少之又少，你必须得做好准备，不碰任何你不懂的投资，我认为这是一个很大的障碍。

芒格：沃伦，如今投资变得更难了，你应该同意我的看法吧，对吗？

巴菲特：对。不过我也认为过去 40 年来几乎任何时候，在这个舞台上，我们都可以说投资变得更难了。但如今投资更难赚钱，难得多了。

现在更难赚钱的部分原因是我们管理的资金量，如果我们管理的资金只有 10 万美元，且我们真的需要钱，我们的回报前景将比现在好多了。道理很简单，如果我们管理的资金量较小，潜在的投资范围就大多了。

现在，我们考察的很多投资机会也受到了其他很多人的关注，而在以前，很多时候我们关注的机会，其他人几乎看都不看。不过过去也有过例外，当我们考察一些投资的时候，全世界对待这些投资就像疯了一样，这对我们来说肯定是一大帮助。

2，两个简单的筛选标准可以迅速排除掉 98%的考察对象。

股东问：你能否详细谈谈在考察潜在的投资时，你们使用的筛选标准是什么？

芒格：这个问题我们已经说了很多了。就像我提到的那样，机会成本是生活中一个基本的筛选标准，如果你有两个疯狂追求你的求婚者，其中一个比另一个好千万倍，你就不用另一个身上花费时间了(巴菲特大笑)。我们筛选投资机会时也是这么做的。我们使用的筛选标准是最基本的想法，它们是如此之简单，以至于人们不断问我们这些标准的背后有什么玄机。

巴菲特：我们使用的第一个筛选标准可能是：我们是否认为自己很懂这家摆在我们面前的企业？这一点我们能立即知道。如果这家企业通过了第一道筛选，接下来我们要问：这家企业是否具有可持续的竞争优势？这两个标准可以把绝大部分考察对象筛选掉。很多潜在的卖家肯定会认为查理和我非常武断，因为通常的情况是，对方第一句话刚讲到一半，我们就会说：“谢谢你的来电，但我们对你的企业不感兴趣。”他们觉得如果他们向我们详细解释他们的企业(我们一直都能收到这种信件)，我们就会看到他们企业的优点，或许就会买下来。不过，我们通常真的能通过前半句话就可以看出这家企业是否具有这两个因素。如果我们不懂这家企业，根本不会收购它。如果

我们不懂，就无法判断它是否具有竞争优势。如果我们懂这家企业，我们可以得出结论——这家企业不具备竞争优势。所以，在 98%的情况下，潜在的卖家只说半句话，我们就能结束谈话，我们的这种做法当然很成功。

另外，有时候，当我们和一些人就整体收购企业交谈的时候，我们通过与我们打交道的人来判断这起交易能不能做成。**如果卖家将这家企业拍卖出售(参考 KKR 并购 RJR)，我们就没有谈的兴趣**，这样的话，交易不可能做成。如果有人想通过拍卖出售他们的企业，不管拍卖进展得如何，他们都想坐下来和我们就一切条款重新谈判。因此，在我们购买这家企业之前，要谈好几次。你可以看到有些将要发生的事情。另一方面，我们和与我们有关系的人有非常美妙的合作经历，他们给我们的交易绝大多数情况下都能做成。我们可不想整天听人讲故事，也不看经纪人报告等任何类似的文件。我们还想用自己的时间来干些别的事情呢。查理？

芒格：没错。沃伦暗示的另外一个筛选标准是君子(quality person 高素质的绅士)这个概念。当然，大多数人对君子的界定是和他们相近的人。但是世界上有很多君子，也有很多小人，这两类人经常都有一些迹象，就像旗帜一样，尤其是小人。一般来说，我们得避开这些人。**避开和小人打交道可以让你免遭大不幸，和君子结识可以让你获得巨大的幸福。**

你只要环顾四周就可以发现，在这个房间里有很多君子，他们创造了一些伟大的企业。他们的客户可以信任他们，他们的员工可以信任他们，就连遇到问题，都可以信任他们会正确对待并予以合理解决。这就是我们想打交道的人(我们要寻找的人：能被所有人信任的人)。这些人信守诺言。

最近我和一家这样的公司打过交道，某些产品上印有这家公司的品牌，同一领域里有人发明了一个更好的产品。于是，他们就把他们的品牌从这些产品上拿了下来，因为如果他们的产品不是最好的，他们就不想让自己的品牌出现在产品上。这样想的人通常在商业上都做得非常成功，君子的大旗也会在他们的头上飞扬.....另一方面，如果某人身上闪现的是“混蛋”标志，要避开他们。

巴菲特：小人的胸前好像有一个标志，写的是“混蛋、混蛋、混蛋”，你要避开这些人，你真的以为你买下他们的企业，他们就不再是混蛋了吗？永远不要期望和坏人做成一笔好生意。

3，投资的一个美妙之处是：你不必每天都从头开始，评估企业价值的一个优点是它是累积性的。

股东问：信息对我们中的许多人来说都是一个障碍，在应对信息泛滥这个问题上，你是否使用了组织模型？利用这个模型你可以聪明合理地组织信息，从而得到最大的收获，同时不会分散你的注意力。你如何持续追踪所

有的企业？

巴菲特：我们并不持续追踪所有的企业。不过，从某种程度上说，**评估企业价值(特别是大企业)的美妙之处是它是累积性的**，如果你 40 多年前就开始评估各大企业的价值，现在你就积累了许多企业的估值知识。开始的时候你不需要掌握很多行业的估值知识，可以从了解一些重要的行业开始入手，**总共大概也就只有 75 个重要行业**，你可以逐步了解这些行业是如何运作的。你不必每天都重新开始，不用咨询电脑，你什么都不用咨询。所以，评估企业价值可以享受知识日积月累的优势。

你掌握的企业估值知识会随着时间的进展而一点一点地增加。为什么我们决定在 1988 年购买可口可乐的股票？这可能是知识一点点积累的结果。经过几十年的积累，这些点滴的知识汇成了大河，让我们能看到可口可乐的价值。可口可乐是一家伟大的企业，这也是我们为什么**喜欢不会发生太大变化的企业的原因之一**，因为对这些企业而言，过去的历史是有用的。查理？

芒格：我没什么可补充的。

4，安全边际非常重要，但最重要的是待在你的能力圈之内

股东问：在你 1992 年的致股东信中，你写道，你努力以两种方法来解决未来盈利的问题：通过坚持投资你懂的企业以及通过建立安全边际。你说这两者同等重要。但是，如果不能兼得，你觉得哪一个更重要？

巴菲特：我想，有一个更加权威的人曾经告诉过我们哪一个更重要。它们是联系在一起的，**如果你很懂一家企业，并且能洞察它的未来，你需要的安全边际显然就很小。相反，一家公司越脆弱或者它变化的可能性越大，如果你依然想投资这家企业，你需要的安全边际就越大。**我记得在第一版的《证券分析》中，格雷厄姆使用 JICASE 的例子告诉我们说，“这家企业的价值在 30 美元到 110 美元之间。”他说，“这个结果听起来并不好。这个信息能给你带来什么好处呢？如果该公司的股价低于 30 美元或者高于 110 美元的话，这个信息或许还能给你带来一些好处。”如果你驾驶着载有 9,800 磅货物的卡车，通过一座载重量为 1 万吨的桥，且这座桥距离地面只有 6 英尺的话，你可能会觉得没事。但是，如果这座桥坐落在大峡谷之上，你可能就想得到大一些的安全边际，因此，你可能只会驾着 4,000 磅重的货物通过这座桥。所以说，**安全边际多大取决于潜在的风险**。不过，我们现在获得的安全边际没有 1973-1974 年期间那么大。

你要做的最重要的事情是弄懂你所投的企业。如果你懂得一家企业，且你投的企业在本质上不会发生意外的

变化，你就能获得不错的回报。我们认为，我们投资的企业大多是这种类型。

相比从你自己的错误中汲取教训，最好从其他人的错误中学习。就像佩顿过去说过的那样："为国牺牲是一种荣誉，不过这种荣誉还是让别人获得吧。"我们的方法其实就是试着间接学习。不过，我们重复犯过很多错误。我犯过的最大的错误或者说错误类型是，当我发现某企业是伟大的企业时，我不肯支付较高的价格，或者在它的股价涨得较高的时候，我没能继续买入。这一错误的代价是几十亿美元。我可能还会继续犯这种错。

当我遇到比尔·盖茨的时候，我没有购买微软的股票，对于像这样的事情，我一点也不在乎，因为这完全不在我的能力圈之内。但是当我发现了一家我懂的企业，且它的价格也很有吸引力的时候，如果我没有采取行动，这就完全是另外一回事了。遇到想都不用想的绝佳投资机会，你一定得抓住，如果没有，那就是疯了。错过能力圈外的投资机会是一回事，错过圈内的是另外一回事。

芒格：对。我想，大部分人遇到我称之为想都不用想的绝佳机会的几率都非常小，这些机会的吸引力如此明显，以至于投资它们肯定能赚钱。因为这些机会少之又少，并且几十年才出现一次，因此我认为，人们必须学会当这些稀有的机会出现的时候，要有勇气和智慧以重金下注这些机会。

巴菲特：没错。你一定得豪赌一把，如果你不这样做，就是疯了。当这些机会出现的时候，如果你投入的资金量很少，也是疯了。

5，无风险利率就是我们在比较不同的投资机会时所使用的基准

股东问：当你们预测一个潜在投资——一家公司的现金流的时候，为什么使用无风险国库券的当前利率作为折现率？你们为什么不用刚才查理说的机会成本的概念来选取折现率呢？比如你提到的美国公司股权收益率的历史均值 12%，或者你的回报率目标 15%，或者参考可口可乐的股权收益率。我想你肯定知道，使用不同的折现率将显著改变你评估的公司的价值。你们为什么使用无风险利率？

巴菲特：我们使用无风险利率仅仅是为了对不同的投资对象进行相互比较，换句话说，我们寻找的是最有吸引力的投资对象。为了计算投资对象的现值，我们都需要使用折现率，由于我们永远都能购买国库券，所以，国库券的利率就成了基准利率。这并不意味着我们想购买政府债券，这也不意味着，如果我们得到的最好的投资对象的现值表明，该投资每年的收益率只比国库券高 0.5%，我们就会购买国库券。但是我们认为，这是一个合适的基准利率，我们只是使用这个利率来比较所有的投资机会——企业、油井、农场等等。

使用无风险利率作为折现率还与确定程度的高低有关，这是一个基准利率。在整个估值过程中，它相当于一个常数。查理？

芒格：是的。你想买期限多久的政府债券显然都可以买到，所以投资股票的一个机会成本就是将股票和债券进行对比，你可能会发现，美国有一半的公司股票，你要么不了解它们，要么很担心这些股票的情况或者极度不看好它们，以至于你宁可购买政府债券。因此，从机会成本这个角度看，这些股票就被这个筛选标准给排除了。接下来你开始寻找那些你喜欢的股票，你对这些股票的喜欢程度远胜于政府债券，所以你会对这些股票逐一进行比较。如果你找到了一个你认为最好的投资机会——这个机会你很懂——你就有购买对象了。这个思考非常简单，除了最基本的经济学知识和博弈论之外，什么都用不到。估值的思维过程连小孩子都能想到。

6，机会成本很重要

股东：巴菲特先生，芒格先生，再次感谢你们每年都如此慷慨地与我们共度时光。我想接着来自澳大利亚和慕尼黑的先生关于估值的问题继续问。这位来自澳大利亚的先生问到安全边际，而您回答说，卓越的业务可能不需要那么大的安全边际。我的后续问题是，这是否表明，未来优质企业的市场回报率会更高？然后在来自慕尼黑现实的问题中，你引用了一个关于贴现现金流的农场例子，我很好奇你是如何得出你的贴现率的，以及你如何根据不同的业务调整贴现率。你可能想讨论一下可口可乐、强生或你过去投资的折现率？

巴菲特：是的。我们没有正式的折现率。每次我开始谈论这些东西的时候，查理都会提醒我，我从来没有准备过电子表格。但是，实际上，在我心里我很清楚。但我们显然希望获得比政府债券高得多的回报，也就现金产出相对于我们现在为企业付出的金额而言。我的意思是，我们需要一个基础的准绳，以及在此基础上，我们还想要多高的回报？如果政府债券利率是 2%，我们不会去买一家在未来几年预期收益为 3%或 3.5%的企业。我们只是不想以这种方式投入资金。我们宁愿坐着等一会儿。如果他们是 4.75%，你知道，随着时间的推移，我们希望得到什么？好吧，我们仍然想得到更多。

但我不会说，我们每天早上坐下来，我打电话给在洛杉矶的查理说，"我们今天的最低预期收益率是多少？"我们从来没有用过这个词。我们想要足够的回报率，这样我们就会感到很舒服，如果股票市场关闭了几年，或者如果利率再上升 100 或 200 个基点，我们仍然对我们买的东西感到满意。这听起来有点模糊，但这确实是模糊的。

查理？

芒格：是的。最低预期回报率的概念完全说得通，然而谈论最低预期回报率的人却犯了很多可怕的错误。仅仅因为你可以测量和猜测某个东西，并不意味着它就是你在这个混乱的世界中所处理的事情的控制变量。我不认为有什么单一的指标可以代替对大量的投资选择的思考。或者思考为什么一个比另一个更好，以及每一个的可能回报是什么，等等等等。

而最低预期回报率概念的问题是，在某种意义上它不如一个比较系统那样有效。这不是说我们没有最低预期回报率。换句话说，如果我有一些东西，我认为肯定会给我 8% 的回报，并且我可以买够所有我想要的，那么即使你有一个非常好的投资，而我认为它只会赚 7%，那我不就不需要浪费 5 分钟与你讨论这个投资机会。

所以这个机会成本的概念，在投资中很少被教授。他们在所有主要大学的大一新生经济学课程中教授它，但当你进入公司财务部门等部门时，机会成本的概念并不适合他们想要使用的那种数学知识，所以他们忽略了这个概念。但在现实世界中，你的机会成本就是你想要做出决定的依据。

巴菲特：是的。即使你有一些你非常熟悉的东西，并且非常确定能够获得 8% 的回报，那么实际上，如果有人告诉你有一个可能 8.5% 回报率的投资机会，那也不会吸引你。正如我提到的，我已经在 19 家公司的董事会任职。我想说的是，在我看过很多的项目路演中，每一个都有内部回报率的计算，如果他们把它们都烧掉，董事会的情况会更好。我的意思是，有这么多的废话提出是因为，路演者基本上都知道什么是听众想要听到的，以及为了完成 CEO 想做的事情董事会需要什么，你得到只会是废话数字。而且，你知道，我们可能也会得到毫无意义的数字。(笑)

芒格：让我给你举个例子。我有一位年轻的朋友，他向投资者出售私募合伙公司股份。而且他身处的是一个非常艰难的领域，很难获得像样的回报。我说，“你告诉他们你的目标回报率是多少”？他说，“20%”。我说，“你是怎么选这个数字的”？他说：“如果我选择更低的数字，他们就不会给我钱”。(笑声)

巴菲特：我们认为世界上没有人能用大笔的钱赚到 20%。我的意思是，任何人做出这样的承诺，基本上，我们都会立即把他筛选掉。让我感到惊讶的是，在某种意义上，大的投资者是多么容易上当受骗，比如养老基金等等，因为他们让人们来到他们身边，然后这些人向他们承诺“圣杯”。他们是如此的渴望，以至于他们愿意相信那些只是胡说八道的事情。

伯克希尔投资历史

【完全收购】

GEICO 保险

Government Employees Insurance Co.

百万美元	股份数量	成本	市值
1977	5,268,214	24	44
1978	5,268,214	24	37
1979	5,730,114	28	68
1980	7,200,000	47	105
1981	7,200,000	47	200
1982	7,200,000	47	310
1983 回购	6,850,000	46	398
1984	6,850,000	46	397
1985	6,850,000	46	596
1986	6,850,000	46	675
1987	6,850,000	46	757
1988	6,850,000	46	849
1989	6,850,000	46	1,045
1990	6,850,000	46	1,111
1991	6,850,000	46	1,363
1992 拆股	34,250,000	46	2,226
1993	34,250,000	46	1,760
1994	34,250,000	46	1,678
1995	34,250,000	46	2,393
1996	23 亿美元收购其余 50%股份		

威斯科金融

Wesco Financial Corporation

百万美元	股份数量	持股	市值	成本	分红
1973	518,860	21.9%	8.1	8.1	
1974	1,058,042	44.6%	17.45	16.22	0.45
1975	1,527,299	64.4%	26.31	23.25	0.81
1976	1,527,299	64.4%	28.59	23.25	0.89
1977	1,840,863	77.6%	38.66	29.56	0.99
1978 拆股	5,703,087	80.1%	43.89	30.76	1.69
1979	5,703,087	80.1%	49.37	30.76	1.94
1980	5,703,087	80.1%	56.75		
1981	5,703,087	80.1%	63.04		

1982	5,703,087	80.1%	68.87		
1983	5,703,087	80.1%	75.86		
合并蓝筹印花					
1998	5,703,087	80.1%	2,023		
1999	5,703,087	80.1%	1,397		
2000	5,703,087	80.1%	1,607		
2001	5,703,087	80.1%	1,796		
2002	5,703,087	80.1%	1,768		
2003	5,703,087	80.1%	1,996		
2004	5,703,087	80.1%	2,241		
2005	5,703,087	80.1%	2,196		
2006	5,703,087	80.1%	2,623		
2007	5,703,087	80.1%	2,281		
2008	5,703,087	80.1%	1,642		
2009	5,703,087	80.1%	1,956		
2010	5,703,087	80.1%	2,101		
2011	5.5 亿美元收购其余 19.9%股份				



BNSF 铁路 www.bnsf.com

Burlington Northern Santa Fe Corp.

百万美元	股份数量	成本	市值
2006	16,074,000		1,186
2007	60,828,818	4,731	5,063
2008	70,089,829		5,306
2009	76,777,029	占 22.6%	7,572
2010	6%BRK 股票(47 亿)+220 亿美元现金收购其余 77.4%股份		



吉列 www.gillette.com

百万美元	股份数量	成本	市值
198907	8.75%优先股	600	
10 年内强赎, 有权以 50/股转换为普通股			
1991 转股	24,000,000	600	1,347
1992	24,000,000	600	
1993	24,000,000	600	
1994	24,000,000	600	1,797
1995 拆股	48,000,000	600	2,502

1996	48,000,000	600	3,732
1997	48,000,000	600	4,821
1998 拆股	96,000,000	600	4,590
1999	96,000,000	600	3,954
2000	96,000,000	600	3,468
2001	96,000,000	600	3,206
2002	96,000,000	600	2,915
2003	96,000,000	600	3,526
2004	96,000,000	600	4,299
P&G 宝洁收购吉列			
2005	100,000,000	940	5,788
2006	100,000,000	940	6,427
2007	101,472,000	1,030	7,450
2008	91,941,010	643	5,684
2009	83,128,411	533	5,040
2010	72,391,036	464	4,657
2011	72,391,036	464	4,829
2012	52,477,678	336	3,563
2013	52,477,678	336	4,272
2014	52,477,678	336	4,683
2015	换股金霸王 Duracell		
2015 年 BRK 通过"现金充裕剥离"的避税交易 将持有的宝洁股票，免税交换为 Duracell 公司的股份 2016 年一季度完成换股			



Precision Castparts Corp.

PCC 精密机件 www.precast.com

百万美元	股份数量		市值
2012	1,977,336		375
2013	1,977,336		532
2014	2,853,688		687
2015	4,200,792	3%	975
2016	以 320 亿美元现金收购		
2020	减值 110 亿美元		

【无限期持有】



The Coca-Cola Company

KO 可口可乐 www.coca-colacompany.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1987			
1988	14,172,500	593	632
1989	23,350,000	1,024	1,804
1990	23,350,000	1,024	2,172
1991	46,700,000	1,024	3,748
1992	93,400,000	1,024	3,911
1993	93,400,000	1,024	3,748
1994	100,000,000	1,299	5,150
1995	100,000,000	1,299	7,425
1996	200,000,000	1,299	10,525
1997	200,000,000	1,299	13,337
1998	200,000,000	1,299	13,400
1999	200,000,000	1,299	11,650
2000	200,000,000	1,299	12,188
2001	200,000,000	1,299	9,430
2002	200,000,000	1,299	8,768
2003	200,000,000	1,299	10,150
2004	200,000,000	1,299	8,328
2005	200,000,000	1,299	8,062
2006	200,000,000	1,299	9,650
2007	200,000,000	1,299	12,274
2008	200,000,000	1,299	9,054
2009	200,000,000	1,299	11,400
2010	200,000,000	1,299	13,154
2011	200,000,000	1,299	13,994
2012	400,000,000	1,299	14,500
2013	400,000,000	1,299	14,500
2014	400,000,000	1,299	16,888
2015	400,000,000	1,299	17,184
2016	400,000,000	1,299	16,584
2017	400,000,000	1,299	18,352
2018	400,000,000	1,299	18,940

2019	400,000,000	1,299	22,140
2020	400,000,000	1,299	21,936
2021	400,000,000	1,299	23,684
2022	400,000,000	1,299	25,444
2023	400,000,000	1,299	23,572
2024	400,000,000	1,299	24,904



American Express

AXP 美国运通 www.americanexpress.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1991	8.85%Percs	300	263
1992	8.85%Percs	300	309
1993	8.85%Percs	300	
转股, 上限 4.14 亿美元			
1994	27,759,941	724	819
1995	49,456,900	1,393	2,046
1996	49,456,900	1,393	2,794
1997	49,456,900	1,393	4,414
1998	50,536,900	1,470	5,180
1999	50,536,900	1,470	8,402
2000	151,610,700	1,470	8,329
2001	151,610,700	1,470	5,410
2002	151,610,700	1,470	5,359
2003	151,610,700	1,470	7,312
2004	151,610,700	1,470	8,546
2005	151,610,700	1,287	7,802
2006	151,610,700	1,287	9,198
2007	151,610,700	1,287	7,887
2008	151,610,700	1,287	2,812
2009	151,610,700	1,287	6,143
2010	151,610,700	1,287	6,507
2011	151,610,700	1,287	7,151
2012	151,610,700	1,287	8,715
2013	151,610,700	1,287	13,756
2014	151,610,700	1,287	14,106
2015	151,610,700	1,287	10,545

2016	151,610,700	1,287	11,231
2017	151,610,700	1,287	15,056
2018	151,610,700	1,287	14,452
2019	151,610,700	1,287	18,874
2020	151,610,700	1,287	18,331
2021	151,610,700	1,287	24,804
2022	151,610,700	1,287	22,400
2023	151,610,700	1,287	28,403
2024	151,610,700	1,287	44,997



Occidental Petroleum, Corp.

OXY 西方石油 www.oxy.com

百万美元	股份数量	市值
2019	18,933,054	780
BRK 购买 100 亿美元优先股(8%股息率) 并有权以 62.5/股购买 8 千万股普通股		
2022	194,351,650	12,242
2023	243,715,804	14,552
2024	264,178,414	13,053

日本五大商社



伊藤忠商事 www.itochu.com 三井物产 www.mitsui.com 丸红 www.marubeni.com

住友商事 www.sumitomocorp.com 三菱商事 www.mitsubishicorp.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2020	5.5%		
2023	9%	1.6 万亿日元	2.9 万亿日元
2024		138 亿美元	235 亿美元
持股最高不超过 9.9%，购买资金来自 1.3 万亿日元债券融资			

【固定收益投资】

华盛顿公共电力系统免税债券

Washington Public Power Supply System

15-17%免税利息收益+面值折价收益

百万美元	免税利息率	利息	成本	市值/面值
1984	11%	23	139	205
1985		30	194	270
1986		33	210	310
1987		34	240	316
1988		39	247	352
1991		25	159	203
1992		10	59	81

所罗门兄弟

Salomon Brothers Inc

百万美元	股份数量	成本	市值
1987	9%优先股	700	686
	三年后可 38 美元转股		
1992	9%优先股	700	756
1995	9%优先股	700	728
1995 年起 5 年内可分 5 次等额赎回，当年赎回 1.4 亿			
1997	23,733,198	604.4	1,278.6
被旅行者集团收购后转股，1998 年翻倍清仓			



全美航空 US Airways Group, Inc

百万美元	股份数量	成本	市值
1989	9.25%优先股	358	
10 年内强赎，有权以 60 美元转股			
1992		358	269
1994	停止发放股息	358	89.5
股价从购买时 50 美元跌到 4 美元			
1995		358	215
1995 年底累计收到 2.4 亿股息			
1997 英国航空入股，股价暴涨至 73 美元 优先股被赎回，8 年约 1 倍收益			



冠军纸业 champion international corporation

百万美元	股份数量	成本	市值
1989	9.25%优先股	300	
10 年内强赎，有权以 38 美元转股			
1992		300	309
1995	转股	300	388
6 年股息+转股 19%税后资本利得			

ACF Industries inc

百万美元	股份数量	成本	市值
1991	9.25%优先股	94	119
10 年内强赎，有权以 38 美元转股			
1992		133	163

第一帝国(M&T 银行母公司)

First Empire State Corporation

百万美元	股份数量	成本	市值
1991	9%优先股	40	50
1996 年之前有权以 78.91 美元转股			
1992		40	68
1995		40	110
1997	转股	40	236

【传媒业务】

The Washington Post

华盛顿邮报

The Washington Post Company

百万美元	股份数量	成本	市值
1977	934,300	10.63	33
1978	934,300	10.63	43
1979	1,868,000	10.63	39
1980	1,868,000	10.63	42
1981	1,868,000	10.63	58
1982	1,868,000	10.63	103
1983	1,868,000	10.63	137
1984	1,868,000	10.63	150
1985	1,727,765	10.63	205
1986	1,727,765	10.63	270
1987	1,727,765	10.63	323
1988	1,727,765	10.63	364
1989	1,727,765	10.63	486
1990	1,727,765	10.63	342
1991	1,727,765	10.63	336
1992	1,727,765	10.63	397
1993	1,727,765	10.63	440
1994	1,727,765	10.63	419
1995	1,727,765	10.63	
1996	1,727,765	10.63	579
1997	1,727,765	10.63	841
1998	1,727,765	10.63	999
1999	1,727,765	10.63	960
2000	1,727,765	10.63	1,066
2001	1,727,765	10.63	916
2002	1,727,765	10.63	1,275
2003	1,727,765	10.63	1,367
2004	1,727,765	10.63	1,698
2005	1,727,765	10.63	1,322
2006	1,727,765	10.63	1,288
2007	1,727,765	10.63	1,367
2008	1,727,765	10.63	674
2009	1,727,765	10.63	760

2010	1,727,765	10.63	759
2011	1,727,765	10.63	651
2012	1,727,765	10.63	631
2013	1,727,765	10.63	1146
2.5 亿美元将连年亏损的报纸业务出售给亚马逊公司更名为 Graham Holdings Co.			
BRK 通过"现金充裕剥离"的避税交易将所持有的华盛顿邮报股份, 免税交换为 4.6 亿 BRK 股份+3.6 亿迈阿密电视台+2.7 亿现金			
2014	48,165		42
2015	48,165		23
2016	48,165		25
2017	48,165		27
2018	清仓		



Capital Cities/ABC

首府/ABC 广播公司

Capital Cities Communications, Inc 首府广播公司(大都会广播)

American Broadcasting Companies, Inc 美国广播公司

百万美元	股份数量	成本	市值
1977 首府广播公司	220,000	11	13
1980 清仓			
美国广播公司 ABC			
1978	246,450	6	9
1979	246,450	6	10
1984	740,400	44	47
1985	900,800	54	109
首府/ABC 广播公司			
1986	2,990,000	516	802
1987	3,000,000	518	1,035
1988	3,000,000	518	1,087
1989	3,000,000	518	1,692
1990	3,000,000	518	1,377
1991	3,000,000	518	1,301
1992	3,000,000	518	1,524
1993 回购	2,000,000	345	1,239

1994	2,000,000	345	1,705
1995	2,000,000	345	2,468
被迪士尼收购			
1996	24,614,214	577	1,717
1997	21,563,414	381	2,135
1998	51,202,242	281	1,536
1999	12,150,742		355
2000	318,342		9
清仓			



Knight-Ridder Newspapers, Inc

奈特里德报纸公司 www.kri.com

1969 年 Knight 报业和 Ridder 出版公司上市。1974 年两家报社合并为 Knight-Ridder 报业。它是美国最大的报纸出版商之一，专长领域为报纸和互联网出版，比较有影响力的报纸有《底特律自由报》《迈阿密先驱报》和费城的两家主要的日报社。1997 年以 16.5 亿美元从迪士尼公司购买了四家报社，成为当时世界上最昂贵的报纸收购案。1998 年总部迁到了加州圣何塞。2006 年 3 月，McClatchy 报业以 65 亿美元收购 Knight-Ridder 报业。

百万美元	股份数量	成本	市值
1977	226,900	7.5	8.7
1978	453,800	7.5	10.3



Interpublic Group

Interpublic Group of Companies

IPG 埃培智传媒公司 www.interpublic.com

埃培智集团 1930 成立，1971 年纽交所上市。主营市场营销、通信和业务转型服务。它通过以下部门运作：媒体，数据和参与解决方案，整合广告和创意主导解决方案，专业通信和体验解决方案。媒体、数据和参与解决方案部门提供全球媒体和通信服务、数字服务和产品、广告和营销技术、电子商务服务、数据管理和分析、战略咨询和数字品牌体验。综合广告和创意解决方案部门提供广告、企业和品牌识别服务以及战略咨询。专业通信和体验解决方案部门包括全球公共关系和其他专业通信服务，活动，体育和娱乐营销以及战略咨询。

百万美元	股份数量	成本	市值
1976	395,100	4.5	
1977	592,650	4.5	17
1978	592,650	4.5	19
1979	711,180	4.5	24
1980	711,180	4.5	22
1981	711,180	4.5	23
1982	711,180	4.5	34
1983	636,310	4	33

1984	818,872	3	28
------	---------	---	----

Ogilvy & Mather

Ogilvy & Mather International, Inc.

奥美国际广告公司

1948 年 9 月广告公司 Hewitt, Ogilvy, Benson, & Mather 成立。1953 年 Anderson Hewitt 离开更名为 Ogilvy, Benson, & Mather。1964 年, Ogilvy, Benson & Mather 和英国第五大广告公司 Mather & Crowther 合并为 Ogilvy & Mather。1966 年 4 月 Ogilvy & Mather International Inc 纽交所上市, 成为首家同时在纽约和伦敦两地上市的广告公司。1971 年收购 S. H. Benson。1972 年进入香港被译为奥美。1976 年收购了 Scali, McCabe, Sloves。1977 年收购 Cone & Weber。1980 年, 奥美成立公关业务品牌奥美公关 Ogilvy & Mather Public Relations。1983 年, 奥美成立互动业务品牌奥美互动 Interactive Marketing Group, 后来的 Ogilvy Interactive。1985 年公司更名为 The Ogilvy Group Inc。1989 年英国广告控股公司 WPP 集团以 8.64 亿美元收购 Ogilvy Group。1991 年进驻上海。1999 年 7 月创始人 David Ogilvy 去世。

百万美元	股份数量	成本	市值
1976	170,800	2.8	
1977	170,800	2.8	7
1979	391,400	3.7	8
1980	391,400	3.7	10
1981	391,400	3.7	12
1982	391,400	3.7	17
1983	250,400	2.6	13
1984			

The Boston Globe

Affiliated Publications, Inc.

联合出版公司-《波士顿环球报》母公司

《The Boston Globe》www.bostonglobe.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1979	289,700	2.8	9
1980	434,550	2.8	12
1981	451,650	3.3	14
1982	460,650	3.5	17
1983	690,975	3.5	27
1984	690,975	3.5	33
1985	1,036,461	3.5	56
1986			



MEG 传媒集团 Media General Inc

2012 年 BRK 以 1.42 亿美元从 Media General 购入 63 家报纸公司

2017 年 Nexstar Broadcasting Group 以 46 亿美元收购 Media General

百万美元	股份数量	市值	成本
1979	282,500	7	4.5
1980	282,500	8	4.5
1981	282,500	11	4.5
1982	282,500	12	4.5
1983	197,200	11	3.2
	清仓		
2012	4,646,220	20	
2013	4,646,220	105	
2014	4,646,220	78	
2015	3,471,309	56	
2016	清仓		

Time Inc.

Time.Inc

时代传媒 www.timeinc.com

2017 年 Meredith Corp.以 18.5 亿美元收购 Time Inc.

百万美元	股份数量	成本	市值
1982	1,531,391	45	80
1983	901,788	28	57
1984	2,553,488	89	109
1985	847,788	20	53
1986			

GANNETT

Gannett Co., Inc.

Gannett 报业 www.gannett.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1994	6,854,500	335	365
1998	3,963,900		256
1999	3,636,800		297
2000	3,636,800		229
2001	3,636,800		245
2002	3,636,800		261
2003	3,456,600		308
2004	3,447,600		282
2005	3,447,600		209
2006	3,447,600		208
2007	3,447,600		134
2008	3,447,600		28
2009	2,202,200		33
2010	1,740,231		26
2011	1,740,231		23
2012	1,740,231		31



LEE ENTERPRISES INC

LEE 李氏公司-新闻出版公司 www.lee.net

(2020 年 BRK 将旗下报业集团(含 Buffalo News)以 1.4 亿美元出售给 LEE 公司)

百万美元	股份数量	市值
2012	88,863	0.1
2013	88,863	0.3
2014	88,863	0.3
2015	88,863	0.1
2016	平仓	



Shaw Communications Inc

SJR 加拿大有线电视公司 www.shaw.ca

百万美元	股份数量	市值
1998		
1999	7,500,000	248

2000	15,343,200	353
2001	22,000,000	466
2002	22,000,000	226
2003	22,000,000	341
2004	22,000,000	402



DIRECTV Group Inc

卫星直播电视

(2015 年 ATT 以 485 亿美元(及 670 亿债务)收购了 DirecTV)

百万美元	股份数量	成本	市值
2011	20,348,400		870
2012	22,999,600	1,057	1,154
2013	22,238,900	1,017	1,536
2014	24,617,939	1,454	2,134
2015	收购套利		



VIACOM INC

VIAB 维亚康姆-全球第四大传媒集团

百万美元	股份数量	市值
2012	7,607,200	401
2013	7,607,200	664
2014	8,634,190	650
2015	清仓	



Twenty-First Century Fox, Inc.

21 世纪福克斯-综合性媒体集团

(2019 年 3 月迪士尼 713 亿美元收购了 21 世纪福克斯的影视娱乐资产)

百万美元	股份数量	市值
2014	4,747,397	182
2015	8,951,869	243
2016	8,951,869	251
2017	清仓	



Paramount Global, Inc.

PARAP 派拉蒙环球 www.paramount.com

2019 年 8 月 CBS 哥伦比亚广播公司和 Viacom 合并为 ViacomCBS Inc

2022 年 2 月 Viacom CBS 更名为派拉蒙环球 Paramount Global

百万美元	股份数量	市值
2022	93,637,189	1581
2023	63,322,491	937
2024	清仓	



Liberty Media Corp

自由媒体集团 www.libertymedia.com

百万美元	股份数量	市值
2011	1,701,400	133
2012	5,622,340	652
2013	5,300,000	775
2014	12,000,000	421
2015	18,086,257	696
2016	26,380,703	900
2017	34,490,201	1,368

2018	34,490,201	1,274
2019	34,490,201	1,662
2020	38,982,212	1,693
2021	44,329,532	2,254
2022	48,315,253	1,976
2023	64,499,761	2,128
2024	19,889,970	1,444



Liberty Global Ltd. 自由全球 www.libertyglobal.com

世界领先的融合宽带、视频和移动通信服务公司

百万美元	股份数量	市值
2013	2,948,285	262
2014	14,773,736	728
2015	16,434,239	684
2016	19,148,865	579
2017	19,148,865	672
2018	18,758,968	395
2019	18,758,968	420
2020	18,758,968	450
2021	清仓	



Liberty Latin America Ltd. 自由拉丁美洲

领先的有线电视及电信公司，在智利，波多黎各，加勒比地区和拉美其他地区开展业务

百万美元	股份数量	市值
2015	738,686	31
2016	2,909,205	63
2017	2,909,205	58
2018	2,909,205	42
2019	2,909,205	56
2020	2,909,205	32
2021	2,909,205	34
2022	2,909,205	22

2023	2,909,205	21
2024	2,909,205	18



Sirius XM Holdings Inc.

SIRI-SiriusXM 卫星广播

(Liberty Media 自由媒体集团旗下公司)

百万美元	股份数量	市值
2016	166,639,941	742
2017	137,915,729	739
2018	137,915,729	787
2019	136,275,729	974
2020	50,000,000	319
2021	清仓	
2023	40,243,058	220
2024	117,468,573	2678



Atlanta Braves Holdings, Inc.

BATRK 亚特兰大勇士控股公司 www.bravesholdings.com

百万美元	股份数量	市值
2023	115,428	5
2024	115,428	4

【工业制造】

Kaiser Industries, Inc.

Kaiser Aluminum& Chemical Corporation

百万美元	股份数量	成本	市值
1976	562,900	8.3	
1977	1,305,800	7.8	6.0
凯撒铝化工			
1977	324,580	11.2	10.0
1978	1,066,934	18.1	18.7
1979	1,211,834	20.6	23.3
1980	1,211,834	20.6	27.6



Handy & Harman

HNH 多元制造 www.hhpms.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1979	1,007,500	22	39
1980	2,015,000	22	58
1981	2,015,000	22	36
1982	2,379,200	27	47
1983	2,379,200	27	42
1984	2,379,200	27	39
1985	2,379,200	27	44
1986	2,379,200	27	47
1987			



Cleveland-Cliffs Iron Company

克利夫兰克利夫钢铁 www.clevelandcliffs.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1980	475,217	13	16
1981	475,217	13	14
1982			



Aluminum Company of America

美国铝业 www.alcoa.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1980	464,317	26	28
1981	703,634	19	18
1982			



Nucor Corp.

纽柯钢铁 www.nucor.com

百万美元	股份数量	市值
1997		
1998	4,174,500	181
1999	1,691,300	93
2000	3,475,800	138
2001	清仓	



POSCO Holding Inc.

PKX 浦项钢铁 www.posco.co.kr

百万美元	股份数量	比例	成本	市值
2006	3,486,006	4.0%	572	1,158
2007	3,486,006	4.5%	572	2,136
2008	3,947,554	5.2%	768	1,191
2009	3,947,554	5.2%	768	2,092
2010	3,947,555	4.6%	768	1,706
2011	3,947,555	5.1%	768	1,301
2012	3,947,555	5.1%	768	1,295
2013	3,947,555	5.1%	768	1,295
2014	持仓情况未知			



Pinkerton's, Inc.

平克顿安保公司 pinkerton.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1980	370,088	12	16
1981	370,088	12	20
1982	清仓		

PS Group Holdings, Inc.

百万美元	股份数量	市值
1997		
1998	1,208,032	14
1999	1,208,032	14
2000	清仓	

**GENERAL
DYNAMICS**

General Dynamics Corp.

通用动力 www.gd.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1991			
1992	4,350,000	312	451
1993	4,350,000	95	401
1998	7,693,637		454
1999	4,973,777		262
2000	222,177		17
2011	3,877,122		257
2012	3,877,122		269



General Electric Co.

GE 通用电气-动力电气系统制造商 www.ge.com

2008 年 BRK 认购 GE 公司 30 亿优先股(10%) 并获得 5 年内以 22.25/股认购 30 亿股票的权利		
2011 年 10 月 GE 公司 33 亿强赎优先股 作为取消认股权对价, BRK 无偿获得 2.6 亿股票 (认股权浮盈直接折算为股票), 以及 3 年 9 亿股息		
百万美元	股份数量	市值
2012	10,585,502	297
2013	10,585,502	267
2014	10,585,502	330
2015	10,585,502	335
2016	清仓	



General Motors

General Motors Co.

GM 通用汽车 www.gm.com

百万美元	股份数量	市值	成本
2012	10,000,000	288	
2013	21,705,000	887	
2014	29,744,944	1,038	
2015	36,136,147	1,229	
2016	34,527,147	1,203	
2017	44,527,147	1,825	1,343
2018	45,275,696	1,514	
2019	48,006,000	1,757	
2020	52,975,000	2,206	1,616
2021	52,975,000	3,106	
2022	50,000,000	1,682	

2023	清仓		
------	----	--	--



01211 比亚迪 www.bydglobal.com

百万美元	股份数量	比例	成本	市值
2008	225,000,000	9.9%	232	
2009	225,000,000	9.9%	232	1,986
2010	225,000,000	9.9%	232	1,182
2011	225,000,000	9.9%	232	482
2012	225,000,000	9.9%	232	670
2013	225,000,000	9.9%	232	1089
2014	225,000,000	9.9%	232	870
2015	225,000,000	9.9%	232	1,221
2016	225,000,000	8.2%	232	1,172
2017	225,000,000	8.2%	232	1,961
2018	225,000,000	8.2%	232	1,433
2019	225,000,000	8.2%	232	1,115
2020	225,000,000	8.2%	232	5,897
2021	225,000,000	7.7%	232	7,693
2022	164,093,000	减持 17 亿		4,047
2023	87,613,142	减持 25 亿		2,406
2024	54,200,142	减持 10 亿		1,862



Great Lakes Chemical Corp.

大湖化学-特种专业化学 www.greatlakeschemical.com

百万美元	股份数量	市值
1997		
1998	4,000,000	160
1999	4,258,200	163
2000	7,000,000	260
2001	6,948,700	169
2002	6,948,700	166
2003	清仓	



Deere & Company

DE 迪尔公司-草坪设备生产商 www.deere.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2012	2,312,467		200
2013	2,312,467		211
2014	15,430,586	1,253	1,365
2015	22,164,450	1,773	1,690
2016	清仓		



Tyco International LTD

TYC 泰科国际-电气阀门制造商 www.tyco.com

百万美元	股份数量	市值
2005	10,000,000	289
2006	10,000,000	224
2007	清仓	



American Standard Companies

ASD 美标公司-空调卫浴制造商 www.americanstandardair.com

百万美元	股份数量	市值
2001	161,400	11
2002	3,232,000	230
2003	3,232,000	325
2004	10,497,900	434
2005	10,497,900	419
2006	11,062,700	507
2007	10,962,400	512
2008	合并为 Ingersoll	



Ingersoll-Rand Company LTD.

IR 英格索兰-暖通空调和楼宇自动管理系统供应商 www.ingersollrandproducts.cn

百万美元	股份数量	市值
2006	636,600	25
2007	636,600	30
2008	7,782,600	135
2009	5,636,600	201



Wabco Holdings Inc.

WBC 威伯科-汽车制动系统供应商 www.wabco.com

2007 年美标公司拆分 WABCO 独立上市

百万美元	股份数量	市值
2007	2,700,000	135
2008	2,700,000	43
2009	清仓	
2012	4,071,925	265
2013	4,076,325	381
2014	4,076,325	427
2015	3,331,215	341
2016	3,368,394	358
2017	清仓	



美国石膏板公司

USG Corporation

百万美元	股份数量	成本	市值
2000			
2001	6,500,000		37
2002	6,500,000		55

2003	6,500,000		108
2004	6,500,000		262
2005	6,500,000		423
2006	17,072,192	536	936
2007	17,072,192	536	611
2008	17,072,192	536	137
2009	17,072,192	536	240
2010	17,072,192	536	287
2011	17,072,192	536	173
2012	17,072,192	536	479
2013	34,890,174	3 亿可转债转股	990
2014	43,387,980	836	1,214
2015	43,387,980	836	1,054
2016	43,387,980	836	1,253
2017	43,387,980	836	1,673
2018	43,387,980	836	1,851
2019	44 美元/股出售给德国 Knauf 可耐福		



Floor & Decor Holdings Inc

FND 地板零售商 www.flooranddecor.com

百万美元	股份数量	市值
2021	843,709	110
2022	4,780,000	333
2023	4,780,000	533



Louisiana-Pacific Corp.

LPX 刨花板生产商 www.lpcorp.com

百万美元	股份数量	市值
2022	7,044,909	417
2023	7,044,909	499
2024	5,664,793	587



Axalta Coating Systems Ltd.

AXTA 艾仕得涂料-高性能涂料系统制造商 www.axalta.com

百万美元	股份数量	市值
2015	23,324,000	622
2016	23,324,000	634
2017	23,324,000	755
2018	24,264,000	568
2019	24,264,000	738
2020	23,420,000	669
2021	清仓	



Nalco Holding Co.

NLC 纳尔科-工业水处理药剂 www.ecolab.com

(Ecolab54 亿美元收购 Nalco)

百万美元	股份数量	市值
2008	8,739,100	101
2009	9,000,000	230
2010	收购套利	



ServiceMaster Company

商业清洁服务商 www.servicemaster.com

百万美元	股份数量	市值
2002		
2003	3,050,700	36
2004	5,611,600	77
2005	5,611,600	67
2006	3,998,000	52
2007	清仓	



Dover Corporation

DOV 都福集团-工程系统制造商 www.dovercorporation.com

百万美元	股份数量	市值
2000		
2001	2,165,100	80
2002	4,000,000	117
2003	2,000,000	80
2004	清仓	



Sealed Air Corporation

SEE 希悦尔-气泡包装产品生产商 www.sealedair.com

百万美元	股份数量	市值
2000	4,861,000	149
2001	3,727,800	153
2002	3,197,300	123
2003	1,123,800	61
2004	1,113,300	59
2005	955,600	54



Mueller Industries , Inc.

MLI 木勒工业-管道设备生产商

百万美元	股份数量	市值
2000	3,217,100	86
2001	3,216,900	107
2002	2,480,900	68
2003	2,446,900	84

2004	1,361,900	44
2005	784,500	22

MONSANTO



Monsanto Company

孟山都化学公司

(2016 年 9 月拜耳以 660 亿美元现金收购孟山都，2018 年 3 月欧盟放行，6 月完成收购)

百万美元	股份数量	市值
2016	8,041,784	846
2017	11,708,747	1367
2018	拜耳并购套利	



NRG Energy, Inc.

NRG 能源电力 www.nrg.com

百万美元	股份数量	市值
2008	7,200,000	168
2009	6,000,000	142
2010	清仓	

【石油能源行业】



PetroChina

中石油 Petrochina

百万美元	股份数量	成本	市值
2002	217,000		4
2003	2,338,961,000	488	1,340
2004	2,338,961,000	488	1,249
2005	2,338,961,000	488	1,915
2006	2,338,961,000	488	3,313
2007	清仓		40 亿+

ExxonMobil

Exxon Mobil Corp.

XOM 埃克森美孚 www.exxonmobil.com

百万美元	股份数量	市值
2009	421,800	29
2010	421,800	31
2011	清仓	

ConocoPhillips

ConocoPhillips Company

COP 康菲石油 www.conocophillips.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2005	9,612,800		559
2006	17,938,100	1,066	1,291
2007	17,508,700	1,039	1,546
2008	84,896,273	7,008	4,398
2009	37,711,330	2,741	1,926

2010	29,109,637	2,028	1,982
2011	29,100,637	2,027	2,121
2012	24,123,911	1,219	1,399
2013	11,079,958		783
2014	清仓		
2012 年康菲石油拆分 PHILLIPS 66 独立上市			
2012	20,668,118	660	1,097
2013	20,668,118	660	1,594
2014	6,567,600	210	471
2014 年 BRK 通过"现金充裕剥离"的避税交易，将 1410 万股(约 11 亿) 交换为旗下原油流动性改进剂子公司 Phillips Specialty Products Inc			
2015	55,384,926	4,357	4,530
2016	74,587,892	5,841	6,445
2017	74,587,892	5,841	7,545
2018	11,895,842		1,025
2019	清仓		



Chevron Corp.

CVX 雪佛龙-能源化工 www.chevron.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2020	48,498,965	4,024	4,096
2021	38,245,036	3,420	4,488
2022	162,975,771		29,253
2023	126,093,326	减持	18,808
2024	118,610,534	减持	17,180



National Oilwell Varco Inc.

NOV 国民油井华高公司-石油天然气设备服务商 www.nov.com

百万美元	股份数量	市值
2012	5,294,800	362
2013	8,880,000	706
2014	5,258,385	345
2015	清仓	



Chicago Bridge & Iron Company N.V.

CBI 工程公司-综合性陆上工程服务商 www.cbi.com

(2018 年海工巨头 McDermott 以 60 亿美元收购了 CB&I 工程公司)

百万美元	股份数量	市值
2013	9,550,755	794
2014	10,701,110	449
2015	清仓	



SUNCOR ENERGY INC

SU 森科能源-综合性油气能源公司 www.suncor.com

百万美元	股份数量	市值
2013	13,000,000	456
2014	22,354,294	710
2015	30,000,000	774
2016	清仓	
2018	10,758,000	301
2019	15,019,031	493
2020	13,849,207	232
2021	清仓	

【消费行业】



Kraft Foods Inc. 卡夫食品

百万美元	股份数量	成本	市值
2007	124,393,800	4,152	4,059
2008	130,272,500	4,330	3,498
2009	130,272,500	4,330	3,541
2010	97,214,584	3,207	3,063
2011	79,034,713	2,589	2,953
2012	1,476,048		67
2013	亏损清仓		
卡夫亨氏合并为 KRAFT HEINZ Co.			
2015	325,634,818	9,800	23,693
2016	325,634,818	9,800	28,434
2017	325,634,818	9,800	25,321
2018	325,634,818	9,800	14,015
2019	325,634,818	9,800	10,463
2020	325,634,818	9,800	11,287
2021	325,634,818	9,800	11,690
2022	325,634,818	9,800	13,257
2023	325,634,818	9,800	12,042
2024	325,634,818	9,800	10,000



Apple Inc.

AAPL 苹果公司-智能设备制造商 www.apple.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2016	61,242,652	6,747	7,093
2017	166,713,209	20,961	28,213
2018	255,300,329	36,044	40,271
2019	250,866,566	35,287	73,667
2020	907,559,761	31,089	120,424
2021	907,559,761	31,089	161,155

2022	915,560,382	微增	118,959
2023	905,560,000	微减	174,347
2024	300,000,000	大幅减持 1300 亿	75,126



Diageo, P.L.C.

DEO 帝亚吉欧 www.diageo.com

百万美元	股份数量	市值
2023	227,750	33
2024	227,750	29



联合利华

UN 消费品的制造销售商 www.unilever.com

百万美元	股份数量	市值
2021	107,118,784	1005
2022	107,118,784	436
2023	107,118,784	892
2024	40,180,168	416



通用食品公司 General Foods, Inc.

百万美元	股份数量	成本	市值
1979	328,700	11	11
1980	1,983,812	63	60
1981	2,101,244	66	67
1982	2,101,244	66	84
1983	4,451,544	164	229
1984	4,047,191	150	226

1985	被菲利普·莫里斯收购，盈利 3.4 亿
------	---------------------



R.J.R 烟草公司

R. J. Reynolds Industries

百万美元	股份数量	成本	市值
1980	245,700	9	11
1981	1,764,824	77	83
1982	3,107,675	142	159
1983	5,618,661	269	341
1984	清仓		



健力士 www.guinness.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1991	31,247,000	265	297
1992	38,335,000	333	297
1993	38,335,000	271	271
1994	未知		



Anheuser Busch Cos. Inc.

百万美元	股份数量	成本	市值
2004	9,493,300		482
2005	43,854,200	2,133	1,884
2006	36,417,400	1,761	1,792
2007	35,563,200	1,718	1,861
2008	清仓		



Nike Inc.

百万美元	股份数量	市值
1997		
1998	6,237,600	253
1999	6,237,600	304
2000	5,554,100	310
2001	4,930,700	277
2002	6,000,000	267
2003	6,000,000	411
2004	2,500,000	227
2005	2,474,600	215
2006	4,000,000	396
2007	7,641,000	491
2008	7,641,000	390
2009	7,641,000	505
2010	清仓	

THEJONESGROUP

A PREMIERE PORTFOLIO OF GLOBAL FASHION BRANDS

Jones Apparel Group Inc.

JNY 服饰设计集团 www.thejonesgroupinc.com

百万美元	股份数量	市值
1998		
1999	12,125,000	329
2000	15,750,000	507
2001	8,649,100	289
2002	894,200	32

2003	清仓	
------	----	--



GAP Inc.

GPS 盖普公司-服装零售 www.gapinc.com

百万美元	股份数量	市值
2000	8,000,000	204
2001	15,000,000	209
2002	20,000,000	310
2003	15,000,000	348
2004	15,434,243	326
2005	10,000,000	176



Outback Steakhouse Inc.

OSI 澳拜客牛排餐厅 www.outback.com

BLMN 休闲餐饮控股公司(Bloomin Brands Inc.) www.bloominbrands.com

百万美元	股份数量	市值
2000		
2001	1,867,500	64
2002	1,867,500	64
2003	1,867,500	83
2004	1,818,800	83
2005	1,818,800	76



Restaurant Brands International Inc.

QSR 餐饮品牌国际-世界上最大的餐饮公司

Burger King 汉堡王-7144 家、Tim Hortons-4525 家、

Popeyes Louisiana Kitchen-3394 家、Firehouse Subs-1265 家、

及国际特许加盟商 14,742 家

百万美元	股份数量	市值
2014	8,438,225	329
2015	8,438,225	315
2016	8,438,225	402
2017	8,438,225	519
2018	8,438,225	441
2019	8,438,225	538
2020	清仓	

【连锁零售行业】



F. W. Woolworth Co. 折扣零售

百万美元	股份数量	成本	市值
1979	771,900	16	19
1980	667,124	14	17
1981	清仓		



Costco Wholesale Corp.

百万美元	股份数量	市值
1998	555,000	40
1999	355,000	32
2000	22,020,000	879
2001	5,756,409	255
2002	5,254,000	147
2003	5,254,000	195
2004	5,254,000	254
2005	5,254,000	260
2006	5,254,000	278
2007	5,254,000	367
2008	5,254,000	276
2009	5,254,000	311
2010	4,333,363	313
2011	4,333,363	361
2012	4,333,363	428
2013	4,333,363	516
2014	4,333,363	614
2015	4,333,363	700
2016	4,333,363	694
2017	4,333,363	807
2018	4,333,363	883
2019	4,333,363	1,274
2020	清仓	



Wal-Mart Stores, Inc

WMT 沃尔玛 stock.walmart.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1998	431,000		35
2004			
2005	19,944,300	944	933
2006	19,944,300	942	921
2007	19,944,300	942	948
2008	19,944,300	942	1,118
2009	39,037,142	1,893	2,087
2010	39,037,142	1,893	2,105
2011	39,037,142	1,893	2,333
2012	54,823,433	2,837	3,741
2013	56,805,984	2,976	4,470
2014	67,707,544	3,798	5,815
2015	63,507,544	3,593	3,893
2016	1,393,513		96
2017	1,393,513		138
2018	清仓		



TESCO PLC

乐购超市 www.tescopl.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2006	229,707,000	1,340	1,820
2007	227,307,000	1,326	2,156
2008	227,307,000	1,326	1,193
2009	234,247,373	1,367	1,620
2010	242,163,773	1,414	1,608
2011	291,577,428	1,719	1,827
2012	415,510,889	2,350	2,268
2013	301,146,076	1,699	1,666
2014	最高持股 5.2%，亏损 4.44 亿清仓		



Amazon Inc.

AMZN 亚马逊-电商

百万美元	股份数量	市值
2019	537,300	993
2020	533,300	1,737
2021	533,300	1,778
2022	10,666,000	896
2023	10,000,000	1,519
2024	10,000,000	2,193



Kroger Co.

KR 克罗格百货连锁 www.kroger.com

百万美元	股份数量	市值
2019	18,940,079	549
2020	33,534,017	1,065
2021	61,412,910	2,780
2022	50,000,000	2,229
2023	50,000,000	2,286
2024	50,000,000	3,057



Restoration Hardware

RH 奢侈品家居连锁 www.rh.com

百万美元	股份数量	市值
2019	1,708,348	365
2020	1,732,548	775

2021	1,816,547	974
2022	2,360,000	631
2023	清仓	

Pier1 imports

Pier 1 Imports Inc.

1 号码头 PIR-家居装饰零售商 www.pier1.com

百万美元	股份数量	市值
2004	8,000,000	158
2005	3,290,000	29
2006	1,483,400	9



Home Depot Inc.

HD 家得宝-家装零售商 corporate.homedepot.com

百万美元	股份数量	市值
2004		
2005	5,000,000	202
2006	4,181,000	168
2007	4,181,000	113
2008	3,700,000	85
2009	2,757,898	80



Lowe's Companies Inc.

LOW 劳氏-家装零售商 corporate.lowes.com

百万美元	股份数量	市值
2004		

2005	390,000	26
2006	7,000,000	218
2007	7,000,000	158
2008	6,500,000	140
2009	6,500,000	152
2010	清仓	



Carmax Inc.

KMX 车美仕-二手汽车连锁 www.carmax.com

百万美元	股份数量	市值
2007	21,000,000	415
2008	17,636,500	139
2009	8,000,000	194
2010	清仓	

【银行业】



Bank of America Corp.

BAC 美国银行 www.bankofamerica.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2007	9,100,000		375
2008	5,000,000		70
2009	5,000,000		75
2011 年	BRK 购买美国银行 50 亿美元优先股(6%股息率) 2017 年之前有权以 7.14 美元/股购买 7 亿股普通股		
2017	700,000,000	5,007	20,664
2018	918,919,000	11,650	22,642
2019	947,760,000	12,560	33,380
2020	1,032,852,006	14,631	31,306
2021	1,032,852,006	14,631	45,952
2022	1,032,852,006	14,631	34,208
2023	1,032,852,006	14,631	34,776
2024	680,233,587	减持 140 亿	29,896



Citi group

C 花旗集团 www.citigroup.com

百万美元	股份数量	市值
1997		
1998	5,096,832	253
1999	8,062,349	449
2000	4,600,559	235
2001	清仓	
2022	55,244,797	2,499
2023	55,244,797	2,842
2024	14,639,502	1,030



Goldman Sachs Group Inc

GS 高盛集团-投资银行和资产管理公司 www.goldmansachs.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2008	投资 50 亿美元优先股(10%股息)+50 亿认股权证		
2011	高盛 56.5 亿强赎优先股, 此前已支付 11.25 亿股息作为取消认股权证的补偿, BRK 无偿获得 20 亿股票		
2013	13,062,594	750	2,315
2014	13,062,594	750	2,532
2015	11,390,582	654	2,053
2016	11,390,582	654	2,727
2017	11,390,582	654	2,902
2018	18,784,698	2,380	3,138
2019	12,435,814	890	2,859
2020	清仓		



J.P.Morgan Chase & Co

JPM 摩根大通-投资银行和资产管理公司 www.jpmorganchase.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2018	50,661,394	5,605	4,946
2019	60,059,932	6,556	8,372
2020	清仓		



Wells Fargo & Company

WFC 富国银行 www.wellsfargo.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1990	5,000,000	289	289
1991	5,000,000	289	290
1992	6,358,418	381	486
1993	6,791,218	424	879
1994	6,791,218	424	985
1995	6,791,218	424	1,467

1996	7,291,418	498	1,997
1997	6,690,218	413	2,271
1998	63,595,180	392	2,540
1999	59,136,680	349	2,391
2000	55,071,380	319	3,067
2001	53,265,080	306	2,315
2002	53,265,080	306	2,497
2003	56,448,380	463	3,324
2004	56,448,380	463	3,508
2005	95,092,200	2,754	5,975
2006	218,169,300	3,697	7,758
2007	303,407,068	6,677	9,160
2008	304,392,068	6,702	8,973
2009	334,235,585	7,394	9,021
2010	358,936,125	8,015	11,123
2011	400,015,828	9,086	11,024
2012	456,170,061	10,906	15,592
2013	483,470,853	11,871	21,950
2014	483,470,853	11,871	26,504
2015	500,000,000	12,730	27,180
2016	500,000,000	12,730	27,555
2017	482,544,468	11,837	29,276
2018	449,349,102	10,639	20,706
2019	345,688,918	7,040	18,598
2020	52,423,867		1,582
2021	675,054		32
2022	清仓		



M&T Bank Corporation

MTB 美国制商银行 www.mtb.com

美国最大的地区性银行之一，为伊利运河(Erie Canal)附近的制造业和贸易企业

提供金融服务主要专注于商业地产和商业相关贷款，以及一些零售业务

百万美元	股份数量	市值	成本
1998	506930	263	
1999	510310	211	
2000	6708760	456	103

2001	6708760	489	103
2002	6708760	532	103
2003	6708760	659	103
2004	6708760	723	103
2005	6708760	732	103
2006	6708760	820	103
2007	6708760	547	103
2008	6715060	386	103
2009	6715060	449	103
2010	5363821	467	
2011	5382040	411	
2012	5382040	530	
2013	5382040	627	
2014	5382040	676	
2015	5382040	652	
2016	5382040	842	
2017	5382040	920	
2018	5382040	770	
2019	5382040	914	
2020	清仓		



US Bancorp

USB 美国合众银行 www.usbank.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1998	8,349,201		296
1999	21,364,501		509
2000	18,464,635		539
	清仓		
2006	31,033,800	969	1,123
2007	75,176,026	2,417	2,386
2008	75,145,426	2,337	1,879
2009	76,633,426	2,371	1,725
2010	78,060,769	2,401	2,105
2011	78,060,769	2,401	2,112
2012	78,060,769	2,401	2,493
2013	96,117,069	3,002	3,883
2014	96,890,665	3,033	4,355

2015	101,859,335	3,239	4,346
2016	101,859,335	3,239	5,233
2017	103,855,045	3,343	5,565
2018	146,346,999	5,548	6,688
2019	149,497,786	5,709	8,864
2020	148,176,166	5,638	6,904
2021	143,456,055		8,058
2022	6,670,835		291
2023	清仓		



Bank of New York Mellon Corp.

BK 纽约梅隆银行 www.bnymellon.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2010	1,793,915		54
2011	1,793,915		36
2012	11,592,615		298
2013	16,611,536		580
2014	14,597,903		592
2015	13,445,720		554
2016	14,160,720		671
2017	53,307,534	2,230	2,871
2018	84,488,751	3,860	3,977
2019	81,488,751	3,696	4,101
2020	66,835,615	2,918	2,837
2021	74,346,864		3,882
2022	25,069,867		1,113
2023	清仓		



PNC Bank Corporation

PNC Financial Services Group Inc.

PNC 金融服务集团 www.pnc.com

百万美元	股份数量	成本	市值
PNC Bank Corp			
1994	19,453,300	503	411

PNC Financial Services Group			
2002	715,000		30
2018	8,263,062		966
2019	8,671,054		1,384
2020	清仓		



Sun Trusts Banks Inc.

STI 太阳信托银行

2019 年 2 月美国地区性银行 BB&T(BB&T Corp.,Branch Banking and Trust Company)

宣布将以约 280 亿美元收购 SunTrust 银行

百万美元	股份数量	市值
1997		
1998	6,641,400	508
1999	6,641,400	457
2000	6,641,400	418
2001	5,806,300	364
2002	5,806,300	330
2003	5,806,300	415
2004	3,204,600	237
2005	3,204,600	233
2006	3,204,600	271
2007	3,204,600	200
2008	3,204,600	95
2009	2,398,206	49
2010	清仓	

【保险业务】



SAFECO Corporation

赛菲科保险

2004 年, Safeco 保险将旗下 Symetra 保险出售给白山保险集团和伯克希尔哈撒韦公司

2008 年 Liberty Mutual Insurance Group 以 62 亿美元收购 Safeco Corp.

2010 年 Symetra 保险在纽交所上市。

2015 年日本 Sumitomo Life 保险公司以 38 亿美元收购了 Symetra 保险公司。

百万美元	股份数量	成本	市值
1978	953,750	24	26
1979	953,750	24	36
1980	1,250,525	324	454
1981	785,225	214	314
1982			



American International Group

AIG 美国国际集团-世界上最大的保险和金融服务公司 www.aig.com

百万美元	股份数量	市值
1997		
1998	2,363,550	228
1999	1,493,413	161
2000	清仓	



Zenith National Insurance Corp.

ZNT 真力时国民保险公司

(2010 年加拿大保险公司 Fairfax Financial Holdings Ltd

以 38 美元/股约 13 亿美元收购美国加州工伤保险公司 Zenith National)

百万美元	股份数量	市值
1997		
1998	816,655	19
1999	816,655	17
2000	816,655	24
2001	816,655	23
2002	451,355	11
2003	157,055	5
2004	清仓	



White Mountains Insurance Group, Ltd.

WTM 白山保险集团 www.whitemountains.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2001			
BRK 买入 3 亿美元 9%可转换优先股，以协助收购 CGU/OneBeacon 公司 BRK 在 4 年内有权转换为 172 万股，并占 30%股份			
2004	1,724,200	369	1,114
2005	1,724,200	369	963
2006	1,724,200	369	999
2007	1,724,200	369	886
2008			
BRK 通过"现金充裕剥离"的避税交易，将持股交换为 2 家公司和现金 商业意外险公司 Commercial Casualty Insurance Co. + 国际美国集团 International American Group, Inc. + 7.5 亿美元现金			



Torchmark Corporation

TMK 保险控股集团 www.torchmarkcorp.com

百万美元	股份数量	市值
1998		
1999	662,562	19
2000	2,073,462	80
2001	2,073,462	82
2002	1,938,179	71
2003	1,938,179	88
2004	2,038,979	117
2005	2,823,879	157
2006	2,823,879	180
2007	2,823,879	171
2008	2,823,879	126
2009	2,823,879	124
2010	2,823,879	169
2011	4,235,818	184
2012	4,235,818	219
2013	4,235,818	331
2014	6,353,727	344
2015	6,353,727	363
2016	6,353,727	469
2017	6,353,727	576
2018	6,353,727	474
2019	清仓	



United Health Group Inc.

UNH 联合健康-医疗保险 www.unitedhealthgroup.com

百万美元	股份数量	市值
2005		
2006	1,021,400	48
2007	6,000,000	349
2008	6,300,000	168
2009	1,175,000	36
2010	清仓	



Wellpoint Inc.

WLP 伟彭健康保险公司

(2009 年美国第三大医药福利管理公司 Express Scripts Inc

以 46.8 亿美元收购 WellPoint 旗下的医药福利管理部门 NextRx)

WellPoint Inc.2014 年 12 月更名为 ANTM 安森保险 Anthem Inc.

百万美元	股份数量	市值
2007	4,500,000	395
2008	4,777,300	201
2009	1,343,820	78
2010	清仓	



Verisk Analytics

VRSK 保险数据分析服务商 www.verisk.com

百万美元	股份数量	市值
2011	3,445,029	138
2012	1,563,434	80
2013	1,563,434	103
2014	1,563,434	100
2015	1,563,434	120
2016	1,563,434	127
2017	1,563,434	150
2018	清仓	



Globe Life Inc

GL 人寿保险公司 www.globelifeinsurance.com

百万美元	股份数量	市值
2019	6,353,727	669
2020	6,353,727	603

2021	6,353,727	595
2022	6,353,727	766
2023	清仓	



Marsh & McLennan Cos., Inc.

MMC 威达信-保险咨询服务 www.mmc.com

百万美元	股份数量	市值
2020	4,267,825	499
2021	404,911	70
2022	404,911	67
2023	清仓	



Aon plc.

AON 怡安保险-保险经纪和人力资源服务商 www.aon.com

百万美元	股份数量	市值
2021	4,396,000	1,321
2022	4,396,000	1,319
2023	4,100,000	1,193
2024	4,100,000	1,473

【信息服务】



Moody's Investors Service, Inc

MCO 穆迪-信用评级 www.moodys.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1999			
2000	24,000,000	499	617
2001	24,000,000	499	957
2002	24,000,000	499	991
2003	24,000,000	499	1,453
2004	24,000,000	499	2,084
2005	48,000,000	499	2,948
2006	48,000,000	499	3,315
2007	48,000,000	499	1,714
2008	48,000,000	499	964
2009	28,415,250	295	754
2010	28,415,250	248	754
2011	28,415,250	248	957
2012	28,415,250	287	1,430
2013	24,669,778	248	1,936
2014	24,669,778	248	2,364
2015	24,669,778	248	2,475
2016	24,669,778	248	2,326
2017	24,669,778	248	3,642
2018	24,669,778	248	3,455
2019	24,669,778	248	5,857
2020	24,669,778	248	7,160
2021	24,669,778	248	9,636
2022	24,669,778	248	6,873
2023	24,669,778	248	9,635
2024	24,669,778	248	11,678



Visa Inc 全球第一大发卡公司

V 维萨-数字支付服务商/卡清算服务 usa.visa.com

百万美元	股份数量	市值	成本
------	------	----	----

2011	2,865,008	291	
2012	1,555,459	236	
2013	1,555,459	346	
2014	2,509,290	658	
2015	9,885,160	767	
2016	10,239,160	799	
2017	10,239,160	1,167	
2018	10,239,160	1,351	
2019	10,239,160	1,924	349
2020	9,987,460	2,185	
2021	8,297,460	1,798	
2022	8,297,460	1,724	
2023	8,297,460	2,160	
2024	8,297,460	2,622	



Mastercard Inc 全球第二大发卡公司

MA 万事达-数字支付服务商/卡清算服务 www.mastercard.com

百万美元	股份数量	市值
2011	405,000	151
2012	405,000	199
2013	405,000	338
2014	5,399,756	465
2015	5,229,756	509
2016	4,934,756	510
2017	4,934,756	747
2018	4,934,756	931
2019	4,934,756	1,473
2020	4,564,756	1,629
2021	3,986,648	1,432
2022	3,986,648	1,386
2023	3,986,648	1,700
2024	3,986,648	2,099



First Data Corporation

(2019 美国支付处理商 Fiserv 以 220 亿美元收购 POS 刷卡机服务商 First Data)

百万美元	股份数量	市值
1997		
1998	12,399,600	395
1999	10,995,200	542
2000	8,544,900	450
2001	4,850,000	380
2002	11,234,500	399
2003	8,000,000	329
2004	8,000,000	340
2005	10,000,000	430
2006	10,000,000	255
2007	清仓	

stone^{co.}

StoneCo Ltd

STNE 在线支付服务商(巴西版支付宝) www.stone.co

百万美元	股份数量	市值
2017		
2018	14,166,748	261
2019	14,166,748	565
2020	14,166,748	1189
2021	10,695,448	180
2022	10,695,448	101
2023	清仓	

 **H&R BLOCK**

Block H & R

HRB 纳税申报服务商 www.hrblock.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1999			
2000	7,697,500		319
2001	15,999,200	255	715
2002	15,999,200	255	643

2003	14,610,900	227	809
2004	14,350,600	223	703
2005	18,538,100		455
2006	4,113,400		95
2007	清仓		



Ameriprise Financial, Inc.

AMP 金融咨询公司(美国运通拆分而来) www.ameriprise.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2005	30,322,137	183	1243
2006	8,270,637	50	451
2007	661,742	4	36
2008	清仓		



Synchrony Financial

SYF 消费金融服务商 www.synchrony.com

百万美元	股份数量	市值
2017	20,803,000	803
2018	20,803,000	488
2019	20,803,000	749
2020	20,128,000	699
2021	清仓	



Store Capital Corporation

STOR 净租赁地产投资信托(REIT)www.storecapital.com

(2023 年 2 月新加坡政府投资公司 GIC 与 Blue Owl Capital 旗下的 Oak Street 公司

以每股 32.25 美元/股(150 亿美元)全现金收购 STORE Capital Corp.)

百万美元	股份数量	市值
------	------	----

2018	18,621,674	527
2019	18,621,674	693
2020	24,415,168	830
2021	24,415,168	840
2022	清仓	



Ally Financial Inc.

ALLY 通用汽车消费汽车贷款部门 2014 年独立上市 www.ally.com

百万美元	股份数量	市值
2022	29,800,000	729
2023	29,000,000	1,013
2024	29,000,000	1,044



Capital One Financial Corp.

COF 第一资本信贷公司 www.capitalone.com

百万美元	股份数量	市值
2023	11,471,030	1,504
2024	7,450,000	1,328



Jefferies & Company

JEF 杰富瑞-投资银行 www.jefferies.com

百万美元	股份数量	市值
2022	433,558	15
2023	433,558	18
2024	433,558	34



Dun & Bradstreet Corp

DNB 邓白氏-商业决策数据和分析 www.dnb.com

百万美元	股份数量	市值
1998		
1999	12,122,800	358
2000	12,000,000	311
2001	5,243,400	185
2002	1,067,900	37
2003	清仓	



Iron Mountain, Inc.

IRM 铁山-档案管理服务商 www.ironmountain.com

百万美元	股份数量	市值
2000		
2001	687,200	30
2002	8,000,000	264
2003	5,018,500	198
2004	5,000,000	152
2005	3,948,800	167
2006	6,031,900	249
2007	4,663,900	173
2008	3,372,200	83
2009	7,000,000	159
2010		



Automatic Data Processing Inc.

ADP 自动数据处理公司 www.adp.com

人力资本管理业务外包服务商

百万美元	股份数量	市值
2001		
2002	443,300	17

2003	1,415,700	56
2004	清仓	



FMCC 房地美-联邦住房贷款抵押公司 www.freddiemac.com

百万美元	股份数量	成本	市值
1987			
1988	2,400,000	72	121
1989	2,400,000	72	161
1990	2,400,000	72	117
1991	2,495,200	77	343
1992	16,196,700	414	784
1993	13,654,600	308	681
1994	12,761,200	270	644
1995	12,502,500	260	1,044
1996	64,246,000	333	1,773
1997	63,977,600	329	2,683
1998	60,298,000	308	3,885
1999	60,298,000	294	2,803
2000	2,116,550		146
2021	清仓		



Lennar Corporation

LEN 莱纳房产 www.lennar.com

百万美元	股份数量	市值
2023	152,572	20
2024	152,572	20



NVR Inc

NVR 房产服务 www.nvrinc.com

百万美元	股份数量	市值
2023	11,112	78
2024	11,112	91

【电信服务】



IBM Corp

信息技术 www.ibm.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2011	63,905,931	10,856	11,751
2012	68,115,484	11,680	13,048
2013	68,121,984	11,681	12,778
2014	76,971,817	13,157	12,349
2015	81,033,450	13,791	11,152
2016	81,232,303	13,815	13,484
2017	2,048,045		314
2018	清仓		



HP Development Company

HPQ 惠普 www.hp.com

百万美元	股份数量	市值
2022	104,476,035	2807
2023	22,852,715	688
2024	清仓	



VeriSign Inc.

VRSN 威瑞信-域名注册等互联网基础设施服务商 www.verisign.com

百万美元	股份数量	市值
2011		
2012	3,685,700	143
2013	10,961,520	655
2014	12,985,000	740
2015	12,985,000	1,134
2016	12,952,745	985
2017	12,952,745	1,482

2018	12,952,745	1,921
2019	12,952,745	2,496
2020	12,815,613	2,773
2021	12,815,613	3,253
2022	12,815,613	2,633
2023	12,815,613	2,640
2024	13,271,457	2,747



Comdisco Holding Company, Inc.

CDO 计算机灾难备份服务商

(2001 年公司申请破产重组，惠普 6.1 亿美元收购其技术服务业务)

911 恐袭导致大量公司急需恢复数据并重建网络系统，公司不再急于出售资产)

百万美元	股份数量	市值
2002	1,452,549	113
2003	1,489,414	60
2004	1,509,433	34
2005	1,518,978	27
2006	1,523,446	14
2007	1,537,866	14
2008	1,538,377	12
2009	1,538,377	15
2010	1,538,377	14
2011	1,538,377	9
2012	清仓	



Snowflake Inc.

SNOW 云计算 www.snowflake.com

百万美元	股份数量	市值
2020	6,125,376	1,724
2021	6,125,376	2,075
2022	6,125,376	879
2023	6,125,376	1,219
2024	清仓	



T-Mobile US, Inc.

TMUS 无线通信服务 www.t-mobile.com

百万美元	股份数量	市值
2020	5,242,000	707
2021	5,242,000	608
2022	5,242,000	734
2023	5,242,000	840
2024	4,350,000	960



Verizon Communications Inc.

VZ 威瑞森电信公司 www.verizon.com

百万美元	股份数量	市值	成本
2014	15,000,928	702	
2015	15,000,928	693	
2016	清仓		
2020	146,716,496	8,620	8,691
2021	158,824,575	8,253	
2022	清仓		



Charter Communications, Inc.

CHTR 特许通讯-宽带通信服务商 corporate.charter.com

百万美元	股份数量	市值	
2013			
2014	4,283,955	714	
2015	7,463,157	1,367	1202
2016	6,789,054	1,955	1210
2017	6,789,054	2,281	
2018	6,789,054	1,935	
2019	5,426,609	2,632	944
2020	5,213,461	3,449	904
2021	3,828,941	2,496	643

2022	3,828,941	1,298	643
2023	3,828,941	1,488	643
2024	1,991,759	683	减持 7 亿



Activision Blizzard

ATVI 动视暴雪 www.activisionblizzard.com

(2022 年 1 月微软宣布以 95 美元/股收购游戏巨头动视暴雪，2023 年 10 月收购完成)

百万美元	股份数量	市值
2021	14,658,121	975
2022	52,717,075	4035
2023	收购套利	

【医疗制药】



GlaxoSmithKline

GSK 葛兰素史克 www.gsk.com

百万美元	股份数量	市值
2007	1,510,500	76
2008	1,510,500	56
2009	1,510,500	64
2010	1,510,500	59
2011	1,510,500	69
2012	1,510,500	66
2013	清仓	



Johnson & Johnson Services, Inc

JNJ 强生 www.jnj.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2005			
2006	21,334,900	1,250	1,409
2007	64,271,948	3,943	4,287
2008	30,009,591	1,847	1,795
2009	28,530,467	1,724	1,838
2010	45,022,563	2,749	2,785
2011	31,416,127	1,880	2,060
2012	清仓		



Sanofi Adventis

SNY 赛诺菲安万特生物制药 www.sanofi.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2005			
2006	488,500		23
2007	17,170,953	1,466	1,575

2008	22,111,966	1,827	1,404
2009	25,108,967	2,027	1,979
2010	25,848,838	2,060	1,656
2011	25,848,838	2,055	1,900
2012	25,848,838	2,073	2,438
2013	22,169,930	1,747	2,354
2014	22,169,930	1,721	2,032
2015	22,169,930	1,701	1,896
2016	22,169,930	1,692	1,791
2017	3,878,524		167
2018	清仓		



DaVita Inc

DVA 达维塔保健-肾脏透析服务 www.davita.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2011	2,684,500		204
2012	6,000,000		663
2013	18,513,482	843	1173
2014	18,513,482	843	1402
2015	18,513,482	843	1291
2016	18,513,482	843	1189
2017	18,513,482	843	1338
2018	18,513,482	843	953
2019	18,513,482	843	1389
2020	18,513,482	843	2173
2021	18,513,482	843	2106
2022	18,513,482	843	1382
2023	18,513,482	843	1939



Teva Pharmaceutical Industries Ltd

TEVA 以色列梯瓦制药 www.tevapharm.com

百万美元	股份数量	市值
2017	18,875,721	358
2018	43,249,295	667

2019	43,249,295	424
2020	42,789,295	413
2021	清仓	



Biogen Inc.

BIIB 百健生物 www.biogen.com

百万美元	股份数量	市值
2019	643,022	191
2020	643,022	157
2021	清仓	



Bristol-Myers Squibb Co.

BMJ 百时美施贵宝公司 www.bms.com

百万美元	股份数量	市值
2020	33,336,016	2068
2021	5,202,674	324
2022	清仓	

【航空运输】



Southwest Airlines Co.

LUV 西南航空 www.southwest.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2016	43,203,775		2153
2017	47,659,456	1997	3119
2018	47,890,899	2,005	2,226
2019	46,692,713	1,940	2,520
2020	清仓		



United Continental Holdings Inc

UAL 联合大陆航空(美联航) www.united.com

(2010 年大陆航空和联合航空合并)

百万美元	股份数量	成本	市值
2016	26,620,184	1,477	1,940
2017	26,620,184	1,477	1,794
2018	21,938,642	1,195	1,837
2019	21,938,642	1,195	1,933
2020	清仓		



American Airlines Group

AAL 美国航空 www.aa.com

百万美元	股份数量	市值
2016	22,802,854	1,065
2017	25,258,000	1,314
2018	22,958,000	737
2019	21,758,000	624
2020	清仓	



Delta Air Lines, Inc.

DAL 达美航空 www.delta.com

百万美元	股份数量	成本	市值
2016	54,934,718	2,299	2,702
2017	53,110,395	2,219	2,974
2018	65,535,000	2,860	3,270
2019	70,910,456	3,125	4,147
2020	平仓		



United Parcel Service Inc.

UPS 联合包裹快递公司 www.ups.com

百万美元	股份数量	市值
2006	1,429,200	107
2007	1,429,200	101
2008	1,429,200	79
2009	1,429,200	82
2010	1,429,200	104
2011	1,429,200	105
2012	59,400	4
2013	59,400	6
2014	59,400	7
2015	59,400	6
2016	59,400	8
2017	59,400	7
2018	59,400	6
2019	59,400	7
2020	59,400	10
2021	59,400	13
2022	59,400	10
2023	平仓	



Union Pacific Corp

UNP 联合太平洋铁路 www.up.com

百万美元	股份数量	市值
2006	8,211,200	756
2007	4,453,000	559
2008	8,906,000	426
2009	清仓	



Norfolk Southern Corp.

NSC 诺福克南方铁路 www.norfolksouthern.com

百万美元	股份数量	市值
2006	3,954,700	199
2007	1,933,000	98
2008	1,933,000	91
2009	清仓	



GATX Corp.

GATX 轨道车租赁和维护服务提供商 www.gatx.com

百万美元	股份数量	市值
1998		
1999	2,634,500	89
2000	7,340,700	366
2001	7,340,700	239
2002	7,340,700	168
2003	清仓	

其它持有 1 年

1976	股份数量	市值	成本
California Water Service Co.	188,900		3
Munsingwear, Inc.	141,987		4
National Presto Industries, Inc.	83,400		2
1979	股份数量	市值	成本
Amerada Hess	112,545	5	3
1980	股份数量	市值	成本
National Detroit Corporation	247,039	6	6
National Student Marketing	881,500	6	5
The Times Mirror Co	151,104	6	4
1981	股份数量	市值	成本
Arcata	420,441	15	14
GATX	441,522	13	17
Crum & Forster	908,800	49	47
1984	股份数量	市值	成本
Exxon Corp	3,895,710	175	173
Northwest Industries	555,949	27	27
1985	股份数量	市值	成本
Beatrice 食品(KKR 并购套利)	2,350,922	108	106
1986	股份数量	市值	成本
Lear Siegler, Inc.	489,300	45	44
1994	股份数量	市值	成本
UST 无烟烟草公司			
1996	股份数量	市值	成本
麦当劳	30,156,600	1,368	1,265
1998	股份数量	市值	
US Airways Group Inc.	16,600	1	
Waddell & Reed	199,960	5	
Wal Mart	431,000	35	
Manpower Inc.	3,654,800	92	
TCA Cable TV Inc.	4,035,000	144	
1999	股份数量	市值	
Chubb Corp	7,922,900	446	
Republic New York Corp.	159,000	11	
2000	股份数量	市值	
Superior Industries Int'l	179,400	6	
ROSS Stores Inc.	860,000	15	
Furniture Brands Int'l	795,200	17	
Shaw Industries	2,194,200	42	收购

Johns Manville Corp	4,786,900	62	收购
Hertz Corp.	1,907,100	65	
GPU Inc.	4,921,300	181	
2001	股份数量	市值	
FPL Group Inc.	637,500	36	
First Energy	2,144,205	75	
2002	股份数量	市值	
Best Buy Inc.	542,800	13	
PNC Financial Services Group	715,000	30	
2003	股份数量	市值	成本
Cadbury Schweppes & PLC	10,000,000	73	
HCA Inc.	15,476,500	665	492
2004	股份数量	市值	
Dean Foods Co.	375,500	12	
2005	股份数量	市值	
Lexmark International, Inc.	3,000,000	134	
2006	股份数量	市值	
Western Union 西联	10,000,000	224	
2008	股份数量	市值	
Eaton Corporation 伊顿动力	3,200,000	159	
Constellation Energy Group, Inc.	19,897,322	499	
2009	股份数量	市值	
The Travelers Co.	27,336	1	
Becton Dickinson & Co. 医疗	1,500,000	118	
Nestle 雀巢	3,400,000	164	
Republic Services Inc. 环保	8,290,500	235	
2011	股份数量	市值	
Dollar General Corp 达乐零售	4,497,247	185	
Intel Corp	11,495,000	279	
CVS Caremark Corp 药品连锁	7,106,500	290	
2012	股份数量	市值	
MONDELEZ INTL INC 亿滋国际	11,714,400	298	
Archer Daniels Midland 米德兰	5,956,600	163	
2013	股份数量	市值	
STARZ 有线电视	4,541,881	133	
Exxon Mobil Corp. 埃克森美孚	41,129,643	4162	
2015	股份数量	市值	
AT&T INC 通信	46,577,138	1603	收购套利
NOW INC 保健品	1,825,569	29	
KINDER MORGAN INC. KMI 管道	26,533,525	396	
2018	股份数量	市值	

TRAVELERS COMPANIES INC	5,958,391	714	
Red Hat Inc 红帽	4,175,792	733	
2020	股份数量	市值	
艾伯维 ABBVIE INC	25,533,082	2,736	2,333
默克 Merck & CO. INC	28,697,435	2,347	2,390
ROYALTY PHARMA PLC	8,648,268	345	
2022	股份数量	市值	
塞拉尼斯 Celanese CORP	9,710,183	993	
马克尔保险 MARKEL CORP	467,611	616	
麦克森医疗 McKesson	2,855,514	1071	
台积电	8,292,724	618	
2023	股份数量	市值	

巴菲特推荐过的书籍

巴菲特：在我丰富的藏书中，有四本我特别珍视。它们都写于 50 年前，假使我第一次读到，仍会受益匪浅……其中的两本分别是亚当斯密《国富论》第一版和本格雷厄姆的《聪明投资者》第一版，第三本就是我手上这本《证券分析》，这是我在哥伦比亚大学求学时用的 1940 版，我至少反复研读了四遍……而第四本更为珍贵，2000 年大卫多德的独生女送给我一本 1934 版证券分析，书中有几百条批注，这是大卫为 1940 年证券分析准备的修订意见。对我而言，没有任何礼物比这本更有意义。(2009)



《The Intelligent Investor》commentary By Jason Zweig, 2009

英文共 5 个版本：1949 版 1954 版 1959 版 1965 版 1973 版

中文版共 2 个版本：江苏人民出版社为 1965 版，人民邮电出版社为 1973 版

《聪明投资者》人民邮电出版社 2016 (1973 版+注疏版)《智慧型股票投资人》台湾寰宇 2018

巴菲特：《聪明投资者》第 8 章(市场先生)和第 20 章(安全边际)是你在这个世界上致富所需要做的一切(这 2 章巴菲特提到 50 多次)。最聪明的投资就是从商业的角度来看待投资。在各个行业各个领域，有几本像《聪明投资者》这样的经典书籍？有的书，1950 年排在前三位，1951 年 1952 年你再去看，就找不到了。大多数书只是昙花一现。在投资方面，不断有新书出版，各种观点各种声音此起彼伏。没有一本书，比格雷厄姆在《聪明投资者》中讲得更好。要让我写一本书的话，书名我都想好了，就叫《聪明人怎么做蠢事》。

巴菲特：Jason Zweig 去年重编了《聪明投资者》注疏版，这是我个人最钟爱的投资工具书。(2003)



《Security Analysis》Benjamin Graham & David Dodd, 1934/1940

英文共 7 个版本：1934 版 1940 版 1951 版 1959 版 1988 版 2009 版 2023 版

中文版共 3 个版本：《1951 版》上海财大 2009，《1988 版》海南出版社 1999

《2009/2023 版》是卡拉曼基于 1940 版增加了大师导读，《证券分析》四川人民出版社，2019

格雷厄姆：我觉得《聪明投资者》比《证券分析》更有用，如果他读过了，就可以从我所说的方法中选择一种他认为能够盈利的方法，并坚持下去。(1976)

在 1983 年《证券分析》发行 50 周年纪念大会上，巴菲特发表演讲《格雷厄姆和多德部落里的超级投资者》

巴菲特：四版《证券分析》我都读过好几遍，但我最喜欢的还是 1934 年的第一版。第一版的历史视角很好，历史也许不会重演，但它是总是惊人的相似(1988)。(1989)：我推荐格雷厄姆和多德的老版本 1934/1940 版。

巴菲特：《证券分析》可能是有史以来关于投资写的最好的一本书。事实上，它就是最好的一本书。但是，《证券分析》和《聪明投资者》是否已经过时？《证券分析》已经被不同的作者修订过。所以这(1988 年第五版 FrankBlock)是一本与 1934/1940 年版不同的书，它在很大程度上不一样。我个人更喜欢早期的版本。

但《聪明投资者》基本上是一样的。这些书，特别是《聪明投资者》，都是关于原则的，原则的整个理念是它们不会改变的。它们在不同的环境，不同的机会，不同的问题中的应用可能是不同的。但我不认为《聪明投资者》第一版中的任何原则，现在比当时的重要性或相关性降低了。我过去曾说过，这本书中有两章可能是投资领域中最重要两篇文章，最后第 20 章是关于安全边际的，第 8 章是关于投资者对市场的态度的，实际上是写给投资者的。我建议去阅读《聪明投资者》书中的这些想法非常好。(1992)

巴菲特：我还是比较喜欢《证券分析》第二版，我认为第二版比第一版更便宜一些。我认为基本上两版的内容是一致的，而这两个版本是我推荐的。这并不是因为有关于价值和成长的差异。我只是认为第二版的推理是更好的和更一致的，这是最后一个 Ben 百分之百亲自写的版本，实际上大卫多德在这个版本里也以各种方式帮助他。我认为这本书(第四版)在很大程度上既脱离了格雷厄姆的思想，也脱离了他表达自己的方式。不过我对那些想要读这个版本的人没有意见。如果你是《证券分析》的真正学生，你读过并理解了这一点，你应该会做得很好。(1995)

巴菲特：历史的视角。人们会继续做蠢事。第一版的历史感很好。历史也许不会重演，但它是总是惊人的相似。(2002 当 Greenwald 问现在商学院不使用第一版《证券分析》会错过什么?)

巴菲特：格雷厄姆天生智力超群，他天生就拥有很少有人能与之匹敌的头脑。特别是在今天的很多人看来，他在 1934 年就能写出一本叫《证券分析》的书是多么了不起，这本书也许是写于 1932 年和 1933 年。他在股市崩盘所导致的大萧条中遭受了沉重打击。他给别人管理资金，而当时客户对发生的情况非常不满。但他能够以非常理性的眼光远视未来，不受任何情绪的影响，非常理智的写出这么一本伟大的书，完全没有因为过去一两年发生的事情而恐慌。不管怎么说，他写了这么一本书，75 年后的今天，每天我们仍然能从中学到新东西。所以说它是一项了不起的智慧结晶。话说回来，他就是这么了不起，天生就聪明过人。(2008)

巴菲特：言归正传，我的老板是格雷厄姆，他派我去纽约公立图书馆给他查些资料。现在要查这些东西，在网上搜索，5 分钟就搞定了。我去了图书馆，把资料查好了。格雷厄姆出席会议并做了发言。在我手里这本书的 545 页，这本书我很熟，不用翻都知道，格雷厄姆讲的话，我记得特别清楚。格雷厄姆是我这辈子遇到过的最聪明的三个人之一。他是证券分析行业的祖师。他 1934 年写的《证券分析》已经成为经典。1949 年他还写了《聪明投资者》，这本书改变了我的一生。格雷厄姆聪明绝顶。



《Common Stocks and Uncommon Profits》1958 年

《Paths to Wealth through Common tocks》，1960 年，姊妹篇

《Conservative Investors Sleep Well》，1975 年

《Developing an Investment Philosophy》1980 年

巴菲特：菲利普费雪是一位令人尊敬的投资专家与作者，曾比喻一家公司吸引股东的方式，就好比餐厅招揽客户的方法一样，餐厅可标榜其特色，如便利的快餐店、优雅的正餐厅或特别的东方美食等，以吸引同一喜好的客户群。若服务好、菜色佳、价钱公道，相信客户会一再上门。然而餐厅却不能时常变换其所强调的特色，一下是法式菜肴、一下又是外卖披萨，最后反而可能导致顾客的愤怒与失望。(1979)

巴菲特：我推荐菲利普费雪最早的两本书这两本书大约是费雪 1960 年所著，已经有 30 年历史了。它们经历了时间的考验。这就是好书的标志。(1990)

巴菲特：菲利普费雪说，投资中的最重要的事情在于，专注于那些可知的 knowable 和重要的 important 东西上。有很多东西是可知但不重要的 unimportant，你可以忘掉这些。当然，容易犯的错误是被那些不可知 unknowable 但重要的东西所吸引。真正的诀窍是知道，那些东西是可知和重要的，你可以集中精力去做。而真正的考验是，如果你专注于那些可知和重要的东西，你能否克服那些不可知的东西。我认为答案是肯定的，除非有什么东西太难，以至于你怎么做都不会有太大改变。(1992)

巴菲特：我觉得最好的方式莫过于大量阅读。假如你每年读几百份年报而且读过格雷厄姆和费雪等人的书籍，那么很快你就能看出你面前的企业是好了还是坏了。

在我先前讲的三条投资哲学基础方面，我是 100% 的本格雷厄姆。这三条真的很重要。我在 1960 年左右第一次读费雪的两本书，我认为那两本书是很了不起的书籍，费雪是一个很了不起的人... 现在我认为我是 100% 的费雪和 100% 的格雷厄姆，他们两人的观点并不冲突，只是侧重点不同而已。资本回报率高而且可以不断追加投资的企业是世界上最好的企业。格雷厄姆不会反对这个观点。而格雷厄姆的钱大部分是从 GEICO 保险中赚来的，这家公司就是那种最好的企业。所以格雷厄姆是认同这个观点的。格雷厄姆只是认为买进从大量统计数据上看非常便宜的东西易于实践，也易于教会别人。格雷厄姆会觉得费雪的方法比他的方法更难传授。不过格雷厄姆的方法比费雪的价值有更多限制，因为格雷厄姆的方法不适用于大规模资金。

芒格：我发现有一点很有趣，费雪当年买的好企业，很多都没能一直好下去... 假如你展望未来 20 年，那么很少有公司能称得上安全，科技进步有时候给你带来好处，有时候能害你赔得很惨。比起格雷厄姆的方法，费雪的方法可能需要更多的商业经验和洞察力。

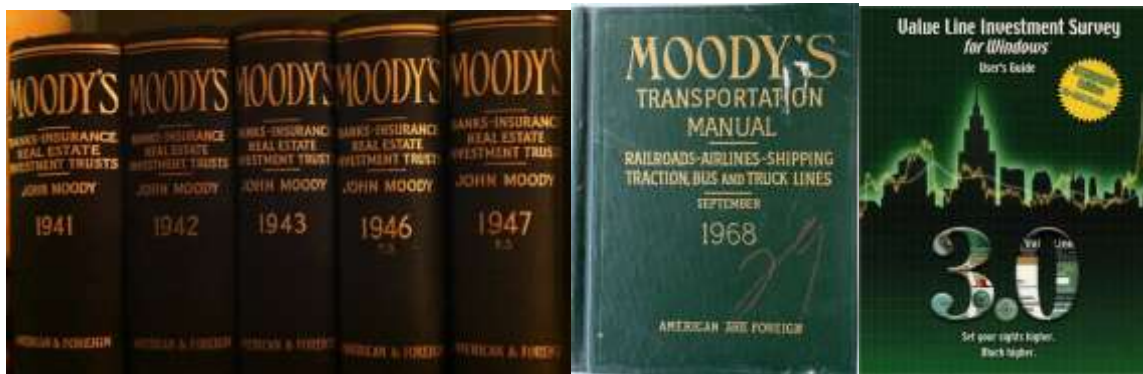
巴菲特：比起格雷厄姆的方法，费雪的方法可能需要更多的商业经验和洞察力。不过格雷厄姆的方法可能会很长时间找不到可投资的目标，而且也很难应用于大资金。但是，若你严格遵循他对流动资本的安全要求，那么这方法是行得通的。尽管可能不适合大资金，而且有些时间段里找不到投资目标。格雷厄姆真的更像一个老师，而不是一个投资人。我的意思是，他没有想要赚很多钱的冲动。他对此不感兴趣。所以他真的想要一些他认为可以教的东西作为他哲学和方法的基石。他觉得你可以坐在奥马哈读他的书，然后买一些统计上便宜的东西，你不需要对商业或消费者行为有任何特别的见解，或任何类似的东西。我不认为这真的有任何问题，但我也认为你可以用他的方式去管理规模很大的资金。(1995)

巴菲特：格雷厄姆对我的影响比费雪大得多。菲利普费雪让我更明白了一个想法，那就是努力寻找好公司。查理做的比费雪好，所以你得加上查理。费雪的观点非常对。我在 1960 年初读过他的书。你知道，费雪还活着，我欠费雪很多，但这和我欠格雷厄姆的不一样。这绝对不是对费雪的任何不敬。格雷厄姆是独一无二的。

巴菲特：我遵循他的闲聊调研方法，但我不认为你能做太多。现在，在你准备对某件事深入调查时，你应该先有 80% 左右的认识。我的意思是，你肯定不希望用费雪的方式去追踪每一个想法，所以你应该先有一个强有力的假设。就像一个篮球教练在街上碰到一个七英尺高的人，然后你才会开始对他各方面开始感兴趣：你必须弄清楚你是否能让他留在学校，他是否身体协调，以及诸如此类的事情。这些都是费雪的调查方法所要求的细节。我相信，当你对整个行业，尤其是公司有了一定的了解后，你会发现，没有什么比先读一些相关的资料，然后走出去，和竞争对手、客户、供应商、前雇员、现在的雇员等等进行交流更有意义的了。你会学到很多。并且走出去调研应该是最后的 20% 或 10%。这种方式不会让你太累，因为你一般都是从一个你认为经济状况良好的公司开始——在那里他们看起来像 7 英尺高，然后你可能想用会否定你最初草率的假设的角度去开始调查。或者如果你证实了你的假设，那你的认识可以更强烈。(1998)

巴菲特：54 年前菲利普费雪在他的《Common Stocks and Uncommon Profits》一书的第 7 章非常精彩地阐述了这一点，对认真的投资者而言，这本书在经典书目上仅次于《聪明投资者》以及 1940 年版的《证券分析》。费雪说你可以成功地运营一家卖汉堡的餐馆或一家中餐为特色的餐馆，但是你不能不停地转换还同时留住两类顾

工具书



穆迪手册《Moody's Manual》，价值线《Value Line》

巴菲特：我每周花 10-15 分钟浏览《价值线》(Value Line)，寻找一些东西。这有点像篮球教练挑选队员。教练选球员的标准可能是个子高、行动敏捷而且能够留在学校。我完全不理睬评级和推荐。我看都不看这些，我以后也不会看。我并不是说股票评级和推荐不好，我只是说我不使用这些。评级和推荐讲的都是股票好的一方面。假如道指跌至 1500 点(现在道指是 2645.05 点)，那么我看《价值线》就会更仔细了。(1990)

芒格：美国能找到的最好的数据应该要数《价值线》上的数据了。《价值线》的数据覆盖 15 年，它是对美国很多大企业最好的一步到位的描述。我无法想象投资行业中持有普通股的人有谁的书架上会没有《价值线》。顺便说一下，我根本不看《价值线》的时间性评级和股票评级。(1995)

巴菲特：巴菲特：事实是我们甚至不知道我们购买《价值线》付了多少钱。查理和我都在各自的办公室里都买了这份期刊，我们从中获得了难以置信的价值，因为它让我们以最快的方式看到了大量的关键因素，这些因素告诉我们，我们是否对一家公司感兴趣。它也给了我们一种很好的定期更新的方式。《价值线》有大约覆盖 1700 只股票，每 13 周更新一次。这是一个很好的方法来确保你没有忽略一些东西——如果你能快速回顾一下，它所呈现的快照是我们获取各种企业信息的一种极为有效的方式。

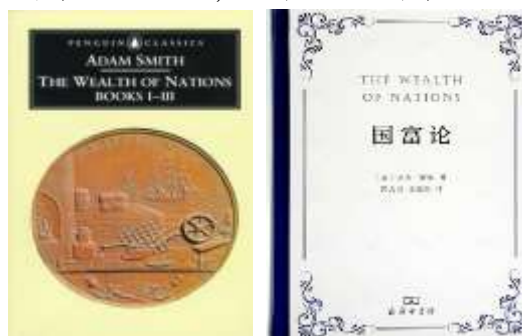
芒格：我认为《价值线》的图表是很棒的。我很难想象一项工作做得比那些图表上的好。大量的信息以非常有用的形式展示出来。如果我在经营一所商学院，我们会用《价值线》的图表进行教学。(1998)

巴菲特：刚开始我可是一页一页地翻阅穆迪手册。当时，我可能翻阅了 2 万页的穆迪工业、交通、银行和金融手册。我翻了两遍。实际上，我看了里面每一家企业，但有一些生意我看不仔细。不过，这不是一个投资数千万或数亿美元实际可行的方式。所以我想说，如果你刚开始的钱很少，而且你真的对生意感兴趣，愿意去做，你会找到机会的。(2009)

巴菲特：投资者只有下功夫挖掘，才找得到这样的投资机会。1950 年代，穆迪手册和标普手册是提供信息的好帮手。[此时，巴菲特向学生们展示了 1951 年版的《穆迪银行和金融手册》。他把手册翻到了第 1431 页，其中列出了西部保险证券的信息]。找机会和淘金一样。西部保险证券 1949 年和 1950 年的每股盈利分别是 21.66 美元和 29.09 美元。1950 年，它的股价在 3-13 美元之间。我亲自去调研了这家公司，发现它一点问题没有。我在《斯科特堡报》(FortScott Newspaper)上发布了广告，求购这家公司的股票。[巴菲特接着翻到了第 1443 页]。再往下翻两页，这里是第 1443 页。找到金矿了！全美保险公司(National American Insurance)，每股盈利 29.02 美元，股价 27-28 美元。这家公司就在我当时在奥马哈工作的地方附近。我也去进行了调研，这家公司也没任何问题。教授们信奉市场有效理论，所以在他们眼里，这些股票的定价一定是对的！现在问题来了，今天还有这样的机会吗？[这时巴菲特拿出了一本花旗银行编撰的《2004 年韩国股票手册》。]我在花旗银行的经纪人推荐我看一下这本韩国版的穆迪手册。他说，里面情况和 1951 年一模一样，他说得一点没错。我一翻，找到了很多估值低的好公司。用了五六个小时的时间，我就做出了一个包含 20-25 只股票、投入 1 亿美元的小型投资组合。以其中的大韩面粉(DaeHan Flour Mills)为例，它在韩国面粉加工行业占据 25% 的市场份额，净资产是 20.6 万韩元，公司持有 20.1 万韩元的有价证券，市盈率只有 2 倍。(2005)

巴菲特：1951 年，20 岁的我从学校毕业。当时有两家股票信息出版商：穆迪(Moody's)和标准普尔(Standardsand Poor's)。我用的是穆迪，我翻烂了每一本穆迪手册。我最近在亚马逊上买了一本 1951 年版的穆迪手册。在第 1433 页，有只股票你可以赚到钱。(2007)

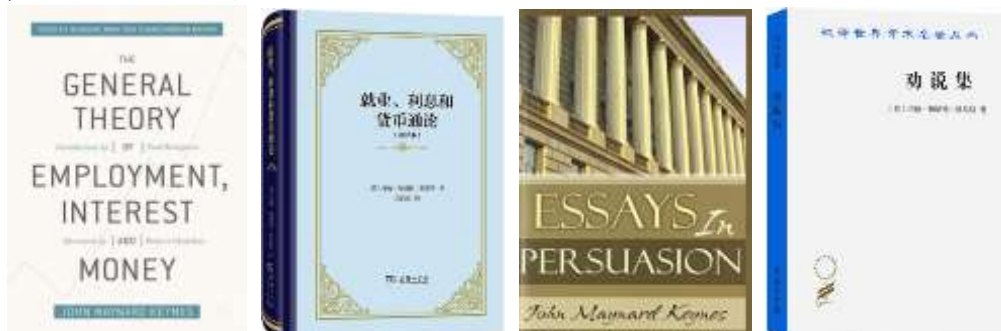
巴菲特：当查理和我翻阅《价值线》，或者查看我们办公桌上的年度报告，或者阅读报纸时，不管它是什么，首先，我们确实对许多行业和许多公司有累积的知识，但并非知道所有的知识。



《The Wealth of Nations》Adam Smith, 1776 版

《国富论》商务印书馆，2023

巴菲特：自由市场资本主义之所以如此成功，有多种因素。即使斯大林经营的是一家大头针工厂，他也会从中获得效率，亚当斯密《国富论》对此作了著名论述。不同业务和公司之间的竞争过程导致权力被分配给那些优秀的、能够提供优质服务的人。它没有影响我的投资哲学，但我确实从中学到了经济学。我的朋友比尔盖茨给了我一本原版的，让我能够研究这个。如果你读过 Adam Smith，如果你读过 Keynes, Ricardo, 如果你也读过我们推荐的那本小书，《客户的游艇在哪里》(Where Are the Customers Yachts?) 你会得到很多智慧。



《Essays In Persuasion》John Maynard Keynes, 1931

《The General Theory of Employment, Interest, and Money》1936

《就业、利息和货币通论》《劝说集》商务印书馆，2021

巴菲特：最值得一读的实用主义经济学家是凯恩斯。我特别推荐凯恩斯的《Essays In Persuasion》。阅读凯恩斯会让你在证券和市场方面变得更聪明。我不确定阅读大多数经济学家的书是否会有同样的效果。实际上，如果所有的经济学家都躺平也不是什么坏事。(1989)

巴菲特：凯恩斯的《就业、利息和货币通论》中有一章(第 12 章)是关于市场、市场的心理学、市场参与者的行为等内容。除了本格雷厄姆的《聪明投资者》的第 8 章和第 20 章之外，我认为要说什么书包含的智慧最多，就数《通论》的这一章了…。虽然起点有很大的不同，但格雷厄姆和凯恩斯几乎在同一个时间得出了相同的结论，在 1930 年代，他们在什么是最明智的投资方法上殊途同归。虽然在多元化方面有分歧，但凯恩斯对多元化的信心远远小于格雷厄姆。我认为，在 1920 年代，凯恩斯从一个错误的理论开始，这个理论实质上是在试图预测企业和市场的周期。到 1930 年代，他转而研究对企业基本面的分析，而且取得很大的成就。与此同时，格雷厄姆也在写他的第一稿。我想珍妮特洛尔(Janet Lowe)在她的即将上市的格雷厄姆的传记里写到格雷厄姆和凯恩斯曾有通信，所以我建议你们读一下这本书《格雷厄姆论价值投资》。还有凯恩斯写给他的人寿保险公司的共同受托人以及同事的一些信件，你们会发现很有意思。(1994)

巴菲特：但我确实认为，在 1935 年的时候凯恩斯说得非常好。事实上，到目前为止，在我看来，凯恩斯的《就业、利息和货币通论》第 12 章，可能也是对资本市场运作方式的最好描述，也是对人们真实运作方式的最好描述。它是规范性的，描述性的。每个人都应该阅读第 12 章。它的第一部分是人们非常熟悉的。我的意思是，这句话已经被用过很多次了。但在我看来，这里面的每一个字都是正确的。(2010)

巴菲特：我记得凯恩斯在《就业、利息和货币通论》第 12 章描述了这一切。当他谈到这个著名的选美比赛时，比赛的目的是选出一组中最漂亮的女人，而是选出其他人认为是最漂亮的女人，然后他继续进行第二和第三级推理。任何时候，你购买一项不能做任何事、不能生产任何东西的资产，你只是在打赌，别人是否会为一项不能做任何事的资产支付更高的价格。(2011)

巴菲特：是的，凯恩斯在 1936 年的《就业、利息和货币通论》写过这个，我记得是第 12 章。这是关于投资的伟大篇章。他谈到了投资和投机以及人们投机的倾向和投机的危险，而且措辞雄辩。我的意思是，很明显市场上总是有一些是投机的，市场上也总是有一些价值投资者和诸如此类的事情。但是，当投机活动猖獗时，当你得到我猜查理会称之为“社会认同”的东西时，当它最近起作用时，人们会对市场投机感到非常兴奋。在这个市场上，我们会时不时地遇到这种情况。当看到你认为智商比你低 30 分的邻居通过购买股票变得比你更富有时，没有什么比这个更令人痛苦的了。不管是网络股还是别的什么。人们会屈服于它。他们会像在其他地方一样抵挡不住经济的诱惑。(2017)



《The Money Game》1967, 《Supermoney》1972, George J.W. Goodman

《金钱游戏》中国科学技术出版社 2024, 《超级金钱》机械工业出版社 2023

巴菲特：这本书以精彩的文笔描绘了当前金融领域的众生相，书中充满了深刻的见解和高超的智慧。



《The Money Masters》John Train, 1994

《金钱的主人》江苏人民出版社 1999, 《大师的投资习惯》中信出版社 2009

巴菲特：John Train 是一位才华横溢的作家，但对投资过程的见解中规中矩。(2001)

书中介绍了 9 位投资大师的投资策略，包括格雷厄姆，巴菲特，菲利普费雪，道富投资的 Paul Cabot，期货专家 Stanley Kroll 《克罗谈投资策略》，成长投资之父 Thomas Rowe Price 《投资成长股》，逆向投资 John Templeton 《邓普顿教你逆向投资》，Loews 保险创始人、纽约大学捐赠基金管理人 Larry Tisch，大空头 Robert Wilson。



《Where Are the Customers Yachts》Fred Schwed, 1940

《客户的游艇在哪里》机械工业出版社 2022

巴菲特：《Where Are the Customers Yachts》在 1940 年出版后目前已第四次再版。这本书可说是有史以来最有趣的投资类书籍，以微言大义的方式点出许多令人难以置信的智慧，页数虽少，但非常有趣。所有的商业宣传都在告诉你，你今天应该考虑做一些与昨天不同的事情。但你没必要这么做。你只需要坐下来，让美国企业为你工作。这是显而易见的。1940 年版就讲述了这一教训。(2006)

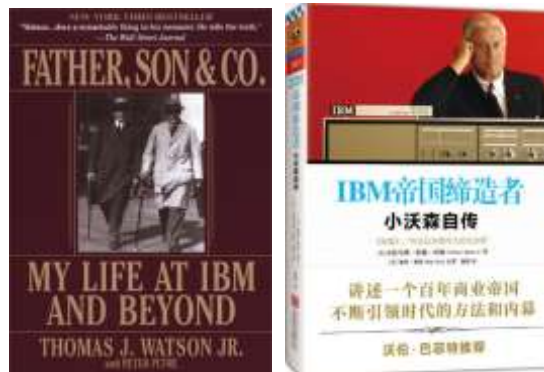


《The Great Crash of 1929》John Kenneth Galbraith

《1929 年大崩盘》上海财经大学出版社，2017

巴菲特：它讲述了 1929 年的故事，它讲了保证金要求。在 1929 年之后，美国提出了保证金要求。我们认为 1929 年是一场可怕的大崩溃，部分是因为股票市场，部分是因为人们使用很少的保证金来买股票... (2009)

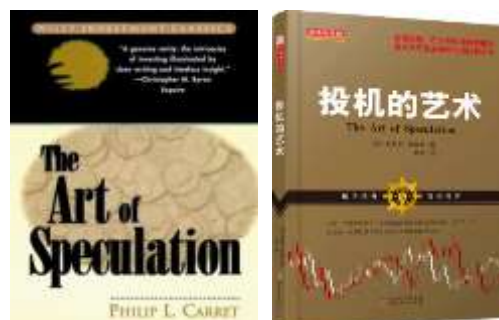
书中用黑金 Bezzle 来代表现有未被发现的贪污舞弊。这种金融现象有一个很奇特的特质，那就是贪污舞弊者因为贪污舞弊而发大财，但问题是受害者却一点也没有觉得被剥夺变穷了。(1987)



《Father Son & Co: My Life at IBM and Beyond》Thomas J. Watson / Peter Petre, 2000

《IBM 帝国缔造者：小沃森自传》北京联合出版公司，2015

巴菲特：书中他引述了自己父亲的一段话：我不是天才。但我在某些领域很聪明，而且我就待在这些地方。这也是做投资、做企业的全部内涵。真正的技巧在于知道自己知道些什么，以及自己不知道什么。这与你知道多少无关，而与你能否确定自己知道些什么和不知道些什么有关，如此你就能知道何时自己应该挥打球棒了，并知道何时不应该进行投资... 老沃森有句名言：保持一个企业的伟大比建立它还难。(1991)

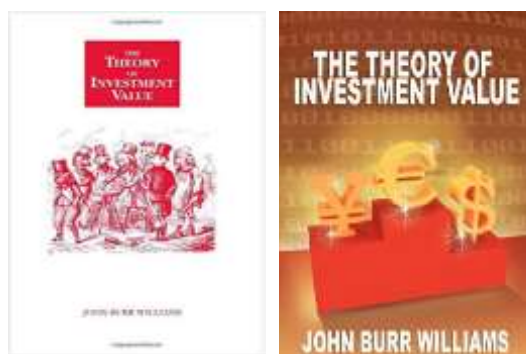


《The Art of Speculation》Philip L. Carret, 1924

《投机的艺术》山西人民出版社，2018

巴菲特：菲尔已经 98 岁了，我第一次遇见他是在 43 年前的 1952 年。事实上我第一次了解菲尔是在 40 多年前翻阅《穆迪银行和金融手册》的时候，我看到这家公司有这么好的记录，还有些看起来非常有趣的证券。所以后来我们就联系上了。他有一次来奥马哈，我们就认识了。我建议要好好倾听菲尔说的任何话。(1995)

巴菲特：1924 年他写了一本关于投资的书《投机的艺术》。菲尔寻找自己喜欢企业，坚持持有，不担心每天的价格波动，他的业绩很好。5 月 28 日《华尔街日报》将会刊登一篇关于菲尔的文章。我建议大家都去读一读。可能大家从那篇文章中能学到的东西比这次年会更多。(1996)



《The Theory of Investment Value》，John Burr Williams, 1938

巴菲特：在约翰威廉姆斯 50 年前所写的《投资价值理论》当中，老早便已提出计算价值的公式。我把它浓缩列示如下：今天任何股票、债券或是企业的价值，都将取决于其未来年度剩余年限的现金流入与流出，以一个适当的利率加以折现后所得的期望值。请特别注意，这个公式对于股票与债券皆一体适用，不过这里有一点很重要但却难以处理的差异：那就是债券有票息和到期日，可以清楚的定义未来的现金流入。但就股票而言，投资者必须自己去分析未来可能得到的票息。此外更重要的是，管理层的品质对于债券票息的影响相当有限，顶多因为公司无能或是诚信明显不足而延迟债息的发放。但是对于股票投资者来说，管理层的能力将大大影响未来股权票息发放的能力。(1992)

珍妮特·洛尔 Janet Lowe



格雷厄姆传记：《Benjamin Graham on Value Investing》1996(《格雷厄姆论价值投资》，海南 1999

证券分析读书笔记：《Value Investing Made Easy》1997《格雷厄姆经典投资策略》机械工业出版社 2022



《The Triumph of Value Investing》《跟格雷厄姆学价值投资》中信出版社，2010



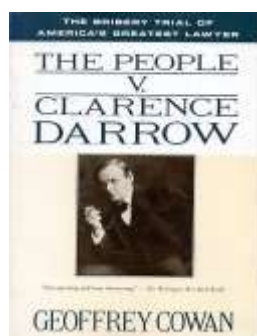
《Damn Right》《查理芒格传》，中国人民大学出版社 2021



《Warren Buffett Speaks》1997,《巴菲特如是说》机械工业出版社 2018

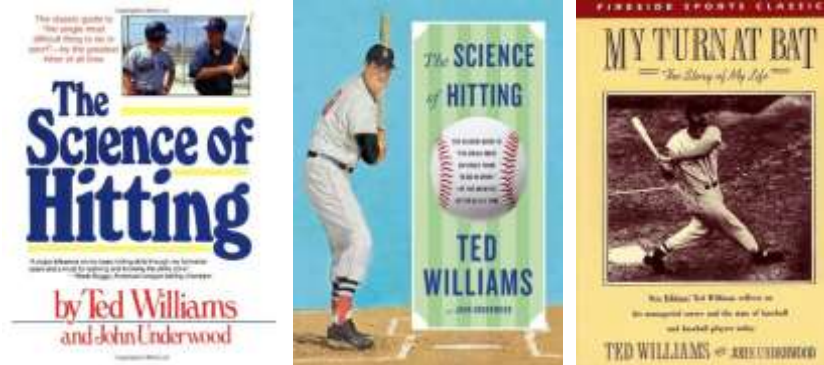
巴菲特：我似乎没有必要写一本书。但其他人都在这么做。（笑声）珍妮特·洛尔写了最新的一本（《Warren Buffett Speaks》）。你知道，有一段时间，我把我知道的都说了，还说了很多。所以我从来没有觉得有必要写书。我真的觉得我们的年报有点像一本连载的书。另外，我认为很少有人写两本书。我有种毫无根据的乐观主义，我总是觉得，最好的还没到来，还有很多更有趣的事情会发生，我想在以后的书中对它们的评论，所以我认为还需要几年的时间。我可能会在某个时候考虑一下，但我想如果真的发生了，这可能是个不好的信号，因为那时候我可能真的认为我写的东西比未来要发生的事情更重要。（1997）

芒格：我不想这么做。我觉得弊大于利。我喜欢保密。但一旦她明确表示，无论有没有我的参与她都会写，那么合作显然是个正确的决定。我喜欢上了 Janet Lowe，她是一个非常优秀的人。这本书让我有机会传播我的一些想法，而不必亲自动手。有一个观点认为，每当你认为某件事或某个人正在毁掉你的生活时，那个人就是你自己。受害者心态会让人崩溃。我喜欢到处传播这些东西。老生常谈并不意味着它们不正确。事实上，我喜欢说：如果这是老生常谈的，那就是正确的。（2001）



《The People v. Clarence Darrow : The Bribery Trial of America's Greatest Lawyer》Geoffrey Cowan1994

巴菲特：这是 1912 年 Clarence Darrow 因为贿赂陪审团的罪名而在洛杉矶受审的故事。这是一本好书，Jeff 挖掘出很多 Darrow 过去的传记中没有的信息。我想你们也会喜欢的。



《The Science of Hitting》1986, 《My Turn at Bat: The Story of My Life》1988

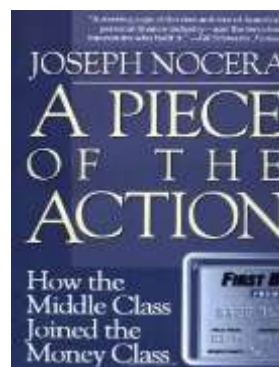
Ted Williams 在《The Science of Hitting》1986, 他在《The Science of Hitting》一书中解释说, 他把击球区域划分为 77 个球区, 每个球区相当于一个棒球的大小。只有当球进入最佳的球区时, 他才挥棒击球。因为只有这样做, 他才能维持 40% 的超高打击率, 而要是最差的球区, 也就是好球区之外击球, 将会使得他的打击率骤降到 23% 以下。换句话说, 只有耐心等待超甜的好球, 才是通往名人堂的大道, 而好坏球照单全收的人, 迟早会面临被降到小联盟的命运。

巴菲特: Ted Williams 在《My Turn at Bat: The Story of My Life》1988 中写道, 我个人的看法是, 如果你想成为一个优秀的击球手, 首先你必须有一个好的击球点。这是教科书里的第一课, 如果强迫自己在甜蜜球区以外挥棒, 我绝对无法成为安打率 34.4% 的全明星水平, 而可能变成 25% 的普通击球手。(1997)



《Pesions&Investment》www.pionline.com

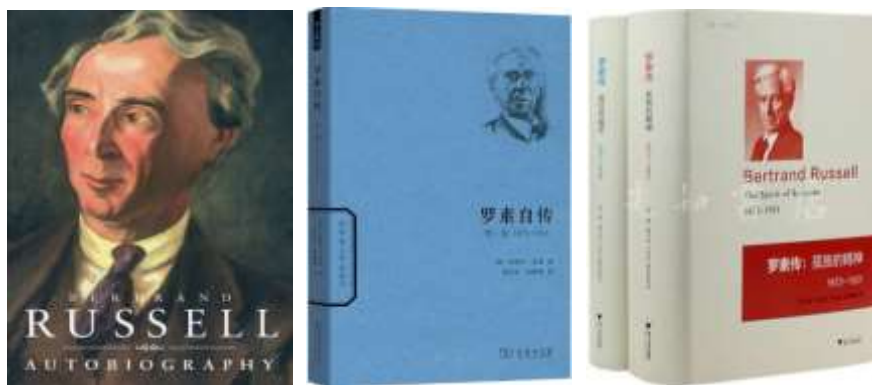
巴菲特: 《Pesions&Investment》是一本很好的杂志, 你可以看到出现过多少流行, 流行出现后, 他们就会对这些流行开研讨会, 然后, 投资银行家们创造金融产品来满足需求。(1995)



《A Piece of the Action》1994, Joseph Nocera

巴菲特: 这本书写的是信用卡业务的辉煌历史。假如你读了那本书, 你就会对因为资金流动而造成的改变有所了解。假如未来 20 年里再写一版, 那么就会有很多东西可写。芒格: 这是一本非常棒的书。在场的各位要是得

到这本书，大多数会手不释卷。这是一本描写经济发展的书，以非常有趣的方式描写了当时人的背景情况。
(1995)



Bertrand Russell 《罗素自传》商务印书馆 2015, 《罗素传》浙江大学出版社 2015

巴菲特：我读了很多罗素的作品...我记得罗素说过，**大多数人宁愿死也不愿思考**。而许多人这样做了。

罗素对于人性的观察同样地也适用于财务投资之上，"大多数的人宁死也不愿意去思考！"。(1990)

...伯特兰罗素讲过一个故事。有两个立陶宛女孩，二战后住在他的庄园里。虽然罗素家不缺吃的，但每天晚上天黑后，她们都跑出去偷邻居的蔬菜，藏到自己的屋里。罗素勋爵对这两个女孩说，在陷入战乱的立陶宛，她们有必要这么做，但是这里是英国乡村，用不着这么做。这两个女孩点头表示明白了，但还是继续偷菜。后来罗素想明白了，虽然在邻居看来这两个女孩的行为很怪，但其实老洛克菲勒不也这样吗。(罗素认为，老洛克菲勒年轻时经历过贫穷的痛苦，所以成年后不停地敛财。1967)



《Common Stocks as Long Term Investments》Edgar Lawrence Smith, 1924

《用普通股进行长期投资》中国华侨出版社，2009

巴菲特：这本书比较了此前几十年债券与股票的表现。那时候上市公司不多。最初，Smith 觉得自己知道会得出什么样的结论。他以为他会发现在通货紧缩的时候，债券能跑赢股票；在通货膨胀的时候，股票能跑赢债券。结果他发现的是，几乎在所有情况中，股票都跑赢了债券。后来，Keynes 凯恩斯解释了出现这种现象的几个原因。Keynes 说，随着时间推移，保留在公司给股东赚钱的资本越来越多，股息也越来越高。史密斯发现了 5 个原因，但是其中最新颖的一个原因是，公司可以保留一部分盈利，然后以同样的回报率进行再投资。(2005)

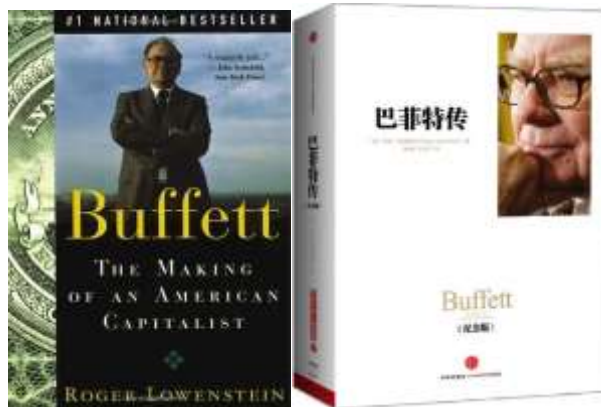


《Only the Paranoid Survive》Andy Grove, 1996

《只有偏执狂才能生存》中信出版社, 2014

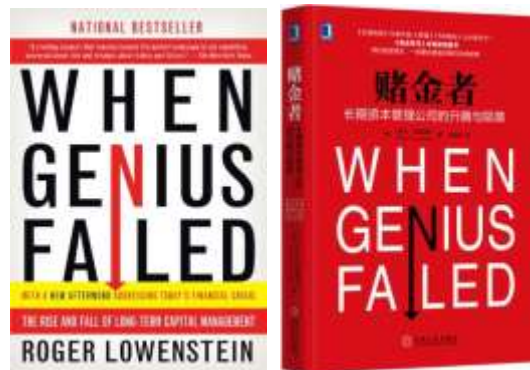
格鲁夫：任何公司的历史上，至少有一个时刻，你必须做出巨大的改变，才能提升到下一个业绩水平。错过了这个时刻，你就会开始衰落。

巴菲特：安迪格鲁夫写了一本非常好的书《只有偏执狂才能生存》，这本书描述了战略转折点的概念，我建议大家阅读这本书，因为它真的写得很好。不管怎么说，英特尔由格鲁夫带领其他人成功地实现了转型。但不可能每一次转型都能成功，有时候，有些公司就被淘汰了。他谈到了银子弹。你对竞争对手说，"如果你有一颗银弹，你只能用它射穿你的一个竞争对手的脑袋，你会选谁？为什么？"随着时间的推移，如果你问这样的问题，你会学到很多东西。(1997)



《Buffett: The Making of an American Capitalist》Roger Lowenstein, 1994

《巴菲特传：一个美国资本家的成长》中信出版社, 2018



《When genius failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital》Roger Lowenstein, 2000

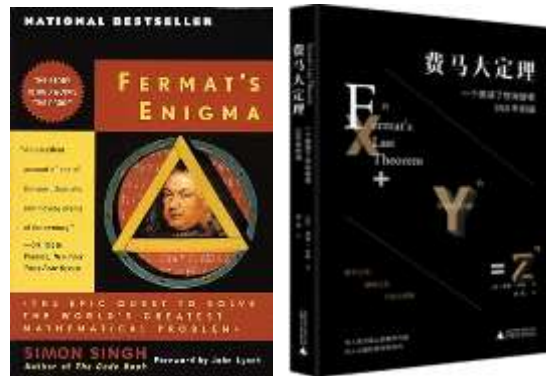
《赌金者：长期资本管理公司的升腾与陨落》机械工业出版社, 2016

巴菲特：罗杰洛温斯坦写的《赌金者》值得一读，聪明人会犯的的错误不多，但杠杆就是其中之一。《赌金者》是一本很好的书，清楚地说明了杠杆所带来的麻烦。你很难从人群中完全脱离出来。我在纽约工作了两年，如果继续住在那里，投资就不会做得这么好。我可能会被许多想法和情绪冲动所"过度刺激"。(2001)

罗杰洛温斯坦(Roger Lowenstein)：1945 年出生，毕业于康奈尔大学，曾供职于《华尔街日报》，担任记者及专栏作家十余年，并于 1989 年至 1991 年为《Heard on The Street》专栏撰稿。如今，他担任《SmartMoney》专栏作家、《The New York Times Magazine》及《Wall Street Journal》等刊物的特别撰稿人。同时，罗杰洛温斯坦也担任红杉基金 Sequoia Fund 董事。2016 年，他又受邀加入麻省莱斯利大学 Lesley University 董事会。他的父亲，已故的路易斯洛温斯坦 Louis Lowenstein 是一名律师，兼任哥伦比亚大学法学教授，著作颇丰，抨击美国金融业。与父亲一样，罗杰洛温斯坦也是著作等身，代表作有畅销书《一个美国资本家的成长：巴菲特传》

BUFFETT: The Making of an American Capitalist 和《赌金者》WHEN GENIUS FAILED: The Rise and Fall of Long -Term Capital Management, 2015 年出版了《美联储的诞生：读懂美元的本质和逻辑》AMERICA' S BANK:

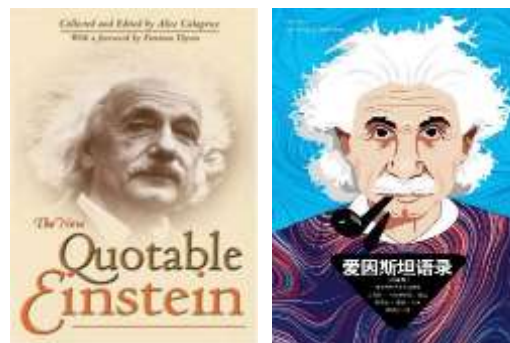
The Epic Struggle to Create the Federal Reserve, 2022 年 3 月出版《WAYS AND MEANS: Lincoln and His Cabinet and the Financing of the Civil War》。



《Fermat's Enigma》Simon Singh

《费马大定理》广西师范大学出版社，2022

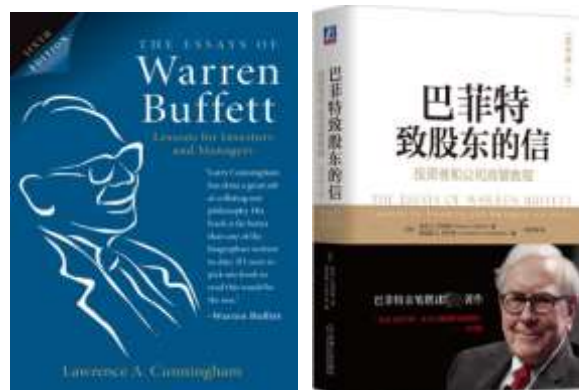
巴菲特：这本书讲述的是发现答案的故事。那是一本非常有趣的书。我在纽约的时候，我们的一个瑞典股东给了我一本，我很喜欢。(1998)



《The Ultimate Quotable Einstein》Alice Calaprice

《爱因斯坦语录》湖南科技出版社 2019

巴菲特：我最近读了一本简单一点的书。我甚至不确定书名，这些年来他写了很多评论，读起来很棒。



《The Essays of Warren Buffett: Lessons for Investors and Managers》Lawrence A. Cunningham

《巴菲特致股东的信：投资者和公司高管教程》机械工业出版社 2023

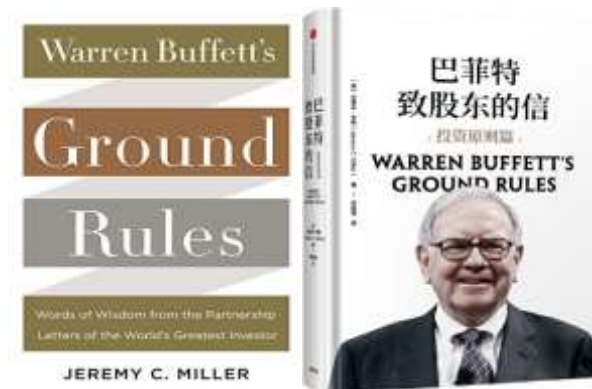
巴菲特：Larry Cunningham 把伯克希尔写的各种东西以最好的组织形式，重新构建成我们投资哲学。他基本上是把我的话按照更有条理的方式重新编排了一下，他是从几年前开始编撰的。他书中汇集的东西最能代表我的观点。(1998)



《Margin of Trust: The Berkshire Business Model》Lawrence A. Cunningham

《信任边际：伯克希尔·哈撒韦的商业原则》中信出版社 2020

巴菲特：伯克希尔的董事们(股东的监护人)始终以股东利益为导向，并培育一种在大型企业中很罕见的文化。Larry Cunningham 和 Stephanie Cuba 在合著的新书《信任边际》中，探讨了这种企业文化的价值。该书将在我们年会上首发。(2019)



《Warren Buffett's Ground Rules》Jeremy C. Miller, 2016

《巴菲特致股东的信：投资原则篇》中信出版社，2018

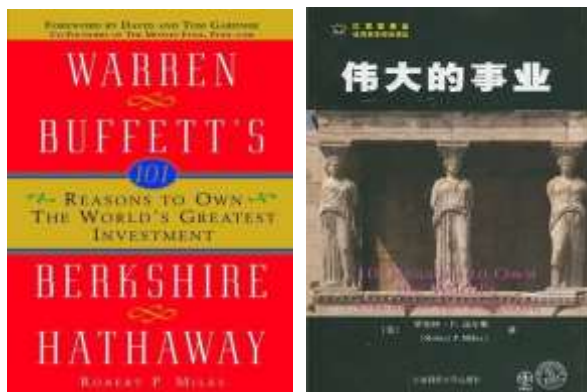
巴菲特：由 Jeremy Miller 写的《巴菲特致股东的信投资原则篇》也将在这次年会上闪亮登场。Miller 先生已经对巴菲特合伙公司做了出色的研究和剖析，并且详细的解释了伯克希尔是如何从最初的巴菲特合伙公司发展至今的。如果你着迷于投资理论与实践，你会喜欢这本书的。(2015)



《The Warren Buffett CEO: Secrets from the Berkshire Hathaway Managers》Robert P. Miles , 2001

《巴菲特的 CEO 们》中国青年出版社，2019

巴菲特：Robert P. Miles 出版了一本书《巴菲特的 CEO 们》，讲述了管理你的资金的人。而且，我认为你不可能有一个更好的团队。因此，如果你想了解他们，我会鼓励你去了解他们。这样子，我想你会更喜欢你的投资，特别是在你读了关于我们经理人的书之后，而不是仅仅读了查理和我写的东西。(2002)



《101 Reasons to Own the World's Greatest Investment》Robert P. Miles, 2001

《伟大的事业：巴菲特的投资分析》上海财经大学出版社，2008

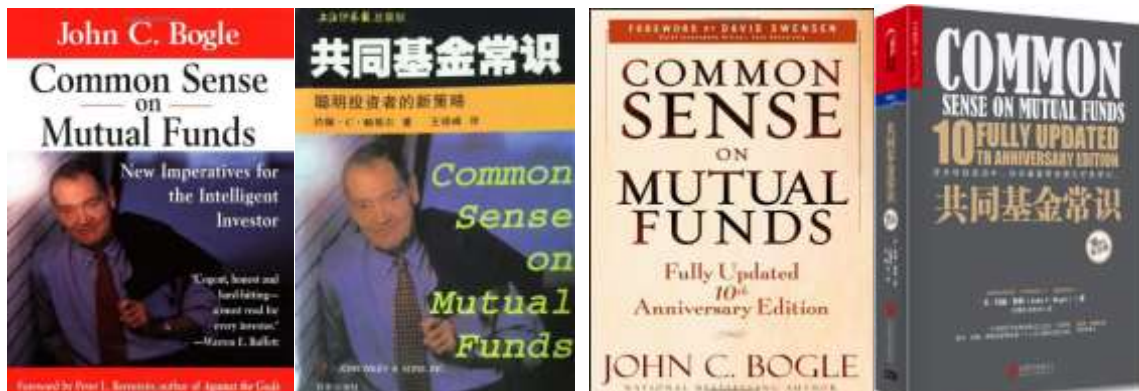
巴菲特：我在 FOOl 公告栏上看到了您的新书《101 Reasons to Own the World's Greatest Investment》。您似乎得到了很多其他读者的好评。你写的任何关于伯克希尔的文章都没问题，你显然非常了解这家公司。我很乐意在您的新书上签名。(1998)



《Personal History》Katharine Graham, 1998

《我的一生：略小于美国现代史》民主与建设出版社，2018

巴菲特：凯瑟琳格雷厄姆的自传《我的一生略小于美国现代史》(Personal History)，我会推荐这本书，它是一本很棒的书。这是一本非常诚实的书。这是一个迷人的故事。我的意思是，这种生活在政治、商业和政府中随处可见...如果你没有读过《我的一生略小于美国现代史》，我想你会发现这是一个引人入胜的故事。更令人惊讶的是，这是一个诚实的故事。你知道，如果我写我的自传，我会看起来像阿诺德·施瓦辛格(笑声)，但她对所发生的事情非常诚实。这真是一个传奇。(1999)



《Common Sense on Mutual Funds: New Imperatives for the Intelligent Investor》1999

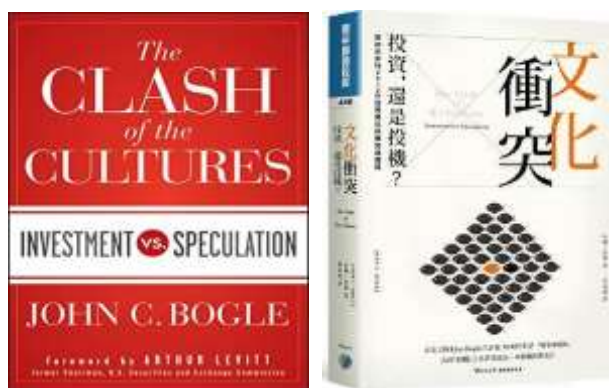
《Common Sense on Mutual Funds: 10th Anniversary Edition》2009

《共同基金常识-10 周年纪念版》北京联合出版社，2017



《The Little Book of Common Sense Investing》John C. Bogle, 2017 十周年版

《长赢投资》中国经济出版社 2020;《投资稳赚》世界图书 2020;《约翰伯格投资常识》寰宇出版 2019



《The Clash of the Cultures: Investment vs Speculation》2012

《文化冲突：投资还是投机》台湾寰宇，2017

巴菲特：几个月前，约翰博格《共同基金常识》一书在投资界问世，我肯定会向所有人推荐这本书。John 是个诚实的人，他很了解这一行。如果共同基金投资者听从他的建议，他们每年将节省数十亿美元。他说的跟事实一模一样。所以，如果他让我给这本书写个简介，我很乐意效劳。

如果想要多了解基金公司的内幕，建议各位读一读约翰博格的著作《共同基金常识》。

但大多数投资顾问索取高额费用的本领远高于提供高额回报，事实上他们的核心竞争力是销售能力。不管是大投资者还是散户，不要听他们的花言巧语，而应该读一读约翰博格写的《投资稳赚》。

我估计 Jack 至少为投资者节省了数百亿资金，而且在总体业绩方面根本没有给他们造成负面影响。

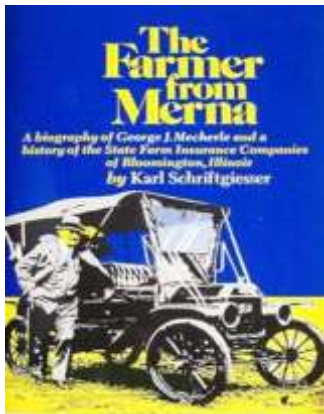
如果要树立一座雕像来纪念为美国投资者做出最大贡献的人，那么约翰博格(John Bogle)必是首选。几十年来，Bogle 一直敦促投资者投资于超低成本的指数基金。在他的长期奋斗中，大量财富流向了基金经理的腰包，而他只积累了其中很小一部分。这些经理人向投资者许诺了巨额回报，但却没有带来任何超额回报，或者像我们赌约中那样，带来的回报几近于无。Bogle 早年常常被投资管理行业嘲笑。然而，今天他欣慰地获悉，他已帮助数以百万计的投资者的储蓄，实现了比其他情况下高得多的投资回报。他们是他们的英雄，也是我的英雄。

John Bogle 还是一位畅销的财经作家，截至目前已出版 10 本作品

《Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for the Intelligent Investor》1994 《博格谈共同基金》2003

《Common Sense on Mutual Funds: New Imperatives for the Intelligent Investor》1999 《共同基金常识》

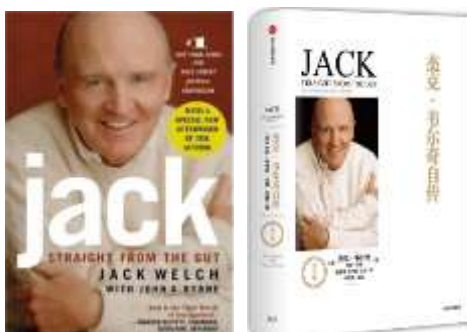
《Common Sense on Mutual Funds:Fully Updated 10th》2009 《共同基金常识 10 周年纪念版》
 《John Bogle on Investing:The First 50 Years (2001)》《约翰博格的投資 50 年》2014
 《Character Counts:The Creation and Building of the Vanguard》2002
 《The Battle for the Soul of Capitalism》2005
 《The Little Book of Common Sense Investing》2007 《长赢投資》2008
 《The Little Book of Common Sense Investing:10th》2017 《长赢投資》《投資穩賺》《約翰博格投資常識》
 《Enough:True Measures of Money, Business, and Life》2008 《博格长赢投資之道》2009 《足够》2021
 《Don't Count On It!》2010 《投資先锋:基金教父的資本市場沉思錄》2012
 《The Clash of the Cultures:Investment vs Speculation》2012 《文化冲突:投資还是投机》2017
 《Stay the Course:The Story of Vanguard and the Index Revolution》2018 《堅持不懈》《堅守》2020



《The Farmer from Merna》Karl Schriftgiesser, 1955

巴菲特: 有一本关于 George J. Mecherle 的传记, 书名是《The Farmer from Merna》。它成立的互助保险公司 StateFarm, 把行业成本降低了 20%。StateFarm 保险横空出世, 这家公司不归股东所有, 而是归投保者所有, 它是资本主义社会中的一个另类。它的存在与一切商业理论背道而驰, 没有股东, 也不上市。谁能想到, StateFarm 保险竟然成为行业龙头, 净资产规模遥遥领先。它的商业模式在这摆着, 其他人很难超越。人们为什么不睁开眼睛看看呢? 看不见 StateFarm 保险吗? 他基于一个更好的商业模式建立了这个令人难以置信的企业。

2000 年股东信: 财产险的竞争格局产生了一项重大变化, 那就是目前排名第一市占率约 19% 州立农业保险 State Farm 提价速度相当缓慢, 虽然他的成本的增加幅度肯定与其它同业不相上下, 州立农业保险公司去年的承保损失率(包含回馈保户的退佣)高达 18%, 相较之下 GEICO 保险则只有 4%, 即便如此我们浮存金的成本也高达 6.1%, 这种结果当然不令人满意, 事实上我们预计长期浮存金成本扔会低于零, 我们估算州立农业保险公司 2000 年的浮存金成本将高达 23%, 而当市场上最大的玩家愿意忍受如此高的经营成本, 其它业者的处境就可想而知了。不过这仍然无损于州立农业保险公司身为美国企业最伟大的传奇故事之一, 我不断建议商学院应该把这家成功的企业列为课堂的教材, 因为他的成功过程有许多方面与学术教条相悖, 研究反例是相当有用的学习方法, 虽然并不是所有人都喜欢在学术殿堂中热烈地把它拿来讨论。州立农业保险公司成立于 1922 年, 由伊利诺伊州一位 45 岁半退休的农夫所创立, 当初他是为了与纽约、费城与 Hartford 长期垄断的傲慢保险业者对抗才成立州立农业保险公司的, 相对于前者拥有资本、信誉与渠道等强大优势, 由于州立农业保险公司是互助模式, 所以他的董事与经理人不得拥有股份, 因此在早期高成长时期, 无法通过上市获得资本, 同时他们也没有一般公司认为吸引优秀经理人必需的认股期权或高额薪水。然后到最后, 州立农业保险公司竟击败所有竞争对手, 事实上截至 1999 年, 该公司的有形账面价值仅次于其它四家美国大企业, 如果你想知道他们是如何办到的, 想办法买本《The Farmer from Merna》看看。



《Jack: Straight from the Gut》Jack Welch, 2001

《杰克韦尔奇自传》中信出版社, 2017

巴菲特：去年秋天，查理跟我在读杰克韦尔奇的新书《杰克韦尔奇自传》(快买一本)，在经过讨论后，我们都认为 Joe Brandon 拥有许多杰克谈到的特点，他相当聪明、有活力、经验也够，同时对本身及组织都有深切的自我期许... Jack Welch 在通用电气所做的一切，他的薪酬是偏低的。但是，如果你在公司或生活的其他地方高升，你就有责任成为一个楷模，你有责任少拿一些以树立一个榜样。这可以追溯到雅典。雅典人就像今天的犹太联合呼吁会。公共责任不是可有可无的。文明人有责任以身作则，这不是一项次要的责任，而是人生的一项重大责任。薪酬顾问没有提到这一点。

卢米斯：Jack Welch 无疑招致了一些批评：从管理顾问转为作家的 Tom Peters 怀疑(著有《追求卓越》In Search of Excellence)，意志坚强的 Welch 在培养能够与他抗衡并接替他的经理人方面做得不够。密歇根大学商学院教授 Noel Tichy 与《财富》编辑 Stratford Sherman 合著了一本关于通用电气的新书《把握自己的命运：CEO 的成功奥秘》(Control Your Destiny or Someone Else Will)，他的观点得到了更广泛的认可。Tichy 声称，韦尔奇打破官僚主义的管理方式，使通用电气免于陷入“恐龙乐园”。每一位 CEO 都有一种尝试成为 Jack Welch 的倾向，他在任期内的收入越来越高，像定期推出的时装新款价格那样高得出奇。获取高收入的动机是如此强烈，以至于很多人开始弄虚作假，部分原因是他们的时间视野错了。

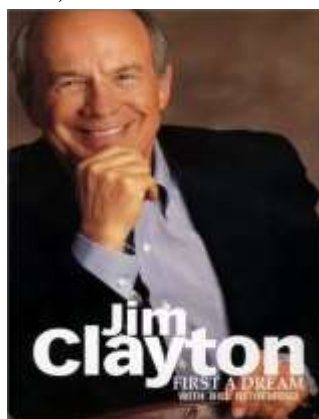
卢米斯：我曾与通用电气公司的 Jack Welch 就“managed earnings”(管理收益)问题争论不休，Jack 讨厌这种变化可能是因为他知道金融服务公司的市盈率低于通用电气。



《Take on The Street: How to Fight for Your Financial Future》Arthur Levitt

《散户至上》中信出版社, 2005

巴菲特：可耻的是，参议院竟以 88 对 9 票通过反对期权列为费用，几位著名的参议员甚至扬言解散 FASB，如果它依然坚持原来的立场(真是好有独立性啊!)当时的 SEC 主席 Arthur Levitt, Jr.，他一向也是股东权益的捍卫先锋，后来表示当时迫于压力向国会及企业低头，是他在担任 SEC 主席任内最感到遗憾的一件事。



《First A Dream》Jim Clayton, 2002

《First A Dream》是一本关于白手起家的故事，主人公吉姆克莱顿是田纳西州一个佃农的儿子，经过努力工作和纯粹的毅力，最终创建了全美最大的房屋建造商和销售商克莱顿房屋公司(Clayton Homes)的经历。本书充满了实用、易懂、无厘头的商业课程，为有抱负的企业家分享了商业和领导力方面的经验教训。企业家可以将其应用到自己的生活中：书中描述了一个有效的领导者必须具备的素质，激励团队成员的关键方法，以及对小企业和数十亿美元的集团成功至关重要的文化和价值观的发展。

巴菲特：这是吉姆克莱顿(JimClayton)的自传《First A Dream》，他创办并经营了克莱顿房屋，并取得了巨大的成功。那本书的开头语写得很好。我也向学生们和教授提到，我是克莱顿的崇拜者。我曾以其他方式跟踪了解移动房屋制造业，但并不总是那么成功，我也看到了克莱顿所做的一切。所以我说我期待着读这本书，我确实读了。然后我打电话给凯文克莱顿——吉姆克莱顿的儿子，凯文是公司的 CEO。我告诉他我是多么喜欢他爸爸的书。我说，我们在奥马哈还有一点钱(笑声)，如果他们决定做什么，我们会感兴趣的。我还建议了我们可能感兴趣的价格。几个电话之后，我们达成了协议。我也没有去过诺克斯维尔。你知道吗，我看了一些移动房屋。我还建议我的家人买一个。(笑声)但那笔交易就是以这种方式达成的。在伯克希尔，事情往往就是这么发生的。

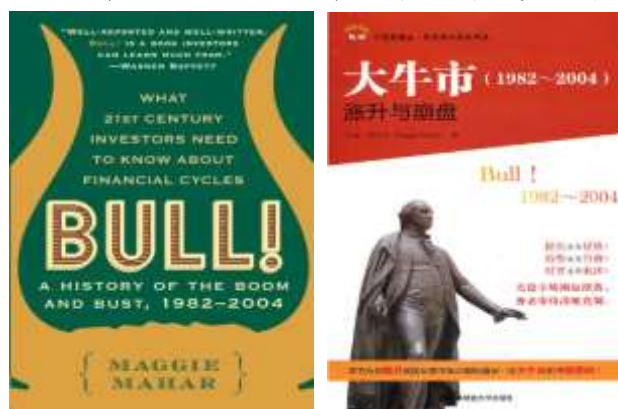
不过今年二月，参访团却选择赠送给我一本书，那是克莱顿房屋创办人 JimClayton 刚出版的自传《First A Dream》，我很久以前就知道该公司是预制房屋建筑业的金招牌，这源于过去我投资另一家同业 OakwoodHomes 垃圾债券的惨痛教训，Oakwood 也是这个行业里数一数二的大公司，在我买进的时候，我本来不清楚这行业的消费贷款竞争情况是如此的惨烈，不过不用多久我就晓得了：Oakwood 很快就破产了。



《In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington》Robert Rubin, 2004

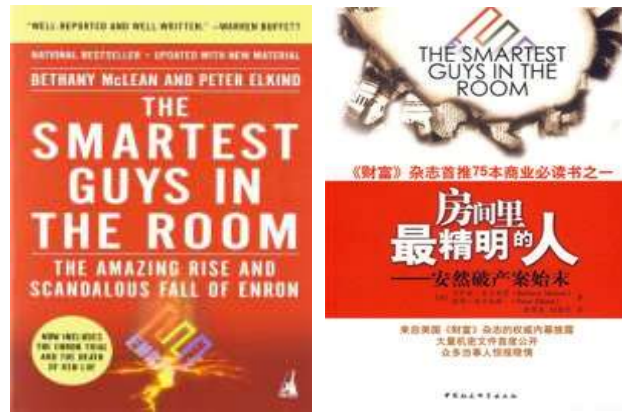
《不确定的世界》中国社会科学出版社，2004，(Robert Rubin 最新出版《The Yellow Pad》2023)

巴菲特：你一定要读一读罗伯特鲁宾(高盛 CEO 克林顿前财长)即将出版的自传《在不确定的世界》，因为他是一个擅长概率思维的人。我天生会以概率的思维方式去思考。我不会下愚蠢的赌注。即使是 50 美分也不行。



《Bull! A History of the Boom and Bust,1982-2004》Maggie Mahar, 2004

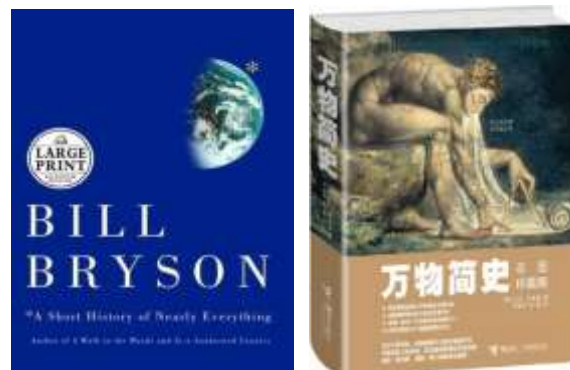
《大牛市：涨升与崩盘 1982-2004》上海财经大学出版社，2011



《The Smartest Guys in the Room: The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron》2003

《房间里最精明的人：安然破产案始末》中国社会科学出版社，2007，Bethany McLean & Peter Elkind

《房间里最聪明的》2003 年由 Portfolio Trade 出版, 2005 年被改编为一部纪录片《安然：房间里最聪明的人》。这本书不仅是关于安然丑闻的，还描述了作者在跟踪事件发展过程中的努力。它是基于数百次采访和来自个人日历、业绩评估、电子邮件和其他文件的细节。《商业周刊》称其为“迄今为止关于安然事件最好的书”。它登上了《纽约时报》的畅销书排行榜，并被《战略与商业》杂志评为 2003 年最佳商业书籍之一。《房间里最聪明的人》带领读者深入安然公司的过去，本书利用各种独特的资料来源，讲述了安然公司从默默无闻到商业世界的顶端，再到其灾难性的消亡过程。本书前所未有地揭示了安然公司中的主要人物，以及一些不太知名的人物，是一个关于贪婪、傲慢和欺骗的故事，也是当今美国商业所有问题的缩影。最重要的是，它是一部引人入胜的人性剧，被证明是对安然丑闻的权威性描述。

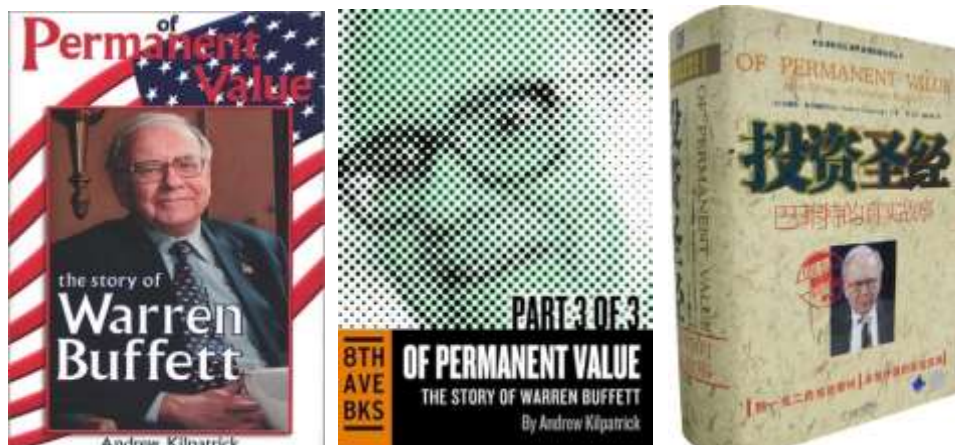


《A short History of Nearly Everything》Bill Bryson，2003

《万物简史》接力出版社，2023

比尔布莱森，英国皇家学会荣誉院士，詹姆斯乔伊斯奖、塞缪尔约翰逊奖等多个文学奖获得者，著有《万物简史》《人体简史》《趣味生活简史》等畅销书。

巴菲特：我一直在读《万物简史》，读到 18 世纪人们思考如何计算地球重量之类的东西，令人印象深刻。



《Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett》Andrew Kilpatrick, 2012

《投资圣经：巴菲特的真实故事》机械工业出版社，2007

巴菲特：Andy Kilpatrick 将介绍他关于伯克希尔全方位报道《Of Permanent Value》的最新版本，并且很愿意签名售书。本书有 1304 页，重 9.8 磅。（我对于这本书的简介是：薄得离谱）。



《Seeking Wisdom: From Darwin to Munger》2007



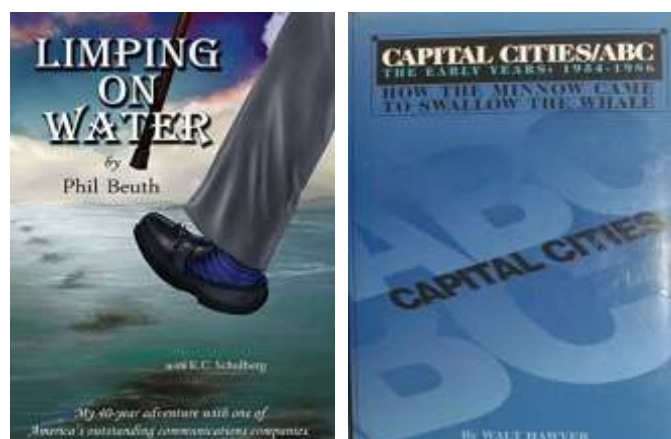
《A Few Lessons for Investors and Managers From Warren Buffett》2012

《A Few Lessons from Sherlock Holmes》2013

《All I Want To Know Is Where I'm Going To Die So I'll Never Go There: Buffett & Munger – A Study in

Simplicity and Uncommon, Common Sense》2016

巴菲特：看看 Peter Bevelin 的新书《A Few Lessons from Sherlock Holmes》。长期以来 Peter 一直都是伯克希尔非常敏锐的观察员。我们也将推出一本 20 页的全版伯克希尔 50 周年纪念册。

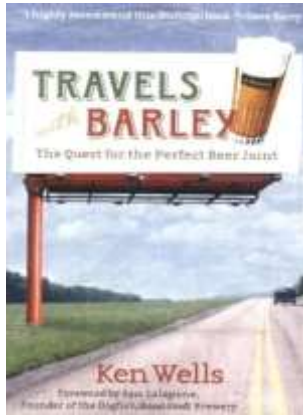
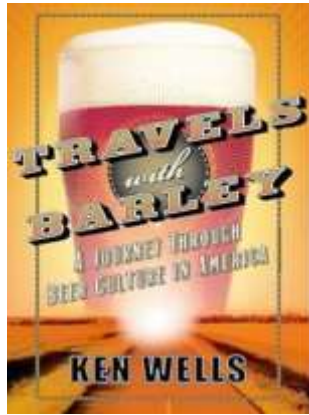


《Limping on Water》 Philip Beuth, 2015

《Capital Cities / ABC, The Early Years 1954-1986》Walt Hawver, 1994

《Limping on Water》是一个狄更斯式的致富故事，讲述了一个天生患有脑瘫的男孩，父母是英国和德国人，在一个入不敷出蓝领的家庭，通过运气、勇气、性格、技能、坚持和忠诚，成为美国最受尊敬和最成功的媒体公司高管的个人经历。

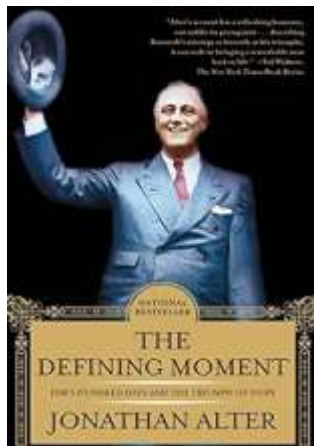
巴菲特：我的朋友 Phil Beuth 写了一本自传《Limping on Water》，写了他在首府广播公司的工作经历，讲述了很多关于他的领导 Tom Murphy 和 Dan Burke 的事。不论是从取得的成就还是如何取得的过程来看，这两位都是查理和我见过的最顶尖的管理二人组。你的人生能取得怎样的成就，很大程度上取决于你所选择的崇拜和学习对象。Tom Murphy 就是一个不二人选。Cap Cities 将永远代表着企业道德行为的黄金标准，并伴随着令人难以置信的财务业绩。Tom Murphy 和 Dan Burke 是这两项成就的缔造者。Phil Beuth 给了你一个近距离观看这个非凡故事的机会。



《Travels with Barley : A Journey Through Beer Culture in America》Ken Wells, 2004

《Travels with Barley : The Quest for the Perfect Beer Joint》Ken Wells, 2008

巴菲特：如果你是一个啤酒爱好者，有一本有趣的书《Travels with Barley》，它是去年 10 月出版的，是由一位《华尔街日报》的记者写的，他在全国各地品尝啤酒，我不知道这对他的写作有什么影响。但如果你喜欢阅读啤酒的历史，这是一本很好的书。

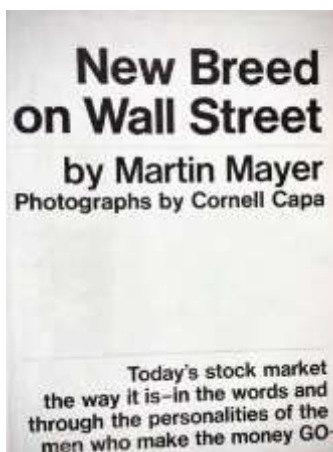


《The Defining Moment: FDR's Hundred Days and the Triumph of Hope》Jonathan Alter, 2006

《危机 1932：罗斯福百日亲政及美国决胜时刻》海天出版社，2010

巴菲特：乔纳森·奥尔特(Jonathan Alter)出版了一本书《The Defining Moment: FDR's Hundred Days and the Triumph of Hope》(危机 1932：罗斯福百日亲政及美国决胜时刻)，讲述了富兰克林罗斯福总统(Franklin Roosevelt, 1933 年)上任后的第一个 100 天，从这本书的性质来看，它也讲述了之前的一些日子。但是，这个国家

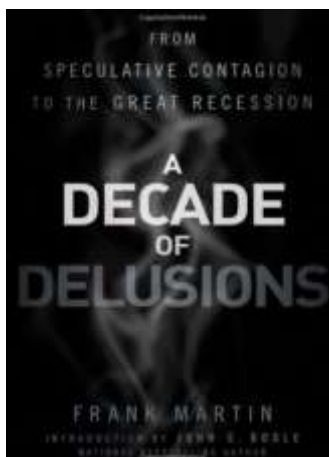
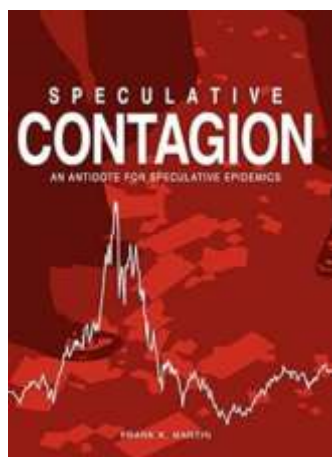
在那个时候已经接近崩溃的边缘，基本上，罗斯福通过了他想通过的任何法案，就像他们一开始写法案一样快。这是一件好事，当时充满着银行的关闭、人们用代币券进行交易之类的事情。



《New Breed on Wall Street: The young men who make the money GO》Martin Mayer, 1969

Cornell Capa, 1918 年生于布达佩斯一个犹太家庭，1936 年前往巴黎，1937 年成为他哥哥 Robert Capa 的印片助理。随后前往纽约，加入刚刚成立的 Pix 图片社。1938 年，Cornell 开始在 LIFE 杂志的暗房就职；而他的首个图片报道也很快发表于 Picture Post。1946 年 Cornell 从美国空军退伍后正式成为 LIFE 杂志摄影师，1954 年加入 Magnum Photos，1956 年成为 Magnum 主席。Cornell 在 1954 年完成了一篇充满感情以及先锋精神的图片报道，深入披露了智力发育不良儿童的生活问题；此后的报道也基本保持了对社会问题关注的倾向，除此之外，Cornell 在为 LIFE 杂志工作期间还完成了诸如拉丁美洲宗教信仰、亚马逊文化等主题的拍摄工作，最终诞生了 3 部著作，包括《Farewell to Eden》1964，记录了亚马孙本土文化的毁灭。在政治题材领域，Cornell 先后深入完成过 John/Robert Kennedy、Adlai Stevenson 以及 Nelson Rockefeller 等美国总统的竞选过程；1968 年，Cornell 的新书《The concerned photographer》面世，Concern 一词道尽他的摄影初心，多段关键政治事件相关照片在此书中披露，赫赫有名的如约翰肯尼迪竞选成功及就职 100 天的片段，阿根廷贝隆政府严苛镇压与倒台时发生的事，以色列六天之战，俄罗斯东正教等，每一张都诉说着一段值得回味反思的历史。而他 1969 年出版的《New Breed on Wall Street》成为对美国当时新富有阶层生活、价值观最为重要的记录。1974 年，Cornell Capa 在纽约建立了全球最具影响力的摄影机构之一，国际摄影中心 International Center of Photography。1986 年获得 Leica Medal of Excellence 荣誉，1999 年被 Aperture 基金会授予摄影终身成就奖。2008 年逝世。

巴菲特：如果回到 1969 年，当我在考虑(关闭合伙公司)把我的合伙人交给谁的时候，当时各种各样的人都有很好的记录。那是一个对冲基金的鼎盛时期。有一些关于它的书，《New Breed on Wall Street》(记录了美国当时新富有阶层生活和价值观)和一些类似这样的书。你可以查一下。还有几十个投资记录良好的人。当我坐下来思考的时候，我会写信给我的合伙人，告诉他们应该把所有的钱交给谁——查理、桑迪、比尔鲁安，因为他们中的大多数都百分之百或几乎和我在一起。我无法告诉你这三个人中谁会做得最好。而且，我甚至不能告诉你这三个人会比其他人可能选择的其他五个人做得更好。但有一件事我很确定，那就是他们将会成为轰动一时的资产管理



《Speculative Contagion: An Antidote for Speculative Epidemics》Frank K Martin, 2005

《A Decade of Delusions: From Speculative Contagion to the Great Recession》2011

巴菲特：你也写了一本好书《Speculative Contagion》（投机的传染病），弗兰克。

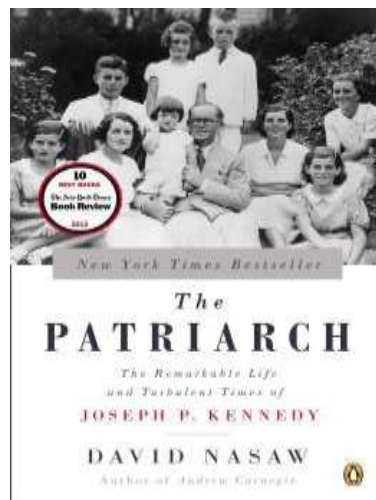


《Too Big to Fail》Andrew Ross Sorkin, 2010

《大而不倒》四川人民出版社，2018

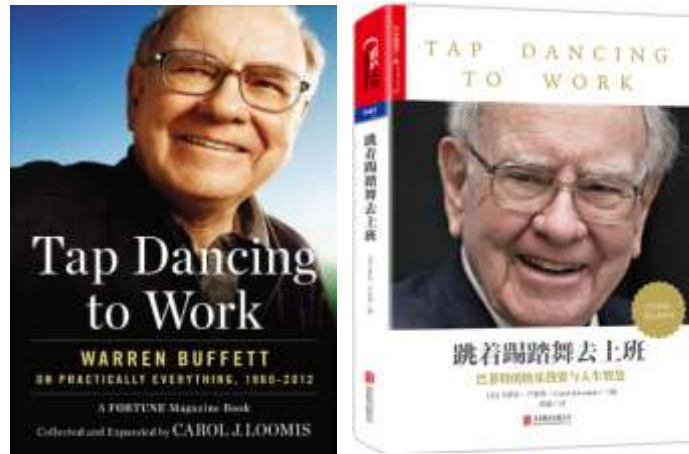
巴菲特：Sorkin 写了一本很好的书。有很多好书。如果我从事写作行业，我会写一本虚构的书，我的书可能会被命名为《如果 Ken Lewis 没有接电话》，然后我会从哪里开始写下去，周一美林公司倒闭，我会描述这个世界会是什么样子。那会是本地狱般的书。（笑）我不知道结局会是什么，但他在周六接到电话，他在 24 小时内得到公平的意见，两个家伙各得到 1000 万美元顾问费。以每股 29 美元的价格收购美林证券比较公允。

那个时候，相对于华尔街任何其他公司而言我对高盛银行的财务数字以及管理层更有信心。现在看起来，当时有可能会发生一些事让高盛成为倒下的另外一张多米诺骨牌。（高盛总裁）罗伊布兰科菲恩曾经说过，他在摩根史坦利倒掉后的工作时间为 30 秒钟。Andrew Ross Sorkin 在他的《大而不倒》这本书里很好地讲到了这一点。但我不认为我们的制度会随之崩溃。我认为华盛顿最终会采取正确举措。我认为，如果华盛顿采取正确举措，高盛就是我认为它就是我的最佳选择。我认为高盛的财务数据最为健全，我认为它们的前景最为光明。另外，我也喜欢那些投资条款。



《The Patriarch: The Remarkable Life and Turbulent Times of Joseph P. Kennedy》

巴菲特：我们刚刚读完 Joe Kennedy 的传记《The Patriarch》我不确定你是否想要模仿他所做的一切，但这仍然是一本有趣的读物。（笑）我们读书是为了从中得到乐趣。我的意思是，这对我们非常有益，但我们阅读的原因是它很有趣。



《Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything 1966-2012》Carol J. Loomis, 2012

《跳着踢踏舞去上班：巴菲特的快乐投资与人生智慧》北京联合出版社，2017

巴菲特：Carol Loomis 自 1977 年来就在帮我修改股东信，对我来说是无价之宝，她最近写了《跳着踢踏舞去上班》。她和我已经一起签了 500 本书，只有在会场专卖。



《The Outsiders: Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success》

《商界局外人》2016, 《巴菲特最推崇的 8 大企业家特质》中国财政经济出版社，2022

巴菲特：《商界局外人》由 William Thorndike, Jr. 撰写的一本杰出的好书，这本书是关于 CEO 如何在资本配置方面达到出色业绩的。Tom Murphy 是我所见到过的最好的商业管理者，在这本书中写了有洞察力的一章。

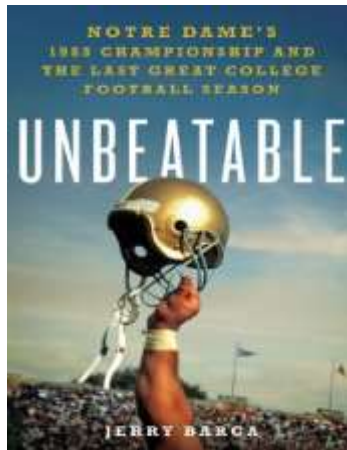
芒格：桑代克的那本书非常有趣，因为他描述了一些公司和他们的那些绝对履历惊人的 CEO 们，他们都有一些共性。他们都是一群非同寻常的人，很多人我私下都认识。他们是一群非同寻常的人，包括亨利辛格顿，汤姆墨菲等等。这是一本非常适合你们投资类型的书，非常非常有趣。我想有一类投资是非常特别的。对大部分人来说，理想的投资在很多方面是这样的，任何拥有这个生意的人，都可以通过提高价格，在没有风险的情况下赚更多的钱。(2013)



《Investing Between the Lines》L.J. Rittenhouse, 2013

《读懂上市公司：掘金股市公开信息》机械工业出版社，2014

《读懂上市公司》为读者提供了一套完整的评估上市公司基本面信息的体系，通过解读上市公司年报、公司企业文化以及管理层的动向，弄清楚公司的 CEO 到底在告诉你什么或者没有告诉你什么，在问题出现之前识别有风险的企业，帮助广大投资者发现一家公司真正的价值与潜在的风险。无论你是专业投资者、新股东，还是想改善公司沟通方式的 CEO，本书都是你所做的最好的投资之一。采用本书介绍的革命性方法，通过每一封股东信、新闻材料、年度报告和公司信函，普通投资者不需要接触内幕信息，也不需要会计专业知识，就可以清楚的掌握评估公司财务的方式，确保投资者将资产投到真正值得投资的公司。



《Unbeatable: Notre Dame's 1988 Championship and the Last Great College Football Season》2013

巴菲特：活跃的 Huskers 粉丝(有没有内布拉斯加州人不是的?)将会想买一本《Unbeatable》。它讲述了内布拉斯加州橄榄球在 1993-97 的故事，那个黄金时代里 Tom Osborne 的队伍赢得了 60 胜 3 负的战绩。



《Dream Big: How the Brazilian Trio behind 3G Capital》Jorge Paulo Lemann, 2014

《3G 资本帝国》北京联合出版社，2017

巴菲特：这本书是用葡萄牙语写的，是去年巴西的畅销书。但它最近才被翻译出来，可以在书虫书店(Bookworm)买到。至于我们的巴西朋友，他们非常聪明，非常专注，非常勤奋和坚定。他们从不满足。正如我之前所说，当你和他们达成协议时，他们不会自不量力，也不会过度承诺。他们有很多优秀的品质。如果你读了这本书，我想你可能会学到更多关于他们的品质。但我们很幸运能与他们合作，我们也很幸运能与许多加入我们的经理合作。

我们希望自己成为一个好的合作伙伴，因为它吸引了好的合作伙伴。这是伯克希尔应得的声誉。我的意思是，查理和我为了保持声誉尽了我们自己的一份力量，但这也需要很多其他人的行为方式，让人们想要加入他们，让人们想要信任他们。这将成为伯克希尔品牌的一部分。查理？

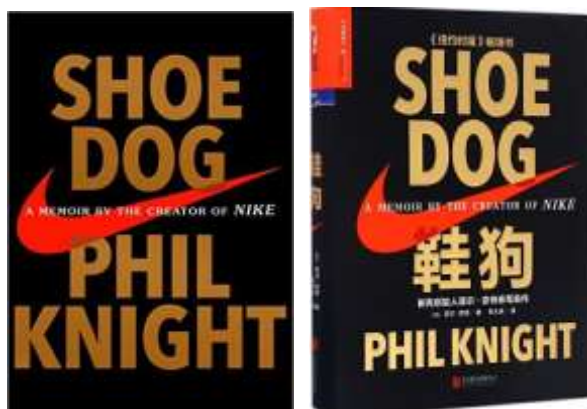
是的，我总是说，得到一个好配偶的方法就是要自己配得上。而找到一个好搭档的方法，你就应该自己是一个好搭档。这是一种过时的行事方式。有趣的是，它在现代社会仍然有效。其实这个道理一直存在，如果你只正确地表现自己，它的效果是令人惊讶的。即他们非常善于消除不必要的成本。我不认为这有任何不道德或错误的地方。我认为消除不必要的成本是对文明社会的一个服务。



《Stress Test: Reflections on Financial Crises》Timothy F. Geithner, 2014

《壓力測試：金融危機的反思》台灣寰宇，2023

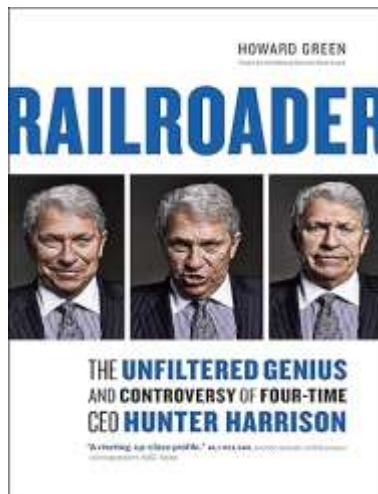
巴菲特：我读了(美国前财政部长) Tim Geithner 的书《压力测试：金融危机的反思》，这本书再过一周左右就会出版，任何人无论是政治家还是财务经理、金融主管，都应该读一读这本书。Tim 正确地指出，未来你将会遇到更多的恐慌，而这些恐慌都是没有什么独特之处，这就是我们该做的事。这是一本非常非常好的书。



《Shoe Dog: A Memoir by the Creator of Nike》Phil Knight, 2016

《鞋狗》北京联合出版社，2016

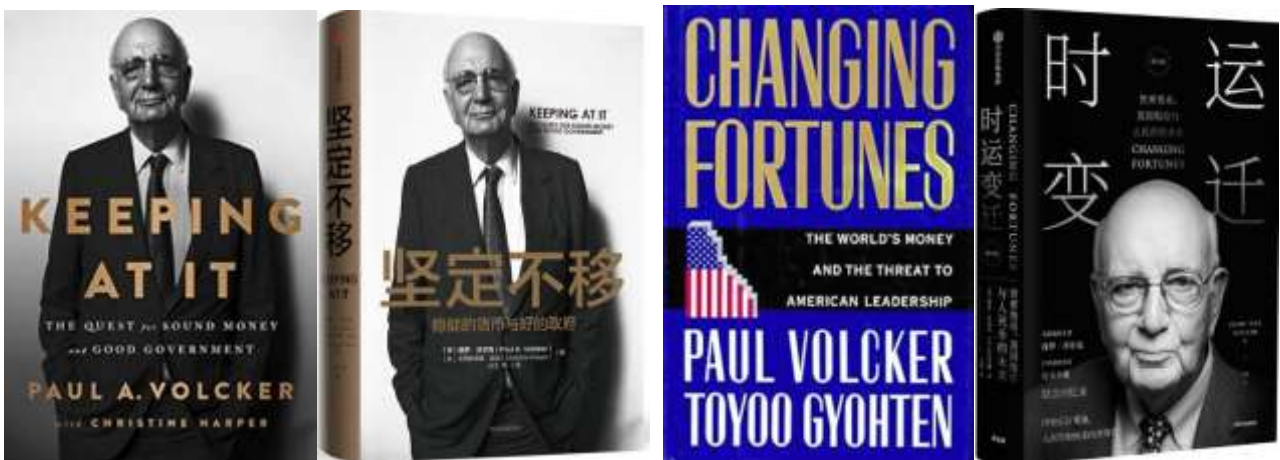
巴菲特：我去年读过的最好的书是 Nike 的 Phil Knight 写的《ShoeDog》。Phil 是一个非常聪明、睿智和竞争性很强的人，也是一个天生的会讲故事的人。



《RAILROADER: The Unfiltered Genius and Controversy of Four-Time CEO Hunter Harrison》2018

巴菲特：正如它的名称 PSR，精准铁路运输系统可能是由一个叫 HunterHarrison 的家伙发明的。我想他当时可能在伊利诺伊州中央铁路公司。他在一年前去世。有一本书是关于亨特的，书中描述了他的铁路运输系统。

《Railroader》如果你对铁路感兴趣，这是一本有趣的书。他把这个运输构想带到了加拿大国家铁路公司 (Canadian National)。北美有六家大的铁路公司，他把它带到了那里，而且他的系统非常成功。实际上，比尔盖茨可能是 CN 的最大股东，我认为他在这股票上做得很好。后来，加拿大太平洋铁路公司 (Canadian Pacific) 被维权投资者盯上 (潘兴资本)，随着他们的进展，他们让亨特加入他们，并引入了合伙人 Keith Creel，他们建立了一个有点类似的系统。现在，同样的事情又发生在 CSX 铁路公司。而所有这 4 家公司都显著地提高了他们的利润率，在实施改革的过程中，他们对客户服务方面遇到了不同程度的困难。联合太平洋铁路 (Union Pacific) 正在做一个有点类似的修改版本，我们在非常仔细地观察他们。但我想说的是，我们并不排斥复制任何成功的做法。我认为，通过观察这四家铁路公司已经学到了很多，如果我们认为我们可以更好地服务于我们的客户，并在这个过程中提高效率，我们将会采纳我们观察到的一切。我们不一定现在就要这样做，但我们必须找到一些能让客户满意甚至更好的东西，并使我们的铁路更有效率。而且有越来越多的证据表明，我们可以从他在四家铁路的工作经验中学到一些东西。



《Changing Fortunes》Paul Volcker, 1992

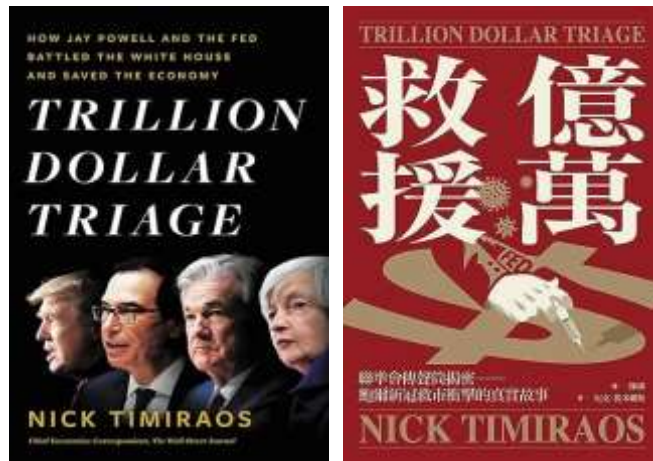
《时运变迁》中信出版社，2018

《Keeping at It: The Quest for Sound Money and Good Government》Paul a. Volcker, 2018

《坚定不移：稳健的货币与好的政府》中信出版社，2019

巴菲特：大概一年多以前吧，Paul Volcker 去世了。他去世之前写了一本书，书名是《坚定不移》，我推荐给大家。各位可以联系 Bookworm 书店购买，这本书很好看。在很多方面，Volcker 都特别了不起。在我看来，Powell 是和 Volcker 一样优秀的美联储主席。

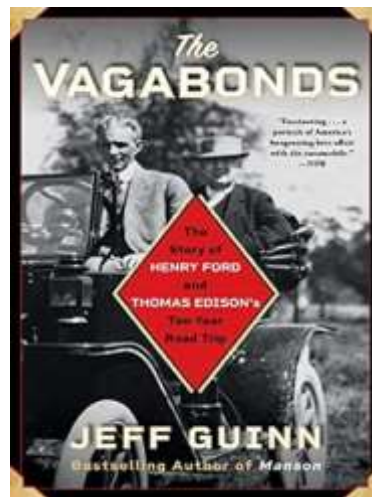
早在 1980 年之前，Paul Volcker 就担心过这个问题，但他的生命受到了威胁。当时我碰巧和他有一些接触。他是一个令人惊叹的了不起的家伙，他决定必须采取行动，否则金融体系就会以某种他无法预测的方式崩溃。他做到了。有人威胁他的生命并做了各种各样的事情。但他是拯救危机的人。但当时威胁金融体系的并不是美债的数量，而是通货膨胀和美元未来的价值。逆转了现金就是垃圾的思维，建立起一些可能真正影响到未来世界的经济体系的东西。Paul Volcker 承担了这个重任，他非常有勇气。如果你还没有读过一两本关于他的书，或者他最近写的那本书《坚定不移》，你真的应该看看。



《Trillion Dollar Triage》Nick Timiraos, 2022

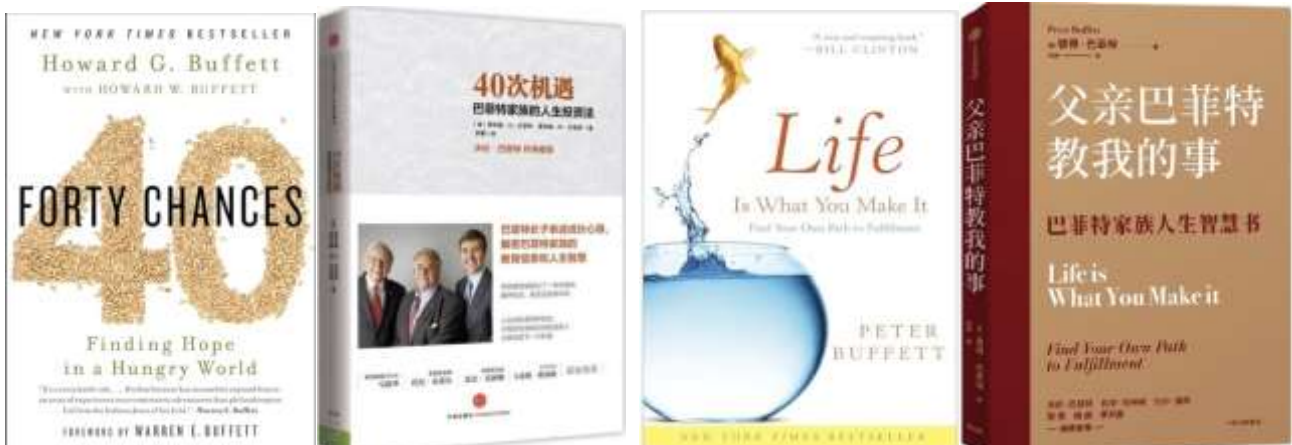
《億萬救援：聯準會傳聲筒揭密，鮑爾新冠救市衝擊的真實故事》感電出版，2023

巴菲特：《Trillion Dollar Triage》这本书。它讲述了这次美联储和财政部如何带领美国躲过了一场经济危机。对于喜欢读金融类书籍的人来说，这本书不容错过。在我看来，如果美联储没有采取霹雳手段，美国经济真可能陷入崩溃。美联储主席杰伊·鲍威尔(JayPowell)不负使命，他当机立断，力挽狂澜，我向他致敬。



《The Vagabonds: The Story of Henry Ford and Thomas Edison's Ten-Year Road Trip》

巴菲特：以福特汽车为例。早年间，Henry Ford 凭借一款 T 型车确立了行业霸主的地位。由于福特的创新，汽车价格大幅度下降，工人工资提高了很多。Ford 这个人，如果不是因为他的性格和政见，他很可能当选美国总统。最近，有一本新书《The Vagabonds》，其中还提到了内布拉斯加州。如果你对汽车感兴趣，这本书值得一读。在 Henry Ford 时代，福特汽车很辉煌。没想到，20 年后，福特汽车陷入了亏损的境地。



《40 Chances: Finding Hope in a Hungry World》Howard G. Buffett, 2014

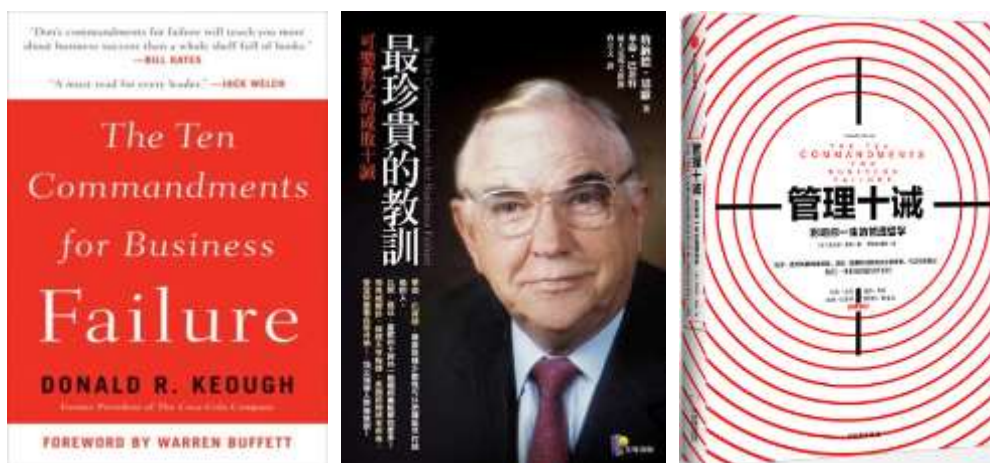
《40 次机遇：巴菲特家族的人生投资法》中信出版社，2014

《Life Is What You Make It: Find Your Own Path to Fulfillment》Peter Buffett ， 2010

《父亲巴菲特教我的事》中信出版社，2023

如果有人给你 30 亿美元，让你在世界上完成一些伟大的事情，你会怎么做？2006 年，当传奇投资者巴菲特开始将大部分财产捐出作慈善事业时，巴菲特向他的儿子霍华德巴菲特提出了这个挑战，要求他为世界作出伟大的贡献。霍华德决定给自己 40 年的时间帮助地球上最脆弱的人：近 10 亿缺乏基本食品安全的人。这里面 40 个故事中的每一个都提供了一个令人信服的观点，即霍华德从自己的后院到地球上一些最困难和最危险的地方学到的经验教训。巴菲特说这本书是读者「能够享受其中的」，就像跟着他儿子一起经历这段过程。

巴菲特：一定要光顾书虫书屋，它提供 30 余种书和 DVD，其中有两本我儿子新出的书：Howard 的《Fragile:The Human Condition》，其中有采自全球的照片和评论，另一本是 Peter 的《父亲巴菲特教我的事》(Life Is What You Make It)。完成家庭出书三部曲的是我的姐姐 Doris 自传的首次亮相，这本书讲述了她著名的慈善活动。



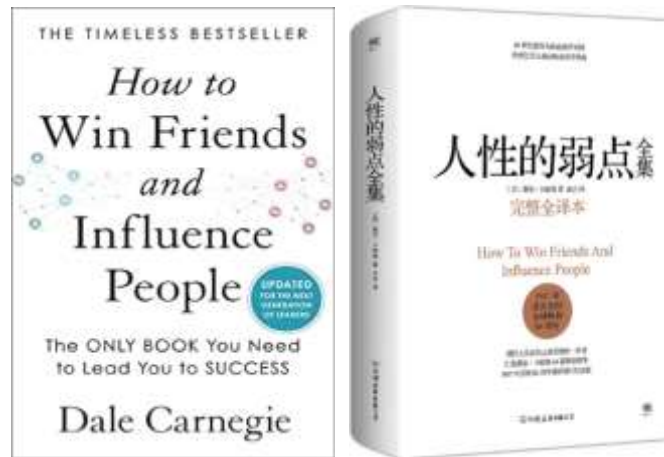
《The Ten Commandments for Business Failure》Donald R.Keough， 2008

《最珍贵的教训：可樂教父的成敗十誡》先覺出版，2009

《管理十诫：影响你一生的管理哲学》中信出版社，2017

《管理十诫:影响你一生的管理哲学》是一本企业管理的指南，作者 Donald Keough 曾两度出任可口可乐公司总裁，兼任首席运营官，纵横商界 60 余年，根据一生的管理经验总结出一系列公司、企业和管理者都容易掉进去的陷阱，称之为“管理十诫”。连惜墨如金的比尔盖茨都亲自推荐此书，沃伦巴菲特更是不吝溢美之词，亲笔撰序并大力推荐。每个人都喜欢谈论自己的成功，因为每个人都希望学习如何成功。然而有着可口乐教父之称的 Donald Keough 更喜欢谈论失败。作者认为尽管每家公司失败的表现形式各异，内在核心却是共通的。作者甚至敢打包票：所有失败的企业肯定都犯了其中至少一诫。无论是个人，还是公司企业的从高管到普通员工，如果想要避免误入陷阱，那么这本警世箴言会提供给你无数的教益。

巴菲特：去年唐基奥 Don Keough 退休了。他是美国历史上最伟大的管理者之一。我非常钦佩他的为人、品格和管理才能。他是一个罕见的人才。虽然如同他本人所说的，他的退休生活只维持了 14 个小时，Don 是我认识最杰出的人物之一，他不但拥有绝佳的商业天分，同时更重要的是，他能使得每个有幸与他共事的人发挥其最大潜能，可口可乐希望其产品能够伴随每个人一生最快乐的时光，而 Don 这个人却带给周围的人无限的欢乐，每当想起 Don 时，没有人不会心一笑的。我们看到了可口可乐的 Roberto Goizueta 和 Don Keough，我们看到了首府广播公司的汤姆墨菲和 Dan Burke。我是说，这些都是伟大的公司。我认为他们取得了更大的成就，因为公司有两个令人难以置信的人来管理，他们钦佩对方，并与对方合作得很好。就他们带来的人才而言，他们是值得称赞的。在许多方面，这是一种很好的运作方式。但你不能把它强加给别人。



《How to win friends and influence people》《人性的弱点》

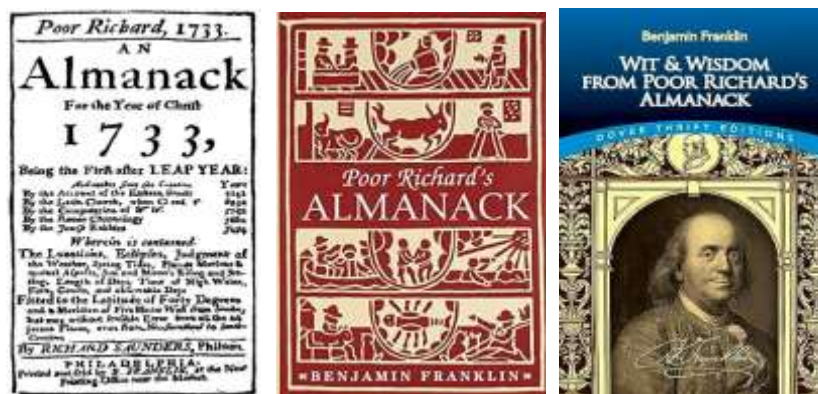
这是一本关于沟通、人际关系、及如何影响别人的书。这本书分为四个部分：人际关系的基本技巧，赢得他人喜爱的六个方式，如何让他人想你之所想成为领导者，如何改变他人。书中很多方法或技巧都是大家熟知的，此书在美国家喻户晓，英文版销量超过 1500 万本。作者卡耐基和他的口才训练课也备受包括巴菲特在内的名人推崇。

巴菲特：我是在哥伦比亚大学的时候参加了戴尔卡内基的课程。我选了那门课，当我完成那门课后，我直接去了奥马哈大学，自愿开始教学，我知道我必须站在人们的面前。我认为沟通能力，无论是书面的还是口头的，都是非常重要的，但现在的学生还没有得到充分的教育。对于大多数商学院的毕业生来说，他们不会去找一位导师来做这件事，因为做这么简单的事情会让他们觉得有失身份。但如果你能很好地沟通，你就有很大的优势。相信我，我在某些方面是很内向的，而对那些内向的人需要交谈的人，在年轻的时候走出去做些事情是很重要的。如果你等到 50 岁，那可能就太晚了。但如果你在年轻的时候就这么做了你就有很大的优势，所以要强迫自己去发展这些能力。

巴菲特：《What Happens When You Flip the Light Switch》，但我看不懂这本书。我不得不放弃继续。

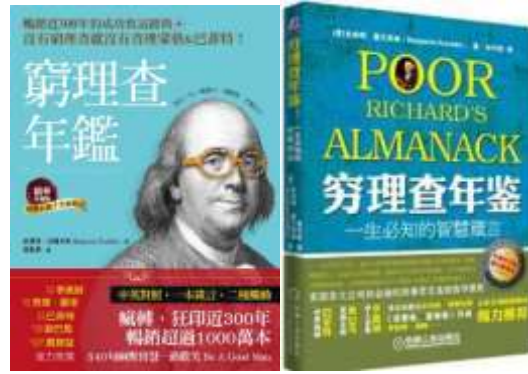
很少有人知道当一个顾客做一些类似于按下电灯开关的事情时会发生什么。完整的解释需要对主题进行描述，这些主题跨越纳秒到十年的时间尺度。把它想象成用高速计时器、秒表、沙漏或者日历测量的天平。在最初和最短的瞬间，纯粹的物理学支配着。在更长的时间跨度内，工程控制系统开始发挥作用。除此之外，我们还有资源的承诺、存在和规划，包括经济、人口和政治问题。网络要求对所有方面和所有时间尺度采用一种综合的、无缝的方法，因此有些跨学科的通才。一些多面手在所有的时间范围内工作。我很幸运能成为其中之一，所以我很荣幸能带你们走过这一系列的事件。

芒格荐书



《Poor Richard's Almanack》1733

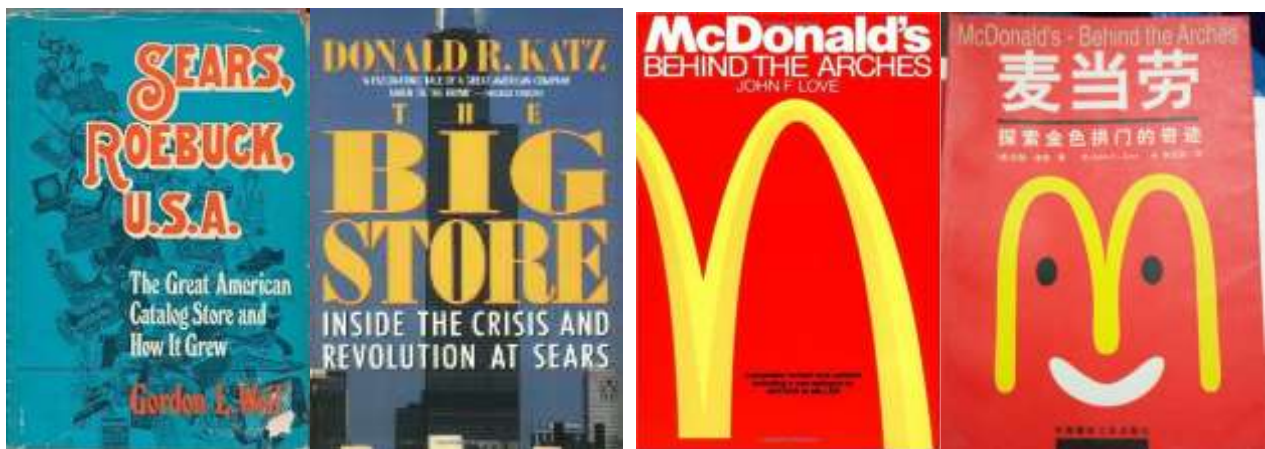
《Wit and Wisdom from Poor Richard's Almanack》1999



《穷理查年鉴》繁体版：柿子文化 2022；简体版：机械工业出版社 2013



芒格：Peter Kaufman 所著《穷查理宝典》，但你要花 49 美元买它。如果你不喜欢这本书，可以把它送给更聪明的朋友。



《The Big Store》Donald R. Katz, 1987

《McDonald's: Behind The Arches》John F. Love, 1986

《麥當勞：探索金拱門的奇蹟》天下遠見，1996 《麦当劳：探索金色拱门的奇迹》中国建材工业出版社 1997

芒格接着说，传记会给你带来奇妙的经历，让你和各种各样的人交朋友，甚至能让你交到更多优秀的朋友。他指出，生意人能从《麦当劳》(McDonald's: Behind The Arches, John F. Love, 1986, 电影<The Founder>)和《西尔斯》(The Big Store, Donald R. Katz, 1987)里学到不少有价值的东西。(1988)

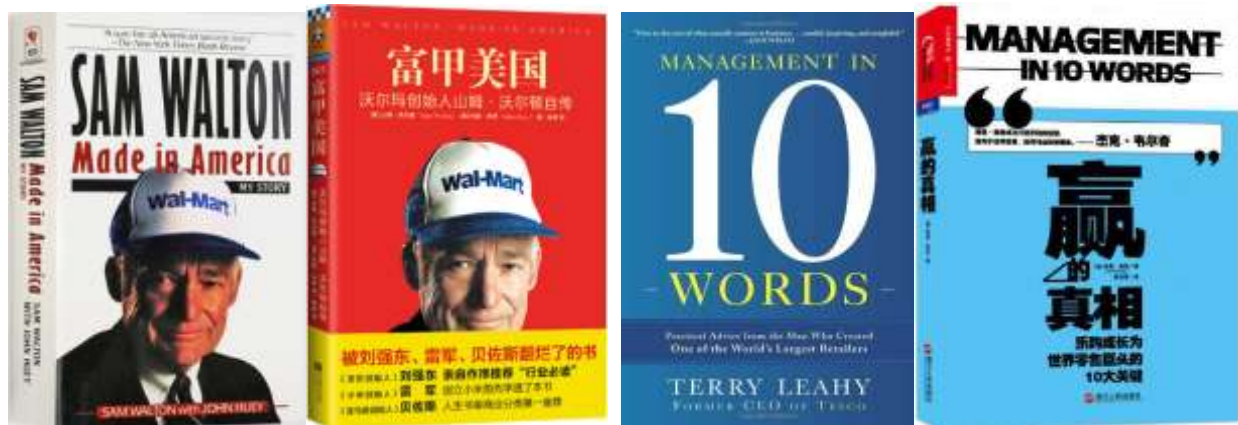


《Sol Price: Retail Revolutionary & Social Innovator》Robert E. Price, 2012

《Built from Scratch》Bernie Marcus, 1999

《Costco: Case Analysis》Mark Duris, 2014

《The Target Story》Bill Chastain, 2020



《Sam Walton: Made In America》Sam Walton, 1993

《富甲美国: 沃尔玛创始人山姆·沃尔顿自传》江苏文艺出版社, 2015

《Management in Ten Words》Terry Leahy, 2012

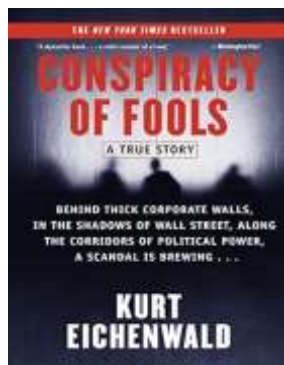
《赢的真相: 乐购成长为世界零售巨头的 10 大关键》浙江人民出版社, 2014

芒格: 我认为这些例子说明护城河使得竞争对手的敌意变弱了。问题的关键在于产品的下游渠道变得更加集中和更加强硬。我的意思是, 大型食品杂货连锁店现在有很大的影响力。然后再加上沃尔玛、好市多超市、山姆超市, 家乐氏夫妇面对的是一个不同于三四十年前的世界。

巴菲特: 是的, 品牌和零售商之间总会有一场战争, 因为零售商希望自己的名字成为品牌。而且, 如果人们对好市多或沃尔玛的信任超过他们对品牌的信任, 或者与品牌信任程度相当, 那么品牌的价值就会从产品本身转移到零售商身上。

巴菲特: 沃尔玛是一个典型的例子。在 25 年或 30 年前, 谁能想到沃尔玛的今天呢? 我的意思是, 西尔斯百货在芝加哥拥有一幢 100 多层的大楼, 其资金来源比山姆沃尔顿便宜得多。山姆沃尔顿的信用也不如西尔斯。每个供应商都想与西尔斯合作。没人听说过山姆。每一个房地产开发商在开发新的购物中心时, 都会先去找西尔斯百货, 山姆在这方面被打的很惨。这家伙从阿肯色州本顿维尔出发。随着时间的推移, 他干翻了西尔斯, 他直接

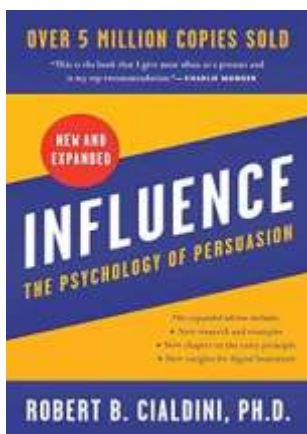
杀死了它。采购的劣势、借贷的劣势、房地产的劣势，他们唯一的优势只有山姆沃尔顿。他的能力最终激发了数十万人的工作热情，让他们长期坚持做正确的事情。(2001)



《Conspiracy of Fools: A True Story》Kurt Eichenwald, 2005

《Conspiracy of Fools》是讲美国能源公司安然 Enron 九十年代的疯狂扩张、做假帐，及倒闭的故事。书中公司内外几十人的嘴脸太生动了。

芒格：我相信要读就读最好的人，阅读是因为你喜欢学习而阅读。我不会把时间花在阅读侦探小说或爱情小说上。尽管沃伦说我“迟到总比不到好”...但像我刚才推荐的那本 Kurt Eichenwald 的《Conspiracy of Fools》，那本安然的书真的值得一读，因为它的邪恶是如此极端。你会看到人们被周围的邪恶所迷惑。你会学到很多东西。你知道结果，这就像一场悲剧。安然公司那本给了我很强的情感共鸣。(2005)

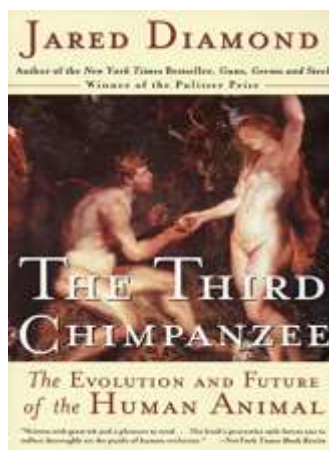


《Influence: The Psychology of Persuasion》Robert B. Cialdini, 2021/1992

《Yes!: 60 Secrets from the Science of Persuasion》2017

《影响力》北京联合出版社 2021, 《说服》中信出版社 2018

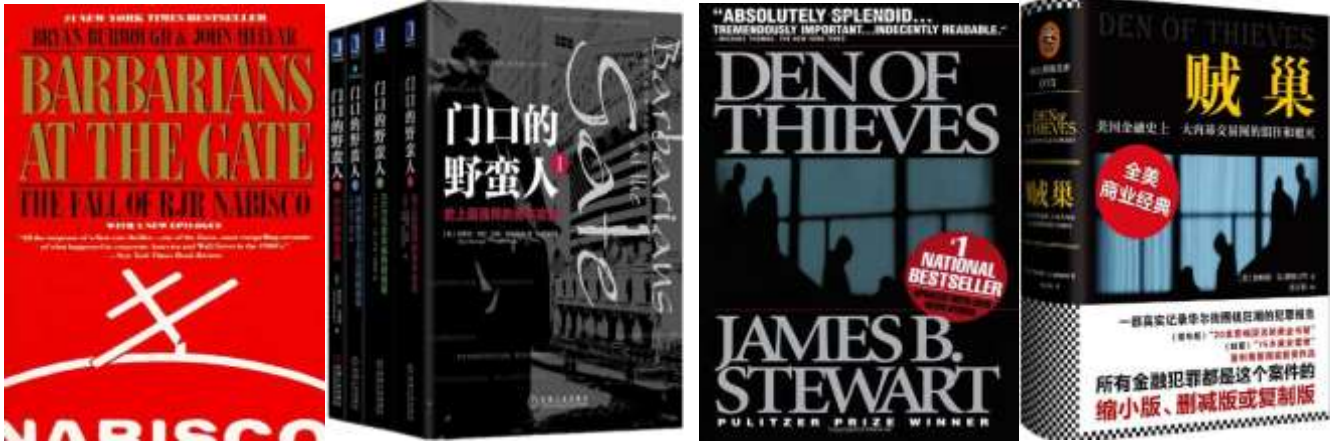
芒格：企业常用的通过心理学影响消费者来为他们谋利的方法。这本书非常有用。绝大多数心理学家不能把握这种生活的实质。《说服》也很好，它不是一本完美的书，不像《影响力》那么出色。



《The Third Chimpanzee: The Evolution and Future of the Human Animal》Jared Diamond, 1992

《第三种黑猩猩》中信出版社, 2022

芒格：我最近读了《第三只黑猩猩》，它是一本关于进化和它的影响的书。(1992)



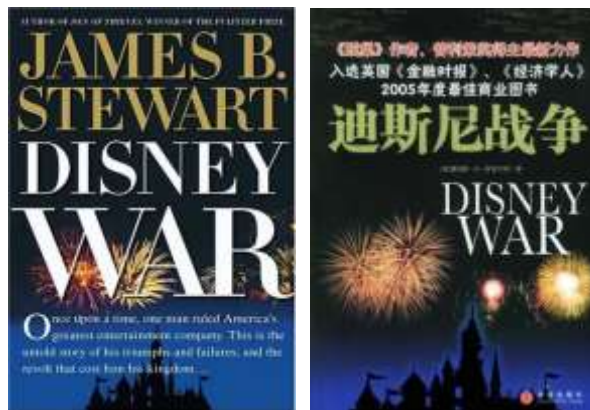
《Barbarians at the Gate : The Fall of RJR Nabisco》Bryan Burrough, 1990

《门口的野蛮人》机械工业出版社, 2018

《Den of Thieves》James B. Stewart, 1992

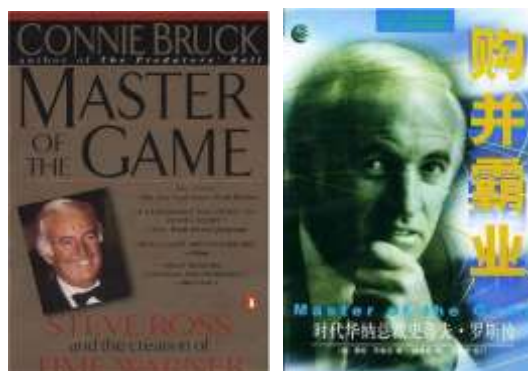
《股市大盗》2000, 《贼巢：美国金融史上最大内幕交易网的猖狂和覆灭》北京联合出版社, 2016

芒格：所有这些新出炉的传记都可以成为有趣的教训。大家都记得三年前《门口的野蛮人》让人难以释怀。今年是《贼巢》。所有这些商业传记都显示了人性中存在潜在的滥用。它非常有趣。



《Disney War: The Battle for the Magic Kingdom》James B. Stewart, 2005

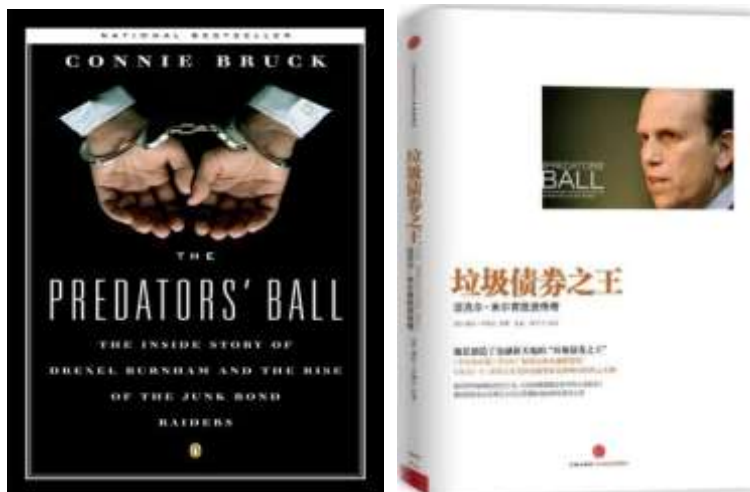
《迪斯尼战争》中信出版社, 2006



《Master of the Game: Steve Ross And the Creation of Time Warner》Connie Bruck, 1994

《购并霸业：时代华纳总裁史蒂夫罗斯传》华夏出版社，2001

芒格：我很喜欢 Connie Bruck 所著的传记文学《Master of the Game》，这本传记写的是 Steve Ross 的故事，此人曾执掌华纳公司，后来担任时代华纳公司的联席董事长。Connie 是一位非常有洞察力的作家。这是一个非常有趣的故事。



《The Predator's Ball》Connie Bruck, 1989



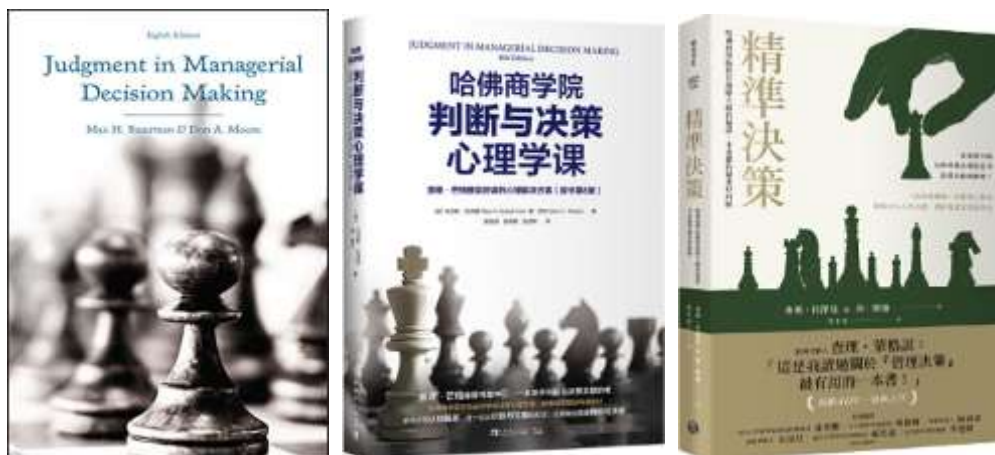
《Benjamin Franklin》Carl Van Doren, 1991

《富兰克林》社科出版社 1993, 《富兰克林传》中信出版社 2016

芒格：我正在读一本我很喜欢的书，这本书是 Carl Van Doren 所著的本富兰克林的传记《Benjamin Franklin》，1952 年出版，平装本到处都可以买到，

巴菲特：很凑巧，他也相信复利。他开设了两只小基金，一只基金在费城，另一只在波士顿，用来展示复利的优势。我想查理肯定重读了那一段。(1994)

芒格：关于艾萨克森写的富兰克林传记，我认为是一本不可多得的好书。他选了一个好题目，要写出一本很差的本杰明富兰克林传是很难的。(2004)（《时代》杂志前主编、天才传记作家 Walter Isaacson，著有《富兰克林传》《爱因斯坦传》《乔布斯传》《马斯克传》《达芬奇传》《基辛格传》等）



《Judgment in Managerial Decision Making》Max H. Bazerman, 1990

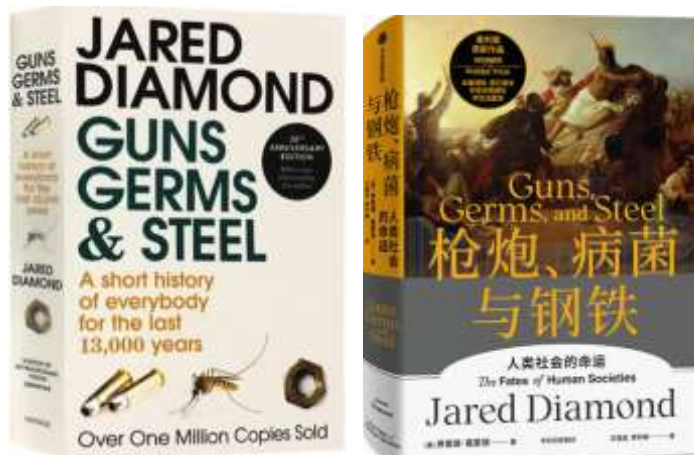
《管理决策中的判断》人民邮电出版社 2007 《哈佛商学院判断与决策心理学课》中国青年出版社, 2020

《精準決策》《哈佛商學院的雙贏談判課》樂金文化 2020

芒格：有一本教科书叫《Judgment in Managerial Decision Making》，它在一些商学院被使用，实际上是一本相当不错的书。它的写作方式并不活泼，读起来并不有趣，但其中蕴含着许多智慧。（1995）

Max Bazerman 马克斯巴泽曼是哈佛大学商学院工商管理学教授，并在哈佛大学肯尼迪政府学院、心理系、哈佛法学院谈判项目从事教学研究工作，研究领域包括决策、谈判、组织行为、领导力与管理。曾被知名管理类刊物《卓越经理人》评为管理学作者、演讲家和教师全球 Top30，荣获阿斯彭研究所终身成就奖、美国管理学会杰出教育家奖。他的著作被誉为芒格推崇的误判心理解决方案。

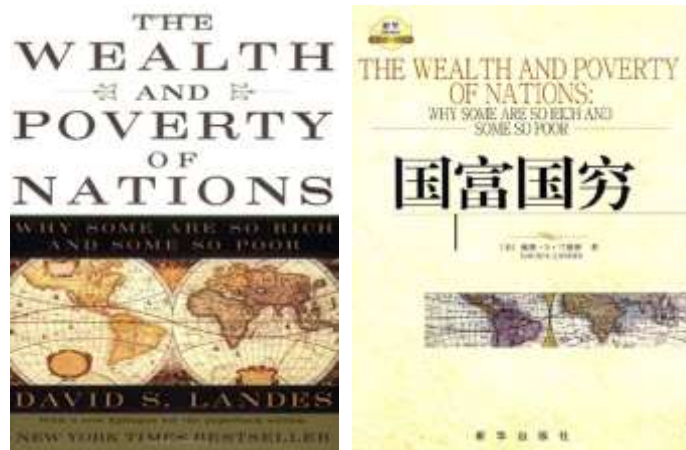
中文著作译本还有《哈佛经典谈判术》《测试的力量》《信息背后的信息》《不完美决策》。



《Guns, Germs, and Steel: The Fates of Human Societies》Jared Diamond, 1997

《枪炮、病菌与钢铁：人类社会的命运》中信出版社, 2022

芒格：我最近读了一本新书两遍，我很少这样做。那本书是贾雷德戴蒙德的《枪炮、病菌和钢铁：人类社会的命运》。这是一本了不起的书。这个人的思维方式在商业上很有用。他的大脑总是问为什么。他很擅长想出答案。我认为这是我读过的同类作品中最好的一部。（1998）



《The Wealth and Poverty of Nations》David S.Landes, 1999

《国富国穷》新华出版社, 2010

芒格：第三本书是对我一两年前推荐的《枪炮、病菌和钢铁》这本书主题的重新推荐，这本书是生理学家对人类经济史的观点。这是一本很棒的书。如今，哈佛大学一位名誉历史学教授也在研究同样的领域，他对经济学和科学的了解远远超过一位普通历史学教授。这给了他更好的洞察力。他的书是对亚当斯密书名的模仿，书名是《国穷国富》，作者是 David S. Landes。(1999)

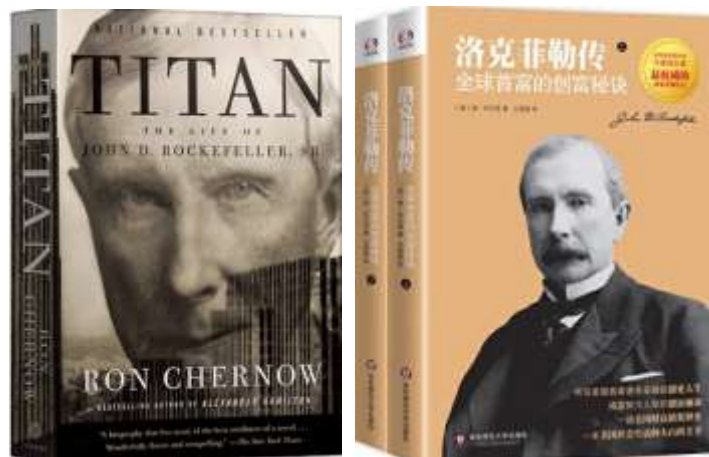


《The Warren Buffett Way》Robert G. Hagstrom, 1997

《The Warren Buffett Portfolio》2000

《巴菲特之道》《巴菲特的投资组合》机械工业出版社, 2021

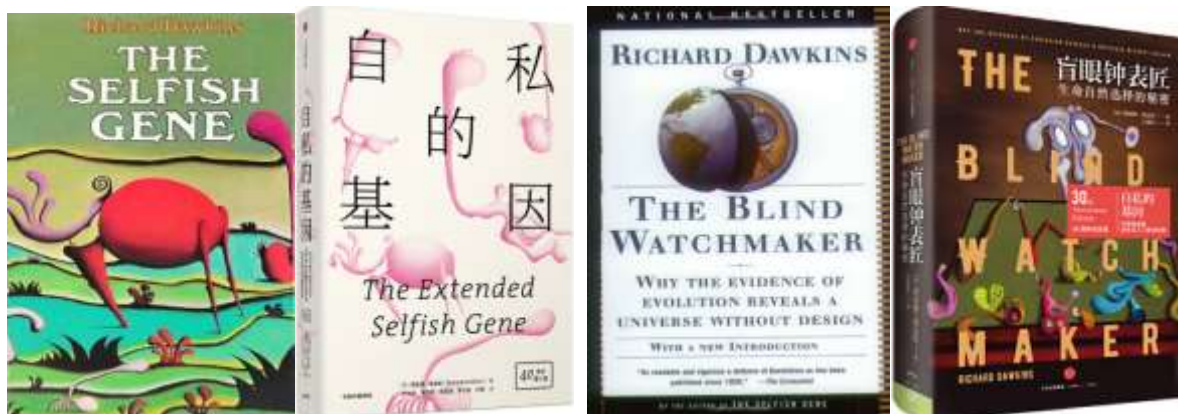
芒格：Robert Hagstrom 给我寄了他最新一本关于巴菲特的书的章节，书名是《巴菲特的投资组合》。我没有读这本书，因为我认为他的第一本书《巴菲特之道》是一本值得尊敬的书，但对人类知识的贡献并不大(笑)。后来他寄给我的第二本书一个完整的版本，我读了它，我惊讶地发现它不仅写得很好，而且对人类对投资过程的思考做出了相当大的贡献。我建议你们都买一本哈格斯特朗的第二本巴菲特著作。我注意到机场在大力宣传这本书，它不会为你挑选任何股票，但如果你理性地思考的话，它确实说明了投资过程是如何真正运作的。(1999)



《Titan: The Life of John D. Rockefeller》Ron Chernow, 1998

《洛克菲勒传》华师大出版社 2017

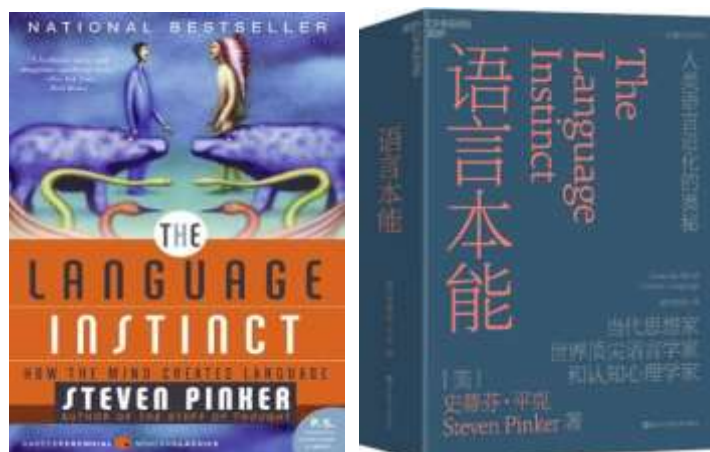
芒格：今年我非常喜欢的另一本书是《洛克菲勒传》它是洛克菲勒的原著传记，是我读过的最好的商业传记之一。这也是一个非常有趣的家庭故事，是一本非常棒的书。我不知道有谁读过这本书而不喜欢它。(1999)



《The Selfish Gene》Richard Dawkins 1978, 《The Blind Watchmaker》1986

《自私的基因-40 周年增订版》中信出版社 2019 《盲眼钟表匠：生命自然选择的秘密》中信出版社 2016

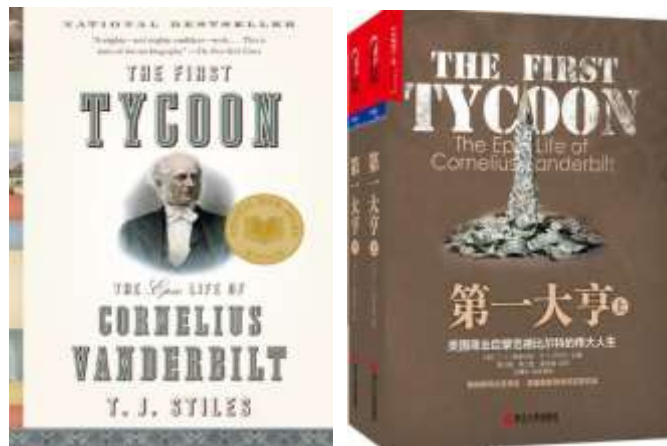
芒格：如果你读进化生物学家理查德·道金斯的《自私的基因》和《盲人钟表匠》，我的意思是，这些都是非常棒的书。这些书中有一些进入英语的单词将会出现在下一本牛津词典中。这些书籍很强大有力，而且也很有趣。《自私的基因》我读了两遍才彻底读懂。我发现我一直都相信的东西是错误的。能够有这样的体验是很好的。我们总是说：困难不在于接受新思想，而在于摆脱旧观念。(1996)



《The Language Instinct》Steven Pinker, 1994

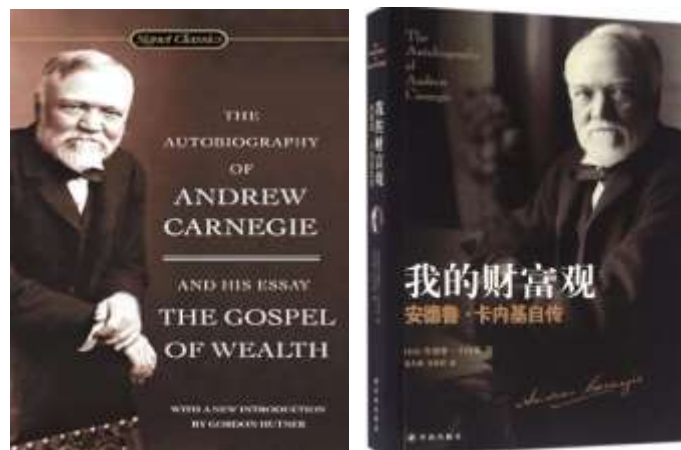
《语言本能》浙江科学技术出版社，2023

芒格：最近有件事让我获益匪浅。我刚从香港回来。我有个朋友在香港一所名牌中学当校长。他送给我这本叫做《语言本能》The Language Instinct 的书，作者是史蒂芬平克(Steve Pinker)。Pinker 是一个语义学教授，他的名气没有 Noam Chomsky 那么大。Chomsky 是麻省理工学院的语言学教授，可能是世上最伟大的语义学家。Pinker 说，人类的语言能力不仅仅是后天学来的，从很大程度上来说，它还跟先天的遗传有关。其他动物，包括黑猩猩，都缺乏真正有用的语言基因。语言是上天赐给人类的礼物。Pinker 很漂亮地证明了他的观点。当然，Chomsky 也已经证明这一点。只有非常愚蠢的人才不明白语言能力大部分来自人类基因的道理。虽然你们必须通过教育才能提高语言能力，但语言能力很大程度上还是由你们的基因决定的。Pinker 无法理解为什么 Chomsky 这样的天才居然还认为语言能力是否基于人类的基因尚无定论。实际上，Pinker 是这么说的："什么尚无定论，活见鬼了！人类得到语言本能的途径跟得到其他本能的途径完全一样——那就是达尔文的自然选择。"嗯，这位资历较浅的教授明显是对的——Chomsky 的犹豫确实有点不可理喻。如果这位资历较浅的教授和我都是正确的，那么，为什么 Chomsky 这样的天才才会犯明显的错误？在我看来，答案非常清楚——Chomsky 的意识形态太过强烈。他虽然是个天才，却是个极端的平等主义左翼分子。他非常聪明，知道如果他承认这个达尔文理论，他的左翼意识形态就会受到威胁。所以他的结论自然受到他的意识形态偏见的影响。(1996)



《The First Tycoon: The Epic Life of Cornelius Vanderbilt》T.J. Stiles, 2009

《第一大亨：美国商业巨擘范德比尔特的人生》浙江人民出版社，2013



《The Autobiography of Andrew Carnegie》

《我的财富观：安德鲁·卡内基自传》译林出版社，2016

芒格：铁路大亨范德比尔特没有从他的铁路公司中获得任何报酬，所以我们还没有达到谦逊的程度。(1989)

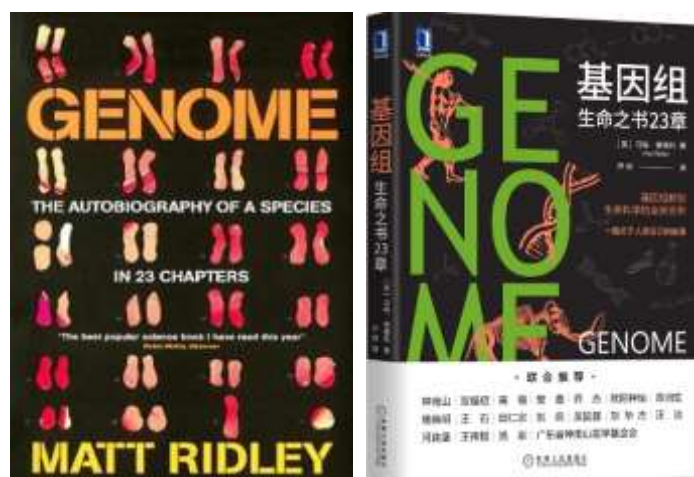
芒格：范德比尔特没有从他的铁路公司拿工资。毕竟，他拥有着铁路公司，而公司已经支付了他所需要的所有红利，同时他从经营整条铁路中得到了乐趣，所以他认为他自己不该拿工资。我们从来没有达到范德比尔特的标准。(1997)

芒格：我想报告一下，范德比尔特最初的表现甚至比伯克希尔的人还要好。他没有拿任何薪水。他认为他作为一个股东拿工资有失身份。不过，恐怕那个理想时代已经随他而去了。（笑声）

芒格：你提出了一个非常有趣的问题，如果你回头看，它有很多相似之处。安德鲁卡内基(钢铁大王)总是非常自豪，因为他的大部分财富都是在没有从卡内基钢铁公司拿到任何薪水的情况下赚来的。洛克菲勒(石油大王)一生几乎不拿薪水。多年来，最初的范德比尔特(铁路大王)一直以靠分红生活、不拿薪水为荣。这是不同时代的共同文化。你意识到所有这些人都有成为创始人的心理，也许这就是影响沃伦的东西。

巴菲特：查理，是什么影响了你？查理也什么都不拿，所以——

芒格：我很高兴摆脱了根据业绩表现收取费用给我带来的心理压力。我想沃伦也是。如果你在与他人的关系中非常认真，而且你不喜欢让人失望，那么如果你得到了丰厚的绩效奖金，你将会遭受更多的痛苦。所以我认为这对我们来说是一个巨大的优势，所以我想我们应该感谢你。（掌声 2003）



《Genome:The Autobiography of a Species in 23 Chapters》Matt Ridley, 2000

《基因组：生命之书 23 章》机械工业出版社，2022

芒格：我有一本书推荐，这对于所有担心沃伦的健康和寿命的股东，将是非常有益的。这就是马特·里德利 Matt Ridley 的《基因组》，他多年来一直是《经济学家》杂志的科学编辑。如果 Ridley 是对的，沃伦的预期寿命将会很长。那些给别人带来压力而不是自己承受压力的人之间，存在着非常有趣的关联。自从我认识沃伦之后，他就一直处于这种状态(给别人压力)。Ridley 引用的数据非常有趣。这是一本极好的书。当然，我推荐的是一本畅销书，他们在机场有卖。它叫做《基因组》，如果你同意这本书的科学原理，你会对沃伦的未来感到很乐观。

芒格：我提到过一本书《基因组》，它是讲 23 个物种的基因故事，这是一本完美的令人惊叹的书，非常有趣。我花了很长时间才把重音放在第一个音节上。但这是一本了不起的书。（2001）



《Models of My Life》Herbert A. Simon, 1996

《科学迷宫里的顽童与大师赫伯特·西蒙自传》中译出版社，2018

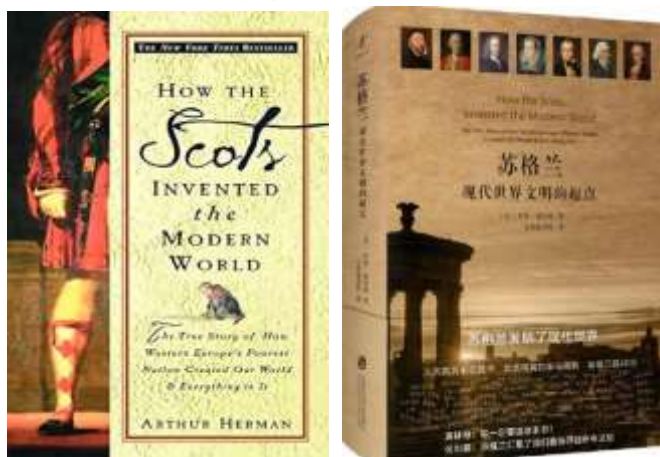
芒格：有个股东给我寄了一本书，你们中不会有很多人喜欢，是 Herbert A. Simon 写的，《赫伯特西蒙自传》(Models of MyLife)。这是一本非常有趣的书，适合特定的学术类型。(2001)

赫伯特西蒙是诺贝尔奖+图灵奖+心理学奖得主，这本书讲了一个学渣的逆袭之路。



《Ice Age: How a Change of Climate Made Us Human》2002

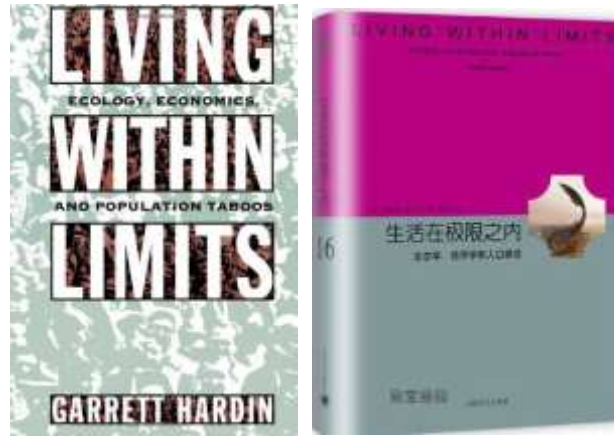
芒格：Peter Bevelin 先生是送我《冰河世纪》一书的股东。后来我又花了好几千块购买此书送给朋友。这是我读过的最好的科普类书籍之一，它描述了过去几十万年的冰河历史，以及他们如何发现发生了什么以及为什么会发生。我把它推荐给了伯克希尔的股东。今年夏天它将在美国出版。所以当你站起来的时候我心情很复杂，因为我担心你会再送我一本其他的书。他总是不停地给我寄书，结果我花钱给我的朋友也都寄去了那些好书，现在我又开始资助写书人。我可交不起很多像贝弗林那样的朋友了。(2002)



《How the Scots Invented the Modern World》Arthur Herman, 2002

《苏格兰：现代世界文明的起点》上海社会科学院出版社，2016

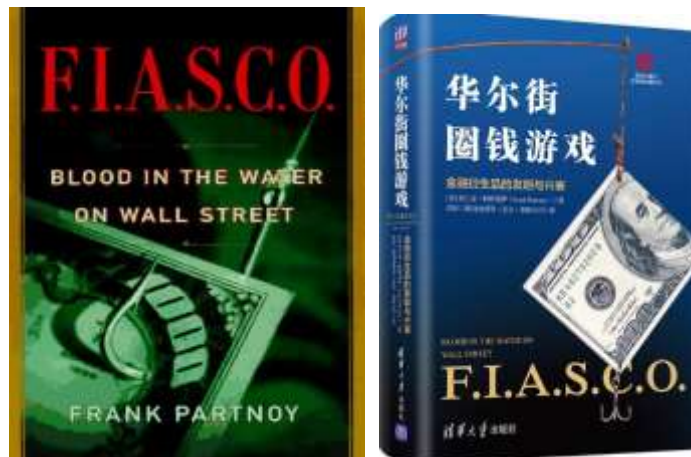
芒格：另一本我很喜欢的书，也是一位股东送给我的，书名是《苏格兰：现代世界文明的起点》。这是另一本由教授所写的书。生活在美国，我经常想，有意思的是苏格兰人竟然具有这么大的影响。气候恶劣而且资源贫瘠土地上的百万穷苦民众对世界的影响竟然如此之大，我只能说苏格兰民族的作为是伟大而重要的成就。我曾试图对此找个理论解释，但是我没有看到对这个问题的系统分析，而这位教授做到了……在座的肯定有不少是带有苏格兰血统的。从这个意义上说，在座也有很多爱尔兰人，我将其看作是相同基因血统，不同信仰。所以从这个意义上说，爱尔兰人在读一本苏格兰人如何影响世界的书时其实也在读关于他们自己的书。这是本很棒的书。这是个很有趣的关于少数穷苦人产生非凡影响的故事。这本书中有一个地方作者提到了亚当斯密。他引用了两位与斯密同时代的伟大思想家的话。一位是德国伟大的哲学家康德，他说：在德国无人能与亚当斯密比肩。伏尔泰更是说道：在法国我们没有一个人可以和亚当斯密相提并论。尽管艰难困苦，苏格兰民族依然靠非凡的精神崛起。《苏格兰：现代世界文明的起点》，这是我一直感兴趣的话题，讲的是一个小小的、贫穷的、人口很少的凯尔特民族如何从贫穷开始，对世界产生了如此巨大的有利影响。当然，这也和爱尔兰人有关，他们是一个有着不同宗教信仰的相似种族。这是一本很棒的书。(2002)



《Living Within Limits: Ecology, Economics, and Population Taboos》Garrett Hardin, 1995

《生活在极限之内：生态学、经济学和人口禁忌》上海译文出版社，2016

芒格：最后还有“公用品悲剧”的原理，这个原理是由我的老朋友，加州大学圣塔巴巴拉分校教授加勒特哈丁提出的。哈丁为经济学引入了一只邪恶的无形之脚，它足以和斯密那只做好事的无形之手相提并论。我认为哈丁的理论使经济学变得更加完善。哈丁当年向我介绍他的理论时，我就知道他这个“公用品悲剧”理论迟早会被写进教科书。你们看啊，二十年过去了，它终于被写进了经济学教材。曼昆这种借鉴其他学科、吸取哈丁的理论和其有用知识的做法是很正确的。(2003)



《F.I.A.S.C.O. : Blood in the Water on Wall Street》Frank Partnoy, 1997

《华尔街圈钱游戏：金融衍生品的发明与兴衰》清华大学出版社 2019

芒格：而愚蠢之外还有贪婪在起作用。去看《诚信的背后：华尔街圈钱游戏的真相》那本书，作者是做过衍生品交易员的法学教授弗兰克帕特诺伊，他揭露了华尔街规模最大、声望最佳的公司之一的衍生品交易黑幕。这本书会让你想吐... 投资银行简直令人难以置信。如果你想真正感到惊恐，还没有读过《诚信的背后》的人，这本关于摩根士丹利衍生品交易台的书会让你反胃。(2005)



《Ubiquity: Why Catastrophes Happen》Mark Buchanan, 2002

《改變世界的簡單法則》2004

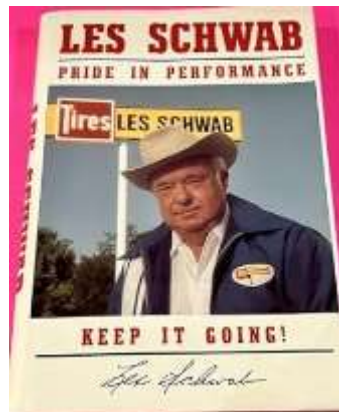


《Deep Simplicity: Bringing Order to Chaos and Complexity》John Gribbin, 2005

《深奧的簡潔》江苏文艺出版社, 2019

芒格：过去的一年里我接纳的新思维模式存在于两本书里，《改變世界的簡單法則》(Ubiquity: Why Catastrophes Happen)，另一本叫《深奧的簡潔》(Deep Simplicity)。它们让你明白你无法预测的事情，例如地震什么时候会发生，你知道地震是随着时间的推移按一定频率发生的，但你不知道某一次地震将会发生在某一个特定的时间。但是你可以预测即将发生的地震的强弱分布，这种强弱分布是遵循指数定律的，这就是很有用的概念。

约翰格里宾(John Gribbin)的《深奧的簡潔》这是一本非常棒的书。当然，也有一个很棒的书名，这是我们一直在寻找的东西。并不是所有人都会喜欢《深奧的簡潔》这本书的，因为试图全部理解其内容是相当难的。不管怎样，这本书确实是一本好书，如果你尽了力还读不懂的话，你可以把它送给一个比你更智慧的人……(2004)



《Les Schwab Pride in Performance: Keep It Going》Les Schwab, 1986

莱斯施瓦伯 Les Schwab, 1917–2007，出生在俄勒冈州的本德市。二战期间，他在空军服役，退役后回到俄勒冈州，买下了 OK 轮胎店。在他的经营之下，这家小店的销售额从每年 3.2 万美元提高到了 15 万美元。1950 年代，施瓦伯开始在靠近太平洋的西北部地区开设分店。通过一系列创新措施，包括利润分成、“超市式”的产品选择、独立于轮胎制造商等政策，该公司目前开设的分店超过 300 家，每年销售额超过 10 亿美元。

这本自传是一个关于 Les Schwab 和他的公司的故事。他讲述了自己是如何开始做轮胎生意的，并与读者分享了自己通过培养成功员工来建立成功企业的想法。Schwab 是一个商人，不是作家，但就像在商界一样，他把自己的观点表达清楚了。他是太平洋西北地区轮胎业无可争议的王者。他的公司是世界上最大的独立轮胎公司，他让这一切看起来很容易。如果你在做生意或者想做生意，你必须读这本书。

芒格：是的，如果你想读一本书，来证明整个小企业的薪酬体系非常精明，那就读 Les Schwab 的自传《Les Schwab Pride in Performance》，他在美国西北部开了很多轮胎店(Les Schwab Tire Centers Inc.)，卖轮胎的数以亿计。他通过拥有精明的薪酬制度，在世界上最困难的行业之一赚了一大笔钱。他能告诉你的比我们多得多。

巴菲特：是的，他自己解决了这个问题，这是一本有趣的书，你知道，卖轮胎，你怎么赚钱呢？这是一个像山姆沃尔顿这样的人。我向你保证，薪酬制度在沃尔玛或查理的参与好市多都是非常理性的，因为你有非常理性的人经营他们。他们想要吸引最优秀的管理者，他们想从他们身上得到最好的东西。他们没有必要为平庸付出代价。但这确实需要对业务的了解。如果你不了解一家企业，你都会在与经理和顾问的相处中遇到问题，也会在如何支付员工薪酬的问题上受到批评。(2004)



《The Path to Power: The Years of Lyndon Johnson》Robert A.Caro, 1982

《权力之路：林登·约翰逊传》四川文艺出版社，2018

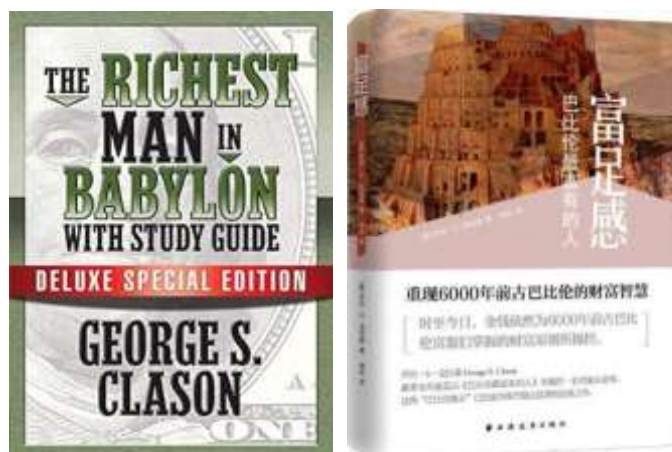
芒格：我很喜欢 Caro 的书，我认为那本书写得很好，《林登·约翰逊传》对于每一个想正确认识人类状况的人来说都很有用，林登·约翰逊很真实，他在说谎言更有效果时，绝不会说实话。他总能厚着脸皮做到，他一生也是按照这种方式来做人的。他才华出众，精力过人，对于这个世界，他功劳很大，过失也很多，我不能确定他是功大于过还是过大于功。当你像林登约翰逊那样不断撒谎时，生活也会变得很可怕。我想起我曾在伯克希尔股东大会上讲过一个强盗大王的故事：他说话时，就是在撒谎；安静时，就是在偷窃。不管怎样，Caro 的《林登约翰逊传》是一本好书，但是就其一生说谎成性来看，也是骇人听闻的。(2004)



《Fortune's Formula》2006

《赌神数学家：战胜拉斯维加斯和金融市场的财富公式》机械工业出版社，2020

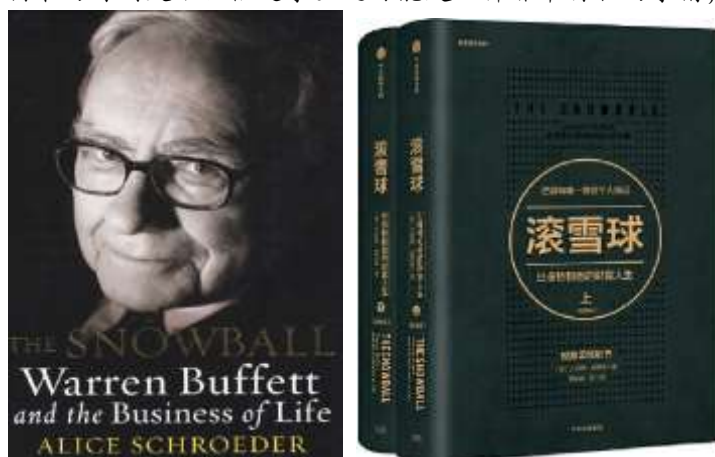
芒格：最近的好书是《财富公式》(Fortune's Formula)，一本讲马经的书。在香港，赛马经营得好像股票市场，赔率设置得和股票差不多(行情显示牌)。尽管由马会来决定派彩的方法，但有人能设计出一套制胜的法则，这有点像对冲基金做的事——赌术要高人一筹。(2006)



《The richest man in Babylon》

《富足感:巴比伦富有的人》上海远东出版社，2018

芒格：我年轻读过一本关于储蓄的书，《巴比伦最富有的人》(The richest man in Babylon)，它告诉我们用节省的收入来投资的乐趣，以及随着时间的推移，它会有多么奇妙的效果。你瞧，我完全按照这本小册子的建议去做了，而且奏效了。然后，我有了一个精神复利的想法。所以我最终决定，我要把一天中最好的一小时用来改善我自己的思维，然后把剩下的时间交给世俗之事。这可能是一件非常自私的事情，但它起到了作用。(2007)

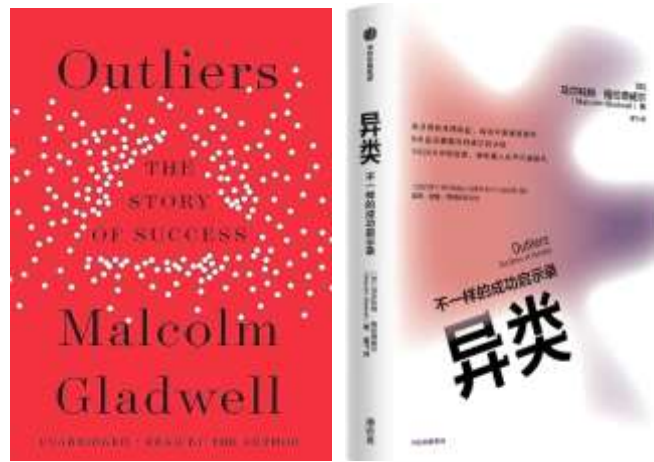


《The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life》Alice Schroeder，2008

《滚雪球：巴菲特和他的财富人生》中信出版社，2018

芒格：是的，那是一本有趣的书，对一个人的一生进行了如此详细的描述。尽管像那样厚的书难免会有错误，但书中大部分的内容是准确的。而且，她也为自己挣了不少钱。(2009)

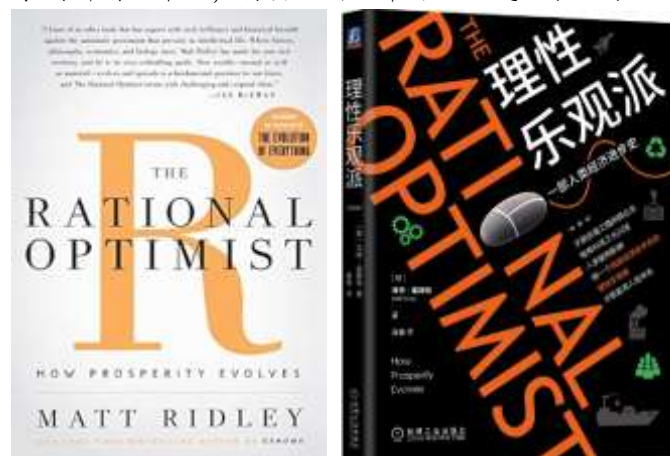
本书是唯一一本巴菲特本人授权的“官方”传记。第一次揭开了巴菲特的真实人生，为我们描述了一个和普通人一样遭遇过挫折和失败的巴菲特，如何在投资和商业中获得了巨大成功和财富。同时，本书全面解读了巴菲特的投资理念和商业思想，让这位我们这个时代硕果仅存的商业领袖的精神财富，得以传承后世。在《滚雪球》这本书之前，沃伦巴菲特拒绝了许多传记作家、记者和出版商合作撰写他的生活的请求。在作为巴菲特唯一愿意交谈的华尔街分析师度过了六年之后，巴菲特找到了爱丽丝施罗德为他写传记。2003年，她辞去了在摩根士丹利的工作，前往奥马哈全职撰写这本书。施罗德花了2000多个小时阅读巴菲特的个人档案，同时采访了巴菲特、他的妻子、孩子、姐妹、朋友和商业伙伴。在施罗德开始写作之前，巴菲特告诉她，一旦这本书完成，他不会要求任何修改，而且，如果对他的生活有不同的描述，总是使用“不太讨好的版本”。



《Outliers: The Story of Success》Malcolm Gladwell, 2008

《异类：不一样成功启示录》中信出版社，2020

芒格：《异类》(outliers)，作者是MalcolmGladwell。这是一本了不起的书，一本畅销书。它成为畅销书是有原因的。这家伙总能找出能很好地指导推理的例子。我倾向于不要去阅读自助类的投资书籍，那有点像肥皂剧：我对所有的情节了如指掌。《异类》(outliers)书里最精彩的一章就是讲一个智商为200的人在生活中彻底失败的故事。如果你不能从那一章中吸取教训，我就不想在你身上下注。我不了解作者，但我被这本书惊呆了，这是一本了不起的书。它让你洞察到所谓的命运，将会如何主宰你的运气。(2009)



《The Rational Optimist: How Prosperity Evolves》Matt Ridley, 2010

《理性乐观派：一部人类经济进步史》机械工业出版社，2022

查理最近又重读了Matt Ridley的《理性乐观派：一部人类经济进步史》The Rational Optimist: How Prosperity Evolves。这是一本伟大的好书。Ridley对自由市场资本主义改变世界的方式非常着迷。具体来说，他爱上了分工是这一成功的主要因素这一观点。不过，他只看到了这一解释，而这是完全不够的。自由市场资本主义之所以如此成功，有多种因素。即使斯大林经营的是一家大头针工厂，他也会从中获得效率，亚当斯密《国富论》对此作了著名论述。(2011)



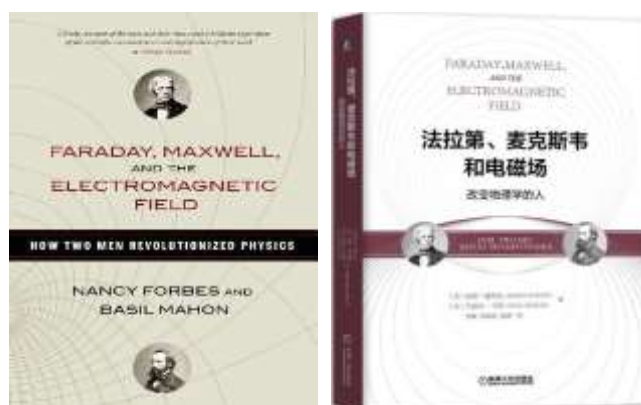
芒格：我讨厌承认这一点，因为我一生都忽略了高科技，但我确实读过那本描写谷歌的书《In the Plex》(Google 總部大揭密)，我发现这是一本非常有趣的书。现在我已经年事已高了，我发现人们创造这些工程文化的方式很有趣，这与我们在伯克希尔所拥有的大多数都很不同。我会利用这一切吗？我很怀疑。但我当然喜欢学习它。如果我喜欢学习它，那我就认为它很重要，因为我认为这就是你在这里的目的，就是让你每晚睡觉时比起床时更聪明一点。(2011)



《A Universe from Nothing》Lawrence M. Krauss, 2012

《无中生有的宇宙》天津科学技术出版社，2022

芒格：我在读一本我推荐给所有人的物理书。书名叫做《无中生有的宇宙》(A Universe from Nothing , Lawrence M. Krauss)，这是我曾读过的最卓越的书之一。它包括了一些我们应该知道，事实上也知道的一些东西：近代的天文学和天体物理的一些发现，非常基础，但是引人入胜，至少对我来说。我相信你们中的一些人也会觉得它很有趣。这本书讲了一些精彩的事情，都是当我们坐在这里讨论证券的时候，正在发生的事情。(2013)

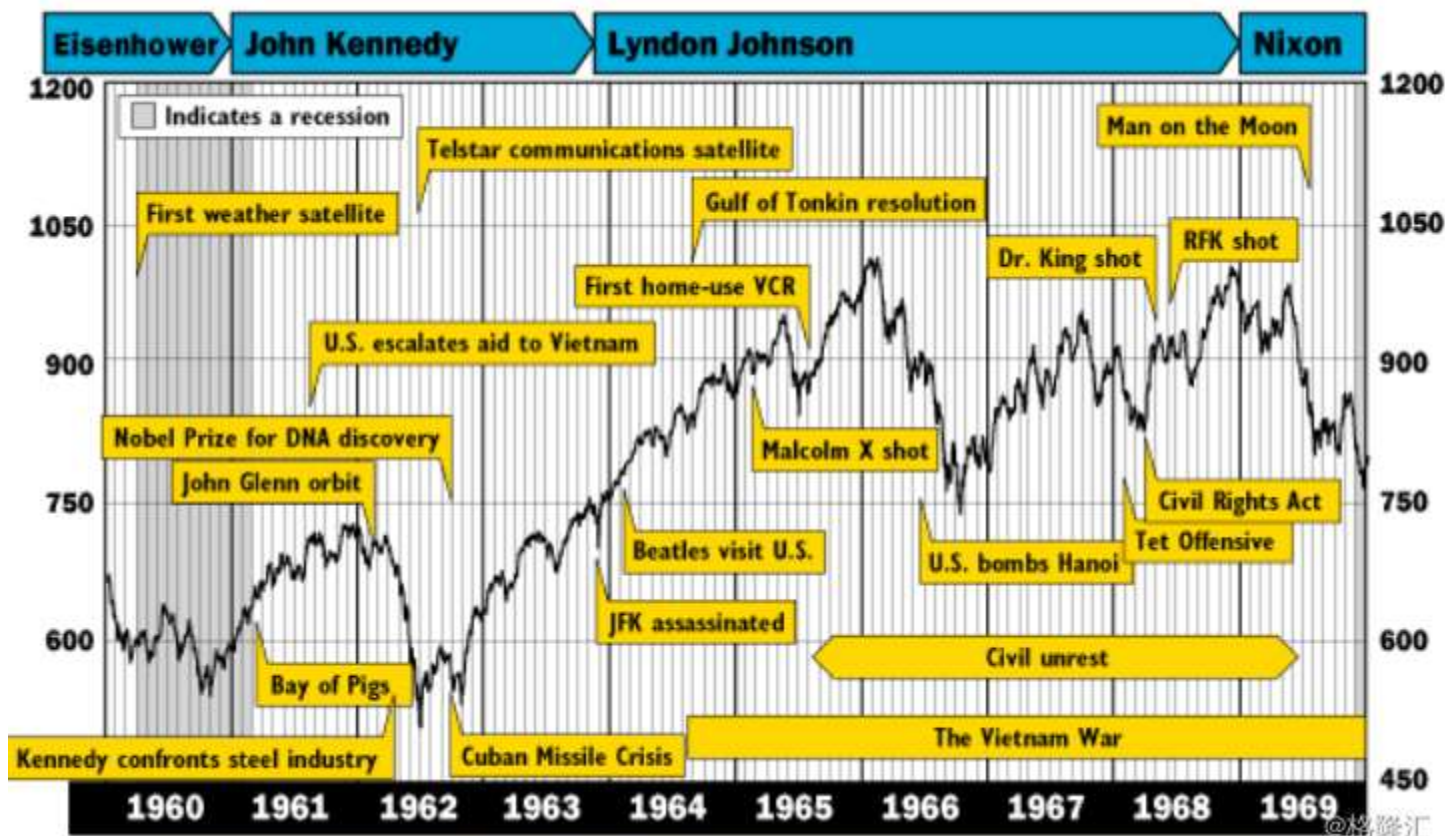


《Faraday, Maxwell, and the Electromagnetic Field》Nancy Forbes, 2014

《法拉第、麦克斯韦和电磁场：改变物理学的人》机械工业出版社，2020

芒格：我刚刚读了《法拉第、麦克斯韦和电磁场-改变物理学的人》(Nancy Forbes,Basil Mahon)，这本书既有科学传记，又有物理学解释，尤其是与电有关的内容。这是我读过的同类书中最好的一本，我非常喜欢。爱不释手。这是一项了不起的人类成就，而且两位作者都不是物理学家。(2014)

道指百年走势 1960-1969



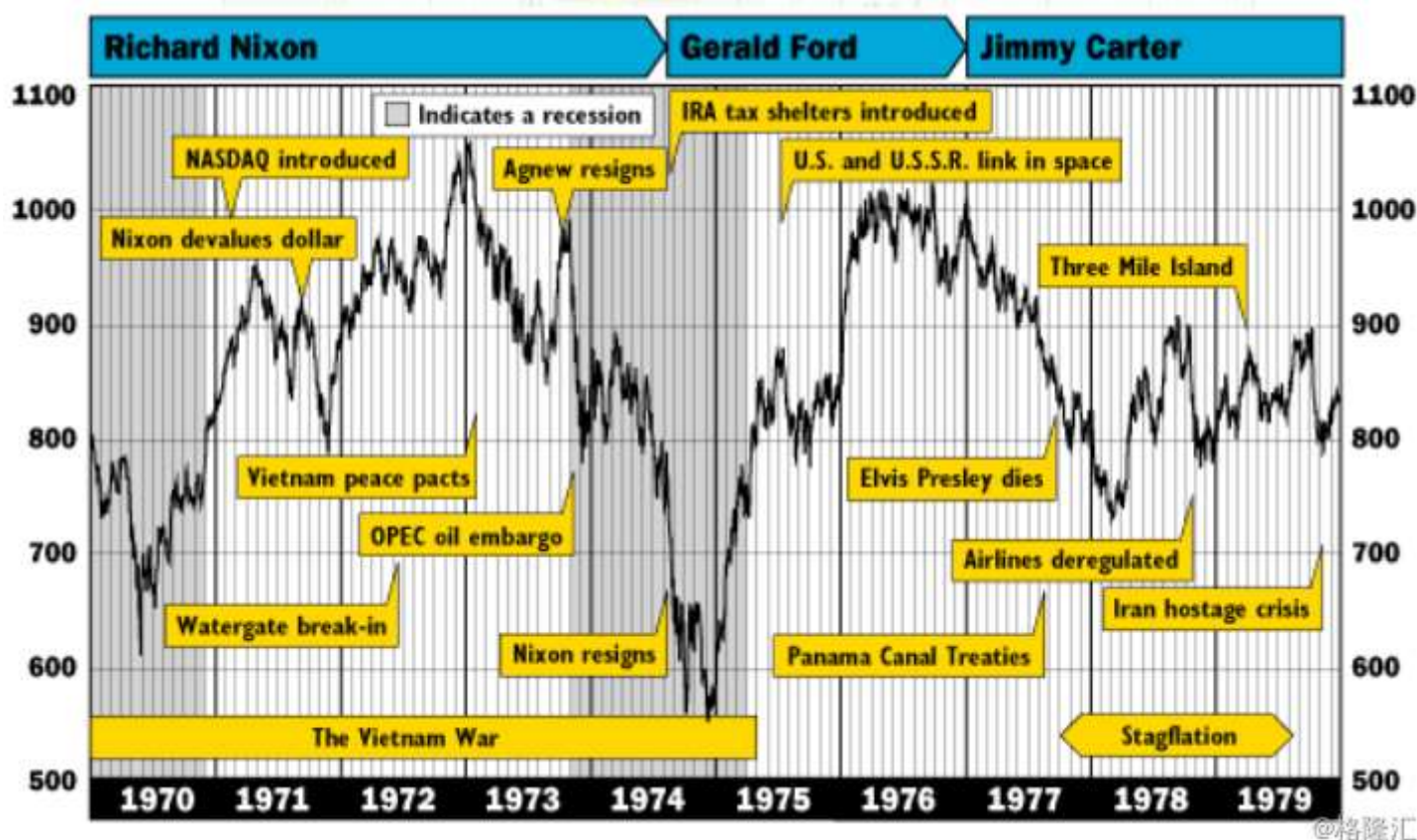
古巴飞弹危机动摇股指

1962年10月下旬，苏联开始在古巴部署进攻性核弹头飞弹的消息传开，导致道琼斯工业平均指数再次下挫。10月22日，肯尼迪总统(President Kennedy)警告说，无论从哪个国家、哪个港口开往古巴的船只，“只要被发现装载了进攻性武器，都必须返航。”至此，古巴飞弹危机进入高潮。随着苏联的船只越来越靠近古巴，许多人都担心世界末日即将到来。甘迺迪总统的弟弟、司法部长罗伯特-F-肯尼迪(Robert F. Kennedy)说，这是自第二次世界大战之后最严重的危机。紧张局势导致股市阴云笼罩，使那些本已因当年股市表现不佳而担惊受怕的投资者更为恐慌。(肯尼迪总统与钢铁公司的严重对立，正是美国股市下跌的原因之一。)早在八月份，就有关于苏联在古巴部署带核弹头飞弹的传闻，但是直到十月份局势才真正紧张起来。在10月22日肯尼迪总统发表措词严厉的讲话当天，道琼斯工业平均指数收盘于558.06点，较前一交易日下跌2%，较年初则下滑了24%。从事后来看，这凄凉凋敝的一周蕴涵着非常难得的买进机会。在十月底之前，苏联领导人赫鲁晓夫(Nikita Khrushchev)同意撤回飞弹，道琼斯工业平均指数开始长期持续上涨，一直涨到1963年3月。一年之后，1963年10月底，即距肯尼迪总统遇刺不到一个月的时候，道琼斯工业平均指数涨至755.23点，涨幅达到令人惊叹的35%。肯尼迪总统前助手、目前在纽约当律师的泰德-索伦森(Ted Sorensen)回忆到，“两个超级大国对彼此的核武库重新做了一番审视之后各自意识到，应该采用更好的方法解决两国之间的分歧。”该事件的一个结果是：双方在1963年签署了“禁止核武器试验条约”。同时，这场危机也使人们想出一句俏皮话：其他星球上之所以没有生命，是因为他们的科学家比我们的更加先进。

涨势行情的领导产业股：

1960年：食品、储蓄、借贷银行、烟草
 1963年：航空 1965年太空、彩色电视、半导体
 1967年：电脑、集团公司、饭店
 1968年：可移动式住屋 (Mobile Homes)

道指百年走势 1970-1979



1972 年道指终于突破一千点大关

1972 年 11 月 14 日，道琼斯工业平均指数突破 1000 点，纽约证交所内欢声雷动。

如果说道指存在所谓的心理关口的话，那就是"道指 1000 点"。在六年多的时间里，道指几度非常接近 1000 点，但在收盘时就是不能逾越这一"魔力"关口。

举例来说，1966 年 2 月 9 日，道指收盘于 995.15 点；1968 年 12 月 3 日，道指收于 985.21 点；1969 年 5 月时道指也曾经收于非常接近 1000 点的水平。但是直到 1972 年，这种奇怪的局面才有所突破。

今天仍活跃在股市上的许多交易者应该还记得 1972 年。当时，尼克森总统(Richard Nixon)在任，美国人纷纷挤进电影院去看"教父"，所有人都在收看名为"All in the Family"的电视节目。后来导致尼克森政府垮台的水门丑闻(The Watergate scandal)，当时还仅仅是捕风捉影的事。越南战争是个重大的问题，但就在道指突破 1000 点大关的当天，北越政府同意派出代表，同美国谈判代表季辛吉就结束战争事宜进行新一轮谈判。

此前一周，尼克森开始同乔治·麦高文(George McGovern)竞选，以谋求连任。此时美国经济表现良好，经济增长势头之猛非同寻常，通胀率同利率都很低。

股市方面，当时正值"50 支热门成长股(Nifty Fifty)"的黄金时期。这些股票如此热门，以至大家都称之为"一槌定音"股，即可以大胆买进，不愁买不出去。当时最热门股包括全录(Xerox)、雅芳(Avon)、IBM 和麦当劳(McDonald)等股票。

在道琼斯工业平均指数突破千点大关之后不久，股市开始衰退，1973-1974 年的大熊市开始了，到 1974 年 12 月时，道指一路下跌至 577.60 点。直到 1982 年下半年，自道指首次超过千点大关整整十年之后，道指才得以稳居 1000 点之上。

涨势行情的领导产业股：

1970 年：建筑、煤业、石油服务、餐饮、零售业

1971 年：可移动式住屋(MobileHomes)

1973 年：金矿、银业

1974 年：煤业

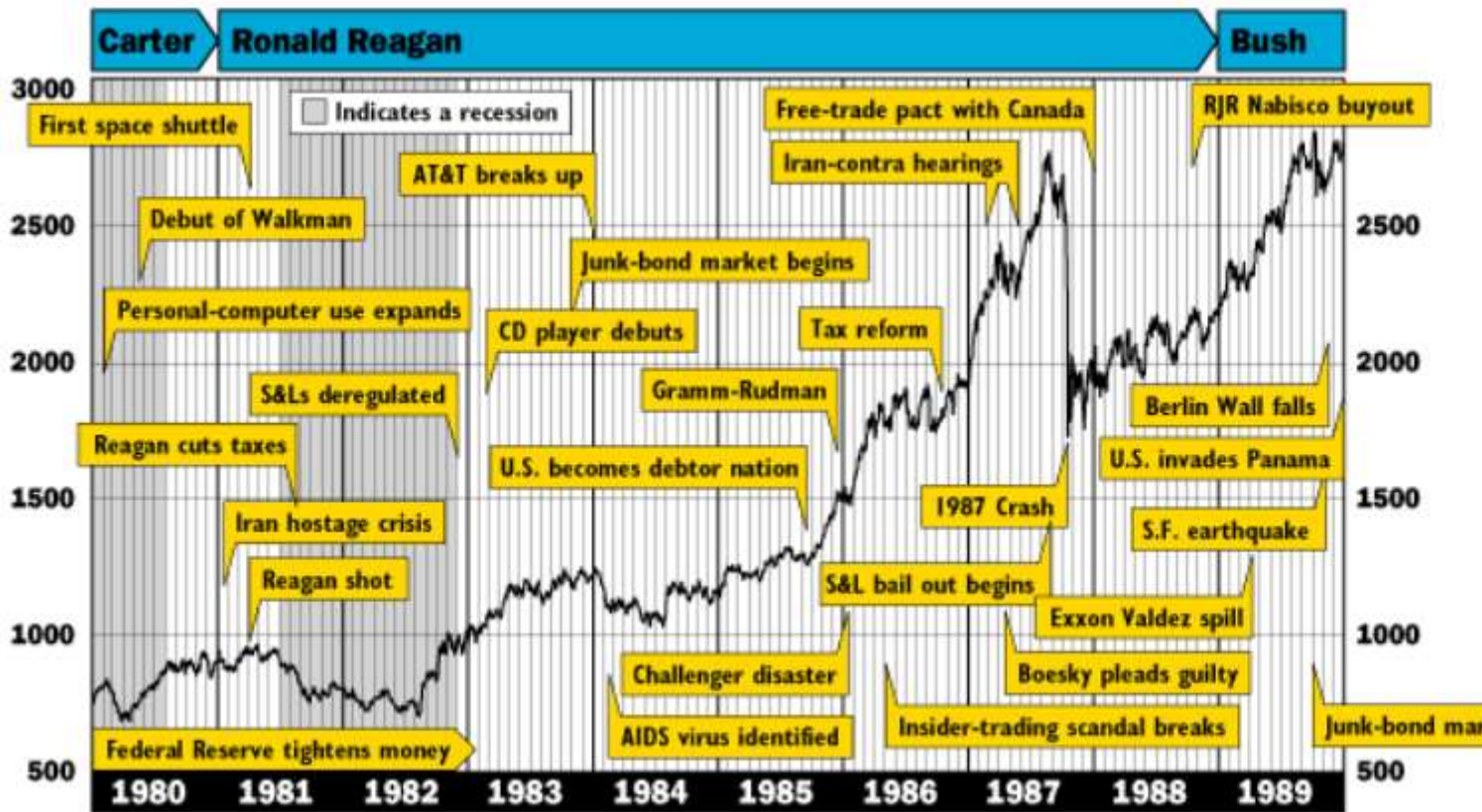
1975 年：目录展示场零售(Catalog showrooms)、石油

1976 年：医院、污染防制、安养院、石油

1978 年：电子、石油、小型电脑

1979 年：石油、石油服务、小型电脑

道指百年走势 1980-1989



道指突破 2000 点：

在道指突破了万点大关后，也许很难想象，就在十几年前，即 1987 年 1 月 8 日，道琼斯工业平均指数才首次攀升至 2000 点。

你可能还记得 1987 年。在那一年麦克-道格拉斯(Michael Douglas)在电影"华尔街"中扮演了那个贪婪的戈登-盖科(Gordon Gekko)。但正是在那一年，一出真正的好戏在真实的华尔街上拉开了帷幕。道琼斯工业平均指数以 1895.95 点迈入 1987 年，并随即开始了大跃进的历程，截至 8 月 25 日，道指已攀升至 2722.42 点，上涨幅度高达 44%。在秋季，随天气转凉，道指走势急转直下，在两个月的时间里便损失了近 1000 点。卖盘在 10 月 19 日达到高潮，当日即暴跌 508 点，跌幅达 23%，日跌幅创下了历史新高。

在道琼斯工业平均指数突破 2000 点后，几乎没有人预测到道指后来的辉煌。当时市场普遍认为，道指在大幅攀升后需要一段时间进行调整。

总部设在圣路易的 A. G. Edwards & Sons 公司分析师阿尔弗雷德-高曼(Alfred Goldman)曾预言股市在大涨之后将会下跌。纽约基金经理罗伯特-斯托维尔(Robert Stovall)也认为将出现一个"土拨鼠日"(groundhog day)，股市将会看到"自己的阴影并迅速地跳进阴影"。潘韦伯公司的玛丽-法雷尔(Mary Farrell)相信股市将陷入区间交易，波动将局限于 1800 点至 2200 点之间。

也没有多少人能够预料到道指会在接下去的十年中连续向上突破七个千点大关。毕竟，道指共用掉了七十六年的时间才爬升至 1000 点，然后又费时十四年走过 2000 点。

随道指不断上涨，每一点的涨幅百分比在不断缩小，因此下一个千点的突破变得愈加容易。

Shearson Lehman Brothers 公司交易商杰克·贝克(Jack Baker)在道指冲破 2000 点大关时兴奋地喊道，"真是太令人兴奋了，这就是历史。我见证了道指在 1000 点与 2000 点处的逾越，我希望能够活到道指突破 3000 点的那一天。"贝克先生表达了当时投资者的心声。尽管当时的市场人士对股市前景极为乐观，但他们也没有料到仅在四年后贝克便实现了他的愿望。

涨势行情的领导产业股：

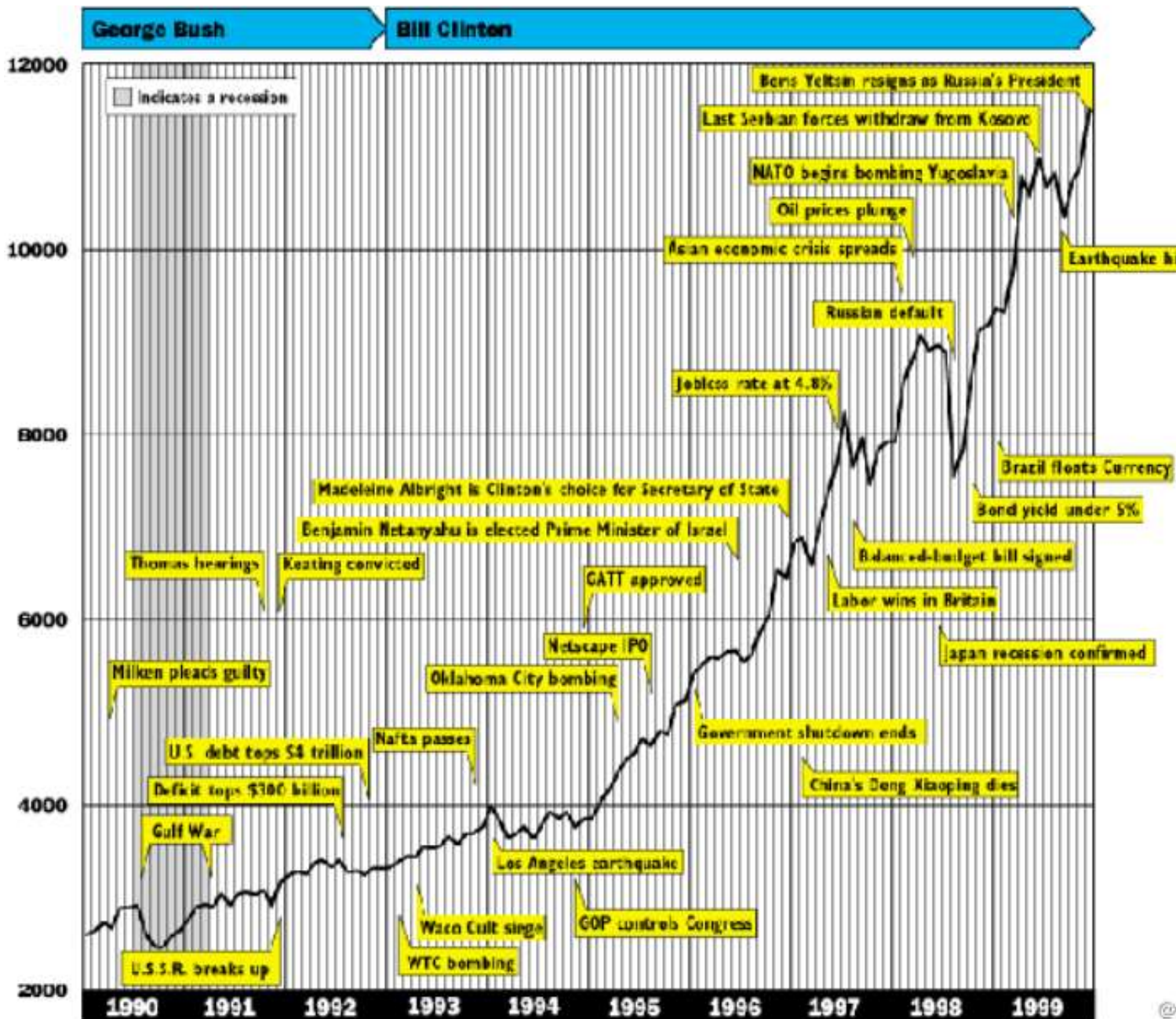
1980 年：小型电脑

1982 年：服装、汽车、建筑、折扣超市、军用电子、可移动式住屋、服装零售、玩具

1984-87 年：生化药品、食品、糕饼、超市、有线电视、电脑软体

1988-90 年：鞋业、糖业、有线电视、软体、珠宝零售、通讯、医疗保健

道指 1990-1999



侯赛因 (SaddamHussein) 大熊昂首华尔街

1990 年伊拉克入侵科威特，投资者对萨达姆-侯赛因难以捉摸的举动忧心忡忡，道琼斯工业平均指数下跌了 21%。这一轮走势被称为侯赛因熊市。虽然股市下跌的速度较快，但其下跌幅度符合传统的熊市定义，即主要股指的跌幅超过 20%。

道指在当年夏季曾不止一次尝试跨越 3000 点，但均在距离 3000 点还不到一个点时便戛然而止，道指在 7 月 16 日与 7 月 17 日均收于 2999.75 点，令人惋惜不已。股市在上冲未果后开始回落，并在 10 月 11 日跌至 2365.10 点。8 月 2 日伊拉克入侵科威特，股市跌情则在八月中期达到了高潮。此番行情发生在布希总统表示入侵“无法忍受”之后，以及美国表明将要采取措施之前。对美国可能会陷入长期的战争困扰以及萨达姆可能会使用化学或生物武器的恐惧加速了股市的下跌。但由于战争迅速结束，美国大获全胜，1991 年 1 月 17 日，道琼斯工业平均指数飙升了 114 点。

BirinyiAssociates 公司拉斯罗-伯英伊 (LaszloBirinyi) 指出，股市对战争结果的预测要比大多数人更为准确，“股市早在十月份就已预料到战争不会持久。”

当然，战争并不是股市在 1990 年低迷的唯一因素。经济状况也给股市投下了一层阴影。实际上，当时的美国经济已处于衰退之中，但直至 1992 年美国国家经济研究局才宣布美国经济在 1990 年 7 月至 1991 年 3 月期间出现了衰退。直到 1999 年年底，1990 年仍被看作是最后一个熊市。在其后的八年里，股市下跌幅度最大的一次是在 1997 年 10 月，股市下跌了 7.2%。但股市随即在不到一个月的时间里弥补了 554 点的损失。

当美国在 1998 年因联合国武器核查问题而再次与萨达姆翻脸时，市场似乎不为所动。在对伊拉克空中打击措施成功实施后，股市稳步攀升并首次突破了 1 万点大关。

跨越 3000 点大关的坎坷之路

随道琼斯工业平均指数在 1990 年夏季逼近 3000 点，该指数在近期内突破 3000 点大关似乎已成定局。此时距 1987 年 1 月突破 2000 点时已大约有三年半时间。

在 1990 年 7 月 17 日，道琼斯工业平均指数收盘于 2999.75 点，距 3000 点仅有四分之一点之遥。第二天，道指盘中突破了 3000 点，但仍收于 2999.75 点。

七月，道指盘中多次突破 3000 点，但收盘时总是功亏一篑。在 1990 年的馀下时间里，3000 点逐渐变得可望而不可及。

当时的美国经济已陷入衰退，但市场对此并不知情，伊拉克独裁者萨达姆对波斯湾的入侵引发了投资者的恐惧。道琼斯工业平均指数在十月份一路回落至 2365.10 点。投资者不禁回想起 1966 年，当年道指也曾在盘中突破了 1000 点大关，但在历时六年后，道指才重又站在 1000 点之上。

在 1991 年春季，美国以极大优势粉碎了萨达姆的军事力量，美国经济也走出衰退阴影，道指终于克服了 3000 点的阻力，收于 3004.46 点。这一天是 1991 年 4 月 17 日，距突破 2000 点为时四年多。道琼斯工业平均指数从 1000 点涨至 2000 点共用时十四年(涨幅百分比相对较大)。

乔治·布什是当时的总统并负责指挥波斯湾战争。由于 1990 年至 1991 年初美国经济疲软，以及其它一些因素使布什在选民中的声望受到损害。布什在 1992 年的总统选举中败给了比尔·克林顿。

位于康乃狄克州格林威治镇的 BirinyiAssociates 公司经理拉斯罗·伯英伊(LaszloBirinyi)表示，在道指突破 3000 点后，股市的波动范围急剧缩小。在八个月的时间里，道琼斯工业平均指数仅在 2900 点至 3100 点之间的狭窄空间内振荡，3000 点似乎变成了一块磁铁。在十二月后期，股市再次腾飞，奔向下一个千点。

涨势行情的领导产业股：

1990-94 年医疗产品、生化科技、电脑周边/LAN、餐饮、电玩、银行、油气探採、半导体、通讯、生化药品、有线电视

1995-98 年电脑周边/LAN、电脑软体、网路、银行、个人电脑、探油设备、直销

1999-00 年网际网路、医药、电脑记忆体、电讯设备、半导体生产、电脑通讯、光纤设备、电脑商务软体