

## 巴菲特致股东信

1987 年

本公司在 1978 年的净值增加了四亿六千四百万，较去年增加了 19.5%，而过去 23 年以来（自从现有经营阶层接手后），每股净值从 19 元成长到现在的 2,477 美元，年复合成长率约为 23.1%。

真正重要的当然是企业每股实际价值，而非帐面价值的增加，在许多情况下一家公司的帐面与其实际价值一点关连都没有，举例来说，LTV 与鲍德温联合公司就在宣布破产之前的会计师签证的年度报告还显示，帐面各有净值六亿与四亿美金，但是另一个公司 Belridge 石油在 1979 年以 36 亿美元高价卖给壳牌石油之时，帐面净值却不到两亿。

不过在伯克希尔两者成长的趋势倒是蛮相近的，过去十年公司的实际价值成长率略高于帐面价值成长率，很高兴这种好现象在今年也能持续维持。

我们企业价值对帐面价值的差距，因为以下二个简单的原因又扩大了一点，一是我们拥有优秀的企业，一是这些企业皆由最优秀的经理人在管理。

各位有理由对第二个原因表示意见，因为一家企业的总经理很少会告诉公司股东说，你们所投资的公司是由一群笨蛋组成的经营阶层来管理，而也就是为了要避免露出马脚，

所以常常使得一些公司常常会出现相当诡异的财务报表。

通常在致股东的报告中，CEO 会花一大篇幅详细描述过去企业的表现是如何的不当，最后不可免俗地会以感性的语气来形容其所带领的公司干部实在是公司最珍贵的资产，这种形容有时会让人搞不清楚那其它的资产到底又算是什么？

不过在伯克希尔，我个人对于管理干部任何的称赞都是很容易让人理解的，首先请看看第七页，显示本公司七个非金融业的主要企业-水牛城报纸、费区海默西服、寇比吸尘器、内布拉斯加家具、史考特飞兹集团、喜斯糖果与世界百科全书的获利状况(以历史成本会计基础)，1987 年这七家公司的年度在扣除利息与所得税前的获利高达一亿八千万美元。

单独这数字本身并不足以说明其特殊性，但若你知道他们利用多少资金就达到这项成果时，你就知道他们是如何地了不起了，事实上这些公司的负债比例都非常的低，去年的利息费用总共加起来也不过只有二百万美元，所以合计税前获利一亿七千八百万，而帐列的历史投资股本竟只有一亿七千五百万！（最后增长成只要 1 倍 PE！）

若把这七家公司视作是单一个体公司，则税后净利约为一亿美元，股东权益投资报酬率更将高达 57%，（不是我们所说的 ROE，而是用现在的利润除以以前的股本。就象用 2010 年格力的利润除以 1999 年格力的市值。）即使财务杠杆再

高，你也很难在一般公司看到这种比率，根据财星杂志在1988年出版的投资人手册，在全美五百大制造业与五百大服务业中，只有六家公司过去十年的股东权益报酬率超过30%，最高的一家也不过只有40.2%。

当然伯克希尔真正从这些公司赚得的报酬并没有那么地高，因为当初买下这些公司时，支付了相当的溢价才取得这些股份，经过统计我们在这些公司原始投资超过其帐列的股权净值的溢价金额约为二亿二千二百万美元，当然要判断这些公司经理人的绩效应该是要看他们创造的盈余是靠多少资产所产生的，至于我们用多少钱买下这些公司与经理人的绩效并无关联，就算你用高于净值六倍的价钱买下一家公司，同样也不会影响该公司的股东权益报酬率。

以上所提数字代表着三项重要的指针，首先现在这七家企业的真正价值远高于其帐面净值，同样也远高于伯克希尔帐列的投资成本，第二因为经营这些事业并不需要太多的资金，所以这些公司利用所赚取的盈余便足以支应本身业务的发展，第三这些事业都由非常能干的经理人在经营，像是Blumkins 家族、Heldmans、Chuck Huggins、Stan Lipsey 与Ralph Schey 皆兼具才干、精力与品格，将旗下事业经营的有声有色。

也因此当初这些明星经理人加入时，我们并抱持着极高的期待，事后证明得到的结果远高于预期，我们获得远高于

我们所应得的，当然我们很乐意接受这样不公平的对待，我们借用杰克班尼在获得最佳男主角时的感言：“我不应该得到这个奖项，但同样地我也不应该得到关节炎。”

除了这七个圣徒之外，我们还有一项主要的事业-保险，同样地我也认为它的价值远高于其帐列的资产，只是要评估一家产物意外险公司的价值就没有办法那么明确了，这个产业变动很大，报表所列的获利数字有时会有很大的偏差，而且最近税法修正对我们未来年度的获利有很大的影响，尽管如此保险事业仍会是我们经营事业的最大重心，在 Mike Goldberg 的管理之下，保险事业的报酬仍可期待。

有这些优秀的专业经理人，在事业的日常营运上，查理孟格跟我实在是没有什么好费心思的地方，事实上，平心而论我们管的越多，可能只会把事情搞砸，在伯克希尔我们没有企业会议，也没有年度预算，更没有绩效考核(当然各个企业单位因应自身所需，有自己的一套管理办法)，但总的来说，我们实在没有什么可以告诉指导 Blumkin 如何去卖家具事业或是指导 Heldman 家族如何经营制服事业。

我们对于这些所属事业单位最重要的支持就是适时地给予掌声，但这绝对不是在做烂好人，相反地这是长久下来我们深入观察这些企业的经营结果与管理当局的作为所给予的正面肯定，我们两个人这些年来看过太多平庸企业的表现，所以我们是真正地珍惜他们艺术级的演出，对于 1987

年旗下子公司整体的表现，我们只能报以热烈的掌声，而且是震耳欲聋的掌声。

### 盈余的来源

下表显示 Berkshire 主要盈余的来源，其中商誉的摊销与购买法的会计调整数，特别从各个企业挑出汇总成单独一栏，事实上这样的目的是为了让我们旗下事业的经营绩效，不因我们买下他们而有所影响，在 1983 与 1986 年的年报中，我已不只一次的解释这样的表达方式会比依照一般公认会计原则更符合管理当局。

*(000s omitted)*

	<i>Pre-Tax Earnings</i>		<i>Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)</i>	
	<i>1987</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1986</i>
Operating Earnings:				
Insurance Group:				
Underwriting .....	\$ (55,429)	\$ (55,844)	\$ (20,696)	\$ (29,864)
Net Investment Income .....	152,483	107,143	136,658	96,440
Buffalo News .....	39,410	34,736	21,304	16,918
Fechheimer (Acquired 6/3/86) .....	13,332	8,400	6,580	3,792
Kirby .....	22,408	20,218	12,891	10,508
Nebraska Furniture Mart .....	16,837	17,685	7,554	7,192
Scott Fetzer Mfg. Group .....	30,591	25,358	17,555	13,354
See's Candies .....	31,693	30,347	17,363	15,176
Wesco - other than Insurance .....	6,209	5,542	4,978	5,550
World Book .....	25,745	21,978	15,136	11,670
Amortization of Goodwill .....	(2,862)	(2,555)	(2,862)	(2,555)
Other Purchase-Price				
Accounting Adjustments .....	(5,546)	(10,033)	(6,544)	(11,031)
Interest on Debt and				
Pre-Payment Penalty .....	(11,474)	(23,891)	(5,905)	(12,213)
Shareholder-Designated				
Contributions .....	(4,938)	(3,997)	(2,963)	(2,158)
Other .....	22,460	20,770	13,696	8,685
Operating Earnings .....	280,919	195,857	214,745	131,464
Sales of Securities .....	27,319	216,242	19,807	150,897
Total Earnings - All Entities ..	\$308,238	\$412,099	\$234,552	\$282,361

与投资者的需要，当然最后加总结算的数字，还是会与会计师出具的财务报表上的盈余数字完全一致。

在后面的部门别信息中，大家可以找到个别事业的详细信息，除此之外，我也强烈建议大家一定要看查理写给 Wesco 股东叙述其旗下事业情况的一封信。

Gypsy Rose Lee 在她晚年的一场生日宴会上宣布：“我还是拥有去年所有的一切，现在唯一的差别是全部都矮了两吋。”如同本表所示，在 1987 年几乎我们所有的事业都又成长的一岁。

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

经验显示，能够创造盈余新高的企业，现在做生意的方式通常与其五年前甚至十年前没有多大的差异，当然管理当局绝对不能够太过自满，因为企业总有不断的机会可以改善本身的服务、产品线、制造能力等等，且绝对必须要好好把握，不过一家公司若是为了改变而改变，反而可能增加犯错

的机会，讲的更深入一点，在一块动荡不安的土地之上，是不太可能建造一座固若金汤的城堡，而具有这样稳定特质的企业却是持续创造高获利的关键。

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

（偶也用ROE这个指标扫了所有的上市公司近几年的情况，挑了些好的ROE的公司出来。有兴趣的可以问我要哦。）

这些财富之星可能让你大开眼界，首先相对于本身支付利息的能力，他们所运用的财务杠杆极其有限，一家真正好的公司是不需要借钱的，第二除了有一家所谓的高科技公司，另外少数几家属于制药业以外，大多数的公司产业相当平凡普通，大部分现在销售的产品或服务与十年前大致相同，（虽然数量或是价格、或是两者都有，比以前高很多），这些公司的记录显示，充分运用现有产业地位，或是专注在单一领导的产品品牌之上（喜欢专一的！）通常是创造企业暴利的不二法门。

事实上我们在伯克希尔的经验正是如此，我们的专业经理人所以能够缔造优异的成绩，所从事的业务相当平凡，但重点是把它们做到极致，经理人致力于保护企业本身、控制

成本，基于现有能力寻找新产品与新市场来巩固既有优势，他们从不受外界诱惑，钜细靡遗地专注于企业之上，而其成绩有目共睹。

### 以下是近况报导

克里思蒂小姐嫁给一位考古学家，她曾说：“配偶最理想的职业就是考古学家，因为你越老，他就越有兴趣”，事实上应该是商学院而非考古学系的学生，需要多多研究 B 太太——这位 NFM 高龄 94 岁的负责人。

五十年以前 B 太太以五百块美金创业，到如今 NFM 已是全美远近驰名的家具量贩店，但是 B 太太还是一样从早到晚，一个礼拜工作七天，掌管采购、销售与管理，我很确定她现在正蓄势待发，准备在未来的五到十年内，全力冲刺再创高峰，也因此我已说服董事会取消一百岁强迫退休的年龄上限，（也该是时候了，随着时光的流逝，越来越相信这个规定是该修改了）（做自己喜欢做的事）。

去年(1987 年)NFM 的销货净额是一亿四千多万美元，较前一年度成长 8%，这是全美独一无二的一家店，也是全美独一无二的家族，B 太太跟她三个儿子拥有天生的生意头脑、品格与冲劲，且分工合作，团结一致。

B 太太家族的杰出表现，不但让身为股东的我们受益良多，NFM 的客户们更受惠更大，只要选择 NFM 的产品据估计光是 1987 年就可省下至少三千万美元，换句话说若客户到

别处去买可能要贵上这么多钱。

去年我接到一封无名氏所写的相当有趣的信：“很遗憾看到伯克希尔第二季的获利下滑，想要提高贵公司的获利吗？有一个不错的法子，去查查 NFM 的产品售价，你会发现他们把一、两成的获利空间白白奉送给客户，算算一年一亿四千万的营业额，那可是二千八百万的利润，这个数字实在是相当可观，再看看别家家具、地毯或是电器用品的价格，你就会发现把价格调回来是再合理不过了谢谢一位竞争同业留。”（价格是护城河，怎么搞到这么低的价格？别的人搞不到？）

展望未来 NFM 在 B 太太“价格公道实在”的座右铭领导下，必将继续成长茁壮。

在全美相同规模(或甚至更大)的报纸中，水牛城报纸有两个特点第一、它在平时与假日的普及率最高(即订户数在该地区家户数的比率)，第二是新闻比率最高(新闻版面占总版面的比率)。

事实上一份报纸能够同时拥有这两项特色绝对不是巧合，因为新闻内容越丰富，也就越能吸引更广泛的读者，从而提高普及率，当然除了量之外，新闻品质也很重要，这不但代表要有好的报导与编辑，也代表要有实时性与关联性，为了让报纸成为读者们不可或缺的东西，它必须能够马上告诉读者许多他们想要知道的事情，而不是等读者们都已知道

后，事后报纸才刊登出来。

以水牛城日报来说我们平均每 24 小时出七个版本，每次内容都会更新，举一个简单的例子就足以让人感到惊奇，光是每天的讣文就会更新七次，也就是说每则新增的讣文会在报纸上连续刊登七个版。

当然一份新闻也必须要有有深度的全国与国际性新闻，但一份地区性的报纸也必须及时并广泛地报导社区动态，要把这点做好除了必须要有足够的空间，并加以有效地运用。

如同往年，去年(1987 年)我们的新闻比大约是 50%，若是我们把这比率砍到一般 40%的水准，我们一年约可省下四百万美金的新闻成本，但我们从来都不会考虑如此做，就算哪一天我们的获利大幅缩减也是一样。

基本上查理跟我都不太相信营业预算，像是“间接费用必须缩减，因为预估营业收入不若以往”之类的说法。如果有一天我们必须降低新闻比率或是牺牲喜斯糖果的品质与服务，以提升疲弱不振的获利表现，或是相反地因为伯克希尔太多钱以致现金花不完，就去聘请经济分析师、公关顾问等对公司一点帮助都没有的人。这些做法一点道理都没有，我们完全不了解为何有些公司因为公司赚太多钱就增加一些没有用的人来消化预算，或是因为获利不佳就砍掉一些关键的人事，这种变来变去的方式既不符合人性也不符合商业原则，我们的目标是不论如何都要做对伯克希尔的客户与员工有

意义的事，（你可能会问那公司专机又是怎幺一回事？嗯！我想有时一个人总会有忘了原则的时候）

虽然水牛城新闻的营收最近几年只有些微的成长，但在发行人 Stan Lipsey 杰出的管理之下，获利却反而大幅成长，有好几年我甚至错误地预测该报的获利会下滑，而同样地今年我也不会让大家失望，1988 年不管是毛利或者是获利都会缩水，其中新闻印刷成本的飞涨是主要的原因。

费区海默兄弟公司是我们旗下另一个家族企业，而就像 Blumkins 一样是个非常杰出的家族，Heldmans 家族三代几十年来，努力不懈地建立了这家制服制造与销售公司，而在伯克希尔取得所有权的 1986 年，该公司的获利更创新高，此后 Heldmans 家族并未停下脚步，去年(1987 年)盈余又大幅增加，而展望今年(1988 年)前景更是看好。

在制服事业大概没有什么出奇的事，唯一的惊奇就是 Heldmans 家族，Bob、George、Gary、Roger 跟 Fred，对于这行业熟的不能再熟，同时也乐在其中，我们何其有幸能与他们一起合作共事。

Chuck Huggins 持续为喜斯糖果缔造新猷，自从十六年前我们买下这家公司，并请他主掌这项事业时，便一直是如此，在 1987 年糖果销售量创下近二千五百万英镑的新高，同时连续第二年单店平均营业额维持不坠，你可能会觉得没什么了不起，事实上这已是相当大的改善，因为过去连续六

年数字都呈现下滑的趋势。

虽然 1986 年的圣诞节特别旺，但 1987 年的记录比 86 年还要好，使得季节因素对喜斯糖果来说越来越重要，经统计去年一整年约有 85% 的获利是在十二月单月所创造的。

糖果店是个很好玩的地方，但对大部分的老板来说就不那么有趣了，就我们所知，这几年来除了喜斯赚大钱之外，其它糖果店的经营皆相当惨淡，所以很明显的喜斯搭的并不是顺风车，它的表现是扎扎实实的。

这项成就当然需要优秀的产品，这个倒不是问题，因为我们确实拥有，但除此之外它还需要对客户衷心的服务，Chuck 可以说是百分之百地为客户设想，而他的态度更直接感染到公司上下所有的员工。

以下是一个具体的例证，在喜斯我们通常会定期增添新的口味并删除旧的口味以维持大约一百种组合，去年我们淘汰了 14 种口味，结果其中有两种让我们的客户无法忘怀，而不断地表达他们对我们这种举动的不满。

“愿喜斯所有做出这种卑鄙决定的相关人士嘴巴流脓长疮；愿你们新的巧克力糖在运送途中融化；愿你们吃到酸掉的糖果；愿你们的亏大钱；我们正试图寻求要求你们恢复供应原有口味的法院强制令。”，总计最后我们收到好几百封的抱怨信。（这些顾客忠诚度好高啊，都人身攻击了！）

为此 Chuck 不但重新推出原来的口味，他还将危机化为

转机，所有来信的客户都得到完整且诚实的回复，信上是这样写的：“虽然我们做出错误的决定，但值得庆幸的是最后得以以喜剧收场”，随信还附赠一个特别的小礼物。

过去两年喜斯糖果仅稍微地涨价，在今年(1988年)我们仍会继续调涨价格，幅度还算合理，只是截至目前为止销售持续低迷，预计今年公司盈余将难再有继续成长的可能性。

世界百科全书、寇比吸尘器与史考特费兹制造集团皆由Ralph所领导，很高兴我们能做这样的安排，去年我曾告诉各位史考特费兹集团在我们买下公司的当年度-1986年的表现超乎预期，但去年1987年的表现更出色，税前获利成长了10%，但所耗费的资金却较前年大幅缩减。

Ralph同时掌管19项事业的方式实在是令人叹为观止，同时他也吸引了一群优秀的经理人协助他经营事业，我们很乐意在多找一些事业交到Ralph旗下去经营。

由于史考特费兹的事业范围过于繁杂，在此不便详述，这里谨就其中一项我们的最爱-世界百科全书加以介绍，去年底世界百科全书推出自1962年以来改版最多的最新版本，全套书中的彩色照片从14,000张增加到24,000张，超过6,000篇文章从新编写，840位作者参与；查理跟我衷心向您与您的家庭推荐包含世界百科全书与儿童工艺等一系列的套书。

在去年该套书在美国地区销售量连续第五年成长，国外

地区的销量与获利亦大幅增加，史考特费兹集团前景看好，尤其世界百科全书更是如此。

### 保险事业营运

综合比率代表所有保险成本(发生损失加上费用)占保费收入的比率，一百以下表示有承保的获利，一百以上则有承保的损失，若考量保险公司利用保费收入(浮存金)所赚取的投资收益列入计算，则 107 到 111 之间大约是损益两平点，当然这是不包含公司自有资金所运用的收益。

	<i>Yearly Change in Premiums Written (%)</i>	<i>Statutory Combined Ratio After Policyholder Dividends</i>	<i>Yearly Change in Incurred Losses (%)</i>	<i>Inflation Rate Measured by GNP Deflator (%)</i>
1981 .....	3.8	106.0	6.5	9.6
1982 .....	4.4	109.8	8.4	6.4
1983 .....	4.6	112.0	6.8	3.8
1984 .....	9.2	117.9	16.9	3.7
1985 .....	22.1	116.3	16.1	3.2
1986 (Rev.)	22.2	108.0	13.5	2.6
1987 (Est.)	8.7	104.7	6.8	3.0

Source: Best's Insurance Management Reports

保险事业的数字，若以上面那张简表来说明，事实上并不会太复杂，当同业平均保费收入年成长只在 4%或 5%徘徊，则当年承保损失一定会上升，原因不在于车祸、火灾、暴风等意外事件发生更频繁，也不是因为一般通货膨胀的关系。主要的祸首在于今天社会与司法过度膨胀，法律诉讼费用暴增，一方面是因为诉讼更频繁，一方面是由于陪审团与法官倾向扩大保险单上的保险理赔范围，若这种乱象不能加以抑止，则保险公司每年至少要有 10%以上的保费收入年成长，才有办法收支打平，即使在通货膨胀相对温和的状况下也是

如此。

过去三年来保费收入的大幅成长几乎可以确定今年同业的绩效都会相当不错，事实证明也是如此，不过接下来的情况可就不太妙了，根据 Best's 统计预估，1988 年的每季的成长率将由 12.9% 按季逐渐下滑至 11.1%、5.7%、5.6%，可以确定的是 1988 年的保费成长一定会低于 10% 的损益两平点，很明显的好日子已经不多了。

然而盈余数字却不会马上滑落，这个产业具有递延的现象，因为大部分的保单都是一年期，所以对于损益的影响会在往后的一年之间陆续浮现，因此打个比方，在 party 结束、酒吧关门之前，你还可以把手上的那杯喝完了再走，假设往后几年没有发生什么天灾地变，我们预期 1988 年的同业平均综合比率将会微幅上扬，紧接下来的几年则会大幅攀升。

保险业最近受到几项不利的经济因素所困而前景黯淡，数以百计的竞争对手、进入障碍低、无法大幅差异化的产品特性，在这种类似商品型产业之中，只有营运成本低的公司或是一些受到保护的利基产品才有可能有长期获利成长的机会。

当产品供给短缺时，即使是商品化产业也能蓬勃发展，不过在保险业界，这种好日子早就已经过去了，资本主义最讽刺的地方就是商品型产业大部分的经理人都痛恨商品短缺不足，但偏偏这是唯一可能让这些公司有获利的机会，当

短缺出现时，经理人便会迫不及待地想要扩充产能，这无异是将源源不断流入现金的水龙头关掉一样，这就是过去三年保险公司经理人的最佳写照，再次验证 Disraeli 的名言：“我们唯一从历史得到的教训就是我们从来无法从历史得到教训！”

在伯克希尔，我们努力避免自己的公司成为商品化的企业，首先我们凭借着自己强大的资金实力，来凸显我们产品的不同，但这种效果实在是有限，尤其在个人险的部份，因为即使是其所投保的保险公司倒闭（事实上这种状况还不少），汽车险或房屋险的购买者仍可获得理赔，在商业险的部份也是如此，当情况好时，许多大企业投保户与保险掮客都不太关心保险业者的财务状况，即使是比较复杂的案件，顶多拖个三、五年，最后还是想办法可以解决。（眼不见为净的结果，可能会让你的口袋落空）

不过一段期间保户会偶尔想起富兰克林所说的空沙包很难站的直挺，并了解寻找一个可靠稳定的保险公司的重要性，这时我们发挥优势的机会就来了，当客户认真想到往后五到十年，若是面对景气不佳同时又碰上金融市场低迷，再保业者倒闭频繁等景象时，而怀疑保险公司是否仍有能力轻松地支付一千万美元理赔金时，那么他可以挑选的保险公司其实是相当有限的，在所有的沙包之中，伯克希尔无疑是站得最直挺的一个。

我们第二个方法是试着让我们完全不理会签发保单的数量，在下一个年度我们很愿意一口气签出比前一年多五倍的保单，但若是只能签发五分之一的保单也无所谓，当然情况若许可我们希望是越多越好，但我们实在是无法掌握市场价格，若价格不理想，我们会暂时退出市场少做一点生意，在同业中再没有其它任何一家保险公司有我们如此高的自制力。

在保险业普遍存在的第三种情况，（这在其它产业并不多见）使得我们能保持相当的弹性，第一市场占有率并不绝对等于获利率（中国的保险业也是如此，一些保险公司大量来冲利润低的分红险。），不像新闻业或是零售业，最后能够存活的不一定是最肥的那个人，第二许多的保险类种，其中也包含我们所从事的主要险种，销售通路并非只有唯一管道，所以进入障碍低，今年业绩不多，不代表明年就一定会很少，第三闲置的产能，在保险业来说主要是在于人力（要冲大产量比实业容易多，所以很难有巴菲特期望的供不应求的现象。），这部份并不会造成太大的负担，在印刷或是钢铁业的话就不是如此，我们可以在保持慢速前进的同时，随时蓄势待发准备向前冲刺。

我们完全以价格为导向（而非竞争）来决定我们的风险部位，因为如此对于股东投资者才有意义，但同时我们也很高兴，因为这对社会同样也有助益，这个原则代表我们随时

准备就绪，只要市场价格合理，我们愿意随时进场承接任何产物意外险的保单，配合许多保险同业遵循的进出策略，当他们因为损失扩大、资本不足等原因退出市场时，我们随时可以接替，当然当一些同业进来杀价抢食市场时，虽然我们也愿意继续服务大众，但由于我们的报价高于市场价格，所以只好暂时退出观望，基本上我们扮演的是市场供需调节的角色。

1987 年中的一个事件可以充分说明我们的价格政策，在纽约有一家家族经营的保险经纪公司是由一个伯克希尔多年资深的老股东所领导，这老兄手上有许多客户是我们所想要交往的，但基于职业道德他仍然必须为他的客户争取到最好的权益，所以当保险市场价格大幅滑落，他发现我们的保费比起其它同业贵了许多时，他第一个反应就是赶快把他客户的保单从伯克希尔转移到别的保险公司，接下来第二的动作就是买进更多伯克希尔的股票，他说要是那一天伯克希尔也一样以降价竞争作为因应，那么他就会把生意给伯克希尔做，但他可能就会把伯克希尔的股票卖光。

伯克希尔 1987 年的承保表现实在是好极了，一方面是因为先前提到的递延效应，我们的综合比率是 105 (泛指一般保单，不包含私下协议与金融再保部份)，虽然这个数字比起 1986 年的 103 来说略微逊色，但我们在 1987 年的获利却由于有更多的浮存金运用而大幅增进，这种好现象将会持续

保持，在往后几年我们浮存金对保费收入的比例还是继续增加，所以展望伯克希尔 1988 年与 1989 年的获利仍将大幅成长，即便综合比率预估亦会增加。

我们的保险事业去年在非财务数字面亦有重大的斩获，我们组织了一支训练有素的专业团队，专门承保特殊巨额的风险，他们已准备好帮助我们处理任何可能遇到庞大的商机。

有关损失准备提列的情况，详附表，今年的状况比前几年好一点，但由于我们签下了许多长期的生意，许多理赔申请可以要花上好几年才能解决，就像是产品责任保险，或专业经理人责任险，在这种特殊的产业，一年的损失准备其实无法是代表最后结果。

大家应该对保险公司的盈余数字时时抱持怀疑的态度，(当然也包含我们公司本身，事实证明确是如此)，过去十年来的记录显示，有许多显赫一时的保险公司报告给股东亮丽的盈余数字最后证明只不过是一场空，在大部分的情况下，这种错误是无心的，我们诡谲多变的司法制度，使得就算是最有良知的保险公司都无法准确预测这类长期保险的最终成本。

但奇怪的是，会计师每年就是有办法为就这些管理阶层给的数字背书，并出具无保留的意见表示这些数字允当表达该公司，也就是他们的客户的财务状况，而事实上他们自己深知过去惨痛的经验告诉他们，这些经过验证的数字与最后

可能结算出来的可能会有天壤之别，但却还是仍然使用这种坚定的语言，而从另一方面来说，就算是历史殷鉴在前，投资人却还是相当仰赖会计师的意见，对于会计门外汉来说，他根本就不懂得“该财务报表允当表达”，所代表的真正含意是什么。

会计师标准无保留意见查核报告的遣词用语在明年将有重大改变，新的用语有相当的改进，但还是很难充分说明产物意外险公司在查核时所受到的限制，如果一个人想要描述一件事情的真相，我们认为给产物意外险公司股东的标准无保留意见报告中应这样写：“我们仰赖管理当局提供损失准备与损失费用调整产生财务报表，而这些估计数字事实上影响公司盈余与财务状况甚巨，受限于损失准备的提列先天信息的不足与我们必须提出的意见，我们完全无法对这些数字的正确性表达看法，等等”（中国的保险业也的确如此，不断的去拆分保险业的财务数据，才能稍微看得清楚一点真正的保险公司的状况。不过最核心的指标也就是那几个真正的保费成本，和投资收益率。）

假若有人对这种完全不正确的财务报表提出诉讼官司（事实上就有），会计师一定会在法庭上做类似的辩解，那么他们为什么不一开始就坦白地说明他们真实的角色与所受的限制呢??

我们想要强调的是我们并不是怪罪会计师没有办法准

确地评估损失准备(当然这会影响到最后的盈余数字)，我们无法原谅的是他们没有公开地承认做不到这一点。

从各种不同的角度来看，这种不断在提列损失准备时所犯无心的错误，往往也伴随着许多故意的过失，许多骗徒就是看准会计师没有能力评估这些数字，同时又愿意配合为这些数字背书，假装好象他们真的有这个能力，靠着这种方式来欺骗投资大众赚大钱，在往后的日子我们仍将看到这样的骗局持续上演，只要大笔一挥，盈余便可凭空生出，前述我们建议的查核报告措词，至少可以让无知的投资人提高警觉避免遭到这些掠食者的坑杀。

去年在年报中详述刚通过的税负改革法案，使得保险公司支付的税负以递延渐进的形式大幅增加，这种情况在 1987 年更加恶化，讽刺的是虽然这个法案大大地影响到保险公司长期的获利与价值，却让保险公司短期的盈余数字格外亮丽，光是在伯克希尔 1987 年的盈余就增加了八百多万美金。

就我们个人的看法，1986 年的法案是近十多年来保险业界最重要的经济事件，1987 年的新法案进一步将企业间股利可扣抵的比率由 80% 减为 70%，除非被投资公司有超过 20% 的股权是由一般投资人所拥有。

投资人透过中间企业法人(除了专业投资公司外)持有的股份或债券，先天上本来就比直接持有这些有价证券要来的不利的多，尤其是在 1986 年租税改革法案通过后，这种

租税惩罚更为明显，（虽然 1987 年的情况稍微好转一点，尤其是对保险公司来说），我们没有任何方法可以规避这项增加的税负成本，简而言之，现在同样的税前获利，在扣除税负成本后最后所得到的税后净利，要比过去要来得少的多。

不论如何，我们的保险事业应该可以做的不错，只是最后的成绩可能无法像过去那么好，目前的展望是保费收入将减少，尤其是消防人员基金在 1989 年到期后，但盈余可略微改善，之后我们可能可以再遇到好机会，不过那可能要好几年以后，届时我们应该可以作好更万全的准备。

### 有价证券-永恒的持股

每当查理跟我为伯克希尔旗下的保险公司买进股票（扣除套利交易，后面会再详述），我们采取的态度就好象是我们买下的是一家私人企业一样，我们着重于这家公司的经济前景、经营阶层以及我们支付的价格，我们从来就没有考虑再把这些股份卖出，相反地只要能够预期这家公司的价值能够稳定地增加，我们愿意无限期地持有这些股份，在投资时我们从不把自己当作是市场的分析师、总体经济分析师或是证券分析师，而是企业的分析师。（巴菲特关于买股票就是买公司的精典话语。）

我们的方式在交易热络的股票市场相当管用，因为市场三不五时就会突然浮现令人垂涎三尺的投资机会，但这价格其实并不太重要，因为就算是我们持有的股票停止交易很长

一段时间我们也不在意，就像是世界百科全书或是费区海默同样没有每天的报价，最后一点，我们的经济利益取决于我们所拥有的公司本身的经济利益，不管我们持有的是全部或者是部份股权都一样。

班哲明·葛拉汉是我的老师，也是我的朋友，很久以前讲过一段有关对于市场波动心态的谈话，是我认为对于投资获利最有帮助的一席话，他说投资人可以试着将股票市场的波动当作是一位市场先生每天给你的报价，他就像是一家私人企业的合伙人，不管怎样，市场先生每天都会报个价格要买下你的股份或是将手中股份卖给你。

即使是你们所共同拥有的合伙企业经营稳定变化不大，市场先生每天还是会固定提出报价，同时市场先生有一个毛病，那就是他的情绪很不稳定，当他高兴时，往往只看到合伙企业好的一面，所以为了避免手中的股份被你买走，他会提出一个很高的价格，甚至想要从你手中买下你拥有的股份；但有时候，当他觉得沮丧时，眼中看到的只是这家企业的一堆问题，这时他会提出一个非常低的报价要把股份卖给你，因为他很怕你会将手中的股份塞给他。

市场先生还有一个很可爱的特点，那就是他不在乎受到冷落，若今天他提出的报价不被接受，隔天他还是会上门重新报价，要不要交易完全由你自主，所以在这种情况下，他的行为举止越失措，你可能得到的好处也就越多。

但就像辛蒂瑞拉参加的化妆舞会一样，你务必注意午夜前的钟响，否则马车将会变回番瓜，市场先生是来给你服务的，千万不要受他的诱惑反而被他所导引，你要利用的是他饱饱的口袋，而不是草包般的脑袋，如果他有一天突然傻傻地出现在你面前，你可以选择视而不见或好好地加以利用，但是要是你占不到他的便宜反而被他愚蠢的想法所吸引，则你的下场可能会很凄惨；事实上若是你没有把握能够比市场先生更清楚地衡量企业的价值，你最好不要跟他玩这样的游戏，就像是打牌一样，若是你没有办法在 30 分钟内看出谁是肉脚，那么那个肉脚很可能就是你！（精典的市场先生话语描述。）

葛拉汉的市场先生理论在现今的投资世界内或许显得有些过时，尤其是在那些大谈市场效率理论、动态避险与 beta 值的专家学者眼中更是如此，他们会对那些深奥的课题感到兴趣是可以理解的，因为这对于渴望投资建议的追求者来说，是相当具吸引力的，就像是没有一位名医可以单靠“吃两颗阿斯匹宁”这类简单有效的建议成名致富的。

这当然是股市秘籍存在的价值，但就我个人的看法，投资成功不是靠晦涩难解的公式、计算机运算或是股票行情板上股票上下的跳动，相反地投资人要能成功，惟有凭借着优异的商业判断同时避免自己的想法、行为，受到容易煽动人心的市场情绪所影响，以我个人的经验来说，要能够免除市

场诱惑，最好的方法就是将葛拉汉的市场先生理论铭记在心。

追随葛拉汉的教诲，查理跟我着眼的是投资组合本身的经营成果，以此来判断投资是否成功，而不是他们每天或是每年的股价变化，短期间市场或许会忽略一家经营成功的企业，但最后这些公司终将获得市场的肯定，就像葛拉汉所说的：“短期而言，股票市场是一个投票机，但长期来说，它却是一个体重机”一家成功的公司是否很快地就被发现并不是重点，重要的是只要这家公司的内在价值能够以稳定地速度成长才是关键，事实上越晚被发现有时好处更多，我们就有更多的机会以便宜的价格买进它的股份。

当然有时市场也会高估一家企业的价值，在这种情况下，我们会考虑把股份出售，另外有时虽然公司股价合理或甚至略微低估，但若是我们发现有更被低估的投资标的或是我们觉得比较熟悉了解的公司时，我们也会考虑出售股份。

然而我们必须强调的是我们不会因为被投资公司的股价上涨或是因为我们已经持有一段时间，就把它们给处分掉，在华尔街名言中，最可笑的莫过于是“赚钱的人是不会破产的”，我们很愿意无限期的持有一家公司的股份，只要这家公司所运用的资金可以产生令人满意的报酬、管理阶层优秀能干且正直，同时市场对于其股价没有过度的高估。（看来过份高估了，还是会卖的。）

但是这不包含我们保险公司所拥有的三家企业，即使它

们的股价再怎么涨，我们也不会卖，事实上我们把这些投资与前面那些具控制权的公司一样地看待，它们不像是一般的商品可以卖来卖去，反而像是伯克希尔企业的一部份，不管市场先生提出再怎么高的天价也一样(巴菲特的不卖股。)，只是在此我要加一条但书，除非因为我们的保险公司发生巨额亏损，必须出售部份的持股来弥补亏损，当然我们会尽可能避免这种情况发生。

当然查理跟我决定要拥有并持有一家公司的股份，是同时综合了个人想法与财务方面的考量，对某些人来说，我们这样的做法可能有点不合常规，(查理跟我长期以来一直遵从奥美广告创办人，大卫奥美的建议，在年轻时发展出你自己的特异风格，这样子等你到老时，人们就不会觉得你是个怪胎)，的确，近年来在交易频繁的华尔街，我们的态度看起来有些特立独行，在那个竞技场內，所有的公司与股份，都不过是交易的筹码而已。

但是我们的态度完全符合我们本身的人格特质，这就是我们想要过的生活，丘吉尔曾经说过，我们很清楚我们要如何去塑造我们想要的模式，因此我们宁愿跟我们喜欢与推崇的对象往来，就算是因此，会比跟一些我们讨厌或是不喜欢的人打交道，少得到一些投资报酬也没有关系，我想我们是大概不可能再遇到像这三家主要的被投资公司组成份子一样，令我们所喜爱与推崇。以下所列就是我们永恒的持股。

在这些公司上，我们实在看不出买下并控制一家企业或是购买部份股权有什么基本上的差异，每次我们都试着买进一些长期看好的公司，我们的目标是以合理的价格买到绩优的企业，而不是以便宜的价格买进平庸的公司，查理跟我发现买到货真价实的东西才是我们真正应该做的。

必须特别注意的是，本人虽然以反应快速著称，不过却花了二十年才明白要买下好企业的重要性，刚开始我努力寻找便宜的货色，不幸的是真的让我找到了一些，所得到的教训是在农具机械、三流百货公司与新英格兰纺织工厂等经济形态上上了一课。（巴菲特的进化！）

当然查理跟我确实会误判一家企业的基础竞争力，结果是我们面临了一大堆问题与挑战，不管是买下全部或是部份的股权，当然后者要脱身相对容易一点，（确实企业很可能被误判，一位欧洲记者被派驻到美国采访卡内基，发了一封电报给他的编辑主管说到，老天你一定不敢相信经营博物馆竟然可以赚那麽多钱）

在进行取得控制权或是部份股权投资时，我们不但试着去找一家好公司，同时最好是能够由品格才能兼具且为我们喜爱的管理者经营，如果是看错了人，在具控制权的情况下，我们还有机会发挥影响力来改变，事实上这种优势有点不太实际，因为更换管理阶层，就像是结束婚姻关系一样，过程是相当地费时痛苦且要看运气，（管理层非常的关健！因为

说到底企业是由人经营的。) 不论如何, 我们三家永恒的股权投资在这点上不太可能发生的, 有 Tom Murphy 和 Dan Burke 在资本城, Bill Snyder 和 Lou Simpson 在盖可保险 Kay Graham 和 Dick Simmons 在华盛顿邮报, 我们实在想不出有更有的接替人选。

我必须说明控制一家公司有二个主要的优点, 首先当我们控制一家公司我们便有分配资金与资源的权力, 相较之下, 若是部份股权投资则完全没有说话的余地, 这点非常重要, 因为大部分的公司经营者, 并不擅长于做资金分配, 之所以如此并不让人讶异, 因为大部分的老板之所以能够成功是靠着他们在行销、生产、工程、行政管理方面的专长。(企业管理者只管经营, 巴菲特考虑如何用好挣来的钱。)

而一旦成为 CEO 之后, 他们马上必须面临许多新的责任与挑战, 包括要做资金分配的决策, 这是一项他们以前从未面对艰巨且重要的任务, 打个比方, 这就好象是一位深具天分的音乐家, 没有安排让他到卡内基音乐厅演奏, 却反而任命他为联邦准备理事会主席一般。

CEO 缺乏资金分配的能力可不是一件小事, 一家公司若是每年保留 10% 的盈余在公司的话, 经过十年后, 他所要掌管资金等于增加了 60%。

某些体认到自己缺乏这方面能力的 CEO (当然也有很多不这样认为) (可能会非常多, 许多企业都保持高负债的扩

张，经营着，不过如果低负债的企业里面会有这种想法多些。) ，会转向部属、管理顾问或是投资银行家寻求建议，查理跟我时常观察这种帮忙最后的结果，总的来说，我们认为大多数的情况并不能解决问题，反而是让问题变得更严重。

结果你就会发现在美国企业一大堆不明智的资本分配决策一再重复的发生(这也是为什么你常常听到组织重整再造的原因)，然而在伯克希尔我们算是比较幸运，在一家我们不具控制权的股权投资方面，大部分的公司资金运用还算得当，有的甚至还相当的杰出。

第二项优点是相较于部份投资，取得控制权的投资享有租税上的优惠，伯克希尔身为一家控股公司，在投资部份股权时，必须吸收相当大的租税成本，相较之下，持有控制股权的投资则没有这种情况，这种租税弱势发生在我们身上由来已久，但过去几年的税法修订，使得这种情形更雪上加霜，同样的获利，若发生在我们持有 80% 以上股权的公司，要比其它部份股权投资的效益要高出 50% 以上。

不过这种劣势有时可以由另一项优势所抵消掉，有时候股票市场让我们可以以不可思议的价格买到绩优公司部份的股权，远低于协议买下整家公司取得控制权的平均价格，举例来说，我们在 1973 年以每股 5.63 元买下华盛顿邮报的股票，该公司在 1987 年的每股盈余是 10.3 元，同样地，我们分别在 1976、1979 与 1980 年以每股 6.67 元的平均价格

买下盖可保险的部份股权，到了去年其每股税后的营业利益是 9.01 元，从这些情况看来，市场先生实在是一位非常大方的好朋友。（保持稳定的增长，事后看起来都是那么便宜。利润复利增长多少呢？如果华盛顿邮报当初是 10 倍 PE 买下来，过程中未分过红，公司利润复合增长 24% 成。GEICO 在 80 至 92 年的市值复利增长达到了 30%。查看更多可点击：[还原真实巴菲特神话](#)）

一个矛盾又有趣的会计现象，从上面的表你可以看到，我们在这三家公司的股权投资市值超过 20 亿，但是他们在 1987 年总共贡献给伯克希尔帐面税后盈余却只有一千一百万美元。

会计原则规定我们必须在这些公司分配股利的时候才能认列利益，这通常要比公司实际所赚的数字要少的多，以这三家公司合计，1987 年可以分配到的盈余数字高达一亿美元，另一方面，会计原则规定这三家公司的股份若是有保险公司所持有，则其帐面价值应该要以其市场价格列示，结果是一般公认会计原则要求我们在资产负债表上秀出这些被投资事业的实际价值，却不准让我们在损益表是反应他们实质的获利能力。

在我们具有控制权的投资事业，情况却刚好相反，我们可以在损益表上充分表示其获利状况，但不管这些资产在我们买下之后，价值在无形间如何地增加，我们也无法在资产

负债表上做任何的变动。

我们对于这种会计精神分裂症的调整心态方式就是不去理会一般公认会计原则所编制的数字，而只专注于这些具控制权或者是部份股权的公司，其未来的获利能力，采用这种方法，我们依自己的概念建立一套企业价值的评价模式，它有别于会计帐上所显示的具控制权的帐面投资成本以及有的时候高的离谱的部份股权投资市值，这才是我们真正想要在未来年度持续稳定增加的数字(当然若能以不合理的速度成长的话更好)。

### 其它有价证券

除了上述的三家重要投资事业，我们的保险公司也持有大量的有价证券，主要可以分为五个类型，分别为：(1)长期股票投资(2)长期固定收益债券(3)中期固定收益债券(4)短期约当现金(5)短期套利交易

对于这五种类型的交易，我们没有特别的偏好，我们只是持续不断地寻找最高的税后报酬预计的数学期望值，且仅限于我们认为了解熟悉的投资，我们无意让与短期的帐面盈余好看，我们的目标是让长期的净值极大化。

首先谈谈普通股投资，1987年股市的表现精彩连连，但最后指数却没有太大的进展，道琼整个年度只涨了2.3%，你知道这就好象是在坐云霄飞车一样，市场先生在十月以前爆跳如雷，但之后却突然收敛了下来。

市场上有所谓专业的投资人，掌管着数以亿万计的资金，就是这些人造成市场的动荡，他们不去研究企业下一步发展的方向，反而专研于其它基金经理人下一步的动向，对他们来说，股票只不过是赌博交易的筹码，就像是大富翁里的棋子一样。

他们的做法发展到极致，便形成所谓的投资组合保险，一个在 1986 到 1987 年间广为基金经理人所接受的一种策略，这种策略只不过是像投机者止损单一样，当投资组合或是类似指数期货价格下跌时就必须处分持股，这种策略不管如此，只要下跌到一定程度便会涌出一大堆卖单，根据一份研究报告显示：有高达 600 亿到 900 亿的股票投资在 1987 年十月中面临一触即发的险境。

若是你认为投资顾问是被请来投资的，那你就大错特错了，在买下一家农场后，一个理性的主人会不会叫其不动产经纪人开始寻求可能的买主，只因为隔壁的农场最近卖出的价格更低一些？或是你会不会一早起来就想要把你的房子卖掉，只因为几分钟前你听到隔壁的房子以比以前便宜的价格脱手。

这样的举动正是投资组合风险理论告诉退休基金或是学术单位当他们持有福特或是通用电气部份股权时，应该要做的动作，因为这些公司的价值越被低估，你就越应该赶快把他们处分掉，根据逻辑推论，这种方法还要求投资机构在

股价反弹时再把他们买回来，一想到有这么多的资金，掌握在整天沉溺在爱莉丝梦游仙境般的经理人手中，也难怪股票市场会有如此不寻常的表现。

然而许多评论家在观察最近所发生的事时，归纳出一个不正确的结论，他们喜欢说由于股票市场掌握在这些投资大户手上，所以小额投资人根本一点机会也没有，这种结论实在是大大地错误，不管资金多寡，这样的市场绝对有利于任何投资者，只要他能够坚持自己的投资理念，事实上由手握重金的基金经理人所造成的市场波动，反而使得真正的投资人有更好的机会可以去贯彻其明智的投资行动，只要他在面临股市波动时，不会因为财务或心理因素而被迫在不当的时机出脱手中持股，他就很难会受到伤害。

在伯克希尔过去几年，我们在股票市场实在没有什么可以发挥的地方，在十月的那段期间，有几支股票跌到相当吸引我们的价位，不过我们没有能够在他们反弹之前买到够多的股份，在1987年底除了永久的持股与短期的套利之外，我们并没有新增任何主要的股票投资组合(指5,000万美元以上)，不过你大可以放心，一旦市场先生一定会给我们机会的时候，我们一定会好好把握住的。

至于我们主要的资金避风港-中期的免税债券，在去年我已经解释过其特点，虽然在1987年间我们也有进出，但整个部位变化不大，总金额约在9亿美元左右，大部分的债

券是属于 1986 年税务改革法案中祖父级的债券，不同于现在在保险公司新买进的债券，他们享有百分之百免税的优惠。

当作短期约当现金的替代品，中期免税债券的表现还算不错，他们贡献了不少额外的投资报酬，且目前的价值也略高于我们当初投资的成本，但不管之后他们的市价高或低，只要我们找到更好的投资机会，我们随时都有可能把他们给处分掉。

我们持续避免去碰长期债券(也有可能因为没有对中期免税债券保持距离而犯下大错)，债券没有比他们表彰的货币来得好，在过去十年以即可预见的未来，我们看不出我们会对美国债券有太大的兴趣。

我们巨额的贸易逆差，使得我们必须面临许多不同形式的支票帐单，这包含外国人持有的美国政府与企业公债、银行存款等，以惊人的速度累积成长，一开始我们的政府所采取的方式，就像是欲望街车的角色布兰奇所说的，我总是依赖陌生人的同情心而活，当然本案的陌生人依靠的主要是债务人的可靠性，虽然贬值的美元也让他们必须付出高昂的代价。

外国人对我们的信心可能有点所托非人，因为当要付的支票帐单持续的增加，而债务人又能够无限制地主导自己的购买能力时，美钞发行人增加流通货币来稀释其货币价值的情况铁定会发生，对于债务国政府来说，通货膨胀这项武器

就好象是经济战争中威力强大的氢弹一样，很少有国家可以让全世界充斥着以自己货币计价的债券，不过由于我们国家过去不错的财政记录，使得我们能够打破这项限制，只是这样的宽容使得我们通膨的压力只会增加不会减少，而一旦我们屈服于这样的压力，不只是持有美国债权的外国人遭殃，连带的我们也会受到影响。

当然在债务问题失控之前，美国政府也会试着采取一些方法来抑制贸易逆差，（有关于这点，下滑的美元汇率或许会有帮助，只是同样地它又会造成另一种伤害），目前我们政府的做法跟乱世佳人里郝思佳的态度差不多一样，“明天再想办法吧！”，而几乎无可避免的对于财政问题的处理耽搁将会造成通货膨胀的后果。

只是这些后果发生的时点与影响我们实在无从去预测，不过无法去量化或是锁定这种风险不代表我们就可以忽视它的存在，当然我们的推论也许会不准确，目前的利率水准或可弥补通货膨胀所带来的损失，只是我们对于长期的债券仍报以持续的戒心。

然而我们仍愿意把一部份资金摆在这上头，如果在某些特定的有价证券上有特殊的利益，就像是我在 1984 年年报中曾经提到我们在华盛顿公用电力系统债券上的投资，在 1987 年我们又持续加码投资，总计到年底我们持有的这类帐面未摊销成本为 2.4 亿美元债券，市价约为 3.16 亿美元，

还外加每年三千四百万美元的免税利息收入。（债券市场里面也有这样的大机会？）

我们持续在短期套利交易上有所斩获，虽然我们从事的规模有限，每年我们限制自己只专注在几个少数已公开信息的大型交易案，我们不介入那些已被投机套利客锁定的个案。

我们从事机率套利已有好几十年的经验，到目前为止，我们的成果还算不错，虽然我们从来没有仔细去算过，我相信我们在套利投资方面的税前年报酬率应该有 25% 左右，我确信 1987 年的成绩甚至比以前好的多，但必须强调的是只要发生一、两次像今年其它几个套利惨痛的经验，就可能使得整个结果猪羊变色。

今年我们新增 5,000 万美元以上的套利案只有斥资 7,600 万美元投资 100 万股 Allegis，目前的市价约为 7,800 万美元。

我们在年底还有其它二个主要的投资组合不在前述五个范围之内，一项是 Texaco 短期债券，全都是在它破产之后才买进，要不是因为我们旗下保险公司的财务实力雄厚，我们实在不太适合去买这种已发生问题的债券，不过以这些债券在 Texaco 倒闭后的低廉价格，这是目前我们可以找得到最吸引我们的投资标的。

考量其所牵涉的诉讼案件，在最坏的情况之下，我们认为应该还是可以将投资成本回收，而若是官司可以和解收场，

我们预期债券的价值将会更高，截至年底 Texaco 债券在我们帐面上的成本约为一亿美元，目前的市值则约为 1.2 亿美元。

在投资银行业，我们当然没有特殊的远见能够预知其未来发展的方向与获利能力，就产业特性而言，投资银行业比起我们其它主要投资的行业更难预测，这也是为什么我们选择以可转换特别股的方式投资。

当然我们对于所罗门公司的 CEO -John Gutfreund 的能力与品格有不错的印象，查理与我都很尊崇且信赖他，我们是在 1976 年开始认识他，当时他在协助 GEICO 汽车保险免于破产的命运时出了不少力，之后我们看到他好几次引导客户免于愚蠢的交易，虽然这使得所罗门因此损失许多顾问费收入，这种以客户服务至上的表现在华尔街并不多见。

如同查理在 50 页上所陈述的理由，截至年底我们将在所罗门公司的投资价值定在面额的 98%，大约比我们的投资成本少 1,400 万，不过我们仍然相信这家公司在高品质资本筹募与市场创造营运，将可为我们的投资创造不错的盈余，若果真如此，我们可转换为股权的权利将会非常有价值。

最后关于我们有价证券的投资再补充两点，第一照例我还是给诸位一个提醒，相较于去年底的持股内容，我们现在的投资组合又有变动，而且在没有知会大家的情况下，还会继续变动。

这两点跟前面也有相关，跟前几年一样，在 1987 年媒体不时在猜测我们进出的投资标的，这些报导有时是真的，有时是半真半假，有时根本就不是事实，有趣的是，我发现媒体的规模与声誉和报导的真实性一点相关都没有，曾经有一家全美举足轻重的媒体杂志刊登一项完全错误的谣言，另外一家出版业者则将一桩短期的套利投资误当做是一项长期的投资，（之所以没有公布名字，是因为古有名训，遇到整桶整桶买墨水的人，最好不要跟他发生争吵）大家应该知道我们从来不会对任何的谣言加以评论，不管是真或是假，因为若是我们否认不实的报导，或是拒绝对真实的事件发表评论，都等于间接表达了我们的立场。（面对谣言的好办法。）

在现在这个社会，大型的投资机会相当的稀少且弥足珍贵，除非法令特别要求，我们不可能向潜在的竞争对手透露我们的动向，就像我们也不可能期待对手告诉我们他的想法，同样地我们也不期待媒体能够揭露他们独家采访得到的并购消息，就像是一个记者不可能向他的同业透露他正在努力追踪的独家新闻。

我特别觉得很不高兴，当我的朋友或是旧识告诉我说他们买进 X 公司的股票，因为报纸错误地报导说伯克希尔已经买进这家公司的股票，不过后来我发现事情没有那幺单纯，他们会买的原因主要是因为这些股票实在太热门，至于是否能够真正获利则是另外一回事。

## 财务方面

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

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

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

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

当然我们不会畏惧借贷（我们还不至于认为借钱是万恶不赦的），我们还是愿意在估计不会损及伯克希尔利益的最

坏情况下，进行举债，至于这个限度在哪里，我们就必须评估自己本身的实力，伯克希尔的获利来自于许多不同且扎实的产业，这些产业通常不需要额外大量的投资，负债的部份也相当健全，同时我们还保有大量的流动资产，很明显的，我们大可以承担比现在更高的负债比例。（巴菲特的借钱原则。）

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

当然何谓吃紧？何谓便宜的资金？很难有一个清楚的分野，我们无法去预测利率的走向，所以我们随时保持开放的心态，随机地在市场还没有那么悲观时借钱，期望之后可以找到合适的购并或投资标的，而通常如同我们先前所提到的，大概是会在债市情况悲观时出现，我们一个基本的原则就是，如果你想要猎捕那种罕见且移动迅速的大象，那么你的枪枝就要随时上膛准备。

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

### 其它事项

我们希望能够找到更多像我们现在拥有的企业，当然这需要一些帮助，如同你知道有公司符合以下的条件，打电话或者最好是写信给我。(1) 巨额交易(每年税后盈余至少有一千万美元);(2) 持续稳定获利(我们对有远景或具转机的公司没兴趣);(3) 高股东报酬率(并且甚少举债);(4) 具备管理阶层(我们无法提供);(5) 简单的企业(若牵涉到太多高科技,我们弄不懂);(6) 合理的价格(在价格不确定前,我们不希望浪费自己与对方太多时间);我们不会进行敌意的购并,并承诺完全保密并尽快答复是否感兴趣(通常不超过五分钟),我们倾向采现金交易,除非我们所换得的内含价值跟我们付出的一样多,否则不考虑发行股份。我们欢迎可能的卖方与那些过去与我们合作过的对象打听,对于那些好的公司与好的经营阶层,我们可以提供一个好的归属。另一方面我们也持续接到一些不符合我们条件的询问,包括新事业、转机股、

拍卖案以及最常见的中介案(那些说你们要是能过碰一下面,一定会感兴趣之类的)。在此重申我们对这些一点兴趣都没有。

除了以上买下整家公司的购并案外,我们也会考虑买进一大部份不具控制权的股份,就像我们在资本城与所罗门这两个 Case 一样,尤其是我们对于像这次购买所罗门一样的可转换特别股当作长期投资特别有兴趣。

接下来是一点记忆回顾,大部分伯克希尔的大股东是在 1969 年清算巴菲特合伙事业时取得本公司股份的,这些合伙的伙伴可能还记得当初在 1962 年,我曾经在巴菲特合伙事业所投资控制的 Dempster—一家帮浦与农用机具制造公司,面临经营上重大的难题。

在当时我带着我无法解决的问题去找查理,就像是现在一样,查理建议我在加州他有一位朋友叫 Harry Bottle 非常脚踏实地,或许可以帮得上忙,我在当年四月去洛杉矶拜访他,一个礼拜后,他就被请到内布拉斯加州来管理 Dempster,此后问题立刻获得解决,记得在 1962 年的年报中,我还特地将 Harry 封为年度风云人物。

24 年后,场景搬到伯克希尔另外一家子公司 K & W 公司,一家专门生产自动机具的小公司,过去这家公司做得还不错,不过到了 1985-1986 年却突然发生状况,盲目追求达不到的东西,却放弃现有可以做的产品,负责管理监督 K & W 的查

理，知道可以不必知会我，直接找到现年 68 岁的 Harry，任命他为 CEO，然后就静待结果出来，事实上他没有等多久，到了 1987 年隔年，K & W 的获利就创下新高，比 1986 年增长三倍，由于获利提升，该公司所需的资金也就跟着减少，该公司的应收及存货水准减少了 20%。

所以要是在往后的十年、二十年，我们的被投资事业又发生问题时，你就知道谁的电话又会响了。

大约有 97.2% 的有效股权参与 1987 年的股东指定捐赠计划，总计约 490 万美元捐出的款项分配给 2,050 家慈善机构。

最近一项研究显示约有 50% 的美国大公司的捐赠计划是由董事会所决定，这等于是由代表公司所有股东的一小群人来决定公司资金捐给他们所偏爱的慈善机构，却从来不会去管股东们的意见，（我很怀疑若情况刚好相反，由股东们来决定这些董事口袋里的钱要捐给谁时，他们会有什么样的反应），当甲从乙的身上拿钱给丙时，若甲是立法者，则这个过程叫做课税，若甲是企业的主管或是经理人时，这就叫做是慈善，我们仍然坚信除非是捐给那些很明显对于公司有助益的单位时，应该要先征询股东们而非仅仅是经理人或是董事的意见。

我们敦促新加入的股东，仔细阅读年报上有关股东捐赠计划的详细内容，如果在未来年度内，你想要参加这类的计划，我们强烈建议你将股份登记在自己而不是受托人的名下，

必须在 1988 年 9 月 30 日之前完成登记，才有权利参与 1988 年的计划。

去年总共有 450 位股东参加年度股东会，总计提出了 60 个左右精彩的问题，在许多公司股东会只是浪费时间，因为大多流于形式，不过我们的股东会却不一样，股东们非常具有建设性且带来了许多欢乐。

今年的股东会将在 1988 年 5 月 23 日在奥玛哈举行，我们希望你们都能来参加，这个会议提供一个场所让你能够提出任何与股东有关的问题，我们会一直回答到所有股东都满意为止（除了那些想要知道投资组合明牌或是内线消息的人）。

去年我们花了 100 元租两台巴士载着有兴趣的股东到家具广场，大家的行动展现了明智的抉择，总共买下了约 4 万美元的东西，B 太太认为这样的营业费用比例太高，认为这都是我个人长久以来对于成本没有概念、管理松散的缘故，不过还是一样大方，今年她再次给我机会，在会后还是会有巴士等着各位，B 太太希望我一定要打破去年的记录，而我也已经答应她不会让她失望。

（文章资料源自网络）