

巴菲特致股东信

1988 年

本公司 1988 年的净值增加了五亿六千九百万美元，较去年增加了 20.0%，而过去 24 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 2,974 美元，年复合成长率约为 23.0%。

在过去的年报中我们一再强调真正重要的是企业的真实价值，它代表着我们旗下企业组成份子到底值多少钱？这个数字绝对是个估计数，根据我们内部的估算，目前伯克希尔真实的价值已大幅超越其帐面价值，过去 24 年以来，企业价值成长的速度一直要比帐面价值成长的幅度要高一点，但在 1988 年情况有点不同，后者增加的幅度略高于前者。

过去伯克希尔真实与帐面价值成长的背景，与现在有很大的不同，若搞不清楚其间的差异，就好象是一位棒球教练在判断高龄 42 岁的中外野手未来潜力时，以他一生的平均打击率作为判断依据。

今日我们所面临不利的因素主要有：(1)目前的股票市场过热，股价相对偏高(2)企业投资利益的税负过高(3)企业被购并的价格偏高(4)伯克希尔主要三大投资事业(约占本公司净值的一半)资本城/ABC、GEICO 汽车保险与华盛顿邮报，个别的产业状况多多少少不若以往，虽然这些公司有杰出的

管理与强势的资产，但以目前的股价来看，他们向上成长的潜力相对有限。

然而我们面对的主要问题还是不断增加的资金规模，先前各位也听过类似的说明，不过这个问题就好象是一个人的身体健康与年纪的关系一样，随着时间的流逝，问题也越严重，（当然在这种情况下，我们是希望这个问题越严重越好）

四年前我曾告诉各位若在未来十年，伯克希尔想要每年维持 15% 的报酬，我们总共约要有 39 亿美元的获利，时至今日，这个数字暴增到 103 亿美元，对查理与我来说，这实在是无法承担之重，（当然若这个数字事后发现真的过大，大家或许会在以后的报告中，查理可能会另外个别署名资深合伙人）

虽然资金规模会影响到最后的投资报酬率，但同时我们也拥有另外一项以前没有的优势，过去我们大部分的资金都被绑在没有多大经济效益的纺织事业之上，如今部份的资金已转移到一些相当不错的事业。

去年我将他们取名叫做七个圣徒：水牛城日报、费区海默、寇比吸尘器、内布拉斯加家具量贩店、史考特费兹制造集团、喜斯糖果及世界百科全书等（巴菲特 100% 控股的公司。），今年七圣徒持续向前迈进，大家可以发现以历史投资成本的角度来看，他们的投资报酬实在是惊人，没有依靠财务杠杆，平均股东权益报酬率高达 67%。

然其中一部分的企业本身就是属于强势的企业，但优良的管理却是绝对必要的条件，查理跟我唯一可以做的就是让他们放手去干。

根据我个人的判断，这些企业总的来说，应该还会持续有好的表现，我们想要在往后年度继续维持 15% 报酬率的目标，绝对需要他们的支持，唯一的关键在于查理跟我是否能够有效地运用他们所贡献出来源源不绝的资金。

在这点我们做出了一个正确的决定，那就是买下位于奥玛哈 Borsheim 珠宝 80% 的股权，这项购并案会在后面说明，与我们当初的预期相符，一家优秀的企业由我们所欣赏且信任的人来经营，今年有一个好的开始。

会计原则变动

1988 年开始有一项重要的会计原则变动开始适用，展望 1990 年还会有一项变动，当经济现况没有改变，但会计帐面却必须将数字搬来搬去，我们一定会花一番工夫讨论一下影响层面。

首先我习惯性的提出拒绝声明，虽然一般公认会计原则确有缺点，但我却必须坦承没有能力重新订出一套新的规则，虽然这套原则确有其先天性的限制，却不必就此废除，CEO 大可以也应该将一般公认会计原则当作是对股东与债权人尽告知义务的开始而非结束；若他们只是提供阳春的财务报表，却没有附上经营分析所必要的关键讯息，部门经理人会

发现会被总经理修理的很惨，同样的母公司的总经理是不是也应该向他的老板，也就是公司股东所有人，报告必要有用的信息。

真正需要的是资料；不管是一般公认、非一般公认或是一般公认以外，可以帮助财务报表使用者可以了解三个问题：(1)这家公司大概价值多少？(2)它达到未来目标的可能性有多大？(3)在现有条件下，经理人的工作表现如何？

大部分的情况下，简单的财务数字并不能回答以上的问题，商业世界实在很难用一套简单的规则有效地来解释企业的经济实质状况，尤其是像伯克希尔这种由许多各种不同产业组成集团。

更复杂的是许多管理阶层不把一般公认会计原则当作是应该达到的标准，而是应该要克服的阻碍，且大多数的会计师也心甘情愿给予协助，当客户问到二加二等于几？配合的会计师可能会回答：“那要看你想要多少？”即使是诚实且正直的管理阶层有时也会超越一般公认会计原则，以使得报表数字更符合他们认为应该有的表现，不管是让损益平滑一点或是某季特别突出，都是还算正直的经营阶层经常运用的做帐技巧。

另外还有一些不肖经理人专门利用一般公认会计原则来进行欺骗与贪污，他们很清楚许多投资人与债权人把一般公认会计原则当作圣经朝拜，所以这些骗徒运用丰富的想象

力技巧性让交易记录符合一般公认会计原则，但却与实际的经济实质背道而驰。

只要投资人，包含看起来复杂的专业投资机构，迷信稳定向上攀升的盈余数字，我们可以百分之百确定还会有经理人与拥护者不顾现实，继续滥用一般公认会计原则来满足投资人的需求，多年以来查理跟我看到许多会计诈骗案，鲜少有人因此被惩罚，有的甚至都没有被发现，用笔偷钱要比用枪抢劫要来的容易的多。（选择一个品德高尚的管理层的重要性。）

1988年一般公认会计原则有一个很重大的转变，依新规定伯克希尔必须将子公司与关系企业的资产与损益完全并到母公司的财务报表之上，在过去互助储贷与史考特费兹金融（主要从事世界百科全书与寇比吸尘器分期付款的信用公司），只须一次认列投资损益即可，意思是说（1）仅将被投资公司净值按投资比例以投资权益显示在伯克希尔的合并资产负债表之上（2）仅将被投资公司年度损益按投资比例以投资利益显示在伯克希尔的合并损益表之上，但是现在我们必须将被投资公司的资产与负债、营收与费用，放进合并的财务报表之上。

这项转变低估了公司也要报告部门信息，企业形态越复杂的公司，其按传统财务报表所加总出来的数字越没有意义，越没有办法让投资人回答前面所提的三个问题，事实上在伯

克希尔我们会准备合并数字的唯一原因就是符合外部规定，查理跟我看的则是另一套部门别的信息。

现在我们被要求在财务报表上将更多的数字混在一起，我们现在决定公布更多的补充信息，有助于帮助各位来衡量企业价值与管理当局的表现，伯克希尔将责任转移给债权人的能力；我们提到的第三个问题，应该很明确，不管是在看什么样的报表，在这些补充信息中，我们不一定会依照一般公认会计原则，甚至不会以公司别来区分，相反地我们会试着将同性质的企业汇总有助于大家分析而不是被一大堆信息所淹没，我们的目标是设身处地的为各位设想，给各位我们认为重要的讯息。（非常不错！巴菲特希望有与之相符的股东。）

下表我们依(1)金融事业，包含互助储贷与史考特财务公司(2)保险事业，依投资部位分门别类(3)制造、出版、零售事业，去除某些非营业资产与购买法会计调整数(4)其它项目，包含前述非营业资产(主要是有价证券投资)及 Wesco 与伯克希尔母公司所持有的资产与负债。

(000s omitted)

	Pre-Tax Earnings		Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)	
	1988	1987	1988	1987
Operating Earnings:				
Insurance Group:				
Underwriting	\$ (11,081)	\$ (55,429)	\$ (1,045)	\$ (20,696)
Net Investment Income	231,250	152,483	197,779	136,658
Buffalo News	42,429	39,410	25,462	21,304
Fechheimer	14,152	13,332	7,720	6,580
Kirby	26,891	22,408	17,842	12,891
Nebraska Furniture Mart	18,439	16,837	9,099	7,554
Scott Fetzer				
Manufacturing Group	28,542	30,591	17,640	17,555
See 相 Candies	32,473	31,693	19,671	17,363
Wesco - other than Insurance	16,133	6,209	10,650	4,978
World Book	27,890	25,745	18,021	15,136
Amortization of Goodwill	(2,806)	(2,862)	(2,806)	(2,862)
Other Purchase-Price				
Accounting Charges	(6,342)	(5,546)	(7,340)	(6,544)
Interest on Debt*	(35,613)	(11,474)	(23,212)	(5,905)
Shareholder-Designated				
Contributions	(4,966)	(4,938)	(3,217)	(2,963)
Other	41,059	23,217	27,177	13,697
Operating Earnings	418,450	281,676	313,441	214,746
Sales of Securities	131,671	28,838	85,829	19,806
Total Earnings - All Entities ..	\$550,121	\$310,514	\$399,270	\$234,552

*Excludes interest expense of Scott Fetzer Financial Group.

如果将以上四类的盈余与净值加总，你将得到与一般公认会计原则一致的总数，但是我们必须强调的是这种新的表示方法并未经过会计师看过，最好是不要，因为他们要是看到这种报表，一定会被吓个半死。

先前我曾提到在 1990 年会有另一项会计原则的重大变动，主要与递延所得税有关，这原则相当的复杂且极具争议性，以致于原定计画于 1989 年实施延后一年。

当这项原则开始实施后，对我们有几个方面，最重要的一点就是我们必须重新修正旗下保险公司所持有的未实现

股票资本利得，其计算递延所得税负债的方式，原先我们在这方面的负债分作好几层，对于 1986 年以前帐列未实现利益，大约在 12 亿美元左右，系以 28% 的税率估算，对于 1986 年之后的帐列未实现利益，大约在 6 亿美元左右，系以 34% 的税率估算，1987 年起调整税率的差异反应税负的差异。

现在看起来，新的会计原则要求我们从 1990 年开始必须将所有未实现利益的预估税率订在 34%，经估算光是这一项做法就会使得我们的年度盈余与净值减少七千多万美元，还不包含其它大大小小的影响。

其实我们不认为这样转变有其必要性，因为对于伯克希尔来说不管税率是 28% 或是 34%，都不能反应我们公司的实质现况，因为我们从来不考虑出售我们具有庞大未实现利益的股票。

对于那些对会计不感兴趣的人，很抱歉耽误各位的时间，我很清楚你们当中有很多根本不会仔细去看数字，但却仍持续支持我们，因为你们知道 (1) 查理跟我本身的身家也都在里面 (2) 我们绝对会与各位共享荣枯 (3) 到目前为止先前的记录还算令人满意。事实上这种完全信任的投资方法并没有什么不好，但也有一些股东比较喜欢深入分析的方式，因此我们也有必要提供足够的信息给他们，至于伯克希尔本身在做投资时，则是两种方法并用，重点在于能不能得到满意的答案。

帐列盈余的来源

除了提供给各位最新四个部门的会计资料，我们一如往常还是会提列出伯克希尔帐列盈余的主要来源：

在下表商誉的摊销数与购买法会计调整数会从个别被投资公司分离出来，单独加总列示，之所以这样做是为了让旗下各事业的盈余状况，不因我们的投资而有所影响，过去我一再地强调我们认为这样的表达方式，较之一般公认会计原则，不管是对投资者或是管理者来说，更有帮助，当然最后损益加总的数字仍然会与经会计师查核的数字一致。

年报中还有企业个别部门的信息，有关 Wesco 公司的信息，我强烈建议大家看看查理孟格所写的年报，里头包含我看过对储贷机构危机事件写得最贴切的一篇文章，另外也可以顺便看看 Precision 钢铁厂，这家 Wesco 的子公司所处的产业竞争相当激烈，但经理人 Dave 仍然努力创造相当不错的绩效，虽然手头上缺乏资料来证明，但我相信他的表现绝对不比其它同侪逊色。

我们旗下各项营运事业所创造的盈余，不管是依绝对值或是与同业相较，实在是相当出色，对此我们衷心感谢这些辛苦的经理人，你我应该感到庆幸能与他们一起共事。

在伯克希尔，这样的关系可以维持相当长久，我们不会因为这些杰出优秀的明星经理人年纪到了一定程度就把他们给换掉，不管是 65 岁或是 B 太太在 1988 年所打破的 95

岁上限，明星的经理人实在是可遇不可求的稀罕珍宝，他们就像是插满蜡烛的蛋糕，如何叫人舍得把他们丢弃，相较之下，我们对于新进的 MBA 企管硕士的评价就没有那么高了，他们的学术经历看起来总是很吓人，讲起话来头头是道，但个人对于企业长期发展的投入却相当有限。

在内布拉斯加家具店方面，B 太太坐着她的轮椅持续运转，自从 44 岁那年以 500 块美金开始创业当老板，至今已有 51 个年头，（要是当初是用 1,000 块的话，现在可能更不得了），对于 B 太太来说，就是再多十岁也不嫌老。

这家全美最大的家具量贩店到现在还在持续成长，去年秋天，又新开了一家占地 20,000 平方英尺的清洁用品中心，让我们的产品线不论是各种价格都应有尽有。

最近 Dillard 一家在全美地区经营相当成功的百货公司打算进军奥玛哈地区，在它其它主要的分店都设有家具部门，事实上他们在这方面也做的相当成功，不过就在其奥玛哈分店开幕的前夕，Dillard 总裁 William 先生却宣布这家分店决定不卖家具，他特别提到 NFM，表示你绝对不会想要与它竞争，我想它在当地已经是最强的了。

水牛城报纸我们赞扬广告的价值，而我们在 NFM 的政策则是证明我们所宣扬的确实可行，过去三年来，NFM 是奥玛哈世界先锋报的最大广告客户，(ROP 是指直接印在报纸而非夹报式的广告)，据我所知，除此之外没有一家报纸的主要

广告客户是家具商，同时我们也在堪萨斯等地区刊登广告，所得到的反应也相当不错，广告当然有其效果，只要你所要介绍的东西值得推荐。

B太太的儿子路易，还有他几个小孩组成了一支梦幻队伍，跟他们一起共事实在是一种享受，所有的成员品格与才能兼具。

去年我曾明确地表示水牛城日报 1988 年的税前盈余一定会下滑，事实证明要不是有 Stan Lipsey，结果可能会如我所预测，与其它同规模的报纸同样地沉沦，很高兴 Stan 让我看起来很愚蠢。

虽然我们去年我们调涨的价格较同业水准略低，同时印刷与工资成本调整的幅度与同业一致，但 Stan 还是硬生生让毛利率又扩大一些，在新闻业没有其它人可以像他这样有更好的经营绩效，且同时还能够让读者得到如此丰富的新闻，我们相信我们自己的新闻比率，绝对是同样规模或甚至更大报纸中最高的，1988 年 49.5%，不管获利状况如此，我们一定会努力将这个比率维持在 50% 上下。

查理跟我在年轻的时候就热爱新闻事业，而买下水牛城报纸的 12 年来，让我们渡过许多快乐时光，我们很幸运能够找到像 Murray 这样杰出的总编辑，让我们一入主水牛城报纸后，便深深引以为傲。

喜斯糖果在 1988 年总共销售了 2,510 万磅重的糖果，

本来在十月前整个销售前景看起来不太乐观，但拜圣诞节旺季特别旺所致，整个局势跟着扭转。

就像我们以前告诉各位的，喜斯的糖果旺季越来越向圣诞节集中，去年光是 12 月的税前获利 2,900 万就占全年度 3,250 万的 90%，(如此你应该相信圣诞老公公真的存在了吧)，十二月的旺季使得伯克希尔第四季的盈余看起来相当不错，另外第一季则是因为世界百科全书年度出版所以也会有一波小高潮。

查理跟我是 在买下喜斯糖果五分钟之后，决定为 Chuck Huggins 负责这家公司的管理，在看过他这些年来的绩效之后，你可能会怀疑为何我们要考虑那么久！

在费区海默，Heldmans 家族就好象是 B 太太家族的辛辛那提版，不管是家具业或者是制服业都不会很有吸引力的行业，也只有好的管理才能让股东们获得好的投资报酬，这正是 Heldmans 五位家族成员为伯克希尔所作的贡献，身为职棒大都会队的发言人，Ralph Kiner 曾说比较该队投手 Steve Trout 与他的父亲 Dizzy Trout 也是老虎队名投手，你就会发现虎父无犬子。

费区海默在 1988 年进行了一项规模颇大的购并案，查理跟我对于他们相当有信心，所以我们连看都没有看就同意了这项交易，很少有经营阶层，即便是财星五百大企业也好，能得到我们这样的信任。

因为这项购并案与内部本身的成长，费区海默的营业额可望大幅成长。

所有 Ralph Schey 所管理的事业，包含世界百科全书、寇比吸尘器与史考特费兹制造集团，在 1988 年的表现皆相当出色，投资其上的资金也获得相当不错的报酬。

在史考特费兹制造集团当中，又以 Campbell 家用器具最突出，这家全美最大的中小型压缩机自从 1986 年来每年盈余都呈倍数成长。

寇比吸尘器与世界百科全书的 1988 年销售数量都大幅成长，尤其在外销部份更是强劲，世界百科全书在九月配合莫斯科当地最大的一家美国百货公司开幕，正式在苏联推出，成为该店唯一展示的一套百科全书。

Ralph 个人的工作效率真是惊人，除了同时经营 19 项事业之外，他还投入相当的时间在克里夫兰医院、Ohio 大学等单位，另外还负责一个创投，创设了 16 家位于 Ohio 的新公司，他可以称的上是 Ohio 与伯克希尔之宝。（相当的多元化啊！）

波仙珠宝

伯克希尔是在 1983 年买下内布拉斯加家具店 80% 的股权，当时我忘了问 B 太太一个连小学生都会想到的问题，你还有没有其它兄弟姐妹，上个月我补救了这个错误，现在我们又成为另一个家族分支 80% 的股东。

当 B 太太 1917 年从苏俄往东经满州一路逃到美国之后，她的双亲与五位兄弟姊妹也陆续来到美国，其中她有一个姊妹 Rebecca 在 1922 年跟着丈夫 Friedman 冒着生命危险往西途经拉脱维亚，当家族在奥玛哈重新团聚时大家一无所有且身无分文，然而只要身具智能、品格与热情一切就已足够，后来证明他们所向无敌。

1948 年 Friedman 先生买下奥玛哈地区一家叫波仙的小珠宝店，后来他的儿子与女婿陆续加入。

你应该不难预料，这个家族为当地珠宝业所带来的影响与 B 太太的情况相近，两家店共同的特色就是东西实在又价美物廉，另外共通的特色还有 (1) 单店经营，但货品样式价格种类齐全，满足消费者各式需求 (2) 老板每天专心经营 (3) 货品周转快速 (4) 精明的采购 (5) 费用开销难以想象地低。后面三项特点让店内产品的售价，全美其它地方都得比。

大部分的人们不管在其它行业多么学有专精，但是遇到买珠宝首饰时，就像是迷失在森林里的小孩子一样，不会判断东西的品质好坏与价格高低，对这些人来说，只要记住一条，不懂珠宝没有关系，只要认识珠宝商就好。（近深有体会。中国这样值得信赖的公司是哪家？）

我敢保证大家只要放心交给 Friedman 家族，一定不会让各位失望，我们购买波仙股权的方式就是最好的证明，波仙没有会计师查核报告，也没有盘点存货、验证应收帐款或

是做任何方式的查核，他们只是简单地告诉我们如何如何，于是双方就草拟的一页简单的合约，并由我们开出一大笔金额的支票。

随着 Friedman 家族声誉的远播，近年来波仙珠宝的生意越做越大，客户从美国各地远道而来，其中也包含我一些从东西两岸来的朋友，他们也都很感谢我能带他们去参观波仙。

波仙的营运模式并不会因为伯克希尔的加入而有所改变，所有的家族成员仍将持续在各自的岗位上奋斗，查理跟我会站在旁边默默支持，事实上所有的成员包含高龄 88 岁与 87 岁的老先生与老太太，仍然每天到店里工作，其它儿子媳妇也是从早忙到晚，家族的第四代已正准备开始学习接班。

跟你所欣赏的人一起共事实在是一件很大的乐趣，Friedmans 家族的成功就像是 B 太太家族的成功一样，实至名归，两个家族都坚持对客户有益的事之上，同时对他们自己也有很大的益处，这是我们最好的事业伙伴。（简单的道理，有多少企业能做到？）

保险事业营运

综合比率代表的是保险的总成本(损失加上费用)占保费收入的比率，100 以下代表会有承销利益，100 以上代表会有承销损失，若把持有保费收入浮存金(扣除股东权益部

份所产生的盈余)所产生的投资收益列入考量, 损益两平的范围大概是在 107-111 之间。

	<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	3.7	109.6	8.4	6.4
1983	5.0	112.0	6.8	3.8
1984	8.5	118.0	16.9	3.7
1985	22.1	116.3	16.1	3.2
1986	22.2	108.0	13.5	2.7
1987	9.4	104.6	7.8	3.3
1988 (Est.)	3.9	105.4	4.2	3.6

Source: A.M. Best Co.

基于前几次年报所说明的理由, 即使是通货膨胀在这几年来相对温和, 我们预期保险业每年损失增加的比率约在 10% 左右, 若是保费收入成长没有到达 10% 以上, 损失一定会增加, 虽然保险公司在景气不好时, 会习惯性地将损失暂时隐藏起来, 如附表所示, 1988 年产业整体的损失确实增加, 而这个趋势应该会继续持续下去, 甚至在未来两年还会加速恶化。

产险业的获利情况不但是相当的低, 而且也是不太受尊重的行业, (就像是山姆高德温曾说一个人要学会体验人生的苦与乐, 不过这行很讽刺的是, 做的要死要活的同时, 还要被客户糟蹋, 不像有些赚翻了的行业, 东西明明贵的要死, 却是一个愿打, 一个愿挨)

以早餐麦片为例, 它的资产报酬率是汽车保险业的一倍 (这也是为什么家乐氏与通用磨坊的股价净值比是五倍, 而保险业者的股价净值比仅为一倍), 麦片公司常常在调整产

品售价，即便其生产成本没什么变，但消费者却连一个屁都不吭一声，但要是换做是保险业者，就算只是反映成本稍微调整一下价格，保户马上就会生气地跳起来，所以若你识相，最好是选择去卖高价的玉米片，而不是低价的汽车保险。

一般大众对于保险业的敌视会造成严重的后果，去年秋天加州通过的一项 103 提案，虽然成本一再上涨，却还威胁要将汽车保费价格大幅压低，所幸法院后来检视这项提案予以搁置，但这次投票所带来的冲击未曾稍减，保险业者在加州已很难再有营运获利的空间，（感谢老天还好加州人没有对巧克力糖果感到反感，若是 103 提案也如保险般适用于糖果的话，喜斯可能被迫以每磅 5.76 元而不是现在的每磅 7.6 元，果真如此，喜斯可能就要亏大钱了）

对伯克希尔来说，这项法案的短期影响不大，因为即使在这法案之前，加州现行的费率结构也很难让我找到有获利的商机，然而这项压低保费的做法却会直接影响到我们持有 44% 股权的 GEICO，约有 10% 的保费收入系来自加州，更具威胁的是若其它州，不管是透过提案或是立法的方式，也跟进采取类似的行动，若民众坚持汽车保险费的价格一定要低于成本，则最后可能要由政府直接来负责，股东或可暂时支应保户，但只有纳税人可以长久地给予支助，对大部分的产物意外险业者来说，社会化的汽车保险对于其股东不会有太大影响，因为由于这个产业是属于大众产品，保险业者所赚

的投资报酬平平，所以若因此被政府强迫退出市场，也不会有太大的商誉损失，但 GEICO 就不一样了，由于它的成本低，相对地可以获得高报酬，所以可能会有很大的潜在商誉损失，而这当然会连带影响到我们。

在 1988 年伯克希尔的保费收入持续减少，到了 1989 年我们预期保费收入还会大幅下滑，一方面是因为消防人员退休基金即将于八月底到期，届时依合约我们必须将未到期的保费退还，估计总共退回的金额 8,500 万美元，这将使得我们第三季的数字看起来有点奇怪，当然这对于我们公司本身的获利不会造成太大的影响。

伯克希尔 1988 年的承保表现依旧相当不错，我们的综合比率（依照法定基础扣除和解与财务再保）大约在 104，损失准备提列在前几年不佳后，连续两年情况还算良好）。我们的保费收入规模预计在未来几年内都会维持在相当低的水平，因为有利可图的生意实在是少之又少，随它去，在伯克希尔我们不可能在知道明明会亏钱的情况下，还去硬接生意，光是接看起来有赚头的生意，就让我们麻烦够多了。

尽管（也或许正因为如此）我们的保单量少，可以预期的我们的获利情况在未来几年内也会比同业来的出色，相较于保单量我们有高比例的浮存金，通常这代表着获利，在 1989 与 1990 这两年内，我们的浮存金/保费收入比例至少会是同业水准的三倍以上，Mike Goldberg 在 Ajit Jain 等人的协助

下，加上国家产险的经营团队使我们站在相当有利的位置。

有一点我们不知道什么时候，我们会被保险事业拖垮，有可能会是一些重大的天然或是经济上的意外，但我们也有可能遇到像 1985 年一样爆炸性的成长，因为当其它同业因长期杀价抢单，一夕之间损失突然爆发，才发现损失提列准备远远不足，在那种情况下，我们一定会稳固好我们的专业人员与资本并尽量避免犯下重大的错误。

有价证券投资

在为我们的保险事业选择有价证券投资之时，我们主要有五种选择 (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。

<i>Shares</i>	<i>Company</i>	<i>Cost</i>	<i>Market</i>
		<i>(000s omitted)</i>	
3,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	\$517,500	\$1,086,750
14,172,500	The Coca-Cola Company	592,540	632,448
2,400,000	Federal Home Loan Mortgage Corporation Preferred*	71,729	121,200
6,850,000	GEICO Corporation	45,713	849,400
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	364,126

**Although nominally a preferred stock, this security is financially equivalent to a common stock.*

我们永久的持股-资本城/ABC、GEICO 汽车保险与华盛顿邮报依旧不变，同样不变的是我们对于这些管理阶层无条件

的敬仰，不管是资本城/ABC 的 Tom Murphy 与 Dan Burke、GEICO 汽车保险的 Bill Snyder 与 Lou Simpson，还有华盛顿邮报的 Kay Graham 与 Dick Simmons，查理跟我对于他们所展现的才能与品格同感敬佩。

他们的表现，就我们最近距离的观察，与许多公司的 CEO 截然不同，所幸我们能与后者保持适当的距离，因为有时这些 CEO 实在是不适任，但却总是能够坐稳其宝座，企业管理最讽刺的就是不适任的老板要比不适任的部属更容易保住其位置。

假设一位秘书在应征时被要求一分钟要能够打 80 个字，但录取之后被发现一分钟只能打 50 个字，很快地她就可能会被炒鱿鱼，因为有一个相当客观的标准在那里，其表现如何很容易可以衡量的出来；同样的，一个新进的业务，若是不能马上创造足够业绩，可能立刻就要走路，为了维持纪律，很难允许有例外情形发生。

但是一个 CEO 表现不好，却可以无限期的撑下去，一个原因就是根本没有一套可以衡量其表现的标准存在，就算真的有，也是写的很模糊，或是含混解释过去，即便是错误与过失一再发生也是如此，有太多的公司是等老板射箭出去后，再到墙上把准心描上去。

另外一个很重要但却很少被提起老板与员工之间的差别是老板本身没有一个直接可以衡量判断其表现的上司，业

务经理不可能让一颗老鼠屎一直留在他那一锅粥之内，他一定会很快地把它给挑出来，否则可能连他自己都会有问题，同样的一个老板要是请到一位无能的秘书，也会有相同的动作。

但 CEO 的上司也就是董事会却很少检视其绩效，并为企业表现不佳负责，就算董事会选错了人，而且这个错误还持续存在又怎样？即使因为这样使得公司被接收，通常交易也会确保被逐出的董事会成员有丰厚的利益（且通常公司越大，甜头越多）

最后董事会与 CEO 之间的关系应该是要能够意气相投，在董事会议当中，对于 CEO 表现的批评就好象是在社交场合中打嗝一样不自然，但却没有一位经理人会被禁止不准严格地审核打字员的绩效。

以上几点不是要一杆子打翻一条船，大部分的 CEO 或是董事会都相当努力、能干，有一小部份更是特别的杰出，但查理跟我在看过很多失败的例子之后，更加对于我们能够与前面三家公司优秀的经理人共事感到非常幸运，他们热爱他们的事业，想法跟老板一致，且散发出才气与品格。

1988 年我们做出两项重大的决定，大笔买进联邦家庭贷款抵押公司 (Freddie Mac) 与可口可乐，我们打算要持有这些股票很长的一段期间，事实上当我们发现我们持有兼具杰出企业与杰出经理人的股权时，我们最长的投资期间是永久，

我们跟那些急着想要卖出表现不错的股票以实现获利却顽固地不肯出脱那些绩效差的股份的那群人完全相反。彼得林区生动地将这种行为解释成砍除花朵来当作野草的肥料（精辟，主要原因可能是不愿意承认错误。），我们持有 Freddie Mac 的股份比例是法令规定的上限，这部份查理在后面会详加为各位说明，因为他们是属于共同储贷-我们一家非保险的子公司所投资，所以在我们的合并资产负债表当中，这些持股将以成本而非市价列示。

我们持续将投资集中在少数我们能够了解的公司之上，只有少部份是我们想要长期投入的，因为当我们好不容易找到这样的公司时，我们会想要达到一定的参与程度，我们同意 Mae West 的看法，好东西当然是多多益善。

去年我们减少在中期免税债券约一亿美元的投资，所有卖出的债券都是在 1986 年之后才取得的，当这些债券由产险公司所持有的时候，其中 15% 的利息收入是要课税的。

剩下我们仍持有约 8 亿美元的债券，都是属于适用 1986 年租税改革法案完全免税的祖父级债券，出售的债券将有些许的获利，而继续持有的债券平均到期日大概是六年，其市价大概略高于帐面价值。

去年我们曾提及我们所持有的已破产的 Texaco 短期与中期公司债券，1988 年我们已经将所有的部位处分，获利约 2,200 万美元，此举将使得我们在固定收益债券的投资部位

减少 1 亿美元。

去年我们还提到了另外一个深具固定收益特色的投资：亦即所罗门公司 9%可转换特别股，这种特别股特别要求公司提拨偿债基金，自 1995 年到 1999 年间分批赎回，伯克希尔将这些投资以成本列示在帐上，基于查理所提的原因，现在的估计市价以从前一年度略低于成本，转变为 1988 年的略高于成本。

我们与所罗门 CEO- John Gutfreund 之间良好的关系，随着几年来的合作日益增进，但我们还是无法判断投资银行业的前景，不管是短期、中期或是长期皆然，这是一个难以预估未来获利程度的产业，我们仍然相信我们所拥有的转换权利会在其有效期间内，对我们产生相当大的贡献，然而这种特别股的价值主要还是来自于其固定收益，而不是股权特性之上。

我们对于长期债券的规避依旧不变，唯有当我们对于货币的长期购买力有信心时，我们才会对这类的债券有兴趣，但这种稳定却根本没办法预期，因为不管是社会或是选出来的官员实在是太多的优先事项是与购买力的稳定性相冲突的。所以目前我们唯一持有的长期债券就是 WPPSS 华盛顿功用电力供应系统，其中有些属于短期，有一些则是分几年赎回的高票息，目前资产负债表上帐列成本为 2.47 亿美元，目前市价约为 3.52 亿美元。

我们在 1983 年年报中曾经解释过购买 WPPSS 的理由，现在很高兴跟大家报告结果完全符合我们当初的预期，在买进的时候，债券的评等被暂时取消，估计税后的投资报酬率约为 17%，最近它被史坦普评等机构评为 AA-等级，目前的市价大概只有比最高等级债信的投资报酬好一点。

在 1983 年的年报中，我们比较了投资 WPPSS 与一般企业的差异，结果显示这次的投资要比当时同期间所从事购并案还要好，假设两者皆以为无财务杠杆的基础下进行。

不过我们在 WPPSS 的愉快经验并未能改变我们对于长期债券的负面看法，除非再让我们碰到暂时僵住的大案子，因为短暂的问题使得其市价严重的被低估。

套利

在过去的报告中我曾经告诉各位保险子公司有时也会从事套利的操作，以作为短期资金的替代，当然我们比较喜欢长期的投入，但可惜资金总是多过于点子，与此同时，套利的报酬有时会多过于政府公债，同时很重要的一点是可以稍微缓和我们对于寻找长期资金去处的压力，（每次在我们谈完套利投资之后，查理总是会附带一句，这样也好，至少能让你暂时远离市场）

在 1988 年我们在套利部份斩获不少，不论是金额或是投资报酬率，总计投入 1.47 亿美元的资金，赚取 7,800 万美元的获利。（近 50%的收益！）

如此的成绩使我们值得详细的描述一下，所谓的套利是指在不同的市场同时买卖相同的有价证券或是外汇，目的是为了撷取两者之间微小的差距，例如阿姆斯特丹的荷兰币、英国的英镑或是纽约的美元，有些人将此行为称之为剃头皮，但通常这一行的人惯用法国的字汇-套利。

自从第一次世界大战之后，套利或者说风险套利的定义，已延伸包括从已公开的企业购并、重整再造、清算等企业活动中获利，大部分的情况下，套利者期望不管股市变动如何皆能获利，相对的他面临的主要风险是宣布的事件未如预期般发生。

有些特别的套利机会也会偶尔出现，我记得在 24 岁时当时我在纽约的葛拉罕-纽曼公司上班，Rockwood 一家在布鲁克林生产巧克力的公司，原则该公司自 1941 年开始就采用后进先出制的存货评价方式，那时可可亚每磅是 50 美分，到了 1954 年可可亚因为暂时缺货价格大涨至 64 美分，因此 Rockwood 想要把帐上价值不菲的可可亚存货在价格滑落之前变卖掉，但若是直接将这批货卖掉，所得的收益可能要支付 50%左右的税金，但 1954 的税务法令及时公布，其中有一项不太为人知的规定，就是如果企业不是把这些存货卖掉而是直接分配给股东间接减少营运规模的话，就可以免税，因此 Rockwood 决定停止其贩卖可可亚奶油的业务，并将 1,300 万磅的可可亚豆子发还给股东，同时公司也愿意以可可亚豆

子换买回部份股份，换算下来，每股可以换得 80 磅的豆子。

有好几个礼拜我整天忙着买进股票、换豆子，再把豆子拿去卖，并常常跑到 Schroeder 信托公司拿着股票凭证换取仓库保管单，获利算下来还不错，而唯一的成本费用就是地铁车票。

Rockwood 改造计画的规划者是 32 岁没有名气但相当优秀的芝加哥人 Jay Pritzker，若你知道 Jay 后来的记录，你应该就不会讶异这个动作对于公司股东有多大的益处了，在这项提议推出不久之后，虽然公司营运呈现亏损，但 Rockwood 的股价却从 15 美元涨到 100 美元，有时股票的价格会远远超过合理的本益比之外。

近几年来，大部分的套利操作都牵涉到购并案，不管是友善的或是敌意的皆然，在购并案狂热之时，几乎感觉不到托拉斯法的存在，投标的竞价屡创天价，在当时套利客大行其道，在这行不需要太多的才能，唯一的技巧就像是 Peter Sellers 的电影那样，只要轧一脚就行，华尔街有一句经过改编的俗语，给一个人一条鱼，你只能养活他一餐，教他如何套利，却可以养活他一辈子，（当然要是他到学校学习套利，可能就要靠州政府过活了）

在评估套利活动时，你必须能回答四个问题 (1) 已公布的事件有多少可能性确实会发生？(2) 你的资金总计要投入多久？(3) 有多少可能更好的结果会发生，例如购并竞价提

高(4) 因为反托拉斯或是财务意外状况发生导致购并案触礁的机率有多高?

Arcata 公司我们最曲折离奇的购并经验,说明了企业的曲曲折折,1981年9月28日该公司的董事同意将公司卖给KKR公司,一家在当时同时也是现在最大的融资买断公司,Arcata所从事的是印刷与森林产品,但其中值得注意的是在1978年美国政府决定征收该公司所有10,700公顷的红木林,以扩增国家公园的范围,为此政府决定分期支付该公司总金额9,790万美元的征收款,但Arcata公司却认为金额太少,同时双方也对适用的利率也争议,Arcata极力争取更高的赔偿金与适用的利率。

买下一家具有高度争议的公司将会让公司在谈判过程中,会增加许多的难度,不管诉讼案件是不利或是有利于公司皆然,为了化解这个难题,KKR决定支付Arcata每股37美元再加上政府额外赔偿款的三分之二,作为购并的条件。

在评估过这项投资机会之后,我们自问KKR能否真正完成这项交易的关键在于他们是否能够顺利取得融资,这对卖方来说永远是风险最高的一项条款,追求者在提出求婚到正式结婚的这段期间,要落跑是很容易的一件事,不过在这个案子我们却不太担心,原因在于KKR过去的记录还算不错。

我们还必须扪心自问若是KKR真的失败会如何,在这点我们觉得还好,Arcata的董事会与经营阶层已经在外兜售好

一段时间了，显示该公司却有决心要出售，如果 KKR 跑掉，Arcata 一定还会再找新的买主，当然届时的价格可能会差一点。

最后我们还必须问自己，那块红木林的价值到底有多少？坦白说我虽然个人连榆树跟橡木都分不出来，但对于这个问题我的处理方式倒很简单，反正就是介于零到一大笔钱之间就对了。

后来我们开始从九月开始以每股 33.5 元买进 Arcata 股票，八个礼拜之内总共买进 40 万股，约占该公司 5% 的股权，隔年一月第一次对外公布股东每股可以拿到 37 元，换算年投资报酬约为 40%，这还不包含可以有的红木林赔偿损失。

然而过程中不太顺利，到了 12 月宣布交易可能会延后，尽管如果 1 月铁定会签约，受到这项鼓励，我们决定再加码以 38 元每股至 65.5 万股，约 7% 的股权，我们的努力终于获得回报，虽然有点拖延，但结果却相当令人满意。

接着在 2 月 25 日融资银行说有鉴于房地产景气不佳，连带对 Arcata 的前景可能有所疑虑，故有关融资条件可能还要再谈，股东临时会也因此再度延期到四月举行，同时 Arcata 公司发言人表示他不认为购并案已触礁，但是当套利客听到这种重申时，脑中便闪过一句老话：他说谎的方式就好象是即将面临汇率崩盘的财政部长一样。

3 月 12 日 KKR 宣布先前的约定无效，并将报价砍至 33.5

美元一股，两天后再调高至 35 美元，然而到了 3 月 15 日董事会拒绝了这项提议，并接受另一家集团 37.5 美元外加红木林一半的收益，股东会迅速通过这项交易，并于 6 月 4 日收到现金。

总计我们花了近六个月的时间，投资 2,290 万美元，最后收回 2,460 万美元，但若是加计这项交易中间所经历的风风雨雨，则 15% 的年报酬率（未包含红木林潜在收益）还算令人满意。

不过好戏还在后头，承审法院指派两个委员会来解决这项纷争，一个负责认定红木林的价值，一个则负责应该适用的利率，隔年 1 月委员会认定红木林的价值为 2.75 亿美元，适用的复利率应为 14%。

到了八月法官裁定这项决议，这代表政府需要再支付高达 6 亿美元的赔偿金，联邦政府立刻提出上诉，而就在上诉即将宣判结果时，双方以 5.19 亿美元达成和解，因此我们又额外收到 1,930 万美元，相当于每股 29.48 美元的大红包，之后还可以再拿到 80 万美元的进帐。

伯克希尔的套利活动与其它套利客有些不同，首先相较于一般套利客一年从事好几十个案子，每年我们只参与少数通常是大型的交易案，有这么多锅子同时在煮，他们必须花很多时间在监控交易的进度与相关股票的股价变动，这并不是查理跟我想要过的生活方式，（为了致富，整天盯着计算

机屏幕到底有何意义?)

也因为我们只专注在少数几个案子，所以一个特别好或是特别差的案子，可能会大大地影响到我们一整年的套利成绩，所幸到目前为止，伯克希尔还没有遇到什么惨痛的经验，一旦发生我一定会一五一十的向各位报告。

另有一点不同的是我们只参与已经公开对外宣布的案子，我们不会仅靠着谣言或是去预测可能被购并的对象，我们只看报纸，思考几项关键因素，并依照我们判断的可能性做决定。

到了年底，我们剩下唯一的套利投资是 334.2 万股的 RJR Nabisco，投资成本 2.82 亿美元，目前市价 3.04 亿美元，今年一月我们增加持股到 400 万股，接着在二月全部出清。有 300 万股是 KKR 决定购并 RJR 后，我们卖给 KKR 的，获利 6,400 万美元略高于预期。

稍早之前，另外一个竞争对手 Jay Pritzker-第一波士顿集团浮现加入对 RJR 的竞争行列，提出以租税规划为导向的提案，套句 Yogi Berra 的说法：这感觉识曾相识！

大部分的时间我们买进 RJR 相当大的限制，由于我们在也是竞争者的所罗兄公司有投资，虽然查理跟我都是所罗门的董事，但我们却与整个购并案的所有信息隔绝，而我们认为这样也好，额外的信息对我们不见得就有好处，事实上，有时还会妨碍到伯克希尔进行套利的投资。

然而由于所罗门的提案规模相当的大，以致于所有的董事都必须完全被知会并参与，因此伯克希尔总共只有两个时点可以进行买进 RJR 的动作，第一次是当 RJR 经营阶层宣布整个购并计划的几天内，当时所罗门还未宣布加入竞标，另外是后来 RJR 董事会决定优先考虑 KKR 的提案，也因为所罗门的董事职务，使得伯克希尔的投资成本大大提高。

看到 1988 年如此丰硕的套利成果，你可能会觉得我们应该继续朝这方面加强，但事实上，我们决定采取观望的态度。

一个好的理由是因为我们决定大幅提高在长期股权方面的投资，所以目前的现金水位已经下降，常常读我们年报的人可能都知道，我们的决定不是基于短期股市的表现，反而我们注重的是个别企业的长期经济展望，我们从来没有、以后也不会对短期股市、利率或企业活动做任何的评论。

然而就算是我们现金满满，我们在 1989 年可能也不会从事太多的套利交易，购并市场的发展已经有点过头了，就像桃乐斯所说的：“奥图，我觉得我们好象已经不是在堪萨斯市了！”

我们不太确定这种过热的现象会持续多久，包含参与热潮的政府、金主与买家的态度会如何转变，不过我们可以确定的是，当别人越没有信心参与这些活动时，我们的信心也就越高，我们不愿意参与那些反应买方与金主无可救药的乐

观，通常我们认为那是无保障的，在此我们宁愿注重 Herb Stein 的智能，若一件事不能持久不衰，那么它终将结束。

效率市场理论

前面提到的套利活动使得我们有必要讨论一下市场效率理论，这理论在近年来变得非常热门，尤其在 1970 年代的学术圈被奉为圣旨，基本上它认为分析股票是没有用的，因为所有公开的信息皆已反应在其股价之上，换句话说，市场永远知道所有的事，学校教市场效率理论的教授因此做了一个推论，比喻说任何一个人射飞镖随机所选出来的股票组合可以媲美，华尔街最聪明、最努力的证券分析师所选出来的投资组合，令人惊讶的是市场效率理论不但为学术界所拥抱，更被许多投资专家与企业经理人所接受，正确地观察到市场往往是具有效率的，他们却继续下了错误的结论，市场永远都具有效率，这中间的假设差异，简直有天壤之别。

就我个人的看法，就我个人过去在葛拉罕-纽曼公司、巴菲特合伙企业与伯克希尔公司连续 63 年的套利经验，说明了效率市场理论有多么的愚蠢(当然还有其它一堆证据)，当初在葛拉罕-纽曼公司上班时，我将该公司 1926 年到 1956 年的套利成果做了一番研究，每年平均 20% 的投资报酬率，之后从 1956 年开始我在巴菲特合伙企业与之后的伯克希尔公司，运用葛拉罕的套利原则，虽然我并没有仔细地去算，

但 1956 年到 1988 年间的投资报酬率应该也有超过 20%，(当然之后的投资环境比起葛拉罕当时要好的许多，因为当时他遇到过 1929-1932 年的景气大萧条)。

所有的条件皆以具备来公平测试投资组合的表现(1) 三个公司 63 年来买卖了上百种不同的股票证券(2) 结果应该不会因为某个特别好的个案所扭曲(3) 我们不需要故意隐瞒事实或是宣扬我们的产品优秀或是经营者眼光独到，我们只是从事高度公开的个案(4) 我们的套利部份可以很容易就被追查查到，他们并不是事后才特别挑选出来的。

过去 63 年来，大盘整体的投资报酬(加计股利)大概只有 10%，意思是说若当初投入 1,000 美元的话，现在可以获得 405,000 美元，但是若投资报酬率改为 20%的话，现在却会变成 9,700 万美元，统计上如此大的差异使得我们不禁好奇的想要怀疑，然而理论支持者从来就不会去注意理论与现实如此地不相符，确实现在他们讲话已不如过去那么大声，但据我所知却没有任何一个人愿意承认错误，不管他们已经误导了多少个学生，市场效率理论还是继续在各个企管名校间列为投资课程的重要教材之一，很显然的，死不悔改、甚而曲解神意，不是只有神学家才做的出来。

自然而然，这些遇人不淑的学生与被骗的投资专家在接受市场效率理论后，对于我们与其它葛拉罕的追随者实在有莫大的帮助，在任何的竞赛中，不管是投资、心智或是体能

方面，要是遇到对手被告知思考与尝试是没有用的，对我们来说等于是占尽了优势，从一个自私的观点来看，葛拉罕学派应该祈祷市场效率理论能够在校园中永为流传。

说了那么多，最后还是要提出一个警告，最近套利看起来相当容易，但它却不是永远都保证有 20% 报酬的投资活动，现在的市场比起过去来的有效率许多，除了我们过去 63 年所真正掌握的套利活动之外，还有更多是因为价格合理而因此被舍弃掉的。

一个投资者很难只靠单一一种投资类别或投资风格而创造超人的利益，他只能靠着仔细评估事实并持续地遵照原则才能赚取超额利润，就套利投资本身而言，并没有比选择利用飞镖选股的策略好到哪里去。

纽约证券交易所挂牌

伯克希尔的股份于 1988 年 11 月 29 日正式在纽约证券交易所挂牌，后面附有我们写给股东有关挂牌的正式声明。

除了那封信之外，我个人还有一点要说明，虽然我们在交易所的基本交易单位是 10 股，但只要是 1 股以上还是一样可以进行买卖。

另外如同信中所提到的，我们之所以决定挂牌的主要目的是要降低交易成本，而我相信这目的也已经达到，一般来说，在 NYSE 买卖之间的价差会比在柜台买卖要来得小的多。

负责买卖伯克希尔股份的是 Henderson 兄弟公司-交易

所中一家老牌专家，它的前身 William Thomas Henderson，是在 1861 年以 500 块美金买下一个交易所的席位（最近一个席位的成交价大约是 62.5 万美金），在所有 54 家交易公司当中，HBI 共被分配到第二多的 83 种股票，我们很高兴伯克希尔能够被分配给 HBI 负责交易，到目前为止对于他们的服务感到相当满意，该公司负责人 Jim Maguire 亲自负责伯克希尔的交易，他是我们可以找到的最佳人选。

有两点是我们与其它挂牌公司最大不同的地方，第一我们不希望伯克希尔的股价过高，主要是希望它能够反应的实质价值范围内交易（当然我们希望实质价值能够以合理的速度增加，当然能够不合理的增加更好），查理跟我都不希望，股价被过分高估或是被过分低估，两者都会使伯克希尔的股东的获利与公司本身经营获利状况不相当，所以如果伯克希尔的股价持续地反应企业实质的价值，则我们可以确定每个股东在他持有公司股份的期间所获得的利益，都能与公司本身营运的获利成等比。

第二我们希望交易量越少越好，如果我们经营的是一家只有几位合伙人的私人企业，我们也不希望合伙人时常进进出出合伙事业，经营一家公开上市公司也是同样的道理。

我们希望能够吸引具有远见的投资人，在买进股份时，抱着打算与我们永远同在而不是订有卖出价格的时间表，我们实在不能理解为何有公司的 CEO 希望自己公司的股份交易

量越多越好，这代表公司的股东组合会变来变去，在其它如学校、俱乐部、教堂等社会机构当中，没有主持人希望自己的组织成员离开的，（然而偏偏就有营业员就是要靠着说服成员离开组织来维生，你有没有听过有人劝你反正最近基督教也没有什么搞头，不如下礼拜大家改信佛教试一试）。

当然还是有些伯克希尔股东需要或是想要偶尔把他持有的股份卖掉，而我们希望能够找到合适的人以适当的价格来接手，因此我们试着透过我们的政策、表现与沟通，吸引真正了解我们营运、认同我们理念并用同样的方式来对待我们的新股东，如果我们能够持续地吸引这种类型的股东，同时很重要的，让那些短视近利的投资人远离我们，相信伯克希尔一定能够持续地以合理的价格交易买卖。

大卫·陶德

与我相交 38 年亦师亦友的大卫·陶德，于去年以高龄 93 岁过世，大多数的人可能都不知道他是谁，但是许多伯克希尔的老股东却因为他对本公司的间接影响而受益良多。

大卫终其一生在哥伦比亚大学教书，同时他也与葛拉罕合作著述“证券分析”一书，自从我到哥伦比亚之后，大卫不时地鼓励与教导我，给我的影响一个接着一个，他所教导我的很一件事，不论是直接或透过他的著作都非常有道理，后来毕业后，透过不断往来的信件，他给我的教育持续到他逝世之前。

我认识许多财经与投资学的教授，除了葛拉罕以外，没有人可以比得上大卫，最好的证明就是他学生的成绩，没有其它投资学的教授可以造就出那么多杰出的英才。

当学生离开大卫的教室，就代表着他们一生将具备有投资智能，因为他所教导的原则是如此的简单、完整有用且持久，虽然这些特点看起来并不显著，但要将这些原则教导给学生却不是一件容易的事。

让我印象最深刻的是大卫总是言行一致，就像凯恩斯运用自己研究出的学术观点来致富，大卫也是如此。事实上他在财务操作上的表现远比凯恩斯来得出色，凭借着企业与信用循环理论，之后再演变成价值投资，大卫一开始就选择了正确的方向。

查理跟我运用大卫与葛拉罕所教的原则，在伯克希尔的投资之上，我们的成功正代表着他们心血的结晶。

其它事项

我们希望能够买进更多像我们现在拥有一样的企业，当然我们可以透过大家的协助，如果你拥有符合以下条件的企业，记得打电话或者是写信告诉我。

我们想要找 (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。

我们最喜欢的交易对象之一是像 B 太太- Heldman 家族那样, 公司经营者希望能马上有一大笔现金, 不管是给自己、家人或是其它股东, 最好这些经营者如往常一样能够继续留在公司, 我想我们可以提供具有以上想法的经营者, 一个满意的方式, 我们也欢迎可能的卖方与那些过去与我们合作过的对象打听。

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。我们发现如果你登广告要买牧羊犬, 结果却有一大堆人打电话来要卖你长耳猎犬, 在此重申我们对这些交易, 只有高德温的另一句话可以形容, 请把我排除在外。

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。

几个礼拜以前, 我们收到了一个好消息, 史坦普评等机构将我们的债信等级调高的三 A 的最高标准, 相较于 1980

年的 28 家，目前全美只有 15 家公司可以拥有此殊荣。

过去几年企业公司债的持有人在事件风险上跌了一大跤，意思是说一家原本财务操作保守的公司，因为进行高杠杆购并或是重整再造，使得公司在一夜之间被大幅调降信用评级，购并的世界之中，除了少数经营权与所有权一致的公司之外，大部分的公司都会面临这样的风险，但伯克希尔绝对不会，查理跟我保证给债券持有人与股东一样的承诺。

大约有 97.4% 的有效股权参与 1988 年的股东指定捐赠计划，总计约 500 万美元捐出的款项分配给 2,319 家慈善机构，若经营情况许可，我们计划在 1989 年扩大这项捐赠计划。

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 1989 年 9 月 30 日之前完成登记，才有权利参与 1989 年的计划。

今年的股东会将在 1989 年 4 月 24 日星期一在奥玛哈举行，我们希望大家都能来参加，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）。

会后我们将安排几台巴士载着有兴趣的股东到 B 太太的家具广场与波仙珠宝店，准备大捡便宜货吧！外地来的股东

可以选择提早一点来，B太太的店星期天会从中午开到下午五点，只有五个小时可能不够B太太暖身，她可能希望还是能够像平日一样从早上10点到晚上9点，另外波仙珠宝星期天并不开门营业。

记得问B太太地毯价格为什么会如此便宜的秘密，她一定会向跟所有人一样地偷偷跟你讲她是如何办到的，（我之所以能够卖的这么便宜是因为我的老板对于地毯根本就一无所知！）

（文章资料源自网络）