

巴菲特致股东信

1999 年

本公司 1999 年的净值增加了 3.58 亿美元，每股 A 股或 B 股的帐面净值皆成长了 0.5%，累计过去 35 年以来，也就是自从现有经营阶层接手之后，每股净值由当初的 19 元成长到现在的 37,987 美元，年复合成长率约为 24.0%。

在年报中所谓的每股数字系以 A 级普通股约当数为基础，这是本公司在 1996 年以前流通在外唯一的一种股份，B 级普通股则拥有 A 级普通股三十分之一的权利。

首页上的数字完全显示出我们 1999 年的成绩是如何的不理想，这也是个人历年来表现最差的一年，不管从绝对数字或是与 S&P 指数比较皆是如此，当然相对数字是我们比较在意的，只不过时间一久，相对较差的数字其绝对数值肯定也不会理想到哪里去。

即使是顽皮豹探长也知道谁是去年真正的犯人：没错！就是我本人，而我个人的表现让我想起一位成绩单上满是 F 跟一个 D 的四分卫，偏偏又遇到一个体谅人的教练轻声说到：“孩子，我想你把太多的时间摆在单一的科目之上了。”

我所指的单一科目就是“资金的分配”，而很显然的我在 1999 年所获得的成绩就只有 D，除此之外表现最惨的要算是伯克希尔的股票投资组合了，至于该为这件事负责的，除了

少部份的投资是由 GEICO 公司的 Lou Simpson 管理外，其余全部都要归咎于我本人，我们几件大型的投资标的，由于本身 1999 年的经营情况不佳，导致公司股价表现远落后于大盘，不过我们仍然对它们所处的产业情有独钟，同时也愿意继续与它们同在，只是它们的挫败严重影响到我们去年的表现，而且也不确定何时才能够回归正轨。

伯克希尔 1999 年积弱不振的表现，更导致公司的股价大幅下滑，相较之下，1998 年的股价反而表现的比本业还好，去年可说是刚好相反，直到年报发布之日止仍是如此，当然就长期而言，公司股价的表现大致上还是会与本业的表现相当。

尽管去年表现不佳，不过伯克希尔主要的合伙人-查理孟格，跟我本人仍然预期伯克希尔未来十年实质价值的成长率应该可以略微超越 S&P 指数同期的表现，当然这种事没人敢打包票，不过我们依旧愿意以我们所有的身家作为担保，大家应该都知道，我个人的身家有 99% 以上都摆在伯克希尔，我跟我内人从来就没有卖过一张伯克希尔的股票，而且除非哪一天真的不够钱花，否则我们永远不会考虑出售任何一张股票。

请注意我说的是"略微"超越 S&P，因为对伯克希尔来说，大幅超越 S&P 指数的情况已经成为历史，当初能够有这样的成绩，主要是因为那时不管企业或是股票的价格都相当低廉，

而我们的资本规模相对也较小，那使得我们比现在有更多的投资机会可供选择。

此外我之所以对伯克希尔未来的表现如此有信心的原因在于，我认为 S&P 在未来一、二十年的表现将远远不如过去十几年的表现，在最近的财星杂志我发表了一篇文章解释这种无可避免的缘由，在年报后面我也附了一份供大家参考。

我们的目标是把现有的事业给经营好-这点对于现有优秀的经营阶层来说是件很简单的事，同时再设法取得具有相同竞争优势与优秀经理人的新事业，去年我们在这方面大有进展，不但买下了 Jordan 家具，同时还签约买下了 MidAmerican 能源大部分的股权，在报告的后段我还会详加介绍这两家公司，不过有一点我要强调的是，这两项购并案伯克希尔全部皆以现金进行交易，没有发行任何新股，虽然这样的交易方式可遇不可求，但却也是查理跟我比较偏好的。

实质价值简介

在接下来的这一段，我要谈谈常常提到实质价值的观念，这是一个我们在进行企业购并与股票投资时，很重要但却很难明确界定的标准，（有关这个议题的广泛讨论，也包含其它投资与会计名词观念，请参阅股东手册）。

在最近四年的年报中，我们提供了我们认为可以最能够估计伯克希尔实质价值的一张表，在今年刚刚更新资料的表中，我们以拟制的方式将通用再保的数字加入其中，也就是

假设该公司自年度一开始就为我们所拥有，第一栏的数字代表我们拥有每股的投资金额(包括现金与约当现金，但扣除财务金融单位持有的证券)，第二栏则是每股在扣除利息与营业费用之后，伯克希尔来自本业的营业利益(但未扣除所得税与购买法会计调整数)，当然后者已经扣除了所有来自第一栏投资所贡献的股利收入、利息收入与资本利得，事实上，从这张表可以看出若是把伯克希尔分拆成两部份的话会变成怎样，其结果就等于是一家持有我们投资部位的控股公司，以及另一家经营旗下所有事业负担全部成本盈亏的营利事业。

<u>Year</u>	<u>Investments Per Share</u>	<u>Pre-tax Earnings (Loss) Per Share With All Income from Investments Excluded</u>
1969	\$ 45	\$ 4.39
1979	577	13.07
1989	7,200	108.86
1999	47,339	(458.55)

Here are the growth rates of the two segments by decade:

<u>Decade Ending</u>	<u>Investments Per Share</u>	<u>Pre-tax Earnings Per Share With All Income from Investments Excluded</u>
1979	29.0%	11.5%
1989	28.7%	23.6%
1999	20.7%	N.A.
Annual Growth Rate, 1969-1999	25.4%	N.A.

1999 年，我们每股投资金额变化不大，但是每股营业利益却因为几个重大的负面因素而大幅滑落，我们大部分的经理人都得到 A 级以上的评价，大幅增加各自事业的实质价值与显示在资产负债表上的帐面价值，只不过可惜的是这一切

的努力通通都被通用再保异常的承保损失给抵消掉了，此外 GEICO 的承保利益也如预期地下滑，虽然其整体表现仍然远远超越当初我订下的严格目标。

展望今年我们并不预期承保获利能够大幅改进，虽然 GEICO 的实质价值应该还是能够以一个令人满意的幅度增加，但其承保成绩却一定会滑落，原因在于车险业者在 2000 年整体的表现肯定不佳，也因为我们将投入大笔的行销经费，至于通用再保，我们已开始调高保费，只要 2000 年不要再生重大的意外灾害的话，该公司的承保损失应该会大幅减少，不过保费调整的效果要完全显现，可能需要一段时间，所以可以预期的是通用再保明年的承保成绩肯定也不会好到哪里去。

财报中有一个叫做商誉摊销的费用项目是大家要特别注意的，伯克希尔每年固定提列的金额大约在五亿美元左右，这个动作使得资产负债表上商誉的会计数字逐年递减，但却与实质经济稳定成长的现况背道而驰，而就算是实质的经济商誉价值维持不变，每年固定提列的商誉摊销费用也会使得帐上的商誉与实际上的商誉价值间的差距日益扩大。

虽然我们无法给各位一个伯克希尔实际价值的确切数字，这实在是很难去估算，不过查理跟我可以向各位保证，实际的数字绝对远超过 578 亿美元的帐面价值，许多事业包含水牛城新闻报与喜斯糖果在内的实际价值大概是帐面价

值的十五到二十倍之间，不过我们的目标是继续让子公司扩大这样的差距。

别处读不到的经营故事

伯克希尔的经营团队在许多方面都与众不同，举个例子来说，这些先生女士大部分都已经相当有钱，靠着自已经营的事业致富，他们之所以愿意继续留在工作岗位上，并不是因为缺钱或是有任何合约上的限制，事实上伯克希尔并没有跟他们签订任何契约，他们之所以辛勤工作，完全是因为他们热爱自己的事业，而我之所以用"他们"这个字眼，是因为他们对这些事业完全负全责，不需要到奥玛哈做演示文稿，也不需要编预算送交总部核准，对于任何开支也没有繁复的规定，我们只是简单地要他们就像是经营自己祖传百年的事业一样来对待即可。

查理跟我与这些经理人保持互动的模式，与我们和伯克希尔所有股东保持的互动模式一致，那就是试着尽量站在对方的立场为大家设想，虽然我本人早就可以不必为了经济因素而工作，不过我还是很喜欢现在在伯克希尔所做的这些事，原因很简单，因为这让我很有成就感、可以自由的去做我认为应该做的事，同时让我每天都有机会与欣赏及信赖的人一起共事，所以为什么我们旗下的经理人-在各自产业卓然有成的大师，一定要有不同的想法呢？

在与伯克希尔母公司的关系上，我们的经理人通常恪守

甘乃迪总统曾说过的名言，"不要问国家为你做了什么，问问你为国家做了什么？" 以下就是去年一个最明显的例子，这是有关 R. C. Willey-犹它州家具业的霸主，伯克希尔是在 1995 年从 Bill Child 家族买下这家公司的，Bill 跟他大部分的经营团队都是摩门教徒，也因此他们的店星期天从来不开张，这样的惯例实在是不适合用在做生意上，因为对大部分的顾客来说，星期假日正是他们出外血拼的大好时机，不过尽管如此，Bill 还是坚守这项原则，而且将这家店从 1954 年他接手时的 25 万美金营业额，一路成长到 1999 年的 3.42 亿美元。

Bill 认为 R. C. Willey 应该也能够在犹它州以外的地区成功开拓市场，因此在 1997 年我们在 Boise 设立一家分店，不过我还是相当怀疑这种星期天不营业的政策能否在陌生的地区抵抗每周七天无休的对手强力的竞争，当然由于这是 Bill 负责经营的事业，所以尽管我对这点持保留的态度，但是我还是尊重他的商业判断与宗教信仰。

Bill 后来甚至提出一个非常特别的提案，那就是他愿意先花九百万美元，以私人的名义买下土地，等建筑物盖好，确定营运良好之后，再以成本价卖回给我们，而要是营运不如预期，那么公司可以不必付出一毛钱，虽然这样他必须独力承担庞大的损失，对此我告诉 Bill 很感谢他的提议，但若伯克希尔想要获取投资的报酬，那么它也必须同时承担可

能的风险，Bill 没有多说什么，只是表示如果因为个人的宗教信仰而使得公司经营不善，他希望能够独力承担这个苦果。

这家店后来顺利于去年八月开幕，立即造成当地的轰动，Bill 随即就将产权办理过户，另外包含一些地价已高涨的土地，并收下我们以成本价开出的支票，还有一点必须特别说明，对于两年来陆续投入的资金，Bill 婉拒收取任何一毛钱的利息。

从来就没有一家公开发行公司的经理人会这样做，至少我个人没有听说过，所以各位不难想象能够与这样的经理人共事，让我每天早上上班时都雀跃不已。

附带一提的是，在八月简单的开幕仪式之后，一个月后我们在 Boise 举行了盛大的开幕仪式，自然我也受邀参加开幕剪彩，（我必须强调看来你们的董事长还是有点用处的），在致词时我告诉在场的来宾销售状况远超过我们当初的预期，让我们成为 Idaho 地区最大的家具店，远远将其它同业抛在脑后，而等到致词快结束时，我突然想起来，当初决定在 Boise 开店的，正是我的主意。

产物意外险的经营

保险是我们最主要的本业，当然其它事业也相当重要，想要了解伯克希尔，你就必须知道如何去评估一家保险公司，其中主要的关键因素有(1)这个行业所能产生的浮存金数量(2)以及它的成本(3)最重要的是这些因素长期的展望。

首先浮存金是一项我们持有但却不属于我们的资金，在保险公司的营运中，浮存金产生的原因在于保险公司在真正支付损失理赔之前，一般会先向保户收取保费，在这期间保险公司会将资金运用在其它投资之上，当然这样的好处也必须要付出代价，通常保险业者收取的保费并不足以因应最后支付出去的相关损失与费用，于是保险公司便会发生承保损失，这就是浮存金的成本，而当一家公司取得浮存金成本，就长期而言低于从其它管道取得资金的成本时，它就有存在的价值，否则一旦保险事业取得浮存金的成本若远高于货币市场利率时，它就像是一颗极酸的柠檬。

有一点必须特别注意的是，因为损失成本必须仰赖估算，所以保险业者对于承保结算的成绩有相当大伸缩的空间，连带使得投资人很难正确地衡量一家保险公司真正的浮存金成本，估计错误，通常是无心，但有时却是故意，与真实的结果往往会有很大的差距，而这种结果直接反映在公司的损益表上，有经验的行家通常可以经由公司的准备提列情形发现重大的错误，但对于一般投资大众来说，除了被迫接受财务报表的数字之外，别无他法，而我个人常常被这些经过各大会计师事务所背书的财务报告所吓到，1999年有许多保险业者宣布对先前不当提列准备而导致投资人形成错误决策的骗术进行调整，不过在伯克希尔，我们在提列准备时，都尽量采取最保守的做法，不过我还是要警告大家，保险业所

发生的意外，通常都不会是什么好消息。

下表中所显示的数字是，伯克希尔自取得国家产险公司经营权，进入保险事业 33 年以来所贡献的浮存金，（其中传统业务包含在其它主险项下），在这张计算浮存金的表中，（相对于收到的保费收入，我们持有的浮存金部位算是相当大的）我们将所有的损失准备、损失费用调整准备、再保预先收取的资金与未赚取保费加总后，再扣除应付佣金、预付购并成本、预付税负以及取得再保业务的相关递延费用，得出浮存金的数额，弄清楚了吗？

Yearend Float (in \$ millions)

<u>Year</u>	<u>GEICO</u>	<u>General Re</u>	<u>Other Reinsurance</u>	<u>Other Primary</u>	<u>Total</u>
1967				20	20
1977			40	131	171
1987			701	807	1,508
1997	2,917		4,014	455	7,386
1998	3,125	14,909	4,305	415	22,754
1999	3,444	15,166	6,285	403	25,298

浮存金持续成长虽然很重要，但是取得它的成本却更关键，多年以来，我们的承保损失一直控制在相当低的限度，这代表我们浮存金的成本也非常的低，有时甚至还有承保的利益，这等于是由别人付费来保管他们的钱，就像是我们 1998 年结算下来就有承保利益，只不过很不幸的，我们 1999 年发生了 14 亿美元的承保损失，这使得我们浮存金的成本一下暴增到 5.8%，令人庆幸的是，其中有一笔 4 亿美元的损失，将可以在未来十年内提供给我们一笔高额的浮存金，当

然其它的损失就让人觉得不太愉快，这样的成绩很明显的让人无法接受，除非再发生重大的天灾人祸，我们预期 2000 年的浮存金成本将会下降，不过任何的下降都必须面临 GEICO 强力行销计划的阻拦，关于这点在后面我还会再详细叙述。

能够取得这笔免成本的浮存金要归功于许多人，这其中贡献最大的当属 Ajit Jain，他对于伯克希尔贡献的价值实在是难以估算，在他的任期间，从无到有一手建立起伯克希尔的再保险事业，如今不但持有 63 亿美元的浮存金，同时每年还维持稳定的承保获利。

在 Ajit 的身上，我们看到一位核保人员如何运用智能将风险合理的订价，能够理性回绝无法衡量的风险，同时又能勇敢地接受高额但合理的保单，纪律地拒绝任何不合理订价的微小风险，我们很难在一般人身上找到这类的特点，而要三者合一更是绝无仅有。

而自从 Ajit 全心全力投入巨灾的再保业务之后，这是损失发生及不稳定，但一发生即非常惨重的险种，可以肯定的是，Ajit 绝对将面临比其它险种变动更大的状况，所幸到目前为止，伯克希尔在这类业务的运气还算不错，但即便如此，Ajit 的表现依然可圈可点。

其它规模较小但同等重要的"其它保险"营运一样为伯克希尔增添了许多实质价值，总结过去五年来，这群保险公

司为我们贡献了 1.92 亿美元的承保利益，外加下表所显示的浮存金，在保险世界里，能够有这样的成绩实属不易，这都要感谢 Rod、Brad、John、Don 等人。

就像是先前我曾提过的，通用再保 1999 年的承保绩效相当的惨烈，（虽然投资利益足以让这家公司免于赤字），我们的保费订价实在是过低，不管是国内或海外业务皆是如此，虽然目前情况已有改进但却尚未完全矫正过来，不过就长期而言，我认为这家公司应该还是能够稳定地贡献低成本的浮存金，目前在通用再保以及其位于科隆的子公司，经理人的绩效奖金多寡完全取决于浮存金成长速度以及其取得成本，这同时也是股东们最重视，也是决定公司价值的几项主要数据。

虽然再保业者都有一套相当明确、合理的奖励计划，但实在是很能保证每年都能够有亮丽的成绩，再保业是变动相当大的产业，不管是通用再保或甚至是 Ajit 都很难免除业者杀价竞争的不当行为，不过通用再保拥有行销通路、承保技巧、企业文化等优势，加上在伯克希尔强大的财务支持之下，极有潜力成为全世界获利最佳的再保公司，当然要达到这样的目标绝对需要时间、精力以及纪律，相信 Ron Ferguson 及其经营团队绝对能够完成这个目标。

盖可保险 (1-800-847-7536 or GEICO.com)

盖可 1999 年的成长十分惊人，原因很简单：一个绝佳

的经营想法由最优秀的经理人-Tony Nicely 加以落实，当伯克希尔在 1996 年初买下盖可时，我们立刻把钥匙交到 Tony 的手上，请他把这家公司当作是自己拥有的一样的心态去经营，接下来就看他的表演，大家可以看一看他的成绩单。

<u>Years</u>	<u>New Auto Policies⁽¹⁾⁽²⁾</u>	<u>Auto Policies In-Force⁽¹⁾</u>
1993	346,882	2,011,055
1994	384,217	2,147,549
1995	443,539	2,310,037
1996	592,300	2,543,699
1997	868,430	2,949,439
1998	1,249,875	3,562,644
1999	1,648,095	4,328,900

1995 年，盖可花了 3,300 万美元在行销活动之上，旗下拥有 652 位电话咨询顾问，去年公司预算提高为 2.42 亿美元，咨询顾问的人数增加为 2,631 位，这还只是刚起步而已，展望 2000 年还会大幅的成长，行销预算预计会突破 10 亿美元，只要我们确认每一块钱都花在刀口之上，同时自信有能力顺利处理蜂拥而至的生意。

就目前而言，有两项因素会影响到保单取得成本，不利的是现在每增加一通询问电话的单位成本比过去大大提高，媒体曝光率虽然增加，但询问的响应却相对减少，也就是说在我们与竞争对手同时卯足全力加强宣传时，每家业者每段广告所贡献的询问电话也同步递减，所幸这种负面效果因为我们成交率（每通询问电话真正成交的比率）稳定地增加而减少，总的来说，我们新保单的取得成本虽然增加，但还是远低于同业的水准，而更重要的是，我们续约保单的营运成

本更是全美保险业者当中最低的，这两项极重要的竞争优势应该可以继续维持下去，别人或许可以抄袭我们的营运模式，但他们绝对没有办法复制我们的经济规模。

上表显示 GEICO 的保单续约率正在下降当中，这其中有两个原因造成此种假象，第一，过去几年来，我们的产品组合重心已从原先续约率本来就比较高的指定保户，转成续约率普遍比较低的标准与非标准保户，（虽然名称不同，但三者的获利水准差异不大），第二，新保户的续约率通常都比长期保户的续约率来得低许多，而因为近年来我们的业务成长快速，所以新保户的比重相对提高，在扣除这两项因素之后，我们的续约率其实变化不大。

去年我就曾向各位表示 1999 年 GEICO 以及整个保险业的承保利润率将会下滑，事后证明确是如此，过去几年来由于意外发生的频率与严重性出乎意料的低，所以整个业界得以享有不错的利润率，而业者也因此陆续反应调降费率，只是好景不常，最近损失又有逐步上扬的趋势，所以要是 2000 年的承保利润率再下滑 3 个百分点的话，我们一点都不会感到意外。

除此之外保险业还有两项因素可能使得意外发生的频率与程度加剧而受到伤害，第一是费率的反应通常需要一段时间，一方面是法律规范的限制，一方面是新费率要等到旧合约到期后才能开始实施，第二，许多保险同业由于几年来

损失成本普遍高估，所以损失准备回冲的结果，使得财务报表上盈余看起来还不错，不过这些额外多出来的准备已损耗的差不多了，后续能够支撑盈余数字的准备数量将极其有限。

为了慰劳同仁们的辛劳，从 Tony 以降，GEICO 都利用两项，惟二的两项数据当作评估绩效与奖金分红的标准，1) 是保费收入增长的比率；2) 是续约保户 (泛指投保超过一年的客户) 的承保获利表现，1999 年这两项数字都十分优异，因此我们加发了相当于 28.4% 年薪的奖金 (金额合计 1.133 亿美元) 给公司所有的同仁，Tony 跟我一向很乐意签发这类支票。

在伯克希尔，我们希望奖励规定不但明了易懂，且与我们希望同仁努力完成的目标方向一致，签发新保单的成本相当的高 (而且如同刚刚提到的，还有越来越贵的趋势)，也因此如果将这部份的成本列入计算奖金的公式当中，这正是我们在入主 GEICO 前公司经营阶层的做法，此举无异让员工认为取得新保单是对他们的一种变相惩罚，虽然这明明对伯克希尔来说是很有益处的一件事，所以我们站出来告诉员工，请大家放心公司会为新保单所付出的成本买单，甚且把保户成长率也当作是奖励公式的一部份，同仁得以因为这类新增加但不赚钱的保单而获得奖励，当然要是有人能够降低续约保户维持成本的，同样也能获得奖励。

虽然我们大举投入广告活动，但我们新保单的主要来源还是来自于原来保户的口耳相传，因为他们对于我们的服务

与价格感到满意而向其它人推荐，去年私人理财杂志 Kiplinger 曾经发表一篇文章，贴切的说明 GEICO 在消费者心中满意的程度，该杂志总计在访问了 20 个州立保险部门后发现，GEICO 的申诉比率最低，而且远低于主要竞争同业的平均数。

由于我们已建立了不错的口碑，所以很有可能我们每年只要花 5,000 万美元的广告费就可以维持既有的保单数量，但那仅仅是大胆的猜测，永远没有人知道其正确性，因为 Tony 仍然会持续地踩着强力广告的油门，(而我也会插一脚)，不过有一点我必须强调的是，在 2000 年的 3 亿到 3.5 亿广告预算以及更多投资在销售顾问、通讯设备等花费当中，有绝大部份并非必要支出，但我们之所以仍然愿意投入，主要就是希望在提升保费收入成长的同时，还能维持甚至加强美国人心目中 GEICO 对于承诺付诸实现的形象。

就我个人观点而言，我认为这是伯克希尔能够做的最好投资，经由大量广告，GEICO 可以直接与更多的美国家庭建立起直接的关系，年复一年每个家庭平均提供 1,100 美元的资金给我们运用，这使得我们在众多销售各式各样产品的公司当中，成为全美最畅销的直销产品之一，而随着我们与更多的美国家庭建立起长期的关系，现金更将源源不绝的流入(在这里完全不靠网络)，去年随着 GEICO 的客户数量增加到 766,256 人，包含营业利润以及浮存金增加就贡献了 5.9 亿

美元的资金。

过去三年以来，我们在汽车保险的占有率从原先的 2.7% 提高到 4.1%，无疑地我们属于全美许多家庭的，甚至可能是你们家的，打个电话给我们试看看，大约有四成的人在看过我们的费率之后，会发现可以为他们省下一大笔钱，（我只所以没说 100% 的原因在于，每家保险业者对于风险的估计都不同，有些保险公司对于居住于某些特定地区的居民与从事某些特定职业的客户有偏好，不过我仍然坚信我们提供给一般民众的费率通常都低于其它全国性的业者，在随年报附赠的 GEICO 资料中，大家将可以看到我们提供给来自全美 40 州股东最高 8% 的折扣费率，至于其它州的股东也接受开放申请取得不等的折扣。

在这里很遗憾地向各位报告，GEICO 前董事长 -Lorimer Davidson，于去年十一月去世，享年 97 岁，对于 GEICO 来说，大卫是带领公司跃上台面的企业巨人，而对我个人来说，他是我的偶像，亦师亦友，在过去年度的报告中，我不只一次的提到他对我个人的关照，很显然的要是没有他，我个人的一生可能要完全改观，Tony、Lou Simpson 与我在去年八月还曾经去拜访他，对于他当时的记忆力还佩服不已，尤其是有关 GEICO 的点点滴滴，一直以来，他就是 GEICO 公司的头号支持者，我们将会永远地怀念他。

航空服务业

我们旗下两家航空服务公司-国际飞安 (FSI) 以及企业主管飞行服务 (EJA) 都是各自产业的领导者, EJA 所推出的 NetJets 计划, 专门出售并为客户管理其拥有的专机部份所有权, 目前的占有率超过其它两家主要竞争业者的总和, FSI 则专门训练机师 (也包含其它专门运输人员), 其规模是其它最大竞争业者的五倍。

这些公司另外还有一项特点就是到目前为止, 都还是由原来的创办人在经营, Al Ueltschi 在 1951 年以 10,000 美元创立 FSI, 而 Rich Santulli 则是在 1986 年开创部份所有权事业, 这两位都是相当杰出的企业家, 目前他们早已不需要为了钱而工作, 不过现在依然在自己的岗位上兢兢业业地让自己创立的公司继续发扬光大。

虽然两家公司所领导的产业相当类似, 但却有很不相同的竞争形态, FSI 需要相当密集的资金, 光是一台飞行仿真器就要耗资 1,500 万, 现在我们拥有 222 台, 而且每一台仿真器, 一次只能训练一位飞行员, 这意味着每一元营收所要投入的资本支出相当的高, 也因此要维持一定的投资报酬, 营业毛利一定要够高, 去年 FSI 与其持股 50% 的国际飞安-波音的资本支出达 2.15 亿美元。

相对的由于 EJA 的设备所有权属于客户, 当然我们也必须投资一部份资金取得核心机队的所有权以维持高档的服务水准, 举例来说, 在 EJA 每年最忙碌的感恩节后的那个星

期天，简直就把我们给忙坏了，由于 169 架飞机分别属于 1,412 位所有权人，许多人都想要在当天下午三点到六点使用飞机，所以我们绝对有必要准备额外自有的飞机，好让每个客人在任何时候到达任何他想要到的地方。

当然大部分的飞机还是属于客户所有，意思是说在这行只要有合理的税前毛利，股东的投资报酬就相当可观，现在我们客户拥有的飞机价值超过 20 亿美元，后续我们陆续又下了许多飞机订单，金额总计 42 亿美元，确实目前限制公司营运成长的主要因素就在于飞机数量，现在我们的订单约占全世界飞机制造交货量的 8%，我们希望能够再提高这个比重，虽然 EJA 在 1999 年增加的供给量有限，但其固定的营收，也就是客户每个月固定按飞行时数缴交的管理费仍然成长了 46%。

专机所有权的产业还在刚起步的阶段，EJA 目前在欧洲尚在累积经济规模当中，长期而言我们将计划进军全世界的市场，当然要这样做，必须再投入相当大的资本，相当相当的大，不过只要值得，我们都愿意，对于我们与客户而言，规模经济是最关键的因素，只有在全世界各地拥有最多飞机的公司才能提供给客户最好的服务，"买下部份所有权，你就能拥有全部的机队"，在 EJA 将不只是个梦。

EJA 还享有另外一个非常重要的优势，那就是它的两家主要竞争对手都只是国际飞机制造业者的子公司，所以它们

被迫只能提供母公司制造的飞机，虽然这些都是好飞机，但竞争对手却因此大大受限于机舱形式以及能够提供的机种用途，相较之下，EJA 则能够提供由全世界五大飞机制造公司所生产的全系列飞机，所以我们可以给客户任何他想要的飞机形式，而不是被动接受其母公司的飞机。

去年在年报当中，我曾经形容我的家族自从 1995 年来买下四分之一的（也就是每年 200 小时）的霍克 1000 型飞机所有权的愉快经验，不久之后，我又再接再厉签约买下一架 Cessna V Ultra 型六分之一的所有权，现在每年我在 EJA 以及波仙珠宝的花费大概是我年薪的十倍，如此大家可以据此推算你可以负担的底限在哪里。

去年，伯克希尔有两位外部董事也与 EJA 签约买下部份所有权，（可见我们付给他们的酬劳过高），我可以向大家保证我们付出的价格与得到的服务和其它客户并无二致，在 EJA 我们推行“最惠国待遇”政策，没有人可以得到特别的对待。

现在赶快加入我们的行列吧！因为 EJA 已经通过最严格的考验，连查理都已经签约了，再也没有比这个更能说明 EJA 提供的服务所代表的价值，记得打电话 1-800-848-6436 索取申请部份所有权的表格。

1999 年的购并活动

不管是 GEICO 或者是 EJA，我们新客户的来源主要还是

来自于现有客户的介绍，事实上，在专机部份所有权计划中有 65%的新客户是来自于现有满意公司服务的老客户所推介。

我们的购并行动发生的形态一向很类似，在别的公司，高阶主管通常亲自与投资银行家一起寻求可能的购并机会，所运用的拍卖程序相当制式化，在过程中银行业者准备的帐册让我想到童年时代读到的"超人"漫画，只不过在华尔街版，换成一家本来平淡无奇的公司进到了银行业者特地准备的电话亭后，摇身一变成了一跃升天，盈余成长飞快的超人，而抵挡不住卖方帐册所叙述的神力，购并案饥渴成痴的买方，就像是具有冷艳外表的露易丝，立刻融化在其膝下。

而在这其中最有趣的是，这些资料所显示未来几年的盈余预测都相当明确，不过要是你问问编造这些报表的银行业者，他们自己银行下个月的盈余预估，他会马上露出警戒的神色告诉你，产业与市场的状况是如何变化多端，以致于他无法妄下定论。

以下有一则故事我忍不住想补充，故事发生在 1985 年，有一家非常大的投资银行受委托负责出售史考特-飞兹公司，然而在经过多方的推销后却仍无功而返，在得知这样的情况后，我立即写信给史考特-飞兹当时的总裁-Ralph Schey 表达买下该公司的意愿，在这之前我从来没有与 Ralph 见过面，不过在一个礼拜之内我们便达成协议，可惜令人遗憾的是，在该公司与投资银行所签订的意向书中明订，一旦公司顺利

找到买主便须支付 250 万美元给银行，即便最后的买主与该银行无关也要照付，事后我猜想，或许是该银行认为既然拿了钱，多少都应该办点事，所以他们好心地将先前准备的财务资料提供一份给我们，收到这样的礼物时，查理冷冷地响应说：“我宁愿再多付 250 万美元也不要看这些垃圾。”

在伯克希尔，我们精心设计的购并策略很简单-就是静静地等待电话铃响，可喜的是，有时还真管用，通常是先前加入我们集团的经理人，甲好道休报，建议其周遭的好朋友可以如法炮制。

在这里我不免要提到我们的家具事业，两年前我回想到当初在 1983 年我是如何买下内布拉斯加家具店，以及如何透过 B 太太家族与 R. C. 威利家具 (1995 年) 及星辰家具 (1997 年) 结缘的经过，就我个人而言，这些经验实在是棒极了，伯克希尔不但得到了三家杰出的零售事业，同时也让我得以认识全天下最好的朋友。

因此自然而然地，我就不断地询问 B 太太家族、Bill 及 Melvyn 身旁有没有像你们一样好的人，他们异口同声的回答都是住在新英格兰州的 Tatelman 兄弟，以及他们优秀的事业-乔丹家具。

终于在去年我见到了 Tatelman 兄弟-Barry 以及 Eliot，很快地我们就签下由伯克希尔买下乔丹家具的契约，如同先前的三次购并案，这也是一家家族企业，时间要追溯至 1927

年，当时由两兄弟的祖父在波士顿市郊创立，之后在两兄弟戮力经营下，不但成为当地家具业的龙头，更进一步跃升为新罕布什尔州以及麻州最大的家具零售店。

Tatelman 兄弟不光只是贩卖家具或者是管理店面，他们还提供上门的顾客一种全新的消费经验，他们称之为"血拼秀"，合家光顾的客人不但可以见到各式各样的商品，同时还可享受一段愉快的时光，这样的经营成果无疑让人印象深刻，乔丹家具拥有全美每平方英尺最高的营业额，如果你家住在波士顿地区，衷心建议你可上门看一看，尤其是位于 Natick 新开幕的那一家，记得要带钱！

arry 与 Eliot 堪称为谦谦君子，就像是伯克希尔旗下其它三家家具店一样，当他们顺利把公司卖给伯克希尔之后，他们决定至少为店里的每位员工加发每小时 50 美分，乘以他们在该店任职时间的薪水，总计最后的金额是 900 万美元，全部由两兄弟个人而不是伯克希尔的口袋支应，记得当时两兄弟在签支票时手还会发抖。

我们旗下每一家家具店都是当地首屈一指的业者，目前我们在麻州、新罕布什尔州、德州、内布拉斯加州、犹它州以及爱达荷州等地的市场占有率都是第一，去年星辰家具的 Melvyn 连同他姊姊 Shirley 又再下两城，成功在圣安东尼奥以及奥斯丁大展身手。

世上没有一家家具业的经营能够像伯克希尔一样，这是

我个人的乐趣，也是各位获利的关键所在，W.C. Fields 曾经说过：“是女人让我沈于酒国，可惜我从来没有机会得以好好地谢谢她”，我不想犯下相同的错误，在此我要感谢 Louie、Ron、Irv 等人，是他们让我得以与家具业结缘，而且毫无犹疑地引导我组成现今的梦幻组合。

接下去要报告的是第二个购并案，这件案子系透过我多年的好朋友，Level 3 通讯公司董事长，同时也是伯克希尔董事-Walter Scott 牵线而成，Walter 个人也拥有相当多的人脉，其中他在一家能源事业-中美能源公司拥有相当多的股份，同时也担任该公司的董事，去年九月我们共同出席一场在加州举行的研讨会，Walter 不经意地问我是否有兴趣投资中美能源公司，在当时我就直觉地认为这应该是一个很好的主意，回到奥玛哈之后，我看了一下中美能源的相关资料，并与 Walter 及中美能源才能兼具的总裁 David Sokol 短暂地见了两次面，当场我就表示，只要价位合适，我想成交的可能性很高。

购并电力能源事业由于牵涉到包含 1935 年订定的公用事业控股公司法在内的各种行政法规而显得有些复杂，因此我们必须设计一个交易，以避免伯克希尔取得多数的控制权，最后决定由我们出资购买 11%固定收益的证券，加上部份普通股与可转换特别股的特殊组合，把伯克希尔对中美能源的表决权压在 10%以下，同时又能持有该公司 76%的权益，总

计全部加起来的投资金额超过 20 亿美元。

而 Walter 也以具体的行动来支持这项合并案，他与他的家人同样投入了大笔的资金买进更多的中美能源股份，累计投资的金额超过 2.8 亿美元，这使得他成为拥有该公司控制权的大股东，我想再也找不到比他更适合这个职位的人了。

虽然在能源事业有许多法规的限制，但我们极有可能在这个产业投入更多的资金，如果真的实行，这个数字铁定十分可观。

购并案的会计处理

再一次，我要对会计原则发表一些看法，这次是有关购并案的会计应用，到目前为止，这也是一项争议性相当高的议题，在所有事件尘埃落定以前，甚至连国会议员都有可能介入干涉(这听起来令人感到不寒而栗)。

当一家公司被购并，通常一般公认会计原则 (GAAP) 容许两种截然不同的会计处理方法：一种是购买法；另一种是权益合并法，要运用权益合并法，交易的标的必须是股票，至于购买法则使用现金或股票皆可，但不论如何，管理阶层通常很排斥使用购买法，因为在大多数的情况下，公司的会计帐上会因此多出一项叫做"商誉"的会计科目，而此商誉日后还要分年摊销，意思是说在合并完成后，公司每年都要提列一笔为数庞大的商誉摊销费用列为损益数字的减项，而且时间可能长达数十年，相对地，权益合并法就没有这样的麻烦，

可想而知这种方法广受一般高阶经理人的欢迎。

如今财务会计准则委员会 (FASB) 有意取消权益合并法之运用，此举让许多高阶经理人为之跳脚而群起反对，可以预见双方将会有一场激烈的纷争，为此我们必须站出来发表个人的意见，首先我们同意许多经理人认为商誉摊销根本就不切实际的说法，大家可以在 1983 年年报的附录 (已公布于本公司网站) 以及股东手册 55-62 页，找到我个人对这件事的看法。

对于强制规定摊销的会计原则，通常导致与现实严重不符，从而引发相当麻烦的问题，因为大部分的会计原则虽然无法准确地反应出实际状况，但最起码差异不大，举个例子来说，折旧费用的提列虽然无法完全地反映出实体资产价值减损的真实情况，但这种做法至少与现实发展的方向相一致，实体资产本来就必然会逐渐减损，同样的存货提列跌价损失、应收帐款提列呆帐费用以及保固责任提列准备都是反映潜在成本的合理做法，虽然这些费用成本难以准确的计算出来，但确实也有加以估计的必要。

但相对的，经济商誉在许多情况下，并不会减损或消失，事实上在大部分的案例中，商誉不但不减反而会随着时间的累积而增加，在某些特质上，经济商誉反而类似土地，两者的价值都会上下波动，但何时会增加，何时又会减少却不一定，以喜斯糖果的例子来说，在过去的 78 年来，其品牌价

值以不规则但快速的速度成长，而只要我们经营得当，其品牌价值增长的态势很有可能再继续维持 78 年。

为了避免商誉不当的摊销，伟大的经理人们宁愿选择拥抱不当的权益合并法，这项会计创意源自于两条河川在汇流后就不必分彼此的概念，在这种观念下，一家被另一家更大公司购并的公司并不算是被"买下"的(虽然他们通常会得到相当的合并溢价)，从而推论合并的过程并没有商誉会产生，自然而然也就没有随后令人感到麻烦的商誉摊销发生，反而应该要把这两家公司当作一开始就是一体的来看待。

有点咬文嚼字，事实上这与合并背后所代表的事实真相却大不相同，毫无疑问的，既然有交易，就一定有购并方与被购并方，不管你如何修饰交易的条件细节，一定有一方是被另一方买下，其实很简单，只要你问问交易双方的员工，谁是征服者，而谁又是被征服者，就知道是怎么回事了，绝对不会搞混，所以从这个角度来看，FASB 的坚持绝对是正确的，在大部分的购并案中，绝对有买卖的性质存在，当然确实也有对等的合并个案发生，但出现的机率实在是少之又少。

查理跟我始终相信应该有一个与现实相接轨的方法可以同时满足 FASB 想要正确的反应买卖交易实质的看法，以及经理人反对商誉不当摊销的呼声，我认为首先购并公司应该要以公平市价认列其投资成本，不管是支付现金或是股票，

当然在大多数的情况下，公司帐上会出现大笔的经济商誉，但我们应该让这项资产继续保留在会计帐上，而不是分年摊销，嗣后若公司的经济商誉真得有减损的情况，这不是没有可能，那么就按一般判断资产价值是否减损的方式去评估。

如果我们提出的方案获得采用，预计将会追溯适用，以使得全美的购并会计处理原则都一致，而不是像现在一样乱象纷呈，可以预见的是，一旦这项方案开始施行，经理人一定会更审慎地处理购并案，小心评估到底应该使用现金或是攸关股东长远利益的股票，而不光只是看合并后的会计帐面损益而已。

在买下乔登家具的过程中，我们采用能够让伯克希尔股东未来的现金流量极大，而帐列盈余最小的方式，为此伯克希尔决定使用现金买下资产，此举让我们可以在分十五年摊提商誉费用时得到租税的抵减，而减税的效益，等于是让公司未来几年的现金流量明显的增加，相较之下，使用股票进行购并就没有这项好处，一次打销的商誉损失是无法用来抵税的，两者之间的经济实质差异再明显也不过了。

从购并者的经济角度来看，最不划算的交易方式就是以股换股的做法，不但租税上没有任何好处，买方还要付出高额的购并溢价，而若买方之后再把这家公司卖掉，即使实际上公司承担庞大的经济损失，卖主还是要负担高额的资本利得税(税率往往高达 35%以上)。

不过在伯克希尔我们也曾用过非租税最佳化的方式，主要的原因在于卖方基于某种原因的坚持，当然基本上我们也认为这样的规划还算合理，但是我们绝对不会因为要让帐面数字好看而牺牲任何的租税利益。

帐列盈余的来源

下表显示伯克希尔帐列盈余的主要来源，在这张表中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要求以个别企业基础做调整，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。

	<i>(in millions)</i>		<i>Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)</i>	
	<i>Pre-Tax Earnings</i>			
	<i>1999</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>1998</i>
Operating Earnings:				
Insurance Group:				
Underwriting — Reinsurance	\$ (1,440)	\$ (21)	\$ (927)	\$ (14)
Underwriting — GEICO	24	269	16	175
Underwriting — Other Primary	22	17	14	10
Net Investment Income	2,482	974	1,764	731
Buffalo News	55	53	34	32
Finance and Financial Products Businesses	125	205 ⁽¹⁾	86	133 ⁽¹⁾
Flight Services	225 ⁽²⁾	181	132 ⁽²⁾	110
Home Furnishings	79	72	46	41
International Dairy Queen	56	58	35	35
Jewelry	51	39	31	23
Scott Fetzer (excluding finance operation)	147	137	92	85
See's Candies	74	62	46	40
Shoe Group	17	33	11	23
Purchase-Accounting Adjustments	(739)	(123)	(648)	(118)
Interest Expense ⁽³⁾	(109)	(100)	(70)	(63)
Shareholder-Designated Contributions	(17)	(17) ⁽⁴⁾	(11)	(11) ⁽⁴⁾
Other	33	60	20	45
Operating Earnings	1,085	1,899	671	1,277
Capital Gains from Investments	1,365	2,415	886	1,553
Total Earnings - All Entities	<u>\$2,450</u>	<u>\$4,314</u>	<u>\$1,557</u>	<u>\$2,830</u>

⁽¹⁾ Includes Executive Jet from August 7, 1998.

⁽³⁾ Excludes interest expense of Finance Businesses.

⁽²⁾ Includes Jordan's Furniture from November 13, 1999.

⁽⁴⁾ Includes General Re operations for ten days in 1998.

回顾 1999 年，我们旗下的制造、零售与服务业的表现几乎接近完美，Dexter 鞋业除外，不过该公司的的问题不在于经营管理，就工作上的经验、活力与认真而言，Dexter 与其它子公司优秀的经理人毫无二致，主要的原因还在于我们的制造据点位于美国本土，缺乏竞争优势，总计 1999 年，在美国 13 亿双的鞋子消耗量中，93%来自于进口，廉价的劳工成本是主要的关键因素。

若再加上 H. H. Brown，我们是美国本土最大的鞋类生产者，我们仍将尽力维持这样的局面，我们的美国工厂拥有最忠诚，且最有经验的工人，我们希望能够保留每一个职位，但尽管如此，为了保持弹性，我们不得不开始从海外寻找潜

在的代工来源，也因此在下表年度帐上提列部门调整的损失。

几年前，在全美拥有 200 家分店的贺兹柏格钻石，为了恢复原有高毛利而在营运上做了许多调整，在 Jeff Comment 的领导下，目标顺利达成，利润率快速的回升，同样的在鞋业，我们拥有 Harold、Peter、Frank 以及 Jim 担纲，我相信在未来几年内也能有相同的成果。

此外在这里要特别提到喜斯糖果，因为它去年的营业利润高达 24%，自从我们在 1972 年以 2,500 万美元买下该公司以来，它已为我们贡献了 8.57 亿美元的税前净利，而尽管公司营运维持高成长，本身却不需要额外的资金加以支应，有鉴于 Chuck Huggins 过去优异的表现，我们在买下该公司的第一天起就把公司交给他负责，而他对产品品质与亲切服务的坚持，让顾客、员工与股东都受益良多。

Chuck 的表现一天比一天好，记得他接手喜斯时的年纪是 46 岁，公司的税前获利(单位百万美元)大概是他年纪的 10%，如今他高龄 74 岁，但这个比率却提高到 100%，在发现这个有趣的数字之后，我们把它称之为 Huggins 定律，现在查理跟我只要想到 Chuck 的生日快到时，就暗自窃喜不已。

有关其它关系企业的信息大家可以在 39-54 页找到，包含依照一般公认会计准则编制的部门别信息，此外在 63-69 页，你还可以找到经过重编，依照伯克希尔四大部门编排的信息(非按一般公认会计准则编制)，这是查理跟我认为最能

够完整呈现伯克希尔现况的模式。

完整透视盈余

我们认为帐列盈余很难表现伯克希尔实际的营运状况，部份原因在于列示在本公司帐上的股利收入，事实上仅占被投资公司收益的一小部份，其实我们并不要求盈余一定要分配，事实上对我们而言，我们更重视未分配的那一部份，因为他们极可能为我们创造出更高的价值，原因很简单，因为我们的被投资公司往往比母公司更有机会把资金投入到高投资报酬的用途之上，既然如此又何必一定要强迫他们把盈余分配回来呢？

为了要更真实的反应伯克希尔实际的经营状况，于是乎我们运用了完整透视盈余的观念，这个数字总共包含(1)前段所提到的帐列盈余，加上(2)主要被投资公司的保留盈余，按一般公认会计原则未反应在我们公司帐上的盈余，扣除(3)若这些未反应的盈余分配给我们时，估计可能要缴的所得税。在这里我们所谓的营业盈余系已扣除资本利得、特别会计调整与企业其它非常态的项目。

各位可以从下表看出我们是如何计算出 1999 年透视盈余的，不过我还是要提醒各位这些数字只不过是估计数，很多都是基于简单的判断，（被投资公司所分配的股利收入已经列在 13 页的营业利益之内，大部分包含在保险事业的净投资收益项下）。

<u>Berkshire's Major Investees</u>	<u>Berkshire's Approximate Ownership at Yearend⁽¹⁾</u>	<u>Berkshire's Share of Undistributed Operating Earnings (in millions)⁽²⁾</u>
American Express Company	11.3%	\$228
The Coca-Cola Company	8.1%	144
Freddie Mac	8.6%	127
The Gillette Company	9.0%	53
M&T Bank	6.5%	17
The Washington Post Company	18.3%	30
Wells Fargo & Company	3.6%	<u>108</u>
Berkshire's share of undistributed earnings of major investees		707
Hypothetical tax on these undistributed investee earnings ⁽³⁾		(99)
Reported operating earnings of Berkshire		<u>1,318</u>
Total look-through earnings of Berkshire		<u>\$ 1,926</u>

(1) Does not include shares allocable to minority interests

(2) Calculated on average ownership for the year

(3) The tax rate used is 14%, which is the rate Berkshire pays on the dividends it receives

投资

下表是伯克希尔 1999 年市价超过七亿五千万美元以上的股票投资。

		12/31/99	
<u>Shares</u>	<u>Company</u>	<u>Cost*</u>	<u>Market</u>
		<i>(dollars in millions)</i>	
50,536,900	American Express Company	\$1,470	\$ 8,402
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	11,650
59,559,300	Freddie Mac	294	2,803
96,000,000	The Gillette Company	600	3,954
1,727,765	The Washington Post Company	11	960
59,136,680	Wells Fargo & Company	349	2,391
	Others	<u>4,180</u>	<u>6,848</u>
	Total Common Stocks	<u>\$8,203</u>	<u>\$37,008</u>

* Represents tax-basis cost which, in aggregate, is \$691 million less than GAAP cost.

1999 年我们只做了些许的变动，如同先前我曾提到的，去年有几家我们拥有重大投资部位的被投资公司其经营状况令人不甚满意，尽管如此，我们仍然相信这些公司拥有相当的竞争优势，可协助其继续稳定经营下去，这种可以让长期投资有不错成果的特点，是查理跟我还有点自信可以分辨得出的地方，只是有时我们也不敢百分之百保证一定没问题，这也是为什么我们从来不买高科技股票的原因，即使我们不得不承认它们所提供的产品与服务将会改变整个社会，问题

是——就算是我们再想破头，也没有能力分辨出在众多的高科技公司中，到底是哪一些公司拥有长远的竞争优势。

不过我必须强调，不懂高科技一点都不会让我感到沮丧，毕竟在这个世界上本来就有很多产业是查理跟我自认没有什么特殊的经验，举例来说，专利权评估、工厂制程与地区发展前景等，我们就一窍不通，所以我们从来不会想要在这些领域妄下评论。

如果说我们有什么能力，那就是我们深知要在具竞争优势的范围内，把事情尽量做好，以及明了可能的极限在哪里，而要预测在变化快速产业中经营的公司，其长期的经营前景如何，很明显的已超过我们的能力范围之外，如果有人宣称有能力做类似的预测，且以公司的股价表现做为左证，则我们一点也不会羡慕，更不会想要去仿效，相反的，我们会回过头来坚持我们所了解的东西，如果不幸偏离轨道，那也一定是不小心的，绝非慌张莽撞想要得到合理的解释，还好可以确信的是伯克希尔永远有机会找到它能力范围内可以做的事。

目前我们拥有的这些好公司的股票价格其实不甚吸引人，从另外一个角度来看，我们认为它们的本质比起股价表现要好得多，这也是为什么我们并不急着增加持股，尽管如此，我们也没有大幅降低持股部位，如果要在股价令人满意但有问题的公司与股价有问题但令人满意的公司作选择，我

们宁愿选择后者，当然真正会引起我们兴趣的，是那种公司令人满意，同时股价也令人满意的标的。

我们对于目前大盘的股价表现与先前对于本身持股投资组合股价的看法一致，我们从来不会想要试图去预估下个月或下一年度的股市走势，过去不会，现在也不会，不过如同我在附录的文章中指出的，股市投资人现在对于目前持股未来可能的投资报酬实在是显得过于乐观。

我们认为企业获利的成长幅度，与一个国家的国内生产总值 (GDP) 的成长率成一定关系，而我们估计目前 GDP 的年增率大概只有 3% 左右，此外再加上 2% 预估通货膨胀，当然查理跟我无法对于 2% 的准确性做任何保证，但这至少市场上一般的共识，预防通膨的国库券 (TIPS) 的利率大约也是一般政府公债减 2 个百分点左右，当然如果你感觉通货膨胀可能比这个数字还高，你大可以买进 TIPS，同时放空政府公债。

而如果公司获利果真与 GDP 预估 5% 的成长走势相当，那么大家在对美国企业进行评价时的预期，就不可能过于乐观，若再加计配发的股利，那么你可以得出的预计股票报酬率，可能远低于大部分投资人过去几年的投资绩效以及未来几年的投资预期，而如果投资人的期望可以变得更实际一点，我相信总有一天他们一定会，则股市将会进行一波相当大程度的修正，尤其是投机气氛特别重的那些类股。

总有一天伯克希尔会有机会将大量的资金再度投入股

市，这点我们相当有信心，不过就像有首歌的歌词是这样："不知在何处？不知在何时？"当然要是有人想要试着跟你解释为何现今股市会如此的疯狂，请记住另一首歌的歌词："笨蛋总是为不合理的事找理由，而聪明人则避而远之"。

买回库藏股

最近有一些股东建议伯克希尔可以考虑从市场上买回公司的股份，通常这类的要求合情合理，但有时候他们背后依俟的逻辑却有点奇怪。

只有在一定条件下公司买回自家的股份才有意义，首先，公司在扣除短期周转所需之外还拥有多余的资金，（含现金与银行额度在内），其次，其股价必须远低于其实质价值，关于这点我还有一点补充：股东必须还有足够信息来对公司进行评价，否则的话，公司内部人极有可能运用信息不对称的现象占不知情股东的便宜，以偏低的价格买到公司的股份，就伯克希尔而言，符合上述条件的情形并不多见，当然一般而言，大部分的公司通常都会诱使股东把股价拉高而非压低。

我提到的公司资金需求大概有两种情况：首先，公司要保留维持其根本的竞争优势的基本开支（例如贺兹柏格钻石店的重新装潢），第二，其它每投入一块钱能够创造出高于一块钱价值的那类支出（例如 R.C. Willey 家具店在爱达荷州新成立的据点）。

当一家公司的资金超过前述的资金需求，一家以成长导

向的公司股东可以考虑买进新事业或是买回公司自家的股份，要是公司的股价远低于其实质的价值，买回股份通常最有利，在 1970 年代，投资大众就曾大声呼吁公司的经营阶层采取类似的做法，不过当时却很少有公司响应，真正落实的事后证明大大增进了股东的利益，而为多余资金另外找出路的公司则惨不忍睹，确实在 1970 年代(以及以后断断续续好几年)，我们专门锁定那些大量买回自家股份的公司，因为这种举动通常暗示这是一家公司股价被低估，同时又拥有相当注重股东权益的经营阶层。

不过这种情况已成昨日黄花，虽然现在买回自家股份的公司比比皆是，但我们认为大部分的背后都隐含有一个令人鄙夷的动机，那就是为了要拉抬或支撑公司股价，这当然有利于在当时有意出售股份的股东，因为他们能够以不错的价格顺利出场，不管他的背景或出售的动机是什么，不过留下来的股东却因为公司以高于实质价值的价格买回股份而蒙受其害，以 1.1 美元的价格买进 1 块钱美钞的生意很明显的并不划算。

查理跟我承认我们对于估计股票的实质价值还有点自信，但这也只限于一个价值区间，而绝非一个准确的数字，不过即便如此，我们还是很明显地可以看出许多公司目前以高价买回股份的举动，等于是让卖出股份的股东占尽留下来股东的便宜，当然站在公司的立场来看，大部分的主管对于

自家公司有信心也是人之常情，但他们其实比我们更知道公司的一些内情，不管怎样，这些买回的举动总是让我认为压根就不是为了想要增进股东权益，而只不过是经营阶层想要展现自信或者一窝蜂跟进的心态而已。

有时有的公司也会为了抵消先前发行低价认股选择权而买回股份，这种买高卖低的策略跟一般投资人无知的做法并无二致，但这种做法绝不像后者一样是无心的，然而这些经营阶层好象相当热衷于这种对于公司明显不利的举动。

当然发放认股选择权与买回股份不见得就没有道理，但这是两码子事绝不能混为一谈，一家公司要决定买回自家的股份或发行新股，一定要有充分的理由，如果只是因为公司发行的认股权被行使或其它莫名其妙的原因，就要强迫公司以高于实质价值的代价买回股份，实在是没有什么道理，相反的，只要公司的股价远低于其合理的价值，则不管公司先前是否发行过多的股份或选择权，都应该积极买回流通在外的股份。

在过去，伯克希尔确实有一段期间错过了买回自家股份的机会，一方面是由于我本身对于伯克希尔的评价本来就比较保守，也因为当时我将大部分的注意力摆在如何将资金更有效地运用在其它方面之上，此外由于伯克希尔本身的交易量本来就不大，实在是很难有机会买回足够的量，也就是说想要透过买回伯克希尔股份提高公司实质价值的可能性实

在是很低，举例来说，假设我们有机会以低于实质价值 25% 的价格买回 2% 流通在外的股份，也只不过是让公司每股的实质价值增加 0.5% 而已，更何况还要再考量把这些资金运用到其它更能够创造价值的其它用途之上所代表的机会成本。

在我们收到的这些信件中，有的仅仅是要求我们对外释放买回股份的讯息，以藉此拉抬公司股价(或阻止股价进一步下滑)，但其实一点也不关心公司的实质价值，我们认为若是这些人明天就打算出售股份，那么这样的想法还算合理，至少就他本身立场而言，然而要是他根本就没打算处分持股，则他应该祈祷公司的股价进一步下滑，好让我们有机会可以进场买回足够的股份，这是伯克希尔唯一有可能藉由买回股份以增进股东权益的情况。

除非我们认为伯克希尔的股价远低于其实质价值(经过保守的估算)，否则我们不会考虑买回自家股份，我们也不会发表任何意见来影响股价的高低走势，(不管是公开或私人的场合，我从来不会告诉任何人该买进或卖出伯克希尔的股份)，相反的我们会设身处地的提供信息给所有的股东，也包含可能加入的潜在股东，藉此评估公司的价值。

最近当 A 股的股价跌落到 45,000 美元以下时，我们一度曾考虑要开始买回股份，不过后来我们还是决定要等看看，至少等股东们有机会看到年度报告后再说，而如果我们真的要买进，我们将不会经由纽约证券交易所(NYSE)下单，我们

只会接受那些直接找上门的卖单，因此如果你有意卖回股份，请要求你的经纪人直接打电话 402-346-1400 给

Mark Millard，成交之后，经纪人可以第三市场或在 NYSE 申报，若有 B 股愿意以 A 股 2% 以上的折价卖回我们也很乐意接受，但 A 股低于 10 股或 B 股低于 50 股的交易恕不受理。

请大家特别注意一点，我们绝对不会为了要阻止伯克希尔股价下滑而买回股份，我们之所以会这样做，完全是因为我们认为这样的资金运用对公司最有利，毕竟买回库藏股对提高公司股份未来的报酬率的影响实在是有限。

股东指定捐赠计划

大约有 97.3% 的有效股权参与 1999 年的股东指定捐赠计划，捐出的款项总计约 1,720 万美元，有关本计划详细的信息请参阅 70-71 页。

累计过去 19 年以来，伯克希尔总计已依照股东意愿捐赠出高达 1.47 亿美元的款项，除了之外，伯克希尔还透过旗下的子公司进行捐赠，而这些慈善活动都是早在他们被我们购并以前就行之有年的（先前的老板自行本身负责的个人捐赠计划之外除外），总的来说，我们旗下的关系企业在 1999 年总计捐出 1,380 万美元，其中包含 250 万美元等值的物品。

想要参加这项计划者，必须拥有 A 级普通股，同时确定您的股份是登记在自己而非股票经纪人或保管银行的名下，同时必须在 2000 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与

2000 年的捐赠计划，当你收到表格后，请立即填写后寄回，以免被丢在一旁给忘记了，逾期恕不受理。

年度股东大会

今年资本家的伍斯达克周末将与往来的形态略有不同，由于前几年年会固定的举办地点-阿肯萨本体育馆即将关闭，所以今年我们将移师市立体育馆(位于首都街，双树饭店后方)，全奥玛哈地区大概只剩这里拥有足够我们使用的空间。

由于市立体育馆位于奥玛哈的市中心，可想而知要是我们于周末期间在那里举行股东会，铁定会造成停车与交通的梦魇，因此我们决定在 4 月 29 日星期六举行股东会，大门会在星期一早上七点开放，同时电影短片照例会于八点半播放，正式会议则从九点半开始，扣除中午短暂的休息时间，(市立体育馆外备有各类点心摊)，整个会议将一直进行到下午三点半。

后面附有股东会开会投票的相关资料，向各位解释如何拿到入场所需的识别证，由于预期会有相当多的人与会，我们建议大家最好先预订机位与住宿，美国运通(电话 800-799-6634)将会很高兴为您提供相关安排服务，如同以往，我们会安排巴士接送大家往返各大旅馆与会场之间，并在会后接送大家到内布拉斯加家具店与波仙珠宝店或是到饭店与机场，当然你可能会觉得如何有一辆车就更方便了。

2001 年由于市立体育馆的预定时间已提早被订走，所以

我们被迫将时间改成 4 月 28 日，但明(2002 年)后年(2003 年)的股东会我们仍将按照惯例在五月的第一个星期六举行，不论如何，市立体育馆应该能够满足我们的需要，因为周围拥有足够的停车位，同时提供的与会者空间将较以往宽敞许多，而我已成功克服了本身的商业坚持，我将保证各位在市立体育馆可以买到伯克希尔一系列的产品，去年的记录是大家总共搬走了 3,059 磅的糖果、16,155 美元的世界百科全书与相关出版品、1,928 双 Dexter 鞋子、895 组 Quikut 小刀以及 1,725 颗上面印有伯克希尔 Logo 的高尔夫球和 3,446 件伯克希尔的衣服与帽子，我相信今年的成绩一定会更好。

去年我们开始试着推出 EJA 的专机所有权，今年的星期六与星期天，在奥玛哈机场，我们仍将展示一系列的机队供大家参观，请到了市立体育馆向 EJA 的业务代表洽询参观的事宜。

乳品皇后也将再度在市立体育馆现场摆设摊位，同时将所得全数捐给儿童希望联盟，去年我们总共卖出 4,586 根 Dilly、雪花棒以及香草/橘子口味的巧克力棒，此外 GEICO 公司会再度派出各地区最优秀的业务员，在会场设立摊位，随时提供股东们汽车保单的报价，在大多数的情况下，GEICO 都可以提供给你一个相当优惠的股东折扣，各位记得将自己现在的投保资料带来，看看是否能帮自己省下一笔钱。

最后 Ajit Jain 跟他的同事也会在现场受理巨额无佣金

年金与责任保险的服务，其最高上限是你在别的地方所找不到的，记得找 Ajit 聊聊如何帮你自己及家人规避 1,000 万美元以上的潜在风险。

NFM 位于道奇街与太平洋街，新改装的大卖场占地 75 英亩，营业时间平日从早上 10 点到下午 9 点，星期六及星期日则从早上 10 点到下午 6 点，提供各式各样的产品，举凡家具、电子产品、小家电、地毯以及计算机，全部都以超低价的价格供大家选购，NFM 1999 年单店的营业额超过三亿美元，以奥玛哈区区 67.5 万都会人口而言，实在称得上是个商业奇迹，在四月 27 日到五月 1 日股东会期间，股东只要持随股东开会通知单附赠的优惠券到 NFM 购买各类商品，都可获得员工价的优惠，自从这项优惠推出以来，销售业绩十分惊人，以去年股东会的五天期间，NFM 的营业额高达 798 万美元，较前两年分别增加 26% 及 51%。

波仙珠宝-全美单店营业额仅次于纽约曼哈顿蒂芬妮的珠宝店，在股东会期间将会有两场专为股东举办的展览会，第一场是在四月 28 日的鸡尾酒会，时间从下午 6 点到晚上 10 点，第二场主秀则在四月 30 日举行，从早上 9 点到下午 6 点，当天查理跟我也会展席，在现场接受大家凭发票索取签名，在星期四到星期一的股东会期间，波仙都将提供股东特惠价，所以如果你希望避开星期五晚上到星期天的拥挤人潮，你可以在其它的时间上门光顾，记得表明股东的身分，

星期六我们会营业到晚上 7 点，波仙的营业毛利要比其它主要竞争对手要低 20 个百分点以上，所以请大家准备好席卷我们所有的商品吧！

照例桥牌界的传奇性人物 Bob Hamman 将会在星期天下午出席在波仙珠宝店外面大厅举办的一场桥牌大赛，除此之外还会有其它桥牌高手与股东们同乐，去年由于参加人数比预期多，造成牌桌不够，今年我们将改善这个问题。

Patrick Wolff-美国棋两度冠军，也会再度在会场蒙眼与所有挑战者对奕，他向我透露，他从来没有这样与四位以上的对手下棋，不过他今年会试着挑战同时对付五位甚至是六位对手，如果你也是个棋迷，记得到现场找 Patrick 挑战，但在下棋前记得要确定他的眼睛是否真的蒙住了。

我个人最爱的牛排馆-Gorat's 为了伯克希尔股东年会破例在 4 月 30 日星期天开门营业，从下午四点开始营业，一直到午夜，请记得星期天事先若没有订位的人请勿前往以免向隅，要预约请在四月 3 日以后打电话 (402-551-3733)，若订不到当天的位子，也可以试试其它晚上，每个星期我都会到 Gorat 做一次品质检查，而我可以向各位保证它的丁骨\牛排加上双份的牛肉丸仍然是全美之最。

按照往例棒球赛将于星期六晚上在 Rosenblatt 体育馆举行，今年奥玛哈金钉鞋队将对上爱荷华小熊队，记得早一点来，因为重头戏在一开始就会出现，去年有参加的人都知道

道，本人一开球就把球砸在 Rrnie Banks 的身上。

这样的结果证明这是运动界期待已久的大对决，在前面几次不痛不痒的投球之后，（当然是因为我还没有使出绝招，只是不知道我的绝招何时才会出现!），我狠狠地将球砸要 Ernie 的背上，好让他知道谁才是老大，Ernie 立刻冲向投手丘，我也不甘示弱往本垒板前进，可惜的是在正面对决之前，两人早已气力放尽。

Ernie 对于他去年的表现感到非常不满意，所以整个冬天都在研究比赛时的录像带，大家可能知道，Ernie 在小熊队时代拥有生涯 512 支全垒打的惊人记录，现在据可靠消息指出，他已经找到我投球的弱点，准备在 4 月 29 日当天挥出第 513 支全垒打，不过我也不是省油的灯，准备将我拿手的上飘球加以改良，记得到现场观赏这场精彩的大对决。

不过我也已经得到 Ernie 的保证，不会回敬我飞奔而来的滚地球，因为我实在是没有能力躲过，我的反应神经跟伍迪艾伦一样差，据说他曾经被一辆用两人手推的车子撞到。

股东会资料将告诉大家如何取得球赛入场的门票，以及有关本次会议期间大量的旅游信息，股东会场见！

（文章资料源自网络）