

巴菲特致股东信

2000 年

Berkshire's Corporate Performance vs. the S&P 500

Year	Annual Percentage Change		Relative Results (1)-(2)
	in Per-Share Book Value of Berkshire (1)	in S&P 500 with Dividends Included (2)	
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	(11.7)	32.0
1967	11.0	30.9	(19.9)
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	(8.4)	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
1972	21.7	18.9	2.8
1973	4.7	(14.8)	19.5
1974	5.5	(26.4)	31.9
1975	21.9	37.2	(15.3)
1976	59.3	23.6	35.7
1977	31.9	(7.4)	39.3
1978	24.0	6.4	17.6
1979	35.7	18.2	17.5
1980	19.3	32.3	(13.0)
1981	31.4	(5.0)	36.4
1982	40.0	21.4	18.6
1983	32.3	22.4	9.9
1984	13.6	6.1	7.5
1985	48.2	31.6	16.6
1986	26.1	18.6	7.5
1987	19.5	5.1	14.4
1988	20.1	16.6	3.5
1989	44.4	31.7	12.7
1990	7.4	(3.1)	10.5
1991	39.6	30.5	9.1
1992	20.3	7.6	12.7
1993	14.3	10.1	4.2
1994	13.9	1.3	12.6
1995	43.1	37.6	5.5
1996	31.8	23.0	8.8
1997	34.1	33.4	.7
1998	48.3	28.6	19.7
1999	.5	21.0	(20.5)
2000	6.5	(9.1)	15.6
Average Annual Gain – 1965-2000			
Overall Gain – 1964-2000			
23.6%			
11.8%			
11.8%			
207,821%			
5,383%			
202,438%			

本公司 2000 年的净值增加了 39.6 亿美元，每股 A 股或 B 股的帐面净值成长了 6.5%，累计过去 36 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 40,442 美元，年复合成长率约为 23.6%。

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。

总的来说，Berkshire 去年的表现还算不错，不管是每股净值或价值的表现都超越 S&P500 指数，虽然这样的说法略显主观，但我们认为 Berkshire 每股实质价值的成长甚至超过帐面价值的成长，（不管是投资学或是会计学，实质价值都是相当关键的一个名词，有关实质价值详细的说明，请参阅股东手册）。

去年我们一口气完成八件购并案，其中有两件从 1999 年就开始谈，这些案子的金额总计高达 80 亿美元，所有资金完全依靠自有资金支应，没有举债半毛钱，其中 97%是以现金支付，其余 3%则用股票，所以流通在外股份仅增加 0.3 个百分点而已，这八家企业的年营业额合计高达 130 亿美元，雇用员工 58,000 名，更棒的是目前我们手上的现金依然满满，随时准备再买下更大的公司。

不要太着急，后面我还会再详细跟各位报告合并案的内容，在这里，我要向各位报告，展望 21 世纪，我们将大举

进军砖块、地毯、隔热品与油漆等实体的尖端产业。

另一方面，GEICO 的保户成长速度出现停滞的现象，取得新保单的成本越来越高，去年我曾跟各位打包票说我们所投入大笔广告经费保证值回票价，事实证明我的判断是错误的，在报告的后段我们还会再仔细检讨原因。

另外还有一项几年来一直存在的负面消息，那就是目前我们的股票投资组合的价位还是没有太大的吸引力，我们确实拥有一些本质不错的股票，但这些公司的股价大多已合理反应其价值，所以在未来很难再有爆发性的投资报酬，这绝非单一现象，目前整体股市的长期前景并不像一般人想的那么乐观。

最后还有一项每年都会发生的坏消息，那就是查理曼格-Berkshire 的副董事长兼主要合伙人以及我本人，相较于去年又都老了一岁，所幸比起其它美国大企业来说，我们的主要经理人老化的速度可以说要慢得多（年度/年龄），而且这种差异以后还会越来越大。

就长期而言，查理跟我还是一样把 Berkshire 每股实质价值成长的速度锁定在稍微超过 S&P500 指数的目标上，如同封面上那张表所显示的，虽然只是每年几个百分点的差异，但只要能够持之以恒，久而久之也能产生不少的差距，当然每年为了达到这个目标，我们都必须固定再为 Berkshire 增添几家好公司，并让原先就已经拥有这些好公司的价值保持

成长，同时还要避免流通在外的股数继续大幅膨胀，个人觉得要做到后两点没有太大问题，但第一点则真的要碰运气。

在这里要特别感谢两组团队让我去年的工作一如往年般的轻松愉快，首先，我们旗下事业的经理人依然继续坚守岗位表现杰出，完全不让我操心，（当然这本来就不是我的专长），使我可以将大部分的心思摆在如何运用资金之上。

我们旗下的经理人是特殊的一群，在大部分的公司，真正有能力的部门经理很少乐在本身的工作，他们通常渴望能够尽快晋升成为总裁，不论是在现在的公司或跳槽到别家公司都可以，而要是他们不积极争取，他自己本身及其同事，反而会认定他为懦夫。

在 Berkshire，我们所有的明星经理人都乐在本身的工作，一份他们想要而且期望能够终生拥有的事业，也因此他们可以完全专注在如何把这份他们拥有且热爱事业的长期价值极大化，如果这份事业成功了，也就等于他们本身成功了，他们一直与我们同在，在 Berkshire 过去 36 年来，还没有听说过任何一位旗下事业经理人自动跳槽离开 Berkshire 的。

还有另外一群伙伴，我要深深致上谢意，那就是 Berkshire 企业总部的员工，在新购并的八个事业加入之后，我们全球的员工总数增加到 112,000 人，为此查理跟我的态度稍微软化，答应让总部人员编制增加一名成为 13.8 人（查

理这小子，总是提醒我富兰克林的名言，为山九仞，功亏一篑）。

这一小群菁英再次创造了奇迹，2000 年他们一口气处理了八件购并案大大小小各项事宜、应付例行法令行政规范与税务申报（光是申报书就厚达 4,896 页）、让总计 25,000 名股东出席的股东会圆满落幕并正确无误地发出股东指定捐赠的支票给 3,660 家慈善机构，除此之外，对于一家集团营业额高达 400 亿美金、股东超过 30 万人的大公司，其日常行政事务有多少可想而知，说到这里，有这 12.8 人在身边感觉真好。我实在是不应该领薪水，而要付薪水。

2000 年的购并案

在 Berkshire，我们的购并策略极其简单—那就是静待电话铃响，可喜的是，现在电话好象有点应接不暇，原因在于有越来越多的公司及其经理人慕名而来想要加入 Berkshire 的行列，关于我们购并公司的标准请参见年报 23 页，或请电 402-346-1400。

接下来让我详细向各位报告过去十四个月以来，我们到底买进了哪些公司，先说说两件从 1999 年就开始谈，并于 2000 年敲定的个案，（本表并未包含旗下子公司零零星星所买下规模较小的个案，通常它们都会被统一纳入个别子公司的营运报告中）。

第一个案子是中美能源 76%的股权，在去年的报告中，

我就曾提到，由于行政法规限制我们对该公司的控制权，所以我们只能透过长期投资权益法，将该公司的盈余与权益纳入母公司的财务报表之上，事实上要是能够将该公司的财务数字充分反应在母公司的帐上，则 Berkshire 的营收将至少增加 50 亿美元以上，当然损益数字并不会有任何变化。

1999 年 11 月 23 号我收到由 Bruce Cort 署名的传真，后附一篇刊登在华盛顿邮报有关 CORT 商业服务公司标购失败的新闻，事实上，除了名字巧合之外，Bruce Cort 与 CORT 公司完全没有关系，这位先生是一位中古飞机中介商，巧合的是，他本人还曾经在 1986 年卖过一架飞机给 Berkshire，在这张传真之前，我已经有十年没有跟他有过任何接触。

在此之前，我对 CORT 公司一无所知，但我马上调出该公司向证监会申报的文件，一看之下大喜过望，就在当天，我向 Bruce 表示我对该公司很有兴趣，并请他立即帮我安排与该公司总裁 Paul Arnold 会面，不久后 Paul 跟我在 11 月 29 号碰面，当下我就知道我们很有可能会成交，那是一家朴实无华的好公司，同时价格也合理（当然多多少少受到先前流标的影响）。

拥有 117 个外部展示点，CORT 是全美办公室家具出租（也有临时公寓使用者）的领导品牌，必须说明一点，这个行业与分期付款租赁并不相同，后者通常将目标锁定在推销电子产品及家具，给经济能力有限且信用记录不佳客户者。

我们很快地透过持有 80% 股权的子公司 Wesco 名义以 3.86 亿美元的现金买下 CORT，大家可以在 Wesco 1999 年及 2000 年的年报中找到更多有关 CORT 的讯息，查理跟我都很喜欢与 Paul 一起共事，而 CORT 的表现更超乎我们的预期，我们算是押对宝了。

去年初，通用再保的董事长 Ron Ferguson 帮我联络上 Bob Berry，其家族 49 年来一直拥有美国责任险公司，这家保险公司，加上其它两家姊妹公司都是属于中小型、声誉卓著的特殊险保险公司，套句保险业界的行话，那是好又多的业务，而 Bob 在与我接触之后，也同意以一半股票，一半现金的方式进行交易。

近几年来，都是由 Tom Nerney 为 Berry 家族经营这家公司，不论是成长速度或是获利能力的表现都相当突出，Tom 本身更是精力充沛，不但亲自认养四名小孩（其中有两个来自俄国），他本身还担任教练带领一支来自费城的青少女篮球队，这只球队去年拥有 62 胜 4 败的辉煌战绩，并在 AAU 全国锦标赛中夺得亚军。

好的产物意外险公司本来就不多，但我们却拥有不少，这超过我们应得之份，美国责任险公司的加入，无异为我们更增添辉煌。

Ben Bridge 珠宝公司是另外一件靠电话成交的个案，在这之前我们双方连面对面谈话都没有，Ed Bridge 是

Barnett Helzberg 的好朋友，1995 年我们向 Barnett 买下贺兹柏格珠宝，Ed 跟他的侄子 Jon 共同经营这家位于西岸拥有 65 家分店的珠宝公司，在听到 Bridge 有意出售公司之后，Barnett 立刻强烈建议 Berkshire 买进，于是 Ed 打电话向我说明公司营运的状况，同时送了一些报表资料过来，然后双方就此成交，这次一样是一半现金，一半股票。

早从 89 年前，该公司在西雅图创立之后，到现在 Ed 与 Jon 已经是第四代了，经营成员还包括 Herb 及 Bob，他们分别是 Jon 与 Ed 的父亲，在当地享有盛誉，过去七年来，该公司的营业额分别成长了 9%、11%、13%、10%、12%、21% 及 7%，这个记录真是惊人。

对于该家族而言，公司的运作能否一如往常，至关重要，没有人愿意坐视其它珠宝连锁商趁虚而入，或是因为提出综效及降低成本等馊主意让公司营运走下坡（虽然大家可以预知这一点效果都不会有，但还是一定会被要求试看看），然而我却明确告知仍由 Ed 及 Jon 负全责，他们也知道我说话算话，毕竟本人还有自知之明，要我负责经营一家珠宝专卖店，铁定会是一场灾难，虽然我的家人买珠宝买到可以获颁黑带的荣衔。

令人敬佩的是，Bridges 家族将出售事业的所得，与协助公司成功的数百位员工一起分享，我们很荣幸可以与这样的家族及公司建立关系。

同年七月，我们买下西式靴子的领导厂商 Justin 企业，旗下品牌包含 Justin、Tony Lama、Nocona 及 Chippewa，同时他们也是德州以及邻近五州砖块的主要制造商。

再一次我们的购并之旅充满了惊奇，5 月 4 号我收到一位署名 Mark Jones 的传真，我根本就不认识这个人，他提议 Berkshire 可以参与购并一家不知名的公司，我回传真给他，表示除非是特例，否则我们很少跟别人一起参与投资，不过要是他肯把资料送给我们参考，事后若购并成功，我们愿意支付他一笔介绍费，他回复说这家神秘公司叫做 Justin，于是我便到 Fort Worth 与该公司董事长-John Roach 及创办人兼大股东 John Justin 会面，不久之后，我们顺利以 5.7 亿美元的现金买下 Justin 公司。

John 非常热爱 Justin 企业，但却由于健康问题不得不自公司退休，(后来他更不幸在隔年二月去世)，John 是位优秀的市民、企业家以及人士，所幸他还网罗了两位杰出的经理人-Acme 砖块的 Harrold 以及 Justin 靴子的 Randy，两人各自独立经营这两家事业。

Acme 的规模稍大，22 座工厂每年生产出超过 10 亿个砖块，大约占全美砖块总产出的 11.7%，砖块产业有其区域性限制，在其经营的区域，Acme 享有独霸的地位，当德州佬被问到知名砖块的品牌时，75%的人会想到 Acme，远远超越第二位的 16%，(很遗憾在买下这家公司之前，我竟连一个砖块

品牌都不知道，不知道各位能不能？）这种品牌的认同度不仅仅归功于 Acme 的产品品质，更深深地反映出该公司几十年来深耕地方服务的成果。

而我也忍不住要指出 Berkshire 的经营阶层还老顽固地深陷在 19 世纪当中，如今又多了一项道地实在的产业，另一方面进入 2000 年，我们旗下的 GEICO 也经由网络做生意，但是后来我们又增添了 Acme，我敢保证 Berkshire 的这项举动将使硅谷的那帮人汗流浹背。

六月，Bob Shaw-Shaw 企业的总裁-该公司是全世界最大的地毯制造商，带着其伙伴-Julian Saul (同行还有一位正与 Shaw 企业洽谈合并的公司总裁)，一起来见我，后者因为石棉案面临潜在庞大的诉讼赔偿，而合并交易能否成功要看这些或有负债能否透过保险来解决。

两位主管拜访我的目的是希望 Berkshire 能够提供他们一张保单以协助他们解决合并后所有未来潜在的石棉赔偿成本，我向他们解释到虽然我们可以签发的保单金额比任何其它保险业者都来得大，但却不可能发出金额没有上限的保单。

Bob 跟 Julian 当场决定要是连我们都不敢下重注，赌被购并者潜在的风险，那么他们也不干，双方的交易最后因此告吹，不过在此同时我对 Shaw 企业却产生浓厚的兴趣，几个月后查理跟我与 Bob 会面敲定 Berkshire 买下该公司的细

节，其中有一条相当重要的条款，那就是 Bob 跟 Julian 依然可以继续持有 Shaw 企业最少 5% 的股权，此举让我们可以与这个业界最优秀的经理人一起共事，如同 Bob 跟 Julian 过去几年来辉煌的战绩，各自在 1998 年加入我们之前皆已在地毯界建立了规模庞大的成功事业。

Shaw 的年营业额高达 40 亿美元，而我们则持有该公司 87.3% 的股权，除了既有的保险事业营运之外，Shaw 成为我们目前最大的事业体，现在如果现在有人要从我们身上踩过去，我们一点都不会介意。

八月底，查理跟我与 Richard Roob 及 Yvan Dupuy 碰面，两人分别是 Benjamin 油漆公司前后任的总裁，我们与他们一见如故，也很欣赏这家公司，当场我们就开出 10 亿现金的条件，到了十月份，该公司董事会通过这项交易案，而我们则在十二月完成内部手续，Benjamin 公司生产油漆已有 117 年的历史，并拥有数千家的独立经销商，这也是他们最珍贵的资产，记得下次买油漆时指名该公司的产品。

最后在十二月底，我们同意以 18 亿美元买下 Johns Manville 公司 (简称 JM)，这家公司过去几十年来创造了令人难以置信的传奇-族烦不及备载，其中又以生产石棉产品最为著名，当时因为石棉引发许多人致癌的健康问题而导致该公司在 1982 年宣布申请破产。

之后破产法庭为受害人成立了一笔信托基金，其中最主

要的资产就是 JM 的多数股权，而这笔信托基金为了要分散其资产配置，于是在去年六月同意将该公司卖给一位融资购并业者，只是后来由于该业者无法顺利取得融资而使得交易告吹。

之后到了 12 月 8 号星期五交易正式宣布取消，隔周，查理跟我打电话给 Bob Felise-该信托基金的董事会主席，提出全部现金不必等候融资的条件，隔天信托基金临时表决接受我们的提案，并于一个星期后正式签订契约。

JM 是全美商业用与工业用隔热材料的领导品牌，同时在屋顶装设与其它工业产品也占有相当大的市场，该公司的年营业额超过 20 亿美金，同时也享有不错的获利水准，（当然该公司还是有景气循环），该公司总裁 Jerry Henry 本来已宣布一年后计画要退休，但在这里我很高兴向各位报告，查理跟我已经成功说服他继续留下来。

去年购并案之所以会蜂拥而现，主要有两个原因，首先，许多经理人跟老板都预视到自己公司的产业即将走下坡，事实上在我们这次买下来的公司当中，确实就有好几家今年的盈余将会较 1999 年或 2000 年减少，不过对于这点我们并不介意，因为每个产业都会有景气循环，（只有在券商做的投资演示文稿中，盈余才会无止尽地成长），我们不在乎这短期的波折，真正重要的是长期的结果，当然有些人会比较看重短期的成败，而这反而能增加卖方出售的意愿或降低其它

潜在买家的竞争意愿。

第二个能让我们在 2000 年这么顺的原因，是去年垃圾债券市场状况日益低迷，由于前两年垃圾债券投资人逐渐降低他们的标准，以不合理的价格买进许多体质不佳的公司债，浮滥的结果终究导致大量违约的出现，在这种状况下，习惯靠融资买下企业的投机者-就是习惯印股票换公司的那群人-便很难再借到足够的钱，而且就算能够借到，其成本也不便宜，也因此当去年有公司对外求售时，融资购并者 (LBO) 的活动力便锐减，而因为我们习惯以买下整家公司股权的方式投资，所以我们的评估方式没有太大的改变，这使得我们的竞争力大幅提高。

除了这两项有利于我们的外部因素之外，现在在进行购并时，我们自己本身也拥有另一项优势，那就是 Berkshire 通常都是卖方期望指定的买方，虽然这无法保证交易一定能谈成，一方面还要看卖方是否能接受我们的报价，一方面也要看我们喜不喜欢这家公司以及其经理阶层，但无可否认确实对交易的进行大有帮助。

另外我们还发现卖方是否在意公司将来的归属其实相当重要，我们喜爱与那些钟爱公司，而不只是斤斤计较出售公司能够得到多少钱的人往来，（当然我们也明瞭没有人会不爱钱），当我们意识到有这样的情节存在时，通常代表了这家公司拥有相当重要的特质：诚实的帐务、产品的自信、

客户的尊重以及一群专心一致的忠实员工，反之亦然，当一家公司的老板只一味地想要卖一个好价钱，但却一点都不关心公司卖掉后的下场，那么你马上就会了解为什么他会急着想要卖公司的原因，尤其当他是靠借钱买下这家时，而当一家公司的老板表现出一点都不在乎公司死活时，公司的上上下下一定也会感染到这种气氛，使得其态度与行事作风跟着转变。

要知道一家经典企业由一个企业家终其一生，有时甚至是好几代，以无微不至的用心与优异的才能建立时，对于老板来说，接手的人是否承续过去辉煌的历史是相当重要的一件事，关于这点，查理跟我相当有信心，Berkshire 绝对可以提供这些企业一个美满的归宿，我们相当重视对于这些企业创办人所作的保证，而 Berkshire 的控股结构绝对可以确保我们的承诺顺利落实，当我们告知 John Justin 他的企业总部仍将留在 Fort Worth 或保证 Bridge 家族他们的公司绝不会与其它珠宝公司合并时，我们可是绝对说到做到。

就像是林布兰画作一样珍贵的公司，与其让信托人或不肖的子孙把它拍卖掉，还不如由画家本身选择其最后的归宿，这几年来我们与有这样认知的人士有过非常多愉快的经验，并让这些感觉一直延续到这些企业上，至于拍卖这玩意儿，就留给别人去用吧。

产物意外险的经营

我们最主要的本业就是保险，当然其它事业也相当重要，想要了解 Berkshire，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，而这种结果直接影响到公司的损益表上，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，许多保险公司的损益表与资产负债表上布满了许多地雷。

在 Berkshire 我们对于损失准备提列尽量采取保守且一贯的做法，但我们仍不免会犯错，不过我还是要警告大家，保险业本来就会发生很多意外，而且通常都不会是什么好消息。

下表中所显示的数字是，Berkshire 自取得国家产险公司经营权，进入保险事业 34 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后，得出浮存金的数额，不要紧张，这不是什么考试！

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
2000	3,943	15,525	7,805	598	27,871

对于 2000 年的浮存金成长我们感到相当欣慰，但却对其成本不甚满意，一直以来，我们浮存金成本通常都维持在接近于零的低水准，有时好的时候，还能享有可观的承保利益，来弥补像 1984 年那样糟糕的年度，当年的资金成本高

达 19%，不过 2000 年我们的承保损失却高达 16 亿美金，这使得我们的浮存金成本飙高至 6%，除非再发生什么重大的灾难，否则我们预期 2001 年的浮存金成本将会大幅下降，主要的原因是 General RE 已经逐渐开始反映调整价格，至于 GEICO 虽然规模较小，但也应该会有同样的情形。

相较于其它保险同业，Berkshire 现在有两项相当罕见但却越来越重要的因素影响到其浮存金的成本，第一是部份同业目前正面临相当严重的承保损失，迫使我们必须跟着分摊，而影响到我们短期的盈余表现，但另一方面也让我们在未来几年有更多的浮存金可以运用，而在保单第一年的损失发生过后，以后年度将不会再有这方面的成本。

只要保单的价格合理，我们乐于接受这类先苦后甘的结果，在 1999 年所有的承保损失当中，有 4 亿美元(约占总损失的 27.8%)是来自于这类的业务，至于 2000 年则有 4.82 亿美元(约占总损失的 34.4%)，我们无法预测以后每年能够接到多少这类的业务，不过只要有案件金额通常都不小，而也由于这类的交易往往会严重影响到我们的损益数字，所以只要发生我一定会向各位报告。

其它再保业者对这类业务往往没有多大兴趣，因为他们根本就无法接受其财务报表突然出现重大的损失，即便可以确定这类业务长期的结果都相当不错，所以各位在拿我们的数字跟其它同业做比较时，要特别注意这一点。

另外还有一个影响更大的因素，也是你在别的地方找不到的，那就是有些公司想要把过去发生但却不确定的损失解决掉，简单的说，有家 XYZ 保险公司在去年向我们买了一张保单，约定我们必须支付头 10 亿美元的损失再加上以前年度，比如说 1995 年后续的损失调整费用，这些合约的金额有可能相当大，当然不论如何，我们还是会定一个上限，我们在 2000 年签了几件这类的合约，到了 2001 年也会再签下几件。

依据一般公认会计原则，这类追溯型的保险对于当年度的盈余不会有任何的影响，反倒是我们的报表因此增加了一项叫做"再保递延支出"的会计科目，将收到的保费收入与估计将支付的理赔损失(当然在此之前已先提列准备)的差额计入，之后我们再将分年摊销在这个科目项下的金额列为承保的损失，大家可以在季报与年报的经营说明中看到相关的信息，依其特性，这类的损失会持续发生很多年，甚至达几十年，当然相对的我们可以得到大笔浮存金的运用权利。

很明显的，这类浮存金所负担的成本不像其它一般业务能够为我们带来承保利益，尽管如此，追溯保险对我们来说，仍然算是不错的买卖。

综合以上因素最后得到的结果是 a) 我预期以后浮存金的成本可以压得非常低，b) 但由于必须负担前述提到的追溯再保险每年提列的费用，因此可能没有办法像以前一样完全

不用成本。当然很明显的，这些浮存金对我们到底是好是坏，除了当初取得的成本外，我们运用这笔资金的效率高低也同等重要。

而我们追溯再保险业务几乎完全由 Ajit Jain 一手包办，每年照例我都会给他褒奖一番，实在是很难去估计 Ajit 在 Berkshire 所代表的价值，大家除了关心我的健康之外，更应该关心他的健康。

去年，Ajit 光靠着一家英国的主要保险公司的追溯再保险，就替我们收到 24 亿美元的再保费收入，这有可能创下业界的历史新高，之后，他又接了美国大联盟德州游骑兵队一张巨额保单，投保强打者 Alex Rodrriguez 可能终身不遂的风险，喜爱棒球的人士都知道，A-Rod 曾以 2.52 亿美元的天价签约，我想我们的这张保单应该又创下了失能险的保额记录，此外我们也受理许多运动明星的保险。

此外 Ajit 也展现他多才多艺的天份，去年秋天他与一家网络公司 Grab.com 协商订出一张相当有趣的保单，该公司成立的目标是希望吸引数百万的网友到其网站，并从其中撷取有用的资料给行销公司，而为了要吸引网友上门，Grab.com 推出了一个 10 亿美元的大奖(约等于 1.7 亿美元的现值)，万一真的有人中奖时，由我们保证支付这笔款项，当然网站上也强调得到这笔奖金的机会微乎其微，事后证明没有人得到，但在当时中奖的机率并非全无可能。

签下这类的保单，我们将可以预先收到为数可观的保费，但同样也必须面临潜在的重大损失，所幸机率上对我们有利，并不是所有的保险业者都爱玩这种游戏，因为他们没办法利用再保险来克服这样的不愉快感，由于每一张保单都不寻常，甚至有时拥有其独特性，保险业者通常无法透过一般的再保安排来规避这类突发的潜在重大损失，也因此几乎所有的保险公司总裁在经营事业时都必须面临这种机率不大但却又不容忽视可能深深影响单一季盈余数字的风险，这简直是有如芒刺在背，我想没有任何一位经理人会喜欢向董事会或股东会解释这中间的为难，不过对于查理跟我本人而言，只要算盘拨起来合理，我们根本就不在乎其对帐面损益数字可能的影响。

至于 General RE，情况变得比以前好多了，Ron Ferguson 加上 Joe Brandon 与 Tad Montross 以及一班能干的团队在 2000 年实行了许多做法，让公司的获利回到过去的水平，虽然我们的订价还无法完全修正过来，但对于获利情况最差的那部份业务，我们已大幅调整价格或干脆舍弃掉，如果 2001 年没有再发生什么重大的天灾人祸，General RE 的浮存金成本可望大幅下降。

总的来说，其它规模较小的保险业务在 2000 年产生了可观的承保利益，同时一如过去十年来持续贡献大量的浮存金，如果把这些公司视为单一独立的企业，那么他们绝对可

以称得上是一家经营绩效优异的保险公司，而因为这些事业隐身在 Berkshire 如此庞大的事业体中，外界无法理解他们的努力与成就，但至少我个人能够深深地体会地，去年我感谢过 Rod、John、Don 等人，今年则还要再加上美国责任险的 Tom 以及 Cypress 的新任主管 Michael。

大家可能会发现过去我常称赞的 Brad- Cypress 公司的前任总裁，已不在上述的名单当中，那是因为我们位于辛辛那提的制服公司-费区海默需要一位新的经理人，所以我们特地拜托 Brad，在 Berkshire 我们很少调动经理人，不过现在看来我们应该要再多试一试，因为 Brad 在新职务上表现相当优异，就如同他原来在 Cypress 的表现一般。

盖可保险 (1-800-847-7536 or GEICO.com)

下表是用来显示盖可保险成长幅度的一张表，去年我很兴奋地向各位报告我们 2000 年在广告行销的大笔投入，并强调每一分钱都节节实实花在刀口上，事实证明我错了，我们额外投入的经费并没有为我们相对增加询问的电话，而且平均每通询问电话最后成交的比率几年来也首度下滑，这些不利的发展使得我们平均每张保单的取得成本大幅增加。

<u>Years</u>	<u>New Auto Policies⁽¹⁾</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
2000	1,472,853	4,696,842

事后悔恨犯下的错误固然不对，但勇敢承认并虚心检讨原因却大有帮助，虽然这种景象在美国企业的内部高层会议上并不常见，查理跟我本人几乎很少看到有人会诚心诚意的检讨一项错误的决策，尤其是跟购并案有关，唯一著名的例外是华盛顿邮报认真客观地检讨三年前的一项失败的购并案，除此之外，就只看到大家对成功的案子歌功颂德，至于愚蠢的决定则只字未提，置之不理。

这类错误投资最后的下场往往是在财报上一次打销提列非常损失，专业经理人最喜欢这样搞，这使得近年来这类"不常"发生的科目，反而成为一般公司的损益表上的常客，至于它发生的原因则没有人愿意花时间去深究，CEO 通常将它们归类为无性生殖。

回到 GEICO 的检讨，去年取得成本大幅增加主要归咎于四个原因，且全部都有一个共通点。

首先，我们的广告频率过高，在某些媒体的曝光实在是过度频繁，大家知道大量且密集透过媒体传递讯息的效果绝对是递减的，同样在有线电视，一个小时内连续第三波的广

告，其效果绝对比不上第一波。

其次，所有的软柿子可能都已经被我们给捡光了，很明显的，虽然愿意经由直效行销参与投保的客户群分布甚广，但不论如何，老一辈的人就是不愿透过这种管道投保，当然时间站在我们这一边，这种排斥感终究会消退，新一代乐于接受新事物的年轻人，很快就会发现透过直接投保可以为他们省下大笔的保费。

另外一个肯定会降低成交率的因素是 GEICO 的投保资格审核趋严，去年不管是事故发生的频率与严重性都提高，使得某些地区的费率变得不合理，在这种情况下，我们必须提高承保的标准，同时提高费率，这两项变动使得我们相对于其它对手的竞争力略微下降。

当然我必须强调，对于大部分打电话上门投保的顾客来说，还他们是可以省下一大笔钱，不过比起过去可以省下 200 美元，现在只能省 50 美元，其吸引力确实大不如前，所以费率提升使得我们的价格与其它同业相近，绝对会影响我们在客户间受欢迎的程度。

最后，产险业的竞争版图产生了一项重大变化，那就是目前排名第一市占率约 19% 的 State Farm，对于费率调整的反应速度相当缓慢，虽然他的成本的增加幅度肯定与其它同业不相上下，State Farm 去年的承保损失率 (包含回馈保户的退佣) 高达 18%，相较之下 GEICO 则只有 4%，即便如此我

们浮存金的成本也高达 6.1%，（相对于我们预估长期成本为零，这种结果当然不令人满意），我们估算 State Farm 2000 年的浮存金成本将高达 23%，而当市场上最大的玩家，竟然愿意忍受如此高的经营成本，其它业者的处境就可想而知了。

不过这仍然无损于 State Farm 身为美国企业最伟大的传奇故事之一，我不断建议商学院应该把这家成功的企业列为课堂的教材，因为他的成功过程有许多是挑战学术单位的教条，研究相反的例证是相当有用的方法，虽然并不是所有人都喜欢在学术殿堂中热烈地把它拿来讨论。

State Farm 成立于 1922 年，由伊利诺州一位 45 岁半退休的农夫所创立，当初他是为了与纽约、费城与 Hartford 长期垄断的傲慢保险业者对抗才成立 State Farm 的，相对于前者拥有资本、信誉与通路等强大优势，由于 State Farm 是合作社性质，所以他的董事与经理人不得拥有股份，因此在早期高成长时期，无法得到资本市场的资金挹注，同时他们也没有一般公司认为吸引优秀经理人赖以生存绝对必要的认股选择权或高额薪水。

然后到最后，State Farm 竟击败所有竞争对手，事实上截至 1999 年，该公司的净值仅次于其它四家美国大企业，如果你想知道他们是如何办到的，想办法弄一本"来自 Merna 的农夫"来看看。

尽管面对 State Farm 的强大优势，GEICO 依然拥有更好

的商业模式，其营运成本相当低，这个特点在一个已经一般商品化的产业中尤其重要，GEICO 这项竞争优势早上 1951 年，我还是一个 21 岁的学生时便是如此，当时我便因此为这家公司着迷，并认为随着时间的过去，他的市场占有率以及获利绝对能够稳定提升，当然如果 State Farm 决定继续忍受现在这样的承保损失的话，GEICO 的成长势必将受到影响而减缓。

Tom Nicely-GEICO 公司的 CEO，依然还是老板们梦寐以求的经营长才，他所作的一切都切中要点，当意外发生时，他从来不会像其它经理人一样将时间浪费在妄想逃避或扭曲事实上，2000 年开始，他大举砍掉不具成本效益的广告，展望 2001 年若有必要他仍将继续维持相同的做法，（虽然我们依然会维持大量的媒体曝光率），若有需要，Tony 绝对会大幅的调涨保费价格，他每天都盯着报表，永远不落于人后，想要从竞争对手那边扳回一城，我们绝对是 Tony 的好帮手。

过去我曾经向各位说明，GEICO 的利润分享计画主要系于两项因素 1) 是保费收入增长的比率；2) 是续约保户的承保获利表现，尽管面对 2000 年的产业逆境，我们仍然发出了约当 8.8% 年薪的奖金，金额约为 4,070 万美元。

GEICO 在 Berkshire 的未来仍将扮演相当重要的角色，由于其彻头彻尾的低营运成本，它能够提供美国大众最低消费最高品质的产品，这家公司所提供的服务在各项消费者调查报

告中一直名列前茅，这样的组合将可确保公司继续维持成长与获利的态势。

近几年来，越来越多的驾驶人知道与 GEICO 投保可以省下大笔的保费，我们仍将继续大力宣传直到所有美国人都知道我们的价值所在为止。

股票投资

下表是 Berkshire 2000 年市价超过十亿美元以上的股票投资。

<u>Shares</u>	<u>Company</u>	<u>12/31/00</u>	
		<u>Cost</u>	<u>Market</u>
		<i>(dollars in millions)</i>	
151,610,700	American Express Company	\$1,470	\$ 8,329
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	12,188
96,000,000	The Gillette Company	600	3,468
1,727,765	The Washington Post Company	11	1,066
55,071,380	Wells Fargo & Company	319	3,067
	Others	<u>6,703</u>	<u>9,501</u>
	Total Common Stocks	<u>\$10,402</u>	<u>\$ 37,619</u>

在 2000 年我们几乎将所有 Freddie Mac 与 Fannie Mae 的持股出清，同时利用 15% 的资金买进几家中型的公司以及一些高收益的债券(少部份-并不属于垃圾债券等级)，另外加码一些优先顺位的抵押证券，目前我们的投资组合并没有太大的潜在利益，虽然对于这样的投资组合我们感到满意，但却没有什么可以令人期待的地方。

许多人以为股票是 Berkshire 投资时的第一选择，这样的想法不太正确，自从 1983 年我们开始公开揭露经营准则后，我们就一再公开表示我们偏爱买下整家公司而非部份股权，其中一部份是私人理由，那就是我喜欢与经理人一起共

事，他们是一群高水平、有才干同时忠诚度高的伙伴，而我必须坦言他们的行为远较一般上市大公司的经理人还要理性，还要以公司股东的利益为重。

当然除此之外还有一个重大的财务理由，而且是跟税负有关，根据税法规定，持有 80% 以上的股权比起拥有少数股权对 Berkshire 要有利的多，当一家完全由我们持有的公司税后赚了 100 万美元，这笔钱将全数纳到我们的口袋里，Berkshire 不会因为收到股利而被课任何的税，而且如果我们将盈余全数保留，之后再把这家子公司出售-当然 Berkshire 是不可能做这样的事，那么就算之后的卖价超过 100 万美元，我们也不必为此支付任何的资本利得税，原因在于我们在税法上的成本包含我们先前买下该公司的成本以及以后年度保留的所有盈余。

这与我们一般单纯持有上市公司的股票有相当大的不同，如果我们持有一家一年赚 1,000 万美元公司 10% 的股权时，则我们依比例分得的 100 万美元将必须负担额外的州政府与联邦所得税，那包含 (1) 大约 14 万美元股利税负 (我们大部分的股利税率为 14%) 或 (2) 最少 35 万美元的资本利得税，如果这 100 万没有分配，而事后我们又把该公司处分 (我们适用的税率约在 35% 左右，但有时也可能接近 40%)，当然只要我们不处分该项投资，这笔税负将可以一直递延夏去，但最终我们还是必须支付这笔税金，事实上政府可以说是分享

我们利润的主要合伙人之一，只是投资股票她要分两次，而投资事业则只能分一次。

扣除税负因素不计，我们分析评估股票与事业的公式并无二致，事实上亘古至今，这个评估所有金融资产投资的公式从来就未曾改变，远从公元前 600 年某位先知头一次揭示就是如此，（虽然他可能也没有能力预知当时是公元前 600 年）。

奇迹之一就是在伊索寓言里，那历久弥新但不太完整的投资观念，也就是“二鸟在林，不如一鸟在手”，要进一步诠释这项原则，你必须再回答三个问题，你如何确定树丛里有鸟儿？它们何时会出现，同时数量有多少？无风险的资金成本是多少？（这里我们假定以美国长期公债的利率为准）如果你能回答以上三个问题，那么你将知道这个树丛最高的价值有多少，以及你可能可以拥有多少鸟儿，当然小鸟只是比喻，真正实际的标的还是金钱。

伊索的投资寓言除了可以进一步扩大解释成资金，也一样可以适用在农业、油田、债券、股票、乐透彩券以及工厂等，就算是蒸汽引擎的发明、电力设备的引用或汽车的问世一点都不会改变这样的定律，就连网际网络也一样，只能输入正确的数字，你就可以轻轻松松地选择出世上资金运用的最佳去处。

一般的准则，诸如股利报酬率、本益比甚至是成长率，

除非他们能够提供一家企业未来现金流入流出的任何线索，否则与价值评估没有一点关联，有时成长甚至对价值有损，要是这项投资计划早期的现金流出大于之后的现金流入折现值，有些市场的分析师与基金经理人信誓旦旦地将"成长型"与"价值型"列为两种截然不同的投资典型，可以说是无知，那绝不是真知灼见。成长只是一个要素之一，在评估价值时，可能是正面，也有可能是负面。

可惜的是，虽然伊索寓言的公式与第三个变量-也就是资金成本相当简单易懂，但要弄清楚另外两个变量却有相当的困难，想要明确算出这两个变量根本就不可能，求出两者可能的范围倒是可行的办法。

只不过范围过大通常会导致结论仿真两可，而且估计越保守所得出的价格相较于价值越低，也就是树丛最终出现鸟儿的数量，（我们姑且把这个现象称之为 IBT-树丛无效率理论），可以确定的是，投资人除了必须对于一家企业的经营有一定的了解外，并且要有能力独立思考以获致立论坚实的肯定结论，除此之外，投资人不须其它什么大道理或歪理论。

另一个极端，有很多时候，即使是最聪明的投资人都没有办法提出小鸟确实会出现的证据，即使是在最宽松的假设下仍是如此，这种不确定性在检验新事业或是快速变化的产业尤其明显，在这种状况下，任何资金的投入都难脱投机的

嫌疑。

投资与投机之间永远是一线之隔，尤其是当所有市场的参与者都沉浸在欢愉的气氛当中时更是如此，再也没有比大笔不劳而获的金钱更让人失去理性，在经历过这类经验之后，再正常的人也会像参加舞会的灰姑娘一样被冲昏了头，他们明知在舞会中多待一会-也就是继续将大笔的资金投入到投机的活动之上，番瓜马车与老鼠驾驶现出原形的机率就越高，但他们还是舍不得错过这场盛大舞会的任何一分钟，所有人都打算继续待到最后一刻才离开，但问题是这场舞会中的时钟根本就没有指针！

去年我们对于这种失序的状态大加批评，这实在是太不合理了，我们赫然发现投资人的预期得到超过数倍他们可能得到的报酬，一份潘伟伯证券公司在 1999 年进行的调查报告显示，当投资人被问到自己预期未来十年内的年平均投资报酬有多少，答案平均是 19%，这很明显的是不当的预期，对整个美国树丛来说，到 2009 年为止，根本就不可能藏有这么多鸟儿。

更夸张的是，目前市场参与者对于一些长期而言明显不可能产生太高价值或甚至根本就没有任何价值的公司，给予极高的市值评价，然而投资人依然被持续飙涨的股价所迷惑，不顾一切地将资金蜂拥投入到这类企业，这情形就好象是病毒一样，在专业法人与散户间广为散播，引发不合理的股价

预期而与其本身应有的价值明显脱钩。

伴随着这种不切实际的景况而来的，还有一种荒唐的说法叫做“价值创造”，我们承诺过去数十年来，许多新创事业确实为这个世界创造出许多价值，而且这种情况还会继续发生，但我们打死都不相信，那些终其一生不赚钱，甚至是亏钱的企业能够创造出什么价值，他们根本是摧毁价值，不管在这期间他们的市值曾经有多高都一样。

在这些案例中，真正产生的只是财富移转的效应，而且通常都是大规模的，部份可耻的不肖商人利用根本就没有半只鸟的树丛，从社会大众的口袋中骗走大笔的金钱，（这其中也包含他们自己的朋友与亲人），事实证明泡沫市场创造出泡沫公司，这是一种赚走投资人手中的钱而不是帮投资人赚钱的幌子，通常这些幕后推手的最终目标不是让公司赚钱，而是让公司上市挂牌，说穿了这只不过老式连锁信骗局的现代版，而靠手续费维生的证券商就成了专门送信的邮差帮凶。

而任何的泡沫都经不起针刺，当泡沫破灭，不可避免的会有一大票菜鸟学到教训，第一课，不论是什么东西，只要有人要买，华尔街那帮人都会想办法弄来卖给你，第二课，投机这玩意儿看似简单，其实岸潮汹涌。

在 Berkshire，我们从来没有妄想要从一堆不成气候的公司中，挑出幸运儿，我们自认没有这种超能力，这点我们绝对有自知之明，相反的我们试着遵循 2,600 年来既有的古

老伊索寓言，耐心研究某些树丛里到底有多少鸟儿，以及他们出现的时机，（或许以后我的孙子可能会把它改为五个电话簿上的女孩，不如一个敞篷车上的女孩），当然我们永远没有办法精准地预估一家公司每年现金流入与流出的状况，所以我们试着用比较保守的角度去估算，同时将重心锁定在那些比较不会让股东错估情势的公司上头，即便是如此，我们还是常常犯错，大家可能还记得我本人就曾经自称是相当熟悉集邮、纺织、制鞋以及二线百货公司等产业的人士。

近来，我们最看好的树丛要算是经由协议买下整家公司，这种方法确实让我们感到相当满意，不过大家要记住，这类的购并交易顶多让我们有一个合理的回报，想要有超额的报酬一定要等到资本市场非常惨淡，整个企业界普遍感到悲观之时，机会才会出现，目前我们离那种状况还很远。

帐列盈余的来源

下表显示 Berkshire 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>2000</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>1999</i>
Operating Earnings:				
Insurance Group:				
Underwriting – Reinsurance.....	\$(1,399)	\$(1,440)	\$(899)	\$(927)
Underwriting – GEICO.....	(224)	24	(146)	16
Underwriting – Other Primary	38	22	24	14
Net Investment Income	2,747	2,482	1,929	1,764
Finance and Financial Products Business.....	556	125	360	86
Flight Services.....	213	225	126	132
MidAmerican Energy (76% owned).....	197	--	109	--
Retail Operations.....	175	130	104	77
Scott Fetzer (excluding finance operation)	122	147	80	92
Other Businesses	225	210	134	131
Purchase-Accounting Adjustments.....	(881)	(739)	(843)	(648)
Corporate Interest Expense	(92)	(109)	(61)	(70)
Shareholder-Designated Contributions.....	(17)	(17)	(11)	(11)
Other	39	25	30	15
Operating Earnings	1,699	1,085	936	671
Capital Gains from Investments.....	3,955	1,365	2,392	886
Total Earnings – All Entities.....	<u>\$5,654</u>	<u>\$2,450</u>	<u>\$3,328</u>	<u>\$1,557</u>

去年，我们旗下的制造、零售与服务业的表现都相当不错，唯一的例外是制鞋业，尤其是 Dexter，为了让所有的制造据点尽量留在美国境内，我们付出了极大的代价，即便我们之后做了一番调整，但 2001 年仍将是辛苦的一年。

事后看来，我在 1993 年斥资买下 Dexter 根本是个错误，更惨的是当时我还是用 Berkshire 股份换来的，为此我们在去年将当初帐上购入 Dexter 所有的商誉一次打销掉，虽然部份商誉在未来可能有机会回复，但就目前而言，该公司的商誉可说是一毛不值。

于公于私我们制鞋事业的经理人都称得上是一流的，他们在非常艰苦的环境下努力工作，即便他们早已不必为了五斗米而折腰，为此我衷心地佩服并感谢他们。

另外一方面，我们很高兴能继续在两项航空服务业中称

霸-一是飞行员训练的国际飞安公司 (FSI)，一是部份飞机所有权的主管专机公司 (EJA)，两家公司目前依然由其杰出的创办人经营着。

2000 年我们投资 2.72 亿美元在购买飞行仿真器上头，今年的投资金额也约当此数，有谁胆敢说每年的折旧费用不算是真正的成本的，应该请他到飞行仿真公司打打工，让他知道每一分折旧都跟薪资或原料成本一样真实，每一年我们都必须投入约当于折旧金额的资金在更新设备上，以维持既有的竞争优势，而如果我们想要成长的话，就必须再投入额外的资金，对于 FSI 而言，其目前成长的前景依然可期。

另一方面，成长更快速的是 EJA (其飞机部份所有权称之为 NetJet)，Rich Santulli 是背后主要的推手。

去年，我告诉大家 EJA 1999 年每月固定的管理费加上钟点费成长了 46%，到了 2000 年成长幅度增加为 49%，我也曾向各位报告说这个行业的毛利不高，所以能够存活的家数不多，去年 EJA 的利润率确实相当微薄，部份的原因是因为我们正在努力扩展欧洲的业务当中。

不论成本有多高，只要是为了安全考量，EJA 愿意不惜血本，在任何情况下，我们都会坚持这项政策，因为这其中还掺杂有个人的因素在里头，包含我本人、内人、小孩、姊妹、高龄 94 岁的阿姨、Berkshire 的所有董事 (除了一位例外) 以及其它 9 位主要经理人都是 NetJet 的常客，在这里我

要特别为 Rich 维持飞行员一年平均达 23 天高时数训练的坚持给予掌声，此外我们的飞行员一年平均都维持 800 小时以上的飞行时数以强化本身的飞行技巧，同时每位飞行员只固定飞一种机型，这意思是说，他们不必常常在不同种飞机机舱间换来换去。

虽然 EJA 的业务依然受限于飞机供给有限的数量，但是 2001 年至少有 50 架飞机会加入服务的行列，这约占全世界飞机出厂数量的 7%，我们有信心可以继续在这部份飞机所有权这行业中维持领先的地位，不管是以飞机数量、服务品质以及安全可靠来说，皆是如此。

有关其它关系企业的信息大家可以在 42-58 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 67-73 页，你还可以找到经过重编，依照 Berkshire 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 Berkshire 现况的模式。

完整透视盈余

我们认为帐列盈余很难表现 Berkshire 实际的营运状况，部份原因在于第 15 页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，为了要更真实的反应 Berkshire 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) 前段第 15 页所提到的帐列盈余，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 2000 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 15 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	11.4%	\$265
The Coca-Cola Company	8.1%	160
Freddie Mac	0.3%	106
The Gillette Company	9.1%	51
M&T Bank	7.2%	23
The Washington Post Company	18.3%	18
Wells Fargo & Company	3.2%	<u>117</u>
Berkshire's share of undistributed earnings of major investees		740
Hypothetical tax on these undistributed investee earnings ⁽³⁾		(104)
Reported operating earnings of Berkshire		<u>1,779</u>
Total look-through earnings of Berkshire		<u>\$ 2,415</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 most dividends it receives

详实客观的财务报告

在 Berkshire，所谓详实的报告代表着今天如果角色互换，我希望各位能够提供所有我们想要知道的信息，这包含了目前经营的重大讯息以及 CEO 对于公司长远发展的真正看法，当然要解释这些讯息必须辅以相关的财务资料。

当查理跟我在阅读财务报告时，我们对于人员、工厂或产品的介绍没有多大兴趣，有关扣除折旧摊销税负利息前的

盈余 (EBITDA) 的引用更让我们胆颤心惊，难道经营阶层真的认为拿牙齿就可以换来大笔的资本支出吗？对于那些仿真不清的会计原则，我们一向抱持怀疑的态度，因为经营阶层通常都会藉此掩盖来一些事实，此外我们也不想读那些由公关部门或顾问所提供的资料，我们希望能够由 CEO 自己亲自解释实际发生的状况。

对我们来说，详实的报告代表我们 30 万位合伙人可以同时得到相同的信息，至少能够尽可能地做到，因此我们习惯将季报与年报在星期五收盘后透过网络统一对外公布，如此一来，股东们与所有关心 Berkshire 的投资人都可以及时的得到重要的讯息，同时在星期一开盘之前，有足够的时间吸收消化相关的信息，今年我们的季报分别会在 5 月 12 号、8 月 11 号及 11 月 10 号星期六公布，至于 2001 年的年报则会在 3 月 9 号公开。

对于证监会主席 Arthur Levitt 近来大力打击企业如癌症般扩散的选择性透露做法喝采，确实近年来许多大企业习惯引导分析师或大股东的盈余预估刚好符合公司本身的盈余预期 (或只差一点) 几乎已成常态，透过选择性地揭露信息，不论公司是如何挤眉弄眼，投机性的机构法人与投资顾问因此得到比以投资为导向的散户更多的内线，这实在是一种堕落的行为，不幸的这在华尔街与美国企业间广受欢迎。

由于 Levitt 主席为投资人所做的努力，美国企业现在

才得以被要求要公平对待所有的股东与投资人，同时我们也为这些 CEO 与公关部门基于被动而非主动才这样做感到羞耻。

最后站在这个肥皂箱上，我再发表一点个人的看法，那就是查理跟我认为 CEO 预估公司未来成长率是相当危险且不当的，他们通常是在分析师与公关部门要求下才这样做的，但我认为他们应该要坚决抗拒，因为这样做通常会惹来许多不必要的麻烦。

CEO 自己心中有一个目标不是件坏事，甚至我们认为 CEO 公开发表个人心中的愿景是很好的一件事，如果这些期望能够附带合理的条件，但如果一家大公司公开的宣称每股盈余长期可以维持 15% 的年成长率的话，那肯定会招致许多不必要的麻烦。

其原因在于这种高标准只有在极少数的企业才有可能做得到，让我们做一个简单的测试，根据历史记录，1970 年与 1980 年代，在 200 家盈余最高的公司当中，算算到底有几家在此之后能够继续维持 15% 的年盈余成长率，你会发现，能够达到这个目标的公司少之又少，我可以跟你打赌，在 2000 年获利最高的 200 家公司当中，能够在接下来的 20 年年平均成长率达到 15% 的公司，绝对不超过 10 家。

过高的预估不但造成没有根据的乐观，麻烦的是此举还会导致 CEO 行为的腐化，这么多年来，查理跟我已经看过很多 CEO 不专注于本业而热衷于运用一些非经济的手段来达成

他们先前所做的盈余预估，更糟的是，在用尽营运上的各种手段之后，被逼得走投无路的经理人最后还会运用各种会计方法无所不用其极的做假帐，这种会计骗术会产生滚雪球效应，一旦今天你挪用以后的盈余，明天你就要变本加厉地挪用以后的盈余，到最后从造假演变为贪污，（毕竟用笔偷钱要比用枪抢钱要来得容易得多了）。

查理跟我对于那些习惯以绚丽的盈余预估吸引投资人的 CEO 所带领的公司，总是报以怀疑的态度，或许少数的经理人确实能说到做到，但大部分的经理人最后都变成无可救药的乐观派，甚至可以说是骗子，不幸的是，投资人实在是很难事先分辨出他们到底是在跟哪一种人打交道。

过去我就一再警告大家千万不要将你在外面听到或读到有关 Berkshire 的任何消息信以为真，即使这消息来自最具权威的新闻单位也一样，错误报导的杀伤力确实相当高，特别是它们是从令人崇敬的媒体人士口中传出来的，因为读者与观众一向倾向相信这些管道所传出来的讯息。

有关 Berkshire 错误讯息最离谱的是刊登在 12 月 29 号华尔街日报的一则新闻，那是一份一直以来我认为相当有用的报纸，在当天的头版上（而且是头条），刊登了一则简短的讯息，以肯定的语气报导 Berkshire 正大举买进 Consec 与 Finova 的公司债，这条消息又导引读者到投资理财专栏的专题报导，在那篇文章的第二段，华尔街日报再一次毫无保留

的指出 Berkshire 正积极买进 Consecoco 与 Finova 的公司债，并强调金额已达数亿美元之谱，只有到了文章的第 18 段(那时文章已换到新闻的内页)，文章才含蓄地表示买进 Consecoco 的消息是由熟悉内情的人士所透露。

嗯！这篇报导不太对，没错，我们确实买进 Finova 的公司债与银行债权，只是金额与报纸所说的有很大的出入，而但到目前为止，Berkshire 公司以及我本人从来就没有买进过 Consecoco 任何的股份或者是债券。

有一位芝加哥报纸的记者长期追踪 Berkshire，其报导就相当详实严谨，至于这一回，这则"独家新闻"则是纽约报社记者所捅的篓子，我想 29 号当天应该就是他相当忙碌的一天，因为下午他又在 CNBC 重复相同的报导，过了不久，一窝蜂效应产生，其它的新闻媒体开始跟进争相报导相关新闻，其根据来源就完全只靠这则报导，结果竟造成 Consecoco 的股价在当天爆量大涨，成为当天纽约交易所前十大成交量的公司之一。

若把这个专栏取名为"今日谣传"，这实在是很难让新闻媒体将之与自我形象划上等号，这些新闻从业人员可能会觉得刊登这类明显的错误就好像是 L'Osservatore Romano(编按：该报专门追踪教宗与教廷的讯息)开辟了一个小道消息专栏一样，这些媒体机构确实经常广泛报导各种未经证实的谣言，不管他们用了多少借口作推托，最起码，读者应该看

到诚实的用语-以保护投资人本身的财产身家，这就好象香烟盒上都会印有请吸烟者注意本身身体健康的警句。

美国宪法第一修正案允许媒体自由刊登或发表任何信息，但新闻学的第一项原则却要求媒体在判断此真义时必须要小心谨慎。

其它事项

去年年报我们检讨企业购并时是否能使用"权益结合法"的论战，看起来两方的论点各有其立场，但也有各自的缺点，在此之后，我们欣然见到财务会计准则委员会提出了一个替代方法让我们觉得相当满意。

如果这个提案获得采用，以后我们每年将可以不必再提列大笔的无形资产摊销费用，我们的帐列盈余也因此更能够真实反映实际的经营状况，(请参阅第 65 页)，虽然这些都不会影响到 Berkshire 本身的实质价值，但身为公司的董事会主席，我个人将可因此不必在这一方面再多费唇舌。

这里我检附了一份广为杰出投资人文摘散发的报告-那是查理在去年五月 Wesco 股东年会的一番谈话，查理在企业经营与股票投资方面的见解一向比我更深刻，而我个人更从他身上受益匪浅，阅读他的评论绝对有助于你对 Berkshire 的了解。

1985 年我们买下史考特飞兹，买到的不但一家公司，还附带一位优秀的经理人-Ralph Schey，当时 Ralph 61 岁，对

大部分注重年龄而非能力的公司来说，Ralph 为其服务的时日可能已不多。

但是在 Berkshire 却正好相反，Ralph 之后又在史考特飞兹待了 15 年，直到 2000 年底他正式退休为止，在他的领导的期间，相较于当初 2.3 亿美元的买进成本，该公司前前后后总共贡献了 10.3 亿美元的盈余给 Berkshire，而我们又利用这些资金再买进其它的企业，算下来，Ralph 为 Berkshire 所贡献的价值可能已超过数十亿美元。

身为一位专业经理人，Ralph 绝对可以列入 Berkshire 的名人堂，查理跟我本身欢迎他的加入。

又到了怀旧时间，约莫 50 年前，我在哥伦比亚大学修了葛拉罕老师的课，在此之前的十年，我一直盲目地从事分析、买进然后卖出股票的动作，但当时的成绩却是平平。

从 1951 年起我的投资绩效开始改善，并非我改变饮食或运动习惯，唯一的改变是其间增加了葛拉罕的观念，当时在大师面前沈浸几个小时的效果远远大于我个人过去十年来独自的摸索。

除了是一位伟大的老师，葛拉罕更是一位难得的挚友，他对我的恩情比天高比海深。

股东指定捐赠计划

大约有 97% 的有效股权参与 2000 年的股东指定捐赠计划，捐出的款项总计约 1,690 万美元，有关本计划详细的信息请

参阅 74-75 页。

累计过去 20 年以来, Berkshire 总计已依照股东意愿捐赠出高达 1.64 亿美元的款项, 除了之外, Berkshire 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画之外除外), 总的来说, 我们旗下的关系企业在 2000 年总计捐出 1,830 万美元, 其中包含 300 万美元等值的物品。

想要参加这项计画者, 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 2001 年 8 月 31 日之前完成登记, 才有权利参与 2001 年的捐赠计画, 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

去年我们将股东会举办的地点移到市立体育馆, 结果令人相当满意, 今年 4 月 28 号星期六我们将再度在这里聚会, 大门会在当天早上七点开放, 同时电影短片照例会在八点半播放, 正式会议则从九点半开始, 扣除中午短暂的休息时间, (会场外备有三明治等各类点心), 除了中午休息时间外, 查理跟我本人会在现场回答大家各类问题直到下午三点半为止。

在未来几年内, 市立体育馆将是我们唯一的选择, 而为了解决交通与停车问题, 我们只能在星期六或星期天举行,

以避免平日的交通阻塞，所幸在不久之后，奥玛哈将会有一个大型的新会议中心诞生，拥有宽敞的停车场，等到这个会议中心完成之后，我会再发问券询问大家将会议时间改回星期一的看法，届时我们将以股东投票人数而非股权比例来决定。

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许的识别证，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会更方便。

今年由于我们又新加入了许多公司，所以我就不再详细说明在现场会提供什么产品供大家选购，总之从糖果到砖块应有尽有，不过有一项新产品值得特别向各位推荐，那就是 Bob Shaw 专门以查理的形貌所设计 3x5 的地毯，很显然的若这款地毯销售情形不佳而迫使我们降价的话，查理的面子可能会挂不住，所以请大家千万响应支持他。

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(大约 8%)，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。

星期六在奥玛哈机场，我们仍将展示一系列的机队供大家参观，请到市立体育馆向 EJA 的业务代表洽询参观的事宜，如果你股东会买了一大堆相关产品，我相信你一定也需要用自己的飞机把它们带回家。

位于道奇街与太平洋街的内布拉斯加家具店 NFM，再度会有 Berkshire 周特价，我们将特别提供给股东原先只有员工可以享有的优惠价，我们在四年前首次推出这种促销活动，营业额更一举从 1997 年的 530 万美元成长到 2000 年的 910 万美元。

想要享有折扣记得在 4 月 25 号星期三到 4 月 30 号星期一间采购，并出示股东开会证明，在这期间的特卖活动也适用于许多原本从不打折的顶级品牌，这可是为了股东会才特别破例，我们很感谢他们的配合，NFM 的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。

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 27 日星期五的鸡尾酒会，时间从下午 6 点到晚上 10 点，第二场主秀则在四月 29 日星期天举行，从早上 9 点到下午 6 点，从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，所以买得越多省得越多，（这是我的家人告诉我的）

照例在星期天下午波仙珠宝店外面大厅将举办的一场桥牌大赛，桥牌界的传奇性人物 Bob Hamman，由于今年要到非洲所以不克出席，不过他已经承诺 2002 年一定会再度出席。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，去年他一口气同时与六位对手下棋，并获得全胜。

如果你认为这还不够看，今年的波仙奥林匹亚棋艺大赛将新增 Bill Robertie-两度世界双陆旗冠军，双陆旗的赌注通常都不小，所以记得把你的 Berkshire 股票带来。

我个人最爱的牛排馆-Gorat's 为了 Berkshire 股东年会破例在 4 月 29 日星期天开门营业，从下午 4 点开始营业，一直到晚上 10 点，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 2 日以后打电话 (402-551-3733)，若订不到星期天的位子，也可以试试其它晚上，如果你点的是丁骨\牛排加上双份的牛肉丸的话，你就有资格被称作是老饕。

例行的棒球赛将于星期六晚上 7 点在 Rosenblatt 体育馆举行，今年奥玛哈金钉鞋队将对上纽奥良西风队，

Ernie Banks 将再度勇敢地站上打击区面对我的快速球(据说球速约在 95 英里... ..每个月!)

去年我的表现未达最佳状态，我投了五次才勉强丢出一记好球，相信我，当你在投手丘上却找不到本垒板时的感觉有多孤单，最后我勉强挤出一记好球，Ernie 将之击到左外野，在我被拉出球场后，许多运动记者问我对上 Ernie 时作何感想？我引述 Warren Spahn 在被 Willie Mays 击出全垒打时所说的话(那是 Willie 大联盟的第一发全垒打)：“这真是一个好的开始。”

今年的剧情将会不太一样，我将不会再透露我的球路，我只能说 Ernie 今年要面对的将是与以往截然不同的球路。

股东会资料将告诉大家如何取得球赛入场的门票，以及大量有关奥玛哈的旅游资讯，股东会期间将有许多活动，所以一定要来参加资本家的伍斯达克嘉年华会。

(文章资料源自网络)