

## 巴菲特致股东信

### 2002 年

本公司 2002 年的净值增加了 61 亿美元，每股 A 股或 B 股的帐面净值增加了 10.0%，累计过去 38 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 41,727 美元，年复合成长率约为 22.2%。

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。

从任何角度来看，2002 年无异是丰收的一年，后面我会再详加说明，以下是几点总结：

尽管外界景气低迷，但伯克希尔旗下所有非保险事业的表现都异常优异，十年前，我们非保险事业的税前盈余为 2.72 亿美元，但时至今日，在持续大举扩张零售、制造、服务以及金融事业版图之后，这数字约当我们一个月的获利。

2002 年我们旗下保险事业的浮存金大幅增加了 57 亿美元，累积达到 412 亿美元，更棒的是，运用这些资金的成本仅为 1%，能够回到以往低成本浮存金的感觉真好，特别是经历过惨淡的前三年，伯克希尔的再保险部门以及 GEICO 车险在 2002 年都大放异彩，而 General RE 的承保纪律也已恢复。

伯克希尔购并了几项重要的新事业，其产业竞争力在各

自的业界均堪称数一数二，并由优秀的经理人所管理，这些特点是我们"进入"策略决定关键的两只脚，至于合理的价格则是第三只脚，不过不同于一般融资购并者 LBO 及私人投资银行，我们并没有所谓的"退出"策略，在买进以后，我们就把它们好好地放着，这也是为何伯克希尔往往成为许多卖方以及其经理人，心目中的首选，有时甚至是唯一的选择。

我们的股票投资组合表现超越市场上大多数的指数，对于负责管理 GEICO 保险资金的 Lou Simpson 来说，这是司空见惯的事，但就我个人而言，却是在经历过好几个悲惨的年头后，终于获得翻身。

综合以上这些有利的因素，造就我们的帐面净值大幅超越 S&P 500 指数达到 32.1 个百分点，这样的成绩有点反常，伯克希尔的副董事长兼主要合伙人-查理曼格跟我本人最希望的是伯克希尔每年都能稳定的超越指数几个百分点就好，我想在以后的某些年度，极有可能会看到 S&P 指数大幅超越我们的表现，尤其是当股市大幅上涨的年头，主要的原因在于目前我们在股市投资占总资产的比例已大幅下降，当然也由于是这样的转变，让我们在 2002 年股市大幅回档之际，仍能维持不错的绩效。

关于去年的结果，我还有一点要补充，如果你经常阅读最近几年上市公司的财务报表，你会发现满是所谓"拟制性盈余"这类的报表-这种报表所显示的盈余数字往往都远高

于经过会计师签证的查核数，而公司高阶经理人会告诉股东们，"不要理这个，不要管那个，只要算那些会让盈余数字好看一点的就好了"，而管理当局对于这类"过去种种，譬如昨日死"的现象年复一年地出现，早就习以为常，一点都不会感到脸红。

我们还没有看过有那家公司的拟制报表，其盈余是低于会计师查核数字的，现在就让我们来编一个故事，故事的大纲是：去年就拟制基础而言，伯克希尔的盈余数字远低于会计师的查核数字。

我之所以会如此说，也并非全然凭空捏造，去年有两项有利的因素，让我们的财报数字特别好看，第一，由于2002年没有发生什么重大的灾难，所以伯克希尔(也包括其它所有保险业者)赚取的盈余比一般正常的年度要多得多，反之亦然。然而奇怪的是要是遇到飓风、地震与其它人为灾害频传的歹年冬时，许多保险同业往往会声明"要是"没有发生XX灾难，本公司的盈余应可达到预计目标，意思是说，由于这类灾难的发生相当特殊，所以不应该列入"正常"的盈余科目计算，这根本就是一派胡言，要知道"特殊灾难"损失本来就是保险业司空见惯的事，而且绝对必须要由公司背后的股东来买单。

不论如何，我们还是继续完成这次的练习，由于去年我们没有遇到什么重大的灾难，所以实有必要将帐面盈余向下

调整，以算出正常合理的承保绩效。

其次，2002 年的债券市场特别有利于我们金融产品部门的策略运作，这类的利得在未来一两年内很可能会逐渐缩减，甚至完全消失。

所以呢... 在"扣除"这几项有利的短暂因素后，我们去年实际的税前获利将比帐面减少约 5 亿美元，当然没有人会嫌盈余太多，就像是 Jack Benny 在得奖后所发表的感言：“我实在是不配得到这个奖项，但这就像是我不应该得到关节炎一样”。

伯克希尔旗下一直有一大群杰出的经理人为我们打拼着，且其中绝大部分都已经可以不必再为这份薪水工作，但他们依然坚守岗位，38 年来还没有任何一位经理人离开伯克希尔跳槽到他处上班，包含查理在内，目前我们共有 6 位经理人的年龄超过 75 岁，预期 4 年后还会再增加 2 名（那就是 Bob Shaw 跟我本人，我们现年都是 72 岁），我们的观念是，“实在是很难教新狗老把戏！”伯克希尔的所有经理人都是各自行业的佼佼者，并把公司当作是自己的事业一样在经营，至于我的任务其实相当简单，那就是站在旁边默默鼓励，尽量不要碍着他们，并好好地运用他们所赚来的大笔资金。

提到管理模式，我个人的偶像是一个叫做 Eddie Bennett 的球僮，1919 年，年仅 19 岁的 Eddie 开始他在芝加哥白袜队的职业生涯，当年度白袜队立刻就打进世界大赛，隔年

Eddie 跳槽到布鲁克林道奇队，果不其然，又让道奇队赢得世界大赛，之后不久，这位传奇性的人物发现苗头不对，接着转换跑道到纽约洋基队，此举更使得洋基队在 1921 年赢得队史上的第一座世界大赛冠军。

自此 Eddie 仿佛预知接下来会发生什么事，决定安顿下来，果不其然，洋基队在往后的七年间，五度赢得美联的冠军，或许有人会问，这跟管理模式有什么相干?? 很简单-那就是想要成为一个赢家，就是与其它赢家一起共事，举例来说，1927 年，Eddie 因为洋基赢得世界大赛(当年棒球界传奇人物贝比鲁斯也在阵中)而分到 700 美元的奖金，这笔钱大约相当于其它球僮一整年的收入，结果 Eddie 总共只工作 4 天就拿到手(因为当年度洋基队四连胜横扫对手)，Eddie 很清楚地知道他如何拎球棒并不重要，重要的是他能为球场上最当红的明星拎球棒才是关键，我从 Eddie 身上学到很多，所以在伯克希尔，我就经常为美国商业大联盟的超级强打者拎球棒。

## 购并活动

去年我们的打击阵容又增添了好几位强打者，两件从 2001 年就开始谈的案子在去年结案，全美相框订做业的领导厂商 Albecca (以 Larson-Jhul 品牌经营) 以及 Fruit of the Loom 纺织公司，全美约有 1/3 的男士及儿童内衣系由该公司制造，当然该公司还有销售其它服装，两家公司

司都由相当优秀的经理人领军, Albecca 有 Steve MaKenzie, 而 Fruit of the Loom 则有 John Holland, 后者在 1996 年自该公司退休, 三年前又回锅挽救该公司免于毁灭的命运, 他今年 70 岁, 现在我正努力说服他跟我同进退(目前我个人预定在死后 5 年再办理退休, 并且有可能会视状况予以延长)。

此外, 去年我们另外又完成的其它两件规模较小的购并案, 不过两家公司加起来的年度税前获利超过 6,000 万美元, 虽然两者所处的产业竞争都相当激烈, 但却同样拥有相当的竞争优势, 使得我们的投资依然能够维持不错的报酬率。

这两位新成员分别是

(a) CTB-全世界鸡、猪等农畜养殖设备的领导厂商

(b) Garan-童装生产厂商, 以 Garanimals 等著名品牌对外行销。

两家公司的经理人过去都拥有令人印象深刻的成绩, CTB 的 Vic Mancinelli 以及 Garan 的 Seymour Lichtenstein, 至于在 2002 年开始进行的购并案中, 规模最大的就属 The Pampered Chef (TPC)-这也是一家拥有辉煌历史的传奇公司, 时间回溯到 1980 年, 当时 34 岁的 Doris Christopher 还是一位芝加哥郊区家庭经济学的教师, 与先生育有 2 个小女儿的她, 完全就没有任何商业经验, 为了要补贴家庭微薄的收入, 她想到运用本身最拿手的绝活-准备食物, 她在想想是不是可以利用家里的餐具来做点生意, 这是她自己认为

身边最派得上用场的东西。

为了要创业，Doris 利用寿险保单质借了 3,000 美元，这也是她仅有的一次资金投入，然后到大卖场进行一趟采购之旅，买了一大堆烹饪餐具，然后回到家里的地下室展开事业。

她的计划是集合一群女性友人到其朋友家里进行展示，记得在第一次出发公开展示的路上，Doris 几乎要说服自己放弃打道回府。

所幸当晚她所遇到的女性朋友们相当喜爱她及她的产品，总共买了 175 美元的东西，TPC 于焉诞生，在她的先生 Jay 的帮忙之下，Doris 头一年总共做了 50,000 美元的生意，22 年后的今天，TPC 的年营业额高达 7 亿美元，共有 67,000 名餐饮顾问，我自己也曾经参加过 TPC 的宴会，很轻易地就能发现这个行业成功的原因，公司的产品大部分都是独家专用、造型设计优美且深具实用性，而餐饮顾问的经验丰富且非常热心，这使得与会的每一位客人都尽兴而归，赶快上 [pamperedchef.com](http://pamperedchef.com) 网站看看如何才能就近参加她们所举办的派对。

两年前，Doris 找到现任总裁-Sheila O'Connell Cooper 加入，以分担管理重责，两人在八月联袂来到奥玛哈与我会面，我前后只花了 10 秒钟的时间就确定我想要这两个人加入我们的团队，当下双方就签订合约，能够与 Doris 与 Sheila

在一起共事，伯克希尔的股东实在是再幸运也不过了。

去年透过持股 80.2% 的中美能源 MEHC，伯克希尔也进行了几项重要的购并案，由于公用事业控股公司法 (PUHCA) 限制我们只能拥有该公司 9.9% 的投票权，所以我们无法将 MEHC 的财务数字，完全并到母公司的财务报表之中。

尽管受限于投票控制权的限制，使得 MEHC 现在的资本结构有点奇怪，但该公司仍然伯克希尔非常重要的一部份，目前它的资产总额达到 180 亿美元，并成为伯克希尔非保险事业盈余的主要来源，展望未来，其成长依然可期，去年 MEHC 买下了两条重要的天然气管线，第一条是从怀俄明州到南加州，名为肯特河的管线，每天运送 9 亿立方英尺的天然气管线，且目前我们又另外投资 12 亿美元进行扩充，预计在今年秋天完工后，运输能量可增加一倍，届时将可满足 1,000 万个家庭用户所需，第二条路线则是从美国西南部一路延伸到中西部，全长 16,600 英里，名为“北方天然”的管线，这项购并案更是引起奥玛哈地区居民的注意，传为企业美谈。

自从 1930 年代初期，“北方天然”一直是奥玛哈地区著名的企业之一，由地方上流社会的领导人士所经营，不过该公司在 1985 年 (1980 年改名为 InterNorth) 被规模不到它一半的休斯敦天然气所购并，该公司当时曾宣布将让总部继续设在奥玛哈，并让原 CEO 继续留任，只是不满一年，这些承诺就被打破，休斯敦天然气的原任总裁接掌总裁职位，总部也

搬到休斯敦，更有甚者，连公司名称都被后来新继任的总裁-Ken Lay 改名为. . . .”安隆”!!。

时光飞逝，话说到了 15 年之后的 2001 年，安隆营运发生重大困难，被迫向另一家能源公司 Dynegy 借钱，并以”北方天然”这条管线作为质押担保品，结果不久之后，这条管线的所有权就移转到 Dynegy 的名下，只是没想到 Dynegy 过不了多久也发生严重的财务问题，MEHC 在 7/26 星期五接到 Dynegy 公司打来的电话，对方希望将这条管线立即变现以取得现金，我想他们算是找对人了，紧接着在 7/29，我们就签订了一项合约，就这样”北方天然”终于回到家乡的怀抱，早在 2001 年初，查理跟我压根就没想到，我们会介入能源管线业的经营，不过在完成肯特河管线扩充案之后，MEHC 所运送的天然气，将占全美使用量的 8%，而在这之后，我们仍将继续寻求大型的能源事业投资案，虽然在能源产业，PUHCA 依然对我们还有诸多限制。

几年前，MEHC 在无意中，发现自己介入不动产中介业的经营，只是后来我们大幅扩张这方面的业务却绝非意外，更有甚者，我们有意在未来继续拓展营运规模，我们将之称为”美国人的居家服务”，虽然依照地区的不同，我们以取得当地据点时的原名称对外经营，比如说奥玛哈的 CBS、明尼拿波里市的 Edina 不动产或 Des Moines 的艾荷华不动产等，在多数我们有营运的大都会中，我们都是市场的领导者。

居家服务现在是全美第二大的住宅不动产中介商，我们去年参与了总值 370 亿美元的不动产交易案，(包含单边或双边)，较 2001 年增加了一倍，大部分的成长动力来自于我们在 2002 年进行的三项购并案，其中最大的一件是保德信加州不动产，该公司是洛杉矶、橘郡及圣地亚哥等地最大的业者，去年促成的不动产成交总额高达 160 亿美元，该公司的 CEO-Ron Peltier 在相当短的时间之内，就让居家服务的营收及获利大幅成长，虽然这个行业的产业循环波动性相当的大，但仍然不失为我们想要继续进行购并扩张的行业。

Dave Sokol-MEHC 的 CEO 及其主要伙伴 Greg Abel，现在已成为伯克希尔珍贵的资产，他们是梦想创造者，更是优秀的经理人，伯克希尔已准备好要挹注大量的资金到 MEHC，相当期待 Dave 与 Greg 会如何运用这些资金开疆辟土。

### 产物意外险的经营

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)这家公司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支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远高于货币市场利率时，它就像是一颗极酸的柠檬。

根据过去的记录显示，伯克希尔一向能够以很低的成本取得浮存金，确实在伯克希尔经营的这些年来，有半数以上的年头，浮存金的成本甚至低于零，也就是说这实际上等于是别人要付费请我们帮他们保管资金，然而最近这几年，我们的成本大幅飙涨，2001年尤其恐怖，资金成本大幅飙涨至12.8%，其中半数归因于世界贸易大楼损失，回顾过去，我们在1983到1984年间，也曾有过更悲惨的记录，便宜的浮存金绝非凭空而降。

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36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
2000	3,943	15,525	7,805	598	27,871
2001	4,251	19,310	11,262	685	35,508
2002	4,678	22,207	13,396	943	41,224

去年我们的浮存金成本约为 1%，不过从前我就曾说过，大家千万不要被这样的结果冲昏了头，那完全是因为 2002 年没有发生什么重大的天灾人祸所致，总有一天，我们会让碰到某些大灾难，届时我们的浮存金成本将激增。

此外 2002 年我们的绩效受到 1) 补提通用再保先前年度未认列的损失 2) 追溯再保险业务每年固定必须提列的损失成本(在后面还会有详细的说明)，这些成本金额总计 17.5 亿美元，约为浮存金的 4.6%，可喜的是，除此之外，2002 年我们整体的承保经验相当不错，这使得我们即便在提列以上损失之后，仍然接近损益两平。

除非再发生什么重大的天灾人祸，否则我预期 2003 年的浮存金成本将可以压得非常低，甚至有可能在零以下，在以下保险子公司的营运概述中，各位将可以明了为何我会那么有信心，就长期而言，我相信我们的承保绩效一定可以超越同业的平均水准，从而让我们以相当低的成本取得投资所需的资金。

## 保险事业营运状况

如果我们的保险事业长期以来想要产生低成本的浮存金，必须要做到以下几点，(a) 必须有毫不妥协的承保纪律 (b) 稳健保守地提列准备 (c) 避免那些看起来"不可能发生"意外所累积的风险部位影响到公司的偿债能力，除了一家公司以外，我们其它所有主要的保险事业大致都能谨守这些原则。

这个例外正是通用再保，所幸去年该公司进行了许多的改进动作，现在我很高兴地向各位报告，那就是在 Joe Brandon 的领导，以及 Tad Montross 尽心尽力的辅佐下，该公司在以上提到的这几点皆有重大的进展。

当我在 1998 年同意由伯克希尔购并通用再保时，我以为该公司早已谨守以上我所揭示的三项原则，因为我已追踪该公司营运达数十年，也发现到其承保纪律相当一致，同时损失准备提列也相当保守，可以说在购并的当头，我并未发现到通用再保的标准有任何漏洞。

不过事后证明我的看法大错特错，通用再保的文化以及作风在近年来已彻底的变质，而管理当局，包含我本人在内却不自知，这家公司的业务很明显地订价不当，此外通用再保在不知不觉地累积了致命的风险，例如，恐怖份子就有可能连续引爆大规模的核子炸弹来攻击美国，虽然发生这样灾难的机率微乎其微，但保险公司却绝对必须谨慎地将风险限制在让公司的财务稳若盘石的境地，以防万一这种不可能的

事情果真发生，事实上，我们可以说当初通用再保要是没有并进伯克希尔的话，单单世界贸易大楼攻击事件的损失就足以危及公司的经营。

世贸大楼攻击事件的发生，严重地凸显了通用再保营运上的缺失，这是我早该注意却偏偏没有注意到的一点，所幸我的运气还算不错，有 Joe 跟 Tad 在身边，随时准备好被赋予重任，并充满改变过去陋规的企图心，他们很清楚该怎么做，而且也确实做到了。

虽然保险契约有时间递延性，不过 2002 年整体的结果还算令人满意，虽然我们仍未将核子生化等事故 (简称 NCB) 累积的风险降到可以忍受的限度之内，但目前这个问题已成过去式。

在另外一方面，通用再保的承保心态也已做了彻底的转变，目前整个团队相当明了我们只愿意接受价格合理业务的态度，至于金额则没有上限，Joe 跟 Tad 只惟通用再保的获利结果是问，至于规模问题则完全不用顾虑。

最后，我们正尽可能地提列适当的损失准备，如果我们做不到这一点，那么我们可能根本就不知道我们真实的成本，任何一家不了解自家公司成本的保险业者，将来肯定会发生大纰漏。

记得在 2001 年底，通用再保试图将以前年度提列已发生但未支付的损失准备补足，但事后证明我们做的还差得很

远,这使得该公司必须在 2002 年再补提 13.1 亿美元的损失,以修正以前年度所发生的估计错误,当我在检视通用再保后来才被发现的准备提列疏失时,我突然想到有一首乡村歌曲的歌词形容的相当贴切,“真希望现在的我没有发现以前我不知情的那段往事”。

我可以向各位保证,未来我们的首要目标就是避免损失准备提列的不当,当然我无法保证一定做得到,保险公司经理人大多倾向少提列一些准备,而想要克服这种糟糕的偏差,他们必须将其特殊的心态做个调整,说起来或许你会讶异,这完全与精算专业无关,同时,相对于初级保险业者,再保业者适当提列准备的难度更高,不过即便如此,在伯克希尔,我们在损失准备提列这点做得还算不错,而我们将努力让通用再保比照办理。

总的来说,我相信通用再保现在已准备好要为伯克希尔贡献大量无成本的浮存金,整家公司倒闭的风险可说已被排除,该公司仍然拥有过去我一再提到的竞争优势,同时在去年它又获得另外一项重要的竞争优势,那就是其它三家原本同列三 A 最高信用评等的世界级主要竞争同业,在去年至少都被调降一个评等等级,在这些保险巨擘当中,唯有通用再保一路维持三 A 评等,在象征财务实力的领域中取得独占鳌头的地位。

再没有其它特点比这个更重要了,相较之下,最近某家

世界级的大型再保公司-该公司通常名列保险经纪人推荐给客户的首选，目前已暂停支付损失理赔金，包含那些有效且到期的部份，该公司积欠高达数十亿美元的理赔金，这迫使其数百家保险客户必须面临大幅冲销应收款的命运，"便宜"对再保业来说，绝对是愚蠢的交易，当保险业者今天将资金付给再保业者以换取一、二十年后的保障承诺时，唯有跟实力最强的再保业者打交道，才有可能避免无谓且有时甚至危及企业生存的风险。

伯克希尔的全体股东应该深深感谢，Joe 跟 Tad 在 2002 年为我们所做的一切，他们去年一整年尤其特别的辛苦，当然这一切的努力现在已获得回报。

在 GEICO，2002 年所有的事都再顺利也不过了，好到甚至让我们无法置信，成长的幅度相当可观，获利也相当突出，保户续约率持续提升，同时业务生产力也大幅跃升，而且这些现象在 2003 年依然继续维持。

感谢 Tony Nicely 为我们所做的一切，认识他的人都知道，他跟 GEICO 结缘已达 41 个年头，当时他的年龄只有 18 岁，而他的成绩有目共睹，他一向对于能为客户节省保费感到相当自傲，相较于其它保险业者，GEICO 平均每年可为保户省下 10 亿美元的保费，同时他也对 GEICO 提供的服务相当有信心，根据业界的一项调查，GEICO 目前名列消费者满意度第一名，同时他更对旗下 19,162 位同仁引以为傲，去

年这些同仁因为优异的表现，总共为自己赚取了相当于 19% 底薪的奖金，最后他也对持续为伯克希尔贡献稳定成长的获利感到自豪。

1996 年在我们完全买下 GEICO 时，它的年度保费收入约为 29 亿美元，去年这个数字增加到 69 亿美元，而后续成长依然可期，其中尤以网络行销最具潜力，去年这个部门成长率高达 75%，记得到 GEICO.com 看看 (或电 800-847-7536)，在大部分的州，股东都可以得到 8% 的特别折扣。

关于 GEICO 2002 年的盈余有一件事要附带报告，这件事突显了保险公司绝对只能与最好的再保公司往来的重要性，话说 1981 年到 1983 年间，当时负责经营 GEICO 的经理人决定要在商业防护及产品责任险上试试身手，这类风险看起来似乎不大，事实上，公司在当年也不过收取了约 305 万美元的保费，但却耗费了其中 298 万美元投保了再保险，打算将风险限制在一定范围内，总结 GEICO 仅留下区区 7 万美元而已，以作为承担自留风险的对价，谁知这样的安排，竟让公司留下了难以抹灭的惨痛经验，总计 GEICO 后来为此承受的损失高达 9,410 万美元，约当所收取净保费的 1,300 倍，在这笔损失中，再保公司应收赔款不算太多，只不过是 9,030 万美元而已!! (其中包含 2002 年认列的 1,900 万损失)，便宜实在是没好货!

Ajit Jain 领导的再保险部门是我们去年浮存金成本之

所以能够压得这么低的主要原因，如果伯克希尔的年报必须要摆年度风云人物照片，那肯定会是 Ajit，而且一定要用彩色的！

从 1986 年开始，Ajit 的部门，截至目前已经为我们累积了 134 亿美元的浮存金，这是其它业者前所未有的成绩，而雇用员工人数不过 20 人，更重要的是，他还享有承保利益。

如果各位再将我之前提到过的几项会计因素，这样的成果就更显得难能可贵，所以各位卜派请准备好你们的大力丸，(如果你对会计借贷事项没兴趣，可以跳过后面两段不看)。

Ajit 2002 年的承保利益达 5.34 亿美元，其中包括所承担 4.28 亿美元的追溯再保险损失，经由这类的业务，我们承受其它保险业者已经发生损失但尚未履行完毕的义务，这类损失通常早在许多年前就已经发生，但理赔金到现在却还没有付完，(举例来说一件 1980 年发生的职业灾害，但现在可能还持续按月支付终生的理赔金)，在这类协议中，由保险业者一次支付一大笔保险费给我们，但金额仍远低于我们将来预期要付出的总数，而我们之所以愿意这样做，原因在于 a) 我们支付的金额仍有其上限，b) 在理赔金真正付出之前的空档，期间往往长达数十年以上，我们得以运用这笔资金)，在我们受理的 66 亿美元的石棉及环境伤害损失准备中，有 80% 是有上限的合约，因此其损失成本不至于无限制飙升。

当我们签下一张追溯再保险保单时，我们立即将保费收入入帐，并把预期会发生的损失提列准备，至于两者的差额则以一项资产科目"递延费用-承受再保险"入帐，这金额通常都不小，截至年底，帐列资产负债表的这个科目金额就高达 34 亿美元，之后我们会按这笔资产的预计年限分年摊销，并列为损益减项，2002 年的摊销金额高达 4.4 亿美元(含通用再保部份)，这些承保损失是我们事先就预期到的必然科目，但即便帐列盈余因此受到拖累，Ajit 去年依然缔造了可观的承保利益。

不过我们想要强调的是，我们早就预期到 Ajit 营运所承担的风险相当的高，甚至远高于世界上其它任何保险业者所自留的风险，因此只要任何一季或任何一个年头有任何单一重大灾害发生，都可能让 Ajit 的绩效大打折扣，不过这一点一点也不会让我们感到困扰，只要我们收到的保费合理，我们乐于承担那些别人避之唯恐不及的短期损益变动，在伯克希尔，我们宁愿赚取变动不拘但达平均 15% 的投资报酬，也不要稳定的 12% 报酬，各位如果在股东会上遇到 Ajit，记得献上深深的一鞠躬。

伯克希尔其它规模较小的保险公司其表现同样突出，合计浮存金增加了 38%，并贡献了 3,200 万美元的承保利益，约当保费收入的 4.5%，如果这些公司加起来，可以堪称为全美最好的保险公司之一。

不过除了这些好消息外，我们在加州退休基金的经营绩效却惨不忍睹，关于那边的业务我们还有许多工作要做，同时提列准备也严重失真，直到我们确信找到把它们搞定的方法，否则我们宁愿维持目前较小的规模。

感谢 Rod Eldred、John Kizer、Tom Nerney、Don Towle 及 Don Wurster，让 2003 年成为美好的一年，是他们让各位在伯克希尔的投资平添许多价值。

### 帐列盈余的来源

下表显示伯克希尔帐列盈余的主要来源，大家或许已经发现，2002 年的购买法会计调整数大幅减少，其原因在于一般公认会计原则已经过修正，不再要求商誉必须摊销，此举将使得我们的帐面盈余增加，只是这对实质的经济盈余一点影响也没有。

*(in millions)*

	<u>Pre-Tax Earnings</u>		<u>Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and Minority interests)</u>	
	<u>2002</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2001</u>
Operating Earnings:				
Insurance Group:				
Underwriting – General Re.....	\$ (1,393)	\$ (3,671)	\$ (930)	\$ (2,391)
Underwriting – Berkshire Group .....	534	(647)	347	(433)
Underwriting – GEICO.....	416	221	271	144
Underwriting – Other Primary .....	32	30	20	18
Net Investment Income.....	3,050	2,824	2,096	1,968
Apparel <sup>(1)</sup> .....	229	(33)	156	(28)
Building Products <sup>(2)</sup> .....	516	461	313	287
Finance and Financial Products Business.....	1,016	519	659	336
Flight Services.....	225	186	133	105
MidAmerican Energy (80% owned).....	613	565	359	230
Retail Operations.....	166	175	97	101
Scott Fetzer (excluding finance operation).....	129	129	83	83
Shaw Industries <sup>(3)</sup> .....	424	292	258	156
Other Businesses.....	256	212	160	131
Purchase-Accounting Adjustments.....	(119)	(726)	(65)	(699)
Corporate Interest Expense.....	(86)	(92)	(55)	(60)
Shareholder-Designated Contributions.....	(17)	(17)	(11)	(11)
Other.....	19	25	12	16
Operating Earnings.....	<u>6,010</u>	<u>453</u>	<u>3,903</u>	<u>(47)</u>
Capital Gains from Investments.....	<u>603</u>	<u>1,320</u>	<u>383</u>	<u>842</u>
Total Earnings – All Entities.....	<u>\$6,613</u>	<u>\$1,773</u>	<u>\$4,286</u>	<u>\$ 795</u>

<sup>(1)</sup> Includes Fruit of the Loom from April 30, 2002 and Garan from September 4, 2002.

<sup>(2)</sup> Includes Johns Manville from February 27, 2001 and MiTek from July 31, 2001.

<sup>(3)</sup> From date of acquisition, January 8, 2001.

以下是 2002 年我们非保险事业相关的重点摘要：

中美能源 2002 年的盈余稳定成长，展望明年仍将维持此一态势，至于盈余成长的来源，不论是目前或将来，主要皆来自于先前提过的购并案，中美能源为了取得购并的资金，已由伯克希尔买进该公司发行 12.73 亿美元的次顺位公司债（此举使得我们累计持有这种年息 11% 的债权达到 17.28 亿美元），另外我们还投资了 4.02 亿美元的约当普通股，总计伯克希尔现在持有（在完全稀释基础下）中美能源 80.2% 的股权，该公司详细的财务报表请参阅 37 页。

去年我曾向各位报告，Dexter 是造成我们鞋业大幅亏损的元凶，现在在 H. H. Brown 的 Frank 及 Jim 的努力下，该公

司的营运已回归正轨，尽管解决问题耗费了不少成本，但去年鞋业仍然赚了 2,400 万美元的利润，较 2001 年的亏损，大幅改善了 7,000 万美元。

主管 Justin 的 Randy Watson 对于这样的转变也贡献良多，在缩减投资规模的同时还能大幅提高毛利率，鞋业是一项艰困产业，但所幸我们拥有最优秀的经理人，而且我也相信在未来我们一定能够赚取合理的投资报酬。

去年对于家具及珠宝零售业来说，算是平平的一年，但我们旗下事业的表现却相当不错，在我们旗下八家公司当中，表现最好的当属位于 Des Moines 的家庭服务公司，才华洋溢的 Merschman 家族缔造了优异的营业额与获利记录。

内布拉斯加家具店 NFM 将于今年八月在堪萨斯市开立一家全新的大型购物中心，总楼地板面积高达 45 万平方英尺，它将成为全美单店营业额第二位的家具店，仅次于其位于奥玛哈的本店，我希望住在堪萨斯地区的伯克希尔股东能够一起莅临开幕剪彩(当然以后更要继续惠顾)。

至于我们住宅建筑相关行业-包含 Acme 砖块、Benjamin 油漆、Johns-Manville 防火材料、MiTek 材料及 Shaw 地毯等事业，去年总计贡献了 9.41 亿美元的税前获利，其中要特别提到的是 Shaw 地毯的表现，其税前获利从 2001 年的 2.92 亿美元大幅提高到 2002 年的 4.24 亿美元，Bob Shaw 及 Julian Saul 堪称经营高手，去年地毯的价格涨幅平均不

过 1%，但 Shaw 本身的生产力提升以及绝佳的成本控管使得该公司的毛利率依然大幅提高。

在伯克希尔我们特别强调成本意识，我们的模范是一位准备刊登丈夫讣文的寡妇，报社告诉她每登一个字要二毛五，于是她要求刊登“Fred 死了”，但报社又表示每则至少要七个字，于是这位哀伤的妇人回复到，那就改为“Fred 死了，售高球证”。

航空服务去年的盈余略微成长，但那纯粹是因为我们出售持股 50% 的飞安波音股权所获得 6,000 万美元特别利益的关系，扣除这项利益，我们训练业务的盈余略微下滑，主要反应商务飞行业务的下滑，飞安公司的训练业务依旧是这个产业的最高标准，而我们预期未来几年将会持续成长。

至于专机部份所有权 NetJets 的营运，我们在这行大幅领先市场上其它三家同业，FAA 的记录显示我们 2002 年的市场占有率高达 75%，这代表客户购买或租赁我们飞机的总金额是其它三家同业的三倍，去年我们的机队发行哩程数高达 1.327 亿海哩，搭载客户到全世界 130 个国家。

我们的优势完全要归功于 Netjets 的 CEO-Rich Santulli，他在 1986 年开创这个行业，至此之后，他便展现不折不扣的决心提供最顶级、最安全的服务，Rich、查理跟我本人一向坚持必须培养足堪信赖的机队与机组人员，因为我们自己本身的家人就经常使用搭乘。

虽然 NetJets 的营业额在 2002 年创下新高，但该公司仍然处于亏损状态，美国地区确有小赚但仍抵不过欧洲地区的亏损，总的来说，专机所有权这行业在去年亏了不少钱，而可以肯定的是 2003 年约莫也是这样的光景，养机队实在是一项很沉重的负担。

就长期而言，经济现实终将站在我们这一边，主要系考量私人专机仍是许多大企业必备的商务工具，而对于这些公司来说，NetJets 无疑是他们最主要或次要的飞机供应厂商。

利用我们的飞机，很多公司每年都可以轻易省下数百万美元的开支，有些大公司节省的金额甚至可以数千万美元，更重要的是，搭配我们的飞机，这些公司可以大幅增加自己的飞机调度弹性，只要持有一小部份的飞机所有权，客户甚至可以同时使用好几架飞机，此外，经由我们提供的机队组合，一位客户可以视状况自由选择 12 种不同机型，（我有一个姐姐拥有一架 Falcon 2000 部份所有权，她经常利用它往来夏威夷与美国本土之间，但由于血液里同样拥有巴菲特家族的基因，她也经常转换选用比较经济的 Citation Excel 进行美国境内短程的旅行）。

NetJets 的爱用者名单证明了我们能够提供给大企业的种种好处，以 GE 电气为例，由于其公司本身就拥有大批的机队，因此相当了解应该如何有效率地运用其飞机，事实上，它正是我们的最大客户。

我们的财务及金融产品部门涵盖了各式各样的营运，其中包含一些信用评等高的固定收益债券，这类交易在 2002 年的获利特别高，我们预期这方面的高盈余还会持续一阵子，但就长期而言，这部份的盈余终究会日渐下滑，甚至消失殆尽。

这其中包含特别令人感到满意，但同时也以极快速度消失的 Berkadia 来自 Finova 投资的收益(这项交易在去年的年报就详述过)，我们的合资伙伴-Leucadia 公司以相当高超的技巧来管理 Berkadia，并极愿分担远超过其份的重担，我个人也很愿意将这重担分给它们，并期望在将来可以与 Leucadia 共同参与更多的交易。

从负面的角度来看，财务金融部门的业务也包含了通用再保证券-这是衍生性金融商品的买卖业务，这个单位去年税前亏损了 1.73 亿美元，这个成绩其中也包含了一部份迟迟未认列的错误损失，虽然当时依照一般公认会计原则，那样的做法相当正常，事实上对于衍生性金融商品，人们必须施以特别的关照，不管是其所运用的会计原则或者它对个别公司或整个经济社会可能造成的潜在问题。

### 衍生性金融商品

对于衍生性金融商品以及其它附带的交易，查理跟我的看法完全一致，我们认为不论是对参与交易的双方或者是整个经济体系而言，它们就像是一颗颗定时炸弹！

在丢出这个爆炸性的看法后，请容我稍后我再详加说明，现在让我先稍微解释一下衍生性金融商品，虽然这类的解释相当空泛，因为这个名词代表着相当广泛的金融交易，基本上，这类交易工具会使得财富在未来的一段时间内进行易手，其金额决定于某个或数个关键指针，包含利率、股价或汇率等，举例来说，假设你做多或放空 S&P500 指数期权，那么你等于已经参与一项非常简单的衍生性金融商品交易，你的赚赔取决于指数的变动，衍生性金融商品的期间长短不一而足(有时甚至可能超过 20 年以上)，其价值的变化则系于许多变量。

除非衍生性金融商品交易有质押担保或是附带保证，否则其最终的价值还必须取决于交易双方的履约能力，虽然在交易正式结算之前，交易双方都会随时在各自的损益表上记录盈亏-且其金额通常都相当庞大-即便实际上还没有任何一块钱进行移转。

只要是人想得到的(或者有时应该说是疯狂的人)，都可以被列为衍生性金融商品交易的标的，举例来说，当初在安隆，就有新闻及宽频衍生性金融商品，虽然要在许多年后才会结算，但此类交易还是可以入到公司的帐上；或比如说你想要签一个契约，赌内布拉斯加州 2020 年双胞胎出生的数目，没有问题，只要你肯出价，保证你一定找得到有人肯跟你对赌。

当初我们在买下通用再保时，该公司有一家附属的通用再保证券，这是一家衍生性金融商品经纪商，查理跟我认为它具有相当的危险性，所以并不想保留这个部门，于是我们试图将这个部门出售，但并没有成功，最后只好将它慢慢清算。

但想要关闭一个衍生性金融商品部门，谈何容易，想要摆脱它的纠缠可能要耗费许多个年头，（虽然我们正逐日降低所曝露的风险），事实上，再保险业与衍生性金融商品交易有点类似，两者都像是地狱一样，并没有多大的进入障碍，但想要退出却难如登天，一旦签了约，你就摆脱不了它，有时甚至要等到几十年后，才突然冒出来要你支付一大笔钱，确实也有些法子可以让你将风险转嫁给别人，但大多数的做法还是无法让你免除连带的责任。

再保险业与衍生性金融商品交易另一个共同特点就是两者的帐面盈余通常都有过度高估的情况，这是由于目前的盈余大多系于许多未来的变量，而其正确性却需要很多年后才能揭晓。

但错误瞒的了人，却骗不了自己，其所反应的，不过是人们对于他人的承诺，总是倾向采取乐观看法的现象，而且交易的双方有极大的动机在会计帐务上作手脚，因为这些负责买卖衍生性金融商品的人士，其报酬（全部或部份）往往取决于依市价结算的帐面盈余，但现实的情况是（想想我们刚

刚提到的双胞胎合约)那个市场根本就不存在,所以取而代之的是"依公式结算",这种替代性的做法有极大的漏洞,在通常的状况下,由于合约牵涉多个变量在加上结算日期的遥远,使得交易双方无形中增加许多引用不实假设的机会,以我们刚刚提到的双胞胎案例来说,订立合约的双方可能使用截然不同的公式使得交易双方连续好几年同时享受巨额的帐面获利,在最夸张的状况下,所谓的"依公式结算"极可能堕落沦为"依鬼话结算"。

当然,不论是内部的稽核人员或者是外部的会计师,也都看过这些数字,但要弄懂可不是一件容易的事,举例来说,通用再保证券截至2002年年底(在决定彻底关闭它的10个月)后仍有14,384件有效合约流落在外,交易对象遍布全世界672个对手,每一项合约的价值都会随着一个或好几个变量的变化而随时上下变动,其中有一些变量光是看了就令人觉得头发昏,想要对于这些交易组合进行评价,就算是专业的会计师,也往往会有不同的意见与看法。

评价难度本身早已超越学术性论证,近几年来,有好几件大规模的舞弊案及疑似舞弊案都是缘自于衍生性金融商品交易,以公用能源事业来说,许多公司利用衍生性金融商品交易来创造帐面巨额的获利,直到东窗事发之际,他们还试图将衍生性金融商品交易相关的应收款项,转换成为现金科目,至此"依市价结算"真正沦为"依鬼话结算"。

我可以向各位保证，在衍生性金融商品交易所发生的错误，绝对无法让交易双方的帐对得平，几乎不例外的，他们都会偏袒有机会得到百万奖金的营业员或特别希望帐面拥有亮丽的报表数字的一方(或甚至是双方)，而最后往往要等到奖金支付给营业员，而 CEO 因为认股权大发利市后，股东们才会发现所谓亮丽的财报数字根本就是一场骗局。

衍生性金融商品交易的另一项问题是它可能因为一些毫不相关的原因，让一家公司的问题更为加重，这种滚雪球效应之所以会发生主要在于许多衍生性金融商品交易的合约都要求对方一旦其信用评等遭到调降时，必须立刻提供质押担保给交易对方，大家可以想象到当一家公司面临困境而被调降信用评等的同时，衍生性金融交易却又立即登门要求提供事先完全没有设想到且金额庞大的现金时的情景，此举可能让公司进一步陷入流动性的危机，而通常这又会让公司的信用评等再度向下调降，恶性循环的结果可能导致一家原本好好的公司因此垮台。

衍生性金融商品交易也有可能造成骨牌效应的风险，这是因为许多保险业及再保业者习惯将风险分散给其它保险公司，在这类的情况下，巨额的应收款项将随着交易对象的日趋复杂而持续累积，(以通用再保证券来说，虽然已经经过将近一年的清算期，目前仍有高达 65 亿美元的应收款项流通在外)，交易的一方或许对于自己相当有信心，认为其

巨额的信用风险已经经过适度的分散，因此不会发生任何危险，只有等到某种特殊状况下，一个外部事件导致 A 公司的应收帐款发生问题，从而影响 B 公司，乃至一路到 Z 公司，历史教训告诉我们危机的发生往往是我们在太平盛世时所想不到一连串问题串连所导致的。

在金融体系中，早期发现到连锁反应的问题严重性是联邦准备理事会成立的主要原因之一，在联准会成立以前，体质不佳的银行倒闭有时可能会对一些原本体质还不错的银行造成突然没有预期到的流动性压力，导致它们跟着出现问题，联准会于是建立一道防火墙将有问题的金融机构隔绝开，但是在保险业或是衍生性金融商品交易，却没有类似中央银行的控管机制来防止骨牌效应的发生，在这些产业，一家原本体质不错的公司很有可能因为其它公司发生问题而受到拖累，当这种连锁反应的威胁存在在产业中时，就绝对有必要尽量降低彼此间的牵连，这正是我们目前在再保业采取的做法，同样这也是我们选择退出衍生性金融商品交易的原因之一。

许多人声称衍生性金融商品交易可以有效降低系统风险，透过这类交易让原本无法承担特定风险的人可以将风险转移到他人身上，这些人相信衍生性金融商品成为稳定经济的力量、让商业交易得以遂行同时降低个别参与者的变量，就个体层面而言，他们的说法或许确是事实，就像是在伯克

希尔，我有时也会搭配一些大规模的衍生性金融商品交易好让某些投资策略得以遂行。

然而查理跟我本人认为，以总体经济的角度来看，这却是相当危险，而且风险更有日益加重的趋势，大量的风险，尤其是信用风险，目前已逐渐累积在少数几家衍生性金融商品交易商身上，而且彼此的交易更是相当频繁，这使得一家公司在发生问题后，将很快地传染给其它公司，到最后这些交易商将积欠非交易商的交易对方巨额欠款，而这些交易对方，如我刚刚提到的，由于彼此关系过于紧密，将导致一个单一事件让他们同时出现问题，（比如说电信产业的崩溃或者民间电力事业的价值大幅减损等），关联度过高-在问题浮现时，便有可能引发系统性的风险。

就像是 1998 年大量从事高杠杆操作衍生性金融商品的避险基金-长期资本管理公司 LTCM 就搞得大家焦头烂额，最后使得联准会不得不火速施出紧急援助，在后来的国会听证会中，联准会官员坦承当初若非他们介入，这家名声响亮但仅有数百名员工的神秘公司 LTCM，很有可能对于美国资本社会的稳定造成极严重的威胁，换句话说，联准会之所以甘冒大不讳打破惯例介入干预，完全是因为主事者害怕类似的事件会发生在其它金融机构的身上进而引发骨牌效应，而这次的事件虽然导致大部份固定收益市场一度瘫痪达数个星期之久，但个人认为，这还不是最坏的状况。

在所有衍生性金融商品中，全收益交换是 LTCM 经常使用的工具之一，这类的合约使得该公司可以运用 100% 的杠杆在各种市场进行套利，也包含股票市场，举例来说，合约的一方 A，通常是一家银行，必须投入百分之百的资金买进股票，而在此同时，合约的另一方 B，却可以不必投入任何资金，B 公司就可以约定在未来的某个日子时，取得或负担 A 银行所实现的利益或损失。

这类全收益交换合约竟然连保证金都可以不需要，除此之外，其它种类的衍生性金融商品也严重危害到主管机关抑制银行、保险公司及其它金融单位采取高杠杆及风险控管的强力铁腕，同时，即便是经验老道的投资者及分析师在看到这类布满衍生性金融商品交易公司的财务状况时，也束手无策，记得当查理跟我自己看完几家大型银行有关衍生性金融商品交易冗长的财务报表附注时，我们唯一可以确定的是我们根本就不晓得这些金融机构到底承担了多少的风险。

衍生性金融商品交易鬼怪现在已从仙朵拉瓶子中窜出，而这类交易还会继续以各种不同形式自我复制，直至这个祸害所造成的危害为众人所知时为止，它们的危险程度从近年来弥漫在电力能源产业的几件个案可以略窥一二，在事件发生之后，衍生性金融商品交易急速减少，然而在其它产业，衍生性金融商品交易却照样毫无节制的急速扩张中，中央银行及美国政府到目前为止依然找不到有效克制的办法，甚至

连监控这些合约所构成风险的机制都没有。

查理跟我相信伯克希尔依然是所有股东、债权人、保户及员工最坚强的财务堡垒，我们对于任何可能的潜在重大意外都戒慎恐惧，或许对于长期性衍生性金融商品的大量交易及巨额膨胀的无担保应收款项的保留态度，让我们看起有点过虑了，但我们还是认为衍生性金融商品是财务金融的毁灭性武器，其所带来的危险，虽然是潜在不可知，但绝对是致命的可能。

## 股票投资

下表是伯克希尔 2002 年市价超过 5 亿美元以上的股票投资。

<i>Shares</i>	<i>Company</i>	<i>12/31/02</i>	
		<i>Cost</i>	<i>Market</i>
		<i>(dollars in millions)</i>	
151,610,700	American Express Company .....	\$ 1,470	\$ 5,359
200,000,000	The Coca-Cola Company .....	1,299	8,768
96,000,000	The Gillette Company.....	600	2,915
15,999,200	H&R Block, Inc.....	255	643
6,708,760	M&T Bank.....	103	532
24,000,000	Moody's Corporation.....	499	991
1,727,765	The Washington Post Company .....	11	1,275
53,265,080	Wells Fargo & Company .....	306	2,497
	Others .....	<u>4,621</u>	<u>5,383</u>
	<b>Total Common Stocks .....</b>	<b><u>\$9,164</u></b>	<b><u>\$28,363</u></b>

在股票投资方面，我们依旧没有什么动作，查理跟我对于伯克希尔目前主要的持股部位越来越感到满意，一方面由于被投资公司的盈余逐渐增加，同时间其股价反而下滑，不过现在我们还是无意增加持股部位，虽然这些公司的前景都相当不错，但截至目前为止，我们还是不认为他们的股价有受到低估的可能。

我们认为，这种看法也适用于一般的股市，尽管股市连续三年下跌，相对大大增加了投资股票的吸引力，但我们还是很难找到真正能够引起我们兴趣的投资标的，这可谓是先前网络泡沫所遗留下来的后遗症，而很不幸的，狂欢之后所带来的宿醉截至目前为止仍然尚未完全消退。

查理跟我现在对于股票退避三宿的态度，并非天生如此，事实上，我们非常喜欢投资股票，我是说如果可以以合理的价格进行的话，在我个人 61 年的投资生涯中，大约有 50 个年头以上，都有这样的机会出现，我想以后也还会有相当多类似的机会，只不过，除非是我们发现至少可以获得税前 10% 报酬的机率相当高时，（在扣除企业所得税后，净得 6.5% 到 7% 的报酬），否则我们宁可在旁观望，虽然必须忍受短期闲置资金不到 1% 的税后报酬，但成功的投资本来就必须要耐性。

所幸，去年我们得以将部份资金运用在一些不错的垃圾债券及债权投资之上，至去年底我们在这方面的累计投资金额增加了 6 倍，达到 83 亿美元之谱。

投资垃圾债券跟投资股票在许多方面相当雷同，两者都需要评估价格与价值比，并在成千上万个标的中挑选出少数风险/报酬比率最佳者，当然两者在原则上也有许多明显的不同，在投资股票时，我们预期每一笔投资都会成功，因为我们已将资金锁定在少数几家财务稳健、具备竞争优势并由

才干诚信兼具的经理人所经营的公司身上，如果我们以合理的价格买进这类公司时，损失发生的机率通常非常小，确实在我们经营伯克希尔的 38 年当中（扣除通用再保与 GEICO 的投资），投资获利的个案比起投资亏损的比例约为 100 比 1。

但在投资垃圾债券时，我们面对的企业体质就比较差了，这些公司通常都背负大笔的负债，同时所处产业的投资报酬率都相当低，此外管理当局的高素质有时也有问题，其利益有时甚至与债权人相冲突，因此我们预期这类投资难免会出现亏损，所幸到目前为止，我们在这部份的投资绩效还算相当不错。

### 公司治理

长久以来，管理当局的能力与诚信本就必须受到严密的检视，事实上，在 2000 多年以前，耶稣基督就曾对这个议题发表过看法，祂在路加福音 16:2 提到：“一位财主叫管家来，请你把所管的事情交代清楚，因为你不再是我的管家”。

过去 10 多年来，企业诚信度与领导风范日渐式微，在网络泡沫巅峰时期，这些特质不再受到人们的重视，当公司股价上涨的同时，经理人的行为举止却向下沉沦，这使得 90 年代末期，那些高格调的 CEO 几乎遇不到同路人。

不过必须注意的是，大部分的 CEO 私底下就像是你会想要把子女的资产付托或就像是邻居般亲切的好好先生女士，不过这里面有很多人，近年来在职场上的表现却每下愈况，

不但表现平庸，还假造数字，藉以榨取高额不当的利益，这群美中不足的人士，遵循的不过是 Mae West 生涯规划：“曾经我是位白雪公主，但如今我已不再清白。”

理论上，公司董事会应该要能够预防这类恶质行为的发生，最近一次我在 1993 年的年报上曾提到过董事们应尽的责任，（若有需要，可向我们索取这篇文章，或者大家可以透过网络直接下载 1993 年有关企业治理的篇章），当时我曾表示“我认为董事会的行为举止，应该要像是公司背后有一个因事未出席的大股东一样，在各种情况下，都要能够确保这位虚拟大股东的长期利益不会受到损害”，这句话的意思是，董事会绝对不能容许公司让一个平庸或甚至是差劲的经理人存在，不管他是如何受到所有人的爱戴皆然，董事们应该要像是一位年轻的辣妹在下嫁给 85 岁的亿万富翁时，被问到：“如果我身无分文的话，你是否还会爱我？”时的反应一样，这位年轻女郎回答说：“虽然我爱你，但我会更想念你”。

1993 年的年报中，我也曾说过董事的另外一项责任：“要是能干的经营阶层过于贪心，不时地想要从股东的口袋里捞钱，那么董事会就必须适时地出手制止并给予警告”，只可惜自从那以后，尽管经理人掏空口袋的行为司空见惯，但却不见有人出面制止。

为何一向英明且睿智的董事们会如此惨败呢?? 其实问题并不在法律层面，董事会本来就应该以捍卫股东利益为最

高职志，我认为真正的症结在于我所谓的"董事会习性"。

举例来说，通常在充满和谐气氛的董事会议上，几乎不可能讨论到是否应该撤换 CEO 这类严肃的话题，同样地董事也不可能笨到会去质疑已经由 CEO 大力背书的购并案，尤其是当列席的内部幕僚与外部顾问皆一致地支持他英明的决策时，（他们若不支持的话，可能早就被赶出去了），最后，当薪资报酬委员会，通常布满了支领高薪的顾问，报告将给予 CEO 大量的认股权时，任何提出保留意见的董事，通常会被视为像是在宴会上打嗝一样地失礼。

在这样的沟通困难下，于是便有让外部董事在 CEO 不在场的情况下，进行例行聚会的呼声，这项改革目前正在立法当中，个人对于这样的建议，给予相当正面的肯定，不过我也怀疑，增加任何的治理规定以及建议，其所必须付出的金钱与其它成本，可能与因此所得到的利益相当。

对于目前外界大声疾呼的"独立董事"制度，理论上，公司绝对必须要有思想与言论上独立的董事存在，但他们同时也必须具有丰富的商业经历、积极的态度，并以股东利益为导向，我在 1993 年就曾提到，这是我个人认为绝对必要的三项特质。

过去 40 多年来，我曾经担任过 19 家公开上市公司的董事（伯克希尔不算在内），同时至少跟 250 位以上的董事进行过互动，他们其中多数都符合目前"独立董事"的标准，但这

些董事大多至少缺乏我所提到的三项特质之一，这样的结果导致他们对于股东利益的贡献微乎其微，甚至常常有害股东的利益，这些人虽然彬彬有礼且学识渊博，但对于产业的了解却极其有限，同时也不会站在股东的立场去质疑不当的购并决策或不合理的薪资报酬，至于我个人的表现，我必须毫不犹豫地承认，往往做的也不够好：当公司管理阶层在做出有违股东利益的提案时，通常我只能选择沉默以对，在这种状况下，和谐感战胜了独立性。

现在让我们更进一步来探讨丧失独立性的现象，看看过去 62 年以来涵盖数千家公司的个案研究就可看出端倪，自从 1940 年以来，联邦法令规定投资公司（其中绝大部分为共同基金）一定比例的董事必须维持独立，原本的要求是 40%，目前则提高为 50%，但不论如何，共同基金的董事会组织运作一般都符合独立性的条件。

这些董事及整个董事会依功能区分背负许多责任，但实务上的运作，通常只有两项重要的任务，一是找到最优秀的基金经理人，一是协调争取最低的管理费，我想当一个人正在为自己寻求投资的协助时，这两项目标应该是最要紧的，同样地当董事们接受其它投资人托咐时，也应该会有相同的考量，然而实证显示，这些独立董事在这方面的表现却是令人感到叹息。

成千上万的投资公司董事会每年都会聚会行使投资人

赋予他们的重大责任-为其背后所代表的数百万投资人选择适当的人选来管理其身家财产，只是我们发现，年复一年董事会只不过是装出掌握控制权的表面假象，A 基金公司永远选择 A 经理人、B 基金公司也总是选择 B 经理人，其制式程序就像僵尸般食古不化，当然偶尔也会有董事会突锤，但大部分的时候，就算现任的基金经理人的表现有多差劲也一样视而不见，我想要等这些独立行使职务的董事愿意开始建议寻找其它合适的经理人人选，恐怕连猴子都有办法写出莎士比亚歌剧了，吊诡的是，当这些人在处理自己的资产时，只要发现苗头不对，他们肯定立刻见风转舵，另觅贤能，实在是无法理解当他们在受托帮他人管理资产时，为何脑筋偏偏就转不过来呢？

当一家基金公司-我们姑且称之为 A 公司，被一位经理人 B 以极高价位买断时，弥漫在这个系统内的伪善气氛就会被特别凸显，这时我们立刻可以发现这些独立董事们终于开始"自我反省"，认为 B 先生才是最佳的基金经理人，尽管 B 先生不是今天才存在这个业界(其实是被刻意忽略)，而且通常很不凑巧的，B 先生在自 A 先生手中买下 A 公司后，其薪资价码肯定比原本的薪资水准高得许多，我想主要原因在于，为了取得 A 公司，B 先生已经砸下了大笔的银子，非得从连带移转过来 A 公司的股东们支付(这也是交易的附带条件)的管理费中捞回来不可，(如果想要多了解基金公司的内幕，

建议各位读一读 John Bogle 的著作-共同基金的常识一书)。

几年前，我的女儿受一家大型的基金机构的邀请担任该公司的董事，担任董事的报酬非常可观，大概可以让她的年收入一下子增加 50%以上，(关于增加的部份，她个人保证有能力可以运用)，在法律形式上，她将会是一位独立的董事，但骨子里基金经理人真的会认为她能够独立地提供任何有用的建议吗?? 当然不，然而我也很自傲的跟各位报告，她果然很独立地拒绝了这项优渥的提案，当然该基金也绝对不愁找不到有人来替代(倒是令人惊讶的该基金并未更换基金经理人)。

投资公司的董事同样也没有能够好好地为投资人协调争取合理的管理费(就像是很多美国大企业的薪资委员会未能将该公司总裁的薪资限制在合理的范围内一样)，我想如果是你我受命委托，我可以跟各位打包票，我们绝对可以轻易地跟绝大多数现任的基金经理人谈判，大幅降低其所收取的管理费，而且相信我，如果董事被告知可以分到节省下来的部份所得，我保证管理费用一定降翻天，然而在现有制度下，降低管理费对于独立的董事们来说一点好处都没有，但却又是基金经理人最最在乎的地方，所以很明显的胜负立判。

当然找到一位好的基金经理人要远比一味地删减管理费重要的多，但不论如何，两者都是董事最主要的职责，只是在谈到这些最最重要的责任时，数万名独立董事，六十多

年来的经验显示，他们的成绩实在是惨不忍睹，（不过对于自己的权益，他们倒是保护的不错，即便是同时担任同一家基金公司不同基金的董事，其酬劳往往轻易地超过六位数）。

当基金经理人非常在乎而董事却漠不关心，这时就需要有一股强而有力的反制力量存在，但偏偏这却是今日公司治理最缺乏的要点，想要能够摆脱平庸 CEO 的纠缠，寻找真正的能人取而代之，股东们，尤其是大股东必须要站起来有所行动，这样的道理并没有多大的学问，近年来股权的集中程度有增无减，机构投资法人在面对问题发生时，可以很容易依照其意志提出解决方案，只要少数比如说 20 家大型的投资机构联合采取行动，就可以有效地改革任何一家公司的企业治理程度，只要不把票投给那些容忍脱序行为发生的董事就成了，就我个人的看法，唯有采取这种的团结一致的行动才可能让企业治理获得明显的改善。

不幸的是，某些大型的投资机构基本上存在着“玻璃屋”的问题，声称可以从其它地方着手加强企业治理，比如说，它们一想到董事会要来严密检视其绩效及管理费时，就感到惊惧不已，但先锋基金的 Jack Bogle、Davis 投顾的 Chris Davis 及 Legg Mason 的 Bill Miller 现在都站出来引导 CEO 朝向公平对待股东的路上迈进，而如果退休基金以及其它信托基金也能够一起站出来支持这群人，个人相信这些机构在未来一定可以得到更佳的投资报酬。

办别改革真伪的最好方法就是看看 CEO 的待遇报酬，经理人一般都相当赞同董事会的多元化，以符合证监会的法令要求，并依规范遵循一些没有太大意义的作业程序，然而多数经理人真正关心的，还是如何争取对自己最有利的待遇及福利。

近年来，薪资报酬委员会往往扮演摇尾乞怜的摇摆狗，有如橡皮章一样被动遵循顾问们的建议，就是那群由股东们付高薪却不懂得效忠其主之流，（如果你不清楚这群人到底是站在那一边，那么它们肯定不是跟你一国的），确实每一个委员会在委托书件中都会被证券主管机关要求说明其报酬的缘故，但其用词遣字往往是由公司律师或者是公关部门事先安排好的例行法律用字。

这类画蛇添足的行为实无存在之必要，董事们不应担任薪资委员会成员，除非他们自认为有能力为股东们喉舌争取权益，同时他们必须说明对于经理人报酬的看法以及如何来评估其绩效，在代投资人管理资金时，他们必须像是在处理自己的金钱一样用心。

1890 年代，美国劳工联盟创盟主席 Samuel Gompers 形容劳工组织的主要目标就是“我要更多”，1990 年代美国企业的 CEO 们采取相同的口号，而最终的结果往往是 CEO 们累积了大量的财富的同时，股东们却遭受重大的财务损失。

董事会绝对必须要阻止这样的劣行，虽然支付高薪给表

现真正优秀的经理人本是天经地义的事，但如果不是那么一回事的话，董事们就有必要大胆说句"够了"，否则要是近年来这类夸张的薪资报酬成为往后薪资报酬的底限时岂不荒唐，关于此事薪资委员会实有必要再好好重长计议一番。

目前正在修正并渴望于近日通过的法令，势必要求伯克希尔的董事会进行改组，在原本的董事外增列符合"独立性"法令规范的独立董事，为此我们认为还必须增加另外一项相当重要但也不是那么绝对的测试，以认定其独立性，我们将选拔真正拥有重大权益(也就是其本人或家族投资，而不是由伯克希尔透过认股权给予的股份)，以确保其真正会为了自身的权益而不是名望或董事酬劳来决定其做法。

这其中又牵涉到常常被忽视的董事报酬问题，上市公司董事的年平均收入达到5万美元以上，这让我感到困惑，多数董事在面对这笔超过其年收入20%以上的金钱时，是如何维持其独立性的，相对地伯克希尔的董事之一 Ron Olson，就比较不会被认为不独立，因为他从伯克希尔公司收取的法律顾问费只不过占其庞大收入的非常小部份，就如一位投资公司先知所说的，一位收入普通相当依赖董事酬劳，而且亟欲受邀担任其它公司董事以获取更多董事报酬的人，他很有可能不敢斗胆冒犯 CEO 或其它董事成员，因为后者对于前者在公司业界的名声有相当大的影响力，而如果管理当局相信高额金钱会影响到独立性(事实也确是如此)，那么他们很有

可能错过了一大群真正敢发出声音的人。

在伯克希尔，为了避免董事报酬占其个人收入的比例太高，我们仅象征性地支付一点报酬，此外为了不让董事们规避公司发生重大经营意外的风险，我们也不提供董事经理人责任保险(虽然这在一般公司并非常态，但每年却也为公司节省了好几百万美元的保险费用)，基本上，我们希望董事们的行为想法跟在处理自家财务一般小心谨慎，而不只是着眼于董事报酬，这跟查理与我本人在身为伯克希尔经营者的心态一致，我们这样的做法同样也适用于伯克希尔的董事们。

为了寻找新任董事，我们会先从现有股东名单中着手，挑选个人及家族长期拥有大量伯克希尔股份的股东，金额绝对以百万计，因为达到标准的这些人很自然的已经符合前两项测试，也就是他们关心伯克希尔，同时也以股东权益为导向，至于第三项测试，我们将挑选具有丰富商业经验的人士，这点的困难度相对就较高。

最后，巴菲特家族成员也将继续留在伯克希尔的董事会中，但这并不代表他们在我死后会接手经营伯克希尔，也不会另外领取其它额外的报酬，他们主要的目标是替所有公司经理人与股东，确保未来在其它 CEO 接替我之后，伯克希尔能够继续保有其特有的企业文化。

当然任何董事会的变动都不会影响到查理跟我经营伯克希尔的方式，我们还是会像过去一样重实质而不重形式，

并且尽量避免董事会把时间浪费在形式上的问答上，伯克希尔董事会最主要的任务就是决定查理跟我日后的继承人，这才是他们将来真正应该要做的。

截至目前为止，我们的董事会监督的是一家以股东权益为主要导向的企业，并一直以 68-74 页所揭示的经营原则（这也是我一向督促新进股东必读的资料）持续运作中，而我们的目标也是找到同样关心这类原则的新任董事。

### 审计委员会

审计委员会没有能力进行稽核，唯有公司外部独立的会计师才有能力判断公司管理当局提出的盈余报告是否可疑，没有正视这项现实而只是将焦点放在审计委员会组织架构上的任何改革终将徒劳无功。

就像是我们先前讨论过的，近年来太多的经理人在公司的营运数字上动手脚，不管是会计帐上或是营运统计皆是如此，表面上虽然完全合法，但实际上却严重误导投资人，在通常的情况下，会计师都相当清楚这些欺骗手法，但偏偏他们选择保持沉默，所以审计委员会最主要的职责就是让会计师吐露他们所知道的事实。

要达成这项任务，委员会必须确定会计师勇于冒犯管理当局，免于成为同谋误导委员会的共犯，但很遗憾近年来会计师的想法作为却刚好相反，他们往往把公司的 CEO，而不是股东或董事当作是客户，这是因为平日合作的关系使然，

同时会计师也很清楚，不论公司的报表数字如何，CEO 与 CFO 保证会支付签证公费，并且有权决定是否由原会计师继续进行签证业务及其它服务，而近来修正的法令依然无法改变这个根本的现实，想要打破这种暧昧的关系，唯有靠审计委员会明白地告诉会计师，让他们清楚地了解如果不将所发现或怀疑的事实说出来，他们将必须负担大笔的金钱赔偿。

我个人认为，审计委员会可以经由询问会计师以下四个问题来达到这个目的，同时必须将他们的回复记录下来，并向股东报告，这四个问题分别是：

1. 如果今年是由贵会计师单独负责本公司的财务报表编制，那么你的做法会不会与现在管理当局准备的报表有所不同？不论是重大或不重大的差异，都必须答复，如果贵会计师的做法有任何不同，包含管理当局的论述以及会计师的回复都必须揭露，然后由审计委员会来评估现实的状况。

2. 如果贵会计师身为投资人，那么你是否认为已经收到了-讲的白一点-你认为了解这家公司在签证期间财务经营状况，所需的所有必要信息？

3. 如果贵会计师是本公司的 CEO，那么你认为本公司是否已经遵循了所有必要的内部稽核程序？如果没有，是哪边有差异，以及其原因为何？

4. 贵会计师是否知悉管理当局有任何可能挪移公司的收入或费用的举动，不管是会计帐面或者是营运统计上的数

字？

我相信如果审计委员会能确实询问会计师以上四个问题，那么其组织架构（这是大部分改革计划的重点）就一点也不重要了，此外，这样的做法可以大大节省时间跟成本，当会计师被推上火线，保证他们会乖乖负起职责，但如果让他们静静地躲在角落，嗯！届时你就知道结果如何。

我们列举的这些问题必须要财务报表正式对外公布的前一个礼拜提出，这段时间应该足够让委员会了解会计师与管理当局间的差异在哪里，并把问题解决，因为如果时间太紧，将会面临财报发布在即，但会计师与委员会却还在沟通的窘境，这将使委员会迫于压力沦为橡皮图章的老路，时间越赶，准确度就越差，就像是我个人认为，证监会最近缩短财报公布的时程的做法，将严重影响到股东们接收财务信息的品质，查理跟我认为这样的规定根本就是个错误，应该要立即加以改正。

我们这四个问题最主要的优点在于，它们将能够发挥防范于未然的效果，一旦会计师了解到审计委员会将会要求他们肯定地为管理当局的行为背书，而不是默默地姑息他们时，会计师就能够在事情刚发生的初期就出面制止，让有问题的数字不在会计帐上出现，可能的牢狱威胁保证会发生效用。

芝加哥论坛报在去年九月刊登了四天连载，详细报导近年来安达信会计师事务所是如何让会计准则与审计品质腐

化到如此地步，十几年前，安达信事务所出具的意见可以说是业界的金字招牌，在事务所内部，由一群菁英组成的专业准则小组 (PSG)，不管面对来自客户多少的压力，仍坚持财务报表必须诚实编制，为了坚持这项原则，PSG 在 1992 年坚持选择权本来就应该列为费用的立场，然而曾几何时，PSG 在另一群"呼风唤雨"的合伙人推动下，对于此立场做了 180 度的转变，他们相当清楚客户心里最渴望的东西-那就是亮丽的盈余数字，不论实际的状况如何。而许多 CEO 也极力反对将选择权成本列为费用，因为他们相当清楚，如果这些高额选择权成本如实反应在公司帐上的话，他们渴望已久的大笔选择权将会马上被取消。

在安达信立场转变后不久，独立的会计准则委员会 (FASB) 以 7 比 0 的票数通过将选择权成本列为费用，而如预期的，大型会计师事务所以及大群的 CEO 蜂拥赶赴首府华盛顿向参议院施压企图废掉 FASB，到底是哪一个单位最适合来处理会计问题啊！抗议者的声音透过大笔的政治献金大量传送出去，讽刺的是他们用的是原来属于被欺瞒股东所拥有的公司资金，这实在不是文明社会应该有的现象。

可耻的是，参议院竟以 88 对 9 票通过反对选择权列为费用，几位资深的参议员甚至扬言废掉 FASB，如果它依然坚持原来的立场 (真是好有独立性啊!)，当时的证监会主席 Arthur Levitt，他一向也是股东权益的捍卫先锋，后来表示

当时迫于压力向国会及企业低头，是他在担任证监会主席任内最感到遗憾的一件事，（有关这件遗憾的往事，相关的细节可参考 Levitt 所写的好书-挑战华尔街）。

在参议院成为其囊中物，而证监会又不敌火力的情况下，美国企业了解到他们在会计方面已经是天下无敌，就这样"随只我高兴，有什么不可以"盈余报告的新时代于焉到来，更理想的是，还有知名的大会计师在后面推波助澜。

面临来自参议院的威胁，FASB 也从原来的立场退缩，转而采取"自我要求"的荣誉制度做法，声明费用化为优先但也容许公司依个别喜好忽略此成本不计，这是多么令人感到伤痛的结果，在 S&P 500 大公司当中，共有 498 家选择采取比较不理想的方法，好让他们的帐列盈余好看一点，想钱想疯了的 CEO 们当然很高兴最后的结果，FASB 赢得了面子，而他们却赢得了里子。

在我们 1992 年的年报当中，我们提到了许多 CEO 不当的自肥行为，我将之称为"企业菁英冒着失去他们在社会重大议题公信力的风险-这是他们本来拥有相当发言份量的领域-当他们在大力鼓吹让自己夺取不合理利益的做法"。

这种公信力沦丧的现象已经发生，目前 CEO 们最大的任务是如何重拾美国大众对他们的信任，而站在国家利益的立场，他们绝对有必要这样做，但如果我们看到的是一再自以为是的言论、无意义的政策说明、董事会与委员会形式上的

搬风改组，那么一切的努力终将徒劳无功，相反的，我认为CEO们应该将领导力落实到内心中，将股东们视为真正的伙伴而不是其禁脔，现在是CEO们起而行的时候了。

给投资人三个衷心的建议，第一，特别注意会计帐务有问题的公司，如果一家公司迟迟不肯将选择权成本列为费用，或者其退休金精算的假设过于乐观，千万要小心。当管理当局在人前选择比较软的柿子来吃，那么在人后很有可能也是如此，厨房里绝对不可能只有一只蟑螂。

大力鼓吹EBITDA-亦即扣除利息税负及折旧摊销前盈余的观念更是一项危险的举动，这意思好象说折旧根本就不是费用的一种，因为它并不影响到现金的流出，这根本就是一派胡言，确实折旧是一项很不起眼的费用，因为它的现金支出是在取得的资产还未发挥效益之前就预先支付的，然而现在假设你在年初就预先支付公司员工未来十年的薪资报酬(就好象是支付现金购买一项耐用年限达十年的固定资产一般)，那么在接下来的九年之间，所有的薪资报酬都将变成一项没有现金支出的费用，会计上系做为预付费用的减项。在这种状况下，不知道还有没有人敢说后九年所记录的费用只不过是会计上的形式而已呢??

第二，复杂难懂的财务报表附注揭露通常暗示管理当局不值得信赖，如果你根本就看不懂附注揭露或管理当局的说明解释，这通常代表管理当局压根就不想让你搞懂，安隆在

某些交易的过程说明，到现在还让我相当困惑。最后要特别小心那些习惯夸大盈余预测及成长预期的公司，企业很少能够在一帆风顺、毫无意外的环境下经营，所以盈余也很难按照当初预计般稳定成长(那只有券商提供的公开说明书才看得到)。

目前查理跟我不仅不清楚明年我们旗下事业到底能够赚多少钱，我们甚至不知道下一季的数字，所以我们相当怀疑那些常常声称知道未来会如何如何的人，而如果他们真的每次都能达到盈余目标，我们反而更怀疑这其中有什么鬼，那些习惯保证能够达到数字目标的人，总有一天会被迫去假造数字。

### 股东指定慈善捐赠

大约有 97.3% 的有效股权参与伯克希尔 2002 年的股东指定捐赠计划，捐出的款项总计约 1,650 万美元。

累计过去 22 年以来，伯克希尔总计已依照股东意愿捐赠出高达 1.97 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(扣除先前的老板自行本身负责的个人捐赠计划)，总的来说，我们旗下的关系企业在 2002 年总计捐出 2,400 万美元，其中包含 400 万美元等值的物品。

想要参加这项计划的人，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 2003 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 2003 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

今年的股东会预计在 5/3 星期六举行，地点仍将选在市立体育馆，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，（会场外有供应三明治等各类点心），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，记得将你的问题准备好。

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股东会入场及其它活动必须的识别证，至于有关机位、住宿、租车等预订服务，我们很高兴与美国运通（电话 800-799-6634）再次签约为您提供相关安排，每年他们都为大家提供非常好的服务，在此谨代表大家向他们说声谢谢，一如往来我们会安排小巴士往来会场与旅馆之间，同时在会后小巴士还会载大家回旅馆或是到内布拉斯加家具店、波仙珠宝店及机场等地，当然即便如此你可能会觉得如果有一辆车会更方便。

今年伯克希尔各项产品及服务的展示场地将会比以往更大更好，所以请大家准备好大大地血拼，我想大家应该会特别喜欢 TPC 的摊位，在那里你很有可能会碰到 Doris 及

Sheila。

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%)，这个特别优惠在我们有营业据点的全美 49 州中的 41 州都有效，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推相关产品，我相信你一定也需要用自己的飞机把它们带回家，甚至如果你真的买下飞机的部份所有权，我个人也亲自确定你收到一个 Fruit of Loom 生产的大行李箱。

位于道奇街与太平洋街的内布拉斯加家具店 NFM，再度会有伯克希尔周特卖，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 6 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 2002 年的 1,420 万美元。

想要享有折扣记得在 5/1 星期四到 5/5 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，在今年的星期六，我们将有一个股东会特卖会，时间从下午 6 点到下午 10 点，我本人也将出席，顺便吃点热狗配配可乐。

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 5/2 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 5/4 星期天举行，从早上 9 点到下午 5 点，记得请查理在你的收据上签名。

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 6 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，（这是我的老婆跟女儿告诉我的）。

星期天下午，我们照例会在波仙珠宝店外面大厅为股东们举办的一场桥牌大赛，邀请多位世界级桥牌顶尖高手与大家同乐，Bob Hamman、Sharon Osberg、Fred Gitelman 及 Sheri Winestock 都将出席，另外 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，而且头一次落败，（不过他还是赢了其它五个对手），不过事后他已加紧练习，计划重新展开连胜的记录。

此外, Bill Robertie-史上惟二赢得两度世界双陆旗冠军的人, 也会莅临测试各位双陆旗的实力, 最后今年将会有一位新面孔-Peter Morris, 他是 1991 年世界拼字大赛的冠军, Peter 这次将一口气挑战五位对手(当然他无法蒙眼), 并允许其对手查阅字典。

此外在会场我们也将测试各位的歌喉, 我的好朋友-来自费城的 Al Oehrle 将会在现场以钢琴做伴奏, 任何歌任何 Key 都行, 我内人苏珊跟我本人将会为大家开唱, 她的歌声相当不错。

我个人最爱的牛排馆-Gorat's 为了伯克希尔股东年会破例在 5/4 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 4/1 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, 记得老练一点地点丁骨\牛排加上双份的牛肉丸。

很可惜今年将没有棒球赛可以看了, 在我的快速球时速降到 5 英哩之后, 我就决定要高挂钉鞋, 所以星期六晚上大家在 NFM 见。

明年我们的股东会将会移师到奥玛哈新落成的会议中心召开, 这项变更将得以使我们自由选择星期六或星期一举行, 只要大多数的股东同意, 利用会议通知后附的选票, 请选择你个人的偏好, 当然最好是你未来有可能参加再投。

我们将按股东投票的人头数而非股数来决定在星期六或星期一开会，也就是说持有一股 B 股的股东其投票权将与持有大量 A 股的股东一样，如果投票数过于接近，我们将以外县市来的股东意愿为优先考量。

再一次提醒大家，只有在将来有可能出席股东大会时，才建议你参与投票。

(文章资料源自网络)