

巴菲特致股东信

2004 年

投资者应该记住：冲动和费用是他们的敌人。如果他们非要选择进出市场的时机的话，他们应该在别人都贪心的时候感到恐惧，而在别人都恐惧的时候贪心一点。

2004 年我们净值的增长为 83 亿美元，这使得我们的每股账面价值增加了 10.5%。在过去 40 年里，我们的每股账面价值从 19 美元增长到了 55824 美元，年复利增长率为 21.9%。

但不管年度比较结果如何，最重要的是伯克希尔和标准普尔 500（S&P500）指数之间的长期比较。我们的股东可以以很低的费用投资于 S&P。如果我们在未来不能取得超过 S&P 的表现，查理（查理·芒格，巴菲特早期的合伙人，伯克希尔副总裁——编者注）和我的工作就毫无意义。

去年，伯克希尔 10.5% 的表现落后于标普指数的 10.9%。我们的表现并不是因为我们旗下公司 CEO 们的经营不力，相反，他们对我们裨益良多。我对他们的要求还是那么简单：就像在今后数百年你们只有这一项家族企业那样去进行经营。而他们正是这么做的，在满足企业的正常资金需求后，把额外的资金送到奥马哈来供我调配。（在伯克希尔，巴菲特依据旗下企业产生或者消耗的额外现金流量来进行奖罚——编者注）

可是去年我在调配资金上实在做得不怎么样。我原希望能够完成几宗数十亿美元级的大收购，从而给我们的收益添砖加瓦。然而我一事无成。此外，我发现有吸引力的证券寥寥无几。因而在年底的时候，伯克希尔手握 430 亿美元的现金（等价物）。在 2005 年，查理和我将努力把这些现金变成更好的资产——尽管我们不保证一定能做到。

2004 年股票市场在一点上尤其特别。如果你仔细查看从 20 世纪 60 年代以来的 35 年 S&P500 的表现，你会发现包括红利在内的年复利增长为 11.2%。但是如果你试图找出历年接近 11.2% 的数值，你会发现在 2004 年之前只有一次。去年的这种“典型”收益实在是非典型性的。

过去 35 年间，美国企业的收益十分可观。因此，投资者们应该很容易就能获得良好的收益：他们要做的只不过是分散地、低成本地投资于整个美国企业界。指数基金就能很好地完成这个工作。但事实上，相当多的投资者收益平平，有些的“收益”甚至是灾难性的。

造成这种情况主要有三个原因：1，高费用，这通常是由于投资者交易过多或是在投资管理上花费过多；2，根据小道消息或者流行风气选股，而不是深思熟虑地、定量地评估企业本身；3，用走走停停的方式，不合时宜地进入市场（在牛市行情已经开始很久后）或撤离市场（一段横盘或是下跌之后）。

	<i>Earnings (in \$ millions)</i>	
	<u>2004</u>	<u>2003</u>
U.K. utilities	\$ 326	\$ 289
Iowa utility	268	269
Pipelines	288	261
HomeServices.....	130	113
Other (net)	172	190
Loss from zinc project	(579)	(46)
Earnings before corporate interest and taxes	605	1,076
Interest, other than to Berkshire	(212)	(225)
Interest on Berkshire junior debt	(170)	(184)
Income tax	(53)	(251)
Net earnings.....	<u>\$ 170</u>	<u>\$ 416</u>
Earnings applicable to Berkshire*	\$ 237	\$ 429
Debt owed to others.....	10,528	10,296
Debt owed to Berkshire	1,478	1,578

*Includes interest earned by Berkshire (net of related income taxes) of \$110 in 2004 and \$118 in 2003.

投资者应该记住：冲动和费用是他们的敌人。如果他们非要选择进出市场的时机的话，他们应该在别人都贪心的时候感到恐惧，而在别人都恐惧的时候贪心一点。

保险业务

我们坚持有利可图的价格，而不去跟那些乐天派竞争对手打价格战，一个不十分关注今年承保是否有利可图的保险机构，明年还会这么干。自从伯克希尔在 1967 年买下国民赔偿（National Indemnity, NICO）以来，财产和意外险就成为了我们的核心业务，为我们的成长提供了源源不断的动力。保险业为我们提供了众多的资金，用这些资金我们可以买下证券和企业——后者现在给我们提供了日益扩大的收益。

我们保险资金的来源是浮存金（float），这是笔我们不拥有但暂时保管的钱。浮存金的主要来源有：1，保险费总是在我们提供服务之前就收到，而服务往往会覆盖超过 1 年以上的期限；2，即使发生损失，赔偿往往需要滞后，有

时候也许需要很多年才能被确认（例如石棉对人体伤害的例子）或是达成赔付协议。从 1967 年至今，我们的浮存金已经从当时的 2000 万美元增加到 2004 年底的 461 亿美元。

浮存金美妙之极——如果代价不算太高的话。它的成本由承保结果决定，这就需要将最终要支付的费用和收到的保费加以比较。当有承保利润时——就像伯克希尔过去 38 年中有大约一半年份做到的那样——浮存金就比免费获得这些资金还棒。在那些年份，事实上是别人付费让我们保管他们的钱。然而对绝大多数保险人，生活要残酷得多：总的来说，财产和意外险业界几乎总是在承保损失下进行的。当损失较大时，浮存金就很昂贵，甚至可能是灾难性的。

保险商们总是经营惨淡的一个原因是：他们出售的产品是商品化的。保单是标准化的，而且有诸多的供应商，其中有些还是不以盈利为目的的互助公司。更要命的是，大多数买保险的人并不在乎是买的谁的保险。消费者们会说“我要吉列刀片”或者“给我来桶可口可乐”，却没有人说“请给我来份国民赔偿的保险”。结果，在保险行业价格竞争极其激烈。

因而你可能会问，为什么伯克希尔的保险业务可以克服这个行业的这种特点，并取得持续的竞争优势呢？我们通过好几种方式解决这个问题。让我们先看看 NICO 的战略。

当我们买这家企业时，表面上看起来它并不具备可以克服那种长期麻烦的特点。它默默无闻，没有信息上的优势（该

公司从来就没有过保险精算师)，不是一个低费用的运营商，还通过总代理进行销售——一种很多人认为过时的方式。然而在 38 年中的绝大多数时间里，它都有明星级的表现。事实上，如果没有收购它，伯克希尔有现在的一半规模都算运气好了。

事实上，我们在 NICO 得到的是一种很多保险商几乎无法复制的经营理念。你能想像有任何上市公司可以接受一种导致销售收入下滑的商业模式吗——就像我们从 1986 年到 1999 年间所经历的那样（见附表）。值得强调的是，这样巨大的下滑并不是因为无法吸引业务。只要降一下价，NICO 就可以迅速得到数十亿美元的业务。但我们坚持有利可图的价格，而不去跟那些乐天派竞争对手打价格战。我们从不抛弃顾客——但他们会抛弃我们。

绝大多数美国企业信奉排斥持续业务下滑的“组织信条”。哪个 CEO 会愿意告诉自己的股东：不光去年，而且在以后年份里，我们销售额都会下降？（值得注意的是，巴菲特在给股东的信里却不止一次地发出过这种警告——编者注）在保险业界，由于那些愚蠢定价保单的后果往往需要一段时间才能显现，结果竞争会更加激烈。如果一个保险商过于乐观，那么，它报告的收益将会是高估的，而真正的损失往往在数年后才浮出水面（这种自我欺骗几乎让 GEICO 在 20 世纪 70 年代末倒闭）。

Portrait of a Disciplined Underwriter
National Indemnity Company

<i>Year</i>	<i>Written Premium (In \$ millions)</i>	<i>No. of Employees at Year-End</i>	<i>Ratio of Operating Expenses to Written Premium</i>	<i>Underwriting Profit (Loss) as a Per- centage of Premiums (Calculated as of year end 2004) *</i>
1980	\$79.6	372	32.3%	8.2%
1981	59.9	353	36.1%	(.8%)
1982	52.5	323	36.7%	(15.3%)
1983	58.2	308	35.6%	(18.7%)
1984	62.2	342	35.5%	(17.0%)
1985	160.7	380	28.0%	1.9%
1986	366.2	403	25.9%	30.7%
1987	232.3	368	29.5%	27.3%
1988	139.9	347	31.7%	24.8%
1989	98.4	320	35.9%	14.8%
1990	87.8	289	37.4%	7.0%
1991	88.3	284	35.7%	13.0%
1992	82.7	277	37.9%	5.2%
1993	86.8	279	36.1%	11.3%
1994	85.9	263	34.6%	4.6%
1995	78.0	258	36.6%	9.2%
1996	74.0	243	36.5%	6.8%
1997	65.3	240	40.4%	6.2%
1998	56.8	231	40.4%	9.4%
1999	54.5	222	41.2%	4.5%
2000	68.1	230	38.4%	2.9%
2001	161.3	254	28.8%	(11.6%)
2002	343.5	313	24.0%	16.8%
2003	594.5	337	22.2%	18.1%
2004	605.6	340	22.5%	5.1%

*It takes a long time to learn the true profitability of any given year. First, many claims are received after the end of the year, and we must estimate how many of these there will be and what they will cost. (In insurance jargon, these claims are termed IBNR – incurred but not reported.) Second, claims often take years, or even decades, to settle, which means there can be many surprises along the way.

最后，工作中往往会有一种恐惧因素：缩水的业务往往意味着裁员。为了避免这种情况，员工们会自动为低定价开脱，说服自己必须忍受这样定价来保持组织完整及取悦销售系统。如果别人指责他们，他们还会继续争辩说，行业复苏即将来临，如果不这么做就不能更好地利用复苏这个好时机。

为了解决这种问题，我们承诺不管情况有多么严峻，NICO 的任何雇员决不会因业务量下滑而被解雇。而且，NICO 不是劳动密集型的，如表 1 所示，它可以承受过多的员工。

但它却不能承受过低的价格和破坏自己的承保纪律：一个不十分关注今年承保是否有利可图的保险机构，明年还会这么干。

另一个商品化行业的取胜之道是低成本运营。在大汽车保险商中，政府雇员保险公司（GEICO）在低成本方面享有盛誉。对 NICO 而言，那种潮起潮落式的模式有它自身的道理。对于以低成本取胜的企业，需要靠不断地降低成本来保持自己的优势。这正是我们从 GEICO 那里学到的。

投资

从后视镜里看这些（互联网泡沫时期的大起大落）当然很清楚明白，然而，真正对投资者有用的却是如何从雾蒙蒙的挡风玻璃里向前看

有人也许会看着我们的持仓表，认为是我们根据图表、经纪商或是近期盈利状况估计而做出的股票交易。查理和我却不这么认为，相反，我们认为这是对相应公司的部分所有权。这中间的差别十分重要。事实上，从我 19 岁开始，这种看法就一直是我的投资行为的基础。当时我读完了本·格雷厄姆的《精明投资人》（The Intelligent Investor），这种理念就深深植入我的心底（之前我也在股市上摸爬滚打过，但从来不知道如何投资）。

从我们最早买进这些股票后，随着市盈率的增加，对这些公司的估值增长超过了它们收益的增长。有时这种分歧相

当之大，在互联网泡沫时期，市值的增长远远超过了业务的增长。而在泡沫破裂后，情况则恰恰相反。

很明显，如果我们抓住了这种起伏，伯克希尔的收益要好得多。从后视镜里看这些当然很清楚明白，然而，真正对投资者有用的却是如何从雾蒙蒙的挡风玻璃里向前看。我们庞大的规模更为类似的顺势投资增加了难度。

然而，我对此也负有一定责任，在泡沫期间我对令人头晕目眩的价格啧啧称奇，却没有付诸行动。尽管我当时声称我们有些股票的价格超过了价值，却低估了过度估值的程度——在该行动的时候我却只是夸夸其谈。

卢·辛普森

近些年来，卢·辛普森（Lou Simpson）的名字越来越多地见诸于巴菲特给股东的信中，对于卢，巴菲特从来不吝溢美之词。已然 75 岁的巴菲特想传达的信息显而易见：股东不必为伯克希尔的未来担心。猜猜目前在伯克希尔有几个人在进行投资业务？只有两个：巴菲特本人和卢·辛普森

——编者

媒体总是报道说“巴菲特买进”这个或者那个股票。而类似的说法总是根据伯克希尔在证券交易委员会的备案得出，因此，这些结论都错了。正如我前提到的，正确的说法是“伯克希尔买进”。

尽管如此，通常并不是我作出这些买进决定的。卢·辛普

森管理着 GEICO 大约 25 亿美元的投资组合，伯克希尔披露的往往都是他的操作。通常，他的购买额往往在 2~3 亿美元之间，而且他投资的公司比我投资的公司规模要小。看看他的业绩，你会明白卢迟早会进入投资名人堂。

也许你会吃惊于这样一个事实，卢并不需要向我汇报自己的投资操作。查理和我在分配任务的时候，我们会交出真正的指挥棒。因此，通常我会在每个月初才知道他上个月干了些什么（在伯克希尔，经理们要向巴菲特提交月度报告——编者注）。我必须说，有时候我暗地里对卢的决定有所不满。但通常他都是对的。

外 汇

伯克希尔 2004 年底持有 12 种外汇的交易合同，总额 214 亿美元（共获利 18.4 亿美元——编者注）。

这对我们来说是一个很大的转变。在 2002 年 3 月以前，伯克希尔和我本人从来没有干过外汇交易。但情况表明在未来数年，美元将面临持续不断的压力。因此，从 2002 年起我们开始调整自己的投资方式。

在这里，需要重申一下我们的警告：宏观经济是难度极大的游戏，很少有人——包括查理和我——能在这方面有所作为。我们在外汇方面的判断可能有误（事实上，最近众多学者都看空美元，这让查理和我开始感到紧张）。如果事实证明我们错了，我们的错误将会是公开化的。可笑的是，如

果我们不这么干——仍然把赌注压在美元资产上面，那么，不管美元跌得多惨都没有人可以注意到我们（不持有外汇）的错误。

凯恩斯在《就业、利息与货币通论》里写道：“世界范围内的智慧告诉我们，相比以非常规方式成功，用常规的方式失败也许更好。”（或者用更通俗的比喻：旅鼠作为一个群体遭到大家的嘲笑，但从没有任何一只旅鼠因此被指责。）从名誉的角度来说，查理和我在外汇这件事上冒极大的风险。但是，我们在管理伯克希尔的时候就当它是 100% 为我们所有，因而我们必须持有外汇。

公司治理

在这些问题上，CEO 的利益也许跟股东利益有很大不同。而且，董事们有时会缺乏驳回 CEO 的知识或者气概，我们认为那些“最不独立”的董事往往都是那些董事费占自身收入很大一部分的人。

在伯克希尔，董事会成员跟股东们穿同一条裤子

查理和我都喜欢像股东一样考虑（公司治理），像所有者一样行动。有时，这需要股东们采取一些行动（来监督管理层）。而在这方面，大机构投资者应该有所作为。

然而机构们远没有做到这点。通常，它们总是关注一些细枝末节，而忽略了三个最重要的问题：1，公司现有 CEO 是正确的选择吗？2，该 CEO 在薪酬方面是否有过分的要求？

3, 计划中的收购是否真的有助于提高公司股票的每股价值?

在这些问题上, CEO 的利益也许跟股东利益有很大不同。而且, 董事们有时会缺乏驳回 CEO 的知识或者气概。因而, 大股东们对这三个问题的关注至关重要, 并且应该在必要的时候站出来。

而关于董事的独立性问题, 我认为耶稣对此有着极其出色的理解。《马太福音》6: 21, “因为你的财宝在哪里, 你的心就在哪里”。根据这种标准, 伯克希尔的董事会是一个很好的楷模: a, 任何一个董事的家族都至少拥有 400 万美元的伯克希尔股票; b, 这些股票都不是通过期权或者认股权证从伯克希尔得到的; c, 董事费在任何一个董事的收入中都只占很少的一部分; d, 我们从不给董事买免责险。

在伯克希尔, 董事会成员跟股东们穿同一条裤子。

查理和我见到过无数符合圣经“财宝”描述的例子。基于我们丰富的董事会经验, 我们认为那些“最不独立”的董事往往都是那些董事费占自身收入很大一部分的人(因而他们很迫切地希望再次入选董事会, 从而继续保住这种收入)。然而这些人往往都会被列入“独立董事”之列。

很多这类董事都是很体面的人, 工作成绩一流。然而并不是人人都能抵挡生活水准降低的压力。因此, 有些人会再三地在这种诱惑前面低头。

我来讲一个真实案例吧。最近，有一个公司面临一个收购要约（并非伯克希尔提出），管理层对之很满意，公司的投资银行推动收购价格超过了该股票在近些年里的最高价格。而且，一部分董事对此很满意，希望将要约披露给股东们。

然而另一些股东——每人每年从公司领取 10 万美元的董事费——扼杀了这个提案，这意味着股东们永远不知道这个收购要约。非管理层股东除了从公司领取的股份外持有很少的股票。他们近些年几乎没有从公开市场买入过任何股票——尽管交易价格远低于此次收购的价格。换句话说，尽管他们可以以远低于 X 美元的价格买到公司股票，他们却不愿意让股东们知道这个高达 X 美元的出价。

我不知道哪些董事反对让股东们知道这次出价。但我知道 10 万美元占某些“独立”董事收入的很大一部分，很显然这符合《马太福音》关于“财宝”的说法。如果公司被收购，他们的董事费可能就到头了。

股东们和我本人也许永远都不可能知道什么导致了这次拒绝收购。但我们却知道一件事情：就在驳回这次要约的同一次会议上，董事会投票通过了董事费大幅提高的决议。

（文章资料源自网络）