

巴菲特致股东信

2006 年

伯克希尔集团在 2006 年的净值，增加了 169 亿美元。因此，A 股与 B 股的每股净值，都较去年成长了 18.4%。过去 42 年（亦即现任管理阶层接手以来），每股净值由 \$19 成长至 \$70,281，平均年复合成长率为 21.4%。

我们相信，这 169 亿美元的净值单年成长金额，除少数企业因合并后净值爆增的例外（例如美国在线 AOL 购并时代华纳 Time Warner），已经缔造美国企业史上的新纪录。当然，埃克森·美孚石油公司（Exxon Mobil）及其它的企业获利金额，还是有超过伯克希尔者，但其获利多透过股利发放、及 / 或股票回购等方式，交还股东，而不是用来累积在净值的资本上。

话虽如此，我们 2006 年所写下的成绩，应该要坦承一个事实：我们最重要的事业－保险业的亮丽表现，主要是相当的幸运使然：由于上天有好生之德，使得一切平安。在历经 2004、2005 年飓风的重创（巨灾保险的高额理赔金，使我们损失惨重）后，终于让我们松了一口气。去年，我们的巨灾保险事业已由亏转盈，并且大有斩获。

除此之外，伯克希尔旗下的 73 个事业体，在 2006 年也绝大多数都有突出的表现。让我们将焦点先放在伯克希尔旗

下最大的事业体——盖可车险（GEICO）上，其管理阶层的成就，可说是非同小可。

如过去所提，45年前以18岁又二个月的年纪进入公司，现任盖可执行长的东尼·奈斯利（Tony Nicely），自1992年走马上任以来，公司的成长突飞猛进。而近年来，奈斯利更在生产力的提升上精益求精，由2003年底至2006年底，盖可的保单数从570万、成长至810万，成长了42%。但此同时，公司的全职员工却减少了3.5%。因此，生产力不但提升了47%，而盖可也没有规模膨胀的问题。

盖可创造出的惊人成长，即便在广告支出激增的情况下，仍可在实行低成本策略的业者中，保持绝对领先的地位。盖可的广告支出，自2003年的2.38亿美元，到去年的6.31亿美元（在伯克希尔1995年收购时只有3100万）。目前，盖可的广告支出较任何竞争对手，即使规模远大于盖可者，都要高出许多，而我们也会持续将竞争的门槛拉高。

各位还记得去年我说过，如果你有儿子或孙子出生，一定要帮他取名“东尼”。但伯克希尔的董事－唐·考夫（Don Keough）最近有更好的想法：在审阅盖可2006年的表现后，他写信给我说：“甬提出生了，告诉股东们赶快把小孩的名字，都改成东尼、或安东尼（Antoinette）吧！”而他在信后面已经署名为“东尼”了。

我的搭档、也是伯克希尔的副董事长－查理·芒格

(Charlie Munger)，和我现在共同经营的伯克希尔，已经是一个庞大的事业体，其中拥有 217,000 位员工，年营收直逼 1,000 亿美元。当然这并非我们原先的规划，芒格一开始是以律师身份起家，而我则将自己视同证券分析师。从这些角色的观点来看，对于任何形态的大形组织，在运作的健全性方面，我们都愈来愈抱着怀疑的态度。过大的组织规模，可能会造成决策牛步化、抗拒改变、甚至自以为是。丘吉尔 (Churchill) 曾说过：“人们塑造组织，而组织成形后就换组织塑造我们了。”明显的事实如下：1965 年时市值排名前十大的非石油公司 - 如通用汽车 (General Motors)、西尔斯 (Sears)、杜邦 (DuPont)、与柯达 (Eastman Kodak) 等，在 2006 年的名单中就只剩一家了。

但持平而言，还是有许多大企业的经理人表现非凡，像我马上就能想到一些让人推崇倍至的执行长，如美国运通的柴诺 (Ken Chenault)、奇异的伊梅特 (Jeff Immelt)、及富国银行的柯塞维奇 (Dick Kovacevich) 等。不过我认为自己的定位，与他们管理方面的工作有所不同。而且我也不认为自己能欣然接受这些随着地位而来，像是应接不暇的会议、演说、出差、慈善巡回、与政府公关等义务。我很认同美国前总统里根 (Ronald Reagan) 曾说的话：“繁重的工作也许压不死人，但何苦冒这个险呢？”

因此，我决定让人生过得轻松点，完全放手让集团中的

优秀经理人来表现，而我的任务，只有激励、塑造及加强企业文化、及资本分配决策方面。而伯克希尔的所有经理人，也以认真的态度、及实际的工作成果，来回报我对他们的信任。

对于过去 42 年来的绩效，尤其是 2006 年的优异成果，芒格和我感谢他们的努力。

评量标准

芒格与我用来衡量伯克希尔的表现与评估其内在价值的方法有很多种，其中并没有任何一个绝对标准能用以评估伯克希尔，而且很多重要事实也是无法用大量统计数据表示出来的。举例来说，对伯克希尔而言，拥有很多未来大有可为的年轻经理人是很重要的优势，但我可没办法单纯用数字来证明这点。

然而，在这里还是可以举出二种非常重要的衡量基准，其中之一便是每单位股份所持有的投资金额（包括现金与约当现金），在计算时，我们排除了财务部门所持有的部位，因为其大量的融资负债，会抵消大部分的投资价值。以下是自从现任管理阶层接手伯克希尔到现今的数据纪录：

<u>Year</u>	<u>Per-Share Investments*</u>
1965	\$ 4
1975	159
1985	2,407
1995	21,817
2006	<u>\$80,636</u>
Compound Growth Rate 1965-2006	27.5%
Compound Growth Rate 1995-2006	12.6%

*Net of minority interests

*少数股权净利

伯克希尔早期的作法，是将大部分的保留盈余及保险浮存金 (insurance float)，投资有价证券，由于如此专注投资，再加上购入的证券都有不错的表现，故长期的投资成长率十分快速。

然而近年来的作法开始有所改变：我们逐渐将重心转移从证券投资，转为企业经营权的收购。此一结果反映在第二个衡量基准——利用资金以达成收购，使得伯克希尔的投资成长减缓，但却让我们在非保险事业税前盈余加速成长。以下为非保险事业的税前盈余：

<u>Year</u>	<u>Pre-Tax Earnings Per Share*</u>
1965	\$ 4
1975	4
1985	52
1995	175
2006	<u>\$3,625</u>
Compound Growth Rate 1965-2006	17.9%
Compound Growth Rate 1995-2006	31.7%

*Excluding purchase-accounting adjustments and net of minority interests

* 税前及少数股权净利

去年伯克希尔在非保险事业的税前盈余数字上拥有达38%的成长数字，但欲维持此一水平的前提就是，只有在一些重大、及有价值的收购案不虞匮乏下才有可能，而这并非易事。所幸伯克希尔仍保有相当的优势，因为对许多企业的股东及经理人来说，伯克希尔已愈来愈有“最佳买主”的架势。而且起初“最佳买主”的评价是以美国的企业界(大部分属非私人企业)为主，但在伯克希尔长期规划，努力开拓海外，

终于在去年开花结果。

收购

伯克希尔在 2006 年初，将 2005 年底仍在处理的三项收购，予以结案。总金额达 60 亿美元，且进展都相当顺利，此三家企业分别为太平洋电力公司（PacifiCorp）、企业通讯（Business Wire）、与应用承保公司（Applied Underwriter）。

不过，去年的收购重点，是在 7 月 5 日取得以色列公司艾斯卡（ISCAR）的多数股权，并与该公司董事长艾登·威萨姆（Eitan Wertheimer），及执行长雅各布·哈帕斯

（Jacob Harpaz）建立新的关系。故事是从 2005 年 10 月 25 日那天，对我而言相当陌生的威萨姆，寄来一封 1 又 1/4 页的信说起。信开头写道：“这封信的目的，是向你介绍艾斯卡这间公司，”后面便开始描述此一于 61 个国家经营的切割工具事业。接着写道：“在大型家族事业，通常都有的世代传承及经营权方面问题方面，我们花了不少时间，慎重地思考了艾斯卡的未来。而结论是，伯克希尔集团将是理想的归宿，我们也相信，艾斯卡会在成为集团一员后，继续繁荣兴盛。”

总体来看，威萨姆的信成功地突显该事业的质量、及管理阶层的特质，同时也让我有了更深入了解的念头。11 月的时候，威萨姆、哈帕斯、与艾斯卡的最高财务长丹尼·高曼（Danny Goldman）来到奥马哈。几小时的会面时间，使我坚

信此一收购案若能成功，这个值得信任、能力超凡的管理阶层，将能顺利地融入伯克希尔团队。因为他们将能秉持收购前活力十足、及全心全意的态度，继续经营该事业。然而，由于伯克希尔从未收购总部设于美国以外的企业（尽管我购买过许多外国企业的股票），故需要研究相关税制、与司法管辖权等事务。了解过后，伯克希尔以 40 亿美元，购买艾斯卡 80%的股权，而其余 20%仍由威萨姆家族继续持有，并成为我们宝贵的合作伙伴。

艾斯卡生产小型、消耗性的切割工具，其用途主要是作为高价大型机器设备的零组件。这个事业没有任何神奇之处，只有靠管理者赋予其价值。而威萨姆、哈帕斯、与团队成员，真的都像管理魔术师一样，不断研发出新型工具，使顾客的机器更具生产力。所以结论是：艾斯卡的获利之道，是帮助顾客赚更多的钱。应该没有比这更能创造持续成功的秘诀了吧！

芒格、我，与伯克希尔其它 5 位同事，在 9 月时前往以色列参观艾斯卡公司。我们之中的所有人都对其营运方面的表现，赞叹不已。艾斯卡，就像全以色列一样，到处充满了具备聪明才智、与充沛活力的人才。对伯克希尔的股东们来说，能有威萨姆、哈帕斯、高曼、及其人才辈出的团队一同加入，实在是三生有幸。

数月后，我在华斯堡（Fort Worth）的朋友－罗契

(John Roach)，拜他的牵线所赐，伯克希尔又再度成为“最佳买主”。大家应该还记得，罗契是伯克希尔集团 2000 年所收购贾斯丁工业 (Justin Industries) 的董事长。当时罗契正辅佐临终的约翰·贾斯丁 (John Justin) 寻找永久的归宿。就在伯克希尔收购后，贾斯丁旋即去世，但贾斯丁工业仍运作自如，这是我们对贾斯丁的承诺。

罗契在 11 月时，带着安德鲁二世 (Paul Andrews Jr.) 来拜访我。安德鲁二世拥有一家华斯堡当地电子零件经销商 - TTI 八成的股权。历经 35 年的努力，安德鲁使 TTI 的年营收由 11.2 万美元，成长至 13 亿美元，是一位不可多得的创业家与经营者。

今年 64 岁的安德鲁，非常热衷于经营这份事业。但就在不久前，他亲眼见识到私有企业创办人的过世，对公司员工、及其家人所造成的冲击。尤其是此一突如其来的变化，常常会进而演变成最终的毁灭。因此在一年前，安德鲁就开始构思出售 TTI，目标是将公司亲自交到细心挑选的买主手中，而不愿一手创立的企业，任由信托人员或律师，在他过世后予以拍卖。

对于某些“策略性”买主的想法，安德鲁的反应是嗤之以鼻。因为这类企业的所有人，通常为追求所谓的“综效 (synergies)”，倾向将他精心建立的事业予以肢解，使得数以百计的员工失去依靠（此一过程也可能让 TTI 的事业受

到重创)。他也排除掉私募股权机构的买主，因为公司未来势必将因此背负过多债务，而只要一有机会就可能再度被卖出。

最后，只有伯克希尔符合他的心意。安德鲁与我在 11 月 15 日早晨会面，并在午餐前达成协议。不久后他写信给我：“双方会晤之后，我坚信伯克希尔就是 TTI 的最佳拥有者...我们对我们的过去感到自豪，而对未来则感到兴奋不已。”。芒格与我也深有同感。

伯克希尔在 2006 年也进行了一些“附属性 (tuck-in)”收购，像是织果公司 (Fruit of the Loom)、迈铁 (MiTek)、西堤毕 (CTB)、萧氏地毯 (Shaw)、与克雷顿 (Clayton) 等关系企业，都有收购的行动。其中以织果公司所进行的规模最大。首先，以 12 亿美元 (负债也包含其中) 收购运动服、及制服的生产商 - 罗素公司 (Russell Corp.)；接着在十二月，同意浮华世界公司 (VF Corp.) 内衣制造部门的收购案。总计这些收购，为织果增加了 22 亿美金的营收，也带进 23,000 名员工。

这些被收购企业的管理者，若都像织果的约翰·荷兰 (John Holland)，可以在伯克希尔集团中发光发热，芒格与我十分乐见其成。以迈铁为例，自 2001 年被我们买下后，已进行 14 次的收购，在图姆斯 (Gene Toombs) 的领导下，藉由这些行动展现成果，远远超过我们先前的预期。事实上，

我们也藉由这些附属性收购，使集团内的人才充份发挥，以达事半功倍的效果，是值得我们继续努力的方向。

然而，为运用伯克希尔越来越多流入的现金，我们持续需要“大象级”的企业，作为收购的目标。因此，芒格与我必须放弃追求小老鼠，将心力投注于更大的收购案上面。

我们所效法的精神，将在以下的故事中展露无遗：一个老男人推着购物车，与同在大卖场购物的年轻小伙子相撞。年长者满怀歉意地说明，因老伴走丢，一心一意都在找她，所以一时不慎。好巧不巧地，这位初识者竟然也表示与妻子走散，建议两人一起寻找，可能将更有效率。老男人点点头，询问这个新伙伴的太太长相如何。小伙子回答：“她是个金发美女！而且身材好到能让主教冲破教堂彩绘玻璃，而且她今天穿的是件白色紧身热裤。那你的太太呢？”这位年长者立刻脱口而出：“别管她了，我们找你的太太就好。”

我们正在寻找的对象，在股东信 25 页有详细说明，如果阁下有符合资格的收购标的，不管什么时候都欢迎打电话给我。然后，就看着我撞碎彩绘玻璃吧！

现在，就让我们来审视一下伯克希尔的四大营运事业群。若将它们的财务数字混为一谈，将阻碍我们的分析。故四大事业群，我们将分别加以探讨，就由对伯克希尔而言无比重要的保险事业开始。

保险事业

下个月是我们进入保险产业的 40 周年。1967 年 3 月 9 日，伯克希尔从林华特 (Jack Ringwalt) 手中以 860 万美金，买下全国保险公司 (National Indemnity)、及其关系企业 - 全国火险及海运险公司 (National Fire & Marine)。

林华特是我的老朋友，他是一位杰出、但脾气有些古怪的生意人。每年，他有大约 10 分钟的时间，会产生想要出售公司的冲动。而这样的情绪，也许是因为与主管机关意见相左、或是法院判决不尽人意，但却稍纵即逝。

在 1960 年代中期，我告诉一位投资银行家朋友海德 (Charlie Heider，是林华特和我的共同朋友)，在下次林华特“上火 (in heat)”时，赶快联络我。之后海德一来电，我便火速安排与林华特会面。我们在几分钟内就成交，因为我刻意跳过审计、“审查评鉴 (due diligence)”、以及其它任何会使他重新考虑的事情。于是我们就握手达成协议，一切大功告成。

而我们在海德的办公室签约以完成收购的当天，林华特迟到了。在他终于踏进办公室，解释说是因为开车在附近绕来绕去，想找定时器还未跑完的免钱车位。此刻对我来说，实在是妙不可言，因为我知道林华特就是我想找的那一种经理人。

伯克希尔买下林华特两家保险公司，共有 1700 万的“浮存金”。在过去每年的年报中，我们持续对浮存金作详尽的解

释，你也可以在我们的网站上查阅。简单来说，浮存金是在我们手中，虽然不具所有权，但却可以用来投资的钱。

截至 2006 年底，我们的浮存金已成长至 509 亿美元，而自从与意克达 (Equitas) 签订巨额的可回溯性再保险合同（我会在下个部份加以说明），浮存金的水平又再提高了 70 亿。此一浮存金的增长，大多是来自于我们对其他保险事业的收购，但伯克希尔原本所经营的保险事业，也有显著的成长，尤其是詹阿杰 (Ajit Jain) 所管理的再保险事业，表现更是突出。在 1967 年时的我，自然无法想象浮存金可以发展至此一规模，但这都归功于每天的一步一脚印，所创造出积少成多的效果。

我们目前持有许多可回溯性再保险合同，其所产生的浮存金，将随着时间而日益减少。所以，除非我们在此方面不断有新收购案的完成，否则浮存金在未来的增加上，或有相当的困难。然而，无论浮存金的规额大小，对伯克希尔来说最重要的，是浮存金的成本，经过一段时间后，可能远低于业界的标准，甚至可能低于零。请注意，是经过“一段时间”之后，因为以周期性来看，总有不好的几年，这一点是可以确定的。

不过，保险事业 2006 年的状况相当不错，可以说实在很理想。我们的管理群，包括盖可的耐斯里 (Tony Nicely)、B-H 再保险的詹阿杰、通用再保险的布兰登 (Joe Brandon)

及蒙确斯(Tad Montross)、全国保险的沃斯特(Don Wurster)、美国债务公司(U.S. Liability)的奈里(Tom Nerney)、医疗保护(Medical Protective)的金纳西(Tim Kenesey)、家乡公司(Homestate Companies and Cypress)的艾尔杰德(Rod Eldred)、应用承保(Applied Underwriters)的佛瑞克(Sid Ferenc)及曼斯(Steve Menzies)、中州保险(Central States)的吉什(John Kizer)、堪萨斯金融担保(Kansas Bankers Surety)的陶勒(Don Towle)等人,表现发光发热。在朗诵他们的名字时,我觉得好像在棒球发源地库伯斯敦(Cooperstown),照著名人堂上的名单一一念出。当然,整个保险业在2006年都有亮丽的演出,但伯克希尔经理人的表现,却普遍优于竞争对手。

以下是保险事业群,在不同领域的承保金额,及其浮存金的数字。请仔细地回味,因为近期内,你将很难再看到如此精采的报告了。

	(in \$ millions)			
	<u>Underwriting Profit (Loss)</u>		<u>Yearend Float</u>	
<u>Insurance Operations</u>	<u>2006</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2005</u>
General Re	\$ 526	\$(334)	\$22,827	\$22,920
B-H Reinsurance	1,658	(1,069)	16,860	16,233
GEICO	1,314	1,221	7,171	6,692
Other Primary	<u>340**</u>	<u>235*</u>	<u>4,029</u>	<u>3,442</u>
Total	<u>\$3,838</u>	<u>\$ 53</u>	<u>\$50,887</u>	<u>\$49,287</u>

* Includes MedPro from June 30, 2005.

** Includes Applied Underwriters from May 19, 2006.

*不包含收购的会计调整

一兼容并蓄的组合,从销售棒棒糖到旅行用家庭拖车,去年的平均有形净资产(average tangible net worth)的报

酬率为 25%，令人欣喜。值得注意的是，此一营运结果仅用了极小的财务杠杆。显而易见的，我们持有的这些企业，实在是表现非凡。不过，我们在收购这些事业时大多支付了高出净资产相当多的溢价（premium），这反映在上面的商誉（goodwill）科目。而此一事实，也让相对于平均持有价值（average carrying value）的盈余报酬率，掉到 10.8%。

以下是这个事业群中几家表现显著的公司：

包柏萧 (Bob Shaw) 是非凡的创业家。身为萧氏地毯公司创办人的他，把公司扩展为全国最大的地毯制造商。去年，包柏萧在他 75 岁时，决定退休。接任者是 31 岁的萧氏地毯老手 - 贝尔 (Vance Bell)，且深受包柏萧的推荐。就像以往一样，包柏萧做了正确决定。虽然房市走疲，使得地毯事业的发展也跟着迟缓，然而萧氏地毯公司依旧是伯克希尔的主力事业，贡献了可观的盈余。

迈铁 (MiTek) 是屋顶桁架连接工具的制造商，伯克希尔在 2001 年收购迈铁，目前该公司也拓展成迷你集团。不过事实上，以目前的发展速度来看，很快地，以“迷你”一词来形容迈铁，将变得不恰当。当初收购迈铁金额为 4.2 亿，我们以 9% 的利率，融资了迈铁 2 亿美金，并且买下价值 1.98 亿美金的股票（以每股 1 万美元的价格购入）。另外，55 名员工以 2200 万的美金购入 2200 股。每名员工和我们付出的价格一样，并且大部份的人是用借钱的方式完成。

这些员工都十分庆幸自己做了这个决定。五年后迈铁的销售额成长 3 倍，并且每股价值也成为 71,699 美元。尽管它收购了 14 家公司，斥资 2.91 亿，迈铁目前还可以还清所有积欠伯克希尔的债务，并且还拥有 3500 万现金。我们在 7 月时欢庆收购 5 周年纪念，我告诉经营团队如果迈铁的股价超越了伯克希尔的 A 型股，那对伯克希尔来说，还真的难为情。各位，如果此事成真，千万别感到惊讶（虽然芒格跟我试着把伯克希尔的股票推向目标）。

不过并不是所有伯克希尔事业的获利都提升了。当产业的基本面崩坏时，有才能的管理阶层，仅能试着减缓其衰退速率。最后，逐渐崩坏的基本面会战胜管理人的智能。（就像一个有智慧的朋友曾经告诉我：“要当一个好的事业家，那就要确定从事的是好事业”）。报业的基本面绝对是每况愈下，如此的情势使得伯克希尔水牛城日报（Buffalo News）的获利下降，而且还会持续下去。

我跟芒格还年轻时，在美国经营报业可以很轻易获得可观的获利。就像某位不太聪明的发行人名言：“我的财富，来自于美国社会的两大支柱：独占、及重用亲信。”。在某家报社垄断的城市中，报纸即使内容差强人意，甚至是管理上的无能，都还是能创造获利。

产业的迟缓可能仅有一个理由可以解释。在 20 世纪大部份的时间中，报纸是美国大众主要的信息来源。不管主题

为体育、财经，或政治，报纸都有至高的地位。另外很重要的，报纸广告提供最简单的征才机会，以及了解镇上超市商品价格的管道。

绝大部分的家庭感知到报纸对日常生活的重要。但是可理解的，大多数的人每天并不需要第二份报纸。广告客户喜欢找发行量最多的报社，并且也希望找到读者会喜欢广告、及新版面的报纸。如此的循环，导出一项报业的丛林生存法则：“抢得先机者，才能生存。”

如此一来，当两家或更多报纸共存于主要大城时（一个世纪以前，这个现象相当普遍），通常抢在前头的报社将会成为最后的赢家。而当竞争期结束时，报社在广告及报纸的定价上能有更大的自由。一般而言，广告客户及读者的成长率每年增加，而获利也源源不绝。对报社业者来说，这曾是获利的天堂（economic heaven）。（有趣的是，虽然报纸定期或通常提出一些让人不以为然的获利报告，比如汽车产业或是钢铁业。但却从未教育大众，报社自己点石成金的状况。唉....）

但我早在 1991 年的股东信，就认为这种不受经济景气影响的状况，正在改变。我写道：“媒体事业.... 最后将发现其营运结果，将比我、整个产业、或是债权人（lender）几年前所预期的好景，逊色不少。”有些报社对我这番评论、或后来陆续出现的警告感到不悦。而且，愿意接手报业资产的

人仍络绎不绝，以为其仍是不会坏的吃角子老虎机器。事实上，许多在报业定期记录、及分析重要国际事件的聪明经理人，对发生在自己身上的事，不是视而不见，就是装作无所谓。

然而，现今所有的报社老板都了解到他们渐渐地在这场“眼球争霸战”中败阵下来。简单来说，如果传输缆线、卫星，以及因特网比报纸早诞生，那么也许根本就不会有报纸了。

利普西 (Stan Lipsey) 把水牛城日报经营得相当有声有色，并且我也对苏立凡 (Margaret Sullivan) 编辑，感到无比骄傲。水牛城日报在报纸市场的渗透率，比起全国其它报纸都来得高。在财务营运方面，即使水牛城的人口及商业趋势并不是很好，水牛城日报也仍旧比其它大都会的报纸来得优异。不过，营运还是面临无情的压力，最后获利率持续探底。

当然，我们在水牛城拥有领导地位的网络新闻事业，并且这将会持续吸引更多浏览者及广告客户。但是，报纸网站的经济潜力，充其量仅是过去报纸垄断荣景的一小部份。因为网站提供了许多免费的信息及娱乐选择，并且只要用鼠标一点，就把浏览者送走了。

但对当地居民来说，发行当地专属的报纸，就像是当地拥有运动球队一样，可以马上吸引目光。一般来说，也就是拥有力量及影响力，可以减少许多的铜臭味。更甚之，对市

政有热情的人或是富人，可以感受到当地的报纸服务乡里。这就是为什么基威特 (Peter Keiwit)，经营奥马哈报纸超过 40 年的原因。

我们常常看到非经济考虑的个人报社买主崛起，就好像许多收购运动特许权的买主一样。但是向往进入新闻界的大亨们可要当心，因为没有原则显示报社的盈余不能低于支出，也没原则显示亏损不会愈演愈烈。经营报社的固定成本很高，并且当发行量减少时，那还真是坏消息呢。在报纸重要性降低的同时，心理上对拥有报社的价值也会减损；反之，拥有运动特许权的价值却还保有一样的地位。

就像先前说的，除非面临不能改善之现金流出困难，否则我们还是会坚持经营新闻媒体事业。芒格和我热爱报纸，我们一天都要读 5 份，再加上我们相信：自由、精力旺盛的新闻媒体，是维持民主的关键要素。希望纸本印刷及网络的结合，可以规避报纸的末日。伯克希尔也会与水牛城一起努力，发展成一套持续经营的商业模式。相信最后的成功将会是我们的，只是报业获利可观的岁月已经逝去。

出售及管理分时持有飞机群之网络喷射公司 (NetJets) 有明显的成长。该公司的成长从来不是问题，其营收自 1998 年自伯克希尔收购以来，已经成长 596%，但在获利方面却十分不稳定。

我们于 1996 年进军欧洲，成本支出可说相当可观。在

欧洲营运 5 年后，总共获得 80 个客户，但在 2006 年年中，累积的税前损失仍达到 2.12 亿美金。不过目前欧洲方面的需求暴增，2005-06 年网络喷射公司就增加了 589 名客户。在布斯 (Mark Booth) 精明的领导之下，网络喷射公司在欧洲终于转亏为盈，我们期待如此的经营态势可以延续。

2006 年美国方面也经营得不错，使得全球的税前盈余达到 1.43 亿。即使在 06 年的第一季出现 0.19 亿的损失，但以整年度来看，还是缔造佳绩。如此由亏转盈的营运成绩，当然和布斯一起努力的圣图利 (Rich Santulli) 也有功劳。就像是其它伯克希尔的经理人，圣图利并不为了钱而工作，但实在令人看不出来。他确实精力旺盛，负责管理营运、交易成交，并来回穿梭世界各地，以持续拓展本来就相当庞大的市场，让网络喷射公司可以超越对手。今日，网络喷射的机群价值，已经远远超越前三大 3 家竞争对手的总和。

网络喷射公司之所以能鹤立鸡群，是因为它提供了极致的安全及服务。在伯克希尔，及许多我们的子公司里，网络喷射公司的飞机是不可或缺的商业工具。而我、我的家人，以及伯克希尔董事会成员，也有和网络喷射公司签下私人用途的合约（我必须要说，我们并未享有折扣）。一旦你接受过网络喷射的服务，再回去坐一般的商用客机，好像又回到过去一样，凡事只有自求多福。

政府管制的公用事业

在伯克希尔拥有 86.6%股权的美中能源控股公司 (MidAmerican Energy Holdings) 旗下，包含许多不同种类的公用事业的营运。其中最大的分别为：(1) 约克夏电力公司 (Yorkshire Electricity) 与北方电力公司 (Northern Electric)，经营涵盖的 370 万电力用户，让其成为英国第三大的电力供应者；(2) 中美能源 (MidAmerican Energy)，主要供给爱荷华州 706,000 电力用户；(3) 太平洋能源 (Pacific Power) 与石山能源公司 (Rocky Mountain Power)，主要供应范围涵盖美西六州 170 万电力用户；(4) 柯恩河 (Kern River) 与北部天然气 (Northern Natural pipelines)，供应全美 8% 的天然气销耗。

我们在中美能源控股的经营伙伴是史考特 (Walter Scott) 与其它两位非常杰出的经理人，苏格尔 (Dave Sokol) 与埃布尔 (Greg Abel)。在合伙的双方，握有多少股权并不重要；只有在理智地思考后，取得意见的一致后，我们才会做出重要的决定。在与他们几位共事六年后我超越原先的认知：他们真是伯克希尔万中选一的好合伙人。

与亮眼成绩稍微不搭调的，就属中美能源旗下的美国家庭服务公司 (HomeServices of America)，也是美国第二大的不动产中介业者。这家公司经营 20 多个地区性品牌、拥有 20,300 位动产经纪业务人员。但尽管其去年进行两个收购案，房屋总成交金额却下降了 9%，达到 580 亿美元，获利

也缩水 50%。

近年来放款质量的低落，是造成住宅不动产交易减缓的因素之一。而“可任意选择”的合约、以及“可笑”的利率，使得借款人可以在贷款的头几年，以远低于正常利率的利息偿还。在几乎没有要求的状况下，自然没有什么贷款人会违约，如一些尖酸刻薄的说法：“不断循环的贷款，因为收不到钱，所以没有损失可言。”但是未交的利息，却会滚入本金，使先前付出不正常利息的房贷户，在后来每月超高的利息负担中，不支倒地。如同史卡雷特·欧赫拉（Scarlett O'Hara）的“明天的事明天再担心”现象，对许多屋主来说，所谓的“明天”已经到来了。所以，此一后续效应，势必在美国家庭服务公司的几个市场中浮现。

话虽如此，但我们还是会继续寻觅其它的不动产中介事业当收购标的，因为相信十年后，美国家庭服务公司必然将远超过目前的规模。

以下是中美在营运上的关键数字：

<i><u>Earnings Statement (in millions)</u></i>			
	<u>2006</u>	<u>2005</u>	<u>2004</u>
Revenues	\$52,660	\$46,896	\$44,142
Operating expenses (including depreciation of \$823 in 2006, \$699 in 2005 and \$676 in 2004).....	49,002	44,190	41,604
Interest expense	<u>132</u>	<u>83</u>	<u>57</u>
Pre-tax earnings	3,526*	2,623*	2,481*
Income taxes and minority interests	<u>1,395</u>	<u>977</u>	<u>941</u>
Net income	<u>\$ 2,131</u>	<u>\$ 1,646</u>	<u>\$ 1,540</u>
*Does not include purchase-accounting adjustments.			

Balance Sheet 12/31/06 (in millions)

<u>Assets</u>		<u>Liabilities and Equity</u>	
Cash and equivalents	\$ 1,543	Notes payable	\$ 1,468
Accounts and notes receivable	3,793	Other current liabilities	6,635
Inventory	5,257	Total current liabilities	8,103
Other current assets	363		
Total current assets	10,956		
Goodwill and other intangibles	13,314	Deferred taxes	540
Fixed assets	8,934	Term debt and other liabilities	3,014
Other assets	1,168	Equity	22,715
	<u>\$34,372</u>		<u>\$34,372</u>

Earnings (in \$ millions)

	<u>2006</u>	<u>2005</u>
U.K. utilities	\$ 338	\$ 308
Iowa utility	348	288
Western utilities (acquired March 21, 2006)	356	N/A
Pipelines	376	309
HomeServices	74	148
Other (net)	226	115
Earnings before corporate interest and taxes	1,718	1,168
Interest, other than to Berkshire	(261)	(200)
Interest on Berkshire junior debt	(134)	(157)
Income tax	(407)	(248)
Net earnings	<u>\$ 916</u>	<u>\$ 563</u>
Earnings applicable to Berkshire*	\$ 885	\$ 523
Debt owed to others	16,946	10,296
Debt owed to Berkshire	1,055	1,289

*Includes interest earned by Berkshire (net of related income taxes) of \$87 in 2006 and \$102 in 2005.

*包括了伯克希尔所得的利息（所有相关所得税后的净额），分别是 2006 年的\$87，和 2005 年的\$102。

财务及金融商品

各位一定很高兴听到这个消息（当然我本人更高兴）：这将是我最最后一次，在股东信中提及通用再保险公司，在衍生性金融商品业务的亏损。伯克希尔从 2002 年初开始，将 23,218 个在外流通合约，逐渐予以处置到去年只剩 197 个，而此部分事业的税前亏损达 4.09 亿美元（但 2006 年只产生 500 万亏损数字）。芒格表示，如果我们在 2001 年的资产负债表中要对这 4.09 亿下批注，那可能会是“直到最后，才知

没有 (Good Until Reached For) ”。总而言之，这句改编过的莎翁台词，会是此衍生性金融商品业务的最佳墓志铭：“只要能结束都好 (All's well that ends) 。”

同时，我们也结束对价值资本公司 (Value Capital) 的投资。因此在此部份的报表中，这两个事业的盈余或损失，都不会再出现在未来的报表中。

克雷车屋在组合屋制造市场的表现颇反常，在去年创下自 1962 年来最低的销售量。的确，此产业去年的销售数字只达到 1999 年三分之一的水平，而撇开克雷车屋的表现不谈，我对这个产业在 2006 年是否有赚到任何钱感到怀疑。

克雷车屋创造 5.13 亿税前盈余，并且支付伯克希尔另外 0.86 亿，作为伯克希尔融资克雷车屋 100 亿美元的分期偿还款项。伯克希尔健全的财务体质，虽然帮了克雷车屋帮助不少，但企业成功幕后的真正推手要归功于凯文克雷顿 (Kevin Clayton)。凯文对此事业不但了解透彻，并且也身兼理性的决策者、与合作愉快的工作伙伴。透过收购所带来的成长，跟一开始被买下时的 6,661 人相较，克雷车屋现今的员工规模已成长至 14,787 人。

而在租赁方面包含两大事业，寇特家具 (CORT) 是由保罗阿诺 (Paul Arnold) 担任负责人；而 XTRA 卡车货柜是由比尔佛兰兹 (Bill Franz) 担任负责人。寇特的营收在去年有显著的成长，而 XTRA 则维持 2005 年的高营收水平。我们会

继续让阿诺跟佛兰兹寻找收购企业的机会，并随时准备新租赁事业的收购。

以下为本事业群盈余状况：

	<i>(in millions)</i>			
	<u>Pre-Tax Earnings</u>		<u>Interest-Bearing Liabilities</u>	
	<u>2006</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2005</u>
Trading – ordinary income	\$ 274	\$ 200	\$ 600	\$1,061
Gen Re Securities (loss)	(5)	(104)	1,204*	2,617*
Life and annuity operation	29	11	2,459	2,461
Value Capital (loss)	6	(33)	N/A	N/A
Leasing operations	182	173	261	370
Manufactured-housing finance (Clayton).....	513	416	10,498	9,299
Other	<u>158</u>	<u>159</u>	N/A	N/A
Income before capital gains	1,157	822		
Trading – capital gains (losses)	<u>938</u>	<u>(234)</u>		
Total	<u>\$ 2,095</u>	<u>\$ 588</u>		

*Includes all liabilities

投资方面

下表为伯克希尔集团在普通股方面的投资。我们将 2006 年底市场价值超过 7 亿美金者列入，但有两家例外。因为这两家市值合计超过 19 亿美金的公司，我们仍在持续买进。当然，我也可以告诉各位是哪两家，但随后我可能就有必要杀人灭口了。

12/31/06				
<u>Shares</u>	<u>Company</u>	<u>Percentage of Company Owned</u>	<u>Cost*</u> (in millions)	<u>Market</u>
151,610,700	American Express Company	12.6	\$ 1,287	\$ 9,198
36,417,400	Anheuser-Busch Cos., Inc.	4.7	1,761	1,792
200,000,000	The Coca-Cola Company	8.6	1,299	9,650
17,938,100	Conoco Phillips	1.1	1,066	1,291
21,334,900	Johnson & Johnson.....	0.7	1,250	1,409
6,708,760	M&T Bank Corporation	6.1	103	820
48,000,000	Moody's Corporation	17.2	499	3,315
2,338,961,000	PetroChina "H" shares (or equivalents)...	1.3	488	3,313
3,486,006	POSCO	4.0	572	1,158
100,000,000	The Procter & Gamble Company	3.2	940	6,427
229,707,000	Tesco	2.9	1,340	1,820
31,033,800	US Bancorp	1.8	969	1,123
17,072,192	USG Corp	19.0	536	936
19,944,300	Wal-Mart Stores, Inc.	0.5	942	921
1,727,765	The Washington Post Company	18.0	11	1,288
218,169,300	Wells Fargo & Company	6.5	3,697	7,758
1,724,200	White Mountains Insurance.....	16.0	369	999
	Others		<u>5,866</u>	<u>8,315</u>
	Total Common Stocks		<u>\$22,995</u>	<u>\$61,533</u>

*This is our actual purchase price and also our tax basis; GAAP "cost" differs in a few cases because of write-ups or write-downs that have been required.

认定的“成本”，有一些不同，因为按照规定，账面价值有时需要加以调高、或予以冲销。

我们对几乎所有的投资标的，于 2006 年营运的绩效表现感到欣慰。如去年所提的，我们预期其整体而言，每年可在盈余上创造 6~8% 的成长，而此一比率，大约每十年左右，就能让企业的盈余再增长一倍。2006 年伯克希尔的四大持股 - 美国运通、可口可乐、宝碱、及富国银行，每股盈余的成长分别是 18%、9%、8%、及 11%，感谢这些企业执行长，所创造的亮眼成绩。

当我们开始建立外汇部位时，美国的利率尚高出其它国家，此一利差有利伯克希尔直接持有外汇。但 2005 年时，利差由正转为负值，于是我们改以其它方式持有外汇部位，

像是买进海外企业股权、或买进有大量海外盈余的美国企业。必须强调的是，汇率因素对于选股，并没有太大的意义，而仅是众多考虑之一而已。

由于美国贸易逆差的问题恶化，美元持续走贬的机率居高不下。我热切地相信公平的贸易往来，对美国及任何国家来说都是好事，而 2006 年，的确有 1.44 兆的金额是属于这类。但在去年，美国同时也存在了 0.76 兆的假贸易

（pseudo-trade），也就是只有进口，却没有相等的货品或服务出口的状况。【大家不妨沉思一下，评论家会如何描述，若我们全部只有 0.76 兆的进口（目前约占国内生产毛额的 6%），然而却没有任何出口的情势。】在大举向外采购，却缺乏相对应的销售收入，美国势必要变卖资产，或向世界其它国家融资。就像是一个相当富有、但奢靡无度的大家族一样，在生产能力不足以支应消费时，我们被迫要舍弃一些目前拥有的东西。

这对美国来说，并没有多大的问题。因为我们仍是非常富裕的国家，而过去的信用也不错。因此，全世界还很乐意接受美国的债券、房地产、股票、以及企业。由于资产雄厚，我们仍有继续挥霍的本钱。

然而，这样的变卖家产，后果是不堪设想的。我在去年所预测，大肆挥霍的后果，其中之一已经成真：美国的“投资收益（investment income）”账户（原本自 1915 年以来，每

年皆为正值），在 2006 年转为负数。目前外国人从美国投资方面所产生的利得，已经超过美国人在海外投资所赚取的金额。目前的状况，如同美国人已经用尽了银行账户内的钱，并且将目光转向信用卡。然而，就像借高利贷一样，在不断地循环计息下，美国目前正面临一个“反向复利

（reverse compounding）”的处境。

我想强调的是，即使知道此一做法极不明智，美国人仍可在未来十到二十年，过得比今天还要好，国民平均的财富也将升高。只是在此同时，美国公民为了支应庞大负债的成本，在每年的生产成果中，有绝大一部份，是要转交给外国人的。每天辛勤的工作，有很多时间只是在为前一代的过度消费，而付出代价，实在是令人不满。因此未来会有一天，美国的劳工及选民，终会对这种“贡献(tribute)”感到厌烦，形成对政治的强烈反弹。市场将如何面对此一效应，我们根本无法评估，但若对于所谓“软着陆(soft landing)”抱着期望，恐怕只是自我安慰的想法而已。

我应该告诉过大家，伯克希尔所有由直接外汇部位上实现的盈余，都是来自于远期合约(forward contract)。这是一种衍生性金融商品，而我们也会运用其它种类的衍生性合约，这可能让大家感到奇怪。我们都清楚通用再保险公司的衍生合约账户，在进行壮士断腕后，所得到的惨痛经验；同时也听我谈论过，衍生性商品运用的惊人成长，将导致金

融市场上的系统性问题。你们也许会纳闷，为什么伯克希尔现在还要跟这个有害物质一起厮混呢？

答案是，衍生性金融商品也像股票及债券一样，常在价格与价值上出现离谱的偏差。因此，许多年来，伯克希尔在衍生性合约的签订，一向是具有选择性的，在数量上不多，但有时金额却很庞大。我现在亲自管理 62 个流通在外的衍生性合约，确保交易对手没有信用风险。截至目前，这些衍生性合约的效益还不错，为伯克希尔赚取了数亿美元的税前盈余（远远超过前面有关远期外汇报表上的获利数字）。虽然时时都有亏损的可能，但是整体来说，还是很有可能继续从价格与价值的偏差中，获得可观的利益。

我过去已经表示，伯克希尔已有三位杰出的候选人，将接替我担任执行长的职务。而且董事会也明确地知道，要是我今晚就过世，该会由谁来接任。三位中无论是谁，都比我年轻很多。伯克希尔的董事们也都相信，继任者的任期要长，是很重要的一点。

坦白来说，伯克希尔在投资方面人选的接班上，就不算是准备充份。不过，这有其历史因素：过去有一段时间，我曾考虑由芒格来继任，但最近我属意辛普森（Lou Simpson）来填补空缺。辛普森是位长期投资的高手，在管理盖可公司的股票投资组合期间，创造了相当出色的长期绩效。但他仅比我小 6 岁，如果我的大限快到了，那么他可以风光表现的

时间，可能也并不太长。所以长期而言，伯克希尔需要另外的解决之道。

在我们十月的董事会上，我们已针对这一问题彻底讨论。董事会形成的共识为一接班人计划，而芒格及辛普森，将协助我共同执行。依照计划，我打算雇用一位更年轻、且有潜力管理大型投资组合的人（性别不拘），视状况的需要，继任成为伯克希尔投资长的职务。但在评选的过程中，实际上会挑出几位候选人。

挑出合适的人选，将是艰巨的使命。当然，从投资绩效斐然的人才中，再找出聪明的人选并不困难。但是长期投资要想成功，即使有精明的头脑、以及短期的优异绩效，还是有很遥远的距离。

长期来说，市场将出现非比寻常、甚至诡异至极的举动。只要犯了大错，过去无论多长期不断的成功纪录，都会被一笔抹煞。所以，伯克希尔需要生来就能辨认、及规避重大风险的人，甚至是有生以来、从未见识过的风险。而现行许多金融机构所普遍采用的规范，运用在投资策略上，都有一些特定、及重大的危机潜伏其中。

情绪的控制也十分重要。独立思考、心智稳定、以及对人性及组织行为的敏锐洞察力，这些都是想在长期投资上成功的要件。我看过很多聪明绝顶的人，但都缺乏这些特质。

最后，我们还有一个特别的问题需要考虑：我们能让受

聘者留任多久。在伯克希尔的资历加到个人简历上，可以让此投资经理人，在市场上更加奇货可居。因此，我们要能确定最后所选择的人，即使在别的地方收入更优渥，也能坚持留在伯克希尔。

我们所需要的人才，必定是存在的，只是可能比较难以辨认而已。1979年，伯瑞（Jack Byrne）和我，认定那个人就是辛普森。于是我们和他达成协议，若能维持过人的绩效，收入就必然可观，辛普森因此在财富上，得到丰硕的成果。然而，辛普森大可以在几年前，因为更优厚的合约条件而离职，去管理更大笔的资金。如果只考虑钱的话，他早就离开伯克希尔了，但辛普森从未有此念头。我们就是需要找到一位或两位更年轻的人，前提就是要具备辛普森的特质。

好消息是：76岁的我，感觉自己状况极佳。而且根据所有衡量指标，我的健康程度都在优良的水平。对于一个常喝樱桃可乐、及吃汉堡的家伙来说，实在是再神奇不过的事。

伯克希尔董事会的部份变动

自今年春季开始，伯克希尔董事会的组成，将在两个方面产生变动，首先是与却斯（Chace）家族有关。却斯家族和伯克希尔、及其前身，有超过一个世纪的渊源。1929年时，在将四家新英格兰地区的纺织厂，整并成伯克希尔精品针织联合公司（Berkshier Fine Spinning Associates）的行动中，第一代的梅肯·却斯（Malcom G. Chace）扮演了吃重的角色。

该公司在 1955 年时，与海瑟威纺织公司

（Hathaway Manufacturing）合并成伯克希尔·海瑟威，而梅肯·却斯二世（Malcom G. Chace Jr.）随即成为董事长。

1965 年初，在梅肯·却斯二世的安排下，巴菲特有限合伙事业（Buffett Partnership Ltd.）买进了伯克希尔的关键性股权，对我们取得经营权表示欢迎。梅肯·却斯二世并继续担任伯克希尔的名誉董事长，于 1969 年才卸任。他是一位德高望重、也乐于助人的好伙伴。

同样的形容词，也适用于他的孙子 - 棋姆（Malcom “Kim” Chace）身上，他在 1992 年由父亲的手中接下董事一职。棋姆于 1996 年自行创业，目前正积极、而且成功地经营一家小区银行，因此在去年建议，可以寻找一位年青人来取代他的位子。由于我们找到了适合人选，因此棋姆将在今年的股东会时卸任。我希望对却斯家族、以及棋姆多年来对伯克希尔的贡献，表达我最由衷的感谢。

在挑选新董事上，我们是沿用多年来的标准：能够符合主动积极、事业心态、兴致昂然、及真正独立等特质者。我所谓“真正”的独立，是指完全不依靠董事的酬劳、来维持其生活水平者，这与目前很多主管机关、及观察家，在独立董事的认定上，有相当的出入。这类以不同形式来支付的款项，通常每年在 15~25 万美元的范围，这样的酬劳，与所谓“独立”董事的其它收入，已经差不多、甚至超过不少。而且（似乎

也见怪不怪），董事酬劳在近年来更持续暴涨，这归功于美国企业界最乐于聘请的薪酬顾问公司－高一点、再高一点、对了（Ratchet, Ratchet and Bingo）。（这个公司名称是虚构的，但它的作法却一点不假。）

芒格和我都相信，前面所提的四个标准，是担任董事善尽职责－也就是依法要忠实地代表所有股东，缺一不可的。但是，这些标准通常都被大家所忽视。取而代之的，那些为董事会寻觅人选的顾问公司、及执行长们，通常的说法只是：“我们想要的是一名女性”、或“西班牙裔”、或“来自海外的人”等。这样的任务，有时就让人感觉像是把挪亚方舟塞满而已。在征询我某人是否适合成为董事的许多问题中，从来没有任何人问过我：“请问他是否站在明智股东的立场来思考？”

然而，我被询问的一些问题，在其它同样需要分析候选者资格的状况，例如足球队、或陪审团、作战指挥中心的遴选等，听来可能就显得有些荒谬。在这些状况中，评审者希望找到的人，是具备在专业分工方面，所需的特定才能及态度。对伯克希尔来说，我们主要的活动在于好好地经营事业，故事业上的判断力，是我们所企求的。

这正是我在雅虎（Yahoo!）财务长－苏珊·戴克（Susan Decker）身上所看到的特质。她将在今年的股东会上，正式加入董事会。我们很幸运，她不但在我们的四个标准上，获得非常高的分数；而且，44岁的她相当年轻，你可

能注意到，这正是你们的董事长目前十分欠缺的。未来我们将继续努力引进新血，但长久坚持的四个标准特质，我们是绝不会轻忽的。

其它二三事

伯克希尔集团因 2006 年的盈余，支付给美国联邦政府的所得税，金额约 44 亿美元。而美国政府上一年度的支出为 2.6 兆美元，即每天的花费约 70 亿美元。换句话说，伯克希尔可以支应所有联邦政府半天以上的所有开支，无论是社会福利、健保、及至于国防相关的成本。只要约有 600 个像伯克希尔这样的纳税者，所有的美国人就无需缴交任何所得税给政府。

应该要加以说明的是，我们去年向美国政府申报的所有文件，页数总共为 9,386。而相关业务办理、州政府、外国政府的税务申报、美国证券监管单位限期完成的许多报表，以及所有与伯克希尔营运相关的各类事项，都是由世界总部的 19 位同仁所一手包办。

这些人员的办公场所，占地 9,708 平方英尺，而查理·芒格所在的洛杉矶美西世界总部，则有 655 平方英尺。我们去年花在总部办公的所有支出，包括员工福利、及两个办公场地费用，总数为\$3,531,978 美元，显见我们在开销方面的步步为营。

企业界许多重要人物，对于美国政府的开销颇有微词，

指责官僚体系在支出上，无法将纳税人的钱，视为自己的钱一样有所节制。不过，有时这些企业高层在公司的财务上，也会因为钱并不由自己口袋拿出来，而展现出不同的行为模式。我在担任所罗门投资银行董事时，所发生的一个小故事，大家就可以看得很清楚。在 1980 年代时，该公司请了一位名为吉米的理发师，每个星期前来为高层人士服务，随行还有一位专门修指甲的人。后来，由于削减成本之故，想要接受服务的人，必须自行负担费用。其中有某位主管（并不是执行长），本来是每周都向吉米报到，但在新规定实施后，立刻决定三个星期再来理一次发。

查理·芒格和我常常可以引领风潮，掌握一些在商业前景上可能发光发热的潮流。例如，虽然美国航空（以其“里程数”）和美国运通（信用卡的红利点数）被视为客户“红利回馈”的先驱，但我们却很早就注意到，这门生意的强大吸引力。此一洞烛先机，鼓励了我们于 1970 年时，收购一家集点券（trading stamp）公司－蓝筹（Blue Chip Stamps）。当时，该公司的年营收为 1.26 亿美元，其集点券在加州各地随处可见。

实际上，就在 1970 年，约当有 600 亿美元的集点券，被收集者累积成册，前往我们的特约商店兑换商品。我们的回馈商品型录的页数厚达 116 页，满满都是令人迫不及待想兑换的项目。当我得知连一些特种行业、及葬仪业者，都会

给顾客兑换券时，我以为我终于找到了稳赚不赔的生意。然而，事实上并不尽然。从我们踏入此一领域后，却是一路走下坡。到了 1980 年，该公司营收滑落至 1,940 万美元。接着到 1990 年，犹如陷入泥淖的营收，更只剩下 150 万美元。由于我不是轻言退缩的人，在管理上我付出了更加倍地努力。

但营收又再衰退了 98%。到了去年，在伯克希尔集团 980 亿美元的总体营收中，来自蓝筹公司的贡献，一共只有 25,920 美元（后面并没省略任何 0）。但我和查理还是怀抱着无比的希望，继续坚持下去。

如我去年的股东信中所提，在我担任十九个公司（不含伯克希尔、或其关系企业）的董事职务上，几乎所有的薪酬委员会，都视我如同伤寒玛丽（Typhoid Mary）般、避之唯恐不及。只有一家公司的薪酬委员会，邀请我担任委员，但在大多数关键性的决定上，我的意见却还是立刻遭到否决。在制定公司执行长薪酬水平上，经验不可谓不丰富的我，却受到如此的排斥，实在令人匪夷所思。毕竟，伯克希尔的薪酬委员会，我是唯一的成员，为集团中近四十个重要的营运事业，决定了所有执行长的薪水和奖励方案。

在此类工作方面，究竟占了我多少时间？几乎是没有。那在我们 42 年来的营运历史中，有多少执行长想要跳槽？却是一个也没有。

当我们采用奖励制度时（而且会十分丰厚），总是要与

该名执行长所负责的营运结果，有直接的关连。我们不希望让他们产生投机的心理，以为可以得到与事业表现无关的报酬。如果一个执行长的打击率只有三成，那他就应该获得相同成绩的收入，即使是他控制范围以外的因素，导致伯克希尔集团的表现不尽人意。而对于打击率只有一成五的执行长来说，就算其它事业的成功，让伯克希尔大展鸿图，他也不应该因此获得任何好处。举例来说：伯克希尔目前持有 610 亿美元的股权，其任何一年的价值，很轻易地就可能上升、或下降 10%。无论此一盈亏对股东的重要性如何，但对那些为我们经营事业的主管而言，究竟有什么样的理由，他们的收入要和这 60 亿美元的变动，有任何的关连？

企业执行长在绩效差强人意，但却仍可领取天文数字薪酬的许多事例，已经广为流传。但大家比较少听说到的真相是，美国的企业执行长普遍也过着十分优越的生活。应该强调的是，他们当中有许多真的是能力非凡，而且大多人一周工作时数也远超过 40 个小时，只是大家看待他们的方式，就像是商业过程中的权利金（royalty）支出而已。

【而伯克希尔目前对待执行长的方式，必定还是会持续下去。虽然查理·芒格比较偏好的是勤俭克劳（sackcloth and ashes），但我宁愿被过度溺爱（spoiled rotten）。伯克希尔集团旗下有家公司，名为放纵大厨（The Pampered Chef），而我们良好的集团文化，则

让我成为了放纵的大家长（The Pampered Chief）。】

一家企业提供给执行长的福利津贴，很快就会被其它公司所复制沿用。在董事会中，“别家小孩都这样”的想法，可能因为过于幼稚，比较不会被视为合理的解释。然而，当业界的顾问人员，在对薪酬委员会提出建议时，实际上却是以此为主要的论点。当然，他们只是用更优雅一些的方式，来加以修辞而已。

透过信息的揭露，或是聘请“独立董事”来担任薪酬委员，对这类在薪酬发放上不合理、且过于慷慨的普遍作法，并无法产生任何实际上的改变。说实在的，我之所以会被许多薪酬委员会拒于门外，最可能的理由，就是因为我被视为是过于独立的董事。薪酬制度的改革只有在几个最大的机构投资者（数目不必多）提出要求，就能使整个系统出现全新的气象。目前这些顾问在面对客户，巧妙运用“同业”水平、来作为比较基准的手法，只会让目前在薪酬发放已过份慷慨的现象，在企业界更为盛行下去。

去年，我已将大部份持有的伯克希尔股权，移转给五个慈善基金会。此一安排，是我生前规划的一部份，最终我会将名下所有持股，全数投入于公益。有关我所做的承诺、及所持的理由，都刊登在我们的网站：

<http://www.bershirehathaway.com>。大家应该注意的是，

此一决定及实行时机，都并非出于税负的考虑。2006年我必

须缴交给联邦、或州政府的所得税，与我去年夏天的首次捐献前，维持完全相同的水平，对 2007 的所得税来说，没有任何不同。

根据我遗嘱中的主张，我在过世时仍持有的伯克希尔股份，将以为期十年的时间加以变卖，以投入公益使用。由于处理上并不算复杂，因此最多再花三年，就能完成所有程序。将这十三年的时间，加上我预期自己还能再活约十二年（当然，我的目标不只如此），就意味着我所有伯克希尔持股的卖出所得，将在未来廿五年间，完全移作社会公益用途。

决定此一时程，是由于我希望这些钱，交给我所知悉有能力、活力、及动机的人，能够在限期内加以运用。由于这些管理上的特质，常随着机构（尤其在缺乏市场的竞争下）的老化而衰减。目前，这五个基金会都是由不可多得的人才来主事，因此在我离开人世时，何不让他们以明快的方式，善加运用我所遗留的财产？

对偏重在基金会永续经营方面的人来说，强调未来一定会有更重大的社会问题，需要慈善组织的密切关注。我同意此一看法，但我认为将来一定会出现更多的超级富豪及家族，其财富规模将超过美国现有的水平，能够在慈善组织的号召下，提供所需捐助的基金。届时，这些资助者，就可根据当时的实际需要，提供机构在运作上所需的动能，将焦点放在那时才发生的重大社会问题，以寻求最佳解决之道。如此一

来，这些机构的理念及有效性，就可在市场上接受验证。有些基金会理应获得源源不绝的挹注，但许多社会目标已然完成者，剩余的基金该如何处置，反而形成更大的问题。即使活着的人在决策上不尽理想，但在资金的分配上，也还是应该比几十年前死者的好意安排，更符合实际的需要。当然，遗嘱随时都能够改写，但若要我的想法出现重大的改变，恐怕是不大可能的。

部份伯克希尔的股东，对这些获得捐助的基金会，可能在变卖持股时，对我们股价所造成的冲击，表达了他们的关切。这其实不足为惧，因为许多股票的年成交量，往往超过其在外流通股数的 100%，但其股价仍可维持在内在价值附近。而伯克希尔的年成交量，只有在外流通股数的 15%，仍可维持在合理的股价水平。获得我手中持股的基金会在卖出时，最多只会增加年成交量的百分之三，伯克希尔的股票周转率，仍然是处在市场的最低水平。

整体而言，伯克希尔集团的事业表现，才是决定其股价的根本原因。在极大多数的状况下，其价位都将在合理的区间之内变动。对于定期将卖出伯克希尔持股的那些基金会而言，价格的合宜是重要的，但对伯克希尔的新进股东来说，不让他们付出过高的成本，也是同样重要的事（请参阅年报 77 页经济原则的第 14 点）。无论是经营方针，以及股东的沟通交流方面，伯克希尔的主管们都竭尽所能，确保股价与

内在价值间，既不会出现大幅折价，也没有大量溢价的空间。

对基金会的持股，绝不会影响伯克希尔董事会，在股利、股票回购、及发行新股方面的决策。我们将遵循与过去完全一致、持续提供着启示的规则：长期而言，什么行动极可能带给股东最佳的成果？

在去年的股东信中，我描述过象征性的既得利益家族——也就是持有所有美国企业股权的所有民众，企图以违反生产原则的方式，支付给“帮手们”愈来愈高的佣金及费用，来增加投资报酬率。悲哀的是，这“一家人”在2006年，仍然持续往自我毁灭的路前进。

这一家人执迷不悟地做傻事，部份是对于可获得的回报，怀抱了不符实际的预期。有时候，这类错觉完全是自导自演出来的。举例来说，透过一些似乎遥不可及的投资假设，私人企业的退休金计划，可以暂时将获利数字美化；而政府的退休金制度，也能将原本应增加的税负，予以延后。精算师与审计人员，也在这些手法上同流合污，因为真正的结果，要几十年后才看得到。（届时，这些误导全世界的企业执行长、及政府首长，早就消失无踪了。）

同时，华尔街也持续以绩效来吸引这一家人，为他们缘木求鱼的愿望来加油添醋。这个不幸的既得利益家族，以为只要支付了持续升高的费用，家族中所有成员，就能获取优于平均投资绩效的想法，深信不疑，。这就像大人版的渥布

冈湖 (Lake Wobegon) 故事一样。(译按：此为根据一本 1985 年小说 “Lake Wobegon Days” 所流传的故事。小说里，住在这个地方的每一个孩子，都有优于平均的表现。)

在 2006 年，前述的承诺、及费用都创下了新高。机构投资人的钱，如洪水般涌入这些以 2 又 20 的方式收费的一群人。对这种收费方式一无所知的人，容我作一番解释：这是种一面倒的系统，因为即使毫无绩效表现（甚至是大幅亏损），每年仍需缴交本金的 2% 给基金业者；此外，只要是基金公司的绩效为正数，就必须付给它们获利的 20%，即使这样的成绩完全只是看大盘的脸色。举例来说，某年绩效为 10% 的基金，就可收到 3.6%（2% 管理费，以及 10% 扣掉 2% 后的 20%）的费用，而投资人将只剩下 6.4%。对于一支 30 亿美元的基金来说，此一 6.4% 的净“绩效”，将为业者带来 1.08 亿美元的收入。对业者来说，这根本就像金矿一样，因为一般的指数基金，就算年报酬率高达 15%，投资人也只付出象征性的费用而已。

这种无论赚赔、坚持都要收费的古怪方式，注定了既得利益家族逐步走向贫穷的命运，若他们从未听说过这些“超级帮手 (hyper-helpers)”，就不会如此凄惨了。但即使如此，此一 2 又 20 的模式还是继续蔓延。这种现象让我们想到一个英文古谚：“当有经验的人，向有钱的人提议一项交易，最后的结果多半是，有钱的人将学到经验，而他的钱则进了有

经验的人口袋

(When someone with experience proposes a deal to someone with money, too often the fellow with money ends up with the experience, and the fellow with experience ends up with the money.) 。”

让我介绍一位华尔街的好人好事代表 - 许洛斯 (Walter Schloss), 这个去年刚过 90 大寿、也是我的老友, 以他的故事来作为此一段落的结语。自 1956 至 2002 年, 许洛斯掌管着一个十分成功的投资合伙事业, 关键在于投资者一定要赚钱, 否则他不收一毛钱。必须强调的是, 我对他的尊崇, 并不是事后诸葛。因为早在五十年前, 有个位在圣路易 (St. Louis) 的家族, 问我是否可介绍一些既诚实、又能干的投资经理人时, 许洛斯就是我唯一的推荐者。

许洛斯并没有上过大学的商学院, 或是相关的专科学校。在 1956 年时, 他的办公室只有一个档案柜, 但 2002 年时, 已增加为四个。许洛斯在工作上, 从来没有请过秘书、职员。

(文章资料源自网络)