

巴菲特致股东信

2016 年度

Berkshire's Performance vs. the S&P 500

Year	Annual Percentage Change		
	in Per-Share Book Value of Berkshire	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P 500 with Dividends Included
1965	23.8	49.5	10.0
1966	20.3	(3.4)	(11.7)
1967	11.0	13.3	30.9
1968	19.0	77.8	11.0
1969	16.2	19.4	(8.4)
1970	12.0	(4.6)	3.9
1971	16.4	80.5	14.6
1972	21.7	8.1	18.9
1973	4.7	(2.5)	(14.8)
1974	5.5	(48.7)	(26.4)
1975	21.9	2.5	37.2
1976	59.3	129.3	23.6
1977	31.9	46.8	(7.4)
1978	24.0	14.5	6.4
1979	35.7	102.5	18.2
1980	19.3	32.8	32.3
1981	31.4	31.8	(5.0)
1982	40.0	38.4	21.4
1983	32.3	69.0	22.4
1984	13.6	(2.7)	6.1
1985	48.2	93.7	31.6
1986	26.1	14.2	18.6
1987	19.5	4.6	5.1
1988	20.1	59.3	16.6
1989	44.4	84.6	31.7
1990	7.4	(23.1)	(3.1)
1991	39.6	35.6	30.5
1992	20.3	29.8	7.6
1993	14.3	38.9	10.1
1994	13.9	25.0	1.3
1995	43.1	57.4	37.6
1996	31.8	6.2	23.0
1997	34.1	34.9	33.4
1998	48.3	52.2	28.6
1999	0.5	(19.9)	21.0
2000	6.5	26.6	(9.1)
2001	(6.2)	6.5	(11.9)
2002	10.0	(3.8)	(22.1)
2003	21.0	15.8	28.7
2004	10.5	4.3	10.9
2005	6.4	0.8	4.9
2006	18.4	24.1	15.8
2007	11.0	28.7	5.5
2008	(9.6)	(31.8)	(37.0)
2009	19.8	2.7	26.5
2010	13.0	21.4	15.1
2011	4.6	(4.7)	2.1
2012	14.4	16.8	16.0
2013	18.2	32.7	32.4
2014	8.3	27.0	13.7
2015	6.4	(12.5)	1.4
2016	10.7	23.4	12.0
Compounded Annual Gain – 1965-2016	19.0%	20.8%	9.7%
Overall Gain – 1964-2016	884,319%	1,972,595%	12,717%

注：有几个年度的数据较为特殊，1965 年度和 1966 年度均截至 9 月 30 日；1967 年度截至 12 月 31 日，长度 15 个月。自 1979 年起，会计规则要求保险公司按照市价计算其持有的股票价值，而此前是要求采用成本与市价两者中较低的一项。在这一表格当中，伯克希尔截至 1978 年度的业绩

根据规则的改变进行了重新计算。所有其他地方，业绩完全是根据最初报告的数据计算。如果伯克希尔这样的企业只是持有标普 500 指数，并承担相应的税务责任，则其业绩在标普 500 指数回报率为正数的年度当中将落后于指数本身，而在指数回报率为负数的年度将领先于指数。长年而言，税务成本将导致总体表现大大落后。

致伯克希尔哈撒韦公司的股东:

伯克希尔哈撒韦(以下简称伯克希尔)的资产净值在2016年度中增长275亿美元, A股和B股每股账面价值增幅均达到10.7%(此信中以下所使用全部股票数据均基于伯克希尔A股, B股数据为A股的1/1500)。自五十二年前现任管理层履新至今, 每股账面价值已经从19美元增长至17.2108万美元, 年复合增速19%。

这段时间的前半期当中, 伯克希尔的资产净值与企业内在价值大致相当。两个数字的高度一致, 是因为当时公司大多数资金都配置在可销售证券当中, 总资产会根据证券实时报价定期重估(这样可以确保证券出售时, 引发的税务成本较低)。用华尔街的话来说, 那时候, 我们的资产负债表很大程度上是“逐日结算”的。

然而, 到了1990年代早期, 我们的运营已转为聚焦于对企业的完全控股, 内在价值与资产负债表因此在实质上脱钩了。脱钩之所以会发生, 是因为适用于我们控股的企业的会计原则(即所谓美国通用会计准则, GAAP), 与适用于可销售证券价值估定的会计原则存在重大差异。尤其是, 针对我们所控股企业的会计方法会在那些“输家”的亏损坐实时, 对账面价值予以减记, 而对“赢家”账面价值的进展则从不进行向上的修订。

由此产生出的两种结果，我们都已有所经历：企业并购方面，做出收购决定之后，往往都会遇到一些意料之外的结果。我也曾做出一些非常糟糕的收购决定，为收购对象的商誉开出过高的价格，之后不得不进行商誉勾销，导致伯克希尔账面价值缩减。我们所收购的企业中当然也有一些赢家——少数赢家的规模非常庞大——但是却并没有增记一分钱。

对于适用会计原则的这种不对称性，我们不做评价。不过，长期而言，这确实会导致伯克希尔的内在价值与账面价值之间的差距变得越来越大。今天，由于那些大赢家带来的数额巨大，且不断增长的收益未能列账，伯克希尔的内在价值已经远远超过其账面价值。在我们的财产和意外保险业务及其他经营领域当中，这种差异已经非常巨大了。

长期看来，企业的股票价格总是会逐渐趋近于内在价值，伯克希尔也不例外。正如前面列出的数据所显示的，公司 52 年间的股票价格增长速度大大超过了账面价值，原因正在于此。

我们希望达成的目标

伯克希尔的副董事长、我的搭档查理-芒格 (Charlie Munger) 和我都希望伯克希尔的标准化每股盈利能力能够逐年增长——当然，实际盈利数字有时会因为美国经济的周期性疲软而下滑。

此外，哪怕在大多数美国企业表现良好的时候，伯克希尔的盈利也不能排除因为保险业务的重大灾难或者其他特定行业的某些变故而被削弱的可能性。

不过，我们的职责，乃是在于着眼于长期，创造出可观的增长，不管短期内道路是平坦或者崎岖。毕竟，盈余保留的任务，是由作为你们资产管理者的伯克希尔董事会来负责的。事实是，2015 年和 2016 年当中，以美元计算的盈余保留额度，伯克希尔都在美国企业中名列榜首，每一年用于再投资的资金都要大大超过第二名。这些再投资当然必须获得相应的回报。

某些年头当中，公司根本盈利能力的进展可能会很小；偶尔，公司的收银机也会转个不停。查理和我其实并没有什么凭空创造盈余的魔法，我们能做的，就是大胆构想，同时做好心理上和财务上的准备，一旦机会出现就果断采取行动。每隔大约十年左右的时间，美国经济的天空就会被乌云遮蔽，

但是随之而来的，就是一场短暂的黄金雨。当这场黄金的豪雨倾泻而下，我们必须拿起澡盆冲出门去，只拿着个汤匙是断不可以的。这就是我们要做的事情。

在前文当中，我已经提到，我们逐渐从一家主要靠投资行为获利的公司转变为靠自己控股的企业价值成长获利的公司。这场转型开始时，我们采取了谨小慎微的方针——进行小规模，对于伯克希尔利润的影响与可销售证券利得相形见绌的收购。尽管如此谨慎，我还是犯下了一个非常惊人的错误，即 1993 年以 4 亿 3400 万美元收购 Dexter Shoe。Dexter 的价值在收购之后很快就“归零”了。让事情看上去变得更糟糕的是，我在收购中使用了换股的方式，将 2 万 5203 股伯克希尔的股票交给了卖家，而截至 2016 年底，这些股票的总价值已经超过了 60 亿美元。

这一失败之后又有三次关键性的交易——两次的结果是成功的，一次是失败的——最终，让我们下定了走上目前这条路的决心。在 1996 年年初，我们收购了 GEICO 此前尚未被我们所控制的一半股份，这笔现金收购使得它从我们投资组合当中的一支成份股变成了一家我们完全拥有的旗下公司。GEICO 所拥有的近乎无限的潜力被迅速发挥出来，很快就成为了一个关键的轴心，围绕着它，我们建立起了自信是目前全球最优秀的财产和意外保险业务。

遗憾的是，在 GEICO 收购交易之后，我又愚蠢地使用了伯克希尔的股票——很多很多的股票——于 1998 年收购了 General Reinsurance。诚然，在早期经历了一些问题之后，General Re 现在已经成为了我们引以为自豪的一家优秀保险公司，可是我当初发行 27 万 2200 股伯克希尔股票用于收购的决定依然是个可怕的错误，这使得我们发行在外的股票一举膨胀了 21.8% 之多。我的错误使得伯克希尔的股东们的损失大大超过了收获（尽管《圣经》赞扬那种多给予，少索取的行为，但是在企业收购上，这样的做法却不会受到保佑的）。

2000 年年初，我终于得到了救赎的机会，买进了 MidAmerican Energy 公司 76% 的股份（后来增至 90%），这家由天才的管理层执掌的企业为我们带来了许多重大的机会，让我们得以进行了很多利润可观，且对社会有用的投资。我汲取了教训，以现金完成了这次 MidAmerican 收购，而这笔交易也正式确定了我们现在的模式——第一，持续发展我们的保险业务，第二，积极收购那些规模巨大，具有多元化意义的非保险企业，第三，主要依靠我们自身产生出的现金来进行交易。（现在，我宁可再接受一次结肠镜检查，也不愿意发行伯克希尔的新股了。）

我们的债券和股票的投资组合尽管已经不再受到重视，但是 1998 年至今也还在持续增长，为我们带来大量的资本利得、利息和股息。这些投资组合英语在我们收购企业时提

供了主要的助力。尽管有些非常规，但是伯克希尔这种双管齐下的资本配置确实让我们获得了实实在在的优势。

以下是我们 1999 年经营模式真正开始转向以来的财务表现数据。在这 18 年时间当中，伯克希尔发行在外的股票数量只增加了 8.3%，而大部分增幅都来自于收购 BNSF 的交易。我非常乐于告知世人，为这笔交易发行新股是非常值得的。

After-Tax Earnings
(in billions of dollars)

<u>Year</u>	<u>Operations (1)</u>	<u>Capital Gains (2)</u>	<u>Year</u>	<u>Operations (1)</u>	<u>Capital Gains (2)</u>
1999	0.67	0.89	2008	9.64	(4.65)
2000	0.94	2.39	2009	7.57	0.49
2001	(0.13)	0.92	2010	11.09	1.87
2002	3.72	0.57	2011	10.78	(0.52)
2003	5.42	2.73	2012	12.60	2.23
2004	5.05	2.26	2013	15.14	4.34
2005	5.00	3.53	2014	16.55	3.32
2006	9.31	1.71	2015	17.36	6.73
2007	9.63	3.58	2016	17.57	6.50

注：运营所得包括了投资获得的利息和股息，但不包括资本利得或者亏损。资本利得数据大部分情况下都只计入了实现的利得或者亏损。不过，在 GAAP 要求的时候，未兑现利得和亏损也被计入了。

我们预计，投资利得还将持续保持可观额度——尽管特定时间的表现完全是随机的——这将为我们收购其他企业提供充足的资金。当下，伯克希尔旗下企业优秀的首席执行官群体还将继续专注于提升各自管理企业的盈利，伯克希尔有时也会通过附加的收购来帮助他们更好地实现成长。因为

我们尽力避免发行新的伯克希尔股票，盈利的任何进展都将会转化为每股利润的增加。

正如我们执掌公司以来的历史所证明的，我们专注于于提升伯克希尔标准化盈余的努力还会从美国经济的活力当中获得帮助。我们国家所取得的成就，如果要用一个词来概括，那就是——“奇迹”。从大约 240 年前建国时开始——这段历史的长度还不到我年纪的三倍——美国人民将人类的创造力、市场系统、富有聪明才智和雄心壮志的移民潮，以及法律原则等融为一体，创造出了我们的先辈们作梦都无法想像的丰饶。

不必是经济学家，你也一样能够充分理解我们的系统运转得多么出色。只要看看自己身边的景象，一切就了然于心。看看那 7500 万套属于房主自己的住宅，那广袤而富饶的田野，那 2 亿 6000 万部汽车，那些生产能力超级强大的工厂，那些优秀的医疗中心，那些人才济济的大学，等等等等——这些都是美国人民以 1776 年的一片贫瘠的土地，若干粗糙的建筑，以及一份微薄的产出为基础所创造出的奇迹。几乎是从零开始，美国现在已经积聚起了总计 90 万亿美元的财富。

不能否认，美国人为了购买自己所拥有的房屋、汽车和其他资产，往往都需要大量举债。可是，即便拥有者违约了，

他或者她的资产也不会凭空消失，或者是没有了使用价值。事实是，这些资产的所有权往往都会转归某家美国贷款机构，然后再转让给另外一位美国买家。我们国家的总财富并不会因此发生变化。正如格特鲁德-斯泰因 (Gertrude Stein) 所说：“金钱并不会消失，只会从这个口袋转到那个口袋。”

美国的富裕能够得以成立，最大的功臣是我们的市场系统，后者就像是一位经济交通警察，指挥着资本、头脑和劳动力的流动。在回报的配置方面，这个系统也是最主要的决定因素。此外，政府通过联邦、州和地方税收政策进行的引导也决定了很大一部分财富的分配。

比如，美国决定，那些处于工作年龄的公民必须为老人和孩子提供帮助。大家常常会觉得这种帮助——有时人们会使用“应有权益”的说法，以强调其神圣——主要都是适用于老人的。可是，不要忘记，每年还有 400 万婴儿诞生在美国的土地上，他们也享有获得公立教育的应有权益。这种社会义务主要是靠地方层面来融资支撑的，需要在每个孩子身上投入大约 15 万美元。每年，美国在这方面需要付出超过 6000 亿美元，相当于国内生产总值的大约 3.5%。

诚然，我们的财富是分为两部分的。你可以看到，身边绝大部分的财富几乎都是属于美国人。当然，外国人也拥有，或者有权拥有我们财富的一小部分。只是，属于他们的部分对我们的国家资产负债表毫无实质性的重要意义——我们

的国民在海外拥有的资产，价值基本上与这部分相当。

我们应该强调的是，早期的美国人民与他们之前辛苦劳作了若干世纪的人相比，既说不上更聪明，也说不上更努力。可是，这些勇敢的先行者打造了一个系统，释放了人的潜力，以此为基础获得了巨大的成功。

这一经济创造产物还将为我们的后人不断积累更大的财富，直至遥远的未来。诚然，这一财富积累过程会不时被短期打断，但是过程本身永远不会真正停止。在此，我要重申过去曾经说过，未来也还会继续去说的那一句：生于今日美国的孩子们是人类史上最幸运的一代。

美国经济所获得的成就为股东们创造了惊人的利润。在二十世纪当中，道琼斯工业平均指数从 66 点一路上涨到 11497 点，在稳健增长的股息的帮助下，总资本利得达到了 17320%。这一趋势还在继续：截至 2016 年年底，指数在新世纪当中进一步上涨 72%，达到了 19763 点。

美国的企业——以及相应的股票——在未来的岁月当中必然还要变得更有价值。创新、生产力提高、进取精神和充足的资本都已经决定了这一切。诚然，总会有人在对美国做出质疑，而且一些质疑者还靠着推销自己的末日预言获得了巨大的好处，但是，如果他们真的按照自己荒唐的观点去行事……希望老天能够保佑他们。

当然，许多企业会在未来掉队。市场活力之下，大浪淘沙原本也是必然的结果。还有，未来我们也还会不时遭遇市场的大规模下滑，甚至恐慌出现，让所有股票都受到冲击。没有人能够准确预言这些变故的具体发生时间——我做不到，查理做不到，经济学家们和媒体也做不到。纽约联储的麦康奈尔 (Meg McConne11) 对于恐慌实质的描述颇为到位：“我们花了大量的时间去寻找系统性风险；可事实上，往往都是它先找上我们的可能性更大。”

在这样的恐怖时期，有两件事你必须时刻记得：首先，普遍的恐惧情绪其实是投资者的朋友，因为这可以让你获得廉价买进的机会。其次，个人的恐惧是你的敌人，而且它其实是毫无根据的。投资者只要避开过高的和不必要的成本，长期坚持投资于一系列谨慎融资的美国大型企业，最终的表现几乎是不会有错的。

具体到伯克希尔，我们巨大的体量决定了公司难以获得耀眼的业绩——伴随资产规模的日益扩张，未来的预期回报会相应降低。

可是即便如此，靠着旗下的优质企业，固若金汤的财务强势，以及拥有者导向型的企业文化，伯克希尔依然可以为大家奉上得体的业绩。如果达不到这样的标准，我们是不会满意的。

股票回购

在投资世界当中，股票回购行为往往都会引发激烈的争论。不过，我却建议各位争论者不妨做一个深呼吸——评估回购是利是弊，其实并不是那么复杂的事情。

对于利用回购作为机会套现的股东而言，这永远是好消息。尽管企业的回购行为对于股价每天行情的影响力通常都是极小的，但对于卖家而言，市场上多一个买家总归是好事。

不过，对于继续持有的股东而言，回购却是只有在购买价格低于内在价值的情况下才是有利的。当企业遵守了这一原则，他们进行回购的同时，依然保留的那些股票内在价值当即得到了提升。不妨打一个简单的比方：如果一家身家 3000 美元的企业有三个股权均等的合伙人，其中一个拿走 900 美元退出，就意味着留下的两人各自立即获得了 50 美元的实际收益。相反，如果退场者拿走的是 1100 美元，则留下的两人当即各自损失 50 美元。这样的逻辑也完全可以套用到企业和其股东之间。因此，回购到底是会有利于还是有害于继续持有的股东，完全要视回购价格而定。

从这个角度说来，当下绝大多数企业的回购行为就未免让人迷惑了，因为他们的声明几乎从来不会说明当价格高于某一水平线时，回购即自动停止。如果企业管理层是在收购另外一家企业，他们绝对不会如此行事。事实上，他们在做

出是否坚持收购的决定时，总是会考虑实时价格因素。

可是，当首席执行官和董事会在购买一小部分自己公司的股票时，他们看上去却常常忽略了价格。如果他们管理的是只有少数所有者的私营企业，当他们在考虑是否买断其中一人的所有权时，他们会像现在这么做吗？答案显然是否定的。

还有一点非常重要，我们必须铭记：哪怕公司的股价确实被低估了，但在两种情况下也是不应该进行回购的。第一种情况是，企业需要以手头所有的资金去保护或者扩张自己的运营，而同时又难以承受债务负担的加重。在这种情况下，企业内部的资金需求必须置于优先地位。当然，不言自明的一个前提是，企业在进行了所需的扩张之后，会拥有一个更好的未来。

第二种情况则较为少见，即，一笔企业并购交易(或者其他投资机会)所能够提供的回报还要超过对低估的自身股票进行回购。很久之前，伯克希尔就曾经有一段时间经常需要在这两者之间进行选择。当然，以我们现在的规模，这种情况已经不大可能出现了。

我的建议是：在正式开始讨论回购之前，企业的首席执行官和董事会就应该并肩而立，共同发声，明确在哪个价位上回购是聪明的，而在哪个价位上是愚蠢的。

至于伯克希尔自己的回购政策，简而言之就是：我已被授权，可以随时在相当于伯克希尔账面价值 120% 或者更低的价位上大量回购股票，因为我们的董事会认定，在这些价位上回购可以让余下的股东们获得当即的和实质性的好处。我们估计，等于账面价值 120% 的股价相对于内在价值而言是存在巨大折扣的，之所以划定了一个区间，是因为内在价值的计算难以做到那么精确。

这一授权当然不意味着当股价跌到相当于账面价值 120% 时，我们就会自动出手“托举”。这种局面出现时，我们的操作必须同时照顾到两个方面，一是在可以创造价值的价位上进行重大回购的欲望，一是避免对市场行情造成过度影响的关联目标。

迄今为止的实践已经证明，我们要回购股票是非常困难的。这或许是因为，我们已经非常清晰地阐明了自己的回购政策，亮出了认定伯克希尔内在价值要大大高于 120% 的帐面价值观点。若真是如此，其实也不坏。查理和我都愿意看到伯克希尔股票的卖价确定在一个以内在价值为轴的，相对狭窄的波动区间，我们既不希望看到这价格高到没有理由的地步——让新股东对自己的买进决定感到失望并不是什么好事——也不希望它过低。更加不必说，以折扣价格赎买“合伙人”的股份，也不是我们特别喜欢的赚钱方法。无论怎样，市场环境的变化完全可能使得回购既有利于退出股东，也有

利于留下股东的情况下出现。如果是这样，我们会做好行动的准备。

关于这方面内容，要说的最后一点是：伴随回购争论的不断升温，一些人几乎要将其定性为“非美国”的行为，贴上挪用本该投入生产的资金的“企业罪行”的标签了。其实，根本不是那样：无论是美国企业还是投资者，现在都有大量的资金需要找到合理的配置之所。至少我自己，近年来并没有看到有哪个前途无量的计划是因为资本的匮乏而夭折的。（如果你们能够举出例子，请给我打电话。）

保险

下面让我们审视一下伯克希尔的各种不同业务，首先从我们最重要的部门保险开始。

从 1967 年，即我们以 860 万美元收购了 National Indemnity 及其姊妹公司 National Fire & Marine 开始，保险业务中的财产和意外保险部门都一直是我们的成长引擎。到了今天，National Indemnity 已经成为以净值计的全球最大的财产和意外保险公司。

财产和意外保险之所以对我们有如此强大的吸引力，原因之一在于其金融特质：财产和意外保险公司提前收取保险费，而后再支付赔偿金。在某些极端情况下，比如暴露于石棉中造成健康损害的赔偿，支付周期甚至可能会长达数十

年。这种当即收费未来赔付的模式使得财产和意外保险公司得以长期持有大量要等待很长的时间才会支付给他人的资金——我们称为“浮存”。在真正支付之前，保险公司可以将浮存用于投资，获得好处。尽管特定的政策和索赔情况可能会不断变化，但是长期而言，保险公司所保有的浮存相对于保费的比例都会保持稳定。这也就意味着，伴随我们的业务不断扩张，我们的浮存也会不断增加。浮存的具体增长情况如下面的数据所示：

<u>Year</u>	<u>Float (in millions)</u>
1970	\$ 39
1980	237
1990	1,632
2000	27,871
2010	65,832
2016	91,577

我们最近获得了一份巨大的保单，使得我们的浮存增加了超过 1000 亿美元。抛开这一次性的推动不谈，GEICO 和我们其他几家特种保险公司的浮存总量也几乎肯定会以不错的速度持续增长。不过，National Indemnity 的再保险部门正在经历大量合同的自然期满，其浮存当然会有所缩减。

或许，我们正处于一段浮存下滑的周期当中。若真是如此，下滑也将是渐进式的，每年减少的额度不会超过 3%。我们保险合同的本质就决定了，我们永远不会受到足以对我们的资金资源造成重大实质性影响的当即或者近期的赔偿金需求的冲击。这种结构是精心设计的，我们的保险公司之所以会具有无以伦比的金融强势，这也是关键性的原因之一。

这种强势永远不会受到威胁。

如果我们的保费收入超过了我们的支出和最终亏损的总和，我们的保险业务就实现了承保利润，而后者又会使得浮存带来的投资收益进一步增加。赚到这笔利润，就意味着我们可以使用不需要成本的资金，甚至在更理想的情况下，只要持有这些资金就能获利。

遗憾的是，所有的保险公司都想要达到这个令人开心的目标，由此便导致了激烈的竞争，竞争之激烈有些时候实际上完全会导致财产和意外保险行业整体滑落到了遭受重大承保亏损的地步。本质上说来，这亏损其实正是行业为了获取浮存所付出的代价。保险行业的竞争局面之下，尽管各家公司都可以享受到浮存带来的收入，但与其他美国企业相比，行业整体有形净资产回报几乎注定要持续低于正常水准。

当前遍及全球的超低利率环境之下，这样的境况更加难以转变。几乎所有财产和意外保险公司的投资组合都高度集中在债券方面——尽管伯克希尔旗下公司并非如此。伴随过去留下的高收益率债券到期，取而代之的新债券，收益率相比之下都要可怜得多，浮存的利润自然也持续下滑。由于这一点和其他一些原因，我们有充分理由相信保险行业下一个十年的业绩将明显不及上一个十年，尤其是那些专注于再保险业务的公司。

话虽如此，对于我们自己的前景，我却非常看好。伯克

希尔无可匹敌的财务强势让我们获得了更强大的灵活性，投资范围比那些普通的财产和意外保险公司宽很多。拥有众多选项这一点，一直是我们的一大优势；有些时候，这更可以为我们带来重大的机会。总之，其他人捉襟见肘的时候，我们的选项却在增加。

还有，我们的财产和意外保险公司都拥有卓越的承保记录。伯克希尔至今已经连续十四年实现承保利润，这段时间内的税前利得总计 280 亿美元。这一成就绝非幸致：我们的保险经理人们每时每刻都专注于严格的风险评估，他们清楚地知道，尽管浮存是有价值的，但是如果承保业绩糟糕，浮存带来的好处很可能会完全不够填补损失。所有的保险公司都会将这一点挂在嘴边，而在伯克希尔，它已经上升到了信仰的高度，权威如同《旧约》。

那么，我们的浮存到底是如何影响内在价值的呢？当计算伯克希尔的账面价值时，我们的全部浮存都会作为负债项目扣除掉，就好像我们明天就必须将其全部赔付出去，而且无法补充新的一样。然而，将浮存视作典型债务却是个巨大的错误。它应该被视为一笔时刻处于循环中的资金。每一天，我们都会将大量的资金用于过去合同的赔付和相关开支——2016 年总计有超过 600 万笔索赔，总规模达到 270 亿美元之巨——这当然会使得浮存减少。可是，同样千真万确的是，我们每天又都会签下新的保单（尽管不久后也会产生相应的

索赔)，让浮存得以增加。

如果我们的浮存能够确保零成本的，永不停息的周转——对此我坚信不疑——这一负债的实际价值就会大大低于会计学层面的所谓负债。欠下 1 美元永远不会离开口袋的债务——新的生意几乎肯定可以提供替代资金——和欠下明天就必须还掉，永远无法再获得的 1 美元其实完全是两回事，然而，这两种债务却被 GAAP 等同看待。

此外，我们收购旗下保险公司所产生的 155 亿美元“商誉”计入了我们的账面价值数字，也可以部分抵消那被夸大了的债务。理论上说，这商誉是代表了我们用来购买旗下保险公司产生浮存的能力所付出的价格。可是实际上，商誉的成本是与其真实价值无关的。比如，如果一家保险公司长期遭受巨额承保亏损，那么他们账面上的商誉资产不管最初成本如何，实质上都是毫无价值可言的。

好在，这样的描述并不适用于伯克希尔。查理和我相信，我们保险商誉的真正经济价值，即我们在收购其他保险公司时会乐于为同等品质的浮存付出的价格，是要大大超过其历史账面价值的。事实上，我们保险业务全部的 155 亿美元商誉早在 2000 年就已经入账了，而那时，浮存只有 280 亿美元。然而现在，我们的浮存已经大大增加到了 640 亿美元，这个进展是我们的账面价值数据根本无法反映的。我们之所以确信伯克希尔的内在价值大大超过账面价值，这些没有计

入账目的资产正是其中一个原因，而且是非常重要的一个。

伯克希尔令人着迷的保险经济形态得以成立，其实只是因为拥有一些非常优秀的经理人，按照严格的纪律运营着大多数情况下难以模仿的业务模式。下面我将为大家介绍一些主要的业务部门。

浮存规模最大的是伯克希尔再保险集团，由阿吉特-贾因(Ajit Jain)负责。阿吉特所承保的风险往往都是其他的人所不愿意接受，或者其他的资本所无法承担的。他的运营将能力、速度、决断力，以及——最重要的一——保险行业中独一无二的头脑融为一体。不过，他从来不会让伯克希尔暴露于我们的资源所不该涉及的风险之下。

事实上，与大多数大型保险公司相比，伯克希尔在风险规避方面要保守得多。比如，哪怕在一个整个保险行业因为某种重大变故而遭受 2500 亿美元损失——相当于历史上曾经真实出现的最高纪录的约三倍——的年头中，伯克希尔整体而言依然有可能实现可观盈利。这是因为我们非保险业务的盈利可以起到很大的缓冲作用。此外，那一幕真的发生时，我们还将拥有充足的资金，也有充分的意愿在保险市场陷入一团混乱时去接下更多的生意。然而同一时刻，许多其他的大保险公司和再保险公司却将深陷严重赤字，乃至坠入破产境地。

阿吉特 1986 年的一个周六来到伯克希尔的办公室时，他对于保险业务根本没有任何经验可言。可是，我们当时的保险经理麦克-戈德伯格 (Mike Goldberg) 却将我们规模很小，处境挣扎的再保险业务交给了他。麦克做出了一个足以让自己封圣的决定——从那时开始，阿吉特为伯克希尔的股东们创造了数十上百亿美元的价值。如果这世上还有另外一个阿吉特，你可以拿我巴菲特去换，千万不要犹豫。这买卖太合算了！

我们的另外一个再保险电厂是 General Re，直至不久前都一直由塔德-蒙特罗斯 (Tad Montross) 执掌。2016 年，塔德在为 General Re 服务 39 年后退休。无论以哪个标准来衡量，塔德都堪称是标杆和楷模，我们对他的感激无以言表。

与阿吉特公事长达 16 年的卡拉-拉伊奎尔 (Kara Raiguel) 接替塔德，成为了 General Re 的现任首席执行官。

从根本上说来，良好的保险业运营需要坚持四大原则，即：第一，理解所有可能导致一份保单酿成亏损的风险敞口；第二，对可能造成损失的风险，以及相应的潜在损失额度进行评估时必须采取保守立场；第三，确立一个整体而言计入了可能的损失成本和运营支出之后依然能够盈利的保费标准；第四，在无法获得合适水平的保费时能够放弃。

许多保险公司都能够做到前三点，但是在最后一点上却

摔了跟头。他们实在难以拒绝自己的竞争对手们也迫切想要获得的生意。“有样学样”的过时想法在任何行业都可能带来麻烦，但是哪个行业因此受到的损害都比不上保险行业。塔德从来就不会以这错误的逻辑为借口来轻率承保，卡拉也是一样。

最后，则是 GEICO，这家 66 年前让我下定了决心（这热情现在还在我胸中熊熊燃烧）的公司。GEICO 目前由托尼-奈斯利 (Tony Nicely) 执掌，他 18 岁就加入了这家公司，至 2016 年，已经整整在这里效力了 55 年。

托尼是 1993 年成为 GEICO 首席执行官的，从那之后，公司的表现一直高歌猛进。托尼将聪明才智、奉献精神 and 稳健可靠三者集于一身，业界再没有比他更优秀的经理人了。（最后一个优点对于持续获得成功是至关重要的。正如查理所说，拥有一位智商 160 的经理人是件大好事，但若他觉得自己智商是 180 的话，那就另当别论了。）和阿吉特一样，托尼也为伯克希尔的股东们创造了数十上百亿美元的价值。

1951 年第一次拜访 GEICO 时，我就被该公司相对于业界其他重量级玩家的巨大成本优势震惊了。显然，GEICO 肯定会获得成功，因为他们配得上。那时，该公司一年的销售额是 800 万美元，而到了 2016 年，他们三个小时的生意就可以达到这个量级。

对于许多家庭而言，汽车保险都是个重要的开销。对于这些家庭而言，储蓄是非常重要的，而只有一份低成本的保单才能帮助他们做到这一点。事实上，能够读到本文的人，至少有 40% 将发现，做 GEICO 的客户可以让自己省钱。因此，先读到这里吧，现在你需要立刻做的事情是登录 geico.com 网站，或者拨打热线 800-847-7536。

靠着低价格，GEICO 创造出了一条持续存在的巨大鸿沟，竞争对手们根本无法跨越。结果，该公司自然不断开疆拓土，增加市场份额，到 2016 年年底，已经获取了这个领域 12% 的生意，较之 1995 年伯克希尔正式获得公司控股权时的 2.5% 进展巨大。同期之内，公司的员工数量也从 8575 人增加到了 36085 人。

在 2016 年下半年当中，GEICO 的成长速度大大加快了。这是因为此前，车险行业的损失成本增长速度出乎意料，使得一些竞争对手已经不愿意再接受新的客户。然而，面对利润压力，GEICO 却加快了争取新业务的脚步。我们总是喜欢将行业的低潮期视作是机会，因为我们知道高潮迟早还会回来。

就在我向各位寄出这封信的时候，GEICO 还在继续坚定前行。当保险价格走低时，人们就会更多购买，而当人们购买时，GEICO 就成为了赢家。

除了这三大保险公司之外，我们还有众多其他较小的公司，主要经营商业保险。合在一起，这些公司就成为了一个庞大的，持续成长的，价值可观的业务部门，持续获取承保利润，而且表现往往要比竞争对手好得多。过去 14 年间，这一业务部门的承销利润达到 47 亿美元，大约相当于其保费的 13%，而浮存也从 94300 万美元增长到了 116 亿美元。

我们建立还不到三年的 Berkshire Hathaway Specialty Insurance (BHSI) 是这一业务部门的新丁。我们的第一个决定是让彼得-伊斯特伍德 (Peter Eastwood) 来负责新公司，这一任命事后看真是一记漂亮的全垒打——我们原本以为彼得的公司需要时间建立覆盖全球的基础架构，招揽人才，因此最初几年会出现巨大的亏损。可实际上，还在草创期间，他和他的团队就实现了可观的承保利润。BHSI 的销售额 2016 年增长 40%，达到了 13 亿美元。在我看来，该公司显然已经走在了成为全球领先的财产和意外保险公司的正途之上。

以下就是各部门大致的税前承保盈利和浮存情况：

<u>Insurance Operations</u>	<u>Underwriting Profit</u>		<u>Yearend Float</u>	
	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<i>(in millions)</i>	
			<u>2016</u>	<u>2015</u>
BH Reinsurance	\$ 822	\$ 421	\$ 45,081	\$ 44,108
General Re	190	132	17,699	18,560
GEICO	462	460	17,148	15,148
Other Primary	657	824	11,649	9,906
	<u>\$2,131</u>	<u>\$1,837</u>	<u>\$ 91,577</u>	<u>\$ 87,722</u>

伯克希尔拥有优秀的经理人群体，一流的财务实力，以及一系列有很高门槛保卫着，足以确定其业界独特地位的业

务模式。这种诸多优势的组合作为伯克希尔股东打造了一份巨大的资产，后者只能变得越来越有价值。

政府监管下的资本密集型企业

BNSF 和我们控股 90% 的 Berkshire Hathaway Energy (BHE) 是两家公用事业公司，他们身上有一些共同的特质，使得两者有别于伯克希尔旗下的其他公司。因此，我们决定在这封信中给予他们一个独立的章节，在我们基于 GAAP 的资产负债表和所得声明中将两者合计的财务数据单列出来。去年，这两家重要公司在伯克希尔的税前运营盈余当中占据了 33% 的比重。

这两家公司的一个关键特质就在于他们都在那些长期使用的，且处于政府监管下的领域进行了巨额投资，而这些投资中有相当部分是靠不享有伯克希尔担保的长期债券筹措来的。这两家公司并不需要伯克希尔的信用来背书，因为他们各自都有哪怕在糟糕的经济环境中也能盈利的能力，使得他们丝毫不必担心偿还利息的问题。比如，去年对于铁路行业而言是个令人失望的年头，但是 BNSF 的利息偿付比率还是超过了 6 比 1。（我们的利息偿付比率定义是利息和税项前利润对利息之比，而不是使用更加广泛的税息折旧及摊销前利润 (EBITDA) 对利息之比，因为我们认为后者存在明显瑕

疵。)

与此同时，对于 BHE 而言，有两个因素确保了他们拥有各种局面下的全天候偿债能力。第一个因素是所有公用事业公司的共性——他们的盈利有强大的抗衰退能力，因为他们所提供的服务是针对最基本的，因此也是高度稳定的需求。第二个因素却没有几家其他公用事业公司能够享有——盈利来源日益多元化，这就使得他们不可能因为某一单一领域监管的变化而受到严重损害。利润来源众多，而且还有一家强大的母公司，这就使得 BHE 和其他公用事业子公司能够以比行业水平低得多的利率来发行债券融资。这一点让我们和我们的客户都能够得到好处。

合计起来，BHE 和 BNSF 去年的厂房和设备投资总量达到了 89 亿美元，使得他们在美国各自对应领域的基础设施投资当中扮演了非常重要的角色。只要这些投资能够获得合理的回报，我们就会一直继续下去——在这方面，我们对未来的监管寄予了高度的信任。

我们的信心绝非毫无根据，而是来自于我们过去的经验，同时也来自于这个社会将永远需要巨大的交通和基础设施投资的认知。以合适的方式来对待资本提供者，以确保有持续的资金流向那些重要的项目，这是符合政府自身的利益的。与此同时，引导我们自己的企业以能够获得监管机构及其代表的大众的批准的方式行事，也符合我们自身的利益。

要让公众开心，低价格是一个强有力的武器。在爱荷华州，BHE 的平均电力零售价格是每千瓦时，即每度 7.1 美分，而该州另外一家大电力公司的价格是 9.9 美分。下面还有一些毗邻的州里的主要电力公司的零售价格：内布拉斯加州 9.0 美分，密苏里州 9.5 美分，伊利诺伊州 9.2 美分，明尼苏达州 10.0 美分。全美层面的平均价格是 10.3 美分。我们已经承诺，我们至少 2029 年前都不会涨价。这种最低价格对于捉襟见肘的消费者而言，无疑是个实实在在的帮助。

至于 BNSF，将其价格与其他主要铁路公司进行比较则要困难得多，因为运输的具体货物与平均运输里程都各自不同。不过，还是可以做一个非常粗糙的比较——去年，我们每吨货物运输一英里的收费是 3 美分，而其他四家美国主要铁路公司则是 4 美分到 5 美分。

BHE 和 BNSF 在使用有利于环境保护的技术上都是各自领域的领先者。在风力发电上，美国没有一个其他州能够与爱荷华州相提并论，甚至连接近的都没有。去年，我们在该州以风力所发的电能总量相当于销售给零售客户的电能总量的 55%。新的风电项目还在建设当中，预计到 2020 年，这一比例还将进一步提升到 89%。

低廉的电价还会带来若干衍生出来的好处。爱荷华州已经吸引了大量高科技企业在这里设立机构，这首先是因为低电价（数据中心耗电量惊人），同时也因为大多数科技行业首

首席执行官都非常乐于使用可更新能源。在风能领域，爱荷华堪称是美国国内的沙特阿拉伯。

与其他一级铁路一样，BNSF 的路线上，使用 1 加仑柴油，就可以将 1 吨货物运输近 500 英里。这就使得铁路运输的燃料消耗量低到了只有卡车的四分之一！还有，铁路大大缓解了高速公路的拥堵，进而也就减轻了纳税人承担的维修费用负担。

总体而言，BHE 和 BNSF 所拥有的资产对于我们的国家和伯克希尔的股东而言都有着非常重大的意义。以下是这两家公司的一些关键财务数据：

<u>BNSF</u>	<u>Earnings (in millions)</u>		
	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Revenues.....	\$ 19,829	\$ 21,967	\$ 23,239
Operating expenses	13,144	14,264	16,237
Operating earnings before interest and taxes	6,685	7,703	7,002
Interest (net)	992	928	833
Income taxes	2,124	2,527	2,300
Net earnings.....	<u>\$ 3,569</u>	<u>\$ 4,248</u>	<u>\$ 3,869</u>

<u>Berkshire Hathaway Energy (90% owned)</u>	<u>Earnings (in millions)</u>		
	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>
U.K. utilities	\$ 367	\$ 460	\$ 527
Iowa utility	392	292	270
Nevada utilities	559	586	549
PacifiCorp (primarily Oregon and Utah).....	1,105	1,026	1,010
Gas pipelines (Northern Natural and Kern River)	413	401	379
Canadian transmission utility	147	170	16
Renewable projects	157	175	194
HomeServices	225	191	139
Other (net).....	73	49	54
Operating earnings before corporate interest and taxes	3,438	3,350	3,138
Interest	465	499	427
Income taxes	431	481	616
Net earnings.....	<u>\$ 2,542</u>	<u>\$ 2,370</u>	<u>\$ 2,095</u>
Earnings applicable to Berkshire	<u>\$ 2,287</u>	<u>\$ 2,132</u>	<u>\$ 1,882</u>

HomeServices 出现在前述的数据当中或许有些不合适的感觉，但是它确实是我们 1999 年收购 MidAmerican (现归

入 BHE) 时获得的，而它的表现也堪称是我们的幸运。

HomeServices 旗下有 38 家房地产公司和超过 29000 名经纪人，业务遍及 28 个州。去年，它收购了四家经纪商，其中就包括纽约州韦斯切斯特县市场上的领先者 Houlihan Lawrence，这笔交易在 2016 年结束之后很快就完成了。

以房地产行业惯用的语言来说，代表一位买家或者是一位卖家一次为 1“方”，而同时代表买卖双方一次则是 2“方”。去年，我们旗下的经纪人总计参与交易 244000 方，总交易额 860 亿美元。

HomeServices 还授权美国的许多机构使用他们的品牌。我们看好他们房地产业务的前景，预计他们未来十年间还将收购更多经纪商，并发放更多代理授权。

制造、服务及零售业

我们的制造、服务及零售公司销售多种多样的商品，从棒棒糖直到喷气式飞机。虽然这部分业务构成非常复杂，但我们还是可以通过大致的资产负债表和盈利报告窥见整个部门的一斑。

Balance Sheet 12/31/16 (in millions)

<u>Assets</u>		<u>Liabilities and Equity</u>	
Cash and equivalents	\$ 8,073	Notes payable	\$ 2,054
Accounts and notes receivable	11,183	Other current liabilities	12,464
Inventory	15,727	Total current liabilities	14,518
Other current assets	1,039		
Total current assets	36,022	Deferred taxes	12,044
Goodwill and other intangibles	71,473	Term debt and other liabilities	10,943
Fixed assets	18,915	Non-controlling interests	579
Other assets	3,183	Berkshire equity	91,509
	<u>\$129,593</u>		<u>\$129,593</u>

Earnings Statement (in millions)

	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Revenues	\$120,059	\$107,825	\$97,689
Operating expenses	111,383	100,607	90,788
Interest expense	214	103	109
Pre-tax earnings	8,462	7,115	6,792
Income taxes and non-controlling interests	2,831	2,432	2,324
Net earnings	<u>\$ 5,631</u>	<u>\$ 4,683</u>	<u>\$ 4,468</u>

计入这一摘要的子公司有 44 家，都直接对总部负责。不过，这些公司当中的一部分，自身伞下还拥有许多各自独立运营的业务部门。比如，Marmon 有 175 个互不相干的业务部门，面对各个差异巨大的市场，而 Berkshire Hathaway Automotive 拥有 83 家代理商，分布在 9 个州。

将这些彼此差别巨大的企业集合在一起，确实是混搭风味十足。其中一些公司，非杠杆净有形资产回报率高得惊人，有那么两三家甚至超过 100%。大多数公司都业务坚实可靠，回报率在 12%到 20%之间。

不过，也有少数公司的回报非常糟糕，这归因于我资本配置工作当中的严重失误。这些失误大多都是因为我从一开始就对企业或者其所属行业经济特质判断出了偏差，而现在我们不得不为我的误判付出代价。有那么两三次，则是我

误判了在任经理人或者我任命的后任经理人的可靠程度或者能力，这些都是我的错，应该由我承担责任。幸运的是，我还有查理，对我那些最糟糕的想法，他毫不犹豫地说了“不”。

如果将这些制造、服务和零售行业的企业视为一个单一实体，则还称得上是一家非常优秀的公司。2016 年间，这些企业的有形净资产平均值为 240 亿美元，而且他们还持有大量超额现金，且几乎没有债务，资本税后收益率 24% 左右。

当然，不管一家企业的经济状况有多出色，如果收购价格过高，也依然是一笔糟糕的投资。在我们旗下大多数公司身上，我们都为其有形净资产付出了可观的溢价，这方面的支出在我们资产负债表的商誉及其他无形资产的大表格中有充分的体现。不过总体而言，我们配置在这个领域的资本还是得到了一份体面的回报。只要不遭遇经济衰退，来自这一业务部门的盈利 2017 年预计还将继续增长，这在一定程度上也是因为 2016 年收购的 Duracell 和 Precision Castparts 将首次出现在该部门的年度表现报表当中。此外，Duracell 收购在 2016 年曾经引发巨大的交易成本，而这属于一次性项目，未来不会再出现。

我们这一业务领域的企业数量实在太多，难以一一点评。更何况，他们眼下的和潜在的竞争对手也会阅读这份报告。有一些企业，如果外部对手了解了他们的详细数据，他们就

可能会居于不利地位。有鉴于此，在确信我们该领域的运营还不足以达到影响伯克希尔总体表现的前提之下，我们只公布了那些被要求公布的数据。不过，在报告的第 90 到 94 页，你还是可以找到关于这些公司的若干细节。不过，需要提醒的是，真正重要的是伯克希尔这片大森林的成长，过分关注某一棵特定树木的做法是愚蠢的。

过去几年间，我一直在提醒各位，这一章节当中的收入和支出数据不是基于 GAAP 计算的。我也解释过，这主要是因为是在 GAAP 的采购记账调整原则要求特定无形资产的摊销要分配到平均长度大约 19 年的周期当中。可是，在我们看来，这些摊销“支出”并非真正的经济成本。我们采用非 GAAP 的计算方法，是为了以一种我们认为更好的方法来展现这些数据——查理和我就是基于这种方法进行分析的。

在第 54 页，我们逐项列出了尚未在每年的盈利中摊销完毕的 154 亿美元无形资产。（伴随我们进行新的收购，还将有更多待摊销无形资产被创造出来。）在那一页，我们列出，2016 年 GAAP 盈利下的摊销支出为 15 亿美元，较之 2015 年增加 3 亿 8400 万美元。我的判断是，这些 2016 年的支出只有 20% 左右属于“真实”成本。

最终，摊销支出会完全从相关资产中减记完毕。到那一天——大多数情况下都需要十五年——我们的 GAAP 盈利数

据就会在伯克希尔真实业务没有任何实质性改善的情况下实现增长。（这就算是我留给继任者的一个礼物吧。）

现在，我已经说明我为何觉得在 GAAP 架构下，支出其实是夸大了，下面让我们来谈谈会计准则造成的另外一个没有那么让人开心的失真之处。具体而言，我们现在要谈的，是 GAAP 的折旧支出规定，后者必须有一个历史成本作为基础。然而在某些情况下，这些支出会大大低估真实经济成本。在 1970 年代到 1980 年代早期通货膨胀严重的时代，这一现象非常引人注目，有数不胜数的相关文章问世。在保罗-沃克尔 (Paul Volcker) 英雄一般的行动最终压制了通货膨胀之后，折旧支出的失真问题就较少被人们提起了，但事实上，问题并没有消失，而且在某些领域依然非常严重，比如在铁路行业，许多折旧项目当前的成本要远远超过历史成本，不可避免的结果就是，整个铁路行业报告的盈利数字大大高于真实的经济盈利。

BNSF 就是一个很具体的例子。在该公司，去年的 GAAP 折旧支出为 21 亿美元。可是，如果我们去年的实际支出真的只有这么一点，那么我们的路况就会迅速恶化，竞争力就会被大大削弱。事实是，我们要保住自己的地位，就需要支出远远超过折旧栏数字的资金。此外需要指出的是，这种巨大的差异还将持续存在几十年的时间。

不过尽管如此，查理和我还是很看好我们的铁路公司，

认为这是我们比较出色的收购交易之一。

当前，有太多企业的管理层都在寻找各种各样的方法来发布，乃至于高调凸显超过公司 GAAP 盈余的“调整后盈余”数字，而且这么做的人还在逐年增加。从业者有很多的窍门可以耍弄这种花招，而其中最常见的两个就是在支出项目中不计算“重组成本”和“股票薪酬”。

查理和我希望看到的做法是，管理层在财报的注释部分详细说明各种可能会对 GAAP 业绩造成积极或者消极影响的特殊因素。归根结底，我们研究这些过去的的数据，是为了对公司的未来有一个更准确的评估。如果一家企业的管理层长时间内一直坚持强调“调整后每股盈利”，以达到隐藏真实成本的目的，就会让我们的感到紧张。这是因为，不良行为是会传染的：一家公司的首席执行官总是想办法人为夸大盈利，往往都会在企业内部培养起一种上行下效的文化。比如，一心只想追求好看业绩的保险公司可能会对赔款准备金的需求估计不足，而许多保险公司都是因此而倒下的。

当听到分析师们钦佩地赞扬某某企业的管理层总是能够“拿出漂亮的数字”时，查理和我却会感到不安。事实上，商业发展前景是高度不可预测的，企业无法百分百确保在特定时间段内就能够获得特定的业绩，因此错失预期的事情是不时会发生的。在这种时候，那些将华尔街看得最重要的首

首席执行官就会想办法来“制造”表现数字。

现在让我们来说回到那两个某些企业管理层不肯计入支出的项目，从“重组成本”开始。我可以这样说，伯克希尔从我们1965年接手时开始，就每时每刻都在持续的重组当中。那时，公司只拥有一家北方的纺织企业，业务毫无转寰余地。现在，伯克希尔每年都在进行大量重组。这是因为，在我们多达数百家的子公司当中，在任一时间都总会有一些需要改变。正如我在前文中述及的，我们向Duracell投入了大量资金，以确保该公司未来几十年都能够表现良好。

可是，我们却从不曾将重组开支分列出来，向你们强调，在评估我们的标准盈利能力时应该忽略掉这项开销。如果某个年度当中，公司发生了重大的支出，我当然会在我的注释中提及。事实上，当一家企业需要从最根本的层面开始整合，就像卡夫和亨氏合并时那样，那么在长达数年的时间内，企业的管理层都必须将业务合并所需的数额庞大的一次性支出的必要性与合理性对所有者做出清楚的解释，这一点至关重要。卡夫亨氏的首席执行官正是这么做的，也得到了董事会成员(包括我在内)的批准。不过，如果企业管理层年复一年地宣称，那些企业调整所必需的支出根本不必予以考虑，那就是一种误导了。可是，偏偏有太多的分析师和财经媒体就是喜欢买他们的账。

说“股票薪酬”不属于支出，就更加专横武断了。那些这么做的首席执行官其实等于对股东说：“如果你们给了我若干期权和受限制股票，不必安心这会影响到公司的盈利，我会把影响‘调整’掉的。”

为了更好地了解他们的种种伎俩，我们不妨假设存在一家假账会计实验室，其唯一的任务就是夸大伯克希尔发布的盈利数据。现在，让我们来参观这家实验室，各位富有想象力的专家正在等待着我们，急切地要向我们展示他们的手腕。

下面我要向这些神奇的人们介绍伯克希尔的现状，而你们不妨也听好了。在多数大企业里，地位最高的三四位管理层成员，股票薪酬在他们的总报酬当中往往都占据 20%或者更高的比例。不过，伯克希尔不同，在我们的子公司当中，类似地位的高管数以百计，而他们的收入也不比同行寒酸——差别在于，我们只发现金。同时，因为实在缺乏想象力，我老老实实地将伯克希尔高层的所有薪酬都计为了公司的支出。

假账会计实验室的专家们好不容易压住了笑意，告诉我们，伯克希尔完全可以将这些高管薪酬的至少 20%贴上“以现金代发的股票薪酬”的标签，这样它们就不再是“真实”的支出了。于是乎，见证奇迹的时刻到来了一一伯克希尔也有了自己的“调整后”盈利。

还是让我们回到现实世界吧。如果首席执行官们想要在

财报盈利数据计算中略掉股票薪酬，他们就必须在公司的所有者面前就几个问题给出令人信服的回答：为什么企业支付给员工的，有价值的报酬可以不算成本？如果应该算成本的话，那么，为什么薪资成本在计算盈利时需要排除掉？

1960 年代，虚假财报泛滥的年代曾经有这样一个故事：一家即将上市公司的首席执行官要聘用一位审计师，他对所有候选人提出的问题都一样——“二加二等于多少？”那个最终得到了这份工作的人是怎么回答的？当然是，“你想要多少就是多少”。

金融和金融产品

我们有三家主营出租和租赁生意的公司，分别是 CORT (家具)、XTRA (半挂车) 和 Marmon (油罐车为主，也有货车、罐式集装箱和起重机等项目)。他们都是各自市场上的领先者。

我们将 Clayton Homes 也列入了这一类目。该公司的营收主要来自预制房屋销售，但是盈利的主体却是来自其庞大的抵押贷款投资组合。去年，Clayton 成为了美国最大的住宅建筑公司，交付住宅 42075 幢，占美国新屋总数的 5%。(应该说明的是，其他大建筑公司的销售额要比 Clayton 高得多，因为 Clayton 主要是出售预制房，而他们是现场建房，价格

昂贵得多。)

2015年，Clayton开始进军新的市场，收购了旗下第一家现场建筑商。2016年，他们又进行了两笔类似的交易，而未来预计还会进行更多收购。预计2017年，现场建筑的房屋将在公司总销售量当中占据3%的比例，在销售额当中占比14%。

不过，Clayton以预制房为核心的策略不会改变。目前，全美价格低于15万美元的新房当中，已经有大约70%都是预制房了。在全美预制房市场上，Clayton占据着接近一半的份额。要知道，2003年，伯克希尔收购Clayton时，该公司在全美市场还只排第三名，员工只有6731人。目前，计入最新收购的企业，该公司的雇员已经达到了14677人，而未来预计还将进一步增多。

最近几年时间中，Clayton的盈利因为超低的利率而得到了很大的推动。Clayton发放给购房者的都是长期定息贷款，贷款起步年限平均为25年，可是与此同时，该公司自己的借款都是短期贷款，可以频繁地重新定价。因此，当利率走低，Clayton从抵押贷款投资组合当中获得的利益就会大大增加。通常情况下，我们都会尽量避开这种短期借款长期放款的做法，因为对一些金融机构而言，这种模式可能造成重大的问题。不过，整体来说，伯克希尔长期以来一直是一家资产敏感型企业，这也就意味着，在短期利率走高的周

期，伯克希尔的总盈利会达到推动——哪怕 Clayton 个体遭到了损害。

去年，Clayton 不得不取消了 8304 幢预制房的抵押赎回权，占他们整体投资组合的大约 2.5%。从公司消费者的具体情况看，这一点并不难理解。Clayton 的消费者主体是收入较低的家庭，信用评级只是马马虎虎，许多人都就职于在任何衰退面前都没有什么防护力的行业，而且与高收入人群不同，他们的财务状况很容易因为离异、死亡等变故受到严重冲击。好在，几乎所有这些消费者都有着非常强烈的拥有自己住宅的意愿，而且每月还款额度设定合理，计入保险和房产税，平均也只有 587 美元，这些都在一定程度上帮助缓解了消费者所面对的风险。

此外，Clayton 长期以来一直都有各种帮助借款者度过困难时期的计划，其中两个使用最为广泛者分别是贷款延期和还款减免。去年，大约有 11000 名借款者得到了延期，3800 名获得了 340 万美元的永久减免额度。在做出这些帮助消费者减轻损失的决定时，Clayton 不会收取任何利息或者费用。我们的经验是，过去两年间从这些计划当中得到帮助的消费者现在 93% 还都继续居住在自己的住宅当中。鉴于取消抵押赎回权对于我们也意味着巨大的损失——去年相关损失总额 1 亿 5000 万美元——这些帮助消费者的计划最终其实也帮助了 Clayton 自身。

Clayton 和伯克希尔之间一直有一种极佳的伙伴关系。凯文-克莱顿 (Kevin Clayton) 的公司来到我们身边时，就已经拥有了业界一流的管理团队和企业文化。与此同时，在大衰退导致预制房行业土崩瓦解时，Clayton 又是靠着伯克希尔的支持而获得了其他公司难以想象的持久力。（在该行业其他放款商纷纷倒下时，Clayton 却在持续提供贷款，不但提供给自己的经销商，而且提供给竞争对手产品的经销商。）伯克希尔收购企业时，从来不会考虑协同效应。不过，在 Clayton 收购交易达成后，我们确实从这一交易当中看到了非常重大的协同效应。

Marmon 的轨道车业务去年遭遇了需求的重大下滑，这将导致公司 2017 年盈利走低。12 月间，公司旗下车队租用率为 91%，低于前一年同期的 97%，我们 2015 年从通用电气收购的庞大车队受到的影响尤其严重。Marmon 的起重机和集装箱租用业务也呈现出疲软的势头。

不过，轨道车需求的巨大波动过去也曾经出现过，而未来也肯定还会重演。无论如何，这都不会动摇我们对这一生意的喜爱，我们预计长期而言，公司的资本权益回报率还是会很得体的。油罐车是 Marmon 的王牌。提到油罐车，人们经常会想到运油，但事实上，这种产量对于多种不同的材料运输都非常重要。

长期而言，我们预计油罐车业务还将继续扩张。当下，

Marmon 正在进行一些大胆的收购，其结果被计入了制造、服务和零售部门。以下是我们金融及金融相关公司的税前盈利概况：

	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>
	<i>(in millions)</i>		
Berkadia (our 50% share)	\$ 91	\$ 74	\$ 122
Clayton	744	706	558
CORT	60	55	49
Marmon – Containers and Cranes	126	192	238
Marmon – Railcars	654	546	442
XTRA	179	172	147
Net financial income*	276	341	283
	<u>\$ 2,130</u>	<u>\$ 2,086</u>	<u>\$ 1,839</u>

注：不计资本利得或亏损

投资

下面列出的，是截至去年年底时，我们的普通股投资当中市值最高的 15 支的情况。卡夫亨氏并没有出现在清单里，中是因为伯克希尔本身就是控股集团的一部分，因此，这笔投资必须列入“权益”分类。伯克希尔持有的 325442152 股卡夫亨氏股票被列入我们的资产负债表，GAAP 成本 153 亿美元，截至年底，市值 284 亿美元。我们的成本基数是 98 亿美元。

<u>Shares*</u>	<u>Company</u>	<u>Percentage of Company Owned</u>	<u>12/31/16</u>	
			<u>Cost**</u>	<u>Market</u>
			<i>(in millions)</i>	
151,610,700	American Express Company	16.8	\$ 1,287	\$ 11,231
61,242,652	Apple Inc.	1.1	6,747	7,093
6,789,054	Charter Communications, Inc.	2.5	1,210	1,955
400,000,000	The Coca-Cola Company	9.3	1,299	16,584
54,934,718	Delta Airlines Inc.	7.5	2,299	2,702
11,390,582	The Goldman Sachs Group, Inc.	2.9	654	2,727
81,232,303	International Business Machines Corp.	8.5	13,815	13,484
24,669,778	Moody's Corporation	12.9	248	2,326
74,587,892	Phillips 66	14.4	5,841	6,445
22,169,930	Sanofi	1.7	1,692	1,791
43,203,775	Southwest Airlines Co.	7.0	1,757	2,153
101,859,335	U.S. Bancorp	6.0	3,239	5,233
26,620,184	United Continental Holdings Inc.	8.4	1,477	1,940
43,387,980	USG Corp.	29.7	836	1,253
500,000,000	Wells Fargo & Company	10.0	12,730	27,555
	Others		<u>10,697</u>	<u>17,560</u>
	Total Common Stocks Carried at Market		<u>\$ 65,828</u>	<u>\$ 122,032</u>

注 1: 不计伯克希尔子公司退休金基金的持股。

注 2: 这是我们的实际购买价格和课税基础；GAAP “成本”在有些时候会因为原则要求的减记而有所不同。

表中所列的一些股票是由托德-康布斯 (Todd Combs) 或者泰德-韦斯勒 (Ted Weschler) 负责的，他们和我一同管理

伯克希尔的投资。这两位都独立工作，各自管理着超过 100 亿美元投资，他们的具体决定我常常是在看到每月交易表单时才得知。两人除开这 210 亿美元投资之外，还为若干伯克希尔子公司管理着大约 76 亿美元的退休金信托资产。如前所述，退休金投资是不计入前面那份伯克希尔持股表单的。

有一笔投资没有出现在表单上，但是却非常重要，这就是我们持有的价值 50 亿美元的美国银行优先股。这些股票每年能够为我们带来 3 亿美元的利润，而且还附有一份价值可观的认股权，允许伯克希尔在 2021 年 9 月 2 日之前的任何时间内以 50 亿美元购买美银的 7 亿股普通股。截至去年底，这一认股权已经可以让我们获得 105 亿美元的利润。如果愿意的话，伯克希尔可以将这些优先股当作买价，行使认股权。

如果在 2021 年前，美银普通股的股息收益能够从目前的每年 30 美分增长到 44 美分以上，伯克希尔就将会执行这笔无现金交易，将优先股转为普通股。相反，如果到那时，普通股股息依然低于 44 美分，我们则很可能在认股权到期之前立即行使。

包括美银在内，我们的很多投资对象近期都在回购股票，有一些力度还很大。我们很喜欢这种行为，因为我们相信，大多数被回购的股票其实价格都低估了。（毕竟，我们会投

资这些股票，也正是因为它们低估了。)当一家企业在成长，而发行在外的股票却在减少，对其股东而言当然是件好事。

需要向各位强调的是，我们资产负债表上 860 亿美元的“现金及等价物”（在我的理解中应该包括美国国债）当中，95%都是由美国国内的企业所持有的，因此不会受到汇回税的任何影响。事实上，即便是余下的那部分资金，所能够触发的税额也将是很低的，因为这些钱主要都是在那些征收可观企业税的国家市场上赚的。当这些资金回到美国时，在外国已经缴纳的税款可以用来抵美国的税。

这些解释是非常重要的，因为许多现金充裕的美国企业，其资金主要都是留置在税率很低的国家和地区。这些企业都希望税务政策能够迅速改变，让这些资金归国时面对一个低得多的税率，而现在看上去，他们很可能就要如愿了。不过至少现在，这些企业的资金用途还是受到限制的。换言之，离岸资金就是不如在岸资金值钱。

现金是在岸的，这是伯克希尔的一个优势，但是这优势同时又被另外一个劣势部分抵消了——我们的资金当中很大一部分是通过保险子公司持有的。尽管现在我们已经有了诸多的投资选项，但是可选择的范围终归比不上所有资金都真正掌握在母公司伯克希尔手中时那么广阔。这些子公司确实有能力都为母公司提供大量的现金，但这种能力同样也不

是有限的。总而言之，我们的保险子公司所持有的现金是一份很有价值的资产，但是其价值还是比不上母公司所持有的现金。

有些时候，股东或者媒体的评论往往让人觉得我们可能会“永远”持有某些股票。确实，我们的持股当中颇有一些是我在目力所及的未来都不会考虑卖出的（我的老眼至少现在还没有昏花）。可是，伯克希尔绝不会保证说能够永远持有任何一支可销售证券。

外间之所以会有这种错误印象，或许是因为人们对 110 至 111 页的第 11 条经济原则解读太不严谨了。这条原则 1983 年就列入了我们的年报，适用对象是我们控股的企业，而不是可销售证券。今年，我又为这第 11 条加上了一句结语，以确保我们的股东们能够了解，我们所持有的任何一支可销售证券，不管现在看上去是多么不可能被卖出，都是实实在在名副其实地“可销售”。

在结束投资部分之前，我想就股息和税务因素再罗嗦两句，希望能够对大家有所帮助：与大多数企业一样，伯克希尔能够从 1 美元股息当中得到的好处要大大超过从 1 美元资本利得当中得到的好处。我们有不少股东已经习惯地将资本利得视为一种享有税务优惠的回报，听到这样的话想必会感

到吃惊吧。

可是，企业与个人是不同的。企业每实现 1 美元资本利得，就要缴纳 35 美分的联邦所得税（很多州还有州所得税）。与此同时，从国内企业获得的股息，尽管适用税率依接收者情况而定，但整体说来还是要比前者低得多。

一家非保险公司——母公司伯克希尔正属于这一范畴——每得到 1 美元股息，需要缴纳的税金只有 10.5 美分。如果这家非保险公司持有某以投资对象的股份超过 20%，则 1 美元股息的税金还将进一步降低到 7 美分。伯克希尔母公司拥有卡夫亨氏 27% 的股份，因此我们从他们那里获得的大量股息适用的正是更低的税率。（企业的股息收入税率较低是合乎情理的，因为投资对象在分配这些盈余之前，已经缴纳过一次企业税了。）

伯克希尔的保险子公司所承担的股息税率要比非保险公司高一些，不过即便如此，也依然大低于资本利得税的 35%。财产和意外保险公司所获得的大部分股息，适用税率为 14%，而如果他们在一家美国企业持股 20% 以上，则相应的股息收入税率进一步降低到 11% 左右。

今天的税务课到这里可以下课了。

“赌局”（或你的钱如何流进华尔街口袋）

在这个章节当中，你们首先会听到我九年前就投资和让打赌故事，接下来是我关于投资的一些鲜明观点。不过，在最开始，我们还是简短地介绍一下 Long Bets，一个独特的，使赌局得以成立的机构。

Long Bets 是亚马逊的贝佐斯 (Jeff Bezos) 帮助创建的一家非营利机构，业务只有一项，就是主持长期赌局。一个想建立和参与赌局人可以在 Longbets.org 网站上提出一个可以在非常遥远的某一天被证明是真或假的命题，等待看法相反的人出现。当质疑者入场，赌局就可以成立了。双方各自指定一家慈善机构作为自己获胜的受益者，将各自的赌注交给 Long Bets 保管，在网站发文为自己的立场辩护，赌局就开始了。赌局结束时，Long Bets 会负责将赌注交给赢家指定的慈善机构。

以下就是从 Long Bets 非常有趣的网站上找到的一些例子：

2002 年，企业家米切尔-卡普尔 (Mitch Kapor) 断言，“2029 年之前都不会有电脑——或者‘机械智能’——通过图灵测试”，即电脑无法成功地假扮成人类。发明家雷伊-库兹维尔 (Ray Kurzweil) 看法与他相反。两人各自出了 1 万美元来支持自己的观点。这个赌局最终谁能胜出，我是无法预

测，但是我绝对相信电脑永远无法假扮成查理。

同一年，微软的克雷格-蒙蒂 (Craig Mundie) 预言说，到 2030 年，无人驾驶飞机就可以全面投入客运，而谷歌的埃里克-施密特 (Eric Schmidt) 认为还做不到。两个人各自下注 1000 美元。为了不让埃里克因为自己投下的“重注”而过分煎熬，我不久前决定帮他分担一点。他立即把 500 美元转给了我。（他显然是相信万一我们 2030 年输掉了，我真的可以帮他承担损失，也就是说我能活到那时候。）

现在言归正传，说说我和别人打的赌已经进展到什么程度了。在伯克希尔 2005 年的年报里，我曾经说，整体而言，专业人士管理的积极投资在足够充分的长期内，其表现将不及他们的客户自己所能够获得的回报——如果这些非专业投资者选择的是一支消极运作的低成本指数基金的话。（我当初在 2005 年年报上的言论这一次亦有重复，参见第 114 页至 115 页。）

随后，我公开下注 50 万美元，赌没有一位投资专家在至少选择 5 支对冲基金——一种受到广泛欢迎的高收费投资工具——的情况下，还能确保自己的投资组合长期表现可以好过消极管理、收费低廉的标普 500 指数基金。我提出了十年的比赛期限，并选定了一支来自先锋公司的标普 500 指数基金为我的“赛马”。当时我想，肯定会有成群结队的基金经理人——他们完全可以将自己的基金也纳入 5 支之内——

站出来应战，捍卫自己的名誉。毕竟，他们一直都在劝说他人相信自己的能力，怂恿其他人将成万上亿的资金投入自己的基金。拿出一点自己的钱来明确自己的立场，对他们来说难道不是小菜一碟，且顺理成章吗？

然而，我所得到的回应却是一片沉默。尽管投资行业有成千上万的专业经理人，靠着推销自己超凡的选股技术在聚集起了数量惊人的财富，但是最终却只有一个人——泰德·塞德斯 (Ted Seides)——站出来接受我的挑战。泰德是 Protégé Partners 的联席经理人，后者从有限合伙人那里募集资金，建成“基金的基金”，即以其他对冲基金为投资对象的基金。

我打赌之前并不认识泰德，但是我欣赏他，钦佩他“嘴到钱到”，肯把自己的钱投入到自己所宣扬的立场上的意愿。他和我打交道直截了当，而在提供我们监控赌局进行的相关数据时又一丝不苟。

在 Protégé Partners 的这方面，泰德选择了 5 支基金的基金，以其平均表现来与我的先锋标普 500 指数基金一决高下。泰德选择的这 5 支基金的基金又投资于超过 100 支对冲基金，这就意味着，他投资组合的整体回报不会因为某一位特定经理人的表现起落而发生重大的扭曲失真。

当然，每一支基金的基金都要在其投资的对冲基金收取的费用之上，再设一层收费。也就是说，在这种双重收费架

构之下，作为投资对象的对冲基金收取较多的费用，基金的基金则收取另外一部分额外费用，来作为他们所谓的选择基金的技术应得的报酬。

以下就是赌局进行前九年的结果——从这些数字看来，我所指定的受益慈善机构，奥马哈的 Girls Inc. 恐怕现在都已经等不及了，正急切盼着明年 1 月打开赌局结束邮件的时刻呢。

<u>Year</u>	<u>Fund of Funds A</u>	<u>Fund of Funds B</u>	<u>Fund of Funds C</u>	<u>Fund of Funds D</u>	<u>Fund of Funds E</u>	<u>S&P Index Fund</u>
2008	-16.5%	-22.3%	-21.3%	-29.3%	-30.1%	-37.0%
2009	11.3%	14.5%	21.4%	16.5%	16.8%	26.6%
2010	5.9%	6.8%	13.3%	4.9%	11.9%	15.1%
2011	-6.3%	-1.3%	5.9%	-6.3%	-2.8%	2.1%
2012	3.4%	9.6%	5.7%	6.2%	9.1%	16.0%
2013	10.5%	15.2%	8.8%	14.2%	14.4%	32.3%
2014	4.7%	4.0%	18.9%	0.7%	-2.1%	13.6%
2015	1.6%	2.5%	5.4%	1.4%	-5.0%	1.4%
2016	-2.9%	1.7%	-1.4%	2.5%	4.4%	11.9%
Gain to Date	8.7%	28.3%	62.8%	2.9%	7.5%	85.4%

注：根据我和 Protégé Partners 的协议，这些基金的基金的具体名称不会被公布。不过，我是可以看到他们的年度审计报表的。

指数基金迄今的复合年增长速度为 7.1%，我们可以很轻松地证明这就是典型的股市长期回报。一个非常重要的事实在于：如果赌局进行的这九年是一段历史角度来看股市表现特别疲软的周期，那么对冲基金的相对表现或许会从“天时”中得到不小的帮助，因为许多对冲基金都是持有空头部位的。反之，如果这九年是股票的牛市，则指数基金就会得到好处。

至于我们实际走过的这九年，我觉得可以称为一种“中

立”环境。在这样的环境中，5支基金的基金截至2016年所交出的成绩单，是复合年平均回报率2.2%。这也就意味着，当初赌局开始时，我们如果向这些基金投入100万美元，那么到现在，总利润将是22万美元，而如果当初选择了指数基金，那么现在的利润就将达到854000美元。

我们必须明白的是，那100多支作为投资对象的对冲基金的经理人们有充分的财务动机去竭尽全力。还有，那5支基金的基金的经理人们也同样有类似的动机来选出尽可能优秀的对冲基金经理人，因为这5支基金都是与有投资对象表现挂钩的收费项目的。

我当然认为这两个层面的经理人们都是既诚实又聪明。可是，他们为投资者奉上的表现却很惨淡——无可置疑的惨淡。真真可叹的是，与此同时，所有这些对冲基金和基金的基金所收取的巨额固定费用——与具体表现全然无关的费用——却足够确保这些经理人们在九年时光里获得丰厚的报酬。要是电影《华尔街》里的戈登-盖科(Gordon Gekko)在这里，他肯定会说一句“收费永不眠”吧。

赌局中作为投资对象的那些对冲基金经理人们从有限合伙人那里收费的标准平均起来可能要比对冲基金行业流行的“2加20”略低一点——所谓“2加20”，就是每年2%，不论赔赚旱涝保收的固定收费，以及年度任何利润的20%，哪怕下个年度亏了钱也无须退回。在这种明显有利于一方的

安排之下，一名对冲基金经理人只要能够吸引到足够多的旗下资产，就可以保证发家致富了，哪怕投资的真实表现很糟糕也是如此。

不过，关于费用的问题还不是到此为止。我们不能忘记，那些基金的基金经理人们也是要分一杯羹的，这些人会收取额外的固定费用，通常都相当于资产的 1%。接下来，不管这 5 支基金的基金表现如何糟糕，一部分经历过少数好年成的基金还是有机会收取“表现”费用。根据我的估算，九年时间当中，这 5 支基金的基金投资所获的毛利润，最终有大约 60%——额地神！——都流进了这两层经理人的腰包。他们为自己成百上千的有限合伙人获取的回报，后者原本是可以不费吹灰之力自行获得的，但他们却靠着这个让自己赚了个盆满钵满，真是可耻。

在我看来，对冲基金经理人们在这一赌局中展现出的令人失望的表现未来几乎注定还要重演。我在赌局开始时曾经于 Long Bets 网站发出过一份简短的声明，列出理由来解释我为何会如此确信这一预言，那文章现在还在网站上。以下就是我当时所说的话：

在开始于 2008 年 1 月 1 日，结束于 2017 年 12 月 31 日的十年时间当中，在扣除费用、成本和支出之后，标普 500 指数的表现将会好于一个对冲基金的基金组成的投资组合。

许多非常精明的人想要获得比证券市场平均水准以上

的回报。我们可以将他们称为积极投资者。

他们的对立面则是消极投资者，获取的是与平均水准相当的回报。整体而言，他们的仓位情况大致与指数基金相当。因此，作为市场上与消极投资者对应一方的积极投资者也只能获得平均水准的回报。然而，这些投资者所触发的投资成本却要大得多。于是乎，在扣除掉这些成本之后，他们的整体表现还要落后于消极投资者。

数额可观的固定年费和表现费用，积极交易造成的成本等等加在一起，自然会使得积极投资者的业绩算式中，成本一项急剧窜升。基金的基金身上，成本问题还会雪上加霜，因为作为投资对象的对冲基金已经收取了大量费用之后，他们还要叠床架屋地加上一层自己的收费。

对冲基金行业当中的确有很多人才。可是，他们的表现很大程度上都被自己给稀释了，这些经理人的高智商给投资者带来的额外利润根本不够给他们造成的高昂成本埋单。着眼于长期，着眼于整体来说，选择一支低成本的指数基金，投资者所获得的表现肯定要好于一组基金的基金。

这就是我的主张，我们其实也可以通过一个简单的一次方程来做个说明。如果整个投资世界是由群体 A (积极投资者) 和群体 B (消极投资者) 所构成，而 B 所获得的回报在扣除成本前必然是平均水准，那么 A 也只能是同样。这种情况下，谁的成本低谁就是赢家。(我身上的学究气要求我必须说明，

为了完成这一公式，我做了很微小的一点调整，但确实很微小，不值一提。)如果 A 的投资成本很高，那么他们表现落后的幅度也就会很大。

当然，确实有一些技术非常出色的个人有很大的概率获得超过标普 500 指数的长期表现。然而，在我的一生当中所遇到的专家当中，我预计可以达到这一成就的只有十人左右——而且这还是预计，是提前的判断。

不必说，也可能还有数以百计，甚至千计的人拥有和那些我所发现的人一样的能力，只是我无缘得见。归根结底，这并不是什么绝对不可能完成的任务。问题只是在于，那些试图获得超越表现的经理人，大多数都注定要失败。换言之，那个正在向你推销自己能力的经理人，有极大的概率是属于这个“大多数”。比尔-鲁安(Bill Ruane)是一位非常优秀的人，我六十年前就相信他肯定能够创造出好于市场的长期表现，而他在这个问题上就有着非常到位的解释：“在投资管理方面，创新者总是少数，模仿者却来得较多，而不称职者更是数不胜数。”

在众多收取高昂费用的经理人当中，真正物有所值的人原本就是凤毛麟角，而哪怕是糟糕的经理人也可能像普通投资者那样靠着好运在短期内获得亮眼表现，就更增加了寻找的难度。如果每年年初都请 1000 位经理人对市场今年的表现做出预测，那么很可能会有一个人连续九年的判断都是准

确的。当然，如果是 1000 只猴子，恐怕也可能找出这样一位似乎是无所不知的预言家来。只不过，两者之间有一个重大的差异——幸运的猴子不会看到有人排着队要向自己投资。

最后，有三个彼此关联的现实因素会让投资从成功变成失败。首先，一份优秀的表现会迅速吸引到大批资金的涌来。然后，庞大的资金规模注定将会拖累投资表现——拿着几百万做投资很轻松，拿着几十亿就难了（宝宝心里苦）。最后，即便明知这一点，大多数经理人也是会继续吸引和接纳新投资的，因为他们有自己的小九九——明说了就是，管理的资金越多，落袋的收费就越多。

这三点，我可是深有体会。1966 年 1 月时，我管理着 4400 万资金，当时我就致信自己的有限合伙人们：“我认为资金规模再有大幅增加，对未来的回报就很可能是弊大于利了。我的回报可能还会增加，但你们的回报就可能减少了。有鉴于此……我倾向于让巴菲特有限责任合伙公司 (BPL) 停止接受新的合伙人。我已经告知苏西，如果我们将来生育更多的子女，就由她来负责为孩子们寻找其他的合伙机会了。”

千言万语一句话：当数以万亿计的财富由收取高昂费用的华尔街人士管理的时候，通常真正赚大钱的都是经理人们，而不是他们的客户。无论资金多寡，投资者都应该坚持投资低成本的指数基金。

如果要树立一尊雕像，表彰某一位为美国投资者做出了最大贡献的人，伯格 (Jack Bogle) 将是一个无可争议的人选。在长达数十年的时间里，伯格一直在谆谆教导投资者选择低成本的指数基金。为数众多的经理人都向投资者许诺要给他们带来巨大的回报，但其实却没有为投资者创造出什么附加价值，甚至附加价值为负数——就像我们赌局当中所呈现的那样。然而伯格，因为他自己所全力推行的改革运动，他的收入减少到了只相当于那些经理人的一个小小的百分点的地步。

在早期岁月中，伯格经常受到投资管理行业的嘲笑。可是今天，他已经可以深感欣慰和自豪，因为他知道，自己帮助成百上千万的投资者实现了比以前高得多的回报。他们是他们的英雄，也是我的英雄。

长年以来，总是会不断有人来向我征求投资建议，而在这问答之间，我对人类的行为模式有了更深入的了解。我通常的建议都是要人们选择低成本的标普 500 指数基金。真正听取我建议的，往往都是那些收入最低的朋友，我为他们感到骄傲。

不过，那些超级富有的个人、机构或者退休金基金，没有一个接受了我所给予的同样的建议。相反，这些投资者总

是礼貌地向我表示了感谢，然后就转过身去喝收取高昂费用的经理人们的迷魂汤了，再不然就是像许多机构那样，去寻找另外一种叫做“顾问”的“超级帮手”。

顾问当然是专家，但是他们却面临着一个无解的难题。一位投资顾问若是年复一年地告诉自己的客户，要他们持续将资金投入一个标普 500 指数的仿制品，你可能想象这会带来怎样的结果？这简直是生涯自杀。不过，若是他们每年在这基础上做些小小的调整再推荐给客户，巨额的费用就会源源不断流向这些“超级帮手”的腰包了。当然，他们常常还需要将这种建议做进一步的包装，用各种让听者云里雾里的术语和行话来大谈什么投资“风格”或者是当前的经济趋势之类，让对方觉得自己的微调简直是妙笔生花，点石成金。

在生活的众多其他领域，花大价钱确实可以买到更优质的食物、教育、娱乐、住宅、整形手术和球票等等，富人们已经习惯了这种思维模式。因此，在投资时，他们也会顺理成章地认为自己的钱可以买到一些比大众能够获得的更有价值的东西。

不错，在生活的其他许多方面，财富可以换来高等级的产品或者服务。出于这一原因，这些财务“精英”——富有的个人、退休金基金、大学捐赠金等等——对于几千美元身家的人都能享受的理财产品或者服务总是心有抵触。哪怕这些富人的理智已经告诉他们，属于普通人的产品就前景而言

的确是最优选择，他们也往往无法克服自己心理上的抗拒感。根据我的粗略估算，这些精英因为总是要寻找更高级的投资建议，过去十年间已经让自己累计损失了超过 1000 亿美元。这很容易算出来：1 万亿美元的资产，每年多交 1% 的费用，十年下来就到这个量级了。当然，我并不是说每一位十年前选择了对冲基金的投资者现在的表现都落后于标普 500 指数，但是我相信，我对于他们总体损失的估算其实还是非常保守的。

这金融损害有很大一部分都落在了公职人员的退休金基金头上。现在，这些基金很多都面临着资金严重不足的问题，而这问题一定程度上正因为他们遭受了双重打击——投资表现糟糕，外加费用成本高昂。由此造成的资金短缺，最终只能在长达数十年的时间当中靠纳税人来埋单。

江山易改，本性难移。那些富有的个人、退休金基金、捐赠金等等未来恐怕还会继续认为自己配得上“高级”投资建议。那些懂得如何巧妙利用这种心理预期的顾问将会继续大发其财，差别只在于今年好用的迷魂汤配方是对冲基金，明年又会是什么别的什么东西而已。这种天花乱坠的美妙承诺最终会带来怎样的结果呢？很可能就是再度验证了那句老话：“当有钱的人遇到有经验的人，结果就是，有经验人的得到了钱，而有钱的人带着经验离开。”

很久以前，我的姐夫霍默-罗杰斯(Homer Rogers)在奥

马哈的乡村做贸易代理商。我曾经问他是如何说服农场主雇用他代替自己将猪和牛卖给四大罐头公司 (Swift、Cudahy、Wilson、Armour) 的。毕竟，猪还是一样的猪，而买家也都是内行，可以准确地将任何一头牲畜的价格估算到几毛几分。难道，一个代理商就真的能够谈下比别人更划算的交易？

霍默同情地看了我一眼，说道：“沃伦，关键并不在你怎么卖货，而在你怎么‘卖嘴’——说服这些农场主。”

奥马哈的牲口栏和纽约的华尔街，其实都是同样的套路。

最后，我还是向华尔街伸出橄榄枝吧，毕竟那里有我许多的好朋友。伯克希尔喜欢向那些投资银行交纳费用，哪怕是高得离谱的费用，只要他们能够帮我们完成收购交易就好。还有，我们对自家的两位投资经理人也支付了大量报酬，因为他们跑赢了大盘——我们希望在将来还能为他们支付更高的报酬。

套用《圣经》(以弗所书第 3 章第 18 节)的句式，当费用这个词从华尔街口中说出，我清楚地知道后面的能量是何等长阔高深。只要这能量能够为伯克希尔带来价值，我会高高兴兴地奉上大支票。

年会

去年，我们携手雅虎，史上第一次对年会进行了网络直播。感谢苏安迪 (Andy Serwer) 和他的雅虎团队，直播在各个方面都堪称是大获成功，实时浏览的独立访客达到了 110 万，而重放次数更达到了 1150 万遍 (当然，许多重放的观看者可能只是对网络直播的某一特定部分有兴趣)。

伯克希尔为网络直播向雅虎发出了专门的致谢邮件，其中摘录了三个股东群体的来信内容，即，出行困难的老人家、觉得前往奥马哈旅费昂贵的节俭人士，以及因为宗教原因不能在周六参会的信徒们。

因为网络直播的缘故，现场参会者减少到大约 37000 人 (我们无法获得准确数字)，较去年少了约 10%。可是即便如此，伯克希尔的子公司和奥马哈的酒店、餐厅还是实现了巨大的销售额。Nebraska Furniture Mart 的销售额打破了 2015 年的纪录，增长 3%，其奥马哈当地店面一周销售额就达到了 4550 万美元。

伯克希尔参展商在 CenturyLink 的摊位从周五中午一直开放到晚上五时，吸引了大约 12000 位寻求低价购物机会的股东。我们今年 5 月 5 日的周五还将同样开放购物时段，请各位记得带上自己的钱包。

年会在 5 月 6 日正式举行，依然将由雅虎进行网络直播，

网址是 <https://finance.yahoo.com/brklivestream>。直播中部夏令时间上午九时开始。雅虎还将在会前和午休期间采访董事、经理人、股东和名流。这些采访和会议内容均有普通话同声传译。

周六上午，我们将举行我们的第六届国际报纸投递挑战赛。目标依然是 Clayton Home 的门廊，与投掷线之间的距离整整 35 英尺。我十几岁的时候，一度也曾经有踏踏实实干活的经历，当时送过大约 50 万份报纸。因此我觉得自己在这个项目上绝对是个小能手。来挑战我啊！来让我丢人啊！来杀杀我的威风啊！报纸有 36 到 42 页，你必须自己叠好（不允许使用皮筋）。比赛大约七时三刻开始，我的助手波萨尼克 (Deb Bosanek) 将挑出大约十名选手作为我的挑战者。

购物场所是一处大约 194300 平方英尺的大厅，与会场毗邻，有几十上百家伯克希尔子公司的产品在这里出售。会有许多伯克希尔的经理人们在那里为自己公司的产品站台，跟他们问声好吧。千万记得去看看 BNSF 的铁路展示，这是为了向我们所有其他子公司致敬而安排的。

你的孩子(你也一样)肯定会着迷的。

我们的跑鞋公司 Brooks 和往年一样，会在会上推出特别纪念款。你可以买上一双，这样就可以去参加周日上午每年一度的第四届“伯克希尔五公里”赛跑了。比赛上午八时开始，起点在 CenturyLink，和会议入场券一起寄去的参会

指南中有关于参赛的全部细节。参加这个比赛时，你会发现自己身边有许多伯克希尔的经理人、股东和合作伙伴。（不过，查理和我还得多睡一会儿，这就是周六会议上吃多了软糖和花生碎的恶果。）五公里赛跑的参与者每年都在增多，今年你也来帮我们一起创造新的历史纪录吧。

GEICO 在购物区的展位将有众多公司的顶尖顾问站台。上次会议期间，我们创下了保单销售纪录，较 2015 年大增了 21%。我预计今年还能百尺竿头更进一步。

好吧，我们应该暂停一下，引入一个数据。大多数情况下，你都可以从 GEICO 那里得到一个股东折扣（通常优惠 8%）。我们的 51 个业务区，有 44 个都可以提供这种折扣。（一点补充说明：如果你已经得到了其他折扣，比如那些针对特定人群的优惠，就不能再享受这“折上折”了。）记下你现在的保单细节，再看看我们的价格。你真的可以省下不少真金白银。拿省下的钱来买伯克希尔的其他产品，不亦美哉？

Bookworm 的展位也别错过。这家奥马哈书店将为大家带来大约 35 部书籍和 DVD，其中还有几种新品。我去年读过的书里，最好的就是《鞋狗》(Shoe Dog)，耐克创始人菲尔-奈特(Phil Knight)的亲笔作品。菲尔是一个非常博学、睿智，拥有强大竞争力的家伙，同时也是个讲故事的天才。Bookworm 摊位上将有大量的《鞋狗》出售，当然也少不了杰克-伯格的经典著作。

Bookworm 将会再度让你领略伯克希尔前五十年间的那些高光时刻(以及那些不那么露脸的时刻)。没来参会也不要紧,你可以在 eBay 找到这本书。只要输入“Berkshire Hathaway Inc. Celebrating 50 years of a Profitable Partnership (2nd Edition)”就可以了。

随同这份报告一同到达的代理材料还有一份附件,告知你如何获取年会和其他活动的入场券。留神,伯克希尔周末期间,飞机票有时会涨价——不过,我必须承认,我对这一点已经要比以前能忍了不少,甚至想要喝彩了,因为伯克希尔现在已经是美国四大航空公司的大股东了。不管怎样,如果你是从远方而来,我建议你对比一下到堪萨斯城和到奥马哈两地的价格。两个城市之间的车程只有两个半小时左右,或许飞到堪萨斯城能为你省一大笔钱。如果是两夫妻同行,甚至可以省下上千美元或者更多。还是把钱花在我们身上吧。

Nebraska Furniture Mart 位于 72 街,在 Dodge 和 Pacific 之间,占地 77 英亩。我们今年还会在这里举行“伯克希尔周末”打折大促销。要在 NFM 获得伯克希尔的折扣,你必须是在 5 月 2 日周二至 5 月 8 日周一期间购物,而且还必须出示会议入场券。有一些高大上的品牌平时从不打折,但是本着我们股东周末的精神,他们这次也为各位破了例。我们对他们的配合深表感谢。在伯克希尔周末期间,NFM 周一到周五的营业时间是上午十时至晚九时,周六是上午十时

至晚九时半，周日是上午十时至晚八时。周六晚间五时半到八时，NFM 还要为你们所有人举行一次野餐活动。

今年，那些居住在堪萨斯城和达拉斯大都会区，不能亲自参会或者更愿意看网络直播的朋友们有福了。从5月2日到8日，这些股东们凭着会议入场券或者其他证明自己伯克希尔股东身份的文件(比如券商账户报告)到当地的NFM店面购物，也可以享受到和奥马哈一样的折扣。

在Borsheims 我们还将再度举行两场只有股东才能参加的活动。第一场是5月5日周五晚六时至九时的鸡尾酒会。第二场则是联欢的大戏码，从5月7日周日上午九时一直到下午四时。周六，这里在晚六时之前也将一直开放。记住，你买的东西越多，省下的钱就越多(反正我和女儿逛商店时，她是这么告诉我的)。

整个周末，Borsheims 都将是人山人海。为了给大家提供更多方便，从5月1日星期一到5月13日星期六，都是股东价格的有效期。期间之内，股东可以凭入场券或者券商报告来证明自己的身份，享受优惠。

周六，在Borsheims 外面的大厅，来自达拉斯的著名魔术师、励志演说家诺曼-贝克(Norman Beck)将让大家神魂颠倒。在楼上，周六下午，两位世界顶尖的桥牌好手鲍勃-哈曼(Bob Hamman)和莎朗-奥斯伯格(Sharon Osberg)将与我们的股东们同乐。如果他们要下注，改变玩法，我会在某一时

刻下场玩两手，希望阿吉特、查理和比尔-盖茨 (Bill Gates) 也能和我一起玩几把。

周日，我的朋友邢延华将成为大厅的主角，在乒乓球台前接受挑战。我认识邢延华的时候，她只有九岁，可那时我就在她面前一分难求了。邢延华曾经代表美国出赛 2012 年奥运会。现在，她已经是普林斯顿的大四学生了(去年暑假还去了 JP 摩根大通实习)。如果你不怕受窘，那就来她面前测试一下自己的球技吧，活动下午一时开始。比尔-盖茨去年夏天面对她时表现不错，因此可能会再度挑战。(我的建议是，把赌注下在邢延华这边吧。)

Gorat' s 在 7 月 7 日周日将只对伯克希尔股东开放，服务时间从下午一时到晚间十时。想要预约的话，请在 4 月 3 日(之前恕不接待)拨打 Gorat' s 的服务热线 402-551-3733。记得点 T 骨牛排和土豆饼，这样会让你显得像个资深美食家。

会议期间，还是会由去年那三位财经记者主导问答环节，根据股东的电子邮件向查理和我提问。三位记者和他们的电子邮件地址分别是：当代最优秀的商业记者之一卡罗尔-卢米斯 (Carol Loomis)，邮箱 loomisbrk@gmail.com；CNBC 的贝姬 - 奎克 (Becky Quick)，邮箱 BerkshireQuestions@cnbc.com；《纽约时报》的安德鲁-罗斯 - 索尔金 (Andrew Ross Sorkin)，邮箱 arsorkin@nytimes.com。

从股东们的问题当中，每一位记者都会选择出六个自己认为最为有趣，也对股东最重要的。他们对我说，如果来信的股东能够做到言简意赅，尽早发信，确保问题与伯克希尔有关，且最多不要超过两个问题，将可以大大提高被选中的概率。(在邮件当中，请写明你是否愿意被披露自己的姓名。)

还有一系列问题是来自三位追踪伯克希尔的分析师。今年，保险专家将是来自巴克莱的杰伊-盖尔布 (Gelb of Barclays)。与我们非保险业务有关的问题将来自 Ruane, Cunniff & Goldfarb 的乔纳森-伯兰特 (Jonathan Brandt) 和晨星的格雷格-沃伦 (Gregg Warren)。鉴于我们举行的是一场股东会，我们希望分析师和记者们提出的问题可以帮助股东们更好地理解自己的投资，掌握更多相关知识。

对于我们可能面对的问题，查理和我都毫无任何线索。可以肯定，必然有一些问题会是难以回答的，我们也喜欢这样。连续发问是不允许的，因为我们希望给更多的提问者以向我们开炮的机会。我们的目标是，当你离会的时候，对于伯克希尔的了解要超过你到会的时候，同时在这里的时间还过得轻松愉快。

总计起来，我们预计会回答至少 54 个问题，也就是说，每一位分析师和记者可以问 6 个问题，还有 18 个问题留给现场观众。提问观众将在上午八时一刻的 11 次抽签中产生，抽签将在安装于舞台和主休息室的 11 处话筒前进行。

说到让我们的股东获得知识，我必须提醒各位，查理和我都相信各位股东应该同时获取伯克希尔发布的最新信息，如果可能的话，还希望大家在任何交易之前都有充分的时间来领会和分析。正因为如此，我们才会总是在周五晚上或者周六尽量早的时间发布财务数据，才会总是在周六举行年会（选择这一天还可以缓解交通和停车压力）。

虽然与大机构股东或者分析师一对一谈话已经成为行业惯例，但我们不会那么做，而是将他们和其他股东一碗水端平。对于我们而言，哪怕一位股东财力有限，只要相信我们，将自己很大的一部分积蓄投资给我们，就没有谁会比他或她更重要。我日复一日管理着这家公司时，我下笔写这封信时，心中一直装着我们的股东。

出于非常充分的理由，我经常都会赞美我们的运营经理人们所取得的成绩。他们是真正的全明星，管理自己的企业就像管理自己家庭仅有的资产。我还相信，我们经理人们对股东的重视不在任何上市大公司之下。我们的多数经理人其实已经没有什么必须工作的财务需求。在经营上实现“全垒打”的快乐对他们的意义决不下于薪水支票。

不过，那些和我一同在企业办公室里工作的先生和女士们也一样重要。这个团队卓有成效地处理着来自证监会及其他监管机构的各种要求，填写着长达 3 万 450 页的联邦所得

税报表，监督着 3580 份州税报表的填写工作，回应着数不清的股东和媒体咨询，刚刚结束了年报的工作，又要着手准备这个国家最大的企业年会，与董事会协调动作，一同确认这封信当中涉及的事实——他们做的事情还有太多太多。

他们开开心心地接过了必须完成的企业工作，而且以难以置信的效率予以完成，让我可以享受轻松和愉快。他们的努力工作还不仅仅限于伯克希尔相关的内容：比如去年，他们从 200 多家递交了申请的大学当中选出了 40 家，让这些大学的学生在奥马哈与我一起参加了一天的问答活动。他们还处理我收到的各种请求，安排我的旅行，甚至在午餐时帮我买汉堡和薯条（当然，必须有浓浓的亨氏番茄酱）。此外，他们还在兴高采烈地帮助卡莉-索瓦 (Carrie Sova) ——我们年会的天才导演——一起为我们的股东奉上一个有趣的和开心的周末。他们以为伯克希尔效力为荣，而我以他们为荣。

我是个幸运的人，幸运就幸运在身边有如此优秀的工作人员，有才华横溢的运营经理人团队，有精明老练的董事会。欢迎大家于 5 月 6 日来到奥马哈这个资本主义的摇篮，见一见“伯克希尔帮”。我们所有人都热切盼望诸位的到来。

2017 年 2 月 25 日

沃伦·巴菲特

（文章资料源自网络）