

## 巴菲特 50 年评论——伯克希尔：过去、现在和未来

《伯克希尔 2014 年致股东的信》 2015 年 2 月 27 日

### 一切的开始

1964 年 5 月 6 日，伯克希尔哈萨维，当时是由一个叫做 Seabury Stanton 的人经营。送了一封信给股东，打算用 11.375 元每股的价格，从股东手中，买 225,000 股。我期待着这个信件，但却惊讶于这个价格。

伯克希尔当时有 1,583,680 股在外在股本。巴菲特合伙人企业，即我管理的投资实体，并实际上是我的所有净资产的企业，大约拥有其 7% 的股份。在那个投标寄给我前不久，Stanton 询问我，要让我的企业出售所持股份，要给出什么价格。我回答说 11.50 元。他说：“好。成交。”而后，伯克希尔的信件来了，价格少了 0.125 元（即还是 11.375）。我对 Stanton 的行为感到愤怒，所以没有投标。

这是个巨大的愚蠢决定。

伯克希尔当时是一个北方的纺织品制造企业，处于困境之中。这个行业正在向南方转移，不论是隐喻的，还是物理上的（老鼠注：head south 隐喻含义是变坏的意思）。伯克希尔呢，因为多方面的原因，不能相应做出改变。

行业的问题，长期以来都被广泛地理解。伯克希尔自身的董事会会议记录，1954 年 7 月 29 日，记录下了惨淡的事实：“新英格兰地区的纺织行业在 40 年前就开始停业。在战争期间，这个趋势停止了。然而，这个趋势一定会继续，直到供给需求处于平衡为止。”

大约是董事会议一年后，两家 19 世纪就成立的公司，伯克希尔公司和哈萨维公司，走到了一起，用了我们现在采用的名字。拥有 14 个工厂和 10,000 名员工，合并后的公司变成新英格兰地区的纺织巨头。然而，两家公司视为合并协议的文书，很快变成了自杀的契约。在合并后的七年间，伯克希尔的经营整体上是亏损的，净值减少了 37%。

与此同时，公司关闭了九个工厂，有时候用清偿的收入去回购股票，这个模式，引起的我的关注。

1962 年 12 月，我用巴菲特合伙人企业，第一次购买了伯克希尔股票，预计更多的关闭工厂和回购行为。那时候，股价是 7.5 美元，相比于运营资本 10.25 元和账面价值 20.20 元，是大幅度折价的。在这个价格买他家的股票，就像是捡让人抛弃的烟蒂，还可以再吸一口。尽管烟蒂可能难看或者乏味，吸的那口却是免费的。然而，一旦享受了短暂的愉悦，就再也没有什么能够被期待的了。

伯克希尔随后如预想的那样：它很快地关闭了其他 2 个工厂，在 1964 年的运动中（老鼠备注：应该是美国民权运动），它开始用关闭公司的收入来回购股票。Stanton 那时候给的报价，是我们原始买入成本的 50% 以上。它们，我免费吸烟蒂的机会，正在等着我呢，在吸几口后，我可以去别处寻找那些被抛弃的烟蒂。

相反地，愤怒于 Stanton 的欺骗，我忽视了他的回购报价，并开始大量地买入更多的伯克希尔的股票。

到 1965 年 4 月，巴菲特合伙人企业拥有 392,633 股（当时有 1,017,547 股外发股本），并且在 5 月上旬的董事会上，我们正式地控制了公司。通过 Seabury 和我的孩子气的行为——毕竟，1/8 美元，对于我或者他而言，算得了什么？——他丢掉了他的工作，而我发现我自己用了多于 25% 的巴菲特合伙人企业的资本，投资在一个糟糕的生意，而且我对此生意知之甚少。我变成了那只追逐汽车的小狗。

因为伯克希尔的运营损失和股票回购，它的净资产，在 1964 年的财务年度末期，从 1955 年合并的 5500 万美元的高峰，降到了 2200 万美元。2200 万美元全部都用在纺织方面的运营上，公司没有多余的现金，并且倒欠银行 250 万美元（伯克希尔 1964 年年报，在本年报的 130—142 页重新印制。老鼠注：这个页码是 2014 年年报的页码，不是这个股东的信的页码。）。

有段时间我很幸运：伯克希尔很快就享受了两年的好的运营状况。更好的是，它在那几年的收入是不需要缴交收入税收的，因为它拥有大量的延后亏损，源于前几年的灾难后果。

很快蜜月结束。在 1966 年之后的 18 年时间里，我们在纺织行业，经历了持续不断的挣扎，却全无效果。但是倔强——愚蠢？——是有限度的。在 1985 年，我终于认输了，关闭了运营。

我第一个错误，即把巴菲特合伙人的资源投入到将死的生意中，并未阻止我继续犯错，我快速地恶化错误。事实上，我的第二个错误，要远远比第一个严重，最终是我职业生涯中最昂贵的一个。

早在 1967 年，我让伯克希尔支付 860 万美元去购买国家赔偿公司 NICO，一个小型的，但有前途的奥马哈的保险公司（一个小的姐妹公司同样包括在这笔交易中）保险行业是在我的舒适区的：我理解并喜欢这个行业。

Jack Ringwalt，NICO 的拥有者，是我的长期朋友，他想把公司卖给我——我个人。他的报价，决不是给伯克希尔这个公司的。所以，为什么我为伯克希尔购买 NICO，而不是为巴菲特合伙人企业呢？我有 48 年时间去想这个问题，始终没想到好的答案。我只是犯了一个大错误。

如果巴菲特合伙人是购买者，我的伙伴和我，将会拥有一个 100% 的好生意，注定会形成构造现今伯克希尔这样的基础。此外，我们的成长，将不会受到将近二十年时间的，困于纺织运营中的无效资本的妨碍。最后，我们接下来的并购将会由我和我的合伙人完全拥有，而不是还被其他 39% 伯克希尔公司股东拥有，对于他们，我们是没有义务的。尽管这些事实盯着我的脸，我选择将 100% 好生意 NICO 给予了我拥有 61% 股份的烂生意（伯克希尔哈萨维），这个决定最终将 1000 亿美元左右，从巴菲特合伙人那儿，移给了一大堆陌生人。

再说一个忏悔，而后我就会进入到更加让人开心的话题：你相信么，在 1975 年，我买了 Waumbec Mills 公司，另一个新英格兰地区的纺织企业？当然，这次购买的价格，是个“便宜货”的价格，之所以说是便宜货，是基于我们获得的

资产，和协同它与伯克希尔现存的纺织生意的计划。然而——意外地，意外地——Waumbec 是一个灾难，因为工厂几年后就被关闭了。

好，现在有一些好消息了：北方的纺织行业终于消失了。如果你听到我在英格兰地区的困境感到痛苦，你从此不必再痛苦了。

### 查理理顺了我的思路

当我管理小规模资金的时候，我的烟蒂策略非常的有效。事实上，我 1950 年代所获得的许多免费的烟蒂，使得那 10 年至今为止，是我人生中最好的 10 年，从相对和绝对投资表现上来看。

然而，纵使是在当时，我也有一些非烟蒂类型的投资，最重要的是 GEICO 公司（政府雇员保险公司）。多亏了 1951 年我和 Lorimer Davidson 的谈话，他是一个很好的人，后来成为了该公司的 CEO。从谈话中，我得知 GEICO 是个极好的公司，并且很快地将我净资产 9800 美元的 65% 投入去购买它的股票（老鼠注：请注意年份是早期 1951 年）。我早期岁月的大部分收益，来自于以低廉价格交易的普通的公司。本杰明 格雷厄姆 教我这个技巧，而它是有效的。但是，这个方法的一个主要的弱点逐渐地变得明显起来：烟蒂投资法的可扩展性，仅仅只到了某个程度。对大规模资金，它可能就不那么好用。

另外，尽管用便宜的价格购买不良的生意，作为短期投资可能具有吸引力。它们是构造庞大而且持久的企业的错误基础。挑选可以结婚的伙伴，相比于约会，显然需要更多严格的条件（伯克希尔，应该在此标明，可能是一个非常令人满意的“约会”：如果我们将股份以 11.375 元卖给了 Seabury Stanton，巴菲特合伙人企业 在伯克希尔身上的加权年回报，将会到达大约 40% 左右。）

上天派了芒格，来打破我的烟蒂投资习惯，并且为建立一个可以将大的投资规模和满意利润相结合的方式，指明了方向。查理生长在距离我现在所住的地方大约几百英尺的地方，年轻时候，和我一样，在我祖父的杂货店里工作过。然而，直到 1959 年我们才第一次见面，那时候他早已经离开奥马哈，定居洛杉矶了。我那时候 28 岁，他是 35。介绍我们认识的奥马哈医生预测说，我们会合得来——我们确实是。如果你参加我们的年会，就知道查理有着多样的才华，惊人的记忆力，和一些坚定的看法。我并不真的是思路不清，我们有时候也不是意见一致。然而，在 56 年里，我们没有争吵过。当我们意见分歧，查理往往用这句话结束我们的对话：“沃伦，再考虑看看，你会赞成我的，因为你是个聪明人，而我是对的。”

你们大多数人所不知道的是，建筑是查理的爱好之一。尽管他以执业律师身份开始自己的职业生涯（那时候薪水 15 美元一小时），查理第一次真的赚到钱，是在他三十几岁的时候，通过设计并且建造了洛杉矶附近的 5 个公寓楼项目。同时，他设计了他自己现在住的房子——大约 55 年之后。（像我一样，如果他对周围环境感到满意，他就不愿意挪动。）在最近几年，查理设计了斯坦福和密歇根大学的大的宿舍群，今天，91 岁高龄的他，正建设其他项目。

依我看来，查理最重要的建筑功绩，是设计了今天的伯克希尔。他给我的设计图很简单：忘记你所知道的，以极好的价格买入普通生意，相反地，以合理的价格买入极好的生意。

改变我的行为，不是一个容易的计划（问问我的家人）。我在没有查理的教诲以前，获得了还不错的成功，所以为什么我应该去听一个律师的话，他又没有在商学院待过（而我——咳咳——待过三个）。但是查理不厌其烦地对我重复他的商业和投资的箴言，而且他的逻辑是不可反驳的。结果，伯克希尔依据查理的设计图建立了。我的角色变成了总承包人，而伯克希尔诸多子公司的 CEO 们，则作为次承包人，做着实际工作。

1972 年，是伯克希尔的一个转折年（尽管还是有我的偶然的滑坡——还记得我 1975 年买 Waumbec 的故事么）。我们那时候有了机会为蓝筹邮票公司购买喜诗糖果，芒格，我和伯克希尔拥有蓝筹邮票公司的大量股票，并且蓝筹邮票后来并入了伯克希尔（老鼠注：查了一下伯克希尔的历史，的确是后来才兼并的蓝筹邮票公司）。

喜诗是传奇的西海岸制造商和零售商，主营盒装巧克力，那时候年盈利大约 400 万税前利润，但是却仅仅用了 800 万美元的净有形资产。另外，公司拥有未曾体现在它财报上的巨大的资产：广泛的，持久的竞争优势，赋予它巨大的定价能力。这个优势实际上长期确定了喜诗糖果盈利上的主要收益。更好的是，仅仅需要很小的投资增量，这些收益就将会实现。换句话说，喜诗糖果在未来几十年里，可以被期待会有巨大的现金流。

控制喜诗糖果的家族，希望要价 3000 万美元，查理正确地指出它值这个价钱。但我并不想支付超过 2500 万美元的价格，并且纵使真的是 2500 万美元卖给我，我也不是那么真的那么热情（三倍于有形资产的价格让我倒吸一口凉气）。我的错误的谨慎，差一点破坏了这桩极好的收购。但是，幸运的是，卖方决定同意我们 2500 万美元的报价。

迄今为止，喜诗糖果赚取了 19 亿税前利润，而它的成长，仅仅需要增加 4000 万美元而已。喜诗因此可以分派大量金钱，帮助伯克希尔去购买其他生意，而这些生意反过来，又可以为伯克希尔提供大量可分配利润（想象一样小兔繁殖）。另外，经由观察喜诗的交易，我获得了有关强大品牌的商业教育，开拓了我的眼光，投向许多其他富有利润的投资。

纵使有了查理的设计，自 Waumbec 之后，我还是犯了很多错了。最可怕的错误是 Dexter 鞋业。当我们于 1993 年购买该公司的时候，它有很好的记录，在我眼中，全然不像烟蒂股。然而，因为外国的竞争，它的竞争优势，很快蒸发。而我根本没有发现这点。

结果，伯克希尔支付了 4.33 亿美元给 Dexter，并且，非常迅速地，它的价值降到了 0。然而，GAAP 会计准则，却没有很好地反映出我错误的巨大。事实是我给了 Dexter 伯克希尔股票，而不是现金，我用于购买的那部分股票，现在价值大约 57 亿美元。作为一场金融灾难，这是那种值得被写进吉尼斯世界纪录的。

我随后的几个错误，同样包括使用伯克希尔的股票去购买那些利润注定会衰退的公司。这类的错误是致命的。用好的公司的股票——伯克希尔必然是的——去交换一般般的，不可挽回地会毁灭价值的公司股票。

我们同样遭受财务上的损失，当这个错误由伯克希尔参股的公司犯下的时候（有时候，这些错误发生在当我是他们的董事的时候）。太经常地，CEO 们看上去对一个基本的现实视而不见：在并购中，你所给出的股份的内在价值，不应当高于你所获得的公司股份的内在价值。

我至今没有看到，有投资银行家量化这个重要的数学依据，当他面对潜在的收购者的董事会，做一个换股收购演说的时候。相反地，这些银行家的专注点，将是描述“通常的”，最近被用于兼并收购的市场价格溢价——一种绝对愚蠢的方式来衡量兼并的吸引力——或者是否这个交易将会增加收购者的每股收益（它本身应该不是决定性的）。在努力获得想要的每股收益数字的过程中，气喘吁吁的 CEO 和他的“帮助者”将会经常地变出美好的“协同效应”。（多年来，作为 19 个公司的董事，我至今没有听过“不协同”被人提到过，虽然我见过许多这样的事情在收购完成之后发生。）兼并收购的事后剖析，即现实会被诚实地与原本的计划相比较，很少出现在美国的董事会会议室里。

而这一过程（兼并收购的事后评估）应当成为标准惯例。（老鼠备注：此短句难译。感谢雪友 Coldrush 在此处指出本句 they... standard practice 的翻译，还有上面 once deals have closed。他认为 they 是“比较两家公司内在价值”的意思。后来，另一个雪友墨阳兄指出括号内最好是“兼并收购的事后评估”，我想了想这样更加衔接上文，they 的指代应该是这个）。

我可以向你保证，在我走后多年之内，在为任何兼并发行股份以前，伯克希尔的 CEO 和董事会，将会仔细地做好内在价值的计算。你不可能通过支付 100 美元，去交易 80 美元的方式，变得富裕。（即使你的顾问曾经帮你出具昂贵的“公平交易”的意见，为这种交换背书）。

总的来说，伯克希尔的兼并做得不错——并且就一些大的交易来说，做得非常不错。所以，同样的，我们会在证券市场上投资。后者总是在我们的财报上以市场价值计算，所以任何的收益——包括那些尚未实现的——将很快在我们的净资产上体现出来。但是那些我们完全买断的公司，从来不会在我们的财报上向上地重计，即使当我们能出售它们，获得多于它们现存账面价值几十亿美元的收入。这些不被记录的收益，在伯克希尔的子公司中的价值是非常巨大的，在过去的十年里，增长特别迅速。

听查理的话有了回报。

### 今日的伯克希尔

伯克希尔现在是个庞杂的企业集团（conglomerate），并且持续不断地试图变得更为庞杂。

企业集团，应当承认，在投资者中有着糟糕的声誉。并且，它们确实应该得到这种声誉。让我们先解释一下，为什么它们收到冷落，然后我将继续描述为什么企业集团的形式会给伯克希尔带来巨大的，持续的优势。

自从我进入了商业世界，企业集团享受了很长一段时间的，极端受欢迎的状态，其中，最为愚蠢的阶段发生在 1960 年末期。那时候，大型联合企业 CEO 的把戏非常的简单：依靠人格魅力，依靠宣传，或者依靠可疑的会计操作——经常是三者一起用——这些管理者把一个新组建的企业集团股价推升到，比如说，20 倍的净利（即市盈率 20），然后尽快地发行股票，用以收购其他的市盈率 10 倍上下公司。它们立即应用“股权联营法”（pooling）的会计方法处理收购，使得尽管被兼并的公司价值完全没有任何的变化，但是其每股收益却自动地增加，并把这种增加作为自己管理才华的体现。他们接着对投资者解释说，这种才能，证明收购公司的 P/E 倍数（注：即其高 P/E）的持续，甚至增加的合理性。最后，他们许诺会无尽地重复这个过程，所以会创造一直增长的每股收益。

60 年代后，华尔街对这种把戏的喜爱大大增加。华尔街的居民们，总是愿意放弃对增加每股收益的可疑方法的怀疑，特别是，如果这些把戏，能为投资银行家们制造大量报酬的时候。会计师们愿意在企业集团的会计报表上泼洒他们的圣水，有时候，甚至为如何进一步合理解释这些数字提供建议。

正是因为扩张的企业集团中，每股收益的增加，是源于 P/E 的差异，它的 CEO 不得不寻找低 P/E 的公司。这些，当然了，是典型的平庸生意，有着很差的长期前景。这种冲动，甚至连海底的鱼都不放过，往往使得企业集团所收购的企业，变得越来越垃圾。

对兼并收购活动结果，盲目崇拜的媒体煽风点火。诸如 ITT, Litton Industries, Gulf & Western 和 LTV 等公司受到了追捧，它们的 CEO 变成了名人（这些曾经出名的企业集团早就没有了。就像 Yogi Berra 说的，“每个拿破仑都会遇到水门。”）

在当时，各种各样的会计诡计——它们中许多都很可笑，很容易识破的——被原谅了，或者被忽视了。事实上，在快速扩张的企业集团的领导位置中，有个会计造假专家，被视为是巨大的优势：股东在那种情况下，能够被确保的是，报告的利润将不会让人失望（注：报告二字，加斜体），不管运营的实际状况可能变得多坏。

在 1960 年末期，我参加了一个会议，会议上一个兼并公司的 CEO 吹嘘着他的“大胆的，富有想象力的会计”大多数的分析师听着他的话，报以赞赏的点头，认为他们发现了一个其预期一定会实现的经理人，不论经营结果是如何

然而，结果，时钟卡在了十二点，一切变回了南瓜和老鼠（老鼠注：灰姑娘童话情节，不是我。。。）再一次地，显而易见地，基于一系列的高价股份发行而撑起来的商业模式——就像连锁信模式（老鼠注：你上学一定收到过，不转交给别人你就会。。。的信）——最确实地重新分配了财富，但不论如何，不会创造它。然而，所有的现象，都在我们国家短暂地盛行过——它们是每个倡导者的梦——虽然它们往往以精心设计的骗局出现。

结局纵使相同的：金钱从轻信的人流向行骗者。对于股票，不像连锁信，被绑架的金额是令人震惊的。

在巴菲特合伙企业和伯克希尔公司，我们从未投资于拼命发行股票的公司（注：“从未”加斜体字）。这种行为，是以下情况的，最确定的标志之一——有推销想法的管理层，糟糕的会计，高估的股价，还有——往往地——全然地不诚实。

所以，查理和我发现了什么，才会认为伯克希尔企业的集团结构如此吸引人？简单地说：如果企业集团形式被明智地使用，它是一种最大化长期资金增长的理想形式。

资本主义所能宣告的美德之一，就是能有效地分配资金。市场将会直接地投资到有希望的生意中，并且拒绝那些注定要凋零的生意。这是真的：纵然是有过度的情况，市场主导的资金分配往往远胜过其他的方法。

然而，它们往往是理性的资本流动的障碍。就像 1954 年，伯克希尔公司所清晰体现的那样，在纺织工业中的资本撤离，早就应当发生，然而却被自私的管理层的空虚期盼，延后了好几十年。确实地，我自己大大推迟了放弃我们废弃的纺织工厂的时间。

一个资金配置在衰退产业的 CEO，很少选择大规模地重新分配资本于不相关的活动中。这样的行为，往往需要开除长期的伙伴，并且需要他承认错误。此外，那个 CEO 不太可能就是希望你承担重新配置工作的经理人，即使这个 CEO 想要承担这个工作。

在股东的层面，税收和摩擦成本，对于个人投资者具有重要作用，当他们打算重新分配资本于公司和行业的时候。即使免税的机构投资者也面临比较大的费用，当他们运作资本的时候，因为他们往往需要中介去完成这个工作（老鼠备注：金融上，常见的 intermediaries 金融中介就是银行，保险，券商这些）。无数张嘴，进行了昂贵的品尝，而后吵吵嚷嚷——在他们中间，是投资银行家，会计师，咨询师，律师和诸如杠杆收购者的资本重新分配者。金钱洗牌可不便宜。

相反地，一个企业集团，比如伯克希尔，是完美的设置，用以理性地配置资本，并且以是最小的成本配置。当然，仅仅形成它，并不保证会成功。我们犯了无数错误，并且我们将会犯更多。然而，我们的结构优势，是令人敬畏的。

在伯克希尔，我们能够——在不承受税负或者其他花费的情况下——从纵使增加投资也机会有限的生意，向有更大希望的其它部门那里，转移巨大的资本。

另外，我们不因为一生都投身于一个特定行业，而受到历史偏见的影响，也不会遭受来自同伴的压力，他们有既定利益，希望保持现状。这是重要的：如果马儿能控制投资决定，那么可能就不会有汽车行业了。

其他由我们所拥有的主要优势，是购买好生意的一部分的能力——又称为普通股。这不是大多数管理层的所作所为。在我们的历史中，这种策略性的取舍显得非常的有益；广泛的选择总是使得决策更好。股票市场每天给予我们的企业报价——一小部分的，确然——经常远远地，比我们同时地收到它们公司整体的报价，还要具有吸引力。另外，我们从股票市场上实现的收益，帮助我们做了许多大型的收购，没有这些收益，这些收购就会超出我们的财务能力。

事实上，世界是属于伯克希尔的（注：oyster 意为属于。。的）——世界提供给我们范围广泛的机会，远远超出大多数的企业。我们，当然，会限制只投资

于那些我们能够评估其经济前景的企业。这是一个重要的限制：查理和我不知道很多企业未来十年将会如何。但是这个限制，大大地小于，那些经验被限定在一个领域的管理者。

我刚才提到了相比于它的商业模型的资本需求，喜诗糖果产生了大量利润。我们喜欢，当然了，明智地使用那些资金，去扩张我们的糖果生产。但是我们多次尝试如此去做，大体上却是无效的。所以，在没有招致无效税负或摩擦成本的情况下，我们使用这些喜诗糖果产生的多余资金去购买其他的企业。如果喜诗仍然是一个单独的企业，它的收益就要分配给投资者，用来重新配置，有时候是在被抽取了重税之后，而且几乎总是要耗费巨大的摩擦成本和代理成本。

伯克希尔有一个更进一步的优势，多年来，这个优势变得越来越重要：我们现在成为了很多杰出企业拥有者和管理者的选择。

当拥有成功的企业的家族，想要出售他们的企业时，他们有多种选择。往往地，最好的选择是什么也不做。在生命中，的确是有比拥有一个自己极为了解的，有前途的企业更加糟糕的事情（注：反语，意思是不该卖掉有前途企业）但是端坐着是不受华尔街待见的（不要问理发师你需不需要理发）

当家庭成员的一部分人想要出售，而另一部分人想要继续经营的时候，公开发行业股票往往变得有理了。但是，当所有者想要完全地出售，他们通常考虑两个途径之一。

第一个途径，是出售给那些垂涎三尺，正想通过合并两家公司，达到“协同效应”的竞争对手。这种收购者总是考虑排除卖方的大量伙伴，即那些帮助所有者建立这个事业的人。然而，一个体贴的所有者——有很多这样的人——往往不想让他的长期伙伴悲伤地唱旧的乡村音乐：“她得到了金矿，我得到了不公平对待”（老鼠注：这是 Jerry Reed 的歌曲，内容是一个人离婚了，法庭把几乎一切都判给了他妻子，所以他用这句话抱怨。）

第二种选择是华尔街的买家。多年来，这种收购方准确地称他们自己为“杠杆收购公司”。当这词汇在 1990 年代获得了恶名——记得 RJR 收购案和门口的野蛮人？（老鼠注：RJR 是当时的收购案，《门口的野蛮人》是华尔街商战的经典，其内容就是当时的 RJR 收购案。这个是杠杆收购的经典案例。）——这些买家匆忙地将他们自己标记为“私募股权”。

名字可能改变，但是核心一直不变：事实上在所有的私募股权收购案中，权益（equity）大幅度地减少，负债（debt）堆积。实际上，私募股权购买者提供给出售者的数额，部分地，是由购买者评估计算，被收购的公司所能承受的债务最大数额所决定的。（老鼠注：杠杆收购）

接着，如果事情发展顺利，权益（equity）开始建立，杠杆收购方往往将寻求利用新的借贷来进行重新杠杆。他们通常接着使用收益的一部分去支付巨大的利息，使得权益大幅度减少，有时候甚至到了负值。

事实真相是，对以许多私募股权购买者，“权益”是一个可恨的词汇；他们喜爱的是负债。并且，因为负债现在如此便宜，这些收购者经常能够支付高价。接着，公司会被重新出售，经常卖给其他的杠杠收购者。事实上，公司变成了一件商品。

伯克希尔提供了想卖出的公司所有者第三种选择：永久的家，在这个家里公司的人和将被保留（虽然，偶尔地，管理上的变化将是需要的）。除此之外，我们收购的任何商业，大幅度地增加他的金融优势和增长能力。面对银行和华尔街分析师的日子也永远地结束了。

一些出售者不考虑这些事情。但是，当出售者考虑的时候，伯克希尔就不会有很多竞争了。

有时候评论员提议伯克希尔剥离一部分的公司。这些建议没有道理。我们所拥有的公司，作为伯克希尔的一部分，比作为独立的实体要更有价值。一个原因是，我们能够立即而且不用付税地，在企业之间移动资本，或者投入新的公司。另外，一些花费会全部或者部分地重复，如果运营是分离的话。这儿有个最明显的例子：伯克希尔花费微不足道的钱在单一的董事会上；如果我们几十个的子公司都被分离出来，总的董事会花费将增加。所以，一样地，监管和管理支持也会增加。

最后，对于子公司 A，有时候会因为我们拥有子公司 B，而产生重要的税负效能。例如，一些税收计入贷方方式，之所以可以在我们的事业公司使用，只是因为伯克希尔的其他公司的运营中，我们产生了巨大数额的税收收入。这给予了伯克希尔哈萨维能源一个巨大的优势，相比于发展风能和太阳能的大多数公共事业公司。

投资银行家，因他们的参与而获得报酬，持续不断地催促着收购方，支付高于公众持股公司市场价 20% 至 50% 的溢价。银行家们告诉购买者，这个溢价是有道理的，因为“控制价值”，并且因为一旦收购方的 CEO 控制了被收购公司，好的事情就要发生了（急于收购的管理者将怎样挑战这个臆断？）

一些年以后，银行家们——绷着张脸——又一次出现了，并且热切地催促分拆早期兼并的公司，目的是要“解锁股东的价值”。分拆，当然，剥离了它宣称的有“控制价值”的母公司，没有任何赔偿性支付。银行家解释说，分拆后的公司将会繁荣，因为它的管理将会更加具有企业家精神，从令人窒息的官僚的母公司中解脱出来（我们早前见到的有才干的 CEO 就这么点本事）

如果这些已经剥离的公司日后希望重新收购分拆的业务，它大概将又一次被银行家所催促，为了这种特权支付庞大的“控制”溢价。（银行界的这类心理“弹性”引起了一种说法，费用常常导致交易，而不是交易导致了费用）

如果可能的话，当然，有一天监管层会要求伯克希尔公司的分拆或者出售。伯克希尔于 1979 年实施了这种分拆，当时新的，有关持有银行的监管要求，迫使我们剥离一家位于 Rockford 市，Illinois 州的银行。

然而，自发的分拆，对我们而言毫无道理。我们将损失控制价值，资本分配的弹性，并且，在一些情况下，重要的税收优势。考虑到源于伯克希尔的所有权的运营和财务优势，如果运营分拆后的公司，我们子公司那群聪明的 CEO 们，现在将面临困境，而不能如此有效运营。另外，母公司和分拆后的公司，一旦分离，将可能被课以适量地更多花费，相比于现存的合并状况。

在我离开分拆话题以前，让我们看个从企业集团中学到的教训：LTV。我将在这儿做总结，但那些想看好的金融故事的人应当阅读在 1982 年 10 月 D Magazine 发表的有关 Jimmy Ling 的文章。上网查查。经过一些列眼花缭乱的公司的操作，Ling 将 LTV 从 1965 年仅仅 3600 万美元销售额，带到了世界 500 强第 14 名，仅仅花了 2 年时间。Ling，应当注明，从未展现过任何的管理技巧。但是查理很久以前对我说，不要低估那些高估自己的人。并且，Ling 在那方面无人可比。

Ling 策略，他标名为“项目重新部署”，是买入大公司，然后部分地分拆它的各种部门。在 LTV 的 1966 年度报告，他解释了接下来将要发生的魔法：“最重要的是，兼并一定要满足  $2+2=5$ （或 6）的公式。”媒体，公众和华尔街喜欢这类的讲话。

在 1976 年，Ling 买了 Wilson & Co. 一个巨大的肉类包装企业，同时也有高尔夫设备和药业的权益。很快地，和分拆母公司成三家公司，Wilson & Co.（肉类包装），Wilson 体育用品和 Wilson 制药，每一个都被部分地分拆。这些公司很快被华尔街称为 肉球，高尔夫球，傻瓜。

随后很快，很清楚的是，就像 Icarus 一样（老鼠注：希腊神话，因为飞得太高翅膀被融化，落海而死），Ling 飞得太靠近太阳了。在 1970 年代初期，Ling 的帝国消散，他本人也被分拆出了 LTV，就是，被解雇了。

定期地，金融市场会和现实脱离——你可以依赖它。更多的 Jimmy Ling 们会出现。他们将看起来和听起来很权威。媒体将抓住他们的每一个字。银行家们将为他们的生意打架。他们说的话将近期“发挥作用”。他们早期的跟随着将会觉得非常明智。我们的建议是：不论他们说什么，永远不要忘记  $2+2$  将会永远等于 4。并且当某些人告诉你这个数学公式如何落伍——拉上皮包拉链，去度假，几年后回来以便宜的价格购买股票。

今天的伯克希尔拥有：

- (1) 无与伦比的一系列公司，它们中的大部分，有着很好的经济前景
- (2) 骨干的管理层，他们少有例外地，往往投身于他们所经营的子公司和伯克希尔母公司。
- (3) 一个极好的多样化收入，极佳的财务优势，和大量的流动资金，这些我们会在所有情况下保持。
- (4) 对于许多的所有者和管理者来说，在考虑出售他们的生意的时候，我们公司是他们的第一选择
- (5) 和前面有关的一点是，文化，在许多方面，和大多数的大公司不同，我们公司花了 50 年时间去发展公司文化，现在它坚如磐石。

这些优势为我们提供了发展的美妙基础。

伯克希尔未来 50 年

现在让我们看看前方的道路。记住，如果我打算在五十年前判断接下来的事，我的预测当然将会大大偏离实际。在这点告诫之后，我将会告诉你，如果我的家庭问我伯克希尔的未来，我说些什么。

首先和必然最为重要的是，我相信对于耐心的伯克希尔投资者而言，永久性的资本损失的机率，是对单一公司的投资中所能找到最低的。这是因为我们的每股内在商业价值，随着时间推移，几乎是确定增加的。

然而，这个让人欢快的预言，却伴随着一个重要的谨慎因素：如果伯克希尔投资者的买入点不同寻常地高——在一个价格，也就是说，几乎接近了两倍的账面价值，虽然伯克希尔的股票只是偶尔地到达这个价格——它可能需要很多年才能让投资者能够实现盈利。换句话说，一个明智的投资可能变成匆忙的投机，如果股票是被高价购买的。伯克希尔也不会豁免于这个真理。

然而，投资者在比于公司回购股份稍微高一点的价格购买伯克希尔的股票，应当在一个合理的时间内产生收益。伯克希尔的董事们仅会在他们相信回购价格远低于内在价值时，才会批准回购（注：“远低于”为斜体）。（在我们的观念中，这是回购的基本标准，这标准经常被其他管理者忽视）

对于那些打算在买入后一两年内出售股票的投资者而言，我不能够提供任何保证，不论他们的买入价格是多少。在如此短的时间内，总体股票市场的变动，对于你结果的影响，将可能远远重要于伯克希尔股份内在价值相伴发生的变化。就像本杰明·格雷厄姆几十年前说的：“在短期内，市场是台投票机；在长期内，市场表现得像台称重机。”偶然地，投资者的投票决定——业余者和投资者都一样——近似于神经病。

因为我知道没有方法能够可靠地预测市场变动，我推荐除非你打算持有它们至少五年，否则你别买伯克希尔的股票。那些谋求短期利润的人应当到别处看看。

另一个告诫：不应当用借来的钱购买伯克希尔的股票。自从1965年以来，曾经有过三次，我们的股价是从高点跌下大约50%的。有朝一日，像这类的下跌事情将会再次发生，并且没人知道是何时。伯克希尔将几乎确定地，会成为投资者满意的持有标的。（注：投资者三个字，斜体）但是它同样能成为运用杠杆的投机者的灾难性选择。

我相信，发生导致伯克希尔遭遇财务问题的事件机率大体为零。我们总是为千年的洪水做准备；事实上，如果它发生了，我们将把救生衣卖给那些没有准备的人。在2008—2009的崩溃中，伯克希尔作为一个“第一反应者”发挥着重要作用，并且我们此后多于一倍地（备注：more than double）增强了我们的资产负债表和盈利能力。你们的公司是美国商业的直布罗陀并且将会继续如此。

财务维持能力要求一家公司在所有情况（注：“所有”斜体）下保持三个优势：（1）一个巨大且可靠的盈利流（2）大量的流动资产并且（3）没有重大的近期现金需求。（注：“没有”斜体）忽视了最后一条，常常导致公司经历意想不到的问题：太经常地，赚钱的公司的CEO们，感觉他们将总是能够偿还到期债务，不论它们规模多大。在2008—2009年，许多管理者领教了这个思维模式有多么危险。

以下是我们将如何始终（注：“始终”斜体）坚持这三个原则：首先，我们的盈利流是巨大的并且来自一大批企业。我们的股东现在拥有许多具备持续竞争优势的大型公司，并且我们在未来将收购更多。我们的多元化保证了伯克希尔持续的盈利能力，纵使发生一个大灾难，产生远远超越过去任何经历的保险损失

接下来是现金。在一个运作良好的企业中，现金有时候被认为是需要最小化的东西——作为没有收益的资产，拖累净资产收益率之类的收益标志。现金，然而，对于企业而言，就像空气对于人：当它存在的时候，从来不想它，但当缺了它的时候，却是心里唯一想的事物。

美国企业在 2008 年提供了这方面的案例研究。在那年九月份，许多长期兴盛的公司突然想知道，是否它们的支票会在未来的日子里拒付。一夜之间，它们的财务空气消失了。

在伯克希尔，我们的“呼吸”毫无阻碍地进行着。事实上，在九月末、十月初期的三个星期时间内，我们提供了 156 亿美元的新资金给美国的企业。

我们能够做到这点，因为我们总是保持最少 200 亿美元——并且常常远多于此——的现金等价物。并且在此，我们说的是美国国债，而不是那些声称提供流动性，并且实际上能够这么做的现金替代物，除了（注：斜体）当它们真的被需要的时候。当债务到期，只有现金是法定货币。出行不能没有它。（注：International Travel Insurance 的广告，巴菲特调侃引用。）

最后——到达我们的第三点——我们从不参与运营或投资会导致突然需要大量资金的企业。那意味着，我们将不会把伯克希尔暴露在短期到期的债务，不会进入衍生品契约，或者其他需要大量抵押物的企业协议

几年以前，我们参与了某些衍生品合约，我们相信是大幅地被错误定价，并且只需要少量的抵押物。这些已经被证明相当地有利可图。然而，最近，新订立的衍生品合约需要完全的抵押物。这终结了我们对于衍生品的兴趣，不论它们可能提供何种的盈利潜力。几年来，我们没有签署这些合约，除了少数是因为我们的公共事业公司的运营需要。

此外，我们将不会签署那些客户可以选择取出现金的保险合同。一些人寿保险产品包含了赎回特征，使得它们在极端恐慌的时候易受“流动”的影响。然而，那类的合同，不会出现在我们所采用的财产保险世界中。即使我们的保费数量会减少，我们的浮存金会减少——但是只在很慢的速度。

对于一些人而言，这种保守是极端的，我们保守的原因，是因为完全地可以预测，人们会偶尔地恐慌，但完全不可预测，何时会发生。虽然实际上所有的日子相对地无事，明天总是不确定的（注：“总是”为斜体）。（在 1941 年 12 月 6 日，或者 2001 年 9 月 11 日，我没有感到特别不安。）（注：前者珍珠港事件）如果你不能预测明天会发生什么，你必须为无论发生什么做好准备。

一个 64 岁并且打算在 65 岁退休的 CEO，可能有他自己的特殊计算，以评估在一年内仅有很小发生概率的风险。他可能，实际上，99% 的时间都是“正确”的。然而，那些几率，对我们没有吸引力。我们将永远不会用你们托付给我们的资金，玩财务的俄罗斯轮盘（注：这是电影常见的游戏，两个人拿手枪指着自己的头，看谁被枪里面唯一的子弹打死），即使隐喻的枪有 100 个枪膛，且仅有一发子弹。在我们看来，冒着损失你需要的，去追求你仅仅渴望的，是疯狂的。

尽管我们保守，我想我们将能够每年继续增加伯克希尔潜在的每股盈利能力。这并不意味着经营收益将每年增加——远非如此。美国经济将起起伏伏——虽然主要是上涨——并且，当它减弱的时候，我们当前的盈利也会减弱。但是我们将继续取得逐步的收益，做追加并购，并且进入新的领域。所以，我相信，伯克希尔将会每年增加它的潜在盈利能力。

在一些年里，收益将会是大量的，在其他时候，它们将是少量的。市场，竞争和机会将会决定何时机会出现在我们面前。尽管这些，伯克希尔将继续保持前进，由一批我们现在拥有的可靠的企业，和我们将购买的新企业所驱动。此外，在多数年份里，我们国家的经济的这将为公司提供强烈的助力。上帝保佑，我们有美国作为主场。

坏消息是，伯克希尔的长期收益——用百分比衡量，而不是美元——不能够急剧的增长，并且将不会接近在过去 50 年里取得的收益。其数字已经变得过于庞大。我想伯克希尔将超越平均的美国公司的表现，但是我们的优势，如果有的话，不会太大。

最终——可能从现在起十年到二十年的时间——伯克希尔的盈利和资本资源将到达一个水平，将使得管理者不能明智地重新投资所有的公司盈利。在那时候，我们的主管将需要决定是否最好的分配多余盈利的方式是通过股息，股份回购，或者二者皆是。如果伯克希尔的股份是低于内在商业价值的价格出售，大量的回购将几乎确定地是最好的选择。你能够放心的是你的主管们将会做出正确的决定。

没有公司会比伯克希尔公司更加重视股东。在超过 30 年的时间里，我们每年重申我们的股东原则（参见 117 页），总是以此开头：“虽然我们的形式是公司，我们的态度是合伙制。”这个与你们之间的协议，是刻在石头上的。

我们有个很博学的和以商业为导向的董事会，准备执行合伙制的承诺。没有人为了金钱而做工作：在一个几乎不存在于别处的安排之下，我们的董事仅仅收取象征性的费用。取而代之的是，他们通过伯克希尔股份的所有权，接受他们的回报，并且从当好一个重要企业的管家中，获得满足感。

他们和他们的家庭所拥有的股份——在很多情况下，价值非常大的金额——是从市场中购买的（而不是通过他们的期权或者补助实现的）。另外，不像几乎所有其他大型上市公司，我们没有董事和职员的责任保险。在伯克希尔，董事们站在你的立场看问题（备注：directors walk in your shoes 意为此）。

为了继续保证我们文化的延续性，我建议我的儿子，霍华德，接替我作为公司的**非执行**主席。我希望如此的唯一原因是，如果错误的 CEO 被聘用，需要主席强制解聘他，改变起来会更加简单。我可以对你们保证，这个问题在伯克希尔发生概率很低——就像在任何上市公司发生的概率一样低。然而，在我所服务的十九家上市公司的董事会中，我曾见过要替代一个平庸的 CEO 是多么困难，如果那人又是主席的话。（换人行为通常会完成，但是几乎总是非常晚。）

如果当选，霍华德将会无偿服务并且将不在此工作上花费任何时间，除非所有的董事要求。他将仅仅成为安全阀，任何董事都能够找他，如果他或者她担忧 CEO 的情况，并且希望知道是否其他的董事也同样表示出疑虑。如果多个董事表示担忧，霍华德的主席地位将使得事情快速和合理地解决。

选择正确的 CEO 是非常重要的，并且在伯克希尔的董事会中是一件值得花费很多时间的事情。管理伯克希尔主要是资本配置的工作，还有选择和保留出色的管理者，去领导我们的运营子公司。显然地，工作同样需要替换子公司的 CEO，如果需要的话。这些职责需要伯克希尔的 CEO 是个理性的，镇静的和果断的人，并且知道自己的局限性。（正如 Tom Watson，IBM 的高管说的，“我不是天才，但我在某些领域方聪明，并且我在那些领域坚持。”）

品格是重要的：一个伯克希尔的 CEO 必须为了公司“投入所有”，而不是为了他自己。（我使用男性代词以避免笨拙的措辞，但性别不应当决定谁成为 CEO。）他不得不赚取远多于可能需要的金钱。但重要的是，自大和贪婪都不会促使他伸手索要报酬，以赶上他那些用最奢侈的方式补偿的同辈，纵使他的成就远胜于他们的。一个 CEO 的行为对经理人有巨大的影响：如果他们清楚，对 CEO 而言，股东的利益是至高无上的，他们将，少有例外地，同样抱有这样的想法。

我的继任者将需要具备一个其他的特殊优点：有能力摆脱企业衰退的因素，即傲慢，官僚和自满。当这些公司癌症转移，纵使最强的公司都会衰退。有众多的例子去证明这个观点，但为了保持友谊，我将仅仅从那些遥远的过去发掘案例。

在巅峰时期，通用汽车，IBM，西尔斯罗巴克，和美国钢铁在几大行业排行榜首。它们的优点看上去无懈可击。但是我上文所谴责的破坏性行为，最终使得它们中的每一个，都掉入了其 CEO 和董事在不久前都认为不可能的深渊。它们一时的财务优势，和他们历史的盈利能力被证明毫无保护作用。

当伯克希尔变得更加庞大的时候，仅有警惕的和坚定的 CEO 能够避开此种削弱力量。他必须永远不忘查理的请求：“告诉我，我会在哪里死去，所以我将永远不会去那儿。”如果我们的非经济价值会损失，大部分的伯克希尔经济价值同样会崩塌。“高层基调”将是保持伯克希尔特殊文化的关键。

幸运的是，使得我们未来的 CEO 们成功，所需要的结构已经切实地准备好了。现在存在于伯克希尔的，特别授权的权限是对官僚主义的理想解药。在运营的意义，伯克希尔不是一个大的公司，而是一群大公司。在总部，我们从未有委员会，也从不要我们的子公司提交预算（虽然许多公司使用它们作为重要的内部工具）。我们不拥有法律办公室，也不拥有其他公司认为理所应当的部门：人力关系，公共关系，投资者关系，战略，并购，但凡你想得起来的。

我们，当然，有定期进行的审计职务；没道理成为一个积累问题的傻瓜。（备注：damned fool 是骂人傻瓜，这里又调侃 dammed fool。）然而，我们以一种不寻常的程度，相信我们的经理们会以热情的管家观念，进行他们的运营。毕竟，他们正在做的，正是我们收购他们企业前的事情。此外，除了偶尔的例外，相比于一连串的指令，无尽的检查，层层的官僚制度所取得的成绩，我们的信任要产生更好的结果。如果位置颠倒的话，查理和我尝试以我们所希望的被对待的方式，和我们的管理者互动。

我们的董事相信，我们未来的 CEO 们，将来自伯克希尔董事会已经逐步了解清楚的内部候选人中。我们的董事同样相信，新任的 CEO 应当相对地年轻，所以他或者她能够长期工作。如果 CEO 们领导企业的时间平均远超十年，伯克希尔将最好地运营。（很难教会一只新狗旧的把戏。）并且他们也不可能在 65 岁退休（或者你已经注意到了什么吗？）

在伯克希尔的企业并购和大型的，为伯克希尔量身定制的投资行动中，重要的一点是，我们的对手方熟悉并放心于伯克希尔的 CEO。形成那种的信任并且巩固关系需要时间。回报，然而，可能是巨大的。

董事会和我都相信我们现在有合适的人选去继承我 CEO 的位置——在我死后或者退位之后，有一个继承者准备好担当此项工作。在某些重要的方面，这个人将做得比我现在做的还要好。

对伯克希尔而言，投资将总是非常重要的，并将由多位专家处理。他们将对 CEO 报告，因为他们的投资决定，在广阔意义上，需要和伯克希尔的运营和并购项目相协调。然而，总的来说，我们的投资经理将享受很大的自主权。在这方面，同样，我们未来几十年将处于良好的情况。Todd Combs 和 Ted Weschler，他们都在伯克希尔的投资团队花了许多年时间，在所有方面都是一流的，能够在评估并购方面，给予 CEO 特别的帮助。

总之，为了查理和我离开舞台后的岁月，伯克希尔被完美地安置。我们准备了正确的人选——正确的董事们，管理者们和那些管理者们可能的继任者。另外，我们的文化，是根植于他们全体成员的。我们的系统同样是可再生的。在大的程度上，好和坏的文化都自我选择永存它们自身。那些和我们价值观相同的企业所有者和运营管理者，将继续被伯克希尔，一个独一无二的和永恒的家所吸引，是有理由的。

如果我没有像其他重要的，使伯克希尔特别的关键支持者们致敬，那我将是不负责的：我们的股东。伯克希尔的确具有一个不同于任何其他巨型企业的所有者基础。这个事实在去年年会上被肯定地证实，那时候股东收到一个代理人的解决方案：

解决方案：鉴于公司已有的资金多于它所需要的，并且因为所有者们不像巴菲特那样是亿万富翁，董事会应当考虑支付有意义的每年分红。

倡议此解决方案的股东从未出现在会议上，所以他的提议没有被正式地提出。然而，代理投票还是被清点了，并且它们是富有启发性的。不出意外地，A 股——由相对少数股东持有，他们每一个人都有大的经济利益——在分红问题上投了“不”，差额是 89 比 1。

引人注目的投票是我们 B 股股东的投票。他们的数量成千上万——可能甚至总数一百万人——他们投票是 660,759,855 “不”和 13,927,026 “是，”比例大约 47 比 1。

我们的董事们推荐“不”票但除此之外，公司没有打算影响股东。然而，98% 的股份实际上投票说，“不要给我们红利，而是取而代之地，重新投资所有的盈



利。”拥有我们的股东——大的和小的——都和我们的管理哲学如此同步，是不寻常的，也是有回报的。

有你们做伙伴，我真是幸运的家伙。

沃伦·巴菲特

