

巴菲特致股东信

2014 年

2014 年伯克希尔的净值增长了 183 亿美元，公司 A 类和 B 类股的每股账面价值增长 8.3%。在过去的 50 年中（即现任管理层上任以来），公司每股账面价值已从 19 美元增至 146186 美元，年均复合增长率折合为 19.4%。

在本管理层任期之内，我们始终在以标普 500 指数的年度变化衡量伯克希尔每股账面价值，概因账面价值指标尽管略显粗粝，但毕竟是评判公司内在价值的有用跟踪指标。在本管理层接手的最初岁月中，公司账面价值与内在价值之间并无如当今所见的差距。其原因在于，当年伯克希尔的大部分资产都是可随时反应其当前市值的有价证券。在华尔街地界，有关资产账面价值的计算总是要遵循“市值”原则。

如今公司的重点已转向持有或经营大型企业。其资产价值远超过基于成本所测算的结存价值。但不管这些企业的价值获得了多大提升，其中资产价值却从未向上调整。因此伯克希尔本身的内在价值和账面价值之间的鸿沟日渐拉大。

鉴于此，我们在首页中的表现指标表中增列了新的数据，即伯克希尔股价的历史变动。在此必须强调，市场价格从短期来看是有其缺陷的。股价的月度甚至年度变动都可能是非理性的，因此无法衡量企业内在价值的变化。但如果从长期

看，股价和内在价值总是趋于吻合。伯克希尔的副主席、我的合伙人查理-芒格以及本人均对此深信不疑：在我们看来，伯克希尔股价在过去 50 年里所录得的 1826163% 涨幅大致是本公司内在价值变化的公正反应。

伯克希尔过去一年表现

在过去一年，伯克希尔在几乎所有方面都取得了不俗成绩，仅有一处例外。重点成绩如下：

伯克希尔旗下最大的非保险企业，即“强力五家”，在 2014 年录得了创历史记录的 124 亿美元税前利润，较 2013 年增加 16 亿美元。这强力军团具体为伯克希尔·哈撒韦能源公司（前身为中美能源）、BNSF、IMC（本人曾称其为 ISCAR）、路博润和玛蒙集团。

在这五家之中，只有去年盈利 3.93 亿美元的伯克希尔·哈撒韦能源公司是十年之前就在旗下的“老成员”。我们是用全额现金收购的方式将其余三家收入旗下，在收购第五家 BNSF 时，我们用现金支付了 70% 的收购额，并采用增发伯克希尔股票的方式支付余款。为此公司股本扩大了 6.1%。换言之，公司在过去十年从这五家公司获得了年均 120 亿美元的回报，但公司的股本仅仅出现了略微的摊薄。这样的结果才符合我们的目标：即不仅要增加整体盈利，而且还要增加每股营收。

如果美国经济在 2015 年继续复苏，我们预计来自“强力五家”的盈利也将继续增长。鉴于集团业已完成和正在进行的“补强收购”，来自五家的盈利增幅有望达到 10 亿美元。

2014 年的坏消息也来自这强力五家，但与盈利无关。在过去一年，BNSF 的服务令许多客户失望。这些运输企业都有赖于铁路线的顺畅运营，铁路线的运营不畅将严重损害其业务。

到目前为止，BNSF 依然是伯克希尔最重要的非保险类子公司，为改善其运营表现，我们将在 2015 年投入 60 亿美元。该投入超出铁路经营企业单年度投入历史最高额将近 50%，因此无论从收入、盈利还是减值准备各项比较指标看，这样的投入都堪称空前。

当然去年天气状况尤为恶劣，而恶劣天气客观上会引发铁路运营的各种问题，但我们将竭尽所能将铁路服务水准提升至行业领先水平。这当然不是一朝一夕之功：铁路扩建升级工程难免会影响到现有的运行。但可喜的是，对铁路的大力投入在近期已初显成效。BNSF 去年最后一季度的运营数据较全年数据出现了明显的改善。

我们所持有的诸多小型非保险类企业在去年总共录得 51 亿美元利润，较 2013 年的 47 亿美元有了较大增长。与旗下强力五家类似，来自这些企业的盈利也有望在 2015 年

继续增长。在这类企业中，有两家企业盈利在 4 亿-6 亿美元；有六家企业盈利在 2.5 亿-4 亿美元；另有七家盈利在 1 亿-2.5 亿美元。此类企业的数量和盈利都将增长。这类企业的成长没有终点线。

伯克希尔的庞大保险产业在 2014 年继续实现了承保盈利，这也是连续 13 年保持承保盈利，此外保险浮存资金规模也继续扩大。在过去 12 年时间里，我们的保险浮存资金规模从 410 亿美元增长至 840 亿美元，尽管这些资金的所有权并不在公司，但我们却将其投资来为伯克希尔创造盈利。尽管浮存资金的营收和规模并不纳入伯克希尔的盈利，但庞大浮存资金的存在却使我们持有大量资产并产生可观投资收益。

同时，我们在 12 年间实现了 240 亿美元的承保盈利，包括 2014 年实现的 27 亿美元。而这一切的开端就是我们在 1967 年以 860 万美元对国民赔偿保险公司的收购。

在我和查理探寻新的并购机会的同时，我们的许多子公司也在有条不紊地开展“补强收购”。去年这方面的成果尤为丰硕：我们签订了 31 项补强收购协议，预计耗资总额将达到 78 亿美元。这些并购交易的单个规模在 40 万美元至 29 亿美元不等。但其中最大的一项收购，即对金霸王 (Duracell) 收购案，预计要等到今年下半年才可完成。Duracell 在收购完成后将归入玛蒙集团。

我和查理都鼓励补强收购，只要价格合理（大部分并购的要约价格并不合理）。这些并购对象所投资的业务正好与我们的现有业务配套，并购之后将由我们的专业管理团队接管。这意味着我们无需大费周章去整合即可获得盈利回报，对于这样的天然搭配我们总是乐见其成。在未来，我们将继续开展大量的补强并购。

两年之前，我的好友豪尔赫-保罗-雷曼 (Jorge Paulo Lemann) 邀请伯克希尔参与其 3G 资本集团对亨氏集团的收购。对此我毫无犹豫地表示同意：当时我就知道，无论从个人关系角度还是财务投资角度看，本次合伙必然顺利舒心。最后事情发展也大致如此。

在此我必须承认，由董事长毕林 (Alex Behring) 和首席执行官贝尔纳多-赫斯 (Bernardo Hees) 搭档管理亨氏集团要远远好过让我赤膊上阵。即便当他们的业绩远远超越同侪，他们还是为自己设定了严苛标准并且从不自满。

我们还将与 3G 资本继续合作。有时我们只是扮演财务投资人的角色，例如在最近汉堡王对 Tim Hortons 咖啡连锁店的收购案中。当然我们青睐的方式还是成为永久股权投资者（当然在某些案例中，股权投资者也要为并购出资）。但不管具体并购结构如何，我们对与豪尔赫-保罗和合作感到十分高兴。

伯克希尔也和玛氏及 Leucadia 保持了良好的伙伴关系，

我们也将与这些伙伴或其他伙伴结成新的合作关系。但不管是作为纯粹的财务投资者还是股权伙伴，我们都希望所参与的任何交易都是友善和谐的。

10 月份，我们签署了收购 Van Tuy1 汽车经销网络，该网络有 78 家汽车经销商且运营良好。在若干年前，我曾与该公司的所有者拉里-图伊尔 (Larry Van Tuy1) 有过一面之缘。当时他决定说，如果某天他要卖掉公司，那么他希望买家就是伯克希尔。本次收购在近期已经完成，现在我们也算是“汽车人”了。

拉里和他的父亲塞西尔 (Cecil Tuy1) 用了 62 年时间来建立起这样的产业，他们的策略就是让所有的本地管理人员都成为最后的股东和和合伙人。这样的策略帮助该公司应对了无数的风雨挑战。Van Tuy1 目前是全美第五大汽车经销集团，单位经销商的销售额远超行业平均。

近年来，Jeff Rachor 正辅佐拉里，这样的搭配还将持续。目前全美国有 17000 家汽车经销商，而经销商所有权的变更总是要获得汽车制造商的同意。伯克希尔所要做的，就是要让汽车制造商支持伯克希尔去收购更多的汽车经销商。如果我们做到这一点，我们能以合理的价格去收购更多的汽车经销商，那么我们的汽车经销业务规模将很快会在 Van Tuy1 每年 90 亿美元销售额的基础上出现爆发式的增长。

在收购完成 Van Tuy1 之后，如果旗下企业都算作独立企业，那么伯克希尔目前已持有《财富》500 强企业中的“九家半”（亨氏集团算半家）。这意味着我们还有 490 家半等着去收购。此言既出，驷马难追！

2014 年，我们的子公司总计在生产设备上投入了创纪录的 150 亿美元，超过折旧费用两倍多。其中大约有 90% 的资金是用在了美国国内。尽管我们会开展海外投资，但公司发展机遇的主矿脉还是绵延在美国。我们深信，与依然潜藏在地下的宝藏规模相比，目前所开采的宝藏仅为沧海一粟。苍天垂青，我和查理生来就是美国公民，我们对此如天赐之福般的“美国人优势”永怀感念。

伯克希尔的年终员工总数，如果将亨氏集团的包括在内，达到了 340499 人，这比一年前增加了 9754 人。在此更要自豪指出，公司总部人数并未增加（依然停留在 25 人）。诸位不必惊慌。

去年伯克希尔对“四大投资对象”均有增持，即美国运通、可口可乐、IBM 和富国银行。我们增持了 IBM 的股票（持股比例从 2013 年底的 6.3% 上升至去年底的 7.8%），此外我们在可口可乐、美国运通和富国银行的持股比例也有了增加。我们在可口可乐公司的持股比例从 9.1% 增加到了 9.2%，在美国运通的持股比例从 14.2% 增加到了 14.8%，在富国银行的持股比例从 9.2% 增加到了 9.4%。在此千万不要小看百分

比中小数点后面位数的变化：四家企业加总，我们对其持股比例每上升 0.1 个百分点，伯克希尔每年就可多拿到 5000 万美元的盈利。

这四家企业的业务成熟，其管理层能力出众且注重股东利益。对于伯克希尔来说，我们宁可去参股一家伟大的企业，也不愿意去绝对控股一家泛泛之辈。所谓宁要鲜桃一口，不要烂杏一筐。

如果按照伯克希尔对四大投资对象的年终持股比例看，四大投资对象企业在 2014 年所产生的常规经营利润中应有 47 亿美元属于我们（三年之前是 33 亿美元）。但在盈利报告中，我们仅仅将获得的分红计算在内，即去年获得了 16 亿美元的分红（三年前的分红是 8.62 亿美元）。但在此不可混淆：未记录在本集团盈利报告中的 31 亿美元与纳入盈利报告的资金同样可观。

四家企业所留存的利润通常会用来回购自身股票，这意味着我们不费一分一厘就可增加未来的盈利分成。或者这四家企业也会用留存利润开展新的投资，通常这些投资会取得成功。不管如何，最终在这四大投资对象中的整体每股盈利都会随着时间的推移而不断提高（尽管 2015 年可能会充满挑战，因为美元走强不利于这四家企业的国际化业务）。如果这些预期的增长都可实现，那么伯克希尔的分红也将随之增长，更为重要的是，我们在这些企业的未兑现资本也将增

值(截至去年底,我们在这四家企业中的未兑现资本收益已经达到 420 亿美元)。我们在资本配置方面的灵活性,即我们愿意将大量资金投入到不直接控制的企业中,这使得我们与某些企业相比具有了强大的优势,因为那些企业只愿意投资于能直接经营的产业,从而捆住了自己的手脚。我们对直接经营和财务投资的灵活姿态为资金的妥善使用加上了双保险,汹涌的伯克希尔现金流总能找到用武之地。

我曾说过,我在生意上的经验对我的投资有所帮助,而我的投资经验反过来又让我成为更好的生意人。二者的经验是互通的。有一些真理只能通过实践才能彻底领悟。(弗雷德-施韦德(Fred Schwed)佳作《客户的游艇在哪儿?》中有一副彼得-阿诺(Peter Arno)的漫画,画中懵懂的亚当看着好奇的夏娃,文字说明是“有一些事情无论通过文字还是图片都无法让一位处女彻底明白”。如果你没有读过施韦德的书,我们年会上有卖。此书的智慧和幽默真是无价之宝。)

除了阿诺的“确定的事情”,我认为还需要两项单独的技能:对投资品的估值以及企业管理能力。因此我认为我们两位投资经理多德-库姆斯(Todd Combs)和泰德-威施勒(Ted Weschler)有能力至少管理我们的一项业务。几个月之前一个很好的机会让他们可以做到这一点,因为我们同意收购两家业务上很有特点的公司。这两家比我们一般收购的公司规模要小一些,加起来净有形资产大约 1.25 亿美元,年

收益 1 亿美元。

我要求多德和泰德各担任一家公司的董事长。以董事长的角色，他们的用武之地非常有限，就像我在我们较大的子公司中那样。这种安排为我分担了一点工作，更重要的是，可以让这两位已经出类拔萃的投资者更加优秀。

2009 年底，在“大衰退”的阴霾中，我们同意收购伯灵顿北方圣达菲铁路公司 (BNSF)。这是伯克希尔历史上规模最大的一笔收购。当时我将这笔交易形容为“全副身家赌美国经济前景”。

类似的押宝对我们来说并不是头一遭。早在 1965 年，巴菲特合伙人公司收购伯克希尔控股权就是类似的赌注。同样，根据充分的理由，查理和我向来认为，“赌”美国继续繁荣下去是确定性非常高的事情。

如果不信，你去问问在过去 238 年中，有谁是通过押注美国衰落而成功的？将我们国家的现状与 1776 年对比一下，你简直不敢相信自己的眼睛。就我的有生之年来讲，美国的人均产出翻了 6 倍。我的父母在 1930 年绝对想象不到他们的儿子今天所看到的世界。虽然那些悲观主义传教士没完没了地说美国存在这样那样的问题，我没有看见他们中哪个真的希望移民到国外（虽然我能够想到几个而且很乐意为他们购买单程机票）。

我们市场经济的动力机制仍将继续发挥它的魔力。要收

获总要经历挫折，不可能一帆风顺。人们会时不时抱怨政府。但确定无疑的是，美国的明天会更好。

在这种有利形势下，查理和我希望通过以下途径提升伯克希尔的每股内在价值：(1)持续改善我们众多子公司的基本盈利能力；(2)通过补强型收购进一步提升它们的盈利；(3)从我们投资对象的增长中获益；(4)当伯克希尔股价大幅低于内在价值时进行股份回购；(5)偶尔进行大规模收购。我们还会尝试通过增发伯克希尔股份让你的收益最大化，不过这种做法就算有也是偶尔为之。

我们都知道，搭积木关键在于基础稳固。一个世纪之后，BNSF 和伯克希尔·哈撒韦能源公司仍将继续在美国经济中扮演重要角色。住房和汽车仍将是大部分家庭生活的中心。保险无论对企业还是个人都将依然不可或缺。展望未来，查理和我看到伯克希尔仍将大有用武之地。我们对受托管理伯克希尔深感荣幸。

企业内在价值

虽然查理和我经常提到内在企业价值，我们无法准确地告诉你伯克希尔股票的内在价值是多少(事实上任何其他股票都是如此)。不过，在 2010 年的年度报告中，我们提出了内在价值的三大要素，其中之一是定性的，另两个是定量的。我们认为这三大要素是合理估算伯克希尔内在价值的关键。

本报告在 123-124 页完全复制了这部分讨论。

下面是两个定量要素的最新估算：2014 年我们的每股投资增长 8.4%至 140123 美元，除保险和投资之外的业务利润增长 19%至每股 10847 美元。

从 1970 年到现在，我们的每股投资以 19%的复合年率增长，我们的盈利增长率是 20.6%。如此一来，在随后的 44 年中，伯克希尔股价以与两个价值衡量标准类似的速度增长也就不足为奇了。查理和我希望看到两部分都能够增长，但我们主要的精力放在提升运营利润上面。这正是为何去年我们选择用 Phillips 66 和 Graham Holdings 的股票来换取运营业务，并通过类似的手段从宝洁手中收购金霸王 (Duracell)，后者将在 2015 年完成交易。

现在，让我们审视我们经营的四大领域。它们的资产负债表和收入特点彼此都存在巨大差异。因此我们将它们作为四个业务分别表述，这也是我和查理看待它们的方式。（虽然它们共处伯克希尔一个屋檐下拥有极其重要和持久不衰的优势。）

保险业

首先是保险业务，这是公司核心业务。自 1967 年以来，保险业务一直是公司业绩增长的关键引擎。当时我们以 860 万美元的价格收购 National Indemnity 和 National Fire

&Marine。这笔收购对于公司的意义十分深远，虽然过程十分简单。

我的朋友--这两家公司的实际控股股东杰克-林格沃特 (Jack Ringwalt) 来到我的办公室表示希望出售公司，15 分钟后我们就达成一致。杰克的公司并没有接受外部公司的审计，我也没有对此做出任何要求。这是 1) 因为杰克是个诚实的人，2) 如果收购过程过于繁琐的话，他可能就会放弃交易。

(在完整年报的 128-129 页，我们复制了当年的签约合同。) 收购合约就这样完成了，双方都没有律师到场。这笔交易是伯克希尔最成功一笔交易，至今为止 National Indemnity 的美国通用会计准则 (GAAP) 净值达到 1110 亿美元，超过了全球其他任何一家保险公司。

公司介入财产意外险的一个重要原因是其独特的金融特性。保险公司可先收取保费，然后支付赔偿金。在极端情况下，比如工伤赔偿，保险公司支付的持续过程可能会数十年之久。这种先收钱后赔钱的模式可让保险公司拥有大量现金，也就是所谓的浮存金。

公司可利用浮存金进行投资并获取收益。尽管个人保单处于不断变化的状态，但是整体浮存金的规模通常都会和保费保持相对稳定的比例。因此长期来看，我们的业务和浮存金都保持持续增长。以下是 1920-2014 年公司浮存金的规模：

<u>Year</u>	<u>Float (in \$ millions)</u>
1970	\$ 39
1980	237
1990	1,632
2000	27,871
2010	65,832
2014	83,921

对公司而言，浮存金进一步的增长将是一大难题。不过从好的方面来看，GEICO 和我们新的保险业务都会保持理想的增长速度。National Indemnity 的再保险业务保单大幅减少导致浮存金在下降。但即便我们的浮存金下滑，其速率也会十分平缓，每年下滑不会超 3%。保险业务的特性决定了我们拥有的现金资源肯定可以满足短期的偿付需求。这个优势是伯克希尔长盛不衰的关键。

如果我们的保费收入超过了费用和最终偿付金的总额，我们将获得承保利润。这增加了我们的保险浮存金产生的投资收入。当获得这种利润时，我们喜欢使用这白赚的钱，更棒的是，这让我们获得额外收益。

不幸的是，所有保险公司都想实现这一快乐的目标。这产生了激烈竞争。竞争常常让整个财产保险行业以巨额损失进行运营。这个损失实际上就是保险行业为持有浮存金支付的成本。尽管保险公司享受着浮存金带来的好处，但竞争几乎会确使保险公司的收入继续惨淡。和美国其他行业的公司相比，保险公司在有形净资产上获得的回报较低。美国长期的低利率让浮存金获得的利息收入有所减少，因此加剧了行业的利润下滑问题。

正如在报告第一部分所说的那样，伯克希尔现在已连续 12 年在承保盈利的状况下运营。这段期间内，我们的税前利润达 240 亿美元。展望未来，我相信我们将在许多年内继续在盈利的情况下承销保单。这是我们保险经理每日都关注的事。这些经理知道浮存金是有价值的，但不佳的承销结果可能会抵消掉浮存金带来的收益。虽然所有的保险公司都会提这一点，但在伯克希尔把这一点视为圭臬。

那浮存金将如何影响我们的内在价值？当我们计算伯克希尔账面价值时，浮存金的总额被作为负债减掉，就好像我们明天就要将其全部支付，而无法补充。不过，将浮存金严格视作负债是错误的。它应该被看作一种循环基金。每天，我们支付旧的索赔和相关费用——2014 年，我们向 600 万索赔人支付了 227 亿美元——这减少了我们的浮存金。但同时，我们每天获得新的业务，收取保费增加浮存金。

如果我们的循环浮存金没有成本且可以长期持久，那该负债的真正价值会显著低于会计上认定的价值。永远拥有 1 美元——因为新业务会替代旧的索赔——和拥有明天就将失去的 1 美元是两件完全不同的事。然而，在 GAAP 下，这两种类型的负债被认为是相同的。

155 亿美元的“商誉”资产是对这被夸大负债的一种抵消。这些商誉资产在我们购买保险公司时产生，这增加了账面价值。这种商誉体现了我们为保险公司获得浮存金能力支

付的价格。然而，商誉并没有实际价值。举例来说，如果一个保险公司维持高额的、长期的承保损失，任何账面上的商誉资产都应被视作是毫无价值的，无论原始成本是多少。

幸运的是，伯克希尔并不是这样。查理和我相信，我们保险公司的商誉存在真正的经济价值，且远超其历史价值。当我们收购类似保险公司时，我们会很乐意为它们的浮存金支付费用。目前会计制度下，这种价值永远不会进入账面价值。但我可以保证这是真的。这就是我们相信伯克希尔内在商业价值远高于其账面价值的一大原因。

伯克希尔吸引人的保险经济模式之所以存在，都是因为我们拥有杰出的经理。他们以严格的操作运营难以复制的商业模式。让我来向你们介绍几个主要业务部。

首先，浮存金最高的是由 Ajit Jain 管理的伯克希尔·哈撒韦再保险集团。Ajit 对别人不敢兴趣或没有资本接受的风险提供保险。他的操作结合了能力、速度和果断。更重要的是，他的思维方式在保险界独一无二。然而，他从来没有将伯克希尔暴露在不适合我们资源的风险之中。

事实上，我们在避免风险上远比其他大型保险公司要谨慎。举例来说，如果保险业因天灾而遭受 2500 亿美元的损失——这一损失大约为保险业经历过最大损失的 3 倍——伯克希尔作为一个整体依然将在该年度获得高额利润，因为其业务线非常广泛。我们依然将拥有充足现金，并将在波动的市

场中寻找大的机会。而其他的主要保险公司，或是再保险公司将损失惨重，甚至濒临破产。

Ajit 的承销能力无人能及。他的大脑是一个创意工厂。他一直在寻找新的业务加入目前的组合中。去年，我向你们介绍了他建立的伯克希尔·哈撒韦专业保险公司(简称

“BHSI”)。这将我们带入了商业保险领域。我们在该领域立刻获得了美国主要保险经纪和公司风险经理的欢迎。

BHSI 现在由彼得-伊斯特伍德(Peter Eastwood)领导。他是一个富有经验的承销人，在保险行业受人尊重。在 2014 年，彼得扩大了他富有才华的部门，进军国际业务，扩大了保险业务条线。我们重申去年的预计，BHSI 将会成为伯克希尔的重要资产，将在未来数年产生数十亿的业务。

我们还有另一个强大的再保险公司 Gerneral Re，该公司由塔德-蒙特罗斯(Tad Montross)管理。

premium can't be obtained. 本质上，一个稳健的保险公司需要遵守四大规则：它必须

- (1) 理解所有会让保单发生损失的风险；
- (2) 谨慎的评估风险发生的可能性及其可能造成的损失；
- (3) 设定保费。平均而言，保费需要高于可能发生的损失及运营费用的总和；
- (4) 愿意在无法获得合适保费的情况下放手。

许多保险公司都遵守前三条规则，却忽视了第四条。他

们无法拒绝竞争对手正在积极争取的业务。老话说：“别人在做，我们就必须做”，这个问题在许多行业都有所体现，但保险行业尤为突出。

塔德遵守了这四条戒律，而这体现在了他的业绩表现上。在他管理下，General Re 的巨额浮存金表现一直好于零成本，我们预计这种情况将大体继续。我们对 General Re 的国际人寿再保险业务尤其满意。自我们 1998 年收购该公司以来，该业务就一直稳定增长且保持盈利。

我们购买 General Re 后不久，它受到一些问题的困扰。这让不少评论员——包括我自己一度相信我犯了一个巨大的错误。这一天已过去很久了。General Re 现在是块宝石。

最后，还有 GEICO。GEICO 由托尼-莱斯利 (Tony Nicely) 管理，他 18 岁就加入公司，到 2014 年已为公司服务 53 年。托尼在 1993 年成为公司 CEO，之后该公司表现亮眼。没有比托尼更好的经理了。

当我 1951 年第一次听说 GEICO 的时候，我被该公司相对于其他保险巨头巨大的成本优势震惊了。当时我就明白，GEICO 将获得成功，因为它值得成功。没人喜欢买车险，但几乎所有人都爱开车。因为开车而需要的保险是许多家庭的一笔大支出，而储蓄对家庭来说很重要——只有低成本的保险公司才能提供这些。事实上，至少 40% 在读这封信的人可通过投保 GEICO 省钱。所以，暂停阅读，登录 GEICO.Com 或

拨打 800-368-2734。

GEICO 的成本优势是让该公司持续扩大市场份额的主要原因(1995 年伯克希尔·哈撒韦公司刚收购 GEICO 的时候,它的市场份额是 2.5%,而 2014 年我们的市场份额达到 10.8%)。GEICO 的低成本成为了一道竞争对手无法逾越的壕沟。我们的吉祥物“壁虎(Gecko)”不知疲倦地告诉美国人 GEICO 如何为他们省钱。我不得不说,Gecko 有一种让人产生好感的品质,即它工作不需要报酬。不像任何一个人类发言人,他从不被自己的名誉冲昏头脑,也从不提醒我们它干得多么出色。我喜欢这个小家伙。

我们除了拥有三个主要的保险公司,我们还有一些其他的小公司,他们大部分都还在保险业的某个角落辛勤地耕耘。总体而言,这些公司成长非常好,稳定地创造着承保利润。过去十年中,他们从承保业务赚得了 29.5 亿美元收入,同时浮存金从 17 亿美元增长到 86 亿美元。查理和我都非常珍惜这些公司和他们的经理人。

<u>Insurance Operations</u>	<u>Underwriting Profit</u> (in millions)		<u>Yearend Float</u>	
	<u>2014</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>
BH Reinsurance	\$ 606	\$1,294	\$42,454	\$37,231
General Re	277	283	19,280	20,013
GEICO	1,159	1,127	13,569	12,566
Other Primary	626	385	8,618	7,430
	<u>\$2,668</u>	<u>\$3,089</u>	<u>\$83,921</u>	<u>\$77,240</u>

简单来说,保险业是销售承诺。“客户”现在付钱,保险公司承诺如果未来某件不希望发生的事情发生了,就向客户付钱。有时候这些承诺可能几十年都不会兑现(想象一位

客户在 20 多岁买了一个人寿保险)。因此, 保险公司履行承诺的意愿和能力都很重要, 即便是在付款期遇上经济危机。

伯克希尔在履行承诺方面无人可比, 这一点在近几年已被世界上各个最大最资深的财产保险公司认可。这些公司都希望从规模巨大、时间超长的负债中摆脱出来。也就是说, 这些保险公司希望将这些负债“割让”给再保险公司, 因为大多数这些负债都是由于索赔出现的损失。因此, 他们需要一个好的再保险公司: 如果一个再保险公司不能履约, 原先的保险公司就会有风险。因此, 如果一个再保险公司自己陷入资金困难, 对那些负债累累的保险公司就构成很大威胁。

去年, 我们签下一个高达 30 亿美元保费的保单, 这奠定了我们在行业的领先地位。我相信这个保单只逊于我们自己在 2007 年拿下的劳埃德公司保单, 其保费高达 71 亿美元。

事实上, 我知道历史上只有 8 笔财险和意外险保单的单笔保费超过 10 亿美元。没错, 全都是伯克希尔卖的。其中有些合约要求我们 50 年甚至更久之后赔付。当保险公司需要这种类型的赔付承诺时, 伯克希尔是唯一能兑现的公司。

伯克希尔伟大的经理人, 卓越的金融能力, 及许多独特的商业模式在保险业中形成门槛, 绝无仅有。这些优势是伯克希尔的巨大财富, 长远来看会为股东们创造更大的利益。

受监管的资产密集型业务

我们主要有两块业务，BNSF 和伯克希尔·哈撒韦能源 (BHE)，它们拥有共同的特点，而这些特点又有别于我们其他业务。所以，我们把他们的各项统计数据从我们 GAAP 的负债表和收益表中分离出来，在这封信中单独来谈。

他们一个主要的共同特点是对长期的、受监管资产进行大量投资。这些资产部分由大规模长期债务支撑，但不由伯克希尔担保。这些资产并不需要我们的信贷支持，因为即使在经济状况恶化时，它们的盈利能力也远超其利率负担。比如，去年 BNSF 的利息偿付倍数是 8 比 1 (我们对利息偿付率的定义是税前收益/利息，而不是税息折旧及摊销前利润/利息，尽管后者常用，但我们觉得有严重纰漏)。

对 BHE 而言，有两个因素保证公司能在所有情况下偿付债务支出。第一个对于所有公共事业项目很常见：抗衰退收益，这来自于这些公司提供的独家服务。第二个只有我们其他少数几个公共事业项目享有，即多样化的收入来源，这让我们免于因为一个单一监管机构而遭受损失。最近，我们扩大了这一基础，我们用 30 亿美元收购 AltaLink，主营电力转换系统，为加拿大亚伯达省 (Alberta) 85% 的人口提供服务。通过多样化收入来源，加上母公司的内在优势，让 BHE 及其公共事业部门大幅度降低了负债。这种模式让我们公司和我们的客户受益。

每天，我们的两家分支机构都在为美国经济提供重要动力。BNSF 承担了 15%的城市间运输量(按吨公里计算)，无论是公路、铁路、水路、航空或是管道。我们比以前的运输量更大，这让 BNSF 称为美国经济循环中最为重要的一部分。

像所有其他铁路运输一样，BNSF 也提供高效环保的货物运输，1 加仑柴油能将一吨货物运输 500 英里。卡车完成同样的任务要消耗 4 倍的能源。

BHE 的公共事业项目在 11 个州为零售客户提供服务。没有哪家公共事业公司的服务范围能超过它。而且，我们是在再生能源方面也是领先的：从十年前开始，BHE 提供了美国 6%的风能发电量和 7%的太阳能发电量。除此之外，BHE 还有两条管道，运输这个国家 8%的天然气。还有最近收购的加拿大电力转换公司，及在英国和菲律宾的大型电力公司。我们还将未来数十年收购和建造更多的公共事业项目。

BHE 之所以能做这些，是因为它能留存所有收益。事实上，去年 BHE 留存了更多收益，而且目前来看，比美国任何一家公共事业公司留存的都要多。我们和我们的政府部门认为这种留存收益政策 (retention policy) 具有很大优势。这也将让 BHE 在未来数年内行业中独领风骚。

当 BHE 完成这些目前在建的公共事业项目时，公司整个再生能源资产组合将花费 150 亿美元。此外，我们还有其他传统项目也要花费数十亿美元。只要它们在未来能获得合理

收益，我们乐于做出这些投入。而且，我对未来的政府措施非常有信心。

我们的信心一方面来自于我们过去的经验，还来自于我们相信社会对交通和能源有永久的投资需求。确保资金稳定流入重要项目，对政府自身也有利。同时，做这些项目投资对我们而言也是有利的，它让我们赢得了政府及它所代表的人民的信任。

去年一如往常，伯克希尔·哈撒韦能源(BHE)完全达到了该目标，我们的费率一直很低，我们的客户满意度很高，我们的员工保障也是行业内最好的。

BNSF（伯灵顿北圣达菲铁路运输公司）方面的情况，就像我之前提过的一样，2014 年表现并不好，这一年的铁路行业令很多顾客失望，尽管 BNSF 近几年的资本支出创纪录新高，远超其主要竞争对手——联合太平洋铁路公司。

两家铁路公司的收入规模基本相等，但我们货运量更大。不过去年我们的服务还是出现了比联合太平洋更多的问题，结果就是我们失去了部分市场份额。此外，联合太平洋去年比我们盈利高出的规模创历史记录。显然，我们还有很多工作要做。

但我们也没有浪费时间：就像我早先提到的，我们将在 2015 年支出 60 亿美元以改善我们的铁路运营。这笔钱预计将占到今年收入的 26%。这么大规模的支出在整个铁路行业

都是很罕见的。对我们来说，26%这个比例也是相当大的，之前在2009-2013年平均是18%，而联合太平洋对未来的计划是16-17%。我们大规模的投资将很快带来更大的运力和更好的服务，盈利也会很快改善。

下面是伯克希尔·哈撒韦能源(BHE)和伯灵顿北圣达菲铁路公司(BNSF)的一些主要财务数据：

Berkshire Hathaway Energy (89.9% owned)

	<i>Earnings (in millions)</i>		
	<i>2014</i>	<i>2013</i>	<i>2012</i>
U.K. utilities	\$ 527	\$ 362	\$ 429
Iowa utility	298	230	236
Nevada utilities	549	—	—
PacifiCorp (primarily Oregon and Utah)	1,010	982	737
Gas Pipelines (Northern Natural and Kern River)	379	385	383
HomeServices	139	139	82
Other (net)	236	4	91
Operating earnings before corporate interest and taxes	3,138	2,102	1,958
Interest	427	296	314
Income taxes	616	170	172
Net earnings	<u>\$ 2,095</u>	<u>\$ 1,636</u>	<u>\$ 1,472</u>
Earnings applicable to Berkshire	<u>\$ 1,882</u>	<u>\$ 1,470</u>	<u>\$ 1,323</u>

BNSF

	<i>Earnings (in millions)</i>		
	<i>2014</i>	<i>2013</i>	<i>2012</i>
Revenues	\$23,239	\$22,014	\$20,835
Operating expenses	16,237	15,357	14,835
Operating earnings before interest and taxes	7,002	6,657	6,000
Interest (net)	833	729	623
Income taxes	2,300	2,135	2,005
Net earnings	<u>\$ 3,869</u>	<u>\$ 3,793</u>	<u>\$ 3,372</u>

制造业，服务业和零售业情况

我们的收入和支出数据符合美国公认会计准则 (GAAP)。但上面的运营费用则是非美国公认会计准则的 (non-GAAP)，且不包含一些采购会计项目 (主要是一些无形资产摊销)。我

们用此方法呈现这些数字是因为，我和查理都认为这些 non-GAAP 调整数据能更准确反映真实支出和利润情况。

Balance Sheet 12/31/14 (in millions)

<u>Assets</u>		<u>Liabilities and Equity</u>	
Cash and equivalents	\$ 5,765	Notes payable	\$ 965
Accounts and notes receivable	8,264	Other current liabilities	9,734
Inventory	10,236	Total current liabilities	10,699
Other current assets	1,117		
Total current assets	25,382		
		Deferred taxes	3,801
Goodwill and other intangibles	28,107	Term debt and other liabilities	4,269
Fixed assets	13,806	Non-controlling interests	492
Other assets	3,793	Berkshire equity	51,827
	<u>\$71,088</u>		<u>\$71,088</u>

Earnings Statement (in millions)

	<u>2014</u>	<u>2013*</u>	<u>2012*</u>
Revenues	\$97,689	\$93,472	\$81,432
Operating expenses	90,788	87,208	75,734
Interest expense	109	104	112
Pre-tax earnings	6,792	6,160	5,586
Income taxes and non-controlling interests	2,324	2,283	2,229
Net earnings	<u>\$ 4,468</u>	<u>\$ 3,877</u>	<u>\$ 3,357</u>

*Earnings for 2012 and 2013 have been restated to exclude Marmon's leasing operations, which are now included in the Finance and Financial Products section.

我不会一一解释所有的调整，因为其中一些变化微小且不易解释，但严肃的投资者应理解不同无形资产的性质。一些无形资产的价值会随着时间推移而损耗殆尽，而另一些的价值却完全不会受损。例如软件，其摊销费用就是实实在在的费用。而其它一些无形资产是不应被“摊销”的，比如客户关系。如果通过采购会计规则计算显然不能反映真实情况。

在完整报告 49 页的 GAAP 合规数据中，有 11.5 亿美元的摊销费用作为支出项被扣除。我们认为其中只有 20%是“真实的”，“不真实”部分的费用在伯克希尔曾经是不存在的，但随着我们不断收购公司，这些费用变得越来越大，之后也应该会延续这样的趋势。

在完整报告报告 67 页的 GAAP 合规表格中给出了目前我们的无形资产。我们目前还有 74 亿美元无形资产有待摊销，其中 41 亿美元将在未来五年摊销完毕。当然，最终所有非真实成本将全部被冲销。届时财报上的盈利将增长，尽管真实盈利可能是持平的。

但我们想强调，折旧费是不同的：我们上报的每一次折旧都是真实成本。

回到我们许多制造业、服务和零售业的操作上，他们出售的产品涵盖面甚广，从棒棒糖到飞机不等。以未加杠杆的有形资产净额计算，其中一些行业业务受益于良好的经济形势，实现的税后利润高达 25% 甚至超过 100%。其他一些行业的利润在 12% 至 20% 间。不过，有几家公司的回报非常差，这是我在资本配置时犯下的一些严重错误。我并未被误导，只是在评估公司和产业经济动态时犯了错误。

幸运的是，我一般情况下只在相对较小的收购决定上犯错。我们的大宗收购案表现普遍不错，个别的则是非常不错。但我在购买公司或股票时依然会犯错，并非所有事情都能按计划运转。

若从单一公司实体来看，这一集团内的公司都是优秀企业。尽管它们持有大量超额现金，且几乎没有举债，但它们 2014 年平均有形资产净额达 240 亿美元，税后挣得 18.7% 的利润。

当然，如果是在价格过高的时候买入，良好经济形势下所做的交易可能是一笔不佳投资。我们为大部分业务的有形资产净额支付了大量溢价，这笔开支在我们公布的数据中有所反映。不过我们为此投入的资本获得了可观回报。而且，这些业务的内在价值总体来说超出了它们的账面价值，这部分溢价相当不错，而且很可能扩大。即便如此，保险业和受监管行业的内在价值和账面价值差距还是很大。而这才产生了真正的大赢家。

在这个集团，我们有太多公司想要一一评论，而且它们现在与潜在的竞争对手都会读这份报告。在一些业务上，如果其他人知道了某些数字，我们可能失去竞争优势。因此对一些不对伯克希尔的价值有实质性影响的运营情况，我们就不披露那些不必要公开的数据了。不过你可在完整报告 97-100 页上找到我们业务运营的大量细节。

金融和金融产品

今年我们把 Marmon (玛蒙集团) 规模很大的租赁业务包含在内，其业务包括有轨车、集装箱和起重机租赁。我们还重述了过去两年的状况以反映该调整。我们为何这么做？我们一度拥有 Marmon 控股公司旗下大量的少数股权，因此我认为把公司所有运营都放在一起更易理解。但如今我们实际上已拥有 Marmon 全部的股权，因此我认为，把 Marmon 的

租赁业务包含在这一章节里，能让你对我们不同业务有更多洞见。

我们其他的租赁业务是由 CORT (家具) 和 XTRA (半挂车) 进行的。这些公司都是行业先锋，且随着美国经济走强，它们的收入已大幅增加。这两家公司在新设备上投入的资金比它们许多竞争者都多，而这正带来回报。

凯文-克莱顿 (Kevin Clayton) 再次带领全美最大的住房建筑商 Clayton Homes 取得了行业领先的成绩。去年，Clayton 售出了 30871 套房，约占美国人购买预制房总数的 45%。当我们在 2003 年以 17 亿美元价格买入 Clayton 时，其市场份额仅为 14%。

Clayton 收入的关键在于该公司拥有的 130 亿美元按揭贷款投资组合。在 2008 和 2009 年金融危机时期，当房地产融资枯竭时，Clayton 有能力维持放贷是因为有伯克希尔的支持。事实上，在金融危机时期，我们为自己的公司提供资金的同时，还在持续为竞争对手的零售销售提供资金。

Clayton 的许多借款人都是低收入者，信用一般。但因公司明智的放贷操作，其投资组合在经济衰退时期也表现良好，这也意味着我们的借款人中，相当高比例的人都保住了自己的房子。在许多情况下，我们蓝领借款人的信誉被证明要远好于高收入者。

在 Marmon 的有轨电车业务中，租赁利率在过去几年里

显著改善。但该业务的性质是，我们每年仅有 20%左右的租赁合同到期。因此，定价上涨只会在我们的收入上逐步反映出来。不过这是个强劲的趋势。我们拥有 10.5 万辆车的“舰队”中包含大量的油罐车，但只有 8%是用于运输原油。

还有一件重要的事情你们需要知道：不像许多其他租赁商，我们自己生产油罐车，每年约生产 6000 辆。我们把油罐车从生产线转移至租赁线，不会计提任何利润。因此从财务报表上看，我们的“舰队”价格低廉。该数字与“零售”价格的差距只会通过每年小额的折旧费用，慢慢反映在我们的收益中。因为上述及其他原因，Marmon 车队的价值远高于财报上的 50 亿美元。

这里是利润的部分：

	<u>2014</u>	<u>2013</u>	<u>2012</u>
		<u>(in millions)</u>	
Berkadia (our 50% share)	\$ 122	\$ 80	\$ 35
Clayton	558	416	255
CORT	36	40	42
Marmon – Containers and Cranes	238	226	246
Marmon – Railcars	442	353	299
XTRA	147	125	106
Net financial income*	296	324	410
	<u>\$ 1,839</u>	<u>\$ 1,564</u>	<u>\$ 1,393</u>

* Excludes capital gains or losses

投资业

以下是截至去年年末，伯克希尔持有的市值最大的 15 只普通股投资。

<u>Shares**</u>	<u>Company</u>	<u>Percentage of Company Owned</u>	<u>12/31/14</u>	
			<u>Cost*</u>	<u>Market</u>
			<i>(in millions)</i>	
151,610,700	American Express Company	14.8	\$ 1,287	\$ 14,106
400,000,000	The Coca-Cola Company	9.2	1,299	16,888
18,513,482	DaVita HealthCare Partners Inc.	8.6	843	1,402
15,430,586	Deere & Company	4.5	1,253	1,365
24,617,939	DIRECTV	4.9	1,454	2,134
13,062,594	The Goldman Sachs Group, Inc.	3.0	750	2,532
76,971,817	International Business Machines Corp.	7.8	13,157	12,349
24,669,778	Moody's Corporation	12.1	248	2,364
20,060,390	Munich Re	11.8	2,990	4,023
52,477,678	The Procter & Gamble Company	1.9	336	4,683 ***
22,169,930	Sanofi	1.7	1,721	2,032
96,890,665	U.S. Bancorp	5.4	3,033	4,355
43,387,980	USG Corporation	30.0	836	1,214
67,707,544	Wal-Mart Stores, Inc.	2.1	3,798	5,815
483,470,853	Wells Fargo & Company	9.4	11,871	26,504
	Others		10,180	15,704
	Total Common Stocks Carried at Market		\$55,056	\$ 117,470

*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 under GAAP rules.

**Excludes shares held by pension funds of Berkshire subsidiaries.

***Held under contract of sale for this amount.

*此处为实际投资成本，等于计税基础，GAAP 准则下的成本在某些情况下因减记和增计而不同

**不包括伯克希尔下属公司养老金投资的持股

伯克希尔还有一个主要的股权投资并未计入上表：我们在 2021 年九月以前任何时间都可以用 50 亿美元的价格买入 7 亿股美国银行的股票。在去年末，这些股票市值是 125 亿美元。我们可能会在我们的期权过期日之前才行权。同时，我们的投资者必须意识到，美国银行实质上是我们的第四大股权投资，并且是我们极重视的一个投资。

细心的读者可能会注意到乐购已不在我们最大的普通股投资清单中，而去年它是有份的。作为一个细心的投资者，我不得不尴尬地向大家报告，稍早时我们已售出乐购的股票。我由于懒散，在这一投资上犯了一个巨大的错误。

2012 年底，我们拥有 4.15 亿股乐购的股票，当时和现在乐购都是英国领先的食物零售商，在其他国家也是一个重要的食杂商。我们这一投资的成本是 23 亿美元，与这些股票的市值差不多。

2013 年，我对乐购当时的管理层略感失望，因此出售了 1.14 亿股，获得了 4300 万美元的盈利。我闲散的售股方式最后被证明代价高昂。查理将这类行为称为“吮拇指”。（考虑到我的延误给我们造成的损失，他这样说真是宽宏大量。）

2014 年，乐购的问题与日俱增，公司市值缩水，利润率萎缩，财会问题暴露。在商业世界，坏消息经常是接踵而至：一旦你在厨房里看到一只蟑螂，几天后你就会遇到它的“亲戚”。

我们在去年卖光了乐购的股票，现在已没有任何仓位。（我们要指出的是，这家公司已聘用了新的管理层，我们希望他们一切顺利）。我们这笔投资的税后亏损是 4.44 亿美元，相当于伯克希尔 1%净值的五分之一。过去 50 年中，我们仅有一次投资的售出时实现亏损达到我们净值 2%的水平。另外

有两次，我们经历了相当于净值 1% 的投资损失。所有三次大亏损都发生在 1974-1975 年间，当时我们以非常便宜的价格出售股票，是为了换钱购买那些我们认为更为便宜的股票。

我们的投资业绩得到了一个巨大有利因素的帮助。

1964-2014 年，标普 500 指数从 84 点涨至 2059 点，如果将股息再投资，整体回报将达到我们在第 2 页中所提及的 11196% 的水平。与此同时，美元的购买力萎缩了令人吃惊的 87%。这样的暴跌意味着现在需要 1 美元买到的东西，在 1965 年花 13 美分就可以得到（以消费者价格指数 CPI 为度量）。

这是一个向投资者发出的重要信号：股市和美元的表现能差上十万八千里。可以回顾我们 2011 年的年度报告，其中我们将投资定义为：将当下购买力让渡给他人，同时合理预期在未来将获得更大的购买力。

从过去 50 年获得的一个反常规但不容辩驳的结论就是，投资于一个美国企业的组合比投资于比如美国国债等证券要安全得多，后者的价值与美元紧密关联。在再往前的半个世纪，包括了大萧条和两次世界大战的时段内，这一结论也是正确的。投资者应该关注这一历史。在某种程度上，在未来的一个世纪这几乎肯定会重演。

股票价格的波动性总是会比现金等价物的高得多。但是，从长期来看，货币计价的投资品比广泛多元化，随着时间推移买入的股票组合的风险更高，甚至是风险要高很多，当然

我们拥有股票组合的方式应该是仅招致象征性的费率和佣金。这样的知识通常不能在商学院获得，在那里波动性几乎肯定会被用作衡量风险的指标。虽然这样的学术假设使教学变得容易，但它错得离谱：波动性远不是风险的同义词。流行观念将两者划等号导致了学生、投资者和 CEO 们误入歧途。

当然，毫无疑问的是，拥有股票一天、一周或一年的风险比将资金投入现金等价物高，无论从名义值还是购买力衡量都是如此。这对于某些投资者，比如说投行有意义，因为它们的生存可能受到资产价格下滑的威胁，它们可能在市场低迷时被迫出售股票。此外，任何可能有重大的近期内资金需求的人，他们都应该将适当资金投向国债或有保险的银行存款。

但是，对绝大多数投资者来说，他们可以也应该在数十年的维度下投资，股价的下跌并不重要。他们的关注点应锁定在投资周期内获得显著增长的购买力。对他们来说，随着时间推移买入而建立的多元化的股票组合将被证明风险比基于美元的证券要小得多。

相反，如果投资者害怕价格波动，错误地把它视为某种风险，他反而可能会做一些有高风险的事。你们回忆一下，6 年前有权威人士警告股价会下跌，建议你投资“安全”的国债或银行存单。如果你真的听了这些劝，那么现在只有微薄的回报，很难愉快地退休了。（标普 500 指数当时低于 700

点，现在约为 2100 点)如果他们不担心毫无意义的价格波动，当时买一些低成本的指数基金，现在的回报能保证有不错的生活。因为这些基金不但股息在增加，本身价格也在上涨(当然这其中也有涨跌起伏)

投资者本身的行为可能会让持有股票变成某种高风险的行为，许多人都有这个问题。积极的交易，试图“抓准”市场的波动，不充分的多元投资，向基金经理和顾问支付不必要且高昂的费用，用借来的钱投资，这些行为都可能摧毁你的丰厚回报。如果你一直持有的话就不会有这些风险。投资者不应用借来的钱投资，因为市场中任何时候都有可能发生意想不到的事情。没有经济学家、顾问、电视评论员——当然包括我和查理——能告诉你高风险事件什么时候发生。所谓的预测家能填满你的耳朵，但永远不能填满你的钱包。

以上列出“佣金投资原罪”并不只是说给“小家伙们”听的。大型机构投资者群体，通常也会跑输简单的指数基金投资者。其中一个重要的理由就是费用：许多机构投资者向咨询机构支付巨额费用，而这些机构推荐费用高昂的经理。这是一场愚蠢者的游戏。

不过还是有一些投资经理非常优秀，但从短期看难以辨别是运气还是天才。许多投资顾问索取高额费用的本领远高于提供高额回报，事实上他们的核心竞争力是销售能力。不管是大投资者还是小散，不要听他们的花言巧语，而应该读

一读杰克-博格尔 (Jack Bogle) 写的《投资常识小册子》(The Little Book of Common Sense Investing) 这本书。

几十年前，本-格雷厄姆 (Ben Graham) 就准确指出了投资失败的根源，他引用了一句莎士比亚名剧中的台词：“错的不在于星星，而在于我们自身。”

年会

本次股东大会将在今年 5 月 2 日 (周六) Century Link 中心召开。去年有 3.9 万人出席会议创下历史记录，我们预计本次会议人数再创纪录，以庆祝这次 50 周年“金婚”年会。会议中心将在当天上午 7 点开门。

伯克希尔的才女卡丽-索娃 (Carrie Sova) 将再次负责安排会议。六年前 24 岁的卡丽作为秘书加入了我们公司。四年前我邀请她负责年会，这是一个艰巨的任务，需要高超的技能，她接受了挑战。卡丽的表现镇定专注，顺利地数百名工作人员协同工作。她得到了我们整个本部办公室工作人员的帮助，会让我们所有的股东享受一个丰富和有趣的周末。

没错，我们还会向出席会议的观摩股东出售我们的产品。事实上今年我们还会延长采购时间。Century Link 中心从 5 月 1 日周五中午到下午 5 点开放，在会议日上午 7 点到下午 4 点开放。你们多买一点东西，查理会很高兴的。

星期六早上 6:20，Norman 和 Jake 这两头体重为一吨

的得克萨斯长角牛，将穿越 CenturyLink 中心门前的第十大街，牛上坐着的是 Justin Boot 公司的两位高管，他们都是兼职牛仔。后面是一辆由四匹马拉着的富国银行马车。伯克希尔·哈撒韦公司已经有了飞机、火车和汽车。马车牛车加入我们的组合，我们就是一家大而全的交通公司了。

周六上午 7:30，我们将举办第四届国际扔报纸挑战赛，在距离 35 英尺的地方把报纸投入克莱顿家的门廊。我记得我还是个少年的时候，曾投递过 50 万份报纸。所以我认为这是一个很好的节目。挑战我啊！羞辱我吧！打败我把！我会为打败我的人买一份 Dilly Bar 酒。报纸有 36 到 42 页，你必须先把它们折好（不准用橡皮筋）。我还会为那些 12 岁或小于 12 岁的优胜参赛者设特别奖。博萨内克 (Deb Bosanek) 将担任裁判。

8:30 会放映一部关于伯克希尔公司的新电影。1 小时后，我们将开始提问回答环节，一直持续到下午 3:30 结束。中午将在 Century Link 中心午餐。下午在短暂的退场之后，查理和我将在下午 3:45 召开年会。年会通常会持续一个半小时。

购物采购区设在 19.43 万平方英尺的会议大厅各处，有数十种伯克希尔公司的产品供购买。如果你们周五没有买够，可以在查理说话的时候溜出去买。别忘了 BNSF 的铁路模型，尽管我已 84 岁了，但这些东西仍让我激动。

去年的销售创下了记录。在周六 9 小时内，我们售出了 1385 双 Justin boots 皮靴 (23 秒一双)，13440 磅 See' s 糖果，7267 双 Well Lamont 工作手套，1 万瓶亨氏番茄酱。亨氏有一个新的芥末产品，我推荐你今年芥末和番茄酱都买。由于今年周五就开卖，我预计销售将再创纪录。

我们的跑鞋公司 Brooks，将提供一款纪念版跑鞋。你能穿着它参加第二天早上 8:00 举行的第三届“伯克希尔·哈撒韦 5 公里”比赛。全部细节在会议指南中都有，你将有机会与伯克希尔公司的经理，董事和合作伙伴一起参加跑步比赛。

全美最顶级的保险顾问将出现在 GEICO 展台区。我们的股东通常能享受到 8% 的优惠。有一点需注意的是，折扣不能叠加，如果你本身就属于某个能享受某种优惠的团体的话，你可以带上自己的保单到现场来，真的能为你省很多钱。

记得看 Bookworm 的展台，这里会有 35 种书籍和 DVD，其中不少新书。去年许多股东买了 Max Olson 整理的从 1965 年开始的巴菲特股东信合集。今年他将更新这本合集。另外，我们还会推出一本便宜一点的纪念我们 50 周年的书。我们还在进行各种历史整理工作，包括某些来自 19 世纪的文件材料。

在开会时，我们将得到数以千计奥马哈居民和做生意人的帮助，他们希望各位在这里度过一段开心的时光。今年，

由于我们预计出席会议的人数将创历史新高，所以，我们担心会出现酒店房间不足的问题。为解决这个问题，（住宿服务网站）Airbnb 为此付出特别努力，向我们提供了会议期间与会者所能选择的酒店房间清单。Airbnb 的服务对希望在奥马哈镇短暂停留一晚的股东给予了极大帮助。去年股东大会期间，有一些酒店就要求住宿的客人最少支付三晚房间费用。那相当昂贵。对预算紧张的参会股东来说，应提前在 Airbnb 网站上查看住宿信息。

我经常赞扬我们的运营管理人员所做出的工作成绩。他们是真正的全明星，他们像对待自家唯一拥有的资产那般对待自己的工作。我相信，我们的管理人员也是以股东为导向的。

多数管理人员在工作上并非是为了追求金钱。他们喜欢在工作中赢得“全垒打”，对他们来说，工作的乐趣几乎就等于他们获得的薪水。然而，同样重要的还有那些与我并肩作战的 24 位总部办公室员工。这个团队有效地处理了 SEC 与其他监管机构提出的大量要求，填写了多达 24100 页的联邦所得税申报表，审查了 3400 项州税收申报，回答了无数股东和媒体的问题和质询，发布公司年度报表，准备全美最大规模的上市公司年度股东大会，与董事会进行协调——这样的例子数不胜数。

他们干劲十足且异常高效地解决了所有这些问题，我的

生活因此轻松愉快。他们的努力已经不局限于跟伯克希尔严格相关的活动：去年他们组织来自 40 所高校（从 200 所候选学校中筛选出）的学生代表来奥马哈，跟我进行了一天问答。他们还处理我收到的各种邀请，安排我的行程，甚至帮我买汉堡和（蘸着亨氏番茄酱的）薯条作午餐。没有哪个 CEO 能有更好体验了；我真的每天都想跳着踢踏舞去上班。

去年年度报告中，我们摒弃了延续 48 年的“没有照片”政策，发布了一张总部员工圣诞节共进午餐的照片——谁说我不知变通来着？当时我没有提醒他们这张照片会对外公开，所以他们未着盛装。今年就不同了：你将在报告首页看到我们总部团队正式对外时的样子。不管他们穿着如何，他们的工作表现都令人惊叹。

就在 5 月 2 日，来跟他们会面，并享受我们的投资者狂欢派对吧。

伯克希尔 过去、现在和未来

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（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，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 万美元全部都用在在了纺织方面的运营上，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。）。

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。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。

此处难点在 scalable，查了几个词典，发现还是偏向于可扩展性的意思。如此意思就比较明了，烟蒂法的问题是资金小时候好用，资金规模大到一定程度，就会出问题。一开始我也觉得奇怪，为什么说可扩展性不足，后来想了想大概明白了。如果资金非常大，买入某股票之后，仅仅赚了 20% - 30% 烟蒂就走，但问题是怎么卖出？这么多股份卖给谁去？这属于我对此处的理解。

——另外，到了这里的思考，才知道一件事情。早期我可能会以为，巴菲特是听芒格的话，觉得有道理，所以就转型了。其实巴菲特会放弃烟蒂法，不是偶然的，他自己的思维逻辑，思维水平，和实际遇到的问题，已经让他发现了烟蒂法的局限了。只不过这时候他还没有进化找到解决方法。所以他会变化，是遇到了问题的了，需要他思考解决的。而应当大概这时候，芒格的出现，芒格的思路，让他找到了解决方法。)

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。

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 4330 万美元给 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主管的时候）。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 个公司的主管，我至今没有听过“不协同”被人提到过，虽然我见过许多曾经的这类型的交易倒闭。）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。

它们将被标准化的惯例替代。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。（即使你的顾问曾经协助你完成昂贵的“公平合理”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“权益结合法”（pooling）的会计方法处理收购，使得尽管被兼并的公司价值没有任何的变化，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不在了。就像 Yogi Berra 说的，“每个拿破仑都会遇到水门。”）

Yogi Berra 是纽约洋基队的棒球手，他的原话是说 Even Napoleon meets his Watergate. ——纵使拿破仑也会遇到他的水门。这里把拿破仑和水门事件联系，调侃起来。

2008年的时候，巴菲特1季度报告很差，而股东大会很快就要召开了。有媒体评价他，Even Napoleon meets his

Watergate. 就是说，纵使像巴菲特这样的强人，也会遇到麻烦的。

而后巴菲特在这里引用时候，把 Even 改成了 Every，就是调侃那些经理人，说他们每一个人都会遇到麻烦。（希望我解释明白了这句话。）

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——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。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 不太可能就是你希望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（。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——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”（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？（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。（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文化将被保留（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，呆瓜。

随后很快，很清楚的是，就像 Icarus 一样（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，和在单一公司投资中损失的机率一样低。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。（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。

自从我知道没有方法能够可靠地预测市场变动，我推荐你购买伯克希尔的股票仅仅因为你期待着拿着它们至少五年。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。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。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。

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约。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。（在 1941 年 12 月 6 日，或者 2011 年 9 月

11 日，我没有感到特别不安。）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，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。

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，将不会允许管理者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。

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，伴随着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。）他不由地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。在运营的意义上，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，也从不要求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。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。

都说了，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，是不同寻常的，也是有回报的。

有你们做伙伴，我真是幸运的家伙。

（文章资料源自网络）