

W A R R E N B U F F E T

巴菲特

中国地区独家版权

从100元
到
160亿

沃伦·巴菲特/著
劳伦斯·坎宁安/整理
陈 鑫/译

有史以来最传奇的投资人
用 100 美元炒出 160 亿财富的股坛英杰

125.34

证券报 总策划

财经出版社

9 787500 544845 >

www.guminxuexiao.com 股民学校软件
www.guminxuexiao.com 股民学校软件

K837.125.34

B11

沃伦·巴菲特/著
劳伦斯·坎宁安/整理
陈 鑫/译

巴菲特 从 100 元到 160 亿

(公司投资要义)

● 翻 译 经 典 系 列 ●

中国财政经济出版社



A0932369

图书在版编目(CIP)数据

巴菲特:从 100 元到 160 亿(公司投资要义)/(美)巴菲特著;
陈鑫译, -北京:中国财政经济出版社, 2000. 3
(中国证券丛书·翻译经典系列)
ISBN 7-5005-4484-7

I. 巴… II. ①巴… ②陈… III. 股票-证券投资-经验-
美国 IV. F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 00912 号

作 者: 沃伦·巴菲特
编 者: 劳伦斯·A·坎宁安
译 者: 陈 鑫
责任编辑: 伍 宁
封面设计: 桑吉芳 鲁继德

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

e-mail: cfeph@cec.go.cn.net

{版权所有 翻印必究}

社址: 北京东城大佛寺东街 8 号 邮政编码: 100010
发行处电话: 64033095 财经书店电话: 64033436
北京宏远兴旺印刷厂印刷 各地新华书店经销
850×1168 毫 32 开 9.875 印张 220,000 字
2000 年 4 月第 1 版 2000 年 4 月第 1 次印刷
印数: 1 5000 定价: 18.00 元
ISBN 7-5005-4484-7/F·4043
(图书出现印装问题, 本社负责调换)

序 一

梁定邦^①

历史上最成功的投资家之一

巴菲特的这本书出版两年以来,受到了美国读者及其他国家英语读者的广泛好评。毫不奇怪,大多数读者都是股票市场的投资者。毕竟,巴菲特的伯克希尔·哈萨维公司的股票在 1964 年的账面价值仅为每股 19.46 美元,而到 1999 年底,每股交易价格达到了 51,000 美元。1998 年 6 月,其每股价格更达到历史记录的 80,900 美元。尽管目前有所下跌,能让一只股票在 35 年内上涨 2,500 倍决非一般技艺。沃伦·巴菲特仍然当之无愧是历史上最成功的投资家之一。

沃伦·巴菲特的投资理念

伯克希尔·哈萨维由于一些较大投资的表现平平,而在 1999 年一年内损失了三分之一多的价值,这些投资包括可口可乐公司(结果是撤换了其首席执行官)和通用再保险公司

① 中国证监会首席咨询顾问,香港证监会前主席,国际证监会组织技术委员会前主席。本序中所包含的纯属个人观点,不代表任何组织。

(该公司保险支出带来的亏损超过 10 亿美元)。巴菲特还错过了 1999 年技术股的狂涨。有些人认为巴菲特在大趋势中已经找不到感觉了。1999 年对巴菲特来说肯定是不如意的一年。但是在这本书中读者会发现,巴菲特认为错过了一个刚刚开始的趋势并不重要。他的时间尺度远远超过一年。他对投资活动中的追赶潮流不以为然。他追求的是经得起考验的投资价值,在真正了解一项事物之前他是不会去投资的。重要的是,他是作为所有者去投资的。所以他进行长线投资,密切跟踪所投资公司的经理人员的表现。简言之,他相信龟兔赛跑中获胜的将是乌龟而不是兔子。这个理念正是所谓巴菲特投资方法的真谛。

现在的这本书中萃取了巴菲特在运用这种投资方法时所积累的经验之精华。这种投资方法事实上是由他的导师,曾经写出《证券分析》这本经典之作的本·格雷厄姆和戴维·多德开创的。我感到非常欣慰的是这两本书都已经出了中文译本(格雷厄姆和多德的《证券分析》已由海南出版社出版),这样包含在这些卷帙中的思想就能够为更多的读者所分享。这些书中所体现的思想是没有时限的,它们可以帮助任何一位投资者在今天波涛汹涌的市场中确定航向。特别是巴菲特关于他自己投资历程的反思可以为我国提供重要的经验和教训。

关于投资的三个基本原则

过去九年来我国股票市场飞速发展。我国的上市公司已超过 900 家,很快还要开辟高科技板块。但是我国股票投资还是倾向于投机为主的模式。在这种模式中,投资者偏向于

用短线眼光看待市场,在牛市买进。熊市则是留给那些在牛市结束时买进而未能及时逃脱的不幸的投资者的。由于受这种短期行为所产生的情绪影响,牛熊市的转化也是比较快的。这种行为可以由两个主要原因来解释。其一是能够让投资者树立足够长期信心的公司太少;其二是投资大众已经学会了依赖政府的暗示,或者更确切地说,依赖他们以为是来自政府的暗示。在这种情形下,巴菲特的投资理念对中国投资者还有用吗?答案就在于世界上所有国家的股票市场都有共同的地方:它们都是由一样有血有肉的人类在操作。最重要的是,所适用的经济学原理都是一样的。这本书中所传达的信息就是来自这些共同点。这些信息可以总结为三条基本原则。

1. 时刻牢记一个企业账面价值、内在价值和市场价值之间是有区别的;
2. 投资的基础是内在价值;
3. 作为一个所有者去投资。

基本问题

在市场和公司文化的演进中,这些关于投资的基本原则经常会被忘记,因为企业领导在市场激流中不得不面对投资者对尽快获利的渴望。在许多市场中,“为股东创造价值”是一个时髦的说法,但是在大多数情况下,这个说法被理解为尽快抬高市场价格。公司因而频繁地进行能够创造最大市场价格的收购兼并。对这些交易活跃股票所代表的企业如何创造长期持久的企业价值则没有足够的关注。对 market 价格的追逐把企业领导和投资公众引诱到时尚追逐圈中。去年和今年的

市场是所谓的“高科技股”。没有投资高科技股的投资者被称为“没搭上车”，没有进入高科技行业冒险的企业领导被称为“没有眼光”。“高科技”股票并不是不好，但是有多少投资者是在对这些公司长期持久的增长能力进行研究的基础上投资的呢？有多少企业领导足够深入地研究过“高科技”成分的引进是否能够保证其企业的长期持久发展呢？读者在巴菲特的这本书中会发现他力劝所有投资者问问这些基本问题。这些也正是中国投资者和企业领导应该问问他们自己的问题。

开动思想之车

问一问巴菲特所问的问题，这在中国才只是一个开始。巴菲特的书是以美国经济为背景的。这是一个 200 年前就开始建立市场的经济。到目前为止，这个经济已经形成了一个法律、会计和市场的结构，使之成为世界的领先经济。我国的市场经济改革只有 20 年多一点的时间，不过我们肯定不再需要 180 年。毫无疑问，我们从人类在这两个世纪的成就和失败中可以学到很多东西。同样毫无疑问的是，这本书中的基本原则将提供我们思考所需要的丰富食粮。让我们开动思维之车吧。

证券分析的构成要素

请考虑第一条原则：时刻牢记账面价值、内在价值和市场价格之间的区别。账面价值是一个企业的历史记录。一个企业的花费应该被真实地记录，作为所有企业决策的出发点。

但是历史虽然静止,现实世界仍在变化。用于购买过时和低效机器的费用将不会产生足够的经济效益,抵消其初始成本减去折旧;有时候以低价购入的资产可能因为突然有很大需求而使其价格比购置成本还高;开始信用很好的一笔贷款可能变到最后根本无法偿还。国际会计准则考虑了这些价值上的变化,但所有的考虑代表的只是历史记录。尽管历史记录提供了判断未来的重要线索,我们所有的仍然是不完全的信息资源。会计账目没有显示一个企业是如何组织的,以及它将如何应对未来的变化。我们需要根据有关企业管理人员和企业经营环境等的完整信息才能作出判断。所以一般认为,在一个有效的市场中,信息反映了企业的价值。所掌握的信息越全面,所作出的判断就越准确。不幸的是,没有人能够同时获取关于一个企业的所有信息。即使有人能做到这一点,对信息的研究深度也因人而异。因而市场价格就成为买入的投资者和卖出的投资者之间感觉和分析的混合物。股票价格也因此具有很高程度的随机性。所以,以全部可用信息为基础进行全面分析所作出的对企业内在价值的判断与当时市场价格有差距就毫不奇怪了。这种判断是证券分析的主要内容。我们经常在证券分析报告中谈到关于一只股票是被低估或高估了的判断。这个判断应是在对该股票所代表的企业之内在价值与当前市场价格进行比较后得出的结论。投资的艺术就在于判断当前市场价格是否真实地体现了企业的内在价值。

本书不朽的价值

然而,这本书对于我国读者的价值还不仅仅在于说明了证券分析的原则。寻找企业内在价值的方法也适用于管理层和股东,还同样适用于潜在的投资者。本书警告每一个人:不要被股票的交易记录所迷惑,应该时刻注意股票背后企业真正的经营情况。这个警告把我们引向第二条原则,即投资的基础是内在价值。这条原则看似简单,但当一只股票在一年中从较高的价位下跌了三分之一时,我们还是会发现某些“智者”声称该股票现在“便宜”了。于是投资者就接受这一建议,根本不考虑股票为什么下跌。同样令人担忧的是公司管理层为支持其股票价格而做出的股票回购决定。如果回购的唯一目的是支持股票价格,那么严格地说,这样做是操纵公司股票价格。当操纵股价的目的是为了抬价以便于增发新股时,这种行为就更加明目张胆了。如果应用第二条原则,管理层就应该随时注意公司的内在价值,只有当他们自己对内在价值判断明显地高于市场价格时才是回购的时机。应用第二条原则的条件是股东把自己当作企业的所有者,管理层为了企业所有者的利益进行管理。更理想的是,管理者自己就是持有较大股份的股东。这实际上就是第三条原则的理由所在。

所有权是什么?

所有权是一个传统的概念。它最基本的思想是指对企业活动的全面介入。当企业进入资本市场后这个概念就发生了

根本性的变化。股东作为企业的所有者,不可能直接参与企业经营。这一任务被委托于董事会和公司的执行官员。所以,所有者只能做一般所有者所能做的一部分工作。本书的第三条原则就是针对这一难题的。第三条原则简单地让董事会和执行官员担当起所有者的责任,并让股东来对这一点做出保障。这条原则当然在有关法规中已有规定,要求董事和执行官员以一个负责任的所有者方式行使责任,将所有者的利益置于其个人利益之上。我国也有相似的法律规定。

但是,在实践中到底怎样才算是以所有者的方式行使责任呢?关键在于确保董事会、执行官员以及股东都能发挥自己相应的作用。这当然是所有市场(包括我们国家在内)都在进行的公司治理方面改革的目的。巴菲特在这本书中给了我们一些这方面的启示。首先,他提醒我们注重实质而不是表象。从表面上看,是股东制约董事会,董事会制约管理层,但实际上股东常常只能听信董事会所说,而董事会则只能听信高级执行官员所说。这是因为股东和董事会能够据以判断它们所监督人员的业绩的信息来源很少。巴菲特指出,很少有董事会评价自己的业绩,他们也很少设计详细的标准去评价管理人员的业绩。巴菲特给出了一些药方。他建议应根据学识而不是根据社会地位来选择董事。他还建议多数董事应该来自外部,这样执行官员就不可能控制董事会。他指出,董事会与首席执行官太熟悉可能带来的危险,所以有必要制订评价首席执行官和其他高级管理人员业绩的客观标准。他特别警告说,应该非常审慎地设计期权结构,以防管理人员在短期内利用某些经营手段抬高股价,而不是去提高企业的长期内在价值。给予职员期权对企业来说是一种成本。他认为,

在公司帐目上这种成本应该和将期权售予公司以外的人是一样的。美国财务会计准则委员会现在也同意这种做法。

在我国市场如何运用投资三原则

虽然这些药方本身就是非常有价值的,不过我相信这本书的真正价值在于使读者思考这样一个问题,即如何将书中所谈到三条基本原则和我国的经济改革结合起来。乍一看,这些原则对于我们的制度似乎并不是那么遥远。我国经济是以国有企业为主导的,管理者没有必要抬高公司股价。他们只需要按照要求提供产品和服务并创造利润。我国宪法告诉我们每个人都是国家的主人翁。所以实际上不仅管理人员而且公司的所有人员都应该像所有者一样行使责任。可是为什么还有那么多的国有企业需要拯救呢?毫无疑问,造成这种现象的根本原因还是在于我国经济还处于过渡阶段。孕育于计划经济中的国有企业发现他们很难适应市场经济。而过渡阶段在将来的某一个时候总要结束。重要的是在过渡阶段要开始建立我国企业在市场经济中长期持久发展的结构。

所有企业应适用统一的基本会计准则

让我们以头一条原则为例:看看如何将其应用于我国。因为只有确切了解企业的账面价值、市场价值和内在价值的基础上才能作出好的企业决策;企业信息必须被正确记录而且容易得到,这一点非常重要。第一步,应该在全国所有企业统一应用能够客观反映企业财务状况的基本会计准则而不

论这些企业是国有或私有,这样每个企业才能成为一个独立的单位。特殊行业和金融机构可以有一些附加的准则,但是统一的基本准则可以保证所有企业得到同等待遇,因此才可能把一家企业和另一家进行有一定可信度的比较。我强调会计准则的制定应该只有一个目的,就是真实反映企业的经营状况。征税之类的其他目的只能把事情搞乱。好的会计准则确定之后,还需要两点延伸:第一是会计准则在企业的持续应用;第二是国际通行审计标准的持续运用。资本市场发展所需的透明度在中国上市公司已经逐渐深入人心。上市公司应该更热情地接待证券分析家,并及时披露可能对股价产生重大影响的事项。

我国管理人员能够像所有者那样想问题?

第二和第三条原则就不是那么容易运用了,因为运用这些原则时国有企业的高级管理人员需要有一种感觉,而这种感觉在我国现有体制中是很难找到的。高级管理人员的未来和企业发展前景没有直接关系。在政府行政管理和企业管理之间有一扇旋转门。许多高级管理人员将他们的未来定向于政府部门中更高的职位。这样,尽管政府做出了政企分开、党政分开的努力,这些体制的残余仍然明显地存留在国有企业中。向国有企业指派高级管理人员仍然是各级政府人事部门的一项职能。这项职能的行使还要通过与同级政府的组织部门协商。被分配到一家国有企业的干部都期待着回到政府部门并担任更高的职务。不会回到政府部门的那些人通常都是接近公务员退休年龄的干部,将他们分配到国有企业可以看

作是对他们长期有功的政府工作的奖赏。为了保证党在企业中的组织领导，一般认为企业党委书记应该兼任企业的最高决策管理职务之一。因此，国有企业高级管理人员扮演三种角色：企业经理、临时下到企业的政府官员、党的干部。扮演一种角色况且困难，更不用说三个了。

随着我国经济进一步向市场经济转化，国有企业高级管理人员所担当的三种角色必须协调。否则必然会产生角色冲突。公正地说，党和政府已经在努力解决这种角色冲突问题。现在在选择企业干部时更注重才干而不是政府职级。一些省市在为其控制的企业选派管理人员时，实际上已经开始应用通用模式对人选进行正式评估。已经开始研究报酬制度的改革，包括将企业管理人员与企业未来发展联系起来的期权计划。通过鼓励管理者为结果而管理，拉开了企业和政府之间的距离。这些都是令人十分鼓舞的景象，但还远远不够。巴菲特的书指出管理者必须像一个所有者那样去管理。选择有才干的管理人员并给予他们一定的期权激励是会有帮助的，但是，所有者也应该做好他们该做的工作。

需要为国家着想

在“分级管理”的现有体制下，国家的所有者权利由各级人民政府官员行使，国有大公司的国家所有者权利由中央政府官员行使，如此等等。这个体制有一个毛病，就是政府官员在行使国家的所有者权利的同时，还要应付很多其他任务。一个官员经常需要代表许多家企业的所有者权利。所以，他既没有时间，也没有资源在实践中运用巴菲特的第一和第二

条原则,即在账面价值、内在价值和市场价值之间存在差别,以及一个好的投资决策,无论是买或卖,都应该以企业的内在价值为基础。通常,一个所有者应以账面价值为决策起点,因为会计账目中只有账面价值。而内在价值的发现需要对企业的经营环境和市场环境有充分的了解。未上市公司没有市场价格,即使上市公司的股票也并不一定以内在价值进行交易。一个政府官员如何能为国家做出买卖一个企业的全部或部分决策呢?如果将国有资产贱卖或为国家高价买入资产,政府官员承担不起这个责任。这不仅要求官员本身能够对内在价值做出判断,而且需要评价他们业绩的官员也能够认同他们的判断。要政府官员判断他们所监管的管理人员是否提高了所管理企业的内在价值是同样困难的。毫无疑问,应为从事这一工作的政府官员配备专家知识和专业帮助。在我国,这样的专家并不多,但是我们必须有一个开始。

一个可能的解决办法

一种起步方式可能是建立一些试点投资控股公司,其任务是保证在它们控制下公司通过经营可以提高内在价值。这些公司要有一个由具有投资管理经验人士组成的董事会,职员也由具有相当专业经验的专职人员组成。在这些控股公司控制下的企业的帐目必须经过审计。投资控股公司应该判定每家企业的内在价值并考虑如何提高其内在价值。投资控股公司应该有任免控股企业主要经理人员的权力,并允许他们在需要时通过市场招聘人才。此后,投资控股公司应该对企业的前景继续跟踪研究,因为企业经理制定业绩指标。经理

的报酬要与业绩挂钩。这些投资公司要定期向政府主管部门提交报告,可以像上市公司一样采取年度或中期报告的形式以增加可信度。如果试点成功,可以以此为蓝本在全国建立一个投资控股公司网络。这个思路并不是我的独创,实际上在政府拥有大量企业股权的新加坡和韩国已经在采用这种模式。新加坡早已采取了政府投资控股公司的模式(淡马锡公司),政府拥有的企业已学会通过提高自身的内在价值求生存,企业管理人员对市场的要求已经十分敏感。我们所需要培养的就是这种感觉。

结 语

我为这篇序言的长度表示道歉。读这本书激发了本篇序言中的很多思想,我希望这本书也能给广大读者同样的启发。

2000 年春节于北京

序 二

孙 涤^①

“要紧的是了解上帝到底在想什么,其余都不过琐屑小事而已”。

“上帝是不掷骰子的”。

爱因斯坦的这两句名言,想来连高中生都耳熟能详。在探索如何摆脱风险掌握自己未来的奋斗中,人们从这种信念获取了巨大的动力。本世纪初这类信念曾臻于巅峰,科学技术的一系列辉煌突破,令人相信一切都能够分析测度,一切都可以调整安排,一切都受着理性节制驱策。在一个有如马克斯维尔电磁方程系统般精准的世界里,不少人甚至喟叹生辰太晚:所有难题都已被解答完毕,自己再也没有用武的机会了。然而就在此时,殃及全球的一次世界大战继之以几近荒唐的经济大萧条,摧毁了人们对理性的轻信。上帝不但会掷骰子,而且不时地在要命的时刻里掷出要命的骰子!正如爱因斯坦是物理研究的拐点,弗洛伊德成了人类行为研究的拐点。几乎在寝夕之间,两人都成了布衣英雄;而人们对理性的浅薄理解也翻了个儿。

那么上帝在证券市场上掷骰子时的心思到底又是怎样的

^① 美国加州大学商学院教授,现任中国建设银行战略规划委员会首席顾问。

呢？每个投资人都想探索其秘密。有两位大师，奈特和凯恩斯，在奠定诠释世界的新思维模式的努力中居功厥伟。奈特的锋头虽不及凯恩斯的健，实际上成就却并不弱。奈特 (Frank Knight) 1972 年逝世时，仍执着芝加哥大学的教鞭，在长达 44 年的教职内他哺育英才无数，及门弟子中获诺贝尔经济学奖就有五位。奈特的博士论文《风险、不确定性和利润》1921 年出版，是有系统地研究投资风险理论的第一部专著。他把不确定性界定为不可测度的风险，与通常所说的风险不同，不确定性是不能以概率统计来测定和把握的。我们在证券交易中所面对的正是这种不确定性。凯恩斯前后花了十五年，也在二十年代初完成了他的《概率论》(The Treatise of Probability)，他对投资风险的理解和奈特遥相呼应。虽然没有明确区分风险和不确定性的差别，但和奈特一样，凯恩斯认为由于投资活动的前驱 (forward-looking) 性质，其规律无法根据过去的经验来推断预测。两人的洞察力又使他们明白证券市场的不确定性乃由投资人本身造成，投资者中的每一个人都设法争取高出平均水平的回报，彼此抵牾，互相颉颃。这和科学家所处理的独立于人类的“客观系统”迥异，被预测的对象似乎专门以挫败预测的兑现为其最终目的，尽管在一个短时期内往往也会助长某种预测。作为先驱，奈特和凯恩斯还替以后的博弈论和组合投资理论开了先河。奈特认定不确定性是绕不过去的，凯恩斯进而相信不确定性给高明的投资者以机会，赋予其选择的自由。沃伦·巴菲特把他们的精义化为大白话：要在股市里成功，你不得不在别人惶恐时进取，在别人冒进时收手，逆向使用华尔街常说的投资两大死敌：惶恐和贪婪。股民大众每每过于贪、怕、痴，人类的这些通病并

不难预知,可作为这些毛病的后果的股市却极难预知。巴菲特明白,惟其如此,好的投资家才能在市场找到报酬丰厚的良机。

记得 1995 年底我开始为《上海证券报》写专栏闲谈财经管理时介绍了巴菲特,他那时在华尔街声誉已隆,但在国内却鲜有知者。四年不到,巴菲特先生在国内已俨然投资圣手,其令誉已经不下于成龙、张惠妹者流。有机会能为《巴菲特:从 100 元到 160 亿》忝写序文,我自然非常高兴。

巴菲特先生无疑是最成功的投资家,他所主持的伯克希尔·哈萨维基金(其个人持股 40% 以上),在三十四年前初创时每股 43 美元,但到了 1999 年 3 月曾突破过 80,000 美元,而且股票的波动,俗称 β 者,又低于市场平均值,这在证券业界可说是绝无仅有。巴菲特的这个业绩大相径庭于现代投资理论,他又是怎样掷骰子的呢?

首先,就像巴菲特自己在书中所说,他买的就是企业,有时整个买下(并购),有时则买一个小份额(参股)。在这个意义上,他实际是个企业家。所不同的是他买了之后就完全放手,交由能干的人员去经营管理。作为投资人,他的风格也卓尔不群:把巨亿资金投放在总数不超过十只,而且集中在其中三、四只的股票上面。因此他又得以坐进董事席,而他的认真监控确也成为该企业规范和效率经营的铁券丹书。他的这种董事权威在所罗门兄弟基金发生麻烦重整时曾表露无遗。

本书由巴菲特本人撰写的文件编辑而成,可谓原汁原味,读者不难于中窥得消息,毋劳他人赘言。我本人曾为了阅读他的年报,在伯克希尔·哈萨维基金每股市值 19,000 美元时买了它小小的一股。作为一个学管理的人,我从他的经营理

念和行文风格所得到的教益更胜于投资的收益。另一位同事,受了我的启发,更在 34,000 美元时买得一股,此后逐年到奥马哈(巴菲特的大本营)去聆听他在股东大会上的发言,感到茅塞大开。由此推想,即使不打算在股市弄潮的人,对巴菲特的诚信、幽默和睿智,读来也一定会印象深刻。

巴菲特的成功得力于准确核定他所购买的股票和企业的价值的方法。巴菲特的底蕴奥妙如何,是人人都极欲了解的。可是巴菲特坦言,这是他的看家本事,恕不相告。然而在其他方面巴菲特的过人之处却如此地显见,对于他惊人的定力、冷静自律、持之以恒,用自己的眼看变化,用自己的脑袋想问题,用朴实无华的语言表达意见,我们至少是可以景行行止的。书中巴菲特再三重申他的原则,无论是买股票还是买企业,投资对象必须是(1)投资者能够了解其业务的;(2)有发展远景的;(3)由诚实能干的人在经营的;还要(4)价格是非常好的。我们眼下的股市,真是鱼龙混杂,股评人每以金庸小说式的感性语言来蛊惑鼓噪,而券商们也往来折冲,上下其手,股民稍一不慎,便易入其彀中,故而巴菲特的平实话语就显得特别有其价值。

巴菲特的方法当然也不能全搬全抄。他的两个独到的地方尚未令我全然信服。其一是对经济环境的反应。例如他说“即使格林斯潘偷偷地以利率政策走向相告,我也不会丝毫改变任何投资决定”。换言之,巴菲特认为选股和持股在于股票的内在价值,与经济景气、市场条件全不相干,一旦选定,就要像节妇般地从一而终。其二是对信息科技的态度。例如他说“比尔(盖茨)是最聪明的人,这我明白;我不明白的是他的那个小东西(指计算机),用处到底在哪里?”他甚至自嘲“我

就是计算机”。巴菲特的投资决策的确全凭自己的脑瓜,盖茨(他们是忘年交)送的电脑,他只用来玩桥牌。果真,他的投资组合是和科技股绝缘的。巴菲特股经的这两个特质,可能未必尽符合于我们的年代。难怪他的基金在过去一年里破天荒地跌了几乎有 35%。套用巴菲特自己的话来说,经理“业绩优秀在更大程度上乃取决与他们坐进哪条船而不是划得有多好,”亦即投资投对了行业才是更重要的。也许巴菲特的知识结构过于陈旧,无法理解当前如日中天的因特网络等技术;也许是他认为炒作狂飙后电子信息股的天价已迹近荒唐;也许他根本上就怀疑信息产业这条纸船是否能航行到那个虚无缥缈的信息港。谁又能确知呢?也许,待到气球爆破的时候,笑得开心恐怕又是巴菲特老头!毕竟,过去的四十年里,他已经畅怀地笑过无数次了。

对于国内的股民,要学巴菲特还得特别留神一点:面对不规范的市场,掺了水的财务报表,违规难究的司法体系,买了股票要想以巴菲特式的窖藏来长久赢利,恐怕难。

对于国内的经理,他们或许会说,巴菲特所讲的不就是这么一点吗,有何深奥之处呢?这里也不妨借用巴菲特的话来提醒一下。巴菲特告诫道,世上绝大多数的经理都是只讲不做(talk the talk, but don't walk the walk),所以到头来成绩不大。读了这本书之后,我们若能实践一二他的建议(walk his talk),想来是会有所得的。

2000 年春于北京

译者序

沃伦·巴菲特虽然没有写过什么书，但他每年都要在伯克希尔·哈萨维的年报中给股东写一封信，总结在过去一年中的成败得失。从挑选经理、选择投资目标、评估公司，到有效益地使用金融信息、怎样看会计报表等等，这些信见识卓越，涵盖甚广。但是，在美国法律教授劳伦斯·A·坎宁安受巴菲特的委托，将这些信按特定的主题加以组织整理成本书以前，这些信中蕴含的思想并没有引起本应获得的广泛关注。巴菲特本人认为，这本书比到目前为止任何一本关于他的传记都要好，如果他要挑一本书去读，那必定是这本。

巴菲特是第一位靠证券投资成为拥有几百亿美元资产的世界富豪。在过去的 35 年中，他执掌的伯克希尔的每股账面价值从 19 美元上升至 37,987 美元，年复合增长率高达 24%（见表一），尤其难能可贵的是，伯克希尔已经是一家资产总额高达 1,300 多亿美元的巨型企业。没有哪个人的成功是偶然的。读者看完这本书之后，想必会对巴菲特的投资理念有深入全面的了解，也就不难想像他为什么会取得如此惊人的业绩。

表 一

年份	每年的百分比变化		相对业绩
	伯克希尔每股的账面价值	S&P 500 指数(含股利)	
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	-11.7	32.0
1967	11.0	30.9	-19.9
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	-8.4	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
1972	21.7	18.9	2.8
1973	4.7	-14.8	19.5
1974	5.5	-26.4	31.9
1975	21.9	37.2	-15.3
1976	59.3	23.6	35.7
1977	31.9	-7.4	39.3
1978	24.0	6.4	17.6
1979	35.7	18.2	17.5
1980	19.3	32.3	13.0
1981	31.4	-5.0	36.4
1982	40.0	21.4	18.6

年份	每年的百分比变化		相对业绩
	伯克希尔每股的账面价值	S&P 500 指数(含股利)	
1983	32.3	22.4	9.9
1984	13.6	6.1	7.5
1985	48.2	31.6	16.6
1986	26.1	18.6	7.5
1987	19.5	5.1	14.4
1988	20.1	16.6	3.5
1989	44.4	31.7	12.7
1990	7.4	-3.1	10.5
1991	39.6	30.5	9.1
1992	20.3	7.6	12.7
1993	14.3	10.1	4.2
1994	13.9	1.3	12.6
1995	43.1	37.6	5.5
1996	31.8	23.0	8.8
1997	34.1	33.4	0.7
1998	48.3	28.6	19.7
1999	0.5	21.0	-20.5

巴菲特的许多观点与传统的管理与投资教条相抵触。例如,巴菲特认为用股票期权作为对经理的报酬对股东不利,他更倾向于直接用现金奖励经理。因为这些经理若是真的看好

自己公司的股票,只要到二级市场上去买就可以了。许多公司的业绩增长,是因为留存了本应派发给股东的红利。如果这些用于再投资的留存收益可以产生高于市场平均收益的回报,那么留存收益显然是明智的;但若是回报率比市场的平均收益率低,那么股东就会蒙受损失。许多公司经理明知回报率低,但还喜欢留存收益,因为公司的业绩毕竟还是增长了,这样他们手中的股票期权的价值就会提高,这等于是拿股东的钱为自己谋利。

1999 年对伯克希尔来说是不如意的一年,其每股的账面价值增长率创下 35 年来的新低——仅为 0.5%。巴菲特在 1999 年度的年报中开篇便说,即使是乌龙侦探克鲁索(Inspector Clouseau,已故英国影星彼得·塞勒扮演的法国低能侦探)也能看出你们的董事长有罪。他还说自己在 1999 年的资产配置成绩只能得个“D”。

伯克希尔业绩不佳的主要原因是它投资的几家大公司在 1999 年的二级市场表现极糟:可口可乐下跌 30.7%;吉列下跌 34.1%;联邦家庭抵押贷款公司下跌 41%;以及通用再保险公司下跌 50%。幸好,伯克希尔参股的运通公司和花旗银行分别上涨 19.9% 和 51.7%,才多少为公司挽回一些损失。前几家公司的股价下滑并非由于它们是所谓“旧经济”股,而是因为公司的业绩大幅下滑。

表 二

公 司	持 股 量	成 本 (亿美元)	99 年末的市值 (亿美元)
运通公司	50,536,000	14.70	84.02

公 司	持 股 量	成 本 (亿美元)	99 年末的市值 (亿美元)
可口可乐公司	200,000,000	12.99	116.50
联邦房屋抵押 贷款公司	59,559,300	2.94	28.03
吉列公司	96,000,000	6.00	39.54
《华盛顿邮报》 公司	1,727,765	0.11	9.60
富国银行	59,136,680	3.49	23.91
其 他		41.80	68.48
合 计		82.03	370.08

说到“旧经济”公司,就必然要提到所谓以信息技术(尤其是网络技术)为代表的“新经济”公司。有人认为巴菲特的投资传奇在“新经济”下早已褪色,而他的那些投资理念早该扔到故纸堆里去了。但我认为事情正相反。

首先,信息技术对人类社会的影响,犹如蒸汽机对人类社会的影响,这场革命触及社会生活的各个方面。因此,并非直接从事信息技术的公司才能享受革命的硕果。“旧经济”公司也能利用信息技术降低成本,提高竞争力及赢利能力,如柯达公司利用信息技术简化原材料采购环节,结果在产品售价不变的情况下进一步提高了公司的盈利水平。

其次,巴菲特在书中表述的投资理念是一种基础理念(好比法律中的宪法),新技术革命只会使这种理念不断升华。凭借信息技术的进步,我们也许可以建立一套基于低轨道卫星的高速无线因特网接入系统,这样就可以通过手持式上网设备与身处地球上任何角落的人联络,但这终究代替不了人与人面对面的接触。这个道理在投资界中也适用,最基本的东

西无法取代。

坚持自己的原则(不是因循守旧)是件很不容易的事。我记得投资大师 W·D·江恩曾经说过,许多人在成功之后就全然忘却了自己在走向成功时所遵循的原则,结果遭到了惨败。让我们设想一下,如果巴菲特把手中原先持有的“旧经济”股全部抛掉,转而投入到泡沫遮天蔽日的网络股中,那结局会是什么样子?我不敢肯定巴菲特能从中大赚一票;但我可以肯定那时的巴菲特已经不再是巴菲特了。也许这就是为什么当有人问及巴菲特对网络股的看法时,他总是回答,“没智慧的人有解释,不解释的人有智慧(Fools give you reasons, wise men never try)”。

的确有不少人抱怨巴菲特没有买进高通公司(Qualcomm)的股票,因为这家拥有 CDMA 核心知识产权的公司,在 1999 年上涨了近 30 倍。我想这种抱怨过于片面。我们当然可以举出许多例子证明巴菲特的“愚蠢”,错过了赚大钱的良机,比如在 10 年内上涨 1,000 倍的 DELL 计算机公司,在 2 年里上涨 100 倍的 Yahoo!, 等等。我们甚至还可以举证说 20 年前巴菲特没有到中国来通吃第一套猴年的生肖票,错过了赚钱数万倍的良机。似乎,巴菲特不把全世界人民认为他该赚的钱都赚去,他就不是大股王、大投资家。实际上,每个投资者都有自己的投资方式(就像每个人都有自己的生活方式一样),你可以在外汇市场赚钱,他可以在商品期货市场赚钱,我可以在股市中赚钱,人人都可以走一条属于自己的路。若是大家都一样,我们生活的这个世界岂不是太乏味了。

我们实在是不必苛求巴菲特。我们的确可以抓住一些良机,赚个盆钵满溢,但要想保持长久的盈利纪录简直比登天还

难。如果你能每个月将本金增长 20%，那么 2 年下来你的本金将增长 69 倍，我不必再重复这个老掉牙的例子，因为绝大多数人（包括我在内）做不到这一点。毕竟，像巴菲特这样成功的人总是少数。

言归正传，我认为这本书不仅适合投资者阅读，更适合上市公司的管理人员阅读。书中论述的公司治理、公司财务与投资、普通股、兼并与收购、和会计与纳税五个章节，构成了一本实用的投资手册。有着开放思想（Open-minded）的读者必会从中领略到一个崭新的世界。开放的思想是种非常重要的东西，没有哪一个人会因为汲取别人的优点而颓废，也没有哪一个民族因为汲取其他民族的优点而衰败。

榜样的力量是无穷的。但是，我建议你千万不要抱着成为“中国的巴菲特”的想法来阅读这本书。同样，那种认为“巴菲特买什么，我也买什么，这样我就可以成为巴菲特”的想法是极其愚蠢的。一个人来到这个世界上最大的悲哀就是成为另一个人。无论你怎么投资，结局只有一个——成为你自己。相信你也会写一部关于你自己的传奇。

本书的问世凝聚了许多人的辛勤劳动。我首先要感谢本书的编者劳伦斯·A·坎宁安教授，面对我在翻译中遇到的种种困难，他不厌其烦地为我提供了本书的许多背景细节。我当然还要感谢沃伦·巴菲特本人，他不仅亲自授权本书在中国出版，而且在百忙之中给我回信，并告诉我他因故无法为本书的中文版做序。我还要感谢梁定邦先生和孙涤先生，他们不仅为本书撰写了意味隽永的序言，而且还自始至终让我感受到他们的职业风范；还有我的好友吴晋申，以及同事孙延群和倪琳在本书的翻译过程中给予我的巨大支持；最后还有《上海

证券报》出版部的李东、张戎以及其他同仁,他们审阅了本书的初稿,并提出了许多建设性的意见。

我当然应为本书中出现的翻译上的错误负责。如果你在阅读过程中有什么建议,可以通过我的电子邮件地址: xinchenc@online.sh.cn,或我的个人网站: www.e-chenxin.com 与我取得联系,以便在重印时补正。

2000 年春于上海

原 序^①

沃伦·巴菲特

在某种程度上,我们公司的股东是一个完全与众不同的群体,因此这也影响了我在公司年报中的表达方式。例如,在每个年末,大约 98% 的流通股仍被那些在年初即是股东的人持有。因此,我们的年度报告是基于我们已经在前几年告诉大家的事情之上,而不是繁琐的重复。这样你们就可以获得更多有用的信息,而且我们也不会感到厌烦。

此外,我们的股票中大约有 90% 被那些将伯克希尔作为他们最大证券财产的投资者所有,而且大多数时间肯定是最大的仓位。这些股票持有者中的许多人愿意花一大段时间来阅读我们的年报,因此我们也尽力向他们提供如果将我们的角色对换时我们认为有用的信息。

相比之下,我们在季度报告中没有什么叙述。我们的所有者和管理人员对这家公司都有相当长期的打算,因此很难在每个季度对那些志在长远的事情谈出些新的、意味深长的东西来。

但是,如果你的确从我们这里获得了一种交流,那么它必定来自于那些领了工资负责运作这家公司的家伙。你们的董

① 这部分内容写于 1979 年。本书中的部分脚注表示摘录的文章取自何年的年度报告。

事长有一个坚定的信念：那就是，无论是现在还是将来，所有者都有权利直接从 CEO 那里听到关于公司发生了什么事，以及他如何评价公司等等这样的消息。在私营公司里，你会这样要求；在公开募股的公司里，你也应该有同样的要求。我们不会把“管家”一年一度的报告移交给专职人员或公共关系顾问，因为他们无法以管理者对所有者的姿态坦诚地发表言论。

我们认为，你作为所有者，有权听取你们的管理人员的汇报，就像我们有权在伯克希尔·哈萨维听取我们各业务单位管理人员的报告那样。显然，详细的程度必须有别，尤其是某些对公司的竞争对手有利的信息，或者相类似的信息，你们可能会所知了了。但是，总的范围、均衡性，以及坦率的程度应该相似。当我们的营运经理们告诉我们发生了什么事时，我们不喜欢看到的是一份公共关系文件，而且我们认为你也不应该收到这样的文件。

可以肯定地说，各种类型的公司都得到了他们寻找并应得的一批股东。如果，它们将想法和交流集中于短期效益或股票市场的短期结果上，那么在很大程度上它们会吸引专注于同样因素的股东。而且，如果它们在对待股东时玩世不恭，那么最终会被投资者们以牙还牙。

受人尊敬的投资者兼作家菲尔·费雪(Phil Fisher)，曾将公司吸引股东的策略比做餐馆吸引潜在客户的策略。餐馆可以寻找特定的常客——喜好快餐、美食大餐、东方食品等等的主顾——并最终得到了一群合适的信徒。如果做得很专业，那么这些对餐馆提供的服务、菜谱和价位称心的顾客会经常回来。因此，餐馆不能经常变换自己的特色；以使最终赢得愉快而稳定的顾客。如果企业的策略老在法国菜和外卖鸡之间

摇摆不定,那么,企业最终将成为一扇使股东晕头转向、心怀不满的旋转门^①。

对于股份公司以及它们寻找的股东来说尤其如此。你不可能面面俱到,市场上充斥着主要兴趣从当前的高收益到长期资本增值,或到股票市场的信号等等的不同类型的投资者。

现在,许多公司的管理部门努力寻求本公司股票在市场上交投活跃的想法让我们迷惑不解。实际上,这些管理部门是在说,他们要求许多现有的主顾不停地因为喜新厌旧而抛弃他们——因为你不可能增加大批(怀着新期待的)新的所有者,而同时又不失去大批老的所有者。

我们的公司非常偏好那些喜欢我们的服务和菜谱,并且年复一年流连忘返的所有者。比起那些已经占据伯克希尔·哈萨维股东“位子”的人,我们很难发现会有一群更好的股东可以坐在这些“位子”上面。所以,我们希望我们公司的股票在了解我们的营运,赞同我们的策略,以及分享我们的期望的所有者中保持非常低的换手率。而且,我们希望能最终能真正实现这些期望。

① 菲尔·费雪:美国著名的投资家,1928年以证券分析师开始其职业生涯,并于1931年创办了费雪公司(Fisher & Company)——一家投资咨询公司,他被认为是现代投资理论的先驱之一。费雪著有多部关于投资的书籍,其中最经典的是于1958年出版的《普通的股票,非凡的利润》(Common Stocks and Uncommon Profits)。巴菲特对这本书推崇倍至,他曾说,“拜读了《普通的股票,非凡的利润》之后,我找到了菲尔·费雪。我见到他时,他本人同他的思想一样给我留下了深刻的印象:用菲尔的技巧对公司彻底进行了解,能使一个人进行聪明的投资。”——译者。

公司治理

对于某些股东和公司管理者而言,许多股东年会纯粹是在浪费时间。有时这是因为管理者不愿公开公司业务实际情况。但在更多的情况下,一场毫无结果的股东会是由于到场的股东更关心他们自己的发言时间,而不是公司的事务。一场本应成为业务讨论的股东大会却变成了表演戏剧、发泄怨气和鼓吹己见的讨论会。(这种结局往往是不可避免的:为了每股股票的价格,你不得不告诉痴迷的听众你关于这个世界应当如何运转的意见。)在这种情况下,股东年会的质量总是一年不如一年,因为那些只关心自己的股东哗众取宠的行为会挫伤那些真正关心公司业务的股东。

伯克希尔的股东年会则完全是另一个故事。与会的股东人数每年都略有增加,而且我们从未面对过愚蠢的问题,或是自私自利的评论^①。相反,我们得到的却是各式各样与公司有关的、有创见的问题。因为股东年会就是解答这些问题的时间和地点,所以无论要花多少时间,查理和我都很乐意回答所有的问题。(但是我们不能在每年的其他时间回答以书信

^① 随后的致股东的信有时会报告出席先前股东大会的人数。到会人数从1975年的12人增加到了1997年的7,500人左右,1984年以来的到会人数每年稳定增加40%。

或电话方式提出的问题；对于一个拥有 3,000 名股东的公司来说，一次只向一个人汇报是在浪费管理时间。)① 在股东年会上真正禁止谈论的公司业务是那些因坦诚而可能致使我们公司经营失败的事。我们的证券投资活动就是个主要的例子。②

A. 与所有者相关的企业原则③

1. 尽管我们企业的体制形式是股份公司(Corporate)，由法人负全责管理，但我们的观念是合伙制(Partnership)。查理·芒格和我将我们的所有股东都看作是所有者合伙人(Owner partner)，并将我们自己看作是经营合伙人(Managing Partner)。(不管怎样，由于我们的持股规模，我们还是有控制权的合伙人。)我们并不以是公司资产的主要所有者自居，而是将公司看成是一个导管，我们的股东通过它拥有资产。

查理和我都希望你不要认为自己拥有的股票仅仅是一纸价格每天都在变动的凭证，而且一旦某种经济事件或政治事件使你紧张不安，它就会成为抛售的候选对象。相反，我们希望你将自己想象成为公司的所有者之一，对这家企业你愿意无限期地投资，就像你与家庭中的其他成员合伙拥有一个农场或一套公寓那样。在我们的公司里，我们从不把伯克希尔的股东看成是过往人群中默默无闻的小卒，而是始终把他们

① 1996 年，伯克希尔·哈萨维公司约有 8 万名股东。

② 1984 年年报的两段开场白。

③ 1996 年的股东手册——最早出现于 1983 年，1988 年至 1996 年每年一期。

看作是为了在身后留下些什么而将他们的资金托付于我们的,与我们共担风险的投资者。

事实证明,大多数伯克希尔的股东们实际上信奉这种长期合伙的理念。即便在计算时把我拥有的股票数量排除在外,伯克希尔股票的年换手率也仅是其他众多美国公司的一个零头而已。

实际上,我们的股东对伯克希尔股票的投资行为,与伯克希尔本身对其所投资公司的行为极为相像。例如,作为可口可乐公司和吉列公司股票的所有者,我们把伯克希尔当成是这两家完全不同的公司的非经营性合伙人,对于这两家公司,我们用它们的长期发展来展现我们的成就,而不是其股票在市场上的每个月的涨幅。实际上,我们很少关心几年之内这些公司的股票在市场上的成交量,或是其市场价格的情况。如果我们有坚定的长期投资期望,那么短期的价格波动对我们来说毫无意义,除非它们能够让我们有机会以更便宜的价格增加股份。

2. 与伯克希尔对待所有者的方针相一致,我们的多数董事都将他们大部分的净资产投到这家公司。我们烧的饭我们自己也吃。

查理一家 90% 以上的净资产是伯克希尔公司的股票;我的妻子苏西和我则超过 99%。此外,我的许多亲戚——例如我的姐姐和堂兄们——的大部分净资产也是伯克希尔公司的股票。

查理和我对这种将鸡蛋放在一个篮子里的情况完全放心,因为伯克希尔本身就是一家拥有各种各样业务的公司。

实际上,我们相信,伯克希尔拥有控制权或少数股东权益的公司,在质量和多样性方面足以使伯克希尔本身在投资领域内几乎独一无二。

查理和我不能向你允诺什么结果。但是,我们可以保证,无论你们选择做我们的合伙人多长时间,你们的财产都将与我们的资产同步变化。我们对高额工资、股票期权或其他比你们“多”的收入毫无兴趣。我们只想在我们的合伙人赚钱,而且赚得同样多的时候赚钱。此外,如果我做了什么蠢事,我希望你们能从我也遭受到了相同比例的损失上得到某些安慰。

3. 我们的长期经营目标(受一些下文将会提到的条件影响)是使伯克希尔公司每股的企业内在价值的平均年增长率最大化。我们不以规模来衡量伯克希尔的经营实绩或表现;我们按每股的增长来衡量。我们确信未来每股的增长率将会减小——大大膨胀的资本基础是根本原因。但是,如果我们的增长率没有超过一般大型美国股份公司的平均数,那么我们将会感到失望。

自 1983 年底写完这段话以来,我们公司的内在价值(这是我稍后要讨论的题目)^① 以每年 25% 的速度增长,查理和我对这种步伐都感到喜出望外。然而,我们刚刚提到的原理仍然有效:运作今天这样的大额资本,我们很难达到在资本规模小得多的时候所取得的成就。我们对内在价值增长率的最高期望是平均每年 15%,而且我们很有可能离这个目标相距

① 见第五章《会计与纳税》E 节的《内在价值、账面价值和市场价格》。

甚远。实际上,我们认为几乎没有哪家大公司的内在价值的复合增长率可以在一段相当长的时期内达到 15%。因此,即使我们公司的年增长率有可能会远低于 15%,我们仍将达到我们所说的目标——在平均数之上。

4. 我们的首选是通过直接拥有一批可以产生现金,而且资本回报率稳定在平均水平以上的多样化的公司来达到我们的目的。我们的第二个选择是拥有那些优质公司的部分股权,这些股权主要通过我们的保险子公司买入可流通的普通股来实现。被投资公司股票的市场价格和市场规模,以及我们保险公司的资金流量决定了任何给定年份的资产配置。

像往常一样,相比用谈判途径买下整个小型公司,通过股票市场来购买那些优质公司的部分股权较为容易。但是,我们继续优先考虑 100% 的收购,而且在某些年份我们非常幸运:实际上,在 1995 年我们就收购了三家公司。尽管也有一无所获的年景,但我们仍希望在下一个十年进行一些收购,而且我们希望是大收购。如果这些收购所取得的实际效能与我们过去所做的相同,那么,这将会对伯克希尔的未来作出巨大的贡献。

我们遇到的挑战是像我们产生现金那样快地产生新的思想。在这方面,低迷的股市很可能给我们带来许多优势。首先,它有助于降低价格,使我们可以收购整个公司。第二,低迷的股市使我们的保险公司更容易以有吸引力的价格购买杰出公司的部分股权——包括增加我们已拥有的份额。第三,一些同样杰出的公司,比如可口可乐和富国银行,是它们自己股票的坚定买家,也就是说,他们,还有我们,可以从以更低价

格买入股票中获益。

总体而言,伯克希尔和它的长期股东从不断下跌的股市中受益匪浅,这很像一个老饕从不断下跌的食品价格中受益。所以,当市场下滑的时候——我们应该有这种老饕的心态——既不恐慌,也不沮丧。对伯克希尔来说,市场下跌是好消息。

5. 由于我们对企业资产的交叉配置,又由于会计惯例的局限性,所以在公司的财务报表中的合并利润可能没有完全反映出我们真实的经营成果。查理和我,既作为所有者又作为管理者,实际上对这种合并数字不感兴趣。但是,我们会向你汇报我们控制的各主要公司的收益,我们认为这些数字极为重要。这些数字与我们提供的个别公司的其他情况,通常应当有助于你对它们作出判断。

简而言之,我们力图在年度报告里给你真正有意义的数字和信息。查理和我尤其注意我们拥有的各家公司的运行状况,而且我们还力图了解每家公司的运行环境。例如,我们拥有的公司所处的产业是顺风还是逆风?查理和我需要确切知道哪一种情况占上风,并相应调整我们的收益期望。我们还会将我们的结论尽快地传达给你。

到目前为止,我们所投资公司的经营业绩实际上全都超出了我们的期望。但偶尔我们也会失望,所以我们在报喜的同时也会坦率地报忧。当我们用非传统的手段来衡量我们的进步时,我们将试图解释这些概念以及为什么我们认为这些概念非常重要。换言之,我们深信,告诉大家我们是如何考虑的,将使你不仅可以评估伯克希尔所投资的公司,而且还可以

评价我们的管理方法和资产配置方法。

6. 会计准则所产生的影响并不会左右我们的经营决定和资产配置决定。如果收购成本相似,我们宁愿收购在会计准则下有2美元不能揭示的收益,而不是有1美元可以揭示的收益的公司。既然整个企业(其收益完全反映在报告中)的售价通常两倍于其部分股权(其收益在很大程度上是不揭示的)的同比例价格,所以这的确是我们经常所做的选择。无论何时,我们都希望隐含的收益能够在将来通过资本增值完全反映在我们的企业内在价值中。

我们试图通过经常报告“透明”(Look-through)盈利……来抵消会计惯例的弊端。这个真实数字包括伯克希尔自己报告的营业收入,不包括资本收益和盘购会计(Purchase Accounting)调整(见本节后面的解释)后的收益,但要加上伯克希尔作为主要投资方的未分配利润——根据会计惯例,这些均不包括在伯克希尔的利润中。从这些未分配利润中,我们还扣除了如果将这些利润作为红利派发给我们时我们应纳的税。我们还从被投资公司的利润中剔除了资本收益、盘购会计调整收益,以及营业外收支,如“红字”等等。

我们发现,到目前为止,被投资公司的累计未分配利润对伯克希尔非常有利,就像它们已经派发到我们手中那样(因此它们也包括在我们正式报告的收益中)。这种愉快的结果已经出现,因为大多数我们投资的公司所从事的是真正与众不同的行业,它们常常可以通过将资本投入自己的公司或回购自己的股票,使增加的资本发挥最大的作用。很明显,被投资公司所作出的资本投向决定并没有使作为股东的我们直接得

益,但总的来说,对于他们留存的每一个美元,我们将来的收获都会远远超过一美元的价值。因此,我们将透明盈利作为对我们年度经营业绩的真实写照。

1992 年,我们的透明盈利是 6.04 亿美元,而且也就是在同一年,我们定下将这个数字每年递增 15%,并在 2000 年达到 18 亿美元的目标。但是,从那以后我们增发过股票——包括最近发行的 B 股——因此我们需要在 2000 年达到透明收益 19 亿美元,才能满足我们原先设定的每股目标业绩。这是个棘手的目标,但我们仍希望达到。

7. 我们极少举债,而且当我们的确需要借钱时,我们尽量使贷款构筑在长期固定利率的基础上。与其让贷款在我们的资产负债表上产生过高的杠杆作用,我们宁可拒绝一些让人感兴趣的机会。这种保守的做法不利于我们的经营业绩,但考虑到我们对投保人、债权人和许多将他们的绝大部分净资产托付给我们照管的股票所有人承担的受托义务,这是唯一能使我们自在安逸的做法。[一位印第安纳波利斯 500 英里汽车赛(Indianapolis 500)的胜者曾说过:“要争第一,先得跑完全程。”]

查理和我采用的财务计算方法,从不允许我们去冒任何风险。我从不相信为了追求我的家人和朋友所没有的和不需要东西,而拿他们已有的和需要的东西去冒险。

此外,伯克希尔公司已经利用了两种低成本的、无风险的财务杠杆来源,使我们可以安全地拥有远远超过单凭我们的股本金所允许拥有的资产:递延的税赋以及“浮存”(Float),——这是我们的保险公司拥有的他人的资金,因为

在需要赔付损失前保险公司先得收取受保险费。这两种资金来源都增长得十分迅速,现在总计已有大约 120 亿美元。

更妙的是,这种筹款到目前为止毋需成本。递延的税收负债不需要支付利息。而且,只要我们能够在承保业务上收支相抵——总体而言,在我们此项业务 29 年的经营中,我们已经做到了这一点——那么,由经营保险产生的“浮存”的成本几乎是零。必须明白,这两项是等同的;这些是真正的负债——但他们是没有违约赔偿或到期日的负债。因此,它们给予我们举债的益处,使更多资产为我们所用,却未使我们背负起举债的包袱。

当然,不能保证将来我们可以免费得到“浮存”。但是,我们认为我们实现这个目标的机会与保险业中的其他同行一样。我们不仅在过去达到了这个目标(尽管你们的董事长犯过一些重要的错误),而且现在对 GEICO 的收购,大大提高了将来实现这个目标的可能性。

8. 我们决不会为了满足管理上的“愿望表”(Wish List)^①而伤害股东的利益。我们也不会以超过正常控制范围的价格买下整个公司而致使股东的长期经济利益受损。我们将像处置我们自己的钱那样处置你们的钱,并彻底权衡你们通过在这股票市场上直接买入股票来分散自己的投资组合所能达到的价值。

查理和我仅对那些我们相信可以提高伯克希尔股票每股内在价值的收购行为感兴趣。我们的工资和办公室的规模永

① 俚语,在某一场合希望得到的所有东西——译者。

远与伯克希尔资产负债表的规模无关。

9. 我们认为,远大的目标应该定期以结果来检验。1 美元的留存收益是否至少给股东带来了 1 美元的市场价值,我们以此来检验留存收益是否明智。到目前为止,检验结果是合格的。我们将以五年为循环继续使用这种标准进行检验。由于我们的资产净值在增长,因此,明智地使用我们的留存收益变得越来越重要。

我们已经通过了检验,但是这样做的挑战也已经越来越大。用留存收益创造额外的价值,如果我们不能做到这一点,那我们就将分红,让我们的股东去支配它。

10. 我们仅在得到的公司价值与付出的同样多时,才发行普通股。这条规则适用于所有的发行方式——不仅是兼并和发行公众股,还有债转股、股票期权以及可转换证券。我们不会在与整个企业的价值不一致的基础上出售公司的一小部分——就是增发股票要达到的数量。

我们在出售 B 股时曾指出,伯克希尔的股票价值没有被低估——某些人认为这是天方夜谭。这种反应是没有充分根据的。如果我们在股票的价值被低估的时候发行股票,股东们定会愤愤不平。那些在股票公开发行时声称或暗示他们的股票价值被低估的管理人员,常常是诚实有余,或对他们现有股东的金钱顾惜不足;如果管理人员故意将实际上值 1 美元的资产卖 80 美分,那么公司所有者就会不公正地遭受损失。在最近的股票发行中,我们没有犯过那种差错,而且将来也永远不会。

11. 你必须对查理和我所共有的一种可能会有损于我们理财业绩的态度知之甚明：无论价钱如何，我们对出售伯克希尔所拥有的任何优秀公司根本不感兴趣。我们也很不愿意出售低于票面价值的公司，只要我们希望它们至少能够产生一些现金，只要我们对它们的经理和劳资关系还比较满意，我们就不会这么做。我们希望不再重复资产配置上的错误，这些错误曾使我们陷入了这些低于面值的公司。而且，对于那些用大笔资金投入使我们那些病入膏肓的公司重新恢复到令人满意的赢利水平的建议，我们慎之又慎。（规划灿烂绚丽，规划者诚心诚意，但到了最终，对一家病入膏肓的公司进行大笔投资，就如同在流沙中挣扎那样于事无补。）因此，金兰姆式（Gin Rummy）^① 的管理行为（在每一次出牌时，垫出你最没有前途的公司）并不是我们的风格。我们宁可让总的结果受到一点惩罚，而不愿意采取那种方式。

我们将会在未来继续避免金兰姆式的行为。在经过 20 年的苦苦挣扎后，我们在 90 年代中期关闭了曾拥有的纺织厂，这是事实，但这仅仅是因为我们认为它注定要导致无休止的营业亏损。因此，我们既没有考虑出售那些能卖出好价钱的公司的公司，也没有考虑扔下那些落后的公司，因为我们会尽力治愈那些导致它们落后的病症。

12. 我们开诚布公地向你们汇报，强调在评价企业价值时的种种有利因素和不利因素。我们的指导方针是，告诉你

① 一种双人纸牌游戏——译者。

们当我们处在你的位置上时想要知道的公司的实际情况。这是我们起码应当做到的。再者，作为一家拥有大量交易业务的公司，相比我们希望那些新闻记者报道他人时采用的标准，我们如果在报道我们自己时，在准确性、平衡性以及深入性上采用较低的标准，对我们来说将是不可饶恕的。我们相信开诚布公对作为经理的我们也有益：在公众场合误导他人的 CEO，最终可能在私下里误导他自己。

在伯克希尔，你见不到会计花招和会计调整的“浆糊桶”。而且，我们不会“修剪”我们的季度收益或年度收益的曲线：如果盈利数字在到达公司总部时参差不齐，那么它们在到达你们这里时也同样是参差不齐的。最后，当盈利数字是非常粗略的“估计”时，因保险起见它们必须留有余地，那么，我们会尽量采用前后一致和保守的处理方法。

我们通过几种途径与广大的股东进行交流。通过年度报告，我力图在一份保持合理长度的文件中向全体股东传达有价值的信息。我们还力图在季度报告中传达大量提炼过的但非常重要的信息，尽管我不亲自撰写这些报告（一年一份详细报告足矣）。还有另一个重要的交流场合是我们的股东年会，查理和我很高兴在会上用 5 小时或更多的时间回答有关伯克希尔的问题。但有一种途径我们不能用：一对一的交流。伯克希尔有成千上万名股东，这么做不可行。

在所有的交流中，我们力保没有哪一个股东可以近水楼台先得月：我们不采用给分析师或大股东收益“指导”的惯例。我们的目标是使所有股东同时得到最新的信息。

13. 尽管我们有开诚布公的原则，但是我们仅在法律要

求的情况下谈论我们对可流通证券的具体投资活动。好的投资计划就像那些好的产品和公司的兼并方案那样罕见、珍贵,而且会被竞争对手盗用。因此,我们通常不会公开谈论我们的投资计划。这种禁忌甚至在我们出售证券以后(因为我们可能再将它们买回来),以及市场谣传我们购买某些股票时也依然存在。如果我们否认这些报道,但又在其他场合说“无可奉告”,那么无可奉告就会变成不打自招。

尽管我们不愿意讨论特定的股票,但我们可以自由地讨论我们公司的经营方略和我们的投资哲学。我从本·格雷厄姆开阔的治学胸襟中受益匪浅,他是金融史上最伟大的教师,因此我相信,将我从他身上学到的投资哲学向前推进,是理所应当的,即使这样做有可能像本的教诲对我产生的作用那样,给伯克希尔造就有力的投资新对手。

一条补充规则

在可能的情况下,我们希望每一位伯克希尔的股东记录一下在他的合伙期间股票市值的损益,这会与他在此持有期内,公司每股的内在价值的损益成正比。如果出现这种情况,每股伯克希尔股票的内在价值与其市价间的关系必须保持恒定,而且根据我们的偏好是一比一。那意味着,我们宁愿看到伯克希尔的股票价格处于合理的价格,而不是高价位。

很明显,查理和我不能操纵伯克希尔的股价。但通过我们的策略和交流,我们可以助长股东有根据、有理性的行为,这种行为结果也会产生理性的股票价格。高估与低估同样有害,我们这种方式方法可能会使一些股东,尤其是那些准备抛

售的股东失望,但是我们相信,它给伯克希尔带来吸引长线投资者的美好前景,这些投资者会从公司的进步中,而不是从他们合伙人的投资失误中谋求利润。

B. 董事会与经理^①

我们可以在近距离观察到[被投资公司的 CEO 的表现],与那些我们有幸从安全距离观察到的许多 CEO 的表现形成生动的对照。有时这些 CEO 明显不能胜任他们的工作;但他们的位置常常很安全。这种公司管理上的极大讽刺是因为一位不称职的 CEO 比一位不称职的下属更容易保住位子。

例如,一个秘书受雇于一份要求每分钟至少打 80 个字的工作,但实际上她每分钟仅能打 50 个字,那么她会立刻失去这份工作。这份工作有一个合乎逻辑的标准;工作表现很容易衡量;如果你达不到标准,你就会被解雇。相似地,如果销售人员未能在短时期内创造足够的业绩,他们也会被解雇。此时,任何借口都不能取代订单。

然而,一名碌碌无为的 CEO 常常能够过关。原因之一是衡量他们工作业绩的标准几乎不存在。在工作时,甚至是败绩重大或反复出现的时候,他们通常含含糊糊,否则他们就可能被解雇,或者难以自圆其说。在众多的公司里,老板先是射出管理业绩之箭,然后在箭落下的地方匆匆画上靶心。

另一个 CEO 与底层下属之间的,常常被忽略的重要区别是,CEO 没有直接的,衡量其行为业绩的上司。如果一个销

^① 短线分隔成的几个部分分别写于 1988 年、1993 年和 1986 年。

售经理在他的销售队伍中聘用了一帮无能之辈,那么他很快就会像热锅上的蚂蚁。立即消除用人错误,事关他的切身利益,否则,他就自身难保。一位雇用了无能秘书的办公室经理也会面对同样迫切的问题。

但是,CEO的老板是毋需对自己的行为进行评估的,极少有对公司业绩不佳负责的董事会。如果董事会在雇用CEO时出现失误,并任由这种错误继续下去,那又能怎么样呢?即使公司因为这个错误被收购,有关的交易也很可能给即将离任的董事会成员优厚的待遇。(正如常言道:官越大,跌得越轻。)

最后,人们通常希望董事会与CEO之间和睦相处。在董事会上,对CEO业绩的批评常常被当成是在公共场合打嗝,招人忌讳。但没有这种禁忌去阻止办公室经理批评不称职的打字员。

我们不能把这三点当成是对所有CEO或董事会成员的谴责;他们中的大多数不仅能干而且吃苦耐劳,有一部分甚至称得上出类拔萃。但是,查理和我眼见的管理失误实在不少,使我们对与符合我们三条永恒信条的管理人员一起共事颇感欣慰:他们热爱自己公司,他们像所有者那样思考,他们廉洁奉公而且才华横溢。

在我们的股东年会上,人们常常会问“如果你被卡车撞倒,这里会出现什么情况?”我很高兴他们仍然能以这种方式提问。用不了多久这个问题就会变成:“如果你没被卡车撞倒,这里会出现什么情况?”

不管怎样,这样的问题为我讨论公司治理找到了一个缘由,而公司治理是 1997 年的热门话题。总体而言,我相信董事们最近已经挺直了他们的脊梁,而且相比不久以前,股东愈发被当作是真正的所有者。但是,评论公司治理的人极少区分,存在于公众持有的公司中的,三种根本不同的经理/所有者关系中的任何差别。事实上,尽管董事的法律责任从头至尾是完全一样的,但他们引发公司管理变化的能力却因事而异。人们常常注意第一种情况,因为它在股份制公司中最具普遍性。但是,既然伯克希尔属于第二种情况,而且总有一天会进入第三种情况,因此,我们有必要来讨论所有三种情况。

第一种,也是最普遍存在的董事会,是那种没有控股股东的公司中的董事会。在这种情况下,我相信各位董事应当像有一位缺席所有者那样行事,他们应当通过各种适当的途径提高该所有者的长期利益。不幸的是,“长期”给了董事们许多摆动的空间。如果他们既不正直诚实,又缺乏独立思考的能力,那么这些董事可能在声称为股东的长期利益着想的同时,粗暴地对待股东权益。但如果董事会运转良好,而且必须对付一种二流甚至更糟的管理状况,那么,董事们就有责任努力去改变这种状况,就像一位聪明的公司所有者在场时做的那样。如果能干但贪婪的经理做过了头,而且想把手伸进股东的口袋深处,那么董事们就必须截住他们的魔爪。

在这种纯粹例行公事的运作制度下,一位看到他不喜欢的董事应当用他的观点说服其他董事。如果他成功了,董事会就有了做出适当改变的力量。假如这位不高兴的董事不能让其他董事同意他的观点,那么他就应该让缺席的“公司所有人”了解他的观点。但是大多数董事们极少如此。实际

上,许多董事的性格与这种挑剔的行为不相容。但是,如果问题非常严重,那么我看不出这种行为有什么不合时宜。当然,爱抱怨的董事可能会受到持不同观点董事的强烈反驳,这种公开的争辩甚至是冲突,可以阻止持不同观点的人追求毫无价值或毫无理性的事业。

对于方才讨论的董事会来说,我相信董事的人数应当相对少一些——比如,十名或更少——而且大多数应该来自公司外部。公司外部的董事会成员应当为 CEO 的表现建立起一种标准,而且应当在他回避的情况下定期开会,以这些标准来衡量其表现。

董事会成员必须通晓公司业务,对本职工作有兴趣,而且为公司所有者着想。在许多情况下,人们选举董事仅仅是因为他们有名望,或者是为了增加董事会的多样性。这种习俗是一种错误。而且,这种错误一旦发生,其后果往往会十分严重,因为董事的职务很难解除:和和气气但无所事事的董事永远不用担心自己会丢了饭碗。

第二种情况存在于伯克希尔,伯克希尔的控股股东亦是公司的经理。在一些公司,这种安排可以通过发行两种不同投票权的股票轻易实现。在这些条件下,董事会明显不能在所有者和管理者之间担当起代理人的角色,而且这些董事除了劝说以外产生不了任何影响。因此,如果所有者/经理间的关系一般或者更糟——或者过头了——那么董事除了反对之外就别无他法了。如果与所有者/经理没有任何关系的董事们取得了一致意见,那就很有可能产生某种作用。但一般而言,多数情况下这样的董事会起不到任何作用。

如果事情毫无改观,而且问题十分严重,那么来自外部的

董事就应当辞职。他们的辞职将表示他们对公司管理水平的怀疑态度,而且可以强调没有哪位外来者处于可以改变所有者/经理间关系弊端的地位。

第三种公司治理出现在控股的所有者并不参与公司管理的情况下。这种情况将外部董事置于潜在的有利位置,好时食品公司(Hershey Foods)和道·琼斯公司(Dow Jones)就是这样的例子。如果他们对经理的能力或廉洁奉公变得不满,那么他们可以直接到所有者(也可能在董事会中)那里抱怨。既然外部的董事仅需对一位所有者,而且很可能是有利害关系的所有者表明自己的观点,而这位所有者在董事的观点有说服力的情况下能够当机立断,督促管理层立即改观,那么这种状况对外部的董事来说就非常理想。即使如此,不满的董事也仅有那一条路可走。如果他仍然对严重的问题不满意,那么除了辞职以外别无选择。

从逻辑上讲,第三种情况对于保证一流管理最为有效。在第二种情况下,所有者不会解雇自己,而在第一种情况下,董事们常常发现很难对付平庸之辈或过分之举。除非不满的董事可以赢得董事会中的大多数人的赞同——一项特别笨拙的社交和幕后活动,尤其是管理者的行为仅仅是令人讨厌,而不是让人震怒——否则他们的手脚就会受到束缚。实际上,陷于这种状况中的董事们常常相信,睁一眼闭一眼至少可以做老好人。因此,在这种情况下,管理人员往往会肆无忌惮地行事。

在第三种情况下,所有者既用不着自我评判,也不会背上争取大多数董事合作的包袱。他还可以保证,这些外部的董事将给董事会带来有益的因素。相应地,这些董事也知道他

们的忠言良策将受到倾听,而不是被一群不听话的管理人员所掩盖。如果有控制权的所有人聪明而又自信,那么他可以对管理人员做出既英明又符合股东利益的决定。此外,有一点极其重要,他能够立即纠正自己犯的任何错误。

在伯克希尔,我们现在按第二种方式运作,并将在我在位期间维持不变。让我补充一句,我的健康状况甚佳。无论好坏,我相信大多数股东还是愿意让我继续占据所有者/经理这个位子的。

如果我先走一步,那么我所有的股票将归我的妻子苏西所有,如果她先于我作古,那么这些股票将留给一家基金会。在这两种情况下,有关税收和遗产交接等都不需要抛售伯克希尔股票。

当我的股票遗留给妻子或基金会时,伯克希尔就会进入第三种治理模式,在一位有重要利益的但非管理人员的所有者,与一支为该所有者履行职责的经理队伍的领导下继续前进。为了对此作好准备,几年前,苏西已被选入董事会,而且在1993年,我的儿子霍华德也加入了董事会。将来这些家庭成员不会成为公司的经理,但如果我遇到不测,那么他们将会代表有控制权的股东的利益。我们大多数其他董事也是伯克希尔公司的重要所有者,而且每一位都有强烈的所有者倾向。总而言之,我们正在为伯克希尔这辆“大卡车”的将来做准备。

查理·芒格,我们的副董事长,和我实际上只有两项工作。

一是吸引并留住才华横溢的经理来管理我们各种各样的业务。^①这并不难。通常,与我们收购的公司一并而来的经理,已经在各种极不相同的公司环境的职业生涯中证明了他们的才华。他们在认识我们以前很久就已经是管理明星,而我们的主要贡献就是不挡他们的道。用这种方法的基本要素在于:如果我的工作管理一支高尔夫球队,而且杰克·尼克劳斯(Jack Nicklaus)^②或者阿诺德·帕尔马(Arnold Palmer)^③愿意为我打球,那么他们中的任何一人都不会从我这里得到关于如何挥杆的指导。

我们的一些重要经理原本就很富有(我们希望他们人人如此),但这并不妨碍他们的持续利益:他们工作是因为他们热爱自己所做的一切,并品尝杰出成绩带来的喜悦。他们永远像所有者那样思考(这是我们能够给予一位经理最高的评价),而且发现自己公司的各个方面都越来越好。

(我们的这种职业热情的原型源于一位身为天主教徒的裁缝,他用自己多年的微薄积蓄去梵蒂冈朝圣。归来时,他的教区举行了一次特别会议,聆听他关于教皇的第一印象。“请告诉我们,”热情的教徒说,“他是什么样的人?”我们的英雄精炼地回答:“他是位44岁的巫师。”)

查理和我知道优秀的队员几乎可以使任何带队经理成绩斐然。我们认同奥美广告公司(Ogilvy & Mather)的缔造思

① 一个是资产配置,将在第二部分和第五部分讨论。

② 1940—。美国职业高尔夫球手。作为历来世界最有成就的高尔夫球手,尼克劳斯曾赢过6次美国名人赛,4次美国公开赛,3次英国公开赛和5次美国职业高尔夫球手协会(PGA)锦标赛,共18次赢得四大赛——译者。

③ 1929—。美国职业高尔夫球手,第一位4次赢得美国名人赛冠军的运动员,是60年代末至70年代中,高尔夫球界的领袖人物——译者。

想,创始人大卫·奥基维(David Ogilvy)曾说:“如果我们每个人都雇用比我们矮的人,那么我们会变成一家侏儒公司。但是,如果我们每个人都雇用比我们高的人,那么我们会成为一家巨人公司。”

我们管理风格的副产品是它给了我们轻易拓展伯克希尔经营活动的能力。我们曾经阅读过应当有多少人向一位业务主管汇报或如何汇报等一系列有关管理的论文,但它们对我们毫无意义。当你有了对自己管理的企业充满热情的能干的经理,那么你就会有一打或更多的汇报,并且仍然能够在午后小睡。相反地,如果一位虚伪、无能或者与公司没有利害关系的经理天天向你早请示,晚汇报,那么你仍会发现自己力不从心。因此,如果经理们能够专注、负责、出类拔萃,那么,查理和我就会有足够的时间与更多的经理们相处共事。

我们愿意继续与我们希望而且敬重的人一起共事。这个政策不仅可以使取得良好结果的机会最大化,而且可以保证我们有良好的合作过程。另一方面,与那些令你倒胃口的人合作就像是为了钱而结婚——这在任何环境下都是一个坏主意,如果你已经非常富有,那你绝对是疯了。

C. 关闭工厂的焦虑^①

1985年7月份,我们决定停止我们的纺织业务,到了年底,这项令人不愉快的工作已经大部分完成了。这家公司的

^① 巴菲特的投资生涯并非一帆风顺,1965年,巴菲特购买了纺织企业伯克希尔·哈萨维公司,但结果令人失望,股东权益报酬率勉强达到两位数。1985年,巴菲特不得不承认,这是他投资事业的一项重大失败。——译者注。

历史颇具教育意义。

当巴菲特合伙公司(Buffett Partnership, Ltd.)，一家我曾为主要合伙人的合伙投资公司，在 21 年前(1965 年)买下伯克希尔·哈萨维公司的控制权时，它的帐面资产净值只有 2,200 万美元，而且全都投在了纺织厂上。但是，这家公司的内在价值要小得多，因为纺织厂的资产不能获得与其会计价值相称的收益。实际上，在过去的 9 年中(伯克希尔与哈萨维作为合并后的公司运作的时期)总计 53,000 万美元的销售收入已经产生了总计 1,000 万美元的亏损。我们不时地报告有利润，但最终结果却总是进一步，退两步。

在我们收购的时候，人们曾相信南部地区的纺织厂——大部分都没有联合起来——有很强的竞争优势。现在南方地区的纺织厂大部分已经歇业，因此许多人认为我们也该关了我们的纺织厂。

但是，我们认为被我们立即选为总裁的老雇员肯·蔡斯(Ken Chace)可以将这家公司运作得更好。在这方面我们百分之百的正确：肯和他的继任者加里·莫理森(Garry Morrison)都是优秀的经理，他们的所作所为与我们获利更多的公司的经理一样好。

在 1967 年初，我们用纺织业务产生的现金收购了国家赔偿公司(National Indemnity Company)而进入保险业。部分资金来自于纺织厂的盈利，部分资金来自于减少对纺织品存货、应收账款以及固定资产的投资。事实证明这种撤退是明智的：尽管肯的管理大大改善了公司的经营状况，但是纺织公司永远不能赚大钱，甚至在周期性的经济回升时期也是如此。

伯克希尔的经营越来越多样化，所以，纺织业务对我们整

个收益的负面影响逐渐减少,因为纺织厂在整个公司中的比重正在逐步缩小。出于在1978年的年报中(在其他场合我也曾做过总结)说明的原因,我们继续做纺织品生意的缘由在于:“(1)我们的纺织厂在其所处的社区中是非常主要的雇主,(2)管理人员在汇报问题时直截了当,在解决问题时劲头十足,(3)在面对我们普遍问题时,劳资双方合作顺利,关系融洽。(4)相对于投资,纺织厂应当能产生适量的现金。”我进一步说,“只要符合这些条件——我们希望如此——尽管有更加吸引人的资金投向,我们仍会继续支撑我们的纺织品生意。”

结果,我在条件(4)上犯了严重的错误。尽管纺织品生意在1979年还能适当赢利,但是从那以后它就一直在消耗大量的资金。到了1985年中,甚至连我都越来越清楚,这种状况几乎肯定还要持续下去。如果我们能够找到买主愿意继续经营纺织业务,我宁愿选择出售而不是关门歇业,即便对我们来说那可能意味着损失更大。但是,对我们来说显而易见的经济状况对别人也一样,所以没有人对此有兴趣。

我不会无缘无故地同样关闭赢利能力低下,仅能在我们股份公司回报率的小数点后面添加几笔的公司。但是,我也同样认为:即使是一家赢利超常的公司也不该把钱投入一项注定会没完没了亏损下去的投资项目中。亚当·斯密(Adam Smith)^①不会同意我的第一个论点,卡尔·马克思(Karl Marx)^②不会同意我的第二个论点;中间路线是唯一让我感到舒服的位置。

① 1723-1790。英国经济学家,他于1776年出版的《富国论》是第一部有关政治经济学的系统论述——译者。

② 1818-1883。哲学家,共产主义的奠基人——译者。

我必须再次强调,肯和加里足智多谋、精神饱满而且想象丰富,努力使我们的纺织品生意有利可图。为了达到持续的盈利能力,他们更新了产品线、机器配置和销售布局。我们还进行了一次重要的收购,沃姆贝克纺织厂(Waumbec Mills),希望因此能够产生重要的协同作用(为解释收购而在商业中广泛应用的术语,除此之外毫无意义)。但最终一无所获,我一定是犯了错误后没有尽早退出,结果是越陷越深。最近一期《商业周刊》(Business Week)的文章报道说,1980 年以来已经有 250 家纺织厂关门歇业。它们的所有者不知道任何我也不知道的信息;它们仅仅是处理得更加客观。我忽略了康姆特(Comte)^① 的忠告——“才智是情感的仆人,而不是情感的奴隶”——而是相信了我宁愿相信的东西。

国内的纺织工业运行于商品经济中,并在本质上过剩的世界市场中竞争。我们遇到的大多数麻烦可以直接地或间接地归因于来自外国的竞争,这些国家工人的工资只及美国最低工资的一小部分。但这并不意味着可以将关闭工厂归咎于我们的劳动力价格。实际上,相比其他美国工业的雇员,总的来说我们的工人工资很低,这已经是整个纺织工业的实际情况。在合同谈判中,工会领导人和工会成员曾对我们毫无优势的成本非常敏感,因此并没有要求不切实际地增加工资,或不计报酬要求继续没有利益产出的工作。相反地,他们努力像我们所做的那样保持我们的竞争力。甚至在我们清算期间,他们仍然表现良好。(有讽刺意味的是,如果工会在几年

^① 1798-1857。全名奥古斯特·康姆特(Auguste Comte)。法国哲学家,以哲学和实证主义的奠基人闻名——译者。

前就过分地提出要求,那么我们的经济状况会更好;因为我们会认识到我们面对的未来黯淡无光,并立即关闭工厂,避免将来巨大的损失。)

在过去的几年中,我们可以在纺织业务中投入大笔资金,这本身可以使我们多少降低一些可变成本。每一个这样做的建议听起来都是言近旨远,而且可能立马见效。实际上,用标准的投资收益检验来衡量,相比将同样的资金投入到我们高盈利的糖果公司和报业公司中会产生更好的结果,然而,当初有关向纺织业投资的建议往往允诺更大的经济利益。

现在看来,有关这些纺织投资的利润允诺是不切实际的。我们的许多竞争者,无论是国内的还是国外的,正在增加这种资金投入,而且一旦有足够多的公司这样做,他们降低的成本就会成为全行业降价的底线。单独来看,每个公司的投资决定都是有成本效益的也是理性的;总体来看,这些决定相互抵消而且没有理性(就像当人人都在看游行时,决定了每个人踮起脚尖仍然只能看到一点点)。在每一轮投资后,所有的参与者都在游戏中投了更多的钱,而回报仍然少得可怜。

因此,我们曾面对一个痛苦的抉择:大笔的资本投资可以保证纺织品生意存活,但那只会留给我们不停地增加资本投入基础上的可怜回报。而且,在投资后,国外的竞争者仍然可以保持劳动力成本方面巨大的、持续的优势。然而,甚至与国内的纺织品生产商相比,拒绝再投资会立即使我们的竞争力不断减弱。我总是认为自己处在伍迪·艾伦(Woody Allen)^①在他的一部影片中形容的位置上:“不只是在历史上的其他时

^① 1935-。美国电影导演、剧作家、演员兼作家——译者。

候,人类始终在面对一个十字路口。一条路通向彻底绝望,另一条通向完全灭绝。让我们祈祷我们有正确选择的智慧。”

为了弄明白投资还是不投资的抉择是如何在商品经济中结束的,看看伯林顿工业公司(Burlington Industries)的例子很有教育意义,伯林顿工业公司是 20 年前直到现在美国最大的纺织品公司。伯林顿的销售额是 12 亿美元,而我们的是 5,000 万美元。它的生产能力和销售能力是我们永远望尘莫及的,当然其盈利记录也远比我们的好。1964 年末,它的股价是 60 美元;我们的是 13 美元。

伯林顿公司始终专注于纺织业务,因此到了 1985 年,它的销售额达到了约 28 亿美元。在 1964 年至 1985 年期间,这家公司的资本支出大约是 30 亿美元,远远超出其他任何美国纺织品公司,而且对于 60 美元的股价来说,超过了每股 200 美元。我相信大部分的资本支出都是用来降低成本和扩大业务的。既然伯林顿的基本信条是呆在纺织业里,我还可以相信这家公司的资本投资决策是相当理性的。

但是,按实际美元计算伯林顿的销售额已经下降,而且它现在的销售回报和净资产回报也远比 20 年前的低。经过 1965 年的 2 比 1 拆股后,它目前的股价是 34 美元——按拆股前的价格计,仅比 1964 年的 60 美元略高一些。与此同时,消费者价格指数(Consumer Price Index,“CPI”)涨了二倍多。因此,每股大约仅有 1964 年底三分之一的购买力。尽管公司经常分红,但红利的购买力也已经大大缩水。

这种对股东来说毁灭性的结局,说明了大量脑力和精力投入在错误的前提下会出现什么结果。这种情况使人联想到

了塞缪尔·约翰逊(Samuel Johnson)^①的马：“一匹能数到10的马是杰出的马——但不是杰出的数学家。”类似地，一家能在本行业内有效分配资产的纺织品公司是杰出的纺织品公司——但不是杰出的公司。

从我自己的经验和对其他公司的观察中我得出结论，良好的管理记录(以经济回报来衡量)与其说是因为你很有效率，倒不如说是因为你上了哪条船(尽管在任何公司中无论是好是坏，智力和努力都有很大帮助)。几年前我曾写到：“当有着辉煌名声的管理人员要去对付前程黯淡、管理混乱、声名狼藉的公司时，不变的只会是公司的名声。”那以后我对此事的观点从未改变。如果你发现自己在一艘长期漏水的船上，那么造一艘新船要比补漏洞有效得多。

D. 基于所有者的公司捐赠方法^②

最近一份调查报告说，大约有50%的美国大公司由董事进行慈善捐赠(有时是因为少数服从多数的结果)。实际上，这些所有者的代表将资金捐赠给了自己喜欢的慈善事业，而从未与所有者商量过他们的慈善偏好。(我感到纳闷，如果这个过程是反过来的，而是股东可以为自己喜欢的慈善事业花董事的钱，那他们是什么感觉。)如果A从B那里拿钱给C，而且A是立法者，那么这个过程就称为纳税。但是，如果A是股份公司的官员和董事，这个过程就称为慈善事业。除了

① 1709-1784。英国评论家、传记作家、散文家兼诗人——译者。

② 短线分隔成的几个部分分别写于1987年、1981年(1988年重印)、1990-1993年。

那些明显对公司有利的捐赠以外，我们仍然认为它应当反映所有者的慈善偏好，而不是公司官员和董事的。

1981 年 9 月 30 日，伯克希尔收到美国财政部 (U. S. Treasury Department) 的纳税规定，这项规定在大多数年份里能对你的捐赠选择产生很大的好处。

每个伯克希尔的股东——在与其拥有的伯克希尔股票数量成比例的基础上——能够指定我们公司的慈善捐赠对象。你报出受益人的名字；伯克希尔来签支票。这项纳税规定说，我们的股东进行这种捐赠指定不必交纳个人所得税。

所以，现在我们的所有人可以行使一种在股份分散的公司里只有经理才能行使的特权，尽管这种特权通常由股份集中的公司的所有者行使。

在一家股份分散的公司里，行政人员通常以两种主要的方式安排所有慈善捐款，而根本不必听取股东的意见：

(1) 使公司直接受到大致与捐赠成本相称的利益的捐款；

(2) 通过各种难以衡量的、滞后的反馈结果使公司间接受益的捐款。

在过去及将来，我同其他伯克希尔的行政人员都按第一种办法安排所有的慈善捐款。但是，按这种方式进行捐款的总额相当低，而且将来也会保持在很低的水平，因为许多捐款都不能对伯克希尔产生大体相称的直接利益。

伯克希尔根本没有第二种方式的慈善捐款，因为我不适应大多数公司的做法，而且也没有找到更好的办法替代。普

通公司的惯例使我感到困惑的是,捐赠更多地取决于是谁在申请援助以及同行会如何反应,而不是对受赠人活动的客观评价。习俗常常可以压倒理性。

这样做的常见结果是用股东的钱满足公司经理的捐赠意愿,而这个经理通常受到特殊社会压力的强大影响。这常常还会产生一种额外的不一致;许多公司经理对政府分配纳税人的钱横加指责,但对自己分配股东的钱大加赞赏。

对伯克希尔来说,一种不同的模式看起来更合理。就像我不会让你为你选择的慈善捐赠在我的银行账户上开支票来满足你的个人心愿,我认为,为我选择的慈善捐赠在你的公司“银行账户”上开支票同样也是不合适的。你的慈善倾向与我的几乎一样,因此对于你我来说,用多少资金以减税的方式进行慈善捐赠主要取决于公司而不是我们自己。

在这种环境下,我认为伯克希尔应当更多地仿效不公开募股的公司,而不是大型的公共公司。如果你和我各拥有一家公司的50%,那么我们的慈善捐赠决策就会非常简单。与公司业务直接相关的慈善事业理应将首先获得我们的慈善资金。与“生意相关”的捐赠之后剩余的钱,将大致按我们所有权的大小,分配到我俩感兴趣的各種慈善事业中。如果我们的公司经理有什么建议,我们会认真听取——但最后的决定由我们来做。尽管我们公司的形式不同,但在这个方面我们很可能会像一家合伙公司那样操作。

尽管我们通过一家大型的、股份相当分散的公司进行慈善捐赠,但只要可行,我相信保持这种合伙制观念对公司才是最有利的,对所有人也是公平的。美国财政部的规则允许在这方面采用合伙制式的行为。

我很高兴，伯克希尔的慈善捐赠能以全部所有者的意向为导向。这很有讽刺意味，但又可以理解，越来越多的大公司的慈善政策是按照雇员的要求进行捐款，（而且——对这一点你可要挺住——许多公司甚至按董事的要求捐款）但据我所知，没有一家公司计划按全部所有者的要求进行慈善捐赠。我说“可以理解”是因为，仅有短期的投资目标以及缺乏长期所有者的洞察力的投资机构，正“旋转门”式地拥有许多大型公司的大部分股票。

我们自己的股东是另一种类型……。每年末，大约 98% 的股票掌握在明年仍然还是股东的人手中。这种对公司的长期支持反映出一种所有者的心态，作为你们的经理，我要通过各种可行的途径对此表示感谢。这种指定捐赠的政策就是明显的例子。

我们能使股东指定公司慈善捐赠受赠人的新计划受到了异常热烈的反应……。在有资格参与的 932,206 股中（我们股东记录中实际出现在所有者名下的股票），有 95.6% 的股份做出了回应。甚至在剔除与巴菲特有关的股票后，回应率仍高达 90%。

此外，3% 以上的股东主动写信或便条，完全赞同这个计划。参与和评论的水平超出了我们见过的任何股东响应——甚至也超过那些公司用高额佣金聘请的专业代理机构有组织的活动所得到的响应。相比之下，写来信的股东特别的响应水平甚至是在没有伯克希尔的回复信封的暗示之下发生的。这种自我驱动的行为是对整个计划的赞扬，也是对我们股东

的赞扬。

很明显,我们公司的所有者喜欢不但拥有而且可以行使把他们的钱捐向何处的决定权。“父亲知道得最多”的公司治理观念会惊奇地发现,我们的股东中没有哪位会收到印有伯克希尔官员对与股东的股份相应的捐赠决定——当然是以他们超人的智慧——的指令的指定表格。也没有人会建议,把他在我们的赠款中属于他的那部分用来满足由我们公司的董事做出的,由董事挑选的慈善团体进行的捐赠(在许多大公司中,这是一项流行的、不断扩散的、不公开的政策)。

由股东设计的捐款总计有 1,783,655 美元,被分派到 675 个慈善项目中。此外,伯克希尔及其子公司将继续按我们业务经理的本地化决定进行某些捐款。

会有一些年份,也许十分之二或十分之三,此时伯克希尔的捐款会产生不够标准的减税——或者根本没有。在这些年份里,我们不会完成我们股东指定的慈善捐赠计划。而在另一些年份里,我们希望大约在 10 月 10 日左右通知你能够指定的每股捐款额。回复表会附在通知里,而且你将有人约三周的时间指定你的捐款……。

我们对 1981 年此项计划唯一的失望是我们的一些股东,并非由于它们自己的过失,错过了参与的机会。财政部允许我们继续进行这一计划的裁决于 10 月初收到。该项裁决没有包括其股票以被提名者——如,经纪人——的名字注册的股东的参与,而且还要求所有指定股份的所有者向伯克希尔做出某种保证。被提名者股东必须以有效的形式向我们做出这些保证。

在这些条件下,我们努力与我们所有的所有者积极联络

(通过[一封]10月11日的信),这样,如果他们愿意,他们就可以在11月13日的登记日前做好参与的准备。把这个信息积极地传达给那些手中的股票在被提名者名下的股东尤为重要,因为除非他们在登记日期前采取重新登记他们的股票的行动;否则他们就会失去参与的资格。

不幸的是,与这些无记录的股东联络仅能通过被提名者进行。因此,我们强烈敦促这些被提名者——大部分是经纪公司——尽力将我们的信转交给真正的所有者。我们解释说,如果他们不能按时送达,就会剥夺这些所有者的一项重大利益。

我们敦促的结果不会强化美国邮政局(U.S. Postal Service)的私有化诉讼案。我们的许多股东从未从他们的经纪人那里收到任何消息(因为一些股东在看到这项活动的账目后告诉了我们)。转发给其他股东的信已经过了期。

声称为其60个客户(大约占我们股东人口的4%)保存股票的最太经纪商之一,显然在收到信三周后才将它们转发给股东——对其中要参与的任何人来说都太迟了。(这种消极怠工并未遍及那家公司的所有部门;在那个延误的而且无效的行动后的六天内,这家公司的财务部门积极主动地给伯克希尔开出了邮寄服务的账单。)

我们详尽描述这个恐怖的故事是出于两个原因:(1)如果你希望参加我们的指定捐赠计划,就要确定你的股票在9月30日之前早巴按你的名字登记;以及(2)即使你不喜欢参与,而且宁愿让你的股票以被提名者的形式存在,那么至少将一股股票以你自己的名字登记也是英明的。这样做,你就可以肯定与所有其他股东同时收到任何重大的公司新闻。

这个指定捐赠的主意,与其他许多已经令我们获益匪浅的主意一道,都是由查理·芒格——伯克希尔的副董事长兼蓝筹公司的董事长——想出来的。不管是什么头衔,查理和我在管理所有的被控股的公司时像合伙人一样工作。我们作为经营合伙人对待我们的工作几乎达到了痴迷的程度。而且,我们喜欢让你们作为我们的财务合伙人。

除了由伯克希尔做出的由股东指定的捐赠以外,我们各营运公司的经理们也进行捐赠,包括商品,每年平均在 150 万美元至 250 万美元之间。这些捐赠支持了当地的慈善团体,如联合之路(The United Way),而且大致对我们的各个公司产生了相称的利益。

然而,我们的营运经理和母公司的官员都不会在他们本人作为股东所做的捐赠之外,把伯克希尔的资金捐给宏大的国家计划或对他们个人有特殊利益的慈善活动。如果你们的雇员,包括你们的 CEO,希望给他们眷恋的母校或其他机构捐款,那么我们相信他们应该用自己的钱,而不是股东的钱。

在无条件的慈善事业方面,伯克希尔的实践,相比那些与公司的业务活动明显相关的捐赠,与其他公众持股公司的大相径庭。大多数公司的捐赠是为了顾全 CEO(常常是对社会压力的回应)、雇员(通过相称的捐赠)或董事(通过相称的捐赠,或他们对 CEO 请求的理解)的意愿。

在伯克希尔,我们相信公司的钱是所有者的钱,就像在一

家合伙制，或独立合伙制的少数人持股的公司中那样。因此，如果要把钱捐给与伯克希尔的业务活动无关的事业，那么就该是我们所有者喜爱的慈善团体才能得到这些捐款。我们至今还没有找到哪位 CEO 会认为他应当掏个人的腰包为股东喜爱的慈善团体提供资金。所以，为什么股东就得为 CEO 的选择付账呢？

让我加上一句，我们的计划易于管理。1985 年秋天，在两个月中我们从国家赔偿公司借来一个人，帮助我们贯彻我们 7,500 名注册股东下达的指令。实际上，我们整个公司的通常开支比我们慈善捐赠总额的一半还少。（但是，查理坚持要我告诉你们，我们 490 万美元的通常开支中有 140 美元用

于公司的喷气式公务机。这是不可原谅的。)^①

下面的清单是我们的股东指定他们捐款用途的几个大类：

(a) 347 个基督教堂和犹太教堂收到 569 笔捐款

(b) 238 所学院和大学收到 670 笔捐款

① 以下节选自 1986 年的信：

去年我们购买了一架喷气式公务机。你们听到的有关这种飞机的传闻都是真的：它们很贵，而且在我们这种很少旅行至偏远地区的情况下是一种奢侈。而且，飞机不仅使公司开销很大，而且仅仅看看它们的开销也很大。对于一架 1,500 万美元的飞机来说，每年的税前开支，资金成本加上折旧费用很可能达 300 万美元。对于我们的飞机——用 850,000 美元购买的二手飞机——来说，这些成本每年近 200,000 美元。

认识到这些数值，不幸的是你们的董事长过去已经在喷气式公务机上有一些相当无节制的记录。相应地，在我们购买飞机前，我被迫进入了我的伽利略(Galileo)模式。我迅速经历了必要的“反对新发现的状态”，因此现在的旅行已经比过去更加简单——而且更加昂贵。伯克希尔买这架飞机是否物有所值是一个公开的问题，但是我将努力获得某种我能够(无论多么可疑)归因于这架飞机的业务成就。我害怕本·富兰克林(Ben Franklin)看到我的开销数额。他曾说：“做一个有理性的家伙是件多么方便的事，因为它使一个人能为其打定主意要做的事找到或制造一个理由。”

以下节选自 1989 年的信：

去年夏天，我们卖掉了 3 年前以 850,000 美元买进的喷气式公务机，并用 670 万美元购买了另一架二手喷气式飞机。[注意到卡尔·塞根关于阻止细菌指数增长的障碍的风趣话题——见后面的结束语，不难理解一些读者将会惊慌失措：如果我们的资产净值继续按目前的速率上升，而且置换飞机的成本也按目前 100% 的年复利率上升，那么用不了多久，伯克希尔的所有净资产都将被它的喷气式公务机耗尽。]

当我把喷气式飞机等同于细菌时，查理并不喜欢；他认为这个比方把飞机降格为细菌。他对豪华旅行的概念是乘坐一辆空调巴士，而且只有在票价便宜时才肯上车。我本人对喷气式飞机的态度可以用圣·奥古斯丁(St. Augustine, 354-430。基督教哲学家，最伟大的拉丁教父——译者。)在考虑摒弃世俗的享乐生活成为一名牧师时做的祷告(我相信这不足为信)来概括。在与理智和情感的冲突作斗争时，他恳求道：“上帝呀，帮我变得纯洁吧——但不是现在。”

为飞机命名可不简单。我最初提议命名为“查理·T·芒格号”。查理则用“畸变号”回应。最后我们选择了“不可原谅号”。

(c) 244 所 K-12 学校(大约有三分之二是非教会学校,三分之一是教会学校)收到 525 笔捐款

(d) 288 家专注于艺术、文化和人文科学的研究机构收到 447 笔捐款

(e) 180 家宗教社会服务组织(大致按基督教和犹太教等分)收到 411 笔捐款

(f) 445 家非宗教的社会服务组织(大约 40% 与青年有关)收到 759 笔捐款

(g) 153 家医院收到 261 笔捐款

(h) 186 家与健康有关的组织[美国心脏协会(American Heart Association)、美国癌症协会(American Cancer Society)等等]收到 320 笔捐款

这份清单中有三件事尤其引起我的兴趣。首先,在某种程度上它说明当人们在自愿的基础上,在没有募捐者的压力下,或在没有慈善事业的感召下,会选择什么捐款对象。其次,公众所有的公司的捐款计划几乎从不允许向基督教堂和犹太教堂捐款,但很明显这些机构是许多股东愿意资助的。其三,我们股东的捐款显示出相互冲突的人生哲学:130 笔捐款给了信奉使妇女可以方便地流产的组织,而 30 笔捐款指定给了不允许或反对流产的组织(除了基督教堂以外)。

去年我曾告诉大家,我正在考虑增加伯克希尔的股东在我们指定捐款计划下的捐款额度,并且要听取你们的意见。我们曾收到一些写得很好的回信反对整个计划,理由是我们的工作是运作公司,而不是强迫股东捐善款。但是,大多数相应的股东注意到了这个计划的赋税效能,极力主张我们增加指定的捐款额度。几位已经把股票留给了子女或孙子、孙女

的股东曾对我说,他们认为这项计划是一条非常好的途径,使年轻人在小时候就考虑到捐款的问题。换言之,这些人将整个计划看作是一种教育的,也是一种慈善的手段。结果,我们确实在 1993 年将额度从每股 8 美元增至 10 美元。^①

E. 经理人员报酬的支付原则^②

如果不谈资本的回报率,那么投得多赚得多的记录并不代表经理人员辉煌的管理成就。你本人躺在你的摇椅上,也能获得很好的结果。这就如同把你在储蓄账户中存的钱增加 3 倍,那么你的收益也增加 3 倍。你几乎不可能指望因这种特殊的成就听到“和散哪”(Hosannas)^③。然而,退休公告常常会歌颂那些,比方说,在他们的统治期间将他们的小机械公司的收益提高 3 倍的 CEO——但没有人检查过,这种收益是否仅仅归因于多年的留存收益以及复利起的作用。

如果在整个任期内,这家小机械公司一直获得超常的资本回报,或是如果在 CEO 的统治期间运用的资本增加了 1 倍,那么对他们的称赞才有所值。但是,如果资本回报平淡无奇,而且使用的资本与收益同步增长,那么喝彩就应停止。一

① 巴菲特每年的信都要说明有资格参与股东指定捐赠计划的股票的大致百分比,捐款的总额,以及受助人的数量。自 1988 年以来,有资格参与的股票的百分比总是超过 95%,而且平均处于 97% 以上;捐款总额从 1988 年的 500 万美元稳步上升至 1996 年的 1,330 万美元,这期间平均每年是 840 万美元;而且受到捐赠的慈善组织的数量从 1988 年的 2319 家增至 1998 年的 3,910 家,这期间平均每年是 3,000 家。

② 短线分隔成的三个部分分别写于 1985 年、1994 年、1991 年。

③ 【宗】赞美上帝之语——译者。

个总是把利息再投资的储蓄账户，可以同样取得收益年复一年的增长——而且，只要有 8% 的复利，账户的年收益就可在 18 年中增长 3 倍。

这种简单的数学常常被那些伤害到股东的公司忽略。许多公司的酬报计划为单单由，或是大部分由留存收益——从所有者那儿扣留的收益——产生的收益增长慷慨地奖励它们的经理。例如，那些股利只占很小一部分收益的公司，常常例行公事地授予经理 10 年期固定价格期权。

一个例子可以说明在这种条件下的不平等待遇。让我们假设你又一个年利率是 8% 的 100,000 美元的储蓄账户，而这个账户由一个可以决定每年你的利息中的多大部分用现金支付的受托人“管理”。不能派发的利息将成为存入储蓄账户继续产生复利的“留存收益”。而且，让我们再假设你的受托人以他超人的智慧设定年收益的“派发比”是四分之一。

在这些假设之下，10 年后你的账户就将值 179,084 美元。此外，在这种权威人士的安排之下，你的年收益将从 8,000 美元增加 70% 至 13,515 美元。而且，最终，你的“红利”也将同比例地增加——有规律地从第一年的 2,000 美元增加到第十年的 3,378 美元。每一年，当你的经理的公共关系公司准备他给你的年报时，所有的走势图都将有直指天空的趋势线。

现在，仅仅是开个玩笑，让我们把情节再推进一层，并按你的企业（也就是你的储蓄账户）在第一年的面值，给予你的受托经理代表你企业的一部分的一种 10 年期的固定价格期权。有了这种期权，你的经理就可以由你付钱——正好取自你的大部分收益——收获一大笔利润。如果你的经理不仅是

马基雅维利(Machiavellian)^①式的人,而且有点像个数学家,那么一旦他有了牢固的地位,可能还会砍掉应派发的红利。

这个例子并不像你想的那么牵强。在公司界中,许多股票期权恰好就是这个样子:它们的价值提高仅仅是因为管理人员留存了收益,而非管理人员有效运用了手中的资产。

经理们实际上对期权采取双重标准。撇开认股权证(它给发行它们的公司即刻的和巨大的补偿)不谈,在企业界什么地方也没有给予外人的,代表全部或部分企业的10年期固定价格期权,我相信这么说是公平的。实际上,10个月可以当作极限。对于经理来说,授予一种基于资产不断增加的企业长期期权尤为不可思议。任何要求给这种期权作保的外人,要在期权的生存期内为增加的资产全额付款。

但是,经理们不愿意对外人这样做与他们不愿意对自己这样做不相称。(与自己协商很少导致酒吧间里的那种争吵。)经理们经常为他们自己设计10年期的固定价格的期权,而且,第一,首先要完全忽略留存收益自动产生价值的事实,以及,第二忽略资产的置存成本。结果,这些经理终于像他们可以在那种自动增加价值的储蓄账户上的期权获得收益那样产生利润。

当然,股票期权常常授予那些天资聪颖、身价不断提高的经理们,而且有时给他们极其合理的报偿。(实际上,真正杰出的经理得到报偿几乎总是比他们应该得到的少得多。)但是,如果结果公正,那么只是个意外。一旦授予,期权就与个

① 尼克罗·马基雅维利(Niccolo Machiavelli)。1469 - 1527。意大利政治思想家,历史学家,作家,主张君主专制,认为为达目的可以不择手段(即“马基雅维利主义”),著有《君主论》——译者。

人的表现毫不相关。因为，期权是不可撤销的而且是无条件的（只要经理还呆在公司内），懒汉从他们的股票期权中获得的报偿与那些明星们的完全一样。准备瞌睡上 10 年的瑞普·凡·温克尔（Rip Van Winkle）^① 式的管理人员不会期望得到一种更好的“激励”机制。

（我必须评论一下给“外人”的长期期权：它授予美国政府克莱斯勒公司（Chrysler）的股票，作为对政府担保某些救命贷款的款待部分考虑条件。当这些期权给政府带来丰厚的收入时，克莱斯勒曾寻求修改支付，认为对政府的报偿不仅大大超过预定的数额，而且与它对克莱斯勒起死回生做出的贡献极不相称。公司对看起来支付与表现之间的不平衡苦恼曾是国内新闻。这种苦恼很可能是独一无二：据我所知，没有哪个经理——在任何地方的经理——相似地因为授予他们自己或者他们同事的期权产生的不必要的支付而受到冒犯。）

有讽刺意味的是，对期权的修辞常常将他们描绘成合乎需要的东西，因为它们使经理和所有者坐在了同一条财务之船上。事实上，这些船大不相同。没有哪个所有者避开过资金成本的负担，但是，固定价格期权的持有者根本没有负担任何资金成本。一个所有者必须权衡上涨的潜力与下跌的风险；而期权所有者没有任何下跌的风险。实际上，你们希望有期权的企业规划是一种你们会拒绝所有权的项目。（我将会很高兴收到彩票作为礼物——但我永远不会买一张彩票。）

在分红政策中也是如此，持有期权的受托人将受益于一

① 第一位获得世界声誉的美国小说家华盛顿·欧文（Washington Irving, 1783 - 1859）同名小说中的主人公，曾沉睡过很长时间（几百年）——译者。

种没有红利的政策。相反地,普通的所有者应当倾向于完全派发红利,这样他就可以防止持有期权的经理分享账户的递延收益。^①

尽管有它们的缺点,期权在某些条件下可能非常合理。我的批评涉及不加区别地滥用它们,在此我想强调三点:

第一,股票期权必然应与公司的总体表现挂钩。因此,逻辑上它们只能授予那些有着全部责任的经理们。有一小块责任的经理们应当有与他们控制之下的成果相关的激励机制。击球率达 0.35^② 的击球手希望,也值得,因他们的表现获得丰厚的报偿——即使他们为一支条件很差的球队打球。而击球率是 0.15 的击球手应当得不到任何奖赏——即使他们为一只获得奖旗的球队打球。只有那些对球队负有全部责任的击球手,才应当将给他们的奖赏与球队的成果挂钩。

第二,期权应当精心设计。除了特殊因素之外,它们应当把递延收益因素或者置存成本因素嵌入其中。同等重要的是,它们应当现实地定价。当经理们面对其他公司的报价时,他们可以就一种实际价值的指标,准确无误地指出不切实际的市场价格。然而,为什么这些同样被压低的价格,就可以作为经理出售他们企业中的一部分给他们自己时的估价?(他们可能走得更远:公司的官员和董事们有时参考税则决定他们实际上可以出售部份企业给内部人时的最低价格。当他们的在出售时,他们常常选择会对公司产生最坏的纳税结果的方案。)除了在极特殊的情形中之外,所有者不可能因以便宜

① 见第 3 章 C 节的红利政策

② 击球率(Batting Average)是衡量击球手能力的标准之一,它是好球数与击球数的比值。0.150 的击球率相对较差;而 0.35 的击球率则相当好——译者。

的价格出售他们企业的一部分而得益——无论是卖给外人还是卖给内部的人。显而易见的结论是：期权应当按真正的企业内在价值定价。

第三，我要强调，一些我极为敬佩的经理们——而且他们的营运记录比我的好得多——不同意我对固定价格期权的看法。他们已经建立了行之有效的公司文化，而且固定价格期权已经成为一种帮助他们的工具。通过他们的领导和榜样作用，并通过这些期权作为激励，这些经理们已经教会他们的同事像所有者那样思考。这种文化极为少见，而且一旦存在应当被完整保留——尽管存在可能滋扰期权计划的低效率和不平等。“没有坏，就不要修”比“任何价格纯度”更可取。

但是，在伯克希尔，我们使用一种可以为在其自己的职责范围内达到目标奖赏关键经理们的激励—补偿机制。即使喜诗表现出众，也不会因《布法罗新闻报》产生激励补偿——反过来也一样。我们也不会因开奖金支票的时候盯着伯克希尔的股价。我们相信好的表现应当得到奖赏，而无论伯克希尔的股票市价是涨是跌，还是横盘。相似地，我们认为一般的表现应当得不到任何特殊的奖赏，即使我们的股票飙升。而且，“表现”根据企业的内在经济状况有不同的定义：在一些企业中，我们的经理们享受着他人创造的顺风，而在另一些企业中，他们与无法避免的逆风搏斗。

伴随这种机制的奖赏可能十分巨大。在我们的各种企业单位中，顶尖的经理们有时会收到五倍于他们基本工资甚至更多的激励奖金，因此在 1986 年有可能出现一位经理的奖金高达 200 万美元的情况。（我希望如此。）我们没有给奖金戴上帽子，而且奖赏的潜力也没有划分等级。相对较小单位的

经理可以比较大单位的经理挣得更多,如果业绩说明他应当得到奖赏。此外,我们相信资历和年龄这样的因素不应当影响激励补偿(尽管它们有时影响基本的补偿)。一位 20 岁的可以打出 0.300 击球率的击球手,对我们来说与一位表现同样优秀的 40 岁击球手有同样的价值。

很明显,所有伯克希尔的经理都可以用他们的奖金(或其他资金,包括借款)在市场上买入我们的股票。许多经理已经这样做了——因此有些人现在持股数额巨大。通过接受直接购股带来的风险和存储成本,这些经理真正像所有者那样对待公司。

在伯克希尔,我们力图像合理对待资产配置那样对待报酬。例如,我们根据斯科特·费泽公司(Scott Fetzer)的业绩而不是伯克希尔的业绩给拉尔夫·舒伊(Ralph Schey)支付报酬。既然他仅对一种经营负责,那么什么更合理?与伯克希尔的财产绑在一起的现金奖励或者股票期权可能会给拉尔夫提供完全不能确定的奖赏。例如,他正在斯科特·费泽公司打本垒打时,查理和我却在伯克希尔打电话告诉他错了,因此一再使他的努力付诸东流。相反的,如果伯克希尔的其他子公司业绩出色,而斯科特·费泽公司落在了队伍后面,那为什么要给拉尔夫大笔的期权利润或者奖金呢?

因此,在确定报酬时,我们决不虚拟天上有一块大馅饼,当我们在一个项目中投入了巨额资金,我们就要保证报酬的兑现与经理控制的部门的业绩直接挂钩。如果在一个营运部门中投入的资本很大,那么我们不仅要向经理们收取增量资

本的费用,还要给资本设定一个比较高的利率回报。

这种投资不免费的方法在斯考特·费译公司的经理人身上产生了显著的成效。如果拉尔夫能够以高回报使用增量资本,那么这个方法就会报偿他这么做;如果增量资本产生的收益超过了费用,那么他的奖金就会增加。但是,我的奖金计算是对称的;如果增量投资产生了低于标准的收益,那么这种亏空对拉尔夫如同对伯克希尔一样代价高昂。这种双向安排的结果是,它报偿拉尔夫——而且酬金很高——把任何他不能在其企业中有效使用的现金汇到奥哈马。

将管理者的利益和股东的利益相结合的报酬方法现在流行于许多公众公司。但是,在我们的字典里,这种利益的结合方式意味着在两个方向上都是合伙人,亦即是同进共退,而不仅仅是在利益分享上。许多“结合”计划通不过这项基本测试,它们是“正面我赢,反面你输”的精明形式。

还有一个常见的不匹配形式出现在典型的股票期权的安排中,这种安排没有经常提高期权的价格,以补偿留存收益正在构筑公司财富的事实。实际上,10年期期权、低分红以及复利合在一起,能够给一位在工作中比踩水玩好不到哪去的经理丰厚的收益。一个愤世嫉俗的人甚至会注意到,如果留存属于所有者的收益,那么手中拿着期权的经理们的利润就会增加。我还未见到在一份要求股东批准期权计划的代理声明中,清楚地说明了这个要害。

我的计划

我必须提到我们同拉尔夫·舒伊的报酬安排仅用大约 5 分钟就完成了,并在我们收购了斯考特·费译公司后立即生效,而且没有任何律师或报酬顾问的帮助。这个安排包含了

一些非常简单的概念——而不是那些顾问所喜欢的术语,这些人不能轻易寄出一张大账单,除非他们证实你有大问题(当然还有需要年度复审的问题)。我们与拉尔夫的协定不会改变。1986年,这个协定对他对我有效,现在也是如此。我们与其他单位经理的报酬安排也同样简单,尽管每项协议的条款有所不同,以适应各个公司的经营特点,适应某些经理拥有公司部分所有权的现状,等等。

在任何情况下,我们都追求理性。与经理的个人业绩无关的、变幻莫测的报酬支付方法很可能会受到某些经理的欢迎。毕竟,谁会拒绝免费的彩票呢?但这种安排对公司来说是铺张浪费,而且会使经理不能把注意力集中在他真正应该关心的事情上。此外,母公司无理性的行为很可能会纵容了公司效仿。

毕竟,在伯克希尔,只有查理和我对整个公司负管理责任。因此,我们在逻辑上是唯一应该按企业总体的经营业绩得到报偿的当事人。即使如此,那也不是一种我们渴望的补偿方法。我们已经仔细设计了公司以及我们的工作,这样我们就可以与我们喜欢的人一起做我们乐意做的事。同样重要的是,我们也被迫完成一些单调乏味或者令人讨厌的任务。

实际上,如果查理和我根本就没有拿工资,那么我们会对自己的轻松工作感到高兴。本质上,我们赞同罗纳德·里根(Ronald Reagan)^①的信念:“繁重的工作或许从未压垮过谁,但我得思考为什么我要承担这个职责。”

^① 1911—。美国第40届总统,1981—1989年在任——译者。

1991 年,我们曾进行了一次大规模的收购——H·H·布朗鞋业公司(H. H. Brown Shoe Co.)——北美主要的工作鞋和工作靴制造商,历史上它的销售利润率和资产收益率异乎寻常地高。鞋业是一个棘手的行业——美国每年要卖出几十亿双鞋,其中有 80% 是进口的——因此这个行业中大多数生产商表现不佳。生产者提供的大范围的款式和尺码使存货积压相当严重;大部分资产都是应收账款……。

H·H·布朗鞋业公司的突出特点是我所见过的最奇特的支薪方法之一——但它是使我动心的方法:一群经理要员的年薪是 7,800 美元,外加公司利润在扣除资本费用后的一定百分比。因此,这些经理真正处在所有者的位置上。对照之下,大部分经理嘴上说一套,行动上做一套,选择奖励多而惩罚少的(以及对待产权资本几乎不变的,就像是免费的)支薪方法。这种安排至少在布朗鞋业为公司及其经理都带来了巨大的好处,这并不奇怪:渴望充分发挥他们能力的经理常常有能力去发挥。

公司财务与投资

1973年中,我们以不到企业每股商业价值四分之一的价格,买下我们在[《华盛顿邮报》(Washington Post Company, “WPC”)]的所有股份。计算价格/价值比需要非同寻常的洞察力。大多数证券分析师、媒体经纪人和媒体行政人员本该像我们一样估计WPC的内在商业价值是4亿至5亿美元。而且人人每天都能在报上看到它1亿美元的股票市场定价。我们的优势是我们在证券市场上所获得的诸多知识;我们已经从本·格雷厄姆那里学到,投资成功的关键是在一家好公司的市场价格相对它的内在商业价值大打折扣时买入其股份。

另一方面,在70年代早期,大多数机构投资者在决定买卖价格时认为市场价格与商业价值的关系不大。现在看来这是难以令人置信的。但是,当时的机构投资者中了名牌商学院的学术理论的魔法,这些学校鼓吹一种新潮理论:股票市场很有效率,因此计算商业价值,甚至想到商业价值本身,在投资活动中无足轻重。(我们非常感谢这些学术理论:这在智力竞赛中,无论是桥牌、国际象棋或是选股可能更有优势,但无法与那些已经认识到这种想法是在浪费精力的对手匹敌。)^①

^① 选自1985年年报的头两段前言。

A. 市场先生^①

每当查理和我为伯克希尔的保险公司买普通股的时候(不考虑杠杆收购,[放在下一段文章中]讨论),我们像在购买一家私营公司那样着手整个交易。我们着眼于这家公司的经营前景,负责运作公司的人员,以及我们必须支付的价格。我们从不考虑在什么时候或以什么价格出售。实际上,我们愿意无限期地持股,只要我们预期这家公司的内在价值能以令人满意的速率增加。在投资的时候,我们把自己看成是公司分析师——而不是市场分析师,也不是宏观经济分析师,甚至不是证券分析师。

既然交易活跃的市场周期性地在我们面前展现出少之又少的机会,我们的投资方法就在于把握和利用这种机会。市场绝非是必不可少的;比起世界百科全书出版公司(World Book)和范奇海默兄弟公司(Fechheimer Brothers Co.)每天少得可怜的交易量,我们持有的证券长期没有交易也不会使我们坐立不安。最终,我们的经济命运将取决于我们拥有的公司的经济命运,无论我们的所有权是部分的还是全部的。

很久以前,我的朋友和老师本·格雷厄姆曾描述过对市场波动的心态,我认为这对于投资是否成功具有特别的意义。你必须想象市场报价来自于一位特别乐于助人的称为“市场先生”的朋友,他是你私人公司的合伙人。“市场先生”每天都会出现,报出一个他既可以买入你的股份也可以卖给你的股

^① 选自 1987 年年报。

份的价格,从未失灵。

即使你们俩拥有的公司可能有非常稳定的经济特性,但市场先生的报价也有各种可能。因为不幸的是,这个可怜的家伙有感情脆弱的老毛病。有些时候,他心情愉快,而且只看得见影响公司的有利因素。在这种心境下,他可能会报出非常高的买卖价格,因为他害怕你会盯上他的股份,抢劫他即将获得的利润。在另一些时候,他意气消沉,而且只看得见公司和整个世界前途渺茫。在这种时候,他会报出非常低的价格,因为他害怕你会将你的股份脱手给他。

“市场先生”还有另一个讨人喜欢的特点:他从不介意无人理会。如果今天他的报价不能引起你的兴趣,明天他会再来一个新的。交易严格按照你的选择。在这些情况下,他越狂躁抑郁,你越有利。

但是,就像舞会上的灰姑娘,你必须留意一则警告,否则一切都会变回到南瓜和老鼠:“市场先生”会服侍你,但不会指导你。是他的钱包,而不是他的智慧,对你来说更有用。如果某一天他表现得愚蠢至极,那么你可以随意忽略他或者加以利用,但如果你受到他的影响,那将会十分悲惨。实际上,如果你不能确定你远比“市场先生”更加了解你的公司并能够正确估价,那么你就不能参加游戏。就像他们在纸牌游戏中说的那样,“如果你不能玩上 30 分钟,而且不知道谁是替死鬼,那么你就是替死鬼。”

本·格雷厄姆的“市场先生”寓言可能在今天大多数职业选手和学术人士谈论有效的市场,动态对冲和 β 值的现代投资世界里看起来有些过时。他们对这些事的兴趣令人费解,因为裹着神秘面纱的投资技巧显然对投资建议提供者有利。

毕竟，庸医仅凭建议你“吃两片阿斯匹林”就攫取了多少名声和财富。

对于投资建议的消费者来说，市场秘籍的价值是另一回事。在我看来，晦涩难懂的公式、计算机程序或者股票和市场的价格行为等闪现出的信号，不会导致投资成功。相反，一个投资者必须具备良好的公司判断，同时必须把基于这种判断的思想和行为同旋绕在市场中的极易传染的情绪隔绝开来，这样才有可能取得成功。在我自己保持隔绝的努力中，我发现将本的市场先生概念牢记在心作用极大。

遵循本的教诲，查理和我让我们的可流通权益通过它们的运作结果——而不是它们每天的，甚至是每年的报价——来告诉我们投资是否成功。市场可能会在一段时期内忽视公司的成功，但最终一定会加以肯定。就像本说的那样：“在短时期里，市场是一台投票机，但在长时期里，它是一台称量机。”此外，只要公司的内在价值以令人满意的速率增长，那么公司被认知成功的速度就不那么重要。实际上，滞后的认知有可能是一种有利因素：它可以给我们以低价买到更多好股票的机会。

当然，有时市场可能会比实际情况高估公司的价值。在这种情况下，我们会卖出我们的持股。而且，有时我们会卖出一些估价得当，或者甚至被低估的证券，因为我们需要资金用于价值被更加低估的投资，或者用于我们相信我们更了解的公司。

但是，我们需要强调，我们不会仅仅因为股价上涨，或因为我们已经持有了很长时间而卖出股票。（在华尔街的格言中，最愚蠢的一条可能是“你不可能在赚钱的时候破产。”）只

要公司未来的产权资本收益令人满意,管理人员称职而又诚实,而且市场没有高估公司的价值,我们甘愿无限期地持有任何证券。

但是,我们不会出售我们的保险公司持有的三只普通股,即使它们的市价高得离谱。实际上,我们认为这些投资与我们成功控股的公司完全一样——是伯克希尔永远的一部分,而不是一旦“市场先生”给我们开了一个足够高的价格就可以卖掉的商品。对此,我要加上一个条件:这些股票由我们的保险公司持有,因此如果绝对必要,我们会卖出部分持股,支付异常的保险损失。但是,我们会管理我们的业务,避免抛售。

查理和我共同做出的持股决定,显然包括个人的和财政上的混合考虑。对一些人来说,我们的立场看起来极为古怪。(查理和我一直听从大卫·奥基维的建议:“在你年轻的时候发展你的怪癖。这样,当你变老时,人们才不会认为你在逐渐老朽。”)当然,在最近几年迷恋交易的华尔街上,我们的立场肯定非常古怪:对那里的许多人来说,公司和股票仅被看作是用来交易的原材料。

在这里,我们只是要说明,我们的投资方法只是与我们的个性以及我们想要的生活方式相适应。丘吉尔曾说过,“你塑造你的房子,然后它们塑造你。”我们知道我们希望被塑造的方式。为了这个原因,我们宁愿与我们非常喜欢和敬重的人联手,获得回报 X,也不愿意通过为那些令人乏味或讨厌的人改变这些关系而实现 110% 的 X。

B. 套利^①

有时我们的保险子公司也参与套利，而不是持有短期现金等价物。当然，一般情况下，我们宁愿做出重要的长期承诺，但是我们的现金常常比好主意多。在这种时候，套利有时比国库券的收益高得多，而且同等重要的是，套利可以满足我们可能必须放弃我们长期投资标准的诱惑。（在我们做出套利的决定后，查理通常会总结道：“好了，至少它能使你不在酒吧里浪费时间”）

1988 年，无论以美元还是以回报率来衡量，我们通过套利获得了巨大的利润。我们在总体投入的大约 14,700 万美元上赚了大约 7,800 万美元的税前利润。

有必要对这种套利活动做一些细致的讨论，以证明我们的方法是合适的。昔日，套利这个词仅用于指在两个不同的市场中同时买入和卖出证券和外汇。它的目的是利用可能存在的微小的价格差获利，比如，买卖在阿姆斯特丹用荷兰盾交易的，在伦敦用英镑交易的，以及在纽约用美元交易的荷兰皇家石油公司（Royal Dutch）的股票。一些人可能称这是转手倒卖：你不必感到意外，实践者选择了法文术语，套利。

自第一次世界大战以来，套利的定义——或“风险套利，”就像现在人们有时称之的那样——已经扩展到包括追逐出售公司、兼并、资产重组、改组、清算、自我投标等等公司事件预告中的利润。在大多数情况下，套利者期待与股票市场行为

^① 短线分隔成的两个部分分别写于 1988 年和 1989 年。

无关的利润。他面对的主要风险是预告的事件没有出现。

一些异乎寻常的机会常常出现在套利中。当我 24 岁在纽约为格雷厄姆－纽曼公司(Graham－Newman Corp.)工作时,曾参与过这样一次机会。洛克伍德(Rockwood & Co.),一家位于布鲁克林(Brooklyn)^①的赢利能力有限的巧克力公司,早在 1941 年当可可豆仅售每磅 5 美分的时候,就已经采用后进先出(Last In, First Out, “LIFO”)的存货估值法。1954 年,可可豆的暂时短缺导致它的价格飚升到了 60 美分以上。因此,洛克伍德希望卖出它价格不菲的存货——赶在价格下跌之前。但是,如果仅仅是出售可可豆,那么这家公司将在交易过程中缴纳近 50% 的税。

1954 年的会计规则成了大救星。它包括了一项不可思议的条款,如果公司将存货派发给股东作为减少公司经营计划的一部分,那么 LIFO 的利润就可以免税。洛克伍德决定终止它的业务之一,销售可可奶油,并说大约有 1,300 万磅的可可豆存货可供分配。于是,公司愿意用它不再需要的可可豆回购股票,大约每股支付 80 磅可可豆。

在几个星期里,我一直忙于买股票,卖豆子,并时常跑到施罗德信托公司(Schroeder Trust)将股权证书换成仓库的提单。利润丰厚极了,而我仅需破费几张地铁车票。

洛克伍德改组计划的设计师是一位默默无闻但才华横溢的芝加哥人杰伊·普利兹克(Jay Pritzker),时年 32 岁。如果你熟悉杰伊后来的纪录,那么你就不会意外这个动作对洛克伍德后续的股东来说也制订得相当好。在宣布投标前后短短

^① 美国纽约市的五个区之一——译者。

的时间里,尽管洛克伍德的营业损失相当大,但它的股票从 15 美元涨到了 100 美元。有时,股票市场价格比市盈率更有意义。

在近几年里,大多数套利运作涉及善意或恶意的收购。随着收购狂潮的蔓延,随着反托拉斯的挑战几乎不复存在,以及随着买价常常只上不下,套利活动极度繁荣,套利者也收获颇丰。他们不需要特别的才能就能干得好;按照彼得·塞勒(Peter Sellers)^①在电影中的方式,窍门只不过是“身逢其时”(Being there)。在华尔街,人们一再重复一句老格言:“给人一条鱼,你能养他一天。教他如何套利,你能养他一世。”(但是,如果他在伊万·波伊斯基(Ivan Boesky)^②的套利学校学习,那么给他供食的就是州监狱了。)

要评估套利条件,你必须回答四个问题:

(1) 承诺的事情果真发生的可能性有多大?

(2) 你的钱会锁住多久?

(3) 出现更好的事情的可能性有多大——比如一个更有竞争力的接管出价?

(4) 如果因为反托拉斯诉讼,财务上的差错等等,事情没有发生会怎么样?

我们侥幸得到套利机会的阿卡塔公司(Arcata Corp.),足以说明了这种业务的复杂性和多变性。1981 年 9 月 28 日,

① 1925—1980。美国电影演员。《身逢其时》(Being There)是塞勒晚年出演的一部喜剧片,他在影片中扮演的钱斯·加德纳(Chance Gardner)成了美国总统的一名重要顾问,但这并非是因为加德纳无所不知,而是因为使他在正确的时间处于正确的地点的某些巧合条件,即身逢其时——译者。

② 美国金融家。1986 年,在美国政府的调查中,波伊斯基承认参与过某些高利润的内幕套利交易,结果被处罚金 10 亿美元——译者。

阿卡塔的董事会原则上同意将公司出售给克尔伯格·克莱维斯·罗伯茨公司(Kohlberg Kravis Roberts & Co., KKR),无论在当时还是现在,这都是一家实力不凡的收购公司。阿卡塔公司从事印刷和林业产品业务,而且在努力解决另一桩案子:1978年,美国政府买下了阿卡塔 10,700 英亩的森林,主要是老龄的红杉树,以扩大红杉国家公园。政府已经为这块土地分期支付了 9,790 万美元,阿卡塔认为这笔钱远远不够。当事双方还为从取得财产到最终付清钱款期间适用的利率而发生争执。授权法案规定 6% 的单利;但阿卡塔要求高得多的复利。

购买这样一家高投机、有大额诉讼的公司产生了一个谈判的问题,也就是诉讼要求对公司有利还是不利。为了解决这个问题,KKR 给阿卡塔的股票开价每股 37.00 美元,外加政府为红杉树支付的任何额外款项的三分之二。

在评估这次套利机会时,我们必须自问,既然 KKR 的报价是以获得“符合要求的资金”为条件,那么 KKR 能否实现这笔交易就变得不很牢靠。这种条款对卖方来说总是很危险:它为激情在求婚与结婚间消失殆尽的求婚者提供了方便的口实。但是,我们对这种可能性并不十分担忧,因为 KKR 过去总能漂亮地收场。

我们还必须自问,如果 KKR 的交易确实失败了,会出现什么情况,但对于这一点我们仍有理由放心:阿卡塔的管理人员和董事们光顾 KKR 已有了一阵子,显然出售之意已决。如果 KKR 退却,那么阿卡塔将寻找另一个买主,尽管价格可能会低一些。

最后,我们还必须问自己,红杉树的所有权到底值多少。

你们的分不清橡树和榆树的董事长还清楚这个问题：他冷静地估计出红杉树所有权的价值远远大于当时的估价。

1981 年 9 月 30 日，我们开始在 33.50 美元左右买进阿卡塔公司的股票，而且在八周内买了大约 400,000 股，约占公司总股本的 5%。最初的通告说 KKR 会在 1982 年 1 月支付每股 37.00 美元进行收购。因此，如果一切顺利的话，我们将取得大约 40% 的年回报率——这还不包括原本一直冻结住的红杉树所有权。

一切并非尽如人意。到了 12 月，KKR 宣布结账可能会略微推迟，最后的协议要到 1 月再签署。受此消息鼓舞，我们继续增加筹码，在每股 38 美元左右的价位买入，并将我们的持股增至 655,000 股，超过公司股本的 7%。我们乐意倾情投入——尽管结账已经被推迟——这反映出我们对红杉树的所有权价值有所期待。

然后，在 2 月 25 日，贷款人用融资术语“考虑到严重衰退的住宅工业以及它对阿卡塔公司前景的冲击”说他们正在“再度审视。”股东会议再次推迟到 4 月。一位阿卡塔公司的发言人说他“并不认为收购的命运本身岌岌可危。”当套利者听到这样的再保证时，他们的头脑中闪现出一句老话：“他像财政大臣那样在货币贬值前夕撒谎。”

3 月 12 日，KKR 说它先前的交易作废，KKR 首先将其报价减至 33.50 美元，然后又在二天后提高到 35 美元。但是，在 3 月 15 日，阿卡塔公司的董事拒绝了这个报价，并接受了另一个集团的 37.50 美元，外加任何复得的红杉树价值的一半。阿卡塔的股东们接受了这笔交易，并在 6 月 4 日得到了 37.50 美元。

相比我们 2,290 万美元的成本,我们得到了 2,460 万美元;我们的平均持股期接近六个月,考虑到这笔买卖遇到的麻烦,我们 15% 的年回报率——不包括任何红杉树所有权的价值——让人喜出望外。

但是好戏还在后头。审理此案的法官任命了两个委员会,一个考察树木的价值,另一个考虑利率问题。1987 年 1 月,第一个委员会说红杉木价值 2.757 亿美元,而且第二委员会推荐了一种复合的、混合的利率,结果大约是 14%。

1987 年 8 月,法官确认了这些结论,这意味着大约有 6 亿美元将属于阿卡塔公司。政府随后提出上诉。尽管,在 1988 年政府上诉以前,这个所有权最终以 5.19 亿美元了结。结果,我们每股又额外地收到了 29.48 美元,总计大约 1,930 万美元,1989 年,我们又得到了大约 80 万美元。

伯克希尔的套利活动与其他许多套利者的不同。首先,我们每年仅参与少量的,但通常规模很大的交易。大多数从事套利的人买卖频繁——大约每年要进行 50 次或者更多。同时要做的事情太多,他们就必须花大部分时间既监控交易的进展,又监控相关股票的市场运动。这并不是查理和我希望的生活方式。(为了致富天天盯着股票行情有什么意思。)

由于我们没有分散投资,所以,相比典型的套利运作,一笔利润丰厚或者毫无盈利的套利交易将会大大影响我们的年度业绩。到目前为止,伯克希尔还没有真正糟糕的经历。但是将来我们肯定会遇到——而且当它发生的时候我们将会向你汇报残酷的事实。

我们与其他套利运作的另一个不同点是,我们仅参与已经公开宣布的交易。我们不按谣言买卖,或试图猜测谁是接

收者。我们仅仅是看报纸，考虑大收购计划中的某几个，然后根据我们自己对可能的结果的感觉行动。

年底，我们唯一大的套利仓位是 3,342,000 股 RJR 纳贝斯克公司(RJR Nabisco)的股票，成本是 2.818 亿美元，市值 3.045 亿美元。到了 1 月份，我们曾将持股增加到大约 400 万股，并在 2 月份彻底清仓。

当我们把我们的持股投标给收购 RJR 的 KKR 时，KKR 接受了大约 300 万股，而且我们立即将剩余的股份在市场上抛出。我们的税前收益达到了好于预期的 6,400 万美元。

早些时候，在 RJR 的招标竞赛中曾出现过一张熟悉的面孔：杰伊·普利兹克，他是开出着重税收的报价的第一波士顿(First Boston)投标集团的一员。引用约吉·伯拉的话说：“沉睡的记忆再次涌现。”

作为 RJR 的主要购买者，我们在股票上的活动却受到限制，因为所罗门公司(Salomon)也参与了一个投标集团。尽管查理和我是所罗门公司的董事，但通常我们被隔绝在其兼并与收购工作的信息之外。这些信息对我们毫无用处，而且实际上可能会约束伯克希尔的套利活动。

但是，在 RJR 的交易中，所罗门打算做出的巨大承诺要求所有的董事巨细尽知而且充分参与。因此，伯克希尔购买 RJR 的行动进行了两次：第一次，在管理部门宣布卖断计划之后，所罗门开始参与之前的几天内；第二次相当晚，是在 RJR 的董事会作出有利于 KKR 的决定之后。因为我们不能在其它时间购买，所以我们的董事身份使伯克希尔破费不少。

考虑到伯克希尔在 1988 年的优良业绩，你可能期待我们在 1989 年继续从事套利。但我们却愿意置身度外。

一条可喜的原因是我们持有的现金数量下降——因为我们希望持有相当长时间的股票的仓位大幅增加。正如这份报告的固定读者知道的那样,我们的新承诺并不是基于对股票市场短期前景的判断。相反,他们反映的是一种对特定公司长期业务前景的观点。我们没有,也从未有过,而且永远不会去想股票市场、利率、或商业活动一年后的情形会怎样。

即使有大量的现金,我们也不会 在 1989 年进行套利交易。公司接管有些泛滥成灾。就像多萝西(Dorothy)说的那样:“图图(Toto),我有种感觉我们不会再回到堪萨斯(Kansas)了。”^①

我们不知道这种现金过剩的情况会持续多久,也不知道对此政府、贷款人和买家的态度会有什么变化。但我们知道,别人在处理他们的事情时越不谨慎,我们在处理我们的事情时就必须越谨慎。我们对那些反映买价和贷款人放任不羁的——而且按我们的观点常常毫无根据的——乐观情绪的套利行为兴趣索然。在我们的活动中,我们将牢记赫伯·斯坦(Herb Stein)^②的教训:“若不能持之以恒,则必灭亡。”

① 多萝希是著名美国影片《盎司的模板》(The Wizard of Oz.)中的主要人物。她的狗名叫图图,而她曾在美国堪萨斯州的东部城市堪萨斯生活。在影片中,她做了一个梦,梦见自己和她的狗被龙卷风卷走,沿着一条黄砖铺成的路,做了一次充满神奇事迹和古怪人物的奇异旅行。在开始这次奇异的旅行时,她对她的狗说,“图图,我有种感觉我们不会再回到堪萨斯了。”巴菲特引用这句台词,意指有人已经离开了一种熟悉的、安全的、稳定的环境(在宜人的美国中西部地区的家),进入了一种异乎寻常的、无法识别的,甚至是令人恐惧的环境中——译者。

② 1916-1999。美国顶尖的经济学家,富有幽默感,70年代曾任尼克松总统和福特总统的总统经济顾问委员会(President's Council of Economic Advisors)主席——译者。

去年,我们曾告诉大家不希望在 1989 年进行套利交易,结果正是如此。套利仓位是对短期现金等价物的替代,而在今年的一些时候我们持有的现金较少。在另一些时候,我们有相当多的现金,但即使如此我们仍选择不参与套利。主要原因是公司买卖对我们毫无经济上的意义;进行这种套利交易几乎就是在玩博傻的游戏。[正如华尔街人士雷·迪福(Ray DeVoe)^①说的那样:“天使害怕交易的地方傻瓜会蜂涌而入。”]我们将不时地参与套利交易——有时规模很大——但仅在我们喜欢这个机会的时候。

C. 戳穿教条^②

前面有关套利的讨论在这些人看来也许与“有效市场理论”(Efficient Market Theory, EMT)沾了点边。70 年代,这个学说在学术圈子里变得十分流行——实际上几乎成了神圣的经文。本质上,这个理论认为分析股票毫无用处,因为所有关于股票的公开信息都已经适当地反映在了它们的价格中。换言之,市场总是无所不知。必然地,教授 EMT 的教授们会说,一个人往股票清单上投飞镖选出的股票投资组合与一位聪明绝顶、工作勤恳的证券分析师选出的一样前程似锦。令

① 美国马里兰州莱基·梅森·伍德·沃克公司(Legg Mason Wood Walker)的高级市场分析师——译者。

② 短线分隔成的各部分分别写于 1988 年、1988 年、1993 年、1986 年、1991 年和 1987 年。

人吃惊的是,信奉 EMT 的不仅是学问们,而且还有许多专业投资人和公司经理。正如大家所观察到的,市场常常是有效率的,他们就因此不正确地得出市场永远是有效率的结论,这些论点的区别在于一个是白天,一个是黑夜。

我认为,格雷厄姆·纽曼公司、巴菲特合伙公司、以及伯克希尔公司连续 60 年的套利经验恰恰说明 EMT 荒唐透顶。(还有其他许多证据。)在格雷厄姆-纽曼公司的时候,我曾研究过该公司在 1926 年至 1956 年的整个开业期间从套利中获得的利润。它的非举债回报率达到平均每年 20%。我从 1956 年开始运用本·格雷厄姆的套利原理,先是在巴菲特合伙公司然后是在伯克希尔。尽管我没有做过确切的计算,但结果足以说明 1956 年至 1988 年的平均回报率远远超过 20%。(当然,我的操作环境要比本好得多;他曾在 1929 年至 1932 年达到过这样的业绩。)

对投资组合的表现进行公平地测试需要下列条件:(1)在创造这 63 年的记录时,三家机构曾交易过成百上千种不同证券;(2)战绩不会被几次幸运的经历所扭曲;(3)对于产品和管理,我们不必挖掘隐匿的事实而只需养成敏锐的洞察力——(我们仅对高度公开的事实做出反应;以及(4)我们的套利仓位是一种明确规范的计划——他们不是按后见之明挑选出来的。)

在这 63 年中,如果普通市场的年回报率,包括分红,低于 10%。如果把所有的分红再投资,那么 1,000 美元就增长到了 405,000 美元。但是,20% 的收益率就可以产生 9,700 万美元。这种让我们心动的统计意义上的差别,毫无疑问可以激起任何人的好奇心。

然而,有效市场理论的鼓吹者看来从未对这种相反的证据产生过兴趣。确实,今天他们不像从前那样对他们理论夸夸其谈。但是,据我所知,还没有人承认他错了,无论他曾经误导过多少学生。而且,在主要的商学院里,EMT 仍是投资课程中不可缺少的一部分。很明显,不愿取消自己的主张,并因此揭开教士神秘的面纱,并不仅限于神学家。

自然地,对于我们及其他格雷厄姆的信徒来说,轻信 EMT 的帮倒忙的学生以及容易受骗上当的投资专家,已经成为一种特殊的市场陪衬。在任何竞赛中——无论是金融的、脑力的或者体力的——面对一群被灌输了试都不值一试的思想的对手,你总是具有巨大的优势。从利己主义的观点来看,格雷厄姆的信徒可能应当资助那些大学教授,以保证 EMT 的教学无休无止。

在说了这些之后有必要警告诸位,近来,套利活动看起来轻而易举,但这并不是一种能够保证每年有 20% 的利润,或与此接近的其他利润的投资方式。正如人们注意到的那样,在大部分时间里,市场是比较有效率的;对于在过去 63 年里我们遇到的每一个套利机会,有许多都被放弃了,因为它们的价格看上去已经到位了。

仅仅固守一种特定的投资类型或投资风格,投资者不可能获得超常的利润。他只能通过认真评估实际情况并不断训练获得这种利润。在崇尚套利的环境下盲目投资,本质上讲与投飞镖挑选投资组合的战略一样,是毫无把握的“撞大运”行为。

如果我们拥有管理优秀的公司的股份,我们喜爱的持股期将是永远。我们反对在某些公司表现良好时忙于抛售股票,兑现盈利,但却死抱住令人失望的公司股票的人的所作所为。彼得·林奇(Peter Lynch)^①曾恰如其分地形容这种行为是在铲除鲜花,浇灌杂草。

我们仍然认为,抛出一家业绩正常而且市场表现持续良好的公司股票通常是很愚蠢的。那种商业上的收益通常难以靠再去选择一家公司的股票来替补。

有趣的是,当公司经理将他们注意力集中于他们运作的公司时,很容易理解那一点:如果忽略价格,一家拥有长期骄人经济表现的子公司的母公司是不会出售这个实体的。“为什么,”CEO会问,“我必须卖掉王冠上的宝石吗?”然而,当事情变成管理个人的投资组合时,正是同样的CEO,常常会在经纪人草率地唆使下,迅速地——甚至是冲动地——从一家公司转向另一家公司。这样做最糟糕的结果也许是,“你不可能在赚钱的时候破产。”你能想象一位CEO用这句台词力劝董事会出售一家表现出色的子公司吗?在我们看来,经营公司时的理念在买卖股票时也同样适用。投资者必须像拥有整个公司的所有者所应表现出的坚韧耐心,持有一家业绩出众

^① 彼得·林奇,美国著名的投资大师,曾就职于麦哲伦基金,创下惊人的经营业绩。——译者。

的公司的一小部分筹码。

以前我曾提到过,如果 1919 年在可口可乐(Coca-Cola)公司上投资 40 美元,那么今天的业绩会是一个传奇^①。1938 年,可口可乐问世 50 多年,以及这种饮料固定成为一种美国的标志时候,《财富》杂志(Fortune)讲述了这家公司的成功故事。在第二段,作者写到:“每年都有一位认真的大投资者怀着深深的敬意长时间研究可口可乐的业绩数次,但遗憾地得出结论他研究得太迟了。市场饱和与激烈竞争的幽灵会在他面前升起。”

是的,1938 年和 1993 年都有市场竞争。但值得注意的是,1938 年可口可乐卖出 2.07 亿箱软饮料(如果以加仑计,那么就可换算成现今标准的 163 盎司的箱子),而在 1993 年可口可乐卖出了大约 1,070 亿箱,以物理体积衡量,对于一家在 1938 年就已经在其主业中占据支配地位的饮料公司来说增长了 50 倍。对于一位投资者来说,整个 1938 年都不必开庆祝会,好事还在后头:尽管 1919 年在一股可口可乐的股票上投资的 40 美元到 1938 年底变成了(将红利再投资)3,277 美元,但是,在 1938 年投资的 40 美元到 1993 年末就会增长到 25,000 美元。

我必须再引用 1938 年《财富》杂志的故事:“很难列举出

① 从巴菲特 1993 年的写给股东的年报中摘录的另一篇文章如下:

让我加上一堂历史课:1919 年,可口可乐以每股 40 美元的价格上市。到了 1920 年末,由于对可口可乐的前景看淡,市场将其股价打压了 50% 以上,至 19.95 美元。如果把红利再投资,那么到了 1993 年末,每股可口可乐的股票就值 210 万美元以上。正如本·格雷厄姆说的那样:“在短期时内,市场是一部投票机——反映的是只要金钱,并不智慧或镇静的投票人注册检验——但是在长时期内,市场是一部称量机。”

能与可口可乐公司的规模相匹敌的公司,以及像可口可乐那样 10 多年来只销售一种一成不变的产品。”在过去的 55 年里,可口可乐公司的品种已经有了一定扩大,但是这句话仍然适用得天衣无缝。

很久以前,查理和我就认为,在整个投资生涯中,我们不可能做出成百上千个精明的决定。由于伯克希尔的资产迅速膨胀,以及会明显影响我们业绩的投资天地的急剧收缩,迫使我们必须拿出好的投资决策。因此,我们采用了一种仅需几份精明——而不是过于精明——的战略。实际上,现在我们每年满足于一个好主意。(查理说现在轮到我想好主意了。)

我们采取的战略是防止我们陷入标准的分散投资教条。许多智者能人可能会因此说这种战略一定比更加流行的组合投资战略的风险大。我们不同意这种观点。我们相信,专注于投资组合的策略如果能够(因为它本该如此)帮助提高投资者考虑公司经营状况的思维强度,以及投资者在建仓前对公司经营特性的感受程度,那么它很可能会降低投资风险。在阐明这种观点时,我们用字典上的术语将风险定义为“损失或损伤的可能性。”

然而,学究们喜欢另行定义投资“风险”,断言它是股票或股票投资组合的相对波动程度——即,它们相对于其他股票的波动程度。利用数据和统计技巧,这些学究们精确计算出了每只股票的“贝塔”值——它过去的相对波动程度——然后根据这些计算结果建立起晦涩难懂的投资和资产配置理论。但是,在他们渴望用单一的统计来衡量风险时,他们忘记了一条基本的原理:大致的正确更胜于精确的错误。

对于公司的所有者来说——这种对风险的学术定义远远

偏离了靶子,甚至产生了荒谬。比如,在贝塔理论下,一只相对于市场暴跌的股票——如 1973 年我们买进的华盛顿邮报的走势——在低价位时相比在高价位时“更有风险”。那么,这些话对那些有机会以巨大的折扣购买整个公司的人来说有什么启迪呢?

实际上,职业的投资者喜爱市场具有波动性。本·格雷厄姆在《聪明的投资者》的第八章中对此作了解释。在那里,他引入了“市场先生”这个戏称,它专指整日价在你面前出现,无论你是否希望,总是乐此不疲地指导你买入股票或是卖出投票的那个家伙。这个家伙越狂躁或抑郁,投资者赚钱的机会就越大。这是事实,因为剧烈波动的市场意味着,业绩良好的公司股价常常会跌到不合理的低价。对于完全忽视市场或者不擅长利用市场的愚笨投资者来说,在这种价格波动的时候,是不可能想到去利用机会的。

在确定风险的时候,贝塔值的纯粹主义者会鄙视调查公司的产品、它的竞争者在干什么,或者这家公司使用的贷款有多少等等一切背景材料。他甚至不想知道公司的名字。他重视的是其股票的价格史。相反,我们可以幸运地说,我们无意去了解公司股票以往的价格表现,而是尽心去寻找可以使我们进一步了解公司业务的所有信息。因此,在我们买了股票之后,即使市场停盘二或三年,我们也不会因此心神不宁。对于我们在喜诗(See's)和 H·H·布朗公司百分之百的仓位,我们不需要用每天的行情来打扰我们对收获的幸福期盼。同样,为什么我们非得时刻知道我们在可口可乐公司的 7% 股份的行情呢?

根据我们的看法,投资者必须确定的真正风险是他从投

资(包括他的出售所得)中得到的总的税后收入,在整个预计的持有期内,是否可以至少保证他拥有与原来相当的资金实力,包括初始投资的适当利息。尽管这种风险不能用工程般的精确性加以计算,但在某些情况下,它可以用某种程度的有效精确性来判断。与这种估算相关联的主要因素是:

- 1) 可以评估的企业长期经济特性的可信度;
- 2) 可以评估管理人员的可信度,包括它实现公司所有潜能的能力以及明智地使用现金流的能力;
- 3) 依靠管理人员的将回报从企业导向股东而不是管理人员的可信度;
- 4) 公司的售价;
- 5) 将要经受的以及将会决定投资者的购买力从其总回报中削减程度的税收水平和通货膨胀率。

这些因素很可能使许多分析师晕头转向,因为他们不可能从任何一种数据库中得到为些现成的数据。但是精确量化这些因素的困难既不能否定它们的重要性,也不能说明这种困难是不能克服的。正如斯图尔特大法官(Justice Stewart)发现不可能将检验淫秽言行的标准公式化,但仍然可以断言说,“我看见的时候就明白了”,同样地投资者——通过一种不精确但行之有效的方法——也一样能够“看见”某个投资中的内在风险,而不必参考复杂的数学方程式或者价格史。

相比其他公司或零售商,可口可乐公司和吉列公司的长期业务风险要低得多的事实真的很难确定吗?在全世界范围内,可乐的销量大约占有软饮料的44%,而吉列剃须刀占据了刀片市场60%的份额(按价值计算)。若是不考虑里格利公司(Wrigley)占统治地位的口香糖,我真不知道各行各业

中还有哪些优秀的公司能够使它的主业长期享有这样的全球市场份额。

而且在最近几年，可乐和吉列剃须刀在全球的市场份额实际上还在增加。他们的品牌威力，他们的产品特性，以及他们的销售体系实力，赋予了他们一种巨大的竞争优势，在他们的经济堡垒周围形成了一条护城河。相比之下，一般的公司每天都在没有任何保障的情况下浴血奋战，苦熬争先。就像彼得·林奇说的那样，销售商品的公司的股票，应当贴上这样一条标签：“竞争有害健康。”

可乐和吉列剃须刀片的竞争实力对甚至最漫不经心的行业观察家来说，也是显而易见的。然而它们股票的贝塔值与其他众多稍有、甚至没有市场竞争优势的普通公司相似。在衡量公司风险的时候，我们可以从这个相似之处得出结论说可乐和吉列剃须刀片的竞争实力没有为它们的股票增光添彩吗？或者，我们可以得出结论说，拥有公司的一部分——它的股票——的风险从某种角度来说与其公司运作是否成功的内在长期风险毫不相干吗？我们相信这两种结论毫无意义，而且将贝塔值与投资风险等同起来也毫无意义。

靠计算贝塔值吃饭的理论家，没有办法区分某些内在风险的差异，比如，一家销售宠物石（pet rocks）或者呼啦圈的单一产品的玩具公司的内在风险，与另一家独家销售强手游戏（Monopoly）或者芭比娃娃（Barbie）的玩具公司的内在风险间的差别很难区分。但如果普通的投资者对消费者行为以及长期影响竞争实力和竞争环境的因素有合理的理解，那么他就很有可能做出这种区分。显然，每一位投资者都会犯错误。但是通过把自己的投资范围限制在少数几个易于理解的行业

中,一个聪明伶俐、见多识广和认真刻苦的人就可以以比较准确的精度判断投资风险。

当然,在许多行业中,查理和我不能确定这些公司是在买卖“宠物石”还是“芭比娃娃”。而且,我们不可能解决这个问题,即便我们花许多年的时间认真地研究这些行业。我们自己的智力缺陷会妨碍我们的理解,而且在另一些情况下行业的性质本身就是障碍。例如,一家必须应付快速发展的技术的公司就难以肯定地评估其长期的经济前景。在三十年前,我们能预见到在电视机制造业或电脑业中会出现什么吗?当然没有。(大多数热衷于进入这些行业的投资者和公司经理也没有预见到。)那么,为什么查理和我现在非得认为我们可以预言其他快速发展的公司的将来?我们反而会专注于那些易于理解的行业。一个视力平平的人为什么要在干草堆里找绣花针呢?

当然,某些投资策略——比如多年来我们在套利活动中的努力——要求广泛的分散投资。如果在单个交易中存在巨大的风险,那么通过使它成为许多相互独立的交易中的一笔,就应当可以降低总的风险。因此,如果你权衡可能性后,相信盈利会大大超过损失,而且如果你可以把握一组相似、但毫不相关的投资机会,那么你就会有意地进行风险投资——实际上这种投资很有可能导致损失或损害。大多数风险资本家采取这种策略。如果你选择走这条路,那么你就必须具有配备轮盘赌的赌场的观点,因为有概率论恩惠,这种赌场要求赌客多次下注,而不会接受赌客单次的、巨额的赌注。

另一个要求广泛分散投资的情形,发生在当投资者不了解特定公司的经济状况,仅凭自己的兴趣相信它会成为美国

工业的常胜将军时。这种投资者应该不仅拥有大量不同的股票,而且要投资于不同的行业。例如,通过固定地投资指数基金,一无所知的投资者实际上能够胜过大多数投资专家。同理,当“愚笨的”钱认识到其局限性时,就变得聪明了。

另外,如果你是一名学识渊博的投资者,能够了解公司的经济状况,并能够发现五到十家具有重要长期竞争优势的价格合理的公司,那么传统的分散投资对你来说就毫无意义。它只会降低你的收益率并增加你的风险。我不明白,为什么有些投资者会选择将钱投到一家他喜欢的公司中名列第二十位的公司,而不是将钱投入到他最新喜欢的几家——他最了解、风险最小、而且有最大利润潜力的公司里。用预言家梅伊·韦斯特(Mae West)^①的话来说,“最可笑的是好事做过了头——过犹不及。”

我们可以公开申明,我们希望永久地保留我们的三种主要持股:大都会/ABC 公司(Capital Cities/ABC, Inc.)、GEICO 和《华盛顿邮报》。即使这些证券的价格高得离谱,我们也不会卖,就像如果有人向我们开出了远高于我们认为的喜诗或《布法罗晚报》(Buffalo Evening News)应值的价钱,我们也不会出售它们一样。

在追新逐异已经成为普遍现象的企业界,我们那种持股

^① 梅伊·韦斯特 1892—1980。美国戏剧和电影演员,以性感著称,曾在屏幕上做出了许多在她那个时代的大胆表演。她常常用幽默诙谐的语言来描绘那些接受表面上看起来优越生活的女人。梅伊·韦斯特实际上并不是位“预言家”,巴菲特用这个词是出于幽默义而不是字面义——译者。

到永远的观点看起来可能不合潮流。现代经理会津津乐道于他的公司的“投资组合”——意思是每当华尔街的偏好、运作条件或一种新的公司“概念”需要“重组”时,所有这些公司都是候选对象。(但是,重组被狭隘地定义了;它仅涉及抛弃犯下众怒的公司,而不是抛弃原先购买这些公司的执行人员和董事。“恨罪恶,但爱罪人”正如它对基督教的救世军(The Salvation Army)所说的那样,是《财富》杂志 500 强中流行的神学。)

投资经理更是运动过度:相比他们在交易时间的行为,旋转着的伊斯兰教托钵僧倒像是打了镇静剂。实际上,“机构投资者”已经成为洋相百出,首尾难以兼顾的代名词,甚至可以和那些颇受冷嘲热讽的名称如“巨型小虾”、“女泥地摔跤员”和“廉价律师”相媲美。

尽管美国的企业界和金融界热衷于活跃的买卖市场,我们仍然至死固守尽我们职责的策略。这是唯一让查理和我感到自在的策略,它产生了相当不错的结果,而且它让我们的经理和投资人专注自己的事,以免分散注意力。

我们一路持有的行为说明我们认为市场是一个变换位置的中心,钱在这里从活跃的投资者的流向有耐心的投资者。(我们可以自我检讨地说,最近的几起市场事件充分说明,又“满怀恶意”且“无所事事”的富翁已经成了众所瞩目的焦点:他们以耐心维护或者增加他们的财富,同时许多“精力旺盛”的富翁——有进取心的不动产经营者、公司购买者、石油钻探商等等——已经看到他们的财富消失殆尽。)

.....

我们始终在寻找有可以理解的、持续的和罕见的良好经营业绩的大型公司,这些公司由能力非凡并且为股东着想的管理人员运作。这个重要的条件并不能保证利润:我们不仅必须在合理的价格买入,而且要从我们拥有的公司中获得与我们的估计一致的业绩。但是这种投资方法——寻找超级明星——给我们提供了走向真正成功的唯一机会。考虑到查理和我需要管理的大笔资金,我们只不过还没有聪明到可以通过机敏地买卖不人流的公司的股份获得高额收益。我们认为其他人也不能通过在花朵之间跳来转去而获得长久的投资成功。实际上,我们相信将那些买卖频繁的机构颂为“投资者”,就像颂那些在一个晚上翻来覆去订婚的人是富于浪漫色彩的一样荒唐。

如果我的公司投资机会范围非常有限,比如,仅限于那些在奥马哈(Omaha)的私营公司,那么我首先会评估每一家公司的长期经济特征;其次,评估负责运作公司的人的质量;最后,以合情合理的价格买入几家最好的公司。我当然不会希望平均拥有镇上每一家公司的股份。因此,为什么对于更大范围的上市公司,伯克希尔就非得改弦易辙?而且既然发现伟大的公司和杰出的经理是如此之难,那么为什么我们非得摒弃已经被证明了的产品?(我很想说“实情”。)我们的座右铭是:“如果你开始就确实取得了成功,那么就不必再做实验。”

约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)^① 作为一个挂牌的投资者的才智要比他在经济思想上的才智更令人敬佩,他曾在1934年8月15日给他生意上的合伙人F·C·斯科特(F. C. Scott)写过一封信,道出了这样做的完整理由:“随着时间的流逝,我越来越确信正确的投资方法是将大笔的钱投入到一个他认为有所了解以及他完全信任的管理人员的企业中。认为一个人可以通过将资金分散在大量他一无所知或毫无信心的企业中就可以限制风险完全是错误的……一个人的知识和经验绝对是有限的,因此在任何给定的时间里,很少有超过二或三家的企业,本人认为有资格将我全部的信心置于其中”。

在1987年里,股票市场是一个激动人心有余但净涨幅不足的地方:那一年,道·琼斯指数上涨了2.3%。当然,你知道是云霄飞车般的走势导致了这种微小的涨幅。直到10月前,“市场先生”还在疯狂地横冲直撞,随后便经历了一场突如其来、规模巨大的倒退。

我们的掌管着几千亿美元资金的“职业”投资者要感谢这次骚动。许多大名鼎鼎的基金经理不把注意力放在公司未来几年的业务发展上,他们希望关注的是其他基金经理在未来几天内干什么。对他们来说,股票仅仅是游戏中的筹码,就像强手游戏中的几个棋子。

① 1883—1946。英国经济学家,金融家,以其革命性的经济学理论(凯恩斯经济学)著称——译者。

这样一种投资态度所导致的后果,一个极端的例子就是“投资组合保险”(Portfolio Insurance),这是一种在 1986 年至 1987 年许多主要的投资顾问信奉的资金管理策略。这种策略——要求非常庞大的股票投资组合基金,或它们的指数期货等价物在市场价格下跌的时候出货。——就如同在小额投机者的止蚀单上贴上新事物的标签,这种策略说明在市场发生波动时,基金经理或是投资者们所要面对的只有一件事最要紧:一定幅度的下跌会自动产生巨大的卖单。根据《布雷迪报告》(Brady Report)^①,在 1987 年 10 月中,大约有 600 亿美元至 900 亿美元的股票被下了止蚀单,做好了一触即发的准备。

如果你认为投资顾问是被雇来投资的,那么你可能会被这种技术弄得糊里糊涂。在买了一个农场之后,一个理性的所有者下一步会命令他的不动产代理商,当他邻居的财产卖了一个更低的价钱时,就开始把自己的农场分块卖出吗?或者,你会在某个早上仅仅因为在 9 点 30 分一座相似的房子以比它前几天买入价低的价格出售,就会在 9 点 31 分把自己的房子卖给随便哪一个出价人吗?

但是,类似的情况在股票市场上却令人惊诧地出现了,当养老基金或大学拥有像福特(Ford)和通用电气(General Electric)这种企业的股份时,投资组合保险告诉他们的办法是,这

① 尼古拉斯·布雷迪,美国投资银行家、美国前总统乔治·布什的财政部长。1987 年 10 月 19 日,星期一,这一天通常称作“黑色星期一”,道琼斯工业股平均指数(Dow Jones Industrial Averages, DJIA)暴跌 23%。后来美国政府、市场监管者和交易所发起了对股灾原因的研究,并提出防止股灾再次发生的建议。美国总统任务小组委员会的研究——通常称为《布雷迪报告》——是政府进行的 4 项研究之一——译者。

些公司的估价越低,就越要积极地出货。作为一种“逻辑上”的推论,这个方法命令投资机构一旦这些公司的股价大幅反弹就立刻买回——我不是在捏造事实。考虑到遵从这些梦幻般投资理念的经理控制的巨额资金,对市场有时表现出精神错乱的样子又有什么好奇怪的呢?

但是,许多时事评论员从对最近几起事件的观察中得出了错误的结论:他们喜欢说,在当今被大户们飘忽不定的行为支配的市场中,小额投资者根本就没有机会。这个结论完全错了:这种市场对任何投资者——无论是散户还是大户——都很完美,只要他专注于自己的投资。基金经理无理性地用巨额资金投机导致的市场波动,会给真正的投资者带来更多的采取明智的投资措施的机会。如果他迫于财政的或市场心理上的压力在关键的时刻出货,那么,他很可能会被这种波动损害。

D. “价值”投资:多余^①

在买入受控制的企业与买入上市的股票间,我们真的没有看出更多的差别……但每种情况下,我们都试图买进长期经济状况良好的公司的股份。我们的目标是发现价格合情合理的优秀公司,而不是价格便宜的平庸之流。查理和我已经发现,“巧妇难为无米之炊”是我们失败的原因。

(必须注意,你们的董事长——总是用快速学习法——仅用了20年时间就认识到买入一家优秀公司是多么重要。在

^① 短线分隔成的各部分分别写于1987年、1992年和1985年。

某些时刻,我曾寻找过“便宜货”——结果很不走运。我受到的处罚是从品种稀少的农场设备制造商、位居三流的百货店,以及新英格兰地区的纺织厂的经济状况中接受了教训。)

当然,查理和我可能误解了一家公司的基本经济状况。发生这种情况的时候,我们会遇到是将公司全部买下还是买进部分可流通证券这样的问题,尽管后来通常都很容易退出。[实际上,这种误解总是有可能发生:一名欧洲的记者在被派到美国写安德鲁·卡内基(Andrew Carnegie)^①的传略后,向他的编辑发了一份电报,“天哪,你永远不会相信在这里开图书馆也能赚钱。”]

在进行控股买入和股票买入时,我们不仅要买那些优秀的公司,而且还要买那些由出众的、聪明的和可爱的管理人员管理的公司。如果我们对与我们相关联的经理看走了眼,那么该公司就给了我们某种特权,因为我们有权力做出改变。但是,在实践中,这种特权有点虚设:就像军事准则的变化,管理层的变化是痛苦的、耗时的和偶然的。在任何情况下,在我们三家可流通的但永远持有的股份公司中,这一点没有实际意义:我们不可能比大都会的汤姆·莫非(Tom Murphy)和丹·伯克(Dan Burke),GECIO 的比尔·斯尼德(Bill Snyder)和路·辛普森(Lou Simpson),以及《华盛顿邮报》的凯·格雷厄姆(Kay Graham)和迪克·西蒙斯(Dick Simmons)做得更好。

我想说,控股公司对我们来说有两种主要的优势。第一,当我们控制一家公司时,我们有权配置资产,反之,对于股份

① 1835—1919。美国工业家、慈善家。捐资兴建的图书馆超过 2,800 座——译者。

可流通的公司,我们很可能很少说话或无话可说。这一点可能非常重要,因为许多公司的头头们对资产配置笨手笨脚。他们的不足并不让人吃惊。大多数老板升到这个高位是因为他们在某一个领域中胜过他人,如市场、生产、工程、管理——或者有时是机构政治。

一旦他们成为 CEO,他们会面对新的责任。他们现在必须做出资产配置决定,这是一项他们可能从未应付过而且不是能轻易掌握的必不可少的工作。说明这一点,就如同一位天资聪颖的音乐家的最后一步是有没有在卡内基音乐厅(Carnegie Hall)演出过,而不是被指定为联邦储备委员会(Federal Reserve)主席。

在资产配置领域,许多 CEO 缺乏技能并不是一个小缺陷:在岗位上工作十年以后,将年盈利保持在相当于净资产 10% 的公司 CEO,将要担负起将公司所有可以盈利的资产增加 60% 的责任。

意识到(并非人人如此)缺乏资产配置技能的 CEO,常常会询问他们的幕僚、管理顾问,或投资银行家们,以此来提高他们的认识。查理和我屡次观察到这种“帮助”的结果,总的来说,我们认为这与其说是要解决资产配置问题,倒不如说是要强调资产配置问题。

最终,大量不明智的资产配置在美国的公司中出现(这就是为什么你听到太多的“重组”)。但是,伯克希尔非常幸运。在我们主要的非控股公司里,资产通常运作得非常良好,有时甚至称得上是出色。

对于可流通的公司来说,由我们控股的公司的第二种优势是对付税收。作为一家公司持有人,伯克希尔通过拥有部

分的股份抵消了一些巨大的税收成本，当我们的股份达到 80% 甚至更高时这种税收是没有的。这种税收的影响长期伴随着我们，但是在 [1986 年] 税则的变化导致它们大幅增加。结果，一个特定公司的收益现在可以并入到伯克希尔的财政收入中，比例可达 50% 以上，当然，前提是他们来自我们控股达 80% 或更多，而不是较少的公司。

拥有可流通证券的劣势有时可以被巨大的优势替代：股票市场常常给我们机会——以比转移控制权的协商交易要求的价格低得多的价格——买入优秀公司的非控股的股权。例如，1973 年，我们以每股 5.63 美元的价格买进《华盛顿邮报》的股票，而 1987 年其每股税后营业收入达 10.30 美元。相似地，我们在 1976 年、1979 年和 1980 年以平均每股 6.67 美元的价格买入 GEICO 的股票，但去年它的每股税后营业利润是 9.01 美元。在这类情况下，“市场先生”对我们来说是一个非常好的朋友。

我们的股权投资策略与以往我们在 1977 年的年报中谈到的没有什么变化：“我们挑选可流通的证券与评估一家要完全收购的公司的方法极为相似。我们要求这是一家 (a) 我们能够了解的；(b) 有长期良好前景的；(c) 由诚实和正直的人们经营的；以及 (d) 能以有吸引力的价格买到的公司。”我们已经看到了改变这个信条的唯一原因：由于市场条件以及我们的规模，我们现在用“有吸引力的价格”取代了“非常有吸引力的价格”。

但是你会问，如何确定什么是“有吸引力的”？在回答这

个问题时,大多数分析师认为他们必须在两种习惯思维上认为是对立的方法中做出选择:“价值”和“成长性”。实际上,许多投资专家将这两个术语的混合看成是一种聪明过头的穿异性服装的形式。

我们将这种思路看成是思维的模糊不清(必须承认,几年前我本人也曾抱有这种思路)。我们认为,这两种方法中重要的关节处可以联系在一起:成长性总体评估价值的一部分,它构成了一种变量,其重要性在一个更大的范围内常常会发生变化,而且作用可负可正。

另外,我们认为那个术语“价值投资”是多余的。如果“投资”不是寻找至少足以证明投入的资金是正确的有价值的行为,那么什么才算是“投资”呢?有意识地为一只股票计算出的价值并希望它马上可以按更高的价格卖出——应当被列为投机(我们认为,它既违反规则、伤风败俗又不能在经济上获利)。

无论是否合适,术语“价值投资”已在证券市场上被广为使用。典型地,它意味着应该买入有诸如低市净率(市净率:市场价格/资产净值——译者)、低市盈率或者高红利率特征的股票。不幸的是,即使这些特征一起出现,对于投资者来说,是否真正买入物有所值的股票并因此真正按从他的投资中获取价值的原则操作,它们也远不是具有决定性的因素。相应地,对立的特征——高市净率、高市盈率,以及低红利率——决不与按“价值”买入相矛盾。

相似的,公司的成长性本身几乎没有告诉我们什么。确实,成长性常常对价值产生正作用,有时达到惊人的比例。但是这种影响很难确定。例如,投资者们习惯性地在大笔的钱

投入到国内航空公司中，为毫无利润的（或更糟的）成长性提供资金。对于这些投资者来说，如果奥维尔（Orville）^① 没能从基蒂·霍克镇（Kitty Hawk）的地面上飞起来，那么事情本来会好得多：行业成长得越快，所有者的灾难就越大。

成长性只有在适当的公司以有诱惑力的增值回报率进行投资的时候——换言之，只有当用来资助成长性的每一个美元可以产生超过一美元的长期市场价值的时候——才能使投资者受益。对于只要求增加资金而回报率并不高的公司，成长性只会伤害投资者。

在写于 50 多年前的《投资价值理论》中，约翰·伯尔·威廉姆斯（John Burr Williams）提出了价值的数学方程式，这里我们将其浓缩为：今天任何股票、债券或公司的价值，取决于在资产的整个剩余期间能够期望产生的，以适当的利率贴现的现金流入和流出。请注意这个公式对股票来说同债券一样。即使如此，两者之间有一个非常重要的，也是很难对付的差别：债券有确定未来现金流的息票和到期日；至于股权，投资分析师则必须自己估计未来的“息票”。再者，管理人员的质量对于债券息票的影响甚少——大部分是在管理人员无能或不诚实以致于暂停支付利息的时候。相比之下，股份公司管理人员的能力可以极大的影响股权的“息票”。

用现金流计算出的最便宜的投资是投资者必须进行的投

① 1871—1948。全名奥维尔·莱特（Orville Wright），美国发明家，航空先驱。1903 年 12 月 17 日，奥维尔驾驶着与其兄长维尔伯·莱特（Wilber Wright，1867—1912）共同制造的飞机，在基蒂·霍克镇北面的杀恶魔山（Kill Devil Hills）脚下实现了人类历史上首次有动力的、持续的、可操纵的飞行——译者。

资——无论公司是否成长,无论公司的盈利是波动还是平稳,或者无论股价相对于公司目前的收益和账面价值是高是低。此外,尽管价值公式常常说明股权比债券便宜,但这个结论并非必然:如果经计算债券是一种更有吸引力的投资,那么就应当买进。

将价格的问题放在一边,最值得拥有的公司是那种在一段很长的时期内可以用非常高的回报率使用大笔不断增值的资产。最不值得拥有的公司是那种已经,或者将要反其道而行之的公司——那就是——一贯以非常低的回报率使用不断膨胀的资产。不幸的是,第一种类型的公司难以找到:大多数高回报率的公司需要相对小的资产。如果这种公司以红利支付盈利或者回购大量的股票,那么股东们通常会从中受益。

尽管用来评估股权的数学公式并不复杂,但是分析师——甚至是老练的、聪明的分析师——在估计未来的“息票”时很容易出错。在伯克希尔,我们试图通过两种途径对付这个问题。第一,我们努力固守于那些我们相信我们可以了解的公司。这意味着他们必须符合相对简单而且稳定的要求。如果一家公司非常复杂或者容易受到连续变化的影响,那么我们还没有聪明到注意预计它未来的现金流。顺便提一句,这个缺点不会烦扰我们。对于大多数投资者来说,重要的不是他们懂得多少,而是他们如何现实地明了他们的不当之处。只要投资者避免大错误,那么他或她只需要做对几件事就可以有较大的收益。

第二,亦是同等重要的,我们强调在我们的买入价格上留有安全的余地。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格,那么我们不会对买入产生兴趣。我们相信这种

安全余地原则——本·格雷厄姆尤其强调这一点——是成功投资的基石。

.....

……比起买入新发行的股票，一位聪明的普通股投资者在二级市场上会做得更好……在任何情况下，理智不得不将就价格确定的方法。由“大笨蛋”周期性支配的二级市场，时常在确定一种“清算”价格。无论这个价格多么愚蠢，对于那些需要或者希望抛售债券或股票的持有者来说却很重要。随时都有人成为这样的投资者，在许多情况下，把公司价值 X 的股票在市场上以 $1/2X$ 或更低的价格出售。

另一方面，新股发行市场往往会受有控股地位的股东和公司的支配，这些人通常可以选择发行的时机，或者可以在市场看起来不好的时候避免一起发售。可以理解，无论是通过公开发售还是协商交易，这些卖家都不是要卖便宜货：这里你很少可以发现价值 X 的股票卖 $1/2X$ 。实际上，对于普通股发售，只有当要卖股票的股东认为市场开价过高时才有主动性减仓。（当然，这些卖家会用某种不同的口吻来陈述这个主题，断言只有在市场对他们的货物少给钱时他们才拒绝抛售。）

就在年末过后，伯克希尔以每股 172.95 美元的价格买入了 300 万股大都会/ABC 公司的股票，这个市价与 1985 年 3 月初做出购买决定时的相同。我已将大都会的管理人员记录在案数年：我认为这是美国最佳的公众所有公司。而且汤姆·莫斐和丹·伯克不仅仅是伟大的经理，精确地说，他们是那些

你会把自己的女儿嫁与的人。与他们合作是人生幸事——而且乐趣横生,就像你们当中任何认识他们的人了解的那样。

我们的买入行动使得大都会筹集到了收购美国广播公司(American Broadcasting Companies)的 35 亿美元。对于大都会而言,ABC 是一家大公司,在未来的几年里其经济状况好像不会激动人心。这使我们有些不安;我们可以很有耐心。(无论天资或努力有多大,一些事仅仅是需要时间:你不可能让九位妇女怀孕而又要她们在一个月里生出孩子。)

作为我们信心的证明,我们已经执行了一项独特的协议:在很长一段时期内,汤姆,作为 CEO(或是丹,如果他是 CEO)必须以投票的方式决定我们股票的未来。这项协议是由查理和我,而不是汤姆发起的。我们还用各种不同的方法限制卖出我们的股票。这些限制的目的在于保证,没有管理人员的同意,我们的那部分股权不会卖给更大的股东(或者要成为大股东的人),这个协议与几年前我们在 GEICO 和《华盛顿邮报》所做的相似。

既然巨大的股份通常可以在利益分配上获得某种优势,一些人可能认为,通过设置这种限制,我们已经从财政上损害了伯克希尔。我们的观点正好相反。我们认为这些公司——以及因此作为所有者的我们——的长期经济前景应由管理人员去实现。有了这些适当的限制,与我们密切合作的一流经理能够为了所有者,将他们的努力完全放在公司运作上,以期实现公司长期价值的最大化。这当然比希望将公司置于“赌博中”的“旋转门资本家”让那些管理人员分心要好得多。(还有一些经理将他们自己的利益置于公司及其所有者的利益之上,时常被弄得心烦意乱——所以在投资的时候,我们应当学

会尽量避免同这种类型的经理合作。)

今天,公司的不稳定性是拥有投票权的股票广为分散的必然结果。在许多时候,大股东抛头露面,通常装腔作势地说些安慰的辞令,但经常怀有阴暗的心理。而我们经常做的就是限制我们的股票数量,尽可能地提高公司的稳定性。这种将优秀的经理同优秀的公司结合在一起的做法,为“金融大丰收”提供了肥沃的土壤。这对我们的管理人员来说是一个出色的经济案例。

通情达理是人性中重要的一面。我们并不需要我们喜欢和敬佩的——以及那些已经欣然接受我们做出的重大经济托付的——管理人员因为我们拥有巨大的所有权而经常不得安睡,老想着是否会有意外出现。我已经告诉他们,不会有什么意外,而且这些协议有伯克希尔的签字。这些签字还意味着,这些经理是受伯克希尔公司的托付,所以不必担心我个人对伯克希尔事务的参与是否会过早地(我把“过早地”这个词定义为任何短于三位数的年龄)结束。

我们以高价购买大都会的股票,反映出我们对近几年发展起来的媒体股票和媒体资产所表现的极大的热情(就一些财产购置而言,这种热情已经达到了狂热)。这一领域不是买便宜货的地方。但是,我们对大都会的投资使我们可以与优秀的财产和优秀的人结合联姻——因此我们喜欢这个大规模参与的机会。

当然,考虑到你们的董事长,在“聪明才智大爆发”的情况下,于 1978 年至 1980 年以每股 43 美元的价格卖出过伯克希尔在大都会的股份,你们中的一些人很可能想知道我们现在为什么又要以每股 172.50 美元的价格购买回同样的公司股

票。预料到了你们的问题,我在 1985 年花了大量的时间以找出一个解释这些行为的漂亮答案。

请大家拭目以待。

E. 聪明的投资^①

我们深感不活跃是理智、聪明的行为。因为预料联邦储备委员会的贴现率会有小幅变化,或是因为一些华尔街的博学家已经推翻了他们对市场的看法,我们和大多数公司经理都不会梦想狂热地交易高利润的子公司。而这所以,为什么我们非得对我们在优秀企业中的少数股权作出不同的表现?成功地投资于公开募股的公司的艺术,与成功收购子公司的艺术没有什么差别。在那种情况下,你仅仅需要以合情合理地价格,收购有出色经济状况和能干的、诚实的管理人员的公司。而这之后,你只需监控是否这些因素得到了维护。

当我们的计划心想事成时,这种类型的投资策略常常会导致其实践者拥有可以代表他投资组合中绝大部分的几种证券。就如同投资者选择买入一些杰出的大学篮球明星的部分股权,比方说,20% 的股份,那么他也可以得到相似的结果。这些篮球运动员中的几个会在未来占据 NBA 明星的位置,而且投资者从他们身上获得的收入将很快在他的纳税收入中占据主要地位。是否仅仅因为最成功的投资占据了投资组合中的绝大部分,就建议这个投资者必须廉价卖掉一部分呢?这个建议很可笑,因为它无异于建议芝加哥公牛队(Bulls)卖掉

① 选自 1996 年年报。

迈克尔·乔丹(Michael Jordan),原因是他在队伍中已经太重要了。

研究我们对于公司和普通股的投资时,你会看到我们偏爱那些不太可能经历重大变化的公司和行业。这样做的原因很简单:在进行两者中的任何一种投资时,我们寻找那些我们相信在从现在开始十年或二十年的时间里实际上肯定拥有巨大竞争实力的买卖。至于那些迅速转变的行业环境,它可能会提供巨大的成功机会,但是它排除了我们寻找的确定性。

作为普通的美国公民,我必须强调调查理和我欢迎变化:新颖的想法,新式的产品,创新的生产流程和类似的种种新东西,是它们使我们国家的生活标准得到了提高,所以那肯定是好的。但是,作为投资者,我们对处在发酵过程中的行业的反应,与我们对太空探索的态度非常相似:我们会努力鼓掌欢呼,但宁愿逃避这种旅行。

显然,所有的公司都存在或多或少地改变。今天,在许多方面,喜诗公司与我们在 1972 年买进时有所不同:它提供各种糖果,利用不同的机器,而且通过不同的分销渠道进行销售。但是,为什么人们今天要买盒装巧克力,以及为什么他们要从我们这里而不是从别人那里购买,这些原因相比喜诗家族在 19 世纪 20 年代创建这家公司时实际上没有任何改变。而且,这些动机不太可能在下一个二十年甚至五十年中改变。

在可流通的证券中,我们寻找相似的可预测性。以可口可乐为例:与可乐产品一起出售的热情和想象力已经在罗伯特·戈伊兹亚塔(Roberto Goizueta)的领导下急速成长,在为股东创造价值上,他已经完成了绝对惊人的工作。在唐·肯奥福(Don Keough)和道格·艾维斯特(Doug Ivester)的协助下,罗

伯特重新考虑并改进了公司的方方面面。但是公司的基本面——可口可乐的竞争优势和绝佳的经济状况多年来一直保持恒定。

最近,我正在研究可口可乐 1896 年的年报(你不要以为自己读得晚了,哈,我比你更晚)。那时,尽管可口可乐已经是主要的软饮料,但它仅问世约十年。但是,它下一个一百年的蓝图已经勾画清楚了。当时公司的总裁阿萨·坎德勒(Asa Candler)在汇报那一年 14.8 万美元的销售额时说:“我们从未停止过我们的努力,向全世界说明可口可乐对于所有人的健康和好感来说是一种商品,平价而卓越的商品。”尽管“健康”可能已经做到,但是我喜爱今天——一个世纪之后——可口可乐仍然遵循着阿萨的基本主题。正如罗伯特现在说的那样,坎德勒接着说,“没有哪一种类似性质的商品,可以这样稳固地在公众的偏好中确立自己的地位。”那一年的糖浆销售额,在 1996 年已经高达大约 32 亿美元,销售量也达到了 116,492 加仑。

我忍不住再引用坎德勒的一句话:“大约从今年 3 月 1 日开始……我们雇佣了十名与办公室有系统联系的旅行销售员,这样我们就几乎覆盖了整个合众国的领土。”这是我所要看到的那种销售力量。

像可口可乐和吉列这样的公司很可能被贴上“注定必然如此”的标签。预测者们在预测这些公司在未来的十年或二十年里到底会生产多少软饮料和剃须设备上可能略有差别。我们讨论必然性并不意味着贬低这些公司在诸如制造、销售、包装和扩大品种领域内实现创新的能力。

但是,最终没有哪位明智的观察家,甚至这些公司最强有

力的竞争者，在他们诚实地评估这些公司后，会怀疑（对于投资寿命而言）可口可乐和吉列会继续在其遍布世界的领域中占据主导地位的能力。实际上，他们的主导地位很可能还会增强。在过去的十年中，两家公司都已经极大地扩展了他们已经非常巨大的市场份额，而且所有的征兆表明在下一个十年中他们会再创佳绩。

显然，许多在高技术领域或萌芽行业的公司，按百分点计算会比按部就班的公司要发展得快得多。但是，我宁愿相信可靠的结果，也不愿意企盼挂在空中的伟大的结果。

当然，查理和我即便在寻觅一生之后，只能够鉴别少数稳步增长的公司。领导能力本身提供不了什么必然的结果：看看一些年前通用汽车、IBM 和西尔斯百货（Sears）所经历的震荡，所有这些公司都享受过很长一段表面上看来所向无敌的时期。尽管有一些行业或者一系列公司展现了靠一般领导者实际上不能达到的优势特征，并以迅猛之势拓展市场，成为人人瞩目的典范，但大多数公司没有这种优势。因此，对于每一家注定必然如此的公司来说，我们要慎之又慎，前面的路陷阱重重。

有一点很清楚，即上述这种情况多存在于目前一些高高在上但易于受到竞争性攻击的公司中。考虑到成为一家注定如此的公司的条件，查理和我认识到我们永远不能赶上蓝筹股 50 家（Nifty Fifty）^① 排行榜，甚至“璀璨明星 20 颗”

① 俚语：对 1973 年至 1974 年的纽约股市大熊市前最热门的 50 只蓝筹股的称呼，它们曾创造过不可思议的天价——译者

(Twinkling Twenty)^①。因此,对我们投资组合中的注定必然如此的公司,我们加上了几家“可能性高的公司”。

当然,即使是对于最好的公司,你也有可能出价过高。付钱过多的风险时常会显露出来,而且我们认为实际上现在对于所有股票,包括那些注定如此的公司的买家来说,这种风险已经相当高了。在一个过热的市场中进行采购的投资者需要认识到,即使是一家特别优秀公司,它所能兑现的价值也可能常常要花一段相当长的时间才能赶上投资者支付的钱。

如果一家伟大公司的管理人员,在收购其他马马虎虎或者更加糟糕的公司时,改弦易辙并且忽略了公司盈利颇丰的根基,那么一个严重得多的问题就会出现。出现这种问题时,投资者的苦难经历会无休无止。不幸的是,这正是几年前可口可乐和吉列都曾出现过的问题。(你会相信几十年前可口可乐曾培育过小虾,而吉列曾钻探石油吗?)当查理和我思量投资于总的看来优秀的公司时,失去目标最使我们感到担忧。一次又一次,我们从导致管理人员的注意力离开正道的傲慢或者无聊的想法中,看到价值失去活力。但是,那不会再在可口可乐和吉列出现——从他们当前的和未来的管理人员来看,可以肯定这一点。

* * * * *

让我对你们自己的投资提供一些看法。大多数机构投资者和个人投资者,会发现拥有普通股的最佳途径是投资收费

^① 巴菲特创造的新词,与 Nifty Fifty 相对应,意指 70 年代美国的 20 只热门股——译者。

低廉的指数基金。那些走这条路的投资者肯定能够战胜绝大多数投资专家创造的净收益(扣除管理费和开支以后)。

但是,如果你选择建立自己的投资组合,那么有几种思路值得牢记。聪明的投资并不复杂,尽管说它容易也不很现实。一个投资者需要的是正确估价挑选过的公司的能力。注意这个词——“挑选过的”:你不必成为每一家公司,或者许多公司的专家。你只需要能够估价在你能力范围内的公司。范围的大小并不十分重要:但是,知道它的界限必不可少。

要成功地投资,你不需要了解贝塔值、有效市场理论、现代投资组合理论、期权定价,或者新兴市场。实际上,你最好对此一无所知。当然,这不是大多数商学院里盛行的观点,这些学科在商学院的金融课程中占有重要的地位。尽管,我们认为投资专业的学生只需要两门教授得当的课程——如何评估一家公司,以及如何考虑市场价格。

作为一名投资者,你的目标应当仅仅是以理性的价格买入一家容易理解的公司的部分股权,在从现在开始五年、十年和二十年里,这家公司的收益实际上肯定可以大幅增长。在时间的长河中,你会发现只有几家公司符合这些标准——所以一旦你看到一家合格的公司,你就应当买入相当数量的股票。你还必须忍受偏离你的指导方针的诱惑:如果你不愿意拥有一家股票十年,那就不要考虑拥有它十分钟。把总的盈利会在未来几年中不断增长的公司聚集到一个投资组合中,那么,这个组合的市场价值就会不断增加。

尽管很少被人认同,这正是伯克希尔的股东能产生无数利润的法门:多年来我们的处理能力快步增长,而我们的股价也相应地上扬。如果这些收益的增加还没有成形,那么伯克

希尔的价值就不会增加。

F. 雪茄烟蒂与习惯的需要^①

引用罗伯特·本奇利(Robert Benchley)^②的话,“让一条狗教孩子忠诚、坚持不懈以及在倒下前转上三圈。”这就是经验的缺点。然而,在犯新的错误前回顾一下过去的错误倒是个好注意。所以让我们快速回顾一下过去的二十五年。

当然,我的第一个错误是买下伯克希尔的控制权。尽管我知道它的业务——纺织制造——将来毫无指望,但是我仍然抵挡不住买进的诱惑,因为股价看起来很便宜。在我的早期投资生涯中,买入这样的股票在当时看来是相当值得的,尽管到1965年,我逐渐意识到这种策略并不理想。

如果你以相当低的价格买进一只股票,那么通常公司的财富会有波动,给你机会以可观的利润脱手,尽管公司的长期表现可能极其糟糕。我称此为“雪茄烟蒂”投资法。大街上发现的仅剩一口可抽的雪茄烟蒂,可能冒不出一口烟,但是“买便宜货”的思路却以为完全可以发掘那一口的利润。

这种买入公司的方法很可笑,除非你是一名公司资产清理人。首先,原来的“便宜货”价格很可能最终变得不那么便宜。在一家度日艰难的公司里,一个问题还未解决,另一个又冒了出来——正如同厨房里不会只有一只蟑螂。其次,任何你得到的初始优势很快会被公司“挣来”的低回报侵蚀。例

^① 这部分内容取自1989年年报。

^② 1889—1945。美国滑稽演员,幽默作家——译者。

如,如果你用 800 万美元的价格买进一家能以 1,000 万美元出售或清算而且可能会立即执行的公司,那么你可以实现高额回报。但是如果这家公司在十年后仍然只能以 1,000 万美元的价格卖出,而且在此期间它每年只能挣得并派发相当于成本几个百分点的红利,那么这项投资就让人大失所望。时间是优秀企业的朋友,平庸企业的敌人。

你可能认为这个原则平淡无奇,但我是通过深刻的教训才学习到的——实际上,在这条原则上我已经学习了好几次。就在买入伯克希尔公司以后,我通过购买一家后来并入伯克希尔的称为分散零售(Diversified Retailing)的公司,收购了一家巴尔的摩(Baltimore)^①的百货商店——霍士蔡尔德-孔翰(Hochschild, Kohn)。我按账面价值很大的折扣买进,那儿的人员一流,而且这笔交易包括一些额外的收益——没有入账的不动产以及大量的后进先出的储备库存。我会错过什么?哦!哦……——三年以后我幸运地以大约买进时的价格卖出了这家公司。在结束了我们公司与霍士蔡尔德-孔翰的婚姻之后,我的回忆可以用一首乡村歌曲中一句歌词来表达:“我的妻子跟我最好的朋友跑了,然而我还是十分挂念我的朋友”。

我可以给你提供另一个“买便宜货”愚蠢行为的个人事例,但我相信你已明白:以一般的价格买入一家不同寻常的公司,比以不同寻常的价格买入一家一般的公司要好得多。查理很早就明白了这一点;我是个反应迟钝的学生。但如今,在买进公司普通股时,我们会坚持寻找有一流管理人员的

^① 美国东部马里兰州的城市和重要港口——译者。

流公司。

* 我们可以引入一个相关的教训：优秀的骑士会在好马，而不是衰弱的老马上充分发挥。伯克希尔的纺织业务以及霍士蔡尔德-孔翰都是由能干而且诚实的人运作。同样的经理若被有良好经济特性的公司雇佣，那他们都会取得优异的成绩。但是当他们在流沙中奔跑时，却永远不会取得任何进步。^①

我已经说过许多次，当以聪明才智闻名的管理人员对付以糟糕的经济状况闻名的公司时，那么原封不动的只会是公司的名声。我的行为已经与梅伊·韦斯特承认的一样：“我是白雪公主(Snow White)，但我四处漂泊”。^②

* 另一个更相关的教训：欲速则不达。在买入并管理大量不同的企业二十五年之后，查理和我还没有学会如何解决公司的顽症。我们已经学会的是如何避开它们。在这个程度上，我们已经非常成功，这是因为我们全神贯注于发现我们可以跨步走过的一英尺跨栏，而不是因为我们获得了越过七英尺跨栏的能力。

① 见第一章C节《关闭工厂的焦虑》。

② 白雪公主是沃特·迪斯尼公司1937年出品的动画片《白雪公主与七个小矮人》中的主角。这是一部经典的动画片，片中的白雪公主是一个完美、高贵、纯洁的女孩，她有位总是对她干卑鄙勾当的恶毒的继母。梅伊·韦斯特为《白雪公主与七个小矮人》编写了台词。正如前文提到的那样，梅伊·韦斯特非常性感、有煽动性，她的这句台词是一个笑话，意思是她在出道时曾像白雪那样纯洁，但后来却是四处漂泊——正像白雪的命运那样，狂风将刚落地的雪花刮入角落和栅栏里——译者

这种发现可能看起来太平庸,但是在公司和投资两者中,固守于那些简单明了的公司股票,通常要比那些需要解决难题的公司股票,利润要高得多。有时,棘手问题必须像我们在布法罗设立星期天日报时那样解决。惹不起,躲得起。在通常情况下,巨大的投资良机会在一家了不起的公司解决了所遭遇的大问题后出现,就像许多年前美国运通公司(American Express)和 GECIO 的案例那样。然而,总的来说,避免与巨龙遭逢而不是杀死它们,这方面,我们比过去做得更好。

* 在公司中,我最惊人的发现是一种我们称之为“习惯的需要”——这种压倒一切的、看不见的力量的存在。在商学院里,我从不知道这种东西的存在,而且在我进入商界时,我还不能直观地理解它。那时我想,正派的、聪明的而且有经验的管理人员会自动做出理性的业务决策。但是,长期以来我意识到事实并非如此。相反,当“习惯的需要”起作用时,理性之花屡屡枯萎凋谢。

例如:(1)好像受牛顿的第一运动定律的控制,在目前的方向上习惯于拒绝任何变化;(2)就像工作多得占据了所有可以利用的时间,公司项目或收购会吸收所有可以利用的资金;(3)任何愚蠢领导的业务渴望,会立刻得到他的下属准备的详细的回报率和战略研究的支持;以及(4)同等公司的行为——无论他们是在扩张、收购、支付行政人员的报酬或其他什么事——会立刻被不动脑子地模仿。

是习惯的力量,而不是腐败或者愚笨,将公司置于这些方向,而这些方向经常会将公司引入歧途。在犯了一些因为我忽视了这种习惯的力量而导致的昂贵错误后,我已经努力用

减少其影响的方式去组织和管理伯克希尔。此外,查理和我试图让我们的投资者更关注那些警惕这种问题的公司。

* 在犯了其他一些错误之后,我学会了只与我喜欢、信任而且敬佩人一起开展业务。正像我以前所说的那样,这个政策本身并不能确保成功:正如二流的纺织厂或百货店不会仅仅因为它的经理是那些你很高兴看到你的女儿嫁与的人,就转而繁荣昌盛。但是,一位所有者或投资者,如果尽量将他自己与那些处于良好的经济特征的业务中的经理人结合在一起,也能成就伟业。相反地,我们不希望与人品低下的经理为伍,无论他们的业务前景多么妩媚动人。我们从未在与一个混蛋的好买卖中获得过成功。

* 我的一些最严重的错误并不为公众所注目。对这些买进的股票和公司的优点我可以理解但不能拥有。错过一个人能力范围之外的大好机会不是什么罪孽。但是,我已经错过几个本该是我的囊中之物而且我完全有能力理解的真正的大买进机会。对于伯克希尔的股东——包括我本人——来说,这种光想而不去行动的成本已经非常庞大。

* 我们一贯保守的财政政策可能看起来是一种错误,但我的观点并非如此。追溯过去,很明显伯克希尔异常高的(尽管仍然是传统的)杠杆比率,本可以产生远高于我们实际取得的23.8%的平均净资产回报率。甚至于在1965年,也许我们本可以在那时以更高的杠杆比率导致好业绩的概率达99%。相应地,我们本可以看到某些外部的和内部的振荡因

素，在传统的债务比率下，导致业绩下滑而产生痛苦的机率只有 1%。

我们不喜欢这些 99:1 的赔率——而且永远不会喜欢。我们认为，苦恼或丢脸的小机会不会被超额回报的大机会抵消。如果你的行动是合情合理，那么你肯定能得到好结果；在绝大多数这类情况中，杠杆仅仅使事情运动得更快。查理和我从来没有急急忙忙；我们享受的过程远多于收益——尽管我们也学会了与之朝夕相处。

G. 垃圾债券^①

近似懒惰的嗜睡症仍然是我们投资风格的基石：这一年，我们六种主要持股中有五种既没有买进也没有要卖出，唯一的例外是富国银行，这是一家我们将所有权刚好提高到 10% 以下（这是不经联邦储备委员会的批准我们可以拥有的最高比例）的管理优良，收益丰厚的银行公司。大约六分之一的仓位是在 1989 年买进的，余下的是在 1990 年。

银行业务并非我们的偏好。如果资产是权益的二十倍——这个行业的常见比率——那么仅涉及一小部分资产的错误就可能摧毁大部分权益。因此，在许多大银行里，错误，不是例外，而是已经成了习惯。去年我们讨论过“习惯的需要”，即行政人员不动脑子地模仿他们同行的行为，而无论这样做是多么的愚蠢，大多数错误是由于我们说的这种管理上的缺

① 短线分隔成的各部分分别写于 1990 年、1991 年威斯克财务公司 (Wesco Financial Corporation) 致股东的信，查尔斯·T·芒格 (Charles T. Munger) 著。经许可重印。

点。在他们的借贷活动中,许多银行家以旅鼠(Lemming)^①般的热情跟着领导走;现在他们正在遭受旅鼠般的命运。

由于 20:1 的杠杆会扩大管理的高效和低效对公司的影响,因而我们对以“便宜的”的价格买进一家管理不善的银行的股票毫无兴趣。相反,我们的唯一兴趣是以合理的价格买进管理优秀的银行。

对于富国银行,我们认为我们已经得到这种业务中最好的经理,卡尔·雷查德(Karl Reichardt)和保罗·黑森(Paul Hazen)。在许多方面,与卡尔和保罗的结合使我们想起了另一对结合——大都会-ABC 公司中的汤姆·莫菲和丹·伯克。第一,每一对都比他们两人的简单相加要强,因为每个搭档都了解、信任并尊敬另一个。第二,两支管理队伍都对能者支付高薪,同时都憎恶人员臃肿。第三,两支队伍能够在盈利创纪录时,与他们处于压力之下时一样积极地降低成本。最后,两者都固守于他们了解的业务,并让他们的能力,而不是他们的自负,左右他们试图做的事。[IBM 的小托马斯·J·沃森(Thoms J. Watson Sr.)也曾遵守同样的规则:“我不是天才,”他说,“在某几点上我很精明——但我固守其中。”]

1990 年,我们买进富国银行受益于银行股市场的杂乱无章。这种无序是不可避免的:月复一月,曾被人看好的银行的愚蠢的贷款决定被公开曝光。一个接一个巨大的损失被揭露

① 一种主要生活在北美和欧亚极地圈内的小型啮齿动物,短腿、小耳朵、长软毛。在经过几年的优良成长环境和低死亡率之后,一个地方的旅鼠会从数量密集的中心向四面八方一波一波地迁徙。迁徙时,后面的旅鼠会跟着前面的旅鼠。挪威旅鼠的迁徙结局最为惨烈,许多旅鼠会跟着前面的旅鼠毫不犹豫地跳入大海中溺水而死——译者。

出来,而且常常是紧跟在管理人员保证一切顺利之后,因而不难理解,投资者最后断定任何银行的数字都不可信。在他们从银行股中抽逃资金的帮助下,我们以 2.9 亿美元——小于税后利润的五倍,而且小于税前利润的三倍——的价格买入富国银行 10% 的股份。

富国银行规模庞大——它有 560 亿美元的资产——而且盈利已经超过股东权益的 20% 以及总资产的 1.25%。我们买进这家银行的十分之一可以被认为是大约相当于我们买进一家有完全相同的财政特征的 50 亿美元资产的银行的 100%。但是,如果我们买入这样的银行,我们就不得不付出两倍于我们付给富国银行的 2.9 亿美元的资金。而且,那家要求高溢价的 50 亿美元的银行会给我们带来另一个问题;我们不能找到一位像卡尔·雷查德式的 CEO 来经营它。在最近几年中,富国银行相比银行业务中的其他公司更贪心地招募行政人员;但是,谁也不能雇佣老前辈。

当然,一家银行的所有权,或其他任何公司的所有权,远不是毫无风险的。加利福尼亚的银行面对一场大地震的特殊风险,这可能会在借款人中造成大混乱,从而毁灭了贷款给他们的银行。第二是系统风险——业务萎缩或者金融恐慌严重到出现这样一种可能性,即几乎威胁到每一家以高杠杆比率经营的机构,无论从眼前看他们运转得多么明智。最后,当前市场上最主要的担心是,西海岸的不动产价值因为建造过多而暴跌,并给为这种扩张提供财政资助的银行带来巨大的损失。因为富国银行是一家主要的不动产放贷人,因此人们认为它特别容易受伤。

发生这些事情的可能性都不能排除。但是,头两种情况

出现的可能性很小,甚至不动产价值的大幅下跌也不可能给经营有序的金融机构造成重大的问题。考虑一组数学运算:目前,在剔除了3亿美元以上的贷款损失后,富国银行每年的税前盈利远远超过10亿美元。也就是说,即使银行所有480亿美元贷款中的10%——不仅仅是其不动产贷款——在1991年出现问题,而且这些既成的损失(包括被放弃的利息)平均占本金的30%,这家公司也能勉强逃脱。

我们认为这种情况出现的可能性很低,而不是很高。实际上,在伯克希尔,我们喜欢收购在一年内产生不了回报的公司,或者投资于在一年内产生不了回报的资本项目,但之后我们希望其盈利达到不断增长的股东权益的20%。由于加利福尼亚遭受了类似于新英格兰地区出现过的不动产灾难的担忧,导致富国银行的股票在1990年的几个月内下跌了几乎50%。尽管如此,我们还是以高出那次下跌前的价格买了一些股票,我们欢迎市场下跌,因为它使我们能以新的、令人感到恐慌的便宜价格拣到更多的股票。

那些希望在整个一生中成为金融投资不间断的买家的投资者,都应该对市场波动采取一种相似的态度;然而,遗憾的是现实中恰恰相反,许多投资者不合逻辑地在股票价格上涨时心情愉快,而在他们下跌时闷闷不乐。令人不解的是,在对食品价格的反应中,他们不会表现出这样的混乱:他们知道自己永远是食品的买家,并且欢迎不停下跌的价格,谴责价格上涨(只有食品的卖家不会喜欢一路下跌的价格)。同样,在《布法罗晚报》我们会为新闻纸的价格走低喝彩,即使那可能意味着要把我们总在手头留着的大量新闻纸库存的价值降低,因为我们知道我们将不断购买这种产品。

完全一样的推论指导着我们对伯克希尔投资的考虑。只要我还活着(如果伯克希尔的董事参加我已经安排好日程的会议,那么会更长),我们就会年复一年地买进公司,或公司的一小部分,亦称为股票。考虑到这个长期的投资策略,那么,下跌的公司价格将使我们受益,而上涨的价格会使我们受损。

低价格最常见的起因是悲观主义,有时是四处弥漫的,有时是一家公司或一个行业所特有的。我们要在这样一种环境下开展业务,不是因为我们喜欢悲观主义,而是因为我们喜欢它造成的价格。乐观主义才是理性投资者的大敌。

但是,这并不意味着仅仅因为一家公司或一只股票不受欢迎就买进它是明智之举;买冷门股的方法如同随大流的策略一样可笑。不幸的是,伯特兰·罗素(Bertrand Russell)^①对生活的观察在金融界显示出了独特的力量:“大部分人宁愿死也不愿思考。许多人的确如此。”

* * * * *

去年,我们其他重要的投资组合变化是增加了 RJR 纳贝斯克公司债券的仓位,我们在 1989 年末首次买入这种证券。到了 1990 年底,我们已经有 4.4 亿美元投资在这类证券上,这是当时大约的市值(在我写这篇文章时,它们的市值又增加了 1.5 亿美元)。

就像买进银行的股票一样,买入低于投资级的债券对我

^① 1872—1970。英国逻辑学家兼哲学家,以数理逻辑的研究,以及社会和政治活动,包括提倡和平主义和核裁军著称于世,曾获得 1950 年度的诺贝尔文学奖。主要著作有《数学原理》(Principia Mathematica)和《西方哲学史》(A History of Western Philosophy)——译者。

们来说并不常有。但是,使我们感兴趣的机会,而且是大到足以对伯克希尔的盈利产生真正价值冲击的机会,非常罕见。因此,我们将着眼于任何种类的投资,只要我们可以理解我们投资的公司,并且相信价格与价值可能差别很大。(伍迪·艾伦在另一篇文章中曾指出过思想开放的优势:“我不能理解为什么更多的人不是两性的,因为它使你在星期六晚上的机会增加了一倍。”)

过去,我们已经成功地买过几种低于投资级的债券,尽管这都是些过时的“堕落的天使”——最初是投资级的,但在发行人因为日子不好过……时被降了级的债券。

80年代,一种退化了的堕落的天使在投资场景中突然出现——在发行时就大大低于投资级的“垃圾债券”。在十年的发展中,新发行的粗制滥造的垃圾债券变得更加垃圾,所以可以预见的结果最终发生了:垃圾债券印证了它们的名字。在90年代,甚至在经济衰退打击它之前,金融界的天空因为衰败公司的尸体而变得阴暗。

负债的信徒曾向我们保证,这种崩溃不会发生;我们被告知,巨大的债务将使营运管理人员前所未有地关注他们努力的成果,正好像人们期望一把镶嵌在轿车方向盘上的匕首可以使其驾驶员极为谨慎地行驶。我们承认,这样一种注意力集中装置会产生非常警觉的驾驶员,但是,如果轿车撞上即便是最小的坑洞或者薄冰,那么另一个确定的后果将是——致命事故,而且是不必要的。众所周知,公司运营的道路上到处都是坑洞,因而那种要求躲避所有坑洞的计划显然将是一种彻底失败的计划。

在《聪明的投资者》的最后一章中,本·格雷厄姆强烈反对

这种匕首理论：“面对用三个词提炼出的稳健投资的秘密，我们大胆地说出这句座右铭：安全的空间。”在阅读此书二十四年之后，我仍认为这是三个正确的词。正是由于投资者未能留心这条简单的信息，从而导致他们在90年代开始的惊人损失。

在发债券狂热的最高峰，资产结构被调和成了那种必定的破产局面：在一些情况下，债券发行过多，以至于即使是最喜人的公司盈利也不足以产生现金支付本息。过去几年中，一种特别令人震惊的“扼杀在萌芽状态”的情况牵涉到收购坦帕(Tampa)^①的一家债券到期的电视台，买入时附带的太多的债务利息超过了电视台的总收入。即使你假定所有的劳力、节目和服务都被捐赠出来而不是买进了，那么这种资产结构也要求收入激增，否则的话这家电视台注定要破产。（许多这种用来资助收购的债券卖给了现在已经倒闭的储贷社，作为一名纳税人，你只得为这种愚蠢行为付出代价。）

所有这些今天看起来都不可能发生。但是，当在做这些不端的行为时，卖匕首的投资银行家们展示了其“学问精深的”学术研究，这些研究报告说，在过去的几年里，从低级债券上获得的高利率远远可以补偿它们的高违约率。因此，亲爱的垃圾债券推销人员说，垃圾债券的分散投资组合会比高级债券的投资组合产生更高的净利润。（小心金融界历史业绩的“证据”：如果历史书是致富的关键，那么《福布斯》400大富翁将都出自图书管理员。）

这是推销员逻辑中一点瑕疵——统计专业的一年级学生

① 美国佛罗里达州港市——译者。

将要学习识别的这种瑕疵。人们假定新制造出来的垃圾债券的范围与低级的“堕落天使”一样,因此,后者的违约经历对于预测新债券的违约经历意味深长。[这实际上犯了类似于在喝下琼斯镇(Jonestown)^①的毒酒之前,去检查因饮用酷A(Kool-Aid)^②而导致的历史死亡率的错误。]

在几个重要的方面两者都存在着差别。对发行人来说,“堕落的天使”的经理几乎总是向往恢复到投资级的地位,并朝这个目标努力。但是,垃圾债券的经营者通常完全是另一种类型。就像吸食过海洛因,他不是把精力放在寻找治愈其满身债务的良方上,而是把精力放在寻找另一次毒品注射上。此外,管理典型的“堕落天使”这类债券受托人的敏感性,比那些——尽管并不总是——发行垃圾债券的金融变态者(financipath)^③的敏感性成熟得多。

华尔街对这种差别毫不关心。通常,华尔街对一种想法的热情不是同它的优点,而是同它能创造的收入成正比。那些不关心这种差别的人,把堆积如山的垃圾债券卖给了那些不思考的人——因为这两种人比比皆是。

甚至在今天的价格常常是发行价一个小零头的情况下,

① 位于上亚那西北部,靠近委内瑞拉的边境,是前人民圣殿教(People's Temple)公社的所在地。1978年11月18日,人民圣殿教的创始人兼领袖吉米·琼斯(Jim Jones)命令他的信徒饮用含有氰化物的潘奇酒(Punch,一种果酒)自杀,共造成913人死亡(其中包括276名儿童),酿成震惊世界的琼斯镇大屠杀惨案,吉米本人也饮弹自尽。人民圣殿教公社就此结束——译者。

② 美国卡夫食品公司(Kraft Food)生产的一种已有七十多年历史的果汁饮料——译者。

③ 巴菲特造的新词,源自英语中的精神变态者(Psychopath)一词。巴菲特用这个词的幽默之处在于可能会有这样的金融变态者,在金钱、金融或投资方面性格失调——译者。

垃圾债券仍是一座矿区。正如我们去年说的那样，我们从未买过新发行的垃圾债券。（唯一买进它们的时候是在日历上没有的那一天）但是，既然它处在混乱之中，我们愿意在这个矿区中寻觅。

至于 RJR 纳贝斯克，我们认为这家公司的信用暂时比通常理解的要好得多，而且我们得到的收益率，与资本收益的潜力一样，远远可以补偿我们遭受的风险（尽管风险远远不是零）。RJR 已经以有利的价格卖掉了资产，增加了大量的股东权益，而且总的来说经营平稳。

但是，在我们勘测这块矿区时，大多数低级债券看起来仍然没有吸引力。80 年代华尔街的这种所谓的“金融创新”甚至比我们认为的还要差：许多重要的公司已经受到了致命的创伤。尽管如此，我们将继续在垃圾债券市场不断瓦解的同时寻找投资机会。

将 Wesco 的方法（为了在每笔交易中更富于技巧而采用的经深思熟虑后的集中投资法）与多年来迈克尔·米尔肯

(Michael Milken)^① 发明的垃圾债券促销法相比很有意思。米尔肯的那种所谓获得许多金融教授理论支持的方法认为(1)在投资者因忍受价格的易变性(投资成果的大幅摆动)而得到额外报偿的世界里,市场价格是有效率的;(2)因此,新发行的垃圾债券进入市场的价格从概率论的意义上说是公平的,而且还提高了用来弥补易变性的凸现的某种回报升水;(3)所以,如果一家储贷社(或其他机构)未经大量调查就购买米尔肯新发行的垃圾债券的一大部分来安排分散投资,那么这家储贷社将在有“开赌场”优势的情况下,使自己进入到稳定的超过平均收益的赌场老板的位子上。眼下,这种推理已经在受到真正信徒治理的,通过购买米尔肯的“债券”来支持他们结论的机构中产生了浩劫。在大多数情况下,广泛的分

① 1946—。美国金融家。1971年,他成为德莱克索尔·伯汉姆·兰伯特公司(Drexel Burnham Lambert, Inc.)债券交易部的头。他发现垃圾债券——即通常由小型的,新成立的公司发行的非投资级债券——的巨大潜力。尽管垃圾债券的收益率比投资级债券的收益率高出许多,但由于违约率高,因而大机构投资者认为其风险太大。米尔肯的研究表明,垃圾债券相对它们的高收益率来说,其违约率是可以接受的,所以他开始说服越来越多的机构投资者购买垃圾债券。米尔肯巨大的、力量不断增强的垃圾债券网曾促进了90年代的公司兼并狂潮。到了90年代末,垃圾债券的市场已发展到1,500亿美元的规模,而德莱克索尔公司也成了美国主要的财务公司。米尔肯经手的交易至少创造了一半的公司利润,而他本人的工资也从1970年的25,000美元跃升至1987年的5.5亿美元——当时最高的年收入。但是,1986年,德莱克索尔公司的一位客户,即本书前文提到的伊万·波伊斯基被判有内幕交易罪,而他暗指米尔肯和德莱克索尔公司参与了他的非法金融交易。1988年,米尔肯和德莱克索尔公司被控证券欺诈。是年末,德莱克索尔公司与美国政府达成协议,同意缴纳6.5亿美元的罚金,而米尔肯也于1989年离开了公司。失去了米尔肯的控制,垃圾债券网的发行人和买家分崩离析,垃圾债券市场也就此崩溃,这导致了德莱克索尔公司于1990年倒闭。同年,法庭认定米尔肯犯有6次证券欺诈,他被判入狱10年,处罚金6亿美元,并永远不得从事证券业务——译者。

散投资于这种“债券”,已经导致了凄凉的结果。我们能够理解为什么米尔肯要这样做,以及为了维持一种持久的自我形象而相信他不得不相信的东西。但我们难于理解,为什么其他人会相信,米尔肯收取了 5% 的佣金把“债券”的买家置于拉斯·维加斯(Las Vegas)的赌场之中? 我们揣测大概是这个缘故:许多愚蠢的买家和他们的顾问曾受到那些将心爱的投资模型(有效市场理论和现代投资组合理论)推行得离谱的金融教授的训练,同时,他们忽略了其他本可以发出危险警报的模型。这是一种常见的“专家型”失误……

H. 零息债券^①

伯克希尔曾发行过本金总额为 9.026 亿美元的零息可转换次级债券(Zero - Coupon Convertible Subordinated Debenture)^②,这些债券目前在纽约股票交易所(New York Stock Exchange, NYSE)挂牌交易。所罗门兄弟公司(Salomon Brothers)以极好的方式处理了承销工作,提供了我们有益的建议和无可挑剔的技巧和方法。

当然,大多数债券要求定期支付利息,通常是每年一次。相反地,零息债券并不要求支付利息;投资者通过以到期价值的很大折扣买入证券来获得收益。它的有效利率取决于最初的发行价格、到期价值、以及发行日与到期日之间的时间间隔。

① 这部分内容选自 1990 年年报。

② 次级债券是对企业资产与收益的索取权低于其他级别债权的长期无担保债务凭证——译者。

在我们的案例中,债券以到期价值的 44.314% 的价格发行,15 年后到期。对于购买债券的投资者来说,那在数学上等同于每半年支付的 5.5% 的复利。因为我们在 1 美元上仅收到了 44.31 美分,所以我们从这次发行中获得的实收金额是 4 亿美元(扣除大约 950 万美元的发行费用)。

债券按 10,000 美元的面值发行,每张债券可以转换成 0.4515 股伯克希尔·哈撒韦公司股票。由于一张 10,000 美元债券的成本是 4,431 美元,这就意味着每股伯克希尔股票的转换价格是 9,815 美元,相对当时的市场价格有 15% 的溢价。伯克希尔可以在 1992 年 9 月 28 日以后的任何时间按它们增长后的价值(最初的发行价加上每半年 5.5% 的复利)赎回债券,而且在两个特定的日子里——1994 年 9 月 28 日和 1999 年 9 月 28 日,债券持有人可以要求伯克希尔按它们增长后的价值赎回该证券。

为了税金的目的,伯克希尔每年有权降低按 5.5% 比率增长的利息,即使如此我们也不必向债券持有人支付任何款项。因此,减少的税收对我们产生的净效用是正的现金流。那是一种非常重要的利益。某些不可知晓的变数使我们不能精确地计算出有效的利率,但是在任何情况下它都大大低于 5.5%。与此同时,对税法来说也是对称的:任何应纳税的债券持有人必须每年按 5.5% 的利息纳税,即使他根本没有收到现金。

我们的债券以及去年某些其他公司[尤其是洛斯公司(Loews)和摩托罗拉公司(Motorola)]发行的类似债券,都不像在最近几年大量发行的零息债券。对于这些债券,查理和我已经成了,而且将来也继续是,直言不讳的批评家。正如我

后来会解释的那样，这些债券以最具欺诈性的方式被利用，而且给投资者造成了致命的伤害。但在我们着手对付那个主题之前，让我们回到亚当(Aden)的时代，回到那个苹果还没有被咬过的时代。

如果你是一个老投资者，那么通过买进著名的 E 系列美国储蓄债券(Series E U. S. Saving Bond)——历史上发行最广泛的债券——你就能在第二次世界大战期间拥有你的第一种零息债券。(战后，每两个美国家庭中就有一个持有这些债券。)当然，没有人称 E 系列是一种零息债券，实际上我怀疑那时是否已经发明了这个术语。但那正是 E 系列的本质。

这些债券以低至 18.75 美元的面值发行。这个数额买入了美国政府 10 年后到期的 25 美元的契约，这个价格给了购买者 2.9% 的年复利。当时，这是一种有吸引力的债券：2.9% 的利率高于通常美国政府债券的利率，而且持有者不必面对市场波动的风险，因为在任何时候他能以微小的利息损失为代价兑现他的债券。

零息美国国库券的第二种形式，也是良性的和有用的形式，在过去 10 年中出现。普通债券的一个问题是，即使它支付了给定的利率——例如 10%——也不能保证持有人实现复利为 10% 的收益。对那种要实现的收益而言，每张半年的息票必须在收到的时候以 10% 的复利再投资。如果当期利率，比如说，在这些息票到期的时候仅有 6% 和 7%，那么持有人就不得不以广告中说的利率在债券的生存期内以复利计算他的钱。对于持有长期债券养老基金和其他投资者来说，这种类型的“再投资风险”(Reinvestment Risk)可能是一个严重的问题。储蓄债券，除了仅向个人投资者发行而且面额小以

外,本已解决了这个问题。大买家需要的是大量的“储蓄债券等价物”。

既然如此,一些足智多谋,大有帮衬的投资银行家(我很高兴地说,是由所罗门兄弟公司领导的)开始介入。他们通过把半年的息票从标准的政府债券中“拆离”(Strip),创造出一种希望中的金融工具。每一息票一旦分开,就有了储蓄债券的本质特征,因为它代表在未来某时到期的单一金额。比如,如果你把 40 张半年息票从将于 2010 年到期的美国政府债券中拆离,那么你就有了 40 张零息债券,它们的到期日从 6 个月至 20 年不等,每一种债券都能因此与其他有相同到期日并在市场中交易的息票绑定。如果对于所有到期的债券来说目前的利息率是 10%,那么六个月期的债券将按到期价值的 95.24% 出售,20 年期的将按 14.20% 的价格出售。因此,任何给定到期日的买家可以在他的整个持有期内保证获得 10% 的复利。在最近几年,政府债券的息票拆离大规模地涌现,因为从养老基金到个人退休帐户(Individual Retirement Account, IRA)的长期投资者,都一致认为这些高级别的零息债券最适合他们的需要。

但正如在华尔街经常发生的那样,智者开头,愚者结尾。在过去几年中,零息债券[以及它们的功能等价物,实物付息债券(Pay-in-kind Bond, PIK Bonds),它每半年支付一次额外的 PIK 债券作为利息代替支付现金]以各种垃圾一般的信用大量发行。对于这些发行者来说,零息(或者是 PIK)债券提供了一种压倒一切的优势:因为许诺分文不付所以不可能违约。实际上,如果不发达国家(Less-developed Country, LDC)的政府在 80 年代除了长期零息债务之外不再发行其他

任何债券，那么现在作为债务国他们就会有毫无瑕疵的纪录。

这种正在起作用的原则——如果你庄严地承诺在很长一段时期内分文不付，那么，在很长一段时期内你就不会违约——并没有在寻求资助永远摇摆不定的交易的促销员和投资银行家中消失。但是，它为贷方所接受曾花费了一段时间：当几年前杠杆买断的狂热开始盛行时，收购者只能在一种相当稳定的基础上借贷，在这种基础上保守估计自由现金流——即，营业收入加上折旧和摊销，再减去正常的资本开支——注意支付利息和适度地减少债务。

后来，因为交易制造商(Deal-maker)的异常活跃，企业开始以很高的价格被收购，以至于所有的自由现金流都不得被分配用来支付利息，那就没有留下多少现金偿还债务。结果，借款人对于本金偿还就走到了郝思嘉(Scarlett O'Hara)^①的“还是留给明天去想吧”的位置上，而且新一代的借款人——最初发行垃圾债券的买家——也接受了这个观点。于是，债务成了一种人们可以为之再筹集资金，而不是需要偿还的东西。这种变化使人想起一部纽约人的卡通片，各种感激不尽的借款人站起来握住银行借贷部官员的手，动情地说：“我不知道如何才能还钱给你”。

很快，借款人发现即使是新的、宽松的标准也有难以忍受的约束力。为了诱使贷款人为他们的交易提供资金，他们引入了一种令人厌恶的东西，EBDIT——折旧、利息以及税前利润(Earnings Before Depreciation, Interest and Taxes)——作

^① 美国女作家玛格丽特·米切尔的小说《飘》中的女主人公。郝思嘉是一位喜欢拖延的人，她总爱说“还是留给明天去想吧。”——译者。

为对一家公司支付利息的能力的测试。用这种低的评价标准,借款人甚至于忽略了折旧作为理论上的一种费用,并不要求花费当期现金的事实。

这种态度明显带有欺骗性。然而,在 95% 的美国公司中,长久以来是把相当于折旧的资本支出当作一种必需品,就如同劳动力成本或效用成本那样,作为一种真正的费用。就连一名高中退学生都知道,为了给买车筹集资金,他的收入必须不仅可以支付利息和操作费用,而且还可以支付实际计算出来的折旧。因而如果他开始谈论 EBDIT,那么,他可能会在别人的嘲笑声中离开银行。

当然,一家企业的资本支出在任何给定的月份是可以忽略的,就像一个人可以一天或者甚至一星期不吃饭。但是,如果这种忽略成了一种惯例,而又没有得到补充,那身体就会削弱并最终死亡。此外,相比稳定的饮食,吃吃停停的进食方法时间一长,也会使器官、人体和公司的健康受损。作为商人,查理和我喜欢那些不能为资本开支提供资金的竞争对手。

你可能会想,为了使一笔糟糕的交易看起来完美无缺,略去一项像折旧这样的重大开支,已经达到了华尔街智谋的极限。如果这样(然而在过去几年中你一直没有多加注意),创办人需要发明一种为高价收购辩护的办法。他们会冒险,否则,上天不容,他会失去与更有“想象力”的创办者做生意。

因此,创办人和他们的投资银行家声称,EBDIT 现在只能用来衡量现金利息,这就意味着,在零息债券或者 PIK 债券上累积而成的利息,在评估一笔交易的财务可行性时可以被忽略。这种方法不仅将折旧费用抛进了让我们忽略它的角落里,而且给通常是一大部分利息开支的东西相同的待遇。

丢脸的是，许多专业的投资经理也赞同这种毫无价值的东西，尽管它们通常小心地运作客户的资金。（称这些管理人员是“专业人士”实在是太客气了；他们应当被定名为“promotees”——阴谋策划者。）

在这种新的标准下，比方说，一家有 1 亿美元的税前收益并有 9,000 万美元必须当即支付利息的负债的企业，可以发行一种零息 PIK 债券，带来另一笔将不断累积并复合增长但在几年内不会到期的 6,000 万美元的年利息。这些债券的利率通常非常高，这意味着到了第二年负债形式可能会是 9,000 万元的现金利息外加 6,900 万美元的累积利息，并因复利的逐步产生而如此延续。这种在几年前还只有在街头无赖间才有的高利率再借款方案，而今在所有大的投资银行商中很快就堂而皇之地成为了一种金融模型。

在他们发行这些证券时，投资银行家表现出了他们幽默的一面：他们将 5 年甚至更长的收益和资产负债表的预测分配到了他们仅仅在几个月前才听到的公司的未来中。如果他们向你出示这种日程表，我建议你也加入嬉戏中：问投资银行家要几份他们自己公司在几年前起草的一年期财政预算，然后把这些预算与实际的开支作一番比较。

一段时间以前，肯·加尔布雷恩（Ken Galbraith）在他诙谐风趣见解深刻的作品《大崩盘》（The Great Crash）中创造了一个新的经济术语：“Bezzle”，定义为当期尚未被发觉的盗用金额。这个金融创造有着迷人的性质：盗用钱款的人因尚未被发觉盗用的金额变得富有，而被盗用的人还没感到贫穷。

加尔布雷恩教授精明地指出，这笔钱应当加到国民财富中（National Wealth），以使我们知道精神上的国民财富。

(Psychic National Wealth)。逻辑上,一个需要感受巨大繁荣的社会,不仅会鼓励其公民盗用公款,而且努力避免发现犯罪。用这种方法,尽管没有做过一项富有成效的工作,“财富”也会膨胀。

受到讽刺的是,这种愚蠢的行为,与现实世界中零息债券的愚蠢行为相比,真是相形见绌。有零息债券,合约的一方可以感受“收入”,而不必反过来感受支出的痛苦。在我们的例子中,一家每年只能够盈利1亿美元的公司——因此也只能支付这个数额的利息——神奇地为债券持有人创造了1.5亿美元的“盈利”。只要大投资者愿意披上他们彼得·潘(Peter Pan)^①的翅膀,而且重复说“我相信”,那么,通过零息债券可以创造多少这样的“收入”就没有限制了。

华尔街以蛮族对轮子和耕犁所持有的那份热情欢迎着这种发明。最终,这世上就有了一种能让华尔街以不再受实际盈利能力限制的价格进行交易的金融工具。显然,结局将是更多的交易:愚蠢的价格总是能够吸引卖家。而且,就像杰西

① 英国戏剧家兼小说家詹姆斯·巴里爵士(Sir James Barrie, 1860—1937)笔下的人物,他认为只要他相信自己会飞,他就会飞。彼得·潘最早出现在巴里爵士1902年出版的小说《小白鸟》(The Little White Bird)中。1953年这部小说被沃特·迪斯尼公司改编成动画片。彼得·潘以“拒绝长大的男孩”闻名,他相信所有的事都是可能的,只要你相信它们是可能的就行(而成年人知道这是不可能的,尤其是关于飞人、精灵和永远不长大)。这样引用,巴菲特是在说,相信零息债券能够创造其他债券不能创造的收入,就像你相信自己会飞的时候就会飞一样。——译者。

·安若(Jesse Unruh)^① 已经定义的那样,交易是金融界的母乳。

对于创办人和投资银行家来说,零息债券或 PIK 债券拥有另一种吸引力,即迂迴于违约间流逝的时间可以被延续。这可不是什么小利。假设必须面对所有成本之前的时期足够长,那么创办者则就可以在任何一只鸡回到家歇息前,创造出另一串愚惑人的买卖,并接受大笔的酬劳。

但最终,炼金术——无论是冶金上的还是金融上的——都会失去作用。通过会计或者资本结构的把戏,不可能从本质上把毫无价值的公司转型成金子般灿烂的公司。要成为“金融炼金术士”的人可能会富有。但通常是容易受骗上当的投资者,而不是公司的业绩,成为他财富的来源。

无论他们的缺点如何,我们应当补充说,许多零息债券和 PIK 债券不会违约。实际上,我们也拥有一些这样的债券,而且如果他们的市场价格足够低,我们可能会再买一些。(但是,我们从未考虑过购买新发行的、信用等级低的债券。)没有哪种金融工具本身是邪恶的:只是某些变种造成危害的潜力远比其他的大。

第一流的危害制造者,是那些不能在当期支付利息的零息债券发行人。我们的建议是:每当投资银行家开始谈论税前利润时,或者每当有人创造一种不能使充裕资本支出的净

① 20 世纪 60 年代至 80 年代美国加利福尼亚州重要的政治家,在谈到美国政治竞选(如总统选举、参议员选举,和其他官员的选举)时曾说过一句名言“金钱是政治的母乳”(Money is the mother's milk of politics)。他的意思是驱动政治家的是给候选人和其他官员的金钱,而这种金钱与政治的联系会导致腐败。这样用,巴菲特是在说,驱使投资银行家并给他们“营养”的是“交易”(Transactions)——译者。

当期现金流顺利达到利息总额(包括应当支付的和累积的)的资本结构时,就紧闭你的钱包。建议创办者和他高薪聘请的随行人员接受零息债券这种酬金转变形式,在零息债券完全付清以前不让他们拿走报酬,然后,看看他们对这笔买卖的热情还能如何持续。

我们对投资银行家的解释可能看起来非常刺眼。但是查理和我——用我们一贯如此的老办法——相信他们应当扮演一种看门的角色,保护投资者以防创办人过度放纵的习性。毕竟,在整个期间创办人在接受钱财时已经作出了与酒鬼在接受烈酒时相同的判断和克制。因此,在最低限度上,投资银行家的行为应当升级到一个有责任感的酒保的行为,在必要的时候,酒保会拒绝下一杯酒的利润,以免将一个醉汉送上高速公路。不幸的是,在最近几年,许多主要的投资公司已经发现酒保的道德观是一种无法忍受的限制标准,因为他们解释说,近来,那些已经在华尔街的高速公路上行驶过的人,还没有遇上重大的交通事故。

还得再给一个令人痛苦的补充:零息债券愚蠢行为的成本不会被直接的参与者单独承受。某些储贷社曾是这些债券的大买家,他们使用来自经联邦储蓄贷款保险公司(Federal Savings and Loan Insurance Corporation, FSLIC)保险的存款中的现金。为了尽力展现辉煌的盈利,这些买家记录了——但不是收受到了——从这些债券上获得的超高的利息收入。许多这些储贷社现在有了大麻烦。他们给那些不可靠信用的贷款开了方便之门,储贷社的所有者也把利润装入了口袋。而当许多贷款无法收回,只有纳税人“买单”。要解释杰克·梅

森(Jackie Mason)^① 意义,那么在这些储贷社中,他属于那种本来应该戴上滑雪面具的经理。

I. 优先股^②

我们只同那些我们喜欢、敬佩而且信任的人结盟。例如所罗门公司的约翰·戈特弗伦德(John Gutfreund),古列公司的小科尔曼·蒙克勒(Colman Mockler, Jr.),美国航空公司(USAir)的埃德·克劳德尼(Ed Colodny),以及冠军纸业(Champion)的安迪·希格勒(Andy Sigler)。

他们已经多次展示了对我们的信心,在任何情况下坚持我们的优先股在一种完全可转换的基础上有不受限制的投票权,这种安排与公司财务中的标准大相径庭。结果,他们相信我们是明智的,是考虑长远利益而不是仅注重眼前利益的所有者,正如我们相信他们是明智的,是将长远利益与眼前利益同等考虑的经理。

如果行业的经济状况阻碍了我们所投资的公司业绩,那么我们已经协商好的优先股结构,将给我们带来平平的效果,但如果他们可以获得与美国工业总体状况相匹敌的成效,那么这种结构将能为我们带来相当有吸引力的回报。我们相信,古列公司在科尔曼的管理下,将可以远远超过那种回报,

① 美国喜剧演员,曾嘲笑戴着滑雪面具以掩盖身份的抢劫银行的歹徒。这样用,巴菲特是在揶揄,这些银行(和储贷社)的经理们,如果把银行的钱投入到高风险的垃圾债券中,就是抢银行的强盗。因而,经理们就像强盗那样戴着滑雪面具——译者。

② 短线分隔成的各部分别选自 1989 年、1994 年、1996 年、1990 年和 1995 年的年报。

而且相信约翰、埃德和安迪每年将达到预期目标,除非行业状况异常恶劣。

在几乎任何情况下,我们都希望这些优先股能返还我们的投资外加分红。然而,如果最终我们真的得到了全部投资,那么这种结果将令人失望,因为我们将会放弃灵活性,而由此错失某些在下个十年中必然会展现在我们面前的重要的机会。因而,我们只有在典型的优先股对我们没有任何号召力的时候选择获得优先股的收益。伯克希尔之所以能够从其4种优先股权中获得令人满意的成果的唯一途径是让这些被投资公司的普通股同优先股一样能够获得收益。

如果要出现这种情况,就需要有优秀的管理人员以及至少可以忍受的行业状况。同样我们相信伯克希尔的投资也能提供帮助,而且让每家被投资公司的其他股东也能在未来的几年中从我们买入优先股的举动中受益。这种自信来自于这样一个事实,即每家公司现在都有了一个重要的、稳定的以及有利害关系的股东,股东的董事长和副董事长通过伯克希尔的投资已经间接地把一大笔他们自己的钱交给了这些企业。在与我们被投资的公司的交易中,查理和我将会积极协助,冷静分析而且做到客观公正。我们认为我们正在与有经验的CEO共同工作,这些CEO对统率他们自己的公司十分在行,当然,在某些时候,我们也要能抓住在某些人身上试验他们想法的机会,从而避免受到本行业或者他们以往决定的束缚。

作为一组股票,由于它们具有可转换优先股的特征,因而可能不会产生当我们发现一家有着极好经济前景而又没有被市场所看好的公司时可以获得的回报。这些回报也不会与我们按照个人偏好进行资产配置——收购一家有着优秀管理人

员的优秀企业的 80% 或者更多的股权——时产生的回报有同样的吸引力。当然，上述这两种机会都很难得，尤其是达到可以适应我们当前以及预料中的财力的规模。

总的来说，查理和我认为我们的优先股投资应当产生比大多数固定收入投资组合所能够获得的收益更高一些的回报，而且我们可以在被投资的公司里扮演一种次要的，但有乐趣和富有建设性的角色。

错误总是在做决定的时候发生。但是，即使愚蠢的决定变得明显时，我们也只能判定当前出现的错误。用这个尺度衡量，1994 年是一个为争夺金牌激烈竞争的最佳年份。嘿，我想告诉大家我要讲述的错误来自查理。但是，每当我试图那样解释这件事时，我的鼻子就开始长长。

被提名的是……

1993 年末，我曾以 63 美元卖出过 1,000 万股“大都会”这支股票；而到了 1994 年底，其股价是 85.25 美元。（对那些希望避免亲自计算损失的痛苦的人来说，这个差别是 2.225 亿美元。）当我们在 1986 年以 17.25 美元买进这只股票时，我告诉过你，我曾在 1978 年至 1980 年以每股 4.30 美元的价格卖出过我们持有的“大都会”股票，并补充说，为解释以前的行为我困惑不解。现在我已经成了再次惹人生气的人。也许是到了该有指定监护人的时候了。

同样令人震惊的是，“大都会”的买卖决定仅能得到一枚银牌。最高荣誉属于一次我在五年前犯下的，在 1994 年我最终让其兑现的错误：我们耗资 3.58 亿美元买入的美国航空公

司的优先股,九月份其分红暂时取消……。这笔交易是一种“非强迫性失误”(Unforced Error)^①,意思是说在做决定的时候,我既没有被人推着进行投资,也没有被任何人误导。相反,这是一个草率分析的案例,是一起因为我们在买入一种优先证券时导致的,或是因为傲慢导致的失误。无论原因是什么,错误都不可饶恕。

在买入这只股票以前,我根本没有将注意力放在这家运输公司固有的成本不但高昂而且极难降低的问题上。在早些年,这些威胁生命安全的成本就曾引发过一些问题。因此航空公司受到管制不得相互竞争,而且运输公司可以消化一些高昂的成本,因为他们可以通过高昂的价格转移成本。

当管制规定撤销时,它并没有立即改变局面:低成本的运输公司的货运能力太小,以至于高成本的航空公司可以在很大程度上维持他们现有的票价结构。在这一时期,由于长期的问题大部分难以察觉,但又开始弥漫扩散,因此不可能维持的成本进一步扩大。

由于低成本营运者的座位容量扩大,他们的低票价开始迫使老资格的、高成本的航空公司降低他们的价格。这些航空公司预料中的困境可能被注入的资本(如我们向美国航空公司注入的资本)推迟了,但最终经济学的基本规则占了上风:在没有管制商品的业务中,一家公司必须把它的成本降低到有竞争力的水平,否则就会面对毁灭。这条原则对你们的董事长本应十分明显,但我当时却没有看到。

美国航空公司[当时的]CEO 塞斯·斯科菲尔德(Seth

① 网球术语,指并非由对手造成的失误——译者。

Schofield)已经在非常勤勉地工作,以期纠正公司历史上遗留下来的成本问题,然而至今也未能得到完满解决。在某种程度上,这是因为他已经不得不对付一个移动目标,即正当他在为降低成本暗自窃喜时,不料竞争对手——那些大运输公司以降低雇员工资为代价更大幅度地降低了成本,更有甚者,竞争对手通过以破产摆脱债务的方式获得了“新生”。[正如西南航空公司(Southwest Airlines)的 CEO 赫伯·凯勒赫(Herb Kelleher)已经说过的那样:“破产法庭对于航空公司来说已经成了健身的矿泉疗养地。”]此外,让人感到无奈的是,那些按合同得到高于市场水平工资的美国航空公司雇员们,只要他们的支票可以继续过户,就拒绝削减任何工资。

尽管存在诸如此类的困难局面,美国航空公司仍在努力降低成本以维持其长期的生存。但是,还远不能确信这种情况会出现。

因此,在 1994 年底,我们曾写到我们在美国航空公司的投资下跌至 8,950 万美元,也就是说,1 美元仅值 25 美分。这个估价既反映出我们的优先股难以完全或者大部分地恢复其价值,当然,也可能与之相反,反映出股票最终会分文不值。但是无论出现什么结局,我们都会留心一条原始的投资规则:你不必用失去它的方法再把它买回来。

我们在美国航空公司上的投资,其资产账面价值的降低所产生的会计影响非常复杂。在我的资产负债表上,我们按估计的市场价值将股票全部入账。因此,在去年的第三季度末,我们按 8,950 万美元,或者说是以买入成本的 25%,将我们持有的美国航空公司优先股登记入账。换言之,那时我们的资本净值反映的是一个远低于我们 3.58 亿美元投资成本

的美国航空公司优先股的价值。

但在第四季度,我们断定这只股票的价值还会下跌,用会计术语来说,是“非临时性的”,而且这个判断要求我们将 2.685 亿美元下跌的资产账面价值放到利润表中。这个金额没有影响第四季度的其他利润。也就是说,它不会减少我们的资产净值,因为价值减少已经被反映了出来。

在即将到来的年会中,查理和我不会赞成重新参与美国航空公司的董事会。但是,如果塞斯希望同我们议事,那么我们将很高兴提供我们可以提供的任何帮助。

当维珍航空公司(Virgin Atlantic Airways)富有的所有人理查德·布伦森(Richard Branson)被问及怎样才能成为一名百万富翁时,他立刻回答:“实际上没什么窍门。从一名亿万富翁开始,然后再买一家航空公司。”由于不愿盲目接受布伦森的论点,1989年,你们的董事长——我,决定通过在美国航空公司9.25%的优先股上投资3.58亿美元来加以证实,结果,我发现布伦森先生所言不虚。

我曾喜欢并且敬佩公司当时的CEO埃德·克劳德尼,而且现在仍然如此。但是我对美国航空公司业务的分析不仅肤浅而且错误。我太陶醉于这家公司长期盈利运作的历史,以及优先证券的所有权表面上给我提供的保护,以至于我疏忽了一个重要的方面:美国航空公司的收入将逐渐受到一个没有管制的、残酷竞争的市场的影晌,而它的成本结构还是在管制保护利润的时候遗留下来的。这些成本如果任其不受管束将意味着公司的灾难,沿用航空公司过去的记录就是一个毁

灭性的错误。(再说一次,如果历史能够提供所有的答案,那么《福布斯》前 400 名大富翁将都是埋首于故纸堆靠查找资料致富的图书馆馆员。)

只要还没有出现确定的倒闭威胁,或者说开始进入破产程序,那么,为了使它的成本合理化,美国航空公司需要在它的劳务合同中做出重大改进,当然这还是大多数航空公司难以清醒认识到的东西。美国航空公司也不例外。就在我们买进我们的优先股之后,公司的成本与收入之间的不平衡开始爆发性地加剧。在 1990 年至 1994 年期间,美国航空公司总共损失 24 亿美元,这一成绩完全抹去了其普通股账面上的股东权益。

与我在美国航空公司犯的许多错误牵连在一起的是一件我做对了的事:在进行我们的投资时,我们在优先股的合约中写入了一条有些特别的条款,规定将在任何欠款上增加“惩罚性股利”,比基本的股利率高出 5 个百分点。这意味着,如果我们的 9.25% 的股利被省略了 2 年,那么拖欠的金额将以 13.25% 至 14% 的复利增加。

面对这条惩罚条款,美国航空公司会受刺激,尽力支付股利。所以,在 1996 年的下半年,当美国航空公司恢复盈利时,它确实开始支付股利,给了我们 4,790 万美元。对于公司的 CEO 斯蒂芬·沃尔夫(Stephen Wolf)能从航空公司榨出容许支付股利的业绩,我们欠他一大笔人情。虽然如此,近来美国航空公司的业绩并未明显受惠于可能实际上是周期性的行业复苏。这家公司仍然存在必须解决的基本成本问题。

不管怎样,美国航空公司公开交易的证券价格告诉我们,我们的优先股现在很可能值它的 3.58 亿美元面值了,几乎是

等价。此外,我们已经在几年里收集了总计 2.405 亿美元的股利(包括在 1997 年收到的 3,000 万美元)。

1996 年初,在收到应计的股利前,我再次试图卖掉我们的股票——这次开价约 3.35 亿美元。你们很幸运:我最终没能在胜利的关口再次失败。

在另一次类似的事情中,一位朋友曾问我:“虽然你很富有,但为什么这么笨?”在考察了我在美国航空公司上的拙劣成果之后,你可以推断出他说得有道理。

我们继续持有在先前的报告中提到的可转换优先股:所罗门公司的 7 亿美元,吉列公司的 6 亿美元,美国航空公司的 3.58 亿美元,冠军纸业的 3 亿美元。我们的吉列公司优先股将在 4 月 1 日转换成 1,200 万股普通股。权衡利率、信用度以及相关普通股的价格,我们可以估计在 1990 年末,我们持有的所罗门公司和冠军纸业的股票价值与我们买入的成本大体相同,吉列的稍高一些,而美国航空公司的则相差甚远。

与我在美国航空公司犯的许多错误牵连在一起的是一件我做对了的事:几乎是在它陷于严重问题的同时一头扎了进去。(没有人逼我;用网球术语来说,我犯了一次“习惯性失误”。)公司的麻烦不仅出自于行业的状况,还出自于同皮德芒航空公司(Piedmont)的合并过程中遇到的兼并后困难——我本该预计到这些麻烦,既然几乎所有的航空公司兼并后都出现过经营上的混乱。

在短时期内,埃德·克劳德尼与塞斯·斯科菲尔德解决了第二个问题:这家航空公司现在有了极佳的服务水准。然而

事实证明整个行业的问题更加严重了。在我们买入股票后，航空运输业的经济状况在令人惊恐地不断恶化，某些运输公司自杀式的定价战术加速了这一步伐。这种定价给所有的运输公司所带来的财政困难说明了一个重要的事实：在所有运输类的公司中，你不可能比你最笨的竞争对手更精明。

除非这个行业中的公司在今后几年中减少十分之九，否则我们对美国航空公司的投资就不是完全正确的。埃德与塞斯曾经果断地在经营手段上变招以图平息当前的骚乱。即使如此，我们的投资现在也比我们买入的时候危险。

我们的可转换优先股是一种相对简单的证券，然而我应该提醒你，如果过去是未来的指引，你可能会不时地读到关于它们的不精确的或误导性的陈述。例如，1997 年几家出版机构计算出我们所有的优先股的价值同那些它们能转换成的普通股相等。按他们的逻辑，如果所罗门公司的普通股卖 22.80 美元，那么我们价值 38 美元的优先股与普通股相比只能值 60%。但是这种推理方法有一个小问题：用这种方法，必定能推断出可转换股票的全部价值存在于转换权中，而且所罗门公司不可转换的优先股的价值是零，而无论其息票和偿还期限是什么。

你应该牢记在心中的一点是，我们可转换的优先股的大部分价值源于它们的固定收入的特性。这意味着，这些证券的价值不可能比不可转换的优先股低，而且由于它们拥有转换选择权，价值可能更高。

在 1987 年至 1991 年这段时间里，伯克希尔 5 次以私募

方式购买可转换优先股,而现在看起来正是讨论它们状况的时候。

在任何情况下,我们都有将这些优先股作为固定收入的证券,或者将它们转换成普通股的选择权。最初,它们的价值对我们来说主要来自于其固定收入特性。我们不得不转换的选择权只是一种出乎意料的结局。

我们以私募方式购入的3亿美元美国运通公司(别称“Perco”)的优先股是一种普通股修改后的形式,其固定收入的特性仅占其初始价值的一小部分。在我们买进三年之后,这些美国运通公司的优先股将自动转换成普通股。相比之下,这与我们其他的可转换优先股仅在我们希望转换的时候才变成普通股有着根本性的差别。

在我们买入可转换证券时,我曾告诉你们,我们希望从它们那儿得到的税后利润能“适度”超过我们从那些中期固定收入证券中得到的税后利润。现在看来,我们获得的利润的确是超过了这种期望——但那仅仅是因为其中一种证券的业绩。我还告诉过你们,这些证券,作为一个群体,“产生的利润不会超过当我们发现一家有着极佳经济前景的公司时可以从其中获得的利润”。不幸的是,这个预言被言中了。最后,我还说过“几乎在任何情况下,我们希望这些优先股能够返还我们的初始投资外加股利”。这是我希望得到的回报。温斯顿·丘吉尔曾经说过这样一句话,“食言从未使我消化不良”。但是,我坚持认为,对我们来说,在优先股上损失是不可能的,而这似乎已经给我带来了某种应得的报应。

我们最好的股票是吉列公司的,我们曾告诉你们它从一开始就是一家一流的优质公司。然而,有讽刺意味的是,这也

是一次我曾犯下的大的投资错误——但是属于那种永远不会反映在财务报表上的错误。

1989 年，我们在可以转换成 4,800 万股（经拆股调整）普通股的吉列公司优先股上投了 6 亿美元。若从另一条路投资这 6 亿美元，我本来很可能从这家公司买入 6,000 万股普通股。当时，普通股的市价大约是 10.50 美元，因此在这种情况下本可以进行一次带有重要限制条件的大型私募，而我本来很可能至少以 5% 的折扣买进股票。虽然我不可能保证如此，但是吉列公司的管理人员本可以很高兴地让伯克希尔选择普通股。

但我还远未聪明到这样做的地步。相反，在不到 2 年的时间里，我们曾分得一些额外股利（优先股收益率与普通股收益率之差），在这点上公司——相当正确地——赎回了我们持有的优先股，而且是尽可能快地行动。如果我协议买入的是普通股，而不是优先股，那么在 1995 年末，有了扣减了 7,000 万美元额外股利的 6.25 亿美元的普通股，我们的境况本可以稍好些。

至于冠军纸业，这家公司具有以我们成本价的 115% 赎回我们持有的优先股的能力。它曾试图迫使我们在过去的 8 月份采取行动，而我们却宁愿向后推延。结果很不幸，我们在赎回日前转换了我们的股票，并给了他们适当的折扣。

查理和我从未看好过造纸业，实际上，我不记得在 54 年的投资生涯中曾拥有过造纸公司的普通股，所以在 8 月份我们面临着的选择是，把优先股在市场上卖出还是卖给公司……。冠军纸业的资本收益一般，在我们投资的 6 年内的税后收益率大约是 19%，但是，我们的优先股却在整个持有期

内给我们带来了不错的税后股利收益率。(这说明,根据财产保险公司分到的股利,许多报刊夸大了它们的税后收益率。因为,报刊未能考虑 1987 年开始生效的税法的变化,这种变化使得保险公司在分得的股利不变的情况下,大幅减少了其实际的利润。详情见[第 5 章 H 节]。)

我们第一帝国银行(First Empire)的优先股将于最早的时间,1996 年 3 月 31 日被赎回。我们轻松自在地拥有了一家经营良好的银行股票,因此我们会转换并持有第一帝国银行的普通股。这家公司的 CEO 鲍勃·米尔默斯(Bob Wilmers)是位杰出的银行家,因而我们喜欢与他合作。

我们的另两只优先股令人失望。尽管所罗门公司优先股的表现比它可以替代的固定收入证券的表现要强一些。但是,查理和我在这些股票上倾注的管理时间远远大于它给伯克希尔带来的经济意义。当然,我从未梦想会在 60 岁时从事一份新工作——所罗门公司的临时董事长,因为我们早先买进的是这家公司的一种固定收入证券。

在我们于 1987 年买入所罗门公司的优先股后不久,我曾写到“对于投资银行的发展方向或未来趋势,我没有什么特别的洞察力”。即使是最客气的评论员也会说,事情的发展竟被我不幸言中。

今天看来,我们转换成所罗门公司普通股的选择仍是毫无价值的。再者,在我买进所罗门公司的优先股以后,道·琼斯工业股平均指数已经涨了一倍,而且各经纪公司的业绩同样优异。这意味着,我因为看到可转换选择权的价值就买进所罗门公司优先股的决定是幼稚可笑的。即使如此,这些优先股作为一种固定收入证券仍在困难的条件下继续派发股

利,而且 9%的股利率目前看来还很有吸引力。

除非优先股转换成了普通股,否则它的条款要求所罗门公司从 1995 年至 1999 年,在每年的 10 月 31 日赎回 20%,因此 1997 年我们 7 亿美元的初始投资已经按时被赎回了 1.4 亿美元。(一些报刊称此为卖出,但到期的优先股是“卖”不掉的。)尽管我们没有选择转换 1997 年到期的优先股,但是我们已经“转换”这只苹果上咬了 4 口还多,所以,我相信我们总有一天会发现,我们转换股票权利的价值与普通股的股利所得还比较接近。

普 通 股

恐惧和贪婪这两种传染性极强的灾难的偶尔爆发,会永远在投资界出现。这些流行病的发生时间是难以预料的。由它们引起的市场精神错乱,无论是持续时间还是传染程度同样难以预测。因此,我们永远无法预测任何一种灾难的降临或离去。我们的目标应该是相当适度的:我们只是要在别人贪婪的时候恐惧,而在别人恐惧的时候贪婪。

在我写这封信的时候,华尔街几乎看不到恐惧。相反,兴奋的情绪四处蔓延——为什么不呢?还有什么比参与一场牛市更令人振奋的,在牛市中公司所有者得到的回报变得与公司本身缓慢增长的业绩完全脱节。然而,不幸的是,股票价格绝对不可能超出公司的业绩。

实际上,由于股票持有者频繁地进出以及他们承担的投资管理成本,在很长一段时期内他们总体的投资回报必定低于他们所拥有的上市公司的业绩。如果美国公司总体上实现约12%的年净资产收益率,那么投资者最终的收益必定低得多。牛市能使数学定律黯淡无光,但却不能废除它们。^①

^① 此段内容选自1986年的年报。

A. 交易的祸根：交易成本^①

很可能在几个月以后，伯克希尔的股票就会在纽约证交所挂牌交易。由交易所的管理委员会(Board of Governors)通过的并由美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)批准的新上市规则，使我们得以转到那里进行交易。如果美国证券交易委员会的新规则即将出台，那么我们将会申请上市，我们相信申请会得到批准。

到目前为止，纽约证交所要求新上市的公司至少拥有 2,000 名持有 100 股或更多股票的股东。这条规则的目的在于确保纽约证交所的上市公司可以因拥有促进有序市场的广泛的投资者而得益。100 股标准符合目前在纽约证交所上市的所有普通股的交易单位(“Round lot”，整股)。

因为[1988 年]伯克希尔的流通股数量(1,145,642 股)相对较少，所以它没有达到纽约证交所要求的持有 100 股或 100 股以上的股东的数量。但是，持有伯克希尔 10 股股票，就代表着一大笔投资。实际上，10 股伯克希尔股票的价格要远高于其他任何在纽约证交所上市的 100 股股票的价格。因此，纽约证交所愿意让伯克希尔的股票按每 10 股为一整股进行交易。

纽约证交所提出的规则仅仅是把 2,000 名股东的最低限度的衡量标准从持有 100 股或更多股票的股东，变成了持有

① 这部分内容注明日期是 1988 年 8 月 5 日的致伯克希尔股东的信，1988 年重印。

一整股或更多股票的股东。伯克希尔能轻而易举地达到这个修正过的标准。

查理·芒格——伯克希尔的副董事长——和我对上市的前景充满信心,因为我们相信这一举动将符合股东的利益。我们用两条标准来判断哪个市场对伯克希尔的股东最适宜。第一,我们希望股票能持续理性地按与其内在商业价值相关的价格进行交易。这样的话,每个股东实现的投资成果将接近于伯克希尔在他的所有权期间的商业成果。

这种结果远不是自动产生的。许多股票在被严重低估和严重高估之间来回振荡。出现这种情况时,投资者将以与被投资的公司在其所有权期间的表现毫不相关的方式受到褒奖与惩罚。我们要避免这种变幻莫测的结果。我们的目标是使我们持股合伙人的利润来自于公司的,而不是其他共有者的愚蠢行为。

始终理性的价格,无论是当前的还是未来的,产生于理性的持股人。我们把所有的政策和交流设计成吸引看重公司业绩增长的长线持股人,并过滤掉可能存在的专注于市场表现的短线客。到目前为止,我们对此的努力很成功,而且伯克希尔的股票一直在围绕其内在价值的狭窄范围内进行交易。我们不相信在纽约证交所上市将会增加或减少伯克希尔对始终以合适的价格进行交易的预期;无论在什么市场,我们股东的持股特点都会产生理性的结果。

但我们的确相信,这次挂牌将为伯克希尔的股东降低交易成本——而且这很重要。尽管我们要吸引会长线持有的股东,但我们还要使股东在进出时产生的交易成本降到最低。在长时期内,我们所有者的税前回报总额将等于公司实现的

商业收益减去市场征收的交易成本——即，经纪人收取的佣金加上做市商 (Market - maker) 已实现的净价差 (Spread)。总的来说，我们相信在纽约证交所上市将显著降低这些交易成本。

交易成本对活跃的股票来说非常高，常常达到一家公开募股公司盈利的 10% 或更多。结果，这些成本成了对持股者的重税，尽管其中一部分是因为个人“变换位置”的决定，但另一部分缴给了金融界而不是华盛顿。我们的政策以及你的投资态度已经减少了这种对伯克希尔所有者的“税”，而且我们相信它在大型公开募股公司中处于最低水平。在纽约证交所上市应该可以进一步通过缩小做市商的交易成本，来降低伯克希尔所有者的成本。

根据纽约证交所的规定，我们必须至少有两位独立的董事。在 1988 年 5 月份选出的董事会中，只有小马尔科姆·蔡斯 (Malcolm Chace, Jr.) 达到了独立性的标准。

虽然我们董事数量不够但结果却并不坏。查理和我高兴地通知诸位，彼得·基维特后裔公司 (Peter Kiewit Sons', Inc, PKS) 的 CEO 小沃尔特·斯科特 (Walter Scott, Jr.) 已经加盟伯克希尔的董事会。PKS 是我们这个时代的商业传奇之一。这家公司的长期财务记录好得我都不必一一列举，以免在我们的股东中引起骚动。彼得·基维特 (Peter Kiewit) 一生中以严谨的风格来经营公司，而且正是秉承这种传统，他选择了沃尔特在他身后继承他的事业。沃尔特天生就像一名所有者那样思考，而且在伯克希尔的董事会上，他会感觉像是到了家里。

最后一条说明：你应该清楚地认识到，我们不是为了对伯

克希尔股票的估价而寻求去纽约证交所上市。伯克希尔应该,而且我们也希望它在相似的经济环境中,在纽约证交所按与它在场外市场(Over-the-counter)相似的价格进行交易。在纽约证交所上市不应该成为诱使你买进卖出的理由;它只能帮助你在决定买卖的时候降低一些你的交易成本。

B. 吸引正确的投资者^①

伯克希尔的股票于1988年11月29日在纽约证交所上市了……。

让我澄清在上一节中没有说明的一点:尽管我们在纽约证交所交易的一整股是10股,但是交易所规定我们的股票从1股起算的任何股数都可以买卖。

正如[前面的]文中解释的那样,我们上市的主要目的是降低交易成本,而且我们相信这个目标正在实现。通常,纽约证交所买价和卖价间的价差要比场外市场中盛行的低得多。

我们股票的特定经纪商(Specialist)^② 汉德森兄弟公司(Henderson Brothers, Inc., HBI)是纽约证交所最老的特定经纪商;它的前辈威廉·托马斯·汉德森(William Thomas Henderson)在1861年9月8日就用500美元买下了他的交易席位(现在,交易席位大约卖625,000美元。)。在54家作为特

① 选自1988年年报。

② 特定经纪商扮演上市公司的股票的做市商的角色。任何一家股票交易所的会员公司都可以被指定为多种股票的特定经纪商,但是一家公司的普通股只能委派一个特定经纪商。交易所和场外市场的一个重要区别是,市场结构设计是单一做市商还是多个做市商——译者。

定经纪商的公司中，HBI 委派到的股票数额名列第二，有 83 只。当伯克希尔的股票被委派给 BHI 时，我们非常高兴，而且我们对这家公司的表现很满意。HBI 的董事长吉姆·梅圭尔(Jim Maguire)亲自管理伯克希尔股票的交易，因此我们不可能比他控制得更好。

在两个方面，我们的目标很可能与大多数上市公司有所差别。

第一，我们不想使伯克希尔股票的交易价格波动最大化。相反我们希望它们在以公司的内在企业价值(我们希望它以合理的或在最好以超常的速率增长)为中心的狭窄范围内进行交易。过分高估与过分低估一样使查理和我烦恼。对许多股东来说，这两个极端不可避免地产生与伯克希尔的商业成果大相径庭的结果。相反，如果我们的股票价格始终能反映出商业价值，那么我们的每一位股东在他的持股期间都会收到大致等于伯克希尔的经营业绩的投资成果。

第二，我们希望交易活动少之又少。这就如同我们同几个被动的合伙人经营一家私人企业，如果这些合伙人，或他们的代替者，经常要放弃合伙关系，那么我们会大为失望。在经营一家公开募股的公司时，我们会有相同的感受。

我们的目标是吸引长线所有者。这些人在买进的时候，并没有什么卖出的时间表或者目标价位，相反他们有无限期地与我们在一起的计划。我们不能理解那些要求股票交易活跃的 CEO，因为只有在他的许多所有者时常退出的情况下，活跃的交易才会出现。在其他的组织里例如学校、俱乐部、教堂等等，领导人会在成员离开时欢呼雀跃吗？（但是，如果有一个经纪商的生计是依靠这种组织里成员的频繁更迭，那么

你就可以明白这种活动至少有一个拥护者,正如下面这句话形容的那样:“如果基督教暂时不会有大事发生,也许下星期我们该转到佛教了。”)

当然,某些伯克希尔的所有者需要或者想要不时地卖出股票,那么我们希望有好的代替者可以给他们合理的价格。因此,我们努力通过我们的政策、业绩和交流,来吸引了解我们的运作、分享我们的时间、并且像我们衡量自己那样衡量我们的新股东。如果我们能够不断吸引这类股东,那么伯克希尔就可以始终以与其企业内在价值相关的合理价格进行交易,当然,这会使那些怀着短线预期或者不现实预期的股东感到乏味。^①

C. 分红政策^②

公司常常向股东汇报分红方案,但很少解释为什么这么做。一家公司可能会这样说,“我们的目标是派发盈利的40%至50%,而且至少按与CPI相同的增长率增加股利。”——没有哪个公司会详尽地说明为什么这种分红政策对

① 下文取自1989年的信:

在纽约证交所交易伯克希尔的股票一年多之后,我们的特定经纪商,[HBI的]吉姆·玛圭尔继续保持他的出色表现。在我们上市以前,交易商的手续费常常是市价的3%或者更多。吉姆已经保持了50个点或者更少的手续费用,这远不到目前价格的1%。买卖股票的股东从这种交易成本的降低中受益匪浅。

因为我们与吉姆、HBI和纽约证交所的经历使我们感到满意,所以我在纽约证交所投放的一个系列广告中对此大加赞赏。通常,我避免恭维别人,但我很高兴在这个场合公开向纽约证交所表示敬意。

② 选自1984年年报。

公司的所有者来说是最佳方案。但是，资产配置对公司和投资管理来说至关重要。正因如此，我们相信经理和所有者应当认真思考，在何种条件下应当留存收益，在何种情况下则应当派发收益。

首先要明白的一点是，并非所有的收益都是一模一样的。在许多公司里，尤其是那些有高资产/利润比的公司，通货膨胀使某部分或全部的收益成了必须再投入的滚动资金。如果公司要想维持其经济地位，那么再投入部分——让我们称这些收益是“限定用途的”——就不能作为股利派发。如果分配这些收益，那么公司就会在下述一个或多个领域失去根基：维持单位销量的能力、长期竞争力、财务实力……等等。无论分红比例多么保守，如果不能注入产权资本，那么持续分配有限定用途收益的公司都是注定要毁灭的。

限定用途的收益对所有者来说不是毫无价值的，但其中的价值有时会被大打折扣。实际上，无论公司的经济潜力多么糟糕，限定用途的收益都是公司征募的。（10 年前，这种无论回报多么没有吸引力都要留存受益的状况，被联合爱迪生电力公司（Consolidated Edison）以令人啼笑皆非的方式无意间传播开来。当时，一项严厉的监管政策是导致该公司的股票以账面价值的四分之一进行交易的主要原因：也就是，每次当留存 1 美元的收益再投入到公司中时，这 1 美元仅变成了 25 美分的市场价值。但是，尽管有这种金子变成铅的故事，使大多数收益都被再投入到公司中，而不是派发给公司的所有者。然而，该公司在纽约的某个建筑工地上亮出的牌子却在标榜：“我们必须挖掘利润”，真是令人啼笑皆非。）

在讨论股利的时候我们不需要再进一步涉及限定用途的

收益,还是让我们转到更有价值的 unlimited 用途的收益上吧。只要公司有可能留存或者派发这些收益,各种方案都是可行的。我们认为,管理人员应该选择对公司的所有者最有意义的方针政策。

这条原则并没有被广泛接受。出于多种原因,管理人员喜欢从股东那里留存 unlimited 用途的、可以立刻派发的股利:为了扩张管理人员统治的公司帝国,为了在财政上有更加宽松的环境经营公司等等。但是我们相信只有一条保留收益的正当理由: unlimited 用途的收益只能在有合理期望的时候才能留存,这种期望要得到历史证据大力支持,或在适当的时候要得到对公司未来周密分析的支持,也就是对于公司留存的每一美元收益,至少可以为所有者产生一美元的市场价值。只有当留存的资产可以产生与投资者通常可以获得的收益相同、或者有更高的收益时,股东收益才可以留存。

为了说明这一点,让我们假设一位投资者拥有一种利益为 10% 的无风险永久债券。该债券有一项非同寻常的特征:每一年,这位投资者可以选择或是将他 10% 的息票兑现,或是将息票再投资到 10% 有相同条款的债券中——也就是有永久的持续期,并提供相同现金或再投资机会的息票。在任何给定的年份,如果长期无风险债券的普遍利率是 5%,那么要把他的息票兑现的投资者一定很傻,因为他可以另外选择的 10% 的债券将有远超过面值的价值。在这些条件下,想持有现金的投资者,应当将他的息票换得额外的债券,然后立刻卖出。这样做,比起直接将息票兑换成现金,可以实现更多的现金。假定所有的债券都由理性的投资者持有,那么没有人会在 5% 的利率时代选择现金,甚至那些需要现金维持生计

的债券持有人也不会这么做。

但是，如果利率是 15%，那么没有哪个理性的投资者会让人把他的钱再以 10% 的利率进行投资。这个投资者会选择可兑现的息票，即使他个人的现金需求为零。若相反——将息票再投资——给投资者带来额外债券的市场价值将远低于他本可以选择的现金。如果他需要多买 10% 的债券，那么他只要带上收到的现金然后在市场上买进债券，在那里债券有很大的折扣。

与我们假定的债券持有人的例子相类似的，对于那些正在考虑公司的非限定用途收益是应当留存还是应当派发的所有者来说，这种分析同样适用。当然，这种分析难得多，而且容易出差错，因为将收益再投资获得的收益率并不像我们在债券投资的案例中那样是一个契约性的数字，而是一个波动性很大的数字。所有者必定会猜测，在不久的将来平均的收益率会是多少。然而，一旦一种基于充分信息的猜测形成之后，那么剩下的分析就非常简单：如果可以获得高回报，那么你应该希望将收益再投资；但如果再投资的产出率很低，那么你应该希望公司将收益派发给你。

在决定是否应将子公司的收益派发给母公司的时候，许多公司的经理严格按照这些分析做出推论。在这个级别上，管理人员像聪明的所有者那样思考不会有多大困难。但是，在母公司级别上的收益派发决定常常就是另一码事了。此时，管理人员将他们自己置于股东—所有者的立场上常常有很多困难。

基于这种双重人格，一家结构复杂的公司的 CEO，会指示增量资产的平均收益期望值为 5% 的子公司 A 派发所有的

收益,使总公司可以把这些收益再投到增量资产的平均收益期望值为 15% 的子公司 B 中。这位 CEO 在商学院誓言不会允许连这都不如的行为。但是如果他的长期增量资本的收益记录是 5%——而市场的利率是 10%——他很可能会效仿某些历史的或者行业内普遍采用的分红方式,对母公司的股东们强加一种不合理的分红政策。而且,他会希望子公司管理人员给他一份完整的帐户,说明为什么在子公司留存收益比把收益分派给母公司更有意义。但是,他极少会对他的所有者提供适用于整个公司的相似分析。

为了判断管理人员是否应当留存收益,股东们不应当仅仅将最近几年总的增量收益与总的增量资本相比较,因为两者间关系可能会因为公司核心业务的进展状况被扭曲。在通货膨胀时期,有着特别经济前景的核心业务的公司,可以把一小部分增量资产以很高的回报率投入到那项业务中(就像我们去年在商誉部分中讨论的那样)。^① 但是,除非他们正在经历巨大的单位增长,否则出色的业务就会产生大量额外的现金。即使一家公司把绝大部分资金投入到低回报率的业务中,公司留存资产的总收益仍可能表现出色,因为投入到核心业务中的那部分留存收益产生了超常的回报。这种情况类似于职业选手和业余选手混合高尔夫球赛(Pro-Am):即使所有的业余选手都是无药可救的笨蛋,球队以所胜洞数决定胜负的成绩(Best-ball)也会相当高,因为职业队员的技巧起了决定作用。

许多股东权益和总体增量资产持续表现出良好回报的公

^① 见第 5 章 C 节的《经济商誉与会计商誉》。

司,实际上是在毫无吸引力的,甚至是在灾难性的经济基础上使用它们大部分的留存收益。年复一年持续增长的辉煌的核心业务使它们赢利,并且隐瞒了其他资产分配领域里不断重复的失误(通常是高价收购经济特性本质上表现平庸的公司)。失误的管理人员总是不断报告他们从最近令人失望的投资中吸取的教训,然后,他们通常会再寻找未来的教训。(失败看起来已要扎根于他们的头脑中。)

在这种情况下,如果用支付股利后留存下来的结余扩张高收益的业务,或者用来回购股票(一种可以增加所有者在优异业务中的利益,同时又可以把低于标准的业务分派给他们的行动),那么股东的经济状况会好得多。那些在低回报业务部门大把使用从高回报业务部门截留下来现金的管理人员,应当为这些资产配置的决定承担责任,而无论整个企业的获利能力如何。

当然,这些讨论并不赞成每个季度的股利因公司收益或者投资机会的摇摆不定而上窜下跳。公开募股公司的股东们显然宁愿股利始终如一,而且是可以预测的。因此,分红应当能够反映对增量资产的收益和回报的长期期望。既然公司的长期前景很少变化,那么分红方式应当变化不大。但是随着时间的流逝,管理人员扣留的可分配收益应当值得留存。如果留存收益并不明智,那么很可能留存那些管理人员也不明智。

D. 拆股与交易活动^①

人们常常问我们为什么伯克希尔从不拆细它的股票。这个问题背后的假设通常是拆细是一种职业股东的行为。我们不同意这种观点,让我告诉你为什么。

我们的目标之一是使伯克希尔·哈萨维的股票,以一种理性的与企业的内在商业价值理性地相关的价格进行交易。(但是请注意是“理性地相关”,而不是“完全一致”:如果被善待的公司在市场上以其价值的很大折扣进行交易,那么伯克希尔很可能也会有相似的定价。)无论是当前还是未来,理性股票价格的关键是有理性的股东。

如果一家公司股票的持有人,以及受这只股票吸引的未来买家,倾向于做出无理性的决定,或者冲动的决定,那么相当愚蠢的股票价格就会定期出现。狂躁抑郁的个性产生狂躁抑郁的定价。在买进和卖出其他公司的股票时,这种失常可以帮助我们。但是我们认为,对于伯克希尔来说,应尽量避免这种失常在市场中出现,这既是出于你们的利益,也是出于我们的利益。

获得最高质量的股东并非小事一桩。阿斯特夫人(Mrs. Astor)^②可以挑选她的400名精英,同样,任何人可以买任何股票。股东“俱乐部”不可能按智能、情绪稳定性、道德敏感性或者可以接受的穿着来筛选会员。因此,股东优生学看起来

① 本部分内容源自1983年年报。

② 纽约市的社会名流。她通常仅邀请最精英分子——在名单上的前400位参加由她组织的盛大的社交活动。——译者。

可能是一项毫无希望的事业。

但是,在很大程度上,我们认为可以吸引人们保持高质量的所有权。只要我们坚持传播我们的公司与所有权哲学,连同其他没有矛盾的消息一起,然后让自我选择沿着它的航向而行。例如,自我选择可以吸引一大群迥异的人来到一场被广告宣传成歌剧而不是摇滚音乐会的音乐活动中——尽管任何人都可以买票进入其中的一项活动。

通过我们的策略和交流——我们的“广告”——我们力图吸引可以理解我们的运作、我们的态度和我们的期望的投资者。(而且,同等重要的是,我们力图劝阻那些不能理解我们的投资者。)我们需要那些认为自己是公司的所有者,并且对公司进行长线投资的投资者。而且,我们需要那些将他们的注意力集中于公司的经营成果,而非市场价格的投资者。

具有这些特征的投资者仅在少数,但是我们却例外地将他们聚集到了一起。我相信我们的股票中超过 90%,很可能超过 95%,是被那些五年前即是伯克希尔或者蓝筹公司的股票持有者所有。因此我猜想,我们的股票有 95% 以上是被那些使伯克希尔的股票至少两倍于他们的第二大持股的投资者拥有。在那些至少有几千名公众股东、而且市值超过 10 亿美元的公司中,在使股东像所有者那样思考和行动的程度我们几乎肯定是领导者。使拥有这些特征的一群股东不断升级并非易事。

如果我们拆股,或者采取其他将注意力集中在股价上、而不是企业内在价值上的行动,那么我们将会吸引一些比卖家现有的级别更加低下入门级的买家。在 1,300 美元的时候,很少有投资者能够买得起一股伯克希尔的股票。如果我

们按 100 比 1 的比例拆股,以至于位潜在的一股买家能够买 100 股,那么他的境况会更好吗?那些这样想的投资者,或者因为拆股而买进股票的人必定会降低我们现有的股东质量。(拥有 10 张 10 美元的钞票会比拥有 1 张 100 美元的钞票感觉更加富有,我们用这样易受影响的新股东来交换我们现有的思路清晰的老股东,真能提高我们股东的质量吗?)因为非价值因素买进股票的人很可能也会因为非价值因素卖出股票。他们作为股东中的存在会加剧那些与公司的发展无关的股票价格震荡。

我们力图避免吸引关心我们股票价格的短线买家,而力图去吸引关心我们企业内在价值的见多识广的长线投资者。就像你在一个充满理性的见多识广的投资者的市场中购买伯克希尔的股票一样,你在同样的市场中应当有卖出的机会——如果你必须这样做。我们将为了使这样的市场继续存在而努力工作。

股票市场的讽刺之一是强调交易的活跃性。使用“变现性”以及“流动性”这种名词的经纪商对那些换手率极大的公司啧啧称赞(这些不能填满你钱袋的经纪商很有信心把这些词汇填满你的耳朵)。但是投资者必须明白,对赌桌收付员来说是好的东西,对客户来说未必好。一个过度活跃的股票市场是企业的扒手。

例如,设想一家净资产收益率比方说是 12% 的典型公司,假定其股票换手率高达每年 100%,如果以账面价值买卖一次股票,那么我们假定公司的所有者总计要支付公司当年资产净值的 2% 以获得转移所有权的特权。这个交易活动对公司的收益来说毫无意义,而且意味着对公司的所有者来说

收益的六分之一会通过转移的“摩擦”消耗掉了。(而且这个计算还未包括期权交易,期权交易会使摩擦成本更大。)

所有这一切形成了一场相当昂贵的互换座椅游戏。如果政府要对公司收益或者投资者征收 16.67% 的新税,你能想象它会造成撕人心肺的哭喊吗?但是通过市场的活跃性,投资者可以对他们自己征收与这种税收相同的税款。

市场日成交 1 亿股的(如果把场外交易也算在内,那么这种成交量在今天也是出奇的低)日子对公司的所有者来说不是祝福,而是诅咒,因为它意味着,相比日成交 5,000 万股的时候,所有者为变换股东的位置要支付两倍的价钱。如果日成交 1 亿股的情况持续 1 年,而且买进卖出 1 股股票的平均成本是 15 美分,那么对于投资者来说,变换股东位置的赋税总计将达约 75 亿美元,大致相当于财富前 500 家大公司中最大的 4 家公司:埃克森石油公司(Exxon)、通用汽车公司(General Motors)、美孚石油公司(Mobile)和德士古石油公司(Taxaco)1982 年的利润总和。

1982 年底,这些公司总计有 750 亿美元的净资产,而且它们的净资产和净利润占整个《财富》500 强的 12% 以上。在我们假定的投资者中,仅仅是为了满足他们对“突然改变财务立场”的爱好,每年总计要从这些惊人的资产总值中丧失全部利润。而且,每年总计 20 亿美元的投资管理费用——为变换股东位置的建议支付的总额——会让投资者丧失前 5 大银行集团[花旗银行(Citicorp)、美洲银行(Bank America)、大通·曼哈顿银行(Chase Manhattan)、汉华银行(Manufacturers Hanover)和 J·P·摩根银行(J. P. Morgan)]的全部利润。这些昂贵的活动可以决定谁吃馅饼,但它们无法做大馅饼。

(我们当然知道做大蛋糕的观点,也就是这种活动可以提高资产分配过程中的理性。我们认为这个观点华而不实,而且总的来说过分活跃的股市场暗中破坏了理性的资产配置过程,事实上像一只馅饼压缩机。亚当·斯密曾认为,在一个自由市场中的所有非共谋行动是被一只无形的手所指引,以使经济取得最大的进步;我们的观点是:赌场式的市场以及随风倒的投资管理,使得投资者往往会被一只看不见的脚绊倒。)

将过份活跃的股票与伯克希尔的股票相对比,我们股票买卖报价的价差目前大约是 30 个点,或者稍稍超过 2%。按交易规模,伯克希尔股票的卖家与买家之间的成本差别已经从(仅涉及少量股数交易的)4%降低到了(采用既可以减少做市商价差又可以降低经纪商佣金的协议买卖的大宗交易的)大约 1.5%。绝大多数伯克希尔的股票都以相当大的规模进行交易,因此所有交易的价差很可能平均不超过 2%。

同时,伯克希尔股票的真正换手率(不包括交易商之间的交易、馈赠和遗赠)每年很可能仅为 3%。因此,我们的所有者总的来说每年为转移特权仅支付大约伯克希尔股票市值的 1% 的 6%。用这种非常粗略的估计,大约是 900,000 美元——这并不是一笔小成本,但比平均水平低得多。拆股可能会提高这种成本,降低我们股东群体的质量,并促使市场价格不再与内在的企业价值持久相关。我们看不到有什么办法可以补偿这种损失。

E. 股东的策略^①

去年末,伯克希尔的股价突破了 10,000 美元。几位股东已经对我提出,高高在上的股价给他们带来了麻烦:他们喜欢每年放弃一些股票,但是不幸的是,他们发现自己受到了税法中一些条款的限制,这些条款对每年个人做出 10,000 美元或 10,000 美元以下馈赠与 10,000 美元以上馈赠作了明确的区别。也就是,那些不大于 10,000 美元的馈赠是完全免税的;而那些大于 10,000 美元的馈赠要求捐赠人从馈赠和不动产税中用掉一部分他或她的使用期内的免税资格,如果这种免税已经用完,捐赠人就要缴纳馈赠税。

我会建议以三种途径解决这个问题。第一种对已婚的股东有利,这样的股东每年可以对单个的受助人让出高达 20,000 美元的馈赠,只要捐赠人填写一份馈赠税返还表格,包含他或她的配偶对在当年做出的馈赠的书面应允。

第二种对于一位无论是已婚还是未婚的股东,都可以说是一次便宜的买卖。例如,设想一下伯克希尔的股票卖 12,000 美元,而一位股东仅打算捐赠 10,000 美元,在这种情况下,可以以 2,000 美元的价格把股票卖给接受馈赠的人。(警告:如果需要纳税的话,你将按卖给接受捐赠的人的价格超过你计税基础的部分纳税。)

最后,你可以与你想馈赠的人建立一家合伙制公司,用伯克希尔的股票为其提供资金,而且每年只要让出在合伙制企

① 本部分内容选自 1992 年年报。

业中的几个百分点的利息。这些利息可以按你选择的任何价值计算。如果价值是 10,000 美元或者更少,那么馈赠就将免税。

我们在此发出例行警告:在采取任何更加深奥的馈赠方法之前,请与你自己的纳税顾问商议。

我们坚持曾在 1983 年的年度报告中阐明的关于拆股的观点。^①总的来说,我们相信我们的诸多与所有者相关的策略,包括不拆股的策略,已经帮助我们聚集了一批对任何一家持股基础广泛的美国股份公司来说最好的股东。我们的股东像理性的长线所有者那样思考和行动,而且很像查理和我那样看待公司。因此,我们的股票一贯在一个明显与内在价值相关的价格区间内进行交易。

此外,我们相信我们的股票相比其他任何一家持股基础广泛的公司的股票来说,换手的活跃程度要低得多。交易的摩擦成本,相当于许多公司所有者的主要“税赋”,在伯克希尔实际上不存在。[我们在纽约证券交易所的特定经纪商吉姆·梅奎尔的做市技巧对保持这种低成本绝对有帮助。]显然,一次拆股不会大大改变这种状况。而且,受一次拆股怂恿出的新股东也不会使我们现有的股东升级。相反,我们相信会出现一定程度的退化。

① 见第 3 章 D 节的《拆股与交易活动》。

F. 伯克希尔的资本结构调整^①

在股东年会上，我们会要求你批准一项伯克希尔的资本结构调整计划，也就是创造两类股票。如果这项计划得到采纳，我们现有的普通股将被指定为 A 股，而且将要授权发行 B 股。

每一股“B”股将拥有每一股“A”股 $1/30$ 的权利，除了这些例外：首先，一股 B 股将有一股 A 股 $1/200$ 的投票权（而不是 $1/30$ 的投票权）。其次，B 股的股东没有资格参加伯克希尔的由股东指定的慈善捐赠计划。

当资本结构调整完成时，每一股 A 股可以按持有人的选择在任何时候转换成 30 股 B 股。转换特权不能反向行使。也就是说，B 股的股东不能将手中的股票转换成 A 股。

我们希望让 B 股在纽约证券交易所上市，在那里它们将与 A 股共同交易。为了达到得以上市的股东基数——一切为了保障在 B 股中有一个流动的市场——伯克希尔希望公开发行至少可以筹集 1 亿美元现金的新 B 股。这次发行仅通过招股说明书的形式进行。

市场将最终决定 B 股的价格。尽管，它们的价格应当接近于 A 股价格的 $1/30$ 。

希望馈赠股票的 A 股股东，可以发现将他们手中的一、两股股票转换成 B 股会使馈赠变得方便。此外，如果对 B 股的需求强劲到足以把它的价格抬到 A 股价格的 $1/30$ 以上，

^① 短线分隔成的各部分分别写于 1995 年和 1996 年。

那么就会出现与套利有关的转换。

但是,由于 A 股给予它的持有者完整的投票权以及参与伯克希尔捐赠计划的权利,所以这些股票比 B 股的地位高,而且我们希望绝大多数股东仍然持有 A 股——这也正是巴菲特家族和芒格家族计划做的事,除非有时我们需要转换少量股票使馈赠变得容易。绝大多数股东对 A 股的期望说明,它的流动性将比 B 股的更强。

在这次资本结构调整中,对伯克希尔来说会有一些需要权衡的事。对这笔钱,我们将会发现更有建设性的用途。但是可以肯定,它们不会在发行的过程中出现,也不会在我们以某种价位卖出 B 股时出现。在我写这封信的时候,伯克希尔股价是 36,000 美元,查理和我不相信 B 股的价值会被低估。因此,我们提议的公开发行不会减少我们现有股票的内在价值。让我更坦率地说明我们对价值的看法:伯克希尔目前正在以一个查理和我不考虑买进的价格进行交易。

有了 B 股,伯克希尔会招致某些额外的成本,包括那些更多与应付股东有关的成本。另一方面,对那些希望馈赠股票的人来说,B 股应当更加方便。而且,那些曾希望拆股的股东已经获得了一次自己动手拆股的方法。

可是,我们也为其他原因进行这次调整——不得不应付旨在成为伯克希尔低价格“克隆”的、而且肯定会更加积极地销售的、收取管理费的单位信托投资基金的出现。这些载体背后的思想并不新颖:在最近几年,一些人已经对我说过,他们希望创造一种以低价销售的“全伯克希尔”投资基金。但直到最近,这些投资的提倡者已经听够了我的反对意见并放弃了他们的念头。

我并不想使这些人气馁，因为我宁愿有更多的投资者。如果可能，查理和我喜欢为大多数群众把 1,000 美元变成 3,000 美元，这些人会发现这种变化为他们当前的问题找到了一个重要答案。

然而，为了使股东的小额投资增长两倍，我们将不得不迅速把我们目前 430 亿美元的市值变成 1,290 亿美元（大约是美国市值最高的公司——通用电器的规模）。我们不可能做到这一点。我们最好的希望是，平均每五年使伯克希尔的每股内在价值翻番，当然我们很可能也会离这个目标相去甚远。

最后，查理和我并不关心我们的股东拥有伯克希尔股票数量的多寡。我们希望的是，股东不论持股多少都能了解我们的营运，分享我们的目标与长期前景，而且能够知道我们的局限，尤其是理解我们正面临资本过于庞大从的局限。

刚刚兴起的单位信托投资基金公然违背了这些目标。它们将由那些为高额佣金工作的经纪人销售，它们会给基金持有人强加上其他难于负担的成本，而且它们会全部卖给不成熟的买家，这些人易受到我们以往记录的引诱，而且易受到伯克希尔和我在最近几年得到的名声的欺骗。可以肯定的结局是：大批投资者注定会失望。

我们希望通过我们创造的 B 股，一种比只投资伯克希尔股票的信托基金强得多的小而额金融产品，使这些克隆没有销路。

但是，伯克希尔现在与将来的股东应当尤为注意一点：尽管在过去的 5 年中，我们股票的每股内在价值以极高的速率增长，但是它的市场价格增长得更快。换言之，股票的表现已经超出了公司的表现。

无论对伯克希尔还是对其他任何股票,这种市场的超常表现绝对不可能持久。必然地,也会有市场表现落后的时候。它导致的价格波动,尽管是公开市场所特有的,但也不合我们的胃口。相反,我们偏好的是使伯克希尔的市场价格精确地跟踪它的内在价值。如果股票能做到这点,那么每位股东都将在他的整个所有权期间,享受到与伯克希尔在此期间取得的进步完全成比例的收益。

虽然,伯克希尔股票的市场行为可能永远不会达到这种理想状态,但是,如果我们现在和将来的股东在做出投资决策时充分收集了信息,倾向于公司本身,而且没有暴露在高佣金的销售术之下,那么我们将更接近这一目标。这正是我们创造 B 股的原因,为此目的,如果我们能够削弱单位信托基金的努力推行,那么我们的境况会更好。

1996 年,我们曾通过所罗门公司大量发行过两次股票,两次发行都有有趣的地方。第一次是在 5 月份售出 517,500 股 B 股,净筹资 5.65 亿美元。正如我以前告诉你们的那样,我们这次发行是为了回应来自本身可以像伯克希尔股票那样流动的单位信托基金的威胁。在信托基金的交易过程中,他们本可以利用我们以往是过去的而且绝对不可能再现的记录,引诱天真幼稚的小额投资者,况且它们本可以向这些无知的人收取高额的费用和佣金。

我认为这些信托基金售出价值几十亿美元的单位轻而易举,而且我相信这些信托基金最初良好的市场表现会导致其他信托基金的设立。(在证券业,什么能卖就卖什么。)同

时,这些信托基金会不分青红皂白地将他们在发行过程中筹集的资金涌向它们定位的和限定的伯克希尔股票。其可能的结果是:我们的股票会出现投机泡沫。至少有一次,价格的跳跃本可以是自我确认的,即它会把一波一波天真的、易受影响的新投资者拉到信托基金中,因此还会买入更多的伯克希尔股票。

一些选择退出伯克希尔的股东可能会发现这种影响的结果,既然他们可以从那些怀着错误希望的买家的开销中获利。然而,留下的投资者可能会忍受由此带来的事实,因为在那一点上伯克希尔会负担起无数不幸的间接所有者(也就是信托基金持有人)以及一个清白的名声。

我们发行 B 股不仅会阻止信托基金的销售,而且可以为那些在听了我们发出的警告后仍然希望投资伯克希尔的人,提供一条低成本的途径。为了削弱经纪商为了利润在推销新证券时通常会表现出的热情,我们只为我们的发行安排了 1.5% 的佣金,这是我们在普通股的承销中见过的最低的报酬。此外,我们的发行数量没有限额,由此排除了那些因天花乱坠的广告宣传以及股票稀缺一起导致的短期价格暴涨的典型 IPO^① 买家。

大体说来,我们尽量保证 B 股只被那些有长线眼光的投资者购买。这些努力一般来说还是成功的:B 股发行后的即时成交量——“速买速卖”(Fillping)^② 的粗略指标——比新发行证券的标准低得多。最终,我们增加了大约 40,000 名股

① Initial Public Offering。公司首次向公众发售股票——译者。

② 专业的基金经理在开盘时购入新发的股票,并在它的第一波上扬过程中脱手,获得高额利润的操作——译者。

东,我们相信他们中的大多数不仅了解他们拥有的公司而且可以与我们的共享未来。

在处理这笔特殊的交易中,所罗门兄弟公司表现得极为出色。它的投资银行家们完全懂得我们要实现什么,而且修正了发行方案以达到这些目标。如果我们的发行在准备过程中遵循通常的标准,这家公司可能会赚更多的钱,也许是十倍。但是参与的投资银行家们没有按那个方向设计发行的细节。相反,他们提出了与所罗门兄弟公司经济利益相悖的、但对实现伯克希尔的某个目标却至关重要的想法。特里·菲茨杰拉德(Terry Fitzgerald)统率这项工作,因此我们要对他所做的工作表示感谢。

考虑到这种背景,你就不会感到吃惊,当我们在该年末决定发行一种可以转换为我们持有的部分所罗门公司股票的伯克希尔中期债券时,我们再次想到了特里。在这个例子中,所罗门公司再一次完成了一项绝对一流的工作,即为筹资 4.471 亿美元发售了本金为 5 亿美元的 5 年期债券。每 1,000 美元的债券可以转换成 17.65 股的股票,而且在 3 年内可以按增加后的价值赎回。算上最初发行的折扣以及一张 1% 的息票,这种证券可以为不想将他们转换成所罗门公司股票的持有者提供 3% 的到期年收益率。但是看起来,这些债券很有可能在到期以前就被转换成了股票。如果出现这种情况,我们在转换前一阶段的利息成本大约是 1.1%。

在最近几年,有文章写到查理和我对所有的投资银行费用都不满意。这种看法完全不对。在过去的 30 年中我们已经支付了许多笔费用,而且我们很高兴支付与投资银行的表现相称的报酬。从我们在 1967 年末为收购国家赔偿公司而

向查泰莱·赫德（Charlie Heider）开出支票，到 1996 年，在同所罗门公司的许多交易中，我们得到的远比我们付出的钱多很多。

兼并与收购

对查理和我来说,我们在伯克希尔的活动中最令人振奋的是收购一家拥有杰出经济特性,而且拥有我们喜欢、信任并且敬佩的管理者的公司。这种收购做起来并不简单,但我们会坚持不懈地找寻。在搜寻过程中,我们采用一个人寻找佳偶同样的态度:积极、关切和开明是有益的,但急切是无益的。

过去,我已经看到许多渴望收购的经理们,显然是被他们童年时代读到的关于青蛙与公主的故事^①施了催眠术。因为只记住了公主的成功,他们为亲吻被收购公司这只癞蛤蟆的权利付出了昂贵的代价,希望获得令人惊奇的成效。最初,令人沮丧的结局只会加深他们对围捕新癞蛤蟆的渴望。诗人哲学家桑塔亚那(Santayana)^②曾说,“如果你忘记了自己的目标,那么盲信将使你的努力事半功倍。”不幸的是,即便是最乐观的经理也必须面对现实。当陷入毫无反应的癞蛤蟆堆里时,他们会因此宣布一笔巨大的“重建”费用。在这种相当于

① 德国格林兄弟创作童话故事《青蛙王子》中的主人公。大意是,有位年轻的王子被一个狠毒的巫婆施了魔法,变成了一只青蛙,生活在水潭里。只有当故事中的小公主吻了他时,才能变回原型。有一天,青蛙王子遇到了来水潭边玩耍的小公主,并为小公主找回了落入水潭中的金球。最后,青蛙王子在小公主的帮助下解除了魔法——译者。

② 1863—1952, 全名乔治·桑塔亚那(George Santayana), 西班牙—美国哲学家、诗人兼人类学家——译者。

政府出资创立的“希望工程”(Head Start)^① 的公司里,往往是 CEO 接受教训,而股东们只有付学费的份了。

在我作为经理的最初日子里,我也约会过几只癞蛤蟆。它们是些便宜的约会——我从不是个大手大脚的人——但我的结局同那些追求高价癞蛤蟆的收购者一样。我吻了它们,但它们仍是癞蛤蟆。

在经历过几次这样的失败后,我终于记起了我曾经从一位职业高尔夫球手(就像所有曾参与过我的游戏的专业人士那样,他希望隐姓埋名)那里得到的忠告。这位专业人士说:“熟未必生巧;但熟能生腐。”因此从那以后,我调整了我的策略,并开始以中等的价格买入上等的企业,而不是以上等的价格买入中等的企业。^②

A. 错误的动机和昂贵的价格^③

正如我们的历史表明的那样,拥有整家公司和拥有代表公司一小部分的可买卖证券,对我们来说都相当不错。我们继续寻求在每个领域投入大笔资金的途径。(但我们努力避免小动作——“如果事情根本不值得做,那么就不值得去做好。”)实际上,我们的保险和交易食品代用券的企业的流动性需求要求把主要的投资置于可买卖证券中。

① 由美国联邦政府发起的,为低收入家庭儿童设立的学龄前教育计划。该计划创立于 1965 年,作为林登·约翰逊(Lyndon Johnson)总统的反贫困计划的一部分——译者。

② 选自 1992 年年报的前言部分。

③ 短线分隔成的各部分选自:1981 年、1982 年和 1994 年年报。

我们的收购决策着眼于使真正的经济利益最大化,而不是着眼于使管理范围最大化,以及为了会计上的目的使报告的数字最大化。(长远来看,强调会计表上的数字重于经营实质的公司管理人员常常什么都实现不了。)

我们不着眼于即刻可以反映出来的收益。我们宁愿以每股 X 美元的价格买入优秀公司 T 的 10% 的股权,也不愿意以每股两倍于 X 美元的价格买入公司 T 的 100% 的股权。大多数公司的经理们偏爱反其道行之,甚至认为他们的行动有高明的理论基础。

然而,我们觉得在大部分高溢价公司的收购行动中,有三种动机——通常未说出口,它们或是单独作用,或是联合作用——最为重要:

(1) 公司或其他组织的领导决不欠缺生气,而且常常爱好活动与挑战。在伯克希尔,当收购在望时,公司的脉搏不会跳得更快。

(2) 大多数公司或其他类型的组织,在评估自我的同时也被其他组织进行评估,而且它们以组织的规模大小,而不是以其他标准,酬报它们的经理。(问问《财富》500 强的经理,他的公司在名单上排在第几位,答案总是以销售额的排名顺序;如果如实按照同样 500 家公司的盈利能力编制排名,那么他很可能根本不知道他的公司在财富排名上的位置。)

(3) 童话中的潇洒王子因被一位美丽公主的一吻而从癞蛤蟆的身体中解脱出来,在易受影响的童年时代,许多管理人员显然被这样的童话故事影响过度。结果,他们认定他们的管理之吻可以对收购目标(T 公司)的盈利能力带来奇迹。

这种乐观主义是必不可少的。如果缺少了这种玫瑰色的

见解,那么为什么有的公司 A(Acquisitor,收购方)的股东要以 2 倍的收购成本,而不是以他们自己直接在市场上买入时的市价 X,拥有 T 公司的股权呢?

换言之,投资者完全可以按癞蛤蟆的现行价格购买癞蛤蟆。相反,如果投资者希望为想要吻癞蛤蟆的公主们提供两倍于此的资金,那么这些吻最好。我们已经看到许多吻,但很少看到有奇迹出现。然而,许多负责管理工作的“公主”仍然执迷于他们的吻的未来潜能——甚至在他们的公司后院已经深陷在毫无反应的癞蛤蟆群时也是一样。公平地说,我们应当承认有些收购记录确实十分耀眼。其中,有两种主要的类型尤为出色。

第一类的公司通过谋划或突发事件,收购那些特别能适应通货膨胀环境的公司。这些有天赋的公司必须有两种特性:(1)能够相当容易地涨价(甚至在产品需求乏力而且生产能力还未充分利用的时候),而不必担心大量丧失市场份额或者单位产量的能力,以及(2)只需要微小的额外资本投入,就能在业务中提高销售额增长(常常因通货膨胀而不是真正的经济增长产生)的能力。在最近几十年中,专注于符合这些标准的投资机会,使能力一般的经理也能取得优异的成绩。但是,极少有企业同时拥有这两种特性,而且收购这些企业的竞争现在已经变得非常激烈,以至于达到了互相拆台脚的程度。

第二类包括那些管理超级明星——这些人可以识别那些伪装成癞蛤蟆的杰出王子,而且具有可以使他们剥去这种伪装的管理能力。我们向这样的经理们致敬,如西北工业公司(Northwest)的本·黑尼曼(Ben Heineman),特力戴(Teledyne)公司的亨利·辛格顿(Henry Singleton),国家服务工业公司

(National Service Industries)的欧文·赞班(Erwin Zaban),尤其是大都会通讯公司(Capital Cities Communications)的汤姆·墨非。(一位真正的能用一份钱买到二份货的公司管理者,他的收购工作集中于类型1,而他的营运天才使他成为类型2的领袖。)从他们的直接经验和我们作为代理人的实践经验中,我们能认识到这些主管人员所取得成就的困难与珍贵。(他们也一样;这些冠军在最近几年极少收购别的公司,而且常常发现回购他们的股票才是对公司资本的最切合实际的运用。)

不幸的是,你们的董事长不具有类型2的气质。而且,尽管我们对各种集中于类型1的经济因素有深刻的了解,但是我们操作这种类型的收购活动是少之又少。我们的理论比我们的表现要好。我们忽视了诺亚(Noah)^①的原则:重要的是建造方舟,而不是预测暴风雨。

有时我们也尝试以便宜的价格购买几只癞蛤蟆回去,其结局已经在过去的年报中有所记载。显然,我们的那些吻没有达到预想的效果。对几个王子我们做得很好,但在收购时他们已经是王子了。所幸的是我们的吻没有使他们再变回到癞蛤蟆。因此,最终我们偶尔可以非常成功地以癞蛤蟆的价格买入可以轻易鉴别的王子的部分权益。

1983年,伯克希尔与蓝筹食品代用券公司(Blue Chip

^① 《圣经》中的人物,奉神之命建造方舟。在他600岁时,神连降40天暴雨,造成洪水泛滥,而诺亚用方舟拯救了家人及其他飞禽走兽——译者。

Stamps)正在考虑合并。如果兼并成功,那么它将包括一次基于对两家公司采用相同的估值方法的股票交换。现有管理人员任期内的另一次由伯克希尔或其附属公司进行的大规模股票发行,是在 1978 年伯克希尔与多元零售公司(Diversified Retailing Company)的合并过程中。

我们的股票发行遵循一条简单的基本规则:除非我们能够得到与我们给予的企业内在价值同等的价值,否则我们不会发行股票。这样一条策略可能看起来是公理化的。你可能会问,为什么人们要为了 50 美分的硬币发行 1 美元的票据?不幸的是,许多公司的经理一直在愿意这样做。

在进行收购时,这些经理的第一个选择可能是使用现金或举债。但 CEO 对收购的渴望常常超出公司的现金和信用能力(当然我的渴望总是有这些能力支持)。而且,这些渴望常常出现在他自己的股票价格大大低于公司的内在价值的时候。这种事态导致了一种生死一决的结果。在这点上,正如约基·伯拉(Yogi Berra)^①所说,“仅凭注视,你就可以观察到许多东西。”因为那时,股东就会发现管理人员真正偏好的目标是扩大统治范围还是维护公司所有者的财富。

由于一些简单的原因,就有了在这些目标间做出选择的需要。在股票市场上,许多公司的股票价格常常远低于它们的企业内在价值。但是,当一家公司希望在一次协议交易中整体出售时,它就不可避免地要求——而且通常也能够——得到完全的商业价值,而无论这种价值以何种货币支付。如

^① 1925—。美国职业棒球运动员,曾创造过接球手本垒打记录(313 次)——译者。

果要在支付中使用现金,那么卖家对得到的价值的计算就简单得不能再简单了。如果买家把股票作为货币,那么卖家的计算仍然比较简单;仅需以现金形式计算出它收到的股票的市场价值。

同时,希望以自己的股票作为货币进行收购的买家也不会有问题,只要股票在市场上完全按其内在价值交易。

但是,让我们假定股票仅卖其内在价值的一半,在这种情况下,买家就会面对用一种被大大低估的货币进行收购的悲惨景象。

令人啼笑皆非的是,如果让买家反过来成为其整个公司的卖家,那么它也会为企业内在价值而谈判,而且很有可能如愿以偿。但是,如果买家仅出售其自身的部分股权——而且这正是为了收购而发行股票所要达到的金额——那么他通常能够得到与市场选择给予这些股票的价值同等的价值。

然而,不顾一切向前冲的收购方以用被低估(市场价值)的货币支付十足价值(协议价值)的财产。结果,收购方必须为了收到1美元的价值而支出2美元。在这种条件下,以“合理”售价买入优秀公司就成了一桩可怕的买卖。因为我们不可能用被估值成铅的金子——甚至是银子——明智地买入被估值成金子的金子。

但是,如果对公司规模和对收购行动的渴望足够强烈,那么,收购方的经理将为这种诋毁价值的股票发行寻找充分的合理依据。友善的投资银行家会使他相信收购行动是合理而稳妥的。(就像一个顾客不要问理发师:“我是否需要理发”。)

这些发行股票的管理人员会使用以下几条他们钟爱的合理依据:

(a) “我们正在收购的公司将来会值钱得多。”(正在消失的被收购方的股权大概才会有这种结果；未来前景已经包含于公司的估值过程中。如果为 X 发行 2X, 那么当双方的商业价值都翻番时, 不平衡仍旧存在。)

(b) “我们必须成长。”(有人可能会问这个“我们”是谁？对现在的股东来说, 实际情况是在股票发行的时候所有现存的公司都缩了水。如果伯克希尔明天为了收购发行股票, 那么伯克希尔就会拥有它现在拥有的一切外加新收购的公司, 但是你在像喜诗糖果公司、国家赔偿公司等等这样难以匹敌的公司中的权益就会自动减少。如果(1)你家拥有一个 120 英亩的农场(2)你邀请相比之下只有 60 英亩土地的邻居将他的农场并入到一家对等合伙企业中——而你是管理合伙人, 然后(3)你的管理范围就会扩大到 180 英亩, 但你会将你家在英亩数和农作物上的所有权益永远减少 25%。我以为, 对于那些要想让所有者破费以扩大他们领地的经理们, 最好考虑让他们在政府中谋职。)

(c) “我们的股票被低估了, 而且我们已经使其他的影响在这笔交易中的作用降至最低——但是我们需要向正在出售股票的股东支付 51% 的股票和 49% 的现金, 以至于这些股东可以得到他们要求的免税交换。”(这种论点承认, 缩减股票发行对收购方有利, 而且我们喜欢那样做。但是, 如果 100% 地用股票交换有损于老所有者, 那么 51% 很可能也会有损于老所有者。毕竟, 如果一条西班牙猎狗损坏了某人的草坪, 那么它是不会受欢迎的, 这是因为它是一条西班牙猎狗, 而不是圣

·伯纳德(St. Bernard)^①。而且卖家的希望不可能符合买家的最佳利益——假如卖家坚持收购方撤换 CEO 是兼并的一个条件(决不可能出现这种事),那会出现什么情况呢?)

在为收购行动发行股票时,对原所有者来说,有三条途径可以避免其原来投资收益的损失。一是进行一次真正的企业内在价值相对应的兼并,就像伯克希尔—蓝筹公司合并时打算做的那样。这样一种兼并对双方的股东来说都会公平,因为就企业内在价值而言,每一方收到的都与它付出的等值。达特工业公司—卡夫食品公司,以及纳贝斯克—标准品牌公司的兼并看起来就属于这种类型,但他们只是例外。并非收购方希望避免这种交易;只是因为这些交易极难进行。

当收购方的股票按其企业内在价值或企业内在价值以上的价位进行交易时,第二种途径就会自动呈现出来。在那种情况下,把股票兑现成货币实际上可以增加卖方公司所有者的财富。1965 年至 1969 年,许多兼并都是在这个基础上完成的。1970 年以来,大多数兼并活动正好相反:被收购公司的股东收到了大大膨胀了的货币(常常是受可疑会计方法和推销技巧的打气),但最终是这种交易的财富损失者。

在最近几年,第二种途径适用于极少数大公司。例外主要是那些处于诱人行业或者增长行业中的公司,市场定位在企业内在价值或商业价值以上,使这些公司增加了财富。

第三种解决途径适用于那些先是收购,然后再回购与在兼并中发行的股票数量相等的股票的收购者。用这种方法,

① 一种起源于欧洲的,红白相间的大型犬类,体重可达 70 至 90 公斤,身高可达 69 厘米。灵敏的嗅觉和极佳的方向感使它特别适于找寻深埋在积雪中的失踪者——译者。

最初是股票换股票的兼并可以转换成现金换股票的收购。这种回购是弥补损失的步骤。读者可以正确地猜出，我们宁可采用可以直接增加所有者财富的回购，而不是仅仅弥补以前损失的回购。记录橄榄球落地得分比取回漏接的球更令人振奋。但是，如果接球失误已经发生，那么回收是非常重要的，而且我们诚心诚意地推荐可以把一个错误的股票交易转变成现金交易的弥补损失的回购。

在兼并中使用的语言会干扰股票发行，而且鼓励经理们采取无理性的行动。例如，“稀释”通常是在成比例的基础上认真地计算每股账面价值和当前收益。尤其注重对后者的稀释作用。如果计算结果在进行收购的公司的立场上是负的（稀释的），那么公司就会（如果不在其他地方，那就是在内部）做出一个证明收购是正确的解释，即曲线会在将来的某个点上交汇。（虽然交易常常在实践中失败，但它们从未在预测中失败——如果 CEO 表示对预期中的收购志在必得，那么他的下级和顾问就会提供必要的预测使任何收购价格合理化。）如果对收购者来说计算结果产生的数字直接就是正的——也就是抗稀释的，那么公司就会认为没有必要进行说明。

对这种形式的稀释的注意有些过头：当前的每股收益（或者甚至是今后几年的每股收益）在许多公司估价中是重要的变量，但远不是无所不能的。

已经有大量的兼并——在这种有限的意义中没有稀释效应——立即对收购者的价值带来了破坏。而且，一些已经稀释了每股的当前收益以及短期收益的兼并实际上可以提高价值。真正有意义的是，要判断出对于企业内在价值（一种涉及考虑许多变量的判断）来说，兼并是有稀释作用的还是抗稀释

的。我们相信从这个观点上对稀释的计算是非常重要的(虽然事实上很少有公司这么做)。

第二,语言问题与交换的方程式有关。如果公司 A 宣布它将发行股票兼并公司 B,那么这个过程通常就被形容为“公司 A 将收购公司 B”,或者“B 将出售给 A”。如果用一种更加笨拙但精确的形容,那么对事情就会有更加清楚的考虑:“部分 A 被出售以获得 B”,或者“B 的所有者收到用来交换他们财产的部分 A。”在一笔买卖中,你正在给予的与你正在获得的同等重要。即便在最后对正在给予的东西的计算耽搁了,这条规则仍然是正确的。随后出售的普通股或者可转换证券——为给一笔交易筹措到资金或者为了恢复资产负债表的稳定——在估价最初收购的基础数学中必须完整地计算。(如果公司怀孕是公司交配的结果,那么要认真面对的是在狂喜的时刻之前。)

经理们和董事们应该问问他们自己,他们是否会按出售公司一部分的价格出售公司的 100%,这会使他们的思考变得更加锐利。而且如果这样出售整个公司并不合算,那么他们就应该问问自己为什么出售一部分就聪明了呢。管理上小的愚蠢行为累计起来就会导致大的愚蠢行为——而不是大的胜利。[拉斯-维加斯(Las Vegas)就是建立在当人们参与看来数额不大的不利的资本交易时出现的财富转移的基础之上。]

就注册的投资公司而言,“给予对所得”的因素相当容易计算。假定正在出售 50% 财产值的投资公司 X 希望与投资公司 Y 合并。再假定公司 X 决定发行市场价值与 Y 的财产价值相等的股票。

这样的股票交换将会给卖 2 美元的 X 公司留下它以前的内在价值,对 Y 公司 1 美元的内在价值。抗议将会立即来自 X 的股东和 SEC,后者规定注册的投资公司的兼并必须公平。这样一种交易简直不可能得到批准。

至于制造业、服务业、财务公司,其价值通常就不能像投资公司那样精确地计算。但是我们已经看到在这些行业中发生的兼并,就像我们在上面假设的例子那样,严重破坏了收购公司的所有者所持有的价值。如果管理人员与董事们能够用相同的尺度衡量收购公司与被收购公司使交易公平,那么这种破坏就不会发生。

最后,我们必须对出现使价值稀释的股票发行时,在收购公司的所有者身上产生的“双重晦气”作用说一句。在这种环境下,第一个打击是兼并本身发生的企业内在价值的损失。第二个打击是在市场价格上对现在被稀释的企业内在价值的相当理性的向下修正。因为,现有和未来的所有者,显然不会对因不明智的股票发行破坏财富的管理人员手中掌握的资产,与有着完全相同的营运天资、但又以厌恶有损于所有者的行为闻名的管理人员托管的资产支付相同的钱。一旦管理人员表现出对所有者的利益感觉迟钝,那么股东就得在相当长的一段时间内忍受(与他们的股票相关的)价格/价值比,而无论管理人员做出什么样的保证说采取这种价值稀释行为是一种下不为例的事故。

市场就像人们在餐馆对待色拉中有一只虫的解释那样对待这些保证。在被冒犯的顾客和正在犹豫点什么的邻座两方面,这种解释即使是由新侍者说出口,也不会消除色拉需求(也就是市场价值)的下降。如果其他条件完全一样,经理人

员能够证明不愿在任何时候发行对企业所有者不利的股票的公司,那么,那些公司得到了比企业内在价值更高的股票市场价格。

在反复思量公司兼并与公司收购时,许多经理倾向于把注意力放在交易是否会立即对每股收益产生稀释作用(或在金融机构中说的会对每股的账面价值产生稀释作用)。强调此类事情带有巨大的危险……。想象一下,一位 25 岁的 MBA 一年级学生正在考虑将他未来的经济利益与一位 25 岁的做散工的工人的合并。这个还未挣钱的 MBA 学生会发现,用“股票换股票”的方式将他自身的权益与那位做散工的工人的合并,可以(大规模地)提高他的短期收益。但是,对这位学生来说,还有什么比这个交易更蠢的事呢?

在公司交易中,如果预期中的被收购方有着不同的前景,不同的经营性资产与非经营性资产混合比,或者不同的资本结构,那么将要成为收购方的公司把注意力置于当期收益上也同样愚蠢。在伯克希尔,我们已经拒绝了许多兼并机会与收购机会,它们本可以提升我们的当期收益和短期收益,但会降低每股的内在价值。相反,我们的方法遵循了韦恩·格兰斯基(Wayne Gretzky)^①的忠告:“到冰球要去的地方,而不是它现在呆的地方。”结果,现在我们的股东要比假如我们采用标准的教义进行操作的话,要富上几十亿美元。

^① 1961—。加拿大冰球运动员。美国全国曲棍球联合会(National Hockey League)历史上最伟大的球员 译者。

令人悲痛的是,大部分收购都表现出一种惊人的失衡;对被收购方的股东来说它们是个大富矿;它们提高了收购方管理人员的收入和地位;而且对双方的投资银行家和其他专业人员来说,它们都是个蜜罐。但是,哎呀!它们通常都减少了收购方股东的财富,而且常常是大幅减少。出现这种情况是因为,收购方通过收购获得的企业内在价值比原本拥有的反而减少了。已从公司(Wachovia Corp.)退休的领导人约翰·麦德林(John Medlin)说,这种收购做得太多,“你实际上是在反过来玩一封连锁信(Chain Letter)^①”

随着时间的流逝,一家公司的经理们配置资产的技能对企业的价值有着巨大的冲击。几乎可以肯定,一家真正优秀的公司可以产生(至少在它最初的几年中)比它内部能够使用的更多的钱。当然,这家公司可以通过股利或者股票回购的方式,把钱派发给股东。但是,CEO 常常会问战略规划人员、顾问或者投资银行家们,进行一两次收购是否更有意义。这就好比是在问你的内部装修人员,本人是否需要一块 50,000 美元的垫子。

这种收购问题常常掺杂着一种生物学上的偏见:许多 CEO 获得他们位置的部分原因是因为他们有活力而且自负。如果一位主管人员极具这些品质——必须承认,有时这是他们的优势——那么他达到权力的顶峰时这些品质也不会消失。当这样一位 CEO 被他的顾问们鼓动进行交易时,他的反应就会像一位被他的父亲鼓动来一次正常的性生活的十几岁

① 要求收信人看过信后复写成一定的份数,再分寄给其他人,如此不断持续以扩大收信人的范围——译者。

男孩一样。这种鼓励并不是他真正的需要。

几年前,我的一位 CEO 朋友——必须说明这是开玩笑——无意识地描绘了许多大买卖的病理。这位经营一家财产保险公司的朋友正在对他的董事们解释,为什么还要收购一家寿险公司。在单调而低沉地说了一通关于这次收购的毫无说服力的经济与战略原理后,他突然放弃了讲话稿。他摆出一副顽皮的样子,仅仅说了一句:“啊奥!伙计们,所有其他家伙都有了——一家寿险公司。”

在伯克希尔,我们的经理们将继续实现那些对普通的公司来说是异常高的回报。作为第一步,这些经理们将寻找那些在他们的公司中方便地运作他们收益的途径。他们会把剩下的交给查理和我。然后,我们会尽力以构筑每股内在价值的途径使用这些资金。我们的目标将是部分收购或者全部收购那些我们相信并完全了解的公司,那些有着优秀的、可以持续发展的经济基础的公司,以及那些由我们喜欢、钦佩并且信任的经理们运作的公司。

B. 合理的回购与反收购^①

我们大笔投资的几家公司都曾经在股票的价格与价值存在巨大差异的时候,进行过大规模的股票回购活动。作为股东,有两条重要的原因——一个显而易见,而另一个较为敏感而且并不总能得到理解——使我们发觉这样做值得提倡而且有益。明显的一条理由涉及基本的算术:以大大低于每股

① 短线分隔成的各部分分别选自:1984 年、1984 年年报。

企业内在价值的价格进行的回购,是一条能即刻增加这种价值的有效途径。当公司买入他们自己的股票时,他们常常发现很容易以 1 美元的市价得到 2 美元的内在价值。而对其他的公司收购计划几乎从不能达到这一程度,而且在大量令人失望的案例中,为这些收购计划花费的每个 1 美元往往得不到任何接近于 1 美元价值的东西。

回购的另一个好处很难精确计算,但随着时间的流逝可能显得十分重要。在一家公司的市场价值大大低于它的企业内在价值时进行的回购,管理人员可以清楚地证明这是可以增加股东财富的行动,而不是扩大管理人员的权限但又对股东无所益处的(甚至是有害的)行动。见到这个行动后,股东以及潜在的股东就会提高他们对公司未来收益的估计。而这种向上的修正将产生与企业内在价值更加一致的市场价格。这些调整后的价格完全是理性的。相比一家掌握在利己主义的正在奔向另一位“鼓手”的经理手中的公司,投资者心甘情愿为一家掌握在被证明有以股东利益为优先倾向的经理手中的公司付更多的钱。[说到底,为了成为一家由罗伯特·威斯克(Robert Vesco)控制的公司的小股东,你会付多少钱呢?]

关键词是“被证明的”。当回购明显符合所有者的利益时,作为一名经理却仍然对回购无动于衷,那么,他肯定是有更多的想法。无论多少次,或者无论他如何雄辩地将某种诸如“使股东的财富最大化”这样的被公共关系激发的词藻挂在嘴边,市场都会正确地把他的资产打折。他口是心非——因此,过一段时间,市场也会这样。

(我们对回购的认可仅限于那些受价格/价值关系支配的回购,因为涉及到“反收购式”的回购,那是一种令我们感到厌恶而且矛盾的案例。在这些交易中,双方都通过对无辜的而且未与之商议的第三方的剥削,来实现他们的个人目的。这三方分别是:(1)甚至在股票证书墨迹未干前,就用“要钱还是要命”来要挟公司经理们的“股东”勒索者;(2)以任何价格——只要是别人来付账——尽快寻求和解的公司内部人士;以及(3)出钱给(2)用来赶走(1)的股东们。当尘埃落定的时候,正在路边打劫的临时股东会大谈“自由企业”,被打劫的管理人员会大谈“公司的最佳利益”,而站在一边的无辜股东只有默默地掏钱付账。)

C. 杠杆收购^①

如果成功的公司收购是如此之难,那么人们又怎么解释近来大多数已经买下公司的杠杆收购(Leveraged Buy Out, LBO)^② 操作者的普遍成功呢?大部分答案来自于所得税效应以及其他简单的效应。在一个典型的 LBO 案例中,大部分股份公司的资本总额被置换成了 90% 的债务加上占新资本总额 10% 的普通股头寸:

① 部分内容选自 1989 年度 Wesco 财务公司致股东的信,由查理·T·芒格撰写。经同意作为伯克希尔思想的一部分,纳入巴菲特的这本书中。

② 一种主要由债务融资进行的收购。投资者通过负债,购买整个公司或其分公司的股票或资产——译者。

(1) 所有这些新的普通股加上所有新的债务的市场价值,比以前所有老的普通股的市场价值高得多,因为,现在的税前收益因负债而被掩盖,无须再交所得税,在许多情况下,这些所得税的金额在以往每年要比股东收到的现金更多;

(2) 通过向以前的股东支付高昂的价格让他们离开的收购行为,使得收购方公司因负债而使所得税降低,相应地公司名义上的总资产也得以提高。这种税收效应的价值留存,也会有使新的普通股(现在已经更像一种有优惠条款的投机股票权证)在收购文件墨迹干透时就已经比成本值钱得多;

(3) 新的“所有者”然后会采用一些策略,包括:

(a) 他们消除了许多可以轻易去除的成本(大部分是人事成本),以及低于票面价值的某些部门,这些部门是(I)用懒惰和愚笨来虐待成功的公司(包括我们的公司)以及(II)以异想天开来构筑公司长远前景,并为此付出很多代价,还振振有辞地认为目前的牺牲是必须忍受的部门;

(b) 他们以高价出售了几个营运部门,有时是出售给一个直接的竞争对手来磨炼他们的微观经济学洞察力,有时是出售给一个极易找到的非竞争对手性质的、与公司毫无关联的买家,这个买家愿意出与竞争对手一样高的价钱;

(4) 然后新的“所有者”可以及时地获利了结,这些利润不仅来自于纳税效应和其他上面提到的简单的改组活动,还来自在一段伴随着上升股票市场的繁荣出现的,由极端财务杠杆产生的乘数效应。

国家是否要求众多(甚至是任何)大型公司有高杠杆的资本结构——除了因偶然的灾难引发的——这是一个令人感兴趣的社会问题。难道公司的一个社会功能不是在财务上强

健,以致于它们可以像避震器那样保护隶属的雇员、供应商和顾客免受资本主义固有的反复无常吗?本·富兰克林(Ben Franklin)^①把“空麻袋很难立直。”的话加到《可怜的理查德年鉴》(Poor Richard's Almanac)^②中不正确吗?一家完全靠借贷过活的衰弱公司,不就像一座结构强度不足的桥吗?就算杠杆收购在长期功效上有一些有利的效用(就像有一些不利的效用一样),我们希望有多少能干的人发起可以减少公司所得税、常常挑战反垄断法的限制,以及为了减轻债务的压制水平,而把业务重点置于短期现金产出上的公司资产重组活动?最终,就像哥伦比亚法学院(Columbia Law School)教授路·洛文斯坦(Lou Lowenstein)表述的那样:“我们真的要求作为重要社会机构的整个公司业务部门,像猪胸肉合约(Pork Belly Contract)^③那样不停地交易吗?”

但是,这些社会问题已有了答案,当前形势中有三个方面很明确。第一,公司的纳税效应在LBO交易中显现太大,以致于这种交易的轻易成功并不意味着这种成功在普通的公司收购中也能轻而易举。第二,现在与我们在一起的一群群杠杆收购运作者,把通常的收购价抬高到了对其他有意向的收购者(包括Wesco)不利的地步,因为这些收购者不愿通过最

① 1706—1790。全名本杰明·富兰克林(Benjamin Franklin),美国科学家兼政治家——译者。

② 富兰克林于1757年创办的一部关于他本人的年鉴,充满了对如何在世上取得进步的至理名言。当时,他以理查德·桑德拉斯(Richard Saunders)为笔名——译者。

③ 标准商品期货合约的一种。它不停地交易(速买速卖)的主要原因是猪胸肉像橙汁(另一种标准商品期货合约)那样会腐烂变质。巴菲特引用这句话意指,对待优秀公司的股票不能像对待猪胸肉合约那样,因为这些股票代表的公司所拥有的价值应当可以存在相当长的一段时间——译者。

大限度的举债使纳税利益最大化。第三，只要现在容许这种交易的法律继续存在，这些 LBO 运作者的活动就不会停止。在这些法律之下，这些运作者有真正的优势，而不只是拥有一块有助增长的遮羞布。即使失败与耻辱会减少他们的数量，而且杠杆收购交易的价格会下降，但是这种运作方式减少公司所得税的资本化价值仍然存在。因此，大量有关这种交易的诱因仍旧存在。LBO 的妖怪终会遇上挫折，除非新的法律下命令，否则它就不会回到瓶子中去。

还应当注意，LBO 运作者对收购价的刺激最终并不能在税法上获得真正的优势，也无助于完成毫无顾忌地快速改组公司的意愿。对高买价的其他刺激来自 LBO 合伙制中的普通合伙人，因为他们不必拿自己的钱（算上手续费后比没有还少）去冒险，却能分得大笔收益。这种安排与招徕赛马会上的看客下赌注的人的方法相似。有谁见过哪个老板不希望自己的下注人赌上一大把呢？

对 Wesco 这样一位非 LBO 运作者而言，好公司的收购活动总是困难重重。而且这种活动在最近的每一年中，已经更像在明尼苏达州（Minnesota）的水蛭湖（Leech Lake）中钓北美狗鱼（Muskie）^①，在那里，笔者的早期业务伙伴埃德·霍斯金斯（Ed Hoskins）曾与他的印第安向导有下面一段对话：

“在这个湖里抓到过北美狗鱼吗？”

“比在其他任何明尼苏达的湖中抓到的都要多，这个湖以北美狗鱼闻名。”

① 最早发现于美国的大湖流域（Great Lakes），长可达 2.4 米，重可达 50 公斤——译者。

“你在这儿捕了多少年鱼？”

“19年。”

“那么你抓到过多少条北美狗鱼？”

“一条也没有。”

如果一个公司的管理人员与我们的观点一致,那么我们就可以有把握地预测公司收购十分稀罕。因为这个游戏对每个人几乎都很难,或仅仅是因为这个游戏对我们来说很难,所以正像我们愿意相信的那样,无论收购是否发生,结果对Wesco的股东来说都一样:这是比我们所有人喜欢的活动更不合算的活动。但是,可能有一个安慰:一系列巨大的、无法纠正的收购问题,很少出自那些认为收购活动就如同在水蛭湖钓北美狗鱼的人。

D. 稳定的收购政策^①

如果我们所用的这些篇幅仅仅是用这些页对大多数经理的收购活动发问,我们在这一一年中的行为看起来就有些奇怪,这一年中我们进行了三次令人欢心鼓舞的收购。放心,查理和我还没有丢掉我们的怀疑论:我们相信大多数交易确实有损于收购公司的股东。来自《HMS 围裙》(HMS Pinafore)^②中的台词每每都很适用:“事情很少像它们看上去的那样,请撤下牛奶的伪装做奶油。”特别地,卖方和他们的代表总是提

① 短线分隔成的各部分分别选自:1995年、1991年(后者与1982年开始及其后续的版本相似)。

② 出生于英格兰的美国女演员朱莉亚·马洛(Julia Marlowe)到美国后的第一次被记载的表演就是在这部名为《HMS 围裙》的喜歌剧中——译者。

出娱乐价值大于教育价值的财务计划。在制造玫瑰色的剧情时，华尔街可以靠华盛顿撑住自己。

无论如何，为什么潜在的买家总是要看看卖家准备好的计划让我困惑不解。查理和我从未看过它们一眼，相反却紧记有一匹病马的人的故事。在看兽医的时候，他说：“您能帮助我吗？我的马有时勉强走得好的时候，但有时却一瘸一拐。”兽医的回答是：“没问题——在它勉强走得好的时候，卖了它。”在收购与兼并的世界中，这匹病马会被当作是塞克拉泰瑞特 (Secretariat)^① 叫卖。

在伯克希尔，我们在对一家想要收购的公司的未来进行预测时，也会遇到各种困难。就像所有的收购者一样，我们也面对一个固有的问题，即公司的卖家对公司的了解远胜于买家，而且可以挑选出售的时机——通常可能是在公司“勉强能走好”的时候。

即使这样，我们也有一些优势，也许最大的优势在于我们没有强制性地制定一个战略规划。因为，我们感觉没有必要朝一个制订好的方向一成不变地前进，最终使收购价格高得极其愚蠢，而是灵活地决定什么对我们的所有者来说更有意义。在决定的过程中，我们总是在内心把任何我们正在仔细考虑的行动与其他许多向我们敞开的机会相比较，包括通过股票市场买入世界上最优秀的公司的一小部分股权。我们拿

① 1970—1989。美国纯种赛马。1973年，塞克拉泰瑞特曾同时创造了在肯塔基州赛马会 (Kentucky Derby) 上用 1 分 59 秒 40 跑完 1.25 英里，以及在贝尔蒙特树桩赛马会 (Belmont Stakes) 上用 2 分 24 秒跑完 1.5 英里的两项纪录。在 1973 年的赛季之前，一个投资者辛迪加出资 600 多万美元买下了塞克拉泰瑞特——译者。

收购与被动投资相比的做法,是那些仅仅把注意力置于公司扩张上的经理们难得采用的戒律。

几年前,彼德·德拉克(Peter Drucker)^①在与《时代》杂志(Time Magazine)的一次谈话中,点出了事情的本质:“我要告诉你一个秘密:做交易胜于工作。做交易刺激、有趣,而工作会带来满身污秽。任何公司的运作都会涉及大量肮脏的细节问题……做交易则浪漫、撩人心弦。这就是为什么你要做那些无聊交易的原因。”

在进行收购时,我们还有更进一步的优势:就支付方法而言,我们可以向卖家提供一种汇集了许多优秀公司的股票。希望卖掉一家好公司的,但又希望无限期递延任何税赋的个人或家族,不难发现伯克希尔的股票是一种特别丰饶的财产。实际上,我相信这种演算在我们于1995年以换股方式进行的两次收购中,曾起了重要的作用。

除此之外,卖家有时会关心将他们的公司置于一个不仅持久,而且可以为经理们提供舒适、高效的工作条件的公司家庭中。这时,伯克希尔又可以提供特别的东西。我们的经理在运作公司时有高度的自治权。此外,我们的所有制结构能使卖家明白,当我说我们会保留买进的公司时,这个承诺就意味着一切。在我们这边,我们喜欢与那些在乎自己的公司和雇员会怎样的所有者做交易。相比那些仅仅是要拍卖自己公司的卖家,一个买家在与上面那种类型的卖家打交道时,不会发现什么特别的惊奇。

① 1909 生于奥地利的美国管理专家。德拉克在他于 1952 年出版的经典之作《管理实践》(The Practices of Management)中建立了“目标管理”(Management By Objectives, MBO)理论——译者。

除了前文所述的关于我们收购风格的那些解释之外,在这里,我想讲几句不是精致的销售广告的话。如果你拥有或代表一家税前收入达 2,500 万美元甚至更多的公司,而且它符合我们的标准[见下文],就请给我来个电话。我们的商讨将绝对保密。而且,如果你现在不感兴趣,那就把我们的建议保存在心里:我们永远不会失去收购经济状况良好而且管理优秀的公司的胃口。

在我们给收购活动下断言时,我不得不提到去年一位公司的主管人员给我讲的故事。他所在的公司是一家优秀的公司,在行业中长期处于主导地位。但是,它的主打产品没有什么魅力。因此几十年前,公司雇佣了一名管理顾问,他——很自然地——提出了多元经营的建议,这是当时和现在的时尚。(“专一经营”还不流行。)不久,这家公司收购了若干家公司,而且每次都是在管理顾问公司进行了长期的——而且是昂贵的——收购研究之后。结局呢?这位主管人员伤心地说,“刚开始时,我们利润的 100% 来自于原先的公司。但十年后,上升到了 150%。”

尽管我们进行的四次大收购都有著名的投资银行代表卖方,但其中仅有一次是投资银行与我们联络,这看起来让人扫兴。在其他三个案例中,我本人或朋友在投资银行已经请求了它自己的委托人后就启动了交易。我们希望看到中间人因想到我们而赚到手续费——而且想在此重复一下我们在寻找什么样的公司:

(1) 大公司(至少有 1,000 美元的税后利润);

(2) 经证明的持续赢利能力(预测未来我们不感兴趣,“扭转”局面我们也不感兴趣);

(3) 在少量举债或不举债时,公司的净资产收益状况良好;

(4) 管理得当(我们不可能提供管理);

(5) 业务简单(如果技术太复杂,我们会弄不明白);

(6) 明确的价格(我们不想浪费我们的或是卖方的时间,在价格不明朗的时候商讨,即使仅仅商讨交易的构想也是不明智的)。

我们不会从事敌意的收购。对于我们是否感兴趣,我们可以允诺完全保密和非常迅速的回答——通常在 5 分钟之内。(对于[H·H·]布朗鞋业,我们甚至不必考虑 5 分钟。)我们偏向以现金方式收购,但会在我们得到与我们给予的企业内在价值同等的价值时,考虑发行股票。

我们喜爱的收购形式是,公司中拥有股份的经理希望[能从中]产生大量现金的那种,他们这样做有时是为了他们自己,但常常是为了他们的家人或没有交易能力的股东们。同时,这些经理希望继续保留像他们过去那样经营他们的公司的重要所有者。我们认为我们提供的收购条件特别适合于抱有这些目的的所有者,而且我们邀请潜在的卖家通过与我们过去做过生意的人接触来检验我们。

查理和我经常接洽到没有达到我们标准的收购项目:我们已经发现,如果你表示出买牧羊狗的兴趣,那么就会有许多人打电话给你,希望把他们的西班牙长耳猎犬卖给你。一行来自乡村音乐的歌词表达出了我们对新企业、扭转局面,或拍

卖式出售的感觉：“如果电话铃响个不停，你就知道那是我。”^①

除了对收购我们上面提到的公司感兴趣外，我们还有兴趣协议收购大量——但不是控股数量——能与我们在大都会、所罗门、吉列、美国航空、冠军纸业和美国运通持有的股份相似的股票。但是，我们没兴趣听到关于我们可以在普通的股票市场中进行收购的建议。

E. 关于出售公司^②

大多数企业所有者用他们一生中较好的时光构建他们的公司。根据构建在无休止的重复上的经验，他们加深了他们在贸易、采购、人员选择等方面的技能。这是一个学习的过程，所以在一年中犯的错常常会对未来几年中的能力与成功做出贡献。

相反，拥有所有权的经理们只把他们的公司出售一次——常常是处在一种有来自各方面压力的受情绪影响的氛围中。通常这种压力来自经纪人那里，他们的报酬只有在一笔生意完成之后才能兑现，而不论其结果对买卖双方来说如何。无论是就财务还是就个人而言，这个决定对所有者来说都非常重要，可以使出售过程更容易，而不是少犯错误。而且，在

① 在 1988 和 1989 年度报告中的最后一句话是：“我们对新企业、扭转局面，或拍卖式出售的兴趣可以戈德文主义（Goldwynism。塞缪尔·戈德文（Samuel Goldwyn），1882—1974。出生于波兰的美国电影制片人——译者。）来表达：“请把我包括在外。”

② 选自 1990 年年报的附录 B——以《致公司的潜在卖家的信》的形式出现。

一生中只有一次的公司出售中犯的错误是不可挽回的。

价格当然非常重要,但常常不是出售中最关键的一面。你和你的家族有一个特别的公司——在你的领域中独此一家——而且任何买家都能认识到这一点。它也是一家随着岁月的流逝更有价值的公司。因此如果你决定不是现在出售,那么也很可能会在将来卖更多的钱。有了这个认识,你就可以分配力量,并花时间来挑选你中意的买家。

如果你必须出售公司,那么我认为伯克希尔·哈萨维可以提供一些其他买家不能提供的有利条件。实际上所有这些买家都属于下面两类中的一种:

(1) 一家位于别的地方但同样从事你的业务的公司,或是一家从事与你的业务相类似的公司。这样一个买家——无论做出什么允诺——通常这种买家拥有许多认为他们知道如何运作你公司的业务部门,而且迟早会提供某种插手的“帮助”。如果收购公司的规模大得多,那么它通常会有成群结队的经理,这些年他们被招募来的部分原因是因为公司曾允诺他们将会管理未来被收购的公司。他们有自己的做事方式,尽管你的业务记录无疑比他们的强得多,但人性的某些特点会使他们相信他们的运作方法更加高级。你和你的家族很可能已经有了把公司出售给更大的公司的朋友,因此我怀疑他们的经历会坚定母公司接管子公司运作的倾向,尤其是在母公司熟悉子公司的行业,或者认为他们熟悉的时候。

(2) 计划一旦时机成熟就把买来的公司再卖给公众或另一家公司的“金融调度员”,他们总是借来一大笔钱进行操作。经常地,这些买家的主要贡献是改变了会计方法,以使盈利在他脱手以前可以展现出最耀眼的光芒……。由于一个上升的

股票市场以及大量的资金供应,这种交易……正在变得非常频繁。

如果当前的所有者的唯一动机是使他们的筹码变现,然后把公司置于脑后(众多卖家属于这一类),那么我刚刚描述的两类买家都会令您满意。但是,如果卖家的业务代表了一生的创造工作,而且已形成了他们人格以及存在感中不可分割的一部分,那么两类买家就会有严重的缺陷。

伯克希尔是另一类买家——一个相当不同寻常的买家。我们的收购是要保留子公司的管理人员,他们是在我们母公司中没有、也从未希望有的营运人员。因此,我们拥有的所有公司都以不同寻常的自主程度在经营。在大多数情况下,我们已经拥有了多年来一批重要公司的经理们,尽管,他们从未来过奥哈马,甚至从未相互见过面。当我们购买一家公司后,卖家可以继续像他们出售前那样运行公司;是我们适应了他们的管理方法,而不是与之相反。

我们还没有对某个家族或是刚招募的 MBA 等等,允诺过有机会经营我们已经从有所有权的经理们手中收购来的公司。而且,将来我们也不会这么做。

你听到过我们过去进行的几次收购。我随信附上了一份我们曾从其手中购买过公司的人员名单,我请你核对一下,我们的表现是否与我们的承诺相符。你应当特别有兴趣检查一下那几位手中的公司表现不怎么样的人,以弄清我们在困难的条件下是如何表现的。

任何一个买家都会告诉你,他本人需要你——而且如果他头脑的话,他的确需要你。但是,大多数买家出于我们上面提到的原因,不能使他们后来的行动与他们先前的承诺相

一致。我们会信守承诺,这不仅是因为我们有这样的承诺,而且还因为要取得最佳的公司业绩我们需要言行一致。

这种需要解释了为什么我们要求你们家族中运作公司的成员保留公司 20% 的权益。为了纳税的目的,我们需要剩下的 80% 以合并利润。这对我们来说是重要的一步。对我们来说同等重要的是,经营公司的家族成员仍然是公司的所有者。很简单,除非我们认为现任管理人员中的关键人物会作为我们的合伙人留下来,否则我们不会买这家公司。合同并不能保证你的持续利益;我们得依靠你的承诺。

我涉足的领域是资产配置,以及挑选并奖励顶尖的人才。其他如人事决策、营运策略等等是 CEO 的职权范围。有些伯克希尔的经理会同我一起讨论他们的某些决策;有些则不会。这取决于他们的个性,以及在某种程度上取决于他们自己与我的个人关系。

如果你必须与伯克希尔做生意,我们会付现金。你的公司不会成为伯克希尔借贷的附属担保品。而且也不会有经纪人介入。

此外,不可能有机会先宣布达成交易,然后买家退出或是开始建议调整(当然,建议附带着道歉,或银行、律师、董事会等等应当被谴责的解释)。最后,你会确切知道你在与谁打交道。你不会指派一名主管人员商谈交易,仅仅是为了在几年以后让别人掌舵,或者让总裁抱歉地告诉你,他的董事会要求做出这种或那种改变(例如要求出售你的公司,或是为母公司的某个新的投资兴趣提供资金)。

告诉你,在出售公司以后你会同现在一样富有仅仅是为了买卖公平。你在公司的所有权已经使你富有并得到了正确

的投资。出售公司只会改变你财富的形式，但它不会改变其数量。如果你出售公司，那么你就已经把自己 100% 所有的、也很了解的有价值的资产，置换成了另一种有价值的资产——现金，你很可能把它们投到另外几家你不很了解的公司的一小部分(股票)中。常常会有一个正确的理由出售公司，但如果这是一笔公平的交易，那么卖家就不会因此变得更加富有。

我不会纠缠你；如果你有兴趣出售公司，我感谢你来电话。我会非常自豪地让伯克希尔，与你家族中的关键成员一起来拥有这家待出售的××公司；我相信我们会在财务上作出妥善安排；而且相信在下一个 20 年里，你会像在过去的 20 年里那样拥有经营公司的乐趣。

会计与纳税

对于你们当中那些对会计不感兴趣的人,我为这篇论述感到抱歉。我意识到,你们中的许多人对我们的会计数值没有进行过深入的思考,但却持有伯克希尔的股票,这主要是因为你们知道:(1)查理和我把我们的大部分钱投在了伯克希尔;(2)我们想要经营企业,因此你们的盈利和损失与我们的成正比;(3)到目前为止,赢利纪录尚令人满意。这种“信任”投资法不可能出什么差错。但是,其他股东偏好一种“分析”投资法,所以我们要提供他们需要的信息。在我们自己的投资过程中,我们寻找那种用两种方法都能给我们相同答案的情形。^①

A. 对会计把戏的讽刺^②

美国钢铁公司宣布彻底现代化的方案^③

美国钢铁公司(U. S. Steel Corporation)的董事长迈伦·C·泰勒(Myron C. Taylor)那天宣布了一项大家期待已久的计

① 选自1988年年报的前言。

② 选自1990年年报的附录A。

③ 本·格雷厄姆的一部未发表的讽刺作品,写于1936年,并于1954年由编者交给沃伦·巴菲特。

划,对这家世界上最大的工业企业实施彻底的现代化。出乎意料的是,公司的生产策略或销售策略没有任何变化。相反,公司的簿记制度将被全面修改。通过采用并进一步改进一些现代会计手段和金融手段,公司的赢利能力有了惊人的转变。甚至在经济不景气的 1935 年,人们估计新的簿记方法也可在财务报告中产生每股普通股近 50 美元的利润。这个改进方案是普莱斯·培根·古施亚·科尔彼茨会计事务所(Messrs. Price, Bacon, Guthrie & Colpitts)^① 经过全面调查后的结果;它包括以下六点:

1. 将厂房设备账户(Plant Account)减值至负 1,000,000,000 美元;
2. 普通股的面值减至 1 美分;
3. 用认股期证支付所有的薪金;
4. 把存货转记成 1 美元;
5. 用可以按 50% 的折扣赎回的无息债券置换优先股;
6. 设立 1,000,000,000 美元的或有准备金(Contingency Reserve)。

这个彻底现代化方案的官方声明全文如下:

美国钢铁公司的董事会高兴地宣布,在对因行业条件的变化产生的问题经过深入细致的研究之后,为重建公司的会计方法,董事会已经批准了一个全面的方案。在普莱斯·培根·古施亚·科尔彼茨会计事务所的帮助和指导下,专门委员会进行的一项调查显示,在利用某些先进的簿记方法上,我们公司已经落在了其他美国企业的后面,应用这些新方法后,公司

^① 一家虚构的会计事务所——译者。

的赢利能力可以大大增强,而无需任何现金支出,或者任何营运条件或销售条件的变化。我们已经决定不仅采用这些新方法,而且要把它们发展到一个更高的、尽善尽美的层次。董事会采用的这些变革可以从以下六个方面来概括:

1. 固定资产减值至负 1,000,000,000 美元。

许多有代表性的公司已经通过将它们的厂房设备账户减值至 1 美元,从而减轻了它们的收益账上因折旧产生的全部费用。专门委员会指出,如果他们的工厂只值 1 美元,那么美国钢铁公司的固定资产就比这个数字小得多。许多厂房设备实际上与其说是资产倒不如说是负债,如今这已是有目共睹的事实,资产不仅需要计提折旧费用,而且需要承担税赋,维修费用以及其他支出。因此,董事会已经决定延续从 1935 年的年报开始的资产账面减值策略,并将固定资产从 1,338,522,858.96 美元减至大约负 1,000,000,000 美元。

这个措施的好处应当显而易见。在厂房设备磨损的同时,负债就会相应减小。因此,公司现在每年不是有一大笔 47,000,000 美元的折旧费用,而是有了每年 5% 的利润增值,也就是 50,000,000 美元。每年,就此增加不少于 97,000,000 美元的收益。

2. 普通股的面值减至 1 美分。

3. 用认股权证支付所有的薪酬。

许多公司已经能够用购买股票的权证来支付它们主管人员的大部分薪金,以大幅减少他们的一般管理费用,认股权证不会产生任何抵消收益的费用。这种现代手段的所有可能性显然还没有被充分实现。董事会已经采用了这个想法的下述先进形式:

公司的所有人员都将收到以可按每股 50 美元的价格购买普通股的认股权证形式支付的报酬,比例是根据他们目前的薪酬总额按每 50 美元支付一张认股权证。普通股的面值将减至 1 美分。

以下可以看出,这个新方案的几乎不可思议的好处显而易见:

A. 公司的工资单将完全消除,根据 1935 年的经营情况,每年可以节省 250,000,000 美元。

B. 同时,我们所有雇员的有效报酬将增长数倍。由于在新的方法下我们普通股上显示的每股巨额盈利,所以可以肯定股票在市场价格将远远高于每股 50 美元的期权水平,使这些认股权证可以轻易实现的价值大大超过它们将取代的当前的现金工资。

C. 通过执行这些权证,公司每年将实现一大笔额外的利润。既然每股的面值将固定在 1 美分,因此它认购的每一股都将有 49.99 美元的利润。但是,为了保守的会计核算,这笔利润将不包括在收益账上,但会另外作为资本盈余(Capital Surplus)的贷方显示出来。

D. 公司的现金头寸将会大大巩固。通过执行可认购 5,000,000 股的认股权证,每年就会有 250,000,000 美元的现金流入,而不是目前每年因支付工资产生的 250,000,000 美元(1935 年的基数)现金流出。高盈利和巨额的现金头寸使公司能够慷慨地支付红利,因而导致这些认股权证发行后立即执行,从而又进一步增加了公司的现金头寸,进而又允许更高的红利率——等等等等,无穷无尽。

4. 把存货转记成 1 美元。

由于有根据市场行情调整存货价值的必要,因此在经济不景气的时候就会出现严重的亏损。各式各样的企业——尤其是处于金属领域和棉纺织领域中的企业——已经通过以极低的单位价格把它们的部分或全部存货入账,从而成功地解决了这个问题。美国钢铁公司已经决定采用一种更加进步的策略,将全部存货以 1 美元入账。每年末,存货都要受适当的减值影响,该减值的数额将从下文提到的或有准备金中提取。

这种新方法产生的好处非常巨大。它不仅排除了所有存货跌价的可能,而且还大大提高了公司的年收益。年初手中估价为 1 美元的存货,可在年内以极高的利润出售。估计用这种方法,我们的收益每年至少可以增加 150,000,000 美元,同时,这个数字大约等同与每年或有准备金中扣减的数额。

为了会计上的一贯性原则,并获得与刚刚讨论过的诸多相似的好处,专门委员会中持不同意见的少数委员单独提出的报告建议,应收账款(Account Receivable)和货币资金(Cash)也应减值至 1 美元。这个建议当即遭到了拒绝,因为我们的审计师们仍旧要求,任何由此冲销的应收账款和货币资金的回笼,都必须记入资本盈余(Capital Surplus)而不是当年的收益。但预计这种颇能使人联想起过去时光的审计规则很快会改变,以符合现代的趋势。如果出现这种情况,少数委员提出的报告就会得到进一步积极的考虑。

5. 用可以按 50% 折扣赎回的无息债券置换优先股。

在最近的萧条时期,许多公司争相以按大大低于面值的折扣价格赎回它们自己的债券的方式产生收益,以冲销它们的营业亏损。不幸的是,美国钢铁公司的借贷总是居高不下,因此这个赚钱的收入来源对它来说还不能引用。但是,此次

的现代化方案将改善这个条件。

董事会建议将每股优先股换成 300 美元面值的无息偿债基金债券,这些债券可用抽签的办法,按面值的 50% 在为期 10 年的等额分期偿付中赎回。这就要求发行价值 1,080,000,000 美元的新中期债券,这之中每年都有 108,000,000 美元的债券被公司以仅值 54,000,000 美元的成本收回,因而产生了同等数额的年利润。

就像在上面第 3 点中阐述的薪酬方案,这种安排既可使公司受益,又可使优先股的股东受益。后者保证能以面值的 150% 在平均 5 年的时间里从他们现有的股票中获得报偿。既然目前短期证券实际上产生不了回报,那么无息的特征也就无关紧要。公司将把其目前每年用来支付优先股股利的 25,000,000 美元的费用,转换成每年 54,000,000 美元的债券回收利润——总计每年 79,000,000 美元的利得。

6. 设立 1,000,000,000 美元的或有准备金。

董事们相信,在这之前提到的各项改进措施将确保公司在未来的所有条件下拥有令人满意的盈利能力。但是,在现代会计方法下,任何不利的业务发展招致的最轻微的亏损风险都不存在,因为所有这些都可通过或有准备金加以预防。

专门委员会已经建议,公司应当用相当殷实的 1,000,000,000 美元建立这样一个或有准备金。如前所述,每年对 1 美元存货的减值将被这个准备金冲销。为了避免或有准备金最终被耗尽,董事会已经进一步决定,每年通过从资本盈余中转移一定金额来加以补充。既然后者每年可以通过行使股票认股权证(见上面第 3 点)至少增加 250,000,000 美元,那么它就可以轻而易举地补偿意外准备金的任何流失。

在准备这个方案时,董事会必须遗憾地承认,在固定资产、资本盈余、或有准备金与资产负债表上的其他账目之间转移大量金额的过程中,他们已经不能改进许多大公司已经采用的策略。实际上,必须承认我们的会计分录可能有些过于简单,而且缺乏表征这个领域中最先进的会计程序中极端故弄玄虚的要素。但是,董事会坚决主张,在制订他们的现代化方案时要简洁明了,甚至于为了公司的赢利能力而牺牲可能的有利条件。

为了表明新建议对公司赢利能力产生的组合效应,我们因此提交了一张基于两种方法计算出的 1935 年的简明收益账户,即:

	A. 报告中的数值	B. 实施建议的变革后的试算值
所有来源的总收入		
(包括公司往来账户)	\$ 765,000,000	\$ 765,000,000
薪酬	251,000,000	—
其他营业费用和税金	461,000,000	311,000,000
折旧费用	47,000,000	(50,000,000)
利息收入	5,000,000	5,000,000
已收回债券的折价	—	(54,000,000)
优先股股利	25,000,000	—
可分配普通股股利	(24,000,000)	553,000,000
平均流通股	8,703,252	11,203,252
每股盈利	(\$ 2.76)	\$ 49.80

根据一个稍许陈旧的习惯,这里有一张截至 1935 年 12 月 31 日的美国钢铁公司的简明资产负债试算表——已对资产账户与负债账户实施了建议中变革。

资 产

固定资产净值	(\$ 1,000,000,000)
现金资产	142,000,000
应收账款	56,000,000
存 货	1
其他资产	<u>27,000,000</u>
合 计	(\$ 774,999,999)

负 债

普通股面值 1 美分

(面值 87,032.52 美元)

设定值*	(\$ 3,500,000,000)
子公司的债券和股票	113,000,000
新偿债基金债券	1,080,000,000
流动负债	69,000,000
或有准备金	1,000,000,000
其他准备金	74,000,000
期初盈余	<u>389,000,001</u>
合 计	(\$ 774,999,999)

* 依照公司重新注册地弗吉尼亚州的法律,给出一个与面值不同的设定值(Stated Value)。

也许没有必要向我们的股东指出,现代会计方法导致资产负债表看起来与那些处于不太先进时期的有所不同。考虑到实质上公司资产负债表上的这些变革导致的非常巨大的盈利能力,就不必指望对资产与负债中的细节过分注意。

总之,董事会很想指出,组合的业务程序例如,厂房设备

将以一个负值入账,我们的工资单将会消除,而存货将在我们的账簿中不名一文并籍此将在行业中给美国钢铁公司一种巨大的竞争优势。我们应当能够以极低的价格出售产品,而且仍旧可以显示出漂亮的利润空间。董事会经过深思熟虑的意见是,在这个现代化方案之下,我们应当能够以低于所有竞争对手的价格销售产品,此时反垄断法是 100% 地控制整个行业的唯一障碍。

我们的一些竞争对手可能通过采用相似的会计改良寻求抵消我们的新优势,在陈述的过程中,董事会并非对这种可能性毫不在意。但是,我们相信,作为这些钢铁用户服务新领域的组织者和先锋,美国钢铁公司将通过增加在客户中的独特威望,以保持新老客户的忠诚。而且,如果有必要性,我们相信我们应当能够通过引入更加先进的簿记方法以维持我们应得的优势。即使这些方法现在甚至还未在我们的试验会计学实验室中被开发出来。

B. 透明盈利^①

当一家公司持有另一家公司的部分股权时,就必须从三大分类中挑选一类属于这种所有权益的适当会计程序。而持有的有投票权股票的比例,在很大程度上决定了应当利用何种类型的会计原则。

通常接受的会计原则要求对于所持股份超过 50% 的企

^① 短线分隔成的各部分分别选自:1980 年、1990 年、1982 年、1991 年、1979 年年报。

业应当完全合并他们的销售额、费用、税金和收益。伯克希尔拥有 60% 股份的蓝筹食品代用券公司正好属于此种类型。因此,所有蓝筹的收入和费用项目都完整地包含在伯克希尔的合并收益表中,其他股东在蓝筹净收益中 40% 的所有权益在报表中作为“少数股东权益”的扣减。

而对于那些股份占 20% 至 50% 的公司(通常称之为“被投资方”),它们的收益通常被完全并入另一类财产。这种公司例如由伯克希尔控制的但仅拥有 48% 股份的 Wesco 财务公司,它的收益通过单线分录并入所有者的收益表中。在会计处理上,它不同于股份超过 50% 的那一类,所有的收入和费用项目都被省略;仅按比例算入每股的净收入。因此,如果 A 公司拥有 B 公司的三分之一,那么 B 三分之一的收益——无论 B 是否派发——都会在 A 的收益中反映出来。在这一类公司以及股份超过 50% 的那一类公司中,公司间税金和收购价格有了一些修改和调整,对此的解释我们将保留到后面。(我们知道你们已经不能再等了。)

最后是那些代表另一家公司的有投票权证券不到 20% 的所有权的财产。在这种情况下,会计规则要求持股公司只能把从这些财产中分得的股利并入它们的收益中。未派发的收益忽略不计。因此,如果我们拥有 1980 年的收益是 1,000 万美元的 X 公司的 10%,那么我们将在我们的收益(忽略公司间股利的相对微量的税赋)中报告(a)100 万美元,前提是 X 宣布将 1,000 万美元的收益全部作为股利派发;(b)50 万美元,前提是 X 派发了 50% 的收益,或 500 万美元;或者(c)0 美元,前提是 X 将所有的收益都用于再投资。

我们把这个短期的——而且是过于简单的——会计课程

强加于你们,因为伯克希尔在保险领域内的财力集中,导致其在第三类(股份低于 20%)公司中的资产相应集中。许多这样的公司以股利形式派发相对一小部分收益。这意味着,它们的当期盈利能力仅有一小部分记录在我们自己的当期营业利润中。但是,虽然我们报告的营业利润只反映从这样的公司收到的股利,但我们的经济收益取决于它们的收益,而不是它们的股利。

最近几年,因为我们的保险公司生意兴隆,又因为证券市场在普通股领域展示了特别有吸引力的机会,所以我们在第三类公司中拥有的财产大幅增长。这类财产的大幅增长,加之这些部分所有的公司的盈利不断上升,已经产生了非凡的业绩;去年这些公司留存的“属于我们的”那部分收益(没有以股利方式派发给我们的那部分收益)超过了财务报告中伯克希尔公司的年营业利润总额。因此,一般看来,常规会计只允许我们在水面上暴露收益“冰山”的一半还不到。在股份公司中,这种结果极为少见;但在我们的公司中很可能会再次出现。

我们自己的实际收益分析与通常所接受的会计原则有所不同,尤其是当这些原则必须应用在一个通货膨胀率高企而且易变的世界中时。(但是抨击这些会计规则,比改进它们容易得多。内在的问题非常大。)我们已经拥有许多企业 100% 的股份,尽管就会计意义来说,我们完全控制了它们收益的处置权,但是他们报告的收益对我们来说并没有账面数字上反映的那么多。(这种“控制”是理论上的。除非我们把所有的收益再投资,否则这些已经接近的资产价值就会出现巨大的损耗。但是,这些用于再投资的收益不可能实现接近于资本

的市场回报率的收益。)因为存在着不同寻常的投资机会,我们还拥有许多公司的一小部分股权,这些公司的留存收益所具有的经济价值对我们来说远远超过帐面上的数值。

对伯克希尔·哈撒维来说,留存收益的价值并不取决于我们是否拥有这些企业 100%,50%,20% 或者 1% 的股份。相反,这些留存收益的价值取决于它们的用途,以及这种用途后来产生的收益水平。而无论是由我们决定留存收益的用途,还是由那些我们不曾雇用但目前的确已被选来加入我们行列的经理们决定其用途。结果都一样。(正如常言道:是表演重要,而不是演员重要。)而且这些价值根本不会受是否在我们自己报告的营业利润中计入这些留存收益的影响。如果一棵树在部分属于我们的一片森林中成长,那么虽然我们没有在我们的财务报告中记录它的成长,但我们仍然拥有这棵树的一部分。

我们要提醒你们,我们的观点是非常规的。但是,我们宁愿让没有在我们账面上反映的收益,在那些并非由我们个人雇佣的管理人员管理的、我们拥有 10% 股份的公司中派上好用处,也不愿意把我们账面上反映的收益投到由另一些管理人员——即使我们就是那些管理人员——管理的、潜力更不确定的项目中。

(我们不禁要在此暂停下来,做一则简短的商业广告。我们在其中有投资的那些公司在使用留存收益时,我们通常热烈欢迎的一种用途是回购它们自己的股票。推理过程很简单:如果一家优秀的企业在地市场中的售价远低于其内在价值,那么有什么能比以这种便宜的价格大幅度提高全体所有者的权益,从而更加确定的实现利润更大化的资本用途呢?当一

家公司购买另一企业的全部所有权时,公司收购活动的竞争天性几乎可以保证足价——甚至常常超出足价——付款。但是,证券市场的拍卖天性允许一家运作良好的公司有机会,按比通过协议收购获得有相同盈利能力的另一家企业所需支付的价格低 50% 以上的价格,购买它们自己公司的部分股权。)

“收益”这个术语有一个精确的定义。因此,如果盈利数值伴随着不合格的审计师签发的证书,那么天真的读者可能会认为这些数值定能与 π 相比,小数位上的数字无穷无尽。

但是在现实中,江湖骗子领导下公司在报告收益时,收益就像油灰那样容易扭曲。真实的收益最终会露出水面,但同时大笔的钱早已流失。实际上,美国的某些重要财富就是通过会计魔术创造出来的。

在会计方面滑稽可笑的公司并不鲜见。对于这些诡计多端的鉴赏家种种作派,[可以看看前面由本·格雷厄姆在 1936 年撰写的讽刺小品]。唉!与他那时嘲讽的会计把戏相同的暴行,已经多次在美国大公司的财务报表中出现,而且得到了大名鼎鼎的审计师事务所的认可。很明显,投资者必须永远保持警惕,而且将这些会计数字当作计算产生它们真正“经济收益”的开端,而不是结尾。

伯克希尔自己报告的收益以另一种不同的、但却十分重要的方式让人“误解”:我们在许多公司(“被投资方”)中有巨大的投资,这些公司的盈利远远超过他们派发的股利,而且我们仅根据我们收到的股利记录我们的每股收益。极端的例子是大都会/ABC 公司。去年我们在这家公司收益中 17% 的份

额总计超过 8,300 万美元。然而,仅有大约 530,000 美元(它派发给我们的 600,000 美元股利减去一大笔 70,000 美元的税)的收益根据美国会计准则的要求计入了伯克希尔的收益中。剩余的 8,200 多万美元作为留存收益放在大都会公司中为我们的利益工作,但却没有记录在我们的帐簿中。

我们对这种“被遗忘但未消失的”收益的看法非常简单:解释它们的方法根本无足轻重,但它们的所有权以及随后的用途则极端重要。我们并不关心审计事务所是否听到森林中有一棵树倒下;但我们确实关心谁拥有这棵树,以及要拿这棵树干什么。

如果可口可乐用留存收益回购它的股票,那么这家公司就增加了我们在我认为是世界上最有价值的特权中的所有权百分比。(当然,可口可乐还通过其他许多可以提高价值的途径使用留存收益。)除了回购股票,可口可乐还可以以股利的形式将这些资金派发给我们,然后我们再用这些钱购买更多可口可乐的股票。这是一种低效率的情形:由于我们必须支付股利所得税,所以在购买股票时,我们就不能像可口可乐那样成比例地提高我们的所有权。但是,如果采用这种低效率的过程,伯克希尔就可以向股东报告更多的“收益”。

我相信最佳途径是用“透明赢利”考虑我们的收益,其计算方法如下:拿 2.5 亿美元——大约是 1990 年我们所投资的公司留存的营业利润;减去 3,000 万美元——这是如果把这些留存收益以股利的形式派发给我们时本该缴纳的税款;然后把剩余的 2.2 亿美元计入我们报告的 3.71 亿美元的营业利润中。这样,我们 1990 年的“透明赢利”大约是 5.9 亿美元。

我们认为,对于全体所有者来说,一家企业留存收益的价值取决于这些收益的使用效率——而不是哪个人所有权百分比的大小。在过去的10年中,即使你只拥有伯克希尔的1%的0.01,你也能从你那部分留存收益中得到完整的经济利益,而无论你的会计方法是什么。成比例地,你获得的收益与你拥有20%的股份时获得的一样。但是,如果在过去的10年中,即使你拥有一大把资本密集型企业的100%股权,那么在标准会计方法下对你来说可以全部确认的以及极为精确的留存收益,只会产生很少的经济价值或者零经济价值。这并不是对会计程序的批评。我们并不想有一份设计更加好的会计制度的工作。这仅仅是说明,经理们和投资者们同样必须懂得,会计数字是企业估价的开始,而不是结尾。

在大多数股份公司中,少于20%的所有权无足轻重(部分原因也许是它们防止了对人们怀有深厚感情的报告收益的最大化),而且我们刚才讨论的会计成效与经济成效间的区别也无关紧要。但是,在我们自己的公司中,这些定位的重要性不仅非常大而且与日俱增。我们相信,它们的重要性使我们的报告中营业利润的数字意义显得十分有限。

在由美国大公司完整编队组成的巨大竞卖场中,我们的工作挑选那些具有可以让每一美元留存收益最终转换成至少一美元市场价值的经济特性的企业。尽管有许多过失,但我们已大致实现了这个目标。在调整的过程中,我们得到了

阿瑟·奥肯(Arthur Okun)^①的经济学家守护神——圣·抵销(St. Offset)^②的巨大协助。即使在一些情况下,归我们所有的留存收益对市场价值产生了毫无意义的甚至是负面的冲击,但与此同时,在其他所有权占很大比例的情形中,被投资方留存的一美元收益已经转化成二美元甚至更高的市场价值。时至今日,我们那些表现出众公司的骄人业绩远远抵销了落后者。如果我们可以保持这个纪录,那么我们使“经济”收益最大化的努力就是卓有成效,而无论这种努力对“会计”收益的冲击如何。

我们还相信,投资者还可以从专注于他们自己的透明赢利中受益。要计算这些赢利,他们就应当测定属于他们证券投资组合中各种的股票根本收益,并把它们相加。每一位投资者的目的应当是,创造一个从目前开始的10年左右时间中可以带给他或她最大限度透明收益的证券投资组合(实际上是一家“公司”)。

这种方法可以迫使投资者考虑企业的长远发展,而不是股票市场的短期前景,这是一种很可能提高收益的眼力。当然,在长时间内,投资决策的计分牌的确是市场价格。但是价格将取决于未来的收益。在投资过程中,如同在棒球运动中那样,要想让记分牌不断翻滚,你就必须盯着球场,而不是计分牌。

① 1928—1980。美国经济学家,曾任林登·约翰逊总统的经济顾问。奥肯发现了著名的经济学定律奥肯定律(Okun's Law),即失业人数的增长与国民生产总值的下降相关——译者。

② “St.”代表“Saint”,意为圣人。巴菲特用诙谐的手法说明“抵销”特别精彩和慷慨——译者。

对管理经济表现的主要评价标准是所使用的权益资本能够实现高收益率(当然,前提是没有过高的财务杠杆、会计花招,等等。)而不是实现每股收益的持续增长。我们认为,如果管理人员和财务分析师们可以修改他们着重强调每股收益以及这个数字每年的变化,那么,许多公司就能更好地被股东以及普通大众所理解。

C. 经济商誉与会计商誉^①

我们的企业内在价值大大超过账面价值。这主要有两条原因:

(1) 标准的会计原则要求,我们保险子公司持有的普通股在我们的账簿上以市场价值表示,但是我们有的其他股票则按总成本与市场价值孰低法计算。1983年末,后一组股票的市场价值超过账面记录的价值达税前7,000万美元,约合税后5,000万美元。这部分超额属于我们企业的内在价值,但不计入账面价值的计算。

(2) 更重要的是,我们拥有的几家企业的、可以完全归入企业内在价值中的经济商誉远大于记录在我们的资产负债表中并在账面价值中反映出来的会计商誉。

.....

^① 短线分隔成的各部分分别选自:1983年年报、1983年年报的附录、1986年的股东手册。

你即使从未想过商誉及其摊销,也能过上一种殷实的生活。但是,投资与管理专业的学生就必须了解这个主题的各种细微的差别。我本人的想法已与 35 年前大相径庭,当时,我所受的教育青睐于有形资产,而回避那些大部分价值是经济商誉的企业。这种偏见使我因遗漏犯下许多业务上的大错,尽管极少是受人之托。

凯恩斯看出了我的毛病:“困难的是摆脱旧思想的束缚,而不是新思想的运用。”我摆脱得太迟了,部分原因在于我从老师那里学到的东西已经、而且仍然极具价值。最终,直接的和代理的业务经验,使我现在特别倾向于那些拥有巨额持久经济商誉的企业,以及那些对有形资产利用最少的企业。

我把下面的论述推荐给那些熟悉会计名词,以及对了解商誉的各种业务方面感兴趣的人。无论你是否希望抓住下文的实质都应当明白,查理和我相信伯克希尔拥有非常巨大的经济商誉,比帐面价值所反映的高。

下面的讨论仅涉及经济商誉和会计商誉——而不是我们平时所说的友好^①。例如,一家企业可能深受其客户的喜爱,

^① 在英语中,Goodwill 有两个意思,一是友好;二是商誉——译者。

甚至是钟情,但却毫无经济上的“Goodwill”。(AT&T在解体前^①被人们看好,但却没有一丁点的经济商誉。)而且,遗憾的是,一家企业可能令其客户厌恶,但却拥有巨额的而且不断

① 前身是美国电话电报公司(American Telephone and Telegraph Company)的AT&T曾经是世界上最大的公司。AT&T的起源可以追溯到亚历山大·格雷厄姆·贝尔(Alexander Graham Bell)——他于1876年在美国的波士顿市发明了电话——贝尔于1877年创办的贝尔电话公司(Bell Telephone Company)。贝尔电话公司后初在新英格兰地区(New England)地区经营电话业务,但很快卷入了与西部联合电报公司(Western Union Telegraph Company)的争执之中,后者仅比贝尔晚几个小时申请电话专利。作为在1879年达成的妥协方案的一部分,西部联合将其在55个城市的电话系统出售给贝尔电话公司,并退出电话业务。而贝尔电话公司则放弃电报业务,并向西部联合支付特许权使用费。1882年,贝尔电话公司从西部联合手中买下当时美国最大的电子设备制造商西部电气公司(Western Electric Company)。1885年,贝尔电话公司创立了美国电话电报公司,负责资助、建造并运作母公司快速扩展的长途电话系统。1899年,AT&T本身成为了整个贝尔系统的母公司。那时,AT&T几乎拥有美国所有的长话线路,而其子公司西部电气公司则几乎制造所有的电话设备。尽管债务负担很重,但到了1907年整个系统仍拥有300多万部电话。是年,由美国金融家J·P·摩根带领的一群投资者取得了公司的控制权。1909年,AT&T买下了西部联合。这次收购使AT&T被指控为消除竞争的托拉斯。1913年,美国政府勒令AT&T出售西部联合,并授予独立的本地电话公司接入其长途电话线路的权利。但是AT&T仍然保持其对长话业务的垄断地位,以及西部联合的控制权。而AT&T则同意接受美国政府的管制。1949年起,AT&T又开始面对新的反垄断诉讼。联邦官员在1956年禁止AT&T进入非管制的业务,并在1968年剥夺了其对话设备的垄断地位,然后在1969年给基于微波通讯的长话公司接入AT&T线路的权利。1974年,美国司法部对AT&T提出了两起反垄断诉讼。诉讼之一要求肢解AT&T。就在法庭审理期间,AT&T的赢利继续上升,并在1981年达到69亿美元,此前还没有任何一家公司获取过如此多的利润,但这只能给对AT&T的非法垄断指控火上浇油。1982年,AT&T和美国政府宣布,贝尔电话系统将被分割成几块,而AT&T可以进入不受管制的计算机市场和信息系统市场。1984年,AT&T失去了对22个地区的电话系统,也就是小贝尔公司(Baby Bell)的控制。尽管AT&T保留了长话业务,但这次解体使AT&T的资产在一夜之间从1,500亿美元——比当时世界上其他任何一家公司的都多——骤减至340亿美元——译者。

增加的经济商誉。因此,暂且忘却情感,并只专注于经济学和会计。

如果一家企业被收购了,那么会计原则就要求收购价先转入收购到的可确认为个别资产的公允价值(Fair Value)中。这些资产(在扣减了负债之后)的公允价值之和通常小于企业的收购总价。在这种情况下,差额就会转入一项名为“收购成本超出所得资产净值的部分”的资产中。为了避免重复这种冗长的描述,我们将用“商誉”代替。

在 1970 年 11 月以前收购企业产生的会计商誉有一种特殊的续存期。除了极少数情况之外,只要被收购的企业尚存,它就可以作为一项资产留在资产负债表上。这意味着不需要产生会降低收益的逐渐消灭那项资产的摊销费用。

但是从 1970 年 11 月起进行的收购就有了变化。如果这些收购产生了商誉,那么商誉就必须在 40 年内通过收益帐户的借项摊销——每年的摊销费用相等。既然 40 年是允许的最长摊销时间,因此管理人员(包括我们)通常挑选 40 年。这种收益账户的借项不允许作为一种应税收益额减免,因此它对税后收益的影响大致相当于其他费用的两倍。^①

会计商誉就是这样起作用的。要想看看它与经济现实有何差别,让我们看一个就发生在身边的例子。我们将四舍五入一些数字,并大大简化,以使例子更容易理解。我们还牵涉到了投资者和经理。

1972 年初,蓝筹食品代价券公司用 2,500 万美元买下喜

^① 现行税法已做修改。见 IRC(US Internal Revenue Code,美国国内收入条例) § 197。

诗糖果,当时喜诗大约有 800 万美元的有形资产净值。(在整个这次讨论中,应收账款将归入有形资产,这个决定对企业分析来说非常合适。)这个水平的有形资产足以在不举债的情况下——除了短期季节性借贷——管理企业。喜诗当时的税后利润大约是 200 万美元,而以 1972 年的不变美元计算,这种盈利看起来保守地代表了公司未来的盈利能力。

因此我们的第一堂课是:如果我们收购的公司能够在有形资产净值基础上发生大大超过市场回报率的利润,那么逻辑上这些公司比其有形资产净值值钱得多。这种超额回报的资本化价值就是经济商誉。

在 1972 年(当然也包括现在),相对来说只有几家企业可以指望持续产生像喜诗那样能够获得的 25% 的有形资产净值税后收益率,而且是在保守的会计和没有财务杠杆的情况下做到这一点。更宝贵的,不是存货、应收账款或固定资产的公允市场价值产生的超额回报率。而是一种无形资产的结合产生了这种超额回报率,尤其是一种消费者在与产品和雇员的无数次愉快经历基础上产生的普遍认同的良好声誉。

这种声誉创造了一种消费者特许权,对购买者来说,它使产品的价值,而不是产品的生产成本,成为售价的重要决定因素。消费者特许权是经济商誉的一个主要来源。其他来源包括不受利润管制影响的政府特许权,例如电视台,以及在一个行业中始终保有最低成本生产者的持久地位。

让我们再回到喜诗例子中的会计核算。蓝筹公司以超出有形资产净值 1,700 万美元的价格收购喜诗,这就要求建立一个同等金额的商誉账户,作为蓝筹公司账簿中的一项资产,而且随后一连 40 年每年都要在收益中扣减 425,000 美元,以

摊销该项资产。到了 1983 年,也就是经过 11 年的摊销之后,1,700 万美元已经减至约 1,250 万美元。同时,伯克希尔持有蓝筹公司 60% 的股份,因此也持有喜诗 60% 的股份。这个所有权意味着,伯克希尔的资产负债表反映了喜诗商誉的 60%,合计约 750 万美元。

1983 年,伯克希尔在一次兼并中获得了蓝筹公司剩余的股份,这次兼并要求使用与在某些兼并中允许使用的“股权联营法(Pooling)”^① 相对照的盘购法。在盘购法下,我们给予(或“支付给”)蓝筹公司股东股票的“公允价值”必须超过从蓝筹公司得到的资产净值。这个“公允价值”要用放弃的股票的市值来衡量,公众持股公司在用它们的股票进行收购时几乎总是采用这种方法。

① 公司合并所采用的一种会计处理方法。即母公司以本公司的一部分普通股,换取子公司 50% 以上的普通股,将母公司和子公司的股本集合起来。通常的做法是:母公司先用现金购回发行的股票作为库存股份,然后用其交换子公司的股份,子公司原来的股东仍然继续是股东。股权联营法的主要优点是:母公司和子公司的资产按各自账面价值简单合并,所以,资产均按历史成本计算,其账务处理简单;缺点是,由于母公司对子公司的投资是按较低的子公司资产账面价值计量的,不像盘购法那样按较高的盘购价格(子公司的现实公允市价)计量。因而在企业合并后,就会获得一项额外的收益。这项收益只是由于企业合并,而不是企业合并后的经营成果,因而高估了企业收益。股权联营法曾较为普遍使用,但目前已受到限制,以防止扩大每股收益,并向股东增发股利。

盘购法也是企业合并时所采用的一种会计处理方法。即母公司采用购置普通资产的方法,购入子公司的股权。盘购法的主要特点是:其买价是按子公司资产的现实公允市价计量,通常高于子公司资产的账面价值,其不能确认为个别资产价值的部分,则作为商誉入账。因而,报告收益比联营法的小。盘购法的优点是被盘购子公司的每项资产均以现实公允市价反映;缺点是现实公允市价不易确定,以及子公司资产的现实公允价值与母公司资产历史成本的混合,从而使合并资产负债表上所反映的资产价值是一种混合价值——译者。

“收购到的”资产是蓝筹公司拥有的全部股权的 40% (正如你们注意到的那样,伯克希尔已经拥有另外的 60%)。伯克希尔“支付”的是超出我们收到的可确认资产净值的 5,170 万美元,而这个金额被转入两个商誉:2,840 万美元转入喜诗的商誉,2,330 万美元转入《布法罗晚报》的商誉。

因此,兼并留给了伯克希尔一项由两个组成部分的喜诗商誉资产:1971 年收购时剩余的 750 万美元,以及 1983 年“收购到的”40% 股份新创造出的 2,840 万美元。眼下,我们在下一个 28 年中每年的摊销费用大约是 100 万美元,在随后 2002 年至 2013 年的 12 年中是 70 万美元。

换言之,不同的收购日期和收购价格已经使我们对相同资产的两个部分有大相径庭的资产值和摊销费用。(我们再次重复我们常用的申明:我们根本提不出什么更好的会计制度。要解决的问题是心智的衰退以及随心所欲。)

但什么是经济现实?一种现实是每年在利润表中已经作为成本扣减的摊销费用,因为对喜诗的收购并不是真正的经济成本。我们知道那是因为喜诗去年凭大约 2000 万美元的有形资产净值赚取了 1,300 万美元的税后利润——这种业绩表明,现存的经济商誉远大于我们会计商誉的原始总成本。换言之,在会计商誉从收购之时起就规则地减少的同时,经济商誉则以不规则但却非常坚实的方式增加。

另一个现实是,未来每年的摊销费用与经济成本不符。当然,喜诗的经济商誉有可能消失殆尽。但它不会在平稳的消耗或与这些消耗不太相似的东西中缩水。最可能出现的是,由于通货膨胀,这种商誉不断增加——即使不按不变美元,而按现时美元来衡量也是如此。

这种可能性的确存在，因为真正经济商誉的名义价值会与通货膨胀同步增长。为了解释这种现象的机理，让我们拿一家喜诗式的企业与一家更平凡的企业相对照。记忆中，当我们在 1972 年收购喜诗时，它用 800 万美元的有形资产净值赚取了大约 200 万美元。让我们假设，我们假定的平凡企业当时也有 200 万美元的收益，但为了正常运转它需要 1,800 万美元的有形资产净值。收益仅为设定的有形资产净值的 11%，这家平凡企业拥有的经济商誉极小，甚至没有。

因此，这样一家企业很可能按其有形资产净值，也就是 1,800 万美元出售。相比之下，我们为喜诗支付了 2,500 万美元，尽管它的收益相同，而且这种“真正的”资产还不到它的一半。像我们的收购价格暗指的那样，有形资产净值较少的企业真的更值钱吗？回答是“是的”——即使这两家公司拥有相同的单位产量——只要你像我们在 1972 年时那样身处一个通胀不断的世界中。

要弄明白原因，请想象一下物价水平上涨一倍对两家公司产生的影响。两家公司都需要将它们的名义收益翻番至 400 万美元，以使它们与通货膨胀扯平。这看上去只是小事一桩：仅需按以前价格的两倍出售相同单位数量的产品，假定利润率维持不便，利润就必定翻番。

但极其困难的是，要想实现这个目标，两家公司很可能不得不使他们在有形资产净值中的名义投资翻番，因为这是通胀通常强加于企业——无论好坏——的一种经济要求。销售额翻番意味着应收账款和存货也会增加。用于固定资产的投资对通胀的反应较慢，但很可能与通胀相同。而所有这些因通胀产生的投资不会提高回报率。这种投资的目的是为了公

司的生存,而非所有者的发达。

但是要记住,喜诗的有形资产净值仅为 800 万美元。因此只要另外投入 800 万美元满足因通胀造成的资金需求。同时,那家平凡企业有超过它两倍以上负担——需要 1,800 万美元的额外资金。

尘埃落定之后,现在年收益达 400 万美元的平凡企业可能仍值其有形资产的价值,或 3,600 万美元。这意味着,它的所有者仅从新投入的一美元中获得了一美元的名义价值。(如果他们把钱存到一个储蓄账户中,也能得到相同的每一美元对一美元的结果。)

但是,收益也是 400 万美元的喜诗,如果按我们收购时的基础估价(逻辑上会采用的方法),可能值 5,000 万美元。这样,它就增加了 2,500 万美元的名义价值,而所有者仅投入了 800 万美元的额外资金——从投入的每一美元上获得超过三美元的名义价值。

即使如此也要记住,喜诗式的公司的所有者因通胀被迫预付的 800 万美元额外资金,仅仅是为了保住真实的收益不变。任何需要有一些有形资产净值运作的(几乎所有的企业都有是如此)无财务杠杆的企业都会受到通胀的伤害。对有形资产需求不大的公司只不过是受的伤害最小。

当然,对许多人来说,这种事是很难把握。多年来,在上述通胀防护观点的传统智慧的引导下,那些号称“我们信奉货物”的企业乐此不疲地在用自然资源、厂房设备、或其他有形资产填满着企业。只可惜,常言道:传统长,智慧短。通常,资产庞大的企业回报率低——这种回报率常常仅能提供资金满足现有企业的通胀需求,而剩不了什么用于实际增长,或用来

给所有者派发股利，或用来收购新的公司。

相比之下，建立在通胀年月的异常多的巨大企业财富，来自于把价值持久的无形资产与对有形资产相对较少的需求相结合的公司的所有权。在这种情况下，收益按名义美元计算向上跳跃，而且这些美元基本上能用来收购其他企业。这种现象在通信企业中尤为明显。这些公司对有形资产的投资很少——但它的特许权仍能持续。在通胀时期，商誉是不断给予的礼物。

但是，这种说法自然只用于真正的经济商誉。对于那种目前充斥四周的假会计商誉则是另一回事。如果过于兴奋的管理人员以荒谬的价格收购了一家企业，我们就能注意到前面描绘的相同的会计细节。因为这种荒谬的价格别处去不了，所以最终只能反映在商誉账户中。考虑到创造这个账户的管理纪律之匮乏，因此在这种条件下这个账户最好标成“无目的(No—will)”。无论用什么名词，40 年的惯例有目共睹，而且被大大资本化的兴奋点仍然作为一项“资产”留在账簿中，就好像收购很明智一样。

* * * * *

如果你们坚持认为对商誉的会计处理是对经济现实的最好衡量，那么我建议你们深思下面最后一项问题。

假定一家公司每股 20 美元的净值全都是有形资产。再假定这家公司已经在国内建立起了某种巨大的消费者特许权，或者它很幸运，经 FCC(Federal Communications Commission, 美国联邦通信委员会)的许可收购了一些重要的电视台。因此，它用有形资产赚了一大笔，比方说每股 5 美元，或

有形资产净值的 25%。

有了这种经济状况,它也许可以卖每股 100 美元,甚至更高,而且还很有可能在一次企业的整体协议出售中达到这种价格。

假定一位投资者以每股 100 美元买进该股票,为商誉支付了每股 80 美元(就像一个公司买家购买整个公司时做的那样)。假设,这笔费用可在 40 年内摊销,那么这位投资者可用每年 2 美元的摊销费用计算每股的“真正”收益吗?如果可以,那么每股 3 美元的“真正”新收益可使他重新考虑他的收购价吗?

* * * * *

我们相信经理们和投资者同样应当从两个方面看待无形资产:

(1) 在分析营运成效时——即,在评估一家企业的根本经济状况时——摊销费用应当忽略不计。能期望一家公司在没有财务杠杆的有形资产净值上赚多少(前提是不包括任何减少收益的商誉摊销费用)是这家公司经济吸引力的最佳指南。它也是这家公司经济商誉当前价值的最佳指南。

(2) 在评价收购行动是否明智时,摊销费用也应当忽略不计。它们不仅应当从收益中扣减,还应当从企业成本中扣减。这意味着,在任何摊销前,永远以全部成本看待收购到的商誉。而且,在所有给定的因素中,成本应当定义为包括全部企业的内在价值(并非仅仅是记录下来的会计价值),而与相关证券在兼并时的市场价格无关,而且也与是否允许使用联营处理法无关。例如,在兼并蓝筹公司时,我们对喜诗和《布

法罗晚报》商誉的 40% 所支付的价钱超过计入我们账簿的 5,170 万美元。这种不平衡的存在是因为,在兼并中放弃的伯克希尔股票的市场价值小于它们的企业内在价值,对我们来说后者是决定真正成本的价值。

从(1)看显然是赢家的公司从(2)看却可能苍白无力的。一家好企业并非总是好的收购对象——尽管它是寻找收购对象的好地方。

如果伯克希尔以超过被收购方资产净值的溢价购买一家企业(这很常见,因为我们要购买的大多数公司都不会以折价出售)根据美国会计准则,这个溢价必须记入我们资产负债表的资产方。仅仅是一家公司应该如何记录溢价,就有许多会计规则。但为了简化这次讨论,我们将专注于“商誉”,几乎所有伯克希尔的收购溢价都归入该项资产。例如,最近当我们收购我们以前不曾拥有的 GEICO 的半数股权时,我们记录了大约 16 亿美元的商誉。

根据美国会计准则,要求在不超 40 年的时间中摊销——也就是,减值——商誉。因此,为了消灭我们在 GEICO 商誉中的 16 亿美元,我们将逐年从我们的收益中扣减大约 4,000 万美元的摊销费用。这笔费用不能抵税,所以它把我们的税前收益和税后收益都减少了 4,000 万美元。^①

结果,在会计意义上,我们的 GEICO 商誉将以等额摊销逐渐消失。但我能向你保证的一件事是,我们在 GEICO 收

^① 现行税法已改。见 IRC § 197。

购的经济商誉不会以同样的方式下降。实际上,我最好的猜测是,属于 GEICO 的经济商誉根本不会下降,反而会上升——而且很可能是大幅上升。

在 1983 年的年报中,我对喜诗糖果的商誉也做过相似的陈述,当时我把该公司做为讨论商誉会计的一个例子。那时,我们的资产负债表中记入了约 3,600 万美元的喜诗的商誉。从此,我们每年都要从收益中扣减大约 100 万美元,以摊销该项资产,因此,现在喜诗的商誉在我们的资产负债表上已减至约 2,300 万美元。换言之,从会计的观点来看,现在的喜诗自 1983 年来已经失去了一大笔商誉。

经济事实不可能差别太大。1983 年,喜诗凭 1,100 万美元的营业净资产赚取了大约 2,700 万美元的税前收益;1995 年它凭区区 500 万美元的营业净资产赚取了 5,000 万美元的税前收益。显然,在此期间,喜诗的经济商誉已经大大增加而不是减少。同样清楚的是,喜诗的价值比它在我们账簿上记载的价值高几千万美元。

当然,我们有可能失手,但是我们希望 GEICO 逐渐损失的账面价值能与其经济商誉的不断增长对应起来。在我们的大多数子公司里——而非喜诗一家——这确实已经成了一种模式。这就是为什么我们经常以让你忽略所有盘购会计调整的方式展示我们的营业利润。

将来,我们也会对透明赢利采取相似的策略,除去因被投资方的重大盘购会计调整产生的收益。我们不会对账簿上仅有少量商誉的公司运用这种策略,如可口可乐和吉列。但是,我们会将其推行至富国银行和迪斯尼,两者最近刚有过巨额收购行动,而且正在处理由此产生的异常高昂的商誉摊销费

用。

在离开这个题目之前,我们必须提出一个重要的警告:投资者常常被 CEO 和华尔街的分析师们引入歧途,他们把折旧费用与我们刚才讨论的摊销费用相提并论。这两者无法等同:除了极少数例外,折旧费用是一种经济成本,从哪一点看都与工资、原材料或税金一样实在。在伯克希尔以及在几乎所有其他我们已经研究过的公司中,这无疑是事实。此外,我们并不认为所谓的 EBITDA(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, 支付利息、税款、折旧费用和摊销费用前的收益)是一种有意义的业绩评价方法。不理睬折旧费用重要性——而强调“现金流”或 EBITDA——的管理人员容易做出错误的决策,而且你们在做出你们自己的投资决策时,也必须将其牢记在心。

D. 所有者收益和现金流的谬误^①

正如 GAAP 规定的那样,[许多企业收购都要求]重大的收购价格会计调整。GAAP 数值当然就是我们在合并会计报表中使用的数值。但是,我们认为,对于投资者或者经理来说,GAAP 数字并不一定是最有用的数值。因此,特定营运单位的数值是收购价格调整入账前的收益。实际上,如果我们没有收购这些企业,那么这些企业本会报告这些收益。

对我们偏向采用[下述]这种提示形式的原因的讨论,永远不会像一部色情小说那样引人入胜,而且绝对不是非读不

^① 短线分隔成的各部分分别选自:1986 年、1986 年年报的附录。

可。但是,我知道在我们的 6,000 名股东中,确有一些因我的会计文章吓得胆战心惊——因此我希望你们中的两类人都喜爱会计分析。

先来一个小测验:下面是两家公司 1986 年度的利润简表。哪一家公司更值钱?

单位:千元

	O 公司	N 公司
营业收入	\$ 677,240	\$ 677,240
销货成本:		
历史成本,		
不包括折旧费用	\$ 341,170	\$ 341,170
特殊非现金存货成本		4,979 ⁽¹⁾
厂房设备的折旧费用	8,301	13,355 ⁽²⁾
	<u>349,471</u>	<u>\$ 359,504</u>
毛利	\$ 327,769	\$ 317,736
销售与管理费用	\$ 260,286	\$ 260,286
商誉摊销费用		<u>595⁽³⁾</u>
	<u>260,286</u>	260,881
营业利润	\$ 67,483	\$ 56,855
其他收入净值	<u>4,135</u>	<u>4,135</u>
税前利润	\$ 71,618	\$ 60,990
适用的所得税		
历史递延税额		
和本期税额	\$ 31,387	\$ 31,387
非现金跨期分摊调整	—	908 ⁽⁴⁾
	<u>31,387</u>	<u>32,385</u>

净利润	<u>\$ 40,231</u>	<u>\$ 28,605</u>

((1)至(4)表示将在下文中讨论的项目)

正如你已经猜到的那样,O公司和N公司是同一家企业——斯考特·费泽。在“O”(代表“老公司”)栏中,我们给出了如果我们没有收购这家公司时它的 GAAP 收益;在“N”(代表“新公司”)栏中,我们给出了伯克希尔实际报告的斯考特·费泽的 GAAP 收益。

必须强调,两栏描述的都是同一种经济状况——即相同的销售收入、工资、税金,等等。而且两家“公司”都为投资者创造了相同数量的现金。仅有会计方法上的不同。

那么,哲学家们,哪一栏展现了事实? 经理和投资者应当关注哪组数字?

在我们解决这些问题之前,让我们看看是什么导致了 O 公司和 N 公司间的这种差异。在某些方面,我们将简化我们的讨论,但是这种化繁为简不应在分析或结论中引致偏差。

O 公司和 N 公司间的这种差异是因为我们为斯考特·费泽支付了与它报表中的资产净值不同的价格。根据 GAAP,这种差异——这种溢价或折扣——必须用“收购价格调整”解决。在斯考特·费泽的案例中,我们为它在账簿上记录的 1.724 亿美元净资产支付了 3.15 亿美元。这样,我们就付出了 1.426 亿美元的溢价。

对任何溢价进行会计处理的第一步将流动资产的置存价值(Carrying Value)调整为现值。在实际操作中,这个要求通常不会影响按现值例行入账的应收账款,但会影响存货。因

为有 2,290 万美元的 LIFO 准备金及其他会计杂项,^① 斯考特·费泽的存货账户与现值相比有 3,730 万美元的折扣。因此,我们用 1.426 亿美元溢价中的 3,730 万美元来增加存货的置存价值,作为我们的第一步会计行动。

在调整流动资产后若还有溢价剩余,那么下一步是按现值调整固定资产。在我们的案例中,这种调整也需要几个与递延税额有关的会计杂技。既然是简化的讨论,那么我将跳过细节,直接向你们亮出底线:我们把 6,800 万美元加到固定资产中,再把 1,300 万美元从递延税额负债中消除。经过这个 8,100 万美元的调整之后,我们还剩下 2,430 万美元的溢价要分配。

如果我们的情况需要,那么就还要采取两个步骤:按公允现值调整除商誉以外的无形资产,以及按公允现值重新编制负债账户,后者通常仅影响长期负债和未备基金的养老金负债。但是,在斯考特·费泽的案例中,这两个步骤都没有必要。

在为所有的资产与负债记录了公允市场价值之后,我们需要做的最后一项会计调整是将剩余的溢价划入商誉账户(技术上称为“成本超过所得净资产的公允价值的部分”)。剩余的溢价总计有 2,430 万美元。因此,斯考特·费泽在收购前的资产负债表——概括于 O 栏中——通过收购转变成了 N 栏中显示的资产负债表。实际上,两张资产负债表都描绘了同样的资产与负债——但是,正如你们看到的那样,某些数字

① LIFO 准备金是取代存货的现时成本与资产负债表中显示的存货成本间的差额。这个差额可能会大幅上升,尤其是在通货膨胀时期。

大不相同。

单位:千元

	O 公司	N 公司
资 产		
现金及现金等价物	\$ 3,593	\$ 3,593
应收账款净额	90,919	90,919
存货	77,489	114,764
其他流动资产	5,954	5,954
流动资产合计	177,955	215,230
土地、厂房和设备的净值	80,967	148,960
非合并子公司与合资企业		
借款中的投资	93,589	93,589
其他资产,包括商誉	9,836	34,210
	<u>\$ 362,347</u>	<u>\$ 491,989</u>
负 债		
应付票据和长期负债的当期部分	\$ 4,650	\$ 4,650
应付账款	39,003	39,003
应计负债	84,939	84,939
流动负债合计	128,592	128,592
长期负债和资本化凭租	34,669	34,669
递延所得税额	17,052	4,075
其他递延贷项	9,657	9,657
负债合计	189,970	176,993
股东权益	172,377	314,996
	<u>\$ 362,347</u>	<u>\$ 491,989</u>

N 栏中显示的较高的资产负债表数值导致前面损益表的 N 栏中较低的盈利数值。这是资产价值增记(Write-up),以

及某些价值被增记的资产必须折旧或摊销的结果。资产数值越高,每年从收益中扣减的折旧费用或摊销费用必定也越高。因资产负债表的价值增记而流转入损益表中的费用已在前面出示的损益表中计算出来:

1. 4,979,000 美元的非现金存货成本主要是因为对斯考特·费泽在 1986 年对存货的减值;在未来的年度中,这种费用将逐渐变小,甚至不复存在。

2. 5,054,000 美元的额外折旧费用归因于固定资产的价值增记;每年如此数额的费用还需再发生 12 年。

3. 595,000 美元的商誉摊销费用;这笔费用还需要再发生 39 年,而且数额会略增,这是由于我们的收购发生在 1 月 6 日,所以,1986 年的数值仅是当年摊销费用的 98%。

4. 998,000 美元的递延税款杂技,这些杂技超出了我简要说明(甚至是详细说明)的能力之外;每年大约同样数额的费用很可能会再发生 12 年。

重要的是要理解这些新创造的会计成本——总计 1,160 万美元——中没有哪一项可以用来抵扣所得税。^① 尽管“新”斯考特·费泽与“老”斯考特·费泽间的 GAAP 收益相差甚远,但是这两个经济实体缴纳完全相同的税。而且就营业利润而言,这种情况将来也是如此。但是,如果出现斯考特·费泽出售它拥有的一家企业这种不太可能出现的情况,那么“新”公司和“老”公司的纳税影响就可能大相径庭。

到 1986 年末,通过从“新”斯考特·费泽的利润中额外扣减 1,160 万美元的费用,“新”、“老”经济实体资产净值间的差

① 现行税法已改。见 IRC § 197。

异已经从 1.426 亿美元缩小至 1.310 亿美元。随着时间的流逝,从利润中扣减相同的费用会使大部分溢价消失殆尽,而且两张资产负债表将汇聚到一点。但是,除非转让土地或者进一步降低存货水平,否则在新资产负债表中创造的较高的土地价值以及大部分较高的存货价值仍然会保留下来。

* * * * *

所有这些对所有主来说意味着什么? 1986 年,伯克希尔的股东购进了一赢利 4,020 万美元的企业,还是购进了一家赢利 2,860 万美元的企业? 这些总共为 1,160 万美元的新费用对我们来说是一种真正的经济成本吗? 相比 N 公司的股票,投资者应当为 O 公司的股票支付更多的钱吗? 而且,如果一家企业值其赢利的好几倍,那么斯考特·费泽在我们购买它之前比这之后值钱得多吗?

如果我们想通这些问题,就能领悟到什么才可称之为“所有者收益”。这些收益代表(a)报告收益,加上(b)折旧费用、折耗费用、摊销费用和某些其他非现金费用——如 N 公司的项目(1)和(4),减去(c)企业为维护其长期竞争地位和单位产量而用于厂房和设备的年平均资本化开支,等等。(如果这家企业需要超额流动资金维护其长期竞争地位和单位产量,那么超额部分也必须包含在(c)中。但是,如果单位产量不变,那么采用 LIFO 存货法的企业通常不需要超额流动资金。)

我们的所有者收益公式不能产生 GAAP 的欺骗性精确值,因为(c)必定是猜测——而且有时是一种极难做出的猜测。尽管存在这个问题,但我们认为所有者收益数值,而不是 GAAP 数值,才是与估价目的相关的项目——对正在购买股

票的投资者们和正在购买整个企业的经理们来说都是如此。我们赞同凯恩斯的观察结果：“我宁愿模糊地正确，而不是精确地错误。”

我们已概括出来的这种方法为 O 公司和 N 公司产生的“所有者收益”完全一致，这意味着对两家公司的估价也完全一致，就像常识告诉你们应该是这种情况那样。得到这种结果是因为(a)与(b)之和在 O 栏和 N 栏中完全相同，以及(c)在两种情况下必定完全相同。

那么，作为所有者和经理，查理和我相信哪个才是斯考特·费泽所有者收益的正确值呢？在目前的情况下，我们相信(c)非常接近于“老”公司(b)的 830 万美元，而大大低于“新”公司(b)的 1,990 万美元。因此，我们相信，相比 N 栏中报告收益，O 栏中报告收益更能说明所有者收益。换言之，我们认为斯考特·费泽的所有者收益比我们报告的 GAAP 数值大得多。

这显然是件喜事。但是这种计算通常不能提供这种令人高兴的消息。大多数经理很可能会承认，在更长的时期中他们需要在企业上投入比(b)更多的资金，这样做仅仅是为了艰守企业的单位产量和竞争地位。如果有这种必要——也就是，如果(c)超过(b)——那么 GAAP 收益就会夸大所有者收益。这种夸大常常太过头：近些年，石油工业就有这种现象的突出例子。如果大部分大石油公司每年仅花费(b)，那么按实数计算它们肯定亏损。

凡此种种都清楚地表明，常常在华尔街的报告中侃侃而谈的“现金流”数字非常荒谬。这些数字例行公事地包括(a)加上(b)——但没有减去(c)。大多数投资银行家的销售手册

也有这种欺骗性的介绍。这些销售手册暗示正在出售的企业是一座商业金字塔——永远是第一流的，而且永远不需要更新、改善或修整。实际上，如果所有待价而沽的美国股份有限公司同时通过我们一流的投资银行家进行销售——而且，如果介绍这些公司的销售手册让人信服——那么，政府对全国厂房和设备开支的预测将不得不大幅削减 90%。

在说明某些房地产企业，或者其他初始费用巨大而后的费用较小的企业时，“现金流”的确可以作为起到某种效用的速记法。财产仅有一座桥梁的，或是开采期特别长的油气田的公司就是个例子。但是“现金流”在制造、零售、采掘和公用事业这样的企业中毫无意义，因为它们来说(c)总是很大。当然，在特定年度这种企业能够递延资本支出。但是在 5 年或 10 年中，它们必须投资——否则企业就会垮掉。

那么，为什么“现金流”今天会如此流行呢？我们承认我们在回答的时候玩世不恭：我们相信企业和证券公司的销售经理们常常试图用这些数字证明那些不能证明的东西（并就此卖掉那些根本卖不出去的东西）。如果(a)——也就是，GAAP 收益——本身看起来不足以偿付垃圾债券或者证明愚蠢的股票价格，那么它对那些要专注于(a) + (b)的销售人员来说又有什么便利呢？但是，你应该加上(b)而不减去(c)：尽管牙医说得对，如果你不关心自己的牙齿，他们只能由你去了，但是同样的情况不适用于(c)。相信债务维护能力，或者权益估价，或者一家企业可以用(a)加上(b)而忽略(c)来衡量的公司或投资者，是在自找麻烦。

* * * * *

总而言之：在斯科特·费泽和我们的其他企业中，我们认为以历史成本为基础的(b)——也就是，不包括无形资产的摊销和其他收购价格调整——在数额上相当接近于(c)。(当然，这两项并不完全一样。例如，我们在喜诗每年产生超出折旧费用 500,000 美元至 100 万美元的资本化开支，仅仅是为了保持我们的竞争地位。)我们对此深信不疑是我们将摊销费用和其他收购价格调整分列的原因……而且也是在看待单个企业的收益时……更注重所有者收益而不是 GAAP 数值的原因。

怀疑 GAAP 数值在某些人看来有些不敬。毕竟，如果不是为了给我们企业的“实情”，那么我们付钱给会计师是为了什么？但是，会计师的工作是记录，而不是估价。估价工作是投资者和经理的事。

会计数字当然是企业的语言，而且为任何评估企业价值并跟踪其进步的人提供了巨大的帮助。没有这些数字，查理和我就会迷失方向；对我们来说，它们总是评估我们自己的企业和其他人企业的起点。但是，经理和所有者要记住，会计仅仅有助于业务思考，而永远不能取代业务思考。

E. 内在价值、账面价值和市场价格^①

“内在价值”是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业相对吸引力提供了唯一的逻辑手段。内在价值的定义很简单：它是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金的折现值。

但是，内在价值的计算并不如此简单。正如我们定义的那样，内在价值是估计值，而不是精确值，而且它还是在利率变化或者对未来现金流的预测修正时必须改变的估计值。此外，考察同一组事实的两个人——甚至对查理和我也同样适用——几乎总是不可避免地得出至少是略有不同的内在价值。这是我们永远不会给你，我们对内在价值的估计值的一个原因。然而，我们的年度报告提供的东西是我们自己用来计算这种价值的事实。

同时，我们定期报告我们的每股账面价值，这是一个很容易计算的数值，尽管用途有限。这种局限并不来自于我们持有的可交易证券，它们按现价记录在我们的账簿上。相反，账面价值的不足之处与我们控股的公司有关，它们在我们的账簿上记载的价值可能与其内在价值大相径庭。

这种差别可以朝两个不同的方向发展。例如，在 1964 年，我们可以确信地说伯克希尔每股的账面价值是 19.46 美元。但是，这个数字大大夸大了公司的内在价值，因为公司的

^① 短线分隔成的各部分选自：1986 年的所有者手册；1987 年；1985 年；1996 年年报。

所有收入来源统统捆在了盈利能力低下的纺织业务上。我们的纺织资产既没有继续经营价值,也没有等同于其置存价值的清算价值。但是,今天伯克希尔的处境已经好转:我们在1996年3月31日的15,180美元的账面价值,远远少报了伯克希尔的内在价值,这是事实,因为我们控制的许多企业比它们的置存价值值钱得多。

尽管它们不能说明全部问题,但我们还是要给你们伯克希尔账面价值,因为今天它们是对伯克希尔内在价值粗略的跟踪方法——尽管少报了许多。换言之,账面价值在任何特定年度的百分比变化,很可能接近于该年的内在价值变化。

通过考察一种形式的投资——大学教育,你们可以洞察账面价值和内在价值之间差别。把教育成本看作是它的“账面价值”。如果想要得到精确的成本,就必须包括学生放弃的收益,因为他选择了上大学而不是工作。

对于这个练习,我们将忽略有关教育的各种重要的非经济效益,而严格集中于它的经济效益。首先,我们必须估计毕业生在他的整个一生中得到的收益,然后,从这个数值中减去如果他缺少这种教育时获得的收益的估计值。这给了我们一个超额的盈利数值,因此必须按一个适当的利率将其折现至毕业日。这样计算出的收益等于教育的内在经济价值。

一些毕业生会发现,他们所受教育的账面价值超出其内在价值,这意味着不管谁为这种教育掏腰包都没有得到学费的价值。在另一些情况下,教育的内在价值远远超出其账面价值,这个结果证明资本的运用非常明智。显而易见,在任何情况下,作为内在价值的指示器,账面价值毫无意义。

比较我们的受控公司与我们的那些持有少数股权的公司的报告财务收益,得出了一种有趣的会计讽刺。[后者]有 20 多亿美元市场价值。然而,它们在 1987 年仅为伯克希尔在报表上产生了 1,100 万美元的税后利润。

会计规则要求我们仅将这些公司派发给我们的股利——只不过是名义上的,而不是它们的收益中属于我们的份额入账,后者在 1987 年总计大大超过 1 亿美元。另一方面,会计规则要求这三种少数股权——由我们的保险公司拥有——的置存价值,必须按当前的市场价格记录在我们的资产负债表上。结果是:GAAP 会计方法允许我们在我们的净值中反映我们部分拥有的企业到目前为止的实际价值,但不允许我们在我们的收入账户中反映它们的根本收益。

在我们的受控公司中,反过来做才对。这时,虽然我们在收入账户中反映出了全部收益,但却不能在资产负债表中反映出变动资产的价值——无论企业的价值在我们收购之后有多大的增长。

我们对这种“精神分裂症”式的会计思维的应对是,忽略 GAAP 数值,而仅将注意力放在我们的受控企业 and 非受控企业的未来盈利能力上。用这种方法,我们建立了我们自己的企业价值观念,使企业价值独立于我们账簿上受控公司的会计价值,并独立于愚蠢的市场有时为我们部分所有的公司设定的价值。这正是我们希望在未来的年月里以适度的(最好是过高的)速率增长的企业价值。

历史上,伯克希尔的股票总是按稍低于企业内在价值的价格出售。有了这种价格,购买者就可以肯定(只要他们没有经历过这种折扣的扩大),他们的个人投资经历将至少与企业的财务经历相同。但是,最近这种折扣已经消失,而且时常会出现适度的溢价。

这种折扣的消失意味着,伯克希尔的市场价值比企业价值(它本身也在以令人高兴的步伐前进)增长得快。这对于任何在出现这种价格波动之前就持有股票的所有者来说,是个好消息,但对新所有者或未来的所有者来说却不是个好消息。如果伯克希尔新所有者的财务经历仅仅能跟上公司未来的财务经历,那么他们付出的任何市场价值大于企业内在价值的溢价就必定会维持下去。

管理人员不可能决定市场价格,尽管他们可以通过公告和经营策略鼓励市场参与者的理性行为。正像你猜到的那样,我自己的偏好是一种非常接近企业价值的市场价格。有了这种关系,所有者就可以在其整个持有期中,精确地与企业的繁荣同步繁荣。市场价格在企业价值上下的大幅波动,总的来说不会改变所有者的最终收益;最终,投资者获得的必定与企业获得的一样多。但是长期大幅度的低估和(或)高估会导致企业利润在各种不同的所有者中不公平地分配,因为任何特定所有者投资成效很大程度上取决于他是幸运、精明还是愚蠢。

长久以来,伯克希尔的市场价值与企业价值之间的关系,比其他任何我熟知的公开交易股权的这种关系都更加恒定。

这是给你的贡品。由于你们有理智、兴趣和投资倾向，所以伯克希尔股票的市场价格几乎总是切合实际的。这种不寻常的结果由不寻常的人口统计学“筛选”出的一群股东实现了：实际上，我们所有的股东都是个人投资者，而不是机构投资者。再没有哪一家像我们这种大规模的公众持股公司能够同样做到这一点。

.....

40 年前，本·格雷厄姆曾讲过一个故事，说明为什么投资专家会有突出的表现：一位正在走向天堂的石油勘探员，在遇到圣·彼得(St. Peter)^① 时听到了坏消息。“你有资格在此居住，”圣·彼得说，“但是，你也看到了，为石油大王们保留的院子已经挤得满满的。没办法再把你塞进去。”勘探员想了一会儿后问圣·彼得，他是否能对现在的居民说八个字。这看起来对圣·彼得没什么害处，所以勘探员把手罩在嘴边大声叫嚷，“地狱里发现了石油。”立刻，通向院子的大门打开了，所有的石油大王都涌了出来朝地狱走去。惊讶之余，圣·彼得邀请勘探员进入院子，并请他自得其乐。然而，此时勘探员却开始躊躇了。“不行，”他说，“我想我得跟剩下的家伙一起去。毕竟地狱里可能真有石油啊。”

在[1995 年的]报告中，由于伯克希尔的股票每股卖到了 36,000 美元，我曾告诉你们：(1)最近几年伯克希尔市场价值

① ？——公元前 64？。耶稣基督十二圣徒中最出色的一位，传说是第一位罗马教皇——译者。

的增长已经超出了其内在价值的增长,尽管后者的增长令人十分满意;(2)这种过度的表现绝对不可能持续下去;(3)查理和我那时并不认为伯克希尔会被低估。

自从我发出了这些警告之后,伯克希尔的内在价值已经大大增加……而我们股票的市场价格变化很小。这当然意味着,在1996年伯克希尔的股票超越了企业的表现。因此,今天的价格/价值关系,不仅与一年前的大不相同,而且在查理和我看来也更加合适。

随着时间的流逝,伯克希尔股东从其伯克希尔所有权中获得的累计收益必定与公司的业务收益相同。如果股票暂时超出或低于企业的表现,那么一小部分股东——卖家或买家——就会在交易这些股票获得超额利润。通常,在这场游戏中,成熟的参与者比新手更有优势。

尽管我们的主要目标是使我们股东从其伯克希尔所有权中获得的总收益最大化,但是我们还希望使一些股东以其他股东为代价获得的利润最小化。这些是如果我们在管理家族合伙制企业时会有的目标,而且我们相信它们对公众持股公司的经理来说也有同样的意义。在合伙制企业中,公平要求合伙制利益在合伙人进出的时候得到平等的估价;在公众持股公司中,当市场价格与内在价值保持同步时,就有了公平。显然,它们总是达不到这种理想状态,但是一位经理——通过他的经营策略和交流——可以为培养公平多出一把力。

当然,股东持有股票的时间越长,那么在伯克希尔的企业收益对其金融经历的意义就越大——而且在他买卖股票时相对内在价值有什么样的溢价或折扣的重要性也就越小。这是我们希望吸引有长远投资眼光的所有者的一个原因。总的来

说,我认为我们已经在追求上获得了成功。对于由长远眼光的所有者持有的股票百分比,伯克希尔在所有大型美国股份公司中很可能名列第一。

F. 分部的数据与会计合并^①

即使[GAAP]有缺点,我也讨厌制定一套更好规则的工作。但是,现存规则的局限不需要克服:CEO 不必受人摆布,把 GAAP 报表作为他们对所有者和债权人义务的开始而不是结束——而且实际上他们必须如此。毕竟,子公司的任何一位经理如果报告了不加渲染的 GAAP 数字,而这些数字遗漏了他的老板——母公司的 CEO——需要的关键信息,都会发现自己处于困境之中。那么,为什么 CEO 本人就必须保留实质上对他的老板们——公司的持股所有人——有用的信息呢?

需要报告的是帮助金融文学报告的读者解答以下三个关键问题的数据——无论它们是 GAAP 数据、非 GAAP 数据、还是额外的 GAAP 数据:(1)这家公司大约值多少钱?(2)它能够达到其未来义务的可能性?以及(3)考虑到经理们分派到的工作,他们的工作表现有多好?

在大多数情况下,从最低限度的 GAAP 提示中收集上述一个或更多问题的答案介乎困难与不可能之间。企业界真是太复杂了,以至于用单纯一组规则,是难以有效地向所有企业描述经济事实的,尤其是那些广泛涉足各种不同业务的企业,

^① [1988 年]

如伯克希尔。

使问题进一步复杂化的是,许多管理人员不是把 GAAP 看作一种需要达到的标准,而是看作一种需要克服的障碍。他们的会计人员欣然协助他们的事不胜枚举。(“二加二,”客户问,“等于几?”合作的会计师回答,“你脑子里想的是什么数字?”)即使是诚实而且出于好意的管理人员,有时也会稍稍曲解 GAAP,以展示他们认为可以更加合理地形容他们业绩的数值。平滑收益以及“巨额冲销”季度是正直的管理人员采用的一些“没有恶意的谎言”。

可是,还有一些经理积极地使用 GAAP 进行欺诈。他们知道许多投资者和审计师视 GAAP 结果为真理。因此这些江湖骗子“富于想象地”解释会计规则,并用技术上遵守 GAAP,但实际上以向世界显示经济幻觉的手段记录业务交易。

只要投资者——包括想象中成熟的机构投资者——沉迷于符合稳定增长的报告“收益”,那么你们就可以相信一些经理和推销员会利用 GAAP 产生这些数字,而无论事实如何。多年来,查理和我观察到了许多规模难以置信的会计诈骗。只有几个作恶多端的人受到了惩罚;许多甚至未受到谴责。用钢笔窃取一大笔的钱比用枪抢劫一小笔钱要安全得多。

1988 年,根据 GAAP 做出的一项重大变革,我们在资产负债表和收益表中完全合并了我们所有的子公司。过去,共同储贷公司(Mutual Saving and Loan)以及斯考特·费泽财务公司(一家主要为世界百科全书公司和科拜公司(Kirby)的产品提供分期付款销售贷款的财务公司)都在“单一的”基础上加以合并。这意味着我们(1)把我们在它们合并净资产中的

权益在伯克希尔的合并资产负债表中作为单项资产表示,以及(2)把我们在它们合并年利润中的权益在我们的合并收益表中作为单行收益表示。现在,这项规则要求我们在我们的资产负债表中合并这些公司的每一项资产与负债,而且将它们的每一项收入和开支都包括在我们的收益表中。

这项变革强调公司还需要报告分部的数据:在传统的财务报表中,需要汇总在一起的业务部门的经济多样性越大,这些披露的用途就越小,而且能够回答前面提出的三个问题的能干的投资者就越少。实际上,我们在伯克希尔永远准备合并数值的唯一原因是为了达到外部的要求。另一方面,查理和我一直在研究我们的分部的数据。

既然已经要求我们在 GAAP 报表中捆绑更多的数字,我们已经决定出版我们认为可以帮助你衡量企业价值和管理表现的补充信息。(无论你检验什么样的会计报告,伯克希尔向债权人履行其义务的能力——我们列出的第三个问题——应当有目共睹。)在这些补充披露中,我们不必遵循 GAAP 程序乃至法人结构。相反,我们将试图采用有助于分析但又不会使你们陷入细节的泥潭中的方式,进行合并重要的企业活动。我们的目标是以如果我们的角色变换时我们希望获得的信息的形式,给你们重要的信息。

G. 递延税额^①

前面我曾经提到过 1990 年 GAAP 会出现一项重大的变

^① 短线分隔成的各部分选自:1988 年;1989 年;1992 年。

革。这一变革与递延税额(Deferred Tax)的计算有关,而且这个变革不仅复杂而且颇具争议——以至于原计划在 1989 年强制实施的变革推迟了一年。

在实施过程中,新规则将会在各方面对我们产生影响。最重要的是,规则要求我们改变我们对我们保险公司持有股票的未实现收益的递延应纳税额的计算方法。

就此,我们的负债大大增加。对于可追溯至 1986 年甚至更早年份的未实现收益——12 亿美元,我们已经按 28% 的税率将应纳税额(Tax Liability)入账。对于那以后的未实现收益——6 亿美元,应纳税额以 34% 的税率入账。这个差别反映了 1987 年开始生效的税率的增长。

但是,现在看来新的会计制度要求我们在 1990 年按 34% 的税率建立整个负债,这减少了我们的收益。假定到 1990 年税率没有变化,这种措施减少我们的收益(以及我们由此报告的净资产)达 7,100 万美元。建议中规则还影响了我们的资产负债表中的其他项目,但是这些变革对我们的收益和净资产仅有很小的冲击。

在计算递延税额时,我们对这种变革还没有成熟的见解。但是,我们应当指出,无论是按 28% 的税率还是 34% 的税率计算出的应纳税额都没有精确描绘伯克希尔的经济现实,因为我们没有计划出售账面上已经获利颇丰的股票。

很可能会采用的一项会计新规则将要求公司按当前的税率——无论税率如何——从所有的赢利中提取准备金。在 34% 的税率下,这一规则会增加我们的递延应纳税额,并减少

我们的资产净值约 7,100 万美元——结果在我们 1987 年之前的赢利中提取的准备金增加了六个百分点。由于建议中的规则已经引发了广泛的争议,而且它的最终形式还不清楚,所以到目前为止我们还没有做出这种变化。

如果我们要按年底的市价出售我们的所有证券,那么我们会欠下 11 亿美元以上的税。这 11 亿美元的负债,与年末后 15 天向购销债权人支付的 11 亿美元负债相等乃至相似吗?显然不是——尽管两个项目对经审计的资产净值的影响相同,它们都将其减少了 11 亿美元。

另一方面,因为项递延税的负债的支付仅在我们在很大程度上没有抛售打算的股票出售的时候才触发,那么它是不是一种毫无意义的会计虚构?回答再一次是“不是”。

用经济学术语来说,这种负债就像出自美国财政部的,仅由我们挑选的免息贷款[当然,除非国会(Congress)提议在它们实现以前就征税]。该项“贷款”在其他方面也很独特:它只能用来资助个别已增值股票的所有权,而且规模上下波动——因市场价格变化而每天波动,以及因税率变化而周期性地波动。结果,这种递延应纳税额相当于一笔非常巨大的转让税,它仅在我们选择从一项资产转向另一种时才需缴纳。实际上,1989 年我们出售了一些数量有限的股票,因此在 2.24 亿美元的赢利中产生了大约 7,600 万美元的“转让”税。

由于税法的工作方式,我们青睐的瑞普·凡·温克尔^①式的投资风格——如果成功的话——相对于更加疯狂的投资方

^① 小说中的瑞普·凡·温克尔并没有什么投资风格,只是曾沉睡过很长时间(几百年),巴菲特在投资活动中吸收了他的怠惰性质,以递延纳税——译者。

法有着极大的数学优势,让我们看看一个极端的比较。

想像一下伯克希尔仅有 1 美元,我们用它投资的一种证券到年底涨了一倍,然后将证券抛出。进一步想象一下我们用税后利润在下一个 19 年中每年重复这种投资过程,每次都翻番。到第 20 年末,我们为每一次抛售获得的利润缴纳的 34% 的资本利得税,将会给政府送去 13,000 美元,而我们只剩下大约 25,250 美元。这还不算太坏。但是如果我们在 20 年中进行了一项翻了 20 倍的美妙投资,那么我们的钱就会增至 1,048,576 美元。如果我们在那时套现,那么我们缴纳的 34% 的税大约是 356,500 美元,然后剩下大约 692,000 美元。

这种惊人差异的唯一原因是纳税的时机选择。有趣的是,政府从第二种情形中获得的收益与我们一样正好是 27 比 1——用 356,500 美元的税款比上 13,000 美元的税款——尽管,无可否认,政府必须花时间等待这笔钱。

我们应该强调,由于这些数学计算结果,我们没有采用倾向于长期投资的策略。实际上,通过更加频繁地从一项投资转向另一项投资,我们可能会获得更大的税后利润。许多年前,查理和我就是这样做的。

现在我们宁愿留在原处不动,尽管这意味着较低的回报。我们的原因很简单:我们已经发现辉煌的业务关系不仅少见而且令人愉快,因此我们要保持我们业已发展的关系。这个决定对我们来说尤其简单,因为我们认为这些关系将会产生良好的——尽管可能不是最优的——财务成果。考虑到这一点,我们认为放弃与那些我们认为有趣而且值得敬佩的人在一起的时间,而转向那些我们并不了解而且很可能资质一般

的人,对我们来说没有什么意义。这可能类似于为了金钱而结婚——在大多数条件下这是一个错误,而且如果一个人已经非常富有,那他一定是精神异常。

一项与递延税额有关的会计新规则自 1993 年起生效。它在我们的账簿中撤销了我已经在以前的年报中讲述的,以及与我们的投资组合中未实现资本增值的应计税款有关的二分法。在 1992 年底,资本增值总计达 76 亿美元。对其中的 64 亿美元,我们按目前 34% 的税率计税。对于剩下的 12 亿美元,我们按 28% 的税率计税,在那部分资本增值出现时实行这种税率。新的会计规则规定,从今以后我们必须按目前的税率——对我们来说还算合理——发生所有的递延税额。

新的开拔令意味着,在 1993 年的第一季度,我们将对所有未实现的资本增值应用 34% 的税率,从而增加我们的应纳税额并减少资产净值达 7,000 万美元。这个新规则还导致我们在递延税额的计算中做出其他微小的调整。

未来税率的变化将会迅速反映在递延税额负债,以及相应的资产净值中。这种冲击很可能十分巨大。然而,最终重要的是我们出售证券时的税率,届时,我们的未实现资本增值将变成已实现资本增值。

H. 退休福利和股票期权^①

从1993年1月11日起开始执行的另一项重大会计变革是,要求企业为雇员的退休健康福利确认它们的负债的现值。尽管GAAP以前已经要求确认在未来支付的养老基金,但它不合逻辑地忽略了那时公司将为健康福利负担的成本。新规则将强制许多公司在资产负债表上记录一笔巨大的负债(而且相应地减少资产净值)而且今后还要在它们计算年利润时确认更高的成本。

在进行收购时,查理和我已经趋于避开那些有巨大退休负债的公司。因此,伯克希尔当前的负债以及退休健康福利的未来成本——尽管我们现在有22,000名雇员——微不足道。然而,我需要承认我们曾中过一发近失弹(Near-miss)^②:1982年,我在表态要收购一家负担巨额退休健康义务的公司时曾犯下大错。但幸运的是,由于我们无法控制的原因,这笔交易失败了。我在1982年度的年报中报告这件事时曾说:“如果我们要在这份报告中引入图表,说明在过去一年中令人欣喜的业务发展,那么解释这笔已经告吹的交易的两张白纸将是整个报告中最漂亮的两张夹页。”即使如此,我也不希望事情恶化。另一个买家出现了,这家企业很快破产并关门歇业,成千上万的工人发现,那些医疗保健的慷慨允诺简直一文不值。

① 选自1992年年报。

② 炸弹虽未命中目标,但弹着点距目标很近,仍可造成一定的损失——译者。

在最近几十年中,没有哪一个 CEO 梦想过带着这样的建议去董事会:他的公司要成为另一家其他股份公司建立的无限退休健康福利的保险公司。一名 CEO 不必成为一位医疗专家,以了解不断延长的平均寿命以及快速上升的健康福利成本,从避免像保险公司那样,有时会从这样一种业务中遭受财务上的打击。尽管如此,许多经理愉快地让他自己的公司投入一种正好包含相同承诺的自身保险计划——并因此让他的股东遭受这种必然结果的厄运。在医疗保健方面,无限度的承诺已经创造了无限度的负债,这些负债在某些情况下膨胀得大到足以威胁美国主要工业的全球竞争力的程度。

我相信,这种不顾后果的行为的部分原因是,会计规则长久以来并没有要求在退休后医疗保健成本发生的时候入账。相反,规则允许现金收付制的会计方法,这大大少报了正在不断增长的负债。结果,管理人员以及他们的会计师们对这些债务的态度是“看不见,想不到”。有讽刺意味的是,同样是这些经理中的一些人,会迅速批评国会在考虑社会保障及其他产生大量未来负债的计划时所采取“现金收付制”的思维方式。

考虑会计问题的经理永远不应忘记亚布拉罕·林肯 (Abraham Lincoln)^① 喜欢的一则谜语:“如果你称尾巴是腿的话,一只狗会有几条腿?”回答是:“四条腿,因为称尾巴是腿并不能使尾巴成为腿。”即使审计师愿意证明尾巴是腿,经理们也应牢记亚布拉罕的正确答案。

① 1809—1865。美国第 16 位总统,1861—1865 年在任——译者。

* * * * *

主管人员和会计师们做出的让我们不要面对现实的行为中最惊人的情形出现在股票期权的世界中。在伯克希尔1985年的年报中,我曾摆明了我对利用期权和滥用期权的观点。^①但即使期权设计得当,事实证明也是毫无意义。缺乏逻辑并非巧合的是:几十年来,大多数企业发动了针对会计规则制定者的战争,试图避免在发行股票期权的股份公司的利润中反映出它们的成本。

主管人员常常认为期权难以估价,所以理应忽略它们的成本。在另一些时候,经理们又说,为期权指定成本会伤害那些刚起步的小型企业。有时,他们甚至庄严地宣称“较现值不利(Out-of-the-money)”的期权(那些执行价格等于或大于当前市场价格的期权)在发行时毫无价值。

奇怪的是,机构投资者理事会(Council of Institutional Investors)已经对这个主题发出了不同的声音,它认为应当视期权为一种成本,因为它们“不是来自公司保险箱的钱”。我认为,这种推理思路为美国的股份公司立即增加它们的报告收益提供了激动人心的各种可能。例如,它们可以用期权支付保险成本来消除保险成本。所以如果你是一名CEO,而且赞成这种“没有现金收付就没有成本(No Cash—No Cost)”的会计理论,那么我将给你一个你不会拒绝的报价:请打电话到伯克希尔找我们,我们会高高兴兴地卖给你保险,用来交换一大捆你们公司股票长期期权。

① 见第1章E节的《经理人员报酬的支付原则》

股东们应当明白，公司在向另一个当事人交付有价值的东西时就会产生成本，而不仅仅在现金易手的时候。而且，仅仅因为不能精确量化就说一项重要的成本不应确认不仅是愚蠢的而且玩世不恭的。现在，会计有很多不精确的地方。毕竟，没有哪一个经理或者审计师知道一架波音 747 飞机的寿命有多长，这意味着他也不知道这家飞机每年的折旧费用是多少。没有哪一个人可以确切知道一家银行每年的贷款损失费用应当是多少。而且，财产保险公司在估计损失时的失准早已是路人皆知的。

这是否意味着仅仅是因为这些重要的成本项目不能绝对精确地量化，就应当将其忽略呢？当然不行。相反，应当由诚实而且富有经验的人来估计并记录这些成本。如果你们当真正确地对待它，那还会有其他什么重大但难以精确计算的成本——也就是不同于股票期权的成本——会让会计专业人员说应当在计算收益的时候忽略呢？

而且，期权并非那样难以估价。无可否认，给予主管人员的股票期权在各个方面受到的限制增加了这种难度。这些限制影响估价。但是，它们不会排除估价。实际上，既然我有心情出价，我会给任何被授予有限制的股票期权的主管人员一个报价，尽管它有可能较现值不利：在发行日，伯克希尔会为他或她在期权上实现任何未来收益的权利付上一大笔钱。因此，如果你们找到一位 CEO 说他新发行的期权价值极小或者毫无价值，那么就告诉他试试向我们寻价。说实在的，相比为我们的喷气式公务机确定一个合适的折旧率，我们对为任何一种期权确定一个合适价格的能力要有信心得多。

在我看来，股票期权的现实可以相当简单地加以概括：如

果期权不是一种酬报的形式,那么它们是什么?如果酬报不是一种费用,那么它是什么?而且,如果费用不应当进入收益的计算,那么它们应当去哪里?

会计专业人员和 SEC 应当为长期让他们自己在期权会计问题上被企业主管人员挤着走而感到羞愧。此外,主管人员参与的游说可能有一种不幸的副产品:我认为,企业精英在对它自己有着重大意义的问题上鼓吹令人难以置信的东西时,在对社会有重大意义的问题上——对此精英可能有许多有价值的东西可说——却冒着失去信誉的风险。

I. 公司税收负担的分配^①

1986 年的税收改革法案(Tax Reform Act)对我们的各个企业产生了重大的和背道而驰的影响。尽管我们发现法案中有许多地方值得称赞,而它们对伯克希尔的净财务影响是负面的:相比在旧法律下,我们的企业价值增长率在新法律之下很可能更加缓慢。法案对我们股东负面净影响更大:企业价值增长的每 1 个美元——假设这种增长伴随着伯克希尔股票市场价值的同步增长,将给我们的股东产生 72 美分的税后收益,而不是产生在旧法律之下的 80 美分。这个结果的确反映了个人资本收益的最大税率从 20% 增至 28%。

下面是影响伯克希尔的主要赋税变化:

* 按日程,公司普通收入的税率将从 1986 年的 46% 降至 1998 年的 34%。这个变化显然对我们有正面影响——而

^① 选自 1986 年年报。

且它对我们三家主要被投资方中的二家有重要的正面影响，它们是大都会/ABC 以及《华盛顿邮报》公司。

我知道，十多年来，关于谁在真正支付各种公司税——企业还是它们的客户——已经有许多模糊的而且常常有偏袒的解释。当然，这种争论通常转向增税，而不是减税。那些坚持要求提高公司税率的人常常认为，股份公司实际上没有缴纳任何向他们征收的税款，相反它们只是作为一种经济管道，把所有的税转嫁给消费者。根据这些主张，任何公司税率的提高将就会导致更高的价格，对股份公司来说，它们可以抵销提高了的税赋。持有这个立场，“管道”理论的支持者必定还会作出结论，对股份公司减税不会有助于提高公司利润，相反只会造成税收流失，因为对消费者来说它会相应地导致更低的价格。

相反，其他人则认为股份公司不仅缴纳向它们征收的税款，而且还吸收了税款。这些学派说，消费者不会受到公司税利变化的影响。

究竟会发生什么？如果公司税率下降，伯克希尔，《华盛顿邮报》、大都会，等等这些公司本身吸收了利润吗，或者这些公司通过降价的形式将利润让给了它们的消费者吗？对投资者和经理们来说，这同政策制定者一样是个重要的问题。

我们的结论是，在某些情况下，降低公司税的好处完全，或者几乎是完全落到了公司及其股东的身上，而在另一些情况下，这种好处全部，或者几乎是全部传递给了消费者。决定结果的是公司的业务特许权的实力，以及从特许权中获得的利润是否受到监管。

例如，如果这种特许权很强，而且税后利润以一种相对严

谨的方式受到监管,就像电力公司,那公司税率变化的绝大部分将在价格,而不是利润中反映出来。如果税赋减少,价格通常就会迅速降低。如果税赋增加,价格就会上涨,尽管速度不快。

相似的结果也出现在第二个竞技场中——在价格竞争的行业中,这些行业中的公司通常在极微弱的业务特许权下运作。在这种行业中,自由市场一种延迟的,无规律的但通常非常有效地方式“监管”着税后利润。结果,在对付价格竞争行业时,市场起到了大部分公用事业委员会(Public Utilities Commission)在对付电力公司时起到的相同作用。因此,在这些行业中,税率变化对价格的最终影响比利润的大。

但是,那些被赐予强大特许权的不受监管的企业,就完全是另一回事;股份公司及其股东因此是减税的主要受益者。这些公司从减税中获益,在很大程度上就像电力公司从一旦缺乏监管者强制降价中获益一样。

我们的许多企业,无论是我们全部所有还是部分所有的企业具有这种特许权。结果,降低它们赋税的好处大部分都落到了我们的口袋而不是我们消费者口袋中。虽然这种声明可能是失策的,但否认是不可能的。如果你总想相信其他东西,那么稍许想一想你们这个地区最能干的脑外科医生或律师。既然最高的个人所得税正在从 50% 降至 28%,你真的希望这些专家(在他或她的专业中的本地“特许权所有人”)的收费会降低吗?

更低的税率会使我们的几家营运企业以及被投资者受益,但是你们对我们的结论的喜悦应当被我们另一件深信不疑的事大大影响:列入日程的 1988 年的税率——个人的和公

司的——在我们看来完全不切实际。这些税率很可能对华盛顿造成一个财政问题，这个问题将证实与价格稳定相矛盾。因此，我们相信，最终——比方说，在 5 年之内——要么是更高的税率，要么是更高的通货膨胀率几乎必定无疑。所以，见到哪一种情况都不会让我们大吃一惊。

* 公司资本收益税率已经从 28% 增至 1997 年开始生效的 34%。这个变化会对伯克希尔产生重大的负面影响，因为我们希望将来我们在企业价值中的大部分增益，就像过去那样，由资本收益产生。例如，我们的三种主要投资财产——大都会、GEICO 以及《华盛顿邮报》——在年底曾有超过 17 亿美元的市场价值，接近于伯克希尔资产总值的 75%，然而仅给我们带来大约 900 万美元的年收益。相反，所有 3 家公司留存了绝大部分收益，我们希望它们最终向我们交付资本收益。

新法律提高了所有在将来实现的资本收益的税率，包括在法律颁布前存在的未实现收益。到年末，我们在我们的股权投资中有 12 亿美元的这种未实现收益。新法律对我们资产负债表的会影响会滞后，因为一条 GAAP 规则规定，适用于未实现收益的递延税额负债应当以上一年度的 28% 的税率而不是目前 34% 的税率说明。这项规则很快就会改变。在它有效的时候，大约有 7,300 万美元会从我们的 GAAP 资产净值中消失，然后加到递延税额账户中。

* 我们的各个保险公司收到的股利和利息收入在新法律课税更重。第一，所有股份公司从其他国内的股份公司收到的股利都要按 20% 的税率纳税，旧法律的是 15%。第二，对于剩下的 80% 有一项专门适用于财产/灾害保险公司的变

化:如果支付股利的股票是在 1986 年 8 月 7 日以后买入的,那么剩余部分将按 15% 的税率纳税。第三个变化——又是仅适用于财产/灾害保险公司——涉及免税债券:这些保险公司在 1986 年 8 月 7 日以后买入的债券的利息仅有 85% 的部分免税。

最后两项变化非常重要。它们意味着,我们从未来几年的投资中获得的收入,将会大大少于在旧法律下我们本可以获得的收入。我最乐观的推测是,单单这些变化将最终把我们保险公司的盈利能力,在我们以前期望的数字上至少降低 10%。

* 新的税收法案还实质性地改变了财产/灾害保险公司的纳税时机。一条新的规定要求我们在我们的税单(Tax Return)中折现我们的损失准备金(Loss Reserve),这项变化将降低各种减项(Deduction),并提高应税收益(Taxable Income)。另一项在 6 年中分阶段实施的规定要求我们,在应税收入中算入我们预收保险费准备金(Unearned Premium Reserve)的 20%。

没有哪一条规则会改变我们给你们的财务报告中的应计税款总额,但是每一项都显著加快了纳税的进度。也就是从前递延的税额现在被向前挪了,这个变化会大大降低我们企业的盈利能力。一个类比可以说明这种税赋:如果一过 21 岁,就要求你立刻为你在整个一生中要得到的全部收入纳税,那么,你一生的财富包括你的不动产相比你在死时缴纳所有的这些税款时的数额,将是一个区区小数。

留心的读者可能会发现我们所说的话中有一个矛盾。先前,在讨论处于价格竞争行业的公司时,我们认为增税或减税

对这些公司的影响很少,但相反会大部分传递给它们的客户。但现在,我们又在说增税会影响伯克希尔的财产/灾害保险公司的利润,尽管它们在一个价格激烈竞争的行业中营运。

这个行业对我们的一般规则来说可能是个例外的原因是,并非所有的大保险公司都使用完全一样的纳税方程式。重要的差别是由于下述几个原因的存在:一项新的选择性的最小纳税额会影响一些公司,但不会影响另一些公司;某些大保险公司有巨大的损失移后扣减(Carry-forward)^①,至少可以在几年中保护它们的大部分收益免交巨额税金;以及一些大保险公司的收益将与非保险企业一同计入公司合并收益中。这些完全不同的条件将在财产/灾害保险行业中导致大范围变化的边际税率。但是,这不会是大多数其他价格竞争行业的情况,如铝业、汽车业或百货行业,在这些行业中,大玩家通常以相似的纳税方程式竞争。

对财产/灾害保险公司没有一种公用的税额计算法意味着,落到这个行业头上的增加的税额很可能不会像它们处于一个典型的价格竞争行业中那样,传递到消费者身上。换言之,保险公司本身将承受许多新税负担。

* 对这些负担的部分抵销是一种于 1987 年 1 月 1 日出现的“新开始”调整,那时,我们 1986 年 12 月 31 日的损失准备金数值,因纳税目的转换到了新要求的折现过的基础之上。(但是,在我们给你们们的报告中,准备金仍旧完全按照以前的基础——未折现,除了在像结构化清算这样的特殊情况下之

① 一个既定年度的营业净损失金额,如不能从以前年度的净收益中扣减时,则可以在以后年度的净收益中扣减——译者。

外。)”“新开始”的最终影响是给了我们一种双重扣减：我们将在 1987 年和未来的年度中获得应税收益额减免，比例是我们的已经作为成本在 1986 年和更早的年度中完全扣减的，已经发生但未支付的保险损失。

因这种变化导致的资产净值的增加还没有反映在我们的财务报表中。相反，在目前的 GAAP 规则（可能会改变）下，这种收益将流入收益表，并因此在今后几年中通过减少了的税进入资产净值中。我们希望从新开始调整中获得的收益在 3,000 万至 4,000 万美元之间。但是，必须注意，这是一种一次性收益，相反，其他与保险有关的税收调整的负面冲击不仅正在进行，而且在各个重要方面将随时间的推移变得更加剧烈。

* 新税法废除了通用电力公司（General Utilities）式的教条。^① 这意味着，在 1987 年及以后，对公司破产清算的税收会翻番，一半在公司级，另一半在股东级。过去，在公司级的税收可以避免。例如，如果伯克希尔要破产清算——这几乎根本不可能，那么在新法律下，股东从出售我们的财产中获得的现金，将远少于他们在过去从这些资产出售中获得的现金——假定每次出售的价格完全相同。尽管这种结局在我们的情形中仅是理论上的，但是，法律上的这种变化将大大影响许多公司。因此，它也影响我们对未来各种投资的评估。例如，在对待希望为偿债而出售的石油公司和天然气公司，挑选出来的媒体公司，房地产公司，等等。它们的股东可以实现的价值很可能大大减少，这仅仅是因为通用电力公司式的教条已

① 在通用电力公司的破产清算中没有双重征税——译者。

经废除——尽管公司的营运经济状况根本没有大幅改观。我的印象是，这种法律上的重大变化还没有被投资者或经理完全领会。

J. 税制与投资哲学^①

伯克希尔是联邦所得税的大付款人。总计，我们将在 1993 年缴纳 3.9 亿美元的联邦所得税，其中的大约 2 亿美元归因于营业利润，而另外的 1.9 亿美元归因于已实现的资本收益。^② 此外，由我们的被投资方缴纳的 1993 年度联邦所得税和境外所得税远远超过 4 亿美元，你们不会在我们的财务报表中看到这个数字，但它无疑是存在的。无论是直接地还是间接地，伯克希尔缴纳的 1993 年度的联邦所得税，大约将占前一年所有美国股份公司缴纳的总和的 1% 的 1/2。

说到我们自己的股份，查理和我对这些税绝对毫无怨言。我们知道我们在一个基于市场的经济中工作，相比其他对社会做出相同甚至更大贡献的人的工作，这个经济对我们的工作做出的报偿慷慨得多。税制应该，也确实补偿了这种不平等。即使如此，我们仍享受了特别优厚的待遇。

如果，伯克希尔采用合伙制或“S”股份公司^③——两种在公司活动中广泛采用的结构，那么伯克希尔及其股东加起

① 选自 1993 年的年报。

② 在 1996 年，这个数字已经达到了 8.6 亿美元——译者。

③ “S”股份公司指的是 IRC 中为征税处理的某种更象合伙制公司的小型股份公司。合伙制公司仅纳一次税——仅在将收益派发给合伙人时，而不是合伙制公司收到利润时纳税。股份公司需纳二次税——在公司收到利润时纳一次税，然后在将收益派发给股东时再纳一次税——译者。

来就可以缴纳少得多的税。由于种种原因,伯克希尔这样做不可行。但是,伯克希尔的公司形式带来的不利影响,已经通过我们的长期投资策略得到了缓和——尽管还远未消除。即使查理和我经营一家免税的机构,我们也会采取买入并持有的策略。我们认为它是最稳健的投资方式,而且它还平和了我们的个性。但是,青睐这种策略的第三个原因是,只有在资本利得实现的时候,我们才须纳税。

从我最喜欢的连环漫画《李尔·阿伯纳》(Li'l Abner)^①中,我有机会在年轻的时候看到递延纳税的好处,尽管当时我错过了这堂课。为了取悦读者,李尔·阿伯纳在狗斑(Dogpatch)地区过着欢乐但愚钝的邋遢生活。在一个地方,他迷恋上了纽约的一位妖妇,艾普丝伊娜塔·范·克莱麦克斯(Ap-passionatta Van Climax),但对娶她丧失信心,因为他只有一块美元,而她则对百万富翁情有独钟。遭到拒绝后,他到老摩西(Old Man Mose)——狗斑地区的百科全书——那里寻求答案。这位圣人说:把你的钱翻20倍,艾普丝伊娜塔就是你的了(1,2,4,8,……,1,048,576)。

我对这部连环漫画的最后印象是,阿伯纳进了一家小客栈,把他的银币投到一部老虎机里,然后撞上大运,赢的钱溅得满地都是。仔细遵从摩西的建议,阿伯纳捡起两块美元,然后离开了小客栈,去寻找他下一个翻倍的机会。那以后,我把

① 美国漫画家阿尔弗雷德·杰拉尔德·凯普林(Alfred Gerald Caplin, 1909—1979)的代表作。《李尔·阿伯纳》最早于1934年出现在《纽约镜报》(The New York Mirror)上。这部幽默作品以虚构的未开发的狗斑社区为背景,塑造了一个腼腆、笨拙的乡巴佬李尔·阿伯纳;以及一位阿伯纳追求了17年才成功的老处女黛茜·梅(Daisy Mae);以及其他各式各样的社会人物。《李尔·阿伯纳》在凯普林1977年退休时结束——译者。

阿伯纳扔到了垃圾堆里,并开始拜读本·格雷厄姆的著作。

称摩西是大师,显然言过其实:除了未能预见阿伯纳对指令的盲从之外,他还忘了纳税。如果阿伯纳须缴纳,比方说伯克希尔缴纳的 35% 的联邦所得税,(而且如果他每年都使资金翻番,那么 20 年后他只能攒下 22,370 美元。实际上,如果他同时保持每年让资金翻番,并缴纳 35% 的税,那么他本来再需 7 1/2 年就可达到赢得艾普丝伊娜塔芳心的 100 万美元。)

但是,如果阿伯纳相反把他的钱放到单项投资中,然后一路持有,直至资金同样翻 27 1/2 倍,会怎么样? 在那种情况下,他可以实现约 2 亿美元的税前利润,或者在最后一年缴纳了 7,000 万美元的税款后,实现大约 1.3 亿美元的税后利润。为此,艾普丝伊娜塔可以爬到狗斑去。当然,又一个 27 1/2 年过后,艾普丝伊娜塔会如何看待另一个坐在 1.3 亿美元之上的家伙,就是另一个问题了。

这个小故事告诉我们的是,相比按给定复利增长的投资,纳税的投资者可以从每年按相同复利增长的单项投资中实现多得多的利润。但我怀疑许多伯克希尔的股东很久以前已经计算出了这个数字。

结束语^①

我们将继续持有我们的大多数股票,无论相对公司内在价值而言它们是如何定价的。这种至死不渝的态度,与这些股票所体现出来的价格走势,意味着人们不能希望将来它们能够像过去那样快速推动伯克希尔的增值。换言之,到目前为止,我们的业绩受益于一种双重支持:(1)我们投资组合中的公司实现的内在价值有意外的收获;(2)在市场适当地“修正”这些公司的价值时我们获得的额外奖赏,与其他表现平平的公司相比,这些修正提高了它们的估价。我们将继续受益于公司的价值增长,我们对我们投资的公司实现这种增长充满信心。但是,我们的“市场修正”奖赏已经实现,这意味着将来我们不得不仅靠一种支持。

我们还得面对另一种障碍:在一个有限的世界里,高增长率必定走向自我毁灭。如果这种增长的基数小,那么在一段时间内这条定律不一定奏效。但如果基数很大,那么当事人的结局将是:高增长率最终会压扁它自己的支撑点。

卡尔·塞根(Carl Sagan)^②在谈及每15分钟分裂一次繁殖的细菌时已经很有趣地形容了这一现象。塞根说:“这意味

① 短线分隔成的各部分选自:1989年、1994年、1996年的股东手册。

② 1934—1996。美国天文学家,致力于传播科学,使之更接近大众——译者。

着每小时翻四翻,每天翻九十六翻。尽管一颗细菌的体重仅有大约 1 克的一万亿分之一,但经过一天疯狂的无性繁殖后,它们的后裔将像一座大山那样重……两天之内,它们就会比太阳还重——要不了多久,宇宙中的万物都将由细菌构成。”不过无须杞人忧天,塞根说:总有某种障碍会阻止这种指数式的增长,“这种障碍可能是从食物中飞出的小虫,或是细菌之间相互毒杀,或是它们羞于在大庭广众之下繁殖。”

即便在艰难的日子里,查理(伯克希尔的副董事长兼我的合伙人)和我也不会认为伯克希尔是颗细菌。令我们无限悲伤的是,我们还没有发现一种让伯克希尔的净资产值每 15 分钟翻一倍的方法。况且,对在大庭广众之下繁殖——金融上的繁殖——我们并非一点也不害羞。尽管如此,塞根的观察仍然适用。

一只鼓鼓囊囊的钱包……是非凡投资成果的大敌。相比查理和我开始掌管时的 2,200 万美元,伯克希尔现在的资产净值已达 119 亿美元。尽管仍然有许多优秀的公司,但是收购与伯克希尔的资产相比微不足道的公司,对我们来说毫无意义。(正如查理时常提醒我的那样,“事情如果不值得做,也就不值得做好。”)现在只有当我们确认伯克希尔可以运用至少 1 亿美元资金时,才考虑进行收购。有了这种最低限额,伯克希尔的投资空间已经大大缩小了。

尽管如此,我们仍然坚持使我们发展到今天的方法,而且

尽量不动摇我们的标准。泰德·威廉斯(Ted Williams)^①在《我生活的故事》(The Story of My Life)中说,“我的观点是,要成为一名优秀的击球手,你必须有好球才去击打。这是书中的第一条规则。如果我的击球不得不朝向我的幸运区(Happy Zone)^②以外,那么我不会是一个击球率是0.344的击球手。我只可能是一个击球率0.250的击球手。”查理和我赞同这种观点,而且将耐心等待球正好落入我们的“幸运区”的机会。

我们将继续对政治预言和经济预言置之不理,这些东西对许多投资者和商人来说是代价昂贵的消遣。30年前,谁也没有预测到越南战争的大面积扩散、工资与物价控制、两次石油危机、总统辞职、苏联解体、道指在一天之内大跌508点,或是短期政府债券(Treasury Bill)的收益率在2.8%至17.4%之间波动。

但让人惊奇的是,这些巨型炸弹并未对本·格雷厄姆的投资原则产生丝毫不利的影响。它们也没有导致以离谱的价格荒谬地协议收购优秀的公司。而且,请想像一下,如果我们让对未知事物的恐惧使我们递延或改变对资本的运用,那我们的代价将是什么。事实上,我们通常在人们对某种宏观事物的忧虑达到顶峰时进行了最成功的收购。恐惧是追求时尚者的敌人,却是保守固执的原教旨主义者的朋友。

① 1918— 。美国棒球运动员、美国棒球队总教练,被认为是最伟大的击球手和外场手——译者。

② 最佳的击球手对他们要击打的球非常挑剔,他们只击打那些落入好球区(Strike Zone)的球,或是击打那些他们很可能击中的,落入幸运区的球——译者。

在下一个 30 年中,肯定会出现一批不同的主流股票。我们既不会试图预测这些股票,也不会想从中获得什么利润。如果我们能鉴别与我们过去收购的那些公司相类似的公司,那么,任何外界的流行时尚都几乎不会对我们的长期业绩产生影响。

我能向你们允诺的是一——与更现实的收益一起——在你们伯克希尔的持有者期间,你们会像查理和我一样过活。你们受罪,我们也受罪;我们发达,你们也发达。而且,我们不会引入几乎能使我们只赚不赔的酬劳方法来破坏这种保证。

我们进一步地向你们承诺,我们的个人财产将牢牢地集中于伯克希尔的股票上;我们不会要求你们与我们一起投资,然后又把我们自己的钱放到别的地方。此外,伯克希尔既是我们大多数家族成员的投资组合,也是我们许许多多朋友的投资组合,这些人在 60 年代曾是查理和我的合伙人。我们有足够的理由尽我们所能……。

我们靠一小群从一些外表平平的公司中获取超额利润的营运经理们的努力,来实现我们的收益。凯西·斯坦戈尔(Casey Stengel)^①曾把管理一支棒球队说成是:“靠别的家伙打出的本垒打赚钱。”这也是我在伯克希尔的方式……。

拥有一颗希望之星钻石(Hope Diamond)^②的相当大一部分,远比 100%地拥有一颗仿制的金刚钻强得多,而且谁都

① 1890—1975。美国棒球运动员、总教练,以丰富多彩和直言不讳的形象著称,被认为是最成功的棒球队经理之一——译者。

② 世界上最大的深蓝色钻石,重达 45.5 克拉,现保存于美国国家自然史博物馆(National Museum of Natural History)。相传最早为印度女神希塔(Sita)的饰物——译者。

能看出我们持股的公司是罕见的宝石。最妙的是,我们并不局限于仅仅拥有几家这种的公司,而是拥有一个不断成长壮大的组合。

股票价格会继续波动,有时十分剧烈,而且经济走势会有它的上下起伏。但是,随着时间的推移,我们相信我们拥有的这类公司的价值很可能以令人满意的速率增长。

我认为对伯克希尔今天和未来的管理进行讨论作为结尾很合适。正如我们的第一个与所有者相关的原则告诉你们的那样,查理和我是伯克希尔的经营合伙人,但是我们把这家公司所有的重担都转包给了我们子公司的经理们。实际上,我们已经几乎到了让位的地步:尽管伯克希尔有大约 33,000 名雇员,但这些人中只有 12 位在总部工作。

查理和我专注于资产配置,以及对我们关键经理们的关心和培养。这些经理中的大多数在独自经营他们的公司时都快乐至极,而且这通常是我们托付给他们的方式。这使他们负责所有的营运决策,并负责把他们产生的多余现金转派到总部。通过把现金转给我们,他们就不会在各种各样的诱惑之下偏离航向,如果让他们负责配置他们公司应上交的现金,那么有些诱惑就会不请自来。此外,对于如何用这些资金来投资,查理和我担负的责任,比我们的任何一位经理在他或她自己的行业中担负的责任,要广泛得多。

我们的大多数经理本来就很富有,因此创造一种可以鼓励他们选择与伯克希尔共事、而不是打高尔夫球或者钓鱼的气氛就是我们的责任了。这就要求我们公平地对待他们,并

以如果把我们的位置相互对调时我们希望他们对待我们的方式那样对待他们。

至于资产配置,那是查理和我都很喜爱的一项活动,从中我们已经获得了某些有益的经验。就一般意义上来说,花白的头发在这个“运动场地”并无妨碍:不需要良好的手眼协调或者发达的肌肉来摆布金钱(感谢上帝)。只要我们的头脑能够继续有效地活动,查理和我就可以像过去一样干得漂亮。

在我去世的时候,伯克希尔的所有制结构将会改变,但不是破坏性地改变:第一,我的股票中只有大约 1% 会被出售,用来应付遗产和纳税;第二,如果我的妻子苏西比我长寿,那么我股票的剩余部分会留给她;如果她先于我作古,那么这些股票将留给一个家族基金。在任何一种情况下,伯克希尔都会拥有一名有控制权的、并按今天建立我们航线的相同哲学和目标指引的股东。

在那个节骨眼上,巴菲特家族不会参与管理公司,而只是参与选择和监督管理公司的经理们。只不过那些经理是谁要等到我去世的那一天才知道。但是我能够预见那时的管理结构:本质上,我的工作将会分成两个部分,一个主管人员将负责投资,而另一个将负责公司运作。如果对新公司的收购在望,那么这两个人将在作出必要的决策时共同合作。两位主管人员都将向对控股股东负责的董事汇报,而控股股东的意见将与你们的一致。

如果我们需要立刻实施我刚才描述的管理结构,那么我的家族和几个关键人物知道我会选择谁来补充这两个位置。这两个人都在为伯克希尔工作,而且是我完全信任的人。

我仍会让我的家族公布继承的问题。既然,伯克希尔的

股票将构成我所有的财产,以及在我去世后的相当长的一段时期内,伯克希尔的股票将占据我妻子或基金会财产的相似比例,因此你可以确信我已经仔细地捉摸过继承的问题。你还可以确信,到目前为止我们在经营伯克希尔时采用的原则,将会继续指引继任我的经理们。

为了免得以恐怖的口气结束,我还要向大家保证,我还从未像现在这样感觉好过。我爱好经营伯克希尔,而且如果享受生活可以延长寿命,那么玛士撒拉(Mechuselah)^① 的长寿纪录就会岌岌可危。

① 根据《圣经》记载,玛士撒拉享年 969 岁。《圣经·创世纪》5:27。

后记与致谢

劳伦斯·A·坎宁安

在准备编辑这本书以及组织以此为主题的研讨会期间，我的很多朋友和同事慷慨地给予了我必不可少的帮助。我万分感谢沃伦·巴菲特，对他慷慨倾注的精力、时间和智慧；对他允许我从事这个项目；也对他直接参与最终促成了本项目的完成。我同样非常感激查理·芒格，不只是对他做的主持工作，并自始至终参与了研讨会；也对他允许我在这本书中收录他作为伯克希尔所属的 Wesco 财务公司董事长发给股东的信。我还要感谢鲍勃·丹汉姆(Bob Denham)所做的联络工作，苏西·巴菲特(Susan Buffett)和霍华德·巴菲特(Howard Buffett)参加了整个周末的研讨会，以及埃吉特·珍(Ajit Jain)、卡洛尔·路米斯(Carol Loomis)、鲍勃·芒德海姆(Bob Mundheim)、路·辛普森(Lou Simpson)和黛比·鲍赞埃克(Debbie Bosanek)等许多人。

萨姆(Sam)和罗尼·海曼(Ronnie Heyman)通过他们在卡多佐法学院(Cardozo School of Law)的塞缪尔与罗尼·海曼公司治理中心(Samuel and Ronnie Heyman Center on Corporate Governance)，为研讨会慷慨地提供了财政支持。有关人士都为此感谢海曼家族，以及他们在周末的会议期间对众多宾客的殷勤款待。我们卡多佐法学院的人更要感谢海曼家族使学

校里其他有意义的事成为可能。

我在卡多佐法学院的同事也为本项目提供了始终如一的支持,这特别应归功于唤起我举行会议设想的阿瑟·雅各布森(Arthur Jacobson),还有使全部设想成为现实的门罗·普赖斯(Monroe Price)。我在卡多佐法学院的同事丘克·耶布龙(Chuck Yablon)与我以前的同事及前辈,海曼中心的主任比尔·布拉顿(Bill Bratton)和艾略特·威斯(Elliott Weiss)一样应当得到我的感谢。他们三位也都参加了本次会议。

1996年至1997年度的《卡多佐法律评论》(Cardozo Law Review)的两位编辑孜孜不倦的努力,对本次研讨会的策划与协调来说必不可少——当我于1996年至1997年学年在乔治·华盛顿法学院(George Washington Law School)做访问学者时,斯坦西·戈德舒密特(Stacy Goldschmidt)和詹妮弗·纽考姆(Jennifer Newcomb)处理着卡多佐法学院的日常事务。1997年至1998年度的《卡多佐法律评论》的编辑和工作人员帮助我将研讨会的发言稿整理在一起,因此也应得到感谢,尤其是肯·德什(Ken Dursht)、李玉兰(Yulan Li)、马克·奥(Mark Oh)和史蒂夫·斯帕林(Steve Sparling)。我在乔治·华盛顿法学院的同事也鼎力相助,特别是也参加了研讨会的拉里·米切尔(Larry Mitchell),以及院长杰克·弗里丹塞(Jack Friedenthal)。

我希望对在1996年至1997年任卡多佐法学院临时院长的大卫·路丹斯坦恩(David Rudenstine),以及那以后任院长的保罗·弗库尔(Paul Verkuil)表达谢意。其他对本项目做出贡献的卡多佐法学院人员还包括副院长迈克尔·赫兹(Michael Herz),以及辛西娅·丘奇(Cynthia Church)、苏珊·戴

维斯(Susan Davis)和波莱特·克劳瑟(Paulette Crowther)。我的秘书,卡多佐法学院的莉莲·卡斯丹依(Lillian Castanon)和乔治·华盛顿法学院的斯坦芬尼·博伊德(Stephanie Boyd)为我的工作提供了周到的服务。

我所有的家庭成员也应得到感谢,特别是我的外甥贾斯廷·坎宁安(Justin Cunningham),许多其他曾给我鼓励的朋友们也应得到感谢,包括戴纳·奥兰德(Dana Auslander)、罗宾·格兰特(Robin Grant)、比尔·普雷基(Bill Placke)、米歇尔·罗斯(Michelle Roth)和迪伯·斯卡尼克(Deb Skulnik),以及来自克拉瓦恩·斯维恩·莫尔律师事务所(Cravath, Swaine & Moore)的我的老朋友及同事:乔·亚当斯(Joe Adams)、萨姆·巴特勒(Sam Butler)、杰夫·哈斯(Jeff Hass)、戴伍·杰奎恩(Dave Jacquin)、泰德·欧康纳(Tad O'Connor)、戴比·保罗(Debbie Paul)和托德·罗伯兹(Todd Roberts)。

我特别感谢所有参加会议的人,尤其是那些专题讨论小组的参加者,他们在本次讨论会的发言稿,在他们发表于《卡多佐法律评论》的论文中有所反映。我在乔治·华盛顿法学院的同事兼本书的合作者刘·所罗门(Lew Solomon)在会后以开玩笑的口吻说:“有了这次成功,我应该可以从会议组织这行中引退了。”尽管组织会议确实需要一些努力和组织者的劳心费神,但它的成功却要归结于所有与会者自发的协作和勤奋。下次若能再将他们组织在一起,我将非常高兴。

本杰明·N·卡多佐法学院
第五大街 55 号
纽约市,纽约州 10003
cunning@ymail.yu.edu

为巴菲特画像

一、出人意料的画面

要是让中国读者特别是股民,为沃伦·巴菲特这样一个直到 1994 年比尔·盖茨脱颖而出之前的世界首富、在富豪榜上唯一一位仅靠证券投资就赢得巨大财富的美国人画像,一定会离不开华尔街高楼大厦里的喧嚣、离不开夹杂着全球资讯与专家分析的走势图表、离不开各种排行榜、投资组合,及形形色色的证券专业术语……

然而,当我们真正来到巴菲特身边,却会看到一幅出人意料的画面:巴菲特的公司,伯克希尔·哈萨维,坐落在奥马哈这个美国西部内布拉斯加州的一个“乡村小镇”的一幢普通的办公楼里。在巴菲特的办公室里,没有交易员队伍,也没有电子图表,没有计算机。巴菲特的案卷按字母整齐地排列着,还有 1929 年起积累的报纸。这是彼得·林奇,华尔街的投资基金方面的天才在 80 年代拜访巴菲特时的所见所闻。

巴菲特本人,则像他朴实的穿着一样,他在投资中避免使用财务杠杆、期货、动态套头保值、现代资产组合分析等由学术界发展起来的神秘的东西,他将资本投于少数企业的长期

增长。

因此,可以说巴菲特是华尔街的反叛者。这似乎应和了美国文化的某种原型:来自中西部的朴实平民,无论是政治家、银行家,大商人或其他人,抵制住了唯利是图的东部人,创造了美国人的理念,就像阿布拉罕·林肯、马克·吐温、威尔·罗杰斯一样。

因此,尽管巴菲特非常朴实,平易近人,尽管巴菲特的投资也有失误,时或也会遇到急风骤雨,但他远远超过道·琼斯指数上升幅度的资产增值幅度,他在与被投资者的合作中建立的声誉,以及他睿智和平实的语言,都使他有了非凡的个人形象。前往奥马哈拜访巴菲特的朝圣者不绝于道。尽管伯克希尔·哈萨维公司的股票价格很高(90 年代突破万元大关),仍有人为了看到他的年度报告而做公司的“单股股东”。他的朴实并未影响人们,人们还是把他当作神、当作英雄。确实,巴菲特有他的不凡之处。

二、画像的背景

当 1930 年 8 月巴菲特出生时,奥巴哈已有 22 万人口,因此它当然不是一个“乡村小镇”。奥马哈 19 世纪 60 年代成为联邦太平洋铁路的东部终点,这使它成了充满活力的移民城市。沿着密西西比河,城市傍山而筑。由于大萧条的影响,巴菲特在这里渡过了艰难的童年:就在他未满周岁之际,父亲霍华德·巴菲特所在的银行倒闭了;他又组建了一个从事证券投资业务的合伙人公司;但是公司业务不多,佣金收入很低,巴菲特一家不得不节衣缩食。

对巴菲特,这种影响至为深刻。童年时代的巴菲特立志要做一个富人,挣脱贫困的束缚。有着对数字的出众天赋的巴菲特,在7岁时一次高烧中曾告诉护士,他用铅笔在纸上写得满满的数字代表他未来的财富。他在死亡线上挣扎,不吃不喝,却在对金钱的梦想中找到了精神支柱。

尽管有如此的童年记忆,奥马哈却是巴菲特心中的所爱。巴菲特的父亲当选国会议员,举家迁往华盛顿后,巴菲特甚至为了奥马哈而离家出走。奥马哈是开始实现他童年梦想的地方:他在11岁时第一次买了股票;他和小伙伴们在这里制作叫卖印刷品“马仔的选择”,卖给赌马的人们;他们还出售回收来的高尔夫球。

当然,他还是留在了华盛顿。在求学的同时,他没有忘记发财的使命,他开始为《华盛顿邮报》送报,用旧的弹子球机赚钱,到了高年级,则已经在研究股票图表,成了师生们眼中的股票专家。到他从宾州大学毕业时,他的积蓄已达到9800美元。

为了实现赚钱的梦想,巴菲特可以到任何地方去,就像他最终克服了思乡情结回到华盛顿一样。但是,巴菲特一旦有权(有钱)选择,他就把自己的王国建筑在奥马哈的土地上。

三、名师出高徒

1950年8月,巴菲特来到纽约的哥伦比亚大学师从本杰明·格雷厄姆,因为他拜读了格雷厄姆的大作《证券分析》和《聪明的投资人》,有一种如雷贯耳、如遇神明的感觉。

格雷厄姆在美国股市大崩盘的年代(1929年)几近破产,

因此他和多德先生合作历时 4 年完成的《证券分析》有一种反思大崩盘的意味。格雷厄姆首次奠定了证券投资的概念。巴菲特,从 11 岁起投资第 1 只股票,直到在宾州大学沃顿学院就学时看各种股票图表,虽然确立了当一个股票分析师的志向,却直到遇到格雷厄姆才如梦方醒。

在教学中,格雷厄姆采用苏格拉底式的授课方式,把讲座变成了他与 20 个学生的双向研讨。巴菲特年龄最小,却是发言最活跃、显得早熟的学生。巴菲特学会了阅读财务报表的每个细节:如何发现其中的舞弊行为,如何从公开信息材料中对其证券价值作出客观评价。他还根据格雷厄姆的提示进行股票投资。因为格雷厄姆在教室里谈的都是真实的股票,他并不在乎他的学生直接用他的知识获利。与此同时,巴菲特还结交了一帮坚决拥护格雷厄姆的核心人物,在巴菲特以后的生涯里,这个阵容虽然时大时小,却是巴菲特不可缺少的社交圈子,尤其对巴菲特独行侠式的投资事业更是如此。

1954 年,格雷厄姆给了巴菲特受雇于他的格雷厄姆—纽曼公司的机会。巴菲特此时已在奥马哈他父亲的公司里当了两年的证券销售代理。尽管他内心深处对挣佣金从事证券投资深恶痛绝,但与老师共事的梦想使他立刻坐上了下一班飞机赶往纽约。

在与格雷厄姆共事的两年里,巴菲特深刻地体验了老师的投资理念:一、在投资和投机中,我们务必选择以本金安全为前提、以回报率为价值取向的投资;二、任何股票都有公司的内在价值在支撑,它与股票的市场价格不同;三、任何股票只有当其市场价格低于其内在价值出现了“安全空间”时,才有投资价值。具有“安全空间”的股票,既可以在大市普遍下

跌时发现,也可以在个股的涨跌中发现。

巴菲特成功地为格雷厄姆找到了许多具有“安全空间”的股票,以至于发现格雷厄姆给他的 5 万美金的本金限制了他的业务发展。同时他发现,格雷厄姆放弃了许多生意机会,因为格雷厄姆有一个“不要失败”的哲学,他常提及两个投资原则:第一条原则是不要失败,第二条原则是不要忘记第一条原则。巴菲特决定离开老师单干。

四、从 100 美元起家

1956 年巴菲特回到了他的奥马哈。

此时他的个人资本已增至 14 万美元。他回到家乡,把一帮家人和朋友们组织起来,筹集了 10.5 万元的资金,他作为总合伙人,投入了 100 美元,从此,他开始为他自己的合伙公司——巴菲特有限公司赚钱了。

在公司业务不断成长,同时不断筹措吸纳新的资金时,公司逐渐形成了它的股利政策:股东作为有限责任的合伙人,可以每年分得 4% 以下的利润,其余则作为公司的资产由巴菲特支配,其中 75% 归合伙人,25% 归巴菲特。

巴菲特需要大量资金,但他拥有的唯一的東西是自信。他没有作为独立操作者的辉煌业绩,没有任何明文表达的东西可以说服大家他值得信任。而他却不仅要求能自由运用客户的资金,还想绝对控制它。他不希望任何人过问他在股票上所做的决策。

有意思的是,当年夏天,格雷厄姆度假途中来到奥马哈见了巴菲特,就答应投资 12 万。同年 8 月,格雷厄姆—纽曼公

司最后一次股东会决定公司歇业,据说是因为格雷厄姆未找到合适的继任人。

巴菲特把他的起居室改造成办公室。在那里他熟读一张张公司报表,把每一个股票和债券都牢记在心,一个又一个地选出廉价的小股票。合伙人公司的第一个 5 年,巴菲特取得了年均收益增长 29% 的好成绩,五年的累计收益增长了 251%,而同期道·琼斯指数的增长仅为 74.3%。因此,到了 1962 年,公司的资本达到了 720 万美金,而他本人也成了百万富翁。直到此时,巴菲特才在凯威特广场,一幢 14 层楼的办公楼里设了他的办公室。

到 1966 年,公司的第二个 5 年,巴菲特又一次取得年均收益增长 29% 的好成绩。至此,他的资产已增长到 4400 万。他的有限责任合伙人的投资额上升了 704.2%,是道·琼斯赢利的 6 倍,每 10 美元变到 80.4 万美元。至于巴菲特本人,在他 35 岁之际,已经自称拥有 685 万美元的投资了。

1966 年初,巴菲特形成了一个想法:关闭合伙人企业,把它变成新的帐户。这一方面因为巴菲特的合伙人已超过了规定的 99 个人的上限,另一方面,也因为华尔街进入了 60 年代末的大牛市。对巴菲特来说,格雷厄姆学说的深入人心、计算机的大量使用,使他的投资方法有了越来越多的竞争对手,以至巴菲特对自己的投资业务采取特别保密措施。更令他困惑的,是突破 1000 点后的大牛市。巴菲特为此还促成了格雷厄姆师生的一次聚会,讨论大牛市的趋向。最终,巴菲特决定在 1969 年对他的合伙人企业进行清算。

此时,巴菲特的个人财富已达到 2500 万。与此同时,巴菲特的投资组合与道·琼斯指数 7.4% 的增长率相比,则以

29.5%年利率增长,即1957年投资1万美元,随着道·琼斯的增长13年总利润达到1.5万,而投入巴菲特合伙公司,在扣除巴菲特的份额后,产生的利润为15万美元。难怪巴菲特清算企业的一大任务,就是最后一次向他的合伙人提供建议:是把他们的收益变现,还是继续投资。

五、伯克希尔·哈萨维

巴菲特的建议,是让他的合伙人继续持有伯克希尔·哈萨维的股票,因为从1962年买入该公司的股票到1963年成为该公司的最大股东,巴菲特已对其作了脱胎换骨的改造。

伯克希尔·哈萨维因为经营夕阳行业的纺纱厂而股价低迷,而厂主却连年投入成千万资金力图重振企业,使公司的营运资金价值超过其股价一倍。巴菲特1962年起开始吸纳该公司的股票。到了1965年,巴菲特已经作为执行委员会主席接管了伯克希尔·哈萨维。

在接管过程中,巴菲特显示了他与众不同的特点:他选择了肯·察思,一个从化学工程师爬上来的生产副总裁担任公司总裁。他和察思的分工是:业务由察思处理,他则只管资金。他提出了评价业绩的尺度:利润与资本投资额的百分比值。他明确地告诫察思:“我宁愿要一个盈利率为15%的1千万规模的企业,也不愿要一个盈利5%的10亿规模的企业。我完全可以把钱投到别的地方去。”这也可以说明,为什么巴菲特从来就不喜欢财富排行榜,因为他不喜欢片面追求企业规模。

尽管接管后头两年纺织品市场繁荣,公司赢利丰厚,但是

资金由巴菲特看管，他再也没有投资到纺织业去，只是命令察思对存货和固定资产进行清理。更有意思的是，巴菲特用伯克希尔·哈萨维的资金出价 860 万美元买下了奥马哈的保险公司国家赔偿公司。这一方面是因为巴菲特认为没有必要把伯克希尔·哈萨维公司看作一个纺织品公司，同时，也因为巴菲特对保险公司的独特理解：保险业务能产生即期现金，至于赔付则是以后的事情，在两者之间的时间内，一个保险公司就可以投资于基金。正是因为把保险公司看作可用于投资的现金通道，巴菲特把吞并保险公司作为伯克希尔·哈萨维公司新业务的开端，一旦吞并了国家赔偿公司，有了源源不绝的资金来源，伯克希尔·哈萨维又在接下来的几年里接连吞并了奥马哈太阳报公司，以及罗克福德的伊利诺斯国民银行和信托公司。与此同时，巴菲特在 1968 年通过关闭一些小规模的纺纱厂，还在从纺织业中抽取资金。

伯克希尔·哈萨维成了巴菲特的新工具。它成了一家控股公司。在这艘旗舰的带领下，那些被并购的公司在它们原来的管理者的掌握下照样运转，所不同的是，它们为巴菲特带来滚滚利润。从巴菲特和察思的交往中可以看到，巴菲特所希望的是那些个人利益与股东利益相一致的管理人员，同时，巴菲特与他们之间建立了这样一种人际关系，通过最少的接触得到最多的效用。巴菲特懂得，他们对满足感的渴求与他们对金钱的渴求是一样强烈的。巴菲特让他们感到他依靠他们，而他也通过对他们的工作表示尊敬及信任来突出这一点。

六、收购蓝筹公司

正如 60 年代末股票大涨而巴菲特却金盆洗手一样,70 年代初股票连年滑落却使巴菲特又做起了阅读公司财务报表的功课,从 1973 年起,成批地买进各种股票,使伯克希尔·哈萨维的帐上塞满了各种股票,因此,巴菲特的视线自然而然地落到了蓝筹公司之上。

蓝筹公司的业务是发行一种赠券:它从分发这种赠券的超级市场中收取费用,然后用“免费”的烤箱、草地椅之类的东西来换取这些赠券。对于巴菲特,蓝筹公司的吸引力在于,它可以立即收集到现金,但可以长时间地分批偿还,因为这些赠券常常被塞进抽屉里遗忘了。在这段时间里,蓝筹公司可以无偿使用未承付的转帐支票。因此,它等于是一家不太规范的保险公司。考虑到蓝筹公司出售给零集商的赠券达到了每年 1.2 亿的巨量,对于巴菲特无异于在伯克希尔、哈萨维的货币储备外,又多了一个兼并烽烟一起就可动用的弹药库。因此,到 70 年代初,巴菲特成为蓝筹股票最大拥有者。他的密友、律师查理·芒格则位居第二。他和芒格加入了蓝筹的董事会,接管了投资委员会,并开始将这些未承付的转帐支票投入运作。

在这方面一个比较成功的例子是蓝筹公司收购加州最主要的巧克力连锁店喜诗糖果店。尽管数据表明,加州的顾客乐意为公司深受赞誉的糖果多付一些钱,但由于帐面价值,巴菲特和芒格一口咬定出价 2500 万,拒绝了公司的开价(3000 万)。虽然收购谈判一度搁浅后仍以巴菲特的出价成交,但巴

菲特显然犯了一个错误：以帐面资产判断公司的价值，往往忽略了无形资产如品牌等的价值。其实，对于投资者而言，公司的真正价值在于企业未来的赢利能力，它能为投资者带来多少利润？好在巴菲特对收购来的企业那种园丁般的关注，使他很快明白了品牌在市场营销中的宝贵价值。

与此同时，巴菲特陷入了一个奇怪的投资格局：蓝筹公司是他作为合伙人公司期间收购的零售公司戴维斯菲尔德公司收购的，伯克希尔·哈萨维也是他作为合伙人公司期间收购的，当合伙人公司清算后，剩下了三个各为其主的关联公司。因此当蓝筹公司再次出击试图收购拥有储蓄与贷款的韦斯科贝格公司时，巴菲特受到了美国证券交易委员会的调查，怀疑三家关联公司操纵韦斯科贝格公司的股票价格。调查的结果，证交会赦免了巴菲特，巴菲特为此付出了罚款 11.5 万美元的代价。同时，巴菲特也调整了他的公司格局：把戴维斯菲尔德并入伯克希尔·哈萨维，韦斯科贝格公司和蓝筹公司合并，并使伯克希尔·哈萨维公司占有其主要股份。从此，巴菲特只剩下一只口袋——伯克希尔·哈萨维公司了。

七、报业大王

巴菲特对传媒的兴趣，从资本家的角度而言，涉及到他对特许经营带来的高利润的兴趣。而从他个人而言，他对传媒，尤其是报业，则有个人的渊源关系：他的外祖父是办报的，父亲也曾在报社从业，而他本人，在华盛顿求学时，卖《华盛顿邮报》是他的主要财源。到了 1973 年，他购入了《华盛顿邮报》10% 的股份。

对于邮报家族式的董事会,巴菲特这个突然闯入的外来人引起了莫大的敌意。巴菲特只得先沟通该报董事长、57岁的寡妇凯瑟琳·格雷厄姆。好在他们很快建立了私人友谊,巴菲特得以进入邮报董事会。为此他还授予凯瑟琳和她的儿子在伯克希尔·哈萨维的投票权,并一再表示,他希望永远持有邮报的股份,不仅作为投资者,而且作为一个合伙人,参与邮报的事业。确实,巴菲特成了凯瑟琳的经营顾问,也成了她共同出入社交场合的密友。

当1977年以3250万收购《布法罗新闻晚报》后,巴菲特却碰到了另一类麻烦。晚报在发行量、广告收入方面远远领先于布法罗市的另一张报纸《信使快报》,却把拥有极大读者群的周日刊市场拱手相让,这是因为两家报纸原来的主人达成的一种默契。对于巴菲特,布法罗市只能有一张报纸,而有晚报,就没有《信使快报》的生路,这是最基本的收购动机。他希望晚报成为他在布法罗市的“唯一一座收费桥梁”。然而,正当晚报摩拳擦掌准备出版周日刊之际,《信使快报》却发动了突然袭击:向布法罗地方法院状告晚报违反反垄断法。官司旷日持久,地方法院法官的禁令更是雪上加霜,使晚报在和《信使快报》的新闻大战中处处受到掣肘。直到1979年,纽约联邦法庭才推翻了对晚报的禁令和歧视诉讼。

然而,时隔两月,《信使快报》易主,晚报又而临一场面对另一位外地大富豪的持久战。5年后,战争还在继续,巴菲特的税前损失已达1200万美元。终于,《信使快报》倒闭了。

《布法罗新闻晚报》从此改名《布法罗晚报》,并增出晨刊。不出半年,它的发行量就涨到创纪录的36万。消灭

竞争对手后的第一年,报纸的税前赢利就达到 1900 万,到 80 年代后期,该报每年赢利 4000 万。报纸成了摇钱树,它再一次证实了巴菲特的“一个城市的唯一一座收费桥梁”的投资理念:每个城市只会有一张报纸,而生存下来的只能是名列第一的。

八、在公司兼并浪潮中

70 年代末股市疲软,巴菲特兴致勃勃用旗下的保险公司的大量流动资产购买股票。为了抵销通货膨胀的影响,他采取的最好的办法是投资于那些能防止通货膨胀危害的公司,如通用食品及雷诺烟草公司,他还买农、矿产品的股票。

通货膨胀引起华尔街狂热的企业购并风,以至被巴菲特描绘成把癞蛤蟆变成王子的新娘之吻,任何公司只要一经购并,立即化腐朽为神奇,成了众人争抢的目标。

尽管有如此的见解,巴菲特也难以免俗。在 1985 年大都会购并 ABC(美国广播公司)这个创记录的购并案中,巴菲特出资 5 亿买下 300 万股(18%)大都会公司股票,大都会则靠这笔资金来买 ABC。在这次购并案中,巴菲特为了成为最大的股东,给大都会公司的价格是利润的 16 倍。

然而,这个记录很快被打破。同时还出现了不怀好意的企业购并,出现了购买股票促成其兼并而从中谋利的套利者,也出现了花钱贿赂套利者让他们走开的总裁。

这使巴菲特想到了他的生财之道:一个绝望的总裁如果既不愿被套利者牵着走也不想采取贿赂这种自杀行为,他很可能会走第三条路,把公司卖给巴菲特。

同样是 1985,斯科特 & 费兹联合企业就遭到投机商的恶意收购,他仗着手中握有的 7% 股票,要求公司支付 400 万的放弃费。为此,当巴菲特发出信号,交易很快就谈妥了。巴菲特以 3.15 亿美元买下了又一棵摇钱树。

这笔现金,则是来自向菲利浦·莫里斯转让通用食品给巴菲特带来的 3.32 亿美元的利润。

类似这样的收购,在 1991 年以 2.5 亿美元购入 3127.4 万股英国著名的酒类生产企业吉尼斯公司股票的记录上可以看到……

九、一贯的宗旨

在这些大宗交易后面,一方面我们可以看到,由于巨额交易量,交易方式只能相应变化,另一方面,巴菲特的一贯宗旨却没有变。

对于巴菲特来说,除了以尽可能低的股价买进外,公司的价值成了首要的因素。循着巴菲特那些重大的收购行为看,他涉猎的范围,从银行、保险、报业、传媒,到家具、酒类、饮料、食品、日用品,我们往往可以看到,有许多公司拥有特许经营权,有的则因为在行业内绝对领先的市场份额而具有垄断性的竞争优势,有的则拥有声名赫赫的品牌。

即以 1988 年巴菲特买入可口可乐股票为例。可口可乐,一度推行多角化战略,涉足水净化、白酒、养虾、塑料、乳清制品及水果蔬菜等领域,而其主业,却由于轻率放弃旧配方而受到重创。直至 80 年代中期情况才发生了变化。与可乐无关的业务放弃了,海外市场的开拓成了中心,加强灌装生产,利

润像打了气一样膨胀起来。统计数据显示,国外利润占总利润之比已从 1984 年的 52% 上升到 75%,而海外市场的潜力还远远未得到充分发掘。因此,巴菲特以 10.2 亿的代价买了 7% 的可口可乐股票。

至于 1989 年以 6 亿美元的可转换优先股投资吉列公司,则显得颇有戏剧性。当时吉列公司击退了 4 次并购接管企图。白热化的抗争迫使吉利公司以每股 45 美元的价格回购了 1900 万股股票,以至 1986 到 1988 年间,公司用 15 亿的债务代替了权益,公司的净资产帐户余额短期内为负数。巴菲特看准时机,约谈吉列董事会成员,主动提出由伯克希尔·哈撒韦公司提供资金向吉列公司投资。吉列公司在剃须刀产品上全球第一,而巴菲特则选择了极好的时机介入。

巴菲特的股票购买指南可以总结如下——

- 不理睬经济大势和预测,也不理会人们对股价变化的预测。只注意业务的长期价值。

- 永远只经营自己力所能及的股票。如果你对业务不熟悉,不管是报业还是软件公司,你就不能正确评价股票。

- 要找对股东的钱像对自己的一样认真的公司。

- 要非常详细地研究股票的竞争对手的前景。要看第一手材料而不是分析家的总结报告。要相信自己的眼睛。但无须分析得过于精细。

- 大多数人不可强求的股票就不要理它。而投资人一旦看中某种股票就要义无反顾地买下,成吨地买。

十、与华尔街共舞

巴菲特投资生涯最富戏剧性的,是1991年8月从奥马哈飞赴纽约,拯救大名鼎鼎的所罗门兄弟公司的那一幕。

身为美联储银行选定的美国国债的“主要经销商”,所罗门兄弟公司债券部的职员竟然假冒客户的名义参与国债的投标与交易活动,爆发了华尔街历史上罕见的丑闻。丑闻导致了公司总裁和董事长的辞职,导致了美联储取消所罗门公司国债主要经销商资格的打算,也导致了客户的纷纷逃离。当此危急时刻,巴菲特接到了正打算辞职的总裁戈弗洛德的求助电话。巴菲特犹豫了。以他的个性,一向小心避免卷入此类纠纷中。因为一旦卷入,就不能失败。但是他认为作为所罗门最大的股东他有责任。当天他以公司新总裁的身份出现在所罗门公司。

尽管巴菲特很快成了公司不拿薪水的董事长,并指定了新的总裁,尽管巴菲特采取了与政府充分合作、争取恢复信任的策略,但财政部还是取消了公司参加拍卖的资格,公司仍不能参加商业票据的市场交易,越来越多的顾客放弃了所罗门,形势依然严峻。

巴菲特没有气馁,他开始严格限制“打擦边球”的业务。同时,巴菲特开始为股东利益向对职员采用的高额奖金开战。这当然引至公司内外舆论大哗。所罗门一向以职员的巨额奖金为惯例,如今这个西部乡巴佬在华尔街的骄子们身上动土了!一方面公司许多大牌走人了,另一方面报刊开始对巴菲特个人进行抨击。

直到 1992 年 4 月,在联邦法院,巴菲特为所罗门做无罪辩护时,他作了充分的表演。他简单介绍了自己与所罗门公司之间交往的几段历史:所罗门如何为伯克希尔·哈萨维公司赚钱,如何成为他的经纪人,如何拯救政府雇员保险公司等。从他个人的经历看,所罗门是一家值得自豪的公司,他与之 25 年的关系就是最好证明。虽然公司曾经陷入道德和财政危机,但一切已恢复正常,公司与 8 月份时已判若两人。无罪辩护的最后,将作出最后判定的律师问巴菲特准备为公司干多久,巴菲特谈到了他的长期投资哲学——对待公司就像对待伙伴一样,他从不从公司中吸血,而是紧紧地与它们站在一起。他现在和将来都会留在所罗门董事会中,对它投资对它监督。

终于,所罗门兄弟公司被宣布不予起诉,各联邦机构也宣布与其达成民事调解。巴菲特孤身一人赢得了众多高级官员。调解花去了所罗门公司 2.9 亿美元(包括 1 亿元的撤诉费)。美联储恢复了所罗门公司主要交易商的地位。

巴菲特悄悄地离开了他坐了 9 个月之久的所罗门兄弟公司董事长交椅。

在所罗门丑闻把巴菲特请到镁光灯前的插曲中,我们可以看到巴菲特作为投资者最本质的表现,而这一切却与同样以投资为职业的华尔街的金融家有着多么本质的不同。对于巴菲特,投资固然是为了赚钱,但更是一项事业,需要你倾注资金,更需要你倾注智慧、心血。投资应该是股东、管理者、客户多赢的结果,因此,选择优秀的管理者,与他们长期坦诚地合作,成了股东当仁不让的责任。在 90 年代才逐渐风行的“关系投资”理念,正是巴菲特一生中身体力行的。只有当你

如此精心挑选你的投资的管理人,只有当你与他们荣辱与共、精诚合作,你的投资才能开花结果。由此,我们不难理解巴菲特的独特智慧与魅力,由此,我们也不难理解,巴菲特长期持有为数不多的股票,却为他赢得了如此迅速增长的财富,把华尔街的炒家们打得落花流水。

(嘉禾编写)