

2005 年度

巴 菲 特 致 股 东 的 信
(中文版)

巴菲特思想研究中心整理

buffettism@126.com

www.buffettism.com

Research Center for Buffettism

2005 年巴菲特致股东的信

致伯克希尔·哈撒韦公司股东：

2005 年伯克希尔公司的净利润为 56 亿美元，每股 A 种股票和 B 种股票账面价值增长了 6.4%。在过去的 41 年间，也就是说从目前的管理层接手以来，每股账面价值从 19 美元增长到 59,377 美元，年复合增长率为 21.5%（这份报告中使用的的所有数据适用于伯克希尔 A 种股票，这是本公司在 1996 年以前发行在外的唯一一种股份，B 种股票拥有 A 股股票三十分之一的经济利益）。

2005 年伯克希尔的表现相当不错。我们进行了 5 起并购，其中 2 起并购已经完成，而且我们下属的大多数业务经营良好。尽管卡特里娜飓风(Hurricane Katrina)让伯克希尔公司和整个保险行业遭受到了创纪录的巨大损失。估计卡特里娜飓风给我们造成的损失高达 25 亿美元，她那两个同样可恶的妹妹丽塔（Rita）和威尔玛（Wilma）飓风，又让我们进一步损失了 9 亿美元。

在 2005 年这个巨灾之年我们的保险业务能够取得如此辉煌的业绩，应该归功于 GEICO 及其杰出的首席执行官 Tony Nicely。统计数据清楚地表明，在过去仅仅两年时间里，GEICO 经营效率提高了 32%。尤为引人注目的是，保单数量增长了 26%，收益大幅增长，与此同时，公司员工数量却减少了 4%。由于我们能够如此显著地降低单位成本，所以能为客户创造更多的价值。这样的结果如何呢？GEICO 去年赢得了更多的市场份额，获得了令人羡慕的盈利，并进一步提高了品牌的影响力。如果你 2006 年喜得龙子龙孙的话，给他起名叫 Tony。

我写这份报告的目的是为股东们估计伯克希尔的内在价值并提供相应的信息，之所以说是估计，是因为尽管计算内在价值在投资中为重中之重，但往往并不精确，且错误常常非常严重。公司业务的前景越是不确定，内在价值的计算就越是有可能谬之千里（关于内在价值的有关解释，请参见公司年报的第 77-78 页）。不过伯克希尔公司具有以下有利因素：种类众多的相对稳定的收入流，同时拥有巨大的流动性和很少的债务。这些因素使伯克希尔公司能够比其他绝大多数公司更为准确地估计内在价值。

尽管伯克希尔的财务特征有助于提高估值的准确度，但计算内在价值的工作由于有如此之多的收入流而变得更加复杂。早在 1965 年，我们只有一家小小的纺织厂，估值不过是小菜一碟。如今我们已经拥有 68 种经营特性和财务特性相差很大的业务，这些各不相同的业务，加上我们巨大的投资规模，使你根本不可能简单地分析一下我们的合并报表就能对公司内在价值做出一个合理的估计。

为了更好地解决这一难题，我们将自身的业务合理地分为四类并在以下报告中详细分析每一类业

务，讨论中我们会提供每类业务及其主要企业的关键数据。当然，伯克希尔的总体价值可能会高于或低于四类业务价值之和。最终结果取决于两个因素，一是我们下属的众多部门作为一个规模更大的企业的组成部分，运作得更好还是更差？二是在母公司的管理下，资本配置进一步改善了还是进一步恶化了？简而言之，伯克希尔作为母公司为下属各企业带来了什么好处？是不是伯克希尔公司的股东们直接持股而不是通过伯克希尔间接持股更加有利？这是一个至关重要的问题，各位股东必须自己寻找答案。

在讨论下属各个企业之前，让我们先来看看两组说明我们的起点如何及现状如何的数据。第一组数据（见表 1）是每股投资额（包括现金及现金等价物），在进行计算时，我们将下属金融企业中持有的投资排除不计，因为这些投资大部分为借款所抵消。

表 1：伯克希尔公司的每股投资额

年度	每股投资额
1965	\$4
1975	\$159
1985	\$2,407
1995	\$21,817
2005	\$74,129
1965-2005 复合增长率	28.0%
1995-2005 复合增长率	13.0%

*扣除少数股东权益

除了有价证券和下属保险企业持股的少数例外，我们持有种类广泛的非保险企业。表 2 是这些企业在扣除商誉摊销后的每股税前利润。

表 2：下属企业每股税前利润

年度	每股利润
1965	\$4
1975	\$4
1985	\$52
1995	\$175
2005	\$2,441
1965-2005 复合增长率	17.2%
1995-2005 复合增长率	30.2%

*税前且扣除少数股东权益

在讨论增长率时，你非常有必要留心基期与终期年度的选择。开始与结束的年度二者中有一个选择不当，无论如何计算出来的增长率都会被歪曲，尤其是当基期年度盈利很少时，计算出来的增长率会高得惊人却毫无实际意义。在表 2 中，作为基期的 1965 年度的盈利却是异乎寻常地好，伯克希尔公司 1965 年的盈利水平高于此前 10 年中的 9 个年度。

从表 1、表 2 中我们可以看出，伯克希尔的每股投资额相对每股收益的复合增长率而言，在最后一个 10 年期间发生了很大的变化，这一结果反映了我们的经营重心日益向企业并购倾斜。尽管如此，伯克希尔的副董事长，也是我的合作伙伴——查理·芒格，和我的目标还是努力使这两个表格中的数字能够双双实现增长。对于我们的这一雄心壮志，我们希望（打个比方），避免那些年迈的夫妇一度在罗曼蒂克方面面临挑战的命运。当这对夫妇庆祝结婚 50 周年的晚餐结束之后，妻子在温柔的音乐、醉人的香槟和摇曳的烛光的刺激下，忽然感到一阵久违的冲动，于是故作娇羞地建议她的丈夫一起上楼到卧室去 ML。她丈夫极度痛苦了好一阵子才回答说：“上楼行，ML 也行，既上楼又 ML 我可不行。”

并购

未来几年，我们目前的业务总体上应该在经营利润上表现出一定的增长，但仅靠这些业务本身并不能产生出令人满意的回报，要想实现这样的理想目标，我们必须进行一些规模较大的并购。已经过去的 2005 年，我们的大规模并购活动令人鼓舞，我们达成了 5 项并购协议，其中 2 项在 2005 年内完成；1 项在 2006 年年初完成；其余 2 项预计也会很快完成。这些并购协议无一涉及到伯克希尔发行新股，这一点非常关键却常常被忽略：当一家公司管理层骄傲地宣布以股票收购另一家公司时，作为收购方公司的股东们不得不为此牺牲自身的一部分股东权益。我也做过几次类似的并购交易，当然，伯克希尔的股东们为我的举动付出了相应的代价。

以下逐一讨论我们去年的并购：

2005 年 6 月 30 日，我们收购了医疗保护保险公司（Medical Protective Company, MedPro），这是一家位于 Fort Wayne 的、有着 106 年经营历史的医疗事故保险公司。医疗事故保险是一种十分难以承保的险种，一度成为许多保险公司的梦魇之地。然而，MedPro 却由于以下原因将会经营良好：首先，MedPro 将和伯克希尔下属其他保险公司一样在制度上领先一筹，那就是承保纪律重于其他一切经营目标；其次，作为伯克希尔公司的一个组成部分，MedPro 拥有远远超过其竞争对手的财务实力，这足以向医生们保证，那些需要很长时间的诉讼案件绝不会由于他们所投保的保险公司的破产而无法结案；第三，这家公司有一个聪明能干的首席执行官 Tim Kenesey，他本能地和其他伯克希尔经理人一样遵循同样的思考模式。

我们的第二起并购是森林之河（Forest River），已经于 2005 年 8 月 31 日完成。在此之前的 7 月 21 日，我收到一份只有 2 页纸的传真，上面逐一说明了森林之河完全符合我们曾经在年报上披露的收购标准（参见本年年报第 25 页）。在此之前，我从未听说过这位年销售额 16 亿美元的周末旅游汽车制造商及其所有人兼总经理 Pete Liegl。但这份传真却让我十分动心，于是我马上要求对方提

供更多的相关数据。第二天早上我就拿到了这些数据，当天上午我就向 Pete Liegl 提出了收购要约。7 月 28 日，我们俩握手成交。Pete Liegl 是一个杰出的企业家，几年之前，他的企业远远比现在小，那时他把企业卖给了一家杠杆收购（LBO）机构，他们接手后马上对他指手画脚，不久 Pete Liegl 就离开了公司。此后不久，公司就陷入破产，Pete Liegl 重新收回了这家公司。你可以放心，我绝不会干涉 Pete Liegl 的任何经营行为。

森林之河拥有 60 家工厂和 5,400 名雇员，在休闲车（Recreation Vehicle, RV）制造业中持续保持相当的市场份额，同时还向船舶制造等其他业务拓展。Pete Liegl 现年 61 岁，绝对处于加速前进的状态。请你好好读读年报中所附的刊登在《RV Business》上的一篇文章，你就会明白为什么 Pete 会和伯克希尔喜结良缘。

2005 年 11 月 12 日，华尔街日报上刊登了一篇讨论伯克希尔与众不同的并购和管理运作的文章。文中 Pete 宣称：“向巴菲特出售我的公司比更新我的驾照还容易。”

纽约的 Cathy Baron Tamraz 读了这篇文章之后，触动了心弦。11 月 21 日，她给我写来一封信，开头这样写道：“作为 Business Wire 公司的总裁，我想向你介绍我的公司，因为我认为我的公司符合最近一篇刊登在华尔街日报上的文章中详细描述的伯克希尔下属子公司的特征。”

一看完 Cathy 的来信，我马上觉得 Business Wire 与伯克希尔是一对佳偶，我特别喜欢她来信中的倒数第二段：“我们严格控制成本，并且限制一切不必要的支出。我们公司没有秘书，也没有管理分层。但我们却会大量投资以取得技术领先和推动业务发展。”

我马上给 Cathy 打了一个电话，伯克希尔与 Business Wire 的控股股东 Lorry Lokey 很快达成了收购协议。Lorry Lokey 于 1961 年创建了这家公司，刚刚聘请 Cathy 为 CEO。我非常欣赏像 Lorry Lokey 这样的商业成功传奇故事，今年 78 岁高龄的他已经把公司打造成一家把信息传送到 150 个国家的 25,000 个客户的优秀企业，与许多其他同样选择将伯克希尔作为他们一生打造的企业家的最终归宿的企业家一样，他的商业成功传奇故事是一个好的创意、一个商业天才、一种勤奋刻苦工作的态度完美结合的成功典范。

2005 年 12 月我们达成协议，收购 Applied Underwriters 81% 的股权。这是一家向小型企业提供薪水支付服务和员工补偿保险业务的公司，其大部分客户在加利福尼亚州。

1998 年，这家只有 12 名员工的小公司并购了一家基地位于奥马哈的有 24 名员工、经营类似业务的公司。Applied Underwriters 杰出业务的创始人 Sid Ferenc 和 Steve Menzies 经过分析得出结论，奥马哈作为经营基地拥有很多优势——我想说这真是远见卓识——如今这家公司的 479 名员工中有 400 人在此安家落户。

不到一年之前，Applied Underwriters 与 National Indemnity 再保险部门的杰出经理人 Ajit

Jain 达成了一项大额再保险合同。Ajit Jain 对 Sid Ferenc 和 Steve Menzies 留下很深的印象，而他们俩对伯克希尔的经营之道也赞叹不已，我们双方决定合作。我们很高兴地看到，Sid Ferenc 和 Steve Menzies 在收购后继续保持 19% 的股份，12 年前他们刚起家时只有很小一笔资本，现在获得如此的成就，想一想有伯克希尔强大的资本支撑，之后他们还会取得多么巨大的成就，我简直乐不可支。

2005 年春天，我们控股 80.5% 的 MidAmerican Energy 达成协议，收购一家为西部 6 个州提供电力服务的公司 PacifiCorp。这类并购案需要获得许多监管部门的批准，目前我们已经得到批准，预计交易很快就会完成。伯克希尔将为此购买 34 亿美元的 MidAmerican 普通股，MidAmerican 用这笔资金加上 17 亿美元的贷款来完成收购交易。投资政府监管的公用事业，你不能指望获得特别高的盈利，但这种行业却能为巨额资金提供合理收益的盈利机会，因此对资金规模庞大的伯克希尔来说，这种投资是十分有利的。早在几年之前，我曾说我们希望能够在公用事业方面进行一些规模巨大的投资。请注意我说的是一些，我们将寻找更多的这种投资机会。

除了收购新的业务之外，我们继续在进行链接 (bolt-on) 并购，其中一些并购规模不可小看——我们下属的地毯企业 Shaw 2005 年投资 5 亿美元进行两起并购的业务链垂直整合，这将进一步提升其毛利率。XTRA 和 Clayton Homes 也进行了价值提升的并购。

与其他并购方不同，伯克希尔根本没有“退出策略”，我们买入只是为了长期持有。不过我们的确有一个进入策略，在美国及国际上寻找符合我们的 6 个标准且价格合理、能够提供合理回报的目标企业，如果你有合适的企业，请给我来电。就像一个充满爱情憧憬的小女生，我会在电话旁等候梦中男孩的电话。

保险

让我开始讨论我们的四大部分业务。首先从我们最核心的保险开始，在保险业务中浮存数量及其时间成本意义重大。

考虑到我的新读者，需要解释一下浮存金 (Float)。保险公司的浮存金是一笔虽然不属于我们所有但可暂时为我们所用的资金。我们的浮存金增加的两个主要原因是：(1) 在保险业务中，我们先收取保费，通常在 1 年左右之后才提供保险服务；(2) 目前发生的损失不表示我们马上就要理赔，从发现损害、调解到最终解决，有时需要经过好几年时间（比如石棉诉讼案就是很好的例子。由于石棉中含有致癌物质，很多从事有关行业的工人因此生病。20 世纪 80 年代的美国，有将近 20 万的工人就此提出索赔诉讼，其中以得克萨斯州情形最烈——译者注）。1967 年我们的保险浮存金为 2,000

万美元，经过多年的内部成长及外部并购，已经增长到如今的 490 亿美元之巨。

浮存金确是一件大好事，但前提是取得的代价不能太高。其成本取决于承保的结果，也就是我们的费用和最终承担的损失与收取的保费对比后的结果。当一家保险公司获得承保利润时，就像伯克希尔过去 38 年来多半年份的保险业务那样，浮存金的成本甚至低于零成本。在这些年度，我们实际上是持有客户的资金还要向他们收费。然而，对于其他大部分保险同业来说，日子却过得非常艰难——总体而言，承保的财产意外险通常不可避免地会发生承保损失，当损失很大时，他们就必须为浮存金支付代价，有时甚至是毁灭性的代价。

2004 年我们的浮存金成本低于零，即负成本，我曾告诉大家，除非发生超级巨大灾难，2005 年我们仍会有机会使浮存金成本为零。遗憾的是，作为承保超级巨大灾难保险的专家，我们确实遭遇了超级巨大灾难，由于飓风使伯克希尔损失高达 34 亿美元。尽管如此，我们的浮存金仍然无需支付任何成本，这主要是由于我们其他保险业务尤其是 GEICO 的杰出经营所创造的超级业绩。

GEICO 的汽车保险业务大规模增长了 12.1%，这使其在美国私人汽车保险业的市场份额从 5.6% 增长到约 6.1%。汽车保险市场规模巨大，市场份额每增长 1%，相当于销售额增长 16 亿美元。

尽管我们的品牌无法量化，但我相信同样在显著增长。1996 年伯克希尔完全控股 GEICO 时，其年均广告费支出为 3,100 万美元。2005 年广告费支出增长到 5.02 亿美元，而且我们迫不及待要继续追加广告费投入。

我们的广告之所以有效，是因为我们讲述了一个非常好的故事：与任何一家向所有客户提供汽车保险服务的全国性保险公司相比，在 GEICO 公司投保汽车险能节省更多的钱（一些专业汽车保险公司的确在其擅长的领域中向申请人提供特别良好的服务；同样，由于我们的全国性竞争对手运用不同的分类系统，所以有时能提供比我们更好的价格）。2004 年我们获得了迄今为止的历史最高转化率，即网络和电话订单转化为销售的比率，这正是我们的价格与竞争对手相比，现在比以前更加有吸引力的一个强有力的证据。访问 GEICO.com 或致电 800-847-7536，你就会发现我所言不虚，记住一定要说明你是伯克希尔公司的股东，因为作为股东往往会让你享受特别的优惠。

我曾对人说过，2004 年 8 月 GEICO 进入新泽西州，那里的驾车人士非常喜欢 GEICO。我们在该州的新保户的保留率（retention rate，即衡量当下一期时上一期的顾客仍存在的百分比——译者注）大大高于其他州，估计到 2007 年左右，GEICO 可能将成为新泽西第三大汽车保险商。除此之外，我们的低成本能够在低价格销售的同时保持稳定的盈利。

55 年前，我第一次发现 GEICO 时，这家公司简单却有效的经营之道给我留下了深刻的印象。实际上，我 21 岁时还写了一篇关于这家公司的文章（其复本在年报第 24 页），当时这家公司市值只

有 700 万美元。在文章中你会看到，我称 GEICO 为“我最喜欢的股票”。如今我还是这样称呼它。

我们的再保险业务主要由 General Re 和 National Indemnity 经营，前者由 Joe Brandon 和 Tad Montross 管理，后者由 Ajit Jain 管理。考虑到 2005 年异常严重的飓风损害让再保险业遭受了严重打击，两家公司的业绩表现可以说相当不错。

大气、海洋或者其他偶然因素是否已经大大改变了飓风发生的频率和强度，这至今还是一个未能解开的谜。最近飓风发生的情况令人相当恐惧不安。例如，我们知道，在 2004 年前的 100 年中大约有 59 次 3 级或更强一些的飓风袭击了东南部和墨西哥湾海岸（Gulf Coast）地区各州，其中只有 3 次为 5 级飓风。我们知道，2004 年有三次 3 级飓风袭击了这些地区，2005 年发生了 4 次，其中 1 次是历史上破坏性最大的卡特里娜飓风。此外，2005 年沿海发生了 3 次 5 级飓风，幸运的是在登陆之前风力减弱了。

这种更频繁且更强烈的飓风袭击只是一种异常现象？还是由于气候、水温或者我们并不完全了解的其他因素引发的变化？这些因素能否发展为一种模式，导致未来将会出现连卡特里娜飓风也相形见绌的更大的灾难？

Joe、Ajit 和我并不知道这些问题的答案，我们所知道的是，我们对这些问题的答案一无所知，这就意味着我们必须遵循帕斯卡尔（Pascal）提出的应对之道。正如你所知道的那样，在一场著名的关于上帝是否存在的打赌中，Pascal 得出的结论是，既然他不知道答案是什么，个人的输赢比率注定他应该选择一个上帝肯定存在的答案。（十七世纪法国数理科学家、思想家帕斯卡尔（Blaise Pascal，1623-1662 年）提出了关于信仰上帝存在的赌博论证。意思是说，在上帝是否存在这个问题上，人们可以选择上帝存在，也可以选择上帝不存在，但不能不作选择，在人生中必须对此作出选择，必须下赌注。赌上帝存在时，如果上帝存在，信奉上帝的人会获全胜，有无限的收益，会获得幸福。如上帝不存在，也无多大损失。理性虽然不能证明上帝存在，但是它可以告诉我们应该选择上帝存在——译者注）。

以此原则为指导，我们已经得出结论，我们目前只能在价格远远高于去年的水平上而且如果近期将来某些重要因素发生变化导致发生危害更为严重的风暴时，我们的总体风险水平也不会让我们痛心时，才会承保超级灾难保险。2004 年以后，在相对较弱的程度上我们已经觉察到这样的变化，在价格没有提高的情况下减少了承保。现在我们将更加小心谨慎，不过如果价格合适，我们将仍旧拥有能力和愿望成为世界上保险金额最大的超级灾难保险商。

我们下属的规模较小的保险公司，包括最近加入进来的 MedPro，2005 年取得了非常杰出的业绩。不过，你们在以下表格中所看到的数据并没有完全反映他们的业绩，这是因为我们在收购 MedPro 以后马上将其损失准备金（the loss reserves）提高了约 1.25 亿美元。

没人能够精确地知道需要多少资金才足以支付我们承保的保单的索赔，医疗过失责任保险（Medical malpractice Insurance）是一种长尾（long-tail）型的保险，这意味着索赔往往需要好多年才能最终解决。另外还会有其他损失发生，但我们却可能在一段时间内对此一无所知。保险商对迫在眉睫的损失问题往往过于乐观，他们的行为类似一个弹簧小折刀搏斗中的一个家伙，当对手在他喉咙上猛刺一刀后，他高喊道：“你别想靠近我。”他的对手回答：“等你摇摇脑袋后再喊喊试试。”

除了我们为前期的保单增加了损失准备金之外，MedPro 只在能够取得承保利润时才签发保单。我们下属其他主要保险公司在 12.7 亿美元承保业务量上取得了 3.24 亿美元承保利润，这是一个非常卓越的业绩，我们为此应该感谢 Berkshire Hathaway Homestate Companies 的 Rod Eldred、Central States Indemnity 的 John Kizer、U. S. Liability 的 Tom Nerney、Kansas Bankers Surety 的 Don Towle、National Indemnity 的 Don Wurster。

表 3 是我们下属主要保险企业的承保和浮存总体情况。

表 3：伯克希尔下属主要保险企业的承保和浮存总体情况（单位：百万美元）

	承保利润(亏损)		年底浮存金	
	2005	2004	2005	2004
保险业务				
General Re	(334)	3	22,920	23,120
B-H Reinsurance	(1,069)	417	16,233	15,278
GEICO	1,221	970	6,692	5,960
其它主要企业	235*	161	3,442	1,736
总计	53	1,551	49,287	46,094

*从 2005 年 6 月 30 日起包括 MedPro 在内

政府管制公用事业业务

我们持有 MidAmerican Energy Holdings 80.5%的股权（完全稀释后），这是一家拥有许多不同种类公用事业企业的控股公司，其中下属最大的三家企业包括：（1）Yorkshire Electricity 和 Northern Electric，拥有 370 万电力用户，为英国第三大电力供应商；（2）MidAmerican Energy，主要是为爱荷华的 706,000 用户提供服务；（3）Kern River 和 Northern Natural pipelines，提供了美国消费天然气的 7.8%。并购 PacifiCorp 完成后，我们将在西部 6 州增加 160 万的电力用户，其中大部分业务在俄勒冈州和犹他州。这次交易将使 MidAmerican 的收入增加 330 亿美元，资产增加 141 亿美元。

2005 年 8 月 8 日公用事业控股公司法案（The Public Utility Holding Company Act, PUHCA）被废止，这一里程碑事件使伯克希尔能够在 2006 年 1 月 9 日将其持有的 MidAmerican 优先股转

换为拥有投票权的普通股，这次转换结束了公用事业控股公司法案强加于我们的错综复杂的公司制度安排（a convoluted corporate arrangement）。现在我们同时持有 MidAmerican 的 83.4% 普通股和投票权，这使得我们在财务会计和税收上能够合并这家公司的报表。可是我们真正的经济权益是前面提到的 80.5%，因为已经发行的期权肯定会在未来几年间执行，这将稀释我们的持股比例。

尽管我们的投票权大幅度增加，但四方共同持有的股权结构根本不会发生任何变化。我们将 MidAmerican 看作是伯克希尔、Walter Scott 及其两位超级经理人 Dave Sokol 和 Greg Abel 四方组成的合伙企业，每一方持有多少投票权并不重要，重要的是，只有我们大家共同认为明智的情况下，我们才会采取重大的行动。与 Dave、Greg 和 Walter 共同合作了 5 年，进一步强化了我最初的信念：没有比他们更好的合作伙伴了。

你会注意到，2005 年我们提供了两份资产负债表，一份是根据 GAAP 规定我们在 2005 年 12 月 31 日的实际数据（不包括 MidAmerican 在内），另一份反映了我们将 MidAmerican 优先股转换为普通股的情况。今后伯克希尔所有财务报表都将 MidAmerican 合并在内。

也许看起来与公司主业有些不太协调，MidAmerican 持有美国第二大房地产经纪公司，这可真是一颗掌上明珠。母公司名称为美国安家服务公司（HomeServices of America），但公司的 19,200 个代理人通过 18 家以当地品牌命名的下属企业进行经营，由于三次小规模并购，2005 年我们参与了金额达 640 亿美元的房地产交易，比 2004 年增长了 6.5%。

近年来持续狂热的住宅相关房地产市场目前正在逐步降温，这将为我们带来更多的并购机会。我和公司 CEO Ron Peltier 希望美国安家服务公司（HomeServices of America）在未来十年内能进一步发展壮大。

表 4 是 MidAmerican 业务经营的主要数据。

表 4：MidAmerican 业务经营的主要数据（单位：百万美元）

	收入	
	2005	2004
U.K. utilities	308	326
Iowa utility	288	268
Pipelines	309	288
HomeServices	148	130
其它净收入	107	172
来自于已停止炼锌项目的收入（或损失）	8	（579）
息税前收益	1,168	605
支付伯克希尔以外债务的利息	（157）	（170）
支付伯克希尔高等级债务的利息	（157）	（170）
所得税	（248）	（53）

净利润	563	170
伯克希尔可分配利润*	523	237
应付其它企业债务	10,296	10,528
应付伯克希尔债务	1,289	1,478

*包括伯克希尔 2005 年和 2004 年获得的利息 1.02 亿美元和 1.10 亿美元（扣除相关所得税以后）

金融与金融产品

我们金融业务的明星是由管理技巧炉火纯青的 Kevin Clayton 先生经营的 Clayton Homes，他卓越的经营业绩记录并非只是由于行业景气而水涨船高——从 2003 年伯克希尔收购 Clayton Homes 以来，预制房屋业务（manufactured-housing，部分或完全在工厂预制的房屋单元——译者注）一直很不景气，最近由于卡特里娜飓风破坏带来的市场需求上升几乎可以肯定是短暂的，近年来该行业许多企业都在亏损，只有 Clayton Homes 盈利丰厚。

在这种非常残酷的经营环境下，Clayton Homes 从几家大型银行买入了大量预制房屋贷款，这些银行认为这种贷款无利可图而且难以提供服务。Clayton Homes 的专业能力和伯克希尔的财务实力却使这种业务成为一个非常有利可图的业务，在这项业务中我们是鹤立鸡群。买入贷款时我们只提供了 54 亿美元预制房屋贷款服务，而现在我们提供的预制房屋贷款服务高达 170 亿美元。不仅如此，Clayton Homes 现在持有 96 亿美元的贷款服务资产组合，这些几乎全部是伯克希尔进入后新增的。

Clayton Homes 从伯克希尔借款以建立这些资产组合，由于使用了伯克希尔的信用，伯克希尔向 Clayton Homes 加收 1% 的利息以弥补其借款成本。2005 年 Clayton Homes 为此项借款安排所支付的成本为 8,300 万美元，这些数据包括在报表中的其他收入中，Clayton Homes 的 4.16 亿美元收益已经扣除该项支付。

在制造业务上，Clayton Homes 表现得相当活跃。在原有的 20 家工厂的基础上，2004 年第一次增加了 12 家工厂，这些工厂全部来自于对几年前还是行业老大的 Oakwood 的破产收购。2005 年又收购了拥有 4 家工厂的 Karsten，大大加强了公司在西海岸地区的地位。

很早以前，马克·吐温说：“一个想揪着猫尾巴把它弄回家的人将会得到一个他除此之外根本不可能得到的教训。”如果马克·吐温现在还在世，他可能会试图终止一个衍生产品业务。过不了几天，他会觉得还是选择揪猫尾巴更好。

在 2005 年继续努力退出 Gen Re 衍生业务的过程中，我们税前损失了 1.04 亿美元，自从我们开始这一工作之后，我们的累计损失高达 4.04 亿美元。

原来我们有 23,218 份未平仓合约，2005 年年初下降为 2,890 份。你也许会以为我们的损失

会到此为止，但事实上我们的损失却仍旧血流不止，2005 年将未平仓合约减至 741 份让我们付出了前面所说的 1.04 亿美元的代价。

请记住，Gen Re 在 1990 年设立衍生交易部门是为了满足保险客户的需求，但我们 2005 年清算的合约中有一个期限竟然是 100 年。很难以想象这样一个合约所满足的是什么需求，除非可能是一个只关心其补偿的交易商在他的交易登记簿中有一个长期合约需要对冲的需求。长期合约或者那些多变量合约，以市值计价（mark to market，在衍生交易财务会计中应用的标准程序）的难度最大，这就为进行估值的交易商们提供进行“想象”的绝佳机会，因此，交易商们拼命向客户推荐这些合约一点也不奇怪。

一个根据假想的数据计算出拥有巨额报酬流入的业务很明显将危机四伏，当两个交易者执行一笔有着几种深奥难懂的变量而且结算日（settlement date）非常遥远的资金时，他们各自代表的企业在计算收益时必须相应对他们的合约进行估值。对于一份相同的既定合约，A 企业会得出一个估值，而 B 企业则会得出另一个估值。但你可以打赌他们的估值差异往往是由于两家公司向有利于提高自身收益的方向进行估值。我个人的几次经验表明双方估值的差异甚至差之千里，执行同一份书面合约的双方竟然同时报告盈利，这种事情真是匪夷所思。

我之所以每年都细述有关衍生交易的经历，主要基于两个原因：一个是让我感觉相当不快的个人原因。严酷的事实是，由于我没有马上采取行动结束 Gen Re 的衍生交易业务，导致股东们损失了大笔金钱。在收购 Gen Re 时，我和查理·芒格都知道这是一个麻烦的问题，并且告诉这家公司的管理层，我们想尽快从这项业务中脱身。督促执行这一计划本是我的职责所在，但我不但不强调尽快脱身，还浪费了好几年时间出售这一业务。这一努力注定必然失败，因为对于我们那些将要持续几十年的债务迷宫来说，根本不存在任何真正的解脱之道。我们为这些合约承担的责任尤其令人不安，因为一旦问题爆发，后果会不堪设想。更有甚之，一旦发生严重的问题，我们知道将在金融市场上引发其他连锁反应。

我想不伤毫发地脱身的努力以失败而告终，与此同时，我们进行了更多的交易。都怪我优柔寡断犯下大错（芒格称之为吮拇指癖），当一个问题发生时，不管是生活中还是商业中，行动的最佳时机是马上行动。

第二个原因是，之所以一再阐述我们在这一领域遇到的问题，是希望我们的经历能够对经理人、审计师、监管层有所启发。在某种意义上，我们是一只刚刚从这一商业煤矿坑逃离的百灵鸟，有义务为大家敲响警钟。全球衍生交易合约的数量和价值继续不断攀升，现在已经是上一次金融危机爆发的 1998 年的数倍之多。

我们的经验尤其应该让大家更加清醒，因为我们的情况要好于平均水平，本来完全可以体面地脱

身而去，却由于拖延的缘故，一错再错，一损再损。Gen Re 在衍生交易市场中只不过是一个小玩家，它交到好运时能够在一个有利的市场上解除其预计流动资产头寸 (liquid positions)，从而不用在财务或其他压力之下可能被迫以并不有效的方式进行平仓。我们过去的会计政策是十分传统的，实际上，大家都认为我们相当保守。另外，据我们所知公司没有任何人卷入不正当交易行为。

对于其他人来说，故事的结局可能会完全不同。想象一下，如果一个或者更多的企业（麻烦总会迅速扩散——拥有数倍于我们的头寸，想要在一个混乱的市场中进行平仓，并且面临着巨大的且广为人知的压力，事情会如何。对于这种情形，应该在事前而不是在事后充分加以关注，安全撤离新奥尔良的最佳时机应该是在卡特里娜飓风来临之前。

当我们最终将 Gen Re 的证券交易部门关门大吉之后，我对它的感觉就像一首乡村歌曲中所唱的那样：“我的老婆与我最好的朋友跑了，我想念的更多的是我的朋友而不是我的老婆。”

表 5 是我们不同种类的金融及金融产品活动的经营情况。

表 5：不同种类的金融及金融产品活动的经营情况（单位：百万美元）

	税前收益		付息债务	
	2005	2004	2005	2004
交易 - 经常性收入	200	264	1,061	5,751
Gen Re 证券业务（损失）	(104)	(44)	2,617*	5,437*
Life 及年金业务	11	(57)	2,461	2,467
value Capital（损失）	(33)	30	N/A	N/A
租赁业务	173	92	370	391
预制房屋金融业务（Clayton）	416	192	9,299	3,636
其它	159	107	N/A	N/A
资本收益以外的收益	822	584		
交易 - 资本收益（损失）	(234)	1,750		
合计	588	2,334		

*包括所有债务

制造、服务和零售业务

我们这部分业务种类繁多，让我们先看看总体的资产负债表和损益表主要数据(见表 6、表 7)。

表 6: 总体的资产负债表(截至 2005 年 12 月 31 日)(单位：百万美元)

资产		资产	
现金及等价物	1,004	应付票据	1,469
应收票据	3,287	其它流动负债	5,371
存货	4,143	所有流动负债	6,840
其它流动资产	342		
所有流动资产	8,776		

商誉及其它无形资产	9,260	递延税款	338
固定资产	7,148	长期债务及其它债务	2,188
其它资产	1,021	权益	16,839
总资产	\$26,205	负债及权益	\$26,205

表 7：总体的损益数据表（单位：百万美元）

	2005	2004	2003
收入	46,896	44,142	32,106
营业支出	44,190	41,604	29,885
（包括折旧）	699	676	605
利息支出（净值）	83	57	64
税前利润	2,623	2,481	2,157
所得税	977	941	813
净利润	1,646	1,540	1,344

这个多种多样的业务组合，销售的产品从 Dilly Bars 冰淇淋到波音 737 的部分产权 (fractional interests) 应有尽有，其 2005 年平均有形资产净值收益率达到令人称奇的 22.2%。值得说明的是，这部分业务经营取得如此之高的收益率，只使用了很小的财务杠杆。显而易见，我们拥有非常卓越的企业，可是我们是以显著高于其净值的价格收购其中大部分企业的，这种溢价反映在资产负债表的商誉上，这使我们平均账面现行价值 (carrying value, 等于总资产-无形资产及负债——译者注) 收益率减少为 10.1%。

表 8 是规模较大的分类或经营单位的税前收益情况。

表 8：规模较大的分类或经营单位的税前收益情况(单位: 百万美元)

	税前收益	
	2005	2004
建筑产品	751	643
Shaw 公司地毯产品	485	466
服饰鞋类	348	325
珠宝、家庭装饰和糖果零售	257	215
航空服务	120	191
McLane	217	228
其它业务	445	413
合计	2,623	2,481

*McLane 以前是 Wal-Mart 的子公司，负责配送食品及一般商品至便利店、药妆店、大卖场、批发店、快餐店和电影院，是美国最大的批发配送商。2002 年度会计年度的营业额为 220 亿美元，沃尔玛在 2003 年 2 月宣布将其卖给伯克希尔——译者注

我们的建筑产品企业和 Shaw 仍然受到原材料和能源成本上升的打击，这些企业中大多数是石油（更准确地说是石化产品）和天然气的消费大户，这些商品的价格已经快速上涨。

我们同样也提高了产品的销售价格，但在提价到实现业绩增长之间往往有相当长的时间间隔，尽管如此，我们的建筑产品企业和 Shaw 地毯公司的经营业绩还是令人称赞的，这应该归功于他们强大的商业特许权和能干的管理层。

在服饰业务方面，我们最大的企业 Fruit of the Loom 收益与市场份额再次双双增长。当然，我们在男士和女士内衣市场上的领先优势尽人皆知，根据 Wal-Mart、Target 等大型卖场的统计，我们的销售份额约为 48.7%，与 2002 年我们收购这家企业时的 44.2% 相比显著上升。从较小的基数开始，我们在大卖场销售的成年妇女和女孩的内衣的市场份额从 2002 年的 13.7% 上升到 2005 年的 24.7%。在一个主要产品类别市场上能够实现如此的增长并非易事，为此我们要特别感谢公司的 CEO John Holland 创造了这一奇迹。

2005 年我曾告诉各位：Ben Bridge（珠宝业）和 R. C. Willey（家庭装饰业）的销售额（same-store sales）远远超过业内同行。你们可能会认为，一个年度的爆炸性增长会导致第二年的业绩难以比肩，但 Ben Bridge 的 Ed 和 Jon Bridge、R. C. Willey 的 Scott Hymas 面对这种挑战却仍旧实现了继续增长，2005 年 Ben Bridge 同家店销售额增长了 6.6%，R. C. Willey 增长了 9.9%。

当我们在新的市场开出新店铺时，R. C. Willey 继续以周六不营业的经营方式横扫一周经营 7 天的竞争对手，几年之前我还十分怀疑的 Boise 店 2005 年竟然取得了 21% 的收益率，刷新了 2004 年 10% 的纪录。2005 年 11 月新开的 Reno 店一开张就挤破了大门，销售额很快超过了 Boise 店早期的增长速度。2006 年 6 月我们将在 Sacramento 开始营业，如果这家店能够像我所预料的那样成功的话，那么，未来几年内我们将在加利福尼亚开设 R. C. Willey 专卖店。

在航空服务业务方面，航空公司业务的反弹使 FlightSafety 的收益得到改善。为了支持公司业务持续增长，我们大笔投资新的模拟飞行器，我们最近的扩张是 2005 年 9 月份在英国 Farnborough 新开张一个主要设施训练基地，拥有 42 个训练中心。到 2007 年完全建成时，我们将累计投资 1 亿美元用于建筑及 15 台模拟飞行器。FlightSafety 非常能干的 CEO Bruce Whitman 确信，没有任何竞争对手所提供服务的深度和广度上能够与我们相媲美的。

NetJets 的经营成果却是一个完全不同的故事。2004 年我曾放言其业务将在 2005 年实现盈利，但我却错得一塌糊涂（全世界最大的公务机公司——巴菲特麾下的 NetJets 公司在全球范围提供最安全私密的航空旅行解决方案。NetJets 公司的部分产权拥有计划允许个人或企业花费整架飞机购置成本的一部分购买公务机的部分产权，只需提前几小时通知 NetJets，即可在全年随时得到安全、可靠和高质量的服务。2004 年，NetJets 公司有超过 26 万个航班飞往 140 多个不同的国家——译者注）。

应该说明的是，我们欧洲地区的业务在实现了良好的增长的同时，成本也有所下降，客户合同增

长了 37%。我们是欧洲地区经营飞机部分所有权业务的唯一一家企业，我们目前在欧洲地区业务遍地开花的局面是 NetJets 成为这一行业全球领导者的关键因素。

可是我们的美国业务尽管客户大幅度增长，却出现了严重的亏损，其经营效率下降、成本急升。我们相信，我们三个最大的竞争对手也遭受到了同样的打击，但他们都各自隶属于飞机制造商，因此可能并不像我们那样非常关注获得足够利润的必要性。无论如何，这三家竞争对手管理的飞行机队的综合价值都继续远低于我们运作的机队的价值。

Rich Santulli 这位我所认识的最具活力的经理人将会解决公司的收入成本问题，但他绝不会以损害公司服务质量的方式来解决。我和他都保证我们的服务、保安、安全水平肯定是其他任何对手难以比拟的。

我们的零售业务中包括 See's Candies 这家我们早在 1972 年收购的公司，这也是我们历史最为悠久的非保险企业，当时我们马上决定由 46 岁的 Chuck Huggins 来负责。尽管我们俩当时在选择经理人上还是新手，芒格和我在这次任命上却打出了一个“本垒打”。在他 34 年的任期中，Chuck Huggins 对客户和品牌的热爱已经渗透到整个组织中，使这家公司的盈利增长了 10 倍。值得指出的是，这一成就是在一个增长得很慢甚至可以说是几乎没有增长的产业中所取得的（在这个行业中，销售数量的数据很难搞清楚）。

2005 年年底，我们把 See's 的管理权杖交给了 Brad Kinstler，在此之前，他在为伯克希尔公司管理 Cypress Insurance 和 Fechheimer 时就做得很好。对于我们来说，把经理人调来调去并不寻常，但 Brad Kinstler 的良好记录让我们认为，他显而易见是 See's 经理人的最佳选择。我希望 Chuck 和他的妻子 Donna 能够出席今年的股东大会。如果出席的话，所有股东就能与我和芒格一起给这位美国排名第一的糖果制造商经理人非常应得的掌声。

每一天，通过无数种方式，我们下属每一家企业的竞争地位要么变得更强，要么变得更弱，如果我们让客户更加愉悦、消除不必要的成本支出、改善我们的产品和服务，我们的竞争力就会更强。但如果我们对待客户时冷淡或者容忍不必要的费用成本不断上升，我们的竞争力就会萎缩。就每一天而言，我们行为的影响难以察觉，但天长日久所累计的影响后果之巨大却难以估计。

由于这些几乎毫不显眼的行为的后果导致我们的长期竞争地位得到改善时，我们称这种现象为“加宽护城河”，这些行为对于我们想要打造 10 年甚至 20 年以后的企业至关重要。当然，我们总是想在短期内赚到更多的钱，但当短期与长期目标冲突时，加宽护城河应该优先加以考虑。如果一个公司管理层作出糟糕的决策以实现短期盈利目标并因此置成本、客户满意度、品牌吸引力于不顾，那么，以后再出色的努力也难免弥补由此造成的损害。当今汽车和航空行业的公司经理人在努力处置其前任留下的问题时所面临的进退两难的局面就是最好的证明。芒格和我喜欢引用本·富兰克林的名言：“预

防为主，治疗为辅”（An ounce of prevention is worth a pound of cure）。但有时无论如何治疗也无法治愈过去的错误。

我们的经理人们专注于加宽护城河并且在这方面才华横溢，原因非常简单，他们对他们的企业充满热情。在伯克希尔收购以前，他们往往已经管理了这家公司很长时间，伯克希尔进入之后唯一的作用是继续坚持原来的方向。各位股东如果在年度大会上看到这些为股东们作为杰出贡献的英雄们（其中包括四位女中豪杰），请向他们表示感谢。

我们的经理人的态度与一位娶了商业大亨独生女儿的年轻小伙子形成了鲜明的对比，在婚礼之后，感到十分宽慰的父亲把他的女婿叫来，开始讨论他们的将来：

“孩子，你是我盼望已久却一直未能找到的乘龙快婿，这是我的公司的 50% 的股权证明，从现在开始，你就是与我平起平坐的合伙人。”

“谢谢您，父亲大人。”

“那么，你想负责公司的哪些事务？负责销售怎么样？”

“恐怕我连把水卖给一个在撒哈拉沙漠缓缓爬行的人也做不到。”

“好吧，那么负责人际关系如何？”

“我对别人根本毫不关心。”

“没关系，在经营中我们还有许多其他事情要做。你愿意做什么？”

“事实上，我对任何事都没有兴趣。你为什么不买断我的股权呢？”

投资

以下是我们的普通股投资情况。2005 年年底市值超过 7 亿美元的股票投资明细如下：

股份数	公司名称	持股比例	成本	市值
151,610,700	美国运通	12.2	1,287	7,802
30,322,137	美奇金融（Ameriprise Financial, Inc）	12.1	183	1,243
43,854,200	安海斯-布希（Anheuser-Busch Cos., Inc）	5.6	2,133	1,884
200,000,000	可口可乐	8.4	1,299	8,062
6,708,760	M&T Bank Corporation	6.0	103	732
48,000,000	穆迪（Moody's Corporation）	16.2	499	2,948
2,338,961,000	中国石油	1.3	488	1,915
100,000,000	宝洁公司（The Procter&	3.0	940	5,788

	Gamble Company)			
19,944,300	沃尔玛	0.5	944	933
1,727,765	华盛顿邮报	18.0	11	1,322
95,092,200	富国银行集团(Wells Fargo & Company)	5.7	2,754	5,975
1,724,200	白山保险 (White Mountains Insurance.)	16.0	369	963
	其他		4,937	7,154
	普通股总计		\$15,947	\$46,721

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

2005 年，我们的投资组合由于公司事件而出现了两个变化——吉列并入宝洁 (Procter & Gamble) , 美国运通 (American Express) 将 Ameriprise 分拆上市。另外，我们大幅增持了 Dick Kovacevich 管理得非常出色的富国银行 (Wells Fargo) 的股票，同时在 Anheuser-Busch 和 Wal-Mart 公司股票上建仓。

不要期望我们的证券投资组合会出现什么奇迹，尽管我们主要持股一些实力强大且盈利能力很高的企业，但其股价根本谈不上便宜。作为一个整体，它们可能会在 10 年后价值翻番，一种可能性是下一个十年他们的每股收益总体上将每年增长 6%-8%，其股价将或多或少与每股收益的增长相近（当然这些公司的经理人会认为我的预期过于保守，我希望他们是对的）。

宝洁与吉列的并购于 2005 年第 4 季度结束，这要求伯克希尔记录 50 亿美元的税前收益。从经济的观点来看，美国公认会计准则 (GAAP) 规定的这种会计分录没有任何意义，你在评估伯克希尔 2005 年收益情况时，应该忽略这笔巨额会计收益。在合并之前，我们从来没有打算卖出吉列的股票，合并之后，我们也不打算卖出宝洁的股票，合并也不会导致我们缴纳任何税费。

无论如何夸大一个 CEO 对公司的重要性也不过分，在 2001 年 Jim Kilts 进入吉列之前，这家公司正在苦苦地挣扎之中，特别是为资本配置上的大错而痛苦不堪。吉列收购金霸王电池 (Duracell) 让股东们支付了几十亿美元的代价，而这种代价在传统财务会计上根本看不出任何反映。简而言之，吉列在并购中获得的商业价值与其付出的并购成本并不相等（令人非常吃惊的是，这种非常简单的衡量标准在管理层及其投资银行家讨论并购时几乎总是被忽略）。

Jim Kilts 入主吉列以后，马上开始逐步严格财务纪律，全面收紧业务，推动市场营销，他的一系列措施大幅度提升了公司的内在价值。吉列并入宝洁进一步增强了两家公司的发展潜力。由于其管理成就，Jim Kilts 获得了非常丰厚的补偿金——但他所挣的每一分钱都理所应当（这并非一个学术探讨：作为在吉列公司持股 9.7% 的股东，伯克希尔实际上支付了相应比例的补偿金）。事实上，向一个巨型企业的能力的确超凡的 CEO 支付再高的报酬也不为过，可惜这种 CEO 实在是太罕见了。

大多数美国高管的薪酬与经营业绩并不匹配，将来也不会出现什么太大的变化，因为关于 CEO

薪酬就像以欺骗方式做牌一样是已经事先安排好的，完全不利于投资者。结果是，一个表现平平或者表现糟糕的 CEO，在他精心物色的人际关系主管和非常乐于助人的咨询公司顾问 Ratchet and Bingo 的协助下，最终总是从一个恶意设计的高管薪酬安排中获得大量的金钱。

例如十年固定价格的股票期权（谁不愿意要呢？）。假设停滞公司（Stagnant）的 CEO 无用先生（Fred Futile）接受了这样一批期权，比如给予他相当于公司 1% 的股票期权，那么，他获取个人利益的方法就会显而易见——他肯定不会支付任何红利，而是保留公司所有收益来回购股票。

假设在无用先生的领导下，停滞公司恰如其名没有什么增长，在发行期权后的十年间，公司每年在 100 亿美元的净资产价值基础上盈利 10 亿美元，相当于所发行的全部股票每股盈利 10 美元。无用先生拒绝向股东派发红利，用全部收益来回购股票。如果股价一直保持 10 倍市盈率的水平，那么，在期权到期之日股价将增值 158%。这是因为持续回购使股份减少了 3,870 万股，每股收益将因此提高到 25.80 美元/股。通过将股东收益全部保留不作分配，无用先生就能获得 1.58 亿美元的巨额财富，尽管公司业务没有任何增长。更令人吃惊的是，即使停滞公司的收益在这十年间下降了 20%，无用先生仍然可以赚到 1 亿美元以上。

通过不分配红利而将留存收益投资到各种令人失望的项目和并购上，无用先生仍然会获得巨大的报酬，即使这些投资只能取得微不足道的 5% 的收益率，无用先生个人仍然能有大笔金钱进账。具体来说，在停滞公司的市盈率在十年间保持不变的情况下，无用先生的期权会让他赚到 630 万美元。与此同时，所有股东会开始怀疑：当时向无用先生发行期权时所声称的股东与管理层结成“利益同盟”究竟是怎么回事？

一种“正常”的红利政策，比如将收益的三分之一派发红利，虽然不会导致如此极端的结果出现，但仍然会让那些根本没有任何成就的经理人获得极其丰厚的报酬。

CEO 们非常明白这个数学道理，他们知道支付给股东的每一分钱红利都会相应减少已发行期权的价值，可是我从没见过管理层与股东关于要求批准固定价格股票期权计划（a fixed-priced option plan）的股东大会委托材料（proxy materials）发生冲突。尽管 CEO 们总是一成不变地在公司内部鼓吹资本是有成本的，但他们不知为何总是忘记告诉股东们，固定价格股票期权给 CEO 们带来的资本却是免费的。

事情本来并非注定必须如此，对于一家公司的董事会来说，实行一种当保留收益时自动调整计算期权价值的做法简直是轻而易举的。但让我吃惊又吃惊的是，这种期权几乎从来没有发行过。实际上，期权履约价格（Strike Price）随着留存收益而调整的期权激励计划，对于管理层激励“专家”来说似乎十分陌生，然而这些专家对所有出现过的有利于管理层的期权计划却像百科全书一样了如指掌（吃人的嘴软，“Whose bread I eat, his song I sing.”）。

遭受解雇那一天将会是一个 CEO 收入特别丰厚的一天，事实上，在清理他的办公桌走人的那一天，他“挣”到的钱要比一个清扫厕所的美国环卫工人一年所挣的钱还要多得多。忘掉那句古老的格言：“一事成功事事成功”（nothing succeeding like success）。如今，在公司管理层中，一个风靡一时的定律是：“一事失败事事成功”（nothing succeeds like failure）。

为管理层毫不起眼的平平业绩支付巨额的离职补偿、慷慨的额外补贴和超标的薪水，早已司空见惯，因为公司薪酬委员会（compensation Committee，是在英美企业董事会内部普遍设立的旨在评价包括 CEO、其他执行董事在内的高管人员的绩效，负责制定和核定董事会成员及高管人员的一揽子补偿方案的一个专门机构——译者注）已经成为数据比较的奴隶。搞定董事会的方法很简单，选择三名董事，当然并非随机选择，在董事会会议召开前几个小时，用薪酬支付永远逐步提高的统计数据对他们进行一番狂轰乱炸。如此这般，董事会就会把一大堆稀奇古怪的“糖果”撒向 CEO 们，而原因只是我们儿时都会用的小把戏：“但是，妈妈，其他小朋友都有一个。”当公司薪酬委员会采用类似的逻辑推理时，昨天已是非常过分的过度要求在今天看来只不过是底线而已。

公司董事会应该采取我儿时的偶像底特律队著名强击手（打出许多本垒打的击球手）Hank Greenberg 的态度。Hank Greenberg 的儿子 Steve 曾经是一个球手的代理人，在代表一个外场手与一家职业棒球大联盟俱乐部谈判时，Steve 试探性地问他的老爸，他应该要求多少签约奖金。Hank Greenberg 这位真正的按劳付酬主义者一针见血地问：“去年他的击打成功率是多少？”Steve 说：“0.246。”Hank Greenberg 的回答直截了当：“要一件队服。”

（让我停下来简短地坦白一下：在批评公司薪酬委员会的行为时，我并非作为一个真正的内幕人士进行爆料，尽管我曾经担任过 20 家上市公司的董事，但只有一家公司的 CEO 把我安排进入公司薪酬委员会。呜呜呜……）

我认为美国经济的长期问题在于贸易不平衡，对此，我已经在过去的年报中详细陈述，我的观点仍旧不变。我的这一信念却让伯克希尔 2005 年度税前利润减少了 9.55 亿美元，这一数据包括在我们的损益表中，也反映了美国公认会计准则（GAAP）对待收益和损失的不同方式。我们在股票或债券上持有长期头寸（long-term position）时，每年的持仓市值变化会反映在资产负债中，但只要我们没有出售，这笔资产就极少反映在损益表中。比如，我们的可口可乐股票价值从 1998 年年底的 134 亿美元下跌到 2005 年年底的 81 亿美元，市值下降了 53 亿美元之巨，却不会影响我们的损益表。可是长期外汇头寸却是根据当日市价每日计价的，因此，每个报表日都会影响我们的收益情况，从我们第一次涉足外汇交易起至今，我们一共赚了 20 亿美元。

2005 年我们减少了一些美元现汇看跌头寸（direct position in currencies），可是通过买入以多种外汇计价的证券，我们部分抵消了这一变化，并且赚到了一大部分国际利润。查理和我更喜欢以

这种方式获得非美元暴露 (nondollar exposure, 外汇风险仅指因两国货币汇率的变动给交易双方中任何一方可能带来的损失或收益。通常将承受外汇风险的外汇金额称为“受险部分”或“暴露”——译者注)。这主要是由于利率的变化——当美国利率相对于其他国家上升时, 持有资产大部分为外汇就会形成一个显著的负盈利 (Negative Carry, 负盈利, 持有的市场头寸利率较低而借贷货币要支付较高的利率从而导致负值现金流, 也就是融资成本高于证券或期货投资收益率的交易——译者注)。我们持有美元头寸的这种盈利变化实际上给我们造成了损失, 2006 年可能会继续如此。与之相反, 持有国外证券经过一段时间之后, 形成一个正盈利 (与负盈利相反, 正盈利指持有的市场头寸利率较高而借贷货币要支付较低的利率从而导致正值现金流。也就是证券或期货投资收益率高于融资成本的交易——译者注) 的可能性会相当大。

影响美国经常账户赤字的潜在因素继续恶化, 而且看起来没有中止的迹象, 不仅我们的贸易赤字——经常账户中最大也是最常见的项目——在 2005 年创下了历史新高, 而且我们预计第二大项目——投资收支也将很快由正转负。由于相对于美国海外投资而言, 外国投资者所持有的美国资产 (或者对美国的要求权) 增加得更多, 因此, 这些外国投资者通过他们所持有的美国资产所获得的收益将开始超过我们美国所持有的海外资产获得的收益。最后, 经常账户的第三个项目国际收支中的单边资金转移总是负的。

应该强调的是, 美国特别富裕, 并且将更加富裕。结果是, 美国经常账户的巨大不平衡如果对美国国民经济或市场没有产生显而易见的有害影响的话, 可能会持续很长一段时间。可是我不太相信这种情况会永远是有利的, 要么美国人尽快用我们所选择的方式来处理这个问题, 要么到了某种程度, 这个问题可能将会以一种不太令人愉快的方式引起我们的注意。

如何使投资收益最小化

对于伯克希尔和其他美国股票投资人来说, 过去这些年来大把赚钱简直是轻而易举的。一个真正称得上长期的例子是, 从 1899 年 12 月 31 日到 1999 年 12 月 31 日的 100 年间, 道琼斯指数从 66 点上涨到 11,497 点 (猜一猜需要多大的年增长率才能形成这一结果? 在这一部分的结尾, 你会看到一个吃惊的答案)。如此巨大的升幅只有一个十分简单的原因: 20 世纪美国企业经营得非常出色, 投资人借企业繁荣的东风赚得盆满钵满。目前美国企业经营继续良好, 但如今的投资人由于受到了一系列的伤害, 在相当大的程度上减少了他们本来能从投资中实现的收益。

要解释这一切是怎么回事, 我们得从一个最基本的事实开始: 除了一些无足轻重的情況例外 (比如企业破产时企业的损失由债权人负担), 在大多数情况下, 所有者们从现在开始到世界末日 (Judgment Day) 期间所能获得的收益与他们所拥有的公司总体而言的收益相等。当然, 通过聪明地买入和卖出, 投资者 A 能够比投资者 B 获得更多的收益, 但总体而言, A 赚的正好相当于 B 赔

的，总的收益还是那么多。当股市上涨时，所有的投资者都会感觉更有钱了，但一个股东要退出，前提必须是有新的股东加入接替他的位置。如果一个投资者高价卖出，另一个投资者必须高价买入。所有的股东作为一个整体而言，如果没有从天而降的金钱暴雨神话发生的话，根本不可能从公司那里得到比公司所创造的收益更多的财富。

实际上，由于“磨擦”成本（“frictional”costs）的存在，股东获得的收益肯定少于公司的收益。我个人的看法是：这些成本如今正在越来越高，将会导致股东们未来的收益水平要远远低于他们的历史收益水平。

为了弄清楚这些费用是如何飞涨起来的，你可以这样想象一下。美国所有的上市公司被一个美国家庭所拥有，而且将永远如此。我们称其为 Gotrocks。对所得分红纳税之后，这个家庭的一代接一代依靠他们拥有的公司所获得的利润将变得更加富有。目前美国所有上市公司一年的收益约为 7,000 亿美元，这个家庭自然还得花费掉一些钱用于生活，但这个家庭所积蓄的那部分财富将会稳定地以复利不断地累积财富。在这个 Gotrocks 大家庭里，所有的人的财富都以同样的速度持续增长，一切都十分协调。

但让我们设想一下，几个伶牙俐齿的帮助者接近这个家庭，劝说每个家庭成员通过买入某一只股票和卖出另外一只股票来取得比其他家庭成员更好的投资业绩。这些帮助者十分热心地答应来处理这些交易，当然他们要收取一定的佣金。Gotrocks 这个大家庭仍然包括美国所有的上市公司，这些交易只不过是重新安排哪些人持有哪些公司而已，因此，这个家庭每年的总体财富收益在减少。这些家庭成员交易的次数越多，他们从企业收益这个大饼中所分到份额就越少，那些作为经纪人的帮助者分到的份额却变得越多。这些作为经纪人的帮助者始终牢记的事实是：交易的活跃性是他们的朋友，因此他们总是想方设法提高客户交易的活跃性。

不久之后，大多数家庭成员意识到，在这种新的“打败我兄弟”（“beat-my- brother”）的游戏中，这些经纪人做得并不好，于是又来了另一批帮助者。第二批帮助者对每个家庭成员解释说，只靠成员们自己的努力是很难胜过其他家庭成员的，他们给出的解决办法是：“聘用一个经理人，就是我们，我们会做得非常专业。”第二批帮助者兼经理人继续使用第一批帮助者兼经纪人进行交易，这些经理人甚至提高了交易的活跃性以致那些经纪人业务更加兴隆。总之，企业收益这张大饼的更大一块儿落入了这两批帮助者的私囊。

这个大家庭的失望与日俱增。每个家庭成员都聘用了专业人士，但这个家庭整体的财务状况却每况愈下，怎么办？答案是显而易见的——要寻求更多的帮助。

第三批帮助者的身份是财务规划专家和机构咨询专家，他们正在仔细斟酌向 Gotrocks 这个大家庭提供关于选择经理人的建议，已经晕头转向的这个家庭对他们的协助自然非常欢迎。事到如今，这

些家庭成员才明白，他们自己既不能选择合适的股票，也不能选择合适的选股人。有人就会产生疑问，为什么他们还想成功地选择合适的顾问呢？遗憾的是，Gotrocks 这个大家庭并没有产生类似的疑问，第三批帮助者兼顾问当然肯定不会向他们说明这个问题。

Gotrocks 这个大家庭现在要为这三批帮助者支付昂贵的费用，但他们却发现情况更加不妙，他们陷入了绝望之中。但就是最后的希望即将破灭之时，第四批帮助者——我们称其为超级帮助者（the hyper-Helpers）出现了。他们态度十分友好地向这个大家庭解释，他们至今无法得到理想结果的原因在于现有的第三批帮助者（经纪人、经理人、顾问）的积极性没有充分调动起来，他们只不过是走过场而已。第四批人说：“你们能指望这些行尸走肉做什么呢？”

新来的第四批帮助者提出了一个惊人的简单解决之道——支付更多的报酬。超级帮助者充满自信地断言：舍不得孩子套不着狼，为了真正做到超越其他家庭成员的投资业务，每个家庭成员必须付出更多的代价：在固定的佣金之外，因事而定支付巨额的临时性报酬。

这个家庭中比较敏锐的成员发现，第四批 hyper-Helpers 其实就是第二批帮助者兼经理人，只不过是穿上新的工作服、上面绣着吸引人的对冲基金（hedge fund）或私人股权投资公司（private equity）而已。可是第四批帮助者向这个大家庭信誓旦旦地说，工作服的变化非常重要，会赐予穿着者一种魔力，就像本来性格温和的 Clark Kent 换上超人（Superman）衣服之后就威力无比一样。这个家庭听信了他们的解释，决定全部付清他们的报酬。

这正是我们投资人今天的处境：如果投资人只是老老实实在摇椅上休息的话，所有上市公司收益中一个创纪录的比例本来会全部装进他们的口袋里，而如今却落入了队伍日益庞大的帮助者们的口袋。最近广为流行的盈利分配机制使这个家庭付出的代价更加昂贵，根据这种分配机制，由于帮助者的聪明或运气所取得的盈利，大部分归帮助者所有，而由于帮助者的无能或运气不好所发生的损失则全部由家庭成员承担，同时还得支付大笔的固定佣金。

大量的盈利分配安排与此类似，都是帮助者拿大头，而由 Gotrocks 这个家庭承担损失，而且还要为如此安排而享有的特权支付昂贵的费用，因此，我们也许将 Gotrocks 这个家庭的名字改为 Hadrocks 更为恰当。如今事实上这个家庭的所有这样那样的磨擦成本大约要占到所有美国上市公司盈利的 20%，也就是说，支付给帮助者的负担，使美国股票投资者总体上只能得到所有上市公司收益的 80%，而如果他们静静地坐在家休息而不听任何人的建议的话，就能稳稳得到 100%。

很久以前，牛顿发现了三大运动定律，这的确是天才的伟大发现（Isaac Newton）。但牛顿的天才却并没有延伸到投资中。牛顿在南海泡沫（the South Sea Bubble）中损失惨重，后来他对此解释说：“我能够计算星球的运动，却无法计算人类的疯狂。”如果不是这次投资损失造成的巨大创伤，也许牛顿就会发现第四大运动定律——对于投资者整体而言，运动的增加导致了收益的减少。

这部分开始时提出的问题的答案如下：非常精确地说，20 世纪道琼斯指数从 65.73 点上涨到 11,497.12 点，总体上相当于每年 5.3% 的复利收益率（当然投资者也收到分配的红利）。要在 21 世纪得到相同的收益率，道琼斯指数在 2099 年 12 月 31 日必须上涨到 2,011,011.23 点才能让你心满意足，而我只要能够达到 2,000,000 点就相当满意了。事实上，在 21 世纪过去的 6 年里，道琼斯指数根本没有任何上涨。

债务与风险

合并 MidAmerican 之后，我们新的资产负债表可能会让大家认为，伯克希尔对借债的容忍度已经有所增加，但事实并非如此，除了象征意义的数量之外，我们回避债务，只是为了以下三种目的才会求助于债务：

1、我们偶而利用回购协议（repurchase agreement，repo）作为某种短期投资策略的一个组成部分，其中包括持有美国政府（或其代理）证券。购买这种类型的证券是非常机会主义的，只能涉及最有流动性的证券。几年前，我们进行了几次有趣的交易都毫发无损或者全身而退。抵销债务（The offsetting debt）同样已经大幅度缩减并且不久将全部清除。

2、我们会为了清楚了解其风险特征的带息应收账款组合（portfolios of interest-bearing receivables）而借债。2001 年我们就曾经这样操作过，为了与 Leucadia 合伙收购破产的 Finova（这家公司有很多种类的应收账款），我们为 56 亿美元的银行借款提供了担保。最近我们借款给 Clayton 管理的一个广泛多元化的、业绩能够预测的预制房屋应收账款组合提供财务支持。作为选择，我们可能将这些应收账款“证券化”（“securitize”），也就是说将其出售，但我们将继续保持相应的服务。如果我们采取类似的这种在业内十分常见的操作程序，在资产负债表上并不会反映这样做所产生的债务，而且将加快报告收益的时间，可是最终我们的盈利会相对较少一些。如果市场因素的变化使证券化对我们更有利时（这种情形不太可能发生），我们将会出售一部分资产组合并消除相关的债务。在这种情况下发生之前，我们宁愿要更好的利润而不是更好的财务包装（cosmetics）。

3、MidAmerican 有相当高的债务，但这些债务只是这家公司的债务而已，虽然这笔债务将出现在我们的合并资产负债表上，但伯克希尔并没有为其提供担保，尽管如此，这笔债务毫无疑问是十分安全的，因为用以支付债务利息的是 MidAmerican 多元化的高度稳定的公用事业收入。如果出现什么晴天霹雳似的突发事件，使 MidAmerican 的公用事业资产其中之一受到损害，那么，其公用事业资产的收入仍将远远高于支付所有债务利息的水平。不仅如此，MidAmerican 保留其所有的收益，MidAmerican 这种操作在公用事业业内是非常罕见的。

从风险的角度来说，拥有十种各不相同且各不相同的公用事业收入足以支付利息，假设二者比例为 2 : 1，与单一来源但支付能力更大的收入相比，前者要安全得多。不管公司的债务政策多么保守，

一个灾难性事件就会让单独一个公用业务陷入破产境地——Katrina 飓风摧毁了新奥尔良当地的电力事业就是明证。一个地理灾难，比如在美国西部地区发生地震，却不会对 MidAmerican 产生类似的毁灭性打击，即使是像查理这样的忧虑者，也不会认为一场事故能够大幅度减少这家公司的公用事业收入。由于 MidAmerican 政府管制业务收入的多元化程度不断增强，这家公司能够充分利用大量的债务。

我们对债务的态度基本上就是这样。我们对于伯克希尔为了并购或经营的目的而发生任何大量的债务根本不感兴趣。当然，根据传统的商业智慧，我们在财务上显得太过保守，如果我们在资产负债表中加入适当的财务杠杆，无疑能够安全地增加盈利。

也许如此吧。但成千上万的投资者将其很大一部分资本净值投资到伯克希尔股票之一（应该强调的是，其中包括我们大部分董事会成员和主要经理人），公司的一个重大灾难就会成为这些投资者们个人的一个重大灾难。不仅如此，对于那些我们已经向其收取了 15 年甚至更多年份保费的人们，会造成永远无法弥补的伤害。对于这些以及其他客户，我们已经承诺，无论发生什么情况，他们的投资都会绝对安全，无论是金融恐慌、股市关闭（例如 1914 年拖延了很长时间的股市关闭）甚至是美国遭受核武器、化学或生物武器袭击。

我们十分乐意承保巨大的风险，实际上，我们为单独一种巨大灾难事件承保远远超过其保险公司的 high-limit 保险金额，我们还持有在某种情况下（如 1987 年 10 月 19 日股市崩盘）市值可能将迅速大幅下跌的巨额投资组合。不论发生什么情况，伯克希尔都有足够的资本净值、收入流和流动性轻而易举地处理这些问题。

除此之外，任何其他解决问题的方式都是危险的。多年来，一些非常聪明的投资人经过痛苦的经历已经懂得：再长一串让人动心的数额乘上一个零，结果只能是零。我永远不想亲身体验这个等式的影响力有多大，我也永远不想因为将其惩罚加之于他人而承担罪责。

管理继任

作为伯克希尔公司的所有者，你们自然会十分关心，如果我的精力开始日渐衰退之后是否会继续坚持担任 CEO，以及如果果真如此，董事会将如何处理这个问题？你们也想知道如果我今晚突然与世长辞，公司将会如何运作？

第二个问题很容易回答，我们旗下的绝大多数公司拥有强大的市场地位、强劲的发展动力、非常杰出的经理人，伯克希尔独特的企业文化已经深植于下属每个企业之中，即使我去世，这些公司的业务经营也不会出半点差错。

除此之外，在伯克希尔，我们拥有三位相当年轻而且完全胜任 CEO 的经理人，这三位经理人中的任何一位在我的工作范围之内的某一管理方面都要远胜于我，但不利的一面是，他们之中没有一人

具备我所独有的交叉性经验 (crossover experience) , 这种经验使我在商业和投资领域都能从容地作出正确的决策。解决这一问题的办法是要组织内部指定另一位人士专门负责有价值证券的投资工作, 在伯克希尔, 这是一件十分有趣的工作, 新的 CEO 毫无问题将会选择一位聪明能干的人士来负责这项投资工作。实际上, 这正和我们过去 26 年在 GEICO 公司所做的完全一模一样, 我们这样做的结果简直是好极了。

伯克希尔董事会已经充分讨论过这三位 CEO 候选人中的每一位, 而且就接替我的最终人选已经全体一致达成决议。董事们就此问题继续根据最新情况对决议进行更新, 如果情况发生变化, 可能会改变他们的看法, 新的管理明星可能会升起, 原来的管理明星则会陨落。重要的一点是, 董事们现在完全知道且未来也会知道, 如果需要的话, 他们应该做些什么。

另一个需要处理的问题是, 如果更换 CEO 的需要不是由于我的去世而是由于我的衰退, 尤其是与这种衰退随之而来的是我虚妄地认为我正处于个人管理才华的一个新的高峰时, 董事会是否将会准备好作出变化。在伯克希尔下属企业中, 我和查理一次又一次遇到这种情况。人老化的速度差别非常大, 但或早或晚他们的智力和精力都会衰减, 有些经理人在进入 80 岁高龄之后仍然生龙活虎.....查理本人就是一个 82 岁的神奇经理人。但其他经理人刚刚年满 60 岁就明显地出现衰退, 当他们的能力衰退之时, 他们自我评估的能力也往往相应衰减, 有些还需要经常在其耳边鸣笛警告。

当这种情况出现在我的身上之时, 我们的董事会将不得不出面接替我的工作。从财务的观点来看, 董事会成员很少有此动机作出如此举动。据我所知, 没有其他任何一家美国公司董事会中的董事与股东们的财务利益如此完全紧密地结合在一起, 少数董事甚至关系更为紧密。可是在私人关系层面上, 对于大多数人来说, 要告诉别人尤其是一个朋友, 他 (她) 已经能力不济, 实在是件特别难以启齿的事。

如果我开始成为这一信息的候选人, 我们的董事会将善意地实言相告。我所拥有的每一股股票都已经事先指定捐赠给慈善事业, 我希望整个社会能够从这些生前赠予和死后遗赠中收获到最大限度的好处。如果由于我的合作伙伴们逃避责任, 没有告诉我我应该离开了 (我希望他们说得更温和一些), 那将是一场悲剧。但不必为此担心, 我们拥有一群非常杰出的董事, 他们总是能够做出对于股东来说最为正确之事。

谈及此事时, 我的感觉好极了。

年度股东大会

2006 年我们的股东大会将在 5 月 6 日 (星期六) 召开。与往常一样, Qwest 中心的大门将会

在早上 7:00 准时打开，最新的伯克希尔电影短片将在 8:30 开始播放，9:30 我们将直接进入提问回答时间，并将一直持续到下午 3:00 为止（中间短暂地休息，在 Qwest 看台上有午餐供应）。短暂休息之后，我和查理将在 3:15 正式召开年度股东大会，这一会议的程序去年进行得十分顺利，因为这使得那些想要参加正式会议的股东可以如愿参加，没有兴趣的股东也可以自由地去购物。

你去年肯定也参与了购物方面的活动，与大会场地相连的 194,300 平方英尺的大厅布满了伯克希尔下属公司的产品，而且 21,000 名参加会议的人将会让每个展台创造新的销售纪录。Kelly Broz（nee Muchemore 是伯克希尔的 Flo Ziegfeld）（弗洛伦兹·齐格菲尔德：（1869-1932 年），美国戏剧导演，以其夸张的时事讽刺剧 the Ziegfeld Follies 而闻名，从 1907 年到 1931 年每年上演一次（除了 1926 年、1928 和 1929 年）——译者注）组织了这次超豪华的购物秀和年度大会。展出者都非常喜欢她，我也同样如此。Kelly 问我，是否愿意在婚礼节目上亮相，我的回答是“嫉妒新郎”，这句话竟然原封不动地就上了新闻。

今年我们将重点展示两套 Clayton 房屋（内部布置有 Acme 的砖块、Shaw 的地毯、Johns Manville 的隔热材料、MiTek 的螺栓、Carefree 的遮阳篷及 NFM 的家具）。你会发现，这些标价 7.9 万-8.9 万美元的预制房屋非常价廉物美。事实上，2005 年三位与会股东对这些房屋的性能非常青睐，以至于他们竟然购买了我们用来展示的价值 11.9 万美元的样板房。与 Clayton 预制房屋相邻的是 Forest River 的休闲车（Recreational Vehicle, RV）展览。

GEICO 公司将在会场设立摊位，取信全美最顶尖的保险顾问，他们将为你提供汽车保险的报价，在大多数情况下，GEICO 都会为你提供一个相当优惠的股东折扣（大约 8%）。这个特别优惠在我们开展业务的全美 50 个州中的 45 个州都可以提供。请各位股东将自己现在的详细保险资料带来，GEICO 的顾问将会帮你检查是否能为你省下一笔保费。我相信，我们至少能为你们之中的一半人省下不少的保费。当你到了之后，请签名申请新的 GEICO 信用卡，我现在用的就是这张卡。

星期六在奥马哈机场，我们仍将展示 NetJets@一系列的机型以供大家检阅。请到 Qwest 中心会场里 NetJets 的展位参观了解这些飞机的详情。来奥马哈时是坐车，回去时坐你的新飞机。

2005 年书虫（Bookworm）书店在 Qwest 销售与伯克希尔公司相关的书籍打破了所有的销售纪录，令人吃惊的是，竟然卖出了 3,500 本收集了我的合作伙伴查理·芒格智慧妙论的好书——《Poor Charlie's Almanack》，这意味着，每隔 9 秒种就会卖出一本。如此畅销的原因相当简单——你无法找到比这本书拥有更多有价值的思想的书。口口相传的一致推荐使查理第一次印刷的 20,500 册书已经销售一空，我们在今年的股东大会上将推出经过修订和扩充的新版。2005 年在 Bookworm 书店还展示了其他 22 种书籍和 DVD，总共销售了 4,597 册，销售收入 84,746 美元。我们的股东们确实是书商们梦寐以求的客户。

这份报告后面附有股东大会相关资料，向各位解释如何索取参加股东大会以及其他活动所需的证件。至于有关机票、住宿、用车预订服务，我们很高兴再次与美国运通（电话 800-799-6634）签约，为您提供具体帮助。负责处理这些事宜的 Carol Pedersen 每年都为我们提供非常周到的服务，在此向他表示感谢。

在第 72 大街位于 Dodge 与 Pacific 之间的占地 77 英亩的内布拉斯加家具店(Nebraska Furniture Mart, NFM)中，我们将再次举办“伯克希尔周末”（“Berkshire Weekend”）专场特卖会。我们在 9 年前首次推出这种专场特卖活动，“伯克希尔周末”的营业额从 1997 年的 530 万美元增长到 2005 年的 2,740 万美元（平均每年增长 9%），去年股东会周末再度创下单日营业额新高 610 万美元。一想到如此之高的销售额，我不禁热血沸腾。

想要获得优惠折扣，你必须在 5 月 4 日（星期四）到 5 月 8 日（星期一）之间进行采购，并且出示你参加股东大会的证件。这期间的优惠活动将包括一些平常从不打折的顶级品牌，这可是为了我们伯克希尔股东周末专场才特别破的例，我们非常感谢他们的配合。NFM 的营业时间是周一到周六从上午 10:00 到下午 9:00，周日则是从早上 10:00 到下午 6:00。在今年股东大会期间，周六从下午 5:30 到下午 8:00，我们将举行一个只对股东开放的特别活动，我本人也将到场，一边吃着烤肉喝着可乐，一边计算销售额。

Borsheim 珠宝在股东会期间将再次有两场专门为股东举办的活动，第一场是 5 月 5 日（周五）从下午 6:00 到晚上 10:00 举办的鸡尾酒会；第二场也是主要的展览会（gala），在 5 月 7 日（周日）从早上 9:00 到下午 4:00 举行，周六营业时间一直到下午 6:00。

整个周末，Borsheim 珠宝店都将人满为患。为了方便股东们购物，从 5 月 1 日（周一）到 5 月 13 日（周六）期间，Borsheim 珠宝店都将为股东提供优惠价，只要出示参加股东大会的证件或者是交易单表明你的股东身份，即可享受优惠。

Borsheim 珠宝店的营业毛利即使是不计算为股东提供的折扣，也要比其主要竞争对手低 20% 以上。2005 年股东大会期间营业额比 2004 年增长了 9%，2004 年股东大会期间营业额则比 2003 年创纪录地增长了 73%。这家店销售了 5,000 件 Berkshire Monopoly 游戏，后来一度脱销。我们已经汲取了教训，今年将有充足的库存。

在 Borsheim 外面所搭的帐篷里，美国两届棋赛冠军 Patrick Wolff 将蒙上双眼与所有挑战者们六个一组地进行对奕。此外，两位世界级桥牌顶尖高手 Bob Hamman 和 Sharon Osberg 也会在周日下午与我们的股东们进行比赛，他们当然不会蒙着双眼，但 Bob 从来不理牌，就算是参加全国桥牌冠军大赛也如此。

我个人最爱的牛排餐厅 Gorat's 将再次单独为伯克希尔股东们在 5 月 7 日（周日）开放，从下

午 4:00 开始一直营业到晚上 10:00。请记得周日务必光临 Gorat's，你一定要提前预约订位，预约请在 5 月 1 日之后（请不要在此之前预约），请致电 402-551-3733。

在这个学年，大约有 35 个班级的大学生到奥马哈来和我交流。我带所有的学生到 Gorat's 共进午餐，学生人数总计约有 2,000 人之多，他们都非常喜欢这家餐馆。要想知道原因何在，周日请和我们一道光临。

周六下午 4:00-5:30，我们会为来自北美地区以外的股东们举行一个特别招待会，每年股东年度大会都吸引了全球各地的人们参加，查理跟我希望能够亲自接待这些远道而来的股东们。去年我们非常高兴地接待了 400 多位来自北美以外数十个国家的股东们，任何来自美国与加拿大以外其他国家的股东都会拿到参与这个活动的专门证件与具体指南。

查理跟我实在是万分幸运。我们出生在美国；我们有杰出的父母抚育我们并让我们受到良好的教育；我们享受到幸福的家庭生活并拥有非常健康的身体；上天赋予我们一种“商业”基因，从而使我们在商业上所取得的成就大大超过了其他为我们这个社会贡献同样多甚至更多的人。不仅如此，我们能够长期从事我们喜爱的工作，工作中方方面面得到了既聪明能干又令人心情愉悦的同事们的大力帮助。因此，毫不奇怪我们每天都会跳着踢踏舞来工作。当然，没有什么比每年能够在伯克希尔年度股东大会上与我们的股东兼合伙人们欢聚一堂更开心的事了，所以请大家 5 月 6 日来 Qwest 中心参加我们的资本家（Capitalists）伍德斯托克年度音乐节。

沃伦·巴菲特

董事会主席

2006 年 2 月 28 日