

1977年巴菲特致股东的信（中文版）

致伯克希尔·哈撒韦公司的全体股东：

1977年本公司的营业净利为2,190万美元，每股约当22.54美元，表现较年前的预期稍微好一点，在这些盈余中，每股有1.43美元的盈余，系蓝筹印花大量实现的资本利得，本公司依照投资比例认列投资收益所贡献，至于伯克希尔本身及其保险子公司已实现的资本利得或损失，则不列入营业利益计算，建议大家不必太在意单一期间的盈余数字，因为长期累积的资本利得或损失才是真正的重点所在。

纺织事业的表现远低于预估，至于伊利诺国家银行的成绩以及蓝筹邮票贡献给我们的投资利益则大致如预期，另外，由Phil Liesche领导的国家产险保险业务的表现甚至比我们当初最乐观的期望还要好。

通常公司会宣称每股盈余又创下历史新高，然而由于公司的资本会随着盈余的累积扩增，所以我们并不认为这样的经营表现有什么大不了的，比如说每年股本扩充10%或是每股盈余成长5%等等，毕竟就算是静止不动的定存帐户，由于复利的关系每年都可稳定地产生同样的效果。

除非是特殊的情况(比如说负债比例特别高或是帐上持有重大资产未予重估)，否则我们认为“股东权益报酬率”应该是衡量管理当局表现比较合理的指针，1977年我们期初股东权益的报酬率约为19%，这比去年同期稍微好一点，但远高于本身过去长期以及当年美国企业整体的平均数，所以虽然我们每股的盈余成长了37%，但由于期初的资本也增加了34%，这使得我们实际的表现并没有想象中那么好。

我们预期未来年度将很难再达到1977年这样的报酬率水准，一方面是因为期初资本又增加了23%，一方面我们预期保险核保利润率会在年底以前开始反转，尽管如此，大家还是可以期待丰收的一年，而我们现在的估计是，虽然预测有其先天上的限制，我认为每股营业利益在1978年应该还有些许成长的空间。

纺织事业

1977年纺织事业的表现依旧低迷不振，过去两年我们乐观的预期纷纷落空，这或许也说明了我们预测能力的薄弱，或是纺织产业的本质，尽管一再地努力与挣扎，行销与制造的问题依旧存在，虽然市场上面临的困境与产业情势相关，但也有不少问题是我们自己造成。

部份股东开始质疑我们是否应该继续留在纺织产业，虽然就长期而言其投资报酬率明显低于其它的投资，但我们的理由有以下几个：(1)我们在纽贝福及Manchester的工厂都是当地最大的雇佣业者，员工的年龄偏高，缺乏转换工作的能力，同时我们的员工及其公会也已经尽其所能地与经营阶层配合努力改善成本结构及产品组合，以使我们的经营得以维持下去(2)管理阶层也相当努力同时坦承面对产业的问题，尤其是在1965年经营权易主后，Ken Chace依然尽力地协助我们把纺织部门产生稳定的资金流入转到获利更加的保险事业投资与购并之上(3)努力工作加上对制造与行销组合的乐观预期，我们的纺织事业在未来看起来应该可以维持一个起码的利润空间。

保险业务

我们的保险业务在1977年持续大幅地成长，早在1967年我们以860万美元购并国家产险及国家海上火险公司(两者为姊妹公司)的方式进军保险业，当年他们的保费收入大约为2,200万美元，时至今日，1977年的累积年保费收入已达1.51亿美元，必须强调的是，在此期间，伯克希尔没有再发行过任何一股新股以支应成长。

相反地，这600%的成长几乎都是来自于国家产险本身的传统业务的稳定成长再加上新创立的公司(包含1970年的Cornhusker产险、1971年的Lakeland火险、1972年的德州联合保险、1973年的爱荷华保险及1977年的堪萨斯火险公司等)，以购并方式买下的(1971年的家庭与汽车保险、1976年现已更名为中央火险的Kerkling再保险以及1977年的赛普路斯保险公司)，以及最后透过行销新业务-主要以国家保险名下进行的再保险业务所得。

总的来说，保险事业的表现还算不错，但情况并非全然如此，过去十年来，我们也犯过一些大错，不论是在产品或是人员方面，比如说我们在以下方面就曾遇到重大的困难：(1)1969年推出的保证责任险(2)1973年扩充佛罗里达迈阿密地区的家庭及汽车保险业务(3)目前尚未解决的航空”前置”安排(4)我们在加州的劳工退休金业务，我们相信这业务一旦改组完成应该还是相当有潜力。保险这行业虽然小错不断，但大致上还是可以获得不错的成果，就某些方面而言，这情况与纺织业刚好完全相反，管理阶层相当优秀，但却只能获得微薄的利润，各位的管理阶层所学到的一课，很不幸一再学到的就是，选择顺风而非逆风产业环境的重要性。

1977年保险业核保的顺风不断地从后方吹来，保费大幅度的调整在1976年正式生效后，适时地抵消1974年及1975年惨痛的核保记录，而由于保单的签订通常以一年为期，所以定价的修正通常必须等到换新约时，所以实际上费率的上漲一直等到1977年才充分反应在盈余之上。

可惜的是钟摆再度开始摆动到另一方向，我们预估保险理赔成本以每个月1%的幅度增加，主要的原因除了持续性的通货膨胀使得修复人体及财产的成本不停上涨，另一方面社会通膨，亦即社会及陪审团对于保单理赔范围不断扩大解释的倾向，因此除非费率每个月也能同步上涨1%，否则核保利益肯定会缩水，只是最近保费调涨的速度明显趋缓，所以我们预期下半年的核保利润空间将大幅缩减。

讲到这里，我们必须再度将殊荣归于Phil Liesche，在核保部门Roland Miller以及理赔部门Bill Lyons的大力协助下，国家产险1977年在传统的汽车及责任险业务方面又大放异彩，保费收入不但大幅成长，相较于其它同业不堪1974-75年的危机陆续退出市场，其优异的核保利益更属难得，国家产险的核保利益大幅地成长，此外可供投资的资金亦迅速累积，只可惜这样的情况维持不了多久，这些业者又会再度卷土重来，随着市场紧绷情势转为宽松，费率又将变得失控，届时我们又必须回复过去冷静地接受保费收入锐减的考验，严格的核保纪律绝对必须维持，如此我们才能抗拒直觉，眼睁睁地看着其它业者以疯狂的价格抢走生意。

1977年由George Young管理的再保险部门改善了其核保的绩效，虽然高达107.1的综合比率不算理想(相关定义请参阅第12页)，但至少趋势是向下，此外再保险的保费收入依然贡献大量的资金以供我们进行投资。

至于John Seward领导的家庭与汽车保险在各个方面都有重大进展，几年前当该公司因核保大幅亏损，面临倒闭危机时，John跳上火线，在他的管理之下，公司的营运渐上轨道。

John Ringwalt负责的Homestate业务旗下主要包含五家公司，其中堪萨斯火险在Floyd Taylor筹备下于1977年底正式营运，Homestate 1977年的保费净收入达到2,300万美元，三年前不过只有550万美元，其余四家的年度综合比率都低于100，其中Cornhusker甚至只有93.8，John在努力管理其它四家公司的同时，更让Cornhusker过去七年有六年的综合比率低于100，从1970年正式营运以来，该公司已顺利成为内布拉斯加州传统独立经纪系统的领导业者，至于由Jim Stodolka带领的Lakeland火险则荣获1977年主席杯的头衔，因为去年该公司的综合比率最低，总的来说，Homestate集团的营运在去年大有进展。

我们旗下保险事业最新加入的成员是位于加州的赛普路斯保险，至于劳工退休金保险则因为是在1977年底以现金买下，所以其1,250万美元的保费收入并未列入我们当年的营运记录，赛普路斯与国家产险现有的劳工退休金保险业务不会合并，而会采用不同的行销策略各自独立经营，赛普路斯现任总裁Milt Thornton，在保户、业务员、员工及股东方面的营运管理皆属一流，对于能与他一起共事，我们相当期待。

保险公司提供的制式保单很容易为其它同业所模仿，他们唯一的产品就是承诺，保险执照不难取得，而费率也是公开的，这行业商标、专利、地点、企业年资、原物料等都不重要，消费者对于产品也很难产生特别的偏好，在企业的年报中，常常看到有人强调自己不同于其它同业的特殊之处，有时这样的说法有道理，有时没什么道理，但不可否认的是，保险事业的本质使得经理人的表现，对于公司绩效的影响具有举足轻重的地位，很幸运的是与我们共事的是一群优秀的经理人。

保险业务的投资

过去两年我们保险事业投入的资金成本(扣除对关系企业蓝筹邮票的投资)已从原先的1.346亿美元成长到2.528亿美元，保险准备的成长，主要是由于保费收入的大幅增加，加上保留的盈余，是我们投资部位之所以大幅增加的原因，也因此，我们整体保险事业因为投资而增加的净收益也由1975年税前840万美元的利益成长到1977年的1,230万美元。除了股利与利息收入之外，我们还实现了税前690万美元的资本利得，四分之一来自债券，剩下的则来自股票，至于1977年年底未实现的资本利得大约在7,400万美元之谱，对于这个数字，就像任何单一日期的数字，(1974年底帐上有1,700万美元的未实现损失)大家不必看得太认真，因为我们持股部位比较大的投资，往往要持有很长一段时间，所以我们的投资绩效依据的是这些被投资公司在这段期间的经营表现，而不是特定时期的股票价格，就像我们认为买下一家公司却只关心他的短期状况是件很傻的事，同样地持有公司部份所有权-也就是股票，我们认为只关心短期盈余或者是盈余短暂的变动也不应该。

离题一下，有一点很有趣足以说明上述情况，伯克希尔纺纱与Hathaway工业是在1955年合并成为伯克希尔 Hathaway公司的，再将时间往回推到1948年，在拟制合并的基础下，当年他们合计税前盈余达到1,800万美元，旗下拥有十个遍布新英格兰地区的工厂，员工人数一万人，在当时的环境，他们算是经济成长的重要动力之一，因为IBM在同一年度的盈余也不过2,800万美元(现在的年获利达到27亿美元)，另外Safeway商店1,000万、3M只有1,300万、而时代杂志则为900万，然而在双方合并后

的十年内，累计营收虽然有5.95亿，但结算亏损却达到1,000万美元，时至1964年，公司的营运仅剩两家工厂，净值更从合并时的5,300万美元大幅缩减至2,200万美元，所以我们可以这样说，单一年度所透露出公司营运的景况实在是极其有限。

下表显示的是在1977年底我们旗下保险业务持有的市值超过5百万美元的投资部分：

股份数	公司	成本	市值
单位：1000美元			
220,000	首都城市通讯公司	10,909	13,228
1,986,953	政府雇员保险公司		
	可转换优先股	19,417	33,033
1,294,308	政府雇员保险公司		
	普通股	4,116	10,516
592,650	Interpublic集团	4,531	17,187
324,580	凯泽铝业化工公司	11,218	9,981
1,305,800	凯泽工业公司	778	6,039
226,900	Knight-Ridder报	7,534	8,736
170,800	奥美马瑟国际公司	2,762	6,960
934,300	华盛顿邮报公司B类	10,628	33,401
	总共	71,893	139,081
	其他股份	34,996	41,992
	总价值	106,889	181,073

我们投资股票的选择方式与买进整家企业的模式很相近，我们想要的企业必须是(1)我们可以了解的行业(2)具有长期竞争力(3)由才德兼具的人士所经营(4)吸引人的价格，我们从来不试着去买进一些短期股价预期有所表现的股票，事实上，如果其企业的表现符合我们的预期，我们反而希望他们的股价不要太高，如此我们才有机会以更理想的价格买进更多的股权。

我们过去的经验显示，一家好公司部份所有权的价格，常常要比协议谈判买下整家要来得便宜许多，也因此想要拥有价廉物美的企业所有权，直接购并的方式往往不可得，还不如透过间接拥有股权的方式来达到目的，当价格合理，我们很愿意在某些特定的公司身上持有大量的股权，这样做不是为了要取得控制权，也不是为了将来再转卖出或是进行购并，而是期望企业本身能有好的表现，进而转化成企业长期的价值以及丰厚的股利收入，不论是少数股权或是多数股权皆是如此。

这类的投资初期对于我们的经营利益的助益或许不大，举例来说，1977年我们投资了1,090万美元在资本城通讯公司之上，去年依照持股比例应可分得的盈余约为130万美元，但实在反应在我们财务报表上的却只有区区4万美元的现金股利。

资本城拥有优良的资产与优异的管理阶层，而这些管理技能同样也延伸至营运面及资金管理面，想要直接买下资本城所要花费的成本可能是两倍于间接透过股票市场投资，更何况直接拥有权对我们并没有多大的好处，控制权虽然让我们拥有机会，但同样也带来责任去管理企业的营运及资源，我们根本就没有能力提供现有管理阶层关于这些方面额外任何的助益，事实上，与其管还不如不管，更能得到好的结果，这样的观念或许很反常，但却是我们认为比较合适的。

银行业

1977年伊利诺国家银行的资产报酬率约为其它规模较大同业的三倍，一如往常，这样的成绩，还搭配给予存户最优惠的利率，同时维持风险最低流动性最高的资产组合，Gene Abegg在1931年以25万美元成立这家银行，在第一个完整的营业年度，盈余就达到8,782美元，从那时候开始，银行就没有再办理任何一次增资，相反地，当我们在1969年买下该公司时，马上就领到了2,000万美元的现金股利，1977年的盈余更达到360万美元，甚至比规模大他两三倍的银行同业还多。

去年现年80岁依然一马当先专注于银行营运的Gene，要求新的接任者接手，因此前奥玛哈美国国家银行的总裁Peter Jeffrey于3/1正式加入伊利诺国家银行担任新总裁。

老当益壮的Gene依然担任董事长，我们预期该银行仍将成为Rockford地区首区一指的银行(伊利诺州城市)。

蓝筹邮票

我们再度增加对蓝筹邮票的持股权益，截至1977年底，持有的股权比例大约是36.5%，蓝筹邮票去年的表现相当不错，营业利益达到1,290万美元，此外还有410万的已实现资本利得。

蓝筹邮票持有80%股权的Wesco金融公司(由Louis Vincenti所管理)及持有99%股权的子公司喜斯糖果(由Chuck Huggins所管理)在1977年都有重大进展，自从喜斯糖果在1972年被蓝筹邮票所买下后，就没有挹注任何额外的资本，其税前盈余从420万美元成长到1,260万美元，尤其难得的是喜斯所处的产业环境，几乎没有成长，若有需要伯克希尔的股东可向Mr. Robert(地址加州洛杉矶5801 South Eastern Avenue)索取蓝筹邮票的年报。

沃伦·巴菲特

董事长

1978年3月14日