

# 2009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：

2009年，公司净利润为218亿美元，每股账面价值增长了19.8%。也就是说，自从现任管理层接手公司之后，45年来，每股账面价值从19美元增长到84，487美元，年复合增长率为20.3%。

我们当前的股东人数大约为500，000名，而最近伯克希尔收购伯林顿北方公司的行为，至少又增加了65000名股东。对我和我长期合作伙伴查理·芒格来说，更重要的是，我们的所有者认同伯克希尔的业务、目标、约束和文化。因此，在每篇报告里，我们都重述了引导我们的经济原则。我强烈建议特别是新股东，要认真阅读这些原则。历年来伯克希尔一直恪守这些原则，而且将来我离开后也会继续遵守下去。

此外，在股东信中，我们将再次审查下基本业务，希望能给伯林顿北方公司新来者提供新生定位培训，同时对伯克希尔老员工提供一次培训。

## 如何计算

从一开始，查理和我就对评估我们完成了什么和未完成什么坚持理性和坚决的标准。那防止我们抵挡不住诱惑。选择标普500作为我们的标准是一个很简单选择，因为我们的股东几乎不用花任何成本就可以通过持有指数基金来获得相应的业绩。他们为什么要给我们钱来仅仅复制那个结果呢？

我们的一个更难的决定是如何计算伯克希尔相对标普的进展。有的观点说用我们股价的变化。事实上，在一个长期的时间，这是最好的选择。但每年股票价格是非常反复无常的。即使包括10年数据的估值，也会因估值期早期或末期特别高或低的价格而变得不正常。微软的Steve Ballmer，GE的Jeff Immelt可以告诉你那个问题，当他们接手管理时，他们股票在极端的价格交易使他们痛苦不堪。

计算我们每年增长的最佳标准是伯克希尔每股内在价值的变化。可是，那个价值不可以通过任何接近精确地数据计算得出，因此，我们给他一个粗略的代替：每股账面价值。另外，多数公司的账面价值比他的内在价值少。伯克希尔无疑也是这种情况。总体来说，我们业务的价值远超于他的账面价值。我们非常重要的保险业务，这个差异是巨大的。即使如此，查理和我都认为账面价值最有效跟踪内在价值的变化，即使它低估了内在价值。运用这种计算方法，正如这封信首段所述，从1965财政年度开始，我们账面价格每年增长20.3%。

我们应该注意，如果我们用市场价格作为我们的标准，伯克希尔的业绩看起来会更好；从1965财政年度开始，每年的复合增长率为22%。惊讶的是，复合年增长率小小的不同造成了这45年收益率的大大不同，市场价值收益率为801516%，账面价值收益率为434057%。我们的市场收益率更好是因为1965年，伯克希尔以较低于账面价值的价格卖了正在赚钱的纺织品资产，而现在，伯克希尔通常以高于账面价值的价格卖一级业务。

总之，表格传递了三个信息，两个是正面的，一个是非常负面的。首先，从1965-69

开始，到2005-09结束，这41个五年期收益率，从来没有超过标准普尔收益率。第二，当收益率为正时，虽然我们的表现落后于标准普尔，但在收益率为负的十一年，我们的表现一直比标准普尔好。换句话说，我们的防守比我们的进攻好，这种情况很可能会继续下去。

一个很大的负面信息是，我们的业绩优势随着我们规模的扩大而急剧下降，这个不好的趋势是必然会继续的。可以确定的是，伯克希尔有许多出色的业务和一些非常优秀的经理，他们在一个不一般的公司文化中发挥他们最大的智慧。查理和我相信这些因素日后会继续产生高于平均水平的业绩。但大量的因素总和铸就了公司自己的发动能力。我们未来的优势，如果存在，将只是我们历史中的一小部分。

## 我们不做什么

很久之前，查理说出了他最大的野心：“我所有想知道的就是我将会死在哪里，因此我将不会去那里。”这个智慧由伟大的普鲁士数学家Jacobi激发，他建议“逆向，总是逆向”为解决困难的一个方法。(同样，逆转方法在用了一个不那么高尚的层面也适用：反着来唱一首歌曲，你很快会重新获得你的车子，房子和妻子。)

这里是一些我们在伯克希尔运用查理的思想的例子：

查理和我会避开一些我们评估不了未来的业务，无论他们的产品多么好。以前，不用天才都可以预见例如汽车(1910年)、飞机(1930年)、和电视机(1950年)行业的巨大的增长。但之后的未来也包括了各方面的竞争，那会降低进入那些行业的几乎所有公司的利润。即使是幸存者也是遍体鳞伤。即使查理和我可以清楚的预见某行业之后会有巨大的增长，那也不代表我们可以确定他的利润率和资本收益率，因为有许多竞争者在为霸权这个地位作斗争。在伯克希尔，我们会坚持未来几十年利润可以预见的业务。即使如此，我们将会犯很多错误。

我们从来不依靠陌生人的善意。太大以至于不会失败不是伯克希尔的退路。相反，我们总是会安排我们的事务，任何可以想到的现金需求将会用我们自有流动资金满足。另外，流动资金会我们从许多不同的业务盈利得到不断补充。当2008年9月金融系统的核心停止跳动的时候，伯克希尔是系统流动资金和资产的供应者，而不是恳求者。在危机的最高峰，我们投入了155亿美元，否则他们只能向联邦政府求助。其中的90亿为三家很受推崇、并且曾经很安全的美国企业提供资金支持，而且没有任何延迟，他们需要我们对信心的有形支持。剩下的65亿美元满足我们购买Wrigley的承诺，这项交易没有中止过，然而在其他地方还充满着恐慌。为了保持我们的财力我们付出了很高的代价。我们经常持有的二百多亿准现金资产现在只产生很低的收益。但至少我们睡得很安稳。

我们打算让我们的下属公司自己经营，我们不对他们在任何程度上的管理或者监督。这表示我们有时候会很晚才发现一些管理问题，还有一些运营和资金决策，如果咨询查理和我的意见，将不会被执行。但是，我们大多数的经理人极好地使用我们赋予他们的独立性，他们用保持所有者导向的态度回报我们对他们的信心，这是在一个巨大的机构无价的和非常少见的。我们宁愿承受少数不良决策的可见代价，也不愿意承受因为沉闷的官僚主义而造成的决策太慢(或者根本出不了决策)，而导致的无形成本。随着我们对BNSF的收购，我们现在拥有257000雇员，和差不多几百个不同的运营单位。我们希望每个单位拥有更多员工。但我们不会允许伯克希尔变成

委员会，预算编制，多层管理层泛滥的臃肿机构。相反，我们计划像分开管理的中大型规模的公司的集合那样运营，他们大多数的决策制定发生在营运层。查理和我只限于分配资金，控制企业风险，挑选经理人和制定他们的薪酬。

我们不会争取华尔街的支持。基于媒体或者分析师意见的投资者不是我们的目标投资者。相反，我们需要合伙人，他们加入伯克希尔因为他们希望在一个他们了解的企业做长期投资，也因为这符合他们一致同意的政策。如果查理和我与其他合伙人参与一个小风险投资，我们会寻找和我们同步的人。我们知道，共同的目标和分享的命运造就开心的所有者与管理者的商业联姻。就算是扩展到大规模投资也不会改变这个事实。

建立一个和谐的股东群体，我们与我们的股东直接，及时地沟通。我们的目标是告诉你，如果我们的位置调换，我们会想知道的东西。另外，我们会在周末一早把我们的季度和年度财务信息公布在网站上，因此，在让你和其他投资者在非交易日有足够的时间消化我们这个多面性的企业发生的事情(有时候，交易所期限要求在非星期五的日子披露)。这些事情不可以在几段文字中充分地总结，也不可能作为记者有时候寻找的容易被记住的新闻标题。

例如，去年，我们看到简要报告如何出问题。12830字的年度信文中有这么一句：“例如，我们确定2009年经济会蹒跚而行，或者比这好一点，但这个结论没有告诉我们市场是上升还是下降。”许多新闻机构大张旗鼓地报道这句话的前半部分，却没有提及任何结尾部分。我认为这是可怕的新闻业：被误导的读者或者观众也许会觉得，查理和我对股票市场有不好的预测，即使我们不但在那个句子里，在其他地方也清楚的表示我们不是在预测这个市场。被误导的投资者为此付出了巨大的代价：信出来的那天，道琼斯指数收于7063点，却在年底上升到10428点。

说明了类似的经历以后，你可以明白，为什么我选择与你尽可能直接，完整地沟通。

\*

让我们从GEICO开始，它因为8亿年度广告预算(差不多汽车保险领域广告亚军的两倍)而出名。GEICO由Tony Nicely管理，Tony 18岁加入公司，现在66岁的他依然每天出入公司，正如79岁的我。我们都为能在我们喜欢的行业工作而感到幸运。

GEICO的客户同样对公司感觉温暖，这里是证明：自从伯克希尔1996年收购GEICO，他的市场占有率从2.5%增加到8.1%，保单持有者净增加700万。也许他们和我们联系是因为我们的壁虎很可爱，但他们从我们这里购买保单，存大量的钱。

伯克希尔分两步收购GEICO。在1967-80年，我们花了4700万美金购买了公司三分之一股票，这些年中，公司大量回购他们自己的股票导致我们的持有增长到50%，我们不用再购买更多的股票。在1996年1月2日，我们用现金23亿美元购买了GEICO剩下的50%股权，大约我们初次购买的50倍。

有一个华尔街老笑话和我的经历很相似：

顾客：谢天谢地我在5元是购买了XYZ。我听说现在它18元了。

经纪：是的，这只是开始。事实上，这个公司做得很好，18元时买比你当时的购买还好。

顾客：该死，我就知道我应该等等。

GEICO 2010年的增长可能减慢。美国汽车销售量的下降导致汽车注册的减少。另外，高失业率导致越来越多司机不买保险(那在几乎任何地方都是非法的，但如果你失去了工作，但仍然想开车.....)。但我们的”低成本生产者”地位，保证将来给我们带来巨大的收入。1995年，GEICO是国家最大的6架汽车保险人之一;现在我们排名第三。公司浮寸金从27亿增长到96亿。同样重要，在伯克希尔拥有的14年里，GEICO有13年实在承保利润中经营的。

1951年我第一次访问GEICO时，我很激动。当时我还是一个20岁的学生。谢谢Tony，我现在更加激动。

\*

第三个保险业务很有影响力的是General Re。几年前，这个业务还在麻烦中，现在，他是我们保险王冠上一颗闪闪发光的珠宝。

在Tad Montross的带领下，General Re在2009年表现出色，也给我们带来了带一般大额的每美金保费浮寸金。除了General Re的财产保险业务，Tad和他的同事还大大发展了人寿再保险业务，这个业务正不断地成长增值。

去年，General Re终于100%拥有Cologne Re.这个收购从1995年开始，虽然当时只是部分拥有，那是我们进入全世界的其中一部分。Tad和我将会在9月访问Cologne，感谢他的经理们对伯克希尔所作的贡献。

最后，我们拥有许多小一点的公司，他们多数都专注于保险界的其他部分。总之，正如下表所示，他们的业绩一直都是可盈利，给我们带来的浮寸金也是非常多的。查理和我非常珍惜这些公司和他们的经理人。

现在有一个惨痛的忏悔：去年你的董事长合上了一个非常昂贵的失败业务的账本，这完全是由他自己造成的。

许多年以来，我一直在苦苦思考我们可以为我们数百万忠诚的GEICO客户提供的副产品。不幸的是，我成功了，我想到了我们必需卖我们的信用卡。原因是GEICO保单的持有者可能都有良好的信用风险，向他们提供有吸引力的信用卡可以给我们带来好处。我们得到了正确地业务，但是错误的类型。

在我最终清醒之前，我们的信用卡业务税前损失为6300万美金。于是我们以每美金55分的价格出售了我们问题应收账款组合，再度损失4400万美金。

必需强调，GEICO的经理人从来不对我的主意感兴趣。他们警告我，我们有可能得不到GEICO客户的奶油，而是得到，让我们叫他”非奶油”。我巧妙地暗示我比他们年长和聪明。

我只是比他们老。



## 公用事业业务

伯克希尔-哈撒韦拥有中美能源控股89.5%的股份。中美能源旗下有多家公用事业公司，其中最大的几家包括：(1)Yorkshire Electricity and Northern Electric，它拥有380万终端用户，是英国第三大电力公司；(2)中美能源，它服务着72.5万电力用户，主要集中在爱荷华；(3)Pacific Power and Rocky Mountain Power，服务着西部六州的170万电力用户；(4)Kern River and Northern Natural pipelines，通过它运输的天然气占美国用量的6%。

中美能源控股有两位了不起的管理者：Dave Sokol和Greg Abel。另外，我的老朋友Walter Scott及其家族持有该公司大部分股权。Walter给任何经营都带来了非一般多的业务。同Dave、Greg和Walter的十年合作让我深信，伯克希尔找不到比他们更好的搭档了，他们是真正的梦之队。

有些让人扫兴的是，中美能源还拥有全美第二大房地产经纪公司HomeServices of America。这家公司有21个地方品牌和1.6万个代理商。尽管去年对于房屋销售而言仍是恐怖之年，但HomeServices取得了还算不错的业绩。另外，该公司还收购了一家芝加哥经纪公司，并且还将在合理价格水平上寻求收购其他高质量的经纪公司。十年之后，HomeService会比现在大得多。

我们的电力公用事业，多数都是提供垄断服务，我们以一个与客户服务领域共生的态度运营，那些使用者依靠我们提供一级服务并且为他们的未来投资。发电和大型输电设备的许可和建造花费很长时间，因此我们必需有远见。同时，我们希望公用事业管理者(为客户服务)允许我们在使用绝资金满足将来需求的时候有合适的回报。我们不应该期望管理者履行他们的承诺，除非我们是这样。

Dave和Greg保证我们正是这样。国家调查公司一直都把我们Iowa和Western公用事业放在或者接近他们行业排名的前头。同样，一个叫做Mastio的公司为43家美国管道公司排名，我们的Kern River和Northern Natural properties并列获得第二名。

另外，我们将继续投入巨资，不仅是为未来做准备，而且旨在使得这些业务更加环保。自我们十年前购得中美能源以来，这家公司还从没分过红。赚的钱全都投入到发展提高和扩大我们服务范围的功能。一个明显的例子，近三年，我们的Iowa和Western utilities赚了25亿美金，但同一时期支出了30亿在风力发电设备。

中美能源控股公司一直履行对社会的承诺，注重社会信誉，并因此受益：除个别情况外，管理者都让我们的不断增加的投资都取得了较为合理的回报，进而我们可以尽量满足企业的生产需要。我们相信，我们能够从我们的投资中得到应得的收益。

早期的日子，查理和我避开资金密集型行业，例如公用事业。确实，至今对投资者来说最好的行业仍然是那些高回报，并且不怎么需要增加投资的行业。很幸运我们有许多这样的业务，我们也愿意购买更多。但是，估计伯克希尔会产生越来越多金钱的同时，今天的我们非常愿意投入那些需要大量资金投入的行业。我们只期望在我们增加投资的这些行业会有合理的体面的回报。如果我们的期望是对的(我相信会的)，伯克希尔将如虎添翼，在未来几十年中虽不能取得巨额收益，但是应该可以超过平均水平。

必须注意，我们的BNSF公司，与我们的电力公共事业公司具有很大的相似之处。两

者都是向消费者、社区以及整个国家的经济发展提供基本服务，两者都需要进行大量投资，远多于几十年后的这就提成。两者都必须进行前瞻性规划以满足超越过去的需求，最后两者都需要明智的监管者提供收益的稳定性，以便我们可以满怀信心地进行投资，以保持，更换或者扩大设备。

正如我们的公用事业，我们发现了公共事业和铁路事业之间有一个契约。如果有一方推卸义务，双方都必然会蒙受损失。因此，双方都必须明白鼓励对方履行义务和自己履行义务的好处。很难想像我们的国家在没有一级电力和铁路系统的情况下发挥到经济的最大潜力。我们将用行动证明这样的一级系统是存在的。

将来，BNSF业绩可能并入公用事业部分，因为二者不但经济特征类似，而且他们所用的巨额贷款并非伯克希尔担保。他们会保留大部分盈利。无论经济环境如何，他们的收入和投资规模都很巨大，虽然铁路会表现出多点的循环周期。总之，尽管我们投入了数百亿的增加股本，我们预期这些行业将在今后为我们带来巨大的收益。

## 制造，服务和零售业

伯克希尔在这些行业中业务众多。

这个部分几乎所有的公司都在2009严重经济衰退中遭受了某种程度的损失。最大的例外是Mclane，麦克莱恩主要的业务是向零售商店提供日用品、食品及其它非食品类货物，迄今为止其最大客户是著名零售企业沃尔玛。

在Grady Rosier的带领下，Mclane取得了税前收益34400万美金，相当于比他巨大销售额312亿美金美元多一分钱。Mclane拥有一系列实物资产(基本上那就是他所有的一切)，包括3242辆拖车、2309辆牵引机及总面积达1520万平方英尺的55个分销中心。当然，Mclane最重要的资产是Grady。

我们有许多公司，即使销售下降却依然盈利，这是出色管理的成果。

每个我们拥有的与住房和商用建筑相关的企业在2009年都相当困难。Shaw, Johns Manville, Acme Brick和MiTek的税前收入是2.27亿美元，较2006年建筑业高潮期的12.95亿美元减少82.5%。上述企业仍将奋力挣扎，但其竞争力依然完好无损。

伯克希尔去年最大的问题是Netjets，多年来，NetJets曾将自身发展成为该行业最突出的企业，它拥有的飞机总价值超过其三大竞争对手的飞机价值总和。总之，我们在这个行业的领先地位是没有受到挑战的。

NetJet的运营有另外一个故事。在我们拥有他的11年里，他的税前损失打到15700万美金。另外，公司的债务从收购时候的10200万美金上升到去年4月的19亿美金。如果没有伯克希尔为债务作担保，NetJet就会倒闭。很明显我让NetJet处于如此困境，让你蒙受损失。但庆幸的是，我已经获得救援。

Dave Sokol，中美能源非常有智慧的成立者和运营者，8月的时候出任NetJets的CEO。他的领导扭转了NetJet:债务减少到14亿美金，在2009年蒙受了巨大损失71100万美金之后，公司现在稳固地盈利中。

最重要的是，Dave带来的改变并没有降低安全和服务的最高标准，这标准是NetJets



的前任CEO Rich Santulli一直坚持的。Dave和我都非常有兴趣保留这个标准，因为我们和我们的家庭在多数我们的飞行中都是用NetJets，同样我们许多的董事和经理人也一样。我们没有分配任何专门的飞机和团队。我们的待遇和其他股东一样，那表示，我们和其他每个人一样，使用我们自己的飞机时也付出同样的价格。总之，我们吃我们煮出来的东西。在航空行业，没有其他证明书比这个更有力。

## 金融及金融产品

Clayton房屋公司是我们在这一领域的主要运作，它是组装式和活动式房屋的主要生产基地。当然，Clayton并不是一直占据着第一的位置。10年前，该领域中三大主要的制造企业Fleetwood、Champion and Oakwood曾拥有着该行业44%的产量。但是，这三家公司现在都已经破产。同时，整个行业的产量也从1999年的38.2万套下降至2009年的6万套。

目前，整个行业处于混乱的局面源于两个原因。第一，行业的发展取决于美国经济能否实现恢复。这个理由涉及到美国新房屋的开工率(包含公寓部分)。2009年，55.4万套的新建房屋数创下了到目前为止我们所记录的近50年来的最低点。然而，这是一个好消息。

一些年以前，在新房屋开建时人们曾经想过这是一个好消息—市场供应—住房市场年供应量约为200万套。但另一方面，新家庭组建—市场需求量—每年仅为120万套。供求不平衡的状态持续几年后，国家必然要结束这种大量房屋剩余的状况。

有三种途径来解决这一情况：第一，，毁掉大量的房屋，与发生的”汽车换现金”计划相似的摧毁汽车策略;第二，加速人们对住房的需求，鼓励青年人同居，这一计划不大可能遭受缺少志愿者;第三，减少新建房屋数量，使其增长率低于家庭组建率;

我们的国家理智地选择了第三个，这表示，在一年左右之内，住宅房问题政策非常支持我们，仅除了那些高端房子和某些滥建问题特别严重的地区。住房价格将会远远低于泡沫时期水平，当然，要不是每一个售房者或信贷方造成损失的同时，能够使购房者从中受益。事实上，几年前那些无法承担购买适当房屋的家庭现在发现拥有一套住房成为了他们力所能及的事，那是因为房地产市场泡沫已经破裂。

第二个原因是针对企业建造的房屋：惩罚性的抵押贷款利率差异存在于担保房屋与建造房屋之间。让我来解释一下为什么利率的不同会给大量低收入美国民众及Clayton公司双方均造成问题。

住房抵押贷款市场受政府通过FHA，Freddie Mac and Fannie Mae表现出来的条例控制，它们的信贷标准占有绝对的优势，因为他们担保的抵押贷款能够实现证券化，实际上，并且均将其转变成美国联邦政府债务。目前，这种常见拥有担保房屋的购买者，享有可以获得利率仅为5.25%的30年期的贷款资格。此外，这些抵押贷款最近被美联储大量的购买，作为维持超低利率水平的举措之一。

相比而言，几乎很少企业建造房屋的购房者有资格获得受此担保的抵押贷款。所以，一个建造房屋的购房者必须负担他贷款9%的利率。对于那些采取现金支付方式的购房者，Clayton的住房拥有着极高的购买价值。如果购房者需要申请住房抵押贷款，当然，大部分购房者在理财成本上有差异，差距足以抵消企业建造住房在价格上的吸引力。

去年，我曾告诉你们为什么我们的购买者一般都收入不高但却表现出了更好的信用。他们的态度决定了一切：他们购买房屋是为了居住，而并非再卖或者再融资。因此，我们的购买者通常选择我们的贷款时，更多地是考虑自身实际确实收入(我们不制造“假贷款消息”)，并期待着某天他们能最终还清贷款。如果他们失业、存在健康问题或者离婚，我们也有可能面临违约问题的发生。但是，他们并不会因为房屋的价值下降而放弃偿还贷款。即使今天，面临当前失业压力剧增，对Clayton的拖欠和违约行为合理地存在但并没有我们制造出重大麻烦。

我们争取让我们客户的贷款取得与普通建设住宅同样的处理，并且截至目前，我们仅仅取得了一些象征性成功。许多拥有适当收入的家庭，但是有责任放弃自己建造的房屋。因为筹措资金的差别附属于建筑房屋使得每月高额的支出。如果限定条件不被放宽，以致不向那些符合首付和收入标准的购房者打开更低成本的资金条件，企业建房的发展空间注定将会越来越小。

尽管在这样的情况之下，我仍相信Clayton在未来的时间里能实现盈利运营。我们拥有一位将伯克希尔的利益视为自身利益的最好的CEO人选凯文-克莱顿(Kevin Clayton)。我们的产品是一流的，物美价廉的和不断提高的。此外，我们会继续使用伯克希尔的信誉去支持Clayton的抵押贷款计划，我们确信它的稳固。即使如此，伯克希尔不可能将信贷利率降低到政府机构所能提供的水平，这一障碍将会限制我们的销售，损害到Clayton和大量渴望低成本住房的有价值家庭的共同利益。

2009年底，我们已拥有全国第三大商业抵押贷款服务商Berkadia公司50%的股份。除了拥有2350亿美元的投资管理资产外，公司是重要的抵押贷款发起人，在全国拥有25间办公场所。尽管在接下来的几年里商业房地产将面临巨大的挑战，长久的发展机会对Berkadia具有重大的意义。

我们的合作伙伴Leucadia的运作被乔-斯坦伯格(Joe Steinberg)和伊恩-卡明(Ian Cumming)管理的。几年前，当伯克希尔收购陷入困境的Finova时，我们就曾有过愉快的合作经历。在决定的那个情况下，乔和伊恩所做的努力远远超出了份内工作，我总是给予鼓励。自然地，当他们与我联系共同购买Capmark时我感到很高兴。

我们将第一次的冒险也命名为Berkadia。所以，让我们称这次为Berkadia的儿子。有一天，我将写你们的信中谈论Berkadia的孙子。

此外，我们在道氏化学、通用电气、高盛、瑞士再保险和箭牌的不可交易债券中持股，总成本是211亿美元，账面现行价值是260亿美元。我们在过去十八个月收购了五个仓位。除了它们给我们提供的巨大的资产潜力之外，这些持有给我们带来了总计21亿美元的年度分红和利息。最后，在年终我们拥有BNSF的76,777,029股(22.5%)，从其中我们可以从每股拿到85.78美元，但这已经混到我们购买整个公司的成本了。

2009年，我们的最大的销售额是康菲石油(ConocoPhillips)、穆迪(Moody's)、宝洁(Procter & Gamble)，以和琼森(Johnson & Johnson)(后者的卖出发生在我们今年早期持仓)。我和查理相信所有这些股票都很可能在将来以更高的价格成交。早在2009年我们完成的一些销售，为道氏和瑞士再保险筹集资金，今年最后完成的其他销售来期待对BNSF的收购。



去年，我们曾告诉你们非常罕见的情况，存在于公司和市政公债市场。荒谬地，这些证券和美国国库券相比非常便宜。我们通过一些购买进行了观察，但是我应该做的更多。巨大的机会是很少发生的。当天上掉金子的时候，应该拿桶去接，而不是管子。

我们在进入2008年时，拥有443亿美元的现金资产，之后我们获得了170美元的经营收益。然而，在2009年，我们的现金减少到了306亿美元(其中80亿用于BNSF采购)，我们在过去混乱的两年已经用了很多钱去运作。那是一个投资的理想时期：恐慌的氛围是投资最好的朋友。那些只在评论者乐观的时候投资的人，最后为这个无价值的保险付出了昂贵的价格。最后，在投资中计算为业务付出的成本—尽管只是在股票市场小部分的购买—这个业务表现为在随后的十年或二十年的盈利。

去年我详细的介绍了我们的衍生品合约，引起了争议和误解。关于这个讨论，请登陆网站[www.berkshirehathaway.com](http://www.berkshirehathaway.com)。

之后我们改变了几个仓位。一些信用合约到期了。10%的股票指数合约也改变了：期限缩短，成交价减少。这些改变中，没有现金过手。

去年中提高的几点现在需要重申一下：

(1)尽管不能确保，但我期望我们的合同总值将持续给我们带来利润，即使把投资收入大幅波动考虑在外。我们的衍生品浮存金—并不包括在之前提到的620亿美元保险浮存金中，年终几乎达到63亿美元。

(2)只有少数合同要求我们无论如何交付抵押保证金。去年，股市和信用市场价位走低，我们的支付要求是17亿美元，只是我们拥有的衍生品相关浮存金的一小部分。当我们支付抵押保证金的时候，我们所支付的抵押品仍然在给我们赚钱。

(3)最后，这些合同的账面价值会有大的波动，这会很大程度上影响我们的季度报告盈利，但是不会影响我们的现金或投资持有。这个想法很适合2009年的环境。这里有去年我们报告中部分关于从衍生品股值中带来的税前季度损益：

季度      收益(损失) (单位：10亿美元)

1          (1.517)

2          2.357

3          1.732

4          1.052

正如我们所解释的，这些大幅震荡不会使我和查理高兴或者烦恼。当我们报告给你的时候，你仍将区分这些数字(就像我们确实实现了收益或损失一样)，目的是你就可以更清楚地看到我们所经营业务的盈利情况。我们很高兴我们持有这些衍生品合同。至今我们已经从它们所提供的浮动中获利颇丰。我们希望继续通过这些合同赚取更多的投资收益。

我们长期以来一直投资我和查理认为错误定价了的衍生品合同，正如我们尝试错误定价的股票和债券一样。事实上，我们在1998年第一次报告我们拥有这些合同。我们一直都在警告衍生品给社会和相关人士带来的危险，这可能是毁灭性的，当这些合同导致交易对手风险和/或举债经营风险的时候风险达到顶点。在伯克希尔，这从来没有发生过，将来也不会。

让伯克希尔远离这些风险是我的职责所在。我和查理相信一位CEO一定不能忽视风险控制。这太重要了。在伯克希尔，我发起并监控每一项衍生品合同，除了在少数几家的分公司运营相关的合同，例如中美能源控股公(MidAmerican)和General Re再保险公司。如果伯克希尔出现问题，那就是我的问题，决不会是风险委员会或者首席风险办公室的责任。

\*\*\*\*\*

我认为，一个大型金融机构的主管委员如果没有建议CEO为风险承担全部责任，那么他们就是不负责任的。如果CEO不能胜任这项任务，那么他应该寻找其他的工作。如果他无法做到，而政府需要投入资金的话，他和他的委员会应该承担很大责任。

搞糟几家全国最大金融机构的运营的不是股东。然而他们加重了负担，他们在失败的时候抛掉了持有价值的90%或更多。总之，他们在过去的两年中的四次最大的金融飓风中已经损失了超过5000亿美元。如果说这些持有者是”跳楼”，那么简直都是对”跳楼”这个词的嘲讽。

一个失败公司的CEO们和主管们，然而都毫发无伤。他们机遇可能会因为这些灾难而被削弱，但是他们还是过着上流社会的生活。这些CEO和主管们的行为应该改变：如果他们的公司和国家被他们的不负责任伤害了，他们应该付出代价，而不应该由公司或者保险来买单。在很多情况下，主管都从过多的金融胡萝卜中获利，应该在他们的职业生涯中加入一些大棒了。

## 一个难以面对的真相

我们旗下的子公司去年为了现金做了几项小型并购案，但是我们对BNSF铁路的大型收购要求我们发行95000股伯克希尔股份，这接近已公开发行的6.1%。我和查理对发行伯克希尔股票的喜爱，正如我们享受结肠镜检查前的准备工作一样。

我们不喜欢的的原因很简单。如果我们不能做梦以现在的市价卖掉全部伯克希尔股票的话，为什么在世界上要以几乎同样低的发行价卖掉公司如此大的一部分呢？

评估换股并购时，目标公司的股东不仅注重认购公司股份的市场价，同样也希望交易能够给他们带来所放弃的那些自己股份的内在价值。如果低于其内在价值，在仅交换股票的情况下，一般不可能成交。我们不能用一个被低估的股票去交换一个被完全反应价值的股票，这会损害股东利益。

想象，假如你喜欢的话，公司A和公司B规模相同，且每股都是100亿美元。它们的股票市面上都卖80美元每股。A公司的CEO非常自信但不够精明，他用1.25股去换B公司的1股，并正确地告诉主管们B公司每股100美元。然而他没有认识到，他将让他的股东们为B公司的每股支付125美元的内在价值。如果主管们没有异议，那么交易

就成交了。B公司的股东将拥有A公司和B公司联合资产的55.6%，而A公司的股东只拥有44.4%。并不是A公司的每个人都是这次不明智交易的受害者。它的CEO将经营一个两倍大的公司，带来更多的名誉和利益。

如果是认购公司的股票被高估，情况就不同了：这会对认购者有利。这就是为什么股市到处存在的泡沫将不可避免带来一系列发行。如果按照他们股价的市场价值，他们可以多付款，因为事实上他们在使用伪币。这种认购周期性发生。在二十世纪六十年代末的特殊时期，这种圈套很多。事实上，某些大公司就是通过这种方式建立起来的(当然没有当事人公开承认内幕，但是私底下有许多消息传出来)。

在BNSF铁路的认购中，出售方的股东恰当地评估了我们所提出的100美元每股的报价。然而我们的成本却稍高于此，因为这100美元是以股票形式。我和查理都相信股票的价值超过这个市场价。幸运的是，我们在市场上现金购买了BNSF的一大部分，因此我们的成本中只有30%是用伯克希尔股票购买的。

最后，我和查理认为，虽然要用股票支付30%的价格，但是这是我们一直以来所熟悉和喜欢的业务，并且能够给我们带来220亿美元可支配的现金。额外的好处是，将由迈特-罗斯(Matt Rose)经营公司，我们对他很信任。我们同样愿意在几年内再投资几十亿美元，如果能得到合理的回报。但是这还不一定。如果我们需要用更多的股票来认购，那就没有意义了。我们会得不偿失。

我曾参加过几十次股东会，讨论认购案，通常，一些价格高昂的投资银行给主管们提供咨询。不可避免的，银行家向给股东会的详细评估了被收购公司的价值，强调其价值远远比市场价值高。在长达五十年的股东生涯中，我从没听到任何投资银行(或管理层)讨论公司所得到的真实价值。当交易涉及认购方股票的发行时，他们只使用市场价值，甚至在知道认购方股票被严重低估时仍然这么做。

当股票被低估时，而主管从顾问获得理性意见的方法看起来只有一种了，雇佣第二顾问，来反对提议的认购案，若交易不成交则得到酬劳。没有这个，我们的建议永远都是，“不要问理发师你是不是该理发了。”

\*\*\*\*\*

我忍不住要告诉你很久以前的一个真实故事。那时我们在一个管理良好的大型银行拥有一些股票，几十年来法律都不允许认购。之后法律允许认购，我们的银行立即开始寻找可能的交易。银行经理们本来都是很有能力的银行家，这时却像没见过女孩的男孩子。

他们很快盯上了一家较小规模的银行，经营也很好。我们的银行以较低的价格售出，几乎接近账面价值，而且价格/收益比很低。然而，那家小银行被美国其他大型银行哄抬，其价值几乎达到账面价值的三倍。不仅如此，他们要的是股票，而不是现金。

自然，我们的同事答应了。”我们需要显示我们开始认购了。而且这只是很小的交易。”他们这么说就好像只有对股东造成很大伤害才能成为阻止他们的理由一样。查理的反应是，“我们是否应该庆幸在草坪上尿尿的是吉娃娃，而不是圣伯纳。”

这家小银行的老板可不是傻瓜，他提出了谈判中的最后一个要求。当时他的措辞可



能比较含蓄，”在合并后，我将成为你的银行的大股东，这是我净资产中很大一部分。你们必须保证，你们再也不做这么蠢的交易了。”

是的，这个合并案通过了。小银行的老板赚了钱，我们则赔了钱。大银行(现在规模更大了)的经理们却活得更滋润了。

## 年会

去年有大约35000人参加了年会(1981年仅12名)。随着股东人数的增加，今年可能有更多人参会。因此，我们将对惯例做一些改变。尽管如此，我们对大家的热情欢迎不减。我和查理将与大家见面，回答问题，最好还能让你们购买更多的产品。

查理86岁，而我79岁，我们仍然感到很幸运。我们在美国出生，我们的父母让我们接受了良好的教育，我们有美好的家庭和良好的健康，我们拥有的商业天赋给我们带来了财富，比那些跟我们一样为社会做出贡献的人获得的要多。不仅如此，我们一直以来都热爱我们的工作，我们通过工作帮助了无数的有才华的合伙人，事实上这些年来，我们的工作变得越来越引人入胜，简直可以跳着踢踏舞去上班。如果需要的话，我们简直愿意花钱来保留我们的工作(但请不要告诉公司委员会)。

当然，没有什么比同我们的股东合伙人相聚更加让人开心的了。所以，加入我们五月一日在Qwest举行年度资本家盛会，我们在那里见。

沃伦·巴菲特

董事会主席

2010年2月26日