

2002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：

本公司2002年的净值增加了61亿美元，每股A股或B股的帐面净值增加了10.0%，累计过去38年以来，也就是自从现有经营阶层接手之后，每股净值由当初的19元成长到现在的41,727美元，年复合成长率约为22.2%*。

*1在年报中所谓的每股数字系以A级普通股约当数为基础，这是本公司在1996年以前流通在外唯一的一种股份，B级普通股则拥有A级普通股三十分之一的权利。

从任何角度来看，2002年无异是丰收的一年，后面我会再详加说明，以下是几点总结：

尽管外界景气低迷，但Berkshire旗下所有非保险事业的表现都异常优异，十年前，我们非保险事业的税前盈余为2.72亿美元，但时至今日，在持续大举扩张零售、制造、服务以及金融事业版图之后，这数字约当我们一个月的获利。

2002年我们旗下保险事业的浮存金大幅增加了57亿美元，累积达到412亿美元，更棒的是，运用这些资金的成本仅为1%，能够回到以往低成本浮存金的感觉真好，特别是经历过惨淡的前三年，Berkshire的再保险部门以及GEICO车险在2002年都大放异彩，而General RE的承保纪律也已恢复。

Berkshire购并了几项重要的新事业，其产业竞争力在各自的业界均堪称数一数二，并由优秀的经理人所管理，这些特点是我们“进入”策略决定关键的两只脚，至于合理的价格则是第三只脚，不过不同于一般融资购并者LBO及私人投资银行，我们并没有所谓的“退出”策略，在买进以后，我们就把它们好好地放着，这也是为何Berkshire往往成为许多卖方及其经理人，心目中的首选，有时甚至是唯一的选择。

我们的股票投资组合表现超越市场上大多数的指数，对于负责管理GEICO保险资金的Lou Simpson来说，这是司空见惯的事，但就我个人而言，却是在经历过好几个悲惨的年头后，终于获得翻身。

综合以上这些有利的因素，造就我们的帐面净值大幅超越S&P 500指数达到32.1个百分点，这样的成绩有点反常，Berkshire的副董事长兼主要合伙人-查理·曼格跟我本人最希望的是Berkshire每年都能稳定的超越指数几个百分点就好，我想在以后的某些年度，极有可能会看到S&P指数大幅超越我们的表现，尤其是当股市大幅上涨的年头，主要的原因在于目前我们在股市投资占总资产的比例已大幅下降，当然也由于是这样的转变，让我们在2002年股市大幅回档之际，仍能维持不错的绩效。

关于去年的结果，我还有一点要补充，如果你经常阅读最近几年上市公司的财务报表，你会发现满是所谓“拟制性盈余”这类的报表-这种报表所显示的盈余数字往往都远高于经过会计师签证的查核数，而公司高阶经理人会告诉股东们，“不要理这个，不要管那个，只要算那些会让盈余数字好看一点的就好了”，而管理当局对于这类“过去种种，譬如昨日死”的现象年复一年地出现，早就习以为常，一点都不会感到脸红。

我们还没有看过有那家公司的拟制报表，其盈余是低于会计师查核数字的，现在就让我们来编一个故事，故事的大纲是：去年就拟制基础而言，Berkshire的盈余数字远低于会计师的查核数字。

我之所以会如此说，也并非全然凭空捏造，去年有两项有利的因素，让我们的财报数字特别好看，第一，由于2002年没有发生什么重大的灾难，所以Berkshire(也包括其它所有保险业者)赚取的盈余比一般正常的年度要多得多，反之亦然。然而奇怪的是要是遇到飓风、地震与其它人为灾害频传的歹年冬时，许多保险同业往往会声明”要是”没有发生XX灾难，本公司的盈余应可达到预计目标，意思是说，由于这类灾难的发生相当特殊，所以不应该列入”正常”的盈余科目计算，这根本就是一派胡言，要知道”特殊灾难”损失本来就是保险业司空见惯的事，而且绝对必须要由公司背后的股东来买单。

不论如何，我们还是继续完成这次的练习，由于去年我们没有遇到什么重大的灾难，所以实有必要将帐面盈余向下调整，以算出正常合理的承保绩效。

其次，2002年的债券市场特别有利于我们金融产品部门的策略运作，这类的利得在未来一两年内很可能会逐渐缩减，甚至完全消失。

所以呢...在”扣除”这几项有利的短暂因素后，我们去年实际的税前获利将比帐面减少约5亿美元，当然没有人会嫌盈余太多，就像是Jack Benny在得奖后所发表的感言：「我实在是不配得到这个奖项，但这就像是我不应该得到关节炎一样」。

Berkshire旗下一直有一大群杰出的经理人为我们打拼着，且其中绝大部分都已经可以不必再为这份薪水工作，但他们依然坚守岗位，38年来还没有任何一位经理人离开Berkshire跳槽到他处上班，包含查理在内，目前我们共有6位经理人的年龄超过75岁，预期4年后还会再增加2名(那就是Bob Shaw跟我本人，我们现年都是72岁)，我们的观念是，「实在是很难教新狗老把戏！」Berkshire的所有经理人都是各自行业的佼佼者，并把公司当作是自己的事业一样在经营，至于我的任务其实相当简单，那就是站在旁边默默鼓励，尽量不要碍着他们，并好好地运用他们所赚来的大笔资金。

提到管理模式，我个人的偶像是一个叫做Eddie Bennett的球僮，1919年，年仅19岁的Eddie开始他在芝加哥白袜队的职业生涯，当年度白袜队立刻就打进世界大赛，隔年Eddie跳槽到布鲁克林道奇队，果不其然，又让道奇队赢得世界大赛，之后不久，这位传奇性的人物发现苗头不对，接着转换跑道到纽约洋基队，此举更使得洋基队在1921年赢得队史上的第一座世界大赛冠军。

自此Eddie仿佛预知接下来会发生什么事，决定安顿下来，果不其然，洋基队在往后的七年间，五度赢得美联的冠军，或许有人会问，这跟管理模式有什么相干??很简单-那就是想要成为一个赢家，就是与其它赢家一起共事，举例来说，1927年，Eddie因为洋基赢得世界大赛(当年棒球界传奇人物贝比鲁斯也在阵中)而分到700美元的奖金，这笔钱大约相当于其它球僮一整年的收入，结果Eddie总共只工作4天就拿到手(因为当年度洋基队四连胜横扫对手)，Eddie很清楚地知道他如何拎球棒并不重要，重要的是他能为球场上最当红的明星拎球棒才是关键，我从Eddie身上学到很多，所

以在Berkshire，我就经常为美国商业大联盟的超级强打者拎球棒。

购并活动

去年我们的打击阵容又增添了好几位强打者，两件从2001年就开始谈的案子在去年结案，全美相框订做业的领导厂商Albecca(以Larson-Jhul品牌经营)以及Fruit of the Loom纺织公司，全美约有1/3的男士及儿童内衣系由该公司制造，当然该公司还有销售其它服装，两家公司都由相当优秀的经理人领军，Albecca有Steve MaKenzie，而Fruit of the Loom则有John Holland，后者在1996年自该公司退休，三年前又回锅挽救该公司免于毁灭的命运，他今年70岁，现在我正努力说服他跟我同进退(目前我个人预定在死后5年再办理退休，并且有可能会视状况予以延长)。

此外，去年我们另外又完成的其它两件规模较小的购并案，不过两家公司加起来的年度税前获利超过6,000万美元，虽然两者所处的产业竞争都相当激烈，但却同样拥有相当的竞争优势，使得我们的投资依然能够维持不错的报酬率。

这两位新成员分别是

(a)CTB-全世界鸡、猪等农畜养殖设备的领导厂商

(b)Garan-童装生产厂商，以Garanimals等著名品牌对外行销。

两家公司的经理人过去都拥有令人印象深刻的成绩，CTB的Vic Mancinelli以及Garan的Seymour Lichtenstein，至于在2002年开始进行的购并案中，规模最大的就属The Pampered Chef(TPC)-这也是一家拥有辉煌历史的传奇公司，时间回溯到1980年，当时34岁的Doris Christopher还是一位芝加哥郊区家庭经济学的教师，与先生育有2个小女儿的她，完全就没有任何商业经验，为了要补贴家庭微薄的收入，她想到运用本身最拿手的绝活-准备食物，她在想想是不是可以利用家里的餐具来做点生意，这是她自己认为身边最派得上用场的东西。

为了要创业，Doris利用寿险保单质借了3,000美元，这也是她仅有的一次资金投入，然后到大卖场进行一趟采购之旅，买了一大堆烹饪餐具，然后回到家里的地下室展开事业。

她的计画是集合一群女性友人到其朋友家里进行展示，记得在第一次出发公开展示的路上，Doris几乎要说服自己放弃打道回府。

所幸当晚她所遇到的女性朋友们相当喜爱她及她的产品，总共买了175美元的东西，TPC于焉诞生，在她的先生Jay的帮忙之下，Doris头一年总共做了50,000美元的生意，22年后的今天，TPC的年营业额高达7亿美元，共有67,000名餐饮顾问，我自己也曾经参加过TPC的宴会，很轻易地就能发现这个行业成功的原因，公司的产品大部分都是独家专用、造型设计优美且深具实用性，而餐饮顾问的经验丰富且非常热心，这使得与会的每一位客人都尽兴而归，赶快上pamperedchef.com网站看看如何才能就近参加她们所举办的派对。

两年前，Doris找到现任总裁-Sheila O'Connell Cooper加入，以分担管理重责，两人在八月联袂来到奥玛哈与我会面，我前后只花了10秒钟的时间就确定我想要这两个人加入我们的团队，当下双方就签订合约，能够与Doris与Sheila在一起共

事，Berkshire的股东实在是再幸运也不过了。

去年透过持股80.2%的中美能源MEHC，Berkshire也进行了几项重要的购并案，由于公用事业控股公司法(PUHCA)限制我们只能拥有该公司9.9%的投票权，所以我们无法将MEHC的财务数字，完全并到母公司的财务报表之中。

尽管受限于投票控制权的限制，使得MEHC现在的资本结构有点奇怪，但该公司仍然Berkshire非常重要的一部份，目前它的资产总额达到180亿美元，并成为Berkshire非保险事业盈余的主要来源，展望未来，其成长依然可期，去年MEHC买下了两条重要的天然气管线，第一条是从怀俄明州到南加州，名为肯特河的管线，每天运送9亿立方英尺的天然气管线，且目前我们又另外投资12亿美元进行扩充，预计在今年秋天完工后，运输能量可增加一倍，届时将可满足1,000万个家庭用户所需，第二条路线则是从美国西南部一路延伸到中西部，全长16,600英里，名为「北方天然」的管线，这项购并案更是引起奥玛哈地区居民的注意，传为企业美谈。

自从1930年代初期，「北方天然」一直是奥玛哈地区著名的企业之一，由地方上流社会的领导人士所经营，不过该公司在1985年(1980年改名为InterNorth)被规模不到它一半的休斯敦天然气所购并，该公司当时曾宣布将让总部继续设在奥玛哈，并让原CEO继续留任，只是不满一年，这些承诺就被打破，休斯敦天然气的原任总裁接掌总裁职位，总部也搬到休斯敦，更有甚者，连公司名称都被后来新继任的总裁-Ken Lay改名为....「安隆」!!。

时光飞逝，话说到了15年之后的2001年，安隆营运发生重大困难，被迫向另一家能源公司Dynergy借钱，并以「北方天然」这条管线作为质押担保品，结果不久之后，这条管线的所有权就移转到Dynergy的名下，只是没想到Dynergy过不了多久也发生严重的财务问题，MEHC在7/26星期五接到Dynergy公司打来的电话，对方希望将这条管线立即变现以取得现金，我想他们算是找对人了，紧接着在7/29，我们就签订了一项合约，就这样「北方天然」终于回到家乡的怀抱，早在2001年初，查理跟我压根就没想到，我们会介入能源管线业的经营，不过在完成肯特河管线扩充案之后，MEHC所运送的天然气管线，将占全美使用量的8%，而在这之后，我们仍将继续寻求大型的能源事业投资案，虽然在能源产业，PUHCA依然对我们还有诸多限制。

几年前，MEHC在无意中，发现自己介入不动产中介业的经营，只是后来我们大幅扩张这方面的业务却绝非意外，更有甚者，我们有意在未来继续拓展营运规模，我们将之称为”美国人的居家服务”，虽然依照地区的不同，我们以取得当地据点时的原名称对外经营，比如说奥玛哈的CBS、明尼拿波里市的Edina不动产或Des Moines的艾荷华不动产等，在多数我们有营运的大都会中，我们都是市场的领导者。

居家服务现在是全美第二大的住宅不动产中介商，我们去年参与了总值370亿美元的不动产交易案，(包含单边或双边)，较2001年增加了一倍，大部分的成长动力来自于我们在2002年进行的三项购并案，其中最大的一件是保德信加州不动产，该公司是洛杉矶、橘郡及圣地亚哥等地最大的业者，去年促成的不动产成交总额高达160亿美

元，该公司的CEO-Ron Peltier在相当短的时间之内，就让居家服务的营收及获利大幅成长，虽然这个行业的产业循环波动性相当的大，但仍然不失为我们想要继续进行购并扩张的行业。

Dave Sokol-MEHC的CEO及其主要伙伴Greg Abel，现在已成为Berkshire珍贵的资产，他们是梦想创造者，更是优秀的经理人，Berkshire已准备好要挹注大量的资金到MEHC，相当期待Dave与Greg会如何运用这些资金开疆辟土。

产物意外险的经营

我们最主要的本业就是保险，当然其它事业也相当重要，想要了解Berkshire，你必须知道如何去评估一家保险公司，其中主要的关键因素有(1)这家公司所能产生的浮存金数量(2)以及它的成本(3)最重要的是这些因素长期的展望。

首先浮存金是一项我们持有但却不属于我们的资金，在保险公司的营运中，浮存金产生的原因在于保险公司在真正支付损失理赔之前，一般会先向保户收取保费，在这期间保险公司会将资金运用在其它投资之上，当然这样的好处也必须要付出代价，通常保险业者收取的保费并不足以支应最后支付出去的相关损失与费用，于是保险公司便会发生承保损失，这就是浮存金的成本，而当一家公司取得浮存金成本，就长期而言低于从其它管道取得资金的成本时，它就有存在的价值，否则一旦保险事业取得浮存金的成本远高于货币市场利率时，它就像是一颗极酸的柠檬。

根据过去的记录显示，Berkshire一向能够以很低的成本取得浮存金，确实在Berkshire经营的这些年来，有半数以上的年头，浮存金的成本甚至低于零，也就是说这实际上等于是别人要付费请我们帮他们保管资金，然而最近这几年，我们的成本大幅飙涨，2001年尤其恐怖，资金成本大幅飙涨至12.8%，其中半数归因于世界贸易大楼损失，回顾过去，我们在1983到1984年间，也曾有过更悲惨的记录，便宜的浮存金绝非凭空而降。

下表中所显示的数字是，Berkshire自取得国家产险公司经营权，进入保险事业36年以来所贡献的浮存金，(其中传统业务包含在其它主险项下)，在这张计算浮存金的表中，(相对于收到的保费收入，我们持有的浮存金部位算是相当大的)我们将所有的损失准备、损失费用调整准备、再保预先收取的资金与未赚取保费加总后，再扣除应付佣金、预付购并成本、预付税负以及取得再保业务的相关递延费用，得出浮存金的数额，弄清楚了吗??

Yearend Float (in \$ millions)

Other Other

Year GEICO General Re Reinsurance Primary Total

1977 40 131 171

1987 701 807 1,508

1997 2,917 4,014 455 7,386

1998 3,125 14,909 4,305 415 22,754

1999 3,444 15,166 6,285 403 25,298

2000 3,943 15,525 7,805 598 27,871

2001 4,251 19,310 11,262 685 35,508

2002 4,678 22,207 13,396 943 41,224

去年我们的浮存金成本约为1%，不过从前我就曾说过，大家千万不要被这样的结果冲昏了头，那完全是因为2002年没有发生什么重大的天灾人祸所致，总有一天，我们会让碰到某些大灾难，届时我们的浮存金成本将激增。

此外2002年我们的绩效受到 1)补提通用再保先前年度未认列的损失 2)追溯再保险业务每年固定必须提列的损失成本(在后面还会有详细的说明)，这些成本金额总计17.5亿美元，约为浮存金的4.6%，可喜的是，除此之外，2002年我们整体的承保经验相当不错，这使得我们即便在提列以上损失之后，仍然接近损益两平。

除非再发生什么重大的天灾人祸，否则我预期2003年的浮存金成本将可以压得非常低，甚至有可能在零以下，在以下保险子公司的营运概述中，各位将可以明了为何我会那么有信心，就长期而言，我相信我们的承保绩效一定可以超越同业的平均水准，从而让我们以相当低的成本取得投资所需的资金。

保险事业营运状况

如果我们的保险事业长期以来想要产生低成本的浮存金，必须要做到以下几点，(a)须有毫不妥协的承保纪律(b)稳健保守地提列准备(c)避免那些看起来“不可能发生”意外所累积的风险部位影响到公司的偿债能力，除了一家公司以外，我们其它所有主要的保险事业大致都能谨守这些原则。

这个例外正是通用再保，所幸去年该公司进行了许多的改进动作，现在我很高兴地向各位报告，那就是在Joe Brandon的领导，以及Tad Montross尽心尽力的辅佐下，该公司在以上提到的这几点皆有重大的进展。

当我在1998年同意由Berkshire购并通用再保时，我以为该公司早已谨守以上我所揭示的三项原则，因为我已追踪该公司营运达数十年，也发现到其承保纪律相当一致，同时损失准备提列也相当保守，可以说在购并的当头，我并未发现到通用再保的标准有任何漏洞。

不过事后证明我的看法大错特错，通用再保的文化以及作风在近年来已彻底的变质，而管理当局，包含我本人在内却不自知，这家公司的业务很明显地订价不当，

此外通用再保在更不知不觉地累积了致命的风险，例如，恐怖份子就有可能连续引爆大规模的核子炸弹来攻击美国，虽然发生这样灾难的机率微乎其微，但保险公司却绝对必须谨慎地将风险限制在让公司的财务稳若盘石的境地，以防万一这种不可能的事情果真发生，事实上，我们可以说当初通用再保要是没有并进Berkshire的话，单单世界贸易大楼攻击事件的损失就足以危及公司的经营。

世贸大楼攻击事件的发生，严重地凸显了通用再保营运上的缺失，这是我早该注意却偏偏没有注意到的一点，所幸我的运气还算不错，有Joe跟Tad在身边，随时准备好被赋予重任，并充满改变过去陋规的企图心，他们很清楚该怎么做，而且也确实做到了。

虽然保险契约有时间递延性，不过2002年整体的结果还算令人满意，虽然我们仍未将核子生化等事故(简称NCB)累积的风险降到可以忍受的限度之内，但目前这个问题已成过去式。

在另外一方面，通用再保的承保心态也已做了彻底的转变，目前整个团队相当明了我们只愿意接受价格合理业务的态度，至于金额则没有上限，Joe跟Tad只惟通用再保的获利结果是问，至于规模问题则完全不用顾虑。

最后，我们正尽可能地提列适当的损失准备，如果我们做不到这一点，那么我们可能根本就不知道我们真实的成本，任何一家不了解自家公司成本的保险業者，将来肯定会发生大纰漏。

记得在2001年底，通用再保试图将以前年度提列已发生但未支付的损失准备补足，但事后证明我们做的还差得很远，这使得该公司必须在2002年再补提13.1亿美元的损失，以修正以前年度所发生的估计错误，当我在检视通用再保后来才被发现的准备提列疏失时，我突然想到有一首乡村歌曲的歌词形容的相当贴切，「真希望现在的我没有发现以前我不知情的那段往事」。

我可以向各位保证，未来我们的首要目标就是避免损失准备提列的不当，当然我无法保证一定做得到，保险公司经理人大多倾向少提列一些准备，而想要克服这种糟糕的偏差，他们必须将其特殊的心态做个调整，说起来或许你会讶异，这完全与精算专业无关，同时，相对于初级保险業者，再保業者适当提列准备的难度更高，不过即便如此，在Berkshire，我们在损失准备提列这点做得还算不错，而我们将努力让通用再保比照办理。

总的来说，我相信通用再保现在已准备好要为Berkshire贡献大量无成本的浮存金，整家公司倒闭的风险可说已被排除，该公司仍然拥有过去我一再提到的竞争优势，同时在去年它又获得另外一项重要的竞争优势，那就是其它三家原本同列三A最高信用评等的世界级主要竞争同业，在去年至少都被调降一个评等等级，在这些保险巨擘当中，唯有通用再保一路维持三A评等，在象征财务实力的领域中取得独占鳌头的地位。

再没有其它特点比这个更重要了，相较之下，最近某家世界级的大型再保公司-该公司通常名列保险经纪人推荐给客户的首选，目前已暂停支付损失理赔金，包含那些有效且到期的部份，该公司积欠高达数十亿美元的理赔金，这迫使其数百家保险客户必须面临大幅冲销应收款的命运，”便宜”对再保业来说，绝对是愚蠢的交易，当

保险业者今天将资金付给再保业者以换取一、二十年后的保障承诺时，唯有跟实力最强的再保业者打交道，才有可能避免无谓且有时甚至危及企业生存的风险。

Berkshire的全体股东应该深深感谢，Joe跟Tad在2002年为我们所做的一切，他们去年一整年尤其特别的辛苦，当然这一切的努力现在已获得回报。

在GEICO，2002年所有的事都再顺利也不过了，好到甚至让我们无法置信，成长的幅度相当可观，获利也相当突出，保户续约率持续提升，同时业务生产力也大幅跃升，而且这些现象在2003年依然继续维持。

感谢Tony Nicely为我们所做的一切，认识他的人都知道，他跟GEICO结缘已达41个年头，当时他的年龄只有18岁，而他的成绩有目共睹，他一向对于能为客户节省保费感到相当自傲，相较于其它保险业者，GEICO平均每年可为保户省下10亿美元的保费，同时他也对GEICO提供的服务相当有信心，根据业界的一项调查，GEICO目前名列消费者满意度第一名，同时他更对旗下19,162位同仁引以为傲，去年这些同仁因为优异的表现，总共为自己赚取了相当于19%底薪的奖金，最后他也对持续为Berkshire贡献稳定成长的获利感到自豪。

1996年在我们完全买下GEICO时，它的年度保费收入约为29亿美元，去年这个数字增加到69亿美元，而后续成长依然可期，其中尤以网络行销最具潜力，去年这个部门成长率高达75%，记得到GEICO.com看看(或电800-847-7536)，在大部分的州，股东都可以得到8%的特别折扣。

关于GEICO 2002年的盈余有一件事要附带报告，这件事突显了保险公司绝对只能与最好的再保公司往来的重要性，话说1981年到1983年间，当时负责经营GEICO的经理人决定要在商业防护及产品责任险上试试身手，这类风险看起来似乎不大，事实上，公司在当年也不过收取了约305万美元的保费，但却耗费了其中298万美元投保了再保险，打算将风险限制在一定范围内，总结GEICO仅留下区区7万美元而已，以作为承担自留风险的对价，谁知这样的安排，竟让公司留下了难以抹灭的惨痛经验，总计GEICO后来为此承受的损失高达9,410万美元，约当所收取净保费的1,300倍，在这笔损失中，再保公司应收赔款不算太多，只不过是9,030万美元而已!!(其中包含2002年认列的1,900万损失)，便宜实在是没好货!

Ajit Jain领导的再保险部门是我们去年浮存金成本之所以能够压得这么低的主要原因，如果Berkshire的年报必须要摆年度风云人物照片，那肯定会是Ajit，而且一定要用彩色的!

从1986年开始，Ajit的部门，截至目前已经为我们累积了134亿美元的浮存金，这是其它业者前所未有的成绩，而雇用员工人数不过20人，更重要的是，他还享有承保利益。

如果各位再将我之前提到过的几项会计因素，这样的成果就更显得难能可贵，所以各位卜派请准备好你们的大力丸，(如果你对会计借贷事项没兴趣，可以跳过后面的两段不看)。

Ajit 2002年的承保利益达5.34亿美元，其中包括所承担4.28亿美元的追溯再保险损失，经由这类的业务，我们承受其它保险业者已经发生损失但尚未履行完毕的义务，这类损失通常早在许多年前就已经发生，但理赔金到现在却还没有付完，(举例来说一件1980年发生的职业灾害，但现在可能还持续按月支付终生的理赔金)，在这类协议中，由保险业者一次支付一大笔保险费给我们，但金额仍远低于我们将来预期要付出的总数，而我们之所以愿意这样做，原因在于a)我们支付的金额仍有其上限，b)在理赔金真正付出之前的空档，期间往往长达数十年以上，我们得以运用这笔资金)，在我们受理的66亿美元的石棉及环境伤害损失准备中，有80%是有上限的合约，因此其损失成本不至于无限制飙升。

当我们签下一张追溯再保险保单时，我们立即将保费收入入帐，并把预期会发生的损失提列准备，至于两者的差额则以一项资产科目“递延费用-承受再保险”入帐，这金额通常都不小，截至年底，帐列资产负债表的这个科目金额就高达34亿美元，之后我们会按这笔资产的预计年限分年摊销，并列为损益减项，2002年的摊销金额高达4.4亿美元(含通用再保部份)，这些承保损失是我们事先就预期到的必然科目，但即便帐列盈余因此受到拖累，Ajit去年依然缔造了可观的承保利益。

不过我们想要强调的是，我们早就预期到Ajit营运所承担的风险相当的高，甚至远高于世界上其它任何保险业者所自留的风险，因此只要任何一季或任何一个年头有任何单一重大灾害发生，都可能让Ajit的绩效大打折扣，不过这一点一点也不会让我们感到困扰，只要我们收到的保费合理，我们乐于承担那些别人避之唯恐不及的短期损益变动，在Berkshire，我们宁愿赚取变动不拘但达平均15%的投资报酬，也不要稳定的12%报酬，各位如果在股东会上遇到Ajit，记得献上深深的一鞠躬。

Berkshire其它规模较小的保险公司其表现同样突出，合计浮存金增加了38%，并贡献了3,200万美元的承保利益，约当保费收入的4.5%，如果这些公司加起来，可以堪称为全美最好的保险公司之一。

不过除了这些好消息外，我们在加州退休基金的经营绩效却惨不忍睹，关于那边的业务我们还有许多工作要做，同时提列准备也严重失真，直到我们确信找到把它们搞定的方法，否则我们宁愿维持目前较小的规模。

感谢Rod Eldred、John Kizer、Tom Nerney、Don Towle及Don Wurster，让2003年成为美好的一年，是他们让各位在Berkshire的投资平添许多价值。

沃伦·巴菲特

董事会主席

2003年2月21日