

2006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：

2006年公司获得169亿美元的净利润，A股和B股的每股账面价值同步增长了18.4%。现在的管理层接手公司之后，42年来每股账面价值从19美元增长到70,281美元，年复合增长率为21.4%。

除了像美国在线与时代华纳那样的合并，169亿美元的净利润在美国商界中创下了一项新纪录。尽管埃克森美孚和其他公司赚的钱比伯克夏公司多得多，但它们的大部分利润都没有留在公司里，而是用于分红或回购股票了。

坦率地说，2006年的盈利来得顺顺当当，因为我们最重要的保险业务在很大程度上靠的是运气。感谢大自然的眷顾，这一年平安无事。2004年和2005年导致我们出现巨大亏损的飓风今年没有出现，我们的巨灾险从亏损变为盈利，而且盈利很多。此外，2006年我们的73项生意大多经营出色，让我们集中精力看一下最大的生意中的一项——政府雇员保险公司(GEICO)。

之前我曾经告诉过你们，在45年前，GEICO现任的CEO Tony Nicely加盟公司，那时他才18岁多一点。1992年他成为公司的CEO后，公司开始高速增长，近年来公司的效率在不断提升，2003年到2006年，保单从570万份增加到810万份，增长了42%，同期公司全职雇员人数却下降了3.5%，实际效率提高了47%，GEICO并没有变得人员臃肿。

尽管去年大幅增加了广告费用，GEICO还能继续保持低成本的竞争优势，这一点很重要，1995年我们收购GEICO时，广告费是3,100万美元，2003年是2.38亿美元，去年是6.31亿美元，GEICO的广告费用远远超过所有的竞争对手，包括那些规模远比它大的公司。我们会继续增加这方面的开支。

去年我告诉大家，假如你有新生儿或新生孙子，务必取名叫Tony。但是，最近公司的董事Don Keough有更好的主意——在看了GEICO的表现后，他写信告诉我，“别再提新生儿的事了，告诉股东，马上将他们的孩子改名叫Tony或叫Antoinette”，信的落款就是Tony。

我和副董事长查理·芒格目前管理着有21.7万雇员、营业额达到1,000亿美元的大生意，我们并非早就知道能发展到现在这样的规模。查理早年律师，我自认为是证券分析员，在那个年代，我们对大机构能否有效运作一直表示怀疑，逐渐变大的规模会使机构思考缓慢，拒绝变革。正如丘吉尔所说的那样，“我们改变着世界，世界也在改变着我们。”事实如下：1965年按市值排名的十大非石油公司，如通用汽车、西尔斯百货、杜邦和柯达等，在2006年的排名榜中仅存一家。

公正而言，我们也看到许多成功企业甚至是十分杰出的企业，我很佩服许多大公司的经理人，像美国运通的ken Chenault、通用电器的Jeff Immelt、富国银行的Dick Kovacevich等。我认为自己无法胜任他们的管理工作，他们必须面对的一系列会议、演讲、国外旅行、慈善活动和政府公关等等。对我而言，罗纳德·里根说得很对：“尽管努力工作从来没有累死人，但我为何要尝试呢？”

我选择了一条简单的路，只是坐在那里看经理们表演，鼓励他们，捉摸和强化公司的文化，但投资由我决定。我们的经理们为信任奉献回报，努力工作又高效。

查理和我感谢他们42年来的工作，特别是2006年的表现。

评估标准

查理和我用多种方法评估伯克夏公司的进步和内在的价值，这种评估没有单一的衡量标准，即使一系列统计数据也会抓不住要点。例如，我们需要年轻的经理人来接替我，但这方面我们公司一直没有改善过，这件事至关重要，我却无法用数据证明。

但有两项统计指标很重要，第一项是用于投资的金额，包括现金和现金等有价值物。表2和表3是目前的管理层接管伯克夏以后的纪录，其中的数据不包括金融部分的投资，因为它们绝大多数被负债抵销了。

| 年份 | 每股投资价值* |
|----------------------|----------|
| 1965 | \$ 4 |
| 1975 | 159 |
| 1985 | 2,407 |
| 1995 | 21,817 |
| 2006 | \$80,636 |
| 复合增长率 1965-2006..... | 27.5% |
| 复合增长率 1995-2006..... | 12.6% |

*扣除少数股东权益

早年，我们将大部分留存利润和保险浮存金用于证券投资，我们投资的公司表现很出色，很长一段时间里，我们投资的成长性很高。

但近年来，我们越来越多地进行经营性业务的并购，这样一来，我们的投资金额的增速放慢了，与此同时，非保险业务的盈利，也就是我们的第二项指标却加速增长了。

| 年份 | 每股投资价值* |
|--------------------------------------|---------|
| 1965 | \$ 4 |
| 1975 | 4 |
| 1985 | 52 |
| 1995 | 175 |
| 2006 | \$3,625 |
| Compound Growth Rate 1965-2006 | 17.9% |
| Compound Growth Rate 1995-2006 | 31.7% |

*扣除购买法会计调整和少数股东权益

去年，我们非保险盈利增长了38%，除非我们再能进行一些大型、合理的收购，否则的话，在非保险业务领域中要继续获得这样的增速是很不容易的。我们有一项优势：伯克希尔成为越来越多的企业主和经理们的“首选买家”。起初，我们的优势局

限于美国，而且抱有这种观点的多半是私有企业。我们耐心等待将自己的优势延伸到境外，去年我们的国际化开始小步前进了。

收购兼并

我们2006年完成了2005年遗留下来的三宗并购，花了60亿美元收购了PacifiCorp、Business Wire和Applied Underwriters，这些企业的表现都很好。

去年的亮点是收购以色列的ISCAR，该公司的主席Eitan Wertheimer和CEO Jacob harpaz成了我们的新同事。故事得从2005年10月25日说起，我收到Eitan一封一页多一点的信，当时我根本不认识他。他在信中说，“我写信向你推荐ISCAR”，接着，他进一步描述了在61个国家运作的切割工具生意，“我们考虑到跨代传承和大家族企业的所有权问题以及公司的未来，我们的结论是伯克希尔公司是我们理想的家园，我们相信，在变成你的投资组合的一部分后，ISCAR 会继续兴旺发达。”

在Eitan的书信中，公司的经营质量和管理风格跃然纸上。2005年11月，Eitan、Jacob和财务总监Danny Goldman来到奥马哈，经过几个小时的沟通之后，我确信，如果成交，我们将拥有特别优秀的团队，他们值得信赖，会像在收购前一样充满热情地工作。但是，由于从来没有收购境外公司的经历(虽然我买过几家外国公司的股票)，我需要熟悉外国的税务和法律。最后，我们用40亿美元买了ISCAR的80%股权，其余20%留给Wertheimer家族，使家族成为我们更有价值的伙伴。

ISCAR的产品是小型的消耗型的切割工具，与大型、贵重的工具配套使用。ISCAR的生意没什么神秘，但Eitan、Jacob及其同僚都是管理天才，公司不断开发新工具以提高客户的生产效率，结果是，ISCAR因为帮客户赚了更多的钱，自身也不断盈利。对持续成功来说，这就是最好的秘诀。

2005年9月，我和查理及公司五位同事访问了位于以色列的ISCAR公司。我们从未如此震撼过，在ISCAR以及以色列全国都充满了生机和智慧。有Eitan、Jacob、Danny和他们聪明的同事加盟，我们的股东会很幸运。

几个月后，经我的朋友、Fort Wort的John Roach介绍，我们再次成为一宗交易的“首选买家”。你们可能记得，2000年我们购买的Justin Industries，John Justin就是这家公司的主席，当时Roach帮助重病中的John的公司寻找永久的归宿。我们购买后不久，John Justin就去世了，经营方面我们按承诺严格地执行。

2005年11月，John Roach带着Paul Andrew二世来跟我会面。Paul拥有TTI 80%的股份，TTI是Fort Worth的电子元器件的分销商，在过去的35年里，Paul将TTI的销售额从11.2万美元增长到了13亿美元，他是个杰出的企业家和经营行家。

Paul今年64岁，热爱工作。但不久前，他碰巧见证了一个公司创始人的去世及其对公司雇员和业主家族的危害。这样的事刚开始是破坏性的，进一步可能会毁灭企业。一年前，Paul开始考虑出售TTI，希望好好选择买家，而不希望在他死后让信托管理人或律师马上拍卖他的产业。

Paul拒绝所谓的战略投资者去追求所谓的协同效应，肢解他苦心经营的事业，甚至会将他的同事逐出公司，进一步伤害公司。他也拒绝私人股权投资公司，他们会盲目地使公司高额负债，然后尽快转手。

因此，机会就轮到了伯克夏公司。Paul和我11月15日早上开始会谈，未到中午就成交了，尔后他写信给我：“与你会谈，使我相信伯克夏才是TTI公司的归宿，我对公司的过去感到骄傲，对未来感到兴奋。”我和查理也有同感。

2006年我们在Fruit、Mitek、CTB、Shaw和Clayton名下进行了一些整合并购，Fruit进行了一次最大的并购，它花12亿美元买下运动服和制服领域的领先生产商Russell公司，12月份又购买了内衣生产商VF，这些并购增加了2.3万名雇员和22亿美元的销售额。

在Fruit公司，有像John Holland那样能干的经理，我和查理收购了一些业务，将其置于现有的经理旗下管理。自2001年我们收购Mitek以来，Mitek公司的Gene Toombs已连续进行了14宗并购，结果比他预测的更好。以上这些整合性并购，实际上是在巧用我们现有的管理才能，我们还会进行更多这样的收购。

为了好好利用像潮水一样涌入的现金，我们需要“大象”级的收购对象，而放弃一些小“老鼠”项目，将精力专注于大项目。

我们以下面的故事作比喻。在逛街时，一个中年男人的货车撞上了一个年轻男子的货车，中年男人连忙解释道，原因是他的老婆走掉了，他正在全神贯注地找她。说来也巧，年轻男人的妻子也走散了，他建议不如两人一起找老婆，效率会更高点。两人同意一致行动后，中年男子向年轻人询问：你的妻子长得什么模样。年轻人答道：“她是个漂亮的金发女郎，穿白色紧身短裙，身材迷人，很有可能使教父破窗而入扑过来。你的妻子又长得啥样呢？”中年男子二话不说，“别提她了，我们一起找你的老婆吧。”

我们要找的对象在第25页上有描述，假如你有合适的对象，不管白天或晚上都可以打电话给我，然后看我是如何破窗而入的！

让我们来看一下伯克夏主要的四块业务，但将四块业务扯在一块反而不易分析，因此我们将它们看成四块独立的业务，先从最重要的保险业务开始吧。

保险行业

下个月是我们进入保险行业40周年纪念日，1967年3月9日，我们花了860万美元从Jack Ringwalt的手上买下

National Indemnity保险和它的兄弟公司——国民火灾和海事保险公司。

Jack是我的老友，除了有时行为显得有些古怪之外，他是个杰出的商人，有时他会冲动，想把公司卖掉，这些情绪可能是由于与监管者或司法裁定的不愉快引起的。但他卖公司的念头往往马上就会打消。

20世纪60年代中期，我告诉投资银行家Charlie Heider——他是我和Jack共同的朋友——Jack一有冲动，马上就告诉我。当Charlie打电话通知我时，我火速会见Jack，我们马上就成交了。我省略了诸如审计、尽职调查等会让他有机会重新考虑的事项，以免Jack反悔。我们握手成交，大功告成，经过就是这样。

在Jack的办公室里完成交易时，Jack迟到了一会儿，他解释说是在寻找那种上一辆车

刚离开而咪表还余有时间的车位，对我而言，这是美妙的时光。那时我就明白Jack是我所喜欢的那种类型的经理人。

伯克夏买下了Jack的保险公司，它有1,700万美元浮存金。在早期的报告里，我们详细解释了浮存金，大家可以在我们公司的网站上查阅。简而言之，浮存金是我们持有但不是我们所有的资金，我们可用于投资。

2006年年底，浮存金高达509亿美元，我们和Equitas签署了可追溯再保险大额合同(在后面会详细论述)，该合同贡献了70亿美元浮存金，我们大部分收益来自于收购其他的保险公司，但我们的内部增长也很突出，特别是Ajit Jain管理的再保险部门。实际上，在1967年，我全然没有预料到会出现这样的局面，虽然是一步一个脚印走到现在，但还是有很多可说的。

来自可追溯再保险的浮存金虽然有许多，但随着时间会自行下降，所以，除非我们再进行保险行业的新并购，不然的话，将来增加浮存金会很困难。不管规模如何，长期来看，最重要的是我们浮存金成本应该显著低于行业成本，甚至低于零。请注意我的用词，“长期来看”表明我们会周期性地遇上坏年份，在这一点上，你要坚信不移。

2006年，保险行业运作不是良好，而是非常之好。GFICO的Tony Nicely， B-H 再保险的Ajit，通用再保险的Joe Brandon 和Tad Montross，National Indemnity Primary的Don Wurster US liability的 Tom Nernty，Medical Protective的Tim Kenesey.，Homestate Companies and cypress的Rod Eldred，Applied Underwriters的Sid Ference和Steve Menzies，Central States的John Kiser和Kamsas Bankers Surety 的Don Towle——simple shot the lights out。当我历数他们的名字的时候，我仿佛置身于Cooperstown的名人堂，诵读名人堂的名册。当然，2006年整个保险行业形势非常好，但我们的经理仍优于同业中的竞争对手。

表4是保险行业各部门的保单和浮存金，你不会有第二次这样的机会。养养眼吧！

| | (百万美元) | | | |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|
| | 承保利润（损失） | | 年终浮存金 | |
| 保险业务部门 | 2006 | 2005 | 2006 | 2005 |
| General Re | \$ 526 | \$(334) | \$22,827 | \$22,920 |
| B-H Reinsurance..... | 1,658 | (1,069) | 16,860 | 16,233 |
| GEICO | 1,314 | 1,221 | 7,171 | 6,692 |
| 其他主要的保险子公司..... | 340** | 235* | 4,029 | 3,442 |
| Total | \$3,838 | \$ 53 | \$50,887 | \$49,287 |

* 从2005年6月30日开始，包括MedPro

** 从2006年5月19日开始，包含Applied Underwriters

2007年我们保险业务的业绩可能会变差，尽管我主观认为会仍然令人满意。最大的不确定是巨灾险，2004年-2005年的飓风难道是脱离常轨了吗？还是对我们地球的第一次警告？21世纪的气候会与过去大不相同？假如答案是第二个的话，那么，2006年可能是暴风骤雨来临前的片刻宁静，让我们产生了错觉。这很危险，会动摇整个行业的基石。假如你认为Katrina飓风已是最坏的危害，那就太天真了。

管理巨灾险的Ajit Jain和我都不知道未来会是什么样子，但我们知道，假如认为气候的演变对保险公司的影响很小的话，我们就会犯大错误。

不要认为我们对风险失去了感觉，假如保费合理的话，我们做好了一次赔偿60亿美元的准备。我们不愿意承接风险与收益不对称的保单，价格合理不一定盈利，但价格不合理，最终一定会亏损。

由于大量资金涌入巨灾险领域，价格一路下跌，我们大幅削减了飓风保险。我们在保险领域的行为与金融市场的行为是一致的——别人贪婪时，我们恐惧；别人恐惧时，我们贪婪。

劳合社，Equitas再保险公司以及可追溯再保险

去年，伯克夏同意进入可追溯再保险领域，向劳合社下属的再保险公司Equitas提供保险，保障原来的承保人免于索赔，现在我们已经在这这么做，稍后我会告诉你协议的细节。首先让我们来回溯一下保险历史，一直回顾到我们是如何成交的。

这个故事要从1688年开始，Edward Lloyd在伦敦开了家咖啡馆，虽然当时没有星巴克，由于他的客户——船东、商人和英国的风险资本家——的商业活动，他的咖啡馆注定会名扬海外。当他们一边喝着咖啡、一边开始签署合同时，船东和货主将海上的风险转嫁到风险资本家的身上，而风险资本家则押注海上航行会顺利。这些资本家最终成为劳合社的承保人。

虽然不少人认为劳合社是保险公司，实际上它并不是，就像几个世纪前一样，它是许多保险人进行交易的地方。

一段时间后，这群承保人说服被动投资者加入保险互助社，业务也从海事保险扩展到许多领域，境外业务使劳合社的名声传播到海外。之后这些承保人离开了咖啡馆，找了一个更大的地方，把互助社的条款规范化。这些被动投资人变成后来的承保人。

最后，世界各地成千上万名承保人被吸引过来，他们希望抓住不需太努力或太冒险的机会，获取额外的回报。尽管潜在的承保人被严肃地告之：他们要为互助社的承保承担永久和无限的责任，甚至可能会赔至最后一个钮扣(最后一分钱)。但警告被视为例行公事，因为三百年没有彻底赔光的历史，对准备签约的承保人而言似乎是种安慰。

但在上世纪80年代爆发了石棉索赔事件，有关环境和产品方面的索赔加上潜在的损失蜂拥而来，劳合社乱得像炸开了锅，许多几十年前签下的甚至被遗忘的保单给公司造成了巨额亏损，没有人能精确地估计结果，但肯定要赔几百亿美元。没完没了的损失吓坏了现有的承保人，也吓跑了很多潜在的承保人。不少承保人破了产，甚至有些人自杀了。

在此动荡不安的时刻，劳合社仍然在竭尽全力恢复元气。1996年，劳合社的高层调拨了111亿美元设立了Equitas公司，专门负责1993年前的索赔案件，把所有遭遇困难的互助社的不幸集中在一起处理。当然，调拨的资金可能不够——如果真是这样，承保人要承担不足的部分。

由于新计划将所有承保负债集中在一起，有助于减少劳合社内部的摩擦，同时也使索赔的评估、谈判和诉讼进行得比以前更为明智和顺利。Equitas再保险公司印证了富兰克林的思想：“现在我们必须至死绞合在一起，否则注定会被分别绞死。”

一开始，不少人预计Equitas会失败，但Ajit和我审阅了它到2006年春天的情况，这时它已经赔付了113亿美元，最后的保单也生效了13年。我们的结论是，Equitas可能存活下去，所以，我们决定与Equitas签定巨额再保险合同。

由于太多不可估量的索赔会随之而来，伯克夏无法向Equitas和它的27,972名承保人提供无限制的保证。但简而言之，假如Equitas付给我们71.2亿美元现金或证券，我们赔付的上限是139亿美元，比Equitas最近估计的最终赔付责任高出57亿美元。这样的结果是原来的承保得到了足够的保护，Equitas计划将现金归还给承保人，是这些人连做梦都没有想到的。

那么，伯克夏怎么赚钱呢？这依赖于几个方面：第一，已知的索赔有多少；第二，有多少未知的索赔将会出现以及要赔付多少，索赔多久才能处理完毕；第三，我们收到的现金，在必须赔付前，我们能赚多少。Ajit和我认为我们的胜算很高，即使错了，我们也应付得来。

Equitas的CEO Scott Moser总结道：“承保人早就想晚上安心睡觉了，我想我们刚好买了世界上最好的床垫。”

提示：吃零食稍作休息的时间到了，我现在在讨论会计问题，对喜欢阅读资产负债表的股东来说，我欠了他们很多，希望下面讨论对他们有所帮助。其他人可以跳过这部分，我们后面没有考试。

伯克夏签署了许多可追溯保单，数量和金额是其他保险公司的几倍，这些责任涵盖受伤工人的终身理赔和医疗赔偿，要进行这些理赔，可能50年时间都不够，我们是承担这些理赔责任的首选再保险公司，其他公司都不能像我们这样确保公正、全额的给予赔付。这些事实对第一承保人、投保人和监管机构是很重要的。

然而，追溯保险的会计原理既不是众人皆知的，也不是简单易懂的。为了让股东们明白，最好的方法是将它列为资产负债表，查理和我很喜欢阅读会计报表，会计报表的注脚有时会让我们难以理解，我们怀疑那些公司根本就没打算让你读懂(例如：即使已经知道安然公司的结果，也难以理解老式的10-KS表格里安然公司对交易的描述)。

让我们来总结一下Equitas交易中的会计处理，主要的借方科目是现金及投资、可转回再保险责任、承保的再保险递延支出(DCRA)，主要的贷方科目是损失准备及损失调整费用。在交易设立时是不会有盈利或损失产生，但随着DCRA的摊销，每年都会产生承保损失，摊销的金额大小是由我们在年终时对未来损失发生的时间和金额的估计数与年初时的同样估计数相比较来决定的。最终，当最后一笔赔付完成，DCRA账户金额就变成零。这一天要到50多年以后。

最重要的是要记住，追溯保险合同总是会给我们带来承保损失，值不值得承担这些损失，取决于我们收到的现金能否产生超过这些损失的投资收益。最近我们DCRA的摊销费用每年大约带来3亿美元左右的承保损失，这个数目超过了我们运用收到的保费所能产生的收益。在没有新的追溯承保合同的情况下，每年摊销的费用会随着

时间的流逝不断降低，但经过Equitas的交易后，每年的DCRA摊销会增加到4、5亿美元。这就意味着我们其他的保险业务必须至少产生这个数目的承包利润，才能保证我们总体的保险浮存资金是没有成本的。这个数量确实是个不小的障碍，但这个障碍在很多年份里，如果不能说是大多数年份里是可以克服的。

你们现在是不是很高兴我答应过你们没有小测验啊？

制造、服务及零售

伯克希尔这部分业务涵盖广泛。我们先来看看这一块业务的一个简要的资产负载和盈利情况。

资产负债表 12/31/06 (in millions)

| 资产 | | 负债及股东权益 | |
|----------------|----------|--------------|----------|
| 现金及现金等价物 | \$ 1,543 | 应付票据 | \$ 1,468 |
| 应收账款及票据 | 3,793 | 其他流动负债..... | 6,635 |
| 存货 | 5,257 | 总流动负债 | 8,103 |
| 其他流动资产 | 363 | | |
| 流动资产总计..... | 10,956 | | |
| 商誉及其他无形资产..... | 13,314 | 递延税项..... | 540 |
| 固定资产..... | 8,934 | 长期及其他负债..... | 3,014 |
| 其他资产..... | 1,168 | 股东权益..... | 22,715 |
| | \$34,372 | | \$34,372 |

损益表

| | 2006 | 2005 | 2004 |
|--|----------|----------|----------|
| 收入 | \$52,660 | \$46,896 | \$44,142 |
| 营运费用包括折旧(\$823 in 2006,\$699 in 2005 and \$676 in 2004)..... | 49,002 | 44,190 | 41,604 |
| 利息支出 | 132 | 83 | 57 |
| 税前盈利..... | 3,526* | 2,623* | 2,481* |
| 税项及少数股东权益 | 1,395 | 977 | 941 |
| 净利润 | \$ 2,131 | \$ 1,646 | \$ 1,540 |

*不包括购买法(一种企业购并时的账务处理办法)会计调整。

这一组业务涵盖广泛，从卖棒棒糖到活动房屋，去年平均有形净资产取得了令人满意的25%的回报。值得注意的是，这个回报是只用了很小的财务杠杆取得的。很显然，我们拥有了一些出色的生意。不过，这些生意都是我们以账面净资产的很大的溢价买回来的，这一点反映在我们资产负债表的商誉一项中。按持有成本算，这也使我们的回报降到了10.8%。

下面是这一组公司中一些值得注意的事情。

Bob Shaw是一位杰出的企业家，他草创了Shaw Industries，并把它变成全国最大的地毯制造商。Bob Shaw去年75岁了，决定退休。他推荐Vance Bell，一个31岁的公司老员工，来接替他。像以往一样，Bob又做了一个正确的决定。房屋市场的低迷使得地毯行业放缓，但Shaw仍是伯克希尔的挣钱机器及主要的利润来源。

MiTek在2001年我们收购时是一个屋顶槽连接装置的生产商，现在已经发展成为一个小型的综合企业了。事实上，按照它的发展速度，再说它是“小型”很快就会不合适了。我们这项收购花了4.2亿，以9%利息借给公司2个亿，并买了1.98亿的公司股票，价格是1万美元一股，公司55个员工买了2200股，共花了2200万，和我们购买的价格是一样的，大部分都是借钱买的。

而且他们都乐于这么做了，五年后，MiTek的销售收入增长了三倍，股票价格已经达到了71699一股，尽管过去MiTek花了2.91亿共做了14次的收购，但它还是付清了向伯克希尔的借款，并手持3500万的现金，我们在收购五周年的时候举行了一个PARTY,我告诉大家，如果MiTek的股价哪一天超过了伯克希尔A股的价格，那真让人感到惭愧。如果有一天是这样了，大家也别觉得惊讶(尽管我和查理会尽力使伯克希尔的股价成为一个变动的目标)

并不是我们所有的业务都注定会盈利增长的，当一个行业的内在盈利能力恶化时，杰出的管理层能延缓下跌的速度，但最终恶化的基本因素会超过管理者的杰出能力。(就像一个聪明的朋友很早就告诉过我：如果你想成为一个有声望的商人，一定要进入到一个好的行业。)现在报纸行业的状况正在不断地恶化，这已经导致了《水牛城新闻》的利润下降了，而且这种下降的趋势还肯定会继续下去。

在我和查理年轻的时候,报纸是当时美国容易赚大钱的生意之一。就象当时一个不是很聪明的出版商说的著名的话:我的财富归功于美国的两项制度,垄断和家族继承。在一个只有一份报纸的城市,不管办的多糟,也不管管理层多么笨,赚钱挡都挡不住。

这个行业有着让人吃惊的回报是很容易解释的。在20世纪的大部分时间里,报纸是美国公众主要的信息来源。不管是体育、财经还是政治方面,报纸占据了绝对优势。同样重要的是,报纸还是你找工作或者了解超市日用品价格的最方便的办法。

大部分的家庭都觉得每天都需要一份报纸,但可理解的是,他们都不原意花钱买两份报纸。广告商喜欢发行量大的报纸,读者倾向于要更多广告和新闻的报纸。发行量决定了报纸行业的法则:适者生存。

所以,在一个大城市里如果有两家甚至更多的报纸时(一个世纪以前这是普遍的现象),那个能在竞争中脱颖而出的往往是最后唯一的赢家。当竞争消失后,报纸在发行和广告两个方面的定价能力都没有制约了。一般情况下,广告商和读者每年都要面临提价,利润也就滚滚而来了。对报纸的所有者来说,这简直就是赚钱的天堂。(有趣的是报纸虽然经常以一种并不被认同的方式报道比如汽车或钢铁行业的盈利,但他们却从来没有让读者明白到报纸本身是非常赚钱的。嘿嘿...)

早在1991年致股东的信中,我就指出,这种报纸世外桃源般的状况正在改变,我写到“媒体行业....会远远不如我、整个行业或出资人等几年前所想的那样”。很多出版商对我当时及之后的几次警告很不高兴。报纸资产在继续作为不会受到破坏的赚钱机器而销售。事实上,很多聪明的报纸管理人员,虽然每天在编辑或分析着世界上发生的事

情,但对他们眼皮底下发生的事情却视而不见或漠不关心。

现在呢,几乎所有的报商都意识到他们在争夺眼球的战斗中不断地败下阵来。简单说吧,如果有有线电视、卫星广播以及互联网在报纸之前就产生了的话,我们所了解的报纸行业也许根本不会存在。

在伯克希尔,Stan Lipsey在管理《水牛城新闻》方面做了卓越的工作,我对主编Margart Sullivan 也深感自豪。《新闻》报的市场渗透率也在全国的大报纸中最好。我们的财务状况比各大都市报纸要好,尽管水牛城的人口和经济走向并不好。虽然这样,我们(报业)的经营还是面临着无情的压力,利润率也会下滑。

的确,我们在水牛城有最好的在线新闻业务,会不断吸引浏览和广告。但是由于存在众多免费的信息和娱乐来源,只需点击一下而已,这种报纸网站的盈利潜力和过去那种没有竞争的报纸相比,充其量只是其一小部分而已。

对于一个当地人来说,拥有一个城市的报纸,就象拥有一个运动队一样能让你马上出名。随之而来的就是权力和影响力。这对有钱人来说极具吸引力。此外,热心公益的、富有的人会觉得又本地人拥有(报纸)能更好的服务社区。那就是为什么 Peter Kiewit在 40 多年前买下奥马哈报的原因。

我们可能会看到一些不是很追求盈利的人来买报纸,就象我们已经看到的买运动队的人一样。但这些热心的媒体大亨们要小心了,没有哪条铁律说报纸的收入一定不会降到其费用以下,亏损不会冒出来。报纸经营的固定费用是很高的,一旦单位发行量下降可就糟了。当报纸的重要性不断下降,拥有一家报纸带来的“心理”价值也会逐渐消退,而拥有一个运动队的“心理”价值还有一席之地。

除非我们面临现金流的枯竭而又无法逆转,我们会一直坚持持有《新闻报》,就象以前我们曾说过的那样。查理和我都很喜欢报纸,我们每人每天都要读五份报纸,我们也相信一个自由、活跃的出版物是维持一个伟大民主制度的重要组成部分。我们希望印刷和在线方式结合起来能阻止报纸无法赚钱的宿命,我们也会努力经营以图实现一个可以持续经营下去的模式。我想我们会成功的。但那种经营报纸就可赚取大把钱的日子已经一去不复返了。

NetJets,销售和管理被分散持有的飞机,其经营状况已经得到了改善。这个公司不存在增长的问题,飞行运营收入从1998年公司创立以来增长了598%,但盈利却不稳定。我们在欧洲始于1996年的运营尤其昂贵,运作5年后才取得了80个客户。到2006年中期,我们录得2.12亿的税前损失。但现在欧洲的需求出现爆发性的增长,2005到 2006年,我们就有了589个客户。在Mark Booth的卓越领导下,NetJets现在在欧洲已经盈利,我们期望这个好的趋势能继续下去。

NetJets去年在美国的业务也不错,导致全球范围内的税前盈利达到1.43亿,即使在去年一季度的时候我们还亏损1900万。

这个业绩的取得要归功于Rich Stantulli和Mark。就象我们伯克希尔的很多管理人员一样,Rich在财务上是不需要工作的,但你可不知道,他可是从来都不知道累的——监督公司的运营,积极地销售,不停的在全世界到处跑,不断地将我们与竞争对手比已经有的很大的优势继续扩大。今天我们管理的这个机队的价值已经超过了我们主要的三个竞争对手之和。

NetJets是竞争中的领先者，原因之一就是它提供最安全的飞行和最好的服务。在伯克希尔和一些下属企业,NetJets的飞机是不可缺少的工具。我自己和我的家人及伯克希尔的大部分董事都和NetJets签有私人使用飞行服务的合同(我要指出,我们任何一个人都没有享有折扣)。一旦你用过了NetJets的飞行服务,再回到普通的商业飞行,就好像回到被人捆着的状态。

受监管的公用事业

伯克希尔在MidAmerican Energy Holdings有86.6%的权益(完全摊薄),MidAmerican Energy Holdings在许多公用事业领域有投资。其中最大的是:1,约克郡电力和北方电力,在英国是第三大的电力供应商,有370万客户; 2,中美洲能源,主要在俄亥俄州营运,有70.6万客户;3,太平洋电力和Rocky Mountain电力,主要在西部6个州,有170万客户;4,Kern River and Northern天然气管道公司,输送了美国消费市场8%的天然气。

和我们共同拥有 MidAmerican 的合作伙伴是 Walter Scott,还有 MidAmerican 的两个杰出的管理层,Dave Sokol和Greg Abel。每一方拥有多少投票权并不重要,我们只在大家一致认为管理者非常明智的时候才会做重大决策。六年来和Dave,Greg和Walter一起工作,进一步强化了我最开始的想法,他们是伯克希尔难得的合作伙伴。

有点显得不和谐的是,MidAmerican还持有全美第二大的不动产经纪公司,美国家庭服务公司。这个公司有20个地方的品牌和20300个房产经纪。尽管去年又买入了两个公司,公司的全年营业额下降了19%,达到580亿,利润下降了50%。

住宅房地产市场的冷却部分原因是因为最近几年借贷活动的减少。曾经流行的带“选择权”的合约及开玩笑般的利率使借款人在按揭的头几年付的款还远远不能支付正常的利息。像这样对借款人几乎没什么压力,自然也就很少有违约的事情发生。就象一句讥讽的话,“循环信贷是不会导致损失的”(还不起的利息又记为新的本金,译注)但这样的话就会加大按揭的本金部分,那些早期不能承担正常月供的借款人,就会被后来的超过正常月供的债务压垮。这就是 Scarlett O’Hara 描述过的场景,“我明天再考虑这个问题吧”,对很多买房人来说,明天终于来了。其结果就是在家庭服务公司所在的几个市场,到处都充斥着要卖出的房子。

不管怎么样,我们会不断地继续买入经纪中介业务,十几年后,家庭服务公司会比现在大得多。

这里是一些 MidAmerican 的关键的经营数字

| | 盈余(百万美元) | | |
|-----------------------|----------|-------|---------|
| | 2006 | 2005 | |
| 英国电力业务 | \$ 338 | 308 | |
| 俄亥俄州电力业务 | | 348 | 288 |
| 西部的电力业务(2006 年 3 月买入) | | | 356 N/A |
| 输送管道 | 376 | 309 | |
| 家庭服务(房产经纪) | | 74 | 148 |
| 其他 | 226 | 115 | |
| 息税前盈利 | 1,718 | 1,168 | |

| | | |
|----------------|--------|--------|
| 利息,扣除付给伯克希尔的利息 | (261) | (200) |
| 付给伯克希尔次级债的利息 | (134) | (157) |
| 所得税 | (407) | (248) |
| 净利润 | \$ 916 | \$ 563 |
| 伯克希尔应分得利润 | \$ 885 | \$ 523 |
| 对外负债 | 16,946 | 10,296 |
| 对伯克希尔的负债 | 1,055 | 1,289 |

* 包括了伯克希尔赚得利息收入(扣除了相关的所得税),2005 年时\$102, 06 年是\$87

金融行业及金融产品

我最后一次讨论有关 Gen Re 的衍生品业务亏损,你们一定很高兴听到我这么说,我就更高兴了。我们2002年开始清理这项业务时,有23218个合约在手,现在只剩下197个了。我们这项业务的累积税前亏损达到可4.09亿,不过在2006年只有500万。查理说如果我们把这4.09亿在我们2001年的负债表上重新归类的话,应该标注为“只要不处理就是好的”。不管什么情况下,莎士比亚的名句——稍微改动了一点,“好的都已经结束了”作为衍生品行业的墓碑是很合适的。

还清理了我们在价值资本公司的投资。因此这两项业务的盈亏是最后一次出现在这里了。

Clayton Homes仍然是移动房屋领域的特例,它去年录得1962年来的最低销售记录.的确整个行业去年的销售只有 99 年的三分之一. 我怀疑整个行业 06 年总体来说是不是能盈利。

但Clayton仍然实现了5.13亿的税前盈利,而且由于他们从伯克希尔获得资金为他们10个亿的分期付款导致的应收帐款提供融资,还支付了8600万的费用给伯克希尔。伯克希尔的财政优势对Clayton显然帮助很大。但公司成功的决定因素是Kevin Clayton,公司现在已经雇佣了14787个员工,我们在买下公司时只有6661个员工。

我们有两项租赁业务,CORT(家具租赁),由 Paul Arnold 经营,XTRA(货车拖头租赁),由 Bill Franz 经营。CORT 的盈利去年大幅改善了,XTRA 的盈利也保持在 05 年的高水平。我们继续寻找大手笔的收购,交给 Paul 和 Bill 来经营。我们也欢迎有新的租赁业务推荐给我们。

金融行业及金融产品盈利明细

| (百万美元) | | | | |
|-------------------|--|-------|-------|---------------|
| | | 税前盈利 | | 有息负债 |
| | | 2006 | 2005 | 2006 2005 |
| 交易—正常收入 | | \$274 | \$200 | \$600 \$1,061 |
| Gen Re 衍生品证券 (损失) | | (5) | (104) | 1,204* 2,617* |
| 人寿险及年金业务 | | 29 | 11 | 2,459 2,461 |
| 价值资本公司 (损失) | | 6 | (33) | N/A N/A |
| 租赁业务 | | 182 | 173 | 261 370 |
| 活动房屋 (Clayton) | | 513 | 416 | 10,498 9,299 |
| 其他 | | 158 | 159 | N/A N/A |

| | | |
|----------------|---------|-------|
| 不包含资本利得收入 | 1,157 | 822 |
| 交易 - 资本利得 (损失) | 938 | (234) |
| 总计 | \$2,095 | \$588 |

*包括所有负债

投资

下面是我们股市投资的明细。那些在2006年底市值超过7亿的都列出来了,除了两个例外。我们没有列出两个证券的名称,这两个证券我们持有的市值为19亿,因为我们不断地在买入。当然我也可以告诉你它们的名字,但然后我就要杀你灭口。

| 股数 | 公司 | 占公司股份比重 (百万美元) | 成本** (百万美元) | 市值 |
|---------------|---------------------------------------|-------------------|----------------|---------|
| 151,610,700 | 美国运通 | 12.6 | \$1,287 | \$9,198 |
| 36,417,400 | 安海斯-布希(酒精饮料) | 4.7 | 1,761 | 1,792 |
| 200,000,000 | 可口可乐 | 8.6 | 1,299 | 9,650 |
| 17,938,100 | 康菲石油(Conoco Phillips) | 1.1 | 1,066 | 1,291 |
| 21,334,900 | 强生 | 0.7 | 1,250 | 1,409 |
| 6,708,760 | M&T Bank Corporation(区域性银行) | 6.1 | 103 | 820 |
| 48,000,000 | 穆迪(信用评级) | 17.2 | 499 | 3,315 |
| 2,338,961,000 | 中国石油 H 股 | 1.3 | 488 | 3,313 |
| 3,486,006 | 浦项钢铁 | 4 | 572 | 1,158 |
| 100,000,000 | 宝洁 | 3.2 | 940 | 6,427 |
| 229,707,000 | 特易购(Tesco 世界第三大零售商) | 2.9 | 1,340 | 1,820 |
| 31,033,800 | US Bancorp(货币中心银行) | 1.8 | 969 | 1,123 |
| 17,072,192 | USG Corp (建筑材料) | 19 | 536 | 936 |
| 19,944,300 | 沃尔玛 | 0.5 | 942 | 921 |
| 1,727,765 | 华盛顿邮报 | 18 | 11 | 1,288 |
| 218,169,300 | 富国银行 | 6.5 | 3,697 | 7,758 |
| 1,724,200 | White Mountains Insurance (财产与意外险) | 16 | 369 | 999 |
| | 其他 | 5,866 | 8,315 | |
| 普通股合计 | | \$22,995 | \$61,533 | |

* 这是我们实际的购买成本和纳税基准,会计准则的成本会与之在一些方面有差异,那是因为估值的增值和减值的要求造成的?

我们对 06 年我们所投资股票的公司业绩表现非常高兴。去年,我曾说过我们的期望是这些公司总体的业绩能年均增长6%-8%,这个速度能使他们的业绩10年翻一倍。在 06年,美国运通、可口可乐、宝洁和富国银行,这些是我们最大的持股,他们的盈利分别增长了18%、9%、8%、11%。这是很杰出的结果,让我们谢谢这些公司的CEO们。

我们已经接近清除我们所有的外汇直接持仓。在2006年这一项大概实现了1.86亿的

税前利润。(前面的金融及金融产品利润表里已经包含了这一部分)这使得我们 2002 年以来我们在持有外汇这一项的收益达到 22 亿,下面是各个币种的明细。

合计损益(百万美元)

| | | | |
|-----|---------|--------|---------|
| 澳元 | \$247.1 | 墨西哥比索 | \$106.1 |
| 英镑 | 287.2 | 新(西兰)元 | 102.6 |
| 加元 | 398.3 | 新(加坡)元 | (2.6) |
| 人民币 | (12.7) | 韩元 | 261.3 |
| 欧元 | 839.2 | 瑞士法郎 | 9.6 |
| 港币 | (2.5) | 台币 | (45.3) |
| 日元 | 1.9 | 各种货币期权 | 22.9 |

我们还有很大的非直接的外汇收益,当然我从没有给出过准确的数字。例如我们 02 至 03 年花了 8200 万买了安然公司的债券,部分债券是以欧元标价的?我们已经从这些债券分得了 1.79 亿的收益,余下的权益还值 1.73 亿。也就是说我们总的获益是 2.7 亿,部分是来自我们购买后欧元的升值。

我们刚开始买外汇的时候,美元和其他外汇的利息差是有利于直接持有外汇的。但在 2005 年,这个利息差变成负的了。因此我们要寻找其他方式来持有外汇资产,比如购买外国的股票或者那些有海外利润的美国股票。我要强调的是,汇率因素不是我们选择股票的主要因素,只是其中一个考虑的因素。

随着美国的贸易收支恶化,美元随着时间的推移逐渐贬值的可能性很高。我绝对相信越多的真实贸易对我们和全世界度有好处。在 06 年我们有 1.44 万亿美元的贸易额,希望这个数据是真实的。但美国也有 0.76 万亿美元的非贸易额,也就是说我们进口了 0.76 万亿美元的东西,却没有提供相应的物品或服务。(好好想一会,评论家们会怎样认为我们进口了 0.76 万亿美元的东西——占了美国 GDP 的 6%,而又没有相应的出口)在买这些东西时没有对应的卖出,意味着美国人要把他们持有的财产转给、或者就是欠着整个世界。就像一个富有的而又挥霍的家庭,一点点变卖资产来消费自己并没有创造的财富。

美国可以做很多事(来变卖资产),因为我们非常富有,过去也非常讲信誉。全世界都愿意接受我们的债券,股票,还有生意。我们还有大把的存货可以用。

然而,这种换手是要承担后果的。我去年曾就我们这种乱花钱预言了一个后果,现在变成了现实:那就是我们国家的投资性帐户在 1915 年以来都是正的,06 年已经变成了负的。外国人在美国的投资收入要超过美国人在海外的投资收入。实际就像我们花完了银行帐户上的钱,现在开始用信用卡了。现在我们美国就像任何一个借债消费的人一样,正在经历一种不断增长的为利息而付利息的反向的复利效应。

我想强调一点,尽管我们这样做是不明智的,但美国人在未来的十到二十年里还是会比现在境况要好。人均财富还是会增加。但我们的国民要被逼每年付出所创造财富的很大部分来偿付债务的费用。每天工作一段时间只是为了偿付我们上一辈人的过度消费总不是一件开心的事。我相信未来的某一天,劳动者和选民们会发现这种额外的支付是如此的繁重,有可能会引起政治上的争执。这些会怎么影响市场是无法预测的,但期望软着陆恐怕是一厢情愿。

我应该提到,我们所有的直接的外汇收益都是通过期权合同,也就是衍生品实现的,而且我们还持有其他类型的衍生品合同。这好像很奇怪,大家都知道我们清理 Gen Re 衍生品遭受的惨重损失,也听到过我讲过的大量使用衍生品可能导致的系统性风险。你会奇怪我们干嘛还在这些“毒药”上折腾呢。

答案是,衍生品就像股票或债券一样也会被很离谱的错误的定价了。多年来,我们根据这些(错误的定价)有选择的接受一些衍生品合同,次数不多,但金额有时很大。我们现在还有62个这样的合约在手,我自己亲自处理这些合同。而且这些合约对手不存在信用风险。到目前为止,这些衍生品合同运转的不错,创造了数亿的税前利润(超过了我上面列出的外汇期权合约产生的利润)。当然我们有时候也会遭受损失,但我们还会继续做下去,从那些错误定价的衍生品合约中赚取丰厚的利润。

我告诉过你们伯克希尔有三位候选人可以接替我 CEO 的位置,董事会也确切的知道如果我今晚过世由谁来接替我。这三个人每个都比我年轻,董事们知道我的继任者有个比较长的任期的重要性。

坦率的说,我们在管理投资事务的人选上准备的还不充分。这里有历史的原因,曾经有一段时间,查理是我投资事务的备选接替者,后来,Lou Simpson 取代了查理的位子。Lou 是一位顶尖的投资者,其管理的 GEICO 公司的股权组合长期以来有杰出的回报。但他只比我年轻6岁,如果我不久过世,他会接替我一段短的时间,长期而言,我们需要更好的方案。

在十月份的董事会上,我们全面地讨论了这个问题。现在我们有了一个计划,我会在查理和 Lou 的帮助下实施这个计划。

按照这个计划,我倾向于挑选一个年轻的人,他或她有能力管理一个庞大的投资组合。我们希望由这个人在有需要的时候来接替我出任伯克希尔的首席投资官。作为甄选计划的一部分,我们可能会考察好几个人选。

选择合适的人可不是一件容易的事。在那些有着出色投资业绩的人中选出精明的人是非常难的。但长期成功的投资业绩要比聪明和近期好的投资表现要重要的多。

长期而言,市场会发生一些重大的、甚至是荒谬的事。一个大的错误可以抹掉一大串的长期成功。因此我们需要一个具有天生的基因能分辨和避免这样的错误的人,包括那些我们以前没有打过交道的人。各种投资策略中潜伏的一些特定的风险是不可能由今天各个金融机构普遍采用的投资模式来发现的。

性情也是重要的。独立思考、情绪稳定以及对人和投资机构的各种行为方式有敏锐的了解对长期投资成功是至关重要的。我看到很多非常聪明的人缺乏这些素质。

最后,我们还要考虑一个很特别的问题:我们怎么样留住我们请来的人。能够把在伯克希尔工作过加在简历里面能大大增强一个投资经理在市场上的紧俏性。我们需要保证我们能留住我们选择的人,即使别处他或她能赚更多的钱(也不会离开)。

肯定有人符合我们的要求,但找出这个人可不容易。在 1979 年,Jack Byrne 和我确信我们找到了这样的人,Lou Simpson。我们随即和他达成协议,如果他取得了持续的好的回报,他个人也会得到很好的报酬。然而,Lou其实很久以前就可以离开我们以更优厚的条件去管理更大的资金。如果仅仅是以钱作为目标的话,他早就会那么做了。我们需要找到一、两个这样的、更年轻的人。

好消息是:以 76 岁的年纪,我感觉好极了,而且以各种可衡量的指标来看,我也非常健康。我很惊奇,樱桃味的可乐和汉堡包能让人这么健康。

伯克希尔董事会的一些变化

我们伯克希尔董事会在今年春天会有两方面的变化。其中一个涉及到 Chace 家族,Chace家族和伯克希尔及其前身有着超过一个世纪的联系。在 1929 年,第一代的 Malcolm G Chace在将四个新英格兰的纺织厂转变成伯克希尔精纺协会的过程中起了重要的作用。后来伯克希尔精纺协会与哈撒维制造与 1955 年合并,Malcolm G Chace 担任了合并公司的主席。

1965 年初的时候,Malcolm 安排了巴菲特合伙人公司购买了一大块伯克希尔的股票,并欢迎我们成为新的控股股东。Malcolm 继续担任非执行主席直到 1969 年,他是一位极好的绅士和一位对我们有帮助的合作者。

这种描述同样可以用在他儿子,Malcolm Kim Chace 的身上。Kim1992 年继承了他父亲在伯克希尔董事会的职位。但去年,Kim 由于积极和成功的经营了一家社区银行,建议我们找一位年轻的人取代他在董事会的位子。我们会这么做,今年年会的时候,Kim 会议董事的身份辞职。我欠了 Chace 家族许多,感谢 Kim 在伯克希尔董事会多年的服务。

在选择新的董事时,我们遵循我们长期以来就有的标准。这个标准就是董事必须是以股东利益为导向、懂经营、有兴趣而又真正独立。我说“真正”是因为现在很多董事监管部门和旁观者认为他是独立的,而实际上远不是独立,这些董事是靠董事酬金来维持他们的生活的。这些酬金,以各种方式出现,大概在每年 15 到 25 万之间。这些报酬往往超过这些“独立”董事们其他的收入。而且,奇怪,实在是奇怪,这几年来在美国最受欢迎的公司顾问的推动下,董事酬金急速上涨。

查理和我认为这四项标准对于董事做好工作是基本的要求。按照法律,董事是代表股东利益的。但这些标准却经常被忽视了。公司顾问和 CEO 们在选择董事时经常说“我们要找个女的”或者“西班牙裔的”或者“从海外回来的”或者你想要的什么。有时候听起来找董事好像是往诺亚方舟上储存东西一样。多年来我被问到很多次关于选董事的事情,就是没听到有人问“他会像一个精明的股东那样考虑问题吗?”

我提出的问题如果是用来选择足球运动员、陪审团、或者军事指挥官就显得荒谬了。那些情况下是要选择对于特定的工作选择有特定才能和天赋的人。在伯克希尔,我们的特定工作是怎么把生意做好,所以我们看重的是商业判断(能力)。

那就是我们在雅虎的 CEO Susan Decke 身上所找到的。她会在今年年会的时候加入我们的董事会。我们很幸运的能请到她,她按照我们的标准可以打很高的分,而且她还

只有44岁,非常年轻——你们应该注意到,你们的董事局主席很久以来就缺少这个特点了。我们会在将来邀请更多的年轻人加入我们的董事会,但从不会动摇我们一直坚持的四条标准。

杂项

伯克希尔 2006 年的收益,要交纳大约 44 亿美元的联邦所得税。美国政府在过去的财政年度(2006)花费了 2.6 万亿,折合到每天大约是 70 亿。因而,伯克希尔为超过半天的全部联邦开支买了单,包含了社会保障、医疗保险给付,以及军费。如果有600个伯克希尔这样的纳税人,那么其余所有的美国人民就无需再缴纳联邦所得税或者薪酬税。

需要补充的是,去年我们的联邦税报税文件就多达 9386 页。除了处理联邦报税?还有州和外国税收申报、无数的证交会要求的表格、以及所有其他经营伯克希尔相关的事项,我们在全球总部大厦工作的多达 19 名雇员忙了个底朝天。

这群员工占据了9708平方英尺的办公场所,查理使用座落于洛山矶的全球总部大厦西翼(World Headquarters West)的其他655平方英尺。伯克希尔总部2006年支付的员工薪水总额,包括津贴,此两处办公地点加总在一起是3,531,978美元。花你们(股东)的钱的时候,我们是很谨慎的。

重量级的企业家经常抱怨政府花费无度,批评官僚政客花纳税人的钱时不节制的态度,不同于他们花自己钱的时候。但有时企业经理人的财务行为,也会因为掏钱的人不同而发生变化。我以在 Salomon(所罗门兄弟公司)时的故事来举证。80 年代这个公司有个名叫 Jimmy 的理发师,他每周来给公司高级职员免费理发(费用由公司负担)?有位指甲修理师父也会来。然后,因为执行一项费用削减措施,这些高级职员被告知费用自理。一位高层经理人(不是 CEO)此前每周都找 Jimmy 理发的,立刻改成三周才理一次发。

查理和我时不时地能很早的赶上一些充满商业机会的潮流。例如,美国航空(用“飞行里程”积分)和美国运通(用“信用卡点数”积分)被视为是客户“积分计划”的鼻祖,Charlie 和我远在它们之前已看出这种绝妙想法的魅力。我们的发现很让人兴奋,在 1970 年代我们通过买入邮票交易公司 Blue Chip Stamps 的股权,获取对它的控制,从而进入到用积分的方式做生意。在那一年,Blue Chip 的销售收入达到 1.26 亿,它所卖的邮票几乎“贴满”了加利福尼亚。

事实上,1970 年我们有 600 亿张邮票被收集者使用,然后粘贴成册,拿去 Blue Chip 的兑换点。我们的兑换品类别编目厚达 116 页,充满了各种诱人的玩意。当我被告知甚至某些妓院和停尸间也给主顾邮票的时候,我感觉我终于找到了铁定赚钱的买卖。

事实却并非如我所想,从Charlie和我进入Blue Chip业务画面的那天开始,生意直直的走下坡路。到 1980 年,销售收入滑落到 1940 万。到 1990 年,销售收入在 150 万上下跌跌撞撞。不能轻言放弃,我在管理上加倍努力。

此后销售收入又跌落 98%。去年,在伯克希尔 980 亿的总收入中,Blue Chip 总计贡献

了25920 美元(并没有漏写后面的 0)。永远都怀抱希望,Charlie 和我会战斗到底。

去年提到我服务于 19 家公司的董事会(不包括伯克希尔和其他控股公司),我是被排除在薪酬委员会之外的 Typhoid Mary([注]Typhoid Mary 是 Mary Mallon 的昵称,在美国的爱尔兰厨师,1938 年被发现是伤寒菌携带者),只有一间公司任命我在薪酬委员会担负职责,然后当我们对面临的非常重大的问题进行表决时,我的提议总是被否决。考虑到我在制定 CEO 薪酬方面绝不会缺乏经验,我所遭受到的排挤真让人纳闷?在伯克希尔,作为薪酬委员会的唯一成员,我决定大约 40 家重要的经营性企业的 CEO 的薪水和激励制度。

我的工作中这个层面的事务占用了多少时间?几乎没有占用?在我们 42 年的历史中有多少 CEO 自愿离职去到其他地方?精确的说,没有一个!

基于各位 CEO 管理企业的经济潜力或资本密度等因素,伯克希尔采纳多种不同的激励方式。无论是哪一种薪酬安排,我都尽力使之简单和公平。

当我们采用激励措施时——这些措施可以是丰厚的——它们总是和特定CEO管治下的经营绩效相挂钩?我们不会发放和企业绩效无关的就像中了大奖式的激励计划。如果某位CEO的打击率是0.3,他获得的报酬是作为一个0.3打击率的打击手该有的,即便超出他控制的环境因素造成伯克希尔的表现差劲。如果他的打击率是 0.15,他不会因为其他人的成功为伯克希尔带来的繁荣而获得补偿。举个例子,伯克希尔目前拥有 610 亿权益资产,伯克希尔的价值在特定年份可以轻而易举的上升或者下跌 10%。为什么运营业务的经理人的薪水要受到这 60亿资产价值波动的影响?!无论这种涨跌对股东有多重要。

你们已经读到大量这样的报道,关于CEO干得虽然不怎么样,却得到天文数字般的薪酬。美国的 CEO 们一般而言过着优越的生活,这一事实远远没得到很好地宣传。要强调的是许多CEO 是非常称职的,他们几乎每周工作时间远超过 40 小时。但 CEO 普遍被当作皇室般对待。(我们在伯克希尔当然会保持我们现在的做法。查理喜欢粗茶淡饭,我喜欢腐化一点。伯克希尔有“大厨”,我们的团队把我变成了“大厨”。

某间公司的 CEO 津贴会迅速在其他公司得到复制。“所有其他孩子都有!”似乎是太孩子气的想法,不该在董事会中被当作提高报酬的根据。但是顾问们在向薪酬委员会提供建议时,使用的就是这样的一种根据,当然表述上会较为优雅。

不合理与过度的薪酬制度不会因为披露或者因为“独立”的薪酬委员会成员而得到实质改变。事实上,我认为我被如此多的薪酬委员会拒绝不让参与的原因,是我被认为太过独立了。薪酬改革只有当最大型的机构股东-为数不多-要求整个薪酬体系有全新面貌时才会发生。顾问们熟练地挑选出“同样的”公司,呈现出来与客户公司进行比较,(表明应该拥有同样的薪酬体系),只会使现有的(薪酬)过渡膨胀的做法一直延续下去。

去年我把持有的大量伯克希尔股票捐赠给了5家济世为怀的基金会,从而实现了我将最终把股份用于博爱目的之毕生计划的一部分。我做出的委托安排的细节,以及这些委托的基本原则,公布于我们的网站www.berkshirehathaway.com。我要说明的是,我的

决定以及做出决定的时机,与税收考虑无关。我的 2006 年联邦与州所得税额,等同于如果我去年夏天没做第一笔捐赠的应缴税额,这一点也适用于我 2007 年的捐赠。

遵照我的愿望,我已约定我去世时仍然拥有的伯克希尔股权产生的所有收益,在我财产被清算完毕后的十年中,都将被用于仁爱的目的。由于我的事业并不复杂,顶多只需要 3 年时间来完成财产清算。将这 13 年加到我期望仍有的 12 年生命期(尽管,很自然的我希望更久)意味着来自于所有我持有的伯克希尔股票的收益,将有可能在往下的 25 年中,分配于满足社会目的。

制定这份时间表,是因为我想要由我认可的具备能力、精力旺盛和有内在动力激励的人来相对迅速的用尽这笔钱。上述的管理属性(指具备能力?精力旺盛和有内在动力激励)有时随着机构年龄的增长而衰退——尤其是那些不用面对市场的机构。今天,有极为能干的人主导着此 5 家基金会。因而当我去世后,他们难道不会迅速行动,明智的花掉剩下的钱。

那些赞成基金会永续运作的人争辩说,将来非常确定是会出现重大社会问题需要仁爱之心的眷顾。我同意这种看法。但是那时也会有许多超级富裕的个人和家庭,他们的财富会超越今天的美国人所拥有的,慈善组织可以向这些家庭和个人争取资金注入。这些捐赠人在他们所处的时代,进行第一手的判断,哪一种做法能够既具备活力,又具备专注性,最好的是处理当时存在的重大社会问题。以这种方式,对想法和有效性进行市场检验可以被采用。有些慈善组织会得到多数的捐赠人(注入资金),而其他组织实在没有存在的意义。即便活着的人作出的决定不尽完美,他们还是能够更为理性的分配基金,相比一个躺在地下 6 英尺深处的死者在数十年前做出的规定。心愿,当然可以不断修改,但是我的想法非常不可能再发生实质的改变。

一些股东表达了他们忧虑——“收到捐赠的基金会如果卖出伯克希尔股票会打压价格”。这些忧虑是没有根据的。许多股票的全年交易量超过流通在外股数的 100%,但是尽管如此,这些股票通常在接近内在价值的价格进行交易。伯克希尔也倾向于在合适的价格交易,年度交易量只是流通在外股数的 15%。接受我的股份的基金会的卖盘,顶多只能在年度交易量上加多 3%,这使得伯克希尔的换手率仍将是市场上最低的。

总的来说,伯克希尔的企业绩效会决定我们股票的价格,并且大多数时间会在合理的区间交易。非常重要的一点是,当基金会阶段性卖出伯克希尔股份时,能够获得合理的价格,但是同样重要的是新进入的股东不用付出过高价格。(参阅 77 页的经济学原理 14)藉由我们的政策和股东间的沟通,Charlie 和我会尽力确保伯克希尔既不会以相对内在价值大的折让,也不会以相对内在价值大的溢价进行交易。

基金会作为伯克希尔的股东,决不会影响我们董事会关于红利、回购或股份发行的决定。我们会正确遵从过去指导我们的相同原则:什么行动长期来看可以给股东带来最好结果。

去年的报告中我讽喻地讲述了 Gotrocks 家族——一个拥有全美国所有企业的宗族,它不明智的尝试通过支付更多的佣金和费用给“帮忙的人”来提升投资回报?悲哀的说,这个“家族”在 2006 年延续了它自我毁坏的做法。

这个家族坚持愚昧做法的部分解释,是因为它对可以获得的合理回报拥有不切实际的

期望值。有时这些幻觉有自我欺骗的作用。比如,私人养老金计划能够暂时性的夸大它们的收益,而公共养老金计划能够延迟纳税,通过采用不太可能达成的投资假设。会计和审计人员认同这些策略,时间可以长达数十年,直到小鸡仔也到了回归故里颐养天年的时候,才会爆出问题(此时误导世人的 CEO 和公务人员很有可能已经离任)。

同时,华尔街上吹嘘着绩效的各式人等也鼓励了这个家族去抱有这样的无法达成的希望。不幸的 Gotrocks 家族被确保他们能够获得高于平均绩效的回报率——但是必须支付更高费用?我把这种承诺叫做成年人版本的“Woebegon湖”效应。[“Woebegon湖”指那里所有的孩子都是比平均水平要高,不过,这样的乐观态度,只局限于个人的判断。]

在2006年,承诺收益率和费率再创新高。热钱涌动,从机构投资者流向采用 2 and 20 收费模式的管理人(即 2%的管理费和 20%的盈利报酬)。对于那些对此一无所知的人,我要解释:这是不平等的体系,你的本金的 2%每年支付给基金经理,即便他什么都没达成——甚至给你造成巨大损失——此外,如果他成功了,利润的20%需要支付给他,即便他的成功仅只是因为处于上升的大潮中。例如,一位在某一年份获取 10%总回报的经理人,会提取 3.6%-2%加上余下 8%的 20%-只留下 6.4%给予他的投资者。对于一个 30 亿规模的基金,这 6.4%的净“绩效”会给经理人带来超爽的1.08亿。他会收到一份不费吹灰之力得来的回报,即便指数基金在同期给投资者15%的回报而只能向客户象征性的收取一点费用。

这种可笑的安排中隐含的无情的数学,无疑会使得 Gotrocks 家族随着时间推延日渐贫困,而如果他们从未听说过这些“过于好心的人”的话绝不会落得如此结局。尽管这样,这种 2and20的方式,还在日益蔓延。这种效应使我们想起古老的谚语:当有经验的人向有钱的人建议一笔交易,多半是有钱的人最后剩下了经验,而有经验的人最后有了钱。

让我告诉你华尔街上一个不错的家伙,我的长期朋友,去年已经90高龄的Walter Schloss,来结束这个段落。从 1956 年到 2002 年,Walter 管理着一个极为成功的投资合伙企业,在这个企业中他不拿走一分一毫,除非他的投资人赚到钱。我对的敬重,需要提请注意的是,不是基于事后的认识。整整 50 年前,Walter 是我给 St. Louis 一个寻求诚实能干的投资管理人的家庭,给出的唯一推荐。

Walter没有上过商业学校,更别说商学院了。1956年他的办公室里有一个文件柜,这个数字到 2002 年时已经迅速增加到 4 个。Walter 工作时不需要秘书、书记员或者记帐人,他唯一的伙伴是他的儿子,Edwin,北卡罗林纳艺术学校的毕业生。Walter和Edwin从不打听内幕消息。

事实上,他们非常谨慎的使用“外部”信息,他们通常以某种简单的统计方式筛选证券,这个方法是 Walter 为 Ben Graham 工作时学来的。当 Walter 和 Edwin 在 1989 年被《杰出投资者文摘》询问“你如何总结你所采用的方法?”时,Edwin 回答说“我们试图以便宜的价格购买股票”。(想想)那么多人是推崇现代组合理论、技术分析、宏观经济考虑和复杂的算术运算!

采纳一个排除真实风险(定义为资本金发生永久性损失)的策略,Walter在47年合伙制投

资企业中创造的结果——引人瞩目的超越 S&P 500 的绩效。尤其值得注意的是,他是通过投资大约 1000 种证券来建立这个记录的,中间许多品种属于黯淡无光的类型。少数几个大赢家品种说明不了他的成功。可靠的说,如果有100万投资经理人做交易,通过a)随意选出一个股票b)当 Walter 买入时,购买相似数量的这个股票;然后 c)当 Walter 卖出他选择的股票时,卖出同样的股票,他们中最幸运的人也不会接近与 Walter 的记录。将 Walter 在 47 年间获取的成就归因于运气,这在概率上是讲不通的。

我在 1984 年第一次公开讨论了 Walter 引人瞩目的绩效记录。那时“有效市场理论”在大多数主要的商学院是投资教育课程的核心要件。这个在当时广为讲授的理论,坚称任何股票在任何时点的价格,不会被明显的错误定价,这意味着没有投资者可以期待仅仅依靠公开获取的信息来跑赢股票市场的平均回报,有人能做到也是运气使然。当我 23 年前谈到 Walter 时,他的记录强有力的驳斥了这个教条。

当把这新的重要记录陈列到学院派成员面前时,他们作何回应了。不幸的是,他们的反应方式沦于世俗:不是打开心灵,而是紧闭双目。就我所知,没有一所教授有效市场理论的商学院愿意尝试研究 Walter 的绩效,以及这份绩效对于商学院膜拜的理论意味着什么。

相反,商学院的教员们继续愉悦的讲授有效市场理论,仿佛有如圣经词句般的庄严。能够对这个理论抱有怀疑勇气的金融学教员,拥有和 Galileo 被称为大师一样的晋级为权威人士的机遇。

成千上万的学生因此踏上人生旅途的时候,信奉每天各种股票的价格都是正确的(或者,更精确的说,没有显著误定价格),以及尝试评估企业——也就是股票——是无用的。而此时Walter 继续他战胜市场之旅,他的工作由于这些误人子弟的教育灌输给了那些年轻人,而变得更为轻松。毕竟,如果你在航运业,如果你的潜在竞争力都被灌输了地球是平的观念,这对你是有帮助的。

Walter 没有上大学,这或许对他的投资人而言是件好事。

股东年会

我们今年的会议定于 5 月 5 日(星期六)召开。一如以往,Qwest 中心的大门会在早晨 7 点开放,最新摄制的伯克希尔短片会在8:30展映。9:30我们会直接进入到问答环节,这会持续到下午 3:00,中间有个午餐间歇就安排在 Qwest。此后,稍作休息,在 3:15 分,Charlie 和我会召集年度股东会。如果你决定在问答环节离开,请选择 Charlie 讲话的时候。

离开的最好理由,当然是为了购物。我们在会议区相邻的 194300 平方英尺的大厅中布满了伯克希尔之附属企业的各种产品,期望能帮助到你。去年来开会的 24000 人热情购物推升销售额到新记录。但是记录的设立本身就是为了来打破的,我知道你们还能做得更好。

今年我们会再次陈列 Calyton 活动房屋(由 Acme 砖、Shaw 地毯、Johns Manville 绝缘材料、MiTek紧固件、Carefree遮阳篷和NFM家私搭建与装点)。你会发现这所定价 139900 的活动房屋,提供了卓越的价值。去年早在我们开门迎接股东前,Qwest 的一位义工就购买了展示的两幢房屋中的一幢。这个楼层的展品中,位于 Clayton 活动房屋侧面的是来自 Forest River的休闲车和水上的士。

GEICO 会设立一个配备了来在全国的几位顶级顾问的席位,这些顾问乐意为您提供汽车保险报价。通常 GEICO 能够给予您一个股东特别折扣(一般是 8%)。在我们经营汽车保险的 50 个受管辖区域中,45 个区域批准了这样一个特别报价。(补充说明的一点是:这个折扣不是累计适用的,比如你够格申请另外的险种-例如那些给予特定团体的)。将你目前投保的细节材料带过来,我们核对一下是否能够帮助你省钱。至少你们中的 50%,我想可以帮你省到钱。当你身处那个席位时,可以签约使用新的 GEICO 信用卡,我目前就使用它(当然我挺节俭的)。

星期六在 Omaha 机场,我们照例会把 NetJets 的飞机进行编队,以便于你们视察。请在 Netjets 位于 Qwest 的展位前驻足停留片刻,学着观赏这些飞机。来 Omaha 的时候请坐巴士,走的时候可以搭乘你们的新飞机。把你要携带的所有的发胶也一同带上飞机。

在我们的大集市里 Bookworm 的摊位上,会有大约 25 种书和 DVD 打折出售,列为其首的又是《穷光蛋查理年鉴》。(一个不幸的灵魂去年问 Charlie,“如果感受不到阅读这本书的喜悦,该怎么办?”,他得到了芒格式的回答——“没问题,就请把这本书赠给更有智慧的人。”)我们今年增添了一些新的标题。展出的书中包括伯克希尔的瑞典籍长期股东 Reter Bevelin 写的《寻找智慧——从达尔文到芒格》,和 Fred Schweb 的经典之作《客户的游艇在哪里》,这本书 1940 年首次出版,目前已是第四版。这是以投资为主题出版过的书中最好的一本,它睿智的阐释了关于投资主题的许多真知灼见。

这份报告内含的授权材料的附件,解释了你们怎样才能获取凭据,你们需要它来获得参与会议和其他活动的核准。涉及到航班、酒店和租车,我们此次仍然和 American Express(美国运通 800-799-6634)签约来给你提供专门服务。处理这些事务的 Carol Pedersen 每年都为我们打理的井然有序,非常感谢她?酒店房间可能比较难找,但你与 Carol 联系的话就会没问题。

座落在 Dodge 和 Pacific 之间的 72 大街上的占地 77 英亩的 Nebraska 家具城,会再次提供“伯克希尔周末”的打折价格。我们是 10 年前开始在 NFM 搞这项特惠活动的,期间“周末”销售收入从 1997 年的 530 万美金上升到 2006 年的 3000 万美金?当我想着这销售额时,我不免起了鸡皮疙瘩。

为了获得伯克希尔的折扣价,你必须在 5 月 3 日(星期四)-5 月 7 日(星期一)之间购买才可以,这两天包括在内,你还需要出示你的会议凭据。这个期间的特惠价格甚至可以适用于几家声誉崇隆的制造商的产品,原本它们是有着严格的不打折规矩的,但是在我们的股东周末的感染下,也愿意破例一回。我们对他们的合作很感激。NFM 的营业时间是星期一至星期六从上午 10 点到晚上 9 点,星期天是上午 10 点到下午 6 点。今年星期六,从下午 5:30 到晚上 8 点,NFM 有一个特别的股东野餐会,提供鸡肉和牛肉夹饼(还有给予像我这样的传统人士的汉堡包)。

在一家改扩建后的 Borsheim's 店(珠宝店),我们会再次举办两场只有股东可以参与的活动。第一场是 5 月 4 日(星期五)从晚上 6 点到 10 点的鸡尾酒招待会。第二场是主欢庆会,从 5 月 6 日早晨 9 点到下午 4 点。星期六,Borsheim's 会开放到下午 6 点。

整个周末 Borsheim's 会有庞大的人流。为了你的方便起见,股东能够享受的优惠价格期间从 4 月 30 日(星期四)延续到 5 月 12 日(星期六)。在此期间,通过出示会议凭据或者经纪商的声明文件来证明您的股东身份。

星期天,在Borsheim's外的一个帐篷里,两届美国国际象棋冠军Patrick Wolff会以一敌六,以盲棋应战所有挑战者,当然挑战者是圆睁双目的。去年当 Patrick 以这种方式下棋时我还和他聊了一会。附近,来自 Dallas 的引人瞩目的魔术师 Norman Beck 会以戏法迷惑旁观者。除此,Bob Hamman 和 Sharon Osberg,两位世界顶尖桥牌专家,星期天下午莅临与股东展开较量。

为了增添星期天 Borsheim's 的乐趣,Ariel Hsing 将以乒乓球从下午 1 点到 4 点对抗敢于挑战她的来宾。Ariel,虽然仅有 11 岁,但在美国 16 岁以下女子组乒乓选手中名冠第一。(在 12 岁以下男女孩混合组名列第一)。我步入 75 岁的那个星期和 Ariel 打了球,她当时只有 9 岁,几乎身高还不足以看过台面,我心想着可以轻松取胜,但是不要打消她的劲头。相反她打倒了我。从那时开始我制定了一个会给我战胜她的机会的计划。星期六下午1点,我会率先和Ariel来个2分制的比赛。如果我用尽办法赢得第 1 分,我会假装受伤,并宣称获得胜利。经过我首场奋勇比赛消耗了 Ariel 的体能,我们的股东随后可以碰碰运气,看能不能胜过 Ariel。

Gorat's(牛排馆)5 月 6 日(星期六)会再次只对伯克希尔的股东开放,从下午 4 点到晚上 10 点提供服务。请记住如果那天你要去 Gorat's 的话,一定要预定座位。订座电话时 402-551-3733,时间是 4 月 1 日(不能提前)。

在 2006-2007 学年,35 个大学班级,包括来自于巴西 IBMEC 商学院的一个班,来 Omaha 与我交流。我和所有 2000 名学生一起在 Gorat's 吃午餐。他们很喜欢那里。想知道为什么的话,请星期六过来加入到我们当中。

星期六下午 4 点我们会再次为来自北美洲以外的股东召开欢迎会。每年我们的会议引来全世界的许多人,Charlie 和我想亲自欢迎这些来自远方的客人。去年我们非常开心与来自(北美以外)数十个国家的 400 名股东欢聚一堂。美国和加拿大以外的股东会收到特别凭据和指示,告知如何参加这项活动。

查理和我是极为幸运的。我们生于美国,有非常好的父母让我们接受优秀的教育;拥有极好的家庭,身体健康;有着与生俱来的商业因子,这使我们以特别的方式获得一个不成比例的巨大成功——与那些为我们的社会福祉奉献良多或者更多的人相比。另外,我们长期从事自己喜欢的职业,每天得到颇具才干和精神快乐的同事不可计数的帮助。我们跳着舞去上班,这可不奇怪了。但对我们而言,没有什么乐趣能够比得上与股东,也就是我们的合伙人在伯克希尔的股东会上相聚一堂。因此请在 5 月 5 日到 Qwest 加入我们,参加资本家们的摇滚盛会,我们那里再见!

沃伦·巴菲特

董事会主席

2007 年 2 月 28 日