

## 巴菲特致股东的信 1985 年

各位可能还记得去年年报最后提到的那个爆炸性消息，平时表面上虽然没有什么动作，但我们的经验显示偶尔也会有一些大卡司出现，这种精心设计的企业策略终于在 1985 年有了结果，在今年报告的后半部将会讨论到(a)我们在资本城/ABC 的重大投资部位(b)我们对 Scott&Fetzer 的购并(c)我们与消防人员保险基金的合约(d)我们卖出在通用食品的部位。

去年波克夏的净值约增加了六亿一千万美金，约相当于增加了 48.2%，这比率就好比哈雷慧星造访一般，在我这辈子中再也看不到了，二十一年来我们的净值从 19.46 增加到 1,643.71 约为 23.2%年复合成长率，这又是一项不可能再重现的比率。

有两个因素让这种比率在未来难以持续，一种因素属于暂时性-即与过去二十年相较，现在股市中缺乏合适的投资机会，如今我们已无法为我们的保险事业投资组合找到价值低估的股票，这种情况与十年前有 180 度的转变，当时唯一的问题是挑那一个便宜货。市场的转变也对我们现有的投资组合产生不利的影响，在 1974 年的年报中，我可以说我们认为在投资组合中有几支重要个股有大幅成长的潜力，但现在我们说不出口，虽然我们保险公司的主要投资组合中，有许多公司如同过去一样拥有优秀经营团队也极具竞争优势，但目前市场上的股价已充份反应这项特点，这代表今后我们保险公司的投资绩效再也无法像过去那样优异。

第二项负面因素更显而易见的是我们的规模，目前我们在股票投入的资金是十年前的 20 倍，而市场的铁则是成长终将拖累竞争的优势，看看那些高报酬率的公司，一旦当他们的资本额超过十亿美金，没有一家在往后的十年能够靠再投资维持 20%以上的报酬率，而仅能依赖大量配息或买回自家股份来维持，虽然前者能为股东带来更大的利益，但公司就是无法找到理想的投资机会。

而我们的问题就跟他们一样，去年我告诉各位在往后十年我们大约要赚到 39 亿美金，才能有 15%的成长，今年同样的门槛提高到 57 亿美金(根据统计：扣除石油公司不算，只有 15 家公司在过去十年能够赚到 57 亿)

我跟 Charlie-经营波克夏事业的合伙人，对于波克夏能够保持比一般美国企业更高的获利能力持乐观的态度，而只要获利持续身为股东的你也能保证因此受

惠，(1)我们不必去担心每季或每年的帐面获利数字，相反地只要将注意力集中在长远的价值上即可(2)我们可以将事业版图扩大到任何有利可图的产业之上，而完全不受经验、组织或观念所限(3)我们喜爱我们的工作，这些都是关键因素，但即便如此我们仍必须要大赚一笔(比过去达到 23.2%还要更多)才有办法使我们的平均报酬率维持 15%

另外我还必须特别提到一项投资项目，是与最近购买本公司股票的投资人有密切相关的，过去一直以来，波克夏的股票价格约略低于内含价值，维持在这样的水准，投资人可以确定(只要折价的幅度不再继续扩大)其个人的投资经验与该公司本身的表现维持一致，但到了最近，这种折价的状况不再，甚至有时还会发生溢价，折价情况的消失代表着波克夏的市值增加的幅度高于内含价值增长的速度(虽然后者的表现也不错)，当然这对于在此现象发生前便持有股份的人算是好消息，但对于新进者或即将加入者却是不利的，而若想要使后者的投资经验与公司的表现一致，则这种溢价现象便必需一直维持，然而管理当局无法控制股价，当然他可对外公布政策与情况，促使市场参与者的行为理性一点，而我个人偏好(可能你也猜得到)即期望公司股价的表现尽量与其企业本身价值接近，惟有维持这种关系，所有公司的股东在其拥有所有权期间皆能与公司共存共荣，股价剧幅的波动并无法使整体的股东受惠，到头来所有股东的获利总和必定与公司的获利一致，但公司的股价长时间偏离内含价值(不管是高估或低估)都将使得企业的获利不平均的分配到各个股东之间，而其结果好坏完全取决于每个股东本身有多幸运、或是聪明愚笨，长久以来，波克夏本身的市场价值与内含价值一直存在着一种稳定的关系，这是在我熟悉的上市公司中少见的，这都要归功于所有波克夏的股东，因为大家都很理性、专注、以投资为导向，所以波克夏的股价一直很合理，这不凡的结果是靠一群不凡的股东来完成，几乎我们所有的股东都是个人而非法人机构，没有一家上市公司能够像我们一样。

或许你会认为法人机构，拥有高薪的职员与经验丰富的专业人员会成为金融市场稳定与理性的力量，那你就大错特错了，那些法人持股比重较重且持续受关注的股票，其价格通常都不合理。

我的老师葛拉罕四十年前曾讲过一个故事说明为何专业的投资人员会是如此，一个老石油开发商蒙主宠召，在天堂的门口遇到了圣彼得，圣彼得告诉他一

个好消息跟一个坏消息，好消息是他有资格进入天堂，但坏消息却是天堂里已没有位置可以容纳额外的石油开发商，老石油开发商想了一下，跟圣彼得说只要让他跟现有住户讲一句话就好，圣彼得觉得没什么大碍就答应了，只见老石油开发商对内大喊：“地狱里发现石油了”，不一会儿，只见天堂的门打开，所有的石油开发商争先恐后地往地狱奔去，圣彼得大开眼界地对老开发商说：“厉害!厉害!现在你可以进去了”，但只见老开发商顿了一下后，说到：“不!我还是跟他们一起去比较妥当，传言有可能是真的”

下表显示波克夏帐列盈余的主要来源，这些数字加上一些更详细的各部门信息是 **Charlie** 跟我注意的重点，反而我们不认为合并的总数对于管理与评量波克夏有什么帮助，事实上我们内部本身从来不会用到。

部门信息对于想要了解一家多角化公司的投资人来说同等重要，企业经理人在购并一家公司时通常也会坚持这一点，但最近这几年对于要决定买进卖出股权的投资人却要不到这样的信息，相反的当股东想要了解公司的经营情况而跟管理层要这样的信息时，他们通常以可能危害公司利益来响应，直到最后证监会下令公司须揭露才心甘情愿一五一十的报告出来，这种态度的转变让我想起 **Al Capone** 的比喻:拿着一只枪好好的说的效果，会比光是好好的说要好的多。

下表商誉的摊销以单一字段另行列示(理由详我 1983 年的附录)，

		1985		Unit:US'000	
		Earnings Before Income Tax		After Income Tax	
	Percent	Total	Berkshire Share	Berkshire Share	
Earnings from Operation					
Insurance Group					
	100.0%	(44,230)	(44,230)	(23,569)	
	100.0%	95,217	95,217	79,716	
Berkshire-Waumbec Textiles	100.0%	(2,395)	(2,395)	(1,324)	
Associated Retail Stores	100.0%	270	270	134	
Nebraska Furniture Mart	100.0%	12,686	12,686	5,181	
See's Candies	100.0%	28,989	28,989	14,558	
Buffalio Evening News	100.0%	29,921	29,921	14,580	

Blue Chip Stamps-Parent	100.0%	5,763	5,763	2,813	
Wesco Financial Corporation-Parent	100.0%	9,500	9,500	4,191	
Mutual Savings and Loan	100.0%	2,622	2,622	4,016	
Presion Steel	100.0%	3,896	3,896	1,477	28.4%
Amortization of Goodwill		(1,475)	(1,475)	(1,475)	
Interest on Debt		(14,415)	(14,415)	(7,288)	
Shareholder's Contribution		(4,006)	(4,006)	(2,164)	
Other		3,106	3,106	2,102	
		125,449	125,449	92,948	25.9%
Realized Securities Gain		487,907	109,272	342,867	
		613,356	234,721	435,815	-85.7%

1985 年出售证券的收益特别高,但事实上不代表今年就是丰收的一年(虽然事实上的确是), 出售证券收益就好象大学生的毕业典礼一样, 四年来所学的知识在一朝正式被认可, 而事实上在当天你可能一点长进都没有, 我们可能持有一支股票长达十年之久, 而在这期间其价值与股价可能以稳定的步调增长, 可是在我们真正出售的那一年其价值可能一点也没变, 或甚至减少, 但所有的帐面利益却全反应在出售的那一年, (但是如果这支股票是由我们的保险子公司持有, 其市价的变动将会按期反应在帐面之上), 总而言之, 帐列出售损益是没有什么意义的, 根本无法反应我们在当年度的实际表现。

1985 年大部份出售证券的收益约三亿四千万美金是缘于我们出售通用食品的股票, 我们从 1980 年开始便持有大部份个股, 我们当初以远低于我们认为合理的每股企业价值的价位买进, 年复一年, Jim 与 Phil 等管理阶层的优异表现大幅提升该公司的价值, 一直到去年秋天, Philip Morris 对该公司提出购并的要求, 使其价值显现出来, 我们因四项因素而大大受惠(1)便宜的买进价格(2)一家优秀的公司(3)一群能干且注重股东权益的管理阶层(4)愿意出高价的买主, 而最后一项因素是这项获利能够一举浮现的惟一原因, 但我们却认为前三项才是能为波克夏股东创造最大利益的原因。在选择股票时, 我们专注于如何漂亮的买进,

而全不考虑出售的可能性。

今年我们又再度收到被投资公司的特别股利，这次是华盛顿邮报以及通用食品，(通用的这笔交易很明显地是发生在 Philip Morris 提出并购要求之前)，这种特别股利的发生系由于公司在买回我们手中的股份的同时也从其它股东那里买回等比例的股份，合约中并明订我们在该公司所占的股权比例在买卖交易的前后维持不变，这类交易被 IRS 认定为类似股利的发放，因为身为一位股东即使在收到现金之后，在该公司的股权比例仍维持不变。这对我们来说较为有利，因为美国税法规定法人纳税义务人(不像个人)，对于股利的所得税远低于长期投资的资本利得税(而其中的差异将会再扩大，若国会通过的法案正式成为法律:相关条款规定企业实现的资本利得所适用税率与一般所得相同)，然而会计原则对于这类交易在财务报表上应如何处理却无统一看法，为与去年作法一致，在财务上我们仍将之视为资本利得。

虽然我们不刻意促成这类交易案，但当管理当局自动提出这种想法时，我们通常站在支持的立场，虽然每次我们都觉得选择不卖的股东(当然大家都有权利以我们收到的价格出售)将因公司以低于内含价值的价格买回而受惠，但税负上的优惠以及我们寄望与管理阶层维持合作的态度以增进所有股东权益，使得我们不得不接受卖回股份，但只有在我们的持股比例未减损的大原则之下进行。

通常讲到这里接下来要谈的是，我们经营的主要事业，在开始之前，先看看我们所属事业的一项失败，我们的副主席 Charlie Munger，总是强调研究事业与人生各方面的失败要比研究成功要重要的多，他这样的精神正如有人说：“我总是想要知道以后我会怎么死，然后尽量去避免这件事发生。”而你可能也看得出，我们两个可说是合作无间，他喜欢研究错误，而我总是能够确保他有足够的题材去作研究，尤其是在纺织与保险事业方面。

关闭纺织事业-七月时我们决定关闭我们在纺织事业的营运，而到年底之前这项令人不太愉快的工作也大致告一段落，而回顾纺织产业的历史深具启发性。

当巴菲特合伙事业(当时由我本人担任该合伙事业的执行合伙人)在二十一

年前买下波克夏纺织公司的控制权时，公司的帐面价值约为二亿二百万美元，全部集中在纺织事业，然而当时由于公司无法赚得与帐面价值相称的报酬，其内含价值却远低于此数，事实上，在此之前九年，(即波克夏与海瑟威两家合并经营期间)合计总营收达五亿多美元，却发生一千万美金的亏损，虽然时有获利，但总是进一步、退两步。

在我们买下该公司的当时，南方的纺织工厂由于不具工会组织而被公认为较具竞争优势，大部份北方的工厂皆已结束营运，而当时许多人认为我们也应该将该公司清算。然而我们觉得公司若能有一位长期稳定的管理者，营运将可改善，所以当时我们马上选中 **Ken Chase** 接手，有关这点我们倒是作对了，**Ken** 跟后来接替他的 **Garry** 作得非常好，一点也不输给我们其它获利更高的事业经营者。

在 1967 年初我们利用纺织事业产生的大量现金进入保险事业买下 National Indemnity，一部份资金来自于盈余，一部份则来自于减少纺织事业的存货、应收与固定资产的投资，这次撤退的决策事后证明完全正确，即使由于 **Ken** 的管理营运大为改善，但纺织事业从未赚到什么钱，即使是在景气高峰的时候。波克夏后来持续多角化，始得纺织业的不良对于公司整体的影响越来越轻微，而我们之所以继续来在纺织业的原因，我早在 1978 年便曾提过(后来也曾陆续提到)

- (1) 该公司为当地非常重要的雇主
- (2) 管理当局坦诚面对困境并努力解决问题
- (3) 劳工体认困境并极力配合
- (4) 尚能产生稳定现金收入

我后来还说只要这些情况持续不变(我们也预期不会变)，即使有更多更好的投资机会，我们仍会支持纺织事业坚持下去。

但事实证明第四点是错的，虽然隔年 1979 年的获利状况还不错，但之后却耗用大量的资金，直到 1985 年中情况变得再明显不过，若我们能够找到合适的买主，即使贱价出售我们也不愿意看到该事业被清算，但我们清楚这点，表示别人更清楚，没有人会有兴趣。

我们不会因为想要将企业的获利数字增加一个百分点，便结束比较不赚钱的

事业，但同时我们也觉得只因公司非常赚钱便无条件去支持一项完全不具前景的投资的作法不太妥当，亚当·史密斯一定不赞同我第一项的看法，而卡尔·马克思却又会反对我第二项见解，而采行中庸之道是惟一能让我感到安心的作法。

我必须还要再强调一次，Ken 与 Garry 两个人都极具干劲与想象力，努力地想要使我们的纺织事业经营成功，为了使公司持续稳定获利，他们重新规划产品线、生产流程与通路商配置，同时也大手笔并购了同业 Waumbec，期望能够发挥合并综效(一个企业合并广泛应用的名词，用来解释一些想不出有其它任何意义的购并案)，但到结果最后一点用都没有，而这一切都因我没有及早结束这项事业，最近商业周刊有一篇文章提到 1980 年以来一共有 250 家纺织业结束营运，这些工厂的老板所收到的所有信息我全都明了，只是他们能够更客观地看待事情，我忽略了 Comte 的建议：“智者应该是心灵的仆人，而非它的奴隶”，相信你所相信的。

国内的纺织业所面临的是全球产能过剩的商品化产品的激烈竞争，我们所面临的问题主要归因于直接或者是间接来自于国外低劳力成本的竞争。但关厂绝对不是本国劳工的错，事实上比起美国其它产业的劳工来说，纺织业的员工薪资水准低得可怜，在劳资协议时，工会的干部与成员充份体认到整个产业所面临的困境，从未作出不合理的调薪要求或不符合生产效益的诉求，相反地，大家都努力的想要维持竞争力，而即使到了公司最后清算的时刻，他们仍极力配合，而讽刺的是，要是工会表现的过份一点，使我们早一点体认到这行不具前景而立克关厂，我们的损失可能会少一点。

长年以来，我们一再面临投入大量的资本支出以降低变动成本的抉择，每次提出的企划案看起来都稳赚不赔，以标准的投资报酬率来看，甚至比起我们高获利的糖果与新闻事业还好的许多，但这预期的报酬最后都证明只是一种幻象，因为我们许多竞争者，不管是国内或者是国外，全都勇于投入相同的资本支出，使得降低的成本被迫全数反应在售价之上，在个别公司看来，每家公司的资本支出计划看起来都再合理不过，在若整体观之，其效益完全被抵销掉而变得很不合理，就好比每个去看游行队伍的观众，以为自己只要踮一踮脚就可以看得更清楚一

样，每多投入一回合，所有的竞争者投注的金额就越高，但投资报酬却一点也不见起色。

结果是我们面对一个悲惨的抉择，大笔的资本支出虽然可以令我们的纺织事业得以存活，但其相对的投资报酬却是少得可怜，每次投入一笔资金，依然还是要面对国外低成本的强力竞争，若不再继续投资，将使我们更不具竞争力，即使是与国内同业相比，我总觉得自己就好象伍迪爱伦在他某一部电影中所形容的：

“比起历史上的任何一刻，此时人类面临抉择的路口，一条通往绝望的深渊，而另一条则通往毁灭，请大家一起祈祷让我们有足够的智能去作正确的决定”

想要对在商品化产业是否应继续投资作决定，看看 Burlington 工业-二十年来为美国最大的纺织公司，1964 年该公司的营业额约为十二亿美元(波克夏则约五千万)，他们在行销与生产上拥有我们无法比拟的优势，当然盈余数字也比我们要好看得多，当然它的股价为 60 块(波克夏则约 13 块)。之后 Burlington 决定固守纺织本业，直到 1985 年营业额达二十八亿美金，在此二十年间该公司总计投入约三十亿美金的资本支出，这数字远比其它同业高出许多，换算每股约为二百元，而我相信大部份的花费用于降低成本与扩张之上，以该公司决定固守本业的决定之上，这种投资决策绝对是合理的。

但尽管如此，比起二十年前该公司现在的实际销售数字与投资报酬却是大不如前，该公司现在的股价是 34 元，若考虑 1965 年每二股配一股计算在内，大约略高于当年的 60 元，而在此同时，消费者物价指数却早已增加三倍，因此每股大约只剩下当初三分之一的购买力，虽然每年有固定的盈余发放，但它的购买力一样受到严重的减损。

这个对股东来说最悲惨的结局，说明了花费大量人力物力在错误的产业所可能导致的后果，这种情况有如山谬杰克森的那匹马，一只只能数到十的马是只了不起的马，却不是了不起的数学家，同样的一家能够合理运用资金的纺织公司是一家了不起的纺织公司，但却不是什么了不起的企业。

从个人的经验与观察得到一个结论，那就是一项优异的记录背后(从投资报



酬率的角度来衡量)你划的是一条怎样的船更胜于你怎样去划(虽然不管一家公司好或坏,努力与才能也很重要),几年前我曾说当一个以管理著名的专家遇到一家不具前景的公司时,通常是后者会占上风,如今我的看法一点也不变,当你遇到一艘总是会漏水的破船,与其不断白费力气去补破洞,还不如把精力放在如何换条好船之上。

有关我们在纺织业投资的”辉煌历史”还有一段后话,有些投资人在买卖股票时把帐面价值看得很重(就像早期我的作风一样),也有些经济学者相信重置价值在计算一家公司的股价时极为重要,关于这两种说法在经过拍卖纺织机器设备后,让我好好地上了一课,卖掉的设备(包括部份先前已处分的)满满一工厂全为堪用品,原始成本为一仟三百万美金(包括近几年投入的二百万),经过加速摊提折旧后,帐面价值八十六万,虽然没有人会笨到再继续投资,但要买一套全新的设备也要花三、四千万美金。但你知道吗?整个机器处分只收到十六万,扣除掉处份所耗费的成本,最后一毛也不剩,我们在几年前买五千块一只的纺纱开价五十元还没人要,最后以几近下脚价格的二十六块卖掉,连付搬运的工资都不够。

想想看二家水牛城报摊或一家喜斯糖果店铺所能发挥的经济价值还比它高,而这些有形资产在几年之前,不同的经济环境之下,却能一口气雇上千个人。

记得十二岁时我和爷爷一起住了大概有四个月,那时他开了一家杂货店,且用心写了一本书,每晚还指定几页要我读,书名不盖你,叫“如何经营一家杂货店与我从钓鱼上学到的一些事”,我爷爷以为所有人对于这两件事一定会感兴趣,且全世界一定会看重他的想法,看完下面这一段后,你一定会觉得我的写作风格与内容(也包含个性)完全承袭了我爷爷。

我把 **Nebraska** 家具店、喜斯糖果店与水牛城报纸摆在一起谈是因为我认为这几家企业的竞争优势、弱点与产业前景跟我一年前报告的一样,一点都没有改变,简短的叙述不代表它们占我们公司的重要性有丝毫的减损,1985年合计税前净利为七千二百万美元,在十五年前还未买下它们之前,此数字为八百万美元,从八百万到七千二百万,看起来好象很惊人(事实上也是),但你千万不要以来

本来就是这样的，首先你必须确定基期没有被低估，还要考虑所投入的资金，以及增加盈余所需再投入的资金。关于这几方面，这三家公司完全经得起考验，第一，十五年前它们相对于其所耗用的资本，所产生的盈余颇为可观，第二，虽然每年增加了六千多万盈余，其额外投入的资本也不过只有四千万美金而已。公司运用少数额外资金便能大幅提高获利能力的原因在于高通膨时代品牌商誉所能发挥的魔力，（我们在 1983 年报中有详细解释），这些公司的特性使得我们可以将他们所赚到的盈余用在别的用途之上，然而一般的美国企业就不是这么一回事，想要大幅提高获利相对地往往也要再投入大量的资金，平均要每投入五块钱每年才能增加一块钱的获利，等于要额外投入三亿美元，才能达到我们这三家公司的获利水准。

当资本报酬率平平，这种大堆头式的赚钱方式跟本没什么了不起，你坐在摇椅上也能轻松达到这样的成绩，好比只要把你存在银行户头里的钱，一样可以赚到加倍的利息，没有人会对这样的成果报以掌声，但通常我们在某位资深主管的退休仪式上歌颂他在任内将公司的盈余数字提高数倍，却一点也不会去看看这些事实上是因为公司每年所累积盈余与复利所产生的效果。当然若那家公司在此期间以有限的资金赚取极高的报酬或是只增加一点资金便创造更多的盈余，则他所得到的掌声是名符其实，但若报酬率平平或只是用更多的资金堆积出来的结果，那么就应该把掌声收回，因为只要把存在银行所赚的 8% 利息再继续存着，18 年后你的利息收入自然加倍。

这种简单的算术问题常常被公司所忽略而损及股东的权益，因为许多公司的奖励计划随随便便大方的犒赏公司主管，例如十年固定价格的认股权，事实上公司的盈余增加有许多只是单纯地因为盈余累积所产生的效果，有一个例子可以用来说明这其间的不合理性，假设你在银行有年利率 8% 定存十万元交由一位信托人士来保管，由他来决定你每年实际要领多少利息出来，未领出的利息则继续存在银行利滚利，再假设我们伟大的信托人将实领利息的比例定为四分之一，最后让我来看看十年之后你会得到什么，十年后你的户头会有 179,084，此外在信托人的精心安排下，你每年所赚的利息会从 8,000 增加到 13,515，实领的利息也从 2,000 增加到 3,378，而最重要的是当每年你的信托人送交你的年度报告时，你

会发现图表中每一项数字都是一飞冲天。

现在让我们再作进一步假设，你与信托人签订的信托合约中有一项附予信托人十年固定价格的认股权的约定，到最后发现你的信托人会从你的口袋中大捞一笔，而且你会发现要是利息负现的比例越低，你付的就会越多。而你不要以为这跟你一点关系都没有，在现实社会中这样的情况比比皆是，这些公司主管只因公司盈余累积而非将公司资金管理得当便大捞一票，十个月我都觉得太长，更何况是长达十年以上。

而事实上，公司主管对于选择权(扣除附认股权可让公司立即取得对价)这档子事具有双重标准，假设是对外发行这样的认股权，其价格一定会高得惊人，当然这种奖励方法有时也会用到那些有才能、对公司真正有贡献的人身上，(事实上，一家公司真正给有杰出表现的人往往给的不够多)，不过通常只是碰巧，而这种选择权一旦给了，便无法收回，无论这个人之后表现如何都不能取消(只要他老兄继续留在公司)，一个庸才从选择权赚到的跟真正的人才一样多，这实在是管理界的李伯大梦最好的去处了。

我忍不住要再提一下之前克来斯勒所给美国政府外部选择权作为部份报酬以请求其为借款担保的案例，当后来这些选择权变得价值不菲时，克来斯勒竭尽所能想要修改条件，声称这比真正应该给政府协助该公司东山再起的报酬多出太多，该公司认为政府所获得与付出不成正比的不满最后甚至演变成全国性的新闻，这种不平之鸣显得有点突兀，因为就我所知，没有一家公司的经理人会对本身在选择权的不劳而获表示过任何异议。讽刺的是，大家一再发表“选择权的实施有其必要，因为如此一来经理人与股东便能同舟共济”的论调，而事实上，两者的船是完全不同，所有股东皆必须负担资金成本，而经理人持有的固定价格选择权却什么也不必承担，股东在期盼公司发达的同时还必须承受公司可能失败的风险，事实上一个你希望能享有认股权的投资计划往往是你不会想要投资的计划，(若有人要免费送我乐透彩券，我一定欣然接受，但若要我买一张则完全免谈)。

在股利政策方面亦然，凡事对持有选择权的经理人最有利的对股东一定最不

利，回到之前的银行存款上头，不领利息对于持有选择权的受托人最有利，相反地，身为委托人应该要倾向把利息全领出来，免得让经理人利用利滚利占你便宜。

虽然有那么多缺点，选择权在某些时后还是很好用，我批评的重点主要是它们被无限制地遭到滥用，这里我有三点要说明：

(1)由于选择权与公司整体的表现息息相关，所以理论上它们应该用在负责公司全局的高阶主管身上，部门的主管则应视其负责部份的表现给予奖励，对于打击率高达三成五的球员来说，应该给予大幅的调薪，即使他待的是一支烂队，相反地，对于打击率一成五的球员，就算他们那一队最后得到冠军也应该请他走路，只有负责全局的人，如总教练才应与球队整体战绩绑在一起

(2)选择权规划应当要非常慎重，除非有特殊原因，应该要把资金成本与保留盈余的影响列入考量，价格也要合理的订定，当公司面临外部购并时，他们一定马上指出市价是如何地不合理无法反应公司实际的价值，但是为何公司要以更低的价格贱卖给公司部份股权给经理人呢？(他们甚至还会说，会尽量以最低的价格将股权卖给内部人，不管公司要负担多少税负)除非在非常特殊的情况，公司不管是将部份股权廉价卖给内部人或外部人，原来的股东权益一定受到损害，最后的结论是选择权的认购价一定要与真实价值相当

(3)我必须强调有一些我非常欣赏且经营绩效更甚于我的经理人，不认同我在固定价格选择权的看法，他们建立了一套具个人管理风格的企业文化，而其中固定价格认股权是他们认为非常有用的一项工具，以他们个人的领导风格与示范并以认股权作为诱因，他们成功地引导部属以股东的心态来想事情，这种风格不多见，但若有我们也必须小心的加以维护，即使这样的作法会破坏公平性与效率，孰谚有云：“东西若没坏，就不必修理”，这总比无可救药的完美主义好得多。

然而在波克夏我们采用的奖励计划系依每个人在其职权范围内的目标达成状况做为奖赏的依据，若喜斯糖果表现的好，则这与新闻事业部门一点关系都没有，反之亦然，而我们在发放奖金时与公司本身股价高低没有任何关连，我们认为表现好的单位，不管波克夏的股价是涨是跌，都应该奖励，同样的即使波克夏的股价飙涨，若员工表现平平也不应该大发奖金，而表现系依据各个公司本身竞争条件与环境列入考量，有时只是运气好搭上顺风车一切平顺，有时只是运气差

遇到逆境特别倒霉。即使是在这样的制度下，有时奖励也相当可观，在各个部门中，视状况有人可以领到底薪五倍以上的奖金，以今年为例就有人领到二百万以上的奖金，而事实上金额并没有上限，与阶级与年资也没有太大关连，若表现得好一个小单位的主管可能比一个大单位的主管领得多的多，只要打击率能超过三成，不管你是二十岁的菜鸟或是四十岁的老将，我们都一样重视。

而很显然的，波克夏各事业的经理人可以利用他们所领到的奖金(或甚至去借钱)到股票市场上买进公司本身的股票，而事实上有许多人确实如此，而且持股比例甚高，与其它股东一样承担风险与资金成本，这些经理人确实与公司站在同一条阵线之上。

最后让我们回到主要的三项事业

在 **Nebraska** 家具店我们最具优势的竞争力在于低成本的营运，并提供客户最有质感的家具，身为全国同类型中规模最大的一家店，即使小镇的经济明显衰退，营收仍创新高，我也很高兴跟各位报告，家具店的负责人 B 太太虽然高龄 92，每天仍以年轻人跟不上的步伐在店里忙碌着，坐在轮椅上，她一个礼拜工作七天，我希望当大家造访 Omaha 时，能到店礼看看她，相信你会与我一样精神一振。

在喜斯糖果我们与同业竞争对手相比，其单店销售量仍大幅领先，虽然我们广为消费大众所接受认同，整个产业表现并不好，单店糖果销售磅数持续下滑，这使得单位成本提高，而我们却只能稍微调涨价格，如此一来我们的毛利势必受到影响。

在新闻事业方面一样很难增加发行量，虽然广告量略增，但主要来自于夹报部份，ROP 广告(报纸版面上的广告)却减少，前者的利润远比后者低，且竞争较激烈，所幸去年成本控制得宜而家庭订户数表现颇佳。

我们较不担心的是这三家都有优秀的管理阶层，在接手喜斯我们便一直有 Chuck 掌控大局，选上他是我们作得最对的决策之一，在新闻事业我们也有 Stan Lipsey 同样是狠角色，他跟我们在一起十七年了，每当我们复予他更多责任，他的才能表现便更上一层楼，在家具店不用说我们则有 B 太太家族，三代同堂可

谓一门豪杰。

能够跟这一群优秀的专业经理人一起共事，我实在感到非常幸运，在专业上我佩服之至，在私人方面则是我的好朋友。

下表是年报中常见表格的更新，列示保险事业的主要两项数字：

	Yearly Change in		Combined Ratio	
	Premiums Written		after Policy-holder Dividends	
	%		%	
1972		10.2%		96.2%
1973		8.0%		99.2%
1974		6.2%		105.4%
1975		11.0%		107.9%
1976		21.9%		102.4%
1977		19.8%		97.2%
1978		12.8%		97.5%
1979		10.3%		100.6%
1980		6.0%		103.1%
1981		3.9%		106.0%
1982		4.4%		109.7%
1983		4.5%		111.9%
1984	(Rev.)	9.2%		117.9%
1985	(Est.)	20.9%		118.0%

综合比率 **Combined Ratio** 代表所有的保险成本(损失加上费用)占保费收入的比率，100 以下表示有承保利益，反之 100 以上则表示有承保损失。

1985 年产业整体的数字有点不寻常，保费收入大幅成长，而投保损失则与前几年一样以固定比率成长(约比通货膨胀率高几个百分点)，结果两项因素加起来竟使得 **Combined Ratio** 下降，只是损失不大配合，虽然通膨有趋缓的现象，理赔损失却成长惊人，相较于去年的 16%，今年创新高的 17%更显得惊人。

意外并不是损失成长的主因，虽然 1985 年确实有几次相当大的飓风发生，但所造成的损失仅占保费收入的 2%，这比例不算异常，而且也不是投保汽车、房屋、员工或其它投保标的出险的爆增。

可能可以解释的原因是去年业界大幅提拨损失准备，就像报告所显示的，这场景有点像检讨会议，保险事业经理人大家一窝蜂地承认前几年损失准备确实提拨不足，而结果修正后的数字严重影响今年的损益。

另外一项更令人困扰的因素是社会或司法通胀成本的增加，保险业者的赔偿能力已成为陪审团判决责任与损害成立与否的重要因素，越来越多人觊觎深口袋，不管保单上是怎么写、不管事实真相为何，也不管以前的判例。这成为保险业预测未来的最不确定的因素，尽管如此，短期间的影响尚属有限，只要保费成长的速度持续，不要发生什么特别大的灾难，明年产业整体的 **Combined Ratio** 可望大幅下降。

不过获利改善的情况无法持续太久，主要有两个原因，一是商品化企业只有在价格稳定或供给短缺的情况下才能维持高获利，一是公司必须在景气转佳之前先扩充产能并准备好资金。如同我在 1982 年年报跟各位报告过的，曾广泛地讨论商品化企业的特点，一般的投保人不太在乎产品的差异而只注意价格，几十年来公会的垄断使得价格居高不下，但这种情况如今已不复见到，在自由市场中保单与其它商品一样地被自由订价，当供给吃紧，价格自然上升，反之就不会。

供给目前在许多险种有些吃紧，虽然保险业不像大部份的行业，所谓的产能只是心态上而非实质的，保险业者可以接下无限量他认为适当的保单，这期间只受到主管当局与公会评比的压力，公司与主管当局在乎的是资本的适足性，越多的资本当然是越好，也代表可以签下更多的保单，在标准商品化企业，如钢铁或铝业，要增加产能还要一定的前置期间，而在保险业资金却是可以随时取得，因此供给不足的情况可能马上就会消失。这就是目前实际发生的状况，在去年总计有十五家业者大约募集了三十亿的资金，使得他们可以吃下所有可能的生意，而且资金募集的速度越来越快。照这样下去不用多久马上会面临到杀价竞争的情况，之后获利也会跟着受影响。而这一切都要归疚那些大幅增资的业者(有人一定会批评，就像我们在纺织业一样，资本社会的动态变化，使得所有业者做出那种个别看似合理，但就产业整体而言，弊多于利的结果。

以往年报我曾告诉过大家，波克夏雄厚的资本结构(堪称业界之最)有一天能让我们在保险业拥有独一无二的竞争力，随着市场的紧缩，这一天已到来，去年我们的保费收入在经过许多年的停滞之后，增加三倍以上，波克夏的财务实力(以

及过去优异的记录)是我们争取业务最有用的利器。我们正确地预期到大客户对于品质的要求,在他们了解到保单也不过是一张借据,而许多借条在去年皆无法兑现。这些客户最后都被波克夏健全的资本结构吸引上门,而另外有一点是我们没有预期到的发展,那就是还有许多客户是因为我们能够承担巨额的风险而觉得我们与众不同。关于这点,你必须对巨额风险有一些认识,在以往有许多业者都很愿意接下这种保单,但是他们会这样做的原因是透过再保险的安排,业者只要保留一小部份的风险,而将大部份的风险移转给再保业者,想想看例如经理人投保额二千五百万,透过与再保签约,保单发行公司可以只留下头一个一百万损失,超过的部份最高到二千四百万由再保公司负责,照业界的说法,其保险毛额很高,但净额却很少。

在任何的再保安排中,最重要的问题是保费收入要如何来分配,以我们的经理人经营保险为例,保险人必需要有足够的保费来弥补其承担第一个一百万损失的风险,而再保人必需要有足够的保费来弥补其承担一百万到二千五百万损失的风险。一种解决这种难题的方法叫做派翠克-亨利法则:系完全依照过去的经验,换句话说过去再保业者需要多少保费来弥补其所承担的损失。但不幸的是过去的经验因为投保期间过长往往无法完全反映实际的情况,亦即要在许多年之后才能真正知道会发生多少损失,而且最近产业能见度不但越来越差,有时甚至还会误导,亦即法院不管以前判例倾向于给予巨额的赔偿,使得再保业者过去推估的公式与结果相差太远而变成一场大灾难。派翠克-亨利不管用,换成 Pogo 所说:“未来与过去绝对不同。”

产业的不确定性加上许多经验不足的新进者,使得这几年保险业者偏好维持低水准的保单净额,他们能够吃下比其所能承担的风险要大得多的保单量,这样的作法有时在保险与再保公司整体亏钱的情况下,本身甚至还能获利,(这种结局并不是刻意的,通常保单发行公司对于校高阶的风险所生最后成本的了解的不一定比再保公司多),这种不合理的情况尤其会发生在环境变化快且成本高涨的时代,如执行业务不当、经理人保险与产品责任险等,在这些情况下,也难怪保险公司还会积极签发保单,即使保费毛额已相当不合理之时。最明显的例子是在 1984 年有一家大型的同业,在那一年那家公司一共签下六十亿元的保单,在保



留其中的 40%约二十五亿后，将剩下的三十五亿转给再保公司，结果保留部份理赔的损失最后只有不到二亿元(算是不错的成绩)，但是分保出去的部份却使再保业者蒙受了十五亿元的损失，使得保险公司的 Combined Ratio 不到 110，但再保公司却高达 140，而这与自然灾害一点关系都没有，完全是业者之间的(但发生的频率却相当高)，虽然我尚未看到该公司今年的年报，但可想而知这种不平衡的情况一定还继续维持着。已有好几年一些反应较慢的再保业者由于无法对保费作合理的分配，甚至是估计，使得权益因而受损，到最后再保业者的行为有点像马克吐温的猫一样，“一旦被热炉子烫过一次，便不会再去碰任何炉子，即使是冷的炉子也一样”，再保业者在长期的意外险方面有太多不愉快的经验，以至于到最后干脆放弃(有可能是正确地)该项业务，不管投保价格如何诱人，结果使得某些业务的供给量严重短缺。如此一来许多再保客户便着急了，他们不能够再像以前一样，动不动就将上千万的保单转给再保业者，进而也没有能力与财力自行吃下大额的保单，有的业者的承保毛额萎缩到与承保净额相当。

在波克夏我们从来不玩这类的游戏，直到最近这样的作法使我们在某些业务处于不利的竞争地位，不过现在整个局势已改变，我们拥有同业比不上的承保实力，只要我们认为价格合理，我们愿意签下其它大型业者吃不下的保单，例如我们愿意承担一次可能损失一千万美元的风险，只要价格合理且其风险与我们已承保的风险无太大的相关。同业间连愿意承担前述一半的都不多见，尽管在不久之前，有再保业者当靠山，许多业者甚至愿意吃下十倍以上的保单。1985 年我们旗下保险公司 **National Indemnity** 在保险杂志大幅刊登广告对外宣传愿意吃下超过百万美金的大额保单，结果总计收到高达六百封的回函，最后约有五千万美金的生意成交(先不要高兴太早，由于属于长期保单，至少要经过五年以上才能确定这次成功的行销也是成功的承保)，现在一般的保险经纪人要接高额的保单第一个一定会想到我们的保险子公司。不过就像我说过的，供给吃紧的状况不会维持太久，大家最后还是会回到低价竞争的老路，不过一两年内，我们在几项业务方面还是有很好的发挥空间，Mike Goldberg 在营运上作了许多的改进(本人

先前的管理不当，提供他不少发挥的空间)，尤其是最近几年他找了许多深具潜力的优秀人才进来，明年他们将更有机会一显长才。

**Combined Ratio** 方面也由去年的 134 进步到今年的 111，只不过过去不良的影响还在，去年我曾告诉各位由于本人在损失准备的提列不当，我曾保证会定期跟各位报告，本来我是想说以后的记录应该会渐渐改善，不过到目前为止，好象并非如此，细节详后述，去年的损失准备提列与前几年一样还是明显不足。所幸不足的部份主要发生在再保部份，而许多保单已陆续到期，这种解释使我想起了许多年前，通用再保的董事长告诉我的一个小故事，他说每年公司的经理人都告诉他“除了佛罗里达的飓风豁中西部的龙卷风的话，今年的成绩一定很好”，到最后实在忍不住他召集所有干部开会并建议他们干脆另外成立一个新的部门，叫作“除了”部门专门把他们后来不计入的业务塞在那里算了。不管是在保险或其它行业也好，应该把“除了”这个字眼从辞典里删除，如果你要参加比赛，就应该把对手所有的得分全部计入，任何一直把“除了”挂在嘴上的经理人，之后只会说又上了一课的人，真正应该上的课是应该要换得是演员而不是剧本。当然不可避免的作生意往往会出些差错，而聪明的经理人一定能从中记取教训，但这教训最好是从别人身上学来的，若过去习惯犯错表示未来还是会继续犯错。

波克夏持有 38% 股权的 **GEICO** 公司，在保费收入成长与投资收益方面皆表现突出，但在承保结果与其过去高标准相较却表现平平，私家小客车与住宅房屋险是去年度恶化最厉害的险种，**GEICO** 也难逃一劫，虽然它的成绩比起其它主要的竞争对手要好得多。**Jack** 在年中离开 **GEICO** 去主持消防人员基金，留下 **Bill** 与 **Lou** 担任正副董事长，**Jack** 之前挽救 **GEICO** 免于破产的表现卓著，他的努力使得波克夏获益良多，我们欠他的实在是数不清。其中还包括吸引许多优秀的人才，他找到具有跟他一样特质的经营阶层来继承他，使得他对公司的贡献与影响力超过他实际的任期。

绝对不要轻易放弃任何一张饭票，结果我们跟着 **Jack** 加入由他担任控股公司董事长兼总经理的消防人员基金，1985 年九月一日我们成为 **FFIC** 集团 7% 的参与者(不包括他们为不相关的公司所接的再保险保单)，合约为期四年，明订期间的损失与成本依比例分摊，除非到期前予以展期，否则我们将不再继续参与，不过在可预见的未来我们仍须分摊 **FFIC** 在四年间发生的损失中的 7%。合约签订

后 FFIC 须立即将 7% 的保费汇给我们，而我们也必须马上支付其所发生的任何损失，预收的资金则用在投资之上，合约附带条件是本人必须随时提供一般投资咨询服务给 FFIC，但我并不介入特定投资决策，而波克夏也不参与该公司任何的保险业务。目前 FFIC 的业务量约达三十亿美元，且当费率调涨后规模有可能再增加，该公司在 1985 年九月的未到期保费准备达十三亿美元，所以 FFIC 汇了其中的 7%，相当于九千多万美金给我们，同时我们也支付了三千万美金给他们代表他们已预付的理赔费用，这部份的业务完全由 National Indemnity 承作，之后再将其中的七分之二转给 Wesco 的子公司。在保险部门我们特别新增一项主要分配合约，不过由于属于新业务，所有数字只能算是大概的估计。到了年底我们又取得一件新合约，明年度的金额大约为五千万元，我们希望能够扩展这项业务，而产业环境也不错，许多公司产生超过其本身处理能力的业务，而我们坚强的财务实力正是他们希望合作的最好对象。

Company Name		Shares	Cost	Market	Unrealized
Affiliated Publications, Inc.	(a)	1,036,461	3,516	55,710	52,194
American Broadcasting Company	(a)	900,800	54,435	108,997	54,562
Exxon Corporation					
General Foods, Inc					
GEIGO Corporation	(a)	6,850,000	45,713	595,950	550,237
Handy & Harman	(a)	2,379,200	27,318	43,718	16,400
Interpublic Group of Companies, Inc					
Media General					
Northwest Industries					
Ogilvy & Mather Int'l, Inc					
R.J. Reynolds Industries					
Time, Inc	(a)	847,788	20,385	52,669	32,284
The Washington Post Company	(a)	1,727,765	9,731	205,172	195,441
All Other Common Stock			7,201	27,963	20,762
Total Common Stock			275,110	1,198,321	923,211
					239,299

我们之前曾提到过去十年来投资环境已由过去完全不看重重大企业的情况转

变成适当的认同，华盛顿邮报就是一个最好的例子，我们在 1973 年中以不到当时内含价值四分之一的价格买进股权，计算价格/价值比并不需要有独到的眼光，大部份的证券分析师、经纪人与媒体经营者跟我们一样估计该公司的价值约在四亿到五亿美元之间，但当时其仅一亿的股票市值却是随处可见，只是我们具有的优势是态度，我们从葛拉罕那里学到成功投资的关键是在买进好的公司股票在其股价相对于代表的实际价值被低估的时候。在 1970 年代早期大部份的机构投资人却认为企业价值与他们考量买进卖出的价格并无太大关联，现在看来当然令人难以置信，然而当时他们受到知名的高院所提出的新理论所惑，“股票市场具有完全的效率，因此计算企业的价值对于投资活动一点也不重要”，事后想想我们实在欠这些学者太多了，在不管是桥牌、西洋棋或是选股等斗智的竞赛中，还有什么能让我们更有利的，当对手被告知思考是白费力气的一件事。

1973 到 1974 年间华盛顿邮报表现依旧良好使得内在价值持续增加，尽管如此我们在该公司的持股市值却由原始成本的一千多万减少 25% 变成八百万美元，本来我们觉得已经够便宜的东西，没想到在一年之后具有无比大智能的市场又将它的标价又向下调整到至少比其实际价值少两成的地步。

美好的结局可以预知，Kay Graham-华盛顿邮报的总裁具有无比的智能与勇气除了拥有极佳的管理长才将公司的内在价值进一步提升之外，更大手笔地以便宜的价格大量买回公司的股份，在此同时投资人开始体认到公司特殊的竞争优势而使得公司股价回升到合理的价位。所以我们经历了三重享受，一来公司本身的价值提升，二来每股所代表的价值因公司实施库藏股又增加，三来随着折价幅度逐渐缩小，股价的表现超越公司价值实际增加。

除了 1985 年依持股比例卖回给公司的股份外，其它的持股皆未变动，年底持股的市值加上卖回股份所得的收入合计为二亿二千万美元。

假若在当初 1973 年中我们将一千万随便投资一家当时最热门的媒体事业，则到今年年底我们持股的市值大约会在四到六千万元之间，这结果显然比一般市场的平均表现高出许多，其原因在于媒体的特殊竞争力，至于再多出来的一亿六千万部份是因为华盛顿邮报的总裁 Kay 作出的决策优于其它媒体事业的经营者的，虽然她惊人的事业成就并未有人大幅报导，但波克夏的所有股东却不能不加以珍

惜。

由于我们买下资本城股份(后面会详描述)使得我必须在 1986 年被迫离开华盛顿邮报的董事会,但只要法令许可我们将无限期的持有华盛顿邮报的股份,我们期待该公司的价值持续稳定成长,我们也知道公司的管理阶层有才能且完全以股东的利益为导向,不过该公司的市值目前已增加为十八亿美元,公司的价值很难再以当初市值仅一亿美元时的速度成长,也由于我们其它主要的持股股价大多已反映,所以我们的投资组合很难再像过去一般具成长潜力。

或许你会发现年底我们有一大笔 **Beatrice** 公司的持股,这是属于短期的套利动作,算是闲置资金暂时的去处(虽然不是百分之百安全,因为交易有时也会发生问题导致重大的损失),但我们大多只参与已宣布的购并案,当然若能为这些资金找到更长期可靠的去处我们会更高兴,但现阶段却找不到任何合适的对象。

到年底为止,我们旗下保险子公司大约持有四亿美元的免税债券,其中大约有一半是 WPPSS 华盛顿公用电力供应系统发行的债券(该公司我已于去年详尽的说明同时也解释在事情尘埃落定之前我们为何不愿进一步说明公司的进出动作,就像我们投资股票时一样,到年底我们在该债券的未实现投资利益为六仟二百万美元,三分之一的原因是由于债券价格普遍上涨,其余则是投资人对于 WPPSS 一、二、三期计划有较正面的看法,我们每年从该投资所获得的免税利益大约为三仟万美元。

大约在年后,波克夏买进约三百万股的资本城/ABC 股票,(每股价格 172.5 美元,我追踪该公司的管理绩效已有许多年,我认为他们是上市公司当中最优秀的,汤姆墨菲与丹柏克不但是最优秀的管理阶层,也是那种你会想把自己的女儿嫁给他的那一种人,跟他们一起合作实在是我的荣幸,也相当愉快,若相信各位若认识他们应该也会有这种感觉。

我们的股权投资使得资本城能够取得三十五亿美元的资金用来购并美国广播公司 **ABC**,虽然对资本城来说,或许 **ABC** 的效益无法在短暂几年内就立竿见影,但我们很有耐心一点也不心急,毕竟就算是才华与努力俱备,还是需要时间来发酵,就算你让九个女人同时怀孕,也不可能让小孩一个月就生出来。

为了展现我们的信心，我们特别与管理阶层签订了一项协议，在一定的期间内，我们的投票权将交给担任 CEO 的汤姆墨菲(或是接任的丹柏克)来处理。事实上这项提案是由我与查理主动提出，同时我们还自我限制了一些卖出股份的条件，这个动作主要是为了确保我们出售的股份不会落到未经现有管理阶层同意的人士身上，有点类似几年前我们与吉列刮胡刀与华盛顿邮报签订的协议。

由于有时巨额的股票交易可能必须要溢价，有些人可能认为这样的限制可能会损及波克夏股东的权益，不过我们的看法正好完全相反，身为公司的所有权人，我们认定这些企业的长期经济利益将因为这些限制而更加巩固，因为如此一来专业经理人便能全心全意的为公司打拼，进而为全体股东创造最大的利益，很显然的这比让一些经理人整天为了换不同的老板而分心，(当然有些经理人会把自己的利益摆在公司的利益之前，所以我们在投资时会尽量避开这类的经营阶层)

今天企业的不稳定性是股权分散的必然结果，一家公司随时都会有大公东浮上台面，满口仁义道德但实际上却包藏祸心，我们常藉由锁住自身持有的股权来宣示对公司稳定的支持，这种安定感加上好的经营阶层与企业型态，是让企业获利丰收的沃土，这就是我们会这样安排的用意所在。

当然人性面也很重要，我们不希望我们欣赏与推崇的经理人，在欢迎我们的加入后，会担心一觉醒来，因为我们持有重要股权，所有事情一夕生变。我告诉他们绝对放心，我们一定说话算话，而且也包括波克夏公司的承诺，万一我个人发生了什么不幸(意思是指我本人活不到一百岁就挂了)。

当然我们投资资本城的这次交易并未占到什么便宜，这反应出近年来媒体事业的蓬勃发展(当然还比不上某些购并案的疯狂)，事实上也没有多少讨价还价的余地，但重点是这项投资让我们能与这杰出的人材与事业结合在一起，而且是相当庞大的规模。

至于有人可能会觉得很奇怪，为何同样一家公司，你们的董事长在五、六年前以 43 块的价钱卖掉，而现在却以 172.5 块的高价买回，有关这个问题，容我在多花一点时间，想一个漂亮一点的答案给各位。

同一期间我们还花斥资三亿二千万美金购并了位于克里夫兰的史考特费泽，

下一个段落我将会说明波克夏购并公司的一些标准，史考特费泽就是个典型的例子-易懂、够大、管理佳、很会赚钱。

该公司有 17 项事业，年营业额约七亿美金，很多都是该行的领导者，投资报酬率相当高，拥有许多知名品牌，如克比家护系统、空气压缩机、瓦斯炉等。另外著名的世界百科全书约占该公司销售额的四成，是主要的营业项目之一，其销售量比起其它四家同业的量还多。

我和查理对世界百科全书特别感兴趣，事实上我读他们的书已有 25 年的历史，现在连我自己的孙子都有一套，它被所有的老师、图书馆与读者评选为最有用的百科全书，而且它的售价比起同类型的书还便宜，这种价美物廉产品的结合使得我们愿意以该公司提出的价格进行投资，尽管直销业近几年来表现并不出色。

另外值得注意的是担任该公司总裁已九年的 **Ralph Schey**，由于 1960 年代的购并风潮，当他上任时，该公司共有多达 31 项的事业，他大刀阔斧将不合适或不赚钱的事业处置掉，他在资本分配上的功力相当杰出，我们很高兴能与他一起共事。

事实上购并史考特费泽的过程相当有趣，在我们介入之前还有段小插曲，早在 1984 年便传出该公司有意要出售，一家投资银行顾问花了好几个月编织了许多美丽的远景，以吸引一些买主上门，最后在 1985 年中一项具有员工认股计划特色的出售案为股东大会所通过，然而到了最后节骨眼却由于特定因素被搁置，我在报上看到这项消息，立刻写了一封简短的信给 **Ralph Schey**，虽然我并不认识他本人，我说我们很欣赏公司过去的表现，不知道他有没有兴趣与我们谈一谈，不久我与查理便在芝加哥与 **Ralph** 碰面共进晚餐，并在隔周正式签定购并合约。

由于这项购并案与原本保险事业的大幅成长，将使明年公司的营收超越二十亿美元，大概是今年的两倍。

史考特费泽购并案充份说明了我们对于购并采取随性的态度，我们并没有任何特定的策略与计划，也没有专人来研究一些中介者提供的企划案，反而我们倾向一切顺其自然，反正时候到了，我们就会有逆行动。

为了主动向命运招手，我们依惯例还是列出征求企业被购并的小广告，今年

惟一的小变动是第一项获利的标准略微提高，主要是因为我们期望购并能波克夏带来明显的改变：

- 巨额交易(每年税后盈余至少有一千万美元)
- (2)持续稳定获利(我们对有远景或具转机的公司没兴趣)
- (3)高股东报酬率(并甚少举债)
- (4)具备管理阶层(我们无法提供)
- (5)简单的企业(若牵涉到太多高科技，我们弄不懂)
- (6)合理的价格(在价格不确定前，我们不希望浪费自己与对方太多时间)

我们不会进行敌意购并，并承诺完全保密并尽快答复是否感兴趣(通常不超过五分钟)，我们倾向采现金交易，除非我们所换得的内含价值跟我们付出的一样多，否则不考虑发行股份。我们欢迎可能的卖方与那些过去与我们合作过的对象打听，对于那些好的公司与好的经营阶层，我们可以提供一个好的归属。

另一方面我们也持续接到一些不符合我们条件的询问，包括新事业、转机股、拍卖案以及最常见的中介案(那些说你们要是能过碰一下面，一定会感兴趣之类的)。在此重申我们对这些一点兴趣都没有。(1985)

除了以上买下整家公司的购并案外，我们也会考虑买进一大部份不具控制权的股份，就像我们在资本城这个 **Case** 一样，当然这要是我们对于该事业与经营阶层都感到认同时才有可能，而且是要大笔的交易，最少也要五千万美金以上，当然是越多越好。

今年破记录的有 **96.8%** 的有效股权参与 **1985** 年的股东指定捐赠计划，总计约四百多万美元捐出的款项分配给 **1,724** 家慈善机构，同时去年我们针对股东对于这项计划与股利政策的看法，进行全面性的公民投票，包含一个可以让你表达对这项计划的意见(例如应否继续、每一股应捐赠多少等等)你可能会有兴趣知道事实上在此之前从未有一家公司是以股东的立场来决定公司捐款的去向(为免划地自限，我们尽量将问题的措辞保持弹性)，在股东会的资料中有相关的选票与结果，我们各位的响应对于本公司现行政策的执行具有重要的参考价值。

我们也建议新股东赶快阅读相关信息，若你也想参加的话，我们强烈建议你赶快把股份从经纪人那儿改登记于自己的名下。

五年前由于银行控股公司法的通过使得我们必须将旗下所有伊利诺银行的



股权处份掉，当时我们的作法是相当特别的，我们宣布波克夏与洛克福银行集团(伊利诺银行的母公司)的换股比率，让除了我本人以外的所有股东自行决定是否将其所有或部份波克夏的股份转独立的洛克福银行集团股份，剩下的部份由我本人全数吸收，当时我曾说，这种分法是最古老且最有效分配一件东西的方法，就像是小时候大人会叫一个小孩切蛋糕，然后叫另一个小孩先选一块一样，由我先将公司切成两半，在让所有股东自由选择。

去年伊利诺银行正式出售，当洛克福银行集团清算结束，所有股东所收到的售股收入与每股波克夏的价值相当，我很高兴五年后看来当时那块蛋糕切的相当公平。

去年超过三千名的股东中大约有 250 名出席股东会，与会者的水准与去年相当，问的问题显示大家都是有智能且真正关心公司的股东，这在其它上市公司的股东会是很少见到的，麦达克思-在担任乔治亚州州长时曾批评当时糟糕透顶的狱政制度：“解决的方法其实很简单，我们要做的就是提升人犯的素质水准”，我想要提升股东会的水准也是一样的道理。

波克夏的股东年会预计于 1986 年五月二十在奥玛哈举行，我希望各位届时都能参加，今年将会有一项改变，那就是经过 48 年的坚持，本人将进行一项前所未有的习惯改变，将平常喝的饮料改成新的樱桃可口可乐，而它也将是本次波克夏-海瑟威股东大会的指定引料。

最后记得带钱来，B 太太已经答应若股东在会议期间造访她的家具店将会有意想不到的折扣优惠!!

华伦巴菲特

董事长

1986. 3. 4