

巴菲特致股东的信 1986 年

一九八六年

波克夏-海瑟威公司

致波克夏-海瑟威公司所有股东：

本公司在去年(1986 年)的帐面净值增加了 26.1%，大约是四亿九千多万美元，在过去的 22 个年头(也就是现有经营阶层接掌本公司后)，帐面每股净值由 19.46 美元，成长到 2,073 美元，年复合成长率为 23.3%，

在计算每股净值时，分子与分母都同样的重要，过去 22 年公司整体的净值虽然增加超过有一百倍之多，但流通在外的股份却增加不到一个百分点

在过去的年报中我已不只一次地提醒大家，多数公司的帐面价值与其实际的内在价值其实存在有极大的差异(后者才是对股东真正要紧的)，不过以我们公司本身的状况而言，过去十多年来帐面价值在某种程度(从保守的角度)，却颇能代表本公司实际的价值。意思是说 Berkshire 企业的价值略微超越其帐面价值，两者之间的比例一直维持着稳定的差距。

而现在跟各位报告的好消息是，在 1986 年本公司企业价值增加的幅度应该是超过帐面价值增加的幅度，我说"应该是"是因为企业价值的判断较为弹性，以我们本身的例子来说，两个同样完全了解本公司的人所衡量出的价值，可以会差到 10%以上。

本公司去年企业价值成长的原因，主要系归功于旗下主要企业经理人杰出的表现，包含 the Blumkins, Mike Goldberg, the Heldmans, Chuck Huggins, Stan Lipsey 与 Ralph Schey 等人，这些企业，除了保险业外，这几年来在没有耗费额外的资金的前提下，还能稳定的提高公司的获利，这种成就塑造出我们所谓典型的经济价值或商誉，这虽然无法在公司的资产负债表上反映出来，但必须向各位报告，在 1986 年这种情况极为显著。

讲完了好消息，接下来的坏消息是本人的表现并不足以与这些优秀的经理人匹配，当他们在各自的岗位上努力经营事业，可是我却没能好好有效地利用他们所产生的资金。

查理孟格跟我平时主要只有两项工作，一个是吸引并维系优秀的经理人来经营我们的各种事业，这项工作并不太难，通常在我们买下一家企业时，其本来的

经理人便早已在各种产业展现他们的长才，我们只要确定没有妨碍到他们即可，这点非常重要，如果我的工作是为组织一支职业高尔夫球队，若尼克劳斯或阿诺帕玛愿意替我效力，我实在不必太费心去教他们如何挥杆。

其实我们一些经理人自己本身已经相当富有，(当然我们希望所有的经理人都如此)但这一点都不影响他们继续为公司效力，他们之所以工作是因为乐在其中并散发出干劲，毫无疑问地他们皆站在老板的角度看事情，这是我们对这些经理人最高的恭维，而且你会为他们经营事业各方面成就所着迷。

这种职业病的典型，就像是一位天主教的裁缝省吃俭用了好几年，好不容易存了一笔钱到梵蒂冈朝圣，当他回来后，教友们特地集会争相想要了解他对教宗的第一手描述，赶快告诉我们，教宗到底是个怎么样的人，只见这位裁缝师，淡淡地说：“四十四腰，中等身材。”

查理跟我们都知道，只要找到好球员，任何球队经理人都可以做的不错，就像是奥美广告创办人大卫奥美曾说：“若我们雇用比我们矮小的人，那么我们会变成一群侏儒，相反地若我们能找到一群比我们更高大的人，我们就是一群巨人。”

而这种企业文化也使得查理跟我可以很容易地去扩展波克夏的事业版图，我们看过许多企业规定一个主管只能管辖一定人数的人员，但这规定对我们来说一点意义都没有，当你手下有一群正直又能干的人才，在帮你经营一项他们深具感情的事业时，你大可以同时管理一打以上这样的人，而且还行有余力打个盹，相反地，若他们存心要欺骗你或是能力不够或是没有热情时，只要一个就够你操心的了，只要找对人，查理与我甚至可以同时管理比现在多一倍的经理人都没有问题

我们将会继续维持这种与我们喜爱与崇敬的伙伴合作的原则，这种原则不但可以确保经营的绩效极大化，也可以让我们能享受愉快的时光。否则要是仅为了赚钱成天与一些会令你反胃的人为伍，这感觉就好像是当你本来就已经很有钱时，你还为了钱跟不喜欢的人结婚一样。

查理跟我的第二项工作是处理资金的分配，这在 **Berkshire** 尤其重要，其主要原因有三，一是因为我们赚的钱比别人多，二是我们通常将所赚的钱保留下来，最后也最重要的是因为我们旗下的企业可以不需要太多的资金便能维持竞争力与成长性，

的确一家每年能赚 23%且全数保留盈余的公司，比起每年只赚 10%，且只保留半数盈余的公司，前者资金分配的任务要繁重的多，所以将来若是我们运用盈余的方式不佳，或是旗下主要被投资公司，诸如盖可、美国广播公司等表现不好，则 **Berkshire** 经营情况恶化的程度将会非常地快，假设公司净值以后每年只有 5%的成长，则公司资金分配的工作虽然还是很重要，但体质改善的速度也会变慢许多。

事实上在 1986 年 **Berkshire** 资金分配的工作并不好干，我们确实是完成了一项购并案-那就是买下费区-海默兄弟公司，后面我们还会有详细的描述，这家公司极具竞争力，而且是由那种我们喜欢打交道的人在经营，不过就是小了点，大概只运用 **Berkshire** 不到百分之二净值的资金。

在此同时我们从市场直接买进股权这方面也没有太大的进展，相较几年前我们可以利用大笔资金以合理的价格买进许多不错的股票，所以最后我们只好将资金用来偿还负债并囤积银弹，虽然这比死掉还好一点，但却没有做到繁衍下一代的任务，若是查理跟我在往后的几年持续在资金分配这方面缴白券，**Berkshire** 净值的成长势必将会变缓许多。

我们会持续在市场上寻找符合我们标准的企业，我想要是运气好可能每几年就能够找到一家，但若想要对公司净值有明显助益，则其规模就必须够大，只是以目前的股票市场状况，我们实在很难为我们的保险公司找到合适的投资标的，当然市场终究会转变，总有一天会轮到 we 站上打击位置，只不过我们不清楚何时能够换我们上场。

下表系 **Berkshire** 帐列盈余的主要来源，今年的表与前几年有几点不太一样的地方，首先由于新购事业史考特-费泽、费区-海默的加入，我们营业项目增加了史考特-费泽、寇比吸尘器、世界百科全书、费区-海默等四栏，同时也由于 **Berkshire** 整体规模扩大了许多，我们也将几个较小的部门合并列示，另外如同过去我们将个别企业购并的商誉摊销单独挑出，(原因请参阅 1983 年的附录)汇总后摆在最后一栏，由于史考特-费泽、费区-海默两件购并案使得 1986 年的商誉摊销较以往增加许多

另外史考特-费泽的购并案依一般公认会计原则采购买法处理，所以在本表也稍作调整，在合并财务报表上所显示的数字系依照一般公认会计原则所编制，但就我们本身的观点，这个数字对于经理人与投资人来说，并不见得有意义，

因此下表所显示的数字系扣除这些调整前的数字，事实上这才是这家公司原本的盈余状况，假设今天我们没有买下他们的话，(详细解释请参阅附录，不过若嫌内容不具吸引力，可以不看，当然我也知道在所有六千位股东当中，有许多对于我个人在会计方面的观点感到折服，希望你们都能好好地欣赏)，同时我也强力推荐各位看看查理每年写给 Wesco 股东的年报，里头有该公司旗下事业的详细介绍

	1986	Unit:US'000
	Earnings Before Income Tax	After Income Tax
	Berkshire Share	Berkshire Share
Earnings from Operation		
Insurance Group		
Underwriting	(55,844)	(29,864)
Net Investment Income	107,143	96,440
Associated Retail Stores		
Berkshire-Waumbec Textiles		
Blue Chip Stamps-Parent		
Buffalio News	34,736	16,918
Fechheimer	8,400	3792
Illinois National Bank		
Kirby	20,218	10508
Mutual Savings and Loan		
Nebraska Furniture Mart	17,685	7,192
Presion Steel		
Scott Fetzer-Diversified	25,358	13,354
See's Candies	30,347	15,176
Wesco Financial Corporation-Parent	5,542	5,550
World Book	21,978	11,670
Amortization of Goodwill	(2,555)	(2,555)
Interest on Debt	(23,891)	(12,213)
Shareholder's Contribution	(3,997)	(2,158)
Other	10,737	(2,346)
	195,857	131,464
Realized Securities Gain	216,242	150,897
Total Earnings-all entities	412,099	282,361

如你所见营业净利在 1986 年大幅改善，一方面是由于保险事业(这部份连同费区-海默公司会在稍候详细说明)，一方面则是其它事业群的表现：

o 水牛城报纸在史坦-利普席的带领下持续表现优异，连续第三年每人工作时数皆大幅下降，其它成本也控制得宜，即使该报的广告增加率远低于同业，营业毛利仍然大幅增加，同时控制成本并不代表我们在新闻品质上有所退让，我们的新闻量(新闻版面占整体版面的比例)持续维持在 50%以上，这是现有相同或是更大规模的报纸中比例最高的，一般同业的水准约只有 40%

各位可不要小看这 10%的差距，同样三十页的广告，40%约有二十页新闻，50%则代表会有三十页的新闻，一比一的新闻与广告量是我们坚持的原则，我们相信这也是为何水牛城报纸能在当地拥有全美最高渗透率的重要原因(订户数占当地家庭户数的比率)，其中周日版的比率更令人印象深刻，十年前水牛城最主要的周日版报纸先锋报发行量为 27 万份，渗透率 63%，大概与全美其它大城市相当，这在当时已被视为是很自然的上限，然而从 1977 年水牛城报纸开始发行周日版，虽然该地区人口数不增反减，到如今其渗透率已达 83%，且发行量更高达 37 万份。

虽然拥有超高的市场接受度，却也代表营业利润已达顶峰，虽然去年年底新闻用纸价格调涨，同时 1987 年的广告比率增加量也比其它新闻同业来的少，但我们仍坚持过半的新闻量，即便如此会使得我们的利润下降也在所不惜

屈指一算，今年已是我们买下水牛城报纸的第十个年头了，它带给我们的投资报酬远远超过我们的预期，还有精神上的收获也是如此，我们对于水牛城报纸及其经营者 Murray Light 的敬仰从买下它开始与日俱增，是他让这份报纸拥有超高的社区认同度，他们在水牛城报纸面临困难与诉讼之时所展现的耐力，并未随着日后公司迈入坦途就松懈，查理与我在此对他们表示由衷的感谢

o 内布拉斯加家俱店 NFM 的布鲁金家族持续创造商业史上的奇迹，竞争者来来去去，但 B 太太跟她的家族却仍屹立不摇，去年该店业绩成长 10%达到一亿三千万美金，是十年前的三倍，在当时该店便已独霸整个奥玛哈地区，若再考量本地缓慢的人口成长率与温和的通货膨胀率，这种成绩更是难能可贵，而惟一可以解释的理由就是随着 NFM 价廉物美、样式齐全的声名远播，其市场范围持续扩大，而为了应付日后的成长，该店已着手扩充仓库，高龄 93 岁的 B 太太技压群雄，展现超高的销售能力与耐力，一周工作七天，每天从开店到打烊，想要跟她竞争需要无比的勇气，大家可能很容易就忽略 B 太太传奇，不过没关系 93 岁的她，还未抵达巅峰，等到 2024 年波克夏股东会召开时，请大家拭目以待

o 比起前几年来说喜斯糖果的销售磅数增加约 2%，销售业绩略有成长，(若你是巧克力的爱好者，告诉你一个惊人的数字，我们一年的销售量是一万两千公吨)，只是过去六年单店销售量持续下滑，使得我们只有靠增加店面来维持销售量不坠，但今年这数字大致维持不变，主要是拜圣诞节销售旺季特别旺所赐，而即便销售业绩迟滞不前，该公司仍然靠着成本控制维持利润空间，感谢 **Chuck Huggins** 在这方面为我们所做的努力

喜斯糖果算是一种独一无二的个性化商品，甜美的糖果加上公道的价格，且该公司完全掌握销售管道并由店员提供贴心的服务，**Chuck** 的成就反应在客户的满意度之上，并进而感染到整个公司，很少有销售公司能够持续维持客户导向的精神，这一切都要归功于他，展望未来喜斯的获利应该可以维持在现有状态，我们仍会持续调整价格，以反映增加的成本，

o 世界百科全书是 1986 年加入我们的史考特-飞兹所属十七个部门中最大的一个，去年我很高兴地跟各位介绍该公司的经营者与营运状况，一年后我更加开心地向大家报告，**Ralph** 真是个优秀的经理人，圆满地达成目标，虽然要管理各式各样的产品，并面对不同的机会问题与挑战，**Ralph** 却使得他的工作更加精彩更多元化，而且更重要的是我们合作愉快，看来我们的好运持续不断

世界百科全书的销售量连续四年皆成长，儿童工艺套书也大幅成长，世界百科全书称霸于直销市场，不但编排精美，且平均每页不到五毛钱，可谓老少咸宜，有一数字相当有趣，那就是书中有高达四万多个困难字，入门部份由简单的生字组成，慢慢地加入难度更高的单字，如此使得年轻的读者能够循序渐进，最后轻易的便能运用大学程度以上的单字，推销百科全书是项神圣的天职，我们超过半数以上的销售人员是现职或是退休的老师，有些则是图书馆员，他们将自己视为教育工作者，而且做的有声有色，如果你家中还没有一套世界百科全书，那么我建议你去赶快去买一套放在家里

o 寇比吸尘器同样维持连续四年的成长，全球的销售数量共成长了 33%，虽然其产品价格要比同类型吸尘器贵许多，但它的性能却将其它品牌远远抛在后面，有许多产品经过了三、四十年还很耐用，想要最好的，就买寇比！

许多靠直销销售其产品的公司，近年来纷纷倒闭，主要是由于上班族妇女越来越多所致，不过到目前为止，寇比吸尘器与世界百科全书的表现算是可圈可点，以上企业再加上保险事业，便构成我们的主要事业领域，简单地带过并不意味着

它们对我们不具重要性，一方面是因为许多东西在过去的年报都已报告过，一方面是因为公司的股东结构非常稳定(每年约有 **98%**的股东会选择继续投资本公司)，所以我们不必花太多时间重复赘述一些事情，当然若是有什么重大的事件或任何影响公司营运的情况，我们一定会立即向各位股东报告，总的来说，前面所提的公司都有非常稳固的经营基础，投资报酬率也很高，同时也拥有优秀的经营阶层，

另外每一年我都会在公司年报上不厌其烦地，提及我们想要买下公司的条件，在今年终于有了具体的回报，去年的一月五日我收到一位资深股东 **Bob** 的一封信，他是费区-海默公司的董事长，在此之前我并不认识 **Bob** 或费区-海默公司，他在信中提到他经营的公司应该符合我们的条件，并提议大家碰个面，于是等到该公司年度报告出炉后我们相约在奥马哈，他简单介绍一下公司的历史，这是一家专门制造与销售制服的老牌公司，成立于 **1842** 年，**Bob** 的父亲-Warren 于 **1941** 年接手，跟着 **Bob** 与现在担任总裁的弟弟 **George** 也加入该公司，在该家族的带领下，公司的业绩蒸蒸日上，**1981** 年该公司被一家专门从事融资购并(LBO)的投资集团买下，但现有经营阶层仍保有部份股权，只是这类型的公司在被购并后，一开始通常都须承担极高的负债比率，所幸由于公司营运稳健，等负债逐渐被清偿完毕后，公司的价值便立即显现出来，基于某些原因，当初投资的 LBO 集团想要把股权卖掉，这时 **Bob** 立刻就想到我们

事实上费区-海默正是我们想要买的公司类型，它有悠久的历史，有才能的管理人员，品格高尚，乐在工作，且愿意与我们一起分享公司经营所带来的利益，所以我们很快地就决定以四千六百多万美元买下该公司 **84%**的股权，这与我们当初买下内布拉斯加家具 **NFM** 的情况很类似，持有股权的大股东有资金上的需求，原有经营家族有意愿继续经营公司并持有部份股权，且希望买下公司股权的股东不要只为了价格便随便将公司股权出让，并确保股权交易完成后，公司的经营形态不受干扰，这两家公司真正是我们所想要投资的类型，而它们也确实适得其所

说来你可能不敢相信，事实上我与查理甚至根本就从未去过费区-海默位于辛辛那提的企业总部，(另外还有像帮我们经营喜斯糖果十五年之久的 **Chuck**，也从未来过奥玛哈 **Berkshire** 的企业总部)，所以说若 **Berkshire** 的成功是建立在不断地视察工厂的话，现在我们可能早就要面临一大堆问题了，因此在从事购

并公司时，我们试着去评估该公司的竞争能力，其优势与缺点，以及经营阶层的能力与水准，费区-海默在各方面都很杰出，而 Bob 与 George 正值六十多岁的壮年期(以我们的标准而言)，且后继还有 Gary 等三位优秀的子弟继承衣钵，身为购并的最佳典型，该公司只有唯一一个小缺点，那就是它的规模不够大，我们希望下一次有机会能遇到各方面条件都与费区-海默一般，且规模至少要有它好几倍大的公司，目前我们对于购并对象年度税后获利的基本门槛已由每年的五百万美元，提高到一千万美元，

报告完毕后，最后还是重复一下我们的广告，假若你有一家公司符合以下我们所列的条件，请尽快与我们联系

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我们是否感兴趣(通常不超过五分钟)，我们倾向采现金交易，除非我们所换得的企业内含价值跟我们付出的一样多，否则绝不考虑发行股份。我们欢迎可能的卖方向那些过去与我们合作过的伙伴打听，对于那些好的公司与好的经营阶层，我们绝对可以提供一个好的归属。

当然我们也持续接到一些不符合我们条件的询问电话，包括新事业、转机股、拍卖案以及最常见的中介案(那些通常会说你们要是能过碰一下面，一定会感兴趣之类的)。在此重申我们对这类型案件一点兴趣都没有。

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，而且是要够大笔的交易，我想最少也要在五千万美金以上，当然是越多越好

保险事业部门

下表是我们固定提供的保险业统计数字，今年起多加了发生损失与 GNP 通货膨胀指数两项，保费成长与损失比率与 1986 年差异，可用来解释为何整年度的承保表现能够大幅改善的原因

		Yearly Change in	Combined Ratio	Yearly Change in	GNP Deflators
		Premiums Written		Incurring Loss	
1972					
1973					
1974					
1975					
1976					
1977					
1978					
1979					
1980					
1981		3.8%	106.0%	6.5%	9.7%
1982		4.4%	109.8%	8.4%	6.4%
1983		4.6%	112.0%	6.8%	3.9%
1984		9.2%	117.9%	16.9%	3.8%
1985		22.1%	116.5%	16.1%	3.3%
1986	(Est.)	22.6%	108.5%	15.5%	2.6%

综合比率代表保险总成本(发生损失加上费用)占保费收入的比例，若比率低于一百，表示承保有利益，反之则会有损失，若将保险公司从保户那边收到的保费，(又称浮存金)，运用在投资所赚取的利益列入考虑后(扣除股东权益部份)，比率在 107-112 间会是损益两平点，

保险事业经营的逻辑，若用以下列简表来说明，其实一点都不复杂，当保费收入年成长率只能在 4%到 5%游移时，承保损失一定会增加，这不是因为意外、火灾、暴风等意外灾害发生更频繁，也不是因为通货膨胀的关系，主要的祸首在于社会与司法成本的膨胀，一方面是因为司法诉讼案件大幅增加，一方面是因为法官与陪审团倾向超越原先保单上所订的条款，扩大保险理赔的范围，若这两种情况在未来没有好转，则可以预见的是，保费收入年成长必须达到 10%以上才有可能损益两平，即使目前一般通货膨胀的水准维持在 2%到 4%之间也一样

如表上所示，保险业保费收入成长的速度甚至高于理赔损失增加的速度，因此承保损失大幅下降，去年的年报我们就已预先报告可能会有这种情形发生，同时还判断这样的荣景只是短暂的，很不幸的再一次我们一语中的，今年保费成长的速度已大幅减缓，从第一季的 27.1%一路下滑到第四季的 18.7%，而且我们预期还会进一步下滑，最后很有可能会落到 10%的损益两平点之下，但尽管如此，只要 1987 年没有发生什么重大的灾难，由于保费调整的递延性，承保结果还是能够改善，通常在保费调整的半年到一年后，效果会反应到公司的盈余之上，但好景通常不易维持，过不了多久一切又会回到原点，

保险商品的订价行为与一般商品的订价模式几乎一模一样，唯有在供给短缺时价格才会上来，但偏偏这种光景维持不了多久，当获利旭日东升时，马上就有人会进来泼冷水，增加投入资金抢食大饼，结果当然会埋下不少后遗症，供给增加，代表价格下跌，跟着获利剧减，

当保险业龙头在要求他们的同业在订价时要维持同行之谊，我们可以观察到一个有趣的现象，他们会问为什么我们不能从历史经验中学到教训，不管景气低潮或高峰，都能够合理的订价以维持适当的获利呢??他们当然希望保险费能够像华尔街日报一样，有一个好的开始，同时又能够每年持续稳定的调涨价格，但这种诉求得到的效果，就像内布拉斯加州种植玉米的农夫，要求全世界其它种植玉米的农夫一起遵守道德规范一样有限，事实上道德诉求的效果极其有限，重点是如何让玉米的产量变少，最近两年来保险同业从资本市场上所募集的资金，就好像是新进耕种的玉米田一样，结果是更多更多的玉米产量，只会使市场价格进一步滑落，我们自己本身的保险事业在 1986 年的表现还算不错，展望明年一样乐观，虽然市场的状况让我们获益不少，但真正要感谢的却是旗下经理人优异的能力与表现，我们的综合比率从 1985 年的 111 减少到 1986 年的 103，此外我们的保费成长率更是杰出，虽然最后的数字现在还无从得知，但我确信我们是前一百大保险公司中成长最快的，诚然有一部份的成长来自于我们与消防人员退休基金的合约，但即使在扣除这部份之后，我们仍然维持第一，有趣的是在 1985 年我们是所有保险业者中成长最慢的一家，事实上我们是不增反减，而只要市场情况不佳时，我们仍会维持这样的做法，我们保费收入忽上忽下并不代表我们在这个市场来来去去，事实上我们是这个市场最稳定的参与者，随时作好准备，只要价格合理，我们愿意不计上限签下任何高额的保单，不像其它业者一下子进入

这个市场，一下子又退出，所以当其它同业因资金不足或慑于巨大的损失退出市场时，保户会大量涌向我们，且会发现我们早已作好准备，反之当所有业者抢进市场，大幅杀价甚至低于合理成本时，客户又会受到便宜的价格所吸引，离开我们投入竞争对手的怀抱，我们对于价格的坚持，对客户来说一点困扰也没有，当他发现有更便宜的价格时，随时可以离去，同样地对我们的员工也不会造成困扰，我们不会因为景气循环一时的低潮就大幅裁员，奉行不裁员的政策，事实上这也是为了公司好，否则担心业务量减少而被裁员的员工可能会想尽办法弄一些有的没有的业务进来给公司，这在国家保险公司所从事的汽车保险与一般责任保险最可以看出，同业是如何一会儿贪生怕死，一会儿又勇往前进，在 1984 年的最后一季，该公司平均月保费收入是 500 万美元，大约维持在正常的水准，但到了 1986 年的第一季，却大幅攀升至 3,500 万美元，之后又很快地减少到每月 2,000 万元的水准，相信只要竞争者持续加入市场，并杀价竞争，该公司的业务量还会继续减少，讽刺的是部份新加入保险公司的经理人，就是几年前让原本几家旧有保险公司破产倒闭的那批原班人马，不可思议的是我们竟然还要透过政府强制的保证基金机制，来分摊他们部份的损失

这种我们称之为高风险的险种在 1986 年大幅成长，且在未来也会扮演相当重要的角色，通常一次所收取的保费就可能超过百万美元，有的甚至还更高，当然承保最后的结果可能会两极化，不管是保费收入或是承保获利，但我们雄厚的财务实力与高度的承保意愿(只要价格合理)使我们在市场上相当有竞争力，另一方面，我们在结构清偿业务则因为现在的价格不理想而接近停摆，1986 年损失准备的变动详附表，数字显示我们在 1985 年底所犯的估计错误，在今年已渐渐浮现，就像去年我提醒各位的，我们所提的负债准备与事实有很大的出入，而造成连续三年一连串的错误，若照木偶奇遇记的标准，我的鼻子可能早已能够吸引众人的目光

当保险公司主管事后补提适当的损失准备，他们通常会解释成“加强”损失准备，以冠上合理的说法，理直气壮地好象的是真要在已经健全的财务报表上再多加一层保障，事实上并非如此，这只是修正以前所犯错误的婉转说法而已，(虽然可能是无心的)，在 1986 年我们特别花了一番功夫在这上面做调整，但只有时间能告诉我们先前所作的损失准备预测是否正确，而尽管在预测损失与产品行销上我们遭遇极大的挑战，我们仍乐观地预期我们的业务量能够成长并获取不少

利润，只是前进的步伐可能会不太规则，甚至有时还会出现令人不太愉快的结果发生，这是一项变化多端的行业，所以必须更加小心谨慎，我们时时谨记伍迪艾伦所讲的，一只羊大可以躺在狮子的旁边，但你千万不要妄想好好地睡一觉，在保险业我们拥有的优势是我们的心态与资本，同时在人员素质上也渐入佳境，此外，利用收得保费加以好好运用，更是我们竞争的最大利基，在这个产业也唯有多方条件配合，才有机会成功

由 Berkshire 持有 41% 股权的 GEICO 公司，在 1986 年表现相当突出，就整个产业而言，个人险种的承保表现一般来说不如商业险种，但以个人险种为主要业务的 GEICO 其综合比率却降低到 96.9，同时保费收入亦成长了 16%，另外该公司也持续买回自家公司的股份，总计一年下来流通在外的股份减少了 5.5%，我们依投资比例所分得的保费收入已超过五亿美元，大约较三年前增加一倍，GEICO 的帐是全世界保险公司中最好的，甚至比 Berkshire 本身都还要好，GEICO 之所以能够成功的重要因素，在于该公司从头到脚彻底地精简营运成本，使得它把其它所有车险公司远远抛在脑后，该公司去年的费用损失占保费收入的比例只有 23.5%，许多大公司的比例甚至比 GEICO 还要多出 15%，即使是像 Allstate 与 State Farm 等车险直销业者成本也比 GEICO 高出许多

若说 GEICO 是一座价值不菲且众所仰望的商业城堡，那么其与同业间的成本与费用差异就是它的护城河，没有人比 Bill，也就是 GEICO 的主席，更懂得如何去保护这座城堡，靠着持续降低成本开支，他不断地将这个护城河加大，使得这城堡更加稳固，过去两年间，GEICO 创造了 23.5% 超低成本率，展望未来，这项比率仍将持续下降，若能够同时再兼顾产品品质与客户服务的话，这家公司的前途将无可限量，另外 GEICO 这一飞冲天的火箭，同时由负责投资部门的副主席 Lou Simpson 点燃第二节燃料仓，比起 Lou Simpson 于 1979 年接掌该公司投资部门后的绩效，身为母公司 Berkshire 投资主管的我，实在觉得有点汗颜，而也因为我们拥有这家公司大部分的股权，使我在向各位报告以下数字时，能够稍微心安理得一些

必须再次强调的是以上的数字不但是漂亮极了，更由于其稳定成长的态势，Lou 能够不断地找到价值被低估的股票加以投资，所以风险相对很低，也很少会产生损失，总而言之 GEICO 是一家由好的经理人经营的好公司，我们很容易能与他们一起共事

	GEICO's Equities		S&P500
1980	23.7%		32.3%
1981	5.4%		-5.0%
1982	45.8%		21.4%
1983	36.0%		22.4%
1984	21.8%		6.2%
1985	45.8%		31.6%
1986	38.7%		18.6%

有价证券

在去年我们的保险公司总计买近了七亿美元的免税政府公债，到期日分别在八到十二年之间，或许你会觉得这样的投入表示我们对于债券情有独钟，不幸的是事实并非如此，债充其量券只不过是个平庸的投资工具，他们不过是选择投资标的时看起来最不碍眼的投资替代品，虽然现在看起来也是，我突然发现我与 **Mae West** 的喜好完全相反，她曾说：“我只爱两种男人，本国人或是外国人”，现在的我对股票与债券皆不感兴趣

在保险公司随着资金持续涌入，我们当然必须将有价证券列入投资组合，一般来说我们只有五种选择：

(1) 长期股票投资(2)长期固定收益债券(3)中期固定收益债券(4)短期约当现金(5)短期套利交易

在其中股票算是最有趣味的，当状况好时，我是说找到经营得当，业绩蒸蒸日上但价值被低估的公司，很有机会你会挥出大满贯的全垒打，不过很不幸的是目前我们根本找不到类似这样的标的，这不代表我们要预测未来的股市，事实上我们从来就不知道股市接下来到底是会涨还是会跌，不过我们确知的是贪婪与恐惧这两种传染病在股市投资世界里，会不断地发生上演，只是发生的时点很难准确预期，而市场波动程度与状况一样不可捉摸，所以我们要做的事很简单，当众人都很贪心大作时，尽量试着让自己觉得害怕；反之当众人感到害怕时，尽量让自己贪心一点

而当我在写这段文章时，整个华尔街几乎嗅不到一丝的恐惧，反而到处充满了欢乐的气氛，没有理由不这样啊？有什么能够比在牛市中，股东因股票大涨赚取比公司本身获利更多的报酬而感到更高兴的事，只是我必须说很不幸的是，股

票的表现不可能永远超过公司本身的获利表现，反倒是股票频繁的交易成本与投资管理费用，将使得投资人所获得的报酬无可避免地远低于其所投资公司本身的获利，以美国企业来说，平均投资报酬率为 12%，这表示其投资人平均所能获得的报酬将低于此数，牛市可以暂时模糊数学算术，但却无法推翻它

第二种投资选择是长期债券，除非在特殊情况下，就像是我们在 1984 年年报曾提到的华盛顿公用电力系统所发行的公司债，(截至年底我们拥有该公司债券的未摊销成本为二亿一千万美元，市价则为三亿一千万美元)，否则债券这种投资标的实在很难引起我们的兴趣

我们对于长期债券没有兴趣的原因在于对于未来十几年通货膨胀可能再度肆虐的潜在恐惧，长期而言，汇率的演变将取决于立法诸公的态度，这会威胁到汇率的稳定，进而影响到长期债券投资人的利益，我们持续将资金运用在套利之上，然而不像其它套利客，每年从事几十个案子，我们只锁定在少数几个个案，我们限制自己只专注在几个已经公布消息的大案子，避开尚未明朗化的，虽然这样会让我们的获利空间减小，但相对的只要运气不要太差，我们预期落空的机率也会减少许多，到年底为止，手上只有一个案子 **Lear-Siegler**，另外还有一笔一亿四千五百万的应收款项，这是联合利华用来买下庞氏欠我们的款项

套利是除了政府债券以外，短期资金运用的替代品，但风险与报酬相对都比较高，到目前为止，这些套利投资的报酬确实比政府债券要来的好的多，不过即便如此，一次惨痛的经验将使总成绩猪羊变色

另外虽然有些不情愿，我们也将目光摆在中期的免税债券之上，买下这类债券我们将承担巨额损失的风险，若可能的话我们在到期之前就会把它们卖掉，当然这样的风险也提供我们相对的报酬，到目前为止未实现的获利还是比短期债券要来的好的多，不过这种高报酬在扣除可能承担损失的风险与额外的税负，其实报酬好不了多少，更何况还有可能估计错误，不过即便我们真的发生损失，其程度还是比我们不断在短期债券上打滚来的好

不如何，大家必须有个体认那就是以目前的状况，我们在债券或股票的预期报酬都不会太高，目前我们可以做的，顶多是认赔处分一些债券，然后重新将资金投入未来可能好一点的股票投资上，债券会发生损失的原因在于利率高涨，当然这同样也会压缩股票的价格

下表是我们截至 1986 年底金额超过二千五百万以上股票的投资组合, 不含 Wesco 与 NFM 在内

Company Name		Shares	Cost	Market	Unrealized
Affiliated Publications, Inc.	(a)	1,036,461			
Aluminum Company of America					
American Broadcasting Company	(a)	900,800			
Arcata Corporation(Inc. Common Equi)					
Beatrice Companies, Inc.		2,350,922			
Capital Cities/ABC			515,775	801,694	285,919
Cleveland-Cliffs Iron Company					
Crum & Forster					
Exxon Corporation					
GATX Corporation					
General Foods, Inc					
GEIGO Corporation		6,850,000	45,713	674,725	629,012
Handy & Harman		2,379,200	27,318	46,989	19,671
Interpublic Group of Companies, Inc					
Kaiser Alumnium & Chemical Corp.					
Lear Siegler			44,064	44,587	523
Media General					
National Detroit Corporation					
National Student Marketing					
Northwest Industries					
Ogilvy & Mather Int'l, Inc					
Pinkerton, Inc.					
R.J. Reynolds Industries					
SAFECO Corporation					
The Time Mirror Company					
Time, Inc	(a)	847,788			
The Washington Post Company		1,727,765	9,731	269,531	259,800
EW Woolworth Company					
All Other Common Stock			12,763	36,507	23,744
Total Common Stock			655,364	1,874,033	1,218,669
Incremental					295,458

大家要特别注意的是我们会将三项投资列为永久的投资组合，分别是资本城/ABC、GEICO 与华盛顿邮报，即便这些股票目前的价格看起来有些高估，我们也不打算把它们卖掉，就像即使有人出再高的价格，我们也不打算卖喜斯糖果或水牛城报纸一样，这种态度现今看起来有点老套过时，现在当红的基金经理人所谓的企业组合，大多是为了迎合华尔街的喜好，列出适合再造的对象，（奇怪的是企业再造的定义范围却只限于抛弃被锁定的企业，但却不包含其经理人与负责人本身，偃恨罪恶却深爱犯罪者，这种理论在财富五百大企业流传地跟救世军一样普遍

基金经理人更是肾上腺素分泌过多，他们的行为在股票交易时间大声叫嚣让不断念经的苦行僧看起来显得安静许多，事实上机构投资人这个名词听起来，跟超级大虾米、女性泥巴摔角手、收费便宜的律师，同时并列自相矛盾的修饰名词

尽管这种对于购并案的乐衷横扫整个美国金融界与企业界，但我们还是坚持这种至死不分离的政策，这是查理跟我唯一能够感到自在的方式，事实证明这种方式长期下来让我们有不错的获利，也让我们的经理人与被投资公司专注于本业之上而免于分心

去年我们投资了二千三百多万在 NHP50%股权，这是一家房屋租赁发展与整合商，不过若所有主管股票认股权都行使的话，我们的权益大概会降到 45% 左右

该公司有段非凡的历史血统，1967 年美国总统詹森指定 Kaiser 带领一个由民间与企业领袖所组成特别小组，研究如何满足中低收入家庭生活所需，最后有两个小组因此具体成形，而目前这两者皆由 NHP 所拥有，在其中有一条特殊的规定，那就是该公司有三席董事必须由总统指定，并经参议院同意，依法每年还须提供年度报告给总统，

超过 260 个美国大企业，非以营利为出发点，集资四千二百万成立两个合伙组织，透过与房屋使用者合伙形式，由政府补助租赁房屋，典型的合伙是持有一个房地产单位，附带一个抵押贷款，大部分的资金来源系由一群有租税减免需求的有限合伙人提供，NHP 担任一般合伙人并买下所有合伙事业一小部份的出资权，

后来政府房屋计画政策有所转向，所以 NHP 有必要转型扩展在主流市场-即非补助房屋租赁，此外 NHP 的一个子公司也在华盛顿特区建造了一个单亲家庭之家，年营业收入五千万美元，NHP 目前管理五百个合伙产业，遍布全美四十个州、哥伦比亚特区与波多黎各，总计有八万个家庭户数，这些产业的总值超过 25 亿美元，同时管理相当良好，NHP 直接管理其中五万五千户，其余透过监督方式进行，公司管理的收入每年约一千六百万美元，而且还在持续成长中

除了公司所投资的部份合伙事业的权益，NHP 在产业处分后也可分得部份利益，虽然部份补助较多的产业无利可图，但有些的利润还不错，尤其当通货膨胀高张时，1986 年通过的租税改革法案已使这些对于以租税为导向的投资人受到阻断，NHP 目前的大方向是好好运用这些合伙权益与非补助租赁产业，强化其质与量，在这类计画中，NHP 通常与大型的投资法人合作，NHP 会持续寻求各种方法来发展中低收入房屋计画，当然除非政府政策修改，否则以目前情况很难真正成功

除了我们以外，NHP 的大股东还有 Weyerhaeuser 持有 25% 的股权，其余则由经营团队与其它 60 多家大企业持有

税负

1986 年通过的租税改革法案对我们旗下许多事业影响的层面非常的广，虽然整体而言我们对于这项法案褒多于贬，但实际上对于 Berkshire 财务投资来说却是负面的，新制将使得我们企业价值未来的成长率减少几个百分点，对于我们股东的负面影响更大，Berkshire 的价值每成长一美元，假设完全反应在公司的股票价格之上，股东在扣除相关税负后真正拿到手的，相较于旧制约有八十美分，新制可能只剩下七十二美分，主要是因为个人资本所得的上限税率由 20% 调高到 28% 的缘故，

兹将对 Berkshire 所有影响列示如下

- o 企业一般收入的税率由 46% 减少到 34%，这个变化对我们的影响颇为正面，同时包含几个主要的被投资事业资本城/ABC 与华盛顿邮报在内

会这样说是基于多年来一直存在在不同政党间，到底是企业或是消费者在支付所得税的争论，这种争论最后通常导致企业税负增加而不是减少，反对调涨税率的一派认为，不管税率有高，企业总是有办法将税负成本转嫁到消费者身上，

导致产品价格调高,以弥补税负上的支出,反之调降税率并不会增加企业的获利,而是会使产品价格下跌

另一派则认为企业不但要支付税负,同时还要吸收调涨的税负成本,所以对消费者来说一点影响都没有,

事实到底是怎样呢?当企业税率减少, **Berkshire**、华盛顿邮报或是资本城公司他们自己真的可能将所有获利放到自己口袋,或是将利益透过降价与客户一起分享吗?这对投资人、经理人或是政策制定者来说,都是一个很重要的问题

最后我们自己得到的结论是部份企业会将减税的利益全部或是大部交到企业与其股东的手上,另一部份的企业则是将利益流到消费者或是客户的身上,主要的关键还在于企业本身的竞争优势与其获利能力是否受到政府管制等因素

举例来说,当强势企业如电力事业,其获利程度受到法规管制,税率调降将直接立即反应在电力价格而非电力公司获利数字之上,反之亦然,虽然调涨的速度较慢,另外像价格竞争激烈的产业也会有同样的结果,这类型的企业通常竞争力薄弱,不得不透过自由竞争市场慢慢地反应到产品价格之上,这种价格反应机制与前面所提的公用电力事业相类似,税负减少对价格的影响,远大于对获利的影响

不过另外一方面,在强势且较不受政府规范的企业,情况就完全相反了,企业与其背后的股东将会是最大的受益者,许多我们百分之百或部份持有的事业都属于此一类型,所有降税的好处最后都落到我们而非消费者的口袋里,虽然这样讲有点冒昧,却很难加以否认,若你一时无法接受这项事实,看看你周围那些名医或是名律师,难道你会认为这些专业人士(也算是个人强势的事业)会因为个人所得税率减少而调降其收费标准吗? 不过大家不要高兴的太早,因为预计在 **1988** 年实施的减税方案对我们一点来说有点不太切实际,因为可以预期的是这些减税方案将会造成未来华府的财政困难,进而对物价稳定有严重影响,所以可预期的在未来五年之内,高税率或是高通膨将会再现,且很有可能两者都会同时发生

○ 企业资本利得税率从 **1987** 年起将从原来的 **28%**调高到 **34%**, 这种改变对于 **Berkshire** 来说将有重大影响,因为我们预期未来被投资企业的价值,如同过去一般会反应在企业的资本利得之上,例如我们主要的三大投资资本城、**GEICO** 与华盛顿邮报,目前总市值已高达 **17** 亿美元,约占 **Berkshire** 净值的七

成五强，但每年反应在公司帐上的收益却只有九百万美元，其余大部分的盈余都保留在公司，继续发挥其投资效益，最终为我们带来大量的资本利得

新法案增加所有未来实现的资本利得税负，包含过去新法修正之前已存在的未实现利益，到年底为止，我们帐上有高达 12 亿未实现股票投资利得，原来以 28% 估算预计应付所得税，不久之后，若改成 34% 的税率，将会使得公司净值减少七千三百万美元，直接加到应付政府的所得税之上，

○ 保险事业收到的股利与利息收入的税负将比过去为重，首先企业从国内公司收到的股利税率将从 15% 增加到 20%，第二是有关产物意外险业者剩下的 80% 的股利，若股票是在 1986 年八月以后取得的，还要再加课 15% 的所得税，第三也是与产物意外险业者相关，也就是在 1986 年八月以后取得的免税债券，将只有 85% 的比例可以免税

后面两项的变动非常重要，代表我们在以后年度，投资所得将会比以前旧制来的少，我个人估计影响获利能力约有十个百分点，

○ 新税法也会大幅影响产物意外险公司支付税负的时点，新规定要求我们在报税时将所提列的损失准备打折，此举将使得我们的课税所得增加，另外在未来六年内，要求我们将 20% 未赚取的保费列入课税所得中，

虽然两者并不影响报表中应付所得税的数字，但却都会大幅加速我们支付税金的时点，意谓过去不必马上支付的税负，现在却都有可能要面临缴纳，这对我们的获利将有相当大的影响，这好比当你 21 岁成年时，便被要求要对你一生所能赚得的收入预先课税，则你往后一辈子个人的财富与身家将会比原来你死时再课税要来的少的多

细心的读者可能会发现一项与我们先前所说不一致的地方，刚刚提到在价格竞争激烈的产业，我们认为税负的增减，只会将变化移转到客户的身上，对公司的获利影响有限，不过以目前正处在激烈竞争的产物意外险业来说，税负的增加直接影响的却是公司的获利能力，主要原因在于并非所有的保险业者都适用同样的税法规定，由于一些公司先前帐上有相当大的亏损可供往后年度的获利扣抵，有一些则因为并进亏损的非保险部门享有租税上优惠，使得不同产险公司的实际税率不一而足，这与其它价格竞争激烈的产业，诸如汽车、铝业、百货业，主要竞争对手税率差异不大的情况，完全不一样，

税负成本基础不一，导致差异无法完全反应到客户的身上，保险公司本身必须吸收部份的税务负担，另外部份负担可被“fresh start”所吸收，虽然当我们在 1986 年提列的损失准备，依照新税法规定，在 1987 年认列时将被打折，（当然在给各位的财务报告上的数字仍维持不变），不过由于重复扣抵的结果，将会使得净影响数较以前增加

这项净值增加的影响尚未反应在年度的资产负债表上，依照现行的一般公认会计原则，这项影响数将会陆续反应在未来的损益表的减税利益上，我们预期这项重新的调整将会使得公司净值增加三、四千万美元，不过须特别注意的是，这种优惠只是一时的，不过其它不利的税负增加却是永久的，

公用事业原则在新税法实施后将被取消，意思是说在 1987 年以后，对于企业的清算其税负将加倍，一个是在企业阶段，一则是在股东个人阶段，在过去企业阶段的税负可透过适当方法予以规避，举例来说，假设今天我们把 Berkshire 清算，（当然这是不可能的事），在新制之下，公司股东所能收到的清算收入，将比过去旧制时代少了很多，虽然这只是假设，但事实上却影响到许多准备清算的公司，同样也会影响我们对投资标的的评估，如石油业、媒体业、或不动产业等等，虽然公司实际经营状况并没有多大改变，但其处分价值却因税法的修订而有极大的变动，

个人认为一般投资人或基金经理人可能尚未完全了解其严重性，虽然我不爱提，但我还是必须向各位报告以上复杂难解的内容，总之我只能说新法对 Berkshire 来说，绝对会有不利的的影响，至于详细的数字是多少，以目前的情况实在很难详细的估算

其它事项

去年公司新添购了一架飞机，没错一架对很少到远处旅行的我们来说，算是相当昂贵且豪华的飞机，这架飞机不仅所费不贷，还要花许多钱在保养之上，一架 1,500 万美元的新飞机，每年光是帐上的资金成本与折旧提列就要三百万美金，比起先前那架 85 万美元二手飞机，每年只会产生二十万美元的费用，确实有极大的差别，虽然充分了解其中的差异，不幸地你们的主席还是对于企业专用飞机发表了许多不当的言论，因此在购买之前，我不得已暂时变身成为伽利略，突然间得到一项反启示，原来旅行可以比过去来的容易多了，只是也变得比过去更贵了，到底 Berkshire 会不会因为这架飞机而受益，目前尚无定论，但我个人

一定会将部份企业的成功因素归诸于它(不管别人如何地怀疑) , 我很害怕富兰克林打电话告诉我说, 没错!人类身为一种有理性的动物实在是太方便了, 只要他想要做的, 随时可以找一个理由来解释它

大约有 **97%**的股东参加了去年的股东指定捐赠计画, 透过这项计画去年我们总共捐出了四百万美元给 **1,934** 个不同的慈善团体机构,

我们促请新加入的股东赶快看一看相关的计画, 若你在未来年度也想要参加, 务必确认将股份登记在自己而非信托公司的名下

去年总计有 **450** 位股东参加年度的股东会, (去年约有 **250** 位, 十年前则只有十几位) , 我很期望各位在五月十九日都能到奥玛哈来参加今年的股东会, 查理与我会很乐意为各位回答所有有关公司经营的问题, 去年所有股东总共提了 **65** 个问题, 其中有许多相当好的意见, 去年股东会结束后, 两位分别来自纽泽西与纽约的股东到内布拉斯加家具店花了五千元向 **B** 太太各买了一套市价一万元的地毯, **B** 太太相当高兴但却不甚满意, 所以今年股东会后, **B** 太太将在店内等待各位, 希望各位能够打败去年的记录, 否则我可能会有麻烦, 所以各位请帮帮忙, 不要忘了顺道去看看她

华伦巴菲特

董事会主席

1987 年 2 月 27 日