

2007 年巴菲特致股东的信

编者按：巴菲特每年写给股东的信清晰、流畅，充满睿智和幽默，已成为世界杰出投资经理和优秀 CEO 的必读经典。

从 1979 年开始，会计准则要求保险公司的权益类投资以市值计价，而不是以前要求的市值与成本孰低法。在表 1 中，伯克夏到 1978 年为止的业绩都作了调整，以符合调整后的会计准则。在其他方面，所有的结果都采用原始数据计算。

表 1：伯克夏公司与标准普尔 500 指数的绩效对比

年份	年度增长		
	伯克夏每股账面净值	标准普尔 500 (包含红利在内)	相对绩效
(1)	(2)	(1)-(2)	
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	(11.7)	32.0
1967	11.0	30.9	(19.9)
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	(8.4)	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
1972	21.7	18.9	2.8
1973	4.7	(14.8)	19.5
1974	5.5	(26.4)	31.9
1975	21.9	37.2	(15.3)
1976	59.3	23.6	35.7
1977	31.9	(7.4)	39.3
1978	24.0	6.4	17.6
1979	35.7	18.2	17.5
1980	19.3	32.3	(13.0)
1981	31.4	(5.0)	36.4
1982	40.0	21.4	18.6
1983	32.3	22.4	9.9
1984	13.6	6.1	7.5
1985	48.2	31.6	16.6
1986	26.1	18.6	7.5
1987	19.5	5.1	14.4
1988	20.1	16.6	3.5
1989	44.4	31.7	12.7
1990	7.4	(3.1)	10.5
1991	39.6	30.5	9.1
1992	20.3	7.6	12.7
1993	14.3	10.1	4.2
1994	13.9	1.3	12.6
1995	43.1	37.6	5.5
1996	31.8	23.0	8.8
1997	34.1	33.4	0.7
1998	48.3	28.6	19.7
1999	0.5	21.0	(20.5)
2000	6.5	(9.1)	15.6
2001	(6.2)	(11.9)	5.7
2002	10.0	(22.1)	32.1
2003	21.0	28.7	(7.7)
2004	10.5	10.9	(0.4)
2005	6.4	4.9	1.5
2006	18.4	15.8	2.6
年均复合回报率 1965-2006 年	21.4%	10.4%	11.00
总计回报 1964-2006 年	361,156%	6,479%	

注：以上数据均以公历年度为准。除了 1965 与 1966 年度的截止日期为 9 月 30 日之外，1967 年计算期为 15 个月(截止到 12 月 31 日)

标准普尔的数据是税前，而伯克夏是税后的。假如伯克夏这家公司只持有指数，并且需要缴纳公司税，那么，该公司的回报在指数上升时会低于指数的回报，在指数下跌时会超越指数。随着时间的推移，税负会极大地拖累公司的回报。

致伯克夏·哈撒韦公司的各位股东：

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。查理早年是律师，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，工作努力又高效。

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，包括现金和现金等价物。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。

表2：伯克夏每股投资价值

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。

表3：伯克夏税前每股收益

年份	税前每股收益 *
1965	\$4
1975	\$4
1985	\$52
1995	\$175
2006	\$3,625
复合增长率 1965-2006	17.9%
复合增长率 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：伯克夏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，我们的结论是伯克夏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 Worth 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，甚至会将其同事逐出公司，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，你要坚定不移。

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！

表 4：伯克夏保险业务部门的保单和浮存金（单位：百万美元）

经营保险业务的部门（控股子公司）	承保利润（损失）		年终浮存金	
	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
合计	\$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

我们的保险业务 2007 年的业绩可能会变差，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 飓风已是最坏的灾害，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，保障原来的投保人免于索赔，现在我们已经在这这么做，稍后我会告诉你协议的细节。首先让我们来回顾一下保险历史，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投保人。

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保利润，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？