

## 2009 巴菲特致股东的信

致伯克希尔·哈撒韦公司的股东们：

2008 年我们的市值缩水了 115 亿美元。这让我们两种股票的每股账面价值下滑了 9.6 %。在过去的 44 年中（也就是说，现任管理层继任以来），我们的第一类股票每股账面价值从 19 美元上升到了 70530 美元，年增长率为 20.3%。

上页表格记录的伯克希尔股票账面价值和标准普尔指数过去 44 年的表现显示，2008 年对两者都是最坏的年景。对于公司、市政公债、地产和日用品，这段岁月同样都是毁灭性的。年末时，各种类型的投资者都既困惑又遍体鳞伤，仿佛闯入了羽毛球比赛现场的小鸟。

这一年中，随着时间推移，世界上很多大金融机构内部的致命问题暴露出来。这让之前备受尊敬的信贷市场转瞬变得机能紊乱。社会上的流行语变得像我年幼时在一家餐馆墙壁上看到的标语：“我们只相信上帝，其余人等请付现金。”

到了第四季度时，信用危机伴以翻滚的房价和股市，制造出了席卷整个国家的让人瘫软的恐惧。随之而来的是整个商业活动的自由落体运动，而且是以我从未见过的加速度在下落。美国和世界的大部分地区都陷入了一种恶性循环。恐惧带来商业萎缩，商业萎缩导致更大的恐惧。

不断上升的萎靡气氛促使政府采取大动作。用扑克牌局的术语描述，财政部和美联储已经全押（all in）。如果说此前为经济开出的药都是论杯装，那最近就是论桶。曾被认为是不可思议的用量当然必然带来不受欢迎的副作用。尽管一个可能的后果是恶性通货膨胀，但是大家还想当然认为用药精确，毫无后顾之忧。更甚，主要行业都依赖于政府的支持，接下来市和州将会面对各种难以置信的请求。让这些组织从公众的乳头上断奶，将会是一项政治挑战。他们才不愿轻易离去。

要让金融系统避免彻底崩溃，政府去年采取的强有力的紧急措施必不可少，无论可能出现怎样的负面影响。一旦出现彻底崩溃，对我们经济中的所有领域都将造成灾难性的后果。如果是这样，我们经济的每个领域的结局就会是另一种局面。无论你是否喜欢，华尔街居民、主街居民和美国各种街道上的居民们都在同一条船上。

尽管身处坏消息之中，但不要忘记，我们的国家曾经面临过远比这糟糕的局面。仅仅在 20 世纪，我们就曾面对过两次大战（其中有一次我们似乎都要输掉战争了）；十多次的阵痛和衰退；1980 年，恶性通货膨胀曾导致高达 21.5% 的基本利率；还有 1930 年代的大萧条，大萧条期间的很多年中，失业率一直在 15% 到 25% 间徘徊。美国可从不缺挑战。

没有失败，只因为我们战胜了失败。面对着这么多障碍——其他还有很多——美国人的实际生活水准在 20 世纪翻了七番，道琼斯工业指数从 66 点上升到 11497 点。与之形成对比的是，在数十个世纪中，人类都只能依靠微薄所得（如果有的话）过活。尽管前进之路并不平坦，我们的经济体系在过去运转得相当不错。没有其他体系能像它那样激发出人类的潜力，而且这套体系还会继续如此运作。美国最好的日子还在前头。

在过去 44 年中，75% 的时间里，标准普尔指数都代表着收获。我猜，接下来 44 年中，大概有相同比例的年份也相当不错。但无论是查理·芒格——我管理伯克希尔公司的搭档——

一还是我，都不能提前预知哪些年景好，哪些年景坏。（我们固执的认为，也没人能做出如此预知。）我们能确定，比如，2009年的经济状况将会惨不忍睹，但是这个结论也不能告诉我们股票市场会上涨还是下跌。

无论是好年景还是坏时辰，查理和我都简单地紧盯四项目标：

1. 维系伯克希尔在金融上直布罗陀海峡般的位置。这意味着要有非常良好的资金流动性、适度的即将到期债务、数十个利润与现金的源泉；

2. 拓宽保护我们生意的“护城河”，这会让我们们的公司们具备长期竞争优势；

3. 收购和发展新的、各种各样的利润之源；

4. 扩大和培养优秀的管理团队，这个团队要能持续为伯克希尔创造出非凡价值。

### 2008年的伯克希尔

去年，伯克希尔生意中的大多数都受到下行经济的显著影响，在2009年还会如此。我们的零售业受到的打击尤其严重，我们同民用建筑相关的组织也是这样。尽管如此，总体而言，我们的制造业、服务业和零售业产生了大量的现金流，它们中的大多数，尤其是那些较大的，继续在巩固自己的市场竞争优势。更值得庆幸的是，伯克希尔的两项最重要的生意：保险业务和公用事业业务，它们逆市增长，产生了大量利润。这两项生意在2008年都有杰出贡献，它们的前景也都非常辉煌。

正如去年年报中提到的，2007年我们保险业务实现的卓越的承保利润在2008年不会再现。不过，保险集团还是连续第六年贡献了承保收入。这意味着我们保险业的585亿浮游额虽然不属于我们，但是归我们持有，并且在为我们的利益进行投资，我们却什么都不用付出。事实上，持有这笔浮游资金在2008年还给我们带来28亿美元的收入。查理和我发现这买卖还真不错。

大多数保险公司都经历了严重的承保流失，这让它们的经济状况远不同于我们。当然，一些年之后，我们也会经历承保流失。但我们拥有这个行业最优秀的经理们，多数情况下，他们都密切注意着那些特定的价值不菲的销售地区。考虑到这些力量，我相信我们会持续赚得承保利润，我们持有的浮游资金也不会消耗我们任何成本。保险业是伯克希尔生意的核心，是我们的经济发电站。

查理和我对我们的公用事业生意同样乐观，去年已经有了盈利记录，而且未来前景可观。Dave Sokol 和 Greg Abel，我们的两个管理人员，已经取得了在公用事业行业从未有过的成绩。每当他们拿到新项目我都会欢喜雀跃。在这个资本密集的行业，每个项目投资都会很大。这让伯克希尔有机会把大量资金投入到有不错回报的行业。

去年我们在资本分置上做得也不错。伯克希尔总是同时购买生意和安定，我们又想赚钱又想低风险。市场的混乱让我们在收购时顺风顺水。投资时，市场的悲观是你的朋友，乐观则是敌人。

在保险领域，我们做了三项在正常市场环境下无法完成的重大投资。这些投资会给伯克希尔带来15亿税前年收入，同时提供资本收益的可能。我们也结束了对Marmon的并购举动（我们现在拥有这家公司的64%股份，并且会在接下来的6年内持续购买它的其余股份）。此外，特定的辅助收购会强化我们旗下公司的竞争优势和盈利能力。

好消息到此为之。还有些不太让人高兴的事实：2008年我做了一些愚蠢的投资。我至少犯了一个重大错误，还有一些错误不那么严重，但也造成了不良后果。稍后我会更详细谈及此事。此外，我还犯了一些疏忽大意的错，当新情况出现时，我本应三思自己的想法、然后迅速采取行动，但我却只知道咬着大拇指发愣。

## 标尺

伯克希尔的价值主要来自两块领域。首先是我们的投资：股票、债券和视同库存现金。到年底时，这部分资产价值为1220亿美元（其中不包含由我们的金融部门和公用事业组织做出的投资，它们被算作第二部分价值）。其中有585亿美元是由我们用保险业浮动资金投资贡献的。

伯克希尔的第二部分价值来源是除投资和保险之外的其他盈利渠道。这部分利润由我们的67家非保险公司贡献。我们把保险排除在外，是因为保险业的价值在于它的资金提供的投资收益，这我们已经归类于第一部分了。

2008年，伯克希尔的投资股从每股90343美元下跌到77793美元，这种下跌由整个市场的衰退引发，而不是由于市场对股票或债券的抛售。第二部分股票价值从税前每股盈利4093美元下降到3921美元。

两类股票的表现都不让人满意。如果我们希望以一个可接受的速率增加伯克希尔的固定资产价值，我们需要在每个领域内都逆市增长。当然，我们会始终聚焦在能带来利润的领域，正好像我们数十年来一直做的那样。我们喜欢购买那些被低估的安全资产，但是我们更喜欢购买那些价格公道的公司。

现在让我们看看伯克希尔的四块主要部分。每一领域的赢收平衡和收入计算方法都迥然不同。因此，把它们合并到一起，如标准的金融报告所做的那样，只会妨碍我们的分析。因此我们把它们分成四个独立部分，查理和我正是如此想的。

## 公用事业

伯克希尔拥有中美能源控股84.7%的股份。中美能源旗下有多家公用事业组织。它们中最大的包括：1. Yorkshire Electricity and Northern Electric，它有380万用户，是英国第三大电力公司；2. 中美能源，它服务着72.3万电力用户，主要集中在爱荷华；3. Pacific Power and Rocky Mountain Power，服务着西部六州的170万电力用户；4. Kern River and Northern Natural pipelines，通过它运输的天然气占美国用量的6%。

我们在中美能源控股的合伙人包括两位了不起的管理者 Dave Sokol 和 Greg Abel，以及我的老友 Walter Scott。每个合伙人拥有多少投票权并不重要。因为只有我们达成一致时才会做出重大决定。同 Dave、Greg 和 Walter 的九年合作让我深信，我们再找不到比他们更好的搭档了。

有些让人扫兴的是，中美能源还拥有全美第二大房地产经纪公司 Home Services of America。这家公司有21个地方品牌和16000个代理商。去年是房地产销售的恐怖之年，2009年也好不到哪儿去。不过，我们会在合理价格水平上，继续收购一些优质经纪公司。

中美能源在电力供应和天然气管道输送方面的表现非常杰出。

1995年，中美能源成为爱荷华州的主要电力供应者。通过精确规划和效率提升，从我们进入以来，公司就一直维系着电价不变，并且会继续保持价格稳定到2013年。

与此同时，中美能源还让爱荷华成为全美使用风能发电比率最高的州。自我们买下这家公司起，中美能源风能发电占总发电量的比率已经从零上升到了20%。

仅2008年一年，中美能源就在发展风能上投入了18亿美元。今天它已成为全美公用事业组织中最大的风能公司。在我们的公用事业生意中，我们把所得全部重新投入，以满足对我们服务的需求。自伯克希尔在2000年购得中美能源以来，这家公司还从没分过红。赚的钱全都投入到发展公用事业系统和满足客户需求上了。这样做的结果是，我们未来能在我们的大量投资上取得不错回报。从各方面衡量，这生意都棒极了。

在商业上，我们长期以来的公开目标就是成为“最佳买家”，尤其是对那些由家族创立和拥有的生意。想拥有这个称号，就必须配得上这个称号。这意味着我们必须坚守承诺：避免杠杆收购；给予经理人极大的自主权；和被收购公司同甘共苦，好坏共度（尽管我们更喜欢公司越来越好）。

过去的历史表明我们言行一致。同我们竞争的大多数买家都不走我们这条路。对他们而言，收购就像买卖萝卜白菜，合约墨迹未干，收购者已经在考虑“退出策略”，寻找下家。因此，当我们碰到那些真正关心自己生意未来的出售者时，我们拥有压倒性优势。

退后几年，我们的竞争者被称为“杠杆收购者”（LBO）。但是杠杆收购后来声名狼藉。因此，收购者要给自己换个马甲。但是他们的所作所为全都未变，比如他们深爱的收费制度和对资金杠杆的热爱。

它们的新马甲是“私募股权基金”（PE）。这个称号颇具颠倒事实的误导性。这些公司购买的商业组织总是得到一个不变的结局，同PE进入之前相比，股权投资在它们资本结构中的构成比例急剧下降。一些才被收购了两三年的公司，发现自己被PE加给它们的债务推到命悬一线的境地。今天，银行债券大都在以低于票面价值七折的价格出售。政府公债价格更低。尽管如此，应注意的是，PE公司并没有对它们的监护公司注入它们急需的股权投资，相反，它们把自己还剩下的资金牢牢掌控在自己手里，相当之“私”。

在高度管制的公用事业领域内没什么大的家族企业。因此，伯克希尔希望成为监管者眼中的“最佳买家”。当收购计划提出时，是监管者而不是出售股权的股东在判断买家品性如何。

在监管者面前隐藏你的历史表现毫无作用。他们能——而且也会——让他们在各州的合作机构调查你之前的商业轨迹，包括你是否愿意提供足够的资本入股。

中美能源在2005年意欲收购PacifiCorp时，六个州的监管机构迅速检查了我们在爱荷华州的纪录。他们还仔细核查了我们的财务计划和资本能力。我们通过了检验。我们希望我们能一如既往地通过未来的各种检验。

我们如此自信的原因有两点。首先，Dave Sokol和Greg Abel会始终以一流的水准来管理交由他们管理的生意。他们根本不知道如何把事情做差。其次，我们希望在未来我们能购买更多管制下的公用事业机构，我们知道，明天是否受监管机构的欢迎，取决于今天我们如何表现。

## 保险业

打从 1967 年我们进入以来，保险业就一直在推动伯克希尔公司的增长。这个让人欣喜的结果并不是由该行业的普遍繁荣带来的。截至 2007 年年底，过去 25 年时间内，按市值计算，保险业的投资回报增长率是 8.5%，财富 500 强是 14%。很明显，我们在保险业的 CEO 们并不占天时地利。但这些经理的表现却远超出查理和我早先的预计。我爱死他们了。

Tony Nicely 18 岁时加入 GEICO，如今已在公司度过 48 年。当他在 1993 年成为公司 CEO 时，GEICO 在车险领域仅有 2% 的市场份额，公司很长时间以来一直徘徊在这个市场份额上下。现在我们的市场份额已经从 2007 年的 7.2% 上升到了 7.7%。

开拓新生意带来的收获和对已有生意的再创新，让 GEICO 在车险保险公司中占据了第三的市场位置。1995 年伯克希尔购得公司控制权时，它的市场位置是第七。如今我们牢牢占据探花位置。

GEICO 增长的原因是它能为机动车驾驶者省钱。没人喜欢购买车险，但是基本上人人都喜欢开车。因此，驾车者喜欢寻找保险费用最低但服务一流的保险公司。高效是低成本的关键，而高效正是 Tony 的专长。五年前，每个雇员能获得 299 张保单。2008 年，这个数字是 439 张。生产力极大提高。

我们最大的国际再保险公司 General Re 2008 年也表现不凡。一段时间之前，这家公司还存在非常严重的问题（我们在 1998 年购买它时，我对问题毫无察觉）。2001 年，Joe Brandon 在 Tad Montross 的辅助下成为公司 CEO 时，公司的情形还在进一步恶化。公司正承受着承保额下降、现金储备减少以及与此同时的支出带来的损失。Joe 和 Tad 上任之后，这些问题都很成功地被解决了。今天 General Re 已经重新焕发青春。去年春天 Joe 退休，Tad 接替成为 CEO。查理和我对 Joe 扶正公司航向的工作感激不尽，同时我们也相信，Tad 正是 General Re 所需的那个正确的领导者。

再保险是门长线生意，一个保险承诺有时会延续 50 年甚至更久。过去的一年让承保人再次认识到一个至关重要的原则：承诺并不重要，重要的是承诺由谁做出。这正是 General Re 胜出的地方：它是唯一一家有 AAA 级公司作为背后支撑的再保险公司。本·富兰克林说过一句话：“空麻袋立不直，空心承诺靠不住。” General Re 的客户无需担心这点。

我们在保险业的第三大机构是 Ajit Jain 的再保险公司。它的总部位于 Stamford，仅有 31 名雇员。它可能是世界上最值得称道的公司之一，难以描述难以定义，但绝对值得表扬。

每一年 Ajit 的生意都花样翻新。它的特征是大买卖、让人难以置信的执行速度和愿意承保那些让竞争对手苦恼到挠头不已的单子。每当有一项保险存在巨大的非同一般的风险时，人们总会想到去找 Ajit。

Ajit 在 1986 年加入伯克希尔。用不了多久，我就意识到自己得到了一个非比寻常的天才人物。因此我写了一封信给他在新德里的父母，问他们是否还有另外一个这样的孩子在家待着。当然，写信之前我就知道答案会是什么。世界上根本不可能有第二个 Ajit。

我们那些稍小些的保险机构也都以自己的方式表现杰出，像我们提到的三巨头一样。它们以微小的成本为我们提供了宝贵的浮动资金。我们将它们归类于“其他”类。为了避免冗长，我们不再详细个别讨论。但请相信，查理和我对它们的贡献都欣赏不已。

## 制造业、服务业和零售业公司

这是个五花八门的组合，出售从棒棒糖到家用电器的各种商品。它们在去年取得了令人印象深刻的 17.9% 的市值增长。值得注意的是，这些公司只用了很小的资金杠杆就收到了如此回报。显然我们拥有一些不可思议的生意。我们购买了很多这样的实际价值在市值之上的公司。这些购买让我们的账面资产价值下降了 8.1%。

尽管全年表现可圈可点，但是该组合中很多公司的收入在去年第四季度时像踩了急刹车。2009 年的前景看上去更糟。尽管如此，在今天这种恶劣环境下，这组公司仍然具备强劲的赚钱能力，会继续为母公司提供可观的现金流。总之，去年这些公司的市场竞争优势都得到了强化，部分原因是资本上的优势让我们得以进行能带来增值的收购。与之形成对比的是，很多竞争对手或者在忙着对付危机的洪水，或者正在沉没其中。

最值得一提的收购是，去年 11 月，Iscar 收购了一家日本领先的小型工具制造商。查理和我对 Iscar 的管理成果又惊奇又赞叹。收购一家公司时，能够得到一名像 Eitan Wertheimer、Jacob Harpaz 或者 Danny Goldman 这样的管理人员，就该烧高香。能够得到三个，简直像中了六合彩。自我们收购以来，Iscar 的增长速度一直超出我们的预料。现在有了 Tungalo 的助力，这家公司的表现定会走向新高。

## 金融和金融产品

我会在这里稍显冗长地论述下 Clayton Homes 的抵押贷款操作。这样做是因为，Clayton 最近的经验可能会对关于房地产和抵押贷款的公共政策争论有些帮助。

Clayton 是住宅建筑行业最大的公司，去年建造了 27499 套住房，这占了整个 81889 套住房市场的 34%。2009 年我们的市场份额会进一步增加，部分原因是该行业的其他公司正身陷绝境。站在行业角度，自 1998 年达到售出 372843 套的高峰之后，整个行业的住房销售数量都在稳步下降。

当时，该行业中多数销售行为都很糟糕。我曾描述这段时期为，“不该当债主的人把钱借给了不该欠债的人”。

首先，本很重要的分期付款的首次付款经常被忽略。有时候大家弄虚作假（“我看他们家的猫值 2000 美元”，销售人员说。贷款被批准后，他会得到一个能赚 3000 美元的购房委托）。贷款者同意签署根本不可能偿还的每月分期付款协议，因为他们没什么可失去的。最后的抵押贷款债券被打包，然后由华尔街出售给毫不怀疑的投资者。这套愚蠢的做法必然收获恶果，事实上也正如此。

必须强调的是，Clayton 在那一时期贷出款项时要理性得多。事实上，没有一个购买了 Clayton 抵押贷款债券的投资者损失过一毛钱的本金和利息。但是 Clayton 只是个例外，整个行业都处在垂死状态。这种挣扎状况一直持续到了今天

1997-2000 年的萧条应该被视为更大范围内的常规住房市场的煤矿瓦斯预警。但是投资者、政府和评级机构从住房建筑行业的衰退中没得到任何启发。相反，令人大惑不解的是，同样的错误在 2004-2007 年在常规住房中得到重复：借贷者愉悦地把钱借给根本还不起的人；贷款者也毫不犹豫地签署了分期付款协议。双方都希望“房地产价值上涨”来为这项根本

不可能实现的安排买单。《飘》中女主人公郝思嘉说得好：“车到山前自有路，明天再考虑也不迟。”如今我们经济的各方面都品尝到了这种行为的苦果。

在整个房地产市场崩塌期间，Clayton 的 198888 名贷款者仍然继续偿还债务，这让我们没有蒙受非预期的损失。这并不是因为这些贷款者都信用良好。一个衡量信用的指数 FICO 显示，我们的贷款者信用指数为 644，全国信用指数的平均值是 723。我们的贷款者中有 35% 的人信用指数在 620 之下，这部分人群通常被认为信用堪忧。带来灾难的常规住房抵押贷款中，有很多贷款者，以 FICO 衡量，信用指数要好得多。

为什么我们的贷款者表现得这么好？——他们收入平平，也谈不上信用等级多么好。答案非常简单。我们的贷款者仅仅是量力贷款，他们会看一下贷款协议，看其是否在他们实际收入（而不是期望收入）的承受范围内。他们贷款时就想好了如何偿还，不管房价怎样变化。

同样重要的还有我们的贷款者没有做什么。他们没有指望依靠再次借贷来偿还贷款。他们没有签订同自己的收入脱节的利率苛刻的贷款合同。他们也不会假定，当他们无法偿还贷款时，可以通过出售房屋，赚一大笔，来还掉钱。

当然，我们的贷款者中也有不少人未来会陷入困境。如果不幸降临，他们并没有太多储蓄以让自己安然无恙。让他们毁约或丧失抵押赎回权的主要原因，是失业、死亡、离婚和重病也都会引发问题。如果失业率上升——在 2009 年这是肯定的，更多的贷款者会陷入麻烦。我们也会有更大的、但还是可控的损失。但我们的问题同房价走势关系不大。

关于目前房地产危机的评论往往忽略掉一个关键事实，那就是大多数违约并不是因为房屋价值低于抵押贷款价值，而是因为贷款者还不起他们答应偿还的每月分期付款。那些通过借贷而不是节衣缩食来支付首付的业主，很少是因为物业价值在今天低于抵押贷款价值而毁约。相反，当他们付不起月供时，他们就会甩手不干了。

住自己的房子是好事儿。我的家庭和我们在我们现在的房子里住了 50 年，而且还会一直住下去。但是购买房屋的首要动机应该是家的喜悦和居住其中，而不是指望它盈利。房屋的购买也应该同购房者的收入水平相吻合。

目前的房地产崩盘应当会让房屋买家、贷款提供商、经纪商和政府学到一些简单的教训，而这将确保房市将来的稳定。买房的时候，借款人应当实打实地预付至少 10% 的首期，月供也要在借款人收入可以轻松负担的范围之内。借款人的收入情况要仔细核实。

居者有其屋是个很美好的目标，但不应该是我们国家的首要目标。让购房者待在自己的房子里而不毁约才应该是努力的方向。

## 投资

此前我曾经提到过，去年我犯了一个严重的投资错误（可能还有很多，只是这个被发现了而已）。查理或者其他人都跟此事无关。在油价和天然气价格接近最高点时，我购买了大量的康菲石油公司股票。我没能预计到 2008 年下半年能源价格的戏剧性下跌。我仍然认为未来石油价格会比现在的 40—50 美元高得多。但是到目前为止我错得离谱。即使石油价格回升，我选择购买的时机也让伯克希尔消耗了数十亿美元。

我还犯了一些目前已经可见的错误。这些错误不那么大，但不幸的是，它们也不小。2008年，我用两亿四千四百万美元买了两家爱尔兰银行的股票，当时那股价看上去便宜得很。年底时这些股票的价值已经低到不能再低：2700万美元，我们损失了89%的钱。那之后，那两只股票的价格还在一路下跌。网球比赛的观众会称这种行为为“非受迫性失误”。

去年的投资也有积极的一面。我们购买了145亿Wrigley、高盛和GE的固定收益证券。我们非常喜欢这些投资。它们自身的良好成长性让这些投资再满意不过。作为对我们投资的额外回报，我们还获得了可以继续增股这三家公司的机会。为了做出这三项重大收购，我不得不出售了我们持有的一些其他资产，尽管我很愿意继续持有它们（主要是强生公司和康菲石油公司的资产）。但是我曾发誓——对投资者和我自己——要让伯克希尔公司高效运转，而不是仅仅持有大量现金。我们不能指望靠陌生人的恩惠去尽明天的义务。如果被迫选择，我不会为了更多利润牺牲哪怕一晚的睡眠。

投资界已经从担心定价过低的风险发展到了担心定价过高的风险。这种转变可真不小，钟摆已经从一个极端摇摆到了另一个极端。仅仅数年前，我们仍会觉得以下行为不可思议——人们对信用级别良好的市政公债或者公司债券不闻不问，却热衷于零风险的政府短期债券，尽管它的收益几乎为零。未来人们撰写这十年的金融史时，肯定会提到上世纪90年代的互联网泡沫和本世纪初的房地产泡沫。但2008年底的美国国债泡沫可能也会被认为几乎与前几次泡沫一样非同寻常。

如果很长一段时间内一直执着于现金等价物（指极容易和很快可转换成现金的资产，持有这种资产如同持有现金）或者长期政府债券投资，其后果一定相当恐怖。当然，随着金融局面的进一步动荡，持有这些资产的投资者会越发自我感觉良好，甚至到自鸣得意的地步。当他们听到所有评论都在说“现金为王”时，他们越发感觉自己决策英明。尽管这些为王的现金不能带来任何收益，而且随着时间推移购买力在不断下降。

投资的目的是为了让人夸你有多棒。事实上，赞扬经常是增长的敌人。因为它束缚你的思维，让你的大脑开放性下降，不会对早先形成的结论进行反思。谨防那些让人溢美的投资举措；伟大的举动通常都会让人觉得枯燥无聊。

## 衍生产品

衍生产品很危险。它们让我们金融系统中的杠杆率和风险都增加不少。它们让投资者们难以理解和分析我们的大商业银行和投资银行。它们让房地美和房地美常年陷入巨大的虚假陈述中。房地美和房地美是如此让人困惑，以至于它们在政府中的监管机构——联邦住房企业监管办公室的100多名职员除了监督这两家公司之外什么都不用做，即使如此还完全不得要领，彻底迷失在它们复杂的衍生产品名目中。

实际上，最近的一些事件揭示出，那些供职于主要金融机构的CEO或者前CEO们，也没有能力去管理一个拥有如此复杂和庞大的衍生产品的生意。查理和我也在这个倒霉鬼名单中。当伯克希尔在1998年收购GeneralRe时，我们知道我们搞不定它同884个交易商达成的23218份衍生产品合约（其中很多交易商和衍生产品我们听都没听过）。因此我们决定不做这生意。尽管当我们选择退出时，我们不用承受任何压力，市场也很温和，大致完成这项



任务仍用了我们五年时间，让我们蒙受了超过 4 亿美元的损失。离别之际，我们对这门生意的感觉正如一句乡村民谣歌词所唱：“在我了解你之前，我还更喜欢你些。”

更高的“透明度”——政治家、评论员和金融监管机构最喜欢用这个良方来避免将来出现严重问题——对衍生产品导致的问题也无能为力。我没听说有哪种报告机制能够大体不差地描述和衡量庞大复杂的衍生产品投资组合的风险。审计人员无法审计这些合约，监管机构也无法进行监管。当我读到使用这类衍生工具的公司 10-K 年报中“事项披露”部分时，我只知道自己最后对这些公司的投资组合状况一无所知（然后还得吃几片阿司匹林缓解头痛）。

.....

## 年会

我们今年的年会将在 5 月 2 日星期六举行。像往常一样，哈奎斯特中心的大门会在早上七点准时敞开。八点半时会放映一部新的伯克希尔影片。九点半时我们会直接进入问答环节。这个环节会持续到下午三点（中间有个午餐）。短暂休息之后，查理和我会在三点一刻召开年会。如果你决定在这天的问答环节离开，那么请在查理讲话时离场。

今年我们会对会议的提问环节做一些重要改变。最近这些年，我们只收到屈指可数的同伯克希尔和它的运作有关的问题。去年根本就没有相关问题。因此我们需要把话题重新扭转到伯克希尔的生意上。

与之相关的一个问题是，之前早上七点开门时，人们会急匆匆蜂拥而入。跑在前面的都是想在 12 个麦克风前排队靠前，以便得到提问机会的人。从安全角度来讲这并不可取。而且我们也不认为跑步能力应该成为获得提问机会的决定性因素。（作为一个 78 岁的老头，我认为跑得快是一项可笑的被高估了的天赋。）这也提醒我们需要重新安排程序。

第一个变化是，几位来自报纸、杂志和电视台的财经记者会参与问答环节，向查理和我问股东们通过邮件发出的问题。从这些提交的问题中，每位记者会选出十几个他们认为有趣和重要的问题。

查理和我都对如何回答这些问题心里没谱。我们知道记者们会挑出那些刁难的问题。但这正是我们喜欢的方式。

第二个变化是，我们会在早上八点一刻在那些希望亲自提问的股东中进行抽签。会议中，我会轮流回答记者和抽到签的股东的问题。至少要有一半的问题得同伯克希尔相关。同时我们也会继续从台下的观众中去寻找一些好的或有趣的问题回答。

来加入这个资本家的伍德斯托克音乐节吧，也让我们知道你对这种新形式感觉如何。查理和我都很盼着能见到你。

沃伦·E·巴菲特

董事会主席

2009 年 2 月 27 日