

巴菲特的普通股投资组合

1977 年

- 1977 年我们投资了 1,090 万美元在资本城通讯公司之上

1978 年

- 在某些情况下，我们间接持股的获利能力变得相当的大，举例来说，像是我们持有的 953,750 股的 SAFECO 股票，该公司大概是目前全美最优秀的大型产物意外险公司，他们的核保能力无与伦比，他们的损失准备提列相当保守，而他们的投资策略也相当合理。

1979 年：

- 目前我们认为 1980 年的股票市场将会是近几年来我们投资组合头一次的表现不如市场大盘，我们相当喜爱目前这些我们拥有主要持股的公司，同时在未来的几年内，也没有计画主动调整目前的投资组合。

1982 年：

- 所以当股票市场涨到一定的程度，将使我们有效地运用资金买进股份的能力大打折扣或甚至完全消失。这种情况会不断发生，就像在 10 年前当股市到达狂热的高档时（由于高股东权益报酬股被机构投资人捧上天），Berkshire 的保险子公司（不包括 Blue Chip Stamps 股权在内）仅仅持有 1,800 万市值的股票，仅占保险公司投资总额的 15%（相较于现在的 80%），在 1972 年的当时有跟现在一样多的好公司，但跟现在比他们当时的股价实在有点离谱。虽然股价高涨对公司短期帐面表现有所助益，但就长期而言却反而会影响企业的前景，而目前我们已观察到一些蛛丝马迹再度出现。
- 怀旧(Nostalgia)是我们在投资选股时必须特别加以重视的，在我们投资组合中，事实上具有最大未实现利益的两家公司 Washington Post 与 GEICO，本人早在 13 岁与 20 岁时便与它们结缘，但磋跎了二十几年，迟至 1970 年代我们才正式成为该公司的股东，但结果证明所谓：「迟到总比未到好。」

1984 年：

- 如同去年我报告过的：(1)1983 年中 GEICO 宣布实施库藏股买回自家股票(2)同时我们签署协议同意 GEICO 自我们手中买回等比例的股份(3)总结最后我们卖还给 GEICO 35 万股，并收到 2,100 万现金，而我们在 GEICO 的持股比例则维持不变(4)我们著名的律师事务所认定这整件交易为减资(5)依税法我们只要缴交 6.9%的集团企业间股利税(6)最重要的是这 2,100 万现金比我们未认列的未分配盈余少得多，故就经济实质面而言，我们将之视为股利的分配。
- 最近我们靠前三大持股-GEICO、General Foods 与华盛顿邮报大量买回自家股票(艾克森-我们的第四大持股也积极买回股票，不过由于我们是最近才建立部位，所以影响不大)，而大发利市，我们对于投资这种具竞争优势同时又真正注重股东权益的管理阶层感到相当安心。
- 最近十年来实在很难找得到同时能够符合我们质/量(价格与价值的差距)标准的投资标的，我们尽量避免降格以求，但你知道什么事都不做才是最困难的一件事(有一位英国

政治家将该国十九世纪的伟大归功于统治者的无为而治，但历史学家可以随随便便就提议，不过后继统治者却很难真正做到)

1985年:

- 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，我可以这样说「我们认为在投资组合中有几支重要个股具有大幅成长的潜力」，但现在这样的话我们却说不出口，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以及竞争优势，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。
- 1985 年出售证券收益的金额达到 4.88 亿美元，其中大部份(约 3.4 亿美金)是缘于我们出售通用食品的股票，我们从 1980 年开始便持有这些股份，当初以远低于我们认为合理的每股企业价值价位买进，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，使其价值一夕之间显现出来，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，虽然最后一项因素是这项获利能够一举浮现的关键因素，但我们却认为前三项才是能为 Berkshire 股东创造最大利益的根本原因。在选择股票时，我们专注于如何漂亮的买进，而完全不考虑逢高出脱的可能性。
- 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)，当资金过多时，我们偶尔也会参与套利活动，但大多只限于已宣布的购并案，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。
- 大约在年后，Berkshire 买进约 300 万股的资本城/ABC 股票，(每股价格 172.5 美元，这约当于 1985 年三月洽谈时的市价)。我们的股权投资将使得资本城因此取得 35 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。

1986年:

- 我突然发现我现在对于股票与债券都提不起劲的态度
- 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。
- 大家要特别注意的是我们将把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。
- 到年底为止，手上只有一个案子 Lear-Siegler (套利)

- 不论如何，大家必须有个体认那就是以目前的市场状况，我们在债券或股票的预期报酬都不会太高

1987年：

- 我们在1973年以每股5.63元买下华盛顿邮报的股票，该公司在1987年的每股盈余是10.3元，同样地，我们分别在1976、1979与1980年以每股6.67元的平均价格买下盖可保险的部份股权，到了去年其每股税后的营业利益是9.01元，从这些情况看来，市场先生实在是一位非常大方的好朋友。
- 永恒的股权投资：，有 Tom Murphy 和 Dan Burke 在资本城，Bill Snyder 和 Lou Simpson 在盖可保险 Kay Graham 和 Dick Simmons 在华盛顿邮报，我们实在想不出有更好的接替人选。
- 首先谈谈普通股投资，1987年股市的表现精彩连连，但最后指数却没有太大的进展，道琼整个年度只涨了2.3%，你知道这就好象是在坐云霄飞车一样，市场先生在十月以前爆跳如雷，但之后却突然收敛了下来。
- 市场上有所谓专业的投资人，掌管着数以亿万计的资金，就是这些人造成市场的动荡，他们不去研究企业下一步发展的方向，反而专研于其它基金经理人下一步的动向，对他们来说，股票只不过是赌博交易的筹码，就像是大富翁里的棋子一样。他们的做法发展到极致，便形成所谓的投资组合保险，一个在1986到1987年间广为基金经理人所接受的一种策略，这种策略只不过是像投机者停损单一样
- 就像是我在1984年年报中曾经提到我们在华盛顿公用电力系统债券上的投资，在1987年我们又持续加码投资，总计到年底我们持有的这类帐面未摊销成本为2.4亿美元债券，市价约为3.16亿美元，还外加每年三千四百万美元的免税利息收入。
- 今年我们新增5,000万美元以上的套利案只有斥资7,600万美元投资100万股Allegis，目前的市价约为7,800万美元。
- 在投资银行业，我们当然没有特殊的远见能够预知其未来发展的方向与获利能力，就产业特性而言，投资银行业比起我们其它主要投资的行业更难预测，这也是为什么我们选择以可转换特别股的方式投资。当然我们对于所罗门公司的CEO -John Gutfreund的能力与品格有不错的印象，查理与我都很尊崇且信赖他，我们是在1976年开始认识他，当时他在协助GEICO汽车保险免于破产的命运时出了不少力，之后我们看到他好几次引导客户免于愚蠢的交易，虽然这使得所罗门因此损失许多顾问费收入，这种以客户务至上的表现在华尔街并不多见。如同查理在50页上所陈述的理由，截至年底我们将在所罗门公司的投资价值定在面额的98%，大约比我们的投资成本少1,400万，不过我们仍然相信这家公司在高品质资本筹募与市场创造营运，将可为我们的投资创造不错的盈余，若果真如此，我们可转换为股权的权利将会非常有价值。

1988年：

- 今日我们所面临不利的因素主要有：(1)目前的股票市场过热，股价相对偏高(2)企业投资利益的税负过高(3)企业被购并的价格偏高(4) Berkshire 主要三大投资事业(约占本公司净值的一半) 资本城/ABC、GEICO汽车保险与华盛顿邮报，个别的产业状况多多少少不若以往，虽然这些公司有杰出的管理与强势的资产，但以目前的股价来看，他们向上成长的潜力相对有限。

- 一部份的投资系属于 Berkshire 关系企业所持有我们永久的持股-资本城/ABC、GEICO 汽车保险与华盛顿邮报依旧不变
- 1988 年我们做出两项重大的决定，大笔买进联邦家庭贷款抵押公司(Freddie Mac)与可口可乐，我们打算要持有这些股票很长的一段期间，事实上当我们发现我们持有兼具杰出企业与杰出经理人的股权时，我们最长的投资期间是永久，我们跟那些急着想要卖出表现不错的股票以实现获利却顽固地不肯出脱那些绩效差的股份的那群人完全相反。彼得林区生动地将这种行为解释成砍除花朵来当作野草的肥料，我们持有 Freddie Mac 的股份比例是法令规定的上限，这部份查理在后
- 去年我们还提到了另外一个深具固定收益特色的投资：亦即所罗门公司 9%可转换特别股，这种特别股特别要求公司提拨偿债基金，自 1995 年到 1999 年间分批赎回，Berkshire 将这些投资以成本列示在帐上，基于查理所提的原因，现在的估计市价以从前一年度略低于成本，转变为 1988 年的略高于成本
- 在 1988 年我们在套利部份斩获不少，不论是金额或是投资报酬率，总计投入 1.47 亿美元的资金，赚取 7,800 万美元的获利。

1989 年：

- 在去年年底这些有价证券较之过去，又以比实质价值呈现更高的价格，一方面当然是因为 1989 年股市的飙涨，另一方面则是这些有价证券的价值得到大家的认同，也就是说过去他们的股价曾经相当的低，但这种情况如今已不复存在。
我们仍然会保有我们主要的持股，不管相较于实质价值，他们现在的市场价格是多少，我们对于他们至死不分离的态度加上这些股份现在的价位，意味着他们在未来可能无法再像先前那样将 Berkshire 的净值大幅向上推升，换句话说，我们能有现在的表现主要受惠于两方面(1)我们旗下的公司所创造出的实质价值增长(2)由于市场对于这些公司的股价，相较于一般企业所做合理的修正所带来的额外红利。在未来我们有信心仍然可以享受公司所创造出来的价值，但是对于先前补涨的利益则因为大都已实现，这意味着我们将来只能靠前者来受惠。
- 必须强调的是我们并不是因为这种简单的算术就倾向采用长期投资的态度，没错经常性的变动有可能会使我们的税后报酬高一些，事实上在几年之前，查理跟我就是这样在做的。
但现在我们觉得一动不如一静，虽然这样的投资报酬看起来可能会少一点，其中的理由很简单，我们已经找到相当难得的商业合作关系，并珍惜我们彼此间所发展出来的情感，做这种决定对我们来说一点都不困难，因为我们相信这样的关系一定会让我们有一个满意的投资成果，虽然它可能不是最佳的。也因此我们觉得实在没有意义要舍弃原来我们熟悉欣赏的人，而把时间浪费在我们不认识且人格可能会在水准以下的人身上，那不等于一个有钱人竟然还为了金钱而结婚，这未免有些精神错乱。
- 投资组合与去年几乎相同，只有一项投资的持股有变动，我们将可口可乐的持股数由去年的 1,417 万股提高到今年的 2,335 万股。
- 除了后面会提到的三项可转换特别股投资之外，我们大幅减少在中长期的固定收益债券部位，尤其是长期部份，大概就只剩下华盛顿公用电力系统债券，去年我们处分了部份当初以相当低折价买进的低收益债券，处分价格与一般信用评等佳的债券差不多，是原始投资成本的一倍，外加每年 15%到 17%的免税利息，至于高收益的债券则予以保留，有些即将在 1991 年或 1992 年到期，剩下的则会在 1990 年中期到期赎回。

同时我们也卖了不少中期的免税债券，当初买下这些债券时曾说过，只要时机成熟找到更好的投资标的，我们会很高兴地把他们给处分掉，不管届时的价格是高或是低于我们的投资成本，如今时机确实成熟了，所以我们便将大部分的债券出清，所得的报酬还算不错，总结下来我们 1989 年从出售免税债券所获得的税前收益大概在 5,100 万左右。我们将出售债券所得的收入连同期初帐上的现金与年中所赚取的盈余，通通买进三种可转换特别股，第一种是在 7 月我们投资 6 亿美金在吉列刮胡刀年利率 8 又 3/4% 十年强制赎回的可转换特别股，转换价格订为 50 美元；之后我们又花了 3.58 亿美金投资美国航空年利率 9 又 1/4% 十年强制赎回的可转换特别股，转换价格订为 60 美元；最后我们在年底又以 3 亿美金投资冠军企业年利率 9 又 1/4% 十年强制赎回的可转换特别股，转换价格订为 38 美元

- 吉列这家公司与我们喜爱的类型非常相近，查理跟我都熟悉这个产业的环境，因此我们相信可以对这家公司的未来做一个合理的预估，(若是没有试过吉列新的感应式刮胡刀，赶紧去买一个来试试!)，但是我们就没法子来预测投资银行业、航空业或是造纸业的未来前景，(我们在 1987 年买下所罗门公司的可转换债券)，当然这并不表示他们的未来就是个负数，基本上我们是不可知论者，而不是无神论者。所以由于我们在这些产业上缺乏强而有力的论点支持我们，因此我们在这些产业上所采的投资方式就必须与那些显而易见的好公司好产业有所不同。

不过在另一方面，有一点还是很重要，我们只跟我们喜欢、欣赏且信任的人打交道，像是所罗门的 John Gutfreund、吉列的 Colman Mockler 二世、美国航空的 Ed Colodny 与 Champion 企业的 Andy Sigler 都算是符合我们的标准。

这种可转换特别股的投资方式可以确保即便是我们的被投资公司面临产业前景不佳的环境时，仍能确保我们可以得到稳定的收益，同时若被投资公司表现不错时，我们又可以获得比投资一般美国企业更好的报酬，我们相信吉列在 Colman 的领导之下，一定会有不错的表现，另外 John 与 Andy 即使是面临产业不佳的前景，应该也不会让我们失望。

这些可转换特别股的报酬当然比不上那些具有经济优势却还没被市场发现的好股票，或许也比不上那些我们可以买下 80% 以上股权的优良企业购并案，但大家要知道后面这两种投资机会相当的稀少，实在是可遇不可求，尤其是以我们现在的资金规模，实在是很难找的到适合的投资标的。

1990 年：

- 1990 年成长之所以减缓的原因主要是因为我们四个主要的股票投资市值加总并没有多大的变动所致，去年我曾向各位表示，虽然这些公司-资本城/ABC、可口可乐、GEICO 保险与华盛顿邮报等，拥有良好的企业体质与经营阶层，但是因为这些特点现在已广为投资大众所认同，所以也促使公司股价推升到一个颇高的价位；另外其中两家媒体事业之后的股价又大幅滑落，原因在于后面我会再详细叙述该产业革命性的演进，另外可口可乐的股价也因为我个人也相当认同的原因为大众所接受而大涨，不过总的来说，目前这四大天王的股价，虽然不够吸引人，但比起一年以前来说，要算是合理的多。
- 同样重要的是我们的获利并不是来自于像香烟或是电视台这些拥有特殊经济型态的产业，相反地它们是来自于一些再平凡不过的产业，诸如家具零售、糖果、吸尘器甚至是钢铁仓储等，这样的解释很明白，我们得来不易的报酬主要是靠优秀杰出的经理人后天的努力而非先天的产业环境优势。

- 树懒天生特有的懒散正代表着我们的投资模式，今年我们没有增加也没有处分任何持股，除了 Wells Fargo 这家拥有良好的经营团队，并享有相当高的股东权益报酬率的银行，所以我们将持股比例增加到 10%左右，这是我们可以不必向联准会申报的最高上限，其中六分之一是在 1989 年买进，剩下的部份则是在 1990 年增加。
- 我们去年其它主要的投资组合的变动就是增加 RJR Nabisco 的债券，我们是在 1989 年开始买进这种有价证券，到了 1990 年底我们的投资金额约为 4.4 亿美元，与目前的市价相当(不过在撰写年报的同时，他们的市价已增加了 1.5 亿美元)。
- 就像我们很少买进银行股，同样地我们也很少买进投资等级以下的的债券
- 我们持续持有先前向各位报告过的可转换特别股，包括所罗门 7 亿美金、吉列 6 亿美金、美国航空 3.58 亿美金与冠军企业 3 亿美金。我们吉列的特别股将会在 4 月 1 日转换为 1,200 万股的普通股，在衡量利率、债信与普通股的价格之后，我们可以确信在所罗门与冠军企业的投资现值应该与我们当初的成本差不多，吉列的价值比成本高，至于美国航空的价值则远低于当初的投资成本。

1991 年：

- 我们在 1991 年所经历帐面数字的超额成长是一种不太可能再发生的现象，受惠于可口可乐与吉列刮胡刀本益比的大幅飙升，光是这两家公司就合计贡献了我们去年 21 亿美元净值成长中的 16 亿美元，三年前当我们大笔敲进可口可乐股票的时候，Berkshire 的净值大约是 34 亿美元，但是现在光是我们持有可口可乐的股票市值就超过这个数字
- 可口可乐与吉列刮胡刀可说是当今世上最好的两家公司，我们预期在未来几年他们的获利还会以惊人的速度成长，相对地我们持股的价值也会以等比例的程度增加，然而另一方面去年这两家公司的股价上涨的幅度却远高于其本身获利增长的幅度，所以说去年我们是两面得利，一方面是靠公司绝佳的获利能力，一方面是市场对于公司股票的重新评价，当然我们认为这样的调整是经得起考验的，但这种情况不太可能每年都发生，展望未来我们可能只能靠前面那点而获益。
- 另外有二项我没有意料到的结果，也影响到我们 1991 年的透视盈余，首先我们在 Well-Fargo 的利益大概仅维持损益两平(所收到的股利收入被其累积亏损所抵消)，去年我说这样的可能性很低的说法，其可信度存疑，第二我们的保险业盈余虽然算是不错，但还是比往年低。
- 这样的方式将会迫使投资人思考企业真正的长期远景而不是短期的股价表现，从而藉此改善其投资绩效，当然无可否认就长期而言，投资决策的绩效还是要建立在股价表现之上，但价格将取决于未来的获利能力，投资就像是打棒球一样，想要得分大家必须将注意力集中到场上，而不是紧盯着计分板。
- 一如往常，以上这张表显示我们李伯大梦式的投资方式，健力士 Guinness 是我们最新的投资部位，至于其它七项主要的投资都持有一年以上(如果把吉列从特别股转换成普通股也包含在内的话)，其中六项投资甚至连持股数都没有变动，唯一的例外是联邦家庭贷款抵押(Freddie Mac)，我们投资的股数略微增加，我们以不变应万变的做法主要是反应我们把股票市场当作是财富重分配的中心，而钱通常由积极的份子流到有耐性的投资人手中，(我嘴巴可能闭的不够紧，我认为最近几件事情显示许多躺着赚的有钱人招到许多攻击，因为他们好象没做什么事就使得本身的财富暴涨，而在此同时过去那些积极活跃的有钱人，如房地产大亨、企业购并家与石油钻探大亨等，却眼睁睁地看着自己的财产一点一滴地缩水)。

- 我们在健力士 Guinness 的持股代表 Berkshire 第一次对海外公司进行大规模的投资，不过 Guinness 所赚的钱与可口可乐、吉列刮胡刀等美国公司却极为类似，主要都是仰赖国际部门的营运，确实以国际性的眼光来看，Guinness 与可口可乐的获利来源有相当的共通性，(但是大家绝对不能将自己最爱的饮料搞混掉，像我个人的最爱依旧是樱桃可口可乐)。
- 1991 年我们在固定收益证券这方面的投资有很大的变动，如同先前曾提到的我们的吉列可转换特别股被强制赎回，使得我们必须将之转换为普通股，另外我们也出清了 RJR Nabisco 的债券，因为它在被转换后赎回，在另一方面我们也买进美国运通与第一帝国-一家水牛城的银行控股公司的固定收益证券，此外还在 1990 年底买进了一些 ACF 工业的债券，以下是截至年底我们持有的主要部位：
- 我们在第一帝国 9% 收益率的特别股投资了 4,000 万美元，在 1996 年前公司无法赎回，每股转换价格订为 78.91 美元，通常我会认为这样的规模对于 Berkshire 来说实在是太小了，但由于我们对于该公司总裁 Bob Wilmsers 实在是过于崇敬，所以不管金额大小，还是希望有机会能与他一起合伙共事。
- 至于美国运通的投资则不是一般的固定收益证券，它算是一种 Perc-每年可以为我们 3 亿美元的投资贡献 8.85% 的股利收入，除了接下来会提到的一个特点，那就是我们的特别股在发行后的三年可以转换成最多 12,244,898 股的普通股，若有必要我们可转换的股份可能会向下调整，以确定我们所收到的股份总值不能够超过 4.14 亿美元，虽然对于可能取得的普通股价值有其上限，但相对地却没有下限，不过这样的特别条款还包含若是三年期限到时公司股价低于 24.5 美元时，可以有权请求延长转换期限一年。

1992 年：

- 除了股票分割，我们 1992 年在这些主要投资的持股只有四项变动，我们小幅增加 Guinness 与 Wells Fargo 的持股，另外将 Freddie Mac 的持股增加一倍，至于通用动力则是全新增加的投资。
- 我们很喜欢买股票，不过卖股票又是另外一回事，就这点我们的步伐就像是一个旅行家发现自己身处于只有一个小旅馆的小镇上，房间里没有电视，面对慢慢无聊的长夜，突然间他很兴奋地发现桌上有一本书名为「在本小镇可以做的事」，只是当他翻开书后，里面却只有短短的一句话：「那就是你现在在做的这件事」。
- 我们很高兴能买到通用动力，之前我并未特别留意这家公司，直到去年夏天该公司宣布买回流通在外 30% 的股权，看到这样难得的套利机会，我开始替 Berkshire 买进这家公司的股票，预期透过公司买回股份可以小赚一笔，在过去几年中，我们曾经做了好几次类似这样的交易，让短期投入的资金获得相当丰厚的报酬。
- 之后我开始研究这家公司，以及 Bill Anders 在担任该公司 CEO 短短期间所做的事，没想到让我眼睛一亮，Bill 有一套精心设计的策略，他相当专注于把这项策略付诸实行，而最后所得到的成果也相当不错。
- 过不了多久，我就把短期套利的念头抛开，决定 Berkshire 应该成为 Bill 的长期投资者，而受惠于买回股份的消息，成交量扩大，我们得以买进大量的部位，在短短一个月期间，我们一口气买进通用动力 14% 的股份，这是在扣除该公司本身买回的股份之后的比例。
- 我们在股权投资策略跟 15 年前 1977 年度报告的那套一样，并没有多大的变化，在选择股票投资所采用的评估方式与买下一整家企业的情况没什么两样，我们希望投资的对象(1)是我们所了解的(2)具有长期的远景(3)由才德兼具的人所经营(4)非常吸引人的合

理价格。但考量目前市场的情况与公司的资金规模，我们现在决定将"非常吸引人的价格"改成"吸引人的价格"

1993 年:

- 如果我们想要命中靶心，那么我们绝对需要有能以合理价格买到好的公司与股份的市场，不过对我们来说，现在市场上的情况并不理想，当然这种情况随时都有可能改变，在此同时，我们也会尽量避免手上闲钱太多而去做那些浪费工夫的蠢事，若方向不对，再怎么努力冲刺也是白费力气。
- 看到今年所列的投资与去年竟如此的相似，你可能会认为本公司的管理阶层实在是昏庸到无可救药的地步，不过我们还是坚持相信离开原本就熟悉且表现优异稳定的公司，实在是非常不智之举，这类的公司实在是还难找到更好的替代。

1994 年:

- 我们持有少数股权企业的贡献，对 Berkshire 来说也功不可没，从一些统计数字中，可以看出他们的重要性，1994 年可口可乐总计卖出 2,800 亿罐八盎司饮料，每罐大概能赚一美分，不过积沙成塔，若按 Berkshire 拥有 7.8% 可口可乐的股权比例，我们大概可以分配到 210 亿罐，总计光是饮料贡献给我们的盈余就有二亿美元；同样的，透过对于吉列的持股，Berkshire 大概可以分得全世界刮胡刀 7% 的市场占有率(以营收而非销量计算)，约为 2.5 亿美元的销售额；另外在拥有 530 亿美元资产的富国银行，我们持有 13% 的股权大概就等于是一家拥有 70 亿美元资产同时每年获利一亿美元的银行。我们宁愿拥有天然钻石的一小部份，也不要 100% 的人工钻石，而刚刚提到的那些公司堪称为天然的稀有宝石，更难得的是我们不是只拥有现在这一些，以后还会得到更多。

1995 年:

- 对于 1995 年能够有这样的成果并没有什么值得好高兴的，因为在去年那样的股票市场状况，任何一个笨蛋都可以很轻易在市场上有所斩获，我们当然也不例外，套句甘乃迪总统说过的一句话，只要一波大浪来就可以撑起所有的船只。
- 买进 GEICO 剩余全部的股权，则在年度结束后不久正式敲定
- 我们继续做着我们的李伯大梦，在 1994 年持有的前六大持股中，有五支在 1995 年维持不动，唯一有变动的是美国运通，我们将持有股权比例提高到 10% 左右。
- 在 1996 年初期，有两个重大事件影响到我们的持股，首先在买下 GEICO 剩余一半的股份之后，GEICO 变成我们百分之百持有的子公司，第二，我们将资本城股份转换成现金与迪士尼股票。
- 在迪士尼的并购案中，原来资本城的股东可以有好几种选择，他们可以选择将原有一股转换成迪士尼的一股外加 65 美元现金，或者他们可以要求全部换成现金或是股票，但是最终可获得的分配结果还要视其它股东的选择以及迪士尼本身的态度而定，以我们持有 2,000 万股来说，我们选择全部转换成股票，不过到年报截止日为止，我们还不确定到底可以分配到多少股份，当然可以确定的是最后收到的股数一定会超过 2,000 万股，除此之外，我们还透过公开市场继续收购迪士尼的股份。

1996 年:

- 我们的投资组合还是没有多大变动，我们打盹时赚的钱比起醒着时多很多。

1997年：

- 看到我们高达 34.1% 的超高报酬率，大家可能忍不住要高呼胜利口号，并勇往前进，不过若是考量去年股市的状况，任何一个投资人都能靠着股票的飙涨而大赚一票，面对多头的行情，大家一定要避免成为一只呱呱大叫的骄傲鸭子，以为是自己高超的泳技让他冲上了天，殊不知面对狂风巨浪，小心的鸭子反而会谨慎地看看大浪过后，其它池塘里的鸭子都到哪里去了那么我们这只鸭子在 1997 年的表现又如何呢？报表显示虽然去年我们拼命的向前划，不过到最后我们发现其它被动投资 S&P 500 指数的鸭子的表现一点也不比我们差，所以总结我们在 1997 年的表现是：呱呱！
- 事实上，若是把 Berkshire 拆成两部份的话，就等于是一家持有我们投资部位的控股公司，以及另一家经营旗下所有事业负担全部成本盈亏的营利事业。
- 对于那些无视于我们 38,000 名辛勤奉献员工的存在，而武断地将 Berkshire 当做是一家投资公司的乡野匹夫，应该要请他们看看第二栏的数字，打从 1967 年我们进行第一次的并购开始，本公司的税前营业盈余已从当时的 100 万美元成长到现在的 8.88 亿美元，这还是吸收了 Berkshire 全部的开销，包含 660 万美元的企业营运费用、6,690 万美元的利息支出与 1,540 万美元的股东指定捐赠款后的结余，虽然这其中有一部份是与投资活动相关的支出。
- 虽然对于现有的投资部位感到相当满意，但是我们也对于陆续进来的资金找不到理想的去路而感到忧心，目前不管是整家公司或是单一股票的市场价格都过高，但我并不是要预言股价将会下跌，我们从来就不对股市发表任何看法，这样说的意思只是要提醒大家未来新投入资金的预期报酬将会大大减少。
- 在这种情况下，我们试着学习职棒传奇明星 Ted Williams 的作法，在他的“打击的科学”一书中解释到，他把打击区域划分为 77 个框框，每个框框就约当一个棒球的大小，只有当球进入最理想的框框时，他才挥棒打击，因为他深深知道只有这样做，他才能维持四成的超高打击率，反之要是勉强去挥击较差的框框，将会使得他的打击率骤降到二成三以下，换句话说，只有耐心等待超甜的好球，才是通往名人堂的大道，好坏球照单全收的人，迟早会面临被降到小联盟的命运。
- 目前迎面朝我们而来的“投”资机会大多只在好球带边缘，如果我们选择挥棒，则得到的成绩可能会不太理想，但要是我们选择放弃不打，则没有人敢跟你保证下一球会更好，或许过去那种吸引人的超低价格已不复存在，所幸我们不必像 Ted Williams 一样，可能因为连续三次不挥棒而遭三振出局，只是光是扛着棒子站在那里，日复一日，也不是一件令人感到愉快的事。
- 股市过热：进行非常态投资

1998年：

- 今年我们大概处分了 5% 左右的投资部位，其中包含一些市价未达七亿五千万表列门槛的股票被大幅地处分掉，此外也有一部份超过七亿五千万的股票被小幅的调整，主要是为了调整债券与股票投资部位间的比例，以因应我们认为市场相对价值的认知，这个动作一直到 1998 年仍在持续进行

- 不过有一点必须强调的是，报表上显示的投资部位，有时反应的是 GEICO 保险公司 Lou Simpson 所做的决策，Lou 独自管理将近 20 亿美元的股票投资组合，当然其中有些部位与我重叠，但通常他的投资动作与我有别
- 两年前，我曾经就 1987 到 1991 年间进行的五项可转换特别股投资做了一番现况报告，在报告出具的当时，我们出脱了冠军国际部份的持股实现小部份的获利，剩下的四项投资中，吉列与第一帝国早已转换成普通股，并享有高额的未实现获利，而美国航空与所罗门兄弟则发生严重的经营问题，这两项投资让我不得不哼起一首乡村歌曲的歌词，"要是你不离开，我又怎么会想念你呢?"
- 而就在报告发布之后，所有四项投资的价值皆大幅增加，吉列与第一帝国的普通股股价飙涨，与公司的经营基本面一致，截至年底，当初我们在 1989 年投入吉列的 6 亿美元已经增值为 48 亿美元，而在 1991 年投入第一帝国的 4,000 万美元，则已增值至 2.36 亿美元
- 在此同时另外两个后段班，也已起死回生，其中所罗门最近决定并入旅行家集团的举动，终于让长久以来饱受苦难的股东获得的回报，Berkshire 所有的股东，包含我个人在内，实在是亏欠 Deryck Maughan 跟 Bob Denham 太多了，首先要感谢他们在 1991 年所罗门爆发丑闻时，拯救公司免于倒闭，之后更让公司恢复以往的活力，使得公司得以风光地嫁给旅行家集团，我常常说，我渴望与我喜爱、信任与崇拜的经理人共事，Deryck 与 Bob 正是这样绝佳的组合。
- 加码买入美国运通

1999 年：

- 几家我们拥有大笔投资的大型上市公司经营纷传缺失，这也是当初我们没有预期到的，也因此使得我们股票投资组合的绩效表现低于同期 S&P 500 指数，还好这些公司所发生的问题都只是暂时的，查理跟我都相信他们长期发展的远景还是相当的乐观。
- 今年我们稍微提高了在美国运通的持股，至于其余另外两项重大的股票投资则维持不变，不过在此同时我们也大幅出脱其余一些较小的投资部位，在这里我也必须承认，嗯！我在 1998 年做的一些举动事实上导致我们的利得不增反减，尤其是决定卖出麦当劳使得我们损失惨重，也就是说如果去年我在股票交易时间一动也不动的话，大家可能会更好过一点。到年底，我们手上持有超过 150 亿美元的约当现金(包含一年内到期的优质债券)，抱着这么多现金让我们感到相当不自在，但是我们宁愿让这 150 亿美元放在我们的手里发痒，也不要让他们轻轻松松落入他人的口袋里，当然查理跟我还是会继续去寻找合适的大型股票投资，当然要是能来一个真正的企业购并案会更好，以消化我们手上过剩的流动资金，不过到目前为止，我们还没有发现任何潜在的目标。
- 我所指的单一科目就是"资金的分配"，而很显然的我在 1999 年所获得的成绩就只有 D，除此之外表现最惨的要算是 Berkshire 的股票投资组合了，至于该为这件事负责的，除了少部份的投资是由 GEICO 公司的 Lou Simpson 管理外，其余全部都要归咎于我本人，我们几件大型的投资标的，由于本身 1999 年的经营情况不佳，导致公司股价表现远落后于大盘，不过我们仍然对它们所处的产业情有独钟，同时也愿意继续与它们同在，只是它们的挫败严重影响到我们去年的表现，而且也不确定何时才能够回归正轨。
- 目前我们拥有的这些好公司的股票价格其实不甚吸引人，从另外一个角度来看，我们认为它们的本质比起股价表现要好得多，这也是为什么我们并不急着增加持股，尽管如此，我们也没有大幅降低持股部位，如果要在股价令人满意但有问题的公司与股价有问题但

令人满意的公司作选择，我们宁愿选择后者，当然真正会引起我们兴趣的，是那种公司令人满意，同时股价也令人满意的标的。

- 1999年我们只做了些许的变动，如同先前我曾提到的，去年有几家我们拥有重大投资部位的被投资公司其经营状况令人不甚满意，尽管如此，我们仍然相信这些公司拥有相当的竞争优势，可协助其继续稳定经营下去，这种可以让长期投资有不错成果的特点，是查理跟我还有点自信可以分辨得出的地方，只是有时我们也不敢百分之百保证一定没问题，这也是为什么我们从来不买高科技股票的原因，即使我们不得不承认它们所提供的产品与服务将会改变整个社会，问题是-就算是我们再想破头，也没有能力分辨出在众众多的高科技公司中，到底是哪一些公司拥有长远的竞争优势。
- 我们认为企业获利的成长幅度，与一个国家的国内生产毛额(GDP)的成长率成一定关系，而我们估计目前GDP的年增率大概只有3%左右，此外再加上2%预估通货膨胀，当然查理跟我无法对于2%的准确性做任何保证，但这至少市场上一般的共识，预防通胀的国库券(TIPS)的利率大约也是一般政府公债减2个百分点左右，当然如果你感觉通货膨胀可能比这个数字还高，你大可以买进TIPS，同时放空政府公债。
- 而如果公司获利果真与GDP预估5%的成长走势相当，那么大家在对美国企业进行评价时的预期，就不可能过于乐观，若再加计配发的股利，那么你可以得出的预计股票报酬率，可能远低于大部分投资人过去几年的投资绩效以及未来几年的投资预期，而如果投资人的期望可以变得更实际一点，我相信总有一天他们一定会，则股市将会进行一波相当大程度的修正，尤其是投机气氛特别重的那些类股。
- 总有一天Berkshire会有机会将大量的资金再度投入股市，这点我们相当有信心，不过就像有首歌的歌词是这样："不知在何处?不知在何时?"当然要是有人想要试着跟你解释为何现今股市会如此的疯狂，请记住另一首歌的歌词："笨蛋总是为不合理的事找理由，而聪明人则避而远之"。

2000年:

- 另外还有一项几年来一直存在的负面消息，那就是目前我们的股票投资组合的价位还是没有太大的吸引力，我们确实拥有一些本质不错的股票，但这些公司的股价大多已合理反应其价值，所以在未来很难再有爆发性的投资报酬，这绝非单一现象，目前整体股市的长期前景并不像一般人想的那么乐观。
- 在2000年我们几乎将所有Freddie Mac与Fannie Mae的持股出清，同时利用15%的资金买进几家中型的公司以及一些高收益的债券(少部份-并不属于垃圾债券等级)，另外加码一些优先顺位的抵押证券，目前我们的投资组合并没有太大的潜在利益，虽然对于这样的投资组合我们感到满意，但却没有什么可以令人期待的地方。
- 许多人以为股票是Berkshire投资时的第一选择，这样的想法不太正确，自从1983年我们开始公开揭露经营准则后，我们就一再公开表示我们偏爱买下整家公司而非部份股权，其中一部份是私人理由，那就是我喜欢与经理人一起共事，他们是一群高水平、有才干同时忠诚度高的伙伴，而我必须坦言他们的行为远较一般上市大公司的经理人还要理性，还要以公司股东的利益为重。
- 当然除此之外还有一个重大的财务理由，而且是跟税负有关，根据税法规定，持有80%以上的股权比起拥有少数股权对Berkshire要有利的多，当一家完全由我们持有的公司税后赚了100万美元，这笔钱将全数纳入我们的口袋里，Berkshire不会因为收到股利而被课任何的税，而且如果我们将盈余全数保留，之后再把这家子公司出售-当然

Berkshire 是不可能做这样的事，那么就算之后的卖价超过 100 万美元，我们也不必为此支付任何的资本利得税，原因在于我们在税法上的成本包含我们先前买下该公司的成本以及以后年度保留的所有盈余。

- 这与我们一般单纯持有上市公司的股票有相当大的不同，如果我们持有一家一年赚 1,000 万美元公司 10% 的股权时，则我们依比例分得的 100 万美元将必须负担额外的州政府与联邦所得税，那包含(1)大约 14 万美元股利税负(我们大部分的股利税率为 14%)或(2)最少 35 万美元的资本利得税，如果这 100 万没有分配，而事后我们又把该公司处分(我们适用的税率约在 35% 左右，但有时也可能接近 40%)，当然只要我们不处分该项投资，这笔税负将可以一直递延夏去，但最终我们还是必须支付这笔税金，事实上政府可以说是分享我们利润的主要合伙人之一，只是投资股票她要分两次，而投资事业则只能分一次。
- 扣除税负因素不计，我们分析评估股票与事业的公式并无二致，事实上亘古至今，这个评估所有金融资产投资的公式从来就未曾改变，远从公元前 600 年某位先知头一次揭示就是如此，(虽然他可能也没有能力预知当时是公元前 600 年)。
- 我们的股票投资组合表现超越市场上大多数的指数，对于负责管理 GEICO 保险资金的 Lou Simpson 来说，这是司空见惯的事，但就我个人而言，却是在经历过好几个悲惨的年头后，终于获得翻身。
- 综合以上这些有利的因素，造就我们的帐面净值大幅超越 S&P 500 指数达到 32.1 个百分点，这样的成绩有点反常，Berkshire 的副董事长兼主要合伙人-查理曼格跟我本人最希望的是 Berkshire 每年都能稳定的超越指数几个百分点就好，我想在以后的某些年度，极有可能会看到 S&P 指数大幅超越我们的表现，尤其是当股市大幅上涨的年头，主要的原因在于目前我们在股市投资占总资产的比例已大幅下降，当然也由于是这样的转变，让我们在 2002 年股市大幅回档之际，仍能维持不错的绩效。

2001 年：

- 我们的投资组合在 2001 年几乎没有什么变动，总的来说，我们主要的投资部位近年来的表现乏善可陈，有些本身的营运本就不尽理想，然而查理跟我还是相当喜爱这些公司的本业经营现况，不过我们也不认为现在这些投资组合的股价有受到任何的低估。
- 我们对于持有股票保留的态度与我们对于当前股市未来十年内的前景不表乐观的看法相一致，我在七月份一场 Allen 公司举办会议中的演讲，表达了个人对于投资股市的看法，(早在两年前我就已经表达过类似的看法)，同时在同年 12/10 的财富杂志中有关于个人看法的修正版，我也将之检附在年报之后，各位也可以在公司的网站 www.berkshirehathaway.com 看到财富杂志 1999 年版文章，查理跟我相信就长期而言，我们仍看好美国企业的发展，但目前股票的价格注定了投资人只能得到一般的报酬，股市的表现已有好一段时间优于公司本身的表现，而这种现象终将结束，市场不可能永远超越企业本身的发展，我想这将让许多投资人大失所望，尤其是那些股市新手。
- 当然也有一些人偶尔可以享受到特别的例外，就像是在 2000/3/10 正式结束的大泡沫(虽然我们实际要等到好几个月后才发现这项事实)，在那天纳斯达克指数创下 5,132 点的历史新高(现在约为 1,731 点)，在同一天，Berkshire 的股价则以自 1997 年以来的最低价 40,800 美元收盘。

2002 年:

- 在股票投资方面，我们依旧没有什么动作，查理跟我对于 Berkshire 目前主要的持股部位越来越感到满意，一方面由于被投资公司的盈余逐渐增加，同时间其股价反而下滑，不过现在我们还是无意增加持股部位，虽然这些公司的前景都相当不错，但截至目前为止，我们还是不认为他们的股价有受到低估的可能。
- 我们认为，这种看法也适用于一般的股市，尽管股市连续三年下跌，相对大大增加了投资股票的吸引力，但我们还是很难找到真正能够引起我们兴趣的投资标的，这可谓是先前网络泡沫所遗留下来的后遗症，而很不幸的，狂欢之后所带来的宿醉截至目前为止仍然尚未完全消退。
- 查理跟我现在对于股票退避三宿的态度，并非天生如此，事实上，我们非常喜欢投资股票，我是说如果可以以合理的价格进行的话，在我个人 61 年的投资生涯中，大约有 50 个年头以上，都有这样的机会出现，我想以后也还会有相当多类似的机会，只不过，除非是我们发现至少可以获得税前 10% 报酬的机率相当高时，(在扣除企业所得税后，净得 6.5% 到 7% 的报酬)，否则我们宁可在旁观望，虽然必须忍受短期闲置资金不到 1% 的税后报酬，但成功的投资本来就必须要要有耐性。

2003 年:

- 去年我们增加了一些 Wells Fargo 股票，除此之外，在我们六大持股当中，可口可乐最后一次调整持股的时间是 1994 年、美国运通是 1998 年、吉列是 1989 年、华盛顿邮报是 1973 年，而慕迪信用是 2000 年，股票营业员实在拿我们没有办法。
- 普通股的获利主要来自于处分其它一些次要的持股，而非先前提到的那些主要持股，至于政府公债的处分利益主要系出售长期债票(这是政府公债中价格变动最剧烈的券种)以及财务与金融商品部门投资策略上的调整，我们保留大部分的垃圾债券，只出售了其中一少部份，另外垃圾债券的利益还包含了一些到期或是提前赎回的债券。

2002 年我们生涯首度进入外汇市场，2003 年我们进一步扩大这方面的部位，主要原因在于个人长期看空美元，我必须强调的是，预言家的墓地有一大半都躺着总体经济分析家，在 Berkshire 我们很少对于总体经济做出预测，我们也很少看到有人可以长期做出准确的预测。