

巴菲特的失误案例

- 头 25 年所犯的的错误(浓缩版)

套用 Robert Benchley 的名言：「要一只狗教小孩子忠诚、忍耐，并此能够滚三圈再在地上躺好」，这就是经验传承的难处，不过不论如何，再犯下一错误之前，最好能够先反省一下以前的那些错误，所以让我们花点时间回顾一下过去 25 年的经验。

首先我所犯的的第一个错误，当然就是买下 Berkshire 纺织的控制权，虽然我很清楚纺织这个产业没什么前景，却因为它的价格实在很便宜而受其所引诱，虽然在早期投资这样的股票确实让我获利颇丰，但在 1965 年投资 Berkshire 后，我就开始发现这终究不是个理想的投资模式。

如果你以很低的价格买进一家公司的股票，应该很容易有机会以不错的获利出脱了结，虽然长期而言这家公司的经营结果可能很糟糕，我将这种投资方法称之为「烟屁股」投资法，在路边随处可见的香烟头捡起来可能让你吸一口，解一解烟瘾，但对于隐君子来说，也不过是举手之劳而已。

不过除非你是清算专家，否则买下这类公司实在是属于傻瓜行径，第一长期而言，原来看起来划算的价格到最后可能一点都不值得，在经营艰困的企业中，通常一个问题才刚解决不久，另外一个问题就又接踵而来，厨房里的蟑螂绝对不会只有你看到的那一只而已，第二先前的价差优势很快地就会被企业不佳的绩效所侵蚀，例如你用 800 万美元买下一家清算价值达 1,000 万美元的公司，若你能马上把这家公司给处理掉，不管是出售或是清算都好，换算下来你的报酬可能会很可观，但是若这家公司要花上你十年的时间才有办法把它给处理掉，而在这之前你只能拿回一点点可怜的股利的话，相信我时间虽然是好公司的朋友，但却是烂公司最大的敌人。

或许你会认为这道理再简单不过了，不过我却必须经历惨痛的教训才真正的搞懂，在买下 Berkshire 不久之后，我又买了巴尔的摩百货公司、Hochschild Kohn 与一家叫多元零售公司(后来与 Berkshire 合并)，我以相当的折价幅度买下这些公司，经营的人也属一流，整个交易甚至还有额外的利益，包含未实现的房地产增值利益与后进先出法的存货会计原则，我到底还漏掉了什么？还好三年之后，算我走狗运，能够以成本价左右的价格脱身，在跟 Hochschild Kohn 公司结束关系之后，我只有一个感想，就像一首乡村歌曲的歌词所述的，「我的老婆跟我最要好的朋友跑了，我是多么地怀念他！」

我可以给各位另外一个个人经验，以合理的价格买下一家好公司要比用便宜的价格买下一家普通的公司来的好的多，像查理老早就明白这个道理，我的反应则比较慢，不过现在当我们投资公司或股票时，我们不但选择最好的公司，同时这些公司还要有好的经理人。

从这里我们又学到了一课，好的马还要搭配好骑师才能有好成绩，像 Berkshire 纺织与 Hochschild, Kohn 也都有才能兼具的人在管理，很不幸的他们所面临的是流沙般的困境，若能将这些入摆在体质更好的公司相信他们应该会有更好的成绩。

我曾说过好几次，当一个绩效卓越的经理人遇到一家恶名昭彰的企业，通常会占上风，但愿我再也没有那么多精力来创造新的例子，我以前的行为就像是 Mae West 曾说的：「曾经我是个白雪公主，不过如今我已不再清白。」

另外还学到一个教训，在经历 25 年企业管理与经营各种不同事业的岁月之后，查理跟我还是没能学会如此去解决难题，不过我们倒学会如何去避免他们，在这点上我们倒做的相当成功，我们专挑那种一呎的低栏，而避免碰到七呎的跳高。

这项发现看起来似乎是不太公平，不管是在经营企业或是投资通长坚持在容易又明显的好公司会比死守在有问题的公司要来的好，当然有时困难的问题也有被解决的机会，像是我们刚开始在经营水牛城报纸一样，或是有时一家好公司也会有暂时的难关，像是以前美国运通与 GEICO 都曾经一度发生状况，不过总的来说，我们尽量做到回避妖龙，而不是冒险去屠龙。

我最意外的发现是企业一种看不到的巨大影响力，我们称之为“系统规范”，在学校时没有人告诉我这种规范的存在，而我也不是从一开始进入商业世界就知道有这回事，我以为任何正当、聪明有经验的经理人都会很自动的做这样的决策，但慢慢地我发现完全就不是这么一回事，相反的理性的态度在系统规范的影响下都会慢慢地变质。

举例来说(1)就好像是受牛顿第一运动定律所规范，任何一个组织机构都会抵抗对现有方向做任何的改变(2)就像拥有会有工作来填满所有的时间，企业的计画或购并案永远有足够的理由将资金耗尽(3)任何一个崇拜领导者的组织，不管有多离谱，他的追随者永远可以找到可以支持其理论的投资评估分析报告(4)同业的举动，不管是做扩张、购并或是订定经理人待遇等都会在无意间彼此模仿。

是组织的动力而非腐败或愚蠢，误导他们走上这些路子，也因为我忽略了这种规律的力量，使我为这些所犯的错误付出高昂的代价，之后我便试图组织管理 Berkshire 尽量让这种规律降低其影响程度，同时查理跟我也试着将我们的投资集中在对于这种问题有相当警觉的公司之上。

再犯下其它几个错误之后，我试着尽量只与我们所欣赏喜爱与信任的人往来，就像是我之前曾提到的，这种原则本身不会保证你一定成功，二流的纺织工厂或是百货公司不会只因为管理人员是那种你会想把女儿嫁给他的人就会成功的，然而公司的老板或是投资人却可以因为与那些真正具有商业头脑的人打交道而获益良多，相反地我们不会希望跟那些不具令人尊敬的特质为伍，不管他的公司有多吸引人都一样，我们永远不会靠着与坏人打交道而成功。

其实有些更严重的错误大家根本就看不到，那是一些明明我很熟悉了解的股票或公司，但却因故没有能完成投资，错失一些能力之外的大好机会当然没有罪，但是我却白白错过一些自动送上门，应该把握却没有好好把握的好买卖，对于 Berkshire 的股东，当然包括我自己本身在内，这种损失是难以估计的。

另外我们一贯保守财务政策可能也是一种错误，不过就我个人的看法却不认为如此，回想起来，很明显的我们只要能够再多用一点财务杠杆操作(虽然较之他人还是很保守)，就可以得到远比现在每年平均 23.8%还要高的投资报酬率，即使是在 1965 年我们也可以百分之九十九地确定高一点的财务杠杆绝对只有好处没有坏处，但同时我们可能也会有百分之一的机会，不管是从内部或是外部所引发令人异想不到的因素，使得我们负债比率提高到介于一时冲高到负债倒闭之间。

我们一点都不会想要有那种 99 比 1 的可能性，以后也不会，一点挫败或是侮辱小小的可能性永远没有办法可以用很有可能大捞一笔的大好机会来弥补，只要你的行为合理，你就一定能够得到好的结果，在大部分的状况下，融资杠杆顶多只会让你移动的更快，查理跟我从来都不会着急，我们享受过程更甚于结果，虽然我们也必须学会去承担后者。我们希望 25 年后还能向各位报告 Berkshire 头 50 年所犯的 error，我想公元 2015 年的年报，大家应该可以确定这一部份将占据更多的版面。

其它事项

我们希望能够买进更多像我们现在拥有一样的企业，当然我们可以透过大家的协助，如果你拥有符合以下条件的企业，记得打电话或者是写信告诉我。（1989年）

- 美国航空：

在投资美国航空时，本人在下我真是抓对了时点，我几乎是在航空业爆发严重的问题之前，跳进去这个产业，（没有人强迫我，如同在网球场上，我把它形容做是非受迫性失误），美国航空问题的发生，导因于产业本身的状况与对 Piedmont 购并后所产生的后遗症，这点我应该要早该预料到，因为几乎所有的航空业购并案最后的结果都是一团混乱。

在这不久之后，Ed Colodny 与 Seth Schofield 解决了第二个难题，美国航空现在的服务受到好评，不过整个产业所面临的问题却越来越严重，自从我们开始投资之后，航空业的状况便很急速地恶化，尤其再加上某些业者自杀性的杀价竞争，这样的结果导致所有的航空业者都面临一项残酷的事实，在销售制式化商品的产业之中，你很难比最笨的竞争对手聪明到哪里去。

不过除非在未来几年内，航空业全面地崩溃，否则我们在美国航空的投资应该能够确保安全无虞，Ed 与 Seth 很果决地在营运上做了一些重大的改变来解决目前营运所面临的问题，虽然如此，我们的投资现在的情况比起当初还是差了一点。（虽是失误，但巴菲特对航空业的前景看不清，选择可转债的方式来投资还是很英明的）

当 Richard Branson-维京亚特兰大航空公司的老板被问到要如才能够变成一个百万富翁，他的回答很简单：其实也没有什么！首先你要先成为一个亿万富翁，然后再去买一家航空公司就成了！但由于各位的董事长-也就是我本人不信邪，所以我在 1989 年决定以 3.58 亿美元投资取得美国航空年利率 9.25% 的特别股。

那时我相当喜爱同时也崇拜美国航空当时的总裁-Ed Colodny，直到现在仍是如此，不过我对于美国航空业的分析研究实在是过于肤浅且错误百出，我被该公司过去历年来的获利能力所蒙骗，同时过分相信特别股可以提供给我们在债权上的保护，以致于忽略了最关键的一点：那就是美国航空的营收受到毫无节制的激烈价格竞争而大幅下滑的同时，其成本结构却仍旧停留在从前管制时代的高档，这样的高成本结构若不能找到有效解决的办法，将成为灾难的前兆，不管以前航空业曾经享有多么辉煌的历史（如果历史可以给人们所有的答案，那么富士士四百大富翁不就应该都是图书馆员了吗？）。

要让成本结构合理化，美国航空必须大幅修改其劳资契约，不过这偏偏又是航空公司难以达成的罩门，除了公司真正面临倒闭的威胁或甚至是真的倒闭，而美国航空也不例外，就在我们投资该公司特别股不久之后，公司营收与支出的缺口突然开始大幅扩大，在 1990 年至 1994 年间，美国航空累计亏损了 24 亿美元，此举让公司普通股的股东权益几乎耗损殆尽。

在这段期间内，美国航空还是继续支付特别股股利给我们，直到 1994 年才停止，也因此不久后，由于该公司前景展望不太乐观，我们决定将美国航空特别股投资的帐面价值调减 75%，只剩下 8,950 万美元，从而到了 1995 年，我甚至对外提出以面额 50% 的折价，打算出售这笔投资，所幸最后并没有成功出脱。

幸运的是在投资美国航空所犯的一连串错误当中，我总算做对了一件事，那就是当初在投资时，我们在特别股投资合约当中，特地加了一项“惩罚股息”条款，也就是说万一该公司延迟支付股息的话，除原有欠款外，还必须外加依基本利率 5% 的利息，也就是说

因为这两年我们没有收到 9.25% 的股息，所以以后美国航空必须就未支付的款项加计 13.25% 与 14% 的利息。

面对这样的惩罚条款将督促美国航空尽快清偿对我们的欠款，而等到 1996 年下半年美国航空开始转亏为盈时，他们果真开始清偿这笔合计 4,790 万美元的欠款，为此我们特别要感谢美国航空现任总裁 Stephen Wolf，是他让这家落难的航空公司得以付出这笔钱，同时美国航空的表现也归因于航空业景气复苏，当然该公司还是有成本结构的问题有待解决。

不过不论如何，目前美国航空普通股的市价显示我们所持有特别股的价值应该回复到 3.58 亿美元的面额左右，另外不要忘了，这几年来我们还陆陆续续从该公司收到 2.4 亿美元的股息（包含 1997 年的 3,000 万美元在内）。

在稍早 1996 年初，我们还尚未收到积欠的股息之前，我再度尝试以 3.35 亿美元把这笔投资卖掉，所幸这次的举动又没有成功，使得我们得以从胜利之神口中逃过失败的命运。在另外一个场合，有一位朋友问我：「你很有钱，可是为什么还这么笨？」在进一步检讨本人在美国航空这个案子上的表现后，你可能会觉得他说得很有道理。（1996）

另一方面美国航空的重生过程近乎奇迹，熟悉整个投资过程的朋友都知道，个人在这项投资上获得了前所未有的胜利，一开始买进这家公司的股票就是一项错误，后来又反悔打算以半价出售再度犯了第二次的错误。

两项改变促使该公司得以东山再起，1) 查理跟我辞去该公司董事的职位，2) Stephen Wolf 接任成为该公司总裁，还好后者才是公司真正能够重生的主因，否则我们的脸可就丢大了，Stephen Wolf 的表现对整个航空业而言，可说是意义非凡。当然美国航空还有很长的一段路要走，不过存活下来应该不是问题，也因此该公司在 1997 年顺利地偿还积欠我们的特别股股息，还包含延迟支付的赔偿损失，该公司的普通股股价更从原来的 4 块钱，一举涨到目前 73 块钱的新高。

我们持有的特别股已在三月 15 日被赎回，不过受惠于该公司股价大涨，原本一文不值的转换权现在却变得价值不菲，可以肯定的是我们现在持有的美国航空普通股将为我们创造极高的获利，当然还要先把我的买胃药的钱给算进去。

我想哪天要是我再度干下什么愚蠢的投资决策，Berkshire 的股东肯定知道该怎么做了，没错，记得打电话给 Wolf 先生。（1997）

1989 年报还有一段相当令人怀念的话，“我们没有能力去预测投资银行业、航空业或是造纸业的前景”，在当时或许有很多人怀疑我们这样公开的承认有点无知，不过到如今，连我的母亲都不得不承认这项事实。

就像我们在美国航空的投资，在我们签发支票的墨水还没干之前，产业情况就已经开始恶化，如同先前所提到的，没有人强迫我，是我自己心干情愿跳下水的，没错，我的确预期到这个产业竞争会变得相当激烈，但我没想到这个产业的领导者竟会从事长期自杀性的行为，过去两年以来，航空业者的行为就好像觉得自己是公务人员抢着办退休好领退休金一样，为求尽快达到目的而不择手段。

在一遍混乱之中，美国航空的总裁 Seth Schofield 在重新调整该公司体质之上，花了不少的工夫，尤其是去年秋天他勇于承担一次罢工事件，若是处置不当，再拖延下去很可能让公司面临倒闭的命运，而若是屈服于工会抗争的压力，则其下场一样悲惨，该公司所面对沉重的薪资成本与工会要求比起其它竞争同业来说，又更繁杂许多，而事实很明显任何成本过高的业者到最后终将面临淘汰的命运，还好罢工事件在发生几天后圆满地落幕。

对那些为竞争所苦的行业，如美国航空来说，比起一般产业更需要好的管理技巧，不过很不幸的是，这种技巧所带来的好处，只不过是让公司得以继续存活下去，并不能让公司如何地飞黄腾达。

在 1993 年初，美国航空为确保存活以及长远发展，做了一项重大的决定-接受英国航空所提出的巨额的投资，透过这次的交易，查理跟我本人被邀请担任该公司的董事，我们同意接受，虽然此举将使得我要同时担任五家公司的外部董事，远超过我个人认为对公司能做的贡献，不过即便如此，只要我们的被投资公司以及其董事认为查理跟我加入其董事会，会对其公司有所帮助，我们还是会欣然接受，（1992）

- 实时供应的错误

在 1989 年的年报中，我曾经写过 Berkshire 头 25 所犯的错误，而且承诺在 2015 年还会再有更新的报告，但是第二阶段的头几年让我觉得若是坚持原来的计划的话，可能让这些记录多到难以管理，因此我决定每隔一段时间会在这里丢出一点东西，所谓自首无罪，抓到双倍，希望我公开的忏悔能够免于大家继续对我的轰炸(不管是医院的死后验尸或是足球队常常用到的事后检讨，我想应该也能够适用在企业与投资人之上)。

通常我们很多重大的错误不是发生在我们已经做的部份，而是在于我们没有去做的那部份，虽然因为各位看不到这些失误，所以查理跟我可以少一点难堪，但看不到不代表我们就不必付出代价，而这些我公开承认的错误，并不是指我错过了某些革命性的新发明(就像是全录像印技术)、高科技(像是苹果计算机)或是更优秀的通路零售商(像是威名百货)，我们永远不可能拥有在早期发掘这些优秀公司的能力，反而我指的是那些查理跟我可以很容易就了解且很明显对我们有吸引力的公司，无奈在当时我们只是不断地咬着指甲犹豫不决，就是不能下定决心把他们买下来。

每位作者都知道，要让读者了解其意思最好的方式就是举个例子，不过希望我现在举的例子不会过于极端，回顾 1988 年当时我们决定以 3.5 亿到 4 亿美元之间，买进 3,000 万股(经过事后的分割调整)的联邦国家贷款协会，简称 Fannie Mae，我们之前曾经拥有过这家公司的股份，也对其所处的产业相当了解，另外很显然的，也很清楚 David Maxwell 也就是 Fannie Mae 的总裁，有能力处理他所接下的一堆问题，同时进一步将公司建立成为一个金融巨擘，一切可说是前景看好，为此我还特地到华盛顿拜访 David，确认他对于我们持有该公司一大部分的股权不会感到任何的不愉快。

只不过当我们开始买进不到 700 万股时，该公司股价就开始上涨，失望之余，我立刻停止买进(事后回想还好我没有在买进可口可乐时犯下相同的错误)，更有甚者，我觉得区区 700 万股对我们来说实在是没有太大的意义，所以之后又把持有的 700 万股全部卖掉。我期盼对于我这样不具职业水准的投资行为可以给各位一个稍微合理一点的解释，不过我实在是编不出来，不过我倒是可以跟各位报告因为本人的这项错误，大概使得 Berkshire 在 1991 年少赚了 14 亿美元。

- 新鲜出炉的错误（1994）

错误通常在做决策时就已经造成，不过我们只能将新鲜错误奖颁给那些很明显的愚蠢决策，照这种标准，1994 年可算是竞争相当激烈的一年，在这里我必须特别指出以下大部分的错误都是查理造成的，不过每当我这样说时，我的鼻子就会跟着开始变长。获得提名的有. . .

1993 年底，我将 1,000 万股资本城股份以每股 63 美元卖出，不幸的是到了 1994 年底，该公司股价变成 85.25 美元，（我可以直接告诉各位我们损失了 2.225 亿美元的差价，如果你心痛到不愿去算的话）；而我们在 1986 年以每股 17.25 美元买进该公司股份时，就曾经向各位报告，在更早之前，也就是在 1978 年到 1980 年间，我就曾经以每股 4.3 美元卖掉该公司股份，并强调对于个人这样的行为感到心痛，没想到现在我却又明知故犯，看起来我似乎应该找个监护人来好好监管一下。

更不幸的是，资本城一案只能得到银牌，金牌的得主要算是我在五年前就犯下的一项错误，但直到 1994 年才爆发出来，那就是我们在美国航空 3.58 亿美元的特别股投资，去年九月，该公司宣布停止发放特别股股息，早在 1990 年，我就很准确地形容这项交易属于非受迫性的失误，意思是说，没有人强迫我投资，同时也没有人误导我，完全要归咎于我个人草率的分析，这项挫败导因于我们过于自大的心态，不论如何，这是一项重大的错误。

在做这项投资之前，我竟然没有把注意力摆在一直为航空深深所苦、居高不下的成本问题之上，在早年，高成本还不致构成重大的威胁，因为当时航空业受到法令的管制，航空业者可以将成本反映在票价之上转嫁给消费者。

在法令松绑的初期，产业界并未立即反应此状况，主要是由于低成本的业者规模尚小，所以大部分高成本的主要业者仍然勉力维持现行的票价结构，不过随着时间慢慢地发酵，在长久以来隐而未见的问题逐渐浮现的同时，旧有业者完全无竞争力的高成本结构却早已积重难返。

随着低成本营运业者座位容量的大幅扩增，超低的票价迫使那些高成本的老牌航空公司也不得不跟进，然而额外资金的挹注（也包含我们在美国航空的那笔投资），延迟这些老牌航空公司发现这项问题的时机，然而终究到最后，基本的经济法则还是战胜一切，在一个没有管制的商品制式化产业，一家公司不是降低成本增加竞争力，就是被迫倒闭关门，这道理对于身为公司负责人的我，可说是再清楚也不过了，但是我竟然疏忽了。

美国航空的总裁-Seth Schofield 一直致力于改正该公司长久以来的成本结构问题，不过到目前为止，仍然力有未殆，一部份的原因在于，他所面对的是一个不断变动的目标，因为部份航空业者幸运地取得劳资双方的协议，另一些业者则受惠于破产法令的保护，可以有一个全新出发的成本，（就像是西南航空的总裁-Herb Kelleher 所说的破产法对于航空业者来说，就好象是得到了一次健康的 spa），此外，对于哪些在合约上受到保护得以获得高于市场水准薪资的劳工来说，只要他们发现自己的薪资支票仍能按时兑现，就会全力地抵制减薪的提议。

尽管面临目前的困境，美国航空还是有可能完成降低成本的任务，以维持长期继续生存的能力，不过到目前为止，还很难确定一定能够成功。

因此，在 1994 年底，我们将美国航空帐面的投资金额调降为 8,950 万美元，当初一美元的投资等于只剩下 25 美分的价值，这样的举动反应出将来我们的特别股有可能完全或大部分地恢复其价值，但同时也有可能到后来变得一文不值，不论最后的结果为何，我们必须谨记一项投资的基本原则，那就是你不一定要靠那些已失去的赚回来。

- 本次打销美国航空投资价值的会计影响有点复杂，根据一般公认会计原则的规定，保险公司在资产负债表上必须将它们的投资以市价列示，因此截至去年第三季止，我们在美国航空投资的帐面价值是 8,950 万美元，大概只有原始成本 3.58 亿美元的 25%，换句话说，在当时我们的净值就已反应了这项调整。



- 不过到了第四季，我们认为这种下跌的情况，套句会计的专有名词，并非属于暂时性的，所以必须将这笔向下调整的金额反应在损益表之上，然而这个动作对于本公司的净值并不会再造成任何的影响，因为早在第三季我们便已反应过了。
- 在即将召开的美国航空年度股东会中，查理跟我决定不再续任董事，当然要是 Seth 总裁觉得有任何需要我们帮忙的地方，我们愿意提供任何咨询服务。