

巴菲特案例研究

- 富国银行：
 - 1、 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。
 - 2、 在 Wells Fargo，我想我们找到银行界最好的经理人 Carl Reichardt 与 Paul Hazen，在许多方面这两个人的组合使我联想到另外一对搭档，那就是资本城/ABC 的 Tom Murphy 与 Dan Burke，首先两个人加起来的力量都大于个别单打独斗，因为每个人都了解、信任并尊敬对方，其次他们对于有才能的人从不吝啬，但也同时厌恶冗员过多，第三尽管公司获利再好，他们控制成本的努力不曾稍减，最后两者都坚持自己所熟悉的，让他们的能力而非自尊来决定成败，就像 IBM 的 Thomas Watson 曾说：「我不是天才，我只是有点小聪明，不过我却充分运用这些小聪明。」
 - 3、 我们是在 1990 年银行股一片混乱之间买进 Wells Fargo 的股份的，这种失序的现象是很合理的，几个月来有些原本经营名声不错的银行，其错误的贷款决定却一一被媒体揭露，随着一次又一次庞大的损失数字被公布，银行业的诚信与保证也一次又一次地被践踏，渐渐地投资人越来越不敢相信银行的财务报表数字，趁着大家出脱银行股之际，我们却逆势以 2.9 亿美元，五倍不到的本益比(若是以税前获利计算，则本益比甚至不到三倍)，买进 Wells Fargo 10%的股份。
 - 4、 Wells Fargo 实在是相当的大，帐面资产高达 560 亿美元，股东权益报酬率高达 20%，资产报酬率则为 1.25%，买下他 10%的股权相当于以买下一家 50 亿美元资产 100%股权，但是真要有这样条件的银行，其价码可能会是 2.9 亿美元的一倍以上，此外就算真的可以买得到，我们同样也要面临另外一个问题，那就是找不到像 Carl Reichardt 这样的人才来经营，近几年来，从 Wells Fargo 出身的经理人一直广受各家银行同业所欢迎，但想要请到这家银行的老宗师可不是一件容易的事了。
 - 5、 当然拥有一家银行的股权，或是其它企业也一样，绝非没有风险，像加州的银行就因为位于地震带而必须承担客户受到大地震影响而还不出借款的风险，第二个风险是属于系统性的，也就是严重的企业萧条或是财务风暴导致这些高财务杠杆经营的金融机构，不管经营的再好都有相当的危机，最后市场当时主要的考虑点是美国西岸的房地产因为供给过多而崩盘的风险，连带使得融资给这些扩张建案的银行承担钜额的损失，而也因为 Wells Fargo 就是市场上最大的不动产借款银行，一般咸认它最容易受到伤害。
 - 6、 以上所提到的风险都很难加以排除，当然第一点与第二点的可能性相当低，而且即使是房地产大幅的下跌，对于经营绩效良好的银行也不致造成太大的问题，我们可以简单地算一下，Wells Fargo 现在一年在提列 3 亿美元的损失准备之后，税前还可以赚 10 亿美元以上，今天假若该银行所有的 480 亿借款中有 10%在 1991 年发生问题，且估计其中有 30%的本金将收不回来，必须全部转为损失(包含收不回来的利息)，则在这种情况下，这家银行还是可以损益两平。
 - 7、 若是真有一年如此，虽然我们认为这种情况发生的可能性相当低，我们应该还可以忍受，事实上在 Berkshire 选择购并或是投资一家公司，头一年不赚钱没有关系，只要以后每年能够有 20%的股东权益报酬率，尽管如此，加州大地震使得投资人害

怕新英格兰地区也会有同样的危险，导致 Wells Fargo 在 1990 年几个月间大跌 50% 以上，虽然在股价下跌前我们已买进一些股份，但股价下跌使我们可以开心地用更低的价格捡到更多的股份。（以上为 1990 年）

- 吉列刀片：

其中表现最佳的是吉列特别股，从一开始我就跟各位说过这是一家相当好的公司，不过讽刺的是，这也是我犯过的一个大错之一，虽然这项错误从未反应在财务报表之上。我们在 1989 年以六亿美元取得吉列可转换特别股，之后并转换为 4,800 万股吉列的普通股(分割调整后)，然而要是当初我们选择直接投资该公司的普通股，这笔钱将可以买到 6,000 万股，因为吉列当时每股的市价为 10.5 美元，而由于那次的私募对于我们有诸多的限制条款，所以拿到 5% 左右的折扣应该不成问题，我不知道这样说对不对，我认为当时要是我们选择直接以取得普通股的方式投资，该公司的管理阶层可能会更高兴。

可惜人算不如天算，虽然在这两年内我们另外还收到额外的特别股股息(这是普通股所没有的)，如果当初我选择普通股而非特别股的话，截至 1995 年止我们将可多获得 6.25 亿美元的利益，当然还要再扣除 7,000 万美元的特别股股息。（1995 年）

在 2001 年 Jim Kiltz 进入吉列之前，这家公司正在苦苦地挣扎之中，特别是为资本配置上的大错而痛苦不堪。吉列收购金霸王电池 (Duracell) 让股东们支付了几十亿美元的代价，而这种代价在传统财务会计上根本看不出任何反映。简而言之，吉列在并购中获得的商业价值与其付出的并购成本并不相等（令人非常吃惊的是，这种非常简单的衡量标准在管理层及其投资银行家讨论并购时几乎总是被忽略）。（2005 年）

- 资本城/ABC

1、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)，我追踪该公司的管理绩效已有许多年，我认为他们是上市公司当中最优秀的，汤姆墨菲与丹柏克不但是最优秀的管理阶层，也是那种你会想把自己的女儿嫁给他的那一种人，跟他们一起合作实在是我的荣幸，也相当愉快，若相信各位若认识他们应该也会有这种感觉。

2、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。

为了展现我们的信心，我们特别与管理阶层签订了一项特别协议，那就是在一定的期间内，我们的投票权将交给担任 CEO 的汤姆墨菲(或是接任的丹柏克)来处理。事实上这项提案是由我与查理主动提出，同时我们还自我限制了一些卖出股份的条件，这个动作主要是为了确保我们出售的股份不会落到未经现有管理阶层同意的人士身上，有点类似几年前我们与吉列刮胡刀与华盛顿邮报签订的协议。

由于有时巨额的股票交易往往必须溢价取得，有些人可能认为这样的限制可能会损及 Berkshire 股东的权益，不过我们的看法正好完全相反，身为公司的所有权人，我们认定这些企业的长期经济利益将因为这些限制而更加巩固，因为如此一来专业经理人便能全心全意的为公司打拼，进而为全体股东创造最大的利益，很显然的这比让一些经理人

整天为了换不同的老板而分心，(当然有些经理人会把自己的利益摆在公司的利益之前，所以我们在投资时会尽量避开这类的经营阶层)

今天企业的不稳定性是股权分散的必然结果，一家公司随时都会有大股东浮上台面，满口仁义道德但实际上却包藏祸心，我们常藉由锁住自身持有的股权来宣示对公司稳定的支持，这种安定感加上好的经营阶层与企业型态，是让企业获利丰收的沃土，这就是我们会这样安排的用意所在。

当然人性面也很重要，我们不希望我们欣赏与推崇的经理人，在欢迎我们的加入后，会担心一觉醒来，因为我们持有重要股权，所有事情一夕生变。我告诉他们绝对放心，我们一定说话算话，而且也包括 Berkshire 公司的承诺，万一我个人发生了什么不幸(意思是指我本人活不到一百岁就挂了)。

当然我们投资资本城的这次交易并未占到什么便宜，这反应出近年来媒体事业的蓬勃发展(当然还比不上某些购并案的疯狂)，事实上也没有多少讨价还价的余地，但重点是这项投资让我们能与这杰出的人才与事业结合在一起，而且是相当庞大的规模。

至于有人可能会觉得很奇怪，为何同样一家公司，你们的董事长在五、六年前以 43 块的价钱卖掉，而现在却以 172.5 块的高价买回，有关这个问题，容我在多花一点时间，想一个漂亮一点的答案给各位。(1985 年)

Berkshire 并不是第一家采用新颖有趣的 ABWA 走动式并购策略的美国企业，1995 年 7 月 14 日下午 1 点 15 分，当时华德迪士尼的总裁 Michael Eisner 正在 Sun Valley 的野花大道上行走，在此同时，我刚好从同一条街上 Herber Allen 家中一场午宴离开，赶赴与资本城/ABC 总裁 Tom Murphy 的一场高尔夫球会。

就在当天早上，面对由 Allen 的投资银行召集一大群企业总裁与基金经理人，Michael 做了一场有关迪士尼相当精彩的演讲，会后在街上遇到他，于是我上前向他致意，我们做了短暂的交谈，聊到迪士尼与资本城进行合并的可能性，这并不是第一次讨论有关合并的可能，先前之所以一直没有进展，一部份的原因是由于迪士尼希望用现金进行交易，而资本城想要拿股票。

Michael 跟我花了几分钟等候 Murph 的到来，在接下来短暂的会谈后，双方同意在现金/股票的问题上互做让步，几个星期后，双方达成协议，而经过连续三天马不停蹄的谈判后，终于拟定了合并契约。

我认为迪士尼与资本城的合并案是天造地设的一对，即使没有那天在 Sun Valley 的巧遇，双方终究还是会结合，不过要不是那天刚好我在野花大道碰到正要赶飞机的 Michael，整个合并案可能不会那么快地顺利完成，不可讳言的，迪士尼与资本城都将因为我们那天的巧遇而受惠良多。

在这里我特别要提一下 Murph，简单的说，他是我在投资生涯中，遇到最好的经理人之，同时除了优秀的管理特质之外，他也拥有同等的人格特质，他是一位杰出的朋友、父亲、丈夫与公民，许多时候当其个人利益与股东利益相冲突时，他毫不犹豫地会选择后者，每当我提到我喜欢与那种我希望他们能够成为我的子孙、女婿或遗嘱执行人的经理人共事时，Murph 就是我能引用的最佳典范。

如果 Murph 决定另创事业，不必费心去研究其可行性，闭着眼睛投资就对了，而且绝对不要笨到像我前年一样把资本城三分之一的持股以 6.35 亿美元卖掉，这批股票在与迪士尼合并后，价值超过 12.7 亿美元。(1995 年)

- 可口可乐

这次的可口可乐投资，提供了一个机会来证明你们的董事长快速反应投资机会，不管这些机会是如何的不明确或是被隐藏，我记得我是在 1935 年或 1936 年第一次喝到可口可乐的，不过可以确定的是，我从 1936 年开始以 25 分钱半打从巴菲特兄弟杂货店批货后，在以每罐 5 分钱卖给邻居街坊，作为我个人从事高毛利零售业的开端，我也深深观察到这项产品给消费者特殊的吸引力及背后所代表庞大的商机。

在往后的 52 年内当可口可乐席卷全世界的同时，我也持续地注意到这种特质，然而在同一段期间，由于我个人过于小心谨慎以致于竟然连一股都没有买，反而将大部分的个人资产投注在街车公司、纺织公司、煤炭公司与邮票公司之类的股票之上，（如果你认为这是我编造的笑话，我可以再告诉大家确实的公司名称），终于到了 1988 年的夏天，我的大脑与眼睛完成了联机动作。

一时之间，我的观感与眼界大开，在 1970 年代一度萎靡不振之后，可口可乐在 1981 年新任总裁古崔塔的带领下，焕然一新，古崔塔加上 Don Keough（曾经是在奥玛哈的对街邻居），经过思考并厘清公司的政策后，切实地加以执行，使得本来就已是全世界最独一无二的产品又平添新动力，尤其是来自海外的营收更呈现爆炸性的成长。

利用其行销与财务方面的两把利刃，古崔塔将可口可乐产品的成长与股东的利益极大化，通常一家消费性商品的 CEO，基于个人过去的经验与个性，会偏向公司的行销或财务任何一边，但是古崔塔却能够将两者调和到极致的境界，这样的结果实在是股东们前世修来的好福气。

当然我们应该在古崔塔与 Don 开始接掌公司时，就早点买进该公司的股票，事实上，要是我有足够的远见，早在 1936 年我就应该说服我爷爷干脆卖掉杂货店，然后将钱全部用来买进可口可乐的股票，这次我终于学到了教训，不过照这种情况看来，距离下一次我灵光一现的时间，可能要再等上个 50 年以上吧！

就像是我上次所提到的，相较于过去，我们这些被投资公司的股价已高于其实质价值，虽然目前以这种价位不会造成我们流鼻血，但难免会受到大盘波动的影响，当然股价下挫一点都不会造成我们的困扰，甚至反而对我们有利，但不可避免地可能会造成 Berkshire 年度净值的减少，只要在未来的两、三年间，我们的投资组合市值平均每年减少 10%，就有可能发生这种状况。

我们持续受惠于这些被投资公司经理人，他们高品格、能力佳且设身处地为股东着想，我们能够有这么好的投资绩效，可以说是完全仰赖这些经理人不凡的人格特质。

从 1991 年到 1993 年，可口可乐与吉列刮胡刀每股获利的增加幅度分别为 38% 与 37%，但是同期间股票市价的涨幅却只有 11% 与 6%，换句话说，这些公司的表现超越股票市场，主要的原因还在于华尔街对于品牌有很深的疑虑，但是不管怎样，真正重要的还是这些公司本身的获利情况，如果他们经营顺利，Berkshire 也就跟着水涨船高，虽然不是依照一步步稳定的方式前进。

接着让我为各位上一次历史课，1919 年可口可乐股票以每股 40 美元公开上市，到了 1920 年由于市场对于可口可乐的前景看法相当冷淡，而将股价下修一半至 19.5 美元，然而时至今日，1993 年底，若是将收到的股利再重复投资下去，则当初股票的价值将变成 210 万美元，就像葛拉罕所说：「短期而言，市场是投票机器，投资人不须靠智能或情绪控制，只要有钱都可以登记参加投票，但就长期而言，股票市场却是一个体重机。」先前我曾经提到若是在 1919 年以 40 美元投资可口可乐会获得怎样的成果，1938 年在可乐问世达 50 年且早已成为代表美国的产品之后，财富杂志对该公司做了一次详尽的

专访，在文章的第二段作者写到：每年都会有许多重量型的投资人看好可口可乐，并对于其过去的辉煌记录表示敬意，但也都做下自己太晚发现的结论，认为该公司已达巅峰，前方的道路充满了竞争与挑战。

没错，1938年确实充满了竞争，而1993年也是，不过值得注意的是1938年可口可乐一年总共卖出二亿箱的饮料(若是将当时加仑装改成现在192盎司的箱子)，但是到了1993年该公司一年卖出饮料高达107亿箱，对这家当时已经成为市场领导者的公司，在后来将近50的期间总共又成长了50倍，对于1938年加入的投资者来说，Party还没有结束，虽然在1919年投资40美元在可口可乐股票的投资者(含将所收到的股利再投资)，到了1938年可获得3,277美元，但是若是在1938年重新以40美元投资可口可乐股票，时至1993年底，还是照样可以成长到25,000美元。

我忍不住想要在引用1938年财富杂志的报导，「实在是很难在找到像可口可乐这样规模而且又能持续十年保持不变的产品内容」，如今又过了55个年头，可口可乐的产品线虽然变得更广泛，但令人印象深刻的是这种形容词还依旧适用。(1993)

另外一位在去年退休的人是可口可乐的Don Keough，虽然如同他本人所说的他的退休只维持了14个小时，Don是我认识最优秀的人类之一，他不但拥有绝佳的商业天分，同时更重要的是使得每个幸运能够与他共事的人发挥其潜能，可口可乐希望其产品能够伴随每个人一生最快乐的时光，而Don这个人却带给周围的人无限的欢乐，每当想起Don时，没有不让人会心一笑的。

在介绍我如何结识Don时，顺便介绍一下我在奥玛哈的街坊邻居，虽然查理住在加州长达45年，但他儿时的老家距离我现在住的地方不到100公尺，而我的内人苏珊从小就住在对街，Berkshire有125个股东住在同一个邮政编码，而Don在1958买的房子就在我家的正对面，当年他还是一个收入微薄，却必须养一大家子的咖啡销售员。

当年我对Don的印象是我在1988到1989年间，决定替Berkshire买下10亿美元可口可乐股票的因素之一，Roberto Goizueta在1981年当上可口可乐总裁时，Don是他的副手，两人联手接掌这家业务已停滞成长10多年的公司，短短13年期间将这家原本44亿市值的公司变成为580亿美元，虽然所贩卖的产品已经问世100年，这两个人却还能让这家公司产生如此大的变化。(1993)

去年年报我花了相当多的篇幅谈到我们现有最大的投资部位-可口可乐，虽然目前可口可乐仍然继续扩大其在全世界饮料市场的霸主地位，不过很不幸的是，该公司总裁Roberto Goizueta却在去年十月过世，在他死后，我再一度阅读过去九年来，我与Goizueta超过上百篇的往来书信，这些讯息确实可以做为如何成功经营企业与人生的最佳教材。在这些书信中，Roberto展现出高瞻远瞩的识见，总是将重点摆在如何增进可口可乐股东的权益，Roberto很清楚他要将公司带往何处，以及要如何才能到达目的地，同时了解为何这样的方法最适合所有的股东，当然更重要的是他对于达成这样目标抱持着强烈的渴望，有一张他手写给我的字条最能充分说明当时他的心境，"对了，我跟Olguita提到有关于她常常讲的"着魔"，我个人比较喜欢巴菲特的说法"专注"，就像是所有认识Roberto的人一样，我会永远怀念他！

一如他对于公司的关心，Roberto早就安排好接班的问题，他认为Doug Ivester正是最佳的人选，与他共事多年的经验足以确保在公司领导高层更迭的同时，公司的运作不致受到任何的影响，相信在Doug的领导之下，可口可乐仍能一本初衷勇往直前。(1997)

- 喜斯糖果

我们刚刚跨过历史性的一页，二十年前也就是1972年1月3日，蓝筹邮票公司(原为Berkshire的分支机构，后来并入Berkshire)，买下喜斯糖果-西岸的一家盒装巧克力制造与销售厂商，当时卖方所提的报价，以最后取得的100%股权换算约为4,000万美元，但当时光是公司帐上就有1,000万美元的现金，所以认真算起来真正出的资金只有3,000万美金，不过当时查理跟我还不是那么了解一家特许事业所拥有的真正价值，所以在看过帐面净值只有700万美元的报表之后，竟向对方表示2,500万是我们可以出的最高上限(当时我们确实是这样子认为)，很幸运的是卖方接受了我们的报价。

之后蓝筹邮票公司的邮票买卖收入从1972年的1亿美元下滑到1991年的1,200万美元，但在同一期间喜斯糖果的营收，却从2,900万成长到1.96亿美元，更甚者，其获利成长的幅度还远高于营收成长的幅度，税前获利从1972年的420万，变成去年的4,240万美元。

对于每多赚一块钱的效益评量，大家必须将其所需额外投入的资金考量进去，就这点儿言，喜斯的表现实在是相当惊人，这家公司现在的净值只有2,500万美元，意思是说除了原来投资时的700万美元，后来只保留了1,800万的盈余未分配，除了之外喜斯将这20年来剩下所赚的4亿1,000万美元，在扣除所得税之后，全部发还给蓝筹邮票与Berkshire，将资金分配到更有利的地方之上。

在买下喜斯时，有一点是我们已预见的，那就是它尚未被发掘的订价能力，另外我们有两方面算是很幸运，第一整个交易还好没有因为我们愚昧地坚持2,500万美元的上限而告吹，第二我们选中Chuck Huggins-当时喜斯糖果的副总经理，立即走马上任，不管是在公事或是私人方面，我们与Chuck共处的经验都相当难得，有一个例子可以说明，当购并案完成后，我们在短短五分钟内就与Chuck协议好他担任总经理的薪资报酬，而且连书面契约都没有签，就一直延续到今天。

1991年喜斯糖果的销售金额与前一年度相当，但是若是以销售数量来算，则减少了4%，所有减少的部份大多来自于占年度获利80%的最后两个月，不过尽管业绩不太好，获利还是成长了7%，税前盈利率更创下21.6%的新高记录。

喜斯糖果80%的收入都来自于加州，而我们的生意很明显地受到景气衰退的影响，尤其在年度的后半段更是显著，另外一个负面因素是加州在年度中开始对零食课征7%-8%的营业税(依每个市镇有所不同)，当然巧克力糖果也不能幸免。

若是精研认识论差异的股东应该会觉得加州对于零食与非零食的分类感到相当有兴趣。你一定会问，那融化的牛奶冰淇淋棒要不要课税呢？在这种仿真两可的状态下，它到底是比较像冰淇淋棒还是在太阳底下的糖果棒呢？也难怪Brad Sherman-加州公平交易委员会的主席，虽然反对这项法案但还是必须负责监督执行，他提到我以税务专家的身分到这个委员会任职，但我觉得大家要选的对象，应该是小孩子才对。查理跟我有太多理由要感谢Chuck跟喜斯糖果，最明显的原因是他们帮我们赚了那么多钱，而且其间的过程是如此令人愉快，还有一点同样重要的是拥有喜斯糖果让我们对于强势的特许事业有更深一层的认识，我们靠着在喜斯身上所学的东西，在别的股票投资上，又赚了更多的钱。

- **美国运通**

我个人在美国运通的投资历史包含好几段插曲，在1960年代中期，趁着该公司为色拉油丑闻所苦时，我们将巴菲特合伙企业40%的资金压在这只股票上，这是合伙企业有史

以来最大的一笔投资，总计花了 1,300 万美元买进该公司 5% 的股份，时至今日，我们在美国运通的持股将近 10%，但帐列成本却高达 13.6 亿美元，（美国运通 1964 年的获利为 1,250 万美元，1994 年则增加至 14 亿美元）。

我对美国运通 IDS 部门的投资可以追溯更早，该部门目前占公司整体获利来源的三分之一，我在 1953 年第一次买进成长快速的 IDS 股份，当时的本益比只有三倍（在那个年代，结实累累的果子垂手可得），为此我甚至还特别写了一篇长篇报告（不过印象中我好像没有写过短的），并在华尔街日报刊登广告，以一美元对外公开销售。

当然很显然的美国运通与 IDS（最近已更名为美国运通财务顾问）今日的营运模式与过去已有很大的不同，但是我还是发现对于该公司与其提供的产品内容长久以来的熟悉度，仍然有助于我们的评估。（1994）

除了可转换特别股，我们在 1991 年还透过私募的方式投资了三亿美元的美国运通俗称“Percs”的股票，这种证券基本上算是一种普通股，只不过在投资的前三年我们可以领取一笔特别的股利，条件是在同时间我们因为股价上涨所带来的资本利得将受到限制，然而即便如此，这笔投资还是因为本人的英明决策而获利不菲，当然其中也包含一些运气的成份，比例约是 110%（剩下的才是本人的能力）。

根据约定我们的 Percs 必须在 1994 年八月以前转换成普通股，而就在前一个月我还一直在考虑是否应该在转换期限到期以前把这项投资给处分掉，当时考量的是虽然美国运通总裁 Harvey Golub 表现相当优异，他总是有办法将公司的潜力发挥到极致（这点从一开始便不断地获得证明），只是这种潜能还是面临严重的挑战，那就是美国运通来自于以 Visa 为首的其它发卡单位激烈的竞争，在衡量各种利弊得失之后，我还是倾向于把这笔投资提前给处分掉。

还好我走狗运，就在要做决定的那个月，我正好到缅因州和 Hertz 租车公司总裁 Frank Olson 一起打高尔夫球，Frank 是一位相当优秀的经理人，因为业务的关系相当熟悉信用卡的行业，所以打从第一洞开始我就一直追问他有关这行业的种种问题，到了第二洞的果岭时，Frank 已经让我完全相信美国运通的企业卡是一项绝佳的生意，所以当下我就决定不卖了，等到后九洞时，我更决定加码投资，于是在回来的几个月后，Berkshire 已经拥有该公司 10% 的股权。

现在我们光是在美国运通的投资潜在利益就有 30 亿美元，当然这一切都要感谢 Frank，不过我们俩人共同的好友 George Gillspie 却直说我搞错应该要感恩的对象了，他强调要不是因为他安排这次的球会，并且把我跟 Frank 摆在同一组的话，也不会有今天这样的成果。（1997）

● 史考特飞兹

就让我们以 Berkshire 本身实际投资史考特飞兹的经验当做具体的例证，在这里我们不但可以解释帐面价值与实质价值之间的关系会有多大的变化，同时可以藉此替大家上一课期待已久的会计学，当然这次我选择说明的对象是一个相当成功的购并投资案。

Berkshire 是在 1986 年初买下史考特飞兹的，在当时这家公司拥有 22 项不同的事业，时至今日我们没有新增，也没有处分其中任何一项，史考特飞兹主要的营运集中在世界百科全书、寇比吸尘器与 Campbell 空压机，当然其余的事业对盈余的贡献也相当重要。当时我们斥资 3.152 亿美元买下帐面价值 1.726 亿美元的史考特飞兹，超过的 1.426 亿美元溢价，代表着我们认为这家公司的实质价值大概是其帐面价值的两倍。

因为在购并交易完成当年，公司帐上有多余的现金，所以虽然史考特飞兹 1986 年的获利只有 4,030 万美元，但却能够支付 Berkshire 1.25 亿美元的股利，另外还有一点我必须强调的是，在史考特飞兹我们并没有运用任何的财务杠杆，事实上，该公司在我们购并之初的负债便相当有限，之后甚至还掉了所有的债务(除了财务子公司的借款)，同时我们也没有把工厂卖掉再租回来或是出售应收帐款之类的举动，在我们拥有的这几年，史考特飞兹一直以相当保守的财务杠杆经营并且维持相当高的流动性。

大家可以看到，史考特飞兹的盈余在我们买下之后持续稳定的增加，不过在此同时净值却未呈等比例的增加，也因此在我们买下该公司时，就已经相当不错的股东权益报酬率，到现在又变得更加优异，我们甚至可以拿它与财星五百大作比较，事实上以史考特飞兹的规模，若单独计便得以列入五百大之林。

以所能得到最新的 1993 年五百大名单来说，该公司的股东权益报酬率可以名列第四，故事还没结束，前三名分别是 Insilco、LTV 与 Gaylord，全部都是因为当年度脱离破产边缘，除了当年因为债务获得免除致使盈余暴增之外，其它年度的获利皆乏善可陈，因此若扣除这些没什么营运的烂果子的话，史考特飞兹的股东权益报酬率足以名列财星五百大首位，远远比其它对手抛在脑后，甚至是第十名的两倍之多。

或许你会认为史考特飞兹的成功不过是盈余循环的高峰、独占垄断或是靠财务杠杆，不过全都不对，这家公司真正成功的原因在于总裁 Ralph Schey 优异的管理技能，这点在后面我们还会详加报告。

接下来是之前说过的会计课，我们支付超过史考特飞兹帐面价值 1.426 亿美元的溢价，将会被记录在 Berkshire 的资产负债表上，详细的细节我就予以省略(这些在我们 1986 年年报的附录都有)，而溢价在登录之后，不管怎样都必须按年摊销当作成本，并显现在每年的盈余报表之上。

下表显示，第一栏是 Berkshire 每年必须慢慢地摊销购买史考特飞兹所产生的溢价的余额，第二栏是每年必须摊销的金额，这些费用对现金部位或税负支出都不会有影响，同时就我们的观点而言，也没有任何实质的经济意义(虽然很多会计师可能不同意我们的看法)，这不过是让我们的帐列投资成本能够慢慢减少，到最后终与史考特飞兹本身帐列净值一致的方法而已。

大家可能注意到截至 1994 年底为止，帐列的溢价还剩下 5,420 万美元，这个数字若再加上史考特飞兹当年底的净值 9,400 万美元的话，就等于 Berkshire 帐上持有该公司的投资成本 1.482 亿美元，这个数字甚至不到当初我们买下它时的一半不到，然而史考特飞兹现在每年所赚的钱，却是当时的二倍，很明显的，其实质价值一直都在成长，然而透过溢价摊销，Berkshire 帐上持有的投资成本却一再向下调整。

史考特飞兹实质价值与其在 Berkshire 帐上的帐面价值差距越来越大，如同先前我曾经提到而现在也很高兴在重申一次，这种不对称的现象完全都要归功于 Ralph Schey-这位专注、聪明且高格调的经理人。

Ralph 之所以能够成功的原因并不复杂，我的老师葛拉汉四十五年前就告诉我，画蛇不必添足，尔后在我个人的投资生涯，我相当惊讶地发现，这道理也适用在企业管理之上，经理人真正应该做的是把基本工夫做好而不分心，这正是 Ralph 的做事方法，在设立好正确的目标后，并毫不犹豫放手去做，至于在私底下，Ralph 也是很好共事的人，对于问题他坦率直言，自信却不自大。

我忘了经验丰富的 Ralph 今年真正的岁数？但我确信他跟我们旗下其它许多经理人一样，老早就过了 65 岁，在 Berkshire，我们注重的是绩效，而不是年资，查理今年 71

岁，而我 64 岁，两人都把拳王 George Foreman 的照片摆在桌上，你可以记下，我们对于强制退休年龄的反感将会与日俱增。

- **盖可保险营运**

就在去年底，我们完成买进盖可保险 100% 股权的动作，盖可是全美第七大的汽车保险公司，约有 370 万辆汽车加保，我个人与盖可保险的关系长达 45 年以上，虽然这段故事已经说过很多遍，我认为还是有必要在这里稍微复述一次。

我是在 1950 年-1951 年间就读于哥伦比亚商学院，当时的目的倒不在于取得学位，重点还在于我可以受教于当时在该校任教的班哲明·葛拉汉门下，上葛拉汉的课实在是一种享受，很快的就让我从偶像哪里学习到许多东西，有一回我翻开全美名人录，发现我的恩师葛拉汉是公务人员保险公司-GEICO 的董事会主席，对于当时的我而言，那完全是一家陌生产业的不知名公司。

一位好心的图书馆员，介绍我看看全美最佳火险与意外险公司手册，我发现 GEICO 的总部位于华盛顿特区，所以在 1951 年一月的某个星期六，我搭乘火车前往位于华盛顿的 GEICO 总部，一到当地，令人失望的是总部大门深锁，朝着大门敲了半天，终于有位守卫前来应门，我向这位一脸疑惑的警卫先生问到，公司是否有人可以跟我谈一谈，他老兄说六楼有人在加班，你可以去找他试一试。

就这样我遇到了当时还是副总裁的 Lorimer Davidson，后来他成为 GEICO 的总裁，虽然我唯一的经历背景只是葛拉汉的一名学生，大卫还是很好心的花了四个小时左右的时间，好好地给我上了一课，我想大概没有人能够像我这样，可以幸运地接受如何经营保险业的半天课程，大卫很坦白地告诉我，GEICO 的竞争优势在于直接行销，这使得该公司相较于一般竞争同业必须透过传统的业务中介的经营方式所负担的成本要低得许多，后者受限传统无法摆脱行之有年的行销网络，而在上过大卫的课之后，GEICO 也成为我有生以来觉得最心动的一支股票。

在我从哥伦比亚大学毕业的几个个月后，我回到奥玛哈担任股票业务员，自然而然的，我把重心全部摆在 GEICO 这只股票之上，我作成的第一笔生意就是把它介绍给总是最支持我的阿姨 Alice，不过当时的我只是个 20 岁初出茅庐的小伙子，所以我的话总是没有人愿意相信，即便如此，我还是在 1951 年写了一篇最佳推荐个股-GEICO 并刊登在当时最大的金融时报专栏之上，当然最重要的是我自己也买了这家公司的股票。

你可能会觉得很奇怪，不过打从 1944 年开始报税到现在，我都保留每年个人报税的资料，在将这些资料拿出来比对之后，我发现在 1951 年我总共分四次买进 GEICO 股份，最后一次是在 9 月 26 日，这样的做法让我觉得自己很早就有自我沉醉的倾向，印象中我那时是在向别人推销这批股票不成之后，决定自己吃下这批股票，尽管在当时我已将个人 50% 以上的身家全都押在这支股票之上，而在加码之后，我总共持有 350 股的 GEICO 股份，成本为 10,282 美元，到了年底，这些股票的市值成为 13,125 美元，超过个人净值的 65%。

所以大家可以看出来 GEICO 公司可以说是我投资生涯的初恋，还有一点也相当具有纪念价值的，我买下 GEICO 大部分的资金是来自于派送华盛顿邮报的收入，而后来经由 Berkshire 我靠着华盛顿邮报，将 1,000 万美元变成五亿美元。

可惜的是，在 1952 年我以 15,259 美元的价钱将全部的 GEICO 股份出清，然后将所得资金投入到了西方保险证券公司之上，这项变心的举动，一部份的原因是因为西方保险证券当时的股价相当吸引人，本益比只有一倍左右，然而在往后的二十年间，当时被我卖的

的 GEICO 股份的价值却成长到 1,300 万美元,这样的结局让我体会到绝对不能卖掉一家明显的好公司的原则。

1970 年代初期,在大卫退休后不久,继任的管理阶层犯了一连串严重的错误,他们低估了保险理赔的成本,使得公司对外销售保单的订价过低,此举导致公司几乎面临倒闭的命运,所幸后来由 Jack Byrne 在 1976 年接掌公司,并采取紧急的补救措施后,才使得公司幸免于难。

由于我相信 Jack 以及该公司原本拥有的竞争优势,Berkshire 在 1976 年下半年买进大量的 GEICO 股份,之后又小幅加码,到了 1980 年底,我们总共投入 4,570 万美元取得该公司 33.3% 的股权,然而在往后的 15 年内,我们并没有再增加持股,不过由于该公司不断地购回自家公司的股份,使得我们在 GEICO 的持股比例逐渐增加到 50% 左右。然后到了 1995 年,我们同意以 23 亿美元买下另一半原来不属于我们的股份,这是实在是天价,不过它让我们可以百分之百拥有一家深具成长潜力的企业,且其竞争优势从 1951 年到现在一直都维持不变,更重要的是,GEICO 拥有两位相当优秀的经理人,一位是专门负责保险部门营运的 Tony Nicely,一位是专门负责投资部门营运的 Lou Simpson。

52 岁的 Tony 在 GEICO 任职已有 34 年了,兼具智能、精力、品格与专注力,他是我心目中经营 GEICO 保险部门的不二人选,如果我们够幸运的话, Tony 应该还能再为我们经营 GEICO 34 年以上。

另一方面, Lou 在管理投资同样出色,从 1980 年到 1995 年的这段期间,GEICO 的投资在 Lou 的管理之下,年度平均投资报酬率高达 22.8%,同期间 S&P 只有 15.7%, Lou 在 GEICO 所采取谨慎保守、专注集中的投资方式与 Berkshire 一致,有他在,对 Berkshire 来说绝对有相当大的帮助,而他的存在同时也使得 Berkshire 可以确保查理跟我本人万一是要有任何突发状况时,能够有一位杰出的专业人士可以立即接手我们的工作。

GEICO 如同过往一般,持续地吸引优良的保户前来,而 GEICO 的服务也确实令他们满意,当然订价与提列准备必须适当,但是该公司能够成功的最重要关键,还在于超低的成本结构,这实在是其它竞争同业远远比不上的,1995 年在 Tony 与其领导的经营阶层的努力之下,该公司的承保损失与营业费用比率进一步压低到保费收入的 23.6%,比起 1994 年又低了一个百分点,在商业的世界,我致力于寻找拥有无可侵犯护城河所保护的企业堡垒,感谢 Tony 跟他的经营团队,GEICO 周围的护城河又更加宽了许多。

最后让我向各位报告一下大卫的近况,高龄 93 岁的他,对我而言亦师亦友,到现在他还是一样关心 GEICO 的情况,而当公司现任的主管-Jack Byrne、Bill Snnder 与 Tony 有任何需要他的地方,他都会随时挺身相助,虽然这次的并购案将使得大卫必须承担大笔的税负,但他还是一样支持这项交易。

自从我认识大卫后,45 年以来他一直就是我崇拜的偶像之一,而他确实也从未让我失望过,大家必须了解如果没有大卫在 1951 年那个寒冷的星期六慷慨解说, Berkshire 就绝对不可能会有今天的成就,多年来私底下,我已不知感谢他多少次了,但是今天在这里我觉得应该借着今年的年报代替 Berkshire 所有的股东向他致上深深的感谢之意。

- 迪斯尼:

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。

再透露一点历史，我第一次对迪士尼发生兴趣是在 1966 年，当时它的股票市值还不到 9,000 万美元，虽然该公司在前一年度-1965 年的税前净利是 2,100 万美元，而且所拥有的现金甚至多过于负债，当时迪斯奈乐园斥资 1,700 万美元的加勒比海海盗船才刚要开幕，而这家公司的卖价只不过是这艘海盗船的五倍！

印象深刻的我，利用巴菲特合伙企业的资金，买进一大笔的股份，照分割调整后的平均成本约 31 美元一股，这样的决定显然很正确，因为现在的股价大概是 66 美元一股，各位的董事长却在 1967 年以每股 48 美元将这批股票卖出，使得其效果大打折扣（1995）