



唐朝

【致股东信2000-9】

鼓捣猫腻，朋友们早上好

我们今天来看一个稍微有点故事的收购案：伯克希尔收购“佳斯迈威公司”（Johns Manville Co.，后文简称JM 公司）的故事。

这是一家美国建筑隔热绝缘材料领域的龙头企业，总部位于距离奥马哈860公里的丹佛市，主要生产隔热材料、绝缘材料、玻纤产品、商业和工业屋顶系统等。

公司成立于1858年（大清咸丰八年，签订《璦琿条约》割让黑龙江以北60多万平方公里国土给俄罗斯的那年），1927年上市。

1982年，由于医学界发现当时普遍使用的耐火加热绝缘材料石棉（最常见的就是装修常用的石膏板）有致癌作用，长期使用石棉作为防火隔热材料的JM 公司，面临消费者超过20亿美元的索赔。

当时JM公司的净资产不足10亿美元，所以只要索赔一成立，公司就必定面临资不抵债宣布破产的境地，无法继续经营下去。

更多资源加微信: xuetang7799

为保护公司现有产业的运营和工人的就业岗位，JM公司在1982年8月向破产法庭申请了破产保护，并于1983年出售旗下石棉矿，退出石棉业务。

所谓破产保护，最近几天在网上有个热点话题，炒的挺火。说深圳有一对退休老夫妻，俩人合计退休工资一万二，全部家产约500万，申报1.27亿债务并申请破产保护，引发了广大网友对“职业背债人”借助破产保护制度逃债废债的讨论。感兴趣的朋友，可以去微博围观该话题。

这里我们只需要知道一下，破产保护制度设立初衷是保护那些“诚实而不幸”的人，给他们一个重新来过的机会。

美帝的破产保护制度，就是破产法院禁止债权人在裁定的破产保护期里逼债，避免触发资不抵债破产清算的后果，让欠债的人或企业缓一口气。

欠钱的企业在破产保护期间可以照常运营，企业管理层继续负责公司的日常业务，其股票和债券也在市场继续交易，但企业所有重大经营决策必须得到破产法庭的批准才能实施。

在这种情况下，债务人可以提出一个具备可行性的还款方案，经债主同意后即可脱离破产保护。

JM 公司的破产重组结果，巴菲特说非常复杂，我们也就不去深究了。只需要知道最终主要结

果是债转股就行了：专为石棉受害人赔偿问题成立的信托基金（全名Manville Personal

Injury Settlement Trust 迈威人身伤害和解信托)成为持有公司76%股权的控股股东。

JM 公司剥离了这些债务后，继续独立经营。赚到的钱通过分红给信托，信托再赔给受害人。截止2000年，企业经营的一直不错，净资产收益率基本都保持在20%以上。1995年至1999年的每股收益，分别是0.57、0.71、0.80、1.0、1.68美元，增长势头非常明显，现金流也很不错。

2000年6月，有两家纽约的知名投资公司计划筹资30亿美元整体收购JM公司。

但由于2000年股市大跌，JM公司股价自该交易宣布以后一直跌成腰斩。这两家投资公司说无法筹集到收购所需资金，于2000年12月8日星期五宣布放弃收购计划(应该是损失了签订意向合同时的定金什么的)，当天JM 公司股价收于10.75美元。

然后二老知道了这件事儿，周一就打电话给这个信托的董事会主席费力思 (Robert A.

Felise)， 说我们出每股13美元(总价约18亿美元)收购，纯现金，都在账上，没有任何流程和其他决策人，签约后分分钟转账。

按照最新的1999年财报每股收益1.68美元算(2000年财报还没出来)，13美元的收购价格

只折合不到8倍市盈率，市价10.75美元更是只有6.4倍市盈率。

这种传统行业在2000年，是被整体唾弃的，也只有巴菲特这种老古董才这么喜欢它。猜测二老已经偷偷流了很长时间的口水，一直在窥探合适的机会，所以才能那边周五说“我们分手”，这边周一就提出“办酒席领证吧”。

费主席的团队一商量，中，中中中，我的恁亲娘来，就怎么办！一周后双方就签约了，收购完成。签约的消息一出来，股价就飙升到12.88美元，非常接近伯克希尔的出价了。

这家企业后来的发展如何，我手头没有资料了，也不知道现在还是不是伯克希尔旗下的企业？估摸着应该还是，伯克希尔没有卖掉非上市子公司的习惯。

由这件收购，我想到了巴菲特对石棉产业的相关投资。这是之前在后院陪读芒格股东大会问答时写过的，是2024年1月4日早上，陪读芒格2003年维斯科金融公司股东大会问答时写的。

文章涉及的投资对象，是伯克希尔2000年开始介入的上市公司USG（美国石膏公司）。注意，这不是像JW 那种整体收购，是直接在市场上买股票的投资。

该文曾在2024年3月18日以《巴菲特的失败案例拆解：USG》为题发表在唐书院，我把它搬

过来作为巴菲特2000年致股东信陪读的一部分。
以下是原文：

唐朝：新年伊始，就连续揭二老的伤疤，有点不厚道的样子。但真不是故意的，就是恰好走到这儿。前天纺织业，昨天家具租赁，今天石棉产业，全是二老的败笔。 嘿嘿

2003年维斯科金融公司股东大会上，一位股东提问：

我有一个关于美国石膏公司（USG, 也有翻译为美国石棉公司的）的问题。它的企业价值是40亿美元左右，它有大约八亿美元的现金。

最近，法院判决阿姆斯特朗世界工业公司（Armstrong World Industries）就石棉诉讼案赔偿31亿美元。

从之前的赔偿情况来看，阿姆斯特朗的赔偿金额是USG 的两倍。如果USG的石棉诉讼赔偿金额达到四五十亿美元，就会把普通股股东扫地出门。

现在官司正打得不可开交，USG的处境非常不利。伯克希尔投资了USG,请问这笔投资的前景如何？

芒格回复说：

这笔投资是个烫手的山芋。谁都没想到，石棉索赔能涉及如此之大的金额。

赔偿规模如此之大，很重要的一个原因在于，法律体系受到了操纵，很多中间人不是石棉污染的受害者，他们却拿走了大量赔偿金。

在低效的法律体系中，大量赔偿金流失了。在所有石棉伤害赔偿金中，一大半落到了律师、专家的口袋里，但他们根本不是受害者。在我看来，如此处理社会问题，效率太低。

过去，在处理矿工的肺病索赔时，我们做得更好。政府决定向每吨煤征收专项税款，全部用于救助所有染上肺病的矿工。律师、专家等中间人没办法从中分一杯羹。显然，这种处理方案更高效、更合理。

USG 具体要赔多少，很难说。现在不只是USG 一家公司，有四五家公司都是这样的处境。

我现在认为，USG 的净资产不至于亏光，但是还能剩多少，我也不知道。

——摘自2003年维斯科金融公司股东大会问答。

对石棉类公司(石棉，广泛用于建材、化妆品里，后被发现致癌作用，被列为一级致癌物)的投资，伯克希尔搞过五六家，但结果都不成功。

今天的问题里提到的USG，是伯克希尔2000年投资的。截止本问答发生的2003年，伯克希尔持有USG 约17%的股份，2014年又追加一笔投

资，成为持股约31%（约4340万股）的第一大股东。

USG 在2003年的这轮诉讼里没有破产，但它最大的两家竞争对手破产了，其中一家就是股东提问里提到阿姆斯特朗世界工业公司 (AWI)。

2018年6月，在伯克希尔的推动下，USG 公司被德国一家建材公司 (Knauf 可耐福) 以每股44美元的价格整体收购。

折算下来，伯克希尔大致微亏出货：总投入19.6亿美元，十八年后收回19.1亿美元。期间是否有现金分红，我手头没有数据，但即使有，也基本可以确认是微不足道。

这笔投资持续了18年，算是一笔失败的投资，巴菲特在2017年的股东大会上自我检讨说：“此项投资令人失望……十八年来，没有取得好的结果。”

涉及石棉相关的企业投资，据我掌握的资料，巴菲特至少搞过六家。有四家在2004至2007年间就已经破产，这家USG 被收购，还有一家叫佳斯迈威 (Johns Manville) 的状态不详。

总之，基本都是失败的。说到这里，不得不吐槽两点：

第一，大部分巴菲特案例研究人员都喜欢神化巴菲特，更偏向于介绍巴菲特那些耳熟能详的

成功案例，对于失败案例，会有意无意地忽略或一笔带过。

英文世界如何我不知道，但至少中文世界里的确如此，想刨一些失败案例的资料，难如上青天；

第二，谁让本胖英文不好呢，抽二手烟，活该被欺负。所以，英语一定要学，哪怕就是为了刨股神的黑材料，也要认真学，哈哈。

这类投资的相关资料很少，对于巴菲特的估值、动机、操作过程我也所知甚少。

从目前掌握的资料推测，是在伯克希尔保险部门承保相关石棉索赔保险期间，巴菲特发现了一些“便宜的机会”，然后误判了官司的严重程度，踩了雷。

这让我想起芒格总结的那句话：

越是优秀的人，找律师处理麻烦的概率越低。因为优秀的思考和行为习惯，会让他们有意无意地就避开潜在的麻烦。

那些生活中麻烦不断的人，往往并不是运气不好，而是因为他们的性格和行为习惯里，天然就隐藏着滋生麻烦的种子。

伯克希尔因为承保索赔保单，一不小心就和麻烦不断的公司搭上了关系，是不是和律师有点像？

总体来说，这些投资相对于伯克希尔的体量而言，都很小——当然，可能正是因为它们发展不好，所以占比越来越小——但错误就是错误，失败就是失败。

如实记录失败，也是非常有价值的历史，其实这些失败丝毫无碍二老的伟岸身姿，完全无需遮遮掩掩。

2024年1月4日

蜗牛与黄鹂鸟：失败并不可怕，能从失败案例中总结经验教训，获得认知，修正方向，从而在以后投资中扬长避短取得成功。这样的失败就是另一种财富。

素菊：如实记录失败，也是非常有价值的历史。

想起老唐说输出自己的思考，让自己的弱点暴露出来给别人攻击，这样进步的更快。我觉得，这要有足够强大的心脏和自信才行，一般人还真的很难做到。

无常：是人就可能犯错。关键是要经过思考，认真做事。即便犯错，也是很有价值的。

看看老唐的2023年总结，每一笔分红，占比多少，做了什么，记录的清清楚楚。

包括分众的投资，记录下当时的所思所想，记录下当时的环境和认知，控制好了仓位，错误

就是可控的。而且犯了错，反倒会成为自我学习，自我成长的良机。

跟着老唐这么些年，虽然他总号称自己法号乱来，但他的自控力和各种习惯太过强大。

巴芒二老也是如此，他们伟大，不是他们不犯错，而在于他们犯了那么多错，却依然如此成功，甚至可以说，正是因为他们会犯这么多错，才会如此成功。

我们很多时候害怕犯错，总想永远正确，这种思维本身，可能就是一个无法纠错的巨大陷阱。

张真人：对于我们投资者来说，研究像这种石棉等重污染的企业，有一项在财务报表上体现不出来，就是表外负债，一旦发生这种巨额的赔付，有可能会是压死公司的最后一根稻草。

读书卷：看完你推荐的几乎全部关于巴芒的书，跳出来的第一个问号就是：为什么全是成功案例分析？

读完这几天老唐分享的失败案例，瞬间觉得巴芒更亲切了，也是食人间烟火的，离自己更近了。

唐朝：和卷姐同感。我当年也是这个心态，看到这些失败案例后，心里反而踏实了。

Mr. chen: 不得不说, 有些行业天生命好, 有些行业注定就是苦哈哈的生意, 赚钱不易, 还容易掉坑里。

这样的案例看的多了, 我们越发觉得好生意的重要性, 投资优质企业, 不仅赚的多, 还能躲开很多坑, 真的是轻松愉快。

西子: 习惯了被巴神的成功和神化的标签, 特别想读到巴神的失败案例。

纺织业, 科特家具租赁, 美国石膏公司, 再加上之前的用股票换购的德克斯特鞋业和通用再保, 看着失败案例觉得巴神更加伟岸。

想起唐师对分众的认错重新思考, 也觉得非常成功人士的成功符合逻辑。我在日常买大件时也喜欢问商家缺点是什么, 不说缺点就88, 哈哈。

Bp: 对成功企业, 大家喜欢关注它怎么成功的, 而忽略它发展过程中失败的因素。就像大家关注老唐, 都会说“不就是买了个茅台吗?”

我觉得, 这是因为大部分人的思维有惰性。他们的思考习惯, 把单一要素视为成功的唯一要素, 远比思考多要素要简单。

因此，虽然企业在决策中有n多要素，虽然企业的成功是n多个要素共同作用的结果，但大多数人仍然只愿意看到某单一要素的作用。

义薄云天：马云也说过，他更多的研究那些失败的公司案例，这些失败的案例对自己的帮助更大。所以我们应该像芒格一样总是反过来想。

充分研究国内外的失败案例，那些曾经辉煌的公司最后到底是怎么衰落的，这些可能比研究如何成功意义更大。

投资也是，避免了各种坑，只剩下赚钱的公司，即使慢一点，能慢到哪呢？

鲸鱼：巴菲特虽然被誉为股神，但其在石棉行业、航空行业的多次失败投资经历，让他显得更真实，让我们普通人也有底气觉得价值投资获得正果并不是高不可攀，并不需要战无不胜的气质。

巴菲特投资失败的案例，也大多集中在不容易看懂或者隐含巨大风险的行业。我们普通人自认为没有巴菲特的实力，吸取教训，不去挑战恶龙，也许是我们的优势。

淡蓝：随着跟随老唐学习，越来越理解世界充满了不确定性，无论思考的多么深入，研究的多么细致，总归也不可能对未来有百分百的确定，这是客观事实。所以提前对不确定性进行适度的分散，也就成为了必然。

DF:『那些生活中麻烦不断的人，往往并不是运气不好，而是因为他们的性格和行为习惯里，天然就隐藏着滋生麻烦的种子。』的确如此，

在生活中麻烦不断的人，过段时间看还是老样子，不要奢望他们会改变，远离是最佳选择。

沧海月明：说起石膏板和这家USG公司，我还真有个故事——一个三十亿赔偿代价的案例。

A股有个公司叫北新建材，是国内石膏板的龙头，市占70%，毛利40%，净利20%，现金流贼啦好，看起来还是不错的生意。

不过如果早点知道老巴投资USG的完整案例就好了，如同院长投资分众，如果早读了腾讯的年报，看到广告与宏观经济密切相关的业内结论一样（新年伊始，揭院长的伤疤，有点不厚道的样子。但我真不是故意的，就是恰好走到这儿，嘿嘿嘿）。

北新建材这家公司几乎走了和今天摸你贴一模一样的路，2005年出口美国几千万元的石膏板，近10年累计赔偿金额接近30亿人民币。就这还没彻底结束，多吓人啊，还好是央企背景还有点家底。

很多时候知其然还要知其所以然，其实我是知道老巴投资了USG的，甚至还以此作为背书认为石膏板是不错的生意，但却不知道USG因为诉讼差点赔的底儿掉。

也不知道老巴投资USG 其实收益很有限，更不知道其实7年后，北新竟然踏进了同样的河流

——如果北新的管理层能多研读国际上的同行业公司，也许这个30亿元的代价就可以避免。

世上其实没有什么新鲜事，很多只是换个包装的重复而已，让我们多读多看多思考，尽量从别人的故事里获得经验吧。

大愚：美国石膏公司事件，伯克希尔不小心又入坑了。美国企业经营的法律风险有时候大到不可思议，这个风险对我们也有启示意义！

北新建材，向美国2005年海啸灾区捐赠了几百万美元的石膏板，结果被告上法庭，最后赔了2亿多美金。

可惜他们不知道之前USG 的事情，否则就不会掉坑里了。多做好事，但千万不要给这样的坏人做好事…新时代的农夫与蛇的故事。美国就是个讼棍国家。

律师一般面对的都是人性中最黑暗的事件，做律师身心很难敞亮快乐吧，如果还要想办法从中捞钱，呵呵。

相反，芒格处理旷工的肺病索赔以事主利益为上；那是他个人执业良心，是他高尚人生价值观的体现。

难怪芒格会富，都是有原因的，与人为善，坚持真理，不为私利…世界上这样的律师太罕见了。

所以最后又开心、又富有的律师，是不是只有芒格一个?！

顺祁自然：USG 创立于1901年，是美国石膏板龙头，市占率高达25%。持续经营120年，行业变化缓慢，具有某种竞争优势。这是网上搜到的伯克希尔对USG 的历年持股情况。

9

表1：Hathaway 对USG 持股变动一览				
时间	事件	股权占比(%)	累计持股(万股)	当年新增(万股)
1999	买入股票	0.60%	37	37
2000	买入股票	15%	650	650
2006	认购新股	19%	1,707	1,057
2008	认购可转债	35%	4,339	2,632
2014	可转债行权	31%	4,339	0
数据来源：USG年报，Hathaway年报，Bloomberg，广发证券发展研究中心				

1999年，巴菲特因为便宜，开始投资这家行业的龙头，一切都似乎很符合价值投资的规则，故事发展到这里似乎应该是准备赚很多钱的走向。

然而，2001年的石棉诉讼案，使得USG申请破产保护程序。股神都懵了。倔强的股神选择加仓并帮助USG 走出破产的阴影，股神通过认购新股与可转债，持续对 USG 进行加仓。

如果说USG 的石棉诉讼案只是一个黑天鹅，那么其后N 年的经营状态，非行业垄断，缺失定价权，则是其无法带给股神盈利的根本原因。

2017年股东大会上，巴菲特谈到：

我只记得这个股票是非常便宜的。

USG 在总的来说，是有一些让人失望的，因为他们的一些业务让人很失望。我记得他们有两次数次宣告破产，因为他们的债务实在太大了。

所以这并不是很好的投资。但是如果他们业务的定价价格回到几年前的水平，对我们来说会有更好的情况。它过去并不是那么糟糕。”

可见，债务的侵蚀+定价权，才是USG 无法获取合理回报的根本原因。

白云悠悠：如果说伯克希尔只投资了一家或两家这类公司，可以理解为一不小心，在机缘巧合跟这类企业搭上了关系而投资失败。

但令人不解的是，巴菲特至少搞过6家。为什么巴菲特会屡败屡战？

唐朝：基本是同时搞的，不是屡败屡战。

Pm：成功的投资者，一生的成就往往就由几个关键的正确决策决定。投资过程里的错误，是正确的成本。

在长期视角、大概率对、组合投资、享受复利几个因素共振影响下，正确决策的权重会越来越大，错误决策的权重会自然而然地越来越小。

周明芄：巴神对于USG 的投资，最终以微亏出局，如果和标准普尔指数相比，这件投资实属亏麻了。

研究股神的失败投资不仅仅无损于股神的光辉形象，反而有助于我们“看股神吃一堑，自己长一智”。会犯错误的巴神才值得学习的价值。

另外，我想，这也是唐师所说的「在2000年后的巴神不要去学习」的一部分原因。

芒神在之前接受采访时也说：“如果一个人的投资资产大致相当于美国的全市场的规模，那么他也只能取得市场的平均收益率”，随着巴神手上的钱越来越多，树不会长到天上去，不可能永远以超越市场的平均速度增长。

就巴神是通过保险公司与石棉公司搭上线的事儿，我想到了“好人好企业总不是不断的给人带来惊喜，烂人烂企业总是能不断的给人带来惊吓”。优秀的人优秀的企业，需要保险公司、律师的概率远远小于烂人烂企业。

例如腾讯，在今年的环境之下，依旧能取得大概率10%的营业收入增速和40%的扣非归母净利润增速，股价大跌的情况下，动不动就掏出10个亿拍在桌子上，视频号和新游戏元梦之星都取得了意料之外的惊喜。这样的公司，不用担心赚不到钱。

行者ys: 证实思维比证伪思维可能更容易让人接受，毕竟【正确的知识】占用能量更小、指导实践更有效，但从错误中学习的视角，提供了很好的差别何谓【正确的知识】的排除模型。

去年读了一遍书房文集，其中财报浅印象系列暂时跳过，未读的原因倒并不是不重视，而是过于重视。

我想等我有一些排除思维后再去看，隐约觉得那些排除性思维是非常有用的，它的作用可能跟深入学习茅台树立【投资标杆】有得一比。

在读过的文章里，在思维上最震撼有用的，我想来可能还是唐朝老师投资分众的全复盘，里面对于【那些是看错了、那些是买贵了、那些是体系的代价】都区分得很清楚。

决策依据提前写下，买入卖出按计划行事，发现不对找漏看原因，完善逻辑后重新估值，并总结反思，有大量的客观事实素材供我学习。

然后在遇到同样的问题的时候，我会学着去反驳，反驳不了的我暂时接受。

我好像也在学着重视、开放对待有逻辑、有事实的反面观点，尝试用从书房书院学习到的知

识去理解它，慢慢地体会到了【如果我不能很好地反驳一个观点，那么我就不配拥有它】。

价值人生： 《投资石棉公司的失败案例》

巴芒承保索赔单，麻烦之中机会见，
蟑螂绝非仅一只，机会竟然是错判。
投资石棉均失败，失败案例需深研，
成功失败全面看，巴芒身姿更伟岸。
人们研究巴菲特，偏向成功的案例，
不知有意或无意，对其失败多回避。
对于我们学习者，失败案例要珍惜，
避免失败的价值，远比成功更有益。

2024年1月4日