



唐朝

2025 年 4 月 21 日

鼓捣猫宁，朋友们早上好 我们继续看 2000 年的第二个收购案例：科特商业服务公司 Cort Business Services，主营办公家具租赁的（后文简称“科特商服”或“科特家具租赁”）。巴菲特在 2000 年致股东信里，这样记录了这次收购的过程：【1999 年 11 月 23 日，我收到布鲁斯·科特（Bruce Cort）发来的一份传真。传真附上了《华盛顿邮报》刊登的一篇科特商业服务公司收购案流产的报道。除了姓氏的巧合，布鲁斯·科特本人和科特商服没有任何关系。布鲁斯其实是一位二手飞机经纪人，1986 年伯克希尔曾从他手上买过一架二手公务机。在这封传真之前，我们大概有十年没联系过了。我对科特商服公司一无所知。但我收到传真后调取了公司在美国证监会的备案文件，看后我立刻有了兴趣。当天我就回复布鲁斯，我有潜在收购意向，请他尽快安排我与科特商服 CEO 保罗·阿诺德（Paul Arnold）会面。11 月 29 日我和保罗见了面，我立刻意识到这笔交易能成。这是一家不太起眼的好公司，拥有杰出的管理者，同时，受之前的收购案流标影响，它现在的报价也很合理。……我们迅速以控股 80% 的子公司维斯科金融公司为收购主体，支付现金约 3.86 亿美元收购了科特商服。大家可以在维斯科金融公司 1999 年和 2000 年的年报里，找到更多有关科特商服的运营信息。查理和我都很期待与保罗的合作，而且看起来科特商服的表现有望大超我们的预期，我们可能押对宝了！】感受到巴菲特那种兴奋了吗？发现了一

家很少有人注意到的优秀公司，而且由杰出的管理者运营着，同时价格还不贵。不贵是个啥概念呢？按照 2000 年维斯科金融公司财报披露，科特商服 1999 年营收 3.54 亿美元，税前利润 4600 万美元，如果按照当时美国企业所得税 35% 的税率折算，净利润大约是 3000 万美元。收购价格是 3.86 亿美元（折合每股 28 美元），折合不到 13 倍市盈率。科特商服公司净资产是 1.53 亿美元，Roe 接近 20%，属于巴菲特喜欢的那种优质企业。公司主营办公家具租赁，是当时美国市场上办公家具租赁领域里最大的龙头，包括华纳兄弟、美孚石油、百事可乐这样的全球顶级企业在内，美国的财富 500 强企业里，有近 80% 的企业通过科特租赁办公家具。注意，这种租赁不以购买为目的，就是客户付租金，并经常需要科特商服给更换新品。它和那些面对低收入、缺乏支付能力、以最终购买为目的（类似按揭一样）的租赁，是不一样的业务。巴菲特当时认为这种模式具有很强大的粘性，是一种很不错的商业模式。所以他报了一个 28 美元的价格：之前那个流标的收购方，报出的价格是 26.5 美元。科特商服公司股价最高的时候，是 1998 年 4 月的 48 美元。更有意思的是所谓“英雄所见略同”。伯克希尔与科特签署收购协议的当天（2000 年 1 月 14 日），旗下盖可保险的首席投资官路·辛普森马上举手报告说：“领导，我去年（1999 年）二三月份给自己买了一些科特商服的股票，总数有 30 万股，投入约 500 万美元。我现在投赞成票，作价 28 美元/股卖给伯克希尔。我申明，我那时可不知道咱伯克希尔公司要收购科特公司，

我可没搞内幕交易哦。” 巴菲特抛出一个卫生球：小样儿，看把你吓得。去年二三月，别说你不知道，连我也不知道。哈哈——好吧，卫生球这段是我瞎编的，仅供娱乐

辛普森是连巴菲特也景仰的大神，如果不是身体熬不过巴神（辛普森比巴菲特小 6 岁，他 2011 年退休，2022 年 1 月 8 日去世了），本来应该成为伯克希尔首席投资官的。在《巴芒演义》264 页，我这样写到：【1995 年致股东信里巴菲特说：“辛普森的存在，可以确保如果查理和我万一有什么突发意外，能够有一位杰出的专业人士立刻接手我们的工作”。2000 年巴菲特公开宣布，如果自己去世，大儿子接任伯克希尔董事会主席，而伯克希尔的投资业务由辛普森接管并负责。】写上面这些，是想让朋友们知道，好几位大神看好这家企业。巴菲特也非常开心地、白纸黑字地写下来，我们可能押对宝了。但是，不出意外的话，此处应该要出意外了。这是中文表述里常见的转折技巧。是的，出意外了。我在 2023 年 11 月 8 日早上，开始 2003 年维斯科金融公司股东大会问答的时候，这样提醒大家：“芒格掌控维斯科金融公司期间，除本部的保险、金融和投资业务之外，仅有的两家子公司业务：科特家具租赁子公司和精密钢材子公司，它们经营情况总体是每况愈下，基本从头到尾就没有昌盛过。直至 2011 年维斯科被伯克希尔全资收购前，家具租赁业甚至已经混成亏损状态了。”



唐朝

2023/11/08 08:43 · 26495 已读

鼓捣猫腻，朋友们早上好。今天我们接着2003年的维斯科金融公司股东大会问答，该年度的问答内容在《芒格之道》295页。

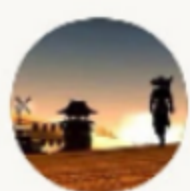
在开始新的一年问答之前，先提个有趣的提醒。

大家如果愿意统计《芒格之道》一书里披露的维斯科金融公司历年财报，你会发现芒格掌控期间的两家子公司——维斯科金融本部的保险、金融和投资业务之外，仅有的两家子公司业务：科特家具租赁子公司和精密钢材子公司，它们经营情况总体是每况愈下，基本从头到尾就没有昌盛过。直至2011年维斯科被伯克希尔全资收购前，家具租赁业甚至已经混成亏损状态了。

有趣吧？科特的打脸来的特别快，简直是迅雷不及掩耳盗铃铃儿响叮当之势。2000年完成收购当年，就是科特商服公司业绩的巅峰。自从归入伯克希尔旗下，科特完美展示了“亮相即巅峰”的精辟打脸曲线图，从2000年一直到2016年，科特公司的年度净利润数据如下表（单位，百万美元）

年份	净利润（百万）	年份	净利润（百万）
2000	29.0	2009	-1.4
2001	13.1	2010	2.2
2002	2.4	2011	18.9
2003	-6.3	2012	27.3
2004	5.0	2013	27.3
2005	20.7	2014	31.9
2006	26.9	2015	35.8
2007	20.3	2016	39
2008	15.8	2017	不再披露

收购当年就是巅峰，直到十四年后，年度盈利才重新回到 2000 年水平（就这，其实已经是又投入很多资金折腾，不断并购和试验新业务的结果），其中还有两年是亏损的。收购后十七年的净利润，合计一共 3.08 亿美元，才收回来收购款 3.86 亿美元的 80%。2016 年以后，伯克希尔不再单独披露科特商服公司数据了，估摸着也没好起来。大致应该可以推测，这笔生意至少二十年没回本。惨不，人生有几个二十年啊？这不是就妥妥地是一个接盘侠吗？哈哈，这是什么原因呢？2024 年 1 月 3 日早上，我在小红圈的摸你贴里这样写到（如图），今天原文照搬，一字不改，哈哈。



唐朝

来自「唐书院」

发表于2024年01月03日

鼓捣猫腻，朋友们早上好。今天我们来黑芒神，哈哈。

在2003年维斯科金融 公司股东大会上，芒神说：

【互联网泡沫破裂对科特家具租赁公司造成了很大的冲击。在互联网繁荣时期，办公家具租赁行业的生意非常红火。无论是律师事务所、会计师事务所，还是风险投资公司，都在招兵买马、扩大规模。随着泡沫破裂，与互联网相关的公司由盛转衰，租赁家具的需求明显减少，二手办公家具的价格急转直下。科特的生意确实遭遇了寒冬。我们刚刚收购科特，就遭遇了互联网泡沫破裂，我们可真是时运不济。】

这段回复很有意思，去年有篇摸你贴，我谈过这个问题，当时我说：如果我们去统计《芒格之道》一书里披露的维斯科金融公司历年财报，你会发现芒格掌控期间，剔除维斯科金融本部的保险、金融和投资业务之外，仅有的两家子公司：科特家具租赁子公司和精密钢材子公司，经营情况是每况愈下的，基本从头到尾就没有昌盛过。直至2011年维斯科被伯克希尔全资收购前，家具租赁部门甚至已经混成持续亏损的状态了。

这个残酷的事实，它至少能给我们三点非常有用的启示（这部分的许多内容也是之前那篇摸你贴里的，但我觉着有必要借机捞起来重复一次）。

第一个启示：某些行业，相当依赖宏观经济变化，在经济景气度较高的时候买入，很容易出价过高。

比如芒神这里谈到的，维斯科金融公司2000年收购的科特家具租赁。科特在那之前几年的高速增长，恰恰是那几年美国经济，尤其是网络科技企业高速增长所提供的。科特为大量的初创企业提供办公家具租赁服务，搭上了这班车。

然而，收购完成后，马上就遇上网络泡沫破裂，这些客户突然就没了，科特的收入也就转头急剧下滑。芒格在这里感叹到：“我们刚刚收购科特，就遭遇了互联网泡沫破裂，我们可真是时运不济。”

是时运不济吗？有时运的因素，但可能不能完全归因于时运。更应该反思的是，在景气度较高的时候，忘记了它对宏观经济的高度依赖，有点线性外推其未来的增长了。

说到这里，大家想到了什么！对，没错，某胖胖的分众。

某胖2018年夏天开始介入分众传媒。同样是忽视了其收入及利润受宏观经济影响巨大的属性，在景气的顶点，对未来增长做了乐观的线性外推。

介入后，马上遭遇宏观经济下滑，公司的营收和利润以更大的幅度萎缩，导致承受的股价最大跌幅超过60%——唯一幸运的是，虽然很迟钝才意识到错误所在，但最终还是实现了获利，只是这个教训本来是可以从书本上得来的。自己去付费学习，属于真傻。

这几乎与科特家具租赁的案例一模一样。而且，这并不是特例，20多年后，一个科特家具租赁的复刻版，让更多知名的投资者亏掉了天量的资金，把这个坑重新踩过一遍。

那就是2023年11月宣布破产的共享办公鼻祖Wework——这案例很新鲜，估计大部分朋友都在媒体上遇到过。

2023年11月，国际共享办公巨头WeWork申请破产，这是一家主要向初创企业提供办公空间租赁的企业（包括场地、家具、办公用品等）。据媒体报道，在申请破产前，WeWork净长期债务29亿美元，同时还有长期租赁负债超过130亿美元（所欠应付租金），而早在申请破产之前半年，公司账面现金就已经不足2亿美元了。

在WeWork 全部十几年的生命周期里，估值最高曾达470亿美元。其破产导致损失最大的是孙正义及其管理的软银，软银在WeWork身上亏了近200亿美元，以至于孙正义不得不公开为这笔投资向投资人道歉。

第二个启示：维斯科公司仅有的两家子公司经营惨淡，提醒了我们一定要警惕价投大师、大V，尤其是现实及网络世界里，把理念说的天花乱坠的人。

尤其要警惕某些话唠，两天半一篇长文的那种。要防止被名气、鸡汤以及某些自来水的吹捧搞迷糊，陷入不加分析盲目崇拜的境地。

我们书院里的这些朋友，可能对于看图说话、技术分析、热点追逐、宏观跟踪、内幕信息等类型，已经具备本能的防御心理，反而最有可能被各种格雷厄姆、巴菲特、芒格、彼得林奇、施洛斯、戴维斯……光环包裹的“价投大师”所迷惑。

我们必须要知道：价投理念集大成者、西海岸哲学家、地球上最聪明的人，也一样在具体的企业认知上看走眼——此时好像还能给芒神再加一口锅，阿里巴巴。

理念掌握的再怎么熟练，巴芒口诀背诵的再顺口，也不能代表在具体企业的分析上具备优势。芒格在科特租赁、精密钢材、阿里巴巴等企业上的决策就是非常有说服力的案例。

知道这点，我们就能把“理念认同”和“企业估值认同”分开来看，防止自己因为认同某人的理念，爱屋及乌地接受了其对该企业的分析和估值。

第三点启示：别怕错误。

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。

无论智慧多高，无论研究有多深入，依然无法避免犯错，哪怕是巴神芒神。但这些错误并没有妨碍他们的财富高速增长，并没有妨碍他们登上服不服排行榜。记住这点，能让我们在投资过程中放松神经，减轻焦虑，不需要去强制自己成神，不需要确保自己永远正确。

始终坚持在同一套原则下去思考、去比较，并坦然接受自己可能犯错这个残酷的事实，可能是投资旅途里活得轻松，赚的轻松的“唯一”坦途。过度紧张的神经，过度焦虑的头脑，过度苛责自己的标准，不是投资的助力，而是投资的阻力。



2024年1月3日：破...0103085437.mp3

芒格：互联网泡沫破裂对科特家具租赁公司造成了很大的冲击。

在互联网繁荣时期，办公家具租赁行业的生意非常红火。无论是律师事务所、会计师事务所，还是风险投资公司，都在招兵买马、扩大规模。

随着泡沫破裂，与互联网相关的公司由盛转衰，租赁家具的需求明显减少，二手办公家具的价格急转直下。科特的生意确实遭遇了寒冬。

我们刚刚收购科特，就遭遇了互联网泡沫破裂，我们可真是时运不济。

摘自《读懂芒格》· 查理·芒格



今天，我好像也没有什么要附加的了，依然是以上三点。最重要的是记住： 谁都会错，哪怕

是巴菲特、芒格、辛普森这样的大神，更不用说类似某胖这样的小喽啰了。错误是投资过程的必经之道，重要的是错误的占比，错误的伤害，以及从错误中学到了什么。永远不要期望自己一直是对的，因此，也永远不要梭哈一只个股。因为你不知道它会不会刚好就是巴神满怀信心，欢呼雀跃的那只“科特”。