

巴菲特致股东信

2019 年度

(2020 年 2 月 22 日发布)

Berkshire's Performance vs. the S&P 500

Year	Annual Percentage Change	
	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P 500 with Dividends Included
1965	49.5	10.0
1966	(3.4)	(11.7)
1967	13.3	30.9
1968	77.8	11.0
1969	19.4	(8.4)
1970	(4.6)	3.9
1971	80.5	14.6
1972	8.1	18.9
1973	(2.5)	(14.8)
1974	(48.7)	(26.4)
1975	2.5	37.2
1976	129.3	23.6
1977	46.8	(7.4)
1978	14.5	6.4
1979	102.5	18.2
1980	32.8	32.3
1981	31.8	(5.0)
1982	38.4	21.4
1983	69.0	22.4
1984	(2.7)	6.1
1985	93.7	31.6
1986	14.2	18.6
1987	4.6	5.1
1988	59.3	16.6
1989	84.6	31.7
1990	(23.1)	(3.1)
1991	35.6	30.5
1992	29.8	7.6
1993	38.9	10.1
1994	25.0	1.3
1995	57.4	37.6
1996	6.2	23.0
1997	34.9	33.4
1998	52.2	28.6
1999	(19.9)	21.0
2000	26.6	(9.1)
2001	6.5	(11.9)
2002	(3.8)	(22.1)
2003	15.8	28.7
2004	4.3	10.9
2005	0.8	4.9
2006	24.1	15.8
2007	28.7	5.5
2008	(31.8)	(37.0)
2009	2.7	26.5
2010	21.4	15.1
2011	(4.7)	2.1
2012	16.8	16.0
2013	32.7	32.4
2014	27.0	13.7
2015	(12.5)	1.4
2016	23.4	12.0
2017	21.9	21.8
2018	2.8	(4.4)
2019	11.0	31.5
Compounded Annual Gain = 1965-2019	20.3%	10.0%
Overall Gain = 1964-2019	2,744,062%	19,784%

Note: Data are for calendar years with these exceptions: 1965 and 1966, year ended 9/30; 1967, 15 months ended 12/31.

致伯克希尔哈撒韦公司的股东：

根据美国通用会计准则（GAAP），伯克希尔 2019 年盈利 814 亿美元，其中包括：运营利润为 240 亿美元，37 亿美元的已实现资本收益，537 亿美元是从我们持有股票的未实现资本收益净额的增加中获得的收益。上述收益的每一部分都是在税后基础上列出的。

这 537 亿美元的收益需要说一说。这是由于 2018 年实施的新 GAAP 规则，要求持有股票证券的公司在收益中包括这些证券未实现损益的净变化。正如我们在去年的信中所说的那样，无论是我管理伯克希尔的合作伙伴查理·芒格（Charlie Munger），还是我本人都不认同这一规则。

事实上，会计行业采用这一规则是其自身思想的巨大转变。在 2018 年之前，GAAP 坚持——业务是证券交易的公司除外——股票组合中的未实现损益永远不包括在收益中，只有在被认为“非临时”的情况下才计入未实现损失。现在，伯克希尔哈撒韦(343449, 1327.00, 0.39%)必须在每个季度的利润——对许多投资者、分析师和评论员来说，这是一个关键项目——计入其所拥有的股票的每一次上下波动，无论这些波动多么反复无常。

伯克希尔的 2018 年和 2019 年财报清楚地说明了我们对新规则的争议。在股市下跌的 2018 年，我们的未实现净收益减少了 206 亿美元，因此我们报告的 GAAP 收益仅为 40

亿美元。而 2019 年，由于股票价格上涨，未实现净收益增加了上述的 537 亿美元，推动 GAAP 收益达到本信开头所报告的 814 亿美元。这些市场波动导致 GAAP 收益疯狂增长了 1900%！

与此同时，在我们所称的现实世界中，与会计领域不同的是，伯克希尔的股票持有量在这两年中平均约为 2000 亿美元，我们所持有股票的内在价值在整个期间稳步大幅增长。

查理和我敦促你们专注于运营利润 —— 2019 年几乎没有变化 —— 并忽略季度和年度投资收益或损失，不管这些收益是实现的还是未实现的。

我们的建议丝毫不会降低这些投资对伯克希尔的重要性。随着时间的推移，查理和我预计我们的持股 —— 作为一个整体 —— 将带来重大收益，尽管方式不可预测并且非常不规则。要了解我们为什么乐观，请进入下一个讨论。

留存收益的力量

1924 年，名不见经传的经济学家兼财务顾问埃德加·劳伦斯·史密斯写了《普通股票作为长期投资》(Common Stocks as Long Term Investments) 一书，这是一本薄薄的书，却改变了投资世界。的确，写这本书改变了史密斯本人，迫使他重新评估自己的投资信念。

他打算在书中指出，在通胀时期，股票的表现会好于债券，而在通缩时期，债券的回报会更高。这似乎已经足够明

智了。但史密斯让人大吃一惊。

他的书以一段自白开始：“这些研究是失败的记录——失败的事实无法支持一个先入之见的理论。”对投资者来说，幸运的是，这一失败促使史密斯更深入地思考应该如何评估股票。

关于史密斯的真知灼见，我要引用一位早期的评论家的话，他就是约翰-梅纳德-凯恩斯，“我把史密斯先生最重要的，当然也是他最新颖的观点保留到最后。通常，管理良好的工业公司不会将其全部盈利分配给股东。在好年景里，即使不是所有年景，他们也会保留一部分利润，重新投入到业务中去。因此，好的投资存在一个有利的复利因素。经过多年的时间，除了支付给股东的股息外，一家稳健的工业企业资产的实际价值会以复利形式上不断增长。”

在圣水的洒落下，史密斯的真知灼见变得浅显易懂。

很难理解为什么在史密斯的书出版之前，留存收益没有得到投资者的重视。毕竟，早前像卡内基、洛克菲勒和福特这样的巨头积累了令人难以置信的财富，这已经不是什么秘密了，他们都保留了大量的商业利润来支持增长和创造更大的利润。同样，在整个美国，长期以来也有一些小资本家遵循同样的方法致富。

然而，当企业所有权被分割成非常小的碎片——“股票”，前史密斯时代的买家通常认为他们的股票是对市场波动的

短期赌博。即使往好里说，股票也被认为是投机。而绅士更喜欢债券。

尽管投资者很晚才明白这个道理，但保留利润和再投资的数学原理现在已经很清楚了。今天，学校里的孩子们也能理解凯恩斯所谓的“新奇言论”：即储蓄与复利的结合创造了奇迹。

在伯克希尔，芒格和我长期以来一直专注于有效地利用留存收益。有时这项工作很容易，有时却很困难，特别是当我们开始与数额巨大且不断增长的资金打交道时。

在配置我们留存的资金时，我们首先寻求投资于我们已有的多种不同业务。在过去 10 年里，伯克希尔的折旧费用总计为 650 亿美元，而公司在房地产、厂房和设备方面的内部投资总计达到 1210 亿美元。对生产性资产的再投资将永远是我们的首要任务。

此外，我们不断寻求收购符合三个标准的新企业。首先，它们的净有形资本必须取得良好回报。其次，它们必须由能干而诚实的管理者管理。最后，它们必须以合理的价格买到。

当我们发现符合标准的企业时，我们的首选是购买 100% 股份。但是，符合我们标准的大型收购机会少得可怜。更常见的情况是，变化无常的股市为我们提供了机会，让我们可以买进符合我们标准的上市公司的大量但非控股股份。

无论我们采取何种方式，控股公司还是仅通过股票市场持有大量股份，伯克希尔的财务业绩将在很大程度上取决于我们所收购企业的未来收益。尽管如此，这两种投资方式之间存在着一个非常重要的会计差异，这是你必须了解的。

在我们的控股公司（定义为伯克希尔拥有 50% 以上股份的公司）中，每项业务的收益直接流入我们向你报告的运营利润。你所看到的即是你所得到的。

在我们拥有有价股票的非控股公司中，只有伯克希尔获得的股息记录在我们报告的营业中。留存收益它们正在努力创造更多的附加值，但我们并不将其直接计入伯克希尔公司的报告收益中。

在除伯克希尔以外的几乎所有主要公司中，投资者都不会发现我们称之为“无法认列盈利”的重要性。但是，对我们而言，这是一个突出的遗漏，我们在下面为你介绍其规模。

在这里，我们列出我们在股票市场上持股比重最大的 10 家企业。根据美国通用会计准则（GAAP），该表格向你分别报告了收益——这些是伯克希尔从这 10 个投资对象获得的股息，以及我们在投资对象保留并投入运营的利润中所占的份额。通常，这些公司使用留存收益来扩展业务并提高效率。有时候，他们用这些资金回购自己的股票中的很大一部分，此举扩大了伯克希尔公司在其未来收益中的份额。

<u>Company</u>	<u>Yearend Ownership</u>	<u>Berkshire's Share (in millions)</u>	
		<u>Dividends(1)</u>	<u>Retained Earnings(2)</u>
American Express	18.7%	\$ 261	\$ 998
Apple	5.7%	773	2,519
Bank of America	10.7%	682	2,167
Bank of New York Mellon	9.0%	101	288
Coca-Cola	9.3%	640	194
Delta Airlines	11.0%	114	416
J.P. Morgan Chase	1.9%	216	476
Moody's	13.1%	55	137
U.S. Bancorp	9.7%	251	407
Wells Fargo	8.4%	705	730
Total		<u>\$3,798</u>	<u>\$8,332</u>

(1) Based on current annual rate.

(2) Based on 2019 earnings minus common and preferred dividends paid.

显然，我们从这些部分持股的每家公司中最终记录的已实现收益，并不完全对应于“我们”在其留存收益中的份额。有时留存收益没有任何效果。但是逻辑和我们过去的经验都表明，从其整体中，我们获得的资本收益至少能等于、还可能超过我们在其留存收益中的份额。（当我们出售股票并实现收益时，我们将按照当时的税率缴纳所得税。目前，联邦税率为 21%。）

可以肯定的是，伯克希尔从这 10 家公司以及我们许多其他持股公司中获得的回报，将以非常不规律的方式表现出来。定期会有损失，有时是特定公司的损失，有时损失与股市低迷有关。在其他时候（去年就是其中之一），我们的收益将会大大增加。总体而言，我们投资对象的留存收益必将对伯克希尔公司的价值增长起到重要作用。

史密斯先生说的没错。

非保险业务

汤姆·墨菲（Tom Murphy）是伯克希尔哈撒韦公司（Berkshire）颇有价值的董事，他是一名具有优秀才能的企业经理人。在很久以前，他就给了我一些关于收购的重要建议：“要获得良好管理者的声誉，只需确保您收购好企业即可。”

多年来，伯克希尔已经收购了几十家公司，我最初认为所有这些公司都是“好公司”。然而，有些结果令人失望；有不少是彻头彻尾的灾难。另一方面，一个合理的数字超出了我的期望。

回顾我不平坦的记录，我得出结论，收购与婚姻类似：当然，它们以一个快乐的婚礼开始——但随后，现实往往与婚前的预期不同。有时，这个新联盟所带来的幸福是任何一方都无法想象的。但是，在其他情况下，幻灭也是迅速的。把这些形象应用到企业收购上，我不得不说，通常是买家遭遇了令人不快的意外。在公司的“求爱”过程中，很容易眼神恍惚。

按照这个类比，我想说，我们的婚姻记录在很大程度上是可以接受的，所有人都对他们很久以前做出的决定感到满意。我们的一些合作确实是田园诗般的。然而，一个有意义的数字让我很快就想知道我“求婚”的时候在想什么。

幸运的是，我犯的许多错误带来的影响已经被大多数令

人失望的企业所共有的一个特征所减轻了：即随着时间的流逝，“糟糕”的企业往往进入了一个停滞不前的状态，在这样的状态中，伯克希尔所运营需要的资本比例越来越小。

与此同时，我们的“好”企业往往倾向于发展及并找到以诱人的速度投资更多资本的机会。由于这些截然不同的发展轨迹，伯克希尔的赢家所使用的资产逐渐成为我们总资本中不断扩大的一部分。

作为这些金融活动的一个极端例子，看看伯克希尔最初的纺织业务吧。当我们在 1965 年初获得公司的控制权时，这个陷入困境的公司几乎需要伯克希尔所有的资本。因此，在一段时间内，伯克希尔不赚钱的纺织资产对我们的整体回报造成了巨大拖累。但最终，我们收购了一批“好”企业，到上世纪 80 年代初，这一转变导致纺织业规模不断缩小，我们的资本只有一小部分被占用。

如今，我们把你们的大部分资金投入受到我们控制的业务中，这些业务为企业的运营所需的净有形资产实现了从优秀到卓越的回报。我们的保险业务一直是超级明星。这种操作具有特殊的特点，使它成为衡量成功与否的独特标准，这是许多投资者所不熟悉的。我们将在下一节中讨论这个问题。

在接下来的几段中，我们将各种各样的非保险业务按照盈利规模、扣除利息、折旧、税收、非现金薪酬、重组费用等因素后的收益进行了分类——所有这些项目非常恼人

但确实是非常真实的成本，而且首席执行官们和华尔街人士有时敦促投资者忽略它们。有关这些操作的更多信息可在 K-6 - K-21 页和 K-40 - K-52 页找到。

我们的 BNSF 铁路公司和伯克希尔哈撒韦能源公司（BHE）是伯克希尔哈撒韦公司非保险集团的两只领头羊。它们在 2019 年的总收益达到 83 亿美元（仅包括我们在 BHE 91% 股份所占的份额），比 2018 年增长了 6%。

接下来按盈利排名的五家非保险子公司（但以下的名字按首字母顺序排列）是：克莱顿房屋公司（Clayton Homes）、国际金属加工公司（International Metalworking）、路博润公司（Lubrizol）、马蒙公司（Marmon）和精密铸件公司（Precision Castparts）。它们在 2019 年的总盈利为 48 亿美元，与 2018 年的收益相比变化不大。

紧随其后的五家公司（伯克希尔·哈撒韦汽车公司、约翰斯·曼维尔公司、NetJets 公司、Shaw 公司和 TTI 公司）去年的收益为 19 亿美元，高于 2018 年的 17 亿美元。

伯克希尔持有的剩下的其他非保险业务——数量很多——2019 年的总盈利为 27 亿美元，低于 2018 年的 28 亿美元。

2019 年，我们控制的非保险业务的总净盈利为 177 亿美元，比 2018 年的 172 亿美元增长 3%。收购和处置对上述结果几乎没有产生任何净效应。

我必须补充最后一条，它强调了伯克希尔的业务范围之广。自 2011 年以来，我们已经拥有了路博润（Lubrizol）公司，这是一家总部设在俄亥俄州的公司，在世界各地生产和销售石油添加剂。2019 年 9 月 26 日，一场源自隔壁一家小工厂的火灾蔓延至路博润位于法国的一家大型工厂。

结果造成了重大的财产损失和路博润业务的严重中断。即便如此，路博润公司的财产损失和业务中断损失都将通过大量的保险赔偿来减轻。

但是，正如已故的保罗·哈维（Paul Harvey）在他著名的广播节目中所说的那样，“接下来的故事是这样的。”路博润最大的保险公司之一是...嗯，伯克希尔哈撒韦公司。

在马太福音 6 章 3 节，圣经教导我们“不要让左手知道右手在做什么”。你们的主席显然是按照命令行事的。

财产与意外险保险（P/C）

1967 年，我们以 860 万美元收购了国民保险公司（National Indemnity）及其姊妹公司 National Fire & Marine。自那以来，我们的财产/意外险业务一直是推动伯克希尔哈撒韦公司增长的引擎。

如今，按净值计算，国民保险公司是全球最大的财产与意外险保险公司。保险是一个充满承诺的行业，伯克希尔履行承诺的能力是无与伦比的。

我们被 P/C 业务吸引的一个原因是这个行业的商业模式：P/C 保险公司预先收取保费，然后支付索赔。在极端的情况下，如因接触石棉或严重的工作场所事故而引起的索赔，支付时间可能长达数十年。

这种先收后付的模式让 P/C 公司持有大量资金——我们称之为“浮存金”——这些资金最终将流入其它公司。与此同时，保险公司可以为了自己的利益而利用这些浮存金。虽然个体保单和索赔来来往往不会中断，但保险公司持有的浮存金通常相对于保费金额保持相当稳定。因此，随着我们的业务增长，我们的浮动资金也在增长。至于它是如何增长的，如下表所示：

<u>Year</u>	<u>Float (in millions)</u>
1970	\$ 39
1980	237
1990	1,632
2000	27,871
2010	65,832
2018	122,732
2019	129,423

我们最终可能会经历浮存金的下降。如果是这样，下降将是非常缓慢的——在外部的至少在任何一年里不超过 3%。我们保险合同的性质是这样的，即我们永远不能受制于即刻的或近在的对我们现金资源具有重大影响金额的约束。这种结构是经过设计的，是我们保险公司无与伦比的财务实力的关键组成部分。这种力量永远不会被削弱。

如果我们的保险费超过了我们的支出和最终损失的总和，我们的保险业务就会产生承保利润，从而增加浮存金产

生的投资收益。当获得这样的利润时，我们享受免费资金的使用——而且，更好的是，因为持有它而获得报酬。

对于整个 P/C 行业来说，浮存金的财务价值现在远远低于多年来的水平。这是因为几乎所有 P/C 公司的标准投资策略都严重——并且适当地——偏向于高等级债券。因此，利率的变化对这些公司来说至关重要，在过去十年中，债券市场提供了极低的利率。

因此，保险公司每年都被迫——由于到期或发行人赎回条款——将其“旧”投资组合回收到提供低得多收益的新资产中。这些保险公司曾经可以在每一美元的浮存金上安全赚到 5 美分或 6 美分，而现在只能赚到 2 美分或 3 美分（如果它们的业务集中在从未有过的负利率境地的国家，赚得更少了）。

一些保险公司可能试图通过购买低质量债券或有望获得更高收益的非流动性“替代”投资来减轻收入损失。但这些都是危险的游戏和活动，大多数机构都没有能力去玩。

伯克希尔的情况比一般保险公司更有利。最重要的是，我们无与伦比的资本、充足的现金和巨大而多样化的非保险收益使我们能够拥有比行业内其他公司普遍拥有的更大的投资灵活性。对我们开放的许多选择总是有利的——有时也给我们带来了重大机会。

与此同时，我们的 P/C 公司有着出色的承保记录。伯克

希尔哈撒韦过去 17 年中的 16 年实现了承保利润，唯一例外是 2017 年，当时我们税前亏损高达 32 亿美元。在整个 17 年时间里，我们的税前收益总计 275 亿美元，其中 4 亿美元是在 2019 年录得的。

这一记录并非偶然：有纪律的风险评估是我们保险经理日常关注的焦点，他们知道浮存金的回报可能会被糟糕的承保结果所淹没。所有保险公司都在口头上做出承诺。而在伯克希尔，它是一种宗教，旧约风格的宗教。

正如我过去一再做的那样，我现在要强调的是，保险业的幸福结果远非一件确定的事情：我们肯定无法做到在未来 17 年中的 16 年也实现承保利润。危险总是潜伏着的。

评估保险风险的错误可能是巨大的，可能需要很多年——甚至几十年——才能浮出水面和成熟。（想想石棉。）一场让“卡特里娜”和“迈克尔”飓风相形见绌的大灾难将会发生——也许是明天，也许是几十年后。“大灾难”可能来自传统来源，如风灾或地震，或者它可能是一个完全令人惊讶的事情，比如，一次网络攻击，其后果是灾难性的，超出了保险公司目前所考虑的范围。当这样一场巨型灾难发生时，伯克希尔将承受它的损失份额，它们将是巨大的-非常大的。然而，与许多其他保险公司不同的是，处理损失不会使我们资源紧张，我们将渴望在第二天增加我们的业务。

闭上你的眼睛，试着设想一个地方，可能会产生一个充满活力的 P/C 保险公司。纽约？伦敦？硅谷？

威尔克斯-巴里（Wilkes-Barre）怎么样？

2012 年末，我们的保险业务经理阿吉特-杰恩（Ajit Jain）打电话告诉我，他将以 2.21 亿美元（当时公司的净值）的价格，收购宾夕法尼亚州一个小城的一家小公司——GUARD 保险集团。他还说，GUARD 的首席执行官福格尔（Sy Foguel）将成为伯克希尔的明星。GUARD 和 Sy 对我来说都是新名字。

棒极了：2019 年，GUARD 的保费收入为 19 亿美元，较 2012 年增长了 379%，承保利润也令人满意。自从加入伯克希尔以来，福格尔带领公司进入了新产品和新地区，并将 GUARD 公司的浮存金增加了 265%。

在 1967 年，奥马哈似乎不太可能成为一个 P/C 巨头的跳板。威尔克斯-巴利很可能会带来类似的惊喜。

伯克希尔哈撒韦能源

伯克希尔哈撒韦能源公司正在庆祝其在我们旗下的第 20 个年头。这个周年纪念日表明我们应该赶上公司的成就。

我们现在要谈谈电价。当伯克希尔在 2000 年进入公用事业领域时，收购了 BHE 的 76% 股份，公司对爱荷华州的居民客户收取的电价是平均每千瓦时 8.8 美分。自那以来，

居民客户的电价每年上涨不到 1%，我们承诺，到 2028 年，基础电价不会上涨。相比之下，爱荷华州另一家大型公用事业公司的情况是这样的：去年，该公司对居民用户的收费比 BHE 高出 61%。最近，这家公用事业公司的电价再次上涨，将与我们的电价差距扩大到 70%。

我们与他们之间的巨大差异很大程度上是由于我们在将风能转化为电能方面取得的巨大成就。到 2021 年，我们预计 BHE 在爱荷华州将通过其拥有和运营的风力涡轮机产生约 2520 万兆瓦时（MWh）的电力。这些电力将完全满足其爱荷华州客户的年度需求：约 2460 万兆瓦时。换句话说，我们的公用事业将在爱荷华州实现风能自给自足。

与此形成鲜明对比的是，爱荷华州的另一家公用事业公司，风力发电不足总发电量的 10%。此外，据我们所知，到 2021 年，无论在哪里，没有其他投资者拥有的公用事业公司能够实现风能自给自足。在 2000 年，BHE 当时主要服务于一个农业经济体；如今，它的五大客户中有三个是高科技巨头。我相信他们在爱荷华州建厂的决定部分是基于 BHE 提供可再生、低成本能源的能力。

当然，风是断断续续的，我们在爱荷华州的风力发电机只在部分时间里转动。在某些时段，当空气静止时，我们依靠其它发电设施来保证客户所需的电力。在风力发电机工作的时候，我们把风能提供给我们的多余电力卖给其他公用事

业公司，通过所谓的“电网”为他们服务。“我们卖给他们的电力取代了他们对碳资源的需求，比如煤炭或天然气。

伯克希尔哈撒韦公司目前与小沃尔特-斯科特 (Walter Scott, Jr.) 和格雷格-阿贝尔 (Greg Abel) 共同持有 BHE 91% 的股份。自从我们收购 BHE 公司以来，BHE 从未支付过股息，而且随着时间流逝，BHE 已经拥有了 280 亿美元的收益。这种模式在公用事业领域是个例外，公用事业公司通常会支付高额股息，有时甚至超过 80% 的利润。我们的观点是：我们投资的越多，我们就越喜欢它。

如今，BHE 拥有的运营人才和经验可以用来管理真正的大型公用事业项目，这些项目需要 1000 亿美元或更多的投资，可以支持有利于我们国家、我们的社区和我们的股东的基础设施。我们随时准备、愿意和有能力接受这样的机会。

投资

以下是我们列出的 15 项普通股投资，它们在年底的市值最大。我们排除了卡夫亨氏的持股——325442152 股——因为伯克希尔是一个控制集团的一部分，因此必须对「股权」方法的投资负责。在其资产负债表上，伯克希尔持有的卡夫亨氏股份按公认会计准则计算为 138 亿美元，这一数额代表了伯克希尔在 2019 年 12 月 31 日经审计的卡夫亨氏净资产中所占的份额。不过请注意，我们的股票在那天的市值只有 105 亿美元。

Shares*	Company	Percentage of Company Owned	12/31/19	
			Cost**	Market
			(in millions)	
151,610,700	American Express Company	18.7	\$ 1,287	\$ 18,874
250,866,566	Apple Inc.	5.7	35,287	73,667
947,760,000	Bank of America Corp.	10.7	12,560	33,380
81,488,751	The Bank of New York Mellon Corp.	9.0	3,696	4,101
5,426,609	Charter Communications, Inc.	2.6	944	2,632
400,000,000	The Coca-Cola Company	9.3	1,299	22,140
70,910,456	Delta Air Lines, Inc.	11.0	3,125	4,147
12,435,814	The Goldman Sachs Group, Inc.	3.5	890	2,859
60,059,932	JPMorgan Chase & Co.	1.9	6,556	8,372
24,669,778	Moody's Corporation	13.1	248	5,857
46,692,713	Southwest Airlines Co.	9.0	1,940	2,520
21,938,642	United Continental Holdings Inc.	8.7	1,195	1,933
149,497,786	U.S. Bancorp	9.7	5,709	8,864
10,239,160	Visa Inc.	0.6	349	1,924
345,688,918	Wells Fargo & Company	8.4	7,040	18,598
	Others***		28,215	38,159
	Total Equity Investments Carried at Market		<u>\$110,340</u>	<u>\$248,027</u>

* Excludes shares held by pension funds of Berkshire subsidiaries.

** This is our actual purchase price and also our tax basis.

*** Includes \$10 billion investment in Occidental Petroleum Corporation consisting of preferred stock and warrants to buy common stock.

查理和我不认为 2480 亿美元以上详细的股票市场的赌注会因为华尔街的评级下调、an earnings 「miss」、美联储的行动、可能的政治发展,经济学家预测或者其他可能的事情而垮塌。

相反,我们在持股中看到的是我们部分持股的公司的集合,按加权计算,这些公司运营业务所需的净有形权益资本收益超过 20%。这些公司也在不动用过多杠杠的情况下赚取利润。

在任何情况下,规模庞大、成熟且可以理解的企业都能获得可观的回报。与许多投资者在过去 10 年里所接受的债券收益率相比(比如,30 年期美国国债的收益率为 2.5 个百分点甚至更低),这真是令人震惊。

预测利率从来不是我们的游戏，查理和我不知道未来一年、十年或三十年的平均利率是多少。我们或许有偏见的观点是，在这些问题上发表意见的权威人士，正是通过这种行为，透露出的关于他们自己的信息，远远多于他们透露的关于未来的信息。

我们能说的是，如果在未来几十年里，接近当前水平的利率将占上风，如果企业税率也维持在目前企业享受的低水平，那么几乎可以肯定，随着时间的推移，股票的表现将远远好于长期固定利率债务工具。

这一乐观预测伴随着一个警告：未来股价可能发生任何变化。偶尔，市场会出现大的下跌，幅度可能达到 50% 甚至更大。但是，我去年曾写过一篇关于美国经济顺风的文章，再加上史密斯所描述的复利奇迹，对于那些不使用借来的钱、能够控制自己情绪的人来说，股票将是更好的长期选择。其他人呢？小心！

前方的道路

30 年前，我的中西部朋友乔·罗森菲尔德 (Joe Rosenfield) 收到了当地报纸发来的一封令人恼火的信，当时他已经 80 多岁了。报纸直截了当地要求提供乔的传记资料，打算用在他的讣告上。乔没有回应。所以呢？一个月后，他收到了报社的第二封信，上面写着「紧急」。

查理和我早就进入紧急区域了。这对我们来说不是什么好消息。但伯克希尔的股东们不用担心:你们公司已经为我们的离开做好了 100%的准备。

我们两个人的乐观建立在五个因素上。首先,伯克希尔哈撒韦的资产被配置在非常多样化的全资或部分拥有的业务中,平均而言,这些业务的资本回报率颇具吸引力。其次,伯克希尔将其「受控」业务定位于单一实体,这赋予了它一些重要而持久的经济优势。第三,伯克希尔哈撒韦公司的财务管理方式将始终如一地允许公司经受极端性质的外部冲击。第四,我们拥有经验丰富、忠心耿耿的顶级经理人,对他们来说,管理伯克希尔远不止是一份高薪和/或有声望的工作。最后,伯克希尔的董事们——你的监护人——一直专注于股东的福利和培养一种罕见的大型企业文化。(这种文化的价值在拉里坎宁安(Larry Cunningham)和斯蒂芬妮。

查理和我都有非常实际的理由,希望确保伯克希尔在我们退出后的几年里保持繁荣:芒格家族持有的伯克希尔股份,远远超过了家族的其他投资,而我 99%的净资产都投在了伯克希尔的股票里。

我从未出售过任何股票,也不打算这么做。我唯一的伯克希尔股票的处理,除了慈善捐款和小个人礼物,发生在 1980 年,当我,连同其他伯克希尔哈撒韦股东参与投票,交换了我们的一些伯克希尔股票。

今天，我的遗嘱明确指示其执行人——以及将在遗嘱关闭后继承他们管理我的遗产的受托人——不要出售任何伯克希尔的股票。我的遗嘱还免除了遗嘱执行人和受托人的责任，因为他们要维持的显然是极度集中的资产。

遗嘱继续指示遗嘱执行人——以及适时的受托人——每年将我的一部分 a 股转换成 B 股，然后将 B 股分发给各个基金会。这些基金会将被要求迅速部署它们的赠款。总之，我估计在我死后 12 到 15 年我所持有的全部伯克希尔股票才能进入市场。

我的「只投资伯克希尔」指示的关键是我对未来判断的信心和伯克希尔董事们的忠诚。他们将定期接受承担费用的华尔街人士的测试。在许多公司，这些超级推销员可能会赢。不过，我不认为伯克希尔会出现这种情况。

董事会

近年来，公司董事会的构成及其宗旨成为人们关注的热点。曾经，关于董事会职责的辩论主要限于律师；如今，机构投资者和政界人士也加入了进来。

我在讨论公司治理方面的资历包括：在过去 62 年里，我曾担任过 21 家上市公司(见下文)的董事。除了两家以外，我所持有的都是相当可观的股票。在一些情况下，我尝试实现重要的变革。

Berkshire, Blue Chip Stamps, Cap Cities-ABC, Coca-Cola, Data Documents, Dempster, General Growth, Gillette, Kraft Heinz, Maracaibo Oil, Munsingwear, Omaha National Bank, Pinkerton's, Portland Gas Light, Salomon, Sanborn Map, Tribune Oil, U.S. Air, Vornado, Washington Post, Wesco Financial

在我任职的头 30 年左右，房间里很少有女性，除非她代表的是控制企业的家族。值得注意的是，今年是美国宪法第 19 条修正案（富途注释：该修正案将妇女有权投票参与政治写入了宪法）通过 100 周年。她们在董事会会议室获得类似地位的工作仍在进行中。

多年来，许多有关董事会组成和职责的新规则和准则已经形成。然而，董事们面临的基本挑战依然存在：找到并留住一位有才能的首席执行官(当然，他应当诚信)，并将在其整个职业生涯中致力于公司。通常，这个任务是困难的。不过，当董事们做对了，他们就不需要再做什么了。但当他们把事情搞砸时……

审计委员会现在的工作比以前更加努力，而且几乎总是以适当的严肃态度来看待这项工作。然而，这些委员会仍然无法与那些希望玩弄数字游戏的经理们抗衡，这种冒犯行为受到了收益「指导」的祸害和首席执行官们「达到数字」愿望的鼓励。「我与玩弄公司数据的首席执行官们有过直接的接触(虽然有限，但谢天谢地)，这表明，他们更多的是出于自负，而非对经济利益的渴望。」

与过去相比，薪酬委员会现在对顾问的依赖要严重得多。因此，薪酬安排变得更加复杂——委员会成员想要解释的是，为什么每年都要为一个简单的计划支付高额费用?——阅读

材料已经成为一种麻木的体验。

公司治理方面的一项非常重要的改进已得到授权：定期召开董事「执行会议」，首席执行官不得参加。在此之前，很少有人对 CEO 的技能、收购决策和薪酬进行真正坦率的讨论。

收购提议对董事会成员来说仍然是一个特别棘手的问题。交易的法律流程已经被细化和扩展(一个描述伴随成本的词)。但我还没见过哪位渴望收购的首席执行官会带来一位见多识广、能言善辩的批评者来反驳它。是的，把我也算上。

总体而言，如今台面上摆满了首席执行官和他/她员工们喜闻乐见的交易方案。对于一家公司来说，聘请两名“专家”收购顾问（一名赞成，一名反对）向董事会传达他或她对拟议中交易的想法将是一项有趣的做法。比方说，最终意见获得采纳的顾问将获得另一位顾问酬劳的 10 倍作为奖励。但不要屏息等待这项改革（的到来）：当前的制度，无论对股东来说有什么缺点，对首席执行官和许多享受交易的顾问和其他专业人士来说都非常有效。当我们考虑到华尔街的建议时，一个古老的警告永远是正确的：不要问理发师你是否需要理发。

多年来，董事会“独立性”已成为一个新的值得关注的话题。然而，与这个话题相关的一个关键点几乎总是被忽视，那就是董事薪酬现在飙升到了一个水平，一个不可避免地使

薪酬成为影响许多并不富裕董事成员潜意识行为的水平。试想一下，一位董事一年六次左右，花上几天“舒适”时间开董事会会议，收入就可以在 25 万至 30 万美元之间。通常，拥有一个这样董事职位人的收入是美国家庭年收入中位数的三到四倍（我曾错过了这样一个富足的机会：在 20 世纪 60 年代初，作为 Portland Gas Light 的董事，我每年的服务报酬为 100 美元。为了赚到这笔可观的收入，我每年需要往返缅因州四次）。

现在（董事）工作有保障吗？是的。董事会成员可能会被“礼貌地”忽视，但他们却很少被解雇。取而代之的是，相当宽松的年龄限制（通常是 70 岁或更高）被视为是礼貌驱逐公司董事的标准行事方法。

难怪一位不富有的董事（non-wealthy director，简称“NWD”）现在希望、甚至渴望被邀请加入第二家公司的董事会，从而帮助自己跃升至 50-60 万美元的收入阶层。为了实现这一目标，NWD 将需要一些帮助。一家寻找董事会成员的公司 CEO 几乎肯定会向 NWD 的现任 CEO 核实 NWD 是否是一个“好”董事。当然，所谓的“好”只是个暗号。如果 NWD 严重挑战他/她现任 CEO 的薪酬或收购梦想，他/她的（董事）候选人资格将悄无声息地抹去。在寻找董事时，首席执行官们并不是在寻找斗牛犬，只有可卡犬会被带回家。

尽管不合逻辑，但如今几乎所有董事都被归类为“独立（董事）”，然而许多拥有与公司兴衰密切相关的董事又被认为缺乏这一独立性。不久前，我查看了一家美国大公司的委托书材料，发现有 8 名董事从未用自己的钱购买过该公司股票（当然，他们得到了股票奖励，作为自己丰厚现金薪酬的补充）。这家公司长期以来一直（表现）落后，但董事们待遇却非常好。

当然，用自己的钱购买所有权并不能创造智慧，也不能确保商业成功。然而，当我们投资组合内公司的董事有用他们自己钱购买股票的经验，而不是简单地获赠时，我会感觉更好。

在这里，我应该停顿一下：我想让你知道，这些年来我见过的几乎所有董事都很像样、讨人喜欢且聪明。他们衣着光鲜，是好邻居、也是好公民，我很享受他们的陪伴。在这群人中，有一些人如果不是因为我们共同的董事会服务，我是不会认识他们的，他们如今已经成为了我亲密的朋友。

然而，这些善良的人中有许多是我永远不会选择来处理金钱或商业事务的人。因为这根本不是他们的游戏场。

反过来，他们也永远不会在拔牙、装修房子或改善高尔夫球技方面向我求助。此外，如果我被安排在“与星共舞”（Dancing With The Stars）节目中露面，我会立即寻求证人保护计划的庇护。我们总会在这件事或那件事上无所建树。

对于我们大多数人来说，这个（无所建树的）清单很长。但需要认识到的重要一点是，如果你是鲍比·费舍尔（Bobby Fischer，美国国际象棋棋手），你必须为了钱而下棋。

在伯克希尔，我们将继续寻找精通商业的董事，他们以主人翁精神为导向，并对我们的公司有强烈的特定兴趣。思想和原则，而不是机器人般的“流程”将指导他们的行动。当然，在代表你的利益（进行投资）时，他们会寻找用心取悦客户、珍惜自己同事、努力成为自己所在社区和国家好公民的经理人。

这些目标并不新鲜。这是 60 年前有能力 CEO 们的目标，现在仍是如此。否则又有谁该具备这些能力呢？

短期事项

在过去的报告中，我们讨论了股票回购的意义和意义。我们的想法可以归结为：伯克希尔只有在以下两种情况下才会回购股票：

- a)我和查理认为它的售价低于实际价值；
- b)公司在完成回购后，有充足的现金。

内在价值的计算远非精确。因此，我们都不觉得有任何紧迫感，要以一个非常真实的 95 美分买一个价值 1 美元的东西。在 2019 年，伯克希尔的价格/价值等式有时是适度有利的，我们花了 50 亿美元回购了公司大约 1% 的股份。

随着时间的推移，我们希望伯克希尔的股票数量下降。

如果股价价值折扣(如我们估计的那样)扩大,我们可能会更加积极地购买股票。不过,我们不会在任何价位支撑该股。

持有价值至少 2,000 万美元 A 股或 B 股、并有意向伯克希尔哈撒韦出售股票的股东,可能希望他们的经纪人联系伯克希尔哈撒韦的马克·米勒德(Mark Millard),电话是 402-346-1400。我们要求您在早上 8:00-8:30 或下午 3:00-3:30 之间打电话。中央时间,只有你准备好出售时才会打电话。

2019 年,伯克希尔向美国财政部缴纳了 36 亿美元的所得税。同期,美国政府从企业所得税中征收了 2,430 亿美元。从这些统计数据中,你可以为你的公司缴纳了全美公司缴纳的联邦所得税的 11% / 2%而感到自豪。

55 年前,当伯克希尔哈撒韦公司进入当前阶段时,该公司没有缴纳任何联邦所得税。(这也是有原因的:在过去 10 年里,这家苦苦挣扎的公司录得净亏损。)从那以后,由于伯克希尔几乎保留了所有收益,这项政策的受益者不仅是公司的股东,还包括联邦政府。在未来的大多数年份里,我们都希望并期待向财政部提供更多的资金。

在 A-2-A-3 页,您可以找到我们将于 2020 年 5 月 2 日举行年会的详细情况。像往常一样,雅虎将在全球范围内直播这一活动。然而,我们的形式将有一个重要的变化:股东、

媒体和董事会成员建议，让我们的两位关键运营经理阿吉特·贾因（Ajit Jain）和格雷格·阿贝尔（Greg Abel）在年会上有更多的曝光率。这一变化非常有意义。无论是作为经理人还是个人，他们都是杰出的个体，你应该从他们那里听到更多。

今年发送问题给我们三名长期任职新闻人员的股东可以指定向阿吉特或格雷格提出问题。就像查理和我一样，他们也将完全不知道这些问题是什么。

记者将与观众轮流提问，观众也可以直接向我们四个人中的任何一个提问。所以，请擦亮你的獠牙。

今年5月2日，欢迎来奥马哈。在这里见见你的资本家同行，购买一些伯克希尔产品，尽情享受。查理和我，还有整个伯克希尔家庭都期待着见到你。

2020年2月22日

沃伦-巴菲特

董事会主席

（文章资料源自网络）

巴菲特 2019 年度股东信英文全文地址：

<http://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html>