

巴菲特给合伙人的信 1969

1969 年 5 月 29 日

致合伙人：

大概在 18 个月以前，我曾经给你们致信，认为投资环境和个人情况的变化将导致我对我们未来业绩预期做出调整。

我当时所讨论的投资环境，已经变得更加的恶劣且令人沮丧。也许我仅仅是缺乏从精神层面进行调整的能力。（正如一位评论家对超过 40 岁的证券分析师所评价的那样：“他们知道太多如今已不再适用的东西。”）

虽然如此，就我看来：(1)在过去的二十年中，对于数量（定量）分析方法所能把握的机会之水已经逐渐干涸，到今天可以说是已经完全枯竭了；(2)我们的资金基数已经达到一个亿，也就是说不超过三百万的投资量对于我们净资产的影响几乎可以忽略不计，实际上我们的投资标的的市值已经不能低于一亿美元；(3)大量地对于投资的专注已经导致市场的交易行为变得极度追求短期的利润，市场的投机性大大增加。

在 1967 年 10 月的信中我亦提到个人境遇的变化是我调整我们未来收益预期的最重要的原因。我表达了自己不想再在合伙公司上注入我 100% 的精力的愿望。然而在过去的 18 个月中我完全没有做到这一点。我曾经写到：“希望随着预期的降低，我的对此投入的个人努力也可以随之降低。”然而实际上完全不是这样，我发现只要我一天还在管理合伙企业，我就完全无法让自己投入到其它与之无关的东西上去。我不想让自己成为一个永远管理着资金，追逐着投资收益的疯狂的兔子，而唯一让我放缓脚步的办法，就是将其停止。

所以，在年底之前，我希望所有的有限合伙人都能正式地得知我的退休愿望。

1969 年 10 月 9 日

致合伙人：

以下是接下来我认为对于我的退休将要涉及的事情：

- (1) 向你们介绍一下 Bill Ruane，一位非常优秀的资金管理人。
- (2) 十一月底，按要求我将提前三十天正式通知各位我的退休意愿。
- (3) 关于我们解散的方案的选择，你们将收到目前合伙公司控股企业的资料，请详细研究这些资料并考虑接下来的选择。
- (4) 在大约 1 月 5 日 - (a) 约占超过我们净资产 56% 的现金将会分配给各位；(b) 按照你们的持股比例，DRC 和 BERKSHIRE 的股份也将分配给各位，如果各位选择直接变现股份的话，那么将会为你带来占各位 1969 年底净资产 30-35% 的现金。

我们可能会进一步出售我们的资产，这样在年底的现金分配比例将会超过 56%。

(5).....

(6) 我们将花一点时间进行合伙公司的清算。

对于一个人类在未来不确定环境中的判断显然不容易，不过有时我们只能在不确定的情况下做出选择。我认为 BILL 是一个可以在未来预期其有优异表现的资金管理人，而且在可以预见的将来他仍然将继续从事该项事业。

如果各位有意将钱交给 BILL 打理，我将会记录下各位的名字，同时他也会与各位联系。

BILL 拥有非常好的投资业绩，在 1956-1961 年，以及 1964-1968 年，他的投资组合的年均回报率达到了惊人的 40%。不过在 1962 年他的资产亦曾遭受 50% 的损失。然而他的投资组合中并没有控股公司和 WORKOUTS，并且在普通股上的投资他的投资标的有不少跟我的是重合的。

目前 BILL 管理的资金量约为两千万到三千万，资金预计还会增加。对于各位的不利因素是，资金基数的扩大会造成投资业绩的相对下滑。另外由于 BILL 最近开了一家公司 (NEW YORK STOCK EXCHANGE FIRM)，公司的日常事物亦可能分散他的精力。最后，优异的管理人往往也只能取得略胜于市场平均水平的业绩。

最后的忠告是，跟随 BILL 的投资可能将会整体市场的未来表现密切相关，这一点请各位注意。

在我整个的投资生涯中，我第一次感到对于一般的投资者而言，对于被动地投资债券和投资有专业人士管理的股票，几乎没有太大的差别。如果我的这种感觉是正确的，那么其中就有着重要的暗示。让我在此进行简要的叙述：

(1) 收入税的问题。我所说的情况是，联邦政府收入税达到 40% 之多，除此之外还包括其它的州政府的收入税。

(2) 我所讲的是指未来十年的情况。

(3) 目前纯粹被动地投资债券的收益可以达到每年 6.5%。

(4) 综合的公司股票的预期收益为每年 9%，包括 3% 的红利收入和 6% 的价值增长。考虑到税收，实际收益与债券无异。

(5) 对于好像 Bill 管理的表现优异的基金而言，可能会取得高于市场 3% 左右的年均复合收益，因此如果你们足够幸运的话，也许将会因此取得约 9.5% 的年收益率。

(6) 所以最后得出的惊人的结论就是在今天的奇特环境下，债券的收益跟股票的未来收益

几乎持平，而也只是略逊于表现优异管理上佳的股票基金。

对于未来的估计显然未必正确，然而这其实是我目前的想法。

最后还是要靠你们自己来选择是持有股票还是债券，如果你们想就此跟我谈一下的话，鄙人亦乐意效劳。

1969 年 12 月 5 日

致合伙人：

此信将提供给你们一些关于我们的两个控股公司（以及它们的四个主要的营运构成）的公开信息。我亦将同时对其营运情况给出我自己的评价。

到年底，合伙公司将拥有 80 万到 100 万 Diversified Retailing Company 的已发行股票。第一曼哈顿公司和 Wheeler, Munger & Company 将各自拥有 10 万股。DRC 之前拥有 100% 的 Hochschild, Kohn & Company of Baltimore，而目前拥有 100% 的联合零售百货（之前的名称是联合棉花店）。在 12 月 1 日，DRC 卖掉了其 HK 的所有权益给 Supermarkets General Corp, 作价 \$5, 045, 205 现金以及 SGC 的价值 2 百万的，于 70 年 1 月 2 日偿付的无息票据和价值 \$4, 540, 000 的，于 71 年 1 月 2 日偿付的无息票据。这些票据的现值大概为 6 百万，所以总共的卖出价约为 11 百万。

联合零售公司的净资产值大概是 7.5 百万。它是一个非常好的，同时具有强劲财务状况的公司。其营运边际利润良好，近年来还实现了历史上最好的销售和利润的增长。去年其销售额约为 37.5 百万而净利润约为 1 百万。今年将会出现销售和利润的新纪录，据我估计大概会有 1.1 百万的税后利润。

DRC 有 6.6 百万的已发行债券，这些债券有一个特殊的附加条款，即如果我本人或任何一个我控制的公司不是 DRC 的最大持股人的或，那么债券持有人便有权将债券兑现。

DRC 的净资产值约为每股 \$11.5-12，这是一个运营优异的生意，其产生的利润足以让我用来投资其它的营运生意。

Berkshire Hathway, Inc. 有着 983, 582 股的已发行股份，合伙公司拥有其中的 691, 441 股。

BH 主要有三方面的业务，纺织业务，保险业务（由国民赔付公司和国民火灾及海事保险公司执行，以下统称保险公司），以及伊利诺亚国民银行和伊利诺亚罗科福德信托公司。BH 亦拥有太阳报，布莱克印刷公司和 70% 的 Gateway Underwriter，不过这些业务对 BH 的总体贡献有限。

纺织业务目前大概每股值 \$16。虽然我认为相对纺织业的整体情况而言公司是有进步的，但是该业务仍算不上是令人满意的生意。其资本回报率尚不足以覆盖该业务所需的新增资产，而且其未来的表现估计也不会比现在及过去要好。相较而言，当我们在四年半前买下该企业

时，它正处于最好的时期。来自其它业务的资金则被成功地重新分配，开始时是被暂时地分配到了可交易的证券上，现在则被永久性地用到了保险和银行业务上去。我喜欢从事纺织业务的员工，他们努力地在困难地情况下改善该业务，只要纺织业务的情况能够维持在接近目前的水平，我们就将继续将此业务做下去。

BH 拥有 100% 权益的保险业务和拥有 97.7% 的银行业务则有着令人愉悦的画面。这些都是我们一流的生意，给我们提供了非常好的资本回报，同时其营运数据不论是从绝对还是相对的分析角度都是不错的。银行业务对于 BH 来说大概值每股 \$17，保险业务则为 \$15。我预计它们目前的盈利能力大概是每股 \$4 (1968 年大概是 \$3.4)，预期其总值 \$32 的净资产也有望在未来继续增长。总体而言，BH 每股的有形净资产约为 \$43，账面价值约为 \$45。

在 DRC 和 BH 之间，我们有四个主要的业务，而其中的三个就我看来无论根据任何常有的评判标准而言都是一流的业务。这三个优异的业务都是由超过 60 岁的人经营着。这些人都工作勤奋，富有且表现非常杰出。他们的年龄固然是一个弱点，但这也就是他们唯一的不足之处了。我能高兴地持有相当大的资产在这些业务上的原因之一，就是因为这些业务被他们掌管着。

DRC 和 BH 没有分配股息，而且在未来也很可能不会分配或者只分配有限的股息。这是有多种原因的。这两个母公司都有借贷，而我们想为我们的银行及保险业务的客户提供一个良好水平的保护，而且其中的一些公司有着良好的利用增量资金的方式-我们亦有希望发现新的，可以使我们的投资更加多元化且可进一步放大我们的盈利能力的生意。

就我的个人观点而言，我认为 DRC 和 BH 的内含价值将会随着年份增长。当然无人知道未来的情况，但如果未来它们取得的年均增长率低于 10% 的话，我将会感到失望。随着市场的价值会围绕内含价值出现很大的波动，就是长期而言公司的内含价值终将在某个时刻被市场价值正确地反映出来。因此我认为它们会有良好的长期表现，我亦愿意将我个人净资产的相当一部分投资在它们上面。当你直接拥有这些证券时，你应当对无视其短期内的价格表现，就如同你通过 BH 间接持有它们一样。我把它们视为实业，而非股票，如果长期而言实业的业绩良好，那么股票也会有着同样的表现。

我认为我仍将在相当长的时间内维持对 DRC 和 BH 投资，但我不会对此做出道德上的绝对承诺。我们目前准备在明年 1 月 5 日进行合伙企业的现金分配，分配量将至少不低于 1969 年 1 月 1 日合伙企业所拥有的资金减去 1969 年所分配的资金后的总量的 64%。由于我们还有一项悬而未决的对于我们的 Blue Chip Stamps holdings 公开发售，如果其能在这个月底前完成，则我们分配的资金比例将达到至少 70%。

1969 年 12 月 26 日

致合伙人：

就上一次的信各位提出了不少问题，现分别回答如下：

(1) 既然我们在 BH 的纺织业务上没有好的回报，为何还要继续营运下去呢？

主要是因为我在之前的信中提到的观点。我不想解散一个雇佣了 1100 人的生意，尤其在管理层已经在努力改善公司相对整体行业的表现，而且也取得了合理结果的时候，同时该业务目前尚不需要额外的资本投入。但是如果未来我们面临需要投入大量资本，或者该业务遭受相当程度的损失时，我将做出不同的决定。

(2) 我们在太阳报等的投资量有多大？我们有进一步进入报纸、广播和电视领域的意图吗？

我们在太阳报、布莱克印刷和 Gateway Underwriters 的投资大概略多于 \$1 的每股 BH 股票，每股收益大概略少于 10 美分。我们对于进入上述领域未有具体的计划。

(3) Gateway Underwriters 是干什么的？

Gateway Underwriters 主要是作为国民偿付公司在密苏里州的一般代理人存在的。

(4) 对于管理着三块优秀业务的人而言，是否有相应的接班人？

相应的二把手是非常难去评估的，唯一能够证明某人是否具备营运某个企业的方法就是让他去实际营运这个企业。虽然如此，我们的一些业务也确实并不是单靠一个人来营运的，所以从长远看来，我们确实会有相应的人选。

(5)

(注：共有 13 问，之后的问题主要涉及清算问题等等，不在此翻译。)