

# 巴菲特 2023 年致股东公开信

2 月 25 日，伯克希尔哈撒韦公布 2022 年财报，财报显示，

公司 2022 年第四季度经营利润为 67.1 亿美元，上年同期为 72.85 亿美元，同比下降 7.9%；

归属于伯克希尔·哈撒韦股东的净利润为 181.64 亿美元，市场预期盈利 79.61 亿美元，上年同期盈利 396.46 亿美元。

全年运营利润 307.93 亿美元，相比 2021 年的 274.55 亿美元增长 12.2%。

公司 2022 年净亏损 228.19 亿美元，上年为 897.95 亿美元；

	Fourth Quarter		Full Year	
	2022	2021	2022	2021
Net earnings (loss) attributable to Berkshire shareholders .....	\$ 18,164	\$ 39,646	\$ (22,819)	\$ 89,795
Net earnings (loss) includes:				
Investment and derivative gains (losses).....	11,455	32,361	(53,612)	62,340
Operating earnings.....	6,709	7,285	30,793	27,455
Net earnings (loss) attributable to Berkshire shareholders .....	\$ 18,164	\$ 39,646	\$ (22,819)	\$ 89,795
Net earnings (loss) per average equivalent Class A Share .....	\$ 12,412	\$ 26,690	\$ (15,535)	\$ 59,460
Net earnings (loss) per average equivalent Class B Share.....	\$ 8.27	\$ 17.79	\$ (10.36)	\$ 39.64
Average equivalent Class A shares outstanding.....	1,463,422	1,485,452	1,468,876	1,510,180
Average equivalent Class B shares outstanding.....	2,195,133,576	2,228,178,320	2,203,313,642	2,265,269,867

公司第四季度回购了近 26 亿美元股票，全年回购约 79 亿美元股票。

伯克希尔在财报中的声明中表示：“任何一个季度的投资损益通常都是没有意义的，对那些对会计规则知之甚少或

一无所知的投资者而言，每股净收益(亏损)数字可能会产生极大的误导。

## **正文**

致伯克希尔哈撒韦公司股东：

我和我的长期合伙人查理·芒格的工作是管理众多个人的储蓄。我们感谢他们长久以来的信任，这种关系通常跨越了他们成年的大部分时间。在我写这封信的时候，我想到的是那些忠实的储蓄者。

一种普遍的信仰是，人们年轻时选择储蓄，希望在退休后保持他们的生活水平。这个理论认为，任何在死后剩余的资产通常会留给他们的家人，或者可能会留给朋友和慈善事业。我们的经验不同。我们认为，伯克希尔的个人股东大多是那种一旦储蓄就会一直储蓄的类型。虽然这些人过得很好，但最终他们会把大部分资金捐给慈善组织。这些组织再通过开支来改善许多与原始受益人无关的人们的生活。有时，结果是惊人的。

金钱的处理方式揭示了人类的真面目。查理和我很高兴看到伯克希尔产生的资金大量流向公共需求，同时我们的股东很少选择炫耀的资产和建立王朝。

谁不喜欢为像我们这样的股东工作呢？

## **我们的业务**

Charlie 和我在伯克希尔公司之间分配您的储蓄资金，投资于两种相关的所有权形式。

首先，我们投资于我们控制的企业，通常是企业 100% 的收购。伯克希尔公司指导这些子公司的资本配置，并选择每天做出运营决策的 CEO。在管理大型企业时，信任和规则都是必不可少的。伯克希尔公司强调前者到了一种不寻常的 – 有些人会说是极端的 – 程度。失望是不可避免的。我们对业务错误非常理解；我们对个人不当行为的容忍度为零。

在我们的第二类所有权中，我们通过购买公开交易的股票持有企业的一部分。持有这些投资，我们在管理上没有发言权。我们的目标是，在拥有长期有利的经济特征和值得信任的管理者的企业中进行有意义的投资。请特别注意，我们持有公开交易的股票是基于我们对它们长期业务表现的期望，并不是因为我们把它们看作是短期买卖的工具。这一点非常重要：Charlie 和我不是选股专家，我们是选企业专家。

多年来，我犯过许多错误。因此，我们广泛的企业集合目前由一些具有真正非凡经济特征的企业、许多享有非常好的经济特征的企业以及一个较大的边缘企业组成。在这个过程中，我投资的其他企业已经倒闭了，它们的产品不受公众欢迎。资本主义有两面性：这个系统创造了一个越来越多的输家堆，同时提供了一大堆改善的商品和服务。熊彼特称这种现象为“创造性破坏”。

我们公开交易的部分的一个优点是，有时可以轻易地以出色的价格购买优秀企业的一部分。重要的是要明白，股票通常以真正愚蠢的价格交易，无论是高价还是低价。“高效”的市场只存在于教科书中。事实上，可交易的股票和债券是令人困惑的，它们的行为通常只有事后才能理解。

控制的企业是一种不同的品种。它们有时会命令荒谬的高价格，但几乎永远不会以折价的估值出售。除非处于被迫状态，否则控制企业的所有者不会考虑以恐慌类型的估值出售。

现在来看，我的成绩单是合格的：在我 58 年的伯克希尔经营中，我大部分的资本配置决策都不算太好。在某些情况下，我的错误决策也被极大的运气所拯救(还记得我们是如何从美国航空和所罗门公司(Salomon)免于灾难的吗？我当然记得)。

我们令人满意的结果是由大约十几个真正好的决策产生的 – 每五年一个左右 – 以及有时被忽视的有利于像伯克希尔这样的长期投资者的优势。让我们来看看幕后。

## **秘密武器**

在 1994 年 8 月，伯克希尔完成了对可口可乐的七年购买计划，我们现在持有 4 亿股可口可乐股票。总成本为 13 亿美元 – 那时对伯克希尔来说是一个非常有意义的数目。

我们从可口可乐获得的现金股息在 1994 年为 7500 万美元。到 2022 年，股息已增至 7.04 亿美元。每年都会有增长，就

像生日一样确定。查理和我所要做的就是兑现可口可乐每季度的股息支票。我们预计分红很可能会继续增加。

美国运通也是一样的故事。伯克希尔对美国运通的购买基本在 1995 年完成，巧合的是也花费了 13 亿美元。从这项投资获得的年度股息已从 4100 万美元增长到 3.02 亿美元。这些数字似乎极有可能增加。。

尽管这些股息增益令人愉快，但远非惊人。但它们带来的股价增益很重要。年底时，我们的可口可乐投资价值为 250 亿美元，而美国运通则记录在 220 亿美元。每个持有现在约占伯克希尔净值的 5%，类似于很久以前的权重。

现在假设我在 1990 年代犯了同样大小的投资错误，这个错误导致投资价值持平、并在 2022 年仅保持了 13 亿美元的价值。(例如高品质的 30 年期债券。)这种令人失望的投资现在将代表伯克希尔净值的微不足道的 0.3%，并将为我们提供不变的约 8000 万美元的年度收入。

对投资者的教训是：杂草随着花朵的绽放而逐渐凋零。随着时间的推移，只需要少数赢家就可以创造奇迹。而且，是的，尽早开始并活到九十多岁也会有帮助。

## **过去一年的简介**

2022 年是伯克希尔的一个好年份。公司的营业收入(我们使用普遍公认的会计准则(GAAP)计算的不包括股票持有的资本收益或损失的收入)创下了 308 亿美元的记录。查理和我

专注于这个运营数据，并敦促您也这样做。在我们进行调整之前，GAAP 数据波动不定，每个报告日期都会随机变化。

<u>2022 Quarter</u>	<u>Earnings in \$ billions</u>	
	<u>"Operating Earnings"</u>	<u>GAAP Earnings We are Required to Report</u>
1	7.0	5.5
2	9.3	(43.8)
3	7.8	(2.7)
4	6.7	18.2

如果按季度甚至按年查看，GAAP 收益 100% 具有误导性。毫无疑问，过去几十年中，资本收益对伯克希尔非常重要，我们预计在未来几十年中它们将有意义地增长。但是它们每季度的波动经常被媒体无意识地强调，这会完全误导投资者。去年伯克希尔的第二个积极发展是我们收购了由乔·布兰登领导的财产意外险公司 Alleghany Corporation. 我过去曾与乔合作过，他了解伯克希尔和保险业。Alleghany 对我们非常有价值，因为伯克希尔无与伦比的财务实力使其保险子公司能够遵循有价值 and 持久的投资策略，而这些策略几乎所有竞争对手都无法获得。

在 Alleghany 的帮助下，我们的保险浮动资金在 2022 年从 1470 亿美元增加到 1640 亿美元。在纪律性承保的情况下，这些资金有很好的机会随着时间的推移变得无成本。自从 1967 年购买我们的第一个财产意外险保险公司以来，伯克希尔的浮动资金已经通过收购、运营和创新增长了 8000 倍。尽管在我们的财务报表中没有得到承认，但这种浮动资金对于伯克希尔来说是一项非凡的资产。

2022 年，通过伯克希尔的股票回购以及苹果和美国运通的类似举措(这两家公司都是我们的重要投资对象)，每股内在价值获得了微不足道的增长。在伯克希尔，我们通过回购公司 1.2% 的流通股票直接增加了您对我们独特业务组合的持有利益。在苹果和美国运通公司，回购增加了伯克希尔的持股比例而没有任何成本。

数学并不复杂：当股份数量减少时，您对我们众多企业的持有利益就会增加。如果回购是以增值价格进行的，每一点点的增长都会有所帮助。同样可以肯定的是，当一家公司为回购支付过高价格时，持续的股东会受到损失。在这种情况下，收益只流向出售股份的股东和建议进行愚蠢回购而收费昂贵的投资银行家。

应该强调的是，增值回购的收益在各个方面都有利于所有股东。请想象一下一个当地汽车经销商的三个完全知情的股东中，有一个人负责管理企业。进一步想象，如果其中一个被动股东希望将他的权益卖回给公司，而且价格对另外两位继续持有的股东有吸引力。完成后，这笔交易会伤害任何人吗？经理是否受到优待，而持续的被动股东却不受优待？公众是否受到了伤害？

当你被告知所有回购都对股东或国家有害，或者对 CEO 特别有利时，你听到的要么是经济文盲，要么是口若悬河的煽动者(这两个角色并不是互斥的)。

查理和我，以及伯克希尔的许多股东，都喜欢研究这一部分列出的许多事实和数字。当然，这些并不是必读的。有许多伯克希尔的百万富豪，没错，还有一些亿万富豪，他们从未研究过我们的财务数据。

他们只知道，查理和我，以及我们的家人和好友，继续在伯克希尔哈撒韦有大量投资，他们相信：我们会像对待我们自己的钱一样，对待他们的钱。

这也是我们可以做出的承诺。

最后，有一个重要的警告：财务报表中的“运营利润”是我们非常关注的，但这些数字很容易被经理们操纵。CEO、董事和他们的顾问经常认为这种篡改是高明的。记者和分析师也接受其存在。打破“预期”被吹捧为管理上的胜利。

这种活动是令人恶心的。操纵数字并不需要天赋，只需要深刻的欺骗欲望。正如一位 CEO 曾经向我描述他的欺骗所做的那样，“大胆的形象性会计”已成为资本主义的耻辱之一。

## **58 年以及其它几组数字**

在 1965 年，伯克希尔只有一个业务，即一家备受尊敬但注定要倒闭的新英格兰纺织品公司。随着这家企业走向死亡，伯克希尔需要立即展开新的起点。回想起来，我很慢才意识到这个问题的严重性。

然后出现了一次好运：国民保险(National Indemnity)于 1967 年成立，我们将资源转向保险和其他非纺织业务。



从那时起，我们开始了通往 2023 年的旅程，这是一条崎岖的道路，包括业主们持续储蓄(即他们保留收益)、复利的力量、我们避免大错、以及最重要的美国顺风。美国没有伯克希尔也能很好地发展，反之则不行。

现在，伯克希尔拥有着一系列巨大而多元化的企业。让我们首先看看在纳斯达克、纽交所和相关场所每日交易的约 5000 家上市公司。在这个群体中，有 S&P 500 指数成员，这是一组大型且知名的美国企业的精英集合。

总的来说，这 500 家公司在 2021 年赚取了 1.8 万亿美元。我还没有 2022 年的最终结果。

因此，使用 2021 年的数据，只有 500 家中的 128 家(包括伯克希尔自身)赚取了 30 亿美元或更多。实际上，有 23 家公司亏损。

截至 2022 年底，伯克希尔是其中八家巨头的最大股东：美国运通、美国银行、雪佛龙、可口可乐、惠普、穆迪、西方石油和派拉蒙全球。

除了以上八个投资标的外，伯克希尔还持有伯灵顿北圣太菲铁路运输公司(简称伯灵顿北)100%的股份和伯克希尔哈撒韦能源 92%的股份，每家的收益均超过上述的 30 亿美元(伯灵顿北为 59 亿美元，伯克希尔哈撒韦能源为 43 亿美元)。

如果这两家公司公开上市，它们将被收录进那 500 家公司中。

总之，我们控制的十家和非控制的巨头让伯克希尔比任何其他美国公司更广泛地与国家的经济未来保持一致。

至于未来，伯克希尔将始终持有大量现金和美国国债，以及广泛的业务范围。我们还将避免任何可能导致不便时出现任何不舒适的现金需求的行为，包括金融恐慌和空前的保险损失。

我们的 CEO 将始终是首席风险官——尽管他(她)本不必承担这项责任。此外，此外，我们未来的首席执行官们将有相当一部分的净资产收益是用自己的钱购买伯克希尔股票而获得的。是的，我们的股东将通过持续的获得收益来保证储蓄和繁荣。

在伯克希尔，一切永无止境。

### **一些关于联邦税的令人震惊的事实**

在截至 2021 年的十年中，美国财政部收取了约 32.3 万亿美元的税款，同时支出了 43.9 万亿美元。尽管经济学家、政治家和许多公众对这种巨大的不平衡有着不同的看法，但查理和我承认自己对此一无所知，并坚信短期内的经济和市场预测毫无意义。我们的工作是以能够在长期内实现可接受的结果并在金融恐慌或全球性严重经济衰退发生时保护公司的无与伦比的持久力为目标来管理伯克希尔的业务和财务。伯克希尔也提供了一些适度的通胀保护，但这种属性远非完美。巨大而根深蒂固的财政赤字会带来后果。

财政部通过个人所得税(48%)、社会保障和相关收入(34.5%)、企业所得税支付(8.5%)和各种较小的税目获得了32 万亿美元的收入。在这十年中，伯克希尔公司通过企业所得税缴纳的税款为 320 亿美元，几乎是财政部所有收入的千分之一。

这意味着——请做好准备——如果美国有大约 1000 名纳税人的纳税额与伯克希尔的纳税额相当，那么就不需要其他企业或美国 1.31 亿家庭再向联邦政府缴纳任何税款了。一分钱也不需要。

百万、十亿、万亿——我们都知道这些词语，但所涉及的数字几乎是无法想象的。让我们把这些数字与物理尺寸联系起来：

- 如果你把 100 美元新钞票转换成 100 万美元，你会得到一摞高到胸口的钞票。
- 把这个练习再做一遍，使用 10 亿美元——这真是令人兴奋！——钞票的高度将达到约 3/4 英里。
- 最后，想象一下堆积 320 亿美元，这是伯克希尔 2012 年至 2021 年联邦所得税的总额。现在这个堆高达 21 英里，约为商业飞机通常巡航高度的三倍。

当涉及到联邦税收时，拥有伯克希尔股份的个人可以毫不含糊地说：“我已在办公室捐款了。”

在伯克希尔，我们希望并期望在未来十年内支付更多的税款。我们欠国家的不止这些：美国的活力为伯克希尔所取得的任何成功做出了巨大贡献——这是伯克希尔永远需要的。我们指望着美国的顺风势头，虽然它有时会停滞不前，但它的推动力总是会回来的。

我已经投资了 80 年——超过我们国家的三分之一历史。尽管我们的公民倾向于——甚至可以说是狂热——但我还没有看到什么时候有理由长期做空美国。如果这封信的读者在将来会有不同的体验，对此我将深表怀疑。

### **没有什么比拥有一个好搭档更好的了**

查理和我的想法很相似。但我花了一页纸解释的东西，他会用一句话总结出来。而且，他的版本总是更清楚地推理，也会更巧妙地——有时可能会更直言不讳地陈述。

以下是他的一些想法，很多摘自最近的播客：

世界上到处都是愚蠢的赌徒，他们不会做得像耐心的投资者那样好。

如果你看世界的方式不是真实的，那就像是通过扭曲的镜头来判断事物。

我只想知道我将死在哪里，这样我就永远不会去那里。还有一个相关的想法：

尽早写下你想要的讣告——然后相应地采取行动。

如果你不在乎自己是否理性，你就不会努力。然后你就会变得不理智，变得一团糟。

耐心是可以学会的。注意力持续时间长，能够长时间专注于一件事是一个巨大的优势。

你可以从死人身上学到很多东西。读那些你既钦佩又厌恶的死者。

如果你能游到适合航海的船上，就不要乘坐正在下沉的船逃跑。一家伟大的公司会在你离开后继续运作；一个平庸的公司不会这样。

沃伦和我不关注市场的泡沫。我们寻找好的长期投资，并顽固地长期持有。

本·格雷厄姆说过：“每一天，股市都是一台投票机；从长远来看，它就是一台称重机。”如果你不断创造更有价值的东西，那么一些明智的人就会注意到它，并开始购买。

投资没有百分之百的把握。因此，使用杠杆是危险的。一串奇妙的数字乘以 0 总是等于 0。不要指望能富两次。

然而，你不需要为了变得富有而拥有很多东西。

如果你想成为一个伟大的投资者，你必须不断学习。世界变了，你也要变。

沃伦和我讨厌铁路股有几十年了，但世界变了，最终美国有了四条对美国经济至关重要的大型铁路。我们迟迟没有意识到这种变化，但迟到总比不到好。

最后，我要加上查理的两句话，这两句话几十年来一直是他做决定的关键：“沃伦，再考虑一下。你很聪明，但我是对的。”

就这样。每次和查理通话，我都会有所收获。而且，当他让我思考时，他也让我笑。

我将在查理的清单上加上我自己的一条规则：找一个非常聪明的高级伙伴——最好比你稍微年长一点——然后非常仔细地听他说什么。

奥马哈的家庭聚会

查理，我和整个伯克希尔公司都期待着 5 月 5-6 日在奥马哈见到你。我们会玩得很开心，你也会得很开心。

2023 年 2 月 25 日 沃伦-巴菲特

董事会主席