

巴菲特给合伙人的信 1957

第二封给有限合伙人的信 1957

1957 年证券市场的综合分析

在去年的信中，我写到“我认为目前市场的价格水平超越了其固有的价值，这种情况主要反映在蓝筹股上。如果这种观点正确，则意味着市场将来会有所下跌——价格水平届时将被低估。虽然如此，我亦同时认为目前市场的价格水平仍然会低于从现在算起五年之后的水平。即便一个完整的熊市也不见得会对市场价值的固有水平造成伤害。”

“如果市场的价格水平被低估，我们的投资头寸将会增加，甚至不排除使用财务杠杆。反之我们的头寸将会减少，因为价格的上涨将实现利润，同时增加我们投资组合的绝对量。”

“所有上述的言论并不意味着对于市场的分析是我的首要工作，我的主要动机是为了让自己能够随时发现那些可能存在的，被低估的股票。”

去年，股票的价格水平稍有下降。我之所以强调“稍有下降”，是因为那些在近期才对股票有感觉的人会认为股票的价格下降的很厉害。事实上我认为，相对股票价格的下降，上市公司的盈利水平下降的程度更快一些。换句话说，目前投资者仍然对于大盘蓝筹股过于乐观。我并没有想要预测未来市场走势或者是上市公司的盈利水平的意思，只是想要在此说明市场并未出现所谓的大幅下降，同时投资价值也仍然未被低估。我仍然坚持认为，从长期的投资眼光来看，目前的市场仍显昂贵。

我们在 1957 的主要活动

市场的下跌带来了更大的投资机会，因此我们的头寸（包括 WORK-OUT 的部分）也相应有所增加。所谓 WORK-OUT 的部分，是指我们对于公司出售、合并、清算等活动所进行的投资。这种投资的风险在于预期的上述活动可能最终没有完成。在 1956 年年末，我们的一半投资和 WORK-OUT 的比例约为 70/30，目前则为 85/15。

去年我们面临投资量达到可能会需要在一定程度上参与公司决策的情况，其中之一我们达到了 10-20% 的水平，另外一个我们则拥有 5% 的股份（注：估计上述提到的公司是非上市公司）。

因此这一部分投资将不太会受到市场下跌的影响，相信经过三到五年的努力，这一部分投资将会在风险很小的情况下获得良好的回报。当然，如果市场快速上涨，我们也无法从中获益。

1957 年的结果

在 1957 年，于 1956 年成立的三个合伙企业的表现超越了市场。年初道琼斯指数为 499 点，年底则为 435 点，下跌 65 点。考虑股利分红的因素，实际市场下跌了约 42 点或 8.4%。大部分投资基金的表现并不比市场要好，实际上据我所知，今年没有任何投资基金获得正收益。而我们三个合伙企业在今年分别获得了 6.2%、7.8% 和 25% 的净资产增长。当然这样的数字显然会引起一起疑问，尤其对于前两个合伙企业的投资人而言更是如此。这种情况的出现纯

粹是运气使然。获得最高收益的企业成立的时间最晚，正好赶上市场下跌，同时部分股票出现了较为吸引人的价格。而前两个公司的投资头寸已经较高，因而无法获得这样的好处。

基本上，三个企业的投资标的和投资比例都是大致相同的。长期而言我将会满意于获得高于市场水平 10%左右的回报率。对于 1956 年而言，这三个企业都已经超出了这个标准。

对于在 1957 年成立的另外两个合伙企业在 57 年的表现基本跟市场的平均水平差不多。相信随着时间的推移，这两个企业的投资绩效也会类似于之前的三个企业。

对于结果的解释

在某种程度上我们之所以可以取得超越市场的表现恰恰是因为今年市场上大部分股票的表现不好。我预计我们将来在熊市的表现会比在牛市的表现要好。如果在牛市的情况下，我将会满足于取得一个相当于市场平均水平的回报率。

1958 年 2 月

巴菲特给合伙人的信 1958

1958 年股票市场的总体情况

一个运作中等规模投资信托的朋友最近写到：浮躁易变的情绪是美国人的主要特征，而这一特征造就了 1958 年股票市场。1958 年的股票市场，用“亢奋”这一词形容最合适。

我觉得这句话——无论从业余角度还是专业角度——很好地概括了主导 1958 年股票市场的心理变化。在过去的一年中，几乎所有的理由都被找出来，以证明市场是可投资的。无疑，相对于以前的若干年，现在的投资者队伍中充斥了更多的浮躁人群。他们持有股票的时间取决于他们这样的想法：多长时间内企业利润可以快速且毫不费力地实现。越来越多的此种人群加入投资大军，股票价格不断地被抬高。虽然不太可能预测这种现象会持续多长时间，但是我相信：这些人群造访的时间越长，他们退出的动能也会越大。

我无意于预测股票市场，我主要的精力是寻找被低估的证券。公众普遍相信，他们一定可以从股票投资中获利。然而，我深信这种信仰将最终导致麻烦。如果发生，被低估的证券价格（依我看而不是其内在价值）也将无可避免会受到实质影响。

1958 年的经营结果

在我去年的信中，我曾写道：

“我们的业绩，相对而言，可能熊市中表现比牛市中表现更好。因此，能有以上的结果，主要还是我们处在应当表现相对好的一年。如果哪一年市场总体有一个比较大的涨幅，能够赶上平均水平我就已经非常满意了。”

后句正巧是对 1958 年这一年的描述，我的预测成为了现实。道琼斯工业平均指数从 435 点上升到 583 点，再加上 20 个点的红利，总体收益水平是 38.5%。整年运作的五个合伙企业获得了比 38.5%略高的平均收益率。1957 年底至 1958 年底的一年时间中，他们以市场价值计算的收益率在 36.7%至 46.2%之间。考虑到事实上有一部分资产已经且仍然投资于从快速上涨的市场得益甚少的证券之中，我相信这些结果是相当好的。我仍然预测我们的投资结果在下跌或盘整的市场中将高于平均水平，但是在上升的市场中我们所能做的仅是跟上。

一个典型的状况

为了更好地理解我们的操作方法，我想我最好回顾一下 1958 年具体运作。去年我提到我们最大持股约占我们各个合伙人企业资产的 10%-20%。我得指出，我非常乐意这只股票的价格是下跌的或者是保持稳定，这样我们就可以建立更大的头寸。正是这个原因，这只股票也许会在牛市中拖累我们的相对表现。

这只股票是位于新泽西的 Commonwealth Trust Co. of Union City。我们开始购买这只股票时，保守计算，它的内在价值是每股 125 元。然而，尽管每股收益达到 10 元，它却有充分理由没有作任何现金分红。其中最大的理由是其被压低的价格仅有每股 50 元。我们拥有一个管理良好并且具有较强盈利能力的银行，但是交易价格远远低于其内在价值。管理层对我们这

些新股东很友好，该笔投资最终损失的可能性很小。

Commonwealth Trust Co. of Union City 的 25.5% 的股权由一家大银行持有。Commonwealth 拥有资产约达 5000 万美元，约为第一国民银行或位于奥马哈的美国国民银行的一半。这家大银行一直想对 Commonwealth Trust Co. of Union City 进行合并。出于个人的原因，该并购一直被阻止。但有证据显示，这种情况不会无限期地持续下去。因此我们有了这样的良好组合：（1）很强的防御性特征；（2）建立在一个步伐上的优良稳定价值；（3）尽管可能是一年或十年，但是这个价值最终释放。如果后者属实，其价值大概已经达到了一个相当大的数字，即每股 250 美元。

一年多以来，我们成功地获得了 Commonwealth 约 12 % 的股权，平均成本约在每股 51 美元左右。很明显，我们具有保持股价不动而增持股票的优势。我们所持股份将随着公司规模的扩张而增长，尤其是我们成为第二大股东后，就具有足够的投票权以就合并事宜提供征询建议。

Commonwealth 大约只有 300 名股东，平均每月约有两个交易商。所以你可以理解为什么我说这部分股权从快速上涨的市场得益甚少了。

不幸的是，我们的确遇到了一些竞价对手。他们将股价抬高到 65 美元，而我们既不是买家也不是卖家。对于一个并不活跃的股票，很少的购买单子就有可以创造价格如此的较大变动。这就解释这样一个重要性：我们投资组合中的持股，不能作任何“遗漏”。

年底，我们成功地找到了一笔特殊的交易，这笔交易可以使我们以一个富有吸引力的价格收购而成为最大的股东。所以，我们以每股 80 元的价格售出 Commonwealth 的股份，于此同时，市场交易的价格大约打了 20 % 的折扣。

显而易见，我们还可以在 50 元左右的价格，耐心地、积少成多地收集股票。虽然我们相对市场的业绩表现可能因此而不太好看，但是我仍将很高兴地进行这样一项目。一旦 Commonwealth 实现了利润的大幅增长，我们将变得十分富有。因此，当我们基于业绩的长期结果而估计时，我们的业绩表现在任何一个单一年份具有很大的局限性。不过，我认为，投资这样一个低估且有很好（安全边际）保护的项目，是获得证券长期收益的可靠手段。

我可能提到，在 80 元左右收购的买家多年后也将做得不错。毕竟，80 元相对于内在价值 135 元而言的低估程度，与 50 美元相对内在价值 125 元的低估程度比较，是不同的。在我看来，我们的资金应当在更好地形势下动作，所以决定以 80 元卖出再以 50 元慢慢收集。这种新的动作力度要稍微大一点，Commonwealth 占我们合伙企业的资金总量达到了 25 % 左右。它的低估程度并不比我们现在持有的证券低估程度大多少，但是由于我们是最大的股东之一，我们可以利用这一优势更快地修正低估状态。正是因为这一特别的持股，我们确信在我们持股期间内，我们的业绩一定会优于道琼斯指数。

现状

股指越高，被低估的证券就越少。我越来越感觉很难找到足够数量的、具有吸引力的投资机会。我宁愿增加我们的 WORK-OUT 的比例，但很难找到正确的时间。

因此，尽可能地，我试图通过几个低估的证券上获得较大仓位，以创造获利了结。这种政策将会导致实现我早先预期：熊市或盘整中业绩高于平均水平；牛市中业绩处于一般水平。我希望基于这样的基础被评价。如果你有任何问题，请随时提问。

沃伦 巴菲特

巴菲特给合伙人的信 1959

1959 年股票市场的总体情况

道琼斯工业股票平均价格指数无疑是被最广泛使用的指数，我们用它来描述 1959 年某种程度错误的情景。该指数从 583 涨至 679，年回报率为 16.46%。如果加上已经发放给股东的红利，总回报率将达到 19.97%。

尽管这显示了强劲的市场，然而纽约交易所中下跌的股票要多于上涨的股票数量，分别是 710 比 682。无论是道琼斯铁路平均价格指数还是公用事业平均价格指数都有不同程度的下跌。

大多数投资信托同工业平均价格指数相比，表现要差得多。Tri-Continental 公司，全国最大的封闭式证券投资公司，总资产达到 4 亿美元，仅仅获得了 5.77 % 的收益率。其董事长弗莱德-布朗（Fred Brown）在最近一次分析师协会中的演讲中透露了该数据，并以此来描述整个市场特征。

“不过，即使我们喜欢我们的组合中的股票，但 Tri-Continental 公司 1959 年的市场表现仍然令人失望。投资者的信心和热情对 1959 年市场表现发挥了大部分的作用，对于训练于价值投资和长期投资理念的投资经理来讲很难琢磨。也许我们没有将我们的步伐调整合适，但是，我们认为这样我们可以将风险控制有限的范围内，而这个风险是 Tri-Continental 公司投资者的钱所可以承受的。有一个限度的风险比投资的一个机构例如三大陆应采取与其股东的钱而且我们认为该组合是对未来年份的反应。”

马萨诸塞投资者信托（Massachusetts Investors Trust,），是全国最大的共同基金，总资产十五亿美元，在当年取得了约 9% 的平均回报率。

你们大都知道，我已经对股票总体水平表示担忧好几年了。迄今为止，这种谨慎看来还是不必要的。按以前的标准，新闻界普遍宣称的蓝筹股，其价格包含了大量的投机成分，存在造成相应的损失风险。也许还有其他估值标准正在进化，将永久地取代旧的标准。但是我不这么认为。也许我是错的，但是我宁愿接受因为过度保守而招致的惩罚，而不愿因为相信树木将长至天空外这样的“新时代”哲学观点而造成的错误结果。后者的错误将可能给资本带来的永久性损失。

1959 年的经营结果

在以前的信中我一直强调过，我建议使用新的考核业绩标准来检验相对业绩（相对于一般市场指数和流行投资信托基金），在下跌或盘整的股市中是否有好的相对经营结果，而在迅速上涨的股市中可能拥有不是让人印象深刻的结果。

在 1959 年我们很幸运地取得相当好的成果，六个合伙企业已取得了总体约在 22.3 % 至 30.0 % 之间的收益率，平均是 25.97 %。这些合伙企业的投资组合现在有 80 % 的可比较性，但仍然存在一些差异是因为获取证券或现金的时间、支付给合伙人的资金不同。在过去的几年中，没有哪一个合伙企业持续地站在业绩的最前或最后。而当投资组合变得可比较时，合伙人之

间的收益差异正在缩小。

总净利润基于经过收、付合伙人款项调整后的年初年终的市值差额。它不是基于实际已实现利润，而是用于测量一年清算价值的变化。总净利润计入了付给合伙人的利息、分给总合伙人的利润，没计入营运费用。

主要经营费用扣除准则基于的是 Nebraska 无形资产税法（Nebraska Intangibles Tax ），该税额所有证券市场市值的 0.47%。去年，也就是成立的第一年，这种税已经有效地执行。这样也意味着我们失去了资产的 0.47%。

投资组合现状

去年我曾提到涉及各个合伙企业大约 25 % 的资产一项投资，现在该投资已经上升到约 35%。这是一个非常大且非正常的比例，但我有强有力的理由。实际上，这家公司是一个拥有约三十或四十其他高质量证券的投资信托基金。我们以保守的方法来评估该企业的价值，在资产价值的基础上大打折扣的市场价格上买入。目前我们是该公司的最大的股东，而其他两个大股东也赞成我们对该公司的看法，我们预计有利于我们的情况很快就会出现（指该公司的合并），很可能就是今年。我们的其他资产则被投资在被低估的或同时具有 WORK-OUT（合并、清算等预期）性质的证券上。

沃伦 巴菲特

1960-2-20

巴菲特给合伙人的信 1960

1960 年股票市场总体情况

一年前，我曾根据 1959 年从 583 点上升到 679 点，即上升了 16.4% 的道琼斯工业平均价格指数对有些不完善的市场形势做出了评论。尽管实际上所有的投资公司当年都有赢利，但其中不足 10% 的公司能够跟上或高于道琼斯工业平均价格指数。道琼斯公共事业平均指数甚至还有轻微下跌，下跌很大的是铁路行业平均价格指数。

1960 年，经济形势倒转过来了。工业股票平均价格指数从 679 点下跌到 616 点，下降了 9.3%。算上拥有道琼斯工业股票所带来的股息，总损失为 6.3%。另一方面，公共事业平均价格指数显示良好的获利纪录。尽管现在不能得到所有的结果，我估计大约 90% 投资公司的业绩要好于道琼斯工业平均价格指数。大多数投资公司大致看起来都在上升 5% 和下跌 5% 之间。在纽约股票交易所，653 只股票亏损，只有 404 只股票盈利。

1960 年的经营结果

我在管理合伙基金方面目标是：长期来看，收益率高于工业平均价格指数。经过这么多年的经营，我相信工业平均价格指数总是和最好的投资公司的收益率不相上下，如果我们不能达到高于工业平均价格指数的话，我们的合伙公司没有任何理由存在。

但是我还是要指出：我们可能达到的任何一个优秀纪录，其相对工业平均价格指数的超额收益都不太可能总是稳定的。如果这种纪录可能被实现，那么我们尽可能这样做：在股票市场稳定或是下跌的情况下，获得高于平均水平的投资业绩；而在股票市场上涨的情况下，获得与平均水平持平或者略低的投资业绩。

如果有一年我们下降了 15%，而市场平均下降了 30%，这与我们和市场都上升了 20% 相比，就算是业绩非常突出的一年。日子久了，我们总会碰到好时候和坏时候，投资并不因为好时候非常热情或者坏时候非常沮丧而有所得。就像打高尔夫球一样，重要的是以低于标准杆数的成绩去打赢某个球道。在一个标准杆数为 3 杆的球道上，如果你的成绩是 4 杆的话，那么，你的成绩就不如在标准杆数为 5 杆的球道上你用 5 杆击球入洞的成绩。假设我们把标准杆数是 3 和标准杆数是 5 的两个成绩平均起来是不现实的。

以上是我的投资哲学，我把它再次告诉大家，是因为今年我们有许多新的股东成员，我想确保他们能明白我的奋斗目标、我的衡量标准以及我的认知极限。

了解这一点，就不难预料在 1960 年我们应当获得高于平均值的业绩。和工业平均价格指数 5.3% 的总损失率比起来，1960 年我们七家整年运作的合伙公司平均盈利达到了 22.8%。我们合伙公司整整四年的投资业绩如下：（该业绩扣除了营业费用，但未扣除应当支付给有限责任股东的红利，亦未扣除应当支付给一般合伙人的报酬）

合伙公司的运行状况

年份 整年运营公司数 合伙公司利润率 道琼斯工业平均指数涨跌幅

1957 年 3 10.4% -8.4%

1958 年 5 40.9% 38.5%

1959 年 7 25.9% 19.9%

1960 年 9 22.8% -6.3%

在此再次强调，这是合伙公司的最终结果。有限合伙人的最终结果将依据合伙公司的相关协议而定。

总的赢利或损失是以市场价格为根据计算出来的。考虑到增加投资或撤回投资的金额后，盈利结果略有不同。后一个结果是基于年末相对年初对合伙公司资产的清算来实现的。当然，这不同于纳税结果的计算，因为纳税结果可以从成本上对证券进行估价，只有当证券真正售出后才能知道是赢利还是亏损。

混合起来，累计结果如下：

年份 合伙公司利润率 道琼斯工业指数涨跌幅

1957 年 10.4% -8.4%

1958 年 55.6% 26.9%

1959 年 95.9% 52.5%

1960 年 140.6% 42.6%

虽然四年只是短短的一瞬间，不足以让我们得出某种推论，但是，从中我们还是可以看出，在股票行情有所下跌或是静态的市场状况下，我们的经营结果会相对好得多。在这个意义上，事实确实如此，这表明我们的投资组合相对于我们拥有“蓝筹股”的情况下可能要保守的多，尽管确实是不太符合常规。在蓝筹股急剧上涨的市场行情下，在赶上他们的业绩方面我们可能确实存在困难。

合伙公司的多样性

上面的图表显示我们的合伙公司在不断地壮大，和我们合伙公司群的平均值相比，还没有任何一家合伙公司的业绩一直高于或低于我们，虽然我们努力让所有的合伙公司在同一种股票上投资相同的数额，但是，每年的经营结果都存在着一些差异。当然，这种差异可以通过把现有的合伙公司并入到一家大的合伙公司的方式来消除。这样的措施同时还会消除太多细节性的东西以及相当一部分费用。

坦白地说，在未来的几年，我有意沿这个方向发展。问题是各位合伙人对合伙公司的运行方

式各有所偏爱。没有合伙人的一致同意，什么事情也干不成。

预付款

好几位合伙人都曾问过是否能增加投资，虽然有此先例，但在经营过程中要想修正合伙公司的经营协议也是很难的一件事，尤其是当有限合伙人中不止一个家庭时更是如此。所以，在混合型的合伙公司中附加利息通常要等到年底才能拿到。

我们确实在每年的经营过程中接受预付款，和合伙公司的利息，利息率是 6%。当时，按照合伙人对经营协议的修正，预付款加上利息被添加到合伙公司的资本金上，此后，预付款放入公司的损益表中。

桑伯恩地图公司

去年，有人提到占到我们净资产 35% 的一笔数额很大且不同寻常的一项投资，同时，人们还议论说，我希望这项投资包括在 1960 年度投资中。这种希望被物化了。可能你对这么多数目的投资历史感兴趣。

桑伯恩地图有限公司从事出版以及美国所有城市详细地图的不断修正工作。比如说，仅奥马哈的地图册就可能重达 50 磅，对每一处的建筑都做出了仔细而准确的说明。通过用糨糊粘住需要修改的地方对原地图进行修正，在涂过糨糊的地方标明新的建筑物的名称，业主的变换、新的消防设施的配置，建筑材料的变换，等等。这种变动几乎每年都要在地图上标出，当地图不能进一步通过用糨糊粘住需要修改的地方时，新的地图就要重新出版一次，地图每隔 20 年～ 30 年就要更新一次。对于奥马哈的消费者来说，每年花在修正地图上的费用大约有 100 美元。

详细的信息表明街道下面总水管的直径，消防栓所在位置，屋顶的构成等，所有这些对火险公司至关重要。位于中央办公室的保险业的各个部门，可以通过遍及全国的代理人对企业进行价值的评定。其理论是“一幅照片顶得上一千句话”，这种价值的评定方法将决定风险是否得到正确的估价，这个地区大火灾发生的频率，合理的再保险程序等。尽管地图也出售给保险业以外的顾客，比如说像一些公用事业、抵押公司和评税权威人士，桑伯恩公司大部分的业务对象是大约 30 家保险公司。

75 年来，桑伯恩公司一直以一种多少有些垄断的方式进行经营，每年实现的利润几乎全然不受经济衰退的影响，不需任何销售方面的努力就能达到。在公司的早期经营阶段，保险业担心桑伯恩公司如此高的利润，会使得许多保险公司的重要人物进入到桑伯恩公司的董事会，担当公司的监察人员。

20 世纪 50 年代早期，保险业一种被称为“梳理”的竞争性方法对桑伯恩公司造成了巨大的冲击，使得地图业从 20 世纪 30 年代的后期年平均 50 多万美元的税后利润，下降到 1958 年和 1959 年的不足 10 万美元。考虑到这个阶段经济向上偏压的特点，这种竞争性方法使得这家规模大，且具有稳定赚钱能力的大商业几乎全军覆没。

然而，在 20 世纪 30 年代早期，桑伯恩公司开始积累证券清单。这对商业来讲没有资金要求，

所以，任何未分配的利润都可以被用于这个计划。一段时间之后大约投资了 2 500 万美元，一半投资于债券，另一半投资于股票。这样特别是在最近 10 年，在地图业经营不景气的时候，证券清单却赢利丰厚。

下面让我解释一下这两个因素间极端的分歧。1938 年，当道琼斯工业指数在 100~120 之间的时候，桑伯恩公司的股票以每股 110 美元的价格售出。1958 年，当道琼斯工业指数在 550 左右时，桑伯恩公司的股票的价格只有 45 美元。但是与此同时，桑伯恩公司的证券清单从每股 20 美元上升到每股 65 美元。实际上，这就意味着，1938 年购买桑伯恩公司股票的人在商业和股票市场萧条低迷的状况下，为报纸业 90 美元一股的股票上添加了积极价值，在 1958 年强有力的经济气候下，对同一家出版业股票的估价则是股价不足 20 美元股票，购者不愿意多付 70 美分，因为投资出版业的证券清单参加合伙经营却没有任何收益。

这是怎么一回事儿呢？不论是 1938 年还是 1958 年，桑伯恩公司拥有很多对于保险业来讲有实际存在价值的信息。再现这么多年来他们收集的详尽信息，将花费他们上千万美元。尽管保险公司实行了“梳理”政策，5 亿多美元的火灾保险费由“制图”公司承担。但是，出售、包装桑伯恩公司的产品、信息的手段多年来一直未变，最后这种惯性从收益中体现出来。

证券清单经营得如此成功这件事情，在大多数董事的眼中对出版业东山再起的必要性减少到最低限度。桑伯恩公司每年的销售额大约在 250 万美元，同时还拥有价值 700 万美元的可销售债券。来自证券清单的收益是丰富的，公司没有任何经济上的后顾之忧，保险公司对地图的价格感到非常满意，股东们依然在分红。但是，这些股息在 8 年的时间里削减了 5 次，尽管我可能永远都不会找到任何适合削减员工工资和董事们以及委员会费用的建议纪录。

在我进入到董事会以前，14 位董事中有 9 位是保险业中身居要职的人，在 10.5 万股已公开发行的股票中他们只拥有 46 股。尽管他们在一些大公司里都担任重要职位，公司还是建议用金融手段使他们至少购买一定数量的股票，在这个群体中拥有股票最多的是 10 股。在几种情况下，与他们所拥有的投资组合相比，保险公司所拥有很少的股票数量仅仅是象征性的一点投资。在过去的 10 年中，在任何和桑伯恩股票相关的交易中，保险公司都是惟一的卖主。

第 10 位董事是公司的律师，他持有 10 股股票；第 11 位董事是一个银行家，他也拥有 10 股股票，他清楚地意识到公司所存在的问题并积极地把问题指出来，后来他又购买了一些股票。接下来的两位董事是桑伯恩公司的高级职员，他们拥有大约 300 股股票，这两个高级职员有很强的工作能力，他们意识到了公司中存在的问题，但是，董事会只安排他们担任一些辅助性的工作。最后一名董事是桑伯恩公司故去的总裁的儿子，总裁的遗孀拥有 15000 股股票。

1958 年后期，故去的那位总裁的儿子对公司的趋势感到不满意，要求担任公司的第一把手，在他的要求遭到拒绝后，他向公司递交了辞职书，公司准予了他的辞职。随后我们出价购买他母亲所拥有的股票，我们做成了这笔交易。当时另外还有两笔数量很大的股票，一笔大约有 1 万股，另一笔大约有 8000 股。这些人对当时的情况很不满意，非常希望撤出他们在报纸业的投资，我们也是如此。

最后，通过市场公开购买的方式，我们拥有的股票数量达到 24000 股，以三家为代表的总量上升到了 46000 股。我们希望能把这两种商业分开，实现有价证券的公平价值，努力工作以

重新恢复出版业的赚钱能力。看起来这是一个真正的机会，我们可以通过利用桑伯恩公司丰富的原材料资源，再加上利用电子技术把这个数据转换成顾客利用率最高的形式来增加地图的利润。

董事会中对于任何形式的变动，都会有很多人表示反对，尤其是当这种变动是由一个“局外人”发起的时候，情况更是如此，尽管公司的管理完全符合我们的计划，管理专家布斯、艾伦和汉密尔顿为我们推荐了一个类似的计划。为了避免代理人之间发生争论，以及由于桑伯恩公司大部分的资金都投入了蓝筹股而造成时间上的拖延，按照当时的价格，我们对蓝筹股并不看好，我们制定出这样一个计划，即所有想撤出的股东都按照公平的价格结清。证券交易委员会对这一计划的公正性表示赞同。桑伯恩公司大约 70% 的股票，其中涉及 1600 名股东的半数，都按照公平价格转换成了有价证券组合。最后，出版业只剩下 125 万美元的政府及市政公债作为准备金。公司潜在的 100 多万美元的资金收益税被免除。留给未走的股东们的资产名义价值也有所上升，每股股票的赢利额有大幅度提升，股息率也得到了提高。

有必要说一下，上面这个小小的情节剧对这项投资经营做出了非常简短的描述。但是，考虑到我们的有价证券运行情况以及在短时间内，比如说一年的时间，检验我们的运行结果的无效性，它却强调了保守秘密的必要性。这种“可操纵性局面”是非常罕见的。我们基本的生意是买入估值偏低的债券，然后在估值偏低的行情被调整过来，再加上在“特殊情况”方面的投资，即利润的获得是依靠大家的努力而不是市场行为的情况下再把股票抛出去。在这个意义上，合伙公司的资金继续上升，在“可操纵性局面”中能够得到更多的机会。

大约在一周之内，审计师将把你的财务决算以及税款信息寄出去。如果你对他们的报告或是我的信有任何问题的话，一定要告诉我。

沃伦 巴菲特

1961-1-30

巴菲特给合伙人的信 1961

我们在 1961 年的表现

我不断地告知各位合伙人,我们的预期,或者仅仅是愿望(通常我们很难将这两者进行准确的区分),是我们将在下降或持平的市场中有着较好的表现,而不是在上涨的市场。而在强劲上升的市场情况下,我预计届时我们将很难超越市场的平均水平。虽然 1961 年毫无疑问地是一个市场表现很好的年份,而我们的绝对和相对收益也都有着很好的表现,但是我上述的预期仍然保持不变。

1961 年,包括分红,道琼斯指数上升了 22.2%,而我们的收益率是 45.9%。我们近五年的收益情况如下:

Year	Partnerships Operating Entire Year	Partnership Gain	DJ Industrials Gain
1957	3	10.4%	-8.4%
1956	5	40.9%	38.5%
1959	6	25.9%	19.9%
1960	7	22.8%	-6.3%
1961	7	45.9%	22.2%

累计收益率如下:

Year	Partnership Gain	DJ Industrials Gain
1957	10.4%	-8.4%
1957-8	55.6%	26.9%
1957-9	95.9%	52.2%
1957-60	140.6%	42.6%
1957-61	251.0%	74.3%

注: 该结果与合伙人的实际所得有所区别。

合伙人所得:

Year	Limited Partners' Gain	Dow Gain
------	------------------------	----------

1957	9.3%	-8.4%
1958	32.2%	38.5%
1959	20.9%	19.9%
1960	18.6%	-6.3%
1961	35.9%	22.2%

累计合伙人所得：

1957	9.3%	-8.4%
1957-8	44.5%	26.9%
1957-9	74.7%	52.2%
57-60	107.2%	42.6%
1957-61	181.6%	74.3%

对于优秀合伙人的选择和我与他们的良好关系将有助于确保我们使用同样的价值/业绩衡量标准。如果我的表现糟糕，我希望合伙人退出，而我也将寻找一个更适合的地方投放我自己的钱。如果表现良好，则我会努力表现得更好。

问题的关键在于，我们要确定所有的合伙人对于什么是好什么是坏都具有相同的理念。我相信如果在行动之前就先确定评判的标准，将有助于所有的事业最终取得一个较好的结局。

我一直以来都使用道琼斯指数作为我们业绩的评判标准。我个人认为 3 年是最起码的可以用于业绩的做出评判的时间段。而最好的业绩评判周期应该要经历一个完整的市场周期，比如从业绩评判当时的道琼斯指数水平开始，直到该指数最终回到几乎同样的水平为止。

战胜市场的平均水平并不是一件容易的工作。实际上，光是长期跟上市场的平均水平就已经是一件十分困难的工作。虽然没有确切的数据，但我认为即便是目前最好的几家投资咨询公司也只取得了与市场水平相近的回报。

Wiesenberger 收集了 70 只共同基金自 1946 年以来的表现。其中有 32 只平衡型的基金，由于它们没有将全部资金投入股市，并且它们的表现也不如股票市场的平均水平，因此我将它们剔除。在剩余的 38 只基金中，只有 6 只长期而言超越了市场的平均水平。而且它们中没有任何一只的年均复合增长率能够哪怕是超过道琼斯指数几个百分点。

下面是近五年来四家有代表性的大型投资基金和道琼斯指数以及我们的投资业绩的比较：

Year	Mass. Inv. Trust	Investors Stock	Lehman	Tri Cont.	Dow	Partners
1957	-12.0%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	- 8.4%	+ 9.3%
1958	+44.1%	+47.6%	+40.8%	+33.2%	+38.5%	+32.2%
1959	+ 8.2%	+10.3%		+8.1%	8.4%	+19.9%
						+20.9%
1960	- 0.9	- 0.1	+ 2.6	+ 2.8	- 6.3	+18.6

(From Moody's Banks & Finance Manual, 1961)

COMPOUNDED 累计收益率

Year	Mass. Inv. Trust	Investors Stock	Lehman	Tri Cont.	Dow	Partners
1957	-12.0%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	- 8.4%	9.3%
1957-8	+26.8%	+29.3%	+24.7%	+30.0%	+26.9%	+44.5%
1957-9	+37.2%	+ 42.6%	+34.8%	+40.9%	+52.2%	+74.7%
1957-60	+36.0%	+42.5%	+38.3%	+44.8%	+42.6%	+107.2%

Massachusetts Investors Trust has net assets of about \$1. 8 billion; Investors Stock Fund about \$1 billion; Tri-Continental Corporation about \$. 5 billion; and Lehman Corporation about \$350 million; or a total of over \$3.5 billion.

我展示上述结果的目的并不是要控诉这些投资基金。由于资金总量较为庞大，而且受到各种条款的限制，即便由我个人来管理这些基金也不见得会取得更好的结果（如果不是更坏的话）。我只是想要说明：道琼斯指数做为投资业绩的衡量标准，是很多共同基金很难超越甚至哪怕是接近的。

我们的业绩表现则跟道琼斯指数和其他共同基金的表现有很大的区别，其主要原因是我们的投资方法也同样跟大多数共同基金有着很大的区别。

我们的投资运作方法

我的投资组合主要由三部分构成。每一部分的投资方式都各有不同，因而我们资金在这三部分中的分配比例将会对我们的投资业绩有很大的影响。对于资金在各部分中的分配比例，我们有着一个大概的计划，但同时也由于时机的不同而有所变化。

第一部分主要由价值被低估的证券组成。对于这一部分证券我们既不能影响公司的政策也无法推进公司做出某种决策的时间表。这是我们投资组合中最大的一部分。通常我们对于持有量最大的 5-6 只证券会分别投入占我们总资产 5-10% 的资金。而对于其他持有量较小的 10-15 只证券则会投入占我们总资产更小的比例的资金。

有时价值的修正将会非常快，但大多数时候需要一年甚至数年的时间来实现。我们在买入时往往很难确切的知道为何某只股票将会在现有价格水平上增值。但也正是因为市场上缺乏对于该问题的解答而导致我们有机会买入价格大大低于其价值的股票。无论如何，基于证券固有价值并且以低于该价值的价格进行买入的行为是具有令人感到舒适的安全边际的。在具有相当的安全边际的前提下买入的股票将具有较大的升值潜力。长期以来，我们对于买入时机的选择都要优于我们对于卖出时机的选择。我们并不指望能够赚到可能赚到的每一分钱，我们将十分满足于以很低的价格买入，然后在该证券的价格能够大概正确地反映其价值时（意味着这对于一个私人持有人将是一个较为合理的价格）将他卖出。

我们持有的这些股票虽然便宜，但是一件东西的价格便宜并不意味着它的价格就不会继续下降。当市场下跌时，我们的这一部分也同样将下跌。1961 年的市场表现很好，因而我们的这一部分投资是在三个组成中表现最好的。但是如果市场下跌，那么这一部分投资也将很可能是表现最差的。

我们投资组成的第二部分是 **WORK OUT**。（套利性投资）他们是那些涨跌结果取决与公司的特定行为而非市场对于该证券的供求关系的股票。这些证券具有我们可以预期的时间表（当然也可能会有意外出现）。诸如合并、清算、重组、分拆等公司事件将会构成 **WORK OUT**。最近几年石油生产商将自己出售给主要的一体化石油企业是 **WORK OUT** 的一项重要来源。

这一部分将会构成年复一年的较为稳定的利润，且很大程度上与道琼斯指数的表现无关。如果我们将大部分资产投入这个部分，而刚好当年的市场情况不佳时，显然我们将会非常有好的表现，反之亦然。在任一时期，我们都可能会有 10 到 15 项这样的投资，有的所对应的事项才刚开始，有的则是已经进入了快要结束的阶段。由于这一部分的投资相对而言较为安全，我相信可以利用借来的资金作为这一部分投资的一种补充。这一部分的投资收益率（不包括因借贷而产生的杠杆作用）一般在 10% 到 20% 之间。我个人设定的借款上限是不可以超过我们净资产的 25%。多数时候我们没有借款，如果我们有，则只是将其作为 **WORK OUT** 投资的一种补充资金来使用。

第三种情况则是获得目标公司的控制权或者通过持有其较大比例的股权对该公司的政策产生影响。这种行为肯定将需要一年以上或数年时间才会见到成效。在某一年中，这种投资可能对我们的利润没有任何的贡献。而这种投资也跟道琼斯指数的表现没有什么关联。

有些时候，当我们买入一只价值被低估的股票时，我们可能从长期而言计划对其拥有控制权。当然当它的价格上涨时我们可能将其抛售，否则我们可能在一个较长的时间里不断增持其股票，直到拥有该公司的控制权。

Dempster Mill Manufacturing Company

我们目前正在进行对于 **Dempster Mill Manufacturing Company** 的控制。我们第一次买入这家

公司是在五年前，作为价值被低估的股票买入的。之后我在 4 年前得以成为该公司的董事。在 1961 年八月，我们取得了主要控制权。这可以说明我们的大多数投资并不是“一夜情”式的投资。

目前我们拥有其 70% 的股份。其 10% 的股份被一些合伙人持有，另外的股票持有人则只有大约 150 人，因此该股票在市场上的交易额几乎是零了。因此我们在市场上的行为将会大大影响该股票的开价。

因此，我将很有必要估计一下我们所拥有的该股票的价值。因为新的合伙人将以此价格买入该股，而原有的持有人将以此价格卖出手中的部分股票。所估算出的价格不应该是我们所期望的价格，或者是在一个热切的买入者看来值得的价格，而是如果我们在一个合理的较短的时间段卖出我们持有的股份所能获得的价格。我们所努力达成的正是去尽量实现在这种情况下的一个较高的价格，而我们对能实现此目的的前景表示乐观。

Dempster 是一个农业器具和灌溉系统的生产商。其在 1961 年的销售收入为 9 百万美元。该公司的运作只产生了名义上的利润（跟其每年的新增资本投入相比）。这反映了公司所处行业的困境和公司本身的管理不良。目前公司的资产净值约为 4.5 百万美元，约 75 美元一股。全部的流动资本约为 50 美元一股。在年末我们将每股的价格评估为 35 美元一股。我感觉这是一个对于新旧持有人而言同样公平的价值。当然如果温和的利润能够被取得，则公司的价值应该有所提高。我们持股的成本约在 28 美元左右，如果按照 35 元的价格计算，则该公司的股票价格约在我们净资产的 21% 左右。

当然，我们这一部分资产绝不会仅仅因为 General Motors 或者是 U.S. Steel 之类的公司在以一个相对更高的价格卖出而增值。在牛市中，通过拥有控制权而实现公司的价值来赚钱要比直接买入市场的指数基金赚钱来得困难。但我同时也充分认识到在这样的市场环境中，风险比机遇要大。而上述控制公司的行为则可以在这种环境中减少我们面临的市场风险。

关于保守的问题

从上述的评论你们应该可以看出我们的投资组合是多么的保守。很多人认为购买中长期国债或者类似的产品才算保守，但是这种投资最终可能导致投资组合的实际购买力下降。也有许多人认为购买所谓的蓝筹股是一种保守的投资，好像只要买的是蓝筹股，就可以不用仔细考虑其市盈率或者分红的情况。我认为这种行为充满了危险。

仅仅因为很多人在一段时间内与你的看法相同，或者因为某些重要人物赞同你的观点，并不意味着你的观点就是正确的。

如果你的假设是正确的，你掌握的事实是正确的，你的推论是正确的，那么经过许多次的交易后，你将最终是正确的。

因此，通过对比我们的投资组合和市场的所谓保守的投资组合并不能够判断出我们的投资组合是否保守。判断一个投资组合是否保守只能通过对其投资方法和结果的检验来进行。

关于规模的问题

除了被问到我们死了以后我们的合伙企业怎么办,我最多被问到的一个问题就是资金规模的快速增长对我们的业绩表现会有怎样的影响。

对于一些我们投资的证券而言,买入一万股比买入一百股要困难得多,有时甚至是不可能的。因此增加的资金规模绝对不利于我们的投资结果。这种情况包括我们的 WORKOUT 和一般性的投资。

然而对于以取得控制权为目的的投资而言,资金增加的影响将会是正面的。我认为随着资金的增加,我们能够把握的这类投资机会也会增多。因为一般被投资公司的规模增大,那么关注于控制它的竞争者将会大大减少。

那么总体而言到底资金的增加是好是坏呢?这个问题的答案取决于我们在特定时间段内的投资模式。而我可以确定的是,即使在 1960 年和 1961 年我们只有相等于 1957 年那样的资金规模,我们的投资业绩也不会变的更好。

一个预测

一般的读者将会认为我这种做预测行为肯定是很有问题的。因为我一直避免去预测。

我的确对于未来一两年间市场的情况一无所知。

我认为我们可以确定将来十年间市场会有在一年中上升 20%或者 25%的时候,也会有下降同样幅度的时候。当然更多的时候市场的波动会小于这个幅度。而对于长期投资者而言,上述的情况都是没有太大意义的。

对于任何一个较长的历史时期而言,我认为道琼斯指数应该会取得一个总体在 5%到 7%的年复合增长率(包括上市公司的分红)。对任何一个抱有超出该幅度的希望的人而言,他都会面临失望。(美国 70 年的股票长期平均收益率有西格尔统计为 6.7%)

我们的目标是在一个较长的历史时期取得超过道琼斯年均复合增长率的回报,而不关心我们是否在某一年中超越了或者低于道琼斯的表现。许多合伙人对此表现出了成度不同的赞同。然而我希望大家能够真正的明白这一点,你们对此所表现出的赞同和理解应当不仅仅是表现在我们的表现超越市场的时候,更要在我们的表现低于市场的时候。

如果我们的表现能在长期而言战胜道琼斯指数十个百分点,我将会感到满意。

如果未来市场在一年中下跌 35%或者 40%(我个人认为这种情况是很可能在未来的十年中的某一年出现的,当然我不知道具体是哪一年),我希望我们的投资只下跌 15%或者 20%。如果市场保持不变,我希望我们的投资能赚 10%左右。如果市场上升 20%以上,我们将挣扎着达到市场的平均水平。在预期道琼斯的长期年均复合增长率在 5%-7%之间的话,我希望我们的增长率将会在 15%-17%之间。

上述的预期可能有些草率,而且在将来也有可能被证明是错误的。然而我认为合伙人有权利

知道我的想法的预期。1961 年的情况就显然跟我预期有着很大的出入。幸好这种差异偏向于好的一面。然而，这种差异不会总是向好的一面倾斜！

巴菲特给合伙人的信 1962

1962 年 11 月致股东的信

主要关于合伙人的协议

今年把很多投资都放在了(非上市)公司控制上,因而如果把 Dempster 的股份估计为 50 美元一股的话,我们的总资产到十月底约增加了 5.5%。今年道琼斯的表现不好(因此我们跑赢道琼斯指数 22.3 个百分点),如果表现好的话,我们的相对业绩就将会变得很难看。我们今年的业绩有 40%可以归功于 Dempster 资产价值的增值,其它投资则贡献了另外 60%。

我想提醒各位的是我并没有刻意去猜测市场的情况,只是在市场上的股票价格显得昂贵的时候,我自然就把目光放在了其他的资产上。今年的表现,应该说,具有相当的偶然性。

基本规则

由于有合伙人坦白地承认看不太懂我的整一封信,尤其是我也把这信写得越来越长。我觉得在此再次强调几个关于我们合伙企业的基本规则。当然有些合伙人会觉得这种反复的重复实在让人难以忍受,但我宁愿十个合伙人中有九个感到无聊郁闷,也不愿有一个合伙人误解了其中一些基本的规则。

- 1、任何保证给予一定回报率的承诺都是放屁(我们这里当然也没有这种承诺)。
- 2、在任何一年中,如果我们未能取得 6%的回报率,则下一年中那些选择每月收到一定资金的合伙人会发现收到资金将有所减少。
- 3、我们所提到的年回报率,是指我们投资组合的市场价值与其年初时的市场价值的对比。这跟我们的税收情况没有关联。
- 4、至于我们在一年到底是做得好还是不好,主要要看道琼斯指数的情况而定,而不是看我们的绝对收益情况。只要我们战胜了道琼斯指数,我们就认为我们在这一年是做得比较好的,否则的话你们就应该无情地把西红柿扔向我的头。
- 5、虽然我认为 5 年是一个更加合适的时间段,但是退一步说,三年是最少最少的一个检测投资绩效的时间段。如果在累积三年(或更长)的时间里我们的投资绩效表现糟糕,那无论是你们还是我自己都应该考虑一种更好的让资金保值增值的方式。
- 6、我从来都不懂如何去预测市场的未来走势,也不会试图去预测商业产业在未来的波动。如果你们认为我可以去预测这些东西,或者认为这些预测对于投资行为是非常重要的因素,那你们就不应该加入这个合伙企业。
- 7、我不可能对最终的投资结果有所保证,而以下是我所能作出的承诺:
 - a、我们的投资将是基于价值而非市场的流行观点进行的。

- b、我将致力于通过在最大范围内确保投资的安全边际来减少我们可能遇到的永久性资本损失（不是暂时性的短期损失）。
- c、事实上我、以及我的妻子和孩子的全部净资产都投资在合伙企业当中。

1962 年的表现

我们不断地告知我们的合伙人：我们将在道琼斯下降的时候闪耀出光芒，而在道琼斯上升时涨红双颊。上述预言在今年得到了证实。

由于在近几个月中的重整旗鼓，市场水平并没有向有些人预测的那样产生令人惊恐的下跌。指数一度从年初的 731 点跌至六月份的 535 点，然而在年末重新恢复至 652 点的水平。而在 1960 年年末，道琼斯指数是 616 点。所以虽然过去两年市场中有许多的动作，然而实际上我们目前面临的市场离 1959 年和 1960 年的市场并不远。

年增长率与道琼斯对比：

Over-all Results	Partnership	Limited Partners
Year from Dow	Results (1)	Results (2)
1957 - 8.4%	+10.4%	9.3%
1958 +38.5	+40.9	32.2
1959 . +20.0	+25.9	20.9
1960 - 6.2	+22.8	18.6
1961 +22.4	+45.9	35.9
1962 - 7.6	+13.9	11.9

累计增长率与道琼斯对比：

Over-all Results	Partnership	Limited Partners	
Year	from Dow	Results	Results
1957	- 8.4%	+ 10.4%	+ 9.3%
1957-8	+ 26.9	+ 55.6	+ 44.5

1957-9	+ 52.3	+ 95.9	+ '74. 7
57-60	+ 42.9	+140.6	+107.'2
57-61	+ 74.9	+251.0.	+181.6
57-62	+61.6	+299.8	+215.1

年均复合增长率：

8.3	26.0	21.1
-----	------	------

我个人的想法是（没有科学根据），长期而言我们所能取得的最好的成绩就是年均复合增长率超过 10%。所以上述的结果可能将会需要向下修正。

对于资金增加可能带来投资绩效下降的忧虑，我在上年的年报当中已经有所提及。资金的增加目前对我们的投资来说有利有弊，总体而言我认为对我们的绩效不会有明显的影响。我也已经保证在我认为会对我们的投资绩效有影响的时候及时将这种判断告知各位。从 1957 的三十多万美元到 1962 年的 700 多万美元，我目前仍不认为资金的增加会降低我们的投资绩效。

（其他）投资公司（的表现）

两个最大的开放基金和两个最大的封闭基金的业绩表现。

YEARLY RESULTS

Mass. Inv. Investors

Yr	Trust (1)	Stock (1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)	Dow	Partners
57	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	- 8.4%	+ 9.3
58	+42.7	+47.5	+40.8	+33.2	+38.5	+32.2
59	+ 9.0	+10.3	+ 8.1	+8.4	+20.0	+20.9
60	- 1.0	- 0.6	+ 2.5	+2.8	- 6.2	+18. 6
61	+25.6	+24.9	+23.6	+22.5	+22.4	+35.9
62	- 9.8	-13.4	-13.0	-10.0	- 7.6	+11.9

复利的快乐

	5%	10%	15%
10 years	\$ 162,889	\$ 259,374	\$ 404,553
20 years	265,328	72,748	1,636, 640
30 years	432,191	1,744,930	6,621,140

以上是 10 万美金分别按照 5%、10%和 15%的年利率复合增长 10 年、20 年和 30 年的情况。

我们的运营方法（之前的年报已有提过）

Dempster Mill Manufacturing Company

1962 年我们的突出表现是我们控制了这家公司。该公司主要生产价格低于 1000 美元的农场器械（包括灌溉系统）。这家公司面临的情况是没有利润产生，低存货周转率和停滞不前的销售业绩。我们在大约 1961 年 8 月将这家公司大部分股权买下，均价约在 28 美元。当你买下一家公司后，对你而言市场的价格波动已经不再重要，重要的是这家公司的资产到底价值几何。

在买下该公司后，我们努力尝试使该公司的成本降低，降低其管理费用，提高其资金利用效率。然而所有的这些努力都化为了泡影。在六个月之后，我们意识到我们需要给这间公司带来一些新的变化。

一个朋友向我介绍了 Harry Bottle，在他的帮助下所有的一切都上了正轨，他不但完成了我们的所有目标，还为我们带来了不少有利的惊喜。

目前该公司持有的证券价值约 35 美元/股，生产制造部分的价值约为 16 美元/股。

1963 年 1 月 18 日

巴菲特给合伙人的信 1963

1963 年 7 月 10 日

上半年的表现

在 1963 年的上半年，道琼斯指数从 652.10 上升到 706.88 点。如果有人在这段时间内持有道琼斯成分股，考虑到红利的获得，上半年的收益将超过 10%。

我们的咒语包括：1) 短期(少于 3 年)的表现意义不大，尤其对于我们这种投资组合包括了大量取得公司控制权的情况； 2) 我们的投资组合会在熊市的时候有好的表现，而在牛市的情况下难以赶超大盘的表现。

虽然如此，我们上半年的收益率，除开 Dempste 的变化之外，是 14%。

这 14% 的收益率是通过计算我们全部净资产的变化得出的（包括 Dempste），并且已经扣除了我们的开支（但未包括每月返还给合伙人的钱）。总之，有限合伙人的实际收益约为 12%。

虽然 14% 的业绩相对 10% 的道琼斯表现来说还是可以的，但是请不要忘记 1962 年上半年，当我们才下降 7.5% 的时候道琼斯却下降了 21.7%。想想我前面的咒语吧。

上半年，我们投资在一般普通股的净资金约为 527.5 万美元，在这一时段这部分投资的盈利为 110 万美元，上升了 21%。而在 1962 年的时候这一部分投资由于大盘的下跌而遭受了惨重的损失。那时我们是靠着我们在 WORKOUTS 和 CONTROLS 上面的投资才使得我们取得了良好的业绩。

而今年我们的 WORKOUTS 的表现比道琼斯要差，当然在上升的市场当中这是我们可以预计的情况。在上升的市场中，最好我们的全部投资都是一般普通股，而在下降市场中则最好全部都是 WORKOUTS。虽然如此，我并不试图去猜测未来市场到底是上升还是下降。我们认为我们的这三种投资标的长期而言都会产生令人满意的利润，所不同的只是在短期而言它们的表现会随着大盘的表现而有所不同而已。我们认为去测量大盘的波动情况并试图预测其未来走势的做为在长期而言是很愚蠢的做法，所以我们不会试图依据我们对大盘未来走势的判断来猜测我们这三种投资中的哪一种会在未来有最好的表现。

其它投资公司的表现与我们合伙企业的表现

从 1957 年到 1963 年 6 月 30 日，道琼斯指数上涨了 77.8%，而几大投资公司的表现都没有能够超越大盘。而我们的合伙企业取得了 355.8% 的收益率，有限合伙人取得了 252.9% 的收益率。

1964 年 1 月 18 日

1963 年的表现

1963 年对我们而言是一个好年景，我们在这一年的收益率为 38.7%。上述的收益率并不是造成我得出好年景结论的原因。是不是好年景关键要看我们是否跑赢了大盘。如果我们收益率是负的 20%而大盘是负的 30%，我仍然会认为这是一个好年景。

Overall Results		Partnership	Limited Partners'
Year	From Dow.	Results	Results
1957	- 8.4%	+10.5.%	+ 9.3%
1958	+38.5	+40.9.	+32.2
1959	+20.0	+25.9	+20.9
1960	- 6.2	+22.8	+18.6
1961	+22.4	+45.9	+35.9
1962	- 7.6	+13.9	+11.9
1963	+20.7	+38.7	+30.5

Overall Results		Partnership	Limited Partn
Year	From Dow	Results	Results
1957	8.4%	+ 10.4%	+9.3%
1957-8	+ 26.9	+ 55.6	+ 44.5
1957-9	+ 52.3	+ 95.9	+ 74.7
1957-60	+ 42.0	+140.6	+107.2
1957-61	+ 74.9	+251.0	+181.6
1957-62	+ 61.6	+299.8	+215.1
1957-63	+ 95.1	+454.5	+311.2
Annual Compounded Rate	10.0	27.7	22.3

运营方式

在开头我总是要发展出一段文字上的精神分裂症。一方面我知道许多合伙人希望我详细介绍一下我们的生意情况，而另一方面我也知道有不少的合伙人对我的喋喋不休感到烦躁，希望我能够少说多干。

为了同时满足上述两种合伙人的需要，我决定只在这里简单地把我们的三种不同性质的投资标的介绍一下，想了解详细情况的人可以看看附录中的具体例子。

我们的三种性质的投资其实从长期来看在收益率上应该不会有太大的不同。最终我们都希望在 10 到 15 年的时间段内，任何一种投资都可以取得在年复合增长率上战胜道琼斯指数约 10%，这也是我们的目标。

之后分别介绍了三种投资(之前的信已经写过，这里不再累述)。

对于控制公司的投资方式而言，我们不会纯粹为了要主动而主动。但是在需要我们主动采取措施来使得我们的资金运用达到最佳状态中，我们将毫不犹豫地采取行动。

合适的买入需要时间。在有必要的情况下，我们可以需要加强买入公司的管理水平，重新分配其资金，然后取得令人满意的销售业绩或促成某项合并。而上述的这些事项可能要花上好几年的时间才可以完成。这也就是对于取得控制权的投资而言，往往需要花费我们较长的一段时间才能看到利润。也正是因为如此，在买入的时候，我们需要一个宽大的安全边际，否则我们宁愿错过一些“机会”。

取得控制权的投资在刚开始的时候往往受大盘的波动影响，而在之后则会有独立于大盘的表现，最后的结果是比 WORKOUTS 相对大盘的独立性还要高。

在目前的情况下，GENERAL 的投资占了最大的比例，其次分别是 WORKOUTS 和 CONTROLS。

附言 1:

TEXAS NATIONAL PETROLEUM

这是一个我们的 WORKOUTS，是一个石油及天然气的生产商。

TNP 是一个相对较小的石油及天然气生产商，数年来我对它大概有了一定的了解。

在 1962 年年初我听到有关于它将卖给 Union Oil of California 的传闻。我从来不会介入这种谣言，虽然如果谣言成真，则在早期介入无疑将可以得到更大的利润。

在 1962 年 4 月初，相关交易被正式宣布。TNP 持有三种非常不错的证券。

1) 利率为 6.5% 的债券（总值 6.5 百万），我们购买了约 26.4 万美元；

2) 总值 3.7 百万的普通股，其中 40% 为管理层持有。估计卖出后每股将可以获得 7.42 美元。

我们在 6 个月中（从宣布交易到股票停止上市）购买了 6.4 万股股票。

3) 65 万份可以以 3.5 元的价格购买普通股的权证。我们在六个月中购买了 8.32 万份，占全部权证的 13%。

该项交易被管理层否决的可能性为零，因为该交易就是管理层商谈的结果。而且最终的价格也不错。

药膏中唯一的苍蝇是关于遵从必要的税收裁决的问题。Union Oil 是使用 standard ABC production payment method 作为其资金渠道的。The university of southern California 是 production payment holder。由于 The university of southern California 的慈善机构身份，导致在资金的偿付上有所拖延。

上述情况给美国国内收入署（TNP）造成了新的麻烦。虽然如此，我们确信 USC 是愿意放弃慈善机构的身份的，在把所有的钱从银行借到手以后，他们仍然可以得到满意的利润。这导致了交易的延期，但是并未威胁到交易本身。

当我们在 4 月 23 日及 24 日与公司沟通时，他们预计公司的结算将在 8、9 月间进行。在五月底举行的股东会中，公司表示结算将在 9 月 1 日实施。

在随后的几个月中，我们与公司的管理层进行了电话交流，具体内容摘要如下：

6 月 18 日，公司秘书表示：Union 被告知对其有利的 IRS 裁决已经制定出来了，但是尚需要更多的 IRS 人员审议。裁决仍然有望在 7 月做出。

在 7 月 24 日，公司主席表示他预期 IRS 的裁决会在“下周出做出”。

8 月 13 日，公司财务告知我们 TNP，Union Oil 和 USC 的人都集中在华盛顿，试图推敲出一个裁决结果。

9 月 18 日，公司财务告知我们“虽然 IRS 表示裁决将在下周做出，但是截至目前尚未有明确的消息。”

公司预计其卖出的每股价格仍将为 7.42 美元。

在 9 月底我们收到了裁决结果。相关交易于 10 月 31 日终止。我们持有的债券在十一月十三日被偿付。之后我们将持有的权证转换成了股票，之后在 1962 年 12 月 14 日收到了每股 3.5 美元；在 1963 年 2 月 4 日收到了每股 3.9 美元；在 1963 年 4 月 24 日收到每股 15 美分；我们还将会在未来的一到两年内收到每股 4 美分的收益。考虑到我们一共有 147, 235 股，即便每股 4 美分的收益也是可观的（ $3.5+3.9+0.15+0.04 = 7.59 > 7.42$ ）。

以上是一次具有普遍意义的例子：（1）交易所需的时间超过了通常所需要的时间；（2）最后的股票偿付额比预计的额度略高一些。拜 TNP 所赐，交易花费了更长的时间，我们也获得了一点额外的收益。

——在债券方面我们投资了\$260,773,平均持有了约不到5个月。我们获得了6.5%的利息收入和\$14,446的资本利得。这样算来,这一笔的WORKOUT为我们带来了相当于20%的年收入。

附言2——

DEMPSTER MILL MFG.

相关投资开始于1956年。当时每股售价为\$18,而每股的净资产为\$72,公司的流动资产(现金、应收账款和存货)减去所有的负债之后除以总股本的价值为\$50。

在长达5年的时间里,我们小笔小笔的买入该公司的股票,总的来说买入的均价在\$16-25的范围内。

到1961年中期,我们约持有公司30%的股权,但是在1961年的8、9月份,我们开始在\$30.25的价位大量买入,持股量占到了70%。

我们于是提拔其执行副总裁为总裁,看看情况是否能有所改善,然而情况依然不妙。在1962年4月23日,我们请来了HARRY BOTTLE (译者按:注意不是HARRY POTTER)做总裁。

在HARRY的帮助下,公司情况有了很大起色,我们得以在1963年以平均每股\$80的价格把公司出售。

巴菲特给合伙人的信 1964

1964 年 7 月 8 日

上半年的表现

由于我全家将于 6 月 23 日前往加利福尼亚州度假，因此我在这里总结的市场水平是截止到今年 6 月 18 日的市场表现，而不是 6 月底。

在 1964 年的上半年道琼斯平均工业指数从 762.95 点上涨至 831.50 点。在这段时间，投资者还获得了大约相当于 14.40 点的红利收入。所以总体而言上半年市场的平均水平上涨了 10.9%。我此时多么希望道琼斯指数在上半年没有上涨，而我能向你们报告我们获得了 5% 的正收益，又或者道琼斯指数下跌了 10%，而我们的资金却没有任何亏损或盈利。正如我曾经反复告诉你们的那样：在道琼斯指数大幅上涨的时候，我们往往难以跟上市场上扬的步伐。

下面是自合伙企业成立以来我们的表现和道琼斯指数的对比情况：

Overall Results Partnership Limited Partners'

Year From Dow (1) Results (2) Results (3)

1957 - 8.4% +10.4% + 9.3%

1958 +38.5 +40.9 +32.2

1959 +20.0 +25.9 +20.9

1960 - 6.2 +22.8 +18.6

1961 +22.4 +45.9 +35.9

1962 - 7.6 +13.9 +11.9

1963 +20.6 +38.7 +30.5

1st half +.10.9 +12.0 +10.5

1964

Cumulative results +116.1 +521.0 +354.4

Annual compounded rate 10.8 27.6 22.2

在上半年我们的买入情况是令人满意的。我们的普通股投资中包括三家我们（B.P.L.）已经是最大的单一持股人的公司。这些股票一直在被我们买入，而且是在一个对于私人拥有者来说每股价值被市场所低估的价格买入的。对于这三家公司，有一家我们已经持续买入其股票达 18 个月，而另外两家则持续买入其股票达一年左右的时间。

我们完全有可能在未来一年内继续日复一日的买入上述股票，只要上述公司或在其它的类似情况中的公司能够持续的改善其盈利情况及增加其资产价值，同时其在资本市场上的股票价格却没有什么起色。这样的投资对我们的短期表现不会起到很好的影响，但就长期而言这确实是有利可图而且令人心安的做法。上述情况最终会以两种形式终止，一是由于外部因素的影响，其市场价格得到了正确的反映，二是我们的持续买入是的我们成为了实际控制人。任何一种结果都将令我感到满意。

需要注意的是，虽然在上述或类似的投资中，我们买入了价格被低估的股票，但是很多时候我们都是不可能成为其实际控制人的，因此剩下的唯一出路就是等待市场再次正确反映其价值，而市场正确反映其价值的时间我们是无法确定的。

1965 年 1 月 18 日

我们在 1964 年的表现

我们在 1964 年获得了\$4, 846, 312.37 的盈利，相对于道琼斯指数的表现而言，这并不是我们表现出色的一年。我们（BPL）1964 年获得了 27.8%的增长，道琼斯指数增长了 18.7%。对于有限合伙人来说，增长率为 22.3%。仅仅超出道琼斯指数 9.1%和 3.6%，这是至 1959 年以来我们表现得最差的一年。

虽然如此，我却并不感到灰心丧气，因为正如我早已经反复说过的，在道琼斯指数的表现很好的年份中，我们将会难以赶上市场的上涨幅度，而我感到幸运的是这种情况尚未在 1964 年发生。

Overall Results Partnership Limited Partners'			
Year From Dow (1)	Results (2)	Results (3)	
1957	- 8.4%	+10.4%	+ 9.3%
1958	+38.5	+40.9	+32.2
1959	+20.0	+25.9	+20.9
1960	- 6.2	+22.8	+18.6
1961	+22.4	+45.9	+35.9

1962 - 7.6 +13.9 +11.9

1963 +20.6 +38.7 +30.5

1964 +18.7 +27.8 +22.3

按复合收益率计算的情况如下:

Overall Results Partnership Limited Partners'

Year From Dow Results Results

1957 - 8.4% + 10.4% + 9.3%

1957-5 + 2.6.9 + 55.6 + 44.5

1957-9 + 52.3 + 95.9 + 74.7

1957-60 + 42.9 +140.6 +107.2

1957-61 + 74.9 +251.0 +181.6

1957-62 + 61.6 +299.8 +215.1

1957-63 + 94.9 +454.5 +311.2

1957-64 +131.3 +608.7 +402.9

Annual Compounded Rate 11.1 27.7 22.3

注: 每年巴菲特都会把它的合伙企业的表现和道琼斯指数以及几家大的著名投资公司的表现进行比较, 同时提出自己的一些观点, 并强调相比那些投资经理而言, 不但他们的业绩表现远远不如自己的合伙企业, 同时巴菲特自己大部分的个人财产也都放在了合伙企业里面, 而不像其它的基金经理那样即便亏损自己的个人财产也少有损失。这里不再一一翻译出来。而他的投资业绩, 事实证明比绝大多数基金经理的业绩好得多。

复利的喜悦

10 万美元在不同的复合收益率情况下的表现:

4% 8% 12% 16%

10 years \$ 48, 024 \$115, 892 \$ 210, 584 \$ 341, 143

20 years 119, 111 366, 094 864, 627 1, 846, 060

30 years 224, 337 906, 260 2, 895, 970 8, 484, 940

注：巴菲特随后论述了他关于长期复合收益率的观点，认为道琼斯指数近年来 11%以上的复合收益率在未来是不会持续的，而他合伙企业未来的长期年均复合收益率也不可能保持在目前的高水平。之后他再次不厌其烦地简单介绍了他的三种投资方式（请参见我对 1961 年致合伙人信件的翻译）。

Year	Generals	Workouts	Dow
------	----------	----------	-----

1962	- 1.0%	+14.6%	- 8.6%
------	--------	--------	--------

1963	+20.5	+30.6	+18.4
------	-------	-------	-------

1964	+27.8	+10.3	+16.7
------	-------	-------	-------

（注：我们可以看到在道琼斯指数表现不好的年份，全靠 **WORKOUTS**（套利）的贡献才使得巴菲特战胜了市场。巴菲特的第一种投资是有可能转化为第三种投资的，即对于普通股的投资是有可能转化为 **CONTROLS**（控制）的，控股之后巴菲特就不再在乎公司的市场价值了，只要该公司持续改善盈利，使得其资产价值不断增加，巴菲特的合伙企业的收益自然就会不断增加。为了保证在买入后有利可图，巴菲特往往是把自己当成一个真正的生意人来权衡是否买入某只股票的，这是他对普通股进行投资的基本立场，所以对于第一和第三种投资方式，巴菲特的要求是非常苛刻的，他会挑选在公司股票的市场价格远远低于其市场价值的时候买入，这样一旦他获得控股权，只要能够稍微改善公司的情况他就能保证合理的利润，即便不可能控股，他也降低了长期持股的风险。而对于第二种投资方式，则相对巴菲特不要什么价格远远低于价值，但是他看重的是另一方面的安全性，即短期是否可以获得确定无疑的正回报（哪怕持股 3 个月只能获得 3% 的收益，只要该收益有确定性，那么从年化收益率的角度来看也是非常可观的收益率了，这在市场整体下跌的时候给整个投资组合带来的贡献无疑是非常巨大的，尤其是当很大一部分的资本都投入其中的时候——问题在于巴菲特自己也不是能够预测市场走势的人，因此他在信中也说到在 1962 年他获得超越市场水平的原因固然是在于 **WORKOUTS** 的贡献，但幸运的是他刚好是在市场低迷的时候在 **WORKOUTS** 中投入了较大比例的资金）。由此可见巴菲特的投资方式是跟很多基金经理的投资方式有着非常大的区别的。）

巴菲特致合伙人的信 1965

我们对贫穷的战争在 1965 年取得了胜利，具体说来，我们的财产比去年年底多了\$12, 304, 060。

我们在今年取得了 47.2%的收益，而同期的道琼斯指数只增长了 14.2%。

今年的业绩表现显然难以在未来被重复，而我们在未来很可能会有遭受损失的年份。当然，我仍然认为我们就长期而言将能够取得超越道琼斯指数表现 10%的年均增长率这个目标，如果我对这个目标的预期有所改变，你们也将第一时间收到通知。

我感到我们确实开始面临资金基数过大的问题，对目前的资金量而言，我不准备鼓励新的合伙人加入，除非其能够为我们的合伙企业提供除了资金以外的有价值的资产。

Overall	Results	Partnership	Limited Partners'
Year	From Dow(1)	Results(2)	Results(3)
1957	-8.4%	+10.4%	+9.3%
1958	+38.5	+40.9	+32.2
1959	+20.0	+25.9	+20.9
1960	-6.2	+22.8	+18.6
1961	+22.4	+45.9	+35.9
1962	-7.6	+13.9	+11.9
1963	+20.6	+38.7	+30.5
1964	+18.7	+27.8	+22.3
1965	+14.2	+47.2	+36.9

Overall	Results	Partnership	Limited Partners'
Year	From Dow	Results	Results
1957	-8.4%	+10.4%	+9.3%
1957-8	+26.9	+55.6	+44.5

1957-9	+52.3	+95.9	+74.7
1957-60	+42.9	+140.6	+107.2
1957-61	+74.9	+251.0	+181.6
1957-62	+61.6	+299.8	+215.1
1957-63	+94.9	+454.5	+311.2
1957-64	+131.3	+608.7	+402.9
1957-65	+164.1	+943.2	+588.5

Annual Com

pounded Rate	11.4	29.8	23.9
--------------	------	------	------

我们的境况

（注：在此对于原来的 workout，普通股和控制权投资，巴菲特将其中的普通股投资又细分为普通股-私人股权投资和普通股-价值被低估的投资，巴菲特在此提到他在 1964 年的信中已经分别就这 4 类投资进行了定义，但是在我所获得的英文材料中 1964 年的信件中并未提及，可能是我所获得的英文材料并不完整。）

关于 WORKOUT（套利）的间歇性业绩表现。我们在一年中只大概用到平均约 600 万的资金在此性质的投资上。我们在这方面的投资取得了约 23.5% 的投资收益率（我们在这部分亦利用了借贷资金，从而导致实际的权益投资收益高于 23.5% 的水平）。半数以上的 WORKOUT 收益都来源于某一次机会。对于我们日益增长的资金量而言，未来的 WORKOUT 所能贡献的收益比例可能会有所下降，但是我们仍将不遗余力地发现这些较少出现的机会。

对于普通股-私人股权投资部分而言，我们今年获得了非常好的收益表现。我已经在去年提到，我们在此部分是三家公司的最大的单一股东。考虑到去年我们在此部分取得的未实现的增值为 \$451,000，而今年我们在此部分取得的收益为 \$3,188,000，我们今年实际取得的收益为 \$2,737,000。我之所以把上述情况进行说明是为了想你们展示我们获得的实际经济利益和我们的账面收益是有所区别的（注：即 64 年在此部分已经实现了 \$451,000 的增值，但该增加的价值直到 65 年才反映到利润上）。

此性质的投资的基本概念是：私人的拥有者将愿意为获得实际控制权而对标的公司的股票支付一定的价格，而其它的股票购买者则未必情愿仅以此价格购买一小部分的标的公司的股票。此种情况多年来在资本市场上显得较为普遍。这种普通股投资时常会由于股票市场的变动而出现较好的表现，有时也会由于所投资公司的某些行为获得惊人的收益（正如我们在 65 年所遇到的情况）。

对于获得控制权的投资部分，今年我们有一个原来归类为普通股投资的公司加入到了控制权投资的行列。我们自 1962 年 11 月起就开始购买 Berkshire Hathaway 股份了。最初的购买价是\$7.60 每股。该价格部分地反映了由于纺织行业景气变动对改公司造成的巨大损失，以至于其不得不关闭部分纺织厂房。自 1948 年该公司获得了\$29.50 百万的税前利润以及雇佣了 11, 000 名工人以来，公司一直在走下坡路。当时公司有 11 家纺织工厂在运营。

当我们在 1965 年的春天获得该公司的控制权时，公司只剩下 2 家纺织工厂和约 2, 300 名工人。我们惊讶地发现剩下的人员已经有很高的运营及管理素质，我们也无需再招聘任何一名外部人员到公司中。相对于我们\$7.60 的初始购买价格，最终的购买均价为\$14.86 每股，这主要是由于我们在 1965 年的大量买入造成的。在 1965 年的 12 月 31 日，该公司的营运资金净额为\$19 每股。

拥有 Berkshire 是令人高兴的。毫无疑问的是纺织行业的惨淡前景并不会改变（后来就惨啦 85 年彻底撤除），但是幸运的是我们拥有 Ken Chace 以一流的水平在运营该企业，同时我们也拥有一些业内最好的销售人员。

虽然在一个竞争激烈行业中的 Berkshire 的盈利能力不能跟施乐，Fairchild Camera 或者是 National Video 相比，但是拥有它仍然是令人愉悦的。

由于取得了控制权，我们对于 Berkshire 的投资对于审计人员而言已经不再是市场证券，而是我们实际拥有的生意。即便 Berkshire 的股票上升了\$5，我们也不会因此有所获益（因为我们将不准备在市场上出售其股票）。同样若是其股价下降了\$5，我也不会认为我们遭受了任何的损失。

基于我对于某公司的资产，盈利能力，行业境况，竞争地位等因素的认知，我总是倾向于在此基础上给予一个保守的估价。但是我们将不会根据该估价来卖出我们所持有的资产。

我们最后的投资类型是相对被低估的普通股投资。这类型的投资在整个资产组合中的比例开始显得越为重要，因为其它三类投资的机会并不能够经常性地获得。

坦率地说，我个人认为这一类的投资相较前三类投资而言显得更加轻灵，而我并不是一个特别轻灵的人。所以，我认为这一类型投资所取得的成果相对而言显得并不坚实，同时对于未来的贡献也显得没有太显著的意义（注：巴菲特的这段话值得关注，显然这跟大多数人眼中的“买入被低估的证券并长期持有”的巴菲特的形象有所不同）。无论如何，1965 年我们的这部分投资取得了很好的回报，部分原因是由于执行了上一年中我在信里所讨论的降低风险并潜在地放大收益的观念（注：遗憾的是在我的英文材料中并没有看到相应的章节，但是如果我理解正确的话，这话其实并不难理解：买入相对低估的证券本身就降低了风险，而在降低风险之后，随着市场在某一时刻的修正，潜在地放大收益就将会在未来的某个时点显现出来）。此种投资应当会降低我们风险，而确凿无疑地是它在 1965 年的确放大了我们的收益。需要指出的是，该类型投资在 1965 年获得的巨大收益只归因于我们在其中的两项投资。

Candor 并要求我在此指出，对于上述类型的投资，我们在 1965 年也同样遭受了历史上最失败的一个单项投资。

总而言之，除去那一个失败的投资，虽然我们的投资标的并不是非常多，但是我们的投资质量还算不错。我并不是一个脑子里面有着大量的投资对象的人。展望 1966 年，我的头脑中确实有一些投资对象，但具体的投资结果将取决于市场的水平能否让我们在一个满意的价位买入足够数量的股票。

多样化投资

去年我对于大多数基金经理未能取得超越市场平均水平的表现做出的解释包括：

“1) 集体决策——我的可能带有偏见的观点是，优越的投资成果不可能会是集体讨论的结果，尤其不是集体决策的结果；

2) 潜意识地遵从有声望的投资机构的投资组合配置；

3) 声称必须从事“安全”的投资的组织架构而在支付报酬时却仅仅根据回报率来决定，而不考虑该投资收益所对应的资产组合所面临的风险水平；

4) 不理性的，强制性的资产配置多样化要求；以及最后一点，同时也是尤为重要的一点。

5) 惯性。”

我们的多样化程度远远低于大多数的投资机构。我们可能会将净资产的 40% 都投入到一支股票上去，只要我们认为该投资意味着巨大的回报，同时使得该投资标的的价值发生剧烈改变的可能性很小。

显而易见地是，我们所尊崇的所谓多样化投资跟市场上大多数人所认为的多样化投资有着非常大的区别。同时我也想声明我本人亦非常高兴出现如下情况：即我们发现了 50 个或以上的投资标的，而每一个对于我们而言都是具有能在一年中战胜道琼斯指数（比如 15%）的确定性的。那么我也将兴高采烈地将我们的净资产均分为 50 份，并投资到这 50 只股票上去。真实的世界却远非如此理想，我们必需非常勤奋的工作才能找到少数的几项具有足够吸引力的投资项目（比如能够在一年中超越道琼斯 10%）。而具体到每一项的投资比例上则将取决于我们对它的预期收益水平以及实现该预期的确定性。

上述的分析也许令你感到对我们的投资（资产组合比例）有了一个确切了解，但实际的情况并不是这样。具体的投资组合配置还受到资金管理者的经验和情感等方方面面的影响。只有经过多年的实践后，对比实践所产生的客观结果才能够准确判断一个投资者是否具备良好的资产配置能力。而对于有一个清晰的资产配置原则的投资者而言，他将在此方面获得一定的优势。

任何超过 100 只股票的资产配置组合都可能是不具有逻辑性的。因为任何第一百只股票在实际上都不可能（有确定性的）对整体的投资组合产生正面或负面的影响。

任何管理如此众多数量股票的投资方式我都将其归类为诺亚方舟式的投资，即每样东西都搞一点。其管理者则适合去当诺亚方舟的驾驶员。采用此种方式投资的资金管理者并未遵循纯

粹的数学原则。

我们所尊崇的配置原则是：最优资产组合应由不同的投资选择的可获得性以及预期收益所决定，同时还要考虑最终实现的资产组合所导致的业绩波动在可以承受的范围之内。所选择的投资标的越多，投资业绩的结果和预期的年度波动就会越小，但与此同时所预期的收益水平也会降低（假设不同的选择所对应的标的有着不同的预期收益）。

就我们的情况而言，也许我们的业绩在某一年会有较大的波动，但是我相信这个副作用的结果是：长期而言我们将获得超越市场平均水平的满意的回报率。

在此我要提醒你们的是，取得超越 40% 的回报率的年份绝对是稀有的。任何相信我们能够继续取得这样高的回报率的人都不适合成为我们的股东。

最后记得 Bill Rose 说过的一句话，“如果你有 70 个妻妾，那么你将不会了解她们中的任何一个。”

巴菲特致合伙人的信 1966

1966 年 7 月 12 日

1966 年上半年

在 1966 年上半年，道琼斯工业平均指数从 969.26 下降为 870.10。考虑到获得的 14.70 的红利，总体的道琼斯收益为-8.7%。

上半年我们的收益为 8.2%，达到了我的目标（但这并非是我的预测!）。我们的这种收益情况可以被认为是不正常的。我们从事的生意的特点是，长期而言我不会让你们任何人失望，但是短期我则有可能让你们忍受负面的结果。

Overall	Results	Partnership	Limited Partners'
Year	From Dow(1)	Results(2)	Results(3)
1957	-8.4%	+10.4%	+9.3%
1958	+38.5	+40.9	+32.2
1959	+20.0	+25.9	+20.9
1960	-6.2	+22.8	+18.6
1961	+22.4	+45.9	+35.9
1962	-7.6	+13.9	+11.9
1963	+20.6	+38.7	+30.5
1964	+18.7	+27.8	+22.3
1965	+14.2	+47.2	+36.9
1st half 1966	-8.7	+8.2	+7.7
Cumulative results	+141.1	+1028.7	+641.5
Annual compounded rate	9.7	29.0	23.5

Hochschild, Kohn&Co.

在上半年我们以及两位在企业中拥有 10%股份的合伙人联手买下了 Hochschild, Kohn&Co

的全部股份。这是一家巴尔的摩的私人百货公司。这是我们合伙企业第一次以谈判的方式买下整个生意。虽然如此，买入的原则并没有任何改变。对该生意价格的定量和定性的衡量都照常进行，并严格按照与其它投资机会同样的准绳进行了估价。HK（以后就这样叫它，因为我也是直到交易完成后才知道该公司的确切发音）从各个方面满足了我们的要求。

无论是从生意还是私人交往的角度来说，我们都拥有一流的人才来打理这桩生意。如果没有优异的管理，即便价格更加便宜，我们也不见得会买下这个生意。

当一个拥有数千名雇员的生意被售出时，想要不吸引一定的公众注意是不可能的。然而希望你们不要以公众新闻的报道来推断该生意对合伙企业的影响。我们有超过五千万美元的投资，绝大部分都投资在二级市场上，而 HK 的投资只占了我们净投资额的不到 10%。在对于二级市场的投资部分，我们对于某只证券的投资超过了我们对 HK 投资额度的三倍还多，但是这项投资却不会引起公众的注意。这并不是说对于 HK 的投资就不重要，它占我们投资额 10% 比例就说明它对我们而言是一项重要的投资。但是总体而言它只是我们全部的投资的冰山一角而已。

到年底我准备用购买成本加上自购买后它产生的盈余作为我们对它的估值。这项评估方法将一直被执行，除非未来发生新的变化。自然地，如果不是因为一个吸引人的价格，我们是不会买入 HK 的。因此一个基于我们购买价格的估值事实上低估了 HK 的价值，不过这仍然是最为客观的一个评价方法。我们所有的投资所拥有的价值在我眼中都是被低估了的，否则我们就不会持有它们了。

市场预测

我之前已经说过：“我并不从事对市场情况和行业境况进行预测的生意。如果你认为我具有这种能力，或者你认为这对于投资而言是重要因素，那你就不应该仍然留在我们合伙企业中。”

当然我的上述评论可能收到各方面的质疑和攻击。但是我也相信其中我想表达的意思是被大多数合伙人接受的。当我们买入或者卖出股票的时候，我们心想的并不是市场将会怎么样，而是公司将会怎么样。股票市场将会在很大程度上决定什么时候我们是正确的，而我们对公司的分析的准确性则将在很大程度上决定我们是否是正确的。换句话说，我们关注的重点应该是会发生什么而不是它应该在什么时候发生。

对于上述的百货店生意，我可以确定的是它 12 月的生意会比 7 月的生意要好（你看我是不是已经对于百货行业有了非常深刻的认识？毕竟我曾经在小时候就在我祖父的小百货店里以 \$0.75 每小时的薪酬工作过一段时间）。真正重要的是今年的 12 月的情况是否要比去年的情况好，而我们对于未来的每一个 12 月份就做出了怎样的计划。但是对于我们的总体投资组合而言，我则完全无法预计 12 月份是否会比 7 月份要好，我甚至无法预计 12 月份是否会发生重大的损失。而有时候事情确实会这样发生。我们的投资组合可不管地球需要 365 又四分之一天才能绕太阳一周，它们也完全不会考虑到我每年在地球绕完一周的时候都需要向各位合伙人提交一份这样的报告。

我之所以再一次提出这个关于市场预测的概念是因为自从道琼斯指数从 2 月份的高点 995

点下跌至 5 月份的 865 点时，我接到了几个合伙人的电话，声称他们认为股票的价格仍会进一步下跌。此情况让我的脑中瞬间产生了两个疑问：1) 如果他们知道 2 月份道琼斯就会持续下跌至 5 月份的低点，那他们为何不早一点告诉我呢？2) 如果他们在 2 月份的时候不知道指数会一直下跌到 5 月份的低点，那他们为何又会知道 5 月份之后指数会继续下跌呢？另外也有几个电话建议我应该卖出我们所有的股份并等待，直到市场的情况更加明晰。请允许我在此再度声明两点：1) 未来对于我而言永远是看不清楚的；2) 似乎从未有人在市场上涨 100 点之后打电话给我，声称未来的市场行情可能难以看清。

我们不会将我们持有的证券以一个被低估的价格抛售，即便某个星象学家声称市场将会下降，而且总有些时候他们的预测是正确的。我们也不会以一个已经合理反映了公司股票价值的价格买入任何股票，哪怕有专家声称市场将会上涨。有哪个人在购买私人公司的时候是根据股市的上涨或是下降的趋势做出购买决定的呢？随着市场的上涨或下降，公司的核心价值并未见得会有很大的改变，我们所要做到就是利用市场的非理性而获利。详细相关的论述可以参见格雷厄姆《聪明的投资者》一书的第二章，我认为这一章的内容比目前任何的其它投资论述都更为重要。

1967 年 1 月 25 日

第一个十年

随着 1966 年的结束，我们的合伙企业也走过了第一个十年。今年的业绩用来庆祝我们的十周年是再合适不过了——我们超过了道琼斯指数 36 个百分点，今年我们的收益是 20.4%而道琼斯指数则是负的 15.6%。

当然今年的情况也有些特别，实际上今年大多数的基金经理都战胜了道琼斯指数，主要原因是代表道琼斯指数的 30 只蓝筹股的价格出现了大幅的下跌，尤其是在最后一个季度。而其中的几家公司在 1966 年的业绩也确实是不寻常的糟糕。

Overall Results	Partnership	Limited Partners'	
Year	From Dow(1)	Results(2)	Results(3)
1957	-8.4%	+10.4%	+9.3%
1958	+38.5	+40.9	+32.2
1959	+20.0	+25.9	+20.9
1960	-6.2	+22.8	+18.6
1961	+22.4	+45.9	+35.9
1962	-7.6	+13.9	+11.9

1963	+20.6	+38.7	+30.5
1964	+18.7	+27.8	+22.3
1965	+14.2	+47.2	+36.9
1966	-15.6	+20.4	+16.8

On a cumulative or compounded basis, the results are:

Overall	Results	Partnership	Limited Partners'
Year	From Dow	Results	Results
1957	-8.4%	+10.4%	+9.3%
1957-8	+26.9	+55.6	+44.5
1957-9	+52.3	+95.9	+74.7
1957-60	+42.9	+140.6	+107.2
1957-61	+74.9	+251.0	+181.6
1957-62	+61.6	+299.8	+215.1
1957-63	+94.9	+454.5	+311.2
1957-64	+131.3	+608.7	+402.9
1957-65	+164.1	+943.2	+588.5
1957-66	+122.9	+1156.0	+704.2

Annual Com

pounded Rate 8.3	28.8	23.2
------------------	------	------

我们生意的境况

一个聪明头脑对以上的数据进行合理分析的结果很可能会导致错误的结论。

头十年的结果并不能说明这种情况可能会在未来的十年中得到复制。同样的业绩也许会被某个以\$105, 100 起家的 25 岁的毛头小伙子复制, 同时市场的情况还要能够一直合适于他的

投资哲学从而使他能够靠执行这一投资哲学而获得成功。

而这种情况将不太可能被一个脑满肠肥的 36 岁的管理着\$54, 065, 345 合伙人资金的人所复制，并且他脑袋中关于可以照此哲学执行的投资的点子都还不及 25 岁时的五分之一甚至十分之一。

Buffett Associates, Ltd.（我们合伙企业的前身）于 1956 年 5 月 5 日成立于密苏里西岸。初始的支持者包括我的四位家庭成员，3 个我的好友和\$105, 100 的启动资金。

在当时，以及在随后的几年中，为数不少的证券在以低于“对私人拥有者而言的合理价值”出售。我们也获得了不少的加油满意收益率的 WORKOUTS。当时我们面临的问题不是买什么，而是买哪个。因此我们往往持有 15 至 25 只证券，并充满热情地期待它们中的任何一个可能会给我们带来的惊喜。

而在近几年中，情况发生了很大的转变。我们目前发现只有很少的股票能够被我理解，并且具有足够的额度以便我们购买，同时亦能给我们在提供在长期中战胜道琼斯指数 10%的预期。在近几年中我们往往一年下来只能发现两三个投资对象符合上述标准。幸运地是有时我们充分地利用上了它们。虽然如此，在早期的岁月中，同样的努力往往能给我们带来数十个同样的投资机会。相比而言，三个新的因素出现了：1）一个多少变化了的市场环境；2）我们的资金基数的扩大；3）我们面临着更加激烈地竞争。

显而易见的是，基于几滴机会之水的生意将比基于一股稳定的机会之泉的生意要有着更加惨淡的前景。这种生意将会面临机会之水完全断绝的危险。

目前的状况将不会促使我进行我自认为在我能力以外的投资（我个人信奉的哲学不是：如果你不能征服他们，那就加入他们。相反我信奉的是：如果你不能加入他们，那你就去征服他们。）。因此我不会投资那些含有不能被理解的科技因素，而且这些因素对生意具有重大影响的生意。我对半导体和集成电路的了解程度就跟我对于一种叫做 chrzaszcz 的东西的交配习惯的程度一样（有兴趣的人可以去查一查，这是一种波兰的小虫子。如果你觉得对于读出它的名字有困难，你大可以把它念成 thraszczyk）。

除此之外，我们亦不会跟随目前市场流行的一种投资风气，即尝试通过对市场波动而导致股票价格大于其商业价值来获利。此种投资方法在近年来也确实创造了实实在在的收益，并且这些收益往往是在短期获得的。关于这种投资技巧背后的坚固性我即无法否定也无法肯定。这种技巧并不能够完全获得我认识层面的认可（也许是我的偏见使然），同时与我的脾气完全背离。我不会将自己的钱通过这种方式进行投资，所以我也不会用你们的钱通过这种方式进行投资。

总而言之，我们将不会在一个很有机会出现人性的失误的投资方式中寻找利润，哪怕预期的利润非常诱人。

我可以向你们保证的是，我将会努力使得未来产生的每一滴机会之水都被得到最大的利用，如果有一天机会之水完全干涸，你们也将会在第一时间被告知，然后我们可能会对此做出新的选择。

对于 1966 年结果的分析

我们的四个投资种类在 1966 年都有良好的表现：

Category	Average Investment	Overall Gain
Controls	\$17, 259, 342	\$1, 566, 302
Generals-Private Owner	1, 359, 340	1, 004, 362
Generals-		
Relatively Undervalued	21, 847, 045	5, 124, 254
Workouts	7, 666, 314	1, 714, 181
Miscellaneous, including		
DVANCE\d6U.S.Treasury Bills	1, 332, 609	(18, 422)
Total Income	\$9, 390, 677	
**s:General Expense	483, 976	
Overall Gain		
		\$8, 906, 701

控制权投资

对于取得了控制权的公司的投资情况，在 1966 年主要有三方面的收益：1) 所拥有的公司在当年所获得的利润；2) 在公开市场买入的被低估的我们拥有控制权的公司的股票；3) 我们控制的公司所持有的证券的未实现增值。加在一起总共是\$2, 600, 838。

由于在上一年的信中我已经提过的原因（注：即主要是未实现的增值部分不能计入当年的收益）。我们实际上在这一部分的账面收益只有\$1, 566, 058。

幸运的是 1966 年我们有相对高的净资产比例投入在了实际的生意而非市场的股票上。同样的资金如果投在市场上的话将很可能意味着全年都将持续地发生损失。上述情况的发生并不是我有意为之，所以如果市场有了显著的上涨这一部分的投资将很可能会拖累我们的整体表现。

私人拥有的普通股投资

自从 1965 年年中以来，我们就已经开始购买一家售价远远低于其价值的证券。我们希望我们将最终投入一千万美元或更多的钱。该公司经营的不同的几种生意都是我们可以了解的，我们也可以通过公司的竞争者、供货商、前雇员等等了解公司的竞争优势和劣势。该股票所面临的奇特的市场情况让我们希望可以在不干扰其股价的情况下耐心地买入足够分量的股票。

在 1965 年年末我们投资了\$1, 956, 980，其市场价值为\$2, 358, 412，即\$401, 432 贡献到了 1965 年的盈利当中。之后由于股价上升，我们并未买到符合预期的分量，且在 1966 年有另一家我们从来没听说过的第三方对该公司提出了股权收购，于是我们只好将其卖出，总共实现的收益为\$1, 269, 181。

我想说的是，虽然实现的收益对 1966 年的业绩产生了正面的影响，但是如果我们能够有机会继续以一个很低的价格买入更多的股票，那么总体而言我们将在未来实现更多的收益。

价格被低估的普通股投资

我们在这一部分的投资取得了史无前例的好成绩，这主要归因于其中一笔在 1965 年年底和 1966 年年底都占我们投资额度最大的一笔投资的表现。在 1964-1966 年三年中，这笔投资都持续地战胜了道琼斯指数。也正是因为这笔投资的吸引，我才在 1965 年的 11 月声称我们可能将净资产的 40%都投入到某一只证券上。我们也在其上花费了相当的努力，以对其方方面面进行评价，并对我们认为其优于其它的投资机会的假设进行检验。这种持续地评估和对于不断变化的各个投资标的的价格的比较对于我们的投资运营来说是至关重要的。

当然如果未来我们能够告知各位我们对于价格被低估的普通股的投资组合是由分布于 10 个不同的产业中的 15 只股票组成的，并且他们都跑赢了市场，那我无疑会感到更加高兴。但我们确实没有这么多的好点子。正如上面我说过的，我们会不断地将我们的新点子与旧点子进行比较，而只要我们认为就目前的情况而言新点子不会取得比旧点子更好的业绩表现的话，我们就仍将维持原有的投资。这种情况产生的另一个副产品则是：我们的每个年度已实现的收益部分占资产的比例将会比合伙企业成立之初（那时我们拥有源源不断地好点子）时要少得多。

我们在这一部分投资的集中性将会导致我们的业绩存在大幅波动的可能。而有时候这种波动可能会令人感到相当的不愉快。这也就是为什么我觉得频繁地想各位回报我们的业绩表现将是一种愚蠢而且具有误导性地做法，尤其是对我们这种以长期收益为投资导向的生意而言。

因此，希望大家对我们未来可能出现的糟糕的收益情况做好心理准备，我个人是宁愿令我们的资产遭受短时期的不良表现而获得长期的良好表现的。但是我亦不会让我们遭受永久性的本金损失——哪怕以此为代价可能令我们有机会获得长期的良好回报。未来的糟糕年份正好能被我们在 1965 年和 1966 年的良好业绩所抵消。

同时我们在资金的借贷方面亦是非常地保守，1966 年全年平均的银行借款不超过我们本金的 10%。

最后对该部分投资的一点补充。我们在 1966 年的晚春开始买入一只股票，我们大概才买入了 160 万美元时，它的价格突然快速上涨，而导致我们最终只好卖出这只股票并获利约 73 万美元。这一投资结果对我们今年的业绩有正面的贡献，但就长期而言则对我们不利——我们损失了一个可能在长期获得更大收益的机会。

对于 WORKOUTS

我们这部分的投资因为利用了借贷资金而取得了更高的净资产收益率。值得注意的是在上半年我们的平均投入为\$7,870,151，而收益仅为可怜的\$16,112。大家可以想象出下半年我们在这部分的投资收益是多么的惊人。

在之前的年份中，我们有时会将净资产的 30-40%都投入到这一部分来，不过未来可能不太可能再度出现上述情况。不过我们仍然能够期盼将来我们在这一部分所投入的适量的资金会取得令人满意的回报。

其它杂项

我们对巴菲特合伙企业都有着超出了一般学术性质的兴趣。在 1967 年 1 月 1 日，我们企业的员工，我，我们的配偶和孩子们在公司的投资金额已经超过了一千万美元。对就我自己的家庭来说，我们投入合伙企业的钱超过了我们净资产的 90%。

巴菲特致合伙人的信 1967

1967 年 7 月 12 日

上半年的表现

我们今年并没有一个良好的开端，一月份是我们历史上最糟糕的月份之一：我们的增长率为 3.3%，同时期的道琼斯指数为 8.5%。不过整体的上半年我们的增长率为 21%，超越了道琼斯指数 9.6%。目前来看今年道琼斯指数是轻易地被我们和不少的基金经理打败了，然而这种情况不会每年都发生。

Overall	Results	Partnership	Limited Par
Year	From Dow(1)	Results(2)	Results(3)
1957	-8.4%	+10.4%	+9.3%
1958	+38.5	+40.9	+32.2
1959	+20.0	+25.9	+20.9
1960	-6.2	+22.8	+18.6
1961	+22.4	+45.9	+35.9
1962	-7.6	+13.9	+11.9
1963	+20.6	+38.7	+30.5
1964	+18.7	+27.8	+22.3
1965	+14.2	+47.2	+36.9
1966	-15.6	+20.4	+16.8
1st half'67	+11.4	+21.0	+17.3
Cumulative results	+148.3	+1419.8	+843.3
Annual compounded rate	9.1	29.6	23.8

上半年的业绩表现纯粹是由占我们净资产比例 63.3%的二级市场投资的证券所贡献的，取得控制权的投资部分没有任何贡献，而我们买下的 Diversified Retailing Company(DRC) and Berkshire Hathaway Inc.会在年底被重新评估并将其结果按固有的标准反映到我们的业绩中

来。

DRC 和 BH 在上半年都有一些重要的收购举动。我们拥有 DRC80%的股份，而总体而言 DRC 以及其下的子公司的表现都是令人满意的。但是 BH 却在其纺织领域遭受着实实在在的困难境况。目前我尚不认为 BH 的根本价值将会遭到损失，但是 BH 也似乎还不能够为我们提供一个满意的资产回报率。所以如果未来股市上涨的趋势得以持续的话，我们在 BH 的投资必将拖累我们的整体业绩表现。类似的情况也会在我们其它的 CONTROLL 类投资上出现，然而当投资的生意本身没有任何进步的情况下，这种拖累将会表现得更为明显。正如我的一位朋友所说的：“所谓经验，是指当你在找寻其它东西时无意中的发现。”

1967 年 10 月 9 日

致合伙人：

在过去的十一年中，我一直把长期超越道琼斯指数 10%作为我们的目标，我也说过虽然完成这一目标是困难的，但也并非是不可能的。下述的一些情况是我们的生意和市场本身这些年来发生的变化：

- 1、市场较往日已经有了显著的变化：明显的有价格优势的投资标的已经在数量上大大减少；
- 2、人们对于投资业绩的关注度的快速提高导致了市场行为的过激反应，而我本人的分析技巧则只能评估出一个有限的价值区间；
- 3、我们的资金基数已经达到了 6500 万美元，我们的投资点子正在减少；
- 4、由于之前我们已经取得了良好的业绩，对我个人而言，继续努力取得优越业绩的动力难免会减少。

下面让我们再来仔细对上述各点进行分析。

对于证券或公司的估值总免不了要涉及到定性和定量的各方面的因素。从一个极端的角度来讲，定性的分析方法会说：“买下正确的公司，用不着考虑它目前的价格！”而定量的方法则会说：“以正确的价格买入，用不着考虑公司的情况！”而在实际分析的时候，显然两方面的因素都要给予考虑。

有趣的是，虽然我自认为自己主要毕业于强调定量方法的学派，我所做的真正令我感到很满意的投资往往又是着重强调了定性因素的点子，从这些点子上，我有着一一种“高利润性洞察力”。这也是我大量利润的来源。虽然如此，这种洞察力往往来之不易，我并不能经常获得。正如洞察力往往都是偶然才能产生一样，而且显然洞察力本身就不是一种定量的东西。所以如果真正要赚大钱，那么投资者除了要能做出正确的定性分析，就我的观点来说，可能更确定的利润仍来自于明确的定量决策。

这种统计意义上的便宜货已经消失数年了。这可能是由于在近 20 年中对投资标的的不断梳理导致的，我们之后并没有再出现类似 30 年代的导致大量便宜货出现的时代。也许也是因为社会对于投资的认同度提高，而这也自然地减少了便宜货的存在。还可能是由于收到对于证券分析的爆炸性的增长导致的。无论是哪种情况，都导致从定量分析意义上的便宜货几乎消失。当然，也许时不时还会有少量的机会。偶尔也会有令我能够充满信心地从定量方面做出决定的投资机会。这是让我们获得大量盈利的最好机会。虽然如此，类似的机会将会非常稀少。在过去三年中我们的良好表现在很大程度上都只归因于此类的单个投资点子。

另一个难点是对于投资业绩关注程度的提高。数年来我一直在说明合适的衡量投资业绩的标准。我持续地告诉各位：如果我们的投资业绩不能超越平均水平，则我们的钱就都应该投入到别的地方去。而近年来的优良业绩可能会给各位造成对我原来提法的曲解。

一直以来我都敬告各位三年的时间是衡量投资业绩的一个最低的时限。而大众对于投资业绩的衡量时限却往往是按年度、季度、月度甚至更短的时间来衡量。而对于短时间取得优异投资业绩的资金管理者的报酬也相当惊人，无论是跟由此新募集到的资金还是跟实际的投资业绩相比都是如此。于是上述的情况便愈演愈烈。

接着发生的情况，便是更多的专业投资者认为自己有必要迎合当前的趋势。无疑如果成功便意味着巨大的报酬。这甚至有可能成为未来市场衡量投资业绩的一般标准。但是，这也是一种我确信自己并不擅长的行为。

正如我在去年的信的第五页所说的那样：“除此之外，我们亦不会跟随目前市场流行的一种投资风气，即尝试通过对市场波动而导致股票价格大于其商业价值来获利。此种投资方法在近年来也确实创造了实实在在的收益，并且这些收益往往是在短期获得的。关于这种投资技巧背后的坚固性我即无法否定也无法肯定。这种技巧并不能够完全获得我认识层面的认可（也许是我的偏见使然），同时与我的脾气完全背离。我不会将自己的钱通过这种方式进行投资，所以我也不会用你们的钱通过这种方式进行投资。

任何一种这样的包含大量资金投入的短期行为都会对市场的所有参与者制造麻烦。我不会尝试去猜测市场任何波动，同时也对明年市场会是 600，900 还是 1200 点没有丝毫的概念。虽然目前和未来的时期里对市场的投机行为会造成相应的严重后果，经验告诉我对市场时机的判断是毫无意义的。但是，我亦认为目前的这种市场情况将会对我们未来一段时间的投资造成困难。

上述的话可能过于守旧了（毕竟我已经 37 岁）。当游戏规则改变的时候，只有老人才会说新的方式是错的，而且肯定会导致问题，等等。我在过去已经因为这样遭到了其它人的轻蔑。我亦看到过因为只根据以往情况而非现在情况的分析而造成的损失。至少有一点我是清楚的。我不会抛弃之前自己所能明白其内在逻辑的投资方法，即便这意味着放弃一种看似容易获得大量利润的我自己不能理解的方法。这种方法并没有得到实践的足够的考验，并可能招致永久性的资金损失。

第三点便是我们资金基数的扩大。多年以来我的投资点子一般都能覆盖我们 110%至 1000% 的资金。所以我也没有想到在将来这种情况会有变化。上述的两种情况，再加上目前我们的资金量，使我认为目前的资金基数已经可能拖累我们的业绩表现。同时我亦认为这是我所列

出的四点中对我们影响最小的一点。但是持续扩大的资金量必然在一定程度上对我们的业绩造成（哪怕是有限的）影响。

最后一点，亦即最重要的一点：即对于个人动机的考虑。当我开始这项事业时我为自己设定的目标是长期的年均复合收益率超越道琼斯指数 10 个百分点。当时的我比现在要年轻，要穷，也可能比现在有着更强的竞争力。即便没有上述的三种可能对投资业绩产生不利影响的因素，我仍然认为个人环境的改变很有可能会影响我从事这项事业的动力。

可能会发生在我身上的事情是，我会愿意持续地买入一个公司的股票，只是基于我个人对于该公司人员和所处行业情况的喜好，哪怕在其它方面的投资可能取得更高的回报率。自然我们会在买入具有吸引价格的公司然后再卖出方面投入更多的资金。但是更令人愉悦的方式也许是持续地持有它们并尝试（通过财务等手段）改善其状况——哪怕对它们的运营只是有一点点的改进。

因此，我可能会把自己限制在那些就我而言容易理解，且我认为安全、有利可图且令人愉悦的东西里面。虽然我自认为这种方式并不会令我们的投资变得更加地保守，因为我认为从我开始投资以来，我们其实一直都是采取了很保守的投资方式。所以我们面临的长期风险并不会减少，而长期的增值潜力却多少可能受到影响。

具体而言，我们的长远目标是取得不超过 9% 的年均回报率，或者取得不低于道琼斯指数 5% 的回报率。因此，如果未来 5 年道琼斯指数年均增长率为 -2%，则我所期望获得的年均增长率将为 +3%。而如果道琼斯指数的年均增长率为 12%，则我期望的我们的年均增长率将为 9%。这便是我对于目前的情况对我们未来的收益做出的期望。此外，我希望通过限制投资的标的来限制我的工作量（至少我知道相反的情况必然是成立的）。

鉴于以上的情况，有的投资人可能会把资金从合伙企业中转出，投入到其它的渠道中去。我个人将对此表示同情。

上面所说的，确实是我个人的真实想法，这也是我管理资金多年来的经验之谈，即 100% 毫无保留地告知你们我个人的真实感受和个人目标。这些话语显然不是我一夜之间想出来的东西，而是经过了长时间的深思熟虑所得。相信你们也可以理解，即长期以来取得了超越当初我个人目标的回报后，我亦确实想有一个时间来缓冲一下我的未来预期。总体而言，除非我认为未来出现的缓冲还不至于会导致我的整体目标无法实现，否则我绝不会降低我的个人动力。

如有任何可以帮助您进一步解答这封信中内容的地方，请务必告知我。

诚挚地

沃伦 E. 巴菲特

1968 年 1 月 24 日

我们 1967 年的表现

以绝大多数标准而言，我们在 1967 年都有着良好的表现。我们的整体收益率为 35.9%以上，同期的道琼斯指数为 19.0%。总体的收益金额为\$19, 384, 250。即便考虑到目前正在加速的通货膨胀情况，这笔金额也足够买入喝不完的百事可乐了。

今年同样有大量的投资者跑赢了市场指数，据我个人估计，可能 95%的投资公司都跑赢了。今年是投资收益与资金管理人的年龄成反比的一个年份（当然我不在其中，我算是投资界中上年纪的人了）。

Overall	Results	Partnership	Limited Partners
Year	From Dow(1)	Results(2)	Results(3)
1957	-8.4%	+10.4%	+9.3%
1958	+38.5	+40.9	+32.2
1959	+20.0	+25.9	+20.9
1960	-6.2	+22.8	+18.6
1961	+22.4	+45.9	+35.9
1962	-7.6	+13.9	+11.9
1963	+20.6	+38.7	+30.5
1964	+18.7	+27.8	+22.3
1965	+14.2	+47.2	+36.9
1966	-15.6	+20.4	+16.8
1967	+19.0	+35.9	+28.4

On a cumulative or compounded basis, the results

Overall	Results	Partnership	Limited Partn
Year	From Dow	Results	Results
1957	-8.4%	+10.4%	+9.3%

57-8	+26.9	+55.6	+44.5
57-9	+52.3	+95.9	+74.7
57-60	+42.9	+140.6	+107.2
57-61	+74.9	+251.0	+181.6
57-62	+61.6	+299.8	+215.1
57-63	+94.9	+454.5	+311.2
57-64	+131.3	+608.7	+402.9
57-65	+164.1	+943.2	+588.5
57-66	+122.9	+1156.0	+704.2
57-67	+165.3	+1606.9	+932.6

Annual Compounded Rate 9.3 29.4 23.6

其它杂项：

我们年初的资产为\$68, 108, 088。在年底合伙人从中提取的金额为\$1, 600, 000，很可能是因为我 10 月份的信中所展望的更低的收益增长预期所致。对于他们而言这显然是一种理性的行为，因为他们中的大多数都有能力和动力来超越我们拟定的未来业绩目标，而我本人也因为不必在为了一个我自己可能无法达到的目标而劳心劳力而松了一口气。

有一些合伙人在收到我 10 月份的信之后问我“你的真正意思到底是什么？”这样的问题对任何作者都显然是某种打击。不过我也向他们保证，我的真正意思就是我的字面意思。还有人问我这是否意味这我有意逐渐淡出合伙企业。对此我的回答是：“绝不是这样。”只要各位还愿意将资金交付于我，同时该生意还能令人愉悦地做下去，我就必将为了从我还在穿廉价网球鞋的时候就一直支持的合伙人们继续工作下去。

如有任何可以帮助您进一步解答这封信中内容的地方，请务必告知我。

今年的半年度的信会在大约 7 月 15 日左右出炉，敬请各位关注

诚挚地

沃伦 E. 巴菲特

巴菲特致合伙人的信 1968

1968 年 7 月 11 日

上半年的表现

在 1968 年上半年，道琼斯工业平均指数从 905 点下降至 898 点。上半年的红利收益相当于 15 点，即整体收益为 0.9%。同样今年也有不少基金经理超越了该指数的表现。虽然并没有像 1967 年表现得那么突出。

今年上半年我们的表现是不同寻常地好，不考虑取得控制权公司（占了我们年初资产的略多于三分之一）的估值变化的情况下，总体收益达到了 16%。但是你并没有理由要因此感到肾上腺激素的大量分泌。我们对所投资的可交易证券的持有较为集中，因此其变动也会相应地较为不稳定。

Overall	Results-	Partnership	Limited Partners'
Year	From Dow(1)	Results(2)	Results(3)
1957	-8.4%	+10.4%	+9.3%
1958	+38.5	+40.9	+32.2
1959	+20.0	+25.9	+20.9
1960	-6.2	+22.8	+18.6
1961	+22.4	+45.9	+35.9
1962	-7.6	+13.9	+11.9
1963	+20.6	+38.7	+30.5
1964	+18.7	+27.8	+22.3
1965	14.2	+47.2	+36.9
1966	-15.6	+20.4	+16.8
1967	+19.0	+35.9	+28.4
First Half	+68	+0.9	+16.0
Cumulative Results	+167.7	+1880.0	+1072.0

Annual Compounded Rate 8.9 29.6 23.8

虽然我们要到年底才对我们的控股公司进行估价，但是预计今年它们将为我们贡献约三百万美元的收益。

今年 Diversified Retailing Company（即 Hochschild Kohn 和 Associated Cotton Shops 的拥有人）第一次对外发布了它的年报，主要因为其在去年 12 月份向约 1000 位债权人发行了债券。作为一个私人拥有的（其股东共有三家，我们拥有其 80% 的股份）投资控股公司，它对债权人而言多少显得有点特殊。我将把它的年报附在信件后面，以后如无意外我都会把它的年报附在我的半年度的信件后面。

我之前已经说过，我们对于这些准备永久持有的公司的股票将不能通过在二级市场的买卖来赚取差价，但是通过持有这些公司它们将为我们提供一个满意的长期回报率。

目前的情况

目前市场的雪球正越滚越大，而我个人的感觉是这些股票不但没有可预期的短期价值，连长期持有的价值也存在疑问。通过对财务报表的扭曲和各种其它方法，使得相关公司获得了可观的利益。

此外建议大家赶紧去找亚当-史密斯写的《金钱游戏》，该书富有智慧和洞察力。我不准备把该书也附在信件后面，其零售价为\$6.95。

1969 年 1 月 22 日

我们在 1968 年的表现

每个人都有犯错误的时候。

在 1968 年年初的时候，我觉得我们合伙企业的前景比以往任何时候都差。然而结果是今年我们获得了\$40, 032, 691 的收益，收益率为 58.8%，道琼斯指数仅为 7.7%。这种结果完全是变态的。

Overall Results	Partnership	Limited Partner
Year From Dow(1)	Results(2)	Results(3)
1957-8.4%+10.4%+9.3%		
1958+38.5+40.9+32.2		

1959+20.0+25.9+20.9

1960-6.2+22.8+18.6

1961+22.4+45.9+35.9

1962-7.6+13.9+11.9

1963+20.6+38.7+30.5

1964+18.7+27.8+22.3

1965+14.2+47.2+36.9

1966-15.6+20.4+16.8

1967+19.0+35.9+28.4

1968+7.7+58.8+45.6

On a cumulative or compounded basis, the results are:

Overall Results	Partnership	Limited Pa
-----------------	-------------	------------

Year From Dow	Results	Results
---------------	---------	---------

1957-8.4%+10.4%+9.3%

1957-8+26.9+55.6+44.51957-9+52.3+95.9+74.7

1957-60+42.9+140.6+107.2

1957-61+74.9+251.0+181.6

1957-62+61.6.+299.8+215.1

1957-63+94.9+454.5+311.2

1957-64+131.3+608.7+402.9

1957-65+164.1+943.2+588.5

1957-66+122.9+1156.0+704.2

1957-67+165.3.+1606.9+932.6

1957-68+185.7-+2610.6+1403.5

Annual Compounded

Rate+9.1+31.6+25.3

对于 1968 年的结果分析

所有四个部分的投资成效都不错，总体超过四千万美元的投资分配如下：

Category	Average Investment	Overall Gain
Controls	\$24, 996, 998	\$5, 886, 109
Generals-Private Owner	16, 363, 100	21, 994, 736
Generals-		
Relatively Undervalued	8, 766, 878	4, 271, 825
Workouts	18, 980, 60	7, 317, 128
Miscellaneous, primarily		
U.S.Treasury Bills	12, 744, 973	839, 496
Total Income	\$40, 309, 294	
Less-General Expense,		
including Interest	276, 603	
Overall Gain	\$40, 032, 691	

取得控制权的投资

我们控制 DRC 80%和 BERKSHIRE 70%的股份。综合的税后利润超过了五百万美元。

常有合伙人说：“BERKSHIRE 的表现还不错嘛，这周涨了 4%。”又或者问：“最近发生了什么事情，为何 Bkershire 跌了 3%？”我再次说明，我们拥有控制权的公司的股票价格表现跟我们的年度收益和净资产变化无关。1967 年底，我们评估 BERKSHIRE 的价值为每股 25 元，虽然其市场价值是每股 20 元；1968 年底，我们评估 BERKSHIRE 的价值为每股 31 元，

虽然市场价格为 37 元——即便市场价格为 20 或者 25 元，我们对 BERKSHIRE 的评估仍然会是 31 元。

普通股投资——私人所有

这部分是一直以来是我们四个部分中回报率最为丰硕的部分。而今年此部分所获得的收益也主要只来源于一个商业点子。

普通股——相对价值被低估

这一部分就 1966 和 1967 年整体而言贡献了我们总收益的三分之二。我亦在上年提到过这部分的主要收益也仅来源于一个点子。这种情况将继续下去。

Workouts

这部分的表现在 1967 年是糟糕透顶，但在今年表现不错。

我们的点子确实越来越少了。我有时候想我们是不是应该在我们的办公室挂上一块牌子，上面写着：“我们不相信奇迹，但我们依靠奇迹而有所成。”就像个体重超重且视力不佳的老击球手仍然试图击中一个快速球一般。

大事记：

巴菲特合作有限公司，即我们合伙公司的前身，建立于 1956 年 5 月 5 日。建立时共有 7 名有限合伙人（4 名家庭成员，3 名好友），总共的净资产为\$105, 100，而其中无限合伙人（巴菲特）提供的资金为\$100。另外两个单一家庭组成的合伙企业也于 1956 年成立。所以在 1957 年 1 月 1 日，总共的净资产为\$303, 726。在 1957 年，我们获得的收益为\$31, 615.97，即 10.4%的收益率。在 1968 年，纽约交易所的交易时间约为 1200 小时，即相当于我们在 1968 年每小时就赚了\$33, 000，相当于我们在 1957 一年的收益。

在 1962 年 1 月 1 日，我们成立了有限合伙公司，同时把我的办公室搬出了我的卧室，并且雇佣了 5 名员工。净资产已经达到了\$7, 178, 500。从那时起到现在我们的净资产已经达到\$104, 429, 431，而我们亦增加了一名雇员。自从 1963 年以来（净资产为\$9, 405, 400），办公场地的租金从\$3, 947 增长至\$5, 823，差旅费由\$3, 206 增长至\$3, 603。就目前的情况而言，我们的费用尚未到达我们无法控制的地步。

其它杂项：

虽然投资环境日益恶化，我们的办公条件确是不错的。

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，认为投资环境和我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并不容易，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克福德信托公司。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：

就上一封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。)