

버핏 파트너십, LTD. 810 키윅 플라자 오마하 31, 네브래스카 1962년 7월 6일 알림: 1961년 보고서를 작성한 1962년 1월 24일자 편지에서 "그리고 예측"이라는 섹션을 삽입했습니다. 독자에게 잔인하고 이례적인 처벌을 가하고 싶지 않지만, 어떤 가치를 지닐 수도 있으므로 해당 섹션을 전체적으로 다시 인쇄해보겠습니다. 그리고 예측 정기적인 독자들(제가 스스로를 칭찬하는 것일 수도 있습니다)은 제가 예측에 대해 이야기하기 시작하면 경로를 벗어났다고 느낄 것입니다. 이것은 제가 항상 피했던 것이며, 일반적인 의미에서는 여전히 그렇습니다. 저는 일반적인 비즈니스나 주식 시장이 향후 1-2년 동안 어떻게 될지 전혀 예측하지 않을 것입니다. 왜냐하면 나는 이에 대한 최소한의 아이디어조차 없기 때문입니다. 향후 10년 동안, 일반 시장은 20% 또는 25% 이상 오르는 해가 몇 년 있을 것이며, 몇 년은 그 반대로 떨어지는 해가 있을 것이고, 대부분의 해는 그 사이에 있을 것입니다. 이러한 일이 발생할 순서에 대해 아무 생각이 없으며, 장기 투자자들에게는 그것이 큰 중요성을 가지지 않는다고 생각합니다. 수년 간 긴 기간을 고려할 때, 다우는 아마 배당금과 시장 가치 상승의 조합으로 연평균 5%에서 7% 정도를 산출할 가능성이 있다고 생각합니다. 최근 몇 년의 경험에도 불구하고, 일반 시장에서 이보다 현저히 더 나은 결과를 기대하는 사람은 아마 실망을 직면할 것입니다. 우리의 임무는 특정 연도의 절대적인 결과가 플러스인지 마이너스인지를 너무 걱정하지 않고 다우의 성과보다 매년의 이점을 쌓아가는 것입니다. 다우가 25% 하락하고 우리가 15% 하락한 해가 파트너십과 다우가 모두 20% 상승한 해보다 훨씬 우수하다고 생각합니다. 이 점을 파트너와 이야기하면서 이들이 각각의 열의를 가지고 고개를 끄덕이는 것을 지켜보았습니다. 이와 관련한 저의 사고 방식을 여러분이 완전히 이해하고 여러분의 머리뿐 아니라 마음 깊은 곳에서도 저와 동의하는 것이 가장 중요합니다. 제 운영 방법의 이유로, 다우에 비해 우리의 최고의 해는 하락하는 시장이나 정체된 시장일 가능성이 큼니다. 따라서 우리가 추구하는 이점은 아마도 급격하게 변하는 양으로 올 것입니다. 우리가 다우에 의해 초과되는 해가 반드시 있을 것이지만, 긴 기간 동안 매년 평균적으로 10% 포인트 다우보다 더 낮다면 결과는 만족스러운 것으로 느낄 것입니다. 특히, 시장이 한 해 동안 35% 또는 40% 하락할 경우(그리고 저는 향후 10년 중 한 해는 그러한 높은 확률이 발생할 것이라 느낍니다—어느 해인지는 아무도 모릅니다), 우리는 단지 15% 또는 20%만 하락해야 합니다. 연간 변동이 없을 경우 우리는 대략 10% 포인트 상승을 기대합니다. 20% 이상 상승할 경우, 우리는 그만큼 상승하기 위해 분투할 것입니다. 이러한 성과의 결과는 수년 동안 다우가 연평균 5%에서 7% 이상의 전체 이득을 산출한다면, 우리의 결과가 연평균 15%에서 17% 정도가 되기를 희망합니다.

위의 기대치는 다소 성급하게 들릴 수 있으며, 1965년이나 1970년의 관점에서 보면 매우 그럴 수도 있다는 점에 대해서는 의문의 여지가 없습니다. 결과적으로 제가 완전히 틀릴 수도 있습니다. 그러나 파트너들은 제가 이와 관련하여 어떤 생각을 하고 있는지 알 권리가 있다고 생각합니다. 비즈니스의 특성상 이러한 기대치에 높은 오류 확률이 있을 수 있기 때문입니다. 어느 해든 변동은 상당히 클 수 있습니다. 1961년에 이런 일이 발생했지만 다행히도 그 변동은 긍정적이었습니다. 항상 이런 것은 아닐 것입니다! 1962년 상반기: 1961년 말부터 1962년 6월 30일까지 다우(dow)는 731.14에서 561.28로 하락했습니다. 이 기간 동안 다우를 소유했다면 약 \$11.00의 배당금을 받았을 것이므로 전체적으로 21.7%의 손실이 다우에 투자한 결과가 되었을 것입니다. 통계 지향적인 분들을 위해, 부록 A에서는 전신 파트너십 형성 이래 다우의 연도별 결과를 제공합니다. 위에서 언급한 바와 같이, 하락하는 다우는 우리가 돋보이고 시장이 상승할 때의 단지 평균적인 성과와 결합하여 장기적으로 상당히 만족스러운 결과를 제공할 퍼센트 이점을 쌓을 기회를 줍니다. 우리의 목표는 다우가 1% 하락할 때마다 약 1/2% 하락이며, 만약 달성된다면 이는 실제로 어떤 대안보다 주식에 대한 투자에 있어 훨씬 더 보수적인 수단을 제공한다는 것을 의미합니다. 부록 B에서 보여주듯이, 1962년 상반기 동안 우리는 파트너에게 지급 전 7.5% 감소라는 우리의 역사상 최고 성과 중 하나를 달성했고, 이는 다우의 전체적인 21.7% 감소에 비해 14.2 퍼센트 포인트의 이점을 기록했습니다. 일반 시장이 하락세를 계속할 경우, 이러한 이점은 하반기에 더 확장될 것으로 예상되지만, 시장이 상승세로 돌아설 경우 아마도 줄어들 것입니다. 6개월 또는 심지어 1년의 결과를 너무 심각하게 받아들이지 말라는 저의 지속적인 주의를 염두에 두시기 바랍니다. 짧은 측정 기간은 변동성 변화를 과장합니다. 상황이 비교적 좋은 상반기에 기여했지만 우리가 상대적으로 저조한 성과를 낼 때도 있을 것이 틀림없습니다. 덴스터 밀 제조 회사의 지배 지분의 평가에는 변화가 없습니다만, 최근 몇 달간의 발전은 더 높은 실현을 가리키고 있습니다. 1962년 상반기 동안의 투자 회사: 이전의 편지들은 다우가 투자 성과의 척도로써 그렇게 쉽게 이길 수 없다는 우리의 믿음을 강조했습니다. 자금이 투자 회사, 투자 상담사, 은행 신탁 부서 또는 스스로의 투자 방법을 통해 일반 주식에 투자되는 한, 우리는 대다수가 다우와 거의 비슷한 결과를 얻을 것이라는 믿습니 다. 다우와의 편차는 우월한 성과보다는 더 낮은 성과 쪽으로 기울 가능성이 훨씬 높다고 우리는 생각합니다. 이 점을 설명하기 위해, 우리는 일반 주식 투자 프로그램을 따르는 두 개의 가장 큰 개방형 투자 회사(뮤추얼 펀드)와 두 개의 가장 큰 폐쇄형 투자 회사와 다우 및 제한된 파트너의 결과를 지속적으로 측정해 왔습니 다. 부록 C의 목록은 5년 간의 결과를 보여주며, 이 숫자들이 다우의 것과 매우 가깝다는 것을 알 수 있습니다. 이 회사들은 총 약 35억 달러의 자산을 보유하고 있습니다. 이 편지를 신속하게 발송하기 위해, 우리는 폐쇄형 회사의 결과를 이용할 수 있기 전에 발송했습니다. 그러나 두 개의 뮤추얼 펀드 모두 다우보다 저조한 성과를 보였으며, 매사추세츠 투자 신탁은 전체적으로 23% 감소했으며, 투자자 주식 펀드는 25.4% 감소를 기록했습니다. 이는 다소 드문 일이 아니며, 1962년 6월 13일자 월스트리트 저널의 첫 기사 "시장 대 펀드"의 경우에서도 볼 수 있습니다. 다우의 정점이었던 734에서 해당 기사의 날짜까지 17개의 대형 일반 주식 펀드 중 모든 펀드는 다우보다 저조한 기록을 갖고 있었고, 일부 경우에는 열등성의 차이가 미미하다 하더라도 말입니다.

첫 번째 절반에 특히 큰 타격을 받은 것은 소위 "성장" 펀드들이었는데, 거의 예외 없이 다우보다 훨씬 더 큰 폭으로 하락했습니다. 지난 몇 년간 가장 좋은 실적을 기록했던 세 개의 대형 "성장" 펀드(이제는 인용 부호가 더 적용됩니다), 피델리티 캐피탈 펀드, 푸트남 성장 펀드, 웰링턴 주식 펀드는 첫 번째 절반 동안 평균적으로 32.3% 하락을 기록했습니다. 1959-61년의 우수한 실적 덕분에 현재까지의 전반적인 실적이 여전히 평균 이상이라는 점을 지적하는 것이 공정합니다. 아이러니하게도, 이런 초기의 뛰어난 실적은 수많은 신규 투자자들을 끌어들이고, 그 결과 올해의 저조한 실적은 이전 몇 년의 뛰어난 성과를 누린 투자자들보다 훨씬 더 많은 보유자들이 경험하게 되었습니다. 이러한 경험은 투자 성과가 상승 및 하락 시장을 모두 포함하는 기간에 걸쳐 평가되어야 한다는 저의 가설을 확인하는 경향이 있습니다. 이러한 시장은 계속될 것이며, 이는 아마도 6개월 전보다 지금 더 잘 이해되고 있는 점입니다. 투자 회사의 결과를 설명하는 이유는 우리가 그들과 유사한 방식으로 운영하거나 우리의 투자가 그들과 유사하기 때문이 아닙니다. 이는 약 200억 달러의 증권을 다루는 전문적이고 높은 보수를 받는 투자 관리의 공공 타율을 나타내기 때문입니다. 이런 관리는 더 큰 금액을 관리하는 관리와도 전형적이라고 믿습니다. 파트너십에 대한 관심의 대안으로서, 많은 파트너들이 비슷한 방식으로 관리되는 투자를 갖고 있을 것으로 합리적으로 가정할 수 있다고 믿습니다. 자산 가치: 위 계산은 일반 파트너에게 할당하기 전과 파트너에게 월 유동 자금을 제공하기 전의 결과입니다. 물론, 연간 전체 결과가 시장 가치 기준으로 6% 이상이 아닌 경우(부족분은 이월됨) 일반 파트너에게 할당이 없습니다. 그러므로, 1월 전반기에 철수를 하지 않은 파트너들은 시장 가치 자본에서 7.5%의 감소를 경험했으며, 연율 6%로 철수한 파트너들은 시장 가치 자본에서 10.5%의 감소를 경험했습니다. 연도 결과가 6% 미만일 경우(다우가 상당한 상승을 하지 않는 한 이는 매우 가능성이 높음) 월 유동 자금을 받는 파트너들은 1962년 12월 31일에 시장 가치 자본이 감소하게 될 것입니다. 이는 내년의 새로운 시장 자본에서 6%의 월 유동 자금이 비율적으로 감소된 기준으로 이루어질 것임을 의미합니다. 예를 들어, 만약 우리의 연도 결과가 전체적으로 -7%라면, 1962년 1월 1일에 \$100,000의 시장 가치 이익을 갖고 있던 파트너는 1962년 12월 31일에 \$87,000의 자본을 갖게 될 것입니다. 이 감소는 -7% 결과, 즉 \$7,000과 월 유동 자금 \$500로 \$6,000이 추가되어 발생합니다. 따라서, 1963년 1월 1일에 \$87,000의 시장 자본으로, 내년의 월 유동 자금은 \$435.00이 됩니다. 물론, 위의 내용은 1962년 동안 받은 선불금에는 적용되지 않습니다. 선불금은 이익이나 손실에 참여하지 않으며, 단순히 6%의 이자를 얻습니다. 부록 A 다우 존스 산업 평균지수 연도 다우 마감 다우 변경 배당 전체 결과에서 다우 결과의 백분율 1956 499.47 — — — — 1957 435.69 -63.78 21.61 -42.17 -8.4% 1958 583.65 147.96 20.00 167.96 38.5% 1959 679.36 95.71 20.74 116.45 20.0% 1960 615.89 -63.47 21.36 -42.11 -6.2% 1961 731.14 115.25 22.61 137.86 22.4% 6/30/62 561.28 -169.86 11.00 예상 -158.86 -21.7%

부록 B 파트너십 성과 연도 파트너십 결과 (1) 제한된 파트너의 결과 (2) 1957년 10.4% 9.3% 1958년 40.9% 32.2% 1959년 25.9% 20.9% 1960년 22.8% 18.6% 1961년 45.9% 35.9% 1962년 -7.5% -7.5% 6/30 (1) 1957-61년 동안의 결과는 모든 비용을 제하고, 파트너에게 배분하거나 일반 파트너에 할당하기 전의 전년도 운영된 모든 선도적 유한 파트너십의 결합 결과로 구성됩니다. (2) 1957-61년 동안의 결과는 현재의 파트너십 계약에 기반하여 일반 파트너에 대한 할당을 허용하는 파트너십 결과의 전열에 기초하여 계산됩니다. 부록 C 연간 성과 연도 매스. 인베스트먼트 트러스트 주식 투자자 레먼(2) 트라이-콘트. (2) (1) (1) 1957년 -11.4% -12.4% -11.4% -2.4% 1958년 42.7% 47.5% 40.8% 33.2% 1959년 9.0% 10.3% 8.1% 8.4% 1960년 -1.0% -0.6% 2.5% 2.8% 1961년 25.6% 24.9% 23.6% 22.5% 6/30/62 23.0% -25.4% N.A. N.A. (1) 자산 가치의 변화와 연도 동안 기록 보유자에게 배분된 금액으로부터 계산됨. (2) Moody's Bank & Finance Manual - 1962에서 발췌. 누적 성과 연도 매스. 인베스터스 레먼 트라이-콘트. 다우 제한적 주식 트러스트 파트너 1957년 -11.4% -12.4% -11.4% -2.4% -8.4% 9.3% 1957-58년 26.4% 29.2% 24.7% 30.0% 26.9% 44.5% 1957-59년 37.8% 42.5% 34.8% 40.9% 52.3% 74.7% 1957-60년 36.4% 41.6% 38.2% 44.8% 42.9% 107.2 1957-61년 71.4% 76.9% 70.8% 77.4% 74.9% 181.6 1957-6/30/62년 31.9% 32.0% N.A. N.A. 37.0% 160.5%