

2019年巴菲特致股东的信（中文版）

致伯克希尔·哈撒韦的股东：

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。但是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。

公司 年底持股比例 股息（1） 留存收益（2）

伯克希尔的份额（单位百万）

美国运通18.7% \$261 \$998

苹果公司 5.7% 773 2519

美国银行10.7% 682 2167

纽约梅隆银行 9.0% 101 288

可口可乐9.3% 640 194

达美航空11.0% 114 416

摩根大通1.9% 216 476

穆迪13.1% 55 137

美国合众银行9.7% 251 407

富国银行8.4% 705 730

总计 \$3798 \$8332

（1）基于当前年率。

（2）基于2019年利润减去已支付的普通股和优先股股息。

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到了受我们控制的业务中，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：

Year	Float(in millions)
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，赚得就更少了）。

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

下面我们列出了年底时市值最大的15种普通股投资。我们排除了卡夫亨氏（325, 442, 152股）的股份，因为伯克希尔是一个控股集团的一部分，因此必须按照“资产净值”的方式将此项投资入账。在其资产负债表上，伯克希尔持有的卡夫亨氏股份按美国通用会计准则（GAAP）计算为138亿美元，该金额代表伯克希尔于2019年12月31日在卡夫亨氏经审计的净资产中所占的份额。但请注意，我们当天的股票市值仅为105亿美元。

至去年底持股量* 公司 持股比例% 成本** 市值

（单位均为百万美元）

151610700美国运通. . 18.7 \$1287 \$18874

250866566苹果公司. . 5.7 35287 73667

947760000美国银行. . 10.7 12560 33380

81488751 纽约梅隆银行. 9.0 3696 4101

5426609 特许通信公司. 2.6 944 2632

400000000 可口可乐. . . 9.3 1299 22140

70910456 达美航空. . . 11.0 3125 4147

12435814 高盛集团. . . 3.5 890 2859

60059932 摩根大通. . . 1.9 6556 8372

24669778 穆迪. . . . 13.1 248 5857

46692713 美国西南航空. . 9.0 1940 2520

21938642 联合大陆控股. . 8.7 1195 1933

149497786 美国合众银行. 9.7 5709 8864

10239160 维萨卡公司. . 0.6 349 1924

345688918 富国银行. . 8.4 7040 18598

其他公司***. . — 28215 38159

市场上股权投资总额. — \$110340 \$248027

* 不包括伯克希尔子公司旗下养老基金持有的股票。

** 这是我们的实际购买价格，也是我们的税基。

***包括对西方石油公司的100亿美元投资，其中包括优先股和购买普通股的认股权证。

查理和我认为，上面详述的2480亿美元持股不是什么股市筹码，它们不是用来随便玩玩的东西，我们不会因为所谓的“华尔街”下调评级、企业盈利不及预期、美联储的预期行动、可能的政局发展、经济学家的预测或者任何热门主题而随便抛弃之。

相反，我们从这些股份中看到的是我们部分持股的一些公司的集合。按照加权方法计算，其经营业务所需的净有形权益资本盈利超过20%。这些公司无需承担过多债务就能赚取利润。

在任何情况下，那些大型著名企业的收益都是引人瞩目的。与过去十年来许多投资者在债券上获得的回报相比，它们确实令人叹为观止。举例来说，美国30年期国债的回报率为2.5%，甚至更低。

预测利率从来不是我们的工作，查理和我也不知道明年、未来十年或三十年的平均利率是多少。我们或许有些偏颇的观点是，在这些问题上发表意见的权威人士，揭示出关乎问题本身的信息要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仍占据主导地位，并且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。

然而，这一乐观预测伴随着一个警告：股价在明天可能发生任何变化。有时市场会出现暴跌，幅度可能达到50%甚至更大。但是，结合我去年曾写过的一篇“美国经济顺风”的文章，再加上史密斯所描述的复合奇迹，对于那些不使用借款、且能够控制自己情绪的人来说，股票将是更好的长期选择。而其他人呢？就得小心了！

未来之路

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乔提供他的传记资料，打算用在他的讣告上。乔没有回应。然后呢？一个月过去，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：你们的公司已经为我们的离开做好了百分之百的准备。

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，伯克希尔哈撒韦将其“受控”业务定位于单一实体中，这赋予了它一些重要且持久的经济优势。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——总是关注股东的福利和公司文化的培育，这在大型企业中很少见的。（拉里坎宁安（Larry Cunningham）和斯蒂芬妮古巴（Stephanie Cuba）合著的新书《信任的边缘》（Margin of Trust）探讨了这种文化的价值，同时这部书将在我们的年度会议上发布。）

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。除慈善捐赠和少量个人礼物外，我对伯克希尔股票唯一的一笔交易发生在1980年。当时，我与其他被选中的伯克希尔股东一起，将伯克希尔的部分股份换成了伯克希尔拥有的伊利诺伊州银行的股份。1969年，伯克希尔哈撒韦公司购买了该银行。1980年，由于银行控股公司法的变更，需要出售股份。

如今，我的遗嘱明确指示其执行人——以及在遗嘱终止后继承管理我的遗产的受托人——不要出售任何伯克希尔的股份。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其赠款。总之，我估计在我去世后的12到15年，我所持有的全部伯克希尔股票才能进入市场。

如果没有我的遗嘱指示，我的所有伯克希尔股票都应持有至预定的发行日期。对我的执行人和受托人而言，“安全”的做法是，出售伯克希尔哈撒韦暂时控制的股票，

并将收益再投资于期限与计划发行日期相匹配的美国国债。该战略将使受托人免受公众的批评，也免于因未能按照“谨慎的人”标准行事而承担个人责任的可能性。

我感到满意的是，伯克希尔哈撒韦公司的股票将提供一项安全而有回报的投资。总会有这样一种可能性——虽然不太可能，但也不容忽视——事情会证明我是错的。但是，我认为，我的指示方针很可能比传统的行动方针能为社会提供更多的资源。

我的“只有伯克希尔”指示的关键是我对未来判断的信心以及伯克希尔董事们的忠诚尽责。这些指示将会经常接受来自华尔街从业者承担费用的考验。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，我尝试实施重要的改革。

在我任职的头30年左右，房间里很少有女性，除非她代表的是企业的控制家族。值得注意的是，今年是美国宪法第19条修正案通过的100周年，该修正案保障了美国妇女在投票站发出自己的声音。她们在董事会会议室获得类似地位的事业仍在进行中。

多年来，许多有关董事会构成和职责的新规定和准则已经形成。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，他必须具备诚信），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，这些委员会成员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“指引”的祸害和首席执行官们“达到数字”预期的怂恿。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），经验表明，他们更多的是出于自负，而非受对经济利益渴望的驱使。

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——这正是委员会成员想要解释的，为什么每年都要为一个简单计划支付高额费用？——而且阅读代理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经获得授权：定期召开董事“执行会议”，首席执行官不得参加。在此之前，很少有人对首席执行官的技能、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（这个词恰当地描述了随之而来的成本）。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，这张“有罪”名单把我也算上。

（注：巴菲特担任过董事的公司：伯克希尔、蓝星邮票、Cap Cities-ABC、可口可乐、Data Documents、登普斯特、General Growth、吉列、卡夫亨氏、Maracaibo Oil、Munsingwear、奥马哈国家银行、Pinkerton's、Portland Gas Light、所罗门、桑伯恩地图公司、Tribune Oil、全美航空、Vornado、华盛顿邮报、韦斯科金融）

总而言之，董事会的设立是为了支持CEO和他或她乐于助人的员工梦寐以求的交易。对于一家公司来说，聘请两名“专家”收购顾问（一个正方，一个反方）向董事会表达他或她对一项拟议交易的看法是一件有趣的事情——其中获胜的顾问将获得，比方说，10倍于向失败者支付的象征性金额。不要屏住呼吸等待这一改革：当前的制度，无论对股东来说有什么缺点，都对CEO、许多顾问和其他热衷于交易的专业人士来说是非常有效的。当考虑华尔街的建议时，一个值得尊敬的警告将永远是正确的：不要问理发师你是否需要理发。

多年来，董事会“独立性”已成为一个新的重点领域。然而，与这个话题有关的一个关键点几乎总是被忽视：董事薪酬现在已飙升到了一个水平，不可避免地使薪酬成为影响许多非富裕成员行为的潜意识因素。想想看，这位董事每年只花六天左右的时间参加董事会，就能赚到25万到30万美元。通常情况下，拥有一个这样的董事职位会使其获得相当于美国家庭年收入中位数三到四倍的收入。（我错过了这趟车的大部分时间：20世纪60年代初，作为Portland Gas Light公司的董事，我每年的薪酬是100美元。为了挣到这笔钱，我每年要往返缅因州四次。）

至于工作保障？太棒了。董事会成员可能会被礼貌地忽视，但他们很少被解雇。相反，慷慨的年龄限制——通常是70岁或更高——是体面地让一位董事离开的方法。

如今，一位非富豪董事（“NWD”）希望——甚至渴望——被要求加入第二个董事会，从而跻身年入50万至60万美元的行列，这有什么奇怪的吗？为实现这一目标，这位NWD将需要帮助。一家寻找董事会成员公司的CEO几乎肯定会向这位NWD的现任CEO询问。这位NWD是否是一位“好”董事。当然，“好”是一个代号。如果NWD严重挑战现任CEO的薪酬或收购梦想，他或她的候选人资格将会默默葬送。当寻找董事时，CEO们不会要斗牛犬，被带回家的是英国可卡犬。

尽管这一切都是不合逻辑的，但那些看重——事实上渴望——高薪酬的董事，他们几乎普遍被归类为“独立”，而许多拥有与公司福祉密切相关的财富的董事被认为缺乏独立性。不久前，我查看了一家美国大公司的代理权材料，发现8位董事从未用自己的钱购买过该公司的1股股票。（当然，他们获得了股票赠与，作为慷慨现金薪酬的补充。）这家特殊的公司早就落后了，但董事们过得很不错。

当然，用我自己的钱获得的所有权并不能创造智慧或确保商业智慧。然而，当我们的投资组合公司的董事有了用他们的储蓄购买公司股票的经验，而不是简单地成为股票赠与的接受者时，我感觉更好。

这里要暂停一下：我想让你们知道，我多年来见过的几乎所有董事都是体面、可爱和聪明的。他们穿着得体，是好邻居、好公民。我很享受他们的陪伴。在这个群体中，有一些人是我永远不会遇到的，如果我们不是共同为董事会服务，他们已经成为了我亲密的朋友。

然而，这些善良的灵魂中有许多是我永远不会选择处理金钱或商业事务的人。这根本不是他们的游戏。

反过来，他们也不会向我求助，要我拔掉一颗牙，装饰他们的家，或者改进他们的高尔夫挥杆。此外，如果我被安排出现在《与星共舞》中，我会立即在证人保护计划中寻求庇护。我们在这种或那种事情上都是傻瓜，对我们大多数人来说，这样的单子长着呢。重要的一点是，如果你是鲍比·菲舍尔，你必须只为钱下棋。

在伯克希尔，我们将继续寻找业务上精明的董事，他们是以所有者为导向的，并怀着强烈的特定兴趣来到我们的公司。思想和原则，而不是机器人般的“程序”，将指导他们的行动。当然，在代表你们的利益时，他们会寻找这样的经理：其目标包括取悦他们的客户，珍惜他们的同事，并充当他们社区和我们国家的好公民。

这些目标并不新鲜。60年前，它们是有能力的首席执行官的目标，现在依然如此。否则谁会拥有它？

短期目标

在过去的报告中，我们从正反两方面讨论了股票回购的意义。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) 我和查理认为股价低于实际价值；b) 公司在完成回购后，依然有充足的现金。

公司股票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美分买一个估价1美元的东西。在2019年，伯克希尔的价格/价值很低，因此，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。如果估值折扣（如我们估计的那样）扩大，我们可能会更加积极地回购股票。不过，我们不会试图通过回购来提升股价。

持有价值至少2000万美元A股或B股、并有意向伯克希尔哈撒韦出售股票的股东，可能通过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。我们希望您在中部时间早上8：00-8：30或下午3：00-3：30之间打电话。只有在你准备好出售伯克希尔股票时才打这个电话。

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总计2430亿美元。从这些数据中，你可以为伯克希尔感到骄傲了，你拥有的公司交付了全美企业缴纳的联邦所得税的1.5%。

55年前，当伯克希尔哈撒韦公司刚开始发展时，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税收。

在A-2 – A-3页，你可以看到我们将于2020年5月2日举行的股东大会的详细内容。和往常一样，雅虎将在全球直播此次活动。不过，我们的形式将有一个重大的变化：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-贾恩（Ajit

Jain)和格雷格-阿贝尔(Greg Abel)在会有更多的曝光机会。这种改变很有意义。他们是杰出的人才,无论是作为管理者还是作为个人,你应该多听听他们的意见。

今年,股东们将通过三名记者提出问题,他们可以指定让阿吉特(Ajit)或格雷格(Greg)回答。他们,就像查理和我所遭遇的一样,事先根本不会知道问题是什么。

记者将与观众轮流提问,观众也可以直接向我们四个中的任何一个提问。所以擦亮你的热情。

5月2日,来奥马哈。见见你的资家同行。购买一些伯克希尔的产品。玩得开心。查理、我和整个伯克希尔的人都很期待见到你们。

Warren E. Buffett

董事会主席