

1960年巴菲特致合伙人的信（中文版）

致合伙人：

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。

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。可能你对这么大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，所有这些都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2500万美元，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年1月30日