

## 2020 年巴菲特致股东信

依照惯例，信件开始是伯克希尔的业绩与美股风向标：标普 500 指数表现的对比，2019 年伯克希尔每股市值的增幅是 11.0%，而标普 500 指数的增幅高达 31.5%，伯克希尔跑输了 20.5 个百分点。但长期来看，1965-2019 年，伯克希尔每股市值的复合年增长率为 20.3%，明显超过标普 500 指数的 10.0%，而 1964-2019 年伯克希尔的市值增长率是令人吃惊的 2744062%，也就是 27440 倍多，而标普 500 指数为 19784%，即接近 200 倍。

Year	Annual Percentage Change	
	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P 500 with Dividends Included
1965	49.5	10.0
1966	(3.4)	(11.7)
1967	13.3	30.9
1968	77.8	11.0
1969	19.4	(8.4)
1970	(4.6)	-3.9
1971	80.5	14.6
1972	8.1	18.9
1973	(2.5)	(14.8)
1974	(48.7)	(26.4)
1975	2.5	37.2
1976	129.3	23.6
1977	46.8	(7.4)
1978	14.5	6.4
1979	102.5	18.2
1980	32.8	32.3
1981	31.8	(5.0)
1982	38.4	21.4
1983	69.0	22.4
1984	(2.7)	6.1
1985	93.7	31.6
1986	14.2	18.6
1987	4.6	5.1
1988	59.3	16.6
1989	84.6	31.7
1990	(23.1)	(3.1)
1991	35.6	30.5
1992	23.8	7.6
1993	38.9	10.1
1994	25.0	1.3
1995	57.4	37.6
1996	6.2	23.0
1997	34.9	33.4
1998	52.2	28.6
1999	(19.9)	21.0
2000	26.6	(9.1)
2001	6.5	(11.9)
2002	(3.8)	(22.1)
2003	15.8	28.7
2004	4.3	10.9
2005	0.8	4.9
2006	24.1	15.8
2007	28.7	5.5
2008	(31.3)	(37.9)
2009	2.7	26.5
2010	21.4	15.1
2011	(4.7)	2.1
2012	16.8	16.0
2013	32.7	32.4
2014	27.0	13.7
2015	(12.5)	1.4
2016	23.4	12.0
2017	21.9	21.8
2018	2.8	(4.4)
2019	11.0	31.5
Compounded Annual Gain - 1965-2019	20.3%	10.0%
Overall Gain - 1964-2019	2,744,062%	19,784%

Note: Data are for calendar years with these exceptions: 1965 and 1966, year ended 9/30; 1967, 15 months ended 12/31.

@格隆汇

巴菲特致股东信首页对比伯克希尔的业绩与美股标杆：标普 500 指数的表现

上表注：表中数据为正常日历年数据，但以下的年份例外：1965 年和 1966 年均为截至当年的 9 月 30 日，而 1967 年总计为 15 个月，结束于当年 12 月 31 日。

伯克希尔哈撒韦公司第四季度经营利润为 44.2 亿美元，同比下滑 23%，去年同期为 57.2 亿美元。

An analysis of Berkshire's operating earnings follows (dollar amounts are in millions).

	Fourth Quarter		Full Year	
	2019	2018	2019	2018
Insurance-underwriting.....	\$ (857)	\$ (225)	\$ 325	\$ 1,566
Insurance-investment income.....	1,443	1,161	5,530	4,554
Railroad, utilities and energy.....	1,874	1,736	8,321	7,840
Other businesses.....	2,230	2,339	9,372	9,364
Other.....	(270)	709	424	1,457
Operating earnings.....	<u>\$4,420</u>	<u>\$5,720</u>	<u>\$23,972</u>	<u>\$24,781</u>

巴菲特 2019 年致股东公开信：

致伯克希尔哈撒韦股东：

根据公认的会计原则，伯克希尔哈撒韦公司 2019 年的收入为 814 亿美元（通常称为「GAAP」）。该数字的组成部分是 240 亿美元的营业收入，37 亿美元的已实现资本，以及我们持有股票中存在的未实现资本收益净额的增加带来的 537 亿美元的收益，收入的每个组成部分均以税后基础列示。

我和查理（**Charlie**）敦促您专注于营业收入（2019年变化不大），并忽略投资的季度和年度收益或损失，无论这些收益是已实现还是未实现。我们的建议绝不会削弱这些投资对伯克希尔的重要性。随着时间的流逝，查理和我希望我们的股权（作为一个整体）能够带来重大收益，尽管这是不可预测且高度不规则的方式。要了解我们为什么乐观，请继续进行下一个讨论。

## 复利的力量

1924年，默默无闻的经济学家和财务顾问埃德加·劳伦斯·史密斯（**Edgar Lawrence Smith**）《把股票当做长期投资》（**Common Stocks as Long Term Investments**），一本纤薄的书，改变了投资世界。

确实，写书改变了史密斯本人，迫使他重新评估自己的投资信念。他说，在通货膨胀时期，股票的表现将比债券更好，而债券将在通缩时期带来超额回报。

这似乎很有道理。但是史密斯却感到震惊（**for a shock**）。

因此，他的书开始坦白：「这些研究是失败的记录—事实的失败。维持先入为主的理论。」对于投资者而言，幸运的是，这次失败使史密斯更深入地思考了股票应该如何进行评估。

对于史密斯洞察力，我将引用约翰·梅纳德（**John Maynard**）对此书的早期评价，凯恩斯：「我一直坚持到最后，史密斯先生最重要的，当

然也是他最新颖的观点。管理良好的公司通常不会将其全部获利分配给股东。在良好的年份（如果不是全部年份），它们保留一部分利润并将其重新投入业务。因此有有利于合理的工业投资的复利元素（凯恩斯的斜体）。经过一段时间，多年以来，音响行业财产的实际价值复利增长，除了支付给股东的股息。」

随着知识的普及，史密斯的想法不再晦涩难懂。

很难理解为什么在史密斯的书还没发表之前，留存收益就没有得到投资者的重视。毕竟，卡耐基（Carnegie）这样的巨人早已积累了令人难以置信的财富，这已不是什么秘密了，洛克菲勒和福特，他们都保留了很大一部分业务收入来为增长和生产提供资金，以获得更多的利润。同样，在整个美国，长期以来有一些小资本家用相同的方式富有。

然而，当将企业所有权切成可以交易的股票时，他们通常将其股票视为市场走势的短期赌博工具。即使好一点，股票也视为投机。先生们更喜欢债券。

尽管投资者起步缓慢，但保留利润和再投资的想法现在很好理解。今天，即便小学生都知道凯恩斯所觉得「新颖」的东西：将储蓄与复利结合起来将创造奇迹。

在伯克希尔，查理和我长期以来一直专注于有利地利用留存收益。有时这项工作很容易，但在其他时候，难度更大，特别是当我们开始处理巨额且不断增长的现金时。

在管理我们资金时，我们首先寻求投资于我们已经拥有的众多和多样化的业务。在过去十年中，伯克希尔的折旧费用总计 650 亿美元，而在房地产、厂房和设备方面的内部投资总计 1210 亿美元。对生产性运营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企业。首先，他们必须在经营上获得良好的回报。其次，它们必须由能干、诚实的管理人员管理。最后，它们必须以合理的价格出售。

当我们发现这类业务时，我们更倾向于完全收购它们。但是，符合我们标准的重大收购机会并不多见。更常见的情况是，反复无常的股市为我们提供了机会，让我们购买符合我们标准的上市公司的股票。

无论我们走哪条路，伯克希尔是通过控股公司还是只通过股票市场持有主要股份，伯克希尔从承诺中获得的财务结果在很大程度上将取决于我们所收购业务的未来收益。尽管如此，在这两种投资方式之间有一个非常重要的会计差异，理解它是至关重要的。

在控股的公司中(定义为伯克希尔持有 50%以上股份的公司)，每项业务的收益都直接流入我们向您报告的运营收益中。你看到的就是你得到的。

在非控股公司中，只有伯克希尔收到的股息记录在我们报告的运营收益中。至于留存收益？它们正在努力，创造了大量新增价值，但并不是直接在伯克希尔公布的收益中。

除了伯克希尔，几乎所有的大公司的投资者都不会发现我们所说的「未确认的收益」很重要。然而，对我们来说，这是一个重大遗漏，我们将在下面为你们展示。

在这里，我们列出了我们持仓最大的 10 大公司。这份名单区分了它们根据 GAAP 会计报告的收益，以及伯克希尔从它们那里获得的股息。

以及我们的份额，可以说它们保留并再投入的利润。通常情况下，这些公司会利用留存收益来扩大业务，提高效率。或者，有时他们会用这些资金回购很大一部分自己的股票，这一行为会扩大伯克希尔享有的在未来收益中的份额。

<u>Company</u>	<u>Yearend Ownership</u>	<u>Berkshire's Share (in millions)</u>	
		<u>Dividends(1)</u>	<u>Retained Earnings(2)</u>
American Express	18.7%	\$ 261	\$ 998
Apple	5.7%	773	2,519
Bank of America	10.7%	682	2,167
Bank of New York Mellon	9.0%	101	288
Coca-Cola	9.3%	640	194
Delta Airlines	11.0%	114	416
J.P. Morgan Chase	1.9%	216	476
Moody's	13.1%	55	137
U.S. Bancorp	9.7%	251	407
Wells Fargo	8.4%	705	730
Total		<u>\$3,798</u>	<u>\$8,332</u>

(1) Based on current annual rate.

(2) Based on 2019 earnings minus common and preferred dividends paid.

显然，我们最终从持有的这些公司股权中获得的收益不会与它们留存收益中属于「我们的」份额完全相等。有时候，留存收益什么也不会产生。但逻辑和过去的经验都表明，我们将从中实现资本收益，至少等于——甚至可能高于——留存收益。(当我们出售股票并获利时，我们将按当时的税率为收益缴纳所得税。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股权中获得的回报将以非常不规则的方式表现出来。会有周期性的损失，有时是某个公司损失，有时是与股市低迷有关的。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哈撒韦公司的价值增长至关重要。

史密斯先生是对的。

## 非保险业务

汤姆墨菲 (Tom Murphy) 是伯克希尔 (Berkshire) 的重要董事，并且在业务管理人员中具有空前的才能，很久以前就给我一些有关收购的重要建议：「获得优秀管理者的声誉，只需确保您购买的是好生意。」多年来，伯克希尔哈撒韦公司收购了许多公司，我最初将它们全部视为「好生意」。

但是，有些收购让人感到失望，有几个是彻底的灾难。另一方面，可以说很多收购超出了我的期望。

在回顾失衡的收购记录时，我得出的结论是，收购与婚姻相似：它们都是从一场欢乐的婚礼开始的，但随后的现实往往与期望有所不同。

有时，美妙的是，结合为双方带来了超出期望的幸福。在其他情况下，幻灭很快降临。将这些对婚姻的想法应用于收购企业时，我不得不说通常是买家遇到不愉快的惊喜。收购时的幻想总是美好的。

以此类推，我想说，我们目前的婚姻记录（指收购企业）在很大程度上仍然可以接受，各方对他们很久以前的决定感到满意。我们的一些合作关系非常轻松愉悦。但是，一个有意义的数字使我非常想知道我提出建议时的想法。

幸运的是，大多数企业都具有令人失望的特征，减少了我的许多错误：随着时间的流逝，「劣质」企业趋于停滞，因此进入一种状态，占用伯克希尔的资本投入越来越小。同时，我们收购的「好企业」往往会增长并能以更有吸引力的投资回报获得更多资本投入。由于这些截然不同的发展轨迹，赢家们的资产在我们总投入的资本中不断扩大。

作为这些变化中的一个极端例子，看看伯克希尔最初的纺织业务吧。当我们在 1965 年初获得对该公司的控制权时，这个陷入困境的业务几乎需要伯克希尔的全部资金。因此，一段时间以来，伯克希尔的非盈利纺织品资产严重拖累了我们的整体回报。最终，尽管如此，我们还是获得了许多「好生意」，这一转变在 1980 年代初期导致萎缩的纺织业务仅占用了我们很小一部分资金。



如今，我们已将您的大部分资金部署在受控制的企业中，这些企业在净资产上获得了出色的回报。我们的保险业务一直是超级巨星。该操作具有别样的特质，使其成为校准成功的独特指标，这是许多投资者不熟悉的指标。我们将在下一节中讨论这个问题。

在接下来的段落中，我们将综合介绍各种非保险业务的收入规模、扣除利息、折旧、税收、非现金补偿、重组费用——所有这些麻烦但又非常真实的成本，都是首席执行官和华尔街有时敦促投资者忽略的。有关这些行动的更多信息可在 **K-6 - K-21** 页和 **K-40 - K-52** 页找到。

我们的 **BNSF** 铁路和伯克希尔哈撒韦能源公司（**Berkshire Hathaway Energy**，简称「**BHE**」）是伯克希尔哈撒韦非保险集团的两家领头羊，它们在 2019 年的总收入达到 83 亿美元（只包括我们 91% 的 **BHE** 股份），比 2018 年增长了 6%。

根据收入排名（但按字母顺序显示）的我们接下来的五家非保险子公司 **Clayton Homes**，**International Metalworking**，**Lubrizol**，**Marmon** 和 **Precision Castparts** 在 2019 年的总收入为 48 亿美元，与这些公司 2018 年的收入相比几乎没有变化。

排名靠后和排名靠后的五家（**Berkshire Hathaway Automotive**，**Johns Manville**，**NetJets**，**Shaw and TTI**）去年的收入为 19 亿美元，高于 2018 年的 17 亿美元。

## 伯克希尔哈撒韦能源(Berkshire Hathaway Energy)

伯克希尔哈撒韦能源公司(Berkshire Hathaway Energy)正在庆祝其在我们旗下的第 20 个年头。那个周年纪念日表明我们应该赶上公司的成就。

我们将从电价这个话题开始。当伯克希尔哈撒韦公司在 2000 年进入公用事业领域时，收购了 BHE 76% 的股份，公司在爱荷华州的居民客户平均每千瓦时支付 8.8 美分。自那以来，住宅客户的价格每年上涨不到 1%，我们承诺，到 2028 年，基本房价不会上涨。相比之下，爱荷华州另一家大型投资公司的情况是这样的：去年，该公司对住宅客户的收费比 BHE 高出 61%。最近，公用事业公司的费率上涨，将使这一差距扩大到 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 在爱荷华州的运营将通过其拥有和运营的风力涡轮机产生约 2520 万兆瓦时的电力 (MWh)。这些产量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，无论位于何处，没有其他投资者拥有的公用事业公司能够实现风能自给自足。2000 年，BHE 服务于农业经济；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，我们在爱荷华州的叶片只转动了部分时间。在某些时段，当空气静止时，我们依靠非风力发电的能力来保证我们所需的电力。在相反的时间，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。自我们收购伯克希尔以来，他从未向伯克希尔哈撒韦公司支付过股息，而且随着时间的流逝，他保留了 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%**的收益。我们的观点是：我们可以投资的越多，我们就越喜欢它。

今天，**BHE** 拥有运营人才和经验来管理真正的大型公用事业项目——需要 1000 亿美元或更多的投资——这些基础设施可以造福我们的国家、我们的社区和我们的股东。我们随时准备、愿意和有能力和有能力接受这样的机会。

投资

以下是我们列出的 **15** 项普通股投资，它们在年底的市值最大。我们排除了卡夫亨氏的持股——**325442152** 股——因为伯克希尔是一个控股集团的一部分，因此必须对「股权」方法的投资负责。在其资产负债表上，伯克希尔持有的卡夫亨氏股份按公认会计准则计算为 **138** 亿美元，这一数额代表了伯克希尔在 **2019** 年 **12** 月 **31** 日经审计的卡夫亨氏净资产中所占的份额。不过请注意，我们的股票在那天的市值只有 **105** 亿美元。

Shares*	Company	Percentage of Company Owned	12/31/19	
			Cost**	Market
<i>(in millions)</i>				
151,610,700	American Express Company .....	18.7	\$ 1,287	\$ 18,874
250,866,566	Apple Inc. ....	5.7	35,287	73,667
947,760,000	Bank of America Corp. ....	10.7	12,560	33,380
81,488,751	The Bank of New York Mellon Corp. ....	9.0	3,696	4,101
5,426,609	Charter Communications, Inc. ....	2.6	944	2,632
400,000,000	The Coca-Cola Company .....	9.3	1,299	22,140
70,910,456	Delta Air Lines, Inc. ....	11.0	3,125	4,147
12,435,814	The Goldman Sachs Group, Inc. ....	3.5	890	2,859
60,059,932	JPMorgan Chase & Co. ....	1.9	6,556	8,372
24,669,778	Moody's Corporation .....	13.1	248	5,857
46,692,713	Southwest Airlines Co. ....	9.0	1,940	2,520
21,938,642	United Continental Holdings Inc. ....	8.7	1,195	1,933
149,497,786	U.S. Bancorp .....	9.7	5,709	8,864
10,239,160	Visa Inc. ....	0.6	349	1,924
345,688,918	Wells Fargo & Company .....	8.4	7,040	18,598
	Others*** .....		28,215	38,159
	<b>Total Equity Investments Carried at Market .....</b>		<b>\$110,340</b>	<b>\$248,027</b>

查理和我不认为 **2480** 亿美元以上详细的股票市场的赌注会因为华尔街的评级下调、an earnings 「miss」、美联储的行动、可能的政治发展，经济学家预测或者其他可能的事情而垮塌。

相反，我们在持股中看到的是我们部分持股的公司的集合，按加权计算，这些公司运营业务所需的净有形权益资本收益超过 20%。这些公司也在不动用过多杠杠的情况下赚取利润。

在任何情况下，规模庞大、成熟且可以理解的企业都能获得可观的回报。与许多投资者在过去 10 年里所接受的债券收益率相比(比如，30 年期美国国债的收益率为 2.5 个百分点甚至更低)，这真是令人震惊。

预测利率从来不是我们的游戏，查理和我不知道未来一年、十年或三十年的平均利率是多少。我们或许有偏见的观点是，在这些问题上发表意见的权威人士，正是通过这种行为，透露出的关于他们自己的信息，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将占上风，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。

这一乐观预测伴随着一个警告：未来股价可能发生任何变化。偶尔，市场会出现大的下跌，幅度可能达到 50% 甚至更大。但是，我去年曾写过一篇关于美国经济顺风的文章，再加上史密斯所描述的复利奇迹，对于那些不使用借来的钱、能够控制自己情绪的人来说，股票将是更好的长期选择。其他人呢？小心！

前方的道路

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提供乔的传记资料，打算用在他的讣告上。乔没有回应。所以呢？一个月后，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：你们公司已经为我们的离开做好了**100%**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，伯克希尔将其「受控」业务定位于单一实体，这赋予了它一些重要而持久的经济优势。

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——一直专注于股东的福利和培养一种罕见的大型企业文化。(这种文化的价值在拉里坎宁安(Larry Cunningham)和斯蒂芬妮。

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。我唯一的伯克希尔股票的处理，除了慈善捐款和小个人礼物，发生在 1980 年，当我，连同其他伯克希尔哈撒韦股东参与投票，交换了我们的一些伯克希尔股票。

今天，我的遗嘱明确指示其执行人——以及将在遗嘱关闭后继承他们管理我的遗产的受托人——不要出售任何伯克希尔的股票。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它们的赠款。总之，我估计在我死后 12 到 15 年我所持有的全部伯克希尔股票才能进入市场。

我的「只投资伯克希尔」指示的关键是我对未来判断的信心和伯克希尔董事们的忠诚。他们将定期接受承担费用的华尔街人士的测试。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，我尝试实现重要的变革。

在我任职的头 30 年左右，房间里很少有女性，除非她代表的是控制企业的家族。值得注意的是，今年是美国宪法第 19 条修正案（富途注释：该修正案将妇女有权投票参与政治写入了宪法）通过 100 周年。她们在董事会会议室获得类似地位的工作仍在进行中。

多年来，许多有关董事会组成和职责的新规则和准则已经形成。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，他应当诚信)，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「指导」的祸害和首席执行官们「达到数字」愿望的鼓励。「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),这表明,他们更多的是出于自负,而非对经济利益的渴望。」

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——委员会成员想要解释的是,为什么每年都要为一个简单的计划支付高额费用?——阅读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得到授权: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 CEO 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(一个描述伴随成本的词)。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,把我也算上。

### 短期事项

在过去的报告中,我们讨论了股票回购的意义和意义。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)我和查理认为它的售价低于实际价值;**
- b)公司在完成回购后,有充足的现金。**

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 美分买一个价值 1 美元的东西。在 2019 年，伯克希尔的价格/价值等式有时是适度有利的，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。如果股价价值折扣(如我们估计的那样)扩大，我们可能会更加积极地购买股票。不过，我们不会在任何价位支撑该股。

持有价值至少 2,000 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，可能希望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。我们要求您在早上 8:00-8:30 或下午 3:00-3:30 之间打电话。中央时间，只有你准备好出售时才会打电话。

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了 2,430 亿美元。从这些统计数据中，你可以为你的公司缴纳了全美公司缴纳的联邦所得税的 11% / 2% 而感到自豪。

55 年前，当伯克希尔哈撒韦公司进入当前阶段时，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资金。

\*\*\*\*\*

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要的变化：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。他们是杰出的个人，无论是作为管理者还是作为人类，你应该多听听他们的意见。

今年，股东们向我们的三名长期服务的记者提出了一个问题，他们可以指定让阿吉特(Ajit)或格雷格(Greg)回答。他们，就像查理和我一样，根本不知道问题是什么。

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，奥马哈。见见你的资本家同行。购买一些伯克希尔的产品。玩得开心。查理和我，还有整个伯克夏集团，都很期待见到你。

沃伦·巴菲特， 董事会主席