

巴菲特致股东的信

The Buffett Essays Symposium

(修订版)

(美) 沃伦·巴菲特

(美) 查理·芒格 著

(美) 劳伦斯·坎宁安 编

路本福 译

当别人贪婪时，
要恐惧；
当别人恐惧时，
要贪婪。

——沃伦·巴菲特



学习价值投资的基础读物

本书记录了伯克希尔投资理论的核心，
是沃伦·巴菲特与查理·芒格
投资方法论的总结。

畅销20年，
新增2017年、2016年致股东的信，
全面展示
股神巴菲特的
投资逻辑。

北京联合出版公司
Beijing United Publishing Co., Ltd.

*The Buffett
Essays Symposium:
A 20th Anniversary
Annotated
Transcript*

巴菲特致股东的信

{修订版}

〔美〕沃伦·巴菲特

〔美〕查理·芒格_____著

〔美〕劳伦斯·坎宁安_____编

路本福_____译

 北京联合出版公司
Beijing United Publishing Co., Ltd.

图书在版编目 (CIP) 数据

巴菲特致股东的信：权威修订版 / (美) 沃伦·巴菲特, (美) 查理·芒格著; (美) 劳伦斯·坎宁安编; 路本福译. —北京: 北京联合出版公司, 2017.6

ISBN 978-7-5596-0420-0

I. ①巴… II. ①沃… ②查… ③劳… ④路… III. ①股份有限公司—企业管理 IV. ①F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字 (2017) 第097424号

Originally published in the UK by Harriman House Ltd in 2016,

www.harriman-house.com

Simplified Chinese language edition published in agreement with Harriman House Ltd., through The Artemis Agency.

Simplified Chinese translation copyright © 2017

by Beijing Xiron Books Co., Ltd.

ALL RIGHTS RESERVED

版权合同登记号 图字: 01-2017-3433

巴菲特致股东的信：权威修订版

作者: (美) 沃伦·巴菲特 查理·芒格

编者: (美) 劳伦斯·坎宁安

译者: 路本福

责任编辑: 夏应鹏

北京联合出版公司出版

(北京市西城区德外大街83号楼9层 100088)

河北鹏润印刷有限公司印刷 新华书店经销

字数110千字 700毫米×980毫米 1/16 印张12.25

2017年11月第1版 2017年11月第1次印刷

ISBN 978-7-5596-0420-0

定价：48.00元

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书部分或全部内容

版权所有，侵权必究

本书若有质量问题，请与本公司图书销售中心联系调换。电话：010-82069336

“任何人对真理或智慧都没有独断的权利，我们必须彼此聆听方能进步。”

——埃琳娜·卡根

“交谈是对话，而非独白。”

——杜鲁门·卡波特

“告诉我，我会忘记；教给我，我可能记住；让我参与，我才能学会。”

——本杰明·富兰克林

序言

1996年，围绕巴菲特写给股东的信在纽约市召开了一场专题研讨会，沃伦·巴菲特、查理·芒格以及其他嘉宾参加了研讨，整个过程不断迸发出智慧的火花。当时，《巴菲特致股东的信——股份公司教程》一书还只是一份手稿，也很少有人猜到它会成为全球畅销书。公司治理专家艾拉·米尔斯坦（Ira Millstein）宣称：“董事会必须为收购行为制订战略规划。”巴菲特则反驳说：“多数愚蠢的收购行为都是在战略规划的名义下完成的。”当我和一名同事承认已把现代金融理论纳入了教学范畴时，芒格斥责我们是在传播“废话”，不过他很快补充说，“我喜欢这两个家伙”。

为期两天的会议是在10月的一个周日开始的，纽约扬基队在前一天刚刚赢得当年世界大赛的冠军。我们在会上就有关公司的诸多问题进行了深入探讨，很多话题时至今日依然是股东、董事、高管、法官和学者们争论的热点。我的一位老朋友彼得·贝弗林（Peter Bevelin）最近问起那场研讨会，于是我又翻出了当时的录像带。我都20多年没看过这些带子了，当会议的一幕幕再次映入眼帘时，我无比惊讶地发现，即便在今天看来，当时探讨的很多问题也至关重要。任时光飞逝，岁月改变，有些事物依旧如初。

对巴菲特而言，从1956年开始，改变与延续就成了人生不变的主题。当时的巴菲特才26岁，这位投资奇才成立了一家有限合伙公司，专注于收购小企业和大公司的股份。1965年，这家公司接管了伯克希尔·哈撒韦，一家日薄西山的上市纺织公司。巴菲特有限合伙公司不久就解散了，巴菲特把伯克希尔的股票分给了公司的合伙人，而芒格正是他最大的合伙人。随后伯克希尔开始在多个领域买入股票，包括保险业、制造业和零售业。

在巴菲特和芒格的领导下，伯克希尔经历了两次大的转型。首先

是从一家濒临破产的纺织公司转型为一家成功的投资企业，时间是在1996年，当时伯克希尔的资产组成为：80%来自有价证券，20%来自自营公司。从1996年开始，伯克希尔开始了第二次转型，变身为一个大型的多元化投资集团。伯克希尔现在的资产组成为：80%来自自营公司，20%来自有价证券，而后的市值超过1000亿美元。

伯克希尔公司的业绩可谓出类拔萃：截至2015年，公司的绩效远远超过了公认的标准，比如道琼斯工业平均指数或标准普尔500指数。从1965年到2015年，道琼斯指数上涨了18倍，但伯克希尔的股价同期上涨了12000倍，年均复合增长率高达21%，是标普500指数的两倍。

尽管从合伙制转为了公司制，但巴菲特保留了伯克希尔的合伙人意识。这一点在伯克希尔的《股东手册》中有所体现。这本小册子共计15条，其中第一条即是：“虽然组织形式上是公司制，但我们以合伙制的态度来行事。”2015年，芒格第一次提出了“伯克希尔系统”这个概念，该系统与美国其他大型上市公司通行的做法可谓大相径庭。

巴菲特对诸多与公司有关的话题持有自己的看法，这些看法往往不循常规，这也是他的公司和著作多年来都备受关注的的原因所在。就公司治理而言，伯克希尔强调的是信任，而非控制；就合并而言，巴菲特倾向于让股东们去做最终的决定，而非董事会；就公司理财而言，他规避举债投资，而且把一大批忠实的拥趸吸引到价值投资领域；就会计与纳税而言，他引发了从股票期权到合并会计的诸多争论。此外，他还通过一个著名的例子引发了公众对不平等现象的关注——巴菲特宣称他的实际纳税税率竟然比他秘书的还低。

巴菲特的著作主要就是写给伯克希尔股东们的信，1996年的研讨会就是以这些信件为核心展开的。我仔细浏览了这些信件，然后按主题对它们重新进行了排序，装订成一个150页的小册子作为会议资料发给了大家：治理、投资、收购、会计、纳税。在整个研讨会期间，针对每个主题进行了小组讨论，持续时间超过12个小时。

不久以后，我把研讨会的资料编辑出一个正式的版本，并据此出版了一本长达800页的学术著作，具体包括18篇文章和一份100页的文字整理稿。在其后的20多年里，其中的数篇文章都成为相应领域的经典之作；与此同时，我也定期对《巴菲特致股东的信——股份公司教程》一书进行必要的更新，这本书已被翻译成十多种语言在世界各地出版。

我邀请了巴菲特参加研讨会，并主动表示希望能够重新整理出版他的那些信件，因为我的研究表明它们具有极高的价值，但在现实中却未得到应有的重视。很荣幸，他接受了我的邀请和提议。他花了两天的时间跟一大群人分享和交流，其中很多是我的学生，此外，还包括十几位受邀在分组讨论时发言的商学院教授。这些人中还包括我的老师埃利奥特·韦斯（Elliott Weiss）教授，正是在他的指引下我才第一次接触到巴菲特的信件。他跟巴菲特十多年前就已是亲密的战友，他们曾共同推动一个旨在改善美国上市公司信息披露状况的项目。

伯克希尔那边也有很多声名显赫的人物参加了研讨会，其中包括巴菲特的妻子苏珊和儿子霍华德，他们的朋友、巴菲特信件的编辑卡罗尔·卢米斯（Carol Loomis），他们的朋友、后来担任伯克希尔董事的桑迪·戈特斯曼（Sandy Gottesman）及夫人鲁斯（阿尔伯特·爱因斯坦医学院教授），巴菲特的私人律师乔治·吉莱斯皮（George Gillespie）和伯克希尔的律师鲍勃·德纳姆（Bob Denham），伯克希尔公司的高管阿吉特·贾因（Ajit Jain）和卢·辛普森（Lou Simpson），以及伯克希尔的长期股东和忠实信徒克里斯·斯塔夫鲁（Chris Stavrou）。两个小组讨论的主持人也都是大名鼎鼎的人物：伯克希尔的长期股东、超市总公司（Supermarkets General Corporation）前总裁、美国哥伦比亚大学教授、《巴菲特传》的作者罗杰·洛温斯坦的父亲路易斯·洛温斯坦（Louis Lowenstein）和知名律师、全美公司董事协会（NACD）领导人艾拉·米尔斯坦。

现场的150名听众中也不乏知名人士，比如：比尔·阿克曼（Bill Ackman）、布鲁斯·伯克维茨（Bruce Berkowitz）和保罗·

希拉尔（Paul Hilal），他们三位后来都成了杰出的投资人；奥蒂斯·比洛多（Otis Bilodeau），当时还是我在乔治·华盛顿大学的一名学生，后来成了彭博电视台的全球执行编辑；杰克·雅各布（Jack Jacobs），当时他还在特拉华州大法官法院工作，后来成了特拉华州最高法院的法官；马乔里·诺尔斯（Marjorie Knowles），美国教师退休基金会的一名官员；鲍勃·芒德海姆（Bob Mundheim），1991年华尔街投资银行所罗门兄弟公司因债券交易丑闻遭政府监管部门大规模调查时，巴菲特曾临时出任过所罗门兄弟公司主席，当时鲍勃·芒德海姆是巴菲特亲自选定的几位高管之一。

我们的讨论非常热烈，现把每个小组讨论的要点简述如下，权当在大家享用后面的饕餮大餐之前上的一道开胃小菜吧。当然了，你也可以直奔自己最感兴趣的主题。

公司治理

传统上，上市公司的首席执行官们都手握大权，而董事会倾向于强化这种权力，而不是予以牵制。到了20世纪70年代后期，这种模式发生了改变。1977年，美国《反海外腐败法》（FCPA）颁布，要求董事会承担更多的监管职责。20世纪90年代出台的《联邦组织体量刑指南》（1991年版）则对采取正式监管制度的公司赞赏有加。

到了研讨会召开的1996年，此类规章制度已迫使董事会去承担一个新的角色，这个角色的任务焦点就是监管。这意味着独立董事们——通常是一位强有力的非执行董事长或者首席董事外加多个强大的委员会——要对复杂的内部控制体系进行监督指导。从1996年开始，相关法律已强制要求必须对上市公司采取监管模式，比如2002年的《萨班斯-奥克斯利法案》（Sarbanes-Oxley Act）和2010年的《多德-弗兰克法案》（Dodd-Frank Act）。

此类改革对所有上市公司都一视同仁，极少有例外情况，也不会考虑公司的特色，比如所有者状况、企业文化、管理架构或者其他治

理结构的设计特点。可是，这些改革显然忽略了公司治理结构的类型差异。巴菲特曾就此发表过著名的观点，他认为公司治理结构可以分为三种类型，而每种类型对董事会扮演的角色都有不同的要求。第一种：有控股股东且控股股东也是公司经理，伯克希尔到目前为止一直都是这种模式。第二种：有控股股东但控股股东不是公司经理，巴菲特谢幕后的伯克希尔会是这种模式。第三种：没有控股股东，巴菲特离开后，如果他的继承人在未来的几十年里把他的所有股份出售，那伯克希尔就会变成这种模式。

虽然改革和监管从1977年到2010年横扫美国上市公司，但伯克希尔并没有设立监督委员会，相反，咨询委员会倒是常设机构。巴菲特的主导地位赋予了他极大的权力，他完全可以从一开始就提名和选择伯克希尔的董事会成员。伯克希尔董事会的特点跟现今主流上市公司的董事会截然不同。在最初的十几年里，董事会成员包括巴菲特的妻子和好友，1993年起他的儿子也加入了董事会。咨询委员会的成员则不定期会面，他们几乎不承担什么监督职能。



沃伦·巴菲特在研讨会上

如今，伯克希尔董事会也会遵循法律要求设立各种委员会，拥有必要的独立性和专业知识。不过，这些设计和标签的象征意义大于实际意义。所有董事都跟巴菲特有密切的私人和职业关系，而且都是他一手挑选出来的，比如说，巴菲特遗嘱的首要受益人比尔·盖茨（经由比尔及梅琳达·盖茨基金会）、老朋友桑迪·戈特斯曼，以及首席外部法律顾问罗恩·奥尔森（Ron Olson）。此外，一半的董事会成员年龄超过65岁，大部分人为伯克希尔服务的时间都在十年以上。如果遵照公司治理大师们设定的年龄限制和任期限制，他们都得被迫离开董事会。

伯克希尔母公司最主要的活动就是积聚和分配资本，形式通常就是大手笔的收购。在绝大多数公司里，可能是由首席执行官先拟定一个大体的收购方案，然后提请董事会批准。正如艾拉·米尔斯坦在研讨会上所言，大多数董事会都会采纳一些战略规划并监督其付诸实施，但巴菲特回应说，伯克希尔从未拟订过战略规划。由于没有规划，所以巴菲特可以在第一时间为伯克希尔抓住机会。相反，如果需要董事会讨论后才能做出决策，很可能会跟机会失之交臂。

巴菲特会跟董事会分享他的收购哲学，也可能就大额交易提前跟董事会讨论，但这种讨论基本停留在概念层面，董事会不会参与任何收购对象的价值评估、组织架构设计或者资金拨付。通常情况下，在消息正式公开之前，董事会根本不知道有收购这事儿。所有前期工作、所有讨论和谈判过程都严格保密，顶多也就伯克希尔内部的几个人知道，当然芒格通常是其中之一。

伯克希尔的董事会通常每年召开两次，而不是像其他财富500强公司那样一年召开8~12次。每次开会之前，董事们都会收到伯克希尔的内部审计团队出具的一份报告。伯克希尔的春季董事会刚好跟每年的股东大会重合。董事们要在公司位于奥马哈的总部待上几天，参加一些社交活动，见见伯克希尔的管理人员、各个子公司的经理人以及前来参会的股东们。秋季董事会会在奥马哈或者公司的某个子公司的总部召开，董事们通常有机会见到伯克希尔某个或某几个子公司的首席执行官。某个或某几个首席执行官会做现场汇报，同时跟董事们以及业务单元的负责人交换意见。

用苏珊·德克尔（Susan Decker）董事的话说，伯克希尔召开董事会更像是为了“灌输一种文化”，具体的事情很可能是在会议室之外探讨的。犬儒主义者可能会说，这样一种环境会带来结构性的偏见，而且会弱化董事们的独立判断能力，提倡公司治理的人士近十几年来一直在宣扬这种能力的重要性。此外，这种董事会并非完美无瑕，尽管在巴菲特的领导下公司的净收益显著增长，但他手中无上的权力也的确造成了几次不容忽视的收购错误。再者，伯克希尔文化的浸淫让公司治理结构变得非常扁平化，它让董事们始终站在股东们的

角度上考虑问题。不管公司治理大师怎么说，这就是他们的最佳位置。



查理·芒格（做手势者）和霍华德·巴菲特在研讨会上

金融与投资

巴菲特一直被誉为“关系型”投资人，与会者花了一些时间探讨这个概念的含义。巴菲特从未把自己称为关系型投资人，而且他也不认可这个概念。事实上，这个概念在20世纪90年代比较流行，后来被“股东激进主义”一词遮蔽了光芒，因为“股东激进主义”这一概念更强有力，含义也更为宽泛。

另一方面，伯克希尔及其股东看起来就是一个基于关系的投资联合体，他们信奉的是巴菲特创设并不断提及的合伙概念。在研讨会上，有评论家表示：“巴菲特一直声称他和所有股东都是伯克希尔的合伙人，这种说法是具有法律约束力的，这意味着他要对公司的其他所有人承担更多的诚信义务，因为他们之间不仅仅是公司董事和股东的关系。”巴菲特回应说他愿意。由此可见，尽管伯克希尔并不是通常意义上的关系型投资的典型代表，但它的这种模式意义更为深远，因为公司的长期收益与公司对股东的忠诚度密切相关。

20世纪90年代中期对于现代金融理论而言也是一个拐点，这种理论认为股票市场是有效的，价格的波动是衡量风险的基本标准。伯克希尔模式彻底打破了学术界的观点，同时也让投资界和企业界的很多人难以理解。不过，巴菲特也不认为任何投资人都可以通过系统化的运作跑赢股市，即便无数的参与者能够快速消化各种信息，也无法确保把股价推到一个最佳的估值上。这无疑在说巴菲特是一个异类，现代金融理论的忠实信徒们甚至会不屑地说巴菲特只是比较幸运罢了。

在研讨会上，围绕现代金融理论的讨论基本以冷嘲热讽为主，虽然也有几位情绪激昂的拥护者，但基本都被嗤之以鼻。用芒格的话说，现代金融理论简直就是“莫名其妙”“纯属瞎扯”。

不仅巴菲特和伯克希尔跟传统思维格格不入，伯克希尔的其他股东也堪称异类。通常来说，大型上市公司70%~80%的股票都控制在机构投资者手里，公司的各种决策都是由特定的委员会基于金融模型做出的，进行股票交易的原因很可能与公司本身无关。但在伯克希尔，情况就不一样了，公司的大部分股票都由个人和家族持有，他们的投资决策是基于伯克希尔的具体特点做出的。

伯克希尔的股东通常会长期持有公司的股票，在过去的十年里，股票的换手率竟然不到1%。要知道，对于大型企业集团、大型保险公司或者被伯克希尔收购前的上市子公司来说，3%、4%或者5%的换手率是比较正常的。巴菲特在研讨会上表示，目前伯克希尔的股票价格为每股30000美元，但其中90%是在每股100美元时买入的，这意味着它们已被持有二三十年了。

研讨会上也提到了伯克希尔的分红政策。除了在1969年发放过很少的红利外，伯克希尔再没给股东们分过红。巴菲特对这种分红政策做过很多次解释，大意就是要把所有收益都留存下来，直到收益中的每一美元都至少转化为一美元的市场价值。伯克希尔曾在1984年做过一次股东调查（2014年又做过一次），调查的结果高度一致：90%以上的股东全心全意拥护公司的分红政策。到了1996年，伯克希尔的股价已攀升到每股30000美元，有些股东有现金需求或者想把股票作为礼物送给他人，他们表示希望公司能发行低价股票。此时伯克希尔的卓越表现已人尽皆知，还未成为公司股东的人也希望能以可承受的价格变成伯克希尔的股东。

受此启发，两位金融家在1996年设计出一种投资工具，来满足这些需求。他们建议成立信托基金去购买昂贵的伯克希尔股票，然后将其拆分为零星股权发售，每股交易价格仅为500美元。为了消除这些信托基金的吸引力，同时消除对方借机收取手续费的企图，伯克希尔

创设了二级股票体系，其中的B股只有部分投票权和经济权益，交易价格大约为每股1000美元。这一举动在研讨会上被称为“巧妙的设计”，它让伯克希尔现有股东手中的股票增强了流动性，因为A股可以转化为价格相对低廉的B股，而且还无须纳税。

合并与收购

从1996年往后，伯克希尔的重大收购举动屈指可数。巴菲特涉足的合并基本只考虑两类公司：伯克希尔拥有股份的公司；巴菲特本人在其中担任董事的公司，比如吉列公司和所罗门兄弟公司。从这个角度出发，他们最关心的只有一点，那就是确保董事会不会对股东横加干涉，股东有权为所持的股票获得最大的价值，并能够自由地把握此类机会。

最根本的问题始终不变：收购方在收购目标公司时给出的溢价是太高了，还是捡了个大便宜？就不受欢迎的提议而言，董事会的反应在多大程度上会受到企业文化的影响？这些影响又是如何发挥作用的？最重要的是，当时的收购高手、现今的股东激进主义者带来的到底是增值还是减值？他们到底是骗子、傻瓜，还是有智慧、有远见之人？这才是始终要问的问题。

在20年间，巴菲特逐渐辞去了他在各个董事会担任的职位，伯克希尔的投资策略也发生了巨大的改变，从只占有少数股权完全变为合并或者收购公司。从1996年起，伯克希尔豪掷近1700亿美元收购了大约40家公司，这种大手笔无疑让此前的那些小打小闹相形见绌。虽然巴菲特在一些话题上的立场始终未变——倾向于让股东做出选择、预期价格和价值之间存在差距、认可公司的文化、不喜欢恶意竞购和公开的激进主义，但伯克希尔扮演的角色的确跟从前大不相同了。

巴菲特缔造了一个大型企业集团，但无论是1996年的收购高手还是后来的股东激进主义者，都不想看到这样的企业集团存在。老牌的杠杆收购天王KKR早期就发起过不少旨在拆分大型企业集团的运动，

他们的做法跟卡尔·伊坎（Carl Icahn）、尼尔森·佩尔茨（Nelson Peltz）现今的做法可谓大同小异。但无论是过去还是现在，巴菲特和伯克希尔都对大型企业集团的模式情有独钟——1986年以“白衣骑士”交易的方式拯救斯科特·费策尔（Scott Fetzer）集团，2006年已把伯克希尔打造成一个巨型的美国上市公司。

从1996年起，巴菲特就确定要为伯克希尔打造一种独特的企业文化，这种文化以信任为基础，在其后的20多年里，他的确做到了。在大部分公司里，尤其是大型企业集团，企业的任务通常都比较集中，会有部门主管和小部门主管（中层管理人员），会有汇报层级，会有与预算、人员相关的制度体系和错综复杂的流程体系。这种组织架构意在有效监督，但实际上却会带来大量的成本增加。

相反，伯克希尔认为这样的组织架构太官僚化，所以仅在内部保留了一个基本的审计部门，而把这些所谓的企业要素以及其他内部事项都转交给各个子公司负责。总部办公费用在伯克希尔上的几乎可以忽略不计，因为总部只有二十几个人，工作的核心就是财务报告和审计。每个子公司都保留自己的预算、运营和人力资源制度及流程——当然也都会设置一些传统的部门，比如会计部、合规部、人力资源部、法务部、市场营销部、技术部等。

伯克希尔只会收购拥有强大高管团队的公司，然后充分信任和尊重他们，只在非常有限的范围内进行必要的监管。所有日常决策都由高管们自行做出：广告预算、产品特色和环境质量、产品组合和定价。此外，人员招聘、销售规划、库存管理和应收账款管理也都是高管们说了算。

即便是资深岗位的继任者问题，包括首席执行官这种岗位，伯克希尔也都遵从子公司的选择。伯克希尔很少在不同的子公司之间进行业务转移，也几乎不会让经理们轮岗流动。伯克希尔没有退休政策，很多高级管理人员都会工作到70岁或者80岁高龄。伯克希尔的文化就是要设计出一个永恒的家园，这个家园具有强大的包容性，各种高度自治、自力更生的业务都融入其中，精打细算，兴旺繁荣。



拉里·坎宁安 (Larry Cunningham) 和查理·芒格在茶歇时交谈

会计与纳税

众所周知，巴菲特在年报中会详细阐述会计问题，而且经常会超出正式的会计准则或证券法要求或关注的范畴，他会呈现很多内容，做出详尽的解释。在研讨会上，巴菲特的这个习惯也引发了有关信息披露的讨论——到底哪种方式才是对股东更有利的？仅仅是依照相关的要求披露信息，还是大胆给出高层管理者更广泛的观点？在1996年时，虽然合并会计的现代替代方式备受关注——联营或并购，但有关更广泛话题的讨论依然非常热烈，这是因为用于规范非美国通用会计准则（non-GAAP）信息披露的规则发生了改变，即便投资者要求提供额外的非美国通用会计准则信息，也要进行严格规范。

2011年，巴菲特在《纽约时报》的一篇专栏文章中提及收入不平等的问题，声称他的秘书纳税的税率比他还高。无独有偶，芒格在1996年的研讨会上也强调了所得税的公平性问题。其实，每当谈到税收政策，一定会谈及公平性和合理性，无论谈的是所得税本身还是诸多富有争议性的企业税制问题。在研讨会上，有关纳税的问题屡被提及，其中包括最基本的问题，比如个人和企业适用的税率，也包括影响企业分红政策的税收激励措施，以及高管薪酬的支付方式和数额。

有关税收政策的讨论总会引发出一个问题：企业想方设法少纳税或不纳税是否符合道德规范？举例来说，伯克希尔的企业集团架构使得它可以在内部进行现金配置，通过把现金投放到能够带来最大回报的业务上，实现增量资本的效益最大化——这个过程并不会产生所得税。有些子公司会产生可以抵扣的税额，虽然它自己无法使用，但却可以为其他子公司所用。伯克希尔曾支持美国跨国公司通过“企业倒

转”（corporate inversion）的方式把自己变成非美国公司，比如美国连锁餐厅汉堡王通过跟蒂姆·霍顿斯（Tim Hortons）合并将总部搬到了加拿大的安大略省。这些都是研讨会上永恒的话题，我们整理的脚本能够为此类研讨持续贡献价值。

1996年的研讨会上讨论的内容跟伯克希尔年度股东大会上的议题非常类似，只不过两者的形式大不相同。我第一次参加伯克希尔股东大会是在1997年的春季，当时参会人数达到了破纪录的7500人——此前巴菲特就警告我说会“人山人海”的。2015年我第二次参加伯克希尔股东大会，那一次的参会人数达到了4万人（我们把1996年研讨会的人数限定为150人）。

伯克希尔股东大会是一场没有事先排练，也没有设计编排的盛事，巴菲特和芒格会拿出一整天的时间回答股东们提出的各种问题，同时尽情享用可口可乐和喜诗花生脆糖。但在我们的研讨会上，伯克希尔的两位灵魂人物更多的时间是在提出问题，而不是回答问题，更像是一场你来我往的对话。不过，我们也为大家准备了可口可乐和喜诗糖果。

劳伦斯·坎宁安
2016年春于纽约