

Warren Buffett

BERKSHIRE HATHAWAY INC. SHAREHOLDER LETTERS

(Book V: 1993 - 1986)

BERKSHIRE HATHAWAY INC.

THƯ GỬI CỔ ĐÔNG

(Quyển V: 1993 - 1986)

“Choose your heroes very carefully and then emulate them. You will never be perfect, but you can always be better.”

“Hãy chọn anh hùng của bạn thật cẩn thận và noi theo họ. Bạn sẽ không bao giờ hoàn hảo, nhưng bạn luôn có thể tốt hơn.”

10/11/2025, Warren Buffett

** Tải thư gửi cổ đông: <https://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html>;*

**File được biên soạn này không vì mục đích kinh doanh;*

**Biên soạn nhằm mục đích thông tin & học tập;*

**Tải file biên soạn: vnngck.com.vn;*

**Cần Thơ, 3/Feb/2026;*

**T.M. Thành.*

FOREWORD / LỜI TỰA:

Warren Buffett's Thanksgiving Letter Lá thư dịp Lễ Tạ ơn của Warren Buffett (November 10, 2025)



To My Fellow Shareholders:

Gửi Các Cổ Đông Thân Mến:

I will no longer be writing Berkshire's annual report or talking endlessly at the annual meeting. As the British would say, I'm "going quiet."

Tôi sẽ không còn viết báo cáo thường niên của Berkshire hay nói chuyện bất tận tại đại hội cổ đông hằng năm nữa. Như người Anh vẫn nói, tôi sẽ “lặng tiếng.”

Sort of.

Kiểu như vậy.

Greg Abel will become the boss at yearend. He is a great manager, a tireless worker and an honest communicator. Wish him an extended tenure.

Greg Abel sẽ trở thành người lãnh đạo vào cuối năm nay. Anh ấy là một nhà quản lý tuyệt vời, một người làm việc không biết mệt và là một người truyền đạt trung thực. Hãy chúc anh ấy có một nhiệm kỳ dài lâu.

I will continue talking to you and my children about Berkshire via my annual Thanksgiving message. Berkshire's individual shareholders are a very special group who are unusually generous in sharing their gains with others less fortunate. I enjoy the chance to keep in touch with you. Indulge me this year as I first reminisce a bit. After that, I will discuss the plans for distribution of my Berkshire shares. Finally, I will offer a few business and personal observations.

Tôi sẽ tiếp tục trò chuyện với các bạn và với các con tôi về Berkshire thông qua thông điệp thường niên vào Lễ Tạ Ơn. Các cổ đông cá nhân của Berkshire là một nhóm rất đặc biệt, những người luôn rộng lượng chia sẻ thành quả của mình với những người kém may mắn hơn. Tôi rất thích cơ hội được giữ liên lạc với các bạn. Hãy cho tôi được chiêu theo ý mình năm nay khi tôi muốn hồi tưởng đôi chút. Sau đó, tôi sẽ bàn về kế hoạch phân phối số cổ phiếu Berkshire mà tôi nắm giữ. Cuối cùng, tôi sẽ đưa ra một vài nhận xét về chuyện kinh doanh và chuyện cá nhân.

* * * * *

As Thanksgiving approaches, I'm grateful and surprised by my luck in being alive at 95. When I was young, this outcome did not look like a good bet. Early on, I nearly died.

Khi Lễ Tạ Ơn đến gần, tôi biết ơn và ngạc nhiên trước may mắn của mình khi còn sống ở tuổi 95. Khi tôi còn nhỏ, khả năng này không hẳn trông giống như một cuộc tốt. Thuở ấy, tôi đã suýt chết.

It was 1938 and Omaha hospitals were then thought of by its citizens as either Catholic or Protestant, a classification that seemed natural at the time.

Đó là năm 1938 và bệnh viện ở Omaha khi đó được người dân xem là bệnh viện Công giáo hoặc Tin Lành — một cách phân loại có vẻ tự nhiên vào thời ấy.

Our family doctor, Harley Hotz, was a friendly Catholic who made house calls toting a black bag. Dr. Hotz called me Skipper and never charged much for his visits. When I experienced a bad bellyache in 1938, Dr. Hotz came by and, after probing a bit, told me I would be OK in the morning.

Bác sĩ gia đình của chúng tôi, Harley Hotz, là một người Công giáo thân thiện, người thường đến thăm khám tại nhà với chiếc túi đen. Bác sĩ Hotz gọi tôi là “Skipper” và chưa bao giờ lấy nhiều tiền cho mỗi lần khám. Khi tôi bị đau bụng dữ dội năm 1938, bác sĩ Hotz ghé qua và sau khi khám một chút, ông bảo tôi sẽ ổn vào sáng hôm sau.

He then went home, had dinner and played a little bridge. Dr. Hotz couldn't, however, get my somewhat peculiar symptoms out of his mind and later that night he dispatched me to St. Catherine's Hospital for an emergency appendectomy. During the next three weeks, I felt like I was in a nunnery, and began enjoying my new "podium." I liked to talk — yes, even then — and the nuns embraced me.

Sau đó ông về nhà, ăn tối và chơi chút bài bridge. Nhưng bác sĩ Hotz không thể gạt khỏi đầu những triệu chứng có phần kỳ lạ của tôi, và đêm hôm đó ông quyết định đưa tôi đến Bệnh viện St. Catherine để mổ ruột thừa khẩn cấp. Suốt ba tuần sau đó, tôi có cảm giác như đang ở trong một tu viện và bắt đầu thích thú với “diễn đàn” mới của mình. Tôi thích nói chuyện — đúng vậy, ngay từ hồi đó — và các sơ đều quý mến tôi.

To top things off, Miss Madsen, my third-grade teacher, told my 30 classmates to each write me a letter. I probably threw away the letters from the boys but read and reread those from the girls; hospitalization had its rewards.

Để làm trọn niềm vui, cô Madsen, giáo viên lớp ba của tôi, bảo 30 bạn cùng lớp mỗi người viết cho tôi một lá thư. Tôi có lẽ đã vứt những lá thư của các bạn nam, nhưng đọc đi đọc lại thư của các bạn nữ; hóa ra nằm viện cũng có cái lợi.

The highlight of my recovery — which actually was dicey for much of the first week — was a gift from my wonderful Aunt Edie. She brought me a very professional-looking fingerprinting set, and I promptly fingerprinted all of my attending nuns. (I was probably the first Protestant kid they had seen at St. Catherine's and they didn't know what to expect.)

Điểm sáng nhất trong quá trình hồi phục — vốn thực sự khá nguy hiểm trong tuần đầu tiên — là món quà từ dì Edie tuyệt vời của tôi. Dì đem đến một bộ dụng cụ lấy dấu vân tay trông rất chuyên nghiệp, và ngay lập tức tôi đã lấy dấu tất cả các sơ chăm sóc tôi. (Có lẽ tôi là đứa trẻ Tin Lành đầu tiên họ từng thấy ở St. Catherine và họ cũng không biết phải mong đợi điều gì.)

My theory — totally nutty, of course — was that someday a nun would go bad and the FBI would find that they had neglected to fingerprint nuns. The FBI and its director, J. Edgar Hoover, had become revered by Americans in the 1930s, and I envisioned Mr. Hoover, himself, coming to Omaha to inspect my invaluable collection. I further fantasized that J. Edgar and I would quickly identify and apprehend the wayward nun. National fame seemed certain.

Lý thuyết của tôi — hoàn toàn điên rồ, dĩ nhiên — là một ngày nào đó sẽ có một sơ tha hóa, và FBI sẽ phát hiện họ đã không lấy dấu vân tay các sơ bao giờ. FBI và giám đốc của họ, J. Edgar Hoover, khi đó rất được tôn sùng tại Mỹ những năm 1930, và tôi tưởng tượng chính ông Hoover sẽ đến Omaha để xem bộ sưu tập vô giá của tôi. Tôi còn tưởng tượng ông Hoover và tôi sẽ nhanh chóng tìm ra và tóm gọn vị sơ lầm lỗi kia. Danh tiếng toàn quốc xem như chắc chắn.

Obviously, my fantasy never materialized. But, ironically, some years later it became clear that I should have fingerprinted J. Edgar himself as he became disgraced for misusing his post.

Dĩ nhiên, điều đó chẳng bao giờ xảy ra. Nhưng trớ trêu thay, vài năm sau đó rõ ràng tôi lẽ ra nên lấy dấu vân tay của chính J. Edgar, vì ông ta đã bị bêu xấu vì lạm dụng quyền lực.

Well, that was Omaha in the 1930s, when a sled, a bicycle, a baseball glove and an electric train were coveted by me and my friends. Let's look at a few other kids from that era, who grew up very nearby and greatly influenced my life but of whom I was for long unaware.

Đó là Omaha của những năm 1930, khi một chiếc xe trượt tuyết, một chiếc xe đạp, một găng tay bóng chày và một bộ tàu điện là những thứ tôi và bạn bè ao ước. Hãy nhìn vài đứa trẻ khác của thời ấy, những người lớn lên rất gần và có ảnh hưởng lớn tới cuộc đời tôi, dù trong thời gian dài tôi hoàn toàn không biết đến họ.

I'll begin with Charlie Munger, my best pal for 64 years. In the 1930s, Charlie lived a block away from the house I have owned and occupied since 1958.

Tôi sẽ bắt đầu với Charlie Munger, người bạn thân nhất của tôi suốt 64 năm. Những năm 1930, Charlie sống cách căn nhà mà tôi sở hữu từ năm 1958 chỉ một dãy nhà.

Early on, I missed befriending Charlie by a whisker. Charlie, 6 $\frac{2}{3}$ years older than I, worked in the summer of 1940 at my grandfather's grocery store, earning \$2 for a 10-hour day. (Thrift runs deep in Buffett blood.) The following year I did similar work at the store, but I never met Charlie until 1959 when he was 35 and I was 28.

Ban đầu, tôi đã suýt kết bạn với Charlie. Charlie, lớn hơn tôi 6 $\frac{2}{3}$ tuổi, làm việc mùa hè năm 1940 tại cửa hàng tạp hóa của ông nội tôi, kiếm 2 đô la cho ngày làm việc 10 tiếng. (Tinh thần tiết kiệm ăn sâu trong huyết quản Buffett.) Năm sau đó tôi cũng làm việc tương tự ở cửa hàng, nhưng tôi không gặp Charlie cho đến năm 1959 khi ông ấy 35 tuổi và tôi 28.

After serving in World War II, Charlie graduated from Harvard Law and then moved permanently to California. Charlie, however, forever talked of his early years in Omaha as formative. For more than 60 years, Charlie had a huge impact on me and could not have been a better teacher and protective "big brother." We had differences but never had an argument. "I told you so" was not in his vocabulary.

Sau khi phục vụ trong Thế chiến II, Charlie tốt nghiệp Luật Harvard và sau đó chuyển hẳn đến California. Nhưng suốt đời, Charlie luôn nói những năm tháng tuổi trẻ ở Omaha là nền tảng hình thành ông. Hơn 60 năm qua, Charlie có ảnh hưởng to lớn đối với tôi và không thể là một người thầy cũng như “người anh lớn” bảo vệ tốt hơn. Chúng tôi có những khác biệt nhưng chưa bao giờ tranh cãi. “Tôi đã bảo mà” không có trong từ điển của ông.

In 1958, I bought my first and only home. Of course, it was in Omaha, located about two miles from where I grew up (loosely defined), less than two blocks from my in-laws, about six blocks from the Buffett grocery store and a 6-7-minute drive from the office building where I have worked for 64 years.

Năm 1958, tôi mua căn nhà đầu tiên và duy nhất của mình. Tất nhiên là ở Omaha, cách nơi tôi lớn lên khoảng hai dặm (nói rộng ra), cách nhà bố mẹ vợ chưa đến hai dặm, cách cửa hàng tạp hóa Buffett khoảng sáu dặm và chỉ cách tòa nhà văn phòng nơi tôi làm việc suốt 64 năm một quãng lái xe 6–7 phút.

Let's move on to another Omahan, Stan Lipsey. Stan sold the Omaha Sun Newspapers (weeklies) to Berkshire in 1968 and a decade later moved to Buffalo at my request. The Buffalo Evening News, owned by a Berkshire affiliate, was then locked in a battle to the death with its morning competitor who published Buffalo's only Sunday paper. And we were losing.

Hãy chuyển sang một người khác từ Omaha: Stan Lipsey. Stan đã bán tờ Omaha Sun Newspapers (một loạt báo tuần) cho Berkshire năm 1968 và một thập kỷ sau chuyển đến Buffalo theo đề nghị của tôi. Tờ Buffalo Evening News, thuộc một công ty con của Berkshire, khi đó đang sa vào trận chiến sống còn với đối thủ xuất bản tờ báo buổi sáng — đơn vị duy nhất phát hành báo Chủ nhật ở Buffalo. Và chúng tôi đang thua.

Stan eventually built our new Sunday product, and for some years our paper — formerly hemorrhaging cash — earned over 100% annually (pre-tax) on our \$33 million investment. This was important money to Berkshire in the early 1980s.

Stan sau đó xây dựng ấn phẩm Chủ nhật mới của chúng tôi, và trong vài năm, tờ báo — vốn trước đó thua lỗ nặng — đã mang lại lợi nhuận trước thuế hơn 100% mỗi năm trên khoản đầu tư 33 triệu đô la của chúng tôi. Đây là khoản tiền quan trọng đối với Berkshire những năm đầu 1980.

Stan grew up about five blocks from my home. One of Stan's neighbors was Walter Scott, Jr. Walter, you will remember, brought MidAmerican Energy to Berkshire in 1999. He was also a valued Berkshire director until his death in 2021 and a very close friend. Walter was Nebraska's philanthropic leader for decades and both Omaha and the state carries his imprint.

Stan lớn lên cách nhà tôi khoảng năm dặm. Một trong những hàng xóm của Stan là Walter Scott Jr. Walter, như bạn nhớ, đã đem MidAmerican Energy đến với Berkshire năm 1999. Ông cũng là một giám đốc đáng quý của Berkshire cho đến khi mất năm 2021 và là một người bạn thân thiết. Walter là nhà lãnh đạo từ thiện của Nebraska suốt nhiều thập kỷ và cả Omaha lẫn tiểu bang đều mang dấu ấn của ông.

Walter attended Benson High School, which I was scheduled to attend as well — until my dad surprised everyone in 1942 by beating a four-term incumbent in a Congressional race. Life is full of surprises.

Walter học tại Trường Trung học Benson, nơi tôi cũng được dự định theo học — cho đến khi bố tôi khiến mọi người bất ngờ năm 1942 khi đánh bại một nghị sĩ đương nhiệm bốn nhiệm kỳ trong cuộc đua vào Quốc hội. Cuộc đời đầy rẫy những điều bất ngờ.

Wait, there's more.

Khoan đã, vẫn còn nữa.

In 1959, Don Keough and his young family lived in a home located directly across the street from my house and about 100 yards away from where the Munger family had lived. Don was then a coffee salesman but was destined to become president of Coca-Cola as well as a devoted director of Berkshire.

Vào năm 1959, Don Keough và gia đình trẻ của ông sống trong một ngôi nhà ngay đối diện nhà tôi và cách nơi gia đình Munger từng sống khoảng 100 yard. Don khi đó là một nhân viên bán cà phê nhưng sau này đã trở thành Chủ tịch Coca-Cola cũng như một thành viên hội đồng quản trị tận tâm của Berkshire.

When I met Don, he was earning \$12,000 a year while he and his wife Mickie were raising five children, all destined for Catholic schools (with tuition requirements).

Khi tôi gặp Don, ông kiếm được 12.000 đô la một năm, trong khi ông và vợ là Mickie nuôi dạy năm đứa con — mà tất cả đều sẽ học trường Công giáo (với học phí tương ứng).

Our families became fast friends. Don came from a farm in northwest Iowa and graduated from Omaha's Creighton University. Early on, he married Mickie, an Omaha girl. After joining Coke, Don went on to become legendary around the globe.

Gia đình chúng tôi nhanh chóng trở nên thân thiết. Don xuất thân từ một trang trại ở tây bắc Iowa và tốt nghiệp Đại học Creighton ở Omaha. Từ sớm, ông kết hôn với Mickie, một cô gái Omaha. Sau khi gia nhập Coca-Cola, Don đã trở thành một nhân vật huyền thoại trên toàn cầu.

In 1985, when Don was president of Coke, the company launched its ill-fated New Coke. Don made a famous speech in which he apologized to the public and reinstated "Old" Coke. This change of heart took place after Don explained that Coke incoming mail addressed to "Supreme Idiot" was promptly delivered to his desk. His "withdrawal" speech is a classic and can be viewed on YouTube. He cheerfully acknowledged that, in truth, the Coca-Cola product belonged to the public and not to the company. Sales subsequently soared.

Năm 1985, khi Don là Chủ tịch Coke, công ty đã tung ra sản phẩm New Coke đầy tai tiếng. Don đã có bài phát biểu nổi tiếng, trong đó ông xin lỗi công chúng và khôi phục lại “Old Coke”. Quyết định đổi ngược này diễn ra sau khi Don giải thích rằng những bức thư gửi tới Coca-Cola được đề địa chỉ “Supreme Idiot” (“Kẻ đại ngốc”) đều được chuyển thẳng đến bàn ông. Bài phát biểu “rút lui” này là một kinh điển và có thể xem trên YouTube. Ông vui vẻ thừa nhận rằng, trên thực tế, sản phẩm Coca-Cola thuộc về công chúng chứ không phải về công ty. Doanh số sau đó tăng vọt.

You can watch Don on CharlieRose.com in a wonderful interview. (Tom Murphy and Kay Graham have a couple of gems as well.) Like Charlie Munger, Don forever remained a Midwestern boy, enthusiastic, friendly and American to the core.

Bạn có thể xem Don trên CharlieRose.com trong một cuộc phỏng vấn tuyệt vời. (Tom Murphy và Kay Graham cũng có vài đoạn rất đáng xem.) Giống như Charlie Munger, Don mãi mãi giữ tính cách một cậu trai miền Trung Tây — nhiệt tình, thân thiện và rất Mỹ.

Finally, Ajit Jain, born and raised in India, as well as Greg Abel, our Canadian CEO-to-be, each lived in Omaha for several years late in the 20th Century. Indeed, in the 1990s, Greg lived only a few blocks away from me on Farnam Street, though we never met at the time.

Cuối cùng, Ajit Jain — sinh ra và lớn lên ở Ấn Độ — và Greg Abel — CEO tương lai của chúng ta đến từ Canada — đều từng sống nhiều năm ở Omaha vào cuối thế kỷ 20. Thực tế, trong những năm 1990, Greg sống chỉ cách tôi vài dãy nhà trên đường Farnam, dù khi đó chúng tôi chưa từng gặp nhau.

Can it be that there is some magic ingredient in Omaha's water?

Liệu có phép màu nào trong nguồn nước của Omaha không?

* * * * *

I lived a few teenage years in Washington, DC (when my dad was in Congress) and in 1954 I took what I thought would be a permanent job in Manhattan. There I was treated wonderfully by Ben Graham and Jerry Newman and made many life-long friends. New York had unique assets — and still does. Nevertheless, in 1956, after only 1½ years, I returned to Omaha, never to wander again.

Tôi đã sống vài năm tuổi thiếu niên ở Washington, DC (khi cha tôi làm nghị sĩ), và vào năm 1954 tôi nhận một công việc mà tôi nghĩ là sẽ gắn bó mãi mãi tại Manhattan. Ở đó, tôi được Ben Graham và Jerry Newman đối xử tuyệt vời và kết bạn trọn đời với nhiều người. New York có những tài sản độc đáo — và đến giờ vẫn vậy. Tuy nhiên, vào năm 1956, chỉ sau 1 năm rưỡi, tôi quay trở lại Omaha và từ đó không bao giờ rời đi.

Subsequently, my three children, as well as several grandchildren, were raised in Omaha. My children always attended public schools (graduating from the same high school that educated my dad (class of 1921), my first wife, Susie (class of 1950) as well as Charlie, Stan Lipsey, Irv and Ron Blumkin, who were key to growing Nebraska Furniture Mart, and Jack Ringwalt (class of 1923), who founded National Indemnity and sold it to Berkshire in 1967 where it became the base upon which our huge P/C operation was constructed.

Về sau, ba đứa con tôi, cũng như vài đứa cháu, đều lớn lên ở Omaha. Con tôi luôn học trường công (tốt nghiệp cùng ngôi trường trung học đã dạy cha tôi (khóa 1921), vợ đầu của tôi — Susie (khóa 1950), cũng như Charlie, Stan Lipsey, Irv và Ron Blumkin — những người đóng vai trò quan trọng trong việc phát triển Nebraska Furniture Mart — và Jack Ringwalt (khóa 1923), người sáng lập National Indemnity và bán công ty này cho Berkshire vào năm 1967, nơi nó trở thành nền tảng cho hoạt động bảo hiểm tài sản/thiệt hại khổng lồ của chúng tôi.

* * * * *

Our country has many great companies, great schools, great medical facilities and each definitely has its own special advantages along with talented people. But I feel very lucky to have had the good fortune to make many lifelong friends, to meet both of my wives, to receive a great start in education at public schools, to meet many interesting and friendly adult Omahans when I was very young, and to make a wide variety of friends in the Nebraska National Guard. In short, Nebraska has been home.

Đất nước chúng ta có nhiều công ty tuyệt vời, trường học tuyệt vời, cơ sở y tế tuyệt vời — mỗi nơi đều có những thế mạnh riêng và đội ngũ nhân tài. Nhưng tôi cảm thấy mình thật may mắn khi có cơ hội kết bạn trọn đời, gặp cả hai người vợ của mình, được khởi đầu giáo dục tốt tại trường công, được gặp nhiều người lớn thú vị và thân thiện ở Omaha khi còn rất trẻ, và kết bạn với nhiều người trong Lực lượng Vệ binh Quốc gia Nebraska. Nói ngắn gọn, Nebraska là nhà của tôi.

Looking back I feel that both Berkshire and I did better because of our base in Omaha than if I had resided anywhere else. The center of the United States was a very good place to be born, to raise a family, and to build a business. Through dumb luck, I drew a ridiculously long straw at birth.

Khi nhìn lại, tôi tin rằng cả Berkshire lẫn tôi đều đã làm tốt hơn nhờ đặt trụ sở tại Omaha, thay vì ở bất kỳ nơi nào khác. Trung tâm nước Mỹ là nơi tuyệt vời để sinh ra, nuôi gia đình và xây dựng sự nghiệp. Nhờ vận may ngẫu nhiên, tôi đã bốc được “lá thăm may mắn vô lý” từ khi sinh ra.

* * * * *

Now let's move on to my advanced age. My genes haven't been particularly helpful — the family's all-time record for longevity (admittedly family records get fuzzy as you work backwards)

was 92 until I came along. But I have had wise, friendly and dedicated Omaha doctors, starting with Harley Hotz, and continuing to this day. At least three times, my life has been saved, each with doctors based within a few miles from my home. (I have given up fingerprinting nurses, however. You can get away with many eccentricities at 95 but there are limits.)

Giờ hãy nói về tuổi già của tôi. Di truyền không giúp ích nhiều — kỷ lục sống lâu nhất trong gia đình (dù hồ sơ càng xa càng mờ) là 92 tuổi, cho đến khi tôi xuất hiện. Nhưng tôi đã có những bác sĩ Omaha khôn ngoan, thân thiện và tận tụy — bắt đầu từ Harley Hotz và kéo dài cho đến tận hôm nay. Ít nhất ba lần, tính mạng tôi đã được cứu — mỗi lần bởi các bác sĩ chỉ cách nhà tôi vài dặm. (Tôi đã bỏ thói quen lấy dấu vân tay của y tá rồi. Bạn có thể thoát với nhiều trò lập dị khi 95 tuổi... nhưng vẫn có giới hạn.)

* * * * *

Those who reach old age need a huge dose of good luck, daily escaping banana peels, natural disasters, drunk or distracted drivers, lightning strikes, you name it.

Những ai sống đến tuổi già đều cần một lượng may mắn khổng lồ — mỗi ngày tránh được vỏ chuối trơn, thiên tai, tài xế say xỉn hoặc mất tập trung, sét đánh, và đủ thứ khác.

But Lady Luck is fickle and — no other term fits — wildly unfair. In many cases, our leaders and the rich have received far more than their share of luck — which, too often, the recipients prefer not to acknowledge. Dynastic inheritors have achieved lifetime financial independence the moment they emerged from the womb, while others have arrived, facing a hell-hole during their early life or, worse, disabling physical or mental infirmities that rob them of what I have taken for granted. In many heavily-populated parts of the world, I would likely have had a miserable life and my sisters would have had one even worse.

Nhưng Lady Luck thất thường — và không có từ nào chính xác hơn — vô cùng bất công. Trong nhiều trường hợp, các lãnh đạo và người giàu có nhận được nhiều may mắn hơn phần của họ — điều họ thường không muốn thừa nhận. Những người thừa kế tài sản lớn thì đạt được tự do tài chính trọn đời ngay khi ra đời, trong khi nhiều người khác sinh ra trong một “địa ngục”, hoặc tệ hơn, chịu những khiếm khuyết thể chất hoặc tinh thần tước đi những điều mà tôi luôn xem là hiển nhiên. Ở nhiều vùng đông dân trên thế giới, cuộc đời tôi có lẽ đã vô cùng khổ sở — và các chị gái tôi còn tệ hơn.

I was born in 1930 healthy, reasonably intelligent, white, male and in America. Wow! Thank you, Lady Luck. My sisters had equal intelligence and better personalities than I but faced a much different outlook. Lady Luck continued to drop by during much of my life, but she has better things to do than work with those in their 90s. Luck has its limits. Father Time, to the contrary, now finds me more interesting as I age. And he is undefeated; for him, everyone ends up on his score card as

"wins." When balance, sight, hearing and memory are all on a persistently downward slope, you know Father Time is in the neighborhood.

Tôi sinh năm 1930 — khỏe mạnh, đủ thông minh, da trắng, nam giới và ở Mỹ. Wow! Cảm ơn, Lady Luck. Các chị gái tôi thông minh ngang tôi và có tính cách còn tốt hơn, nhưng triển vọng của họ thì rất khác. Lady Luck tiếp tục ghé thăm phần lớn cuộc đời tôi, nhưng bà ấy có việc khác quan trọng hơn là chăm sóc người 90 tuổi. May mắn có giới hạn. Ngược lại, Cha Thời Gian (Father Time) lại thấy tôi thú vị hơn khi tôi già đi. Và ông ấy bắt bại; cuối cùng, tất cả mọi người đều nằm trong cột “thắng” của ông ấy. Khi thắng bằng, thị lực, thính lực và trí nhớ đều đi xuống liên tục, bạn biết Cha Thời Gian đang lớn vồn quanh mình.

I was late in becoming old — its onset materially varies — but once it appears, it is not to be denied.

Tôi trở nên già chậm — thời điểm khởi phát khác nhau tùy người — nhưng một khi nó xuất hiện, nó sẽ không rời đi.

To my surprise, I generally feel good. Though I move slowly and read with increasing difficulty, I am at the office five days a week where I work with wonderful people. Occasionally, I get a useful idea or am approached with an offer we might not otherwise have received. Because of Berkshire's size and because of market levels, ideas are few — but not zero.

Thật bất ngờ, tôi vẫn cảm thấy khá ổn. Dù di chuyển chậm và đọc ngày càng khó khăn, tôi vẫn đến văn phòng năm ngày một tuần, nơi tôi làm việc với những con người tuyệt vời. Thỉnh thoảng tôi nảy ra ý tưởng hữu ích hoặc nhận được một lời đề nghị mà nếu không có, chúng tôi có thể đã bỏ lỡ. Vì quy mô Berkshire lớn và vì mức định giá thị trường, số ý tưởng mới rất ít — nhưng không phải là bằng không.

* * * * *

My unexpected longevity, however, has unavoidable consequences of major importance to my family and the achievement of my charitable objectives.

Tuy nhiên, tuổi thọ ngoài dự đoán của tôi kéo theo những hệ quả không thể tránh khỏi — những vấn đề cực kỳ quan trọng đối với gia đình tôi và việc thực hiện các mục tiêu từ thiện của tôi.

Let's explore them.

Hãy cùng tìm hiểu chúng.

What Comes Next

Điều Gì Sẽ Đến Tiếp Theo

My children are all above normal retirement age, having reached 72, 70 and 67. It would be a mistake to wager that all three — now at their peak in many respects — will enjoy my exceptional luck in delayed aging. To improve the probability that they will dispose of what will essentially be my entire estate before alternate trustees replace them, I need to step up the pace of lifetime gifts to their three foundations. My children are now at their prime in respect to experience and wisdom but have yet to enter old age. That "honeymoon" period will not last forever.

Các con tôi hiện đều đã vượt qua độ tuổi nghỉ hưu thông thường, lần lượt 72, 70 và 67 tuổi. Sẽ là sai lầm nếu cá cược rằng cả ba — dù giờ họ đang ở đỉnh cao trên nhiều phương diện — sẽ gặp được may mắn phi thường như tôi trong việc lão hóa chậm. Để tăng khả năng rằng họ sẽ có thể xử lý gần như toàn bộ tài sản của tôi trước khi những người được chỉ định thay thế họ xuất hiện, tôi cần đẩy nhanh tiến độ các khoản tặng cho ba quỹ của họ trong thời gian tôi còn sống. Các con tôi đang ở giai đoạn tốt nhất về trải nghiệm và sự khôn ngoan, nhưng vẫn chưa bước vào tuổi già. Giai đoạn “trăng mật” đó sẽ không kéo dài mãi.

Fortunately, a course correction is easy to execute. There is, however, one additional factor to consider: I would like to keep a significant amount of "A" shares until Berkshire shareholders develop the comfort with Greg that Charlie and I long enjoyed. That level of confidence shouldn't take long. My children are already 100% behind Greg as are the Berkshire directors.

May thay, việc điều chỉnh hướng đi này rất dễ thực hiện. Tuy nhiên, còn một yếu tố khác phải cân nhắc: tôi muốn giữ lại một lượng đáng kể cổ phiếu loại “A” cho đến khi các cổ đông Berkshire cảm thấy thoải mái với Greg như mức độ mà Charlie và tôi đã từng có. Mức độ tin tưởng đó sẽ không mất nhiều thời gian. Các con tôi hiện đã hoàn toàn ủng hộ Greg, và ban giám đốc Berkshire cũng vậy.

All three children now have the maturity, brains, energy and instincts to disburse a large fortune. They will also have the advantage of being above ground when I am long gone and, if necessary, can adopt policies both anticipatory and reactive to federal tax policies or other developments affecting philanthropy. They may well need to adapt to a significantly changing world around them. Ruling from the grave does not have a great record, and I have never had an urge to do so.

Cả ba người con hiện đều có sự trưởng thành, trí tuệ, năng lượng và trực giác cần thiết để phân bổ một khối tài sản lớn. Họ cũng có lợi thế là vẫn còn sống khi tôi đã qua đời từ lâu và, nếu cần, họ có thể áp dụng các chính sách mang tính dự đoán hoặc phản ứng trước chính sách thuế liên bang hay những biến động khác liên quan đến hoạt động từ thiện. Họ có thể sẽ cần thích ứng với một thế giới thay đổi đáng kể xung quanh. Điều hành từ trong mộ không có thành tích tốt đẹp, và tôi cũng chưa bao giờ có mong muốn làm vậy.

Fortunately, all three children received a dominant dosage of their genes from their mother. As the decades have passed, I have also become a better model for their thinking and behavior. I will never, however, achieve parity with their mother.

May mắn thay, cả ba đứa đều nhận phần lớn gen trội từ mẹ chúng. Khi các thập kỷ trôi qua, tôi cũng trở thành một hình mẫu tốt hơn cho suy nghĩ và hành vi của chúng. Tuy vậy, tôi sẽ không bao giờ đạt được sự ngang bằng với mẹ chúng.

My children have three alternate trustees in case of any premature deaths or disabilities. The alternates are not ranked or tied to a specific child. All three are exceptional humans and wise in the ways of the world. They have no conflicting motives.

Các con tôi có ba người được chỉ định thay thế trong trường hợp một ai đó qua đời sớm hoặc mắc bệnh tật. Ba người thay thế này không được xếp hạng và không gắn với một đứa con cụ thể nào. Cả ba đều là những con người xuất sắc và khôn ngoan trong cách nhìn nhận thế giới. Họ không có động cơ xung đột.

I have assured my children that they do not need to perform miracles nor fear failures or disappointments. These are inevitable, and I have made my share. They simply need to improve somewhat upon what generally is achieved by government activities and/or private philanthropy, recognizing these other methods of redistribution of wealth have shortcomings as well.

Tôi đã trấn an các con rằng chúng không cần thực hiện những điều kỳ diệu hoặc lo sợ về thất bại hay thất vọng. Những điều đó là tất yếu, và bản thân tôi cũng đã mắc không ít. Chúng chỉ cần làm tốt hơn đôi chút so với những gì thường đạt được bởi các chương trình của chính phủ và/hoặc hoạt động từ thiện tư nhân — nhận biết rằng những phương thức phân phối lại của cải kia cũng có những thiếu sót riêng.

Early on, I contemplated various grand philanthropic plans. Though I was stubborn, these did not prove feasible. During my many years, I've also watched ill-conceived wealth transfers by political hacks, dynastic choices and, yes, inept or quirky philanthropists.

Thuở đầu, tôi đã cân nhắc nhiều kế hoạch từ thiện hoành tráng. Dù rất kiên định, các kế hoạch ấy không khả thi. Suốt nhiều năm, tôi cũng đã chứng kiến các khoản chuyển giao tài sản sai lầm do những kẻ chính trị tệ hại, các lựa chọn mang tính dòng họ, và cả những nhà từ thiện tệ hại hoặc lập dị.

If my children simply do a decent job, they can be certain that their mother and I would be pleased. Their instincts are good and they each have had years of practice with very small sums initially that have been irregularly increased to more than \$500 million annually.

Nếu các con tôi chỉ làm một công việc tử tế, chúng có thể chắc chắn rằng mẹ chúng và tôi sẽ hài lòng. Chúng có trực giác tốt và đã có nhiều năm thực hành với những khoản rất nhỏ lúc ban đầu, được tăng dần theo từng đợt cho đến mức hơn 500 triệu USD mỗi năm.

All three like working long hours to help others, each in their own way.

Cả ba đều thích làm việc nhiều giờ để giúp đỡ người khác, mỗi người theo cách riêng của mình.

* * * * *

The acceleration of my lifetime gifts to my children's foundations in no way reflects any change in my views about Berkshire's prospects. Greg Abel has more than met the high expectations I had for him when I first thought he should be Berkshire's next CEO. He understands many of our businesses and personnel far better than I now do, and he is a very fast learner about matters many CEOs don't even consider. I can't think of a CEO, a management consultant, an academic, a member of government — you name it — that I would select over Greg to handle your savings and mine.

Việc tôi tăng tốc các khoản tặng tài sản trong đời cho các quỹ của con mình hoàn toàn không phản ánh bất kỳ thay đổi nào trong quan điểm của tôi về triển vọng của Berkshire. Greg Abel đã đáp ứng — và vượt qua — những kỳ vọng cao mà tôi dành cho ông ngay từ khi tôi lần đầu nghĩ rằng ông nên là CEO tiếp theo của Berkshire. Ông hiểu rõ nhiều doanh nghiệp và con người của chúng tôi hơn cả tôi lúc này, và học rất nhanh về những vấn đề mà nhiều CEO thậm chí không cân nhắc. Tôi không thể nghĩ ra CEO, cố vấn quản lý, học giả hay quan chức nào — bất kỳ ai — mà tôi muốn chọn thay cho Greg để trông coi khoản tiết kiệm của bạn và của tôi.

Greg understands, for example, far more about both the upside potential and the dangers of our P/C insurance business than do a great many long-time P/C executives. My hope is that his health remains good for several decades. With a little luck, Berkshire should require only five or six CEOs over the next century. It should particularly avoid those whose goal is to retire at 65, to become look-at-me rich or to initiate a dynasty.

Greg, chẳng hạn, hiểu rõ hơn nhiều CEO lâu năm khác trong ngành bảo hiểm tài sản/thiệt hại về cả tiềm năng lợi nhuận lẫn rủi ro của lĩnh vực này. Tôi chỉ mong sức khỏe của ông ấy ổn định trong vài thập kỷ tới. Với một chút may mắn, Berkshire sẽ chỉ cần năm hoặc sáu CEO trong thế kỷ tiếp theo. Công ty đặc biệt nên tránh những người có mục tiêu nghỉ hưu ở tuổi 65, trở nên giàu có để khoe mẽ, hoặc muốn tạo ra một dòng họ quyền lực.

One unpleasant reality: Occasionally, a wonderful and loyal CEO of the parent or a subsidiary will succumb to dementia, Alzheimer's or another debilitating and long-term disease.

Một thực tế khó chịu: Đôi khi, một CEO tuyệt vời và trung thành — của công ty mẹ hoặc công ty con — sẽ sa sút trí tuệ, mắc Alzheimer hoặc những bệnh dài hạn suy nhược khác.

Charlie and I encountered this problem several times and failed to act. This failure can be a huge mistake. The Board must be alert to this possibility at the CEO level and the CEO must be alert to the possibility at subsidiaries. This is easier said than done; I could cite a few examples from the past at major companies. Directors should be alert and speak up is all that I can advise.

Charlie và tôi đã gặp vấn đề này vài lần và không hành động. Đó có thể là một sai lầm lớn. Hội đồng quản trị phải cảnh giác với khả năng này ở cấp CEO, và CEO phải cảnh giác với điều này tại các công ty con. Làm được điều đó không dễ; tôi có thể dẫn vài ví dụ từ những công ty lớn trong quá khứ. Lời khuyên duy nhất: các giám đốc nên cảnh giác và lên tiếng.

During my lifetime, reformers sought to embarrass CEOs by requiring the disclosure of the compensation of the boss compared to what was being paid to the average employee. Proxy statements promptly ballooned to 100-plus pages compared to 20 or less earlier.

Trong cuộc đời tôi, những người cải cách đã tìm cách khiến CEO phải xấu hổ bằng cách yêu cầu công bố mức lương của CEO so với nhân viên trung bình. Các báo cáo ủy quyền ngay lập tức phình lên hơn 100 trang thay vì 20 trang hoặc ít hơn trước đây.

But the good intentions didn't work; instead they backfired. Based on the majority of my observations — the CEO of company "A" looked at his competitor at company "B" and subtly conveyed to his board that he should be worth more. Of course, he also boosted the pay of directors and was careful who he placed on the compensation committee. The new rules produced envy, not moderation.

Nhưng ý định tốt đẹp đó không hiệu quả; thay vào đó, nó phản tác dụng. Trong phần lớn những gì tôi quan sát — CEO của công ty “A” nhìn sang đối thủ của mình tại công ty “B” và ngầm báo với hội đồng rằng ông ta nên được trả cao hơn. Tất nhiên, ông ta cũng nâng lương của các giám đốc và lựa chọn kỹ càng ai sẽ vào ủy ban lương thưởng. Các quy định mới tạo ra sự đố kỵ, chứ không phải sự điều độ.

The ratcheting took on a life of its own. What often bothers very wealthy CEOs — they are human, after all — is that other CEOs are getting even richer. Envy and greed walk hand in hand. And what consultant ever recommended a serious cut in CEO compensation or board payments?

Hiệu ứng “nấc thang tăng dần” đó trở thành một vòng xoáy riêng của nó. Điều khiến nhiều CEO giàu có khó chịu — họ cũng là con người — là thấy CEO khác còn giàu hơn. Ghen tị và tham lam luôn song hành. Và có bao giờ nhà tư vấn lại đề nghị cắt giảm nghiêm túc lương CEO hoặc tiền thù lao hội đồng quản trị?

* * * * *

In aggregate, Berkshire's businesses have moderately better-than-average prospects, led by a few non-correlated and sizable gems. However, a decade or two from now, there will be many companies that have done better than Berkshire; our size takes its toll.

Tổng thể mà nói, các doanh nghiệp của Berkshire có triển vọng tốt hơn mức trung bình, dẫn đầu bởi vài “viên ngọc” lớn và không tương quan với nhau. Tuy nhiên, trong mười hoặc hai mươi năm nữa, sẽ có nhiều công ty làm tốt hơn Berkshire; quy mô lớn của chúng tôi có cái giá của nó.

Berkshire has less chance of a devastating disaster than any business I know. And, Berkshire has a more shareholder-conscious management and board than almost any company with which I am familiar (and I've seen a lot). Finally, Berkshire will always be managed in a manner that will make its existence an asset to the United States and eschew activities that would lead it to become a supplicant. Over time, our managers should grow quite wealthy — they have important responsibilities — but do not have the desire for dynastic or look-at-me wealth.

Berkshire ít có khả năng gặp thảm họa nghiêm trọng hơn bất kỳ doanh nghiệp nào mà tôi biết. Và Berkshire có một đội ngũ quản lý và hội đồng quản trị quan tâm đến cổ đông hơn gần như mọi công ty mà tôi từng biết (và tôi đã gặp nhiều). Cuối cùng, Berkshire sẽ luôn được điều hành theo cách khiến sự tồn tại của nó là một tài sản cho nước Mỹ và tránh mọi hoạt động có thể khiến nó trở thành kẻ cầu xin. Theo thời gian, các nhà quản lý của chúng tôi sẽ trở nên giàu có — họ có trách nhiệm quan trọng — nhưng họ không có mong muốn tạo ra một dòng dõi hay sự giàu sang phô trương.

Our stock price will move capriciously, occasionally falling 50% or so as has happened three times in 60 years under present management. Don't despair; America will come back and so will Berkshire shares.

Giá cổ phiếu của chúng tôi sẽ biến động thất thường, đôi lúc giảm khoảng 50% như đã xảy ra ba lần trong 60 năm dưới sự điều hành hiện tại. Đừng tuyệt vọng; nước Mỹ sẽ trở lại, và cổ phiếu Berkshire cũng vậy.

A Few Final Thoughts

Một Vài Suy Nghĩ Cuối Cùng

One perhaps self-serving observation. I'm happy to say I feel better about the second half of my life than the first. My advice: Don't beat yourself up over past mistakes — learn at least a little

from them and move on. It is never too late to improve. Get the right heroes and copy them. You can start with Tom Murphy; he was the best.

Một nhận xét có lẽ hơi thiên về bản thân: Tôi vui mừng nói rằng tôi cảm thấy tốt hơn về nửa sau của cuộc đời mình so với nửa đầu. Lời khuyên của tôi: Đừng tự giày vò bản thân vì những sai lầm trong quá khứ — hãy học được dù chỉ một chút và bước tiếp. Không bao giờ là quá muộn để cải thiện. Hãy chọn những người hùng đúng đắn và noi theo họ. Bạn có thể bắt đầu với Tom Murphy; ông ấy là người xuất sắc nhất.

Remember Alfred Nobel, later of Nobel Prize fame, who — reportedly — read his own obituary that was mistakenly printed when his brother died and a newspaper got mixed up. He was horrified at what he read and realized he should change his behavior.

Hãy nhớ Alfred Nobel — người sau này nổi tiếng với Giải Nobel — được cho là đã đọc cáo phó của chính mình khi tờ báo nhầm lẫn sau cái chết của anh trai ông. Ông kinh hãi trước những gì được viết và nhận ra mình cần thay đổi cách sống.

Don't count on a newsroom mix-up: Decide what you would like your obituary to say and live the life to deserve it.

Đừng trông chờ vào một sự nhầm lẫn trong phòng tin tức: Hãy quyết định bạn muốn cáo phó của mình viết gì và sống thế nào để xứng đáng với điều đó.

Greatness does not come about through accumulating great amounts of money, great amounts of publicity or great power in government. When you help someone in any of thousands of ways, you help the world. Kindness is costless but also priceless. Whether you are religious or not, it's hard to beat The Golden Rule as a guide to behavior.

Sự vĩ đại không đến từ việc tích lũy thật nhiều tiền, thật nhiều danh tiếng hay thật nhiều quyền lực. Khi bạn giúp ai đó theo bất kỳ trong hàng ngàn cách, bạn giúp cả thế giới. Lòng tử tế không tốn gì nhưng lại vô giá. Dù bạn có tôn giáo hay không, thật khó để tìm thấy nguyên tắc sống nào tốt hơn Luật Vàng (Golden Rule).

I write this as one who has been thoughtless countless times and made many mistakes but also became very lucky in learning from some wonderful friends how to behave better (still a long way from perfect, however). Keep in mind that the cleaning lady is as much a human being as the Chairman.

Tôi viết những điều này với tư cách một người đã vô tâm vô số lần và phạm nhiều sai lầm — nhưng cũng may mắn học được từ những người bạn tuyệt vời về cách cư xử tốt hơn (dù vẫn còn xa mới hoàn hảo). Hãy nhớ rằng người lao công cũng là con người như Chủ tịch Hội đồng quản trị.

* * * * *

I wish all who read this a very happy Thanksgiving. Yes, even the jerks; it's never too late to change. Remember to thank America for maximizing your opportunities. But it is — inevitably — capricious and sometimes venal in distributing its rewards.

Tôi chúc tất cả những ai đọc được điều này một Lễ Tạ Ôn thật hạnh phúc. Vâng, cả những kẻ tồi tệ nữa; không bao giờ là quá muộn để thay đổi. Hãy nhớ cảm ơn nước Mỹ vì đã tối đa hóa cơ hội dành cho bạn. Nhưng nước Mỹ — tất yếu — cũng thất thường và đôi khi thiên vị trong cách phân bổ phần thưởng của mình.

Choose your heroes very carefully and then emulate them. You will never be perfect, but you can always be better.

Hãy chọn anh hùng của bạn thật cẩn thận và noi theo họ. Bạn sẽ không bao giờ hoàn hảo, nhưng bạn luôn có thể tốt hơn.

BERKSHIRE HATHAWAY INC.
(1993)

To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.:

Gửi các Cổ đông của Berkshire Hathaway Inc.:

Our per-share book value increased 14.3% during 1993. Over the last 29 years (that is, since present management took over) book value has grown from \$19 to \$8,854, or at a rate of 23.3% compounded annually.

Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu (per-share book value) của chúng tôi đã tăng 14,3% trong năm 1993. Trong vòng 29 năm qua (tức là kể từ khi ban quản lý hiện tại tiếp quản), giá trị sổ sách đã tăng từ 19 đô la lên 8.854 đô la, hay với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm là 23,3%.

During the year, Berkshire's net worth increased by \$1.5 billion, a figure affected by two negative and two positive non- operating items. For the sake of completeness, I'll explain them here. If you aren't thrilled by accounting, however, feel free to fast-forward through this discussion:

Trong năm, giá trị ròng (net worth) của Berkshire tăng 1,5 tỷ đô la, một con số bị ảnh hưởng bởi hai khoản mục phi hoạt động (non-operating items) tiêu cực và hai khoản mục tích cực. Để đầy đủ, tôi sẽ giải thích chúng ở đây. Tuy nhiên, nếu quý vị không hứng thú với kế toán, hãy thoải mái tua nhanh qua phần thảo luận này:

1. The first negative was produced by a change in Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) having to do with the taxes we accrue against unrealized appreciation in the securities we carry at market value. The old rule said that the tax rate used should be the one in effect when the appreciation took place. Therefore, at the end of 1992, we were using a rate of 34% on the \$6.4 billion of gains generated after 1986 and 28% on the \$1.2 billion of gains generated before that. The new rule stipulates that the current tax rate should be applied to all gains. The rate in the first quarter of 1993, when this rule went into effect, was 34%. Applying that rate to our pre-1987 gains reduced net worth by \$70 million.

Khoản tiêu cực đầu tiên là do sự thay đổi trong Nguyên tắc Kế toán Được Chấp nhận Chung (GAAP) liên quan đến khoản thuế chúng tôi phải tính cho lãi chưa thực hiện (unrealized appreciation) trong các chứng khoán mà chúng tôi ghi nhận theo giá trị thị trường. Quy tắc cũ: Tỷ

lệ thuế được sử dụng phải là tỷ lệ có hiệu lực khi khoản lãi đó phát sinh. Do đó, vào cuối năm 1992, chúng tôi sử dụng tỷ lệ 34% cho 6,4 tỷ đô la lãi phát sinh sau năm 1986 và 28% cho 1,2 tỷ đô la lãi phát sinh trước đó. Quy tắc mới: Quy tắc mới quy định rằng tỷ lệ thuế hiện hành phải được áp dụng cho tất cả các khoản lãi. Tỷ lệ này trong quý đầu tiên năm 1993, khi quy tắc này có hiệu lực, là 34%. Tác động: Việc áp dụng tỷ lệ này cho các khoản lãi trước năm 1987 đã làm giảm giá trị ròng 70 triệu đô la.

2. The second negative, related to the first, came about because the corporate tax rate was raised in the third quarter of 1993 to 35%. This change required us to make an additional charge of 1% against all of our unrealized gains, and that charge penalized net worth by \$75 million. Oddly, GAAP required both this charge and the one described above to be deducted from the earnings we report, even though the unrealized appreciation that gave rise to the charges was never included in earnings, but rather was credited directly to net worth.

Khoản tiêu cực thứ hai, có liên quan đến khoản thứ nhất, xảy ra vì tỷ lệ thuế doanh nghiệp đã được tăng lên 35% trong quý ba năm 1993. Thay đổi này yêu cầu chúng tôi phải tính thêm 1% vào tất cả các khoản lãi chưa thực hiện (unrealized gains) của chúng tôi, và khoản tính phí này đã làm giảm giá trị ròng 75 triệu đô la. Điều kỳ lạ là GAAP yêu cầu cả khoản tính phí này và khoản được mô tả ở trên phải được khấu trừ vào lợi nhuận chúng tôi báo cáo, mặc dù khoản lãi chưa thực hiện đã tạo ra các khoản tính phí này chưa bao giờ được đưa vào lợi nhuận, mà thay vào đó được ghi có trực tiếp vào giá trị ròng.

3. Another 1993 change in GAAP affects the value at which we carry the securities that we own. In recent years, both the common stocks and certain common-equivalent securities held by our insurance companies have been valued at market, whereas equities held by our non-insurance subsidiaries or by the parent company were carried at their aggregate cost or market, whichever was lower. Now GAAP says that all common stocks should be carried at market, a rule we began following in the fourth quarter of 1993. This change produced a gain in Berkshire's reported net worth of about \$172 million.

Một thay đổi khác trong GAAP năm 1993 ảnh hưởng đến giá trị mà chúng tôi ghi nhận các chứng khoán mà chúng tôi sở hữu. Trong những năm gần đây, cả cổ phiếu phổ thông (common stocks) và một số chứng khoán tương đương cổ phiếu phổ thông (common-equivalent securities) do các công ty bảo hiểm của chúng tôi nắm giữ được định giá theo giá thị trường, trong khi các cổ phiếu do các công ty con phi bảo hiểm hoặc công ty mẹ nắm giữ được ghi nhận theo tổng giá gốc hoặc giá thị trường, tùy theo giá nào thấp hơn. Bây giờ GAAP quy định rằng tất cả cổ phiếu phổ thông phải được ghi nhận theo giá thị trường, một quy tắc chúng tôi bắt đầu tuân theo trong quý IV năm 1993. Thay đổi này đã tạo ra khoản tăng trong giá trị ròng được báo cáo của Berkshire khoảng 172 triệu đô la.

4. Finally, we issued some stock last year. In a transaction described in last year's Annual Report, we issued 3,944 shares in early January, 1993 upon the conversion of \$46 million convertible debentures that we had called for redemption. Additionally, we issued 25,203 shares

when we acquired Dexter Shoe, a purchase discussed later in this report. The overall result was that our shares outstanding increased by 29,147 and our net worth by about \$478 million. Per-share book value also grew, because the shares issued in these transactions carried a price above their book value.

Cuối cùng, chúng tôi đã phát hành một số cổ phiếu vào năm ngoái. Trong một giao dịch được mô tả trong Báo cáo Thường niên năm ngoái, chúng tôi đã phát hành 3.944 cổ phiếu vào đầu tháng 1 năm 1993 khi chuyển đổi 46 triệu đô la trái phiếu chuyển đổi (convertible debentures) mà chúng tôi đã gọi mua lại. Ngoài ra, chúng tôi đã phát hành 25.203 cổ phiếu khi chúng tôi mua lại Dexter Shoe, một thương vụ sẽ được thảo luận sau trong báo cáo này. Kết quả chung là số cổ phiếu đang lưu hành của chúng tôi tăng thêm 29.147 và giá trị ròng của chúng tôi tăng khoảng 478 triệu đô la. Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu cũng tăng, vì cổ phiếu được phát hành trong các giao dịch này có mức giá cao hơn giá trị sổ sách của chúng.

Of course, it's per-share intrinsic value, not book value, that counts. Book value is an accounting term that measures the capital, including retained earnings, that has been put into a business. Intrinsic value is a present-value estimate of the cash that can be taken out of a business during its remaining life. At most companies, the two values are unrelated. Berkshire, however, is an exception: Our book value, though significantly below our intrinsic value, serves as a useful device for tracking that key figure. In 1993, each measure grew by roughly 14%, advances that I would call satisfactory but unexciting.

Tất nhiên, điều quan trọng là giá trị nội tại trên mỗi cổ phiếu (per-share intrinsic value), chứ không phải giá trị sổ sách (book value). Giá trị Sổ sách là một thuật ngữ kế toán đo lường vốn, bao gồm lợi nhuận giữ lại (retained earnings), đã được đưa vào một doanh nghiệp. Giá trị Nội tại là ước tính giá trị hiện tại của lượng tiền mặt có thể được rút ra khỏi một doanh nghiệp trong suốt thời gian tồn tại còn lại của nó. Tại hầu hết các công ty, hai giá trị này không liên quan đến nhau. Tuy nhiên, Berkshire là một ngoại lệ: Giá trị sổ sách của chúng tôi, mặc dù thấp hơn đáng kể so với giá trị nội tại, vẫn đóng vai trò là một công cụ hữu ích để theo dõi con số chủ chốt đó. Năm 1993, cả hai thước đo đều tăng khoảng 14%, những tiến bộ mà tôi sẽ gọi là đáng hài lòng nhưng không mấy thú vị (satisfactory but unexciting).

These gains, however, were outstripped by a much larger gain - 39% - in Berkshire's market price. Over time, of course, market price and intrinsic value will arrive at about the same destination. But in the short run the two often diverge in a major way, a phenomenon I've discussed in the past. Two years ago, Coca-Cola and Gillette, both large holdings of ours, enjoyed market price increases that dramatically outpaced their earnings gains. In the 1991 Annual Report, I said that the stocks of these companies could not continuously overperform their businesses.

Tuy nhiên, những khoản tăng trưởng này đã bị vượt qua bởi một mức tăng lớn hơn nhiều — 39% — trong giá thị trường (market price) của Berkshire. Theo thời gian, tất nhiên, giá thị trường và giá trị nội tại sẽ đạt đến cùng một đích đến. Nhưng trong ngắn hạn, hai giá trị này thường khác biệt đáng kể, một hiện tượng mà tôi đã thảo luận trong quá khứ. Hai năm trước: Coca-Cola và Gillette, cả hai đều là những khoản đầu tư lớn của chúng tôi, đã có mức tăng giá thị trường vượt xa mức tăng lợi nhuận của họ một cách đáng kể. Trong Báo cáo Thường niên năm 1991, tôi đã nói rằng cổ phiếu của các công ty này không thể liên tục hoạt động tốt hơn hoạt động kinh doanh của

họ.

From 1991 to 1993, Coke and Gillette increased their annual operating earnings per share by 38% and 37% respectively, but their market prices moved up only 11% and 6%. In other words, the companies overperformed their stocks, a result that no doubt partly reflects Wall Street's new apprehension about brand names. Whatever the reason, what will count over time is the earnings performance of these companies. If they prosper, Berkshire will also prosper, though not in a lock-step manner.

Giai đoạn 1991 đến 1993, Coke và Gillette đã tăng lợi nhuận hoạt động hàng năm trên mỗi cổ phiếu lần lượt là 38% và 37%, nhưng giá thị trường của họ chỉ tăng 11% và 6%. Nói cách khác, các công ty đã hoạt động tốt hơn cổ phiếu của họ, một kết quả không nghi ngờ gì phản ánh một phần sự lo lắng mới của Phố Wall về các thương hiệu (brand names). Dù lý do là gì, điều quan trọng theo thời gian là hiệu suất lợi nhuận của các công ty này. Nếu họ thịnh vượng, Berkshire cũng sẽ thịnh vượng, mặc dù không phải theo cách khóa bước (lock-step manner).

Let me add a lesson from history: Coke went public in 1919 at \$40 per share. By the end of 1920 the market, coldly reevaluating Coke's future prospects, had battered the stock down by more than 50%, to \$19.50. At yearend 1993, that single share, with dividends reinvested, was worth more than \$2.1 million. As Ben Graham said: "In the short-run, the market is a voting machine - reflecting a voter-registration test that requires only money, not intelligence or emotional stability - but in the long-run, the market is a weighing machine."

Tôi xin bổ sung một bài học từ lịch sử: Coke lên sàn vào năm 1919 với giá 40 đô la một cổ phiếu. Đến cuối năm 1920, thị trường, sau khi lạnh lùng đánh giá lại triển vọng tương lai của Coke, đã đánh tụt giá cổ phiếu xuống hơn 50%, còn 19,50 đô la. Vào cuối năm 1993, cổ phiếu đơn lẻ đó, với cổ tức được tái đầu tư, có giá trị hơn 2,1 triệu đô la. Như Ben Graham đã nói: "Trong ngắn hạn, thị trường là một cỗ máy bỏ phiếu — phản ánh một bài kiểm tra đăng ký cử tri chỉ yêu cầu tiền, chứ không phải trí thông minh hay sự ổn định cảm xúc — nhưng về dài hạn, thị trường là một cỗ máy cân đo."

So how should Berkshire's over-performance in the market last year be viewed? Clearly, Berkshire was selling at a higher percentage of intrinsic value at the end of 1993 than was the case at the beginning of the year. On the other hand, in a world of 6% or 7% long-term interest rates, Berkshire's market price was not inappropriate if - and you should understand that this is a huge if - Charlie Munger, Berkshire's Vice Chairman, and I can attain our long-standing goal of increasing Berkshire's per-share intrinsic value at an average annual rate of 15%. We have not retreated from this goal. But we again emphasize, as we have for many years, that the growth in our capital base makes 15% an ever-more difficult target to hit.

Vậy hiệu suất vượt trội của Berkshire trên thị trường vào năm ngoái nên được nhìn nhận như thế nào? Rõ ràng, Berkshire đã được bán ở một tỷ lệ phần trăm cao hơn so với giá trị nội tại vào cuối năm 1993 so với đầu năm. Mặt khác, trong một thế giới có lãi suất dài hạn 6% hoặc 7%, giá thị trường của Berkshire không phải là không hợp lý nếu — và quý vị nên hiểu rằng đây là một "nếu" rất lớn — Charlie Munger, Phó Chủ tịch Berkshire, và tôi có thể đạt được mục tiêu lâu dài là tăng giá trị nội tại trên mỗi cổ phiếu của Berkshire ở mức tăng trưởng kép hàng năm là 15%. Chúng tôi đã không từ bỏ mục tiêu này. Nhưng chúng tôi một lần nữa nhấn mạnh, như chúng tôi đã làm trong nhiều năm, rằng sự phát triển trong cơ sở vốn của chúng tôi khiến 15% là một mục

tiêu ngày càng khó đạt được.

What we have going for us is a growing collection of good- sized operating businesses that possess economic characteristics ranging from good to terrific, run by managers whose performance ranges from terrific to terrific. You need have no worries about this group.

Điều chúng tôi đang có là một tập hợp ngày càng tăng các doanh nghiệp hoạt động có quy mô tốt, sở hữu các đặc điểm kinh tế từ tốt đến tuyệt vời, được điều hành bởi các nhà quản lý có hiệu suất từ tuyệt vời đến tuyệt vời. Quý vị không cần phải lo lắng về nhóm này.

The capital-allocation work that Charlie and I do at the parent company, using the funds that our managers deliver to us, has a less certain outcome: It is not easy to find new businesses and managers comparable to those we have. Despite that difficulty, Charlie and I relish the search, and we are happy to report an important success in 1993.

Công việc phân bổ vốn mà Charlie và tôi thực hiện tại công ty mẹ, sử dụng nguồn vốn mà các nhà quản lý của chúng tôi chuyển giao cho chúng tôi, có kết quả kém chắc chắn hơn: Không dễ để tìm thấy các doanh nghiệp và nhà quản lý mới tương đương với những gì chúng tôi đang có. Mặc dù khó khăn đó, Charlie và tôi vẫn thích thú với việc tìm kiếm, và chúng tôi vui mừng báo cáo một thành công quan trọng trong năm 1993.

Dexter Shoe

Dexter Shoe

What we did last year was build on our 1991 purchase of H. H. Brown, a superbly-run manufacturer of work shoes, boots and other footwear. Brown has been a real winner: Though we had high hopes to begin with, these expectations have been considerably exceeded thanks to Frank Rooney, Jim Issler and the talented managers who work with them. Because of our confidence in Frank's team, we next acquired Lowell Shoe, at the end of 1992. Lowell was a long-established manufacturer of women's and nurses' shoes, but its business needed some fixing. Again, results have surpassed our expectations. So we promptly jumped at the chance last year to acquire Dexter Shoe of Dexter, Maine, which manufactures popular-priced men's and women's shoes. Dexter, I can assure you, needs no fixing: It is one of the best-managed companies Charlie and I have seen in our business lifetimes.

Những gì chúng tôi đã làm vào năm ngoái là xây dựng dựa trên thương vụ mua lại H. H. Brown vào năm 1991, một nhà sản xuất giày lao động, ủng và các loại giày dép khác được điều hành xuất sắc. Brown thực sự là một thành công lớn (real winner): Mặc dù ban đầu chúng tôi đã đặt nhiều hy vọng, nhưng những kỳ vọng này đã bị vượt qua đáng kể nhờ Frank Rooney, Jim Issler và các nhà quản lý tài năng làm việc cùng họ. Vì tin tưởng vào đội ngũ của Frank, chúng tôi tiếp tục mua lại Lowell Shoe vào cuối năm 1992. Lowell là nhà sản xuất giày nữ và giày y tá đã có từ lâu, nhưng hoạt động kinh doanh của họ cần được chấn chỉnh (fixing). Một lần nữa, kết quả đã vượt quá mong đợi của chúng tôi. Vì vậy, chúng tôi đã nhanh chóng nắm bắt cơ hội vào năm ngoái để mua lại Dexter Shoe ở Dexter, Maine, công ty sản xuất giày nam và giày nữ bình dân (popular-priced). Tôi có thể đảm bảo với quý vị rằng Dexter không cần chấn chỉnh (needs no fixing): Đây

là một trong những công ty được quản lý tốt nhất mà Charlie và tôi từng thấy trong suốt cuộc đời kinh doanh của mình.

Harold Alfond, who started working in a shoe factory at 25 cents an hour when he was 20, founded Dexter in 1956 with \$10,000 of capital. He was joined in 1958 by Peter Lunder, his nephew. The two of them have since built a business that now produces over 7.5 million pairs of shoes annually, most of them made in Maine and the balance in Puerto Rico. As you probably know, the domestic shoe industry is generally thought to be unable to compete with imports from low-wage countries. But someone forgot to tell this to the ingenious managements of Dexter and H. H. Brown and to their skilled labor forces, which together make the U.S. plants of both companies highly competitive against all comers.

Harold Alfond, người bắt đầu làm việc trong một nhà máy giày với 25 cent một giờ khi ông 20 tuổi, đã thành lập Dexter vào năm 1956 với 10.000 đô la vốn. Ông được tham gia vào năm 1958 bởi Peter Lunder, cháu trai của ông. Kể từ đó, hai người họ đã xây dựng một doanh nghiệp hiện sản xuất hơn 7,5 triệu đôi giày hàng năm, hầu hết được sản xuất tại Maine và phần còn lại ở Puerto Rico. Như quý vị có thể biết, ngành công nghiệp giày dép trong nước nhìn chung được cho là không thể cạnh tranh với hàng nhập khẩu từ các nước có mức lương thấp. Nhưng ai đó đã quên nói điều này với các ban quản lý tài tình (ingenious managements) của Dexter và H. H. Brown, cùng với lực lượng lao động lành nghề của họ, những người cùng nhau làm cho các nhà máy tại Mỹ của cả hai công ty trở nên có khả năng cạnh tranh cao trước tất cả các đối thủ.

Dexter's business includes 77 retail outlets, located primarily in the Northeast. The company is also a major manufacturer of golf shoes, producing about 15% of U.S. output. Its bread and butter, though, is the manufacture of traditional shoes for traditional retailers, a job at which it excels: Last year both Nordstrom and J.C. Penney bestowed special awards upon Dexter for its performance as a supplier during 1992.

Hoạt động kinh doanh của Dexter bao gồm 77 cửa hàng bán lẻ, chủ yếu nằm ở vùng Đông Bắc. Công ty cũng là nhà sản xuất giày golf lớn, sản xuất khoảng 15% sản lượng của Hoa Kỳ. Tuy nhiên, lĩnh vực cốt lõi (bread and butter) của họ là sản xuất giày truyền thống cho các nhà bán lẻ truyền thống, một công việc mà họ rất xuất sắc: Năm ngoái, cả Nordstrom và J.C. Penney đều trao giải thưởng đặc biệt cho Dexter vì hiệu suất của họ với tư cách là nhà cung cấp trong năm 1992.

Our 1993 results include Dexter only from our date of merger, November 7th. In 1994, we expect Berkshire's shoe operations to have more than \$550 million in sales, and we would not be surprised if the combined pre-tax earnings of these businesses topped \$85 million. Five years ago we had no thought of getting into shoes. Now we have 7,200 employees in that industry, and I sing "There's No Business Like Shoe Business" as I drive to work. So much for strategic plans.

Kết quả năm 1993 của chúng tôi chỉ bao gồm Dexter từ ngày sáp nhập, ngày 7 tháng 11. Năm 1994, chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh giày của Berkshire sẽ đạt doanh thu hơn 550 triệu đô la, và chúng tôi sẽ không ngạc nhiên nếu lợi nhuận trước thuế kết hợp của các doanh nghiệp này vượt qua 85 triệu đô la. Năm năm trước, chúng tôi không hề nghĩ đến việc tham gia vào ngành giày. Bây giờ chúng tôi có 7.200 nhân viên trong ngành đó, và tôi hát bài "There's No Business Like Shoe Business" (Không Có Ngành Kinh Doanh Nào Tuyệt Vời Bằng Ngành Giày) khi lái xe đi làm. Kế hoạch chiến lược là vậy đấy (So much for strategic plans).

At Berkshire, we have no view of the future that dictates what businesses or industries we will enter. Indeed, we think it's usually poison for a corporate giant's shareholders if it embarks upon new ventures pursuant to some grand vision. We prefer instead to focus on the economic characteristics of businesses that we wish to own and the personal characteristics of managers with whom we wish to associate - and then to hope we get lucky in finding the two in combination. At Dexter, we did.

Tại Berkshire, chúng tôi không có bất kỳ quan điểm nào về tương lai để quyết định chúng tôi sẽ tham gia vào những doanh nghiệp hoặc ngành công nghiệp nào. Thật vậy, chúng tôi nghĩ rằng việc một tập đoàn khổng lồ bắt tay vào các dự án mới theo một tầm nhìn vĩ đại nào đó thường là chất độc (poison) đối với các cổ đông của nó. Thay vào đó, chúng tôi thích tập trung vào các đặc điểm kinh tế của các doanh nghiệp mà chúng tôi muốn sở hữu và các đặc điểm cá nhân của các nhà quản lý mà chúng tôi muốn hợp tác — và sau đó hy vọng chúng tôi sẽ may mắn tìm thấy hai yếu tố đó kết hợp lại. Tại Dexter, chúng tôi đã làm được điều đó.

* * * * *

And now we pause for a short commercial: Though they owned a business jewel, we believe that Harold and Peter (who were not interested in cash) made a sound decision in exchanging their Dexter stock for shares of Berkshire. What they did, in effect, was trade a 100% interest in a single terrific business for a smaller interest in a large group of terrific businesses. They incurred no tax on this exchange and now own a security that can be easily used for charitable or personal gifts, or that can be converted to cash in amounts, and at times, of their own choosing. Should members of their families desire to, they can pursue varying financial paths without running into the complications that often arise when assets are concentrated in a private business.

Và bây giờ chúng ta tạm dừng cho một đoạn quảng cáo ngắn: Mặc dù sở hữu một viên ngọc quý trong kinh doanh (business jewel), chúng tôi tin rằng Harold và Peter (những người không quan tâm đến tiền mặt) đã đưa ra một quyết định hợp lý khi đổi cổ phiếu Dexter của họ lấy cổ phiếu của Berkshire. Về cơ bản, điều họ đã làm là trao đổi 100% lợi ích trong một doanh nghiệp tuyệt vời duy nhất để lấy một lợi ích nhỏ hơn trong một nhóm lớn các doanh nghiệp tuyệt vời. Họ không phải chịu thuế nào đối với việc trao đổi này và hiện họ sở hữu một loại chứng khoán có thể dễ dàng sử dụng cho mục đích từ thiện hoặc quà tặng cá nhân, hoặc có thể được chuyển đổi thành tiền mặt theo số lượng và vào thời điểm do chính họ lựa chọn. Nếu các thành viên gia đình họ muốn, họ có thể theo đuổi các con đường tài chính khác nhau mà không gặp phải những phức tạp thường nảy sinh khi tài sản tập trung vào một doanh nghiệp tư nhân.

For tax and other reasons, private companies also often find it difficult to diversify outside their industries. Berkshire, in contrast, can diversify with ease. So in shifting their ownership to Berkshire, Dexter's shareholders solved a reinvestment problem. Moreover, though Harold and Peter now have non-controlling shares in Berkshire, rather than controlling shares in Dexter, they know they will be treated as partners and that we will follow owner-oriented practices. If they elect to retain their Berkshire shares, their investment result from the merger date forward will exactly parallel my own result. Since I have a huge percentage of my net worth committed for life to Berkshire shares - and since the company will issue me neither restricted shares nor stock options - my gain-loss equation will always match that of all other owners.

Vì lý do thuế và các lý do khác, các công ty tư nhân cũng thường thấy khó khăn trong việc đa dạng hóa ra ngoài ngành của họ. Ngược lại, Berkshire có thể đa dạng hóa một cách dễ dàng. Vì vậy, bằng cách chuyển quyền sở hữu của họ sang Berkshire, các cổ đông của Dexter đã giải quyết được vấn đề tái đầu tư. Hơn nữa, mặc dù hiện tại Harold và Peter nắm giữ cổ phiếu không kiểm soát (non-controlling shares) trong Berkshire, thay vì cổ phiếu kiểm soát (controlling shares) trong Dexter, họ biết rằng họ sẽ được đối xử như những đối tác (partners) và chúng tôi sẽ tuân theo các thông lệ định hướng chủ sở hữu (owner-oriented practices). Nếu họ chọn giữ lại cổ phiếu Berkshire của mình, kết quả đầu tư của họ kể từ ngày sáp nhập trở đi sẽ hoàn toàn song song với kết quả của chính tôi. Vì tôi đã cam kết một tỷ lệ lớn giá trị ròng của mình trọn đời vào cổ phiếu Berkshire — và vì công ty sẽ không cấp cho tôi cả cổ phiếu hạn chế (restricted shares) hay quyền chọn mua cổ phiếu (stock options) — phương trình lãi-lỗ của tôi sẽ luôn trùng khớp với tất cả các chủ sở hữu khác.

Additionally, Harold and Peter know that at Berkshire we can keep our promises: There will be no changes of control or culture at Berkshire for many decades to come. Finally, and of paramount importance, Harold and Peter can be sure that they will get to run their business - an activity they dearly love - exactly as they did before the merger. At Berkshire, we do not tell .400 hitters how to swing.

Ngoài ra, Harold và Peter biết rằng tại Berkshire, chúng tôi có thể giữ lời hứa: Sẽ không có bất kỳ thay đổi nào về quyền kiểm soát hay văn hóa tại Berkshire trong nhiều thập kỷ tới. Cuối cùng, và quan trọng nhất, Harold và Peter có thể chắc chắn rằng họ sẽ được tiếp tục điều hành doanh nghiệp của mình — một hoạt động mà họ vô cùng yêu thích — hoàn toàn giống như trước khi sáp nhập. Tại Berkshire, chúng tôi không bảo những người đánh bóng đạt tỷ lệ .400 (.400 hitters) phải vung gậy như thế nào.

What made sense for Harold and Peter probably makes sense for a few other owners of large private businesses. So, if you have a business that might fit, let me hear from you. Our acquisition criteria are set forth in the appendix on page 22.

Những gì hợp lý đối với Harold và Peter có lẽ cũng hợp lý đối với một số chủ sở hữu khác của các doanh nghiệp tư nhân lớn. Vì vậy, nếu quý vị có một doanh nghiệp có thể phù hợp, hãy liên hệ với tôi. Các tiêu chí mua lại của chúng tôi được nêu trong phụ lục ở trang 22.

Sources of Reported Earnings

Các Nguồn Thu Nhập Được Báo Cáo

The table below shows the major sources of Berkshire's reported earnings. In this presentation, amortization of Goodwill and other major purchase-price accounting adjustments are not charged against the specific businesses to which they apply, but are instead aggregated and shown separately. This procedure lets you view the earnings of our businesses as they would have been reported had we not purchased them. I've explained in past reports why this form of presentation seems to us to be more useful to investors and managers than one utilizing GAAP, which requires purchase-price adjustments to be made on a business-by-business basis. The total net earnings we show in the table are, of course, identical to the GAAP total in our audited financial

statements.

Bảng dưới đây trình bày các nguồn thu nhập chính được báo cáo (reported earnings) của Berkshire. Trong cách trình bày này, khấu hao Lợi thế Thương mại (amortization of Goodwill) và các điều chỉnh kế toán giá mua (purchase-price accounting adjustments) lớn khác không được tính vào các doanh nghiệp cụ thể mà chúng áp dụng, mà thay vào đó được tổng hợp và hiển thị riêng. Quy trình này cho phép quý vị xem thu nhập của các doanh nghiệp của chúng tôi như thể chúng đã được báo cáo nếu chúng tôi không mua lại chúng. Tôi đã giải thích trong các báo cáo trước đây rằng tại sao hình thức trình bày này có vẻ hữu ích hơn đối với các nhà đầu tư và nhà quản lý so với hình thức sử dụng GAAP, vốn yêu cầu các điều chỉnh giá mua phải được thực hiện trên cơ sở từng doanh nghiệp. Tất nhiên, tổng thu nhập ròng (total net earnings) mà chúng tôi hiển thị trong bảng hoàn toàn giống với tổng số theo GAAP trong báo cáo tài chính đã được kiểm toán của chúng tôi.

(000s omitted)				
		<i>Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)</i>		
	<i>Pre-Tax Earnings</i>			
	1993	1992	1993	1992
Operating Earnings:				
Insurance Group:				
Underwriting	\$ 30,876	\$(108,961)	\$ 20,156	\$(71,141)
Net Investment Income	375,946	355,067	321,321	305,763
H. H. Brown, Lowell, and Dexter	44,025*	27,883	28,829	17,340
Buffalo News	50,962	47,863	29,696	28,163
Commercial & Consumer Finance	22,695	19,836	14,161	12,664
Fechheimer	13,442	13,698	6,931	7,267
Kirby	39,147	35,653	25,056	22,795
Nebraska Furniture Mart	21,540	17,110	10,398	8,072
Scott Fetzer Manufacturing Group	38,196	31,954	23,809	19,883
See's Candies	41,150	42,357	24,367	25,501
World Book	19,915	29,044	13,537	19,503
Purchase-Price Accounting & Goodwill Charges	(17,033)	(12,087)	(13,996)	(13,070)
Interest Expense**	(56,545)	(98,643)	(35,614)	(62,899)
Shareholder-Designated				
Contributions	(9,448)	(7,634)	(5,994)	(4,913)
Other	28,428	67,540	15,094	32,798
Operating Earnings	643,296	460,680	477,751	347,726
Sales of Securities	546,422	89,937	356,702	59,559
Tax Accruals Caused by New Accounting Rules	---	---	(146,332)	---
Total Earnings - All Entities ..	\$1,189,718	\$ 550,617	\$688,121	\$407,285

* Includes Dexter's earnings only from the date it was acquired, November 7, 1993.

**Excludes interest expense of Commercial and Consumer Finance businesses. In 1992 includes \$22.5 million of premiums paid on the early redemption of debt.

Pre-Tax Earnings/ Lợi nhuận Trước thuế

Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)/ Phần Thu nhập Ròng của Berkshire (sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số)

* Includes Dexter's earnings only from the date it was acquired, November 7, 1993.

* Bao gồm thu nhập của Dexter chỉ từ ngày được mua lại, ngày 7 tháng 11 năm 1993.

***Excludes interest expense of Commercial and Consumer Finance businesses. In 1992 includes \$22.5 million of premiums paid on the early redemption of debt.*

***Không bao gồm chi phí lãi vay (interest expense) của các doanh nghiệp Tài chính Thương mại và Tiêu dùng. Năm 1992 bao gồm 22,5 triệu đô la phí bảo hiểm (premiums) đã trả cho việc mua lại nợ trước hạn (early redemption of debt).*

A large amount of information about these businesses is given on pages 38-49, where you will also find our segment earnings reported on a GAAP basis. In addition, on pages 52-59, we have rearranged Berkshire's financial data into four segments on a non- GAAP basis, a presentation that corresponds to the way Charlie and I think about the company. Our intent is to supply you with the financial information that we would wish you to give us if our positions were reversed.

Một lượng lớn thông tin về các doanh nghiệp này được cung cấp trên trang 38-49, nơi quý vị cũng sẽ tìm thấy báo cáo thu nhập phân khúc (segment earnings) của chúng tôi theo cơ sở GAAP. Ngoài ra, trên trang 52-59, chúng tôi đã sắp xếp lại dữ liệu tài chính của Berkshire thành bốn phân khúc trên cơ sở phi-GAAP (non-GAAP), một cách trình bày tương ứng với cách mà Charlie và tôi suy nghĩ về công ty. Mục đích của chúng tôi là cung cấp cho quý vị thông tin tài chính mà chúng tôi mong muốn quý vị cung cấp cho chúng tôi nếu vị trí của chúng ta bị đảo ngược.

"Look-Through" Earnings

"Thu Nhập Nhìn Xuyên Thấu"

We've previously discussed look-through earnings, which we believe more accurately portray the earnings of Berkshire than does our GAAP result. As we calculate them, look-through earnings consist of: (1) the operating earnings reported in the previous section, plus; (2) the retained operating earnings of major investees that, under GAAP accounting, are not reflected in our profits, less; (3) an allowance for the tax that would be paid by Berkshire if these retained earnings of investees had instead been distributed to us. The "operating earnings" of which we speak here exclude capital gains, special accounting items and major restructuring charges.

Chúng tôi đã thảo luận trước đây về thu nhập nhìn xuyên thấu, vốn là thước đo mà chúng tôi tin rằng miêu tả chính xác hơn thu nhập của Berkshire so với kết quả GAAP của chúng tôi. Theo cách tính của chúng tôi, thu nhập nhìn xuyên thấu bao gồm: (1) thu nhập hoạt động (operating earnings) được báo cáo trong phần trước, cộng với; (2) thu nhập hoạt động giữ lại (retained operating earnings) của các công ty được đầu tư chính (major investees) mà theo kế toán GAAP, không được phản ánh trong lợi nhuận của chúng tôi, trừ đi; (3) khoản dự phòng thuế (allowance for the tax) mà Berkshire sẽ phải trả nếu những khoản thu nhập giữ lại này của các công ty được đầu tư được phân phối cho chúng tôi. "Thu nhập hoạt động" mà chúng tôi đang nói ở đây loại trừ lãi vốn (capital gains), các khoản mục kế toán đặc biệt và các chi phí tái cấu trúc lớn (major restructuring charges).

Over time, our look-through earnings need to increase at about 15% annually if our intrinsic value is to grow at that rate. Last year, I explained that we had to increase these earnings

to about \$1.8 billion in the year 2000, were we to meet the 15% goal. Because we issued additional shares in 1993, the amount needed has risen to about \$1.85 billion.

Theo thời gian, thu nhập nhìn xuyên thấu của chúng tôi cần phải tăng khoảng 15% hàng năm nếu giá trị nội tại của chúng tôi muốn tăng trưởng với tỷ lệ đó. Năm ngoái, tôi đã giải thích rằng chúng tôi phải tăng thu nhập này lên khoảng 1,8 tỷ đô la vào năm 2000, nếu chúng tôi muốn đạt được mục tiêu 15%. Bởi vì chúng tôi đã phát hành thêm cổ phiếu vào năm 1993, số tiền cần thiết đã tăng lên khoảng 1,85 tỷ đô la.

That is a tough goal, but one that we expect you to hold us to. In the past, we've criticized the managerial practice of shooting the arrow of performance and then painting the target, centering it on whatever point the arrow happened to hit. We will instead risk embarrassment by painting first and shooting later.

Đó là một mục tiêu khó khăn, nhưng là mục tiêu mà chúng tôi mong quý vị sẽ đặt ra cho chúng tôi. Trong quá khứ, chúng tôi đã chỉ trích thông lệ quản lý là "bắn mũi tên hiệu suất rồi mới vẽ mục tiêu, căn chỉnh nó vào bất kỳ điểm nào mũi tên trúng". Thay vào đó, chúng tôi sẽ chấp nhận rủi ro bị bẽ mặt bằng cách vẽ trước rồi mới bắn sau.

If we are to hit the bull's-eye, we will need markets that allow the purchase of businesses and securities on sensible terms. Right now, markets are difficult, but they can - and will - change in unexpected ways and at unexpected times. In the meantime, we'll try to resist the temptation to do something marginal simply because we are long on cash. There's no use running if you're on the wrong road.

Nếu chúng tôi muốn "bắn trúng hồng tâm" (hit the bull's-eye), chúng tôi sẽ cần những thị trường cho phép mua lại các doanh nghiệp và chứng khoán với các điều khoản hợp lý (sensible terms). Ngay lúc này, thị trường đang khó khăn, nhưng chúng có thể — và sẽ — thay đổi theo những cách không ngờ và vào những thời điểm không mong đợi. Trong lúc đó, chúng tôi sẽ cố gắng chống lại cám dỗ làm điều gì đó chỉ ở mức chấp nhận được (marginal) chỉ vì chúng tôi có nhiều tiền mặt (long on cash). Không ích gì khi chạy nếu bạn đang đi sai đường.

The following table shows how we calculate look-through earnings, though I warn you that the figures are necessarily very rough. (The dividends paid to us by these investees have been included in the operating earnings itemized on page 8, mostly under "Insurance Group: Net Investment Income.")

Bảng sau đây cho thấy cách chúng tôi tính toán thu nhập nhìn xuyên thấu (look-through earnings), mặc dù tôi cảnh báo quý vị rằng các con số này nhất thiết phải rất xấp xỉ (very rough). (Cổ tức được trả cho chúng tôi bởi các công ty được đầu tư này đã được bao gồm trong khoản mục thu nhập hoạt động được liệt kê ở trang 8, chủ yếu dưới mục "Nhóm Bảo hiểm: Thu nhập Đầu tư Ròng.")

Berkshire's Major Investees	Berkshire's Approximate Ownership at Yearend		Berkshire's Share of Undistributed Operating Earnings (in millions)	
	1993	1992	1993	1992
Capital Cities/ABC, Inc.	13.0%	18.2%	\$ 83(2)	\$ 70
The Coca-Cola Company	7.2%	7.1%	94	82
Federal Home Loan Mortgage Corp.	6.8%(1)	8.2%(1)	41(2)	29(2)
GEICO Corp.	48.4%	48.1%	76(3)	34(3)
General Dynamics Corp.	13.9%	14.1%	25	11(2)
The Gillette Company	10.9%	10.9%	44	38
Guinness PLC	1.9%	2.0%	8	7
The Washington Post Company ..	14.8%	14.6%	15	11
Wells Fargo & Company	12.2%	11.5%	53(2)	16(2)
Berkshire's share of undistributed earnings of major investees			\$439	\$298
Hypothetical tax on these undistributed investee earnings(4)			(61)	(42)
Reported operating earnings of Berkshire			478	348
Total look-through earnings of Berkshire			\$856	\$604

(1) Does not include shares allocable to the minority interest at Wesco

(2) Calculated on average ownership for the year

(3) Excludes realized capital gains, which have been both recurring and significant

(4) The tax rate used is 14%, which is the rate Berkshire pays on the dividends it receives

Berkshire's Major Investees/ Các Công ty Được Đầu tư Chính của Berkshire

Berkshire's Approximate Ownership at Yearend/ Tỷ lệ Sở hữu Xấp xỉ của Berkshire vào cuối năm

Berkshire's Share of Undistributed Operating Earnings (in millions)/ Phần Thu nhập Hoạt động Chưa Phân phối của Berkshire (tính bằng triệu đô la)

(1) Does not include shares allocable to the minority interest at Wesco

Không bao gồm cổ phiếu được phân bổ cho lợi ích cổ đông thiểu số tại Wesco.

(2) Calculated on average ownership for the year

Được tính dựa trên tỷ lệ sở hữu trung bình trong năm.

(3) Excludes realized capital gains, which have been both recurring and significant

Không bao gồm lãi vốn đã thực hiện (realized capital gains), vốn là khoản mục mang tính định kỳ và đáng kể.

(4) The tax rate used is 14%, which is the rate Berkshire pays on the dividends it

receives

Tỷ lệ thuế được sử dụng là 14%, đây là tỷ lệ thuế mà Berkshire phải trả trên cổ tức mà công ty nhận được.

We have told you that we expect the undistributed, hypothetically-taxed earnings of our investees to produce at least equivalent gains in Berkshire's intrinsic value. To date, we have far exceeded that expectation. For example, in 1986 we bought three million shares of Capital Cities/ABC for \$172.50 per share and late last year sold one-third of that holding for \$630 per share. After paying 35% capital gains taxes, we realized a \$297 million profit from the sale. In contrast, during the eight years we held these shares, the retained earnings of Cap Cities attributable to them - hypothetically taxed at a lower 14% in accordance with our look-through method - were only \$152 million. In other words, we paid a much larger tax bill than our look-through presentations to you have assumed and nonetheless realized a gain that far exceeded the undistributed earnings allocable to these shares.

Chúng tôi đã nói với quý vị rằng chúng tôi kỳ vọng khoản thu nhập chưa phân phối, đã được đánh thuế giả định (hypothetically-taxed earnings) của các công ty được đầu tư của chúng tôi sẽ mang lại ít nhất là các khoản lãi tương đương trong giá trị nội tại của Berkshire. Cho đến nay, chúng tôi đã vượt xa kỳ vọng đó. Ví dụ, vào năm 1986, chúng tôi đã mua ba triệu cổ phiếu của Capital Cities/ABC với giá 172,50 đô la một cổ phiếu và cuối năm ngoái đã bán một phần ba số cổ phiếu đó với giá 630 đô la một cổ phiếu. Sau khi trả 35% thuế lãi vốn (capital gains taxes), chúng tôi đã thu được lợi nhuận 297 triệu đô la từ việc bán. Ngược lại, trong tám năm chúng tôi nắm giữ những cổ phiếu này, thu nhập giữ lại của Cap Cities có thể quy đổi cho số cổ phiếu đó — được đánh thuế giả định ở mức thấp hơn 14% theo phương pháp nhìn xuyên thấu của chúng tôi — chỉ là 152 triệu đô la. Nói cách khác, chúng tôi đã trả một khoản thuế lớn hơn nhiều so với giả định trong các bài trình bày nhìn xuyên thấu của chúng tôi, nhưng vẫn thu được lợi nhuận vượt xa thu nhập chưa phân phối có thể phân bổ cho những cổ phiếu này.

We expect such pleasant outcomes to recur often in the future and therefore believe our look-through earnings to be a conservative representation of Berkshire's true economic earnings.

Chúng tôi kỳ vọng những kết quả tích cực như vậy sẽ tái diễn thường xuyên trong tương lai và do đó tin rằng thu nhập nhìn xuyên thấu của chúng tôi là một sự thể hiện mang tính bảo thủ (conservative representation) đối với thu nhập kinh tế thực sự của Berkshire.

Taxes

Các Khoản Thuế

As our Cap Cities sale emphasizes, Berkshire is a substantial payer of federal income taxes. In aggregate, we will pay 1993 federal income taxes of \$390 million, about \$200 million of that attributable to operating earnings and \$190 million to realized capital gains. Furthermore, our share of the 1993 federal and foreign income taxes paid by our investees is well over \$400 million, a figure you don't see on our financial statements but that is nonetheless real. Directly and indirectly,

Berkshire's 1993 federal income tax payments will be about 1/2 of 1% of the total paid last year by all American corporations.

Như thương vụ bán Cap Cities của chúng tôi nhấn mạnh, Berkshire là một đơn vị đóng thuế thu nhập liên bang đáng kể. Tổng cộng, chúng tôi sẽ đóng 390 triệu đô la thuế thu nhập liên bang năm 1993, khoảng 200 triệu đô la trong số đó là nhờ thu nhập hoạt động và 190 triệu đô la là nhờ lãi vốn đã thực hiện (realized capital gains). Hơn nữa, phần thuế thu nhập liên bang và nước ngoài năm 1993 mà các công ty được đầu tư của chúng tôi đã đóng là hơn 400 triệu đô la; đây là một con số mà quý vị không thấy trên báo cáo tài chính của chúng tôi nhưng nó vẫn là một thực tế. Trực tiếp và gián tiếp, tổng số thuế thu nhập liên bang năm 1993 của Berkshire sẽ chiếm khoảng 1/2 của 1% trong tổng số thuế mà tất cả các tập đoàn Mỹ đã đóng vào năm ngoái.

Speaking for our own shares, Charlie and I have absolutely no complaint about these taxes. We know we work in a market-based economy that rewards our efforts far more bountifully than it does the efforts of others whose output is of equal or greater benefit to society. Taxation should, and does, partially redress this inequity. But we still remain extraordinarily well-treated.

Nói về cổ phiếu của chính chúng tôi, Charlie và tôi hoàn toàn không có bất kỳ lời phàn nàn nào về các khoản thuế này. Chúng tôi biết rằng chúng tôi làm việc trong một nền kinh tế thị trường dựa trên thị trường, nơi tưởng thưởng cho những nỗ lực của chúng tôi hậu hĩnh hơn nhiều so với những nỗ lực của những người khác có đóng góp bằng hoặc lớn hơn cho xã hội. Thuế phải, và đã, phần nào khắc phục sự bất bình đẳng này. Nhưng chúng tôi vẫn là những người được đối xử vô cùng đặc biệt.

Berkshire and its shareholders, in combination, would pay a much smaller tax if Berkshire operated as a partnership or "S" corporation, two structures often used for business activities.

Berkshire và các cổ đông của nó, kết hợp lại, sẽ đóng một khoản thuế nhỏ hơn nhiều nếu Berkshire hoạt động dưới hình thức công ty hợp danh (partnership) hoặc công ty "S" corporation, hai cấu trúc thường được sử dụng cho các hoạt động kinh doanh.

For a variety of reasons, that's not feasible for Berkshire to do. However, the penalty our corporate form imposes is mitigated - though far from eliminated - by our strategy of investing for the long term. Charlie and I would follow a buy-and-hold policy even if we ran a tax-exempt institution. We think it the soundest way to invest, and it also goes down the grain of our personalities. A third reason to favor this policy, however, is the fact that taxes are due only when gains are realized.

Vì nhiều lý do khác nhau, Berkshire không thể làm điều đó (chuyển sang hình thức công ty hợp danh hoặc "S" corporation). Tuy nhiên, hình phạt mà hình thức tập đoàn của chúng tôi áp đặt được giảm nhẹ — mặc dù còn lâu mới bị loại bỏ hoàn toàn — nhờ chiến lược đầu tư dài hạn của chúng tôi. Charlie và tôi sẽ theo đuổi chính sách "mua và giữ" (buy-and-hold) ngay cả khi chúng tôi điều hành một tổ chức miễn thuế. Chúng tôi nghĩ đó là cách đầu tư vững chắc nhất, và nó cũng phù hợp với tính cách của chúng tôi. Tuy nhiên, lý do thứ ba để ủng hộ chính sách này là thực tế rằng thuế chỉ phải nộp khi các khoản lãi được hiện thực hóa (taxes are due only when gains are realized).

Through my favorite comic strip, Li'l Abner, I got a chance during my youth to see the benefits of delayed taxes, though I missed the lesson at the time. Making his readers feel superior,

Li'l Abner bungled happily, but moronically, through life in Dogpatch. At one point he became infatuated with a New York temptress, Appassionata Van Climax, but despaired of marrying her because he had only a single silver dollar and she was interested solely in millionaires. Dejected, Abner took his problem to Old Man Mose, the font of all knowledge in Dogpatch. Said the sage: Double your money 20 times and Appassionata will be yours (1, 2, 4, 8 ... 1,048,576).

Thông qua bộ truyện tranh yêu thích của tôi, Li'l Abner, tôi đã có cơ hội khi còn trẻ được nhìn thấy những lợi ích của thuế trì hoãn (delayed taxes), mặc dù lúc đó tôi đã bỏ lỡ bài học này. Làm cho độc giả của mình cảm thấy vượt trội, Li'l Abner đã vui vẻ nhưng ngốc nghếch (moronically) vượt qua cuộc sống ở Dogpatch. Có lúc cậu ta trở nên say mê một cô gái quyến rũ ở New York tên là Appassionata Van Climax, nhưng tuyệt vọng vì không thể cưới cô ấy do cậu chỉ có một đồng đô la bạc duy nhất và cô ta chỉ quan tâm đến các triệu phú. Chán nản, Abner mang vấn đề của mình đến cho Lão Mose (Old Man Mose), nguồn tri thức của Dogpatch. Nhà hiền triết nói: "Hãy nhân đôi số tiền của con 20 lần và Appassionata sẽ là của con (1,2,4,8...1.048.576)."

My last memory of the strip is Abner entering a roadhouse, dropping his dollar into a slot machine, and hitting a jackpot that spilled money all over the floor. Meticulously following Mose's advice, Abner picked up two dollars and went off to find his next double. Whereupon I dumped Abner and began reading Ben Graham.

Ký ức cuối cùng của tôi về bộ truyện là Abner bước vào một quán rượu (roadhouse), thả đồng đô la của mình vào máy đánh bạc, và trúng một giải độc đắc khiến tiền đổ tràn khắp sàn. Tuân thủ tỉ mỉ lời khuyên của Mose, Abner nhặt hai đô la và đi tìm lần nhân đôi tiếp theo của mình. Ngay sau đó, tôi đã bỏ Abner và bắt đầu đọc Ben Graham.

Mose clearly was overrated as a guru: Besides failing to anticipate Abner's slavish obedience to instructions, he also forgot about taxes. Had Abner been subject, say, to the 35% federal tax rate that Berkshire pays, and had he managed one double annually, he would after 20 years only have accumulated \$22,370. Indeed, had he kept on both getting his annual doubles and paying a 35% tax on each, he would have needed 7 1/2 years more to reach the \$1 million required to win Appassionata.

Rõ ràng Lão Mose đã được đánh giá quá cao như một bậc thầy (guru): Ngoài việc không lường trước được sự tuân thủ chỉ dẫn một cách nô lệ của Abner, ông ta còn quên mất khoản thuế. Giả sử Abner phải chịu thuế suất liên bang 35% mà Berkshire phải trả, và giả sử cậu ta xoay xở được một lần nhân đôi hàng năm, thì sau 20 năm, cậu ta sẽ chỉ tích lũy được 22.370 đô la. Thậm chí, nếu cậu ta tiếp tục vừa có lần nhân đôi hàng năm vừa trả thuế 35% trên mỗi lần, cậu ta sẽ cần thêm 7,5 năm nữa để đạt tới 1 triệu đô la cần thiết để chinh phục Appassionata.

But what if Abner had instead put his dollar in a single investment and held it until it doubled the same 27 1/2 times? In that case, he would have realized about \$200 million pre-tax or, after paying a \$70 million tax in the final year, about \$130 million after-tax. For that, Appassionata would have crawled to Dogpatch. Of course, with 27 1/2 years having passed, how Appassionata would have looked to a fellow sitting on \$130 million is another question.

Nhưng điều gì sẽ xảy ra nếu thay vào đó Abner đặt đồng đô la của mình vào một khoản đầu tư duy nhất và giữ nó cho đến khi nó nhân đôi cùng 27,5 lần? Trong trường hợp đó, cậu ta sẽ thực hiện được khoảng 200 triệu đô la trước thuế, hoặc sau khi trả khoản thuế 70 triệu đô la vào

năm cuối cùng, thu về khoảng 130 triệu đô la sau thuế. Với số tiền đó, Appassionatta đã phải bò tới Dogpatch. Tất nhiên, khi 27,5 năm đã trôi qua, Appassionatta sẽ trông như thế nào đối với một chàng trai đang ngồi trên 130 triệu đô la lại là một câu hỏi khác.

What this little tale tells us is that tax-paying investors will realize a far, far greater sum from a single investment that compounds internally at a given rate than from a succession of investments compounding at the same rate. But I suspect many Berkshire shareholders figured that out long ago.

Câu chuyện nhỏ này cho chúng ta biết rằng, các nhà đầu tư phải nộp thuế sẽ thu về một khoản tiền lớn hơn rất nhiều từ một khoản đầu tư duy nhất tự tích lũy lãi kép (compounds internally) ở một tỷ lệ nhất định, so với việc thực hiện một chuỗi các khoản đầu tư tích lũy lãi kép ở cùng tỷ lệ đó. Nhưng tôi nghi ngờ rằng nhiều cổ đông của Berkshire đã sớm nhận ra điều này từ lâu rồi.

Insurance Operations

Hoạt Động Bảo Hiểm

At this point in the report we've customarily provided you with a table showing the annual "combined ratio" of the insurance industry for the preceding decade. This ratio compares total insurance costs (losses incurred plus expenses) to revenue from premiums. For many years, the ratio has been above 100, a level indicating an underwriting loss. That is, the industry has taken in less money each year from its policyholders than it has had to pay for operating expenses and for loss events that occurred during the year.

Tại thời điểm này trong báo cáo, chúng tôi thường cung cấp cho quý vị một bảng cho thấy "tỷ lệ kết hợp" (combined ratio) hàng năm của ngành bảo hiểm trong thập kỷ trước. Tỷ lệ này so sánh tổng chi phí bảo hiểm (tổn thất phát sinh cộng với chi phí) với doanh thu từ phí bảo hiểm (premiums). Trong nhiều năm, tỷ lệ này đã ở mức trên 100, một mức cho thấy một khoản lỗ bảo hiểm (underwriting loss). Nghĩa là, ngành này đã thu về ít tiền hơn từ các chủ hợp đồng mỗi năm so với số tiền họ phải chi trả cho chi phí hoạt động và cho các sự kiện tổn thất xảy ra trong năm đó.

Offsetting this grim equation is a happier fact: Insurers get to hold on to their policyholders' money for a time before paying it out. This happens because most policies require that premiums be prepaid and, more importantly, because it often takes time to resolve loss claims. Indeed, in the case of certain lines of insurance, such as product liability or professional malpractice, many years may elapse between the loss event and payment.

Bù đắp cho phương trình ảm đạm này là một thực tế khả quan hơn: Các công ty bảo hiểm được giữ tiền của chủ hợp đồng trong một thời gian trước khi chi trả. Điều này xảy ra bởi vì hầu hết các hợp đồng bảo hiểm yêu cầu phí bảo hiểm phải được trả trước, và quan trọng hơn, bởi vì thường mất thời gian để giải quyết các khiếu nại tổn thất. Thật vậy, đối với một số loại hình bảo hiểm nhất định, chẳng hạn như trách nhiệm sản phẩm (product liability) hoặc sơ suất nghề nghiệp (professional malpractice), có thể mất nhiều năm giữa sự kiện tổn thất và việc thanh toán.

To oversimplify the matter somewhat, the total of the funds prepaid by policyholders and the funds earmarked for incurred-but-not-yet-paid claims is called "the float." In the past, the industry was able to suffer a combined ratio of 107 to 111 and still break even from its insurance writings because of the earnings derived from investing this float.

Nói một cách đơn giản hóa, tổng số tiền được trả trước bởi các chủ hợp đồng và các quỹ được dành cho các khiếu nại đã phát sinh nhưng chưa được thanh toán được gọi là "float" (dòng tiền nhàn rỗi). Trong quá khứ, ngành bảo hiểm có thể chịu tỷ lệ kết hợp từ 107 đến 111 mà vẫn đạt điểm hòa vốn từ hoạt động bảo hiểm của mình nhờ vào thu nhập thu được từ việc đầu tư dòng tiền nhàn rỗi này.

As interest rates have fallen, however, the value of float has substantially declined. Therefore, the data that we have provided in the past are no longer useful for year-to-year comparisons of industry profitability. A company writing at the same combined ratio now as in the 1980's today has a far less attractive business than it did then.

Tuy nhiên, khi lãi suất đã giảm, giá trị của dòng tiền nhàn rỗi (float) đã giảm đáng kể. Do đó, dữ liệu mà chúng tôi cung cấp trước đây không còn hữu ích cho việc so sánh lợi nhuận của ngành qua từng năm. Một công ty hoạt động với cùng tỷ lệ kết hợp (combined ratio) như những năm 1980 ngày nay có một hoạt động kinh doanh kém hấp dẫn hơn nhiều so với thời điểm đó.

Only by making an analysis that incorporates both underwriting results and the current risk-free earnings obtainable from float can one evaluate the true economics of the business that a property-casualty insurer writes. Of course, the actual investment results that an insurer achieves from the use of both float and stockholders' funds is also of major importance and should be carefully examined when an investor is assessing managerial performance. But that should be a separate analysis from the one we are discussing here. The value of float funds - in effect, their transfer price as they move from the insurance operation to the investment operation - should be determined simply by the risk-free, long-term rate of interest.

Chỉ bằng cách thực hiện một phân tích kết hợp cả kết quả bảo hiểm (underwriting results) và thu nhập phi rủi ro hiện tại (current risk-free earnings) có thể thu được từ dòng tiền nhàn rỗi thì người ta mới có thể đánh giá được nền kinh tế thực sự của hoạt động kinh doanh bảo hiểm tài sản-thiệt hại (property-casualty insurer). Đương nhiên, kết quả đầu tư thực tế mà một công ty bảo hiểm đạt được từ việc sử dụng cả dòng tiền nhàn rỗi và quỹ cổ đông cũng có tầm quan trọng lớn và nên được xem xét kỹ lưỡng khi nhà đầu tư đánh giá hiệu suất quản lý. Nhưng đó nên là một phân tích riêng biệt với phân tích mà chúng ta đang thảo luận ở đây. Giá trị của quỹ dòng tiền nhàn rỗi — về bản chất, giá chuyển giao của chúng khi chúng di chuyển từ hoạt động bảo hiểm sang hoạt động đầu tư — nên được xác định đơn giản bằng tỷ lệ lãi suất dài hạn, phi rủi ro (risk-free, long-term rate of interest).

On the next page we show the numbers that count in an evaluation of Berkshire's insurance business. We calculate our float - which we generate in exceptional amounts relative to our premium volume - by adding loss reserves, loss adjustment reserves and unearned premium reserves and then subtracting agent's balances, prepaid acquisition costs and deferred charges applicable to assumed reinsurance. Our cost of float is determined by our underwriting loss or profit. In those years when we have had an underwriting profit, which includes 1993, our cost of float has been negative, and we have determined our insurance earnings by adding underwriting

profit to float income.

Ở trang tiếp theo, chúng tôi trình bày các con số quan trọng trong việc đánh giá hoạt động kinh doanh bảo hiểm của Berkshire. Chúng tôi tính toán dòng tiền nhân rồi (float) của mình — thứ mà chúng tôi tạo ra với số lượng đặc biệt lớn so với khối lượng phí bảo hiểm thu được — bằng cách cộng các khoản:

- Dự phòng tổn thất (loss reserves),

- Dự phòng điều chỉnh tổn thất (loss adjustment reserves),

- Và dự phòng phí bảo hiểm chưa nhận (unearned premium reserves).

Sau đó trừ đi các khoản:

- Số dư đại lý (agent's balances),

- Chi phí mua lại trả trước (prepaid acquisition costs),

- Và chi phí hoãn lại áp dụng cho tái bảo hiểm được nhận (deferred charges applicable to assumed reinsurance).

Chi phí của dòng tiền nhân rồi (cost of float) của chúng tôi được xác định bởi lỗ hoặc lãi bảo hiểm (underwriting loss or profit). Trong những năm chúng tôi có lãi bảo hiểm, bao gồm cả năm 1993, chi phí của dòng tiền nhân rồi của chúng tôi đã âm (negative), và chúng tôi đã xác định thu nhập bảo hiểm của mình bằng cách cộng lãi bảo hiểm vào thu nhập từ dòng tiền nhân rồi.

	(1) Underwriting Loss ----- (In \$ Millions)	(2) Average Float ----- (Ratio of 1 to 2)	Approximate Cost of Funds ----- (Ratio of 1 to 2)	Yearend Yield on Long-Term Govt. Bonds -----
1967	profit	\$ 17.3	less than zero	5.50%
1968	profit	19.9	less than zero	5.90%
1969	profit	23.4	less than zero	6.79%
1970	\$ 0.37	32.4	1.14%	6.25%
1971	profit	52.5	less than zero	5.81%
1972	profit	69.5	less than zero	5.82%
1973	profit	73.3	less than zero	7.27%
1974	7.36	79.1	9.30%	8.13%
1975	11.35	87.6	12.96%	8.03%
1976	profit	102.6	less than zero	7.30%
1977	profit	139.0	less than zero	7.97%
1978	profit	190.4	less than zero	8.93%
1979	profit	227.3	less than zero	10.08%
1980	profit	237.0	less than zero	11.94%
1981	profit	228.4	less than zero	13.61%
1982	21.56	220.6	9.77%	10.64%
1983	33.87	231.3	14.64%	11.84%
1984	48.06	253.2	18.98%	11.58%
1985	44.23	390.2	11.34%	9.34%
1986	55.84	797.5	7.00%	7.60%
1987	55.43	1,266.7	4.38%	8.95%
1988	11.08	1,497.7	0.74%	9.00%
1989	24.40	1,541.3	1.58%	7.97%
1990	26.65	1,637.3	1.63%	8.24%
1991	119.59	1,895.0	6.31%	7.40%
1992	108.96	2,290.4	4.76%	7.39%
1993	profit	2,624.7	less than zero	6.35%

(1) Underwriting Loss/Lỗ Bảo Hiểm

(2) Average Float/Dòng Tiền Nhân Rồi Trung Bình

Approximate Cost of Funds (Ratio of 1 to 2)/ Chi phí Quỹ Xấp xỉ (Tỷ lệ của 1 trên 2)

Yearend Yield on Long-Term Govt. Bonds/Lợi suất Trái phiếu Chính phủ Dài hạn Cuối năm

As you can see, in our insurance operation last year we had the use of \$2.6 billion at no cost; in fact we were paid \$31 million, our underwriting profit, to hold these funds. This sounds good - is good - but is far from as good as it sounds.

Như quý vị có thể thấy, trong hoạt động bảo hiểm năm ngoái, chúng tôi đã sử dụng 2,6 tỷ đô la mà không phải trả bất kỳ chi phí nào; trên thực tế, chúng tôi còn được trả 31 triệu đô la—khoản lãi bảo hiểm của chúng tôi—để giữ những khoản tiền này. Điều này nghe có vẻ tốt—và thực sự là tốt—nhưng còn lâu mới tốt như người ta nghĩ.

We temper our enthusiasm because we write a large volume of "super-cat" policies (which

other insurance and reinsurance companies buy to recover part of the losses they suffer from mega-catastrophes) and because last year we had no losses of consequence from this activity. As that suggests, the truly catastrophic Midwestern floods of 1993 did not trigger super-cat losses, the reason being that very few flood policies are purchased from private insurers.

Chúng tôi tiết chế sự nhiệt tình của mình vì chúng tôi kinh doanh một khối lượng lớn các hợp đồng bảo hiểm "siêu thảm họa" (super-cat), (là các hợp đồng mà các công ty bảo hiểm và tái bảo hiểm khác mua để thu hồi một phần tổn thất mà họ phải chịu từ các thảm họa lớn) và bởi vì năm ngoái chúng tôi không gặp tổn thất đáng kể nào từ hoạt động này. Điều đó cho thấy, các trận lũ lụt thảm khốc ở miền Trung Tây năm 1993 đã không kích hoạt các tổn thất siêu thảm họa, lý do là rất ít hợp đồng bảo hiểm lũ lụt được mua từ các công ty bảo hiểm tư nhân.

It would be fallacious, however, to conclude from this single-year result that the super-cat business is a wonderful one, or even a satisfactory one. A simple example will illustrate the fallacy: Suppose there is an event that occurs 25 times in every century. If you annually give 5-for-1 odds against its occurrence that year, you will have many more winning years than losers. Indeed, you may go a straight six, seven or more years without loss. You also will eventually go broke.

Tuy nhiên, sẽ là sai lầm (fallacious) nếu kết luận từ kết quả của riêng năm này rằng kinh doanh siêu thảm họa là một hoạt động tuyệt vời, hoặc thậm chí là một hoạt động thỏa đáng. Một ví dụ đơn giản sẽ minh họa cho sự sai lầm này: Giả sử có một sự kiện xảy ra 25 lần trong mỗi thế kỷ. Nếu quý vị hàng năm đưa ra tỷ lệ cược 5 ăn 1 chống lại sự kiện đó xảy ra trong năm, quý vị sẽ có nhiều năm thắng hơn năm thua. Thật vậy, quý vị có thể liên tiếp sáu, bảy năm hoặc hơn mà không bị tổn thất. Nhưng quý vị cuối cùng cũng sẽ bị phá sản.

At Berkshire, we naturally believe we are obtaining adequate premiums and giving more like 3 1/2-for-1 odds. But there is no way for us - or anyone else - to calculate the true odds on super-cat coverages. In fact, it will take decades for us to find out whether our underwriting judgment has been sound.

Tại Berkshire, chúng tôi đương nhiên tin rằng chúng tôi đang thu được phí bảo hiểm (premiums) thỏa đáng và đang đặt tỷ lệ cược giống như 3,5 ăn 1. Nhưng không có cách nào để chúng tôi — hay bất kỳ ai khác — có thể tính toán được tỷ lệ cược thực sự đối với các bảo hiểm siêu thảm họa (super-cat coverages). Trên thực tế, sẽ phải mất hàng thập kỷ để chúng tôi tìm ra liệu đánh giá bảo hiểm (underwriting judgment) của mình có đúng đắn hay không.

What we do know is that when a loss comes, it's likely to be a lulu. There may well be years when Berkshire will suffer losses from the super-cat business equal to three or four times what we earned from it in 1993. When Hurricane Andrew blew in 1992, we paid out about \$125 million. Because we've since expanded our super-cat business, a similar storm today could cost us \$600 million.

Điều chúng tôi biết là khi một tổn thất xảy ra, nó rất có khả năng là một thảm họa lớn (lulu). Có thể sẽ có những năm Berkshire chịu tổn thất từ hoạt động kinh doanh siêu thảm họa bằng ba hoặc bốn lần những gì chúng tôi kiếm được từ nó trong năm 1993. Khi Bão Andrew tấn công vào năm 1992, chúng tôi đã chi trả khoảng 125 triệu đô la. Vì chúng tôi đã mở rộng hoạt động kinh doanh siêu thảm họa kể từ đó, một cơn bão tương tự ngày nay có thể khiến chúng tôi thiệt hại 600 triệu đô la.

So far, we have been lucky in 1994. As I write this letter, we are estimating that our losses from the Los Angeles earthquake will be nominal. But if the quake had been a 7.5 instead of a 6.8, it would have been a different story.

Cho đến nay, chúng tôi đã gặp may mắn trong năm 1994. Khi tôi viết lá thư này, chúng tôi đang ước tính rằng tổn thất của chúng tôi từ trận động đất Los Angeles sẽ chỉ là danh nghĩa (nominal). Nhưng nếu trận động đất đó là 7,5 độ thay vì 6,8 độ, mọi chuyện sẽ khác.

Berkshire is ideally positioned to write super-cat policies. In Ajit Jain, we have by far the best manager in this business. Additionally, companies writing these policies need enormous capital, and our net worth is ten to twenty times larger than that of our main competitors. In most lines of insurance, huge resources aren't that important: An insurer can diversify the risks it writes and, if necessary, can lay off risks to reduce concentration in its portfolio. That isn't possible in the super-cat business. So these competitors are forced into offering far smaller limits than those we can provide. Were they bolder, they would run the risk that a mega-catastrophe - or a confluence of smaller catastrophes - would wipe them out.

Berkshire có vị thế lý tưởng để kinh doanh các hợp đồng bảo hiểm siêu thảm họa (super-cat policies). Ở Ajit Jain, chúng tôi có người quản lý tốt nhất trong lĩnh vực này. Thêm vào đó, các công ty kinh doanh loại hợp đồng này cần nguồn vốn khổng lồ, và giá trị ròng (net worth) của chúng tôi lớn gấp mười đến hai mươi lần so với các đối thủ cạnh tranh chính. Trong hầu hết các lĩnh vực bảo hiểm, nguồn lực lớn không quá quan trọng: Một công ty bảo hiểm có thể đa dạng hóa các rủi ro mà họ chấp nhận và, nếu cần, có thể chuyển giao rủi ro để giảm sự tập trung trong danh mục đầu tư của mình. Điều đó không thể thực hiện được trong kinh doanh siêu thảm họa. Vì vậy, các đối thủ cạnh tranh này buộc phải đưa ra các hạn mức (limits) nhỏ hơn nhiều so với những gì chúng tôi có thể cung cấp. Nếu họ táo bạo hơn, họ sẽ gặp rủi ro bị xóa sổ bởi một thảm họa lớn (mega-catastrophe) — hoặc sự kết hợp của nhiều thảm họa nhỏ hơn.

One indication of our premier strength and reputation is that each of the four largest reinsurance companies in the world buys very significant reinsurance coverage from Berkshire. Better than anyone else, these giants understand that the test of a reinsurer is its ability and willingness to pay losses under trying circumstances, not its readiness to accept premiums when things look rosy.

Một dấu hiệu cho thấy sức mạnh và uy tín hàng đầu của chúng tôi là mỗi công ty trong số bốn công ty tái bảo hiểm lớn nhất thế giới đều mua bảo hiểm tái bảo hiểm rất đáng kể từ Berkshire. Những gã khổng lồ này hiểu rõ hơn ai hết rằng thước đo của một công ty tái bảo hiểm là khả năng và sự sẵn lòng thanh toán các tổn thất trong những hoàn cảnh khó khăn (trying circumstances), chứ không phải sự sẵn lòng chấp nhận phí bảo hiểm khi mọi thứ có vẻ tươi sáng.

One caution: There has recently been a substantial increase in reinsurance capacity. Close to \$5 billion of equity capital has been raised by reinsurers, almost all of them newly-formed entities. Naturally these new entrants are hungry to write business so that they can justify the projections they utilized in attracting capital. This new competition won't affect our 1994 operations; we're filled up there, primarily with business written in 1993. But we are now seeing signs of price deterioration. If this trend continues, we will resign ourselves to much-reduced volume, keeping ourselves available, though, for the large, sophisticated buyer who requires a super-cat insurer with large capacity and a sure ability to pay losses.

Một lời cảnh báo: Gần đây đã có một sự gia tăng đáng kể về năng lực tái bảo hiểm (reinsurance capacity). Gần 5 tỷ đô la vốn cổ phần đã được huy động bởi các công ty tái bảo hiểm, hầu hết trong số đó là các thực thể mới thành lập. Đương nhiên, những người tham gia mới này đang khao khát kinh doanh để họ có thể biện minh cho các dự báo mà họ đã sử dụng để thu hút vốn. Sự cạnh tranh mới này sẽ không ảnh hưởng đến hoạt động năm 1994 của chúng tôi; chúng tôi đã kín lịch ở đó, chủ yếu là với các hợp đồng được ký vào năm 1993. Nhưng hiện tại chúng tôi đang thấy các dấu hiệu giá bị suy giảm (price deterioration). Nếu xu hướng này tiếp tục, chúng tôi sẽ cam chịu chấp nhận khối lượng kinh doanh bị giảm đáng kể, mặc dù vẫn giữ vị thế sẵn sàng phục vụ cho những người mua lớn, tinh vi (sophisticated buyer) đòi hỏi một công ty bảo hiểm siêu thâm họa với năng lực lớn và khả năng thanh toán tổn thất chắc chắn.

In other areas of our insurance business, our homestate operation, led by Rod Eldred; our workers' compensation business, headed by Brad Kinstler; our credit-card operation, managed by the Kizer family; and National Indemnity's traditional auto and general liability business, led by Don Wurster, all achieved excellent results. In combination, these four units produced a significant underwriting profit and substantial float.

Trong các lĩnh vực khác của hoạt động kinh doanh bảo hiểm của chúng tôi, hoạt động nội địa (homestate operation) do Rod Eldred dẫn dắt; kinh doanh bồi thường cho người lao động (workers' compensation) do Brad Kinstler đứng đầu; hoạt động thẻ tín dụng (credit-card operation) do gia đình Kizer quản lý; và mảng kinh doanh bảo hiểm ô tô và trách nhiệm chung truyền thống (traditional auto and general liability business) của National Indemnity, do Don Wurster lãnh đạo, tất cả bốn đơn vị này đều đạt được kết quả xuất sắc. Kết hợp lại, bốn đơn vị này đã tạo ra một khoản lãi bảo hiểm đáng kể (significant underwriting profit) và dòng tiền nhàn rỗi lớn (substantial float).

All in all, we have a first-class insurance business. Though its results will be highly volatile, this operation possesses an intrinsic value that exceeds its book value by a large amount - larger, in fact, than is the case at any other Berkshire business.

Nói chung, chúng tôi có một hoạt động kinh doanh bảo hiểm hạng nhất. Mặc dù kết quả của nó sẽ rất biến động (highly volatile), hoạt động này sở hữu một giá trị nội tại (intrinsic value) vượt xa giá trị sổ sách (book value) của nó một khoảng lớn — trên thực tế, lớn hơn so với bất kỳ hoạt động kinh doanh nào khác của Berkshire.

Common Stock Investments

Các Khoản Đầu Tư Cổ Phiếu Phổ Thông

Below we list our common stockholdings having a value of over \$250 million. A small portion of these investments belongs to subsidiaries of which Berkshire owns less than 100%.

Dưới đây, chúng tôi liệt kê các khoản nắm giữ cổ phiếu phổ thông của chúng tôi có giá trị trên 250 triệu đô la. Một phần nhỏ của các khoản đầu tư này thuộc về các công ty con mà Berkshire sở hữu dưới 100% cổ phần.

Shares	Company	12/31/93	
		Cost	Market
		(000s omitted)	
2,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	\$ 345,000	\$1,239,000
93,400,000	The Coca-Cola Company.	1,023,920	4,167,975
13,654,600	Federal Home Loan Mortgage Corp. ("Freddie Mac")	307,505	681,023
34,250,000	GEICO Corp.	45,713	1,759,594
4,350,000	General Dynamics Corp.	94,938	401,287
24,000,000	The Gillette Company	600,000	1,431,000
38,335,000	Guinness PLC	333,019	270,822
1,727,765	The Washington Post Company.	9,731	440,148
6,791,218	Wells Fargo & Company	423,680	878,614

Considering the similarity of this year's list and the last, you may decide your management is hopelessly comatose. But we continue to think that it is usually foolish to part with an interest in a business that is both understandable and durably wonderful. Business interests of that kind are simply too hard to replace.

Xem xét sự tương đồng giữa danh sách năm nay và năm ngoái, quý vị có thể cho rằng ban quản lý của quý vị đang vô vọng trong trạng thái hôn mê (hopelessly comatose). Nhưng chúng tôi vẫn tiếp tục nghĩ rằng thường là ngu ngốc khi từ bỏ lợi ích trong một doanh nghiệp vừa dễ hiểu lại vừa tuyệt vời bền vững (durably wonderful). Các lợi ích kinh doanh kiểu đó đơn giản là quá khó để thay thế.

Interestingly, corporate managers have no trouble understanding that point when they are focusing on a business they operate: A parent company that owns a subsidiary with superb long-term economics is not likely to sell that entity regardless of price. "Why," the CEO would ask, "should I part with my crown jewel?" Yet that same CEO, when it comes to running his personal investment portfolio, will offhandedly - and even impetuously - move from business to business when presented with no more than superficial arguments by his broker for doing so. The worst of these is perhaps, "You can't go broke taking a profit." Can you imagine a CEO using this line to urge his board to sell a star subsidiary? In our view, what makes sense in business also makes sense in stocks: An investor should ordinarily hold a small piece of an outstanding business with the same tenacity that an owner would exhibit if he owned all of that business.

Điều thú vị là, các nhà quản lý công ty không gặp khó khăn gì trong việc hiểu điểm này khi họ tập trung vào một doanh nghiệp mà họ đang điều hành: Một công ty mẹ sở hữu một công ty con với nền kinh tế dài hạn tuyệt vời khó có khả năng bán đi thực thể đó bất kể giá cả là bao nhiêu. Vị CEO sẽ hỏi: "Tại sao tôi phải chia tay với viên ngọc quý trên vương miện của mình?" Tuy nhiên, chính vị CEO đó, khi điều hành danh mục đầu tư cá nhân của mình, sẽ dễ dàng — và thậm chí hấp tấp (impetuously) — chuyển từ doanh nghiệp này sang doanh nghiệp khác khi được môi giới đưa ra những lập luận không hơn gì những lời hứa hão (superficial arguments). Lời tệ nhất trong số này có lẽ là: "Bạn không thể phá sản khi chốt lời." Bạn có thể tưởng tượng một CEO dùng câu này để thúc giục hội đồng quản trị bán một công ty con ngôi sao không? Theo quan điểm của chúng tôi, điều có ý nghĩa trong kinh doanh cũng có ý nghĩa trong cổ phiếu: Một nhà đầu tư

thông thường nên giữ một phần nhỏ của một doanh nghiệp xuất sắc với sự kiên trì (tenacity) mà một chủ sở hữu sẽ thể hiện nếu anh ta sở hữu toàn bộ doanh nghiệp đó.

Earlier I mentioned the financial results that could have been achieved by investing \$40 in The Coca-Cola Co. in 1919. In 1938, more than 50 years after the introduction of Coke, and long after the drink was firmly established as an American icon, Fortune did an excellent story on the company. In the second paragraph the writer reported: "Several times every year a weighty and serious investor looks long and with profound respect at Coca-Cola's record, but comes regretfully to the conclusion that he is looking too late. The specters of saturation and competition rise before him."

Trước đây tôi đã đề cập đến kết quả tài chính mà người ta có thể đạt được khi đầu tư 40 đô la vào Công ty Coca-Cola vào năm 1919. Năm 1938, hơn 50 năm sau khi Coke ra đời, và rất lâu sau khi đồ uống này đã được khẳng định là một biểu tượng Mỹ, tạp chí Fortune đã có một bài viết xuất sắc về công ty. Trong đoạn thứ hai, người viết đã báo cáo: "Vài lần mỗi năm, một nhà đầu tư nặng ký và nghiêm túc nhìn lâu và với sự tôn trọng sâu sắc vào hồ sơ của Coca-Cola, nhưng lại đi đến kết luận đáng tiếc rằng anh ta đã nhìn quá muộn. Bóng ma của sự bão hòa và cạnh tranh hiện ra trước mắt anh ta."

Yes, competition there was in 1938 and in 1993 as well. But it's worth noting that in 1938 The Coca-Cola Co. sold 207 million cases of soft drinks (if its gallonage then is converted into the 192-ounce cases used for measurement today) and in 1993 it sold about 10.7 billion cases, a 50-fold increase in physical volume from a company that in 1938 was already dominant in its very major industry. Nor was the party over in 1938 for an investor: Though the \$40 invested in 1919 in one share had (with dividends reinvested) turned into \$3,277 by the end of 1938, a fresh \$40 then invested in Coca-Cola stock would have grown to \$25,000 by yearend 1993.

Vâng, sự cạnh tranh đã có mặt vào năm 1938 và cả năm 1993. Nhưng đáng chú ý là, năm 1938, Công ty Coca-Cola đã bán được 207 triệu két nước giải khát (nếu lượng gallon khi đó được quy đổi thành các két 192 ounce được dùng để đo lường ngày nay) và năm 1993, công ty đã bán được khoảng 10,7 tỷ két—một sự gia tăng gấp 50 lần về khối lượng vật chất từ một công ty mà vào năm 1938 đã thống trị trong ngành công nghiệp rất lớn của mình. Và bữa tiệc vẫn chưa kết thúc vào năm 1938 đối với một nhà đầu tư: Mặc dù 40 đô la đầu tư vào năm 1919 vào một cổ phiếu (với cổ tức được tái đầu tư) đã biến thành 3.277 đô la vào cuối năm 1938, nhưng một khoản 40 đô la mới được đầu tư vào cổ phiếu Coca-Cola lúc đó sẽ tăng lên 25.000 đô la vào cuối năm 1993.

I can't resist one more quote from that 1938 Fortune story: "It would be hard to name any company comparable in size to Coca-Cola and selling, as Coca-Cola does, an unchanged product that can point to a ten-year record anything like Coca-Cola's." In the 55 years that have since passed, Coke's product line has broadened somewhat, but it's remarkable how well that description still fits.

Tôi không thể cưỡng lại việc trích dẫn thêm một câu nữa từ bài báo Fortune năm 1938 đó: "Sẽ rất khó để kê tên bất kỳ công ty nào có quy mô tương đương với Coca-Cola và bán một sản phẩm không thay đổi, như Coca-Cola đang làm, mà có thể chỉ ra một hồ sơ mười năm giống như Coca-Cola." Trong 55 năm đã trôi qua kể từ đó, dòng sản phẩm của Coke đã mở rộng đôi chút, nhưng thật đáng kinh ngạc khi mô tả đó vẫn còn phù hợp đến mức nào.

Charlie and I decided long ago that in an investment lifetime it's just too hard to make hundreds of smart decisions. That judgment became ever more compelling as Berkshire's capital mushroomed and the universe of investments that could significantly affect our results shrank dramatically. Therefore, we adopted a strategy that required our being smart - and not too smart at that - only a very few times. Indeed, we'll now settle for one good idea a year. (Charlie says it's my turn.)

Charlie và tôi đã quyết định từ lâu rằng trong suốt cuộc đời đầu tư, việc đưa ra hàng trăm quyết định thông minh là quá khó khăn. Nhận định đó càng trở nên thuyết phục hơn khi vốn của Berkshire tăng trưởng nhanh chóng (mushroomed) và vũ trụ đầu tư có thể ảnh hưởng đáng kể đến kết quả của chúng tôi đã thu hẹp một cách đáng kể. Do đó, chúng tôi đã áp dụng một chiến lược chỉ yêu cầu chúng tôi phải thông minh — và không cần phải quá thông minh — chỉ một vài lần mà thôi. Thật vậy, giờ đây chúng tôi chấp nhận chỉ cần có một ý tưởng tốt mỗi năm. (Charlie nói rằng đây là lượt của tôi.)

The strategy we've adopted precludes our following standard diversification dogma. Many pundits would therefore say the strategy must be riskier than that employed by more conventional investors. We disagree. We believe that a policy of portfolio concentration may well decrease risk if it raises, as it should, both the intensity with which an investor thinks about a business and the comfort-level he must feel with its economic characteristics before buying into it. In stating this opinion, we define risk, using dictionary terms, as "the possibility of loss or injury."

Chiến lược mà chúng tôi áp dụng ngăn cản việc chúng tôi tuân theo giáo điều đa dạng hóa tiêu chuẩn (standard diversification dogma). Do đó, nhiều chuyên gia (pundits) sẽ nói rằng chiến lược này phải rủi ro hơn so với những nhà đầu tư thông thường khác. Chúng tôi không đồng ý. Chúng tôi tin rằng một chính sách tập trung danh mục đầu tư (portfolio concentration) có thể làm giảm rủi ro nếu nó làm tăng, như lẽ thường, cả cường độ mà một nhà đầu tư suy nghĩ về một doanh nghiệp và mức độ thoải mái (comfort-level) mà anh ta phải cảm thấy với các đặc điểm kinh tế của nó trước khi mua vào. Khi nêu ra ý kiến này, chúng tôi định nghĩa rủi ro, theo thuật ngữ từ điển, là "khả năng mất mát hoặc tổn hại."

Academics, however, like to define investment "risk" differently, averring that it is the relative volatility of a stock or portfolio of stocks - that is, their volatility as compared to that of a large universe of stocks. Employing data bases and statistical skills, these academics compute with precision the "beta" of a stock - its relative volatility in the past - and then build arcane investment and capital-allocation theories around this calculation. In their hunger for a single statistic to measure risk, however, they forget a fundamental principle: It is better to be approximately right than precisely wrong.

Tuy nhiên, giới học thuật lại thích định nghĩa "rủi ro" đầu tư một cách khác, họ cho rằng đó là sự biến động tương đối (relative volatility) của một cổ phiếu hoặc danh mục cổ phiếu — tức là, sự biến động của chúng so với một vũ trụ lớn các cổ phiếu. Sử dụng các cơ sở dữ liệu và kỹ năng thống kê, các học giả này tính toán một cách chính xác "beta" của một cổ phiếu — sự biến động tương đối của nó trong quá khứ — và sau đó xây dựng các lý thuyết đầu tư và phân bổ vốn bí truyền (arcane) xung quanh phép tính này. Tuy nhiên, trong cơn khát một con số thống kê duy nhất để đo lường rủi ro, họ quên mất một nguyên tắc cơ bản: Thà đúng gần đúng còn hơn sai chính xác (It is better to be approximately right than precisely wrong).

For owners of a business - and that's the way we think of shareholders - the academics' definition of risk is far off the mark, so much so that it produces absurdities. For example, under beta-based theory, a stock that has dropped very sharply compared to the market - as had Washington Post when we bought it in 1973 - becomes "riskier" at the lower price than it was at the higher price. Would that description have then made any sense to someone who was offered the entire company at a vastly-reduced price?

Đối với các chủ sở hữu của một doanh nghiệp — và đó là cách chúng tôi nghĩ về các cổ đông — định nghĩa rủi ro của giới học thuật là sai lệch xa vời (far off the mark), đến mức nó tạo ra những điều phi lý (absurdities). Ví dụ, theo lý thuyết dựa trên beta, một cổ phiếu đã giảm rất mạnh so với thị trường — như trường hợp của Washington Post khi chúng tôi mua nó vào năm 1973 — trở nên "rủi ro hơn" ở mức giá thấp hơn so với mức giá cao hơn. Liệu mô tả đó có ý nghĩa gì đối với một người được đề nghị mua toàn bộ công ty với mức giá đã giảm đi rất nhiều không?

In fact, the true investor welcomes volatility. Ben Graham explained why in Chapter 8 of *The Intelligent Investor*. There he introduced "Mr. Market," an obliging fellow who shows up every day to either buy from you or sell to you, whichever you wish. The more manic-depressive this chap is, the greater the opportunities available to the investor. That's true because a wildly fluctuating market means that irrationally low prices will periodically be attached to solid businesses. It is impossible to see how the availability of such prices can be thought of as increasing the hazards for an investor who is totally free to either ignore the market or exploit its folly.

Trên thực tế, nhà đầu tư thực sự chào đón sự biến động (welcomes volatility). Ben Graham đã giải thích lý do tại Chương 8 của cuốn *Nhà Đầu Tư Thông Minh* (*The Intelligent Investor*). Ở đó, ông đã giới thiệu "Ngài Thị Trường" (Mr. Market), một người đàn ông dễ tính xuất hiện mỗi ngày để mua từ bạn hoặc bán cho bạn, tùy theo ý muốn của bạn. Người đàn ông này càng có tính cách hưng trầm cảm (manic-depressive) thì cơ hội dành cho nhà đầu tư càng lớn hơn. Điều đó đúng vì một thị trường dao động mạnh (wildly fluctuating) có nghĩa là các mức giá thấp một cách phi lý sẽ định kỳ gắn liền với các doanh nghiệp vững chắc. Thật khó để thấy làm thế nào sự sẵn có của những mức giá như vậy lại có thể được coi là làm tăng nguy hiểm cho một nhà đầu tư hoàn toàn tự do chọn lựa giữa việc phớt lờ thị trường (ignore the market) hoặc khai thác sự điên rồ của nó (exploit its folly).

In assessing risk, a beta purist will disdain examining what a company produces, what its competitors are doing, or how much borrowed money the business employs. He may even prefer not to know the company's name. What he treasures is the price history of its stock. In contrast, we'll happily forgo knowing the price history and instead will seek whatever information will further our understanding of the company's business. After we buy a stock, consequently, we would not be disturbed if markets closed for a year or two. We don't need a daily quote on our 100% position in See's or H. H. Brown to validate our well-being. Why, then, should we need a quote on our 7% interest in Coke?

Trong việc đánh giá rủi ro, một người theo chủ nghĩa beta thuần túy (beta purist) sẽ khinh thường (disdain) việc xem xét công ty sản xuất gì, đối thủ cạnh tranh đang làm gì hay doanh nghiệp đó sử dụng bao nhiêu tiền vay (borrowed money). Anh ta thậm chí có thể thích không biết tên công ty. Điều anh ta trân trọng là lịch sử giá cổ phiếu của nó. Ngược lại, chúng tôi sẽ vui vẻ bỏ qua việc biết lịch sử giá và thay vào đó sẽ tìm kiếm bất kỳ thông tin nào giúp chúng tôi hiểu rõ hơn về hoạt

động kinh doanh của công ty. Do đó, sau khi chúng tôi mua một cổ phiếu, chúng tôi sẽ không cảm thấy phiền nếu thị trường đóng cửa trong một hoặc hai năm. Chúng tôi không cần một bảo giá hàng ngày về 100% vị thế của mình trong See's hay H. H. Brown để xác nhận tình trạng tốt của mình. Vậy thì, tại sao chúng tôi lại cần một bảo giá cho 7% lợi ích của mình trong Coke?

In our opinion, the real risk that an investor must assess is whether his aggregate after-tax receipts from an investment (including those he receives on sale) will, over his prospective holding period, give him at least as much purchasing power as he had to begin with, plus a modest rate of interest on that initial stake. Though this risk cannot be calculated with engineering precision, it can in some cases be judged with a degree of accuracy that is useful. The primary factors bearing upon this evaluation are:

Theo ý kiến của chúng tôi, rủi ro thực sự mà một nhà đầu tư phải đánh giá là liệu tổng số tiền thu được sau thuế từ một khoản đầu tư của anh ta (bao gồm cả số tiền anh ta nhận được khi bán), trong suốt thời gian nắm giữ dự kiến, có mang lại cho anh ta ít nhất là sức mua (purchasing power) như anh ta có ban đầu, cộng với một tỷ suất lãi suất khiêm tốn (modest rate of interest) trên số vốn ban đầu đó hay không. Mặc dù rủi ro này không thể được tính toán với độ chính xác kỹ thuật, nhưng trong một số trường hợp, nó có thể được đánh giá với một mức độ chính xác hữu ích. Các yếu tố chính ảnh hưởng đến việc đánh giá này là:

1) The certainty with which the long-term economic characteristics of the business can be evaluated;

Sự chắc chắn mà các đặc điểm kinh tế dài hạn của doanh nghiệp có thể được đánh giá;

2) The certainty with which management can be evaluated, both as to its ability to realize the full potential of the business and to wisely employ its cash flows;

Sự chắc chắn mà ban quản lý có thể được đánh giá, cả về khả năng của họ trong việc hiện thực hóa toàn bộ tiềm năng của doanh nghiệp và sử dụng dòng tiền một cách khôn ngoan;

3) The certainty with which management can be counted on to channel the rewards from the business to the shareholders rather than to itself;

Sự chắc chắn mà ban quản lý có thể được tin cậy để chuyển phần thưởng từ doanh nghiệp cho các cổ đông thay vì cho chính họ;

4) The purchase price of the business;

Giá mua của doanh nghiệp;

5) The levels of taxation and inflation that will be experienced and that will determine the degree by which an investor's purchasing-power return is reduced from his gross return.

Mức thuế và lạm phát sẽ được trải nghiệm và sẽ xác định mức độ mà lợi nhuận sức mua của nhà đầu tư bị giảm so với tổng lợi nhuận của anh ta.

These factors will probably strike many analysts as unbearably fuzzy, since they cannot be extracted from a data base of any kind. But the difficulty of precisely quantifying these matters does not negate their importance nor is it insuperable. Just as Justice Stewart found it impossible

to formulate a test for obscenity but nevertheless asserted, "I know it when I see it," so also can investors - in an inexact but useful way - "see" the risks inherent in certain investments without reference to complex equations or price histories.

Những yếu tố này có lẽ sẽ khiến nhiều nhà phân tích cảm thấy mơ hồ không chịu nổi (unbearably fuzzy), vì chúng không thể được trích xuất từ bất kỳ loại cơ sở dữ liệu nào. Nhưng sự khó khăn trong việc định lượng chính xác các vấn đề này không phủ nhận tầm quan trọng của chúng, và nó cũng không phải là không thể vượt qua (insuperable). Giống như Thẩm phán Stewart thấy không thể đưa ra một tiêu chí cho sự khiêu dâm (obscenity) nhưng vẫn khẳng định: "Tôi biết điều đó khi tôi nhìn thấy nó," thì các nhà đầu tư cũng có thể — một cách không chính xác nhưng hữu ích — "thấy" rủi ro cố hữu (inherent risks) trong các khoản đầu tư nhất định mà không cần tham khảo các phương trình phức tạp hoặc lịch sử giá.

Is it really so difficult to conclude that Coca-Cola and Gillette possess far less business risk over the long term than, say, any computer company or retailer? Worldwide, Coke sells about 44% of all soft drinks, and Gillette has more than a 60% share (in value) of the blade market. Leaving aside chewing gum, in which Wrigley is dominant, I know of no other significant businesses in which the leading company has long enjoyed such global power.

Thật sự có quá khó khăn để kết luận rằng Coca-Cola và Gillette có rủi ro kinh doanh dài hạn ít hơn nhiều so với, chẳng hạn, bất kỳ công ty máy tính hoặc nhà bán lẻ nào không? Trên toàn thế giới, Coke bán khoảng 44% tổng số nước giải khát, và Gillette nắm giữ hơn 60% thị phần (về giá trị) của thị trường lưỡi dao cạo. Bỏ qua kẹo cao su, nơi Wrigley đang thống trị, tôi không biết có bất kỳ doanh nghiệp quan trọng nào khác mà công ty dẫn đầu đã tận hưởng sức mạnh toàn cầu như vậy trong thời gian dài.

Moreover, both Coke and Gillette have actually increased their worldwide shares of market in recent years. The might of their brand names, the attributes of their products, and the strength of their distribution systems give them an enormous competitive advantage, setting up a protective moat around their economic castles. The average company, in contrast, does battle daily without any such means of protection. As Peter Lynch says, stocks of companies selling commodity-like products should come with a warning label: "Competition may prove hazardous to human wealth."

Hơn nữa, cả Coke và Gillette thực sự đã gia tăng thị phần toàn cầu của họ trong những năm gần đây. Sức mạnh của thương hiệu (brand names), các thuộc tính của sản phẩm (attributes of their products), và sức mạnh của hệ thống phân phối (distribution systems) mang lại cho họ một lợi thế cạnh tranh khổng lồ, thiết lập một hào bảo vệ (protective moat) xung quanh lâu đài kinh tế của họ. Ngược lại, các công ty trung bình phải chiến đấu hàng ngày mà không có bất kỳ phương tiện bảo vệ nào như vậy. Như Peter Lynch nói, cổ phiếu của các công ty bán các sản phẩm giống như hàng hóa (commodity-like products) nên đi kèm với nhãn cảnh báo: "Cạnh tranh có thể gây nguy hiểm cho sự giàu có của con người."

The competitive strengths of a Coke or Gillette are obvious to even the casual observer of business. Yet the beta of their stocks is similar to that of a great many run-of-the-mill companies who possess little or no competitive advantage. Should we conclude from this similarity that the competitive strength of Coke and Gillette gains them nothing when business risk is being measured? Or should we conclude that the risk in owning a piece of a company - its stock - is somehow divorced from the long-term risk inherent in its business operations? We believe neither

conclusion makes sense and that equating beta with investment risk also makes no sense.

Sức mạnh cạnh tranh của Coke hay Gillette là điều hiển nhiên ngay cả đối với người quan sát kinh doanh thông thường. Tuy nhiên, chỉ số beta của cổ phiếu họ lại tương tự như của rất nhiều công ty tầm thường (run-of-the-mill companies) chỉ có ít hoặc không có lợi thế cạnh tranh. Chúng ta có nên kết luận từ sự tương đồng này rằng sức mạnh cạnh tranh của Coke và Gillette không mang lại cho họ bất kỳ lợi ích nào khi đo lường rủi ro kinh doanh? Hay chúng ta nên kết luận rằng rủi ro khi sở hữu một phần của công ty — cổ phiếu của nó — bằng cách nào đó lại bị tách rời khỏi rủi ro dài hạn cổ hữu trong hoạt động kinh doanh của nó? Chúng tôi tin rằng không có kết luận nào có ý nghĩa và việc đánh đồng beta với rủi ro đầu tư cũng không có ý nghĩa gì.

The theoretician bred on beta has no mechanism for differentiating the risk inherent in, say, a single-product toy company selling pet rocks or hula hoops from that of another toy company whose sole product is Monopoly or Barbie. But it's quite possible for ordinary investors to make such distinctions if they have a reasonable understanding of consumer behavior and the factors that create long-term competitive strength or weakness. Obviously, every investor will make mistakes. But by confining himself to a relatively few, easy-to-understand cases, a reasonably intelligent, informed and diligent person can judge investment risks with a useful degree of accuracy.

Nhà lý thuyết được nuôi dưỡng bằng beta không có cơ chế để phân biệt rủi ro cổ hữu trong, chẳng hạn, một công ty đồ chơi đơn sản phẩm bán đá cảnh (pet rocks) hoặc vòng lắc (hula hoops) với một công ty đồ chơi khác mà sản phẩm duy nhất là Monopoly hay Barbie. Nhưng hoàn toàn có thể đối với các nhà đầu tư thông thường để tạo ra những sự phân biệt như vậy nếu họ có hiểu biết hợp lý về hành vi tiêu dùng và các yếu tố tạo ra sức mạnh hoặc điểm yếu cạnh tranh dài hạn. Rõ ràng, mọi nhà đầu tư đều sẽ mắc lỗi. Nhưng bằng cách tự giới hạn mình vào một số trường hợp tương đối ít, dễ hiểu, một người hợp lý thông minh, có hiểu biết và siêng năng (diligent) có thể đánh giá rủi ro đầu tư với một mức độ chính xác hữu ích.

In many industries, of course, Charlie and I can't determine whether we are dealing with a "pet rock" or a "Barbie." We couldn't solve this problem, moreover, even if we were to spend years intensely studying those industries. Sometimes our own intellectual shortcomings would stand in the way of understanding, and in other cases the nature of the industry would be the roadblock. For example, a business that must deal with fast-moving technology is not going to lend itself to reliable evaluations of its long-term economics. Did we foresee thirty years ago what would transpire in the television-manufacturing or computer industries? Of course not. (Nor did most of the investors and corporate managers who enthusiastically entered those industries.) Why, then, should Charlie and I now think we can predict the future of other rapidly-evolving businesses? We'll stick instead with the easy cases. Why search for a needle buried in a haystack when one is sitting in plain sight?

Trong nhiều ngành công nghiệp, dĩ nhiên, Charlie và tôi không thể xác định liệu chúng tôi đang đối phó với một "đá cảnh" (pet rock) hay một "búp bê Barbie". Hơn nữa, chúng tôi không thể giải quyết vấn đề này ngay cả khi chúng tôi dành nhiều năm để nghiên cứu chuyên sâu các ngành công nghiệp đó. Đôi khi sự thiếu sót về mặt trí tuệ của chính chúng tôi sẽ cản trở việc thấu hiểu, và trong những trường hợp khác, bản chất của ngành công nghiệp sẽ là rào cản. Ví dụ, một doanh nghiệp phải đối phó với công nghệ thay đổi nhanh chóng sẽ không phù hợp cho việc đánh

giá đáng tin cậy về kinh tế dài hạn của nó. Liệu chúng tôi có thấy trước 30 năm trước những gì sẽ xảy ra trong ngành sản xuất TV hay máy tính không? Tất nhiên là không. (Và hầu hết các nhà đầu tư và nhà quản lý công ty đã nhiệt tình tham gia vào các ngành công nghiệp đó cũng vậy). Vậy thì, tại sao Charlie và tôi lại nghĩ rằng chúng tôi có thể dự đoán tương lai của các doanh nghiệp đang phát triển nhanh chóng khác? Chúng tôi sẽ kiên định với những trường hợp dễ dàng thay vào đó. Tại sao phải tìm kiếm một cây kim bị chôn vùi trong đồng cỏ khô khi một cây kim đang nằm ngay trước mắt?

Of course, some investment strategies - for instance, our efforts in arbitrage over the years - require wide diversification. If significant risk exists in a single transaction, overall risk should be reduced by making that purchase one of many mutually-independent commitments. Thus, you may consciously purchase a risky investment - one that indeed has a significant possibility of causing loss or injury - if you believe that your gain, weighted for probabilities, considerably exceeds your loss, comparably weighted, and if you can commit to a number of similar, but unrelated opportunities. Most venture capitalists employ this strategy. Should you choose to pursue this course, you should adopt the outlook of the casino that owns a roulette wheel, which will want to see lots of action because it is favored by probabilities, but will refuse to accept a single, huge bet.

Tất nhiên, một số chiến lược đầu tư — ví dụ, nỗ lực của chúng tôi trong đầu cơ chênh lệch giá (arbitrage) qua nhiều năm — đòi hỏi sự đa dạng hóa rộng rãi. Nếu rủi ro đáng kể tồn tại trong một giao dịch duy nhất, rủi ro tổng thể nên được giảm bớt bằng cách biến giao dịch mua đó thành một trong nhiều cam kết độc lập lẫn nhau. Do đó, bạn có thể cố ý mua một khoản đầu tư rủi ro — một khoản thực sự có khả năng đáng kể gây ra tổn thất hoặc tổn hại — nếu bạn tin rằng lợi nhuận của bạn, được tính theo xác suất, vượt trội đáng kể so với tổn thất của bạn, được tính theo xác suất tương đương, và nếu bạn có thể cam kết với một số cơ hội tương tự, nhưng không liên quan. Hầu hết các nhà đầu tư mạo hiểm (venture capitalists) đều sử dụng chiến lược này. Nếu bạn chọn theo đuổi hướng đi này, bạn nên áp dụng quan điểm của sòng bạc sở hữu một bàn quay roulette, nơi muốn thấy nhiều hoạt động vì nó được ưu tiên bởi các xác suất, nhưng sẽ từ chối chấp nhận một lần cược lớn duy nhất.

Another situation requiring wide diversification occurs when an investor who does not understand the economics of specific businesses nevertheless believes it in his interest to be a long-term owner of American industry. That investor should both own a large number of equities and space out his purchases. By periodically investing in an index fund, for example, the know-nothing investor can actually out-perform most investment professionals. Paradoxically, when "dumb" money acknowledges its limitations, it ceases to be dumb.

Một tình huống khác yêu cầu sự đa dạng hóa rộng rãi xảy ra khi một nhà đầu tư không hiểu kinh tế của các doanh nghiệp cụ thể nhưng vẫn tin rằng việc trở thành chủ sở hữu dài hạn của ngành công nghiệp Mỹ là vì lợi ích của anh ta. Nhà đầu tư đó nên vừa sở hữu một số lượng lớn cổ phiếu (equities) vừa phân bổ thời gian mua của mình. Bằng cách định kỳ đầu tư vào một quỹ chỉ số (index fund), ví dụ, nhà đầu tư "không biết gì" (know-nothing investor) thực sự có thể vượt trội hơn hầu hết các chuyên gia đầu tư. Nghịch lý thay, khi tiền "ngu ngốc" ("dumb" money) thừa nhận những giới hạn của mình, nó không còn ngu ngốc nữa.

On the other hand, if you are a know-something investor, able to understand business

economics and to find five to ten sensibly- priced companies that possess important long-term competitive advantages, conventional diversification makes no sense for you. It is apt simply to hurt your results and increase your risk. I cannot understand why an investor of that sort elects to put money into a business that is his 20th favorite rather than simply adding that money to his top choices - the businesses he understands best and that present the least risk, along with the greatest profit potential. In the words of the prophet Mae West: "Too much of a good thing can be wonderful."

Mặt khác, nếu bạn là một nhà đầu tư "hiếu biết" (know-something investor), có khả năng hiểu kinh tế doanh nghiệp và tìm thấy từ năm đến mười công ty có giá hợp lý (sensibly-priced) sở hữu những lợi thế cạnh tranh dài hạn quan trọng, thì việc đa dạng hóa truyền thống là vô nghĩa đối với bạn. Việc đó có thể đơn thuần làm tổn hại đến kết quả của bạn và tăng rủi ro. Tôi không thể hiểu tại sao một nhà đầu tư thuộc loại đó lại chọn đầu tư tiền vào một doanh nghiệp là lựa chọn yêu thích thứ 20 của mình thay vì chỉ đơn giản là thêm số tiền đó vào các lựa chọn hàng đầu của mình — những doanh nghiệp mà anh ta hiểu rõ nhất và mang lại rủi ro ít nhất, cùng với tiềm năng lợi nhuận lớn nhất. Theo lời của nhà tiên tri Mae West: "Quá nhiều thứ tốt có thể là điều tuyệt vời."

Corporate Governance

Quản Trị Doanh Nghiệp

At our annual meetings, someone usually asks "What happens to this place if you get hit by a truck?" I'm glad they are still asking the question in this form. It won't be too long before the query becomes: "What happens to this place if you don't get hit by a truck?"

Tại các cuộc họp thường niên của chúng tôi, ai đó thường hỏi: "Điều gì sẽ xảy ra với nơi này nếu ông bị xe tải tông?" Tôi rất mừng vì họ vẫn hỏi câu hỏi này theo cách đó. Sẽ không còn lâu nữa trước khi câu hỏi trở thành: "Điều gì sẽ xảy ra với nơi này nếu ông không bị xe tải tông?"

Such questions, in any event, raise a reason for me to discuss corporate governance, a hot topic during the past year. In general, I believe that directors have stiffened their spines recently and that shareholders are now being treated somewhat more like true owners than was the case not long ago. Commentators on corporate governance, however, seldom make any distinction among three fundamentally different manager/owner situations that exist in publicly-held companies. Though the legal responsibility of directors is identical throughout, their ability to effect change differs in each of the cases. Attention usually falls on the first case, because it prevails on the corporate scene. Since Berkshire falls into the second category, however, and will someday fall into the third, we will discuss all three variations.

Dù sao đi nữa, những câu hỏi như vậy đặt ra lý do để tôi thảo luận về quản trị doanh nghiệp, một chủ đề nóng trong năm qua. Nói chung, tôi tin rằng các giám đốc (directors) gần đây đã trở nên cứng rắn hơn (stiffened their spines) và các cổ đông hiện đang được đối xử có phần giống chủ sở hữu thực sự hơn so với trước đây. Tuy nhiên, các nhà bình luận về quản trị doanh nghiệp hiếm khi phân biệt giữa ba tình huống quản lý/sở hữu khác nhau về cơ bản tồn tại trong các công ty đại chúng. Mặc dù trách nhiệm pháp lý của các giám đốc là giống nhau trong cả ba trường hợp, nhưng

khả năng tạo ra sự thay đổi của họ lại khác nhau trong mỗi trường hợp. Sự chú ý thường tập trung vào trường hợp đầu tiên, vì nó phổ biến trên sân khấu doanh nghiệp. Tuy nhiên, vì Berkshire nằm trong trường hợp thứ hai, và một ngày nào đó sẽ rơi vào trường hợp thứ ba, chúng tôi sẽ thảo luận về cả ba biến thể này.

The first, and by far most common, board situation is one in which a corporation has no controlling shareholder. In that case, I believe directors should behave as if there is a single absentee owner, whose long-term interest they should try to further in all proper ways. Unfortunately, "long-term" gives directors a lot of wiggle room. If they lack either integrity or the ability to think independently, directors can do great violence to shareholders while still claiming to be acting in their long-term interest. But assume the board is functioning well and must deal with a management that is mediocre or worse. Directors then have the responsibility for changing that management, just as an intelligent owner would do if he were present. And if able but greedy managers over-reach and try to dip too deeply into the shareholders' pockets, directors must slap their hands.

Tình huống hội đồng quản trị đầu tiên, và phổ biến nhất, là một công ty không có cổ đông kiểm soát (controlling shareholder). Trong trường hợp đó, tôi tin rằng các giám đốc (directors) nên hành xử như thể có một chủ sở hữu vắng mặt (absentee owner) duy nhất, mà lợi ích dài hạn của người đó họ nên cố gắng thúc đẩy bằng mọi cách thích hợp. Không may, "dài hạn" mang lại cho các giám đốc nhiều khoảng trống để lách luật (wiggle room). Nếu họ thiếu tính chính trực hoặc khả năng suy nghĩ độc lập, các giám đốc có thể gây tổn hại lớn cho cổ đông trong khi vẫn tuyên bố đang hành động vì lợi ích dài hạn của họ. Nhưng giả sử hội đồng quản trị đang hoạt động tốt và phải đối phó với một ban quản lý trung bình hoặc tệ hơn. Các giám đốc sau đó có trách nhiệm thay đổi ban quản lý đó, giống như một chủ sở hữu thông minh sẽ làm nếu anh ta có mặt. Và nếu các nhà quản lý có năng lực nhưng tham lam (greedy managers) làm quá và cố gắng nhúng tay quá sâu vào túi tiền của cổ đông, các giám đốc phải ngăn chặn họ.

In this plain-vanilla case, a director who sees something he doesn't like should attempt to persuade the other directors of his views. If he is successful, the board will have the muscle to make the appropriate change. Suppose, though, that the unhappy director can't get other directors to agree with him. He should then feel free to make his views known to the absentee owners. Directors seldom do that, of course. The temperament of many directors would in fact be incompatible with critical behavior of that sort. But I see nothing improper in such actions, assuming the issues are serious. Naturally, the complaining director can expect a vigorous rebuttal from the unpersuaded directors, a prospect that should discourage the dissenter from pursuing trivial or non-rational causes.

Trong trường hợp "phổ thông" (plain-vanilla) này, một giám đốc thấy điều gì đó không ổn nên cố gắng thuyết phục các giám đốc khác về quan điểm của mình. Nếu thành công, hội đồng quản trị sẽ có đủ sức mạnh (muscle) để thực hiện thay đổi phù hợp. Tuy nhiên, giả sử giám đốc không hài lòng đó không thể khiến các giám đốc khác đồng ý với mình. Khi đó, anh ta nên cảm thấy tự do công bố quan điểm của mình cho các chủ sở hữu vắng mặt (make his views known to the absentee owners). Tất nhiên, các giám đốc hiếm khi làm điều đó. Tính cách của nhiều giám đốc trên thực tế sẽ không tương thích với hành vi phê phán kiểu đó. Nhưng tôi không thấy có gì không đúng trong những hành động như vậy, giả sử các vấn đề là nghiêm trọng. Đương nhiên,

giám đốc phản đối có thể mong đợi một lời bác bỏ mạnh mẽ (vigorous rebuttal) từ các giám đốc không bị thuyết phục, một viễn cảnh nên làm nản lòng người bất đồng chính kiến (dissenter) trong việc theo đuổi các nguyên nhân tâm thường hoặc phi lý.

For the boards just discussed, I believe the directors ought to be relatively few in number - say, ten or less - and ought to come mostly from the outside. The outside board members should establish standards for the CEO's performance and should also periodically meet, without his being present, to evaluate his performance against those standards.

Đối với các hội đồng quản trị vừa thảo luận, tôi tin rằng số lượng giám đốc nên tương đối ít — ví dụ, khoảng mười người hoặc ít hơn — và hầu hết nên đến từ bên ngoài (outside). Các thành viên hội đồng quản trị bên ngoài nên thiết lập các tiêu chuẩn cho hiệu suất của CEO và cũng nên định kỳ họp, mà không có sự hiện diện của CEO, để đánh giá hiệu suất của anh ta dựa trên các tiêu chuẩn đó.

The requisites for board membership should be business savvy, interest in the job, and owner-orientation. Too often, directors are selected simply because they are prominent or add diversity to the board. That practice is a mistake. Furthermore, mistakes in selecting directors are particularly serious because appointments are so hard to undo: The pleasant but vacuous director need never worry about job security.

Các yêu cầu đối với thành viên hội đồng quản trị phải là sự hiểu biết kinh doanh (business savvy), sự quan tâm đến công việc và tinh thần định hướng chủ sở hữu (owner-orientation). Quá thường xuyên, các giám đốc được chọn đơn giản vì họ nổi tiếng (prominent) hoặc thêm tính đa dạng cho hội đồng quản trị. Thực tế đó là một sai lầm. Hơn nữa, những sai lầm trong việc chọn giám đốc đặc biệt nghiêm trọng vì việc bổ nhiệm rất khó để đảo ngược: Vị giám đốc dễ chịu nhưng trống rỗng (vacuous) không bao giờ phải lo lắng về sự ổn định công việc.

The second case is that existing at Berkshire, where the controlling owner is also the manager. At some companies, this arrangement is facilitated by the existence of two classes of stock endowed with disproportionate voting power. In these situations, it's obvious that the board does not act as an agent between owners and management and that the directors cannot effect change except through persuasion. Therefore, if the owner/manager is mediocre or worse - or is over-reaching - there is little a director can do about it except object. If the directors having no connections to the owner/manager make a unified argument, it may well have some effect. More likely it will not.

Trường hợp thứ hai là tình huống hiện có tại Berkshire, nơi chủ sở hữu kiểm soát đồng thời là nhà quản lý. Tại một số công ty, sự sắp xếp này được tạo điều kiện bằng sự tồn tại của hai loại cổ phiếu được trao quyền biểu quyết không cân xứng (disproportionate voting power). Trong những tình huống này, rõ ràng là hội đồng quản trị không hoạt động như một đại lý giữa chủ sở hữu và ban quản lý và các giám đốc không thể tạo ra sự thay đổi ngoại trừ thông qua sự thuyết phục (persuasion). Do đó, nếu chủ sở hữu/quản lý là trung bình hoặc tệ hơn — hoặc đang làm quá mức giới hạn (over-reaching) — thì một giám đốc có thể làm rất ít ngoại trừ việc phản đối. Nếu các giám đốc không có mối liên hệ nào với chủ sở hữu/quản lý đưa ra một lập luận thống nhất, nó có thể có một số tác động. Nhưng nhiều khả năng là không.

If change does not come, and the matter is sufficiently serious, the outside directors should

resign. Their resignation will signal their doubts about management, and it will emphasize that no outsider is in a position to correct the owner/manager's shortcomings.

Nếu sự thay đổi không đến, và vấn đề đủ nghiêm trọng, các giám đốc bên ngoài nên từ chức (resign). Việc họ từ chức sẽ báo hiệu sự nghi ngờ của họ đối với ban quản lý, và nó sẽ nhấn mạnh rằng không có người ngoài nào có vị thế để sửa chữa những thiếu sót của chủ sở hữu/quản lý.

The third governance case occurs when there is a controlling owner who is not involved in management. This case, examples of which are Hershey Foods and Dow Jones, puts the outside directors in a potentially useful position. If they become unhappy with either the competence or integrity of the manager, they can go directly to the owner (who may also be on the board) and report their dissatisfaction. This situation is ideal for an outside director, since he need make his case only to a single, presumably interested owner, who can forthwith effect change if the argument is persuasive. Even so, the dissatisfied director has only that single course of action. If he remains unsatisfied about a critical matter, he has no choice but to resign.

Trường hợp quản trị thứ ba xảy ra khi có một chủ sở hữu kiểm soát không tham gia vào ban quản lý. Trường hợp này, ví dụ điển hình là Hershey Foods và Dow Jones, đặt các giám đốc bên ngoài vào một vị thế có tiềm năng hữu ích. Nếu họ không hài lòng với năng lực hoặc tính chính trực của nhà quản lý, họ có thể trực tiếp đến gặp chủ sở hữu (người này cũng có thể là thành viên hội đồng quản trị) và báo cáo sự bất mãn của mình. Tình huống này là lý tưởng cho một giám đốc bên ngoài, vì anh ta chỉ cần trình bày trường hợp của mình cho một chủ sở hữu duy nhất, được coi là quan tâm, người có thể thực hiện thay đổi ngay lập tức nếu lập luận thuyết phục. Mặc dù vậy, giám đốc không hài lòng chỉ có một hướng hành động duy nhất đó. Nếu anh ta vẫn không hài lòng về một vấn đề quan trọng, anh ta không có lựa chọn nào khác ngoài việc từ chức.

Logically, the third case should be the most effective in insuring first-class management. In the second case the owner is not going to fire himself, and in the first case, directors often find it very difficult to deal with mediocrity or mild over-reaching. Unless the unhappy directors can win over a majority of the board - an awkward social and logistical task, particularly if management's behavior is merely odious, not egregious - their hands are effectively tied. In practice, directors trapped in situations of this kind usually convince themselves that by staying around they can do at least some good. Meanwhile, management proceeds unfettered.

Theo logic, trường hợp thứ ba nên là hiệu quả nhất trong việc đảm bảo quản lý hạng nhất. Trong trường hợp thứ hai, chủ sở hữu sẽ không tự sa thải mình, và trong trường hợp thứ nhất, các giám đốc thường thấy rất khó khăn để đối phó với sự tầm thường (mediocrity) hoặc sự làm quá nhẹ (mild over-reaching). Trừ khi các giám đốc không hài lòng có thể chiếm được đa số hội đồng quản trị — một nhiệm vụ khó khăn về mặt xã hội và hậu cần (logistical task), đặc biệt nếu hành vi của ban quản lý chỉ là đáng ghét (odious), chứ không phải quá đáng (egregious) — tay của họ thực sự bị trói. Trên thực tế, các giám đốc bị mắc kẹt trong những tình huống kiểu này thường tự thuyết phục mình rằng bằng cách ở lại, họ có thể làm được ít nhất một điều gì đó tốt. Trong khi đó, ban quản lý vẫn tiếp tục hành động không bị cản trở (unfettered).

In the third case, the owner is neither judging himself nor burdened with the problem of garnering a majority. He can also insure that outside directors are selected who will bring useful qualities to the board. These directors, in turn, will know that the good advice they give will reach

the right ears, rather than being stifled by a recalcitrant management. If the controlling owner is intelligent and self-confident, he will make decisions in respect to management that are meritocratic and pro-shareholder. Moreover - and this is critically important - he can readily correct any mistake he makes.

Trong trường hợp thứ ba, chủ sở hữu không tự đánh giá mình cũng như không bị gánh nặng bởi vấn đề giành được đa số. Anh ta cũng có thể đảm bảo rằng các giám đốc bên ngoài được chọn sẽ mang lại những phẩm chất hữu ích cho hội đồng quản trị. Đổi lại, các giám đốc này sẽ biết rằng lời khuyên tốt mà họ đưa ra sẽ đến tai người phù hợp, thay vì bị bóp nghẹt bởi một ban quản lý ngoan cố (recalcitrant). Nếu chủ sở hữu kiểm soát là người thông minh và tự tin, anh ta sẽ đưa ra các quyết định liên quan đến quản lý mang tính công trạng (meritocratic) và vì lợi ích cổ đông (pro-shareholder). Hơn nữa — và điều này vô cùng quan trọng — anh ta có thể dễ dàng sửa chữa bất kỳ sai lầm nào mình mắc phải.

At Berkshire we operate in the second mode now and will for as long as I remain functional. My health, let me add, is excellent. For better or worse, you are likely to have me as an owner/manager for some time.

Tại Berkshire, chúng tôi hiện đang hoạt động theo mô hình thứ hai và sẽ tiếp tục như vậy miễn là tôi còn hoạt động được (remain functional). Tôi xin nói thêm, sức khỏe của tôi rất tốt. Dù tốt hay xấu, quý vị có khả năng có tôi là chủ sở hữu/quản lý trong một thời gian nữa.

After my death, all of my stock will go to my wife, Susie, should she survive me, or to a foundation if she dies before I do. In neither case will taxes and bequests require the sale of consequential amounts of stock.

Sau khi tôi qua đời, tất cả cổ phiếu của tôi sẽ thuộc về vợ tôi, Susie, nếu bà ấy sống sót sau tôi, hoặc cho một quỹ (foundation) nếu bà ấy mất trước tôi. Trong cả hai trường hợp, thuế và di sản sẽ không yêu cầu bán một lượng cổ phiếu đáng kể (consequential amounts of stock).

When my stock is transferred to either my wife or the foundation, Berkshire will enter the third governance mode, going forward with a vitally interested, but non-management, owner and with a management that must perform for that owner. In preparation for that time, Susie was elected to the board a few years ago, and in 1993 our son, Howard, joined the board. These family members will not be managers of the company in the future, but they will represent the controlling interest should anything happen to me. Most of our other directors are also significant owners of Berkshire stock, and each has a strong owner-orientation. All in all, we're prepared for "the truck."

Khi cổ phiếu của tôi được chuyển giao cho vợ tôi hoặc quỹ, Berkshire sẽ bước vào mô hình quản trị thứ ba, tiếp tục hoạt động với một chủ sở hữu quan tâm sâu sắc nhưng không tham gia quản lý (non-management) và với một ban quản lý phải thực hiện công việc cho chủ sở hữu đó. Để chuẩn bị cho thời điểm đó, Susie đã được bầu vào hội đồng quản trị vài năm trước, và vào năm 1993, con trai chúng tôi, Howard, đã tham gia hội đồng quản trị. Các thành viên gia đình này sẽ không phải là nhà quản lý của công ty trong tương lai, nhưng họ sẽ đại diện cho lợi ích kiểm soát nếu bất cứ điều gì xảy ra với tôi. Hầu hết các giám đốc khác của chúng tôi cũng là chủ sở hữu đáng kể cổ phiếu Berkshire, và mỗi người đều có định hướng chủ sở hữu mạnh mẽ. Nói chung, chúng tôi đã chuẩn bị sẵn sàng cho "chiếc xe tải."

Shareholder-Designated Contributions

Các Khoản Đóng Góp Do Cổ Đông Chỉ Định

About 97% of all eligible shares participated in Berkshire's 1993 shareholder-designated contributions program. Contributions made through the program were \$9.4 million and 3,110 charities were recipients.

Khoảng 97% tổng số cổ phiếu đủ điều kiện đã tham gia vào chương trình đóng góp do cổ đông chỉ định của Berkshire năm 1993. Các khoản đóng góp được thực hiện thông qua chương trình là 9,4 triệu đô la và 3.110 tổ chức từ thiện đã nhận được.

Berkshire's practice in respect to discretionary philanthropy - as contrasted to its policies regarding contributions that are clearly related to the company's business activities - differs significantly from that of other publicly-held corporations. There, most corporate contributions are made pursuant to the wishes of the CEO (who often will be responding to social pressures), employees (through matching gifts), or directors (through matching gifts or requests they make of the CEO).

Thực tiễn của Berkshire đối với hoạt động từ thiện tùy ý (discretionary philanthropy) — trái ngược với các chính sách liên quan đến các khoản đóng góp rõ ràng liên quan đến hoạt động kinh doanh của công ty — khác biệt đáng kể so với các tập đoàn đại chúng khác. Ở các công ty đó, hầu hết các khoản đóng góp của công ty được thực hiện theo mong muốn của CEO (người thường sẽ phản ứng với áp lực xã hội), nhân viên (thông qua quà tặng đối ứng matching gifts), hoặc giám đốc (thông qua quà tặng đối ứng hoặc yêu cầu họ đưa ra với CEO).

At Berkshire, we believe that the company's money is the owners' money, just as it would be in a closely-held corporation, partnership, or sole proprietorship. Therefore, if funds are to be given to causes unrelated to Berkshire's business activities, it is the charities favored by our owners that should receive them. We've yet to find a CEO who believes he should personally fund the charities favored by his shareholders. Why, then, should they foot the bill for his picks?

Tại Berkshire, chúng tôi tin rằng tiền của công ty là tiền của chủ sở hữu (the company's money is the owners' money), giống như nó sẽ là trong một công ty được sở hữu chặt chẽ (closely-held corporation), công ty hợp danh, hoặc doanh nghiệp tư nhân. Do đó, nếu tiền được trao cho các mục đích không liên quan đến hoạt động kinh doanh của Berkshire, thì đó phải là các tổ chức từ thiện được các chủ sở hữu của chúng tôi ưu ái nhận được. Chúng tôi chưa tìm thấy một CEO nào tin rằng anh ta nên tự mình tài trợ cho các tổ chức từ thiện được các cổ đông của mình ưu ái. Vậy thì, tại sao họ phải trả tiền cho các lựa chọn của anh ta?

Let me add that our program is easy to administer. Last fall, for two months, we borrowed one person from National Indemnity to help us implement the instructions that came from our 7,500 registered shareholders. I'd guess that the average corporate program in which employee gifts are matched incurs far greater administrative costs. Indeed, our entire corporate overhead is less than half the size of our charitable contributions. (Charlie, however, insists that I tell you that \$1.4 million of our \$4.9 million overhead is attributable to our corporate jet, The Indefensible.)

Tôi xin nói thêm rằng chương trình của chúng tôi rất dễ quản lý. Mùa thu năm ngoái, trong

hai tháng, chúng tôi đã mượn một nhân viên từ National Indemnity để giúp chúng tôi thực hiện các hướng dẫn đến từ 7.500 cổ đông đã đăng ký của chúng tôi. Tôi đoán rằng chương trình đổi ứng quà tặng của nhân viên trung bình của các công ty khác phải chịu chi phí quản lý lớn hơn nhiều. Thật vậy, toàn bộ chi phí chung (corporate overhead) của công ty chúng tôi chỉ bằng chưa đầy một nửa số tiền đóng góp từ thiện của chúng tôi. (Tuy nhiên, Charlie khẳng định rằng tôi phải nói với quý vị rằng 1,4 triệu đô la trong số 4,9 triệu đô la chi phí chung của chúng tôi là do chi phí vận hành máy bay riêng của công ty, chiếc The Indefensible.)

Below is a list showing the largest categories to which our shareholders have steered their contributions.

Dưới đây là danh sách cho thấy các hạng mục lớn nhất mà cổ đông của chúng tôi đã định hướng các khoản đóng góp của họ:

- (a) 347 churches and synagogues received 569 gifts
347 nhà thờ và giáo đường đã nhận được 569 khoản đóng góp
- (b) 283 colleges and universities received 670 gifts
283 trường cao đẳng và đại học đã nhận được 670 khoản đóng góp
- (c) 244 K-12 schools (about two-thirds secular, one-third religious) received 525 gifts
244 trường K-12 (khoảng hai phần ba thế tục, một phần ba tôn giáo) đã nhận được 525 khoản đóng góp
- (d) 288 institutions dedicated to art, culture or the humanities received 447 gifts
288 tổ chức dành cho nghệ thuật, văn hóa hoặc nhân văn đã nhận được 447 khoản đóng góp
- (e) 180 religious social-service organizations (split about equally between Christian and Jewish) received 411 gifts
180 tổ chức dịch vụ xã hội tôn giáo (chia đều khoảng giữa Thiên chúa giáo và Do Thái giáo) đã nhận được 411 khoản đóng góp
- (f) 445 secular social-service organizations (about 40% youth-related) received 759 gifts
445 tổ chức dịch vụ xã hội thế tục (khoảng 40% liên quan đến thanh thiếu niên) đã nhận được 759 khoản đóng góp
- (g) 153 hospitals received 261 gifts
153 bệnh viện đã nhận được 261 khoản đóng góp
- (h) 186 health-related organizations (American Heart Association, American Cancer Society, etc.) received 320 gifts
186 tổ chức liên quan đến sức khỏe (Hiệp hội Tim mạch Hoa Kỳ, Hiệp hội Ung thư Hoa Kỳ, v.v.) đã nhận được 320 khoản đóng góp

Three things about this list seem particularly interesting to me. First, to some degree it

indicates what people choose to give money to when they are acting of their own accord, free of pressure from solicitors or emotional appeals from charities. Second, the contributions programs of publicly-held companies almost never allow gifts to churches and synagogues, yet clearly these institutions are what many shareholders would like to support. Third, the gifts made by our shareholders display conflicting philosophies: 130 gifts were directed to organizations that believe in making abortions readily available for women and 30 gifts were directed to organizations (other than churches) that discourage or are opposed to abortion.

Ba điều về danh sách này dường như đặc biệt thú vị đối với tôi. Thứ nhất, ở một mức độ nào đó, nó cho thấy những gì mọi người chọn để quyên góp tiền khi họ tự hành động, không bị áp lực từ người kêu gọi hay những lời kêu gọi cảm xúc từ các tổ chức từ thiện. Thứ hai, các chương trình đóng góp của các công ty đại chúng gần như không bao giờ cho phép tặng quà cho nhà thờ và giáo đường (churches and synagogues), nhưng rõ ràng những tổ chức này là thứ mà nhiều cổ đông muốn ủng hộ. Thứ ba, các khoản đóng góp được thực hiện bởi các cổ đông của chúng tôi thể hiện những triết lý mâu thuẫn: 130 khoản đóng góp được định hướng cho các tổ chức tin vào việc tạo điều kiện cho phụ nữ dễ dàng phá thai, và 30 khoản đóng góp được định hướng cho các tổ chức (khác với nhà thờ) không khuyến khích hoặc phản đối việc phá thai.

Last year I told you that I was thinking of raising the amount that Berkshire shareholders can give under our designated- contributions program and asked for your comments. We received a few well-written letters opposing the entire idea, on the grounds that it was our job to run the business and not our job to force shareholders into making charitable gifts. Most of the shareholders responding, however, noted the tax efficiency of the plan and urged us to increase the designated amount. Several shareholders who have given stock to their children or grandchildren told me that they consider the program a particularly good way to get youngsters thinking at an early age about the subject of giving. These people, in other words, perceive the program to be an educational, as well as philanthropic, tool. The bottom line is that we did raise the amount in 1993, from \$8 per share to \$10.

Năm ngoái, tôi đã nói với quý vị rằng tôi đang nghĩ đến việc tăng số tiền mà cổ đông Berkshire có thể quyên góp theo chương trình đóng góp chỉ định của chúng tôi và yêu cầu ý kiến của quý vị. Chúng tôi đã nhận được một vài lá thư được viết tốt phản đối toàn bộ ý tưởng, với lý do rằng công việc của chúng tôi là điều hành kinh doanh chứ không phải là ép buộc cổ đông thực hiện các khoản tặng từ thiện. Tuy nhiên, hầu hết các cổ đông phản hồi đều lưu ý đến hiệu quả thuế (tax efficiency) của kế hoạch và thúc giục chúng tôi tăng số tiền chỉ định. Một số cổ đông đã tặng cổ phiếu cho con hoặc cháu của họ nói với tôi rằng họ coi chương trình này là một cách đặc biệt tốt để khiến những người trẻ tuổi suy nghĩ sớm về chủ đề cho đi. Nói cách khác, những người này coi chương trình là một công cụ mang tính giáo dục, cũng như từ thiện. Điểm mấu chốt là chúng tôi đã tăng số tiền vào năm 1993, từ 8 đô la lên 10 đô la mỗi cổ phiếu.

In addition to the shareholder-designated contributions that Berkshire distributes, our operating businesses make contributions, including merchandise, averaging about \$2.5 million annually. These contributions support local charities, such as The United Way, and produce roughly commensurate benefits for our businesses.

Ngoài các khoản đóng góp do cổ đông chỉ định mà Berkshire phân phối, các doanh nghiệp đang hoạt động của chúng tôi cũng thực hiện các khoản đóng góp, bao gồm cả hàng hóa, với mức

trung bình khoảng 2,5 triệu đô la hàng năm. Những khoản đóng góp này hỗ trợ các tổ chức từ thiện địa phương, chẳng hạn như The United Way, và mang lại những lợi ích tương xứng (roughly commensurate benefits) cho các doanh nghiệp của chúng tôi.

We suggest that new shareholders read the description of our shareholder-designated contributions program that appears on pages 50-51. To participate in future programs, you must make sure your shares are registered in the name of the actual owner, not in the nominee name of a broker, bank or depository. Shares not so registered on August 31, 1994 will be ineligible for the 1994 program.

Chúng tôi đề nghị các cổ đông mới đọc mô tả về chương trình đóng góp do cổ đông chỉ định của chúng tôi xuất hiện ở trang 50-51. Để tham gia vào các chương trình trong tương lai, bạn phải đảm bảo cổ phiếu của mình được đăng ký dưới tên của chủ sở hữu thực tế, chứ không phải dưới tên người được đề cử (nominee name) của một nhà môi giới, ngân hàng hoặc tổ chức lưu ký. Cổ phiếu không được đăng ký như vậy trước ngày 31 tháng 8 năm 1994 sẽ không đủ điều kiện cho chương trình năm 1994.

A Few Personal Items

Vài Điều Cá Nhân

Mrs. B - Rose Blumkin - had her 100th birthday on December 3, 1993. (The candles cost more than the cake.) That was a day on which the store was scheduled to be open in the evening. Mrs. B, who works seven days a week, for however many hours the store operates, found the proper decision quite obvious: She simply postponed her party until an evening when the store was closed.

Bà B – Rose Blumkin – đã tổ chức sinh nhật thứ 100 vào ngày 3 tháng 12 năm 1993. (Nến còn tốn kém hơn cả chiếc bánh.) Đó là một ngày cửa hàng được lên lịch mở cửa vào buổi tối. Bà B, người làm việc bảy ngày một tuần, bất kể cửa hàng hoạt động trong bao nhiêu giờ, đã thấy quyết định phù hợp là hiển nhiên: Bà chỉ đơn giản là hoãn bữa tiệc của mình cho đến một buổi tối khi cửa hàng đóng cửa.

Mrs. B's story is well-known but worth telling again. She came to the United States 77 years ago, unable to speak English and devoid of formal schooling. In 1937, she founded the Nebraska Furniture Mart with \$500. Last year the store had sales of \$200 million, a larger amount by far than that recorded by any other home furnishings store in the United States. Our part in all of this began ten years ago when Mrs. B sold control of the business to Berkshire Hathaway, a deal we completed without obtaining audited financial statements, checking real estate records, or getting any warranties. In short, her word was good enough for us.

Câu chuyện của Bà B nổi tiếng nhưng đáng để kể lại. Bà đến Hoa Kỳ 77 năm trước, không nói được tiếng Anh và không được học hành chính quy (devoid of formal schooling). Năm 1937, bà thành lập Nebraska Furniture Mart với số vốn 500 đô la. Năm ngoái, cửa hàng này đạt doanh số 200 triệu đô la, một con số lớn hơn nhiều so với bất kỳ cửa hàng nội thất gia đình nào khác ở Hoa Kỳ. Phần của chúng tôi trong tất cả những điều này bắt đầu mười năm trước khi Bà B bán

quyền kiểm soát doanh nghiệp cho Berkshire Hathaway, một thỏa thuận mà chúng tôi hoàn tất mà không cần có báo cáo tài chính đã được kiểm toán, kiểm tra hồ sơ bất động sản, hay nhận bất kỳ bảo hành nào. Tóm lại, lời nói của bà ấy là đủ đối với chúng tôi.

Naturally, I was delighted to attend Mrs. B's birthday party. After all, she's promised to attend my 100th.

Đương nhiên, tôi rất vui khi tham dự tiệc sinh nhật của Bà B. Sau cùng, bà ấy đã hứa sẽ tham dự tiệc sinh nhật thứ 100 của tôi.

* * * * *

Katharine Graham retired last year as the chairman of The Washington Post Company, having relinquished the CEO title three years ago. In 1973, we purchased our stock in her company for about \$10 million. Our holding now garners \$7 million a year in dividends and is worth over \$400 million. At the time of our purchase, we knew that the economic prospects of the company were good. But equally important, Charlie and I concluded that Kay would prove to be an outstanding manager and would treat all shareholders honorably. That latter consideration was particularly important because The Washington Post Company has two classes of stock, a structure that we've seen some managers abuse.

Katharine Graham đã nghỉ hưu vào năm ngoái với tư cách là chủ tịch của The Washington Post Company, sau khi đã từ bỏ danh hiệu CEO ba năm trước đó. Năm 1973, chúng tôi mua cổ phiếu của công ty bà ấy với giá khoảng 10 triệu đô la. Số cổ phần nắm giữ của chúng tôi hiện mang lại 7 triệu đô la cổ tức mỗi năm và trị giá hơn 400 triệu đô la. Tại thời điểm mua, chúng tôi biết rằng triển vọng kinh tế của công ty là tốt. Nhưng điều quan trọng không kém, Charlie và tôi kết luận rằng Kay sẽ chứng tỏ là một nhà quản lý xuất sắc và sẽ đối xử với tất cả cổ đông một cách đáng kính (honorably). Yếu tố cân nhắc thứ hai này đặc biệt quan trọng vì The Washington Post Company có hai loại cổ phiếu, một cấu trúc mà chúng tôi đã thấy một số nhà quản lý lạm dụng.

All of our judgments about this investment have been validated by events. Kay's skills as a manager were underscored this past year when she was elected by Fortune's Board of Editors to the Business Hall of Fame. On behalf of our shareholders, Charlie and I had long ago put her in Berkshire's Hall of Fame.

Tất cả các đánh giá của chúng tôi về khoản đầu tư này đã được xác thực bởi các sự kiện. Kỹ năng của Kay với tư cách là một nhà quản lý đã được nhấn mạnh vào năm ngoái khi bà được Hội đồng Biên tập của tạp chí Fortune bầu chọn vào Đại sảnh Danh vọng Kinh doanh (Business Hall of Fame). Thay mặt cho các cổ đông của chúng tôi, Charlie và tôi đã đưa bà ấy vào Đại sảnh Danh vọng của Berkshire từ lâu.

* * * * *

Another of last year's retirees was Don Keough of Coca-Cola, although, as he puts it, his

retirement lasted "about 14 hours." Don is one of the most extraordinary human beings I've ever known - a man of enormous business talent, but, even more important, a man who brings out the absolute best in everyone lucky enough to associate with him. Coca-Cola wants its product to be present at the happy times of a person's life. Don Keough, as an individual, invariably increases the happiness of those around him. It's impossible to think about Don without feeling good.

Một người nữa nghỉ hưu vào năm ngoái là Don Keough của Coca-Cola, mặc dù, như ông ấy nói, việc nghỉ hưu của ông ấy kéo dài "khoảng 14 giờ." Don là một trong những người phi thường nhất mà tôi từng biết — một người có tài năng kinh doanh khổng lồ, nhưng, quan trọng hơn, là một người luôn khơi dậy những điều tốt đẹp tuyệt đối ở tất cả những ai may mắn được hợp tác với ông ấy. Coca-Cola muốn sản phẩm của mình hiện diện trong những khoảnh khắc hạnh phúc của cuộc đời một người. Don Keough, với tư cách cá nhân, luôn làm tăng thêm niềm hạnh phúc của những người xung quanh ông. Thật khó để nghĩ về Don mà không cảm thấy tốt đẹp.

I will edge up to how I met Don by slipping in a plug for my neighborhood in Omaha: Though Charlie has lived in California for 45 years, his home as a boy was about 200 feet away from the house where I now live; my wife, Susie, grew up 1 1/2 blocks away; and we have about 125 Berkshire shareholders in the zip code. As for Don, in 1958 he bought the house directly across the street from mine. He was then a coffee salesman with a big family and a small income.

Tôi sẽ tiếp cận cách tôi gặp Don bằng cách quảng cáo nhẹ cho khu phố của tôi ở Omaha: Mặc dù Charlie đã sống ở California 45 năm, nhà thời thơ ấu của anh ấy cách nhà tôi hiện tại khoảng 200 feet; vợ tôi, Susie, lớn lên cách đó 1,5 dãy nhà; và chúng tôi có khoảng 125 cổ đông Berkshire trong mã bưu chính (zip code) này. Còn về Don, năm 1958, ông ấy mua căn nhà đối diện ngay bên kia đường nhà tôi. Hồi đó ông ấy là một nhân viên bán cà phê với một gia đình lớn và thu nhập nhỏ.

The impressions I formed in those days about Don were a factor in my decision to have Berkshire make a record \$1 billion investment in Coca-Cola in 1988-89. Roberto Goizueta had become CEO of Coke in 1981, with Don alongside as his partner. The two of them took hold of a company that had stagnated during the previous decade and moved it from \$4.4 billion of market value to \$58 billion in less than 13 years. What a difference a pair of managers like this makes, even when their product has been around for 100 years.

Những ấn tượng tôi hình thành về Don trong những ngày đó là một yếu tố trong quyết định của tôi khi để Berkshire thực hiện khoản đầu tư kỷ lục 1 tỷ đô la vào Coca-Cola vào năm 1988-89. Roberto Goizueta đã trở thành CEO của Coke vào năm 1981, với Don sát cánh như đối tác của ông. Hai người họ đã tiếp quản một công ty đã trì trệ (stagnated) trong thập kỷ trước và đưa nó từ giá trị thị trường 4,4 tỷ đô la lên 58 tỷ đô la trong vòng chưa đầy 13 năm. Thật là một sự khác biệt mà một cặp quản lý như thế này tạo ra, ngay cả khi sản phẩm của họ đã tồn tại được 100 năm.

* * * * *

Frank Rooney did double duty last year. In addition to leading H. H. Brown to record profits - 35% above the 1992 high - he also was key to our merger with Dexter.

Frank Rooney đã thực hiện nhiệm vụ kếp vào năm ngoái. Ngoài việc dẫn dắt H. H. Brown đạt lợi nhuận kỷ lục — cao hơn 35% so với mức cao nhất năm 1992 — ông ấy còn là nhân tố chủ chốt trong thương vụ sáp nhập của chúng tôi với Dexter.

Frank has known Harold Alfond and Peter Lunder for decades, and shortly after our purchase of H. H. Brown, told me what a wonderful operation they managed. He encouraged us to get together and in due course we made a deal. Frank told Harold and Peter that Berkshire would provide an ideal corporate "home" for Dexter, and that assurance undoubtedly contributed to their decision to join with us.

Frank đã quen biết Harold Alfond và Peter Lunder trong nhiều thập kỷ, và ngay sau khi chúng tôi mua H. H. Brown, ông ấy đã nói với tôi rằng họ đã quản lý một hoạt động kinh doanh tuyệt vời đến mức nào. Ông ấy khuyến khích chúng tôi gặp gỡ và đúng lúc chúng tôi đã thực hiện một thỏa thuận. Frank nói với Harold và Peter rằng Berkshire sẽ cung cấp một "ngôi nhà" doanh nghiệp lý tưởng cho Dexter, và sự đảm bảo đó chắc chắn đã góp phần vào quyết định hợp tác với chúng tôi của họ.

I've told you in the past of Frank's extraordinary record in building Melville Corp. during his 23 year tenure as CEO. Now, at 72, he's setting an even faster pace at Berkshire. Frank has a low-key, relaxed style, but don't let that fool you. When he swings, the ball disappears far over the fence.

Tôi đã kể cho quý vị nghe trước đây về thành tích phi thường của Frank trong việc xây dựng Melville Corp. trong suốt 23 năm giữ chức CEO của ông ấy. Bây giờ, ở tuổi 72, ông ấy đang đặt ra một tốc độ thậm chí còn nhanh hơn tại Berkshire. Frank có một phong cách điềm tĩnh, thoải mái (low-key, relaxed style), nhưng đừng để điều đó đánh lừa quý vị. Khi ông ấy vung gậy, quả bóng biến mất xa ngoài hàng rào.

The Annual Meeting

Cuộc Họp Thường Niên

This year the Annual Meeting will be held at the Orpheum Theater in downtown Omaha at 9:30 a.m. on Monday, April 25, 1994. A record 2,200 people turned up for the meeting last year, but the theater can handle many more. We will have a display in the lobby featuring many of our consumer products - candy, spray guns, shoes, cutlery, encyclopedias, and the like. Among my favorites slated to be there is a See's candy assortment that commemorates Mrs. B's 100th birthday and that features her picture, rather than Mrs. See's, on the package.

Năm nay, Cuộc họp Thường niên sẽ được tổ chức tại Nhà hát Orpheum ở trung tâm thành phố Omaha lúc 9:30 sáng Thứ Hai, ngày 25 tháng 4 năm 1994. Năm ngoái, kỷ lục 2.200 người đã đến tham dự cuộc họp, nhưng nhà hát có thể chứa nhiều hơn thế. Chúng tôi sẽ có một khu vực trưng bày ở sảnh với nhiều sản phẩm tiêu dùng của chúng tôi — kẹo, súng phun sơn, giày dép, dao kéo, bách khoa toàn thư, và những thứ tương tự. Trong số những món đồ yêu thích của tôi được lên lịch trình bày có một hộp kẹo See's kỷ niệm sinh nhật thứ 100 của Bà B, với hình ảnh của bà ấy, thay vì hình ảnh của Bà See, trên bao bì.

We recommend that you promptly get hotel reservations at one of these hotels: (1) The Radisson-Redick Tower, a small (88 rooms) but nice hotel across the street from the Orpheum; (2) the much larger Red Lion Hotel, located about a five-minute walk from the Orpheum; or (3) the Marriott, located in West Omaha about 100 yards from Borsheim's, which is a twenty-minute drive from downtown. We will have buses at the Marriott that will leave at 8:30 and 8:45 for the meeting and return after it ends.

Chúng tôi khuyên quý vị nên nhanh chóng đặt phòng tại một trong các khách sạn sau: (1) The Radisson-Redick Tower: Một khách sạn nhỏ (88 phòng) nhưng đẹp, đối diện Nhà hát Orpheum; (2) Red Lion Hotel: Khách sạn lớn hơn nhiều, cách Orpheum khoảng năm phút đi bộ; hoặc Marriott: Nằm ở Tây Omaha, cách Borsheim's khoảng 100 yard, cách trung tâm thành phố hai mươi phút lái xe. Chúng tôi sẽ có xe buýt tại khách sạn Marriott khởi hành lúc 8:30 và 8:45 để đưa quý vị đến cuộc họp và quay trở lại sau khi kết thúc.

An attachment to our proxy material explains how you can obtain the card you will need for admission to the meeting. With the admission card, we will enclose information about parking facilities located near the Orpheum. If you are driving, come a little early. Nearby lots fill up quickly and you may have to walk a few blocks.

Một phụ lục đính kèm tài liệu ủy quyền (proxy material) của chúng tôi giải thích cách quý vị có thể nhận được thẻ cần thiết để vào cửa cuộc họp. Cùng với thẻ vào cửa, chúng tôi sẽ gửi kèm thông tin về các cơ sở đỗ xe (parking facilities) nằm gần Orpheum. Nếu quý vị lái xe, hãy đến sớm một chút. Các bãi đỗ xe gần đó nhanh chóng đầy và quý vị có thể phải đi bộ vài dãy nhà.

As usual, we will have buses to take you to Nebraska Furniture Mart and Borsheim's after the meeting and to take you from there to downtown hotels or the airport later. Those of you arriving early can visit the Furniture Mart any day of the week; it is open from 10 a.m. to 5:30 p.m. on Saturdays and from noon to 5:30 p.m. on Sundays. Borsheim's normally is closed on Sunday but will be open for shareholders and their guests from noon to 6 p.m. on Sunday, April 24.

Như thường lệ, chúng tôi sẽ có xe buýt đưa quý vị đến Nebraska Furniture Mart và Borsheim's sau cuộc họp và sau đó đưa quý vị từ đó về các khách sạn trung tâm hoặc sân bay. Những quý vị đến sớm có thể ghé thăm Furniture Mart bất kỳ ngày nào trong tuần; nó mở cửa từ 10 giờ sáng đến 5:30 chiều vào Thứ Bảy và từ trưa đến 5:30 chiều vào Chủ Nhật. Borsheim's thường đóng cửa vào Chủ Nhật nhưng sẽ mở cửa cho cổ đông và khách của họ từ trưa đến 6 giờ chiều Chủ Nhật, ngày 24 tháng 4.

In past trips to Borsheim's, many of you have met Susan Jacques. Early in 1994, Susan was made President and CEO of the company, having risen in 11 years from a \$4-an-hour job that she took at the store when she was 23. Susan will be joined at Borsheim's on Sunday by many of the managers of our other businesses, and Charlie and I will be there as well.

Trong những chuyến đi trước đây đến Borsheim's, nhiều quý vị đã gặp Susan Jacques. Đầu năm 1994, Susan được bổ nhiệm làm Chủ tịch và CEO của công ty, thăng tiến sau 11 năm kể từ công việc với mức lương 4 đô la một giờ mà cô ấy nhận tại cửa hàng khi mới 23 tuổi. Susan sẽ có mặt tại Borsheim's vào Chủ Nhật cùng với nhiều nhà quản lý khác của các doanh nghiệp chúng tôi, và Charlie cùng tôi cũng sẽ có mặt ở đó.

On the previous evening, Saturday, April 23, there will be a baseball game at Rosenblatt

Stadium between the Omaha Royals and the Nashville Sounds (which could turn out to be Michael Jordan's team). As you may know, a few years ago I bought 25% of the Royals (a capital-allocation decision for which I will not become famous) and this year the league has cooperatively scheduled a home stand at Annual Meeting time.

Vào buổi tối trước đó, Thứ Bảy, ngày 23 tháng 4, sẽ có một trận đấu bóng chày tại Sân vận động Rosenblatt giữa đội Omaha Royals và Nashville Sounds (có thể là đội của Michael Jordan). Như quý vị đã biết, vài năm trước tôi đã mua 25% đội Royals (một quyết định phân bổ vốn mà tôi sẽ không trở nên nổi tiếng vì nó) và năm nay giải đấu đã hợp tác lên lịch một trận đấu sân nhà vào thời điểm diễn ra Cuộc họp Thường niên.

I will throw the first pitch on the 23rd, and it's a certainty that I will improve on last year's humiliating performance. On that occasion, the catcher inexplicably called for my "sinker" and I dutifully delivered a pitch that barely missed my foot. This year, I will go with my high hard one regardless of what the catcher signals, so bring your speed-timing devices. The proxy statement will include information about obtaining tickets to the game. I regret to report that you won't have to buy them from scalpers.

Tôi sẽ ném cú giao bóng đầu tiên (throw the first pitch) vào ngày 23, và chắc chắn rằng tôi sẽ cải thiện màn trình diễn đáng xấu hổ của năm ngoái. Vào dịp đó, người bắt bóng (catcher) đã gọi cú "sinker" của tôi một cách khó hiểu và tôi đã ngoan ngoãn thực hiện một cú ném suýt trượt chân mình. Năm nay, tôi sẽ dùng cú "high hard one" (cú ném bóng nhanh, cao và mạnh) bất kể người bắt bóng ra hiệu gì, vì vậy hãy mang theo thiết bị đo tốc độ của quý vị. Tờ thông báo ủy quyền (proxy statement) sẽ bao gồm thông tin về cách lấy vé xem trận đấu. Tôi rất tiếc phải báo cáo rằng quý vị sẽ không cần phải mua chúng từ những người bán vé chợ đen (scalpers).

March 1, 1994

Warren E. Buffett
Chairman of the Board
Chủ tịch Hội đồng Quản trị

BERKSHIRE HATHAWAY INC.
(1992)

To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.:

Gửi các Cổ đông của Berkshire Hathaway Inc.:

Our per-share book value increased 20.3% during 1992. Over the last 28 years (that is, since present management took over) book value has grown from \$19 to \$7,745, or at a rate of 23.6% compounded annually.

Giá trị sổ sách (book value) trên mỗi cổ phiếu của chúng tôi đã tăng 20,3% trong năm 1992. Trong 28 năm qua (tức là kể từ khi ban quản lý hiện tại tiếp quản), giá trị sổ sách đã tăng từ 19 đô la lên 7.745 đô la, hay ở mức tăng trưởng gộp hàng năm là 23,6%.

During the year, Berkshire's net worth increased by \$1.52 billion. More than 98% of this gain came from earnings and appreciation of portfolio securities, with the remainder coming from the issuance of new stock. These shares were issued as a result of our calling our convertible debentures for redemption on January 4, 1993, and of some holders electing to receive common shares rather than the cash that was their alternative. Most holders of the debentures who converted into common waited until January to do it, but a few made the move in December and therefore received shares in 1992. To sum up what happened to the \$476 million of bonds we had outstanding: \$25 million were converted into shares before yearend; \$46 million were converted in January; and \$405 million were redeemed for cash. The conversions were made at \$11,719 per share, so altogether we issued 6,106 shares.

Trong năm, giá trị ròng (net worth) của Berkshire đã tăng 1,52 tỷ đô la. Hơn 98% khoản lãi này đến từ thu nhập và sự tăng giá của các chứng khoán trong danh mục đầu tư, phần còn lại đến từ việc phát hành cổ phiếu mới. Những cổ phiếu này được phát hành do chúng tôi gọi lại trái phiếu chuyển đổi (convertible debentures) để mua lại vào ngày 4 tháng 1 năm 1993, và một số người nắm giữ đã chọn nhận cổ phiếu phổ thông thay vì tiền mặt là phương án thay thế của họ. Hầu hết những người nắm giữ trái phiếu đã chuyển đổi sang cổ phiếu phổ thông đều đợi đến tháng Giêng để làm điều đó, nhưng một số ít đã thực hiện động thái này vào tháng Mười Hai và do đó nhận được cổ phiếu vào năm 1992. Tóm lại những gì đã xảy ra với 476 triệu đô la trái phiếu mà chúng tôi có: 25 triệu đô la đã được chuyển đổi thành cổ phiếu trước cuối năm; 46 triệu đô la đã được chuyển đổi vào tháng Giêng; và 405 triệu đô la đã được mua lại bằng tiền mặt. Các chuyển đổi được thực hiện ở mức 11.719 đô la mỗi cổ phiếu, vì vậy tổng cộng chúng tôi đã phát hành 6.106 cổ phiếu.

Berkshire now has 1,152,547 shares outstanding. That compares, you will be interested to know, to 1,137,778 shares outstanding on October 1, 1964, the beginning of the fiscal year during which Buffett Partnership, Ltd. acquired control of the company.

Berkshire hiện có 1.152.547 cổ phiếu đang lưu hành (shares outstanding). Quý vị sẽ quan tâm khi biết rằng con số đó so với 1.137.778 cổ phiếu đang lưu hành vào ngày 1 tháng 10 năm 1964, là ngày bắt đầu năm tài chính mà Buffett Partnership, Ltd. đã mua lại quyền kiểm soát công ty.

We have a firm policy about issuing shares of Berkshire, doing so only when we receive as much value as we give. Equal value, however, has not been easy to obtain, since we have always valued our shares highly. So be it: We wish to increase Berkshire's size only when doing that also increases the wealth of its owners.

Chúng tôi có một chính sách chắc chắn về việc phát hành cổ phiếu của Berkshire, chỉ làm như vậy khi chúng tôi nhận được giá trị ngang bằng (as much value) với giá trị chúng tôi trao đi. Tuy nhiên, giá trị ngang bằng này không dễ đạt được, vì chúng tôi luôn định giá cổ phiếu của mình rất cao. Phải chấp nhận thôi: Chúng tôi chỉ muốn tăng quy mô của Berkshire khi việc đó cũng làm tăng tài sản của các chủ sở hữu.

Those two objectives do not necessarily go hand-in-hand as an amusing but value-destroying experience in our past illustrates. On that occasion, we had a significant investment in a bank whose management was hell-bent on expansion. (Aren't they all?) When our bank wooed a smaller bank, its owner demanded a stock swap on a basis that valued the acquiree's net worth and earning power at over twice that of the acquirer's. Our management - visibly in heat - quickly capitulated. The owner of the acquiree then insisted on one other condition: "You must promise me," he said in effect, "that once our merger is done and I have become a major shareholder, you'll never again make a deal this dumb."

Hai mục tiêu đó không nhất thiết phải đi đôi với nhau, như một kinh nghiệm hài hước nhưng phá hủy giá trị (value-destroying) trong quá khứ của chúng tôi minh họa. Trong dịp đó, chúng tôi có một khoản đầu tư đáng kể vào một ngân hàng mà ban quản lý quyết tâm mở rộng (hell-bent on expansion). (Chẳng phải ngân hàng nào cũng vậy sao?) Khi ngân hàng của chúng tôi theo đuổi một ngân hàng nhỏ hơn, chủ sở hữu của ngân hàng nhỏ này yêu cầu một cuộc trao đổi cổ phiếu trên cơ sở định giá giá trị ròng và khả năng kiếm tiền của bên được mua lại gấp đôi so với bên mua lại. Ban quản lý của chúng tôi — rõ ràng là đang rất khao khát (visibly in heat) — đã nhanh chóng chấp nhận. Sau đó, chủ sở hữu của bên được mua lại khẳng khái thêm một điều kiện nữa: "Ông phải hứa với tôi," ông ấy nói một cách hiệu quả, "rằng một khi việc sáp nhập của chúng ta hoàn tất và tôi trở thành một cổ đông lớn, ông sẽ không bao giờ thực hiện một thỏa thuận ngu ngốc như thế này nữa."

You will remember that our goal is to increase our per-share intrinsic value - for which our book value is a conservative, but useful, proxy - at a 15% annual rate. This objective, however, cannot be attained in a smooth manner. Smoothness is particularly elusive because of the accounting rules that apply to the common stocks owned by our insurance companies, whose portfolios represent a high proportion of Berkshire's net worth. Since 1979, generally accepted accounting principles (GAAP) have required that these securities be valued at their market prices (less an adjustment for tax on any net unrealized appreciation) rather than at the lower of cost or

market. Run-of-the-mill fluctuations in equity prices therefore cause our annual results to gyrate, especially in comparison to those of the typical industrial company.

Quý vị sẽ nhớ rằng mục tiêu của chúng tôi là tăng giá trị nội tại (intrinsic value) trên mỗi cổ phiếu — mà giá trị sổ sách của chúng tôi là một đại diện thận trọng, nhưng hữu ích — ở mức 15% hàng năm. Tuy nhiên, mục tiêu này không thể đạt được một cách suôn sẻ. Sự suôn sẻ đặc biệt khó nắm bắt do các quy tắc kế toán áp dụng cho cổ phiếu phổ thông thuộc sở hữu của các công ty bảo hiểm của chúng tôi, những danh mục đầu tư này chiếm một tỷ lệ cao trong giá trị ròng của Berkshire. Kể từ năm 1979, các nguyên tắc kế toán được chấp nhận chung (GAAP) đã yêu cầu các chứng khoán này phải được định giá theo giá thị trường của chúng (trừ đi một khoản điều chỉnh cho thuế đối với bất kỳ khoản lãi chưa thực hiện ròng nào) thay vì theo giá thấp hơn giữa giá gốc hoặc giá thị trường. Do đó, những biến động thông thường (run-of-the-mill fluctuations) của giá cổ phiếu khiến kết quả hàng năm của chúng tôi dao động mạnh (gyrate), đặc biệt là khi so sánh với kết quả của một công ty công nghiệp điển hình.

To illustrate just how volatile our progress has been - and to indicate the impact that market movements have on short-term results - we show on the facing page our annual change in per-share net worth and compare it with the annual results (including dividends) of the S&P 500.

Để minh họa mức độ biến động trong tiến trình của chúng tôi — và để chỉ ra tác động mà các biến động thị trường có đối với kết quả ngắn hạn — chúng tôi trình bày ở trang đối diện sự thay đổi hàng năm của giá trị ròng trên mỗi cổ phiếu và so sánh nó với kết quả hàng năm (bao gồm cổ tức) của chỉ số S&P 500.

You should keep at least three points in mind as you evaluate this data. The first point concerns the many businesses we operate whose annual earnings are unaffected by changes in stock market valuations. The impact of these businesses on both our absolute and relative performance has changed over the years. Early on, returns from our textile operation, which then represented a significant portion of our net worth, were a major drag on performance, averaging far less than would have been the case if the money invested in that business had instead been invested in the S&P 500. In more recent years, as we assembled our collection of exceptional businesses run by equally exceptional managers, the returns from our operating businesses have been high - usually well in excess of the returns achieved by the S&P.

Quý vị nên giữ ít nhất ba điểm sau trong tâm trí khi đánh giá dữ liệu này. Điểm đầu tiên liên quan đến nhiều doanh nghiệp mà chúng tôi điều hành, với thu nhập hàng năm không bị ảnh hưởng bởi những thay đổi trong định giá thị trường chứng khoán. Tác động của các doanh nghiệp này đối với cả hiệu suất tuyệt đối và tương đối của chúng tôi đã thay đổi qua các năm. Thời gian đầu, lợi nhuận từ hoạt động dệt may của chúng tôi, vốn chiếm một phần đáng kể trong giá trị ròng của chúng tôi lúc đó, là một lực cản lớn đối với hiệu suất, đạt mức trung bình thấp hơn nhiều so với trường hợp tiền đầu tư vào doanh nghiệp đó được đầu tư vào S&P 500. Trong những năm gần đây, khi chúng tôi tập hợp bộ sưu tập các doanh nghiệp đặc biệt được điều hành bởi các nhà quản lý cũng đặc biệt không kém, lợi nhuận từ các doanh nghiệp hoạt động của chúng tôi đã cao — thường vượt xa lợi nhuận đạt được bởi S&P.

A second important factor to consider - and one that significantly hurts our relative performance - is that both the income and capital gains from our securities are burdened by a substantial corporate tax liability whereas the S&P returns are pre-tax. To comprehend the damage,

imagine that Berkshire had owned nothing other than the S&P index during the 28-year period covered. In that case, the tax bite would have caused our corporate performance to be appreciably below the record shown in the table for the S&P. Under present tax laws, a gain for the S&P of 18% delivers a corporate holder of that index a return well short of 13%. And this problem would be intensified if corporate tax rates were to rise. This is a structural disadvantage we simply have to live with; there is no antidote for it.

Yếu tố quan trọng thứ hai cần xem xét — và là yếu tố làm tổn hại đáng kể đến hiệu suất tương đối của chúng tôi — là cả thu nhập và lãi vốn từ chứng khoán của chúng tôi đều phải chịu gánh nặng thuế doanh nghiệp đáng kể (substantial corporate tax liability) trong khi lợi nhuận của S&P là trước thuế (pre-tax). Để hiểu được mức độ thiệt hại, hãy tưởng tượng rằng Berkshire không sở hữu gì ngoài chỉ số S&P trong suốt giai đoạn 28 năm được đề cập. Trong trường hợp đó, gánh nặng thuế sẽ khiến hiệu suất của công ty chúng tôi thấp hơn rõ rệt so với kỷ lục được thể hiện trong bảng cho S&P. Theo luật thuế hiện hành, mức tăng 18% đối với S&P mang lại cho người nắm giữ chỉ số đó (là một công ty) lợi nhuận thấp hơn nhiều so với 13%. Và vấn đề này sẽ còn tăng cường nếu thuế suất doanh nghiệp tăng. Đây là một bất lợi về mặt cấu trúc mà chúng tôi đơn giản là phải sống chung; không có thuốc giải độc nào cho nó.

The third point incorporates two predictions: Charlie Munger, Berkshire's Vice Chairman and my partner, and I are virtually certain that the return over the next decade from an investment in the S&P index will be far less than that of the past decade, and we are dead certain that the drag exerted by Berkshire's expanding capital base will substantially reduce our historical advantage relative to the index.

Điểm thứ ba bao gồm hai dự đoán: Charlie Munger, Phó Chủ tịch Berkshire và đối tác của tôi, và tôi gần như chắc chắn rằng lợi nhuận trong thập kỷ tới từ việc đầu tư vào chỉ số S&P sẽ thấp hơn nhiều so với thập kỷ vừa qua, và chúng tôi hoàn toàn chắc chắn rằng lực cản do cơ sở vốn ngày càng mở rộng của Berkshire sẽ làm giảm đáng kể lợi thế lịch sử của chúng tôi so với chỉ số này.

Making the first prediction goes somewhat against our grain: We've long felt that the only value of stock forecasters is to make fortune tellers look good. Even now, Charlie and I continue to believe that short-term market forecasts are poison and should be kept locked up in a safe place, away from children and also from grown-ups who behave in the market like children. However, it is clear that stocks cannot forever overperform their underlying businesses, as they have so dramatically done for some time, and that fact makes us quite confident of our forecast that the rewards from investing in stocks over the next decade will be significantly smaller than they were in the last. Our second conclusion - that an increased capital base will act as an anchor on our relative performance - seems incontestable. The only open question is whether we can drag the anchor along at some tolerable, though slowed, pace.

Đưa ra dự đoán đầu tiên đi ngược lại bản chất của chúng tôi: Chúng tôi từ lâu đã cảm thấy rằng giá trị duy nhất của những người dự báo thị trường chứng khoán là làm cho những người xem bói trông có vẻ tốt. Ngay cả bây giờ, Charlie và tôi vẫn tiếp tục tin rằng dự báo thị trường ngắn hạn là chất độc (poison) và nên được khóa kỹ ở một nơi an toàn, tránh xa trẻ em và cả những người trưởng thành cư xử như trẻ em trên thị trường. Tuy nhiên, rõ ràng là cổ phiếu không thể mãi mãi vượt trội hơn các doanh nghiệp cơ bản của chúng, như chúng đã làm một cách ấn tượng trong một

thời gian, và sự thật đó khiến chúng tôi khá tự tin vào dự báo của mình rằng phần thưởng từ việc đầu tư vào cổ phiếu trong thập kỷ tới sẽ nhỏ hơn đáng kể so với thập kỷ trước. Kết luận thứ hai của chúng tôi — rằng cơ sở vốn tăng lên sẽ hoạt động như một mỏ neo (anchor) đối với hiệu suất tương đối của chúng tôi — dường như là điều không thể tranh cãi. Câu hỏi mở duy nhất là liệu chúng tôi có thể kéo mỏ neo đó theo một tốc độ có thể chấp nhận được, dù bị chậm lại, hay không.

We will continue to experience considerable volatility in our annual results. That's assured by the general volatility of the stock market, by the concentration of our equity holdings in just a few companies, and by certain business decisions we have made, most especially our move to commit large resources to super-catastrophe insurance. We not only accept this volatility but welcome it: A tolerance for short-term swings improves our long-term prospects. In baseball lingo, our performance yardstick is slugging percentage, not batting average.

Chúng tôi sẽ tiếp tục trải qua sự biến động đáng kể trong kết quả hàng năm của mình. Điều đó được đảm bảo bởi sự biến động chung của thị trường chứng khoán, bởi sự tập trung cổ phần vốn của chúng tôi chỉ ở một vài công ty, và bởi một số quyết định kinh doanh mà chúng tôi đã thực hiện, đặc biệt là việc chúng tôi cam kết nguồn lực lớn cho bảo hiểm siêu thảm họa (super-catastrophe insurance). Chúng tôi không chỉ chấp nhận sự biến động này mà còn hoan nghênh nó: Sự khoan dung đối với những dao động ngắn hạn giúp cải thiện triển vọng dài hạn của chúng tôi. Trong thuật ngữ bóng chày, thước đo hiệu suất của chúng tôi là tỷ lệ slugging (slugging percentage), chứ không phải tỷ lệ đánh bóng trung bình (batting average).

The Salomon Interlude

Giai Đoạn Chuyển Tiếp Tại Salomon

Last June, I stepped down as Interim Chairman of Salomon Inc after ten months in the job. You can tell from Berkshire's 1991- 92 results that the company didn't miss me while I was gone. But the reverse isn't true: I missed Berkshire and am delighted to be back full-time. There is no job in the world that is more fun than running Berkshire and I count myself lucky to be where I am.

Tháng Sáu năm ngoái, tôi đã từ chức Chủ tịch Lâm thời của Salomon Inc sau mười tháng tại vị. Quý vị có thể thấy từ kết quả năm 1991–92 của Berkshire rằng công ty không hề thiếu vắng tôi trong thời gian tôi vắng mặt. Nhưng điều ngược lại thì không đúng: Tôi nhớ Berkshire và rất vui khi được trở lại làm việc toàn thời gian. Không có công việc nào trên thế giới vui hơn việc điều hành Berkshire và tôi thấy mình thật may mắn khi ở vị trí này.

The Salomon post, though far from fun, was interesting and worthwhile: In Fortune's annual survey of America's Most Admired Corporations, conducted last September, Salomon ranked second among 311 companies in the degree to which it improved its reputation. Additionally, Salomon Brothers, the securities subsidiary of Salomon Inc, reported record pre-tax earnings last year - 34% above the previous high.

Mặc dù xa vời với niềm vui, chức vụ tại Salomon lại thú vị và đáng giá: Trong cuộc khảo sát thường niên của tạp chí Fortune về các Tập đoàn được ngưỡng mộ nhất nước Mỹ, được thực

hiện vào tháng 9 năm ngoái, Salomon xếp thứ hai trong số 311 công ty về mức độ cải thiện danh tiếng. Ngoài ra, Salomon Brothers, công ty con về chứng khoán của Salomon Inc, đã báo cáo lợi nhuận trước thuế kỷ lục vào năm ngoái — cao hơn 34% so với mức cao nhất trước đó.

Many people helped in the resolution of Salomon's problems and the righting of the firm, but a few clearly deserve special mention. It is no exaggeration to say that without the combined efforts of Salomon executives Deryck Maughan, Bob Denham, Don Howard, and John Macfarlane, the firm very probably would not have survived. In their work, these men were tireless, effective, supportive and selfless, and I will forever be grateful to them.

Nhiều người đã giúp đỡ trong việc giải quyết các vấn đề của Salomon và chấn chỉnh công ty, nhưng một vài người rõ ràng xứng đáng được đề cập đặc biệt. Không ngoa khi nói rằng nếu không có những nỗ lực tổng hợp của các giám đốc điều hành Salomon là Deryck Maughan, Bob Denham, Don Howard và John Macfarlane, công ty rất có thể đã không tồn tại. Trong công việc của họ, những người đàn ông này đã không mệt mỏi, hiệu quả, hỗ trợ và vô vị kỷ, và tôi sẽ mãi mãi biết ơn họ.

Salomon's lead lawyer in its Government matters, Ron Olson of Munger, Tolles & Olson, was also key to our success in getting through this trouble. The firm's problems were not only severe, but complex. At least five authorities - the SEC, the Federal Reserve Bank of New York, the U.S. Treasury, the U.S. Attorney for the Southern District of New York, and the Antitrust Division of the Department of Justice - had important concerns about Salomon. If we were to resolve our problems in a coordinated and prompt manner, we needed a lawyer with exceptional legal, business and human skills. Ron had them all.

Luật sư trưởng của Salomon trong các vấn đề liên quan đến Chính phủ, Ron Olson của công ty Munger, Tolles & Olson, cũng là nhân tố chủ chốt giúp chúng tôi vượt qua rắc rối này. Các vấn đề của công ty không chỉ nghiêm trọng mà còn phức tạp. Ít nhất năm cơ quan chức năng — SEC (Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch), Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, Bộ Tài chính Hoa Kỳ, Chương lý Hoa Kỳ cho Quận phía Nam New York, và Bộ phận Chống độc quyền của Bộ Tư pháp — có những mối quan tâm quan trọng về Salomon. Nếu chúng tôi muốn giải quyết các vấn đề của mình một cách phối hợp và nhanh chóng, chúng tôi cần một luật sư có kỹ năng pháp lý, kinh doanh và con người đặc biệt. Ron có tất cả những phẩm chất đó.

Acquisitions

Mua Lại Doanh Nghiệp

Of all our activities at Berkshire, the most exhilarating for Charlie and me is the acquisition of a business with excellent economic characteristics and a management that we like, trust and admire. Such acquisitions are not easy to make but we look for them constantly. In the search, we adopt the same attitude one might find appropriate in looking for a spouse: It pays to be active, interested and open-minded, but it does not pay to be in a hurry.

Trong tất cả các hoạt động của chúng tôi tại Berkshire, điều khiến Charlie và tôi phấn khởi nhất là việc mua lại một doanh nghiệp có đặc điểm kinh tế tuyệt vời và một ban quản lý mà chúng

tôi yêu thích, tin tưởng và ngưỡng mộ. Những thương vụ mua lại như vậy không dễ thực hiện nhưng chúng tôi liên tục tìm kiếm chúng. Trong quá trình tìm kiếm, chúng tôi áp dụng cùng một thái độ mà người ta có thể thấy phù hợp khi tìm kiếm bạn đời: Hãy tích cực, quan tâm và cởi mở, nhưng không nên vội vàng.

In the past, I've observed that many acquisition-hungry managers were apparently mesmerized by their childhood reading of the story about the frog-kissing princess. Remembering her success, they pay dearly for the right to kiss corporate toads, expecting wondrous transfigurations. Initially, disappointing results only deepen their desire to round up new toads. ("Fanaticism," said Santyana, "consists of redoubling your effort when you've forgotten your aim.") Ultimately, even the most optimistic manager must face reality. Standing knee-deep in unresponsive toads, he then announces an enormous "restructuring" charge. In this corporate equivalent of a Head Start program, the CEO receives the education but the stockholders pay the tuition.

Trước đây, tôi đã nhận thấy rằng nhiều nhà quản lý khao khát mua lại rõ ràng đã bị mê hoặc bởi câu chuyện công chúa hôn cóc mà họ đọc từ thời thơ ấu. Ghi nhớ thành công của cô ấy, họ phải trả giá đắt cho quyền được hôn những con cóc (corporate toads) của công ty, mong đợi những sự biến đổi kỳ diệu. Ban đầu, kết quả đáng thất vọng chỉ làm sâu sắc thêm mong muốn của họ để tập hợp những con cóc mới. ("Sự cuồng tín," Santyana nói, "bao gồm việc tăng gấp đôi nỗ lực khi bạn đã quên mục tiêu của mình.") Cuối cùng, ngay cả nhà quản lý lạc quan nhất cũng phải đối mặt với thực tế. Đứng đầu gối trong đồng cóc không phản ứng, sau đó anh ta công bố một khoản phí "tái cơ cấu" khổng lồ. Trong chương trình tương đương Head Start này của doanh nghiệp, CEO nhận được sự giáo dục nhưng các cổ đông phải trả học phí.

In my early days as a manager I, too, dated a few toads. They were cheap dates - I've never been much of a sport - but my results matched those of acquirers who courted higher-priced toads. I kissed and they croaked.

Trong những ngày đầu làm quản lý, tôi cũng đã hẹn hò (dated) với một vài con cóc. Chúng là những cuộc hẹn hò rẻ tiền — Tôi chưa bao giờ là một người giỏi thể thao (sport) lắm — nhưng kết quả của tôi cũng giống như những người mua lại đã theo đuổi những con cóc đắt tiền hơn. Tôi hôn và chúng kêu quàng quạc (croaked).

After several failures of this type, I finally remembered some useful advice I once got from a golf pro (who, like all pros who have had anything to do with my game, wishes to remain anonymous). Said the pro: "Practice doesn't make perfect; practice makes permanent." And thereafter I revised my strategy and tried to buy good businesses at fair prices rather than fair businesses at good prices.

Sau vài thất bại kiểu này, cuối cùng tôi đã nhớ lại một lời khuyên hữu ích mà tôi từng nhận được từ một chuyên gia golf (người, giống như tất cả các chuyên gia từng dính dáng đến trò chơi của tôi, muốn được giấu tên). Chuyên gia đó nói: "Thực hành không tạo nên sự hoàn hảo; thực hành tạo nên sự vĩnh viễn (permanent)." Và sau đó, tôi đã sửa đổi chiến lược của mình và cố gắng mua những doanh nghiệp tốt với giá hợp lý thay vì những doanh nghiệp hợp lý với giá tốt.

Last year, in December, we made an acquisition that is a prototype of what we now look for. The purchase was 82% of Central States Indemnity, an insurer that makes monthly payments

for credit-card holders who are unable themselves to pay because they have become disabled or unemployed. Currently the company's annual premiums are about \$90 million and profits about \$10 million. Central States is based in Omaha and managed by Bill Kizer, a friend of mine for over 35 years. The Kizer family - which includes sons Bill, Dick and John - retains 18% ownership of the business and will continue to run things just as it has in the past. We could not be associated with better people.

Năm ngoái, vào tháng Mười Hai, chúng tôi đã thực hiện một thương vụ mua lại là nguyên mẫu (prototype) cho những gì chúng tôi tìm kiếm hiện nay. Thương vụ mua lại là 82% cổ phần của Central States Indemnity, một công ty bảo hiểm thực hiện các khoản thanh toán hàng tháng cho những người nắm giữ thẻ tín dụng không thể tự thanh toán vì họ bị tàn tật hoặc thất nghiệp. Hiện tại, phí bảo hiểm hàng năm của công ty là khoảng 90 triệu đô la và lợi nhuận là khoảng 10 triệu đô la. Central States có trụ sở tại Omaha và được quản lý bởi Bill Kizer, một người bạn của tôi trong hơn 35 năm. Gia đình Kizer — bao gồm các con trai Bill, Dick và John — giữ lại 18% quyền sở hữu doanh nghiệp và sẽ tiếp tục điều hành mọi việc như trước đây. Chúng tôi không thể hợp tác với những người tốt hơn thế.

Coincidentally, this latest acquisition has much in common with our first, made 26 years ago. At that time, we purchased another Omaha insurer, National Indemnity Company (along with a small sister company) from Jack Ringwalt, another long-time friend. Jack had built the business from scratch and, as was the case with Bill Kizer, thought of me when he wished to sell. (Jack's comment at the time: "If I don't sell the company, my executor will, and I'd rather pick the home for it.") National Indemnity was an outstanding business when we bought it and continued to be under Jack's management. Hollywood has had good luck with sequels; I believe we, too, will.

Thật trùng hợp, thương vụ mua lại mới nhất này có nhiều điểm chung với thương vụ đầu tiên của chúng tôi, được thực hiện 26 năm trước. Vào thời điểm đó, chúng tôi đã mua một công ty bảo hiểm khác ở Omaha, National Indemnity Company (cùng với một công ty chị em nhỏ) từ Jack Ringwalt, một người bạn lâu năm khác. Jack đã xây dựng doanh nghiệp từ đầu, và, giống như trường hợp của Bill Kizer, đã nghĩ đến tôi khi ông ấy muốn bán. (Bình luận của Jack vào lúc đó: "Nếu tôi không bán công ty, người thực hiện di chúc của tôi sẽ bán, và tôi thà tự chọn một nơi ở cho nó hơn.") National Indemnity là một doanh nghiệp xuất sắc khi chúng tôi mua nó và tiếp tục như vậy dưới sự quản lý của Jack. Hollywood đã gặp may mắn với các phần tiếp theo (sequels); tôi tin rằng chúng tôi cũng sẽ như vậy.

Berkshire's acquisition criteria are described on page 23. Beyond purchases made by the parent company, however, our subsidiaries sometimes make small "add-on" acquisitions that extend their product lines or distribution capabilities. In this manner, we enlarge the domain of managers we already know to be outstanding - and that's a low-risk and high-return proposition. We made five acquisitions of this type in 1992, and one was not so small: At yearend, H. H. Brown purchased Lowell Shoe Company, a business with \$90 million in sales that makes Nursemates, a leading line of shoes for nurses, and other kinds of shoes as well. Our operating managers will continue to look for add-on opportunities, and we would expect these to contribute modestly to Berkshire's value in the future.

Các tiêu chí mua lại của Berkshire được mô tả ở trang 23. Tuy nhiên, ngoài các thương vụ mua lại do công ty mẹ thực hiện, các công ty con của chúng tôi đôi khi thực hiện các thương vụ

mua lại "bổ sung" (add-on) nhỏ nhằm mở rộng dòng sản phẩm hoặc khả năng phân phối của họ. Bằng cách này, chúng tôi mở rộng phạm vi hoạt động của các nhà quản lý mà chúng tôi đã biết là xuất sắc — và đó là một đề xuất rủi ro thấp, lợi nhuận cao. Chúng tôi đã thực hiện năm vụ mua lại loại này vào năm 1992, và một vụ không hề nhỏ: Vào cuối năm, H. H. Brown đã mua Lowell Shoe Company, một doanh nghiệp với doanh số 90 triệu đô la, chuyên sản xuất Nursemates (một dòng giày hàng đầu dành cho y tá) và các loại giày khác. Các nhà quản lý điều hành của chúng tôi sẽ tiếp tục tìm kiếm các cơ hội bổ sung, và chúng tôi hy vọng những điều này sẽ đóng góp khiêm tốn vào giá trị của Berkshire trong tương lai.

Then again, a trend has emerged that may make further acquisitions difficult. The parent company made one purchase in 1991, buying H. H. Brown, which is run by Frank Rooney, who has eight children. In 1992 our only deal was with Bill Kizer, father of nine. It won't be easy to keep this string going in 1993.

Rồi lại có một xu hướng đã xuất hiện, có thể khiến việc mua lại tiếp theo trở nên khó khăn. Công ty mẹ đã thực hiện một thương vụ mua lại vào năm 1991, mua H. H. Brown, được điều hành bởi Frank Rooney, người có tám người con. Năm 1992, thỏa thuận duy nhất của chúng tôi là với Bill Kizer, cha của chín người con. Sẽ không dễ để duy trì chuỗi này vào năm 1993.

Sources of Reported Earnings

Các Nguồn Thu Nhập Đã Báo Cáo

The table below shows the major sources of Berkshire's reported earnings. In this presentation, amortization of Goodwill and other major purchase-price accounting adjustments are not charged against the specific businesses to which they apply, but are instead aggregated and shown separately. This procedure lets you view the earnings of our businesses as they would have been reported had we not purchased them. I've explained in past reports why this form of presentation seems to us to be more useful to investors and managers than one utilizing GAAP, which requires purchase-price adjustments to be made on a business-by-business basis. The total net earnings we show in the table are, of course, identical to the GAAP total in our audited financial statements.

Bảng dưới đây thể hiện các nguồn chính tạo nên thu nhập đã báo cáo của Berkshire. Trong cách trình bày này, khấu hao Lợi thế thương mại (Goodwill) và các điều chỉnh kế toán giá mua lớn khác không được tính vào chi phí của các doanh nghiệp cụ thể mà chúng áp dụng, mà thay vào đó được tổng hợp và hiển thị riêng biệt. Thủ tục này cho phép quý vị xem thu nhập của các doanh nghiệp của chúng tôi như thể chúng đã được báo cáo nếu chúng tôi không mua lại chúng. Tôi đã giải thích trong các báo cáo trước đây lý do tại sao hình thức trình bày này có vẻ hữu ích hơn đối với các nhà đầu tư và quản lý so với cách sử dụng GAAP, vốn yêu cầu các điều chỉnh giá mua phải được thực hiện trên cơ sở từng doanh nghiệp. Tổng thu nhập ròng (total net earnings) mà chúng tôi hiển thị trong bảng tất nhiên là giống hệt tổng thu nhập theo GAAP trong các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của chúng tôi.

(000s omitted)

	Pre-Tax Earnings		Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)	
	1992	1991	1992	1991
Operating Earnings:				
Insurance Group:				
Underwriting	\$(108,961)	\$(119,593)	\$ (71,141)	\$ (77,229)
Net Investment Income....	355,067	331,846	305,763	285,173
H. H. Brown (acquired 7/1/91)	27,883	13,616	17,340	8,611
Buffalo News	47,863	37,113	28,163	21,841
Fechheimer	13,698	12,947	7,267	6,843
Kirby	35,653	35,726	22,795	22,555
Nebraska Furniture Mart ...	17,110	14,384	8,072	6,993
Scott Fetzer				
Manufacturing Group	31,954	26,123	19,883	15,901
See's Candies	42,357	42,390	25,501	25,575
Wesco - other than Insurance	15,153	12,230	9,195	8,777
World Book	29,044	22,483	19,503	15,487
Amortization of Goodwill ..	(4,702)	(4,113)	(4,687)	(4,098)
Other Purchase-Price				
Accounting Charges	(7,385)	(6,021)	(8,383)	(7,019)
Interest Expense*	(98,643)	(89,250)	(62,899)	(57,165)
Shareholder-Designated				
Contributions	(7,634)	(6,772)	(4,913)	(4,388)
Other	72,223	77,399	36,267	47,896
Operating Earnings	460,680	400,508	347,726	315,753
Sales of Securities	89,937	192,478	59,559	124,155
Total Earnings - All Entities	\$ 550,617	\$ 592,986	\$ 407,285	\$ 439,908
	=====	=====	=====	=====

*Excludes interest expense of Scott Fetzer Financial Group and Mutual Savings & Loan. Includes \$22.5 million in 1992 and \$5.7 million in 1991 of premiums paid on the early redemption of debt.

Pre-Tax Earnings/ Thu nhập trước thuế

Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)/ Phần Thu nhập ròng của Berkshire (sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số)

*Excludes interest expense of Scott Fetzer Financial Group and Mutual Savings & Loan. Includes \$22.5 million in 1992 and \$5.7 million in 1991 of premiums paid on the early redemption of debt.

*Ngoại trừ chi phí lãi vay của Scott Fetzer Financial Group và Mutual Savings & Loan. Bao gồm 22,5 triệu đô la vào năm 1992 và 5,7 triệu đô la vào năm 1991 là phí bảo hiểm đã trả cho việc mua lại nợ sớm.

A large amount of additional information about these businesses is given on pages 37-47, where you will also find our segment earnings reported on a GAAP basis. Our goal is to give you all of the financial information that Charlie and I consider significant in making our own evaluation of Berkshire.

Một lượng lớn thông tin bổ sung về các doanh nghiệp này được cung cấp ở trang 37-47, nơi quý vị cũng sẽ tìm thấy thu nhập phân khúc của chúng tôi được báo cáo trên cơ sở GAAP. Mục tiêu của chúng tôi là cung cấp cho quý vị tất cả các thông tin tài chính mà Charlie và tôi coi là quan trọng trong việc tự đánh giá Berkshire của mình.

"Look-Through" Earnings

"Thu Nhập Nhìn Xuyên Suốt"

We've previously discussed look-through earnings, which consist of: (1) the operating earnings reported in the previous section, plus; (2) the retained operating earnings of major investees that, under GAAP accounting, are not reflected in our profits, less; (3) an allowance for the tax that would be paid by Berkshire if these retained earnings of investees had instead been distributed to us. Though no single figure can be perfect, we believe that the look-through number more accurately portrays the earnings of Berkshire than does the GAAP number.

Chúng tôi đã thảo luận trước đây về thu nhập nhìn xuyên suốt (look-through earnings), bao gồm: (1) thu nhập hoạt động đã báo cáo trong phần trước, cộng với; (2) thu nhập hoạt động giữ lại (retained operating earnings) của các công ty được đầu tư lớn mà, theo kế toán GAAP, không được phản ánh trong lợi nhuận của chúng tôi, trừ đi; (3) một khoản dự phòng cho thuế mà Berkshire sẽ phải trả nếu những khoản thu nhập giữ lại này của các công ty được đầu tư được phân phối cho chúng tôi. Mặc dù không có con số đơn lẻ nào là hoàn hảo, chúng tôi tin rằng con số nhìn xuyên suốt mô tả thu nhập của Berkshire chính xác hơn so với con số GAAP.

I've told you that over time look-through earnings must increase at about 15% annually if our intrinsic business value is to grow at that rate. Our look-through earnings in 1992 were \$604 million, and they will need to grow to more than \$1.8 billion by the year 2000 if we are to meet that 15% goal. For us to get there, our operating subsidiaries and investees must deliver excellent performances, and we must exercise some skill in capital allocation as well.

Tôi đã nói với quý vị rằng theo thời gian, thu nhập nhìn xuyên suốt phải tăng khoảng 15% hàng năm nếu giá trị kinh doanh nội tại của chúng tôi tăng trưởng ở mức đó. Thu nhập nhìn xuyên suốt của chúng tôi trong năm 1992 là 604 triệu đô la, và chúng sẽ cần phải tăng lên hơn 1,8 tỷ đô la vào năm 2000 nếu chúng tôi muốn đạt mục tiêu 15% đó. Để chúng tôi đạt được điều đó, các công ty con hoạt động và các công ty được đầu tư của chúng tôi phải mang lại hiệu suất tuyệt vời, và chúng tôi cũng phải có một chút kỹ năng trong việc phân bổ vốn.

We cannot promise to achieve the \$1.8 billion target. Indeed, we may not even come close to it. But it does guide our decision-making: When we allocate capital today, we are thinking about what will maximize look-through earnings in 2000.

Chúng tôi không thể hứa sẽ đạt được mục tiêu 1,8 tỷ đô la. Thật vậy, chúng tôi thậm chí có thể không đạt được gần mức đó. Nhưng nó định hướng cho việc ra quyết định của chúng tôi: Khi chúng tôi phân bổ vốn ngày nay, chúng tôi đang nghĩ về điều gì sẽ tối đa hóa thu nhập nhìn xuyên suốt vào năm 2000.

We do not, however, see this long-term focus as eliminating the need for us to achieve decent short-term results as well. After all, we were thinking long-range thoughts five or ten years ago, and the moves we made then should now be paying off. If plantings made confidently are repeatedly followed by disappointing harvests, something is wrong with the farmer. (Or perhaps with the farm: Investors should understand that for certain companies, and even for some industries, there simply is no good long-term strategy.) Just as you should be suspicious of managers who pump up short-term earnings by accounting maneuvers, asset sales and the like, so also should you be suspicious of those managers who fail to deliver for extended periods and blame it on their long-term focus. (Even Alice, after listening to the Queen lecture her about "jam tomorrow," finally insisted, "It must come sometimes to jam today.")

Tuy nhiên, chúng tôi không xem trọng tâm dài hạn này là lý do để loại bỏ nhu cầu đạt được cả kết quả ngắn hạn kha khá. Rốt cuộc, chúng tôi đã suy nghĩ dài hạn cách đây năm hoặc mười năm, và những động thái chúng tôi thực hiện lúc đó lẽ ra phải đang mang lại kết quả ngay bây giờ. Nếu những vụ gieo trồng được thực hiện một cách tự tin lại liên tục kéo theo những mùa thu hoạch đáng thất vọng, thì có điều gì đó không ổn với người nông dân. (Hoặc có lẽ với trang trại: Các nhà đầu tư nên hiểu rằng đối với một số công ty, và thậm chí đối với một số ngành công nghiệp, đơn giản là không có chiến lược dài hạn nào tốt.) Cũng như quý vị nên nghi ngờ những nhà quản lý bom phồng thu nhập ngắn hạn bằng các thủ thuật kế toán, bán tài sản và những thứ tương tự, thì quý vị cũng nên nghi ngờ những nhà quản lý không đạt được kết quả trong thời gian dài và đổ lỗi cho trọng tâm dài hạn của họ. (Ngay cả Alice, sau khi nghe Nữ hoàng giảng giải về "mứt ngày mai" ("jam tomorrow"), cuối cùng cũng khẳng định: "Chắc chắn phải có lúc là mứt ngày hôm nay (jam today).")

The following table shows you how we calculate look-through earnings, though I warn you that the figures are necessarily very rough. (The dividends paid to us by these investees have been included in the operating earnings itemized on page 8, mostly under "Insurance Group: Net Investment Income.")

Bảng sau đây cho quý vị thấy cách chúng tôi tính toán thu nhập nhìn xuyên suốt, mặc dù tôi cảnh báo rằng các con số chắc chắn chỉ là ước tính rất sơ bộ (necessarily very rough). (Cổ tức được trả cho chúng tôi bởi các công ty được đầu tư này đã được bao gồm trong mục thu nhập hoạt động được liệt kê ở trang 8, chủ yếu dưới mục "Nhóm Bảo hiểm: Thu nhập Đầu tư Ròng.")

Berkshire's Major Investees	Berkshire's Approximate Ownership at Yearend		Berkshire's Share of Undistributed Operating Earnings (in millions)	
	1992	1991	1992	1991
Capital Cities/ABC Inc.	18.2%	18.1%	\$ 70	\$ 61
The Coca-Cola Company	7.1%	7.0%	82	69
Federal Home Loan Mortgage Corp.	8.2%(1)	3.4%(1)	29(2)	15
GEICO Corp.	48.1%	48.2%	34(3)	69(3)
General Dynamics Corp.	14.1%	--	11(2)	--
The Gillette Company	10.9%	11.0%	38	23(2)
Guinness PLC	2.0%	1.6%	7	--
The Washington Post Company ...	14.6%	14.6%	11	10
Wells Fargo & Company	11.5%	9.6%	16(2)	(17)(2)
Berkshire's share of undistributed earnings of major investees			\$298	\$230
Hypothetical tax on these undistributed investee earnings			(42)	(30)
Reported operating earnings of Berkshire			348	316
Total look-through earnings of Berkshire			\$604	\$516

- (1) Net of minority interest at Wesco
(2) Calculated on average ownership for the year
(3) Excludes realized capital gains, which have been both recurring and significant

Berkshire's Major Investees/ Các Công Ty Được Đầu Tư Lớn Của Berkshire

Berkshire's Approximate Ownership at Yearend/ Tỷ lệ Sở hữu Xấp xỉ của Berkshire vào cuối năm

Berkshire's Share of Undistributed Operating Earnings (in millions)/ Phần Thu nhập Hoạt động Chưa phân phối của Berkshire (triệu đô la)

- (1) *Net of minority interest at Wesco*
Đã trừ lợi ích cổ đông thiểu số tại Wesco
- (2) *Calculated on average ownership for the year*
Được tính toán dựa trên quyền sở hữu trung bình trong năm
- (3) *Excludes realized capital gains, which have been both recurring and significant*
Không bao gồm lãi vốn đã thực hiện (realized capital gains), vốn là khoản thu nhập thường xuyên và đáng kể

Insurance Operations

Hoạt Động Bảo Hiểm

Shown below is an updated version of our usual table presenting key figures for the property-casualty insurance industry:

Dưới đây là phiên bản cập nhật của bảng tổng hợp quen thuộc của chúng tôi, trình bày các số liệu chính cho ngành bảo hiểm tài sản - thiệt hại (property-casualty insurance industry):

	<i>Yearly Change in Premiums Written (%)</i>	<i>Combined Ratio After Policyholder Dividends</i>
	-----	-----
1981	3.8	106.0
1982	3.7	109.6
1983	5.0	112.0
1984	8.5	118.0
1985	22.1	116.3
1986	22.2	108.0
1987	9.4	104.6
1988	4.5	105.4
1989	3.2	109.2
1990	4.5	109.6
1991 (Revised)	2.4	108.8
1992 (Est.)	2.7	114.8

Yearly Change Written (%) / Tỷ lệ Thay đổi Hàng năm trong Phí bảo hiểm đã ghi (%)

Combined Ratio in Premiums After Policyholder Dividends / Tỷ lệ Kết hợp (Combined Ratio) (Sau Cổ tức cho người nắm giữ Hợp đồng)

The combined ratio represents total insurance costs (losses incurred plus expenses) compared to revenue from premiums: A ratio below 100 indicates an underwriting profit, and one above 100 indicates a loss. The higher the ratio, the worse the year. When the investment income that an insurer earns from holding policyholders' funds ("the float") is taken into account, a combined ratio in the 106 - 110 range typically produces an overall break-even result, exclusive of earnings on the funds provided by shareholders.

Tỷ lệ Kết hợp (Combined Ratio) đại diện cho tổng chi phí bảo hiểm (tổn thất phát sinh cộng với chi phí) so với doanh thu từ phí bảo hiểm:

Tỷ lệ dưới 100 cho thấy có lợi nhuận bảo hiểm (underwriting profit).

Tỷ lệ trên 100 cho thấy bị lỗ.

Tỷ lệ càng cao, năm đó càng tồi tệ.

Khi tính đến thu nhập đầu tư mà một công ty bảo hiểm kiếm được từ việc nắm giữ tiền của người nắm giữ hợp đồng ("float"), tỷ lệ kết hợp trong khoảng 106 - 110 thường tạo ra kết quả hòa

vốn tổng thể, không bao gồm thu nhập từ vốn do cổ đông cung cấp.

About four points in the industry's 1992 combined ratio can be attributed to Hurricane Andrew, which caused the largest insured loss in history. Andrew destroyed a few small insurers. Beyond that, it awakened some larger companies to the fact that their reinsurance protection against catastrophes was far from adequate. (It's only when the tide goes out that you learn who's been swimming naked.) One major insurer escaped insolvency solely because it had a wealthy parent that could promptly supply a massive transfusion of capital.

Khoảng bốn điểm trong tỷ lệ kết hợp năm 1992 của ngành có thể là do Bão Andrew, cơn bão đã gây ra tổn thất được bảo hiểm lớn nhất trong lịch sử. Andrew đã phá hủy một vài công ty bảo hiểm nhỏ. Ngoài ra, nó đã đánh thức một số công ty lớn hơn nhận ra rằng khả năng bảo vệ tái bảo hiểm của họ chống lại các thảm họa là hoàn toàn không đủ. (Chỉ khi thủy triều rút xuống, bạn mới biết ai đang bơi mà không mặc gì.) Một công ty bảo hiểm lớn đã thoát khỏi tình trạng mất khả năng thanh toán chỉ vì nó có một công ty mẹ giàu có, có thể kịp thời cung cấp một lượng lớn vốn bổ sung (massive transfusion of capital).

Bad as it was, however, Andrew could easily have been far more damaging if it had hit Florida 20 or 30 miles north of where it actually did and had hit Louisiana further east than was the case. All in all, many companies will rethink their reinsurance programs in light of the Andrew experience.

Mặc dù Bão Andrew rất tồi tệ, nhưng nó hoàn toàn có thể gây thiệt hại lớn hơn nhiều nếu nó tấn công Florida 20 hoặc 30 dặm về phía bắc so với vị trí thực tế, và nếu nó tấn công Louisiana xa hơn về phía đông. Nói chung, nhiều công ty sẽ xem xét lại các chương trình tái bảo hiểm của họ dựa trên kinh nghiệm từ Andrew.

As you know we are a large writer - perhaps the largest in the world - of "super-cat" coverages, which are the policies that other insurance companies buy to protect themselves against major catastrophic losses. Consequently, we too took our lumps from Andrew, suffering losses from it of about \$125 million, an amount roughly equal to our 1992 super-cat premium income. Our other super-cat losses, though, were negligible. This line of business therefore produced an overall loss of only \$2 million for the year. (In addition, our investee, GEICO, suffered a net loss from Andrew, after reinsurance recoveries and tax savings, of about \$50 million, of which our share is roughly \$25 million. This loss did not affect our operating earnings, but did reduce our look-through earnings.)

Như quý vị đã biết, chúng tôi là một công ty bảo hiểm lớn — có lẽ là lớn nhất thế giới — chuyên cung cấp bảo hiểm "siêu thảm họa" (super-cat coverages). Đây là những hợp đồng bảo hiểm mà các công ty bảo hiểm khác mua để tự bảo vệ mình khỏi những tổn thất thảm khốc lớn.

Do đó, chúng tôi cũng đã chịu thiệt hại nặng nề từ Andrew, hứng chịu khoản lỗ khoảng 125 triệu đô la, một con số gần như bằng với doanh thu phí bảo hiểm siêu thảm họa năm 1992 của chúng tôi. Tuy nhiên, các tổn thất siêu thảm họa khác của chúng tôi là không đáng kể. Vì vậy, mảng kinh doanh này chỉ tạo ra khoản lỗ tổng thể 2 triệu đô la cho cả năm. (Ngoài ra, công ty được đầu tư của chúng tôi, GEICO, đã chịu khoản lỗ ròng từ Andrew, sau khi thu hồi tái bảo hiểm và tiết kiệm thuế, khoảng 50 triệu đô la, trong đó phần của chúng tôi là khoảng 25 triệu đô la. Khoản

lỗ này không ảnh hưởng đến thu nhập hoạt động của chúng tôi, nhưng đã làm giảm thu nhập nhìn xuyên suốt (look-through earnings) của chúng tôi.)

In last year's report I told you that I hoped that our super-cat business would over time achieve a 10% profit margin. But I also warned you that in any given year the line was likely to be "either enormously profitable or enormously unprofitable." Instead, both 1991 and 1992 have come in close to a break-even level. Nonetheless, I see these results as aberrations and stick with my prediction of huge annual swings in profitability from this business.

Trong báo cáo năm ngoái, tôi đã nói với quý vị rằng tôi hy vọng mảng kinh doanh siêu thảm họa của chúng tôi theo thời gian sẽ đạt được biên lợi nhuận 10%. Nhưng tôi cũng cảnh báo quý vị rằng trong bất kỳ năm nào, mảng này có khả năng sẽ "cực kỳ sinh lời hoặc cực kỳ thua lỗ." Thay vào đó, cả năm 1991 và 1992 đều đạt mức gần hòa vốn. Tuy nhiên, tôi xem những kết quả này là những sự bất thường (aberrations) và vẫn giữ nguyên dự đoán của mình về những biến động hàng năm khổng lồ về khả năng sinh lời từ mảng kinh doanh này.

Let me remind you of some characteristics of our super-cat policies. Generally, they are activated only when two things happen. First, the direct insurer or reinsurer we protect must suffer losses of a given amount - that's the policyholder's "retention" - from a catastrophe; and second, industry-wide insured losses from the catastrophe must exceed some minimum level, which usually is \$3 billion or more. In most cases, the policies we issue cover only a specific geographical area, such as a portion of the U.S., the entire U.S., or everywhere other than the U.S. Also, many policies are not activated by the first super-cat that meets the policy terms, but instead cover only a "second-event" or even a third- or fourth-event. Finally, some policies are triggered only by a catastrophe of a specific type, such as an earthquake. Our exposures are large: We have one policy that calls for us to pay \$100 million to the policyholder if a specified catastrophe occurs. (Now you know why I suffer eyestrain: from watching The Weather Channel.)

Hãy để tôi nhắc lại một số đặc điểm của các hợp đồng bảo hiểm siêu thảm họa (super-cat policies) của chúng tôi. Nói chung, chúng chỉ được kích hoạt khi hai điều xảy ra. Đầu tiên, công ty bảo hiểm trực tiếp hoặc tái bảo hiểm mà chúng tôi bảo vệ phải chịu tổn thất một số tiền nhất định — đó là "mức giữ lại" (retention) của người nắm giữ hợp đồng — từ một thảm họa; và thứ hai, tổng tổn thất được bảo hiểm trên toàn ngành từ thảm họa đó phải vượt quá một mức tối thiểu nào đó, thường là 3 tỷ đô la trở lên. Trong hầu hết các trường hợp, các hợp đồng chúng tôi phát hành chỉ bao gồm một khu vực địa lý cụ thể, chẳng hạn như một phần của Hoa Kỳ, toàn bộ Hoa Kỳ, hoặc mọi nơi khác ngoài Hoa Kỳ. Ngoài ra, nhiều hợp đồng không được kích hoạt bởi thảm họa siêu cấp đầu tiên đáp ứng các điều khoản hợp đồng, mà thay vào đó chỉ bao gồm "sự kiện thứ hai" hoặc thậm chí là sự kiện thứ ba hoặc thứ tư. Cuối cùng, một số hợp đồng chỉ được kích hoạt bởi một thảm họa thuộc loại cụ thể, chẳng hạn như động đất. Rủi ro của chúng tôi là rất lớn: Chúng tôi có một hợp đồng yêu cầu chúng tôi phải trả 100 triệu đô la cho người nắm giữ hợp đồng nếu một thảm họa cụ thể xảy ra. (Bây giờ quý vị đã biết tại sao tôi bị mỏi mắt: là do xem The Weather Channel.)

Currently, Berkshire is second in the U.S. property-casualty industry in net worth (the leader being State Farm, which neither buys nor sells reinsurance). Therefore, we have the capacity to assume risk on a scale that interests virtually no other company. We have the appetite as well: As Berkshire's net worth and earnings grow, our willingness to write business increases also. But

let me add that means good business. The saying, "a fool and his money are soon invited everywhere," applies in spades in reinsurance, and we actually reject more than 98% of the business we are offered. Our ability to choose between good and bad proposals reflects a management strength that matches our financial strength: Ajit Jain, who runs our reinsurance operation, is simply the best in this business. In combination, these strengths guarantee that we will stay a major factor in the super-cat business so long as prices are appropriate.

Hiện tại, Berkshire đứng thứ hai trong ngành bảo hiểm tài sản - thiệt hại của Hoa Kỳ về giá trị ròng (net worth) (người dẫn đầu là State Farm, công ty không mua cũng không bán tái bảo hiểm). Do đó, chúng tôi có đủ năng lực để chấp nhận rủi ro ở quy mô mà hầu như không có công ty nào khác quan tâm. Chúng tôi cũng có sự thèm muốn (appetite): Khi giá trị ròng và thu nhập của Berkshire tăng lên, sự sẵn lòng nhận bảo hiểm của chúng tôi cũng tăng theo. Nhưng hãy để tôi nói thêm rằng điều đó có nghĩa là kinh doanh tốt. Câu nói, "kẻ ngốc và tiền của anh ta sẽ sớm được mời đến mọi nơi," (a fool and his money are soon invited everywhere) áp dụng đặc biệt rõ ràng trong tái bảo hiểm, và thực tế chúng tôi từ chối hơn 98% các đề nghị kinh doanh mà chúng tôi nhận được. Khả năng lựa chọn giữa các đề xuất tốt và xấu của chúng tôi phản ánh một sức mạnh quản lý tương xứng với sức mạnh tài chính của chúng tôi: Ajit Jain, người điều hành hoạt động tái bảo hiểm của chúng tôi, đơn giản là người giỏi nhất trong lĩnh vực này. Kết hợp lại, những điểm mạnh này đảm bảo rằng chúng tôi sẽ duy trì là một nhân tố lớn trong lĩnh vực kinh doanh siêu thảm họa miễn là mức giá phù hợp.

What constitutes an appropriate price, of course, is difficult to determine. Catastrophe insurers can't simply extrapolate past experience. If there is truly "global warming," for example, the odds would shift, since tiny changes in atmospheric conditions can produce momentous changes in weather patterns. Furthermore, in recent years there has been a mushrooming of population and insured values in U.S. coastal areas that are particularly vulnerable to hurricanes, the number one creator of super-cats. A hurricane that caused x dollars of damage 20 years ago could easily cost 10x now.

Tất nhiên, việc đầu là một mức giá thích hợp rất khó xác định. Các công ty bảo hiểm thảm họa không thể đơn giản ngoại suy kinh nghiệm trong quá khứ. Ví dụ, nếu thực sự có "sự nóng lên toàn cầu", tỷ lệ rủi ro sẽ thay đổi, vì những thay đổi nhỏ trong điều kiện khí quyển có thể tạo ra những thay đổi to lớn trong hình thái thời tiết. Hơn nữa, trong những năm gần đây, dân số và giá trị được bảo hiểm đã tăng vọt ở các khu vực ven biển Hoa Kỳ, nơi đặc biệt dễ bị tổn thương trước bão, nguyên nhân số một gây ra các sự kiện siêu thảm họa (super-cats). Một cơn bão gây thiệt hại x đô la cách đây 20 năm có thể dễ dàng gây thiệt hại 10x bây giờ.

Occasionally, also, the unthinkable happens. Who would have guessed, for example, that a major earthquake could occur in Charleston, S.C.? (It struck in 1886, registered an estimated 6.6 on the Richter scale, and caused 60 deaths.) And who could have imagined that our country's most serious quake would occur at New Madrid, Missouri, which suffered an estimated 8.7 shocker in 1812. By comparison, the 1989 San Francisco quake was a 7.1 - and remember that each one-point Richter increase represents a ten-fold increase in strength. Someday, a U.S. earthquake occurring far from California will cause enormous losses for insurers.

Thỉnh thoảng, những điều không tưởng cũng xảy ra. Chẳng hạn, ai có thể đoán được rằng một trận động đất lớn có thể xảy ra ở Charleston, S.C.? (Nó xảy ra vào năm 1886, được ước tính

đạt 6.6 độ Richter, và gây ra 60 cái chết.) Và ai có thể tưởng tượng rằng trận động đất nghiêm trọng nhất đất nước chúng ta lại xảy ra ở New Madrid, Missouri, nơi đã hứng chịu một cú sốc ước tính 8.7 độ vào năm 1812. So với trận động đất San Francisco năm 1989 là 7.1 độ — và hãy nhớ rằng mỗi lần tăng một điểm Richter đại diện cho mức tăng cường độ gấp mười lần. Một ngày nào đó, một trận động đất ở Hoa Kỳ xảy ra cách xa California sẽ gây ra những tổn thất khổng lồ cho các công ty bảo hiểm.

When viewing our quarterly figures, you should understand that our accounting for super-cat premiums differs from our accounting for other insurance premiums. Rather than recording our super-cat premiums on a pro-rata basis over the life of a given policy, we defer recognition of revenue until a loss occurs or until the policy expires. We take this conservative approach because the likelihood of super-cats causing us losses is particularly great toward the end of the year. It is then that weather tends to kick up: Of the ten largest insured losses in U.S. history, nine occurred in the last half of the year. In addition, policies that are not triggered by a first event are unlikely, by their very terms, to cause us losses until late in the year.

Khi xem xét các số liệu hàng quý của chúng tôi, quý vị nên hiểu rằng cách chúng tôi hạch toán phí bảo hiểm siêu thảm họa (super-cat premiums) khác với cách hạch toán các loại phí bảo hiểm khác. Thay vì ghi nhận phí bảo hiểm siêu thảm họa theo tỷ lệ (pro-rata basis) trong suốt thời hạn của một hợp đồng bảo hiểm, chúng tôi hoãn ghi nhận doanh thu cho đến khi xảy ra tổn thất hoặc cho đến khi hợp đồng hết hạn. Chúng tôi áp dụng cách tiếp cận thận trọng này vì khả năng các sự kiện siêu thảm họa gây ra tổn thất cho chúng tôi đặc biệt lớn vào cuối năm. Đó là lúc thời tiết có xu hướng trở nên thất thường: Trong số mười tổn thất được bảo hiểm lớn nhất trong lịch sử Hoa Kỳ, chín tổn thất xảy ra vào nửa cuối năm. Ngoài ra, theo chính điều khoản, các hợp đồng không được kích hoạt bởi sự kiện đầu tiên khó có thể gây ra tổn thất cho chúng tôi cho đến cuối năm.

The bottom-line effect of our accounting procedure for super-cats is this: Large losses may be reported in any quarter of the year, but significant profits will only be reported in the fourth quarter.

Ảnh hưởng cuối cùng của quy trình kế toán này đối với bảo hiểm siêu thảm họa là: Các khoản lỗ lớn có thể được báo cáo trong bất kỳ quý nào trong năm, nhưng lợi nhuận đáng kể sẽ chỉ được báo cáo trong quý IV.

* * * * *

As I've told you in each of the last few years, what counts in our insurance business is "the cost of funds developed from insurance," or in the vernacular, "the cost of float." Float - which we generate in exceptional amounts - is the total of loss reserves, loss adjustment expense reserves and unearned premium reserves minus agents' balances, prepaid acquisition costs and deferred charges applicable to assumed reinsurance. The cost of float is measured by our underwriting loss.

Như tôi đã nói với quý vị trong vài năm gần đây, điều quan trọng trong hoạt động kinh doanh bảo hiểm của chúng tôi là "chi phí của nguồn vốn huy động từ bảo hiểm," hay theo ngôn ngữ thường dùng là "chi phí float."

Float — mà chúng tôi tạo ra với số lượng đặc biệt lớn — là tổng của:

Dự phòng tổn thất (loss reserves),

Dự phòng chi phí điều chỉnh tổn thất (loss adjustment expense reserves), và

Dự phòng phí bảo hiểm chưa nhận (unearned premium reserves)

trừ đi:

Các khoản phải thu của đại lý (agents' balances),

Chi phí mua lại trả trước (prepaid acquisition costs), và

Các khoản chi phí hoãn lại áp dụng cho tái bảo hiểm đã nhận (deferred charges applicable to assumed reinsurance).

Chi phí float được đo bằng khoản lỗ bảo hiểm (underwriting loss) của chúng tôi.

The table below shows our cost of float since we entered the business in 1967.

	(1) Underwriting Loss	(2) Average Float	Approximate Cost of Funds	Yearend Yield on Long-Term Govt. Bonds
	----- (In \$ Millions)	-----	----- (Ratio of 1 to 2)	-----
1967	profit	\$17.3	less than zero	5.50%
1968	profit	19.9	less than zero	5.90%
1969	profit	23.4	less than zero	6.79%
1970	\$ 0.37	32.4	1.14%	6.25%
1971	profit	52.5	less than zero	5.81%
1972	profit	69.5	less than zero	5.82%
1973	profit	73.3	less than zero	7.27%
1974	7.36	79.1	9.30%	8.13%
1975	11.35	87.6	12.96%	8.03%
1976	profit	102.6	less than zero	7.30%
1977	profit	139.0	less than zero	7.97%
1978	profit	190.4	less than zero	8.93%
1979	profit	227.3	less than zero	10.08%
1980	profit	237.0	less than zero	11.94%
1981	profit	228.4	less than zero	13.61%
1982	21.56	220.6	9.77%	10.64%
1983	33.87	231.3	14.64%	11.84%
1984	48.06	253.2	18.98%	11.58%
1985	44.23	390.2	11.34%	9.34%
1986	55.84	797.5	7.00%	7.60%
1987	55.43	1,266.7	4.38%	8.95%
1988	11.08	1,497.7	0.74%	9.00%
1989	24.40	1,541.3	1.58%	7.97%
1990	26.65	1,637.3	1.63%	8.24%
1991	119.59	1,895.0	6.31%	7.40%
1992	108.96	2,290.4	4.76%	7.39%

(1) Underwriting Loss/ Lỗ Bảo hiểm

(2) Average Float/ Float Trung bình

Approximate Cost of Funds (Ratio of 1 to 2)/ Chi phí Vốn Xấp xỉ (Tỷ lệ 1 trên 2)

Yearend Yield on Long-Term Govt. Bonds/ Lợi suất Trái phiếu Chính phủ Dài hạn Cuối năm

Last year, our insurance operation again generated funds at a cost below that incurred by the U.S. Government on its newly-issued long-term bonds. This means that in 21 years out of the 26 years we have been in the insurance business we have beaten the Government's rate, and often we have done so by a wide margin. (If, on average, we didn't beat the Government's rate, there would be no economic reason for us to be in the business.)

Năm ngoái, hoạt động bảo hiểm của chúng tôi lại tiếp tục tạo ra nguồn vốn với chi phí thấp hơn chi phí mà Chính phủ Hoa Kỳ phải chịu đối với các trái phiếu dài hạn mới phát hành của mình. Điều này có nghĩa là trong 21 năm trên tổng số 26 năm chúng tôi tham gia vào lĩnh vực kinh doanh bảo hiểm, chúng tôi đã đánh bại tỷ lệ của Chính phủ, và thường là với biên độ lớn. (Nếu, xét về mặt trung bình, chúng tôi không đánh bại tỷ lệ của Chính phủ, thì sẽ không có lý do kinh tế nào để chúng tôi tiếp tục kinh doanh trong lĩnh vực này.)

In 1992, as in previous years, National Indemnity's commercial auto and general liability business, led by Don Wurster, and our homestate operation, led by Rod Eldred, made excellent contributions to our low cost of float. Indeed, both of these operations recorded an underwriting profit last year, thereby generating float at a less-than-zero cost. The bulk of our float, meanwhile, comes from large transactions developed by Ajit. His efforts are likely to produce a further growth in float during 1993.

Năm 1992, cũng như những năm trước, mảng kinh doanh bảo hiểm ô tô thương mại và trách nhiệm dân sự tổng hợp của National Indemnity (do Don Wurster dẫn dắt) và hoạt động Homestate của chúng tôi (do Rod Eldred dẫn dắt) đã đóng góp xuất sắc vào chi phí float thấp của chúng tôi. Thật vậy, cả hai hoạt động này đều ghi nhận lợi nhuận bảo hiểm (underwriting profit) vào năm ngoái, nhờ đó tạo ra float với chi phí dưới mức không. Trong khi đó, phần lớn float của chúng tôi đến từ các giao dịch lớn do Ajit phát triển. Những nỗ lực của ông có khả năng sẽ tạo ra sự tăng trưởng float hơn nữa trong năm 1993.

Charlie and I continue to like the insurance business, which we expect to be our main source of earnings for decades to come. The industry is huge; in certain sectors we can compete world-wide; and Berkshire possesses an important competitive advantage. We will look for ways to expand our participation in the business, either indirectly as we have done through GEICO or directly as we did by acquiring Central States Indemnity.

Charlie và tôi tiếp tục yêu thích ngành kinh doanh bảo hiểm, lĩnh vực mà chúng tôi kỳ vọng sẽ là nguồn thu nhập chính của chúng tôi trong nhiều thập kỷ tới. Ngành này rất lớn; trong một số phân khúc, chúng tôi có thể cạnh tranh trên toàn thế giới; và Berkshire sở hữu một lợi thế cạnh tranh quan trọng. Chúng tôi sẽ tìm cách mở rộng sự tham gia của mình trong lĩnh vực này, dù là gián tiếp như chúng tôi đã làm thông qua GEICO, hay trực tiếp như chúng tôi đã làm bằng

cách mua lại Central States Indemnity.

Common Stock Investments

Đầu Tư vào Cổ Phiếu Phổ Thông

Below we list our common stock holdings having a value of over \$100 million. A small portion of these investments belongs to subsidiaries of which Berkshire owns less than 100%.

Dưới đây, chúng tôi liệt kê các khoản nắm giữ cổ phiếu phổ thông của chúng tôi có giá trị trên 100 triệu đô la. Một phần nhỏ trong số các khoản đầu tư này thuộc về các công ty con mà Berkshire sở hữu dưới 100%.

Shares	Company	12/31/92	
		Cost	Market
-----	-----	-----	-----
		(000s omitted)	
3,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	\$ 517,500	\$1,523,500
93,400,000	The Coca-Cola Company.	1,023,920	3,911,125
16,196,700	Federal Home Loan Mortgage Corp. ("Freddie Mac")	414,257	783,515
34,250,000	GEICO Corp.	45,713	2,226,250
4,350,000	General Dynamics Corp.	312,438	450,769
24,000,000	The Gillette Company	600,000	1,365,000
38,335,000	Guinness PLC	333,019	299,581
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	396,954
6,358,418	Wells Fargo & Company	380,983	485,624

Leaving aside splits, the number of shares we held in these companies changed during 1992 in only four cases: We added moderately to our holdings in Guinness and Wells Fargo, we more than doubled our position in Freddie Mac, and we established a new holding in General Dynamics. We like to buy.

Nếu gạt bỏ các đợt chia tách cổ phiếu, số lượng cổ phiếu chúng tôi nắm giữ ở các công ty này chỉ thay đổi trong bốn trường hợp vào năm 1992: Chúng tôi tăng vừa phải cổ phần ở Guinness và Wells Fargo, chúng tôi tăng hơn gấp đôi vị thế ở Freddie Mac, và chúng tôi thiết lập một khoản nắm giữ mới ở General Dynamics. Chúng tôi thích mua.

Selling, however, is a different story. There, our pace of activity resembles that forced upon a traveler who found himself stuck in tiny Podunk's only hotel. With no T.V. in his room, he faced an evening of boredom. But his spirits soared when he spied a book on the night table entitled "Things to do in Podunk." Opening it, he found just a single sentence: "You're doing it."

Tuy nhiên, việc bán lại là một câu chuyện khác. Về mặt này, tốc độ hoạt động của chúng tôi giống với tốc độ hoạt động của một du khách thấy mình bị mắc kẹt trong khách sạn duy nhất của thị trấn nhỏ Podunk. Không có TV trong phòng, anh ta đối mặt với một buổi tối buồn chán. Nhưng tinh thần anh ta phấn chấn khi nhìn thấy một cuốn sách trên bàn cạnh giường có tựa đề

"Những điều nên làm ở Podunk." Mở ra, anh ta chỉ thấy một câu duy nhất: "Bạn đang làm điều đó."

We were lucky in our General Dynamics purchase. I had paid little attention to the company until last summer, when it announced it would repurchase about 30% of its shares by way of a Dutch tender. Seeing an arbitrage opportunity, I began buying the stock for Berkshire, expecting to tender our holdings for a small profit. We've made the same sort of commitment perhaps a half-dozen times in the last few years, reaping decent rates of return for the short periods our money has been tied up.

Chúng tôi đã may mắn trong thương vụ mua General Dynamics. Tôi đã ít chú ý đến công ty cho đến mùa hè năm ngoái, khi họ thông báo sẽ mua lại khoảng 30% số cổ phiếu của mình thông qua hình thức đấu thầu Hà Lan (Dutch tender). Nhận thấy cơ hội kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage), tôi bắt đầu mua cổ phiếu cho Berkshire, dự định đấu thầu cổ phiếu của chúng tôi để thu về một khoản lợi nhuận nhỏ. Chúng tôi đã thực hiện kiểu cam kết tương tự khoảng nửa tá lần trong vài năm qua, gặt hái tỷ suất lợi nhuận khá tốt cho khoảng thời gian ngắn mà tiền của chúng tôi bị ràng buộc.

But then I began studying the company and the accomplishments of Bill Anders in the brief time he'd been CEO. And what I saw made my eyes pop: Bill had a clearly articulated and rational strategy; he had been focused and imbued with a sense of urgency in carrying it out; and the results were truly remarkable.

Nhưng sau đó tôi bắt đầu nghiên cứu về công ty và những thành tựu của Bill Anders trong thời gian ngắn ông giữ chức Giám đốc điều hành. Và những gì tôi thấy đã làm tôi kinh ngạc: Bill có một chiến lược rõ ràng và hợp lý; ông đã tập trung và thấm nhuần tinh thần khẩn cấp trong việc thực hiện chiến lược đó; và kết quả thực sự rất đáng chú ý.

In short order, I dumped my arbitrage thoughts and decided that Berkshire should become a long-term investor with Bill. We were helped in gaining a large position by the fact that a tender greatly swells the volume of trading in a stock. In a one-month period, we were able to purchase 14% of the General Dynamics shares that remained outstanding after the tender was completed.

Tóm lại, tôi đã gạt bỏ ý định kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) của mình và quyết định rằng Berkshire nên trở thành một nhà đầu tư dài hạn cùng với Bill. Chúng tôi đã được hỗ trợ trong việc có được một vị thế lớn nhờ vào thực tế là việc đấu thầu đã làm tăng đáng kể khối lượng giao dịch cổ phiếu. Trong khoảng thời gian một tháng, chúng tôi đã có thể mua 14% số cổ phiếu General Dynamics còn lại sau khi việc đấu thầu hoàn tất.

* * * * *

Our equity-investing strategy remains little changed from what it was fifteen years ago, when we said in the 1977 annual report: "We select our marketable equity securities in much the way we would evaluate a business for acquisition in its entirety. We want the business to be one (a) that we can understand; (b) with favorable long-term prospects; (c) operated by honest and competent people; and (d) available at a very attractive price." We have seen cause to make only

one change in this creed: Because of both market conditions and our size, we now substitute "an attractive price" for "a very attractive price."

Chiến lược đầu tư cổ phiếu của chúng tôi vẫn không thay đổi nhiều so với mười lăm năm trước, khi chúng tôi tuyên bố trong báo cáo thường niên năm 1977: "Chúng tôi lựa chọn các chứng khoán cổ phiếu có thể giao dịch của mình theo cách tương tự như khi chúng tôi đánh giá một doanh nghiệp để mua lại toàn bộ. Chúng tôi muốn đó là một doanh nghiệp (a) mà chúng tôi có thể hiểu; (b) có triển vọng dài hạn thuận lợi; (c) được điều hành bởi những người trung thực và có năng lực; và (d) có sẵn ở một mức giá rất hấp dẫn." Chúng tôi nhận thấy chỉ cần thực hiện một thay đổi duy nhất đối với niềm tin này: Do điều kiện thị trường và quy mô của chúng tôi, giờ đây chúng tôi thay thế cụm từ "một mức giá rất hấp dẫn" bằng "một mức giá hấp dẫn."

But how, you will ask, does one decide what's "attractive"? In answering this question, most analysts feel they must choose between two approaches customarily thought to be in opposition: "value" and "growth." Indeed, many investment professionals see any mixing of the two terms as a form of intellectual cross-dressing.

Nhưng quý vị sẽ hỏi, làm thế nào để quyết định đâu là mức giá "hấp dẫn"? Khi trả lời câu hỏi này, hầu hết các nhà phân tích cảm thấy họ phải chọn giữa hai phương pháp thường được coi là đối lập: "giá trị" (value) và "tăng trưởng" (growth). Thật vậy, nhiều chuyên gia đầu tư coi bất kỳ sự pha trộn nào của hai thuật ngữ này là một hình thức trá hình trí tuệ (intellectual cross-dressing).

We view that as fuzzy thinking (in which, it must be confessed, I myself engaged some years ago). In our opinion, the two approaches are joined at the hip: Growth is always a component in the calculation of value, constituting a variable whose importance can range from negligible to enormous and whose impact can be negative as well as positive.

Chúng tôi coi đó là lối suy nghĩ mơ hồ (mà, phải thú nhận, bản thân tôi cũng từng mắc phải vài năm trước). Theo ý kiến của chúng tôi, hai phương pháp này gắn kết chặt chẽ với nhau: Tăng trưởng luôn là một thành phần trong tính toán giá trị, cấu thành một biến số mà tầm quan trọng của nó có thể dao động từ không đáng kể đến rất lớn, và tác động của nó có thể là tiêu cực cũng như tích cực.

In addition, we think the very term "value investing" is redundant. What is "investing" if it is not the act of seeking value at least sufficient to justify the amount paid? Consciously paying more for a stock than its calculated value - in the hope that it can soon be sold for a still-higher price - should be labeled speculation (which is neither illegal, immoral nor - in our view - financially fattening).

Ngoài ra, chúng tôi nghĩ rằng chính thuật ngữ "đầu tư giá trị" (value investing) là thừa thãi. "Đầu tư" là gì nếu không phải là hành động tìm kiếm giá trị ít nhất đủ để biện minh cho số tiền đã trả? Việc cố tình trả nhiều tiền hơn cho một cổ phiếu so với giá trị đã tính toán của nó — với hy vọng rằng nó có thể sớm được bán với mức giá cao hơn nữa — nên được gọi là đầu cơ (speculation) (điều này không bất hợp pháp, không phi đạo đức, và theo quan điểm của chúng tôi, cũng không làm giàu về mặt tài chính).

Whether appropriate or not, the term "value investing" is widely used. Typically, it connotes the purchase of stocks having attributes such as a low ratio of price to book value, a low

price- earnings ratio, or a high dividend yield. Unfortunately, such characteristics, even if they appear in combination, are far from determinative as to whether an investor is indeed buying something for what it is worth and is therefore truly operating on the principle of obtaining value in his investments. Correspondingly, opposite characteristics - a high ratio of price to book value, a high price-earnings ratio, and a low dividend yield - are in no way inconsistent with a "value" purchase.

Mặc dù phù hợp hay không, thuật ngữ "đầu tư giá trị" vẫn được sử dụng rộng rãi. Thông thường, nó ngụ ý việc mua cổ phiếu có các thuộc tính như tỷ lệ giá trên giá trị sổ sách thấp (low ratio of price to book value), tỷ lệ giá trên thu nhập thấp (low price-earnings ratio), hoặc tỷ suất cổ tức cao (high dividend yield). Thật không may, những đặc điểm như vậy, ngay cả khi chúng xuất hiện kết hợp, cũng không quyết định được liệu một nhà đầu tư có thực sự mua một thứ với đúng giá trị của nó hay không, và do đó có thực sự hoạt động dựa trên nguyên tắc đạt được giá trị trong các khoản đầu tư của mình hay không. Tương ứng, các đặc điểm ngược lại — tỷ lệ giá trên giá trị sổ sách cao, tỷ lệ giá trên thu nhập cao và tỷ suất cổ tức thấp — hoàn toàn không mâu thuẫn với một giao dịch mua "giá trị" ("value" purchase).

Similarly, business growth, per se, tells us little about value. It's true that growth often has a positive impact on value, sometimes one of spectacular proportions. But such an effect is far from certain. For example, investors have regularly poured money into the domestic airline business to finance profitless (or worse) growth. For these investors, it would have been far better if Orville had failed to get off the ground at Kitty Hawk: The more the industry has grown, the worse the disaster for owners.

Tương tự, tăng trưởng kinh doanh, tự thân nó, nói lên rất ít về giá trị. Đúng là tăng trưởng thường có tác động tích cực đến giá trị, đôi khi là những tỷ lệ ngoạn mục. Nhưng tác động như vậy không hề chắc chắn. Ví dụ, các nhà đầu tư đã thường xuyên đổ tiền vào ngành hàng không nội địa để tài trợ cho sự tăng trưởng không có lợi nhuận (hoặc tệ hơn). Đối với những nhà đầu tư này, tốt hơn nhiều nếu Orville đã không cất cánh được ở Kitty Hawk: Ngành này càng phát triển, thảm họa đối với các chủ sở hữu càng lớn.

Growth benefits investors only when the business in point can invest at incremental returns that are enticing - in other words, only when each dollar used to finance the growth creates over a dollar of long-term market value. In the case of a low-return business requiring incremental funds, growth hurts the investor.

Tăng trưởng chỉ mang lại lợi ích cho nhà đầu tư khi doanh nghiệp đang xét có thể đầu tư với tỷ suất sinh lợi gia tăng hấp dẫn (incremental returns that are enticing) — nói cách khác, chỉ khi mỗi đô la được sử dụng để tài trợ cho sự tăng trưởng tạo ra hơn một đô la giá trị thị trường dài hạn. Trong trường hợp một doanh nghiệp có tỷ suất sinh lợi thấp và yêu cầu vốn gia tăng, tăng trưởng sẽ gây tổn hại cho nhà đầu tư.

In The Theory of Investment Value, written over 50 years ago, John Burr Williams set forth the equation for value, which we condense here: *The value of any stock, bond or business today is determined by the cash inflows and outflows - discounted at an appropriate interest rate - that can be expected to occur during the remaining life of the asset.* Note that the formula is the same for stocks as for bonds. Even so, there is an important, and difficult to deal with, difference between the two: A bond has a coupon and maturity date that define future cash flows; but in the

case of equities, the investment analyst must himself estimate the future "coupons." Furthermore, the quality of management affects the bond coupon only rarely - chiefly when management is so inept or dishonest that payment of interest is suspended. In contrast, the ability of management can dramatically affect the equity "coupons."

Trong cuốn *The Theory of Investment Value (Lý thuyết về Đầu tư Giá trị)*, được viết cách đây hơn 50 năm, John Burr Williams đã đưa ra công thức tính giá trị, mà chúng tôi tóm tắt ở đây: *Giá trị của bất kỳ cổ phiếu, trái phiếu hay doanh nghiệp nào ngày nay được xác định bởi các dòng tiền vào và tiền ra — được chiết khấu theo một lãi suất thích hợp — mà người ta có thể kỳ vọng sẽ xảy ra trong suốt thời gian còn lại của tài sản đó.* Lưu ý rằng công thức này là giống nhau cho cả cổ phiếu và trái phiếu. Mặc dù vậy, có một sự khác biệt quan trọng và khó xử lý giữa hai loại: Trái phiếu có lãi suất (coupon) và ngày đáo hạn xác định các dòng tiền trong tương lai; nhưng trong trường hợp cổ phiếu, nhà phân tích đầu tư phải tự mình ước tính các "phiếu lãi" ("coupons") trong tương lai. Hơn nữa, chất lượng quản lý hiếm khi ảnh hưởng đến lãi suất trái phiếu — chủ yếu là khi ban quản lý quá kém cỏi hoặc không trung thực khiến việc thanh toán lãi suất bị đình chỉ. Ngược lại, khả năng của ban quản lý có thể ảnh hưởng đáng kể đến "phiếu lãi" của cổ phiếu.

The investment shown by the discounted-flows-of-cash calculation to be the cheapest is the one that the investor should purchase - irrespective of whether the business grows or doesn't, displays volatility or smoothness in its earnings, or carries a high price or low in relation to its current earnings and book value. Moreover, though the value equation has usually shown equities to be cheaper than bonds, that result is not inevitable: When bonds are calculated to be the more attractive investment, they should be bought.

Khoản đầu tư mà phép tính dòng tiền chiết khấu (discounted-flows-of-cash calculation) cho thấy là rẻ nhất chính là khoản mà nhà đầu tư nên mua — bất kể doanh nghiệp đó có tăng trưởng hay không, có sự biến động hay ổn định trong thu nhập, hay có mức giá cao hay thấp so với thu nhập và giá trị sổ sách hiện tại. Hơn nữa, mặc dù phương trình giá trị thường cho thấy cổ phiếu rẻ hơn trái phiếu, nhưng kết quả đó không phải là điều không thể tránh khỏi: Khi trái phiếu được tính toán là khoản đầu tư hấp dẫn hơn, chúng nên được mua.

Leaving the question of price aside, the best business to own is one that over an extended period can employ large amounts of incremental capital at very high rates of return. The worst business to own is one that must, or will, do the opposite - that is, consistently employ ever-greater amounts of capital at very low rates of return. Unfortunately, the first type of business is very hard to find: Most high-return businesses need relatively little capital. Shareholders of such a business usually will benefit if it pays out most of its earnings in dividends or makes significant stock repurchases.

Gạt câu hỏi về giá sang một bên, doanh nghiệp tốt nhất để sở hữu là doanh nghiệp mà trong một thời gian dài có thể sử dụng một lượng lớn vốn gia tăng với tỷ suất sinh lợi rất cao (very high rates of return). Doanh nghiệp tồi tệ nhất để sở hữu là doanh nghiệp phải, hoặc sẽ, làm điều ngược lại — tức là liên tục sử dụng lượng vốn ngày càng lớn với tỷ suất sinh lợi rất thấp. Thật không may, loại hình doanh nghiệp đầu tiên rất khó tìm: Hầu hết các doanh nghiệp có tỷ suất sinh lợi cao chỉ cần tương đối ít vốn. Cổ đông của một doanh nghiệp như vậy thường sẽ được hưởng lợi nếu nó chia phần lớn lợi nhuận dưới dạng cổ tức hoặc thực hiện các đợt mua lại cổ phiếu đáng kể.

Though the mathematical calculations required to evaluate equities are not difficult, an

analyst - even one who is experienced and intelligent - can easily go wrong in estimating future "coupons." At Berkshire, we attempt to deal with this problem in two ways. First, we try to stick to businesses we believe we understand. That means they must be relatively simple and stable in character. If a business is complex or subject to constant change, we're not smart enough to predict future cash flows. Incidentally, that shortcoming doesn't bother us. What counts for most people in investing is not how much they know, but rather how realistically they define what they don't know. An investor needs to do very few things right as long as he or she avoids big mistakes.

Mặc dù các phép tính toán học cần thiết để đánh giá cổ phiếu không khó, nhưng một nhà phân tích — ngay cả người có kinh nghiệm và thông minh — cũng có thể dễ dàng mắc sai lầm trong việc ước tính "phiếu lãi" ("coupons") trong tương lai. Tại Berkshire, chúng tôi cố gắng giải quyết vấn đề này theo hai cách: Thứ nhất, chúng tôi cố gắng gắn bó với những doanh nghiệp mà chúng tôi tin rằng chúng tôi hiểu rõ. Điều đó có nghĩa là chúng phải có tính chất tương đối đơn giản và ổn định. Nếu một doanh nghiệp phức tạp hoặc chịu sự thay đổi liên tục, chúng tôi không đủ thông minh để dự đoán các dòng tiền trong tương lai. Tình cờ, sự thiếu sót đó không làm chúng tôi bận tâm. Điều quan trọng đối với hầu hết mọi người trong đầu tư không phải là họ biết bao nhiêu, mà là họ xác định một cách thực tế những gì họ không biết. Một nhà đầu tư chỉ cần làm đúng rất ít việc miễn là anh ấy hoặc cô ấy tránh được những sai lầm lớn.

Second, and equally important, we insist on a margin of safety in our purchase price. If we calculate the value of a common stock to be only slightly higher than its price, we're not interested in buying. We believe this margin-of-safety principle, so strongly emphasized by Ben Graham, to be the cornerstone of investment success.

Thứ hai, và quan trọng không kém, chúng tôi kiên quyết đòi hỏi một biên độ an toàn (margin of safety) trong giá mua của chúng tôi. Nếu chúng tôi tính toán giá trị của một cổ phiếu phổ thông chỉ cao hơn một chút so với giá của nó, chúng tôi sẽ không quan tâm đến việc mua. Chúng tôi tin rằng nguyên tắc biên độ an toàn này, được Ben Graham nhấn mạnh rất mạnh mẽ, là viên đá góc của thành công đầu tư.

Fixed-Income Securities

Chứng Khoán Thu Nhập Cố Định

Below we list our largest holdings of fixed-income securities:

Dưới đây, chúng tôi liệt kê các khoản nắm giữ chứng khoán thu nhập cố định lớn nhất của chúng tôi:

(000s omitted)		
Issuer	Cost of Preferreds and Amortized Value of Bonds	Market
ACF Industries Debentures	\$133,065(1)	\$163,327
American Express "Percs"	300,000	309,000(1)(2)
Champion International Conv. Pfd.	300,000(1)	309,000(2)
First Empire State Conv. Pfd. ..	40,000	68,000(1)(2)
Salomon Conv. Pfd.	700,000(1)	756,000(2)
USAir Conv. Pfd.	358,000(1)	268,500(2)
Washington Public Power Systems Bonds	58,768(1)	81,002

(1) Carrying value in our financial statements

(2) Fair value as determined by Charlie and me

Issuer/ Tổ Chức Phát Hành

Cost of Preferreds and Amortized Value of Bonds/ Chi Phí Cổ Phiếu Ưu Đãi và Giá Trị Trái Phiếu Đã Khấu Hao

(1) *Carrying value in our financial statements*

Giá Trị Ghi Sổ (Carrying value) trong báo cáo tài chính của chúng tôi

(2) *Fair value as determined by Charlie and me*

Giá Trị Hợp Lý (Fair value) do Charlie và tôi xác định

During 1992 we added to our holdings of ACF debentures, had some of our WPPSS bonds called, and sold our RJR Nabisco position.

Trong năm 1992, chúng tôi đã tăng thêm khoản nắm giữ trái phiếu chuyển đổi (debentures) của ACF, có một số trái phiếu WPPSS của chúng tôi bị mua lại (called), và bán vị thế RJR Nabisco của chúng tôi.

Over the years, we've done well with fixed-income investments, having realized from them both large capital gains (including \$80 million in 1992) and exceptional current income. Chrysler Financial, Texaco, Time-Warner, WPPSS and RJR Nabisco were particularly good investments for us. Meanwhile, our fixed-income losses have been negligible: We've had thrills but so far no spills.

Trong những năm qua, chúng tôi đã hoạt động tốt với các khoản đầu tư vào chứng khoán thu nhập cố định, đã thu về cả lợi nhuận vốn lớn (bao gồm 80 triệu đô la trong năm 1992) và thu nhập hiện tại đặc biệt. Chrysler Financial, Texaco, Time-Warner, WPPSS và RJR Nabisco là những khoản đầu tư đặc biệt tốt đối với chúng tôi. Trong khi đó, các khoản lỗ từ thu nhập cố định của chúng tôi là không đáng kể: Chúng tôi đã có những niềm vui lớn nhưng cho đến nay vẫn chưa có thất bại nào.

Despite the success we experienced with our Gillette preferred, which converted to common stock in 1991, and despite our reasonable results with other negotiated purchases of preferreds, our overall performance with such purchases has been inferior to that we have achieved

with purchases made in the secondary market. This is actually the result we expected. It corresponds with our belief that an intelligent investor in common stocks will do better in the secondary market than he will do buying new issues.

Mặc dù thành công với cổ phiếu ưu đãi Gillette, đã chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông vào năm 1991, và mặc dù đạt kết quả hợp lý với các giao dịch mua cổ phiếu ưu đãi đàm phán khác, nhưng hiệu suất tổng thể của chúng tôi với các giao dịch mua đàm phán này lại kém hơn so với những gì chúng tôi đạt được thông qua các giao dịch mua trên thị trường thứ cấp (secondary market). Đây thực sự là kết quả mà chúng tôi đã dự kiến. Nó tương ứng với niềm tin của chúng tôi rằng một nhà đầu tư thông minh vào cổ phiếu phổ thông sẽ hoạt động tốt hơn trên thị trường thứ cấp so với việc mua các đợt phát hành mới (new issues).

The reason has to do with the way prices are set in each instance. The secondary market, which is periodically ruled by mass folly, is constantly setting a "clearing" price. No matter how foolish that price may be, it's what counts for the holder of a stock or bond who needs or wishes to sell, of whom there are always going to be a few at any moment. In many instances, shares worth x in business value have sold in the market for $1/2x$ or less.

Lý do nằm ở cách thức giá được thiết lập trong mỗi trường hợp. Thị trường thứ cấp, nơi định kỳ bị chi phối bởi sự điên rồ tập thể (mass folly), luôn thiết lập một mức giá "thanh toán" ("clearing" price). Bất kể mức giá đó có thể ngó ngàng đến mức nào, đó là điều quan trọng đối với người nắm giữ cổ phiếu hoặc trái phiếu có nhu cầu hoặc mong muốn bán, và lúc nào cũng sẽ có một vài người như vậy. Trong nhiều trường hợp, cổ phiếu có giá trị kinh doanh là x đã được bán trên thị trường với giá $1/2x$ hoặc thấp hơn.

The new-issue market, on the other hand, is ruled by controlling stockholders and corporations, who can usually select the timing of offerings or, if the market looks unfavorable, can avoid an offering altogether. Understandably, these sellers are not going to offer any bargains, either by way of a public offering or in a negotiated transaction: It's rare you'll find x for $1/2x$ here. Indeed, in the case of common-stock offerings, selling shareholders are often motivated to unload only when they feel the market is overpaying. (These sellers, of course, would state that proposition somewhat differently, averring instead that they simply resist selling when the market is underpaying for their goods.)

Ngược lại, thị trường phát hành mới bị chi phối bởi các cổ đông kiểm soát và các tập đoàn, những người thường có thể chọn thời điểm chào bán hoặc, nếu thị trường không thuận lợi, có thể tránh chào bán hoàn toàn. Dễ hiểu là những người bán này sẽ không đưa ra bất kỳ món hời nào, dù bằng hình thức chào bán công khai hay giao dịch đàm phán: Rất hiếm khi quý vị tìm thấy x với giá $1/2x$ ở đây. Thật vậy, trong trường hợp chào bán cổ phiếu phổ thông, các cổ đông bán thường chỉ có động lực bán khi họ cảm thấy thị trường đang trả quá cao (overpaying). (Tất nhiên, những người bán này sẽ trình bày luận điểm đó theo một cách hơi khác, khẳng định rằng họ chỉ đơn giản là từ chối bán khi thị trường đang trả quá thấp cho tài sản của họ.)

To date, our negotiated purchases, as a group, have fulfilled but not exceeded the expectation we set forth in our 1989 Annual Report: "Our preferred stock investments should produce returns modestly above those achieved by most fixed-income portfolios." In truth, we would have done better if we could have put the money that went into our negotiated transactions into open-market purchases of the type we like. But both our size and the general strength of the

markets made that difficult to do.

Cho đến nay, các giao dịch mua đàm phán của chúng tôi, xét về tổng thể, chỉ đáp ứng nhưng không vượt quá kỳ vọng mà chúng tôi đã đưa ra trong Báo cáo thường niên năm 1989: "Các khoản đầu tư cổ phiếu ưu đãi của chúng tôi sẽ tạo ra lợi nhuận cao hơn một chút so với lợi nhuận đạt được bởi hầu hết các danh mục chứng khoán thu nhập cố định." Thực tế, chúng tôi đã làm tốt hơn nếu chúng tôi có thể đưa số tiền được dùng vào các giao dịch đàm phán của chúng tôi vào các giao dịch mua trên thị trường mở thuộc loại chúng tôi thích. Nhưng cả quy mô của chúng tôi và sức mạnh chung của thị trường đều khiến điều đó trở nên khó khăn.

There was one other memorable line in the 1989 Annual Report: "We have no ability to forecast the economics of the investment banking business, the airline industry, or the paper industry." At the time some of you may have doubted this confession of ignorance. Now, however, even my mother acknowledges its truth.

Có một câu đáng nhớ khác trong Báo cáo thường niên năm 1989: "Chúng tôi không có khả năng dự báo về kinh tế của ngành ngân hàng đầu tư, ngành hàng không, hay ngành giấy." Vào thời điểm đó, một số quý vị có thể đã nghi ngờ lời thú nhận thiếu hiểu biết này. Tuy nhiên, bây giờ, ngay cả mẹ tôi cũng thừa nhận sự thật của nó.

In the case of our commitment to USAir, industry economics had soured before the ink dried on our check. As I've previously mentioned, it was I who happily jumped into the pool; no one pushed me. Yes, I knew the industry would be ruggedly competitive, but I did not expect its leaders to engage in prolonged kamikaze behavior. In the last two years, airline companies have acted as if they are members of a competitive tontine, which they wish to bring to its conclusion as rapidly as possible.

Trong trường hợp khoản cam kết của chúng tôi với USAir, kinh tế ngành đã xấu đi trước khi mực trên tấm séc của chúng tôi kịp khô. Như tôi đã đề cập trước đây, chính tôi là người vui vẻ nhảy xuống hồ; không ai đẩy tôi cả. Đúng, tôi biết ngành này sẽ cạnh tranh khốc liệt, nhưng tôi đã không mong đợi các nhà lãnh đạo của nó lại tham gia vào hành vi cảm tử (kamikaze) kéo dài. Trong hai năm qua, các công ty hàng không đã hành động như thể họ là thành viên của một hội đồng tontine cạnh tranh, mà họ muốn đưa đến hồi kết nhanh nhất có thể.

Amidst this turmoil, Seth Schofield, CEO of USAir, has done a truly extraordinary job in repositioning the airline. He was particularly courageous in accepting a strike last fall that, had it been lengthy, might well have bankrupted the company. Capitulating to the striking union, however, would have been equally disastrous: The company was burdened with wage costs and work rules that were considerably more onerous than those encumbering its major competitors, and it was clear that over time any high-cost producer faced extinction. Happily for everyone, the strike was settled in a few days.

Giữa sự hỗn loạn này, Seth Schofield, CEO của USAir, đã thực hiện một công việc thực sự phi thường trong việc tái định vị hãng hàng không. Ông đặc biệt dũng cảm khi chấp nhận một cuộc đình công vào mùa thu năm ngoái, một cuộc đình công mà nếu kéo dài, rất có thể đã làm công ty phá sản. Tuy nhiên, việc đầu hàng trước công đoàn đình công cũng sẽ là một thảm họa: Công ty bị gánh nặng bởi chi phí tiền lương và các quy tắc làm việc nặng nề hơn đáng kể so với những gì đối thủ cạnh tranh chính của họ phải chịu, và rõ ràng là theo thời gian, bất kỳ nhà sản

xuất có chi phí cao nào cũng phải đối mặt với sự diệt vong. May mắn thay cho tất cả mọi người, cuộc đình công đã được giải quyết chỉ trong vài ngày.

A competitively-beset business such as USAir requires far more managerial skill than does a business with fine economics. Unfortunately, though, the near-term reward for skill in the airline business is simply survival, not prosperity.

Một doanh nghiệp bị cạnh tranh gay gắt như USAir đòi hỏi kỹ năng quản lý cao hơn nhiều so với một doanh nghiệp có nền kinh tế tốt. Thật không may, phần thưởng trước mắt cho kỹ năng trong ngành hàng không chỉ đơn giản là sống sót, chứ không phải thịnh vượng.

In early 1993, USAir took a major step toward assuring survival - and eventual prosperity - by accepting British Airways' offer to make a substantial, but minority, investment in the company. In connection with this transaction, Charlie and I were asked to join the USAir board. We agreed, though this makes five outside board memberships for me, which is more than I believe advisable for an active CEO. Even so, if an investee's management and directors believe it particularly important that Charlie and I join its board, we are glad to do so. We expect the managers of our investees to work hard to increase the value of the businesses they run, and there are times when large owners should do their bit as well.

Đầu năm 1993, USAir đã thực hiện một bước quan trọng nhằm đảm bảo sự sống sót — và cuối cùng là thịnh vượng — bằng cách chấp nhận đề nghị của British Airways về việc thực hiện một khoản đầu tư đáng kể, nhưng thiểu số, vào công ty. Liên quan đến giao dịch này, Charlie và tôi đã được mời tham gia hội đồng quản trị của USAir. Chúng tôi đã đồng ý, mặc dù điều này làm tăng số lượng thành viên hội đồng quản trị bên ngoài của tôi lên năm, nhiều hơn mức tôi cho là hợp lý đối với một CEO đang hoạt động. Mặc dù vậy, nếu ban quản lý và giám đốc của một công ty được đầu tư tin rằng việc Charlie và tôi tham gia hội đồng quản trị của họ là đặc biệt quan trọng, chúng tôi rất sẵn lòng làm điều đó. Chúng tôi mong đợi các nhà quản lý của các công ty được đầu tư sẽ làm việc chăm chỉ để tăng giá trị của các doanh nghiệp mà họ điều hành, và đôi khi, các chủ sở hữu lớn cũng nên đóng góp phần của mình.

Two New Accounting Rules and a Plea for One More

Hai Quy Tắc Kế Toán Mới và Lời Kêu Gọi cho Một Quy Tắc Khác

A new accounting rule having to do with deferred taxes becomes effective in 1993. It undoes a dichotomy in our books that I have described in previous annual reports and that relates to the accrued taxes carried against the unrealized appreciation in our investment portfolio. At yearend 1992, that appreciation amounted to \$7.6 billion. Against \$6.4 billion of that, we carried taxes at the current 34% rate. Against the remainder of \$1.2 billion, we carried an accrual of 28%, the tax rate in effect when that portion of the appreciation occurred. The new accounting rule says we must henceforth accrue all deferred tax at the current rate, which to us seems sensible.

Một quy tắc kế toán mới liên quan đến thuế hoãn lại (deferred taxes) sẽ có hiệu lực vào năm 1993. Quy tắc này loại bỏ sự phân đôi trong sổ sách của chúng tôi mà tôi đã mô tả trong các báo cáo thường niên trước, liên quan đến khoản thuế tích lũy được ghi nhận đối với khoản lãi chưa

thực hiện (unrealized appreciation) trong danh mục đầu tư của chúng tôi. Vào cuối năm 1992, khoản lãi chưa thực hiện đó lên tới 7.6 tỷ đô la. Đối với 6.4 tỷ đô la trong số đó, chúng tôi ghi nhận thuế ở mức thuế suất hiện hành là 34%. Đối với phần còn lại là 1.2 tỷ đô la, chúng tôi ghi nhận thuế tích lũy ở mức 28%, là mức thuế suất có hiệu lực khi phần lãi đó phát sinh. Quy tắc kế toán mới quy định rằng từ nay trở đi, chúng tôi phải tích lũy tất cả thuế hoãn lại ở mức thuế suất hiện hành, điều mà chúng tôi cho là hợp lý.

The new marching orders mean that in the first quarter of 1993 we will apply a 34% rate to all of our unrealized appreciation, thereby increasing the tax liability and reducing net worth by \$70 million. The new rule also will cause us to make other minor changes in our calculation of deferred taxes.

Các chỉ thị mới có nghĩa là trong quý đầu tiên của năm 1993, chúng tôi sẽ áp dụng mức thuế suất 34% cho toàn bộ khoản lãi chưa thực hiện của mình, do đó làm tăng nghĩa vụ thuế và giảm giá trị tài sản ròng (networth) 70 triệu đô la. Quy tắc mới cũng sẽ khiến chúng tôi thực hiện các thay đổi nhỏ khác trong việc tính toán thuế hoãn lại.

Future changes in tax rates will be reflected immediately in the liability for deferred taxes and, correspondingly, in net worth. The impact could well be substantial. Nevertheless, what is important in the end is the tax rate at the time we sell securities, when unrealized appreciation becomes realized.

Những thay đổi trong tương lai về thuế suất sẽ được phản ánh ngay lập tức trong nghĩa vụ đối với thuế hoãn lại và, tương ứng, trong giá trị tài sản ròng. Tác động có thể là đáng kể. Tuy nhiên, điều quan trọng cuối cùng là mức thuế suất tại thời điểm chúng tôi bán chứng khoán, khi khoản lãi chưa thực hiện trở thành khoản lãi đã thực hiện.

Another major accounting change, whose implementation is required by January 1, 1993, mandates that businesses recognize their present-value liability for post-retirement health benefits. Though GAAP has previously required recognition of pensions to be paid in the future, it has illogically ignored the costs that companies will then have to bear for health benefits. The new rule will force many companies to record a huge balance-sheet liability (and a consequent reduction in net worth) and also henceforth to recognize substantially higher costs when they are calculating annual profits.

Một thay đổi kế toán lớn khác, yêu cầu thực hiện trước ngày 1 tháng 1 năm 1993, quy định rằng các doanh nghiệp phải ghi nhận nghĩa vụ giá trị hiện tại (present-value liability) đối với phúc lợi y tế sau khi nghỉ hưu (post-retirement health benefits). Mặc dù GAAP trước đây đã yêu cầu ghi nhận các khoản lương hưu sẽ được trả trong tương lai, nhưng nó đã phi logic khi bỏ qua các chi phí mà các công ty sẽ phải gánh chịu cho các phúc lợi y tế. Quy tắc mới sẽ buộc nhiều công ty phải ghi nhận một nghĩa vụ lớn trên bảng cân đối kế toán (và do đó làm giảm giá trị tài sản ròng) và cũng phải ghi nhận các chi phí cao hơn đáng kể khi họ tính toán lợi nhuận hàng năm.

In making acquisitions, Charlie and I have tended to avoid companies with significant post-retirement liabilities. As a result, Berkshire's present liability and future costs for post-retirement health benefits - though we now have 22,000 employees - are inconsequential. I need to admit, though, that we had a near miss: In 1982 I made a huge mistake in committing to buy a company burdened by extraordinary post-retirement health obligations. Luckily, though, the transaction fell

through for reasons beyond our control. Reporting on this episode in the 1982 annual report, I said: "If we were to introduce graphics to this report, illustrating favorable business developments of the past year, two blank pages depicting this blown deal would be the appropriate centerfold." Even so, I wasn't expecting things to get as bad as they did. Another buyer appeared, the business soon went bankrupt and was shut down, and thousands of workers found those bountiful health-care promises to be largely worthless.

Trong các thương vụ mua lại, Charlie và tôi đã có xu hướng tránh các công ty có nghĩa vụ phúc lợi sau khi nghỉ hưu đáng kể. Kết quả là, nghĩa vụ hiện tại và chi phí tương lai của Berkshire đối với phúc lợi y tế sau khi nghỉ hưu — mặc dù chúng tôi hiện có 22.000 nhân viên — là không đáng kể. Tôi cần phải thừa nhận rằng chúng tôi đã suýt mắc sai lầm: Năm 1982, tôi đã mắc một sai lầm lớn khi cam kết mua một công ty bị gánh nặng bởi các nghĩa vụ y tế sau khi nghỉ hưu đặc biệt lớn. Tuy nhiên, may mắn thay, giao dịch đã không thành công vì những lý do ngoài tầm kiểm soát của chúng tôi. Báo cáo về sự kiện này trong báo cáo thường niên năm 1982, tôi đã nói: "Nếu chúng tôi đưa đồ họa vào báo cáo này, minh họa những diễn biến kinh doanh thuận lợi trong năm qua, thì hai trang trắng mô tả thương vụ thất bại này sẽ là trang giữa phù hợp." Mặc dù vậy, tôi đã không ngờ mọi thứ lại trở nên tồi tệ như vậy. Một người mua khác xuất hiện, doanh nghiệp nhanh chóng bị phá sản và đóng cửa, và hàng ngàn công nhân nhận thấy những lời hứa chăm sóc sức khỏe dồi dào đó gần như vô giá trị.

In recent decades, no CEO would have dreamed of going to his board with the proposition that his company become an insurer of uncapped post-retirement health benefits that other corporations chose to install. A CEO didn't need to be a medical expert to know that lengthening life expectancies and soaring health costs would guarantee an insurer a financial battering from such a business. Nevertheless, many a manager blithely committed his own company to a self-insurance plan embodying precisely the same promises - and thereby doomed his shareholders to suffer the inevitable consequences. In health-care, open-ended promises have created open-ended liabilities that in a few cases loom so large as to threaten the global competitiveness of major American industries.

Trong những thập kỷ gần đây, không một CEO nào mơ ước đến hội đồng quản trị của mình với đề xuất công ty của họ trở thành một công ty bảo hiểm cho các phúc lợi y tế sau khi nghỉ hưu không giới hạn (uncapped) mà các tập đoàn khác đã chọn thiết lập. Một CEO không cần phải là chuyên gia y tế để biết rằng tuổi thọ kéo dài và chi phí y tế tăng vọt sẽ đảm bảo một công ty bảo hiểm sẽ phải chịu tổn thất tài chính lớn từ loại hình kinh doanh như vậy. Tuy nhiên, nhiều nhà quản lý đã vui vẻ cam kết công ty của chính họ vào một kế hoạch tự bảo hiểm (self-insurance) bao gồm chính xác những lời hứa tương tự — và do đó đã đẩy các cổ đông của họ vào việc gánh chịu những hậu quả không thể tránh khỏi. Trong lĩnh vực chăm sóc sức khỏe, những lời hứa không giới hạn (open-ended promises) đã tạo ra những nghĩa vụ vô hạn (open-ended liabilities) mà trong một số trường hợp, chúng lớn đến mức đe dọa khả năng cạnh tranh toàn cầu của các ngành công nghiệp lớn của Mỹ.

I believe part of the reason for this reckless behavior was that accounting rules did not, for so long, require the booking of post-retirement health costs as they were incurred. Instead, the rules allowed cash-basis accounting, which vastly understated the liabilities that were building up. In effect, the attitude of both managements and their accountants toward these liabilities was "out-

of-sight, out-of-mind." Ironically, some of these same managers would be quick to criticize Congress for employing "cash- basis" thinking in respect to Social Security promises or other programs creating future liabilities of size.

Tôi tin rằng một phần lý do cho hành vi liều lĩnh này là do các quy tắc kế toán đã không yêu cầu ghi nhận chi phí y tế sau khi nghỉ hưu tại thời điểm chúng phát sinh trong một thời gian dài. Thay vào đó, các quy tắc cho phép kế toán dựa trên tiền mặt (cash-basis accounting), điều này đã đánh giá thấp đáng kể các nghĩa vụ đang tích lũy. Thực chất, thái độ của cả ban quản lý và kế toán của họ đối với các nghĩa vụ này là "khuất mắt, không bận tâm" ("out-of-sight, out-of-mind"). Trớ trêu thay, một số nhà quản lý này lại nhanh chóng chỉ trích Quốc hội vì đã sử dụng tư duy "dựa trên tiền mặt" đối với các cam kết An sinh Xã hội (Social Security) hoặc các chương trình khác tạo ra các nghĩa vụ lớn trong tương lai.

Managers thinking about accounting issues should never forget one of Abraham Lincoln's favorite riddles: "How many legs does a dog have if you call his tail a leg?" The answer: "Four, because calling a tail a leg does not make it a leg." It behooves managers to remember that Abe's right even if an auditor is willing to certify that the tail is a leg.

Các nhà quản lý khi suy nghĩ về các vấn đề kế toán không bao giờ nên quên một trong những câu đố yêu thích của Abraham Lincoln: "Một con chó có bao nhiêu chân nếu bạn gọi đuôi nó là một cái chân?" Câu trả lời: "Bốn, bởi vì gọi cái đuôi là cái chân không làm cho nó trở thành một cái chân." Các nhà quản lý nên ghi nhớ rằng Abe luôn đúng ngay cả khi một kiểm toán viên sẵn sàng xác nhận rằng cái đuôi là một cái chân.

* * * * *

The most egregious case of let's-not-face-up-to-reality behavior by executives and accountants has occurred in the world of stock options. In Berkshire's 1985 annual report, I laid out my opinions about the use and misuse of options. But even when options are structured properly, they are accounted for in ways that make no sense. The lack of logic is not accidental: For decades, much of the business world has waged war against accounting rulemakers, trying to keep the costs of stock options from being reflected in the profits of the corporations that issue them.

Trường hợp quá đáng nhất về hành vi "chúng ta đừng đối mặt với thực tế" của các nhà điều hành và kế toán đã xảy ra trong thế giới quyền chọn cổ phiếu (stock options). Trong báo cáo thường niên năm 1985 của Berkshire, tôi đã trình bày quan điểm của mình về việc sử dụng và lạm dụng quyền chọn. Nhưng ngay cả khi quyền chọn được cấu trúc hợp lý, chúng vẫn được hạch toán theo những cách không hợp lý. Sự thiếu logic này không phải là ngẫu nhiên: Trong nhiều thập kỷ, phần lớn giới kinh doanh đã tiến hành cuộc chiến chống lại các nhà làm luật kế toán, cố gắng để chi phí của quyền chọn cổ phiếu không được phản ánh trong lợi nhuận của các tập đoàn phát hành chúng.

Typically, executives have argued that options are hard to value and that therefore their costs should be ignored. At other times managers have said that assigning a cost to options would injure small start-up businesses. Sometimes they have even solemnly declared that "out-of-the-money" options (those with an exercise price equal to or above the current market price) have no

value when they are issued.

Các nhà điều hành thường lập luận rằng quyền chọn khó định giá và do đó, chi phí của chúng nên được bỏ qua. Những lúc khác, các nhà quản lý lại nói rằng việc gán chi phí cho quyền chọn sẽ làm tổn hại các doanh nghiệp khởi nghiệp nhỏ. Thậm chí đôi khi họ còn long trọng tuyên bố rằng các quyền chọn "lỗ" ("out-of-the-money" options) (những quyền chọn có giá thực hiện bằng hoặc cao hơn giá thị trường hiện tại) không có giá trị khi chúng được phát hành.

Oddly, the Council of Institutional Investors has chimed in with a variation on that theme, opining that options should not be viewed as a cost because they "aren't dollars out of a company's coffers." I see this line of reasoning as offering exciting possibilities to American corporations for instantly improving their reported profits. For example, they could eliminate the cost of insurance by paying for it with options. So if you're a CEO and subscribe to this "no cash-no cost" theory of accounting, I'll make you an offer you can't refuse: Give us a call at Berkshire and we will happily sell you insurance in exchange for a bundle of long- term options on your company's stock.

Kỳ lạ thay, Hội đồng các Nhà đầu tư Tổ chức (Council of Institutional Investors) cũng đồng tình với một biến thể của luận điểm đó, cho rằng quyền chọn không nên được xem là chi phí vì chúng "không phải là tiền mặt đi ra khỏi kết cấu của công ty." Tôi thấy lập luận này mang lại những khả năng thú vị cho các tập đoàn Mỹ để cải thiện lợi nhuận được báo cáo của họ ngay lập tức. Ví dụ, họ có thể loại bỏ chi phí bảo hiểm bằng cách thanh toán nó bằng quyền chọn. Vì vậy, nếu quý vị là một CEO và ủng hộ lý thuyết kế toán "không tiền mặt - không chi phí" này, tôi sẽ đưa ra một đề nghị mà quý vị không thể từ chối: Hãy gọi cho Berkshire và chúng tôi sẽ sẵn lòng bán bảo hiểm cho quý vị để đổi lấy một loạt các quyền chọn dài hạn đối với cổ phiếu của công ty quý vị.

Shareholders should understand that companies incur costs when they deliver something of value to another party and not just when cash changes hands. Moreover, it is both silly and cynical to say that an important item of cost should not be recognized simply because it can't be quantified with pinpoint precision. Right now, accounting abounds with imprecision. After all, no manager or auditor knows how long a 747 is going to last, which means he also does not know what the yearly depreciation charge for the plane should be. No one knows with any certainty what a bank's annual loan loss charge ought to be. And the estimates of losses that property-casualty companies make are notoriously inaccurate.

Các cổ đông nên hiểu rằng các công ty phát sinh chi phí khi họ cung cấp một thứ có giá trị cho bên khác, chứ không chỉ khi tiền mặt được trao tay. Hơn nữa, thật ngớ ngẩn và hoài nghi khi nói rằng một khoản mục chi phí quan trọng không nên được ghi nhận chỉ vì nó không thể được định lượng với độ chính xác tuyệt đối. Ngay lúc này, kế toán đang chứa đầy sự thiếu chính xác. Rốt cuộc, không một nhà quản lý hay kiểm toán viên nào biết một chiếc 747 sẽ tồn tại bao lâu, điều đó có nghĩa là họ cũng không biết khoản phí khấu hao hàng năm cho chiếc máy bay đó nên là bao nhiêu. Không ai biết chắc chắn phí tổn thất cho vay hàng năm của một ngân hàng nên là bao nhiêu. Và các ước tính về tổn thất mà các công ty bảo hiểm tài sản-thiệt hại (property-casualty companies) đưa ra nổi tiếng là không chính xác.

Does this mean that these important items of cost should be ignored simply because they can't be quantified with absolute accuracy? Of course not. Rather, these costs should be estimated by honest and experienced people and then recorded. When you get right down to it, what other

item of major but hard-to-precisely- calculate cost - other, that is, than stock options - does the accounting profession say should be ignored in the calculation of earnings?

Điều này có nghĩa là các khoản mục chi phí quan trọng này nên bị bỏ qua chỉ vì chúng không thể được định lượng với độ chính xác tuyệt đối ư? Tất nhiên là không. Thay vào đó, những chi phí này nên được ước tính bởi những người trung thực và có kinh nghiệm, và sau đó được ghi nhận. Khi đi sâu vào vấn đề, còn khoản mục chi phí lớn nào khác nhưng khó tính toán chính xác — ngoại trừ quyền chọn cổ phiếu — mà giới kế toán lại nói rằng nên bị bỏ qua trong việc tính toán lợi nhuận không?

Moreover, options are just not that difficult to value. Admittedly, the difficulty is increased by the fact that the options given to executives are restricted in various ways. These restrictions affect value. They do not, however, eliminate it. In fact, since I'm in the mood for offers, I'll make one to any executive who is granted a restricted option, even though it may be out of the money: On the day of issue, Berkshire will pay him or her a substantial sum for the right to any future gain he or she realizes on the option. So if you find a CEO who says his newly- issued options have little or no value, tell him to try us out. In truth, we have far more confidence in our ability to determine an appropriate price to pay for an option than we have in our ability to determine the proper depreciation rate for our corporate jet.

Hơn nữa, quyền chọn không khó để định giá đến mức đó. Phải thừa nhận rằng, độ khó tăng lên do thực tế là các quyền chọn được cấp cho các nhà điều hành bị hạn chế theo nhiều cách khác nhau. Những hạn chế này có ảnh hưởng đến giá trị. Tuy nhiên, chúng không loại bỏ giá trị đó. Thực tế, vì tôi đang có hứng thú đưa ra đề nghị, tôi sẽ đưa ra một đề nghị cho bất kỳ nhà điều hành nào được cấp một quyền chọn bị hạn chế, ngay cả khi nó đang lỗ (out of the money): Vào ngày phát hành, Berkshire sẽ trả cho người đó một khoản tiền đáng kể để đổi lấy quyền hưởng bất kỳ khoản lợi nhuận nào trong tương lai mà người đó nhận được từ quyền chọn. Vì vậy, nếu quý vị tìm thấy một CEO nào nói rằng các quyền chọn mới phát hành của anh ta có ít hoặc không có giá trị, hãy bảo anh ta thử giao dịch với chúng tôi. Thực tế, chúng tôi tự tin hơn nhiều vào khả năng xác định một mức giá thích hợp để trả cho một quyền chọn so với khả năng xác định tỷ lệ khấu hao hợp lý cho chiếc máy bay riêng của tập đoàn chúng tôi.

It seems to me that the realities of stock options can be summarized quite simply: If options aren't a form of compensation, what are they? If compensation isn't an expense, what is it? And, if expenses shouldn't go into the calculation of earnings, where in the world should they go?

Đối với tôi, thực tế của quyền chọn cổ phiếu có thể được tóm tắt khá đơn giản: Nếu quyền chọn không phải là một hình thức bồi thường (compensation), thì chúng là gì? Nếu bồi thường không phải là một chi phí (expense), thì nó là gì? Và, nếu chi phí không nên được đưa vào tính toán lợi nhuận (earnings), thì chúng nên được đưa vào đâu?

The accounting profession and the SEC should be shamed by the fact that they have long let themselves be muscled by business executives on the option-accounting issue. Additionally, the lobbying that executives engage in may have an unfortunate by- product: In my opinion, the business elite risks losing its credibility on issues of significance to society - about which it may have much of value to say - when it advocates the incredible on issues of significance to itself.

Giới kế toán và SEC (Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch) nên cảm thấy hổ thẹn vì họ đã

để bản thân bị các nhà điều hành kinh doanh o ép (muscle) trong vấn đề kế toán quyền chọn trong một thời gian dài. Ngoài ra, hành lang vận động (lobbying) mà các nhà điều hành tham gia có thể có một tác dụng phụ đáng tiếc: Theo ý kiến của tôi, giới tinh hoa kinh doanh (business elite) có nguy cơ mất đi uy tín của mình đối với các vấn đề có ý nghĩa với xã hội — về những điều mà họ có thể có nhiều ý kiến giá trị để nói — khi họ ủng hộ những điều phi lý (incredible) trong các vấn đề có ý nghĩa đối với chính họ.

Miscellaneous

Các Vấn Đề Khác

We have two pieces of regrettable news this year. First, Gladys Kaiser, my friend and assistant for twenty-five years, will give up the latter post after the 1993 annual meeting, though she will certainly remain my friend forever. Gladys and I have been a team, and though I knew her retirement was coming, it is still a jolt.

Năm nay, chúng tôi có hai tin tức đáng tiếc. Thứ nhất, Gladys Kaiser, bạn bè và trợ lý của tôi trong hai mươi lăm năm, sẽ từ bỏ vị trí trợ lý sau cuộc họp thường niên năm 1993, mặc dù chắc chắn cô ấy sẽ mãi mãi là bạn của tôi. Gladys và tôi đã là một đội, và mặc dù tôi biết cô ấy sẽ nghỉ hưu, nhưng đây vẫn là một cú sốc.

Secondly, in September, Verne McKenzie relinquished his role as Chief Financial Officer after a 30-year association with me that began when he was the outside auditor of Buffett Partnership, Ltd. Verne is staying on as a consultant, and though that job description is often a euphemism, in this case it has real meaning. I expect Verne to continue to fill an important role at Berkshire but to do so at his own pace. Marc Hamburg, Verne's understudy for five years, has succeeded him as Chief Financial Officer.

Thứ hai, vào tháng 9, Verne McKenzie đã từ bỏ vai trò Giám đốc Tài chính (Chief Financial Officer) sau 30 năm gắn bó với tôi, bắt đầu từ khi ông là kiểm toán viên bên ngoài của Buffett Partnership, Ltd. Verne vẫn tiếp tục làm cố vấn, và mặc dù mô tả công việc đó thường là một cách nói giảm nói tránh, trong trường hợp này, nó có ý nghĩa thực tế. Tôi kỳ vọng Verne sẽ tiếp tục đảm nhận một vai trò quan trọng tại Berkshire nhưng với tốc độ của riêng ông. Marc Hamburg, người đã học việc dưới trướng Verne trong năm năm, đã kế nhiệm ông làm Giám đốc Tài chính.

I recall that one woman, upon being asked to describe the perfect spouse, specified an archeologist: "The older I get," she said, "the more he'll be interested in me." She would have liked my tastes: I treasure those extraordinary Berkshire managers who are working well past normal retirement age and who concomitantly are achieving results much superior to those of their younger competitors. While I understand and empathize with the decision of Verne and Gladys to retire when the calendar says it's time, theirs is not a step I wish to encourage. It's hard to teach a new dog old tricks.

Tôi nhớ rằng có một người phụ nữ, khi được hỏi mô tả người bạn đời hoàn hảo, đã chỉ ra một nhà khảo cổ học: "Tôi càng lớn tuổi," cô ấy nói, "anh ấy sẽ càng hứng thú với tôi." Cô ấy chắc

sẽ thích gu của tôi: Tôi trân trọng những nhà quản lý phi thường của Berkshire, những người đang làm việc vượt qua tuổi nghỉ hưu bình thường và đồng thời đạt được kết quả vượt trội hơn nhiều so với các đối thủ cạnh tranh trẻ tuổi của họ. Mặc dù tôi hiểu và thông cảm với quyết định nghỉ hưu của Verne và Gladys khi lịch chỉ ra đã đến lúc, nhưng đó không phải là bước mà tôi muốn khuyến khích. Thật khó để dạy một con chó mới những mảnh cũ.

* * * * *

I am a moderate in my views about retirement compared to Rose Blumkin, better known as Mrs. B. At 99, she continues to work seven days a week. And about her, I have some particularly good news.

Quan điểm của tôi về hưu trí chỉ là ôn hòa so với Rose Blumkin, người được biết đến nhiều hơn với cái tên Bà B. (Mrs. B). Ở tuổi 99, bà vẫn tiếp tục làm việc bảy ngày một tuần. Và về bà, tôi có một tin đặc biệt tốt lành.

You will remember that after her family sold 80% of Nebraska Furniture Mart (NFM) to Berkshire in 1983, Mrs. B continued to be Chairman and run the carpet operation. In 1989, however, she left because of a managerial disagreement and opened up her own operation next door in a large building that she had owned for several years. In her new business, she ran the carpet section but leased out other home-furnishings departments.

Quý vị sẽ nhớ rằng sau khi gia đình bà bán 80% cổ phần của Nebraska Furniture Mart (NFM) cho Berkshire vào năm 1983, Bà B. vẫn tiếp tục giữ chức Chủ tịch và điều hành mảng kinh doanh thảm. Tuy nhiên, vào năm 1989, bà rời đi vì bất đồng quản lý và mở cơ sở kinh doanh riêng ngay bên cạnh trong một tòa nhà lớn mà bà đã sở hữu trong vài năm. Trong công việc kinh doanh mới của mình, bà điều hành khu vực thảm nhưng cho thuê các bộ phận nội thất gia đình khác.

At the end of last year, Mrs. B decided to sell her building and land to NFM. She'll continue, however, to run her carpet business at its current location (no sense slowing down just when you're hitting full stride). NFM will set up shop alongside her, in that same building, thereby making a major addition to its furniture business.

Cuối năm ngoái, Bà B. quyết định bán tòa nhà và đất đai của mình cho NFM. Tuy nhiên, bà sẽ tiếp tục điều hành công việc kinh doanh thảm của mình tại địa điểm hiện tại (không cần phải chậm lại khi quý vị đang đạt tốc độ tối đa). NFM sẽ thiết lập cửa hàng bên cạnh bà, ngay trong tòa nhà đó, qua đó tạo ra một sự bổ sung lớn cho mảng kinh doanh nội thất của họ.

I am delighted that Mrs. B has again linked up with us. Her business story has no parallel and I have always been a fan of hers, whether she was a partner or a competitor. But believe me, partner is better.

Tôi rất vui mừng vì Bà B. đã lại hợp tác với chúng tôi. Câu chuyện kinh doanh của bà không có đối thủ và tôi luôn là một người hâm mộ bà, dù bà là đối tác hay đối thủ cạnh tranh. Nhưng hãy tin tôi, đối tác thì tốt hơn.

This time around, Mrs. B graciously offered to sign a non- compete agreement - and I, having been incautious on this point when she was 89, snapped at the deal. Mrs. B belongs in the

Guinness Book of World Records on many counts. Signing a non- compete at 99 merely adds one more.

Lần này, Bà B. đã nhã nhặn đề nghị ký một thỏa thuận không cạnh tranh (non-compete agreement) — và tôi, vì đã bất cẩn về điểm này khi bà 89 tuổi, đã nắm lấy thỏa thuận này ngay lập tức. Bà B. xứng đáng có mặt trong Sách Kỷ lục Guinness Thế giới vì nhiều lý do. Việc ký một thỏa thuận không cạnh tranh ở tuổi 99 chỉ là thêm một kỷ lục nữa mà thôi.

* * * * *

Ralph Schey, CEO of Scott Fetzer and a manager who I hope is with us at 99 also, hit a grand slam last year when that company earned a record \$110 million pre-tax. What's even more impressive is that Scott Fetzer achieved such earnings while employing only \$116 million of equity capital. This extraordinary result is not the product of leverage: The company uses only minor amounts of borrowed money (except for the debt it employs - appropriately - in its finance subsidiary).

Ralph Schey, CEO của Scott Fetzer và là một nhà quản lý mà tôi hy vọng cũng sẽ đồng hành cùng chúng tôi ở tuổi 99, đã đạt một cú Grand Slam vào năm ngoái khi công ty đó kiếm được 110 triệu đô la lợi nhuận trước thuế — một kỷ lục. Điều ấn tượng hơn nữa là Scott Fetzer đã đạt được mức lợi nhuận như vậy trong khi chỉ sử dụng 116 triệu đô la vốn chủ sở hữu. Kết quả phi thường này không phải là sản phẩm của đòn bẩy (leverage): Công ty chỉ sử dụng một lượng nhỏ tiền vay (ngoại trừ nợ mà họ sử dụng — một cách thích hợp — trong công ty con tài chính của mình).

Scott Fetzer now operates with a significantly smaller investment in both inventory and fixed assets than it had when we bought it in 1986. This means the company has been able to distribute more than 100% of its earnings to Berkshire during our seven years of ownership while concurrently increasing its earnings stream - which was excellent to begin with - by a lot. Ralph just keeps on outdoing himself, and Berkshire shareholders owe him a great deal.

Scott Fetzer hiện đang hoạt động với khoản đầu tư vào cả hàng tồn kho và tài sản cố định nhỏ hơn đáng kể so với thời điểm chúng tôi mua lại vào năm 1986. Điều này có nghĩa là công ty đã có thể phân phối hơn 100% lợi nhuận của mình cho Berkshire trong bảy năm chúng tôi sở hữu, đồng thời gia tăng đáng kể dòng thu nhập của mình — vốn đã rất xuất sắc ngay từ đầu. Ralph cứ liên tục vượt qua chính mình, và các cổ đông của Berkshire nợ ông ấy rất nhiều.

* * * * *

Those readers with particularly sharp eyes will note that our corporate expense fell from \$5.6 million in 1991 to \$4.2 million in 1992. Perhaps you will think that I have sold our corporate jet, The Indefensible. Forget it! I find the thought of retiring the plane even more revolting than the thought of retiring the Chairman. (In this matter I've demonstrated uncharacteristic flexibility: For years I argued passionately against corporate jets. But finally my dogma was run over by my

karma.)

Những độc giả có đôi mắt đặc biệt tinh tường sẽ nhận thấy rằng chi phí hoạt động doanh nghiệp của chúng tôi đã giảm từ 5.6 triệu đô la vào năm 1991 xuống còn 4.2 triệu đô la vào năm 1992. Có lẽ quý vị sẽ nghĩ rằng tôi đã bán chiếc máy bay riêng của công ty, "Thứ Không Thể Bảo Vệ" (The Indefensible). Quên chuyện đó đi! Tôi thấy ý nghĩ cho chiếc máy bay nghỉ hưu còn đáng ghê tởm hơn cả ý nghĩ Chủ tịch nghỉ hưu. (Trong vấn đề này, tôi đã thể hiện sự linh hoạt không đặc trưng: Trong nhiều năm, tôi đã lập luận gay gắt chống lại máy bay phản lực của công ty. Nhưng cuối cùng, giáo điều (dogma) của tôi đã bị nghiệp lực (karma) của tôi chạy qua).

Our reduction in corporate overhead actually came about because those expenses were especially high in 1991, when we incurred a one-time environmental charge relating to alleged pre- 1970 actions of our textile operation. Now that things are back to normal, our after-tax overhead costs are under 1% of our reported operating earnings and less than 1/2 of 1% of our look-through earnings. We have no legal, personnel, public relations, investor relations, or strategic planning departments. In turn this means we don't need support personnel such as guards, drivers, messengers, etc. Finally, except for Verne, we employ no consultants. Professor Parkinson would like our operation - though Charlie, I must say, still finds it outrageously fat.

Sự cắt giảm chi phí hoạt động doanh nghiệp của chúng tôi thực sự xảy ra vì những chi phí đó đặc biệt cao vào năm 1991, khi chúng tôi phải gánh một khoản phí môi trường một lần liên quan đến các hành động bị cáo buộc xảy ra trước năm 1970 của hoạt động dệt may của chúng tôi. Bây giờ mọi thứ đã trở lại bình thường, chi phí hoạt động sau thuế của chúng tôi dưới 1% lợi nhuận hoạt động được báo cáo và dưới 0.5% lợi nhuận nhìn xuyên thấu (look-through earnings) của chúng tôi. Chúng tôi không có các phòng ban pháp lý, nhân sự, quan hệ công chúng, quan hệ nhà đầu tư hay hoạch định chiến lược. Điều này có nghĩa là chúng tôi không cần nhân viên hỗ trợ như bảo vệ, tài xế, người đưa tin, v.v. Cuối cùng, ngoại trừ Verne, chúng tôi không thuê bất kỳ nhà tư vấn nào. Giáo sư Parkinson sẽ thích hoạt động của chúng tôi — mặc dù tôi phải nói rằng, Charlie vẫn thấy nó béo phì một cách thái quá.

At some companies, corporate expense runs 10% or more of operating earnings. The titling that operations thus makes to headquarters not only hurts earnings, but more importantly slashes capital values. If the business that spends 10% on headquarters' costs achieves earnings at its operating levels identical to those achieved by the business that incurs costs of only 1%, shareholders of the first enterprise suffer a 9% loss in the value of their holdings simply because of corporate overhead. Charlie and I have observed no correlation between high corporate costs and good corporate performance. In fact, we see the simpler, low-cost operation as more likely to operate effectively than its bureaucratic brethren. We're admirers of the Wal-Mart, Nucor, Dover, GEICO, Golden West Financial and Price Co. models.

Tại một số công ty, chi phí hoạt động doanh nghiệp (corporate expense) chiếm 10% hoặc hơn lợi nhuận hoạt động. Khoản thuế (titling) mà các hoạt động này phải đóng cho trụ sở không chỉ làm tổn thương lợi nhuận, mà quan trọng hơn là cắt giảm giá trị vốn (capital values). Nếu doanh nghiệp chi 10% cho chi phí trụ sở đạt được lợi nhuận ở cấp độ hoạt động giống hệt như doanh nghiệp chỉ chịu 1% chi phí, thì các cổ đông của doanh nghiệp thứ nhất phải chịu mất 9% giá trị tài sản nắm giữ của họ chỉ vì chi phí quản lý doanh nghiệp (corporate overhead). Charlie và tôi đã không quan sát thấy bất kỳ mối tương quan nào giữa chi phí doanh nghiệp cao và hiệu suất doanh

nghiệp tốt. Trên thực tế, chúng tôi thấy hoạt động đơn giản hơn, chi phí thấp có nhiều khả năng hoạt động hiệu quả hơn so với những công ty anh em quan liêu của nó. Chúng tôi là những người ngưỡng mộ các mô hình của: Wal-Mart, Nucor, Dover, GEICO, Golden West Financial và Price Co.

* * * * *

Late last year Berkshire's stock price crossed \$10,000. Several shareholders have mentioned to me that the high price causes them problems: They like to give shares away each year and find themselves impeded by the tax rule that draws a distinction between annual gifts of \$10,000 or under to a single individual and those above \$10,000. That is, those gifts no greater than \$10,000 are completely tax-free; those above \$10,000 require the donor to use up a portion of his or her lifetime exemption from gift and estate taxes, or, if that exemption has been exhausted, to pay gift taxes.

Cuối năm ngoái, giá cổ phiếu của Berkshire đã vượt qua 10.000 đô la. Một số cổ đông đã đề cập với tôi rằng mức giá cao này gây ra vấn đề cho họ: Họ muốn tặng cổ phiếu mỗi năm và thấy mình bị cản trở bởi quy tắc thuế phân biệt giữa các khoản quà tặng hàng năm 10.000 đô la trở xuống cho một cá nhân và những khoản trên 10.000 đô la. Cụ thể, những món quà không lớn hơn 10.000 đô la được miễn thuế hoàn toàn. Những món quà trên 10.000 đô la yêu cầu người tặng phải sử dụng một phần miễn trừ trọn đời (lifetime exemption) khỏi thuế quà tặng và thuế bất động sản, hoặc, nếu khoản miễn trừ đó đã được sử dụng hết, phải nộp thuế quà tặng.

I can suggest three ways to address this problem. The first would be useful to a married shareholder, who can give up to \$20,000 annually to a single recipient, as long as the donor files a gift tax return containing his or her spouse's written consent to gifts made during the year.

Tôi có thể gợi ý ba cách để giải quyết vấn đề này. Cách đầu tiên sẽ hữu ích cho cổ đông đã kết hôn, người có thể tặng tới 20.000 đô la hàng năm cho một người nhận duy nhất, miễn là người tặng nộp tờ khai thuế quà tặng có chứa sự đồng ý bằng văn bản của vợ/chồng đối với các khoản quà tặng được thực hiện trong năm.

Secondly, a shareholder, married or not, can make a bargain sale. Imagine, for example, that Berkshire is selling for \$12,000 and that one wishes to make only a \$10,000 gift. In that case, sell the stock to the giftee for \$2,000. (Caution: You will be taxed on the amount, if any, by which the sales price to your giftee exceeds your tax basis.)

Thứ hai, một cổ đông, dù đã kết hôn hay chưa, đều có thể thực hiện một giao dịch bán giá ưu đãi. Ví dụ, giả sử cổ phiếu Berkshire đang được bán với giá \$12.000 và quý vị chỉ muốn tặng 10.000 đô la. Trong trường hợp đó, hãy bán cổ phiếu đó cho người nhận quà với giá 2.000 đô la. (Cảnh báo: Quý vị sẽ bị đánh thuế trên khoản tiền, nếu có, mà giá bán cho người nhận quà vượt quá cơ sở thuế (tax basis) của quý vị.)

Finally, you can establish a partnership with people to whom you are making gifts, fund it with Berkshire shares, and simply give percentage interests in the partnership away each year. These interests can be for any value that you select. If the value is \$10,000 or less, the gift will be

tax-free.

Cuối cùng, quý vị có thể thành lập một công ty hợp danh với những người mà quý vị đang tặng quà, cấp vốn cho nó bằng cổ phiếu Berkshire, và đơn giản là tặng quyền lợi tỷ lệ phần trăm trong công ty hợp danh đó mỗi năm. Những quyền lợi này có thể có bất kỳ giá trị nào mà quý vị chọn. Nếu giá trị là 10.000 đô la hoặc ít hơn, món quà sẽ được miễn thuế.

We issue the customary warning: Consult with your own tax advisor before taking action on any of the more esoteric methods of gift-making.

Chúng tôi đưa ra lời cảnh báo thông thường: Hãy tham khảo ý kiến của cố vấn thuế của quý vị trước khi hành động theo bất kỳ phương pháp tặng quà phức tạp (esoteric) nào.

We hold to the view about stock splits that we set forth in the 1983 Annual Report. Overall, we believe our owner-related policies - including the no-split policy - have helped us assemble a body of shareholders that is the best associated with any widely-held American corporation. Our shareholders think and behave like rational long-term owners and view the business much as Charlie and I do. Consequently, our stock consistently trades in a price range that is sensibly related to intrinsic value.

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm về việc chia tách cổ phiếu đã được trình bày trong Báo cáo thường niên năm 1983. Nhìn chung, chúng tôi tin rằng các chính sách liên quan đến chủ sở hữu của chúng tôi — bao gồm cả chính sách không chia tách — đã giúp chúng tôi tập hợp được một nhóm cổ đông tốt nhất gắn liền với bất kỳ tập đoàn Mỹ nào có cổ phiếu được nắm giữ rộng rãi. Các cổ đông của chúng tôi suy nghĩ và hành xử như những chủ sở hữu dài hạn hợp lý và xem xét hoạt động kinh doanh giống như Charlie và tôi. Do đó, cổ phiếu của chúng tôi luôn được giao dịch trong một phạm vi giá có mối liên hệ hợp lý với giá trị nội tại (intrinsic value).

Additionally, we believe that our shares turn over far less actively than do the shares of any other widely-held company. The frictional costs of trading - which act as a major "tax" on the owners of many companies - are virtually non-existent at Berkshire. (The market-making skills of Jim Maguire, our New York Stock Exchange specialist, definitely help to keep these costs low.) Obviously a split would not change this situation dramatically. Nonetheless, there is no way that our shareholder group would be upgraded by the new shareholders enticed by a split. Instead we believe that modest degradation would occur.

Ngoài ra, chúng tôi tin rằng cổ phiếu của chúng tôi được giao dịch với tần suất thấp hơn nhiều so với cổ phiếu của bất kỳ công ty nào khác có cổ phiếu được nắm giữ rộng rãi. Chi phí ma sát của giao dịch (frictional costs of trading) — vốn đóng vai trò là một "khoản thuế" lớn đối với chủ sở hữu của nhiều công ty — gần như không tồn tại ở Berkshire. (Kỹ năng tạo lập thị trường (market-making skills) của Jim Maguire, chuyên gia của chúng tôi tại Sở Giao dịch Chứng khoán New York, chắc chắn giúp giữ cho những chi phí này ở mức thấp.) Rõ ràng, việc chia tách sẽ không thay đổi đáng kể tình hình này. Tuy nhiên, không có cách nào mà nhóm cổ đông hiện tại của chúng tôi được nâng cấp bởi những cổ đông mới bị thu hút bởi việc chia tách. Thay vào đó, chúng tôi tin rằng sự suy giảm nhẹ (modest degradation) sẽ xảy ra.

* * * * *

As I mentioned earlier, on December 16th we called our zero- coupon, convertible debentures for payment on January 4, 1993. These obligations bore interest at 5 1/2%, a low cost for funds when they were issued in 1989, but an unattractive rate for us at the time of call.

Như tôi đã đề cập trước đó, vào ngày 16 tháng 12 (năm ngoái), chúng tôi đã kêu gọi thanh toán đối với trái phiếu chuyển đổi không lãi suất (zero-coupon, convertible debentures) của mình vào ngày 4 tháng 1 năm 1993. Những nghĩa vụ này mang lãi suất 5 1/2%, một chi phí vốn thấp khi chúng được phát hành vào năm 1989, nhưng là một mức lãi suất không hấp dẫn đối với chúng tôi tại thời điểm thu hồi.

The debentures could have been redeemed at the option of the holder in September 1994, and 5 1/2% money available for no longer than that is not now of interest to us. Furthermore, Berkshire shareholders are disadvantaged by having a conversion option outstanding. At the time we issued the debentures, this disadvantage was offset by the attractive interest rate they carried; by late 1992, it was not.

Các trái phiếu có thể được mua lại theo lựa chọn của người nắm giữ vào tháng 9 năm 1994, và khoản tiền 5 1/2% chỉ có sẵn trong thời hạn không lâu hơn thời điểm đó hiện không còn hấp dẫn đối với chúng tôi. Hơn nữa, các cổ đông của Berkshire bị bất lợi khi có một quyền chọn chuyển đổi (conversion option) đang tồn tại. Tại thời điểm chúng tôi phát hành trái phiếu, bất lợi này được bù đắp bằng lãi suất hấp dẫn mà chúng mang lại; đến cuối năm 1992, điều đó không còn đúng nữa.

In general, we continue to have an aversion to debt, particularly the short-term kind. But we are willing to incur modest amounts of debt when it is both properly structured and of significant benefit to shareholders.

Nói chung, chúng tôi vẫn có một sự ác cảm với nợ, đặc biệt là loại nợ ngắn hạn. Nhưng chúng tôi sẵn sàng gánh một lượng nợ khiêm tốn khi nó được cấu trúc phù hợp và mang lại lợi ích đáng kể cho các cổ đông.

* * * * *

About 97% of all eligible shares participated in Berkshire's 1992 shareholder-designated contributions program. Contributions made through the program were \$7.6 million, and 2,810 charities were recipients. I'm considering increasing these contributions in the future at a rate greater than the increase in Berkshire's book value, and I would be glad to hear from you as to your thinking about this idea.

Khoảng 97% tổng số cổ phiếu đủ điều kiện đã tham gia vào chương trình đóng góp do cổ đông chỉ định (shareholder-designated contributions program) của Berkshire năm 1992. Tổng số đóng góp thông qua chương trình là 7.6 triệu đô la, và 2.810 tổ chức từ thiện đã nhận được. Tôi đang cân nhắc việc tăng các khoản đóng góp này trong tương lai với tốc độ lớn hơn mức tăng giá trị sổ sách (book value) của Berkshire, và tôi rất sẵn lòng lắng nghe ý kiến của quý vị về ý tưởng này.

We suggest that new shareholders read the description of our shareholder-designated

contributions program that appears on pages 48-49. To participate in future programs, you must make sure your shares are registered in the name of the actual owner, not in the nominee name of a broker, bank or depository. Shares not so registered on August 31, 1993 will be ineligible for the 1993 program.

Chúng tôi đề nghị các cổ đông mới đọc mô tả về chương trình đóng góp do cổ đông chỉ định của chúng tôi xuất hiện ở trang 48-49. Để tham gia các chương trình trong tương lai, quý vị phải đảm bảo cổ phiếu của mình được đăng ký đúng tên của chủ sở hữu thực tế, chứ không phải tên người được ủy thác của công ty môi giới, ngân hàng hoặc tổ chức lưu ký (depository). Cổ phiếu không được đăng ký như vậy trước ngày 31 tháng 8 năm 1993 sẽ không đủ điều kiện tham gia chương trình năm 1993.

In addition to the shareholder-designated contributions that Berkshire distributes, managers of our operating businesses make contributions, including merchandise, averaging about \$2.0 million annually. These contributions support local charities, such as The United Way, and produce roughly commensurate benefits for our businesses.

Ngoài các khoản đóng góp do cổ đông chỉ định mà Berkshire phân phối, các nhà quản lý của các công ty kinh doanh của chúng tôi cũng thực hiện các khoản đóng góp, bao gồm cả hàng hóa, trung bình khoảng 2.0 triệu đô la hàng năm. Những đóng góp này hỗ trợ các tổ chức từ thiện địa phương, chẳng hạn như The United Way, và mang lại những lợi ích tương xứng cho hoạt động kinh doanh của chúng tôi.

However, neither our operating managers nor officers of the parent company use Berkshire funds to make contributions to broad national programs or charitable activities of special personal interest to them, except to the extent they do so as shareholders. If your employees, including your CEO, wish to give to their alma maters or other institutions to which they feel a personal attachment, we believe they should use their own money, not yours.

Tuy nhiên, cả các nhà quản lý điều hành của chúng tôi lẫn các quan chức của công ty mẹ không sử dụng quỹ của Berkshire để đóng góp cho các chương trình quốc gia lớn hoặc các hoạt động từ thiện mà họ đặc biệt quan tâm cá nhân, trừ khi họ làm như vậy với tư cách là cổ đông. Nếu nhân viên của quý vị, bao gồm cả CEO, muốn đóng góp cho các trường cũ (alma maters) hoặc các tổ chức khác mà họ có tình cảm cá nhân, chúng tôi tin rằng họ nên sử dụng tiền của chính họ, chứ không phải tiền của quý vị.

* * * * *

This year the Annual Meeting will be held at the Orpheum Theater in downtown Omaha at 9:30 a.m. on Monday, April 26, 1993. A record 1,700 people turned up for the meeting last year, but that number still leaves plenty of room at the Orpheum.

Cuộc họp Thường niên năm nay sẽ được tổ chức tại Nhà hát Orpheum ở trung tâm thành phố Omaha vào lúc 9:30 sáng, Thứ Hai, ngày 26 tháng 4 năm 1993. Kỷ lục 1.700 người đã tham

dự cuộc họp năm ngoái, nhưng con số đó vẫn còn nhiều chỗ tại Orpheum.

We recommend that you get your hotel reservations early at one of these hotels: (1) The Radisson-Redick Tower, a small (88 rooms) but nice hotel across the street from the Orpheum; (2) the much larger Red Lion Hotel, located about a five-minute walk from the Orpheum; or (3) the Marriott, located in West Omaha about 100 yards from Borsheim's, which is a twenty minute drive from downtown. We will have buses at the Marriott that will leave at 8:30 and 8:45 for the meeting and return after it ends.

Chúng tôi khuyên quý vị nên đặt phòng khách sạn sớm tại một trong những địa điểm sau: (1) The Radisson-Redick Tower, một khách sạn nhỏ (88 phòng) nhưng đẹp, nằm đối diện Nhà hát Orpheum; (2) Red Lion Hotel: Khách sạn lớn hơn nhiều, cách Nhà hát Orpheum khoảng năm phút đi bộ; hoặc (3) Marriott: Nằm ở Tây Omaha, cách Borsheim's khoảng 100 yard (một quãng lái xe 20 phút từ trung tâm thành phố). Chúng tôi sẽ có xe buýt tại khách sạn Marriott khởi hành lúc 8:30 và 8:45 để đưa quý vị đến cuộc họp và quay trở lại sau khi kết thúc.

Charlie and I always enjoy the meeting, and we hope you can make it. The quality of our shareholders is reflected in the quality of the questions we get: We have never attended an annual meeting anywhere that features such a consistently high level of intelligent, owner-related questions.

Charlie và tôi luôn yêu thích cuộc họp này, và chúng tôi hy vọng quý vị có thể tham dự. Chất lượng của các cổ đông được phản ánh qua chất lượng của các câu hỏi chúng tôi nhận được: Chúng tôi chưa bao giờ tham dự một cuộc họp thường niên nào có mức độ câu hỏi thông minh, liên quan đến chủ sở hữu cao một cách nhất quán như vậy.

An attachment to our proxy material explains how you can obtain the card you will need for admission to the meeting. With the admission card, we will enclose information about parking facilities located near the Orpheum. If you are driving, come a little early. Nearby lots fill up quickly and you may have to walk a few blocks.

Một tài liệu đính kèm cùng tài liệu ủy quyền (proxy material) của chúng tôi giải thích cách quý vị có thể nhận được thẻ cần thiết để vào cửa cuộc họp. Cùng với thẻ vào cửa, chúng tôi sẽ gửi kèm thông tin về các cơ sở đỗ xe gần Nhà hát Orpheum. Nếu quý vị lái xe, hãy đến sớm một chút. Các bãi đỗ xe gần đó lấp đầy nhanh chóng và quý vị có thể phải đi bộ vài dãy nhà.

As usual, we will have buses to take you to Nebraska Furniture Mart and Borsheim's after the meeting and to take you from there to downtown hotels or the airport later. I hope that you will allow plenty of time to fully explore the attractions of both stores. Those of you arriving early can visit the Furniture Mart any day of the week; it is open from 10 a.m. to 5:30 p.m. on Saturdays and from noon to 5:30 p.m. on Sundays. While there, stop at the See's Candy Cart and find out for yourself why Charlie and I are a good bit wider than we were back in 1972 when we bought See's.

Như thường lệ, chúng tôi sẽ có xe buýt để đưa quý vị đến Nebraska Furniture Mart và Borsheim's sau cuộc họp, và sau đó đưa quý vị từ đó về các khách sạn ở trung tâm thành phố hoặc sân bay. Tôi hy vọng quý vị sẽ dành nhiều thời gian để khám phá đầy đủ các điểm hấp dẫn của cả hai cửa hàng. Những người đến sớm có thể ghé thăm Furniture Mart bất cứ ngày nào trong tuần; nó mở cửa từ 10 giờ sáng đến 5:30 chiều vào các ngày thứ Bảy và từ 12 giờ trưa đến 5:30 chiều vào các ngày Chủ Nhật. Khi ở đó, hãy ghé qua quầy See's Candy và tự mình khám phá lý do tại

sao Charlie và tôi lại béo hơn rất nhiều so với năm 1972, thời điểm chúng tôi mua See's.

Borsheim's normally is closed on Sunday but will be open for shareholders and their guests from noon to 6 p.m. on Sunday, April 25. Charlie and I will be in attendance, sporting our jeweler's loupes, and ready to give advice about gems to anyone foolish enough to listen. Also available will be plenty of Cherry Cokes, See's candies, and other lesser goodies. I hope you will join us.

Cửa hàng Borsheim's thường đóng cửa vào Chủ Nhật nhưng sẽ mở cửa cho các cổ đông và khách của họ từ 12 giờ trưa đến 6 giờ chiều vào Chủ Nhật, ngày 25 tháng 4. Charlie và tôi sẽ có mặt, đeo kính lúp của thợ kim hoàn (jeweler's loupes), và sẵn sàng đưa ra lời khuyên về đá quý cho bất cứ ai đủ ngốc nghếch để lắng nghe. Cũng sẽ có rất nhiều Cherry Coke, kẹo See's và các món ngon ít quan trọng hơn khác. Tôi hy vọng quý vị sẽ tham gia cùng chúng tôi.

Warren E. Buffett

March 1, 1993

Chairman of the Board

Chủ tịch Hội đồng Quản trị

**BERKSHIRE HATHAWAY INC.
(1991)**

To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.:

Gửi các Cổ đông của Berkshire Hathaway Inc.:

Our gain in net worth during 1991 was \$2.1 billion, or 39.6%. Over the last 27 years (that is, since present management took over) our per-share book value has grown from \$19 to \$6,437, or at a rate of 23.7% compounded annually.

Mức tăng giá trị ròng (net worth) của chúng tôi trong năm 1991 là 2.1 tỷ đô la, tương đương 39.6%. Trong suốt 27 năm qua (tức là kể từ khi ban quản lý hiện tại tiếp quản), giá trị sổ sách (book value) trên mỗi cổ phiếu của chúng tôi đã tăng từ 19 đô la lên 6.437 đô la, hay tăng với tốc độ 23.7% kép hàng năm.

The size of our equity capital - which now totals \$7.4 billion - makes it certain that we cannot maintain our past rate of gain or, for that matter, come close to doing so. As Berkshire grows, the universe of opportunities that can significantly influence the company's performance constantly shrinks. When we were working with capital of \$20 million, an idea or business producing \$1 million of profit added five percentage points to our return for the year. Now we need a \$370 million idea (i.e., one contributing over \$550 million of pre-tax profit) to achieve the same result. And there are many more ways to make \$1 million than to make \$370 million.

Quy mô vốn chủ sở hữu của chúng tôi — hiện tổng cộng 7.4 tỷ đô la — khiến cho việc duy trì tốc độ tăng trưởng trong quá khứ, hay thậm chí tiến gần đến nó, là điều chắc chắn không thể. Khi Berkshire phát triển, vũ trụ cơ hội có thể ảnh hưởng đáng kể đến hiệu suất của công ty không ngừng thu hẹp lại. Khi chúng tôi hoạt động với vốn 20 triệu đô la, một ý tưởng hoặc doanh nghiệp tạo ra 1 triệu đô la lợi nhuận đã bổ sung năm điểm phần trăm vào tỷ suất lợi nhuận hàng năm của chúng tôi. Bây giờ, chúng tôi cần một ý tưởng trị giá 370 triệu đô la (tức là một ý tưởng đóng góp hơn 550 triệu đô la lợi nhuận trước thuế) để đạt được kết quả tương tự. Và có nhiều cách để kiếm 1 triệu đô la hơn là để kiếm 370 triệu đô la.

Charlie Munger, Berkshire's Vice Chairman, and I have set a goal of attaining a 15% average annual increase in Berkshire's intrinsic value. If our growth in book value is to keep up with a 15% pace, we must earn \$22 billion during the next decade. Wish us luck - we'll need it.

Charlie Munger, Phó Chủ tịch của Berkshire, và tôi đã đặt mục tiêu đạt mức tăng trưởng giá trị nội tại (intrinsic value) trung bình hàng năm là 15%. Nếu mức tăng trưởng giá trị sổ sách

của chúng tôi muốn theo kịp tốc độ 15% đó, chúng tôi phải kiếm được 22 tỷ đô la trong thập kỷ tới. Hãy chúc chúng tôi may mắn — chúng tôi sẽ cần điều đó.

Our outsized gain in book value in 1991 resulted from a phenomenon not apt to be repeated: a dramatic rise in the price-earnings ratios of Coca-Cola and Gillette. These two stocks accounted for nearly \$1.6 billion of our \$2.1 billion growth in net worth last year. When we loaded up on Coke three years ago, Berkshire's net worth was \$3.4 billion; now our Coke stock alone is worth more than that.

Mức tăng trưởng giá trị sổ sách vượt trội của chúng tôi trong năm 1991 là kết quả từ một hiện tượng khó có thể lặp lại: sự tăng trưởng mạnh mẽ trong tỷ lệ giá/thu nhập (price-earnings ratios) của Coca-Cola và Gillette. Hai cổ phiếu này chiếm gần 1.6 tỷ đô la trong số 2.1 tỷ đô la tăng trưởng giá trị ròng của chúng tôi năm ngoái. Khi chúng tôi mua vào Coca-Cola ba năm trước, giá trị ròng của Berkshire là 3.4 tỷ đô la; hiện tại, riêng cổ phiếu Coca-Cola của chúng tôi đã có giá trị lớn hơn con số đó.

Coca-Cola and Gillette are two of the best companies in the world and we expect their earnings to grow at hefty rates in the years ahead. Over time, also, the value of our holdings in these stocks should grow in rough proportion. Last year, however, the valuations of these two companies rose far faster than their earnings. In effect, we got a double-dip benefit, delivered partly by the excellent earnings growth and even more so by the market's reappraisal of these stocks. We believe this reappraisal was warranted. But it can't recur annually: We'll have to settle for a single dip in the future.

Coca-Cola và Gillette là hai trong số những công ty tốt nhất trên thế giới và chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của họ sẽ tăng trưởng với tốc độ mạnh mẽ trong những năm tới. Theo thời gian, giá trị khoản đầu tư của chúng tôi vào các cổ phiếu này cũng sẽ tăng trưởng với tỷ lệ xấp xỉ tương tự. Tuy nhiên, năm ngoái, mức định giá (valuations) của hai công ty này đã tăng nhanh hơn nhiều so với lợi nhuận của họ. Trên thực tế, chúng tôi đã nhận được lợi ích kép (double-dip benefit), một phần đến từ tăng trưởng lợi nhuận xuất sắc và thậm chí còn nhiều hơn từ sự định giá lại (reappraisal) của thị trường đối với các cổ phiếu này. Chúng tôi tin rằng sự định giá lại này là hợp lý (warranted). Nhưng nó không thể tái diễn hàng năm: Trong tương lai, chúng tôi sẽ phải hài lòng với lợi ích đơn lẻ (single dip) mà thôi.

A Second Job

Công Việc Thứ Hai

In 1989 when I - a happy consumer of five cans of Cherry Coke daily - announced our purchase of \$1 billion worth of Coca-Cola stock, I described the move as a rather extreme example of putting our money where my mouth was. On August 18 of last year, when I was elected Interim Chairman of Salomon Inc, it was a different story: I put my mouth where our money was.

Năm 1989, khi tôi — một người tiêu thụ 5 lon Cherry Coke mỗi ngày — công bố việc chúng tôi mua 1 tỷ đô la cổ phiếu Coca-Cola, tôi đã mô tả động thái này là một ví dụ khá cực đoan về việc "đặt tiền vào nơi miệng mình đang ở" (putting our money where my mouth was). Vào ngày

18 tháng 8 năm ngoái, khi tôi được bầu làm Chủ tịch Tạm thời (Interim Chairman) của Salomon Inc, câu chuyện đã khác: Tôi đã "đặt miệng mình vào nơi tiền của chúng tôi đang ở" (put my mouth where our money was).

You've all read of the events that led to my appointment. My decision to take the job carried with it an implicit but important message: Berkshire's operating managers are so outstanding that I knew I could materially reduce the time I was spending at the company and yet remain confident that its economic progress would not skip a beat. The Blumkins, the Friedman family, Mike Goldberg, the Heldmans, Chuck Huggins, Stan Lipsey, Ralph Schey and Frank Rooney (CEO of H.H. Brown, our latest acquisition, which I will describe later) are all masters of their operations and need no help from me. My job is merely to treat them right and to allocate the capital they generate. Neither function is impeded by my work at Salomon.

Quý vị đều đã đọc về các sự kiện dẫn đến việc tôi được bổ nhiệm. Quyết định nhận công việc này của tôi mang theo một thông điệp ngầm nhưng quan trọng: Các nhà quản lý điều hành của Berkshire xuất sắc đến mức tôi biết rằng tôi có thể giảm đáng kể thời gian dành cho công ty mà vẫn tự tin rằng tiến trình kinh tế của nó sẽ không bị gián đoạn. Các Blumkin, gia đình Friedman, Mike Goldberg, các Heldman, Chuck Huggins, Stan Lipsey, Ralph Schey và Frank Rooney (CEO của H.H. Brown, thương vụ mua lại gần đây nhất của chúng tôi, mà tôi sẽ mô tả sau) đều là những bậc thầy trong hoạt động của họ và không cần sự giúp đỡ từ tôi. Công việc của tôi chỉ đơn giản là đối xử đúng đắn với họ và phân bổ nguồn vốn họ tạo ra. Không có chức năng nào bị cản trở bởi công việc của tôi tại Salomon.

The role that Charlie and I play in the success of our operating units can be illustrated by a story about George Mira, the one-time quarterback of the University of Miami, and his coach, Andy Gustafson. Playing Florida and near its goal line, Mira dropped back to pass. He spotted an open receiver but found his right shoulder in the unshakable grasp of a Florida linebacker. The right-handed Mira thereupon switched the ball to his other hand and threw the only left-handed pass of his life - for a touchdown. As the crowd erupted, Gustafson calmly turned to a reporter and declared: "Now that's what I call coaching."

Vai trò mà Charlie và tôi đóng trong sự thành công của các đơn vị điều hành của chúng tôi có thể được minh họa bằng câu chuyện về George Mira, cựu tiền vệ (quarterback) của Đại học Miami, và huấn luyện viên của anh ấy, Andy Gustafson. Khi đấu với Florida và gần vạch cầu môn của họ, Mira lùi lại để chuyền bóng. Anh ấy phát hiện ra một người nhận bóng đang trống nhưng lại thấy vai phải của mình bị một hậu vệ (linebacker) của Florida nắm chặt không thể lay chuyển. Mira, thuận tay phải, bèn chuyền bóng sang tay kia và thực hiện đường chuyền bằng tay trái duy nhất trong đời mình — ghi một cú chạm bóng (touchdown). Khi đám đông bùng nổ, Gustafson bình tĩnh quay sang một phóng viên và tuyên bố: "Đó chính là thứ tôi gọi là huấn luyện."

Given the managerial stars we have at our operating units, Berkshire's performance is not affected if Charlie or I slip away from time to time. You should note, however, the "interim" in my Salomon title. Berkshire is my first love and one that will never fade: At the Harvard Business School last year, a student asked me when I planned to retire and I replied, "About five to ten years after I die."

Với những ngôi sao quản lý mà chúng tôi có tại các đơn vị điều hành, hiệu suất của Berkshire không hề bị ảnh hưởng nếu Charlie hoặc tôi thỉnh thoảng vắng mặt. Tuy nhiên, quý vị

nên lưu ý từ "tạm thời" (interim) trong chức danh của tôi tại Salomon. Berkshire là tình yêu đầu tiên của tôi và là tình yêu sẽ không bao giờ phai nhạt: Năm ngoái tại Trường Kinh doanh Harvard, một sinh viên hỏi tôi khi nào tôi dự định nghỉ hưu và tôi trả lời: "Khoảng năm đến mười năm sau khi tôi chết."

Sources of Reported Earnings

Nguồn Gốc Lợi Nhuận Được Báo Cáo

The table below shows the major sources of Berkshire's reported earnings. In this presentation, amortization of Goodwill and other major purchase-price accounting adjustments are not charged against the specific businesses to which they apply, but are instead aggregated and shown separately. This procedure lets you view the earnings of our businesses as they would have been reported had we not purchased them. I've explained in past reports why this form of presentation seems to us to be more useful to investors and managers than one utilizing generally accepted accounting principles (GAAP), which require purchase-price adjustments to be made on a business-by-business basis. The total net earnings we show in the table are, of course, identical to the GAAP total in our audited financial statements.

Bảng dưới đây trình bày các nguồn lợi nhuận chính được báo cáo của Berkshire. Trong cách trình bày này, khấu hao Lợi thế thương mại (Goodwill) và các điều chỉnh kế toán giá mua lớn khác không được tính vào các doanh nghiệp cụ thể mà chúng áp dụng, mà thay vào đó được tổng hợp và hiển thị riêng biệt. Quy trình này cho phép quý vị xem lợi nhuận của các doanh nghiệp của chúng tôi như thể chúng được báo cáo nếu chúng tôi chưa mua chúng. Tôi đã giải thích trong các báo cáo trước tại sao hình thức trình bày này có vẻ hữu ích hơn đối với các nhà đầu tư và nhà quản lý so với hình thức sử dụng các nguyên tắc kế toán được chấp nhận chung (GAAP), vốn yêu cầu các điều chỉnh giá mua phải được thực hiện trên cơ sở từng doanh nghiệp. Tổng lợi nhuận ròng mà chúng tôi hiển thị trong bảng, tất nhiên, giống hệt với tổng lợi nhuận GAAP trong báo cáo tài chính đã được kiểm toán của chúng tôi

A large amount of additional information about these businesses is given on pages 33-47, where you also will find our segment earnings reported on a GAAP basis. However, we will not in this letter discuss each of our non-insurance operations, as we have in the past. Our businesses have grown in number - and will continue to grow - so it now makes sense to rotate coverage, discussing one or two in detail each year.

Một lượng lớn thông tin bổ sung về các doanh nghiệp này được cung cấp ở trang 33-47, nơi quý vị cũng sẽ tìm thấy lợi nhuận phân khúc của chúng tôi được báo cáo trên cơ sở GAAP. Tuy nhiên, trong bức thư này, chúng tôi sẽ không thảo luận chi tiết về từng hoạt động phi bảo hiểm của mình như chúng tôi đã làm trong quá khứ. Số lượng doanh nghiệp của chúng tôi đã tăng lên — và sẽ tiếp tục tăng — vì vậy, hiện tại, việc luân phiên giới thiệu, thảo luận chi tiết về một hoặc hai doanh nghiệp mỗi năm, là điều hợp lý.

(000s omitted)

	<i>Pre-Tax Earnings</i>		<i>Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)</i>	
	<i>1991</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1990</i>
Operating Earnings:				
Insurance Group:				
Underwriting	\$(119,593)	\$ (26,647)	\$ (77,229)	\$ (14,936)
Net Investment Income ...	331,846	327,047	285,173	282,613
H. H. Brown (acquired 7/1/91)	13,616	---	8,611	---
Buffalo News	37,113	43,954	21,841	25,981
Fechheimer	12,947	12,450	6,843	6,605
Kirby	35,726	27,445	22,555	17,613
Nebraska Furniture Mart ...	14,384	17,248	6,993	8,485
Scott Fetzer				
Manufacturing Group	26,123	30,378	15,901	18,458
See's Candies	42,390	39,580	25,575	23,892
Wesco - other than Insurance	12,230	12,441	8,777	9,676
World Book	22,483	31,896	15,487	20,420
Amortization of Goodwill ..	(4,113)	(3,476)	(4,098)	(3,461)
Other Purchase-Price				
Accounting Charges	(6,021)	(5,951)	(7,019)	(6,856)
Interest Expense*	(89,250)	(76,374)	(57,165)	(49,726)
Shareholder-Designated				
Contributions	(6,772)	(5,824)	(4,388)	(3,801)
Other	77,399	58,310	47,896	35,782
Operating Earnings	400,508	482,477	315,753	370,745
Sales of Securities	192,478	33,989	124,155	23,348
Total Earnings - All Entities	\$ 592,986	\$ 516,466	\$ 439,908	\$ 394,093

**Excludes interest expense of Scott Fetzer Financial Group and Mutual Savings & Loan.*

Pre-Tax Earnings/ Thu Nhập Trước Thuế

Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)

Phần Lợi Nhuận Ròng Của Berkshire (sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số)

**Excludes interest expense of Scott Fetzer Financial Group and Mutual Savings & Loan.*

**Loại trừ chi phí lãi vay của Scott Fetzer Financial Group và Mutual Savings & Loan.*

"Look-Through" Earnings

"Lợi Nhuận Nhìn Xuyên Thấu"

We've previously discussed look-through earnings, which consist of: (1) the operating earnings reported in the previous section, plus; (2) the retained operating earnings of major investees that, under GAAP accounting, are not reflected in our profits, less; (3) an allowance for the tax that would be paid by Berkshire if these retained earnings of investees had instead been distributed to us.

Chúng tôi đã thảo luận trước đây về lợi nhuận nhìn xuyên thấu (look-through earnings), bao gồm: (1) lợi nhuận hoạt động (operating earnings) được báo cáo trong phần trước, cộng với; (2) lợi nhuận hoạt động giữ lại (retained operating earnings) của các công ty đầu tư lớn mà, theo kế toán GAAP, không được phản ánh trong lợi nhuận của chúng tôi, trừ đi; (3) một khoản trừ thuế (allowance for the tax) mà Berkshire sẽ phải trả nếu những lợi nhuận giữ lại này của các công ty đầu tư được phân phối cho chúng tôi.

I've told you that over time look-through earnings must increase at about 15% annually if our intrinsic business value is to grow at that rate. Indeed, since present management took over in 1965, our look-through earnings have grown at almost the identical 23% rate of gain recorded for book value.

Tôi đã nói với quý vị rằng theo thời gian, lợi nhuận nhìn xuyên thấu phải tăng khoảng 15% hàng năm nếu giá trị kinh doanh nội tại (intrinsic business value) của chúng tôi muốn tăng trưởng theo tốc độ đó. Thật vậy, kể từ khi ban quản lý hiện tại tiếp quản vào năm 1965, lợi nhuận nhìn xuyên thấu của chúng tôi đã tăng trưởng với tốc độ gần như 23% — tốc độ tăng trưởng được ghi nhận cho giá trị sổ sách.

Last year, however, our look-through earnings did not grow at all but rather declined by 14%. To an extent, the decline was precipitated by two forces that I discussed in last year's report and that I warned you would have a negative effect on look-through earnings.

Tuy nhiên, năm ngoái, lợi nhuận nhìn xuyên thấu của chúng tôi không tăng mà thay vào đó giảm 14%. Mức giảm này, một phần, là do hai yếu tố mà tôi đã thảo luận trong báo cáo năm ngoái và tôi đã cảnh báo rằng chúng sẽ có tác động tiêu cực đến lợi nhuận nhìn xuyên thấu.

First, I told you that our media earnings - both direct and look-through - were "sure to decline" and they in fact did. The second force came into play on April 1, when the call of our Gillette preferred stock required us to convert it into common. The after-tax earnings in 1990 from our preferred had been about \$45 million, an amount somewhat higher than the combination in 1991 of three months of dividends on our preferred plus nine months of look-through earnings on the common.

Yếu tố thứ nhất, Tôi đã nói với quý vị rằng lợi nhuận truyền thông của chúng tôi — cả trực tiếp và nhìn xuyên thấu — "chắc chắn sẽ giảm" và thực tế đã như vậy. Yếu tố thứ hai xuất hiện vào ngày 1 tháng 4, khi việc thu hồi cổ phiếu ưu đãi (preferred stock) của Gillette yêu cầu chúng tôi chuyển đổi nó thành cổ phiếu phổ thông (common stock). Lợi nhuận sau thuế từ cổ phiếu ưu đãi của chúng tôi trong năm 1990 là khoảng 45 triệu đô la, một khoản tiền cao hơn một chút so với tổng cộng của năm 1991 từ ba tháng cổ tức trên cổ phiếu ưu đãi cộng với chín tháng lợi nhuận nhìn xuyên thấu trên cổ phiếu phổ thông.

Two other outcomes that I did not foresee also hurt look-through earnings in 1991. First,

we had a break-even result from our interest in Wells Fargo (dividends we received from the company were offset by negative retained earnings). Last year I said that such a result at Wells was "a low-level possibility - not a likelihood." Second, we recorded significantly lower - though still excellent - insurance profits.

Hai kết quả khác mà tôi không lường trước được cũng làm tổn hại đến lợi nhuận nhìn xuyên thấu trong năm 1991. Đầu tiên, chúng tôi có kết quả hòa vốn từ khoản đầu tư của mình vào Wells Fargo (cổ tức chúng tôi nhận được từ công ty đã bị bù đắp bởi lợi nhuận giữ lại âm). Năm ngoái, tôi đã nói rằng một kết quả như vậy tại Wells là "một khả năng thấp—chứ không phải là một điều có khả năng xảy ra." Thứ hai, chúng tôi ghi nhận lợi nhuận bảo hiểm giảm đáng kể — mặc dù vẫn rất xuất sắc.

The following table shows you how we calculate look-through earnings, although I warn you that the figures are necessarily very rough. (The dividends paid to us by these investees have been included in the operating earnings itemized on page 6, mostly under "Insurance Group: Net Investment Income.")

Bảng dưới đây cho quý vị thấy cách chúng tôi tính toán lợi nhuận nhìn xuyên thấu, mặc dù tôi cảnh báo rằng các số liệu cần thiết chỉ là xấp xỉ. (Cổ tức được trả cho chúng tôi bởi các công ty đầu tư này đã được bao gồm trong mục lợi nhuận hoạt động được liệt kê ở trang 6, chủ yếu nằm trong "Nhóm Bảo hiểm: Thu nhập đầu tư ròng".)

Berkshire's Major Investees -----	Berkshire's Approximate Ownership at Yearend -----		Berkshire's Share of Undistributed Operating Earnings (in millions) -----	
	1991 -----	1990 -----	1991 -----	1990 -----
Capital Cities/ABC Inc.	18.1%	17.9%	\$ 61	\$ 85
The Coca-Cola Company	7.0%	7.0%	69	58
Federal Home Loan Mortgage Corp.	3.4%(1)	3.2%(1)	15	10
The Gillette Company	11.0%	---	23(2)	---
GEICO Corp.	48.2%	46.1%	69	76
The Washington Post Company	14.6%	14.6%	10	18
Wells Fargo & Company	9.6%	9.7%	(17)	19(3)
Berkshire's share of undistributed earnings of major investees			\$230	\$266
Hypothetical tax on these undistributed investee earnings			(30)	(35)
Reported operating earnings of Berkshire			316	371
Total look-through earnings of Berkshire			\$516	\$602
			=====	=====

(1) Net of minority interest at Wesco

(2) For the nine months after Berkshire converted its preferred on April 1

(3) Calculated on average ownership for the year

Berkshire's Major Investees/ Các Công Ty Đầu Tư Chính Của Berkshire
Berkshire's Approximate Ownership at Yearend
Tỷ Lệ Sở Hữu Xấp Xỉ Của Berkshire vào Cuối Năm
Berkshire's Share of Undistributed Operating Earnings (in millions)
Phần Lợi Nhuận Hoạt Động Không Phân Phối Của Berkshire (đơn vị triệu đô la)

- (1) *Net of minority interest at Wesco*
Lợi nhuận ròng sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số tại Wesco
- (2) *For the nine months after Berkshire converted its preferred on April 1*
Trong chín tháng sau khi Berkshire chuyển đổi cổ phiếu ưu đãi của mình vào ngày 1 tháng 4
- (3) *Calculated on average ownership for the year*
Được tính toán dựa trên tỷ lệ sở hữu trung bình trong năm

* * * * *

We also believe that investors can benefit by focusing on their own look-through earnings. To calculate these, they should determine the underlying earnings attributable to the shares they hold in their portfolio and total these. The goal of each investor should be to create a portfolio (in effect, a "company") that will deliver him or her the highest possible look-through earnings a decade or so from now.

Chúng tôi cũng tin rằng các nhà đầu tư có thể hưởng lợi bằng cách tập trung vào lợi nhuận nhìn xuyên thấu của chính họ. Để tính toán điều này, họ nên xác định lợi nhuận cơ bản có thể quy cho số cổ phiếu họ nắm giữ trong danh mục đầu tư và cộng tổng chúng lại. Mục tiêu của mỗi nhà đầu tư nên là tạo ra một danh mục đầu tư (thực chất là một "công ty") sẽ mang lại cho họ lợi nhuận nhìn xuyên thấu cao nhất có thể trong khoảng một thập kỷ tới.

An approach of this kind will force the investor to think about long-term business prospects rather than short-term stock market prospects, a perspective likely to improve results. It's true, of course, that, in the long run, the scoreboard for investment decisions is market price. But prices will be determined by future earnings. In investing, just as in baseball, to put runs on the scoreboard one must watch the playing field, not the scoreboard.

Một cách tiếp cận như thế này sẽ buộc nhà đầu tư phải suy nghĩ về triển vọng kinh doanh dài hạn thay vì triển vọng thị trường chứng khoán ngắn hạn, một quan điểm có khả năng cải thiện kết quả. Tất nhiên, về lâu dài, bảng tỷ số cho các quyết định đầu tư là giá thị trường. Nhưng giá cả sẽ được xác định bởi lợi nhuận trong tương lai. Trong đầu tư, giống như trong bóng chày, để ghi điểm trên bảng tỷ số, người ta phải quan sát sân chơi, chứ không phải bảng tỷ số.

A Change in Media Economics and Some Valuation Math

Sự Thay Đổi Trong Kinh Tế Học Truyền Thông và Toán Học Định Giá

In last year's report, I stated my opinion that the decline in the profitability of media companies reflected secular as well as cyclical factors. The events of 1991 have fortified that case: The economic strength of once-mighty media enterprises continues to erode as retailing patterns change and advertising and entertainment choices proliferate. In the business world, unfortunately, the rear-view mirror is always clearer than the windshield: A few years back no one linked to the media business - neither lenders, owners nor financial analysts - saw the economic deterioration that was in store for the industry. (But give me a few years and I'll probably convince myself that I did.)

Trong báo cáo năm ngoái, tôi đã bày tỏ ý kiến rằng sự suy giảm lợi nhuận của các công ty truyền thông phản ánh các yếu tố vừa mang tính chu kỳ (cyclical) vừa mang tính thế tục (secular). Các sự kiện của năm 1991 đã củng cố luận điểm đó: Sức mạnh kinh tế của các doanh nghiệp truyền thông từng rất hùng mạnh tiếp tục bị xói mòn khi các mô hình bán lẻ thay đổi và các lựa chọn quảng cáo cùng giải trí tăng lên nhanh chóng (proliferate). Thật không may, trong thế giới kinh doanh, gương chiếu hậu luôn rõ ràng hơn kính chắn gió: Vài năm trước, không một ai liên quan đến ngành truyền thông — bao gồm người cho vay, chủ sở hữu hay nhà phân tích tài chính — nhìn thấy sự suy thoái kinh tế đang chờ đợi ngành này. (Nhưng hãy cho tôi vài năm và có lẽ tôi sẽ tự thuyết phục mình rằng tôi đã thấy điều đó.)

The fact is that newspaper, television, and magazine properties have begun to resemble businesses more than franchises in their economic behavior. Let's take a quick look at the characteristics separating these two classes of enterprise, keeping in mind, however, that many operations fall in some middle ground and can best be described as weak franchises or strong businesses.

Thực tế là các tài sản báo chí, truyền hình và tạp chí đã bắt đầu mang tính chất của các doanh nghiệp hơn là các quyền kinh doanh độc quyền (franchises) trong hành vi kinh tế của chúng. Chúng ta hãy xem xét nhanh các đặc điểm phân biệt hai loại hình doanh nghiệp này, mặc dù cần nhớ rằng nhiều hoạt động nằm ở giữa và có thể được mô tả tốt nhất là quyền kinh doanh độc quyền yếu hoặc doanh nghiệp mạnh.

An economic franchise arises from a product or service that: (1) is needed or desired; (2) is thought by its customers to have no close substitute and; (3) is not subject to price regulation. The existence of all three conditions will be demonstrated by a company's ability to regularly price its product or service aggressively and thereby to earn high rates of return on capital. Moreover, franchises can tolerate mis-management. Inept managers may diminish a franchise's profitability, but they cannot inflict mortal damage.

Một quyền kinh doanh độc quyền về kinh tế phát sinh từ một sản phẩm hoặc dịch vụ mà:

1. Được cần hoặc được mong muốn;
2. Được khách hàng coi là không có sản phẩm thay thế gần gũi (no close substitute); và
3. Không phải chịu sự điều tiết giá cả (not subject to price regulation).

Sự tồn tại của cả ba điều kiện này sẽ được chứng minh bằng khả năng của công ty trong

việc thường xuyên định giá sản phẩm hoặc dịch vụ một cách mạnh mẽ và nhờ đó kiếm được tỷ suất lợi nhuận trên vốn cao (high rates of return on capital).

Hơn nữa, quyền kinh doanh độc quyền có thể chịu đựng được việc quản lý kém hiệu quả (mis-management). Các nhà quản lý không có năng lực có thể làm giảm lợi nhuận của một quyền kinh doanh độc quyền, nhưng họ không thể gây ra thiệt hại nghiêm trọng (mortal damage).

In contrast, "a business" earns exceptional profits only if it is the low-cost operator or if supply of its product or service is tight. Tightness in supply usually does not last long. With superior management, a company may maintain its status as a low-cost operator for a much longer time, but even then unceasingly faces the possibility of competitive attack. And a business, unlike a franchise, can be killed by poor management.

Ngược lại, "một doanh nghiệp" chỉ kiếm được lợi nhuận đặc biệt nếu nó là nhà điều hành có chi phí thấp nhất (low-cost operator) hoặc nếu nguồn cung sản phẩm hay dịch vụ của nó bị thắt chặt (supply is tight). Sự thắt chặt nguồn cung thường không kéo dài lâu. Với sự quản lý vượt trội, một công ty có thể duy trì vị thế là nhà điều hành có chi phí thấp trong thời gian dài hơn, nhưng ngay cả khi đó, nó vẫn không ngừng đối mặt với khả năng bị tấn công cạnh tranh. Và một doanh nghiệp, không giống như quyền kinh doanh độc quyền, có thể bị tiêu diệt bởi quản lý yếu kém.

Until recently, media properties possessed the three characteristics of a franchise and consequently could both price aggressively and be managed loosely. Now, however, consumers looking for information and entertainment (their primary interest being the latter) enjoy greatly broadened choices as to where to find them. Unfortunately, demand can't expand in response to this new supply: 500 million American eyeballs and a 24-hour day are all that's available. The result is that competition has intensified, markets have fragmented, and the media industry has lost some - though far from all - of its franchise strength.

Cho đến gần đây, các tài sản truyền thông sở hữu ba đặc điểm của một quyền kinh doanh độc quyền (franchise) và do đó có thể vừa định giá mạnh mẽ vừa được quản lý lỏng lẻo. Tuy nhiên, giờ đây, người tiêu dùng tìm kiếm thông tin và giải trí (với mối quan tâm chính là giải trí) có được các lựa chọn tìm kiếm được mở rộng đáng kể. Đáng tiếc là, nhu cầu không thể mở rộng để đáp ứng nguồn cung mới này: Chỉ có 500 triệu cặp mắt người Mỹ và 24 giờ mỗi ngày là tất cả những gì có sẵn. Kết quả là, cạnh tranh đã gia tăng, thị trường đã bị phân mảnh, và ngành truyền thông đã mất đi một phần — mặc dù còn lâu mới là tất cả — sức mạnh độc quyền của nó.

* * * * *

The industry's weakened franchise has an impact on its value that goes far beyond the immediate effect on earnings. For an understanding of this phenomenon, let's look at some much over-simplified, but relevant, math.

Việc quyền kinh doanh độc quyền của ngành bị suy yếu có tác động đến giá trị của nó, vượt xa tác động tức thời đến lợi nhuận. Để hiểu rõ hiện tượng này, chúng ta hãy xem xét một số phép toán đã bị đơn giản hóa quá mức (much over-simplified), nhưng có liên quan:

A few years ago the conventional wisdom held that a newspaper, television or magazine

property would forever increase its earnings at 6% or so annually and would do so without the employment of additional capital, for the reason that depreciation charges would roughly match capital expenditures and working capital requirements would be minor. Therefore, reported earnings (before amortization of intangibles) were also freely-distributable earnings, which meant that ownership of a media property could be construed as akin to owning a perpetual annuity set to grow at 6% a year. Say, next, that a discount rate of 10% was used to determine the present value of that earnings stream. One could then calculate that it was appropriate to pay a whopping \$25 million for a property with current after-tax earnings of \$1 million. (This after-tax multiplier of 25 translates to a multiplier on pre-tax earnings of about 16.)

Vài năm trước, quan niệm thông thường cho rằng một tài sản báo chí, truyền hình hoặc tạp chí sẽ tăng lợi nhuận mãi mãi ở mức khoảng 6% hàng năm, và sẽ làm được điều đó mà không cần sử dụng thêm vốn (additional capital). Lý do là vì chi phí khấu hao sẽ gần như bằng với chi phí vốn (capital expenditures), và yêu cầu vốn lưu động (working capital) sẽ nhỏ. Do đó, lợi nhuận được báo cáo (trước khấu hao tài sản vô hình) cũng chính là lợi nhuận có thể tự do phân phối (freely-distributable earnings). Điều này có nghĩa là quyền sở hữu một tài sản truyền thông có thể được coi là tương đương với việc sở hữu một khoản niên kim vĩnh viễn (perpetual annuity) được thiết lập để tăng trưởng ở mức 6% mỗi năm. Tiếp theo, giả sử rằng tỷ suất chiết khấu (discount rate) là 10% được sử dụng để xác định giá trị hiện tại (present value) của dòng thu nhập đó. Khi đó, người ta có thể tính toán rằng việc trả một con số khổng lồ 25 triệu đô la cho một tài sản có lợi nhuận sau thuế hiện tại là 1 triệu đô la là hợp lý. (Hệ số nhân sau thuế là 25 này chuyển thành hệ số nhân trên lợi nhuận trước thuế là khoảng 16).

Now change the assumption and posit that the \$1 million represents "normal earning power" and that earnings will bob around this figure cyclically. A "bob-around" pattern is indeed the lot of most businesses, whose income stream grows only if their owners are willing to commit more capital (usually in the form of retained earnings). Under our revised assumption, \$1 million of earnings, discounted by the same 10%, translates to a \$10 million valuation. Thus a seemingly modest shift in assumptions reduces the property's valuation to 10 times after-tax earnings (or about 6 1/2 times pre-tax earnings).

Bây giờ, hãy thay đổi giả định và cho rằng con số 1 triệu đô la đại diện cho 'năng lực kiếm tiền bình thường' (normal earning power) và lợi nhuận sẽ dao động quanh con số này theo chu kỳ. Mô hình 'dao động quanh một điểm' (bob-around) thực sự là số phận của hầu hết các doanh nghiệp — những đơn vị mà dòng thu nhập chỉ tăng trưởng nếu chủ sở hữu sẵn sàng cam kết rót thêm vốn (thường là dưới hình thức lợi nhuận giữ lại). Theo giả định đã sửa đổi này, 1 triệu đô la lợi nhuận, khi được chiết khấu với cùng mức lãi suất 10%, sẽ tương đương với mức định giá 10 triệu đô la. Như vậy, một sự thay đổi tưởng chừng như khiêm tốn trong các giả định đã làm giảm giá trị của tài sản xuống còn 10 lần lợi nhuận sau thuế (tương đương khoảng 6,5 lần lợi nhuận trước thuế).

Dollars are dollars whether they are derived from the operation of media properties or of steel mills. What in the past caused buyers to value a dollar of earnings from media far higher than a dollar from steel was that the earnings of a media property were expected to constantly grow (without the business requiring much additional capital), whereas steel earnings clearly fell in the bob-around category. Now, however, expectations for media have moved toward the bob-around model. And, as our simplified example illustrates, valuations must change dramatically when

expectations are revised.

Đồng đô la vẫn là đồng đô la, dù chúng được tạo ra từ hoạt động của tài sản truyền thông hay từ các nhà máy thép. Điều khiến người mua trong quá khứ định giá một đô la lợi nhuận từ truyền thông cao hơn nhiều so với một đô la từ thép là do lợi nhuận của tài sản truyền thông được kỳ vọng sẽ tăng trưởng liên tục (mà doanh nghiệp không cần nhiều vốn bổ sung), trong khi lợi nhuận từ thép rõ ràng nằm trong danh mục "lên xuống thất thường" (bob-around category). Tuy nhiên, giờ đây, kỳ vọng đối với truyền thông đã chuyển dịch theo mô hình lên xuống thất thường. Và, như ví dụ đơn giản của chúng tôi đã minh họa, mức định giá phải thay đổi đáng kể khi các kỳ vọng được điều chỉnh lại.

We have a significant investment in media - both through our direct ownership of Buffalo News and our shareholdings in The Washington Post Company and Capital Cities/ABC - and the intrinsic value of this investment has declined materially because of the secular transformation that the industry is experiencing. (Cyclical factors have also hurt our current look-through earnings, but these factors do not reduce intrinsic value.) However, as our Business Principles on page 2-3 note, one of the rules by which we run Berkshire is that we do not sell businesses - or investee holdings that we have classified as permanent - simply because we see ways to use the money more advantageously elsewhere. (We did sell certain other media holdings sometime back, but these were relatively small.)

Chúng tôi có một khoản đầu tư đáng kể vào truyền thông — cả thông qua quyền sở hữu trực tiếp tại Buffalo News và cổ phần của chúng tôi tại The Washington Post Company và Capital Cities/ABC — và giá trị nội tại (intrinsic value) của khoản đầu tư này đã giảm sút đáng kể do sự chuyển đổi thế tục (secular transformation) mà ngành đang trải qua. (Các yếu tố chu kỳ cũng đã làm tổn hại đến lợi nhuận nhìn xuyên thấu hiện tại của chúng tôi, nhưng những yếu tố này không làm giảm giá trị nội tại.) Tuy nhiên, như Nguyên tắc Kinh doanh của chúng tôi ở trang 2-3 đã lưu ý, một trong những quy tắc mà chúng tôi điều hành Berkshire là: chúng tôi không bán các doanh nghiệp — hoặc các khoản đầu tư mà chúng tôi đã phân loại là vĩnh viễn — chỉ vì chúng tôi thấy các cách sử dụng tiền có lợi hơn ở nơi khác. (Chúng tôi đã bán một số tài sản truyền thông khác cách đây một thời gian, nhưng những tài sản này tương đối nhỏ.)

The intrinsic value losses that we have suffered have been moderated because the Buffalo News, under Stan Lipsey's leadership, has done far better than most newspapers and because both Cap Cities and Washington Post are exceptionally well-managed. In particular, these companies stayed on the sidelines during the late 1980's period in which purchasers of media properties regularly paid irrational prices. Also, the debt of both Cap Cities and Washington Post is small and roughly offset by cash that they hold. As a result, the shrinkage in the value of their assets has not been accentuated by the effects of leverage. Among publicly-owned media companies, our two investees are about the only ones essentially free of debt. Most of the other companies, through a combination of the aggressive acquisition policies they pursued and shrinking earnings, find themselves with debt equal to five or more times their current net income.

Những tổn thất về giá trị nội tại (intrinsic value) mà chúng tôi phải gánh chịu đã được giảm bớt nhờ vào các yếu tố sau: Buffalo News, dưới sự lãnh đạo của Stan Lipsey, đã hoạt động tốt hơn nhiều so với hầu hết các tờ báo khác. Cả Capital Cities/ABC (Cap Cities) và The Washington Post Company đều được quản lý đặc biệt tốt (exceptionally well-managed). Cụ thể, các công ty này đã

đứng ngoài cuộc trong giai đoạn cuối những năm 1980, thời điểm mà những người mua tài sản truyền thông thường xuyên trả những mức giá phi lý (irrational prices). Hơn nữa, nợ của cả Cap Cities và Washington Post đều nhỏ và gần như được bù đắp bởi lượng tiền mặt mà họ nắm giữ. Do đó, sự thu hẹp giá trị tài sản của họ đã không bị trầm trọng thêm bởi tác động của đòn bẩy (leverage). Trong số các công ty truyền thông đại chúng, hai công ty chúng tôi đầu tư là những công ty duy nhất về cơ bản không mắc nợ. Hầu hết các công ty khác, thông qua sự kết hợp giữa các chính sách mua lại mạnh mẽ mà họ theo đuổi và lợi nhuận giảm sút, đang phải đối mặt với mức nợ bằng năm lần hoặc hơn thu nhập ròng hiện tại của họ.

The strong balance sheets and strong managements of Cap Cities and Washington Post leave us more comfortable with these investments than we would be with holdings in any other media companies. Moreover, most media properties continue to have far better economic characteristics than those possessed by the average American business. But gone are the days of bullet-proof franchises and cornucopian economics.

Các bảng cân đối kế toán mạnh mẽ và đội ngũ quản lý vững chắc của Cap Cities và Washington Post khiến chúng tôi cảm thấy thoải mái hơn với những khoản đầu tư này so với bất kỳ khoản đầu tư nào vào các công ty truyền thông khác. Tuy nhiên, hầu hết các tài sản truyền thông vẫn tiếp tục có những đặc điểm kinh tế tốt hơn nhiều so với đặc điểm của một doanh nghiệp Mỹ trung bình. Nhưng thời đại của các quyền kinh doanh độc quyền không thể bị xuyên thủng (bullet-proof franchises) và kinh tế học thịnh vượng dồi dào (cornucopian economics) đã qua rồi.

Twenty Years in a Candy Store

Hai Mươi Năm Trong Cửa Hàng Kẹo

We've just passed a milestone: Twenty years ago, on January 3, 1972, Blue Chip Stamps (then an affiliate of Berkshire and later merged into it) bought control of See's Candy Shops, a West Coast manufacturer and retailer of boxed-chocolates. The nominal price that the sellers were asking - calculated on the 100% ownership we ultimately attained - was \$40 million. But the company had \$10 million of excess cash, and therefore the true offering price was \$30 million. Charlie and I, not yet fully appreciative of the value of an economic franchise, looked at the company's mere \$7 million of tangible net worth and said \$25 million was as high as we would go (and we meant it). Fortunately, the sellers accepted our offer.

Chúng tôi vừa vượt qua một cột mốc quan trọng: Hai mươi năm trước, vào ngày 3 tháng 1 năm 1972, Blue Chip Stamps (lúc đó là một công ty liên kết của Berkshire và sau này sáp nhập vào Berkshire) đã mua quyền kiểm soát See's Candy Shops, một nhà sản xuất và bán lẻ sô cô la đóng hộp ở Bờ Tây. Giá danh nghĩa mà những người bán yêu cầu — tính trên 100% quyền sở hữu mà cuối cùng chúng tôi đạt được — là 40 triệu đô la. Nhưng công ty có 10 triệu đô la tiền mặt dư thừa, và do đó, giá chào bán thực tế là 30 triệu đô la. Charlie và tôi, lúc đó chưa đánh giá đầy đủ giá trị của một quyền kinh doanh độc quyền (economic franchise), đã nhìn vào giá trị ròng hữu hình (tangible net worth) chỉ 7 triệu đô la của công ty và nói rằng 25 triệu đô la là mức cao nhất chúng tôi có thể trả (và chúng tôi thực sự nghiêm túc). May mắn thay, những người bán đã chấp nhận lời đề nghị của chúng tôi.

The sales of trading stamps by Blue Chip thereafter declined from \$102.5 million in 1972 to \$1.2 million in 1991. But See's candy sales in the same period increased from \$29 million to \$196 million. Moreover, profits at See's grew even faster than sales, from \$4.2 million pre-tax in 1972 to \$42.4 million last year.

Sau đó, doanh số bán tem thương mại (trading stamps) của Blue Chip đã giảm từ 102.5 triệu đô la vào năm 1972 xuống còn 1.2 triệu đô la vào năm 1991. Nhưng doanh số bán kẹo của See's trong cùng thời kỳ đã tăng từ 29 triệu đô la lên 196 triệu đô la. Hơn nữa, lợi nhuận tại See's thậm chí còn tăng nhanh hơn doanh số bán hàng, từ 4.2 triệu đô la trước thuế vào năm 1972 lên 42.4 triệu đô la vào năm ngoái.

For an increase in profits to be evaluated properly, it must be compared with the incremental capital investment required to produce it. On this score, See's has been astounding: The company now operates comfortably with only \$25 million of net worth, which means that our beginning base of \$7 million has had to be supplemented by only \$18 million of reinvested earnings. Meanwhile, See's remaining pre-tax profits of \$410 million were distributed to Blue Chip/Berkshire during the 20 years for these companies to deploy (after payment of taxes) in whatever way made most sense.

Để một mức tăng lợi nhuận được đánh giá đúng mức, nó phải được so sánh với vốn đầu tư tăng thêm (incremental capital investment) cần thiết để tạo ra nó. Về mặt này, See's đã trở nên kinh ngạc: Công ty hiện đang hoạt động thoải mái chỉ với 25 triệu đô la giá trị ròng (net worth), điều đó có nghĩa là nền tảng ban đầu 7 triệu đô la của chúng tôi chỉ cần được bổ sung thêm 18 triệu đô la lợi nhuận tái đầu tư (reinvested earnings). Trong khi đó, 410 triệu đô la lợi nhuận trước thuế còn lại của See's đã được phân phối cho Blue Chip/Berkshire trong 20 năm để các công ty này triển khai (sau khi nộp thuế) theo bất kỳ cách nào có ý nghĩa nhất.

In our See's purchase, Charlie and I had one important insight: We saw that the business had untapped pricing power. Otherwise, we were lucky twice over. First, the transaction was not derailed by our dumb insistence on a \$25 million price. Second, we found Chuck Huggins, then See's executive vice-president, whom we instantly put in charge. Both our business and personal experiences with Chuck have been outstanding. One example: When the purchase was made, we shook hands with Chuck on a compensation arrangement - conceived in about five minutes and never reduced to a written contract - that remains unchanged to this day.

Trong thương vụ mua lại See's, Charlie và tôi đã có một sự sáng suốt quan trọng: Chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp này có sức mạnh định giá chưa được khai thác (untapped pricing power). Ngoài ra, chúng tôi đã may mắn gấp đôi. Thứ nhất, giao dịch không bị trật bánh bởi sự khăng khăng ngu ngốc của chúng tôi về mức giá 25 triệu đô la. Thứ hai, chúng tôi đã tìm thấy Chuck Huggins, lúc đó là Phó Chủ tịch điều hành của See's, người mà chúng tôi ngay lập tức giao phó trách. Cả kinh nghiệm kinh doanh và cá nhân của chúng tôi với Chuck đều nổi bật. Một ví dụ: Khi thương vụ mua lại được thực hiện, chúng tôi đã bắt tay với Chuck về một thỏa thuận thù lao — được hình thành chỉ trong khoảng năm phút và chưa bao giờ được lập thành hợp đồng văn bản — nhưng vẫn không thay đổi cho đến ngày nay.

In 1991, See's sales volume, measured in dollars, matched that of 1990. In pounds, however, volume was down 4%. All of that slippage took place in the last two months of the year, a period that normally produces more than 80% of annual profits. Despite the weakness in sales,

profits last year grew 7%, and our pre-tax profit margin was a record 21.6%.

Trong năm 1991, doanh số bán hàng của See's, tính theo đô la, khớp với năm 1990. Tuy nhiên, tính theo pound, khối lượng đã giảm 4%. Tất cả sự sụt giảm này đều diễn ra trong hai tháng cuối năm, một giai đoạn thường tạo ra hơn 80% lợi nhuận hàng năm. Mặc dù doanh số bán hàng yếu kém, lợi nhuận năm ngoái đã tăng 7%, và tỷ suất lợi nhuận trước thuế (pre-tax profit margin) của chúng tôi đạt mức kỷ lục 21.6%.

Almost 80% of See's sales come from California and our business clearly was hurt by the recession, which hit the state with particular force late in the year. Another negative, however, was the mid-year initiation in California of a sales tax of 7%-8 1/4% (depending on the county involved) on "snack food" that was deemed applicable to our candy.

Gần 80% doanh số của See's đến từ California và việc kinh doanh của chúng tôi rõ ràng bị ảnh hưởng bởi cuộc suy thoái, vốn đã tấn công bang này với lực mạnh đặc biệt vào cuối năm. Tuy nhiên, một điểm tiêu cực khác là việc bang California đã bắt đầu áp dụng thuế bán hàng giữa năm ở mức 7%-8 1/4% (tùy thuộc vào quận) đối với "thực phẩm ăn nhẹ" (snack food) được coi là áp dụng cho kẹo của chúng tôi.

Shareholders who are students of epistemological shadings will enjoy California's classifications of "snack" and "non-snack" foods:

Các cổ đông là những người nghiên cứu về sắc thái nhận thức luận (epistemological shadings) sẽ thích thú với cách phân loại của California về thực phẩm "ăn nhẹ" ("snack") và "không ăn nhẹ" ("non-snack"):

Taxable "Snack" Foods	Non-Taxable "Non-Snack" Foods
-----	-----
Ritz Crackers	Soda Crackers
Popped Popcorn	Unpopped Popcorn
Granola Bars	Granola Cereal
Slice of Pie (Wrapped)	Whole Pie
Milky Way Candy Bar	Milky Way Ice Cream Bar

Taxable "Snack" Foods/ Thực Phẩm "Ăn Nhẹ" (Có Thuế)

Non-Taxable "Non-Snack" Foods/ Thực Phẩm "Không Ăn Nhẹ" (Không Thuế)

What - you are sure to ask - is the tax status of a melted Milky Way ice cream bar? In that androgynous form, does it more resemble an ice cream bar or a candy bar that has been left in the sun? It's no wonder that Brad Sherman, Chairman of California's State Board of Equalization, who opposed the snack food bill but must now administer it, has said: "I came to this job as a specialist in tax law. Now I find my constituents should have elected Julia Child."

Quý vị chắc chắn sẽ hỏi: Tình trạng thuế của một thanh kem Milky Way đã tan chảy thì sao? Ở dạng lưỡng tính (androgynous) đó, nó giống một thanh kem (ice cream bar) hơn hay một thanh kẹo (candy bar) bị bỏ quên dưới ánh nắng mặt trời hơn? Không có gì đáng ngạc nhiên khi Brad Sherman, Chủ tịch Hội đồng Bình đẳng Nhà nước California (Chairman of California's State

Board of Equalization), người đã phản đối dự luật thuế thực phẩm ăn nhẹ nhưng giờ phải quản lý nó, đã nói: "Tôi đến công việc này với tư cách là một chuyên gia luật thuế. Bây giờ tôi thấy các cử tri nên bầu Julia Child."

Charlie and I have many reasons to be thankful for our association with Chuck and See's. The obvious ones are that we've earned exceptional returns and had a good time in the process. Equally important, ownership of See's has taught us much about the evaluation of franchises. We've made significant money in certain common stocks because of the lessons we learned at See's.

Charlie và tôi có nhiều lý do để biết ơn sự liên kết của chúng tôi với Chuck và See's. Những lý do rõ ràng là chúng tôi đã kiếm được lợi nhuận đặc biệt và có một khoảng thời gian vui vẻ trong quá trình này. Quan trọng không kém, việc sở hữu See's đã dạy chúng tôi rất nhiều về đánh giá các quyền kinh doanh độc quyền (evaluation of franchises). Chúng tôi đã kiếm được số tiền đáng kể trong một số cổ phiếu phổ thông nhất định nhờ những bài học chúng tôi học được tại See's.

H. H. Brown

H. H. Brown

We made a sizable acquisition in 1991 - the H. H. Brown Company - and behind this business is an interesting history. In 1927 a 29-year-old businessman named Ray Heffernan purchased the company, then located in North Brookfield, Massachusetts, for \$10,000 and began a 62-year career of running it. (He also found time for other pursuits: At age 90 he was still joining new golf clubs.) By Mr. Heffernan's retirement in early 1990 H. H. Brown had three plants in the United States and one in Canada; employed close to 2,000 people; and earned about \$25 million annually before taxes.

Chúng tôi đã thực hiện một thương vụ thu mua khá lớn trong năm 1991 — Công ty H. H. Brown — và đằng sau doanh nghiệp này là một lịch sử rất thú vị. Vào năm 1927, một doanh nhân 29 tuổi tên là Ray Heffernan đã mua lại công ty (lúc đó đặt tại North Brookfield, Massachusetts) với giá 10,000 đô la và bắt đầu sự nghiệp điều hành kéo dài suốt 62 năm. (Ông cũng dành thời gian cho các sở thích khác: Ở tuổi 90, ông vẫn tham gia các câu lạc bộ golf mới). Đến khi ông Heffernan nghỉ hưu vào đầu năm 1990, H. H. Brown đã có ba nhà máy tại Hoa Kỳ và một tại Canada; thuê gần 2,000 nhân viên; và kiếm được khoảng 25 triệu đô la lợi nhuận trước thuế hàng năm.

Along the way, Frances Heffernan, one of Ray's daughters, married Frank Rooney, who was sternly advised by Mr. Heffernan before the wedding that he had better forget any ideas he might have about working for his father-in-law. That was one of Mr. Heffernan's few mistakes: Frank went on to become CEO of Melville Shoe (now Melville Corp.). During his 23 years as boss, from 1964 through 1986, Melville's earnings averaged more than 20% on equity and its stock (adjusted for splits) rose from \$16 to \$960. And a few years after Frank retired, Mr. Heffernan, who had fallen ill, asked him to run Brown.

Trên chặng đường đó, Frances Heffernan, một trong những người con gái của Ray, đã kết

hôn với Frank Rooney. Trước đám cưới, Frank đã bị ông Heffernan cảnh báo một cách nghiêm khắc rằng tốt nhất anh nên quên ngay bất kỳ ý định nào về việc làm việc cho bố vợ. Đó là một trong số ít sai lầm của ông Heffernan: Frank sau đó đã trở thành CEO của Melville Shoe (nay là Melville Corp.). Trong suốt 23 năm giữ chức sếp tổng, từ năm 1964 đến 1986, lợi nhuận của Melville đạt trung bình hơn 20% trên vốn chủ sở hữu và cổ phiếu của công ty (đã điều chỉnh chia tách) đã tăng từ 16 đô la lên 960 đô la. Và vài năm sau khi Frank nghỉ hưu, ông Heffernan — lúc này đã lâm bệnh — đã yêu cầu anh quay lại điều hành Brown.

After Mr. Heffernan died late in 1990, his family decided to sell the company - and here we got lucky. I had known Frank for a few years but not well enough for him to think of Berkshire as a possible buyer. He instead gave the assignment of selling Brown to a major investment banker, which failed also to think of us. But last spring Frank was playing golf in Florida with John Loomis, a long-time friend of mine as well as a Berkshire shareholder, who is always on the alert for something that might fit us. Hearing about the impending sale of Brown, John told Frank that the company should be right up Berkshire's alley, and Frank promptly gave me a call. I thought right away that we would make a deal and before long it was done.

Sau khi ông Heffernan qua đời vào cuối năm 1990, gia đình ông quyết định bán công ty — và đây là lúc chúng tôi gặp may. Tôi đã biết Frank được vài năm nhưng không đủ thân thiết để ông ấy nghĩ đến Berkshire như một người mua tiềm năng. Thay vào đó, ông giao nhiệm vụ bán Brown cho một ngân hàng đầu tư lớn, và họ cũng không hề nghĩ tới chúng tôi. Nhưng mùa xuân năm ngoái, khi Frank đang chơi golf tại Florida với John Loomis — một người bạn lâu năm của tôi đồng thời là cổ đông của Berkshire, người luôn cảnh giác tìm kiếm những thứ phù hợp với chúng tôi. Nghe về việc sắp bán Brown, John đã nói với Frank rằng công ty này "rất đúng gu" của Berkshire, và Frank đã ngay lập tức gọi điện cho tôi. Tôi nghĩ ngay rằng chúng tôi sẽ đạt được thỏa thuận, và không lâu sau đó, mọi việc đã hoàn tất.

Much of my enthusiasm for this purchase came from Frank's willingness to continue as CEO. Like most of our managers, he has no financial need to work but does so because he loves the game and likes to excel. Managers of this stripe cannot be "hired" in the normal sense of the word. What we must do is provide a concert hall in which business artists of this class will wish to perform.

Phần lớn sự nhiệt huyết của tôi đối với thương vụ này đến từ việc Frank sẵn lòng tiếp tục giữ chức CEO. Giống như hầu hết các nhà quản lý của chúng tôi, ông ấy không làm việc vì nhu cầu tài chính mà vì yêu thích cuộc chơi và khao khát sự xuất sắc. Những nhà quản lý thuộc tuýp người này không thể được "thuê" theo nghĩa thông thường. Điều chúng tôi phải làm là: Cung cấp một phòng hòa nhạc nơi mà những nghệ sĩ kinh doanh đẳng cấp này mong muốn được biểu diễn.

Brown (which, by the way, has no connection to Brown Shoe of St. Louis) is the leading North American manufacturer of work shoes and boots, and it has a history of earning unusually fine margins on sales and assets. Shoes are a tough business - of the billion pairs purchased in the United States each year, about 85% are imported - and most manufacturers in the industry do poorly. The wide range of styles and sizes that producers offer causes inventories to be heavy; substantial capital is also tied up in receivables. In this kind of environment, only outstanding managers like Frank and the group developed by Mr. Heffernan can prosper.

Brown (nhân tiện, không có mối liên hệ nào với Brown Shoe ở St. Louis) là nhà sản xuất

giày và ủng bảo hộ lao động hàng đầu Bắc Mỹ, với lịch sử đạt tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu và tài sản tốt một cách bất thường. Giày là một ngành kinh doanh khắc nghiệt — trong số một tỷ đôi giày được mua tại Hoa Kỳ mỗi năm, khoảng 85% là hàng nhập khẩu — và hầu hết các nhà sản xuất trong ngành đều hoạt động kém hiệu quả. Sự đa dạng về kiểu dáng và kích cỡ khiến hàng tồn kho luôn ở mức cao; một lượng vốn đáng kể cũng bị đọng lại trong các khoản phải thu. Trong môi trường như vậy, chỉ những nhà quản lý xuất sắc như Frank và đội ngũ do ông Heffernan xây dựng mới có thể phát triển thịnh vượng.

A distinguishing characteristic of H. H. Brown is one of the most unusual compensation systems I've encountered - but one that warms my heart: A number of key managers are paid an annual salary of \$7,800, to which is added a designated percentage of the profits of the company after these are reduced by a charge for capital employed. These managers therefore truly stand in the shoes of owners. In contrast, most managers talk the talk but don't walk the walk, choosing instead to employ compensation systems that are long on carrots but short on sticks (and that almost invariably treat equity capital as if it were cost-free). The arrangement at Brown, in any case, has served both the company and its managers exceptionally well, which should be no surprise: Managers eager to bet heavily on their abilities usually have plenty of ability to bet on.

Một đặc điểm nổi bật của H. H. Brown là một trong những hệ thống thù lao kỳ lạ nhất mà tôi từng gặp — nhưng lại là hệ thống làm ấm lòng tôi: Một số nhà quản lý chủ chốt được trả mức lương hàng năm chỉ 7,800 đô la. Cộng thêm vào đó là một tỷ lệ phần trăm được chỉ định từ lợi nhuận của công ty, sau khi đã trừ đi một khoản phí sử dụng vốn (charge for capital employed). Nhờ vậy, những nhà quản lý này thực sự đứng trên cương vị của những người chủ sở hữu. Ngược lại, hầu hết các nhà quản lý hiện nay thường "chỉ nói mà không làm", họ chọn áp dụng các hệ thống thù lao theo kiểu: Nhiều "củ cà rốt" (thưởng) nhưng thiếu "chiếc gậy" (phạt). Hầu như luôn coi vốn chủ sở hữu như thể nó là nguồn vốn không tốn chi phí. Thỏa thuận tại Brown, trong mọi trường hợp, đã phục vụ cực kỳ tốt cho cả công ty lẫn các nhà quản lý. Điều này không có gì đáng ngạc nhiên: Những nhà quản lý sẵn sàng đặt cược lớn vào năng lực của chính mình thường có thừa năng lực để đặt cược.

* * * * *

It's discouraging to note that though we have on four occasions made major purchases of companies whose sellers were represented by prominent investment banks, we were in only one of these instances contacted by the investment bank. In the other three cases, I myself or a friend initiated the transaction at some point after the investment bank had solicited its own list of prospects. We would love to see an intermediary earn its fee by thinking of us - and therefore repeat here what we're looking for:

Thật nản lòng khi nhận thấy rằng, mặc dù chúng tôi đã có bốn lần thực hiện các thương vụ mua lại công ty lớn mà bên bán được đại diện bởi các ngân hàng đầu tư nổi tiếng, nhưng chỉ có duy nhất một lần trong số đó là chúng tôi được phía ngân hàng liên hệ. Trong ba trường hợp còn lại, chính tôi hoặc một người bạn đã khởi xướng giao dịch sau khi ngân hàng đầu tư đã chào mời danh sách khách hàng tiềm năng riêng của họ. Chúng tôi rất mong được thấy một bên trung gian

kiếm phí môi giới bằng cách nghĩ đến chúng tôi — và vì vậy, tôi xin nhắc lại tại đây những gì chúng tôi đang tìm kiếm:

- (1) Large purchases (at least \$10 million of after-tax earnings),
Các thương vụ mua lại lớn: Ít nhất 10 triệu đô la lợi nhuận sau thuế,
- (2) Demonstrated consistent earning power (future projections are of little interest to us, nor are "turnaround" situations),
Năng lực kiếm lời nhất quán đã được chứng minh: Chúng tôi ít quan tâm đến các dự phóng tương lai, cũng như các tình huống "xoay chuyển tình thế" (turnaround),
- (3) Businesses earning good returns on equity while employing little or no debt,
Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) tốt: Trong khi sử dụng ít hoặc không sử dụng nợ,
- (4) Management in place (we can't supply it),
Bộ máy quản lý có sẵn: Chúng tôi không thể cung cấp nhân sự quản lý,
- (5) Simple businesses (if there's lots of technology, we won't understand it),
Mô hình kinh doanh đơn giản: Nếu có quá nhiều công nghệ, chúng tôi sẽ không hiểu được,
- (6) An offering price (we don't want to waste our time or that of the seller by talking, even preliminarily, about a transaction when price is unknown).
Mức giá chào bán rõ ràng: Chúng tôi không muốn lãng phí thời gian của mình hay của bên bán để thảo luận, dù chỉ là sơ bộ, về một giao dịch khi mức giá chưa được xác định.

We will not engage in unfriendly takeovers. We can promise complete confidentiality and a very fast answer – customarily within five minutes - as to whether we're interested. (With Brown, we didn't even need to take five.) We prefer to buy for cash, but will consider issuing stock when we receive as much in intrinsic business value as we give.

Chúng tôi sẽ không tham gia vào các vụ thôn tóm thù địch (unfriendly takeovers). Chúng tôi có thể hứa giữ bí mật tuyệt đối và đưa ra câu trả lời cực kỳ nhanh chóng — thường là trong vòng năm phút — về việc liệu chúng tôi có quan tâm hay không. (Với thương vụ Brown, chúng tôi thậm chí không cần đến năm phút). Chúng tôi ưu tiên mua bằng tiền mặt, nhưng sẽ xem xét việc phát hành cổ phiếu khi giá trị kinh doanh nội tại mà chúng tôi nhận được tương đương với giá trị chúng tôi trao đi.

Our favorite form of purchase is one fitting the pattern through which we acquired Nebraska Furniture Mart, Fechheimer's and Borsheim's. In cases like these, the company's owner-managers wish to generate significant amounts of cash, sometimes for themselves, but often for their families or inactive shareholders. At the same time, these managers wish to remain significant owners who continue to run their companies just as they have in the past. We think we offer a particularly good fit for owners with such objectives and we invite potential sellers to check us out

by contacting people with whom we have done business in the past.

Hình thức mua lại yêu thích của chúng tôi là mô hình mà chúng tôi đã áp dụng để thu tóm Nebraska Furniture Mart, Fechheimer's và Borsheim's. Trong những trường hợp này: Các chủ sở hữu kiêm quản lý của công ty mong muốn tạo ra một lượng tiền mặt đáng kể, đôi khi cho chính họ, nhưng thường là cho gia đình hoặc các cổ đông không trực tiếp điều hành. Đồng thời, những nhà quản lý này vẫn muốn tiếp tục là những người sở hữu quan trọng và điều hành công ty của họ giống hệt như cách họ đã làm trong quá khứ. Chúng tôi nghĩ rằng mình là sự lựa chọn đặc biệt phù hợp cho những chủ sở hữu có mục tiêu như vậy. Chúng tôi mời các bên bán tiềm năng kiểm chứng về chúng tôi bằng cách liên hệ với những người mà chúng tôi đã từng hợp tác kinh doanh trước đây.

Charlie and I frequently get approached about acquisitions that don't come close to meeting our tests: We've found that if you advertise an interest in buying collies, a lot of people will call hoping to sell you their cocker spaniels. A line from a country song expresses our feeling about new ventures, turnarounds, or auction-like sales: "When the phone don't ring, you'll know it's me."

Charlie và tôi thường xuyên được tiếp cận về các vụ thu tóm mà thậm chí còn không gần đạt tới các bài kiểm tra của chúng tôi. Chúng tôi thấy rằng: Nếu bạn quảng cáo rằng mình muốn mua chó Collie, sẽ có rất nhiều người gọi điện với hy vọng bán cho bạn những con Cocker Spaniel của họ. Một câu hát trong một bài nhạc đồng quê đã diễn tả đúng cảm xúc của chúng tôi về các dự án mạo hiểm mới, những tình huống xoay chuyển tình thế (turnarounds), hoặc các cuộc bán đấu giá: "Khi điện thoại không rung, bạn sẽ biết đó là tôi."

Besides being interested in the purchase of businesses as described above, we are also interested in the negotiated purchase of large, but not controlling, blocks of stock comparable to those we hold in Capital Cities, Salomon, Gillette, USAir, Champion, and American Express. We are not interested, however, in receiving suggestions about purchases we might make in the general stock market.

Bên cạnh việc quan tâm đến việc mua đứt các doanh nghiệp như đã mô tả ở trên, chúng tôi cũng quan tâm đến việc thương lượng mua các khối cổ phiếu lớn nhưng không nắm quyền kiểm soát, tương tự như các khối cổ phiếu chúng tôi đang nắm giữ tại: Capital Cities, Salomon, Gillette, USAir, Champion, và American Express. Tuy nhiên, chúng tôi không quan tâm đến việc nhận các gợi ý về những khoản mua sắm mà chúng tôi có thể thực hiện trên thị trường chứng khoán đại chúng nói chung.

Insurance Operations

Hoạt Động Bảo Hiểm

Shown below is an updated version of our usual table presenting key figures for the property-casualty insurance industry:

Dưới đây là phiên bản cập nhật của bảng số liệu thông thường của chúng tôi, trình bày các con số then chốt cho ngành bảo hiểm tài sản và thiệt hại (property-casualty insurance):

	<i>Yearly Change in Premiums Written (%)</i>	<i>Combined Ratio After Policyholder Dividends</i>	<i>Yearly Change in Incurred Losses (%)</i>	<i>Inflation Rate Measured by GDP Deflator (%)</i>
1981	3.8	106.0	6.5	10.0
1982	3.7	109.6	8.4	6.2
1983	5.0	112.0	6.8	4.0
1984	8.5	118.0	16.9	4.5
1985	22.1	116.3	16.1	3.7
1986	22.2	108.0	13.5	2.7
1987	9.4	104.6	7.8	3.1
1988	4.4	105.4	5.5	3.9
1989	3.2	109.2	7.7	4.4
1990 (Revised)	4.4	109.6	4.8	4.1
1991 (Est.)	3.1	109.1	2.9	3.7

Yearly Change in Premiums Written (%)

Thay đổi hàng năm của phí bảo hiểm gốc thu được (%)

Combined Ratio After Policyholder Dividends

Tỷ lệ kết hợp sau khi trừ cổ tức cho chủ hợp đồng

Yearly Change in Incurred Losses (%)

Thay đổi hàng năm của các khoản tổn thất phát sinh (%)

Inflation Rate Measured by GDP Deflator (%)

Tỷ lệ lạm phát được đo lường bằng chỉ số giảm phát GDP (%)

The combined ratio represents total insurance costs (losses incurred plus expenses) compared to revenue from premiums: A ratio below 100 indicates an underwriting profit, and one above 100 indicates a loss. The higher the ratio, the worse the year. When the investment income that an insurer earns from holding policyholders' funds ("the float") is taken into account, a combined ratio in the 107 - 111 range typically produces an overall break-even result, exclusive of earnings on the funds provided by shareholders.

Tỷ lệ kết hợp (combined ratio) thể hiện tổng chi phí bảo hiểm (tổn thất phát sinh cộng với các chi phí vận hành) so với doanh thu từ phí bảo hiểm: Một tỷ lệ dưới 100 cho thấy có lợi nhuận nghiệp vụ (underwriting profit) và một tỷ lệ trên 100 cho thấy bị lỗ nghiệp vụ. Tỷ lệ này càng cao, năm đó kết quả kinh doanh càng tệ. Khi tính đến thu nhập đầu tư mà một công ty bảo hiểm kiếm được từ việc nắm giữ tiền của chủ hợp đồng (gọi là "tiền nổi" - the float), một tỷ lệ kết hợp trong khoảng 107 - 111 thường sẽ tạo ra kết quả hòa vốn tổng thể, chưa tính đến lợi nhuận từ nguồn vốn do các cổ đông cung cấp.

For the reasons laid out in previous reports, we expect the industry's incurred losses to grow at close to 10% annually, even in periods when general inflation runs considerably lower. (Over the last 25 years, incurred losses have in reality grown at a still faster rate, 11%.) If premium growth meanwhile materially lags that 10% rate, underwriting losses will mount.

Vì những lý do đã được nêu trong các báo cáo trước đây, chúng tôi kỳ vọng các khoản tổn thất phát sinh của ngành sẽ tăng trưởng ở mức gần 10% mỗi năm, ngay cả trong những giai đoạn mà lạm phát chung thấp hơn đáng kể. (Trong 25 năm qua, các khoản tổn thất phát sinh trên thực tế đã tăng trưởng với tốc độ còn nhanh hơn, ở mức 11%). Nếu trong khi đó, mức tăng trưởng phí bảo hiểm lại tụt hậu đáng kể so với tỷ lệ 10% này, thì các khoản lỗ nghiệp vụ sẽ ngày càng chất chồng.

However, the industry's tendency to under-reserve when business turns bad may obscure the picture for a time - and that could well describe the situation last year. Though premiums did not come close to growing 10%, the combined ratio failed to deteriorate as I had expected but instead slightly improved. Loss-reserve data for the industry indicate that there is reason to be skeptical of that outcome, and it may turn out that 1991's ratio should have been worse than was reported. In the long run, of course, trouble awaits managements that paper over operating problems with accounting maneuvers. Eventually, managements of this kind achieve the same result as the seriously-ill patient who tells his doctor: "I can't afford the operation, but would you accept a small payment to touch up the x-rays?"

Tuy nhiên, xu hướng trích lập dự phòng thiếu (under-reserve) của ngành khi tình hình kinh doanh chuyển xấu có thể che mờ bức tranh thực tế trong một thời gian — và điều đó có thể mô tả đúng tình trạng của năm ngoái. Mặc dù phí bảo hiểm tăng trưởng không gần mức 10%, nhưng tỷ lệ kết hợp không những không xấu đi như tôi kỳ vọng mà còn cải thiện đôi chút. Dữ liệu dự phòng tổn thất của toàn ngành cho thấy có lý do để nghi ngờ kết quả đó, và có thể thực tế tỷ lệ của năm 1991 lẽ ra phải tệ hơn những gì được báo cáo. Về lâu dài, tất nhiên, rắc rối sẽ chờ đợi những ban điều hành cố tình khóa lấp các vấn đề hoạt động bằng những thủ thuật kế toán. Cuối cùng, những kiểu quản lý này sẽ nhận lấy kết quả giống như một bệnh nhân đang bệnh nặng nói với bác sĩ của mình rằng: "Tôi không đủ tiền để phẫu thuật, nhưng ông có thể nhận một khoản tiền nhỏ để 'chỉnh sửa' lại tấm phim X-quang được không?"

Berkshire's insurance business has changed in ways that make combined ratios, our own or the industry's, largely irrelevant to our performance. What counts with us is the "cost of funds developed from insurance," or in the vernacular, "the cost of float."

Hoạt động kinh doanh bảo hiểm của Berkshire đã thay đổi theo những cách khiến cho tỷ lệ kết hợp — dù là của riêng chúng tôi hay của toàn ngành — phần lớn trở nên không còn liên quan đến hiệu quả hoạt động của chúng tôi. Điều quan trọng đối với chúng tôi là "chi phí của nguồn vốn tạo ra từ bảo hiểm", hay nói theo cách dân dã là "chi phí của tiền nổi" (cost of float).

Float - which we generate in exceptional amounts - is the total of loss reserves, loss adjustment expense reserves and unearned premium reserves minus agents balances, prepaid acquisition costs and deferred charges applicable to assumed reinsurance. And the cost of float is measured by our underwriting loss.

Tiền nổi (Float) — thứ mà chúng tôi tạo ra với khối lượng đặc biệt lớn — là tổng của:

Dự phòng tổn thất.

Dự phòng chi phí điều chỉnh tổn thất.

Dự phòng phí bảo hiểm chưa được hưởng.

Trừ đi: Các khoản số dư đại lý, chi phí khai thác trả trước và các khoản phí hoãn lại áp dụng cho tái bảo hiểm nhận vào.

Và chi phí của tiền nổi được đo lường bằng chính khoản lỗ nghiệp vụ (underwriting loss) của chúng tôi.

The table below shows our cost of float since we entered the business in 1967.

Bảng dưới đây hiển thị chi phí tiền nổi (cost of float) của chúng tôi kể từ khi chúng tôi gia nhập ngành bảo hiểm vào năm 1967:

	(1) Underwriting Loss	(2) Average Float	Approximate Cost of Funds	Yearend Yield on Long-Term Govt. Bonds
	(In \$ Millions)		(Ratio of 1 to 2)	
1967	profit	\$17.3	less than zero	5.50%
1968	profit	19.9	less than zero	5.90%
1969	profit	23.4	less than zero	6.79%
1970	\$0.37	32.4	1.14%	6.25%
1971	profit	52.5	less than zero	5.81%
1972	profit	69.5	less than zero	5.82%
1973	profit	73.3	less than zero	7.27%
1974	7.36	79.1	9.30%	8.13%
1975	11.35	87.6	12.96%	8.03%
1976	profit	102.6	less than zero	7.30%
1977	profit	139.0	less than zero	7.97%
1978	profit	190.4	less than zero	8.93%
1979	profit	227.3	less than zero	10.08%
1980	profit	237.0	less than zero	11.94%
1981	profit	228.4	less than zero	13.61%
1982	21.56	220.6	9.77%	10.64%
1983	33.87	231.3	14.64%	11.84%
1984	48.06	253.2	18.98%	11.58%
1985	44.23	390.2	11.34%	9.34%
1986	55.84	797.5	7.00%	7.60%
1987	55.43	1,266.7	4.38%	8.95%
1988	11.08	1,497.7	0.74%	9.00%
1989	24.40	1,541.3	1.58%	7.97%
1990	26.65	1,637.3	1.63%	8.24%
1991	119.6	1,895.0	6.31%	7.40%

(1) Underwriting Loss/ Khoản lỗ nghiệp vụ bảo hiểm

(2) Average Float/ Tiền nổi bình quân (Lượng vốn chiếm dụng trung bình)

Approximate Cost of Funds (Ratio of 1 to 2)/ Chi phí vốn ước tính (Tỷ lệ giữa mục 1 và mục 2)

Yearend Yield on Long-Term Govt. Bonds/ Lợi suất trái phiếu Chính phủ dài hạn vào cuối năm

As you can see, our cost of funds in 1991 was well below the U. S. Government's cost on newly-issued long-term bonds. We have in fact beat the government's rate in 20 of the 25 years we have been in the insurance business, often by a wide margin. We have over that time also substantially increased the amount of funds we hold, which counts as a favorable development but only because the cost of funds has been satisfactory. Our float should continue to grow; the challenge will be to garner these funds at a reasonable cost.

Như quý vị có thể thấy, chi phí nguồn vốn của chúng tôi trong năm 1991 thấp hơn nhiều so với chi phí của Chính phủ Hoa Kỳ đối với các trái phiếu dài hạn mới phát hành. Trên thực tế, chúng tôi đã đánh bại lãi suất của Chính phủ trong 20 năm trên tổng số 25 năm chúng tôi hoạt động trong ngành bảo hiểm, thường là với một khoảng cách rất lớn. Trong suốt thời gian đó, chúng tôi cũng đã tăng đáng kể lượng vốn nắm giữ. Đây được coi là một sự phát triển thuận lợi, nhưng chỉ vì chi phí vốn ở mức thỏa đáng. Lượng tiền nổi (float) của chúng tôi nên tiếp tục tăng trưởng; thách thức sẽ là làm sao để thu hút được những nguồn vốn này với một mức chi phí hợp lý.

Berkshire continues to be a very large writer - perhaps the largest in the world - of "super-cat" insurance, which is coverage that other insurance companies buy to protect themselves against major catastrophic losses. Profits in this business are enormously volatile. As I mentioned last year, \$100 million in super-cat premiums, which is roughly our annual expectation, could deliver us anything from a \$100 million profit (in a year with no big catastrophe) to a \$200 million loss (in a year in which a couple of major hurricanes and/or earthquakes come along).

Berkshire tiếp tục là một nhà bảo hiểm rất lớn — có lẽ là lớn nhất thế giới — về bảo hiểm "siêu thảm họa" (super-cat). Đây là loại hình bảo hiểm mà các công ty bảo hiểm khác mua để bảo vệ chính họ trước những tổn thất thảm họa lớn. Lợi nhuận trong mảng kinh doanh này biến động cực kỳ mạnh. Như tôi đã đề cập năm ngoái, với 100 triệu đô la phí bảo hiểm siêu thảm họa (mức kỳ vọng hàng năm của chúng tôi), kết quả có thể là bất cứ thứ gì: Từ một khoản lợi nhuận 100 triệu đô la (trong một năm không có thảm họa lớn). Đến một khoản lỗ 200 triệu đô la (trong một năm có vài trận cuồng phong hoặc động đất lớn xảy ra).

We price this business expecting to pay out, over the long term, about 90% of the premiums we receive. In any given year, however, we are likely to appear either enormously profitable or enormously unprofitable. That is true in part because GAAP accounting does not allow us to set up reserves in the catastrophe-free years for losses that are certain to be experienced in other years. In effect, a one-year accounting cycle is ill-suited to the nature of this business - and that is a reality you should be aware of when you assess our annual results.

Chúng tôi định giá mảng kinh doanh này với kỳ vọng rằng, trong dài hạn, sẽ chỉ trả khoảng 90% số phí bảo hiểm nhận được. Tuy nhiên, trong bất kỳ năm cụ thể nào, chúng tôi có vẻ như sẽ cực kỳ lãi hoặc cực kỳ lỗ. Điều này đúng một phần vì các nguyên tắc kế toán GAAP không cho phép chúng tôi lập dự phòng trong những năm không có thảm họa cho những tổn thất chắc chắn sẽ xảy ra trong những năm khác. Trên thực tế, chu kỳ kế toán một năm không phù hợp với bản chất của ngành kinh doanh này — và đó là một thực tế mà quý vị nên lưu ý khi đánh giá kết quả hàng năm của chúng tôi.

Last year there appears to have been, by our definition, one super-cat, but it will trigger payments from only about 25% of our policies. Therefore, we currently estimate the 1991 underwriting profit from our catastrophe business to have been about \$11 million. (You may be

surprised to learn the identity of the biggest catastrophe in 1991: It was neither the Oakland fire nor Hurricane Bob, but rather a September typhoon in Japan that caused the industry an insured loss now estimated at about \$4-\$5 billion. At the higher figure, the loss from the typhoon would surpass that from Hurricane Hugo, the previous record-holder.)

Năm ngoái, theo định nghĩa của chúng tôi, dường như đã có một vụ siêu thảm họa, nhưng nó chỉ kích hoạt thanh toán từ khoảng 25% số hợp đồng của chúng tôi. Do đó, chúng tôi hiện ước tính lợi nhuận nghiệp vụ năm 1991 từ mảng thảm họa là khoảng 11 triệu đô la. (Quý vị có thể ngạc nhiên khi biết danh tính của thảm họa lớn nhất năm 1991: Đó không phải là vụ cháy ở Oakland cũng không phải cơn bão Bob, mà là một trận cuồng phong vào tháng 9 tại Nhật Bản đã gây ra tổn thất bảo hiểm cho toàn ngành ước tính khoảng 4 - 5 tỷ đô la. Với con số cao hơn, tổn thất từ trận cuồng phong này sẽ vượt qua cả bão Hugo, kỷ lục gia trước đó).

Insurers will always need huge amounts of reinsurance protection for marine and aviation disasters as well as for natural catastrophes. In the 1980's much of this reinsurance was supplied by "innocents" - that is, by insurers that did not understand the risks of the business - but they have now been financially burned beyond recognition. (Berkshire itself was an innocent all too often when I was personally running the insurance operation.) Insurers, though, like investors, eventually repeat their mistakes. At some point - probably after a few catastrophe-scarce years - innocents will reappear and prices for super-cat policies will plunge to silly levels.

Các nhà bảo hiểm sẽ luôn cần một lượng lớn sự bảo vệ từ tái bảo hiểm cho các thảm họa hàng hải và hàng không cũng như các thảm họa thiên nhiên. Trong những năm 1980, phần lớn nguồn cung tái bảo hiểm này đến từ những "kẻ ngây thơ" (innocents) — tức là những nhà bảo hiểm không hiểu hết rủi ro của ngành này — nhưng hiện nay họ đã bị "thiệt hại" về mặt tài chính đến mức không thể nhận diện. (Bản thân Berkshire cũng từng là một kẻ ngây thơ quá thường xuyên khi cá nhân tôi điều hành hoạt động bảo hiểm). Tuy nhiên, các nhà bảo hiểm, cũng giống như các nhà đầu tư, cuối cùng sẽ lặp lại sai lầm của họ. Tại một thời điểm nào đó — có lẽ là sau một vài năm ít thảm họa — những kẻ ngây thơ sẽ xuất hiện trở lại và giá của các hợp đồng siêu thảm họa sẽ lao dốc xuống mức ngớ ngẩn.

As long as apparently-adequate rates prevail, however, we will be a major participant in super-cat coverages. In marketing this product, we enjoy a significant competitive advantage because of our premier financial strength. Thinking insurers know that when "the big one" comes, many reinsurers who found it easy to write policies will find it difficult to write checks. (Some reinsurers can say what Jackie Mason does: "I'm fixed for life - as long as I don't buy anything.") Berkshire's ability to fulfill all its commitments under conditions of even extreme adversity is unquestioned.

Chừng nào mức phí bảo hiểm còn tỏ ra thỏa đáng, chúng tôi vẫn sẽ là bên tham gia chính trong mảng bảo hiểm siêu thảm họa. Trong việc tiếp thị sản phẩm này, chúng tôi tận dụng được một lợi thế cạnh tranh đáng kể nhờ vào sức mạnh tài chính hàng đầu của mình. Những nhà bảo hiểm có tư duy hiểu rằng khi "biến cố lớn" (the big one) xảy ra, nhiều công ty tái bảo hiểm vốn thấy việc ký hợp đồng là dễ dàng sẽ thấy việc ký séc chi trả là cực kỳ khó khăn. (Một số nhà tái bảo hiểm có thể nói giống như câu đùa của danh hài Jackie Mason: "Tôi đã ổn định cuộc sống cả đời rồi — miễn là tôi đừng mua bất cứ thứ gì.") Khả năng thực hiện mọi cam kết của Berkshire ngay cả trong những điều kiện nghịch cảnh khắc nghiệt nhất là điều không thể bàn cãi.

Overall, insurance offers Berkshire its greatest opportunities. Mike Goldberg has accomplished wonders with this operation since he took charge and it has become a very valuable asset, albeit one that can't be appraised with any precision.

Nhìn chung, bảo hiểm mang lại cho Berkshire những cơ hội lớn nhất. Mike Goldberg đã tạo nên những kỳ tích với hoạt động này kể từ khi ông nắm quyền điều hành. Nó đã trở thành một tài sản vô cùng giá trị, mặc dù đó là một tài sản không thể định giá một cách hoàn toàn chính xác.

Marketable Common Stocks

Cổ Phiếu Phổ Thông Niêm Yết

On the next page we list our common stock holdings having a value of over \$100 million. A small portion of these investments belongs to subsidiaries of which Berkshire owns less than 100%.

Ở trang kế tiếp, chúng tôi liệt kê các khoản nắm giữ cổ phiếu phổ thông có giá trị trên 100 triệu đô la. Một phần nhỏ trong số các khoản đầu tư này thuộc về các công ty con mà Berkshire sở hữu ít hơn 100% cổ phần.

<i>Shares</i>	<i>Company</i>	<i>12/31/91</i>	
		<i>Cost</i>	<i>Market</i>
-----	-----	-----	-----
		(000s omitted)	
3,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	\$ 517,500	\$1,300,500
46,700,000	The Coca-Cola Company.	1,023,920	3,747,675
2,495,200	Federal Home Loan Mortgage Corp.	77,245	343,090
6,850,000	GEICO Corp.	45,713	1,363,150
24,000,000	The Gillette Company	600,000	1,347,000
31,247,000	Guinness PLC	264,782	296,755
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	336,050
5,000,000	Wells Fargo & Company	289,431	290,000

As usual the list reflects our Rip Van Winkle approach to investing. Guinness is a new position. But we held the other seven stocks a year ago (making allowance for the conversion of our Gillette position from preferred to common) and in six of those we hold an unchanged number of shares. The exception is Federal Home Loan Mortgage ("Freddie Mac"), in which our shareholdings increased slightly. Our stay-put behavior reflects our view that the stock market serves as a relocation center at which money is moved from the active to the patient. (With tongue only partly in check, I suggest that recent events indicate that the much-maligned "idle rich" have received a bad rap: They have maintained or increased their wealth while many of the "energetic rich" - aggressive real estate operators, corporate acquirers, oil drillers, etc. - have seen their fortunes disappear.)

Như thường lệ, danh sách này phản ánh cách tiếp cận đầu tư kiểu Rip Van Winkle (nhân vật ngủ quên suốt 20 năm trong truyện dân gian Mỹ) của chúng tôi. Guinness là một vị thế mới.

Nhưng chúng tôi đã nắm giữ 7 cổ phiếu còn lại từ cách đây một năm (sau khi đã tính đến việc chuyển đổi vị thế tại Gillette từ cổ phiếu ưu đãi sang cổ phiếu phổ thông) và trong số 6 cổ phiếu đó, chúng tôi giữ nguyên số lượng cổ phần. Ngoại lệ duy nhất là Federal Home Loan Mortgage ("Freddie Mac"), nơi số lượng cổ phần của chúng tôi tăng nhẹ. Thái độ "đứng yên một chỗ" của chúng tôi phản ánh quan điểm rằng: Thị trường chứng khoán đóng vai trò như một "trung tâm tái định cư", nơi tiền được chuyển từ những người năng nổ sang những người kiên nhẫn. (Với một chút mỉa mai, tôi cho rằng những sự kiện gần đây chỉ ra rằng tầng lớp "người giàu nhàn rỗi" vốn hay bị chỉ trích thực tế đã bị hiểu lầm: Họ duy trì hoặc gia tăng tài sản của mình, trong khi nhiều "người giàu năng động" — những nhà điều hành bất động sản hưng hân, những kẻ thâm tóm doanh nghiệp, những người khoan dầu, v.v. — đã chứng kiến tài sản của họ tan biến).

Our Guinness holding represents Berkshire's first significant investment in a company domiciled outside the United States. Guinness, however, earns its money in much the same fashion as Coca-Cola and Gillette, U.S.-based companies that garner most of their profits from international operations. Indeed, in the sense of where they earn their profits - continent-by-continent - Coca-Cola and Guinness display strong similarities. (But you'll never get their drinks confused - and your Chairman remains unmovably in the Cherry Coke camp.)

Khoản nắm giữ Guinness đại diện cho khoản đầu tư đáng kể đầu tiên của Berkshire vào một công ty có trụ sở bên ngoài Hoa Kỳ. Tuy nhiên, Guinness kiếm tiền theo cách rất giống với Coca-Cola và Gillette — những công ty có trụ sở tại Hoa Kỳ nhưng thu về phần lớn lợi nhuận từ các hoạt động quốc tế. Thực tế, nếu xét về nơi họ kiếm được lợi nhuận — tính theo từng châu lục — Coca-Cola và Guinness có những điểm tương đồng mạnh mẽ. (Nhưng quý vị sẽ không bao giờ nhầm lẫn đồ uống của họ đâu — và Chủ tịch của quý vị vẫn kiên định đứng về phía phe Cherry Coke).

We continually search for large businesses with understandable, enduring and mouth-watering economics that are run by able and shareholder-oriented managements. This focus doesn't guarantee results: We both have to buy at a sensible price and get business performance from our companies that validates our assessment. But this investment approach - searching for the superstars - offers us our only chance for real success. Charlie and I are simply not smart enough, considering the large sums we work with, to get great results by adroitly buying and selling portions of far-from-great businesses. Nor do we think many others can achieve long-term investment success by flitting from flower to flower. Indeed, we believe that according the name "investors" to institutions that trade actively is like calling someone who repeatedly engages in one-night stands a romantic.

Chúng tôi liên tục tìm kiếm những doanh nghiệp lớn có đặc điểm kinh tế dễ hiểu, bền vững và hấp dẫn (mouth-watering economics), được điều hành bởi những ban quản lý có năng lực và luôn hướng tới lợi ích của cổ đông. Sự tập trung này không đảm bảo kết quả: Chúng tôi vừa phải mua được với mức giá hợp lý, vừa phải nhận được kết quả kinh doanh từ công ty để chứng minh cho đánh giá ban đầu của mình. Nhưng phương pháp đầu tư này — tìm kiếm những "siêu sao" — là cơ hội duy nhất để chúng tôi đạt được thành công thực sự. Với số vốn lớn như hiện tại, Charlie và tôi đơn giản là không đủ thông minh để đạt được kết quả tuyệt vời bằng cách mua đi bán lại khéo léo những phần của các doanh nghiệp "không mấy tuyệt vời". Chúng tôi cũng không tin rằng nhiều người khác có thể đạt được thành công đầu tư dài hạn bằng cách "bay từ bông hoa này sang

bông hoa khác". Thực tế, chúng tôi tin rằng việc gọi các tổ chức giao dịch năng nổ là "nhà đầu tư" cũng giống như gọi một kẻ liên tục tình một đêm là "người lãng mạn".

If my universe of business possibilities was limited, say, to private companies in Omaha, I would, first, try to assess the long- term economic characteristics of each business; second, assess the quality of the people in charge of running it; and, third, try to buy into a few of the best operations at a sensible price. I certainly would not wish to own an equal part of every business in town. Why, then, should Berkshire take a different tack when dealing with the larger universe of public companies? And since finding great businesses and outstanding managers is so difficult, why should we discard proven products? (I was tempted to say "the real thing.") Our motto is: "If at first you do succeed, quit trying."

Nếu vũ trụ cơ hội kinh doanh của tôi bị giới hạn, chẳng hạn như chỉ gồm các công ty tư nhân ở Omaha, tôi sẽ: Đầu tiên, cố gắng đánh giá các đặc điểm kinh tế dài hạn của từng doanh nghiệp; Thứ hai, đánh giá phẩm chất của những người đang điều hành nó; và thứ ba, cố gắng mua cổ phần của một vài đơn vị hoạt động tốt nhất với mức giá hợp lý. Tôi chắc chắn không muốn sở hữu một phần bằng nhau của mọi doanh nghiệp trong thị trấn. Vậy thì tại sao Berkshire lại phải thực hiện một chiến lược khác khi đối diện với vũ trụ rộng lớn hơn của các công ty đại chúng? Và vì việc tìm kiếm các doanh nghiệp tuyệt vời cùng các nhà quản lý xuất sắc là vô cùng khó khăn, tại sao chúng tôi lại phải từ bỏ những sản phẩm đã được kiểm chứng? (Tôi đã bị cám dỗ để nói là "The Real Thing" - khẩu hiệu nổi tiếng của Coca-Cola). Phương châm của chúng tôi là: "Nếu bạn đầu bạn đã thành công, hãy ngừng thử sức với cái mới."

John Maynard Keynes, whose brilliance as a practicing investor matched his brilliance in thought, wrote a letter to a business associate, F. C. Scott, on August 15, 1934 that says it all: "As time goes on, I get more and more convinced that the right method in investment is to put fairly large sums into enterprises which one thinks one knows something about and in the management of which one thoroughly believes. It is a mistake to think that one limits one's risk by spreading too much between enterprises about which one knows little and has no reason for special confidence. . . .One's knowledge and experience are definitely limited and there are seldom more than two or three enterprises at any given time in which I personally feel myself entitled to put full confidence."

John Maynard Keynes, người mà sự xuất sắc trong vai trò một nhà đầu tư thực chiến cũng tương xứng với tư duy lý luận vĩ đại của mình, đã viết một bức thư gửi cho người cộng sự kinh doanh, F. C. Scott, vào ngày 15 tháng 8 năm 1934. Bức thư đó đã nói lên tất cả: "Thời gian trôi qua, tôi càng lúc càng tin chắc rằng phương pháp đúng đắn trong đầu tư là dồn những khoản tiền khá lớn vào những doanh nghiệp mà người ta cho rằng mình hiểu biết về chúng, và vào bộ máy quản lý mà người ta hoàn toàn tin tưởng. Thật là sai lầm khi nghĩ rằng người ta có thể hạn chế rủi ro bằng cách phân bổ quá dàn trải vào các doanh nghiệp mà mình biết rất ít và không có lý do gì để có niềm tin đặc biệt... Kiến thức và kinh nghiệm của mỗi người chắc chắn là có hạn, và trong bất kỳ thời điểm nào, hiếm khi có nhiều hơn hai hoặc ba doanh nghiệp mà cá nhân tôi cảm thấy mình có đủ quyền để đặt trọn niềm tin."

Mistake Du Jour

Sai lầm "Hợp thời"

In the 1989 annual report I wrote about "Mistakes of the First 25 Years" and promised you an update in 2015. My experiences in the first few years of this second "semester" indicate that my backlog of matters to be discussed will become unmanageable if I stick to my original plan. Therefore, I will occasionally unburden myself in these pages in the hope that public confession may deter further bumbings. (Post-mortems prove useful for hospitals and football teams; why not for businesses and investors?)

Trong báo cáo thường niên năm 1989, tôi đã viết về "Những sai lầm của 25 năm đầu tiên" và hứa sẽ cập nhật thêm cho quý vị vào năm 2015. Tuy nhiên, những trải nghiệm trong vài năm đầu của "học kỳ" thứ hai này cho thấy rằng, nếu cứ giữ đúng kế hoạch ban đầu, danh sách những vấn đề cần thảo luận sẽ trở nên đồ sộ đến mức không thể kiểm soát nổi. Vì vậy, thỉnh thoảng tôi sẽ tự "trút bỏ gánh nặng" ngay trên những trang viết này, với hy vọng rằng việc thú nhận công khai có thể ngăn chặn những sai lầm ngớ ngẩn tiếp theo. (Việc khám nghiệm tử thi tỏ ra hữu ích cho các bệnh viện và đội bóng; vậy tại sao lại không áp dụng cho các doanh nghiệp và nhà đầu tư?)

Typically, our most egregious mistakes fall in the omission, rather than the commission, category. That may spare Charlie and me some embarrassment, since you don't see these errors; but their invisibility does not reduce their cost. In this mea culpa, I am not talking about missing out on some company that depends upon an esoteric invention (such as Xerox), high-technology (Apple), or even brilliant merchandising (Wal-Mart). We will never develop the competence to spot such businesses early. Instead I refer to business situations that Charlie and I can understand and that seem clearly attractive - but in which we nevertheless end up sucking our thumbs rather than buying.

Thông thường, những sai lầm tồi tệ nhất của chúng tôi nằm ở danh mục "bỏ lỡ" (omission) thay vì "thực hiện" (commission). Điều này có thể giúp Charlie và tôi bớt đi chút ít sự ngượng ngùng, vì quý vị không nhìn thấy những lỗi lầm đó; nhưng sự vô hình của chúng không hề làm giảm đi cái giá phải trả. Trong lần thú lỗi này (mea culpa), tôi không nói về việc bỏ lỡ một công ty nào đó phụ thuộc vào những phát minh cao siêu (như Xerox), công nghệ cao (Apple), hay thậm chí là khả năng bán hàng xuất chúng (Wal-Mart). Chúng tôi sẽ chẳng bao giờ xây dựng đủ năng lực để nhận diện sớm những doanh nghiệp như vậy. Thay vào đó, tôi muốn nói đến những tình huống kinh doanh mà Charlie và tôi có thể hiểu được và chúng có vẻ rõ ràng là hấp dẫn — nhưng cuối cùng, thay vì xuống tiền mua, chúng tôi lại chỉ đứng đó mà "mút ngón tay" (chần chừ, không hành động).

Every writer knows it helps to use striking examples, but I wish the one I now present wasn't quite so dramatic: In early 1988, we decided to buy 30 million shares (adjusted for a subsequent split) of Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), which would have been a \$350-\$400 million investment. We had owned the stock some years earlier and understood the company's business. Furthermore, it was clear to us that David Maxwell, Fannie Mae's CEO, had dealt superbly with some problems that he had inherited and had established the company as a financial powerhouse - with the best yet to come. I visited David in Washington and confirmed that he would not be uncomfortable if we were to take a large position.

Bất kỳ người cầm bút nào cũng hiểu rằng việc sử dụng các ví dụ điển hình sẽ rất hữu ích, nhưng tôi ước gì ví dụ mà mình sắp trình bày sau đây đừng quá kịch tính đến thế: Vào đầu năm 1988, chúng tôi quyết định mua 30 triệu cổ phiếu (số liệu đã điều chỉnh sau chia tách) của Hiệp hội Phân phối Nhà ở Quốc gia Chính phủ (Fannie Mae), một khoản đầu tư tương đương 350-400 triệu đô la. Chúng tôi từng sở hữu cổ phiếu này vài năm trước đó và hiểu rất rõ hoạt động kinh doanh của công ty. Hơn nữa, chúng tôi thấy rõ rằng David Maxwell, CEO của Fannie Mae, đã xử lý tuyệt vời những vấn đề mà ông được kế thừa và đã thiết lập công ty thành một thể lực tài chính hùng mạnh — với những điều tốt đẹp nhất vẫn còn ở phía trước. Tôi đã đến thăm David tại Washington và xác nhận rằng ông ấy sẽ không cảm thấy khó chịu nếu chúng tôi nắm giữ một vị thế lớn tại đây.

After we bought about 7 million shares, the price began to climb. In frustration, I stopped buying (a mistake that, thankfully, I did not repeat when Coca-Cola stock rose similarly during our purchase program). In an even sillier move, I surrendered to my distaste for holding small positions and sold the 7 million shares we owned.

Sau khi chúng tôi mua được khoảng 7 triệu cổ phiếu, giá bắt đầu tăng lên. Trong sự bức bối, tôi đã ngừng mua (một sai lầm mà ơn trời, tôi đã không lặp lại khi cổ phiếu Coca-Cola cũng tăng tương tự trong giai đoạn chúng tôi thực hiện chương trình mua vào). Và trong một bước đi còn ngớ ngẩn hơn, tôi đã đầu hàng trước ác cảm của mình đối với việc nắm giữ các vị thế nhỏ và bán sạch 7 triệu cổ phiếu mà chúng tôi đang có.

I wish I could give you a halfway rational explanation for my amateurish behavior vis-a-vis Fannie Mae. But there isn't one. What I can give you is an estimate as of yearend 1991 of the approximate gain that Berkshire didn't make because of your Chairman's mistake: about \$1.4 billion.

Tôi ước mình có thể đưa ra cho quý vị một lời giải thích có phần hợp lý cho hành vi nghiệp dư này đối với Fannie Mae. Nhưng chẳng có lời giải thích nào cả. Những gì tôi có thể đưa ra cho quý vị là con số ước tính tính đến cuối năm 1991 về khoản lợi nhuận xấp xỉ mà Berkshire đã không thể kiếm được do sai lầm của Chủ tịch: khoảng 1.4 tỷ đô la.

Fixed-Income Securities

Các Chứng Khoán Thu Nhập Cố Định

We made several significant changes in our fixed-income portfolio during 1991. As I noted earlier, our Gillette preferred was called for redemption, which forced us to convert to common stock; we eliminated our holdings of an RJR Nabisco issue that was subject to an exchange offer and subsequent call; and we purchased fixed-income securities of American Express and First Empire State Corp., a Buffalo-based bank holding company. We also added to a small position in ACF Industries that we had established in late 1990. Our largest holdings at yearend were:

Chúng tôi đã thực hiện một vài thay đổi đáng kể trong danh mục thu nhập cố định của mình trong năm 1991. Như tôi đã lưu ý trước đó, cổ phiếu ưu đãi của Gillette đã được yêu cầu mua lại, điều này buộc chúng tôi phải chuyển đổi sang cổ phiếu phổ thông; chúng tôi đã thoái vốn khỏi

các chứng khoán của RJR Nabisco vốn là đối tượng của một đề nghị hoán đổi và sau đó là quyền chọn mua lại; và chúng tôi đã mua các chứng khoán thu nhập cố định của American Express và First Empire State Corp., một công ty cổ phần ngân hàng có trụ sở tại Buffalo. Chúng tôi cũng tăng thêm tỷ trọng cho một vị thế nhỏ tại ACF Industries mà chúng tôi đã thiết lập vào cuối năm 1990. Những khoản nắm giữ lớn nhất của chúng tôi vào cuối năm là:

(000s omitted)		
Issuer	Cost of Preferreds and Amortized Value of Bonds	Market
ACF Industries	\$ 93,918(2)	\$118,683
American Express	300,000	263,265(1)(2)
Champion International	300,000(2)	300,000(1)
First Empire State	40,000	50,000(1)(2)
RJR Nabisco	222,148(2)	285,683
Salomon	700,000(2)	714,000(1)
USAir	358,000(2)	232,700(1)
Washington Public Power Systems	158,553(2)	203,071

(1) Fair value as determined by Charlie and me

(2) Carrying value in our financial statements

Issuer/ Tổ chức phát hành

Cost of Preferreds and Amortized Value of Bonds/ Giá vốn Cổ phiếu ưu đãi và Giá trị phân bổ của Trái phiếu

(1) Fair value as determined by Charlie and me

Giá trị hợp lý do Charlie và tôi xác định

(2) Carrying value in our financial statements

Giá trị ghi sổ trong báo cáo tài chính của chúng tôi

Our \$40 million of First Empire State preferred carries a 9% coupon, is non-callable until 1996 and is convertible at \$78.91 per share. Normally I would think a purchase of this size too small for Berkshire, but I have enormous respect for Bob Wilmers, CEO of First Empire, and like being his partner on any scale.

Khoản đầu tư 40 triệu đô la vào cổ phiếu ưu đãi của First Empire State có lãi suất cuống phiếu (coupon) 9%, không được quyền mua lại cho đến năm 1996 và có quyền chuyển đổi ở mức giá 78,91 đô la/cổ phiếu. Thông thường, tôi sẽ nghĩ một khoản mua với quy mô này là quá nhỏ đối với Berkshire, nhưng tôi dành sự tôn trọng to lớn cho Bob Wilmers, CEO của First Empire, và tôi thích việc trở thành đối tác của ông ấy ở bất kỳ quy mô nào.

Our American Express preferred is not a normal fixed-income security. Rather it is a "Perc," which carries a fixed dividend of 8.85% on our \$300 million cost. Absent one exception mentioned later, our preferred must be converted three years after issuance, into a maximum of 12,244,898 shares. If necessary, a downward adjustment in the conversion ratio will be made in

order to limit to \$414 million the total value of the common we receive. Though there is thus a ceiling on the value of the common stock that we will receive upon conversion, there is no floor. The terms of the preferred, however, include a provision allowing us to extend the conversion date by one year if the common stock is below \$24.50 on the third anniversary of our purchase.

Khoản cổ phiếu ưu đãi tại American Express của chúng tôi không phải là một loại chứng khoán thu nhập cố định thông thường. Thay vào đó, nó là một loại chứng khoán "Perc" (Cổ phiếu ưu đãi có mức trần chuyển đổi), mang lại cổ tức cố định 8,85% trên giá vốn 300 triệu đô la của chúng tôi. Trừ một ngoại lệ sẽ được đề cập sau, cổ phiếu ưu đãi này phải được chuyển đổi sau 3 năm kể từ ngày phát hành, tối đa thành 12.244.898 cổ phiếu phổ thông. Nếu cần thiết, tỷ lệ chuyển đổi sẽ được điều chỉnh giảm xuống nhằm giới hạn tổng giá trị cổ phiếu phổ thông mà chúng tôi nhận được ở mức 414 triệu đô la. Mặc dù có "mức trần" (ceiling) cho giá trị cổ phiếu phổ thông nhận được khi chuyển đổi, nhưng lại không có "mức sàn" (floor). Tuy nhiên, các điều khoản ưu đãi bao gồm một điều khoản cho phép chúng tôi gia hạn ngày chuyển đổi thêm một năm nếu giá cổ phiếu phổ thông thấp hơn mức 24,50 đô la vào ngày kỷ niệm năm thứ ba của khoản mua.

Overall, our fixed-income investments have treated us well, both over the long term and recently. We have realized large capital gains from these holdings, including about \$152 million in 1991. Additionally, our after-tax yields have considerably exceeded those earned by most fixed-income portfolios.

Nhìn chung, các khoản đầu tư thu nhập cố định đã mang lại kết quả tốt cho chúng tôi, cả trong dài hạn lẫn thời gian gần đây. Chúng tôi đã ghi nhận những khoản lãi vốn (capital gains) lớn từ danh mục này, bao gồm khoảng 152 triệu đô la trong năm 1991. Ngoài ra, lợi suất sau thuế của chúng tôi cũng vượt xa đáng kể so với lợi suất của hầu hết các danh mục thu nhập cố định khác.

Nevertheless, we have had some surprises, none greater than the need for me to involve myself personally and intensely in the Salomon situation. As I write this letter, I am also writing a letter for inclusion in Salomon's annual report and I refer you to that report for an update on the company. (Write to: Corporate Secretary, Salomon Inc, Seven World Trade Center, New York, NY 10048) Despite the company's travails, Charlie and I believe our Salomon preferred stock increased slightly in value during 1991. Lower interest rates and a higher price for Salomon's common produced this result.

Mặc dù vậy, chúng tôi đã gặp phải một vài bất ngờ, không có gì lớn hơn việc tôi phải trực tiếp và quyết liệt can thiệp vào tình hình tại Salomon. Khi đang viết bức thư này, tôi cũng đồng thời viết một bức thư khác để đưa vào báo cáo thường niên của Salomon; tôi đề nghị quý vị tham khảo báo cáo đó để cập nhật tình hình công ty. (Địa chỉ: Thư ký Tập đoàn, Salomon Inc, Seven World Trade Center, New York, NY 10048). Bất chấp những gian truân của công ty, Charlie và tôi tin rằng giá trị cổ phiếu ưu đãi Salomon của chúng tôi đã tăng nhẹ trong năm 1991. Lãi suất thấp hơn và giá cổ phiếu phổ thông Salomon cao hơn đã tạo ra kết quả này.

Last year I told you that our USAir investment "should work out all right unless the industry is decimated during the next few years." Unfortunately 1991 was a decimating period for the industry, as Midway, Pan Am and America West all entered bankruptcy. (Stretch the period to 14 months and you can add Continental and TWA.)

Năm ngoái, tôi đã thưa với quý vị rằng khoản đầu tư vào USAir "sẽ ổn thỏa trừ khi ngành

hàng không bị tàn phá trong vài năm tới". Thật không may, năm 1991 là một giai đoạn tàn khốc đối với ngành này, khi Midway, Pan Am và America West đều nộp đơn phá sản. (Nếu kéo dài giai đoạn này thành 14 tháng, quý vị có thể điền thêm tên Continental và TWA vào danh sách).

The low valuation that we have given USAir in our table reflects the risk that the industry will remain unprofitable for virtually all participants in it, a risk that is far from negligible. The risk is heightened by the fact that the courts have been encouraging bankrupt carriers to continue operating. These carriers can temporarily charge fares that are below the industry's costs because the bankrupts don't incur the capital costs faced by their solvent brethren and because they can fund their losses - and thereby stave off shutdown - by selling off assets. This burn-the-furniture-to-provide-firewood approach to fare-setting by bankrupt carriers contributes to the toppling of previously-marginal carriers, creating a domino effect that is perfectly designed to bring the industry to its knees.

Mức định giá thấp mà chúng tôi dành cho USAir trong bảng thống kê phản ánh rủi ro rằng ngành này sẽ tiếp tục thua lỗ đối với hầu hết tất cả các bên tham gia, một rủi ro hoàn toàn không hề nhỏ. Nguy cơ này càng tăng cao bởi thực tế là các tòa án đang khuyến khích các hãng hàng không phá sản tiếp tục hoạt động. Các hãng này có thể tạm thời đưa ra mức giá vé thấp hơn chi phí của toàn ngành, bởi vì những kẻ phá sản không phải gánh chịu các chi phí vốn mà những người anh em có khả năng thanh toán đang đối mặt; đồng thời họ có thể tài trợ cho các khoản lỗ của mình — từ đó trì hoãn việc đóng cửa — bằng cách bán tháo tài sản. Cách tiếp cận "đốt sạch nội thất để làm củi" trong việc ấn định giá vé của các hãng hàng không phá sản đã góp phần lật đổ các hãng vốn đã mấp mé bờ vực trước đó, tạo ra một hiệu ứng domino được thiết kế hoàn hảo để kéo cả ngành công nghiệp này xuống vực thẳm.

Seth Schofield, who became CEO of USAir in 1991, is making major adjustments in the airline's operations in order to improve its chances of being one of the few industry survivors. There is no tougher job in corporate America than running an airline: Despite the huge amounts of equity capital that have been injected into it, the industry, in aggregate, has posted a net loss since its birth after Kitty Hawk. Airline managers need brains, guts, and experience - and Seth possesses all three of these attributes.

Seth Schofield, người trở thành CEO của USAir vào năm 1991, đang thực hiện những điều chỉnh lớn trong hoạt động của hãng nhằm cải thiện cơ hội trở thành một trong số ít những kẻ sống sót trong ngành. Không có công việc nào trong giới doanh nghiệp Mỹ khó khăn hơn việc điều hành một hãng hàng không: Bất chấp lượng vốn cổ phần khổng lồ đã được bơm vào, tính chung cả ngành đã ghi nhận mức lỗ ròng kể từ khi nó ra đời sau sự kiện Kitty Hawk. Các nhà quản lý hàng không cần có trí tuệ, bản lĩnh và kinh nghiệm — và Seth hội tụ cả ba phẩm chất này.

Miscellaneous

Các vấn đề khác

About 97.7% of all eligible shares participated in Berkshire's 1991 shareholder-designated contributions program. Contributions made through the program were \$6.8 million, and 2,630 charities were recipients.

Khoảng 97,7% tổng số cổ phần đủ điều kiện đã tham gia vào chương trình đóng góp từ thiện do cổ đông chỉ định năm 1991 của Berkshire. Tổng số tiền đóng góp thông qua chương trình là 6,8 triệu đô la, và có 2.630 tổ chức từ thiện đã nhận được kinh phí.

We suggest that new shareholders read the description of our shareholder-designated contributions program that appears on pages 48-49. To participate in future programs, you must make sure your shares are registered in the name of the actual owner, not in the nominee name of a broker, bank or depository. Shares not so registered on August 31, 1992 will be ineligible for the 1992 program.

Chúng tôi đề nghị các cổ đông mới nên đọc phần mô tả về chương trình đóng góp từ thiện do cổ đông chỉ định tại các trang 48-49. Để tham gia vào các chương trình trong tương lai, quý vị phải đảm bảo rằng cổ phiếu của mình được đăng ký dưới tên của chủ sở hữu thực sự, chứ không phải dưới tên đại diện của một công ty môi giới, ngân hàng hay tổ chức lưu ký. Những cổ phiếu không được đăng ký theo cách này vào ngày 31 tháng 8 năm 1992 sẽ không đủ điều kiện tham gia chương trình năm 1992.

In addition to the shareholder-designated contributions that Berkshire distributes, managers of our operating businesses make contributions, including merchandise, averaging about \$1.5 million annually. These contributions support local charities, such as The United Way, and produce roughly commensurate benefits for our businesses.

Ngoài các khoản đóng góp do cổ đông chỉ định mà Berkshire phân phối, các nhà quản lý tại các đơn vị kinh doanh trực thuộc cũng thực hiện các khoản đóng góp, bao gồm cả hàng hóa, với giá trị trung bình khoảng 1,5 triệu đô la mỗi năm. Các khoản này nhằm hỗ trợ các tổ chức từ thiện địa phương, chẳng hạn như Quỹ United Way, và mang lại những lợi ích tương xứng cho hoạt động kinh doanh của chúng tôi.

However, neither our operating managers nor officers of the parent company use Berkshire funds to make contributions to broad national programs or charitable activities of special personal interest to them, except to the extent they do so as shareholders. If your employees, including your CEO, wish to give to their alma maters or other institutions to which they feel a personal attachment, we believe they should use their own money, not yours.

Tuy nhiên, cả các nhà quản lý điều hành lẫn các viên chức của công ty mẹ đều không được sử dụng nguồn vốn của Berkshire để đóng góp cho các chương trình quốc gia quy mô lớn hoặc các hoạt động từ thiện phục vụ sở thích cá nhân của họ, trừ khi họ thực hiện việc đó với tư cách là cổ đông. Nếu nhân viên của quý vị, bao gồm cả CEO, muốn quyên góp cho trường cũ hoặc các tổ chức mà họ có sự gắn bó cá nhân, chúng tôi tin rằng họ nên sử dụng tiền riêng của họ, chứ không phải tiền của quý vị.

* * * * *

The faithful will notice that, for the first time in some years, Charlie's annual letter to Wesco shareholders is not reprinted in this report. Since his letter is relatively barebones this year, Charlie said he saw no point in including it in these pages; my own recommendation, however, is

that you get a copy of the Wesco report. Simply write: Corporate Secretary, Wesco Financial Corporation, 315 East Colorado Boulevard, Pasadena, CA 91101.

Những cổ đông trung thành sẽ nhận thấy rằng, lần đầu tiên sau nhiều năm, bức thư thường niên của Charlie gửi các cổ đông của Wesco không được in lại trong báo cáo này. Vì bức thư năm nay của ông ấy khá ngắn gọn và giản lược, Charlie nói rằng ông không thấy cần thiết phải đưa nó vào đây; tuy nhiên, đề nghị cá nhân của tôi là quý vị vẫn nên tìm đọc một bản sao của báo cáo Wesco đó. Chỉ cần viết thư về địa chỉ: Thư ký Tập đoàn, Wesco Financial Corporation, 315 East Colorado Boulevard, Pasadena, CA 91101.

* * * * *

Malcolm G. Chace, Jr., now 88, has decided not to stand for election as a director this year. But the association of the Chace family with Berkshire will not end: Malcolm III (Kim), Malcolm's son, will be nominated to replace him.

Ông Malcolm G. Chace, Jr., hiện đã 88 tuổi, đã quyết định không tham gia tái tranh cử vị trí giám đốc trong năm nay. Tuy nhiên, sự gắn kết của gia đình Chace với Berkshire sẽ không kết thúc tại đây: Malcolm III (Kim), con trai của Malcolm, sẽ được đề cử để thay thế vị trí của ông.

In 1931, Malcolm went to work for Berkshire Fine Spinning Associates, which merged with Hathaway Manufacturing Co. in 1955 to form our present company. Two years later, Malcolm became Berkshire Hathaway's Chairman, a position he held as well in early 1965 when he made it possible for Buffett Partnership, Ltd. to buy a key block of Berkshire stock owned by some of his relatives. This purchase gave our partnership effective control of the company. Malcolm's immediate family meanwhile kept its Berkshire stock and for the last 27 years has had the second-largest holding in the company, trailing only the Buffett family. Malcolm has been a joy to work with and we are delighted that the long-running relationship between the Chace family and Berkshire is continuing to a new generation.

Vào năm 1931, Malcolm bắt đầu làm việc cho Berkshire Fine Spinning Associates, công ty đã sáp nhập với Hathaway Manufacturing Co. vào năm 1955 để tạo nên công ty hiện tại của chúng tôi. Hai năm sau đó, Malcolm trở thành Chủ tịch của Berkshire Hathaway, vị trí mà ông vẫn nắm giữ vào đầu năm 1965 khi ông tạo điều kiện cho Buffett Partnership, Ltd. mua lại một khối lượng lớn cổ phiếu Berkshire từ một số người thân của mình. Thương vụ này đã giúp quan hệ đối tác của chúng tôi nắm quyền kiểm soát công ty một cách hiệu quả. Trong khi đó, gia đình trực hệ của Malcolm vẫn giữ lại cổ phiếu Berkshire của họ và trong suốt 27 năm qua, họ là cổ đông lớn thứ hai của công ty, chỉ sau gia đình Buffett. Được làm việc với Malcolm là một niềm vinh hạnh lớn lao, và chúng tôi rất vui mừng khi mối quan hệ lâu đời giữa gia đình Chace và Berkshire đang tiếp nối sang một thế hệ mới.

* * * * *

The annual meeting this year will be held at the Orpheum Theater in downtown Omaha at

9:30 a.m. on Monday, April 27, 1992. Attendance last year grew to a record 1,550, but that still leaves plenty of room at the Orpheum.

Cuộc họp thường niên năm nay sẽ được tổ chức tại Nhà hát Orpheum ở trung tâm thành phố Omaha vào lúc 9:30 sáng Thứ Hai, ngày 27 tháng 4 năm 1992. Số lượng người tham dự năm ngoái đã tăng lên mức kỷ lục là 1.550 người, nhưng Nhà hát Orpheum vẫn còn rất nhiều chỗ trống.

We recommend that you get your hotel reservations early at one of these hotels: (1) The Radisson-Redick Tower, a small (88 rooms) but nice hotel across the street from the Orpheum; (2) the much larger Red Lion Hotel, located about a five-minute walk from the Orpheum; or (3) the Marriott, located in West Omaha about 100 yards from Borsheim's and a twenty minute drive from downtown. We will have buses at the Marriott that will leave at 8:30 and 8:45 for the meeting and return after it ends.

Chúng tôi khuyên quý vị nên đặt phòng sớm tại một trong các khách sạn sau: (1) Radisson-Redick Tower, một khách sạn nhỏ (88 phòng) nhưng xinh xắn ngay đối diện Nhà hát Orpheum; (2) Red Lion Hotel: Quy mô lớn hơn nhiều, cách nhà hát khoảng 5 phút đi bộ; hoặc (3) Marriott: Nằm ở phía Tây Omaha, cách cửa hàng trang sức Borsheim's khoảng 100 yard và mất 20 phút lái xe để vào trung tâm. Chúng tôi sẽ có xe buýt tại khách sạn Marriott khởi hành lúc 8:30 và 8:45 để đưa quý vị đến cuộc họp và đón về sau khi kết thúc.

Charlie and I always enjoy the meeting, and we hope you can make it. The quality of our shareholders is reflected in the quality of the questions we get: We have never attended an annual meeting anywhere that features such a consistently high level of intelligent, owner-related questions.

Charlie và tôi luôn tận hưởng những cuộc họp này, và chúng tôi hy vọng quý vị có thể sắp xếp tham gia. Chất lượng cổ đông của chúng tôi được phản ánh qua chính chất lượng của những câu hỏi mà chúng tôi nhận được: Chúng tôi chưa từng tham dự một cuộc họp thường niên nào ở bất cứ đâu lại có những câu hỏi mang tính trí tuệ và đậm chất tư duy của người làm chủ một cách nhất quán như vậy.

An attachment to our proxy material explains how you can obtain the card you will need for admission to the meeting. With the admission card, we will enclose information about parking facilities located near the Orpheum. If you are driving, come a little early. Nearby lots fill up quickly and you may have to walk a few blocks.

Một tài liệu đính kèm trong hồ sơ ủy quyền sẽ hướng dẫn quý vị cách nhận thẻ vào cửa cần thiết cho cuộc họp. Cùng với thẻ này, chúng tôi sẽ gửi kèm thông tin về các bãi đậu xe gần Nhà hát Orpheum. Nếu quý vị tự lái xe, hãy đến sớm một chút. Các bãi đậu xe gần đó thường kín chỗ rất nhanh và quý vị có thể sẽ phải đi bộ vài dãy nhà.

As usual, we will have buses to take you to Nebraska Furniture Mart and Borsheim's after the meeting and to take you from there to downtown hotels or the airport later. I hope that you will allow plenty of time to fully explore the attractions of both stores. Those of you arriving early can visit the Furniture Mart any day of the week; it is open from 10 a.m. to 5:30 p.m. on Saturdays and from noon to 5:30 p.m. on Sundays. While there, stop at the See's Candy Cart and find out for yourself why Americans ate 26 million pounds of See's products last year.

Như thường lệ, chúng tôi sẽ có xe buýt để đưa quý vị đến Nebraska Furniture Mart và

Borsheim's sau cuộc họp, sau đó sẽ đưa quý vị từ đó về các khách sạn ở trung tâm hoặc ra sân bay. Tôi hy vọng quý vị sẽ dành đủ thời gian để khám phá trọn vẹn sức hấp dẫn của cả hai cửa hàng này. Những ai đến sớm có thể ghé thăm Furniture Mart vào bất kỳ ngày nào trong tuần; cửa hàng mở cửa từ 10 giờ sáng đến 5:30 chiều thứ Bảy và từ trưa đến 5:30 chiều Chủ nhật. Khi ở đó, hãy ghé qua xe đẩy kẹo See's Candy để tự mình tìm hiểu lý do tại sao người Mỹ đã tiêu thụ tới 26 triệu pound sản phẩm của See's vào năm ngoái.

Borsheim's normally is closed on Sunday, but we will be open for shareholders and their guests from noon to 6 p.m. on Sunday, April 26. Borsheim's will also have a special party the previous evening at which shareholders are welcome. (You must, however, write Mrs. Gladys Kaiser at our office for an invitation.) On display that evening will be a 150-year retrospective of the most exceptional timepieces made by Patek Philippe, including watches once owned by Queen Victoria, Pope Pius IX, Rudyard Kipling, Madame Curie and Albert Einstein. The centerpiece of the exhibition will be a \$5 million watch whose design and manufacture required nine years of labor by Patek Philippe craftsmen. Along with the rest of the collection, this watch will be on display at the store on Sunday - unless Charlie has by then impulsively bought it.

Borsheim's thông thường sẽ đóng cửa vào Chủ nhật, nhưng chúng tôi sẽ mở cửa đón cổ đông và khách mời từ trưa đến 6 giờ chiều Chủ nhật, ngày 26 tháng 4. Borsheim's cũng sẽ tổ chức một bữa tiệc đặc biệt vào tối hôm trước để chào đón các cổ đông. (Tuy nhiên, quý vị phải viết thư cho bà Gladys Kaiser tại văn phòng của chúng tôi để nhận thư mời). Trong buổi tối đó, một triển lãm hồi tưởng 150 năm về những tuyệt tác thời gian xuất sắc nhất của Patek Philippe sẽ được trưng bày, bao gồm cả những chiếc đồng hồ từng thuộc sở hữu của Nữ hoàng Victoria, Giáo hoàng Pius IX, Rudyard Kipling, bà Curie và Albert Einstein. Tâm điểm của cuộc triển lãm sẽ là một chiếc đồng hồ trị giá 5 triệu đô la, mà việc thiết kế và chế tác đã tiêu tốn tới 9 năm lao động của các nghệ nhân Patek Philippe. Cùng với phần còn lại của bộ sưu tập, chiếc đồng hồ này sẽ được trưng bày tại cửa hàng vào Chủ nhật — trừ khi Charlie đã ngẫu hứng mua nó trước đó.

Nicholas Kenner nailed me - again - at last year's meeting, pointing out that I had said in the 1990 annual report that he was 11 in May 1990, when actually he was 9. So, asked Nicholas rather caustically: "If you can't get that straight, how do I know the numbers in the back [the financials] are correct?" I'm still searching for a snappy response. Nicholas will be at this year's meeting - he spurned my offer of a trip to Disney World on that day - so join us to watch a continuation of this lop-sided battle of wits.

Nicholas Kenner đã "tóm gáy" tôi — một lần nữa — tại cuộc họp năm ngoái, khi chỉ ra rằng trong báo cáo thường niên năm 1990, tôi đã nói cậu bé 11 tuổi vào tháng 5 năm 1990, trong khi thực tế cậu mới có 9 tuổi. Thế là, Nicholas hỏi tôi bằng một giọng khá châm biếm: "Nếu bác không thể làm rõ được con số đó, thì làm sao cháu biết được những con số ở phần sau [báo cáo tài chính] là chính xác?" Tôi vẫn đang tìm kiếm một câu trả lời thật sắc sảo để đáp lại đây. Nicholas sẽ có mặt tại cuộc họp năm nay — cậu bé đã từ chối lời đề nghị đi chơi Disney World của tôi vào ngày hôm đó — vì vậy, hãy tham gia cùng chúng tôi để theo dõi màn tiếp nối của cuộc đấu trí lệch pha này.

Warren E. Buffett

February 28, 1992

Chairman of the Board
Chủ tịch Hội đồng quản trị

BERKSHIRE HATHAWAY INC.
(1990)

To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.:

Gửi các Cổ đông của Berkshire Hathaway Inc.:

Last year we made a prediction: "A reduction [in Berkshire's net worth] is almost certain in at least one of the next three years." During much of 1990's second half, we were on the road to quickly proving that forecast accurate. But some strengthening in stock prices late in the year enabled us to close 1990 with net worth up by \$362 million, or 7.3%. Over the last 26 years (that is, since present management took over) our per-share book value has grown from \$19.46 to \$4,612.06, or at a rate of 23.2% compounded annually.

Năm ngoái, chúng tôi đã đưa ra một dự báo: "Việc sụt giảm [trong giá trị tài sản ròng của Berkshire] gần như chắc chắn sẽ xảy ra trong ít nhất một trong ba năm tới." Trong phần lớn nửa cuối năm 1990, chúng tôi đã trên con đường chứng minh dự báo đó là chính xác một cách nhanh chóng. Tuy nhiên, sự hồi phục của giá cổ phiếu vào cuối năm đã giúp chúng tôi kết thúc năm 1990 với giá trị tài sản ròng tăng thêm 362 triệu đô la, tương đương 7,3%. Trong suốt 26 năm qua (kể từ khi ban quản lý hiện tại tiếp quản), giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu của chúng tôi đã tăng từ \$19,46 lên \$4.612,06, đạt tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm là 23,2%.

Our growth rate was lackluster in 1990 because our four major common stock holdings, in aggregate, showed little change in market value. Last year I told you that though these companies - Capital Cities/ABC, Coca-Cola, GEICO, and Washington Post - had fine businesses and superb managements, widespread recognition of these attributes had pushed the stock prices of the four to lofty levels. The market prices of the two media companies have since fallen significantly - for good reasons relating to evolutionary industry developments that I will discuss later - and the price of Coca-Cola stock has increased significantly for what I also believe are good reasons. Overall, yearend 1990 prices of our "permanent four," though far from enticing, were a bit more appealing than they were a year earlier.

Tốc độ tăng trưởng của chúng tôi có phần mờ nhạt trong năm 1990 vì tổng cộng bốn khoản đầu tư cổ phiếu phổ thông chính của chúng tôi có rất ít thay đổi về giá trị thị trường. Năm ngoái, tôi đã thưa với quý vị rằng mặc dù những công ty này — Capital Cities/ABC, Coca-Cola, GEICO, và Washington Post — đều có hoạt động kinh doanh tốt và ban quản lý xuất sắc, nhưng sự công nhận rộng rãi đối với các phẩm chất này đã đẩy giá cổ phiếu của cả bốn lên mức ngất ngưởng. Giá thị trường của hai công ty truyền thông sau đó đã giảm đáng kể — vì những lý do chính đáng liên

quan đến sự phát triển mang tính tiến hóa của ngành mà tôi sẽ thảo luận sau — và giá cổ phiếu Coca-Cola đã tăng mạnh vì những lý do mà tôi tin là cũng rất xác đáng. Nhìn chung, mức giá vào cuối năm 1990 của "bộ tứ vĩnh cửu" dù còn lâu mới gọi là hấp dẫn, nhưng đã dễ chịu hơn một chút so với một năm trước đó.

Berkshire's 26-year record is meaningless in forecasting future results; so also, we hope, is the one-year record. We continue to aim for a 15% average annual gain in intrinsic value. But, as we never tire of telling you, this goal becomes ever more difficult to reach as our equity base, now \$5.3 billion, increases.

Kỷ lục 26 năm của Berkshire không có ý nghĩa gì trong việc dự báo kết quả tương lai; và chúng tôi hy vọng kỷ lục của riêng năm vừa rồi cũng vậy. Chúng tôi tiếp tục đặt mục tiêu đạt mức tăng trưởng giá trị nội tại trung bình hàng năm là 15%. Tuy nhiên, như chúng tôi không bao giờ thấy mệt khi phải nhắc lại, mục tiêu này ngày càng khó đạt được hơn khi nền tảng vốn chủ sở hữu của chúng tôi (hiện đã là 5,3 tỷ đô la) ngày một tăng lên.

If we do attain that 15% average, our shareholders should fare well. However, Berkshire's corporate gains will produce an identical gain for a specific shareholder only if he eventually sells his shares at the same relationship to intrinsic value that existed when he bought them. For example, if you buy at a 10% premium to intrinsic value; if intrinsic value subsequently grows at 15% a year; and if you then sell at a 10% premium, your own return will correspondingly be 15% compounded. (The calculation assumes that no dividends are paid.) If, however, you buy at a premium and sell at a smaller premium, your results will be somewhat inferior to those achieved by the company.

Nếu chúng tôi đạt được mức tăng trưởng trung bình 15% đó, các cổ đông của chúng tôi sẽ có kết quả tốt. Tuy nhiên, mức tăng trưởng của tập đoàn Berkshire sẽ chỉ tạo ra một khoản lợi nhuận tương ứng cho một cổ đông cụ thể nếu người đó cuối cùng bán cổ phiếu của mình ở cùng một mức tương quan với giá trị nội tại so với lúc họ mua. Ví dụ: nếu quý vị mua cao hơn 10% so với giá trị nội tại; sau đó giá trị nội tại tăng trưởng 15% mỗi năm; và rồi quý vị bán ra cũng ở mức cao hơn 10% so với giá trị nội tại lúc đó, thì tỷ suất sinh lời của quý vị sẽ tương ứng là 15% tăng trưởng kép. (Phép tính này giả định rằng không có cổ tức nào được chi trả). Tuy nhiên, nếu quý vị mua ở mức giá cao hơn giá trị nội tại (premium) nhưng lại bán ra ở mức chênh lệch thấp hơn, kết quả của quý vị sẽ kém hơn so với những gì công ty đã đạt được.

Ideally, the results of every Berkshire shareholder would closely mirror those of the company during his period of ownership. That is why Charlie Munger, Berkshire's Vice Chairman and my partner, and I hope for Berkshire to sell consistently at about intrinsic value. We prefer such steadiness to the value-ignoring volatility of the past two years: In 1989 intrinsic value grew less than did book value, which was up 44%, while the market price rose 85%; in 1990 book value and intrinsic value increased by a small amount, while the market price fell 23%.

Lý tưởng nhất là kết quả của mọi cổ đông Berkshire sẽ phản ánh sát sao kết quả của công ty trong suốt thời gian họ sở hữu. Đó là lý do tại sao Charlie Munger — Phó Chủ tịch Berkshire và là đồng tác của tôi — và tôi hy vọng cổ phiếu Berkshire sẽ được giao dịch ổn định ở mức xấp xỉ giá trị nội tại. Chúng tôi ưu tiên sự ổn định đó hơn là sự biến động phớt lờ giá trị thực của hai năm qua: Vào năm 1989, giá trị nội tại tăng trưởng ít hơn giá trị sổ sách (vốn đã tăng 44%), trong khi giá thị trường lại tăng vọt 85%; ngược lại, vào năm 1990, giá trị sổ sách và giá trị nội tại tăng một

lượng nhỏ, nhưng giá thị trường lại giảm tới 23%.

Berkshire's intrinsic value continues to exceed book value by a substantial margin. We can't tell you the exact differential because intrinsic value is necessarily an estimate; Charlie and I might, in fact, differ by 10% in our appraisals. We do know, however, that we own some exceptional businesses that are worth considerably more than the values at which they are carried on our books.

Giá trị nội tại của Berkshire vẫn tiếp tục vượt xa giá trị sổ sách một khoảng đáng kể. Chúng tôi không thể cho quý vị biết con số chênh lệch chính xác vì giá trị nội tại nhất thiết phải là một con số ước tính; thực tế, tôi và Charlie có thể lệch nhau tới 10% trong các định giá của mình. Tuy nhiên, chúng tôi biết chắc rằng mình đang sở hữu một số doanh nghiệp xuất chúng có giá trị lớn hơn đáng kể so với giá trị được ghi nhận trên sổ sách của chúng tôi.

Much of the extra value that exists in our businesses has been created by the managers now running them. Charlie and I feel free to brag about this group because we had nothing to do with developing the skills they possess: These superstars just came that way. Our job is merely to identify talented managers and provide an environment in which they can do their stuff. Having done it, they send their cash to headquarters and we face our only other task: the intelligent deployment of these funds.

Phần lớn giá trị thặng dư tồn tại trong các doanh nghiệp của chúng tôi được tạo ra bởi chính những nhà quản lý đang điều hành chúng. Charlie và tôi cảm thấy hoàn toàn thoải mái khi khoe khoang về nhóm người này, bởi vì chúng tôi không hề có đóng góp gì trong việc phát triển các kỹ năng mà họ đang sở hữu: Những "siêu sao" này vốn dĩ đã xuất chúng như thế rồi. Công việc của chúng tôi chỉ đơn giản là nhận diện những nhà quản lý tài năng và tạo ra một môi trường để họ có thể thỏa sức thể hiện năng lực. Sau khi hoàn thành nhiệm vụ, họ gửi tiền mặt về trụ sở chính và chúng tôi đối mặt với nhiệm vụ duy nhất còn lại của mình: triển khai số vốn đó một cách thông minh.

My own role in operations may best be illustrated by a small tale concerning my granddaughter, Emily, and her fourth birthday party last fall. Attending were other children, adoring relatives, and Beemer the Clown, a local entertainer who includes magic tricks in his act.

Vai trò của cá nhân tôi trong các hoạt động vận hành có lẽ được minh họa tốt nhất bằng một câu chuyện nhỏ liên quan đến cháu gái tôi, Emily, và bữa tiệc sinh nhật lần thứ tư của con bé vào mùa thu năm ngoái. Tham dự bữa tiệc gồm có những đứa trẻ khác, những người thân đang triu mến dõi theo, và chú hề Beemer — một nghệ sĩ giải trí địa phương có biểu diễn ảo thuật trong chương trình của mình.

Beginning these, Beemer asked Emily to help him by waving a "magic wand" over "the box of wonders." Green handkerchiefs went into the box, Emily waved the wand, and Beemer removed blue ones. Loose handkerchiefs went in and, upon a magisterial wave by Emily, emerged knotted. After four such transformations, each more amazing than its predecessor, Emily was unable to contain herself. Her face aglow, she exulted: "Gee, I'm really good at this."

Khi bắt đầu màn diễn, Beemer nhờ Emily giúp đỡ bằng cách vẫy một "chiếc đũa thần" phía trên "chiếc hộp kỳ quan". Những chiếc khăn tay màu xanh lá cây được cho vào hộp, Emily vẫy đũa, và Beemer lấy ra những chiếc màu xanh dương. Những chiếc khăn rời rạc được cho vào, và

sau một cái vẩy đũa đầy uy quyền của Emily, chúng hiện ra trong tình trạng đã được thắt nút vào nhau. Sau bốn lần biến hóa như vậy, lần sau lại kinh ngạc hơn lần trước, Emily đã không thể kìm nén được nữa. Khuôn mặt rạng rỡ, con bé reo lên đầy phấn khích: "Chà, mình thực sự giỏi việc này quá đi!"

And that sums up my contribution to the performance of Berkshire's business magicians - the Blumkins, the Friedman family, Mike Goldberg, the Heldmans, Chuck Huggins, Stan Lipsey and Ralph Schey. They deserve your applause.

Và đó chính là tóm tắt cho sự đóng góp của tôi vào thành quả của những "ảo thuật gia" kinh doanh tại Berkshire — gia đình Blumkin, gia đình Friedman, Mike Goldberg, nhà Heldman, Chuck Huggins, Stan Lipsey và Ralph Schey. Họ xứng đáng nhận được những tràng pháo tay của quý vị.

Sources of Reported Earnings

Nguồn Gốc Lợi Nhuận Báo Cáo

The table below shows the major sources of Berkshire's reported earnings. In this presentation, amortization of Goodwill and other major purchase-price accounting adjustments are not charged against the specific businesses to which they apply, but are instead aggregated and shown separately. This procedure lets you view the earnings of our businesses as they would have been reported had we not purchased them. I've explained in past reports why this form of presentation seems to us to be more useful to investors and managers than one utilizing generally accepted accounting principles (GAAP), which require purchase-price adjustments to be made on a business-by-business basis. The total net earnings we show in the table are, of course, identical to the GAAP total in our audited financial statements.

Bảng dưới đây trình bày các nguồn lợi nhuận chính được báo cáo của Berkshire. Trong cách trình bày này, các khoản phân bổ lợi thế thương mại (Goodwill) và các điều chỉnh kế toán lớn khác về giá mua sẽ không được tính trừ vào các doanh nghiệp cụ thể nơi chúng phát sinh, mà thay vào đó sẽ được gộp lại và hiển thị riêng biệt. Quy trình này giúp quý vị có thể quan sát lợi nhuận của các doanh nghiệp thuộc sở hữu của chúng tôi đúng như cách chúng được báo cáo nếu chúng tôi không mua lại chúng. Trong các báo cáo trước, tôi đã giải thích lý do tại sao hình thức trình bày này có vẻ hữu ích hơn cho các nhà đầu tư và nhà quản lý so với việc sử dụng các Nguyên tắc Kế toán được chấp nhận chung (GAAP), vốn yêu cầu các điều chỉnh giá mua phải được thực hiện trên cơ sở từng doanh nghiệp. Tất nhiên, tổng lợi nhuận ròng mà chúng tôi hiển thị trong bảng này vẫn hoàn toàn trùng khớp với tổng số liệu theo chuẩn GAAP trong các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của chúng tôi.

Much additional information about these businesses is given on pages 39-46, where you also will find our segment earnings reported on a GAAP basis. For information on Wesco's businesses, I urge you to read Charlie Munger's letter, which starts on page 56. His letter also contains the clearest and most insightful discussion of the banking industry that I have seen.

Nhiều thông tin bổ sung về các doanh nghiệp này được cung cấp từ trang 39 đến 46, nơi

quý vị cũng sẽ tìm thấy báo cáo lợi nhuận theo từng phân khúc dựa trên chuẩn GAAP. Đối với thông tin về các hoạt động kinh doanh của Wesco, tôi đặc biệt khuyến khích quý vị đọc bức thư của Charlie Munger bắt đầu từ trang 56. Bức thư của ông ấy cũng chứa đựng những thảo luận sâu sắc và rõ ràng nhất về ngành ngân hàng mà tôi từng được thấy.

(000s omitted)				
		<i>Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)</i>		
<i>Pre-Tax Earnings</i>				
	<i>1990</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1989</i>
Operating Earnings:				
Insurance Group:				
Underwriting	\$(26,647)	\$(24,400)	\$(14,936)	\$(12,259)
Net Investment Income	327,048	243,599	282,613	213,642
Buffalo News	43,954	46,047	25,981	27,771
Fechheimer	12,450	12,621	6,605	6,789
Kirby	27,445	26,114	17,613	16,803
Nebraska Furniture Mart	17,248	17,070	8,485	8,441
Scott Fetzer Manufacturing Group	30,378	33,165	18,458	19,996
See's Candies	39,580	34,235	23,892	20,626
Wesco - other than Insurance ..	12,441	13,008	9,676	9,810
World Book	31,896	25,583	20,420	16,372
Amortization of Goodwill	(3,476)	(3,387)	(3,461)	(3,372)
Other Purchase-Price				
Accounting Charges	(5,951)	(5,740)	(6,856)	(6,668)
Interest Expense*	(76,374)	(42,389)	(49,726)	(27,098)
Shareholder-Designated				
Contributions	(5,824)	(5,867)	(3,801)	(3,814)
Other	58,309	23,755	35,782	12,863
Operating Earnings	482,477	393,414	370,745	299,902
Sales of Securities	33,989	223,810	23,348	147,575
Total Earnings - All Entities	\$516,466	\$617,224	\$394,093	\$447,477
	=====	=====	=====	=====

**Excludes interest expense of Scott Fetzer Financial Group and Mutual Savings & Loan.*

Pre-Tax Earnings/ Lợi nhuận trước thuế

Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)

Phần lợi nhuận ròng thuộc về Berkshire (sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số)

**Excludes interest expense of Scott Fetzer Financial Group and Mutual Savings & Loan.*

** Không bao gồm chi phí lãi vay của Tập đoàn Tài chính Scott Fetzer và Hiệp hội Tiết kiệm & Cho vay Tương hỗ (Mutual Savings & Loan).*

We refer you also to pages 47-53, where we have rearranged Berkshire's financial data into four segments. These correspond to the way Charlie and I think about the business and should help you more in estimating Berkshire's intrinsic value than consolidated figures would do. Shown on these pages are balance sheets and earnings statements for: (1) our insurance operations, with their major investment positions itemized; (2) our manufacturing, publishing and retailing businesses, leaving aside certain non- operating assets and purchase-price accounting adjustments; (3) our subsidiaries engaged in finance-type operations, which are Mutual Savings and Scott Fetzer Financial; and (4) an all-other category that includes the non- operating assets (primarily marketable securities) held by the companies in segment (2), all purchase- price accounting adjustments, and various assets and debts of the Wesco and Berkshire parent companies.

Chúng tôi cũng đề nghị quý vị tham khảo các trang từ 47 đến 53, nơi chúng tôi đã sắp xếp lại dữ liệu tài chính của Berkshire thành bốn phân khúc. Cách phân chia này tương ứng với tư duy của Charlie và tôi về doanh nghiệp, và nó sẽ giúp quý vị ước tính giá trị nội tại của Berkshire hiệu quả hơn so với việc chỉ nhìn vào các số liệu hợp nhất. Tại các trang này, chúng tôi trình bày bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh cho: (1) các hoạt động bảo hiểm, với danh mục chi tiết các vị thế đầu tư chính; (2) các doanh nghiệp sản xuất, xuất bản và bán lẻ, sau khi đã loại bỏ một số tài sản phi vận hành và các điều chỉnh kế toán về giá mua; (3) các công ty con tham gia vào hoạt động tài chính, bao gồm Mutual Savings và Scott Fetzer Financial; và (4) danh mục "tất cả các mục khác", bao gồm các tài sản phi vận hành (chủ yếu là các chứng khoán có thể chuyển nhượng) do các công ty ở phân khúc (2) nắm giữ, tất cả các điều chỉnh kế toán về giá mua, cùng các tài sản và khoản nợ khác nhau của các công ty mẹ Wesco và Berkshire.

If you combine the earnings and net worths of these four segments, you will derive totals matching those shown on our GAAP statements. However, I want to emphasize that this four-category presentation does not fall within the purview of our auditors, who in no way bless it.

Nếu quý vị cộng gộp lợi nhuận và giá trị tài sản ròng của bốn phân khúc này, quý vị sẽ thu được các con số tổng cộng khớp với báo cáo theo chuẩn GAAP của chúng tôi. Tuy nhiên, tôi muốn nhấn mạnh rằng cách trình bày theo bốn danh mục này không nằm trong phạm vi thẩm quyền của các kiểm toán viên, và họ hoàn toàn không chịu trách nhiệm phê duyệt cách phân loại này.

"Look-Through" Earnings

Lợi Nhuận "Nhìn Xuyên Thấu"

The term "earnings" has a precise ring to it. And when an earnings figure is accompanied by an unqualified auditor's certificate, a naive reader might think it comparable in certitude to pi, calculated to dozens of decimal places.

Thuật ngữ "lợi nhuận" mang lại một cảm giác rất chính xác. Và khi một con số lợi nhuận được đi kèm với chứng nhận "chấp nhận toàn phần" của kiểm toán viên, một độc giả ngây thơ có thể nghĩ rằng nó có độ tin cậy tương đương với số pi (π), được tính toán đến hàng chục chữ số thập phân.

In reality, however, earnings can be as pliable as putty when a charlatan heads the company reporting them. Eventually truth will surface, but in the meantime a lot of money can change hands. Indeed, some important American fortunes have been created by the monetization of accounting mirages.

Tuy nhiên, trên thực tế, lợi nhuận có thể dẻo như đất sét khi một kẻ bịp bợm đứng đầu công ty báo cáo chúng. Cuối cùng thì sự thật cũng sẽ lộ diện, nhưng trong lúc chờ đợi, rất nhiều tiền đã được chuyển từ tay người này sang người khác. Thật vậy, một số gia tài lớn tại Mỹ đã được tạo ra nhờ việc "tiền tệ hóa" những ảo ảnh kế toán.

Funny business in accounting is not new. For connoisseurs of chicanery, I have attached as Appendix A on page 22 a previously unpublished satire on accounting practices written by Ben Graham in 1936. Alas, excesses similar to those he then lampooned have many times since found their way into the financial statements of major American corporations and been duly certified by big-name auditors. Clearly, investors must always keep their guard up and use accounting numbers as a beginning, not an end, in their attempts to calculate true "economic earnings" accruing to them.

Những chiêu trò gian lận trong kế toán không phải là điều gì mới mẻ. Dành cho những ai muốn tìm hiểu sâu về các thủ đoạn tinh vi, tôi có đính kèm ở Phụ lục A trang 22 một bài châm biếm chưa từng được công bố về các thực hành kế toán do Ben Graham viết vào năm 1936. Than ôi, những sự thái quá tương tự như những gì ông ấy chế giễu hồi đó đã nhiều lần lặp lại trong báo cáo tài chính của các tập đoàn lớn tại Mỹ và được các hãng kiểm toán danh tiếng xác nhận một cách hợp thức. Rõ ràng, các nhà đầu tư phải luôn giữ tinh thần cảnh giác và chỉ nên sử dụng các con số kế toán như điểm khởi đầu, chứ không phải điểm kết thúc, trong nỗ lực tính toán "lợi nhuận kinh tế" thực sự tích lũy cho họ.

Berkshire's own reported earnings are misleading in a different, but important, way: We have huge investments in companies ("investees") whose earnings far exceed their dividends and in which we record our share of earnings only to the extent of the dividends we receive. The extreme case is Capital Cities/ABC, Inc. Our 17% share of the company's earnings amounted to more than \$83 million last year. Yet only about \$530,000 (\$600,000 of dividends it paid us less some \$70,000 of tax) is counted in Berkshire's GAAP earnings. The residual \$82 million-plus stayed with Cap Cities as retained earnings, which work for our benefit but go unrecorded on our books.

Bản thân lợi nhuận báo cáo của Berkshire đang gây hiểu lầm theo một cách khác nhưng rất quan trọng: Chúng tôi có những khoản đầu tư khổng lồ vào các công ty (bên nhận đầu tư) mà lợi nhuận của họ vượt xa số cổ tức họ chi trả; trong khi đó, chúng tôi chỉ ghi nhận phần lợi nhuận tương ứng với số cổ tức thực nhận. Trường hợp cực đoan nhất là Capital Cities/ABC, Inc. Phần sở hữu 17% của chúng tôi trong lợi nhuận của công ty này lên tới hơn 83 triệu đô la vào năm ngoái. Thế nhưng, chỉ có khoảng 530.000 đô la (từ 600.000 đô la cổ tức họ trả trừ đi khoảng 70.000 đô la tiền thuế) được tính vào lợi nhuận theo chuẩn GAAP của Berkshire. Hơn 82 triệu đô la còn lại vẫn nằm tại Cap Cities dưới dạng lợi nhuận giữ lại; số tiền này vẫn đang hoạt động để mang lại lợi ích cho chúng tôi nhưng lại không được ghi nhận trên sổ sách.

Our perspective on such "forgotten-but-not-gone" earnings is simple: The way they are accounted for is of no importance, but their ownership and subsequent utilization is all-important.

We care not whether the auditors hear a tree fall in the forest; we do care who owns the tree and what's next done with it.

Góc nhìn của chúng tôi về những khoản lợi nhuận theo kiểu "bị lãng quên nhưng không hề mất đi" này rất đơn giản: Cách chúng được hạch toán kế toán không quan trọng, nhưng quyền sở hữu và việc sử dụng chúng sau đó mới là tối quan trọng. Chúng tôi không quan tâm liệu các kiểm toán viên có nghe thấy tiếng một cái cây đổ trong rừng hay không; chúng tôi chỉ quan tâm ai là người sở hữu cái cây đó và điều gì sẽ được thực hiện tiếp theo với nó.

When Coca-Cola uses retained earnings to repurchase its shares, the company increases our percentage ownership in what I regard to be the most valuable franchise in the world. (Coke also, of course, uses retained earnings in many other value-enhancing ways.) Instead of repurchasing stock, Coca-Cola could pay those funds to us in dividends, which we could then use to purchase more Coke shares. That would be a less efficient scenario: Because of taxes we would pay on dividend income, we would not be able to increase our proportionate ownership to the degree that Coke can, acting for us. If this less efficient procedure were followed, however, Berkshire would report far greater "earnings."

Khi Coca-Cola dùng lợi nhuận giữ lại để mua lại cổ phiếu của chính mình, công ty đó đang gián tiếp làm tăng tỷ lệ sở hữu của chúng tôi tại nơi mà tôi coi là đặc quyền kinh doanh (franchise) giá trị nhất thế giới. (Tất nhiên, Coke cũng sử dụng lợi nhuận giữ lại theo nhiều cách khác để gia tăng giá trị). Thay vì mua lại cổ phiếu, Coca-Cola có thể trả số tiền đó cho chúng tôi dưới dạng cổ tức, rồi chúng tôi lại dùng tiền đó để mua thêm cổ phiếu Coke. Nhưng đó sẽ là một kịch bản kém hiệu quả hơn: Do các khoản thuế chúng tôi phải trả trên thu nhập cổ tức, chúng tôi sẽ không thể tăng tỷ lệ sở hữu của mình lên mức cao như cách Coke đang thực hiện thay cho chúng tôi. Tuy nhiên, nếu quy trình kém hiệu quả này được thực hiện, Berkshire lại có thể báo cáo mức "lợi nhuận" cao hơn rất nhiều.

I believe the best way to think about our earnings is in terms of "look-through" results, calculated as follows: Take \$250 million, which is roughly our share of the 1990 operating earnings retained by our investees; subtract \$30 million, for the incremental taxes we would have owed had that \$250 million been paid to us in dividends; and add the remainder, \$220 million, to our reported operating earnings of \$371 million. Thus our 1990 "look-through earnings" were about \$590 million.

Tôi tin rằng cách tốt nhất để tư duy về lợi nhuận của chúng tôi là dựa trên kết quả "nhìn xuyên thấu", được tính toán như sau:

1. Lấy 250 triệu đô la, con số xấp xỉ phần sở hữu của chúng tôi trong lợi nhuận vận hành năm 1990 được giữ lại bởi các công ty nhận đầu tư;
2. Trừ đi 30 triệu đô la cho các khoản thuế tăng thêm mà chúng tôi lẽ ra phải nộp nếu 250 triệu đô la đó được trả cho chúng tôi dưới dạng cổ tức;
3. Cộng phần còn lại là 220 triệu đô la vào lợi nhuận vận hành báo cáo là 371 triệu đô la.

Như vậy, "lợi nhuận nhìn xuyên thấu" năm 1990 của chúng tôi là khoảng 590 triệu đô la.

As I mentioned last year, we hope to have look-through earnings grow about 15% annually.

In 1990 we substantially exceeded that rate but in 1991 we will fall far short of it. Our Gillette preferred has been called and we will convert it into common stock on April 1. This will reduce reported earnings by about \$35 million annually and look-through earnings by a much smaller, but still significant, amount. Additionally, our media earnings - both direct and look-through - appear sure to decline. Whatever the results, we will post you annually on how we are doing on a look-through basis.

Như tôi đã đề cập năm ngoái, chúng tôi hy vọng lợi nhuận nhìn xuyên thấu sẽ tăng trưởng khoảng 15% mỗi năm. Trong năm 1990, chúng tôi đã vượt xa tỷ lệ đó, nhưng trong năm 1991, chúng tôi sẽ thấp hơn mức đó rất nhiều. Cổ phiếu ưu đãi Gillette của chúng tôi đã bị gọi mua lại (called) và chúng tôi sẽ chuyển đổi nó thành cổ phiếu phổ thông vào ngày 1 tháng 4. Việc này sẽ làm giảm lợi nhuận báo cáo khoảng 35 triệu đô la mỗi năm và làm giảm lợi nhuận nhìn xuyên thấu một khoản nhỏ hơn nhưng vẫn đáng kể. Thêm vào đó, lợi nhuận từ mảng truyền thông của chúng tôi — cả trực tiếp và nhìn xuyên thấu — chắc chắn sẽ sụt giảm. Dù kết quả thế nào, hàng năm chúng tôi vẫn sẽ thông báo cho quý vị về tình hình hoạt động của chúng tôi trên cơ sở "nhìn xuyên thấu" này.

Non-Insurance Operations

Các Hoạt Động Kinh Doanh Phi Bảo Hiểm

Take another look at the figures on page 51, which aggregate the earnings and balance sheets of our non- insurance operations. After-tax earnings on average equity in 1990 were 51%, a result that would have placed the group about 20th on the 1989 Fortune 500.

Hãy nhìn lại các con số ở trang 51, nơi tổng hợp lợi nhuận và bảng cân đối kế toán của các hoạt động phi bảo hiểm của chúng tôi. Lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân (ROE) năm 1990 đạt mức 51%. Kết quả này có thể đưa nhóm doanh nghiệp của chúng tôi xếp hạng khoảng thứ 20 trong danh sách Fortune 500 năm 1989.

Two factors make this return even more remarkable. First, leverage did not produce it: Almost all our major facilities are owned, not leased, and such small debt as these operations have is basically offset by cash they hold. In fact, if the measurement was return on assets - a calculation that eliminates the effect of debt upon returns - our group would rank in Fortune's top ten.

Có hai yếu tố khiến mức tỷ suất lợi nhuận này trở nên đáng kinh ngạc hơn nữa: Thứ nhất, kết quả này không đến từ đòn bẩy tài chính: Hầu hết tất cả các cơ sở vật chất chính của chúng tôi đều thuộc quyền sở hữu chứ không phải đi thuê, và những khoản nợ nhỏ mà các đơn vị này đang gánh vác cơ bản đã được bù đắp bởi lượng tiền mặt mà họ nắm giữ. Thực tế, nếu phép đo là tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) — một phép tính loại bỏ ảnh hưởng của nợ vay đối với lợi nhuận — thì nhóm doanh nghiệp của chúng tôi sẽ đứng trong top 10 của Fortune.

Equally important, our return was not earned from industries, such as cigarettes or network television stations, possessing spectacular economics for all participating in them. Instead it came from a group of businesses operating in such prosaic fields as furniture retailing, candy, vacuum cleaners, and even steel warehousing. The explanation is clear: Our extraordinary returns flow

from outstanding operating managers, not fortuitous industry economics.

Thứ hai, và cũng quan trọng không kém, lợi nhuận của chúng tôi không đến từ những ngành có đặc tính kinh tế ngoạn mục cho tất cả mọi người tham gia, chẳng hạn như thuốc lá hay các đài truyền hình mạng lưới. Thay vào đó, nó đến từ một nhóm doanh nghiệp hoạt động trong những lĩnh vực hết sức tầm thường như bán lẻ nội thất, kẹo, máy hút bụi, và thậm chí là kho chứa thép. Lời giải thích cho điều này rất rõ ràng: Lợi nhuận phi thường của chúng tôi bắt nguồn từ những nhà quản lý vận hành xuất chúng, chứ không phải nhờ vào may mắn từ các đặc tính kinh tế của ngành.

Let's look at the larger operations:

Hãy cùng xem xét những mảng vận hành lớn hơn:

o It was a poor year for retailing - particularly for big-ticket items - but someone forgot to tell Ike Friedman at Borsheim's. Sales were up 18%. That's both a same-stores and all-stores percentage, since Borsheim's operates but one establishment.

o Đó là một năm tồi tệ đối với ngành bán lẻ – đặc biệt là với những mặt hàng giá trị lớn – nhưng có vẻ như ai đó đã quên không báo điều này cho Ike Friedman tại Borsheim's. Doanh số bán hàng tại đây đã tăng 18%. Đó là con số tăng trưởng cho cả "cùng cửa hàng" lẫn "toàn hệ thống", đơn giản vì Borsheim's chỉ vận hành duy nhất một cơ sở.

But, oh, what an establishment! We can't be sure about the fact (because most fine-jewelry retailers are privately owned) but we believe that this jewelry store does more volume than any other in the U.S., except for Tiffany's New York store.

Nhưng, ôi chao, đó là một cơ sở như thế nào! Chúng tôi không thể chắc chắn về dữ liệu thực tế (vì hầu hết các nhà bán lẻ đồ trang sức cao cấp đều là công ty tư nhân), nhưng chúng tôi tin rằng cửa hàng trang sức này có doanh số lớn hơn bất kỳ cửa hàng nào khác tại Hoa Kỳ, ngoại trừ cửa hàng của Tiffany tại New York.

Borsheim's could not do nearly that well if our customers came only from the Omaha metropolitan area, whose population is about 600,000. We have long had a huge percentage of greater Omaha's jewelry business, so growth in that market is necessarily limited. But every year business from non-Midwest customers grows dramatically. Many visit the store in person. A large number of others, however, buy through the mail in a manner you will find interesting.

Borsheim's không thể làm tốt được đến thế nếu khách hàng của chúng tôi chỉ đến từ khu vực đô thị Omaha, nơi có dân số khoảng 600.000 người. Từ lâu, chúng tôi đã chiếm một tỷ lệ rất lớn trong mảng kinh doanh trang sức ở vùng Omaha rộng lớn, vì vậy sự tăng trưởng ở thị trường đó chắc chắn là có giới hạn. Tuy nhiên, mỗi năm, lượng khách hàng đến từ bên ngoài vùng Trung Tây đang tăng trưởng một cách chóng mặt. Nhiều người đã đích thân đến thăm cửa hàng. Tuy nhiên, một số lượng lớn những người khác lại mua hàng qua thư theo một cách mà quý vị sẽ thấy rất thú vị.

These customers request a jewelry selection of a certain type and value - say, emeralds in the \$10,000 - \$20,000 range - and we then send them five to ten items meeting their specifications

and from which they can pick. Last year we mailed about 1,500 assortments of all kinds, carrying values ranging from under \$1,000 to hundreds of thousands of dollars.

Những khách hàng này yêu cầu một danh mục trang sức thuộc loại và giá trị nhất định — chẳng hạn như ngọc lục bảo trong khoảng từ 10.000 đến 20.000 đô la — và sau đó chúng tôi gửi cho họ từ 5 đến 10 món đồ đáp ứng các thông số kỹ thuật đó để họ lựa chọn. Năm ngoái, chúng tôi đã gửi qua thư khoảng 1.500 bộ sưu tập đủ mọi chủng loại, với giá trị dao động từ dưới 1.000 đô la cho đến hàng trăm ngàn đô la.

The selections are sent all over the country, some to people no one at Borsheim's has ever met. (They must always have been well recommended, however.) While the number of mailings in 1990 was a record, Ike has been sending merchandise far and wide for decades. Misanthropes will be crushed to learn how well our "honor-system" works: We have yet to experience a loss from customer dishonesty.

Các bộ sưu tập được gửi đi khắp cả nước, một số gửi cho những người mà không ai tại Borsheim's từng gặp mặt. (Tuy nhiên, họ luôn phải được giới thiệu từ những nguồn uy tín). Mặc dù số lượng đơn hàng gửi qua thư năm 1990 đạt mức kỷ lục, nhưng thực tế Ike đã gửi hàng đi muôn phương như vậy suốt hàng thập kỷ. Những kẻ hoài nghi về nhân tính sẽ phải thất vọng khi biết "hệ thống danh dự" của chúng tôi hoạt động tốt đến thế nào: Chúng tôi chưa từng phải chịu một tổn thất nào từ sự gian lận của khách hàng.

We attract business nationwide because we have several advantages that competitors can't match. The most important item in the equation is our operating costs, which run about 18% of sales compared to 40% or so at the typical competitor. (Included in the 18% are occupancy and buying costs, which some public companies include in "cost of goods sold.") Just as Wal-Mart, with its 15% operating costs, sells at prices that high-cost competitors can't touch and thereby constantly increases its market share, so does Borsheim's. What works with diapers works with diamonds.

Chúng tôi thu hút kinh doanh trên toàn quốc vì có những lợi thế mà các đối thủ không thể sánh kịp. Yếu tố quan trọng nhất trong phương trình này chính là chi phí vận hành, chỉ chiếm khoảng 18% doanh số, so với mức khoảng 40% của một đối thủ cạnh tranh điển hình. (Trong mức 18% này đã bao gồm cả chi phí thuê mặt bằng và chi phí thu mua hàng). Cũng giống như Wal-Mart, với mức chi phí vận hành 15%, có thể bán hàng với mức giá mà các đối thủ có chi phí cao không thể chạm tới và từ đó liên tục gia tăng thị phần, Borsheim's cũng làm điều tương tự. Những gì hiệu quả với tã giấy cũng sẽ hiệu quả với kim cương.

Our low prices create huge volume that in turn allows us to carry an extraordinarily broad inventory of goods, running ten or more times the size of that at the typical fine-jewelry store. Couple our breadth of selection and low prices with superb service and you can understand how Ike and his family have built a national jewelry phenomenon from an Omaha location.

Mức giá thấp của chúng tôi tạo ra doanh số khổng lồ, và chính doanh số đó lại cho phép chúng tôi duy trì một danh mục hàng tồn kho rộng lớn đến kinh ngạc, gấp mười lần hoặc hơn so với một cửa hàng trang sức cao cấp điển hình. Hãy kết hợp sự đa dạng trong lựa chọn và mức giá thấp với dịch vụ khách hàng tuyệt vời, quý vị sẽ hiểu cách Ike và gia đình ông đã xây dựng nên một "hiện tượng trang sức quốc gia" chỉ từ một địa điểm tại Omaha.

And family it is. Ike's crew always includes son Alan and sons-in-law Marvin Cohn and Donald Yale. And when things are busy - that's often - they are joined by Ike's wife, Roz, and his daughters, Janis and Susie. In addition, Fran Blumkin, wife of Louie (Chairman of Nebraska Furniture Mart and Ike's cousin), regularly pitches in. Finally, you'll find Ike's 89-year-old mother, Rebecca, in the store most afternoons, Wall Street Journal in hand. Given a family commitment like this, is it any surprise that Borsheim's runs rings around competitors whose managers are thinking about how soon 5 o'clock will arrive?

Và đó thực sự là một gia đình. Đội ngũ của Ike luôn bao gồm con trai Alan và các con rể Marvin Cohn, Donald Yale. Khi công việc bận rộn — mà điều đó thì thường xuyên xảy ra — họ có thêm sự giúp sức của Roz (vợ Ike) cùng các con gái Janis và Susie. Ngoài ra, Fran Blumkin, vợ của Louie (Chủ tịch của Nebraska Furniture Mart và là em họ của Ike), cũng thường xuyên tham gia hỗ trợ. Cuối cùng, quý vị sẽ thấy cụ Rebecca, người mẹ 89 tuổi của Ike, có mặt tại cửa hàng hầu hết các buổi chiều với tờ Wall Street Journal trên tay. Với một sự cam kết từ gia đình như thế này, liệu có gì ngạc nhiên khi Borsheim's hoàn toàn "áp đảo" các đối thủ cạnh tranh — những nơi mà quản lý chỉ luôn nghĩ xem bao giờ thì đồng hồ mới điểm 5 giờ chiều để ra về?

- o While Fran Blumkin was helping the Friedman family set records at Borsheim's, her sons, Irv and Ron, along with husband Louie, were setting records at The Nebraska Furniture Mart. Sales at our one-and-only location were \$159 million, up 4% from 1989. Though again the fact can't be conclusively proved, we believe NFM does close to double the volume of any other home furnishings store in the country.

- o Trong khi Fran Blumkin đang giúp gia đình Friedman lập kỷ lục tại Borsheim's, thì các con trai của bà là Irv và Ron, cùng với người chồng Louie, cũng đang thiết lập những kỷ lục mới tại Nebraska Furniture Mart. Doanh số tại cơ sở duy nhất của chúng tôi đạt 159 triệu đô la, tăng 4% so với năm 1989. Dù một lần nữa điều này không thể được chứng minh một cách tuyệt đối, nhưng chúng tôi tin rằng NFM có doanh số gần gấp đôi so với bất kỳ cửa hàng nội thất gia đình nào khác trên toàn quốc.

The NFM formula for success parallels that of Borsheim's. First, operating costs are rock-bottom - 15% in 1990 against about 40% for Levitz, the country's largest furniture retailer, and 25% for Circuit City Stores, the leading discount retailer of electronics and appliances. Second, NFM's low costs allow the business to price well below all competitors. Indeed, major chains, knowing what they will face, steer clear of Omaha. Third, the huge volume generated by our bargain prices allows us to carry the broadest selection of merchandise available anywhere.

Công thức thành công của NFM tương đồng với Borsheim's:

Thứ nhất, chi phí vận hành ở mức thấp nhất có thể: 15% vào năm 1990 so với khoảng 40% của Levitz (nhà bán lẻ nội thất lớn nhất nước Mỹ) và 25% của Circuit City Stores (nhà bán lẻ điện tử và thiết bị gia dụng giá rẻ hàng đầu).

Thứ hai, chi phí thấp cho phép NFM định giá thấp hơn hẳn mọi đối thủ. Thậm chí, các chuỗi cửa hàng lớn, vì biết rõ những gì mình sẽ phải đối mặt, đều tránh xa thị trường Omaha.

Thứ ba, doanh số khổng lồ từ mức giá rẻ cho phép chúng tôi duy trì danh mục hàng hóa đa dạng nhất hiện có ở bất cứ đâu.

Some idea of NFM's merchandising power can be gleaned from a recent report of consumer behavior in Des Moines, which showed that NFM was Number 3 in popularity among 20 furniture retailers serving that city. That may sound like no big deal until you consider that 19 of those retailers are located in Des Moines, whereas our store is 130 miles away. This leaves customers driving a distance equal to that between Washington and Philadelphia in order to shop with us, even though they have a multitude of alternatives next door. In effect, NFM, like Borsheim's, has dramatically expanded the territory it serves - not by the traditional method of opening new stores but rather by creating an irresistible magnet that employs price and selection to pull in the crowds.

Quý vị có thể hình dung về sức mạnh thương mại của NFM thông qua một báo cáo gần đây về hành vi người tiêu dùng tại Des Moines: NFM đứng thứ 3 về mức độ phổ biến trong số 20 nhà bán lẻ nội thất phục vụ thành phố đó. Điều này nghe có vẻ không có gì to tát cho đến khi quý vị biết rằng 19 nhà bán lẻ còn lại đều nằm ngay tại Des Moines, trong khi cửa hàng của chúng tôi cách đó tới 130 dặm (khoảng 210 km). Điều này đồng nghĩa với việc khách hàng phải lái một quãng đường tương đương từ Washington đến Philadelphia chỉ để mua sắm tại chỗ chúng tôi, ngay cả khi họ có vô số lựa chọn khác ngay sát vách nhà. Về hiệu quả, NFM cũng giống như Borsheim's, đã mở rộng lãnh thổ phục vụ một cách ngoạn mục — không phải bằng phương pháp truyền thống là mở thêm cửa hàng mới, mà bằng cách tạo ra một "thời nam châm không thể cưỡng lại" sử dụng giá cả và sự đa dạng để thu hút đám đông.

Last year at the Mart there occurred an historic event: I experienced a counterrevelation. Regular readers of this report know that I have long scorned the boasts of corporate executives about synergy, deriding such claims as the last refuge of scoundrels defending foolish acquisitions. But now I know better: In Berkshire's first synergistic explosion, NFM put a See's candy cart in the store late last year and sold more candy than that moved by some of the full-fledged stores See's operates in California. This success contradicts all tenets of retailing. With the Blumkins, though, the impossible is routine.

Năm ngoái tại Nebraska Furniture Mart (NFM) đã xảy ra một sự kiện mang tính lịch sử: Tôi đã trải qua một sự "giác ngộ ngược". Những độc giả thường xuyên của báo cáo này đều biết rằng từ lâu tôi luôn khinh miệt những lời khoe khoang của các giám đốc điều hành về "sự cộng hưởng" (synergy), coi những tuyên bố đó là nơi ẩn náu cuối cùng của những kẻ lừa đảo nhằm bào chữa cho các vụ thâu tóm ngu ngốc. Nhưng giờ đây tôi đã hiểu rõ hơn: Trong vụ nổ "cộng hưởng" đầu tiên của Berkshire, NFM đã đặt một xe đẩy kẹo See's Candy trong cửa hàng vào cuối năm ngoái và đã bán được nhiều kẹo hơn cả doanh số của một số cửa hàng chính thức mà See's đang vận hành tại California. Thành công này đi ngược lại mọi nguyên tắc của ngành bán lẻ. Thế nhưng, với gia đình Blumkin, những điều không tưởng lại là chuyện thường ngày.

o At See's, physical volume set a record in 1990 - but only barely and only because of good sales early in the year. After the invasion of Kuwait, mall traffic in the West fell. Our poundage volume at Christmas dropped slightly, though our dollar sales were up because of a 5% price increase.

o Tại See's, sản lượng thực tế đã lập kỷ lục vào năm 1990 — nhưng chỉ suýt soát và chủ yếu nhờ vào doanh số tốt hồi đầu năm. Sau khi Kuwait bị xâm lược, lưu lượng khách tại các trung tâm thương mại ở miền Tây đã sụt giảm. Sản lượng tính theo pound của chúng tôi vào dịp

Giáng sinh giảm nhẹ, dù doanh thu tính theo đô la vẫn tăng nhờ việc tăng giá 5%.

That increase, and better control of expenses, improved profit margins. Against the backdrop of a weak retailing environment, Chuck Huggins delivered outstanding results, as he has in each of the nineteen years we have owned See's. Chuck's imprint on the business - a virtual fanaticism about quality and service - is visible at all of our 225 stores.

Việc tăng giá đó, cùng với khả năng kiểm soát chi phí tốt hơn, đã cải thiện biên lợi nhuận. Trong bối cảnh môi trường bán lẻ yếu kém, Chuck Huggins đã mang lại những kết quả xuất sắc, giống như cách ông đã làm trong suốt 19 năm kể từ khi chúng tôi sở hữu See's. Dấu ấn của Chuck đối với doanh nghiệp — một sự tôn thờ gần như cuồng tín về chất lượng và dịch vụ — có thể được nhìn thấy tại tất cả 225 cửa hàng của chúng tôi.

One happening in 1990 illustrates the close bond between See's and its customers. After 15 years of operation, our store in Albuquerque was endangered: The landlord would not renew our lease, wanting us instead to move to an inferior location in the mall and even so to pay a much higher rent. These changes would have wiped out the store's profit. After extended negotiations got us nowhere, we set a date for closing the store.

Một sự kiện xảy ra vào năm 1990 đã minh họa cho mối liên kết chặt chẽ giữa See's và khách hàng của mình. Sau 15 năm hoạt động, cửa hàng của chúng tôi tại Albuquerque gặp nguy hiểm: Chủ mặt bằng không chịu gia hạn hợp đồng thuê, họ muốn chúng tôi chuyển đến một vị trí kém hơn trong trung tâm thương mại mà vẫn phải trả mức thuê cao hơn nhiều. Những thay đổi này sẽ xóa sạch lợi nhuận của cửa hàng. Sau khi các cuộc thương lượng kéo dài không đi đến đâu, chúng tôi đã ấn định ngày đóng cửa cửa hàng.

On her own, the store's manager, Ann Filkins, then took action, urging customers to protest the closing. Some 263 responded by sending letters and making phone calls to See's headquarters in San Francisco, in some cases threatening to boycott the mall. An alert reporter at the Albuquerque paper picked up the story. Supplied with this evidence of a consumer uprising, our landlord offered us a satisfactory deal. (He, too, proved susceptible to a counterrevolution.)

Một cách tự thân, quản lý cửa hàng là Ann Filkins đã hành động, kêu gọi khách hàng phản đối việc đóng cửa. Khoảng 263 người đã hưởng ứng bằng cách gửi thư và gọi điện đến trụ sở chính của See's ở San Francisco, trong một số trường hợp họ còn đe dọa tẩy chay trung tâm thương mại đó. Một phóng viên nhanh nhạy tại tờ báo Albuquerque đã nắm bắt được câu chuyện. Trước bằng chứng về một "cuộc nổi dậy" của người tiêu dùng, chủ mặt bằng đã đề nghị với chúng tôi một thỏa thuận thỏa đáng. (Ông ta, hóa ra, cũng nhạy bén với một sự "giác ngộ ngược").

Chuck subsequently wrote personal letters of thanks to every loyalist and sent each a gift certificate. He repeated his thanks in a newspaper ad that listed the names of all 263. The sequel: Christmas sales in Albuquerque were up substantially.

Sau đó, Chuck đã viết thư tay cảm ơn từng người trung thành và gửi tặng mỗi người một phiếu quà tặng. Ông cũng lặp lại lời cảm ơn của mình trong một quảng cáo trên báo, liệt kê tên của tất cả 263 người. Kết quả là: Doanh số Giáng sinh tại Albuquerque đã tăng trưởng đáng kể.

- o Charlie and I were surprised at developments this past year in the media industry,

including newspapers such as our Buffalo News. The business showed far more vulnerability to the early stages of a recession than has been the case in the past. The question is whether this erosion is just part of an aberrational cycle - to be fully made up in the next upturn - or whether the business has slipped in a way that permanently reduces intrinsic business values.

o Charlie và tôi đã rất ngạc nhiên trước những diễn biến của ngành truyền thông trong năm qua, bao gồm cả những tờ báo như Buffalo News của chúng tôi. Ngành kinh doanh này bộc lộ sự tổn thương trước những giai đoạn đầu của cuộc suy thoái lớn hơn nhiều so với trước đây. Câu hỏi đặt ra là liệu sự xói mòn này chỉ là một phần của chu kỳ bất thường — sẽ được bù đắp hoàn toàn trong đợt khởi sắc tới — hay liệu ngành này đã trượt dốc theo cách làm giảm vĩnh viễn giá trị nội tại của doanh nghiệp.

Since I didn't predict what has happened, you may question the value of my prediction about what will happen. Nevertheless, I'll proffer a judgment: While many media businesses will remain economic marvels in comparison with American industry generally, they will prove considerably less marvelous than I, the industry, or lenders thought would be the case only a few years ago.

Vì tôi đã không dự đoán được những gì đã xảy ra, quý vị có quyền nghi ngờ giá trị dự báo của tôi về những gì sẽ tới. Tuy nhiên, tôi vẫn đưa ra một nhận định: Mặc dù nhiều doanh nghiệp truyền thông vẫn sẽ là những kỳ quan kinh tế khi so sánh với mặt bằng chung của công nghiệp Hoa Kỳ, nhưng chúng sẽ tỏ ra kém kỳ diệu hơn đáng kể so với những gì tôi, giới trong ngành, hay các chủ nợ từng nghĩ chỉ vài năm trước.

The reason media businesses have been so outstanding in the past was not physical growth, but rather the unusual pricing power that most participants wielded. Now, however, advertising dollars are growing slowly. In addition, retailers that do little or no media advertising (though they sometimes use the Postal Service) have gradually taken market share in certain merchandise categories. Most important of all, the number of both print and electronic advertising channels has substantially increased. As a consequence, advertising dollars are more widely dispersed and the pricing power of ad vendors has diminished. These circumstances materially reduce the intrinsic value of our major media investments and also the value of our operating unit, Buffalo News - though all remain fine businesses.

Lý do khiến các doanh nghiệp truyền thông xuất sắc đến vậy trong quá khứ không phải nhờ sự tăng trưởng vật chất, mà là nhờ quyền năng định giá (pricing power) bất thường mà hầu hết các bên tham gia nắm giữ. Tuy nhiên, hiện nay ngân sách quảng cáo đang tăng trưởng chậm lại. Thêm vào đó, các nhà bán lẻ ít hoặc không quảng cáo trên truyền thông (dù đôi khi họ sử dụng dịch vụ bưu điện) đã dần chiếm lĩnh thị phần trong một số danh mục hàng hóa nhất định. Quan trọng hơn tất cả, số lượng các kênh quảng cáo cả in ấn và điện tử đã tăng lên đáng kể. Hệ quả là, ngân sách quảng cáo bị phân tán rộng hơn và quyền năng định giá của các đơn vị bán quảng cáo đã bị suy giảm. Những hoàn cảnh này làm giảm đáng kể giá trị nội tại của các khoản đầu tư truyền thông lớn của chúng tôi cũng như giá trị của đơn vị vận hành là Buffalo News — mặc dù tất cả vẫn là những doanh nghiệp tốt.

Notwithstanding the problems, Stan Lipsey's management of the News continues to be superb. During 1990, our earnings held up much better than those of most metropolitan papers, falling only 5%. In the last few months of the year, however, the rate of decrease was far greater.

Bất chấp những vấn đề đó, sự quản lý của Stan Lipsey tại Buffalo News vẫn tiếp tục ở mức tuyệt vời. Trong năm 1990, lợi nhuận của chúng tôi giữ vững tốt hơn nhiều so với hầu hết các tờ báo đô thị khác, chỉ giảm 5%. Tuy nhiên, trong vài tháng cuối năm, tốc độ sụt giảm đã lớn hơn nhiều.

I can safely make two promises about the News in 1991: (1) Stan will again rank at the top among newspaper publishers; and (2) earnings will fall substantially. Despite a slowdown in the demand for newsprint, the price per ton will average significantly more in 1991 and the paper's labor costs will also be considerably higher. Since revenues may meanwhile be down, we face a real squeeze.

Tôi có thể tự tin đưa ra hai lời hứa về tờ News trong năm 1991: (1) Stan sẽ tiếp tục đứng trong hàng ngũ những nhà xuất bản báo chí hàng đầu; và (2) lợi nhuận sẽ sụt giảm đáng kể. Bất chấp nhu cầu về giấy in báo đang chậm lại, giá mỗi tấn giấy trung bình trong năm 1991 sẽ cao hơn đáng kể và chi phí nhân công của tờ báo cũng sẽ tăng lên nhiều. Trong khi đó, doanh thu có thể sẽ sụt giảm, chúng tôi đang phải đối mặt với một tình thế bị thắt chặt thực sự.

Profits may be off but our pride in the product remains. We continue to have a larger "news hole" - the portion of the paper devoted to news - than any comparable paper. In 1990, the proportion rose to 52.3% against 50.1% in 1989. Alas, the increase resulted from a decline in advertising pages rather than from a gain in news pages. Regardless of earnings pressures, we will maintain at least a 50% news hole. Cutting product quality is not a proper response to adversity.

Lợi nhuận có thể giảm, nhưng niềm tự hào của chúng tôi về sản phẩm vẫn vẹn nguyên. Chúng tôi tiếp tục duy trì một "news hole" (diện tích dành cho tin tức) lớn hơn bất kỳ tờ báo tương đương nào. Năm 1990, tỷ lệ này đã tăng lên mức 52,3% so với 50,1% của năm 1989. Than ôi, sự gia tăng này đến từ việc số trang quảng cáo sụt giảm chứ không phải do số trang tin tức tăng lên. Bất kể những áp lực về lợi nhuận, chúng tôi sẽ duy trì tỷ lệ "news hole" ít nhất là 50%. Cắt giảm chất lượng sản phẩm không phải là cách ứng phó đúng đắn trước nghịch cảnh.

o The news at Fechheimer, our manufacturer and retailer of uniforms, is all good with one exception: George Heldman, at 69, has decided to retire. I tried to talk him out of it but he had one irrefutable argument: With four other Heldmans - Bob, Fred, Gary and Roger - to carry on, he was leaving us with an abundance of managerial talent.

o Tin tức tại Fechheimer, nhà sản xuất và bán lẻ đồng phục của chúng tôi, tất cả đều tốt ngoại trừ một ngoại lệ: George Heldman, ở tuổi 69, đã quyết định nghỉ hưu. Tôi đã cố gắng thuyết phục ông ấy thay đổi ý định nhưng ông ấy đã đưa ra một lập luận không thể phủ nhận: Với bốn người nhà Heldman khác — Bob, Fred, Gary và Roger — đang tiếp quản, ông ấy đang để lại cho chúng tôi một sự dồi dào về tài năng quản lý.

Fechheimer's operating performance improved considerably in 1990, as many of the problems we encountered in integrating the large acquisition we made in 1988 were moderated or solved. However, several unusual items caused the earnings reported in the "Sources" table to be flat. In the retail operation, we continue to add stores and now have 42 in 22 states. Overall, prospects appear excellent for Fechheimer.

Kết quả vận hành của Fechheimer đã cải thiện đáng kể trong năm 1990, khi nhiều vấn đề

mà chúng tôi gặp phải trong việc tích hợp thương vụ thu tóm lớn thực hiện vào năm 1988 đã được giảm bớt hoặc giải quyết xong. Tuy nhiên, một vài hạng mục bất thường đã khiến lợi nhuận được báo cáo trong bảng "Nguồn thu nhập" dường như đậm chân tại chỗ. Trong hoạt động bán lẻ, chúng tôi tiếp tục mở thêm cửa hàng và hiện có 42 cơ sở tại 22 bang. Nhìn chung, triển vọng của Fechheimer có vẻ rất tuyệt vời.

o At Scott Fetzer, Ralph Schey runs 19 businesses with a mastery few bring to running one. In addition to overseeing three entities listed on page 6 - World Book, Kirby, and Scott Fetzer Manufacturing - Ralph directs a finance operation that earned a record \$12.2 million pre-tax in 1990.

o Tại Scott Fetzer, Ralph Schey điều hành 19 doanh nghiệp với một sự tinh thông mà hiếm người có được khi điều hành dù chỉ một doanh nghiệp. Ngoài việc giám sát ba đơn vị chính — World Book (Bách khoa toàn thư), Kirby (Máy hút bụi) và Scott Fetzer Manufacturing (Sản xuất công nghiệp) — Ralph còn trực tiếp điều hành một mảng tài chính đã đạt lợi nhuận trước thuế kỷ lục 12,2 triệu đô la vào năm 1990.

Were Scott Fetzer an independent company, it would rank close to the top of the Fortune 500 in terms of return on equity, although it is not in businesses that one would expect to be economic champs. The superior results are directly attributable to Ralph.

Nếu Scott Fetzer là một công ty độc lập, nó sẽ xếp gần vị trí dẫn đầu của danh sách Fortune 500 xét về tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), mặc dù các ngành nghề của nó không phải là những ngành được kỳ vọng sẽ trở thành "quán quân kinh tế". Kết quả vượt trội này trực tiếp đến từ năng lực của Ralph.

At World Book, earnings improved on a small decrease in unit volume. The costs of our decentralization move were considerably less in 1990 than 1989 and the benefits of decentralization are being realized. World Book remains far and away the leader in United States encyclopedia sales and we are growing internationally, though from a small base.

World Book: Lợi nhuận được cải thiện dù sản lượng đơn vị giảm nhẹ. Chi phí cho việc phi tập trung hóa trong năm 1990 thấp hơn đáng kể so với năm 1989 và những lợi ích của việc này đang dần hiện rõ. World Book vẫn duy trì vị thế dẫn đầu tuyệt đối trong mảng bán bách khoa toàn thư tại Hoa Kỳ và chúng tôi đang tăng trưởng ở thị trường quốc tế, dù xuất phát từ con số khiêm tốn.

Kirby unit volume grew substantially in 1990 with the help of our new vacuum cleaner, The Generation 3, which was an unqualified success. Earnings did not grow as fast as sales because of both start-up expenditures and "learning-curve" problems we encountered in manufacturing the new product. International business, whose dramatic growth I described last year, had a further 20% sales gain in 1990. With the aid of a recent price increase, we expect excellent earnings at Kirby in 1991.

Kirby: Sản lượng đơn vị tăng mạnh trong năm 1990 nhờ mẫu máy hút bụi mới, The Generation 3, vốn là một thành công mỹ mãn. Lợi nhuận không tăng nhanh bằng doanh thu do các chi phí khởi động và các vấn đề về "đường cong học tập" (learning-curve) mà chúng tôi gặp phải khi sản xuất sản phẩm mới. Mảng kinh doanh quốc tế tiếp tục đạt mức tăng trưởng doanh số thêm

20% trong năm 1990. Với sự hỗ trợ từ việc tăng giá gần đây, chúng tôi kỳ vọng Kirby sẽ có lợi nhuận tuyệt vời trong năm 1991.

Within the Scott Fetzer Manufacturing Group, Campbell Hausfeld, its largest unit, had a particularly fine year. This company, the country's leading producer of small and medium-sized air compressors, achieved record sales of \$109 million, more than 30% of which came from products introduced during the last five years.

Scott Fetzer Manufacturing: Campbell Hausfeld, đơn vị lớn nhất trong nhóm, đã có một năm đặc biệt rực rỡ. Công ty này, nhà sản xuất máy nén khí cỡ nhỏ và vừa hàng đầu quốc gia, đã đạt doanh thu kỷ lục 109 triệu đô la, trong đó hơn 30% đến từ các sản phẩm mới được giới thiệu trong 5 năm qua.

* * * * *

In looking at the figures for our non-insurance operations, you will see that net worth increased by only \$47 million in 1990 although earnings were \$133 million. This does not mean that our managers are in any way skimping on investments that strengthen their business franchises or that promote growth. Indeed, they diligently pursue both goals.

Khi nhìn vào các số liệu cho các hoạt động phi bảo hiểm của chúng tôi, quý vị sẽ thấy rằng giá trị tài sản ròng (net worth) chỉ tăng thêm 47 triệu đô la trong năm 1990, mặc dù lợi nhuận đạt tới 133 triệu đô la. Điều này không có nghĩa là các nhà quản lý của chúng tôi đang cắt giảm các khoản đầu tư nhằm củng cố đặc quyền kinh doanh (franchise) hoặc thúc đẩy tăng trưởng. Ngược lại, họ vẫn đang cần mẫn theo đuổi cả hai mục tiêu đó.

But they also never deploy capital without good reason. The result: In the past five years they have funneled well over 80% of their earnings to Charlie and me for use in new business and investment opportunities.

Tuy nhiên, họ cũng không bao giờ triển khai vốn mà không có lý do chính đáng. Kết quả là: Trong 5 năm qua, họ đã chuyển hơn 80% lợi nhuận của mình về cho Charlie và tôi để sử dụng cho các cơ hội kinh doanh và đầu tư mới.

Insurance Operations

Hoạt Động Bảo Hiểm

Shown below is an updated version of our usual table presenting key figures for the property-casualty insurance industry:

Dưới đây là phiên bản cập nhật của bảng số liệu quen thuộc trình bày các số liệu then chốt của ngành bảo hiểm tài sản và tai nạn (property-casualty insurance):

	<i>Yearly Change in Premiums Written (%)</i>	<i>Combined Ratio After Policyholder Dividends</i>	<i>Yearly Change in Incurred Losses (%)</i>	<i>Inflation Rate Measured by GNP Deflator (%)</i>
1981	3.8	106.0	6.5	9.6
1982	3.7	109.6	8.4	6.5
1983	5.0	112.0	6.8	3.8
1984	8.5	118.0	16.9	3.8
1985	22.1	116.3	16.1	3.0
1986	22.2	108.0	13.5	2.6
1987	9.4	104.6	7.8	3.1
1988	4.4	105.4	5.5	3.3
1989 (Revised)	3.2	109.2	7.7	4.1
1990(Est.)	4.5	109.8	5.0	4.1

Source: A.M. Best Co.

Yearly Change in Premiums Written (%) / Thay đổi doanh thu phí bảo hiểm hàng năm (%)

Combined Ratio After Policyholder Dividends / Tỷ lệ kết hợp sau cổ tức cho chủ hợp đồng

Yearly Change in Incurred Losses (%) / Thay đổi tổn thất phát sinh hàng năm (%)

Inflation Rate Measured by GNP Deflator (%) / Tỷ lệ lạm phát đo bằng chỉ số giảm phát GNP (%)

The combined ratio represents total insurance costs (losses incurred plus expenses) compared to revenue from premiums: A ratio below 100 indicates an underwriting profit, and one above 100 indicates a loss. The higher the ratio, the worse the year. When the investment income that an insurer earns from holding policyholders' funds ("the float") is taken into account, a combined ratio in the 107 - 111 range typically produces an overall breakeven result, exclusive of earnings on the funds provided by shareholders.

Tỷ lệ kết hợp (combined ratio) thể hiện tổng chi phí bảo hiểm (bao gồm các tổn thất phát sinh cộng với các chi phí vận hành) so với doanh thu từ phí bảo hiểm: Một tỷ lệ dưới 100 cho thấy có lãi từ hoạt động nghiệp vụ. Một tỷ lệ trên 100 cho thấy bị lỗ nghiệp vụ. Tỷ lệ này càng cao, năm đó kết quả kinh doanh càng tệ. Khi tính đến thu nhập đầu tư mà một công ty bảo hiểm kiếm được từ việc nắm giữ tiền của chủ hợp đồng ("dòng vốn chiếm dụng" - float), một tỷ lệ kết hợp trong khoảng 107 – 111 thường sẽ tạo ra kết quả hòa vốn tổng thể (không tính đến lợi nhuận từ nguồn vốn do cổ đông đóng góp).

For the reasons laid out in previous reports, we expect the industry's incurred losses to grow at an average of 10% annually, even in periods when general inflation runs considerably lower. (Over the last 25 years, incurred losses have in reality grown at a still faster rate, 11%.) If premium growth meanwhile materially lags that 10% rate, underwriting losses will mount, though the industry's tendency to under-reserve when business turns bad may obscure their size for a time.

Vì những lý do đã nêu trong các báo cáo trước, chúng tôi dự báo các khoản tổn thất phát sinh của ngành sẽ tăng trung bình 10% mỗi năm, ngay cả trong những giai đoạn lạm phát chung thấp hơn mức đó đáng kể. (Thực tế, trong 25 năm qua, các khoản tổn thất phát sinh đã tăng với tốc

độ nhanh hơn, ở mức 11%). Nếu trong khi đó, sự tăng trưởng phí bảo hiểm lại tụt hậu đáng kể so với tỷ lệ 10% này, các khoản lỗ nghiệp vụ sẽ chất chồng, mặc dù xu hướng trích lập dự phòng thiếu của ngành khi kinh doanh sa sút có thể che đậy quy mô thực sự của những khoản lỗ đó trong một thời gian.

Last year premium growth fell far short of the required 10% and underwriting results therefore worsened. (In our table, however, the severity of the deterioration in 1990 is masked because the industry's 1989 losses from Hurricane Hugo caused the ratio for that year to be somewhat above trendline.) The combined ratio will again increase in 1991, probably by about two points.

Năm ngoái, mức tăng trưởng phí bảo hiểm đã thấp hơn nhiều so với con số 10% cần thiết, và do đó kết quả nghiệp vụ đã trở nên tồi tệ hơn. (Tuy nhiên, trong bảng số liệu của chúng tôi, mức độ nghiêm trọng của sự sụt giảm trong năm 1990 đã bị che lấp vì những tổn thất từ Con bão Hugo năm 1989 đã khiến tỷ lệ của năm đó cao hơn mức xu hướng bình thường). Tỷ lệ kết hợp sẽ lại tăng vào năm 1991, có thể là thêm khoảng hai điểm phần trăm nữa.

Results will improve only when most insurance managements become so fearful that they run from business, even though it can be done at much higher prices than now exist. At some point these managements will indeed get the message: The most important thing to do when you find yourself in a hole is to stop digging. But so far that point hasn't gotten across: Insurance managers continue to dig - sullenly but vigorously.

Kết quả kinh doanh của ngành chỉ cải thiện khi ban điều hành của hầu hết các công ty bảo hiểm trở nên sợ hãi đến mức họ phải tháo chạy khỏi các thương vụ, ngay cả khi những thương vụ đó có thể được thực hiện với mức giá cao hơn nhiều so với hiện nay. Đến một lúc nào đó, các ban điều hành này chắc chắn sẽ nhận ra thông điệp: Điều quan trọng nhất cần làm khi bạn thấy mình đang ở dưới một cái hố là hãy ngừng đào. Thế nhưng, cho đến nay, thông điệp đó vẫn chưa được thấm nhuần: Các nhà quản lý bảo hiểm vẫn tiếp tục đào — một cách lầm lũi nhưng vô cùng hăng hái.

The picture would change quickly if a major physical or financial catastrophe were to occur. Absent such a shock, one to two years will likely pass before underwriting losses become large enough to raise management fear to a level that would spur major price increases. When that moment arrives, Berkshire will be ready - both financially and psychologically - to write huge amounts of business.

Cục diện sẽ thay đổi nhanh chóng nếu một thảm họa lớn về vật chất hoặc tài chính xảy ra. Nếu không có một cú sốc như vậy, có lẽ phải mất từ một đến hai năm nữa trước khi các khoản lỗ nghiệp vụ trở nên đủ lớn để đẩy sự sợ hãi của ban điều hành lên mức thúc đẩy việc tăng giá mạnh mẽ. Khi thời điểm đó đến, Berkshire sẽ sẵn sàng — cả về mặt tài chính lẫn tâm lý — để ký kết những hợp đồng bảo hiểm khổng lồ.

In the meantime, our insurance volume continues to be small but satisfactory. In the next section of this report we will give you a framework for evaluating insurance results. From that discussion, you will gain an understanding of why I am so enthusiastic about the performance of our insurance manager, Mike Goldberg, and his cadre of stars, Rod Eldred, Dinos Iordanou, Ajit Jain, and Don Wurster.

Trong thời gian chờ đợi, quy mô mảng bảo hiểm của chúng tôi vẫn duy trì ở mức nhỏ nhưng đạt yêu cầu. Trong phần tiếp theo của báo cáo này, chúng tôi sẽ cung cấp cho quý vị một khuôn khổ để đánh giá kết quả bảo hiểm. Từ cuộc thảo luận đó, quý vị sẽ hiểu tại sao tôi lại nhiệt huyết đến vậy về hiệu suất của quản lý mảng bảo hiểm là Mike Goldberg cùng đội ngũ ngôi sao của ông: Rod Eldred, Dinos Iordanou, Ajit Jain và Don Wurster.

In assessing our insurance results over the next few years, you should be aware of one type of business we are pursuing that could cause them to be unusually volatile. If this line of business expands, as it may, our underwriting experience will deviate from the trendline you might expect: In most years we will somewhat exceed expectations and in an occasional year we will fall far below them.

Khi đánh giá kết quả bảo hiểm của chúng tôi trong vài năm tới, quý vị nên lưu ý về một loại hình kinh doanh mà chúng tôi đang theo đuổi có thể khiến kết quả trở nên biến động bất thường. Nếu mảng kinh doanh này mở rộng, kết quả nghiệp vụ của chúng tôi sẽ chệch khỏi đường xu hướng mà quý vị mong đợi: Trong hầu hết các năm, chúng tôi sẽ hơi vượt kỳ vọng, nhưng vào một năm thỉnh thoảng nào đó, chúng tôi sẽ tụt lại rất xa phía dưới.

The volatility I predict reflects the fact that we have become a large seller of insurance against truly major catastrophes ("super-cats"), which could for example be hurricanes, windstorms or earthquakes. The buyers of these policies are reinsurance companies that themselves are in the business of writing catastrophe coverage for primary insurers and that wish to "lay off," or rid themselves, of part of their exposure to catastrophes of special severity. Because the need for these buyers to collect on such a policy will only arise at times of extreme stress - perhaps even chaos - in the insurance business, they seek financially strong sellers. And here we have a major competitive advantage: In the industry, our strength is unmatched.

Sự biến động mà tôi dự đoán phản ánh một thực tế là chúng tôi đã trở thành bên bán lớn cho loại hình bảo hiểm chống lại những thảm họa thực sự lớn ("super-cats"), ví dụ như các cơn bão lớn, gió lốc hoặc động đất. Người mua các hợp đồng này là những công ty tái bảo hiểm — bản thân họ cũng đang kinh doanh việc bảo hiểm thảm họa cho các công ty bảo hiểm gốc và họ muốn "đẩy bớt" (lay off) hoặc rũ bỏ một phần rủi ro trước những thảm họa có mức độ nghiêm trọng đặc biệt. Bởi vì nhu cầu bồi thường của những người mua này chỉ phát sinh vào những thời điểm cực kỳ căng thẳng — thậm chí là hỗn loạn — trong ngành bảo hiểm, nên họ tìm kiếm những người bán có tiềm lực tài chính hùng mạnh. Và đây chính là nơi chúng tôi có một lợi thế cạnh tranh cốt lõi: Trong ngành này, sức mạnh của chúng tôi là vô đối.

A typical super-cat contract is complicated. But in a plain- vanilla instance we might write a one-year, \$10 million policy providing that the buyer, a reinsurer, would be paid that sum only if a catastrophe caused two results: (1) specific losses for the reinsurer above a threshold amount; and (2) aggregate losses for the insurance industry of, say, more than \$5 billion. Under virtually all circumstances, loss levels that satisfy the second condition will also have caused the first to be met.

Một hợp đồng siêu thảm họa (super-cat) điển hình thường rất phức tạp. Nhưng trong một ví dụ cơ bản nhất (plain-vanilla), chúng tôi có thể ký một hợp đồng thời hạn một năm, trị giá 10 triệu đô la, trong đó quy định rằng bên mua — là một công ty tái bảo hiểm — sẽ chỉ được bồi thường số tiền đó nếu một thảm họa gây ra hai kết quả:

(1) Các tổn thất cụ thể của công ty tái bảo hiểm đó vượt quá một ngưỡng nhất định; và (2) Tổng tổn thất chung của toàn ngành bảo hiểm đạt mức, giả sử là trên 5 tỷ đô la.

Trong hầu hết mọi tình huống, mức độ tổn thất đủ để thỏa mãn điều kiện thứ hai thì cũng thường dẫn đến việc điều kiện thứ nhất được đáp ứng.

For this \$10 million policy, we might receive a premium of, say, \$3 million. Say, also, that we take in annual premiums of \$100 million from super-cat policies of all kinds. In that case we are very likely in any given year to report either a profit of close to \$100 million or a loss of well over \$200 million. Note that we are not spreading risk as insurers typically do; we are concentrating it. Therefore, our yearly combined ratio on this business will almost never fall in the industry range of 100 - 120, but will instead be close to either zero or 300%.

Đối với một hợp đồng bảo hiểm trị giá 10 triệu đô la loại này, chúng tôi có thể nhận được mức phí bảo hiểm, giả dụ là 3 triệu đô la. Giả sử thêm rằng chúng tôi thu về phí bảo hiểm hàng năm là 100 triệu đô la từ các hợp đồng siêu thảm họa đủ mọi loại. Trong trường hợp đó, rất có khả năng trong bất kỳ năm nào, chúng tôi sẽ báo cáo hoặc là khoản lãi gần 100 triệu đô la, hoặc là khoản lỗ hơn 200 triệu đô la. Hãy lưu ý rằng chúng tôi không phân tán rủi ro như cách các công ty bảo hiểm thông thường vẫn làm; chúng tôi đang tập trung rủi ro. Do đó, tỷ lệ kết hợp (combined ratio) hàng năm của chúng tôi trong mảng kinh doanh này hầu như sẽ không bao giờ nằm trong khoảng 100 - 120 của ngành, mà thay vào đó sẽ gần bằng 0 hoặc lên tới 300%.

Most insurers are financially unable to tolerate such swings. And if they have the ability to do so, they often lack the desire. They may back away, for example, because they write gobs of primary property insurance that would deliver them dismal results at the very time they would be experiencing major losses on super- cat reinsurance. In addition, most corporate managements believe that their shareholders dislike volatility in results.

Hầu hết các công ty bảo hiểm về mặt tài chính không thể chịu đựng được những biến động như vậy. Và nếu họ có khả năng, họ cũng thường thiếu đi ý muốn đó. Chẳng hạn, họ có thể lùi bước vì họ đã ký quá nhiều hợp đồng bảo hiểm tài sản sơ cấp — thứ sẽ mang lại kết quả thê thảm cho họ ngay tại thời điểm họ đang phải chịu những tổn thất lớn từ tái bảo hiểm siêu thảm họa. Ngoài ra, hầu hết ban điều hành các tập đoàn tin rằng cổ đông của họ ghét sự biến động trong kết quả kinh doanh.

We can take a different tack: Our business in primary property insurance is small and we believe that Berkshire shareholders, if properly informed, can handle unusual volatility in profits so long as the swings carry with them the prospect of superior long-term results. (Charlie and I always have preferred a lumpy 15% return to a smooth 12%.)

Chúng tôi có thể đi theo một hướng khác: Mảng kinh doanh bảo hiểm tài sản sơ cấp của chúng tôi rất nhỏ và chúng tôi tin rằng các cổ đông của Berkshire, nếu được thông tin đầy đủ, có thể xử lý được sự biến động bất thường trong lợi nhuận, miễn là những biến động đó mang theo triển vọng về kết quả vượt trội trong dài hạn. (Charlie và tôi luôn ưu tiên một tỷ suất sinh lời 15% đầy "lồi lõm" hơn là một tỷ suất 12% bằng phẳng.)

We want to emphasize three points: (1) While we expect our super-cat business to produce satisfactory results over, say, a decade, we're sure it will produce absolutely terrible results in at least an occasional year; (2) Our expectations can be based on little more than subjective judgments

- for this kind of insurance, historical loss data are of very limited value to us as we decide what rates to charge today; and (3) Though we expect to write significant quantities of super-cat business, we will do so only at prices we believe to be commensurate with risk. If competitors become optimistic, our volume will fall. This insurance has, in fact, tended in recent years to be woefully underpriced; most sellers have left the field on stretchers.

Chúng tôi muốn nhấn mạnh ba điểm sau: (1) Mặc dù chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh siêu thảm họa (super-cat) sẽ mang lại kết quả hải lòng trong khoảng, giả sử là một thập kỷ, nhưng chúng tôi chắc chắn rằng nó sẽ tạo ra những kết quả tuyệt đối tồi tệ trong ít nhất là một vài năm ngẫu nhiên nào đó; (2) Các kỳ vọng của chúng tôi chỉ có thể dựa trên những phán đoán chủ quan — đối với loại hình bảo hiểm này, dữ liệu tổn thất trong quá khứ có giá trị rất hạn chế khi chúng tôi quyết định mức phí phải thu ngày hôm nay; và (3) Mặc dù chúng tôi dự định ký kết một lượng lớn hợp đồng siêu thảm họa, chúng tôi sẽ chỉ làm điều đó với mức giá mà chúng tôi tin là tương xứng với rủi ro. Nếu các đối thủ cạnh tranh trở nên lạc quan (và hạ giá), doanh số của chúng tôi sẽ giảm xuống. Trên thực tế, loại bảo hiểm này trong những năm gần đây thường xuyên bị định giá thấp một cách thảm hại; hầu hết những người bán trước đó đều đã phải "rời sân trên cáng thương".

At the moment, we believe Berkshire to be the largest U.S. writer of super-cat business. So when a major quake occurs in an urban area or a winter storm rages across Europe, light a candle for us.

Hiện tại, chúng tôi tin rằng Berkshire là nhà cung cấp bảo hiểm siêu thảm họa lớn nhất tại Hoa Kỳ. Vì vậy, khi có một trận động đất lớn xảy ra ở khu vực thành thị hoặc một cơn bão mùa đông tàn quét khắp châu Âu, hãy thắp cho chúng tôi một ngọn nến.

Measuring Insurance Performance

Đo Lường Hiệu Suất Bảo Hiểm

In the previous section I mentioned "float," the funds of others that insurers, in the conduct of their business, temporarily hold. Because these funds are available to be invested, the typical property-casualty insurer can absorb losses and expenses that exceed premiums by 7% to 11% and still be able to break even on its business. Again, this calculation excludes the earnings the insurer realizes on net worth - that is, on the funds provided by shareholders.

Trong phần trước, tôi đã đề cập đến "float" (dòng vốn chiếm dụng) — tức là nguồn tiền của người khác mà các công ty bảo hiểm tạm thời nắm giữ trong quá trình kinh doanh. Vì nguồn vốn này có sẵn để đem đi đầu tư, một công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn điển hình có thể chấp nhận các khoản lỗ và chi phí vượt quá phí bảo hiểm từ 7% đến 11% mà vẫn có thể đạt điểm hòa vốn. Một lần nữa, phép tính này không bao gồm lợi nhuận mà công ty bảo hiểm kiếm được từ giá trị tài sản ròng — tức là từ nguồn vốn do cổ đông đóng góp.

However, many exceptions to this 7% to 11% range exist. For example, insurance covering losses to crops from hail damage produces virtually no float at all. Premiums on this kind of business are paid to the insurer just prior to the time hailstorms are a threat, and if a farmer sustains a loss he will be paid almost immediately. Thus, a combined ratio of 100 for crop hail insurance

produces no profit for the insurer.

Tuy nhiên, có nhiều ngoại lệ đối với khoảng 7% đến 11% này: Bảo hiểm chi trả cho những tổn thất cây trồng do mưa đá hầu như không tạo ra float. Phí bảo hiểm cho loại hình này được trả cho công ty bảo hiểm ngay trước thời điểm những trận mưa đá có nguy cơ xảy ra, và nếu người nông dân chịu tổn thất, anh ta sẽ được bồi thường gần như ngay lập tức. Vì vậy, đối với bảo hiểm mưa đá, một tỷ lệ kết hợp bằng 100 sẽ không mang lại lợi nhuận nào cho công ty bảo hiểm (vì không có thời gian để đem phí bảo hiểm đi đầu tư sinh lời).

At the other extreme, malpractice insurance covering the potential liabilities of doctors, lawyers and accountants produces a very high amount of float compared to annual premium volume. The float materializes because claims are often brought long after the alleged wrongdoing takes place and because their payment may be still further delayed by lengthy litigation. The industry calls malpractice and certain other kinds of liability insurance "long- tail" business, in recognition of the extended period during which insurers get to hold large sums that in the end will go to claimants and their lawyers (and to the insurer's lawyers as well).

Ở một thái cực khác, bảo hiểm sai sót nghề nghiệp (malpractice insurance) chi trả cho các trách nhiệm pháp lý tiềm tàng của bác sĩ, luật sư và kế toán tạo ra một lượng float rất lớn so với doanh thu phí bảo hiểm hàng năm. Dòng vốn này hình thành vì các khiếu nại thường chỉ được đưa ra rất lâu sau khi hành vi sai sót cáo buộc diễn ra, và việc chi trả bồi thường có thể còn bị trì hoãn thêm nữa bởi các vụ kiện tụng kéo dài. Ngành bảo hiểm gọi loại hình bảo hiểm trách nhiệm này là kinh doanh "đuôi dài" (long-tail), để ghi nhận khoảng thời gian kéo dài mà các công ty bảo hiểm được quyền nắm giữ những số tiền lớn — những số tiền mà cuối cùng sẽ thuộc về người khiếu nại và luật sư của họ (cũng như luật sư của chính công ty bảo hiểm).

In long-tail situations a combined ratio of 115 (or even more) can prove profitable, since earnings produced by the float will exceed the 15% by which claims and expenses overrun premiums. The catch, though, is that "long-tail" means exactly that: Liability business written in a given year and presumed at first to have produced a combined ratio of 115 may eventually smack the insurer with 200, 300 or worse when the years have rolled by and all claims have finally been settled.

Trong các tình huống "đuôi dài", một tỷ lệ kết hợp là 115 (hoặc thậm chí cao hơn) vẫn có thể mang lại lợi nhuận, vì thu nhập tạo ra từ dòng vốn chiếm dụng (float) sẽ vượt quá mức 15% mà các khoản bồi thường và chi phí đã chi vượt quá phí bảo hiểm. Tuy nhiên, "cái bẫy" nằm ở chính cái tên của nó: Một mảng kinh doanh trách nhiệm pháp lý được ký kết trong một năm nhất định và ban đầu được giả định là có tỷ lệ kết hợp 115, cuối cùng có thể "giáng đòn" vào công ty bảo hiểm với con số 200, 300 hoặc tệ hơn khi nhiều năm trôi qua và tất cả các khiếu nại cuối cùng mới được giải quyết xong.

The pitfalls of this business mandate an operating principle that too often is ignored: Though certain long- tail lines may prove profitable at combined ratios of 110 or 115, insurers will invariably find it unprofitable to price using those ratios as targets. Instead, prices must provide a healthy margin of safety against the societal trends that are forever springing expensive surprises on the insurance industry. Setting a target of 100 can itself result in heavy losses; aiming for 110 - 115 is business suicide.

Những cạm bẫy của mảng kinh doanh này đòi hỏi một nguyên tắc vận hành vốn thường bị phớt lờ: Mặc dù một số dòng sản phẩm đuôi dài có thể sinh lời ở tỷ lệ kết hợp 110 hoặc 115, các công ty bảo hiểm sẽ luôn thấy việc định giá lấy những tỷ lệ đó làm mục tiêu là không có lãi. Thay vào đó, giá cả phải cung cấp một biên an toàn (margin of safety) lành mạnh để chông lại các xu hướng xã hội — thứ luôn tạo ra những bất ngờ đắt đỏ cho ngành bảo hiểm. Đặt mục tiêu tỷ lệ kết hợp 100 bản thân nó đã có thể dẫn đến thua lỗ nặng nề; còn nhắm tới mức 110 - 115 chính là hành vi tự sát trong kinh doanh.

All of that said, what should the measure of an insurer's profitability be? Analysts and managers customarily look to the combined ratio - and it's true that this yardstick usually is a good indicator of where a company ranks in profitability. We believe a better measure, however, to be a comparison of underwriting loss to float developed.

Sau tất cả những điều đã nói, đâu mới là thước đo chính xác cho khả năng sinh lời của một công ty bảo hiểm? Các nhà phân tích và quản lý thường nhìn vào tỷ lệ kết hợp (combined ratio) — và đúng là thước đo này thường là một chỉ báo tốt về thứ hạng lợi nhuận của một công ty. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng có một thước đo tốt hơn, đó là: So sánh giữa lỗ nghiệp vụ (underwriting loss) với dòng vốn chiếm dụng (float) tạo ra được.

This loss/float ratio, like any statistic used in evaluating insurance results, is meaningless over short time periods: Quarterly underwriting figures and even annual ones are too heavily based on estimates to be much good. But when the ratio takes in a period of years, it gives a rough indication of the cost of funds generated by insurance operations. A low cost of funds signifies a good business; a high cost translates into a poor business.

Chỉ số Lỗ nghiệp vụ / Float này, giống như bất kỳ số liệu thống kê nào dùng để đánh giá kết quả bảo hiểm, đều vô nghĩa trong các khoảng thời gian ngắn: Các con số nghiệp vụ theo quý và thậm chí theo năm dựa quá nhiều vào các ước tính nên không có nhiều giá trị. Nhưng khi chỉ số này được xem xét trong một giai đoạn nhiều năm, nó sẽ đưa ra một chỉ báo tương đối về chi phí vốn được tạo ra từ hoạt động bảo hiểm.

Chi phí vốn thấp: Biểu thị một doanh nghiệp tốt.

Chi phí vốn cao: Chuyển hóa thành một doanh nghiệp kém cỏi.

On the next page we show the underwriting loss, if any, of our insurance group in each year since we entered the business and relate that bottom line to the average float we have held during the year. From this data we have computed a "cost of funds developed from insurance."

Ở trang tiếp theo, chúng tôi sẽ trình bày các khoản lỗ nghiệp vụ (nếu có) của tập đoàn bảo hiểm của chúng tôi trong mỗi năm kể từ khi chúng tôi bước chân vào lĩnh vực này, và liên kết con số cuối cùng đó với dòng vốn float trung bình mà chúng tôi nắm giữ trong năm. Từ dữ liệu này, chúng tôi đã tính toán ra "chi phí vốn huy động được từ bảo hiểm".

	(1) Underwriting Loss	(2) Average Float	Approximate Cost of Funds	Yearend Yield on Long-Term Govt. Bonds
	----- (In \$ Millions)	-----	----- (Ratio of 1 to 2)	-----
1967	profit	\$17.3	less than zero	5.50%
1968	profit	19.9	less than zero	5.90%
1969	profit	23.4	less than zero	6.79%
1970	\$0.37	32.4	1.14%	6.25%
1971	profit	52.5	less than zero	5.81%
1972	profit	69.5	less than zero	5.82%
1973	profit	73.3	less than zero	7.27%
1974	7.36	79.1	9.30%	8.13%
1975	11.35	87.6	12.96%	8.03%
1976	profit	102.6	less than zero	7.30%
1977	profit	139.0	less than zero	7.97%
1978	profit	190.4	less than zero	8.93%
1979	profit	227.3	less than zero	10.08%
1980	profit	237.0	less than zero	11.94%
1981	profit	228.4	less than zero	13.61%
1982	21.56	220.6	9.77%	10.64%
1983	33.87	231.3	14.64%	11.84%
1984	48.06	253.2	18.98%	11.58%
1985	44.23	390.2	11.34%	9.34%
1986	55.84	797.5	7.00%	7.60%
1987	55.43	1,266.7	4.38%	8.95%
1988	11.08	1,497.7	0.74%	9.00%
1989	24.40	1,541.3	1.58%	7.97%
1990	26.65	1,637.3	1.63%	8.24%

(1) Underwriting Loss/ Lỗ nghiệp vụ

(2) Average Float/ Float trung bình

Approximate Cost of Funds/ Chi phí vốn xấp xỉ

Yearend Yield on Long-Term Govt. Bonds/ Lãi suất TPCP

The float figures are derived from the total of loss reserves, loss adjustment expense reserves and unearned premium reserves minus agents' balances, prepaid acquisition costs and deferred charges applicable to assumed reinsurance. At some insurers other items should enter into the calculation, but in our case these are unimportant and have been ignored.

Dòng vốn float được tính bằng: (Tổng dự phòng tổn thất + Dự phòng chi phí điều chỉnh tổn thất + Dự phòng phí bảo hiểm chưa hưởng) trừ đi (Số dự phải thu đại lý + Chi phí khai thác trả trước + Các khoản chi phí hoãn lại áp dụng cho tái bảo hiểm nhận về). Ở một số công ty bảo hiểm khác, các hạng mục khác có thể cần được đưa vào tính toán, nhưng trong trường hợp của chúng tôi, chúng không quan trọng và đã được bỏ qua.

During 1990 we held about \$1.6 billion of float slated eventually to find its way into the hands of others. The underwriting loss we sustained during the year was \$27 million and thus our insurance operation produced funds for us at a cost of about 1.6%. As the table shows, we managed in some years to underwrite at a profit and in those instances our cost of funds was less than zero. In other years, such as 1984, we paid a very high price for float. In 19 years out of the 24 we have been in insurance, though, we have developed funds at a cost below that paid by the government.

Trong năm 1990, chúng tôi nắm giữ khoảng 1,6 tỷ USD tiền float — số tiền mà cuối cùng cũng sẽ tìm đường đến tay những người khác. Khoản lỗ nghiệp vụ mà chúng tôi phải chịu trong năm là 27 triệu USD, và do đó, hoạt động bảo hiểm đã tạo ra nguồn vốn cho chúng tôi với chi phí khoảng 1,6%. Như bảng số liệu cho thấy, trong một số năm, chúng tôi đã đạt được lợi nhuận nghiệp vụ và trong những trường hợp đó, chi phí vốn của chúng tôi nhỏ hơn 0. Trong những năm khác, chẳng hạn như 1984, chúng tôi đã phải trả cái giá rất cao cho dòng vốn float. Tuy nhiên, trong 19 trên tổng số 24 năm kinh doanh bảo hiểm, chúng tôi đã tạo ra nguồn vốn với chi phí thấp hơn mức mà chính phủ phải chi trả.

There are two important qualifications to this calculation. First, the fat lady has yet to gargle, let alone sing, and we won't know our true 1967 - 1990 cost of funds until all losses from this period have been settled many decades from now. Second, the value of the float to shareholders is somewhat undercut by the fact that they must put up their own funds to support the insurance operation and are subject to double taxation on the investment income these funds earn. Direct investments would be more tax-efficient.

Có hai lưu ý quan trọng đối với phép tính này. Thứ nhất, "cô đào béo" còn chưa súc miệng chứ đừng nói đến chuyện bắt đầu hát, và chúng tôi sẽ không thể biết chi phí vốn thực sự của giai đoạn 1967 - 1990 cho đến khi tất cả các khoản tổn thất từ thời kỳ này được giải quyết xong xuôi trong nhiều thập kỷ tới. Thứ hai, giá trị của dòng vốn chiếm dụng (float) đối với các cổ đông bị giảm bớt phần nào bởi thực tế là họ phải bỏ vốn tự có của mình để hỗ trợ hoạt động bảo hiểm và phải chịu mức đánh thuế hai lần đối với thu nhập đầu tư mà nguồn vốn này tạo ra. Việc đầu tư trực tiếp sẽ có hiệu quả về mặt thuế hơn.

The tax penalty that indirect investments impose on shareholders is in fact substantial. Though the calculation is necessarily imprecise, I would estimate that the owners of the average insurance company would find the tax penalty adds about one percentage point to their cost of float. I also think that approximates the correct figure for Berkshire.

Khoản phạt thuế mà các khoản đầu tư gián tiếp gây ra cho cổ đông trên thực tế là rất lớn. Mặc dù việc tính toán nhất thiết phải có sai số, tôi ước tính rằng các chủ sở hữu của một công ty bảo hiểm trung bình sẽ thấy khoản phạt thuế này cộng thêm khoảng một điểm phần trăm vào chi phí vốn float của họ. Tôi cũng cho rằng đó là con số xấp xỉ chính xác đối với Berkshire.

Figuring a cost of funds for an insurance business allows anyone analyzing it to determine whether the operation has a positive or negative value for shareholders. If this cost (including the tax penalty) is higher than that applying to alternative sources of funds, the value is negative. If the cost is lower, the value is positive - and if the cost is significantly lower, the insurance business qualifies as a very valuable asset.

Việc tính toán chi phí vốn cho một doanh nghiệp bảo hiểm cho phép bất kỳ ai khi phân

tích nó có thể xác định xem hoạt động đó mang lại giá trị dương hay âm cho cổ đông. Nếu chi phí này (bao gồm cả khoản phạt thuế) cao hơn mức áp dụng cho các nguồn vốn thay thế khác, thì giá trị đó là âm. Nếu chi phí thấp hơn, giá trị đó là dương — và nếu chi phí thấp hơn đáng kể, doanh nghiệp bảo hiểm đó đủ tiêu chuẩn để trở thành một tài sản vô cùng giá trị.

So far Berkshire has fallen into the significantly-lower camp. Even more dramatic are the numbers at GEICO, in which our ownership interest is now 48% and which customarily operates at an underwriting profit. GEICO's growth has generated an ever-larger amount of funds for investment that have an effective cost of considerably less than zero. Essentially, GEICO's policyholders, in aggregate, pay the company interest on the float rather than the other way around. (But handsome is as handsome does: GEICO's unusual profitability results from its extraordinary operating efficiency and its careful classification of risks, a package that in turn allows rock-bottom prices for policyholders.)

Cho đến nay, Berkshire đã nằm trong nhóm có chi phí thấp hơn đáng kể. Thậm chí còn ấn tượng hơn là những con số tại GEICO, nơi tỉ lệ sở hữu của chúng tôi hiện là 48% và là công ty thường xuyên hoạt động có lãi nghiệp vụ. Sự tăng trưởng của GEICO đã tạo ra nguồn vốn đầu tư ngày càng lớn với mức chi phí thực tế thấp hơn 0 rất nhiều. Về cơ bản, tập hợp các chủ hợp đồng của GEICO đang trả lãi cho công ty trên dòng vốn chiếm dụng (float) thay vì ngược lại. (Nhưng "tốt gỗ hơn tốt nước sơn": lợi nhuận phi thường của GEICO đến từ hiệu quả vận hành xuất sắc và việc phân loại rủi ro cẩn trọng, một sự kết hợp mà sau cùng cho phép mang lại mức giá thấp nhất cho các chủ hợp đồng.)

Many well-known insurance companies, on the other hand, incur an underwriting loss/float cost that, combined with the tax penalty, produces negative results for owners. In addition, these companies, like all others in the industry, are vulnerable to catastrophe losses that could exceed their reinsurance protection and take their cost of float right off the chart. Unless these companies can materially improve their underwriting performance - and history indicates that is an almost impossible task - their shareholders will experience results similar to those borne by the owners of a bank that pays a higher rate of interest on deposits than it receives on loans.

Mặt khác, nhiều công ty bảo hiểm nổi tiếng lại phải chịu khoản lỗ nghiệp vụ/chi phí vốn mà khi kết hợp với hình phạt thuế, sẽ tạo ra kết quả tiêu cực cho các chủ sở hữu. Ngoài ra, những công ty này, giống như tất cả các công ty khác trong ngành, rất dễ bị tổn thương trước các tổn thất thảm họa có thể vượt quá khả năng bảo vệ của tái bảo hiểm và đẩy chi phí vốn của họ tăng vọt ngoài tầm kiểm soát. Trừ khi những công ty này có thể cải thiện đáng kể hiệu quả nghiệp vụ — mà lịch sử cho thấy đó là một nhiệm vụ gần như bất khả thi — các cổ đông của họ sẽ phải trải qua kết quả tương tự như kết quả của những chủ sở hữu một ngân hàng phải trả lãi suất tiền gửi cao hơn mức lãi suất thu được từ cho vay.

All in all, the insurance business has treated us very well. We have expanded our float at a cost that on the average is reasonable, and we have further prospered because we have earned good returns on these low-cost funds. Our shareholders, true, have incurred extra taxes, but they have been more than compensated for this cost (so far) by the benefits produced by the float.

Sau tất cả, mảng kinh doanh bảo hiểm đã đối đãi với chúng tôi rất tốt. Chúng tôi đã mở rộng được dòng vốn chiếm dụng (float) với mức chi phí trung bình hợp lý, và chúng tôi đã thịnh vượng hơn nữa vì đã kiếm được lợi nhuận tốt từ những nguồn vốn giá rẻ này. Đúng là các cổ đông

của chúng tôi đã phải chịu thêm các khoản thuế, nhưng (cho đến nay) họ đã được đền bù thỏa đáng cho chi phí này bởi những lợi ích mà dòng vốn float tạo ra.

A particularly encouraging point about our record is that it was achieved despite some colossal mistakes made by your Chairman prior to Mike Goldberg's arrival. Insurance offers a host of opportunities for error, and when opportunity knocked, too often I answered. Many years later, the bills keep arriving for these mistakes: In the insurance business, there is no statute of limitations on stupidity.

Một điểm đặc biệt đáng khích lệ về thành tích của chúng tôi là nó đã đạt được bất chấp một số sai lầm khổng lồ do chính Chủ tịch của quý vị gây ra trước khi Mike Goldberg đến. Ngành bảo hiểm mang đến vô số cơ hội để phạm sai lầm, và khi cơ hội gõ cửa, tôi đã trả lời quá thường xuyên. Nhiều năm sau, các hóa đơn cho những sai lầm này vẫn tiếp tục gửi đến: Trong ngành bảo hiểm, không có thời hiệu xử lý cho sự ngu ngốc.

The intrinsic value of our insurance business will always be far more difficult to calculate than the value of, say, our candy or newspaper companies. By any measure, however, the business is worth far more than its carrying value. Furthermore, despite the problems this operation periodically hands us, it is the one - among all the fine businesses we own - that has the greatest potential.

Giá trị nội tại của mảng kinh doanh bảo hiểm của chúng tôi sẽ luôn khó tính toán hơn nhiều so với giá trị của, chẳng hạn như, các công ty kẹo hay báo chí của chúng tôi. Tuy nhiên, bằng bất kỳ thước đo nào, doanh nghiệp này vẫn có giá trị lớn hơn nhiều so với giá trị ghi sổ của nó. Hơn nữa, bất chấp những vấn đề mà hoạt động này định kỳ gây ra cho chúng tôi, đây vẫn là mảng — trong số tất cả các doanh nghiệp tuyệt vời mà chúng tôi sở hữu — có tiềm năng lớn nhất.

Marketable Securities

Chứng khoán niêm yết

Below we list our common stock holdings having a value of over \$100 million. A small portion of these investments belongs to subsidiaries of which Berkshire owns less than 100%.

Dưới đây chúng tôi liệt kê các khoản đầu tư cổ phiếu phổ thông có giá trị trên 100 triệu đô la. Một phần nhỏ của các khoản đầu tư này thuộc về các công ty con mà Berkshire sở hữu dưới 100% vốn.

<i>Shares</i>	<i>Company</i>	<i>Cost</i>	<i>12/31/90 Market</i>
-----	-----	-----	-----
		(000s omitted)	
3,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	\$ 517,500	\$1,377,375
46,700,000	The Coca-Cola Co.	1,023,920	2,171,550
2,400,000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	71,729	117,000
6,850,000	GEICO Corp.	45,713	1,110,556
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	342,097
5,000,000	Wells Fargo & Company	289,431	289,375

Lethargy bordering on sloth remains the cornerstone of our investment style: This year we neither bought nor sold a share of five of our six major holdings. The exception was Wells Fargo, a superbly-managed, high- return banking operation in which we increased our ownership to just under 10%, the most we can own without the approval of the Federal Reserve Board. About one-sixth of our position was bought in 1989, the rest in 1990.

Sự thờ ơ đến mức gần như lười nhác vẫn tiếp tục là nền tảng trong phong cách đầu tư của chúng tôi: Năm nay, chúng tôi đã không mua vào hay bán ra bất kỳ một cổ phiếu nào trong số năm trên sáu khoản đầu tư lớn nhất của mình. Ngoại lệ duy nhất là Wells Fargo, một doanh nghiệp ngân hàng có hiệu suất sinh lời cao và được quản trị xuất sắc, nơi chúng tôi đã tăng tỉ lệ sở hữu lên mức dưới 10%, mức tối đa chúng tôi có thể nắm giữ mà không cần sự chấp thuận của Hội đồng Thống đốc Cục Dự trữ Liên bang. Khoảng một phần sáu vị thế của chúng tôi được mua vào năm 1989, phần còn lại được mua trong năm 1990.

The banking business is no favorite of ours. When assets are twenty times equity - a common ratio in this industry - mistakes that involve only a small portion of assets can destroy a major portion of equity. And mistakes have been the rule rather than the exception at many major banks. Most have resulted from a managerial failing that we described last year when discussing the "institutional imperative:" the tendency of executives to mindlessly imitate the behavior of their peers, no matter how foolish it may be to do so. In their lending, many bankers played follow-the-leader with lemming-like zeal; now they are experiencing a lemming-like fate.

Ngành ngân hàng vốn không phải là lĩnh vực ưa thích của chúng tôi. Khi tài sản gấp hai mươi lần vốn chủ sở hữu — một tỉ lệ phổ biến trong ngành này — những sai lầm chỉ liên quan đến một phần nhỏ tài sản cũng có thể phá hủy phần lớn vốn chủ sở hữu. Và những sai lầm đó đã trở thành quy luật thay vì ngoại lệ tại nhiều ngân hàng lớn. Hầu hết kết quả đều đến từ một thất bại trong quản trị mà chúng tôi đã mô tả năm ngoái khi thảo luận về "mệnh lệnh định chế": xu hướng các nhà điều hành bắt chước hành vi của các đồng nghiệp một cách mù quáng, bất kể việc đó có thể ngu ngốc đến mức nào. Trong hoạt động cho vay, nhiều chủ ngân hàng đã chơi trò đuổi hình bắt bóng với sự hăng hái như những đàn chuột lemming; và giờ đây họ đang phải gánh chịu số phận tương tự loài chuột này.

Because leverage of 20:1 magnifies the effects of managerial strengths and weaknesses, we have no interest in purchasing shares of a poorly-managed bank at a "cheap" price. Instead, our only interest is in buying into well-managed banks at fair prices.

Bởi vì đòn bẩy 20:1 sẽ phóng đại các tác động từ điểm mạnh và điểm yếu của bộ máy quản lý, chúng tôi không có hứng thú với việc mua cổ phiếu của một ngân hàng được quản lý kém với mức giá "rẻ". Thay vào đó, mối quan tâm duy nhất của chúng tôi là mua cổ phần của những ngân hàng được quản lý tốt với mức giá hợp lý.

With Wells Fargo, we think we have obtained the best managers in the business, Carl Reichardt and Paul Hazen. In many ways the combination of Carl and Paul reminds me of another - Tom Murphy and Dan Burke at Capital Cities/ABC. First, each pair is stronger than the sum of its parts because each partner understands, trusts and admires the other. Second, both managerial teams pay able people well, but abhor having a bigger head count than is needed. Third, both attack costs as vigorously when profits are at record levels as when they are under pressure. Finally, both stick with what they understand and let their abilities, not their egos, determine what they attempt.

(Thomas J. Watson Sr. of IBM followed the same rule: "I'm no genius," he said. "I'm smart in spots - but I stay around those spots.")

Với Wells Fargo, chúng tôi nghĩ rằng mình đã có được những nhà quản lý giỏi nhất trong ngành, Carl Reichardt và Paul Hazen. Ở nhiều khía cạnh, sự kết hợp giữa Carl và Paul làm tôi nhớ đến một cặp đôi khác — Tom Murphy và Dan Burke tại Capital Cities/ABC. Thứ nhất, mỗi cặp đôi đều mạnh hơn tổng cộng các phần của họ vì mỗi người cộng sự đều thấu hiểu, tin tưởng và ngưỡng mộ người kia. Thứ hai, cả hai đội ngũ quản lý đều trả lương hậu hĩnh cho những người có năng lực, nhưng ghét việc có số lượng nhân viên nhiều hơn mức cần thiết. Thứ ba, cả hai đều tấn công vào chi phí một cách quyết liệt ngay cả khi lợi nhuận đang ở mức kỷ lục cũng như khi chúng đang gặp áp lực. Cuối cùng, cả hai đều kiên định với những gì họ hiểu rõ và đề năng lực, chứ không phải cái tôi, quyết định những gì họ sẽ thực hiện. (Thomas J. Watson Sr. của IBM cũng tuân theo quy tắc tương tự: "Tôi không phải thiên tài," ông nói. "Tôi chỉ thông minh ở vài điểm — nhưng tôi luôn quanh quẩn ở những điểm đó.")

Our purchases of Wells Fargo in 1990 were helped by a chaotic market in bank stocks. The disarray was appropriate: Month by month the foolish loan decisions of once well-regarded banks were put on public display. As one huge loss after another was unveiled - often on the heels of managerial assurances that all was well - investors understandably concluded that no bank's numbers were to be trusted. Aided by their flight from bank stocks, we purchased our 10% interest in Wells Fargo for \$290 million, less than five times after-tax earnings, and less than three times pre-tax earnings.

Việc mua cổ phiếu Wells Fargo của chúng tôi trong năm 1990 đã được hỗ trợ bởi một thị trường hỗn loạn đối với cổ phiếu ngân hàng. Sự hỗn loạn đó là xác đáng: Từng tháng một, những quyết định cho vay ngu ngốc của các ngân hàng từng được đánh giá cao đã bị phơi bày trước công chúng. Khi hết khoản lỗ khổng lồ này đến khoản lỗ khác bị tiết lộ — thường là ngay sau những lời đảm bảo từ ban quản lý rằng mọi thứ vẫn ổn — các nhà đầu tư kết luận một cách dễ hiểu rằng số liệu của không ngân hàng nào là đáng tin cậy. Nhờ vào cuộc tháo chạy của họ khỏi cổ phiếu ngân hàng, chúng tôi đã mua được 10% cổ phần tại Wells Fargo với giá 290 triệu đô la, thấp hơn năm lần lợi nhuận sau thuế và thấp hơn ba lần lợi nhuận trước thuế.

Wells Fargo is big - it has \$56 billion in assets - and has been earning more than 20% on equity and 1.25% on assets. Our purchase of one-tenth of the bank may be thought of as roughly equivalent to our buying 100% of a \$5 billion bank with identical financial characteristics. But were we to make such a purchase, we would have to pay about twice the \$290 million we paid for Wells Fargo. Moreover, that \$5 billion bank, commanding a premium price, would present us with another problem: We would not be able to find a Carl Reichardt to run it. In recent years, Wells Fargo executives have been more avidly recruited than any others in the banking business; no one, however, has been able to hire the dean.

Wells Fargo rất lớn - ngân hàng này sở hữu 56 tỷ đô la tài sản - và đang đạt tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu hơn 20% và trên tài sản là 1,25%. Việc chúng tôi mua lại một phần mười ngân hàng này có thể được coi là tương đương với việc mua 100% một ngân hàng trị giá 5 tỷ đô la với các đặc điểm tài chính đồng nhất. Nhưng nếu thực hiện một vụ mua lại như vậy, chúng tôi sẽ phải trả gấp đôi số tiền 290 triệu đô la mà chúng tôi đã trả cho Wells Fargo. Hơn nữa, ngân hàng 5 tỷ đô la đó, dù có mức giá cao ngất ngưởng, vẫn sẽ đặt ra cho chúng tôi một vấn đề khác:

Chúng tôi sẽ không thể tìm ra một Carl Reichardt để điều hành nó. Trong những năm gần đây, các giám đốc điều hành của Wells Fargo được săn đón ráo riết hơn bất kỳ ai khác trong ngành ngân hàng; tuy nhiên, chưa một ai có thể chiêu mộ được vị "trưởng khoa" này.

Of course, ownership of a bank - or about any other business - is far from riskless. California banks face the specific risk of a major earthquake, which might wreak enough havoc on borrowers to in turn destroy the banks lending to them. A second risk is systemic - the possibility of a business contraction or financial panic so severe that it would endanger almost every highly-leveraged institution, no matter how intelligently run. Finally, the market's major fear of the moment is that West Coast real estate values will tumble because of overbuilding and deliver huge losses to banks that have financed the expansion. Because it is a leading real estate lender, Wells Fargo is thought to be particularly vulnerable.

Tất nhiên, việc sở hữu một ngân hàng - hay hầu hết các doanh nghiệp khác - đều không thể tránh khỏi rủi ro. Các ngân hàng ở California đối mặt với rủi ro đặc thù từ một trận động đất lớn, thứ có thể gây ra đủ sức tàn phá đối với bên vay để từ đó tiêu diệt luôn các ngân hàng cho họ vay vốn. Rủi ro thứ hai mang tính hệ thống - khả năng xảy ra một cuộc suy thoái kinh doanh hoặc hoảng loạn tài chính nghiêm trọng đến mức gây nguy hiểm cho hầu hết mọi định chế sử dụng đòn bẩy cao, bất kể chúng được điều hành thông minh đến đâu. Cuối cùng, nỗi sợ hãi lớn nhất của thị trường hiện nay là giá trị bất động sản ở Bờ Tây sẽ sụt giảm do xây dựng quá mức và mang lại những khoản lỗ khổng lồ cho các ngân hàng đã tài trợ cho quá trình mở rộng đó. Vì là một đơn vị cho vay bất động sản hàng đầu, Wells Fargo được cho là đặc biệt dễ bị tổn thương.

None of these eventualities can be ruled out. The probability of the first two occurring, however, is low and even a meaningful drop in real estate values is unlikely to cause major problems for well-managed institutions. Consider some mathematics: Wells Fargo currently earns well over \$1 billion pre-tax annually after expensing more than \$300 million for loan losses. If 10% of all \$48 billion of the bank's loans - not just its real estate loans - were hit by problems in 1991, and these produced losses (including foregone interest) averaging 30% of principal, the company would roughly break even.

Không có khả năng nào trong số này có thể bị loại trừ hoàn toàn. Tuy nhiên, xác suất xảy ra của hai kịch bản đầu tiên là thấp và ngay cả khi giá trị bất động sản sụt giảm đáng kể cũng khó có khả năng gây ra các vấn đề nghiêm trọng cho những định chế được quản trị tốt. Hãy xem xét một vài phép toán: Wells Fargo hiện kiếm được hơn 1 tỷ đô la lợi nhuận trước thuế hàng năm sau khi đã chi ra hơn 300 triệu đô la cho các khoản lỗ cho vay. Nếu 10% trong tổng số 48 tỷ đô la dư nợ của ngân hàng — không chỉ riêng các khoản vay bất động sản — gặp vấn đề vào năm 1991, và những khoản này tạo ra mức lỗ (bao gồm cả lãi vay bị mất) trung bình bằng 30% nợ gốc, thì công ty vẫn sẽ xấp xỉ đạt điểm hòa vốn.

A year like that - which we consider only a low-level possibility, not a likelihood - would not distress us. In fact, at Berkshire we would love to acquire businesses or invest in capital projects that produced no return for a year, but that could then be expected to earn 20% on growing equity. Nevertheless, fears of a California real estate disaster similar to that experienced in New England caused the price of Wells Fargo stock to fall almost 50% within a few months during 1990. Even though we had bought some shares at the prices prevailing before the fall, we welcomed the decline because it allowed us to pick up many more shares at the new, panic prices.

Một năm như vậy — kịch bản mà chúng tôi chỉ coi là một khả năng ở mức thấp chứ không phải là điều chắc chắn xảy ra — sẽ không làm chúng tôi phiền lòng. Trên thực tế, tại Berkshire, chúng tôi rất sẵn lòng đầu tư vào các doanh nghiệp hoặc đầu tư vào các dự án vốn mà không mang lại lợi nhuận trong một năm, nhưng sau đó có thể kỳ vọng sẽ sinh lời 20% trên vốn chủ sở hữu đang tăng trưởng. Tuy nhiên, nỗi sợ hãi về một thảm họa bất động sản ở California tương tự như thảm họa đã xảy ra ở vùng New England đã khiến giá cổ phiếu Wells Fargo sụt giảm gần 50% chỉ trong vài tháng của năm 1990. Mặc dù chúng tôi đã mua một số cổ phiếu ở mức giá phổ biến trước khi sụt giảm, chúng tôi vẫn hoan nghênh sự sụt giảm này vì nó cho phép chúng tôi gom thêm được nhiều cổ phiếu hơn ở mức giá hoảng loạn mới.

Investors who expect to be ongoing buyers of investments throughout their lifetimes should adopt a similar attitude toward market fluctuations; instead many illogically become euphoric when stock prices rise and unhappy when they fall. They show no such confusion in their reaction to food prices: Knowing they are forever going to be buyers of food, they welcome falling prices and deplore price increases. (It's the seller of food who doesn't like declining prices.) Similarly, at the Buffalo News we would cheer lower prices for newsprint - even though it would mean marking down the value of the large inventory of newsprint we always keep on hand - because we know we are going to be perpetually buying the product.

Những nhà đầu tư kỳ vọng sẽ tiếp tục mua vào các khoản đầu tư trong suốt cuộc đời mình nên áp dụng thái độ tương tự đối với những biến động của thị trường; thay vào đó, nhiều người lại trở nên hưng phấn một cách phi lý khi giá cổ phiếu tăng và không vui khi chúng giảm. Họ không hề thể hiện sự nhầm lẫn như vậy trong phản ứng đối với giá thực phẩm: Biết rằng mình sẽ mãi mãi là người mua thực phẩm, họ hoan nghênh giá giảm và than phiền khi giá tăng. (Chính người bán thực phẩm mới là người không thích giá sụt giảm.) Tương tự, tại tờ Buffalo News, chúng tôi sẽ reo mừng khi giá giấy in báo thấp hơn — ngay cả khi điều đó đồng nghĩa với việc phải ghi giảm giá trị của lượng giấy tồn kho lớn mà chúng tôi luôn dự trữ sẵn — bởi vì chúng tôi biết mình sẽ vĩnh viễn phải mua sản phẩm này.

Identical reasoning guides our thinking about Berkshire's investments. We will be buying businesses - or small parts of businesses, called stocks - year in, year out as long as I live (and longer, if Berkshire's directors attend the seances I have scheduled). Given these intentions, declining prices for businesses benefit us, and rising prices hurt us.

Lập luận tương tự cũng dẫn dắt tư duy của chúng tôi về các khoản đầu tư của Berkshire. Chúng tôi sẽ mua lại các doanh nghiệp — hoặc những phần nhỏ của doanh nghiệp, gọi là cổ phiếu — năm này qua năm khác chừng nào tôi còn sống (và lâu hơn nữa, nếu các giám đốc của Berkshire tham gia các buổi gọi hồn mà tôi đã lên lịch). Với những dự định đó, giá doanh nghiệp giảm có lợi cho chúng tôi, và giá tăng gây hại cho chúng tôi.

The most common cause of low prices is pessimism - some times pervasive, some times specific to a company or industry. We want to do business in such an environment, not because we like pessimism but because we like the prices it produces. It's optimism that is the enemy of the rational buyer.

Nguyên nhân phổ biến nhất của mức giá thấp là sự bi quan — đôi khi lan tỏa khắp nơi, đôi khi chỉ riêng biệt cho một công ty hoặc một ngành. Chúng tôi muốn kinh doanh trong một môi trường như vậy, không phải vì chúng tôi thích sự bi quan mà vì chúng tôi thích mức giá mà nó tạo

ra. Chính sự lạc quan mới là kẻ thù của một người mua lý trí.

None of this means, however, that a business or stock is an intelligent purchase simply because it is unpopular; a contrarian approach is just as foolish as a follow-the-crowd strategy. What's required is thinking rather than polling. Unfortunately, Bertrand Russell's observation about life in general applies with unusual force in the financial world: "Most men would rather die than think. Many do."

Tuy nhiên, tất cả những điều này không có nghĩa là một doanh nghiệp hay một cổ phiếu là một khoản mua thông minh chỉ đơn giản vì nó không được ưa chuộng; một cách tiếp cận ngược dòng cũng ngớ ngẩn chẳng kém gì chiến lược chạy theo đám đông. Những gì cần thiết là sự suy nghĩ thay vì việc trưng cầu dân ý. Thật không may, quan sát của Bertrand Russell về cuộc sống nói chung lại áp dụng với một sức mạnh bất thường trong thế giới tài chính: "Hầu hết con người thà chết còn hơn phải suy nghĩ. Và nhiều người đã chết thật."

* * * * *

Our other major portfolio change last year was large additions to our holdings of RJR Nabisco bonds, securities that we first bought in late 1989. At yearend 1990 we had \$440 million invested in these securities, an amount that approximated market value. (As I write this, however, their market value has risen by more than \$150 million.)

Thay đổi lớn khác trong danh mục đầu tư của chúng tôi vào năm ngoái là việc gia tăng đáng kể các khoản nắm giữ trái phiếu RJR Nabisco, những chứng khoán mà chúng tôi bắt đầu mua lần đầu vào cuối năm 1989. Tại thời điểm kết thúc năm 1990, chúng tôi đã đầu tư 440 triệu đô la vào các chứng khoán này, một con số xấp xỉ với giá trị thị trường. (Tuy nhiên, tính đến thời điểm tôi đang viết những dòng này, giá trị thị trường của chúng đã tăng hơn 150 triệu đô la.)

Just as buying into the banking business is unusual for us, so is the purchase of below-investment-grade bonds. But opportunities that interest us and that are also large enough to have a worthwhile impact on Berkshire's results are rare. Therefore, we will look at any category of investment, so long as we understand the business we're buying into and believe that price and value may differ significantly. (Woody Allen, in another context, pointed out the advantage of open-mindedness: "I can't understand why more people aren't bi-sexual because it doubles your chances for a date on Saturday night.")

Cũng giống như việc mua cổ phần ngành ngân hàng là điều không thường thấy ở chúng tôi, việc mua các trái phiếu dưới mức xếp hạng đầu tư cũng vậy. Tuy nhiên, những cơ hội khiến chúng tôi quan tâm và đủ lớn để mang lại tác động đáng kể đến kết quả của Berkshire là rất hiếm. Do đó, chúng tôi sẽ xem xét bất kỳ danh mục đầu tư nào, miễn là chúng tôi hiểu rõ doanh nghiệp mà mình đang rót vốn vào và tin rằng giá cả và giá trị có thể có sự chênh lệch lớn. (Woody Allen, trong một ngữ cảnh khác, đã chỉ ra lợi thế của sự cởi mở: "Tôi không hiểu tại sao mọi người không phải là người lưỡng tính vì điều đó giúp bạn tăng gấp đôi cơ hội có một cuộc hẹn vào tối thứ Bảy.")

In the past we have bought a few below-investment-grade bonds with success, though these were all old-fashioned "fallen angels" - bonds that were initially of investment grade but that were downgraded when the issuers fell on bad times. In the 1984 annual report we described our rationale for buying one fallen angel, the Washington Public Power Supply System.

Trong quá khứ, chúng tôi đã mua một vài loại trái phiếu dưới mức xếp hạng đầu tư thành công, mặc dù tất cả đều là những "thiên thần sa ngã" kiểu cũ — những loại trái phiếu ban đầu ở mức xếp hạng đầu tư nhưng bị hạ bậc khi tổ chức phát hành rơi vào thời kỳ khó khăn. Trong báo cáo thường niên năm 1984, chúng tôi đã mô tả lý do của mình khi mua một "thiên thần sa ngã" là Washington Public Power Supply System.

A kind of bastardized fallen angel burst onto the investment scene in the 1980s - "junk bonds" that were far below investment-grade when issued. As the decade progressed, new offerings of manufactured junk became ever junkier and ultimately the predictable outcome occurred: Junk bonds lived up to their name. In 1990 - even before the recession dealt its blows - the financial sky became dark with the bodies of failing corporations.

Một loại "thiên thần sa ngã biến tướng" đã bùng nổ trên thị trường đầu tư vào những năm 1980 — "trái phiếu rác" (junk bonds), những loại trái phiếu ở mức thấp hơn rất nhiều so với xếp hạng đầu tư ngay từ khi phát hành. Khi thập kỷ đó trôi qua, các đợt phát hành trái phiếu rác nhân tạo mới ngày càng trở nên "rác" hơn và cuối cùng kết cục có thể dự đoán trước đã xảy ra: Trái phiếu rác đã sống đúng với cái tên của chúng. Vào năm 1990 — ngay cả trước khi cuộc suy thoái giáng những đòn mạnh mẽ — bầu trời tài chính đã trở nên tăm tối bởi xác của những tập đoàn đang lụi bại.

The disciples of debt assured us that this collapse wouldn't happen: Huge debt, we were told, would cause operating managers to focus their efforts as never before, much as a dagger mounted on the steering wheel of a car could be expected to make its driver proceed with intensified care. We'll acknowledge that such an attention-getter would produce a very alert driver. But another certain consequence would be a deadly - and unnecessary - accident if the car hit even the tiniest pothole or sliver of ice. The roads of business are riddled with potholes; a plan that requires dodging them all is a plan for disaster.

Những tín đồ của nợ nần quả quyết với chúng tôi rằng sự sụp đổ này sẽ không xảy ra: Họ bảo rằng những khoản nợ khổng lồ sẽ khiến các nhà quản lý vận hành phải tập trung nỗ lực hơn bao giờ hết, giống như việc lắp một con dao găm ngay trên vô lăng ô tô thì có thể kỳ vọng người lái xe sẽ tiến bước với sự cẩn trọng cao độ. Chúng tôi thừa nhận rằng một vật gây chú ý như vậy sẽ tạo ra một người lái xe rất tỉnh táo. Nhưng một hệ quả chắc chắn khác sẽ là một tai nạn chết người — và không đáng có — nếu chiếc xe vấp phải dù chỉ một ổ gà nhỏ nhất hay một phiến băng mỏng. Những con đường kinh doanh luôn đầy rẫy ổ gà; một kế hoạch đòi hỏi phải né tránh tất cả chúng là một kế hoạch dẫn tới thảm họa.

In the final chapter of *The Intelligent Investor* Ben Graham forcefully rejected the dagger thesis: "Confronted with a challenge to distill the secret of sound investment into three words, we venture the motto, Margin of Safety." Forty-two years after reading that, I still think those are the right three words. The failure of investors to heed this simple message caused them staggering losses as the 1990s began.

Trong chương cuối của cuốn *Nhà đầu tư thông minh*, Ben Graham đã bác bỏ mạnh mẽ luận điểm về con dao găm: "Đối mặt với thách thức phải đúc kết bí mật của đầu tư lành mạnh thành ba chữ, chúng tôi mạo hiểm đưa ra phương châm: Biên an toàn (Margin of Safety)." Bốn mươi hai năm sau khi đọc dòng chữ đó, tôi vẫn nghĩ đó là ba chữ đúng đắn nhất. Việc các nhà đầu tư không chú ý đến thông điệp đơn giản này đã khiến họ phải chịu những tổn thất kinh hoàng khi

thập niên 1990 bắt đầu.

At the height of the debt mania, capital structures were concocted that guaranteed failure: In some cases, so much debt was issued that even highly favorable business results could not produce the funds to service it. One particularly egregious "kill- 'em-at-birth" case a few years back involved the purchase of a mature television station in Tampa, bought with so much debt that the interest on it exceeded the station's gross revenues. Even if you assume that all labor, programs and services were donated rather than purchased, this capital structure required revenues to explode - or else the station was doomed to go broke. (Many of the bonds that financed the purchase were sold to now-failed savings and loan associations; as a taxpayer, you are picking up the tab for this folly.)

Tại thời điểm đỉnh cao của cơn cuồng nợ, những cấu trúc vốn đã được nhào nặn để đảm bảo sự thất bại: Trong một số trường hợp, nợ được phát hành nhiều đến mức ngay cả những kết quả kinh doanh cực kỳ thuận lợi cũng không thể tạo ra đủ nguồn vốn để trả lãi. Một trường hợp "khai tử ngay từ khi mới lọt lòng" đặc biệt nghiêm trọng vài năm trước liên quan đến việc mua lại một đài truyền hình lâu đời ở Tampa, được mua với số nợ lớn đến mức tiền lãi phải trả vượt quá cả tổng doanh thu của đài. Ngay cả khi bạn giả định rằng toàn bộ nhân công, chương trình và dịch vụ đều được hiến tặng thay vì phải mua, thì cấu trúc vốn này vẫn đòi hỏi doanh thu phải bùng nổ — nếu không đài truyền hình đó chắc chắn sẽ phá sản. (Nhiều trái phiếu tài trợ cho thương vụ này đã được bán cho các hiệp hội tiết kiệm và cho vay hiện đã phá sản; với tư cách là người nộp thuế, quý vị đang phải thanh toán hóa đơn cho sự đại dột này.)

All of this seems impossible now. When these misdeeds were done, however, dagger-selling investment bankers pointed to the "scholarly" research of academics, which reported that over the years the higher interest rates received from low-grade bonds had more than compensated for their higher rate of default. Thus, said the friendly salesmen, a diversified portfolio of junk bonds would produce greater net returns than would a portfolio of high-grade bonds. (Beware of past-performance "proofs" in finance: If history books were the key to riches, the Forbes 400 would consist of librarians.)

Tất cả những điều này dường như là không tưởng ở thời điểm hiện tại. Tuy nhiên, khi những hành vi sai trái này diễn ra, những ngân hàng đầu tư chuyên "bán dao găm" đã viện dẫn các nghiên cứu "mang tính học thuật" của giới hàn lâm, vốn báo cáo rằng qua nhiều năm, mức lãi suất cao hơn nhận được từ các trái phiếu hạng thấp đã bù đắp dư thừa cho tỷ lệ vỡ nợ cao hơn của chúng. Vì vậy, những nhân viên bán hàng thân thiện tuyên bố rằng, một danh mục đa dạng các trái phiếu rác sẽ tạo ra lợi nhuận ròng lớn hơn một danh mục các trái phiếu hạng cao. (Hãy cảnh giác với những "bằng chứng" về hiệu suất trong quá khứ trong tài chính: Nếu sách lịch sử là chìa khóa dẫn đến sự giàu sang, thì danh sách Forbes 400 sẽ toàn là các thủ thư.)

There was a flaw in the salesmen's logic - one that a first-year student in statistics is taught to recognize. An assumption was being made that the universe of newly-minted junk bonds was identical to the universe of low-grade fallen angels and that, therefore, the default experience of the latter group was meaningful in predicting the default experience of the new issues. (That was an error similar to checking the historical death rate from Kool-Aid before drinking the version served at Jonestown.)

Có một lỗ hổng trong logic của những người bán hàng — lỗ hổng mà một sinh viên năm

nhất ngành thống kê cũng được dạy để nhận ra. Một giả định đã được đưa ra rằng "vũ trụ" của những trái phiếu rác mới phát hành hoàn toàn giống với "vũ trụ" của những thiên thần sa ngã hạng thấp, và do đó, kinh nghiệm vỡ nợ của nhóm sau có ý nghĩa trong việc dự báo kinh nghiệm vỡ nợ của các đợt phát hành mới. (Đó là một sai lầm tương tự như việc kiểm tra tỷ lệ tử vong lịch sử khi uống Kool-Aid trước khi uống phiên bản được phục vụ tại Jonestown.)

The universes were of course dissimilar in several vital respects. For openers, the manager of a fallen angel almost invariably yearned to regain investment-grade status and worked toward that goal. The junk-bond operator was usually an entirely different breed. Behaving much as a heroin user might, he devoted his energies not to finding a cure for his debt-ridden condition, but rather to finding another fix. Additionally, the fiduciary sensitivities of the executives managing the typical fallen angel were often, though not always, more finely developed than were those of the junk-bond-issuing financier.

Tất nhiên, các "vũ trụ" này khác biệt ở một vài khía cạnh sống còn. Đầu tiên, người quản lý của một "thiên thần sa ngã" hầu như luôn khao khát lấy lại vị thế hạng đầu tư và nỗ lực vì mục tiêu đó. Ngược lại, những kẻ vận hành trái phiếu rác thường là một giống loài hoàn toàn khác. Hành xử giống như một con nghiện heroin, hấn dành toàn bộ năng lượng không phải để tìm cách chữa trị tình trạng nợ nần của mình, mà là để tìm thêm một "liều thuốc" nợ khác. Ngoài ra, sự nhạy cảm về trách nhiệm ủy thác của các giám đốc điều hành quản lý những thiên thần sa ngã điển hình thường — dù không phải luôn luôn — phát triển tinh tế hơn so với những kẻ "biến thái tài chính" chuyên phát hành trái phiếu rác.

Wall Street cared little for such distinctions. As usual, the Street's enthusiasm for an idea was proportional not to its merit, but rather to the revenue it would produce. Mountains of junk bonds were sold by those who didn't care to those who didn't think - and there was no shortage of either.

Wall Street chẳng mấy bận tâm đến những sự khác biệt như vậy. Như thường lệ, sự nhiệt tình của Phố Wall đối với một ý tưởng không tỉ lệ thuận với giá trị của nó, mà tỉ lệ với doanh thu mà nó tạo ra. Hàng núi trái phiếu rác đã được bán bởi những kẻ không quan tâm cho những người không suy nghĩ — và cả hai nhóm này đều chẳng bao giờ thiếu.

Junk bonds remain a mine field, even at prices that today are often a small fraction of issue price. As we said last year, we have never bought a new issue of a junk bond. (The only time to buy these is on a day with no "y" in it.) We are, however, willing to look at the field, now that it is in disarray.

Trái phiếu rác vẫn là một bãi mìn, ngay cả khi mức giá ngày nay thường chỉ bằng một phần nhỏ so với giá phát hành. Như chúng tôi đã nói vào năm ngoái, chúng tôi chưa bao giờ mua một đợt phát hành mới của trái phiếu rác. (Thời điểm duy nhất để mua loại này là vào những ngày không có chữ "y" trong tên tiếng Anh - tức là không bao giờ). Tuy nhiên, chúng tôi sẵn lòng xem xét lĩnh vực này khi nó đang trong tình trạng hỗn loạn.

In the case of RJR Nabisco, we feel the Company's credit is considerably better than was generally perceived for a while and that the yield we receive, as well as the potential for capital gain, more than compensates for the risk we incur (though that is far from nil). RJR has made asset sales at favorable prices, has added major amounts of equity, and in general is being run well.

Trong trường hợp của RJR Nabisco, chúng tôi cảm thấy uy tín tín dụng của Công ty tốt hơn đáng kể so với những gì thường được nhìn nhận trong một thời gian, và mức lợi suất chúng tôi nhận được, cũng như tiềm năng tăng vốn, đã bù đắp dư thừa cho rủi ro mà chúng tôi gánh chịu (mặc dù rủi ro đó không phải là bằng không). RJR đã thực hiện bán tài sản với giá thuận lợi, đã bổ sung một lượng lớn vốn chủ sở hữu, và nhìn chung đang được vận hành tốt.

However, as we survey the field, most low-grade bonds still look unattractive. The handiwork of the Wall Street of the 1980s is even worse than we had thought: Many important businesses have been mortally wounded. We will, though, keep looking for opportunities as the junk market continues to unravel.

Tuy nhiên, khi chúng tôi khảo sát lĩnh vực này, hầu hết các trái phiếu hạng thấp vẫn trông không mấy hấp dẫn. "Tác phẩm" của Phố Wall những năm 1980 thậm chí còn tệ hơn chúng tôi tưởng: Nhiều doanh nghiệp quan trọng đã bị trọng thương. Dầu vậy, chúng tôi sẽ tiếp tục tìm kiếm cơ hội khi thị trường trái phiếu rác tiếp tục tan rã.

Convertible Preferred Stocks

Cổ phiếu Ưu đãi Chuyển đổi

We continue to hold the convertible preferred stocks described in earlier reports: \$700 million of Salomon Inc, \$600 million of The Gillette Company, \$358 million of USAir Group, Inc. and \$300 million of Champion International Corp. Our Gillette holdings will be converted into 12 million shares of common stock on April 1. Weighing interest rates, credit quality and prices of the related common stocks, we can assess our holdings in Salomon and Champion at yearend 1990 as worth about what we paid, Gillette as worth somewhat more, and USAir as worth substantially less.

Chúng tôi tiếp tục nắm giữ các cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi đã được mô tả trong các báo cáo trước đây: 700 triệu đô la tại Salomon Inc, 600 triệu đô la tại The Gillette Company, 358 triệu đô la tại USAir Group, Inc. và 300 triệu đô la tại Champion International Corp. Khoản nắm giữ tại Gillette của chúng tôi sẽ được chuyển đổi thành 12 triệu cổ phiếu phổ thông vào ngày 1 tháng 4. Đánh giá dựa trên lãi suất, chất lượng tín dụng và giá của các cổ phiếu phổ thông liên quan, chúng tôi có thể định giá các khoản nắm giữ tại Salomon và Champion vào cuối năm 1990 xấp xỉ mức giá đã mua, Gillette có giá trị cao hơn một chút, và USAir có giá trị thấp hơn đáng kể.

In making the USAir purchase, your Chairman displayed exquisite timing: I plunged into the business at almost the exact moment that it ran into severe problems. (No one pushed me; in tennis parlance, I committed an "unforced error.") The company's troubles were brought on both by industry conditions and by the post- merger difficulties it encountered in integrating Piedmont, an affliction I should have expected since almost all airline mergers have been followed by operational turmoil.

Khi thực hiện thương vụ mua USAir, Chủ tịch của quý vị đã thể hiện một khả năng chọn thời điểm "tuyệt vời": Tôi đã lao vào lĩnh vực này gần như đúng thời điểm nó gặp phải những vấn đề nghiêm trọng. (Không ai ép buộc tôi cả; theo thuật ngữ quần vợt, tôi đã phạm phải một "lỗi tự

đánh hỏng".) Những rắc rối của công ty nảy sinh từ cả điều kiện ngành lẫn những khó khăn hậu sáp nhập khi tích hợp Piedmont, một nỗi đau mà lẽ ra tôi phải lường trước vì hầu hết các vụ sáp nhập hàng không đều dẫn đến sự hỗn loạn trong vận hành.

In short order, Ed Colodny and Seth Schofield resolved the second problem: The airline now gets excellent marks for service. Industry-wide problems have proved to be far more serious. Since our purchase, the economics of the airline industry have deteriorated at an alarming pace, accelerated by the kamikaze pricing tactics of certain carriers. The trouble this pricing has produced for all carriers illustrates an important truth: In a business selling a commodity-type product, it's impossible to be a lot smarter than your dumbest competitor.

Trong một thời gian ngắn, Ed Colodny và Seth Schofield đã giải quyết được vấn đề thứ hai: Hãng hàng không hiện đã nhận được những đánh giá xuất sắc về dịch vụ. Tuy nhiên, các vấn đề mang tính toàn ngành đã chứng minh là nghiêm trọng hơn nhiều. Kể từ khi chúng tôi mua cổ phần, các đặc tính kinh tế của ngành hàng không đã xuống dốc với tốc độ đáng báo động, bị đẩy nhanh bởi các chiến thuật định giá kiểu "kamikaze" (tự sát) của một số hãng vận tải nhất định. Những rắc rối mà việc định giá này gây ra cho tất cả các hãng bay đã minh họa cho một sự thật quan trọng: Trong một ngành kinh doanh bán các sản phẩm loại hàng hóa cơ bản (commodity), bạn không thể thông minh hơn nhiều so với đối thủ cạnh tranh ngu ngốc nhất của mình.

However, unless the industry is decimated during the next few years, our USAir investment should work out all right. Ed and Seth have decisively addressed the current turbulence by making major changes in operations. Even so, our investment is now less secure than at the time I made it.

Tuy nhiên, trừ khi ngành hàng không bị tàn phá hoàn toàn trong vài năm tới, khoản đầu tư vào USAir của chúng tôi vẫn sẽ ổn. Ed và Seth đã quyết liệt giải quyết sự xáo trộn hiện tại bằng cách thực hiện những thay đổi lớn trong vận hành. Mặc dù vậy, khoản đầu tư của chúng tôi hiện nay kém an toàn hơn so với thời điểm tôi thực hiện nó.

Our convertible preferred stocks are relatively simple securities, yet I should warn you that, if the past is any guide, you may from time to time read inaccurate or misleading statements about them. Last year, for example, several members of the press calculated the value of all our preferreds as equal to that of the common stock into which they are convertible. By their logic, that is, our Salomon preferred, convertible into common at \$38, would be worth 60% of face value if Salomon common were selling at \$22.80. But there is a small problem with this line of reasoning: Using it, one must conclude that all of the value of a convertible preferred resides in the conversion privilege and that the value of a non-convertible preferred of Salomon would be zero, no matter what its coupon or terms for redemption.

Các cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi của chúng tôi là những loại chứng khoán tương đối đơn giản, tuy nhiên tôi nên cảnh báo quý vị rằng, nếu quá khứ là một chỉ dẫn, đôi khi quý vị có thể đọc được những tuyên bố không chính xác hoặc gây hiểu lầm về chúng. Ví dụ, năm ngoái, một vài thành viên của báo giới đã tính toán giá trị của tất cả các cổ phiếu ưu đãi của chúng tôi bằng với giá trị của lượng cổ phiếu phổ thông mà chúng có thể chuyển đổi sang. Theo logic của họ, nghĩa là cổ phiếu ưu đãi Salomon của chúng tôi, có thể chuyển đổi sang cổ phiếu phổ thông ở mức giá \$38, sẽ chỉ đáng giá 60% mệnh giá nếu cổ phiếu phổ thông Salomon đang được bán ở mức \$22.80. Nhưng có một vấn đề nhỏ với dòng lập luận này: Sử dụng nó, người ta phải kết luận rằng toàn bộ giá trị của một cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi nằm ở đặc quyền chuyển đổi, và giá trị của một cổ phiếu

ưu đãi không chuyển đổi của Salomon sẽ bằng không, bất kể lãi suất định kỳ hay các điều khoản hoàn trả của nó là gì.

The point you should keep in mind is that most of the value of our convertible preferreds is derived from their fixed-income characteristics. That means the securities cannot be worth less than the value they would possess as non-convertible preferreds and may be worth more because of their conversion options.

Điều mà quý vị nên ghi nhớ là hầu hết giá trị của các cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi của chúng tôi có nguồn gốc từ các đặc tính thu nhập cố định của chúng. Điều đó có nghĩa là các chứng khoán này không thể có giá trị thấp hơn giá trị mà chúng sở hữu nếu là cổ phiếu ưu đãi không chuyển đổi, và có thể đáng giá nhiều hơn nhờ vào các quyền chọn chuyển đổi của chúng.

* * * * *

I deeply regret having to end this section of the report with a note about my friend, Colman Mockler, Jr., CEO of Gillette, who died in January. No description better fitted Colman than "gentleman" - a word signifying integrity, courage and modesty. Couple these qualities with the humor and exceptional business ability that Colman possessed and you can understand why I thought it an undiluted pleasure to work with him and why I, and all others who knew him, will miss Colman so much.

Tôi vô cùng lấy làm tiếc khi phải kết thúc phần này của báo cáo bằng một lời tưởng nhớ về người bạn của tôi, Colman Mockler, Jr., Giám đốc điều hành của Gillette, người vừa qua đời vào tháng Giêng. Không có mô tả nào phù hợp với Colman hơn từ "gentleman" (quý ông) — một từ biểu trưng cho sự chính trực, lòng can đảm và đức tính khiêm tốn. Khi kết hợp những phẩm chất này với sự hài hước và năng lực kinh doanh đặc biệt mà Colman sở hữu, quý vị có thể hiểu tại sao tôi lại coi việc được làm việc cùng ông ấy là một niềm vui thuần khiết, và tại sao tôi, cũng như tất cả những ai biết ông ấy, sẽ nhớ Colman rất nhiều.

A few days before Colman died, Gillette was richly praised in a Forbes cover story. Its theme was simple: The company's success in shaving products has come not from marketing savvy (though it exhibits that talent repeatedly) but has instead resulted from its devotion to quality. This mind-set has caused it to consistently focus its energies on coming up with something better, even though its existing products already ranked as the class of the field. In so depicting Gillette, Forbes in fact painted a portrait of Colman.

Vài ngày trước khi Colman qua đời, Gillette đã nhận được những lời khen ngợi nồng nhiệt trong một bài báo trang bìa của Forbes. Chủ đề của nó rất đơn giản: Thành công của công ty trong các sản phẩm cạo râu không đến từ sự nhạy bén trong tiếp thị (dù công ty đã thể hiện tài năng đó nhiều lần), mà thay vào đó là kết quả từ sự tận tụy với chất lượng. Tư duy này đã thúc đẩy công ty liên tục tập trung nguồn lực để tạo ra thứ gì đó tốt hơn, ngay cả khi các sản phẩm hiện tại của họ vốn đã được xếp vào hàng xuất sắc nhất trong lĩnh vực này. Khi khắc họa Gillette như vậy, Forbes thực tế đã vẽ nên một bức chân dung về Colman.

Help! Help!

Cứu tôi với! Cứu tôi với!

Regular readers know that I shamelessly utilize the annual letter in an attempt to acquire businesses for Berkshire. And, as we constantly preach at the Buffalo News, advertising does work: Several businesses have knocked on our door because someone has read in these pages of our interest in making acquisitions. (Any good ad salesman will tell you that trying to sell something without advertising is like winking at a girl in the dark.)

Những độc giả thường xuyên hẳn biết rằng tôi đang sử dụng bức thư thường niên này một cách không biết xấu hổ nhằm cố gắng thu tóm các doanh nghiệp cho Berkshire. Và, như chúng tôi vẫn thường xuyên rao giảng tại tờ Buffalo News, quảng cáo thực sự có tác dụng: Một vài doanh nghiệp đã gõ cửa nhà chúng tôi vì ai đó đã đọc được trên những trang này về mong muốn thực hiện các thương vụ mua lại của chúng tôi. (Bất kỳ nhân viên bán quảng cáo giỏi nào cũng sẽ nói với bạn rằng, cố gắng bán thứ gì đó mà không quảng cáo thì cũng giống như nháy mắt với một cô gái trong bóng tối vậy.)

In Appendix B (on pages 26-27) I've reproduced the essence of a letter I wrote a few years back to the owner/manager of a desirable business. If you have no personal connection with a business that might be of interest to us but have a friend who does, perhaps you can pass this report along to him.

Trong Phụ lục B (tại trang 26-27), tôi đã sao chép lại nội dung cốt lõi của một lá thư tôi viết vài năm trước gửi cho chủ sở hữu kiêm quản lý của một doanh nghiệp tiềm năng. Nếu quý vị không có mối liên hệ cá nhân với một doanh nghiệp nào có thể khiến chúng tôi quan tâm, nhưng lại có một người bạn có mối liên hệ đó, có lẽ quý vị có thể chuyển báo cáo này cho người đó.

Here's the sort of business we are looking for:

Đây là loại hình doanh nghiệp mà chúng tôi đang tìm kiếm:

- (1) Large purchases (at least \$10 million of after-tax earnings),
Các thương vụ mua lại quy mô lớn (lợi nhuận sau thuế ít nhất là 10 triệu đô la),
- (2) Demonstrated consistent earning power (future projections are of little interest to us, nor are "turnaround" situations),
Có năng lực tạo ra lợi nhuận ổn định đã được chứng minh (chúng tôi ít quan tâm đến các dự phóng tương lai, cũng như các tình huống "xoay chuyển tình thế"),
- (3) Businesses earning good returns on equity while employing little or no debt,
Các doanh nghiệp đạt tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) tốt trong khi sử dụng ít hoặc không sử dụng nợ,
- (4) Management in place (we can't supply it),
Bộ máy quản lý có sẵn (chúng tôi không thể cung cấp nhân sự quản lý),
- (5) Simple businesses (if there's lots of technology, we won't understand it),
Các doanh nghiệp đơn giản (nếu có quá nhiều yếu tố công nghệ, chúng tôi sẽ không hiểu được),
- (6) An offering price (we don't want to waste our time or that of the seller by talking,

even preliminarily, about a transaction when price is unknown).

Một mức giá chào bán cụ thể (chúng tôi không muốn lãng phí thời gian của mình hay của người bán để thảo luận, dù chỉ là sơ bộ, về một giao dịch khi chưa biết rõ mức giá).

We will not engage in unfriendly takeovers. We can promise complete confidentiality and a very fast answer - customarily within five minutes - as to whether we're interested. We prefer to buy for cash, but will consider issuing stock when we receive as much in intrinsic business value as we give.

Chúng tôi sẽ không tham gia vào các vụ thôn tóm thù nghịch. Chúng tôi có thể hứa giữ bí mật tuyệt đối và đưa ra câu trả lời cực kỳ nhanh chóng — thường là trong vòng năm phút — về việc liệu chúng tôi có quan tâm hay không. Chúng tôi ưu tiên mua bằng tiền mặt, nhưng sẽ cân nhắc việc phát hành cổ phiếu khi chúng tôi nhận lại được giá trị kinh doanh nội tại tương xứng với những gì chúng tôi bỏ ra.

Our favorite form of purchase is one fitting the Blumkin- Friedman-Heldman mold. In cases like these, the company's owner- managers wish to generate significant amounts of cash, sometimes for themselves, but often for their families or inactive shareholders. At the same time, these managers wish to remain significant owners who continue to run their companies just as they have in the past. We think we offer a particularly good fit for owners with such objectives. We invite potential sellers to check us out by contacting people with whom we have done business in the past.

Hình thức mua lại ưa thích của chúng tôi là những thương vụ theo khuôn mẫu của nhà Blumkin-Friedman-Heldman. Trong những trường hợp này, các chủ sở hữu kiêm quản lý công ty mong muốn tạo ra một lượng tiền mặt đáng kể, đôi khi cho chính họ, nhưng thường là cho gia đình hoặc cho các cổ đông không trực tiếp điều hành. Đồng thời, các nhà quản lý này vẫn muốn tiếp tục là những người sở hữu quan trọng và điều hành công ty của họ giống hệt như cách họ đã làm trong quá khứ. Chúng tôi nghĩ rằng mình là sự lựa chọn đặc biệt phù hợp cho những chủ sở hữu có mục tiêu như vậy. Chúng tôi mời các bên bán tiềm năng kiểm chứng về chúng tôi bằng cách liên hệ với những người mà chúng tôi đã từng hợp tác kinh doanh trước đây.

Charlie and I frequently get approached about acquisitions that don't come close to meeting our tests: We've found that if you advertise an interest in buying collies, a lot of people will call hoping to sell you their cocker spaniels. A line from a country song expresses our feeling about new ventures, turnarounds, or auction-like sales: "When the phone don't ring, you'll know it's me."

Charlie và tôi thường xuyên nhận được những lời chào mời thôn tóm chẳng hề gần với các tiêu chuẩn của mình: Chúng tôi thấy rằng nếu bạn quảng cáo muốn mua chó Collie, sẽ có rất nhiều người gọi đến với hy vọng bán cho bạn những con Cocker Spaniel. Một câu hát trong một bài nhạc đồng quê đã diễn tả chính xác cảm xúc của chúng tôi về các dự án mạo hiểm mới, các tình huống xoay chuyển tình thế, hay các cuộc bán đấu giá: "Khi điện thoại không reo, ấy là lúc bạn biết đó là tôi."

Besides being interested in the purchase of businesses as described above, we are also interested in the negotiated purchase of large, but not controlling, blocks of stock comparable to

those we hold in Capital Cities, Salomon, Gillette, USAir, and Champion. We are not interested, however, in receiving suggestions about purchases we might make in the general stock market.

Bên cạnh việc quan tâm đến đầu tư toàn bộ doanh nghiệp như mô tả ở trên, chúng tôi cũng quan tâm đến việc mua lại thông qua thương lượng các khối cổ phiếu lớn nhưng không nắm quyền kiểm soát, tương tự như những khoản chúng tôi đang nắm giữ tại Capital Cities, Salomon, Gillette, USAir và Champion. Tuy nhiên, chúng tôi không quan tâm đến việc nhận các gợi ý về những khoản mua sắm mà chúng tôi có thể thực hiện trên thị trường chứng khoán đại chúng.

Miscellaneous

Các vấn đề khác

Ken Chace has decided not to stand for reelection as a director at our upcoming annual meeting. We have no mandatory retirement age for directors at Berkshire (and won't!), but Ken, at 75 and living in Maine, simply decided to cut back his activities.

Ken Chace đã quyết định không tái ứng cử vào hội đồng quản trị trong kỳ đại hội thường niên sắp tới. Tại Berkshire, chúng tôi không có quy định về độ tuổi nghỉ hưu bắt buộc cho các giám đốc (và sẽ không bao giờ có!), nhưng Ken, ở tuổi 75 và đang sống tại Maine, đơn giản là đã quyết định cắt giảm bớt các hoạt động của mình.

Ken was my immediate choice to run the textile operation after Buffett Partnership, Ltd. assumed control of Berkshire early in 1965. Although I made an economic mistake in sticking with the textile business, I made no mistake in choosing Ken: He ran the operation well, he was always 100% straight with me about its problems, and he generated the funds that allowed us to diversify into insurance.

Ken là lựa chọn tức thì của tôi để điều hành mảng dệt may sau khi Buffett Partnership, Ltd. nắm quyền kiểm soát Berkshire vào đầu năm 1965. Mặc dù tôi đã phạm một sai lầm về kinh tế khi cố bám trụ với ngành dệt may, nhưng tôi không hề sai lầm khi chọn Ken: Ông ấy đã điều hành hoạt động rất tốt, luôn thẳng thắn 100% với tôi về các vấn đề của nó, và ông ấy đã tạo ra nguồn vốn cho phép chúng tôi đa dạng hóa sang lĩnh vực bảo hiểm.

My wife, Susan, will be nominated to succeed Ken. She is now the second largest shareholder of Berkshire and if she outlives me will inherit all of my stock and effectively control the company. She knows, and agrees, with my thoughts on successor management and also shares my view that neither Berkshire nor its subsidiary businesses and important investments should be sold simply because some very high bid is received for one or all.

Vợ tôi, Susan, sẽ được đề cử để kế nhiệm Ken. Bà ấy hiện là cổ đông lớn thứ hai của Berkshire và nếu bà ấy sống lâu hơn tôi, bà ấy sẽ thừa kế toàn bộ cổ phiếu của tôi và kiểm soát công ty một cách hiệu quả. Bà ấy biết và đồng ý với những suy nghĩ của tôi về bộ máy quản lý kế nhiệm, đồng thời cũng chia sẻ quan điểm với tôi rằng cả Berkshire lẫn các doanh nghiệp con hay các khoản đầu tư quan trọng đều không nên bị bán đi chỉ vì nhận được một lời mời mua với giá rất cao cho một phần hoặc toàn bộ công ty.

I feel strongly that the fate of our businesses and their managers should not depend on my

health - which, it should be added, is excellent - and I have planned accordingly. Neither my estate plan nor that of my wife is designed to preserve the family fortune; instead, both are aimed at preserving the character of Berkshire and returning the fortune to society.

Tôi thực sự tin rằng số phận của các doanh nghiệp và những nhà quản lý của chúng không nên phụ thuộc vào sức khỏe của tôi — thứ mà tôi xin được nói thêm là hiện đang rất tuyệt vời — và tôi đã lập kế hoạch tương ứng cho điều đó. Cả kế hoạch thừa kế của tôi lẫn của vợ tôi đều không nhằm mục đích bảo tồn tài sản gia đình; thay vào đó, cả hai đều nhắm tới việc gìn giữ bản sắc của Berkshire và trả lại tài sản cho xã hội.

Were I to die tomorrow, you could be sure of three things: (1) None of my stock would have to be sold; (2) Both a controlling shareholder and a manager with philosophies similar to mine would follow me; and (3) Berkshire's earnings would increase by \$1 million annually, since Charlie would immediately sell our corporate jet, The Indefensible (ignoring my wish that it be buried with me).

Nếu tôi có qua đời vào ngày mai, quý vị có thể chắc chắn về ba điều: (1) Không một cổ phiếu nào của tôi phải bị bán đi; (2) Cả cổ đông nắm quyền kiểm soát và người quản lý có triết lý tương tự tôi sẽ là người kế nhiệm; và (3) Lợi nhuận của Berkshire sẽ tăng thêm 1 triệu đô la mỗi năm, vì Charlie sẽ ngay lập tức bán chiếc máy bay phản lực của công ty, chiếc "The Indefensible" (Không thể bảo chữa) — bất chấp di nguyện của tôi là muốn nó được chôn cùng mình.

* * * * *

About 97.3% of all eligible shares participated in Berkshire's 1990 shareholder-designated contributions program. Contributions made through the program were \$5.8 million, and 2,600 charities were recipients.

Khoảng 97,3% tổng số cổ phiếu đủ điều kiện đã tham gia vào chương trình đóng góp từ thiện do cổ đông chỉ định của Berkshire năm 1990. Tổng số tiền đóng góp thông qua chương trình là 5,8 triệu đô la, và 2.600 tổ chức từ thiện đã được nhận hỗ trợ.

We suggest that new shareholders read the description of our shareholder-designated contributions program that appears on pages 54-55. To participate in future programs, you must make sure your shares are registered in the name of the actual owner, not in the nominee name of a broker, bank or depository. Shares not so registered on August 31, 1991 will be ineligible for the 1991 program.

Chúng tôi đề nghị các cổ đông mới hãy đọc phần mô tả về chương trình đóng góp từ thiện do cổ đông chỉ định tại các trang 54-55. Để tham gia vào các chương trình trong tương lai, quý vị phải đảm bảo rằng cổ phiếu của mình được đăng ký dưới tên của chủ sở hữu thực tế, chứ không phải dưới tên ủy thác của một nhà môi giới, ngân hàng hay tổ chức lưu ký. Những cổ phiếu không được đăng ký như vậy vào ngày 31 tháng 8 năm 1991 sẽ không đủ điều kiện tham gia chương trình năm 1991.

In addition to the shareholder-designated contributions that Berkshire distributes, managers of our operating businesses make contributions, including merchandise, averaging about

\$1.5 million annually. These contributions support local charities, such as The United Way, and produce roughly commensurate benefits for our businesses.

Ngoài các khoản đóng góp do cổ đông chỉ định mà Berkshire phân phối, những nhà quản lý tại các doanh nghiệp vận hành của chúng tôi cũng thực hiện các khoản đóng góp, bao gồm cả hàng hóa, với giá trị trung bình khoảng 1,5 triệu đô la mỗi năm. Những khoản đóng góp này nhằm hỗ trợ các tổ chức từ thiện tại địa phương, chẳng hạn như The United Way, và mang lại những lợi ích tương xứng cho các doanh nghiệp của chúng ta.

However, neither our operating managers nor officers of the parent company use Berkshire funds to make contributions to broad national programs or charitable activities of special personal interest to them, except to the extent they do so as shareholders. If your employees, including your CEO, wish to give to their alma maters or other institutions to which they feel a personal attachment, we believe they should use their own money, not yours.

Tuy nhiên, cả các nhà quản lý vận hành lẫn các viên chức của công ty mẹ đều không sử dụng quỹ của Berkshire để đóng góp cho các chương trình quốc gia có quy mô rộng lớn hoặc các hoạt động từ thiện mang tính cá nhân mà họ quan tâm, trừ khi họ thực hiện việc đó với tư cách là cổ đông. Nếu nhân viên của quý vị, bao gồm cả vị CEO, muốn quyên góp cho trường cũ hoặc các tổ chức khác mà họ có sự gắn bó cá nhân, chúng tôi tin rằng họ nên sử dụng tiền riêng của chính họ, chứ không phải tiền của quý vị.

* * * * *

The annual meeting this year will be held at the Orpheum Theater in downtown Omaha at 9:30 a.m. on Monday, April 29, 1991. Attendance last year grew to a record 1,300, about a 100-fold increase from ten years ago.

Đại hội cổ đông thường niên năm nay sẽ được tổ chức tại Nhà hát Orpheum ở trung tâm thành phố Omaha vào lúc 9:30 sáng Thứ Hai, ngày 29 tháng 4 năm 1991. Số lượng người tham dự năm ngoái đã tăng lên mức kỷ lục 1.300 người, tăng khoảng 100 lần so với mười năm trước.

We recommend getting your hotel reservations early at one of these hotels: (1) The Radisson-Redick Tower, a small (88 rooms) but nice hotel across the street from the Orpheum; (2) the much larger Red Lion Hotel, located about a five-minute walk from the Orpheum; or (3) the Marriott, located in West Omaha about 100 yards from Borsheim's and a twenty minute drive from downtown. We will have buses at the Marriott that will leave at 8:30 and 8:45 for the meeting, and return after it ends.

Chúng tôi khuyên quý vị nên đặt phòng khách sạn sớm tại một trong những khách sạn sau: (1) Radisson-Redick Tower, một khách sạn nhỏ (88 phòng) nhưng đẹp ngay đối diện Nhà hát Orpheum; (2) khách sạn Red Lion lớn hơn nhiều, cách Orpheum khoảng năm phút đi bộ; hoặc (3) khách sạn Marriott, nằm ở Tây Omaha, cách Borsheim's khoảng 100 thước và mất 20 phút lái xe từ trung tâm thành phố. Chúng tôi sẽ có xe buýt tại Marriott khởi hành lúc 8:30 và 8:45 để đến đại hội, và quay trở lại sau khi kết thúc.

Charlie and I always enjoy the meeting, and we hope you can make it. The quality of our

shareholders is reflected in the quality of the questions we get: We have never attended an annual meeting anywhere that features such a consistently high level of intelligent, owner-related questions.

Charlie và tôi luôn tận hưởng kỳ đại hội này, và chúng tôi hy vọng quý vị có thể tham dự. Chất lượng cổ đông của chúng ta được phản ánh qua chất lượng các câu hỏi mà chúng tôi nhận được: Chúng tôi chưa từng tham dự một cuộc họp thường niên nào ở bất cứ đâu mà lại có những câu hỏi thông minh và liên quan mật thiết đến lợi ích chủ sở hữu ở mức độ cao một cách nhất quán như vậy.

An attachment to our proxy material explains how you can obtain the card you will need for admission to the meeting. Because weekday parking can be tight around the Orpheum, we have lined up a number of nearby lots for our shareholders to use. The attachment also contains information about them.

Phần đính kèm trong tài liệu ủy quyền sẽ hướng dẫn cách quý vị nhận thẻ vào cửa cần thiết để tham dự đại hội. Vì bãi đậu xe vào ngày trong tuần quanh khu vực Orpheum có thể rất khan hiếm, chúng tôi đã sắp xếp một số bãi đỗ gần đó để các cổ đông sử dụng. Tài liệu đính kèm cũng bao gồm thông tin về các bãi đỗ xe này.

As usual, we will have buses to take you to Nebraska Furniture Mart and Borsheim's after the meeting and to take you to downtown hotels or to the airport later. I hope that you will allow plenty of time to fully explore the attractions of both stores. Those of you arriving early can visit the Furniture Mart any day of the week; it is open from 10 a.m. to 5:30 p.m. on Saturdays, and from noon to 5:30 p.m. on Sundays. While there, stop at the See's Candy cart and see for yourself the dawn of synergism at Berkshire.

Như thường lệ, chúng tôi sẽ có xe buýt để đưa quý vị đến Nebraska Furniture Mart và Borsheim's sau cuộc họp, sau đó đưa quý vị về các khách sạn ở trung tâm hoặc ra sân bay. Tôi hy vọng quý vị sẽ dành nhiều thời gian để khám phá trọn vẹn sức hấp dẫn của cả hai cửa hàng này. Những ai đến sớm có thể ghé thăm Furniture Mart vào bất kỳ ngày nào trong tuần; cửa hàng mở cửa từ 10 giờ sáng đến 5 giờ 30 chiều Thứ Bảy, và từ trưa đến 5 giờ 30 chiều Chủ Nhật. Khi ở đó, hãy dừng chân tại quầy kẹo See's Candy để tự mình chứng kiến sự khởi đầu của "tính cộng hưởng" tại Berkshire.

Borsheim's normally is closed on Sunday, but we will open for shareholders and their guests from noon to 6 p.m. on Sunday, April 28. At our Sunday opening last year you made Ike very happy: After totaling the day's volume, he suggested to me that we start holding annual meetings quarterly. Join us at Borsheim's even if you just come to watch; it's a show you shouldn't miss.

Borsheim's thường đóng cửa vào Chủ Nhật, nhưng chúng tôi sẽ mở cửa phục vụ các cổ đông và khách mời từ trưa đến 6 giờ chiều Chủ Nhật, ngày 28 tháng 4. Trong đợt mở cửa Chủ Nhật năm ngoái, quý vị đã khiến Ike rất hạnh phúc: Sau khi tổng kết doanh số trong ngày, ông ấy đã gợi ý với tôi rằng chúng ta nên bắt đầu tổ chức đại hội cổ đông theo quý. Hãy cùng tham gia với chúng tôi tại Borsheim's ngay cả khi quý vị chỉ đến để tham quan; đó là một "show diễn" mà quý vị không nên bỏ lỡ.

Last year the first question at the annual meeting was asked by 11-year-old Nicholas

Kenner, a third- generation shareholder from New York City. Nicholas plays rough: "How come the stock is down?" he fired at me. My answer was not memorable.

Năm ngoái, câu hỏi đầu tiên tại đại hội cổ đông đã được đặt bởi Nicholas Kenner, 11 tuổi, một cổ đông thế hệ thứ ba đến từ Thành phố New York. Nicholas chơi khá "rắn": "Tại sao giá cổ phiếu lại giảm?" cậu bé đã phát súng đầu tiên vào tôi. Câu trả lời của tôi lúc đó thực sự không có gì đáng nhớ.

We hope that other business engagements won't keep Nicholas away from this year's meeting. If he attends, he will be offered the chance to again ask the first question; Charlie and I want to tackle him while we're fresh. This year, however, it's Charlie's turn to answer.

Chúng tôi hy vọng rằng các kế hoạch cá nhân khác sẽ không khiến Nicholas vắng mặt tại kỳ đại hội năm nay. Nếu cậu bé tham dự, cậu sẽ được trao cơ hội để một lần nữa đặt câu hỏi đầu tiên; Charlie và tôi muốn đối đầu với cậu ấy khi chúng tôi còn đang tỉnh táo nhất. Tuy nhiên, năm nay, đến lượt Charlie trả lời.

March 1, 1991

Warren E. Buffett

Chairman of the Board

Chủ tịch Hội đồng quản trị

APPENDIX A

PHỤ LỤC A

U. S. STEEL ANNOUNCES SWEEPING MODERNIZATION SCHEME*

U. S. STEEL CÔNG BỐ KẾ HOẠCH HIỆN ĐẠI HÓA TOÀN DIỆN*

** An unpublished satire by Ben Graham, written in 1936 and given by the author to Warren Buffett in 1954.*

** Một bài châm biếm chưa từng được xuất bản của Ben Graham, viết năm 1936 và được tác giả tặng cho Warren Buffett vào năm 1954.*

Myron C. Taylor, Chairman of U. S. Steel Corporation, today announced the long awaited plan for completely modernizing the world's largest industrial enterprise. Contrary to expectations, no changes will be made in the company's manufacturing or selling policies. Instead, the bookkeeping system is to be entirely revamped. By adopting and further improving a number of modern accounting and financial devices the corporation's earning power will be amazingly transformed. Even under the subnormal conditions of 1935, it is estimated that the new

bookkeeping methods would have yielded a reported profit of close to \$50 per share on the common stock. The scheme of improvement is the result of a comprehensive survey made by Messrs. Price, Bacon, Guthrie & Colpitts; it includes the following six points:

Myron C. Taylor, Chủ tịch Tập đoàn U. S. Steel, hôm nay đã công bố kế hoạch được chờ đợi từ lâu nhằm hiện đại hóa hoàn toàn doanh nghiệp công nghiệp lớn nhất thế giới này. Trái với kỳ vọng, sẽ không có thay đổi nào trong chính sách sản xuất hay bán hàng của công ty. Thay vào đó, hệ thống ghi chép sổ sách sẽ được tân trang toàn bộ. Bằng cách áp dụng và cải tiến thêm một loạt các thủ thuật tài chính và kế toán hiện đại, khả năng tạo ra lợi nhuận của tập đoàn sẽ được chuyển đổi một cách kinh ngạc. Ngay cả trong điều kiện dưới mức bình thường của năm 1935, ước tính rằng các phương pháp kế toán mới sẽ mang lại lợi nhuận báo cáo gần 50 đô la trên mỗi cổ phiếu phổ thông. Kế hoạch cải tổ này là kết quả của một cuộc khảo sát toàn diện được thực hiện bởi các quý ông Price, Bacon, Guthrie & Colpitts; nó bao gồm sáu điểm sau:

1. Writing down of Plant Account to Minus \$1,000,000,000.
Ghi giảm Tài khoản Nhà máy xuống mức Âm 1.000.000.000 đô la.
2. Par value of common stock to be reduced to 1¢.
Mệnh giá cổ phiếu phổ thông được giảm xuống còn 1 xu.
3. Payment of all wages and salaries in option warrants.
Chi trả toàn bộ tiền lương và tiền thưởng bằng chứng quyền quyền chọn.
4. Inventories to be carried at \$1.
Hàng tồn kho được ghi nhận ở mức giá 1 đô la.
5. Preferred Stock to be replaced by non-interest bearing bonds redeemable at 50% discount.
Cổ phiếu ưu đãi được thay thế bằng trái phiếu không hưởng lãi, có thể mua lại với mức chiết khấu 50%.
6. A \$1,000,000,000 Contingency Reserve to be established.
Thiết lập một Quỹ Dự phòng rủi ro trị giá 1.000.000.000 đô la.

The official statement of this extraordinary Modernization Plan follows in full:

Toàn văn tuyên bố chính thức về Kế hoạch Hiện đại hóa phi thường này như sau:

The Board of Directors of U. S. Steel Corporation is pleased to announce that after intensive study of the problems arising from changed conditions in the industry, it has approved a comprehensive plan for remodeling the Corporation's accounting methods. A survey by a Special Committee, aided and abetted by Messrs. Price, Bacon, Guthrie & Colpitts, revealed that our company has lagged somewhat behind other American business enterprises in utilizing certain advanced bookkeeping methods, by means of which the earning power may be phenomenally

enhanced without requiring any cash outlay or any changes in operating or sales conditions. It has been decided not only to adopt these newer methods, but to develop them to a still higher stage of perfection. The changes adopted by the Board may be summarized under six heads, as follows:

Hội đồng quản trị của Tập đoàn U. S. Steel vô cùng phấn khởi thông báo rằng, sau khi nghiên cứu kỹ lưỡng các vấn đề phát sinh từ sự thay đổi điều kiện trong ngành, Hội đồng đã phê duyệt một kế hoạch toàn diện nhằm tái cấu trúc các phương pháp kế toán của Tập đoàn. Một cuộc khảo sát của Ủy ban Đặc biệt, với sự hỗ trợ và "tiếp tay" của các quý ông Price, Bacon, Guthrie & Colpitts, đã tiết lộ rằng công ty chúng ta có phần tụt hậu so với các doanh nghiệp Mỹ khác trong việc vận dụng một số phương pháp ghi sổ tiên tiến — những phương pháp mà nhờ đó, khả năng sinh lời có thể được gia tăng một cách phi thường mà không đòi hỏi bất kỳ khoản chi tiền mặt nào hay bất kỳ thay đổi nào trong điều kiện vận hành và bán hàng. Hội đồng đã quyết định không chỉ áp dụng những phương pháp mới hơn này, mà còn phát triển chúng lên một tầm cao hoàn hảo hơn nữa. Những thay đổi được Hội đồng thông qua có thể được tóm tắt dưới sáu đề mục như sau:

1. Fixed Assets to be written down to Minus \$1,000,000,000.

Tài sản Cố định được ghi giảm xuống mức Âm 1.000.000.000 đô la.

Many representative companies have relieved their income accounts of all charges for depreciation by writing down their plant account to \$1. The Special Committee points out that if their plants are worth only \$1, the fixed assets of U. S. Steel Corporation are worth a good deal less than that sum. It is now a well-recognized fact that many plants are in reality a liability rather than an asset, entailing not only depreciation charges, but taxes, maintenance, and other expenditures. Accordingly, the Board has decided to extend the write-down policy initiated in the 1935 report, and to mark down the Fixed Assets from \$1,338,522,858.96 to a round Minus \$1,000,000,000.

Nhiều công ty tiêu biểu đã giải phóng báo cáo thu nhập của họ khỏi mọi khoản phí khấu hao bằng cách ghi giảm tài khoản nhà máy xuống còn 1 đô la. Ủy ban Đặc biệt chỉ ra rằng nếu nhà máy của các công ty đó chỉ đáng giá 1 đô la, thì tài sản cố định của Tập đoàn U. S. Steel phải đáng giá ít hơn con số đó rất nhiều. Một thực tế hiện đã được công nhận rộng rãi là nhiều nhà máy thực chất là một khoản nợ phải trả (liability) hơn là một tài sản (asset), vì chúng không chỉ kéo theo chi phí khấu hao mà còn cả thuế, bảo trì và các chi phí khác. Theo đó, Hội đồng quản trị đã quyết định mở rộng chính sách ghi giảm đã khởi xướng trong báo cáo năm 1935, và hạ giá trị Tài sản Cố định từ 1.338.522.858,96 đô la xuống con số tròn trịa là Âm 1.000.000.000 đô la.

The advantages of this move should be evident. As the plant wears out, the liability becomes correspondingly reduced. Hence, instead of the present depreciation charge of some \$47,000,000 yearly there will be an annual appreciation credit of 5%, or \$50,000,000. This will increase earnings by no less than \$97,000,000 per annum.

Lợi ích của bước đi này là rất rõ ràng. Khi nhà máy hao mòn, khoản "nợ phải trả" này sẽ giảm đi tương ứng. Do đó, thay vì khoản chi phí khấu hao hiện tại khoảng 47.000.000 đô la mỗi năm, sẽ có một khoản ghi có do giá trị gia tăng hàng năm là 5%, tương đương 50.000.000 đô la. Điều này sẽ làm tăng lợi nhuận không dưới 97.000.000 đô la mỗi năm.

2. Reduction of Par Value of Common Stock to 1¢, and
Giảm Mệnh giá Cổ phiếu Phổ thông xuống còn 1 xu, và
3. Payment of Salaries and Wages in Option Warrants.
Trả lương và Thù lao bằng Chứng quyền Quyền chọn.

Many corporations have been able to reduce their overhead expenses substantially by paying a large part of their executive salaries in the form of options to buy stock, which carry no charge against earnings. The full possibilities of this modern device have apparently not been adequately realized. The Board of Directors has adopted the following advanced form of this idea:

Nhiều tập đoàn đã có thể giảm đáng kể chi phí cố định bằng cách chi trả một phần lớn lương của các cấp quản lý dưới dạng quyền chọn mua cổ phiếu, vốn không bị tính trừ vào lợi nhuận. Tuy nhiên, những tiềm năng trọn vẹn của công cụ hiện đại này dường như vẫn chưa được nhận thức đầy đủ. Hội đồng quản trị đã thông qua một hình thức cải tiến của ý tưởng này như sau:

The entire personnel of the Corporation are to receive their compensation in the form of rights to buy common stock at \$50 per share, at the rate of one purchase right for each \$50 of salary and/or wages in their present amounts. The par value of the common stock is to be reduced to 1¢.

Toàn bộ nhân viên của Tập đoàn sẽ nhận thù lao dưới dạng quyền mua cổ phiếu phổ thông ở mức giá \$50 trên mỗi cổ phiếu, với tỷ lệ một quyền mua cho mỗi \$50 tiền lương và/hoặc tiền công theo mức hiện tại của họ. Mệnh giá của cổ phiếu phổ thông sẽ được giảm xuống còn 1 xu.

The almost incredible advantages of this new plan are evident from the following:

Những lợi ích gần như không thể tin nổi của kế hoạch mới này được thể hiện rõ qua các điểm sau:

A. The payroll of the Corporation will be entirely eliminated, a saving of \$250,000,000 per annum, based on 1935 operations.

Quỹ lương của Tập đoàn sẽ bị xóa bỏ hoàn toàn, giúp tiết kiệm \$250.000.000 mỗi năm, dựa trên các hoạt động của năm 1935.

B. At the same time, the effective compensation of all our employees will be increased severalfold. Because of the large earnings per share to be shown on our common stock under the new methods, it is certain that the shares will command a price in the market far above the option level of \$50 per share, making the readily realizable value of these option warrants greatly in excess of the present cash wages that they will replace.

Đồng thời, thù lao thực tế của tất cả nhân viên của chúng ta sẽ được tăng lên gấp nhiều lần. Nhờ vào mức lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS) khổng lồ được hiển thị trên cổ phiếu phổ thông theo các phương pháp mới, chắc chắn rằng giá cổ phiếu trên thị trường sẽ đạt mức cao hơn nhiều so với giá thực hiện quyền chọn là \$50, làm cho giá trị có thể quy đổi thành tiền mặt của các chứng quyền này vượt xa mức lương tiền mặt hiện tại mà chúng thay thế.

C. The Corporation will realize an additional large annual profit through the exercise of these warrants. Since the par value of the common stock will be fixed at 1¢, there will be a gain of \$49.99 on each share subscribed for. In the interest of conservative accounting, however, this profit will not be included in the income account, but will be shown separately as a credit to Capital Surplus.

Tập đoàn sẽ thu được một khoản lợi nhuận hàng năm lớn bổ sung thông qua việc thực hiện các chứng quyền này. Vì mệnh giá cổ phiếu phổ thông được ấn định ở mức 1 xu, nên sẽ có một khoản thặng dư \$49,99 trên mỗi cổ phiếu được đăng ký mua. Tuy nhiên, để đảm bảo tính thận trọng trong kế toán, khoản lợi nhuận này sẽ không được đưa vào báo cáo thu nhập, mà sẽ được hiển thị riêng biệt như một khoản ghi có vào Thặng dư vốn (Capital Surplus).

D. The Corporation's cash position will be enormously strengthened. In place of the present annual cash outgo of \$250,000,000 for wages (1935 basis), there will be annual cash inflow of \$250,000,000 through exercise of the subscription warrants for 5,000,000 shares of common stock. The Company's large earnings and strong cash position will permit the payment of a liberal dividend which, in turn, will result in the exercise of these option warrants immediately after issuance which, in turn, will further improve the cash position which, in turn, will permit a higher dividend rate -- and so on, indefinitely.

4. Inventories to be carried at \$1.

Hàng tồn kho được ghi nhận ở mức giá \$1.

Serious losses have been taken during the depression due to the necessity of adjusting inventory value to market. Various enterprises -- notably in the metal and cotton-textile fields -- have successfully dealt with this problem by carrying all or part of their inventories at extremely low unit prices. The U. S. Steel Corporation has decided to adopt a still more progressive policy, and to carry its entire inventory at \$1. This will be effected by an appropriate write-down at the end of each year, the amount of said write-down to be charged to the Contingency Reserve hereinafter referred to.

Nhiều tổn thất nghiêm trọng đã xảy ra trong thời kỳ suy thoái do sự cần thiết phải điều chỉnh giá trị hàng tồn kho theo giá thị trường. Một số doanh nghiệp — đáng chú ý là trong lĩnh vực kim loại và dệt bông — đã đối phó thành công với vấn đề này bằng cách ghi nhận toàn bộ hoặc một phần hàng tồn kho của họ ở mức đơn giá cực thấp. Tập đoàn U.S. Steel đã quyết định áp dụng một chính sách còn tiến bộ hơn nữa: ghi nhận toàn bộ hàng tồn kho ở mức \$1. Điều này sẽ được thực hiện bằng một khoản ghi giảm tương ứng vào cuối mỗi năm, và số tiền ghi giảm nói trên sẽ được tính vào Quỹ Dự phòng rủi ro được đề cập dưới đây.

The benefits to be derived from this new method are very great. Not only will it obviate all possibility of inventory depreciation, but it will substantially enhance the annual earnings of the Corporation. The inventory on hand at the beginning of the year, valued at \$1, will be sold during the year at an excellent profit. It is estimated that our income will be increased by means of this method to the extent of at least \$150,000,000 per annum which, by a coincidence, will about equal the amount of the write-down to be made each year against Contingency Reserve.

Lợi ích thu được từ phương pháp mới này là rất lớn. Nó không chỉ xóa bỏ mọi khả năng sụt giảm giá trị hàng tồn kho, mà còn làm tăng đáng kể lợi nhuận hàng năm của Tập đoàn. Hàng tồn kho đầu năm, được định giá \$1, sẽ được bán trong năm với một mức lợi nhuận tuyệt vời. Ước tính thu nhập của chúng ta sẽ tăng thêm ít nhất \$150.000.000 mỗi năm nhờ phương pháp này — một con số, thật trùng hợp, lại xấp xỉ bằng khoản ghi giảm được thực hiện hàng năm vào Quỹ Dự phòng rủi ro.

A minority report of the Special Committee recommends that Accounts Receivable and Cash also be written down to \$1, in the interest of consistency and to gain additional advantages similar to those just discussed. This proposal has been rejected for the time being because our auditors still require that any recoveries of receivables and cash so charged off be credited to surplus instead of to the year's income. It is expected, however, that this auditing rule -- which is rather reminiscent of the horse-and-buggy days -- will soon be changed in line with modern tendencies. Should this occur, the minority report will be given further and favorable consideration.

Một báo cáo thiểu số của Ủy ban Đặc biệt còn khuyến nghị rằng các khoản Phải thu khách hàng và Tiền mặt cũng nên được ghi giảm xuống còn \$1, nhằm đảm bảo tính nhất quán và đạt được thêm những lợi ích tương tự như trên. Đề xuất này tạm thời bị bác bỏ vì các kiểm toán viên của chúng ta vẫn yêu cầu rằng bất kỳ khoản thu hồi nợ hay tiền mặt nào đã bị xóa sổ như vậy phải được ghi có vào thặng dư thay vì tính vào thu nhập trong năm. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng rằng quy tắc kiểm toán này — vốn gợi nhắc về thời kỳ "xe ngựa cổ lỗ sĩ" — sẽ sớm được thay đổi theo xu hướng hiện đại. Nếu điều đó xảy ra, báo cáo thiểu số này sẽ được xem xét thêm một cách thuận lợi.

5. Replacement of Preferred Stock by Non-Interest-Bearing Bonds Redeemable at 50% Discount.

Thay thế Cổ phiếu Ưu đãi bằng Trái phiếu Không hưởng lãi có thể mua lại với mức Chiết khấu 50%.

During the recent depression many companies have been able to offset their operating losses by including in income profits arising from repurchases of their own bonds at a substantial discount from par. Unfortunately the credit of U. S. Steel Corporation has always stood so high that this lucrative source of revenue has not hitherto been available to it. The Modernization Scheme will remedy this condition.

Trong thời kỳ suy thoái vừa qua, nhiều công ty đã có thể bù đắp các khoản lỗ hoạt động bằng cách đưa vào thu nhập những khoản lợi nhuận phát sinh từ việc mua lại trái phiếu của chính họ với mức chiết khấu đáng kể so với mệnh giá. Thật không may, uy tín tín dụng của Tập đoàn U. S. Steel luôn đứng ở mức cao đến mức nguồn doanh thu béo bở này từ trước đến nay vẫn chưa khả dụng đối với chúng ta. Kế hoạch Hiện đại hóa sẽ khắc phục tình trạng này.

It is proposed that each share of preferred stock be exchanged for \$300 face value of non-interest-bearing sinking-fund notes, redeemable by lot at 50% of face value in 10 equal annual installments. This will require the issuance of \$1,080,000,000 of new notes, of which

\$108,000,000 will be retired each year at a cost to the Corporation of only \$54,000,000, thus creating an annual profit of the same amount.

Đề xuất được đưa ra là mỗi cổ phiếu ưu đãi sẽ được hoán đổi lấy \$300 mệnh giá kỳ phiếu không hưởng lãi (sinking-fund notes), được mua lại bằng hình thức bốc thăm ở mức 50% mệnh giá theo 10 đợt hàng năm bằng nhau. Điều này sẽ đòi hỏi việc phát hành \$1.080.000.000 kỳ phiếu mới, trong đó \$108.000.000 sẽ được thu hồi mỗi năm với chi phí cho Tập đoàn chỉ là \$54.000.000, từ đó tạo ra một khoản lợi nhuận hàng năm với số tiền tương đương.

Like the wage-and/or-salary plan described under 3. above, this arrangement will benefit both the Corporation and its preferred stockholders. The latter are assured payment for their present shares at 150% of par value over an average period of five years. Since short-term securities yield practically no return at present, the non-interest-bearing feature is of no real importance. The Corporation will convert its present annual charge of \$25,000,000 for preferred dividends into an annual bond-retirement profit of \$54,000,000 -- an aggregate yearly gain of \$79,000,000.

Giống như kế hoạch trả lương/tiền công đã mô tả ở mục 3 phía trên, sự sắp xếp này sẽ có lợi cho cả Tập đoàn và các cổ đông ưu đãi. Các cổ đông được đảm bảo thanh toán cho số cổ phiếu hiện tại của họ ở mức 150% mệnh giá trong khoảng thời gian trung bình là năm năm. Vì các chứng khoán ngắn hạn hiện nay gần như không mang lại tỷ suất sinh lời nào, nên đặc tính không hưởng lãi thực sự không quan trọng. Tập đoàn sẽ chuyển đổi khoản chi trả cổ tức ưu đãi \$25.000.000 hàng năm hiện tại thành khoản lợi nhuận từ việc thu hồi trái phiếu hàng năm là \$54.000.000 — tổng mức tăng hằng năm là \$79.000.000.

6. Establishment of a Contingency Reserve of \$1,000,000,000.

Thiết lập một Quỹ Dự phòng Rủi ro trị giá 1.000.000.000 đô la.

The Directors are confident that the improvements hereinbefore described will assure the Corporation of a satisfactory earning power under all conditions in the future. Under modern accounting methods, however, it is unnecessary to incur the slightest risk of loss through adverse business developments of any sort, since all these may be provided for in advance by means of a Contingency Reserve.

Hội đồng Quản trị tin tưởng rằng những cải tiến đã được mô tả ở trên sẽ đảm bảo cho Tập đoàn một năng lực tạo ra lợi nhuận thỏa đáng trong mọi điều kiện ở tương lai. Tuy nhiên, dưới các phương pháp kế toán hiện đại, chúng ta không cần thiết phải gánh chịu dù là rủi ro thua lỗ nhỏ nhất từ bất kỳ diễn biến kinh doanh bất lợi nào, vì tất cả những điều này đều có thể được dự phòng trước thông qua một Quỹ Dự phòng Rủi ro.

The Special Committee has recommended that the Corporation create such a Contingency Reserve in the fairly substantial amount of \$1,000,000,000. As previously set forth, the annual write-down of inventory to \$1 will be absorbed by this reserve. To prevent eventual exhaustion of the Contingency Reserve, it has been further decided that it be replenished each year by transfer of an appropriate sum from Capital Surplus. Since the latter is expected to increase each year by not less than \$250,000,000 through the exercise of the Stock Option Warrants (see 3. above), it

will readily make good any drains on the Contingency Reserve.

Ủy ban Đặc biệt đã khuyến nghị Tập đoàn nên tạo ra một Quỹ Dự phòng Rủi ro như vậy với số tiền khá lớn là 1.000.000.000 đô la. Như đã trình bày trước đó, khoản ghi giảm hàng tồn kho hàng năm xuống mức \$1 sẽ được hấp thụ bởi quỹ dự phòng này. Để ngăn chặn việc Quỹ Dự phòng Rủi ro cuối cùng bị cạn kiệt, Hội đồng đã quyết định thêm rằng nó sẽ được bổ sung hàng năm bằng cách chuyển một khoản tiền thích hợp từ Thặng dư vốn. Vì Thặng dư vốn dự kiến sẽ tăng không dưới 250.000.000 đô la mỗi năm thông qua việc thực hiện các Chứng quyền Quyền chọn Cổ phiếu (xem mục 3 ở trên), nó sẽ dễ dàng bù đắp cho bất kỳ sự hao hụt nào của Quỹ Dự phòng Rủi ro.

In setting up this arrangement, the Board of Directors must confess regretfully that they have been unable to improve upon the devices already employed by important corporations in transferring large sums between Capital, Capital Surplus, Contingency Reserves and other Balance Sheet Accounts. In fact, it must be admitted that our entries will be somewhat too simple, and will lack that element of extreme mystification that characterizes the most advanced procedure in this field. The Board of Directors, however, have insisted upon clarity and simplicity in framing their Modernization Plan, even at the sacrifice of possible advantage to the Corporation's earning power.

Khi thiết lập sự sắp xếp này, Hội đồng Quản trị phải thú nhận một cách đầy hối tiếc rằng họ đã không thể cải tiến thêm các thủ thuật vốn đã được các tập đoàn lớn sử dụng trong việc luân chuyển các khoản tiền không lồ giữa Vốn điều lệ, Thặng dư vốn, Quỹ dự phòng rủi ro và các tài khoản Bảng cân đối kế toán khác. Thực tế, phải thừa nhận rằng các bút toán của chúng ta sẽ có phần quá đơn giản và thiếu đi yếu tố "thần bí cực độ" vốn là đặc trưng của những quy trình tiên tiến nhất trong lĩnh vực này. Tuy nhiên, Hội đồng Quản trị đã kiên định với sự rõ ràng và đơn giản khi xây dựng Kế hoạch Hiện đại hóa, ngay cả khi phải hy sinh những lợi thế tiềm năng cho năng lực sinh lời của Tập đoàn.

In order to show the combined effect of the new proposals upon the Corporation's earning power, we submit herewith a condensed Income Account for 1935 on two bases, viz:

Để cho thấy tác động tổng hợp của các đề xuất mới đối với năng lực sinh lời của Tập đoàn, chúng tôi xin trình bày dưới đây một Báo cáo Kết quả Kinh doanh rút gọn cho năm 1935 dựa trên hai phương pháp:

	A. As Reported	B. Pro-Forma Giving Effect to Changes Proposed Herewith
Gross Receipts from all Sources (Including Inter-Company)	\$765,000,000	\$765,000,000
Salaries and Wages	251,000,000	--
Other Operating Expenses and Taxes	461,000,000	311,000,000
Depreciation	47,000,000	(50,000,000)
Interest	5,000,000	5,000,000
Discount on Bonds Retired	--	(54,000,000)
Preferred Dividends	25,000,000	--
Balance for Common	(24,000,000)	553,000,000
Average Shares Outstanding	8,703,252	11,203,252
Earned Per Share	(\$2.76)	\$49.80

A. As Reported/ A. Theo báo cáo thực tế

B. Pro-Forma Giving Effect to Changes Proposed Herewith/ B. Dự phóng sau khi "Hiện đại hóa"

Gross Receipts from all Sources (Including Inter-Company)/ Tổng doanh thu từ mọi nguồn (Gồm cả nội bộ)

Salaries and Wages/ Lương và Tiền công

Other Operating Expenses and Taxes/ Chi phí vận hành khác và Thuế

Depreciation/ Khấu hao

Interest/ Lãi vay

Discount on Bonds Retired/ Chiết khấu trái phiếu thu hồi

Preferred Dividends/ Cổ tức ưu đãi

Balance for Common/ Lợi nhuận cho cổ đông phổ thông

Average Shares Outstanding/ Số cổ phiếu lưu hành bình quân

Earned Per Share/ Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS)

In accordance with a somewhat antiquated custom there is appended herewith a condensed pro-forma Balance Sheet of the U. S. Steel Corporation as of December 31, 1935, after giving effect to proposed changes in asset and liability accounts.

Theo một phong tục có phần hơi cổ xưa, đính kèm dưới đây là Bảng Cân đối Kế toán dự phóng rút gọn của Tập đoàn U. S. Steel tính đến ngày 31 tháng 12 năm 1935, sau khi đã áp dụng các thay đổi đề xuất đối với các tài khoản tài sản và nợ phải trả.

<u>ASSETS</u>	
Fixed Assets, net	(\$1,000,000,000)
Cash Assets	142,000,000
Receivables	56,000,000
Inventory	1
Miscellaneous Assets	
	<u>27,000,000</u>
Total	(\$774,999,999)

<u>LIABILITIES</u>	
Common Stock Par 1¢ (Par Value \$87,032.52) Stated Value*	(\$3,500,000,000)
Subsidiaries' Bonds and Stocks	113,000,000
New Sinking Fund Notes	1,080,000,000
Current Liabilities	69,000,000
Contingency Reserve	1,000,000,000
Other Reserves	74,000,000
Initial Surplus	
	<u>389,000,001</u>
Total	(\$774,999,999)

*Given a Stated Value differing from Par Value, in accordance with the laws of the State of Virginia, where the company will be re-incorporated.

*Được ấn định một Giá trị Ghi sổ (Stated Value) khác với Mệnh giá (Par Value), phù hợp với luật pháp của Bang Virginia, nơi công ty sẽ thực hiện tái cấp phép thành lập.

It is perhaps unnecessary to point out to our stockholders that modern accounting methods give rise to balance sheets differing somewhat in appearance from those of a less advanced period. In view of the very large earning power that will result from these changes in the Corporation's Balance Sheet, it is not expected that undue attention will be paid to the details of assets and liabilities.

Có lẽ không cần thiết phải chỉ ra cho các cổ đông của chúng ta thấy rằng, các phương pháp kế toán hiện đại sẽ tạo ra những Bảng cân đối kế toán có vẻ ngoài hơi khác biệt so với những bảng cân đối của một thời kỳ kém tiên tiến hơn. Xét đến năng lực sinh lời cực lớn có được từ những thay đổi này trong Bảng cân đối kế toán của Tập đoàn, chúng tôi kỳ vọng rằng sẽ không có sự chú ý thái quá nào đổ dồn vào chi tiết của các khoản tài sản và nợ phải trả.

In conclusion, the Board desires to point out that the combined procedure, whereby plant will be carried at a minus figure, our wage bill will be eliminated, and inventory will stand on our books at virtually nothing, will give U. S. Steel Corporation an enormous competitive advantage in the industry. We shall be able to sell our products at exceedingly low prices and still show a handsome margin of profit. It is the considered view of the Board of Directors that under the

Modernization Scheme we shall be able to undersell all competitors to such a point that the anti-trust laws will constitute the only barrier to 100% domination of the industry.

Để kết luận, Hội đồng Quản trị muốn nhấn mạnh rằng quy trình tổng hợp này — theo đó nhà máy được ghi nhận ở một con số âm, quỹ lương bị xóa bỏ, và hàng tồn kho nằm trên sổ sách với giá trị gần như bằng không — sẽ mang lại cho Tập đoàn U. S. Steel một lợi thế cạnh tranh không lồ trong ngành. Chúng ta sẽ có thể bán sản phẩm của mình với mức giá cực thấp mà vẫn ghi nhận được một biên lợi nhuận đáng mơ ước. Theo quan điểm đã được cân nhắc kỹ lưỡng của Hội đồng Quản trị, dưới Kế hoạch Hiện đại hóa này, chúng ta sẽ có khả năng bán rẻ hơn tất cả các đối thủ cạnh tranh đến mức mà các luật chống độc quyền sẽ là rào cản duy nhất ngăn cản chúng ta thống trị 100% thị trường.

In making this statement, the Board is not unmindful of the possibility that some of our competitors may seek to offset our new advantages by adopting similar accounting improvements. We are confident, however, that U. S. Steel will be able to retain the loyalty of its customers, old and new, through the unique prestige that will accrue to it as the originator and pioneer in these new fields of service to the user of steel. Should necessity arise, moreover, we believe we shall be able to maintain our deserved superiority by introducing still more advanced bookkeeping methods, which are even now under development in our Experimental Accounting Laboratory.

Khi đưa ra tuyên bố này, Hội đồng Quản trị không quên khả năng một số đối thủ cạnh tranh có thể tìm cách bù đắp lợi thế mới của chúng ta bằng cách áp dụng các cải tiến kế toán tương tự. Tuy nhiên, chúng tôi tự tin rằng U. S. Steel sẽ có thể duy trì lòng trung thành của khách hàng, cả cũ lẫn mới, nhờ uy tín độc nhất vô nhị mà công ty có được với tư cách là người khởi xướng và tiên phong trong những lĩnh vực dịch vụ mới này dành cho người dùng thép. Hơn nữa, nếu nhu cầu phát sinh, chúng tôi tin rằng mình sẽ có thể duy trì ưu thế xứng đáng của mình bằng cách giới thiệu những phương pháp ghi sổ còn tiên tiến hơn nữa, vốn đang được phát triển ngay lúc này tại Phòng Thí nghiệm Kế toán Thực nghiệm của chúng tôi.

APPENDIX B

PHỤ LỤC B

Some Thoughts on Selling Your Business*

Một vài suy nghĩ về việc bán doanh nghiệp của bạn*

**This is an edited version of a letter I sent some years ago to a man who had indicated that he might want to sell his family business. I present it here because it is a message I would like to convey to other prospective sellers. -- W.E.B.*

**Đây là bản chỉnh sửa từ lá thư tôi đã gửi cách đây vài năm cho một người đàn ông từng có ý định muốn bán lại doanh nghiệp gia đình của mình. Tôi trình bày nó ở đây vì đây là thông điệp mà tôi muốn gửi gắm đến những người có ý định bán doanh nghiệp khác. — W.E.B.*

Dear :

Kính gửi :

Here are a few thoughts pursuant to our conversation of the other day.

Dưới đây là một vài suy nghĩ tiếp nối cuộc trò chuyện của chúng ta vào ngày hôm trước.

Most business owners spend the better part of their lifetimes building their businesses. By experience built upon endless repetition, they sharpen their skills in merchandising, purchasing, personnel selection, etc. It's a learning process, and mistakes made in one year often contribute to competence and success in succeeding years.

Hầu hết các chủ doanh nghiệp dành phần lớn cuộc đời mình để gây dựng sự nghiệp. Thông qua những kinh nghiệm được bồi đắp từ việc lặp đi lặp lại không ngừng, họ mài sắc các kỹ năng trong bán hàng, mua hàng, tuyển chọn nhân sự, v.v. Đó là một quá trình học hỏi, và những sai lầm mắc phải trong năm này thường góp phần tạo nên năng lực và sự thành công cho những năm tiếp theo.

In contrast, owner-managers sell their business only once -- frequently in an emotionally-charged atmosphere with a multitude of pressures coming from different directions. Often, much of the pressure comes from brokers whose compensation is contingent upon consummation of a sale, regardless of its consequences for both buyer and seller. The fact that the decision is so important, both financially and personally, to the owner can make the process more, rather than less, prone to error. And, mistakes made in the once-in-a-lifetime sale of a business are not reversible.

Ngược lại, các chủ sở hữu kiêm quản lý thường chỉ bán doanh nghiệp của họ một lần duy nhất — thường là trong một bầu không khí đầy áp lực cảm xúc với vô số tác động đến từ nhiều hướng khác nhau. Thông thường, phần lớn áp lực đến từ những người môi giới, những người mà thù lao của họ phụ thuộc hoàn toàn vào việc thương vụ có được thực hiện hay không, bất chấp hậu quả đối với cả người mua và người bán. Việc quyết định này quá quan trọng đối với người chủ, cả về mặt tài chính lẫn cá nhân, có thể khiến quá trình này dễ mắc sai lầm hơn là ít đi. Và, những sai lầm mắc phải trong cuộc bán hàng "cả đời chỉ có một lần" này là không thể đảo ngược.

Price is very important, but often is not the most critical aspect of the sale. You and your family have an extraordinary business -- one of a kind in your field -- and any buyer is going to recognize that. It's also a business that is going to get more valuable as the years go by. So if you decide not to sell now, you are very likely to realize more money later on. With that knowledge you can deal from strength and take the time required to select the buyer you want.

Giá cả rất quan trọng, nhưng thường không phải là khía cạnh then chốt nhất của một vụ mua bán. Bạn và gia đình đang sở hữu một doanh nghiệp phi thường — một thực thể độc nhất vô nhị trong lĩnh vực của mình — và bất kỳ người mua nào cũng sẽ nhận ra điều đó. Đây cũng là một doanh nghiệp sẽ ngày càng giá trị hơn theo năm tháng. Vì vậy, nếu bạn quyết định không bán bây giờ, rất có khả năng bạn sẽ thu được nhiều tiền hơn sau này. Với hiểu biết đó, bạn có thể thương thảo trên thế mạnh và dành thời gian cần thiết để chọn lựa người mua mà mình mong muốn.

If you should decide to sell, I think Berkshire Hathaway offers some advantages that most other buyers do not. Practically all of these buyers will fall into one of two categories:

Nếu bạn quyết định bán, tôi nghĩ Berkshire Hathaway mang lại một số lợi thế mà hầu hết các người mua khác không có. Thực tế, tất cả những người mua đó sẽ rơi vào một trong hai nhóm sau:

(1) A company located elsewhere but operating in your business or in a business somewhat akin to yours. Such a buyer -- no matter what promises are made -- will usually have managers who feel they know how to run your business operations and, sooner or later, will want to apply some hands-on "help." If the acquiring company is much larger, it often will have squads of managers, recruited over the years in part by promises that they will get to run future acquisitions. They will have their own way of doing things and, even though your business record undoubtedly will be far better than theirs, human nature will at some point cause them to believe that their methods of operating are superior. You and your family probably have friends who have sold their businesses to larger companies, and I suspect that their experiences will confirm the tendency of parent companies to take over the running of their subsidiaries, particularly when the parent knows the industry, or thinks it does.

Một công ty ở nơi khác nhưng hoạt động trong cùng lĩnh vực hoặc ngành nghề tương tự với bạn. Một người mua như vậy — bất kể họ đưa ra lời hứa hẹn nào — thường sẽ có những nhà quản lý luôn cảm thấy rằng họ biết cách vận hành doanh nghiệp của bạn và sớm muộn gì cũng muốn can thiệp trực tiếp để "giúp đỡ". Nếu công ty thu mua có quy mô lớn hơn nhiều, họ thường có sẵn các đội ngũ quản lý được tuyển dụng qua nhiều năm, một phần nhờ lời hứa rằng họ sẽ được nắm quyền điều hành các công ty con mua lại trong tương lai. Họ sẽ có cách làm việc riêng và mặc dù thành tích kinh doanh của bạn chắc chắn tốt hơn họ nhiều, bản tính con người sẽ khiến họ tin rằng phương pháp vận hành của mình ưu việt hơn tại một thời điểm nào đó. Bạn và gia đình có lẽ có những người bạn từng bán doanh nghiệp cho các công ty lớn, và tôi nghi ngờ rằng trải nghiệm của họ sẽ xác nhận xu hướng của các công ty mẹ trong việc thu tóm quyền điều hành các công ty con, đặc biệt là khi công ty mẹ am hiểu ngành đó, hoặc họ "nghĩ" là họ am hiểu.

(2) A financial maneuverer, invariably operating with large amounts of borrowed money, who plans to resell either to the public or to another corporation as soon as the time is favorable. Frequently, this buyer's major contribution will be to change accounting methods so that earnings can be presented in the most favorable light just prior to his bailing out. I'm enclosing a recent article that describes this sort of transaction, which is becoming much more frequent because of a rising stock market and the great supply of funds available for such transactions.

Một tay phù thủy tài chính, kẻ luôn luôn hoạt động với những khoản tiền vay mượn khổng lồ, với kế hoạch sẽ bán lại doanh nghiệp đó cho công chúng (IPO) hoặc cho một tập đoàn khác ngay khi thời cơ thuận lợi. Thông thường, đóng góp lớn nhất của loại người mua này là thay đổi các phương pháp kế toán để lợi nhuận được trình bày dưới ánh sáng lung linh nhất ngay trước khi hắt "tháo chạy" (thoát vốn). Tôi có gửi kèm một bài báo gần đây mô tả loại giao dịch này, thứ đang trở nên phổ biến hơn nhiều do thị trường chứng khoán đang lên và nguồn vốn dồi dào sẵn có cho các thương vụ như vậy.

If the sole motive of the present owners is to cash their chips and put the business behind them -- and plenty of sellers fall in this category -- either type of buyer that I've just described is

satisfactory. But if the sellers' business represents the creative work of a lifetime and forms an integral part of their personality and sense of being, buyers of either type have serious flaws.

Nếu động lực duy nhất của những chủ sở hữu hiện tại là thu tiền về và bỏ lại doanh nghiệp phía sau — và có rất nhiều người bán thuộc nhóm này — thì cả hai loại người mua mà tôi vừa mô tả đều thỏa mãn yêu cầu. Nhưng nếu doanh nghiệp của người bán đại diện cho công trình sáng tạo của cả một đời người và là một phần không thể tách rời trong cá tính cũng như ý niệm về sự tồn tại của họ, thì cả hai loại người mua trên đều có những khiếm khuyết nghiêm trọng.

Berkshire is another kind of buyer -- a rather unusual one. We buy to keep, but we don't have, and don't expect to have, operating people in our parent organization. All of the businesses we own are run autonomously to an extraordinary degree. In most cases, the managers of important businesses we have owned for many years have not been to Omaha or even met each other. When we buy a business, the sellers go on running it just as they did before the sale; we adapt to their methods rather than vice versa.

Berkshire là một kiểu người mua khác — một kiểu khá khác thường. Chúng tôi mua để giữ lại, nhưng chúng tôi không có, và cũng không dự định sẽ có, đội ngũ nhân sự vận hành tại tổng công ty mẹ. Tất cả các doanh nghiệp chúng tôi sở hữu đều được vận hành độc lập ở một mức độ phi thường. Trong hầu hết các trường hợp, quản lý của các doanh nghiệp quan trọng mà chúng tôi đã sở hữu nhiều năm chưa từng đến Omaha hay thậm chí chưa từng gặp mặt nhau. Khi chúng tôi mua một doanh nghiệp, những người bán vẫn tiếp tục điều hành nó giống hệt như cách họ đã làm trước khi bán; chúng tôi thích nghi với phương pháp của họ chứ không phải ngược lại.

We have no one -- family, recently recruited MBAs, etc. -- to whom we have promised a chance to run businesses we have bought from owner-managers. And we won't have.

Chúng tôi không có bất kỳ ai — dù là người thân trong gia đình hay các thực tập sinh quản trị kinh doanh (MBA) mới tuyển dụng — những người mà chúng tôi đã hứa hẹn trao cho họ cơ hội điều hành các doanh nghiệp mua lại từ những chủ sở hữu kiêm quản lý. Và chúng tôi sẽ không bao giờ có những người như vậy.

You know of some of our past purchases. I'm enclosing a list of everyone from whom we have ever bought a business, and I invite you to check with them as to our performance versus our promises. You should be particularly interested in checking with the few whose businesses did not do well in order to ascertain how we behaved under difficult conditions.

Bạn đã biết về một vài thương vụ mua lại trước đây của chúng tôi. Tôi xin gửi kèm danh sách tất cả những người mà chúng tôi đã từng mua lại doanh nghiệp, và tôi mời bạn hãy kiểm chứng với họ về việc chúng tôi đã thực hiện lời hứa như thế nào. Bạn nên đặc biệt quan tâm đến việc kiểm chứng với số ít những người mà doanh nghiệp của họ không hoạt động tốt sau đó, để xác định xem chúng tôi đã hành xử ra sao trong những điều kiện khó khăn.

Any buyer will tell you that he needs you personally -- and if he has any brains, he most certainly does need you. But a great many buyers, for the reasons mentioned above, don't match their subsequent actions to their earlier words. We will behave exactly as promised, both because we have so promised, and because we need to in order to achieve the best business results.

Bất kỳ người mua nào cũng sẽ nói với bạn rằng họ cần cá nhân bạn — và nếu anh ta có chút trí tuệ nào, thì chắc chắn anh ta cần bạn thật. Nhưng rất nhiều người mua, vì những lý do đã

nêu ở trên, đã không đồng nhất hành động sau đó với lời nói trước kia. Chúng tôi sẽ hành động chính xác như đã hứa, vừa vì chúng tôi đã cam kết như vậy, vừa vì đó là điều cần thiết để đạt được kết quả kinh doanh tốt nhất.

This need explains why we would want the operating members of your family to retain a 20% interest in the business. We need 80% to consolidate earnings for tax purposes, which is a step important to us. It is equally important to us that the family members who run the business remain as owners. Very simply, we would not want to buy unless we felt key members of present management would stay on as our partners. Contracts cannot guarantee your continued interest; we would simply rely on your word.

Nhu cầu này giải thích tại sao chúng tôi muốn các thành viên đang điều hành trong gia đình bạn giữ lại 20% lợi ích trong doanh nghiệp. Chúng tôi cần 80% để hợp nhất lợi nhuận cho các mục đích thuế, đây là một bước quan trọng đối với chúng tôi. Nhưng điều quan trọng không kém đối với chúng tôi là các thành viên gia đình đang điều hành doanh nghiệp vẫn tiếp tục là những người chủ sở hữu. Nói một cách đơn giản, chúng tôi sẽ không muốn mua trừ khi chúng tôi cảm thấy các thành viên chủ chốt trong ban quản lý hiện tại sẽ ở lại làm đối tác của mình. Các bản hợp đồng không thể đảm bảo sự tâm huyết tiếp tục của bạn; chúng tôi đơn giản là tin vào lời hứa của bạn.

The areas I get involved in are capital allocation and selection and compensation of the top man. Other personnel decisions, operating strategies, etc. are his bailiwick. Some Berkshire managers talk over some of their decisions with me; some don't. It depends upon their personalities and, to an extent, upon their own personal relationship with me.

Những lĩnh vực mà tôi tham gia vào là phân bổ vốn và lựa chọn, chỉ trả thù lao cho người đứng đầu. Các quyết định nhân sự khác, chiến lược vận hành, v.v., là phạm vi quyền hạn của người đó. Một số nhà quản lý của Berkshire thảo luận một vài quyết định của họ với tôi; một số thì không. Điều đó tùy thuộc vào tính cách của họ và ở một mức độ nào đó, tùy thuộc vào mối quan hệ cá nhân của họ với tôi.

If you should decide to do business with Berkshire, we would pay in cash. Your business would not be used as collateral for any loan by Berkshire. There would be no brokers involved.

Nếu bạn quyết định hợp tác kinh doanh với Berkshire, chúng tôi sẽ thanh toán bằng tiền mặt. Doanh nghiệp của bạn sẽ không bị dùng làm tài sản thế chấp cho bất kỳ khoản vay nào của Berkshire. Sẽ không có bên môi giới nào tham gia.

Furthermore, there would be no chance that a deal would be announced and that the buyer would then back off or start suggesting adjustments (with apologies, of course, and with an explanation that banks, lawyers, boards of directors, etc. were to be blamed). And finally, you would know exactly with whom you are dealing. You would not have one executive negotiate the deal only to have someone else in charge a few years later, or have the president regretfully tell you that his board of directors required this change or that (or possibly required sale of your business to finance some new interest of the parent's).

Hơn thế nữa, sẽ không có chuyện thương vụ được công bố rồi sau đó người mua rút lui hoặc bắt đầu đề xuất điều chỉnh các điều khoản (tất nhiên là với những lời xin lỗi, và kèm theo lời giải thích rằng lỗi là do ngân hàng, luật sư, hội đồng quản trị, v.v.). Và cuối cùng, bạn sẽ biết chính

xác minh đang làm việc với ai. Bạn sẽ không gặp tình trạng một giám đốc điều hành đứng ra đàm phán thương vụ để rồi vài năm sau một người khác lại lên thay quyền, hoặc vị chủ tịch hối tiếc thông báo với bạn rằng hội đồng quản trị của ông ta yêu cầu thay đổi điều này điều nọ (hoặc thậm chí yêu cầu bán doanh nghiệp của bạn để lấy vốn đầu tư cho một mối quan tâm mới của công ty mẹ).

It's only fair to tell you that you would be no richer after the sale than now. The ownership of your business already makes you wealthy and soundly invested. A sale would change the form of your wealth, but it wouldn't change its amount. If you sell, you will have exchanged a 100%-owned valuable asset that you understand for another valuable asset -- cash -- that will probably be invested in small pieces (stocks) of other businesses that you understand less well. There is often a sound reason to sell but, if the transaction is a fair one, the reason is not so that the seller can become wealthier.

Thật công bằng khi nói với bạn rằng, bạn sẽ không giàu có hơn sau khi bán doanh nghiệp so với hiện tại. Việc sở hữu doanh nghiệp này vốn đã giúp bạn giàu có và có một khoản đầu tư vững chắc rồi. Một thương vụ mua bán sẽ chỉ thay đổi hình thái tài sản của bạn, chứ không làm thay đổi giá trị của nó. Nếu bán, bạn sẽ đổi một tài sản giá trị mà bạn sở hữu 100% và thấu hiểu tường tận để lấy một tài sản giá trị khác — tiền mặt — thứ mà sau đó có thể sẽ được đầu tư vào những phần nhỏ (cổ phiếu) của các doanh nghiệp khác mà bạn ít am hiểu hơn. Thường có những lý do chính đáng để bán, nhưng nếu đó là một giao dịch công bằng, thì lý do đó không phải là để người bán trở nên giàu có hơn.

I will not pester you; if you have any possible interest in selling, I would appreciate your call. I would be extraordinarily proud to have Berkshire, along with the key members of your family, own ; I believe we would do very well financially; and I believe you would have just as much fun running the business over the next 20 years as you have had during the past 20.

Tôi sẽ không làm phiền bạn; nếu bạn có bất kỳ sự quan tâm nào đến việc bán lại, tôi sẽ rất trân trọng cuộc gọi từ bạn. Tôi sẽ vô cùng tự hào nếu Berkshire, cùng với các thành viên chủ chốt trong gia đình bạn, sở hữu [tên doanh nghiệp]; tôi tin rằng chúng ta sẽ đạt được kết quả tài chính rất tốt; và tôi tin rằng bạn sẽ cảm thấy việc điều hành doanh nghiệp trong 20 năm tới cũng thú vị y hệt như 20 năm vừa qua vậy.

Sincerely,

Trân trọng,

/s/ Warren E. Buffett

BERKSHIRE HATHAWAY INC.
(1989)

To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.:

Gửi các Cổ đông của Berkshire Hathaway Inc.:

Our gain in net worth during 1989 was \$1.515 billion, or 44.4%. Over the last 25 years (that is, since present management took over) our per-share book value has grown from \$19.46 to \$4,296.01, or at a rate of 23.8% compounded annually.

Giá trị tài sản ròng của chúng ta trong năm 1989 đã tăng thêm 1,515 tỷ đô la, tương ứng với mức tăng 44,4%. Trong suốt 25 năm qua (kể từ khi ban quản lý hiện tại tiếp quản), giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu đã tăng từ \$19,46 lên \$4.296,01, tương đương với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm là 23,8%.

What counts, however, is intrinsic value - the figure indicating what all of our constituent businesses are rationally worth. With perfect foresight, this number can be calculated by taking all future cash flows of a business - in and out - and discounting them at prevailing interest rates. So valued, all businesses, from manufacturers of buggy whips to operators of cellular phones, become economic equals.

Tuy nhiên, điều thực sự quan trọng là giá trị nội tại (intrinsic value) — con số chỉ ra giá trị hợp lý của tất cả các doanh nghiệp thành viên của chúng ta. Với một khả năng tiên liệu hoàn hảo, con số này có thể được tính toán bằng cách lấy tất cả các dòng tiền trong tương lai của một doanh nghiệp — cả dòng tiền vào và dòng tiền ra — rồi chiết khấu chúng về hiện tại theo lãi suất hiện hành. Khi được định giá theo cách này, mọi doanh nghiệp, từ những nhà sản xuất roi quất ngựa cho đến những đơn vị vận hành điện thoại di động, đều trở nên bình đẳng về mặt kinh tế.

Back when Berkshire's book value was \$19.46, intrinsic value was somewhat less because the book value was entirely tied up in a textile business not worth the figure at which it was carried. Now most of our businesses are worth far more than their carrying values. This agreeable evolution from a discount to a premium means that Berkshire's intrinsic business value has compounded at a rate that somewhat exceeds our 23.8% annual growth in book value.

Quay trở lại thời điểm giá trị sổ sách của Berkshire là \$19,46, giá trị nội tại khi đó thực chất còn thấp hơn con số này, bởi vì toàn bộ giá trị sổ sách đều nằm trong một doanh nghiệp dệt may vốn không đáng giá bằng con số ghi trên sổ sách. Hiện nay, hầu hết các doanh nghiệp của chúng ta đều có giá trị lớn hơn nhiều so với giá trị ghi sổ của chúng. Sự tiến hóa dễ chịu từ mức

"chiết khấu" (giá trị thực thấp hơn sổ sách) sang mức "thặng dư" (giá trị thực cao hơn sổ sách) này có nghĩa là giá trị nội tại của Berkshire đã tăng trưởng kép với tốc độ vượt quá mức tăng trưởng 23,8% hàng năm của giá trị sổ sách.

The rear-view mirror is one thing; the windshield is another. A large portion of our book value is represented by equity securities that, with minor exceptions, are carried on our balance sheet at current market values. At yearend these securities were valued at higher prices, relative to their own intrinsic business values, than has been the case in the past. One reason is the buoyant 1989 stock market. More important, the virtues of these businesses have been widely recognized. Whereas once their stock prices were inappropriately low, they are not now.

Gương chiếu hậu là một chuyện; kính chắn gió lại là chuyện khác. Một phần lớn giá trị sổ sách của chúng ta được đại diện bởi các chứng khoán vốn (cổ phiếu) mà—với một vài ngoại lệ nhỏ—đang được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán theo giá thị trường hiện tại. Vào cuối năm, các chứng khoán này được định giá ở mức cao hơn so với giá trị nội tại của chính doanh nghiệp đó, cao hơn so với mức định giá trong quá khứ. Một lý do là nhờ thị trường chứng khoán năm 1989 đầy khởi sắc. Quan trọng hơn, những ưu thế của các doanh nghiệp này đã được công chúng công nhận rộng rãi. Trong khi trước đây giá cổ phiếu của chúng thấp một cách bất hợp lý, thì bây giờ không còn như vậy nữa.

We will keep most of our major holdings, regardless of how they are priced relative to intrinsic business value. This 'til-death-do-us-part attitude, combined with the full prices these holdings command, means that they cannot be expected to push up Berkshire's value in the future as sharply as in the past. In other words, our performance to date has benefited from a double-dip: (1) the exceptional gains in intrinsic value that our portfolio companies have achieved; (2) the additional bonus we realized as the market appropriately "corrected" the prices of these companies, raising their valuations in relation to those of the average business. We will continue to benefit from good gains in business value that we feel confident our portfolio companies will make. But our "catch-up" rewards have been realized, which means we'll have to settle for a single-dip in the future.

Chúng tôi sẽ giữ lại hầu hết các khoản đầu tư lớn của mình, bất kể giá của chúng so với giá trị nội tại là bao nhiêu. Thái độ "cho đến khi cái chết chia lìa đôi ta" này, kết hợp với việc các khoản đầu tư này đang được định giá rất cao, đồng nghĩa với việc chúng ta không thể kỳ vọng chúng sẽ đẩy giá trị của Berkshire trong tương lai tăng mạnh như trong quá khứ. Nói cách khác, hiệu quả hoạt động của chúng ta tính đến nay đã được hưởng lợi từ một "vụ kép" (double-dip): (1) những mức tăng trưởng vượt bậc về giá trị nội tại mà các công ty trong danh mục đầu tư của chúng ta đã đạt được; (2) khoản tiền thưởng thêm khi thị trường "điều chỉnh" mức giá của các công ty này một cách hợp lý, nâng định giá của chúng lên cao hơn so với mức trung bình của các doanh nghiệp khác. Chúng ta sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ sự tăng trưởng tốt về giá trị doanh nghiệp mà chúng tôi tin chắc các công ty trong danh mục sẽ làm được. Nhưng phần thưởng từ việc "bắt kịp giá trị" đã được thực hiện xong, nghĩa là trong tương lai chúng ta sẽ phải hài lòng với một "vụ đơn" (single-dip).

We face another obstacle: In a finite world, high growth rates must self-destruct. If the base from which the growth is taking place is tiny, this law may not operate for a time. But when the base balloons, the party ends: A high growth rate eventually forges its own anchor.

Chúng ta còn đối mặt với một trở ngại khác: Trong một thế giới hữu hạn, tốc độ tăng trưởng cao chắc chắn sẽ phải tự triệt tiêu. Nếu nền tảng khởi điểm của sự tăng trưởng là rất nhỏ, quy luật này có thể chưa vận hành trong một thời gian. Nhưng khi nền tảng đó phình to ra, bữa tiệc sẽ kết thúc: Một tốc độ tăng trưởng cao cuối cùng sẽ tự tạo ra chiếc mỏ neo kim hãm chính nó.

Carl Sagan has entertainingly described this phenomenon, musing about the destiny of bacteria that reproduce by dividing into two every 15 minutes. Says Sagan: "That means four doublings an hour, and 96 doublings a day. Although a bacterium weighs only about a trillionth of a gram, its descendants, after a day of wild asexual abandon, will collectively weigh as much as a mountain...in two days, more than the sun - and before very long, everything in the universe will be made of bacteria." Not to worry, says Sagan: Some obstacle always impedes this kind of exponential growth. "The bugs run out of food, or they poison each other, or they are shy about reproducing in public."

Carl Sagan đã mô tả hiện tượng này một cách rất thú vị khi suy ngẫm về số phận của những loài vi khuẩn sinh sản bằng cách phân đôi sau mỗi 15 phút. Sagan nói: "Điều đó có nghĩa là mỗi giờ chúng nhân đôi bốn lần, và 96 lần một ngày. Mặc dù một con vi khuẩn chỉ nặng khoảng một phần nghìn tỷ gam, nhưng con cháu của nó, sau một ngày 'buông thả vô tính', sẽ có tổng trọng lượng bằng cả một ngọn núi... sau hai ngày, chúng sẽ nặng hơn cả mặt trời — và chẳng bao lâu sau, mọi thứ trong vũ trụ này sẽ đều được cấu tạo từ vi khuẩn." Đừng quá lo lắng, Sagan trấn an: Luôn có một trở ngại nào đó ngăn cản kiểu tăng trưởng theo hàm mũ này. "Lũ vi khuẩn sẽ hết thức ăn, hoặc chúng tự làm nhiễm độc lẫn nhau, hoặc chúng ngăn ngại việc sinh sản ở nơi công cộng."

Even on bad days, Charlie Munger (Berkshire's Vice Chairman and my partner) and I do not think of Berkshire as a bacterium. Nor, to our unending sorrow, have we found a way to double its net worth every 15 minutes. Furthermore, we are not the least bit shy about reproducing - financially - in public. Nevertheless, Sagan's observations apply. From Berkshire's present base of \$4.9 billion in net worth, we will find it much more difficult to average 15% annual growth in book value than we did to average 23.8% from the \$22 million we began with.

Ngay cả vào những ngày tồi tệ nhất, Charlie Munger (Phó Chủ tịch Berkshire và là cộng sự của tôi) và tôi cũng không nghĩ Berkshire là một con vi khuẩn. Và, trước nỗi buồn vô hạn của chúng tôi, chúng tôi cũng chưa tìm ra cách nào để nhân đôi giá trị tài sản ròng của công ty sau mỗi 15 phút. Hơn nữa, chúng tôi cũng chẳng hề e ngại chút nào về việc "sinh sản" — về mặt tài chính — trước công chúng. Tuy nhiên, những quan sát của Sagan vẫn hoàn toàn đúng. Với nền tảng tài sản ròng hiện tại là 4,9 tỷ đô la của Berkshire, chúng tôi sẽ thấy việc đạt mức tăng trưởng giá trị sổ sách trung bình 15% hàng năm khó khăn hơn nhiều so với việc đạt mức trung bình 23,8% từ con số 22 triệu đô la khi chúng tôi mới bắt đầu.

Taxes

Thuế

Our 1989 gain of \$1.5 billion was achieved after we took a charge of about \$712 million for income taxes. In addition, Berkshire's share of the income taxes paid by its five major investees totaled about \$175 million.

Khoản lãi 1,5 tỷ đô la của chúng ta trong năm 1989 đã đạt được sau khi chúng ta trích lập một khoản chi phí khoảng 712 triệu đô la cho thuế thu nhập. Thêm vào đó, phần thuế thu nhập mà Berkshire phải gánh chịu từ năm công ty đầu tư chính của mình lên tới tổng cộng khoảng 175 triệu đô la.

Of this year's tax charge, about \$172 million will be paid currently; the remainder, \$540 million, is deferred. Almost all of the deferred portion relates to the 1989 increase in unrealized profits in our common stock holdings. Against this increase, we have reserved a 34% tax.

Trong số chi phí thuế của năm nay, khoảng 172 triệu đô la sẽ được thanh toán ngay lập tức; phần còn lại, 540 triệu đô la, là thuế trì hoãn (deferred tax). Hầu hết phần thuế trì hoãn này liên quan đến sự gia tăng trong năm 1989 của các khoản lợi nhuận chưa thực hiện (lãi trên giấy) từ danh mục cổ phiếu phổ thông của chúng ta. Đối với phần tăng trưởng này, chúng ta đã dự phòng một mức thuế suất 34%.

We also carry reserves at that rate against all unrealized profits generated in 1987 and 1988. But, as we explained last year, the unrealized gains we amassed before 1987 - about \$1.2 billion - carry reserves booked at the 28% tax rate that then prevailed.

Chúng ta cũng duy trì các khoản dự phòng ở mức thuế suất đó cho tất cả các khoản lợi nhuận chưa thực hiện phát sinh trong năm 1987 và 1988. Tuy nhiên, như đã giải thích vào năm ngoái, các khoản lãi chưa thực hiện tích lũy từ trước năm 1987 — khoảng 1,2 tỷ đô la — vẫn được ghi sổ dự phòng theo mức thuế suất 28% vốn có hiệu lực vào thời điểm đó.

A new accounting rule is likely to be adopted that will require companies to reserve against all gains at the current tax rate, whatever it may be. With the rate at 34%, such a rule would increase our deferred tax liability, and decrease our net worth, by about \$71 million - the result of raising the reserve on our pre-1987 gain by six percentage points. Because the proposed rule has sparked widespread controversy and its final form is unclear, we have not yet made this change.

Một quy tắc kế toán mới có khả năng sẽ được thông qua, yêu cầu các công ty phải dự phòng cho tất cả các khoản lãi theo mức thuế suất hiện hành, bất kể mức đó là bao nhiêu. Với mức thuế suất 34%, quy tắc này sẽ làm tăng nợ thuế trì hoãn của chúng ta và làm giảm giá trị tài sản ròng khoảng 71 triệu đô la — kết quả của việc nâng mức dự phòng cho các khoản lãi trước năm 1987 thêm 6 điểm phần trăm. Vì quy tắc đề xuất này đã gây ra tranh luận rộng rãi và hình thức cuối cùng của nó vẫn chưa rõ ràng, nên chúng ta chưa thực hiện thay đổi này.

As you can see from our balance sheet on page 27, we would owe taxes of more than \$1.1 billion were we to sell all of our securities at year-end market values. Is this \$1.1 billion liability equal, or even similar, to a \$1.1 billion liability payable to a trade creditor 15 days after the end of the year? Obviously not - despite the fact that both items have exactly the same effect on audited net worth, reducing it by \$1.1 billion.

Như bạn có thể thấy từ bảng cân đối kế toán ở trang 27, chúng ta sẽ nợ khoản thuế hơn 1,1 tỷ đô la nếu bán toàn bộ chứng khoán theo giá thị trường vào cuối năm. Liệu khoản nợ 1,1 tỷ đô la này có tương đương, hay thậm chí là tương tự, với một khoản nợ 1,1 tỷ đô la phải trả cho nhà cung cấp sau 15 ngày kể từ khi kết thúc năm tài chính không? Rõ ràng là không — mặc dù thực tế là cả hai khoản mục đều có tác động chính xác như nhau đối với giá trị tài sản ròng đã kiểm toán: đều làm giảm đi 1,1 tỷ đô la.

On the other hand, is this liability for deferred taxes a meaningless accounting fiction because its payment can be triggered only by the sale of stocks that, in very large part, we have no intention of selling? Again, the answer is no.

Mặt khác, liệu khoản nợ thuế trì hoãn này có phải là một "huyền thoại kế toán" vô nghĩa chỉ vì việc thanh toán nó chỉ xảy ra khi ta bán cổ phiếu — thứ mà phần lớn chúng ta không hề có ý định bán? Một lần nữa, câu trả lời là không.

In economic terms, the liability resembles an interest-free loan from the U.S. Treasury that comes due only at our election (unless, of course, Congress moves to tax gains before they are realized). This "loan" is peculiar in other respects as well: It can be used only to finance the ownership of the particular, appreciated stocks and it fluctuates in size - daily as market prices change and periodically if tax rates change. In effect, this deferred tax liability is equivalent to a very large transfer tax that is payable only if we elect to move from one asset to another. Indeed, we sold some relatively small holdings in 1989, incurring about \$76 million of "transfer" tax on \$224 million of gains.

Về mặt kinh tế, khoản nợ này giống như một khoản vay không lãi suất từ Bộ Tài chính Hoa Kỳ và chỉ đến hạn khi chúng ta tự nguyện lựa chọn (trừ khi, tất nhiên, Quốc hội thay đổi luật để đánh thuế các khoản lãi ngay cả khi chưa thực hiện). Khoản "vay" này cũng khá đặc biệt ở những khía cạnh khác: Nó chỉ có thể được sử dụng để tài trợ cho việc sở hữu chính những cổ phiếu cụ thể đã tăng giá đó, và quy mô của nó biến động hàng ngày theo giá thị trường, cũng như thay đổi định kỳ nếu thuế suất thay đổi. Thực tế, khoản nợ thuế trì hoãn này tương đương với một loại thuế chuyển nhượng khổng lồ mà chúng ta chỉ phải trả nếu chọn chuyển từ tài sản này sang tài sản khác. Thật vậy, chúng tôi đã bán một vài khoản đầu tư tương đối nhỏ trong năm 1989, và đã phải chịu khoảng 76 triệu đô la "thuế chuyển nhượng" trên 224 triệu đô la lợi nhuận.

Because of the way the tax law works, the Rip Van Winkle style of investing that we favor - if successful - has an important mathematical edge over a more frenzied approach. Let's look at an extreme comparison.

Nhờ cách vận hành của luật thuế, phong cách đầu tư kiểu "Rip Van Winkle" (ngủ quên trong nhiều thập kỷ) mà chúng tôi ưa chuộng — nếu thành công — sẽ có một lợi thế toán học quan trọng so với cách tiếp cận hối hả, mua bán liên tục. Hãy cùng xem xét một phép so sánh cực đoan dưới đây.

Imagine that Berkshire had only \$1, which we put in a security that doubled by yearend and was then sold. Imagine further that we used the after-tax proceeds to repeat this process in each of the next 19 years, scoring a double each time. At the end of the 20 years, the 34% capital gains tax that we would have paid on the profits from each sale would have delivered about \$13,000 to the government and we would be left with about \$25,250. Not bad. If, however, we made a single fantastic investment that itself doubled 20 times during the 20 years, our dollar would grow to \$1,048,576. Were we then to cash out, we would pay a 34% tax of roughly \$356,500 and be left with about \$692,000.

Hãy tưởng tượng Berkshire chỉ có \$1. Chúng ta đầu tư vào một mã chứng khoán, nó nhân đôi vào cuối năm và sau đó chúng ta bán đi. Hãy tưởng tượng tiếp rằng chúng ta dùng số tiền sau thuế đó để lặp lại quy trình này trong mỗi 19 năm tiếp theo, mỗi lần đều nhân đôi tài sản.

Trường hợp 1 (Mua bán hàng năm): Sau 20 năm, với mức thuế lãi vốn 34% nộp sau mỗi lần bán, chúng ta sẽ nộp cho chính phủ khoảng \$13.000 và còn lại khoảng \$25.250. Một con số không tệ.

Trường hợp 2 (Giữ nguyên một khoản đầu tư): Tuy nhiên, nếu chúng ta thực hiện một khoản đầu tư tuyệt vời duy nhất và bản thân nó tự nhân đôi 20 lần trong suốt 20 năm đó, thì \$1 ban đầu sẽ tăng lên thành \$1.048.576. Nếu lúc đó chúng ta mới bán ra để thu tiền mặt, chúng ta sẽ trả 34% thuế (khoảng \$356.500) và còn lại khoảng \$692.000.

The sole reason for this staggering difference in results would be the timing of tax payments. Interestingly, the government would gain from Scenario 2 in exactly the same 27:1 ratio as we - taking in taxes of \$356,500 vs. \$13,000 - though, admittedly, it would have to wait for its money.

Lý do duy nhất dẫn đến sự khác biệt gây sốc trong kết quả này chính là thời điểm nộp thuế. Thật thú vị, chính phủ cũng sẽ thu lợi từ Kịch bản 2 với cùng tỷ lệ 27:1 như chúng ta — thu về khoản thuế \$356.500 so với \$13.000 — dù phải thừa nhận rằng, họ sẽ phải chờ đợi lâu hơn để nhận được số tiền đó.

We have not, we should stress, adopted our strategy favoring long-term investment commitments because of these mathematics. Indeed, it is possible we could earn greater after-tax returns by moving rather frequently from one investment to another. Many years ago, that's exactly what Charlie and I did.

Chúng tôi cần nhấn mạnh rằng, chúng tôi không chọn chiến lược ưu tiên các cam kết đầu tư dài hạn chỉ vì những phép tính toán học này. Thật vậy, hoàn toàn có khả năng chúng tôi có thể kiếm được lợi nhuận sau thuế lớn hơn bằng cách di chuyển thường xuyên từ khoản đầu tư này sang khoản đầu tư khác. Nhiều năm trước, đó chính xác là những gì Charlie và tôi đã làm.

Now we would rather stay put, even if that means slightly lower returns. Our reason is simple: We have found splendid business relationships to be so rare and so enjoyable that we want to retain all we develop. This decision is particularly easy for us because we feel that these relationships will produce good - though perhaps not optimal - financial results. Considering that, we think it makes little sense for us to give up time with people we know to be interesting and admirable for time with others we do not know and who are likely to have human qualities far closer to average. That would be akin to marrying for money - a mistake under most circumstances, insanity if one is already rich.

Giờ đây, chúng tôi thà chọn ở yên một chỗ, ngay cả khi điều đó đồng nghĩa với việc lợi nhuận thấp hơn một chút. Lý do của chúng tôi rất đơn giản: Chúng tôi nhận thấy những mối quan hệ kinh doanh tuyệt vời là vô cùng hiếm có và thú vị đến mức chúng tôi muốn gìn giữ tất cả những gì mình đã gây dựng được. Quyết định này đặc biệt dễ dàng với chúng tôi vì chúng tôi cảm thấy rằng những mối quan hệ này sẽ mang lại kết quả tài chính tốt — dù có lẽ không phải là tối ưu. Xét đến điều đó, chúng tôi nghĩ thật vô nghĩa nếu từ bỏ thời gian quý báu bên cạnh những người mà chúng tôi biết là thú vị và đáng ngưỡng mộ để đổi lấy thời gian với những người khác mà chúng tôi không quen biết, và những người có khả năng có những phẩm chất nhân văn gần với mức trung bình hơn. Điều đó chẳng khác nào việc kết hôn vì tiền — một sai lầm trong hầu hết mọi hoàn cảnh, và là sự điên rồ nếu một người vốn đã giàu có.

Sources of Reported Earnings

Các nguồn Lợi nhuận được Báo cáo

The table below shows the major sources of Berkshire's reported earnings. In this presentation, amortization of Goodwill and other major purchase-price accounting adjustments are not charged against the specific businesses to which they apply, but are instead aggregated and shown separately. This procedure lets you view the earnings of our businesses as they would have been reported had we not purchased them. I've explained in past reports why this form of presentation seems to us to be more useful to investors and managers than one utilizing generally accepted accounting principles (GAAP), which require purchase-price adjustments to be made on a business-by-business basis. The total net earnings we show in the table are, of course, identical to the GAAP total in our audited financial statements.

Bảng dưới đây trình bày các nguồn lợi nhuận chính được báo cáo của Berkshire. Trong cách trình bày này, các khoản phân bổ lợi thế thương mại (Goodwill) và các điều chỉnh kế toán lớn về giá mua không được tính vào các doanh nghiệp cụ thể, mà thay vào đó được gộp lại và hiển thị riêng biệt. Quy trình này cho phép bạn nhìn thấy lợi nhuận của các doanh nghiệp thành viên giống như cách chúng được báo cáo nếu chúng ta không mua lại chúng. Trong các báo cáo trước đây, tôi đã giải thích lý do tại sao hình thức trình bày này có vẻ hữu ích hơn đối với các nhà đầu tư và nhà quản lý so với việc sử dụng các nguyên tắc kế toán được chấp nhận chung (GAAP) — vốn yêu cầu các điều chỉnh giá mua phải được thực hiện riêng lẻ cho từng doanh nghiệp. Tất nhiên, tổng lợi nhuận ròng mà chúng tôi hiển thị trong bảng vẫn hoàn toàn trùng khớp với tổng số liệu GAAP trong báo cáo tài chính đã được kiểm toán.

Further information about these businesses is given in the Business Segment section on pages 37-39, and in the Management's Discussion section on pages 40-44. In these sections you also will find our segment earnings reported on a GAAP basis. For information on Wesco's businesses, I urge you to read Charlie Munger's letter, which starts on page 54. In addition, we have reprinted on page 71 Charlie's May 30, 1989 letter to the U. S. League of Savings Institutions, which conveyed our disgust with its policies and our consequent decision to resign.

Thông tin chi tiết hơn về các doanh nghiệp này được cung cấp trong phần Phân đoạn Kinh doanh (trang 37-39) và phần Thảo luận của Ban quản lý (trang 40-44). Trong các phần đó, bạn cũng sẽ tìm thấy lợi nhuận phân đoạn được báo cáo theo tiêu chuẩn GAAP. Về các mảng kinh doanh của Wesco, tôi khuyến khích bạn đọc thư của Charlie Munger (bắt đầu từ trang 54). Ngoài ra, chúng tôi đã in lại ở trang 71 lá thư ngày 30 tháng 5 năm 1989 của Charlie gửi Liên đoàn các Tổ chức Tiết kiệm Hoa Kỳ (U.S. League of Savings Institutions), bày tỏ sự bất bình của chúng tôi đối với các chính sách của họ và quyết định từ chức sau đó.

(000s omitted)

	<i>Pre-Tax Earnings</i>		<i>Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)</i>	
	<i>1989</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1988</i>
Operating Earnings:				
Insurance Group:				
Underwriting	\$(24,400)	\$(11,081)	\$(12,259)	\$ (1,045)
Net Investment Income ...	243,599	231,250	213,642	197,779
Buffalo News	46,047	42,429	27,771	25,462
Fechheimer	12,621	14,152	6,789	7,720
Kirby	26,114	26,891	16,803	17,842
Nebraska Furniture Mart ...	17,070	18,439	8,441	9,099
Scott Fetzer				
Manufacturing Group	33,165	28,542	19,996	17,640
See's Candies	34,235	32,473	20,626	19,671
Wesco - other than Insurance	13,008	16,133	9,810	10,650
World Book	25,583	27,890	16,372	18,021
Amortization of Goodwill ..	(3,387)	(2,806)	(3,372)	(2,806)
Other Purchase-Price				
Accounting Charges	(5,740)	(6,342)	(6,668)	(7,340)
Interest Expense*	(42,389)	(35,613)	(27,098)	(23,212)
Shareholder-Designated				
Contributions	(5,867)	(4,966)	(3,814)	(3,217)
Other	23,755	41,059	12,863	27,177
Operating Earnings	393,414	418,450	299,902	313,441
Sales of Securities	223,810	131,671	147,575	85,829
Total Earnings - All Entities	\$617,224	\$550,121	\$447,477	\$399,270

**Excludes interest expense of Scott Fetzer Financial Group and Mutual Savings & Loan.*

Pre-Tax Earnings/ Lợi nhuận Trước Thuế

Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)

Phần Lợi nhuận Ròng của Berkshire (Sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số)

**Excludes interest expense of Scott Fetzer Financial Group and Mutual Savings & Loan.*

**Không bao gồm chi phí lãi vay của Tập đoàn Tài chính Scott Fetzer và Quỹ Tiết kiệm & Cho vay Tương hỗ (Mutual Savings & Loan).*

We refer you also to pages 45-51, where we have rearranged Berkshire's financial data into four segments. These correspond to the way Charlie and I think about the business and should help

you calculate Berkshire's intrinsic value. Shown on these pages are balance sheets and earnings statements for: (1) our insurance operations, with their major investment positions itemized; (2) our manufacturing, publishing and retailing businesses, leaving aside certain non-operating assets and purchase-price accounting adjustments; (3) our subsidiaries engaged in finance-type operations, which are Mutual Savings and Scott Fetzer Financial; and (4) an all-other category that includes the non-operating assets (primarily marketable securities) held by the companies in segment (2), all purchase price accounting adjustments, and various assets and debts of the Wesco and Berkshire parent companies.

Chúng tôi cũng mời bạn tham khảo các trang 45-51, nơi chúng tôi đã sắp xếp lại dữ liệu tài chính của Berkshire thành bốn phân đoạn. Cách phân loại này tương ứng với cách mà Charlie và tôi tư duy về doanh nghiệp, và nó sẽ giúp bạn tính toán giá trị nội tại của Berkshire. Trên các trang này là bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh cho: (1) các hoạt động bảo hiểm, với danh mục các vị thế đầu tư chính được liệt kê chi tiết; (2) các doanh nghiệp sản xuất, xuất bản và bán lẻ, loại bỏ một số tài sản phi hoạt động và các điều chỉnh kế toán về giá mua; (3) các công ty con hoạt động trong lĩnh vực tài chính, bao gồm Mutual Savings và Scott Fetzer Financial; và (4) danh mục "tất cả các mục khác", bao gồm các tài sản phi hoạt động (chủ yếu là chứng khoán có thể thanh khoản) do các công ty ở phân đoạn (2) nắm giữ, tất cả các điều chỉnh kế toán về giá mua, cùng các tài sản và nợ khác của công ty mẹ Wesco và Berkshire.

If you combine the earnings and net worths of these four segments, you will derive totals matching those shown on our GAAP statements. However, I want to emphasize that this four-category presentation does not fall within the purview of our auditors, who in no way bless it.

Nếu bạn cộng lợi nhuận và giá trị tài sản ròng của bốn phân đoạn này lại, bạn sẽ thu được tổng số khớp với các báo cáo theo tiêu chuẩn GAAP của chúng tôi. Tuy nhiên, tôi muốn nhấn mạnh rằng cách trình bày bốn phân đoạn này không nằm trong phạm vi thẩm quyền của kiểm toán viên, và họ hoàn toàn không "đảm bảo" cho nó.

In addition to our reported earnings, we also benefit from significant earnings of investees that standard accounting rules do not permit us to report. On page 15, we list five major investees from which we received dividends in 1989 of about \$45 million, after taxes. However, our share of the retained earnings of these investees totaled about \$212 million last year, not counting large capital gains realized by GEICO and Coca-Cola. If this \$212 million had been distributed to us, our own operating earnings, after the payment of additional taxes, would have been close to \$500 million rather than the \$300 million shown in the table.

Ngoài lợi nhuận được báo cáo, chúng ta còn được hưởng lợi từ các khoản lợi nhuận đáng kể của những công ty được đầu tư (investees) mà các quy tắc kế toán tiêu chuẩn không cho phép chúng ta ghi nhận. Ở trang 15, chúng tôi liệt kê năm khoản đầu tư chính mà từ đó chúng ta đã nhận được khoảng 45 triệu đô la cổ tức sau thuế trong năm 1989. Tuy nhiên, phần lợi nhuận giữ lại (retained earnings) của chúng ta tại các công ty này lên tới tổng cộng khoảng 212 triệu đô la vào năm ngoái, chưa tính đến các khoản lãi vốn lớn mà GEICO và Coca-Cola đã thực hiện. Nếu khoản 212 triệu đô la này được phân phối cho chúng ta, lợi nhuận hoạt động của chính chúng ta, sau khi nộp thêm các khoản thuế, sẽ gần mức 500 triệu đô la thay vì con số 300 triệu đô la hiện thị trong bảng.

The question you must decide is whether these undistributed earnings are as valuable to us

as those we report. We believe they are - and even think they may be more valuable. The reason for this a-bird-in-the-bush-may-be-worth-two-in-the-hand conclusion is that earnings retained by these investees will be deployed by talented, owner-oriented managers who sometimes have better uses for these funds in their own businesses than we would have in ours. I would not make such a generous assessment of most managements, but it is appropriate in these cases.

Câu hỏi mà bạn phải quyết định là liệu những khoản lợi nhuận chưa phân phối này có giá trị đối với chúng ta như những khoản lợi nhuận mà chúng ta báo cáo hay không. Chúng tôi tin là có — và thậm chí còn nghĩ rằng chúng có thể giá trị hơn. Lý do cho kết luận kiểu "một con chim trong bụi rậm có thể đáng giá bằng hai con chim trong tay" này là vì lợi nhuận được giữ lại bởi các công ty này sẽ được triển khai bởi những nhà quản lý tài năng, có tư duy của người chủ, những người đôi khi có cách sử dụng các nguồn vốn này cho chính doanh nghiệp của họ tốt hơn là chúng ta có thể làm tại doanh nghiệp mình. Tôi sẽ không đưa ra đánh giá hào phóng như vậy đối với hầu hết các ban quản lý, nhưng trong những trường hợp này thì điều đó là hoàn toàn phù hợp.

In our view, Berkshire's fundamental earning power is best measured by a "look-through" approach, in which we append our share of the operating earnings retained by our investees to our own reported operating earnings, excluding capital gains in both instances. For our intrinsic business value to grow at an average of 15% per year, our "look-through" earnings must grow at about the same pace. We'll need plenty of help from our present investees, and also need to add a new one from time to time, in order to reach this 15% goal.

Theo quan điểm của chúng tôi, năng lực sinh lời cơ bản của Berkshire được đo lường tốt nhất bằng phương pháp "nhìn xuyên thấu" (look-through approach). Theo đó, chúng ta cộng thêm phần lợi nhuận hoạt động được giữ lại tại các công ty đầu tư vào lợi nhuận hoạt động được báo cáo của chính mình, loại trừ các khoản lãi vốn trong cả hai trường hợp. Để giá trị nội tại của chúng ta tăng trưởng trung bình 15% mỗi năm, "lợi nhuận nhìn xuyên thấu" của chúng ta cũng phải tăng trưởng ở mức tương đương. Chúng ta sẽ cần rất nhiều sự trợ giúp từ các công ty đầu tư hiện tại, và cũng cần thỉnh thoảng thêm vào một khoản đầu tư mới, để đạt được mục tiêu 15% này.

Non-Insurance Operations

Các hoạt động Phi bảo hiểm

In the past, we have labeled our major manufacturing, publishing and retail operations "The Sainted Seven." With our acquisition of Borsheim's early in 1989, the challenge was to find a new title both alliterative and appropriate. We failed: Let's call the group "The Sainted Seven Plus One."

Trong quá khứ, chúng ta đã gọi các hoạt động sản xuất, xuất bản và bán lẻ chính của mình là "Thất Thánh" (The Sainted Seven). Với việc thu mua Borsheim's vào đầu năm 1989, thách thức đặt ra là phải tìm một tiêu đề mới vừa có sự lặp âm (alliterative) vừa phù hợp. Chúng tôi đã thất bại: Vậy hãy gọi nhóm này là "Thất Thánh Cộng Một" (The Sainted Seven Plus One).

This divine assemblage - Borsheim's, The Buffalo News, Fechheimer Bros., Kirby, Nebraska Furniture Mart, Scott Fetzer Manufacturing Group, See's Candies, World Book - is a

collection of businesses with economic characteristics that range from good to superb. Its managers range from superb to superb.

Tập hợp "thần thánh" này — bao gồm Borsheim's, The Buffalo News, Fechheimer Bros., Kirby, Nebraska Furniture Mart, Scott Fetzer Manufacturing Group, See's Candies, và World Book — là một bộ sưu tập các doanh nghiệp có đặc điểm kinh tế trải dài từ mức "tốt" đến "tuyệt hảo". Và các nhà quản lý của chúng thì chỉ có một mức duy nhất: từ "tuyệt hảo" đến "tuyệt hảo".

Most of these managers have no need to work for a living; they show up at the ballpark because they like to hit home runs. And that's exactly what they do. Their combined financial statements (including those of some smaller operations), shown on page 49, illustrate just how outstanding their performance is. On an historical accounting basis, after-tax earnings of these operations were 57% on average equity capital. Moreover, this return was achieved with no net leverage: Cash equivalents have matched funded debt. When I call off the names of our managers - the Blumkin, Friedman and Heldman families, Chuck Huggins, Stan Lipsey, and Ralph Schey - I feel the same glow that Miller Huggins must have experienced when he announced the lineup of his 1927 New York Yankees.

Hầu hết các nhà quản lý này không còn nhu cầu phải làm việc vì miếng cơm manh áo; họ xuất hiện tại sân đấu chỉ vì họ yêu thích cảm giác được đánh những cú "home run". Và đó chính xác là những gì họ làm. Các báo cáo tài chính hợp nhất của họ (bao gồm cả một số đơn vị vận hành nhỏ hơn), được trình bày ở trang 49, minh chứng cho việc hiệu quả hoạt động của họ xuất sắc đến nhường nào. Dựa trên cơ sở kế toán lịch sử, lợi nhuận sau thuế của các hoạt động này đạt 57% trên vốn chủ sở hữu trung bình (ROE). Hơn nữa, mức lợi nhuận này đạt được mà không cần dùng đến đòn bẩy ròng: các khoản tương đương tiền luôn tương ứng với các khoản nợ dài hạn. Khi tôi xướng tên các nhà quản lý của mình — các gia đình Blumkin, Friedman và Heldman, cùng Chuck Huggins, Stan Lipsey và Ralph Schey — tôi cảm thấy một sự rạng rỡ tương tự như Miller Huggins hẳn đã trải qua khi ông công bố đội hình ra sân của đội New York Yankees năm 1927.

Let's take a look, business by business:

Hãy cùng xem xét cụ thể từng doanh nghiệp:

- o In its first year with Berkshire, Borsheim's met all expectations. Sales rose significantly and are now considerably better than twice what they were four years ago when the company moved to its present location. In the six years prior to the move, sales had also doubled. Ike Friedman, Borsheim's managing genius - and I mean that - has only one speed: fast-forward.

- o Trong năm đầu tiên gia nhập Berkshire, Borsheim's đã đáp ứng mọi kỳ vọng. Doanh số tăng trưởng đáng kể và hiện tại đã cao hơn gấp đôi so với con số của bốn năm trước khi công ty chuyển đến địa điểm hiện tại. Trong sáu năm trước khi chuyển địa điểm, doanh số cũng đã tăng gấp đôi. Ike Friedman, thiên tài quản lý của Borsheim's — và tôi hoàn toàn nghiêm túc khi nói từ đó — chỉ có một tốc độ duy nhất: tiến nhanh về phía trước.

If you haven't been there, you've never seen a jewelry store like Borsheim's. Because of the huge volume it does at one location, the store can maintain an enormous selection across all

price ranges. For the same reason, it can hold its expense ratio to about one-third that prevailing at jewelry stores offering comparable merchandise. The store's tight control of expenses, accompanied by its unusual buying power, enable it to offer prices far lower than those of other jewelers. These prices, in turn, generate even more volume, and so the circle goes 'round and 'round. The end result is store traffic as high as 4,000 people on seasonally-busy days.

Nếu bạn chưa từng đến đó, bạn sẽ chưa bao giờ thấy một cửa hàng trang sức nào như Borsheim's. Nhờ khối lượng giao dịch khổng lồ chỉ tại một địa điểm duy nhất, cửa hàng có thể duy trì một danh mục lựa chọn khổng lồ ở mọi mức giá. Cũng vì lý do đó, họ có thể giữ tỷ lệ chi phí ở mức chỉ bằng khoảng một phần ba so với các cửa hàng trang sức khác kinh doanh mặt hàng tương đương. Việc kiểm soát chi phí chặt chẽ, đi kèm với năng lực thu mua khác thường, cho phép cửa hàng đưa ra mức giá thấp hơn nhiều so với các tiệm kim hoàn khác. Những mức giá này, đến lượt chúng, lại tạo ra doanh số lớn hơn nữa, và vòng tròn cứ thế tiếp diễn. Kết quả cuối cùng là lưu lượng khách ghé thăm cửa hàng lên tới 4.000 người vào những ngày cao điểm theo mùa.

Ike Friedman is not only a superb businessman and a great showman but also a man of integrity. We bought the business without an audit, and all of our surprises have been on the plus side. "If you don't know jewelry, know your jeweler" makes sense whether you are buying the whole business or a tiny diamond.

Ike Friedman không chỉ là một doanh nhân siêu đẳng và một người làm thương hiệu vĩ đại, mà còn là một người chính trực. Chúng tôi đã mua lại doanh nghiệp này mà không cần kiểm toán, và tất cả những điều bất ngờ mà chúng tôi nhận được đều là những điểm cộng. Câu nói "Nếu bạn không am hiểu về trang sức, hãy chọn người bán trang sức am hiểu" hoàn toàn có lý, dù là bạn đang mua lại cả một doanh nghiệp hay chỉ là một viên kim cương nhỏ.

A story will illustrate why I enjoy Ike so much: Every two years I'm part of an informal group that gathers to have fun and explore a few subjects. Last September, meeting at Bishop's Lodge in Santa Fe, we asked Ike, his wife Roz, and his son Alan to come by and educate us on jewels and the jewelry business.

Một câu chuyện sẽ minh chứng tại sao tôi lại yêu quý Ike đến thế: Cứ mỗi hai năm một lần, tôi lại tham gia vào một nhóm thân mật tụ họp để vui chơi và cùng tìm hiểu về một vài chủ đề. Tháng 9 vừa qua, khi gặp nhau tại Bishop's Lodge ở Santa Fe, chúng tôi đã mời Ike, vợ ông ấy là Roz, và con trai ông ấy là Alan đến để chia sẻ và giúp chúng tôi hiểu thêm về các loại đá quý cũng như ngành kinh doanh trang sức.

Ike decided to dazzle the group, so he brought from Omaha about \$20 million of particularly fancy merchandise. I was somewhat apprehensive - Bishop's Lodge is no Fort Knox - and I mentioned my concern to Ike at our opening party the evening before his presentation. Ike took me aside. "See that safe?" he said. "This afternoon we changed the combination and now even the hotel management doesn't know what it is." I breathed easier. Ike went on: "See those two big fellows with guns on their hips? They'll be guarding the safe all night." I now was ready to rejoin the party. But Ike leaned closer: "And besides, Warren," he confided, "the jewels aren't in the safe."

Ike đã quyết định làm cả nhóm phải trầm trồ, vì vậy ông ấy đã mang từ Omaha đến khoảng 20 triệu đô la hàng hóa đặc biệt xa xỉ. Tôi có phần hơi lo ngại — vì Bishop's Lodge không phải là Pháo đài Fort Knox — và tôi đã bày tỏ sự quan ngại của mình với Ike tại bữa tiệc khai mạc vào

buổi tối trước ngày ông ấy thuyết trình. Ike kéo tôi ra một góc. "Ông thấy cái kết sắt kia không?" ông ấy nói. "Chiều nay chúng tôi đã thay đổi mã số và giờ ngay cả quản lý khách sạn cũng không biết nó là gì." Tôi thở phào nhẹ nhõm. Ike tiếp tục: "Ông thấy hai gã to con đeo súng bên hông kia chứ? Họ sẽ canh gác cái kết đó suốt đêm." Lúc này tôi đã sẵn sàng quay lại nhập tiệc. Nhưng Ike lại ghé sát tai tôi và thì thầm: "Và hơn nữa, Warren ạ, số trang sức đó không nằm trong kết đâu."

How can we miss with a fellow like that - particularly when he comes equipped with a talented and energetic family, Alan, Marvin Cohn, and Don Yale.

Làm sao chúng ta có thể thất bại với một cộng sự như thế — đặc biệt là khi ông ấy còn có sự hỗ trợ từ một gia đình đầy tài năng và năng lượng như Alan, Marvin Cohn và Don Yale.

o At See's Candies we had an 8% increase in pounds sold, even though 1988 was itself a record year. Included in the 1989 performance were excellent same-store poundage gains, our first in many years.

o Tại See's Candies, chúng ta đã đạt mức tăng trưởng 8% về sản lượng (tính theo pound) bán ra, mặc dù bản thân năm 1988 đã là một năm kỷ lục. Thành tích của năm 1989 bao gồm cả mức tăng trưởng sản lượng tuyệt vời tại các cửa hàng hiện hữu (same-store gains) — lần đầu tiên chúng ta đạt được điều này sau nhiều năm.

Advertising played an important role in this outstanding performance. We increased total advertising expenditures from \$4 million to \$5 million and also got copy from our agency, Hal Riney & Partners, Inc., that was 100% on the money in conveying the qualities that make See's special.

Quảng cáo đóng một vai trò quan trọng trong kết quả xuất sắc này. Chúng ta đã tăng tổng chi phí quảng cáo từ 4 triệu đô la lên 5 triệu đô la, đồng thời nhận được những nội dung quảng cáo từ đại lý của mình, Hal Riney & Partners, Inc., những nội dung hoàn toàn chuẩn xác trong việc truyền tải những phẩm chất đặc biệt tạo nên giá trị của See's.

In our media businesses, such as the Buffalo News, we sell advertising. In other businesses, such as See's, we are buyers. When we buy, we practice exactly what we preach when we sell. At See's, we more than tripled our expenditures on newspaper advertising last year, to the highest percentage of sales that I can remember. The payoff was terrific, and we thank both Hal Riney and the power of well-directed newspaper advertising for this result.

Trong các mảng kinh doanh truyền thông của chúng ta, chẳng hạn như tờ Buffalo News, chúng ta bán quảng cáo. Trong các doanh nghiệp khác, như See's, chúng ta là người mua. Khi mua, chúng ta thực hành chính xác những gì mình vẫn "thuyết giảng" khi đi bán. Tại See's, chúng ta đã tăng hơn gấp ba lần chi phí quảng cáo trên báo giấy vào năm ngoái, đạt tỷ lệ trên doanh thu cao nhất mà tôi có thể nhớ được. Thành quả thu về thật tuyệt vời, và chúng tôi gửi lời cảm ơn đến cả Hal Riney lẫn sức mạnh của quảng cáo báo giấy được định hướng tốt cho kết quả này.

See's splendid performances have become routine. But there is nothing routine about the management of Chuck Huggins: His daily involvement with all aspects of production and sales imparts a quality-and-service message to the thousands of employees we need to produce and distribute over 27 million pounds of candy annually. In a company with 225 shops and a massive mail order and phone business, it is no small trick to run things so that virtually every customer leaves happy. Chuck makes it look easy.

Những thành tích lộng lẫy của See's đã trở thành chuyện thường tình. Nhưng không có gì là "thường tình" trong cách quản lý của Chuck Huggins: Sự tham gia hàng ngày của ông vào mọi khía cạnh sản xuất và bán hàng đã truyền tải thông điệp về chất lượng và dịch vụ tới hàng ngàn nhân viên — những người mà chúng ta cần để sản xuất và phân phối hơn 27 triệu pound kẹo hàng năm. Trong một công ty với 225 cửa hàng cùng hệ thống đặt hàng qua thư và điện thoại đồ sộ, việc vận hành để hầu như mọi khách hàng đều rời đi trong sự hài lòng không phải là một thủ thuật nhỏ. Chuck đã làm cho điều đó trông có vẻ thật dễ dàng.

o The Nebraska Furniture Mart had record sales and excellent earnings in 1989, but there was one sad note. Mrs. B - Rose Blumkin, who started the company 52 years ago with \$500 - quit in May, after disagreeing with other members of the Blumkin family/management about the remodeling and operation of the carpet department.

o Tại Nebraska Furniture Mart (NFM), chúng ta đã đạt doanh số kỷ lục và lợi nhuận tuyệt vời trong năm 1989, nhưng có một nốt trầm buồn. Bà B — Rose Blumkin, người đã gây dựng công ty từ 52 năm trước chỉ với 500 đô la — đã nghỉ việc vào tháng 5, sau khi bất đồng ý kiến với các thành viên khác trong gia đình Blumkin về việc cải tạo và vận hành bộ phận thảm.

Mrs. B probably has made more smart business decisions than any living American, but in this particular case I believe the other members of the family were entirely correct: Over the past three years, while the store's other departments increased sales by 24%, carpet sales declined by 17% (but not because of any lack of sales ability by Mrs. B, who has always personally sold far more merchandise than any other salesperson in the store).

Bà B có lẽ đã đưa ra nhiều quyết định kinh doanh thông minh hơn bất kỳ người Mỹ nào còn sống, nhưng trong trường hợp cụ thể này, tôi tin rằng các thành viên khác trong gia đình hoàn toàn đúng: Trong ba năm qua, trong khi các bộ phận khác của cửa hàng tăng doanh số 24%, thì doanh số bán thảm lại giảm 17% (nhưng không phải do bà B thiếu khả năng bán hàng, vì bà luôn là người đích thân bán được nhiều hàng hơn bất kỳ nhân viên nào khác trong cửa hàng).

You will be pleased to know that Mrs. B continues to make Horatio Alger's heroes look like victims of tired blood. At age 96 she has started a new business selling - what else? - carpet and furniture. And as always, she works seven days a week.

Bạn sẽ vui mừng khi biết rằng bà B tiếp tục khiến những người hùng trong truyện của Horatio Alger trông như những kẻ thiếu máu và mệt mỏi. Ở tuổi 96, bà đã bắt đầu một công việc kinh doanh mới, bán — còn gì khác nữa? — thảm và nội thất. Và như thường lệ, bà làm việc bảy ngày một tuần.

At the Mart Louie, Ron, and Irv Blumkin continue to propel what is by far the largest and most successful home furnishings store in the country. They are outstanding merchants, outstanding managers, and a joy to be associated with. One reading on their acumen: In the fourth quarter of 1989, the carpet department registered a 75.3% consumer share in the Omaha market, up from 67.7% a year earlier and over six times that of its nearest competitor.

Tại Mart, Louie, Ron và Irv Blumkin tiếp tục thúc đẩy nơi mà cho đến nay vẫn là cửa hàng nội thất gia đình lớn nhất và thành công nhất cả nước. Họ là những thương nhân xuất chúng, những nhà quản lý lỗi lạc và là những người cộng sự đáng mến. Một con số cho thấy sự nhạy bén của họ: Trong quý 4 năm 1989, bộ phận thảm đã ghi nhận thị phần tiêu dùng 75,3% tại thị trường Omaha,

tăng so với mức 67,7% của một năm trước đó và gấp hơn sáu lần so với đối thủ cạnh tranh gần nhất.

NFM and Borsheim's follow precisely the same formula for success: (1) unparalleled depth and breadth of merchandise at one location; (2) the lowest operating costs in the business; (3) the shrewdest of buying, made possible in part by the huge volumes purchased; (4) gross margins, and therefore prices, far below competitors'; and (5) friendly personalized service with family members on hand at all times.

NFM và Borsheim's đi theo chính xác cùng một công thức để thành công:

- (1) Chiều sâu và chiều rộng hàng hóa vô đối tại một địa điểm duy nhất;
- (2) Chi phí vận hành thấp nhất trong ngành;
- (3) Khả năng thu mua khôn ngoan nhất, một phần nhờ vào khối lượng mua khổng lồ;
- (4) Biên lợi nhuận gộp thấp, và do đó giá cả thấp hơn nhiều so với đối thủ;
- (5) Và dịch vụ cá nhân hóa thân thiện với các thành viên gia đình luôn có mặt trực tiếp.

Another plug for newspapers: NFM increased its lineage in the local paper by over 20% in 1989 - off a record 1988 - and remains the paper's largest ROP advertiser by far. (ROP advertising is the kind printed in the paper, as opposed to that in preprinted inserts.) To my knowledge, Omaha is the only city in which a home furnishings store is the advertising leader. Many retailers cut space purchases in 1989; our experience at See's and NFM would indicate they made a major mistake.

Thêm một lời tán dương nữa cho báo chí: NFM đã tăng lượng quảng cáo trên báo địa phương hơn 20% trong năm 1989 — sau một năm 1988 kỷ lục — và vẫn là nhà quảng cáo ROP lớn nhất của tờ báo đó. (Quảng cáo ROP là loại được in trực tiếp trên các trang báo, trái ngược với các tờ rơi kẹp thêm). Theo hiểu biết của tôi, Omaha là thành phố duy nhất mà một cửa hàng nội thất lại là đơn vị dẫn đầu về quảng cáo. Nhiều nhà bán lẻ đã cắt giảm chi phí quảng cáo trong năm 1989; kinh nghiệm của chúng tôi tại See's và NFM chỉ ra rằng họ đã mắc phải một sai lầm lớn.

o The Buffalo News continued to star in 1989 in three important ways: First, among major metropolitan papers, both daily and Sunday, the News is number one in household penetration - the percentage of local households that purchase it each day. Second, in "news hole" - the portion of the paper devoted to news - the paper stood at 50.1% in 1989 vs. 49.5% in 1988, a level again making it more news-rich than any comparable American paper. Third, in a year that saw profits slip at many major papers, the News set its seventh consecutive profit record.

o Tờ The Buffalo News tiếp tục tỏa sáng trong năm 1989 trên ba phương diện quan trọng: Đầu tiên, trong số các tờ báo lớn tại các đô thị, tính cả báo ngày và báo Chủ nhật, tờ News đứng số một về tỷ lệ các hộ gia đình địa phương mua báo mỗi ngày. Thứ hai, phần mặt báo dành cho tin tức đạt 50,1% vào năm 1989 so với 49,5% năm 1988, mức độ này một lần nữa khiến nó trở thành tờ báo giàu thông tin hơn bất kỳ tờ báo tương đương nào tại Mỹ. Thứ ba, trong một năm mà lợi nhuận của nhiều tờ báo lớn bị sụt giảm, tờ News đã thiết lập kỷ lục lợi nhuận năm thứ bảy liên tiếp.

To some extent, these three factors are related, though obviously a high-percentage news hole, by itself, reduces profits significantly. A large and intelligently-utilized news hole, however, attracts a wide spectrum of readers and thereby boosts penetration. High penetration, in turn, makes

a newspaper particularly valuable to retailers since it allows them to talk to the entire community through a single "megaphone." A low- penetration paper is a far less compelling purchase for many advertisers and will eventually suffer in both ad rates and profits.

Ở một mức độ nào đó, ba yếu tố này có liên quan với nhau, mặc dù rõ ràng việc duy trì tỷ lệ tin tức cao tự thân nó sẽ làm giảm đáng kể lợi nhuận. Tuy nhiên, một lượng tin tức lớn và được khai thác thông minh sẽ thu hút được đa dạng độc giả, từ đó thúc đẩy tỷ lệ thâm nhập. Tỷ lệ thâm nhập cao, đến lượt nó, làm cho tờ báo trở nên đặc biệt có giá trị đối với những người bán lẻ, vì nó cho phép họ nói chuyện với toàn bộ cộng đồng thông qua một chiếc "loa phóng thanh" duy nhất. Một tờ báo có tỷ lệ thâm nhập thấp là một lựa chọn kém hấp dẫn hơn nhiều đối với các nhà quảng cáo và cuối cùng sẽ phải chịu thiệt hại về cả giá quảng cáo lẫn lợi nhuận.

It should be emphasized that our excellent penetration is neither an accident nor automatic. The population of Erie County, home territory of the News, has been falling - from 1,113,000 in 1970 to 1,015,000 in 1980 to an estimated 966,000 in 1988. Circulation figures tell a different story. In 1975, shortly before we started our Sunday edition, the Courier-Express, a long-established Buffalo paper, was selling 207,500 Sunday copies in Erie County. Last year - with population at least 5% lower - the News sold an average of 292,700 copies. I believe that in no other major Sunday market has there been anything close to that increase in penetration.

Cần phải nhấn mạnh rằng tỷ lệ thâm nhập tuyệt vời của chúng ta không phải là ngẫu nhiên hay tự động mà có. Dân số của Quận Erie, địa bàn chính của tờ News, đã và đang sụt giảm — từ 1.113.000 người năm 1970 xuống 1.015.000 người năm 1980 và ước tính còn 966.000 người vào năm 1988. Tuy nhiên, các con số phát hành lại kể một câu chuyện khác. Vào năm 1975, ngay trước khi chúng ta bắt đầu xuất bản số Chủ nhật, tờ Courier-Express (một tờ báo lâu đời tại Buffalo) đang bán được 207.500 bản Chủ nhật tại Quận Erie. Năm ngoái — với dân số thấp hơn ít nhất 5% — tờ News đã bán được trung bình 292.700 bản. Tôi tin rằng không có thị trường báo Chủ nhật lớn nào khác đạt được mức tăng trưởng tỷ lệ thâm nhập ấn tượng như vậy.

When this kind of gain is made - and when a paper attains an unequaled degree of acceptance in its home town - someone is doing something right. In this case major credit clearly belongs to Murray Light, our long-time editor who daily creates an informative, useful, and interesting product. Credit should go also to the Circulation and Production Departments: A paper that is frequently late, because of production problems or distribution weaknesses, will lose customers, no matter how strong its editorial content.

Khi một thành tựu như thế này được xác lập — và khi một tờ báo đạt được mức độ đón nhận vô song ngay tại quê nhà — thì chắc chắn phải có ai đó đang làm đúng. Trong trường hợp này, công lao lớn rõ ràng thuộc về Murray Light, biên tập viên lâu năm của chúng ta, người hàng ngày đã tạo ra một sản phẩm đầy ắp thông tin, hữu ích và thú vị. Công lao cũng thuộc về Bộ phận Phát hành và Sản xuất: Một tờ báo thường xuyên giao trễ, do sự cố sản xuất hoặc yếu kém trong phân phối, sẽ mất khách hàng, bất kể nội dung biên tập có mạnh đến đâu.

Stan Lipsey, publisher of the News, has produced profits fully up to the strength of our product. I believe Stan's managerial skills deliver at least five extra percentage points in profit margin compared to the earnings that would be achieved by an average manager given the same circumstances. That is an amazing performance, and one that could only be produced by a talented manager who knows - and cares - about every nut and bolt of the business.

Stan Lipsey, người điều hành tờ News, đã tạo ra mức lợi nhuận tương xứng hoàn toàn với thể mạnh sản phẩm của chúng ta. Tôi tin rằng kỹ năng quản lý của Stan đã mang lại thêm ít nhất năm điểm phần trăm trong biên lợi nhuận so với mức lợi nhuận mà một nhà quản lý trung bình có thể đạt được trong cùng điều kiện. Đó là một hiệu suất đáng kinh ngạc, và chỉ có thể được tạo ra bởi một nhà quản lý tài năng, người am hiểu — và quan tâm — đến từng "con ốc vít" của doanh nghiệp.

Stan's knowledge and talents, it should be emphasized, extend to the editorial product. His early years in the business were spent on the news side and he played a key role in developing and editing a series of stories that in 1972 won a Pulitzer Prize for the Sun Newspaper of Omaha. Stan and I have worked together for over 20 years, through some bad times as well as good, and I could not ask for a better partner.

Cần nhấn mạnh rằng, kiến thức và tài năng của Stan còn mở rộng sang cả nội dung biên tập. Những năm đầu sự nghiệp của ông là dành cho mảng tin tức, và ông đã đóng vai trò then chốt trong việc phát triển và biên tập một loạt các bài báo đã giành được giải Pulitzer năm 1972 cho tờ Sun Newspaper của Omaha. Stan và tôi đã làm việc cùng nhau hơn 20 năm, trải qua cả những lúc tồi tệ cũng như những lúc tốt đẹp, và tôi không thể mong đợi một cộng sự nào tốt hơn thế.

o At Fechheimer, the Heldman clan - Bob, George, Gary, Roger and Fred - continue their extraordinary performance. Profits in 1989 were down somewhat because of problems the business experienced in integrating a major 1988 acquisition. These problems will be ironed out in time. Meanwhile, return on invested capital at Fechheimer remains splendid.

o Tại Fechheimer, gia tộc Heldman — bao gồm Bob, George, Gary, Roger và Fred — tiếp tục duy trì hiệu suất làm việc phi thường của mình. Lợi nhuận năm 1989 có sụt giảm đôi chút do những vấn đề phát sinh trong việc hợp nhất một thương vụ thu mua lớn vào năm 1988. Những vấn đề này sẽ được giải quyết ổn thỏa theo thời gian. Trong khi đó, tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư (ROIC) tại Fechheimer vẫn ở mức tuyệt vời.

Like all of our managers, the Heldmans have an exceptional command of the details of their business. At last year's annual meeting I mentioned that when a prisoner enters San Quentin, Bob and George probably know his shirt size. That's only a slight exaggeration: No matter what area of the country is being discussed, they know exactly what is going on with major customers and with the competition.

Cũng giống như tất cả các nhà quản lý khác của chúng tôi, gia đình Heldman có khả năng kiểm soát chi tiết công việc kinh doanh một cách đặc biệt. Tại cuộc họp đại hội đồng cổ đông năm ngoái, tôi đã đề cập rằng khi một tù nhân bước vào nhà tù San Quentin, Bob và George có lẽ đã biết cỡ áo của anh ta rồi. Đó chỉ là một chút cường điệu nhẹ thôi: Dù là thảo luận về bất kỳ khu vực nào trên đất nước, họ đều biết chính xác những gì đang diễn ra với các khách hàng lớn và với các đối thủ cạnh tranh.

Though we purchased Fechheimer four years ago, Charlie and I have never visited any of its plants or the home office in Cincinnati. We're much like the lonesome Maytag repairman: The Heldman managerial product is so good that a service call is never needed.

Mặc dù chúng ta đã mua lại Fechheimer được bốn năm, nhưng Charlie và tôi chưa bao giờ đến thăm bất kỳ nhà máy nào của họ hay trụ sở chính tại Cincinnati. Chúng tôi giống như anh thợ

sửa máy giặt Maytag cô đơn trong quảng cáo vậy: "Sản phẩm" quản lý của nhà Heldman tốt đến mức chẳng bao giờ cần đến một cuộc gọi bảo trì nào từ phía chúng tôi.

o Ralph Schey continues to do a superb job in managing our largest group - World Book, Kirby, and the Scott Fetzer Manufacturing Companies. Aggregate earnings of these businesses have increased every year since our purchase and returns on invested capital continue to be exceptional. Ralph is running an enterprise large enough, were it standing alone, to be on the Fortune 500. And he's running it in a fashion that would put him high in the top decile, measured by return on equity.

o Ralph Schey tiếp tục thực hiện một công việc tuyệt vời trong việc quản lý nhóm lớn nhất của chúng ta — bao gồm World Book, Kirby và các Công ty Sản xuất Scott Fetzer. Tổng lợi nhuận của các doanh nghiệp này đã tăng trưởng hàng năm kể từ khi chúng ta mua lại, và tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư vẫn ở mức đặc biệt xuất sắc. Ralph đang điều hành một đế chế đủ lớn để nếu đứng độc lập, nó sẽ nằm trong danh sách Fortune 500. Và ông ấy đang điều hành nó theo cách có thể đưa mình vào nhóm 10% dẫn đầu, nếu đo lường bằng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE).

For some years, World Book has operated out of a single location in Chicago's Merchandise Mart. Anticipating the imminent expiration of its lease, the business is now decentralizing into four locations. The expenses of this transition are significant; nevertheless profits in 1989 held up well. It will be another year before costs of the move are fully behind us.

Trong nhiều năm, World Book đã hoạt động tại một địa điểm duy nhất ở Merchandise Mart, Chicago. Dự đoán trước việc hợp đồng thuê sắp hết hạn, doanh nghiệp hiện đang thực hiện phân tán hoạt động sang bốn địa điểm khác nhau. Chi phí cho quá trình chuyển đổi này là rất đáng kể; tuy nhiên, lợi nhuận trong năm 1989 vẫn duy trì tốt. Sẽ mất thêm một năm nữa trước khi các chi phí di dời này hoàn toàn kết thúc.

Kirby's business was particularly strong last year, featuring large gains in export sales. International business has more than doubled in the last two years and quintupled in the past four; its share of unit sales has risen from 5% to 20%. Our largest capital expenditures in 1989 were at Kirby, in preparation for a major model change in 1990.

Hoạt động kinh doanh của Kirby đặc biệt mạnh mẽ vào năm ngoái, nổi bật với sự gia tăng lớn trong doanh số xuất khẩu. Mạng kinh doanh quốc tế đã tăng hơn gấp đôi trong hai năm qua và tăng gấp năm lần trong bốn năm qua; tỷ trọng doanh số bán hàng của mạng này đã tăng từ 5% lên 20%. Khoản chi tiêu vốn (capital expenditures) lớn nhất của chúng ta trong năm 1989 là dành cho Kirby, nhằm chuẩn bị cho việc thay đổi dòng sản phẩm chủ lực vào năm 1990.

Ralph's operations contribute about 40% of the total earnings of the non-insurance group whose results are shown on page 49. When we bought Scott Fetzer at the start of 1986, our acquisition of Ralph as a manager was fully as important as our acquisition of the businesses. In addition to generating extraordinary earnings, Ralph also manages capital extremely well. These abilities have produced funds for Berkshire that, in turn, have allowed us to make many other profitable commitments.

Các hoạt động dưới sự điều hành của Ralph đóng góp khoảng 40% tổng lợi nhuận của nhóm phi bảo hiểm (kết quả được trình bày ở trang 49). Khi chúng ta mua lại Scott Fetzer vào đầu

năm 1986, việc có được Ralph với tư cách là một nhà quản lý cũng quan trọng tương đương với việc mua lại chính các doanh nghiệp đó. Bên cạnh việc tạo ra mức lợi nhuận phi thường, Ralph còn quản lý vốn cực kỳ tốt. Những khả năng này đã tạo ra nguồn tiền cho Berkshire, từ đó cho phép chúng ta thực hiện nhiều cam kết đầu tư sinh lời khác.

And that completes our answer to the 1927 Yankees.

Và đó là phần hoàn tất cho câu trả lời của chúng tôi về "Đội hình Yankees năm 1927".

Insurance Operations

Các nghiệp vụ Bảo hiểm

Shown below is an updated version of our usual table presenting key figures for the property-casualty insurance industry:

Dưới đây là phiên bản cập nhật của bảng số liệu thường niên, trình bày các con số then chốt của ngành bảo hiểm tài sản và thiệt hại (property-casualty):

	<i>Yearly Change in Premiums Written (%)</i>	<i>Statutory Combined Ratio After Policyholder Dividends</i>	<i>Yearly Change in Incurred Losses (%)</i>	<i>Inflation Rate Measured by GNP Deflator (%)</i>
	-----	-----	-----	-----
1981	3.8	106.0	6.5	9.6
1982	3.7	109.6	8.4	6.5
1983	5.0	112.0	6.8	3.8
1984	8.5	118.0	16.9	3.8
1985	22.1	116.3	16.1	3.0
1986	22.2	108.0	13.5	2.6
1987	9.4	104.6	7.8	3.1
1988	4.4	105.4	5.5	3.3
1989 (Est.)	2.1	110.4	8.7	4.2

Source: A.M. Best Co.

Yearly Change in Premiums Written (%) / Thay đổi hàng năm về Phí bảo hiểm viết thuần (%)

Statutory Combined Ratio After Policyholder Dividends / Tỷ lệ hợp nhất theo luật định sau cổ tức cho chủ hợp đồng

Yearly Change in Incurred Losses (%) / Thay đổi hàng năm về Tổng thất phát sinh (%)

Inflation Rate Measured by GNP Deflator (%) / Tỷ lệ lạm phát đo lường bằng Chỉ số giảm phát GNP (%)

The combined ratio represents total insurance costs (losses incurred plus expenses) compared to revenue from premiums: A ratio below 100 indicates an underwriting profit, and one

above 100 indicates a loss. When the investment income that an insurer earns from holding policyholders' funds ("the float") is taken into account, a combined ratio in the 107-111 range typically produces an overall breakeven result, exclusive of earnings on the funds provided by shareholders.

Tỷ lệ hợp nhất (combined ratio) đại diện cho tổng chi phí bảo hiểm (các khoản bồi thường phát sinh cộng với chi phí vận hành) so với doanh thu từ phí bảo hiểm: Tỷ lệ dưới 100 cho thấy có lãi nghiệp vụ, và trên 100 cho thấy bị lỗ. Khi tính đến thu nhập đầu tư mà một công ty bảo hiểm kiếm được từ việc nắm giữ tiền của chủ hợp đồng ("nguồn vốn chiếm dụng" - float), thì tỷ lệ hợp nhất trong khoảng 107-111 thường tạo ra kết quả hòa vốn tổng thể, chưa tính đến lợi nhuận từ nguồn vốn do cổ đông cung cấp.

For the reasons laid out in previous reports, we expect the industry's incurred losses to grow by about 10% annually, even in years when general inflation runs considerably lower. (Actually, over the last 25 years, incurred losses have grown at a still faster rate, 11%.) If premium growth meanwhile materially lags that 10% rate, underwriting losses will mount, though the industry's tendency to underreserve when business turns bad may obscure their size for a time.

Vì những lý do đã được trình bày trong các báo cáo trước, chúng tôi dự kiến các khoản bồi thường phát sinh của ngành sẽ tăng khoảng 10% mỗi năm, ngay cả trong những năm mà lạm phát chung thấp hơn đáng kể. (Thực tế, trong 25 năm qua, các khoản bồi thường phát sinh đã tăng với tốc độ còn nhanh hơn, ở mức 11%). Nếu trong khi đó, sự tăng trưởng phí bảo hiểm lại tụt hậu đáng kể so với mức 10% đó, các khoản lỗ nghiệp vụ sẽ gia tăng, mặc dù xu hướng trích lập dự phòng thiếu của ngành khi tình hình kinh doanh chuyển xấu có thể che giấu quy mô của những khoản lỗ này trong một thời gian.

Last year we said the climb in the combined ratio was "almost certain to continue - and probably will accelerate - for at least two more years." This year we will not predict acceleration, but otherwise must repeat last year's forecast. Premium growth is running far below the 10% required annually. Remember also that a 10% rate would only stabilize the combined ratio, not bring it down.

Năm ngoái, chúng tôi đã nói rằng sự gia tăng của tỷ lệ hợp nhất là "gần như chắc chắn sẽ tiếp tục — và có thể sẽ tăng tốc — trong ít nhất hai năm nữa." Năm nay, chúng tôi sẽ không dự báo về sự tăng tốc, nhưng ngoài điều đó ra, chúng tôi buộc phải lặp lại dự báo của năm ngoái. Tăng trưởng phí bảo hiểm đang thấp hơn nhiều so với mức 10% cần thiết hàng năm. Hãy nhớ rằng tỷ lệ 10% cũng chỉ mới giúp ổn định tỷ lệ hợp nhất chứ không phải làm nó giảm xuống.

The increase in the combined ratio in 1989 was a little more than we had expected because catastrophes (led by Hurricane Hugo) were unusually severe. These abnormalities probably accounted for about two points of the increase. If 1990 is more of a "normal" year, the combined ratio should rise only minimally from the catastrophe-swollen base of 1989. In 1991, though, the ratio is apt to climb by a greater degree.

Mức tăng tỷ lệ hợp nhất trong năm 1989 cao hơn một chút so với kỳ vọng của chúng tôi vì các thảm họa thiên nhiên (dẫn đầu là cơn bão Hugo) diễn ra cực kỳ khốc liệt. Những bất thường này có khả năng đã đóng góp khoảng hai điểm phần trăm vào mức tăng đó. Nếu năm 1990 là một năm "bình thường" hơn, tỷ lệ hợp nhất sẽ chỉ tăng tối thiểu so với nền tảng vốn đã bị thổi phồng

bởi thảm họa của năm 1989. Tuy nhiên, vào năm 1991, tỷ lệ này có xu hướng sẽ leo dốc mạnh hơn.

Commentators frequently discuss the "underwriting cycle" and speculate about its next turn. If that term is used to connote rhythmic qualities, it is in our view a misnomer that leads to faulty thinking about the industry's fundamental economics.

Các nhà bình luận thường thảo luận về "chu kỳ nghiệp vụ" (underwriting cycle) và suy đoán về bước ngoặt tiếp theo của nó. Nếu thuật ngữ đó được dùng để ám chỉ tính chất nhịp điệu, thì theo quan điểm của chúng tôi, đó là một cách gọi sai lầm dẫn đến tư duy lệch lạc về các nguyên lý kinh tế cơ bản của ngành.

The term was appropriate some decades ago when the industry and regulators cooperated to conduct the business in cartel fashion. At that time, the combined ratio fluctuated rhythmically for two reasons, both related to lags. First, data from the past were analyzed and then used to set new "corrected" rates, which were subsequently put into effect by virtually all insurers. Second, the fact that almost all policies were then issued for a one-to three-year term - which meant that it took a considerable time for mispriced policies to expire - delayed the impact of new rates on revenues. These two lagged responses made combined ratios behave much like alternating current. Meanwhile, the absence of significant price competition guaranteed that industry profits, averaged out over the cycle, would be satisfactory.

Thuật ngữ này từng phù hợp vào vài thập kỷ trước, khi ngành bảo hiểm và các cơ quan quản lý hợp tác để vận hành doanh nghiệp theo kiểu "các-ten" (cartel). Vào thời điểm đó, tỷ lệ hợp nhất biến động nhịp nhàng vì hai lý do, cả hai đều liên quan đến độ trễ (lags): Đầu tiên, dữ liệu từ quá khứ được phân tích và sau đó được sử dụng để thiết lập các mức phí "đã hiệu chỉnh" mới, vốn sau đó được áp dụng bởi hầu hết các công ty bảo hiểm. Thứ hai, việc hầu hết các đơn bảo hiểm thời đó được cấp với thời hạn từ một đến ba năm — nghĩa là phải mất một thời gian đáng kể để các đơn bảo hiểm bị định giá sai hết hạn — đã trì hoãn tác động của các mức phí mới lên doanh thu. Hai phản ứng có độ trễ này khiến các tỷ lệ hợp nhất hoạt động rất giống như dòng điện xoay chiều. Trong khi đó, việc thiếu vắng sự cạnh tranh đáng kể về giá đã đảm bảo rằng lợi nhuận của ngành, khi tính bình quân qua cả chu kỳ, sẽ luôn ở mức thỏa đáng.

The cartel period is long gone. Now the industry has hundreds of participants selling a commodity-like product at independently-established prices. Such a configuration - whether the product being sold is steel or insurance policies - is certain to cause subnormal profitability in all circumstances but one: a shortage of usable capacity. Just how often these periods occur and how long they last determines the average profitability of the industry in question.

Thời kỳ "các-ten" đã lùi xa vào dĩ vãng. Giờ đây, ngành bảo hiểm có hàng trăm bên tham gia cùng bán một sản phẩm có tính chất như hàng hóa cơ bản (commodity) với mức giá được thiết lập một cách độc lập. Một cấu trúc như vậy — dù sản phẩm được bán là thép hay đơn bảo hiểm — chắc chắn sẽ dẫn đến mức lợi nhuận dưới mức bình thường trong mọi hoàn cảnh, ngoại trừ một trường hợp duy nhất: tình trạng thiếu hụt năng lực cung ứng có khả năng sử dụng (usable capacity). Tần suất xảy ra và thời gian kéo dài của những giai đoạn thiếu hụt này sẽ quyết định lợi nhuận trung bình của ngành đó.

In most industries, capacity is described in physical terms. In the insurance world,

however, capacity is customarily described in financial terms; that is, it's considered appropriate for a company to write no more than X dollars of business if it has Y dollars of net worth. In practice, however, constraints of this sort have proven ineffective. Regulators, insurance brokers, and customers are all slow to discipline companies that strain their resources. They also acquiesce when companies grossly overstate their true capital. Hence, a company can write a great deal of business with very little capital if it is so inclined. At bottom, therefore, the amount of industry capacity at any particular moment primarily depends on the mental state of insurance managers.

Trong hầu hết các ngành công nghiệp, năng lực cung ứng được mô tả bằng các thuật ngữ vật lý (như số lượng nhà máy, máy móc). Tuy nhiên, trong thế giới bảo hiểm, năng lực cung ứng thường được mô tả bằng các thuật ngữ tài chính; nghĩa là, một công ty được coi là phù hợp khi chỉ viết tối đa X đô la phí bảo hiểm nếu họ có Y đô la giá trị tài sản ròng. Tuy nhiên, trên thực tế, những rào cản kiểu này đã chứng minh là không hiệu quả. Các cơ quan quản lý, các nhà môi giới bảo hiểm và khách hàng đều phản ứng rất chậm trong việc kỷ luật các công ty đang lạm dụng nguồn lực của mình. Họ cũng chấp nhận cả khi các công ty thổi phồng quá mức nguồn vốn thực tế. Do đó, một công ty vẫn có thể viết một khối lượng kinh doanh khổng lồ với rất ít vốn nếu họ muốn. Về cơ bản, lượng năng lực cung ứng của ngành tại bất kỳ thời điểm cụ thể nào chủ yếu phụ thuộc vào "trạng thái tâm lý" của các nhà quản lý bảo hiểm.

All this understood, it is not very difficult to prognosticate the industry's profits. Good profits will be realized only when there is a shortage of capacity. Shortages will occur only when insurers are frightened. That happens rarely - and most assuredly is not happening now.

Hiểu được tất cả những điều này, việc dự báo lợi nhuận của ngành không còn quá khó khăn. Lợi nhuận tốt sẽ chỉ đạt được khi có sự thiếu hụt năng lực cung ứng. Sự thiếu hụt sẽ chỉ xảy ra khi các nhà bảo hiểm bị vây hãm bởi nỗi sợ hãi. Điều đó hiếm khi xảy ra — và chắc chắn là không xảy ra vào lúc này.

Some analysts have argued that the more onerous taxes recently imposed on the insurance industry and 1989's catastrophes - Hurricane Hugo and the California earthquake - will cause prices to strengthen significantly. We disagree. These adversities have not destroyed the eagerness of insurers to write business at present prices. Therefore, premium volume won't grow by 10% in 1990, which means the negative underwriting trend will not reverse.

Một số nhà phân tích lập luận rằng các khoản thuế nặng nề hơn gần đây được áp cho ngành bảo hiểm và các thảm họa năm 1989 — Bão Hugo và trận động đất ở California — sẽ khiến giá phí tăng mạnh. Chúng tôi không đồng ý. Những nghịch cảnh này vẫn chưa tiêu diệt được sự khao khát của các nhà bảo hiểm trong việc viết thêm hợp đồng ở mức giá hiện tại. Do đó, khối lượng phí bảo hiểm sẽ không tăng trưởng nổi 10% trong năm 1990, đồng nghĩa với việc xu hướng tiêu cực của mảng nghiệp vụ sẽ không đảo chiều.

The industry will meantime say it needs higher prices to achieve profitability matching that of the average American business. Of course it does. So does the steel business. But needs and desires have nothing to do with the long-term profitability of industries. Instead, economic fundamentals determine the outcome. Insurance profitability will improve only when virtually all insurers are turning away business despite higher prices. And we're a long way from that point.

Ngành bảo hiểm trong lúc này sẽ nói rằng họ cần mức giá cao hơn để đạt được tỷ suất lợi

nhuận tương đương với mức trung bình của các doanh nghiệp Mỹ. Tất nhiên là họ cần rồi. Ngành thép cũng vậy. Nhưng nhu cầu và mong muốn chẳng có liên quan gì đến khả năng sinh lời dài hạn của một ngành công nghiệp cả. Thay vào đó, các nguyên tắc kinh tế cơ bản mới là thứ quyết định kết quả. Lợi nhuận ngành bảo hiểm sẽ chỉ cải thiện khi hầu hết mọi nhà bảo hiểm đều đang từ chối nhận thêm khách hàng bất chấp mức giá đã cao hơn. Và chúng ta còn cách điểm đó một khoảng rất xa.

Berkshire's premium volume may drop to \$150 million or so in 1990 (from a high of \$1 billion in 1986), partly because our traditional business continues to shrink and partly because the contract under which we received 7% of the business of Fireman's Fund expired last August. Whatever the size of the drop, it will not disturb us. We have no interest in writing insurance that carries a mathematical expectation of loss; we experience enough disappointments doing transactions we believe to carry an expectation of profit.

Doanh thu phí bảo hiểm của Berkshire có thể sẽ giảm xuống còn khoảng 150 triệu đô la vào năm 1990 (từ mức đỉnh cao 1 tỷ đô la năm 1986), một phần vì mảng kinh doanh truyền thống của chúng ta tiếp tục bị thu hẹp, và một phần vì hợp đồng mà chúng ta nhận được 7% doanh thu của Fireman's Fund đã hết hạn vào tháng 8 năm ngoái. Dù mức sụt giảm có lớn đến đâu, điều đó cũng không làm chúng tôi bận tâm. Chúng tôi không có hứng thú với việc viết các đơn bảo hiểm mang lại kỳ vọng thua lỗ về mặt toán học; chúng tôi đã nếm trải đủ thất vọng khi thực hiện những giao dịch mà mình tin là sẽ có lãi rồi.

However, our appetite for appropriately-priced business is ample, as one tale from 1989 will tell. It concerns "CAT covers," which are reinsurance contracts that primary insurance companies (and also reinsurers themselves) buy to protect themselves against a single catastrophe, such as a tornado or hurricane, that produces losses from a large number of policies. In these contracts, the primary insurer might retain the loss from a single event up to a maximum of, say, \$10 million, buying various layers of reinsurance above that level. When losses exceed the retained amount, the reinsurer typically pays 95% of the excess up to its contractual limit, with the primary insurer paying the remainder. (By requiring the primary insurer to keep 5% of each layer, the reinsurer leaves him with a financial stake in each loss settlement and guards against his throwing away the reinsurer's money.)

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn luôn sẵn lòng đón nhận những thương vụ được định giá phù hợp, như câu chuyện sau đây từ năm 1989 sẽ minh chứng. Nó liên quan đến "CAT covers" (bảo hiểm thảm họa) — đây là những hợp đồng tái bảo hiểm mà các công ty bảo hiểm gốc (và cả chính các công ty tái bảo hiểm) mua để bảo vệ bản thân trước một thảm họa đơn lẻ, chẳng hạn như lốc xoáy hoặc bão, gây ra tổn thất cho một số lượng lớn các đơn bảo hiểm. Trong các hợp đồng này, công ty bảo hiểm gốc có thể tự chịu mức lỗ từ một sự kiện đơn lẻ lên đến tối đa, giả sử là 10 triệu đô la, và mua các "lớp" tái bảo hiểm khác nhau trên mức đó. Khi tổn thất vượt quá số tiền tự chịu, công ty tái bảo hiểm thường sẽ chi trả 95% phần vượt mức cho đến giới hạn hợp đồng, trong khi công ty bảo hiểm gốc trả phần còn lại. (Bằng cách yêu cầu bên bảo hiểm gốc giữ lại 5% của mỗi lớp, bên tái bảo hiểm khiến họ có trách nhiệm tài chính gắn liền với mỗi lần giải quyết tổn thất, nhằm ngăn chặn việc họ chi tiêu tiền của bên tái bảo hiểm một cách bừa bãi).

CAT covers are usually one-year policies that also provide for one automatic reinstatement, which requires a primary insurer whose coverage has been exhausted by a

catastrophe to buy a second cover for the balance of the year in question by paying another premium. This provision protects the primary company from being "bare" for even a brief period after a first catastrophic event. The duration of "an event" is usually limited by contract to any span of 72 hours designated by the primary company. Under this definition, a wide-spread storm, causing damage for three days, will be classified as a single event if it arises from a single climatic cause. If the storm lasts four days, however, the primary company will file a claim carving out the 72 consecutive hours during which it suffered the greatest damage. Losses that occurred outside that period will be treated as arising from a separate event.

Các hợp đồng CAT cover thường là đơn bảo hiểm có thời hạn một năm và có điều khoản tự động tái lập (reinstatement). Điều khoản này yêu cầu một công ty bảo hiểm gốc — sau khi hạn mức bảo hiểm đã cạn kiệt vì một thảm họa — phải mua lớp bảo hiểm thứ hai cho thời gian còn lại của năm đó bằng cách đóng thêm một khoản phí khác. Quy định này bảo vệ công ty bảo hiểm khỏi tình trạng "không có bảo hiểm" dù chỉ là một khoảng thời gian ngắn sau sự kiện thảm họa đầu tiên. Thời gian của "một sự kiện" thường được giới hạn trong hợp đồng là bất kỳ khoảng thời gian 72 giờ liên tục nào do công ty bảo hiểm gốc chỉ định. Theo định nghĩa này, một cơn bão diện rộng gây thiệt hại trong ba ngày sẽ được xếp vào một sự kiện đơn lẻ nếu nó phát sinh từ một nguyên nhân khí hậu duy nhất. Tuy nhiên, nếu cơn bão kéo dài bốn ngày, công ty bảo hiểm gốc sẽ phải nộp đơn khiếu nại bằng cách chọn ra 72 giờ liên tục gây ra thiệt hại lớn nhất. Những tổn thất xảy ra ngoài khoảng thời gian đó sẽ được coi là phát sinh từ một sự kiện riêng biệt.

In 1989, two unusual things happened. First, Hurricane Hugo generated \$4 billion or more of insured loss, at a pace, however, that caused the vast damage in the Carolinas to occur slightly more than 72 hours after the equally severe damage in the Caribbean. Second, the California earthquake hit within weeks, causing insured damage that was difficult to estimate, even well after the event. Slammed by these two - or possibly three - major catastrophes, some primary insurers, and also many reinsurers that had themselves bought CAT protection, either used up their automatic second cover or became uncertain as to whether they had done so.

Vào năm 1989, có hai sự kiện bất thường đã xảy ra. Đầu tiên, siêu bão Hugo đã gây ra thiệt hại được bảo hiểm lên tới 4 tỷ đô la hoặc hơn; tuy nhiên, tốc độ di chuyển của nó đã khiến những thiệt hại khổng lồ ở vùng Carolinas xảy ra muộn hơn một chút so với mốc 72 giờ kể từ khi nó tàn phá dữ dội tại vùng Caribbean. Thứ hai, trận động đất ở California ập đến chỉ vài tuần sau đó, gây ra những tổn thất được bảo hiểm mà ngay cả khi sự kiện đã kết thúc từ lâu, người ta vẫn rất khó để ước tính chính xác. Bị giáng đòn liên tiếp bởi hai — hoặc có thể là ba — thảm họa lớn này, một số công ty bảo hiểm gốc, cũng như nhiều công ty tái bảo hiểm (vốn cũng đã mua bảo hiểm thảm họa CAT để tự bảo vệ mình), hoặc là đã dùng hết hạn mức của lớp bảo hiểm tái lập thứ hai, hoặc trở nên mơ hồ không biết mình đã dùng hết hay chưa.

At that point sellers of CAT policies had lost a huge amount of money - perhaps twice because of the reinstatements - and not taken in much in premiums. Depending upon many variables, a CAT premium might generally have run 3% to 15% of the amount of protection purchased. For some years, we've thought premiums of that kind inadequate and have stayed away from the business.

Tại thời điểm đó, những người bán hợp đồng bảo hiểm CAT đã thua lỗ một khoản tiền khổng lồ — thậm chí có thể là lỗ gấp đôi do các điều khoản tái lập — trong khi phí bảo hiểm thu

vào chẳng đáng là bao. Tùy thuộc vào nhiều biến số, phí bảo hiểm CAT thường chỉ dao động từ 3% đến 15% trên tổng giá trị bảo vệ được mua. Trong nhiều năm qua, chúng tôi đã luôn cho rằng mức phí như vậy là không thỏa đáng và đã quyết định đứng ngoài mảng kinh doanh này.

But because the 1989 disasters left many insurers either actually or possibly bare, and also left most CAT writers licking their wounds, there was an immediate shortage after the earthquake of much-needed catastrophe coverage. Prices instantly became attractive, particularly for the reinsurance that CAT writers themselves buy. Just as instantly, Berkshire Hathaway offered to write up to \$250 million of catastrophe coverage, advertising that proposition in trade publications. Though we did not write all the business we sought, we did in a busy ten days book a substantial amount.

Nhưng bởi vì các thảm họa năm 1989 đã khiến nhiều nhà bảo hiểm rơi vào tình trạng thực sự (hoặc có khả năng) "trắng tay" bảo vệ, đồng thời khiến hầu hết những người bán bảo hiểm thảm họa (CAT writers) phải lui về liếm vết thương, nên ngay sau trận động đất đã xảy ra tình trạng thiếu hụt trầm trọng nguồn cung bảo hiểm thảm họa vốn đang rất cần thiết. Ngay lập tức, giá cả trở nên hấp dẫn, đặc biệt là đối với mảng tái bảo hiểm mà chính các đơn vị bán bảo hiểm CAT hay mua. Cũng nhanh chóng như vậy, Berkshire Hathaway đã chào thầu gói bảo hiểm thảm họa lên tới 250 triệu đô la và quảng bá đề nghị đó trên các ấn phẩm chuyên ngành. Mặc dù không ký kết được toàn bộ số lượng mục tiêu, nhưng trong 10 ngày bận rộn đó, chúng tôi đã ghi nhận một lượng hợp đồng đáng kể.

Our willingness to put such a huge sum on the line for a loss that could occur tomorrow sets us apart from any reinsurer in the world. There are, of course, companies that sometimes write \$250 million or even far more of catastrophe coverage. But they do so only when they can, in turn, reinsure a large percentage of the business with other companies. When they can't "lay off" in size, they disappear from the market.

Việc chúng tôi sẵn sàng đặt một số tiền khổng lồ như vậy vào vòng nguy hiểm cho một tổn thất có thể xảy ra ngay ngày mai đã tạo nên sự khác biệt giữa chúng tôi và bất kỳ nhà tái bảo hiểm nào trên thế giới. Tất nhiên, có những công ty đôi khi ký các hợp đồng bảo hiểm thảm họa trị giá 250 triệu đô la hoặc thậm chí lớn hơn nhiều. Nhưng họ chỉ làm vậy khi họ có thể, đến lượt mình, tái bảo hiểm lại phần lớn rủi ro đó cho các công ty khác. Khi họ không thể "đẩy bớt" (lay off) rủi ro đi với khối lượng lớn, họ sẽ biến mất khỏi thị trường.

Berkshire's policy, conversely, is to retain the business we write rather than lay it off. When rates carry an expectation of profit, we want to assume as much risk as is prudent. And in our case, that's a lot.

Ngược lại, chính sách của Berkshire là giữ lại toàn bộ rủi ro chúng tôi đã ký thay vì đẩy nó đi. Khi mức phí mang lại kỳ vọng có lãi, chúng tôi muốn đảm nhận nhiều rủi ro nhất có thể trong mức thận trọng. Và trong trường hợp của chúng tôi, "mức thận trọng" đó là rất lớn.

We will accept more reinsurance risk for our own account than any other company because of two factors: (1) by the standards of regulatory accounting, we have a net worth in our insurance companies of about \$6 billion - the second highest amount in the United States; and (2) we simply don't care what earnings we report quarterly, or even annually, just as long as the decisions leading to those earnings (or losses) were reached intelligently.

Chúng tôi sẵn sàng chấp nhận nhiều rủi ro tái bảo hiểm cho tài khoản của chính mình hơn bất kỳ công ty nào khác nhờ vào hai yếu tố: (1) theo các tiêu chuẩn kế toán quản lý, chúng tôi sở hữu giá trị tài sản ròng trong các công ty bảo hiểm của mình vào khoảng 6 tỷ đô la — mức cao thứ hai tại Hoa Kỳ; và (2) chúng tôi đơn giản là không quan tâm đến mức lợi nhuận mà mình báo cáo hàng quý, hay thậm chí hàng năm, miễn là các quyết định dẫn đến những khoản lãi (hoặc lỗ) đó được đưa ra một cách thông minh.

Obviously, if we write \$250 million of catastrophe coverage and retain it all ourselves, there is some probability that we will lose the full \$250 million in a single quarter. That probability is low, but it is not zero. If we had a loss of that magnitude, our after-tax cost would be about \$165 million. Though that is far more than Berkshire normally earns in a quarter, the damage would be a blow only to our pride, not to our well-being.

Rõ ràng, nếu chúng tôi ký kết 250 triệu đô la bảo hiểm thảm họa và tự giữ lại toàn bộ rủi ro đó, sẽ có xác suất nhất định là chúng tôi sẽ mất trắng toàn bộ 250 triệu đô la chỉ trong một quý. Xác suất đó là thấp, nhưng không phải bằng không. Nếu chúng tôi chịu một khoản lỗ ở quy mô đó, chi phí sau thuế sẽ rơi vào khoảng 165 triệu đô la. Mặc dù con số này lớn hơn nhiều so với mức thu nhập bình thường của Berkshire trong một quý, nhưng thiệt hại đó cũng chỉ là một đòn giáng vào lòng tự trọng của chúng tôi, chứ không phải vào sự thịnh vượng của tập đoàn.

This posture is one few insurance managements will assume. Typically, they are willing to write scads of business on terms that almost guarantee them mediocre returns on equity. But they do not want to expose themselves to an embarrassing single- quarter loss, even if the managerial strategy that causes the loss promises, over time, to produce superior results. I can understand their thinking: What is best for their owners is not necessarily best for the managers. Fortunately Charlie and I have both total job security and financial interests that are identical with those of our shareholders. We are willing to look foolish as long as we don't feel we have acted foolishly.

Đây là tư thế mà rất ít ban quản lý bảo hiểm dám đảm nhận. Thông thường, họ sẵn sàng ký kết vô số hợp đồng với những điều khoản gần như đảm bảo mức tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) tầm thường. Nhưng họ lại không muốn đẩy bản thân vào nguy cơ chịu một khoản lỗ gây bề mặt trong một quý đơn lẻ, ngay cả khi chiến lược quản lý gây ra khoản lỗ đó hứa hẹn sẽ mang lại kết quả vượt trội theo thời gian. Tôi có thể hiểu được suy nghĩ của họ: Điều tốt nhất cho chủ sở hữu không nhất thiết là điều tốt nhất cho nhà quản lý. May mắn thay, cả Charlie và tôi đều có sự đảm bảo tuyệt đối về vị trí công việc và có lợi ích tài chính đồng nhất với lợi ích của các cổ đông. Chúng tôi sẵn sàng để mình trông có vẻ ngớ ngẩn (về mặt con số nhất thời) miễn là chúng tôi cảm thấy mình không hành động ngớ ngẩn.

Our method of operation, incidentally, makes us a stabilizing force in the industry. We add huge capacity when capacity is short and we become less competitive only when capacity is abundant. Of course, we don't follow this policy in the interest of stabilization - we follow it because we believe it to be the most sensible and profitable course of action. Nevertheless, our behavior steadies the market. In this case, Adam Smith's invisible hand works as advertised.

Tiện đây cũng xin nói thêm, phương thức hoạt động của chúng tôi vô tình biến chúng tôi thành một lực lượng ổn định cho toàn ngành. Chúng tôi bổ sung một năng lực cung ứng khổng lồ khi thị trường đang thiếu hụt và chúng tôi chỉ trở nên kém cạnh tranh hơn khi năng lực cung ứng

đã dư thừa. Tất nhiên, chúng tôi không thực hiện chính sách này vì mục đích ổn định thị trường — chúng tôi làm vậy vì tin rằng đó là hướng hành động hợp lý và mang lại lợi nhuận cao nhất. Tuy nhiên, hành vi của chúng tôi giúp bình ổn thị trường. Trong trường hợp này, "bàn tay vô hình" của Adam Smith đã hoạt động đúng như lời giới thiệu.

Currently, we hold an exceptional amount of float compared to premium volume. This circumstance should produce quite favorable insurance results for us during the next few years as it did in 1989. Our underwriting losses should be tolerable and our investment income from policyholder funds large. This pleasant situation, however, will gradually deteriorate as our float runs off.

Hiện tại, chúng tôi đang nắm giữ một lượng float (nguồn vốn chiếm dụng) lớn bất thường so với quy mô phí bảo hiểm thu vào. Tình trạng này sẽ tạo ra kết quả kinh doanh bảo hiểm khá thuận lợi cho chúng tôi trong vài năm tới, giống như những gì đã diễn ra trong năm 1989. Các khoản lỗ nghiệp vụ của chúng tôi sẽ ở mức có thể chịu đựng được, trong khi thu nhập đầu tư từ tiền của chủ hợp đồng sẽ rất lớn. Tuy nhiên, tình thế dễ chịu này sẽ dần suy giảm khi lượng float của chúng tôi vơi đi theo thời gian.

At some point, however, there will be an opportunity for us to write large amounts of profitable business. Mike Goldberg and his management team of Rod Eldred, Dinos Iordanou, Ajit Jain, Phil Urban, and Don Wurster continue to position us well for this eventuality.

Dù vậy, tại một thời điểm nào đó, cơ hội sẽ lại đến để chúng tôi ký kết những khối lượng kinh doanh lớn với lợi nhuận cao. Mike Goldberg cùng đội ngũ quản lý của ông gồm Rod Eldred, Dinos Iordanou, Ajit Jain, Phil Urban và Don Wurster vẫn đang tiếp tục đưa chúng tôi vào vị thế sẵn sàng để đón đầu những cơ hội đó.

Marketable Securities

Các chứng khoán có thể chuyển nhượng

In selecting marketable securities for our insurance companies, we generally choose among five major categories: (1) long-term common stock investments, (2) medium-term fixed income securities, (3) long-term fixed income securities, (4) short-term cash equivalents, and (5) short-term arbitrage commitments.

Trong việc lựa chọn các chứng khoán có thể chuyển nhượng cho các công ty bảo hiểm của mình, chúng tôi thường chọn lọc trong năm danh mục chính: (1) các khoản đầu tư cổ phiếu phổ thông dài hạn, (2) chứng khoán thu nhập cố định (trái phiếu) trung hạn, (3) chứng khoán thu nhập cố định dài hạn, (4) các khoản tương đương tiền ngắn hạn, và (5) các cam kết kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) ngắn hạn.

We have no particular bias when it comes to choosing from these categories; we just continuously search among them for the highest after-tax returns as measured by "mathematical expectation," limiting ourselves always to investment alternatives we think we understand. Our criteria have nothing to do with maximizing immediately reportable earnings; our goal, rather, is to maximize eventual net worth.

Chúng tôi không có sự thiên vị đặc biệt nào khi lựa chọn giữa các danh mục này; chúng tôi chỉ liên tục tìm kiếm trong số chúng những cơ hội mang lại tỷ suất sinh lời sau thuế cao nhất dựa trên thước đo "kỳ vọng toán học", đồng thời luôn giới hạn bản thân trong những phương án đầu tư mà chúng tôi tin rằng mình hiểu rõ. Các tiêu chí của chúng tôi không liên quan gì đến việc tối đa hóa lợi nhuận báo cáo ngay lập tức; mục tiêu của chúng tôi, đúng hơn là, tối đa hóa giá trị tài sản ròng cuối cùng.

o Below we list our common stock holdings having a value of over \$100 million. A small portion of these investments belongs to subsidiaries of which Berkshire owns less than 100%.

o Dưới đây chúng tôi liệt kê các danh mục cổ phiếu phổ thông có giá trị trên 100 triệu đô la. Một phần nhỏ của các khoản đầu tư này thuộc sở hữu của các công ty con mà Berkshire nắm giữ ít hơn 100% cổ phần.

Shares	Company	12/31/89	
		Cost	Market
-----	-----	-----	-----
		(000s omitted)	
3,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	\$ 517,500	\$1,692,375
23,350,000	The Coca-Cola Co.	1,023,920	1,803,787
2,400,000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	71,729	161,100
6,850,000	GEICO Corp.	45,713	1,044,625
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	486,366

This list of companies is the same as last year's and in only one case has the number of shares changed: Our holdings of Coca-Cola increased from 14,172,500 shares at the end of 1988 to 23,350,000.

Danh sách các công ty này vẫn giữ nguyên so với năm ngoái và chỉ có duy nhất một trường hợp số lượng cổ phiếu thay đổi: Số lượng cổ phiếu Coca-Cola chúng ta nắm giữ đã tăng từ 14.172.500 cổ phiếu vào cuối năm 1988 lên 23.350.000 cổ phiếu.

This Coca-Cola investment provides yet another example of the incredible speed with which your Chairman responds to investment opportunities, no matter how obscure or well-disguised they may be. I believe I had my first Coca-Cola in either 1935 or 1936. Of a certainty, it was in 1936 that I started buying Cokes at the rate of six for 25 cents from Buffett & Son, the family grocery store, to sell around the neighborhood for 5 cents each. In this excursion into high-margin retailing, I duly observed the extraordinary consumer attractiveness and commercial possibilities of the product.

Khoản đầu tư vào Coca-Cola này là một ví dụ điển hình cho tốc độ phản ứng kinh ngạc của Chủ tịch các bạn trước những cơ hội đầu tư, dù chúng có mờ hồ hay được ngụy trang kỹ khéo đến đâu đi chăng nữa. Tôi tin rằng mình đã uống chai Coca-Cola đầu tiên vào năm 1935 hoặc 1936. Và chắc chắn là vào năm 1936, tôi đã bắt đầu mua Coke với giá 25 xu cho 6 chai từ Buffett & Son, cửa hàng tạp hóa của gia đình, để bán lại quanh khu phố với giá 5 xu mỗi chai. Trong chuyến du hành vào ngành bán lẻ tỷ suất lợi nhuận cao này, tôi đã quan sát thấy sức hấp dẫn phi

thường đối với người tiêu dùng và những khả năng thương mại tiềm tàng của sản phẩm này.

I continued to note these qualities for the next 52 years as Coke blanketed the world. During this period, however, I carefully avoided buying even a single share, instead allocating major portions of my net worth to street railway companies, windmill manufacturers, anthracite producers, textile businesses, trading-stamp issuers, and the like. (If you think I'm making this up, I can supply the names.) Only in the summer of 1988 did my brain finally establish contact with my eyes.

Tôi đã tiếp tục quan sát những phẩm chất này trong suốt 52 năm tiếp theo khi Coke phủ sóng khắp toàn cầu. Tuy nhiên, trong suốt giai đoạn đó, tôi đã cẩn thận tránh mua dù chỉ một cổ phiếu, thay vào đó lại dồn phần lớn tài sản của mình vào các công ty đường sắt đô thị, nhà sản xuất cối xay gió, các đơn vị khai thác than đá, doanh nghiệp dệt may, đơn vị phát hành tem đổi quà và những thứ tương tự. (Nếu bạn nghĩ tôi đang bịa chuyện, tôi có thể cung cấp tên của những công ty đó cho bạn). Phải cho đến tận mùa hè năm 1988, bộ não của tôi cuối cùng mới thiết lập được kết nối với đôi mắt của mình.

What I then perceived was both clear and fascinating. After drifting somewhat in the 1970's, Coca-Cola had in 1981 become a new company with the move of Roberto Goizueta to CEO. Roberto, along with Don Keough, once my across-the-street neighbor in Omaha, first rethought and focused the company's policies and then energetically carried them out. What was already the world's most ubiquitous product gained new momentum, with sales overseas virtually exploding.

Những gì tôi nhận thấy lúc đó vừa rõ ràng vừa đầy mê hoặc. Sau khi có phần trôi dạt trong những năm 1970, Coca-Cola đã trở thành một công ty hoàn toàn mới vào năm 1981 với sự xuất hiện của Roberto Goizueta trong vai trò CEO. Roberto, cùng với Don Keough — từng là hàng xóm đối diện nhà tôi ở Omaha — trước hết đã tư duy lại và tập trung hóa các chính sách của công ty, sau đó quyết liệt thực thi chúng. Một sản phẩm vốn đã phổ biến nhất thế giới nay lại có thêm động lực mới, với doanh số bán hàng tại nước ngoài bùng nổ mạnh mẽ.

Through a truly rare blend of marketing and financial skills, Roberto has maximized both the growth of his product and the rewards that this growth brings to shareholders. Normally, the CEO of a consumer products company, drawing on his natural inclinations or experience, will cause either marketing or finance to dominate the business at the expense of the other discipline. With Roberto, the mesh of marketing and finance is perfect and the result is a shareholder's dream.

Thông qua một sự kết hợp thực sự hiếm có giữa kỹ năng tiếp thị và kỹ năng tài chính, Roberto đã tối đa hóa cả sự tăng trưởng của sản phẩm lẫn phần thưởng mà sự tăng trưởng đó mang lại cho các cổ đông. Thông thường, CEO của một công ty sản phẩm tiêu dùng, dựa trên thiên hướng hoặc kinh nghiệm tự nhiên của mình, sẽ để cho mảng tiếp thị hoặc mảng tài chính lấn át mảng còn lại. Với Roberto, sự đan xen giữa tiếp thị và tài chính là hoàn hảo, và kết quả chính là giấc mơ của mọi cổ đông.

Of course, we should have started buying Coke much earlier, soon after Roberto and Don began running things. In fact, if I had been thinking straight I would have persuaded my grandfather to sell the grocery store back in 1936 and put all of the proceeds into Coca-Cola stock. I've learned my lesson: My response time to the next glaringly attractive idea will be slashed to

well under 50 years.

Tất nhiên, lẽ ra chúng ta nên bắt đầu mua Coke sớm hơn nhiều, ngay sau khi Roberto và Don bắt đầu tiếp quản công việc. Thực tế, nếu lúc đó tôi suy nghĩ thấu đáo, tôi đã thuyết phục ông nội mình bán cửa hàng tạp hóa vào năm 1936 và dồn toàn bộ số tiền đó vào cổ phiếu Coca-Cola. Tôi đã rút ra bài học cho mình: Thời gian phản hồi của tôi đối với ý tưởng hấp dẫn rõ rệt tiếp theo sẽ được cắt giảm xuống mức... dưới 50 năm.

As I mentioned earlier, the yearend prices of our major investees were much higher relative to their intrinsic values than theretofore. While those prices may not yet cause nosebleeds, they are clearly vulnerable to a general market decline. A drop in their prices would not disturb us at all - it might in fact work to our eventual benefit - but it would cause at least a one-year reduction in Berkshire's net worth. We think such a reduction is almost certain in at least one of the next three years. Indeed, it would take only about a 10% year-to-year decline in the aggregate value of our portfolio investments to send Berkshire's net worth down.

Như tôi đã đề cập trước đó, giá cuối năm của các công ty lớn mà chúng ta đầu tư đã ở mức cao hơn nhiều so với giá trị nội tại của chúng so với trước đây. Mặc dù mức giá này có thể chưa gây ra tình trạng "chảy máu cam" (quá cao đến mức choáng váng), nhưng chúng rõ ràng dễ bị tổn thương trước một sự sụt giảm chung của thị trường. Một sự sụt giảm về giá cả sẽ không làm chúng tôi bận tâm chút nào — thực tế nó có thể mang lại lợi ích cuối cùng cho chúng tôi — nhưng nó sẽ gây ra ít nhất một năm sụt giảm giá trị tài sản ròng của Berkshire. Chúng tôi nghĩ rằng một sự sụt giảm như vậy gần như chắc chắn sẽ xảy ra trong ít nhất một trong ba năm tới. Thật vậy, chỉ cần giá trị tổng hợp của danh mục đầu tư giảm khoảng 10% so với cùng kỳ năm trước là đủ để kéo giá trị tài sản ròng của Berkshire đi xuống.

We continue to be blessed with extraordinary managers at our portfolio companies. They are high-grade, talented, and shareholder-oriented. The exceptional results we have achieved while investing with them accurately reflect their exceptional personal qualities.

Chúng ta tiếp tục may mắn có được những nhà quản lý phi thường tại các công ty mà mình đầu tư. Họ là những người có phẩm chất cao quý, tài năng và luôn hướng về lợi ích của cổ đông. Những kết quả xuất sắc mà chúng ta đạt được khi đầu tư cùng họ đã phản ánh một cách chính xác những phẩm chất cá nhân đặc biệt của chính họ.

o We told you last year that we expected to do little in arbitrage during 1989, and that's the way it turned out. Arbitrage positions are a substitute for short-term cash equivalents, and during part of the year we held relatively low levels of cash. In the rest of the year we had a fairly good- sized cash position and even so chose not to engage in arbitrage. The main reason was corporate transactions that made no economic sense to us; arbitraging such deals comes too close to playing the greater-fool game. (As Wall Streeter Ray DeVoe says: "Fools rush in where angels fear to trade.") We will engage in arbitrage from time to time - sometimes on a large scale - but only when we like the odds.

o Năm ngoái, chúng tôi đã nói rằng mình dự kiến sẽ thực hiện rất ít nghiệp vụ kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) trong năm 1989, và thực tế đã diễn ra đúng như vậy. Các vị thế arbitrage là một sự thay thế cho các khoản tương đương tiền ngắn hạn, và trong một phần của năm, chúng tôi đã nắm giữ lượng tiền mặt ở mức tương đối thấp. Trong thời gian còn lại của năm, chúng

tôi có một vị thế tiền mặt khá lớn nhưng vẫn chọn không tham gia vào arbitrage. Lý do chính là các giao dịch doanh nghiệp đó không có ý nghĩa kinh tế đối với chúng tôi; thực hiện arbitrage trong những thương vụ như vậy chẳng khác nào chơi trò chơi "kẻ ngốc hơn" (greater-fool game). (Như chuyên gia Wall Street Ray DeVoe đã nói: "Những kẻ ngốc lao vào nơi mà thiên thần cũng phải sợ hãi khi giao dịch.") Chúng tôi sẽ tham gia arbitrage tùy từng thời điểm — đôi khi với quy mô lớn — nhưng chỉ khi chúng tôi thích các tỷ lệ xác suất (odds) của nó.

o Leaving aside the three convertible preferreds discussed in the next section, we substantially reduced our holdings in both medium- and long-term fixed-income securities. In the long-terms, just about our only holdings have been Washington Public Power Supply Systems (WPPSS) bonds carrying coupons ranging from low to high. During the year we sold a number of the low-coupon issues, which we originally bought at very large discounts. Many of these issues had approximately doubled in price since we purchased them and in addition had paid us 15%-17% annually, tax-free. Our prices upon sale were only slightly cheaper than typical high- grade tax-exempts then commanded. We have kept all of our high- coupon WPPSS issues. Some have been called for redemption in 1991 and 1992, and we expect the rest to be called in the early to mid-1990s.

o Loại trừ ba khoản cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi sẽ được thảo luận ở phần tiếp theo, chúng tôi đã giảm đáng kể tỷ trọng nắm giữ đối với cả chứng khoán thu nhập cố định (trái phiếu) trung hạn và dài hạn. Ở mảng dài hạn, danh mục gần như duy nhất của chúng tôi là trái phiếu của Hệ thống Cung cấp Điện Công cộng Washington (WPPSS) với các mức lãi suất coupon từ thấp đến cao. Trong năm qua, chúng tôi đã bán một số trái phiếu có lãi suất thấp mà ban đầu chúng tôi mua với mức chiết khấu rất lớn. Nhiều mã trong số này đã tăng giá xấp xỉ gấp đôi kể từ khi mua, và ngoài ra còn trả cho chúng tôi mức lãi 15%-17% hàng năm, miễn thuế. Giá bán của chúng tôi chỉ thấp hơn một chút so với mức giá của các trái phiếu miễn thuế xếp hạng cao (high-grade) điển hình vào thời điểm đó. Chúng tôi vẫn giữ lại tất cả các trái phiếu WPPSS có lãi suất cao. Một số đã được thông báo thu hồi để tất toán vào năm 1991 và 1992, và chúng tôi dự kiến phần còn lại sẽ được thu hồi vào đầu đến giữa những năm 1990.

We also sold many of our medium-term tax-exempt bonds during the year. When we bought these bonds we said we would be happy to sell them - regardless of whether they were higher or lower than at our time of purchase - if something we liked better came along. Something did - and concurrently we unloaded most of these issues at modest gains. Overall, our 1989 profit from the sale of tax-exempt bonds was about \$51 million pre-tax.

Chúng tôi cũng đã bán nhiều trái phiếu miễn thuế trung hạn trong năm qua. Khi mua những trái phiếu này, chúng tôi đã nói rằng mình sẽ sẵn lòng bán chúng — bất kể mức giá lúc đó cao hơn hay thấp hơn so với thời điểm mua — nếu có một cơ hội khác mà chúng tôi yêu thích hơn xuất hiện. Và điều đó đã xảy ra — đồng thời chúng tôi cũng đã giải phóng hầu hết các danh mục này với mức lợi nhuận khiêm tốn. Tổng cộng, lợi nhuận năm 1989 từ việc bán trái phiếu miễn thuế là khoảng 51 triệu đô la trước thuế.

o The proceeds from our bond sales, along with our excess cash at the beginning of the year and that generated later through earnings, went into the purchase of three convertible preferred stocks. In the first transaction, which took place in July, we purchased \$600 million of The Gillette Co. preferred with an 8 3/4% dividend, a mandatory redemption in ten years, and the

right to convert into common at \$50 per share. We next purchased \$358 million of USAir Group, Inc. preferred stock with mandatory redemption in ten years, a dividend of 9 1/4%, and the right to convert into common at \$60 per share. Finally, late in the year we purchased \$300 million of Champion International Corp. preferred with mandatory redemption in ten years, a 9 1/4% dividend, and the right to convert into common at \$38 per share.

o Số tiền thu được từ việc bán trái phiếu, cùng với lượng tiền mặt dư thừa vào đầu năm và lượng tiền phát sinh sau đó từ lợi nhuận, đã được dùng để mua ba loại cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi (convertible preferred stocks). Trong giao dịch đầu tiên diễn ra vào tháng 7, chúng tôi đã mua 600 triệu đô la cổ phiếu ưu đãi của The Gillette Co. với mức cổ tức 843%, bắt buộc hoàn lại sau 10 năm và có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông ở mức giá 50 đô la/cổ phiếu. Tiếp theo, chúng tôi mua 358 triệu đô la cổ phiếu ưu đãi của USAir Group, Inc. với điều khoản hoàn lại sau 10 năm, cổ tức 941% và quyền chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông giá 60 đô la/cổ phiếu. Cuối cùng, vào cuối năm, chúng tôi mua 300 triệu đô la cổ phiếu ưu đãi của Champion International Corp. với điều khoản hoàn lại sau 10 năm, cổ tức 941% và quyền chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông giá 38 đô la/cổ phiếu.

Unlike standard convertible preferred stocks, the issues we own are either non-salable or non-convertible for considerable periods of time and there is consequently no way we can gain from short-term price blips in the common stock. I have gone on the board of Gillette, but I am not on the board of USAir or Champion. (I thoroughly enjoy the boards I am on, but can't handle any more.)

Khác với các loại cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi thông thường, các lô chứng khoán chúng tôi sở hữu hoặc là không được phép bán lại, hoặc không được phép chuyển đổi trong một khoảng thời gian đáng kể; do đó, chúng tôi không có cách nào kiếm lời từ những biến động giá ngắn hạn của cổ phiếu phổ thông. Tôi đã tham gia vào Hội đồng quản trị của Gillette, nhưng tôi không tham gia Hội đồng quản trị của USAir hay Champion. (Tôi thực sự thích thú với công việc tại các Hội đồng quản trị mà mình đang tham gia, nhưng tôi không thể gánh vác thêm được nữa).

Gillette's business is very much the kind we like. Charlie and I think we understand the company's economics and therefore believe we can make a reasonably intelligent guess about its future. (If you haven't tried Gillette's new Sensor razor, go right out and get one.) However, we have no ability to forecast the economics of the investment banking business (in which we have a position through our 1987 purchase of Salomon convertible preferred), the airline industry, or the paper industry. This does not mean that we predict a negative future for these industries: we're agnostics, not atheists. Our lack of strong convictions about these businesses, however, means that we must structure our investments in them differently from what we do when we invest in a business appearing to have splendid economic characteristics.

Hoạt động kinh doanh của Gillette rất đúng chất những gì chúng tôi yêu thích. Charlie và tôi nghĩ rằng mình hiểu được các đặc tính kinh tế của công ty này, và do đó tin rằng mình có thể đưa ra một dự đoán tương đối thông minh về tương lai của nó. (Nếu bạn chưa thử loại dao cạo Sensor mới của Gillette, hãy ra ngoài mua một cái ngay đi). Tuy nhiên, chúng tôi không có khả năng dự báo các đặc tính kinh tế của ngành ngân hàng đầu tư (nơi chúng tôi có vị thế thông qua việc mua cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi của Salomon vào năm 1987), ngành hàng không, hay ngành giấy. Điều này không có nghĩa là chúng tôi dự đoán một tương lai tiêu cực cho các ngành này:

chúng tôi là những người hoài nghi (agnostics), chứ không phải những người phủ nhận (atheists). Tuy nhiên, việc thiếu những niềm tin mạnh mẽ về các lĩnh vực kinh doanh này đồng nghĩa với việc chúng tôi phải cấu trúc khoản đầu tư vào chúng theo cách khác biệt so với khi chúng tôi đầu tư vào một doanh nghiệp có vẻ ngoài sở hữu những đặc tính kinh tế huy hoàng.

In one major respect, however, these purchases are not different: We only want to link up with people whom we like, admire, and trust. John Gutfreund at Salomon, Colman Mockler, Jr. at Gillette, Ed Colodny at USAir, and Andy Sigler at Champion meet this test in spades.

Mặc dù vậy, có một khía cạnh chính mà các thương vụ mua lại này không hề khác biệt: Chúng tôi chỉ muốn liên kết với những người mà chúng tôi quý mến, ngưỡng mộ và tin tưởng. John Gutfreund tại Salomon, Colman Mockler, Jr. tại Gillette, Ed Colodny tại USAir, và Andy Sigler tại Champion đều vượt qua bài kiểm tra này một cách xuất sắc.

They in turn have demonstrated some confidence in us, insisting in each case that our preferreds have unrestricted voting rights on a fully-converted basis, an arrangement that is far from standard in corporate finance. In effect they are trusting us to be intelligent owners, thinking about tomorrow instead of today, just as we are trusting them to be intelligent managers, thinking about tomorrow as well as today.

Ngược lại, họ cũng đã thể hiện sự tin tưởng nhất định đối với chúng tôi khi kiên quyết yêu cầu trong mỗi trường hợp rằng cổ phiếu ưu đãi của chúng tôi phải có quyền biểu quyết không hạn chế trên cơ sở đã chuyển đổi hoàn toàn — một sự sắp xếp khác xa với các tiêu chuẩn thông thường trong tài chính doanh nghiệp. Về bản chất, họ đang tin tưởng chúng tôi sẽ là những người chủ sở hữu thông minh, biết nghĩ về ngày mai thay vì chỉ hôm nay; cũng giống như chúng tôi đang tin tưởng họ là những nhà quản lý thông minh, biết nghĩ cho cả ngày mai lẫn ngày hôm nay.

The preferred-stock structures we have negotiated will provide a mediocre return for us if industry economics hinder the performance of our investees, but will produce reasonably attractive results for us if they can earn a return comparable to that of American industry in general. We believe that Gillette, under Colman's management, will far exceed that return and believe that John, Ed, and Andy will reach it unless industry conditions are harsh.

Cấu trúc cổ phiếu ưu đãi mà chúng tôi đã đàm phán sẽ mang lại một mức sinh lời tầm thường nếu các yếu tố kinh tế của ngành cản trở hiệu suất của các công ty này; nhưng ngược lại, nó sẽ tạo ra kết quả khá hấp dẫn nếu họ có thể đạt được mức lợi nhuận tương đương với mức trung bình của các doanh nghiệp Mỹ nói chung. Chúng tôi tin rằng Gillette, dưới sự quản lý của Colman, sẽ vượt xa mức lợi nhuận đó; và tin rằng John, Ed cùng Andy sẽ đạt được mức đó trừ khi điều kiện ngành trở nên quá khắc nghiệt.

Under almost any conditions, we expect these preferreds to return us our money plus dividends. If that is all we get, though, the result will be disappointing, because we will have given up flexibility and consequently will have missed some significant opportunities that are bound to present themselves during the decade. Under that scenario, we will have obtained only a preferred-stock yield during a period when the typical preferred stock will have held no appeal for us whatsoever. The only way Berkshire can achieve satisfactory results from its four preferred issues is to have the common stocks of the investee companies do well.

Trong hầu hết mọi điều kiện, chúng tôi kỳ vọng những cổ phiếu ưu đãi này sẽ hoàn lại vốn

gốc cộng với cổ tức. Tuy nhiên, nếu đó là tất cả những gì chúng tôi nhận được, thì kết quả sẽ là một sự thất vọng. Bởi lẽ, chúng tôi đã phải đánh đổi tính linh hoạt và do đó sẽ bỏ lỡ một số cơ hội quan trọng chắc chắn sẽ xuất hiện trong thập kỷ tới. Trong kịch bản đó, chúng tôi sẽ chỉ nhận được lợi suất của một loại cổ phiếu ưu đãi trong giai đoạn mà một loại cổ phiếu ưu đãi điển hình vốn không có chút sức hút nào đối với chúng tôi. Cách duy nhất để Berkshire đạt được kết quả hài lòng từ bốn lô cổ phiếu ưu đãi này là giá cổ phiếu phổ thông của các công ty đó phải tăng trưởng tốt.

Good management and at least tolerable industry conditions will be needed if that is to happen. But we believe Berkshire's investment will also help and that the other shareholders of each investee will profit over the years ahead from our preferred- stock purchase. The help will come from the fact that each company now has a major, stable, and interested shareholder whose Chairman and Vice Chairman have, through Berkshire's investments, indirectly committed a very large amount of their own money to these undertakings. In dealing with our investees, Charlie and I will be supportive, analytical, and objective. We recognize that we are working with experienced CEOs who are very much in command of their own businesses but who nevertheless, at certain moments, appreciate the chance to test their thinking on someone without ties to their industry or to decisions of the past.

Để điều đó xảy ra, cần có sự quản trị giỏi và ít nhất là điều kiện ngành ở mức có thể chấp nhận được. Nhưng chúng tôi tin rằng khoản đầu tư của Berkshire cũng sẽ giúp ích, và các cổ đông khác của mỗi công ty này sẽ được hưởng lợi trong những năm tới từ việc chúng tôi mua cổ phiếu ưu đãi. Sự trợ giúp này đến từ thực tế là mỗi công ty hiện có một cổ đông lớn, ổn định và đầy tâm huyết — người mà Chủ tịch và Phó Chủ tịch của họ (thông qua các khoản đầu tư của Berkshire) đã gián tiếp cam kết một lượng tiền rất lớn của chính mình vào các dự án này. Khi làm việc với các công ty này, Charlie và tôi sẽ giữ vai trò hỗ trợ, phân tích và khách quan. Chúng tôi hiểu rằng mình đang làm việc với những CEO dày dặn kinh nghiệm, những người nắm quyền kiểm soát tuyệt đối doanh nghiệp của họ nhưng đôi khi vẫn trân trọng cơ hội được kiểm chứng tư duy của mình với một ai đó không bị ràng buộc bởi các mối quan hệ trong ngành hay bởi những quyết định trong quá khứ.

As a group, these convertible preferreds will not produce the returns we can achieve when we find a business with wonderful economic prospects that is unappreciated by the market. Nor will the returns be as attractive as those produced when we make our favorite form of capital deployment, the acquisition of 80% or more of a fine business with a fine management. But both opportunities are rare, particularly in a size befitting our present and anticipated resources.

Xét về tổng thể, nhóm cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi này sẽ không thể tạo ra mức tỷ suất sinh lời mà chúng tôi có thể đạt được khi tìm thấy một doanh nghiệp có triển vọng kinh tế tuyệt vời nhưng chưa được thị trường đánh giá đúng mức. Những khoản lợi nhuận này cũng không hấp dẫn bằng những kết quả có được từ hình thức triển khai vốn ưa thích nhất của chúng tôi: thu tóm từ 80% trở lên một doanh nghiệp tốt với một bộ máy quản lý giỏi. Tuy nhiên, cả hai cơ hội đó đều hiếm khi xuất hiện, đặc biệt là với quy mô phù hợp với nguồn lực hiện tại và dự kiến của chúng tôi.

In summation, Charlie and I feel that our preferred stock investments should produce returns moderately above those achieved by most fixed-income portfolios and that we can play a minor but enjoyable and constructive role in the investee companies.

Tóm lại, Charlie và tôi cảm thấy rằng các khoản đầu tư vào cổ phiếu ưu đãi của mình sẽ tạo ra mức sinh lời cao hơn một chút so với mức đạt được của hầu hết các danh mục đầu tư thu nhập cố định (trái phiếu), và chúng tôi có thể đóng một vai trò khiêm tốn nhưng thú vị và mang tính xây dựng tại các công ty mà mình đầu tư.

Zero-Coupon Securities

Chứng khoán Không lãi suất

In September, Berkshire issued \$902.6 million principal amount of Zero-Coupon Convertible Subordinated Debentures, which are now listed on the New York Stock Exchange. Salomon Brothers handled the underwriting in superb fashion, providing us helpful advice and a flawless execution.

Vào tháng 9, Berkshire đã phát hành số trái phiếu chuyển đổi thứ cấp không lãi suất (Zero-Coupon Convertible Subordinated Debentures) với mệnh giá gốc là 902,6 triệu đô la, hiện đã được niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán New York. Salomon Brothers đã thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành một cách tuyệt vời, cung cấp cho chúng tôi những lời khuyên hữu ích và thực thi không một sai sót.

Most bonds, of course, require regular payments of interest, usually semi-annually. A zero-coupon bond, conversely, requires no current interest payments; instead, the investor receives his yield by purchasing the security at a significant discount from maturity value. The effective interest rate is determined by the original issue price, the maturity value, and the amount of time between issuance and maturity.

Hầu hết các loại trái phiếu, tất nhiên, yêu cầu thanh toán lãi định kỳ, thường là nửa năm một lần. Ngược lại, một trái phiếu không lãi suất (zero-coupon bond) không yêu cầu thanh toán lãi hiện tại; thay vào đó, nhà đầu tư nhận được lợi suất bằng cách mua chứng khoán với mức chiết khấu đáng kể so với giá trị khi đáo hạn. Lãi suất thực tế được quyết định bởi giá phát hành ban đầu, giá trị đáo hạn và khoảng thời gian từ khi phát hành đến khi đáo hạn.

In our case, the bonds were issued at 44.314% of maturity value and are due in 15 years. For investors purchasing the bonds, that is the mathematical equivalent of a 5.5% current payment compounded semi-annually. Because we received only 44.31 cents on the dollar, our proceeds from this offering were \$400 million (less about \$9.5 million of offering expenses).

Trong trường hợp của chúng tôi, trái phiếu được phát hành ở mức 44,314% giá trị đáo hạn và có thời hạn 15 năm. Đối với các nhà đầu tư mua trái phiếu này, về mặt toán học, nó tương đương với mức lãi suất 5,5% được tính lãi kép nửa năm một lần. Vì chúng tôi chỉ nhận được 44,31 xu cho mỗi đô la mệnh giá, nên số tiền chúng tôi thu được từ đợt phát hành này là 400 triệu đô la (trừ đi khoảng 9,5 triệu đô la chi phí phát hành).

The bonds were issued in denominations of \$10,000 and each bond is convertible into .4515 shares of Berkshire Hathaway. Because a \$10,000 bond cost \$4,431, this means that the conversion price was \$9,815 per Berkshire share, a 15% premium to the market price then existing. Berkshire can call the bonds at any time after September 28, 1992 at their accreted value (the

original issue price plus 5.5% compounded semi-annually) and on two specified days, September 28 of 1994 and 1999, the bondholders can require Berkshire to buy the securities at their accreted value.

Các trái phiếu này được phát hành theo mệnh giá 10.000 đô la và mỗi trái phiếu có thể chuyển đổi thành 0,4515 cổ phiếu của Berkshire Hathaway. Vì một trái phiếu mệnh giá 10.000 đô la có giá mua là 4.431 đô la, điều này đồng nghĩa với việc giá chuyển đổi là 9.815 đô la cho mỗi cổ phiếu Berkshire, cao hơn 15% so với giá thị trường tại thời điểm đó. Berkshire có quyền thu hồi (call) các trái phiếu này vào bất kỳ lúc nào sau ngày 28 tháng 9 năm 1992 theo giá trị tích lũy (giá phát hành gốc cộng với lãi suất 5,5% tính lãi kép nửa năm một lần). Ngược lại, vào hai ngày cụ thể là 28 tháng 9 năm 1994 và 1999, những người nắm giữ trái phiếu có quyền yêu cầu Berkshire mua lại các chứng khoán này theo giá trị tích lũy của chúng.

For tax purposes, Berkshire is entitled to deduct the 5.5% interest accrual each year, even though we make no payments to the bondholders. Thus the net effect to us, resulting from the reduced taxes, is positive cash flow. That is a very significant benefit. Some unknowable variables prevent us from calculating our exact effective rate of interest, but under all circumstances it will be well below 5.5%. There is meanwhile a symmetry to the tax law: Any taxable holder of the bonds must pay tax each year on the 5.5% interest, even though he receives no cash.

Xét về phương diện thuế, Berkshire có quyền khấu trừ khoản lãi tích lũy 5,5% mỗi năm, mặc dù chúng tôi không hề thực hiện bất kỳ khoản thanh toán tiền mặt nào cho những người nắm giữ trái phiếu. Do đó, tác động thuần túy đối với chúng tôi — nhờ vào việc giảm thuế — chính là tạo ra dòng tiền dương. Đây là một lợi ích vô cùng đáng kể. Một số biến số chưa thể xác định ngăn cản chúng tôi tính toán chính xác mức lãi suất thực tế, nhưng trong mọi tình huống, nó sẽ thấp hơn mức 5,5% rất nhiều. Trong khi đó, luật thuế cũng có tính đối xứng: Bất kỳ người nắm giữ trái phiếu nào thuộc đối tượng chịu thuế đều phải đóng thuế hàng năm trên khoản lãi 5,5% đó, ngay cả khi họ không nhận được một đồng tiền mặt nào.

Neither our bonds nor those of certain other companies that issued similar bonds last year (notably Loews and Motorola) resemble the great bulk of zero-coupon bonds that have been issued in recent years. Of these, Charlie and I have been, and will continue to be, outspoken critics. As I will later explain, such bonds have often been used in the most deceptive of ways and with deadly consequences to investors. But before we tackle that subject, let's travel back to Eden, to a time when the apple had not yet been bitten.

Cả trái phiếu của chúng tôi lẫn trái phiếu của một số công ty khác đã phát hành loại tương tự vào năm ngoái (đáng chú ý là Loews và Motorola) đều không giống với đại đa số các loại trái phiếu không lãi suất (zero-coupon) được tung ra thị trường trong những năm gần đây. Về những loại đó, Charlie và tôi đã, đang và sẽ tiếp tục là những người chỉ trích thẳng thắn. Như tôi sẽ giải thích sau đây, những loại trái phiếu như vậy thường được sử dụng theo những cách lừa mị nhất và gây ra những hậu quả chết người cho nhà đầu tư. Nhưng trước khi chúng ta mổ xẻ chủ đề đó, hãy cùng du hành ngược về vườn địa đàng, về cái thời mà quả táo vẫn chưa bị cắn.

If you're my age you bought your first zero-coupon bonds during World War II, by purchasing the famous Series E U. S. Savings Bond, the most widely-sold bond issue in history. (After the war, these bonds were held by one out of two U. S. households.) Nobody, of course, called the Series E a zero-coupon bond, a term in fact that I doubt had been invented. But that's

precisely what the Series E was.

Nếu bạn ở độ tuổi của tôi, bạn đã mua những trái phiếu không lãi suất đầu tiên trong Thế chiến thứ II, bằng cách mua loại Trái phiếu Tiết kiệm Hoa Kỳ Series E nổi tiếng — đợt phát hành trái phiếu được bán rộng rãi nhất trong lịch sử. (Sau chiến tranh, cứ hai hộ gia đình ở Mỹ thì có một hộ nắm giữ loại trái phiếu này). Tất nhiên, vào thời đó chẳng ai gọi Series E là trái phiếu không lãi suất cả, tôi nghi ngờ rằng thuật ngữ đó thậm chí còn chưa được phát minh ra. Nhưng bản chất của Series E chính xác là như vậy.

These bonds came in denominations as small as \$18.75. That amount purchased a \$25 obligation of the United States government due in 10 years, terms that gave the buyer a compounded annual return of 2.9%. At the time, this was an attractive offer: the 2.9% rate was higher than that generally available on Government bonds and the holder faced no market-fluctuation risk, since he could at any time cash in his bonds with only a minor reduction in interest.

Những trái phiếu này có mệnh giá nhỏ nhất chỉ 18,75 đô la. Số tiền đó mua được một nghĩa vụ nợ trị giá 25 đô la của Chính phủ Hoa Kỳ đáo hạn sau 10 năm, các điều khoản này mang lại cho người mua mức lợi nhuận hàng năm là 2,9% tính lãi kép. Vào thời điểm đó, đây là một đề nghị hấp dẫn: mức lãi suất 2,9% cao hơn mức phổ biến trên các trái phiếu Chính phủ khác và người nắm giữ không phải đối mặt với rủi ro biến động thị trường, vì ông ta có thể đổi trái phiếu lấy tiền mặt bất kỳ lúc nào với chỉ một khoản giảm trừ lãi suất nhỏ.

A second form of zero-coupon U. S. Treasury issue, also benign and useful, surfaced in the last decade. One problem with a normal bond is that even though it pays a given interest rate - say 10% - the holder cannot be assured that a compounded 10% return will be realized. For that rate to materialize, each semi- annual coupon must be reinvested at 10% as it is received. If current interest rates are, say, only 6% or 7% when these coupons come due, the holder will be unable to compound his money over the life of the bond at the advertised rate. For pension funds or other investors with long-term liabilities, "reinvestment risk" of this type can be a serious problem. Savings Bonds might have solved it, except that they are issued only to individuals and are unavailable in large denominations. What big buyers needed was huge quantities of "Savings Bond Equivalents."

Một hình thức thứ hai của trái phiếu Chính phủ Hoa Kỳ không lãi suất, cũng lành mạnh và hữu ích, đã xuất hiện trong thập kỷ qua. Một vấn đề với trái phiếu thông thường là ngay cả khi nó trả một mức lãi suất nhất định — chẳng hạn 10% — người nắm giữ cũng không thể chắc chắn rằng mình sẽ thực sự đạt được mức tỷ suất sinh lời 10% tính lãi kép. Để con số đó thành hiện thực, mỗi tờ phiếu lãi (coupon) nhận được nửa năm một lần phải được tái đầu tư ngay lập tức với mức lãi suất 10%. Nếu lãi suất thị trường lúc đó chỉ còn, giả sử, 6% hoặc 7% khi các phiếu lãi này đến hạn, người nắm giữ sẽ không thể tích lũy tiền của mình trong suốt vòng đời của trái phiếu theo mức lãi suất đã quảng cáo. Đối với các quỹ hưu trí hoặc các nhà đầu tư khác có các khoản nợ dài hạn, "rủi ro tái đầu tư" loại này có thể là một vấn đề nghiêm trọng. Trái phiếu Tiết kiệm (Savings Bonds) có thể đã giải quyết được việc này, ngoại trừ việc chúng chỉ được phát hành cho cá nhân và không có mệnh giá lớn. Những người mua lớn cần một lượng khổng lồ các "tài sản tương đương Trái phiếu Tiết kiệm".

Enter some ingenious and, in this case, highly useful investment bankers (led, I'm happy to say, by Salomon Brothers). They created the instrument desired by "stripping" the semi- annual

coupons from standard Government issues. Each coupon, once detached, takes on the essential character of a Savings Bond since it represents a single sum due sometime in the future. For example, if you strip the 40 semi-annual coupons from a U. S. Government Bond due in the year 2010, you will have 40 zero- coupon bonds, with maturities from six months to 20 years, each of which can then be bundled with other coupons of like maturity and marketed. If current interest rates are, say, 10% for all maturities, the six-month issue will sell for 95.24% of maturity value and the 20-year issue will sell for 14.20%. The purchaser of any given maturity is thus guaranteed a compounded rate of 10% for his entire holding period. Stripping of government bonds has occurred on a large scale in recent years, as long-term investors, ranging from pension funds to individual IRA accounts, recognized these high-grade, zero-coupon issues to be well suited to their needs.

Thế là một số ngân hàng đầu tư khéo léo và, trong trường hợp này là cực kỳ hữu ích (dẫn đầu, tôi vui mừng được nói, là Salomon Brothers) đã vào cuộc. Họ đã tạo ra công cụ mong muốn bằng cách "tách gốc và lãi" (stripping) các phiếu lãi nửa năm một lần từ các đợt phát hành tiêu chuẩn của Chính phủ. Mỗi phiếu lãi, một khi được tách ra, sẽ mang đặc tính cốt lõi của một Trái phiếu Tiết kiệm vì nó đại diện cho một khoản tiền duy nhất đáo hạn vào một thời điểm nào đó trong tương lai. Ví dụ, nếu bạn tách 40 phiếu lãi nửa năm từ một Trái phiếu Chính phủ Hoa Kỳ đáo hạn vào năm 2010, bạn sẽ có 40 trái phiếu không lãi suất, với các kỳ hạn từ 6 tháng đến 20 năm; mỗi loại sau đó có thể được đóng gói cùng với các phiếu lãi có cùng kỳ hạn khác và đem đi tiếp thị. Nếu lãi suất hiện tại là 10% cho tất cả các kỳ hạn, loại kỳ hạn 6 tháng sẽ được bán với giá 95,24% giá trị khi đáo hạn và loại kỳ hạn 20 năm sẽ bán với giá 14,20%. Người mua bất kỳ kỳ hạn nào do đó được đảm bảo một tỷ suất lãi kép 10% cho toàn bộ thời gian nắm giữ của mình. Việc tách trái phiếu chính phủ đã diễn ra trên quy mô lớn trong những năm gần đây, khi các nhà đầu tư dài hạn, từ các quỹ hưu trí đến các tài khoản hưu trí cá nhân (IRA), nhận ra rằng các loại chứng khoán không lãi suất xếp hạng cao này rất phù hợp với nhu cầu của họ.

But as happens in Wall Street all too often, what the wise do in the beginning, fools do in the end. In the last few years zero-coupon bonds (and their functional equivalent, pay-in-kind bonds, which distribute additional PIK bonds semi-annually as interest instead of paying cash) have been issued in enormous quantities by ever-junkier credits. To these issuers, zero (or PIK) bonds offer one overwhelming advantage: It is impossible to default on a promise to pay nothing. Indeed, if LDC governments had issued no debt in the 1970's other than long-term zero-coupon obligations, they would now have a spotless record as debtors.

Nhưng như vẫn thường xảy ra tại Wall Street: những gì người khôn ngoan làm lúc đầu, kẻ ngốc sẽ làm ở lúc cuối. Trong vài năm qua, các loại trái phiếu không lãi suất (và một biến thể tương đương của chúng là trái phiếu PIK - pay-in-kind, loại trái phiếu trả lãi bằng cách phát hành thêm các trái phiếu PIK mới thay vì trả tiền mặt) đã được phát hành với số lượng khổng lồ bởi những tổ chức có tín nhiệm ngày càng "rác". Đối với những bên phát hành này, trái phiếu không lãi suất (hoặc PIK) mang lại một lợi thế áp đảo: Bạn không thể vỡ nợ khi đã hứa rằng sẽ không trả gì cả. Thật vậy, nếu các chính phủ ở các quốc gia đang phát triển (LDC) không phát hành loại nợ nào khác trong những năm 1970 ngoài các nghĩa vụ nợ không lãi suất dài hạn, thì bây giờ họ vẫn sẽ có một hồ sơ con nợ sạch bóng.

This principle at work - that you need not default for a long time if you solemnly promise

to pay nothing for a long time - has not been lost on promoters and investment bankers seeking to finance ever-shakier deals. But its acceptance by lenders took a while: When the leveraged buy-out craze began some years back, purchasers could borrow only on a reasonably sound basis, in which conservatively-estimated free cash flow - that is, operating earnings plus depreciation and amortization less normalized capital expenditures - was adequate to cover both interest and modest reductions in debt.

Nguyên lý này — rằng bạn sẽ không phải vỡ nợ trong một thời gian dài nếu bạn trịnh trọng hứa rằng sẽ không trả gì trong một thời gian dài — đã không lọt khỏi mắt xanh của các nhà môi giới và ngân hàng đầu tư đang tìm cách tài trợ cho các thương vụ ngày càng lỏng lẻo. Nhưng phải mất một thời gian để những người cho vay chấp nhận nó: Khi cơn sốt thầu tóm bằng vốn vay (LBO) bắt đầu vài năm trước, người mua chỉ có thể vay dựa trên một nền tảng hợp lý, trong đó dòng tiền tự do được ước tính thận trọng — tức là lợi nhuận hoạt động cộng khấu hao trừ đi chi phí vốn định mức — phải đủ để chi trả cả tiền lãi lẫn một phần nợ gốc.

Later, as the adrenalin of deal-makers surged, businesses began to be purchased at prices so high that all free cash flow necessarily had to be allocated to the payment of interest. That left nothing for the paydown of debt. In effect, a Scarlett O'Hara "I'll think about it tomorrow" position in respect to principal payments was taken by borrowers and accepted by a new breed of lender, the buyer of original-issue junk bonds. Debt now became something to be refinanced rather than repaid. The change brings to mind a New Yorker cartoon in which the grateful borrower rises to shake the hand of the bank's lending officer and gushes: "I don't know how I'll ever repay you."

Về sau, khi sự phấn khích của các nhà tạo lập thương vụ dâng cao, các doanh nghiệp bắt đầu được mua lại với mức giá cao đến mức toàn bộ dòng tiền tự do nhất thiết phải được dùng hết chỉ để trả lãi vay. Điều đó khiến họ không còn gì để trả nợ gốc. Về bản chất, bên vay đã chọn vị thế của nhân vật Scarlett O'Hara: "Tôi sẽ nghĩ về chuyện đó vào ngày mai" đối với các khoản thanh toán nợ gốc, và vị thế này được chấp nhận bởi một thế hệ chủ nợ mới — những người mua trái phiếu rác phát hành lần đầu. Giờ đây, nợ trở thành thứ để "tái cấp vốn" (vay nợ mới trả nợ cũ) chứ không phải để hoàn trả. Sự thay đổi này gợi nhớ đến một bức tranh biếm họa trên tờ New Yorker, trong đó một người đi vay đầy biết ơn đứng dậy bắt tay nhân viên tín dụng ngân hàng và thốt lên: "Tôi thực sự không biết làm sao để trả (ơn/nợ) cho ông nữa."

Soon borrowers found even the new, lax standards intolerably binding. To induce lenders to finance even sillier transactions, they introduced an abomination, EBDIT - Earnings Before Depreciation, Interest and Taxes - as the test of a company's ability to pay interest. Using this sawed-off yardstick, the borrower ignored depreciation as an expense on the theory that it did not require a current cash outlay.

Các bên đi vay sớm nhận ra rằng ngay cả những tiêu chuẩn lỏng lẻo mới này vẫn còn quá khắt khe đối với họ. Để lôi kéo các chủ nợ tài trợ cho những thương vụ còn ngớ ngẩn hơn nữa, họ đã đưa ra một "sự ghê tởm" mang tên EBDIT — Lợi nhuận trước khấu hao, lãi vay và thuế — làm thước đo khả năng trả lãi của một công ty. Sử dụng cái "thước kẻ bị cưa cụt" này, bên đi vay đã phớt lờ chi phí khấu hao dựa trên lý thuyết rằng nó không đòi hỏi phải chi tiền mặt ngay lập tức.

Such an attitude is clearly delusional. At 95% of American businesses, capital expenditures that over time roughly approximate depreciation are a necessity and are every bit as real an expense as labor or utility costs. Even a high school dropout knows that to finance a car he must have

income that covers not only interest and operating expenses, but also realistically-calculated depreciation. He would be laughed out of the bank if he started talking about EBDIT.

Thái độ như vậy rõ ràng là ảo tưởng. Tại 95% các doanh nghiệp Mỹ, các khoản chi phí vốn (CAPEX) — vốn dĩ theo thời gian sẽ xấp xỉ mức khấu hao — là một nhu cầu thiết yếu và là một khoản chi phí thực thụ không kém gì chi phí nhân công hay tiền điện nước. Ngay cả một học sinh bỏ học cấp ba cũng biết rằng để vay tiền mua một chiếc xe hơi, anh ta phải có thu nhập đủ để chi trả không chỉ tiền lãi và chi phí vận hành, mà còn cả khoản khấu hao được tính toán thực tế. Anh ta sẽ bị ngân hàng cười nhạo và đuổi về nếu bắt đầu nói về "EBDIT".

Capital outlays at a business can be skipped, of course, in any given month, just as a human can skip a day or even a week of eating. But if the skipping becomes routine and is not made up, the body weakens and eventually dies. Furthermore, a start-and-stop feeding policy will over time produce a less healthy organism, human or corporate, than that produced by a steady diet. As businessmen, Charlie and I relish having competitors who are unable to fund capital expenditures.

Tất nhiên, các khoản chi tiêu vốn tại một doanh nghiệp có thể được bỏ qua trong một tháng nào đó, giống như một con người có thể bỏ ăn một ngày hoặc thậm chí một tuần. Nhưng nếu việc bỏ bữa trở thành thói quen và không được bù đắp, cơ thể sẽ yếu đi và cuối cùng là chết. Hơn nữa, một chính sách ăn uống "đứt quãng" theo thời gian sẽ tạo ra một cơ thể — dù là con người hay doanh nghiệp — kém khỏe mạnh hơn so với một chế độ ăn uống ổn định. Với tư cách là những nhà kinh doanh, Charlie và tôi rất thích thú khi có những đối thủ cạnh tranh không đủ khả năng tài trợ cho các khoản chi phí vốn.

You might think that waving away a major expense such as depreciation in an attempt to make a terrible deal look like a good one hits the limits of Wall Street's ingenuity. If so, you haven't been paying attention during the past few years. Promoters needed to find a way to justify even pricier acquisitions. Otherwise, they risked - heaven forbid! - losing deals to other promoters with more "imagination."

Bạn có thể nghĩ rằng việc phớt lờ một khoản chi phí lớn như khấu hao nhằm biến một thương vụ tồi tệ trông có vẻ tốt đẹp đã là giới hạn của sự khéo léo tại Wall Street. Nếu nghĩ vậy, bạn đã không chú ý kỹ trong vài năm qua rồi. Những kẻ môi giới cần tìm cách để biện minh cho những vụ thầu tóm với giá thậm chí còn đắt đỏ hơn. Nếu không, họ sẽ phải đối mặt với rủi ro — lạy trời đừng để chuyện đó xảy ra! — mất hợp đồng vào tay những đối thủ có nhiều "trí tưởng tượng" hơn.

So, stepping through the Looking Glass, promoters and their investment bankers proclaimed that EBDIT should now be measured against cash interest only, which meant that interest accruing on zero-coupon or PIK bonds could be ignored when the financial feasibility of a transaction was being assessed. This approach not only relegated depreciation expense to the let's-ignore-it corner, but gave similar treatment to what was usually a significant portion of interest expense. To their shame, many professional investment managers went along with this nonsense, though they usually were careful to do so only with clients' money, not their own. (Calling these managers "professionals" is actually too kind; they should be designated "promotees.")

Thế là, như thể bước qua "Chiếc gương soi" (vào một thế giới ngược đời), những kẻ môi giới và các ngân hàng đầu tư của họ tuyên bố rằng EBDIT giờ đây chỉ nên được so sánh với tiền

lãi trả bằng tiền mặt, điều này có nghĩa là phần lãi tích lũy của trái phiếu không lãi suất (zero-coupon) hoặc trái phiếu PIK có thể bị phớt lờ khi đánh giá tính khả thi về tài chính của một thương vụ. Cách tiếp cận này không chỉ đẩy chi phí khấu hao vào góc "hãy cứ lờ nó đi", mà còn đối xử tương tự với một phần thường là rất lớn trong chi phí lãi vay. Thật đáng xấu hổ, nhiều nhà quản lý đầu tư chuyên nghiệp đã đồng tình với sự vô lý này, dù họ thường cẩn thận chỉ làm điều đó với tiền của khách hàng, chứ không phải tiền của chính mình. (Gọi những nhà quản lý này là "chuyên nghiệp" thực ra là quá tử tế; họ nên được định danh là "những kẻ bị xúi giục" - promotees).

Under this new standard, a business earning, say, \$100 million pre-tax and having debt on which \$90 million of interest must be paid currently, might use a zero-coupon or PIK issue to incur another \$60 million of annual interest that would accrue and compound but not come due for some years. The rate on these issues would typically be very high, which means that the situation in year 2 might be \$90 million cash interest plus \$69 million accrued interest, and so on as the compounding proceeds. Such high-rate reborrowing schemes, which a few years ago were appropriately confined to the waterfront, soon became models of modern finance at virtually all major investment banking houses.

Theo tiêu chuẩn mới này, một doanh nghiệp kiếm được, giả sử, 100 triệu đô la trước thuế và có khoản nợ mà họ phải trả 90 triệu đô la tiền lãi hiện tại, có thể phát hành thêm trái phiếu không lãi suất hoặc PIK để gánh thêm 60 triệu đô la tiền lãi hàng năm — khoản lãi này sẽ được tích lũy và tính lãi kép nhưng không phải trả trong vài năm tới. Lãi suất của những đợt phát hành này thường rất cao, nghĩa là tình hình ở năm thứ 2 có thể là 90 triệu đô la lãi tiền mặt cộng với 69 triệu đô la lãi tích lũy, và cứ thế tiếp tục khi quá trình tính lãi kép diễn ra. Những kế hoạch vay nợ mới với lãi suất cao để trả nợ cũ như vậy, vốn dĩ vài năm trước chỉ bị giới hạn ở những khu vực bến tàu (nơi đầy rẫy các hoạt động mờ ám), thì nay bỗng chốc trở thành hình mẫu của tài chính hiện đại tại hầu hết các ngân hàng đầu tư lớn.

When they make these offerings, investment bankers display their humorous side: They dispense income and balance sheet projections extending five or more years into the future for companies they barely had heard of a few months earlier. If you are shown such schedules, I suggest that you join in the fun: Ask the investment banker for the one-year budgets that his own firm prepared as the last few years began and then compare these with what actually happened.

Khi thực hiện các đợt chào bán này, các ngân hàng đầu tư còn lộ ra khía cạnh hài hước của mình: Họ đưa ra các dự báo về thu nhập và bảng cân đối kế toán kéo dài năm năm hoặc hơn cho những công ty mà họ mới chỉ nghe tên vài tháng trước đó. Nếu bạn được xem những bảng biểu như vậy, tôi đề nghị bạn hãy cùng tham gia vào cuộc vui này: Hãy yêu cầu ngân hàng đầu tư đó cho xem bản ngân sách một năm mà chính công ty của họ đã lập vào đầu vài năm trước, sau đó hãy so sánh chúng với những gì thực tế đã xảy ra.

Some time ago Ken Galbraith, in his witty and insightful *The Great Crash*, coined a new economic term: "the bezzle," defined as the current amount of undiscovered embezzlement. This financial creature has a magical quality: The embezzlers are richer by the amount of the bezzle, while the embezzlees do not yet feel poorer.

Cách đây một thời gian, Ken Galbraith, trong cuốn *The Great Crash* (Cuộc Đại Khủng Hoảng) đầy hóm hỉnh và sâu sắc của mình, đã đặt ra một thuật ngữ kinh tế mới: "the bezzle" (khoản biển thủ chưa bị phát hiện). "Sinh vật" tài chính này có một phẩm chất kỳ diệu: Những kẻ biển thủ

cảm thấy giàu lên bằng đúng số tiền đó, trong khi những người bị biển thủ vẫn chưa cảm thấy mình nghèo đi.

Professor Galbraith astutely pointed out that this sum should be added to the National Wealth so that we might know the Psychic National Wealth. Logically, a society that wanted to feel enormously prosperous would both encourage its citizens to embezzle and try not to detect the crime. By this means, "wealth" would balloon though not an erg of productive work had been done.

Giáo sư Galbraith đã chỉ ra một cách sắc sảo rằng số tiền này nên được cộng vào Tài sản Quốc gia để chúng ta có thể biết được "Tài sản Quốc gia trong Tâm tưởng" (Psychic National Wealth). Theo logic đó, một xã hội muốn cảm thấy cực kỳ thịnh vượng nên vừa khuyến khích công dân của mình biển thủ, vừa cố gắng đừng phát hiện ra tội ác đó. Bằng cách này, "tài sản" sẽ phình to dù không có lấy một đơn vị công việc hữu ích nào được thực hiện.

The satirical nonsense of the bezzle is dwarfed by the real- world nonsense of the zero-coupon bond. With zeros, one party to a contract can experience "income" without his opposite experiencing the pain of expenditure. In our illustration, a company capable of earning only \$100 million dollars annually - and therefore capable of paying only that much in interest - magically creates "earnings" for bondholders of \$150 million. As long as major investors willingly don their Peter Pan wings and repeatedly say "I believe," there is no limit to how much "income" can be created by the zero-coupon bond.

Sự phi lý mang tính châm biếm của "the bezzle" vẫn còn nhỏ bé so với sự phi lý ngoài đời thực của trái phiếu không lãi suất (zero-coupon bond). Với loại trái phiếu này, một bên trong hợp đồng có thể ghi nhận "thu nhập" mà bên đối diện không hề phải chịu đựng nỗi đau của việc chi tiêu. Trong ví dụ của chúng tôi, một công ty chỉ có khả năng kiếm được \$100 triệu đô la hàng năm — và do đó chỉ có khả năng trả bấy nhiêu tiền lãi — lại có thể tạo ra một cách thần kỳ mức "lợi nhuận" cho các trái chủ lên tới \$150 triệu đô la. Chẳng nào các nhà đầu tư lớn còn sẵn lòng đeo đôi cánh Peter Pan và lặp đi lặp lại câu nói "Tôi tin", thì không có giới hạn nào cho lượng "thu nhập" có thể được tạo ra bởi trái phiếu không lãi suất.

Wall Street welcomed this invention with the enthusiasm less-enlightened folk might reserve for the wheel or the plow. Here, finally, was an instrument that would let the Street make deals at prices no longer limited by actual earning power. The result, obviously, would be more transactions: Silly prices will always attract sellers. And, as Jesse Unruh might have put it, transactions are the mother's milk of finance.

Wall Street chào đón phát kiến này với sự nhiệt thành mà những người kém hiểu biết hơn thường dành cho việc phát minh ra bánh xe hay cái cày. Cuối cùng, đây chính là một công cụ cho phép giới tài chính thực hiện các thương vụ với mức giá không còn bị giới hạn bởi năng lực tạo ra lợi nhuận thực tế. Kết quả, hiển nhiên là sẽ có nhiều giao dịch hơn: Những mức giá ngớ ngẩn sẽ luôn thu hút người bán. Và, như Jesse Unruh từng nói, các giao dịch chính là "nguồn sữa mẹ" của ngành tài chính.

The zero-coupon or PIK bond possesses one additional attraction for the promoter and investment banker, which is that the time elapsing between folly and failure can be stretched out. This is no small benefit. If the period before all costs must be faced is long, promoters can create

a string of foolish deals - and take in lots of fees - before any chickens come home to roost from their earlier ventures.

Trái phiếu không lãi suất hoặc PIK còn sở hữu một điểm hấp dẫn bổ sung đối với những kẻ môi giới và ngân hàng đầu tư, đó là khoảng thời gian cách biệt giữa sai lầm (folly) và thất bại (failure) có thể được kéo giãn ra. Đây là một lợi ích không hề nhỏ. Nếu giai đoạn trước khi phải đối mặt với mọi chi phí kéo dài, những kẻ môi giới có thể tạo ra một chuỗi các thương vụ ngớ ngẩn — và thu về hàng đồng phí dịch vụ — trước khi hậu quả từ những liên doanh ban đầu của họ ập đến (chickens come home to roost).

But in the end, alchemy, whether it is metallurgical or financial, fails. A base business can not be transformed into a golden business by tricks of accounting or capital structure. The man claiming to be a financial alchemist may become rich. But gullible investors rather than business achievements will usually be the source of his wealth.

Nhưng cuối cùng, thuật giả kim, dù là trong luyện kim hay tài chính, đều sẽ thất bại. Một doanh nghiệp yếu kém (base business) không thể biến thành một doanh nghiệp vàng ròng bằng các thủ thuật kế toán hay cấu trúc vốn. Kẻ tự xưng là "nhà giả kim tài chính" có thể trở nên giàu có. Nhưng nguồn gốc sự giàu có của hắn thường đến từ những nhà đầu tư nhẹ dạ cả tin chứ không phải từ những thành tựu kinh doanh thực tế.

Whatever their weaknesses, we should add, many zero-coupon and PIK bonds will not default. We have in fact owned some and may buy more if their market becomes sufficiently distressed. (We've not, however, even considered buying a new issue from a weak credit.) No financial instrument is evil per se; it's just that some variations have far more potential for mischief than others.

Dù có những điểm yếu, chúng tôi cũng nên nói thêm rằng nhiều trái phiếu không lãi suất (zero-coupon) và trái phiếu PIK sẽ không bị vỡ nợ. Thực tế, chúng tôi đã từng sở hữu một số và có thể sẽ mua thêm nếu thị trường của chúng trở nên đủ bi quan (distressed). (Tuy nhiên, chúng tôi chưa bao giờ cân nhắc việc mua một đợt phát hành mới từ một tổ chức có tín nhiệm yếu). Tự bản thân không có công cụ tài chính nào là "xấu xa" cả; chỉ là một số biến thể có khả năng gây ra sự lừa mị và rắc rối lớn hơn nhiều so với những loại khác.

The blue ribbon for mischief-making should go to the zero- coupon issuer unable to make its interest payments on a current basis. Our advice: Whenever an investment banker starts talking about EBDIT - or whenever someone creates a capital structure that does not allow all interest, both payable and accrued, to be comfortably met out of current cash flow net of ample capital expenditures - zip up your wallet. Turn the tables by suggesting that the promoter and his high-priced entourage accept zero- coupon fees, deferring their take until the zero-coupon bonds have been paid in full. See then how much enthusiasm for the deal endures.

"Huân chương xanh" cho sự lừa mị nên được trao cho những bên phát hành zero-coupon vốn dĩ không có khả năng chi trả lãi vay định kỳ. Lời khuyên của chúng tôi là: Bất cứ khi nào một ngân hàng đầu tư bắt đầu nói về EBDIT — hoặc bất cứ khi nào ai đó tạo ra một cấu trúc vốn mà không cho phép tất cả tiền lãi (bao gồm cả lãi phải trả ngay và lãi tích lũy) được thanh toán một cách thoải mái từ dòng tiền hiện tại sau khi đã trừ đi các khoản chi phí vốn dĩ yếu — hãy kéo khóa ví của bạn lại. Hãy lật ngược thế cờ bằng cách đề nghị kẻ môi giới và đoàn tùy tùng đắt giá của

hấn chấp nhận mức "phí dịch vụ kiểu zero-coupon", tức là trì hoãn việc nhận thù lao của họ cho đến khi các trái phiếu không lãi suất được hoàn trả đầy đủ. Lúc đó, hãy xem sự nhiệt tình của họ đối với thương vụ này còn lại bao nhiêu.

Our comments about investment bankers may seem harsh. But Charlie and I - in our hopelessly old-fashioned way - believe that they should perform a gatekeeping role, guarding investors against the promoter's propensity to indulge in excess. Promoters, after all, have throughout time exercised the same judgment and restraint in accepting money that alcoholics have exercised in accepting liquor. At a minimum, therefore, the banker's conduct should rise to that of a responsible bartender who, when necessary, refuses the profit from the next drink to avoid sending a drunk out on the highway. In recent years, unfortunately, many leading investment firms have found bartender morality to be an intolerably restrictive standard. Lately, those who have traveled the high road in Wall Street have not encountered heavy traffic.

Những lời nhận xét của chúng tôi về các ngân hàng đầu tư có vẻ khắt khe. Nhưng Charlie và tôi — theo cách cổ hủ vô vọng của mình — tin rằng họ nên thực hiện vai trò "người gác cổng", bảo vệ các nhà đầu tư trước xu hướng thái quá của những kẻ môi giới. Suy cho cùng, xuyên suốt lịch sử, những kẻ môi giới luôn thể hiện sự kiềm chế và khả năng đánh giá trong việc tiếp nhận tiền bạc giống như cách những người nghiện rượu thể hiện khi đứng trước chai rượu vậy. Do đó, ở mức tối thiểu, hành vi của một ngân hàng đầu tư phải đạt đến chuẩn mực của một người pha chế rượu (bartender) có trách nhiệm: khi cần thiết, phải từ chối lợi nhuận từ ly rượu tiếp theo để tránh việc đẩy một kẻ say khướt ra đường cao tốc. Đáng buồn thay, trong những năm gần đây, nhiều tổ chức đầu tư hàng đầu đã thấy rằng "đạo đức của người pha chế" là một tiêu chuẩn hạn chế đến mức không thể chịu nổi. Gần đây, những ai chọn đi trên "con đường chính trực" (high road) tại Wall Street thường chẳng bao giờ gặp phải cảnh tắc đường (vì quá ít người đi).

One distressing footnote: The cost of the zero-coupon folly will not be borne solely by the direct participants. Certain savings and loan associations were heavy buyers of such bonds, using cash that came from FSLIC-insured deposits. Straining to show splendid earnings, these buyers recorded - but did not receive - ultra-high interest income on these issues. Many of these associations are now in major trouble. Had their loans to shaky credits worked, the owners of the associations would have pocketed the profits. In the many cases in which the loans will fail, the taxpayer will pick up the bill. To paraphrase Jackie Mason, at these associations it was the managers who should have been wearing the ski masks.

Một ghi chú đầy đau xót: Cái giá của sự điên rồ mang tên zero-coupon sẽ không chỉ do những người trực tiếp tham gia gánh chịu. Một số hiệp hội tiết kiệm và cho vay (S&L) đã từng là những bên mua lớn các loại trái phiếu này, sử dụng tiền mặt đến từ các khoản tiền gửi được bảo hiểm bởi FSLIC (Tổng công ty Bảo hiểm Tiết kiệm và Cho vay Liên bang). Để cố gắng phô trương mức lợi nhuận tuyệt vời, những bên mua này đã ghi nhận — nhưng thực tế không nhận được — thu nhập lãi suất cực cao từ các đợt phát hành này. Nhiều hiệp hội trong số đó hiện đang gặp rắc rối lớn. Nếu các khoản cho vay đối với các tổ chức tín dụng lỏng lẻo này thành công, các chủ sở hữu hiệp hội sẽ bỏ túi lợi nhuận. Còn trong nhiều trường hợp mà các khoản vay thất bại, người đóng thuế sẽ là bên phải trả hóa đơn. Nói theo cách của Jackie Mason: tại những hiệp hội này, lẽ ra chính những người quản lý mới là những kẻ phải đeo mặt nạ trùm đầu (như kẻ cướp ngân hàng).

Mistakes of the First Twenty-five Years (A Condensed Version)

Những sai lầm trong 25 năm đầu tiên (Bản tóm tắt)

To quote Robert Benchley, "Having a dog teaches a boy fidelity, perseverance, and to turn around three times before lying down." Such are the shortcomings of experience. Nevertheless, it's a good idea to review past mistakes before committing new ones. So let's take a quick look at the last 25 years.

Để trích dẫn lời Robert Benchley: "Nuôi một chú chó dạy cho một cậu bé lòng chung thủy, sự kiên trì, và việc phải quay vòng ba lần trước khi nằm xuống." Đó chính là những khiếm khuyết của kinh nghiệm. Tuy nhiên, việc xem xét lại những sai lầm trong quá khứ trước khi phạm phải những sai lầm mới vẫn là một ý tưởng tốt. Vì vậy, hãy cùng nhìn nhanh lại 25 năm vừa qua.

- o My first mistake, of course, was in buying control of Berkshire. Though I knew its business - textile manufacturing - to be unpromising, I was enticed to buy because the price looked cheap. Stock purchases of that kind had proved reasonably rewarding in my early years, though by the time Berkshire came along in 1965 I was becoming aware that the strategy was not ideal.

- o Sai lầm đầu tiên của tôi, tất nhiên, là việc mua quyền kiểm soát Berkshire Hathaway. Mặc dù tôi biết lĩnh vực kinh doanh của nó — sản xuất dệt may — là không mấy hứa hẹn, nhưng tôi đã bị cám dỗ mua vì mức giá trông có vẻ rẻ. Những thương vụ mua cổ phiếu kiểu đó đã chứng minh là mang lại lợi nhuận khá tốt trong những năm đầu sự nghiệp của tôi, mặc dù đến thời điểm Berkshire xuất hiện vào năm 1965, tôi bắt đầu nhận ra rằng chiến lược đó không còn lý tưởng nữa.

If you buy a stock at a sufficiently low price, there will usually be some hiccup in the fortunes of the business that gives you a chance to unload at a decent profit, even though the long-term performance of the business may be terrible. I call this the "cigar butt" approach to investing. A cigar butt found on the street that has only one puff left in it may not offer much of a smoke, but the "bargain purchase" will make that puff all profit.

Nếu bạn mua một cổ phiếu ở mức giá đủ thấp, thường sẽ có một vài "cú hích" bất ngờ trong vận may của doanh nghiệp đó giúp bạn có cơ hội bán ra với mức lợi nhuận khá, ngay cả khi hiệu suất dài hạn của doanh nghiệp đó có thể rất tồi tệ. Tôi gọi đây là phương pháp đầu tư kiểu "đầu mẩu xì gà" (cigar butt). Một đầu mẩu xì gà tìm thấy trên đường phố chỉ còn sót lại đúng một hơi duy nhất có thể không mang lại cảm giác hút thuốc tuyệt vời, nhưng việc "mua được món hời" sẽ biến hơi thuốc đó thành lợi nhuận thuần túy.

Unless you are a liquidator, that kind of approach to buying businesses is foolish. First, the original "bargain" price probably will not turn out to be such a steal after all. In a difficult business, no sooner is one problem solved than another surfaces - never is there just one cockroach in the kitchen. Second, any initial advantage you secure will be quickly eroded by the low return that the business earns. For example, if you buy a business for \$8 million that can be sold or liquidated for \$10 million and promptly take either course, you can realize a high return. But the investment will disappoint if the business is sold for \$10 million in ten years and in the interim has annually earned and distributed only a few percent on cost. Time is the friend of the wonderful business, the enemy of the mediocre.

Trừ khi bạn là một người chuyên thanh lý tài sản, nếu không, cách tiếp cận mua lại doanh nghiệp kiểu đó là rất đại dốt. Thứ nhất, cái giá gọi là "món hời" ban đầu có lẽ cuối cùng sẽ chẳng hời đến thế. Trong một doanh nghiệp đang gặp khó khăn, ngay khi một vấn đề vừa được giải quyết thì một vấn đề khác lại lộ diện — không bao giờ chỉ có duy nhất một con gián trong nhà bếp cả. Thứ hai, bất kỳ lợi thế ban đầu nào bạn giành được cũng sẽ nhanh chóng bị xói mòn bởi tỷ suất sinh lời thấp mà doanh nghiệp đó tạo ra. Ví dụ: nếu bạn mua một doanh nghiệp với giá 8 triệu đô la mà có thể bán hoặc thanh lý ngay với giá 10 triệu đô la, bạn sẽ đạt được tỷ suất sinh lời cao. Nhưng khoản đầu tư đó sẽ là một sự thất vọng nếu doanh nghiệp đó được bán với giá 10 triệu đô la sau mười năm, trong khi thời gian ở giữa nó chỉ kiếm được và chia cổ tức vài phần trăm trên giá vốn. Thời gian là bạn của doanh nghiệp tuyệt vời, nhưng là kẻ thù của doanh nghiệp tầm thường.

You might think this principle is obvious, but I had to learn it the hard way - in fact, I had to learn it several times over. Shortly after purchasing Berkshire, I acquired a Baltimore department store, Hochschild Kohn, buying through a company called Diversified Retailing that later merged with Berkshire. I bought at a substantial discount from book value, the people were first-class, and the deal included some extras - unrecorded real estate values and a significant LIFO inventory cushion. How could I miss? So-o-o - three years later I was lucky to sell the business for about what I had paid. After ending our corporate marriage to Hochschild Kohn, I had memories like those of the husband in the country song, "My Wife Ran Away With My Best Friend and I Still Miss Him a Lot."

Bạn có thể nghĩ rằng nguyên lý này là hiển nhiên, nhưng tôi đã phải học nó theo cách đau đớn — thực tế là tôi đã phải học đi học lại vài lần. Không lâu sau khi mua Berkshire, tôi đã mua lại Hochschild Kohn, một cửa hàng bách hóa ở Baltimore. Tôi mua với mức chiết khấu đáng kể so với giá trị sổ sách, đội ngũ quản lý ở đó thuộc hàng nhất phẩm, và thương vụ còn bao gồm một số "quà tặng kèm" — giá trị bất động sản chưa được ghi nhận và một khoản đệm tồn kho LIFO đáng kể. Làm sao tôi có thể thất bại được chứ? Thế mà — ba năm sau, tôi đã may mắn bán được doanh nghiệp đó với cái giá xấp xỉ những gì mình đã bỏ ra. Sau khi kết thúc cuộc hôn nhân doanh nghiệp với Hochschild Kohn, tôi có những ký ức giống như người chồng trong bài hát nhạc đồng quê: "Vợ tôi đã bỏ trốn cùng người bạn thân nhất của tôi, và tôi vẫn còn nhớ anh ta rất nhiều."

I could give you other personal examples of "bargain- purchase" folly but I'm sure you get the picture: It's far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price. Charlie understood this early; I was a slow learner. But now, when buying companies or common stocks, we look for first-class businesses accompanied by first- class managements.

Tôi có thể đưa ra thêm những ví dụ cá nhân khác về sự đại dốt khi đi săn "món hời", nhưng tôi chắc rằng bạn đã hình dung ra được bức tranh toàn cảnh: Thà mua một công ty tuyệt vời với mức giá hợp lý còn hơn mua một công ty bình thường với mức giá tuyệt vời. Charlie đã hiểu điều này từ sớm; còn tôi là một học trò chậm tiến. Nhưng hiện nay, khi mua lại các công ty hoặc cổ phiếu phổ thông, chúng tôi tìm kiếm những doanh nghiệp hạng nhất đi kèm với những bộ máy quản lý hạng nhất.

o That leads right into a related lesson: Good jockeys will do well on good horses, but not on broken-down nags. Both Berkshire's textile business and Hochschild, Kohn had able and honest people running them. The same managers employed in a business with good economic

characteristics would have achieved fine records. But they were never going to make any progress while running in quicksand.

o Điều này dẫn ngay tới một bài học liên quan: Những nài ngựa giỏi sẽ làm nên chuyện trên những chú ngựa tốt, nhưng sẽ thất bại trên những con ngựa già kiệt sức. Cả mảng kinh doanh dệt may của Berkshire và Hochschild Kohn đều được điều hành bởi những con người tài năng và chính trực. Nếu những nhà quản lý đó được làm việc trong một doanh nghiệp có các đặc tính kinh tế tốt, họ đã đạt được những thành tích rực rỡ. Nhưng họ sẽ không bao giờ có thể tiến bộ khi đang chạy trên một bãi bùn lún.

I've said many times that when a management with a reputation for brilliance tackles a business with a reputation for bad economics, it is the reputation of the business that remains intact. I just wish I hadn't been so energetic in creating examples. My behavior has matched that admitted by Mae West: "I was Snow White, but I drifted."

Tôi đã nói nhiều lần rằng: khi một ban quản lý có tiếng là tài giỏi đối đầu với một doanh nghiệp có tiếng là có các đặc tính kinh tế tồi tệ, thì thường là danh tiếng của doanh nghiệp sẽ vẫn giữ nguyên. Tôi chỉ ước mình đã không quá "năng nổ" trong việc tự tạo ra những ví dụ minh chứng cho điều đó. Hành vi của tôi chẳng khác nào lời thú nhận của Mae West: "Tôi đã từng là Nàng Bạch Tuyết, nhưng rồi tôi đã lầm đường lạc lối."

o A further related lesson: Easy does it. After 25 years of buying and supervising a great variety of businesses, Charlie and I have not learned how to solve difficult business problems. What we have learned is to avoid them. To the extent we have been successful, it is because we concentrated on identifying one-foot hurdles that we could step over rather than because we acquired any ability to clear seven-footers.

o Một bài học liên quan nữa: Cái gì dễ thì làm (Easy does it). Sau 25 năm mua lại và giám sát đủ loại hình kinh doanh khác nhau, Charlie và tôi vẫn chưa học được cách giải quyết các vấn đề kinh doanh hóc búa. Những gì chúng tôi học được chính là cách né tránh chúng. Nếu chúng tôi có đạt được thành công nào đó, thì đó là nhờ chúng tôi đã tập trung vào việc xác định những chiếc rào cao chỉ 30 cm (1 foot) mà mình có thể bước qua, chứ không phải vì chúng tôi rèn luyện được khả năng nhảy qua những chiếc rào cao hơn 2 mét (7 foot).

The finding may seem unfair, but in both business and investments it is usually far more profitable to simply stick with the easy and obvious than it is to resolve the difficult. On occasion, tough problems must be tackled as was the case when we started our Sunday paper in Buffalo. In other instances, a great investment opportunity occurs when a marvelous business encounters a one-time huge, but solvable, problem as was the case many years back at both American Express and GEICO. Overall, however, we've done better by avoiding dragons than by slaying them.

Phát hiện này có vẻ không công bằng, nhưng trong cả kinh doanh lẫn đầu tư, việc chỉ đơn giản gắn bó với những thứ dễ dàng và hiển nhiên thường mang lại lợi nhuận cao hơn nhiều so với việc cố gắng giải quyết những khó khăn phức tạp. Đôi khi, chúng ta bắt buộc phải đối mặt với những vấn đề hóc búa, như trường hợp chúng tôi bắt đầu tờ báo Chủ nhật ở Buffalo. Trong những trường hợp khác, một cơ hội đầu tư tuyệt vời sẽ xuất hiện khi một doanh nghiệp kỳ diệu gặp phải một vấn đề lớn nhưng chỉ xảy ra một lần và có thể giải quyết được, giống như trường hợp của American Express và GEICO nhiều năm trước. Tuy nhiên, nhìn chung, chúng tôi gặt hái được

nhieu thành công hơn bằng cách né tránh những con rồng thay vì cố gắng tiêu diệt chúng.

o My most surprising discovery: the overwhelming importance in business of an unseen force that we might call "the institutional imperative." In business school, I was given no hint of the imperative's existence and I did not intuitively understand it when I entered the business world. I thought then that decent, intelligent, and experienced managers would automatically make rational business decisions. But I learned over time that isn't so. Instead, rationality frequently wilts when the institutional imperative comes into play.

o Khám phá đáng ngạc nhiên nhất của tôi: tầm quan trọng áp đảo trong kinh doanh của một lực lượng vô hình mà chúng ta có thể gọi là "sức ép định chế" (the institutional imperative). Ở trường kinh doanh, tôi không hề nhận được một gợi ý nào về sự tồn tại của sức ép này, và tôi cũng không thể hiểu nó bằng trực giác khi mới bước chân vào thế giới kinh doanh. Khi đó, tôi đã nghĩ rằng những nhà quản lý tử tế, thông minh và giàu kinh nghiệm sẽ tự động đưa ra các quyết định kinh doanh hợp lý. Nhưng thời gian đã dạy tôi rằng không phải vậy. Thay vào đó, tính hợp lý thường xuyên bị "héo úa" khi sức ép định chế bắt đầu phát huy tác dụng.

For example: (1) As if governed by Newton's First Law of Motion, an institution will resist any change in its current direction; (2) Just as work expands to fill available time, corporate projects or acquisitions will materialize to soak up available funds; (3) Any business craving of the leader, however foolish, will be quickly supported by detailed rate-of-return and strategic studies prepared by his troops; and (4) The behavior of peer companies, whether they are expanding, acquiring, setting executive compensation or whatever, will be mindlessly imitated.

Chẳng hạn:

(1) Như thể bị chi phối bởi Định luật I của Newton, một tổ chức sẽ chống lại bất kỳ sự thay đổi nào đối với hướng đi hiện tại của nó;

(2) Giống như công việc luôn tự mình ra để lấp đầy thời gian rảnh rỗi, các dự án hoặc các thương vụ thâm tóm của tập đoàn sẽ luôn xuất hiện để ngốn sạch số vốn đang có sẵn;

(3) Bất kỳ khao khát kinh doanh nào của nhà lãnh đạo, dù ngớ ngẩn đến đâu, cũng sẽ nhanh chóng được ủng hộ bởi các bản nghiên cứu chiến lược và tỷ suất sinh lời chi tiết do đội ngũ cấp dưới chuẩn bị; và

(4) Hành vi của các công ty cùng ngành, cho dù là mở rộng, thâm tóm, thiết lập mức thù lao cho ban điều hành hay bất cứ việc gì khác, cũng sẽ được bắt chước một cách mù quáng.

Institutional dynamics, not venality or stupidity, set businesses on these courses, which are too often misguided. After making some expensive mistakes because I ignored the power of the imperative, I have tried to organize and manage Berkshire in ways that minimize its influence. Furthermore, Charlie and I have attempted to concentrate our investments in companies that appear alert to the problem.

Chính các động lực mang tính định chế, chứ không phải sự biến chất hay ngu ngốc, đã đưa các doanh nghiệp đi vào những con đường này — những con đường mà quá thường xuyên là sai lầm. Sau khi phạm phải một số sai lầm đắt giá do phớt lờ sức mạnh của sức ép này, tôi đã cố gắng tổ chức và quản lý Berkshire theo những cách thức nhằm giảm thiểu tối đa ảnh hưởng của nó. Ngoài ra, Charlie và tôi cũng nỗ lực tập trung các khoản đầu tư vào những công ty có vẻ luôn cảnh

giác trước vấn đề này.

o After some other mistakes, I learned to go into business only with people whom I like, trust, and admire. As I noted before, this policy of itself will not ensure success: A second-class textile or department-store company won't prosper simply because its managers are men that you would be pleased to see your daughter marry. However, an owner - or investor - can accomplish wonders if he manages to associate himself with such people in businesses that possess decent economic characteristics. Conversely, we do not wish to join with managers who lack admirable qualities, no matter how attractive the prospects of their business. We've never succeeded in making a good deal with a bad person.

o Sau một vài sai lầm khác, tôi đã học được rằng chỉ nên kinh doanh với những người mà mình yêu mến, tin cậy và ngưỡng mộ. Như tôi đã lưu ý trước đó, bản thân chính sách này sẽ không đảm bảo thành công: Một công ty dệt may hay cửa hàng bách hóa hạng hai sẽ không thể thịnh vượng chỉ vì những người quản lý của nó là những người mà bạn sẽ rất vui lòng khi thấy con gái mình kết hôn cùng. Tuy nhiên, một người chủ — hoặc một nhà đầu tư — có thể đạt được những kỳ tích nếu anh ta kết thân được với những người như vậy trong các doanh nghiệp sở hữu các đặc tính kinh tế tốt. Ngược lại, chúng tôi không mong muốn hợp tác với những nhà quản lý thiếu đi những phẩm chất đáng ngưỡng mộ, bất kể triển vọng kinh doanh của họ có hấp dẫn đến đâu. Chúng tôi chưa bao giờ thành công trong việc tạo ra một thương vụ tốt với một con người tồi.

o Some of my worst mistakes were not publicly visible. These were stock and business purchases whose virtues I understood and yet didn't make. It's no sin to miss a great opportunity outside one's area of competence. But I have passed on a couple of really big purchases that were served up to me on a platter and that I was fully capable of understanding. For Berkshire's shareholders, myself included, the cost of this thumb-sucking has been huge.

o Một số sai lầm tồi tệ nhất của tôi không hề lộ ra trước công chúng. Đó là những thương vụ mua lại cổ phiếu và doanh nghiệp mà tôi đã hiểu rõ những ưu điểm của chúng, vậy mà cuối cùng lại không thực hiện. Việc bỏ lỡ một cơ hội tuyệt vời nằm ngoài "phạm vi năng lực" của mình thì không phải là tội lỗi. Nhưng tôi đã bỏ qua một vài thương vụ thực sự lớn vốn đã được "dâng tận miệng" và tôi hoàn toàn có đủ khả năng để thấu hiểu. Đối với các cổ đông của Berkshire, bao gồm cả bản thân tôi, cái giá phải trả cho thói quen "mút ngón tay" (sự do dự, trì hoãn) này là cực kỳ lớn.

o Our consistently-conservative financial policies may appear to have been a mistake, but in my view were not. In retrospect, it is clear that significantly higher, though still conventional, leverage ratios at Berkshire would have produced considerably better returns on equity than the 23.8% we have actually averaged. Even in 1965, perhaps we could have judged there to be a 99% probability that higher leverage would lead to nothing but good. Correspondingly, we might have seen only a 1% chance that some shock factor, external or internal, would cause a conventional debt ratio to produce a result falling somewhere between temporary anguish and default.

o Các chính sách tài chính bảo thủ nhất quán của chúng tôi có vẻ như là một sai lầm, nhưng theo quan điểm của tôi thì không phải vậy. Nhìn lại quá khứ, rõ ràng là nếu Berkshire sử dụng tỷ lệ đòn bẩy (vay nợ) cao hơn đáng kể — dù vẫn ở mức thông thường — thì chúng tôi đã có thể tạo ra tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) tốt hơn nhiều so với mức trung bình 23,8% thực tế mà chúng tôi đã đạt được. Ngay cả vào năm 1965, có lẽ chúng tôi đã có thể đánh giá rằng

có đến 99% khả năng là đòn bẩy cao hơn sẽ không mang lại gì ngoài những kết quả tốt đẹp. Tương ứng, chúng tôi có thể chỉ thấy 1% khả năng rằng một yếu tố gây sốc nào đó, dù là bên ngoài hay nội bộ, sẽ khiến một tỷ lệ nợ thông thường dẫn đến kết quả năm đầu đó giữa sự đau đớn tạm thời và vỡ nợ.

We wouldn't have liked those 99:1 odds - and never will. A small chance of distress or disgrace cannot, in our view, be offset by a large chance of extra returns. If your actions are sensible, you are certain to get good results; in most such cases, leverage just moves things along faster. Charlie and I have never been in a big hurry: We enjoy the process far more than the proceeds - though we have learned to live with those also.

Chúng tôi đã không thích tỷ lệ cược 99:1 đó — và sẽ không bao giờ thích. Theo quan điểm của chúng tôi, một khả năng nhỏ dẫn đến sự khốn cùng hoặc nhục nhã không thể được bù đắp bởi một khả năng lớn có thêm lợi nhuận. Nếu hành động của bạn là hợp lý, bạn chắc chắn sẽ nhận được kết quả tốt; trong hầu hết các trường hợp đó, đòn bẩy chỉ giúp mọi thứ diễn ra nhanh hơn mà thôi. Charlie và tôi chưa bao giờ quá vội vàng: Chúng tôi tận hưởng quá trình làm việc hơn là những thành quả thu được — mặc dù chúng tôi cũng đã học được cách chung sống hài hòa với những thành quả đó.

* * * * *

We hope in another 25 years to report on the mistakes of the first 50. If we are around in 2015 to do that, you can count on this section occupying many more pages than it does here.

Chúng tôi hy vọng trong 25 năm nữa sẽ có thể tổng kết lại những sai lầm của 50 năm đầu tiên. Nếu chúng tôi vẫn còn tại vị vào năm 2015 để thực hiện việc đó, bạn có thể tin chắc rằng phần này sẽ chiếm nhiều trang giấy hơn rất nhiều so với hiện tại.

Miscellaneous

Các mục khác

We hope to buy more businesses that are similar to the ones we have, and we can use some help. If you have a business that fits the following criteria, call me or, preferably, write.

Chúng tôi hy vọng sẽ mua thêm được nhiều doanh nghiệp tương tự như những gì chúng tôi đang có, và chúng tôi có thể cần một chút sự giúp đỡ. Nếu bạn có một doanh nghiệp phù hợp với các tiêu chí sau, hãy gọi cho tôi hoặc tốt nhất là viết thư.

Here's what we're looking for:

Đây là những gì chúng tôi đang tìm kiếm:

- (1) Large purchases (at least \$10 million of after-tax earnings),
Các thương vụ mua lại lớn (ít nhất 10 triệu đô la lợi nhuận sau thuế),
- (2) demonstrated consistent earning power (future projections are of little interest to us, nor are "turnaround" situations),
năng lực sinh lời nhất quán đã được chứng minh (chúng tôi ít quan tâm đến các dự báo trong tương lai, cũng như không quan tâm đến các tình huống "xoay chuyển tình thế" - turnaround),
- (3) businesses earning good returns on equity while employing little or no debt,
các doanh nghiệp đạt tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) tốt trong khi sử dụng ít hoặc không có nợ,
- (4) management in place (we can't supply it),
bộ máy quản lý đã sẵn có (chúng tôi không thể cung cấp nhân sự quản lý),
- (5) simple businesses (if there's lots of technology, we won't understand it),
doanh nghiệp đơn giản (nếu có quá nhiều yếu tố công nghệ, chúng tôi sẽ không hiểu được),
- (6) an offering price (we don't want to waste our time or that of the seller by talking, even preliminarily, about a transaction when price is unknown).
phải có giá chào bán (chúng tôi không muốn lãng phí thời gian của mình hay của bên bán bằng việc thảo luận, dù chỉ là bước đầu, về một giao dịch khi mà mức giá chưa được xác định).

We will not engage in unfriendly takeovers. We can promise complete confidentiality and a very fast answer - customarily within five minutes - as to whether we're interested. We prefer to buy for cash, but will consider issuing stock when we receive as much in intrinsic business value as we give.

Chúng tôi sẽ không tham gia vào các vụ thôn tóm thù nghịch (unfriendly takeovers). Chúng tôi có thể hứa giữ bí mật tuyệt đối và đưa ra câu trả lời rất nhanh — thường là trong vòng năm phút — về việc liệu chúng tôi có quan tâm hay không. Chúng tôi thích mua bằng tiền mặt hơn, nhưng sẽ cân nhắc việc phát hành cổ phiếu khi nhận được giá trị kinh doanh nội tại tương xứng với những gì chúng tôi bỏ ra.

Our favorite form of purchase is one fitting the Blumkin- Friedman-Heldman mold. In cases like these, the company's owner- managers wish to generate significant amounts of cash, sometimes for themselves, but often for their families or inactive shareholders. At the same time, these managers wish to remain significant owners who continue to run their companies just as they have in the past. We think we offer a particularly good fit for owners with such objectives. We invite potential sellers to check us out by contacting people with whom we have done business in the past.

Hình thức mua lại yêu thích của chúng tôi là hình thức phù hợp với khuôn mẫu của

Blumkin-Friedman-Heldman. Trong những trường hợp này, các chủ sở hữu kiêm nhà quản lý công ty mong muốn tạo ra một lượng tiền mặt đáng kể, đôi khi cho chính họ, nhưng thường là cho gia đình hoặc các cổ đông không trực tiếp điều hành. Đồng thời, những nhà quản lý này vẫn muốn tiếp tục là những người chủ quan trọng và tiếp tục điều hành công ty của họ giống như họ đã làm trong quá khứ. Chúng tôi nghĩ rằng mình mang lại một sự lựa chọn đặc biệt phù hợp cho những người chủ có mục tiêu như vậy. Chúng tôi mời những người bán tiềm năng kiểm chứng về chúng tôi bằng cách liên hệ với những người mà chúng tôi đã từng giao dịch trong quá khứ.

Charlie and I frequently get approached about acquisitions that don't come close to meeting our tests: We've found that if you advertise an interest in buying collies, a lot of people will call hoping to sell you their cocker spaniels. Our interest in new ventures, turnarounds, or auction-like sales can best be expressed by a Goldwynism: "Please include me out."

Charlie và tôi thường xuyên được tiếp cận về các vụ thu tóm thậm chí còn chẳng gần đạt được các tiêu chuẩn của mình: Chúng tôi thấy rằng nếu bạn quảng cáo rằng mình muốn mua chó Collie, rất nhiều người sẽ gọi đến với hy vọng bán cho bạn những con chó Cocker Spaniel của họ. Sự quan tâm của chúng tôi đối với các liên doanh mới, các tình huống xoay chuyển tình thế, hoặc các cuộc bán đấu giá có thể được diễn đạt tốt nhất bằng một câu nói kiểu Goldwyn: "Làm ơn hãy tính tôi vào diện... đứng ngoài." (Please include me out).

Besides being interested in the purchase of businesses as described above, we are also interested in the negotiated purchase of large, but not controlling, blocks of stock comparable to those we hold in Capital Cities, Salomon, Gillette, USAir and Champion. Last year we said we had a special interest in large purchases of convertible preferreds. We still have an appetite of that kind, but it is limited since we now are close to the maximum position we feel appropriate for this category of investment.

Bên cạnh việc quan tâm đến việc mua lại toàn bộ doanh nghiệp như đã mô tả ở trên, chúng tôi cũng quan tâm đến việc mua thông qua thương lượng các lô cổ phiếu lớn nhưng không nắm quyền kiểm soát, tương tự như các khoản đầu tư mà chúng tôi đang nắm giữ tại Capital Cities, Salomon, Gillette, USAir và Champion. Năm ngoái, chúng tôi đã nói rằng mình đặc biệt quan tâm đến việc mua số lượng lớn các cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi (convertible preferreds). Chúng tôi vẫn còn hứng thú với loại hình này, nhưng sự hứng thú đó hiện có giới hạn vì chúng tôi đã tiến gần đến mức tỷ trọng tối đa mà chúng tôi cảm thấy là phù hợp cho danh mục đầu tư này.

* * * * *

Two years ago, I told you about Harry Bottle, who in 1962 quickly cured a major business mess at the first industrial company I controlled, Dempster Mill Manufacturing (one of my "bargain" purchases) and who 24 years later had reappeared to again rescue me, this time from problems at K&W Products, a small Berkshire subsidiary that produces automotive compounds. As I reported, in short order Harry reduced capital employed at K&W, rationalized production, cut costs, and quadrupled profits. You might think he would then have paused for breath. But last year Harry, now 70, attended a bankruptcy auction and, for a pittance, acquired a product line that is a natural for K&W. That company's profitability may well be increased 50% by this coup. Watch

this space for future bulletins on Harry's triumphs.

Cách đây hai năm, tôi đã kể cho các bạn nghe về Harry Bottle, người mà vào năm 1962 đã nhanh chóng dọn dẹp một mớ hỗn độn kinh doanh lớn tại công ty công nghiệp đầu tiên mà tôi nắm quyền kiểm soát, Dempster Mill Manufacturing (một trong những thương vụ mua lại kiểu "món hời" của tôi), và người mà 24 năm sau đó đã tái xuất để một lần nữa giải cứu tôi, lần này là khỏi những rắc rối tại K&W Products, một công ty con nhỏ của Berkshire chuyên sản xuất các hợp chất cho ô tô. Như tôi đã báo cáo, trong một thời gian ngắn, Harry đã giảm lượng vốn sử dụng tại K&W, hợp lý hóa sản xuất, cắt giảm chi phí và tăng lợi nhuận lên gấp bốn lần. Bạn có thể nghĩ rằng sau đó ông ấy sẽ tạm dừng để nghỉ ngơi. Nhưng năm ngoái Harry, hiện đã 70 tuổi, đã tham dự một cuộc bán đấu giá tài sản phá sản và với một số tiền rẻ như cho, ông đã thầu tóm được một dòng sản phẩm vốn là mảnh ghép tự nhiên cho K&W. Khả năng sinh lời của công ty đó rất có thể sẽ tăng thêm 50% nhờ "cú hích" này. Hãy theo dõi mục này để cập nhật thêm những bản tin về những chiến thắng tiếp theo của Harry.

* * * * *

With more than a year behind him of trading Berkshire's stock on the New York Stock Exchange, our specialist, Jim Maguire of Henderson Brothers, Inc. ("HBI"), continues his outstanding performance. Before we listed, dealer spreads often were 3% or more of market price. Jim has maintained the spread at 50 points or less, which at current prices is well under 1%. Shareholders who buy or sell benefit significantly from this reduction in transaction costs.

Với hơn một năm kinh nghiệm giao dịch cổ phiếu Berkshire trên Sàn Giao dịch Chứng khoán New York (NYSE), chuyên gia của chúng tôi, Jim Maguire thuộc công ty Henderson Brothers, Inc. ("HBI"), tiếp tục duy trì hiệu suất làm việc xuất sắc. Trước khi chúng tôi niêm yết, chênh lệch giá mua-bán (spread) của các đại lý thường ở mức 3% hoặc cao hơn so với giá thị trường. Jim đã duy trì mức chênh lệch này ở mức 50 điểm trở xuống, tương đương với tỷ lệ dưới 1% so với mức giá hiện tại. Các cổ đông khi mua hoặc bán đều được hưởng lợi đáng kể từ việc cắt giảm chi phí giao dịch này.

Because we are delighted by our experience with Jim, HBI and the NYSE, I said as much in ads that have been run in a series placed by the NYSE. Normally I shun testimonials, but I was pleased in this instance to publicly compliment the Exchange.

Vì chúng tôi rất hài lòng với trải nghiệm cùng Jim, công ty HBI và sàn NYSE, tôi đã bày tỏ điều đó trong một loạt quảng cáo do NYSE thực hiện. Thông thường tôi luôn né tránh việc viết thư giới thiệu hay quảng cáo (testimonials), nhưng trong trường hợp này, tôi rất vui mừng được công khai khen ngợi Sàn giao dịch.

* * * * *

Last summer we sold the corporate jet that we purchased for \$850,000 three years ago and bought another used jet for \$6.7 million. Those of you who recall the mathematics of the multiplying bacteria on page 5 will understandably panic: If our net worth continues to increase at current rates, and the cost of replacing planes also continues to rise at the now-established rate of 100% compounded annually, it will not be long before Berkshire's entire net worth is consumed by its jet.

Mùa hè năm ngoái, chúng tôi đã bán chiếc chuyên cơ mà chúng tôi mua với giá 850.000 đô la cách đây ba năm để mua một chiếc chuyên cơ đã qua sử dụng khác với giá 6,7 triệu đô la. Những ai trong số các bạn còn nhớ phép toán về sự nhân bản của vi khuẩn ở trang 5 chắc chắn sẽ hoảng loạn: Nếu tài sản ròng của chúng tôi tiếp tục tăng với tốc độ hiện tại, và chi phí thay thế máy bay cũng tiếp tục tăng với tốc độ đã được thiết lập là 100% lãi kép hằng năm, thì chẳng bao lâu nữa toàn bộ tài sản ròng của Berkshire sẽ bị chiếc chuyên cơ này "ngốn sạch".

Charlie doesn't like it when I equate the jet with bacteria; he feels it's degrading to the bacteria. His idea of traveling in style is an air-conditioned bus, a luxury he steps up to only when bargain fares are in effect. My own attitude toward the jet can be summarized by the prayer attributed, apocryphally I'm sure, to St. Augustine as he contemplated leaving a life of secular pleasures to become a priest. Battling the conflict between intellect and glands, he pled: "Help me, Oh Lord, to become chaste - but not yet."

Charlie không thích việc tôi đánh đồng chiếc chuyên cơ với vi khuẩn; anh ấy cảm thấy điều đó thật hạ thấp phẩm giá của lũ vi khuẩn. Quan niệm của anh ấy về việc "đi du lịch sang chảnh" là một chiếc xe buýt có máy điều hòa, một sự xa xỉ mà anh ấy chỉ dám nâng cấp lên khi có giá vé khuyến mãi. Thái độ của riêng tôi đối với chiếc chuyên cơ có thể được tóm gọn bằng lời cầu nguyện được cho là của Thánh Augustine khi ông cân nhắc việc từ bỏ những thú vui trần tục để trở thành một linh mục. Chiến đấu với sự xung đột giữa trí tuệ và bản năng, ông đã thỉnh cầu: "Lạy Chúa, xin hãy giúp con trở nên tiết hạnh — nhưng chưa phải lúc này."

Naming the plane has not been easy. I initially suggested "The Charles T. Munger." Charlie countered with "The Aberration." We finally settled on "The Indefensible."

Việc đặt tên cho chiếc máy bay cũng không hề dễ dàng. Ban đầu tôi đề xuất tên là "The Charles T. Munger". Charlie phản pháo bằng cái tên "The Aberration" (Sự Sai lệch). Cuối cùng, chúng tôi chốt cái tên: "The Indefensible" (Không thể bào chữa).

* * * * *

About 96.9% of all eligible shares participated in Berkshire's 1989 shareholder-designated contributions program. Contributions made through the program were \$5.9 million, and 2,550 charities were recipients.

Khoảng 96,9% tổng số cổ phần đủ điều kiện đã tham gia vào chương trình đóng góp từ thiện do cổ đông chỉ định năm 1989 của Berkshire. Tổng số tiền đóng góp thông qua chương trình

là 5,9 triệu đô la, và có 2.550 tổ chức từ thiện đã nhận được sự hỗ trợ này.

We urge new shareholders to read the description of our shareholder-designated contributions program that appears on pages 52-53. If you wish to participate in future programs, we strongly urge that you immediately make sure your shares are registered in the name of the actual owner, not in the nominee name of a broker, bank or depository. Shares not so registered on August 31, 1990 will be ineligible for the 1990 program.

Chúng tôi khuyến khích các cổ đông mới hãy đọc phần mô tả về chương trình đóng góp từ thiện này ở trang 52-53. Nếu bạn muốn tham gia vào các chương trình trong tương lai, chúng tôi đặc biệt lưu ý bạn phải đảm bảo ngay lập tức rằng cổ phiếu của bạn được đăng ký dưới tên của chủ sở hữu thực tế, chứ không phải dưới tên đại diện của một công ty môi giới, ngân hàng hay nơi lưu ký. Những cổ phiếu không được đăng ký chính chủ trước ngày 31 tháng 8 năm 1990 sẽ không đủ điều kiện tham gia chương trình năm 1990.

* * * * *

The annual meeting this year will take place at 9:30 a.m. on Monday, April 30, 1990. Attendance grew last year to about 1,000, very close to the seating capacity of the Witherspoon Hall at Joslyn Museum. So this year's meeting will be moved to the Orpheum Theatre, which is in downtown Omaha, about one-quarter of a mile from the Red Lion Hotel. The Radisson-Redick Tower, a much smaller but nice hotel, is located across the street from the Orpheum. Or you may wish to stay at the Marriott, which is in west Omaha, about 100 yards from Borsheim's. We will have buses at the Marriott that will leave at 8:30 and 8:45 for the meeting and return after it ends.

Cuộc họp cổ đông thường niên năm nay sẽ diễn ra vào lúc 9:30 sáng thứ Hai, ngày 30 tháng 4 năm 1990. Lượng người tham dự năm ngoái đã tăng lên khoảng 1.000 người, rất gần với sức chứa tối đa của sảnh Witherspoon tại Bảo tàng Joslyn. Vì vậy, cuộc họp năm nay sẽ được chuyển đến Nhà hát Orpheum ở trung tâm thành phố Omaha, cách khách sạn Red Lion khoảng 400 mét. Khách sạn Radisson-Redick Tower, một khách sạn nhỏ hơn nhưng khá đẹp, nằm ngay đối diện nhà hát Orpheum. Hoặc bạn có thể muốn ở tại Marriott ở phía Tây Omaha, cách cửa hàng Borsheim's khoảng 100 mét. Chúng tôi sẽ có xe buýt tại Marriott khởi hành lúc 8:30 và 8:45 để đưa các bạn đến cuộc họp và quay trở lại sau khi kết thúc.

Charlie and I always enjoy the meeting, and we hope you can make it. The quality of our shareholders is reflected in the quality of the questions we get: We have never attended an annual meeting anywhere that features such a consistently high level of intelligent, owner-related questions.

Charlie và tôi luôn tận hưởng những cuộc họp này, và chúng tôi hy vọng bạn có thể tham dự. Chất lượng của các cổ đông được phản ánh qua chất lượng của những câu hỏi mà chúng tôi nhận được: Chúng tôi chưa bao giờ tham dự một cuộc họp thường niên ở bất kỳ đâu mà lại có mức độ nhất quán cao về những câu hỏi thông minh và mang tính tư duy của người làm chủ đến vậy.

An attachment to our proxy material explains how you can obtain the card you will need for admission to the meeting. Because weekday parking can be tight around the Orpheum, we have lined up a number of nearby lots for our shareholders to use. The attachment also contains information about them.

Phần đính kèm trong tài liệu ủy quyền của chúng tôi sẽ hướng dẫn cách bạn có thể nhận thẻ vào cửa cần thiết cho cuộc họp. Vì bãi đậu xe vào ngày trong tuần quanh khu vực nhà hát Orpheum có thể khá chật chội, chúng tôi đã sắp xếp một số bãi đỗ xe gần đó để cổ đông sử dụng. Tài liệu đính kèm cũng chứa thông tin chi tiết về các bãi đỗ này.

As usual, we will have buses to take you to Nebraska Furniture Mart and Borsheim's after the meeting and to take you to downtown hotels or to the airport later. I hope that you will allow plenty of time to fully explore the attractions of both stores. Those of you arriving early can visit the Furniture Mart any day of the week; it is open from 10 a.m. to 5:30 p.m. on Saturdays, and from noon to 5:30 p.m. on Sundays.

Như thường lệ, chúng tôi sẽ có xe buýt đưa các bạn đến Nebraska Furniture Mart và Borsheim's sau cuộc họp, sau đó đưa các bạn về các khách sạn ở trung tâm thành phố hoặc ra sân bay. Tôi hy vọng các bạn sẽ dành nhiều thời gian để khám phá trọn vẹn sức hấp dẫn của cả hai cửa hàng này. Những ai đến sớm có thể ghé thăm Furniture Mart vào bất kỳ ngày nào trong tuần; cửa hàng mở cửa từ 10:00 sáng đến 5:30 chiều vào thứ Bảy, và từ trưa đến 5:30 chiều vào Chủ nhật.

Borsheim's normally is closed on Sunday, but we will open for shareholders and their guests from noon to 6 p.m. on Sunday, April 29th. Ike likes to put on a show, and you can rely on him to produce something very special for our shareholders.

Thông thường Borsheim's đóng cửa vào Chủ nhật, nhưng chúng tôi sẽ mở cửa riêng cho các cổ đông và khách mời từ trưa đến 6:00 chiều Chủ nhật, ngày 29 tháng 4. Ike (Ike Friedman) rất thích tạo ra một màn trình diễn ấn tượng, và bạn có thể tin tưởng rằng ông ấy sẽ chuẩn bị điều gì đó thực sự đặc biệt dành cho các cổ đông của chúng ta.

In this letter we've had a lot to say about rates of compounding. If you can bear having your own rate turn negative for a day - not a pretty thought, I admit - visit Ike on the 29th.

Trong bức thư này, chúng ta đã nói rất nhiều về các tỷ suất lãi kép. Nếu bạn có thể chịu đựng được việc tỷ suất sinh lời cá nhân của mình trở nên "âm" trong một ngày — tôi thừa nhận đây không phải là một ý nghĩ dễ chịu gì — thì hãy đến thăm Ike vào ngày 29 nhé.

March 2, 1990

Warren E. Buffett
Chairman of the Board
Chủ tịch Hội đồng quản trị

BERKSHIRE HATHAWAY INC.
(1988)

To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.:

Gửi các Cổ đông của Berkshire Hathaway Inc.:

Our gain in net worth during 1988 was \$569 million, or 20.0%. Over the last 24 years (that is, since present management took over), our per-share book value has grown from \$19.46 to \$2,974.52, or at a rate of 23.0% compounded annually.

Mức tăng tài sản ròng của chúng tôi trong năm 1988 là 569 triệu đô la, tương đương 20,0%. Trong suốt 24 năm qua (tức là kể từ khi ban quản lý hiện tại tiếp nhận), giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu của chúng tôi đã tăng từ 19,46 USD lên 2.974,52 USD, tương đương với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm là 23,0%.

We've emphasized in past reports that what counts, however, is intrinsic business value - the figure, necessarily an estimate, indicating what all of our constituent businesses are worth. By our calculations, Berkshire's intrinsic business value significantly exceeds its book value. Over the 24 years, business value has grown somewhat faster than book value; in 1988, however, book value grew the faster, by a bit.

Tuy nhiên, như chúng tôi đã nhấn mạnh trong các báo cáo trước đây, điều thực sự quan trọng là giá trị kinh doanh nội tại (intrinsic business value) — một con số, dù nhất thiết phải là một ước tính, chỉ ra giá trị thực sự của tất cả các doanh nghiệp thành phần của chúng tôi. Theo tính toán của chúng tôi, giá trị kinh doanh nội tại của Berkshire vượt xa đáng kể giá trị sổ sách của nó. Trong suốt 24 năm qua, giá trị kinh doanh đã tăng nhanh hơn một chút so với giá trị sổ sách; tuy nhiên, trong năm 1988, giá trị sổ sách lại tăng nhanh hơn một chút.

Berkshire's past rates of gain in both book value and business value were achieved under circumstances far different from those that now exist. Anyone ignoring these differences makes the same mistake that a baseball manager would were he to judge the future prospects of a 42-year-old center fielder on the basis of his lifetime batting average.

Tỷ lệ tăng trưởng trong quá khứ của Berkshire, cả về giá trị sổ sách lẫn giá trị kinh doanh, đều đạt được trong những hoàn cảnh rất khác so với hiện tại. Bất kỳ ai phớt lờ những khác biệt

này đều sẽ mắc phải sai lầm giống như một huấn luyện viên bóng chày đánh giá triển vọng tương lai của một cầu thủ trung phong 42 tuổi dựa trên chỉ số đánh bóng trung bình suốt đời của anh ta.

Important negatives affecting our prospects today are: (1) a less attractive stock market than generally existed over the past 24 years; (2) higher corporate tax rates on most forms of investment income; (3) a far more richly-priced market for the acquisition of businesses; and (4) industry conditions for Capital Cities/ABC, Inc., GEICO Corporation, and The Washington Post Company - Berkshire's three permanent investments, constituting about one-half of our net worth - that range from slightly to materially less favorable than those existing five to ten years ago. All of these companies have superb management and strong properties. But, at current prices, their upside potential looks considerably less exciting to us today than it did some years ago.

Những yếu tố tiêu cực quan trọng ảnh hưởng đến triển vọng của chúng tôi ngày hôm nay bao gồm: (1) thị trường chứng khoán kém hấp dẫn hơn so với mặt bằng chung của 24 năm qua; (2) thuế thu nhập doanh nghiệp cao hơn đối với hầu hết các loại hình thu nhập đầu tư; (3) thị trường mua lại doanh nghiệp bị định giá quá cao (đắt đỏ hơn nhiều); và (4) điều kiện ngành của "Bộ ba quyền lực": Capital Cities/ABC, GEICO và The Washington Post — ba khoản đầu tư vĩnh viễn của Berkshire, chiếm khoảng một nửa giá trị tài sản ròng — đang chuyển biến từ mức kém thuận lợi hơn một chút đến kém thuận lợi hơn đáng kể so với 5 đến 10 năm trước. Tất cả các công ty này đều có ban quản lý tuyệt vời và tài sản mạnh mẽ. Nhưng, ở mức giá hiện tại, tiềm năng tăng trưởng của chúng có vẻ kém thú vị hơn nhiều so với vài năm trước.

The major problem we face, however, is a growing capital base. You've heard that from us before, but this problem, like age, grows in significance each year. (And also, just as with age, it's better to have this problem continue to grow rather than to have it "solved.")

Tuy nhiên, vấn đề lớn nhất mà chúng tôi phải đối mặt chính là quy mô vốn ngày càng phình to. Các bạn đã nghe chúng tôi nói điều này trước đây, nhưng vấn đề này, cũng giống như tuổi tác, ngày càng trở nên nghiêm trọng hơn qua mỗi năm. (Và cũng giống như tuổi tác, thà để vấn đề này tiếp tục lớn lên còn hơn là để nó được "giải quyết" dứt điểm).

Four years ago I told you that we needed profits of \$3.9 billion to achieve a 15% annual return over the decade then ahead. Today, for the next decade, a 15% return demands profits of \$10.3 billion. That seems like a very big number to me and to Charlie Munger, Berkshire's Vice Chairman and my partner. (Should that number indeed prove too big, Charlie will find himself, in future reports, retrospectively identified as the senior partner.)

Cách đây bốn năm, tôi đã nói với các bạn rằng chúng tôi cần mức lợi nhuận 3,9 tỷ đô la để đạt được tỷ suất sinh lời hàng năm 15% trong thập kỷ tới. Ngày nay, đối với thập kỷ tiếp theo, mức sinh lời 15% đòi hỏi lợi nhuận lên tới 10,3 tỷ đô la. Đó là một con số khổng lồ đối với tôi và Charlie Munger, Phó Chủ tịch Berkshire và là đối tác của tôi. (Nếu con số đó thực sự tỏ ra quá lớn, trong các báo cáo tương lai, Charlie sẽ thấy mình được hồi tố định danh là "đối tác cấp cao" — người chịu trách nhiệm chính).

As a partial offset to the drag that our growing capital base exerts upon returns, we have a very important advantage now that we lacked 24 years ago. Then, all our capital was tied up in a textile business with inescapably poor economic characteristics. Today part of our capital is invested in some really exceptional businesses.

Đề bù đắp một phần cho "lực cản" mà quy mô vốn ngày càng lớn gây ra đối với tỷ suất sinh lời, hiện nay chúng tôi có một lợi thế rất quan trọng mà 24 năm trước chúng tôi không có. Khi đó, toàn bộ vốn của chúng tôi bị chôn chặt trong một doanh nghiệp dẹt may với những đặc tính kinh tế kém cỏi không thể tránh khỏi. Ngày nay, một phần vốn của chúng tôi đã được đầu tư vào một số doanh nghiệp thực sự xuất sắc.

Last year we dubbed these operations the Sainted Seven: Buffalo News, Fechheimer, Kirby, Nebraska Furniture Mart, Scott Fetzer Manufacturing Group, See's, and World Book. In 1988 the Saints came marching in. You can see just how extraordinary their returns on capital were by examining the historical-cost financial statements on page 45, which combine the figures of the Sainted Seven with those of several smaller units. With no benefit from financial leverage, this group earned about 67% on average equity capital.

Năm ngoái, chúng tôi đã đặt tên cho những hoạt động này là "Bộ bảy Hiển thánh" (Sainted Seven): Buffalo News, Fechheimer, Kirby, Nebraska Furniture Mart, Scott Fetzer Manufacturing Group, See's Candies và World Book. Trong năm 1988, "các vị Thánh đã cùng nhau tiến bước". Bạn có thể thấy tỷ suất sinh lời trên vốn của họ phi thường đến mức nào bằng cách xem các báo cáo tài chính theo giá gốc lịch sử ở trang 45, nơi kết hợp số liệu của "Bộ bảy Hiển thánh" với một vài đơn vị nhỏ hơn. Không cần đến sự hỗ trợ từ đòn bẩy tài chính, nhóm này đã đạt được mức sinh lời trung bình khoảng 67% trên vốn chủ sở hữu.

In most cases the remarkable performance of these units arises partially from an exceptional business franchise; in all cases an exceptional management is a vital factor. The contribution Charlie and I make is to leave these managers alone.

Trong hầu hết các trường hợp, hiệu suất đáng kinh ngạc của các đơn vị này một phần bắt nguồn từ một nhượng quyền kinh doanh (franchise) đặc biệt; và trong mọi trường hợp, một bộ máy quản lý xuất sắc là yếu tố sống còn. Sự đóng góp mà Charlie và tôi thực hiện chính là: Để mặc các nhà quản lý đó tự điều hành.

In my judgment, these businesses, in aggregate, will continue to produce superb returns. We'll need these: Without this help Berkshire would not have a chance of achieving our 15% goal. You can be sure that our operating managers will deliver; the question mark in our future is whether Charlie and I can effectively employ the funds that they generate.

Theo nhận định của tôi, xét về tổng thể, những doanh nghiệp này sẽ tiếp tục tạo ra tỷ suất sinh lời tuyệt vời. Chúng tôi thực sự cần điều đó: Nếu không có sự trợ giúp này, Berkshire sẽ không có cơ hội đạt được mục tiêu 15%. Các bạn có thể yên tâm rằng các nhà quản lý vận hành

của chúng tôi sẽ hoàn thành nhiệm vụ; dấu hỏi lớn cho tương lai của chúng ta là liệu Charlie và tôi có thể phân bổ một cách hiệu quả nguồn vốn mà họ tạo ra hay không.

In that respect, we took a step in the right direction early in 1989 when we purchased an 80% interest in Borsheim's, a jewelry business in Omaha. This purchase, described later in this letter, delivers exactly what we look for: an outstanding business run by people we like, admire, and trust. It's a great way to start the year.

Về phương diện đó, chúng tôi đã thực hiện một bước đi đúng hướng vào đầu năm 1989 khi mua lại 80% cổ phần của Borsheim's, một doanh nghiệp kinh doanh trang sức tại Omaha. Thương vụ này — sẽ được mô tả chi tiết hơn ở phần sau của bức thư — mang lại chính xác những gì chúng tôi tìm kiếm: Một doanh nghiệp xuất sắc được điều hành bởi những người mà chúng tôi yêu quý, ngưỡng mộ và tin tưởng. Đó là một cách tuyệt vời để bắt đầu năm mới.

Accounting Changes

Những thay đổi về Kế toán

We have made a significant accounting change that was mandated for 1988, and likely will have another to make in 1990. When we move figures around from year to year, without any change in economic reality, one of our always-thrilling discussions of accounting is necessary.

Chúng tôi đã thực hiện một thay đổi quan trọng về kế toán theo quy định bắt buộc cho năm 1988, và có khả năng sẽ phải thực hiện một thay đổi khác vào năm 1990. Khi chúng tôi di chuyển các con số từ năm này sang năm khác mà không có bất kỳ thay đổi nào về thực tế kinh tế, một trong những cuộc thảo luận luôn-đầy-hào-hứng của chúng tôi về kế toán là điều cần thiết.

First, I'll offer my customary disclaimer: Despite the shortcomings of generally accepted accounting principles (GAAP), I would hate to have the job of devising a better set of rules. The limitations of the existing set, however, need not be inhibiting: CEOs are free to treat GAAP statements as a beginning rather than an end to their obligation to inform owners and creditors - and indeed they should. After all, any manager of a subsidiary company would find himself in hot water if he reported barebones GAAP numbers that omitted key information needed by his boss, the parent corporation's CEO. Why, then, should the CEO himself withhold information vitally useful to his bosses - the shareholder-owners of the corporation?

Trước tiên, tôi sẽ đưa ra lời khước từ trách nhiệm theo thói quen của mình: Bất chấp những thiếu sót của các nguyên tắc kế toán được chấp nhận chung (GAAP), tôi sẽ ghét phải đảm nhận công việc thiết lập một bộ quy tắc tốt hơn. Tuy nhiên, những hạn chế của bộ quy tắc hiện tại không nhất thiết phải là rào cản: Các CEO có quyền tự do coi các báo cáo GAAP là điểm bắt đầu thay vì điểm kết thúc cho nghĩa vụ thông tin của họ đối với chủ sở hữu và chủ nợ — và thực tế là họ nên làm như vậy. Suy cho cùng, bất kỳ người quản lý công ty con nào cũng sẽ gặp rắc rối lớn nếu anh ta báo cáo những con số GAAP sơ sài mà bỏ qua thông tin quan trọng mà sếp của anh ta, CEO của tập đoàn mẹ, cần đến. Vậy thì tại sao chính CEO lại giữ lại những thông tin cực kỳ hữu ích cho

những người sếp của mình — chính là các cổ đông sở hữu tập đoàn?

What needs to be reported is data - whether GAAP, non-GAAP, or extra-GAAP - that helps financially-literate readers answer three key questions: (1) Approximately how much is this company worth? (2) What is the likelihood that it can meet its future obligations? and (3) How good a job are its managers doing, given the hand they have been dealt?

Những gì cần được báo cáo là dữ liệu — cho dù là GAAP, phi-GAAP hay bổ trợ-GAAP — nhằm giúp những người đọc có kiến thức về tài chính trả lời được ba câu hỏi then chốt: (1) Giá trị xấp xỉ của công ty này là bao nhiêu? (2) Khả năng công ty có thể thực hiện các nghĩa vụ trong tương lai là như thế nào? Và (3) Các nhà quản lý đang làm tốt công việc đến mức nào, dựa trên những quân bài mà họ được chia?

In most cases, answers to one or more of these questions are somewhere between difficult and impossible to glean from the minimum GAAP presentation. The business world is simply too complex for a single set of rules to effectively describe economic reality for all enterprises, particularly those operating in a wide variety of businesses, such as Berkshire.

Trong hầu hết các trường hợp, câu trả lời cho một hoặc nhiều câu hỏi kể trên thường nằm đâu đó giữa mức độ từ "khó khăn" đến "bất khả thi" nếu chỉ dựa trên các báo cáo tối thiểu theo chuẩn GAAP. Thế giới kinh doanh đơn giản là quá phức tạp để một bộ quy tắc duy nhất có thể mô tả hiệu quả thực tế kinh tế cho tất cả các doanh nghiệp, đặc biệt là những tập đoàn hoạt động trong nhiều lĩnh vực đa dạng như Berkshire.

Further complicating the problem is the fact that many managements view GAAP not as a standard to be met, but as an obstacle to overcome. Too often their accountants willingly assist them. ("How much," says the client, "is two plus two?" Replies the cooperative accountant, "What number did you have in mind?") Even honest and well-intentioned managements sometimes stretch GAAP a bit in order to present figures they think will more appropriately describe their performance. Both the smoothing of earnings and the "big bath" quarter are "white lie" techniques employed by otherwise upright managements.

Làm vấn đề thêm phức tạp là thực tế: nhiều ban quản lý không xem GAAP như một tiêu chuẩn cần đạt tới, mà coi đó là một trở ngại cần vượt qua. Thường thì các kế toán viên của họ cũng sẵn lòng hỗ trợ. (Khách hàng hỏi: "Hai cộng hai bằng mấy?". Anh kế toán hợp tác trả lời: "Thưa ngài, ngài đang muốn nó ra con số nào ạ?"). Ngay cả những ban quản lý trung thực và có thiện chí đôi khi cũng "co giãn" GAAP một chút để trình bày những con số mà họ nghĩ là sẽ mô tả thành quả công việc của mình một cách phù hợp hơn. Việc "làm mượt" lợi nhuận (smoothing earnings) hay báo cáo lỗ nặng một lần để dọn dẹp bảng cân đối kế toán (big bath) là những kỹ thuật "nói dối trắng trợn" được sử dụng bởi cả những ban quản lý vốn dĩ chính trực.

Then there are managers who actively use GAAP to deceive and defraud. They know that many investors and creditors accept GAAP results as gospel. So these charlatans interpret the rules

“imaginatively” and record business transactions in ways that technically comply with GAAP but actually display an economic illusion to the world.

Sau đó, còn có những nhà quản lý chủ động sử dụng GAAP để lừa dối và gian lận. Họ biết rằng nhiều nhà đầu tư và chủ nợ coi kết quả GAAP là "chân lý". Vì vậy, những kẻ bịp bợm này giải thích các quy tắc một cách "đầy sáng tạo" và ghi chép các giao dịch kinh doanh theo những cách vừa vặn tuân thủ kỹ thuật GAAP, nhưng thực chất là đang trình diễn một ảo ảnh kinh tế cho cả thế giới xem.

As long as investors - including supposedly sophisticated institutions - place fancy valuations on reported “earnings” that march steadily upward, you can be sure that some managers and promoters will exploit GAAP to produce such numbers, no matter what the truth may be. Over the years, Charlie and I have observed many accounting-based frauds of staggering size. Few of the perpetrators have been punished; many have not even been censured. It has been far safer to steal large sums with a pen than small sums with a gun.

Chừng nào các nhà đầu tư — bao gồm cả các tổ chức được cho là sành sỏi — còn đặt ra những mức định giá cao ngất ngưỡng dựa trên "lợi nhuận" được báo cáo tăng trưởng đều đặn, thì bạn có thể chắc chắn rằng một số nhà quản lý và những kẻ quảng bá sẽ lợi dụng GAAP để tạo ra những con số như vậy, bất kể sự thật có ra sao. Qua nhiều năm, Charlie và tôi đã quan sát thấy nhiều vụ gian lận dựa trên kế toán với quy mô kinh khủng. Rất ít kẻ thủ ác bị trừng phạt; nhiều kẻ thậm chí còn không bị khiển trách. Việc dùng một cây bút để đánh cắp những khoản tiền khổng lồ đã tỏ ra an toàn hơn nhiều so với việc dùng súng để cướp những khoản tiền nhỏ.

Under one major change mandated by GAAP for 1988, we have been required to fully consolidate all our subsidiaries in our balance sheet and earnings statement. In the past, Mutual Savings and Loan, and Scott Fetzer Financial (a credit company that primarily finances installment sales of World Book and Kirby products) were consolidated on a “one-line” basis. That meant we (1) showed our equity in their combined net worths as a single- entry asset on Berkshire’s consolidated balance sheet and (2) included our equity in their combined annual earnings as a single-line income entry in our consolidated statement of earnings. Now the rules require that we consolidate each asset and liability of these companies in our balance sheet and each item of their income and expense in our earnings statement.

Theo một thay đổi lớn do GAAP bắt buộc vào năm 1988, chúng tôi được yêu cầu phải hợp nhất hoàn toàn tất cả các công ty con vào bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh của mình. Trước đây, Mutual Savings and Loan và Scott Fetzer Financial (một công ty tín dụng chủ yếu tài trợ cho việc bán trả góp các sản phẩm của World Book và Kirby) được hợp nhất theo phương pháp "một dòng" (one-line basis). Điều đó có nghĩa là chúng tôi chỉ: (1) hiển thị phần vốn chủ sở hữu của mình trong tổng giá trị tài sản ròng của họ như một mục tài sản đơn lẻ trên bảng cân đối kế toán hợp nhất của Berkshire và (2) Đưa phần vốn chủ sở hữu của mình trong tổng lợi nhuận hàng năm của họ vào một mục thu nhập đơn lẻ trong báo cáo kết quả kinh doanh hợp nhất. Giờ đây, các quy tắc yêu cầu chúng tôi phải hợp nhất từng tài sản và nợ phải trả của các công ty này vào bảng cân đối kế toán của mình, và từng khoản mục thu nhập và chi phí vào báo cáo kết

quả kinh doanh.

This change underscores the need for companies also to report segmented data: The greater the number of economically diverse business operations lumped together in conventional financial statements, the less useful those presentations are and the less able investors are to answer the three questions posed earlier. Indeed, the only reason we ever prepare consolidated figures at Berkshire is to meet outside requirements. On the other hand, Charlie and I constantly study our segment data.

Sự thay đổi này nhấn mạnh nhu cầu của các công ty trong việc báo cáo dữ liệu theo từng phân khúc: Càng nhiều hoạt động kinh doanh đa dạng về mặt kinh tế bị gộp chung vào các báo cáo tài chính truyền thống, thì những phần trình bày đó càng ít hữu dụng và nhà đầu tư càng ít có khả năng trả lời được ba câu hỏi then chốt đã nêu ở trên. Thực tế, lý do duy nhất mà chúng tôi lập các con số hợp nhất tại Berkshire là để đáp ứng các yêu cầu bên ngoài. Mặt khác, Charlie và tôi liên tục nghiên cứu dữ liệu phân khúc của mình.

Now that we are required to bundle more numbers in our GAAP statements, we have decided to publish additional supplementary information that we think will help you measure both business value and managerial performance. (Berkshire's ability to discharge its obligations to creditors - the third question we listed - should be obvious, whatever statements you examine.) In these supplementary presentations, we will not necessarily follow GAAP procedures, or even corporate structure. Rather, we will attempt to lump major business activities in ways that aid analysis but do not swamp you with detail. Our goal is to give you important information in a form that we would wish to get it if our roles were reversed.

Giờ đây, khi chúng tôi bị yêu cầu phải "đóng gói" nhiều con số hơn vào các báo cáo GAAP, chúng tôi quyết định sẽ công bố thêm các thông tin bổ sung mà chúng tôi nghĩ rằng sẽ giúp bạn đo lường cả giá trị kinh doanh lẫn hiệu quả quản trị. (Khả năng thực hiện nghĩa vụ với chủ nợ của Berkshire — câu hỏi thứ ba trong danh sách — vốn đã quá rõ ràng, bất kể bạn xem xét báo cáo nào). Trong các phần trình bày bổ sung này, chúng tôi sẽ không nhất thiết phải tuân theo các quy trình GAAP, hay thậm chí là cấu trúc tập đoàn. Thay vào đó, chúng tôi sẽ cố gắng gom nhóm các hoạt động kinh doanh chính theo những cách hỗ trợ cho việc phân tích nhưng không làm bạn bị choáng ngợp bởi các chi tiết vụn vặt. Mục tiêu của chúng tôi là cung cấp cho bạn thông tin quan trọng dưới hình thức mà chúng tôi mong muốn nhận được nếu vai trò của chúng ta được hoán đổi cho nhau.

On pages 41-47 we show separate combined balance sheets and earnings statements for: (1) our subsidiaries engaged in finance- type operations, which are Mutual Savings and Scott Fetzer Financial; (2) our insurance operations, with their major investment positions itemized; (3) our manufacturing, publishing and retailing businesses, leaving aside certain non-operating assets and purchase-price accounting adjustments; and (4) an all- other category that includes the non-operating assets (primarily marketable securities) held by the companies in (3) as well as various assets and debts of the Wesco and Berkshire parent companies.

Tại các trang 41-47, chúng tôi trình bày các bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh riêng biệt cho: (1) các công ty con trong lĩnh vực tài chính: Gồm Mutual Savings và Scott Fetzer Financial; (2) hoạt động bảo hiểm: Với các danh mục đầu tư chính được liệt kê chi tiết; (3) các doanh nghiệp sản xuất, xuất bản và bán lẻ: Loại bỏ một số tài sản phi vận hành và các điều chỉnh kế toán về giá mua; và (4) danh mục "Tất cả các mục khác": Bao gồm các tài sản phi vận hành (chủ yếu là chứng khoán có thể thanh khoản) được nắm giữ bởi các công ty trong nhóm (3), cùng với các khoản nợ và tài sản khác nhau của các công ty mẹ Wesco và Berkshire.

If you combine the earnings and the net worths of these four segments, you will derive totals matching those shown on our GAAP statements. However, we want to emphasize that our new presentation does not fall within the purview of our auditors, who in no way bless it. (In fact, they may be horrified; I don't want to ask.)

Nếu bạn cộng lợi nhuận và tài sản ròng của bốn phân khúc này, bạn sẽ nhận được các con số tổng khớp với các báo cáo GAAP. Tuy nhiên, chúng tôi muốn nhấn mạnh rằng cách trình bày mới của chúng tôi không nằm trong phạm vi kiểm tra của các kiểm toán viên, và họ hoàn toàn không xác nhận nó. (Trên thực tế, họ có thể đang kinh hoàng; tôi cũng chẳng muốn hỏi làm gì).

I referred earlier to a major change in GAAP that is expected in 1990. This change relates to the calculation of deferred taxes, and is both complicated and controversial - so much so that its imposition, originally scheduled for 1989, was postponed for a year.

Tôi đã đề cập ở trên rằng có một thay đổi lớn trong GAAP dự kiến vào năm 1990. Thay đổi này liên quan đến việc tính toán thuế thu nhập hoãn lại (deferred taxes), và nó vừa phức tạp vừa gây tranh cãi — phức tạp đến mức việc áp dụng, vốn ban đầu được lên lịch vào năm 1989, đã bị hoãn lại một năm.

When implemented, the new rule will affect us in various ways. Most important, we will be required to change the way we calculate our liability for deferred taxes on the unrealized appreciation of stocks held by our insurance companies.

Khi được thực thi, quy tắc mới này sẽ ảnh hưởng đến chúng tôi theo nhiều cách khác nhau. Quan trọng nhất là chúng tôi sẽ buộc phải thay đổi cách tính toán khoản nợ thuế hoãn lại đối với phần lợi nhuận chưa thực hiện (unrealized appreciation) từ các cổ phiếu do các công ty bảo hiểm của chúng tôi nắm giữ.

Right now, our liability is layered. For the unrealized appreciation that dates back to 1986 and earlier years, \$1.2 billion, we have booked a 28% tax liability. For the unrealized appreciation built up since, \$600 million, the tax liability has been booked at 34%. The difference reflects the increase in tax rates that went into effect in 1987.

Hiện tại, khoản nợ thuế của chúng tôi được phân lớp: Đối với khoản lợi nhuận chưa thực hiện có từ năm 1986 trở về trước (1,2 tỷ đô la), chúng tôi ghi nhận nợ thuế ở mức 28%. Đối với khoản lợi nhuận chưa thực hiện tích lũy từ đó đến nay (600 triệu đô la), nợ thuế được ghi nhận ở

mức 34%. Sự khác biệt này phản ánh việc tăng thuế suất có hiệu lực từ năm 1987.

It now appears, however, that the new accounting rule will require us to establish the entire liability at 34% in 1990, taking the charge against our earnings. Assuming no change in tax rates by 1990, this step will reduce our earnings in that year (and thereby our reported net worth) by \$71 million. The proposed rule will also affect other items on our balance sheet, but these changes will have only a minor impact on earnings and net worth.

Tuy nhiên, có vẻ như quy tắc kế toán mới sẽ yêu cầu chúng tôi phải thiết lập toàn bộ khoản nợ thuế này ở mức 34% vào năm 1990, và tính khoản này trừ vào lợi nhuận. Giả sử thuế suất không đổi cho đến năm 1990, bước đi này sẽ làm giảm lợi nhuận của chúng tôi trong năm đó (và do đó làm giảm tài sản ròng báo cáo) khoảng 71 triệu đô la. Quy định đề xuất này cũng sẽ ảnh hưởng đến các hạng mục khác trên bảng cân đối kế toán, nhưng những thay đổi đó sẽ chỉ có tác động nhỏ đến lợi nhuận và tài sản ròng.

We have no strong views about the desirability of this change in calculation of deferred taxes. We should point out, however, that neither a 28% nor a 34% tax liability precisely depicts economic reality at Berkshire since we have no plans to sell the stocks in which we have the great bulk of our gains.

Chúng tôi không có quan điểm gay gắt về việc liệu sự thay đổi trong cách tính thuế hoãn lại này là đáng mong đợi hay không. Tuy nhiên, chúng tôi cần chỉ ra rằng, dù là mức nợ thuế 28% hay 34% thì đều không mô tả chính xác thực tế kinh tế tại Berkshire, bởi vì chúng tôi không có kế hoạch bán các cổ phiếu vốn đang nắm giữ phần lớn lợi nhuận của mình.

To those of you who are uninterested in accounting, I apologize for this dissertation. I realize that many of you do not pore over our figures, but instead hold Berkshire primarily because you know that: (1) Charlie and I have the bulk of our money in Berkshire; (2) we intend to run things so that your gains or losses are in direct proportion to ours; and (3) the record has so far been satisfactory. There is nothing necessarily wrong with this kind of “faith” approach to investing. Other shareholders, however, prefer an “analysis” approach and we want to supply the information they need. In our own investing, we search for situations in which both approaches give us the same answer.

Gửi tới những ai không quan tâm đến kế toán, tôi xin lỗi vì bài luận dài dòng này. Tôi nhận ra rằng nhiều bạn không nghiên cứu tỉ mỉ các con số của chúng tôi, mà thay vào đó nắm giữ Berkshire chủ yếu vì bạn biết rằng: (1) Charlie và tôi để phần lớn tài sản của mình tại Berkshire; (2) Chúng tôi dự định điều hành mọi thứ sao cho lãi hay lỗ của bạn sẽ tỷ lệ thuận trực tiếp với lãi hay lỗ của chúng tôi; và (3) Thành tích cho đến nay vẫn thỏa đáng. Không có gì sai trái với cách tiếp cận đầu tư dựa trên “niềm tin” này. Tuy nhiên, những cổ đông khác lại ưa thích cách tiếp cận dựa trên “phân tích”, và chúng tôi muốn cung cấp đầy đủ thông tin mà họ cần. Trong hoạt động đầu tư của chính mình, chúng tôi luôn tìm kiếm những tình huống mà cả hai cách tiếp cận đều đưa ra cùng một câu trả lời.

Sources of Reported Earnings

Các nguồn lợi nhuận được báo cáo

In addition to supplying you with our new four-sector accounting material, we will continue to list the major sources of Berkshire's reported earnings just as we have in the past.

Ngoài việc cung cấp cho bạn tài liệu kế toán theo bốn phân khúc mới, chúng tôi sẽ tiếp tục liệt kê các nguồn lợi nhuận chính được báo cáo của Berkshire giống như cách chúng tôi đã làm trong quá khứ.

In the following table, amortization of Goodwill and other major purchase-price accounting adjustments are not charged against the specific businesses to which they apply but are instead aggregated and shown separately. This procedure lets you view the earnings of our businesses as they would have been reported had we not purchased them. I've explained in past reports why this form of presentation seems to us to be more useful to investors and managers than the standard GAAP presentation, which makes purchase-price adjustments on a business-by-business basis. The total net earnings we show in the table are, of course, identical to the GAAP total in our audited financial statements.

Trong bảng dưới đây, khoản khấu hao lợi thế thương mại (Goodwill) và các điều chỉnh kế toán lớn khác về giá mua sẽ không bị trừ trực tiếp vào lợi nhuận của từng doanh nghiệp cụ thể, mà thay vào đó sẽ được gộp lại và hiển thị riêng biệt. Quy trình này cho phép bạn nhìn nhận lợi nhuận của các doanh nghiệp như thể chúng được báo cáo nếu chúng tôi chưa từng mua lại chúng. Trong các báo cáo trước đây, tôi đã giải thích tại sao hình thức trình bày này có vẻ hữu ích đối với các nhà đầu tư và nhà quản lý hơn là cách trình bày theo chuẩn GAAP thông thường (vốn thực hiện các điều chỉnh giá mua trên cơ sở từng doanh nghiệp riêng lẻ). Tất nhiên, tổng lợi nhuận ròng mà chúng tôi hiển thị trong bảng hoàn toàn khớp với tổng số GAAP trong các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của chúng tôi.

Further information about these businesses is given in the Business Segment section on pages 32-34, and in the Management's Discussion section on pages 36-40. In these sections you also will find our segment earnings reported on a GAAP basis. For information on Wesco's businesses, I urge you to read Charlie Munger's letter, which starts on page 52. It contains the best description I have seen of the events that produced the present savings-and-loan crisis. Also, take special note of Dave Hillstrom's performance at Precision Steel Warehouse, a Wesco subsidiary. Precision operates in an extremely competitive industry, yet Dave consistently achieves good returns on invested capital. Though data is lacking to prove the point, I think it is likely that his performance, both in 1988 and years past, would rank him number one among his peers.

Thông tin chi tiết hơn về các doanh nghiệp này được cung cấp trong phần Phân khúc Kinh doanh tại các trang 32-34, và trong phần Thảo luận của Ban quản lý tại các trang 36-40. Trong các phần đó, bạn cũng sẽ tìm thấy lợi nhuận phân khúc của chúng tôi được báo cáo theo chuẩn GAAP.

Đối với thông tin về các doanh nghiệp của Wesco, tôi đặc biệt khuyến khích bạn đọc thư của Charlie Munger, bắt đầu từ trang 52. Nó chứa đựng mô tả hay nhất mà tôi từng thấy về những sự kiện đã tạo ra cuộc khủng hoảng tiết kiệm và cho vay hiện nay. Ngoài ra, hãy đặc biệt lưu tâm đến thành quả của Dave Hillstrom tại Precision Steel Warehouse, một công ty con của Wesco. Precision hoạt động trong một ngành cực kỳ cạnh tranh, vậy mà Dave luôn đạt được tỷ suất sinh lời tốt trên vốn đầu tư. Mặc dù thiếu dữ liệu để chứng minh điểm này, tôi nghĩ rằng thành tích của ông ấy, cả trong năm 1988 và những năm trước, có lẽ sẽ xếp ông ở vị trí số một so với các đồng nghiệp cùng ngành.

(000s omitted)				
		<i>Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)</i>		
<i>Pre-Tax Earnings</i>				
	<i>1988</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1987</i>
Operating Earnings:				
Insurance Group:				
Underwriting	\$(11,081)	\$(55,429)	\$ (1,045)	\$(20,696)
Net Investment Income	231,250	152,483	197,779	136,658
Buffalo News	42,429	39,410	25,462	21,304
Fechheimer	14,152	13,332	7,720	6,580
Kirby	26,891	22,408	17,842	12,891
Nebraska Furniture Mart	18,439	16,837	9,099	7,554
Scott Fetzer				
Manufacturing Group	28,542	30,591	17,640	17,555
See's Candies	32,473	31,693	19,671	17,363
Wesco - other than Insurance	16,133	6,209	10,650	4,978
World Book	27,890	25,745	18,021	15,136
Amortization of Goodwill	(2,806)	(2,862)	(2,806)	(2,862)
Other Purchase-Price				
Accounting Charges	(6,342)	(5,546)	(7,340)	(6,544)
Interest on Debt*	(35,613)	(11,474)	(23,212)	(5,905)
Shareholder-Designated				
Contributions	(4,966)	(4,938)	(3,217)	(2,963)
Other	41,059	23,217	27,177	13,697
Operating Earnings	418,450	281,676	313,441	214,746
Sales of Securities	131,671	28,838	85,829	19,806
Total Earnings - All Entities ..	\$550,121	\$310,514	\$399,270	\$234,552

**Excludes interest expense of Scott Fetzer Financial Group.*

Pre-Tax Earnings/ Lợi nhuận trước thuế

Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)/ Phần lợi nhuận ròng của Berkshire (sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số)

**Excludes interest expense of Scott Fetzer Financial Group.*

**Không bao gồm chi phí lãi vay của Scott Fetzer Financial Group.*

The earnings achieved by our operating businesses are superb, whether measured on an absolute basis or against those of their competitors. For that we thank our operating managers: You and I are fortunate to be associated with them.

Lợi nhuận mà các doanh nghiệp vận hành của chúng ta đạt được thật sự phi thường, dù xét trên con số tuyệt đối hay khi so sánh với các đối thủ cạnh tranh. Vì điều đó, chúng ta phải cảm ơn các nhà quản lý vận hành của mình: Bạn và tôi thật may mắn khi được hợp tác với họ.

At Berkshire, associations like these last a long time. We do not remove superstars from our lineup merely because they have attained a specified age - whether the traditional 65, or the 95 reached by Mrs. B on the eve of Hanukkah in 1988. Superb managers are too scarce a resource to be discarded simply because a cake gets crowded with candles. Moreover, our experience with newly-minted MBAs has not been that great. Their academic records always look terrific and the candidates always know just what to say; but too often they are short on personal commitment to the company and general business savvy. It's difficult to teach a new dog old tricks.

Tại Berkshire, những sự hợp tác như thế này kéo dài rất lâu. Chúng tôi không loại bỏ những "siêu sao" khỏi đội hình chỉ vì họ đã đạt đến một độ tuổi nhất định — cho dù đó là tuổi 65 truyền thống, hay là tuổi 95 mà bà B (Rose Blumkin) đã chạm tới vào đêm trước lễ Hanukkah năm 1988. Những nhà quản lý xuất sắc là nguồn lực quá khan hiếm để có thể vứt bỏ chỉ vì chiếc bánh sinh nhật đã trở nên chật chội vì cắm quá nhiều nến. Hơn nữa, trải nghiệm của chúng tôi với những thạc sĩ quản trị kinh doanh (MBA) mới ra lò không mấy khả quan. Hồ sơ học thuật của họ luôn trông rất hoành tráng và các ứng viên luôn biết chính xác những gì cần nói; nhưng quá thường xuyên, họ lại thiếu đi sự cam kết cá nhân với công ty và sự nhạy bén kinh doanh thông thường. Thật khó để dạy một "chú chó mới" những "ngón nghề cũ".

Here's an update on our major non-insurance operations:

Dưới đây là phần cập nhật về các hoạt động kinh doanh phi bảo hiểm chính của chúng tôi:

- o At Nebraska Furniture Mart, Mrs. B (Rose Blumkin) and her cart roll on and on. She's been the boss for 51 years, having started the business at 44 with \$500. (Think what she would have done with \$1,000!) With Mrs. B, old age will always be ten years away.

- o Tại Nebraska Furniture Mart, Bà B (Rose Blumkin) và chiếc xe điện của bà vẫn tiếp tục lăn bánh không ngừng nghỉ. Bà đã làm chủ doanh nghiệp này trong suốt 51 năm, bắt đầu từ năm 44 tuổi với số vốn vồn vẹn 500 USD. (Hãy thử tưởng tượng bà sẽ làm được gì nếu có 1.000 USD trong tay!). Với Bà B, "tuổi già" sẽ luôn là chuyện của mười năm tới.

The Mart, long the largest home furnishings store in the country, continues to grow. In the fall, the store opened a detached 20,000 square foot Clearance Center, which expands our ability to offer bargains in all price ranges.

NFM từ lâu đã là cửa hàng nội thất lớn nhất cả nước và vẫn tiếp tục tăng trưởng. Vào mùa thu, cửa hàng đã khai trương một Trung tâm Thanh lý (Clearance Center) riêng biệt rộng gần 2.000 m², giúp mở rộng khả năng cung cấp các món hàng giá hời ở mọi phân khúc giá.

Recently Dillard's, one of the most successful department store operations in the country, entered the Omaha market. In many of its stores, Dillard's runs a full furniture department, undoubtedly doing well in this line. Shortly before opening in Omaha, however, William Dillard, chairman of the company, announced that his new store would not sell furniture. Said he, referring to NFM: "We don't want to compete with them. We think they are about the best there is."

Mới đây, Dillard's, một trong những hệ thống cửa hàng bách hóa thành công nhất cả nước, đã gia nhập thị trường Omaha. Tại nhiều cửa hàng khác, Dillard's vận hành một bộ phận nội thất đầy đủ và chắc chắn là làm rất tốt mảng này. Tuy nhiên, ngay trước khi khai trương tại Omaha, ông William Dillard, chủ tịch công ty, đã thông báo rằng cửa hàng mới của ông sẽ không bán nội thất. Khi nhắc đến NFM, ông nói: "Chúng tôi không muốn cạnh tranh với họ. Chúng tôi nghĩ họ là những người giỏi nhất hiện nay."

At the Buffalo News we extol the value of advertising, and our policies at NFM prove that we practice what we preach. Over the past three years NFM has been the largest ROP advertiser in the Omaha World-Herald. (ROP advertising is the kind printed in the paper, as contrasted to the preprinted-insert kind.) In no other major market, to my knowledge, is a home furnishings operation the leading customer of the newspaper. At times, we also run large ads in papers as far away as Des Moines, Sioux City and Kansas City - always with good results. It truly does pay to advertise, as long as you have something worthwhile to offer.

Tại Buffalo News, chúng tôi luôn ca ngợi giá trị của quảng cáo, và các chính sách của chúng tôi tại NFM chứng minh rằng chúng tôi "nói đi đôi với làm". Trong ba năm qua, NFM là khách hàng quảng cáo ROP lớn nhất của tờ Omaha World-Herald. (Quảng cáo ROP là loại được in trực tiếp trên trang báo, trái ngược với loại tờ rơi kẹp sẵn). Theo hiểu biết của tôi, không có thị trường lớn nào khác mà một doanh nghiệp kinh doanh nội thất lại là khách hàng dẫn đầu của một tờ báo. Đôi khi, chúng tôi cũng chạy những quảng cáo lớn trên các tờ báo ở tận Des Moines, Sioux City và Kansas City — và luôn thu về kết quả tốt. Quảng cáo thực sự mang lại hiệu quả, miễn là bạn có một sản phẩm/dịch vụ đáng giá để cung cấp.

Mrs. B's son, Louie, and his boys, Ron and Irv, complete the winning Blumkin team. It's a joy to work with this family. All its members have character that matches their extraordinary abilities.

Con trai của Bà B, Louie, cùng các con trai của ông là Ron và Irv, đã tạo nên một "đội hình Blumkin" chiến thắng. Thật là một niềm vui khi được làm việc với gia đình này. Tất cả các thành

viên đều có phẩm cách tương xứng với những năng lực phi thường của họ.

o Last year I stated unequivocally that pre-tax margins at The Buffalo News would fall in 1988. That forecast would have proved correct at almost any other newspaper our size or larger. But Stan Lipsey - bless him - has managed to make me look foolish.

o Năm ngoái, tôi đã khẳng định một cách dứt khoát rằng biên lợi nhuận trước thuế tại The Buffalo News sẽ giảm trong năm 1988. Dự báo đó lẽ ra đã đúng với hầu hết các tờ báo khác có quy mô bằng hoặc lớn hơn chúng tôi. Nhưng Stan Lipsey — cầu Chúa ban phúc cho ông ấy — đã khiến tôi trông thật ngớ ngẩn.

Though we increased our prices a bit less than the industry average last year, and though our newsprint costs and wage rates rose in line with industry norms, Stan actually improved margins a tad. No one in the newspaper business has a better managerial record. He has achieved it, furthermore, while running a paper that gives readers an extraordinary amount of news. We believe that our “newshole” percentage - the portion of the paper devoted to news - is bigger than that of any other dominant paper of our size or larger. The percentage was 49.5% in 1988 versus 49.8% in 1987. We are committed to keeping it around 50%, whatever the level or trend of profit margins.

Mặc dù năm ngoái chúng tôi tăng giá ít hơn mức trung bình của ngành, và dù chi phí giấy in cũng như mức lương đều tăng theo xu thế chung, Stan thực tế đã cải thiện biên lợi nhuận một chút. Trong ngành báo chí, không ai có thành tích quản trị tốt hơn ông ấy. Hơn nữa, ông đã đạt được điều đó trong khi vẫn điều hành một tờ báo cung cấp cho độc giả một lượng tin tức khổng lồ. Chúng tôi tin rằng tỷ lệ “newshole” — phần diện tích tờ báo dành cho tin tức — của chúng tôi lớn hơn bất kỳ tờ báo chủ chốt nào khác cùng quy mô hoặc lớn hơn. Tỷ lệ này là 49,5% trong năm 1988 so với 49,8% năm 1987. Chúng tôi cam kết giữ mức này ở khoảng 50%, bất kể mức độ hay xu hướng của biên lợi nhuận như thế nào.

Charlie and I have loved the newspaper business since we were youngsters, and we have had great fun with the News in the 12 years since we purchased it. We were fortunate to find Murray Light, a top-flight editor, on the scene when we arrived and he has made us proud of the paper ever since.

Charlie và tôi đã yêu thích kinh doanh báo chí từ khi còn trẻ, và chúng tôi đã có khoảng thời gian tuyệt vời với tờ News trong 12 năm kể từ khi mua lại nó. Chúng tôi đã may mắn tìm thấy Murray Light, một biên tập viên xuất sắc, ngay khi chúng tôi mới tiếp quản và ông ấy đã khiến chúng tôi tự hào về tờ báo kể từ đó.

o See’s Candies sold a record 25.1 million pounds in 1988. Prospects did not look good at the end of October, but excellent Christmas volume, considerably better than the record set in 1987, turned the tide.

o See’s Candies đã lập kỷ lục với 25,1 triệu pound kẹo được bán ra trong năm 1988.

Triển vọng có vẻ không mấy khả quan vào cuối tháng 10, nhưng khối lượng bán hàng xuất sắc trong dịp Giáng sinh — vượt xa kỷ lục được thiết lập vào năm 1987 — đã làm xoay chuyển tình thế.

As we've told you before, See's business continues to become more Christmas-concentrated. In 1988, the Company earned a record 90% of its full-year profits in December: \$29 million out of \$32.5 million before tax. (It's enough to make you believe in Santa Claus.) December's deluge of business produces a modest seasonal bulge in Berkshire's corporate earnings. Another small bulge occurs in the first quarter, when most World Book annuals are sold.

Như chúng tôi đã từng chia sẻ với các bạn trước đây, hoạt động kinh doanh của See's ngày càng tập trung mạnh vào dịp Giáng sinh. Trong năm 1988, Công ty đã đạt được mức kỷ lục khi 90% lợi nhuận cả năm đến từ tháng 12: 29 triệu USD trên tổng số 32,5 triệu USD lợi nhuận trước thuế. (Điều này đủ để khiến bạn tin vào sự tồn tại của Ông già Noel). Sự bùng nổ kinh doanh trong tháng 12 này tạo ra một "điểm lồi" (bulge) nhẹ về mặt mùa vụ trong lợi nhuận tập đoàn của Berkshire. Một "điểm lồi" nhỏ khác cũng xảy ra vào quý đầu tiên, khi hầu hết các ấn bản niên giám của World Book được bán ra.

Charlie and I put Chuck Huggins in charge of See's about five minutes after we bought the company. Upon reviewing his record, you may wonder what took us so long.

Charlie và tôi đã giao quyền điều hành See's cho Chuck Huggins chỉ khoảng năm phút sau khi chúng tôi mua lại công ty. Nhìn vào thành tích của ông ấy, bạn có lẽ sẽ thắc mắc tại sao chúng tôi lại mất nhiều thời gian đến thế (để bỏ nhiệm ông ấy).

o At Fechheimer, the Heldmans - Bob, George, Gary, Roger and Fred - are the Cincinnati counterparts of the Blumkins. Neither furniture retailing nor uniform manufacturing has inherently attractive economics. In these businesses, only exceptional managements can deliver high returns on invested capital. And that's exactly what the five Heldmans do. (As Mets announcer Ralph Kiner once said when comparing pitcher Steve Trout to his father, Dizzy Trout, the famous Detroit Tigers pitcher: "There's a lot of heredity in that family.")

o Tại Fechheimer, gia đình Heldman — gồm Bob, George, Gary, Roger và Fred — chính là những "phiên bản Cincinnati" của gia đình Blumkin. Cả ngành bán lẻ nội thất lẫn sản xuất đồng phục đều không phải là những ngành có đặc tính kinh tế hấp dẫn tự thân. Trong những lĩnh vực này, chỉ có những bộ máy quản lý xuất sắc mới có thể mang lại tỷ suất sinh lời cao trên vốn đầu tư. Và đó chính xác là những gì năm thành viên nhà Heldman đã làm. (Giống như phát ngôn viên Ralph Kiner của đội Mets từng nói khi so sánh cầu thủ ném bóng Steve Trout với cha anh ta, Dizzy Trout — cầu thủ nổi tiếng của đội Detroit Tigers: "Gia đình đó có tính di truyền rất mạnh.")

Fechheimer made a fairly good-sized acquisition in 1988. Charlie and I have such confidence in the business savvy of the Heldman family that we okayed the deal without even looking at it. There are very few managements anywhere - including those running the top tier

companies of the Fortune 500 - in which we would exhibit similar confidence.

Fechheimer đã thực hiện một thương vụ mua lại với quy mô khá lớn vào năm 1988. Charlie và tôi tin tưởng vào sự nhạy bén trong kinh doanh của gia đình Heldman đến mức chúng tôi đã chấp thuận thương vụ này mà thậm chí không cần xem xét nó. Có rất ít ban quản lý ở bất cứ đâu — kể cả những người đang điều hành các công ty hàng đầu trong danh sách Fortune 500 — mà chúng tôi có thể bày tỏ sự tin tưởng tương tự.

Because of both this acquisition and some internal growth, sales at Fechheimer should be up significantly in 1989.

Nhờ vào cả thương vụ mua lại này và một số sự tăng trưởng nội tại, doanh số tại Fechheimer dự kiến sẽ tăng đáng kể trong năm 1989.

- o All of the operations managed by Ralph Schey - World Book, Kirby, and The Scott Fetzer Manufacturing Group - performed splendidly in 1988. Returns on the capital entrusted to Ralph continue to be exceptional.

- o Tất cả các đơn vị vận hành dưới sự quản lý của Ralph Schey — gồm World Book, Kirby và Nhóm Sản xuất Scott Fetzer — đều đạt thành tích rực rỡ trong năm 1988. Tỷ suất sinh lời trên số vốn giao phó cho Ralph tiếp tục ở mức ngoại hạng.

Within the Scott Fetzer Manufacturing Group, particularly fine progress was recorded at its largest unit, Campbell Hausfeld. This company, the country's leading producer of small and medium-sized air compressors, has more than doubled earnings since 1986.

Trong Nhóm Sản xuất Scott Fetzer, sự tiến bộ đặc biệt tốt được ghi nhận tại đơn vị lớn nhất là Campbell Hausfeld. Công ty này, nhà sản xuất máy nén khí cỡ nhỏ và vừa hàng đầu cả nước, đã tăng hơn gấp đôi lợi nhuận kể từ năm 1986.

Unit sales at both Kirby and World Book were up significantly in 1988, with export business particularly strong. World Book became available in the Soviet Union in September, when that country's largest American book store opened in Moscow. Ours is the only general encyclopedia offered at the store.

Doanh số bán ra của cả Kirby và World Book đều tăng đáng kể trong năm 1988, với mảng xuất khẩu đặc biệt mạnh mẽ. World Book đã có mặt tại Liên Xô vào tháng 9, khi hiệu sách Mỹ lớn nhất quốc gia này khai trương tại Moscow. Bộ bách khoa toàn thư của chúng ta là bộ bách khoa toàn thư tổng quát duy nhất được bày bán tại cửa hàng đó.

Ralph's personal productivity is amazing: In addition to running 19 businesses in superb fashion, he is active at The Cleveland Clinic, Ohio University, Case Western Reserve, and a venture capital operation that has spawned sixteen Ohio-based companies and resurrected many

others. Both Ohio and Berkshire are fortunate to have Ralph on their side.

Năng suất cá nhân của Ralph thật đáng kinh ngạc: Ngoài việc điều hành 19 doanh nghiệp một cách tuyệt vời, ông còn hoạt động tích cực tại Cleveland Clinic, Đại học Ohio, Case Western Reserve, và một quỹ đầu tư mạo hiểm đã khai sinh ra 16 công ty có trụ sở tại Ohio và hồi sinh nhiều công ty khác. Cả Ohio và Berkshire đều may mắn khi có Ralph đứng về phía mình.

Borsheim's

Borsheim's

It was in 1983 that Berkshire purchased an 80% interest in The Nebraska Furniture Mart. Your Chairman blundered then by neglecting to ask Mrs. B a question any schoolboy would have thought of: "Are there any more at home like you?" Last month I corrected the error: We are now 80% partners with another branch of the family.

Vào năm 1983, Berkshire đã mua lại 80% cổ phần của Nebraska Furniture Mart. Lúc đó, Chủ tịch của các bạn đã phạm sai lầm khi quên không hỏi Bà B một câu hỏi mà bất kỳ cậu học sinh nào cũng có thể nghĩ tới: "Ở nhà bà còn ai giống bà nữa không?". Tháng trước, tôi đã sửa chữa sai lầm đó: Chúng tôi hiện là đối tác sở hữu 80% với một nhánh khác của gia đình này.

After Mrs. B came over from Russia in 1917, her parents and five siblings followed. (Her two other siblings had preceded her.) Among the sisters was Rebecca Friedman who, with her husband, Louis, escaped in 1922 to the west through Latvia in a journey as perilous as Mrs. B's earlier odyssey to the east through Manchuria. When the family members reunited in Omaha they had no tangible assets. However, they came equipped with an extraordinary combination of brains, integrity, and enthusiasm for work - and that's all they needed. They have since proved themselves invincible.

Sau khi Bà B từ Nga đến Mỹ vào năm 1917, cha mẹ và năm anh chị em của bà đã theo sau. (Hai người anh chị em khác của bà đã đi trước đó). Trong số những người chị em có Rebecca Friedman, người cùng với chồng mình là Louis, đã trốn thoát sang phương Tây qua ngã Latvia vào năm 1922 trong một hành trình đầy hiểm nguy, không kém gì chuyến hành trình gian khổ trước đó của Bà B sang phương Đông qua ngã Mãn Châu. Khi các thành viên trong gia đình đoàn tụ tại Omaha, họ không có chút tài sản hữu hình nào. Tuy nhiên, họ được trang bị một sự kết hợp phi thường giữa trí tuệ, sự liêm chính và lòng nhiệt huyết với công việc — và đó là tất cả những gì họ cần. Kể từ đó, họ đã chứng minh mình là những người không thể bị đánh bại.

In 1948 Mr. Friedman purchased Borsheim's, a small Omaha jewelry store. He was joined in the business by his son, Ike, in 1950 and, as the years went by, Ike's son, Alan, and his sons-in-law, Marvin Cohn and Donald Yale, came in also.

Vào năm 1948, ông Friedman đã mua lại Borsheim's, một cửa hàng trang sức nhỏ tại Omaha. Con trai ông, Ike, đã tham gia kinh doanh cùng cha vào năm 1950. Qua nhiều năm, con

trai của Ike là Alan, cùng các con rể là Marvin Cohn và Donald Yale, cũng lần lượt gia nhập đội ngũ.

You won't be surprised to learn that this family brings to the jewelry business precisely the same approach that the Blumkins bring to the furniture business. The cornerstone for both enterprises is Mrs. B's creed: "Sell cheap and tell the truth." Other fundamentals at both businesses are: (1) single store operations featuring huge inventories that provide customers with an enormous selection across all price ranges, (2) daily attention to detail by top management, (3) rapid turnover, (4) shrewd buying, and (5) incredibly low expenses. The combination of the last three factors lets both stores offer everyday prices that no one in the country comes close to matching.

Bạn sẽ không ngạc nhiên khi biết rằng gia đình này mang đến ngành kinh doanh trang sức chính xác cùng một phương châm mà gia đình Blumkin đã áp dụng cho ngành nội thất. Nền tảng cho cả hai doanh nghiệp chính là tôn chỉ của Bà B: "Bán rẻ và nói thật". Những nguyên tắc cơ bản khác tại cả hai doanh nghiệp là: (1) vận hành tại một địa điểm duy nhất: Với lượng hàng tồn kho khổng lồ, cung cấp cho khách hàng sự lựa chọn cực kỳ phong phú ở mọi phân khúc giá, (2) sự sâu sát hàng ngày của ban quản lý cấp cao đến từng chi tiết nhỏ nhất, (3) tốc độ luân chuyển hàng tồn kho nhanh, (4) kỹ năng mua hàng sắc sảo, và (5) chi phí vận hành cực kỳ thấp. Sự kết hợp của ba yếu tố cuối cùng cho phép cả hai cửa hàng đưa ra mức giá niêm yết hàng ngày mà không một ai khác trên cả nước có thể sánh kịp.

Most people, no matter how sophisticated they are in other matters, feel like babes in the woods when purchasing jewelry. They can judge neither quality nor price. For them only one rule makes sense: If you don't know jewelry, know the jeweler.

Hầu hết mọi người, bất kể họ sành sỏi đến đâu trong các lĩnh vực khác, đều cảm thấy như "đứa trẻ lạc trong rừng" khi đi mua trang sức. Họ không thể đánh giá được cả chất lượng lẫn giá cả. Đối với họ, chỉ có một quy tắc duy nhất là hợp lý: Nếu bạn không am hiểu trang sức, hãy chọn người bán trang sức mà bạn tin tưởng.

I can assure you that those who put their trust in Ike Friedman and his family will never be disappointed. The way in which we purchased our interest in their business is the ultimate testimonial. Borsheim's had no audited financial statements; nevertheless, we didn't take inventory, verify receivables or audit the operation in any way. Ike simply told us what was so - - and on that basis we drew up a one-page contract and wrote a large check.

Tôi có thể cam đoan với bạn rằng những ai đặt niềm tin vào Ike Friedman và gia đình ông sẽ không bao giờ phải thất vọng. Cách thức mà chúng tôi mua lại cổ phần trong doanh nghiệp của họ chính là minh chứng tối cao cho điều đó. Borsheim's không hề có báo cáo tài chính được kiểm toán; mặc dù vậy, chúng tôi đã không kiểm kê hàng tồn kho, không xác minh các khoản phải thu hay kiểm toán hoạt động theo bất kỳ cách nào. Ike chỉ đơn giản nói cho chúng tôi biết thực trạng là như thế nào — và trên cơ sở đó, chúng tôi soạn thảo một bản hợp đồng dài đúng một trang và ký một tờ séc trị giá lớn.

Business at Borsheim's has mushroomed in recent years as the reputation of the Friedman family has spread. Customers now come to the store from all over the country. Among them have been some friends of mine from both coasts who thanked me later for getting them there.

Kinh doanh tại Borsheim's đã phát triển như nấm sau mưa trong những năm gần đây khi danh tiếng của gia đình Friedman lan xa. Khách hàng hiện nay đến cửa hàng từ khắp mọi miền đất nước. Trong số đó có cả những người bạn của tôi từ cả hai bờ duyên hải, những người sau đó đã cảm ơn tôi vì đã giới thiệu họ đến đó.

Borsheim's new links to Berkshire will change nothing in the way this business is run. All members of the Friedman family will continue to operate just as they have before; Charlie and I will stay on the sidelines where we belong. And when we say "all members," the words have real meaning. Mr. and Mrs. Friedman, at 88 and 87, respectively, are in the store daily. The wives of Ike, Alan, Marvin and Donald all pitch in at busy times, and a fourth generation is beginning to learn the ropes.

Sự kết nối mới của Borsheim's với Berkshire sẽ không thay đổi bất cứ điều gì trong cách doanh nghiệp này được điều hành. Tất cả các thành viên của gia đình Friedman sẽ tiếp tục làm việc chính xác như họ đã làm trước đây; Charlie và tôi sẽ đứng bên lề — nơi chúng tôi thuộc về. Và khi chúng tôi nói "tất cả các thành viên", những từ đó mang ý nghĩa thực sự. Ông bà Friedman, ở tuổi 88 và 87, vẫn có mặt tại cửa hàng hàng ngày. Vợ của Ike, Alan, Marvin và Donald đều chung tay giúp đỡ vào những thời điểm bận rộn, và thế hệ thứ tư đang bắt đầu học hỏi những ngón nghề đầu tiên.

It is great fun to be in business with people you have long admired. The Friedmans, like the Blumkins, have achieved success because they have deserved success. Both families focus on what's right for the customer and that, inevitably, works out well for them, also. We couldn't have better partners.

Thật là một niềm vui lớn khi được kinh doanh cùng những người mà bạn đã ngưỡng mộ từ lâu. Gia đình Friedman, cũng giống như gia đình Blumkin, đạt được thành công bởi vì họ xứng đáng với thành công đó. Cả hai gia đình đều tập trung vào những gì tốt nhất cho khách hàng và điều đó, một cách tất yếu, cũng mang lại kết quả tốt đẹp cho chính họ. Chúng tôi không thể có những đối tác nào tốt hơn thế.

Insurance Operations

Hoạt động Bảo hiểm

Shown below is an updated version of our usual table presenting key figures for the insurance industry:

Dưới đây là phiên bản cập nhật của bảng số liệu quen thuộc trình bày các con số then chốt

của ngành bảo hiểm:

	<i>Yearly Change in Premiums Written (%)</i>	<i>Statutory Combined Ratio After Policyholder Dividends</i>	<i>Yearly Change in Incurred Losses (%)</i>	<i>Inflation Rate Measured by GNP Deflator (%)</i>
1981	3.8	106.0	6.5	9.6
1982	3.7	109.6	8.4	6.4
1983	5.0	112.0	6.8	3.8
1984	8.5	118.0	16.9	3.7
1985	22.1	116.3	16.1	3.2
1986	22.2	108.0	13.5	2.7
1987	9.4	104.6	7.8	3.3
1988 (Est.)	3.9	105.4	4.2	3.6

Source: A.M. Best Co.

Yearly Change in Premiums Written (%)/ Thay đổi hàng năm về Phí bảo hiểm đã viết
Statutory Combined Ratio After Policyholder Dividends/ Tỷ lệ kết hợp theo luật định sau
cổ tức cho chủ hợp đồng
Yearly Change in Incurred Losses (%)/ Thay đổi hàng năm về Tổng thất phát sinh
Inflation Rate Measured by GNP Deflator (%)/ Tỷ lệ lạm phát đo bằng Chỉ số giảm phát
GNP

The combined ratio represents total insurance costs (losses incurred plus expenses) compared to revenue from premiums: A ratio below 100 indicates an underwriting profit, and one above 100 indicates a loss. When the investment income that an insurer earns from holding on to policyholders' funds ("the float") is taken into account, a combined ratio in the 107-111 range typically produces an overall break-even result, exclusive of earnings on the funds provided by shareholders.

Tỷ lệ kết hợp (combined ratio) thể hiện tổng chi phí bảo hiểm (tổng thất phát sinh cộng với chi phí vận hành) so với doanh thu từ phí bảo hiểm: Tỷ lệ dưới 100 cho thấy có lợi nhuận nghiệp vụ, và trên 100 cho thấy một khoản lỗ. Khi tính đến thu nhập đầu tư mà một công ty bảo hiểm kiếm được từ việc nắm giữ tiền của chủ hợp đồng ("float"), một tỷ lệ kết hợp trong khoảng 107-111 thường sẽ tạo ra kết quả hòa vốn tổng thể, chưa tính đến lợi nhuận từ nguồn vốn do cổ đông cung cấp.

For the reasons laid out in previous reports, we expect the industry's incurred losses to grow by about 10% annually, even in years when general inflation runs considerably lower. If premium growth meanwhile materially lags that 10% rate, underwriting losses will mount, though the industry's tendency to underreserve when business turns bad may obscure their size for a time. As the table shows, the industry's underwriting loss grew in 1988. This trend is almost certain to

continue - and probably will accelerate - for at least two more years.

Vì những lý do đã được trình bày trong các báo cáo trước, chúng tôi dự đoán tổn thất phát sinh của ngành sẽ tăng khoảng 10% mỗi năm, ngay cả trong những năm lạm phát chung thấp hơn đáng kể. Nếu trong khi đó, mức tăng trưởng phí bảo hiểm tụt lại đáng kể so với tỷ lệ 10% đó, các khoản lỗ nghiệp vụ sẽ tăng lên, mặc dù xu hướng trích lập dự phòng thiếu của ngành khi tình hình kinh doanh chuyển xấu có thể che giấu quy mô thực sự của chúng trong một thời gian. Như bảng số liệu đã cho thấy, lỗ nghiệp vụ của ngành đã tăng lên trong năm 1988. Xu hướng này gần như chắc chắn sẽ tiếp tục — và có lẽ sẽ tăng tốc — trong ít nhất hai năm tới.

The property-casualty insurance industry is not only subnormally profitable, it is subnormally popular. (As Sam Goldwyn philosophized: "In life, one must learn to take the bitter with the sour.") One of the ironies of business is that many relatively-unprofitable industries that are plagued by inadequate prices habitually find themselves beat upon by irate customers even while other, hugely profitable industries are spared complaints, no matter how high their prices.

Ngành bảo hiểm tài sản và tai nạn không chỉ có lợi nhuận dưới mức bình thường, mà còn có mức độ "được lòng dân" dưới mức bình thường. (Như Sam Goldwyn đã triết lý: "Trong cuộc sống, người ta phải học cách chấp nhận cái đắng đi cùng cái chua"). Một trong những điều trớ trêu của kinh doanh là nhiều ngành công nghiệp tương đối kém lợi nhuận, vốn bị hành hạ bởi mức giá không đủ bù đắp chi phí, lại thường xuyên thấy mình bị bủa vây bởi những khách hàng giận dữ, trong khi các ngành khác có lợi nhuận khổng lồ lại chẳng hề bị phàn nàn, bất kể giá của họ có cao đến mức nào.

Take the breakfast cereal industry, whose return on invested capital is more than double that of the auto insurance industry (which is why companies like Kellogg and General Mills sell at five times book value and most large insurers sell close to book). The cereal companies regularly impose price increases, few of them related to a significant jump in their costs. Yet not a peep is heard from consumers. But when auto insurers raise prices by amounts that do not even match cost increases, customers are outraged. If you want to be loved, it's clearly better to sell high-priced corn flakes than low-priced auto insurance.

Hãy lấy ngành sản xuất ngũ cốc ăn sáng làm ví dụ, nơi tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư cao hơn gấp đôi so với ngành bảo hiểm ô tô (đó là lý do tại sao các công ty như Kellogg và General Mills được định giá gấp 5 lần giá trị sổ sách, trong khi hầu hết các hãng bảo hiểm lớn chỉ bán quanh mức giá trị sổ sách). Các công ty ngũ cốc thường xuyên tăng giá, và rất ít trong số đó liên quan đến việc chi phí tăng vọt. Vậy mà không một lời phàn nàn nào từ người tiêu dùng. Nhưng khi các hãng bảo hiểm ô tô tăng giá với mức thậm chí không bù đắp nổi chi phí tăng thêm, khách hàng lại phàn nộ. Nếu bạn muốn được yêu mến, rõ ràng là nên đi bán ngũ cốc giá cao thay vì bán bảo hiểm ô tô giá thấp.

The antagonism that the public feels toward the industry can have serious consequences: Proposition 103, a California initiative passed last fall, threatens to push auto insurance prices down sharply, even though costs have been soaring. The price cut has been suspended while the

courts review the initiative, but the resentment that brought on the vote has not been suspended: Even if the initiative is overturned, insurers are likely to find it tough to operate profitably in California. (Thank heavens the citizenry isn't mad at bonbons: If Proposition 103 applied to candy as well as insurance, See's would be forced to sell its product for \$5.76 per pound. rather than the \$7.60 we charge - and would be losing money by the bucketful.)

Sự ác cảm mà công chúng dành cho ngành này có thể dẫn đến những hậu quả nghiêm trọng: Dự luật 103 (Proposition 103), một sáng kiến tại California được thông qua vào mùa thu năm ngoái, đe dọa đẩy giá bảo hiểm ô tô xuống thấp rõ rệt, ngay cả khi chi phí đang tăng vọt. Việc cắt giảm giá đã bị tạm đình chỉ trong khi tòa án xem xét lại dự luật, nhưng sự phẫn nộ dẫn đến cuộc bỏ phiếu đó thì không hề thuyên giảm: Ngay cả khi dự luật bị bác bỏ, các hãng bảo hiểm có vẻ sẽ vẫn gặp khó khăn để hoạt động có lãi tại California. (Ôn giời là người dân không giận dữ với kẹo bonbon: Nếu Dự luật 103 áp dụng cho kẹo cũng như bảo hiểm, See's sẽ bị buộc phải bán sản phẩm với giá 5,76 USD/pound thay vì mức 7,60 USD chúng tôi đang thu — và sẽ lỗ nặng).

The immediate direct effects on Berkshire from the initiative are minor, since we saw few opportunities for profit in the rate structure that existed in California prior to the vote. However, the forcing down of prices would seriously affect GEICO, our 44%-owned investee, which gets about 10% of its premium volume from California. Even more threatening to GEICO is the possibility that similar pricing actions will be taken in other states, through either initiatives or legislation.

Ảnh hưởng trực tiếp ngay lập tức của dự luật này đối với Berkshire là không đáng kể, vì chúng tôi nhận thấy rất ít cơ hội tạo ra lợi nhuận trong cấu trúc giá tồn tại ở California trước cuộc bỏ phiếu. Tuy nhiên, việc ép giá xuống sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng đến GEICO, công ty mà chúng tôi sở hữu 44% cổ phần, vốn có khoảng 10% doanh thu phí bảo hiểm đến từ California. Mối đe dọa lớn hơn đối với GEICO là khả năng các hành động ép giá tương tự sẽ được thực hiện ở các bang khác, thông qua các dự luật hoặc luật pháp.

If voters insist that auto insurance be priced below cost, it eventually must be sold by government. Stockholders can subsidize policyholders for a short period, but only taxpayers can subsidize them over the long term. At most property-casualty companies, socialized auto insurance would be no disaster for shareholders. Because of the commodity characteristics of the industry, most insurers earn mediocre returns and therefore have little or no economic goodwill to lose if they are forced by government to leave the auto insurance business. But GEICO, because it is a low-cost producer able to earn high returns on equity, has a huge amount of economic goodwill at risk. In turn, so do we.

Nếu cử tri khăng khăng đòi định giá bảo hiểm ô tô thấp hơn chi phí, thì cuối cùng nó phải được nhà nước đứng ra bán. Các cổ đông có thể bù lỗ cho người mua bảo hiểm trong một thời gian ngắn, nhưng chỉ có những người đóng thuế mới có thể bù lỗ cho họ về lâu dài. Tại hầu hết các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn, việc "xã hội hóa" bảo hiểm ô tô sẽ không phải là thảm họa đối với cổ đông. Bởi vì đặc tính "hàng hóa" (commodity) của ngành này, hầu hết các hãng bảo hiểm chỉ kiếm được mức lợi nhuận xoàng xĩnh, và do đó họ có rất ít hoặc không có lợi thế thương mại

kinh tế (economic goodwill) để mà mất nếu bị chính phủ buộc phải rời bỏ mảng bảo hiểm ô tô. Nhưng GEICO, nhờ là nhà sản xuất chi phí thấp có khả năng đạt tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) cao, đang có một lượng lợi thế thương mại khổng lồ gặp rủi ro. Và theo đó, chúng ta cũng vậy.

At Berkshire, in 1988, our premium volume continued to fall, and in 1989 we will experience a large decrease for a special reason: The contract through which we receive 7% of the business of Fireman's Fund expires on August 31. At that time, we will return to Fireman's Fund the unearned premiums we hold that relate to the contract. This transfer of funds will show up in our "premiums written" account as a negative \$85 million or so and will make our third-quarter figures look rather peculiar. However, the termination of this contract will not have a significant effect on profits.

Tại Berkshire, trong năm 1988, doanh thu phí bảo hiểm của chúng tôi tiếp tục giảm, và năm 1989 chúng tôi sẽ chứng kiến một sự sụt giảm lớn vì một lý do đặc biệt: Hợp đồng mà qua đó chúng tôi nhận được 7% hoạt động kinh doanh của Fireman's Fund sẽ hết hạn vào ngày 31 tháng 8. Tại thời điểm đó, chúng tôi sẽ hoàn trả cho Fireman's Fund các khoản phí bảo hiểm chưa hưởng mà chúng tôi đang nắm giữ liên quan đến hợp đồng này. Việc chuyển tiền này sẽ xuất hiện trong tài khoản "phí bảo hiểm đã viết" của chúng tôi dưới dạng một con số âm khoảng 85 triệu USD và sẽ khiến các số liệu quý 3 của chúng tôi trông khá kỳ lạ. Tuy nhiên, việc chấm dứt hợp đồng này sẽ không có ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận.

Berkshire's underwriting results continued to be excellent in 1988. Our combined ratio (on a statutory basis and excluding structured settlements and financial reinsurance) was 104. Reserve development was favorable for the second year in a row, after a string of years in which it was very unsatisfactory. Details on both underwriting and reserve development appear on pages 36-38.

Kết quả nghiệp vụ bảo hiểm của Berkshire tiếp tục duy trì ở mức xuất sắc trong năm 1988. Tỷ lệ kết hợp của chúng tôi (trên cơ sở luật định và không bao gồm các khoản thanh toán có cấu trúc và tái bảo hiểm tài chính) là 104. Việc trích lập dự phòng diễn biến thuận lợi trong năm thứ hai liên tiếp, sau một chuỗi năm không mấy khả quan. Chi tiết về cả kết quả nghiệp vụ và diễn biến dự phòng được trình bày ở các trang 36-38.

Our insurance volume over the next few years is likely to run very low, since business with a reasonable potential for profit will almost certainly be scarce. So be it. At Berkshire, we simply will not write policies at rates that carry the expectation of economic loss. We encounter enough troubles when we expect a gain.

Doanh thu bảo hiểm của chúng tôi trong vài năm tới có khả năng sẽ ở mức rất thấp, vì những nghiệp vụ có tiềm năng lợi nhuận hợp lý chắc chắn sẽ rất khan hiếm. đành vậy thôi. Tại Berkshire, chúng tôi đơn giản là sẽ không ký kết các hợp đồng với mức phí mang lại kỳ vọng lỗ về kinh tế. Ngay cả khi kỳ vọng có lãi, chúng tôi đã gặp đủ rắc rối rồi.

Despite - or perhaps because of - low volume, our profit picture during the next few years is apt to be considerably brighter than the industry's. We are sure to have an exceptional amount of float compared to premium volume, and that augurs well for profits. In 1989 and 1990 we expect our float/premiums ratio to be at least three times that of the typical property/casualty company. Mike Goldberg, with special help from Ajit Jain, Dinos Iordanou, and the National Indemnity managerial team, has positioned us well in that respect.

Mặc dù — hoặc có lẽ chính vì — doanh thu thấp, bức tranh lợi nhuận của chúng tôi trong vài năm tới có khả năng sẽ sáng sủa hơn đáng kể so với toàn ngành. Chúng tôi chắc chắn sẽ có một lượng float (nguồn vốn tạm dụng) đặc biệt lớn so với doanh thu phí bảo hiểm, và điều đó báo hiệu tốt cho lợi nhuận. Trong năm 1989 và 1990, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ float trên phí bảo hiểm của mình sẽ cao gấp ít nhất ba lần so với một công ty bảo hiểm tài sản/tai nạn điển hình. Mike Goldberg, với sự trợ giúp đặc biệt từ Ajit Jain, Dinos Iordanou và đội ngũ quản lý của National Indemnity, đã định vị chúng tôi rất tốt về mặt này.

At some point - we don't know when - we will be deluged with insurance business. The cause will probably be some major physical or financial catastrophe. But we could also experience an explosion in business, as we did in 1985, because large and increasing underwriting losses at other companies coincide with their recognition that they are far underreserved. In the meantime, we will retain our talented professionals, protect our capital, and try not to make major mistakes.

Đến một thời điểm nào đó — chúng tôi không biết là khi nào — chúng tôi sẽ bị ngập trong các hợp đồng bảo hiểm. Nguyên nhân có lẽ sẽ là một thảm họa vật chất hoặc tài chính lớn nào đó. Nhưng chúng tôi cũng có thể trải qua một sự bùng nổ kinh doanh, như chúng tôi đã từng thấy vào năm 1985, bởi vì các khoản lỗ nghiệp vụ lớn và ngày càng tăng tại các công ty khác trùng hợp với việc họ nhận ra rằng mình đang thiếu hụt dự phòng trầm trọng. Trong lúc chờ đợi, chúng tôi sẽ giữ chân các chuyên gia tài năng của mình, bảo vệ nguồn vốn và cố gắng không phạm phải những sai lầm lớn.

Marketable Securities

Chứng khoán có thể chuyển nhượng

In selecting marketable securities for our insurance companies, we can choose among five major categories: (1) long-term common stock investments, (2) medium-term fixed-income securities, (3) long-term fixed-income securities, (4) short-term cash equivalents, and (5) short-term arbitrage commitments.

Trong việc lựa chọn các chứng khoán có thể chuyển nhượng cho các công ty bảo hiểm của mình, chúng tôi có thể lựa chọn trong số năm danh mục chính: (1) các khoản đầu tư cổ phiếu phổ thông dài hạn, (2) chứng khoán thu nhập cố định (trái phiếu) trung hạn, (3) chứng khoán thu nhập cố định dài hạn, (4) các khoản tương đương tiền ngắn hạn, và (5) các cam kết kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) ngắn hạn.

We have no particular bias when it comes to choosing from these categories. We just continuously search among them for the highest after-tax returns as measured by “mathematical expectation,” limiting ourselves always to investment alternatives we think we understand. Our criteria have nothing to do with maximizing immediately reportable earnings; our goal, rather, is to maximize eventual net worth.

Chúng tôi không có sự thiên vị đặc biệt nào khi lựa chọn giữa các danh mục này. Chúng tôi chỉ liên tục tìm kiếm trong số đó những khoản có tỷ suất sinh lời sau thuế cao nhất được đo lường bằng "kỳ vọng toán học", và luôn tự giới hạn bản thân trong những lựa chọn đầu tư mà chúng tôi tin rằng mình hiểu rõ. Tiêu chí của chúng tôi không liên quan gì đến việc tối đa hóa lợi nhuận báo cáo ngay lập tức; thay vào đó, mục tiêu của chúng tôi là tối đa hóa giá trị tài sản ròng cuối cùng.

o Below we list our common stock holdings having a value over \$100 million, not including arbitrage commitments, which will be discussed later. A small portion of these investments belongs to subsidiaries of which Berkshire owns less than 100%.

o Dưới đây, chúng tôi liệt kê các khoản cổ phiếu phổ thông đang nắm giữ có giá trị trên 100 triệu USD, không bao gồm các cam kết kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) sẽ được thảo luận sau. Một phần nhỏ trong các khoản đầu tư này thuộc về các công ty con mà Berkshire sở hữu dưới 100% cổ phần.

<i>Shares</i>	<i>Company</i>	<i>Cost</i>	<i>Market</i>
-----	-----	-----	-----
		<i>(000s omitted)</i>	
3,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	\$517,500	\$1,086,750
14,172,500	The Coca-Cola Company	592,540	632,448
2,400,000	Federal Home Loan Mortgage Corporation Preferred*	71,729	121,200
6,850,000	GEICO Corporation	45,713	849,400
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	364,126

**Although nominally a preferred stock, this security is financially equivalent to a common stock.*

**Although nominally a preferred stock, this security is financially equivalent to a common stock.*

**Mặc dù về danh nghĩa là một cổ phiếu ưu đãi, nhưng về mặt tài chính, loại chứng khoán này tương đương với một cổ phiếu phổ thông.*

Our permanent holdings - Capital Cities/ABC, Inc., GEICO Corporation, and The Washington Post Company - remain unchanged. Also unchanged is our unqualified admiration of their managements: Tom Murphy and Dan Burke at Cap Cities, Bill Snyder and Lou Simpson at GEICO, and Kay Graham and Dick Simmons at The Washington Post. Charlie and I appreciate

enormously the talent and integrity these managers bring to their businesses.

Các khoản nắm giữ vĩnh viễn của chúng tôi — Capital Cities/ABC, Inc., GEICO Corporation, và The Washington Post Company — vẫn được giữ nguyên. Sự ngưỡng mộ tuyệt đối của chúng tôi đối với ban quản lý của họ cũng không thay đổi: Tom Murphy và Dan Burke tại Cap Cities, Bill Snyder và Lou Simpson tại GEICO, cùng Kay Graham và Dick Simmons tại The Washington Post. Charlie và tôi trân trọng vô cùng tài năng và sự liêm chính mà những nhà quản lý này mang lại cho doanh nghiệp của họ.

Their performance, which we have observed at close range, contrasts vividly with that of many CEOs, which we have fortunately observed from a safe distance. Sometimes these CEOs clearly do not belong in their jobs; their positions, nevertheless, are usually secure. The supreme irony of business management is that it is far easier for an inadequate CEO to keep his job than it is for an inadequate subordinate.

Hiệu suất của họ, điều mà chúng tôi đã quan sát ở cự ly gần, tương phản sống động với hiệu suất của nhiều CEO khác mà chúng tôi thật may mắn là chỉ phải quan sát từ một khoảng cách an toàn. Đôi khi những CEO này rõ ràng không thuộc về vị trí của họ; tuy nhiên, vị trí của họ thường vẫn rất vững chắc. Sự trớ trêu tốt cùng trong quản lý doanh nghiệp là việc một CEO yếu kém giữ được ghế của mình dễ dàng hơn nhiều so với một cấp dưới kém năng lực.

If a secretary, say, is hired for a job that requires typing ability of at least 80 words a minute and turns out to be capable of only 50 words a minute, she will lose her job in no time. There is a logical standard for this job; performance is easily measured; and if you can't make the grade, you're out. Similarly, if new sales people fail to generate sufficient business quickly enough, they will be let go. Excuses will not be accepted as a substitute for orders.

Chẳng hạn, nếu một thư ký được thuê cho một công việc yêu cầu khả năng đánh máy ít nhất 80 từ một phút nhưng hóa ra chỉ có khả năng đánh máy 50 từ một phút, cô ấy sẽ mất việc ngay lập tức. Có một tiêu chuẩn hợp lý cho công việc này; hiệu suất dễ dàng được đo lường; và nếu bạn không đạt yêu cầu, bạn sẽ bị loại. Tương tự như vậy, nếu những nhân viên bán hàng mới không tạo ra đủ doanh số đủ nhanh, họ sẽ bị cho nghỉ việc. Những lời bào chữa sẽ không được chấp nhận để thay thế cho các đơn hàng.

However, a CEO who doesn't perform is frequently carried indefinitely. One reason is that performance standards for his job seldom exist. When they do, they are often fuzzy or they may be waived or explained away, even when the performance shortfalls are major and repeated. At too many companies, the boss shoots the arrow of managerial performance and then hastily paints the bullseye around the spot where it lands.

Tuy nhiên, một CEO làm việc không hiệu quả thường được duy trì vị trí của mình vô thời hạn. Một lý do là các tiêu chuẩn đánh giá hiệu suất cho công việc của ông ta hiếm khi tồn tại. Khi chúng tồn tại, chúng thường mơ hồ hoặc có thể bị bỏ qua hay giải thích khỏa lấp, ngay cả khi những thiếu sót về hiệu suất là nghiêm trọng và lặp đi lặp lại. Tại quá nhiều công ty, vị sếp tự bắn

mũi tên hiệu suất quản lý của mình rồi sau đó mới vội vàng vẽ hồng tâm xung quanh điểm mà mũi tên đó cắm vào.

Another important, but seldom recognized, distinction between the boss and the foot soldier is that the CEO has no immediate superior whose performance is itself getting measured. The sales manager who retains a bunch of lemons in his sales force will soon be in hot water himself. It is in his immediate self-interest to promptly weed out his hiring mistakes. Otherwise, he himself may be weeded out. An office manager who has hired inept secretaries faces the same imperative.

Một sự khác biệt quan trọng khác nhưng hiếm khi được công nhận giữa vị sếp và những người "lính trơn" là CEO không có cấp trên trực tiếp nào — người mà bản thân hiệu suất của họ cũng đang bị đo lường. Một quản lý bán hàng nếu giữ lại một nhóm nhân viên kém cỏi sẽ sớm gặp rắc rối. Việc loại bỏ nhanh chóng các sai lầm trong tuyển dụng là vì lợi ích sát sườn của chính ông ta. Nếu không, chính ông ta có thể bị loại bỏ. Một quản lý văn phòng thuê những thư ký không đủ năng lực cũng đối mặt với yêu cầu tương tự.

But the CEO's boss is a Board of Directors that seldom measures itself and is infrequently held to account for substandard corporate performance. If the Board makes a mistake in hiring, and perpetuates that mistake, so what? Even if the company is taken over because of the mistake, the deal will probably bestow substantial benefits on the outgoing Board members. (The bigger they are, the softer they fall.)

Nhưng "sếp" của CEO là một Hội đồng Quản trị (HĐQT) vốn hiếm khi tự đo lường kết quả của chính mình và ít khi phải chịu trách nhiệm cho hiệu suất kém cỏi của công ty. Nếu HĐQT mắc sai lầm trong việc thuê người, và tiếp tục duy trì sai lầm đó, thì đã sao? Ngay cả khi công ty bị thôn tóm vì sai lầm đó, thương vụ này có lẽ vẫn mang lại những lợi ích đáng kể cho các thành viên HĐQT sắp mãn nhiệm. (Càng lớn thì ngã càng êm).

Finally, relations between the Board and the CEO are expected to be congenial. At board meetings, criticism of the CEO's performance is often viewed as the social equivalent of belching. No such inhibitions restrain the office manager from critically evaluating the substandard typist.

Cuối cùng, mối quan hệ giữa HĐQT và CEO thường được kỳ vọng là phải hòa nhã. Tại các cuộc họp hội đồng, việc chỉ trích hiệu suất của CEO thường bị xem là một hành vi khiếm nhã về mặt xã hội, tương đương với việc "ợ hơi" (giữa chốn đông người). Không có sự ngăn trở nào như vậy ngăn cản người quản lý văn phòng đánh giá một cách khắt khe một nhân viên đánh máy dưới tiêu chuẩn.

These points should not be interpreted as a blanket condemnation of CEOs or Boards of Directors: Most are able and hard-working, and a number are truly outstanding. But the management failings that Charlie and I have seen make us thankful that we are linked with the managers of our three permanent holdings. They love their businesses, they think like owners, and

they exude integrity and ability.

Những quan điểm này không nên được hiểu là một sự lên án tổng thể đối với các CEO hay Hội đồng Quản trị: Hầu hết họ đều là những người có năng lực và làm việc chăm chỉ, và một số ít thực sự xuất sắc. Nhưng những thất bại trong quản lý mà Charlie và tôi từng chứng kiến khiến chúng tôi cảm thấy biết ơn vì đã được gắn kết với những nhà quản lý của ba khoản nắm giữ vĩnh viễn của mình. Họ yêu doanh nghiệp của họ, họ tư duy như những người chủ sở hữu, và họ toát lên sự liêm chính cùng năng lực vượt trội.

o In 1988 we made major purchases of Federal Home Loan Mortgage Pfd. ("Freddie Mac") and Coca Cola. We expect to hold these securities for a long time. In fact, when we own portions of outstanding businesses with outstanding managements, our favorite holding period is forever. We are just the opposite of those who hurry to sell and book profits when companies perform well but who tenaciously hang on to businesses that disappoint. Peter Lynch aptly likens such behavior to cutting the flowers and watering the weeds. Our holdings of Freddie Mac are the maximum allowed by law, and are extensively described by Charlie in his letter. In our consolidated balance sheet these shares are carried at cost rather than market, since they are owned by Mutual Savings and Loan, a non-insurance subsidiary.

Vào năm 1988, chúng tôi đã thực hiện các giao dịch mua lớn cổ phiếu ưu đãi của Federal Home Loan Mortgage ("Freddie Mac") và Coca-Cola. Chúng tôi dự định sẽ nắm giữ những chứng khoán này trong một thời gian dài. Thực tế, khi chúng tôi sở hữu các phần của những doanh nghiệp xuất sắc với sự quản lý xuất sắc, thời gian nắm giữ yêu thích của chúng tôi là mãi mãi. Chúng tôi hoàn toàn ngược lại với những người vội vàng bán đi và chốt lời khi các công ty hoạt động tốt, nhưng lại ngoan cố bám lấy những doanh nghiệp gây thất vọng. Peter Lynch đã ví von một cách khéo léo hành vi đó giống như việc "cắt tỉa những bông hoa và tưới nước cho cỏ dại". Số lượng cổ phiếu Freddie Mac chúng tôi nắm giữ đã đạt mức tối đa mà luật pháp cho phép, và được Charlie mô tả chi tiết trong lá thư của ông ấy. Trong bảng cân đối kế toán hợp nhất, các cổ phiếu này được ghi nhận theo giá vốn thay vì giá thị trường, vì chúng thuộc sở hữu của Mutual Savings and Loan, một công ty con phi bảo hiểm.

We continue to concentrate our investments in a very few companies that we try to understand well. There are only a handful of businesses about which we have strong long-term convictions. Therefore, when we find such a business, we want to participate in a meaningful way. We agree with Mae West: "Too much of a good thing can be wonderful."

Chúng tôi tiếp tục tập trung các khoản đầu tư của mình vào một số ít công ty mà chúng tôi cố gắng hiểu rõ. Chỉ có một số ít doanh nghiệp mà chúng tôi có niềm tin mạnh mẽ trong dài hạn. Vì vậy, khi tìm thấy một doanh nghiệp như vậy, chúng tôi muốn tham gia một cách có ý nghĩa. Chúng tôi đồng ý với Mae West: "Quá nhiều thứ tốt đẹp có thể là một điều tuyệt vời."

o We reduced our holdings of medium-term tax-exempt bonds by about \$100 million last year. All of the bonds sold were acquired after August 7, 1986. When such bonds are held by property-casualty insurance companies, 15% of the "tax-exempt" interest earned is subject to tax.

o Chúng tôi đã giảm lượng nắm giữ trái phiếu miễn thuế trung hạn khoảng 100 triệu USD trong năm ngoái. Tất cả các trái phiếu đã bán đều được mua sau ngày 7 tháng 8 năm 1986. Khi các trái phiếu như vậy được nắm giữ bởi các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn, 15% tiền lãi "miễn thuế" thu được vẫn phải chịu thuế.

The \$800 million position we still hold consists almost entirely of bonds “grandfathered” under the Tax Reform Act of 1986, which means they are entirely tax-exempt. Our sales produced a small profit and our remaining bonds, which have an average maturity of about six years, are worth modestly more than carrying value.

Khoản đầu tư 800 triệu USD mà chúng tôi vẫn đang nắm giữ bao gồm gần như toàn bộ là các trái phiếu được hưởng điều khoản "grandfathered" (áp dụng luật cũ) theo Đạo luật Cải cách Thuế năm 1986, có nghĩa là chúng hoàn toàn miễn thuế. Việc bán trái phiếu của chúng tôi đã tạo ra một khoản lợi nhuận nhỏ và số trái phiếu còn lại, với kỳ hạn trung bình khoảng sáu năm, có giá trị cao hơn một chút so với giá trị ghi sổ.

Last year we described our holdings of short-term and intermediate-term bonds of Texaco, which was then in bankruptcy. During 1988, we sold practically all of these bonds at a pre-tax profit of about \$22 million. This sale explains close to \$100 million of the reduction in fixed-income securities on our balance sheet.

Năm ngoái, chúng tôi đã mô tả các khoản nắm giữ trái phiếu ngắn hạn và trung hạn của Texaco, công ty khi đó đang trong tình trạng phá sản. Trong năm 1988, chúng tôi đã bán hầu hết tất cả số trái phiếu này với khoản lợi nhuận trước thuế khoảng 22 triệu USD. Việc bán ra này giải thích cho gần 100 triệu USD trong khoản sụt giảm chứng khoán thu nhập cố định trên bảng cân đối kế toán của chúng tôi.

We also told you last year about our holdings of another security whose predominant characteristics are those of an intermediate fixed-income issue: our \$700 million position in Salomon Inc 9% convertible preferred. This preferred has a sinking fund that will retire it in equal annual installments from 1995 to 1999. Berkshire carries this holding at cost. For reasons discussed by Charlie on page 69, the estimated market value of our holding has improved from moderately under cost at the end of last year to moderately over cost at 1988 year end.

Chúng tôi cũng đã nói với bạn vào năm ngoái về việc nắm giữ một loại chứng khoán khác mà đặc tính chủ đạo là của một đợt phát hành thu nhập cố định trung hạn: vị thế 700 triệu USD của chúng tôi trong cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi lãi suất 9% của Salomon Inc. Loại cổ phiếu ưu đãi này có một quỹ chi trả (sinking fund) sẽ thu hồi nó theo các đợt hàng năm bằng nhau từ năm 1995 đến 1999. Berkshire ghi nhận khoản nắm giữ này theo giá vốn. Vì những lý do mà Charlie đã thảo luận ở trang 69, giá trị thị trường ước tính của khoản nắm giữ đã cải thiện từ mức thấp hơn một chút so với giá vốn vào cuối năm ngoái lên mức cao hơn một chút so với giá vốn vào cuối năm 1988.

The close association we have had with John Gutfreund, CEO of Salomon, during the past year has reinforced our admiration for him. But we continue to have no great insights about the near, intermediate or long-term economics of the investment banking business: This is not an industry in which it is easy to forecast future levels of profitability. We continue to believe that our conversion privilege could well have important value over the life of our preferred. However, the overwhelming portion of the preferred's value resides in its fixed-income characteristics, not its equity characteristics.

Sự gắn kết chặt chẽ mà chúng tôi có với John Gutfreund, CEO của Salomon, trong năm qua đã củng cố sự ngưỡng mộ của chúng tôi dành cho ông ấy. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn tiếp tục không có hiểu biết sâu sắc nào về triển vọng kinh tế ngắn hạn, trung hạn hay dài hạn của ngành ngân hàng đầu tư: Đây không phải là một ngành dễ dàng để dự báo mức lợi nhuận trong tương lai. Chúng tôi tiếp tục tin rằng quyền đặc lợi chuyển đổi của mình có thể mang lại giá trị quan trọng trong suốt thời hạn của cổ phiếu ưu đãi. Tuy nhiên, phần lớn giá trị của cổ phiếu ưu đãi này nằm ở các đặc tính thu nhập cố định, chứ không phải đặc tính vốn cổ phần (cổ phiếu phổ thông).

o We have not lost our aversion to long-term bonds. We will become enthused about such securities only when we become enthused about prospects for long-term stability in the purchasing power of money. And that kind of stability isn't in the cards: Both society and elected officials simply have too many higher-ranking priorities that conflict with purchasing- power stability. The only long-term bonds we hold are those of Washington Public Power Supply Systems (WPPSS). A few of our WPPSS bonds have short maturities and many others, because of their high coupons, are likely to be refunded and paid off in a few years. Overall, our WPPSS holdings are carried on our balance sheet at \$247 million and have a market value of about \$352 million.

o Chúng tôi vẫn chưa từ bỏ sự ác cảm đối với trái phiếu dài hạn. Chúng tôi sẽ chỉ trở nên hào hứng với loại chứng khoán này khi chúng tôi thấy hào hứng với triển vọng ổn định lâu dài về sức mua của đồng tiền. Và sự ổn định đó dường như không khả thi: Cả xã hội lẫn các quan chức đắc cử đơn giản là có quá nhiều ưu tiên quan trọng hơn vốn xung đột với sự ổn định của sức mua. Những trái phiếu dài hạn duy nhất mà chúng tôi nắm giữ là của Hệ thống Cung cấp Điện Công cộng Washington (WPPSS). Một vài trái phiếu WPPSS của chúng tôi có kỳ hạn ngắn và nhiều loại khác, do có lãi suất (coupon) cao, có khả năng sẽ được hoàn trả và thanh toán dứt điểm trong vài năm tới. Nhìn chung, các khoản nắm giữ WPPSS được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán ở mức 247 triệu USD và có giá trị thị trường khoảng 352 triệu USD.

We explained the reasons for our WPPSS purchases in the 1983 annual report, and are pleased to tell you that this commitment has worked out about as expected. At the time of purchase, most of our bonds were yielding around 17% after taxes and carried no ratings, which had been suspended. Recently, the bonds were rated AA- by Standard & Poor's. They now sell at levels only slightly below those enjoyed by top-grade credits.

Chúng tôi đã giải thích lý do mua WPPSS trong báo cáo thường niên năm 1983, và rất vui được thông báo với bạn rằng cam kết này đã mang lại kết quả đúng như kỳ vọng. Tại thời điểm mua, hầu hết trái phiếu của chúng tôi có lợi suất khoảng 17% sau thuế và không có xếp hạng tín

nhiệm (đã bị đình chỉ). Gần đây, các trái phiếu này đã được Standard & Poor's xếp hạng AA-. Hiện chúng được giao dịch ở mức giá chỉ thấp hơn một chút so với các chứng khoán có xếp hạng tín dụng cao nhất.

In the 1983 report, we compared the economics of our WPPSS purchase to those involved in buying a business. As it turned out, this purchase actually worked out better than did the general run of business acquisitions made in 1983, assuming both are measured on the basis of unleveraged, after tax returns achieved through 1988.

Trong báo cáo năm 1983, chúng tôi đã so sánh tính kinh tế của việc mua WPPSS với việc mua lại một doanh nghiệp. Kết quả cho thấy, thương vụ này thực tế còn hiệu quả hơn so với mặt bằng chung các vụ mua lại doanh nghiệp được thực hiện vào năm 1983, nếu cả hai đều được đo lường trên cơ sở tỷ suất lợi nhuận sau thuế, không sử dụng đòn bẩy tính đến hết năm 1988.

Our WPPSS experience, though pleasant, does nothing to alter our negative opinion about long-term bonds. It only makes us hope that we run into some other large stigmatized issue, whose troubles have caused it to be significantly misappraised by the market.

Trải nghiệm với WPPSS, dù rất dễ chịu, nhưng không làm thay đổi quan điểm tiêu cực của chúng tôi về trái phiếu dài hạn. Nó chỉ khiến chúng tôi hy vọng rằng mình sẽ gặp được một đợt phát hành quy mô lớn nào đó bị "kỳ thị" khác, nơi mà những rắc rối của nó đã khiến thị trường định giá sai một cách nghiêm trọng.

Arbitrage

Kinh doanh chênh lệch giá

In past reports we have told you that our insurance subsidiaries sometimes engage in arbitrage as an alternative to holding short-term cash equivalents. We prefer, of course, to make major long-term commitments, but we often have more cash than good ideas. At such times, arbitrage sometimes promises much greater returns than Treasury Bills and, equally important, cools any temptation we may have to relax our standards for long-term investments. (Charlie's sign off after we've talked about an arbitrage commitment is usually: "Okay, at least it will keep you out of bars.")

Trong các báo cáo trước đây, chúng tôi đã nói với bạn rằng các công ty bảo hiểm con của chúng tôi đôi khi tham gia vào hoạt động kinh doanh chênh lệch giá như một giải pháp thay thế cho việc nắm giữ các khoản tương đương tiền ngắn hạn. Tất nhiên, chúng tôi thích thực hiện các cam kết dài hạn lớn hơn, nhưng chúng tôi thường xuyên rơi vào tình trạng có nhiều tiền mặt hơn là ý tưởng tốt. Vào những thời điểm đó, kinh doanh chênh lệch giá đôi khi hứa hẹn tỷ suất sinh lời lớn hơn nhiều so với Tín phiếu Kho bạc và, điều quan trọng không kém là nó dập tắt mọi cám dỗ mà chúng tôi có thể gặp phải trong việc nới lỏng các tiêu chuẩn đầu tư dài hạn. (Câu chốt của Charlie sau khi chúng tôi thảo luận về một cam kết chênh lệch giá thường là: "Được thôi, ít nhất thì việc này cũng giúp anh không la cà ở các quán bar.")

During 1988 we made unusually large profits from arbitrage, measured both by absolute dollars and rate of return. Our pre- tax gain was about \$78 million on average invested funds of about \$147 million.

Trong năm 1988, chúng tôi đã kiếm được khoản lợi nhuận lớn bất thường từ kinh doanh chênh lệch giá, xét cả về số tiền tuyệt đối và tỷ suất sinh lời. Lợi nhuận trước thuế của chúng tôi là khoảng 78 triệu USD trên nguồn vốn đầu tư trung bình khoảng 147 triệu USD.

This level of activity makes some detailed discussion of arbitrage and our approach to it appropriate. Once, the word applied only to the simultaneous purchase and sale of securities or foreign exchange in two different markets. The goal was to exploit tiny price differentials that might exist between, say, Royal Dutch stock trading in guilders in Amsterdam, pounds in London, and dollars in New York. Some people might call this scalping; it won't surprise you that practitioners opted for the French term, arbitrage.

Mức độ hoạt động này khiến việc thảo luận chi tiết về kinh doanh chênh lệch giá và cách tiếp cận của chúng tôi trở nên phù hợp. Trước đây, thuật ngữ này chỉ áp dụng cho việc mua và bán đồng thời các chứng khoán hoặc ngoại hối tại hai thị trường khác nhau. Mục tiêu là khai thác những chênh lệch giá nhỏ có thể tồn tại giữa, ví dụ, cổ phiếu Royal Dutch đang giao dịch bằng đồng guilder ở Amsterdam, bảng Anh ở London và đô la ở New York. Một số người có thể gọi đây là hành vi "đầu cơ hót váng" (scalping); không ngạc nhiên khi những người hành nghề này đã chọn thuật ngữ tiếng Pháp: arbitrage.

Since World War I the definition of arbitrage - or "risk arbitrage," as it is now sometimes called - has expanded to include the pursuit of profits from an announced corporate event such as sale of the company, merger, recapitalization, reorganization, liquidation, self-tender, etc. In most cases the arbitrageur expects to profit regardless of the behavior of the stock market. The major risk he usually faces instead is that the announced event won't happen.

Kể từ sau Thế chiến thứ nhất, định nghĩa về kinh doanh chênh lệch giá — hay còn gọi là "chênh lệch giá rủi ro" (risk arbitrage) — đã được mở rộng để bao gồm việc tìm kiếm lợi nhuận từ một sự kiện doanh nghiệp đã được công bố như: bán công ty, sáp nhập, tái cấu trúc vốn, tổ chức lại, thanh lý, tự chào mua công khai, v.v. Trong hầu hết các trường hợp, nhà kinh doanh chênh lệch giá kỳ vọng có lãi bất kể diễn biến của thị trường chứng khoán ra sao. Thay vào đó, rủi ro lớn nhất mà họ thường đối mặt là sự kiện đã công bố đó không xảy ra.

Some offbeat opportunities occasionally arise in the arbitrage field. I participated in one of these when I was 24 and working in New York for Graham-Newman Corp. Rockwood & Co., a Brooklyn based chocolate products company of limited profitability, had adopted LIFO inventory valuation in 1941 when cocoa was selling for 5¢ per pound. In 1954 a temporary shortage of cocoa caused the price to soar to over 60¢. Consequently Rockwood wished to unload its valuable inventory - quickly, before the price dropped. But if the cocoa had simply been sold off, the

company would have owed close to a 50% tax on the proceeds.

Một số cơ hội độc lạ thỉnh thoảng nảy sinh trong lĩnh vực chênh lệch giá. Tôi đã tham gia vào một trong số đó khi mới 24 tuổi và đang làm việc tại New York cho tập đoàn Graham-Newman. Rockwood & Co., một công ty sản xuất các sản phẩm socola đặt trụ sở tại Brooklyn với lợi nhuận hạn chế, đã áp dụng phương pháp định giá hàng tồn kho LIFO (Nhập sau, Xuất trước) vào năm 1941 khi giá ca cao đang ở mức 5 cent/pound. Đến năm 1954, tình trạng thiếu hụt tạm thời khiến giá ca cao vọt lên trên 60 cent. Do đó, Rockwood muốn đẩy lượng hàng tồn kho có giá trị này đi thật nhanh trước khi giá giảm. Nhưng nếu chỉ đơn thuần bán ca cao ra, công ty sẽ phải nộp thuế gần 50% trên số tiền thu được.

The 1954 Tax Code came to the rescue. It contained an arcane provision that eliminated the tax otherwise due on LIFO profits if inventory was distributed to shareholders as part of a plan reducing the scope of a corporation's business. Rockwood decided to terminate one of its businesses, the sale of cocoa butter, and said 13 million pounds of its cocoa bean inventory was attributable to that activity. Accordingly, the company offered to repurchase its stock in exchange for the cocoa beans it no longer needed, paying 80 pounds of beans for each share.

Bộ luật Thuế năm 1954 đã trở thành "cứu cánh". Nó chứa đựng một điều khoản bí ẩn: miễn thuế cho các khoản lợi nhuận từ LIFO nếu hàng tồn kho được phân phối cho cổ đông như một phần của kế hoạch thu hẹp phạm vi kinh doanh của tập đoàn. Rockwood quyết định chấm dứt một trong các mảng kinh doanh của mình là bán bơ ca cao, và tuyên bố 13 triệu pound hạt ca cao tồn kho là thuộc về hoạt động đó. Theo đó, công ty đề nghị mua lại cổ phiếu của chính mình để đổi lấy số hạt ca cao mà họ không còn cần đến nữa, trả 80 pound hạt ca cao cho mỗi cổ phiếu.

For several weeks I busily bought shares, sold beans, and made periodic stops at Schroeder Trust to exchange stock certificates for warehouse receipts. The profits were good and my only expense was subway tokens.

Trong vài tuần, tôi bận rộn mua cổ phiếu, bán hạt ca cao, và định kỳ ghé qua Schroeder Trust để đổi chứng chỉ cổ phiếu lấy biên lai kho hàng. Lợi nhuận rất tốt và chi phí duy nhất của tôi chỉ là những chiếc vé tàu điện ngầm.

The architect of Rockwood's restructuring was an unknown, but brilliant Chicagoan, Jay Pritzker, then 32. If you're familiar with Jay's subsequent record, you won't be surprised to hear the action worked out rather well for Rockwood's continuing shareholders also. From shortly before the tender until shortly after it, Rockwood stock appreciated from 15 to 100, even though the company was experiencing large operating losses. Sometimes there is more to stock valuation than price-earnings ratios.

Kiến trúc sư của cuộc tái cấu trúc Rockwood là một người Chicago chưa mấy tên tuổi nhưng vô cùng xuất chúng: Jay Pritzker, khi đó mới 32 tuổi. Nếu bạn quen thuộc với những thành tựu sau này của Jay, bạn sẽ không ngạc nhiên khi biết rằng hoạt động này cũng mang lại kết quả rất tốt cho các cổ đông còn lại của Rockwood. Từ ngay trước khi chào mua cho đến ngay sau đó,

cổ phiếu Rockwood đã tăng giá từ 15 lên 100 USD, mặc dù công ty đang chịu những khoản lỗ vận hành lớn. Đôi khi, định giá cổ phiếu còn có nhiều yếu tố quan trọng hơn là các chỉ số P/E (giá trên thu nhập).

In recent years, most arbitrage operations have involved takeovers, friendly and unfriendly. With acquisition fever rampant, with anti-trust challenges almost non-existent, and with bids often ratcheting upward, arbitrageurs have prospered mightily. They have not needed special talents to do well; the trick, a la Peter Sellers in the movie, has simply been "Being There." In Wall Street the old proverb has been reworded: "Give a man a fish and you feed him for a day. Teach him how to arbitrage and you feed him forever." (If, however, he studied at the Ivan Boesky School of Arbitrage, it may be a state institution that supplies his meals.)

Trong những năm gần đây, hầu hết các hoạt động chênh lệch giá đều liên quan đến các vụ thôn tóm, cả thân thiện lẫn thù nghịch. Với cơn sốt mua lại đang lan tràn, với các thách thức chống độc quyền gần như không tồn tại, và với các mức giá chào mua thường xuyên được đẩy lên cao, các nhà kinh doanh chênh lệch giá đã phát đạt rực rỡ. Họ không cần tài năng đặc biệt để làm tốt; bí quyết, giống như nhân vật của Peter Sellers trong phim, đơn giản chỉ là "Hiện diện ở đó" (Being There). Tại Wall Street, câu tục ngữ cũ đã được viết lại: "Cho một người một con cá, bạn nuôi sống anh ta một ngày. Dạy anh ta cách kinh doanh chênh lệch giá, bạn nuôi sống anh ta mãi mãi." (Tuy nhiên, nếu anh ta học tại "Trường học Arbitrage Ivan Boesky", thì có lẽ một tổ chức của bang sẽ là nơi cung cấp các bữa ăn cho anh ta).

To evaluate arbitrage situations you must answer four questions: (1) How likely is it that the promised event will indeed occur? (2) How long will your money be tied up? (3) What chance is there that something still better will transpire - a competing takeover bid, for example? and (4) What will happen if the event does not take place because of anti-trust action, financing glitches, etc.?

Để đánh giá các tình huống kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage), bạn phải trả lời được bốn câu hỏi: (1) khả năng sự kiện đã hứa hẹn thực sự xảy ra là bao nhiêu? (2) Tiền của bạn sẽ bị chôn chân trong bao lâu? (3) Có cơ hội nào cho một điều gì đó thậm chí còn tốt hơn sẽ diễn ra — ví dụ như một lời chào mua cạnh tranh chẳng hạn? (4) Điều gì sẽ xảy ra nếu sự kiện không diễn ra do hành động chống độc quyền, trục trặc tài chính, v.v.?

Arcata Corp., one of our more serendipitous arbitrage experiences, illustrates the twists and turns of the business. On September 28, 1981 the directors of Arcata agreed in principle to sell the company to Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR), then and now a major leveraged-buy out firm. Arcata was in the printing and forest products businesses and had one other thing going for it: In 1978 the U.S. Government had taken title to 10,700 acres of Arcata timber, primarily old-growth redwood, to expand Redwood National Park. The government had paid \$97.9 million, in several installments, for this acreage, a sum Arcata was contesting as grossly inadequate. The parties also disputed the interest rate that should apply to the period between the taking of the property and final payment for it. The enabling legislation stipulated 6% simple interest; Arcata

argued for a much higher and compounded rate.

Arcata Corp., một trong những trải nghiệm arbitrage tình cờ và may mắn hơn của chúng tôi, là minh chứng cho những khúc quanh của lĩnh vực kinh doanh này. Vào ngày 28 tháng 9 năm 1981, các giám đốc của Arcata đã đồng ý về nguyên tắc bán công ty cho Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR), một công ty thu mua bằng vốn vay (LBO) lớn thời bấy giờ và cả hiện nay. Arcata hoạt động trong ngành in ấn và lâm sản, nhưng còn một yếu tố khác: Vào năm 1978, Chính phủ Hoa Kỳ đã tước quyền sở hữu 10.700 mẫu đất rừng của Arcata, chủ yếu là gỗ đỏ cổ thụ, để mở rộng Công viên Quốc gia Redwood. Chính phủ đã trả 97,9 triệu USD qua nhiều đợt cho diện tích này, một số tiền mà Arcata đang phản đối là quá thấp. Các bên cũng tranh chấp về mức lãi suất nên áp dụng cho khoảng thời gian từ khi tước quyền sở hữu tài sản cho đến khi thanh toán cuối cùng. Luật thực thi quy định lãi suất đơn 6%; Arcata lập luận rằng phải là một mức lãi suất cao hơn nhiều và tính theo lãi kép.

Buying a company with a highly-speculative, large-sized claim in litigation creates a negotiating problem, whether the claim is on behalf of or against the company. To solve this problem, KKR offered \$37.00 per Arcata share plus two-thirds of any additional amounts paid by the government for the redwood lands.

Việc mua một công ty đang có một vụ kiện tụng lớn mang tính đầu cơ cao sẽ tạo ra vấn đề trong đàm phán, bất kể khiếu nại đó là do công ty đi kiện hay bị kiện. Để giải quyết vấn đề này, KKR đã đưa ra mức giá 37,00 USD cho mỗi cổ phiếu Arcata, cộng với hai phần ba của bất kỳ số tiền bổ sung nào mà chính phủ trả cho các vùng đất gỗ đỏ.

Appraising this arbitrage opportunity, we had to ask ourselves whether KKR would consummate the transaction since, among other things, its offer was contingent upon its obtaining “satisfactory financing.” A clause of this kind is always dangerous for the seller: It offers an easy exit for a suitor whose ardor fades between proposal and marriage. However, we were not particularly worried about this possibility because KKR’s past record for closing had been good.

Khi thẩm định cơ hội kinh doanh chênh lệch giá này, chúng tôi phải tự hỏi liệu KKR có thực hiện giao dịch hay không vì, bên cạnh những yếu tố khác, lời đề nghị của họ còn phụ thuộc vào việc đạt được “nguồn tài chính thỏa đáng”. Một điều khoản loại này luôn gây nguy hiểm cho bên bán: Nó mang lại một lối thoát dễ dàng cho kẻ đi săn khi sự nhiệt tình của họ phai nhạt dần giữa giai đoạn cầu hôn và kết hôn. Tuy nhiên, chúng tôi không đặc biệt lo lắng về khả năng này vì hồ sơ trong quá khứ của KKR về việc hoàn tất các thương vụ là rất tốt.

We also had to ask ourselves what would happen if the KKR deal did fall through, and here we also felt reasonably comfortable: Arcata’s management and directors had been shopping the company for some time and were clearly determined to sell. If KKR went away, Arcata would likely find another buyer, though of course, the price might be lower.

Chúng tôi cũng phải tự hỏi điều gì sẽ xảy ra nếu thỏa thuận với KKR thất bại, và ở đây chúng tôi cũng cảm thấy khá thoải mái: Ban quản lý và các giám đốc của Arcata đã tìm kiếm người

mua công ty trong một thời gian và rõ ràng là họ quyết tâm bán. Nếu KKR rời đi, Arcata có khả năng sẽ tìm thấy một người mua khác, mặc dù tất nhiên, mức giá có thể thấp hơn.

Finally, we had to ask ourselves what the redwood claim might be worth. Your Chairman, who can't tell an elm from an oak, had no trouble with that one: He coolly evaluated the claim at somewhere between zero and a whole lot.

Cuối cùng, chúng tôi phải tự hỏi mình rằng yêu cầu bồi thường gỗ đỏ có thể trị giá bao nhiêu. Chủ tịch của bạn, người vốn không thể phân biệt được cây du với cây sồi, đã chẳng gặp khó khăn gì với câu hỏi đó: Ông ấy bình thản đánh giá giá trị khoản bồi thường nằm ở đâu đó giữa con số 0 và rất nhiều.

We started buying Arcata stock, then around \$33.50, on September 30 and in eight weeks purchased about 400,000 shares, or 5% of the company. The initial announcement said that the \$37.00 would be paid in January, 1982. Therefore, if everything had gone perfectly, we would have achieved an annual rate of return of about 40% - not counting the redwood claim, which would have been frosting.

Chúng tôi bắt đầu mua cổ phiếu Arcata vào ngày 30 tháng 9 khi giá đang ở mức khoảng 33,50 USD, và trong tám tuần đã mua khoảng 400.000 cổ phiếu, tương đương 5% công ty. Thông báo ban đầu cho biết mức giá 37,00 USD sẽ được thanh toán vào tháng 1 năm 1982. Do đó, nếu mọi việc diễn ra hoàn hảo, chúng tôi sẽ đạt được tỷ suất lợi nhuận hàng năm khoảng 40% — chưa tính đến khoản bồi thường gỗ đỏ, vốn được xem như "lớp kem trên mặt bánh" (phần thưởng thêm).

All did not go perfectly. In December it was announced that the closing would be delayed a bit. Nevertheless, a definitive agreement was signed on January 4. Encouraged, we raised our stake, buying at around \$38.00 per share and increasing our holdings to 655,000 shares, or over 7% of the company. Our willingness to pay up - even though the closing had been postponed - reflected our leaning toward "a whole lot" rather than "zero" for the redwoods.

Mọi việc đã không diễn ra hoàn hảo. Vào tháng 12, có thông báo rằng việc chốt thương vụ sẽ bị trì hoãn một chút. Tuy nhiên, một thỏa thuận chính thức đã được ký kết vào ngày 4 tháng 1. Phấn khởi trước tin này, chúng tôi đã nâng cao vị thế của mình, mua ở mức giá khoảng 38,00 USD mỗi cổ phiếu và tăng lượng nắm giữ lên 655.000 cổ phiếu, chiếm hơn 7% công ty. Việc chúng tôi sẵn lòng trả mức giá cao hơn — ngay cả khi ngày hoàn tất đã bị hoãn lại — phản ánh xu hướng tin vào viễn cảnh "rất nhiều" hơn là "con số 0" cho giá trị của rừng gỗ đỏ.

Then, on February 25 the lenders said they were taking a "second look" at financing terms "in view of the severely depressed housing industry and its impact on Arcata's outlook." The stockholders' meeting was postponed again, to April. An Arcata spokesman said he "did not think the fate of the acquisition itself was imperiled." When arbitrageurs hear such reassurances, their minds flash to the old saying: "He lied like a finance minister on the eve of devaluation."

Sau đó, vào ngày 25 tháng 2, các bên cho vay tuyên bố họ đang "xem xét lại" các điều

khoản tài chính "do ngành nhà ở đang bị suy thoái nghiêm trọng và tác động của nó đối với triển vọng của Arcata." Cuộc họp cổ đông lại bị hoãn lần nữa đến tháng 4. Một người phát ngôn của Arcata nói rằng ông "không nghĩ rằng vận mệnh của chính thương vụ thu mua này bị đe dọa." Khi các nhà kinh doanh chênh lệch giá nghe thấy những lời trấn an như vậy, tâm trí họ lóe lên câu nói cũ: "Hắn ta nói dối hệt như một bộ trưởng tài chính ngay trước đêm phá giá tiền tệ."

On March 12 KKR said its earlier deal wouldn't work, first cutting its offer to \$33.50, then two days later raising it to \$35.00. On March 15, however, the directors turned this bid down and accepted another group's offer of \$37.50 plus one-half of any redwood recovery. The shareholders okayed the deal, and the \$37.50 was paid on June 4.

Vào ngày 12 tháng 3, KKR tuyên bố thỏa thuận trước đó của họ sẽ không thành công, đầu tiên là cắt giảm mức chào mua xuống còn 33,50 USD, sau đó hai ngày lại nâng lên 35,00 USD. Tuy nhiên, vào ngày 15 tháng 3, các giám đốc đã từ chối giá thầu này và chấp nhận lời đề nghị của một nhóm khác với giá 37,50 USD cộng với một nửa số tiền thu hồi từ vụ kiện gỗ đỏ. Các cổ đông đã chấp thuận thỏa thuận này, và mức giá 37,50 USD đã được thanh toán vào ngày 4 tháng 6.

We received \$24.6 million versus our cost of \$22.9 million; our average holding period was close to six months. Considering the trouble this transaction encountered, our 15% annual rate of return excluding any value for the redwood claim - was more than satisfactory.

Chúng tôi đã nhận được 24,6 triệu USD so với giá vốn là 22,9 triệu USD; thời gian nắm giữ trung bình của chúng tôi là gần sáu tháng. Xem xét những rắc rối mà giao dịch này gặp phải, tỷ suất lợi nhuận hàng năm 15% của chúng tôi — chưa bao gồm bất kỳ giá trị nào từ vụ kiện gỗ đỏ — đã là quá thỏa đáng.

But the best was yet to come. The trial judge appointed two commissions, one to look at the timber's value, the other to consider the interest rate questions. In January 1987, the first commission said the redwoods were worth \$275.7 million and the second commission recommended a compounded, blended rate of return working out to about 14%.

Nhưng điều tốt đẹp nhất vẫn còn ở phía trước. Thẩm phán phiên tòa đã chỉ định hai ủy ban, một để xem xét giá trị của gỗ, một để xem xét các câu hỏi về lãi suất. Vào tháng 1 năm 1987, ủy ban đầu tiên cho biết rừng gỗ đỏ trị giá 275,7 triệu USD và ủy ban thứ hai khuyến nghị mức lãi suất gộp hỗn hợp vào khoảng 14%.

In August 1987 the judge upheld these conclusions, which meant a net amount of about \$600 million would be due Arcata. The government then appealed. In 1988, though, before this appeal was heard, the claim was settled for \$519 million. Consequently, we received an additional \$29.48 per share, or about \$19.3 million. We will get another \$800,000 or so in 1989.

Vào tháng 8 năm 1987, thẩm phán đã giữ nguyên các kết luận này, điều đó có nghĩa là một số tiền ròng khoảng 600 triệu USD sẽ phải trả cho Arcata. Chính phủ sau đó đã kháng cáo. Tuy nhiên, vào năm 1988, trước khi đơn kháng cáo này được xét xử, yêu cầu bồi thường đã được giải

quyết ổn thỏa ở mức 519 triệu USD. Kết quả là, chúng tôi nhận được thêm 29,48 USD cho mỗi cổ phiếu, tương đương khoảng 19,3 triệu USD. Chúng tôi sẽ nhận thêm khoảng 800.000 USD nữa vào năm 1989.

Berkshire's arbitrage activities differ from those of many arbitrageurs. First, we participate in only a few, and usually very large, transactions each year. Most practitioners buy into a great many deals perhaps 50 or more per year. With that many irons in the fire, they must spend most of their time monitoring both the progress of deals and the market movements of the related stocks. This is not how Charlie nor I wish to spend our lives. (What's the sense in getting rich just to stare at a ticker tape all day?)

Hoạt động kinh doanh chênh lệch giá của Berkshire khác với nhiều nhà kinh doanh chênh lệch giá khác. Thứ nhất, chúng tôi chỉ tham gia vào một số ít giao dịch, và thường là những giao dịch rất lớn mỗi năm. Hầu hết những người hành nghề này mua vào rất nhiều thương vụ, có lẽ là 50 hoặc nhiều hơn mỗi năm. Với quá nhiều "sắt trong lò" như vậy, họ phải dành phần lớn thời gian để theo dõi cả tiến độ của các thương vụ và biến động thị trường của các cổ phiếu liên quan. Đây không phải là cách mà Charlie hay tôi muốn dành trọn cuộc đời mình. (Làm giàu để làm gì nếu chỉ để nhìn chăm chăm vào bảng điện tử cả ngày?)

Because we diversify so little, one particularly profitable or unprofitable transaction will affect our yearly result from arbitrage far more than it will the typical arbitrage operation. So far, Berkshire has not had a really bad experience. But we will - and when it happens we'll report the gory details to you.

Vì chúng tôi đa dạng hóa rất ít, nên một giao dịch đặc biệt có lợi hoặc không có lợi sẽ ảnh hưởng đến kết quả chênh lệch giá hàng năm của chúng tôi nhiều hơn so với một hoạt động chênh lệch giá điển hình. Cho đến nay, Berkshire vẫn chưa có trải nghiệm nào thực sự tồi tệ. Nhưng chúng tôi sẽ có — và khi điều đó xảy ra, chúng tôi sẽ báo cáo những chi tiết "đẫm máu" đó cho bạn.

The other way we differ from some arbitrage operations is that we participate only in transactions that have been publicly announced. We do not trade on rumors or try to guess takeover candidates. We just read the newspapers, think about a few of the big propositions, and go by our own sense of probabilities.

Điểm khác biệt nữa giữa chúng tôi và một số hoạt động kinh doanh chênh lệch giá khác là chúng tôi chỉ tham gia vào các giao dịch đã được công bố công khai. Chúng tôi không giao dịch dựa trên tin đồn hay cố gắng đoán xem công ty nào sắp bị thôn tính. Chúng tôi chỉ đọc báo, suy nghĩ về một vài đề xuất lớn và hành động dựa trên cảm nhận của riêng mình về các xác suất.

At yearend, our only major arbitrage position was 3,342,000 shares of RJR Nabisco with a cost of \$281.8 million and a market value of \$304.5 million. In January we increased our holdings to roughly four million shares and in February we eliminated our position. About three million

shares were accepted when we tendered our holdings to KKR, which acquired RJR, and the returned shares were promptly sold in the market. Our pre-tax profit was a better-than-expected \$64 million.

Vào cuối năm, vị thế chênh lệch giá lớn duy nhất của chúng tôi là 3.342.000 cổ phiếu RJR Nabisco với giá vốn 281,8 triệu USD và giá trị thị trường là 304,5 triệu USD. Trong tháng 1, chúng tôi đã tăng lượng nắm giữ lên khoảng 4 triệu cổ phiếu và đến tháng 2, chúng tôi đã tắt toàn vị thế của mình. Khoảng 3 triệu cổ phiếu đã được chấp nhận khi chúng tôi chào bán (tender) số cổ phiếu nắm giữ cho KKR (đơn vị đã thầu tóm RJR), và số cổ phiếu còn lại được trả về đã nhanh chóng được bán trên thị trường. Lợi nhuận trước thuế của chúng tôi đạt mức 64 triệu USD, tốt hơn mong đợi.

Earlier, another familiar face turned up in the RJR bidding contest: Jay Pritzker, who was part of a First Boston group that made a tax-oriented offer. To quote Yogi Berra, "It was deja vu all over again."

Trước đó, một gương mặt quen thuộc khác đã xuất hiện trong cuộc chiến giành quyền kiểm soát RJR: Jay Pritzker, người thuộc nhóm First Boston đã đưa ra một lời đề nghị thiên về tối ưu thuế. Trích lời Yogi Berra: "Đó là một cảm giác deja vu lặp lại một lần nữa."

During most of the time when we normally would have been purchasers of RJR, our activities in the stock were restricted because of Salomon's participation in a bidding group. Customarily, Charlie and I, though we are directors of Salomon, are walled off from information about its merger and acquisition work. We have asked that it be that way: The information would do us no good and could, in fact, occasionally inhibit Berkshire's arbitrage operations.

Trong phần lớn thời gian mà lẽ ra chúng tôi sẽ là người mua cổ phiếu RJR, các hoạt động của chúng tôi đối với mã này đã bị hạn chế vì Salomon (công ty Berkshire có cổ phần) tham gia vào một nhóm đấu thầu. Theo thông lệ, dù tôi và Charlie là giám đốc của Salomon, chúng tôi vẫn bị ngăn cách khỏi các thông tin về hoạt động mua bán và sáp nhập của họ. Chúng tôi đã yêu cầu như vậy: Những thông tin đó không mang lại lợi ích gì cho chúng tôi, và trên thực tế, đôi khi còn có thể cản trở các hoạt động kinh doanh chênh lệch giá của Berkshire.

However, the unusually large commitment that Salomon proposed to make in the RJR deal required that all directors be fully informed and involved. Therefore, Berkshire's purchases of RJR were made at only two times: first, in the few days immediately following management's announcement of buyout plans, before Salomon became involved; and considerably later, after the RJR board made its decision in favor of KKR. Because we could not buy at other times, our directorships cost Berkshire significant money.

Tuy nhiên, do cam kết lớn bất thường mà Salomon dự định thực hiện trong thương vụ RJR, yêu cầu tất cả các giám đốc phải được thông báo đầy đủ và tham gia trực tiếp. Vì vậy, việc mua cổ phiếu RJR của Berkshire chỉ được thực hiện vào hai thời điểm: đầu tiên là trong vài ngày ngay sau khi ban quản lý công bố kế hoạch mua lại, trước khi Salomon tham gia; và khá lâu sau đó,

sau khi hội đồng quản trị của RJR đưa ra quyết định ủng hộ KKR. Bởi vì chúng tôi không thể mua vào những thời điểm khác, việc nắm giữ vị trí giám đốc đã khiến Berkshire mất đi một khoản tiền đáng kể.

Considering Berkshire's good results in 1988, you might expect us to pile into arbitrage during 1989. Instead, we expect to be on the sidelines.

Xem xét kết quả tốt đẹp của Berkshire năm 1988, bạn có thể kỳ vọng chúng tôi sẽ dồn vốn vào kinh doanh chênh lệch giá trong năm 1989. Ngược lại, chúng tôi dự kiến sẽ đứng ngoài cuộc.

One pleasant reason is that our cash holdings are down - because our position in equities that we expect to hold for a very long time is substantially up. As regular readers of this report know, our new commitments are not based on a judgment about short-term prospects for the stock market. Rather, they reflect an opinion about long-term business prospects for specific companies. We do not have, never have had, and never will have an opinion about where the stock market, interest rates, or business activity will be a year from now.

Một lý do dễ chịu là lượng tiền mặt nắm giữ của chúng tôi đã giảm xuống — bởi vì vị thế của chúng tôi trong các cổ phiếu mà chúng tôi dự định nắm giữ lâu dài đã tăng lên đáng kể. Như những độc giả thường xuyên của báo cáo này đều biết, các cam kết mới của chúng tôi không dựa trên đánh giá về triển vọng ngắn hạn của thị trường chứng khoán. Thay vào đó, chúng phản ánh quan điểm về triển vọng kinh doanh dài hạn của các công ty cụ thể. Chúng tôi không có, chưa từng có, và sẽ không bao giờ có quan điểm về việc thị trường chứng khoán, lãi suất hay hoạt động kinh doanh sẽ ở đâu trong một năm tới.

Even if we had a lot of cash we probably would do little in arbitrage in 1989. Some extraordinary excesses have developed in the takeover field. As Dorothy says: "Toto, I have a feeling we're not in Kansas any more."

Ngay cả khi có nhiều tiền mặt, chúng tôi có lẽ cũng sẽ làm rất ít trong lĩnh vực chênh lệch giá vào năm 1989. Một số sự thái quá bất thường đã phát triển trong lĩnh vực thu mua. Như Dorothy đã nói: "Toto, tôi có cảm giác chúng ta không còn ở Kansas nữa rồi."

We have no idea how long the excesses will last, nor do we know what will change the attitudes of government, lender and buyer that fuel them. But we do know that the less the prudence with which others conduct their affairs, the greater the prudence with which we should conduct our own affairs. We have no desire to arbitrage transactions that reflect the unbridled - and, in our view, often unwarranted - optimism of both buyers and lenders. In our activities, we will heed the wisdom of Herb Stein: "If something can't go on forever, it will end."

Chúng tôi không biết những sự thái quá này sẽ kéo dài bao lâu, cũng như không biết điều gì sẽ thay đổi thái độ của chính phủ, người cho vay và người mua vốn đang tiếp thêm nhiên liệu cho chúng. Nhưng chúng tôi biết chắc một điều rằng: người khác càng thiếu thận trọng trong việc điều hành công việc của họ, thì chúng tôi càng phải thận trọng hơn trong việc điều hành công việc

của chính mình. Chúng tôi không có mong muốn thực hiện các giao dịch chênh lệch giá phản ánh sự lạc quan không kiểm chế — và theo quan điểm của chúng tôi, thường là không có cơ sở — của cả người mua lẫn người cho vay. Trong các hoạt động của mình, chúng tôi sẽ ghi nhớ sự thông thái của Herb Stein: "Nếu một thứ gì đó không thể kéo dài mãi mãi, nó sẽ kết thúc."

Efficient Market Theory

Thuyết Thị trường Hiệu quả (EMT)

The preceding discussion about arbitrage makes a small discussion of “efficient market theory” (EMT) also seem relevant. This doctrine became highly fashionable - indeed, almost holy scripture in academic circles during the 1970s. Essentially, it said that analyzing stocks was useless because all public information about them was appropriately reflected in their prices. In other words, the market always knew everything. As a corollary, the professors who taught EMT said that someone throwing darts at the stock tables could select a stock portfolio having prospects just as good as one selected by the brightest, most hard-working security analyst. Amazingly, EMT was embraced not only by academics, but by many investment professionals and corporate managers as well. Observing correctly that the market was frequently efficient, they went on to conclude incorrectly that it was always efficient. The difference between these propositions is night and day.

Cuộc thảo luận phía trên về kinh doanh chênh lệch giá khiến cho một cuộc thảo luận ngắn về "Thuyết thị trường hiệu quả" (EMT) cũng trở nên phù hợp. Học thuyết này đã trở nên cực kỳ thời thượng — thực tế, nó gần như là "kinh thánh" trong giới học thuật trong suốt những năm 1970. Về cơ bản, nó cho rằng việc phân tích cổ phiếu là vô ích vì mọi thông tin công khai về chúng đều đã được phản ánh một cách thích hợp vào giá cả. Nói cách khác, thị trường luôn biết mọi thứ. Hệ quả là, các giáo sư dạy EMT nói rằng một người ném phi tiêu vào bảng danh mục cổ phiếu cũng có thể chọn ra một danh mục có triển vọng tốt ngang ngửa với danh mục được chọn bởi một nhà phân tích chứng khoán sáng giá và chăm chỉ nhất. Đáng kinh ngạc là EMT không chỉ được chấp nhận bởi các học giả, mà còn bởi nhiều chuyên gia đầu tư và nhà quản lý doanh nghiệp. Khi quan sát thấy thị trường thường xuyên hiệu quả một cách chính xác, họ lại đi đến kết luận sai lầm rằng nó luôn luôn hiệu quả. Sự khác biệt giữa hai nhận định này là một trời một vực.

In my opinion, the continuous 63-year arbitrage experience of Graham-Newman Corp. Buffett Partnership, and Berkshire illustrates just how foolish EMT is. (There's plenty of other evidence, also.) While at Graham-Newman, I made a study of its earnings from arbitrage during the entire 1926-1956 lifespan of the company. Unleveraged returns averaged 20% per year. Starting in 1956, I applied Ben Graham's arbitrage principles, first at Buffett Partnership and then Berkshire. Though I've not made an exact calculation, I have done enough work to know that the 1956-1988 returns averaged well over 20%. (Of course, I operated in an environment far more favorable than Ben's; he had 1929-1932 to contend with.)

Theo ý kiến của tôi, kinh nghiệm kinh doanh chênh lệch giá liên tục trong 63 năm của Graham-Newman Corp, Buffett Partnership và Berkshire là minh chứng cho thấy EMT ngớ ngẩn

đến mức nào. (Cũng có rất nhiều bằng chứng khác nữa). Khi còn ở Graham-Newman, tôi đã thực hiện một nghiên cứu về lợi nhuận từ chênh lệch giá trong suốt vòng đời 1926-1956 của công ty. Lợi nhuận không sử dụng đòn bẩy trung bình đạt 20% mỗi năm. Bắt đầu từ năm 1956, tôi áp dụng các nguyên tắc chênh lệch giá của Ben Graham, đầu tiên là tại Buffett Partnership và sau đó là Berkshire. Mặc dù tôi chưa thực hiện một phép tính chính xác, nhưng tôi đã làm đủ nhiều để biết rằng lợi nhuận giai đoạn 1956-1988 trung bình cao hơn mức 20% nhiều. (Tất nhiên, tôi hoạt động trong một môi trường thuận lợi hơn nhiều so với Ben; ông ấy đã phải đương đầu với giai đoạn 1929-1932).

All of the conditions are present that are required for a fair test of portfolio performance: (1) the three organizations traded hundreds of different securities while building this 63- year record; (2) the results are not skewed by a few fortunate experiences; (3) we did not have to dig for obscure facts or develop keen insights about products or managements - we simply acted on highly-publicized events; and (4) our arbitrage positions were a clearly identified universe - they have not been selected by hindsight.

Tất cả các điều kiện cần thiết cho một cuộc kiểm chứng công bằng về hiệu suất danh mục đầu tư đều hiện diện: (1) ba tổ chức đã giao dịch hàng trăm loại chứng khoán khác nhau trong suốt kỷ lục 63 năm này; (2) kết quả không bị bóp méo bởi một vài trải nghiệm may mắn; (3) chúng tôi không phải đào bới các sự thật mơ hồ hay phát triển những hiểu biết sâu sắc về sản phẩm hoặc ban quản trị - chúng tôi chỉ đơn giản hành động dựa trên các sự kiện đã được công bố rộng rãi; và (4) các vị thế chênh lệch giá của chúng tôi là một tập hợp được xác định rõ ràng - chúng không được chọn lựa nhờ vào cái nhìn muộn màng (hindsight).

Over the 63 years, the general market delivered just under a 10% annual return, including dividends. That means \$1,000 would have grown to \$405,000 if all income had been reinvested. A 20% rate of return, however, would have produced \$97 million. That strikes us as a statistically-significant differential that might, conceivably, arouse one's curiosity.

Trong suốt 63 năm đó, thị trường chung mang lại tỷ suất lợi nhuận hàng năm chỉ dưới 10%, bao gồm cả cổ tức. Điều đó có nghĩa là 1.000 USD sẽ tăng trưởng thành 405.000 USD nếu tất cả thu nhập được tái đầu tư. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận 20% sẽ tạo ra 97 triệu USD. Điều đó đập vào mắt chúng tôi như một sự chênh lệch có ý nghĩa thống kê mà, về lý thuyết, có thể khơi dậy sự tò mò của bất kỳ ai.

Yet proponents of the theory have never seemed interested in discordant evidence of this type. True, they don't talk quite as much about their theory today as they used to. But no one, to my knowledge, has ever said he was wrong, no matter how many thousands of students he has sent forth misinstructed. EMT, moreover, continues to be an integral part of the investment curriculum at major business schools. Apparently, a reluctance to recant, and thereby to demystify the priesthood, is not limited to theologians.

Vậy mà những người ủng hộ lý thuyết này dường như chưa bao giờ quan tâm đến những bằng chứng trái ngược loại này. Đúng là ngày nay họ không còn nói nhiều về lý thuyết của mình

như trước nữa. Nhưng theo hiểu biết của tôi, chưa có ai từng thừa nhận mình sai, bất kể họ đã gửi đi hàng ngàn sinh viên bị hướng dẫn sai lạc. Hơn nữa, EMT vẫn tiếp tục là một phần không thể thiếu trong chương trình giảng dạy đầu tư tại các trường kinh doanh lớn. Rõ ràng, sự miễn cưỡng rút lại lời nói, và từ đó làm mất đi vẻ huyền bí của "tầng lớp giáo sĩ", không chỉ giới hạn trong giới thần học.

Naturally the disservice done students and gullible investment professionals who have swallowed EMT has been an extraordinary service to us and other followers of Graham. In any sort of a contest - financial, mental, or physical - it's an enormous advantage to have opponents who have been taught that it's useless to even try. From a selfish point of view, Grahamites should probably endow chairs to ensure the perpetual teaching of EMT.

Tất nhiên, sự tổn hại gây ra cho các sinh viên và những chuyên gia đầu tư nhẹ dạ, những người đã "nuốt chửng" lý thuyết EMT, lại là một dịch vụ phi thường dành cho chúng tôi và những người theo đuổi Graham khác. Trong bất kỳ loại hình thi đấu nào — dù là tài chính, trí tuệ hay thể chất — việc có những đối thủ được dạy rằng "thậm chí cố gắng cũng vô ích" là một lợi thế khổng lồ. Từ góc độ ích kỷ, những người theo trường phái Graham có lẽ nên quyên góp tiền để lập ra các ghế giáo sư nhằm đảm bảo việc giảng dạy EMT được duy trì vĩnh viễn.

All this said, a warning is appropriate. Arbitrage has looked easy recently. But this is not a form of investing that guarantees profits of 20% a year or, for that matter, profits of any kind. As noted, the market is reasonably efficient much of the time: For every arbitrage opportunity we seized in that 63- year period, many more were foregone because they seemed properly-priced.

Nói tất cả những điều này, cũng cần có một lời cảnh báo thích đáng. Kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) trông có vẻ dễ dàng trong thời gian gần đây. Nhưng đây không phải là một hình thức đầu tư đảm bảo lợi nhuận 20% mỗi năm, hay thực tế là, bất kỳ loại lợi nhuận nào. Như đã lưu ý, thị trường hợp lý và hiệu quả trong phần lớn thời gian: Đối với mỗi cơ hội chênh lệch giá mà chúng tôi nắm bắt được trong khoảng thời gian 63 năm đó, còn rất nhiều cơ hội khác đã bị bỏ qua vì chúng có vẻ đã được định giá đúng.

An investor cannot obtain superior profits from stocks by simply committing to a specific investment category or style. He can earn them only by carefully evaluating facts and continuously exercising discipline. Investing in arbitrage situations, per se, is no better a strategy than selecting a portfolio by throwing darts.

Một nhà đầu tư không thể thu được lợi nhuận vượt trội từ cổ phiếu bằng cách chỉ đơn giản là cam kết tuân theo một danh mục đầu tư hay phong cách đầu tư cụ thể nào đó. Anh ta chỉ có thể kiếm được chúng bằng cách đánh giá cẩn thận các sự thật và liên tục rèn luyện kỷ luật. Tự thân việc đầu tư vào các tình huống chênh lệch giá không phải là một chiến lược tốt hơn so với việc chọn danh mục đầu tư bằng cách ném phi tiêu.

New York Stock Exchange Listing

Niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán New York

Berkshire's shares were listed on the New York Stock Exchange on November 29, 1988. On pages 50-51 we reproduce the letter we sent to shareholders concerning the listing.

Cổ phiếu của Berkshire đã được niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán New York vào ngày 29 tháng 11 năm 1988. Tại các trang 50-51, chúng tôi có in lại bức thư đã gửi cho các cổ đông liên quan đến việc niêm yết này.

Let me clarify one point not dealt with in the letter: Though our round lot for trading on the NYSE is ten shares, any number of shares from one on up can be bought or sold.

Cho phép tôi làm rõ một điểm không có trong bức thư đó: Mặc dù lô giao dịch chẵn (round lot) của chúng tôi trên NYSE là mười cổ phiếu, nhưng bất kỳ số lượng cổ phiếu nào từ một cổ phiếu trở lên đều có thể được mua hoặc bán.

As the letter explains, our primary goal in listing was to reduce transaction costs, and we believe this goal is being achieved. Generally, the spread between the bid and asked price on the NYSE has been well below the spread that prevailed in the over-the-counter market.

Như bức thư đã giải thích, mục tiêu chính của chúng tôi khi niêm yết là để giảm chi phí giao dịch, và chúng tôi tin rằng mục tiêu này đang đạt được. Nhìn chung, mức chênh lệch giữa giá chào mua và giá chào bán (bid-ask spread) trên NYSE thấp hơn đáng kể so với mức chênh lệch từng tồn tại trên thị trường phi tập trung (OTC).

Henderson Brothers, Inc., the specialist in our shares, is the oldest continuing specialist firm on the Exchange; its progenitor, William Thomas Henderson, bought his seat for \$500 on September 8, 1861. (Recently, seats were selling for about \$625,000.) Among the 54 firms acting as specialists, HBI ranks second in number of stocks assigned, with 83. We were pleased when Berkshire was allocated to HBI, and have been delighted with the firm's performance. Jim Maguire, Chairman of HBI, personally manages the trading in Berkshire, and we could not be in better hands.

Henderson Brothers, Inc. (HBI), đơn vị chuyên trách (specialist) cho cổ phiếu của chúng tôi, là công ty chuyên trách lâu đời nhất còn hoạt động trên Sàn giao dịch; người sáng lập, William Thomas Henderson, đã mua chỗ ngồi của mình với giá 500 USD vào ngày 8 tháng 9 năm 1861. (Gần đây, các chỗ ngồi được bán với giá khoảng 625.000 USD). Trong số 54 công ty đóng vai trò chuyên trách, HBI đứng thứ hai về số lượng mã cổ phiếu được chỉ định, với 83 mã. Chúng tôi rất hài lòng khi Berkshire được phân bổ cho HBI và rất vui mừng với kết quả hoạt động của công ty này. Jim Maguire, Chủ tịch của HBI, trực tiếp quản lý việc giao dịch cổ phiếu Berkshire, và chúng tôi không thể tìm được nơi nào tốt hơn thế.

In two respects our goals probably differ somewhat from those of most listed companies.

First, we do not want to maximize the price at which Berkshire shares trade. We wish instead for them to trade in a narrow range centered at intrinsic business value (which we hope increases at a reasonable - or, better yet, unreasonable - rate). Charlie and I are bothered as much by significant overvaluation as significant undervaluation. Both extremes will inevitably produce results for many shareholders that will differ sharply from Berkshire's business results. If our stock price instead consistently mirrors business value, each of our shareholders will receive an investment result that roughly parallels the business results of Berkshire during his holding period.

Về hai khía cạnh, các mục tiêu của chúng tôi có lẽ hơi khác so với hầu hết các công ty niêm yết. Thứ nhất, chúng tôi không muốn tối đa hóa giá giao dịch của cổ phiếu Berkshire. Thay vào đó, chúng tôi mong muốn chúng giao dịch trong một biên độ hẹp xoay quanh giá trị kinh doanh nội tại (thứ mà chúng tôi hy vọng sẽ tăng trưởng ở mức hợp lý — hoặc tốt hơn hết là mức phi lý). Charlie và tôi lo ngại về tình trạng định giá quá cao cũng nhiều như khi định giá quá thấp. Cả hai thái cực này chắc chắn sẽ tạo ra kết quả cho nhiều cổ đông khác biệt rõ rệt so với kết quả kinh doanh thực tế của Berkshire. Nếu giá cổ phiếu của chúng tôi phản ánh nhất quán giá trị doanh nghiệp, mỗi cổ đông sẽ nhận được kết quả đầu tư tương đương với kết quả kinh doanh của Berkshire trong suốt thời gian họ nắm giữ.

Second, we wish for very little trading activity. If we ran a private business with a few passive partners, we would be disappointed if those partners, and their replacements, frequently wanted to leave the partnership. Running a public company, we feel the same way.

Thứ hai, chúng tôi mong muốn có rất ít hoạt động giao dịch. Nếu chúng tôi điều hành một doanh nghiệp tư nhân với một vài đối tác thụ động, chúng tôi sẽ thất vọng nếu những đối tác đó, và những người thay thế họ, thường xuyên muốn rời bỏ mối quan hệ đối tác. Điều hành một công ty đại chúng, chúng tôi cũng cảm thấy như vậy.

Our goal is to attract long-term owners who, at the time of purchase, have no timetable or price target for sale but plan instead to stay with us indefinitely. We don't understand the CEO who wants lots of stock activity, for that can be achieved only if many of his owners are constantly exiting. At what other organization - school, club, church, etc. - do leaders cheer when members leave? (However, if there were a broker whose livelihood depended upon the membership turnover in such organizations, you could be sure that there would be at least one proponent of activity, as in: "There hasn't been much going on in Christianity for a while; maybe we should switch to Buddhism next week.")

Mục tiêu của chúng tôi là thu hút những chủ sở hữu dài hạn, những người tại thời điểm mua không có thời gian biểu hoặc mục tiêu giá để bán, mà thay vào đó lập kế hoạch ở lại với chúng tôi vô thời hạn. Chúng tôi không hiểu những CEO muốn cổ phiếu của mình được giao dịch nhiều, vì điều đó chỉ có thể đạt được nếu nhiều chủ sở hữu của ông ta liên tục rời đi. Có tổ chức nào khác — trường học, câu lạc bộ, nhà thờ, v.v. — mà các nhà lãnh đạo lại cổ vũ khi các thành viên rời đi không? (Tuy nhiên, nếu có một tay môi giới nào mà sinh kế phụ thuộc vào sự luân chuyển thành viên trong các tổ chức đó, bạn có thể chắc chắn rằng sẽ có ít nhất một người ủng hộ hoạt động này, kiểu như: "Gần đây không có nhiều diễn biến mới ở Công giáo; có lẽ tuần tới chúng ta nên chuyển

sang Phật giáo.")

Of course, some Berkshire owners will need or want to sell from time to time, and we wish for good replacements who will pay them a fair price. Therefore we try, through our policies, performance, and communications, to attract new shareholders who understand our operations, share our time horizons, and measure us as we measure ourselves. If we can continue to attract this sort of shareholder - and, just as important, can continue to be uninteresting to those with short-term or unrealistic expectations - Berkshire shares should consistently sell at prices reasonably related to business value.

Tất nhiên, một số chủ sở hữu Berkshire sẽ cần hoặc muốn bán cổ phiếu theo thời gian, và chúng tôi mong muốn có những người thay thế tốt, những người sẽ trả cho họ một mức giá công bằng. Do đó, thông qua các chính sách, hiệu quả hoạt động và cách thức truyền thông, chúng tôi cố gắng thu hút những cổ đông mới — những người hiểu rõ hoạt động của chúng tôi, chia sẻ cùng tầm nhìn thời gian và đánh giá chúng tôi theo cách chúng tôi tự đánh giá chính mình. Nếu chúng tôi có thể tiếp tục thu hút loại cổ đông này — và điều quan trọng không kém là tiếp tục không gây hứng thú cho những người có kỳ vọng ngắn hạn hoặc phi thực tế — cổ phiếu Berkshire sẽ luôn được bán ở mức giá liên quan hợp lý đến giá trị kinh doanh.

David L. Dodd

David L. Dodd

Dave Dodd, my friend and teacher for 38 years, died last year at age 93. Most of you don't know of him. Yet any long- time shareholder of Berkshire is appreciably wealthier because of the indirect influence he had upon our company.

Dave Dodd, người thầy và người bạn của tôi trong suốt 38 năm, đã qua đời vào năm ngoái ở tuổi 93. Hầu hết các bạn không biết về ông. Tuy nhiên, bất kỳ cổ đông lâu năm nào của Berkshire cũng trở nên giàu có hơn đáng kể nhờ tầm ảnh hưởng gián tiếp mà ông đã để lại cho công ty chúng ta.

Dave spent a lifetime teaching at Columbia University, and he co-authored Security Analysis with Ben Graham. From the moment I arrived at Columbia, Dave personally encouraged and educated me; one influence was as important as the other. Everything he taught me, directly or through his book, made sense. Later, through dozens of letters, he continued my education right up until his death.

Dave đã dành trọn cuộc đời giảng dạy tại Đại học Columbia, và ông là đồng tác giả của cuốn "Security Analysis" (Phân tích Chứng khoán) cùng với Ben Graham. Ngay từ khoảnh khắc tôi đặt chân đến Columbia, Dave đã đích thân khuyến khích và giáo dục tôi; tầm ảnh hưởng của sự khích lệ cũng quan trọng tương đương với sự giáo dục vậy. Mọi điều ông dạy tôi, dù trực tiếp hay qua cuốn sách, đều vô cùng hợp lý. Sau này, thông qua hàng chục lá thư, ông đã tiếp tục việc giáo dục tôi cho đến tận lúc ông qua đời.

I have known many professors of finance and investments but I have never seen any, except for Ben Graham, who was the match of Dave. The proof of his talent is the record of his students: No other teacher of investments has sent forth so many who have achieved unusual success.

Tôi đã biết nhiều giáo sư về tài chính và đầu tư, nhưng tôi chưa bao giờ thấy ai, ngoại trừ Ben Graham, có thể sánh ngang với Dave. Minh chứng cho tài năng của ông chính là thành tích của các học trò: Không có giảng viên đầu tư nào khác đào tạo ra được nhiều người đạt được thành công phi thường đến thế.

When students left Dave's classroom, they were equipped to invest intelligently for a lifetime because the principles he taught were simple, sound, useful, and enduring. Though these may appear to be unremarkable virtues, the teaching of principles embodying them has been rare.

Khi sinh viên rời khỏi lớp học của Dave, họ được trang bị để đầu tư một cách thông minh suốt đời vì những nguyên tắc ông dạy rất đơn giản, vững chắc, hữu ích và trường tồn. Mặc dù đây có vẻ là những đức tính bình thường, nhưng việc giảng dạy các nguyên tắc hội tụ đủ các yếu tố đó lại là điều cực kỳ hiếm thấy.

It's particularly impressive that Dave could practice as well as preach. just as Keynes became wealthy by applying his academic ideas to a very small purse, so, too, did Dave. Indeed, his financial performance far outshone that of Keynes, who began as a market-timer (leaning on business and credit-cycle theory) and converted, after much thought, to value investing. Dave was right from the start.

Điều đặc biệt ấn tượng là Dave có thể thực hành giỏi như cách ông giảng dạy. Giống như Keynes đã trở nên giàu có nhờ áp dụng các ý tưởng học thuật của mình vào một hầu bao rất nhỏ, Dave cũng vậy. Thật vậy, hiệu suất tài chính của ông còn vượt xa cả Keynes – người bắt đầu như một nhà đầu cơ theo thời điểm thị trường (dựa trên lý thuyết về chu kỳ kinh doanh và tín dụng) và sau nhiều suy ngẫm, đã chuyển sang đầu tư giá trị. Dave thì đã đúng ngay từ đầu.

In Berkshire's investments, Charlie and I have employed the principles taught by Dave and Ben Graham. Our prosperity is the fruit of their intellectual tree.

Trong các khoản đầu tư của Berkshire, Charlie và tôi đã áp dụng các nguyên tắc được dạy bởi Dave và Ben Graham. Sự thịnh vượng của chúng tôi chính là thành quả từ "cái cây trí tuệ" của họ.

Miscellaneous

Các mục khác

We hope to buy more businesses that are similar to the ones we have, and we can use some

help. If you have a business that fits the following criteria, call me or, preferably, write.

Chúng tôi hy vọng sẽ mua được thêm nhiều doanh nghiệp tương tự như những doanh nghiệp chúng tôi đang có, và chúng tôi cần một chút sự giúp đỡ. Nếu bạn có một doanh nghiệp phù hợp với các tiêu chí sau đây, hãy gọi cho tôi hoặc tốt hơn hết là viết thư.

Here's what we're looking for:

Tiêu chí tìm kiếm doanh nghiệp của chúng tôi:

- (1) large purchases (at least \$10 million of after-tax earnings),
Quy mô mua lại lớn: Lợi nhuận sau thuế tối thiểu phải đạt 10 triệu USD,
- (2) demonstrated consistent earning power (future projections are of little interest to us, nor are "turnaround" situations),
Năng lực tạo ra lợi nhuận ổn định đã được chứng minh: Chúng tôi rất ít quan tâm đến các dự phóng tương lai, cũng như không mặn mà với các tình huống "xoay chuyển tình thế" (turnaround),
- (3) businesses earning good returns on equity while employing little or no debt,
Các doanh nghiệp đạt tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) tốt: Đồng thời sử dụng ít hoặc không sử dụng nợ vay,
- (4) management in place (we can't supply it),
Ban quản trị hiện hữu: Chúng tôi không thể cung cấp nhân sự quản lý (đội ngũ cũ phải tiếp tục ở lại điều hành),
- (5) simple businesses (if there's lots of technology, we won't understand it),
Mô hình kinh doanh đơn giản: Nếu doanh nghiệp có quá nhiều yếu tố công nghệ, chúng tôi sẽ không hiểu được nó,
- (6) an offering price (we don't want to waste our time or that of the seller by talking, even preliminarily, about a transaction when price is unknown).
Một mức giá chào bán rõ ràng: Chúng tôi không muốn lãng phí thời gian của mình cũng như của người bán để thảo luận, dù chỉ là sơ bộ, về một giao dịch khi mà mức giá vẫn chưa được xác định.

We will not engage in unfriendly takeovers. We can promise complete confidentiality and a very fast answer - customarily within five minutes - as to whether we're interested. We prefer to buy for cash, but will consider issuing stock when we receive as much in intrinsic business value as we give.

Chúng tôi sẽ không thực hiện các vụ thôn tóm mang tính thù địch (unfriendly takeovers). Chúng tôi có thể hứa giữ bí mật tuyệt đối và đưa ra câu trả lời cực kỳ nhanh chóng — thông thường là trong vòng năm phút — về việc chúng tôi có quan tâm hay không. Chúng tôi ưu tiên mua bằng tiền mặt, nhưng sẽ cân nhắc việc phát hành cổ phiếu nếu chúng tôi nhận lại được giá trị kinh doanh nội tại tương đương với những gì chúng tôi trao đi.

Our favorite form of purchase is one fitting the Blumkin- Friedman-Heldman mold. In cases like these, the company's owner- managers wish to generate significant amounts of cash, sometimes for themselves, but often for their families or inactive shareholders. However, these managers also wish to remain significant owners who continue to run their companies just as they have in the past. We think we offer a particularly good fit for owners with these objectives and invite potential sellers to check us out by contacting people with whom we have done business in the past.

Hình thức mua lại ưa thích của chúng tôi là hình thức theo khuôn mẫu Blumkin-Friedman-Heldman. Trong những trường hợp này, những chủ sở hữu kiêm người quản lý công ty mong muốn tạo ra một lượng tiền mặt đáng kể, đôi khi cho chính họ, nhưng thường là cho gia đình hoặc các cổ đông không trực tiếp điều hành. Tuy nhiên, các nhà quản lý này cũng mong muốn tiếp tục là những chủ sở hữu quan trọng và tiếp tục điều hành công ty của họ giống hệt như cách họ đã làm trong quá khứ. Chúng tôi nghĩ rằng mình là sự lựa chọn đặc biệt phù hợp cho những chủ sở hữu có các mục tiêu này và mời những người bán tiềm năng kiểm chứng chúng tôi bằng cách liên hệ với những người mà chúng tôi đã từng hợp tác kinh doanh trước đây.

Charlie and I frequently get approached about acquisitions that don't come close to meeting our tests: We've found that if you advertise an interest in buying collies, a lot of people will call hoping to sell you their cocker spaniels. Our interest in new ventures, turnarounds, or auction-like sales can best be expressed by another Goldwynism: "Please include me out."

Charlie và tôi thường xuyên nhận được những lời đề nghị thôn tóm chẳng hề đáp ứng được các bài kiểm tra của chúng tôi: Chúng tôi nhận thấy rằng nếu bạn quảng cáo rằng mình muốn mua chó Collie, sẽ có rất nhiều người gọi đến với hy vọng bán cho bạn những con chó Cocker Spaniel. Mức độ quan tâm của chúng tôi đối với các dự án mạo hiểm mới, các tình huống xoay chuyển tình thế (turnaround), hay các cuộc bán đấu giá có thể được diễn đạt tốt nhất bằng một câu nói khác của Goldwyn: "Làm ơn hãy loại tôi ra" (Please include me out).

Besides being interested in the purchase of businesses as described above, we are also interested in the negotiated purchase of large, but not controlling, blocks of stock comparable to those we hold in Cap Cities and Salomon. We have a special interest in purchasing convertible preferreds as a long- term investment, as we did at Salomon.

Ngoài việc quan tâm đến việc mua lại toàn bộ doanh nghiệp như mô tả ở trên, chúng tôi cũng quan tâm đến việc thương lượng mua lại các khối cổ phiếu lớn nhưng không nắm quyền kiểm soát, tương tự như những gì chúng tôi đang nắm giữ tại Cap Cities và Salomon. Chúng tôi có mối quan tâm đặc biệt đến việc mua các cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi (convertible preferreds) như một khoản đầu tư dài hạn, giống như cách chúng tôi đã làm tại Salomon.

* * *

We received some good news a few weeks ago: Standard & Poor's raised our credit rating to AAA, which is the highest rating it bestows. Only 15 other U.S. industrial or property-casualty companies are rated AAA, down from 28 in 1980.

Chúng tôi đã nhận được một số tin tốt cách đây vài tuần: Standard & Poor's đã nâng xếp hạng tín nhiệm của chúng tôi lên mức AAA, mức xếp hạng cao nhất mà tổ chức này ban tặng. Chỉ có 15 công ty công nghiệp hoặc bảo hiểm tài sản - thiệt hại khác tại Hoa Kỳ được xếp hạng AAA, giảm so với con số 28 công ty vào năm 1980.

Corporate bondholders have taken their lumps in the past few years from "event risk." This term refers to the overnight degradation of credit that accompanies a heavily-leveraged purchase or recapitalization of a business whose financial policies, up to then, had been conservative. In a world of takeovers inhabited by few owner-managers, most corporations present such a risk. Berkshire does not. Charlie and I promise bondholders the same respect we afford shareholders.

Các chủ sở hữu trái phiếu doanh nghiệp đã phải chịu nhiều tổn thất trong vài năm qua do "rủi ro sự kiện" (event risk). Thuật ngữ này ám chỉ sự xuống cấp nghiêm trọng của chất lượng tín dụng diễn ra chỉ sau một đêm, đi kèm với một vụ thâm tóm bằng đòn bẩy tài chính cao hoặc tái cấu trúc vốn của một doanh nghiệp mà trước đó vốn có chính sách tài chính thận trọng. Trong một thế giới của những vụ thâm tóm vốn có rất ít những người quản lý kiêm chủ sở hữu, hầu hết các tập đoàn đều tiềm ẩn rủi ro như vậy. Berkshire thì không. Charlie và tôi hứa với các chủ sở hữu trái phiếu sự tôn trọng tương tự như cách chúng tôi dành cho các cổ đông.

* * *

About 97.4% of all eligible shares participated in Berkshire's 1988 shareholder-designated contributions program. Contributions made through the program were \$5 million, and 2,319 charities were recipients. If we achieve reasonable business results, we plan to increase the per-share contributions in 1989.

Khoảng 97,4% tổng số cổ phiếu đủ điều kiện đã tham gia vào chương trình đóng góp do cổ đông chỉ định năm 1988 của Berkshire. Tổng số tiền đóng góp thông qua chương trình này là 5 triệu USD, và 2.319 tổ chức từ thiện đã nhận được sự hỗ trợ. Nếu chúng ta đạt được kết quả kinh doanh hợp lý, chúng tôi dự định sẽ tăng mức đóng góp trên mỗi cổ phiếu vào năm 1989.

We urge new shareholders to read the description of our shareholder-designated contributions program that appears on pages 48-49. If you wish to participate in future programs, we strongly urge that you immediately make sure your shares are registered in the name of the actual owner, not in the nominee name of a broker, bank or depository. Shares not so registered on September 30, 1989 will be ineligible for the 1989 program.

Chúng tôi khuyến khích các cổ đông mới đọc phần mô tả về chương trình đóng góp do cổ đông chỉ định ở trang 48-49. Nếu quý vị muốn tham gia vào các chương trình trong tương lai, chúng tôi khẩn thiết yêu cầu quý vị hãy đảm bảo ngay lập tức rằng cổ phiếu của mình được đăng ký dưới tên của chủ sở hữu thực tế, chứ không phải dưới tên đại diện của một nhà môi giới, ngân hàng hay nơi lưu ký. Những cổ phiếu không được đăng ký như vậy vào ngày 30 tháng 9 năm 1989 sẽ không đủ điều kiện tham gia chương trình năm 1989.

* * *

Berkshire's annual meeting will be held in Omaha on Monday, April 24, 1989, and I hope you will come. The meeting provides the forum for you to ask any owner-related questions you may have, and we will keep answering until all (except those dealing with portfolio activities or other proprietary information) have been dealt with.

Đại hội thường niên của Berkshire sẽ được tổ chức tại Omaha vào thứ Hai, ngày 24 tháng 4 năm 1989, và tôi hy vọng quý vị sẽ đến dự. Cuộc họp này cung cấp một diễn đàn để quý vị đặt bất kỳ câu hỏi nào liên quan đến quyền sở hữu, và chúng tôi sẽ tiếp tục trả lời cho đến khi tất cả các câu hỏi (ngoại trừ những câu hỏi liên quan đến hoạt động danh mục đầu tư hoặc thông tin độc quyền khác) đều đã được giải quyết.

After the meeting we will have several buses available to take you to visit Mrs. B at The Nebraska Furniture Mart and Ike Friedman at Borsheim's. Be prepared for bargains.

Sau cuộc họp, chúng tôi sẽ có sẵn một vài chuyến xe buýt để đưa quý vị đến thăm Bà B (Mrs. B) tại Nebraska Furniture Mart và Ike Friedman tại Borsheims. Hãy chuẩn bị tinh thần cho những món hàng giá hời.

Out-of-towners may prefer to arrive early and visit Mrs. B during the Sunday store hours of noon to five. (These Sunday hours seem ridiculously short to Mrs. B, who feels they scarcely allow her time to warm up; she much prefers the days on which the store remains open from 10 a.m. to 9 p.m.) Borsheims, however, is not open on Sunday.

Những quý vị ở xa có thể muốn đến sớm và thăm Bà B trong giờ mở cửa Chủ nhật từ 12 giờ trưa đến 5 giờ chiều. (Khoảng thời gian Chủ nhật này có vẻ ngắn ngủi một cách nực cười đối với Bà B, người cảm thấy bấy nhiêu đó chẳng bỏ công để bà "khởi động"; bà thích những ngày cửa hàng mở cửa từ 10 giờ sáng đến 9 giờ tối hơn nhiều). Tuy nhiên, Borsheims không mở cửa

vào Chủ nhật.

Ask Mrs. B the secret of her astonishingly low carpet prices. She will confide to you - as she does to everyone - how she does it: "I can sell so cheap 'cause I work for this dummy who doesn't know anything about carpet."

Hãy hỏi Bà B bí quyết đằng sau mức giá thảm thấp đến kinh ngạc của bà. Bà sẽ tiết lộ với quý vị — như cách bà vẫn nói với mọi người — về cách bà làm điều đó: "Tôi có thể bán rẻ như vậy vì tôi đang làm việc cho cái gã ngốc chẳng biết tí gì về thảm này này."

February 28, 1989

Warren E. Buffett

Chairman of the Board

Chủ tịch Hội đồng quản trị

BERKSHIRE HATHAWAY INC.
(1987)

To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.:

Gửi các Cổ đông của Berkshire Hathaway Inc.:

Our gain in net worth during 1987 was \$464 million, or 19.5%. Over the last 23 years (that is, since present management took over), our per-share book value has grown from \$19.46 to \$2,477.47, or at a rate of 23.1% compounded annually.

Giá trị tài sản ròng của chúng tôi đã tăng thêm 464 triệu USD, tương đương 19,5% trong năm 1987. Trong suốt 23 năm qua (kể từ khi ban quản lý hiện tại tiếp quản), giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu đã tăng từ 19,46 USD lên 2.477,47 USD, đạt tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm là 23,1%.

What counts, of course, is the rate of gain in per-share business value, not book value. In many cases, a corporation's book value and business value are almost totally unrelated. For example, just before they went bankrupt, LTV and Baldwin-United published yearend audits showing their book values to be \$652 million and \$397 million, respectively. Conversely, Belridge Oil was sold to Shell in 1979 for \$3.6 billion although its book value was only \$177 million.

Tất nhiên, điều quan trọng là tốc độ tăng trưởng của giá trị kinh doanh (business value) trên mỗi cổ phiếu, chứ không phải giá trị sổ sách (book value). Trong nhiều trường hợp, giá trị sổ sách và giá trị kinh doanh của một tập đoàn gần như hoàn toàn không liên quan đến nhau. Ví dụ, ngay trước khi phá sản, LTV và Baldwin-United đã công bố các báo cáo kiểm toán cuối năm cho thấy giá trị sổ sách của họ lần lượt là 652 triệu USD và 397 triệu USD. Ngược lại, Belridge Oil đã được bán cho Shell vào năm 1979 với giá 3,6 tỷ USD mặc dù giá trị sổ sách của nó chỉ là 177 triệu USD.

At Berkshire, however, the two valuations have tracked rather closely, with the growth rate in business value over the last decade moderately outpacing the growth rate in book value. This good news continued in 1987.

Tuy nhiên, tại Berkshire, hai phương pháp định giá này đã bám sát nhau khá chặt chẽ, với tốc độ tăng trưởng giá trị kinh doanh trong thập kỷ qua vượt xa một chút so với tốc độ tăng trưởng

giá trị sổ sách. Tin tốt lành này đã tiếp tục duy trì trong năm 1987.

Our premium of business value to book value has widened for two simple reasons: We own some remarkable businesses and they are run by even more remarkable managers.

Mức chênh lệch giữa giá trị kinh doanh và giá trị sổ sách của chúng tôi ngày càng nói rộng vì hai lý do đơn giản: Chúng tôi sở hữu một số doanh nghiệp xuất sắc và chúng được điều hành bởi những nhà quản lý thậm chí còn xuất sắc hơn.

You have a right to question that second assertion. After all, CEOs seldom tell their shareholders that they have assembled a bunch of turkeys to run things. Their reluctance to do so makes for some strange annual reports. Oftentimes, in his shareholders' letter, a CEO will go on for pages detailing corporate performance that is woefully inadequate. He will nonetheless end with a warm paragraph describing his managerial comrades as "our most precious asset." Such comments sometimes make you wonder what the other assets can possibly be.

Quý vị hoàn toàn có quyền nghi ngờ lời khẳng định thứ hai đó. Sau cùng thì, hiếm có vị CEO nào lại đi nói với cổ đông rằng mình đã tập hợp một lũ "vô tích sự" (turkeys) để điều hành công việc. Sự miễn cưỡng đó đã tạo ra những bản báo cáo thường niên rất kỳ lạ. Thường thì trong thư gửi cổ đông, một CEO sẽ dành hàng trang giấy để trình bày chi tiết về kết quả kinh doanh cực kỳ yếu kém của công ty. Thế nhưng, ông ta vẫn kết thúc bằng một đoạn văn ám áp mô tả những cộng sự quản lý của mình là "tài sản quý giá nhất của chúng tôi". Những lời bình luận như vậy đôi khi khiến bạn phải tự hỏi không biết những tài sản khác của công ty có thể là cái thứ gì nữa.

At Berkshire, however, my appraisal of our operating managers is, if anything, understated. To understand why, first take a look at page 7, where we show the earnings (on an historical-cost accounting basis) of our seven largest non-financial units: Buffalo News, Fechheimer, Kirby, Nebraska Furniture Mart, Scott Fetzer Manufacturing Group, See's Candies, and World Book. In 1987, these seven business units had combined operating earnings before interest and taxes of \$180 million.

Tuy nhiên, tại Berkshire, sự đánh giá của tôi về các nhà quản lý vận hành, nếu có gì sai, thì là do tôi đã nói giảm nói tránh. Để hiểu tại sao, trước tiên hãy nhìn vào trang 7, nơi chúng tôi trình bày lợi nhuận (trên cơ sở kế toán giá gốc lịch sử) của bảy đơn vị phi tài chính lớn nhất của chúng tôi: Buffalo News, Fechheimer, Kirby, Nebraska Furniture Mart, Scott Fetzer Manufacturing Group, See's Candies, và World Book. Năm 1987, bảy đơn vị kinh doanh này có tổng lợi nhuận hoạt động trước lãi vay và thuế (EBIT) là 180 triệu USD.

By itself, this figure says nothing about economic performance. To evaluate that, we must know how much total capital - debt and equity - was needed to produce these earnings. Debt plays an insignificant role at our seven units: Their net interest expense in 1987 was only \$2 million. Thus, pre-tax earnings on the equity capital employed by these businesses amounted to \$178 million. And this equity - again on an historical-cost basis - was only \$175 million.

Tự thân con số này không nói lên điều gì về hiệu quả kinh tế. Để đánh giá điều đó, chúng ta phải biết cần bao nhiêu tổng vốn — bao gồm cả nợ và vốn chủ sở hữu — để tạo ra số lợi nhuận này. Nợ đóng vai trò không đáng kể tại bảy đơn vị của chúng tôi: chi phí lãi vay thuần của họ trong năm 1987 chỉ là 2 triệu USD. Như vậy, lợi nhuận trước thuế trên vốn chủ sở hữu được sử dụng bởi các doanh nghiệp này lên tới 178 triệu USD. Và số vốn chủ sở hữu này — một lần nữa, dựa trên cơ sở giá gốc lịch sử — chỉ là 175 triệu USD.

If these seven business units had operated as a single company, their 1987 after-tax earnings would have been approximately \$100 million - a return of about 57% on equity capital. You'll seldom see such a percentage anywhere, let alone at large, diversified companies with nominal leverage. Here's a benchmark: In its 1988 Investor's Guide issue, Fortune reported that among the 500 largest industrial companies and 500 largest service companies, only six had averaged a return on equity of over 30% during the previous decade. The best performer among the 1000 was Commerce Clearing House at 40.2%.

Nếu bảy đơn vị kinh doanh này hoạt động như một công ty duy nhất, lợi nhuận sau thuế năm 1987 của họ sẽ đạt xấp xỉ 100 triệu USD — tức là tỷ suất sinh lời khoảng 57% trên vốn chủ sở hữu. Quý vị sẽ hiếm khi thấy một tỷ lệ như vậy ở bất cứ đâu, chưa nói đến các công ty đa ngành, quy mô lớn với mức đòn bẩy tài chính danh nghĩa (nợ thấp). Đây là một cột mốc để so sánh: Trong ấn phẩm Hướng dẫn Nhà đầu tư năm 1988, tạp chí Fortune báo cáo rằng trong số 500 công ty công nghiệp lớn nhất và 500 công ty dịch vụ lớn nhất, chỉ có sáu công ty đạt mức lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trung bình trên 30% trong thập kỷ trước đó. Công ty có hiệu suất tốt nhất trong cả 1.000 công ty là Commerce Clearing House với mức 40,2%.

Of course, the returns that Berkshire earns from these seven units are not as high as their underlying returns because, in aggregate, we bought the businesses at a substantial premium to underlying equity capital. Overall, these operations are carried on our books at about \$222 million above the historical accounting values of the underlying assets. However, the managers of the units should be judged by the returns they achieve on the underlying assets; what we pay for a business does not affect the amount of capital its manager has to work with. (If, to become a shareholder and part owner of Commerce Clearing House, you pay, say, six times book value, that does not change CCH's return on equity.)

Tất nhiên, tỷ suất sinh lời mà Berkshire kiếm được từ bảy đơn vị này không cao bằng tỷ suất sinh lời thực tế của chính chúng, bởi vì nhìn chung, chúng tôi đã mua các doanh nghiệp này với mức giá cao hơn đáng kể so với vốn chủ sở hữu thực tế. Nhìn chung, các hoạt động này được ghi nhận trên sổ sách của chúng tôi cao hơn khoảng 222 triệu USD so với giá trị kế toán lịch sử của các tài sản cơ sở. Tuy nhiên, các nhà quản lý của các đơn vị này nên được đánh giá dựa trên tỷ suất sinh lời mà họ đạt được trên số tài sản thực tế mà họ nắm giữ; số tiền chúng tôi trả để mua một doanh nghiệp không ảnh hưởng đến số vốn mà nhà quản lý đó có để vận hành. (Ví dụ: Nếu để trở thành cổ đông và chủ sở hữu một phần của Commerce Clearing House, bạn trả giá cao gấp sáu lần giá trị sổ sách, điều đó cũng không làm thay đổi tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của chính CCH).

Three important inferences can be drawn from the figures I have cited. First, the current business value of these seven units is far above their historical book value and also far above the value at which they are carried on Berkshire's balance sheet. Second, because so little capital is required to run these businesses, they can grow while concurrently making almost all of their earnings available for deployment in new opportunities. Third, these businesses are run by truly extraordinary managers. The Blumkins, the Heldmans, Chuck Huggins, Stan Lipsey, and Ralph Schey all meld unusual talent, energy and character to achieve exceptional financial results.

Ba kết luận quan trọng có thể được rút ra từ những con số mà tôi đã trích dẫn. Thứ nhất, giá trị kinh doanh hiện tại của bảy đơn vị này cao hơn nhiều so với giá trị sổ sách lịch sử của chúng, và cũng cao hơn nhiều so với giá trị mà chúng được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán của Berkshire. Thứ hai, vì cần rất ít vốn để vận hành các doanh nghiệp này, chúng có thể tăng trưởng đồng thời chuyển hầu như toàn bộ lợi nhuận cho chúng tôi để triển khai vào các cơ hội mới. Thứ ba, các doanh nghiệp này được điều hành bởi những nhà quản lý thực sự phi thường. Gia đình Blumkin, gia đình Heldman, Chuck Huggins, Stan Lipsey và Ralph Schey đều là sự kết hợp của tài năng, năng lượng và tư cách đạo đức hiếm có để đạt được những kết quả tài chính ngoại hạng.

For good reasons, we had very high expectations when we joined with these managers. In every case, however, our experience has greatly exceeded those expectations. We have received far more than we deserve, but we are willing to accept such inequities. (We subscribe to the view Jack Benny expressed upon receiving an acting award: "I don't deserve this, but then, I have arthritis and I don't deserve that either.")

Vì những lý do chính đáng, chúng tôi đã có kỳ vọng rất cao khi hợp tác với các nhà quản lý này. Tuy nhiên, trong mọi trường hợp, trải nghiệm thực tế của chúng tôi đều vượt xa những kỳ vọng đó. Chúng tôi đã nhận được nhiều hơn những gì mình xứng đáng, nhưng chúng tôi sẵn lòng chấp nhận những sự "bất công" như vậy. (Chúng tôi tán thành quan điểm mà Jack Benny đã bày tỏ khi nhận được một giải thưởng diễn xuất: "Tôi không xứng đáng với giải thưởng này, nhưng tôi cũng bị viêm khớp và tôi cũng đâu có xứng đáng bị như vậy.")

Beyond the Sainted Seven, we have our other major unit, insurance, which I believe also has a business value well above the net assets employed in it. However, appraising the business value of a property-casualty insurance company is a decidedly imprecise process. The industry is volatile, reported earnings oftentimes are seriously inaccurate, and recent changes in the Tax Code will severely hurt future profitability. Despite these problems, we like the business and it will almost certainly remain our largest operation. Under Mike Goldberg's management, the insurance business should treat us well over time.

Ngoài "Bảy Vị Thánh" (bảy đơn vị kinh doanh nòng cốt), chúng tôi còn một đơn vị lớn khác là bảo hiểm, nơi mà tôi tin rằng giá trị kinh doanh cũng cao hơn nhiều so với tài sản thuần được sử dụng. Tuy nhiên, việc định giá một công ty bảo hiểm tài sản - thiệt hại là một quá trình không chính xác. Ngành này đầy biến động, lợi nhuận báo cáo thường sai lệch nghiêm trọng và những thay đổi gần đây trong Luật Thuế sẽ gây tổn hại nặng nề đến khả năng sinh lời trong tương

lai. Bất chấp những vấn đề này, chúng tôi thích lĩnh vực này và nó gần như chắc chắn sẽ vẫn là mảng hoạt động lớn nhất của chúng tôi. Dưới sự quản lý của Mike Goldberg, mảng bảo hiểm sẽ mang lại kết quả tốt cho chúng ta theo thời gian.

With managers like ours, my partner, Charlie Munger, and I have little to do with operations. In fact, it is probably fair to say that if we did more, less would be accomplished. We have no corporate meetings, no corporate budgets, and no performance reviews (though our managers, of course, oftentimes find such procedures useful at their operating units). After all, what can we tell the Blumkins about home furnishings, or the Heldmans about uniforms?

Với những nhà quản lý như hiện tại, đối tác của tôi, Charlie Munger, và tôi hầu như không có việc gì phải làm với các hoạt động vận hành. Trên thực tế, có lẽ công bằng mà nói nếu chúng tôi can thiệp nhiều hơn, thành quả đạt được sẽ ít hơn. Chúng tôi không có các cuộc họp tập đoàn, không có ngân sách tập đoàn và không có các buổi đánh giá hiệu quả công việc (mặc dù các nhà quản lý của chúng tôi, tất nhiên, thường thấy các quy trình đó hữu ích tại đơn vị vận hành của họ). Sau tất cả, chúng tôi có thể dạy được gì cho gia đình Blumkin về đồ nội thất, hay gia đình Heldman về đồng phục?

Our major contribution to the operations of our subsidiaries is applause. But it is not the indiscriminate applause of a Pollyanna. Rather it is informed applause based upon the two long careers we have spent intensively observing business performance and managerial behavior. Charlie and I have seen so much of the ordinary in business that we can truly appreciate a virtuoso performance. Only one response to the 1987 performance of our operating managers is appropriate: sustained, deafening applause.

Đóng góp chính của chúng tôi vào hoạt động của các công ty con là những tràng pháo tay. Nhưng đó không phải là những tràng pháo tay bừa bãi của một kẻ lạc quan tếu (Pollyanna). Thay vào đó, đó là những tràng pháo tay có hiểu biết dựa trên hai sự nghiệp dài mà chúng tôi đã dành để quan sát kỹ lưỡng hiệu quả kinh doanh và hành vi quản trị. Charlie và tôi đã chứng kiến quá nhiều sự tầm thường trong kinh doanh đến nỗi chúng tôi thực sự biết trân trọng một màn trình diễn bậc thầy. Chỉ có một phản hồi duy nhất cho hiệu suất năm 1987 của các nhà quản lý vận hành là phù hợp: một tràng pháo tay kéo dài và vang dội.

Sources of Reported Earnings

Các nguồn Lợi nhuận Báo cáo

The table on the following page shows the major sources of Berkshire's reported earnings. In the table, amortization of Goodwill and other major purchase-price accounting adjustments are not charged against the specific businesses to which they apply but, instead, are aggregated and shown separately. In effect, this procedure presents the earnings of our businesses as they would have been reported had we not purchased them. In appendixes to my letters in the 1983 and 1986 annual reports, I explained why this form of presentation seems to us to be more useful to investors

and managers than the standard GAAP presentation, which makes purchase-price adjustments on a business-by business basis. The total net earnings we show in the table are, of course, identical to the GAAP figures in our audited financial statements.

Bảng ở trang kế tiếp hiển thị các nguồn lợi nhuận báo cáo chính của Berkshire. Trong bảng này, các khoản khấu hao Lợi thế thương mại (Goodwill) và các điều chỉnh kế toán lớn về giá mua khác sẽ không bị trừ trực tiếp vào lợi nhuận của từng doanh nghiệp cụ thể, mà thay vào đó, chúng được gộp lại và hiển thị riêng biệt. Về cơ bản, phương pháp này trình bày lợi nhuận của các doanh nghiệp của chúng tôi theo đúng cách mà chúng sẽ được báo cáo nếu chúng tôi không mua lại chúng. Trong các phần phụ lục của thư gửi cổ đông trong báo cáo thường niên năm 1983 và 1986, tôi đã giải thích lý do tại sao hình thức trình bày này có vẻ hữu ích hơn cho các nhà đầu tư và nhà quản lý so với cách trình bày theo chuẩn GAAP (Nguyên tắc Kế toán Chấp nhận chung) thông thường — vốn thực hiện các điều chỉnh giá mua trên cơ sở từng doanh nghiệp. Tất nhiên, tổng lợi nhuận thuần mà chúng tôi hiển thị trong bảng này hoàn toàn trùng khớp với các con số GAAP trong báo cáo tài chính đã được kiểm toán của chúng tôi.

In the Business Segment Data on pages 36-38 and in the Management's Discussion section on pages 40-44 you will find much additional information about our businesses. In these sections you will also find our segment earnings reported on a GAAP basis. I urge you to read that material, as well as Charlie Munger's letter to Wesco shareholders, describing the various businesses of that subsidiary, which starts on page 45.

Trong phần Dữ liệu Phân đoạn Kinh doanh tại trang 36-38 và phần Thảo luận của Ban Quản trị tại trang 40-44, quý vị sẽ tìm thấy nhiều thông tin bổ sung về các doanh nghiệp của chúng tôi. Trong các phần này, quý vị cũng sẽ thấy lợi nhuận phân đoạn được báo cáo theo tiêu chuẩn GAAP. Tôi khuyến khích quý vị nên đọc tài liệu đó, cũng như bức thư của Charlie Munger gửi các cổ đông của Wesco, mô tả các mảng kinh doanh khác nhau của công ty con đó, bắt đầu từ trang 45.

(000s omitted)				
		<i>Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)</i>		
<i>Pre-Tax Earnings</i>				
	<i>1987</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1986</i>
Operating Earnings:				
Insurance Group:				
Underwriting	\$(55,429)	\$(55,844)	\$(20,696)	\$(29,864)
Net Investment Income	152,483	107,143	136,658	96,440
Buffalo News	39,410	34,736	21,304	16,918
Fechheimer (Acquired 6/3/86)	13,332	8,400	6,580	3,792
Kirby	22,408	20,218	12,891	10,508
Nebraska Furniture Mart	16,837	17,685	7,554	7,192
Scott Fetzer Mfg. Group	30,591	25,358	17,555	13,354
See's Candies	31,693	30,347	17,363	15,176
Wesco - other than Insurance	6,209	5,542	4,978	5,550
World Book	25,745	21,978	15,136	11,670
Amortization of Goodwill	(2,862)	(2,555)	(2,862)	(2,555)
Other Purchase-Price				
Accounting Adjustments	(5,546)	(10,033)	(6,544)	(11,031)
Interest on Debt and				
Pre-Payment Penalty	(11,474)	(23,891)	(5,905)	(12,213)
Shareholder-Designated				
Contributions	(4,938)	(3,997)	(2,963)	(2,158)
Other	22,460	20,770	13,696	8,685
Operating Earnings	280,919	195,857	214,745	131,464
Sales of Securities	27,319	216,242	19,807	150,897
Total Earnings - All Entities ..	\$308,238	\$412,099	\$234,552	\$282,361
	=====	=====	=====	=====

Pre-Tax Earnings/ Lợi nhuận Trước Thuế

Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)/ Phần Lợi nhuận Thuần của Berkshire (sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số)

Gypsy Rose Lee announced on one of her later birthdays: "I have everything I had last year; it's just that it's all two inches lower." As the table shows, during 1987 almost all of our businesses aged in a more upbeat way.

Gypsy Rose Lee đã tuyên bố vào một trong những sinh nhật muộn của mình rằng: "Tôi vẫn có mọi thứ tôi đã có năm ngoái; chỉ là tất cả chúng đều thấp hơn hai inch thôi." Như bảng số liệu đã cho thấy, trong năm 1987, hầu hết các doanh nghiệp của chúng tôi đều "già đi" theo một cách lạc quan hơn nhiều.

There's not a lot new to report about these businesses - and that's good, not bad. Severe change and exceptional returns usually don't mix. Most investors, of course, behave as if just the opposite were true. That is, they usually confer the highest price-earnings ratios on exotic-sounding businesses that hold out the promise of feverish change. That prospect lets investors fantasize about future profitability rather than face today's business realities. For such investor-dreamers, any blind date is preferable to one with the girl next door, no matter how desirable she may be.

Không có nhiều điều mới để báo cáo về các doanh nghiệp này — và đó là điều tốt, không phải xấu. Sự thay đổi khốc liệt và tỷ suất lợi nhuận ngoại hạng thường không đi đôi với nhau. Tất nhiên, hầu hết các nhà đầu tư đều hành động như thể điều ngược lại mới là đúng. Nghĩa là, họ thường trả mức định giá (P/E) cao nhất cho những doanh nghiệp nghe có vẻ kỳ lạ, hứa hẹn về những sự thay đổi cuồng nhiệt. Viễn cảnh đó để cho các nhà đầu tư mơ mộng về lợi nhuận tương lai thay vì đối mặt với thực tế kinh doanh hôm nay. Với những nhà đầu tư mơ mộng như vậy, bất kỳ cuộc hẹn hò giấu mặt nào cũng thích thú hơn là hẹn hò với "cô gái nhà bên", bất kể cô ấy có đáng khao khát đến thế nào.

Experience, however, indicates that the best business returns are usually achieved by companies that are doing something quite similar today to what they were doing five or ten years ago. That is no argument for managerial complacency. Businesses always have opportunities to improve service, product lines, manufacturing techniques, and the like, and obviously these opportunities should be seized. But a business that constantly encounters major change also encounters many chances for major error. Furthermore, economic terrain that is forever shifting violently is ground on which it is difficult to build a fortress-like business franchise. Such a franchise is usually the key to sustained high returns.

Tuy nhiên, kinh nghiệm cho thấy rằng tỷ suất sinh lời tốt nhất thường đạt được bởi các công ty đang làm những việc khá giống với những gì họ đã làm 5 hoặc 10 năm trước. Đây không phải là lập luận cho sự tự mãn của ban quản lý. Các doanh nghiệp luôn có cơ hội để cải thiện dịch vụ, dòng sản phẩm, kỹ thuật sản xuất và những thứ tương tự, và rõ ràng những cơ hội này nên được nắm bắt. Nhưng một doanh nghiệp liên tục đối mặt với những thay đổi lớn cũng đồng thời đối mặt với nhiều cơ hội dẫn đến những sai lầm lớn. Hơn nữa, một địa hình kinh tế luôn chuyển dịch dữ dội là mảnh đất rất khó để xây dựng nên một đặc quyền kinh doanh vững chãi như pháo đài. Một đặc quyền như vậy thường là chìa khóa cho tỷ suất sinh lời cao bền vững.

The Fortune study I mentioned earlier supports our view. Only 25 of the 1,000 companies met two tests of economic excellence - an average return on equity of over 20% in the ten years, 1977 through 1986, and no year worse than 15%. These business superstars were also stock market superstars: During the decade, 24 of the 25 outperformed the S&P 500.

Nghiên cứu của Fortune mà tôi đã đề cập trước đó ủng hộ quan điểm của chúng tôi. Chỉ có 25 trong số 1.000 công ty đáp ứng được hai bài kiểm tra về sự xuất sắc kinh tế: tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) trung bình trên 20% trong mười năm (từ 1977 đến 1986), và không có năm nào thấp hơn 15%. Những "siêu sao" kinh doanh này cũng đồng thời là những siêu sao trên

thị trường chứng khoán: Trong thập kỷ đó, 24 trên 25 công ty đã có hiệu suất vượt xa chỉ số S&P 500.

The Fortune champs may surprise you in two respects. First, most use very little leverage compared to their interest-paying capacity. Really good businesses usually don't need to borrow. Second, except for one company that is "high-tech" and several others that manufacture ethical drugs, the companies are in businesses that, on balance, seem rather mundane. Most sell non- sexy products or services in much the same manner as they did ten years ago (though in larger quantities now, or at higher prices, or both). The record of these 25 companies confirms that making the most of an already strong business franchise, or concentrating on a single winning business theme, is what usually produces exceptional economics.

Các nhà vô địch của Fortune có thể gây ngạc nhiên cho quý vị ở hai khía cạnh. Thứ nhất, hầu hết họ sử dụng rất ít đòn bẩy tài chính so với khả năng chi trả lãi vay của mình. Những doanh nghiệp thực sự tốt thường không cần phải vay mượn. Thứ hai, ngoại trừ một công ty thuộc lĩnh vực "công nghệ cao" và một vài công ty khác sản xuất dược phẩm kê đơn, các công ty còn lại đều nằm trong những lĩnh vực kinh doanh có vẻ khá tầm thường (mundane). Hầu hết họ bán những sản phẩm hoặc dịch vụ "không mấy quyến rũ" theo cách gần như tương tự như họ đã làm mười năm trước (mặc dù hiện tại với số lượng lớn hơn, hoặc mức giá cao hơn, hoặc cả hai). Hồ sơ của 25 công ty này xác nhận rằng việc tận dụng tối đa một đặc quyền kinh doanh vốn đã mạnh mẽ, hoặc tập trung vào một chủ đề kinh doanh chiến thắng duy nhất, thường là điều tạo ra kết quả kinh tế ngoại hạng.

Berkshire's experience has been similar. Our managers have produced extraordinary results by doing rather ordinary things - but doing them exceptionally well. Our managers protect their franchises, they control costs, they search for new products and markets that build on their existing strengths and they don't get diverted. They work exceptionally hard at the details of their businesses, and it shows.

Trải nghiệm của Berkshire cũng tương tự như vậy. Các nhà quản lý của chúng tôi đã tạo ra những kết quả phi thường bằng cách làm những việc khá bình thường — nhưng làm chúng một cách xuất sắc đến mức ngoại hạng. Các nhà quản lý của chúng tôi bảo vệ đặc quyền kinh doanh của họ, họ kiểm soát chi phí, họ tìm kiếm các sản phẩm và thị trường mới dựa trên những thế mạnh sẵn có và họ không để mình bị xao nhãng. Họ làm việc cực kỳ chăm chỉ vào từng chi tiết của doanh nghiệp, và kết quả đã thể hiện rõ điều đó.

Here's an update:

Cập nhật về tình hình doanh nghiệp:

o Agatha Christie, whose husband was an archaeologist, said that was the perfect profession for one's spouse: "The older you become, the more interested they are in you." It is students of business management, not archaeologists, who should be interested in Mrs. B (Rose

Blumkin), the 94-year-old chairman of Nebraska Furniture Mart.

Agatha Christie, người có chồng là một nhà khảo cổ học, từng nói rằng đó là nghề nghiệp hoàn hảo cho người phối ngẫu của mình: "Bạn càng già đi, họ lại càng quan tâm đến bạn hơn." Thế nhưng, chính những sinh viên quản trị kinh doanh, chứ không phải các nhà khảo cổ, mới là những người nên quan tâm đến Bà B (Rose Blumkin), vị chủ tịch 94 tuổi của Nebraska Furniture Mart (NFM).

Fifty years ago Mrs. B started the business with \$500, and today NFM is far and away the largest home furnishings store in the country. Mrs. B continues to work seven days a week at the job from the opening of each business day until the close. She buys, she sells, she manages - and she runs rings around the competition. It's clear to me that she's gathering speed and may well reach her full potential in another five or ten years. Therefore, I've persuaded the Board to scrap our mandatory retirement-at-100 policy. (And it's about time: With every passing year, this policy has seemed sillier to me.)

Năm mươi năm trước, Bà B đã bắt đầu công việc kinh doanh với 500 USD, và ngày nay NFM đã trở thành cửa hàng nội thất gia đình lớn nhất cả nước một cách áp đảo. Bà B tiếp tục làm việc bảy ngày một tuần, từ lúc mở cửa cho đến khi đóng cửa mỗi ngày. Bà mua hàng, bà bán hàng, bà quản lý — và bà bỏ xa mọi đối thủ cạnh tranh. Đối với tôi, rõ ràng là bà đang bắt đầu tăng tốc và rất có thể sẽ đạt được toàn bộ tiềm năng của mình trong khoảng năm hoặc mười năm nữa. Do đó, tôi đã thuyết phục Hội đồng quản trị bãi bỏ chính sách bắt buộc nghỉ hưu ở tuổi 100 của chúng tôi. (Và cũng đã đến lúc rồi: Mỗi năm trôi qua, chính sách này lại càng có vẻ ngớ ngẩn hơn đối với tôi.)

Net sales of NFM were \$142.6 million in 1987, up 8% from 1986. There's nothing like this store in the country, and there's nothing like the family Mrs. B has produced to carry on: Her son Louie, and his three boys, Ron, Irv and Steve, possess the business instincts, integrity and drive of Mrs. B. They work as a team and, strong as each is individually, the whole is far greater than the sum of the parts.

Doanh thu thuần của NFM đạt 142,6 triệu USD vào năm 1987, tăng 8% so với năm 1986. Không có cửa hàng nào như thế này trên toàn quốc, và cũng không có gia đình nào như gia đình mà Bà B đã nuôi dưỡng để tiếp nối sự nghiệp: Con trai bà, Louie, cùng ba người con của ông là Ron, Irv và Steve, đều sở hữu bản năng kinh doanh, sự chính trực và động lực làm việc giống như Bà B. Họ làm việc như một đội ngũ và dù mỗi cá nhân đều mạnh mẽ, nhưng tổng thể lại lớn hơn nhiều so với tổng của các phần hợp lại.

The superb job done by the Blumkins benefits us as owners, but even more dramatically benefits NFM's customers. They saved about \$30 million in 1987 by buying from NFM. In other words, the goods they bought would have cost that much more if purchased elsewhere.

Công việc tuyệt vời mà gia đình Blumkin thực hiện đã mang lại lợi ích cho chúng tôi với tư cách là chủ sở hữu, nhưng lợi ích mang lại cho khách hàng của NFM còn ấn tượng hơn nhiều.

Họ đã tiết kiệm được khoảng 30 triệu USD trong năm 1987 bằng cách mua hàng từ NFM. Nói cách khác, những hàng hóa họ đã mua sẽ tốn thêm chừng đó tiền nếu mua ở bất kỳ nơi nào khác.

You'll enjoy an anonymous letter I received last August: "Sorry to see Berkshire profits fall in the second quarter. One way you may gain back part of your lost. (sic) Check the pricing at The Furniture Mart. You will find that they are leaving 10% to 20% on the table. This additional profit on \$140 million of sells (sic) is \$28 million. Not small change in anyone's pocket! Check out other furniture, carpet, appliance and T.V. dealers. Your raising prices to a reasonable profit will help. Thank you. /signed/ A Competitor."

Quý vị sẽ thấy thích thú với một bức thư nặc danh mà tôi nhận được vào tháng Tám năm ngoái: "Rất tiếc khi thấy lợi nhuận của Berkshire sụt giảm trong quý hai. Có một cách để ông lấy lại một phần số lỗ đó. Hãy kiểm tra lại cách đặt giá tại The Furniture Mart. Ông sẽ thấy rằng họ đang bỏ quên từ 10% đến 20% lợi nhuận trên bàn. Khoản lợi nhuận bổ sung này trên 140 triệu USD doanh số là 28 triệu USD. Đó không phải là số tiền nhỏ trong túi của bất kỳ ai! Hãy kiểm tra các đại lý nội thất, thảm, thiết bị gia dụng và TV khác mà xem. Việc ông nâng giá lên mức lợi nhuận hợp lý sẽ có ích đấy. Cảm ơn ông. /Ký tên/ Một Đối thủ cạnh tranh."

NFM will continue to grow and prosper by following Mrs. B's maxim: "Sell cheap and tell the truth."

NFM sẽ tiếp tục phát triển và thịnh vượng bằng cách tuân theo phương châm của Bà B: "Bán rẻ và nói thật."

o Among dominant papers of its size or larger, the Buffalo News continues to be the national leader in two important ways: (1) its weekday and Sunday penetration rate (the percentage of households in the paper's primary market area that purchase it); and (2) its "news-hole" percentage (the portion of the paper devoted to news).

Trong số các tờ báo thống trị có quy mô tương đương hoặc lớn hơn, tờ Buffalo News tiếp tục dẫn đầu quốc gia theo hai cách quan trọng: (1) tỷ lệ thâm nhập vào ngày thường và Chủ nhật (tỷ lệ phần trăm hộ gia đình trong khu vực thị trường chính của tờ báo chọn mua nó); và (2) tỷ lệ "lỗ hổng tin tức" - news-hole (tỷ lệ phần trăm diện tích tờ báo dành riêng cho tin tức thay vì quảng cáo).

It may not be coincidence that one newspaper leads in both categories: an exceptionally "newsrich" product makes for broad audience appeal, which in turn leads to high penetration. Of course, quantity must be matched by quality. This not only means good reporting and good writing; it means freshness and relevance. To be indispensable, a paper must promptly tell its readers many things they want to know but won't otherwise learn until much later, if ever.

Việc một tờ báo dẫn đầu ở cả hai danh mục này có lẽ không phải là sự trùng hợp ngẫu nhiên: một sản phẩm đặc biệt "giàu tin tức" sẽ tạo ra sức hấp dẫn rộng rãi đối với độc giả, từ đó dẫn đến tỷ lệ thâm nhập cao. Tất nhiên, số lượng phải đi đôi với chất lượng. Điều này không chỉ

có nghĩa là đưa tin tốt và viết tốt; nó còn có nghĩa là sự tươi mới và tính liên quan. Để trở nên không thể thay thế, một tờ báo phải nhanh chóng cho độc giả biết nhiều điều họ muốn biết nhưng sẽ không thể biết được cho đến tận sau này, hoặc có thể là không bao giờ.

At the News, we put out seven fresh editions every 24 hours, each one extensively changed in content. Here's a small example that may surprise you: We redo the obituary page in every edition of the News, or seven times a day. Any obituary added runs through the next six editions until the publishing cycle has been completed.

Tại tờ News, chúng tôi xuất bản bảy ấn bản mới mỗi 24 giờ, mỗi ấn bản đều được thay đổi sâu rộng về nội dung. Đây là một ví dụ nhỏ có thể khiến quý vị ngạc nhiên: Chúng tôi làm mới trang cáo phó trong mọi ấn bản của tờ News, tức là bảy lần một ngày. Bất kỳ cáo phó nào được thêm vào sẽ chạy xuyên suốt sáu ấn bản tiếp theo cho đến khi chu kỳ xuất bản hoàn tất.

It's vital, of course, for a newspaper to cover national and international news well and in depth. But it is also vital for it to do what only a local newspaper can: promptly and extensively chronicle the personally-important, otherwise-unreported details of community life. Doing this job well requires a very broad range of news - and that means lots of space, intelligently used.

Tất nhiên, việc một tờ báo đưa tin quốc gia và quốc tế một cách chuyên nghiệp và sâu sắc là điều sống còn. Nhưng điều quan trọng không kém là nó phải làm được những gì mà chỉ một tờ báo địa phương mới có thể làm được: ghi lại một cách nhanh chóng và sâu rộng những chi tiết quan trọng đối với cá nhân về đời sống cộng đồng mà nếu không có nó thì sẽ không bao giờ được đưa tin. Để làm tốt công việc này đòi hỏi một lượng tin tức rất đa dạng — và điều đó đồng nghĩa với việc cần nhiều không gian, được sử dụng một cách thông minh.

Our news hole was about 50% in 1987, just as it has been year after year. If we were to cut it to a more typical 40%, we would save approximately \$4 million annually in newsprint costs. That interests us not at all - and it won't interest us even if, for one reason or another, our profit margins should significantly shrink.

"Lỗ hồng tin tức" (news hole) của chúng tôi đạt khoảng 50% vào năm 1987, giống như tỷ lệ này trong nhiều năm qua. Nếu chúng tôi cắt giảm xuống mức thông thường là 40%, chúng tôi sẽ tiết kiệm được khoảng 4 triệu USD mỗi năm chi phí giấy in báo. Điều đó hoàn toàn không làm chúng tôi quan tâm — và nó sẽ không bao giờ làm chúng tôi quan tâm ngay cả khi, vì lý do này hay lý do khác, biên lợi nhuận của chúng tôi có sụt giảm đáng kể.

Charlie and I do not believe in flexible operating budgets, as in "Non-direct expenses can be X if revenues are Y, but must be reduced if revenues are Y - 5%." Should we really cut our news hole at the Buffalo News, or the quality of product and service at See's, simply because profits are down during a given year or quarter? Or, conversely, should we add a staff economist, a corporate strategist, an institutional advertising campaign or something else that does Berkshire no good simply because the money currently is rolling in?

Charlie và tôi không tin vào các loại ngân sách vận hành linh hoạt, kiểu như: "Chi phí gián tiếp có thể là X nếu doanh thu là Y, nhưng phải giảm xuống nếu doanh thu là Y trừ đi 5%." Liệu chúng tôi có nên thực sự cắt giảm phần tin tức tại tờ Buffalo News, hay cắt giảm chất lượng sản phẩm và dịch vụ tại See's, chỉ đơn giản vì lợi nhuận đang giảm sút trong một năm hoặc một quý nhất định nào đó? Hay ngược lại, liệu chúng tôi có nên thuê thêm một nhà kinh tế học, một chiến lược gia tập đoàn, hay thực hiện một chiến dịch quảng cáo định chế hoặc bất cứ thứ gì khác không mang lại lợi ích gì cho Berkshire chỉ đơn giản vì tiền hiện đang "đổ về như nước"?

That makes no sense to us. We neither understand the adding of unneeded people or activities because profits are booming, nor the cutting of essential people or activities because profitability is shrinking. That kind of yo-yo approach is neither business-like nor humane. Our goal is to do what makes sense for Berkshire's customers and employees at all times, and never to add the unneeded. ("But what about the corporate jet?" you rudely ask. Well, occasionally a man must rise above principle.)

Điều đó thật vô lý đối với chúng tôi. Chúng tôi không hiểu nổi việc tuyển thêm những người hoặc hoạt động không cần thiết khi lợi nhuận đang bùng nổ, cũng như việc cắt giảm những nhân sự hoặc hoạt động thiết yếu khi khả năng sinh lời đang bị thu hẹp. Kiểu tiếp cận "con quay" (yo-yo) đó không mang tính kinh doanh mà cũng chẳng mang tính nhân văn. Mục tiêu của chúng tôi là luôn làm những gì có ý nghĩa cho khách hàng và nhân viên của Berkshire vào mọi thời điểm, và tuyệt đối không bao giờ thêm vào những thứ không cần thiết. ("Thế còn chiếc chuyên cơ của tập đoàn thì sao?" quý vị có thể hỏi một cách khiếm nhã như vậy. À thì, đôi khi một người đàn ông phải biết vươn lên trên cả những nguyên tắc của chính mình.)

Although the News' revenues have grown only moderately since 1984, superb management by Stan Lipsey, its publisher, has produced excellent profit growth. For several years, I have incorrectly predicted that profit margins at the News would fall. This year I will not let you down: Margins will, without question, shrink in 1988 and profit may fall as well. Skyrocketing newsprint costs will be the major cause.

Mặc dù doanh thu của tờ News chỉ tăng trưởng khiêm tốn kể từ năm 1984, nhưng sự quản lý tuyệt vời của Stan Lipsey, nhà xuất bản của tờ báo, đã tạo ra sự tăng trưởng lợi nhuận xuất sắc. Trong vài năm qua, tôi đã dự đoán sai rằng biên lợi nhuận của tờ News sẽ giảm. Năm nay, tôi sẽ không làm quý vị thất vọng đâu: Biên lợi nhuận chắc chắn sẽ thu hẹp vào năm 1988 và lợi nhuận cũng có thể giảm theo. Chi phí giấy in báo tăng vọt sẽ là nguyên nhân chính.

o Fechheimer Bros. Company is another of our family businesses - and, like the Blumkins, what a family. Three generations of Heldmans have for decades consistently, built the sales and profits of this manufacturer and distributor of uniforms. In the year that Berkshire acquired its controlling interest in Fechheimer - 1986 - profits were a record. The Heldmans didn't slow down after that. Last year earnings increased substantially and the outlook is good for 1988.

o Fechheimer Bros. Company là một doanh nghiệp gia đình khác của chúng tôi — và cũng giống như gia đình Blumkin, đó là một gia đình tuyệt vời. Ba thế hệ nhà Heldman trong nhiều

thập kỷ đã kiên trì xây dựng doanh số và lợi nhuận cho công ty sản xuất và phân phối đồng phục này. Vào năm mà Berkshire mua lại cổ phần kiểm soát tại Fechheimer — năm 1986 — lợi nhuận đã đạt mức kỷ lục. Gia đình Heldman đã không hề chậm lại sau đó. Năm ngoái, thu nhập đã tăng đáng kể và triển vọng cho năm 1988 là rất tốt.

There's nothing magic about the Uniform business; the only magic is in the Heldmans. Bob, George, Gary, Roger and Fred know the business inside and out, and they have fun running it. We are fortunate to be in partnership with them.

Không có phép màu nào trong ngành kinh doanh đồng phục cả; phép màu duy nhất nằm ở gia đình Heldman. Bob, George, Gary, Roger và Fred hiểu rõ công việc kinh doanh này đến từng chân tơ kẽ tóc, và họ cảm thấy vui vẻ khi điều hành nó. Chúng tôi thật may mắn khi được hợp tác với họ.

o Chuck Huggins continues to set new records at See's, just as he has ever since we put him in charge on the day of our purchase some 16 years ago. In 1987, volume hit a new high at slightly Under 25 million pounds. For the second year in a row, moreover, same-store sales, measured in pounds, were virtually unchanged. In case you are wondering, that represents improvement: In each of the previous six years, same-store sales had fallen.

o Chuck Huggins tiếp tục thiết lập những kỷ lục mới tại See's, giống như cách ông đã làm kể từ ngày chúng tôi giao quyền quản lý cho ông khi mua lại công ty cách đây 16 năm. Năm 1987, sản lượng đạt mức cao kỷ lục mới với mức dưới 25 triệu pound một chút. Hơn nữa, đây là năm thứ hai liên tiếp doanh số bán hàng trên cùng một cửa hàng (same-store sales), tính theo pound, hầu như không thay đổi. Trong trường hợp quý vị thắc mắc, thì đó chính là một sự cải thiện: Trong mỗi sáu năm trước đó, doanh số trên cùng một cửa hàng đều đã sụt giảm.

Although we had a particularly strong 1986 Christmas season, we racked up better store-for-store comparisons in the 1987 Christmas season than at any other time of the year. Thus, the seasonal factor at See's becomes even more extreme. In 1987, about 85% of our profit was earned during December.

Mặc dù chúng tôi đã có một mùa Giáng sinh năm 1986 đặc biệt mạnh mẽ, nhưng chúng tôi đã đạt được các so sánh giữa các cửa hàng trong mùa Giáng sinh 1987 tốt hơn bất kỳ thời điểm nào khác trong năm. Do đó, yếu tố mùa vụ tại See's ngày càng trở nên cực đoan hơn. Trong năm 1987, khoảng 85% lợi nhuận của chúng tôi được tạo ra chỉ trong tháng Mười Hai.

Candy stores are fun to visit, but most have not been fun for their owners. From what we can learn, practically no one besides See's has made significant profits in recent years from the operation of candy shops. Clearly, Chuck's record at See's is not due to a rising industry tide. Rather, it is a one-of-a-kind performance.

Các cửa hàng kẹo là nơi thú vị để ghé thăm, nhưng hầu hết chúng lại không mấy thú vị đối với những người chủ sở hữu. Từ những gì chúng tôi tìm hiểu được, thực tế không có ai ngoài See's

kiếm được lợi nhuận đáng kể trong những năm gần đây từ việc vận hành các cửa hàng kẹo. Rõ ràng, kỷ lục của Chuck tại See's không phải nhờ vào sự đi lên chung của toàn ngành. Thay vào đó, đó là một màn trình diễn độc nhất vô nhị.

His achievement requires an excellent product - which we have - but it also requires genuine affection for the customer. Chuck is 100% customer-oriented, and his attitude sets the tone for the rest of the See's organization.

Thành tựu của ông đòi hỏi một sản phẩm xuất sắc – thứ mà chúng tôi đang có – nhưng nó cũng đòi hỏi một tình cảm chân thành dành cho khách hàng. Chuck là người hướng tới khách hàng 100%, và thái độ của ông đã thiết lập nên tông giọng chủ đạo cho toàn bộ tổ chức See's.

Here's an example of Chuck in action: At See's we regularly add new pieces of candy to our mix and also cull a few to keep our product line at about 100 varieties. Last spring we selected 14 items for elimination. Two, it turned out, were badly missed by our customers, who wasted no time in letting us know what they thought of our judgment: "A pox on all in See's who participated in the abominable decision...;" "May your new truffles melt in transit, may they sour in people's mouths, may your costs go up and your profits go down...;" "We are investigating the possibility of obtaining a mandatory injunction requiring you to supply...;" You get the picture. In all, we received many hundreds of letters.

Đây là một ví dụ về cách Chuck hành động: Tại See's, chúng tôi thường xuyên thêm các loại kẹo mới vào danh mục và cũng loại bỏ một vài loại để duy trì dòng sản phẩm ở mức khoảng 100 loại khác nhau. Mùa xuân năm ngoái, chúng tôi đã chọn ra 14 loại để loại bỏ. Hóa ra, hai trong số đó đã khiến khách hàng nhớ nhung da diết, và họ đã không lãng phí thời gian để cho chúng tôi biết họ nghĩ gì về quyết định của chúng tôi: "Lời nguyền rửa cho tất cả những kẻ ở See's đã tham gia vào cái quyết định tồi tệ này..."; "Chúc cho món kẹo truffle mới của các người tan chảy sạch trên đường vận chuyển, chúc chúng chua lôm trong miệng thực khách, chúc chi phí của các người tăng vọt và lợi nhuận thì sụt giảm..."; "Chúng tôi đang nghiên cứu khả năng xin một lệnh thực thi bắt buộc yêu cầu các người phải cung cấp lại...". Quý vị hiểu vấn đề rồi đấy. Tổng cộng, chúng tôi đã nhận được hàng trăm lá thư như vậy.

Chuck not only reintroduced the pieces, he turned this miscue into an opportunity. Each person who had written got a complete and honest explanation in return. Said Chuck's letter: "Fortunately, when I make poor decisions, good things often happen as a result...;" And with the letter went a special gift certificate.

Chuck không chỉ đưa các loại kẹo đó trở lại, ông còn biến sai lầm này thành một cơ hội. Mỗi người viết thư đều nhận lại được một lời giải thích đầy đủ và trung thực. Bức thư của Chuck viết: "May mắn thay, khi tôi đưa ra những quyết định tồi, những điều tốt đẹp thường xảy ra như một kết quả tất yếu..."; Và đi kèm với bức thư là một phiếu quà tặng đặc biệt.

See's increased prices only slightly in the last two years. In 1988 we have raised prices

somewhat more, though still moderately. To date, sales have been weak and it may be difficult for See's to improve its earnings this year.

See's chỉ tăng giá rất ít trong hai năm qua. Năm 1988, chúng tôi đã tăng giá nhiều hơn một chút, dù vẫn ở mức vừa phải. Cho đến nay, doanh số bán hàng vẫn còn yếu và có thể sẽ khó khăn để See's cải thiện lợi nhuận trong năm nay.

o World Book, Kirby, and the Scott Fetzer Manufacturing Group are all under the management of Ralph Schey. And what a lucky thing for us that they are. I told you last year that Scott Fetzer performance in 1986 had far exceeded the expectations that Charlie and I had at the time of our purchase. Results in 1987 were even better. Pre-tax earnings rose 10% while average capital employed declined significantly.

o World Book, Kirby và Nhóm Sản xuất Scott Fetzer đều nằm dưới sự quản lý của Ralph Schey. Và thật may mắn cho chúng tôi khi có ông ấy. Tôi đã nói với quý vị năm ngoái rằng hiệu suất của Scott Fetzer trong năm 1986 đã vượt xa những kỳ vọng mà Charlie và tôi có tại thời điểm mua lại. Kết quả năm 1987 thậm chí còn tốt hơn. Lợi nhuận trước thuế tăng 10% trong khi vốn sử dụng bình quân lại giảm đáng kể.

Ralph's mastery of the 19 businesses for which he is responsible is truly amazing, and he has also attracted some outstanding managers to run them. We would love to find a few additional units that could be put under Ralph's wing.

Sự tinh thông của Ralph đối với 19 doanh nghiệp mà ông chịu trách nhiệm thực sự đáng kinh ngạc, và ông cũng đã thu hút được một số nhà quản lý xuất sắc để điều hành chúng. Chúng tôi rất muốn tìm thêm một vài đơn vị bổ sung để có thể đưa vào tầm cánh của Ralph.

The businesses of Scott Fetzer are too numerous to describe in detail. Let's just update you on one of our favorites: At the end of 1987, World Book introduced its most dramatically-revised edition since 1962. The number of color photos was increased from 14,000 to 24,000; over 6,000 articles were revised; 840 new contributors were added. Charlie and I recommend this product to you and your family, as we do World Book's products for younger children, Childcraft and Early World of Learning.

Các mảng kinh doanh của Scott Fetzer quá nhiều để có thể mô tả chi tiết. Hãy để tôi cập nhật cho quý vị về một trong những mảng yêu thích của chúng tôi: Vào cuối năm 1987, World Book đã giới thiệu phiên bản được chỉnh sửa mạnh mẽ nhất kể từ năm 1962. Số lượng ảnh màu đã tăng từ 14.000 lên 24.000; hơn 6.000 bài báo được sửa đổi; 840 cộng tác viên mới đã được thêm vào. Charlie và tôi khuyên dùng sản phẩm này cho quý vị và gia đình, cũng như các sản phẩm dành cho trẻ nhỏ của World Book như Childcraft và Early World of Learning.

In 1987, World Book unit sales in the United States increased for the fifth consecutive year. International sales and profits also grew substantially. The outlook is good for Scott Fetzer operations in aggregate, and for World Book in particular.

Năm 1987, doanh số đơn vị của World Book tại Hoa Kỳ đã tăng năm thứ năm liên tiếp. Doanh số và lợi nhuận quốc tế cũng tăng trưởng đáng kể. Triển vọng là rất tốt cho tổng thể các hoạt động của Scott Fetzer nói chung và cho World Book nói riêng.

Insurance Operations

Hoạt động Bảo hiểm

Shown below is an updated version of our usual table presenting key figures for the insurance industry:

Dưới đây là phiên bản cập nhật của bảng số liệu định kỳ mà chúng tôi thường dùng để trình bày các con số then chốt của ngành bảo hiểm:

	<i>Yearly Change in Premiums Written (%)</i>	<i>Statutory Combined Ratio After Policyholder Dividends</i>	<i>Yearly Change in Incurred Losses (%)</i>	<i>Inflation Rate Measured by GNP Deflator (%)</i>
1981	3.8	106.0	6.5	9.6
1982	4.4	109.8	8.4	6.4
1983	4.6	112.0	6.8	3.8
1984	9.2	117.9	16.9	3.7
1985	22.1	116.3	16.1	3.2
1986 (Rev.)	22.2	108.0	13.5	2.6
1987 (Est.)	8.7	104.7	6.8	3.0

Source: Best's Insurance Management Reports

Yearly Change in Premiums Written (%)/ Thay đổi hàng năm về phí bảo hiểm phát sinh

Statutory Combined Ratio After Policyholder Dividends/ Tỷ lệ kết hợp theo luật định sau cổ tức cho chủ hợp đồng

Yearly Change in Incurred Losses (%)/ Thay đổi hàng năm về tổn thất phát sinh

Inflation Rate Measured by GNP Deflator (%)/ Tỷ lệ lạm phát đo lường bằng chỉ số giảm phát GNP

Source: Best's Insurance Management Reports/ Nguồn: Báo cáo Quản trị Bảo hiểm của Best

The combined ratio represents total insurance costs (losses incurred plus expenses) compared to revenue from premiums: A ratio below 100 indicates an underwriting profit, and one above 100 indicates a loss. When the investment income that an insurer earns from holding on to policyholders' funds ("the float") is taken into account, a combined ratio in the 107-111 range typically produces an overall break-even result, exclusive of earnings on the funds provided by shareholders.

Tỷ lệ kết hợp (combined ratio) đại diện cho tổng chi phí bảo hiểm (tổn thất phát sinh cộng

với các chi phí vận hành) so với doanh thu từ phí bảo hiểm: Tỷ lệ dưới 100 cho thấy có lãi nghiệp vụ, và trên 100 cho thấy một khoản lỗ. Khi tính đến thu nhập đầu tư mà một công ty bảo hiểm kiếm được từ việc nắm giữ tiền của chủ hợp đồng ("nguồn vốn thặng dư" - the float), một tỷ lệ kết hợp trong khoảng 107-111 thường tạo ra kết quả hòa vốn tổng thể, chưa tính đến lợi nhuận từ nguồn vốn do cổ đông cung cấp.

The math of the insurance business, encapsulated by the table, is not very complicated. In years when the industry's annual gain in revenues (premiums) pokes along at 4% or 5%, underwriting losses are sure to mount. That is not because auto accidents, fires, windstorms and the like are occurring more frequently, nor has it lately been the fault of general inflation. Today, social and judicial inflation are the major culprits; the cost of entering a courtroom has simply ballooned. Part of the jump in cost arises from skyrocketing verdicts, and part from the tendency of judges and juries to expand the coverage of insurance policies beyond that contemplated by the insurer when the policies were written. Seeing no let-up in either trend, we continue to believe that the industry's revenues must grow at about 10% annually for it to just hold its own in terms of profitability, even though general inflation may be running at a considerably lower rate.

Phép toán của ngành kinh doanh bảo hiểm, được tóm tắt trong bảng, không quá phức tạp. Trong những năm mà mức tăng doanh thu (phí bảo hiểm) hàng năm của ngành chỉ lẹt đẹt ở mức 4% hoặc 5%, các khoản lỗ nghiệp vụ chắc chắn sẽ gia tăng. Điều đó không phải vì tai nạn ô tô, hỏa hoạn, bão tố và những thứ tương tự xảy ra thường xuyên hơn, cũng không phải do lỗi của lạm phát chung trong thời gian gần đây. Ngày nay, lạm phát xã hội và lạm phát tư pháp mới là những thủ phạm chính; chi phí để bước chân vào cửa tòa án đơn giản là đã tăng vọt. Một phần của sự nhảy vọt về chi phí phát sinh từ những phán quyết đòi bồi thường cao ngất ngưởng, và một phần từ xu hướng của các thẩm phán và bồi thẩm đoàn trong việc mở rộng phạm vi bảo hiểm vượt ra ngoài những gì công ty bảo hiểm dự tính khi soạn thảo hợp đồng. Nhận thấy không có sự thuyên giảm trong cả hai xu hướng này, chúng tôi tiếp tục tin rằng doanh thu của ngành phải tăng trưởng khoảng 10% mỗi năm chỉ để duy trì mức lợi nhuận hiện tại, ngay cả khi lạm phát chung có thể đang chạy ở mức thấp hơn đáng kể.

The strong revenue gains of 1985-87 almost guaranteed the industry an excellent underwriting performance in 1987 and, indeed, it was a banner year. But the news soured as the quarters rolled by: Best's estimates that year-over-year volume increases were 12.9%, 11.1%, 5.7%, and 5.6%. In 1988, the revenue gain is certain to be far below our 10% "equilibrium" figure. Clearly, the party is over.

Mức tăng doanh thu mạnh mẽ trong giai đoạn 1985-87 gần như đã đảm bảo cho ngành một kết quả nghiệp vụ xuất sắc trong năm 1987, và thực tế đó là một năm rực rỡ. Nhưng tin tức bắt đầu xấu đi khi các quý trôi qua: Best ước tính rằng mức tăng trưởng sản lượng so với cùng kỳ năm trước lần lượt là 12,9%, 11,1%, 5,7% và 5,6%. Trong năm 1988, mức tăng doanh thu chắc chắn sẽ thấp hơn nhiều so với con số "cân bằng" 10% của chúng tôi. Rõ ràng, bữa tiệc đã tàn.

However, earnings will not immediately sink. A lag factor exists in this industry: Because

most policies are written for a one-year term, higher or lower insurance prices do not have their full impact on earnings until many months after they go into effect. Thus, to resume our metaphor, when the party ends and the bar is closed, you are allowed to finish your drink. If results are not hurt by a major natural catastrophe, we predict a small climb for the industry's combined ratio in 1988, followed by several years of larger increases.

Tuy nhiên, lợi nhuận sẽ không sụt giảm ngay lập tức. Có một yếu tố trỗi dậy tồn tại trong ngành này: Vì hầu hết các hợp đồng bảo hiểm được ký với thời hạn một năm, việc giá bảo hiểm tăng hay giảm sẽ không có tác động đầy đủ đến lợi nhuận cho đến tận nhiều tháng sau khi chúng có hiệu lực. Do đó, để tiếp tục dùng phép ẩn dụ của tôi, khi bữa tiệc kết thúc và quầy bar đóng cửa, bạn vẫn được phép uống nốt ly rượu của mình. Nếu kết quả không bị ảnh hưởng bởi một thảm họa thiên nhiên lớn, chúng tôi dự đoán tỷ lệ kết hợp của ngành sẽ tăng nhẹ trong năm 1988, tiếp theo là vài năm tăng mạnh hơn.

The insurance industry is cursed with a set of dismal economic characteristics that make for a poor long-term outlook: hundreds of competitors, ease of entry, and a product that cannot be differentiated in any meaningful way. In such a commodity- like business, only a very low-cost operator or someone operating in a protected, and usually small, niche can sustain high profitability levels.

Ngành bảo hiểm đang phải gánh chịu một tập hợp các đặc điểm kinh tế ảm đạm khiến triển vọng dài hạn trở nên kém cỏi: hàng trăm đối thủ cạnh tranh, dễ dàng gia nhập thị trường, và một sản phẩm không thể được khác biệt hóa theo bất kỳ cách có ý nghĩa nào. Trong một loại hình kinh doanh mang tính chất hàng hóa đại trà như vậy, chỉ có một đơn vị vận hành với chi phí cực thấp hoặc một đơn vị hoạt động trong một thị trường ngách được bảo vệ (và thường là nhỏ) mới có thể duy trì mức lợi nhuận cao.

When shortages exist, however, even commodity businesses flourish. The insurance industry enjoyed that kind of climate for a while but it is now gone. One of the ironies of capitalism is that most managers in commodity industries abhor shortage conditions - even though those are the only circumstances permitting them good returns. Whenever shortages appear, the typical manager simply can't wait to expand capacity and thereby plug the hole through which money is showering upon him. This is precisely what insurance managers did in 1985-87, confirming again Disraeli's observation: "What we learn from history is that we do not learn from history."

Tuy nhiên, khi tình trạng khan hiếm năng lực bảo hiểm tồn tại, ngay cả các doanh nghiệp hàng hóa cũng phát đạt. Ngành bảo hiểm đã tận hưởng bầu không khí đó trong một thời gian nhưng giờ nó đã biến mất. Một trong những điều trớ trêu của chủ nghĩa tư bản là hầu hết các nhà quản lý trong các ngành hàng hóa đều ghét tình trạng khan hiếm — mặc dù đó là những hoàn cảnh duy nhất cho phép họ có mức lợi nhuận tốt. Bất cứ khi nào sự khan hiếm xuất hiện, nhà quản lý điển hình đơn giản là không thể chờ đợi để mở rộng công suất và từ đó lấp đầy cái hố mà tiền đang đổ xuống như mưa vào người họ. Đây chính xác là những gì các nhà quản lý bảo hiểm đã làm trong giai đoạn 1985-87, một lần nữa xác nhận quan sát của Disraeli: "Những gì chúng ta học được từ lịch sử là chúng ta không học được gì từ lịch sử."

At Berkshire, we work to escape the industry's commodity economics in two ways. First, we differentiate our product by our financial strength, which exceeds that of all others in the industry. This strength, however, is limited in its usefulness. It means nothing in the personal insurance field: The buyer of an auto or homeowners policy is going to get his claim paid even if his insurer fails (as many have). It often means nothing in the commercial insurance arena: When times are good, many major corporate purchasers of insurance and their brokers pay scant attention to the insurer's ability to perform under the more adverse conditions that may exist, say, five years later when a complicated claim is finally resolved. (Out of sight, out of mind - and, later on, maybe out-of-pocket.)

Tại Berkshire, chúng tôi nỗ lực thoát khỏi tính chất hàng hóa của ngành theo hai cách. Thứ nhất, chúng tôi khác biệt hóa sản phẩm của mình bằng sức mạnh tài chính, thứ vượt xa tất cả những đơn vị khác trong ngành. Tuy nhiên, sức mạnh này bị hạn chế về công dụng. Nó không có ý nghĩa gì trong lĩnh vực bảo hiểm cá nhân: Người mua bảo hiểm ô tô hoặc nhà ở vẫn sẽ được trả tiền bồi thường ngay cả khi công ty bảo hiểm của họ phá sản (như nhiều công ty đã bị). Nó cũng thường không có ý nghĩa gì trong lĩnh vực bảo hiểm thương mại: Khi thời thế thuận lợi, nhiều người mua bảo hiểm là các tập đoàn lớn và các nhà môi giới của họ ít chú ý đến khả năng thực hiện cam kết của công ty bảo hiểm trong những điều kiện bất lợi hơn có thể tồn tại, chẳng hạn như năm năm sau khi một yêu cầu bồi thường phức tạp cuối cùng được giải quyết. (Xa mặt cách lòng — và sau này, có thể là mất tiền túi.)

Periodically, however, buyers remember Ben Franklin's observation that it is hard for an empty sack to stand upright and recognize their need to buy promises only from insurers that have enduring financial strength. It is then that we have a major competitive advantage. When a buyer really focuses on whether a \$10 million claim can be easily paid by his insurer five or ten years down the road, and when he takes into account the possibility that poor underwriting conditions may then coincide with depressed financial markets and defaults by reinsurer, he will find only a few companies he can trust. Among those, Berkshire will lead the pack.

Tuy nhiên, định kỳ, những người mua bảo hiểm sẽ nhớ lại quan sát của Ben Franklin rằng "thật khó để một cái bao rỗng có thể đứng thẳng", và họ nhận ra nhu cầu chỉ nên mua những lời hứa từ các công ty bảo hiểm có sức mạnh tài chính bền vững. Đó chính là lúc chúng tôi có một lợi thế cạnh tranh lớn. Khi một người mua thực sự tập trung vào việc liệu một yêu cầu bồi thường trị giá 10 triệu USD có thể được công ty bảo hiểm chi trả dễ dàng sau 5 hoặc 10 năm nữa hay không — và khi họ tính đến khả năng rằng các điều kiện nghiệp vụ tồi tệ có thể xảy ra đồng thời với thị trường tài chính suy thoái và các công ty tái bảo hiểm vỡ nợ — họ sẽ chỉ thấy một vài công ty mà họ có thể tin tưởng. Trong số đó, Berkshire sẽ dẫn đầu.

Our second method of differentiating ourselves is the total indifference to volume that we maintain. In 1989, we will be perfectly willing to write five times as much business as we write in 1988 - or only one-fifth as much. We hope, of course, that conditions will allow us large volume. But we cannot control market prices. If they are unsatisfactory, we will simply do very little

business. No other major insurer acts with equal restraint.

Phương pháp thứ hai để chúng tôi tạo nên sự khác biệt là sự thờ ơ tuyệt đối đối với doanh số. Trong năm 1989, chúng tôi hoàn toàn sẵn lòng ký kết số lượng hợp đồng gấp năm lần năm 1988 — hoặc chỉ bằng một phần năm. Tất nhiên, chúng tôi hy vọng rằng các điều kiện thị trường sẽ cho phép chúng tôi đạt doanh số lớn. Nhưng chúng tôi không thể kiểm soát giá cả thị trường. Nếu mức giá không thỏa đáng, chúng tôi đơn giản là sẽ thực hiện rất ít giao dịch. Không có công ty bảo hiểm lớn nào khác hành động với sự kiềm chế tương tự.

Three conditions that prevail in insurance, but not in most businesses, allow us our flexibility. First, market share is not an important determinant of profitability: In this business, in contrast to the newspaper or grocery businesses, the economic rule is not survival of the fittest. Second, in many sectors of insurance, including most of those in which we operate, distribution channels are not proprietary and can be easily entered: Small volume this year does not preclude huge volume next year. Third, idle capacity - which in this industry largely means people - does not result in intolerable costs. In a way that industries such as printing or steel cannot, we can operate at quarter-speed much of the time and still enjoy long-term prosperity.

Có ba điều kiện phổ biến trong ngành bảo hiểm, nhưng không có ở hầu hết các ngành kinh doanh khác, cho phép chúng tôi có được sự linh hoạt này. Thứ nhất, thị phần không phải là yếu tố quyết định lợi nhuận: Trong lĩnh vực này, trái ngược với ngành báo chí hay tạp hóa, quy luật kinh tế không phải là "kẻ to béo nhất sẽ tồn tại". Thứ hai, trong nhiều phân khúc bảo hiểm mà chúng tôi hoạt động, các kênh phân phối không mang tính độc quyền và có thể dễ dàng tiếp cận: Doanh số nhỏ năm nay không ngăn cản doanh số khổng lồ vào năm sau. Thứ ba, năng lực dư thừa — mà trong ngành này chủ yếu là con người — không dẫn đến các chi phí không thể chịu đựng được. Theo cách mà các ngành như in ấn hay thép không thể làm được, chúng tôi có thể hoạt động với 1/4 công suất trong phần lớn thời gian mà vẫn tận hưởng sự thịnh vượng dài hạn.

We follow a price-based-on-exposure, not-on-competition policy because it makes sense for our shareholders. But we're happy to report that it is also pro-social. This policy means that we are always available, given prices that we believe are adequate, to write huge volumes of almost any type of property- casualty insurance. Many other insurers follow an in-and-out approach. When they are "out" - because of mounting losses, capital inadequacy, or whatever - we are available. Of course, when others are panting to do business we are also available - but at such times we often find ourselves priced above the market. In effect, we supply insurance buyers and brokers with a large reservoir of standby capacity.

Chúng tôi tuân thủ chính sách "giá dựa trên rủi ro, không dựa trên đối thủ" bởi vì điều đó mang lại lợi ích cho cổ đông của chúng tôi. Nhưng chúng tôi cũng vui mừng báo cáo rằng chính sách này còn mang tính tích cực cho xã hội. Chính sách này có nghĩa là chúng tôi luôn sẵn sàng ký kết các hợp đồng bảo hiểm tài sản và thiệt hại với khối lượng khổng lồ cho hầu hết mọi loại hình, miễn là mức giá đó chúng tôi tin là thỏa đáng. Nhiều công ty bảo hiểm khác đi theo cách tiếp cận "lúc vào lúc ra" (in-and-out). Khi họ chọn "ra" — vì thua lỗ ngày càng tăng, thiếu vốn, hoặc bất cứ lý do gì — thì chúng tôi luôn có mặt. Tất nhiên, khi những người khác đang khao khát kinh

doanh bằng mọi giá, chúng tôi vẫn có mặt — nhưng vào những thời điểm đó, chúng tôi thường thấy giá của mình cao hơn mặt bằng chung của thị trường. Về hiệu quả, chúng tôi cung cấp cho người mua bảo hiểm và các nhà môi giới một "bể chứa công suất dự phòng" khổng lồ.

One story from mid-1987 illustrates some consequences of our pricing policy: One of the largest family-owned insurance brokers in the country is headed by a fellow who has long been a shareholder of Berkshire. This man handles a number of large risks that are candidates for placement with our New York office. Naturally, he does the best he can for his clients. And, just as naturally, when the insurance market softened dramatically in 1987 he found prices at other insurers lower than we were willing to offer. His reaction was, first, to place all of his business elsewhere and, second, to buy more stock in Berkshire. Had we been really competitive, he said, we would have gotten his insurance business but he would not have bought our stock.

Một câu chuyện từ giữa năm 1987 đã minh họa cho hệ quả từ chính sách định giá của chúng tôi: Một trong những công ty môi giới bảo hiểm gia đình lớn nhất cả nước được điều hành bởi một người đã là cổ đông lâu năm của Berkshire. Người này quản lý một số rủi ro lớn tiềm năng cho văn phòng của chúng tôi tại New York. Lẽ tự nhiên, ông ấy luôn làm những gì tốt nhất cho khách hàng của mình. Và cũng tự nhiên như vậy, khi thị trường bảo hiểm hạ nhiệt đáng kể vào năm 1987, ông ấy thấy giá ở các công ty bảo hiểm khác thấp hơn mức chúng tôi sẵn lòng đề nghị. Phản ứng của ông ấy là: thứ nhất, chuyển toàn bộ hoạt động kinh doanh của mình sang nơi khác, và thứ hai, mua thêm cổ phiếu của Berkshire. Ông ấy nói rằng, nếu chúng tôi thực sự "có tính cạnh tranh" (giảm giá để giành hợp đồng), ông ấy đã trao cho chúng tôi các hợp đồng bảo hiểm đó, nhưng ông ấy sẽ không bao giờ mua thêm cổ phiếu của chúng tôi.

Berkshire's underwriting experience was excellent in 1987, in part because of the lag factor discussed earlier. Our combined ratio (on a statutory basis and excluding structured settlements and financial reinsurance) was 105. Although the ratio was somewhat less favorable than in 1986, when it was 103, our profitability improved materially in 1987 because we had the use of far more float. This trend will continue to run in our favor: Our ratio of float to premium volume will increase very significantly during the next few years. Thus, Berkshire's insurance profits are quite likely to improve during 1988 and 1989, even though we expect our combined ratio to rise.

Kết quả nghiệp vụ bảo hiểm của Berkshire trong năm 1987 là rất xuất sắc, một phần nhờ vào yếu tố trễ đã thảo luận trước đó. Tỷ lệ kết hợp của chúng tôi (trên cơ sở luật định và loại trừ các khoản thanh toán có cấu trúc cũng như tái bảo hiểm tài chính) là 105. Mặc dù tỷ lệ này kém thuận lợi hơn một chút so với mức 103 của năm 1986, nhưng khả năng sinh lời của chúng tôi đã cải thiện đáng kể trong năm 1987 vì chúng tôi có quyền sử dụng lượng vốn thặng dư (float) lớn hơn nhiều. Xu hướng này sẽ tiếp tục có lợi cho chúng tôi: Tỷ lệ vốn thặng dư trên tổng phí bảo hiểm sẽ tăng lên rất mạnh trong vài năm tới. Do đó, lợi nhuận bảo hiểm của Berkshire rất có khả năng sẽ cải thiện trong năm 1988 và 1989, ngay cả khi chúng tôi dự báo tỷ lệ kết hợp sẽ tăng lên.

Our insurance business has also made some important non- financial gains during the last few years. Mike Goldberg, its manager, has assembled a group of talented professionals to write

larger risks and unusual coverages. His operation is now well equipped to handle the lines of business that will occasionally offer us major opportunities.

Mảng kinh doanh bảo hiểm của chúng tôi cũng đạt được một số thành tựu phi tài chính quan trọng trong vài năm qua. Mike Goldberg, nhà quản lý của mảng này, đã tập hợp được một nhóm chuyên gia tài năng để đảm nhận các rủi ro lớn hơn và các loại hình bảo hiểm bất thường. Bộ máy của ông hiện đã được trang bị tốt để xử lý các dòng nghiệp vụ mà thịnh thoái sẽ mang lại cho chúng tôi những cơ hội lớn.

Our loss reserve development, detailed on pages 41-42, looks better this year than it has previously. But we write lots of "long-tail" business - that is, policies generating claims that often take many years to resolve. Examples would be product liability, or directors and officers liability coverages. With a business mix like this, one year of reserve development tells you very little.

Việc trích lập dự phòng tổn thất của chúng tôi (chi tiết tại trang 41-42) trông có vẻ khả quan hơn năm trước. Nhưng chúng tôi ký kết rất nhiều nghiệp vụ "đuôi dài" (long-tail) — tức là các hợp đồng phát sinh yêu cầu bồi thường thường mất nhiều năm để giải quyết. Ví dụ như bảo hiểm trách nhiệm sản phẩm, hoặc bảo hiểm trách nhiệm cho giám đốc và cán bộ quản lý. Với cơ cấu nghiệp vụ như thế này, dữ liệu dự phòng của một năm đơn lẻ nói lên rất ít điều.

You should be very suspicious of any earnings figures reported by insurers (including our own, as we have unfortunately proved to you in the past). The record of the last decade shows that a great many of our best-known insurers have reported earnings to shareholders that later proved to be wildly erroneous. In most cases, these errors were totally innocent: The unpredictability of our legal system makes it impossible for even the most conscientious insurer to come close to judging the eventual cost of long-tail claims.

Quý vị nên hết sức cảnh giác với bất kỳ con số lợi nhuận nào được báo cáo bởi các công ty bảo hiểm (bao gồm cả con số của chính chúng tôi, như chúng tôi đã không may chứng minh cho quý vị thấy trong quá khứ). Hồ sơ của thập kỷ qua cho thấy rất nhiều công ty bảo hiểm nổi tiếng nhất đã báo cáo lợi nhuận cho cổ đông mà sau đó được chứng minh là sai lầm nghiêm trọng. Trong hầu hết các trường hợp, những sai sót này hoàn toàn là vô ý: Tính khó dự đoán của hệ thống pháp luật khiến ngay cả những công ty bảo hiểm tận tâm nhất cũng không thể đánh giá chính xác chi phí cuối cùng của các yêu cầu bồi thường "đuôi dài".

Nevertheless, auditors annually certify the numbers given them by management and in their opinions unqualifiedly state that these figures "present fairly" the financial position of their clients. The auditors use this reassuring language even though they know from long and painful experience that the numbers so certified are likely to differ dramatically from the true earnings of the period. Despite this history of error, investors understandably rely upon auditors' opinions. After all, a declaration saying that "the statements present fairly" hardly sounds equivocal to the non-accountant.

Tuy nhiên, hàng năm, các kiểm toán viên vẫn xác nhận những con số mà ban quản lý đưa

ra cho họ và trong ý kiến của mình, họ tuyên bố một cách không dè dặt rằng những số liệu này "phản ánh trung thực và hợp lý" tình hình tài chính của khách hàng. Các kiểm toán viên sử dụng ngôn ngữ trấn an này ngay cả khi họ biết rõ từ những trải nghiệm đau đớn và lâu dài rằng những con số được xác nhận đó có khả năng sẽ khác biệt một cách khủng khiếp so với lợi nhuận thực tế của kỳ đó. Bất chấp lịch sử sai sót này, các nhà đầu tư vẫn tin tưởng vào ý kiến của kiểm toán viên một cách dễ hiểu. Suy cho cùng, một lời tuyên bố rằng "các báo cáo trình bày trung thực" nghe khó có vẻ là mập mờ đối với một người không phải dân kế toán.

The wording in the auditor's standard opinion letter is scheduled to change next year. The new language represents improvement, but falls far short of describing the limitations of a casualty-insurer audit. If it is to depict the true state of affairs, we believe the standard opinion letter to shareholders of a property-casualty company should read something like: "We have relied upon representations of management in respect to the liabilities shown for losses and loss adjustment expenses, the estimate of which, in turn, very materially affects the earnings and financial condition herein reported. We can express no opinion about the accuracy of these figures. Subject to that important reservation, in our opinion, etc."

Cách diễn đạt trong thư ý kiến tiêu chuẩn của kiểm toán viên dự kiến sẽ thay đổi vào năm tới. Ngôn ngữ mới đại diện cho một sự cải thiện, nhưng vẫn còn rất xa mới mô tả hết được những hạn chế của một cuộc kiểm toán đối với công ty bảo hiểm thiệt hại. Nếu muốn mô tả đúng thực trạng, chúng tôi tin rằng thư ý kiến tiêu chuẩn gửi cổ đông của một công ty bảo hiểm tài sản - thiệt hại nên được viết theo kiểu: "Chúng tôi đã dựa trên những trình bày của ban quản lý đối với các khoản nợ phải trả cho tổn thất và chi phí điều chỉnh tổn thất, mà việc ước tính các khoản này lại ảnh hưởng rất trọng yếu đến lợi nhuận và tình trạng tài chính được báo cáo ở đây. Chúng tôi không thể đưa ra ý kiến về độ chính xác của những con số này. Ngoại trừ bảo lưu quan trọng đó, theo ý kiến của chúng tôi, v.v."

If lawsuits develop in respect to wildly inaccurate financial statements (which they do), auditors will definitely say something of that sort in court anyway. Why should they not be forthright about their role and its limitations from the outset?

Nếu các vụ kiện phát sinh liên quan đến những báo cáo tài chính sai lệch nghiêm trọng (điều vốn thường xuyên xảy ra), các kiểm toán viên chắc chắn sẽ nói điều gì đó tương tự như vậy trước tòa. Vậy tại sao họ không thẳng thắn về vai trò và những hạn chế của mình ngay từ đầu?

We want to emphasize that we are not faulting auditors for their inability to accurately assess loss reserves (and therefore earnings). We fault them only for failing to publicly acknowledge that they can't do this job.

Chúng tôi muốn nhấn mạnh rằng chúng tôi không đổ lỗi cho các kiểm toán viên vì họ không có khả năng đánh giá chính xác dự phòng tổn thất (và do đó là lợi nhuận). Chúng tôi chỉ trách họ vì đã không công khai thừa nhận rằng họ không thể làm được công việc đó.

From all appearances, the innocent mistakes that are constantly made in reserving are accompanied by others that are deliberate. Various charlatans have enriched themselves at the expense of the investing public by exploiting, first, the inability of auditors to evaluate reserve figures and, second, the auditors' willingness to confidently certify those figures as if they had the expertise to do so. We will continue to see such chicanery in the future. Where "earnings" can be created by the stroke of a pen, the dishonest will gather. For them, long-tail insurance is heaven. The audit wording we suggest would at least serve to put investors on guard against these predators.

Theo tất cả những gì đang diễn ra, những sai sót vô ý liên tục xảy ra trong việc trích lập dự phòng thường đi kèm với những sai sót cố ý khác. Nhiều kẻ lừa đảo đã làm giàu trên xương máu của công chúng đầu tư bằng cách khai thác, thứ nhất, sự bất lực của các kiểm toán viên trong việc đánh giá các con số dự phòng, và thứ hai, sự sẵn lòng của các kiểm toán viên trong việc tự tin xác nhận những con số đó như thể họ có chuyên môn để làm vậy. Chúng ta sẽ còn tiếp tục thấy những trò gian lận như thế trong tương lai. Ở đâu mà "lợi nhuận" có thể được tạo ra chỉ bằng một nét bút, kẻ bất lương sẽ tụ tập ở đó. Đối với chúng, bảo hiểm "đuôi dài" (long-tail) chính là thiên đường. Cách diễn đạt kiểm toán mà chúng tôi đề xuất ít nhất sẽ giúp các nhà đầu tư cảnh giác trước những kẻ săn mồi này.

The taxes that insurance companies pay - which increased materially, though on a delayed basis, upon enactment of the Tax Reform Act of 1986 - took a further turn for the worse at the end of 1987. We detailed the 1986 changes in last year's report. We also commented on the irony of a statute that substantially increased 1987 reported earnings for insurers even as it materially reduced both their long-term earnings potential and their business value. At Berkshire, the temporarily-helpful "fresh start" adjustment inflated 1987 earnings by \$8.2 million.

Thuế mà các công ty bảo hiểm phải trả — vốn đã tăng đáng kể (dù có độ trễ) sau khi Đạo luật Cải cách Thuế năm 1986 ban hành — đã chuyển biến xấu hơn vào cuối năm 1987. Chúng tôi đã trình bày chi tiết các thay đổi của năm 1986 trong báo cáo năm ngoái. Chúng tôi cũng đã bình luận về sự trớ trêu của một đạo luật đã làm tăng đáng kể lợi nhuận báo cáo năm 1987 cho các công ty bảo hiểm, ngay cả khi nó làm giảm nghiêm trọng cả tiềm năng lợi nhuận dài hạn và giá trị kinh doanh của họ. Tại Berkshire, điều chỉnh "khởi đầu mới" (fresh start) có lợi tạm thời đã làm thổi phồng lợi nhuận năm 1987 thêm 8,2 triệu USD.

In our opinion, the 1986 Act was the most important economic event affecting the insurance industry over the past decade. The 1987 Bill further reduced the intercorporate dividends-received credit from 80% to 70%, effective January 1, 1988, except for cases in which the taxpayer owns at least 20% of an investee.

Theo ý kiến của chúng tôi, Đạo luật năm 1986 là sự kiện kinh tế quan trọng nhất ảnh hưởng đến ngành bảo hiểm trong thập kỷ qua. Dự luật năm 1987 đã cắt giảm thêm tỷ lệ khấu trừ thuế đối với cổ tức nhận được giữa các doanh nghiệp từ 80% xuống 70%, có hiệu lực từ ngày 1 tháng 1 năm 1988, ngoại trừ các trường hợp bên nộp thuế sở hữu ít nhất 20% vốn tại đơn vị nhận đầu tư.

Investors who have owned stocks or bonds through corporate intermediaries other than qualified investment companies have always been disadvantaged in comparison to those owning the same securities directly. The penalty applying to indirect ownership was greatly increased by the 1986 Tax Bill and, to a lesser extent, by the 1987 Bill, particularly in instances where the intermediary is an insurance company. We have no way of offsetting this increased level of taxation. It simply means that a given set of pre-tax investment returns will now translate into much poorer after-tax results for our shareholders.

Những nhà đầu tư sở hữu cổ phiếu hoặc trái phiếu thông qua các trung gian doanh nghiệp (ngoại trừ các công ty đầu tư đủ tiêu chuẩn) luôn chịu bất lợi so với những người sở hữu trực tiếp các chứng khoán đó. Khoản phạt áp dụng cho việc sở hữu gián tiếp đã tăng mạnh theo Đạo luật Thuế năm 1986 và ở mức độ thấp hơn là Đạo luật năm 1987, đặc biệt là trong các trường hợp mà trung gian là một công ty bảo hiểm. Chúng tôi không có cách nào để bù đắp mức tăng thuế này. Điều đó đơn giản có nghĩa là với cùng một mức lợi nhuận đầu tư trước thuế, giờ đây sẽ chuyển đổi thành kết quả sau thuế kém hơn nhiều cho các cổ đông của chúng tôi.

All in all, we expect to do well in the insurance business, though our record is sure to be uneven. The immediate outlook is for substantially lower volume but reasonable earnings improvement. The decline in premium volume will accelerate after our quota-share agreement with Fireman's Fund expires in 1989. At some point, likely to be at least a few years away, we may see some major opportunities, for which we are now much better prepared than we were in 1985.

Tựu trung lại, chúng tôi kỳ vọng sẽ làm tốt trong mảng kinh doanh bảo hiểm, mặc dù thành tích chắc chắn sẽ không đồng đều. Triển vọng trước mắt là sản lượng (doanh thu phí) sẽ thấp hơn đáng kể nhưng lợi nhuận sẽ cải thiện hợp lý. Sự sụt giảm về khối lượng phí bảo hiểm sẽ tăng tốc sau khi thỏa thuận chia sẻ hạn mức (quota-share) với Fireman's Fund hết hạn vào năm 1989. Tại một thời điểm nào đó, có khả năng là ít nhất vài năm nữa, chúng ta có thể thấy một số cơ hội lớn, mà hiện tại chúng tôi đã chuẩn bị tốt hơn nhiều so với năm 1985.

Marketable Securities - Permanent Holdings

Chứng khoán có thể thị trường hóa - Các khoản nắm giữ vĩnh viễn

Whenever Charlie and I buy common stocks for Berkshire's insurance companies (leaving aside arbitrage purchases, discussed later) we approach the transaction as if we were buying into a private business. We look at the economic prospects of the business, the people in charge of running it, and the price we must pay. We do not have in mind any time or price for sale.

Bất cứ khi nào Charlie và tôi mua cổ phiếu phổ thông cho các công ty bảo hiểm của Berkshire (ngoại trừ các khoản mua bán chênh lệch giá - arbitrage, sẽ được thảo luận sau), chúng tôi tiếp cận giao dịch đó như thể chúng tôi đang mua lại một doanh nghiệp tư nhân. Chúng tôi xem xét triển vọng kinh tế của doanh nghiệp, những người chịu trách nhiệm điều hành nó và mức giá chúng tôi phải trả. Chúng tôi không hề có ý định về bất kỳ thời điểm nào hay mức giá nào để bán ra.

Indeed, we are willing to hold a stock indefinitely so long as we expect the business to increase in intrinsic value at a satisfactory rate. When investing, we view ourselves as business analysts - not as market analysts, not as macroeconomic analysts, and not even as security analysts.

Thật vậy, chúng tôi sẵn sàng nắm giữ một cổ phiếu vô thời hạn chừng nào chúng tôi còn kỳ vọng doanh nghiệp đó sẽ gia tăng giá trị nội tại ở một tốc độ thỏa đáng. Khi đầu tư, chúng tôi coi mình là các nhà phân tích kinh doanh — không phải nhà phân tích thị trường, không phải nhà phân tích kinh tế vĩ mô, và thậm chí cũng không phải là nhà phân tích chứng khoán.

Our approach makes an active trading market useful, since it periodically presents us with mouth-watering opportunities. But by no means is it essential: a prolonged suspension of trading in the securities we hold would not bother us any more than does the lack of daily quotations on World Book or Fechheimer. Eventually, our economic fate will be determined by the economic fate of the business we own, whether our ownership is partial or total.

Cách tiếp cận của chúng tôi làm cho một thị trường giao dịch sôi động trở nên hữu ích, vì nó định kỳ mang đến cho chúng tôi những cơ hội "thèm nhỏ dãi". Nhưng thị trường hoàn toàn không phải là yếu tố thiết yếu: việc tạm dừng giao dịch kéo dài đối với các loại chứng khoán mà chúng tôi nắm giữ sẽ không làm chúng tôi bận tâm hơn so với việc thiếu bảng báo giá hàng ngày của World Book hay Fechheimer. Cuối cùng, vận mệnh kinh tế của chúng tôi sẽ được quyết định bởi vận mệnh kinh tế của những doanh nghiệp mà chúng tôi sở hữu, cho dù quyền sở hữu đó là một phần hay toàn bộ.

Ben Graham, my friend and teacher, long ago described the mental attitude toward market fluctuations that I believe to be most conducive to investment success. He said that you should imagine market quotations as coming from a remarkably accommodating fellow named Mr. Market who is your partner in a private business. Without fail, Mr. Market appears daily and names a price at which he will either buy your interest or sell you his.

Ben Graham, người thầy và cũng là người bạn của tôi, từ lâu đã mô tả thái độ tinh thần đối với những biến động thị trường mà tôi tin rằng sẽ dẫn đến thành công trong đầu tư. Ông nói rằng bạn nên tưởng tượng những báo giá trên thị trường đến từ một người bạn đồng hành cực kỳ dễ mến tên là Ngài Thị trường, người là đối tác của bạn trong một doanh nghiệp tư nhân. Không bao giờ lơ hện, Ngài Thị trường xuất hiện hàng ngày và đưa ra một mức giá mà tại đó ông ta sẽ mua lại phần vốn góp của bạn hoặc bán cho bạn phần vốn của ông ta.

Even though the business that the two of you own may have economic characteristics that are stable, Mr. Market's quotations will be anything but. For, sad to say, the poor fellow has incurable emotional problems. At times he feels euphoric and can see only the favorable factors affecting the business. When in that mood, he names a very high buy-sell price because he fears that you will snap up his interest and rob him of imminent gains. At other times he is depressed and can see nothing but trouble ahead for both the business and the world. On these occasions he

will name a very low price, since he is terrified that you will unload your interest on him.

Mặc dù doanh nghiệp mà hai người cùng sở hữu có thể có các đặc điểm kinh tế rất ổn định, nhưng những báo giá của Ngài Thị trường thì hoàn toàn ngược lại. Bởi vì, thật đáng buồn, anh bạn tội nghiệp này mắc phải những vấn đề về cảm xúc không thể cứu chữa. Đôi khi ông ta cảm thấy hưng phấn và chỉ nhìn thấy những yếu tố thuận lợi ảnh hưởng đến doanh nghiệp. Khi ở trong tâm trạng đó, ông ta đưa ra một mức giá mua-bán rất cao vì lo sợ rằng bạn sẽ chộp lấy phần vốn của ông ta và cướp đi những khoản lợi nhuận sắp tới. Những lúc khác, ông ta lại rơi vào trầm cảm và không nhìn thấy gì ngoài rắc rối phía trước cho cả doanh nghiệp lẫn thế giới. Trong những dịp này, ông ta sẽ đưa ra một mức giá rất thấp, vì ông ta kinh hoàng sợ rằng bạn sẽ trút bỏ phần vốn của mình lên vai ông ta.

Mr. Market has another endearing characteristic: He doesn't mind being ignored. If his quotation is uninteresting to you today, he will be back with a new one tomorrow. Transactions are strictly at your option. Under these conditions, the more manic-depressive his behavior, the better for you.

Ngài Thị trường còn có một đặc điểm đáng yêu khác: Ông ta không bận tâm nếu bị phớt lờ. Nếu báo giá của ông ta hôm nay không khiến bạn thú vị, ông ta sẽ quay lại với một mức giá mới vào ngày mai. Các giao dịch hoàn toàn dựa trên quyền lựa chọn của bạn. Trong những điều kiện này, hành vi của ông ta càng "hưng-trầm cảm" bao nhiêu thì càng tốt cho bạn bấy nhiêu.

But, like Cinderella at the ball, you must heed one warning or everything will turn into pumpkins and mice: Mr. Market is there to serve you, not to guide you. It is his pocketbook, not his wisdom, that you will find useful. If he shows up some day in a particularly foolish mood, you are free to either ignore him or to take advantage of him, but it will be disastrous if you fall under his influence. Indeed, if you aren't certain that you understand and can value your business far better than Mr. Market, you don't belong in the game. As they say in poker, "If you've been in the game 30 minutes and you don't know who the patsy is, you're the patsy."

Nhưng, giống như nàng Lọ Lem tại buổi khiêu vũ, bạn phải lưu tâm đến một lời cảnh báo, nếu không mọi thứ sẽ biến thành bí ngô và chuột nhắt: Ngài Thị trường ở đó để phục vụ bạn, chứ không phải để dẫn dắt bạn. Chính túi tiền của ông ta, chứ không phải sự thông thái của ông ta, mới là thứ hữu ích đối với bạn. Nếu một ngày nào đó ông ta xuất hiện với tâm trạng đặc biệt ngớ ngẩn, bạn có quyền phớt lờ hoặc tận dụng ông ta, nhưng sẽ là thảm họa nếu bạn rơi dưới sự ảnh hưởng của ông ta. Thật vậy, nếu bạn không chắc chắn rằng mình hiểu và có thể định giá doanh nghiệp của mình tốt hơn nhiều so với Ngài Thị trường, bạn không thuộc về cuộc chơi này. Như người ta vẫn nói trong môn poker: "Nếu bạn đã ngồi vào bàn chơi 30 phút mà vẫn không biết ai là kẻ khờ (patsy), thì bạn chính là kẻ khờ đó."

Ben's Mr. Market allegory may seem out-of-date in today's investment world, in which most professionals and academicians talk of efficient markets, dynamic hedging and betas. Their interest in such matters is understandable, since techniques shrouded in mystery clearly have value to the purveyor of investment advice. After all, what witch doctor has ever achieved fame and

fortune by simply advising "Take two aspirins"?

Phép ẩn dụ về Ngài Thị trường của Ben có vẻ lỗi thời trong thế giới đầu tư ngày nay, nơi hầu hết các chuyên gia và học giả đều bàn về thị trường hiệu quả, phòng hộ động và hệ số beta. Sự quan tâm của họ đối với những vấn đề như vậy là điều dễ hiểu, vì những kỹ thuật được bao phủ trong bức màn bí ẩn rõ ràng có giá trị đối với những người cung cấp dịch vụ tư vấn đầu tư. Suy cho cùng, có "phù thủy" trị bệnh nào đạt được danh tiếng và sự giàu sang chỉ bằng cách khuyên bệnh nhân rằng: "Hãy uống hai viên aspirin" đâu?

The value of market esoterica to the consumer of investment advice is a different story. In my opinion, investment success will not be produced by arcane formulae, computer programs or signals flashed by the price behavior of stocks and markets. Rather an investor will succeed by coupling good business judgment with an ability to insulate his thoughts and behavior from the super-contagious emotions that swirl about the marketplace. In my own efforts to stay insulated, I have found it highly useful to keep Ben's Mr. Market concept firmly in mind.

Giá trị của những thuật ngữ thị trường cao siêu đối với người sử dụng dịch vụ tư vấn đầu tư lại là một chuyện khác. Theo ý kiến của tôi, thành công trong đầu tư sẽ không được tạo ra bởi các công thức bí hiểm, các chương trình máy tính hay các tín hiệu phát ra từ hành vi giá của cổ phiếu và thị trường. Thay vào đó, một nhà đầu tư sẽ thành công bằng cách kết hợp năng lực phán đoán kinh doanh tốt với khả năng cách ly tư duy và hành vi của mình khỏi những cảm xúc cực kỳ dễ lây lan đang xoáy quanh thị trường. Trong những nỗ lực cá nhân để giữ sự cách ly đó, tôi thấy việc luôn khắc ghi khái niệm "Ngài Thị trường" của Ben là vô cùng hữu ích.

Following Ben's teachings, Charlie and I let our marketable equities tell us by their operating results - not by their daily, or even yearly, price quotations - whether our investments are successful. The market may ignore business success for a while, but eventually will confirm it. As Ben said: "In the short run, the market is a voting machine but in the long run it is a weighing machine." The speed at which a business's success is recognized, furthermore, is not that important as long as the company's intrinsic value is increasing at a satisfactory rate. In fact, delayed recognition can be an advantage: It may give us the chance to buy more of a good thing at a bargain price.

Theo những lời dạy của Ben, Charlie và tôi để các cổ phiếu phổ thông nói cho chúng tôi biết liệu các khoản đầu tư có thành công hay không thông qua kết quả hoạt động của chúng — chứ không phải thông qua báo giá hàng ngày, hay thậm chí hàng năm. Thị trường có thể phớt lờ thành công của doanh nghiệp trong một thời gian, nhưng cuối cùng sẽ xác nhận nó. Như Ben đã nói: "Trong ngắn hạn, thị trường là một cỗ máy bỏ phiếu, nhưng trong dài hạn, nó là một cỗ máy cân đo." Hơn nữa, tốc độ mà thành công của một doanh nghiệp được công nhận không quá quan trọng, miễn là giá trị nội tại của công ty đang tăng trưởng ở mức thỏa đáng. Trên thực tế, sự công nhận muộn màng có thể là một lợi thế: Nó có thể mang lại cho chúng tôi cơ hội để mua thêm một thứ tốt với giá hời.

Sometimes, of course, the market may judge a business to be more valuable than the

underlying facts would indicate it is. In such a case, we will sell our holdings. Sometimes, also, we will sell a security that is fairly valued or even undervalued because we require funds for a still more undervalued investment or one we believe we understand better.

Tất nhiên, đôi khi thị trường có thể đánh giá một doanh nghiệp có giá trị cao hơn những gì các dữ kiện thực tế cho thấy. Trong trường hợp đó, chúng tôi sẽ bán các khoản nắm giữ của mình. Đôi khi, chúng tôi cũng sẽ bán một chứng khoán đang được định giá hợp lý hoặc thậm chí là dưới giá trị vì chúng tôi cần vốn cho một khoản đầu tư còn bị định giá thấp hơn nữa, hoặc một khoản mà chúng tôi tin rằng mình hiểu rõ hơn.

We need to emphasize, however, that we do not sell holdings just because they have appreciated or because we have held them for a long time. (Of Wall Street maxims the most foolish may be "You can't go broke taking a profit.") We are quite content to hold any security indefinitely, so long as the prospective return on equity capital of the underlying business is satisfactory, management is competent and honest, and the market does not overvalue the business.

Tuy nhiên, chúng tôi cần nhấn mạnh rằng chúng tôi không bán các khoản nắm giữ chỉ vì chúng đã tăng giá hoặc vì chúng tôi đã nắm giữ chúng trong một thời gian dài. (Trong số các câu châm ngôn của Phố Wall, câu ngớ ngẩn nhất có lẽ là: "Bạn không bao giờ phá sản nếu chốt lời"). Chúng tôi hoàn toàn hài lòng khi nắm giữ bất kỳ chứng khoán nào vô thời hạn, miễn là lợi nhuận kỳ vọng trên vốn chủ sở hữu (ROE) của doanh nghiệp đó ở mức thỏa đáng, ban lãnh đạo có năng lực và trung thực, và thị trường không định giá doanh nghiệp quá cao.

However, our insurance companies own three marketable common stocks that we would not sell even though they became far overpriced in the market. In effect, we view these investments exactly like our successful controlled businesses - a permanent part of Berkshire rather than merchandise to be disposed of once Mr. Market offers us a sufficiently high price. To that, I will add one qualifier: These stocks are held by our insurance companies and we would, if absolutely necessary, sell portions of our holdings to pay extraordinary insurance losses. We intend, however, to manage our affairs so that sales are never required.

Tuy nhiên, các công ty bảo hiểm của chúng tôi sở hữu ba loại cổ phiếu phổ thông mà chúng tôi sẽ không bán ngay cả khi chúng trở nên bị định giá quá cao trên thị trường. Về hiệu quả, chúng tôi coi những khoản đầu tư này chính xác như những doanh nghiệp do chúng tôi kiểm soát và đã thành công — một phần vĩnh viễn của Berkshire chứ không phải là món hàng để thanh lý một khi Ngài Thị trường đưa ra mức giá đủ cao. Tôi xin thêm một điều kiện nhỏ: Những cổ phiếu này được nắm giữ bởi các công ty bảo hiểm của chúng tôi và nếu thực sự cần thiết, chúng tôi sẽ bán một phần để chi trả cho những tổn thất bảo hiểm đặc biệt lớn. Tuy nhiên, chúng tôi dự định quản lý công việc của mình để việc bán ra là không bao giờ cần thiết.

A determination to have and to hold, which Charlie and I share, obviously involves a mixture of personal and financial considerations. To some, our stand may seem highly eccentric. (Charlie and I have long followed David Ogilvy's advice: "Develop your eccentricities while you are young. That way, when you get old, people won't think you're going ga-ga.") Certainly, in the

transaction-fixated Wall Street of recent years, our posture must seem odd: To many in that arena, both companies and stocks are seen only as raw material for trades.

Sự quyết tâm "có và giữ" mà Charlie và tôi cùng chia sẻ rõ ràng là sự kết hợp của những cân nhắc cá nhân và tài chính. Đối với một số người, lập trường của chúng tôi có vẻ rất lập dị. (Charlie và tôi từ lâu đã làm theo lời khuyên của David Ogilvy: "Hãy phát triển những đặc điểm lập dị của bạn khi bạn còn trẻ. Bằng cách đó, khi bạn già đi, mọi người sẽ không nghĩ rằng bạn đang bị lảm cảm"). Chắc chắn, trong một Phố Wall vốn bị ám ảnh bởi các giao dịch những năm gần đây, tư thế của chúng tôi hẳn là rất kỳ quặc: Với nhiều người trong đấu trường đó, cả công ty và cổ phiếu chỉ được xem là nguyên liệu thô cho các vụ giao dịch mua đi bán lại.

Our attitude, however, fits our personalities and the way we want to live our lives. Churchill once said, "You shape your houses and then they shape you." We know the manner in which we wish to be shaped. For that reason, we would rather achieve a return of X while associating with people whom we strongly like and admire than realize 110% of X by exchanging these relationships for uninteresting or unpleasant ones. And we will never find people we like and admire more than some of the main participants at the three companies - our permanent holdings - shown below:

Tuy nhiên, thái độ của chúng tôi phù hợp với tính cách và cách mà chúng tôi muốn sống cuộc đời mình. Churchill từng nói: "Bạn định hình những ngôi nhà của mình, và sau đó chúng định hình chính bạn". Chúng tôi biết rõ mình muốn được định hình theo cách nào. Vì lý do đó, chúng tôi thà đạt được một mức lợi nhuận là X khi được làm việc với những người mà chúng tôi thực sự yêu mến và ngưỡng mộ, còn hơn là đạt được 110% của X bằng cách đánh đổi những mối quan hệ đó để lấy những mối quan hệ tẻ nhạt hoặc khó chịu. Và chúng tôi sẽ không bao giờ tìm thấy những người mà chúng tôi yêu mến và ngưỡng mộ hơn những người tham gia chính tại ba công ty — các khoản nắm giữ vĩnh viễn của chúng tôi — được hiển thị dưới đây:

<i>No. of Shares</i>		<i>Cost</i>	<i>Market</i>
-----		-----	-----
		<i>(000s omitted)</i>	
3,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	\$517,500	\$1,035,000
6,850,000	GEICO Corporation	45,713	756,925
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	323,092

We really don't see many fundamental differences between the purchase of a controlled business and the purchase of marketable holdings such as these. In each case we try to buy into businesses with favorable long-term economics. Our goal is to find an outstanding business at a sensible price, not a mediocre business at a bargain price. Charlie and I have found that making silk purses out of silk is the best that we can do; with sow's ears, we fail.

Chúng tôi thực sự không thấy nhiều sự khác biệt căn bản giữa việc mua lại một doanh nghiệp do mình kiểm soát và việc mua các khoản nắm giữ trên thị trường chứng khoán như thế này. Trong mỗi trường hợp, chúng tôi đều cố gắng mua những doanh nghiệp có triển vọng kinh tế dài hạn thuận lợi. Mục tiêu của chúng tôi là tìm kiếm một doanh nghiệp xuất sắc ở mức giá hợp

lý, chứ không phải một doanh nghiệp tầm thường ở mức giá hời. Charlie và tôi đã nhận ra rằng: tạo ra những chiếc túi lụa từ lụa là điều tốt nhất mà chúng tôi có thể làm; còn với những chiếc tai lợn, chúng tôi thất bại.

(It must be noted that your Chairman, always a quick study, required only 20 years to recognize how important it was to buy good businesses. In the interim, I searched for "bargains" - and had the misfortune to find some. My punishment was an education in the economics of short-line farm implement manufacturers, third-place department stores, and New England textile manufacturers.)

(Cần lưu ý rằng Chủ tịch của quý vị, vốn luôn là người học hỏi nhanh, đã chỉ mất có... 20 năm để nhận ra tầm quan trọng của việc mua những doanh nghiệp tốt. Trong khoảng thời gian đó, tôi đã mãi mê tìm kiếm những "món hời" — và thật không may là tôi đã tìm thấy một vài cái. Hình phạt dành cho tôi là một bài học về kinh tế học của các nhà sản xuất nông cụ quy mô nhỏ, các cửa hàng bách hóa đứng hạng ba, và các nhà máy dệt may ở New England.)

Of course, Charlie and I may misread the fundamental economics of a business. When that happens, we will encounter problems whether that business is a wholly-owned subsidiary or a marketable security, although it is usually far easier to exit from the latter. (Indeed, businesses can be misread: Witness the European reporter who, after being sent to this country to profile Andrew Carnegie, cabled his editor, "My God, you'll never believe the sort of money there is in running libraries.")

Tất nhiên, Charlie và tôi có thể đọc sai các đặc điểm kinh tế cơ bản của một doanh nghiệp. Khi điều đó xảy ra, chúng tôi sẽ gặp rắc rối dù doanh nghiệp đó là một công ty con sở hữu toàn phần hay là một chứng khoán trên thị trường, mặc dù thông thường việc rút lui khỏi vế sau sẽ dễ dàng hơn nhiều. (Thật vậy, các doanh nghiệp có thể bị hiểu sai: Hãy xem trường hợp của một phóng viên châu Âu, sau khi được cử đến đất nước này để viết chân dung về Andrew Carnegie, đã đánh điện cho biên tập viên của mình rằng: "Lạy Chúa, ông sẽ không bao giờ tin được người ta có thể kiếm được nhiều tiền đến thế từ việc vận hành các thư viện đâu.")

In making both control purchases and stock purchases, we try to buy not only good businesses, but ones run by high-grade, talented and likeable managers. If we make a mistake about the managers we link up with, the controlled company offers a certain advantage because we have the power to effect change. In practice, however, this advantage is somewhat illusory: Management changes, like marital changes, are painful, time-consuming and chancy. In any event, at our three marketable-but permanent holdings, this point is moot: With Tom Murphy and Dan Burke at Cap Cities, Bill Snyder and Lou Simpson at GEICO, and Kay Graham and Dick Simmons at The Washington Post, we simply couldn't be in better hands.

Trong cả việc mua lại quyền kiểm soát lẫn mua cổ phiếu, chúng tôi không chỉ cố gắng mua những doanh nghiệp tốt, mà còn phải là những doanh nghiệp được điều hành bởi các nhà quản lý cao cấp, tài năng và dễ mến. Nếu chúng tôi mắc sai lầm về những nhà quản lý mà mình liên kết, công ty bị kiểm soát sẽ mang lại một lợi thế nhất định vì chúng tôi có quyền thực hiện sự thay đổi.

Tuy nhiên, trên thực tế, lợi thế này phần nào mang tính huyền hoặc: những thay đổi về bộ máy quản lý, giống như những thay đổi trong hôn nhân, thường đau đớn, tốn thời gian và đầy rủi ro. Dù sao đi nữa, tại ba khoản nắm giữ vĩnh viễn trên thị trường của chúng tôi, điểm này là không cần bàn cãi: Với Tom Murphy và Dan Burke tại Cap Cities, Bill Snyder và Lou Simpson tại GEICO, cùng Kay Graham và Dick Simmons tại The Washington Post, chúng tôi đơn giản là không thể gửi gắm vào những bàn tay tốt hơn thế.

I would say that the controlled company offers two main advantages. First, when we control a company we get to allocate capital, whereas we are likely to have little or nothing to say about this process with marketable holdings. This point can be important because the heads of many companies are not skilled in capital allocation. Their inadequacy is not surprising. Most bosses rise to the top because they have excelled in an area such as marketing, production, engineering, administration or, sometimes, institutional politics.

Tôi cho rằng một công ty bị kiểm soát mang lại hai lợi thế chính. Thứ nhất, khi kiểm soát một công ty, chúng tôi được quyền phân bổ vốn (capital allocation), trong khi chúng tôi thường có ít hoặc không có tiếng nói gì về quy trình này đối với các khoản nắm giữ cổ phiếu trên thị trường. Điểm này có thể rất quan trọng vì người đứng đầu của nhiều công ty không có kỹ năng trong việc phân bổ vốn. Sự thiếu hụt năng lực của họ không có gì đáng ngạc nhiên. Hầu hết các ông chủ thăng tiến lên vị trí đứng đầu vì họ đã xuất sắc trong một lĩnh vực như marketing, sản xuất, kỹ thuật, hành chính hoặc đôi khi là chính trị nội bộ.

Once they become CEOs, they face new responsibilities. They now must make capital allocation decisions, a critical job that they may have never tackled and that is not easily mastered. To stretch the point, it's as if the final step for a highly- talented musician was not to perform at Carnegie Hall but, instead, to be named Chairman of the Federal Reserve.

Một khi họ trở thành CEO, họ phải đối mặt với những trách nhiệm mới. Giờ đây họ phải đưa ra các quyết định phân bổ vốn, một công việc quan trọng yếu mà họ có thể chưa bao giờ đảm đương và không dễ gì làm chủ được. Nói một cách cường điệu, việc này giống như bước cuối cùng trong sự nghiệp của một nhạc sĩ tài năng không phải là biểu diễn tại Carnegie Hall mà thay vào đó là được bổ nhiệm làm Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang (Fed).

The lack of skill that many CEOs have at capital allocation is no small matter: After ten years on the job, a CEO whose company annually retains earnings equal to 10% of net worth will have been responsible for the deployment of more than 60% of all the capital at work in the business.

Việc thiếu kỹ năng phân bổ vốn của nhiều CEO không phải là chuyện nhỏ: Sau mười năm tại vị, một CEO của công ty hàng năm giữ lại phần lợi nhuận bằng 10% giá trị tài sản ròng sẽ phải chịu trách nhiệm cho việc triển khai hơn 60% tổng số vốn đang hoạt động trong doanh nghiệp đó.

CEOs who recognize their lack of capital-allocation skills (which not all do) will often try

to compensate by turning to their staffs, management consultants, or investment bankers. Charlie and I have frequently observed the consequences of such "help." On balance, we feel it is more likely to accentuate the capital-allocation problem than to solve it.

Những CEO nhận ra sự thiếu hụt kỹ năng phân bổ vốn của mình (điều mà không phải ai cũng làm) thường sẽ cố gắng bù đắp bằng cách tìm đến đội ngũ nhân viên, các cố vấn quản trị hoặc các ngân hàng đầu tư. Charlie và tôi thường xuyên quan sát thấy hậu quả của sự "giúp đỡ" đó. Nhìn chung, chúng tôi cảm thấy nó có khả năng làm trầm trọng thêm vấn đề phân bổ vốn hơn là giải quyết nó.

In the end, plenty of unintelligent capital allocation takes place in corporate America. (That's why you hear so much about "restructuring.") Berkshire, however, has been fortunate. At the companies that are our major non-controlled holdings, capital has generally been well-deployed and, in some cases, brilliantly so.

Cuối cùng, rất nhiều hoạt động phân bổ vốn thiếu thông minh đã diễn ra tại các tập đoàn Mỹ. (Đó là lý do tại sao quý vị nghe nói rất nhiều về thuật ngữ "tái cấu trúc"). Tuy nhiên, Berkshire đã gặp may mắn. Tại các công ty mà chúng tôi nắm giữ cổ phần lớn nhưng không kiểm soát, vốn nhìn chung đã được triển khai tốt, và trong một số trường hợp là cực kỳ xuất sắc.

The second advantage of a controlled company over a marketable security has to do with taxes. Berkshire, as a corporate holder, absorbs some significant tax costs through the ownership of partial positions that we do not when our ownership is 80%, or greater. Such tax disadvantages have long been with us, but changes in the tax code caused them to increase significantly during the past year. As a consequence, a given business result can now deliver Berkshire financial results that are as much as 50% better if they come from an 80%-or-greater holding rather than from a lesser holding.

Lợi thế thứ hai của một công ty bị kiểm soát so với một chứng khoán trên thị trường liên quan đến thuế. Berkshire, với tư cách là một cổ đông tổ chức, phải chịu một số chi phí thuế đáng kể khi sở hữu các vị thế cổ phần nhỏ, điều mà chúng tôi không phải chịu khi mức độ sở hữu đạt từ 80% trở lên. Những bất lợi về thuế như vậy đã tồn tại từ lâu, nhưng những thay đổi trong luật thuế đã khiến chúng tăng lên đáng kể trong năm qua. Kết quả là, một kết quả kinh doanh nhất định hiện nay có thể mang lại cho Berkshire kết quả tài chính tốt hơn tới 50% nếu chúng đến từ một khoản nắm giữ trên 80% thay vì một khoản nắm giữ nhỏ hơn.

The disadvantages of owning marketable securities are sometimes offset by a huge advantage: Occasionally the stock market offers us the chance to buy non-controlling pieces of extraordinary businesses at truly ridiculous prices - dramatically below those commanded in negotiated transactions that transfer control. For example, we purchased our Washington Post stock in 1973 at \$5.63 per share, and per-share operating earnings in 1987 after taxes were \$10.30. Similarly, Our GEICO stock was purchased in 1976, 1979 and 1980 at an average of \$6.67 per share, and after-tax operating earnings per share last year were \$9.01. In cases such as these, Mr. Market has proven to be a mighty good friend.

Tuy nhiên, những bất lợi của việc sở hữu chứng khoán trên thị trường đôi khi được bù đắp bởi một lợi thế khổng lồ: Thanh toán, thị trường chứng khoán cho chúng tôi cơ hội mua các phần cổ phần nhỏ của những doanh nghiệp phi thường với mức giá thực sự nực cười — thấp hơn đáng kể so với mức giá được đưa ra trong các giao dịch thương lượng để chuyển nhượng quyền kiểm soát. Ví dụ:

The Washington Post: Chúng tôi mua vào năm 1973 với giá 5,63 USD/cổ phiếu. Đến năm 1987, lợi nhuận hoạt động sau thuế trên mỗi cổ phiếu là 10,30 USD. (Tức là lợi nhuận của một năm cao gấp đôi tổng số tiền vốn bỏ ra mua cổ phiếu đó).

GEICO: Chúng tôi mua vào các năm 1976, 1979 và 1980 với giá trung bình 6,67 USD/cổ phiếu. Lợi nhuận hoạt động sau thuế trên mỗi cổ phiếu năm ngoái là 9,01 USD.

Trong những trường hợp như thế này, Ngài Thị trường đã chứng tỏ là một người bạn cực kỳ tốt.

An interesting accounting irony overlays a comparison of the reported financial results of our controlled companies with those of the permanent minority holdings listed above. As you can see, those three stocks have a market value of over \$2 billion. Yet they produced only \$11 million in reported after-tax earnings for Berkshire in 1987.

Một sự trớ trêu thú vị trong kế toán đã che phủ việc so sánh kết quả tài chính báo cáo của các công ty bị kiểm soát với các khoản nắm giữ thiểu số vĩnh viễn nêu trên. Như quý vị có thể thấy, ba cổ phiếu đó có giá trị thị trường hơn 2 tỷ USD. Tuy nhiên, chúng chỉ tạo ra 11 triệu USD lợi nhuận sau thuế được báo cáo cho Berkshire vào năm 1987.

Accounting rules dictate that we take into income only the dividends these companies pay us - which are little more than nominal - rather than our share of their earnings, which in 1987 amounted to well over \$100 million. On the other hand, accounting rules provide that the carrying value of these three holdings - owned, as they are, by insurance companies - must be recorded on our balance sheet at current market prices. The result: GAAP accounting lets us reflect in our net worth the up- to-date underlying values of the businesses we partially own, but does not let us reflect their underlying earnings in our income account.

Các quy tắc kế toán quy định rằng chúng tôi chỉ được ghi nhận vào thu nhập phần cổ tức mà các công ty này trả cho chúng tôi — vốn chỉ mang tính tượng trưng — thay vì ghi nhận phần lợi nhuận tương ứng với tỷ lệ sở hữu của chúng tôi, mà trong năm 1987 con số này lên tới hơn 100 triệu USD. Mặt khác, quy tắc kế toán lại quy định rằng giá trị ghi sổ của ba khoản nắm giữ này — vì chúng được sở hữu bởi các công ty bảo hiểm — phải được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán theo giá thị trường hiện tại. Kết quả là: Kế toán GAAP cho phép chúng tôi phản ánh vào giá trị tài sản ròng (net worth) giá trị thực tế cập nhật của các doanh nghiệp mà chúng tôi sở hữu một phần, nhưng lại không cho phép chúng tôi phản ánh lợi nhuận thực tế của họ vào tài khoản thu nhập (lợi nhuận ròng).

In the case of our controlled companies, just the opposite is true. Here, we show full

earnings in our income account but never change asset values on our balance sheet, no matter how much the value of a business might have increased since we purchased it.

Đối với các công ty bị kiểm soát (sở hữu toàn bộ), điều ngược lại hoàn toàn lại đúng. Ở đây, chúng tôi đưa toàn bộ lợi nhuận vào tài khoản thu nhập nhưng không bao giờ thay đổi giá trị tài sản trên bảng cân đối kế toán, bất kể giá trị của doanh nghiệp đó đã tăng lên bao nhiêu kể từ khi chúng tôi mua nó.

Our mental approach to this accounting schizophrenia is to ignore GAAP figures and to focus solely on the future earning power of both our controlled and non-controlled businesses. Using this approach, we establish our own ideas of business value, keeping these independent from both the accounting values shown on our books for controlled companies and the values placed by a sometimes foolish market on our partially-owned companies. It is this business value that we hope to increase at a reasonable (or, preferably, unreasonable) rate in the years ahead.

Cách tiếp cận tinh thần của chúng tôi đối với "căn bệnh tâm thần phân liệt" trong kế toán này là phớt lờ các con số GAAP và chỉ tập trung duy nhất vào năng lực kiếm tiền trong tương lai của cả các doanh nghiệp bị kiểm soát lẫn không bị kiểm soát. Bằng cách sử dụng phương pháp này, chúng tôi thiết lập những ý niệm riêng về giá trị doanh nghiệp, giữ chúng độc lập với cả giá trị kế toán hiển thị trên sổ sách đối với các công ty bị kiểm soát và giá trị được đưa ra bởi một thị trường đôi khi ngớ ngẩn đối với các công ty chúng tôi sở hữu một phần. Chính giá trị doanh nghiệp này là thứ mà chúng tôi hy vọng sẽ gia tăng ở một tốc độ hợp lý (hoặc tốt hơn hết là tốc độ "vô lý") trong những năm tới.

Marketable Securities – Other

Chứng khoán có thể thị trường hóa - Các danh mục khác

In addition to our three permanent common stock holdings, we hold large quantities of marketable securities in our insurance companies. In selecting these, we can choose among five major categories: (1) long-term common stock investments, (2) medium-term fixed-income securities, (3) long-term fixed income securities, (4) short-term cash equivalents, and (5) short-term arbitrage commitments.

Ngoài ba khoản nắm giữ cổ phiếu phổ thông vĩnh viễn, chúng tôi còn nắm giữ một lượng lớn chứng khoán có thể thị trường hóa trong các công ty bảo hiểm của mình. Khi lựa chọn những loại này, chúng tôi có thể chọn trong số năm danh mục chính: (1) các khoản đầu tư cổ phiếu phổ thông dài hạn, (2) chứng khoán thu nhập cố định (trái phiếu) trung hạn, (3) chứng khoán thu nhập cố định dài hạn, (4) các khoản tương đương tiền ngắn hạn, và (5) các cam kết kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) ngắn hạn.

We have no particular bias when it comes to choosing from these categories. We just continuously search among them for the highest after-tax returns as measured by "mathematical expectation," limiting ourselves always to investment alternatives we think we understand. Our

criteria have nothing to do with maximizing immediately reportable earnings; our goal, rather, is to maximize eventual net worth.

Chúng tôi không có sự thiên vị cụ thể nào khi lựa chọn từ các danh mục này. Chúng tôi chỉ liên tục tìm kiếm trong số chúng những mức lợi nhuận sau thuế cao nhất được đo lường bằng "kỳ vọng toán học" (mathematical expectation), và luôn giới hạn bản thân trong những lựa chọn đầu tư mà chúng tôi nghĩ rằng mình hiểu rõ. Tiêu chí của chúng tôi không liên quan gì đến việc tối đa hóa lợi nhuận báo cáo ngay lập tức; mục tiêu của chúng tôi, thay vào đó, là tối đa hóa giá trị tài sản ròng cuối cùng.

o Let's look first at common stocks. During 1987 the stock market was an area of much excitement but little net movement: The Dow advanced 2.3% for the year. You are aware, of course, of the roller coaster ride that produced this minor change. Mr. Market was on a manic rampage until October and then experienced a sudden, massive seizure.

o Hãy nhìn vào cổ phiếu phổ thông trước tiên. Trong năm 1987, thị trường chứng khoán là một khu vực đầy phấn khích nhưng lại có rất ít biến động thực tế: Chỉ số Dow Jones chỉ tăng 2,3% trong cả năm. Tất nhiên, quý vị đều biết về chuyến tàu lượn siêu tốc đã tạo ra thay đổi nhỏ nhoi này. Ngài Thị trường đã ở trong trạng thái cuồng loạn cho đến tháng 10 và sau đó đột nhiên trải qua một cơn co giật dữ dội, quy mô lớn.

We have "professional" investors, those who manage many billions, to thank for most of this turmoil. Instead of focusing on what businesses will do in the years ahead, many prestigious money managers now focus on what they expect other money managers to do in the days ahead. For them, stocks are merely tokens in a game, like the thimble and flatiron in Monopoly.

Chúng ta phải "cảm ơn" các nhà đầu tư "chuyên nghiệp" — những người quản lý hàng tỷ đô la — vì hầu hết sự hỗn loạn này. Thay vì tập trung vào việc các doanh nghiệp sẽ làm gì trong những năm tới, nhiều nhà quản lý tiền bạc danh tiếng hiện nay lại tập trung vào việc họ kỳ vọng các nhà quản lý tiền bạc khác sẽ làm gì trong những ngày tới. Đối với họ, cổ phiếu chỉ đơn thuần là những quân cờ trong một trò chơi, giống như cái đe khâu hay bàn là trong trò chơi Cờ tỷ phú (Monopoly).

An extreme example of what their attitude leads to is "portfolio insurance," a money-management strategy that many leading investment advisors embraced in 1986-1987. This strategy - which is simply an exotically-labeled version of the small speculator's stop-loss order dictates that ever increasing portions of a stock portfolio, or their index-future equivalents, be sold as prices decline. The strategy says nothing else matters: A downtick of a given magnitude automatically produces a huge sell order. According to the Brady Report, \$60 billion to \$90 billion of equities were poised on this hair trigger in mid- October of 1987.

Một ví dụ cực đoan về hệ quả từ thái độ của họ là "Bảo hiểm danh mục" (portfolio insurance), một chiến lược quản lý tiền bạc mà nhiều cổ vấn đầu tư hàng đầu đã áp dụng trong giai đoạn 1986-1987. Chiến lược này — thực chất chỉ là một phiên bản được gắn nhãn kỳ lạ của lệnh

"cắt lỗ" (stop-loss) mà các nhà đầu cơ nhỏ lẻ vẫn dùng — quy định rằng khi giá giảm, các phần cổ phiếu trong danh mục (hoặc các hợp đồng tương lai chỉ số tương đương) phải được bán ra với khối lượng ngày càng tăng. Chiến lược này tuyên bố rằng không có gì khác quan trọng cả: một cú giảm ở một mức độ nhất định sẽ tự động tạo ra một lệnh bán không lỗ. Theo Báo cáo Brady, có khoảng 60 tỷ đến 90 tỷ USD cổ phiếu đã ở trong trạng thái "trục chờ trên cò súng" này vào giữa tháng 10 năm 1987.

If you've thought that investment advisors were hired to invest, you may be bewildered by this technique. After buying a farm, would a rational owner next order his real estate agent to start selling off pieces of it whenever a neighboring property was sold at a lower price? Or would you sell your house to whatever bidder was available at 9:31 on some morning merely because at 9:30 a similar house sold for less than it would have brought on the previous day?

Nếu bạn từng nghĩ rằng các cổ vấn đầu tư được thuê để thực hiện việc đầu tư, bạn có thể sẽ cảm thấy hoang mang trước kỹ thuật này. Sau khi mua một trang trại, liệu một chủ sở hữu hợp lý có ra lệnh cho đại lý bất động sản của mình bắt đầu bán tổng bán tháo từng phần của trang trại đó bất cứ khi nào một bất động sản lân cận được bán với giá thấp hơn không? Hay bạn sẽ bán ngôi nhà của mình cho bất kỳ người mua nào có mặt vào lúc 9:31 sáng chỉ vì lúc 9:30, một ngôi nhà tương tự đã được bán với giá thấp hơn mức giá của ngày hôm trước?

Moves like that, however, are what portfolio insurance tells a pension fund or university to make when it owns a portion of enterprises such as Ford or General Electric. The less these companies are being valued at, says this approach, the more vigorously they should be sold. As a "logical" corollary, the approach commands the institutions to repurchase these companies - I'm not making this up - once their prices have rebounded significantly. Considering that huge sums are controlled by managers following such Alice-in-Wonderland practices, is it any surprise that markets sometimes behave in aberrational fashion?

Tuy nhiên, những hành động như vậy chính là điều mà "Bảo hiểm danh mục" yêu cầu một quỹ hưu bổng hoặc một trường đại học phải thực hiện khi họ sở hữu một phần của các doanh nghiệp như Ford hay General Electric. Cách tiếp cận này cho rằng các công ty này càng bị định giá thấp, thì càng phải bán chúng đi một cách quyết liệt hơn. Và như một hệ quả "logic", phương pháp này ra lệnh cho các tổ chức mua lại các công ty này — tôi không hề bịa chuyện đâu — một khi giá của chúng đã phục hồi đáng kể. Khi xem xét việc những khoản tiền khổng lồ đang được kiểm soát bởi các nhà quản lý đi theo những phương pháp kiểu "Alice ở xứ sở thần tiên" như vậy, liệu có gì ngạc nhiên khi thị trường đôi khi hành xử một cách bất thường không?

Many commentators, however, have drawn an incorrect conclusion upon observing recent events: They are fond of saying that the small investor has no chance in a market now dominated by the erratic behavior of the big boys. This conclusion is dead wrong: Such markets are ideal for any investor - small or large - so long as he sticks to his investment knitting. Volatility caused by money managers who speculate irrationally with huge sums will offer the true investor more chances to make intelligent investment moves. He can be hurt by such volatility only if he is forced,

by either financial or psychological pressures, to sell at untoward times.

Tuy nhiên, nhiều nhà bình luận đã rút ra một kết luận sai lầm khi quan sát các sự kiện gần đây: Họ thường nói rằng nhà đầu tư nhỏ lẻ không có cơ hội trong một thị trường hiện đang bị chi phối bởi hành vi thất thường của những "tay chơi lớn". Kết luận này hoàn toàn sai lầm: Những thị trường như vậy là lý tưởng cho bất kỳ nhà đầu tư nào — dù nhỏ hay lớn — miễn là anh ta tập trung vào chuyên môn đầu tư của mình. Sự biến động gây ra bởi các nhà quản lý tiền bạc, những người đầu cơ phi lý trí với số tiền khổng lồ, sẽ mang lại cho nhà đầu tư thực thụ nhiều cơ hội hơn để thực hiện các bước đi đầu tư thông minh. Anh ta chỉ có thể bị tổn hại bởi sự biến động đó nếu anh ta bị buộc phải bán vào những thời điểm không thuận lợi, do áp lực về tài chính hoặc tâm lý.

At Berkshire, we have found little to do in stocks during the past few years. During the break in October, a few stocks fell to prices that interested us, but we were unable to make meaningful purchases before they rebounded. At yearend 1987 we had no major common stock investments (that is, over \$50 million) other than those we consider permanent or arbitrage holdings. However, Mr. Market will offer us opportunities - you can be sure of that - and, when he does, we will be willing and able to participate.

Tại Berkshire, chúng tôi thấy có rất ít việc để làm với cổ phiếu trong vài năm qua. Trong đợt sụt giảm hồi tháng 10, một vài cổ phiếu đã giảm xuống mức giá khiến chúng tôi quan tâm, nhưng chúng tôi đã không kịp thực hiện các giao dịch mua có ý nghĩa trước khi chúng hồi phục trở lại. Vào cuối năm 1987, chúng tôi không có khoản đầu tư cổ phiếu phổ thông lớn nào (tức là trên 50 triệu USD) ngoại trừ những khoản mà chúng tôi coi là nắm giữ vĩnh viễn hoặc các khoản đầu tư chênh lệch giá (arbitrage). Tuy nhiên, Ngài Thị trường sẽ trao cho chúng tôi những cơ hội — quý vị có thể chắc chắn về điều đó — và khi ông ta làm vậy, chúng tôi sẽ sẵn sàng và có đủ khả năng để tham gia.

o In the meantime, our major parking place for money is medium-term tax-exempt bonds, whose limited virtues I explained in last year's annual report. Though we both bought and sold some of these bonds in 1987, our position changed little overall, holding around \$900 million. A large portion of our bonds are "grandfathered" under the Tax Reform Act of 1986, which means they are fully tax-exempt. Bonds currently purchased by insurance companies are not.

o Trong thời gian chờ đợi, "bãi đỗ xe" chính cho số tiền của chúng tôi là các trái phiếu trung hạn miễn thuế, những ưu điểm hạn chế của loại hình này tôi đã giải thích trong báo cáo thường niên năm ngoái. Mặc dù chúng tôi có cả mua và bán một số trái phiếu này trong năm 1987, nhưng vị thế tổng thể của chúng tôi thay đổi rất ít, duy trì ở mức khoảng 900 triệu USD. Một phần lớn trái phiếu của chúng tôi thuộc diện "miễn trừ áp dụng luật mới" (grandfathered) theo Đạo luật Cải cách Thuế năm 1986, có nghĩa là chúng được miễn thuế hoàn toàn. Các trái phiếu được các công ty bảo hiểm mua hiện nay thì không còn được hưởng ưu đãi này nữa.

As an alternative to short-term cash equivalents, our medium-term tax-exempts have - so far served us well. They have produced substantial extra income for us and are currently worth a bit above our cost. Regardless of their market price, we are ready to dispose of our bonds whenever

something better comes along.

Như một giải pháp thay thế cho các khoản tương đương tiền ngắn hạn, các trái phiếu miễn thuế trung hạn của chúng tôi cho đến nay vẫn đang phục vụ tốt. Chúng đã tạo ra một khoản thu nhập bổ sung đáng kể cho chúng tôi và hiện có giá trị cao hơn một chút so với giá vốn. Bất kể giá thị trường của chúng là bao nhiêu, chúng tôi luôn sẵn sàng thanh lý số trái phiếu này bất cứ khi nào có cơ hội tốt hơn xuất hiện.

o We continue to have an aversion to long-term bonds (and may be making a serious mistake by not disliking medium-term bonds as well). Bonds are no better than the currency in which they are denominated, and nothing we have seen in the past year - or past decade - makes us enthusiastic about the long-term future of U.S. currency.

o Chúng tôi tiếp tục duy trì sự ác cảm đối với các trái phiếu dài hạn (và có lẽ chúng tôi đang mắc sai lầm nghiêm trọng khi không ghét bỏ cả các trái phiếu trung hạn). Trái phiếu không bao giờ tốt hơn loại tiền tệ mà chúng được định danh, và không có gì chúng tôi thấy trong năm qua — hay thập kỷ qua — khiến chúng tôi cảm thấy hào hứng về tương lai dài hạn của đồng nội tệ Hoa Kỳ.

Our enormous trade deficit is causing various forms of "claim checks" - U.S. government and corporate bonds, bank deposits, etc. - to pile up in the hands of foreigners at a distressing rate. By default, our government has adopted an approach to its finances patterned on that of Blanche DuBois, of *A Streetcar Named Desire*, who said, "I have always depended on the kindness of strangers." In this case, of course, the "strangers" are relying on the integrity of our claim checks although the plunging dollar has already made that proposition expensive for them.

Thâm hụt thương mại khổng lồ của chúng ta đang khiến các loại "phiếu xác nhận quyền sở hữu" (claim checks) — như trái phiếu chính phủ và doanh nghiệp Mỹ, tiền gửi ngân hàng, v.v. — tích tụ trong tay người nước ngoài với một tốc độ đáng lo ngại. Một cách mặc định, chính phủ của chúng ta đã áp dụng một cách tiếp cận tài chính mô phỏng theo nhân vật Blanche DuBois trong vở kịch "Chuyến tàu mang tên Dục vọng", người đã nói: "Tôi luôn phụ thuộc vào sự tử tế của những người lạ". Trong trường hợp này, tất nhiên, những "người lạ" đó đang tin tưởng vào tính liêm chính của các phiếu xác nhận quyền sở hữu của chúng ta, mặc dù đồng đô la đang lao dốc đã khiến đề xuất đó trở nên đắt đỏ đối với họ.

The faith that foreigners are placing in us may be misfounded. When the claim checks outstanding grow sufficiently numerous and when the issuing party can unilaterally determine their purchasing power, the pressure on the issuer to dilute their value by inflating the currency becomes almost irresistible. For the debtor government, the weapon of inflation is the economic equivalent of the "H" bomb, and that is why very few countries have been allowed to swamp the world with debt denominated in their own currency. Our past, relatively good record for fiscal integrity has let us break this rule, but the generosity accorded us is likely to intensify, rather than relieve, the eventual pressure on us to inflate. If we do succumb to that pressure, it won't be just the foreign holders of our claim checks who will suffer. It will be all of us as well.

Niềm tin mà người nước ngoài đang đặt vào chúng ta có thể là sai lầm. Khi số lượng "phiếu xác nhận quyền sở hữu" đang lưu hành tăng lên đủ nhiều, và khi bên phát hành có thể đơn phương quyết định sức mua của chúng, thì áp lực buộc bên phát hành phải làm loãng giá trị của chúng bằng cách gây ra lạm phát tiền tệ sẽ trở nên gần như không thể cưỡng lại. Đối với một chính phủ mắc nợ, vũ khí lạm phát chính là tương đương kinh tế của một "quả bom H", và đó là lý do tại sao rất ít quốc gia được phép làm tràn ngập thế giới bằng các khoản nợ định danh bằng chính đồng nội tệ của họ. Hồ sơ tương đối tốt về tính liêm chính tài khóa trong quá khứ đã cho phép chúng ta phá vỡ quy tắc này, nhưng sự hào phóng dành cho chúng ta có khả năng sẽ làm gia tăng, thay vì giảm bớt, áp lực cuối cùng buộc chúng ta phải gây lạm phát. Nếu chúng ta đầu hàng trước áp lực đó, thì không chỉ những người nước ngoài nắm giữ các phiếu xác nhận quyền sở hữu của chúng ta phải gánh chịu. Tất cả chúng ta cũng sẽ phải chịu chung số phận.

Of course, the U.S. may take steps to stem our trade deficit well before our position as a net debtor gets out of hand. (In that respect, the falling dollar will help, though unfortunately it will hurt in other ways.) Nevertheless, our government's behavior in this test of its mettle is apt to be consistent with its Scarlett O'Hara approach generally: "I'll think about it tomorrow." And, almost inevitably, procrastination in facing up to fiscal problems will have inflationary consequences.

Tất nhiên, Hoa Kỳ có thể thực hiện các bước để ngăn chặn thâm hụt thương mại trước khi vị thế con nợ ròng của chúng ta vượt khỏi tầm kiểm soát. (Về khía cạnh đó, đồng đô la giảm giá sẽ giúp ích, dù không may là nó sẽ gây hại theo những cách khác). Tuy nhiên, hành vi của chính phủ chúng ta trong cuộc thử thách bản lĩnh này có xu hướng nhất quán với cách tiếp cận kiểu Scarlett O'Hara: "Mình sẽ nghĩ về chuyện đó vào ngày mai". Và gần như tất yếu, sự trì hoãn trong việc đối mặt với các vấn đề tài khóa sẽ dẫn đến những hậu quả lạm phát.

Both the timing and the sweep of those consequences are unpredictable. But our inability to quantify or time the risk does not mean we should ignore it. While recognizing the possibility that we may be wrong and that present interest rates may adequately compensate for the inflationary risk, we retain a general fear of long-term bonds.

Cả thời điểm lẫn quy mô của những hậu quả đó đều không thể dự đoán được. Nhưng việc chúng tôi không thể định lượng hoặc xác định thời điểm rủi ro không có nghĩa là chúng tôi nên lờ nó đi. Mặc dù thừa nhận khả năng rằng chúng tôi có thể sai và lỗi suất hiện tại có thể bù đắp thỏa đáng cho rủi ro lạm phát, chúng tôi vẫn duy trì một nỗi lo sợ chung đối với các trái phiếu dài hạn.

We are, however, willing to invest a moderate portion of our funds in this category if we think we have a significant edge in a specific security. That willingness explains our holdings of the Washington Public Power Supply Systems #1, #2 and #3 issues, discussed in our 1984 report. We added to our WPPSS position during 1987. At yearend, we had holdings with an amortized cost of \$240 million and a market value of \$316 million, paying us tax-exempt income of \$34 million annually.

Tuy nhiên, chúng tôi sẵn lòng đầu tư một phần vừa phải nguồn vốn của mình vào danh

mục này (trái phiếu dài hạn) nếu chúng tôi nghĩ rằng mình có một lợi thế đáng kể ở một loại chứng khoán cụ thể. Sự sẵn lòng đó giải thích cho các khoản nắm giữ của chúng tôi đối với các đợt phát hành của Hệ thống Cung cấp Năng lượng Công cộng Washington (WPPSS) số 1, 2 và 3, đã được thảo luận trong báo cáo năm 1984. Chúng tôi đã tăng thêm vị thế WPPSS của mình trong năm 1987. Vào cuối năm, chúng tôi nắm giữ các khoản đầu tư với giá trị phân bổ (amortized cost) là 240 triệu USD và giá trị thị trường là 316 triệu USD, mang lại cho chúng tôi khoản thu nhập miễn thuế hàng năm là 34 triệu USD.

o We continued to do well in arbitrage last year, though - or perhaps because - we operated on a very limited scale. We enter into only a few arbitrage commitments each year and restrict ourselves to large transactions that have been publicly announced. We do not participate in situations in which green- mailers are attempting to put a target company "in play."

o Chúng tôi tiếp tục gặt hái kết quả tốt trong mảng kinh doanh chênh lệch giá vào năm ngoái, mặc dù — hoặc có lẽ là vì — chúng tôi hoạt động với quy mô rất hạn chế. Chúng tôi chỉ tham gia vào một vài cam kết arbitrage mỗi năm và giới hạn bản thân trong các giao dịch lớn đã được công bố công khai. Chúng tôi không tham gia vào các tình huống mà những kẻ tổng tiền doanh nghiệp (green-mailers) đang cố gắng đưa một công ty mục tiêu "vào cuộc chơi" (in play).

We have practiced arbitrage on an opportunistic basis for decades and, to date, our results have been quite good. Though we've never made an exact calculation, I believe that overall we have averaged annual pre-tax returns of at least 25% from arbitrage. I'm quite sure we did better than that in 1987. But it should be emphasized that a really bad experience or two - such as many arbitrage operations suffered in late 1987 - could change the figures dramatically.

Chúng tôi đã thực hiện arbitrage trên cơ sở tận dụng cơ hội trong nhiều thập kỷ và cho đến nay, kết quả của chúng tôi khá tốt. Mặc dù chưa bao giờ thực hiện một phép tính chính xác, tôi tin rằng về tổng thể, chúng tôi đã đạt được tỷ suất lợi nhuận trước thuế trung bình ít nhất là 25% mỗi năm từ arbitrage. Tôi khá chắc chắn rằng chúng tôi đã làm tốt hơn mức đó trong năm 1987. Tuy nhiên, cần nhấn mạnh rằng chỉ cần một hoặc hai trải nghiệm thực sự tồi tệ — như nhiều đơn vị arbitrage đã phải gánh chịu vào cuối năm 1987 — có thể thay đổi các con số này một cách đáng kể.

Our only \$50 million-plus arbitrage position at yearend 1987 was 1,096,200 shares of Allegis, with a cost of \$76 million and a market value of \$78 million.

Vào cuối năm 1987, khoản đầu tư Arbitrage duy nhất có giá trị trên 50 triệu USD của chúng tôi là 1.096.200 cổ phiếu Allegis. Giá vốn của chúng tôi là 76 triệu USD và giá trị thị trường tại thời điểm đó là 78 triệu USD.

o We had two other large holdings at yearend that do not fit precisely into any of our five categories. One was various Texaco, Inc. bonds with short maturities, all purchased after Texaco went into bankruptcy. Were it not for the extraordinarily strong capital position of our

insurance companies, it would be inappropriate for us to buy defaulted bonds. At prices prevailing after Texaco's bankruptcy filing, however, we regarded these issues as by far the most attractive bond investment available to us.

o Chúng tôi có hai khoản nắm giữ lớn khác vào cuối năm không khớp hoàn toàn vào bất kỳ loại nào trong năm danh mục của chúng tôi. Đầu tiên là các loại trái phiếu Texaco, Inc. với kỳ hạn ngắn, tất cả đều được mua sau khi Texaco nộp đơn phá sản. Nếu không nhờ vào vị thế vốn cực kỳ mạnh mẽ của các công ty bảo hiểm của mình, việc chúng tôi mua các trái phiếu vỡ nợ sẽ là không phù hợp. Tuy nhiên, với mức giá hiện hành sau khi Texaco nộp đơn phá sản, chúng tôi coi những đợt phát hành này là khoản đầu tư trái phiếu hấp dẫn nhất hiện có đối với chúng tôi.

On a worst-case basis with respect to the Pennzoil litigation, we felt the bonds were likely to be worth about what we paid for them. Given a sensible settlement, which seemed likely, we expected the bonds to be worth considerably more. At yearend our Texaco bonds were carried on our books at \$104 million and had a market value of \$119 million.

Trong kịch bản xấu nhất liên quan đến vụ kiện tụng với Pennzoil, chúng tôi cảm thấy các trái phiếu này có khả năng đáng giá bằng khoảng mức giá chúng tôi đã trả. Với một thỏa thuận dàn xếp hợp lý — điều có vẻ khả quan — chúng tôi kỳ vọng các trái phiếu sẽ đáng giá hơn đáng kể. Vào cuối năm, trái phiếu Texaco của chúng tôi được ghi nhận trên sổ sách là 104 triệu USD và có giá trị thị trường là 119 triệu USD.

By far our largest - and most publicized - investment in 1987 was a \$700 million purchase of Salomon Inc 9% preferred stock. This preferred is convertible after three years into Salomon common stock at \$38 per share and, if not converted, will be redeemed ratably over five years beginning October 31, 1995. From most standpoints, this commitment fits into the medium-term fixed-income securities category. In addition, we have an interesting conversion possibility.

Khoản đầu tư lớn nhất — và được biết đến nhiều nhất — của chúng tôi trong năm 1987 là việc mua 700 triệu USD cổ phiếu ưu đãi lãi suất 9% của Salomon Inc. Loại cổ phiếu ưu đãi này có thể chuyển đổi sau ba năm thành cổ phiếu phổ thông của Salomon với giá 38 USD/cổ phiếu và, nếu không chuyển đổi, sẽ được hoàn lại dần trong năm năm bắt đầu từ ngày 31 tháng 10 năm 1995. Từ hầu hết các góc độ, cam kết này khớp vào danh mục chứng khoán thu nhập cố định trung hạn. Ngoài ra, chúng tôi còn có một khả năng chuyển đổi thú vị.

We, of course, have no special insights regarding the direction or future profitability of investment banking. By their nature, the economics of this industry are far less predictable than those of most other industries in which we have major Commitments. This unpredictability is one of the reasons why our participation is in the form of a convertible preferred.

Tất nhiên, chúng tôi không có những hiểu biết đặc biệt nào liên quan đến hướng đi hay khả năng sinh lời trong tương lai của ngành ngân hàng đầu tư. Theo bản chất, các đặc điểm kinh tế của ngành này khó dự đoán hơn nhiều so với hầu hết các ngành khác mà chúng tôi có những cam kết lớn. Sự khó đoán này là một trong những lý do tại sao sự tham gia của chúng tôi lại nằm dưới hình

thức cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi.

What we do have a strong feeling about is the ability and integrity of John Gutfreund, CEO of Salomon Inc. Charlie and I like, admire and trust John. We first got to know him in 1976 when he played a key role in GEICO's escape from near-bankruptcy. Several times since, we have seen John steer clients away from transactions that would have been unwise, but that the client clearly wanted to make - even though his advice provided no fee to Salomon and acquiescence would have delivered a large fee. Such service-above-self behavior is far from automatic in Wall Street.

Điều mà chúng tôi thực sự có niềm tin mạnh mẽ là năng lực và sự liêm chính của John Gutfreund, CEO của Salomon Inc. Charlie và tôi quý mến, ngưỡng mộ và tin tưởng John. Chúng tôi biết ông ấy lần đầu vào năm 1976 khi ông đóng vai trò then chốt trong việc giúp GEICO thoát khỏi cảnh gần như phá sản. Kể từ đó, vài lần chúng tôi đã chứng kiến John hướng dẫn khách hàng tránh xa những giao dịch không khôn ngoan mà khách hàng thực sự muốn thực hiện — ngay cả khi lời khuyên của ông không mang lại phí dịch vụ nào cho Salomon, trong khi nếu chiều theo khách hàng thì ông sẽ có một khoản phí lớn. Hành vi "phụng sự trên cả tư lợi" như vậy hoàn toàn không phải là điều hiển nhiên tại Phố Wall.

For the reasons Charlie outlines on page 50, at yearend we valued our Salomon investment at 98% of par, \$14 million less than our cost. However, we believe there is a reasonable likelihood that a leading, high-quality capital-raising and market-making operation can average good returns on equity. If so, our conversion right will eventually prove to be valuable.

Vì những lý do mà Charlie đã trình bày ở trang 50, vào cuối năm chúng tôi định giá khoản đầu tư vào Salomon ở mức 98% mệnh giá, thấp hơn 14 triệu USD so với giá vốn. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng có khả năng hợp lý là một đơn vị dẫn đầu, chất lượng cao trong lĩnh vực huy động vốn và tạo lập thị trường có thể đạt mức lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) trung bình ở mức tốt. Nếu vậy, quyền chuyển đổi của chúng tôi cuối cùng sẽ chứng minh được giá trị của nó.

Two further comments about our investments in marketable securities are appropriate. First, we give you our usual warning: Our holdings have changed since yearend and will continue to do so without notice.

Có hai lưu ý bổ sung về các khoản đầu tư của chúng tôi vào chứng khoán có thể thị trường hóa là cần thiết. Thứ nhất, chúng tôi đưa ra lời cảnh báo thông thường: Các khoản nắm giữ của chúng tôi đã thay đổi kể từ cuối năm và sẽ tiếp tục thay đổi mà không cần thông báo trước.

The second comment is related: During 1987, as in some earlier years, there was speculation in the press from time to time about our purchase or sale of various securities. These stories were sometimes true, sometimes partially true, and other times completely untrue. Interestingly, there has been no correlation between the size and prestige of the publication and the accuracy of the report. One dead-wrong rumor was given considerable prominence by a major national magazine, and another leading publication misled its readers by writing about an arbitrage

position as if it were a long-term investment commitment. (In not naming names, I am observing the old warning that it's not wise to pick fights with people who buy ink by the barrel.)

Lưu ý thứ hai có liên quan: Trong năm 1987, cũng như một vài năm trước đó, thỉnh thoảng có những đồn đoán trên báo chí về việc chúng tôi mua hoặc bán các loại chứng khoán khác nhau. Những câu chuyện này đôi khi đúng, đôi khi đúng một phần, và những lúc khác thì hoàn toàn sai sự thật. Điều thú vị là không có mối tương quan nào giữa quy mô và uy tín của cơ quan xuất bản với độ chính xác của báo cáo. Một tin đồn sai bét đã được một tạp chí quốc gia lớn đăng tải nổi bật, và một ấn phẩm hàng đầu khác đã đánh lừa độc giả của mình khi viết về một vị thể kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) như thể đó là một cam kết đầu tư dài hạn. (Bằng việc không nêu đích danh, tôi đang tuân theo lời cảnh báo cũ rằng: "Thật không khôn ngoan khi đi gây chiến với những người mua mực in theo đơn vị thùng").

You should understand that we simply don't comment in any way on rumors, whether they are true or false. If we were to deny the incorrect reports and refuse comment on the correct ones, we would in effect be commenting on all.

Quý vị nên hiểu rằng chúng tôi đơn giản là không bình luận theo bất kỳ cách nào về các tin đồn, cho dù chúng đúng hay sai. Nếu chúng tôi phủ nhận những báo cáo sai và từ chối bình luận về những báo cáo đúng, thì trên thực tế, chúng tôi đang gián tiếp xác nhận cho tất cả chúng.

In a world in which big investment ideas are both limited and valuable, we have no interest in telling potential competitors what we are doing except to the extent required by law. We certainly don't expect others to tell us of their investment ideas. Nor would we expect a media company to disclose news of acquisitions it was privately pursuing or a journalist to tell his competitors about stories on which he is working or sources he is using.

Trong một thế giới mà những ý tưởng đầu tư lớn vừa hạn chế vừa có giá trị cao, chúng tôi không có hứng thú trong việc tiết lộ cho các đối thủ cạnh tranh tiềm năng những gì chúng tôi đang làm, trừ khi luật pháp yêu cầu. Chúng tôi chắc chắn không mong đợi người khác kể cho mình về những ý tưởng đầu tư của họ. Chúng tôi cũng không mong đợi một công ty truyền thông tiết lộ tin tức về các thương vụ thu tóm mà họ đang âm thầm theo đuổi, hay một nhà báo kể cho các đối thủ cạnh tranh về những câu chuyện mà họ đang thực hiện hoặc những nguồn tin mà họ đang sử dụng.

I find it uncomfortable when friends or acquaintances mention that they are buying X because it has been reported - incorrectly - that Berkshire is a buyer. However, I do not set them straight. If they want to participate in whatever Berkshire actually is buying, they can always purchase Berkshire stock. But perhaps that is too simple. Usually, I suspect, they find it more exciting to buy what is being talked about. Whether that strategy is more profitable is another question.

Tôi cảm thấy không thoải mái khi bạn bè hoặc những người quen đề cập rằng họ đang mua cổ phiếu X bởi vì có báo cáo — không chính xác — rằng Berkshire là người mua. Tuy nhiên, tôi không đính chính cho họ. Nếu họ muốn tham gia vào bất cứ thứ gì mà Berkshire thực tế đang mua,

họ luôn có thể mua cổ phiếu của Berkshire. Nhưng có lẽ điều đó quá đơn giản. Thông thường, tôi nghi ngờ rằng, họ cảm thấy phấn khích hơn khi mua những gì đang được bàn tán. Liệu chiến lược đó có mang lại lợi nhuận cao hơn hay không lại là một câu hỏi khác.

Financing

Tài chính

Shortly after yearend, Berkshire sold two issues of debentures, totaling \$250 million. Both issues mature in 2018 and will be retired at an even pace through sinking fund operations that begin in 1999. Our overall interest cost, after allowing for expenses of issuance, is slightly over 10%. Salomon was our investment banker, and its service was excellent.

Ngay sau khi kết thúc năm tài chính, Berkshire đã bán hai đợt trái phiếu không thể chấp (debentures), tổng trị giá 250 triệu USD. Cả hai đợt đều đáo hạn vào năm 2018 và sẽ được thanh toán dần thông qua các hoạt động quỹ dự phòng (sinking fund) bắt đầu từ năm 1999. Chi phí lãi vay tổng thể của chúng tôi, sau khi tính cả các chi phí phát hành, là hơn 10% một chút. Salomon là ngân hàng đầu tư của chúng tôi, và dịch vụ của họ rất xuất sắc.

Despite our pessimistic views about inflation, our taste for debt is quite limited. To be sure, it is likely that Berkshire could improve its return on equity by moving to a much higher, though still conventional, debt-to-business-value ratio. It's even more likely that we could handle such a ratio, without problems, under economic conditions far worse than any that have prevailed since the early 1930s.

Bất chấp những quan điểm bi quan của chúng tôi về lạm phát, sở thích của chúng tôi đối với nợ là khá hạn chế. Chắc chắn là Berkshire có khả năng cải thiện tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) bằng cách chuyển sang một tỷ lệ nợ trên giá trị doanh nghiệp cao hơn nhiều, dù vẫn ở mức thông thường. Thậm chí, nhiều khả năng chúng tôi có thể xử lý tỷ lệ nợ đó mà không gặp vấn đề gì, ngay cả dưới những điều kiện kinh tế tồi tệ hơn nhiều so với bất kỳ điều kiện nào từng diễn ra kể từ đầu những năm 1930.

But we do not wish it to be only likely that we can meet our obligations; we wish that to be certain. Thus we adhere to policies - both in regard to debt and all other matters - that will allow us to achieve acceptable long-term results under extraordinarily adverse conditions, rather than optimal results under a normal range of conditions.

Nhưng chúng tôi không muốn việc có thể thực hiện các nghĩa vụ của mình chỉ nằm ở mức "có khả năng"; chúng tôi muốn điều đó phải là "chắc chắn". Vì vậy, chúng tôi tuân thủ các chính sách — cả về nợ lẫn tất cả các vấn đề khác — nhằm cho phép chúng tôi đạt được kết quả dài hạn có thể chấp nhận được dưới những điều kiện bất lợi bất thường, thay vì đạt được kết quả tối ưu dưới những điều kiện bình thường.

Good business or investment decisions will eventually produce quite satisfactory economic results, with no aid from leverage. Therefore, it seems to us to be both foolish and improper to risk what is important (including, necessarily, the welfare of innocent bystanders such as policyholders and employees) for some extra returns that are relatively unimportant. This view is not the product of either our advancing age or prosperity: Our opinions about debt have remained constant.

Những quyết định kinh doanh hoặc đầu tư tốt cuối cùng sẽ tạo ra những kết quả kinh tế rất thỏa đáng mà không cần sự hỗ trợ từ đòn bẩy. Do đó, chúng tôi thấy rằng việc mạo hiểm những gì là quan trọng (bao gồm, một cách tất yếu, phúc lợi của những người ngoài cuộc vô tội như các chủ hợp đồng bảo hiểm và nhân viên) để đổi lấy một số lợi nhuận bổ sung vốn tương đối không quan trọng, là một hành động vừa khờ dại vừa không đúng mực. Quan điểm này không phải là sản phẩm của tuổi tác ngày càng cao hay sự thịnh vượng của chúng tôi: Các quan điểm của chúng tôi về nợ vẫn luôn kiên định.

However, we are not phobic about borrowing. (We're far from believing that there is no fate worse than debt.) We are willing to borrow an amount that we believe - on a worst-case basis - will pose no threat to Berkshire's well-being. Analyzing what that amount might be, we can look to some important strengths that would serve us well if major problems should engulf our economy: Berkshire's earnings come from many diverse and well-entrenched businesses; these businesses seldom require much capital investment; what debt we have is structured well; and we maintain major holdings of liquid assets. Clearly, we could be comfortable with a higher debt-to-business-value ratio than we now have.

Tuy nhiên, chúng tôi không ám ảnh một cách thái quá về việc vay nợ. (Chúng tôi còn lâu mới tin rằng không có số phận nào tồi tệ hơn là mắc nợ). Chúng tôi sẵn lòng vay một khoản tiền mà chúng tôi tin rằng — trên cơ sở kịch bản xấu nhất — sẽ không gây ra mối đe dọa nào cho sự an nguy của Berkshire. Khi phân tích xem khoản tiền đó có thể là bao nhiêu, chúng tôi có thể nhìn vào một số thế mạnh quan trọng sẽ phục vụ tốt cho chúng tôi nếu những vấn đề lớn bao trùm nền kinh tế: Lợi nhuận của Berkshire đến từ nhiều doanh nghiệp đa dạng và có vị thế vững chắc; các doanh nghiệp này hiếm khi đòi hỏi nhiều vốn đầu tư; các khoản nợ mà chúng tôi có đều được cấu trúc tốt; và chúng tôi duy trì các khoản nắm giữ lớn về tài sản thanh khoản. Rõ ràng, chúng tôi có thể cảm thấy thoải mái với tỷ lệ nợ trên giá trị doanh nghiệp cao hơn mức chúng tôi hiện có.

One further aspect of our debt policy deserves comment: Unlike many in the business world, we prefer to finance in anticipation of need rather than in reaction to it. A business obtains the best financial results possible by managing both sides of its balance sheet well. This means obtaining the highest-possible return on assets and the lowest-possible cost on liabilities. It would be convenient if opportunities for intelligent action on both fronts coincided. However, reason tells us that just the opposite is likely to be the case: Tight money conditions, which translate into high costs for liabilities, will create the best opportunities for acquisitions, and cheap money will cause assets to be bid to the sky. Our conclusion: Action on the liability side should sometimes be taken independent of any action on the asset side.

Một khía cạnh nữa trong chính sách nợ của chúng tôi đáng được bình luận: Không giống

như nhiều người trong thế giới kinh doanh, chúng tôi ưu tiên huy động vốn để dự phòng cho nhu cầu tương lai hơn là để phản ứng lại nhu cầu đó. Một doanh nghiệp đạt được kết quả tài chính tốt nhất có thể bằng cách quản lý tốt cả hai bên của bảng cân đối kế toán. Điều này có nghĩa là đạt được tỷ suất lợi nhuận cao nhất có thể trên tài sản và chi phí thấp nhất có thể cho các khoản nợ phải trả. Sẽ thật tiện lợi nếu các cơ hội hành động thông minh trên cả hai mặt trận này trùng khớp với nhau. Tuy nhiên, lý trí mách bảo chúng tôi rằng điều ngược lại thường mới là sự thật: Các điều kiện thắt chặt tiền tệ (khiến chi phí nợ tăng cao) sẽ tạo ra những cơ hội thu tóm tốt nhất; trong khi tiền rẻ sẽ khiến giá tài sản bị đẩy lên tận trời xanh. Kết luận của chúng tôi: Việc hành động bên phía nợ phải trả đôi khi nên được thực hiện độc lập với bất kỳ hành động nào bên phía tài sản.

Alas, what is "tight" and "cheap" money is far from clear at any particular time. We have no ability to forecast interest rates and - maintaining our usual open-minded spirit - believe that no one else can. Therefore, we simply borrow when conditions seem non-oppressive and hope that we will later find intelligent expansion or acquisition opportunities, which - as we have said - are most likely to pop up when conditions in the debt market are clearly oppressive. Our basic principle is that if you want to shoot rare, fast-moving elephants, you should always carry a loaded gun.

Than ôi, thế nào là tiền "đắt" hay tiền "rẻ" là điều không hề rõ ràng tại bất kỳ thời điểm cụ thể nào. Chúng tôi không có khả năng dự báo lãi suất và — với tinh thần cởi mở thông thường — chúng tôi tin rằng không ai khác có thể làm được điều đó. Vì vậy, chúng tôi đơn giản là vay tiền khi các điều kiện có vẻ không quá khắc nghiệt và hy vọng rằng sau đó chúng tôi sẽ tìm thấy những cơ hội mở rộng hoặc thu tóm thông minh — những cơ hội mà như chúng tôi đã nói, thường nảy ra khi các điều kiện trên thị trường nợ rõ ràng là đang khắc nghiệt. Nguyên tắc cơ bản của chúng tôi là: Nếu bạn muốn bắn những con voi hiếm và di chuyển nhanh, bạn phải luôn mang theo một khẩu súng đã nạp đạn.

Our fund-first, buy-or-expand-later policy almost always penalizes near-term earnings. For example, we are now earning about 6 1/2% on the \$250 million we recently raised at 10%, a disparity that is currently costing us about \$160,000 per week. This negative spread is unimportant to us and will not cause us to stretch for either acquisitions or higher-yielding short-term instruments. If we find the right sort of business elephant within the next five years or so, the wait will have been worthwhile.

Chính sách "huy động vốn trước, mua lại hoặc mở rộng sau" của chúng tôi hầu như luôn gây tổn hại đến lợi nhuận trong ngắn hạn. Ví dụ, hiện tại chúng tôi chỉ đang kiếm được khoảng 6,5% trên số tiền 250 triệu USD mà chúng tôi vừa huy động với mức lãi suất 10%. Sự chênh lệch này hiện đang khiến chúng tôi tiêu tốn khoảng 160.000 USD mỗi tuần. Khoản chênh lệch âm này không quan trọng đối với chúng tôi và sẽ không khiến chúng tôi phải "cố đấm ăn xôi" để thực hiện các thương vụ thu tóm hoặc tìm đến các công cụ ngắn hạn có lợi suất cao hơn (nhưng rủi ro hơn). Nếu chúng tôi tìm thấy đúng loại "voi doanh nghiệp" trong vòng khoảng năm năm tới, sự chờ đợi này sẽ là hoàn toàn xứng đáng.

Miscellaneous

Các vấn đề khác

We hope to buy more businesses that are similar to the ones we have, and we can use some help. If you have a business that fits the following criteria, call me or, preferably, write.

Chúng tôi hy vọng sẽ mua được nhiều doanh nghiệp tương tự như những gì chúng tôi đang có, và chúng tôi có thể cần sự giúp đỡ. Nếu bạn có một doanh nghiệp phù hợp với các tiêu chí sau, hãy gọi cho tôi hoặc tốt hơn là viết thư.

Here's what we're looking for:

Đây là những gì chúng tôi tìm kiếm:

- (1) large purchases (at least \$10 million of after-tax earnings),
Giao dịch quy mô lớn: Lợi nhuận sau thuế ít nhất là 10 triệu USD,
- (2) demonstrated consistent earning power (future projections are of little interest to us, nor are "turnaround" situations),
Năng lực kiếm tiền ổn định đã được chứng minh: Chúng tôi rất ít quan tâm đến các dự báo trong tương lai, cũng như không mặn mà với các tình huống "xoay chuyển tình thế" (turnaround),
- (3) businesses earning good returns on equity while employing little or no debt,
Hiệu quả vốn cao: Các doanh nghiệp đạt lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) tốt trong khi sử dụng ít hoặc không sử dụng nợ,
- (4) management in place (we can't supply it),
Bộ máy quản lý có sẵn: Chúng tôi không thể cung cấp nhân sự quản lý,
- (5) simple businesses (if there's lots of technology, we won't understand it),
Doanh nghiệp đơn giản: Nếu có quá nhiều công nghệ, chúng tôi sẽ không hiểu được,
- (6) an offering price (we don't want to waste our time or that of the seller by talking, even preliminarily, about a transaction when price is unknown).
Mức giá chào bán rõ ràng: Chúng tôi không muốn lãng phí thời gian của mình hay của người bán bằng cách thảo luận, dù là sơ bộ, về một giao dịch khi chưa biết mức

giá.

We will not engage in unfriendly takeovers. We can promise complete confidentiality and a very fast answer - customarily within five minutes - as to whether we're interested. We prefer to buy for cash, but will consider issuing stock when we receive as much in intrinsic business value as we give. We invite potential sellers to check us out by contacting people with whom we have done business in the past. For the right business - and the right people - we can provide a good home.

Chúng tôi sẽ không thực hiện các vụ thôn tóm thù địch (unfriendly takeovers). Chúng tôi có thể hứa giữ bí mật tuyệt đối và đưa ra câu trả lời rất nhanh — thông thường là trong vòng năm phút — về việc liệu chúng tôi có quan tâm hay không. Chúng tôi thích mua bằng tiền mặt, nhưng sẽ cân nhắc việc phát hành cổ phiếu khi chúng tôi nhận lại được giá trị kinh doanh nội tại tương đương với những gì chúng tôi bỏ ra. Chúng tôi mời những người bán tiềm năng hãy kiểm chứng về chúng tôi bằng cách liên hệ với những người mà chúng tôi đã từng giao dịch trong quá khứ. Đối với một doanh nghiệp phù hợp — và những con người phù hợp — chúng tôi có thể cung cấp một mái nhà tốt.

On the other hand, we frequently get approached about acquisitions that don't come close to meeting our tests: new ventures, turnarounds, auction-like sales, and the ever-popular (among brokers) "I'm-sure-something-will-work-out-if-you-people- get-to-know-each-other." None of these attracts us in the least.

Mặt khác, chúng tôi thường xuyên được tiếp cận về các vụ thôn tóm mà thậm chí không đáp ứng nổi các bài kiểm tra của mình: các liên doanh mới, các tình huống xoay chuyển tình thế, các cuộc bán đấu giá, và kiểu chào mời phổ biến (giữa các tay môi giới): "Tôi chắc chắn rằng mọi thứ sẽ ổn thỏa nếu các vị chịu gặp gỡ và tìm hiểu nhau." Không có điều nào trong số này thu hút chúng tôi dù là nhỏ nhất.

Besides being interested in the purchases of entire businesses as described above, we are also interested in the negotiated purchase of large, but not controlling, blocks of stock comparable to those we hold in Cap Cities and Salomon. We have a special interest in purchasing convertible preferreds as a long-term investment, as we did at Salomon.

Bên cạnh việc quan tâm đến việc mua lại toàn bộ doanh nghiệp như đã mô tả ở trên, chúng tôi cũng quan tâm đến việc mua lại thông qua thương lượng các khối cổ phiếu lớn nhưng không nắm quyền kiểm soát, tương tự như những gì chúng tôi nắm giữ tại Cap Cities và Salomon. Chúng tôi có sự quan tâm đặc biệt đến việc mua các cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi như một khoản đầu tư dài hạn, giống như cách chúng tôi đã làm tại Salomon.

* * *

And now a bit of déjà vu. Most of Berkshire's major stockholders received their shares at yearend 1969 in a liquidating distribution from Buffett Partnership, Ltd. Some of these former partners will remember that in 1962 I encountered severe managerial problems at Dempster Mill Manufacturing Co., a pump and farm implement manufacturing company that BPL controlled.

Và bây giờ là một chút déjà vu. Hầu hết các cổ đông lớn của Berkshire đã nhận được cổ phiếu của mình vào cuối năm 1969 thông qua việc phân phối thanh lý từ Quỹ hợp tác Buffett (BPL). Một số đối tác cũ này chắc vẫn còn nhớ rằng vào năm 1962, tôi đã gặp phải những vấn đề quản trị nghiêm trọng tại Dempster Mill Manufacturing Co., một công ty sản xuất máy bơm và thiết bị nông nghiệp mà BPL kiểm soát.

At that time, like now, I went to Charlie with problems that were too tough for me to solve. Charlie suggested the solution might lie in a California friend of his, Harry Bottle, whose special knack was never forgetting the fundamental. I met Harry in Los Angeles on April 17, 1962, and on April 23 he was in Beatrice, Nebraska, running Dempster. Our problems disappeared almost immediately. In my 1962 annual letter to partners, I named Harry "Man of the Year."

Vào thời điểm đó, cũng giống như bây giờ, tôi đã tìm đến Charlie khi gặp những vấn đề quá khó để tự giải quyết. Charlie gợi ý rằng giải pháp có thể nằm ở một người bạn California của anh ấy, Harry Bottle, người có biệt tài đặc biệt là không bao giờ quên những điều cơ bản. Tôi gặp Harry tại Los Angeles vào ngày 17/04/1962, và đến ngày 23/04, ông ấy đã có mặt tại Beatrice, Nebraska để điều hành Dempster. Các vấn đề của chúng tôi biến mất gần như ngay lập tức. Trong thư gửi đối tác năm 1962, tôi đã gọi Harry là "Người đàn ông của năm".

Fade to 24 years later: The scene is K & W Products, a small Berkshire subsidiary that produces automotive compounds. For years K & W did well, but in 1985-86 it stumbled badly, as it pursued the unattainable to the neglect of the achievable. Charlie, who oversees K & W, knew there was no need to consult me. Instead, he called Harry, now 68 years old, made him CEO, and sat back to await the inevitable. He didn't wait long. In 1987 K & W's profits set a record, up more than 300% from 1986. And, as profits went up, capital employed went down: K & W's investment in accounts receivable and inventories has decreased 20%.

Hãy chuyển cảnh đến 24 năm sau: Bối cảnh là K & W Products, một công ty con nhỏ của Berkshire chuyên sản xuất các hợp chất ô tô. Trong nhiều năm, K & W đã hoạt động tốt, nhưng vào giai đoạn 1985-1986, nó đã vấp ngã thảm hại khi mãi mê theo đuổi những thứ không thể đạt được mà bỏ quên những thứ có thể thực hiện được. Charlie, người giám sát K & W, biết rõ không cần phải hỏi ý kiến tôi. Thay vào đó, anh ấy gọi cho Harry, lúc này đã 68 tuổi, bổ nhiệm ông làm CEO và ngồi chờ kết quả tất yếu sẽ đến. Anh ấy đã không phải đợi lâu. Năm 1987, lợi nhuận của K & W lập kỷ lục, tăng hơn 300% so với năm 1986. Và khi lợi nhuận tăng lên, vốn sử dụng lại giảm xuống: khoản đầu tư vào các khoản phải thu và hàng tồn kho của K & W đã giảm 20%.

If we run into another managerial problem ten or twenty years down the road, you know whose phone will ring.

Nếu chúng tôi gặp phải một vấn đề quản trị khác trong mười hoặc hai mươi năm tới, quý vị biết điện thoại của ai sẽ reo rồi đấy.

* * *

About 97.2% of all eligible shares participated in Berkshire's 1987 shareholder-designated contributions program. Contributions made through the program were \$4.9 million, and 2,050 charities were recipients.

Khoảng 97,2% tổng số cổ phiếu đủ điều kiện đã tham gia vào chương trình đóng góp từ thiện do cổ đông chỉ định năm 1987 của Berkshire. Các khoản đóng góp thông qua chương trình này là 4,9 triệu USD, và 2.050 tổ chức từ thiện đã nhận được kinh phí.

A recent survey reported that about 50% of major American companies match charitable contributions made by directors (sometimes by a factor of three to one). In effect, these representatives of the owners direct funds to their favorite charities, and never consult the owners as to their charitable preferences. (I wonder how they would feel if the process were reversed and shareholders could invade the directors' pockets for charities favored by the shareholders.) When A takes money from B to give to C and A is a legislator, the process is called taxation. But when A is an officer or director of a corporation, it is called philanthropy. We continue to believe that contributions, aside from those with quite clear direct benefits to the company, should reflect the charitable preferences of owners rather than those of officers and directors.

Một cuộc khảo sát gần đây cho biết khoảng 50% các công ty lớn của Mỹ thực hiện đóng góp đối ứng cho các khoản từ thiện của các giám đốc (đôi khi theo tỷ lệ 3:1). Thực tế, những đại diện này của chủ sở hữu đang hướng nguồn tiền của công ty vào các tổ chức từ thiện yêu thích của họ, và không bao giờ hỏi ý kiến chủ sở hữu về sở thích từ thiện của họ. (Tôi tự hỏi họ sẽ cảm thấy thế nào nếu quy trình này bị đảo ngược và cổ đông có thể "xâm phạm" túi tiền của các giám đốc để quyên góp cho các tổ chức từ thiện mà cổ đông yêu thích). Khi A lấy tiền từ B để đưa cho C và A là một nhà lập pháp, quá trình đó được gọi là thuế. Nhưng khi A là một viên chức hoặc giám đốc của một tập đoàn, nó được gọi là từ thiện. Chúng tôi tiếp tục tin rằng các khoản đóng góp, ngoài những khoản mang lại lợi ích trực tiếp rõ ràng cho công ty, nên phản ánh sở thích từ thiện của người sở hữu (cổ đông) thay vì sở thích của các viên chức và giám đốc.

We urge new shareholders to read the description of our shareholder-designated contributions program that appears on pages 54 and 55. If you wish to participate in future programs, we strongly urge that you immediately make sure your shares are registered in the name of the actual owner, not in "street" name or nominee name. Shares not so registered on September 30, 1988 will be ineligible for the 1988 program.

Chúng tôi kêu gọi các cổ đông mới đọc mô tả về chương trình đóng góp do cổ đông chỉ định ở trang 54 và 55. Nếu quý vị muốn tham gia vào các chương trình trong tương lai, chúng tôi đặc biệt lưu ý quý vị hãy đảm bảo ngay lập tức rằng cổ phiếu của mình được đăng ký dưới tên của

chủ sở hữu thực sự, chứ không phải dưới tên "phố" (street name - tên môi giới) hay tên người được ủy thác. Cổ phiếu không được đăng ký như vậy vào ngày 30/09/1988 sẽ không đủ điều kiện tham gia chương trình năm 1988.

* * *

Last year we again had about 450 shareholders at our annual meeting. The 60 or so questions they asked were, as always, excellent. At many companies, the annual meeting is a waste of time because exhibitionists turn it into a sideshow. Ours, however, is different. It is informative for shareholders and fun for us. (At Berkshire's meetings, the exhibitionists are on the dais.)

Năm ngoái, chúng tôi lại có khoảng 450 cổ đông tham dự đại hội thường niên. Khoảng 60 câu hỏi mà họ đặt ra, như mọi khi, đều rất xuất sắc. Tại nhiều công ty, đại hội thường niên là một sự lãng phí thời gian vì những kẻ thích thể hiện biến nó thành một màn xiếc. Tuy nhiên, đại hội của chúng tôi thì khác. Nó mang lại thông tin cho cổ đông và niềm vui cho chúng tôi. (Tại các buổi họp của Berkshire, những kẻ thích thể hiện là những người đang ngồi trên bục danh dự).

This year our meeting will be on May 23, 1988 in Omaha, and we hope that you come. The meeting provides the forum for you to ask any owner-related questions you may have, and we will keep answering until all (except those dealing with portfolio activities or other proprietary information) have been dealt with.

Năm nay, đại hội của chúng tôi sẽ được tổ chức vào ngày 23 tháng 5 năm 1988 tại Omaha, và chúng tôi hy vọng quý vị sẽ đến. Buổi họp cung cấp một diễn đàn để quý vị đặt bất kỳ câu hỏi nào liên quan đến quyền sở hữu, và chúng tôi sẽ tiếp tục trả lời cho đến khi tất cả (ngoại trừ những câu hỏi liên quan đến hoạt động danh mục đầu tư hoặc thông tin độc quyền khác) đã được giải quyết xong.

Last year we rented two buses - for \$100 - to take shareholders interested in the trip to the Furniture Mart. Your actions demonstrated your good judgment: You snapped up about \$40,000 of bargains. Mrs. B regards this expense/sales ratio as on the high side and attributes it to my chronic inattention to costs and generally sloppy managerial practices. But, gracious as always, she has offered me another chance and we will again have buses available following the meeting. Mrs. B says you must beat last year's sales figures, and I have told her she won't be disappointed.

Năm ngoái, chúng tôi đã thuê hai chiếc xe buýt — với giá 100 USD — để đưa các cổ đông quan tâm đến tham quan Cửa hàng Nội thất (Furniture Mart). Hành động của quý vị đã chứng minh sự phán đoán sáng suốt: Quý vị đã chốt được khoảng 40.000 USD hàng giá hời. Bà B (Rose Blumkin) coi tỷ lệ chi phí/doanh thu này là hơi cao và cho rằng đó là do sự thiếu tập trung kinh niên của tôi vào chi phí cũng như các thực hành quản lý lười thôi nói chung. Nhưng, với lòng bao dung như mọi khi, bà đã cho tôi thêm một cơ hội nữa và chúng tôi sẽ lại có xe buýt sẵn sàng sau buổi họp. Bà B nói quý vị phải vượt qua con số doanh thu năm ngoái, và tôi đã nói với bà rằng bà sẽ không phải thất vọng.

February 29, 1988

Warren E. Buffett

Chairman of the Board

Chủ tịch Hội đồng Quản trị

BERKSHIRE HATHAWAY INC.
(1986)

To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.:

Gửi các Cổ đông của Berkshire Hathaway Inc.:

Our gain in net worth during 1986 was \$492.5 million, or 26.1%. Over the last 22 years (that is, since present management took over), our per-share book value has grown from \$19.46 to \$2,073.06, or 23.3% compounded annually. Both the numerator and denominator are important in the per-share book value calculation: during the 22-year period our corporate net worth has increased 10,600% while shares outstanding have increased less than 1%.

Giá trị tài sản ròng của chúng tôi tăng thêm 492,5 triệu USD trong năm 1986, tương đương 26,1%. Trong suốt 22 năm qua (kể từ khi ban quản trị hiện tại tiếp quản), giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu đã tăng từ 19,46 USD lên 2.073,06 USD, tương đương mức tăng trưởng kép hàng năm là 23,3%. Cả tử số và mẫu số đều quan trọng trong phép tính giá trị sổ sách này: trong giai đoạn 22 năm đó, giá trị tài sản ròng của công ty đã tăng 10.600%, trong khi số lượng cổ phiếu lưu hành tăng chưa đầy 1%.

In past reports I have noted that book value at most companies differs widely from intrinsic business value - the number that really counts for owners. In our own case, however, book value has served for more than a decade as a reasonable if somewhat conservative proxy for business value. That is, our business value has moderately exceeded our book value, with the ratio between the two remaining fairly steady.

Trong các báo cáo trước đây, tôi đã lưu ý rằng giá trị sổ sách tại hầu hết các công ty khác biệt rất lớn so với giá trị kinh doanh nội tại — con số thực sự quan trọng đối với những người chủ sở hữu. Tuy nhiên, trong trường hợp của chính chúng tôi, giá trị sổ sách đã đóng vai trò là một thước đo hợp lý, dù có phần thận trọng, cho giá trị kinh doanh trong hơn một thập kỷ. Nghĩa là, giá trị kinh doanh của chúng tôi đã vượt qua giá trị sổ sách một cách vừa phải, với tỷ lệ giữa hai con số này vẫn duy trì khá ổn định.

The good news is that in 1986 our percentage gain in business value probably exceeded the book value gain. I say "probably" because business value is a soft number: in our own case, two equally well-informed observers might make judgments more than 10% apart.

Tin tốt là vào năm 1986, mức tăng trưởng phần trăm của giá trị kinh doanh có lẽ đã vượt quá mức tăng của giá trị sổ sách. Tôi nói "có lẽ" vì giá trị kinh doanh là một con số ước tính (soft number): trong trường hợp của chúng tôi, hai nhà quan sát am hiểu như nhau có thể đưa ra những đánh giá chênh lệch nhau hơn 10%.

A large measure of our improvement in business value relative to book value reflects the outstanding performance of key managers at our major operating businesses. These managers - the Blumkins, Mike Goldberg, the Heldmans, Chuck Huggins, Stan Lipsey, and Ralph Schey - have over the years improved the earnings of their businesses dramatically while, except in the case of insurance, utilizing little additional capital. This accomplishment builds economic value, or "Goodwill," that does not show up in the net worth figure on our balance sheet, nor in our per-share book value. In 1986 this unrecorded gain was substantial.

Sự cải thiện đáng kể về giá trị kinh doanh so với giá trị sổ sách phản ánh hiệu quả hoạt động xuất sắc của các nhà quản lý chủ chốt tại các doanh nghiệp vận hành chính của chúng tôi. Những nhà quản lý này [...] qua nhiều năm đã cải thiện lợi nhuận của doanh nghiệp mình một cách đáng kể trong khi sử dụng rất ít vốn bổ sung (ngoại trừ trường hợp bảo hiểm). Thành tựu này tạo ra giá trị kinh tế, hay "Lợi thế thương mại kinh tế" (Economic Goodwill), thứ không xuất hiện trong con số tài sản ròng trên bảng cân đối kế toán, cũng như trong giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu của chúng tôi. Năm 1986, khoản lãi không được ghi nhận này là rất đáng kể.

So much for the good news. The bad news is that my performance did not match that of our managers. While they were doing a superb job in running our businesses, I was unable to skillfully deploy much of the capital they generated.

Đó là những tin tốt. Còn tin xấu là thành tích của tôi không theo kịp thành tích của các nhà quản lý của chúng ta. Trong khi họ đang làm một công việc tuyệt vời khi điều hành các doanh nghiệp, tôi đã không thể khéo léo triển khai phần lớn số vốn mà họ tạo ra.

Charlie Munger, our Vice Chairman, and I really have only two jobs. One is to attract and keep outstanding managers to run our various operations. This hasn't been all that difficult. Usually the managers came with the companies we bought, having demonstrated their talents throughout careers that spanned a wide variety of business circumstances. They were managerial stars long before they knew us, and our main contribution has been to not get in their way. This approach seems elementary: if my job were to manage a golf team - and if Jack Nicklaus or Arnold Palmer were willing to play for me - neither would get a lot of directives from me about how to swing.

Charlie Munger, Phó Chủ tịch của chúng tôi, và tôi thực sự chỉ có hai nhiệm vụ. Một là thu hút và giữ chân những nhà quản lý xuất sắc để điều hành các hoạt động khác nhau của chúng tôi. Điều này không quá khó khăn. Thông thường, các nhà quản lý đi cùng với các công ty mà chúng tôi đã mua, họ đã chứng minh được tài năng của mình trong suốt sự nghiệp trải dài qua nhiều hoàn cảnh kinh doanh đa dạng. Họ đã là những ngôi sao quản trị từ lâu trước khi biết chúng tôi, và đóng góp chính của chúng tôi là không cản đường họ. Cách tiếp cận này có vẻ sơ đẳng: nếu

công việc của tôi là quản lý một đội golf — và nếu Jack Nicklaus hay Arnold Palmer sẵn sàng chơi cho tôi — thì không ai trong số họ nhận được nhiều chỉ đạo từ tôi về cách vung gậy cả.

Some of our key managers are independently wealthy (we hope they all become so), but that poses no threat to their continued interest: they work because they love what they do and relish the thrill of outstanding performance. They unfailingly think like owners (the highest compliment we can pay a manager) and find all aspects of their business absorbing.

Một số nhà quản lý chủ chốt của chúng tôi rất giàu có một cách độc lập (chúng tôi hy vọng tất cả họ đều trở nên như vậy), nhưng điều đó không đe dọa đến sự quan tâm tiếp tục của họ: họ làm việc vì họ yêu những gì họ làm và tận hưởng cảm giác phấn khích khi đạt được thành tích xuất sắc. Họ không ngừng suy nghĩ như những người chủ (lời khen cao nhất mà chúng tôi có thể dành cho một nhà quản lý) và thấy mọi khía cạnh trong kinh doanh của họ đều hấp dẫn.

(Our prototype for occupational fervor is the Catholic tailor who used his small savings of many years to finance a pilgrimage to the Vatican. When he returned, his parish held a special meeting to get his first-hand account of the Pope. "Tell us," said the eager faithful, "just what sort of fellow is he?" Our hero wasted no words: "He's a forty-four, medium.")

(Nguyên mẫu của chúng tôi về sự nhiệt huyết nghề nghiệp là người thợ may Công giáo đã dùng số tiền tiết kiệm nhỏ nhoi sau nhiều năm để tài trợ cho một chuyến hành hương đến Vatican. Khi ông trở về, giáo xứ của ông đã tổ chức một cuộc họp đặc biệt để nghe ông kể tận mắt về Giáo hoàng. "Hãy nói cho chúng tôi biết," những tín đồ hăng hái nói, "ông ấy là người như thế nào?" Người hùng của chúng ta không lãng phí lời lẽ: "Ông ấy mặc size 44, trung bình.")

Charlie and I know that the right players will make almost any team manager look good. We subscribe to the philosophy of Ogilvy & Mather's founding genius, David Ogilvy: "If each of us hires people who are smaller than we are, we shall become a company of dwarfs. But, if each of us hires people who are bigger than we are, we shall become a company of giants."

Charlie và tôi biết rằng những cầu thủ giỏi sẽ làm cho hầu hết mọi người quản lý đội bóng trở nên xuất sắc. Chúng tôi tán thành triết lý của thiên tài sáng lập Ogilvy & Mather, David Ogilvy: "Nếu mỗi chúng ta thuê những người nhỏ bé hơn mình, chúng ta sẽ trở thành một công ty của những người lùn. Nhưng nếu mỗi chúng ta thuê những người vĩ đại hơn mình, chúng ta sẽ trở thành một công ty của những người khổng lồ."

A by-product of our managerial style is the ability it gives us to easily expand Berkshire's activities. We've read management treatises that specify exactly how many people should report to any one executive, but they make little sense to us. When you have able managers of high character running businesses about which they are passionate, you can have a dozen or more reporting to you and still have time for an afternoon nap. Conversely, if you have even one person reporting to you who is deceitful, inept or uninterested, you will find yourself with more than you can handle. Charlie and I could work with double the number of managers we now have, so long

as they had the rare qualities of the present ones.

Một "tác dụng phụ" của phong cách quản lý này là nó cho phép chúng tôi dễ dàng mở rộng các hoạt động của Berkshire. Chúng tôi đã đọc những chuyên luận quản trị quy định chính xác bao nhiêu người nên báo cáo cho một cấp quản lý, nhưng chúng có rất ít ý nghĩa đối với chúng tôi. Khi bạn có những nhà quản lý tài năng với phẩm chất đạo đức cao điều hành các doanh nghiệp mà họ đam mê, bạn có thể có hàng chục người hoặc nhiều hơn báo cáo cho mình mà vẫn có thời gian cho một giấc ngủ trưa. Ngược lại, nếu bạn chỉ có đủ chỉ một người báo cáo cho mình mà kẻ đó dối trá, kém cỏi hoặc không quan tâm đến công việc, bạn sẽ thấy mình bận rộn hơn mức có thể xử lý. Charlie và tôi có thể làm việc với số lượng nhà quản lý gấp đôi hiện nay, miễn là họ có những phẩm chất hiếm có như những người hiện tại.

We intend to continue our practice of working only with people whom we like and admire. This policy not only maximizes our chances for good results, it also ensures us an extraordinarily good time. On the other hand, working with people who cause your stomach to churn seems much like marrying for money - probably a bad idea under any circumstances, but absolute madness if you are already rich.

Chúng tôi dự định tiếp tục thực hiện việc chỉ làm việc với những người mà chúng tôi yêu quý và ngưỡng mộ. Chính sách này không chỉ tối đa hóa cơ hội đạt được kết quả tốt mà còn đảm bảo cho chúng tôi một khoảng thời gian làm việc cực kỳ vui vẻ. Mặt khác, làm việc với những người khiến bạn "cồn cào cả ruột gan" (stomach to churn) thì giống như kết hôn vì tiền — có lẽ là một ý tưởng tồi trong bất kỳ hoàn cảnh nào, nhưng là sự điên rồ tuyệt đối nếu bạn đã giàu sẵn rồi.

The second job Charlie and I must handle is the allocation of capital, which at Berkshire is a considerably more important challenge than at most companies. Three factors make that so: we earn more money than average; we retain all that we earn; and, we are fortunate to have operations that, for the most part, require little incremental capital to remain competitive and to grow. Obviously, the future results of a business earning 23% annually and retaining it all are far more affected by today's capital allocations than are the results of a business earning 10% and distributing half of that to shareholders. If our retained earnings - and those of our major investees, GEICO and Capital Cities/ABC, Inc. - are employed in an unproductive manner, the economics of Berkshire will deteriorate very quickly. In a company adding only, say, 5% to net worth annually, capital- allocation decisions, though still important, will change the company's economics far more slowly.

Công việc thứ hai mà Charlie và tôi phải đảm nhận là phân bổ vốn. Tại Berkshire, đây là một thách thức quan trọng hơn đáng kể so với hầu hết các công ty khác vì ba yếu tố: chúng tôi kiếm được nhiều tiền hơn mức trung bình; chúng tôi giữ lại toàn bộ số tiền kiếm được; và chúng tôi may mắn có những hoạt động kinh doanh mà phần lớn không đòi hỏi nhiều vốn bổ sung để duy trì khả năng cạnh tranh và tăng trưởng. Rõ ràng, kết quả tương lai của một doanh nghiệp kiếm được 23% mỗi năm và giữ lại toàn bộ số tiền đó sẽ chịu ảnh hưởng từ việc phân bổ vốn ngày hôm nay nhiều hơn hẳn so với một doanh nghiệp chỉ kiếm được 10% và chia một nửa số đó cho cổ đông. Nếu lợi nhuận giữ lại của chúng tôi — và của các công ty chúng tôi đầu tư lớn như GEICO

và Capital Cities/ABC, Inc. — được sử dụng một cách không hiệu quả, các đặc điểm kinh tế của Berkshire sẽ suy giảm rất nhanh. Ở một công ty chỉ tăng trưởng khoảng 5% giá trị tài sản ròng mỗi năm, các quyết định phân bổ vốn dù vẫn quan trọng nhưng sẽ làm thay đổi tình trạng kinh tế của công ty chậm hơn nhiều.

Capital allocation at Berkshire was tough work in 1986. We did make one business acquisition - The Fechheimer Bros. Company, which we will discuss in a later section. Fechheimer is a company with excellent economics, run by exactly the kind of people with whom we enjoy being associated. But it is relatively small, utilizing only about 2% of Berkshire's net worth.

Việc phân bổ vốn tại Berkshire là một công việc khó khăn trong năm 1986. Chúng tôi đã thực hiện một vụ thầu tóm doanh nghiệp — Công ty Fechheimer Bros. Fechheimer là một công ty có các đặc điểm kinh tế xuất sắc, được điều hành bởi chính xác kiểu người mà chúng tôi thích liên kết. Nhưng nó tương đối nhỏ, chỉ sử dụng khoảng 2% giá trị tài sản ròng của Berkshire.

Meanwhile, we had no new ideas in the marketable equities field, an area in which once, only a few years ago, we could readily employ large sums in outstanding businesses at very reasonable prices. So our main capital allocation moves in 1986 were to pay off debt and stockpile funds. Neither is a fate worse than death, but they do not inspire us to do handsprings either. If Charlie and I were to draw blanks for a few years in our capital-allocation endeavors, Berkshire's rate of growth would slow significantly.

Trong khi đó, chúng tôi không có ý tưởng mới nào trong lĩnh vực cổ phiếu phổ thông — một lĩnh vực mà chỉ vài năm trước, chúng tôi có thể dễ dàng giải ngân những khoản tiền lớn vào các doanh nghiệp xuất sắc với mức giá rất hợp lý. Vì vậy, các bước đi phân bổ vốn chính của chúng tôi trong năm 1986 là trả nợ và tích trữ quỹ. Cả hai đều không phải là một "số phận tồi tệ hơn cái chết", nhưng chúng cũng không khiến chúng tôi phải nhảy cẫng lên vì vui sướng. Nếu Charlie và tôi "trống tay" trong vài năm tới trong nỗ lực phân bổ vốn, tốc độ tăng trưởng của Berkshire sẽ chậm lại đáng kể.

We will continue to look for operating businesses that meet our tests and, with luck, will acquire such a business every couple of years. But an acquisition will have to be large if it is to help our performance materially. Under current stock market conditions, we have little hope of finding equities to buy for our insurance companies. Markets will change significantly - you can be sure of that and some day we will again get our turn at bat. However, we haven't the faintest idea when that might happen.

Chúng tôi sẽ tiếp tục tìm kiếm các doanh nghiệp vận hành đáp ứng các bài kiểm tra của mình và nếu may mắn, cứ vài năm sẽ thầu tóm được một doanh nghiệp như vậy. Nhưng một vụ thầu tóm sẽ phải có quy mô lớn nếu muốn giúp ích đáng kể cho thành tích của chúng tôi. Trong các điều kiện thị trường chứng khoán hiện tại, chúng tôi có rất ít hy vọng tìm được các cổ phiếu để mua cho các công ty bảo hiểm của mình. Thị trường sẽ thay đổi đáng kể — quý vị có thể chắc chắn về điều đó — và một ngày nào đó chúng tôi sẽ lại có lượt tung gậy (turn at bat) của mình. Tuy nhiên, chúng tôi không có một ý niệm nhỏ nhất nào về việc khi nào điều đó có thể xảy ra.

It can't be said too often (although I'm sure you feel I've tried) that, even under favorable conditions, our returns are certain to drop substantially because of our enlarged size. We have told you that we hope to average a return of 15% on equity and we maintain that hope, despite some negative tax law changes described in a later section of this report. If we are to achieve this rate of return, our net worth must increase \$7.2 billion in the next ten years. A gain of that magnitude will be possible only if, before too long, we come up with a few very big (and good) ideas. Charlie and I can't promise results, but we do promise you that we will keep our efforts focused on our goals.

Không thể nói quá nhiều lần (mặc dù tôi chắc rằng quý vị cảm thấy tôi đã cố gắng nói đủ rồi) rằng ngay cả trong những điều kiện thuận lợi, tỷ suất sinh lời của chúng tôi chắc chắn sẽ giảm đáng kể do quy mô đã mở rộng của mình. Chúng tôi đã nói với quý vị rằng chúng tôi hy vọng đạt được tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) trung bình là 15% và chúng tôi duy trì hy vọng đó, bất chấp một số thay đổi tiêu cực về luật thuế được mô tả ở phần sau của báo cáo này. Nếu chúng tôi đạt được tỷ suất sinh lời này, giá trị tài sản ròng của chúng tôi phải tăng 7,2 tỷ USD trong mười năm tới. Một mức tăng quy mô như vậy sẽ chỉ khả thi nếu, không quá lâu nữa, chúng tôi nảy ra một vài ý tưởng rất lớn (và tốt). Charlie và tôi không thể hứa hẹn về kết quả, nhưng chúng tôi hứa với quý vị rằng chúng tôi sẽ tiếp tục nỗ lực tập trung vào các mục tiêu của mình.

Sources of Reported Earnings

Các Nguồn Lợi Nhuận Báo Cáo

The table on the next page shows the major sources of Berkshire's reported earnings. This table differs in several ways from the one presented last year. We have added four new lines of business because of the Scott Fetzer and Fechheimer acquisitions. In the case of Scott Fetzer, the two major units acquired were World Book and Kirby, and each is presented separately. Fourteen other businesses of Scott Fetzer are aggregated in Scott Fetzer - Diversified Manufacturing. SF Financial Group, a credit company holding both World Book and Kirby receivables, is included in "Other." This year, because Berkshire is so much larger, we also have eliminated separate reporting for several of our smaller businesses.

Bảng ở trang tiếp theo cho thấy các nguồn lợi nhuận báo cáo chính của Berkshire. Bảng này khác biệt về nhiều mặt so với bảng đã trình bày năm ngoái. Chúng tôi đã thêm bốn dòng kinh doanh mới do các vụ thôn tóm Scott Fetzer và Fechheimer. Trong trường hợp của Scott Fetzer, hai đơn vị chính được mua lại là World Book và Kirby, và mỗi đơn vị được trình bày riêng biệt. Mười bốn doanh nghiệp khác của Scott Fetzer được gộp lại trong mục "Scott Fetzer - Sản xuất Đa dạng". SF Financial Group, một công ty tín dụng nắm giữ các khoản phải thu của World Book và Kirby, được bao gồm trong mục "Khác". Năm nay, vì Berkshire đã lớn mạnh hơn nhiều, chúng tôi cũng loại bỏ việc báo cáo riêng biệt cho một số doanh nghiệp nhỏ hơn của mình.

In the table, amortization of Goodwill is not charged against the specific businesses but, for reasons outlined in the Appendix to my letter in the 1983 Annual Report, is aggregated as a

separate item. (A Compendium of earlier letters, including the Goodwill discussion, is available upon request.) Both the Scott Fetzer and Fechheimer acquisitions created accounting Goodwill, which is why the amortization charge for Goodwill increased in 1986.

Trong bảng này, khấu hao Lợi thế thương mại (Goodwill) không được trừ vào lợi nhuận của các doanh nghiệp cụ thể mà được gộp thành một khoản riêng biệt, vì những lý do đã nêu trong Phụ lục của bức thư năm 1983. Cả hai vụ thu tóm Scott Fetzer và Fechheimer đều tạo ra Lợi thế thương mại kế toán, đó là lý do tại sao chi phí khấu hao Lợi thế thương mại tăng lên trong năm 1986.

Additionally, the Scott Fetzer acquisition required other major purchase-price accounting adjustments, as prescribed by generally accepted accounting principles (GAAP). The GAAP figures, of course, are the ones used in our consolidated financial statements. But, in our view, the GAAP figures are not necessarily the most useful ones for investors or managers. Therefore, the figures shown for specific operating units are earnings before purchase-price adjustments are taken into account. In effect, these are the earnings that would have been reported by the businesses if we had not purchased them.

Ngoài ra, thương vụ thu tóm Scott Fetzer đòi hỏi các điều chỉnh kế toán lớn khác về giá mua, theo quy định của các nguyên tắc kế toán được chấp nhận chung (GAAP). Tất nhiên, các con số GAAP là những con số được sử dụng trong báo cáo tài chính hợp nhất của chúng tôi. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, các con số GAAP không nhất thiết là những con số hữu ích nhất đối với các nhà đầu tư hoặc nhà quản lý. Do đó, các con số được hiển thị cho các đơn vị vận hành cụ thể là lợi nhuận trước khi các điều chỉnh giá mua được tính đến. Về bản chất, đây là mức lợi nhuận mà các doanh nghiệp đó sẽ báo cáo nếu chúng tôi không mua lại chúng.

A discussion of our reasons for preferring this form of presentation is in the Appendix to this letter. This Appendix will never substitute for a steamy novel and definitely is not required reading. However, I know that among our 6,000 shareholders there are those who are thrilled by my essays on accounting - and I hope that both of you enjoy the Appendix.

Một cuộc thảo luận về lý do chúng tôi ưu tiên hình thức trình bày này nằm trong phần Phụ lục của bức thư này. Phần Phụ lục này sẽ không bao giờ có thể thay thế cho một cuốn tiểu thuyết "nóng bỏng" và chắc chắn không phải là phần bắt buộc phải đọc. Tuy nhiên, tôi biết rằng trong số 6.000 cổ đông của chúng tôi, có những người cảm thấy phấn khích trước các bài luận về kế toán của tôi — và tôi hy vọng cả hai người các bạn đều thích phần Phụ lục đó.

In the Business Segment Data on pages 41-43 and in the Management's Discussion section on pages 45-49, you will find much additional information about our businesses. I urge you to read those sections, as well as Charlie Munger's letter to Wesco shareholders, describing the various businesses of that subsidiary, which starts on page 50.

Trong phần Dữ liệu Phân khúc Kinh doanh ở trang 41-43 và phần Thảo luận của Ban quản trị ở trang 45-49, quý vị sẽ tìm thấy nhiều thông tin bổ sung về các doanh nghiệp của chúng tôi.

Tôi khuyến khích quý vị đọc các phần đó, cũng như bức thư của Charlie Munger gửi các cổ đông của Wesco, mô tả về các doanh nghiệp khác nhau của công ty con đó, bắt đầu từ trang 50.

(000s omitted)				
		<i>Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)</i>		
	<i>Pre-Tax Earnings</i>			
	1986	1985	1986	1985
Operating Earnings:				
Insurance Group:				
Underwriting	\$(55,844)	\$(44,230)	\$(29,864)	\$(23,569)
Net Investment Income	107,143	95,217	96,440	79,716
Buffalo News	34,736	29,921	16,918	14,580
Fechheimer (Acquired 6/3/86)	8,400	---	3,792	---
Kirby	20,218	---	10,508	---
Nebraska Furniture Mart	17,685	12,686	7,192	5,181
Scott Fetzer - Diversified Mfg.	25,358	---	13,354	---
See's Candies	30,347	28,989	15,176	14,558
Wesco - other than insurance	5,542	16,018	5,550	9,684
World Book	21,978	---	11,670	---
Amortization of Goodwill	(2,555)	(1,475)	(2,555)	(1,475)
Other purchase-price accounting charges	(10,033)	---	(11,031)	---
Interest on Debt and Pre-Payment penalty	(23,891)	(14,415)	(12,213)	(7,288)
Shareholder-Designated Contributions	(3,997)	(4,006)	(2,158)	(2,164)
Other	20,770	6,744	8,685	3,725
Operating Earnings	195,857	125,449	131,464	92,948
Special General Foods Distribution	---	4,127	---	3,779
Special Washington Post Distribution	---	14,877	---	13,851
Sales of securities	216,242	468,903	150,897	325,237
Total Earnings - all entities ..	\$412,099	\$613,356	\$282,361	\$435,815
	=====	=====	=====	=====

Pre-Tax Earnings/ Lợi nhuận Trước thuế

Berkshire's Share of Net Earnings (after taxes and minority interests)/ Phần Lợi nhuận Ròng của Berkshire (sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số)

As you can see, operating earnings substantially improved during 1986. Some of the improvement came from the insurance operation, whose results I will discuss in a later section. Fechheimer also will be discussed separately. Our other major businesses performed as follows:

Như quý vị có thể thấy, lợi nhuận vận hành đã cải thiện đáng kể trong năm 1986. Một phần của sự cải thiện này đến từ hoạt động bảo hiểm, lĩnh vực mà tôi sẽ thảo luận trong phần sau. Kết quả của Fechheimer cũng sẽ được thảo luận riêng. Các doanh nghiệp lớn khác của chúng tôi có kết quả hoạt động như sau:

o Operating results at The Buffalo News continue to reflect a truly superb managerial job by Stan Lipsey. For the third year in a row, man-hours worked fell significantly and other costs were closely controlled. Consequently, our operating margins improved materially in 1986, even though our advertising rate increases were well below those of most major newspapers.

o Kết quả vận hành tại The Buffalo News tiếp tục phản ánh một công việc quản lý thực sự tuyệt vời của Stan Lipsey. Trong năm thứ ba liên tiếp, số giờ công lao động đã giảm đáng kể và các chi phí khác được kiểm soát chặt chẽ. Do đó, biên lợi nhuận vận hành của chúng tôi đã cải thiện rõ rệt trong năm 1986, mặc dù mức tăng giá quảng cáo của chúng tôi thấp hơn nhiều so với hầu hết các tờ báo lớn khác.

Our cost-control efforts have in no way reduced our commitment to news. We continue to deliver a 50% "news hole" (the portion of the total space in the paper devoted to news), a higher percentage, we believe, than exists at any dominant newspaper in this country of our size or larger.

Những nỗ lực kiểm soát chi phí của chúng tôi hoàn toàn không làm giảm đi cam kết đối với mảng tin tức. Chúng tôi tiếp tục duy trì một "news hole" (phần diện tích trên tờ báo dành riêng cho tin tức) ở mức 50%, một tỷ lệ mà chúng tôi tin rằng cao hơn bất kỳ tờ báo chủ chốt nào cùng quy mô hoặc lớn hơn tại quốc gia này.

The average news hole at papers comparable to the News is about 40%. The difference between 40% and 50% is more important than it might first seem: a paper with 30 pages of ads and a 40% news hole delivers 20 pages of news a day, whereas our paper matches 30 pages of ads with 30 pages of news. Therefore, given ad pages equal in number, we end up delivering our readers no less than 50% more news.

Tỷ lệ "news hole" trung bình tại các tờ báo tương đương với tờ The News là khoảng 40%. Sự khác biệt giữa 40% và 50% quan trọng hơn nhiều so với cái nhìn ban đầu: một tờ báo có 30 trang quảng cáo với tỷ lệ tin tức 40% sẽ cung cấp 20 trang tin mỗi ngày, trong khi tờ báo của chúng tôi với 30 trang quảng cáo sẽ đi kèm với 30 trang tin tức. Do đó, với cùng một số lượng trang quảng cáo như nhau, chúng tôi cung cấp cho độc giả lượng tin tức nhiều hơn tới 50%.

We believe this heavy commitment to news is one of the reasons The Buffalo News has the highest weekday penetration rate (the percentage of households in the paper's primary marketing area purchasing it each day) among any of the top 50 papers in the country. Our Sunday penetration, where we are also number one, is even more impressive. Ten years ago, the only Sunday paper serving Buffalo (the Courier-Express) had circulation of 271,000 and a penetration ratio of about 63%. The Courier-Express had served the area for many decades and its penetration

ratio - which was similar to those existing in many metropolitan markets - was thought to be a "natural" one, accurately reflecting the local citizenry's appetite for a Sunday product.

Chúng tôi tin rằng cam kết mạnh mẽ này đối với tin tức là một trong những lý do giúp The Buffalo News có tỷ lệ thâm nhập (penetration rate) ngày thường — tức tỷ lệ phần trăm hộ gia đình trong khu vực tiếp thị chính mua báo mỗi ngày — cao nhất trong số 50 tờ báo hàng đầu cả nước. Tỷ lệ thâm nhập vào ngày Chủ nhật của chúng tôi, nơi chúng tôi cũng giữ vị trí số một, thậm chí còn ấn tượng hơn. Mười năm trước, tờ báo Chủ nhật duy nhất phục vụ vùng Buffalo (tờ Courier-Express) có lượng phát hành là 271.000 bản và tỷ lệ thâm nhập khoảng 63%. Tờ Courier-Express đã phục vụ khu vực này trong nhiều thập kỷ và tỷ lệ thâm nhập của nó — vốn tương đồng với tỷ lệ tại nhiều thị trường đô thị khác — từng được coi là mức "tự nhiên", phản ánh chính xác nhu cầu của người dân địa phương đối với một sản phẩm báo chí ngày Chủ nhật.

Our Sunday paper was started in late 1977. It now has a penetration ratio of 83% and sells about 100,000 copies more each Sunday than did the Courier-Express ten years ago - even though population in our market area has declined during the decade. In recent history, no other city that has long had a local Sunday paper has experienced a penetration gain anywhere close to Buffalo's.

Tờ báo Chủ nhật của chúng tôi được bắt đầu vào cuối năm 1977. Hiện nay, nó có tỷ lệ thâm nhập là 83% và bán được nhiều hơn khoảng 100.000 bản vào mỗi Chủ nhật so với tờ Courier-Express mười năm trước — ngay cả khi dân số trong khu vực thị trường của chúng tôi đã sụt giảm trong thập kỷ qua. Trong lịch sử gần đây, chưa có thành phố nào vốn đã có tờ báo Chủ nhật địa phương lâu đời lại trải qua một sự gia tăng tỷ lệ thâm nhập gần bằng mức của Buffalo.

Despite our exceptional market acceptance, our operating margins almost certainly have peaked. A major newsprint price increase took effect at the end of 1986, and our advertising rate increases in 1987 will again be moderate compared to those of the industry. However, even if margins should materially shrink, we would not reduce our news-hole ratio.

Bất chấp sự đón nhận đặc biệt từ thị trường, biên lợi nhuận vận hành của chúng tôi gần như chắc chắn đã đạt đỉnh. Một đợt tăng giá giấy in báo lớn đã có hiệu lực vào cuối năm 1986, và mức tăng giá quảng cáo của chúng tôi trong năm 1987 sẽ lại ở mức vừa phải so với mặt bằng chung của ngành. Tuy nhiên, ngay cả khi biên lợi nhuận có thu hẹp đáng kể, chúng tôi cũng sẽ không cắt giảm tỷ lệ diện tích dành cho tin tức (news-hole ratio).

As I write this, it has been exactly ten years since we purchased The News. The financial rewards it has brought us have far exceeded our expectations and so, too, have the non-financial rewards. Our respect for the News - high when we bought it - has grown consistently ever since the purchase, as has our respect and admiration for Murray Light, the editor who turns out the product that receives such extraordinary community acceptance. The efforts of Murray and Stan, which were crucial to the News during its dark days of financial reversals and litigation, have not in the least been lessened by prosperity. Charlie and I are grateful to them.

Tính đến thời điểm tôi viết những dòng này, tròn đúng mười năm kể từ khi chúng tôi mua

tờ The News. Những phần thưởng tài chính mà nó mang lại cho chúng tôi đã vượt xa mong đợi, và những phần thưởng phi tài chính cũng vậy. Sự tôn trọng của chúng tôi dành cho The News — vốn đã cao khi chúng tôi mua nó — đã liên tục tăng lên kể từ đó, cũng như sự tôn trọng và ngưỡng mộ của chúng tôi dành cho Murray Light, người biên tập đã tạo ra một sản phẩm nhận được sự đón nhận cộng đồng phi thường đến thế. Những nỗ lực của Murray và Stan, vốn đóng vai trò then chốt đối với tờ The News trong những ngày đen tối khi bị đảo ngược tài chính và kiện tụng, đã không hề giảm bớt chút nào khi thịnh vượng đến. Charlie và tôi vô cùng biết ơn họ.

o The amazing Blumkins continue to perform business miracles at Nebraska Furniture Mart. Competitors come and go (mostly go), but Mrs. B. and her progeny roll on. In 1986 net sales increased 10.2% to \$132 million. Ten years ago sales were \$44 million and, even then, NFM appeared to be doing just about all of the business available in the Greater Omaha Area. Given NFM's remarkable dominance, Omaha's slow growth in population and the modest inflation rates that have applied to the goods NFM sells, how can this operation continue to rack up such large sales gains? The only logical explanation is that the marketing territory of NFM's one-and-only store continues to widen because of its ever-growing reputation for rock-bottom everyday prices and the broadest of selections. In preparation for further gains, NFM is expanding the capacity of its warehouse, located a few hundred yards from the store, by about one-third.

o Gia đình Blumkin đáng kinh ngạc tiếp tục tạo ra những phép màu kinh doanh tại Nebraska Furniture Mart (NFM). Các đối thủ cạnh tranh đến rồi đi (đa số là đi), nhưng bà B và hậu duệ của bà vẫn tiến bước mạnh mẽ. Năm 1986, doanh thu thuần tăng 10,2% lên mức 132 triệu USD. Mười năm trước, doanh số chỉ là 44 triệu USD và ngay cả khi đó, NFM dường như đã chiếm lĩnh toàn bộ thị trường hiện có tại khu vực Đại Omaha. Với sự thống trị đáng kinh ngạc của NFM, cộng thêm tốc độ tăng trưởng dân số chậm của Omaha và tỷ lệ lạm phát khiêm tốn đối với các mặt hàng mà NFM kinh doanh, làm thế nào mà cơ sở này có thể tiếp tục đạt được những mức tăng doanh số lớn đến vậy? Giải thích logic duy nhất là phạm vi thị trường của cửa hàng duy nhất này đang tiếp tục mở rộng, nhờ vào danh tiếng ngày càng vang xa về chính sách "giá thấp tận đáy mỗi ngày" và danh mục lựa chọn hàng hóa phong phú nhất. Để chuẩn bị cho những bước tăng trưởng tiếp theo, NFM đang mở rộng thêm khoảng một phần ba công suất kho hàng, tọa lạc cách cửa hàng chỉ vài trăm mét.

Mrs. B, Chairman of Nebraska Furniture Mart, continues at age 93 to outsell and out-hustle any manager I've ever seen. She's at the store seven days a week, from opening to close. Competing with her represents a triumph of courage over judgment.

Bà B, Chủ tịch của Nebraska Furniture Mart, ở tuổi 93 vẫn tiếp tục bán hàng và làm việc hăng say hơn bất kỳ nhà quản lý nào tôi từng thấy. Bà có mặt tại cửa hàng bảy ngày một tuần, từ lúc mở cửa cho đến khi đóng cửa. Việc cạnh tranh với bà là một minh chứng cho thấy sự thắng thế của lòng dũng cảm trước óc phán đoán.

It's easy to overlook what I consider to be the critical lesson of the Mrs. B saga: at 93, Omaha based Board Chairmen have yet to reach their peak. Please file this fact away to consult

before you mark your ballot at the 2024 annual meeting of Berkshire.

Thật dễ để bỏ qua điều mà tôi coi là bài học then chốt từ câu chuyện của bà B: ở tuổi 93, các Chủ tịch Hội đồng quản trị tại Omaha vẫn chưa đạt đến thời kỳ đỉnh cao của mình. Xin quý vị hãy ghi nhớ sự thật này để tham khảo trước khi bỏ phiếu tại kỳ đại hội thường niên năm 2024 của Berkshire.

o At See's, sales trends improved somewhat from those of recent years. Total pounds sold rose about 2%. (For you chocaholics who like to fantasize, one statistic: we sell over 12,000 tons annually.) Same-store sales, measured in pounds, were virtually unchanged. In the previous six years, same store poundage fell, and we gained or maintained poundage volume only by adding stores. But a particularly strong Christmas season in 1986 stemmed the decline. By stabilizing same-store volume and making a major effort to control costs, See's was able to maintain its excellent profit margin in 1986 though it put through only minimal price increases. We have Chuck Huggins, our long-time manager at See's, to thank for this significant achievement.

o Tại See's, các xu hướng doanh số đã cải thiện đôi chút so với những năm gần đây. Tổng khối lượng kẹo bán ra tăng khoảng 2%. (Dành cho những tín đồ sô-cô-la thích tưởng tượng, một con số thống kê: chúng tôi bán hơn 12.000 tấn mỗi năm.) Doanh số cùng cửa hàng (same-store sales), tính theo khối lượng, hầu như không thay đổi. Trong sáu năm trước đó, khối lượng bán ra tại cùng một cửa hàng đã sụt giảm, và chúng tôi chỉ duy trì hoặc gia tăng được tổng sản lượng bằng cách mở thêm các cửa hàng mới. Tuy nhiên, một mùa Giáng sinh đặc biệt mạnh mẽ vào năm 1986 đã chặn đứng đà sụt giảm này. Bằng cách ổn định sản lượng cùng cửa hàng và nỗ lực lớn trong việc kiểm soát chi phí, See's đã có thể duy trì biên lợi nhuận tuyệt vời trong năm 1986 dù chỉ thực hiện những đợt tăng giá tối thiểu. Chúng tôi phải cảm ơn Chuck Huggins, người quản lý lâu năm của chúng tôi tại See's, vì thành tựu đáng kể này.

See's has a one-of-a-kind product "personality" produced by a combination of its candy's delicious taste and moderate price, the company's total control of the distribution process, and the exceptional service provided by store employees. Chuck rightfully measures his success by the satisfaction of our customers, and his attitude permeates the organization. Few major retailing companies have been able to sustain such a customer-oriented spirit, and we owe Chuck a great deal for keeping it alive and well at See's.

See's sở hữu một "nhân cách" sản phẩm độc nhất vô nhị, được tạo nên từ sự kết hợp giữa hương vị thơm ngon của kẹo với mức giá vừa phải, sự kiểm soát tuyệt đối của công ty đối với quy trình phân phối, và dịch vụ khách hàng xuất sắc của đội ngũ nhân viên cửa hàng. Chuck đo lường thành công của mình một cách đúng đắn thông qua sự hài lòng của khách hàng, và thái độ này lan tỏa khắp tổ chức. Hiếm có công ty bán lẻ lớn nào có thể duy trì được tinh thần hướng tới khách hàng như vậy, và chúng tôi nợ Chuck rất nhiều vì đã giữ cho tinh thần đó luôn sống động và bền vững tại See's.

See's profits should stay at about their present level. We will continue to increase prices very modestly, merely matching prospective cost increases.

Lợi nhuận của See's sẽ duy trì ở mức xấp xỉ hiện tại. Chúng tôi sẽ tiếp tục tăng giá rất khiêm tốn, chỉ nhằm tương ứng với các khoản chi phí dự kiến sẽ gia tăng.

o World Book is the largest of 17 Scott Fetzer operations that joined Berkshire at the beginning of 1986. Last year I reported to you enthusiastically about the businesses of Scott Fetzer and about Ralph Schey, its manager. A year's experience has added to my enthusiasm for both. Ralph is a superb businessman and a straight shooter. He also brings exceptional versatility and energy to his job: despite the wide array of businesses that he manages, he is on top of the operations, opportunities and problems of each. And, like our other managers, Ralph is a real pleasure to work with. Our good fortune continues.

o World Book là doanh nghiệp lớn nhất trong số 17 đơn vị vận hành của Scott Fetzer đã gia nhập Berkshire vào đầu năm 1986. Năm ngoái, tôi đã báo cáo với quý vị một cách đầy hào hứng về các mảng kinh doanh của Scott Fetzer cũng như về Ralph Schey, nhà quản lý tại đây. Một năm trải nghiệm vừa qua càng làm tăng thêm sự nhiệt huyết của tôi dành cho cả hai. Ralph là một doanh nhân xuất sắc và là một người trực tính. Ông cũng mang đến sự linh hoạt và năng lượng phi thường cho công việc của mình: bất chấp danh mục kinh doanh rộng lớn mà ông quản lý, ông vẫn nắm bắt sát sao mọi hoạt động, cơ hội và vấn đề của từng đơn vị. Và cũng giống như các nhà quản lý khác của chúng tôi, làm việc với Ralph là một niềm vui thực sự. Sự may mắn của chúng tôi vẫn tiếp diễn.

World Book's unit volume increased for the fourth consecutive year, with encyclopedia sales up 7% over 1985 and 45% over 1982. Childcraft's unit sales also grew significantly.

Sản lượng đơn vị của World Book đã tăng năm thứ tư liên tiếp, với doanh số bộ bách khoa toàn thư tăng 7% so với năm 1985 và tăng 45% so với năm 1982. Doanh số đơn vị của Childcraft cũng tăng trưởng đáng kể.

World Book continues to dominate the U.S. direct-sales encyclopedia market - and for good reasons. Extraordinarily well-edited and priced at under 5 cents per page, these books are a bargain for youngster and adult alike. You may find one editing technique interesting: World Book ranks over 44,000 words by difficulty. Longer entries in the encyclopedia include only the most easily comprehended words in the opening sections, with the difficulty of the material gradually escalating as the exposition proceeds. As a result, youngsters can easily and profitably read to the point at which subject matter gets too difficult, instead of immediately having to deal with a discussion that mixes up words requiring college-level comprehension with others of fourth-grade level.

World Book tiếp tục thống trị thị trường bán hàng trực tiếp bách khoa toàn thư tại Hoa Kỳ — và điều đó có những lý do chính đáng. Với nội dung được biên tập cực kỳ tốt và mức giá dưới 5 xu mỗi trang, những cuốn sách này là một món hời cho cả thanh thiếu niên lẫn người lớn. Quý vị có thể thấy kỹ thuật biên tập sau đây rất thú vị: World Book xếp hạng hơn 44.000 từ theo độ khó. Các mục từ dài trong bộ bách khoa toàn thư chỉ sử dụng những từ dễ hiểu nhất ở phần mở đầu, và độ khó của nội dung sẽ tăng dần khi phần diễn giải tiến xa hơn. Nhờ đó, trẻ em có thể dễ

dàng và hữu ích khi đọc cho đến điểm mà chủ đề trở nên quá khó, thay vì ngay lập tức phải đối mặt với một nội dung trộn lẫn những từ ngữ yêu cầu trình độ đại học với những từ ở cấp độ lớp bốn.

Selling World Book is a calling. Over one-half of our active salespeople are teachers or former teachers, and another 5% have had experience as librarians. They correctly think of themselves as educators, and they do a terrific job. If you don't have a World Book set in your house, I recommend one.

Bán World Book là một "thiên chức". Hơn một nửa số nhân viên bán hàng đang hoạt động của chúng tôi là giáo viên hoặc cựu giáo viên, và 5% khác từng có kinh nghiệm làm thủ thư. Họ tự coi mình là những nhà giáo dục một cách đúng đắn, và họ đang làm một công việc tuyệt vời. Nếu quý vị chưa có một bộ World Book trong nhà, tôi thực lòng khuyên quý vị nên sở hữu một bộ.

- o Kirby likewise recorded its fourth straight year of unit volume gains. Worldwide, unit sales grew 4% from 1985 and 33% from 1982. While the Kirby product is more expensive than most cleaners, it performs in a manner that leaves cheaper units far behind ("in the dust," so to speak). Many 30- and 40-year-old Kirby cleaners are still in active duty. If you want the best, you buy a Kirby.

- o Kirby tương tự cũng ghi nhận năm thứ tư liên tiếp tăng trưởng về sản lượng đơn vị. Trên toàn thế giới, doanh số đơn vị tăng 4% so với năm 1985 và tăng 33% so với năm 1982. Mặc dù sản phẩm Kirby đắt hơn hầu hết các loại máy hút bụi khác, nhưng hiệu suất của nó bỏ xa các thiết bị rẻ tiền hơn (có thể nói là khiến chúng "hít khói"). Nhiều chiếc máy Kirby 30 và 40 năm tuổi vẫn đang hoạt động bền bỉ. Nếu quý vị muốn thứ tốt nhất, quý vị hãy mua một chiếc Kirby.

Some companies that historically have had great success in direct sales have stumbled in recent years. Certainly the era of the working woman has created new challenges for direct sales organizations. So far, the record shows that both Kirby and World Book have responded most successfully.

Một số công ty từng có thành công rực rỡ trong lĩnh vực bán hàng trực tiếp đã vấp ngã trong những năm gần đây. Chắc chắn rằng kỷ nguyên của phụ nữ đi làm đã tạo ra những thách thức mới cho các tổ chức bán hàng trực tiếp. Cho đến nay, các số liệu thực tế cho thấy cả Kirby và World Book đều đã ứng phó cực kỳ thành công.

The businesses described above, along with the insurance operation and Fechheimer, constitute our major business units. The brevity of our descriptions is in no way meant to diminish the importance of these businesses to us. All have been discussed in past annual reports and, because of the tendency of Berkshire owners to stay in the fold (about 98% of the stock at the end of each year is owned by people who were owners at the start of the year), we want to avoid undue repetition of basic facts. You can be sure that we will immediately report to you in detail if the

underlying economics or competitive position of any of these businesses should materially change. In general, the businesses described in this section can be characterized as having very strong market positions, very high returns on capital employed, and the best of operating managements.

Các doanh nghiệp được mô tả ở trên, cùng với hoạt động bảo hiểm và Fechheimer, tạo thành các đơn vị kinh doanh chính của chúng tôi. Sự ngắn gọn trong các mô tả này hoàn toàn không có ý làm giảm đi tầm quan trọng của các doanh nghiệp này đối với chúng tôi. Tất cả đều đã được thảo luận trong các báo cáo thường niên trước đây và vì các chủ sở hữu của Berkshire có xu hướng gắn bó lâu dài (khoảng 98% cổ phiếu vào cuối mỗi năm được nắm giữ bởi những người đã là chủ sở hữu từ đầu năm), chúng tôi muốn tránh việc lặp lại quá mức các sự kiện cơ bản. Quý vị có thể yên tâm rằng chúng tôi sẽ báo cáo chi tiết cho quý vị ngay lập tức nếu các đặc điểm kinh tế cơ bản hoặc vị thế cạnh tranh của bất kỳ doanh nghiệp nào trong số này có thay đổi đáng kể. Nhìn chung, các doanh nghiệp được mô tả trong phần này có đặc điểm là có vị thế thị trường rất mạnh, tỷ suất sinh lời trên vốn sử dụng rất cao và đội ngũ quản lý vận hành tốt nhất.

The Fechheimer Bros. Co.

Công ty Fechheimer Bros.

Every year in Berkshire's annual report I include a description of the kind of business that we would like to buy. This "ad" paid off in 1986.

Mỗi năm trong báo cáo thường niên của Berkshire, tôi đều đưa vào một phần mô tả về loại hình doanh nghiệp mà chúng tôi muốn mua lại. "Mẫu quảng cáo" này đã phát huy tác dụng vào năm 1986.

On January 15th of last year I received a letter from Bob Heldman of Cincinnati, a shareholder for many years and also Chairman of Fechheimer Bros. Until I read the letter, however, I did not know of either Bob or Fechheimer. Bob wrote that he ran a company that met our tests and suggested that we get together, which we did in Omaha after their results for 1985 were compiled.

Vào ngày 15 tháng 1 năm ngoái, tôi nhận được một lá thư từ Bob Heldman ở Cincinnati, một cổ đông lâu năm và cũng là Chủ tịch của Fechheimer Bros. Tuy nhiên, cho đến khi đọc lá thư đó, tôi vẫn chưa biết đến Bob hay Fechheimer. Bob viết rằng ông đang điều hành một công ty đáp ứng được các tiêu chuẩn kiểm tra của chúng tôi và đề nghị chúng tôi gặp gỡ nhau. Chúng tôi đã thực hiện điều đó tại Omaha sau khi kết quả kinh doanh năm 1985 của họ được tổng hợp xong.

He filled me in on a little history: Fechheimer, a uniform manufacturing and distribution business, began operations in 1842. Warren Heldman, Bob's father, became involved in the business in 1941 and his sons, Bob and George (now President), along with their sons, subsequently joined the company. Under the Heldmans' management, the business was highly successful.

Ông ấy đã cung cấp cho tôi một vài thông tin về lịch sử: Fechheimer, một doanh nghiệp sản xuất và phân phối đồng phục, bắt đầu hoạt động từ năm 1842. Warren Heldman, cha của Bob, bắt đầu tham gia vào kinh doanh từ năm 1941; sau đó các con trai của ông là Bob và George (hiện là Chủ tịch), cùng với các con trai của họ, lần lượt gia nhập công ty. Dưới sự quản lý của gia đình nhà Heldman, doanh nghiệp đã thành công rực rỡ.

In 1981 Fechheimer was sold to a group of venture capitalists in a leveraged buy out (an LBO), with management retaining an equity interest. The new company, as is the case with all LBOS, started with an exceptionally high debt/equity ratio. After the buy out, however, operations continued to be very successful. So by the start of last year debt had been paid down substantially and the value of the equity had increased dramatically. For a variety of reasons, the venture capitalists wished to sell and Bob, having dutifully read Berkshire's annual reports, thought of us.

Vào năm 1981, Fechheimer được bán cho một nhóm các nhà đầu tư mạo hiểm thông qua một thương vụ thu tóm bằng vốn vay (LBO), trong đó ban quản lý vẫn giữ lại một phần lợi ích vốn chủ sở hữu. Công ty mới, giống như mọi trường hợp LBO khác, bắt đầu với một tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu cực kỳ cao. Tuy nhiên, sau cuộc thu tóm, hoạt động kinh doanh vẫn tiếp tục thành công vang dội. Vì vậy, đến đầu năm ngoái, các khoản nợ đã được trả bớt đáng kể và giá trị vốn chủ sở hữu đã tăng lên chóng mặt. Vì nhiều lý do khác nhau, các nhà đầu tư mạo hiểm muốn thoái vốn và Bob, nhờ chăm chỉ đọc báo cáo thường niên của Berkshire, đã nghĩ đến chúng tôi.

Fechheimer is exactly the sort of business we like to buy. Its economic record is superb; its managers are talented, high- grade, and love what they do; and the Heldman family wanted to continue its financial interest in partnership with us. Therefore, we quickly purchased about 84% of the stock for a price that was based upon a \$55 million valuation for the entire business.

Fechheimer chính xác là loại hình kinh doanh mà chúng tôi muốn mua. Hồ sơ kinh tế của nó thật tuyệt vời; các nhà quản lý tài năng, phẩm chất cao và yêu thích những gì họ làm; đồng thời gia đình Heldman muốn tiếp tục duy trì lợi ích tài chính của họ trong mối quan hệ đối tác với chúng tôi. Do đó, chúng tôi đã nhanh chóng mua lại khoảng 84% cổ phần với mức giá dựa trên định giá 55 triệu USD cho toàn bộ doanh nghiệp.

The circumstances of this acquisition were similar to those prevailing in our purchase of Nebraska Furniture Mart: most of the shares were held by people who wished to employ funds elsewhere; family members who enjoyed running their business wanted to continue both as owners and managers; several generations of the family were active in the business, providing management for as far as the eye can see; and the managing family wanted a purchaser who would not re-sell, regardless of price, and who would let the business be run in the future as it had been in the past. Both Fechheimer and NFM were right for us, and we were right for them.

Các tình huống của vụ thu tóm này cũng tương tự như những gì đã diễn ra trong việc chúng tôi mua lại Nebraska Furniture Mart: phần lớn cổ phần được nắm giữ bởi những người muốn sử dụng vốn ở nơi khác; các thành viên gia đình – những người yêu thích việc điều hành doanh nghiệp của mình – muốn tiếp tục gắn bó với tư cách vừa là chủ sở hữu vừa là nhà quản lý; nhiều

thế hệ trong gia đình cùng tham gia hoạt động, đảm bảo nguồn lực quản trị lâu dài trong tương lai xa; và gia đình điều hành mong muốn tìm được một người mua sẽ không bán lại công ty, bất kể mức giá nào, và là người sẽ để doanh nghiệp được vận hành trong tương lai đúng như cách nó đã từng được vận hành trong quá khứ. Cả Fechheimer và NFM đều phù hợp với chúng tôi, và chúng tôi cũng phù hợp với họ.

You may be amused to know that neither Charlie nor I have been to Cincinnati, headquarters for Fechheimer, to see their operation. (And, incidentally, it works both ways: Chuck Huggins, who has been running See's for 15 years, has never been to Omaha.) If our success were to depend upon insights we developed through plant inspections, Berkshire would be in big trouble. Rather, in considering an acquisition, we attempt to evaluate the economic characteristics of the business - its competitive strengths and weaknesses - and the quality of the people we will be joining. Fechheimer was a standout in both respects. In addition to Bob and George Heldman, who are in their mid-60s - spring chickens by our standards - there are three members of the next generation, Gary, Roger and Fred, to insure continuity.

Có lẽ quý vị sẽ thấy buồn cười khi biết rằng cả Charlie và tôi đều chưa từng đến Cincinnati, trụ sở của Fechheimer, để xem xét hoạt động của họ. (Và nhân tiện, điều này cũng diễn ra theo cả hai chiều: Chuck Huggins, người đã điều hành See's trong 15 năm, cũng chưa từng đến Omaha.) Nếu thành công của chúng tôi phụ thuộc vào những hiểu biết có được thông qua việc kiểm tra nhà máy, Berkshire hẳn đã gặp rắc rối lớn. Thay vào đó, khi xem xét một vụ thu mua, chúng tôi cố gắng đánh giá các đặc điểm kinh tế của doanh nghiệp — những điểm mạnh và điểm yếu trong cạnh tranh của nó — cũng như phẩm chất của những người mà chúng tôi sẽ cùng hợp tác. Fechheimer là một cái tên nổi bật ở cả hai phương diện này. Ngoài Bob và George Heldman đang ở độ tuổi giữa 60 — vẫn còn là "những thanh niên trẻ măng" theo tiêu chuẩn của chúng tôi — còn có ba thành viên thuộc thế hệ kế cận là Gary, Roger và Fred để đảm bảo sự kế thừa liên tục.

As a prototype for acquisitions, Fechheimer has only one drawback: size. We hope our next acquisition is at least several times as large but a carbon copy in all other respects. Our threshold for minimum annual after-tax earnings of potential acquisitions has been moved up to \$10 million from the \$5 million level that prevailed when Bob wrote to me.

Với tư cách là một nguyên mẫu cho các vụ thu mua, Fechheimer chỉ có một nhược điểm duy nhất: quy mô. Chúng tôi hy vọng vụ thu mua tiếp theo sẽ lớn gấp ít nhất vài lần nhưng là một bản sao hoàn hảo về mọi phương diện khác. Ngưỡng lợi nhuận sau thuế hàng năm tối thiểu cho các mục tiêu thu mua tiềm năng của chúng tôi đã được nâng lên mức 10 triệu USD, thay vì mức 5 triệu USD như thời điểm Bob viết thư cho tôi.

Flushed with success, we repeat our ad. If you have a business that fits, call me or, preferably, write.

Phấn khởi với thành công vừa qua, chúng tôi xin lặp lại mẫu quảng cáo của mình. Nếu quý vị có một doanh nghiệp phù hợp, hãy gọi cho tôi hoặc tốt hơn hết là hãy viết thư.

Here's what we're looking for:

Đây là những gì chúng tôi đang tìm kiếm:

- (1) large purchases (at least \$10 million of after-tax earnings),
Những thương vụ thu mua lớn: (Lợi nhuận sau thuế ít nhất 10 triệu USD),
- (2) demonstrated consistent earning power (future projections are of little interest to us, nor are "turn-around" situations),
Năng lực kiếm lời nhất quán đã được chứng minh: (Chúng tôi không mấy quan tâm đến những dự báo tương lai, cũng như không để ý đến những tình huống "xoay chuyển tình thế"),
- (3) businesses earning good returns on equity while employing little or no debt.
Doanh nghiệp đạt tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) tốt: Trong khi sử dụng ít hoặc không sử dụng nợ,
- (4) management in place (we can't supply it),
Đội ngũ quản lý có sẵn: (Chúng tôi không thể cung cấp nhân sự quản lý),
- (5) simple businesses (if there's lots of technology, we won't understand it),
Mô hình kinh doanh đơn giản: (Nếu có quá nhiều yếu tố công nghệ, chúng tôi sẽ không hiểu được),
- (6) an offering price (we don't want to waste our time or that of the seller by talking, even preliminarily, about a transaction when price is unknown).
Mức giá chào bán cụ thể: (Chúng tôi không muốn lãng phí thời gian của mình hay của người bán bằng cách thảo luận, ngay cả khi chỉ là sơ bộ, về một giao dịch khi mức giá còn chưa xác định).

We will not engage in unfriendly takeovers. We can promise complete confidentiality and a very fast answer - customarily within five minutes - as to whether we're interested. We prefer to buy for cash, but will consider issuing stock when we receive as much in intrinsic business value as we give. Indeed, following recent advances in the price of Berkshire stock, transactions involving stock issuance may be quite feasible. We invite potential sellers to check us out by contacting people with whom we have done business in the past. For the right business - and the right people - we can provide a good home.

Chúng tôi sẽ không tham gia vào các thương vụ thu mua thù địch. Chúng tôi có thể hứa giữ bí mật tuyệt đối và đưa ra câu trả lời rất nhanh — thường là trong vòng năm phút — về việc liệu chúng tôi có quan tâm hay không. Chúng tôi ưu tiên mua bằng tiền mặt, nhưng sẽ xem xét việc phát hành cổ phiếu khi giá trị kinh doanh nội tại mà chúng tôi nhận được tương đương với giá trị chúng tôi bỏ ra. Thực tế, sau những đợt tăng giá cổ phiếu Berkshire gần đây, các giao dịch liên quan đến phát hành cổ phiếu có thể khá khả thi. Chúng tôi mời những người bán tiềm năng kiểm chứng về chúng tôi bằng cách liên hệ với những người mà chúng tôi đã từng giao dịch trong

quá khứ. Đối với một doanh nghiệp phù hợp — và những con người phù hợp — chúng tôi có thể cung cấp một "mái nhà" tốt.

On the other hand, we frequently get approached about acquisitions that don't come close to meeting our tests: new ventures, turnarounds, auction-like sales, and the ever-popular (among brokers) "I'm-sure-something-will-work-out-if-you-people- get-to-know-each-other." None of these attracts us in the least.

Mặt khác, chúng tôi thường xuyên được tiếp cận về các vụ thu tóm không hề đáp ứng các tiêu chuẩn của mình: các dự án khởi nghiệp mới, những tình huống xoay chuyển tình thế, các cuộc bán đấu giá, và kiểu chào mời vốn luôn phổ biến (trong giới môi giới) như: "Tôi chắc chắn rằng mọi chuyện sẽ ổn thỏa nếu các bên chịu tìm hiểu nhau." Không điều nào trong số này có thể thu hút chúng tôi dù chỉ là một chút.

* * *

Besides being interested in the purchases of entire businesses as described above, we are also interested in the negotiated purchase of large, but not controlling, blocks of stock, as in our Cap Cities purchase. Such purchases appeal to us only when we are very comfortable with both the economics of the business and the ability and integrity of the people running the operation. We prefer large transactions: in the unusual case we might do something as small as \$50 million (or even smaller), but our preference is for commitments many times that size.

Bên cạnh việc quan tâm đến việc mua lại toàn bộ doanh nghiệp như đã mô tả ở trên, chúng tôi cũng quan tâm đến việc thương thảo để mua lại những khối cổ phiếu lớn nhưng không nắm quyền kiểm soát, tương tự như thương vụ mua cổ phần Cap Cities của chúng tôi. Những khoản đầu tư như vậy chỉ hấp dẫn chúng tôi khi chúng tôi hoàn toàn tin tưởng vào cả đặc điểm kinh tế của doanh nghiệp lẫn năng lực và sự liêm chính của những người điều hành hoạt động đó. Chúng tôi ưu tiên các giao dịch lớn: trong một vài trường hợp hy hữu, chúng tôi có thể thực hiện những thương vụ nhỏ khoảng 50 triệu USD (hoặc thậm chí nhỏ hơn), nhưng ưu tiên của chúng tôi là các cam kết lớn gấp nhiều lần con số đó.

Insurance Operations

Hoạt động Bảo hiểm

We present our usual table of industry figures, expanded this year to include data about incurred losses and the GNP inflation index. The contrast in 1986 between the growth in premiums and growth in incurred losses will show you why underwriting results for the year improved materially:

Chúng tôi trình bày bảng số liệu thông thường của ngành, được mở rộng trong năm nay để bao gồm dữ liệu về các khoản lỗ phát sinh và chỉ số lạm phát GNP (Tổng sản phẩm quốc dân). Sự

trung phản trong năm 1986 giữa mức tăng trưởng phí bảo hiểm và mức tăng trưởng của các khoản lỗ phát sinh sẽ cho quý vị thấy tại sao kết quả nghiệp vụ bảo hiểm trong năm qua đã cải thiện một cách đáng kể:

	<i>Yearly Change in Premiums Written (%)</i>	<i>Statutory Combined Ratio After Policyholder Dividends</i>	<i>Yearly Change in Incurred Losses (%)</i>	<i>Inflation Rate Measured by GNP Deflator (%)</i>
1981	3.8	106.0	6.5	9.7
1982	4.4	109.8	8.4	6.4
1983	4.6	112.0	6.8	3.9
1984	9.2	117.9	16.9	3.8
1985	22.1	116.5	16.1	3.3
1986 (Est.)	22.6	108.5	15.5	2.6

Source: Best's Insurance Management Reports

Yearly Change in Premiums Written (%) / Thay đổi hàng năm về Phí bảo hiểm gốc (%)

Statutory Combined Ratio After Policyholder Dividends / Tỷ lệ hợp nhất theo luật định sau cổ tức cho chủ hợp đồng

Yearly Change in Incurred Losses (%) / Thay đổi hàng năm về Tổng thất phát sinh (%)

Inflation Rate Measured by GNP Deflator (%) / Tỷ lệ lạm phát đo lường bằng Chỉ số khỉ lạm phát GNP (%)

Source: Best's Insurance Management Reports/ Nguồn: Báo cáo Quản trị Bảo hiểm của Best

The combined ratio represents total insurance costs (losses incurred plus expenses) compared to revenue from premiums: a ratio below 100 indicates an underwriting profit, and one above 100 indicates a loss. When the investment income that an insurer earns from holding on to policyholders' funds ("the float") is taken into account, a combined ratio in the 107-112 range typically produces an overall break-even result, exclusive of earnings on the funds provided by shareholders.

Tỷ lệ hợp nhất (combined ratio) thể hiện tổng chi phí bảo hiểm (tổng thất phát sinh cộng với chi phí vận hành) so với doanh thu từ phí bảo hiểm: tỷ lệ dưới 100 cho thấy có lãi nghiệp vụ, và trên 100 cho thấy bị lỗ. Khi tính đến thu nhập đầu tư mà một công ty bảo hiểm kiếm được từ việc nắm giữ tiền của chủ hợp đồng ("float" - nguồn vốn nhàn rỗi), một tỷ lệ hợp nhất trong khoảng 107-112 thường sẽ tạo ra kết quả hòa vốn tổng thể, chưa tính đến lợi nhuận từ nguồn vốn do cổ đông đóng góp.

The math of the insurance business, encapsulated by the table, is not very complicated. In years when the industry's annual gain in revenues (premiums) pokes along at 4% or 5%, underwriting losses are sure to mount. This is not because auto accidents, fires, windstorms and

the like are occurring more frequently, nor has it lately been the fault of general inflation. Today, social and judicial inflation are the major culprits; the cost of entering a courtroom has simply ballooned. Part of the jump in cost arises from skyrocketing verdicts, and part from the tendency of judges and juries to expand the coverage of insurance policies beyond that contemplated by the insurer when the policies were written. Seeing no let-up in either trend, we continue to believe that the industry's revenues must grow at close to 10% annually for it to just hold its own in terms of profitability, even though general inflation may be running only 2% - 4%.

Phép tính của ngành kinh doanh bảo hiểm, được tóm gọn trong bảng số liệu, vốn không quá phức tạp. Trong những năm mà mức tăng trưởng doanh thu (phí bảo hiểm) hàng năm của ngành chỉ lẹt đẹt ở mức 4% hoặc 5%, các khoản lỗ nghiệp vụ chắc chắn sẽ tăng lên. Điều này không phải vì tai nạn ô tô, hỏa hoạn, giông bão và những sự kiện tương tự xảy ra thường xuyên hơn, và gần đây cũng không phải lỗi của lạm phát chung. Ngày nay, lạm phát xã hội và lạm phát tư pháp mới là những thủ phạm chính; chi phí để bước chân vào cửa tòa án đơn giản là đã tăng vọt. Một phần của sự nhảy vọt về chi phí này bắt nguồn từ những phán quyết bồi thường cao ngất ngưỡng, và một phần từ xu hướng của các thẩm phán và bồi thẩm đoàn trong việc mở rộng phạm vi bảo hiểm của các hợp đồng vượt ra ngoài những gì công ty bảo hiểm dự tính khi soạn thảo. Nhận thấy không có dấu hiệu thuyên giảm ở cả hai xu hướng này, chúng tôi tiếp tục tin rằng doanh thu của ngành phải tăng trưởng ở mức gần 10% mỗi năm thì mới có thể duy trì được khả năng sinh lời, ngay cả khi lạm phát chung chỉ ở mức 2% - 4%.

In 1986, as noted, the industry's premium volume soared even faster than loss costs. Consequently, the underwriting loss of the industry fell dramatically. In last year's report we predicted this sharp improvement but also predicted that prosperity would be fleeting. Alas, this second prediction is already proving accurate. The rate of gain in the industry's premium volume has slowed significantly (from an estimated 27.1% in 1986's first quarter, to 23.5% in the second, to 21.8% in the third, to 18.7% in the fourth), and we expect further slowing in 1987. Indeed, the rate of gain may well fall below my 10% "equilibrium" figure by the third quarter.

Trong năm 1986, như đã lưu ý, tổng phí bảo hiểm của toàn ngành đã tăng vọt thậm chí còn nhanh hơn cả chi phí tổn thất. Hệ quả là, lỗ nghiệp vụ bảo hiểm của ngành đã giảm xuống đáng kể. Trong báo cáo năm ngoái, chúng tôi đã dự đoán về sự cải thiện mạnh mẽ này, nhưng đồng thời cũng dự báo rằng sự thịnh vượng đó sẽ chỉ thoáng qua. Thật đáng buồn, dự đoán thứ hai này đang dần trở nên chính xác. Tốc độ tăng trưởng phí bảo hiểm của ngành đã chậm lại đáng kể (từ mức ước tính 27,1% trong quý 1 năm 1986, xuống 23,5% trong quý 2, 21,8% trong quý 3 và 18,7% trong quý 4), và chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục chậm lại trong năm 1987. Thậm chí, tốc độ tăng trưởng có khả năng rơi xuống dưới mức "cân bằng" 10% mà tôi đã đề cập vào quý 3.

Nevertheless, underwriting results in 1987, assuming they are not dragged down by a major natural catastrophe, will again improve materially because price increases are recognized in revenues on a lagged basis. In effect, the good news in earnings follows the good news in prices by six to twelve months. But the improving trend in earnings will probably end by late 1988 or early 1989. Thereafter the industry is likely to head south in a hurry.

Tuy nhiên, kết quả nghiệp vụ trong năm 1987 — giả định rằng không bị kéo lùi bởi một thảm họa thiên nhiên lớn nào — sẽ một lần nữa cải thiện rõ rệt vì việc tăng giá bán được ghi nhận vào doanh thu luôn có một độ trễ nhất định. Về cơ bản, tin tốt về lợi nhuận thường theo sau tin tốt về giá cả từ sáu đến mười hai tháng. Nhưng xu hướng cải thiện lợi nhuận này có khả năng sẽ kết thúc vào cuối năm 1988 hoặc đầu năm 1989. Sau đó, ngành này nhiều khả năng sẽ lao dốc một cách nhanh chóng.

Pricing behavior in the insurance industry continues to be exactly what can be expected in a commodity-type business. Only under shortage conditions are high profits achieved, and such conditions don't last long. When the profit sun begins to shine, long-established insurers shower investors with new shares in order to build capital. In addition, newly-formed insurers rush to sell shares at the advantageous prices available in the new-issue market (prices advantageous, that is, to the insiders promoting the company but rarely to the new shareholders). These moves guarantee future trouble: capacity soars, competitive juices flow, and prices fade.

Hành vi định giá trong ngành bảo hiểm tiếp tục diễn ra chính xác theo những gì ta có thể mong đợi ở một loại hình kinh doanh hàng hóa (commodity-type). Lợi nhuận cao chỉ đạt được trong điều kiện khan hiếm, và những điều kiện như vậy thường không kéo dài lâu. Khi ánh mặt trời lợi nhuận bắt đầu tỏa sáng, các công ty bảo hiểm lâu đời lập tức "đội" thêm cổ phiếu mới vào nhà đầu tư để tăng vốn. Thêm vào đó, các công ty bảo hiểm mới thành lập cũng đổ xô đi bán cổ phiếu với mức giá hời trên thị trường phát hành mới (mức giá hời này là dành cho những người nội bộ đang quảng bá công ty, chứ hiếm khi dành cho các cổ đông mới). Những động thái này đảm bảo cho những rắc rối trong tương lai: năng lực cung ứng tăng vọt, các "dòng máu" cạnh tranh trở dồi, và giá cả bắt đầu nhạt nhòa.

It's interesting to observe insurance leaders beseech their colleagues to behave in a more "statesmanlike" manner when pricing policies. "Why," they ask, "can't we learn from history, even out the peaks and valleys, and consistently price to make reasonable profits?" What they wish, of course, is pricing that resembles, say, that of The Wall Street Journal, whose prices are ample to start with and rise consistently each year.

Thật thú vị khi quan sát các lãnh đạo ngành bảo hiểm khẩn thiết kêu gọi đồng nghiệp của họ hành xử một cách "có tầm vóc" hơn (statesmanlike) khi định giá hợp đồng. Họ hỏi: "Tại sao chúng ta không thể học hỏi từ lịch sử, san bằng những đỉnh cao và vực sâu, rồi kiên trì định giá để tạo ra lợi nhuận hợp lý?". Tất nhiên, cái họ mong muốn là một kiểu định giá giống như, chẳng hạn, từ The Wall Street Journal — nơi mức giá khởi điểm đã rất dư dả và tăng đều đặn mỗi năm.

Such calls for improved behavior have all of the efficacy of those made by a Nebraska corn grower asking his fellow growers, worldwide, to market their corn with more statesmanship. What's needed is not more statesmen, but less corn. By raising large amounts of capital in the last two years, the insurance industry has, to continue our metaphor, vastly expanded its plantings of corn. The resulting increase in "crop" - i.e., the proliferation of insurance capacity - will have the same effect on prices and profits that surplus crops have had since time immemorial.

Những lời kêu gọi cải thiện hành vi đó cũng chỉ có tác dụng tương tự như việc một người nông dân trồng ngô ở Nebraska yêu cầu những người đồng nghiệp của mình trên toàn thế giới phải tiếp thị ngô một cách "có tâm vóc" hơn. Thứ chúng ta cần không phải là thêm những nhà lãnh đạo tâm vóc, mà là bớt ngô đi. Bằng cách huy động một lượng vốn khổng lồ trong hai năm qua, ngành bảo hiểm — nếu tiếp tục sử dụng phép ẩn dụ của chúng tôi — đã mở rộng diện tích trồng ngô một cách chóng mặt. Sự gia tăng sản lượng "vụ mùa" sau đó — tức là sự bùng nổ của năng lực bảo hiểm — sẽ gây ra tác động tương tự lên giá cả và lợi nhuận giống như tình trạng dư thừa nông sản đã từng diễn ra từ thuở sơ khai.

Our own insurance operation did well in 1986 and is also likely to do well in 1987. We have benefited significantly from industry conditions. But much of our prosperity arises from the efforts and ability of Mike Goldberg, manager of all insurance operations.

Hoạt động bảo hiểm của chính chúng ta đã tiến triển tốt trong năm 1986 và có khả năng cũng sẽ khá quan trọng trong năm 1987. Chúng ta đã được hưởng lợi đáng kể từ các điều kiện chung của ngành. Tuy nhiên, phần lớn sự thịnh vượng của chúng ta đến từ những nỗ lực và năng lực của Mike Goldberg, người quản lý toàn bộ các hoạt động bảo hiểm.

Our combined ratio (on a statutory basis and excluding structured settlements and financial reinsurance) fell from 111 in 1985 to 103 in 1986. In addition, our premium growth has been exceptional: although final figures aren't available, I believe that over the past two years we were the fastest growing company among the country's top 100 insurers. Some of our growth, it is true, came from our large quota-share contract with Fireman's Fund, described in last year's report and updated in Charlie's letter on page 54. But even if the premiums from that contract are excluded from the calculation, we probably still ranked first in growth.

Tỷ lệ hợp nhất của chúng ta (tính theo luật định và không bao gồm các thỏa thuận bồi thường định kỳ - structured settlements và tái bảo hiểm tài chính) đã giảm từ 111 năm 1985 xuống còn 103 năm 1986. Thêm vào đó, mức tăng trưởng phí bảo hiểm của chúng ta là một ngoại lệ: mặc dù chưa có số liệu cuối cùng, tôi tin rằng trong hai năm qua, chúng ta là công ty tăng trưởng nhanh nhất trong số 100 công ty bảo hiểm hàng đầu cả nước. Đúng là một phần sự tăng trưởng này đến từ hợp đồng chia phần theo hạn mức (quota-share) lớn với quỹ Fireman's Fund, vốn đã được mô tả trong báo cáo năm ngoái và được cập nhật trong thư của Charlie ở trang 54. Tuy nhiên, ngay cả khi loại trừ phí bảo hiểm từ hợp đồng đó ra khỏi phép tính, chúng ta có lẽ vẫn đứng thứ nhất về tốc độ tăng trưởng.

Interestingly, we were the slowest-growing large insurer in the years immediately preceding 1985. In fact, we shrank - and we will do so again from time to time in the future. Our large swings in volume do not mean that we come and go from the insurance marketplace. Indeed, we are its most steadfast participant, always standing ready, at prices we believe adequate, to write a wide variety of high-limit coverages. The swings in our volume arise instead from the here-today, gone-tomorrow behavior of other insurers. When most insurers are "gone," because their capital is inadequate or they have been frightened by losses, insureds rush to us and find us ready

to do business. But when hordes of insurers are "here," and are slashing prices far below expectable costs, many customers naturally leave us in order to take advantage of the bargains temporarily being offered by our competition.

Thật thú vị, chúng ta lại chính là công ty bảo hiểm lớn tăng trưởng chậm nhất trong những năm ngay trước 1985. Trên thực tế, quy mô của chúng ta đã bị thu hẹp lại — và chúng ta sẽ còn làm như vậy vào những thời điểm nhất định trong tương lai. Sự biến động lớn về sản lượng không có nghĩa là chúng ta "đến rồi đi" trên thị trường bảo hiểm. Ngược lại, chúng ta là người tham gia kiên định nhất, luôn sẵn sàng ký kết nhiều loại hợp đồng bảo hiểm với hạn mức cao ở mức giá mà chúng ta tin là thỏa đáng. Sự biến động về sản lượng của chúng ta thực chất nảy sinh từ hành vi "nay ở đây, mai đi mất" của các công ty bảo hiểm khác. Khi hầu hết các công ty bảo hiểm "biến mất" vì vốn không đủ hoặc vì họ sợ hãi trước các khoản thua lỗ, những người mua bảo hiểm sẽ đổ xô đến với chúng ta và thấy chúng ta luôn sẵn sàng giao dịch. Nhưng khi đám đông các công ty bảo hiểm "xuất hiện" và cắt giảm giá xuống thấp hơn nhiều so với chi phí dự tính, nhiều khách hàng đương nhiên sẽ rời bỏ chúng ta để tận dụng những món hời tạm thời mà đối thủ cạnh tranh đang mời chào.

Our firmness on prices works no hardship on the consumer: he is being bombarded by attractively priced insurance offers at those times when we are doing little business. And it works no hardship on our employees: we don't engage in layoffs when we experience a cyclical slowdown at one of our generally-profitable insurance operations. This no-layoff practice is in our self-interest. Employees who fear that large layoffs will accompany sizable reductions in premium volume will understandably produce scads of business through thick and thin (mostly thin).

Việc kiên định về giá của chúng ta không gây khó khăn cho người tiêu dùng: họ vẫn đang được "oanh tạc" bởi những lời chào mời bảo hiểm giá rẻ vào những thời điểm mà chúng ta ít hoạt động. Và điều đó cũng không gây khó khăn cho nhân viên của chúng ta: chúng tôi không thực hiện sa thải khi gặp phải sự sụt giảm theo chu kỳ tại một trong những mảng bảo hiểm nhìn chung là có lãi. Chính sách không sa thải này cũng chính là vì lợi ích của chính chúng tôi. Những nhân viên lo sợ rằng việc cắt giảm nhân sự quy mô lớn sẽ đi kèm với sự sụt giảm sản lượng phí bảo hiểm, lẽ dĩ nhiên, sẽ cố tạo ra hàng đồng hợp đồng bằng mọi giá (thường là những hợp đồng tồi).

The trends in National Indemnity's traditional business - the writing of commercial auto and general liability policies through general agents - suggest how gun-shy other insurers became for a while and how brave they are now getting. In the last quarter of 1984, NICO's monthly volume averaged \$5 million, about what it had been running for several years. By the first quarter of 1986, monthly volume had climbed to about \$35 million. In recent months, a sharp decline has set in. Monthly volume is currently about \$20 million and will continue to fall as new competitors surface and prices are cut. Ironically, the managers of certain major new competitors are the very same managers that just a few years ago bankrupted insurers that were our old competitors. Through state-mandated guaranty funds, we must pay some of the losses these managers left unpaid, and now we find them writing the same sort of business under a new name. C'est la guerre.

Những xu hướng trong mảng kinh doanh truyền thống của National Indemnity (NICO) —

việc ký kết các hợp đồng bảo hiểm xe thương mại và trách nhiệm chung thông qua các đại lý tổng hợp — cho thấy các công ty bảo hiểm khác đã từng "nhát gan" như thế nào và hiện nay họ đang trở nên "dũng cảm" ra sao. Trong quý cuối cùng của năm 1984, sản lượng hàng tháng của NICO trung bình là 5 triệu USD, tương đương mức duy trì trong nhiều năm. Đến quý đầu năm 1986, sản lượng hàng tháng đã leo lên mức khoảng 35 triệu USD. Tuy nhiên, trong những tháng gần đây, một sự sụt giảm mạnh đã bắt đầu xuất hiện. Sản lượng hàng tháng hiện tại chỉ còn khoảng 20 triệu USD và sẽ tiếp tục giảm khi các đối thủ cạnh tranh mới lộ diện và giá cả bị cắt giảm. Trớ trêu thay, những người điều hành của một số đối thủ lớn mới này lại chính là những người chỉ vài năm trước đã làm phá sản các công ty bảo hiểm vốn là đối thủ cũ của chúng ta. Thông qua các quỹ bảo lãnh do tiểu bang bắt buộc, chúng ta buộc phải chi trả cho một số khoản lỗ mà những nhà quản lý này để lại, và giờ đây chúng ta lại thấy họ ký kết cùng một loại hình kinh doanh đó dưới một cái tên mới. C'est la guerre (Chiến tranh là thế đấy).

The business we call "large risks" expanded significantly during 1986, and will be important to us in the future. In this operation, we regularly write policies with annual premiums of \$1 - \$3 million, or even higher. This business will necessarily be highly volatile - both in volume and profitability - but our premier capital position and willingness to write large net lines make us a very strong force in the market when prices are right. On the other hand, our structured settlement business has become near-dormant because present prices make no sense to us.

Mảng kinh doanh mà chúng tôi gọi là "rủi ro lớn" (large risks) đã mở rộng đáng kể trong năm 1986 và sẽ đóng vai trò quan trọng với chúng tôi trong tương lai. Ở mảng này, chúng tôi thường xuyên ký các hợp đồng với phí bảo hiểm hàng năm từ 1 - 3 triệu USD, hoặc thậm chí cao hơn. Mảng này tất yếu sẽ biến động rất mạnh — cả về sản lượng lẫn khả năng sinh lời — nhưng vị thế vốn hàng đầu và sự sẵn lòng ký kết các hạn mức rủi ro lớn giúp chúng ta trở thành một thế lực rất mạnh trên thị trường khi mức giá phù hợp. Mặt khác, mảng bồi thường định kỳ (structured settlement) của chúng ta gần như đã "ngủ đông" vì mức giá hiện tại hoàn toàn vô lý đối với chúng tôi.

The 1986 loss reserve development of our insurance group is chronicled on page 46. The figures show the amount of error in our yearend 1985 liabilities that a year of settlements and further evaluation has revealed. As you can see, what I told you last year about our loss liabilities was far from true - and that makes three years in a row of error. If the physiological rules that applied to Pinocchio were to apply to me, my nose would now draw crowds.

Diễn biến dự phòng tổn thất năm 1986 của nhóm bảo hiểm chúng ta được ghi chép lại ở trang 46. Những con số này cho thấy mức độ sai lệch trong các khoản nợ phải trả vào cuối năm 1985 mà một năm thực hiện chi trả và đánh giá thêm đã tiết lộ. Như quý vị có thể thấy, những gì tôi nói với quý vị năm ngoái về các khoản nợ tổn thất của chúng ta còn lâu mới là sự thật — và đây là năm thứ ba liên tiếp tôi mắc sai lầm. Nếu các quy tắc sinh lý áp dụng cho Pinocchio cũng áp dụng cho tôi, thì cái mũi của tôi bây giờ chắc chắn sẽ thu hút đám đông đến xem.

When insurance executives belatedly establish proper reserves, they often speak of

"reserve strengthening," a term that has a rather noble ring to it. They almost make it sound as if they are adding extra layers of strength to an already-solid balance sheet. That's not the case: instead the term is a euphemism for what should more properly be called "correction of previous untruths" (albeit non-intentional ones).

Khi các giám đốc bảo hiểm thiết lập các khoản dự phòng phù hợp một cách muộn màng, họ thường dùng thuật ngữ "tăng cường dự phòng" (reserve strengthening), một cụm từ nghe có vẻ khá cao quý. Họ làm như thể họ đang đắp thêm các lớp sức mạnh cho một bảng cân đối kế toán vốn đã vững chắc. Nhưng thực tế không phải vậy: thuật ngữ đó chỉ là một cách nói giảm nói tránh cho cái nên được gọi đúng hơn là "sửa chữa những điều không trung thực trước đó" (dù là không cố ý).

We made a special effort at the end of 1986 to reserve accurately. However, we tried just as hard at the end of 1985. Only time will tell whether we have finally succeeded in correctly estimating our insurance liabilities.

Chúng tôi đã nỗ lực đặc biệt vào cuối năm 1986 để lập dự phòng một cách chính xác. Tuy nhiên, cuối năm 1985 chúng tôi cũng đã cố gắng hết sức như vậy. Chỉ có thời gian mới trả lời được liệu cuối cùng chúng tôi có thành công trong việc ước tính chính xác các khoản nợ bảo hiểm của mình hay không.

Despite the difficulties we have had in reserving and the commodity economics of the industry, we expect our insurance business to both grow and make significant amounts of money - but progress will be distinctly irregular and there will be major unpleasant surprises from time to time. It's a treacherous business and a wary attitude is essential. We must heed Woody Allen: "While the lamb may lie down with the lion, the lamb shouldn't count on getting a whole lot of sleep."

Bất chấp những khó khăn trong việc lập dự phòng và bản chất kinh tế kiểu hàng hóa của ngành này, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh bảo hiểm của mình sẽ vừa tăng trưởng, vừa kiếm được số tiền đáng kể — nhưng tiến trình này sẽ không đều đặn rõ rệt và đôi khi sẽ có những bất ngờ khó chịu lớn. Đây là một ngành kinh doanh đầy rẫy hiểm họa và một thái độ cảnh giác là vô cùng thiết yếu. Chúng ta phải khắc cốt ghi tâm lời của Woody Allen: "Dù cừu có thể nằm cạnh sư tử, nhưng con cừu đừng mong sẽ có được một giấc ngủ ngon."

In our insurance operations we have an advantage in attitude, we have an advantage in capital, and we are developing an advantage in personnel. Additionally, I like to think we have some long-term edge in investing the float developed from policyholder funds. The nature of the business suggests that we will need all of these advantages in order to prosper.

Trong các hoạt động bảo hiểm của mình, chúng ta có lợi thế về thái độ, chúng ta có lợi thế về vốn, và chúng ta đang phát triển lợi thế về nhân sự. Thêm vào đó, tôi muốn nghĩ rằng chúng ta có một thế mạnh lâu dài trong việc đầu tư nguồn vốn nhân rủi (float) được tạo ra từ tiền của chủ hợp đồng. Bản chất của ngành kinh doanh này cho thấy chúng ta sẽ cần tất cả những lợi thế đó để

có thể thịnh vượng.

* * *

GEICO Corporation, 41% owned by Berkshire, had an outstanding year in 1986. Industrywide, underwriting experience in personal lines did not improve nearly as much as it did in commercial lines. But GEICO, writing personal lines almost exclusively, improved its combined ratio to 96.9 and recorded a 16% gain in premium volume. GEICO also continued to repurchase its own shares and ended the year with 5.5% fewer shares outstanding than it had at the start of the year. Our share of GEICO's premium volume is over \$500 million, close to double that of only three years ago. GEICO's book of business is one of the best in the world of insurance, far better indeed than Berkshire's own book.

Tập đoàn GEICO, do Berkshire sở hữu 41% cổ phần, đã có một năm 1986 xuất sắc. Trên toàn ngành, kết quả nghiệp vụ bảo hiểm cá nhân (personal lines) không cải thiện nhiều như mảng bảo hiểm thương mại. Tuy nhiên, GEICO, với danh mục gần như chỉ tập trung vào bảo hiểm cá nhân, đã cải thiện được tỷ lệ hợp nhất xuống còn 96,9 và ghi nhận mức tăng trưởng phí bảo hiểm là 16%. GEICO cũng tiếp tục mua lại cổ phiếu quỹ và kết thúc năm với số lượng cổ phiếu đang lưu hành ít hơn 5,5% so với đầu năm. Phần phí bảo hiểm của chúng ta tại GEICO hiện đạt trên 500 triệu USD, gần gấp đôi so với chỉ ba năm trước. Danh mục kinh doanh của GEICO là một trong những danh mục tốt nhất trong thế giới bảo hiểm, thực tế là tốt hơn nhiều so với danh mục của chính Berkshire.

The most important ingredient in GEICO's success is rock-bottom operating costs, which set the company apart from literally hundreds of competitors that offer auto insurance. The total of GEICO's underwriting expense and loss adjustment expense in 1986 was only 23.5% of premiums. Many major companies show percentages 15 points higher than that. Even such huge direct writers as Allstate and State Farm incur appreciably higher costs than does GEICO.

Yếu tố quan trọng nhất dẫn đến thành công của GEICO chính là chi phí vận hành thấp kỷ lục, điều giúp công ty tách biệt hoàn toàn với hàng trăm đối thủ cạnh tranh cùng cung cấp bảo hiểm ô tô. Tổng chi phí nghiệp vụ và chi phí giám định tổn thất của GEICO trong năm 1986 chỉ chiếm 23,5% phí bảo hiểm. Nhiều công ty lớn khác có tỷ lệ này cao hơn tới 15 điểm phần trăm. Ngay cả những đơn vị bán hàng trực tiếp khổng lồ như Allstate hay State Farm cũng phải chịu mức chi phí cao hơn đáng kể so với GEICO.

The difference between GEICO's costs and those of its competitors is a kind of moat that protects a valuable and much-sought-after business castle. No one understands this moat-around-the-castle concept better than Bill Snyder, Chairman of GEICO. He continually widens the moat by driving down costs still more, thereby defending and strengthening the economic franchise. Between 1985 and 1986, GEICO's total expense ratio dropped from 24.1% to the 23.5% mentioned earlier and, under Bill's leadership, the ratio is almost certain to drop further. If it does

- and if GEICO maintains its service and underwriting standards - the company's future will be brilliant indeed.

Sự khác biệt giữa chi phí của GEICO và chi phí của các đối thủ cạnh tranh chính là một loại hào khóa kinh tế (moat) bảo vệ lâu dài kinh doanh quý giá và đây là cuốn này. Không ai hiểu khái niệm "con hào quanh lâu đài" rõ hơn Bill Snyder, Chủ tịch của GEICO. Ông ấy liên tục mở rộng con hào bằng cách đẩy chi phí xuống thấp hơn nữa, từ đó bảo vệ và củng cố đặc quyền kinh tế của công ty. Giữa năm 1985 và 1986, tổng tỷ lệ chi phí của GEICO đã giảm từ 24,1% xuống còn 23,5% như đã đề cập ở trên, và dưới sự lãnh đạo của Bill, tỷ lệ này gần như chắc chắn sẽ còn giảm tiếp. Nếu điều đó xảy ra — và nếu GEICO duy trì được các tiêu chuẩn dịch vụ và nghiệp vụ của mình — tương lai của công ty thực sự sẽ rất rực rỡ.

The second stage of the GEICO rocket is fueled by Lou Simpson, Vice Chairman, who has run the company's investments since late 1979. Indeed, it's a little embarrassing for me, the fellow responsible for investments at Berkshire, to chronicle Lou's performance at GEICO. Only my ownership of a controlling block of Berkshire stock makes me secure enough to give you the following figures, comparing the overall return of the equity portfolio at GEICO to that of the Standard & Poor's 500:

Tầng thứ hai của "tên lửa" GEICO được tiếp nhiên liệu bởi Lou Simpson, Phó Chủ tịch, người điều hành các khoản đầu tư của công ty từ cuối năm 1979. Thực sự, bản thân tôi — người chịu trách nhiệm đầu tư tại Berkshire — cảm thấy có chút ngượng ngùng khi phải ghi chép lại thành tích của Lou tại GEICO. Chỉ nhờ việc nắm giữ khối cổ phiếu kiểm soát tại Berkshire mới khiến tôi cảm thấy đủ an toàn để cung cấp cho quý vị những con số sau đây, so sánh lợi nhuận tổng thể của danh mục cổ phiếu tại GEICO với chỉ số Standard & Poor's 500:

<i>Year</i>	<i>GEICO's Equities</i>	<i>S&P 500</i>
----	-----	-----
1980	23.7%	32.3%
1981	5.4	(5.0)
1982	45.8	21.4
1983	36.0	22.4
1984	21.8	6.2
1985	45.8	31.6
1986	38.7	18.6

GEICO's Equities/ Tỷ suất lợi nhuận doanh mục cổ phiếu của GEICO (%)

These are not only terrific figures but, fully as important, they have been achieved in the right way. Lou has consistently invested in undervalued common stocks that, individually, were unlikely to present him with a permanent loss and that, collectively, were close to risk-free.

Đây không chỉ là những con số tuyệt vời mà, quan trọng không kém, chúng đã đạt được theo đúng cách. Lou đã kiên trì đầu tư vào những cổ phiếu phổ thông đang bị định giá thấp — những cổ phiếu mà khi xét riêng lẻ thì ít có khả năng gây ra một khoản thua lỗ vĩnh viễn, và khi xét theo một danh mục tập thể thì chúng gần như không có rủi ro.

In sum, GEICO is an exceptional business run by exceptional managers. We are fortunate to be associated with them.

Tóm lại, GEICO là một doanh nghiệp ngoại hạng được điều hành bởi những nhà quản lý ngoại hạng. Chúng ta thật may mắn khi được hợp tác với họ.

Marketable Securities

Chứng khoán có tính thanh khoản cao

During 1986, our insurance companies purchased about \$700 million of tax-exempt bonds, most having a maturity of 8 to 12 years. You might think that this commitment indicates a considerable enthusiasm for such bonds. Unfortunately, that's not so: at best, the bonds are mediocre investments. They simply seemed the least objectionable alternative at the time we bought them, and still seem so. (Currently liking neither stocks nor bonds, I find myself the polar opposite of Mae West as she declared: "I like only two kinds of men - foreign and domestic.")

Trong năm 1986, các công ty bảo hiểm của chúng ta đã mua khoảng 700 triệu USD trái phiếu miễn thuế, hầu hết có kỳ hạn từ 8 đến 12 năm. Quý vị có thể nghĩ rằng cam kết này cho thấy một sự nhiệt huyết đáng kể đối với loại trái phiếu đó. Đáng tiếc là không phải vậy: ở mức tốt nhất, những trái phiếu này cũng chỉ là các khoản đầu tư tầm thường. Chúng đơn giản có vẻ là lựa chọn ít đáng chê trách nhất tại thời điểm chúng tôi mua, và hiện giờ vẫn vậy. (Hiện tại, vì không thích cả cổ phiếu lẫn trái phiếu, tôi thấy mình hoàn toàn trái ngược với Mae West khi bà tuyên bố: "Tôi chỉ thích hai loại đàn ông – trong nước và ngoài nước.")

We must, of necessity, hold marketable securities in our insurance companies and, as money comes in, we have only five directions to go: (1) long-term common stock investments; (2) long-term fixed-income securities; (3) medium-term fixed-income securities; (4) short-term cash equivalents; and (5) short-term arbitrage commitments.

Theo lẽ tất yếu, chúng ta phải nắm giữ các chứng khoán có tính thanh khoản trong các công ty bảo hiểm và khi dòng tiền đổ về, chúng ta chỉ có năm hướng để đi: (1) đầu tư cổ phiếu phổ thông dài hạn; (2) chứng khoán có thu nhập cố định dài hạn; (3) chứng khoán có thu nhập cố định trung hạn; (4) các khoản tương đương tiền ngắn hạn; và (5) các cam kết kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) ngắn hạn.

Common stocks, of course, are the most fun. When conditions are right that is, when companies with good economics and good management sell well below intrinsic business value - stocks sometimes provide grand-slam home runs. But we currently find no equities that come close to meeting our tests. This statement in no way translates into a stock market prediction: we have no idea - and never have had - whether the market is going to go up, down, or sideways in the near- or intermediate term future.

Cổ phiếu phổ thông, tất nhiên, là mớ hỗn độn. Khi các điều kiện hội đủ — tức là khi các công ty có đặc điểm kinh tế tốt và ban quản trị giỏi được bán với giá thấp hơn nhiều so với giá trị kinh doanh nội tại — cổ phiếu đôi khi mang lại những cú "grand-slam" (cú đánh bóng ăn 4 điểm trong bóng chày). Nhưng hiện tại, chúng tôi không tìm thấy cổ phiếu nào đáp ứng gần được các tiêu chuẩn của mình. Tuyên bố này hoàn toàn không có nghĩa là một dự báo về thị trường chứng khoán: chúng tôi không biết — và chưa bao giờ biết — liệu thị trường sẽ đi lên, đi xuống hay đi ngang trong tương lai gần hoặc trung hạn.

What we do know, however, is that occasional outbreaks of those two super-contagious diseases, fear and greed, will forever occur in the investment community. The timing of these epidemics will be unpredictable. And the market aberrations produced by them will be equally unpredictable, both as to duration and degree. Therefore, we never try to anticipate the arrival or departure of either disease. Our goal is more modest: we simply attempt to be fearful when others are greedy and to be greedy only when others are fearful.

Tuy nhiên, điều chúng ta biết chắc chắn là những đợt bùng phát của hai căn bệnh siêu truyền nhiễm — sợ hãi và tham lam — sẽ luôn luôn xảy ra trong cộng đồng đầu tư. Thời điểm của những dịch bệnh này là không thể dự đoán trước. Và những biến động thị trường dị thường do chúng tạo ra cũng không thể đoán trước được, cả về thời gian kéo dài lẫn mức độ khốc liệt. Vì vậy, chúng tôi không bao giờ cố gắng dự báo khi nào những căn bệnh này đến hay đi. Mục tiêu của chúng tôi khiêm tốn hơn nhiều: chúng tôi đơn giản chỉ nỗ lực để biết sợ hãi khi người khác tham lam, và chỉ tham lam khi người khác sợ hãi.

As this is written, little fear is visible in Wall Street. Instead, euphoria prevails - and why not? What could be more exhilarating than to participate in a bull market in which the rewards to owners of businesses become gloriously uncoupled from the plodding performances of the businesses themselves. Unfortunately, however, stocks can't outperform businesses indefinitely.

Tại thời điểm tôi viết những dòng này, hầu như không thể nhìn thấy sự sợ hãi trên Phố Wall. Thay vào đó, sự hưng phấn đang bao trùm — và tại sao lại không chứ? Còn gì phấn khích hơn khi được tham gia vào một thị trường giá lên (bull market), nơi phần thưởng dành cho những chủ sở hữu doanh nghiệp được "tách rời" một cách huy hoàng khỏi kết quả kinh doanh chậm chạp của chính các doanh nghiệp đó. Tuy nhiên, thật không may, giá cổ phiếu không thể duy trì việc tăng trưởng vượt xa kết quả kinh doanh của doanh nghiệp một cách vô tận.

Indeed, because of the heavy transaction and investment management costs they bear, stockholders as a whole and over the long term must inevitably underperform the companies they own. If American business, in aggregate, earns about 12% on equity annually, investors must end up earning significantly less. Bull markets can obscure mathematical laws, but they cannot repeal them.

Thật vậy, do phải gánh chịu các chi phí giao dịch và chi phí quản lý đầu tư nặng nề, các cổ đông xét trên tổng thể và trong dài hạn chắc chắn sẽ nhận được kết quả thấp hơn so với kết quả của chính các công ty mà họ sở hữu. Nếu các doanh nghiệp Mỹ, tính gộp lại, kiếm được khoảng

12% lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu hàng năm, thì các nhà đầu tư cuối cùng chắc chắn sẽ nhận được mức lợi nhuận thấp hơn đáng kể. Thị trường giá lên (bull market) có thể che mờ các quy luật toán học, nhưng chúng không thể bãi bỏ các quy luật đó.

The second category of investments open to our insurance companies is long-term bonds. These are unlikely to be of interest to us except in very special situations, such as the Washington Public Power Supply System #1, #2 and #3 issues, discussed in our 1984 report. (At yearend, we owned WPPSS issues having an amortized cost of \$218 million and a market value of \$310 million, paying us \$31.7 million in annual tax-exempt income.) Our aversion to long-term bonds relates to our fear that we will see much higher rates of inflation within the next decade. Over time, the behavior of our currency will be determined by the behavior of our legislators. This relationship poses a continuing threat to currency stability - and a corresponding threat to the owners of long-term bonds.

Danh mục đầu tư thứ hai dành cho các công ty bảo hiểm của chúng ta là trái phiếu dài hạn. Những công ty này khó có thể thu hút sự quan tâm của chúng tôi, ngoại trừ trong những tình huống rất đặc biệt, chẳng hạn như các đợt phát hành của Hệ thống Cung cấp Điện Công cộng Washington (WPPSS) số 1, 2 và 3 đã được thảo luận trong báo cáo năm 1984. (Vào cuối năm, chúng ta sở hữu các trái phiếu WPPSS với giá trị phân bổ là 218 triệu USD và giá trị thị trường là 310 triệu USD, mang lại cho chúng ta 31,7 triệu USD thu nhập miễn thuế hàng năm.) Sự ác cảm của chúng tôi đối với trái phiếu dài hạn liên quan đến nỗi lo ngại rằng chúng ta sẽ chứng kiến tỷ lệ lạm phát cao hơn nhiều trong thập kỷ tới. Theo thời gian, giá trị của đồng tiền sẽ được quyết định bởi hành vi của các nhà lập pháp. Mỗi quan hệ này đặt ra một mối đe dọa thường trực đối với sự ổn định của tiền tệ — và một mối đe dọa tương ứng đối với những người nắm giữ trái phiếu dài hạn.

We continue to periodically employ money in the arbitrage field. However, unlike most arbitrageurs, who purchase dozens of securities each year, we purchase only a few. We restrict ourselves to large deals that have been announced publicly and do not bet on the come. Therefore, our potential profits are apt to be small; but, with luck, our disappointments will also be few.

Chúng tôi tiếp tục định kỳ sử dụng vốn trong lĩnh vực kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage). Tuy nhiên, không giống như hầu hết các nhà kinh doanh chênh lệch giá khác — những người mua hàng tá loại chứng khoán mỗi năm — chúng tôi chỉ mua một vài loại. Chúng tôi giới hạn bản thân trong các thương vụ lớn đã được công bố công khai và không đặt cược vào những thương vụ chưa rõ ràng (do not bet on the come). Do đó, lợi nhuận tiềm năng của chúng tôi thường ở mức khiêm tốn; nhưng nếu may mắn, những thất vọng mà chúng tôi gặp phải cũng sẽ ít đi.

Our yearend portfolio shown below includes one arbitrage commitment, Lear-Siegler. Our balance sheet also includes a receivable for \$145 million, representing the money owed us (and paid a few days later) by Unilever, then in the process of purchasing Chesebrough-Ponds, another of our arbitrage holdings. Arbitrage is an alternative to Treasury Bills as a short-term parking place for money - a choice that combines potentially higher returns with higher risks. To date, our returns from the funds committed to arbitrage have been many times higher than they would have been

had we left those funds in Treasury Bills. Nonetheless, one bad experience could change the scorecard markedly.

Danh mục đầu tư cuối năm của chúng tôi hiển thị bên dưới bao gồm một cam kết kinh doanh chênh lệch giá là Lear-Siegler. Bảng cân đối kế toán của chúng tôi cũng bao gồm một khoản phải thu trị giá 145 triệu USD, đại diện cho số tiền mà Unilever nợ chúng tôi (và đã thanh toán vài ngày sau đó) khi họ đang trong quá trình mua lại Chesebrough-Ponds, một danh mục arbitrage khác của chúng tôi. Kinh doanh chênh lệch giá là một lựa chọn thay thế cho Tín phiếu Kho bạc để làm nơi "gửi xe" ngắn hạn cho dòng tiền — một lựa chọn kết hợp giữa lợi nhuận tiềm năng cao hơn với rủi ro cao hơn. Cho đến nay, lợi nhuận từ nguồn vốn cam kết cho arbitrage của chúng ta đã cao hơn gấp nhiều lần so với việc nếu chúng ta để số tiền đó trong Tín phiếu Kho bạc. Tuy nhiên, chỉ cần một trải nghiệm tồi tệ cũng có thể thay đổi bảng điểm này một cách đáng kể.

We also, though it takes some straining, currently view medium-term tax-exempt bonds as an alternative to short-term Treasury holdings. Buying these bonds, we run a risk of significant loss if, as seems probable, we sell many of them well before maturity. However, we believe this risk is more than counter-balanced first, by the much higher after-tax returns currently realizable from these securities as compared to Treasury Bills and second, by the possibility that sales will produce an overall profit rather than a loss. Our expectation of a higher total return, after allowing for the possibility of loss and after taking into account all tax effects, is a relatively close call and could well be wrong. Even if we sell our bonds at a fairly large loss, however, we may end up reaping a higher after-tax return than we would have realized by repeatedly rolling over Treasury Bills.

Chúng tôi cũng đang coi các trái phiếu miễn thuế trung hạn là một lựa chọn thay thế cho việc nắm giữ Tín phiếu Kho bạc ngắn hạn, dù cách nhìn nhận này có phần hơi khiên cưỡng. Khi mua những trái phiếu này, chúng tôi chấp nhận rủi ro thua lỗ đáng kể nếu phải bán nhiều trái phiếu trong số đó trước ngày đáo hạn — một khả năng rất dễ xảy ra. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng rủi ro này được bù đắp thỏa đáng: thứ nhất, bởi lợi nhuận sau thuế từ những chứng khoán này hiện cao hơn nhiều so với Tín phiếu Kho bạc; và thứ hai, bởi khả năng việc bán ra sẽ mang lại lợi nhuận tổng thể thay vì thua lỗ. Kỳ vọng của chúng tôi về một tổng lợi nhuận cao hơn (sau khi đã trừ đi khả năng thua lỗ và tính đến tất cả các tác động thuế) là một quyết định khá sát sao và hoàn toàn có thể sai lầm. Dù vậy, ngay cả khi phải bán trái phiếu với mức lỗ khá lớn, chúng tôi vẫn có thể thu được lợi nhuận sau thuế cao hơn so với việc liên tục tái đầu tư vào Tín phiếu Kho bạc.

In any event, you should know that our expectations for both the stocks and bonds we now hold are exceptionally modest, given current market levels. Probably the best thing that could happen to us is a market in which we would choose to sell many of our bond holdings at a significant loss in order to re-allocate funds to the far-better equity values then very likely to exist. The bond losses I am talking about would occur if high interest rates came along; the same rates would probably depress common stocks considerably more than medium-term bonds.

Trong bất kỳ tình huống nào, quý vị nên biết rằng kỳ vọng của chúng tôi đối với cả cổ phiếu và trái phiếu đang nắm giữ hiện nay là cực kỳ khiêm tốn, xét theo mặt bằng thị trường hiện

tại. Có lẽ điều tốt nhất có thể xảy ra với chúng ta là một thị trường mà ở đó chúng ta chọn bán đi nhiều trái phiếu đang nắm giữ với mức lỗ đáng kể để tái phân bổ vốn vào các cổ phiếu có giá trị tốt hơn nhiều, vốn rất có khả năng sẽ xuất hiện vào lúc đó. Những khoản lỗ trái phiếu mà tôi đang đề cập sẽ xảy ra nếu lãi suất tăng cao; và chính mức lãi suất đó có lẽ sẽ dim giá cổ phiếu phổ thông xuống sâu hơn nhiều so với các trái phiếu trung hạn.

We show below our 1986 yearend net holdings in marketable equities. All positions with a market value of over \$25 million are listed, and the interests attributable to minority shareholdings of Wesco Financial Corp. and Nebraska Furniture Mart are excluded.

Dưới đây là các khoản nắm giữ ròng của chúng tôi đối với các cổ phiếu phổ thông có tính thanh khoản cao vào cuối năm 1986. Tất cả các vị thế có giá trị thị trường trên 25 triệu USD đều được liệt kê; các lợi ích thuộc về cổ đông thiểu số tại Wesco Financial Corp. và Nebraska Furniture Mart đã được loại trừ.

<i>No. of Shares</i>		<i>Cost</i>	<i>Market</i>
-----		-----	-----
		<i>(000s omitted)</i>	
2,990,000	Capital Cities/ABC, Inc.	\$515,775	\$ 801,694
6,850,000	GEICO Corporation	45,713	674,725
2,379,200	Handy & Harman	27,318	46,989
489,300	Lear Siegler, Inc.	44,064	44,587
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	269,531
		-----	-----
		642,601	1,837,526
	All Other Common Stockholdings	12,763	36,507
		-----	-----
	Total Common Stocks	\$655,364	\$1,874,033

We should note that we expect to keep permanently our three primary holdings, Capital Cities/ABC, Inc., GEICO Corporation, and The Washington Post. Even if these securities were to appear significantly overpriced, we would not anticipate selling them, just as we would not sell See's or Buffalo Evening News if someone were to offer us a price far above what we believe those businesses are worth.

Chúng tôi cần lưu ý rằng chúng tôi dự định sẽ giữ vĩnh viễn ba khoản đầu tư chính của mình: Capital Cities/ABC, Inc., Tập đoàn GEICO, và The Washington Post. Ngay cả khi những chứng khoán này có vẻ đang bị định giá quá cao một cách đáng kể, chúng tôi cũng không có ý định bán chúng, giống như việc chúng tôi sẽ không bán See's Candies hay tờ Buffalo Evening News nếu có ai đó trả mức giá cao hơn nhiều so với giá trị mà chúng tôi tin tưởng ở những doanh nghiệp đó.

This attitude may seem old-fashioned in a corporate world in which activity has become the order of the day. The modern manager refers to his "portfolio" of businesses - meaning that all

of them are candidates for "restructuring" whenever such a move is dictated by Wall Street preferences, operating conditions or a new corporate "concept." (Restructuring is defined narrowly, however: it extends only to dumping offending businesses, not to dumping the officers and directors who bought the businesses in the first place. "Hate the sin but love the sinner" is a theology as popular with the Fortune 500 as it is with the Salvation Army.)

Thái độ này có vẻ lỗi thời trong một thế giới doanh nghiệp nơi mà việc "mua đi bán lại" đã trở thành mệnh lệnh của thời đại. Các nhà quản lý hiện đại thường gọi các doanh nghiệp của mình là một "danh mục đầu tư" (portfolio) — ngụ ý rằng tất cả chúng đều là ứng viên cho việc "tái cấu trúc" (restructuring) bất cứ khi nào động thái đó được thúc đẩy bởi sở thích của Phố Wall, điều kiện vận hành hoặc một "khái niệm" doanh nghiệp mới nào đó. (Tuy nhiên, "tái cấu trúc" lại được định nghĩa rất hẹp: nó chỉ mở rộng đến việc tổng khứ những mảng kinh doanh yếu kém, chứ không phải tổng khứ những vị giám đốc và quản trị viên đã mua mảng kinh doanh đó ngay từ đầu. "Ghét tội lỗi nhưng yêu tội đồ" là một thần học phổ biến trong nhóm Fortune 500 cũng như trong tổ chức Cứu thế quân vậy.)

Investment managers are even more hyperkinetic: their behavior during trading hours makes whirling dervishes appear sedated by comparison. Indeed, the term "institutional investor" is becoming one of those self-contradictions called an oxymoron, comparable to "jumbo shrimp," "lady mudwrestler" and "inexpensive lawyer."

Các nhà quản lý đầu tư thậm chí còn "tăng động" hơn: hành vi của họ trong giờ giao dịch khiến những tu sĩ xoay vòng (whirling dervishes) trông có vẻ như đang dùng thuốc an thần nếu đem ra so sánh. Thật vậy, thuật ngữ "nhà đầu tư định chế" (institutional investor) đang trở thành một trong những cụm từ tự mâu thuẫn (oxymoron), tương tự như "tôm hùm khổng lồ" (jumbo shrimp), "nữ đô vật bùn" hay "luật sư giá rẻ".

Despite the enthusiasm for activity that has swept business and financial America, we will stick with our 'til-death-do-us- part policy. It's the only one with which Charlie and I are comfortable, it produces decent results, and it lets our managers and those of our investees run their businesses free of distractions.

Bất chấp sự nhiệt huyết với các hoạt động mua bán đang quét qua giới kinh doanh và tài chính Mỹ, chúng tôi sẽ kiên trì với chính sách "cho đến khi cái chết lia xa". Đó là chính sách duy nhất mà Charlie và tôi cảm thấy thoải mái, nó mang lại kết quả khả quan, và nó cho phép các nhà quản lý của chúng tôi cũng như của các công ty mà chúng tôi đầu tư được điều hành doanh nghiệp mà không bị xao nhãng.

NHP, Inc.

NHP, Inc.

Last year we paid \$23.7 million for about 50% of NHP, Inc., a developer, syndicator, owner and manager of multi-family rental housing. Should all executive stock options that have been

authorized be granted and exercised, our equity interest will decline to slightly over 45%.

Năm ngoái, chúng ta đã chi 23,7 triệu USD để mua khoảng 50% cổ phần của NHP, Inc., một đơn vị phát triển, hợp vốn, sở hữu và quản lý nhà ở cho thuê đa gia đình. Nếu tất cả các quyền chọn cổ phiếu dành cho ban điều hành đã được phê duyệt được cấp và thực hiện, tỷ lệ sở hữu của chúng ta sẽ giảm xuống còn hơn 45% một chút.

NHP, Inc. has a most unusual genealogy. In 1967, President Johnson appointed a commission of business and civic leaders, led by Edgar Kaiser, to study ways to increase the supply of multifamily housing for low- and moderate-income tenants. Certain members of the commission subsequently formed and promoted two business entities to foster this goal. Both are now owned by NHP, Inc. and one operates under unusual ground rules: three of its directors must be appointed by the President, with the advice and consent of the Senate, and it is also required by law to submit an annual report to the President.

NHP, Inc. có một "gia phả" hết sức khác biệt. Vào năm 1967, Tổng thống Johnson đã bổ nhiệm một ủy ban gồm các nhà lãnh đạo doanh nghiệp và cộng đồng, do Edgar Kaiser đứng đầu, để nghiên cứu các phương thức nhằm tăng nguồn cung nhà ở đa gia đình cho những người thuê nhà có thu nhập thấp và trung bình. Một số thành viên của ủy ban sau đó đã thành lập và thúc đẩy hai thực thể kinh doanh nhằm thực hiện mục tiêu này. Cả hai hiện đều thuộc sở hữu của NHP, Inc. và một trong số đó hoạt động theo những quy tắc nền tảng rất khác thường: ba trong số các giám đốc của nó phải do Tổng thống bổ nhiệm với sự tư vấn và đồng ý của Thượng viện, đồng thời nó cũng được luật pháp yêu cầu phải nộp báo cáo hàng năm cho Tổng thống.

Over 260 major corporations, motivated more by the idea of public service than profit, invested \$42 million in the two original entities, which promptly began, through partnerships, to develop government-subsidized rental property. The typical partnership owned a single property and was largely financed by a non-recourse mortgage. Most of the equity money for each partnership was supplied by a group of limited partners who were primarily attracted by the large tax deductions that went with the investment. NHP acted as general partner and also purchased a small portion of each partnership's equity.

Hơn 260 tập đoàn lớn, với động lực phục vụ cộng đồng nhiều hơn là lợi nhuận, đã đầu tư 42 triệu USD vào hai thực thể ban đầu này. Các thực thể này ngay lập tức bắt đầu phát triển các bất động sản cho thuê được chính phủ trợ cấp thông qua hình thức hợp danh. Một mô hình hợp danh điển hình sẽ sở hữu một bất động sản duy nhất và phần lớn được tài trợ bởi một khoản vay thế chấp không truy đòi (non-recourse mortgage). Phần lớn vốn cổ phần cho mỗi hợp danh được cung cấp bởi một nhóm các đối tác hữu hạn (limited partners) — những người bị thu hút chủ yếu bởi các khoản khấu trừ thuế lớn đi kèm với khoản đầu tư này. NHP đóng vai trò là đối tác điều hành (general partner) và cũng mua một phần nhỏ vốn cổ phần của mỗi hợp danh.

The Government's housing policy has, of course, shifted and NHP has necessarily broadened its activities to include non- subsidized apartments commanding market-rate rents. In addition, a subsidiary of NHP builds single-family homes in the Washington, D.C. area, realizing

revenues of about \$50 million annually.

Chính sách nhà ở của Chính phủ, tất nhiên, đã thay đổi và NHP tất yếu phải mở rộng các hoạt động của mình bao gồm cả các căn hộ không được trợ cấp theo giá thuê thị trường. Ngoài ra, một công ty con của NHP cũng xây dựng nhà ở đơn lập tại khu vực Washington, D.C., đạt doanh thu hàng năm khoảng 50 triệu USD.

NHP now oversees about 500 partnership properties that are located in 40 states, the District of Columbia and Puerto Rico, and that include about 80,000 housing units. The cost of these properties was more than \$2.5 billion and they have been well maintained. NHP directly manages about 55,000 of the housing units and supervises the management of the rest. The company's revenues from management are about \$16 million annually, and growing.

Hiện tại, NHP đang giám sát khoảng 500 bất động sản hợp danh đặt tại 40 bang, Đặc khu Columbia và Puerto Rico, bao gồm khoảng 80.000 đơn vị nhà ở. Nguyên giá của các bất động sản này là hơn 2,5 tỷ USD và chúng đều được bảo trì tốt. NHP trực tiếp quản lý khoảng 55.000 đơn vị nhà ở và giám sát việc quản lý số còn lại. Doanh thu của công ty từ hoạt động quản lý đạt khoảng 16 triệu USD mỗi năm và đang tiếp tục tăng trưởng.

In addition to the equity interests it purchased upon the formation of each partnership, NHP owns varying residual interests that come into play when properties are disposed of and distributions are made to the limited partners. The residuals on many of NHP's "deep subsidy" properties are unlikely to be of much value. But residuals on certain other properties could prove quite valuable, particularly if inflation should heat up.

Ngoài phần vốn cổ phần đã mua khi thành lập mỗi hợp danh, NHP còn sở hữu các quyền lợi thặng dư (residual interests) khác nhau — những quyền lợi này sẽ có hiệu lực khi bất động sản được thanh lý và các khoản phân phối được thực hiện cho các đối tác hữu hạn. Quyền lợi thặng dư tại nhiều bất động sản "được trợ cấp sâu" của NHP khó có khả năng mang lại nhiều giá trị. Tuy nhiên, quyền lợi thặng dư tại một số bất động sản khác có thể chứng minh là khá giá trị, đặc biệt là nếu lạm phát gia tăng.

The tax-oriented syndication of properties to individuals has been halted by the Tax Reform Act of 1986. In the main, NHP is currently trying to develop equity positions or significant residual interests in non-subsidized rental properties of quality and size (typically 200 to 500 units). In projects of this kind, NHP usually works with one or more large institutional investors or lenders. NHP will continue to seek ways to develop low- and moderate-income apartment housing, but will not likely meet success unless government policy changes.

Hoạt động hợp vốn bất động sản theo định hướng ưu đãi thuế cho các cá nhân đã bị đình chỉ bởi Đạo luật Cải cách Thuế năm 1986. Về cơ bản, NHP hiện đang nỗ lực phát triển các vị thế vốn cổ phần hoặc quyền lợi thặng dư đáng kể trong các bất động sản cho thuê không được trợ cấp, có chất lượng và quy mô lớn (thường từ 200 đến 500 đơn vị nhà ở). Trong những dự án loại này, NHP thường làm việc với một hoặc nhiều nhà đầu tư định chế hoặc tổ chức cho vay lớn. NHP sẽ

tiếp tục tìm cách phát triển nhà ở chung cư cho người thu nhập thấp và trung bình, nhưng khó có khả năng thành công trừ khi chính sách của chính phủ thay đổi.

Besides ourselves, the large shareholders in NHP are Weyerhaeuser (whose interest is about 25%) and a management group led by Rod Heller, chief executive of NHP. About 60 major corporations also continue to hold small interests, none larger than 2%.

Ngoài chúng ta, các cổ đông lớn khác tại NHP là Weyerhaeuser (nắm giữ khoảng 25%) và một nhóm quản lý đứng đầu bởi Rod Heller, Giám đốc điều hành của NHP. Khoảng 60 tập đoàn lớn cũng tiếp tục nắm giữ các tỷ lệ sở hữu nhỏ, không có đơn vị nào nắm giữ quá 2%.

Taxation

Thuế khóa

The Tax Reform Act of 1986 affects our various businesses in important and divergent ways. Although we find much to praise in the Act, the net financial effect for Berkshire is negative: our rate of increase in business value is likely to be at least moderately slower under the new law than under the old. The net effect for our shareholders is even more negative: every dollar of increase in per-share business value, assuming the increase is accompanied by an equivalent dollar gain in the market value of Berkshire stock, will produce 72 cents of after-tax gain for our shareholders rather than the 80 cents produced under the old law. This result, of course, reflects the rise in the maximum tax rate on personal capital gains from 20% to 28%.

Đạo luật Cải cách Thuế năm 1986 ảnh hưởng đến các mảng kinh doanh khác nhau của chúng ta theo những cách quan trọng và khác biệt. Mặc dù chúng tôi tìm thấy nhiều điểm đáng khen ngợi trong Đạo luật này, nhưng tác động tài chính ròng đối với Berkshire là tiêu cực: tốc độ tăng trưởng giá trị kinh doanh của chúng ta có khả năng sẽ chậm lại, ít nhất là ở mức vừa phải, dưới thời luật mới so với luật cũ. Tác động ròng đối với các cổ đông của chúng ta thậm chí còn tiêu cực hơn: mỗi một đô la tăng thêm trong giá trị kinh doanh trên mỗi cổ phiếu — giả định rằng sự gia tăng này đi kèm với một đô la tăng tương ứng trong giá trị thị trường của cổ phiếu Berkshire — sẽ chỉ mang lại 72 xu lợi nhuận sau thuế cho cổ đông, thay vì 80 xu như dưới thời luật cũ. Kết quả này, tất nhiên, phản ánh việc mức thuế suất tối đa đối với lợi nhuận vốn cá nhân (personal capital gains) đã tăng từ 20% lên 28%.

Here are the main tax changes that affect Berkshire:

Dưới đây là những thay đổi chính về thuế ảnh hưởng đến Berkshire:

o The tax rate on corporate ordinary income is scheduled to decrease from 46% in 1986 to 34% in 1988. This change obviously affects us positively - and it also has a significant positive effect on two of our three major investees, Capital Cities/ABC and The Washington Post Company.

o Thuế suất đối với thu nhập thông thường của doanh nghiệp được lên kế hoạch giảm từ 46% năm 1986 xuống còn 34% vào năm 1988. Sự thay đổi này rõ ràng có tác động tích cực đến chúng ta — và nó cũng có tác động tích cực đáng kể đến hai trong số ba khoản đầu tư lớn nhất của chúng ta là Capital Cities/ABC và The Washington Post Company.

I say this knowing that over the years there has been a lot of fuzzy and often partisan commentary about who really pays corporate taxes - businesses or their customers. The argument, of course, has usually turned around tax increases, not decreases. Those people resisting increases in corporate rates frequently argue that corporations in reality pay none of the taxes levied on them but, instead, act as a sort of economic pipeline, passing all taxes through to consumers. According to these advocates, any corporate-tax increase will simply lead to higher prices that, for the corporation, offset the increase. Having taken this position, proponents of the "pipeline" theory must also conclude that a tax decrease for corporations will not help profits but will instead flow through, leading to correspondingly lower prices for consumers.

Tôi nói điều này khi biết rằng trong nhiều năm qua đã có rất nhiều bình luận mập mờ và mang tính định kiến phe phái về việc ai thực sự là người trả thuế doanh nghiệp — bản thân doanh nghiệp hay khách hàng của họ. Các tranh luận, tất nhiên, thường xoay quanh việc tăng thuế chứ không phải giảm thuế. Những người phản đối việc tăng thuế doanh nghiệp thường lập luận rằng trên thực tế, các tập đoàn không trả bất kỳ khoản thuế nào bị đánh vào họ, mà thay vào đó, họ đóng vai trò như một loại "đường ống kính tế", chuyển toàn bộ gánh nặng thuế sang người tiêu dùng. Theo những người ủng hộ quan điểm này, bất kỳ sự gia tăng thuế doanh nghiệp nào cũng sẽ dẫn đến việc tăng giá bán để bù đắp cho khoản thuế đó. Với lập trường này, những người ủng hộ thuyết "đường ống" cũng phải kết luận rằng việc giảm thuế cho doanh nghiệp sẽ không giúp ích gì cho lợi nhuận, mà thay vào đó sẽ chảy qua đường ống để dẫn đến việc hạ giá tương ứng cho người tiêu dùng.

Conversely, others argue that corporations not only pay the taxes levied upon them, but absorb them also. Consumers, this school says, will be unaffected by changes in corporate rates.

Ngược lại, những người khác lập luận rằng các tập đoàn không chỉ trả các khoản thuế bị đánh vào mình mà còn tự hấp thụ chúng. Trường phái này cho rằng người tiêu dùng sẽ không bị ảnh hưởng bởi những thay đổi trong thuế suất doanh nghiệp.

What really happens? When the corporate rate is cut, do Berkshire, The Washington Post, Cap Cities, etc., themselves soak up the benefits, or do these companies pass the benefits along to their customers in the form of lower prices? This is an important question for investors and managers, as well as for policymakers.

Điều gì thực sự xảy ra? Khi thuế suất doanh nghiệp được cắt giảm, liệu bản thân Berkshire, The Washington Post, Cap Cities, v.v., sẽ tự "hút" lấy các lợi ích đó, hay những công ty này sẽ chuyển lợi ích cho khách hàng dưới hình thức giảm giá? Đây là một câu hỏi quan trọng đối với các nhà đầu tư và quản lý, cũng như đối với các nhà hoạch định chính sách.

Our conclusion is that in some cases the benefits of lower corporate taxes fall exclusively, or almost exclusively, upon the corporation and its shareholders, and that in other cases the benefits are entirely, or almost entirely, passed through to the customer. What determines the outcome is the strength of the corporation's business franchise and whether the profitability of that franchise is regulated.

Kết luận của chúng tôi là: trong một số trường hợp, lợi ích từ việc giảm thuế doanh nghiệp thuộc về duy nhất, hoặc gần như duy nhất, chính tập đoàn và các cổ đông của nó; còn trong các trường hợp khác, lợi ích đó được chuyển toàn bộ, hoặc gần như toàn bộ, sang cho khách hàng. Điều quyết định kết quả này chính là sức mạnh đặc quyền kinh doanh (business franchise) của tập đoàn và liệu khả năng sinh lời của đặc quyền đó có bị điều tiết hay không.

For example, when the franchise is strong and after-tax profits are regulated in a relatively precise manner, as is the case with electric utilities, changes in corporate tax rates are largely reflected in prices, not in profits. When taxes are cut, prices will usually be reduced in short order. When taxes are increased, prices will rise, though often not as promptly.

Ví dụ, khi đặc quyền kinh doanh mạnh nhưng lợi nhuận sau thuế lại bị điều tiết một cách tương đối chính xác — như trường hợp của các công ty điện lực — thì những thay đổi trong thuế suất doanh nghiệp phần lớn được phản ánh vào giá cả chứ không phải lợi nhuận. Khi thuế giảm, giá thường sẽ được hạ xuống trong thời gian ngắn. Khi thuế tăng, giá sẽ tăng, dù thường không nhanh chóng bằng.

A similar result occurs in a second arena - in the price- competitive industry, whose companies typically operate with very weak business franchises. In such industries, the free market "regulates" after-tax profits in a delayed and irregular, but generally effective, manner. The marketplace, in effect, performs much the same function in dealing with the price- competitive industry as the Public Utilities Commission does in dealing with electric utilities. In these industries, therefore, tax changes eventually affect prices more than profits.

Kết quả tương tự cũng xảy ra ở lĩnh vực thứ hai — các ngành công nghiệp cạnh tranh về giá, nơi các công ty thường vận hành với những đặc quyền kinh doanh rất yếu. Trong những ngành này, thị trường tự do sẽ "điều tiết" lợi nhuận sau thuế theo cách chậm trễ và không đều đặn, nhưng nhìn chung là hiệu quả. Về bản chất, thị trường thực hiện chức năng tương tự đối với ngành cạnh tranh về giá như cách mà Ủy ban Tiện ích Công cộng thực hiện đối với các công ty điện lực. Do đó, trong các ngành này, thay đổi về thuế cuối cùng sẽ ảnh hưởng đến giá cả nhiều hơn là lợi nhuận.

In the case of unregulated businesses blessed with strong franchises, however, it's a different story: the corporation and its shareholders are then the major beneficiaries of tax cuts. These companies benefit from a tax cut much as the electric company would if it lacked a regulator to force down prices.

Tuy nhiên, đối với trường hợp của các doanh nghiệp không bị điều tiết và được ban tặng những đặc quyền kinh doanh mạnh mẽ, câu chuyện lại hoàn toàn khác: khi đó, tập đoàn và các cổ đông chính là những người hưởng lợi chính từ việc cắt giảm thuế. Những công ty này hưởng lợi từ việc giảm thuế giống như cách mà một công ty điện lực sẽ có được nếu nó thiếu đi một cơ quan điều tiết để ép giá xuống.

Many of our businesses, both those we own in whole and in part, possess such franchises. Consequently, reductions in their taxes largely end up in our pockets rather than the pockets of our customers. While this may be impolitic to state, it is impossible to deny. If you are tempted to believe otherwise, think for a moment of the most able brain surgeon or lawyer in your area. Do you really expect the fees of this expert (the local "franchise-holder" in his or her specialty) to be reduced now that the top personal tax rate is being cut from 50% to 28%?

Nhiều doanh nghiệp của chúng ta, bao gồm cả những doanh nghiệp chúng ta sở hữu toàn bộ hoặc một phần, đều sở hữu những đặc quyền kinh doanh như vậy. Hệ quả là, việc cắt giảm thuế của họ phần lớn sẽ chảy vào túi của chúng ta thay vì túi của khách hàng. Mặc dù tuyên bố điều này có vẻ không khôn ngoan về mặt chính trị, nhưng đó là một sự thật không thể phủ nhận. Nếu quý vị có ý định tin vào điều ngược lại, hãy thử nghĩ một chút về vị bác sĩ phẫu thuật não hoặc luật sư giỏi nhất trong vùng của mình. Quý vị có thực sự kỳ vọng rằng mức phí của chuyên gia này (người nắm giữ "đặc quyền kinh doanh" tại địa phương trong lĩnh vực chuyên môn của họ) sẽ được giảm bớt khi mà mức thuế thu nhập cá nhân cao nhất đang được cắt giảm từ 50% xuống còn 28% không?

Your joy at our conclusion that lower rates benefit a number of our operating businesses and investees should be severely tempered, however, by another of our convictions: scheduled 1988 tax rates, both individual and corporate, seem totally unrealistic to us. These rates will very likely bestow a fiscal problem on Washington that will prove incompatible with price stability. We believe, therefore, that ultimately - within, say, five years - either higher tax rates or higher inflation rates are almost certain to materialize. And it would not surprise us to see both.

Tuy nhiên, niềm vui của quý vị trước kết luận của chúng tôi — rằng thuế suất thấp hơn sẽ có lợi cho một số doanh nghiệp vận hành và các công ty mà chúng ta đầu tư — nên được tiết chế lại một cách nghiêm túc bởi một niềm tin khác của chúng tôi: mức thuế suất dự kiến cho năm 1988, cả đối với cá nhân và doanh nghiệp, đối với chúng tôi dường như là hoàn toàn phi thực tế. Những mức thuế này rất có khả năng sẽ gây ra một vấn đề tài khóa cho Washington, điều sẽ chứng minh là không tương thích với sự ổn định giá cả. Do đó, chúng tôi tin rằng cuối cùng — chẳng hạn trong vòng năm năm tới — hoặc là mức thuế cao hơn, hoặc là tỷ lệ lạm phát cao hơn gần như chắc chắn sẽ xuất hiện. Và chúng tôi sẽ không ngạc nhiên nếu thấy cả hai điều đó cùng xảy ra.

o Corporate capital gains tax rates have been increased from 28% to 34%, effective in 1987. This change will have an important adverse effect on Berkshire because we expect much of our gain in business value in the future, as in the past, to arise from capital gains. For example, our three major investment holdings - Cap Cities, GEICO, and Washington Post - at yearend had

a market value of over \$1.7 billion, close to 75% of the total net worth of Berkshire, and yet they deliver us only about \$9 million in annual income. Instead, all three retain a very high percentage of their earnings, which we expect to eventually deliver us capital gains.

- o Thuế suất đối với lợi nhuận vốn của doanh nghiệp đã tăng từ 28% lên 34%, có hiệu lực từ năm 1987. Sự thay đổi này sẽ có tác động bất lợi đáng kể đối với Berkshire vì chúng tôi kỳ vọng rằng phần lớn sự gia tăng giá trị kinh doanh của chúng ta trong tương lai, cũng như trong quá khứ, sẽ đến từ lợi nhuận vốn. Ví dụ, ba khoản đầu tư chính của chúng ta — Cap Cities, GEICO và Washington Post — vào cuối năm có giá trị thị trường hơn 1,7 tỷ USD, chiếm gần 75% tổng giá trị tài sản ròng của Berkshire, nhưng chúng chỉ mang lại cho chúng ta khoảng 9 triệu USD thu nhập cổ tức hàng năm. Thay vào đó, cả ba công ty này đều giữ lại tỷ lệ lợi nhuận rất cao, và chúng tôi kỳ vọng điều đó cuối cùng sẽ mang lại lợi nhuận vốn cho chúng ta.

The new law increases the rate for all gains realized in the future, including the unrealized gains that existed before the law was enacted. At yearend, we had \$1.2 billion of such unrealized gains in our equity investments. The effect of the new law on our balance sheet will be delayed because a GAAP rule stipulates that the deferred tax liability applicable to unrealized gains should be stated at last year's 28% tax rate rather than the current 34% rate. This rule is expected to change soon. The moment it does, about \$73 million will disappear from our GAAP net worth and be added to the deferred tax account.

Luật mới tăng thuế suất đối với tất cả các khoản lợi nhuận được hiện thực hóa trong tương lai, bao gồm cả những khoản lợi nhuận chưa thực hiện (unrealized gains) đã tồn tại trước khi luật được ban hành. Vào cuối năm, chúng ta có 1,2 tỷ USD lợi nhuận chưa thực hiện như vậy trong các khoản đầu tư cổ phiếu. Tác động của luật mới đối với bảng cân đối kế toán của chúng ta sẽ có độ trễ, bởi vì một quy tắc kế toán GAAP quy định rằng nợ thuế hoãn lại áp dụng cho các khoản lợi nhuận chưa thực hiện phải được ghi nhận theo mức thuế suất 28% của năm ngoái thay vì mức 34% hiện hành. Quy tắc này dự kiến sẽ sớm thay đổi. Ngay khi điều đó xảy ra, khoảng 73 triệu USD sẽ biến mất khỏi giá trị tài sản ròng theo chuẩn GAAP của chúng ta và được cộng vào tài khoản thuế hoãn lại.

- o Dividend and interest income received by our insurance companies will be taxed far more heavily under the new law. First, all corporations will be taxed on 20% of the dividends they receive from other domestic corporations, up from 15% under the old law. Second, there is a change concerning the residual 80% that applies only to property/casualty companies: 15% of that residual will be taxed if the stocks paying the dividends were purchased after August 7, 1986. A third change, again applying only to property/casualty companies, concerns tax-exempt bonds: interest on bonds purchased by insurers after August 7, 1986 will only be 85% tax-exempt.

- o Thu nhập từ cổ tức và lãi vay mà các công ty bảo hiểm của chúng ta nhận được sẽ bị đánh thuế nặng hơn nhiều theo luật mới. Thứ nhất, tất cả các tập đoàn sẽ bị đánh thuế trên 20% số cổ tức mà họ nhận được từ các tập đoàn nội địa khác, tăng lên từ mức 15% theo luật cũ. Thứ hai, có một sự thay đổi liên quan đến 80% còn lại vốn chỉ áp dụng cho các công ty bảo hiểm tài sản/thương vong: 15% của phần còn lại đó sẽ bị đánh thuế nếu các cổ phiếu chi trả cổ tức được

mua sau ngày 7 tháng 8 năm 1986. Thay đổi thứ ba, một lần nữa chỉ áp dụng cho các công ty bảo hiểm tài sản/thương vong, liên quan đến trái phiếu miễn thuế: lãi suất từ các trái phiếu được các công ty bảo hiểm mua sau ngày 7 tháng 8 năm 1986 sẽ chỉ được miễn thuế 85%.

The last two changes are very important. They mean that our income from the investments we make in future years will be significantly lower than would have been the case under the old law. My best guess is that these changes alone will eventually reduce the earning power of our insurance operation by at least 10% from what we could previously have expected.

Hai thay đổi cuối cùng là rất quan trọng. Chúng có nghĩa là thu nhập từ các khoản đầu tư mà chúng ta thực hiện trong những năm tới sẽ thấp hơn đáng kể so với trường hợp theo luật cũ. Dự đoán tốt nhất của tôi là chỉ riêng những thay đổi này cuối cùng sẽ làm giảm khả năng sinh lời (earning power) của hoạt động bảo hiểm của chúng ta ít nhất 10% so with những gì chúng ta có thể kỳ vọng trước đây.

o The new tax law also materially changes the timing of tax payments by property/casualty insurance companies. One new rule requires us to discount our loss reserves in our tax returns, a change that will decrease deductions and increase taxable income. Another rule, to be phased in over six years, requires us to include 20% of our unearned premium reserve in taxable income.

o Luật thuế mới cũng thay đổi đáng kể thời điểm nộp thuế của các công ty bảo hiểm tài sản/thương vong. Một quy định mới yêu cầu chúng tôi phải chiết khấu dự phòng tổn thất (loss reserves) trong tờ khai thuế, một sự thay đổi sẽ làm giảm các khoản khấu trừ và làm tăng thu nhập chịu thuế. Một quy định khác, sẽ được thực hiện dần trong sáu năm, yêu cầu chúng tôi phải đưa 20% dự phòng phí bảo hiểm chưa thực hiện (unearned premium reserve) vào thu nhập chịu thuế.

Neither rule changes the amount of the annual tax accrual in our reports to you, but each materially accelerates the schedule of payments. That is, taxes formerly deferred will now be front-ended, a change that will significantly cut the profitability of our business. An analogy will suggest the toll: if, upon turning 21, you were required to immediately pay tax on all income you were due to receive throughout your life, both your lifetime wealth and your estate would be a small fraction of what they would be if all taxes on your income were payable only when you died.

Cả hai quy định này đều không thay đổi số tiền thuế lũy kế hàng năm trong các báo cáo gửi tới quý vị, nhưng mỗi quy định đều đẩy nhanh đáng kể lịch trình thanh toán. Nghĩa là, các khoản thuế trước đây được hoãn lại thì nay sẽ phải nộp ngay từ đầu — một sự thay đổi sẽ cắt giảm đáng kể khả năng sinh lời của doanh nghiệp chúng ta. Một phép so sánh sau đây sẽ cho thấy mức độ thiệt hại: nếu khi vừa tròn 21 tuổi, bạn bị yêu cầu phải nộp thuế ngay lập tức cho toàn bộ thu nhập mà bạn dự kiến sẽ nhận được trong suốt cuộc đời mình, thì cả khối tài sản tích lũy lẫn di sản của bạn sẽ chỉ là một phần nhỏ so với những gì bạn có nếu tất cả các khoản thuế đó chỉ phải nộp vào ngày bạn qua đời.

Attentive readers may spot an inconsistency in what we say. Earlier, discussing companies in price-competitive industries, we suggested that tax increases or reductions affect these companies relatively little, but instead are largely passed along to their customers. But now we are saying that tax increases will affect profits of Berkshire's property/casualty companies even though they operate in an intensely price-competitive industry.

Những độc giả tinh ý có thể nhận thấy một sự mâu thuẫn trong những gì chúng tôi đang nói. Ở phần trước, khi thảo luận về các công ty trong những ngành cạnh tranh về giá, chúng tôi đã gợi ý rằng việc tăng hay giảm thuế ảnh hưởng tương đối ít đến các công ty này, mà thay vào đó, phần lớn được chuyển sang cho khách hàng. Nhưng hiện tại, chúng tôi lại nói rằng việc tăng thuế sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của các công ty bảo hiểm tài sản/thương vong của Berkshire, mặc dù chúng vận hành trong một ngành công nghiệp cạnh tranh về giá cực kỳ khốc liệt.

The reason this industry is likely to be an exception to our general rule is that not all major insurers will be working with identical tax equations. Important differences will exist for several reasons: a new alternative minimum tax will materially affect some companies but not others; certain major insurers have huge loss carry-forwards that will largely shield their income from significant taxes for at least a few years; and the results of some large insurers will be folded into the consolidated returns of companies with non-insurance businesses. These disparate conditions will produce widely varying marginal tax rates in the property/casualty industry. That will not be the case, however, in most other price-competitive industries, such as aluminum, autos and department stores, in which the major players will generally contend with similar tax equations.

Lý do khiến ngành này (bảo hiểm) có khả năng là một ngoại lệ đối với quy tắc chung của chúng tôi là: không phải tất cả các công ty bảo hiểm lớn đều hoạt động với những phương trình thuế giống hệt nhau. Những sự khác biệt quan trọng sẽ tồn tại vì một vài lý do: một loại thuế tối thiểu thay thế mới (alternative minimum tax) sẽ ảnh hưởng đáng kể đến một số công ty nhưng lại không ảnh hưởng đến những công ty khác; một số nhà bảo hiểm lớn có các khoản lỗ chuyển kỳ (loss carry-forwards) khổng lồ giúp bảo vệ thu nhập của họ khỏi các mức thuế cao trong ít nhất vài năm; và kết quả kinh doanh của một số công ty bảo hiểm lớn khác sẽ được gộp vào báo cáo thuế hợp nhất của các tập đoàn mẹ có hoạt động kinh doanh ngoài ngành bảo hiểm. Những điều kiện khác biệt này sẽ tạo ra các mức thuế suất biên rất khác nhau trong ngành bảo hiểm tài sản/thương vong. Tuy nhiên, điều này sẽ không xảy ra ở hầu hết các ngành công nghiệp cạnh tranh về giá khác, chẳng hạn như nhôm, ô tô hay cửa hàng bách hóa, nơi mà các đối thủ chính thường phải đối mặt với các phương trình thuế tương đương nhau.

The absence of a common tax calculus for property/casualty companies means that the increased taxes falling on the industry will probably not be passed along to customers to the degree that they would in a typical price-competitive industry. Insurers, in other words, will themselves bear much of the new tax burdens.

Việc thiếu một hệ thức tính toán thuế chung cho các công ty bảo hiểm tài sản/thương vong có nghĩa là: gánh nặng thuế gia tăng đánh vào ngành này có lẽ sẽ không được chuyển sang cho khách hàng ở mức độ như trong một ngành công nghiệp cạnh tranh về giá điển hình. Nói cách

khác, chính các nhà bảo hiểm sẽ phải tự gánh chịu phần lớn các gánh nặng thuế mới này.

o A partial offset to these burdens is a "fresh start" adjustment that occurred on January 1, 1987 when our December 31, 1986 loss reserve figures were converted for tax purposes to the newly-required discounted basis. (In our reports to you, however, reserves will remain on exactly the same basis as in the past - undiscounted except in special cases such as structured settlements.) The net effect of the "fresh start" is to give us a double deduction: we will get a tax deduction in 1987 and future years for a portion of our-incurred-but-unpaid insurance losses that have already been fully deducted as costs in 1986 and earlier years.

o Một phần bù đắp cho những gánh nặng này là khoản điều chỉnh "khởi đầu mới" (fresh start) xảy ra vào ngày 1 tháng 1 năm 1987, khi các số liệu dự phòng tổn thất tính đến ngày 31 tháng 12 năm 1986 của chúng ta được chuyển đổi sang cơ sở chiết khấu mới theo yêu cầu của luật thuế. (Tuy nhiên, trong các báo cáo gửi tới quý vị, các khoản dự phòng sẽ vẫn giữ nguyên cơ sở chính xác như trước đây — nghĩa là không chiết khấu, ngoại trừ các trường hợp đặc biệt như các thỏa thuận chi trả dần theo cấu trúc). Hiệu ứng ròng của "khởi đầu mới" là mang lại cho chúng ta một khoản khấu trừ kép: chúng ta sẽ được khấu trừ thuế trong năm 1987 và những năm tới cho một phần tổn thất bảo hiểm đã phát sinh nhưng chưa chi trả — vốn là những khoản đã được khấu trừ hoàn toàn dưới dạng chi phí vào năm 1986 và các năm trước đó.

The increase in net worth that is produced by this change is not yet reflected in our financial statements. Rather, under present GAAP rules (which may be changed), the benefit will flow into the earnings statement and, consequently, into net worth over the next few years by way of reduced tax charges. We expect the total benefit from the fresh-start adjustment to be in the \$30 - \$40 million range. It should be noted, however, that this is a one-time benefit, whereas the negative impact of the other insurance-related tax changes is not only ongoing but, in important respects, will become more severe as time passes.

Sự gia tăng tài sản ròng do thay đổi này mang lại vẫn chưa được phản ánh trong báo cáo tài chính của chúng ta. Thay vào đó, theo các quy tắc GAAP hiện hành (có thể thay đổi), lợi ích này sẽ chảy vào báo cáo kết quả kinh doanh và theo đó là vào tài sản ròng trong vài năm tới thông qua việc giảm chi phí thuế. Chúng tôi kỳ vọng tổng lợi ích từ khoản điều chỉnh "khởi đầu mới" này sẽ nằm trong khoảng từ 30 đến 40 triệu USD. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng đây là lợi ích chỉ xảy ra một lần, trong khi tác động tiêu cực của những thay đổi thuế liên quan đến bảo hiểm khác không chỉ mang tính dài hạn mà còn trở nên trầm trọng hơn theo thời gian ở nhiều khía cạnh quan trọng.

o The General Utilities Doctrine was repealed by the new tax law. This means that in 1987 and thereafter there will be a double tax on corporate liquidations, one at the corporate level and another at the shareholder level. In the past, the tax at the corporate level could be avoided. If Berkshire, for example, were to be liquidated - which it most certainly won't be - shareholders would, under the new law, receive far less from the sales of our properties than they would have if the properties had been sold in the past, assuming identical prices in each sale. Though this outcome is theoretical in our case, the change in the law will very materially affect many

companies. Therefore, it also affects our evaluations of prospective investments. Take, for example, producing oil and gas businesses, selected media companies, real estate companies, etc. that might wish to sell out. The values that their shareholders can realize are likely to be significantly reduced simply because the General Utilities Doctrine has been repealed - though the companies' operating economics will not have changed adversely at all. My impression is that this important change in the law has not yet been fully comprehended by either investors or managers.

o Học thuyết "General Utilities" đã bị bãi bỏ bởi luật thuế mới. Điều này có nghĩa là từ năm 1987 trở đi, sẽ có một mức thuế kép đánh vào việc thanh lý doanh nghiệp: một lần ở cấp độ tập đoàn và một lần nữa ở cấp độ cổ đông. Trong quá khứ, mức thuế ở cấp độ tập đoàn có thể tránh được. Chẳng hạn, nếu Berkshire bị thanh lý — điều chắc chắn sẽ không xảy ra — thì theo luật mới, các cổ đông sẽ nhận được ít hơn nhiều từ việc bán các tài sản của chúng ta so với việc nếu những tài sản đó được bán trong quá khứ, giả định mức giá bán là như nhau. Mặc dù kết quả này chỉ mang tính lý thuyết trong trường hợp của chúng ta, nhưng sự thay đổi của luật pháp sẽ ảnh hưởng rất đáng kể đến nhiều công ty khác. Do đó, nó cũng ảnh hưởng đến việc chúng tôi đánh giá các khoản đầu tư tiềm năng. Hãy lấy ví dụ về các doanh nghiệp sản xuất dầu khí, một số công ty truyền thông nhất định, các công ty bất động sản, v.v., những đơn vị có thể muốn bán mình. Giá trị mà cổ đông của họ có thể thu về có khả năng sẽ bị giảm đi đáng kể chỉ vì Học thuyết General Utilities đã bị bãi bỏ — mặc dù các hoạt động kinh tế của những công ty đó không hề thay đổi theo hướng bất lợi. Ấn tượng của tôi là sự thay đổi quan trọng này trong luật pháp vẫn chưa được các nhà đầu tư hay các nhà quản lý thấu hiểu đầy đủ.

This section of our report has been longer and more complicated than I would have liked. But the changes in the law are many and important, particularly for property/casualty insurers. As I have noted, the new law will hurt Berkshire's results, but the negative impact is impossible to quantify with any precision.

Phần báo cáo này đã dài hơn và phức tạp hơn mức tôi mong muốn. Nhưng những thay đổi trong luật pháp là rất nhiều và quan trọng, đặc biệt là đối với các nhà bảo hiểm tài sản/thương vong. Như tôi đã lưu ý, luật mới sẽ gây tổn hại đến kết quả kinh doanh của Berkshire, nhưng tác động tiêu cực đó là không thể định lượng được với bất kỳ sự chính xác nào.

Miscellaneous

Các vấn đề khác

We bought a corporate jet last year. What you have heard about such planes is true: they are very expensive and a luxury in situations like ours where little travel to out-of-the-way places is required. And planes not only cost a lot to operate, they cost a lot just to look at. Pre-tax, cost of capital plus depreciation on a new \$15 million plane probably runs \$3 million annually. On our own plane, bought for \$850,000 used, such costs run close to \$200,000 annually.

Chúng ta đã mua một chiếc máy bay phản lực doanh nghiệp vào năm ngoái. Những gì quý vị từng nghe về loại máy bay này đều đúng: chúng rất đắt đỏ và là một thứ xa xỉ trong những hoàn

cảnh như của chúng ta — nơi ít khi phải di chuyển đến những địa điểm hẻo lánh. Và máy bay không chỉ tốn kém khi vận hành, chúng còn tốn bộ tiền ngay cả khi chỉ để... ngấm. Tính trước thuế, chi phí vốn cộng với khấu hao cho một chiếc máy bay mới trị giá 15 triệu USD có lẽ tiêu tốn khoảng 3 triệu USD mỗi năm. Với chiếc máy bay của chúng ta, được mua lại với giá 850.000 USD (đồ cũ), những chi phí như vậy rơi vào khoảng 200.000 USD hàng năm.

Cognizant of such figures, your Chairman, unfortunately, has in the past made a number of rather intemperate remarks about corporate jets. Accordingly, prior to our purchase, I was forced into my Galileo mode. I promptly experienced the necessary "counter-revelation" and travel is now considerably easier - and considerably costlier - than in the past. Whether Berkshire will get its money's worth from the plane is an open question, but I will work at achieving some business triumph that I can (no matter how dubiously) attribute to it. I'm afraid Ben Franklin had my number. Said he: "So convenient a thing it is to be a reasonable creature, since it enables one to find or make a reason for everything one has a mind to do."

Ý thức được những con số đó, Chủ tịch của quý vị, thật không may, trong quá khứ đã từng đưa ra một số nhận xét khá gay gắt về máy bay phản lực doanh nghiệp. Do đó, trước khi mua, tôi đã buộc phải chuyển sang "chế độ Galileo". Tôi lập tức trải nghiệm một "phản-khải huyền" cần thiết, và việc đi lại giờ đây đã dễ dàng hơn đáng kể — và cũng tốn kém hơn đáng kể — so với trước đây. Liệu Berkshire có thu lại được giá trị tương xứng với số tiền bỏ ra cho chiếc máy bay hay không vẫn là một câu hỏi còn bỏ ngỏ, nhưng tôi sẽ nỗ lực đạt được một thắng lợi kinh doanh nào đó mà tôi có thể (dù có vẻ khiên cưỡng đến đâu) quy công cho nó. Tôi e rằng Ben Franklin đã "đọc vị" được tôi. Ông ấy từng nói: "Con người là một sinh vật có lý trí, điều đó thật tiện lợi, vì nó cho phép ta tìm ra hoặc tạo ra lý lẽ cho mọi việc mà ta muốn làm."

About 97% of all eligible shares participated in Berkshire's 1986 shareholder-designated contributions program. Contributions made through the program were \$4 million, and 1,934 charities were recipients.

Khoảng 97% tổng số cổ phiếu đủ điều kiện đã tham gia vào chương trình đóng góp từ thiện do cổ đông chỉ định của Berkshire năm 1986. Tổng số tiền đóng góp thông qua chương trình là 4 triệu USD, và đã có 1.934 tổ chức từ thiện nhận được sự hỗ trợ này.

We urge new shareholders to read the description of our shareholder-designated contributions program that appears on pages 58 and 59. If you wish to participate in future programs, we strongly urge that you immediately make sure your shares are registered in the name of the actual owner, not in "street" name or nominee name. Shares not so registered on September 30, 1987 will be ineligible for the 1987 program.

Chúng tôi khuyến khích các cổ đông mới đọc phần mô tả về chương trình đóng góp do cổ đông chỉ định tại trang 58 và 59. Nếu quý vị muốn tham gia vào các chương trình trong tương lai, chúng tôi đặc biệt lưu ý quý vị cần đảm bảo ngay lập tức rằng cổ phiếu của mình được đăng ký dưới tên của chủ sở hữu thực tế, chứ không phải dưới tên của "sàn giao dịch" (street name) hay tên người đại diện (nominee name). Những cổ phiếu không được đăng ký đúng tên như vậy tính

đến ngày 30 tháng 9 năm 1987 sẽ không đủ điều kiện tham gia chương trình năm 1987.

* * *

Last year almost 450 people attended our shareholders' meeting, up from about 250 the year before (and from about a dozen ten years ago). I hope you can join us on May 19th in Omaha. Charlie and I like to answer owner-related questions and I can promise you that our shareholders will pose many good ones. Finishing up the questions may take quite a while - we had about 65 last year so you should feel free to leave once your own have been answered.

Năm ngoái, gần 450 người đã tham dự đại hội cổ đông của chúng ta, tăng lên từ khoảng 250 người của năm trước đó (và so với chỉ khoảng một tá người của mười năm trước). Tôi hy vọng quý vị có thể cùng chung vui với chúng tôi vào ngày 19 tháng 5 tại Omaha. Charlie và tôi rất thích trả lời các câu hỏi liên quan đến quyền sở hữu của cổ đông, và tôi có thể hứa với quý vị rằng các cổ đông của chúng ta sẽ đặt ra nhiều câu hỏi rất hay. Việc trả lời hết các câu hỏi có thể mất khá nhiều thời gian — năm ngoái chúng tôi đã trả lời khoảng 65 câu — vì vậy quý vị cứ tự nhiên rời đi sau khi các câu hỏi của mình đã được giải đáp.

Last year, after the meeting, one shareholder from New Jersey and another from New York went to the Furniture Mart, where each purchased a \$5,000 Oriental rug from Mrs. B. (To be precise, they purchased rugs that might cost \$10,000 elsewhere for which they were charged about \$5,000.) Mrs. B was pleased - but not satisfied - and she will be looking for you at the store after this year's meeting. Unless our shareholders top last year's record, I'll be in trouble. So do me (and yourself) a favor, and go see her.

Năm ngoái, sau cuộc họp, một cổ đông từ New Jersey và một người khác từ New York đã đến siêu thị nội thất Nebraska Furniture Mart, tại đó mỗi người đã mua một tấm thảm phương Đông trị giá 5.000 USD từ bà B (Mrs. B). (Chính xác mà nói, họ đã mua được những tấm thảm mà ở nơi khác có thể giá lên đến 10.000 USD, nhưng họ chỉ phải trả khoảng 5.000 USD). Bà B đã rất vui — nhưng vẫn chưa thấy thỏa mãn — và bà ấy sẽ mong chờ được gặp quý vị tại cửa hàng sau cuộc họp năm nay. Trừ khi các cổ đông của chúng ta phá vỡ kỷ lục của năm ngoái, nếu không tôi sẽ gặp rắc rối to đấy. Vì vậy, hãy giúp tôi (và cũng là giúp chính quý vị) một tay, hãy đến gặp bà ấy nhé.

Warren E. Buffett

February 27, 1987

Chairman of the Board

Chủ tịch Hội đồng Quản trị

Appendix

Phụ lục

Purchase-Price Accounting Adjustments and the "Cash Flow" Fallacy

Điều chỉnh Kế toán Giá mua và Sai lầm về "Dòng tiền"

First a short quiz: below are abbreviated 1986 statements of earnings for two companies. Which business is the more valuable?

Đầu tiên là một bài kiểm tra ngắn: Dưới đây là báo cáo kết quả kinh doanh tóm tắt năm 1986 của hai công ty. Theo quý vị, doanh nghiệp nào có giá trị hơn?

	<u>Company O</u>	<u>Company N</u>
	(000s Omitted)	
Revenues.....	\$677,240	\$677,240
Costs of Goods Sold:		
Historical costs, excluding depreciation.....	\$341,170	\$341,170
Special non-cash inventory costs.....		4,979 ⁽¹⁾
Depreciation of plant and equipment	8,301	13,355 ⁽²⁾
	<u>349,471</u>	<u>359,504</u>
	\$327,769	\$317,736

Gross Profit		
Selling & Admin. Expense.....	\$260,286	\$260,286
Amortization of Goodwill		⁽³⁾ <u>595</u>
	<u>260,286</u>	<u>260,881</u>
Operating Profit	\$ 67,483	\$ 56,855
Other Income, Net	<u>4,135</u>	<u>4,135</u>
Pre-Tax Income	\$ 71,618	\$ 60,990
Applicable Income Tax:		
Historical deferred and current tax	\$ 31,387	\$ 31,387
Non-Cash Inter-period Allocation Adjustment		⁽⁴⁾ <u>998</u>
	<u>31,387</u>	<u>32,385</u>
Net Income	<u>\$40,231</u> =====	<u>\$28,605</u> =====

(Numbers (1) through (4) designate items discussed later in this section.)

(Numbers (1) through (4) designate items discussed later in this section.)

(Các số từ (1) đến (4) chỉ định các khoản mục sẽ được thảo luận chi tiết ở phần sau của mục này.)

As you've probably guessed, Companies O and N are the same business - Scott Fetzer. In the "O" (for "old") column we have shown what the company's 1986 GAAP earnings would have been if we had not purchased it; in the "N" (for "new") column we have shown Scott Fetzer's GAAP earnings as actually reported by Berkshire.

Như có lẽ quý vị đã đoán ra, Công ty O (Old - Cũ) và N (New - Mới) thực chất là cùng một doanh nghiệp – đó chính là Scott Fetzer. Ở cột "O", chúng tôi trình bày lợi nhuận theo chuẩn GAAP năm 1986 của công ty nếu như chúng ta không mua lại nó; còn ở cột "N", chúng tôi trình bày lợi nhuận GAAP của Scott Fetzer đúng như thực tế đã được báo cáo bởi Berkshire.

It should be emphasized that the two columns depict identical economics - i.e., the same

sales, wages, taxes, etc. And both "companies" generate the same amount of cash for owners. Only the accounting is different.

Cần phải nhấn mạnh rằng cả hai cột đều mô tả cùng một thực trạng kinh tế – nghĩa là cùng mức doanh thu, tiền lương, thuế, v.v. Và cả hai "công ty" đều tạo ra cùng một lượng tiền mặt như nhau cho chủ sở hữu. Chỉ có cách hạch toán kế toán là khác biệt.

So, fellow philosophers, which column presents truth? Upon which set of numbers should managers and investors focus?

Vậy thì, hỡi các nhà hiền triết, cột nào trình bày sự thật? Các nhà quản lý và nhà đầu tư nên tập trung vào bộ số liệu nào?

Before we tackle those questions, let's look at what produces the disparity between O and N. We will simplify our discussion in some respects, but the simplification should not produce any inaccuracies in analysis or conclusions.

Trước khi giải quyết những câu hỏi đó, hãy xem điều gì đã tạo ra sự cách biệt giữa O và N. Chúng tôi sẽ đơn giản hóa cuộc thảo luận này ở một số khía cạnh, nhưng sự đơn giản hóa này sẽ không gây ra bất kỳ sai sót nào trong việc phân tích hay kết luận.

The contrast between O and N comes about because we paid an amount for Scott Fetzer that was different from its stated net worth. Under GAAP, such differences - such premiums or discounts - must be accounted for by "purchase-price adjustments." In Scott Fetzer's case, we paid \$315 million for net assets that were carried on its books at \$172.4 million. So we paid a premium of \$142.6 million.

Sự tương phản giữa O và N xuất hiện bởi vì chúng ta đã trả một số tiền để mua Scott Fetzer khác với giá trị tài sản ròng được ghi nhận của nó. Theo chuẩn GAAP, những khoản chênh lệch như vậy – dù là thặng dư (premium) hay chiết khấu (discount) – đều phải được hạch toán thông qua các "điều chỉnh giá mua". Trong trường hợp của Scott Fetzer, chúng ta đã trả 315 triệu USD cho khối tài sản ròng đang được ghi trên sổ sách của họ là 172,4 triệu USD. Như vậy, chúng ta đã trả một khoản thặng dư là 142,6 triệu USD.

The first step in accounting for any premium paid is to adjust the carrying value of current assets to current values. In practice, this requirement usually does not affect receivables, which are routinely carried at current value, but often affects inventories. Because of a \$22.9 million LIFO reserve and other accounting intricacies, Scott Fetzer's inventory account was carried at a \$37.3 million discount from current value. So, making our first accounting move, we used \$37.3 million of our \$142.6 million premium to increase the carrying value of the inventory.

Bước đầu tiên trong việc hạch toán bất kỳ khoản thặng dư nào đã chi trả là điều chỉnh giá trị ghi sổ của tài sản lưu động về giá trị hiện hành. Trong thực tế, yêu cầu này thường không ảnh hưởng đến các khoản phải thu (vốn dĩ thường xuyên được ghi nhận theo giá trị hiện hành), nhưng lại thường xuyên ảnh hưởng đến hàng tồn kho. Do khoản dự phòng LIFO trị giá 22,9 triệu USD và các rắc rối kế toán khác, tài khoản hàng tồn kho của Scott Fetzer được ghi nhận thấp hơn 37,3 triệu USD so với giá trị hiện hành. Vì vậy, trong bước đi kế toán đầu tiên, chúng tôi đã sử dụng 37,3 triệu USD từ khoản thặng dư 142,6 triệu USD để tăng giá trị ghi sổ của hàng tồn kho.

Assuming any premium is left after current assets are adjusted, the next step is to adjust

fixed assets to current value. In our case, this adjustment also required a few accounting acrobatics relating to deferred taxes. Since this has been billed as a simplified discussion, I will skip the details and give you the bottom line: \$68.0 million was added to fixed assets and \$13.0 million was eliminated from deferred tax liabilities. After making this \$81.0 million adjustment, we were left with \$24.3 million of premium to allocate.

Giả sử vẫn còn dư thặng dư sau khi điều chỉnh tài sản lưu động, bước tiếp theo là điều chỉnh tài sản cố định về giá trị hiện hành. Trong trường hợp của chúng ta, việc điều chỉnh này cũng đòi hỏi một vài "màn nhào lộn" kế toán liên quan đến thuế hoãn lại. Vì đây được coi là một cuộc thảo luận đơn giản hóa, tôi sẽ bỏ qua các chi tiết và đưa cho quý vị kết quả cuối cùng: 68 triệu USD đã được cộng vào tài sản cố định và 13 triệu USD nợ thuế hoãn lại đã được xóa bỏ. Sau khi thực hiện khoản điều chỉnh 81 triệu USD này, chúng ta còn lại 24,3 triệu USD thặng dư để phân bổ.

Had our situation called for them two steps would next have been required: the adjustment of intangible assets other than Goodwill to current fair values, and the restatement of liabilities to current fair values, a requirement that typically affects only long-term debt and unfunded pension liabilities. In Scott Fetzer's case, however, neither of these steps was necessary.

Nếu tình huống của chúng ta yêu cầu, hai bước tiếp theo sẽ là: điều chỉnh các tài sản vô hình khác (ngoài Lợi thế thương mại) về giá trị hợp lý hiện hành, và trình bày lại các khoản nợ phải trả theo giá trị hiện hành — một yêu cầu thường chỉ ảnh hưởng đến nợ dài hạn và các nghĩa vụ hưu trí chưa được trích lập quỹ. Tuy nhiên, trong trường hợp của Scott Fetzer, không có bước nào trong số này là cần thiết.

The final accounting adjustment we needed to make, after recording fair market values for all assets and liabilities, was the assignment of the residual premium to Goodwill (technically known as "excess of cost over the fair value of net assets acquired"). This residual amounted to \$24.3 million. Thus, the balance sheet of Scott Fetzer immediately before the acquisition, which is summarized below in column O, was transformed by the purchase into the balance sheet shown in column N. In real terms, both balance sheets depict the same assets and liabilities - but, as you can see, certain figures differ significantly.

Khoản điều chỉnh kế toán cuối cùng mà chúng tôi cần thực hiện, sau khi ghi nhận giá trị thị trường hợp lý cho tất cả tài sản và nợ phải trả, là phân bổ phần thặng dư còn lại vào Lợi thế thương mại (về mặt kỹ thuật được gọi là "phần chi phí vượt quá giá trị hợp lý của tài sản ròng mua về"). Phần dư ra này lên tới 24,3 triệu USD. Như vậy, bảng cân đối kế toán của Scott Fetzer ngay trước khi được mua lại (được tóm tắt dưới đây ở cột O) đã được biến đổi bởi thương vụ mua bán thành bảng cân đối kế toán hiển thị ở cột N. Về mặt thực tế, cả hai bảng cân đối kế toán đều mô tả cùng một khối tài sản và nợ phải trả — nhưng như quý vị có thể thấy, một số con số có sự khác biệt đáng kể.

				<u>Company O</u>	<u>Company N</u>
				(000s Omitted)	
Assets					
Cash	and	Cash	Equivalents	\$ 3,593	\$ 3,593
.....					
Receivables,			net	90,919	90,919
.....					
Inventories				77,489	114,764
.....					
Other				<u>5,954</u>	<u>5,954</u>
.....					
Total	Current		Assets	177,955	215,230
.....					
Property, Plant, and Equipment, net				80,967	148,960
.....					
Investments in and Advances to Unconsolidated Subsidiaries and Joint Ventures				93,589	93,589
.....					
Other	Assets,	including	Goodwill	<u>9,836</u>	<u>34,210</u>
.....					
				<u>\$362,347</u>	<u>\$491,989</u>

Liabilities

Notes Payable and Current Portion of Long-term Debt			\$ 4,650	\$ 4,650
.....				
Accounts	Payable		39,003	39,003
.....				
Accrued	Liabilities		<u>84,939</u>	<u>84,939</u>
.....				
Total	Current	Liabilities	128,592	128,592
.....				
Long-term Debt and Capitalized Leases			34,669	34,669
.....				
Deferred	Income	Taxes	17,052	4,075
.....				
Other	Deferred	Credits	<u>9,657</u>	<u>9,657</u>
.....				
Total		Liabilities	189,970	176,993
.....				
Shareholders'		Equity	<u>172,377</u>	<u>314,996</u>
.....				
			\$362,347	\$491,989
			=====	=====

The higher balance sheet figures shown in column N produce the lower income figures shown in column N of the earnings statement presented earlier. This is the result of the asset write-ups and of the fact that some of the written-up assets must be depreciated or amortized. The higher the asset figure, the higher the annual depreciation or amortization charge to earnings must be. The charges that flowed to the earnings statement because of the balance sheet write-ups were numbered in the statement of earnings shown earlier:

Các số liệu cao hơn trên bảng cân đối kế toán ở cột N dẫn đến các con số thu nhập thấp hơn ở cột N trong báo cáo kết quả kinh doanh đã trình bày trước đó. Đây là kết quả của việc tăng giá trị tài sản (asset write-ups) và thực tế là một số tài sản đã được tăng giá trị này phải được trích

khấu hao hữu hình hoặc khấu hao vô hình. Con số tài sản càng cao, thì chi phí khấu hao hàng năm tính vào lợi nhuận càng lớn. Các khoản chi phí chảy vào báo cáo kết quả kinh doanh do việc tăng giá trị trên bảng cân đối kế toán đã được đánh số trong báo cáo lợi nhuận trước đây:

1. \$4,979,000 for non-cash inventory costs resulting, primarily, from reductions that Scott Fetzer made in its inventories during 1986; charges of this kind are apt to be small or non-existent in future years.

4.979.000 USD cho các chi phí hàng tồn kho không bằng tiền, chủ yếu phát sinh từ việc Scott Fetzer cắt giảm hàng tồn kho trong năm 1986; những khoản chi phí loại này có xu hướng sẽ nhỏ dần hoặc không còn xuất hiện trong những năm tới.

2. \$5,054,000 for extra depreciation attributable to the write-up of fixed assets; a charge approximating this amount will probably be made annually for 12 more years.

5.054.000 USD cho phần khấu hao bổ sung do việc tăng giá trị tài sản cố định; một khoản chi phí xấp xỉ mức này có lẽ sẽ được trích hàng năm trong vòng 12 năm tới.

3. \$595,000 for amortization of Goodwill; this charge will be made annually for 39 more years in a slightly larger amount because our purchase was made on January 6 and, therefore, the 1986 figure applies to only 98% of the year.

595.000 USD cho việc khấu hao Lợi thế thương mại (Goodwill); khoản chi phí này sẽ được trích hàng năm trong 39 năm tới với số tiền lớn hơn một chút (vì thương vụ của chúng ta được thực hiện vào ngày 6 tháng 1, do đó con số của năm 1986 chỉ áp dụng cho 98% thời gian của năm).

4. \$998,000 for deferred-tax acrobatics that are beyond my ability to explain briefly (or perhaps even non-briefly); a charge approximating this amount will probably be made annually for 12 more years.

998.000 USD cho những "màn nhào lộn" thuế hoãn lại nằm ngoài khả năng giải thích ngắn gọn (hoặc thậm chí là giải thích dài dòng) của tôi; một khoản chi phí xấp xỉ mức này có lẽ sẽ được trích hàng năm trong 12 năm tới.

It is important to understand that none of these newly-created accounting costs, totaling \$11.6 million, are deductible for income tax purposes. The "new" Scott Fetzer pays exactly the same tax as the "old" Scott Fetzer would have, even though the GAAP earnings of the two entities differ greatly. And, in respect to operating earnings, that would be true in the future also. However, in the unlikely event that Scott Fetzer sells one of its businesses, the tax consequences to the "old" and "new" company might differ widely.

Điều quan trọng cần hiểu là không có khoản chi phí kế toán mới được tạo ra nào trong tổng số 11,6 triệu USD này được khấu trừ cho mục đích thuế thu nhập. Công ty Scott Fetzer "mới" nộp đúng số thuế mà Scott Fetzer "cũ" lẽ ra phải nộp, mặc dù lợi nhuận theo chuẩn GAAP của hai thực thể này khác nhau rất nhiều. Và, xét về lợi nhuận vận hành, điều đó cũng sẽ đúng trong tương lai. Tuy nhiên, trong trường hợp khó xảy ra là Scott Fetzer bán đi một trong các mảng kinh doanh của mình, hệ quả về thuế đối với công ty "cũ" và "mới" có thể sẽ khác biệt rất lớn.

By the end of 1986 the difference between the net worth of the "old" and "new" Scott

Fetzer had been reduced from \$142.6 million to \$131.0 million by means of the extra \$11.6 million that was charged to earnings of the new entity. As the years go by, similar charges to earnings will cause most of the premium to disappear, and the two balance sheets will converge. However, the higher land values and most of the higher inventory values that were established on the new balance sheet will remain unless land is disposed of or inventory levels are further reduced.

Đến cuối năm 1986, sự khác biệt giữa giá trị tài sản ròng của Scott Fetzer "cũ" và "mới" đã giảm từ 142,6 triệu USD xuống còn 131,0 triệu USD thông qua khoản chi phí bổ sung 11,6 triệu USD được tính vào lợi nhuận của thực thể mới. Năm tháng trôi qua, các khoản chi phí tương tự tính vào lợi nhuận sẽ khiến phần lớn khoản thặng dư biến mất, và hai bảng cân đối kế toán sẽ dần hội tụ về cùng một con số. Tuy nhiên, giá trị đất đai cao hơn và hầu hết các giá trị hàng tồn kho cao hơn đã được thiết lập trên bảng cân đối kế toán mới sẽ vẫn còn đó, trừ khi đất đai được thanh lý hoặc mức hàng tồn kho bị cắt giảm thêm.

* * *

What does all this mean for owners? Did the shareholders of Berkshire buy a business that earned \$40.2 million in 1986 or did they buy one earning \$28.6 million? Were those \$11.6 million of new charges a real economic cost to us? Should investors pay more for the stock of Company O than of Company N? And, if a business is worth some given multiple of earnings, was Scott Fetzer worth considerably more the day before we bought it than it was worth the following day?

Tất cả những điều này có ý nghĩa gì đối với những người chủ? Phải chăng các cổ đông của Berkshire đã mua một doanh nghiệp kiếm được 40,2 triệu USD vào năm 1986, hay họ đã mua một doanh nghiệp chỉ kiếm được 28,6 triệu USD? Liệu 11,6 triệu USD chi phí mới phát sinh đó có phải là một chi phí kinh tế thực sự đối với chúng ta? Các nhà đầu tư có nên trả giá cho cổ phiếu của Công ty O cao hơn so với Công ty N không? Và, nếu một doanh nghiệp đáng giá bằng một bội số nhất định của lợi nhuận, thì liệu Scott Fetzer có giá trị cao hơn đáng kể vào ngày trước khi chúng ta mua nó so với ngày ngay sau đó không?

If we think through these questions, we can gain some insights about what may be called "owner earnings." These represent (a) reported earnings plus (b) depreciation, depletion, amortization, and certain other non-cash charges such as Company N's items (1) and (4) less (c) the average annual amount of capitalized expenditures for plant and equipment, etc. that the business requires to fully maintain its long-term competitive position and its unit volume. (If the business requires additional working capital to maintain its competitive position and unit volume, the increment also should be included in (c) . However, businesses following the LIFO inventory method usually do not require additional working capital if unit volume does not change.)

Nếu suy nghĩ thấu đáo những câu hỏi này, chúng ta có thể thu được một số hiểu biết sâu sắc về cái có thể gọi là "Lợi nhuận của chủ sở hữu" (Owner Earnings). Con số này đại diện cho:

(a) Lợi nhuận báo cáo (theo GAAP) cộng (+) (b) Khấu hao hữu hình, sự cạn kiệt tài nguyên, khấu hao vô hình và một số chi phí không bằng tiền khác như các mục (1) và (4) của Công ty N trừ (-) (c) Số tiền chi tiêu vốn (Capital Expenditures) trung bình hàng năm cho nhà xưởng, thiết bị, v.v., mà doanh nghiệp yêu cầu để duy trì đầy đủ vị thế cạnh tranh dài hạn và sản lượng đơn vị của mình. (Nếu doanh nghiệp yêu cầu thêm vốn lưu động để duy trì vị thế cạnh tranh và sản lượng, phần tăng

thêm đó cũng nên được bao gồm vào mục (c). Tuy nhiên, các doanh nghiệp áp dụng phương pháp tồn kho LIFO thường không yêu cầu thêm vốn lưu động nếu sản lượng đơn vị không thay đổi).

Our owner-earnings equation does not yield the deceptively precise figures provided by GAAP, since (c) must be a guess - and one sometimes very difficult to make. Despite this problem, we consider the owner earnings figure, not the GAAP figure, to be the relevant item for valuation purposes - both for investors in buying stocks and for managers in buying entire businesses. We agree with Keynes's observation: "I would rather be vaguely right than precisely wrong."

Phương trình lợi nhuận của chủ sở hữu của chúng tôi không đưa ra những con số chính xác một cách dễ gây nhầm lẫn như GAAP, vì mục (c) phải là một con số dự đoán — và đôi khi là một dự đoán rất khó thực hiện. Bất chấp vấn đề này, chúng tôi coi con số lợi nhuận của chủ sở hữu, chứ không phải con số GAAP, là hạng mục liên quan cho mục đích định giá — đối với cả nhà đầu tư khi mua cổ phiếu lẫn nhà quản lý khi mua toàn bộ doanh nghiệp. Chúng tôi đồng ý với quan sát của Keynes: "Tôi thà rằng mình đúng một cách mơ hồ còn hơn là sai một cách chính xác."

The approach we have outlined produces "owner earnings" for Company O and Company N that are identical, which means valuations are also identical, just as common sense would tell you should be the case. This result is reached because the sum of (a) and (b) is the same in both columns O and N, and because (c) is necessarily the same in both cases.

Cách tiếp cận mà chúng tôi đã phác thảo tạo ra con số "lợi nhuận của chủ sở hữu" cho cả Công ty O và Công ty N là giống hệt nhau, điều đó có nghĩa là các mức định giá cũng giống hệt nhau — đúng như những gì lẽ thường (common sense) mách bảo quý vị. Kết quả này đạt được bởi vì tổng của (a) và (b) ở cả hai cột O và N là như nhau, và bởi vì (c) nhất thiết phải giống nhau trong cả hai trường hợp.

And what do Charlie and I, as owners and managers, believe is the correct figure for the owner earnings of Scott Fetzer? Under current circumstances, we believe (c) is very close to the "old" company's (b) number of \$8.3 million and much below the "new" company's (b) number of \$19.9 million. Therefore, we believe that owner earnings are far better depicted by the reported earnings in the O column than by those in the N column. In other words, we feel owner earnings of Scott Fetzer are considerably larger than the GAAP figures that we report.

Vậy Charlie và tôi, với tư cách là chủ sở hữu và nhà quản lý, tin rằng con số chính xác cho lợi nhuận của chủ sở hữu tại Scott Fetzer là bao nhiêu? Trong bối cảnh hiện tại, chúng tôi tin rằng mục (c) (chi tiêu vốn để duy trì doanh nghiệp) rất gần với con số (b) của công ty "cũ" là 8,3 triệu USD, và thấp hơn nhiều so với con số (b) của công ty "mới" là 19,9 triệu USD. Do đó, chúng tôi tin rằng lợi nhuận của chủ sở hữu được mô tả chính xác hơn nhiều bởi lợi nhuận báo cáo ở cột O (cũ) thay vì ở cột N (mới). Nói cách khác, chúng tôi cảm thấy lợi nhuận của chủ sở hữu của Scott Fetzer lớn hơn đáng kể so với các con số GAAP mà chúng tôi báo cáo.

That is obviously a happy state of affairs. But calculations of this sort usually do not

provide such pleasant news. Most managers probably will acknowledge that they need to spend something more than (b) on their businesses over the longer term just to hold their ground in terms of both unit volume and competitive position. When this imperative exists - that is, when (c) exceeds (b) - GAAP earnings overstate owner earnings. Frequently this overstatement is substantial. The oil industry has in recent years provided a conspicuous example of this phenomenon. Had most major oil companies spent only (b) each year, they would have guaranteed their shrinkage in real terms.

Đó rõ ràng là một tình trạng đáng mừng. Nhưng những tính toán kiểu này thường không mang lại tin tốt lành như vậy. Hầu hết các nhà quản lý có lẽ sẽ phải thừa nhận rằng, về lâu dài, họ cần chi tiêu cho doanh nghiệp của mình một khoản (c) lớn hơn cả (b) chỉ để giữ vững vị thế hiện tại về cả sản lượng đơn vị lẫn khả năng cạnh tranh. Khi nhu cầu bắt buộc này tồn tại — nghĩa là khi (c) vượt quá (b) — lợi nhuận GAAP đã phản ánh cao hơn thực tế lợi nhuận của chủ sở hữu. Thường thì sự thổi phồng này là rất đáng kể. Ngành dầu khí trong những năm gần đây đã cung cấp một ví dụ điển hình cho hiện tượng này. Nếu hầu hết các công ty dầu khí lớn chỉ chi tiêu bằng đúng con số (b) mỗi năm, họ chắc chắn sẽ phải chứng kiến sự thu hẹp quy mô của mình trên thực tế.

All of this points up the absurdity of the "cash flow" numbers that are often set forth in Wall Street reports. These numbers routinely include (a) plus (b) - but do not subtract (c) . Most sales brochures of investment bankers also feature deceptive presentations of this kind. These imply that the business being offered is the commercial counterpart of the Pyramids - forever state-of-the-art, never needing to be replaced, improved or refurbished. Indeed, if all U.S. corporations were to be offered simultaneously for sale through our leading investment bankers - and if the sales brochures describing them were to be believed - governmental projections of national plant and equipment spending would have to be slashed by 90%.

Tất cả những điều này chỉ ra sự vô lý của các con số "dòng tiền" thường được đưa ra trong các báo cáo tại Phố Wall. Các con số này thường xuyên bao gồm (a) cộng với (b) – nhưng lại không trừ đi (c). Hầu hết các tài liệu chào bán của các ngân hàng đầu tư cũng trình bày theo kiểu lừa dối này. Chúng ngầm ám chỉ rằng doanh nghiệp đang được chào mời là một phiên bản thương mại của các Kim tự tháp – mãi mãi hiện đại, không bao giờ cần phải thay thế, cải tiến hay tân trang. Thật vậy, nếu tất cả các tập đoàn Mỹ được đồng loạt chào bán thông qua các ngân hàng đầu tư hàng đầu – và nếu các tài liệu quảng cáo đó được tin tưởng – thì các dự báo của chính phủ về chi tiêu cho nhà xưởng và thiết bị quốc gia sẽ phải bị cắt giảm tới 90%.

"Cash Flow", true, may serve as a shorthand of some utility in descriptions of certain real estate businesses or other enterprises that make huge initial outlays and only tiny outlays thereafter. A company whose only holding is a bridge or an extremely long-lived gas field would be an example. But "cash flow" is meaningless in such businesses as manufacturing, retailing, extractive companies, and utilities because, for them, (c) is always significant. To be sure, businesses of this kind may in a given year be able to defer capital spending. But over a five- or ten-year period, they must make the investment - or the business decays.

Sự thật là, "Dòng tiền" có thể phục vụ như một cách viết tắt có ích trong việc mô tả một số doanh nghiệp bất động sản hoặc các doanh nghiệp khác có chi phí đầu tư ban đầu khổng lồ nhưng chi phí sau đó rất nhỏ. Một công ty mà tài sản duy nhất là một cây cầu hoặc một mỏ khí đốt có tuổi thọ cực dài là một ví dụ. Nhưng "dòng tiền" là vô nghĩa trong các ngành như sản xuất, bán lẻ, khai khoáng và tiện ích công cộng, bởi vì đối với họ, (c) luôn là một con số đáng kể. Chắc chắn rằng, các doanh nghiệp loại này trong một năm nhất định có thể tri hoãn chi tiêu vốn. Nhưng trong khoảng thời gian 5 hoặc 10 năm, họ phải thực hiện đầu tư – nếu không doanh nghiệp sẽ lụi tàn.

Why, then, are "cash flow" numbers so popular today? In answer, we confess our cynicism: we believe these numbers are frequently used by marketers of businesses and securities in attempts to justify the unjustifiable (and thereby to sell what should be the unsalable). When (a) - that is, GAAP earnings - looks by itself inadequate to service debt of a junk bond or justify a foolish stock price, how convenient it becomes for salesmen to focus on (a) + (b). But you shouldn't add (b) without subtracting (c) : though dentists correctly claim that if you ignore your teeth they'll go away, the same is not true for (c) . The company or investor believing that the debt- servicing ability or the equity valuation of an enterprise can be measured by totaling (a) and (b) while ignoring (c) is headed for certain trouble.

Vậy tại sao những con số "dòng tiền" lại phổ biến như vậy ngày nay? Để trả lời, chúng tôi thú nhận sự hoài nghi của mình: chúng tôi tin rằng những con số này thường xuyên được những người tiếp thị doanh nghiệp và chứng khoán sử dụng nhằm nỗ lực biện minh cho những thứ không thể biện minh (và từ đó bán những thứ lẽ ra không thể bán được). Khi (a) – tức là lợi nhuận GAAP – tự thân nó trông có vẻ không đủ để trả nợ cho một trái phiếu rác hoặc biện minh cho một mức giá cổ phiếu ngớ ngẩn, thì việc các nhân viên bán hàng tập trung vào (a) + (b) trở nên vô cùng tiện lợi. Nhưng bạn không nên cộng (b) mà không trừ đi (c): mặc dù các nhà sĩ tuyên bố đúng rằng nếu bạn lờ đi hàm răng của mình, chúng sẽ tự biến mất, nhưng điều đó không đúng đối với (c). Công ty hoặc nhà đầu tư nào tin rằng khả năng trả nợ hoặc định giá vốn chủ sở hữu của một doanh nghiệp có thể được đo lường bằng cách tổng hợp (a) và (b) trong khi phớt lờ (c) thì chắc chắn sẽ gặp rắc rối.

* * *

To sum up: in the case of both Scott Fetzer and our other businesses, we feel that (b) on an historical-cost basis - i.e., with both amortization of intangibles and other purchase-price adjustments excluded - is quite close in amount to (c) . (The two items are not identical, of course. For example, at See's we annually make capitalized expenditures that exceed depreciation by \$500,000 to \$1 million, simply to hold our ground competitively.) Our conviction about this point is the reason we show our amortization and other purchase-price adjustment items separately in the table on page 8 and is also our reason for viewing the earnings of the individual businesses as reported there as much more closely approximating owner earnings than the GAAP figures.

Tóm lại: trong trường hợp của cả Scott Fetzer lẫn các doanh nghiệp khác của chúng ta, chúng tôi cảm thấy rằng mục (b) tính trên cơ sở giá gốc lịch sử — nghĩa là loại trừ cả phần khấu

hao tài sản vô hình và các điều chỉnh giá mua khác — có giá trị khá gần với mục (c). (Tất nhiên, hai khoản mục này không đồng nhất. Ví dụ, tại kẹo See's, hàng năm chúng ta phải chi tiêu vốn vượt mức khấu hao từ 500.000 đến 1 triệu USD chỉ để giữ vững vị thế cạnh tranh). Niềm tin của chúng tôi về điểm này là lý do tại sao chúng tôi trình bày các khoản khấu hao và các hạng mục điều chỉnh giá mua tách biệt trong bảng ở trang 8, và cũng là lý do chúng tôi xem xét lợi nhuận của từng doanh nghiệp riêng lẻ được báo cáo ở đó là gần đúng với "lợi nhuận của chủ sở hữu" hơn nhiều so với các con số theo chuẩn GAAP.

Questioning GAAP figures may seem impious to some. After all, what are we paying the accountants for if it is not to deliver us the "truth" about our business. But the accountants' job is to record, not to evaluate. The evaluation job falls to investors and managers.

Việc đặt nghi vấn về các con số GAAP có vẻ là một hành động "kém tôn nghiêm" đối với một số người. Suy cho cùng, chúng ta trả tiền cho các kế toán viên để làm gì nếu không phải là để họ mang đến cho chúng ta "sự thật" về doanh nghiệp của mình? Nhưng công việc của kế toán là ghi chép, không phải là đánh giá. Công việc đánh giá thuộc về các nhà đầu tư và nhà quản lý.

Accounting numbers, of course, are the language of business and as such are of enormous help to anyone evaluating the worth of a business and tracking its progress. Charlie and I would be lost without these numbers: they invariably are the starting point for us in evaluating our own businesses and those of others. Managers and owners need to remember, however, that accounting is but an aid to business thinking, never a substitute for it.

Tất nhiên, các con số kế toán là ngôn ngữ của kinh doanh và vì thế chúng hỗ trợ to lớn cho bất kỳ ai đang đánh giá giá trị của một doanh nghiệp và theo dõi tiến trình của nó. Charlie và tôi sẽ lạc lối nếu thiếu những con số này: chúng luôn là điểm khởi đầu cho chúng tôi trong việc đánh giá các doanh nghiệp của chính mình cũng như của những người khác. Tuy nhiên, các nhà quản lý và chủ sở hữu cần nhớ rằng, kế toán chỉ là một công cụ hỗ trợ cho tư duy kinh doanh, chứ không bao giờ có thể thay thế được tư duy đó.