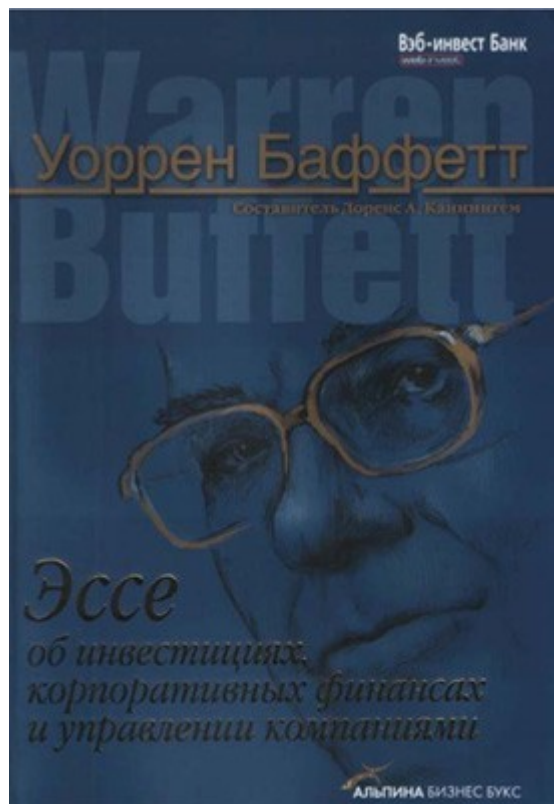


Уоррен Баффетт

Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями



«Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями»: Альпина Бизнес Букс; Москва; 2005

ISBN 5-9614-0180-4

Оригинал: Warren E. Buffett, "The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America"

Аннотация

Уоррен Баффетт уже несколько десятилетий входит в число богатейших людей мира, а его подход к инвестициям стал эталоном для миллионов людей во всём мире. В книгу вошли письма Баффетта к акционерам Berkshire Hathaway, написанные в течение последних десятилетий. Они представляют бесценный обучающий материал и отражают глубокую инвестиционную философию автора. В лаконичной и лёгкой для восприятия книге собраны точные и афористичные высказывания о природе бизнеса и инвестиций, а также затронуты важнейшие для менеджеров и инвесторов темы.

Книга рассчитана на профессиональных и частных инвесторов, а также на студентов и преподавателей экономических вузов.

Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями

Предисловие к русскому изданию НЕ ПЫТАЙТЕСЬ ПОВТОРИТЬ ЭТО ДОМА...

Во время чтения «Эссе» у меня было ощущение, что автор крепко схватил меня за шиворот и с азартом молодого школьного учителя старается как следует вдолбить урок.

Урок этот чрезвычайно интересен, но хочется сказать российским читателям: «Не пытайтесь, повторить это дома!»

Российские финансисты привыкли учиться у Америки. В учебниках по экономике мы с жадностью ищем практические примеры и пытаемся набраться опыта. Эссе Уоррена Баффетта — это бесценный урок. В то же время — это урок истории.

Сделки, описанные в книге, заняли своё место в пожелтевших годовых отчётах далёких от нас компаний. А мы живём сегодня и живём в России. Мы всего лишь читатели Уоррена Баффетта, но создатели собственных бизнес-стратегий.

Конечно, научиться без учебников невозможно. Для Вэб-инвест Банка было удовольствием поддержать издание этой книги, потому что это не просто учебник — это щедрый пересказ великого опыта гениального финансиста. Вы с избытком получите то, что в первую очередь ценится в любом курсе по экономике: примеры из практики. Реальные истории успехов и провалов подвергнут серьёзному испытанию ваши взгляды на управление финансовым бизнесом.

Читайте учебник, помните о сегодняшнем дне и до встречи на одной стороне сделки!

Александр Винокуров

Председатель правления

Вэб-инвест Банка

Введение

Те, кому доводилось читать письма Уоррена Баффетта к акционерам корпорации Berkshire Hathaway Inc., получили чрезвычайно ценное не-формальное образование. В этих письмах простым языком определяются все главные принципы разумной практики деловых отношений. Какой бы темы они ни касались, будь то выбор инвестиционных инструментов ж руководителей компании, оценка стоимости предприятий или грамотное использование финансовой информации, в них всегда чувствуется глубина понимания и широта познаний.

И всё же раньше форма изложения этих писем не отличалась ни доступностью, ни тематической организацией. А значит, и изложенные в них идеи не получили внимания, которого они заслуживали. Причиной появления данного сборника и организации симпозиума, на котором планировалось его обсуждение, стало стремление устранить неэффективность на рынке идей путём распространения эссе в широкие массы.

Яркие сочинения Баффетта объединяет одна основная тема: инвестиционная деятельность должна следовать принципам фундаментального анализа хозяйственной деятельности компаний, впервые разработанным его учителями, Беном Грэхемом и Дэвидом Доддом. С главной темой связаны принципы управления, определяющие роль руководителей компаний как «распорядителей» инвестиционного капитала, а роль акционеров — как «поставщиков» и владельцев этого капитала. Исходя из этих основополагающих тем, даются полезные уроки по целому ряду важных деловых вопросов, начиная с бухгалтерского учёта и заканчивая слияниями и оценкой стоимости компаний.

Многие из уроков Баффетта прямо противоположны тому, что преподавали в школах бизнеса и школах права в последние 30 лет, а так же тому, что всё это время применяли на Уолл-стрит и во всех корпорациях Америки. Во многом идеи и их практическое воплощение Баффеттом затмили учение Грэхема и Додда. Он стал их учеником, щедро делаясь с миром их идеями и непреклонно их отстаивая. Методы защиты простирались от яростного опровержения современной финансовой теории до убедительных доказательств опасных последствий использования фондовых опционов для оплаты труда административно-управленческого состава и обоснованных доводов о том, что выгоды от консолидирующих поглощений и анализа потоков денежных средств сильно преувеличены.

На посту генерального директора Berkshire Hathaway, компании, которая изначально включала группу текстильных предприятий, возникших начале XIX в., Баффетт применял традиционные принципы ведения бизнеса. Он возглавил Berkshire в 1964 г., когда её балансовая стоимость составляла 19,46 долл. на акцию, а внутренняя была и того меньше. В начале 2000 г. балансовая стоимость составляла около 40 000 долл., а внутренняя — гораздо больше. За этот

период темп роста балансовой стоимости на акцию составил 24%, ежегодно исчисляемых в сложных процентах.

Теперь Berkshire — это холдинговая компания, которая имеет интересы в разных сферах бизнеса, сохранилось и текстильное направление. Основным видом деятельности корпорации Berkshire является страхование: им занимается несколько компаний холдинга, включая полностью принадлежащую ей дочернюю компанию GEICO Corporation, шестого по величине поставщика услуг автострахования в Соединённых Штатах, и General RE Corporation, одного из четырёх крупнейших операторов на рынке вторичного страхования в мире. Berkshire издаёт газету The Buffalo News и владеет предприятиями, которые производят продают различные виды товаров, начиная с ковровых покрытий, кирпичей, краски, энциклопедий, домашней мебели и систем очистки заканчивая шоколадными конфетами, мороженым, ювелирными изделиями, обувью, униформой и воздушными компрессорами. Кроме этого, она владеет компаниями, занимающимися подготовкой экипажей воздушных и морских судов, а также акциями авиакомпаний и производителей электроэнергии. Помимо этого Berkshire владеет крупным пакетом акций таких корпораций, как American Express, Coca-Cola, Gillette, The Washington Post и Wells Fargo.

Баффетт и вице-президент Berkshire Чарли Мунгер создали корпорацию стоимостью более 70 млрд. долл., инвестируя в компании с отличными экономическими показателями и управляемые прекрасными специалистами. Предпочитая сделки по поглощению компаний на договорной основе по справедливой цене, они применяют «двойной подход», покупая на открытом рынке менее 100% акций компании в случае, если могут сделать это за соразмерную цену, которая будет значительно ниже, чем если бы покупались все 100%.

«Двойной подход» окупается сполна. Стоимость рыночных акций в портфеле Berkshire увеличилась с 4 долл. на акцию в 1995 г. до почти 50 000 долл. на акцию в 2000 г., т.е. приблизительно на 25% в год. Операционная прибыль на акцию за тот же период увеличилась примерно с 4 долл. до почти 500 долл. на акцию с ежегодным приростом около 18%. По словам Баффетта, такие результаты достигаются не благодаря генеральным планам, а в результате фокусированного инвестирования, т.е. распределения капитала путём концентрации на предприятиях с отличными экономическими результатами и управляемых первоклассными специалистами.

Баффетт рассматривает корпорацию Berkshire как товарищество, в которое входят он, Мунгер и другие акционеры. Фактически все 20 млрд. его собственного капитала вложены в акции компании. Его экономические цели долгосрочны — максимизировать внутреннюю стоимость Berkshire на акцию посредством владения всей или частью группы компаний, генерирующих поток денежных средств и имеющих рентабельность выше средней. В решении этой задачи Баффетт избегает расширения ради расширения и отказывается от продажи компаний до тех пор, пока они генерируют поток денежных средств и управляются грамотными руководителями.

Berkshire удерживает и реинвестирует прибыль, обеспечивая себе, по меньшей мере, пропорциональный рост рыночной стоимости на акцию в перспективе. Корпорация экономно использует заёмные средства и продаёт акции только в том случае, если может получить за них полную стоимость. Баффетт прекрасно разбирается в правилах бухгалтерского учёта, особенно тех, что скрывают реальные экономические доходы.

Его «деловые принципы, ориентированные на собственника», как называет их сам Баффетт, — тема, которая объединяет весь сборник. В совокупности эти очерки представляют собой отличное руководство по управлению, инвестированию, финансам и бухгалтерскому учёту. Принципы Баффетта создают основу для решения различных проблем предпринимательской деятельности. И это далеко не набор банальностей. Конечно, инвесторам следует концентрироваться на главном, иметь терпение и развивать трезвость суждений с опорой на здравый смысл. В эссе Баффетта эти прописные истины идут рука об руку с конкретными методами, которые помогают ему самому жить и процветать.

Многие спекулируют на действиях или планах корпорации Berkshire самого Баффетта. Спекуляция может быть удачной или неудачной, но никогда разумной. Гораздо выгоднее не

пытаться разведать, какие имён-но вложения сделала Berkshire, а подумать о том, как, опираясь на инвестиционную философию корпорации, сделать правильный выбор. Это значит, что вместо попыток имитировать структуру портфеля Berkshire таким людям следует вдуматься в очерки Баффетта и учиться по ним.

Баффетт скромно признается, что большинство идей он почерпнул у Бена Грэхема. Себя он считает лишь проводником, с помощью которого концепции Грэхема доказали свою действенность и значимость. Давая согласие на подготовку материалов, Баффетт сказал, что я мог бы стать популяризатором идей Грэхема и технологии их применения Баффеттом. Баффетт понимает, какой риск связан с популяризацией его сферы деятельности и инвестиционной философии. В то же время он отмечает, как бесконечно много он выиграл от интеллектуальной щедрости Грэхема, и считает разумным передавать знания дальше, даже если в результате появятся новые конкуренты. В связи с этим моей задачей стала организация очерков по темам. Во введении кратко излагаются основы каждой части. Далее следуют сами эссе.

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Для Баффетта руководители компании являются своего рода распорядителями капитала акционеров. Самые лучшие управляющие — те, кто, принимая деловые решения, мыслят с позиций владельца. Прежде всего, их заботят интересы акционеров. Но даже первоклассные управляющие иногда расходятся с акционерами в интересах. Смягчение таких конфликтов и воспитание административно-управленческого состава оставались неизменными задачами Баффетта на всём протяжении его сорокалетней карьеры и ярко прослеживаются в его эссе. В очерках рассматриваются некоторые основные трудности управления.

Прямота и откровенность в общении управляющих с акционерами. Баффетт говорит все, как есть, по крайней мере, выражает свою точку зрения, а после сетует, что он в меньшинстве. Ежегодный отчёт Berkshire не похож на глянцево издание. Баффетт готовит его, используя слова цифры, которые будут понятны людям со средними умственными способностями, все инвесторы получают одни и те же сведения в одно то же время. Баффетт и Berkshire избегают прогнозов — этой отвратительной привычки управленцев, из-за которой другим руководителям часто приходится просто сочинять свои финансовые отчёты.

Кроме ориентации на собственника, используемой в принятой Баффеттом практике представления информации, следующим уроком управления будет *отказ от формул администрирования*. Вопреки всем учебным правилам организационного поведения переносить абстрактную схему подчинения на конкретную компанию, по мнению Баффетта, бессмысленно. Что действительно важно, так это подбор способных, честных, трудолюбивых людей. Иметь первоклассную команду гораздо важнее, чем составлять иерархию и разъяснять, кто, когда и перед кем должен отчитываться и кому подчиняться.

Особое внимание следует уделить подбору генерального директора, поскольку между ним и остальными служащими существует, по мнению Баффетта, три основных различия. Во-первых, система оценки генерального директора недостаточно разработана или легко поддаётся изменениям, а потому эффективность его работы определить гораздо сложнее, чем продуктивность труда любого другого сотрудника. Во-вторых, для генерального директора не существует старшего по должности, значит, нельзя определить эффективность работы никакого вышестоящего лица. И в-третьих, совет директоров не может выступать в роли вышестоящего, поскольку связь между генеральным директором и советом директоров обычно самая непосредственная.

Крупные преобразования часто направлены на выравнивание интересов руководства и акционеров или усиление контроля совета директоров над деятельностью генерального директора. В первом случае руководству навязывают фондовые опционы, во втором — акцентируют внимание на происходящем в совете директоров. Разделение личностей и функций председателя совета директоров и генерального директора, назначение постоянного аудитора, выборной и оценочной комиссий также провозглашались многообещающими преобразованиями. Ни одна из таких инноваций не помогла решить проблемы управления, более того, некоторые вызвали обострение.

Лучшее решение, говорит Баффетт, — уделить достаточно внимания поиску такого генерального директора, который сможет работать эффективно, несмотря на небольшие структурные ограничения. Выдающемуся генеральному директору не нужны наставления и ценные указания со стороны владельцев, хотя, может статься, что ему очень пригодится такой же выдающийся совет директоров. Именно поэтому выбирать директора следует в соответствии с его деловой хваткой, интересами и ориентацией на владельца. По словам Баффетта, одна из основных проблем советов директоров всей корпоративной Америки состоит в том, что их члены выбираются совсем по другим мотивам.

Большинство реформ представляют собой некий черновой вариант, который не учитывает основные различия между типами ситуаций в совете директоров, которые определяет Баффетт. К примеру, власть директора будет намного слабее, если существует держатель контрольного пакета акций, который к тому же принимает участие в руководстве компанией. Когда между членом совета директоров и административным составом возникают разногласия, члену совета остаётся лишь возражать или, если обстоятельства серьёзны, подать заявление об уходе. Самой сильной властью директора будет в другой крайней точке, когда держатель контрольного пакета акций не участвует в управлении. В случае разногласий директора могут обращаться с вопросами напрямую к держателю контрольного пакета.

Однако чаще всего встречаются корпорации, где нет держателя контрольного пакета акций. Вот где проблемы управления особенно острые, говорит Баффетт. Здесь было бы хорошо, если бы директора стали неким дисциплинирующим началом, но совет директоров обычно не позволяет реализовать эту идею. В этой ситуации максимально эффективным будет небольшой по размеру совет, большинство в котором составляют независимые директора, считает Баффетт. Главным оружием в руках директора остаётся угроза подать заявление об уходе.

У всех перечисленных ситуаций есть одна общая черта: гораздо легче противостоять или дать отставку плохому управляющему, чем посредственному. Основная проблема всех управленческих структур, подчёркивает Баффетт, в том, что в корпоративной Америке оценка работы генерального директора никогда не производится на регулярных собраниях в его отсутствие. Регулярные собрания без генерального директора, где будет рассматриваться эффективность его работы, помогли бы значительно улучшить корпоративное управление.

Позиция генеральных директоров в производственных компаниях корпорации Berkshire уникальна для корпоративной Америки. Они получают простой набор команд: управлять своим предприятием так, как если бы 1) они были его единственным владельцем, 2) это было их единственное вложение и 3) они не могли ни продать, ни объединить его с другой компанией в ближайшие 100 лет. Благодаря таким правилам генеральные директора Berkshire могут руководить, имея перед собой долгосрочный горизонт, что абсолютно чуждо генеральным директорам публичных компаний, где сконцентрированные на краткосрочных достижениях акционеры гонятся за выполнением последних смет квартальной прибыли. Конечно, краткосрочные результаты важны, однако в Berkshire избегают любой чрезмерности в их достижении за счёт укрепления долгосрочных конкурентных преимуществ.

Если бы значение имели только краткосрочные результаты, принимать многие управленческие решения было бы намного проще, особенно по отношению к тем компаниям, чьи экономические показатели ухудшились. Представьте себе компромисс временных горизонтов, с которым столкнулся Баффетт, управляя худшим, как он считает, вложением в его жизни — купив Berkshire в её первоначальном виде.

Экономические показатели старых текстильных предприятий Berkshire начали падать к концу 1970-х годов. Баффетт надеялся преодолеть неудачи, зная, насколько важным было текстильное направление деятельности Berkshire для её служащих и местных общин Новой Англии, а также насколько знающим и понимающим оказалось руководство и персонал в борьбе с экономическими трудностями. Баффетт поддерживал жизнь в «хромающей» фабрике до 1985 г., но финансового переворота не получилось, и Баффетт её закрыл. Такой баланс между краткосрочными результатами и долгосрочными перспективами осуществить нелегко, но разумно. Один из уроков гласит: избегайте компаний без благоприятных и *длительных* экономических и конкурентных характеристик.

Иногда конфликт интересов руководства и акционеров принимает очень тонкую, практически незаметную форму. Возьмём, к примеру, благотворительность. В большинстве крупных корпораций руководство выделяет часть корпоративной прибыли на благотворительные цели. Благотворительные учреждения выбирает руководство, а причины выбора часто не связаны ни с корпоративными интересами, ни с интересами акционеров. Законы большинства штатов позволяют руководству принимать такие решения при условии, что совокупные годовые пожертвования совершаются в разумных пределах, обычно не более 10% от чистой годовой прибыли.

Berkshire пошла другим путём. Акционеры определяют, в какие благотворительные организации пожертвует корпорация. Практически все акционеры участвуют в распределении миллионов долларов в год в благотворительные организации по их выбору. Это творческий и практический ответ напряжению, лежащему в основе взаимоотношений руководства и акционеров. Удивительно, почему другие американские корпорации не следуют данной модели корпоративного распределения пожертвований. Частично причины могут крыться в недостаточной ориентации на долгосрочное владение, которая характерна для акционеров многих американских корпораций. Если это так, то вот она цена краткосрочности менталитета американского инвестиционного сообщества.

Проект уравнивания интересов руководства и акционеров путём предоставления руководителям фондовых опционов был не только переоценён, но и слегка прикрыл более глубокое разделение интересов, вызванное этими опционами. Многие корпорации платят своим руководителям фондовыми опционами, стоимость которых растёт только за счёт сохранения прибыли, но не выгодного распределения капитала. Однако, как объясняет Баффетт, просто удерживая и реинвестируя прибыль, руководители могут сообщать о ежегодном увеличении прибыли, не прикладывая особые усилия для действительного повышения доходов от капитала. Таким образом, фондовые опционы часто обкрадывают акционеров и отдают трофеи руководителям. Более того, после вручения фондовые опционы часто оказываются безотзывными и безоговорочными и приносят руководителям прибыль вне зависимости от эффективности их деятельности.

Баффетт согласен, что с помощью фондовых опционов можно насаждать управленческую культуру, которая будет способствовать владельческому мышлению, но уравнивание будет несовершенным. Акционеры подвергаются риску падения курса акций от невыгодного распределения капитала в гораздо большей степени, нежели держатель опционов. Поэтому в уведомлении о предстоящем ежегодном собрании акционеров Баффетт предлагает сообщать вкладчикам о том, что, утверждая проект использования фондовых опционов, следует помнить об асимметричности такого рода уравнивания интересов. Многие акционеры разумно пренебрегают уведомлениями, но злоупотребления фондовыми опционами нужно опасаться, особенно это касается институциональных инвесторов, которые время от времени предлагают способы совершенствования корпоративного управления.

Баффетт подчёркивает, что решения об оплате труда руководителей должны приниматься с учётом эффективности работы руководителя. Её следует определять по рентабельности, т.е. после того, как из доходов будут вычтены расходы на используемый капитал, вложенный в соответствующую компанию, или удержанная компанией прибыль. Если фондовые опционы используются, они должны относиться не к корпоративной, а к индивидуальной результативности деятельности и оцениваться в соответствии со стоимостью бизнеса. И всё же разумнее последовать примеру Berkshire и отказаться от использования фондовых опционов для оплаты труда генеральных директоров. В конце концов, выдающиеся руководители, которые получают денежные премии за эффективность своей работы, могут сами купить акции, если пожелают, при этом они «действительно надевают шкуру владельца», говорит Баффетт.

КОРПОРАТИВНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ И ИНВЕСТИРОВАНИЕ

За последние 35 лет самыми революционными инвестиционными идеями стали те, которые получили название современной финансовой теории. Этот тщательно продуманный набор идей сводится к одному простому и обманчивому практическому заключению: изучать

индивидуальные инвестиционные возможности государственных ценных бумаг — напрасная трата времени. Такая точка зрения подразумевает, что бросить кости и случайным образом выбрать ценные бумаги для портфеля будет намного выгоднее размышлений о том, разумны ли возможности отдельных инвестиционных инструментов.

Одним из основных догматов современной финансовой теории является современная портфельная теория. Она утверждает, что смягчить собственный риск той или иной ценной бумаги можно путём диверсификации портфеля, т.е. формализуется народная мудрость «не класть все яйца в одну корзину». Оставшийся в итоге риск — единственный, за который инвесторы получают вознаграждение, говорит теория.

Оставшийся риск можно измерить простым математическим средством, так называемой бетой, которая показывает, насколько волатильна ценная бумага по отношению к рынку. Бета хорошо определяет риск волатильности ценных бумаг, торгуемых на эффективных рынках, где данные о публично торгуемых акциях быстро и точно выражаются в ценах. В современной финансовой истории правила диктуют эффективные рынки.

Эти идеи не только снискали уважение тепличных академиков, в колледжах, университетах, школах бизнеса и школах права, но и за прошедшие 35 лет стали общепринятой догмой всей финансовой Америки, от Уолл-стрит до Мейн-стрит. Многие специалисты по-прежнему считают, что цены на фондовом рынке точно отражают исходные величины, что единственный существенный риск — это волатильность цен, а лучший способ его избежать — инвестировать в диверсифицированную группу акций.

Будучи одним из ряда выдающихся инвесторов, берущим начало от Грэхема и Додда и развенчивающего общепринятые догмы логикой и опытом, Баффетт считает, что большинство рынков не безупречно эффективны, а приравнивать волатильность к риску — глубокое заблуждение. В связи с этим Баффетт беспокоится, что целое поколение получивших степень MBA и докторов права под влиянием современной финансовой теории рискует выучить неверные уроки и пропустить самые важные.

Особенно ценный урок современной финансовой теории берёт начало в распространении страхования инвестиционного портфеля — компьютеризированной технологии для корректировки портфеля в условиях падающих рынков. Беспорядочное страхование портфелей способствовало приближению краха фондового рынка в октябре 1987 г. и падению рынка в октябре 1989 г. Но был и положительный момент: благодаря этим событиям современную финансовую теорию перестали преподавать в школах бизнеса и школах права и больше ей не следовали на Уоллстрит.

Современная финансовая теория не могла объяснить ни последующую волатильность рынка, ни огромное количество других явлений, связанных с поведением акций компаний с невысокой капитализацией, акций, дающих высокий дивидендный доход, или акций с низким соотношением цены и прибыли. *Piece de resistance*¹ неэффективности рынка стал мыльный пузырь Интернета и информационных технологий, который лопнул в конце 1990-х-начале 2000-х, что было отмечено резким изменением курсов акций, перепадом настроений участников рынка — от эйфории до депрессии — без малейшей связи со стоимостью бизнеса. Росло число скептиков, утверждавших, что бета не может реально оценить значимый инвестиционный риск, а рынки капитала в любом случае недостаточно эффективны, чтобы бета имела какой-то смысл.

Раздувая споры, люди начали отмечать успехи инвестиционной деятельности Баффетта и требовать возвращения к методу инвестирования и ведения дел Грэхема и Додда. В конце концов, больше 40 лет средняя годовая прибыль Баффетта составляла 20% и выше, что вдвое превышало средние рыночные показатели. Ещё 20 годами ранее то же самое происходило в корпорации Бена Грэхема *Graham-Newman Corp.* Как подчёркивает Баффетт, оглушающие результаты *Graham-Newman Corp.* и *Berkshire* заслуживают уважения: объёмы выборки были значительны, они проводились на протяжении длительного периода, их не исказили единичные удачные операции, не было подтасовки данных, эффективность оценивалась в разные периоды времени, которые не выбирались задним числом.

Чувствуя угрозу, исходящую от эффективности Баффетта, упрямые приверженцы

¹ *Piece de resistance* (фр.) — главное блюдо. — Прим. пер.

современной финансовой теории обратились к странным толкованиям его успеха. Возможно, ему просто повезло (как той обезьяне, что отстучала «Гамлета») или у него есть верный доступ к данным, не доступным для остальных инвесторов. В противовес Баффетту энтузиасты современной финансовой теории все ещё настаивают на том, что лучшая стратегия для инвестора — это диверсифицировать, опираясь на значение бета, или наугад и постоянно корректировать свой портфель инвестиций.

Баффетт отвечает усмешкой и советом. Усмешка означает, что последователи его инвестиционной философии должны, вероятно, пожертвовать профессорскими постами в колледжах и университетах, чтобы гарантировать непрерывное обучение догме эффективного рынка. А совет — пренебречь современной финансовой теорией и другими псевдосовременными взглядами рынка и заняться инвестиционной деятельностью. Лучше всего это сделать с помощью долгосрочных инвестиций в индексные фонды либо путём трезвого анализа компаний, которые инвестор в состоянии оценить. При таком мышлении существенным риском будет не бета или волатильность, а возможность потерь.

Оценка такого рода инвестиционного риска потребует размышлений о руководстве компании, её продуктах, конкурентах и уровне задолженностей. Вопрос в том, будет ли прибыль от инвестиций после выплаты всех налогов, по крайней мере, равна покупательной способности первоначальных инвестиций плюс справедливая ставка дохода. Прежде всего, следует учесть такие факторы, как долгосрочные экономические показатели компании, качество и честность её руководства и будущие ставки налогообложения и инфляции. Возможно, эти факторы не совсем конкретны, особенно по сравнению с притягательной точностью бета, но дело в том, что рассмотрение этих вопросов неизбежно, если только инвестор не желает себе навредить.

Баффетт указывает на абсурдность беты, обращая внимание на то, что «акция, стоимость которой резко падает по отношению к рынку... становится „рискованнее“ при более низкой цене, чем она была при более высокой», — вот как бета определяет риск. Точно так же бета не может различить риски, заложенные в «специализированной игрушечной компании, продающей каменных зверушек или обручи другой игрушечной компании, чей основной продукт — „Монополия“ или Барби». Обычные инвесторы могут провести такие различия, поразмыслив над потребительским поведением и над тем, как конкурируют компании по производству потребительских товаров, а также могут рассчитать, когда существенное падение курса акций показывает возможность совершения покупки.

В противовес современной финансовой теории инвестиционная деятельность Баффетта не ограничивается диверсификацией. Она может потребовать даже концентрации, если не портфеля, то, по крайней мере, сознания его владельца. Говоря о концентрации портфеля, Баффетт вспоминает Кейнса, который был не только блестящим экономистом, но и мудрым инвестором и считал, что инвестору следует вкладывать большие суммы в две или три компании, которые он знает и руководству которых можно доверять. С этой точки зрения риск возрастает, когда инвестиции и инвестиционное мышление слишком поверхностные. Стратегия финансовой и умственной концентрации может снизить риск, увеличив как глубину представлений инвестора о компании, так и уровень комфорта в отношении основных показателей компании до покупки.

Мода на бету, по словам Баффетта, страдает от невнимания к «основному принципу: лучше быть почти правым, чем абсолютно ошибаться». Долгосрочный успех инвестиционной деятельности зависит не от изучения беты и сохранения диверсификации портфеля, а от понимания, что быть инвестором — значит, управлять собственным делом. Перекомпоновка портфеля через покупку и продажу акций, направленная на достижение желаемого показателя бета-риска, делает долгосрочный инвестиционный успех невозможным. Такое «порхание с цветка на цветок» связано с огромными операционными издержками в форме спрэдов, вознаграждений и комиссионных, не говоря уже о налогах. Баффетт шутит, что назвать кого-то, кто активно торгует на рынке, инвестором — «всё равно, что назвать кого-то, кто часто заводит случайные связи, романтиком». Инвестиционная деятельность переворачивает на-родную мудрость современной финансовой теории с ног на голову: вместо призыва «не класть все яйца в одну корзину» мы получаем совет Марка Твена из «Простофили Вильсона»: «Клади все яйца

в одну корзину, но... береги корзину!»

Баффетт учился искусству инвестирования у Бена Грэхема, будучи аспирантом Школы бизнеса Колумбии в 1950-е годы, и позже, работая в корпорации Graham-Newman. В своих классических работах, включая книгу «Умный инвестор» (The Intelligent Investor by Ben Graham), Грэхем раскрыл практически самую глубокую и мудрую инвестиционную стратегию в истории: она отвергает преобладающий, но ошибочный образ мыслей, где уравнивается цена и стоимость. Грэхем считал, что цена — это то, что платишь, а стоимость — то, что получаешь. Эти категории редко совпадают, но немногие замечают разницу.

Одним из самых ценных вкладов Грэхема стал персонаж по имени Господин Рынок, проживающий на Уолл-стрит. Это ваш предполагаемый деловой партнёр, который каждый день желает купить вашу долю или продать свою по преобладающей на рынке цене. Г-н Рынок угрюм, подвержен маниакальным изменениям настроения от радости до отчаяния. Порой он предлагает цены, намного превышающие стоимость, а иногда предлагает цены намного ниже стоимости. Чем маниакальнее и депрессивнее его поведение, тем больше разница между ценой и стоимостью, а значит, больше инвестиционные возможности, которые он предлагает. Баффетт снова выводит на сцену г-на Рынка, подчёркивая ценность представленной Грэхемом аллегии всеобщего рынка для упорядоченной инвестиционной деятельности, даже если теоретики современной финансовой теории с г-ном Рынком не знакомы.

Ещё одно разумное наследие Грэхема — принцип запаса прочности. Принцип гласит, что не нужно инвестировать в ценную бумагу, если нет достаточных оснований для уверенности в том, что заплаченная цена намного ниже, чем полученная стоимость. Баффетт самозабвенно следует принципу, обращая внимание на слова Грэхема о том, что, если бы потребовалось в двух словах изложить суть разумной инвестиционной деятельности, такими словами стали бы «запас прочности». Через 40 лет после того, как он впервые прочёл эти слова, Баффетт по-прежнему считает их верными. Пока энтузиасты современной финансовой теории, ссылаясь на эффективность рынка, отрицают разницу между ценой (то, что платишь) и стоимостью (то, что получаешь), Баффетт и Грэхем считают её самой главной разницей в мире.

Эта разница показывает также, что термин «инвестирование в стоимость» излишен. Настоящее инвестирование должно опираться на оценку взаимоотношения между ценой и стоимостью. Стратегии, которые не применяют это сравнение цены и стоимости, вообще не сводятся к инвестированию, скорее, это спекуляция в надежде, что цены вырастут, а не убеждение, что заплаченная цена ниже, чем полученная стоимость. Многие специалисты совершают подобную ошибку, отмечает Баффетт, проводя различия между «инвестированием в рост» и «инвестированием в стоимость». Рост и стоимость это не точные понятия, говорит Баффетт. Они абсолютно взаимосвязаны, поскольку рост следует рассматривать как составной элемент стоимости.

Баффетту также не нравится понятие «инвестирование в отношения». Термин получил широкое распространение в середине 1990-х и описывал стиль инвестиционной деятельности, направленный на сокращение цены отделения акционеров от административного контроля путём усиления воздействия акционеров на менеджмент и отслеживание его работы. Многие неверно посчитали Баффета и Berkshire типичным примером подобного стиля. Действительно, Баффетт покупает крупные пакеты акций нескольких компаний и долго их держит. Кроме того, он вкладывает только в те компании, руководителям которых доверяет. На этом сходство заканчивается. Если бы Баффетта попросили определить его стиль инвестиционной деятельности одним словом, он назвал бы его сфокусированным или «разумным». Но даже эти слова кажутся лишними, а неприкрашенный термин «инвестор» описывает Баффетта лучше всего.

Другие случаи злоупотребления терминами включают стирание разницы между спекуляцией и арбитражем как методами разумного управления денежными средствами, последний из которых особенно важен для компаний, подобных Berkshire, генерирующих существенный поток денежных средств. Спекуляция и арбитраж служат для того, чтобы использовать избыточные денежные средства, а не хранить их в эквивалентах наличности, например в коммерческих векселях. Спекуляция означает использование денежных средств для

игры на изменениях конъюнктуры, вызванных слухами о необъявленных грядущих сделках. Арбитраж в традиционном понимании означает игру на разнице в ценах на одну и ту же акцию на разных рынках, и Баффетт показывает, как с помощью краткосрочных позиций использовать редкие реальные возможности. Арбитраж использует разницу цен на одну и ту же акцию в разное время. Решение о том, следует ли использовать денежные средства подобным образом, может потребовать ответа на четыре разумных вопроса с точки зрения данных, а не слухов: вероятность события, время вложения средств, цена возможности и издержки в случае, если событие не происходит.

Вместе с г-ном Рынком и запасом прочности третьим китом разумной инвестиционной деятельности Баффетта и Грэхема является принцип рамок компетенции. Это здоровое правило учит инвесторов рассматривать инвестиции в отношении только тех компаний, которые они способны понять с минимальными усилиями. Именно это правило (держаться только того, что ему знакомо) помогло Баффетту избежать ошибок, которые постоянно совершают другие, в частности те, кто упивается иллюзиями быстрой наживы, обещанными технологическими причудами и риторикой новой эры, и которые уже много веков периодически поражают спекулятивные рынки.

В любом инвестиционном поведении нужно остерегаться того, что Баффетт называет «институциональным императивом». Развитие организаций порождает сопротивление переменам, поглощение имеющихся корпоративных фондов и рефлексивное одобрение неоптимальных стратегий генерального директора его подчинёнными. Вопреки тому, что обычно преподаётся в школах бизнеса и школах права, эта всепроникающая сила часто вмешивается в рациональный процесс принятия решений. В конечном итоге институциональный императив ведёт к ментальности следования за толпой и появлению не индустриальных лидеров, а инвестиционных подражателей — тому, что Баффетт называет стадным подходом к делу.

АЛЬТЕРНАТИВА ОБЫКНОВЕННЫМ АКЦИЯМ

Все эти инвестиционные принципы оживают в ярких очерках Баффетта, посвящённых возможностям других инвестиционных инструментов помимо обыкновенных акций, например «мусорных» облигаций и облигаций с нулевым купоном, привилегированных акций. Бросая вызов Уоллстрит и теоретикам, Баффетт снова обращается к идеям Грэхема, чтобы отвергнуть «тезис кинжала», выдвинутый в защиту «мусорных» облигаций. Тезис кинжала, метафора усиленной тревоги водителя при виде ножа, водружённого на руль его автомобиля, преувеличивает дисциплинирующий эффект, который оказывает на руководство огромный объём долгов в структуре капитала.

Баффетт указывает на большое число корпораций, обанкротившихся во время спада в начале 1990-х годов из-за значительного долгового бремени. Он ставит под сомнение академические исследования, показывающие, что высокие процентные ставки по «мусорным» облигациям компенсируют более высокую вероятность невыполнения обязательств. Он связывает это заблуждение с ошибочным допущением, знакомым любому первокурснику, изучающему статистику: исторические условия, преобладающие во время изучения, в будущем не изменятся. Это не так. Тему недалёковидности использования «мусорных» облигаций продолжает очерк Чарли Мунгера, в котором описывается подход Майкла Милкена к финансированию.

Уолл-стрит склоняется к идеям, основанным на возможности создания прибыли, а не на финансовом смысле, — тенденция, которая часто превращает хорошие идеи в плохие. В истории облигаций с нулевым купоном, например, Баффетт показывает их способность обеспечить инвестору ставку дохода в сложных процентах, равную ставке купона, которую стандартная облигация с периодической выплатой процентов обеспечить не может. Таким образом, нулевые купоны на некоторое время позволяли заёмщику занимать больше без необходимости в дополнительных потоках денежных средств на выплату процентов. Трудности возникли, когда нулевые купоны стали выпускать более слабые участники, потоки денежных средств которых не могли обеспечить растущие долговые обязательства. Баффетт жалуется,

«как это часто происходит на Уоллстрит, то, что в начале делается умными людьми, под конец подхватывается глупцами».

Эссе о привилегированных акциях показывает искусство инвестирования в самом выгодном свете, подчёркивая экономические показатели компании, качество руководства и трудные решения, которые всегда необходимы, но не всегда верны. В разделе о нестандартном инвестировании рассматривается прикладной арбитраж в распределении денежных средств в такие средства, как нефть, серебро и даже облигации с нулевым купоном.

ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ

Баффетт вспоминает, как в день, когда Berkshire получила листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже в 1988 г., он сказал Джимми Магуайру, специалисту по акциям компании: «Я признаю Ваш безоговорочный успех, если следующая сделка по этим акциям состоится не раньше, чем через два года». Подшучивая над Магуайром («кажется, он был не в восторге»), Баффетт подчёркивает, что, покупая или продавая акции, он обычно думает так: «Если нам не доставляет радости обладание долей той или иной компании, когда биржа закрыта, не будет радости и тогда, когда биржа будет открыта». Berkshire и Баффетт — инвесторы на всю жизнь, структура капитала компании и её дивидендная политика это подтверждают.

В отличие от многих генеральных директоров, мечтающих о том, чтобы акции их компаний котировались по самым высоким ценам на рынке, Баффетт предпочитает, чтобы акции Berkshire торговались по их внутренней стоимости или близкой к ней, ни существенно выше, ни ниже. Такая связь означает, что финансовые результаты компании за определённый промежуток времени будут выгодны тем, кто владел компанией в течение этого периода. Сохранение такой взаимосвязи потребует от акционеров приверженности общей долгосрочной, ориентированной на компанию инвестиционной философии, а не краткосрочной, ориентированной на рынок стратегии.

Баффетт упоминает предположение Фила Фишера о том, что компания подобна ресторану, предлагающему меню, привлекательное для людей с различными вкусами. Долгосрочное меню Berkshire делает особое ударение на том, что затраты на торговые операции могут обесценить долгосрочные результаты. Действительно, по расчётам Баффетта операционные издержки от активно торгуемых акций, комиссионные брокеров и спрэд участников рынка часто составляют более 10% от прибыли. Избегать или сводить к минимуму такие издержки необходимо для долгосрочного успеха инвестиционной деятельности, а листинг Berkshire на Нью-Йоркской фондовой бирже помог ограничить такие затраты.

Корпоративная дивидендная политика является основным вопросом распределения капитала, который всегда интересовал инвесторов, но на который они редко получали ответ. Эссе Баффетта проливают свет на этот предмет, подчёркивая, что «распределение капитала имеет решающее значение для компании и управления инвестициями». В начале 1998 г. обыкновенные акции Berkshire оценивались на рынке в сумму более 50 000 долл. за акцию, а балансовая стоимость компании, прибыль и внутренняя стоимость неуклонно росли, намного опережая среднегодовые показатели. Тем не менее компания никогда не совершала дробление акций и более 30 лет не выплачивала дивиденды в виде денежных средств.

Помимо долгосрочного меню и минимизации операционных издержек дивидендная политика Berkshire отражает убеждение Баффетта в том, что решение о выплате или удержании дивидендов из прибыли компании следует принимать на основе простого теста: каждый доллар прибыли должен быть удержан, если это удержание увеличит рыночную стоимость, по крайней мере, на ту же сумму, в противном случае его следует выплатить. Удержание прибыли оправданно лишь в том случае, если «удержанный капитал производит дополнительную прибыль, равную или превышающую прибыль, обычно доступную инвесторам».

Руководители компаний часто пренебрегают этими и другими простыми правилами Баффетта, кроме, разумеется, тех случаев, когда им нужно принять решения о выплате дивидендов своими дочерними компаниями. Прибыль часто удерживают по причинам, не связанным с собственником, например при расширении корпоративной империи или обеспечении управляющим комфортных условий работы.

В Berkshire все иначе. На симпозиуме Баффетт говорил, что согласно его тесту Berkshire «могла бы распределить более 100% прибыли», на что Чарли Мунгер воскликнул «чертовски верно!». В этом не было особой необходимости, поскольку за то время, когда Баффетт занимал руководящий пост в Berkshire, возможности получения огромных доходов на капитал были раскрыты и разработаны.

Обратный выкуп недооценённых акций может стать увеличивающим прибыль способом распределения капитала, хотя это качество обратного выкупа не всегда очевидно. В 1980-е-начале 1990-х обратный выкуп акций встречался редко, и Баффетт уважал тех управляющих, которые поняли, что покупка акции, оценённой в 1 долл., но стоимостью 2 долл., едва ли будет хуже любого другого способа применения корпоративных средств. Увы, как это часто случается, вмешались подражатели, и теперь можно видеть компании, которые платят 2 долл., чтобы вернуть акции стоимостью 1 долл. Такие разрушающие стоимость обратные покупки недооценённых акций часто имеют целью поддержать падающую цену акции или возместить одновременный выпуск акций под фондовые опционы, осуществлённый по гораздо более низким ценам.

Дробление акций — ещё одна распространённая в корпоративной Америке практика, на которую Баффетт указывает как на вредящую интересам собственников. Дробление акций имеет три последствия: оно увеличивает операционные издержки, поскольку ведёт к высокой оборачиваемости акций; привлекает инвесторов с краткосрочными, ориентированными на рынок взглядами, которые чрезмерно следят за ценами фондового рынка, и, наконец, как результат двух этих следствий, ведёт к появлению цен, которые будут существенно отличаться от рыночной стоимости компании. Без каких-либо компенсирующих преимуществ осуществлять дробление акций Berkshire было бы неразумно. Более того, добавляет Баффетт, дробление поставило бы под угрозу более трёх десятилетий упорной работы, которая привлекла в Berkshire группу акционеров, состоящую из более сконцентрированных и долгосрочных инвесторов, чем, вероятно, в любой другой крупной компании.

Высокая цена акций Berkshire и её дивидендная политика привели к двум важным последствиям. Во-первых, необычно высокая цена акций практически лишила акционеров Berkshire возможности передавать в дар свои доли участия членам семей или друзьям, несмотря на то, что Баффетт предложил несколько практических стратегий решения проблемы (например, продажа дарополучателям акций по сниженной цене). Во-вторых, инженеры Уолл-стрит попытались создать ценные бумаги, цель которых состояла в том, чтобы добиться финансовой результативности Berkshire, и которые продавались бы людям, недостаточно понимающим Berkshire, её деятельность и инвестиционную философию.

В ответ на эти последствия Баффетт и Berkshire совершили гениальный поступок. В середине 1996 г. Berkshire осуществила рекапитализацию путём выпуска нового класса акций, так называемых акций класса В, и начала продавать их населению. Акции класса В обладали 1/30 прав существующих акций класса А, за исключением права голоса — 1/200 прав акций класса А, и не могли принимать участие в программе распределения благотворительных взносов компании. Соответственно акции класса В должны были котироваться (и котировались) на уровне приблизительно 1/30 рыночной стоимости акций класса А.

Акции класса А конвертируются в акции класса В, предоставляя акционерам Berkshire механизм осуществления самостоятельного дробления акций, что облегчает акт дарения и т.п. Что ещё более важно, рекапитализация Berkshire приостановила торговлю клонов компании, противоречащих всем принципам, в которые верит Berkshire. Такие клоны — инвестиционные фонды, покупающие и продающие акции Berkshire в соответствии со спросом на паи в трасте, — перекладывали затраты на акционеров. В руках людей, не понимающих суть деятельности Berkshire или её философию, клоны послужили бы причиной всплеска цен на акции Berkshire, ведущего к существенным отклонениям цены от стоимости.

Акции класса В созданы специально для тех инвесторов, которые разделяют философию сфокусированного инвестирования Berkshire. Баффетт и Мунгер подчёркивали, например, что в связи с предложением акций класса В акции Berkshire в то время не оказались на рынке недооценёнными. Они утверждали, что никто из них не купил бы ни акции класса А по их рыночной цене, ни акции класса В по запрашиваемой цене. Смысл был прост: не покупайте эти

ценные бумаги, если не готовы держать их долгое время. Видимо, попытка привлечь к акциям класса В только долгосрочных инвесторов сработала: после предложения объём биржевых сделок с акциями стал намного ниже средних показателей по акциям Нью-Йоркской фондовой биржи.

Кто-то выражал удивление по поводу предостерегающего заявления Баффетта и Мунгера, поскольку большинство управляющих сообщают рынку, что недавно выпущенные акции их компаний предлагаются по очень хорошей цене. Однако удивляться откровению Баффетта и Мунгера не следует. Компания, продающая акции по цене ниже их стоимости, обкрадывает существующих акционеров. Вполне естественно, что Баффетт считает это преступлением.

СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

Политика поглощений в Berkshire основана на двух принципах: частичная или полная покупка компаний с превосходными экономическими показателями, управляемых руководителями, которым Баффетт и Мунгер симпатизируют, доверяют и которыми восхищаются. В противовес общепринятой практике Баффетт утверждает, что при покупке компании полностью едва ли существуют причины платить премию.

Такие редкие случаи связаны с компаниями, имеющими торговую марку, т.е. которые могут поднимать цены без ущерба для объёма продаж или доли рынка, а увеличение последних требует только роста капиталовложений. В таких компаниях даже обычные управляющие могут генерировать высокую доходность капитала. Вторая категория редких случаев предполагает исключительных управляющих, способных добиться невероятной ловкости в определении неблагополучных компаний и применить недюжинный талант к освобождению скрытой стоимости.

Эти две категории в высшей степени ограничены и, разумеется, не могут объяснить сотни происходящих ежегодно случаев поглощений с высокой премией. Баффетт связывает поглощения с высокой премией, выходящие за рамки этих редких категорий, с тремя мотивами руководителей компаний-приобретателей: трепет перед поглощением, трепет перед увеличением размера и чрезмерный оптимизм по поводу совместной деятельности.

Для оплаты поглощений Berkshire выпускает акции только тогда, когда уверена, что получит столько в стоимости компании, сколько отдаст сама. Действовать подобным образом становится все труднее, поскольку Berkshire стала эквивалентом Лувра с его коллекцией произведений искусства. Увеличить стоимость существующей коллекции, просто добавив нового Боттичелли, достаточно сложно, и ещё сложнее, если ради него придётся продать часть коллекции Рембрандта.

Управляющим других компаний так же непросто следовать этому правилу, но не настолько, поскольку коллекции их компаний были превосходны. Зато Баффетт отмечает, что продавцы в случае приобретения акций определяют покупную цену рыночной ценой акций покупателя, а не их внутренней стоимостью. Если акции покупателя торгуются по цене, равной, скажем, половине их внутренней стоимости, тогда покупатель, согласный на эту цену, отдаёт в два раза больше стоимости компании, нежели получает. Руководитель такой компании, обычно аргументирующий свои действия синергетическим эффектом и размером, ставит трепет или чрезмерный оптимизм выше интересов акционеров.

Более того, поглощения, оплаченные акциями, слишком часто (практически всегда) описываются как «покупатель покупает продавца» или «покупатель приобретает продавца». Баффетт предполагает, что высказывание «покупатель продаёт часть себя, чтобы приобрести продавца» лучше объяснит ситуацию. В конце концов, именно это и происходит и помогает понять, каким образом следует оценить то, от чего отказывается покупатель ради поглощения.

Другим случаем злоупотребления акциями как валютой является практика «зелёного шантажа» — лицо скупает достаточно большое число акций компании, и у её руководства возникает опасение, что компанию перекупят, после чего лицо продаёт компании скупленные акции по завышенной цене. До тех пор пока обратный выкуп акций, доступный всем акционерам, может приносить прибыль, Баффетт осуждает практику подобного шантажа как ещё одну форму корпоративного грабежа.

Не менее достойной порицания была череда выкупов контрольных пакетов акций с использованием заёмных средств в начале 1980-х. Разрешающие законы сделали выкуп с использованием заёмных средств весьма прибыльным, говорит Мунгер, но ослабили корпорации, заставили сильно переплачивать за генерацию денежных средств на выплату огромных долговых обязательств и увеличили среднюю стоимость поглощений.

Поглощения, которые увеличили бы стоимость, достаточно трудно найти и без дополнительного груза повышенной средней стоимости любого из них. Действительно, большинство поглощений ведёт к снижению стоимости, говорит Баффетт. Поиск наилучших, увеличивающих стоимость сделок требует концентрации на ценах возможности, которые измеряются главным образом путём сравнения с покупкой небольших долей превосходной компании через фондовый рынок. Управляющему, увлечённому совместной деятельностью и размером, такая концентрация несвойственна, но это жизненно важная часть двойного инвестиционного подхода корпорации Berkshire.

У Berkshire есть дополнительные преимущества при поглощении: высококачественные акции в качестве оплаты и существенная управленческая автономия по завершении сделки — и то и другое редкость для приобретающей компании, говорит Баффетт. У Баффетта слова не расходятся с делом, когда он напоминает предполагаемым продавцам, что многие из своих компаний Berkshire приобрела у семей и других связанных групп, и предлагает им по каждой предыдущей продаже сравнить первоначальные обещания Berkshire с её более поздними действиями.

БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЁТ И ОЦЕНКА

Очерки Баффетта представляют собой занимательное и многое объясняющее руководство по осмыслению и применению финансовой информации. Анализируя аспекты общепринятых принципов бухгалтерского учёта (GAAP), Баффетт показывает как их значимость, так и пределы понимания и оценки любой компании или инвестиций. Баффетт проясняет ключевые темы, которые выдвигают на первый план важные различия между учётными и экономическими доходами, между бухгалтерским и учётным гудвиллом, между учётной балансовой и внутренней стоимостью. Всё это — необходимые инструменты в работе любого инвестора или руководителя.

Самое главное, что нужно понять, — бухгалтерский учёт это формализованные процедуры. И как любыми формализованными процедурами им можно управлять. С помощью сатиры, написанной Беном Грехэмом в 1930-е годы, Баффетт показывает, насколько грубой может быть манипуляция. Представленные Грехэмом продвинутые методы бухгалтерского учёта позволяли его фантомной компании US Steel сообщать о «феноменально возросших» прибылях без каких-либо денежных затрат или изменений режима работы или продаж. Если отбросить сатирический дух, нарисованная Грехэмом картина бухгалтерских уловок практически не отличается от того, что можно увидеть в корпоративной Америке.

Баффетт подчёркивает, что финансовые отчёты должны помочь потребителю ответить на три основных вопроса о компании: какова приблизительная стоимость компании, её вероятная способность выполнить будущие обязательства и насколько хорошо её руководители справляются с управлением компанией. Баффетт сетует на то, что условности общепринятых принципов бухгалтерского учёта (GAAP) затрудняют поиск ответов на эти вопросы, и действительно, при всей сложности деятельности компании ни одна система учёта не может дать абсолютно точные ответы. Понимая, что изобрести систему учёта, превосходящую GAAP, практически невозможно, Баффетт формулирует ряд концепций, благодаря которым финансовая информация становится более понятной инвесторам и руководителям.

Рассмотрим концепцию, которую Баффетт называет «скрытая при-быль». Учёт инвестиций по GAAP требует консолидированного учёта для контролируемых компаний, что означает полную отчётность по всем статьям как для инвестируемых компаний, так и для головной компании. При покупке акций от 20 до 50% GAAP требует отчётности о пропорциональной доле прибыли инвестора по объекту инвестиций. Для инвестиций менее 20% GAAP предполагает, что учитываться будут только действительно полученные инвестором

дивиденды, а не любая часть прибыли инвестируемой компании. Эти правила бухгалтерского учёта скрывают основной фактор экономической эффективности Berkshire: нераспределенная прибыль инвестируемых компаний корпорации составляет огромную часть стоимости Berkshire, но не учитывается в финансовых отчётах, подготовленных с использованием GAAP.

Понимая, что не размер долевых инвестиций определяет стоимость, а то, как использована нераспределенная прибыль, Баффетт развивает концепцию скрытой прибыли, чтобы оценить экономическую эффективность Berkshire. Скрытая прибыль увеличивает собственную чистую прибыль Berkshire, нераспределенную прибыль в инвестируемых компаниях и снижает сумму прироста для налогов. Для многих компаний скрытая прибыль не отличается от любой другой прибыли GAAP. Но не для Berkshire и, вероятно, не для многих индивидуальных инвесторов. Соответственно частные лица могут применить подобные методы к собственным портфелям и попытаться составить портфель, который через длительный промежуток времени обеспечит максимально возможную скрытую прибыль.

Разница между учётным и экономическим гудвиллом хорошо известна, однако логика Баффетта заставляет её звучать по-новому. Учётный гудвилл является, по существу, суммой, на которую цена покупки компании превышает справедливую стоимость приобретённых активов (после вычета задолженностей). Он заносится в баланс как актив, а затем списывается как ежегодный расход, обычно через 40 лет. Таким образом, учётный гудвилл, приписанный этой компании, с течением времени уменьшается на совокупную величину данной статьи расхода.

Экономический гудвилл представляет собой комбинацию нематериальных активов, в числе которых узнаваемость торговой марки, которая помогает компании получать прибыль из материальных активов (здания и оборудование) сверх средней нормы. Величина экономического гуд-вилла — это капитализированная стоимость такого превышения. Экономический гудвилл имеет тенденцию к повышению со временем, по крайней мере, номинально в пропорции к инфляции для заурядных компаний и гораздо выше для компаний с твёрдыми экономическими показателями или использующих франшизу. Действительно, компании с более высоким по отношению к материальным активам экономическим гудвиллом гораздо меньше подвержены негативному влиянию инфляции, чем компании с более низким гудвиллом.

Эти различия между учётным и экономическим гудвиллом наводят на следующие мысли. Во-первых, лучше всего стоимость экономического гудвилла компании показывает, сколько она может заработать на чистых нематериальных активах без левереджа, исключая амортизационные расходы гудвилла. Поэтому когда компания приобретает компанию, а поглощение отражается в счёте актива под названием «Гудвилл», в анализе такой компании амортизационными расходами следует пренебречь. Во-вторых, поскольку экономический гудвилл необходимо оценивать в соответствии с его полными вменёнными издержками, т.е. до амортизации, оценку возможного поглощения компании следует производить без учёта таких амортизационных расходов.

А вот к амортизационным отчислениям это не относится, подчёркивает Баффетт. Пренебрегать ими нельзя, поскольку такие расходы являются настоящими вменёнными издержками. Он доказывает это утверждение, объясняя, почему Berkshire всегда демонстрирует своим акционерам результаты операций с поглощёнными компаниями без корректировок цены покупки, предусмотренных GAAP.

На Уолл-стрит принято оценивать компании с использованием расчёта потоков денежных средств, равных: операционной прибыли (а) плюс амортизационные отчисления и другие неденежные затраты (b). Баффетт считает такую калькуляцию неполной. Он утверждает, что после того, как из операционной прибыли будут вычтены неденежные затраты, следует отнять ещё обязательное реинвестирование в компанию (с), которое он определяет как «среднюю сумму капитализированных затрат на здания и оборудование и т.д., необходимых для того, чтобы компания могла полностью сохранить свою долгосрочную конкурентную позицию и удельный объём». Результат вычислений $a + b - c$ Баффетт называет «прибылью акционера».

Когда b и c не равны, анализ потоков денежных средств и анализ прибыли акционеров также будут различны. Для большинства компаний c, как правило, превышает b, потому анализ потоков денежных средств обычно переоценивает экономическую реальность. Каждый раз,

когда c не совпадает с b , расчёт прибыли акционеров помогает оценить эффективность более точно, чем при анализе прибыли GAAP или бухгалтерских корректировках потоков денежных средств под влиянием цены покупки. Вот почему Berkshire добавляет к своим отчётам прибыль акционеров от поглощённых компаний, а не полагается полностью на цифры прибыли по GAAP или потоков денежных средств.

Последним примером специализированного инструментария Баффета служит внутренняя стоимость, «дисконтированная стоимость денежных средств, которые можно получить из компании за оставшийся срок её существования». Несмотря на простое изложение, расчёт внутренней стоимости не будет ни лёгким, ни объективным. Она зависит от оценки как будущих потоков денежных средств, так и движений процентной ставки. Однако именно внутренняя стоимость имеет решающее значение для компании. Балансовую стоимость, напротив, легко рассчитать, но применение её ограничено. Так же и с рыночной ценой, по крайней мере, для большинства компаний. Различия между внутренней стоимостью, балансовой стоимостью и рыночной ценой не всегда очевидны. В сторону увеличения или уменьшения, но различия будут всегда.

Для деловой эссеистики Баффетт стал тем же, чем был Эзоп для басен древнего мира. Он взывает к баснописцу, чтобы показать, что за много тысячелетий система оценок не изменилась. Эзоп сказал: «Лучше синица в руках, чем журавль в небе», а Баффетт расширил принцип до денег. Лучше подсчитывать наличность, а не надежды и мечтания — должно быть, именно такой урок усвоили многие из нас посреди гонки технологий конца 1990-х, оборвавшейся в тот момент, когда все поняли, что журавлей в небе практически не осталось. Сомнительно тем не менее, что урок усвоил каждый, всё-таки со времён Эзопа его преподавали вновь и вновь, но до сих пор его все учат и учат.

УЧЁТНАЯ ПОЛИТИКА И ВОПРОСЫ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ

Эссе Баффетта, посвящённые экономическому и учётному гудвиллу и прибыли акционеров, ведут к политической позиции в многолетних бухгалтерских спорах, время от времени пробивающихся в сенсационные новости: учитывать слияния как «покупку» одной компании другой или как «слияние без переоценки стоимости активов» прежде обособленных компаний. Разница в том, должны ли сгруппированные компании амортизировать свой учётный гудвилл за счёт прибыли за несколько десятилетий. Управляющие предпочитают не бить таким образом по будущим прибылям, а потому склоняются к трактовке «слияние без переоценки». Пуристы от бухгалтерии считают амортизацию единственно разумным вариантом, а значит, стремятся к отмене слияния без переоценки и требуют учёта покупки для всех слияний.

Баффетт предлагает решение, способное удовлетворить оба лагеря и соответствующее при этом действительности. Он предлагает зарегистрировать для гудвилла актив, не требующий автоматического его отчисления из будущих прибылей. В этом случае пуристы будут довольны, поскольку счёт для гудвилла открыт, а управляющие — потому что отчисления от будущих прибылей потребуются лишь в том случае, если гудвилл упадёт. Решение соответствует действительности, потому что практически при любом слиянии одна сторона покупает, а другая продаёт, и приобретённый экономический гудвилл в будущем скорее вырастет, а не упадёт в стоимости. (Разработчики принципов бухгалтерского учёта со временем выбрали видоизменённую версию этого предложения.)

В GAAP достаточно упущений, и всё же есть две группы людей, которые их усугубляют: те, кто пытается обойти требования GAAP с помощью большого бухгалтерского воображения, и те, кто обдуманно использует GAAP как средство для финансовых махинаций. С первыми особенно сложно иметь дело, предполагает Баффетт, показывая, как споры о бухгалтерском учёте фондовых опционов отражают ограниченность многих руководителей и бухгалтеров. К примеру, критикуя мнение о том, что в случае предоставления фондовых опционов их не следует считать расходами, Баффетт приводит лаконичный довод: «Если опционы — не форма компенсации, тогда что это? Если компенсация — это не расход, тогда что это? А если расходы не должны идти в расчёт прибыли, куда же им идти, в конце концов?» По сей день он не получил ни одного ответа.

Поиск единства в финансовой отчётности бесконечен, постоянно, снова и снова возникающие способы финансовых махинаций охватывают кабинеты финансовых директоров корпоративной Америки. Последней модной новинкой стал учёт «реструктуризации» — обозначение целого ряда манёвров, позволяющих управляющим уйти в традиционное управление прибылью и методы сглаживания данных с ещё большим искусством и ловкостью, чем когда-либо прежде. Будьте осторожны, инвесторы.

Приверженцам единства в финансовой отчётности приходится иногда самим братья за дело. Баффетт так и делает, регулярно предоставляя акционерам сведения, например данные по подразделениям, которые GAAP не требует, но сам Баффетт захотел бы увидеть, если бы сам был акционером. И всё же иногда крестonosцы торжествуют, как показывает Баффетт в случае, когда правила бухгалтерского учёта потребовали от компаний регистрировать обязательства финансировать пенсионные выплаты, что прежде не требовалось.

Один из очевидных уроков в рассуждениях Баффетта о финансовой информации гласит, что учёт изначально поставлен в рамки, хотя и жизненно необходим. Несмотря на неограниченную свободу управленцев в отчёте о прибылях и потенциальное злоупотребление этой свободой, финансовая информация может оказаться для инвесторов чрезвычайно полезной. Баффетт пользуется ею ежедневно и с её помощью разместил уже миллиарды долларов. Это значит, что принимать решения на основе доступной финансовой информации можно, если подойти к ней с рассудительностью. Такая рассудительность может включать корректировку для определения скрытой прибыли, прибылей акционеров и внутренней стоимости, а также чтобы показать реальные затраты на фондовые опционы или другие обязательства, указывать которые в финансовой отчётности по GAAP не требуется.

Заключительные очерки показывают очевидные, но часто неучтённые налоговые возможности долгосрочных инвестиций. Связывая воедино два несомненных факта жизни, последний очерк содержит одну из многочисленных шуток Баффетта о его личном долголетии: если наслаждение жизнью продлевает долголетие, он рискует побить рекорд Мафусаила (969 лет). На симпозиуме, где был представлен этот сборник, кто-то спросил, как повлияет смерть Баффетта на акционерный капитал Berkshire. Кто-то ответил: «Негативно». Ни минуты не колеблясь, Баффетт остроумно заметил: «Для акционеров это будет не так негативно, как для меня».

Выдающееся место рассуждений о бухгалтерском учёте в эссе Баффетта подчёркивает, насколько велико значение учётной политики и учётных решений. Эту позицию подтверждает сделанный Грэхемом и Доддом фундаментальный анализ стоимости. В то же время она противоречит положению современной финансовой теории о том, что эффективные рынки приведут к выравниванию цены и стоимости, повлияв на нормы бухгалтерского учёта, а также всему тому, чему последние несколько десятилетий учили студентов делового администрирования MBA и школ права.

Эссе Баффетта могут перевоспитать целое поколение студентов и продолжить обучение других. Это важно, поскольку евангелие современной финансовой теории, охватившей за прошедшие 30 лет всю Америку, все ещё часто проповедуют. Стадная готовность следовать за толпой всё ещё существует. Вызывая падение как лидерства, так и независимой мысли, эта слабость предстаёт интеллектуальным врагом в борьбе, которую очерки Баффетта ведут за разумное и сфокусированное инвестирование. Пока до победы в битве ещё далеко, цель этого сборника — помочь в поисках.

Лоренс А. Каннингем

Пролог²

Наша группа акционеров в некотором роде совершенно необычна, что повлияло на то, каким образом мы перед вами отчитываемся. К примеру, на конец каждого года около 98%

² 1979. Здесь и далее сноски указывают год годового отчёта, из которого взято высказывание. Чтобы избежать прерывистости изложения фактов в данном собрании, пропуски текста внутри кавычек не выделяются ни многоточием, ни какими-либо другими пунктуационными знаками.

акций на руках акционеров принадлежит людям, которые были акционерами и в начале года. Поэтому наш годовой отчёт мы строим на том, что рассказали вам в прошлые годы, вместо того, чтобы снова повторять множество данных. Таким образом, вы получаете больше полезных сведений, а мы не скучаем.

Более того, пожалуй, 90% наших акций принадлежит инвесторам, для которых Berkshire является их самым крупным владением ценных бумаг, а очень часто — безоговорочно крупнейшим. Многие из таких владельцев не прочь потратить существенную часть времени на годовой отчёт, а мы стараемся предоставить им такие данные, которые сами нашли бы полезными, окажись мы на их месте.

В отличие от годовых квартальные отчёты не содержат никаких повествований. Как владельцы, так и управляющие располагают очень широким временным горизонтом по отношению к этой компании, а потому достаточно сложно каждый квартал сообщать что-то новое или значительное о событиях, имеющих долгосрочное значение.

Когда вы всё же получаете от нас сообщение, оно приходит от того, кому вы платите за руководство компанией. Ваш председатель твёрдо убеждён, что владельцы имеют право напрямую от генерального директора узнавать о происходящем в компании и о том, как он её оценивает в данный момент и в перспективе. В частной компании вам пришлось бы требовать этого, в публичной это само собой разумеется. Выходящий раз в год отчёт руководства не следует поручать специалисту по административным вопросам или консультанту по связям с общественностью, которые едва ли смогут говорить открыто, с позиции управляющий — владельцу.

Мы убеждены, что как владельцы вы имеете право получить у своих управляющих тот же отчёт, который обязаны предоставить нам управляющие по нашим подразделениям здесь, в Berkshire Hathaway. Очевидно, что степень детализации будет различной, в частности, по тем данным, которые могут оказаться полезными конкуренту или кому-то ещё. Однако общий объём работы, баланс и степень откровенности должны быть идентичны. Мы не ожидаем подтверждающих документов от наших управляющих подразделениями, когда те докладывают нам о происходящем, и не считаем, что вам следует получать такой документ.

В большинстве случаев компании получают такой круг акционеров, к которому стремятся и которого заслуживают. Концентрируя свой образ мыслей и контакты на краткосрочных результатах или краткосрочных операциях на фондовой бирже, компания, как следствие, привлечёт акционеров, в большей степени заинтересованных в тех же факторах. Если в отношениях с инвесторами компания проявляет циничность, весьма вероятно, что впоследствии этот цинизм инвестиционное сообщество обернёт против неё.

Фил Фишер, уважаемый инвестор и писатель, однажды связал политику корпораций в привлечении акционеров с политикой ресторанов, привлекающих потенциальных клиентов. Ресторан обычно ищет определённую клиентуру — потребителей блюд быстрого приготовления, изысканных ужинов, восточных блюд и т.д. — и со временем приобретает соответствующую группу поклонников. Если работа проделана с умом, такая клиентура, довольная обслуживанием, меню и уровнем предлагаемых цен, будет возвращаться снова и снова. Однако мгновенно изменить характер ресторана и приобрести довольных и стабильных клиентов невозможно. Перепрыгивая с французской кухни на курицу-гриль, компания только добьётся того, что озадаченные и расстроенные посетители просто хлопнут дверью.

То же самое происходит с корпорациями и кругом акционеров, к которому она стремится. Нельзя быть сразу всем и для всех, пытаясь одновременно найти различных владельцев, чьи основные интересы колеблются между высокой текущей рентабельностью, долгосрочным ростом капитала, взрывами фондовой биржи и т.д.

Доводы управляющих, которые добиваются активной торговли по своим акциям, приводят нас в изумление. На самом деле, такие руководители говорят, что хотели бы, чтобы довольно много их нынешних клиентов постоянно оставляло их ради новых акционеров, потому что привлечь много новых вкладчиков (с новыми ожиданиями) невозможно без того, чтобы не потерять множество прежних.

Мы предпочитаем владельцев, которым нравится наше обслуживание и меню и которые возвращаются из года в год. Трудно будет найти группу людей, которые будут сидеть в

«креслах» акционеров Berkshire Hathaway лучше, чем те, кто их уже занимает. Итак, мы надеемся, что и впредь текучесть среди наших владельцев будет такой же низкой, а становиться ими будут люди, которые понимают наши действия, одобряют нашу политику и разделяют наши убеждения. А мы надеемся эти ожидания оправдать.

Часть I. Корпоративное управление

Многие годовые собрания акционеров не более чем пустая трата времени как для самих акционеров, так и для руководства компании. Иногда это происходит потому, что руководители неохотно раскрывают сущность деловых вопросов, но чаще всего собрания непродуктивны по вине участвующих в них акционеров, которых больше волнует собственное выступление на сцене, чем дела компании. Тогда обсуждение состояния дел превращается в кружок сценического искусства, выражения гнева и пропаганды своих взглядов. (Купите всего одну акцию, и вы получите уникальную возможность рассказать несчастным слушателям, которые не могут покинуть аудиторию, о своих идеях управления миром.) В таких условиях организовывать собрания с каждым годом становится всё более бессмысленно. Те, кого волнуют дела, избегают собраний из-за нелепого поведения тех, кого интересует лишь собственная персона.

Собрания Berkshire — совсем другое дело. Количество акционеров, посещающих их, растёт с каждым годом, и нам не приходится сталкиваться с глупыми вопросами или комментариями, сделанными лишь для того, чтобы полюбоваться собственной персоной³. Вместо этого нам задают самые разные и толковые вопросы по делу. Потому что ежегодное собрание — самое время и место для них. Мы с Чарли рады ответить на все вопросы, и неважно, сколько времени займёт ответ. (Однако на вопросы, заданные не на годовом собрании акционеров, а в письмах или по телефону, мы ответить не можем. Отчитываться каждому, кто попросит, и в то время, когда попросит, — не лучший способ использования административного времени для компании с тысячами акционеров.)

На ежегодных собраниях не обсуждаются лишь те вопросы, искренний ответ на которые может стоить нашей компании реальных денег, к таким вопросам, например, можно отнести операции с ценными бумагами.⁴

А. Принципы ориентирования на собственника⁵.

1. Несмотря на то, что наша компания по форме акционерное общество, мы смотрим на неё как на товарищество. Мы с Чарли Мунгером считаем своих акционеров партнёрами-совладельцами, а себя — управляющими партнёрами. (Это потому, что мы всё же держатели контрольного пакета акций.) По нашему убеждению, компания не является окончательным собственником активов, мы видим в ней лишь инструмент, позволяющий акционерам владеть этими активами.

Мы с Чарли надеемся, что вы не считаете себя владельцем всего лишь листка бумаги, цена которого меняется день ото дня и который немедленно выставляется на продажу, когда какие-то экономические или политические события заставляют вас нервничать. Хочется, чтобы вы видели себя совладельцем компании, в которой вы собираетесь оставаться так же неограниченно долго, как если бы владели фермой или многоквартирным домом совместно с членами вашей семьи. Со своей стороны, мы видим акционеров Berkshire не как безликих представителей вечно движущейся толпы, а как предпринимателей, рискнувших доверить нам в управление свои средства, возможно, на всю свою оставшуюся жизнь.

Факты говорят о том, что большинство акционеров Berkshire уже приняли нашу концепцию долгосрочного сотрудничества. Годовая оборачиваемость акций Berkshire ничтожно

³ Письма, которые мы получаем после каждого годового собрания, дают представление о количестве посетивших его акционеров. Эта цифра выросла с 12 человек в 1975 г. почти до 7500 человек в 1997 г. и перевалила за 15 000 в начале 2000-х. С 1984 г. явка год от года увеличивается в среднем на 40%.

⁴ Вступительное эссе, 1984 г.

⁵ Руководство для инвесторов, 1996 г. (первоначально выпущено в 1983 г., ежегодно

мала по сравнению с тем, что наблюдается в других крупных американских корпорациях, даже если не принимать в расчёт акции, которыми владею я.

В сущности, отношение наших акционеров к Berkshire похоже на отношение Berkshire к тем компаниям, в которые она инвестирует. Как владельцы акций таких компаний, как Coca-Cola или Gillette, мы считаем Berkshire неуправляющим партнёром двух чрезвычайно прибыльных предприятий, где наш успех зависит от их долгосрочного развития, а не от ежемесячных колебаний курсов ценных бумаг. Нас совершенно не беспокоило бы, если бы у них на протяжении нескольких лет не было торговых операций или котировки курса. Когда есть положительные долгосрочные прогнозы, кратковременные изменения цен не имеют значения, кроме тех случаев, которые дают возможность увеличить наше долевое участие по привлекательной цене.

2. Соглашаясь с принципами ориентации на собственника, большинство наших директоров инвестировали большую часть собственных средств в компанию. Мы едим то, что сами приготовили.

В семье Чарли более 90% капитала находится в акциях Berkshire; я со своей женой Сьюзи вложил в акции более 99%. Кроме того, многие из моих родственников — сестры и кузены — держат огромную часть своих средств в акциях Berkshire.

Мы с Чарли чувствуем себя совершенно комфортно в ситуации, когда все поставлено на карту, потому что Berkshire владеет очень разными и очень прибыльными предприятиями, в которых она или является держателем контрольного пакета акций, или имеет значительное долевое участие. Мы считаем, что в этом плане Berkshire уникальна.

Мы с Чарли не можем обещать вам результатов. Но мы можем гарантировать, что ваше благосостояние будет непременно расти вместе с нашим, когда бы вы ни решили стать нашим партнёром. У нас нет ни огромных окладов, ни премий, ни других преимуществ перед вами. Мы хотим зарабатывать деньги только вместе со своими партнёрами и на абсолютно пропорциональной основе. Кроме того, когда я ошибаюсь, я хочу, чтобы утешением для вас стал тот факт, что мои финансовые потери равносильны вашим.

3. Наша долгосрочная экономическая цель (с некоторыми оговорками, которые будут приведены ниже) — максимизировать средний годовой темп прироста внутренней стоимости бизнеса на акцию. Мы оцениваем экономическую значимость или результаты деятельности компании Berkshire не по её размерам, а по приросту стоимости на акцию. Мы знаем, что темп прироста стоимости на акцию в будущем неизбежно снизится, так как значительно увеличится капитал компании. Но мы будем разочарованы, если он не превысит средний темп прироста по акциям других крупных корпораций Америки.

Это было написано в конце 1983 г., с тех пор наш годовой темп прироста внутренней стоимости (тема, которую я буду обсуждать немного позже)⁶ составлял приблизительно 25%. Этот темп определённо удивил и Чарли, и меня. Тем не менее заявленный принцип остаётся в силе. Сегодня, совершая операции с большими суммами, мы не можем приблизиться к экономическим показателям, которых однажды добились, оперируя намного меньшим капиталом. Лучший показатель темпа прироста, на который мы можем надеяться, составляет в среднем 15% в год, и не исключено, что мы до него не дотянем. Однако очень немногие крупные компании могут похвастаться приростом на уровне 15% в течение долгого времени. Так что мы вполне можем достичь заявленной цели — быть выше среднего — даже с приростом значительно меньше 15%.

4. Для достижения своей цели нам необходимо стать непосредственными владельцами диверсифицированной группы компаний, которые генерируют поток денежных средств и стабильно обеспечивают рентабельность капитала выше средней. Второй шаг — участие в подобных компаниях через приобретение ликвидных акций нашими дочерними страховыми компаниями. Ежегодное распределение капитала определяется стоимостью и перспективностью предприятий, необходимостью в страховых накоплениях.

Как и раньше, сегодня легче приобретать компании, скупая небольшими партиями их ценные бумаги на фондовой бирже, чем целиком путём договорной сделки купли-продажи.

⁶ См. часть VI, раздел E.

Тем не менее мы до сих пор отдаём предпочтение приобретению всей компании, и в некоторые годы нам это удаётся. В 1995 г., например, мы сделали три поглощения. Хотя случаются и непродуктивные периоды, но в ближайшие десятилетия мы планируем осуществить несколько крупных поглощений. Если их качество будет таким же, как раньше, то компанию Berkshire можно считать вполне успешной.

Проблемой для нас является генерирование идей с той же скоростью, с которой мы зарабатываем деньги. В этом отношении падение деловой активности на фондовом рынке нам на руку. Во-первых, это приводит к снижению цен, и приобретение компании целиком становится более доступным. Во-вторых, спад активности на рынке позволяет нашим страховым компаниям приобретать небольшие доли процветающих предприятий, включая и предприятия, часть ценных бумаг которых уже находится в нашем распоряжении, по привлекательным ценам. И в-третьих, некоторые из процветающих компаний, например Coca-Cola и Wells Fargo, постоянно покупают собственные акции, а это означает, что и им, и нам выгодны низкие цены, по которым эти акции можно покупать.

В целом Berkshire и её давние акционеры извлекают выгоду из падения цен на фондовом рынке так же, как обычный покупатель продуктов питания получает выгоду от снижения цен на эти товары. Так что при резких падениях фондового рынка, случающихся время от времени, мы не паникуем и не облачаемся в траур. Это хорошие новости для корпорации Berkshire.

5. Из-за нашего двойного подхода к владению компанией и из-за ограничений традиционного бухгалтерского учёта консолидированная объявленная прибыль характеризует далеко не полностью реальные результаты нашей экономической деятельности. Мы с Чарли, и как владельцы, и как управляющие, фактически не принимаем во внимание подобные консолидированные показатели. Вместо этого мы представляем вам отчёт о прибылях крупнейших компаний, находящихся под нашим контролем, именно эти показатели мы считаем самыми важными. Эти цифры наряду с информацией об отдельных предприятиях, которую мы даём, в целом помогают получить представление о результатах их деятельности.

Для простоты мы стараемся отразить в годовом отчёте цифры и сведения, которые действительно важны. Мы с Чарли уделяем много внимания тому, насколько хорошо идут наши дела, стараемся понять внешние условия, в которых работает каждая компания. Например, сопутствует ли предприятию определённой отрасли попутный ветер или ему постоянно мешает встречное течение? Мы с Чарли должны точно знать существующие условия и корректировать наши ожидания в соответствии с ними. А потом мы непременно поделимся с вами полученными выводами.

Через какое-то время практически все наши предприятия превосходили наши ожидания. Но иногда бывают и разочарования, и в этом случае мы будем столь же искренни с вами, как и при более удачных обстоятельствах. В случае использования необычных приёмов оценки своего развития мы поясним их суть и покажем, почему применяются именно они. Другими словами, мы считаем, что понимание наших представлений позволяет оценить не только деятельность компаний, входящих в состав корпорации, но и наш подход к управлению и распределению капитала.

6. Учётные последствия не влияют на наши решения ни относительно деятельности компании, ни относительно распределения капитала. Когда расходы на поглощение одинаковы, мы предпочитаем получить прибыль 2 долл., которые не отражаются в учёте по общепринятым стандартам, вместо 1 долл., который будет фигурировать в отчётности. С таким выбором нам часто приходится сталкиваться, так как целые предприятия (чья прибыль полностью отражается в отчётности) зачастую продают малые доли (прибыль от которых далеко не в полной мере находит отражение в учёте) за двойную цену. Мы рассчитываем на то, что через некоторое время необъявленная прибыль полностью войдёт во внутреннюю стоимость нашего бизнеса и найдёт отражение в приросте капитала.

Мы пытаемся компенсировать несовершенства традиционного бухгалтерского учёта регулярными отчётами о «скрытой» прибыли. Она определяется как объявленная операционная прибыль компании Berkshire минус прирост капитала и поправки, связанные с учётом приобретений как покупок (объяснение этому будет дано ниже), плюс доля Berkshire в

нераспределенной прибыли компаний, являющихся основными объектами инвестирования, которая в традиционном бухгалтерском учёте никак не связывается с Berkshire. Из нераспределенной прибыли таких компаний мы вычитаем налог, который нам пришлось бы платить, если бы прибыль выплачивалась в виде дивидендов. Мы также исключаем из неё прирост капитала, поправки, связанные с учётом приобретений как покупок, и разовые расходы и кредиты.

Со временем стало ясно, что нераспределенная прибыль в компаниях, являющихся объектами инвестирования, выгодна для Berkshire в той же мере, что и реальные выплаты (поэтому мы стали включать её в официальную отчётность). Это связано с тем, что большинство таких компаний действительно неординарны и умеют выгодно использовать приростной капитал для своего развития или для выкупа акций. Разумеется, не все их решения, связанные с использованием капитала, были выгодны для нас как для акционеров, но в целом мы получили намного больше 1 долл. на каждый вложенный нами доллар. Следовательно, мы расцениваем «скрытую» прибыль как реальный показатель нашей годовой прибыли от операций.

Мы очень осторожно подходим к заимствованиям, а когда к ним прибегаем, то стараемся получать средства под долгосрочный фиксированный процент. Мы скорее отклоним интересные возможности, чем превысим уровень заёмного капитала. Такой консерватизм снижает наши результаты, но зато позволяет исправно выполнять фидуциарные обязательства перед держателями страховых полисов, кредиторами и владельцами ценных бумаг, которые передали большие доли своего капитала на наше попечение. (Как сказал один из победителей Индианаполис 500⁷: «Чтобы быть первыми на финише, надо сначала его достичь».)

Система финансового контроля, которую используем мы с Чарли, не позволяет нам отказываться от принятых принципов ради дополнительной прибыли. Я не думаю, что стоит рисковать тем, чем владеют и в чём нуждаются мои близкие, чтобы получить то, чего у них нет и что им не нужно.

Кроме того, Berkshire имеет доступ к двум дешёвым, нерискованным источникам заёмных средств, которые позволяют нам благополучно стать владельцами гораздо большего количества активов, чем наш собственный капитал мог бы позволить. Это отложенные налоговые обязательства и «флоут» — активы других компаний в распоряжении нашего страхового бизнеса, поскольку страховые премии поступают до того, как возникает необходимость в возмещении убытков. Эти источники финансирования быстро растут и в настоящий момент в совокупности составляют приблизительно 12 млрд. долл.

Такая форма финансирования до настоящего времени была бесплатной. На отложенные налоговые обязательства не начисляется процент. И пока нам удаётся обеспечить безубыточность страхового бизнеса, а мы добиваемся этого уже на протяжении 29 лет, стоимость флоута также равна нулю. Следует ясно понимать, что ни одна из этих статей не является собственным капиталом, напротив, они составляют обязательства. Однако это обязательства без условий и строгих сроков платежей. Они позволяют нам пользоваться преимуществом заимствования — иметь больше работающих на нас активов, — ничем не обременяя нас при этом.

Конечно, нет никакой гарантии, что в будущем мы сможем получать флоут бесплатно. Однако, на наш взгляд, наши шансы на достижение цели ничуть не ниже, чем у любого другого в страховом деле. Мы добивались её в прошлом (несмотря на ряд серьёзных ошибок, допущенных председателем совета директоров), добиваемся сейчас, а с поглощением компании GEICO имеем все шансы делать это и в будущем.

7. В «список пожеланий» руководству не будут включаться пункты, наносящие ущерб акционерам. Мы не собираемся диверсифицироваться за счёт приобретения компаний без учёта долгосрочных экономических последствий для наших акционеров, выкупая их контрольные пакеты. Мы будем делать с вашими деньгами только то, что делали бы со своими. Мы сполна учитываем выгоду, которую вы могли бы получить, диверсифицируя свой

⁷ Индианаполис 500 — ежегодные автогонки, которые с 1911 г. проводятся в городе Индианаполис, США. — Прим. пер.

портфель ценных бумаг путём прямых покупок на фондовом рынке.

Мы с Чарли заинтересованы только в поглощениях, которые, по нашему мнению, приводят к повышению внутренней стоимости Berkshire на акцию. Размер нашей зарплаты или зарплаты сотрудников наших отделений не зависит от валюты баланса нашей корпорации.

8. Мы знаем, что благородные намерения должны время от времени подкрепляться результатами. Мы проверяем эффективность использования нераспределенной прибыли по тому, принёс или нет акционерам нераспределенный доллар через определённый период времени хотя бы один доллар рыночной стоимости. До настоящего времени мы удовлетворяли этому критерию. Мы и впредь будем использовать этот метод со скользящей пятилетней базой. Чем больше стоимость нашей корпорации, тем сложнее разумно использовать нераспределенную прибыль.

Мы по-прежнему удовлетворяем этому критерию, однако делать это становится все труднее. Как только у нас исчезнет возможность создавать дополнительную стоимость за счёт использования нераспределенной прибыли, мы начнём выплачивать её и позволим акционерам самим распоряжаться ею.

9. Мы выпускаем в обращение обыкновенные акции только тогда, когда получаем за них не меньше, чем затратили. Это правило действует при всех формах выпуска ценных бумаг: не только при слиянии компаний или публичном размещении акций, но и при погашении долговых обязательств акциями, при выпуске фондовых опционов и конвертируемых ценных бумаг. Мы не собираемся продавать части компании (именно для этого выпускаются акции) с ущербом для стоимости предприятия в целом.

Когда мы продавали акции класса В, было объявлено, что их оценочная стоимость не занижена, и этот факт для некоторых оказался просто шоком. Для такой реакции не было оснований. Вот если бы мы выпустили акции и стоимость наших ценных бумаг оказалась заниженной, вот это был бы шок. Руководство компаний, которое во время первоначального публичного размещения прямо или косвенно даёт понять, что стоимость их акций занижена, или лукавит, или разбрасывается деньгами акционеров. Последние несправедливо несут убытки, если руководство намеренно продаёт активы за 80 центов при их внутренней стоимости 1 долл. Подобными махинациями мы не занимались ни во время последнего размещения ценных бумаг, не собираемся этим заниматься и впредь.

10. Вы должны знать о позиции, которой придерживаемся мы с Чарли и которая негативно отражается на наших финансовых показателях: независимо от предлагаемой цены мы никогда не продаём стабильные компании, принадлежащие Berkshire. Мы также неохотно продаём не очень прибыльные компании, пока они генерируют хоть какую-то на личность и пока у нас сохраняется хорошее мнение об их руководстве и трудовых отношениях. Мы надеемся не повторять ошибок в распределении капитала, в результате которых мы оказались собственниками этих компаний. И мы крайне осторожно относимся к предложениям повысить рентабельность убыточных предприятий с помощью значительных капитальных вложений. (Прогнозы могут быть блестящими, а сторонники вложений искренними, но в конце концов инвестировать значительные дополнительные средства в упадочную отрасль то же самое, что вести схватку в зыбучих песках.) С другой стороны, уподобляться некоторым руководителям, действующим как в карточной игре кункен (т.е. скидывающим наименее перспективные предприятия при каждом ходе), — тоже не в нашем стиле. Мы скорее рискнём ухудишить общие показатели, чем вести себя подобным образом.

Мы по-прежнему стараемся не играть в подобные игры. Правда, в середине 1980-х нам всё же пришлось закрыть текстильное предприятие после 20 лет попыток поднять его, но только потому, что оно неизбежно погрязло бы в операционных убытках. Однако мы никогда не стремились по дешёвке сбыть наших аутсайдеров. Наоборот, прилагаются все усилия, чтобы решить проблемы, которые привели эти предприятия к отставанию.

11. Мы откровенно информируем вас обо всём, подчёркивая преимущества и недостатки, важные для оценки стоимости компании. Наш общий курс — сообщать все сведения о компании, которые мы сами хотели бы знать на вашем месте. Кроме того, как компании, владеющей крупным коммуникационным бизнесом, нам не пристало придерживаться более низких стандартов достоверности и полноты, чем те, которыми

руководствуются наши информационные службы, распространяющие отчётность. Мы также полагаем, что откровенность выгодна нам как руководителям: если генеральный директор вводит в заблуждение других, он, скорее всего, нечестен даже с самим собой.

Berkshire не прибегает к бухгалтерским приёмам вроде списания существенных затрат или проведения реструктуризации. Мы также не «шлифуем» квартальные или годовые результаты. Если в головной офис компании поступает информация о далеко не блестящих показателях прибыли, то именно эта информация дойдёт и до вас. Наконец, когда показатели лишь оценочные, что естественно в страховом деле, мы стараемся быть последовательными и консервативными в своём подходе.

Мы поддерживаем связь разными способами. В годовом отчёте я стараюсь предоставить всем акционерам столько существенной информации, сколько может вместить документ разумных размеров. Мы также постараемся отразить большое количество сжатой, но важной информации в наших квартальных отчётах, хотя не я составляю их, так как считаю, что достаточно одного подробного отчёта в год. Ещё одна возможность для общения — годовое собрание акционеров, которому мы с Чарли с удовольствием уделяем пять или больше часов своего времени, чтобы ответить на вопросы о Berkshire. Единственный способ общения, недоступный нам, это общение один на один, ведь у корпорации Berkshire несколько тысяч акционеров.

При всех формах нашего общения мы делаем все, чтобы ни один из акционеров не имел преимущества перед другими. Мы не придерживаемся обычной практики, когда сведения о прибылях передаются сначала аналитикам или крупным акционерам. Наша цель — одновременное информирование всех собственников.

12. Несмотря на политику откровенности, мы раскрываем информацию об операциях с рыночными ценными бумагами только в пределах, требуемых законом. Хорошие инвестиционные идеи редки, ценны и могут быть присвоены конкурентами, так же как идеи создания нового продукта или поглощения компаний. Поэтому обычно мы не обсуждаем свои инвестиционные планы. Это табу распространяется даже на информацию о про данных нами ценных бумагах (потому что мы можем купить их снова) и акциях, которые, если верить недостоверным слухам, мы покупаем. Мы опровергаем такие сообщения, иногда просто говорим «без комментариев», и эти слова расцениваются как подтверждение.

Хотя мы неохотно говорим о каких-то конкретных акциях, мы открыто обсуждаем нашу деятельность в целом и инвестиционную философию. Я много почерпнул из интеллектуальной щедрости Бена Грэхема, самого великого учителя в истории финансового дела. Уверен, что его идеями стоит воспользоваться, даже если это приведёт к появлению новых и компетентных инвестиционных конкурентов корпорации Berkshire, так же как своим учением Бен готовил конкурентов для себя.

ЕЩЁ ОДИН ПРИНЦИП

В допустимых пределах нам хотелось бы, чтобы каждый акционер Berkshire отражал в учёте рост или падение рыночной стоимости акций в течение всего времени владения ими пропорционально росту и падению внутренней стоимости на акцию за тот же период. Чтобы достичь этого, соотношение внутренней стоимости акции Berkshire и её рыночной стоимостью должно оставаться постоянным, предпочтительно один к одному. Нам бы хотелось, чтобы цена наших акций была справедливой, а не высокой.

Очевидно, что ни я, ни Чарли не можем контролировать цену. Но через свою политику и открытость мы поощряем информированное и разумное поведение акционеров, что, в свою очередь, способствует рациональному поведению акций. Наш девиз «Завышение стоимости акций так же плохо, как и её занижение» — может разочаровать некоторых акционеров, особенно тех, кто собирается продавать акции. Однако мы верим, что именно этот принцип помогает Berkshire привлечь долгосрочных инвесторов, которых больше интересует прибыль от развития компании, чем от инвестиционных ошибок своих партнёров.

В. Полное и объективное представление информации⁸

В корпорации Berkshire полное представление информации подразумевает предоставление тех сведений, которые мы хотели бы получить, будь мы на вашем месте. В таком случае мы с Чарли хотели бы знать о текущих операциях и откровенное мнение генерального директора о долгосрочных экономических характеристиках его компании. Нам так же хотелось бы получить детальную финансовую информацию и комментарии по основным моментам, которые необходимы для интерпретации полученных сведений.

Когда мы с Чарли читаем отчёты, нас не интересуют фотографии сотрудников, цехов или продукции. Показатель EBITDA (прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации) — вот что заставляет нас трепетать: неужели руководство действительно думает, что некая фея вознаградит их за капиталовложения⁹? Мы подозрительно относимся к нечётким и непрозрачным методам бухгалтерского учёта, слишком часто это свидетельствует о том, что руководство пытается что-то скрыть. И мы не хотим читать сообщения, которые исходят из отдела по связям с общественностью или от консультанта. Вместо этого мы ждём, что генеральный директор компании своими словами обрисует сложившуюся ситуацию.

Для нас объективное информирование означает одновременное предоставление сведений 300 000 наших «партнёров» или большей их части. Поэтому в пятницу и на следующее утро после закрытия биржи мы размещаем свои годовые и квартальные отчёты в Интернете. Таким образом, акционеры и другие заинтересованные инвесторы получают временный доступ к этой информации и располагают достаточным запасом времени, чтобы её «переварить» до открытия биржи в понедельник.

Мы с одобрением отнеслись к усилиям Артура Левитта-младшего, до недавних пор председателя Комиссии по ценным бумагам и биржам, по искоренению корпоративной практики «выборочного разглашения», разрастающейся в последнее время. Действительно, для крупных корпораций стало обычным делом сообщать аналитикам или держателям крупных пакетов акций о близкой или не очень перспективе получения прибыли, превышающей реально ожидаемую прибыль компании. Из-за политики частичного разглашения, практикуемой во многих компаниях и выражающейся в намеренно неясных намёках, подмигиваниях и кивках головы, спекулятивно настроенные организации и консультанты получают информационное преимущество перед потенциальными инвесторами. К сожалению, такое коррумпированное поведение было распространено не только на Уолл-стрит, но и во всём корпоративном сообществе Америки.

Благодаря неустанным и результативным усилиям председателя Левита, действовавшего от лица инвесторов, теперь корпорации не имеют права делать различия между собственниками. Генеральным директорам и отделам по связям с инвесторами должно быть стыдно, что эта реформа проводилась по принуждению, а не по их личной инициативе.

Позвольте мне, раз уж я затронул мою любимую тему, высказать ещё одну мысль: мы с Чарли считаем, что для генеральных директоров прогнозирование темпов роста компании обманчиво и опасно. К этому их зачастую подстрекают как аналитики, так и отделы по связям с инвесторами. Не стоит поддаваться этим нашептываниям, так как прогнозирование часто приводит к неприятностям.

Генеральному директору необходимо иметь свои внутренние цели, и, по нашему мнению, ему должно быть свойственно открыто высказывать свои надежды на будущее, если эти ожидания подкрепляются разумными пояснениями. Но для крупной корпорации строить прогнозы увеличения прибыли на акцию, скажем, на 15% ежегодно — значит, навлекать на себя неприятности. Такой темп роста могут поддерживать немногие крупные предприятия. Воспользуйтесь следующей формой проверки: изучите результаты деятельности, скажем, 200 компаний, получивших наиболее высокую прибыль в период с 1970 до 1980 гг., и внесите в таблицу те, прибыль которых на акцию ежегодно увеличивалась на 15%. Окажется, что таких компаний совсем немного. Я бы поспорил на большую сумму денег, что в последующие 20 лет менее 10 из 200 наиболее прибыльных компаний 2000 г. достигнут темпов годового роста

⁸ 2000.

⁹ См. часть VI, раздел D.

прибыли 15% на акцию.

Проблема долгосрочных прогнозов заключается не только в том, что они вызывают беспричинный оптимизм. Больше беспокойство внушает то, что они негативно сказываются на действиях генерального директора. В течение нескольких лет мы с Чарли видели много примеров, когда генеральный директор участвовал в сомнительных операциях для того, чтобы достичь заявленного уровня прибыли. Исчерпав все фигуры операционного пилотажа, они переходят к махинациям с финансовыми отчётами, пытаясь «нарисовать» нужные цифры. Такие проделки напоминают игру в снежки: стоит компании передвинуть прибыль с одного периода на другой, как возникающий после этого дефицит требует дальнейших махинаций, но уже более «героических». Так от фальсификации можно дойти до мошенничества. (Кто-то однажды сказал, что кончиком пера было украдено больше денег, чем под дулом пистолета.)

Мы с Чарли подозрительно относимся к компаниям, директора которых привлекают инвесторов фантастическими прогнозами. Лишь немногие из предсказаний сбываются, большинство таких руководителей оказываются или прирождёнными оптимистами, или шарлатанами. К сожалению, инвесторы не могут знать заранее, с кем из них они имеют дело.

С. Совет директоров и руководители¹⁰

Результативность деятельности генеральных директоров компаний, которые являются объектами инвестиций, наблюдаемых нами вблизи, резко отличается от результативности многих других, за которыми мы, к счастью, наблюдали на безопасном расстоянии. Последние иногда явно не подходят для этой работы, но прочно держатся на своих постах. Как ни странно, генеральному директору, который плохо выполняет свои обязанности, гораздо легче сохранить свой пост, чем его подчинённому в аналогичной ситуации.

Если, скажем, секретарь вместо полагающихся 80 слов в минуту печатает лишь 50, она тут же потеряет место. Существуют определённые стандарты работы, поэтому и качество её исполнения оценить легко. Если вы не соответствуете требованиям, вас увольняют. Если новые продавцы не могут наладить торговлю в достаточном объёме, их увольняют. Извинения не могут заменить порядок.

Однако директора, который не справляется со своими обязанностями, часто терпят непонятно почему. Одна из возможных причин в том, что практически не существует параметров оценки его деятельности. А те, что есть, — туманны, и от них легко можно отклониться или истолковать в свою пользу, даже когда недостатки в работе существенны и постоянно повторяются. Во многих компаниях при оценке эффективности своей деятельности босс сначала выпускает стрелу, а потом спешно рисует «яблочко» в том месте, куда она попала.

Другое важное, но редко признаваемое таковым, отличие командира от солдата пехоты заключается в том, что над директором нет непосредственного начальника, оценивающего его работу. Если руководитель отдела продаж нанимает на работу кучку простофиль, то он скоро сам попадёт в беду. В его интересах быстро устранить свои ошибки, допущенные при найме людей на работу. Иначе устранят его самого. То же самое касается и офис-менеджера, нанявшего плохого секретаря.

Но начальником над генеральным директором является совет директоров, который так же редко оценивает свою работу и почти не принимает во внимание отчёты о неудовлетворительных результатах деятельности корпорации. Ну и что с того, что совет директоров допускает ошибки при приёме кандидатов на работу и настаивает на своих ошибках? Даже если из-за них компания потерпит крах, то это тоже может принести существенную прибыль бывшим членам совета директоров. («Чем выше было их положение, тем мягче им падать.»)

В конце концов, предполагается, что отношения между советом директоров и генеральным директором практически родственные. На заседаниях совета директоров критика в адрес генерального директора считается чем-то неприличным. Почему-то ни одна из вышеупомянутых причин не мешает офис-менеджеру замечать недостатки плохой работы

10 1988; 1993; 1986; 1998.

машинистки.

Однако не сочтите все вышесказанное за неодобрение деятельности всех генеральных директоров и советов директоров. Многие из них способные и трудолюбивые, а некоторые и вовсе выдающиеся личности. Но, видя недостатки руководства, мы с Чарли рады, что имеем дело только с руководителями трёх наших постоянных компаний. Им нравится их работа, они думают как собственники, они честны и высоко квалифицированы.

На годовых собраниях акционеров кто-нибудь всё время задаёт такой вопрос: «Что станет с компанией, если вас вдруг собьёт грузовик?» Я рад, что постановка вопроса остаётся неизменной. Надеюсь, он не скоро примет другую форму: «Что станет с компанией, если вас не собьёт грузовик?»

Такие вопросы заставляют меня затронуть тему корпоративного управления, которая на протяжении последних лет остаётся неизменно актуальной. В целом, я считаю, что за последнее время осанка директоров стала более важной, а к акционерам теперь относятся почти как к настоящим владельцам, чего не было раньше. Однако специалисты по корпоративному управлению редко делают различия между тремя разными типами взаимоотношений собственника и управляющего, существующими в публичных компаниях. Хотя юридическая ответственность генеральных директоров везде одинакова, различается их способность осуществлять ре формы. Чаще всего рассматривается первый тип взаимоотношений, потому что он наиболее распространён в корпоративной среде. Berkshire подпадает под вторую категорию, но однажды может перейти и в третью, поэтому мы рассмотрим все три варианта.

Первый и самый распространённый вариант — когда у корпорации нет держателя контрольного пакета акций. В этом случае, я полагаю, директорам нужно вести себя так, словно один из владельцев временно отсутствует, и они должны соблюдать его долгосрочные интересы над-лежащим образом и в дальнейшем. К сожалению, термин «долгосрочные» оставляет директорам достаточно простора для отступлений. Если им не хватает честности или способности думать самостоятельно, директора могут нанести серьёзный урон акционерам, заявляя при этом, что они действуют в долгосрочных интересах акционеров. Допустим, работа совета директоров не вызывает нареканий, но им приходится иметь дело с посредственным или совсем никудышным административно-управленческим составом. Тогда на членов совета директоров возлагается ответственность заменить этот состав точно так же, как это сделал бы временно отсутствующий толковый владелец. И если квалифицированные, но жадные управляющие хитрят и пытаются слишком глубоко залезть в карманы акционеров, члены совета директора должны шлёпнуть их по рукам.

В этой простой, как ванильное мороженное, ситуации член совета директоров, заметив что-то, что ему не нравится, должен убедить в этом и других членов. Если это ему удастся, у совета будет достаточно сил исправить положение. Предположим, несчастный член совета не может привлечь других на свою сторону. Тогда он может донести свои опасения до «отсутствующих» владельцев. Конечно, члены совета директоров редко это делают, ведь вряд ли у большинства из них возникает желание пожаловаться. Но если ситуация серьёзна, лично я не вижу ничего зазорного в таких действиях. Естественно, член совета, выражающий своё недовольство, встретит решительный отпор со стороны других членов, не разделяющих его позицию. При такой перспективе «инакомыслящий» вряд ли отважится выносить на обсуждение банальные или нерациональные случаи.

Я думаю, что в советах директоров, относящихся к описанному выше типу, должно быть небольшое количество членов — 10 или даже меньше, они не должны руководить текущей деятельностью корпорации или быть её работниками. Внешние члены совета директоров должны установить параметры оценки деятельности генерального директора и периодически проводить встречи без участия последнего, чтобы оценить его работу согласно этим принципам.

Члены совета директоров должны иметь деловую смекалку, интерес к работе и ориентироваться на интересы собственника. Слишком часто в члены совета директоров выбирают кого-то только потому, что он знаменит или может внести разнообразие. Такая практика ошибочна. Более того, ошибки при выборе директора имеют серьёзные последствия,

потому что назначение на должность потом нельзя отменить. Так что приятному, но бездеятельному директору никогда не приходится волноваться о возможности потерять работу.

В корпорациях второго типа, к которому относится Berkshire, держатель контрольного пакета акций является и управляющим. В некоторых компаниях такому порядку вещей способствует существование двух видов акций, имеющих неравные права голоса. В этой ситуации очевидно, что совет директоров не играет роль посредника между руководством компании и акционерами и может проводить изменения, только если сможет убедить других в их необходимости. Поэтому если владелец или управляющий — посредственный или плохой работник или вовсе мошенник, директор мало что может с этим поделать, разве что выразить свою обеспокоенность. Если директора, не связанные с владельцем/управляющим, выносят ему единодушное порицание, это может произвести некоторый эффект. Но, скорее всего, такого не случится.

Если ничего не меняется, а ситуация очень серьёзна, то внешние директора должны оставить свои посты. Их отставка будет выражать озабоченность управлением компании и подчёркивать тот факт, что ни один из внешних директоров не имеет возможности исправить недостатки деятельности владельца/управляющего.

Третий тип управления характеризуется тем, что держатель контрольного пакета акций не принимает участия в управлении компанией. Примерами такого типа корпораций могут служить Hershey Foods и Dow Jones, в которых внешние директора находятся в потенциально выгодной позиции. Если они сомневаются в компетенции или честности управляющего, они могут выразить своё недовольство непосредственно владельцу (который может быть членом совета директоров). Такая ситуация просто идеальна для внешнего директора, так как ему придётся иметь дело только с единственным вполне заинтересованным владельцем, который может незамедлительно провести ряд изменений, если представленные ему аргументы будут убедительны. Даже при третьем типе управления недовольный директор должен придерживаться этого единственно возможного образа действий. Если и после всех изменений он по-прежнему не доволен развитием ситуации, ему остаётся подать в отставку.

Логично предположить, что третий вариант способствует развитию первоклассного управленческого состава. Во втором случае владелец не принимает весь огонь на себя, а в первом случае члены совета директоров зачастую не могут справиться с посредственной работой управленцев и их мошеннической деятельностью в небольших размерах. Даже если недовольному члену совета директоров удастся переманить на свою сторону большинство, их руки всё равно будут связаны. Вообще, это неуклюжий ход как с социальной, так и с логической точки зрения, особенно если поведение управленцев просто отвратительно, но это не очевидно со стороны. На практике директора, попавшие в такие ситуации, обычно стараются убедить себя в том, что, находясь поблизости, они могут принести хоть какую-то пользу. А управленческий состав между тем чувствует себя совершенно свободно.

При третьем варианте управления владельцу нет необходимости выносить оценку собственной деятельности или придумывать, как заручиться мнением большинства. У него есть гарантии того, что внешние члены совета директоров привнесут в него полезные качества. Директора, в свою очередь, будут знать, что каждый их дельный совет достигнет ушей, которым он предназначался, а не будет отвергнут неповинующимися управленцами. Если держатель контрольного пакета акций разумный и уверенный в себе человек, то он будет работать только с теми управляющими, которые заняли эту должность благодаря своим способностям и ориентированы на интересы акционеров. Более того, и это очень важно, он будет с готовностью исправлять собственные ошибки.

Сейчас в корпорации Berkshire действует вторая модель управления, и она будет действовать до тех пор, пока я нахожусь в компании. А у меня, позвольте заметить, отменное здоровье. Хорошо это или плохо, но, похоже, ещё какое-то время я останусь владельцем и управляющим корпорации.

После моей смерти все мои акции перейдут к жене, Сьюзи, если она переживёт меня. Если она уйдёт из жизни раньше меня, акции отойдут благотворительному фонду. Ни в одном из этих случаев налоги и процедура передачи наследства не потребуют продажи соответствующего количества акций.

Когда мои акции будут переданы моей жене или благотворительному фонду, Berkshire перейдёт к третьей модели управления. Корпорация будет развиваться вместе с владельцем, глубоко заинтересованным в деле, но не пытающимся достичь своей цели с помощью хитрости, и управляющими, чья обязанность будет заключаться в работе на этого владельца. Готовясь к этому моменту, Сьюзи была избрана в совет директоров несколько лет назад, а в 1993 г. наш сын Говард также вошёл в совет. В будущем члены моей семьи не станут управляющими компанией, но они будут представлять контрольный пакет акций, если со мной что-нибудь случится. Большинство членов совета директоров также являются основными держателями акций Berkshire, поэтому каждый строго ориентирован на интересы собственника. В общем, мы уже готовы к «встрече с грузовиком».

У нас с Чарли есть только две задачи. Первая — привлекать выдающихся специалистов к управлению различными видами деятельности¹¹. Это не так уж сложно. Обычно управляющие переходят к нам вместе с компаниями, которые мы приобретаем, если они доказали свои способности в разных деловых обстоятельствах. Они были звёздами в сфере управления задолго до того, как узнали нас, и нашим основным вкладом в их деятельность было просто не стоять у них на пути. Все очень просто: если бы я руководил сборной по гольфу и такие звёзды, как Джек Никлаус и Арнольд Палмер, хотели бы со мной работать, я бы не приставал к ним с рекомендациями, как махать клюшкой.

У некоторых из наших ведущих управляющих есть собственные состояния (надеюсь, все из них станут состоятельными), но это никак не влияет на их заинтересованность в работе, потому что им нравится то, чем они занимаются, они получают удовольствие от плодотворной деятельности. Они думают как собственники (это высшая похвала, которую мы можем дать своим менеджерам) и поглощены своей работой во всех её проявлениях.

(Прообразом нашего профессионального рвения служит портной-католик, который собрал свои жалкие сбережения за много лет, чтобы совершить паломничество в Ватикан. И вот по его возвращении весь приход собирается специально для того, чтобы узнать о Папе из первых уст. «Скажи нам, — просят истинно верующие, — каков он из себя?» А наш герой кратко отвечает: «Ему немного за сорок».)

Мы с Чарли знаем, что хорошие игроки позволят менеджеру любой команды предстать в выигрышном свете. Мы присоединяемся к философии гениального основателя компании Ogilvy & Mother Дэвиду Оджилви: «Если каждый из нас будет нанимать на работу людей ниже себя ростом, мы превратимся в компанию карликов. Но если мы будем приглашать людей выше нас, наша компания будет компанией гигантов».

В качестве побочного продукта наш стиль управления даёт нам возможность легко расширять деятельность Berkshire. Мы читали трактаты по искусству управления, которые точно устанавливают количество людей, находящихся в подчинении одного руководящего работника. Но для нас эти работы не имеют практического значения. Когда способные высококлассные специалисты не просто руководят компаниями, но и любят их, то можно иметь хоть дюжину подчинённых, а времени останется и на послеобеденный сон. И наоборот, если перед тобой отчитывается нечестный и профессионально непригодный или просто незаинтересованный в своей работе человек, то будет столько забот, что справиться с ними будет очень сложно. Мы с Чарли можем работать с вдвое большим количеством управляющих, чем у нас есть сейчас, если они будут обладать теми же редкими качествами, что и наши сегодняшние работники.

Мы и в дальнейшем будем сотрудничать только с теми, кто нам нравится и кем мы восхищаемся. Наша стратегия позволяет не только повысить шансы в достижении хороших результатов, но и гарантирует нам приятное времяпрепровождение. С другой стороны, работа с людьми, от которых сводит желудок, напоминает брак по расчёту — в любом случае это плохая идея, а особенно если вы уже богаты.

В Berkshire мы понимаем, что было бы верхом глупости объяснять высококвалифицированным генеральным директорам, например Тони Найсли (из компании

¹¹ Вторая задача — распределение капитала. О ней речь пойдёт во II и IV частях.

GEICO), как им управлять их компаниями. Большинство наших руководящих сотрудников не стали бы работать с нами, если бы им постоянно отводилась роль второй скрипки. (Вообще, им уже нет необходимости работать на кого бы то ни было, так как 75% из них или даже больше состоятельные люди.) К тому же в деловом мире они подобны Марку Магуайру¹², и им не нужны наши советы относительно того, как держать биты или когда замахнуться для удара.

Однако в Berkshire система владения принадлежащими ей компаниями может сделать ещё эффективнее работу даже лучших специалистов по управлению. Прежде всего, мы отменили все ритуальные и непродуктивные обязанности, которые обычно сопутствуют работе генерального директора. Наши управленцы полностью ответственны за свои индивидуальные рабочие планы. Во-вторых, миссия, которую мы предлагаем им, очень проста: управлять предприятием нужно так, как если бы оно на 100% принадлежало вам; как будто это единственный актив, который сейчас есть у вашей семьи и которым она будет владеть всегда; как будто вы не можете его продать или объединить с другой компанией ещё, по крайней мере, 100 лет. В заключение мы говорим им о том, что способ учёта ни в малейшей степени не должен влиять на их решения. Мы хотим, чтобы наши руководящие сотрудники думали о том, что они будут считать, а не о том, как они это будут делать.

В подобных условиях работают очень немногие генеральные директора публичных компаний. И основная причина в том, что владельцы компании заинтересованы только в краткосрочной перспективе и объёме объявленной прибыли. Перед корпорацией Berkshire, которая, напротив, руководствуется лишь интересами акционеров и будет руководствоваться ими в ближайшие десятилетия, открыты самые широкие инвестиционные горизонты, какие только возможны в сообществе публичных компаний. Действительно, большинство наших акций держат инвесторы, которые не собираются расставаться с ними до самой смерти. Поэтому мы просим генеральных директоров руководить, ориентируясь на стоимость в долгосрочной перспективе, а не на прибыль в следующем квартале. Мы, конечно же, не игнорируем результаты текущей деятельности, им придаётся большое значение, но мы никогда не стремимся к их повышению за счёт снижения конкурентоспособности нашей корпорации.

Я полагаю, что история компании GEICO наглядно демонстрирует достоинства подхода Berkshire. Мы с Чарли ничему не учили Тони и никогда не будем, но мы создали такие рабочие условия, которые позволяют ему применять свои таланты только в том, что действительно важно. Ему не приходится тратить время или силы на собрания совета директоров, интервью прессе, презентации, устраиваемые инвестиционными банкирами, или беседы с финансовыми аналитиками. Кроме того, он не потратил ни одной минуты на *раздумья* о финансировании, оценках кредитоспособности или прогнозах Уолл-стрит относительно уровня прибыли на акцию. Благодаря нашей системе собственности он знает, что подобная структурная организация деятельности останется неизменной в течение ближайших десятилетий. В этой атмосфере свободы и Тони, и его компания могут направить свой практически безграничный потенциал на достижение различных задач.

D. Опасения, связанные с закрытием предприятий¹³

В июле мы решили закрыть текстильное направление, и к концу года эта неприятная работа была завершена. История эта очень поучительна.

Когда 31 год назад Buffett Partnership Ltd, инвестиционное товарищество, главным партнёром которого я был, приобрело Berkshire Hathaway, то собственный капитал компании по бухгалтерским книгам составлял 22 млн. долл. и был полностью вложен в текстильную промышленность. Однако внутренняя стоимость компании была значительно ниже, так как средства, вложенные в текстильные предприятия, не позволяли получать доходы, соразмерные с их балансовой стоимостью. За предшествующие девять лет (в это время Berkshire and Hathaway выступали как единая компания) совокупный объём продаж в размере 530 млн. долл. приносил убыток 10 млн. долл. О прибыли сообщалось время от времени, но результат всегда

¹² Марк Магуайр — известный американский бейсболист, признанный лучшим отбивающим за всю историю. — Прим. пер.
¹³ 1985.