

№1 В СПИСКЕ КНИГ, РЕКОМЕНДОВАННЫХ  
УОРРЕНОМ БАФФЕТОМ СВОИМ АКЦИОНЕРАМ

**УИЛЬЯМ ТОРНДАЙК**

# **ПРАВИЛА ЛУЧШИХ**

# **СЕО**

**ИСТОРИЯ И ПРИНЦИПЫ РАБОТЫ  
ВОСЬМИ РУКОВОДИТЕЛЕЙ УСПЕШНЫХ КОМПАНИЙ**

William Thorndike, Jr.

# **THE OUTSIDERS**

**EIGHT UNCONVENTIONAL CEOS AND THEIR RADICALLY  
RATIONAL BLUEPRINT FOR SUCCESS**

Уильям Торндайк

# **ПРАВИЛА ЛУЧШИХ СЕО**

**ИСТОРИЯ И ПРИНЦИПЫ РАБОТЫ ВОСЬМИ  
РУКОВОДИТЕЛЕЙ УСПЕШНЫХ КОМПАНИЙ**

## Информация от издательства

Издано с разрешения издательства Harvard Business Review Press (США) при участии Агентства Александра Корженевского (Россия)

На русском языке издается впервые

Перевод с английского Варвары Кулаевой

### **Торндайк, У.**

Правила лучших CEO. История и принципы работы восьми руководителей успешных компаний / Уильям Торндайк ; [пер. с англ. Варвары Кулаевой]. — М. : Манн, Иванов и Фербер, 2014.

ISBN 978-5-00057-071-5

Что делает успешных руководителей по-настоящему великими — харизма, глубокое знание отрасли или особые навыки коммуникации? Вовсе нет. К такому выводу пришел автор книги, посвятивший изучению этого вопроса много лет. Он проанализировал результаты работы восьми самых эффективных CEO, сумевших в разное время стабильно зарабатывать больше рынка. Его выводы разрушают многие стереотипы — все успешные CEO не только мастерски распределяли капитал и управляли финансами, но и во многом были бунтарями, шли против системы и сумели ее победить.

Перед вами не просто восемь бизнес-кейсов, а увлекательные истории выдающихся людей. Их опыт будет интересен менеджерам всех уровней. Прочитав эту книгу, вы сможете взглянуть свежим взглядом не только на деловую среду, но и на жизнь в целом.

Эту книгу смело можно назвать продолжением книги Джима Коллинза «От хорошего к великому».

Все права защищены.

Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

Правовую поддержку издательства обеспечивает юридическая фирма «Вегас-Лекс»

© William N. Thorndike, Jr., 2012

© Перевод на русский язык, издание на русском языке, оформление. ООО «Манн, Иванов и Фербер», 2014

# *ПРЕДИСЛОВИЕ*

Практически невозможно переплатить за по-  
настоящему выдающегося SEO  
...но это редкий биологический вид.

**Уоррен Баффет**

# СИНГЛТОНВИЛЛЬ

Вы — то, что говорит о вас ваше досье.

Билл Парселлс

Успех оставляет следы.

Джон Темплтон

Кто был величайшим из CEO<sup>[1]</sup> за последние 50 лет? Скорее всего, как и большинство людей, вы ответите: «Джек Уэлч». Нетрудно понять почему. Уэлч управлял General Electric, одной из культовых компаний Америки, 20 лет — с 1981 по 2001 год. Акционеры в то время процветали, ведь их совокупный ежегодный доход составлял 20,9%. Если бы вы вложили доллар в акции GE, когда Уэлч возглавил компанию, то этот доллар стоил бы 48 долларов на тот момент, когда Уэлч передал бразды правления своему преемнику Джеффу Иммельту.

Уэлч был и активным менеджером, и мастером корпоративной дипломатии. Он постоянно навещал представителей GE, оценивая их руководителей, перетасовывая их между филиалами и озвучивая разные стратегические идеи с непривычными названиями типа «шесть сигм»<sup>[2]</sup> и TQM. Уэлч частенько полемизировал с финансистами с Уолл-стрит и охотно общался с деловой прессой. Он любил находиться в центре внимания и за время правления в GE нередко появлялся на обложке журнала Fortune. Легендарный CEO уже отошел от дел, но имя его по-прежнему не сходит со страниц СМИ, где он выступает с противоречивыми высказываниями по тем или иным вопросам бизнеса, а также комментирует итоги работы своего преемника. Уэлч написал две книги по менеджменту с довольно агрессивными названиями вроде Straight from the Gut<sup>[3]</sup>.

Популярный и обеспечивающий компании высокую прибыль, Уэлч стал своего рода золотым стандартом CEO. Он предлагал особый подход к управлению, делая акцент на контроле за рабочим процессом и постоянном взаимодействии с Уолл-стрит, а также уделяя особое внимание цене акций. Однако действительно ли его можно считать величайшим руководителем последних 50 лет? Вовсе нет!

Чтобы понять почему, следует предложить новый, более точный критерий оценки способностей CEO. Руководители компаний, как и профессиональные спортсмены, соревнуются на вполне количественном поле. Однако здесь нет одного-единственного подхода для оценки результатов работы — нет эквивалента ERA<sup>[4]</sup> (или частоты осложнений, как у хирургов, или коэффициента надежности, как у хоккейных вратарей).

Деловая пресса не пытается выделить лучших руководителей. Вместо этого репортеры обычно сосредотачиваются на самых крупных и наиболее известных компаниях, входящих в список Fortune 100<sup>[5]</sup>. Вот почему их главы так часто появляются на обложках ведущих деловых журналов. При этом пресса обычно ориентируется на рост выручки и прибыли, тогда как истинный показатель величия CEO вовсе не это, а рост стоимости одной обыкновенной акции компании. В противном случае все выглядит так, как если бы журнал Sports Illustrated помещал на свои обложки только самых высоких питчеров или самых широких вратарей.

При оценке работы важна не абсолютная норма доходности, а ее уровень в сравнении с показателями таких же компаний и рынка в целом. На самом деле достаточно знать всего три вещи, чтобы оценить силы CEO: совокупный годовой доход акционеров за время его правления, доход за аналогичный период в компаниях того же ранга и доходность рынка в целом (индикатором которой принято считать индекс S&P 500<sup>[6]</sup>).

Большое значение имеет общая обстановка, а итоги работы CEO во многом зависят от того, когда именно он начал и окончил свою деятельность. Так, правление Уэлча пришлось на период рыночного роста (так называемый рынок быков), который практически без перебоев продолжался с конца 1982 года до начала 2000-го. За это время среднегодовая доходность S&P составила 14%, что примерно вдвое превышает его средний результат. Одно дело — показывать доходность в 20% в столь благоприятные времена, и совсем другое — иметь данный процент в период, включающий в себя несколько серьезных рыночных спадов (медвежий рынок).

Аналогия с бейсболом подтверждает это. С середины до конца 1990-х годов 29 «хоумранов» считались довольно посредственным результатом, ведь лидеры выбивали более 60. Однако когда Бейб Рут<sup>[7]</sup> выбил их в 1919 году, он побил тогдашний рекорд, установленный в 1884-м. Его результат изменил бейсбол навсегда и стал предвестником прихода современной, ориентированной на силу игры. Опять же, как мы видим, в оценке результатов все зависит от общей обстановки, или контекста.

Другой важный элемент в оценке достижений того или иного CEO — его результаты на фоне руководителей других компаний. Это как в игре в двойной бридж: методы управления соревнующимися внутри индустрии компаниями во многом схожи, а различия между ними в долгосрочной перспективе обусловлены скорее способностями их руководителей, а не внешними факторами.

Давайте рассмотрим пример из добывающей промышленности. Почти невозможно сравнивать золотодобывающую компанию в 2011 году, когда цены на золото достигли пика (более 1900 долларов за унцию), и ту, которая функционировала в 2000 году, когда золото подешевело до 400 долларов. CEO в золотодобывающей отрасли не могут контролировать цены на продукт, лежащий в основе их деятельности. Они должны просто делать все возможное в интересах акционеров, принимая те карты, которые сдает им рынок, так что при оценке их результатов имеет смысл сравнивать CEO с руководителями, работающими в тех же условиях.

Когда CEO генерирует значительно большие доходы, чем конкуренты и рынок, он заслуживает звания великого. И по этому показателю Уэлч, который превосходил индекс S&P в 3,3 раза за время своего правления GE, несомненно, великий CEO.

Однако он даже рядом не стоял с Генри Синглтоном<sup>[8]</sup>.

Известный сегодня лишь небольшой группе инвесторов и знатоков, Генри Синглтон был выдающимся человеком с необычным для CEO прошлым. Математик мирового класса, обожавший играть в шахматы вслепую, он создал первый компьютер Массачусетского технологического института (MIT), параллельно получив докторскую степень по электротехнике. Во время Второй мировой войны он



разработал технологию размагничивания, позволившую кораблям союзников избежать обнаружение радарными, а в 1950-е годы создал инерциальную систему наведения, которая до сих пор используется в большинстве военных и коммерческих самолетов. Но все это произошло до того, как он основал в начале 1960-х годов конгломерат Teledyne и стал одним из самых великих CEO в истории.

Проводя аналогию, можно сказать, что конгломераты были своего рода «интернет-акциями 1960-х годов» (когда они в массе своей стали публичными компаниями). Однако Синглтон управлял очень необычным объединением. Задолго до того, как это стало популярной практикой, он приступил к активному обратному выкупу акций и в конце концов приобрел более 90% бумаг Teledyne. Он отменил выплату дивидендов, сместил акцент с объявленной прибыли на денежный поток, отлично руководил децентрализованной компанией и никогда не проводил дробление ее акций<sup>[9]</sup> (а они, надо сказать, имели самую высокую цену на Нью-Йоркской фондовой бирже в 1970–1980-х годах). Его прозвали Сфинксом за нежелание общаться с аналитиками и журналистами, и он ни разу не появился на обложке журнала Fortune.

Синглтон был бунтарем, а уникальный путь, которому он решил следовать, вызывал ужас и порождал массу комментариев на Уолл-стрит и в деловой прессе. Как оказалось, он был прав, игнорируя всех скептиков. В долгосрочном периоде показатели доходности у его более известных коллег составили в среднем лишь 11% в год, незначительно опередив индекс S&P 500.

Синглтон же управлял Teledyne почти 30 лет, обеспечивая совокупную годовую доходность для инвесторов в 20,4%. Если бы вы вложили доллар в Teledyne в 1963 году, то к 1990-му (когда Синглтон уходил с поста главы компании в ситуации серьезного рыночного спада) этот доллар стоил бы *180 долларов*. Тот же доллар, вложенный в большое число других конгломератов, превратился бы лишь в 27 долларов или в 15 долларов — при вложении в S&P 500 (удивительно, но Синглтон превзошел индекс *более чем в 12 раз*).

Если исходить из наших критериев оценки успеха, то Синглтона можно считать более великим CEO, чем Джека Уэлча. Его показатели

действительно лучше: это не только более высокая доходность в расчете на акцию по сравнению с коллегами и рынком в целом, но и умение поддерживать этот уровень в течение длительного времени (28 лет против 20 лет у Уэлча), причем в условиях затянувшегося медвежьего рынка.

Успех Синглтона не вытекает из того, что Teledyne была какой-то уникальной, быстрорастущей компанией. Скорее, многое из того, что отличало его от коллег, зависело от мастерства *распределять капитал* — таланта принимать решения, как вводить в действие ресурсы компании, чтобы заработать максимально возможный доход для акционеров. Давайте подробнее остановимся на том, что такое распределение капитала, почему оно столь важно и почему лишь немногие CEO действительно в этом сильны.

CEO должны хорошо делать две вещи: эффективно вести дела компании и умело использовать деньги, полученные в результате этой деятельности. Большинство CEO (а также книги по менеджменту, которые они пишут или читают) сосредоточены на первой составляющей — управлении рабочим процессом, что, несомненно, важно. Синглтон же, напротив, более приоритетной считал вторую задачу.

По сути, у CEO есть пять основных направлений для расходования капитала (инвестировать в операционную деятельность компании, приобретать другие бизнесы, выплачивать дивиденды, погашать долги или проводить выкуп акций) и три возможности для его увеличения (использовать внутренний денежный поток, выпускать долговые обязательства или привлечь капитал). Подумайте об этих вариантах как о наборе инструментов. В течение долгого времени доходность для акционеров будет зависеть от решения CEO о том, какие именно инструменты из этого списка он будет использовать. Проще говоря, две компании с идентичными показателями и разными подходами к распределению капитала в долгосрочной перспективе получат два совершенно разных результата для акционеров.

По большому счету распределение капитала — это инвестирование. Следовательно, все CEO одновременно выступают и распределителями капитала, и инвесторами. На самом деле эта роль, возможно, наиболее ответственная из всех обязанностей любого CEO,

однако, несмотря на ее значимость, *в лучших бизнес-школах нет учебных курсов по распределению капитала*. Как заметил Уоррен Баффет, очень немногие CEO подходят к этому важнейшему заданию подготовленными:

Руководители многих компаний не имеют навыка распределения капитала. Их несостоятельность неудивительна. Большинство боссов достигают вершин, потому что были лучшими в таких областях, как маркетинг, производство, инженерное дело, администрирование и (иногда) институциональная политика. Как только они становятся CEO, им приходится принимать решения о распределении капитала, то есть делать критически важную работу, с которой они, возможно, никогда не справятся и овладеть которой не так-то просто. Если интерпретировать эту мысль, то это примерно то же самое, что избрать на должность председателя Федеральной резервной системы чрезвычайно талантливого музыканта, мечтающего о выступлении в Карнеги-холле.

Такая неопытность напрямую влияет на доходы инвесторов. Баффет обратил особое внимание на потенциальные последствия этих пробелов в квалификации, указывая, что «если нераспределенная прибыль компании ежегодно составляет 10% от ее чистой стоимости, то CEO данной компании, проработавший на своем посту десять лет, может вполне обоснованно считать, что за эти годы его решения повлияли на распределение более 60% оборотных средств, задействованных в бизнесе».

Синглтон был мастером распределения капитала. Его действия в этом направлении заметно отличались от решений, принимаемых его коллегами, и положительно сказывались на долгосрочной доходности для акционеров. В частности, при распределении капитала Teledyne Синглтон сконцентрировал усилия на выборочных приобретениях и нескольких крупных обратных выкупах акций. Он был сдержан в выпуске акций, часто привлекал заемный капитал и не платил дивидендов до конца 1980-х. Другие конгломераты придерживались противоположной стратегии: активно выпускали акции для покупки компаний, выплачивали дивиденды, не проводили обратного выкупа и, как правило, в меньшей степени использовали заимствования. То есть они применяли другой набор инструментов с совсем иными результатами.

Если вы подумаете о распределении капитала более глобально (как о распределении ресурсов, включая человеческие ресурсы), то обнаружите, что Синглтон и здесь применял отличный от других подход. В особенности он верил в экстремальную форму децентрализованной организации с минимальным штатом сотрудников в головном офисе и концентрацией ответственности и полномочий в руках управляющих менеджеров филиалов компании. Этот подход сильно отличался от подхода его коллег, которые обычно раздували штат в штаб-квартире, где было немало вице-президентов и обладателей степени MBA.

Оказалось, что наиболее выдающиеся CEO последних 50 лет, по-настоящему великие, обладали мастерством распределения ресурсов. По сути, их подход очень напоминал подход Синглтона.

В 1988 году Уоррен Баффет написал статью про инвесторов, разделявших взгляды легендарных профессоров Колумбийского университета — Бенджамина Грэхема и Дэвида Додда — о сочетании высоких достижений и приверженности принципам стоимостного инвестирования. В своей нестандартной инвестиционной стратегии Грэхем и Додд выступали за покупку тех компаний, бумаги которых торговались с существенным дисконтом к консервативной оценке чистой стоимости их активов.

Чтобы проиллюстрировать взаимосвязь между впечатляющей доходностью инвестиций и принципами Грэхема и Додда, Баффет использовал аналогию проведения общенациональной игры по подбрасыванию монеты, в рамках которой 225 млн американцев раз в день делают ставку в один доллар на тот или иной исход. Неудачники вылетают ежедневно, а на завтра ставки растут, причем все предыдущие выигрыши переходят на ставки в следующий день; 20 дней спустя остается 215 человек, и каждый из них выигрывает немногим больше 1 млн долларов. Баффет отмечает, что все это результат чистой случайности и 225 млн орангутанов пришли бы к аналогичному финалу. Затем он озвучивает интересную идею:

Если вы, однако, обнаружили бы, что сорок из них приехали из конкретного зоопарка в Омахе, вы были бы вполне уверены, что близки к разгадке... Научные исследования, естественно, следуют подобной схеме. Если бы вы пытались анализировать возможные причины развития редкого типа рака и

обнаружили, что 400 случаев заболевания им зафиксированы в каком-то маленьком шахтерском городке в Монтане, вы бы очень заинтересовались местной водой, родом деятельности больных или другими переменными. Думаю, вы убедитесь в том, что несоразмерно большое число успешных «подбрасывателей монет» в мире инвестиций родом из очень маленькой интеллектуальной деревни, которую можно назвать Грэхем-и-Доддсвилль.

Если, как писала историк Лорел Ульрих, добропорядочная женщина редко творит историю, возможно, и традиционным СЕО редко удается опередить рынок и своих коллег. В мире инвестиций крайне мало выдающихся «подбрасывателей монет» из категории руководителей, и если вы их перечислите, то обнаружите, что все они в своем роде иконоборцы и бунтари.

Те выдающиеся личности, о которых мы расскажем в этой книге, управляли компаниями в условиях как растущего, так и падающего рынка. Они работали в самых разных сферах — в производстве, СМИ, обороне, потребительском секторе и в сегменте финансовых услуг. Их компании совершенно разные по размеру и степени зрелости. Ни у одной из них нет какой-то выдающейся, легко повторяемой торговой концепции или преимуществ с точки зрения интеллектуальной собственности. Тем не менее они заметно опережают своих конкурентов.

Как и Синглтон, они выработали уникальные подходы к ведению бизнеса, которые обычно вызывают немало комментариев и вопросов у коллег и деловой прессы. Что еще интереснее, хотя эти принципы разрабатывались ими самостоятельно, оказалось, что все они были иконоборцами и бунтарями *практически в идентичных ситуациях*. Иными словами, по-видимому, существует шаблон их поведения, такая потенциальная модель успеха, напрямую связанная с исключительными доходами.

Казалось, они работают в иной вселенной, где все определяет преданность собственному *мировоззрению*, благодаря которому они получили «гражданство» в крошечной интеллектуальной деревне. Зовите ее Синглтонвилль. Это избранная группа людей, которые поняли, помимо прочего, несколько важных вещей:

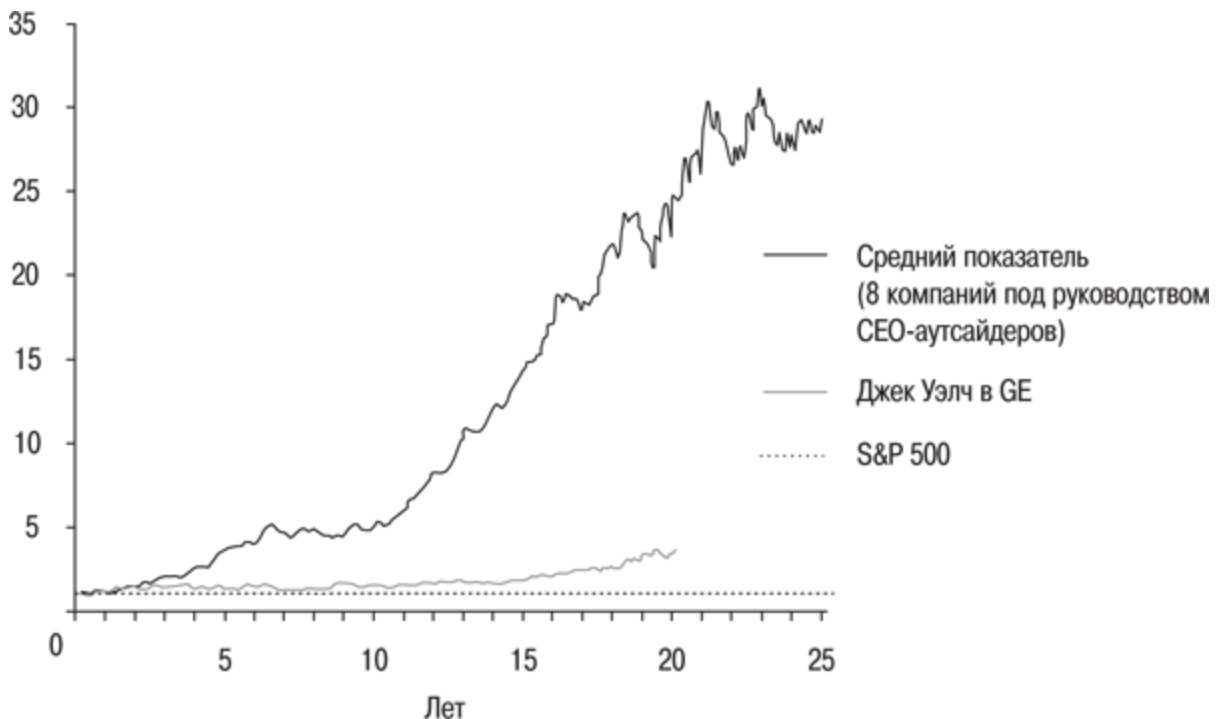
- Распределение капитала — самая важная часть работы СЕО.

- В долгосрочной перспективе главное — повышение *цены одной акции*, а не общий рост компании или ее размер.
- Поток денежных средств, а не объявленная прибыль определяет долгосрочную оценку стоимости.
- Децентрализация структуры компании позволяет реализоваться предпринимательской энергии и сдерживает рост затрат.
- Независимое мышление — неотъемлемая часть успеха в долгосрочном периоде, тогда как взаимодействие с представителями Уолл-стрит или деловой прессы может отнимать время и рассеивать внимание.
- Иногда лучшей инвестиционной возможностью становятся ваши собственные акции.
- В делах, касающихся приобретений, терпение — это добродетель... и только изредка смелость.

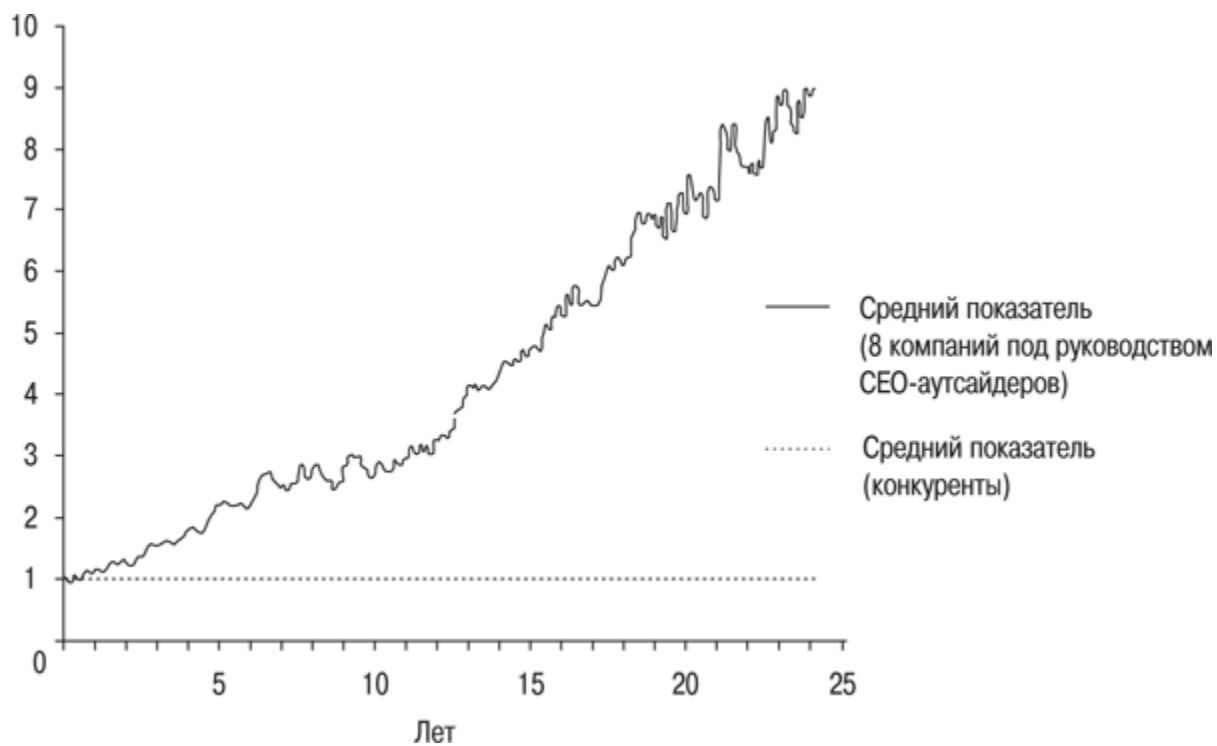
Интересно, что большинство этих бунтарей работали в таких городах, как Денвер, Омаха, Лос-Анджелес, Александрия (США), Вашингтон и Сент-Луис, удаленных от финансового центра (Нью-Йорк, Бостон). Это позволило им изолироваться от «назойливой мудрости» Уолл-стрит. (Два CEO, офисы которых находились на Северо-Востоке, разделяли пристрастие к не самым респектабельным местам: офис Дика Смита располагался на заднем дворе пригородного торгового центра, а Тома Мерфи — в бывшем жилом доме в центре Манхэттена в 60 кварталах от Уолл-стрит.) Резидентов Синглтонвилля, наших CEO-аутсайдеров<sup>[10]</sup>, также объединяет интересный набор личных качеств. Как правило, они были экономны (отчасти это легенда) и скромны, закрыты и обладали аналитическим складом ума. Они были преданы своим семьям, обычно рано уходили из офиса, чтобы посетить школьные мероприятия, и не были склонны наслаждаться внешними атрибутами роли CEO. Они не держали речей в торговой палате, не посещали Давос, редко появлялись на обложках бизнес-изданий и не писали книг с рекомендациями по менеджменту. Они не были ни чирлидерами, ни продавцами, ни излишне дружелюбными парнями и не излучали особой харизмы.

Они отличались от выдающихся CEO, таких как Стив Джобс, Сэм Уолтон<sup>[11]</sup>, Херб Келлер из Southwest Airlines или Марк Цукерберг. Эти гении — в своем роде «Исааки Ньютоны от бизнеса», которые словно после упавшего на голову яблока бывают озарены мощными идеями и их воплощению предаются с маниакальной сосредоточенностью и целеустремленностью. Их ситуации, однако, вовсе не похожи на обстоятельства, характерные для подавляющего числа руководителей (как и опыт их карьеры неприменим к другим случаям).

У CEO-аутсайдеров нет ни харизмы, как у Уолтона и Келлера, ни маркетингового или технологического гения, как у Джобса или Цукерберга. На самом деле они такие же, как и любой типичный американский глава компании. Вот только получаемая ими доходность отнюдь не банальна. Как показано на рис. I.1 и I.2, в среднем они опередили индекс S&P 500 *более чем в 20 раз*, а своих конкурентов — *более чем в семь раз*. Давайте изучим способы достижения таких результатов и будем, как говорил главный в Уотергейтском скандале<sup>[12]</sup> информатор под псевдонимом Глубокая Глотка, «следовать за деньгами». Мы внимательно рассмотрим ключевые решения CEO-аутсайдеров, принятые с целью максимизации доходности для акционеров, а также уроки, извлеченные из их стиля ведения бизнеса.



**Рис. I.1.** Коэффициент совокупной доходности S&P 500



**Рис. I.2.** Коэффициент совокупной доходности у конкурентов



# *ВВЕДЕНИЕ*

# РАЗУМНОЕ ИКОНОБОРЧЕСТВО

Невозможно достичь превосходных результатов,  
пока вы не будете делать что-то особенное.

Джон Темплтон

Один из корреспондентов журнала *The New Yorker* Атул Гаванде использует термин «положительно девиантный»<sup>[13]</sup> для описания компаний, эффективно работающих в области медицины. По словам Гаванде, их следует рассмотреть внимательно, чтобы с учетом этой практики улучшать свои показатели.

Удивительно, но в бизнесе не обучают самым важным вещам столь же дотошно, как это делают в других сферах (например, в медицине, юриспруденции, политике и спорте). После того как я изучил пример Генри Синглтона, я начал с помощью группы талантливых студентов МВА Гарварда искать другие случаи, когда одна компания ловко обходит и своих конкурентов, и Джека Уэлча (в контексте общерыночной динамики). Оказалось, как и подсказывает нам цитата Уоррена Баффета в предисловии, что подобные случаи — такая же редкость, как зубы у курицы. После тщательных поисков в базе данных библиотеки Бейкера Гарвардской школы бизнеса (*Harvard Business School*) мы нашли только семь примеров, соответствующих нашим критериям.

Любопытно, что эти компании, как и *Teledyne*, не были известными. Равно как и их CEO, несмотря на огромный разрыв между итогами их деятельности и результатами многих сегодняшних ярких руководителей.

Пресса изображает современного успешного CEO, прототипом которого является Уэлч, как харизматичного, ориентированного на действие лидера, работающего в блестящем офисном здании в окружении армии трудолюбивых ребят со степенью МВА. Он путешествует на корпоративном самолете и тратит много времени на посещение рабочих объектов, встречается с аналитиками с Уолл-стрит и присутствует на конференциях. Таких людей нередко называют *rock star* (рок-звезда) и нанимают на высокие позиции после тщательных

поисков. Как правило, они приходят в компанию с высоких постов, которые они занимали в авторитетных компаниях.

После краха Lehman Brothers в сентябре 2008 года эту породу руководителей, имена которых у всех на слуху, конечно же, очерняют. Их часто называют жадными (иногда мошенниками) и бессердечными людьми, они вызывают недовольство, так как летают на корпоративных самолетах, увольняют сотрудников и заключают сделки, которые зачастую уменьшают стоимость для акционеров. Их считают похожими на Дональда Трампа в реалити-шоу The Apprentice («Кандидат»), где тот не отказывает себе в удовольствии быть скупым, высокомерным и занимается саморекламой. В общем, демонстрирует тот еще «список добродетелей Бенджамина Франклина»!<sup>[14]</sup>

«Резиденты Синглтонвилля», напротив, воспринимаются как здоровая альтернатива этому стереотипу. Все они стали CEO впервые, большинство с очень небольшим предыдущим управленческим опытом. Ни один не пришел к этому назначению с заметной должности, и все, кроме одного, были новичками в своей индустрии и компании. Только двое имели степень MBA. Как группа они не привлекали и не искали общественного внимания. Скорее, они трудились в относительной безвестности и их, как правило, ценило лишь небольшое число приверженцев и искушенных инвесторов.

Они разделяли не самые современные ценности, включая экономность, простоту, независимость и необычное сочетание консерватизма и смелости. Они работали в голых офисах (чем чрезмерно гордились), сторонились привилегий, таких как корпоративные самолеты, уклонялись от общественного внимания и редко общались с Уолл-стрит и деловой прессой. Они также избегали банкиров и консультантов, предпочитая советников из своего окружения (Бену Франклину понравились бы такие ребята).

Все эти мужчины средних лет и одна женщина имели счастливые браки и вели, казалось бы, рутинную повседневную жизнь. Однако что касается их деловой жизни, то здесь кипели страсти. Эти «положительно девиантные» люди были яркими иконоборцами.

Слово *иконоборец* происходит от греческого εἰκονομαχία и означает «разбивать изображение» (икону). Слово эволюционировало и сегодня

имеет более широкое значение — это некто, кто делает осознанный выбор в пользу своего отличия от окружающих и гордится своей эксцентричностью. Изначально иконоборцы выступали против общественных норм и традиций, и их всерьез опасались в Древней Греции. СЕО, о которых речь пойдет в этой книге, вряд ли кого-то напугают. Но у них прослеживается интересное сходство с древними: они тоже были аутсайдерами, презиравшими традиционные подходы (такие, как выплата дивидендов или отказ от обратного выкупа акций), и радовались собственной оригинальности.

Подобно Синглтону эти СЕО принимали решения, заметно отличавшие их от коллег. Но это было не просто бунтарство, а разумное иконоборчество, основанное на тщательном анализе. Зачастую оно выражалось в необычных подходах к финансовым расчетам, не соответствовавших традициям Уолл-стрит.

В этом смысле они похожи на Билли Бина, героя книги Майкла Льюиса Moneyball<sup>[15]</sup>. Бин, менеджер страдающей от безденежья бейсбольной команды Oakland A («Окленд Атлетикс»), применил статистический анализ для получения преимуществ перед более богатыми конкурентами. В основу его подхода легли два показателя — процент попаданий на базу и процент дальних ударов.

Аналитические наработки Бина повлияли на каждый аспект его управления «Окленд Атлетикс». Его подход был в высшей степени оригинальным и очень успешным. И хотя зарплаты игроков были вторыми с конца по размеру в лиге, команда Бина попадала в плей-офф четыре года за первые шесть лет его работы.

Как и Бин, Синглтон и семь других руководителей выработали уникальные подходы в своих компаниях. Они вызывали множество комментариев и вопросов у коллег по бизнесу и деловой прессы. Их результаты были исключительными и превосходили и легендарного Уэлча, и конкурентов в индустрии.

Эти люди пришли в бизнес с разным багажом: космонавт, совершивший полет вокруг Луны; вдова без опыта работы в бизнесе; наследник семейного бизнеса; два человека с докторской степенью (PhD) и исключительно количественным подходом; инвестор, который до этого не управлял ни одной компанией. Тем не менее для всех этих

людей роль CEO была новой и все они обладали некоторыми схожими чертами характера: свежим взглядом на вещи и приверженностью рационализму.

Исайя Берлин в знаменитом эссе о Льве Толстом использовал интересное противопоставление лисицы, знающей много всего, и ежа, который знает что-то одно, но зато очень хорошо. Большинство CEO — это ежи. Они взрослеют и мужают в своей индустрии и к тому моменту, когда достигают пика карьеры, знают свою отрасль досконально. С ежами ассоциируются многие положительные качества, такие как компетентность, специализация и сосредоточенность.

Но и у лис немало привлекательных черт, включая способность налаживать связи в разных сферах и вводить разные новшества. Описанные в этой книге CEO — определенно лисы. Они хорошо знакомы с другими компаниями, отраслями и дисциплинами, и это позволяет им внедрять в бизнесе новые подходы, которые в конечном счете приносят исключительные результаты.

В годовом отчете Berkshire Hathaway за 1986 год Уоррен Баффет проанализировал свои первые 25 лет работы в качестве CEO и пришел к заключению, что наиболее важным уроком в его карьере было одно удивительное открытие. Он обнаружил, что существуют некие силы, которые побуждают его копировать действия своих коллег. Он назвал это *институциональным императивом* и отметил, что данное явление было практически повсеместным. Баффет предупреждал эффективных CEO, что такого воздействия следует избегать.

Всем героям книги это удалось. Но как? Они нашли своего рода противоядие в общей философии менеджмента, в *мировоззрении*, которое определяло корпоративную культуру и подходы к ведению бизнеса и распределению капитала. Хотя они пришли к своей философии менеджмента самостоятельно, поражает тот факт, сколь похожи были ее составляющие среди этой группы людей, несмотря на различия между отраслями и сферами деятельности.

Каждый из этих CEO управлял децентрализованной организацией, сделал по крайней мере одно крупное приобретение, разработал необычные параметры финансовых вычислений на основе денежных потоков и произвел значительный обратный выкуп акций. Никто не

платил высоких дивидендов и не управлял компанией по образцу Уолл-стрит. В их адрес звучали насмешки и скептические комментарии от коллег по бизнесу и деловой прессы. При этом все они показывали выдающиеся результаты в течение очень долгого периода своего правления (в среднем более 20 лет).

Мир бизнеса традиционно делится на два основных лагеря: тех, кто управляет компаниями, и тех, кто в них инвестирует. CEO, опыт которых мы изучим, предлагают новую концепцию управления с множеством нюансов, с меньшим акцентом на харизматичном лидерстве и с бóльшим — на рациональном распределении ресурсов компании.

По сути, эти CEO думали как инвесторы, а не как менеджеры. Они были уверены в своих аналитических способностях и в тех редких случаях, когда видели серьезные расхождения между ценностью и ценой, были готовы действовать без промедления. Если стоимость их акций падала, то они покупали их (часто в больших количествах), а когда повышалась, использовали их для поглощения компаний или собирали недорогой капитал для финансирования будущего роста.

Если они не находили достойных проектов, то спокойно ожидали, и иногда довольно долго (Дик Смит из General Cinema, например, ждал десятилетие). За долгий период постоянные покупки бумаг по низкой цене и продажи по высокой принесли значительные прибыли для акционеров.

### **Глядя в зеркало на расстоянии: 1974–1982 годы**

Чтобы оценить, насколько актуальны сегодня методы ведения бизнеса, используемые CEO-аутсайдерами, стоит посмотреть, как каждый из них действовал в период, который во многом похож на сегодняшнее не самое благоприятное время в экономике, — с 1974 по 1982 год. В эти годы наблюдалось сочетание внешнего нефтяного шока, катастрофической финансово-бюджетной и валютной политики, а также серьезнейшего внутривалютного скандала. Такой коктейль плохих новостей породил восьмилетний негативный период, сопровождавшийся стремительной инфляцией, двумя рецессиями (и медвежьими рынками), кредитной ставкой в 18%, трехкратным ростом цен на нефть и первым уходом в отставку действующего президента США за последние более чем сотню лет. В августе 1979 года журнал BusinessWeek вынес на обложку хорошо известную статью с названием «Акции мертвы?».

Те времена, как и нынешние, были полны неопределенности, так что большинство менеджеров не предпринимали активных шагов. Однако для CEO-аутсайдеров это время стало плодотворным этапом карьеры: все до единого были заняты либо в важной программе выкупа акций, либо в серии крупных приобретений (или, как в случае с Томом Мерфи, в том и другом). Как группа они были, говоря словами Уоррена Баффета, *очень «жадными»*, тогда как их коллеги по цеху оказались сильно напуганы.

*Интервью автора с Уорреном Баффетом, 24 июля 2006 года*

Новая формулировка обязанностей CEO вытекает из общего (и необычного) опыта. Все эти CEO были новичками, все стали главами компаний впервые (половине из них не исполнилось сорока, когда они заняли этот пост), и все, кроме одного, не так давно работали в своей отрасли. Их не связывал предыдущий опыт или традиции индустрии, и их коллективные достижения доказывают силу свежего взгляда. Эта новизна точки зрения — вечный катализатор для инноваций во многих сферах. В науке Томас Кун, автор концепции *смены парадигм*, обнаружил, что великие открытия почти все без исключения сделаны новичками в молодом возрасте (вспомните о бывшем типографщике средних лет и укротителе молнии Бене Франклине; или об Эйнштейне, клерке 27 лет из патентного бюро, который вывел формулу  $E = mc^2$ ).

Все это помогло главам компаний выстроить свою философию менеджмента. Как группа они были независимы, избегали коммуникаций с Уолл-стрит, не обращались за помощью к советникам и предпочитали децентрализованные структуры.

В своем бестселлере *Outliers: The Story of Success*<sup>[16]</sup> Малкольм Гладуэлл примерно подсчитал, что во множестве сфер достижение мастерства требует десяти тысяч часов практики. Как же феноменальный успех этой группы CEO уживается с данным правилом? Конечно, ни один из них и близко не подошел к десяти тысячам часов работы в качестве менеджера перед тем, как занять столь высокую должность. Вероятно, их успех указывает на важное различие между компетенцией и инновацией.

Правило Гладуэлла — это руководство к достижению мастерства, что отнюдь не обязательно означает то же, что и инновация. Как отмечает Джон Темплтон в начале этой главы, исключительные сравнительные результаты требуют нового мышления, что и

доказывают СЕО-аутсайдеры. Все рассматриваемые нами руководители придерживались общего мировоззрения — приверженности к рациональному подходу и анализу данных, а также умению *полагаться на себя*.

Эти восемь СЕО не были харизматичными прорицателями и не делали грандиозных стратегических заявлений. Они отличались практицизмом и скептицизмом, упорно игнорировали общепринятые нормы и проявляли определенную *резкость и строгость* в коммуникациях. Ученые и математики нередко говорят о «ясности на другой стороне сложности». СЕО-аутсайдеры, в большинстве своем имевшие инженерные специальности, а не степень МВА, были гениями простоты. Это позволило им прорваться сквозь суету коллег и болтовню прессы и сосредоточиться на экономических особенностях своего бизнеса.

В центре внимания всех СЕО-аутсайдеров были денежные потоки, а не погоня за объявленной прибылью. Следует отметить, что большинство СЕО публичных компаний нацелены на максимизацию объявленной квартальной чистой прибыли, и это понятно с учетом важности данного показателя для Уолл-стрит. Чистая прибыль, однако, бывает не вполне точным индикатором положения дел в компании, ведь она может значительно искажаться из-за разницы в размере долга, налогов, капиталовложений и истории прошлых приобретений.

В связи с этим СЕО-аутсайдеры (которые нередко имели сложные балансы, амбициозные программы приобретений и высокий уровень долга) верили, что ключ к созданию долгосрочной ценности компании — в оптимизации свободного денежного потока. И этот подход сказывался на всех аспектах деятельности: от способа расчетов и управления балансами до бухгалтерской политики и систем компенсации.

Акцент на денежных потоках приводил к тому, что каждая компания при формировании своей стратегии фокусировалась на нескольких переменных и двигалась в направлении, отличном от конкурентов. Для Генри Синглтона в 1970–1980-х годах это был обратный выкуп акций; для Билла Андерса — избавление от непрофильных активов; для Уоррена Баффета — генерация и распределение средств от страховых операций.



В основе их общего мировоззрения лежало убеждение, что основная задача любого CEO — оптимизировать долгосрочную ценность компании в расчете *на акцию*, а не добиваться роста организации. Это может показаться очевидной целью, однако в американской практике укоренилась тенденция к *укрупнению* бизнеса. Крупные корпорации привлекают больше внимания в прессе; их главы стремятся получать более высокие зарплаты, вступают в престижные советы или клубы. В результате редко можно встретить компанию, которая собственноручно сокращает свои активы. Тем не менее все восемь CEO-аутсайдеров значительно снизили количество акций в обращении за счет обратного выкупа. Большинство также уменьшили объемы операций путем продажи активов или передачи их дочерним компаниям. Они не боялись избавляться от неэффективных подразделений, продавая или закрывая их. Как мы видим, рост зачастую никак не связан с максимизацией биржевой стоимости акции.

О прагматичном подходе, связанном с концентрацией на денежных потоках, и разумном иконоборчестве говорится в редком интервью Генри Синглтона, которое он дал журналу *Forbes* в 1979 году: «После того как мы приобрели ряд компаний, мы навредили бизнесу. Мы пришли к выводу, что ключ к успеху кроется в потоке наличности... Наше отношение к генерированию денежных средств и управлению активами — результат нашего собственного мышления». Затем он добавил, словно особо хотел подчеркнуть: «Оно не *скопировано*».

# *ГЛАВА 1*

# ВЕЧНЫЙ ДВИГАТЕЛЬ ПО ПРОИЗВОДСТВУ ПРИБЫЛИ

## *ТОМ МЕРФИ И CAPITAL CITIES BROADCASTING*

Том Мерфи и Дэн Берк были, вероятно, самой великой парой менеджеров, которую когда-либо видел мир, а может, и когда-либо увидит.

**Уоррен Баффет**

На лекциях в бизнес-школах Уоррен Баффет часто сравнивает соперничество между компанией Тома Мерфи Capital Cities Broadcasting и компанией CBS<sup>[17]</sup> с трансатлантической гонкой между гребной шлюпкой и QE2<sup>[18]</sup>. Тем самым он пытается наглядно показать, какой потрясающий эффект менеджмент может оказывать на доходность в долгосрочной перспективе.

Когда Мерфи возглавил Capital Cities в 1966 году, компания CBS, которой руководил легендарный Билл Палей, доминировала на медийном рынке страны (ей принадлежали телевизионные каналы и радиостанции в крупнейших рыночных сегментах США, рейтинги вещания были самыми высокими, а кроме того, имелась собственность в музыкальной индустрии и издательском бизнесе). У Capital Cities в то время было лишь пять телевизионных каналов и четыре радиостанции, и все — на рынках поменьше. Рыночная капитализация CBS в 16 раз превышала аналогичный показатель Capital Cities. Однако когда 30 лет спустя Мерфи продавал свою фирму компании Disney, Capital Cities была в три раза дороже CBS. Иными словами, шлюпка выиграла гонку — окончательно и бесповоротно.

Как же удалось преодолеть огромную пропасть между двумя компаниями? Секрет кроется в принципиально разных подходах к управлению. В 1960–1970-х годах CBS получала огромные денежные потоки от своей основной деятельности в сегменте вещания и направляла значительную их часть на финансирование агрессивной

программы приобретений. Это привело компанию в новые для нее сегменты, включая покупку бизнеса по производству игрушек и бейсбольной команды New York Yankees. CBS выпустила акции, чтобы профинансировать некоторые из этих приобретений, построила в центре Манхэттена шикарное офисное здание за невероятные деньги и разработала сложную корпоративную структуру (в которую входили 42 президента и вице-президента). В целом, как говорил партнер Баффета Чарли Мангер, компания продемонстрировала «ослепленное благосостоянием безразличие к неоправданным затратам».

Билл Палей в своей стратегии следовал общепринятому мнению эры конгломератов: уверенность в преимуществах «диверсификации» и «синергии» и покупка неродственных бизнесов, которые вкуче с материнской компанией якобы могли стать и более прибыльными, и менее зависимыми от экономического цикла. Стратегия Палея была направлена на то, чтобы сделать компанию еще больше.

В свою очередь Мерфи стремился повысить стоимость Capital Cities. Однажды он заметил: «Цель — не наличие самого длинного поезда, а прибытие на станцию первым с меньшими затратами топлива». Во время правления Мерфи и его помощника Дэна Берка в Capital Cities отказались от диверсификации. Вместо этого они создали необычный модернизированный конгломерат, нацеленный исключительно на медиакомпания, которые они хорошо знали. Мерфи приобрел больше радиостанций и телевизионных каналов, великолепно управлял ими, регулярно проводил обратный выкуп акций и в конечном счете приобрел конкурирующую сеть вещания CBS — ABC. Результаты говорят сами за себя.

Формула успеха, позволившая «лодке Мерфи» обогнать «лайнер Палея», казалась довольно простой: концентрация на бизнесах с привлекательными экономическими показателями, выборочное использование заемного капитала для приобретения значимых активов, оптимизация операционной деятельности и погашение долгов (и далее по тому же алгоритму). Как лаконично выразился Мерфи в интервью Forbes: «Мы просто продолжали удачно скупать активы, разумно усиливая компанию и улучшая рабочие процессы, а потом мы... мы бы попробовали что-то еще». Любопытно, но коллеги Мерфи из других медиакомпаний придерживались иного подхода. Они, как и

CBS, следовали моде и стремились к диверсификации, расширяли штат и переплачивали при покупке важных медийных активов.

Capital Cities во время правления Мерфи была крайне успешным примером того, что сейчас мы назвали бы *roll-up*<sup>[19]</sup>. В ситуации *roll-up* (укрупнения) компания приобретает ряд бизнесов, пытается наладить их операционную деятельность, а затем продолжает приобретения. Со временем она выигрывает от экономии на масштабах и внедрения лучшей управленческой практики. Мода на эту концепцию наблюдалась с середины до конца 1990-х годов. Данный подход вновь стал актуален в начале 2000-х, когда многие лидирующие компании не выдержали долгового бремени. Как правило, они терпели неудачу, поскольку делали необдуманные покупки и недооценивали сложности и важности успешной интеграции приобретаемых компаний и повышения эффективности операций.

Подход Мерфи к укрупнениям был иным. Он никуда не спешил и все тщательно обдумывал, делая ставку на небольшое количество крупных приобретений, имевших, по его мнению, наибольшие шансы на выигрыш. При Мерфи Capital Cities показывала выдающиеся результаты как с точки зрения операционной деятельности, так и в распределении капитала. Мерфи говорил: «Работа компании — это множество ежедневных мелких решений вперемешку с несколькими большими».

Том Мерфи родился в 1925 году в Бруклине. Во время Второй мировой войны он служил в ВМС, а затем благодаря «Солдатскому биллю»<sup>[20]</sup> окончил Корнелльский университет. Он вошел в число выдающихся выпускников Гарвардской школы бизнеса в 1949 году, когда вместе с Мерфи из стен учебного заведения вышли и будущий председатель Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), и множество успешных предпринимателей и CEO из списка Fortune 500. После окончания HBS Мерфи начал работать менеджером по выпуску продукции в Lever Brothers — одном из крупнейших производителей потребительских товаров. По стечению обстоятельств жизнь Мерфи круто изменилась после одной вечеринки, состоявшейся летом 1954 года в доме его родителей в Скенектади (штат Нью-Йорк). Отец Мерфи, известный местный судья, пригласил в гости своего

старинного друга Фрэнка Смита, предпринимателя и управляющего делами популярного тележурналиста Лоуэлла Томаса.

В ходе вечера Смит рассказал Мерфи о своем последнем приобретении. Им оказался спасенный Смитом от банкротства канал WTEN в Олбани (штат Нью-Йорк), ранее принадлежавший компании UNF TV и располагавшийся в заброшенном монастыре. И прежде чем вечеринка подошла к концу, молодой Мерфи согласился оставить свою престижную работу в Нью-Йорке и переехать в Олбани, чтобы руководить WTEN. На тот момент у Мерфи не было опыта ни в телевизионном вещании, ни в управлении.

С самого начала Смит руководил компанией из своего офиса в центре Манхэттена, переложив решение текущих задач на Мерфи. Несколько лет канал был убыточным, но затем Мерфи превратил его в стабильный источник дохода, проведя качественное улучшение программы канала и активно управляя расходами (эту формулу компания будет многократно использовать впоследствии). В 1957 году Смит и Мерфи купили второй канал в Роли (Северная Каролина), который размещался в бывшем санатории. А после приобретения третьего канала в Провиденсе (Род-Айленд) компания стала называться Capital Cities.

В 1961 году Мерфи нанял Дэна Берка, 30-летнего обладателя степени MBA Гарварда — тоже без опыта в телевещании — в качестве руководителя канала в Олбани. Дэна Берка познакомил с Мерфи в конце 1950-х годов его старший брат Джим, который учился с Мерфи в HBS и считался перспективным молодым руководителем в компании Johnson & Johnson (в конце концов он возглавит ее и получит награду за разрешение кризисной ситуации с тайленолом<sup>[21]</sup> в середине 1980-х). Дэн Берк участвовал в корейской войне, а затем поступил в Гарвардскую школу бизнеса (HBS), которую окончил в 1955 году. После этого он занял должность менеджера по выпуску продукции в General Foods в подразделении Jell-O, а в 1961 году пришел в Capital Cities. Здесь Мерфи познакомил его с политикой компании и философией децентрализованной работы, приверженцем которой Дэн Берк и станет.

Затем Мерфи переехал в Нью-Йорк, чтобы работать вместе со Смитом и развивать компанию путем поглощений. Следующие четыре года под управлением Смита и Мерфи Capital Cities росла за счет избирательного приобретения радиостанций и телевизионных каналов (вплоть до смерти Смита в 1966 году).

После кончины Смита Мерфи возглавил Capital Cities; на тот момент ему было 40 лет. Выручка компании по итогам предыдущего года составила 28 млн долларов. Первым делом Мерфи назначил Берка на должность президента и СОО<sup>[22]</sup>. Они были отличными партнерами с четким разделением обязанностей: Берк отвечал за управление ежедневными рабочими процессами, а Мерфи — за приобретения, распределение капитала и периодическое общение с Уолл-стрит. Как говорил Берк: «Наши отношения строились на основе взаимного уважения. У меня были потребность и желание делать вещи, которые Мерфи не интересовали». Берк считал, что «его работа заключалась в том, чтобы генерировать свободные денежные потоки, а работа Мерфи — в том, чтобы их тратить». Дэн Берк служит примером той важной роли, которая в этой книге отведена необычайно сильным СОО: их тщательный контроль за операционной деятельностью компании давал возможность их партнерам-СЕО фокусироваться на долгосрочных вопросах стратегии и распределения капитала.

После того как Мерфи оказался в кресле СЕО, ему понадобилось не много времени, чтобы добиться успеха. В 1967 году он приобрел KTRK, хьюстонский филиал ABC, за 22 млн долларов — крупнейшая сделка в истории вещания на тот момент. В 1968 году Мерфи купил лидирующего издателя отраслевых журналов Fairchild Communications за 42 млн долларов. А в 1970-м совершил свою самую дорогую покупку, заплатив 120 млн долларов за сеть Triangle Communications (Уолтера Анненберга). После сделки с Triangle компания Capital Cities стала владельцем пяти телевизионных УКВ-каналов — максимального количества, разрешенного Федеральным агентством по связи США (Federal Communications Commission, FCC).

Затем Мерфи переключился на издание газет. Этот бизнес, зависящий от рекламы, с привлекательной рентабельностью и высокими барьерами входа, очень походил на его основную сферу

деятельности. После приобретения нескольких небольших ежедневных газет в начале 1970-х годов Мерфи купил Fort Worth Telegram за 75 млн долларов в 1974 году и Kansas City Star за 95 млн долларов в 1977 году. В 1980-м в поиске других путей роста в родственных индустриях он ступил на территорию зарождающегося бизнеса — кабельного телевидения, приобретя компанию Cablecom за 139 млн долларов.

Во время затянувшегося медвежьего рынка (с середины 1970-х до начала 1980-х) Мерфи активно скупал собственные акции. В конечном счете он выкупил почти 50% бумаг, причем бóльшую часть с однозначным показателем P/E (отношением цены к прибыли). В 1984 году Федеральное агентство по связи смягчило правила, регулирующие права собственности на телевизионные каналы и радиостанции. В результате в 1986-м Мерфи с присущим ему мастерством и благодаря финансовой помощи своего друга Уоррена Баффета приобрел ABC Network и ее родственные активы (включая доминирующие на рынке телевизионные каналы в Нью-Йорке, Чикаго и Лос-Анджелесе) почти за 3,5 млрд долларов.

Сделка с ABC оказалась самой крупной на тот момент в бизнесе, не связанном с нефтью и газом. Для Мерфи это было игрой ва-банк, поскольку сумма сделки была эквивалентна 100% стоимости Capital Cities. Это приобретение потрясло медийный мир и активно обсуждалось в СМИ (с этой точки зрения показательна статья в Wall Street Journal под названием «Мелкая рыбешка поглощает кита»). При заключении сделки Берк сказал медиаинвестору Гордону Кроуфорду: «Это приобретение, ради которого я тренировался всю свою жизнь».

Основным экономическим обоснованием покупки было твердое убеждение Мерфи, что он сможет повысить рентабельность телеканалов ABC с 30% до уровня лидирующей в индустрии компании Capital Cities (свыше 50%). Под контролем Берка персонал, отвечавший за работу телевизионных каналов ABC, сократился с 60 человек до восьми, а фактическая численность сотрудников на основном канале WABC в Нью-Йорке снизилась с 600 человек до 400. В результате отставание компании по показателям рентабельности было наверстано всего за два года.



Берк и Мерфи внедрили в приобретенной структуре характерный для Capital Cities децентрализованный подход. Они ликвидировали привилегии (например, специальный лифт для руководства и отдельную столовую) и отказались от лишних штатных позиций, уволив 1500 сотрудников за первые несколько месяцев с момента сделки. Они объединили офисы и продали всю ненужную недвижимость, собрав 175 млн долларов для штаб-квартиры на Манхэттене. Как сказал Боб Зельник из ABC News: «Начиная с середины 1980-х годов мы перестали летать первым классом».

Одна история того времени наглядно демонстрирует столкновение культуры менеджмента Capital Cities и приобретенной компании. ABC, а по сути вся индустрия вещания, считалась привилегированной сферой. Работавшие в этой отрасли руководители привыкли ездить на лимузинах даже на обед в ресторан, находящийся всего в нескольких кварталах от офиса. Мерфи же пользовался такси. В скором времени эта практика распространилась и на руководство ABC, а более демократичный дух Capital Cities стал медленно приживаться в этой компании. Когда Мерфи спрашивали, тот ли это случай, когда руководитель воспитывает сотрудников на собственном примере, он отвечал: «А разве есть другой способ?»

Через девять лет после сделки выручка и денежные потоки компании выросли в каждом направлении бизнеса ABC, включая телевизионные каналы, издательские активы и кабельную телесеть спортивно-развлекательных программ (ESPN). Даже сеть, которая занимала последнее место на момент приобретения, вышла на первую строчку рейтинга прайм-тайм и стала более прибыльной, чем CBS или NBC.

После покупки ABC компания Capital Cities больше не делала столь масштабных поглощений, а занялась обратным выкупом своих акций. В 1993 году, сразу после 65-летнего юбилея, Берк ушел в отставку, чем удивил даже Мерфи. (Впоследствии Берк купил бейсбольную команду Portland Sea Dogs и взялся за ее возрождение; на сегодняшний день она считается одной из самых уважаемых в низших лигах.)

Летом 1995 года Баффет предложил Мерфи встретиться с Майклом Айзнером, CEO компании Disney, во время ежегодного собрания

медиаманатов Allen & Company в Сан-Вэлли (штат Айдахо). Мерфи, которому на тот момент исполнилось 70 лет и у которого не было явного преемника, согласился пообщаться с Айзнером, выразившим заинтересованность в покупке компании. Через несколько дней Мерфи договорился о невероятной цене в 19 млрд долларов в интересах своих акционеров (этот показатель превысил денежный поток в 13,5 раза, а чистую прибыль компании — в 28 раз). Мерфи стал членом совета директоров Disney и впоследствии отошел от активного управления.

Его акционеры остались довольны — доллар, вложенный в компанию Тома Мерфи в 1966 году, когда он возглавил ее, на момент продажи холдингу Disney стоил уже 204 доллара. Это поразительный результат: внутренняя норма доходности в 19,9% за 29 лет значительно превысила доходность индекса S&P 500 (10,1%) и индекса лидирующих медиакомпаний (13,2%) за тот же период. (Инвестиции оказались прибыльными и для Уоррена Баффета и обеспечили совокупный годовой доход, превосходящий более чем на 20% показатель Berkshire Hathaway<sup>[23]</sup> более чем за десять лет.) Как показано на рис. 1.1, за 29 лет работы в Capital Cities Мерфи превзошел показатели S&P в 16,7 раза, а своих конкурентов — почти в четыре раза.



\* Выборка включает в себя Taft Communications (сентябрь 1966 г. — апрель 1986 г.), Metromedia (сентябрь 1966 г. — август 1980 г.), Times Mirror (август 1966 г. — январь 1995 г.), Cox Communications (сентябрь 1966 г. — август 1985 г.), Gannett (март 1969 г. — январь 1996 г.), Knight Ridder (август 1969 г. — январь 1996 г.), Harte-Hanks (февраль 1973 г. — сентябрь 1984 г.) и Dow Jones (декабрь 1972 г. — январь 1996 г.).

**Рис. 1.1.** Динамика акций Capital Cities

## Основные слагаемые успеха

Одной из ключевых тем этой книги является распределение ресурсов. Есть два типа ресурсов, которые должен распределять любой CEO: финансовые и человеческие. О первом типе мы уже говорили. Второй, однако, не менее важен. Здесь вновь все CEO-аутсайдеры использовали одинаково необычный подход, в котором главный акцент делался на горизонтальной структуре компаний и сокращении штата.

В рамках данного подхода следовало принять тот факт, что у головного офиса нет ответов на все вопросы, а большую часть реальной стоимости создают менеджеры на местах. Ни в одной компании децентрализация не имела столь важного значения в корпоративной философии, как в Capital Cities.

Девиз компании об исключительной автономии управляющих менеджеров был кратко сформулирован в одном абзаце на внутренней обложке ежегодного отчета Capital Cities: «Децентрализация — краеугольный камень нашей философии. Наша цель — нанять лучших специалистов и наделить их властью и ответственностью, необходимыми в работе. Все решения принимаются на местном уровне... мы надеемся, что наши менеджеры... будут сдержанны в затратах и добьются ожидаемых от них результатов».

Сотрудников в головном офисе было немного, и перед ними стояла задача — поддерживать руководителей подразделений. Не было ни вице-президентов в таких областях, как маркетинг, стратегическое планирование или персонал, ни корпоративного совета, ни департамента по связям с общественностью (все звонки от СМИ принимал секретарь Мерфи). Согласно политике Capital Cities, издатели и руководители радиостанций и телеканалов обладали властью и авторитетом на местах и почти никогда не получали сведений из Нью-Йорка о том, достигли ли они целевых показателей.

Это была среда, которая отбирала для себя и стимулировала независимых и инициативных топ-менеджеров. Философией компании в отношении сотрудников, без конца повторяемой Мерфи, было стремление «нанять лучших людей, которых мы только можем нанять, и предоставить их самим себе». Как заметил однажды Дэн Берк, «децентрализованный подход компании сдерживал как расходы, так и любое недовольство или агрессию».

Своего рода подопытным кроликом в процессе становления этой философии оказался сам Берк. В 1961 году, заняв пост генерального менеджера WTEN, он начал еженедельно посылать Мерфи служебные записки (как его научили в General Foods). Но после того как за семь месяцев он не получил на них ни одного ответа, он перестал это делать, осознав, что лучше потратить время на рабочие процессы, а не на отчеты в головной офис. Как сказал Берк, описывая свои первые годы в Олбани: «Мерфи делегирует полномочия на грани анархии».

Бережливость тоже была важной составляющей философии компании. Мерфи и Берк быстро осознали, что если контролировать выручку телеканала невозможно, то расходы можно вполне. Они верили, что лучшим средством защиты от нестабильности доходов, присущей зависящим от рекламы компаниям, является постоянное внимание к расходам. Это понимание глубоко внедрилось в культуру компании.

Кстати, согласно одной из популярных корпоративных легенд, Мерфи тщательно проверял расходы даже на краску. Дело было так. Сразу после того как Мерфи прибыл в Олбани, Смит попросил его покрасить обветшалое здание приютившего компанию бывшего монастыря, чтобы выглядеть более солидно в глазах рекламодателей. В ответ на эту просьбу Мерфи предложил покрасить только два выходящих на дорогу фасада здания, а остальные оставить нетронутыми (подход «всегда думать о расходах» в действии). Фотография WTEN до сих пор висит в офисе Мерфи в Нью-Йорке.

Мерфи и Берк полагали, что даже самые незначительные решения, особенно касающиеся персонала, могут повлечь за собой непредвиденные долгосрочные расходы, а потому за ними нужно следить постоянно. Фил Мик, глава издательского подразделения, очень серьезно отнесся к этой инструкции и управлял всеми рабочими

процессами издательства (шестью ежедневными газетами, несколькими группами журналов и целой кипой еженедельных бесплатных газет с рекламными объявлениями) в команде с тремя людьми в головном офисе, включая помощника начальника по административной части.

Берк добивался экономической эффективности с таким рвением, что заработал прозвище Кардинал. Чтобы управлять деятельностью разбросанных по стране филиалов компании, он разработал легендарную ежегодную детальную процедуру бюджетирования. Каждый год все топ-менеджеры съезжались в Нью-Йорк на длительные собрания, где представляли текущий бюджет и план капиталовложений на предстоящий год, а Берк и его CFO<sup>[24]</sup> Рон Дерфлер тщательно анализировали их строчка за строчкой (интересно, что Берк мог довольно жестко высказываться как из-за недостаточного количества нанятых сотрудников, так и из-за чрезмерных расходов).

Такие встречи не были простой формальностью и почти всегда влекли за собой существенные изменения. Особый акцент делался на капиталовложениях и расходах. От менеджеров требовалось превзойти конкурентов; большое внимание уделялось рентабельности, показатели которой Берк рассматривал как «форму отчета». Все остальное время (за рамками встреч) менеджеры были предоставлены сами себе и иногда месяцами не получали никаких известий из головного офиса.

Однако компания не просто искала короткий путь к высокой рентабельности. Она также уделяла особое внимание инвестированию в долгосрочное развитие. Мерфи и Берк поняли, что прибыльность большинства подразделений главным образом зависит от роста выручки и доли рекламного рынка, и были готовы к соответствующим инвестициям для обеспечения лидерства на местных рынках.

Например, Мерфи и Берк быстро осознали, что телеканал, который был номером один среди местных новостных каналов, завершил год с непропорционально большой долей рекламных доходов на рынке. С учетом этого факта каналы холдинга Capital Cities стали интенсивно инвестировать в развитие новостных программ, и, как ни удивительно, буквально каждый из них лидировал на местном рынке. Другой

пример: Берк настоял на выделении существенно большей суммы, чем предлагал Фил Мик, на модернизацию типографии Fort Worth, поняв важность цветной печати для поддержания конкурентной позиции газеты Telegram в долгосрочной перспективе. Как сказал Фил Бойт, один из первых сотрудников компании: «Компания была экономной, а не просто дешевой».

Практика найма сотрудников в Capital Cities тоже была необычной. И Мерфи, и Берк, не работавшие в сфере вещания до прихода в компанию Capital Cities, отдавали предпочтение уму, способностям и энергии, а не наличию опыта работы в индустрии. Они искали талантливых молодых новичков со свежим взглядом. Когда компания приобретала очередной филиал или выходила в новый сегмент, одному из топ-менеджеров Capital Cities, часто не связанному с этой областью, давалось поручение контролировать новый актив. Так, Биллу Джеймсу, который до этого управлял главной радиостанцией WJR в Детройте, было поручено вести дела подразделения кабельного телевидения, а Джон Сиас, ранее руководивший издательским подразделением, возглавил ABC Network. Ни у того ни у другого не было прежде опыта в этих сферах, и оба показали великолепные результаты.

Мерфи и Берк не боялись делегировать полномочия подающим надежды молодым менеджерам. Как объяснял Мерфи: «Мы были весьма удачливы, четко понимая свою роль и точно зная, что это может принести хорошие результаты». Биллу Джеймсу исполнилось 35 лет, и он не имел опыта работы на радио, когда возглавил WJR; Фил Мик перешел из Ford Motor Company в 32 года без опыта в издательском деле, чтобы управлять Pontiac Press; а Бобу Игеру было 37, и вся его предыдущая карьера строилась в спортивном вещании, когда он переехал из Нью-Йорка в Голливуд, чтобы возглавить ABC Entertainment.

У компании также была исключительно низкая текучесть персонала. Как однажды заметил Роберт Прайс, конкурент в сфере теле- и радиовещания: «Через наши руки проходит много резюме, но мы никогда не видели ни одного из Capital Cities». Дэн Берк рассказал мне о разговоре с Фрэнком Смитом по поводу эффективности этой философии. Берк вспоминает, что Смит ответил на этот счет:

«Действующая система разлагает вас таким количеством свободы и власти, поэтому вы и представить себе не можете, как уйдете из нее».

В сфере распределения капитала подход Мерфи тоже радикально отличался от подхода его коллег. Он остерегался диверсификации, платил незначительные дивиденды, редко выпускал акции, активно использовал заемный капитал, регулярно проводил обратный выкуп акций, а между долгими периодами бездействия делал редкие, но очень крупные поглощения.

Двумя первостепенными источниками капитала Capital Cities были внутренний операционный денежный поток и займы. Компания генерировала стабильно высокие денежные потоки от операционной деятельности, что давало Мерфи надежный источник капитала, который можно было распределять на приобретения, обратный выкуп акций, погашение долга и другие направления инвестиций.

Мерфи также часто использовал займы для оплаты приобретений, однажды сформулировав свой подход так: «После покупки активов мы всегда рассчитывались за них, а затем вновь с помощью кредитов финансировали их развитие, чтобы в дальнейшем иметь возможность купить другие активы». После закрытия сделки по приобретению Мерфи направлял свободные денежные средства на уменьшение уровня долга, так что займы обычно погашались раньше оговоренного срока. Большая часть долга ABC была погашена в течение трех лет с момента сделки. Интересно, что Мерфи никогда не привлекал заемные средства для финансирования обратного выкупа акций, предпочитая использовать кредиты целенаправленно на покупку действующих бизнесов.

Мерфи и Берк всячески избегали размывания доли за счет эмиссии акций. За исключением продажи пакета бумаг компании холдингу Berkshire Hathaway (с целью получения дополнительных средств для финансирования сделки с ABC), компания не выпускала новых акций в течение 20 лет, вплоть до момента продажи Disney. За этот период доля ее акций в свободном обращении снизилась до 47% в результате серии обратных выкупов.

Поглощения были самой крупной статьей расходов в распределении капитала компании во время правления Мерфи. Согласно недавним исследованиям, около двух третей всех

поглощений фактически разрушают ценность для акционеров. Как же в таком случае благодаря приобретениям Capital Cities удалось феноменально увеличить стоимость? Дело в том, что приобретения являлись сферой компетенции Мерфи, той сферой, которой он посвятил бóльшую часть своей жизни и куда не допускал никого. Он не делегировал решений о покупаемых активах, не пользовался услугами инвестиционных банкиров и со временем разработал свой уникальный подход, который был не только эффективным, но и существенно отличался от подхода конкурентов.

Для Мерфи как для человека, распределяющего капитал, децентрализация Capital Cities имела важные преимущества. Они позволяли компании работать более прибыльно (по всем бизнес-направлениям она показывала самую высокую рентабельность по сравнению с конкурентами) и давали возможность активно проводить политику поглощений. Мерфи был уверен, что под руководством Берка приобретенные активы быстро принесут доход, что фактически снизит цену их покупки. Иными словами, успешная операционная деятельность компании и опыт интеграции бизнесов обеспечили Мерфи самой редкой вещью в бизнесе — *уверенностью*.

Именно благодаря этой уверенности Мерфи мог предпринимать довольно агрессивные шаги. Под его руководством Capital Cities совершила значимые поглощения, в трех случаях заключив самые крупные сделки в истории индустрии вещания (кульминацией, безусловно, стала сделка по покупке ABC).

Мерфи умел выжидать привлекательный момент для приобретения. Однажды он сказал: «Я получаю зарплату не просто за то, чтобы заключать сделки, а за то, чтобы заключать *хорошие* сделки». Однако когда он видел некий актив, который ему нравился, он был готов дорого заплатить за него. По большей части стоимость, созданная за время его почти 30-летнего правления, стала результатом нескольких его решений о крупных покупках, которые принесли великолепные долгосрочные дивиденды. Каждое из этих приобретений представляло собой 25% или более от рыночной капитализации компании в тот момент, когда они были сделаны.

Мерфи умел мастерски вести переговоры о сделке, он славился чувством юмора, отличался честностью и порядочностью. В отличие



от CEO других медиакомпаний он избегал публичности (хотя после приобретения ABC придерживаться данного правила стало сложно). Все эти черты помогли ему во время поиска потенциальных объектов для поглощения. Мерфи знал, что он хочет купить, и тратил годы, развивая отношения с владельцами желанного актива. Он никогда не участвовал в недружественных поглощениях, и *каждая* серьезная сделка, которую проводила компания, была результатом прямого контакта с продавцами (как, например, в случаях с Уолтером Анненбергом из Triangle и Леонардом Гольденсоном из ABC).

Он много работал, чтобы заслужить право становиться первоочередным покупателем. Он честно относился к своим сотрудникам и управлял компаниями, которые стабильно лидировали на своих рынках. Такая репутация чрезвычайно помогла ему, когда он обратился к Гольденсону с предложением о покупке ABC в 1984 году (в своей типичной манере Мерфи начал разговор со слов: «Леонард, пожалуйста, не выбрасывайте меня из окна, но я хочу купить вашу компанию»).

За весьма добродушной внешностью, однако, скрывался острый, как бритва, деловой ум. Мерфи был крайне дисциплинированным покупателем, имел четкие требования по возврату на инвестиции и не тянул с приобретением (упустив однажды крупную «газетную» сделку, в рамках которой были задействованы три актива в Техасе с разницей в цене более чем в 5 млн долларов). Как и другие герои этой книги, Мерфи полагался на простые, но действенные правила при оценке сделок. Для него таким критерием было следующее требование: компания должна была показывать двузначный показатель прибыли после налогообложения в течение десяти лет без привлечения заемного капитала. Придерживаясь этого правила, Мерфи *никогда не* одерживал победу на аукционах, хотя во многих принимал участие. По его словам, ставки на аукционах стабильно заканчивались на отметке 60–70% от конечной стоимости сделки.

У Мерфи был необычный стиль ведения переговоров. Он считал, что в процессе заключения сделки следует непременно учитывать интересы продавцов, и утверждал, что при наилучшем исходе обе стороны остаются довольны. Он часто спрашивал продавца, во сколько тот сам оценивает свой актив, и если предложение казалось ему

честным, он принимал его (как поступил в случае, когда Анненберг оценил телеканалы Triangle в 10 чистых прибылей до налогообложения). Если предложение было завышенным, по его мнению, то он выступал со встречным, и если продавец отвергал его, Мерфи уходил. Он был убежден, что такой подход помогает сберечь время и избежать ненужных церемоний.

Обратный выкуп акций представлял собой еще одну существенную статью вложений для Мерфи. Они были важным критерием сравнительной оценки в распределении капитала, и он часто использовал этот инструмент. Когда коэффициенты по акциям компании оказывались ниже, чем у частных компаний, Мерфи начинал обратный выкуп бумаг. На эти цели за 19 лет он направил более 1,8 млрд долларов, что было весомой суммой для компании (уступавшей по величине лишь сделке с ABC) и обеспечило акционерам отличную доходность (совокупный показатель доходности за 19 лет составил 22,4%). Как говорит Мэрфи сегодня: «Я жалею только о том, что не купил больше».

Феноменальные долгосрочные результаты Capital Cities вызывали восторг у крупнейших инвесторов страны в медийную отрасль. И Уоррен Баффет, и Марио Габелли вспомнили легендарных бейсболистов команды Yankee из своих эпох (Рут и Гериг — для Баффета и Ментл и Марис — для Габелли) для аналогии, позволяющей охарактеризовать управленческую деятельность Мерфи и Берка. Гордон Кроуфорд, акционер компании с 1972 года и вплоть до момента ее продажи Disney и один из наиболее влиятельных медиаинвесторов в стране, считал, что уникальный союз навыков управления и распределения капитала, коими обладали Мерфи и Берк, создал «вечный двигатель по генерированию прибыли». В число поклонников Capital Cities также входили Билл Руэйн из Ruane, Каннифф и Дэвид Уорго из State Street Research.

### **Издательский бизнес**

После приобретения Triangle в 1970 году Capital Cities была ограничена в правах на владение дополнительными телеканалами, как того требовали правила Федерального агентства по связи. С учетом этого Мерфи обратил внимание на выпуск газет и с 1974 по 1978 год инициировал две крупнейшие

сделки в истории индустрии на тот момент — приобрел издания Fort Worth Telegram и Kansas City Star, а также несколько небольших ежедневных и еженедельных газет по всей территории США.

Под руководством Джима Хэйла и Фила Мика Capital Cities разработала собственный подход к газетному бизнесу, основанный на опыте управления телеканалами, с акцентом на контроле за затратами и максимизации доли рекламного рынка.

Невероятно, но если мы посмотрим на четыре основных подразделения компании в газетном сегменте, то увидим, что все они год за годом показывали стабильный рост выручки и операционных денежных потоков. Газетный бизнес, который был продан компании Knight Ridder в 1997 году, суммарно обеспечивал 25%-ную совокупную норму доходности в среднем за 20 лет. По словам издателя газеты Kansas City Star (самой крупной газеты компании) Боба Вудворта (впоследствии CEO компании Pulitzer), ее операционная рентабельность выросла с однозначного процентного показателя в середине 1970-х годов до 35% в 1996 году, а денежные потоки увеличились с 12,5 млн до 68 млн долларов.

## **Chronicle Publishing: успешная реализация подходов к управлению**

Особый подход Capital Cities к операционной деятельности и человеческим ресурсам был удачно реализован в медиакомпании Chronicle Publishing в период с середины по конец 1990-х годов Джоном Сиасом (бывшим главой издательского подразделения Capital Cities и ABC Network). В 1993 году Сиас возглавил Chronicle, многоотраслевую семейную медиакомпанию с головным офисом в Сан-Франциско.

Chronicle владела газетой San Francisco Chronicle, филиалом NBC в Сан-Франциско (KRON), книгоиздательской компанией и обслуживала 300 тысяч абонентов кабельного телевидения. До прихода Сиаса деятельность компании серьезно пострадала из-за различных семейных неурядиц среди собственников актива. Сиас и молодой CFO Алан Николс сразу же приступили к внедрению модели Capital Cities, серьезно изменив операционную модель компании. Они ликвидировали целый пласт руководителей в головном офисе, учредили строгую процедуру бюджетирования и предоставили значительные полномочия генеральным менеджерам (многие из которых не смогли адаптироваться к новой культуре и покинули компанию в первый год работы).

Результаты этих преобразований оказались потрясающими. Показатель рентабельности KRON вырос на 2000 базисных пунктов — с 30 до 50% (KRON в конечном счете была продана более чем за 730 млн долларов в июне 2000 года). Рентабельность по операционной прибыли газеты Chronicle, которая издавалась в соответствии с соглашением о сотрудничестве с San Francisco Examiner, увеличилась более чем вдвое — с 4 до 10% (корпорация Hearst купила газету за астрономическую сумму в 660 млн долларов в 1999 году). Сиас и Николс также присоединили абонентов кабельного телевидения к Tele-Communications (TCI) на основе не облагаемого налогом обмена и продали книжный бизнес по весьма привлекательной цене одному из членов

семьи. Сиас ушел из компании в 1999 году, после того как создал для акционеров стоимость в сотни миллионов долларов.

## Диаспора

Немало выдающихся тренеров NFL [25] ранее работали на Билла Уолша, а довольно много успешных хирургов практиковали в больнице имени Питера Бригема в Бостоне в 1950-х и 1960-х годах под управлением Фрэнсиса Мура. Аналогичным образом медийная отрасль изобилует выпускниками Capital Cities. Культурой компании и ее операционной моделью повсеместно восторгались, и помимо Сиаса в Chronicle ее бывшие руководители заняли места топ-менеджеров в огромном количестве медиакомпаний, начиная с Disney (которой сейчас руководит Боб Игер). Выпускники Capital Cities находятся на руководящих постах в таких компаниях, как Broadcasting (CEO), Pulitzer (CEO), Hearst (CFO) и E. W. Scripps (глава газетного направления). Сын Дэна Берка, Стив, в прошлом COO в компании Comcast, сейчас возглавляет NBCUniversal.

Хотя мы сделали акцент на количественных показателях бизнеса Capital Cities, стоит заметить, что Мерфи построил компанию с исключительно сильной корпоративной культурой и командным духом, что вызывало всеобщее восхищение. Компания пользовалась уважением со стороны сотрудников, рекламодателей, представителей общественности и аналитиков с Уолл-стрит. На одном из семинаров для менеджеров Фил Мик рассказал мне историю о бармене, который неплохо заработал, купив акции Capital Cities в начале 1970-х годов. Когда один руководитель спросил его, почему он сделал эти инвестиции, бармен ответил: «Я в течение многих лет работал на корпоративных мероприятиях, но Capital Cities была единственной компанией, где мне не могли сказать, кто у них босс».

## Transdigm: современный аналог Capital Cities

Современным аналогом Capital Cities можно назвать Transdigm — производителя деталей для авиакосмической промышленности. Эта компания увеличила совокупные денежные потоки *более чем на 25%* с 1993 года благодаря внутреннему росту и эффективной программе приобретений. Как и Capital Cities, она сосредоточена на особом типе бизнеса с исключительными экономическими характеристиками.

Transdigm специализируется на производстве высокотехнологичных авиационных деталей для военных и

коммерческих воздушных судов, которые требуют регулярного технического обслуживания. Данные детали крайне важны для работы самолетов и не имеют аналогов, хотя их стоимость незначительна по сравнению с общей стоимостью самолетов. В результате клиенты компании, крупнейшие производители военных и коммерческих судов, больше сфокусированы на качестве исполнения продукции, а не на цене. Таким образом, у Transdigm есть прекрасное сочетание — резерв с точки зрения ценообразования и высокая рентабельность (показатель рентабельности по денежному потоку [определяется как EBITDA<sup>[26]</sup>] составляет более 40%).

Команда менеджеров Transdigm под руководством CEO Ника Хоули осознала эти превосходные экономические характеристики в начале 1990-х и разработала децентрализованную корпоративную структуру и операционную систему для увеличения прибыльности бизнеса. Хоули, как и Мерфи в Capital Cities, знает, что его команда способна быстро и существенно улучшить рентабельность приобретаемых компаний. В свою очередь, это снижает фактическую стоимость покупки и готовит почву для будущих поглощений.

С момента выхода на открытый рынок компания начала следовать необычной и агрессивной стратегии распределения капитала, вызвав немало комментариев и замешательство на Уолл-стрит. Transdigm поддерживала высокий уровень заемного капитала, проводила обратный выкуп акций и объявила о высоких специальных дивидендах (финансируемых за счет займов) в разгар недавнего финансового кризиса. Неудивительно, что доходность для акционеров тоже оказалась весьма существенной — акции укрепились более чем в четыре раза с того момента, как компания провела IPO<sup>[27]</sup> в 2006 году.

## ГЛАВА 2

У Генри Синглтона лучшие показатели работы и распределения капитала в американском бизнесе... если вы возьмете сто выпускников бизнес-школ и сложите все их триумфы, их совокупные показатели не будут столь же впечатляющими, как результаты Синглтона.

Уоррен Баффет, 1980 год

# НЕОБЫЧНЫЙ КОНГЛОМЕРАТОР

## ГЕНРИ СИНГЛТОН И TELEDYNE

Когда изменяются факты, я меняю свое мнение. А вы?

Джон Мейнард Кейнс

В начале 1987 года Teledyne — конгломерат среднего размера, славящийся своим необычным поведением — объявил о дивидендах. Это, казалось бы, безобидное событие привлекло чрезмерное внимание деловой прессы, в том числе появились статьи на первых полосах Wall Street Journal. *Что же в этом было достойно освещения в печати?*

На протяжении большей части XX века от публичных акционерных компаний ждали выплаты дивидендов. Многие инвесторы, в особенности люди пенсионного возраста, рассчитывали на них как на свой доход и внимательно рассматривали их уровень и политику компаний, когда принимали инвестиционные решения. Teledyne, однако, единственный среди конгломератов 1960-х, упорно отказывался выплачивать дивиденды, полагая, что это неэффективно с точки зрения налогообложения (дивиденды облагались налогом дважды: первый раз — на корпоративном уровне и второй — на индивидуальном).

Основателем и CEO компании был Генри Синглтон, а политика Teledyne в отношении дивидендов — лишь одно из весьма необычных принятых здесь правил. Помимо этого, Синглтон ввел децентрализацию операционной деятельности, избегал общения с аналитиками с Уолл-стрит, не проводил дробление, или сплит, своих акций и осуществлял их обратный выкуп (чего не делал никто другой ни до него, ни после).

Все это было в высшей степени необычно, но что действительно выделяло Синглтона и делало его легендой, так это показываемая им доходность, на фоне которой показатели и рынка в целом, и конкурентов выглядели весьма плачевно. Синглтону удалось за 30 лет

увеличить стоимость компании до невероятного уровня, несмотря на постоянно меняющийся общеэкономический фон (начиная с динамичного роста рынка в 1960-х годах и заканчивая глубоким медвежьим трендом начала 1990-х).

Ему удалось добиться отличных результатов благодаря умению адаптироваться к рыночным условиям и концентрировать усилия на распределении капитала. Его подход отличался от подхода коллег, а корни его поведения следует искать в его прошлом опыте, который был необычным для CEO из списка Fortune 500.

Синглтон родился в 1916 году в крошечном городке Хаслет (штат Техас). Он был успешным математиком и ученым, не имевшим степени MBA. Учился в Массачусетском технологическом институте (MIT), где получил степень бакалавра, а затем магистра и доктора (PhD) в области электротехники. Синглтон создал в MIT первый студенческий компьютер в рамках подготовки докторской диссертации, а в 1939 году выиграл медаль Патнэма как лучший студент-математик в стране (среди будущих победителей этой премии — нобелевский лауреат, ученый-физик Ричард Фейнман). Синглтон был заядлым шахматистом, которого отделяли от звания гроссмейстера всего 100 пунктов.

После окончания MIT в 1950 году он работал инженером-исследователем в компаниях North American Aviation и Hughes Aircraft<sup>[28]</sup>. Затем легендарный Текс Торнтон, бывший член Wiz Kids<sup>[29]</sup>, пригласил его в Litton Industries. Здесь в конце 1950-х Синглтон изобрел инерционную систему наведения, которую до сих пор используют в коммерческих и военных самолетах. Синглтон был назначен генеральным менеджером Litton Electronic Systems Group (подразделения электронных систем), и под его руководством к концу десятилетия оно стало самым большим в компании с выручкой более чем 80 млн долларов.

Синглтон ушел из Litton в 1960 году, после того как выяснилось, что он не будет преемником Торнтона и не займет пост CEO. На тот момент ему было 43 года. Его коллега Джордж Козмецки, который управлял Litton Electronic Components Group (подразделением электронных деталей), покинул компанию вместе с ним, и в июле 1960



года они основали Teledyne. Они начали с приобретения трех небольших компаний электроники и заполучили крупный военноморской заказ. Teledyne стала публичной компанией в 1961 году, на заре эры конгломератов.

Конгломераты представляли собой компании со множеством невзаимосвязанных бизнес-единиц. Используя свои преимущества на фоне высоких цен на их акции, они росли путем поглощений в разных сферах бизнеса. Эти покупки приносили ощутимый доход, что, в свою очередь, поддерживало акции этих компаний на высоком ценовом уровне. Это служило своего рода платформой для будущих приобретений. У большинства конгломератов был солидный штат персонала в головном офисе, они активно общались с представителями Уолл-стрит и деловой прессы с целью продвижения своих акций. Однако их безмятежная жизнь прервалась в конце 1960-х годов, когда самые крупные конгломераты (ITT, Litton Industries и другие) перестали достигать плановой прибыли, а их акции резко упали в цене.

Сегодня принято считать, что конгломераты — неэффективная форма корпоративной организации, однако так было не всегда. Большую часть 1960-х годов они имели высокие коэффициенты P/E и их дорогостоящие акции давали им финансовую возможность участвовать в процессе поглощений. В то время конкуренция за приобретения была значительно ниже, чем сегодня (частных акционерных компаний тогда еще не существовало), и цена на компанию (оцениваемую по P/E) часто оказывалась заметно ниже той, за которую покупатель торговался на фондовом рынке, приводя серьезные доводы в пользу приобретения.

Синглтон в полной мере воспользовался возможностями арбитража, чтобы создать диверсифицированный портфель. За период с 1961 по 1969 год он приобрел 130 компаний в самых разных отраслях: от авиационной электроники и производства специальных металлов<sup>[30]</sup> до страхования. Все эти компании, кроме двух, были куплены благодаря дорогостоящим акциям Teledyne.

В своем подходе к приобретениям Синглтон отличался от других владельцев конгломератов. Он не скупал все подряд, избегал

переломных или сложных для компаний ситуаций и концентрировался не на прибыльных, растущих компаниях с лидирующими рыночными позициями, а чаще на нишевых рынках. Как описал свой бизнес Джек Гамильтон, руководитель подразделения специальных металлов: «Мы специализировались на продуктах с высокой рентабельностью, которые продавались унциями, а не тоннами». Синглтон был очень дисциплинированным покупателем, никогда не превышал лимит оплаты (готов был платить за актив максимум 12 прибылей) и в основном приобретал компании с очень низкими коэффициентами. При этом P/E Teledyne был в те времена очень высок и варьировался в диапазоне от 20 до 50.

В 1967 году Синглтон приобрел Vasco Metals за 43 млн долларов (его крупнейшая сделка на тот момент). Возглавлявшего эту компанию Джорджа Робертса Синглтон назначил на должность президента Teledyne, а сам стал CEO и председателем совета директоров. Они довольно давно знали друг друга: Робертс был соседом Синглтона по комнате во время учебы в Военно-морской академии (где он в свои 16 лет был признан самым молодым студентом первого курса в истории учебного заведения). У Робертса за плечами тоже был опыт научной работы: он окончил Университет Карнеги—Меллон с докторской степенью (PhD) в металлургии, занимал ряд руководящих постов в разных компаниях, специализировавшихся на металлах со специальными свойствами, и в конечном счете пришел в Vasco в начале 1960-х в качестве ее президента.

Как только Робертс присоединился к компании, Синглтон начал отходить от управления операционной деятельностью, чтобы иметь возможность сфокусироваться на стратегических вопросах и распределении капитала.

Вскоре после этого Синглтон стал первым владельцем конгломерата, прекратившим покупку новых компаний. В середине 1969 года в связи с падением цен на его акции и ростом цены приобретений Синглтон распустил команду, занимавшуюся поглощениями. Будучи дисциплинированным и аккуратным покупателем, он четко осознал, что с более низким P/E его акции как «валюта для приобретений» уже не столь привлекательны. С того

момента Teledyne больше не осуществляла серьезных покупок и никогда не выпускала дополнительных акций.

Эффективность стратегии приобретений демонстрирует табл. 2.1. За первые десять лет работы в качестве публичной компании чистая прибыль на акцию Teledyne выросла в 64 раза (ошеломляющий результат!), тогда как доля акций в свободном обращении увеличилась менее чем в 14 раз. В совокупности это привело к созданию значительной стоимости для акционеров.

Таблица 2.1

**Финансовые результаты Teledyne за 10 лет (\$ млн)**

|                                      | <b>1961</b> | <b>1971</b> | <b>Рост (раз)</b> |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------------|
| Выручка                              | 4,50        | 1101,90     | 244,40            |
| Чистая прибыль                       | 0,10        | 32,30       | 555,80            |
| Прибыль на акцию (EPS), \$*          | 0,13        | 8,55        | 64,80             |
| Доля акций в свободном обращении, %* | 0,40        | 6,60        | 13,70             |
| Долг                                 | 5,10        | 151,00      | 28,90             |

\* Скорректированные показатели с учетом дробления акций и дивидендов.

*Источник: таблица предоставлена Томом Смитом, инвестором и давним наблюдателем за деятельностью компании Teledyne*

Совершеннолетие Синглтона пришлось на тот период, когда многие уверовали в огромную силу количественных методов анализа. 1940–1950-е годы были эрой Wiz Kids («вундеркиндов Форда») — группы талантливых молодых математиков и инженеров. С помощью методов статистического анализа они провели преобразования в ряде основных американских институтов, начиная с Корпуса армейской авиации (предшественника воздушных сил) во время Второй мировой войны, продолжая Ford Motor Company в 1950-е годы и заканчивая Пентагоном (с назначением Роберта Макнамары министром обороны США в 1961 году).

Во всех этих организациях власть сосредоточилась в головных офисах в руках элитного корпуса молодых, исключительно ярких руководителей. В своей работе они использовали количественные методы, внедряли централизованный контроль и новые, основанные на математике системы для решения текущих задач. Благодаря

аналитическому таланту этих людей удалось навести порядок во многих сферах, где ранее царил хаос, и добиться очень хороших результатов.

Многие руководители конгломератов переняли такой подход централизованного управления (из головного офиса) и сформировали большой штат персонала, переполненный вице-президентами и отделами планирования. Интересно, что Синглтон, тесно сотрудничавший с Тексом Торнтоном, одним из первых «вундеркиндов Форда», для своей компании разработал совершенно иной подход.

В отличие от своих коллег, таких как Торнтон и Гарольд Дженин из ИТТ<sup>[31]</sup>, Синглтон и Робертс сторонились популярных тогда концепций «интеграции» и «синергии». Вместо этого они сделали акцент на децентрализации, разбив компанию на составные части и, насколько это было возможно, свели подотчетность и ответственность менеджеров в рамки организации. В головном офисе работало менее 50 человек, и это в компании, насчитывавшей более 4000 сотрудников. При этом не было никаких отделов управления персоналом, отделов по работе с инвесторами и развитию бизнеса. Как это ни странно, наиболее успешный конгломерат той эпохи по своей сути меньше всего походил на конгломерат с точки зрения организации процессов.

Децентрализация способствовала развитию беспристрастной корпоративной культуры в Teledyne. Несколько бывших президентов компании отмечали, что отсутствие многочисленных процедур и прописанных политик оказывало освежающее воздействие. Если менеджер достигал своих показателей, то все понимали, что он успешно справился с работой, если же ему этого не удавалось, то он просто двигался дальше. Как говорил один из этих людей: «Никого не волновало, с кем обедал Генри».

Как только локомотив приобретений замедлил свой ход в 1969 году, Робертс и Синглтон обратили более пристальное внимание на текущую деятельность компании. В отличие от общепринятых подходов Синглтон не ставил во главу угла размер объявленной прибыли (основной ориентир для Уолл-стрит в то время) и вместо этого стремился оптимизировать свободный поток денежных средств. Он и CFO Джерри Джером разработали свою уникальную систему

измерений под названием Teledyne return («доходность Teledyne»). Эта модель путем усреднения показателей денежного потока и чистой прибыли для каждой компании конгломерата делала акцент на увеличении потока денежных средств. Степень достижения именно этой цели и принималась в расчет при определении вознаграждения для генеральных менеджеров всех подразделений. Как сказал Синглтон журналу Financial World: «Если кто-то заинтересуется практикой Teledyne, он должен спокойно воспринимать тот факт, что наша квартальная прибыль может колебаться. Наша отчетность устроена таким образом, чтобы наращивать денежный поток, а не объявленную прибыль». Таких слов вы не услышите сейчас от типичного CEO, входящего в список Fortune 500 и нацеленного на то, чтобы соответствовать ожиданиям Уолл-стрит.

Синглтон и Робертс быстро добились роста рентабельности и существенно сократили операционный оборотный капитал Teledyne, получив в результате огромный объем денежных средств. Это обеспечило компании стабильно высокую доходность от операционной деятельности, которая на протяжении 1970–1980-х годов в среднем составляла более 20%. Партнер Уоррена Баффета Чарли Мангер описывает эти выдающиеся результаты как «значительно выше, чем у кого бы то ни было... невообразимо выше».

Все эти инициативы привели к тому, что с 1970 года Teledyne стала стабильно прибыльной компанией даже при совершенно разных рыночных условиях. Приток денежных средств направлялся в головной офис, где Синглтон принимал решения о распределении капитала. Эти решения были в высшей степени необычными и эффективными.

### **Packard Bell: редкая ошибка**

Единственным подразделением, которое не соответствовало установленным Синглтоном высоким стандартам качества, была компания Packard Bell, производящая телевизоры. Показательно то, как он и Робертс поступили с этой неэффективной бизнес-единицей. Когда они осознали, что Packard Bell постоянно находится в невыгодном положении по сравнению с бюджетными японскими конкурентами и не в состоянии обеспечивать приемлемую доходность, они незамедлительно избавились от нее, став первыми американскими производителями, которые вышли из индустрии (остальные

последовали за ними в течение следующих десяти лет).

В начале 1972 года, когда денежные средства на балансе компании продолжали увеличиваться, а оценочные коэффициенты для приобретений были по-прежнему высоки, Синглтон заказал разговор из телефонной будки в центре Манхэттена с одним из членов совета директоров Teledyne, легендарным венчурным инвестором Артуром Роком (который в дальнейшем окажет поддержку Apple и Intel). Когда их соединили, Синглтон сказал: «Артур, я много думал об этом, наши акции сейчас слишком дешевы. Я уверен, что мы почти наверняка заработаем больше, если просто купим бумаги по этой цене, нежели будем делать что-либо еще. Я хотел бы объявить торги — как ты считаешь?» Рок подумал немного и произнес: «Мне нравится идея».

С этими словами был запущен один из судьбоносных этапов в истории распределения капитала. Начиная с тендера 1972 года и все последующие 12 лет Синглтон проявлял беспрецедентную активность в отношении выкупа акций, что неожиданным образом отразилось на цене бумаг Teledyne и практически разрушило давние предубеждения Уолл-стрит.

Сказать, что Синглтон был пионером в области обратного выкупа, значит сильно преуменьшить важность этого события. Возможно, правильнее назвать его «небожителем Олимпа» в ранней истории корпоративных финансов. До начала 1970-х годов обратные выкупы считались явлением весьма сомнительным. Устоявшиеся стереотипы того времени были таковы, что обратный выкуп говорил об отсутствии у компании внутренних возможностей инвестирования, а потому его рассматривали на Уолл-стрит как признак слабости. Синглтон проигнорировал эти нормы и поразил всех, выкупив с 1972 по 1984 год 90% акций Teledyne в свободном обращении (в рамках восьми отдельных тендерных предложений). Как говорит Мангер: «Никто и никогда не скупал акции так активно».

Синглтон был убежден, что с учетом особенностей налогообложения обратные выкупы обеспечивают акционерам более высокую доходность по сравнению с дивидендами, которые на протяжении большей части срока его правления облагались очень высоким налогом. Синглтон считал, что выкуп собственных акций по

хорошей цене обеспечивает компанию внутренним катализатором. Это своего рода наматывание пружины, которая в будущем распрямится и отскочит вверх, достигнув полной стоимости и сгенерировав исключительную прибыль. Эти выкупы стали важным критерием оценки распределения капитала. Всякий раз, когда прибыль от обратного выкупа акций выглядела более привлекательно по сравнению с другими возможностями инвестирования, Синглтон вновь выкупал свои бумаги.

Обратные выкупы стали популярны в 1990-х и часто используются СЕО в последние годы, чтобы искусственно поддержать проседающие цены на акции эмитентов. Важно отметить, что обратный выкуп наращивает стоимость в интересах акционеров только в том случае, если совершается по выгодной цене. Синглтон покупал свои акции очень удачно, сгенерировав таким образом невероятную совокупную годовую доходность для акционеров Teledyne в 42%.

Практически по каждому тендерному предложению наблюдалось превышение первоначально намеченной суммы подписки на акции. Все тщательно проанализировав, Синглтон четко понимал важность этих сделок для компании и благодаря силе убеждения почти всегда выкупал все предложенные акции. Выкупы были очень большой ставкой для Teledyne и оценивались в диапазоне от 4 до 66% балансовой стоимости компании (на момент объявления). В общей сложности Синглтон потратил на выкупы невероятную сумму в 2,5 млрд долларов.

Табл. 2.2 наглядно демонстрирует достижения Синглтона. С 1971 по 1984 год он выкупил огромную часть акций Teledyne с низким P/E, тогда как выручка и чистая прибыль компании продолжали расти. В результате это дало увеличение чистой прибыли в расчете на акцию в *40 раз!*

Важно отметить, что такая одержимость выкупом акций стала следствием эволюции мышления Синглтона, который в процессе «строительства» Teledyne был активным и крайне эффективным эмитентом акций. Великие инвесторы (и распределители капитала) должны уметь и дорого продавать, и дешево покупать: так, при выпуске акций Teledyne средний P/E составлял более 25, а при их выкупе был менее 8.

Таблица 2.2

**Результаты, полученные с помощью программы выкупа акций Teledyne  
(\$ млн)**

|                                      | 1971    | 1984    | Рост (раз) |
|--------------------------------------|---------|---------|------------|
| Выручка                              | 1101,90 | 3494,30 | 2,20       |
| Чистая прибыль                       | 32,30   | 260,70  | 7,10       |
| Прибыль на акцию (EPS), \$*          | 8,55    | 353,34  | 40,30      |
| Доля акций в свободном обращении, %* | 6,60    | 0,90    | (0,90)     |
| Долг                                 | 151,00  | 1072,70 | 6,10       |

\* Скорректированные показатели с учетом дробления акций и дивидендов.

*Источник: таблица предоставлена Томом Смитом, инвестором и давним наблюдателем за деятельностью компании Teledyne*

Синглтон был очарован фондовым рынком еще со времен своей молодости. Джордж Робертс рассказывал историю о том, как Синглтон, приехавший на побывку в Нью-Йорк во время Второй мировой войны, часами стоял перед окном брокерской компании, наблюдая за изменением котировок в бегущей строке.

В середине 1970-х у него появилась, наконец, возможность заняться увлечением всей своей жизни, когда он взял на себя ответственность за инвестирование портфелей акций дочерних страховых компаний Teledyne (происходило это в момент серьезнейшего рыночного спада, когда Р/Е находились на самых низких уровнях со времен Великой депрессии). При управлении портфелем — как и в дальнейшем в случае со сделками приобретения, организацией операционной деятельности и обратным выкупом — Синглтон разработал уникальный подход, принесший великолепные результаты.

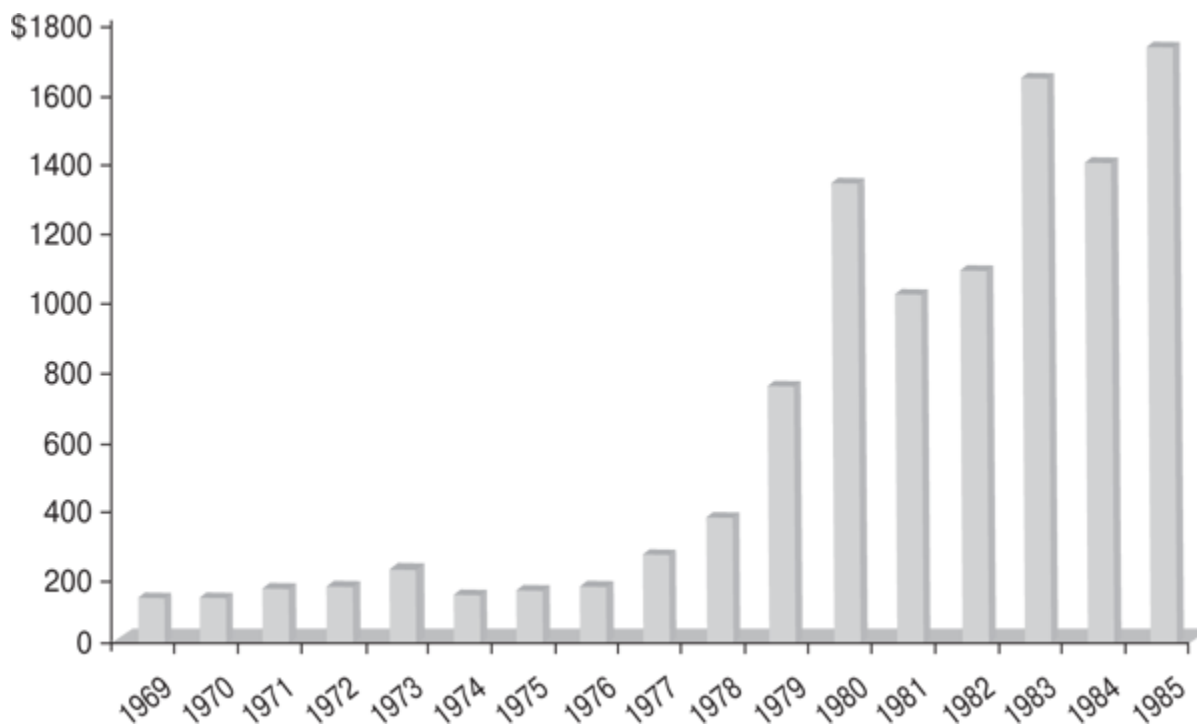
Он перераспределил активы в портфелях страховых компаний, увеличив совокупную долю акций с 10% в 1975 году до 77% к 1981 году, что было весьма неожиданно. Синглтон инвестировал свыше 70% средств комбинированных портфелей акций всего лишь в пять компаний, разместив при этом невероятные 25% в одной компании (своем бывшем работодателе — Litton Industries). Подобная концентрация портфеля (обычный взаимный фонд владеет акциями



более чем сотни эмитентов) вызвала ужас на Уолл-стрит, где многие посчитали, что Синглтон готовился к новому раунду поглощений.

У Синглтона таких намерений не было, однако все же стоит подробнее рассмотреть, каким образом он проинвестировал средства. Самые солидные вложения неизменно направлялись в компании, которые он хорошо знал (включая небольшие конгломераты типа Curtiss-Wright и крупные энергетические и страховые компании, такие как Техасо и Aetna) и чьи P/E были близки к абсолютным минимумам на момент инвестиций. Как сказал Чарли Мангер о подходе Синглтона к инвестированию: «Как Уоррен и я, он не боялся концентрации вложений и покупал лишь немногие вещи, в которых хорошо разбирался».

Как и в случае с обратными выкупами акций Teledyne, Синглтон добился внушительной доходности этих портфелей. На рис. 2.1 мы видим почти восьмикратный рост балансовой стоимости страховых «дочек» Teledyne за период с 1975 по 1985 год.



Примечание. Балансовая стоимость отражает сумму показателей балансовой стоимости дочерних компаний Unitrin и Argonaut.

**Рис. 2.1.** Балансовая стоимость страховых компаний Teledyne (\$ млн)

В 1984–1996 годах Синглтон переключился с управления портфелем на решение вопросов преемственности (в 1986-м он назначил Робертса своим преемником в качестве CEO, сохранив за собой председательский пост) и оптимизации акционерной стоимости (в условиях стагнации операционных результатов в подразделениях Teledyne). Для достижения этих целей Синглтон прибег к тактике, которая в очередной раз привела в замешательство Уолл-стрит.

Синглтон был пионером в использовании метода «отпочковывания компаний», который, по его мнению, не только упрощал решение вопроса преемственности в Teledyne, но и позволял раскрыть полную стоимость значительного страхового бизнеса компании для акционеров. Говоря словами члена совета директоров Файеза Сэрофима, Синглтон верил, что «есть время создавать конгломераты и есть время их разбирать». Время разбирать конгломерат в конце концов пришло в 1986 году, а первопроходцем стала Argonaut, страховавшая сотрудников компании от невыплаты зарплаты.

Эстафету приняла Unitrin, которую Синглтон отделил в 1990 году и сделал независимой с Джерри Джеромом в качестве CEO. Это было значимым шагом, так как Unitrin отвечала за бóльшую часть стоимости Teledyne в то время. С тех пор как компания стала публичной, она показывала отличную доходность — сначала под руководством Джерома, а затем его преемника Дика Вая.

С середины и до конца 1980-х в компаниях Teledyne, не связанных со страхованием, наблюдалось замедление операционной деятельности. Это было вызвано циклическим спадом на рынках энерго-ресурсов и специальных металлов, а также обвинениями в мошенничестве в адрес структуры Teledyne, выполнявшей оборонные заказы. В 1987 году, когда и цены приобретений, и цены акций находились на исторических максимумах, Синглтон посчитал, что у него нет особо прибыльных вариантов для распределения денежного потока, и объявил о первых за 26 лет дивидендах. Это было поистине феноменальным событием для давних наблюдателей за деятельностью Teledyne, которое свидетельствовало о наступлении новой фазы в ее истории.

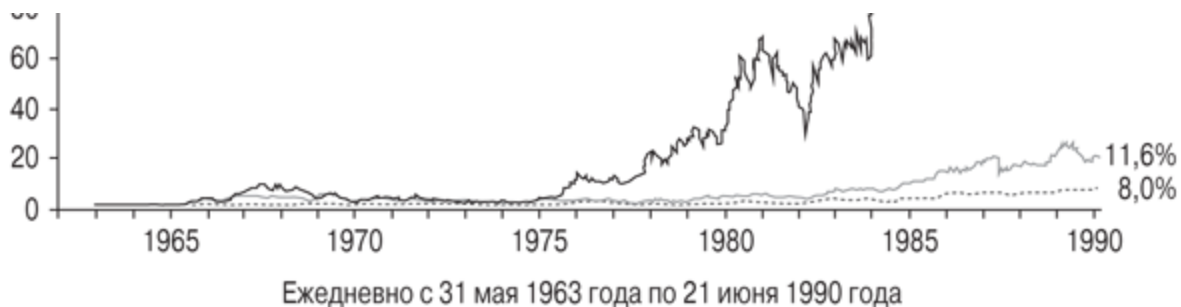
После успешных «отпочковываний» и назначения Робертса на должность CEO Синглтон ушел в отставку с поста председателя в 1991

году, чтобы заняться разведением крупного рогатого скота. (Любопытно, но скотоводство привлекало не только Синглтона, но и многих других успешных предпринимателей его поколения, рожденных в Техасе. В конечном счете он купил более 1 млн акров (свыше 400 000 га) пастбищной земли в Нью-Мексико, Аризоне и Калифорнии.) Однако в 1996 году Синглтон вернулся, чтобы лично провести переговоры о слиянии оставшихся производственных подразделений Teledyne с Allegheny Industries и избавиться от враждебного предложения о поглощении от рейдера Беннета Лебоу. По словам Билла Рутледжа (президента Teledyne на тот момент), в ходе переговоров Синглтон сфокусировался исключительно на получении наилучшей возможной цены, игнорируя второстепенные вопросы, такие как должности топ-менеджеров и состав совета директоров. И вновь результат оказался отличным для акционеров Teledyne, получивших 30%-ную премию к предыдущей цене сделки с ценными бумагами компании.

Следует признать, по своим заслугам Синглтон затмил и своих коллег, и рынок в целом. С 1963 года (первый год, для которого есть подтвержденные данные об объеме инвестиций) и до 1990-го он добился для акционеров удивительных результатов, получив совокупную годовую доходность в размере 20,4% (учитывая отделившиеся компании). За тот же период доходность индекса S&P 500 составила лишь 8%, а доходность по акциям других основных конгломератов оказалась на уровне 11,6% (см. рис. 2.2).

Доллар, инвестированный в компанию Генри Синглтона в 1963 году, стоил бы 180,94 доллара в 1990-м. Так что Синглтон опередил конкурентов почти в девять раз, индекс S&P 500 — почти в двенадцать и оставил Джека Уэлча далеко позади.





- \* Скорректированный показатель с учетом дробления акций, выплаты дивидендов акциями, выплаты дивидендов в денежной форме (предположительно будут реинвестироваться и облагаться налогом в 40%).
- \*\* Сопоставимые конгломераты включают Litton Industries, ITT, Gulf & Western и Textron.
- \*\*\* Совокупный среднегодовой показатель роста.

**Рис. 2.2.** Цена акций Teledyne при Синглтоне в сравнении с S&P 500 и конкурентами

## Основные слагаемые успеха

Одно из наиболее важных решений, которые приходится принимать каждому CEO, касается рационального использования времени. В особенности сколько его расходуется в трех важнейших областях: управлении рабочими процессами, распределении активов и отношении с инвесторами. Подход Генри Синглтона к тайм-менеджменту сильно отличался от методов его коллег Текса Торнтон и Гарольда Дженина и очень напоминал подход CEO-аутсайдеров.

Как он сказал в интервью журналу *Financial World* в 1978 году: «Я не откладываю на потом *никакие* повседневные обязанности, а потому не попадаю в какую-то особую рутину. Я определяю свою работу не жесткими рамками, а главным принципом: иметь свободу делать то, что будет наилучшим образом, как мне кажется, соответствовать интересам компании в любое время». Синглтон избегал детальных

стратегических планов, предпочитая вместо этого сохранять гибкость и не торопиться с решениями. Однажды на годовом собрании акционеров Teledyne он отметил: «У многих людей, как я знаю, есть грандиозные точные планы, они проработали всевозможные моменты. Но мы подвержены огромному количеству внешних воздействий, подавляющее большинство которых просто невозможно предсказать. Так что я предпочитаю оставаться гибким». В интервью журналисту BusinessWeek он объяснил свои слова еще проще: «Мой единственный план — это продолжать ходить на работу... мне больше нравится управлять кораблем каждый день, чем планировать наперед путь в будущее».

В отличие от своих коллег из конгломератов, таких как Торнтон и Джинин или Чарльз Блудорн из Gulf & Western, Синглтон не искал расположения аналитиков с Уолл-стрит или деловой прессы. На самом деле он считал построение отношений с инвесторами пустой тратой времени и просто отказывался предоставлять прогнозы по квартальной прибыли или присутствовать на отраслевых конференциях. Это было крайне необычное поведение, ведь его коллеги в то время нередко появлялись на обложках ведущих деловых журналов.

### **Teledyne против закона Сарбейнса-Оксли<sup>[32]</sup>**

Своеобразность подходов Teledyne распространилась и на корпоративное управление — довольно больной вопрос на данный момент. Совет директоров компании с треском бы провалился в случае проведения проверок по нынешним стандартам закона Сарбейнса-Оксли. Синглтон (как и многие CEO, описанные в этой книге) был сторонником небольших советов. Совет директоров Teledyne состоял всего из шести членов, включая самого Синглтона, причем половина была сотрудниками компании. Вместе с тем это была исключительно талантливая группа людей, у каждого члена которой был значительный экономический интерес в компании. Помимо Синглтона, Робертса и Козмецки (который уволился из Teledyne в 1966 году, чтобы возглавить Школу бизнеса при Техасском университете) в совет директоров входили Клод Шеннон, учившийся с Синглтоном на одном курсе в Массачусетском технологическом институте и считавшийся отцом теории информации; Артур Рок, легендарный венчурный инвестор; и Файез Сэрофим, миллиардер, руководитель фонда из Хьюстона. Эта группа коллективно владела более чем 40% акций компании к концу периода ее существования.

Даже в этой книге о СЕО, активно проводивших обратный выкуп, Синглтон играет в собственной лиге. Учитывая присущий ему ненасытный аппетит к акциям Teledyne и общий высокий уровень выкупов среди СЕО-аутсайдеров, подробнее рассмотрим его подход к данному вопросу. Методы Синглтона, конечно же, отличаются от большинства нынешних СЕО.

По сути, есть два основных подхода к обратному выкупу акций. При наиболее распространенном современном подходе компания выделяет определенную часть капитала (обычно небольшой процент избытка денежных средств на балансе) для выкупа акций, а затем в течение кварталов (а иногда и лет) скупает акции на открытом рынке. Этот подход осторожный, консервативный, и неудивительно, что он вряд ли окажет особое влияние на стоимость акций в долгосрочной перспективе. Такой метод можно сравнить с «соломинкой для коктейля».

Другой подход, излюбленный описанными в этой книге СЕО и впервые разработанный Синглтоном, гораздо смелее. Он подразумевает менее частые и более крупные выкупы, спланированные по времени таким образом, чтобы совпасть с периодом низких цен на акции. Обычно они совершаются в течение очень коротких временных периодов, часто по тендерным предложениям и могут финансироваться за счет заемного капитала. Синглтон использовал этот подход не менее восьми раз. Можно сказать, что он не пользовался «соломинкой», а подбирал для себя «пожарный шланг».

Выкуп акций Синглтоном в 1980 году представляет собой великолепный пример его проницательности с точки зрения распределения активов. В мае 1980-го, когда P/E Teledyne находился на рекордно низком уровне, Синглтон объявил один из самых крупных тендеров по акциям компании; книга заявок по ним была переподписана в три раза. Синглтон решил приобрести все предлагаемые бумаги, что представляло собой *свыше 20%* акций в обращении. Учитывая значительный поток свободных денежных средств компании и недавнее снижение процентных ставок, он целиком финансировал выкуп с помощью займа по фиксированной ставке.

Затем процентные ставки резко выросли, и цена на новые облигационные выпуски упала. Синглтон не верил в вероятность того, что процентные ставки и далее будут расти, а потому инициировал обратный выкуп облигаций. Он выкупил облигации с помощью средств пенсионного фонда компании, который не облагался налогом на инвестиционный доход.

В результате этой серии сделок Teledyne успешно профинансировала крупный выкуп акций посредством недорогого займа, а пенсионный фонд получил значительный, не облагаемый налогом доход от покупки облигаций, когда процентные ставки позже упали, а акции существенно выросли в цене (результат — совокупный доход за десять лет *более 40%*).

Синглтон до конца жизни отличался ярко выраженной независимостью мышления. В 1997 году, за два года до смерти от рака мозга в возрасте 82 лет, он встретился с Леоном Куперманом, давним инвестором Teledyne. В то время ряд компаний из списка Fortune 500 объявили о больших обратных выкупах акций. Когда Куперман спросил Синглтона об этом, тот ответил, и его слова оказались пророческими: «Если все делают это, тут явно что-то не так».

## Баффет и Синглтон: разлученные при рождении?

Многие из принципов уникального подхода Уоррена Баффета к управлению Berkshire Hathaway были впервые применены Синглтоном в Teledyne. На самом деле Синглтона можно считать своего рода прототипом Баффета, поскольку между этими двумя виртуозными СЕО есть необъяснимое сходство.

- *СЕО как инвестор.* И Баффет, и Синглтон сформировали компании, которые позволяли им сконцентрироваться не на операционной деятельности, а на распределении капитала. Оба считали себя прежде всего инвесторами, а не менеджерами.
- *Децентрализация операций при централизованных инвестиционных решениях.* Оба СЕО управляли децентрализованными структурами с небольшим числом сотрудников в головном офисе и немногими (если таковые были вообще) промежуточными звеньями между подразделениями

компании и ее топ-менеджментом. Оба лично принимали все ключевые решения о распределении активов.

- *Философия инвестиций.* И Баффет, и Синглтон специализировались на инвестициях в те индустрии, которые они хорошо знали. При этом они чувствовали себя вполне комфортно, держа концентрированные портфели государственных ценных бумаг.
- *Подход к отношениям с инвесторами.* Оба они не посещали конференций и не предоставляли аналитикам прогнозы квартальной прибыли. Вместо этого публиковали очень информативные годовые отчеты, предоставляя детальные сведения по каждому бизнес-подразделению компании.
- *Дивиденды.* Teledyne, единственный среди конгломератов, не платил дивидендов в первые 26 лет своей работы. Berkshire не платил дивидендов никогда.
- *Дробление акций.* Акции Teledyne были самыми дорогими на Нью-Йоркской фондовой бирже большую часть времени в 1970–1980-х годах. Баффет никогда не проводил сплит по акциям Berkshire класса А<sup>[33]</sup> (сейчас они торгуются на уровне более 120 000 долларов за акцию).
- *Большая доля собственности CEO.* У Синглтона и Баффета были существенные доли собственности в своих компаниях (13% у Синглтона и свыше 30% — у Баффета). Они мыслили как собственники, поскольку ими и являлись.
- *Дочерние страховые компании.* И Синглтон, и Баффет признавали потенциал инвестирования в страховые компании для создания стоимости в интересах акционеров; для обеих компаний страхование было крупнейшим и важнейшим бизнесом.
- *Аналогия с рестораном.* Фил Фишер, известный инвестор, однажды сравнил компании с ресторанами: благодаря сочетанию политики и решений (по аналогии с кухней, ценами и обстановкой) они сами выбирают себе клиентов. Можно сказать, что и Баффет, и Синглтон управляли крайне необычными



«ресторанами», которые со временем привлекли единомышленников, ориентированных на длительные отношения.

## *ГЛАВА 3*

# ПЕРЕЛОМНЫЙ МОМЕНТ

## БИЛЛ АНДЕРС И *GENERAL DYNAMICS*

Глупая последовательность — суеверие недалеких умов.

Ральф Уолдо Эмерсон

В 1989 году пала Берлинская стена, которая почти 30 лет была символом холодной войны. После этого разрушилась и давняя бизнес-модель оборонной промышленности США. Эта индустрия традиционно базировалась на продаже крупных систем вооружения (ракеты, бомбардировщики и прочее), которые были сутью военной стратегии США после Второй мировой войны. Когда же политика сдерживания СССР практически за ночь устарела, индустрия впала в смятение. Долгое время ее рассматривали как своего рода братство бывших генералов и адмиралов, а теперь лидеры отрасли пытались найти новое предназначение для своих компаний. Через полгода после падения стены индекс ведущих публичных компаний оборонной отрасли потерял 40% (одна компания оказалась в наиболее тяжелом положении).

General Dynamics была пионером в оборонной промышленности. Зародившись еще в конце XIX века, эта компания имеет богатую историю. Она долгое время продавала Пентагону основные виды военной техники, включая самолеты (и легендарный бомбардировщик B-29 во время Второй мировой войны, и «рабочую лошадку» современных воздушных войск — истребитель F-16), корабли (и подводные лодки, ведущим производителем которых компания является) и наземную технику, в том числе танки. С течением лет General Dynamics стала развивать другие направления — ракетные и космические системы и ряд не связанных с обороной видов бизнеса, включая производство коммерческих самолетов Cessna и стройматериалы. General Dynamics пострадала из-за скандала в 1980-е годы, когда федеральные следователи обнаружили дополнительные

доходы у высшего руководства компании и злоупотребления, связанные с выпуском самолетов.

В 1986 году в General Dynamics пришел новый CEO Стэн Пейс, имевший в Пентагоне великолепную репутацию. Пейс наладил отношения с Объединенным комитетом начальников штабов, однако операционная деятельность компании стагнировала. В 1990 году General Dynamics узнала о потенциальном аннулировании крупнейшей программы производства самолетов А-12. Когда новый CEO приступил к своим обязанностям в январе 1991 года, у General Dynamics было 600 млн долларов долга, отрицательные денежные потоки и предположения о возможном банкротстве. Несмотря на то что выручка компании составляла 10 млрд долларов, ее рыночная капитализация была лишь 1 млрд долларов. Говоря словами специалиста по вопросам обороны из Goldman Sachs Джуди Боллингер, General Dynamics была «слабейшей из слабых» компаний, с наихудшим положением в индустрии, переживающей упадок.

Иными словами, это был переломный момент. Испытывающие финансовые трудности компании часто нанимают консультантов по реструктуризации, которые оценивают ситуацию, сокращают расходы, ведут переговоры с кредиторами и поставщиками и ищут возможность продать компанию как можно скорее, а затем перейти к следующему объекту. Эти «наемные убийцы», как правило, игнорируют долгосрочные аспекты: корпоративную культуру, направления вложения средств и организационную структуру, вместо этого фокусируясь на краткосрочной потребности в денежных средствах. В этот сложный для компании период зачастую генерируется быстрый и привлекательный уровень доходности, после чего дело заканчивается продажей бизнеса более крупной компании. Этот процесс можно сравнить с последней затяжкой окурком сигары.

В переломные моменты высокая доходность редко держится в течение долгого времени, а CEO сменяют друг друга на этом посту, что и случилось в General Dynamics. Ее история показывает, как основные элементы подхода, используемого CEO-аутсайдерами, могут быть эффективными даже при наличии серьезных проблем в отрасли.

Все началось, когда Билл Андерс встал у штурвала General Dynamics в январе 1991 года (в разгар медвежьего рынка начала 1990-х

после войны в Персидском заливе). Андерса не назовешь заурядным СЕО. У него была в высшей степени безупречная, если не сказать очень особенная, карьера до прихода в General Dynamics. Он окончил Военно-морскую академию с дипломом специалиста по электротехнике в 1955 году и служил в воздушных войсках летчиком-истребителем во времена холодной войны. Он получил ученую степень инженера-специалиста по ядерной энергетике в 1963 году и стал одним из 14 человек, присоединившихся к элитному отряду астронавтов NASA.

Будучи пилотом лунного модуля миссии «Аполлон-8» в 1968 году, Андерс сделал считающуюся сегодня культовой фотографию «Восход Земли», которая появилась на обложках журналов Time, Life и American Photography. Как считают ведущие специалисты по вопросам обороны, эти достижения развили в Андерсе умение рисковать, что и пригодилось в его последующей работе: «После того как он облетел Луну, земные проблемы бизнеса не беспокоили его».

Он покинул NASA в звании генерал-майора и был назначен первым председателем Комиссии по ядерному регулированию<sup>[34]</sup> перед непродолжительной службой послом в Норвегии (все это было до того, как он отметил 45-летие). Его знали и уважали в Пентагоне, и после окончания государственной службы он пришел в General Electric. Здесь он обучился управленческому подходу GE и стал современным Джеком Уэлчем. Как он сам говорит: «Там была потрясающая группа менеджеров, которые слыли отличными инструкторами по плаванию... хотя иногда и пытались вас утопить».

В 1984 году Андерсу предложили руководить коммерческими операциями в конгломерате Textron Corporation, и этот опыт его разочаровал. Он был независимой личностью и имел несколько резкую манеру общения. Его не впечатлила эклектичная смесь весьма посредственных бизнесов Textron и их бюрократическая корпоративная структура, так что в какой-то момент он схлестнулся с действующим СЕО компании.

В 1989 году на встрече членов ассоциации производителей и дилеров Андерс познакомился с топ-менеджером General Dynamic и, когда представился шанс присоединиться к компании в качестве вице-

президента с годовым контрактом, а затем занять пост CEO, использовал эту возможность. В течение года он знакомился с компаниями холдинга и их культурой, изучал с помощью Bain & Company<sup>[35]</sup> масштабные изменения, произошедшие в индустрии после того, как практика высоких трат на оборону резко снизила обороты. Такая «годовая подготовка» позволила Андерсу прыгнуть с места в карьер, как только он был формально назначен CEO.

Хотя Андерс самый старший из всех CEO, описанных в этой книге, и единственный, кто встал у руля компании на шестом десятке, он имел всего 10-летний опыт работы в бизнесе, когда занял пост в General Dynamics, так что по-прежнему сохранял свежесть взгляда.

В оборонной промышленности, традиционно управляемой инженерами и высшими военными чинами в отставке, было некое подобие клуба или братства. Андерс, будучи и инженером, и бывшим генералом, обладал уникальными возможностями, позволившими ему вымести весь сор из индустрии (его решения и действия многих потрясут до глубины души).

Переломная стратегия Андерса для General Dynamics базировалась на основном стратегическом положении: у оборонной промышленности накопились существенные избыточные мощности после окончания холодной войны. Поэтому, как считал Андерс, игрокам отрасли нужно активно меняться — либо уменьшить свои компании, либо увеличить за счет поглощений. В этих новых условиях, безусловно, будут консолидаторы и консолидируемые, и компаниям придется быстро определиться, к какому лагерю они принадлежат. Андерс изложил эту теорию в своих первых квартальных и годовом отчетах и продолжил активно ее внедрять.

Его стратегия базировалась на трех ключевых принципах:

1. Андерс, позаимствовав один из принципов у бывшего коллеги по GE Уэлча, считал, что General Dynamics должна заниматься только тем видом деятельности, в котором находится на ключевых позициях. (Это поразительно напоминало доктрину Пауэлла той же эпохи, призывавшую США вступать только в те военные конфликты, которые они наверняка выиграют.)

2. Компания перестанет заниматься сырьевым бизнесом, если его доходность будет неприемлемо низкой.
3. General Dynamics надо было вести только тот бизнес, который компания хорошо знала. С особой осторожностью следовало относиться к коммерческому сегменту — источнику новых доходов для оборонных предприятий.

Компании предстояло выйти из бизнеса, который не отвечал этим стратегическим критериям.

Кроме того, Андерс считал, что General Dynamics нуждается в серьезных переменах в корпоративной культуре. Когда он проводил собеседования с топ-менеджерами перед тем, как занять пост CEO, он отметил глубоко укоренившееся у них инженерное мышление с неослабевающим фокусом на разработке «более крупного, более быстрого и более смертоносного» оружия на фоне весьма сдержанного интереса к акционерам, что разительно отличалось от философии GE. Андерс быстро начал активно действовать в этом направлении, чтобы изменить акценты и сместить их в пользу интересов акционеров и финансовых показателей компании (таких, например, как рентабельность капитала).

Он также считал, что для улучшения финансового положения компании требуется серьезная модернизация операционной деятельности. Для реализации этих планов ему требовалась новая команда, и он начал активно ее формировать. Первым шагом в этом направлении стало повышение в должности Джима Меллора — Андерс назначил его президентом и главным управляющим делами компании. Меллор руководил судостроительным подразделением General Dynamics с великолепными результатами и, как говорил Андерс, «принадлежал к тому типу людей, которые будут следить за каждым центом и заставлять подчиненных нести ответственность». В первой половине 1991 года Андерс и Меллор назначили на ключевые позиции двадцать одного топ-менеджера из предполагаемых штатным расписанием двадцати пяти.

В помощь новому талантливому управляющему Андерс нанял Харви Капника, специалиста по финансам, вице-президента, а также стал регулярно обращаться к юристу Нику Чабрайя за консультациями

по разным правовым и стратегическим вопросам. Как только команда была создана, Андерс приступил к реструктуризации...

Годы правления Андерса (всего три в общей сложности) можно разделить на две основные фазы: генерирование денег и их распределение. В каждой фазе подход компании был поистине уникальным.

Начнем с генерирования потока денежных средств. Когда Андерс и Меллор стали внедрять свой план, у General Dynamics была избыточная задолженность и отрицательные денежные потоки. За три последующих года компании удалось сгенерировать *5 млрд долларов*. Имелось два основных источника для столь поразительного притока: серьезная оптимизация операций и продажа компаний, которые считались непрофильными в рамках стратегии Андерса.

Андерсу и Меллору также досталось наследство в виде чрезмерных инвестиций в товарные запасы, производственное оборудование и научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы (НИОКР). Они нацелились на то, чтобы убрать излишки из системы. Когда они посетили завод, производящий F-16, то при беглом осмотре насчитали огромное количество дорогих фонарей (покрытие из прозрачного стекла для кабины пилота) в цехе, где выпускали один самолет F-16 в неделю. Меллор принял новый стандарт: максимум два фонаря. Они также обнаружили повторяющиеся части дорогих и малоиспользуемых машин на соседних танковых заводах — Меллор объединил эти производственные площадки. В целом, как оказалось, менеджеры заводов имели слишком большой объем запасов и не учитывали возврата на инвестиции, когда запрашивали дополнительный капитал.

Ситуация быстро изменилась под контролем Меллора. Они с Андерсом настроены были сформировать культуру, нацеленную на увеличение доходности бизнеса. Как говорит один из давних руководителей компании Рэй Льюис: «Денежный доход от капитала стал ключевым показателем внутри компании и всегда был у нас в головах». Это был первый случай в целой индустрии, традиционно не уделявшей особого внимания росту выручки и разработке новых продуктов.



Важно, что новая идеология сказалась и на подходе компании к заявкам на госзаказы. До прихода Андерса General Dynamics активно участвовала в тендерах на разного рода контракты. Андерс и Меллор настояли на участии компании только в тех проектах, которые сулили значительную доходность и высокую вероятность победы в тендере. В результате число заявок на участие в тендерах сократилось, а компания становилась успешнее. Как говорит аналитик индустрии Питер Асиритис: «Андерс и Меллор принесли с собой в отрасль новый фокус — фокус на акционерах... что произошло впервые в оборонной промышленности».

За два года Андерс и Меллор сократили руководящий состав почти на 60% (а общий штат компании — на 80%), перенесли головной офис из Сент-Луиса в Северную Вирджинию и существенно снизили инвестиции в оборотный капитал. Как сказал Меллор: «В первые пару лет нам не нужно было тратить *ничего*, мы могли просто перемещать накопленные за предыдущие годы запасы и капиталовложения».

Все эти действия повлекли за собой «цунами из денег» в размере 2,5 млрд долларов. В результате компания быстро стала лидером в отрасли с точки зрения доходности активов и удерживает эту позицию по сей день.

Что приводит нас к большему, чем ожидалось, источнику денег в компании, так это продажа активов. Пока Меллор пытался отыскать избытки денежных средств в операционной деятельности компании, Андерс начал распродавать непрофильные активы и развивать самый крупный бизнес посредством поглощений. Любопытно, но, когда Андерс встретился с другими игроками рынка, он обнаружил, что все они больше заинтересованы в покупке, нежели в продаже. Он также понял, что зачастую они готовы заплатить более высокую цену. Результатом этого открытия стало существенное сокращение базы активов компании путем череды их продаж.

Это был беспрецедентный случай и для General Dynamics, и для индустрии в целом. За первые два года правления Андерс продал *большую часть* компаний General Dynamics, включая подразделение IT, авиабизнес Cessna, ракетный бизнес и подразделение электроники.

Самой крупной стала продажа бизнеса компании по производству военных самолетов. Эту сделку следует рассмотреть подробно,

поскольку она оказалась неординарной задачей с точки зрения стратегических установок Андерса. Все началось с его попытки приобрести небольшое подразделение компании Lockheed по выпуску самолетов-истребителей. Когда CEO Lockheed отказался продать компанию и сделал неожиданное встречное предложение — купить бизнес по производству F-16 у General Dynamics, Андерс оказался перед важным выбором.

Здесь следует сделать паузу и пояснить некоторые моменты. Большинство представленных в этой книге CEO не строили детальных стратегических планов, предпочитая сохранять гибкость и подстраиваться под ситуацию. У Андерса же, напротив, было очень четкое стратегическое видение: не только продавать более слабые подразделения, но и расширять более сильные. После первого раунда продаж он сфокусировался на поглощениях. Логической отправной точкой для этого стал бизнес по производству военной авиатехники — самый крупный в компании. Помимо того что в экономическом смысле было логично развивать эту бизнес-единицу, Андерс, бывший летчик-истребитель и фанат авиации, еще и очень любил ее. Поэтому, когда CEO Lockheed предложил 1,5 млрд долларов (неимоверно высокую цену) за это подразделение, для Андерса наступил «момент истины».

Его решение очень показательно — он согласился продать компанию незамедлительно, хотя и не без тени сожаления. Андерс сделал рациональный деловой шаг, который был важен для стоимости акций, хотя и урезал General Dynamics почти в половину, а также лишал Андерса любимой привилегии CEO: возможности летать на самых современных самолетах компании. Этот поступок подчеркивает основную позицию всех CEO, описанных в этой книге: все они были по своей сути рационалистами и прагматиками, скептически настроенными и здравомыслящими людьми. У них не было идеологии как таковой. Когда Андерсу предложили справедливую цену, он без колебаний продал свой любимый бизнес.

Эти сделки стали беспрецедентными в индустрии и вызвали массу споров, особенно в Пентагоне. Однако безукоризненная военная карьера Андерса обеспечила ему полное доверие со стороны Вашингтона, что позволило компании и далее следовать намеченным курсом. Будучи опытным специалистом по вопросам обороны, Питер

Асиритис так описывал Андерса: «Это немного напоминало Никсона, старого антикоммуниста, открывающего отношения с Китаем: никто другой не мог бы сделать этого». В общей сложности продажи активов дали дополнительные денежные средства в размере 2,5 млрд долларов и оставили General Dynamics с двумя бизнесами. В них компания занимала доминирующее положение на рынке: производство танков и подводных лодок.

После поступления денежных средств от продажи активов и улучшения операционной деятельности Андерс сделал акцент на распределении капитала. С учетом довольно высоких цен он предпочел не делать дополнительных приобретений. Вместо этого он решил вернуть большую часть денежных средств акционерам. Он обратился к Харви Капнику за советом, как это сделать эффективно.

Капник, бывший президент аудиторской компании Arthur Andersen, был юристом по образованию и прекрасно разбирался в налоговом законодательстве. Он заработал себе имя, когда успешно вывел из кризиса многоотраслевой конгломерат Chicago Pacific. Как только ситуация с денежными потоками в General Dynamics стабилизировалась, Капник придумал два любопытных варианта возвращения большей части денег акционерам наиболее эффективным способом с точки зрения налогообложения.

Прежде всего он инициировал серию из трех специальных дивидендных выплат для акционеров на сумму чуть менее 50% стоимости собственного капитала. Из-за большого процентного соотношения всех компаний General Dynamics, которые были выделены Андерсом в самостоятельные бизнес-единицы, эти дивиденды считались «возвратом капитала» и, что удивительно, не облагались налогом. Следующим шагом Андерса и Капника стал небывалый тендер на 1 млрд долларов с целью обратного выкупа 30% акций компании (мы убедились, что выкупы акций крайне эффективны с налоговой точки зрения по сравнению с традиционными дивидендами, по которым платятся налоги и на корпоративном, и на индивидуальном уровне).

Сложно переоценить, сколь необычны были эти действия: менее чем за три года Андерс существенно модернизировал операционную деятельность компании, продал более половины активов, сгенерировал

5 млрд долларов денежных средств. Вместо того чтобы направить полученные деньги на НИОКР или новые приобретения, он вернул бóльшую их часть акционерам, используя эффективные с точки зрения налогообложения подходы. Каждое из этих действий было беспрецедентным в оборонной промышленности и создало невероятную стоимость в интересах акционеров.

Крайне редко можно увидеть публичную компанию, осознанно уменьшающую себя. Как Андерс кратко сформулировал эту мысль: «Большинство CEO классифицируют себя по размеру и росту... и очень немногие действительно фокусируются на доходности для акционеров». Столь же редко (помимо компаний CEO из этой книги) встречаются компании, регулярно возвращающие акционерам доходы в виде специальных дивидендов или обратного выкупа акций. Сочетание двух этих действий было практически неслыханным, особенно в весьма традиционно настроенной оборонной отрасли.

Политика General Dynamics потрясла Уолл-стрит и привела к стремительному росту цен на акции компании, а также привлекла внимание Уоррена Баффета. Баффет увидел, что под руководством Андерса GD продавала активы и фокусировалась на инновационной, выгодной для акционеров стратегии распределения капитала. И в 1992 году он приобрел 16% акций General Dynamics по средней цене 72 доллара за акцию. Примечательно, что Баффет дал Андерсу, с которым встречался лишь однажды, доверенность на голосование акциями Berkshire; это помогло Андерсу реализовать свою стратегию.

Андерс покинул компанию в конце оговоренного срока — в июле 1993 года, передав бразды правления Меллору (Баффет продал свои акции после ухода Андерса, получив прекрасный доход, но об этом решении сегодня жалеет). Андерс сохранял за собой председательское кресло в течение года, прежде чем уйти на пенсию и уехать на отдаленный остров. В бизнесе он придерживался военно-морской модели преемственности, когда уходящие в отставку капитаны стараются не возвращаться на свои корабли, чтобы не подрывать авторитет своего преемника. Как-то в беседе он гордо заметил, что лишь однажды говорил с преемником Меллора (Ником Чабрайя) с 1997 года.

Джим Меллор тоже имел инженерную специальность и работал в Hughes Aircraft и Litton Industries перед тем, как прийти в General Dynamics в 1981 году и возглавить подразделение кораблестроения. Здесь он помог компании укрепить доминирующее положение на рынке и быстро попал в поле зрения Андерса как родственная душа и потенциальный преемник.

После ухода Андерса Меллор в качестве CEO продолжил фокусироваться на оптимизации операционной деятельности и продаже последних небольших непрофильных активов (включая компанию, занимающуюся разработкой космических систем). В 1995 году он приобрел за 400 млн долларов компанию Bath Iron Works, одного из крупнейших производителей судов для ВМС. Эта сделка имела огромное символическое значение: она давала понять сотрудникам General Dynamics и Пентагону, что компания вновь готова расти. Как сказал Меллор: «Приобретение Bath положило конец слухам, что GD будет полностью ликвидирована». В 1997 году Меллор передал эстафету руководства компанией Нику Чабрайя.

Чабрайя был выпускником Северо-Западной юридической школы и занимался корпоративным правом почти 20 лет в Jenner & Block, ведущей юридической компании Чикаго. Он сотрудничал с General Dynamics в 1980-х и к моменту прихода Андерса стал главным советником компании. Андерс быстро разглядел в нем потенциал, называя его «самым эффективным деловым юристом, которого я когда-либо видел». В 1993 году Чабрайя присоединился к компании в качестве главного юрисконсульта и первого вице-президента, понимая, что со временем он станет преемником Меллора.

Оказавшись на посту CEO, Чабрайя поставил перед собой амбициозные цели. В частности, за первые десять лет он хотел в четыре раза увеличить стоимость акций компании (что предполагает 15%-ную норму прибыли с учетом реинвестирования). Он изучил прошлую динамику индекса S&P и обнаружил, что это довольно сложная задача: менее 5% всех компаний из списка Fortune 500 достигли такого показателя за предшествующий десятилетний период. Чабрайя трезво оценил перспективы GD на следующие десять лет и пришел к выводу, что он мог бы получить примерно две трети от задуманного результата за счет роста рынка и улучшения

операционной рентабельности. Остальное же должно быть обеспечено за счет поглощений — заметное отступление от стратегических правил Андерса.

Подход Чабрайя к приобретениям отличался от подходов предшественников и изначально фокусировался на небольших сделках в рамках существующих направлений деятельности; это был новый принцип распределения капитала для General Dynamics. Как сказал сам Чабрайя: «Наша стратегия состоит в том, чтобы активно двигаться к целям, непосредственно связанным с основной деятельностью компании... расширяя линейку продуктов в смежных отраслях». За первый год своей работы он купил 12 небольших компаний.

Рэй Льюис описал этот подход как «просто по кусочку за один раз на рынках, которые мы хорошо понимали». Эти дополнительные приобретения оказались довольно действенными и в конечном счете привели GD на быстрорастущий рынок военных информационных технологий, который станет самым крупным бизнесом компании в 2008 году. Кроме того, благодаря усилиям Чабрайя в сфере приобретений подразделение по производству танков смогло успешно запустить семейство боевых бронированных машин Stryker, а судостроительная группа, на протяжении долгого времени лидировавшая в области производства подводных лодок, начала строить больше надводных кораблей.

Увенчала достижения эры Чабрайи самая масштабная сделка 1999 года — поглощение компании Gulfstream, крупнейшего мирового производителя коммерческих самолетов. Эта покупка стоимостью 5 млрд долларов была игрой ва-банк, поскольку соответствовала 56% стоимости General Dynamics.

Сделку в то время широко критиковали за ее, казалось бы, высокую цену и очевидные расхождения со стратегией Андерса — «фокусироваться исключительно на оборонных компаниях». Но на самом деле это было не столь радикальным отступлением от правил, как выглядело на первый взгляд. Gulfstream была бесспорным лидером в своей области и отличалась долгосрочной тенденцией к росту. Этой компанией пять лет управляла частная инвестиционная компания Forstmann и Little, но инвестиции в развитие новых продуктов не были значительными.

General Dynamics имела большой опыт работы и в коммерческой, и в военной авиации благодаря тому, что много лет владела компанией Cessna и занималась строительством самолетов для воздушных войск. Чабрайя верил, что сможет этим воспользоваться, чтобы значительно увеличить потенциал Gulfstream. Он также считал, что коммерческая авиация позволит избежать зависимости от изменений в объеме расходов на оборону. И его надежды в этом плане оправдались. (За последние пару лет, когда расходы на оборону снизились, деятельность Gulfstream обеспечила General Dynamics независимость от данного изменения.)

Необходимо понимать еще один важный момент: условия могут меняться, и от того, как вы играете теми картами, которые вам выпали, в конечном счете и зависит ваш успех как руководителя. Хотя у Чабрайи и Андерса было схожее мышление, их действия отличались в зависимости от обстоятельств, поэтому для каждого из них были эффективны разные методы (приобретения во времена Чабрайи и продажи — в период Андерса, хотя оба они с энтузиазмом относились к обратным выкупам акций).

К моменту ухода с поста CEO в середине 2008 года Чабрайя значительно превзошел свои амбициозные цели с точки зрения доходности. Это заставляет задаться главным вопросом: какой именно совокупный доход принесла компании эта тройца CEO? Каков их показатель по сравнению с другими игроками рынка и высоким стандартом Уэлча? За семнадцать с половиной лет (с момента прихода Андерса в январе 1991 года и до ухода Чабрайи в июле 2008 года) Андерс и два его преемника достигли феноменальных результатов, которые отображены на рис. 3.1. Они добились для акционеров General Dynamics невероятной совокупной годовой доходности в 23,3%, тогда как доходность индекса S&P 500 за данный период составила 8,9%, а сопоставимые компании достигли уровня в 17,6%.

Совокупная доходность для акционеров  
превысила показатель S&P 500 и конкурентов  
в период с 1991-го по июнь 2008 года\*

Динамика  
доходности  
инвестирования \$1

\$30

Совокупная годовая доходность, %  
S&P 8.9





\* Скорректированные показатели с учетом дробления акций и выплаты дивидендов.

\*\* Сопоставимые конгломераты включают LMT (Lockheed Martin) и NOC (Northrop Grumman); расчеты на базе средневзвешенной рыночной стоимости акционерного капитала на 1 января 1991 года. Источник: Center for Research in Security Prices (CRSP), годовые отчеты General Dynamics

**Рис. 3.1.** General Dynamics — история трех CEO

Доллар, инвестированный в период, когда Андерс взял бразды правления в свои руки, 17 лет спустя стоил бы *30 долларов*. Тот же доллар стоил бы *17 долларов* при инвестициях в указанные компании-конкуренты и *6 долларов* при вложении в S&P. Эта тройка CEO опередила Уэлча, ведь им удалось в *6,7 раза* превзойти индекс S&P и в *1,8 раза* — конкурирующие компании.

Сегодня General Dynamics выглядит иначе, чем в тот момент, когда Андерс покинул свой пост, но его фундаментальные принципы остались неизменными. General Dynamics — бесспорный лидер на рынке в каждом из своих сегментов бизнеса, у компании самые



высокие в отрасли показатели рентабельности и доходности активов, а также очень сильный баланс. В конце 2007 года Чабрайя назвал имя своего преемника — Джея Джонсона. У Джонсона впечатляющее резюме: он был самым молодым командующим ВМС и CEO гиганта индустрии электроэнергетики — компании Dominion Virginia Power до того, как стал вице-председателем General Dynamics и преемником на пост CEO. В целом Джонсон поставил перед собой очень амбициозную цель, ведь теперь от него будет зависеть, сможет ли он поддерживать исключительные достижения компании в будущем.

Тем временем Билл Андерс привыкает к новой роли пенсионера, проводя время на отдаленном острове архипелага Сан-Хуан. Он основал музей авиации в пригороде Сиэтла и до сих пор садится за штурвал самолета. Несмотря на то что Андерс держится от GD на расстоянии, он по-прежнему является владельцем ее акций.

## Основные слагаемые успеха

Основой феноменальных успехов General Dynamics был высокоэффективный подход компании (можно сказать, необычный по стандартам оборонной индустрии) к распределению человеческих и финансовых ресурсов. С точки зрения операционной деятельности Андерс и его преемники фокусировались на двух основных приоритетах: децентрализации компании и определении уровня вознаграждения менеджмента с учетом интересов акционеров.

Неудивительно, что оборонная промышленность традиционно характеризовалась централизованными, бюрократическими структурами своих организаций, учитывая военное прошлое многих их CEO. Однако General Dynamics под управлением Андерса и двух его преемников следовала иной корпоративной стратегии. В начале 1990-х годов, оптимизировав рабочий процесс и существенно сократив штат сотрудников в головном офисе, Андерс и Меллор начали активно продвигать идею децентрализации и делегировать полномочия на места, устраняя прослойку менеджмента среднего звена. Это движение в сторону децентрализации продолжил и существенно расширил Чабрайя.

К концу правления Чабрайи в компании работало больше сотрудников, чем при Андерсе, но в головном офисе их количество

сократилось. Промежуточным звеном между СЕО и руководителем каждого структурного подразделения было два человека, тогда как раньше четыре. Все позиции в отделе по управлению персоналом, юридической службе и бухгалтерии в головном офисе были аннулированы или перенаправлены в подразделения компании, чтобы уберечь головной офис от «слоняющихся без дела сотрудников», как говорил Чабрайя. На управляющих подразделениями компании возложили ответственность (сделали «строго подотчетными») за выполнение своих бюджетов, и они достигали этой цели самостоятельно.

Начиная с Андерса компания стала акцентироваться на привязке уровня зарплаты к результатам работы. Андерс знал, что ему придется делать заманчивые предложения кандидатам, чтобы привлечь в General Dynamics новых менеджеров. Он бы предпочел традиционные опционные программы акциям компании, но совет директоров сказал, что акционеры, недовольные слабой динамикой акций за предыдущие годы, не одобряют такую идею. Однако Андерс все же хотел уравнивать менеджеров с акционерами и разработал план компенсаций, согласно которому менеджеры получали вознаграждение за устойчивый рост котировок акций.

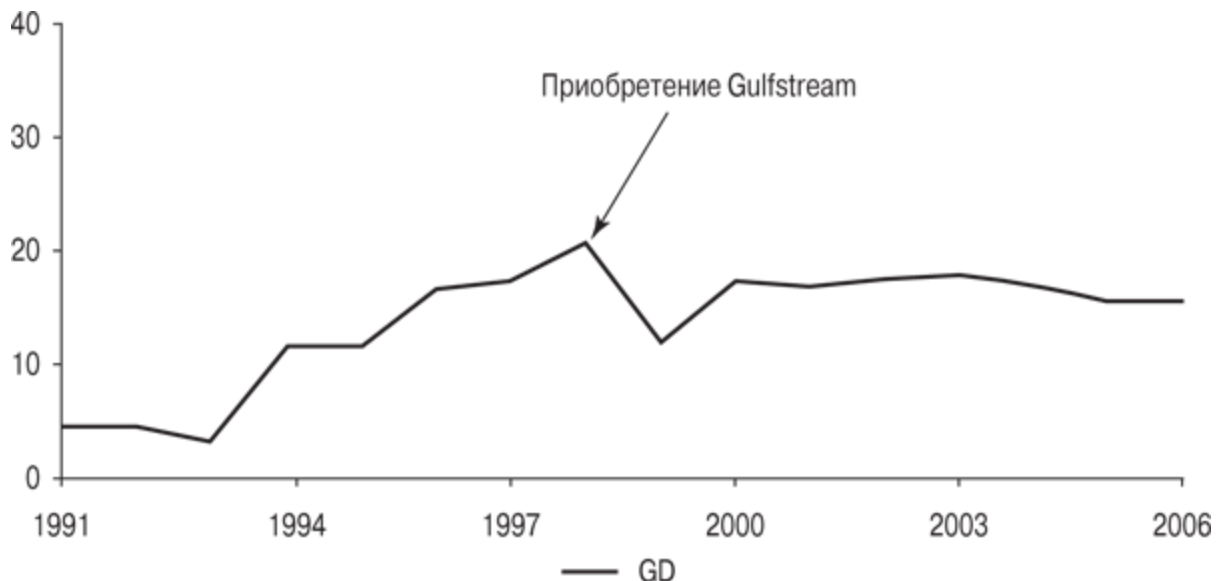
Однако в скором времени, когда на Уолл-стрит осознали эффект необычных действий Андерса, акции компании резко подскочили в цене, что выразилось в очень ранних и солидных бонусах менеджменту. За эти выплаты немедленно ухватилась пресса, развернув несколько бурных дискуссий. Тем не менее компания сохранила привязку уровня зарплат к результатам работы, и сегодня бонусы и премии остаются основной составляющей выплат менеджменту в General Dynamics.

При Андерсе и его преемниках подход компании к привлечению и распределению капитала сильно отличался от подхода конкурентов в оборонной индустрии. Получив огромный доход от первых продаж активов и имея стабильные денежные потоки от операционной деятельности, General Dynamics не нуждалась в серьезных финансовых заимствованиях или (за одним очень большим исключением) выпуске акций.

Упомянутое исключение, однако, позволит нам сделать одно важное замечание. Ключевым событием для Чабрайи стала покупка компании Gulfstream. Как именно он осуществил эту сделку? Его подход был необычным и радикально расходился с тактикой Андерса: Чабрайя продал акции. Много акций. Казалось бы, это было разводняющим действием. Но при более пристальном рассмотрении ситуации раскрывается вся тонкость подхода (и схожесть с принципами Андерса).

Как показано на рис. 3.2, момент выпуска акций совпал с небывало высокими коэффициентами, с которыми торговались акции General Dynamics (весьма похоже на покупку Баффетом компании Gen Re, также осуществленную за счет продажи акций за рекордную цену).

Чабрайя объяснял свою тактику следующим образом: «Мною двигало осознание, что наши акции торгуются со значительной премией относительно исторической нормы (P/E по прогнозной прибыли на следующий год составлял 23, тогда как средний для компании коэффициент находился на уровне 16). Что вы сделаете с такими дорогостоящими акциями? Используйте их для того, чтобы приобрести премиальные активы в родственной области по более низким коэффициентам, выигрывая от арбитража».



Источник: Center for Research in Security Prices (CRSP) и годовой отчет General Dynamics

Рис. 3.2. Коэффициент P/E на основе средних P/E по годам

Как выразился Рэй Льюис: «Ник продал акции в размере одной трети компании, чтобы купить бизнес, который обеспечивал половину нашего консолидированного операционного денежного потока».

Продажа акций Ником Чабрайя, как и реализация Андерсом бизнеса F-16, подчеркивает важный момент: наиболее успешные в распределении капитала люди практичны, предприимчивы и гибки. Они не связаны идеологией или стратегией. В 1999 году Чабрайя увидел уникальную возможность расширить бизнес и выйти на другие рынки, используя недорогую валюту, и ухватился за этот шанс, создав в результате дополнительную стоимость в интересах акционеров.

Итак, как же распорядилась эта тройца СЕО всеми этими деньгами? Когда вставал вопрос о распределении капитала, Андерс и его преемники всегда принимали решения, радикально отличавшиеся от подхода крупнейших конкурентов. В то время как другие игроки на рынке лихорадочно делали приобретения, Андерс, как мы знаем, был активным *продавцом*. Он не поглощал никаких активов, экономно расходовал средства на капиталовложения и разумно использовал дивиденды и обратный выкуп акций (то и другое было новшеством для индустрии).

Главным вкладом Меллора в дело распределения капитала стало возобновление практики приобретений и заключение серьезной сделки с компанией Bath в 1995 году. При этом он придерживался присущего Андерсу бережливого подхода относительно дивидендов и капиталовложений. Стратегия, которой следовал Чабрайя, также во многом была неординарной: тратить гораздо меньше на капиталовложения и выплачивать меньшие дивиденды по сравнению с конкурентами, выделяя значительные ресурсы на поглощения и отдельные выкупы акций.

Доходность обратных выкупов оказалась превосходной — в среднем 17% за период. Все трое СЕО компании были приверженцами таких сделок, а Андерс и Чабрайя проявили особую активность в данном направлении. Как мы уже говорили, вкладом Андерса в этой области (с помощью Капника) стало объявление тендера, в рамках которого было выкуплено 30% акций компании.

Интересно, что Чабрайя столь же интенсивно выкупал акции General Dynamics. Несмотря на свое юридическое прошлое, он думал

как инвестор, непрерывно сравнивая текущую цену акций General Dynamics с их внутренней стоимостью и активизируясь в тех случаях, когда видел расхождения. Как сказал Рэй Льюис об эре Чабрайя: «Мы активно покупали, когда думали, что можем воспользоваться ошибками рынка в ценообразовании наших акций».

Андерс и Чабрайя имели немало общих черт. Оба были довольно придирчивы, отличались вздорным нравом и нетерпимостью к глупости (позиция отнюдь не редкая для CEO-аутсайдеров). Их отношение к аналитикам с Уолл-стрит во многом напоминало то, как футбольный тренер Билл Парселлс относился к журналистам: выдержка, граничившая с презрением. Они просто не видели смысла в расшаркиваниях, и пусть на Уолл-стрит кому-то это не нравилось, зато акционеры General Dynamics были довольны таким подходом.

## Постскриптум: чистая форма лести

Если подражание — это чистая форма лести, то General Dynamics недавно получила главный комплимент от Northrop Grumman, одной из крупнейших компаний в оборонной индустрии, ведущего производителя самолетов-истребителей и ракетных систем. По показателям рыночной доходности с начала 1990-х Northrop Grumman следует за General Dynamics, хотя и с большим отрывом.

В 2009 году новый CEO Уэс Буш вступил в должность и объявил о серьезных переменах в компании, включая продажу непрофильных активов, больший акцент на доходности собственного капитала, обратные выкупы акций и значительное сокращение персонала головного офиса. Звучит знакомо?

Как сказал один аналитик с Уолл-стрит: «Те шаги, которые предпринимаются в Northrop Grumman... напоминают изменения, произошедшие в General Dynamics в начале 1990-х... [и] отличаются от типичного поведения компаний оборонной отрасли, которые, как правило, переоценивали рост [выручки]... General Dynamics серьезно обошла своих конкурентов, продолжавших гнаться за масштабами... в последние 20 лет».

С момента объявления Бушем о новой стратегии и осуществления первых шагов по ее внедрению цена акций Northrop заметно выросла. На сегодняшний день, даже при ином внешнеполитическом фоне,

формула Андерса остается не менее эффективной и надежной, чем тогда, когда рухнула Берлинская стена.

## *ГЛАВА 4*

Они не отменили законы арифметики... пока во всяком случае.

**Джон Мэлоун**

# СОЗДАНИЕ СТОИМОСТИ В ДИНАМИЧНОЙ СРЕДЕ

*ДЖОН МЭЛОУН И ТСИ*

Удача — это наследство плана.

**Бранч Рики**

К 1970 году Джон Мэлоун уже довольно долго проработал в McKinsey, чтобы суметь распознать перспективный бизнес. Чем больше он узнавал о кабельном телевидении, тем сильнее оно ему нравилось. В частности, его внимание привлекли три вещи: предсказуемость выручки (как за коммунальные услуги), благоприятные условия налогообложения и тот факт, что отрасль «росла как сорняк». Раньше Мэлоун никогда не встречал столь многообещающей комбинации преимуществ, и он решил для себя, что хочет строить карьеру в этой сфере.

Особенно ему нравилось сочетание высокого роста и предсказуемости. В 1960-х годах и до начала 1970-х индустрия кабельного телевидения демонстрировала очень быстрый рост. Число абонентов увеличилось более чем в 20 раз, поскольку население сельских районов США хотело получать более качественный телевизионный сигнал для просмотра своих любимых каналов и программ. Клиенты платили ежемесячно, редко отказываясь от услуг. Благодаря этому бизнес можно было легко оценить количественно, а опытные руководители могли спрогнозировать рост числа абонентов и рентабельность с поразительной точностью. Это почти полностью соответствовало предшествующему опыту Мэлоуна, который ранее много занимался количественным анализом. Перефразируя Нормана Мейлера, это был тот случай, когда супермен приходит в супермаркет.

Мэлоун родился в 1941 году в Милфорде (штат Коннектикут). Его отец был инженером-исследователем, а мать — учительницей. Мэлоун идеализировал отца, который в силу своей работы в General Electric часто находился в отъезде. Уже в подростковом возрасте Мэлоун проявлял технические способности и зарабатывал карманные деньги,



ремонтируя и продавая подержанные радиоприемники. Он был довольно спортивным и во времена учебы участвовал в соревнованиях по фехтованию, футболу и легкой атлетике. Джон окончил Йельский университет с двумя дипломами (экономика и электрическая инженерия) и практически сразу женился на своей юношеской любви Лесли.

После Йеля Мэлоун получил степень магистра и докторскую степень (PhD) по направлению «исследование операций»<sup>[36]</sup> в Университете Джонса Хопкинса. Две академические сферы его интересов — инженерия и поиски оптимальных решений при изучении операций — использовали количественный подход и были нацелены на то, чтобы оптимизировать процессы, минимизировать «шумы» и максимально увеличить результат. На самом деле на протяжении всей своей будущей карьеры Мэлоун будет решать одну большую задачу по управлению стоимостью, стараясь максимизировать ее в интересах акционеров (в виде акционерной стоимости) и минимизировать «шумы» из других источников (включая налоги, непредвиденные расходы и законодательное регулирование).

Получив докторскую степень, Мэлоун пошел работать в Bell Labs, престижное научно-исследовательское подразделение в AT&T. Там он сфокусировался на изучении оптимальных стратегий на монополистических рынках. После сложного финансового моделирования он пришел к заключению, что AT&T должна увеличить размер своего долга и существенно сократить долю собственного капитала посредством обратного выкупа акций. Это необычное предложение было снисходительно принято советом директоров AT&T (и тут же проигнорировано).

Несколько лет спустя Мэлоун решил, что бюрократическая культура AT&T не подходит для него, и перешел в McKinsey Consulting. И хотя он пообещал жене, что не пойдет по стопам отца и не будет часто уезжать из дома, совсем скоро он уже проводил в разъездах четыре дня в неделю, работая на разных клиентах McKinsey из списка Fortune 500. В 1970 году, когда один из его клиентов, компания General Instrument, предложила ему возглавить Jerrold (быстрорастущее подразделение по производству оборудования для

кабельного телевидения), он ухватился за этот шанс. Джону на тот момент было 29 лет.

Работая в Jerrold, Мэлоун активно укреплял отношения с основными кабельными компаниями, и спустя всего два года за ним одновременно начали охотиться Стив Росс из Warner Communications и Боб Мэгнесс из Tele-Communications (TCI). Несмотря на то что озвученная в Tele-Communications зарплата была на 60% ниже той, что предлагал Стив Росс, Мэлоун выбрал TCI — здесь ему пообещали бóльшую долю в капитале, да и жена предпочла относительно спокойный Денвер бешеному темпу Манхэттена.

У компании, к которой решил присоединиться Мэлоун, была долгая история агрессивного роста и весьма высокие шансы на скорое банкротство. Боб Мэгнесс основал TCI в 1956 году, взяв ссуду под залог своего дома, чтобы заплатить за первую кабельную систему в Мемфисе (штат Теннесси). Мэгнесс, торговец хлопком и фермер, узнал о кабельном телевидении, когда путешествовал автостопом. Он сразу же (как и Мэлоун 15 лет спустя) распознал конкурентные экономические преимущества этой индустрии, а в особенности ее благоприятные налоговые характеристики.

Расчетливые операторы кабельного телевидения имели возможность укрыть свои денежные средства от налогообложения, используя заимствования для постройки новых мощностей и амортизируя стоимость строительства. Эти значительные амортизационные отчисления, как и процентные расходы по заимствованиям, уменьшали налогооблагаемую прибыль. В результате вполне успешные компании отрасли редко показывали чистую прибыль и, соответственно, редко платили налоги, хотя и имели при этом неплохой поток денежных средств. Если оператор использовал заемное финансирование для покупок или строительства и обесценивал вновь приобретенные активы, он мог продолжать укрывать свои денежные средства бесконечно. Мэгнесс оказался в числе первых, кто осознал эти тонкости и активно использовал займы для построения компании, приговаривая при этом, что «лучше платить проценты, чем налоги».

TCI стала публичной компанией в 1970 году, а к 1973-му, когда в нее пришел Мэлоун, была четвертым по величине оператором

кабельного телевидения в стране и обслуживала 600 000 абонентов. Долг TCI в то время в 17 раз превышал выручку. Мэгнесс осознал потребность в незаурядном руководителе и после долгих переговоров переманил к себе талантливый сотрудник McKinsey Джона Мэлоуна. Он привнес в компанию незаурядный набор качеств: исключительные аналитические способности, финансовый опыт, технические знания и смелость. Его пребывание в должности, однако, началось с жесткого старта.

В конце 1972 года, когда рынок акций операторов кабельного телевидения был разогрет, TCI планировала дополнительное публичное размещение своих бумаг для уменьшения долговой нагрузки. Но спустя несколько месяцев после прихода в компанию Мэлоуна в индустрии были введены новые правила регулирования, и рынок акций компаний отрасли охладел. TCI в результате отозвала свое предложение и сохранила неопределенность с точки зрения долга.

После введения арабского нефтяного эмбарго в 1973–1974 годах произошло внезапное сокращение уровня ликвидности, что пошатнуло позиции отрасли. При этом TCI была обременена существенно более высоким долгом, чем любой из ее конкурентов, и балансировала на грани банкротства. «Хуже некуда [sic]» — так оценил Мэлоун состояние дел в компании на время своего прихода.

Карты Мэлоуну сдали поистине тяжелой рукой. Следующие несколько лет они с Мэгнессом всеми силами пытались спасти компанию от банкротства и постоянно встречались с банкирами. Однажды в ходе очень напряженной встречи с кредиторами Мэлоун бросил ключи на стол в комнате для переговоров и, выходя, сказал: «Если вам нужны эти каналы, они ваши». Банкиры запаниковали и в конце концов уступили, согласившись изменить условия по кредитам TCI.

В этот непростой период Мэлоун установил в компании строгую дисциплину, как финансовую, так и операционную. Он объявил менеджерам, что если они смогут увеличить число абонентов на 10% в год и сохранить уровень рентабельности, то в дальнейшем он обеспечит им независимость в принятии решений. В эти годы в компании зародилась экономная предпринимательская культура, которая со временем проникла во все сферы ее деятельности.

Головной офис TCI не напоминал штаб-квартиры крупнейших компаний отрасли и не вписывался в американский медиаландшафт. Офисы TCI были спартанскими: несколько руководителей, еще меньше секретарей да металлические столы с облупившейся краской. В TCI был единственный человек на ресепшен, а звонки обслуживались автоматически. В командировках сотрудники компании обычно размещались в отелях; как вспоминает СОО компании Джей Си Спаркман: «Гостиницы типа Holiday Inn были для нас редкой роскошью в те дни».

Мэлоун видел себя в роли инвестора и распределителя капитала. Ответственность за текущую операционную деятельность он делегировал своему давнему помощнику Спаркману, который придерживался принципов строгого бюджетирования в управлении. Менеджеры должны были достигать плановых показателей по денежным потокам, и Спаркман (кстати, бывший офицер военно-воздушных сил) лично контролировал этот процесс. Менеджерам на местах предоставлялась достаточная автономность, если они выполняли свои ежемесячные планы. Если же им этого не удавалось, то СОО после посещения соответствующих подразделений быстро отсеивал отстающих.

### **Чрезмерное увлечение дорогостоящим строительством**

Есть очевидная обратная взаимосвязь между строительством роскошных новых зданий для головного офиса и уровнем доходности для инвесторов. Так, например, за последние десять лет три медиакомпании — The New York Times Company, IAC и Time Warner — построили себе прекрасные и дорогостоящие башни в центре Манхэттена. За тот период ни одна из этих компаний не делала серьезных обратных выкупов акций и не опережала рынок с точки зрения доходности. Напротив, ни один из CEO-аутсайдеров не возводил пышных зданий для своих головных офисов.

Благодаря экономному подходу TCI добилась самой высокой рентабельности в индустрии, а также заработала хорошую репутацию у инвесторов как компания, которая стабильно делала больше, чем говорила. Пролистывая аналитические отчеты, начиная с первых лет истории TCI, можно увидеть одну и ту же картину: из квартала в

квартал показатели денежных потоков и числа абонентов компании всегда оказывались чуть выше, чем ожидалось.

К 1977 году TCI доросла до такого уровня, что заинтересовала консорциум страховых компаний, который заменил банки в качестве ее кредитора, предоставив более дешевое финансирование. После стабилизации балансовых показателей у Мэлоуна появилась возможность внедрить свою крайне необычную стратегию для TCI, которая выкристаллизовывалась у него с того самого момента, как он пришел в компанию.

Мэлоун, будучи инженером и оптимизатором, понял, что ключ к созданию стоимости в бизнесе кабельного телевидения лежит в максимальном привлечении долгового финансирования и работе с поставщиками на долговой основе, особенно с производителями программной продукции (в обоих этих случаях важен размер займов). Это была простая и обманчиво убедительная идея, которой Мэлоун упорно следовал. Как он сказал давнему инвестору TCI Дэвиду Уорго в 1982 году: «Ключом к будущей рентабельности и успеху в этом бизнесе будет способность контролировать расходы на программную продукцию за счет заемного капитала».

В кабельном телевидении самую большую статью затрат (40% всех операционных расходов) составляют гонорары, выплачиваемые компаниям — разработчикам телевизионных программ (НВО, MTV, ESPN и др.). Крупные операторы кабельного телевидения могут договориться о снижении затрат на программную продукцию в расчете на абонента, и чем больше абонентов будет у компании, тем ниже окажутся ее расходы (и выше поток денежных средств) в расчете на одного клиента. Этот дисконт увеличивается по мере роста абонентской базы и предоставляет ключевым игрокам серьезные «бонусы».

Крупнейшие игроки с самыми низкими затратами на программную продукцию, соответственно, будут иметь преимущество в приобретении новых активов по сравнению с небольшими игроками. Они смогут больше заплатить за оператора кабельного телевидения и получать стабильную доходность. Это своеобразный цикл: чем больше вы приобретаете, тем больше вы снижаете расходы на программную продукцию и увеличиваете денежный поток, что позволяет привлекать

больше заемных средств, которые затем могут быть использованы для новых покупок, снижающих расходы на программную продукцию... и так далее до бесконечности. Логика кажется очевидной, но в те времена ее никто так не понимал, как Мэлоун и TCI.

С этой идеей было связано и убеждение Мэлоуна, что максимизация прибыли в расчете на акцию (EPS) несовместима со стремлением к увеличению масштабов деятельности в зарождающейся индустрии кабельного телевидения. Мэлоун полагал, что поскольку более высокая чистая прибыль предполагала и более высокие налоги, то лучшей стратегией для компании отрасли было бы использование всех доступных инструментов, чтобы *минимизировать* объявленную прибыль и налоги и финансировать внутренний рост и приобретения с помощью денежных средств до налогообложения.

Сложно преувеличить нетрадиционность таких взглядов. В то время Уолл-стрит оценивала компании исключительно по показателю EPS, и долгое время Мэлоун единственный применял свой подход. Другие крупные операторы кабельного телевидения изначально ставили во главу угла достижение хороших уровней EPS и лишь потом сместили фокус на поток денежных средств (Comcast изменила свои методы лишь в середине 1980-х), осознав, как сложно достигать высокой прибыли на акцию, когда развиваешь бизнес кабельного телевидения. Будучи опытным аналитиком в этой отрасли, Деннис Лейбовиц как-то сказал: «Игнорирование показателей EPS дало TCI важное конкурентное преимущество на ранних этапах перед другими публичными компаниями».

Хотя сейчас эта стратегия кажется очевидной и скопирована многими конкурентами, в то время на Уолл-стрит не знали, что это такое. Вместо прибыли на акцию Мэлоун сделал акцент на денежных потоках и создал новую терминологию, которую сегодняшние менеджеры и инвесторы воспринимают как нечто само собой разумеющееся. Так, термин EBITDA (прибыль до уплаты налогов, процентов, износа и амортизации) впервые был введен в бизнес-лексикон Мэлоуном и считался радикально новым, выходящим за рамки отчета о прибылях и убытках. Никто раньше не занимался подобным анализом, тогда как сегодня EBITDA используется в

бизнесе повсеместно, особенно в сфере частных прямых инвестиций и инвестиционно-банковской деятельности.

Рынок акций компаний кабельного телевидения оставался неустойчивым на протяжении всех 1970-х и до начала 1980-х годов. Мэлоун и Мэгнесс, обеспокоенные потенциальными недружественными поглощениями, воспользовались случайным падением на рынке, чтобы выгодно произвести обратный выкуп акций, увеличив в результате свою совокупную долю. В 1978 году они создали акции класса В с особым правом голоса<sup>[37]</sup> и к 1979-му посредством ряда выкупов и продаж смогли обеспечить то, что давний руководитель компании Джон Си называет «жестким контролем» TCI, — общая доля их акций класса В достигла 56%.

С этого момента, обладая контролем и сильным балансом, Мэлоун сфокусировался на увеличении масштабов бизнеса с помощью уникального сочетания жесткости и креатива. Используя заемные средства, предоставленные новыми кредиторами компании, внутренние денежные потоки и периодические выпуски акций, Мэлоун запустил активную программу приобретений. С 1973 по 1989 год компания заключила 482 сделки (в среднем по одной в две недели). Для Мэлоуна существовала только одна цель — абоненты, абоненты и еще раз абоненты. Как сказал инвестор TCI Рик Рейсс: «Стремясь наращивать охват в своей сфере, он был готов рассматривать недвижимость у моря, даже если она находилась рядом с грудой токсичных отходов». Со временем Мэлоун приобрел активы у таких разных продавцов, как Teamsters и Lady Bird Johnson.

Однако он не покупал все подряд без разбора. С конца 1970-х и до начала 1980-х индустрия вступила в новую фазу в связи с появлением спутниковых каналов, таких как HBO и MTV. Кабельное телевидение внезапно перестало быть услугой, нацеленной в первую очередь на сельских жителей, и стало предоставлять новые каналы горожанам. Когда индустрия перешла к этому новому этапу, многие операторы сфокусировались на борьбе за крупные городские франшизы, которые были весьма дороги.

Однако Мэлоун в отличие от своих коллег с опаской относился к экономическим требованиям, которые муниципалитеты предъявляли

операторам кабельного телевидения. Он был единственным, кто воздержался от войн за франшизы, вместо этого сфокусировавшись на привлечении менее «дорогих» абонентов, проживавших в сельских районах и пригородах. К 1982 году TCI стала самой крупной компанией в индустрии, имея абонентскую базу в 2,5 млн человек.

Когда многие из первых городских франшиз потерпели финансовый крах из-за слишком высоких долгов и нерентабельных условий работы, Мэлоун вышел из тени и приобрел контроль над ними по первоначальной цене. Такими приобретениями стали кабельные франшизы в Питтсбурге, Чикаго, Вашингтоне, Сент-Луисе и Буффало.

На протяжении 1980-х благодаря некоторому ослаблению правил Федеральным агентством по связи США (FCC) TCI продолжила активные покупки, сочетая редкие крупные сделки (Westinghouse и Storer Communications) с постоянным потоком небольших приобретений. Кроме того, компания расширяла совместный бизнес, создавая в сотрудничестве с легендарными предпринимателями индустрии, такими как Билл Бреснан, Боб Розенкранц и Лео Хиндери, компании кабельного телевидения, в которых у TCI был миноритарный пакет. К 1987 году она стала вдвое больше своего крупнейшего конкурента — Time ATC.

Творческий подход Мэлоуна в конце 1970-х — начале 1980-х годов проявился в организации совместных предприятий, где его партнерами стали молодые перспективные создатели программ и операторы кабельного телевидения. Перечень этих имен напоминает зал славы: Тед Тернер, Джон Си, Джон Хендрикс и Боб Джонсон. Заключая соглашения о партнерстве, Мэлоун выступал как креативный венчурный инвестор, активно ищущий талантливых предпринимателей. Он предоставлял им доступ к преимуществам масштабов бизнеса TCI (своей абонентской базе и скидкам на программную продукцию) в обмен на миноритарные доли в их компаниях. Таким образом он генерировал огромный уровень доходности для своих акционеров. Когда он видел предпринимателя или идею, которые ему нравились, он был готов действовать незамедлительно.

Начиная с 1979 года, когда он лихо выписал Бобу Джонсону, основателю Black Entertainment Television (BET), чек на 500 000



долларов в конце их первой встречи, Мэлоун начал активно развивать долю собственности в подразделении производства программной продукции. В обмен он предлагал мощную комбинацию — стартовый капитал и доступ к миллионам абонентов TCI. Мэлоун возглавил консорциум операторов кабельного телевидения, спасая компанию Теда Тернера Turner Broadcasting System (в число каналов которой входили CNN и The Cartoon Network) от банкротства в 1987 году; и к концу 1980-х в его программный портфель уже входили Discovery, Encore, QVC и BET в дополнение к каналам Тернера. Теперь Мэлоун был крупным владельцем не только кабельных систем, но и кабельных программ.

В начале 1990-х на отрасль обрушился шквал плохих новостей, включая введение нового закона 1990 года о поглощениях за счет заемных средств (ограничивающего доступ индустрии к заемному капиталу) и, что более существенно, ужесточение правил Федеральным агентством по связи в 1993 году. Несмотря на эти негативные явления, Мэлоун продолжил избирательно приобретать крупные активы (Viacom и United Artists Cable) и запускать новые программные сети, включая Starz/Encore и серию региональных спортивных сетей в партнерстве с Рупертом Мердоком и Fox.

В 1993 году при удивительных обстоятельствах Мэлоун достиг соглашения о продаже TCI телефонному гиганту Bell Atlantic за 34 млрд долларов в форме акций. Однако сделка была отменена, так как в экономике наступила пора ререгулирования<sup>[38]</sup>, и денежный поток и цена акций TCI упали. В течение десяти лет Мэлоун много времени посвятил проектам, выходящим за рамки основного бизнеса кабельного телевидения. Он возглавил консорциум кабельных операторов, создав две крупные компании: Teleport (конкурентоспособную телефонную службу) и Sprint/PCS (совместное предприятие со Sprint, претендующее на франшизы сотовой связи).

Мэлоун распределял капитал TCI и свое время на проекты, которые, как он считал, усилят доминирующее положение компании на рынке и принесут ощутимую доходность в будущем. В 1991 году он использовал миноритарный пакет TCI в программных активах для инвестиций в Liberty Media и в конечном счете стал владельцем

крупной доли ее акций. Это был первый из серии выпусков отслеживающих акций<sup>[39]</sup>, которые создал Мэлоун, включая TCI Ventures (для Teleport, Sprint/PCS и других активов, не связанных с кабельным телевидением) и TCI International (для долевого участия TCI в различных иностранных активах кабельного телевидения).

Мэлоун стал пионером в использовании отслеживающих акций и создании новых компаний путем их отделения. Он считал, что эти действия выполняют две важные функции: 1) повышают прозрачность, позволяя инвесторам оценить часть бизнеса, которая ранее была скрыта из-за сложной структуры TCI; и 2) увеличивают разграничение между основным (кабельное телевидение) и сопутствующими видами деятельности TCI (в частности, выпуском телевизионных программ), которые могли привлечь внимание регуляторов отрасли. Первой Мэлоун «отпочковал» компанию Western Tele-Communications в 1981 году, а к моменту продажи холдингу AT&T компания TCI выделила в отдельные бизнес-единицы 14 подразделений. Используя такую тактику, Мэлоун, как Генри Синглтон и Билл Стиритц, сознательно усложнял свой бизнес в погоне за лучшим экономическим результатом для акционеров.

После ухода Спаркмана в 1995 году Мэлоун передал функцию руководства операционной деятельностью в подразделении кабельного телевидения новой команде, которую возглавил Брендон Клаустон, бывший специалист по маркетингу. Под его управлением TCI начала проводить политику централизации обслуживания клиентов и активно модернизировать старые кабельные системы. В третьем квартале 1996 года, однако, TCI не оправдала прогнозов и впервые за свою историю показала сокращение абонентской базы и спад в поступлении денежных средств. Мэлоун, разочарованный такими результатами, сам взялся за дело: он сократил число сотрудников на 250 человек, остановил выполнение всех заказов на капитальное оборудование, перезаключил программные контракты, уволил консультантов, приглашенных помочь в модернизации систем, а также назначил ответственными за работу с клиентами менеджеров на местах.

Когда операционная деятельность стабилизировалась, а поток денежных средств увеличился, Мэлоун назначил Лео Хиндери (СЕО

компании InterMedia Partners, крупного совместного предприятия TCI) управлять данным сегментом, а сам вернулся к стратегическим проектам. Хиндери продолжил процесс реструктуризации: вернул ветерана компании TCI и своего СОО Марвина Джонса, делегировал больше полномочий региональным менеджерам и активизировал продажи, чтобы создать более сильные абонентские группы и снизить расходы.

Как только Хиндери приступил к своим обязанностям, Мэлоун сосредоточился на цифровых приставках, позволявших индустрии успешно конкурировать с провайдерами спутникового телевидения. Он вел переговоры с Microsoft, но в итоге заключил сделку с General Instrument (самым крупным производителем оборудования в индустрии) на 10 млн приставок по цене 300 долларов за штуку. В обмен он попросил существенную долю в капитале компании, в конечном счете получив 16%.

В середине кризиса 1996–1997 годов умер Боб Мэгнесс, наставник и давний партнер Мэлоуна, после чего возник вопрос контроля над компанией. Благодаря серии сложных сделок у Мэлоуна появилась возможность купить акции с особым правом голоса, принадлежавшие Мэгнессу, и обеспечить тем самым жесткий контроль над TCI.

В конце 1990-х годов несколько стратегических, не связанных с кабельным телевидением проектов начали приносить свои плоды. Мэлоун оказался прав относительно их потенциала доходности — так, в 1997 году Teleport был продан компании AT&T за 11 млрд долларов (28-кратный возврат на инвестиции). В 1998 году совместное предприятие Sprint/PCS купило Sprint Corporation за 9 млрд долларов (в форме акций Sprint), а в 1999-м General Instrument была продана компании Motorola за 11 млрд долларов. Параллельно Мэлоун занялся поисками хозяина для TCI. Хотя он и любил бизнес кабельного телевидения, но был рационалистом и еще в 1981 году сказал аналитику Дэвиду Уорго: «Я чувствую, что акция TCI может стоить 48 долларов, и продал бы их, если бы кто-то предложил мне такую цену». Эта целевая цена продолжала расти, но очень долгое время никто не был готов ее платить. В связи с бурным развитием технологий в 1990-х годах Мэлоун увидел несколько факторов, омрачающих будущее TCI: растущая конкуренция со стороны спутникового телевидения,

огромные расходы на модернизацию кабельных систем компании в сельских районах страны и неопределенность в вопросе преемника. Когда он получил предложение о сделке от нового CEO компании AT&T Майка Армстронга, то активно приступил к переговорам. Он вел их сам, часто встречаясь за столом с огромной толпой юристов, банкиров и бухгалтеров AT&T.

В ходе переговоров Мэлоун проявил такую же искусственность в продажах, как до этого в приобретениях. Рик Рейсс описал это так: «Он перевернул совет директоров AT&T с ног на голову, вытряс каждый цент из их карманов и затем посадил их обратно на свои места». Финансовые показатели компании были исключительными (12-кратная EBITDA, 2600 долларов в расчете абонента), и при оценке TCI не было сделано никакого дисконта на изношенность ее кабельных систем в сельских районах. Плюс ко всему Мэлоун, всегда крайне осторожно подходивший к вопросам налогообложения, структурировал данную сделку как сделку с акциями, что позволило инвесторам отсрочить выплату налога на доходы от прироста капитала.

Мэлоун также удерживал контроль (шесть мест в совете директоров из девяти) над Liberty — дочерней компанией, занимающейся разработкой программ, и заключил привлекательную долгосрочную сделку о переводе каналов Liberty в кабельные системы AT&T. Эта сделка стала убедительным подтверждением уникальной стратегии Мэлоуна в TCI и принесла инвесторам поистине исключительную доходность. Судите сами: за 25 лет (с того момента, как Мэлоун возглавил TCI) индустрия кабельного телевидения сильно разрослась, а все публичные компании в ней процветали, но ни одна из них даже приблизительно не создала такой стоимости для акционеров, как это удалось сделать Мэлоуну. На рис. 4.1 показано, что с 1973 года по 1998-й, когда компания была продана холдингу AT&T, акционеры TCI получили феноменальную совокупную доходность в 30,3% (для сравнения, за аналогичный период другие публичные компании отрасли смогли добиться 20,4%, а индекс S&P 500 показал результат 14,3%).



\* Скорректированный показатель с учетом дробления акций и выплаты дивидендов в денежной форме.

\*\* Сопоставимые компании включают Adelphia Communications, American Television & Communications, Cablevision Systems, Century Communications, Comcast, Cox Communications, Cox Cable, Falcon Cable Systems, Heritage Communications, Jones Intercable, Storer Broadcasting, elePrompTer и United Cable Television.

Источник: Center for Research in Security Prices (CRSP) и годовые отчеты компании TCI

**Рис. 4.1.** Совокупная доходность для акционеров TCI при Мэлоуне существенно превысила показатель S&P 500 и конкурентов

Доллар, вложенный в TCI в начале карьеры в ней Мэлоуна, стоил больше 900 долларов к середине 1998 года. Тот же доллар стоил бы 180 долларов при инвестициях в другие публичные компании и 22 доллара, если был бы вложен в S&P 500. Таким образом, TCI обогнала S&P 500 более чем в 40 раз, а конкурентов — в пять раз.

## Основные слагаемые успеха

Бизнес кабельного телевидения во времена Мэлоуна был исключительно капиталоемким и требовал огромных средств на развертывание, покупку и обслуживание кабельных систем. Когда

Мэлоун стремился расширить охват путем наращивания абонентской базы, ему были доступны три основных источника капитала (в дополнение к существенному денежному потоку от основной операционной деятельности): финансирование за счет акционерного капитала, заимствований или продажи активов. Его методы использования этих трех источников серьезно отличались от действий остальных игроков рынка.

Мэлоун первым в этой индустрии стал активно использовать заемные средства. Он был убежден, что в этом есть два основных преимущества: увеличение возврата на капитал и возможность укрывать денежные средства TCI от налогов (процентные платежи не попадали под налогообложение). Мэлоун установил плановый показатель «Долг/ЕБИТДА» на уровне 5 и поддерживал его на протяжении большей части времени в 1980-х и 1990-х. Масштабы бизнеса позволили TCI минимизировать стоимость долгового финансирования, а Мэлоун, имевший в этой сфере печальный опыт в середине 1970-х годов, структурировал долг крайне осторожно. Он старался снижать затраты и избегать перекрестного обеспечения, чтобы в случае невыполнения обязательств одним из подразделений это не сказалось на компании в целом. Выстраивание подобных «защитных дамб» (термин возник в результате увлечения Мэлоуна морской тематикой; он также иногда говорил о «носовой волне обесценения»<sup>[40]</sup> TCI) повлекло за собой дальнейшее усложнение структуры, но обеспечило компании надежную защиту от убытков.

При эмиссии акций Мэлоун также проявлял редкую бережливость, проводя выпуск своих бумаг лишь в те периоды, когда коэффициенты по ним были максимально высокими. Как он сказал в одном из интервью в 1980 году: «Недавний рост котировок наших акций предоставил нам хорошую возможность для этого выпуска». Мэлоун по праву гордился своей скупостью в подходах к эмиссии и полагал, что в этом он серьезно отличался от конкурентов.

В случае необходимости он всегда мог успешно продать активы. При этом он осторожно управлял чистыми операционными убытками, накопленными за многие годы амортизацией и процентными вычетами, что позволяло ему продавать активы без уплаты налогов. С

учетом этих налоговых особенностей продажа активов была довольно выгодным делом и позволяла получать капитал для инвестиций в будущий рост. Как Мэлоун сказал Дэвиду Уорго еще в 1981 году: «Возможно, имеет смысл продать что-то из своих активов... когда цена превышает денежный поток в 10 раз, а затем провести обратный выкуп, когда данное соотношение окажется на уровне 7». Другим важным источником капитала в компании была минимизация налогообложения. Это стало ключевым компонентом стратегии Мэлоуна в TCI, так что он вывел исторический подход Мэгнесса к данному вопросу на совершенно новый уровень. Мэлоун не испытывал любви к налоговым выплатам и использовал всю силу своего инженерного мышления для решения задачи, как минимизировать «утечку денежных средств» из-за налогов. Поскольку во времена Мэлоуна компания увеличила денежный поток в 20 раз, она никогда не платила больших налогов.

Надо сказать, у Мэлоуна была одна прихоть с точки зрения штата сотрудников — наличие собственных экспертов по налогам. Они встречались *ежемесячно*, чтобы выработать оптимальные налоговые стратегии, и эти встречи проводились под личным руководством Мэлоуна. Когда он продавал активы, то почти всегда продавал их за акции (по этой причине и по сей день у Liberty есть крупные пакеты News Corp., Time Warner, Sprint и Motorola) или укрывал доходы за счет чистых операционных убытков. Как сказал Деннис Лейбовиц: «TCI редко когда избавлялась от актива, если в нем не было какого-то налогового аспекта». Ни одна другая компания отрасли не посвящала столько времени изучению вопросов налогообложения, как TCI.

С учетом невероятного роста индустрии кабельного телевидения в 1970–1980-е годы Мэлоун мог позволить себе такую роскошь, как множество вариантов высокодоходного распределения капитала. Он структурировал TCI, чтобы выбрать оптимальный вариант среди них. Как и следовало ожидать, Мэлоуна отличал почти хирургический подход к распределению капитала, и он был готов рассмотреть любой потенциально высокодоходный проект, независимо от его сложности. Применяя свое инженерное мышление, Мэлоун искал для этого простые решения. Интересно, что он не использовал электронные таблицы для анализа, а предпочитал обосновывать все математически.

Как он однажды сказал: «Компьютеры требуют огромного количества вводимых... я математик, а не программист. Я могу быть точным, но не абсолютно».

Принимая решение о распределении капитала TCI, Мэлоун делал выбор, который существенно отличал его от конкурентов. Он никогда не платил дивиденды (даже не рассматривал такой возможности) и редко погашал займы. Он становился скупым, когда речь шла о капитальных затратах, был агрессивным к приобретениям и рациональным по отношению к обратному выкупу акций.

До прихода в сектор конкурентов в виде спутникового телевидения в середине 1990-х Мэлоун не видел преимуществ в улучшении кабельной инфраструктуры, если это не приводило к росту выручки. Для него математика была простой: если капиталовложения ниже, то поток денежных средств будет выше. В результате Мэлоун годами отказывался модернизировать устаревающие кабельные системы в сельской местности, несмотря на все призывы Уолл-стрит. Одна из его типичных ремарок: «Это [сельские системы кабельного телевидения] наш мусор, и мы не будем пытаться облагораживать и перестраивать его». Такой подход отличался от взглядов лидеров других кабельных сетей, которые регулярно трубили о широких инвестициях в новые технологии.

На деле же эти технически подкованные СЕО индустрии кабельного телевидения были, как правило, последними, кто внедрял новые технологии. Обычно они выбирали для себя роль «технологических поселенцев», а не первопроходцев. Мэлоун оценил, сколь сложно и дорогостояще внедрение новых технологий, и решил подождать, пока кто-нибудь не проверит их экономическую целесообразность. В начале 1980-х он так объяснил свое решение отложить выпуск новых приставок: «Мы ничего не потеряли, ожидая правильного момента для инвестиций, ведь мы знали, что пионеры кабельных технологий, к сожалению, часто получают нож в спину». TCI была последней публичной компанией, решившей ввести систему телевизионного обслуживания, при которой абоненты платят за каждую просмотренную программу (после чего Мэлоун убедил производителей телепрограмм помогать ему оплачивать оборудование).



Тем не менее Мэлоун готов был инвестировать, если видел в этом необходимость. Например, он одним из первых в индустрии продвигал дорогие новые приставки, чтобы помочь увеличить пропускную емкость и расширить выбор для абонентов, когда в середине 1990-х возникла конкуренция спутниковых каналов.

Очень крупной статьей расходов для TCI были приобретения, при этом Мэлоун, как мы видели, был активным, но дисциплинированным покупателем. Он приобрел больше компаний, чем кто-либо другой, то есть больше, чем три или четыре его самых крупных конкурента вместе взятые. Эти сделки представляли собой огромную ставку на будущее кабельного телевидения — индустрию, которую долгое время связывали с неопределенностью регулирования и потенциальными рисками роста конкуренции. С 1979-го по 1998-й стоимость приобретений TCI составляла в среднем за год впечатляющие 17% стоимости самой компании (а в течение пяти лет — более 20%).

Мэлоун, однако, был не только продавцом, но и покупателем. Он разработал простое правило, ставшее краеугольным камнем его программы приобретений: покупать только в том случае, если цена превышала денежный поток в пять раз (с учетом дисконта на программную продукцию и накладных расходов). Такой анализ вполне можно было сделать на листе бумаги или салфетке, ведь он не требовал построения глобальных моделей или прогнозов.

При подобных расчетах важным было качество допущений и возможность достигнуть ожидаемого эффекта синергии. Мэлоун и Спаркман всегда говорили своим менеджерам, что в случае с новыми приобретениями следует устранять ненужные расходы. Сразу после того как TCI стала владельцем находившейся на грани краха франшизы в Питтсбурге от Warner Communications, она сократила фонд заработной платы в половину, закрыла ряд студий и перевела головной офис из небоскреба в центре города на склад автопокрышек. Несколько месяцев спустя убыточная ранее структура стала генерировать значительный денежный поток.

Мэлоун всегда действовал быстро, если принимал решение о покупке. Когда семья Хоак, владельцы кабельного бизнеса с миллионной абонентской базой, решила его продать в 1987 году, Мэлоун умудрился заключить с ними сделку в течение часа. Он столь

же спокойно уходил от сделок, не соответствовавших его критериям. Пол Каган, отраслевой аналитик, вспоминал, как Мэлоун отказался от очень крупной сделки, стоимость которой на 1 млн долларов отличалась от ожидаемой им цены.

Мэлоун, единственный среди СЕО публичных компаний индустрии кабельного телевидения, был активным покупателем собственных акций во время циклических спадов рынка. Как сказал Деннис Лейбовиц: «Никто из других игроков рынка не делал значительных выкупов в тот период». TCI при этом выкупила более 40% своих акций во времена Мэлоуна, а его выбор правильного момента позволил получить среднюю совокупную доходность свыше 40%.

Обмен с Дэвидом Уорго в начале 1980-х был проявлением философии Мэлоуна в отношении выкупов: «Мы оцениваем все альтернативы, чтобы приобрести собственные акции по текущей цене и использовать арбитраж, обусловленный разницей между нынешними коэффициентами по нашим бумагам и стоимостью частного рынка<sup>[41]</sup>». Такие обратные выкупы служили своего рода ориентиром при оценке качества распределения капитала. Как Мэлоун сказал Уорго в 1981 году: «В ситуации с низкими оценками наших акций... их покупка выглядит более привлекательно, чем приобретение частных компаний отрасли».

К стандартному списку пяти альтернатив распределения капитала Мэлоун добавил шестую: инвестиции в совместные предприятия. Ни один СЕО никогда не использовал их столь активно и не создавал с их помощью столь значительную стоимость для акционеров, как Джон Мэлоун. Он сразу понял, что может использовать охват бизнеса компании, чтобы получить долю в уставном капитале производителей телепрограмм и других кабельных операторов и что эти доли способны добавить стоимость для акционеров при крайне небольших инвестициях. На момент продажи холдингу AT&T у компании было 41 долевое участие в партнерствах, и большая часть долгосрочных доходов TCI приходилась именно на них.

Из-за наличия большого количества совместных бизнесов TCI заведомо было крайне трудно проанализировать и оценить, так что ее активы нередко продавались с дисконтом относительно конкурентов.

(Как сказал Дэвид Уорго: «Чтобы понять эту компанию, вам нужно было прочесть все сноски в ее многостраничных документах, а это мало кто делал».) Мэлоун же не считал это проблемой, учитывая огромную стоимость, созданную такими проектами за долгие годы. Как и в случае со многими другими инициативами Мэлоуна, сейчас совместные предприятия кажутся вполне логичными, но тогда они были крайне необычным явлением. Никто другой в индустрии не использовал их для расширения собственности, и только позднее другие операторы кабельного телевидения начали задумываться о долевом владении компаниями — производителями телепрограмм.

Несмотря на холодный и расчетливый, почти как у Спока<sup>[42]</sup>, подход, Мэлоун сумел создать сильную корпоративную культуру и обеспечить высокую лояльность персонала. Он добился этого благодаря мощной комбинации факторов — стимул плюс автономия. У TCI была обширная программа покупки акций для сотрудников, охватывавшая все уровни персонала и учитывавшая результаты работы специалистов. Многие первые сотрудники компании (якобы включая давнего секретаря Мэлоуна) стали миллионерами, и это поддерживало огромную лояльность: за первые 16 лет руководства Мэлоуна ни один топ-менеджер не покинул компанию.

Операционная деятельность TCI была максимально децентрализованной: в 1995 году, когда Спаркман ушел в отставку, в штате головного офиса компании числилось всего 17 человек. Как Мэлоун сформулировал с присущей ему прямоотой: «Мы не верим в сотрудников головного офиса. Это те люди, которые критикуют других». У компании не было руководителей по управлению персоналом, и она не нанимала PR-менеджеров до конца 1980-х годов. Воплощением культуры TCI, по словам Денниса Лейбовица, была группа экономных и решительных «ковбоев». Сами себя они определяли как оппозицию более консервативным и бюрократичным руководителям других крупных компаний кабельного телевидения, работавших в восточных штатах США.

Мэлоун создал модель взвешенного распределения капитала в стремительно растущих и капиталоемких бизнесах, которую в дальнейшем использовали в разных областях, таких как сотовая

телефония, например, или строительство мачт связи. Среди всех СЕО, описанных в этой книге, Мэлоун в наибольшей степени походил на еще одного математика высокого уровня — Генри Синглтона. К математикам озарение часто приходит, когда переменные доведены до экстремума, и Мэлоун не был исключением. Ничто в TCI не характеризовалось полумерой. Это была крупнейшая компания в индустрии кабельного телевидения, с самыми низкими расходами на телевизионные программы, минимальными затратами на техническое обслуживание объектов, наиболее сложной структурой и, бесспорно, самыми высокими доходами.

Манере управления Мэлоуна было свойственно такое качество, как аскетизм. *Каждый* элемент стратегии компании — от стремления к росту охвата бизнеса до минимизации налогов и активного использования заимствований — создавался с целью увеличения доходности для акционеров. Как сказал Мэлоун, коротко описывая свой аналитический подход к построению TCI: «Он не отменяет законов арифметики... по крайней мере пока». Факт, за который акционеры были ему безмерно благодарны.

## *ГЛАВА 5*

# ВДОВА ВСТАЕТ У РУЛЯ КОМПАНИИ

## КЭТРИН ГРЭМ И THE WASHINGTON POST COMPANY

Учреждение и поддержание нетрадиционного [подхода] зачастую подразумевает то, что вы выглядите совершенно неблагоприятным в глазах общественности.

Дэвид Свенсен, главный директор по инвестициям, Фонд  
Йельского университета

Путь Кэтрин Грэм к должности президента и CEO The Washington Post Company был крайне необычным. Дочь видного финансиста (и владельца Washington Post) Юджина Мейера, она выросла в привилегированной среде (с прислугой, закрытыми школами, загородными домами и путешествиями по миру). В 1940 году Кэтрин вышла замуж за Филиппа Грэма, блестящего юриста — выпускника Гарварда и протеже судьи Верховного суда Феликса Франкфуртера. В 1946 году Мейер предложил Грэму управлять компанией, с чем тот с переменным успехом справлялся вплоть до своей внезапной смерти — самоубийства в 1963 году. После трагической смерти мужа Кэтрин неожиданно обнаружила в себе интерес к семейному бизнесу и решила возглавить его.

Не будет преувеличением сказать, что Грэм была абсолютно не подготовлена к этой роли. Она, 46-летняя мать четверых детей, не работала с момента рождения первого ребенка — то есть почти 20 лет. А после неожиданной смерти Фила вдруг оказалась единственной женщиной — руководителем бизнеса уровня компаний из списка Fortune 500. Естественно, поначалу это повергло ее в шок. История Кэтрин Грэм широко известна и лучше всего рассказана в ее автобиографии Personal History («Личная история»), опубликованной в 1997 году и получившей Пулитцеровскую премию.

В меньшей степени говорилось о том, что сделала Грэм для акционеров. С момента IPO в 1971 году и до ухода Грэм в отставку в 1993-м совокупная годовая доходность для акционеров достигла невероятных 22,3%, опередив индекс S&P (7,4%) и конкурентов (12,4%). Доллар, вложенный в компанию при первичном размещении ее акций (IPO), стоил 89 долларов к тому времени, когда Грэм ушла в отставку. Для сравнения, за тот же период в среднем по отрасли этот показатель составил бы 14 долларов, а в случае с S&P — 5 долларов. Как показано на рис. 5.1, Грэм обогнала индекс S&P в 18 раз, а конкурентов — более чем в шесть раз. Все 22 года руководства компанией она просто-напросто была лучшим управляющим в газетной индустрии страны, оставив всех далеко позади.

Когда Грэм стала президентом The Washington Post Company 20 сентября 1963 года (всего за два месяца до гибели ее друга Джона Кеннеди), она унаследовала компанию, сильно разросшуюся под руководством ее мужа Фила и владевшую портфелем медиаактивов, включая саму газету Washington Post (одну из трех основных газет на растущем рынке округа Колумбия), журнал Newsweek и три телеканала во Флориде и Техасе.



\* Скорректированный показатель с учетом дробления акций и выплаты дивидендов в денежной форме.

\*\* Сопоставимые компании включают Gannett Co., Knight Ridder, Media General, The New York Times Company и Times Mirror Company, взвешенные по

рыночной капитализации.

Примечание. Для целей рисунка в качестве исходной точки руководства Грэм WPO принимаем не 1963 год, а 1971-й (когда компания стала публичной).

*Источник: Center for Research in Security Prices (CRSP)*

**Рис. 5.1.** Совокупная доходность для акционеров The Washington Post Company (WPO) при Грэм существенно превысила показатель S&P 500 и конкурентов

Следующие несколько лет Кэтрин постепенно привыкала к новой роли и знакомилась с бизнесом, советом директоров и менеджерами. В 1967 году она впервые заявила о себе, когда приняла первое важное кадровое решение, заменив главного редактора газеты Washington Post Расса Уиггинса на дерзкого 44-летнего Бена Брэдли, помощника редактора из Newsweek.

В 1971 году по рекомендации совета директоров Грэм решила сделать компанию публичной (посредством IPO), что позволило бы привлекать капитал для финансирования приобретений. За неделю до первичного размещения акций газета Washington Post оказалась вовлечена в скандал, связанный с секретными материалами Пентагона (так называемыми Pentagon Papers) о войне во Вьетнаме, которые показывали военное ведомство США далеко не в лучшем свете. К тому моменту New York Times уже имела судебный запрет на публикацию этих документов, а Грэм получила предупреждение от администрации Никсона о возможном отзыве лицензии на вещание в том случае, если она напечатает данные из Pentagon Papers. Это не только ставило под угрозу размещение акций компании, но и могло лишить ее одного из основных источников прибыли. Не получив внятной юридической поддержки, Грэм пришлось целиком и полностью положиться на себя, и она решила идти вперед. Материалы были опубликованы, благодаря чему Washington Post завоевала репутацию серьезного и уважаемого издания. Администрация Никсона не оспорила лицензии на вещание, а IPO компании прошло весьма успешно и принесло 16 млн долларов.

В 1972 году при поддержке Грэм Washington Post провела ряд журналистских расследований о нарушениях со стороны республиканцев в ходе предвыборной президентской кампании, в конечном счете переросших в Уотергейтский скандал. Брэдли и два молодых журналиста, Карл Бернстайн и Боб Вудворд, активно



освещали это громкое дело на страницах издания, что в конце концов привело к отставке Ричарда Никсона летом 1974 года. Этот журналистский успех принес Washington Post Пулитцеровскую премию (одну из восемнадцати в бытность Брэдли главным редактором издания) и сделал газету единственным конкурентом New York Times. Проявления недовольства и угрозы со стороны администрации Никсона продолжались на протяжении всего Уотергейтского скандала, но Грэм решительно не обращала на них внимания.

Часть средств, полученных от IPO, Грэм направила на покупку Trenton Times — газеты в Нью-Джерси, оказавшейся весьма посредственной. Она публиковалась ежедневно после обеда и входила в сегмент двухстраничных газет с высочайшим уровнем конкуренции. Из этого не самого удачного опыта Грэм вынесла ценный урок и в дальнейшем с большой осторожностью подходила к вопросу приобретений.

В 1974 году неизвестный инвестор начал скупать акции The Washington Post Company и в конце концов приобрел 13%. Проигнорировав рекомендации совета директоров, Грэм встретила с незнакомцем (им оказался Уоррен Баффет) и предложила ему стать членом совета. Вскоре Баффет превратился в ее бизнес-наставника и помог выбрать уникальный курс в управлении.

В 1975 году компания столкнулась с массовыми забастовками, которые возглавлял мощный союз журналистов; они начались с поджога бастующими типографии. Грэм, проконсультировавшись с Баффетом и остальными членами совета директоров, решила противостоять этим действиям. Пропустив всего один день публикации, они с Брэдли (и ее 27-летним сыном Дональдом) собрали костяк команды и выпускали газету 139 дней подряд, пока журналисты наконец не согласились пойти на существенные уступки.

Эта забастовка оказалась мучительным опытом для всех вовлеченных в нее людей (в какой-то момент один из пикетчиков был замечен в футболке с надписью «Фил застрелил не того из Грэмов»), но уступки, которых добилось руководство, ощутимо улучшили рентабельность Washington Post и стали поворотным моментом для всей индустрии: это был один из первых случаев, когда крупное

издание смогло противостоять бастующим. Для Грэм это событие стало поворотной точкой, своего рода «бизнес-эквивалентом Уотергейта». С этого момента более ни у кого не возникало вопроса, кто главный в The Washington Post Company.

Именно в это время, после ряда консультаций с Баффетом, Грэм приняла еще одно неординарное решение — начала активно скупать собственные акции (как в свое время Генри Синглтон и Том Мерфи). В течение следующих нескольких лет она выкупила почти 40% акций компании по самой низкой цене. Показательно, что никто из крупных издателей не последовал ее примеру.

В 1981 году произошли два важных события. Во-первых, давний соперник Post — газета Washington Star — после нескольких лет сокращений тиража все-таки закрылась. Это сделало Washington Post, с ее экономной «постзабастовочной» структурой расходов, монополистом на рынке ежедневных столичных газет, что привело к существенному увеличению тиража и рентабельности, и так продолжалось в течение десяти лет.

Во-вторых, после предпринятых в 1970-е годы четырех неудачных попыток Грэм наконец нашла сильного исполнительного директора в лице Дика Симмонса. После прихода в компанию Симмонс, ранее работавший в Dun & Bradstreet (другом многоотраслевом медиахолдинге), сразу же принялся за модернизацию процессов в тех подразделениях, которые показывали меньшую относительную прибыльность. Это положило начало новой эры существенного роста рентабельности компании и подчеркнуло важную роль, которую играли в успехе CEO-аутсайдеров эффективные управленцы, бравшие на себя решение операционных вопросов.

Симмонс привнес в компанию свой талант руководителя и при поддержке Грэм избавился от газеты Trenton, изменил систему вознаграждений, сделав акцент на бонусной составляющей, и настойчиво требовал от сотрудников опережения конкурентов по динамике и результатам. За несколько лет рентабельность газет и телеканалов компании увеличилась почти вдвое, что обеспечило стремительный рост прибыльности бизнеса.

Пик в заключении сделок в газетной индустрии пришелся на 1980-е годы. Цены взлетели до небес на фоне увеличения прибылей и

коэффициентов стоимости. И только Грэм оставалась в стороне. The Washington Post Company внимательно рассматривала многие варианты сделок, включая крупные газеты в Айове, Техасе и Кентукки, но сделала только два приобретения, и оба — небольшие. Важно понимать, сколь необычным казалось такое сдержанное поведение в тепличном климате с середины до конца 1980-х годов. Это был «путь одиночки», который вызывал массу комментариев со стороны коллег и прессы. Положение усугублялось еще и тем, что Грэм была единственной женщиной-руководителем в довольно закрытой индустрии, где доминировали мужчины.

Следует отметить, что бо́льшая часть приобретений The Washington Post Company под управлением Грэм приведет компанию в новые сферы бизнеса, не связанные с издательским делом и телевидением. В 1983 году один из новых нанятых Симмонсом сотрудников Алан Спун, ранее работавший консультантом по вопросам управления, провел глубокое изучение рынка, после чего компания удачно вышла в сегмент сотовых телефонов. Она купила франшизы на рынках шести крупных городов, включая Детройт, Вашингтон и Майами, за 29 млн долларов. В 1984 году The Washington Post Company приобрела бизнес Стенли Каплана по подготовке к прохождению тестов и сдаче экзаменов, обеспечив себе тем самым неплохие позиции в сфере образования. Наконец, в 1986 году Грэм благодаря своевременной рекомендации Баффета сделала свое самое большое приобретение: купила системы кабельного телевидения Capital Cities за 350 млн долларов. Каждое из этих направлений в дальнейшем сыграет важную роль для компании.

В начале 1988 года, когда оценки стоимости повсеместно росли, Грэм решила продать принадлежавшие ей активы в секторе телефонии, поскольку для разработки систем сотовой связи требовались большие капиталовложения. Эта сделка принесла ей 197 млн долларов, обеспечив исключительную доходность инвестиций.

В период экономического спада в начале 1990-х, когда обремененные долгами конкуренты были вынуждены отойти в сторону, The Washington Post Company стала в нехарактерной для себя манере скупать другие компании. Пользуясь резким падением цен, она

приобрела системы кабельного телевидения, недостаточно успешные телеканалы и несколько образовательных бизнесов.

Когда Грэм покидала свой пост председателя совета директоров в 1993 году, The Washington Post Company была самой многопрофильной среди всех представителей отрасли, получая почти половину выручки и прибыли от активов, не связанных с издательской деятельностью. Такая диверсификация позволит компании и в дальнейшем динамично развиваться под руководством сына Кэтрин — Дональда.

Грэм великолепно справилась с работой, доставшейся ей по наследству, что нечасто бывает в семейном бизнесе. С конца 1980-х она начала готовить следующее поколение лидеров компании, включая Дональда, который заменил ее на посту CEO в 1991 году, а также Алана Спуна, который стал COO вместо своего наставника Дика Симмонса в том же 1991-м. Когда Грэм ушла в отставку в возрасте 76 лет, талантливые молодые менеджеры взяли на себя руководящую роль в важнейших подразделениях компании — кабельном телевидении (Том Майт) и образовании (Джонатан Грейер). Их талант и лидерские качества позволили The Washington Post Company следующие 15 лет стабильно опережать конкурентов.

## Основные слагаемые успеха

Грэм под опекой Баффета оказалась эффективным, даже, можно сказать, уникальным специалистом по распределению активов. Ее подход к этому вопросу характеризовался низким для индустрии уровнем дивидендов и заимствований, значительным обратным выкупом акций, относительно редкими приобретениями и осторожным подходом к капиталовложениям. Давайте рассмотрим эти сферы и начнем с источников капитала компании.

Во время правления Грэм The Washington Post Company неизменно генерировала солидный денежный поток, а в 1980-е годы ее рентабельность существенно возросла, поскольку после закрытия газеты Star выручка стабилизировалась, а Дик Симмонс добился увеличения рентабельности во всех подразделениях. В дополнение к потоку денежных средств у компании были еще два источника финансирования, хотя оба они редко задействовались, — займы и продажа активов.

Грэм, как правило, с осторожностью подходила к использованию заемных средств, а The Washington Post Company имела наиболее консервативный бухгалтерский баланс среди издателей. Грэм привлекла значительное долговое финансирование только один раз — при покупке системы кабельного телевидения Capital Cities в 1986 году. При этом солидный денежный поток компании Грэм позволил погасить бóльшую часть этой долговой нагрузки менее чем за три года.

The Washington Post Company при Грэм, как и Berkshire Баффета, редко продавала действующий бизнес и воздерживалась от отделения компаний, предпочитая долгосрочную модель непосредственного владения. Компания сделала одно-единственное исключение из этих правил в начале 1988 года, когда решила продать свои активы сотовой связи, получив при этом исключительный доход от инвестиций.

Грэм распределяла деньги очень осторожно. Во время руководства компанией она поддерживала минимальный уровень дивидендов, считая, что они неэффективны с точки зрения налогообложения. Опять же стоит подчеркнуть обратную сторону этого подхода, особенно в газетной индустрии, где у семей-основателей (многие члены которых обычно зависели от дивидендных доходов) была большая доля собственности. The Washington Post Company при Грэм стабильно платила самые низкие дивиденды по сравнению с большинством конкурентов, поэтому у нее была самая высокая нераспределенная прибыль.

При распределении ее Грэм советовалась с Симмонсом, Баффетом и еще одним директором — Дэном Берком из Capital Cities. Все решения о капиталовложениях проходили строгий отбор, критерием которого были солидные доходы от инвестированного капитала. Как говорил Алан Спун: «Система находилась полностью в федеральном подчинении, и все избыточные денежные средства направлялись в головной офис. Менеджеры должны были аргументировать все программы капиталовложений. Главный вопрос формулировался так: как лучше использовать каждый следующий доллар? И компания проявляла строгость и скептицизм при ответе на него».

Такая дисциплина научила Грэм аккуратно относиться к инвестициям. В 1980-е годы многие крупные издательства тратили

сотни миллионов долларов на установку нового оборудования для печати и допечатной подготовки, позволяющего сократить срок поставки продукции и делать цветную печать. Грэм, единственная среди СЕО, воздерживалась от этого и была последней среди основных игроков, кто использовал старомодную типографскую печать. Она откладывала дорогие инвестиции в новое оборудование до тех пор, пока расходы на него не сократились, а его преимущества не были доказаны на опыте конкурентов.

Подход Грэм к приобретениям характеризовался двумя аспектами — терпение и диверсификация. Годы ее руководства компанией, начиная с момента IPO, были отмечены ростом прибыли и оценочных коэффициентов, хотя за этот период и было два серьезных спада — в середине 1970-х и в начале 1990-х. Иными словами, *стоимость* медийных активов сильно колебалась в те времена, когда Грэм была у руля компании, но она проявила себя в этих условиях как дальновидный штурман.

Уровень активности Грэм был зеркальным отражением макроэкономической ситуации, с двумя большими периодами обратного выкупа акций и приобретений (в начале и конце ее карьеры), прервавшими долгий период бездействия, на долю которого приходится бóльшая часть срока ее руководства компанией.

Вместе с советом директоров Кэтрин подвергала строгой аналитической проверке все потенциальные сделки. Как кратко сформулировал Том Майт: «Приобретения должны были приносить минимум 11% денежного дохода за десятилетний период владения данным активом без привлечения заемных средств». Этот вроде бы простой тест оказался весьма эффективным фильтром, но, как говорит Майт: «Очень мало сделок прошло через это сито. Все приобретения компании подчинялись одному правилу: ждать нужной сделки».

Как мы уже говорили, во время бума на заключение сделок в 1980-е годы Грэм предпочитала оставаться в стороне от этого процесса. Как говорит сегодня ее сын Дональд: «Если компания не заключала тогда сделок, значит, они были не очень важными. Еще одна крупная газета могла стать якорной цепью на нашей шее сегодня». Единственная инвестиция в газетный бизнес, которую The Washington Post Company сделала за эти десять лет, была весьма основательной — покупка

миноритарного пакета в Cowles Media, издателя газеты Minneapolis Star Tribune и нескольких небольших ежедневных газет. Эти акции были приобретены вне аукциона по привлекательной цене благодаря долгим отношениям между семьями Грэм и Каулес.

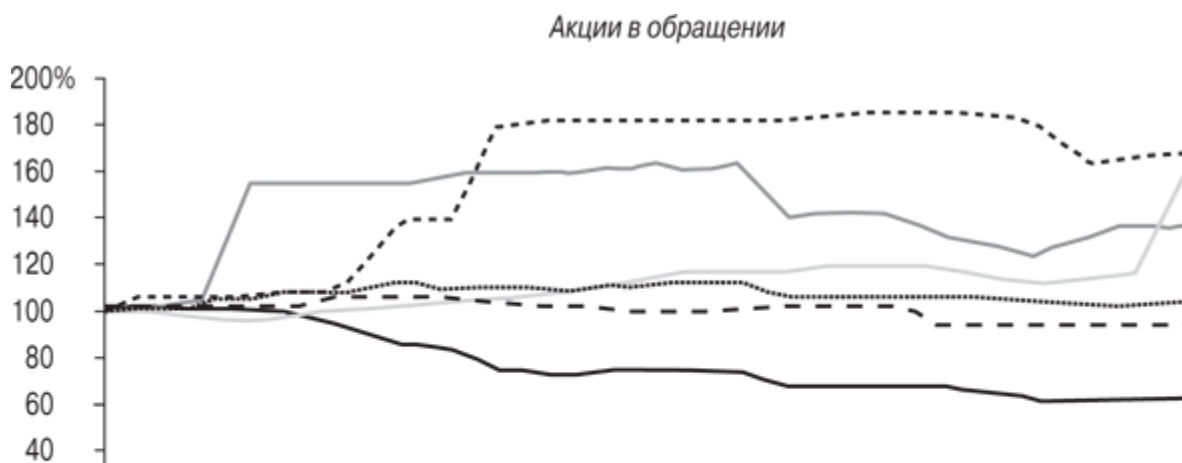
Баффет сыграл в этом направлении ключевую роль, став высшей инстанцией для Грэм в вопросах распределения денежных средств. Он взвешивал все важные решения, включая капиталовложения, а особо активное участие принимал в поглощениях. При этом Баффет не давал прямых указаний. По словам давнего члена совета директоров и партнера компании Cravath, Swaine Джорджа Джиллеспы: «Он никогда бы не сказал “Не делай этого”, но иногда более тонко, между строк, намекал: “Я, наверное, не стал бы этого делать по таким-то причинам, но поддержку тебя в любом твоём решении”. Его аргументация, однако, была неизменно убедительной и, как правило, побуждала быть сдержанным».

Большая часть поглощений The Washington Post Company под руководством Грэм привела компанию в новые сферы бизнеса, где конкуренция была не столь интенсивна, а оценки стоимости более разумны. Самыми значимыми среди таких покупок было приобретение бизнеса по подготовке к тестам и экзаменам Стенли Каплана, позволившее выйти на рынок образовательных услуг, и крупная сделка 1986 года по покупке компании Capital Cities, ставшая для Грэм отправной точкой в стремительно растущем бизнесе кабельного телевидения.

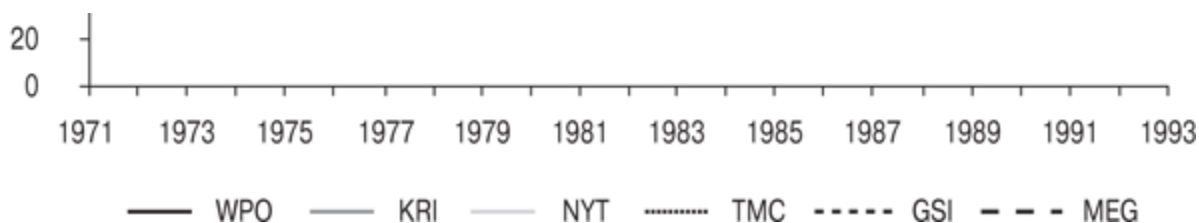
Сделка с Capital Cities была крупной и совершенно незапланированной и, как и сделка с Cowles, подчеркнула дисциплинированный подход Грэм к поглощениям. Когда Федеральное агентство по связи вынудило Capital Cities избавиться от систем кабельного телевидения после приобретения ABC, Уоррен Баффет договорился об эксклюзивном коммерческом предложении для The Washington Post Company. Грэм увидела большой потенциал у этого направления бизнеса, и, быстро проанализировав ситуацию, она и ее команда согласились приобрести системы кабельного телевидения за привлекательную цену — 1000 долларов в расчете на абонента. Важно отметить, что в сделке не участвовал ни один инвестиционный банкир.

Не свойственная Грэм покупательская активность, проявившаяся в период экономического спада в начале 1990-х, оказалась столь же показательной. Имея исключительно сильный бухгалтерский баланс, она стала активным покупателем, тогда как обремененные долгами конкуренты не могли себе этого позволить. Используя преимущества заметного снижения цен, The Washington Post Company выгодно купила несколько кабельных систем, ряд не самых успешных телеканалов в Техасе и образовательных компаний. Все эти приобретения оказались чрезвычайно выгодными для акционеров.

Обратные выкупы акций были еще одной важной статьей расходов для Грэм в распределении капитала. Как только Баффет показал убедительные доказательства прибыльности таких операций, она инициировала программу обратных выкупов. В результате Грэм создала значительную стоимость для своих акционеров, скупив огромное количество собственных акций (в конечном счете почти 40%). Бóльшая их часть была приобретена в 1970-х — начале 1980-х годов с однозначным показателем P/E. Как говорит опытный инвестор Росс Глотцбах из Southeastern Asset Management: «Не все обратные выкупы одинаковы — она же купила большими кусками и в нужное время». На рис. 5.2 видно, что Грэм была единственной в газетной индустрии, кто активно выкупал собственные ценные бумаги и кому пришлось преодолеть сильное сопротивление совета директоров. Джордж Джиллеспі объясняет: «В те дни обратный выкуп акций был явлением весьма необычным». (Баффет, доля участия которого в компании изначально составляла 13%, никогда не продавал свои акции и на сегодняшний день имеет более 22%.)







*Источник: Compustat и Center for Research in Security Prices (CRSP)*

**Рис. 5.2.** The Washington Post Company (WPO), единственная из издателей, выкупила значительный процент своих акций в обращении (38,5%)

По иронии судьбы, в начале 1980-х консалтинговая компания McKinsey рекомендовала The Washington Post Company остановить программу выкупов. Грэм следовала совету McKinsey немногим более двух лет, до тех пор пока вновь не прислушалась к совету Баффета и не возобновила эту программу в 1984 году. Дональд Грэхем считает, что столь «ценный» совет McKinsey стоил акционерам The Washington Post Company сотни миллионов долларов неполученной стоимости, и называет его «самыми дорогими консультационными услугами, которые когда-либо были оказаны!».

Если говорить о распределении ресурсов в более широком смысле слова (учитывая человеческие ресурсы), то одной из характерных управленческих черт Грэм была ее уникальная способность распознавать таланты и привлекать их в компанию и совет директоров. Она могла казаться равнодушной, но у нее было необыкновенное чутье на людей; Алан Спун даже назвал ее как-то «непревзойденным координатором». Конечно, некоторые из выбранных ею людей были настоящим эталоном истеблишмента — включая директоров, таких как бывший министр обороны Роберт Макнамара, и ряд юристов из

компании высшего дивизиона Cravath, Swaine в Нью-Йорке. Однако многие ее решения оказались явно неординарными. Особенно стоит отметить три.

Первое было принято в 1967 году, когда она назначила Бена Брэдли, молодого малоизвестного ассистента шеф-редактора Newsweek, главным редактором Washington Post вместо Рассы Уиггинса. Выбор главного редактора издания, то есть человека, который всецело берет на себя ответственность за содержание и подачу материала в нем, всегда было наиболее важным кадровым решением. Грэм пришла к заключению, что ей нужен более молодой редактор, который готов воспринимать стремительно меняющийся политический ландшафт и культуру конца 1960-х. Когда она впервые сказала об этой идее Брэдли, он с ходу ответил: «Я бы многое отдал за такую работу». Трудно себе представить более ярко выраженного антипода Уиггинса, чем Брэдли, у которого к тому же не было опыта управления газетой.

Однако Кэтрин не ошиблась. Брэдли оказался смелым редактором с хорошей интуицией и умело провел газету сквозь «новостные тернии и звезды» 1970-х. Он как магнит притягивал в издание лучшие молодые журналистские таланты. Их приток вкупе с инновациями, такими как запуск первого в стране раздела о стиле, привел к стабильному увеличению тиража на протяжении 1970–1980-х годов и стал важным генератором роста прибыли компании.

Свое второе решение Грэм приняла во время серьезного медвежьего рынка 1974 года, когда новый инвестор скупил большой пакет акций The Washington Post Company, вызвав тем самым волну беспокойства в компании. Совет директоров, который достался ей в наследство и состоял из опытных местных бизнесменов и закадычных друзей ее мужа, с подозрением отнесся к новичку Грэм. Хотя Кэтрин становилась все более напористой в журналистских делах, в вопросах бизнеса она по-прежнему часто прислушивалась к суждениям и рекомендациям.

Однако в этом случае она настояла на своем и решила встретиться с новым инвестором. К ее чести, она мгновенно распознала его уникальные способности и, вопреки рекомендациям совета директоров, пригласила в компанию, сделав своим основным

доверенным лицом и советником в бизнесе. Она дала ему лишь единственную инструкцию: «Будьте обходительным и не раньте мои чувства».

Решение принять Баффета в свой круг было в высшей степени независимым и необычным для того времени, ведь в середине 1970-х годов его практически никто не знал. Опять же, выбор наставника — крайне важный момент для любого руководителя, и Грэм сделала нестандартный, но очень хороший выбор. Как сказал ее сын Дональд: «Вычислить этого относительно неизвестного парня было гениальным, одним из лучших предпринятых ею действий».

Третьим кадровым решением — более традиционным, но не менее важным — был наем Симмонса в 1981 году. Учитывая неопытность Грэм в операционных процессах, найти правильного человека на должность исполнительного директора было особенно важно. Грэм понадобилось много времени на поиски. Она была требовательной и не стеснялась делать кадровые перестановки, она уволила четырех СОО в 1970-е годы, прежде чем нашла Симмонса. В следующие десять лет Симмонс продолжит оптимизировать операционную деятельность и наращивать рентабельность по обоим направлениям — и в газетном бизнесе, и в телевидении.

Симмонс разделял пристрастие Грэм к децентрализации и с ее одобрения поставил грамотных людей на ключевые позиции в основных подразделениях компании. Он также предоставил менеджерам свободу действий и привязал уровень их вознаграждения к результатам работы.

У The Washington Post Company исторически была склонность к децентрализации и экономному подходу при формировании штата головного офиса, уходящая корнями во времена Юджина Мейера и Фила Грэма, — оба они были абсолютно уверены в своих суждениях и не испытывали потребности окружать себя многочисленными советниками. Данная тенденция стала более профессиональной и резко выраженной в период правления Грэм и Симмонса. Грэм прикладывала немало усилий, чтобы выявить лучших людей, а затем спокойно давала им возможность работать самостоятельно. Ее сын Дональд под влиянием Баффета и Дэна Берка усилил акцент на децентрализации. Он сказал, что на сегодняшний день, по его мнению,

«The Washington Post Company — одна из самых децентрализованных компаний в стране».

Вспоминая, как отец передавал бразды правления ее 31-летнему мужу, Грэм тоже не боялась делегировать полномочия перспективным молодым менеджерам. Том Майт, который позже будет блестяще управлять подразделением кабельного телевидения, стал руководителем самого крупного инвестиционного проекта в истории компании, новой типографии в Спрингфилде, в возрасте 30 лет и сумел сэкономить на нем 30% выделенного бюджета. Алан Спун был назначен СОО компании в 39 лет, Джонатан Грейер возглавил подразделение образовательных услуг в 29 лет, а Дональд стал издателем Washington Post в 33 года.

Несмотря на явные успехи, Грэм время от времени беспокоили приступы неуверенности в себе, хотя она и руководила компанией почти 30 лет. К счастью, она была волевой, независимой женщиной и спокойно принимала нестандартные решения — например, отказалась выполнять требования бастующих, игнорировала неоднократные угрозы со стороны администрации Никсона и не обращала внимания на других издателей, когда те подвергали сомнению ее одержимость обратным выкупом акций или нерешительность в отношении поглощений. В конечном счете она оставила после себя журналистское и финансовое наследство, которому позавидовали бы все конкуренты, причем сделав это в своем особом стиле. Как сказал Бен Брэдли с задумчивой улыбкой: «Она просто очень классная».

## Постскриптум: история двух компаний

Трудно найти еще один бизнес, который за последние 20 лет настолько впал в немилость, как газетная индустрия. Некогда эталон неуязвимости (словно крепость с «широкими рвами вокруг»<sup>[43]</sup>) с огромными преимуществами на местных рекламных рынках, сейчас он находится в состоянии упадка. Крупнейшие газеты борются за место под солнцем в очень конкурентной среде, пополнившейся новыми лицами в виде сильнейших онлайн-игроков, таких как Google и т. д. Несколько крупных сетей уже объявили себя банкротами, и это продолжительное снижение не могло не отразиться на ценах акций

компаний отрасли. За последние восемь лет они упали более чем на 60%.

The Washington Post Company под руководством Дональда Грэма, конечно, не обладала иммунитетом от всех этих перемен. Тем не менее компании все же удалось показать не столь печальную динамику относительно конкурентов — за тот же период она потеряла только 40% своей стоимости благодаря сильным показателям подразделений, не связанных с издательской деятельностью.

Не стоит забывать, что CEO могут играть только теми картами, которые им сдает рынок. Дональд Грэм как глава крупной корпорации получил плохие карты, хотя благодаря прошлым усилиям Кэтрин в плане диверсификации карты эти оказались все же лучше, чем у других представителей индустрии. При этом он играл ими намного лучше конкурентов, придерживаясь принципов своей матери: делая выборочные приобретения, активно и с выгодой проводя обратные выкупы (в том числе 20% акций в обращении в 2009–2011 годах) и удерживая относительно низкий уровень дивидендов.

В отличие от него другая известная публичная компания, также представляющая собой семейный бизнес, — New York Times Company Сульцбергера — за тот же период переплатила за интернет-портал (Ask.com), построила вычурное здание для головного офиса в центре Манхэттена... и потеряла почти 90% своей стоимости.

## *ГЛАВА 6*

# ВЫКУП КОНТРОЛЬНОГО ПАКЕТА НА РЫНКЕ ЗА СЧЕТ ЗАЙМОВ

## *БИЛЛ СТИРИТЦ И RALSTON PURINA*

Если вы оказались в лодке, которая постоянно дает течь, то лучше сменить ее, чем все время заделывать пробоины.

Уоррен Баффет

В последние более чем 50 лет акции компаний — производителей потребительских товаров в упаковке<sup>[44]</sup>, включая такие известные марки, как Campbell Soup, Heinz и Kellogg, принято было считать «голубыми фишками»<sup>[45]</sup> благодаря сочетанию прогнозируемого роста, устойчивости к замедлениям экономики и стабильным дивидендам. Эти компании долго были эталоном финансового консерватизма: лишь иногда привлекали заимствования, четко выплачивали дивиденды и редко проводили обратный выкуп акций. Большинство из них следовали моде и активно расширяли сферу деятельности в 1960–1970-х годах в погоне за синергией, и многие закончили ресторанным и сельскохозяйственным бизнесом в поиске эфемерных преимуществ «вертикальной интеграции».

Ralston Purina, долгие годы занимавшаяся производством кормов для домашних животных, была типичным представителем этой группы и в начале 1980-х годов входила в список Fortune 100. В 1970-е под руководством СЕО Хэла Дина компания следовала тем же курсом, что и конкуренты. Она расходовала огромные средства, полученные от своего традиционного бизнеса, на программу диверсификации, в результате которой стала владелицей целого набора самых разных активов — от грибных и соевых хозяйств до сети ресторанов фастфуда Jack in the Box, хоккейной команды St. Louis Blues и горнолыжного курорта Keystone в Колорадо. На момент, когда Дин в 1980 году объявил о своем уходе, цена акций Ralston Purina не менялась в течение десяти лет.

В связи с заявлением Дина совет директоров компании начал активно искать ему замену, рассматривая обширный список кандидатов как внутри P&G, так и за ее пределами. По мере развертывания поиска количество претендентов росло (в их число вошел и Том Уайман, ставший позднее CEO компании CBS). Когда процесс подбора уже близился к концу, один давний сотрудник компании, который даже не был потенциальным внутренним кандидатом, существенно увеличил свои шансы на успех. По собственной инициативе он подал на рассмотрение совету директоров конспект, где детально изложил свою стратегию развития компании. После прочтения этого документа влиятельный директор Мэри Лоуренс (основатель рекламного агентства Wells, Rich, Greene) отправила ему телеграмму: «В яблочко». В течение нескольких дней Билл Стиритц получил эту должность.

Траектория развития карьеры Билла Стиритца не похожа на путь, проделанный другими описанными в этой книге CEO. Стиритц проработал в компании 17 лет, прежде чем стать ее CEO в 47-летнем возрасте. За этой, казалось бы, поступательной и вполне традиционной биографией скрывался человек с независимым складом ума, ставший в итоге инициатором серьезных перемен. Когда он возглавил компанию, никто и помыслить не мог, какие радикальные трансформации в Ralston за этим последуют и какое влияние он окажет на конкурентов в производстве продуктов питания и в индустрии потребительских товаров в упаковке в целом.

У Стиритца было необычное для CEO образование. Отучившись всего год в Университете Арканзаса, он ушел служить в ВМС на четыре года. Любопытно, что за время службы он довел до совершенства умение играть в покер и умудрился накопить денег для оплаты обучения. Отслужив, он продолжил учебу в Северо-Западном университете, который окончил с дипломом по специальности «экономика и управление». У него не было степени MBA. При этом коллеги и аналитики с Уолл-стрит нередко называли его «умником», и словно в подтверждение тому Стиритц все же получил магистерскую степень по европейской истории в Сент-Луисском университете (к этому моменту он уже перешагнул 30-летний возрастной рубеж).



После Северо-Западного университета Стиритц работал в Pillsbury Company, начав с раскладывания круп на полках магазинов в Северном Мичигане. По его мнению, этот стартовый опыт помог лучше понять основные составляющие каналов дистрибуции. Затем его назначили менеджером по выпуску продукции (product manager), благодаря чему он получил представление о маркетинге потребительских товаров в упаковке. Решив узнать специфику медийного и рекламного бизнеса, он через два года ушел в рекламное агентство Gardner Advertising в Сент-Луисе. Во время работы в Gardner проявился его интерес к количественному подходу в маркетинге. Он стал одним из первых пользоваться рейтингами, которые составляла компания Nielsen, и досконально изучил взаимосвязь между долей на рынке и затратами на продвижение продукции.

Стиритц присоединился к Ralston Purina в 1964 году в возрасте 30 лет. Он пришел в подразделение, занимавшееся крупами и кормами для животных и долгое время считавшееся не самым перспективным для Ralston. Проработав несколько лет на ответственных должностях, он стал генеральным менеджером этого направления в 1971 году. За время его руководства бизнес существенно вырос, а операционная прибыль увеличилась в *50 раз* благодаря запуску новых продуктов и расширению ассортимента.

Стиритц лично контролировал разработку кормов Purina Puppy и Cat Chow — двух наиболее успешных продуктов за всю историю этой индустрии. Он обладал аналитическим складом ума, имел врожденную способность оперировать цифрами и отличался не самым покладистым характером. Все это помогло ему за покерным столом и сослужит хорошую службу, когда он станет CEO.

Заняв пост CEO в 1981 году, Стиритц сразу же приступил к реструктуризации компании. Он оценил привлекательные экономические аспекты портфеля ее брендов и оперативно провел реорганизацию в тех подразделениях, которые, на его взгляд, предлагали сочетание высокой рентабельности и низкой потребности в капитале. Отказавшись от стратегии своего предшественника, он решил избавиться от подразделений, которые не отвечали его критериям с точки зрения прибыльности.

В первые годы руководства Стиритц продал сеть ресторанов фастфуда Jack in the Box, грибные хозяйства и хоккейный клуб St. Louis Blues. Продажа Blues была воспринята Уолл-стрит и местным бизнес-сообществом как сигнал о том, что новый CEO будет использовать свой особый подход к управлению Ralston.

Стиритц продолжил продажу непрофильных активов, включая соевые хозяйства, рестораны и продовольственные подразделения, в результате чего Ralston стала компанией исключительно брендовой продукции. В этом отношении он очень напоминал Уоррена Баффета в его первые дни в Berkshire Hathaway, когда тот перенаправлял капитал из текстильного бизнеса с низкой доходностью в более прибыльные отрасли — страхование и медиа.

С начала 1980-х годов, после первого раунда разукрупнений, Стиритц заключил две солидные сделки на общую сумму, равную 30% совокупной стоимости Ralston; обе они были в значительной степени профинансированы за счет заимствований. Одна из этих сделок — с производителем хлебобулочных изделий компанией Continental Baking — добавила в линейку Ralston бренды Twinkies и Wonder Bread. Стиритц купил Continental у многоотраслевого конгломерата ИТТ, где эта компания была единственным бизнесом потребительских товаров в упаковке. Под управлением Ralston дистрибуция Continental была расширена, избыточные затраты устранены, новые продукты выведены на рынок, а денежный поток существенно вырос. Все это создавало значительную стоимость для акционеров.

В 1986 году Стиритц совершил свою самую крупную за все время покупку, приобретя подразделение Energizer Battery у компании Union Carbide за 1,5 млрд долларов (эквивалентно 20% стоимости Ralston). В то время Union Carbide испытывала серьезные трудности после катастрофы в Бхопале<sup>[46]</sup>, а ее бизнес батареек даже при сильном бренде давно стал непрофильным балластом. Как и ИТТ, Union Carbide была мотивированным продавцом, не имевшим достаточного опыта в маркетинге потребительских товаров. Стиритц выиграл аукцион по продаже этого актива, заплатив за него, надо сказать, максимально возможную цену. Он считал приобретение выгодным, поскольку оно предлагало удачное сочетание факторов: растущий рынок с двумя

основными игроками на нем (дуополия) и недостаточный уровень операционного управления.

Как и в ситуации с Continental, Стиритц занялся улучшением продукции Energizer, усилением маркетинговой поддержки (включая создание и запуск знаменитой «рекламной кампании с кроликом»), расширением дистрибуции и сокращением избыточных расходов. Все это завершило первый этап реструктуризации Ralston, и к концу 1980-х процент выручки Ralston от сегмента потребительских товаров в упаковке увеличился почти до 90%.

Эта трансформация удивительным образом сказалась на ключевых операционных показателях Ralston. Когда компания сместила акцент в пользу брендовой продукции, рентабельность прибыли до налогообложения выросла с 9 до 15%, а доходность собственного капитала увеличилась более чем в два раза (с 15 до 37%). На фоне сокращения общего количества бумаг компании это вызвало исключительный рост прибыли в расчете на акцию (EPS) и доходности для акционеров.

В конце 1980-х Стиритц продолжил оптимизировать портфель брендов, проводя выборочные разукрупнения и приобретения. Бизнес-подразделения, не способные гарантировать приемлемый уровень доходности, были проданы или закрыты. Разукрупнения затрагивали экономически неэффективные продуктовые бренды (в том числе подразделение замороженных морепродуктов Van de Kamp — на редкость ошибочное приобретение) и доставшегося в наследство производителя сельскохозяйственных кормовых добавок Purina Mills, отличавшегося стабильно низкими доходами и ограниченными перспективами роста. Стиритц сосредоточился на основных направлениях бизнеса: производстве батареек и кормов для животных (с прицелом на международные рынки, которые на тот момент еще не были в полной мере освоены). При принятии всех этих решений он руководствовался тщательным анализом потенциальной доходности, которую могли бы получить акционеры.

На протяжении 1990-х Стиритц время от времени проводил обратные выкупы акций и сделки по приобретению, а также начал внедрять относительно новую практику выделения активов, позволяющую оптимизировать портфель брендов. Стиритц пришел к

выводу, что даже при относительно децентрализованной корпоративной структуре некоторые бизнесы Ralston не получали должного внимания ни от Уолл-стрит, ни от самой компании. Чтобы исправить положение и минимизировать налоги, Стиритц стал использовать политику выделения активов.

В ходе этого процесса подразделение отделялось от материнской компании в отдельную корпоративную единицу. Акционеры материнской структуры получали соответствующее их доле участие в новой компании и могли сами принимать решение — оставить или продать эти акции. Важно отметить, что процесс выделения активов позволял выявить стоимость небольших бизнес-единиц, лучше организовать систему вознаграждения для руководства и, что немаловажно, отсрочить выплату налога на доходы от прироста капитала.

Стиритц начал программу выделения активов в 1994 году. Тогда решено было вывести бренд сухих завтраков Chex и сегмент горнолыжных курортов в образование под названием Ralcorp. Стиритц остался президентом новой компании, у которой был свой совет директоров и два CEO. Он и далее продолжил оптимизировать портфель активов Ralston, продав за рекордную цену в 1998 году оставшиеся сельскохозяйственные объекты (включая стремительно растущий бизнес по развитию протеиновых технологий) компании DuPont, вновь избежав при этом налога на доходы от прироста капитала.

Его последним и самым значительным шагом по разукрупнению стало выделение в 2000 году Energizer Holdings, стоимость которого в то время составляла 15% совокупной стоимости Ralston. Все новообразованные публичные компании показали очень хорошую динамику, а стоимость Ralcorp, некогда вобравшей в себя выделенные активы, на сегодняшний день оценивается в 5 млрд долларов.

Благодаря всем этим решениям Ralston на заре нового тысячелетия превратилась в безусловного лидера на рынке США среди компаний, специализирующихся на производстве кормов для животных. При реализации программы по выделению активов Стиритц понимал, что все это может сделать основной бизнес Ralston более привлекательным для потенциального покупателя. Именно так и получилось, когда в

2001 году к нему обратилась компания Nestlé. После долгих переговоров (которые Стиритц традиционно вел сам) швейцарский гигант согласился заплатить за Ralston рекордную сумму в 10,4 млрд долларов. Этот показатель превысил денежный поток компании в 14 раз, а сама сделка стала кульминацией «эпохи Стиритца в Ralston».

В то время как конкуренты показывали неплохую доходность, у Стиритца она была исключительной. За 19 лет пребывания у руля компании он превратил ее в хорошо налаженный, современный бизнес, что не замедлило сказаться на цене акций. Как показывает рис. 6.1, доллар, инвестированный в то время, когда Стиритц стал CEO, 19 лет спустя стоил бы 57 долларов. Это подразумевает совокупную доходность в 20%, опережающую показатели как конкурентов (17,7%), так и S&P (14,7%).

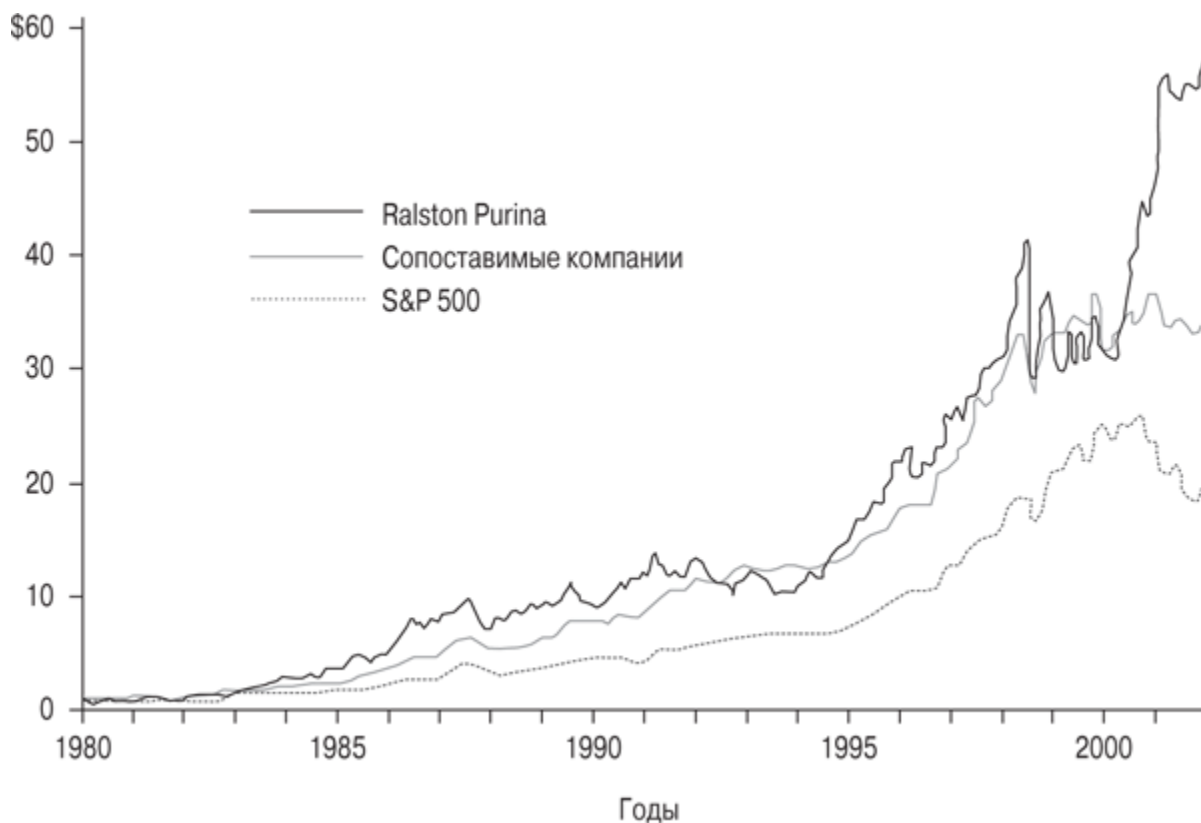


Рис. 6.1. Стоимость вложения \$1 в Ralston Purina

## Основные слагаемые успеха

Для Майкла Мобуссена, ныне известного инвестора в Legg Mason, компания Ralston и личность самого Стиритца стали предметом

первого исследования в Drexel Burnham в середине 1980-х. Он был восхищен свободомыслием этого CEO и подробно изучил его деятельность и подходы к распределению капитала (кстати, во многом опираясь на результаты исследований своего наставника Алана Гредитора — аналитика Уолл-стрит, чье мнение Стиритц очень уважал).

Когда Мобуссена попросили кратко сформулировать, что, по его мнению, выделяло Стиритца на фоне остальных, он сказал: «Эффективное распределение капитала... требует определенного темперамента. Чтобы быть успешным, вы должны думать как инвестор — беспристрастно и на перспективу, с абсолютным спокойствием. У Стиритца именно такой склад ума».

Сам Стиритц сравнивал распределение капитала с игрой в покер, в которой ключевую роль играли способности рассчитывать шансы, предугадывать поведение людей и делать крупные ставки, когда шансы всецело складываются в вашу пользу. Он был активным покупателем, столь же комфортно чувствующавшим себя, продавая или отделяя те компании, которые могли отправиться в свободное плавание, на его взгляд.

Как однажды отметила аналитик Goldman Sachs Номи Гез, бизнес по производству продуктов питания считается прибыльным и прогнозируемым, но традиционно имеет невысокие темпы роста. Стиритц единственный среди CEO публичных компаний отрасли отметил для себя эту закономерность и разработал новый подход к оптимизации акционерной стоимости. На самом деле он коренным образом изменил традиционную парадигму, активно привлекая долговое финансирование для наращивания доходности собственного капитала, отделяя наименее прибыльные компании, приобретая родственные бизнесы и проводя обратный выкуп акций. Тем самым он повторил приемы первых частных фондов прямых инвестиций, включая Kohlberg Kravis Roberts (KKR): они успешно выявили на рынке производителей товаров в упаковке, показывающих отстающую динамику (Beatrice Foods и позднее RJR Nabisco), и провели одни из первых и самых крупных выкупов контрольных пакетов акций, финансируемых за счет заемных средств (LBO)<sup>[47]</sup>. Интересно

отметить, что и Стиритц выставлял заявки на покупку Beatrice и RJR, но они оказались ниже по цене (его заявки на приобретение Gillette и Gatorade также не принесли результатов).

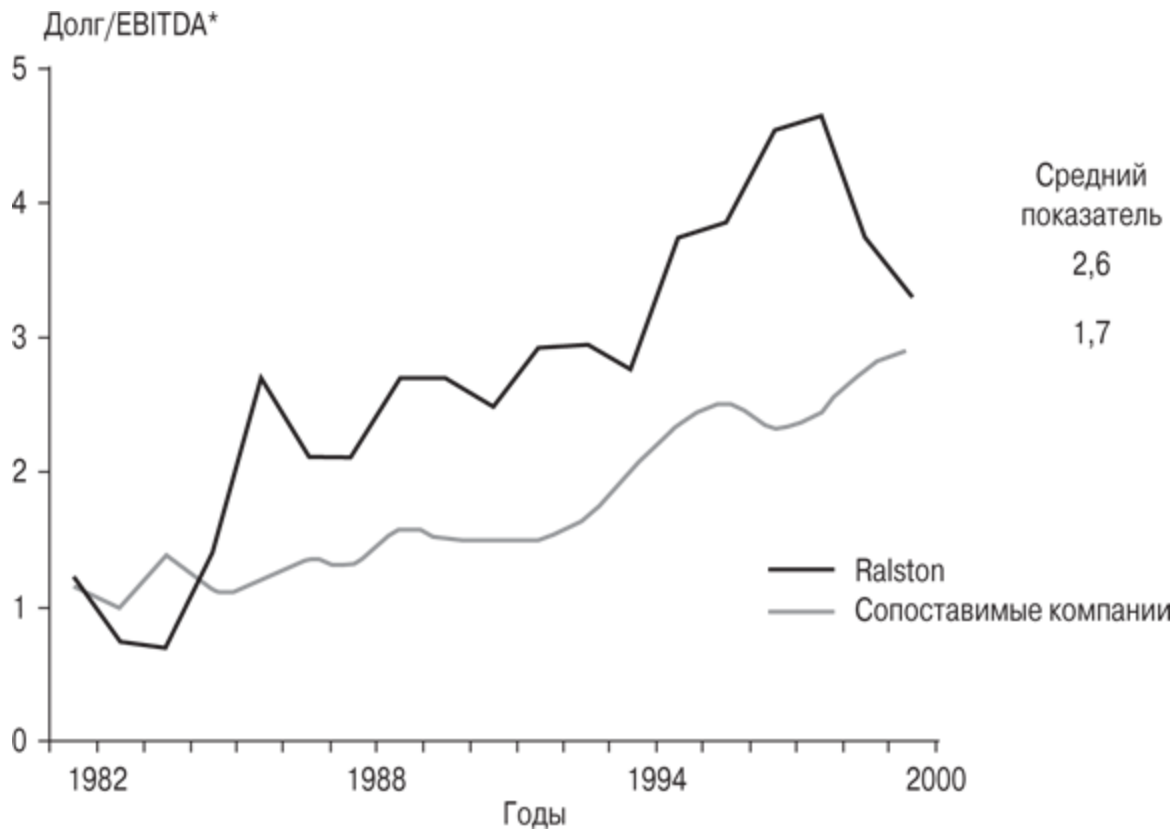
Основными источниками финансовых средств в Ralston во времена Стиритца были внутренние денежные потоки, заимствования и, в особенности на раннем этапе, поступления от продажи активов.

На протяжении всего периода пребывания Стиритца на посту CEO денежные потоки компании от операционной деятельности приносили постоянный и растущий доход. Под его руководством рентабельность заметно улучшилась благодаря как смещению акцента в пользу брендовой продукции, так и децентрализации бизнеса. К моменту продажи Ralston концерну Nestlé компания имела самую высокую рентабельность среди производителей потребительских товаров в упаковке.

В своем отношении к займам Стиритц был пионером среди CEO отрасли, отличавшейся крайне консервативным финансовым менеджментом. Он пришел к выводу, что разумное привлечение заимствований значительно увеличивает доходность для акционеров, а бизнесы с прогнозируемым потоком денежных средств вполне могут наращивать объем долга. Стиритц активно использовал займы для финансирования обратных выкупов акций и приобретений, включая две самые крупные сделки — покупку Energizer и Continental. Как показано на рис. 6.2, Ralston во времена Стиритца стабильно удерживала высокое для индустрии отношение долга к денежному потоку.

Подход Стиритца к продажам активов и разукрупнениям со временем эволюционировал. Он начинал с продаж непрофильных компаний (грибных хозяйств и хоккейной команды), не отвечавших его критериям прибыльности, что позволило обеспечить Ralston необходимым финансированием. В этом отношении для Стиритца не было каких-то неприкосновенных объектов (включая полученную по наследству компанию — производителя кормовых добавок). «Стиритц продал бы все что угодно за адекватную цену», — иронично заметил Мобуссен. В то время Стиритц был сосредоточен на отчуждении непрофильных подразделений по максимально возможной цене и перенаправлении капитала в высокодоходные компании по

производству товаров в упаковке (Energizer и бренды Continental Baking).



\* Коэффициент «Долг/ЕБИТДА» подсчитан как соотношение ЕБИТДА и показателя, учитывающего счета к оплате, текущую часть долгосрочной кредиторской задолженности и долгосрочные долговые обязательства.

Источник: Center for Research in Security Prices (CRSP) и данные компании

**Рис. 6.2.** По уровню долга Ralston стабильно опережала конкурентов

Со временем Стиритц пришел к выводу, что продажи активов не столь эффективны с точки зрения налогообложения, и переключился на выделение компаний в самостоятельные бизнес-единицы. По его мнению, это давало простор предпринимательской энергии и креативности, а также позволяло отсрочить выплаты налогов на доходы от прироста капитала. С самого начала Стиритц был сторонником децентрализации, боролся с бюрократией и предоставлял автономию менеджерам ключевых подразделений. Он рассматривал выделение активов как дальнейшее движение в этом направлении, «окончательную децентрализацию», дававшую сотрудникам и



акционерам возможность получать компенсацию непосредственно по результатам работы, что было бы просто невозможно в условиях сложной структуры конгломерата материнской компании.

Стиритц проявил себя и как весьма прозорливый продавец. После всплеска разукрупнений в начале 1980-х он продавал активы лишь дважды, и обе эти сделки были значительны по размеру. Первой из них стала продажа бизнеса по развитию протеиновых технологий компании DuPont, которая заплатила за него очень высокую цену (при этом оплата производилась акциями, что откладывало налоговые выплаты на прирост капитала). Второй сделкой стала продажа Ralston компании Nestlé за рекордную цену — свыше 10 млрд долларов. Хотя сегодня Стиритц и признает, что цена эта оказалась более чем привлекательной, он сожалеет, что не было договоренности об использовании акций в качестве средства платежа. Это было бы очень выгодно для акционеров Ralston, учитывая мощь бизнеса Nestlé и возможность получить отсрочку по налоговым выплатам.

Денежные средства компании Стиритц направлял на обслуживание долга, внутренние капитальные расходы и (минимальные) дивидендные выплаты. Помимо этого, были еще две области использования капитала — обратные выкупы акций и приобретения. В обоих случаях Стиритц придерживался рационального подхода.

Можно сказать, что с точки зрения обратных выкупов он стал пионером в своей индустрии. В начале 1980-х годов это явление вызывало неоднозначную оценку в деловых кругах; как сказал тогда один из директоров Ralston: «Почему вы хотите урезать компанию? Разве не существует других методов роста?» Стиритц же, напротив, считал обратные выкупы самыми надежными инвестициями, которые он только мог сделать, и, после того как убедил в этом совет директоров, стал активно выкупать акции. В конечном счете он выкупит 60% бумаг Ralston (среди героев этой книги его опередил только Генри Синглтон) и немало заработает на этом — в среднем долгосрочная внутренняя норма доходности (IRR) этих вложений составит 13%.

Стиритц был бережливым во всем и предпочитал крупным тендерам нерегулярные покупки на открытом рынке. Он приобретал акции в те моменты, когда их P/E достигали циклических минимумов,

и даже лично вел переговоры о льготах по брокерским комиссиям для таких выкупов.

По его мнению, обратные выкупы были своего рода индикатором при оценке эффективности других инвестиционных решений, в том числе о поглощениях. Патрик Мулкахи, долгое время проработавший заместителем Стиритца, отмечал: «Ситом, через которое мы пропускали любую идею об инвестициях, была доходность от обратного выкупа акций. Если приобретение с определенной долей вероятности могло достичь этого уровня, то оно того стоило». И наоборот, если потенциальная доходность сделки не превышала в значительной степени данный показатель, то от нее отказывались.

Стиритц всегда фокусировался на покупке компаний, способных, как он считал, стать процветающими благодаря маркетинговому опыту и каналам дистрибуции Ralston. Он предпочитал бизнесы, управлению которыми прежние владельцы не уделяли должного внимания. Не случайно два его самых крупных приобретения (Continental Baking и Energizer) были на момент заключения сделок небольшими подразделениями внутри гигантских конгломератов. Долгосрочная доходность от них оказалась огромной: 21% у Energizer за 14 лет и 13% у Continental за 11-летний период.

Как правило, Стиритц искал объекты для сделок путем прямого контакта с продавцами, стараясь избегать конкурсные торги. Так, например, поглощение Continental Baking произошло в обход аукциона благодаря письму, которое он написал президенту ИТТ Рэнду Эраскогу.

Стиритц считал, что следует хвататься только за те возможности, которые сулили серьезную отдачу по консервативным прогнозам. Он презрительно относился к фальшивой точности детальных финансовых моделей, обращая внимание лишь на темпы роста рынка, конкуренцию, перспективы улучшения операционной деятельности и генерируемый денежный поток. «Я по-настоящему беспокоился только об основных прогнозах, выбрав этот подход. Прежде всего я хотел знать о ключевых тенденциях рынка: его росте и конкурентной динамике», — признавался он.

Патрик Мулкахи весьма любопытно описывал процесс приобретения Energizer: «Когда появилась возможность заключить эту сделку, мы встретились небольшой группой в час дня и получили

пакет документов от продавца. Изучив их, мы построили простую модель, позволяющую оценить покупку контрольного пакета за счет заемных средств. Мы собрались вновь в 4 часа дня и предложили за актив 1,4 млрд долларов. Вот так все просто. Мы знали, на чем должны сфокусироваться. Никаких глубинных исследований и банкиров». Опять же, подход Стиритца (похожий на подходы Тома Мерфи, Джона Мэлоуна, Кэтрин Грэм и других) предполагал акцент на ключевых параметрах, для оценки которых понадобился бы лишь один лист бумаги, а не сорокастраничный сборник прогнозов.

Стиритц во многом адаптировал приемы, характерные для частных фондов прямых инвестиций. Мулкахи писал об этом так: «То, как Стиритц управлял Ralston, отчасти напоминало выкупы контрольных пакетов акций, финансируемые за счет заемных средств. Он был одним из первых, кто увидел выгоду для акционеров в использовании займов в тех случаях, когда потоки денежных средств компании были мощными и предсказуемыми... Он просто избавился от подразделений с отрицательными денежными потоками (независимо от их происхождения)... и сделал акцент на инвестициях в существующие сильные структуры. Для этого он проводил масштабный обратный выкуп акций и редкие приобретения, если они отвечали его требованиям в части доходности».

Стиритц удачно сочетал в себе прекрасное знание маркетинга товаров в упаковке и финансовую хватку. Он использовал в работе новые показатели, такие как EBITDA и внутренняя норма доходности (IRR), ставшие общепринятыми в зарождающейся индустрии частных фондов прямых инвестиций, и не принимал в расчет традиционные бухгалтерские статьи (объявленную прибыль и балансовую стоимость), на которые в то время обращали внимание на Уолл-стрит. Так, однажды во время своего редкого появления на отраслевой конференции он заявил: «Балансовая стоимость собственного капитала не имеет никакого значения в нашем бизнесе». «Это утверждение было встречено молчанием потрясенной публики», — вспоминает аналитик Джон Бирбуссе. А Мобуссен добавляет: «Нужно иметь определенную силу духа, чтобы оценивать прошлые балансовые стоимости, прибыли на акцию (EPS) и другие стандартные показатели, которые отнюдь не всегда коррелируют с экономической реальностью».

Стиритц был очень независимым, не прислушивался к советам и считал, что люди переоценивают значимость харизмы для CEO. По его мнению, в основе основ лежат аналитические способности: «Без них руководители зависят от своих банкиров и финансовых директоров». Стиритц видел, что многие CEO пришли из функциональных областей (юридической, маркетинга, производства, продаж), где такого рода аналитические способности не требовались. Однако без них, считал он, CEO оказывались крайне нефункциональны. Его девиз был прост: «Лидерство — это анализ».

Независимый склад ума Стиритца с годами трансформировался в стойкую подозрительность, особенно к инвестбанкирам, которых он однажды описал как «паразитирующих». Он старался прибегать к услугам консультантов как можно реже и только целенаправленно, детально обсуждая вопрос их вознаграждения (как в случае с многомиллиардной сделкой с Nestlé). При этом для разных сделок он обращался к разным банкирам, чтобы не культивировать в ком-то из них излишнюю самоуверенность.

Известен тот факт, что на важных переговорах по комплексной предынвестиционной оценке (due diligence) Стиритц появлялся в гордом одиночестве, тогда как с противоположной стороны выступала целая толпа банкиров и юристов. В подобные моменты он поистине наслаждался своей оригинальностью. Банкир из Goldman Sachs как-то рассказал об одном таком заседании, где обсуждался вопрос продажи RJR Nabisco: Стиритц пришел в переговорную офиса Goldman один, вооруженный только желтым блокнотом, и начал пункт за пунктом проговаривать ключевые моменты до тех пор, пока не сделал финального предложения и не отправился спать. Он получал большое удовольствие от инвестиционного процесса и после продажи Ralston активно занимался инвестиционным партнерством.

Стиритц ревностно оберегал свое личное время. Он сторонился популярности, избегал незапланированных встреч и обедов в неформальной обстановке, поскольку не видел в этом смысла и считал «пустой тратой времени». Зато он всегда находил возможность посетить заседания совета директоров, рассматривая это как уникальный шанс узнать последние веяния и задачи.

Он был очень восприимчив к новым идеям вне зависимости от их происхождения. Аналитик индустрии Джон Макмиллин однажды написал: «Есть люди-инноваторы, а есть те, кто заимствует идеи у других. Стиритц относится к тем и другим (и это стоит расценивать как комплимент)».

Стиритц старался не общаться с представителями Уолл-стрит и сохранял, говоря словами аналитика Джона Бирбуссе, «свой загадочный образ» — редко разговаривая с аналитиками, практически не посещая конференции и никогда не публикуя квартальных прогнозов.

К концу 1990-х взгляды Стиритца стали очень популярны в деловом мире, и буквально все его конкуренты внедрились разные версии его стратегии: отчуждая непрофильные активы, проводя обратный выкуп акций и приобретая компании, дополняющие их основные продуктовые линейки. Неудивительно, что в 2001 году, когда его стратегия завоевала широкое признание в отрасли, а оценочные коэффициенты компании взлетели до небес, Стиритц резко изменил курс и продал Ralston концерну Nestlé за рекордную сумму, в очередной раз оставив в недоумении своих конкурентов.

## Недавний пример: Sara Lee

Коллеги по индустрии по сей день пытаются подражать Стиритцу. Недавний (и, возможно, последний) такой пример в отрасли — компания Sara Lee. За пять лет она под руководством двух CEO (Бренды Барнс и Марселя Смитса) распродала непрофильные филиалы, провела обратный выкуп 13% акций, поддерживала относительно высокий уровень заимствований и обеспечивала акционерам такой уровень доходности, который превзошел результаты сопоставимых компаний. На момент написания этой книги Sara Lee отклонила предложение о покупке от консорциума частных инвестиционных компаний, несмотря на то что озвученная сумма сделки предполагала существенную премию к цене ее акций. Вместо этого Sara Lee объявила, что намерена выделить высокорентабельное подразделение по выпуску кофе и чая в самостоятельную структуру и выплатить значительные единовременные дивиденды. Звучит знакомо?

## *ГЛАВА 7*

# ОПТИМИЗАЦИЯ СЕМЕЙНОГО БИЗНЕСА

## *ДИК СМИТ И GENERAL CINEMA*

Удивительно, какую стоимость может создать небольшая группа по-настоящему талантливых людей.

Дэвид Уорго, Putnam Investments

В 1962 году Филипп Смит неожиданно умер от сердечного приступа. Он приехал в Бостон из России в 1908 году, первое время перебивался случайными заработками, а затем нашел себя в зарождающемся бизнесе кинотеатров. Сначала он работал швейцаром, потом дорос до должности билетера и в конце концов стал генеральным менеджером кинотеатра в центре Бостона. В 1922 году, за пять лет до того как Эл Джолсон «сломал звуковой барьер» в кинематографе<sup>[48]</sup>, Смит одолжил денег у друзей и родственников и открыл кинотеатр в районе Норт-Энд в Бостоне.

В течение следующих сорока лет Смит строил успешную киносеть, начав с Новой Англии и продвигаясь на Средний Запад. Он был пионером в открытии кинотеатров для автомобилистов (кино под открытым небом) и заработал репутацию эксперта в этой области. За год до смерти он сделал компанию публичной, чтобы привлечь капитал для строительства дополнительных кинотеатров под открытым небом. После внезапной кончины Смита в возрасте 62 лет его сын Дик возглавил General Drive-In, как тогда называлась компания. Ему было на тот момент 37 лет.

За 43 года в должности CEO он безоговорочно победил рынок и Джека Уэлча, показав отличные результаты и опередив S&P более чем в 11 раз. Дик Смит достиг всего этого, работая в публичной компании, относящейся к семейному бизнесу. Он руководил General Drive-In так, словно она была частным бизнесом, и демонстрировал уникальную выдержку при распределении денежных средств, вкладывая капитал в

не связанные с профильной деятельностью проекты — сначала в кинотеатры в торговых центрах, а затем в иные направления бизнеса.

Смит будет чередовать долгие периоды бездействия с периодическими крупными сделками. За время пребывания на посту CEO он сделает три существенных приобретения (одно в конце 1960-х, одно в середине 1980-х и одно в начале 1990-х) в неродственных бизнесах: безалкогольные напитки (American Beverage Company), розничная торговля (Carter Hawley Hale) и издательское дело (Harcourt Brace Jovanovich). Эта серия сделок превратила региональную компанию кинотеатров под открытым небом в очень успешный конгломерат.

Как мы знаем, деловой мир буквально усеян «обломками компаний», которые тщетно пытались приобрести бизнесы за пределами своих отраслей. Такие сделки ради диверсификации, как известно, трудно осуществить (вспомните о Time Warner и AOL), но Смит стал мастером в этом вопросе. Период его руководства General Cinema можно рассматривать как длительный процесс последовательной реорганизации или череду своевременных выходов с рынка, один из которых был сделан в конце 1980-х годов и по одному в 2003 и 2006 годах. Эта стратегия попеременных расширений и уменьшений бизнеса, диверсификаций и разукрупнений, была крайне необычной (хотя в чем-то и напоминала модель Генри Синглтона в Teledyne) и обеспечила акционерам General Cinema высочайшую доходность.

Дик Смит родился в Ньютоне (штат Массачусетс) в 1924 году. Он был старшим сыном в семье и с раннего возраста работал по выходным и на каникулах на семейный бизнес. Он пошел в частную школу в Кембридже (штат Массачусетс) и окончил Гарвардский университет по инженерной специальности в 1946 году. Был инженером ВМС во время Второй мировой войны, а после ее окончания отказался от обучения на программе МВА и вернулся в семейный бизнес. В 1956 году, когда Смицу исполнилось 32 года, отец сделал его партнером.

После смерти отца Смит активно занимался расширением сети кинотеатров компании, размещая их в пригородных торговых центрах, и был в этом первопроходцем. Он первым в индустрии понял, что



пригородные кинотеатры имеют немало преимуществ с учетом демографических тенденций, и разработал в связи с этим и два революционных метода работы.

Один из них касался финансирования. Традиционно акцент делался на владении землей, на которой находился кинотеатр, позволяя контролировать активы в долгосрочной перспективе и получать доступ к ипотечным кредитам. Смит, однако, осознал, что удачно расположенный кинотеатр может быстро принести прогнозируемый денежный поток. Он первым стал использовать лизинговое финансирование для строительства, существенно сократив тем самым начальные инвестиции. Это позволило ему быстро и с минимальными капиталовложениями увеличить число кинотеатров General Cinema.

Второй предложенный им передовой метод предполагал рост количества экранов в кинотеатрах, что позволило бы привлечь бóльшую аудиторию. В результате этих инноваций General Cinema получала исключительные доходы от инвестиций в новые кинотеатры на протяжении 1960-х и вплоть до начала 1970-х годов. Правда, к концу 1960-х Смит пришел к выводу, что рост кинотеатров вряд ли будет продолжаться до бесконечности. Он начал диверсифицировать свой бизнес и выходить в новые сферы деятельности, сулившие привлекательные долгосрочные перспективы.

Поворотным моментом для Смита стала покупка расположенной в Огайо компании American Beverage Company (ABC) в 1968 году, самого крупного в стране независимого завода по розливу напитков Pepsi. Смит был знаком с бизнесом безалкогольных напитков (они продавались в кинотеатрах) и, когда узнал, что ABC выставляется на продажу, медлить не стал. Переговоры он провел самостоятельно, а сама сделка выглядела убедительной (привлекательная цена в пять раз больше денежного потока) и довольно крупной (более 20% стоимости компании на тот момент). Применяв свои знания в сфере недвижимости, Смит профинансировал покупку путем продажи / обратной аренды производственных мощностей ABC и до сих пор по праву гордится этой операцией.

Сделка с ABC вывела Смита на новый уровень. Он полюбил бизнес безалкогольных напитков, который был олигополией с высокой доходностью капитала и долгосрочной тенденцией роста. Более всего

ему нравилась внутренняя динамика завода Pepsi, который был поделен на части и имел много владельцев во втором и третьем поколениях (все они являлись потенциальными продавцами своих долей). Поскольку Pepsi была брендом номер два, ее франшизы зачастую продавались по более низкой стоимости, чем Соке.

Купив ABC, Смит получил серьезную *компанию-платформу*, к которой можно было легко и эффективно добавлять другие структуры. По мере того как ABC стала получать преимущества от увеличения масштабов производства, Смит понял, что может приобрести новые франшизы. По его расчетам, он мог осуществить покупку даже при высоких коэффициентах, предлагаемых продавцом, после чего снизить фактическую стоимость приобретения путем сокращения издержек, экономии на налогах и использования маркетингового опыта. Исходя из этих соображений, Смит активно скупал франшизы, включая American Pepsi в 1973 году, Pepsi Cola Bottling Company и франшизу в Вашингтоне в 1977 году.

Смит и его команда были маркетологами-новаторами и эффективно управляли операционной деятельностью. Компания постоянно искала пути уменьшения расходов — например, решила снизить цену на железные банки для напитков и покупать сахар напрямую на международных рынках, чтобы избежать ценовой накрутки со стороны материнской компании. В результате ABC лидировала по показателям рентабельности. Вдобавок к франшизе Pepsi Смит приобрел франшизы других напитков (7 Up и Dr Pepper), а в 1967 году компания стала партнером крупнейшего производителя апельсинов и начала выпускать апельсиновый напиток Sunkist, который вывела на рынок через свою сеть дистрибуции. В общей сложности в запуск Sunkist ABC инвестировала 20 млн долларов, а в 1984 году продала ее компании Canada Dry за 87 млн долларов, получив существенный возврат на инвестиции.

Как только выпуск безалкогольных напитков был налажен, Смит начал искать еще один бизнес, который мог бы добавить «третью ножку к стулу» General Cinema. В результате в конце 1970-х — начале 1980-х годов компания заключила ряд небольших сделок в медиабизнесе, купив несколько телеканалов и радиостанций. Осторожный подход Смита в отношении цен уберег General Cinema от

уплаты двухзначных коэффициентов, характерных на тот момент для индустрии вещания. Хотя их маленький портфель медиаинвестиций принес очень хорошую доходность, компания никогда не была в этом сегменте основным игроком, — «упущенная возможность», как сказал Боб Бек, опытный инвестор из Putnam Investments.

Со временем подход Смита к приобретениям совершенствовался. С начала 1980-х он и его команда сфокусировались на периодических крупных сделках поглощения и серии миноритарных инвестиций в публичные компании, которые, по его мнению, были недооценены. Это была попытка диверсификации, а свою стратегию Смит назвал *инвестициями с вовлеченностью в процесс*. Идея заключалась в том, чтобы сделать значительные миноритарные инвестиции, занять место в совете директоров компании и вместе с ее руководителями заниматься созданием стоимости и улучшением операционной деятельности.

В первой половине 1980-х Смит предпринял три попытки инвестиций с вовлеченностью: Columbia Pictures, Heublein и Cadbury Schweppes. В случае двух последних руководство отнеслось к инвестициям General Cinema с подозрением и даже открытой враждебностью. В результате не было предложено никаких мест в совете директоров, и через пару лет Смит продал эти пакеты. Возврат на инвестиции оказался неплохим, но глобальная цель — диверсификация — не была достигнута. Ситуация внезапно изменилась в апреле 1985 года, когда Вуди Айвз, CFO компании General Cinema, снял трубку телефона и услышал голос инвестиционного банкира Morgan Stanley Эрика Гличера.

Он звонил по поводу Carter Hawley Hale (СНН) — конгломерата, занимающегося розничной торговлей и владеющего несколькими универмагами и специализированными розничными сетями. Незадолго до этого Лесли Векснер, CEO The Limited, сделал враждебное предложение о поглощении СНН, и Гличера наняли найти «белого рыцаря»<sup>[49]</sup> — инвестора, который мог бы купить значительный процент акций и воспрепятствовать рейдерству.

Айвз сперва холодно отреагировал на слова Гличера, но по мере разговора уловил потенциальные перспективы этой сделки. Времени

на раздумья практически не было, и Айвз понял, что любой покупатель, который сможет уложиться в этот жесткий график, будет иметь огромное влияние в переговорах. Айвз позвонил Дику Смигу и другим топ-менеджерам компании, и к пяти часам вечера они уже сидели в самолете, следуя в головной офис СНН в Лос-Анджелесе.

Выходные они провели за интенсивной комплексной предынвестиционной оценкой и переговорами, а в воскресенье вечером пришли к соглашению. В понедельник был сформирован синдикат из трех банков для получения финансирования, и ко вторнику, спустя неделю и один день после звонка Гличера, сделка была заключена. Смит и его команда смогли уложиться в столь невероятные сроки, что под силу лишь немногим.

Инвестиции в СНН — великолепный пример авантюризма Смита и его готовности рисковать, когда того требуют обстоятельства. Сделка эта была очень крупной (более 40% стоимости GC) и сложной, но при этом весьма привлекательной. Айвз договорился о получении привилегированных акций, гарантировавших General Cinema 10%-ную доходность и позволявших конвертировать этот пакет в 40% обыкновенных акций в том случае, если бизнес будет показывать хорошую динамику. Кроме того, условиями сделки предусматривался опцион на покупку Waldenbooks (100%-ной «дочки» СНН) по фиксированной цене. Как резюмировал Айвз: «В итоге мы взяли деньги под 6–7%, которые полностью не облагались налогом, при этом заработали 10% на налоговых льготах по займу. Плюс ко всему у нас была возможность конвертации акций (что позволило свергнуть Neiman Marcus Group) и перспектива купить Waldenbooks». Неплохой результат, не так ли?

Спустя некоторое время General Cinema обменяет свои 40% акций в СНН на контрольный пакет (60%) в подразделении компании по специализированным розничным сетям, чьим основным активом была сеть Neiman Marcus. Долгосрочный возврат на инвестиции в СНН составил впечатляющие 51,2%. Сделка с СНН с головой окунула General Cinema в розничную торговлю — новый бизнес, чьи перспективы роста не были связаны ни с безалкогольными напитками, ни с кинотеатрами.

В конце 1980-х Смит увидел две тревожные тенденции: во-первых, недавно обновленная Соке начала агрессивно наступать на позиции Pepsi на локальных рынках; во-вторых, цены на франшизы безалкогольных напитков существенно выросли, по мере того как многие игроки оценили хорошую экономику индустрии. Неохотно, но Смит все же принял решение продать бизнес, уступив его в 1989 году материнской компании Pepsi за рекордную цену. После этой сделки General Cinema получила на свой баланс денежные средства в размере более 1 млрд долларов, после чего Смит вновь стал подыскивать объекты для диверсификации.

Ему потребовалось немного времени, чтобы найти интересное предложение. В 1991 году после запутанного процесса, тянувшегося полтора года, Смит заключил свою самую крупную сделку, купив издательство Harcourt Brace Jovanovich (HBJ) в ходе сложного аукциона. Компания HBJ лидировала на рынке изданий образовательной и научной тематики, а также владела бюро по трудоустройству и бизнесом по подготовке и проведению тестирований. С середины 1960-х ею управлял CEO Уильям Йованович. В 1986 году компания получила недружественное предложение о покупке контрольного пакета от британского издателя Роберта Максвелла. В ответ на него Йованович влез в большие долги, продал парк развлечений HBJ и провел масштабное распределение акций среди акционеров.

Эти действия спасли компанию от приобретения Максвеллом, но принесли непосильную долговую нагрузку. В результате HBJ не смогла выполнить ковенантные условия<sup>[50]</sup> и своевременно произвести платежи, после чего ее облигации упали до рекордных уровней, и несколько весьма агрессивных инвесторов (включая Леона Блэка из Apollo Investments) начали наращивать свои позиции в сложной структуре долговых обязательств HBJ.

В ситуации стагнации операционной деятельности Уильям Йованович ушел в отставку, и его заменил сын Питер. В конце 1990 года компания наняла Смита Барни в качестве директора по продажам. В это время руководство General Cinema проводило анализ сложной структуры капитала HBJ и пришло к выводу, что данный бизнес

соответствует критериям General Cinema и интересен для приобретения.

Смит предположил, что крайне запутанные балансовые отчеты НВJ (которые инвестбанкир Сизер Швейцер охарактеризовал как «курс по углубленному изучению корпоративных финансов»), скорее всего, отпугнут покупателей и дадут возможность General Cinema договориться о хорошей оценке стоимости. После долгих переговоров со многими кредиторами компании Смит согласился купить НВJ за 1,56 млрд долларов, что было эквивалентно 62% стоимости General Cinema на тот момент. Эта цена в шесть раз превышала поток денежных средств от основных издательских активов НВJ и была весьма привлекательна в сравнении с другими аналогичными сделками (в конечном счете Смит продаст эти активы за сумму в 11 раз выше денежного потока). Табл. 7.1 дает представление о сложности сделки и числе вовлеченных сторон.

После приобретения НВJ в 1991 году General Cinema выделила свой бизнес кинотеатров в отдельную публичную компанию GC Companies (GCC), что позволило менеджменту сфокусироваться на более крупных бизнесах — розничной торговле и издательском деле. Этим Смит и его команда будут заниматься на протяжении следующих десяти лет. В 2003 году Смит продал издательские активы НВJ группе компаний Reed Elsevier, а в 2006 году продал Neiman Marcus (последнюю часть портфеля General Cinema) консорциуму частных инвесторов. (Обе сделки установят рекорд оценочной стоимости в своих индустриях, увенчав славный путь Смита и акционеров General Cinema.)

Таблица 7.1

**Финансовые параметры приобретения General Cinema компании  
Harcourt Brace Jovanovich**

|                             | <b>Первоначальное предложение</b> | <b>Финальное предложение</b> |
|-----------------------------|-----------------------------------|------------------------------|
|                             | \$1,46 млрд                       | \$1,56 млрд                  |
| Обыкновенные акции НВJ      | \$1,30 денежными средствами       | \$0,75 акциями GC            |
| Привилегированные акции НВJ | \$1,30 денежными средствами       | \$0,75 акциями GC            |

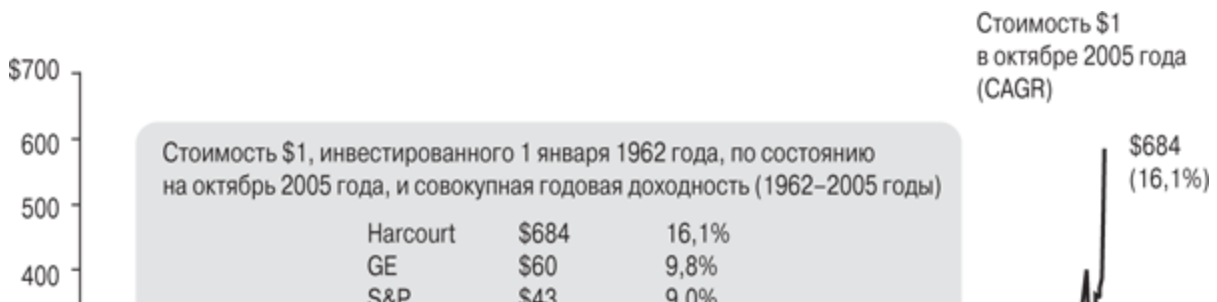
|   |                    |                     |
|---|--------------------|---------------------|
| Старшие ценные бумаги НВJ                     | 93% от общей суммы | 100% от общей суммы |
| Приоритетная второстепенная задолженность НВJ | 77%                | 91%                 |
| Второстепенная задолженность НВJ              | 45%                | 47,5%               |
| Бескупонные обязательства НВJ                 | 32,4%              | 40,975%             |
| Оплата товарами и услугами НВJ                | 40%                | 47%                 |

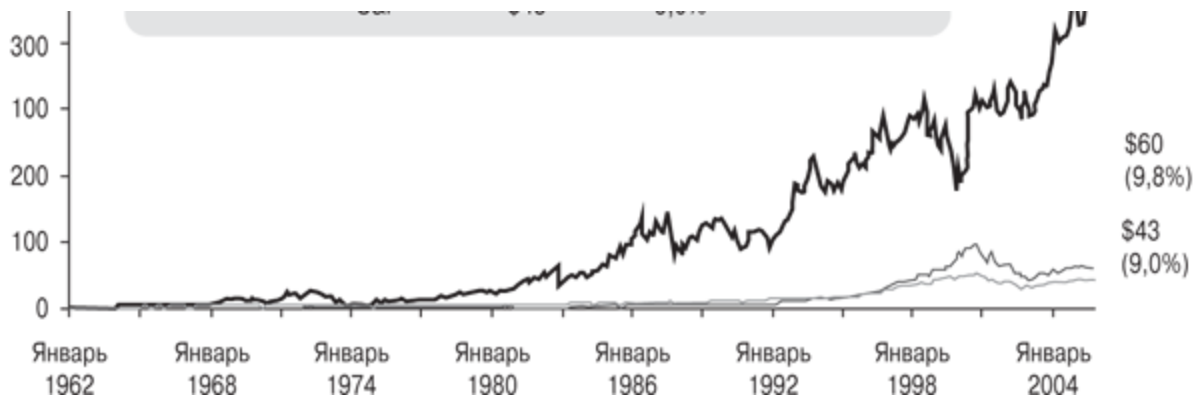
Источник: документы General Cinema / Harcourt Brace Jovanovich для собрания акционеров

Смит, который неожиданно для себя стал CEO после смерти отца, добился исключительных результатов за 43 года руководства General Cinema (см. рис. 7.1). За это время совокупная годовая доходность для акционеров компании составила впечатляющие 16,1%, опередив результаты S&P (9%) и GE (9,8%). Доллар, инвестированный с бизнес Дика Смита в начале 1962 года, превратился бы в 684 доллара в конце периода его руководства. Тот же доллар, вложенный в S&P, стоил бы 43 доллара и 60 долларов — при инвестировании в GE.

## Основные слагаемые успеха

Смит использовал особый подход к управлению операционной деятельностью General Cinema. Он руководил компанией в тесном сотрудничестве с узким кругом топ-менеджеров, состоявшим из трех человек: CFO Вуди Айвза, управляющего директора Боба Тарра и юрисконсульта Сэма Франкенгейма. Он дал этой группе официальное название — комитет при президенте (Office of the Chairman, или ООС). Этот комитет встречался еженедельно, и Смит активно поощрял дебаты между его членами. Инвестиционный банкир General Cinema Сизер Швейцер охарактеризовал эти сессии как «соревнования по борьбе, проводимые конструктивным, коллегиальным способом».





Общая стоимость \$1, инвестированного в январе 1962 года\*

\* Предполагается, что дивиденды (облагаемые налогом по ставке 35%) реинвестированы в обыкновенные акции компании.

Примечание. NMG была отделена в октябре 1989 года, а Harcourt General продана Reed Elsevier в июле 2001 года. Для сохранения полученных доходов от продажи NMG компании TPG и Warburg Pincus в октябре 2005 года предполагается, что средства от продажи активов группе Reed Elsevier были реинвестированы в ценные бумаги, темпы роста стоимости которых соответствовали среднегодовому росту компании Leucadia и индекса S&P 500 (CAGR Leucadia и S&P — 17,7 и 0,7% за период с июля 2001 года по октябрь 2005 года).

Источник: Center for Research in Security Prices (CRSP)

**Рис. 7.1.** Совокупная доходность для акционеров General Cinema существенно превысила показатель S&P 500 и конкурентов

Смит даже приветствовал, когда члены комитета высказывали мнения, расходившиеся с его собственным. Так, Вуди Айвз, талантливый CFO компании, с гордостью вспоминает, как совет директоров решил закрыть совместное предприятие с Comcast и CBS (созданное для вхождения в бизнес кабельного телевидения) после того, как Смит позволил Айвзу высказать свою точку зрения: «Он разрешил мне публично не соглашаться с ним перед советом. Очень немногие CEO поступили бы так».



У General Cinema был скромный штат сотрудников, а головной офис находился рядом с одним из ее кинотеатров на задворках неприметного торгового центра в Честнат-Хилле (штат Массачусетс). Смит с гордостью говорил, что этот офис очень выгоден в плане аренды — он не стоил ничего, поскольку кинотеатр покрывал все арендные расходы. Смит делегировал руководство операционной деятельностью комитету при президенте и главам подразделений, а сам занимался решением стратегических вопросов и распределением капитала. Он крайне редко общался с инвесторами — «только по мере необходимости», как охарактеризовал это Боб Бек из Putnam.

В целом компанией очень умело управляла небольшая группа людей. Медиаинвестор Дэвид Уорго показал мне отчет, который он написал после встречи с ними сразу после покупки НВJ. Этот документ поражает четкостью и краткостью изложения: без лишних слов он дает обоснование сделки и прогнозные показатели деятельности (стоит отметить, что компания достигла и превысила каждую из поставленных целей). Как говорит Уорго о команде General Cinema: «Удивительно, какую стоимость может создать небольшая группа по-настоящему талантливых людей».

Смит, который стал CEO почти в 40 лет, спокойно делегировал полномочия более молодым руководителям. В 1974 году он нанял Айвза, 37-летнего инвестбанкира, не имевшего управленческого опыта, в качестве CFO компании. Похожая ситуация сложилась в 1978 году, когда он назначил Тарра, 34-летнего бывшего командира подводной лодки и обладателя степени MBA Гарварда, на должность президента подразделения безалкогольных напитков. Позднее Смит предложит 35-летнему Полу Дель Росси управлять сегментом кинотеатров компании.

Вознаграждение для топ-менеджеров General Cinema было, по словам Смита, «конкурентоспособным, но не завышенным». Кроме того, руководителям предлагались опционные программы и возможность поучаствовать в обратных выкупах (в этом случае компания делала инвестиции за сотрудника до определенного максимального уровня). В результате такого подхода, по словам Вуди Айвза, «команда руководителей чувствовала себя совладельцами... мы все были акционерами и действовали соответственно».

Смит виртуозно распределял капитал. Тремя основными источниками средств в компании в те времена были операционный денежный поток, долгосрочные заимствования и поступления от периодических крупных продаж активов.

Бизнес кинотеатров очень привлекателен с точки зрения потока денежных средств благодаря отрицательным потребностям в оборотном капитале (клиенты платят вперед, тогда как киностудиям оплата за фильм поступает с отсрочкой в 90 дней) и низким капиталовложениям (после того как кинотеатр построен, нужны небольшие инвестиции для его обслуживания). Эти особенности во многом сказались на мировоззрении Дика Смита, и он с самого начала своей карьеры был нацелен на максимизацию денежного потока, а не на прибыли в расчете на акцию (EPS).

Однажды Смит показал мне годовой отчет компании за 1962 год — его первый отчет в роли CEO. В нем он неоднократно ссылается на *денежные доходы* (определяемые как чистая прибыль плюс амортизация) как основной показатель в оценке результатов деятельности, а не на чистую прибыль. Возможно, это был первый случай использования термина, ставшего теперь стандартным в деловом языке. Как сказал CFO General Cinema Вуди Айвз: «Мы всегда фокусировались на деньгах, и во времена руководства Смита компания стабильно генерировала высокий операционный денежный поток».

Смит практически не использовал эмиссию акций, начиная с момента выхода компании на IPO и до выпуска мизерного количества бумаг в 1991 году (для оптимизации налогообложения в сделке с HBJ). Сам он объяснял свой подход так: «Мы никогда не выпускали акции. Я вел себя как феодал, который держится за землю предков!»

Для оплаты приобретений General Cinema активно использовала долговое финансирование. Две ее самые крупные покупки, Carter Hawley Hale и Harcourt Brace Jovanovich, были полностью профинансированы за счет заемных средств. В результате начиная с середины 1980-х коэффициент, отражающий соотношение долга и денежного потока компании, не опускался ниже трех, что позволяло снизить налоговые платежи.

Минимизация налогов была вторым важным источником средств в General Cinema, а Смит стал пионером в этой области. Как говорил

консультант компании по налогообложению Дик Деннинг: «Они были невероятно изобретательны... и не боялись находить и использовать новые идеи». Эффективность налогового планирования во времена Смита доказывает низкая средняя ставка налога в 33%, тогда как у других корпораций этот показатель составлял около 50%.

Как мы уже убедились, CEO редко продают бизнес или важный его сегмент без давления со стороны акционеров. Дик Смит (как и несколько других описанных в этой книге CEO, включая Билла Андерса и Билла Стиритца), однако, не вписывается в эту схему. Он трижды совершал крупные продажи подразделений компании по рекордным ценам: бизнес безалкогольных напитков в 1989 году, издательский бизнес HBJ в 2003-м и Neiman Marcus Group (NMG) в 2006-м. В каждом случае если он видел сочетание ухудшающихся перспектив роста и высоких оценок стоимости, то начинал активные продажи, пусть это и вело к существенному сокращению компании в целом.

В 2006 году Смит понял, что для дальнейшей экспансии сети Neiman Marcus нужны серьезные операционные усилия и дополнительные капиталовложения (новые магазины требовали 50 млн долларов каждый). При этом он видел, как частные фонды прямых инвестиций, имеющие значительный объем дешевых займов, платили рекордные суммы за качественную торговую недвижимость. Смит нанял Goldman Sachs, и после проведения аукциона консорциум, возглавляемый Texas Pacific Group (TPG), заплатил за Neiman Marcus Group рекордную сумму.

Единственное подразделение, которое Смит не продал, был унаследованный им семейный бизнес кинотеатров — General Cinema Companies (GCC). К концу 1990-х конкуренция в отрасли росла, но, вместо того чтобы продать этот сегмент (Смиту якобы делали интересное предложение в конце 1980-х), решено было его оптимизировать, дабы конкурировать с новыми многозальными кинотеатрами. Смит закрыл несколько кинотеатров, другие расширил, инвестировал в новые проекционные технологии, но все безрезультатно. К концу 1990-х GCC была уже не в состоянии выполнять свои обязательства перед кредиторами и объявила о банкротстве (редкое поражение для Смита).

Смит вкладывал деньги в три основных направления: приобретения, обратный выкуп акций и капиталовложения. Компания выплачивала минимальные дивиденды и старалась иметь значительную долю денежных средств на балансе на случай появления привлекательных инвестиционных возможностей.

У приобретений Смита оказалось несколько общих черт. Все эти компании были лидерами рынка с хорошими перспективами роста и сильными портфелями брендов. Сделки, как правило, были незапланированными, а их условия отпугивали других потенциальных покупателей. Так, в случае Carter Hawley Hale никто не смог бы действовать столь оперативно, чтобы противостоять враждебному поглощению со стороны The Limited. Что же касается HBJ, то в этом случае не нашлось желающих тратить время на распутывание сложной структуры капитала и вести переговоры с многочисленными кредиторами. Для Смита эти сделки были игрой с большими ставками: их суммы на тот момент составляли от 22 до 62% стоимости самой General Cinema.

Смит постоянно проводил обратные выкупы, в конечном счете скупив треть акций компании. Долгосрочная внутренняя норма доходности (IRR) этих выкупов составляла значительные 16%. Когда Heublein ответила на инициативу General Cinema по инвестициям с вовлеченностью в 1982 году покупкой большого пакета GC, Смит выкупил 10% собственных акций, что стало самым крупным для него единовременным выкупом.

General Cinema соблюдала строгую дисциплину в отношении капитальных затрат: все, во что вкладывались средства, должно было окупаться. Первые кинотеатры General Cinema были исключительно прибыльными, а у подразделения безалкогольных напитков были интересные возможности для внутренних инвестиций. Все бизнесы General Cinema придерживались этих высоких стандартов. У издательской компании HBJ было немного физических активов и, как следствие, низкие требования по капитальным затратам, чего не скажешь о The Neiman Marcus.

Хотя розничный бизнес был самым капиталоемким, Смит видел в Neiman Marcus уникальный бренд, которым просто не вполне эффективно управляли предыдущие владельцы. Смит был готов

сделать незапланированные крупные вложения, чтобы открыть новые магазины Neiman. Он верил, что демонстрация потенциала роста (за 20 лет General Cinema открыла 12 магазинов) позволит получить более высокую цену на выходе. Эта логика целиком и полностью себя оправдала.

В заключение стоит сказать, что вся команда лидеров General Cinema излучала энтузиазм, товарищество и авантюризм. Совместными усилиями эта группа людей создала многофункциональную компанию и талантливо ею управляла, добиваясь от каждого подразделения лидерства в своей индустрии с точки зрения прибыльности. Смит наделил членов своей команды абсолютной автономией и заставил почувствовать себя собственниками. Как он коротко, с блеском в глазах сформулировал: «Нам просто всем было весело». А Вуди Айвз так говорил о своей доле в акционерном капитале компании: «Если бы я мог, я бы никогда не продал ни одной акции».

## *ГЛАВА 8*

Вы создаете свои дома, а потом ваши дома создают вас.

**Уинстон Черчилль**

# ИНВЕСТОР КАК СЕО

## *УОРРЕН БАФФЕТ И BERKSHIRE HATHAWAY*

Сложные проценты — это самая мощная сила во Вселенной.

Альберт Эйнштейн

Работа СЕО сделала меня лучшим инвестором, и наоборот.

Уоррен Баффет

Berkshire Hathaway, текстильная мануфактура с вековой историей, расположенная в Нью-Бедфорде (штат Массачусетс), в течение нескольких поколений принадлежала двум местным семьям — Чейсам и Стэнтонам. В 1965 году она оказалась потенциальным объектом первого недружественного поглощения, причем недружественным оно стало по меньшей мере для 70-летнего СЕО Сибари Стэнтона, который, отказавшись встретиться с крупным инвестором, нажил себе серьезного врага.

В конечном счете компания была приобретена мало кому известным претендентом — 35-летним «вундеркиндом из Небраски» по имени Уоррен Баффет. На тот момент Баффет руководил небольшим инвестиционным товариществом из неприметного офиса в Омахе и не имел прежде опыта управления.

Он очень отличался от магнатов 1980-х, занимавшихся выкупами контрольных пакетов, которые финансировались за счет заемных средств. Во-первых, он не был настроен враждебно и, прежде чем действовать, наладил тесные отношения с семьей Чейс. Во-вторых, он не использовал займов — в общем, не был похож на «корпоративных рейдеров» Гордона Гекко и Генри Крависа.

Баффета привлекла в Berkshire низкая цена актива в сравнении с его балансовой стоимостью. В то время у компании были слабые позиции в очень конкурентном сегменте (производство костюмных тканей) и рыночная капитализация в размере лишь 18 млн долларов. Впрочем, за этим весьма посредственным стартом последовали

беспрецедентные результаты, и если посмотреть на долгосрочную динамику акций, то Баффет может показаться вам жителем другой планеты в сравнении с остальными СЕО. Начав с небольшой текстильной мануфактуры, на сегодняшний день он управляет структурой, рыночная капитализация которой достигла 140 млрд долларов. Баффет купил свою первую акцию за 7 долларов, а сегодня она продается более чем за 120 000.

Как ему удалось совершить столь удивительный прорыв и как прежний опыт работы инвестором сформировал его подходы к управлению Berkshire — все это поистине удивительная история.

Уоррен Баффет родился в 1930 году в Омахе, где у его семьи были глубокие корни. Его дед управлял известным местным бакалейным магазином, отец был брокером на бирже, а позже — конгрессменом. Баффет унаследовал их простые манеры. Он рано проявил склонность к предпринимательству и с шести лет подрабатывал, занимаясь доставкой газет и продавая прохладительные напитки. После недолгого пребывания в школе бизнеса Уортона он окончил Небрасский университет в возрасте 20 лет и стал подавать заявки в школы бизнеса.

Баффета всегда интересовал рынок ценных бумаг. В 19 лет ему попала на глаза книга *The Intelligent Investor*<sup>[51]</sup>, написанная Бенджамином Грэхемом, которая стала для него чем-то вроде прозрения апостола Павла на пути в Дамаск. После ее прочтения Баффет превратился в инвестора, следующего формуле Грэхема — покупать компании, которые дешевы и продаются с существенным дисконтом к чистому оборотному капиталу (net/nets, как их тогда называли). Он начал применять эту стратегию, инвестируя доходы от своих первых деловых начинаний (порядка 10 000 долларов на тот момент), а после того как получил отказ от Гарвардской школы бизнеса (HBS), поехал в Колумбийский университет, чтобы учиться у Грэхема. Он стал звездой на его курсе и получил отметку «отлично с плюсом» (A+); это был первый случай, когда профессор так высоко оценил студента более чем за 20 лет преподавания.

Окончив учебу в 1952 году, Баффет попросил Грэхема взять его в свою инвестиционную компанию. Его просьбу отклонили, и он



вернулся в Омаху, где устроился работать брокером. Первой компанией, которую он рекомендовал клиентам, стала GEICO, занимающаяся автострахованием и продажей полисов госслужащим. Компания изначально привлекла внимание Баффета, поскольку ее президентом был Грэхем. Чем тщательнее он изучал ее, тем больше понимал, что у GEICO есть и конкурентные преимущества, и *маржа безопасности (margin of safety)* — термин Грэхема для обозначения цены значительно ниже действительной стоимости, которую заплатил бы за актив хорошо информированный покупатель. Баффет инвестировал в GEICO большую часть собственного капитала и предпринял попытку заинтересовать своих клиентов ее акциями. Однако он считал это навязыванием, да и вообще полагал, что брокерское дело довольно далеко отстоит от инвестиционных исследований, которые он любил.

Он поддерживал связь с Грэхемом и регулярно делился с ним своими идеями относительно акций. Наконец в 1954 году Грэхем предложил Баффету работу. Баффет переехал в Нью-Йорк и следующие два года работал на Грэхема, исследуя формулу *net/nets* (позднее он использовал яркую аналогию «сигарных окурков», чтобы описать дешевые, часто низкосортные компании). В 1956 году Грэхем отошел от бизнеса, решив сосредоточиться на других сферах своих интересов (в том числе на переводе Эсхила с древнегреческого), а Баффет вернулся в Омаху и собрал небольшое (105 000 долларов) инвестиционное товарищество с друзьями и семьей. Чистая стоимость его собственных активов выросла до 140 000 долларов (сегодня — более 1 000 000 долларов).

В следующие тринадцать лет Баффет достиг невероятных успехов, заметно опережая по доходности индекс S&P каждый год без исключения и не привлекая заемных средств (см. табл. 8.1). Как правило, эти результаты достигались благодаря использованию методов Грэхема по глубокой оценке активов. Однако в середине 1960-х Баффет сделал две крупные инвестиции (American Express и Disney), которые не соответствовали критериям Грэхема, что предвещало серьезный сдвиг в его инвестиционной политике в сторону компаний более высокого уровня с существенными барьерами для конкурентов.

Таблица 8.1

**Динамика доходности Buffett Partnership и рынка в целом (в процентном выражении)**

|                  | <b>Buffett Partnership</b> | <b>Dow Jones</b> | <b>Отклонение</b> |
|------------------|----------------------------|------------------|-------------------|
| 1957             | 10,4                       | (8,4)            | 18,8              |
| 1958             | 40,9                       | 38,5             | 2,5               |
| 1959             | 25,9                       | 20,6             | 5,3               |
| 1960             | 22,8                       | (6,2)            | 29,0              |
| 1961             | 45,9                       | 22,4             | 23                |
| 1962             | 13,9                       | (7,6)            | 21                |
| 1963             | 38,7                       | 20,6             | 18                |
| 1964             | 27,8                       | 18,7             | 9                 |
| 1965             | 47,2                       | 14,2             | 33                |
| 1966             | 20,4                       | (15,6)           | 35                |
| 1967             | 35,9                       | 19               | 14                |
| 1968             | 58,8                       | 7,7              | 51                |
| 1969             | 6,8                        | (11,6)           | 18                |
| Среднее значение | 30,4                       | 8,6              | 21,8              |

В 1965 году Баффет приобрел контрольный пакет Berkshire Hathaway через Buffett Partnership, которым продолжал управлять еще четыре года. Товарищество неизменно показывало великолепные результаты, но в 1969-м (в том же году Генри Синглтон прекратил делать приобретения в Teledyne) Баффет резко распустил его в условиях высоких цен бычьего рынка конца 1960-х. Тем не менее он все же сохранил свою долю в Berkshire, видя в ней потенциальное средство для будущей инвестиционной активности.

После покупки контрольного пакета Berkshire Баффет назначил нового CEO, Кена Чейса. В первые три года под его руководством компания генерировала денежные потоки в размере 14 млн долларов. Чейс сократил товарные запасы и продал излишки техники и оборудования, благодаря чему бизнес испытал редкий циклический рост доходности. Львиная доля этого капитала была использована на приобретение National Indemnity, нишевой страховой компании, которая принесла колоссальные суммы в виде *свободного резерва*<sup>[52]</sup>,

полученного от страховых взносов и созданного для компенсации потерь и расходов. Баффет очень эффективно инвестировал эти средства, купив и обращающиеся на рынке ценные бумаги, и компании в 100%-ной собственности (включая Omaha Sun, еженедельную газету в Омахе), и банк в Рокфорде (штат Иллинойс).

В то же время за пределами Berkshire Hathaway Баффет начал тесно сотрудничать с Чарли Мангером — еще одним уроженцем Омахи, блестящим юристом и инвестором, который обосновался на Западном побережье и был доверенным лицом Баффета. К началу 1980-х Мангер и Баффет официально оформили свое партнерство в Berkshire, а Мангер получил пост вице-президента.

В 1970-х и начале 1980-х в годовых отчетах Berkshire постоянно звучали инфляционные опасения. Согласно общепринятому тогда мнению твердые активы (золото, древесина и т. п.) служили наиболее эффективной страховкой от инфляции. Однако Баффет, находясь под влиянием Мангера и отступив от традиционного подхода Грэхема, пришел к иному выводу. Он считал, что компании с низкой потребностью в капиталовложениях и способностью повышать цены могут лучше противостоять инфляции.

Это побудило Баффета вкладывать деньги в бренды потребительских товаров и медиасобственность — компании с франшизами, доминирующей позицией на рынке или известными марками. Наряду с изменениями в требованиях к инвестициям был сделан еще один важный шаг — сдвиг в пользу более долгих периодов владения активами, что позволяло начислять в долгосрочном периоде сложные проценты на инвестиционную стоимость до уплаты налогов.

Значимость этих изменений переоценить трудно. Посредине своей карьеры Баффет переключился с проверенного подхода к капиталовложениям, основанного на анализе балансовых показателей и материальных активов, к совершенно иным методам. Теперь он смотрел на компании с точки зрения их перспектив, отчетов о прибылях и убытках и трудно поддающихся количественному анализу активов, таких как бренды и доля рынка. Чтобы определить маржу безопасности, Баффет полагался теперь на дисконтированные денежные потоки и стоимость частного рынка, а не чистый оборотный капитал, столь любимый Грэхемом. Все это напоминало скандальный

переход Боба Дилана, примерно в то же время, с акустической гитары на электрическую.

Этот «тектонический сдвиг» привел к изменению структуры страховых портфелей Berkshire, где наблюдалось увеличение доли медиакомпаний и производителей брендовых потребительских продуктов. К концу десятилетия переход завершился, и портфель Баффета стал включать прямое право собственности на компанию See's Candies и газету Buffalo News, а также большую долю в Washington Post, GEICO и General Foods.

В первой половине 1980-х Баффет сосредоточился на добавлении в портфель компаний, находящихся в 100%-ной собственности. Он купил Nebraska Furniture Mart за 60 млн долларов в 1983 году и Scott Fetzer, конгломерат нишевых промышленных компаний, в 1985-м за 315 млн долларов. В 1986 году он сделал крупнейшую на тот момент инвестицию, передав своему другу Тому Мерфи, CEO Capital Cities, 500 млн долларов на покупку ABC. Баффет и Berkshire в итоге владели 18% объединенной компании, и это стало третьим его «постоянным» пакетом акций наряду с GEICO и The Washington Post Company.

### **See's Candies: поворотный момент**

Ключевой инвестицией, ознаменовавшей смещение инвестиционного фокуса Баффета с «сигарных окурков» на «франшизы», стала покупка в 1972 году компании See's Candies. Баффет и Мангер выложили за нее 25 млн долларов. В то время рыночная стоимость материальных активов компании составляла 7 млн долларов, а прибыль до налогообложения — 4,2 млн долларов, поэтому они платили, казалось бы, непомерную сумму — более чем в три раза больше балансовой стоимости. See's была дорогой компанией по стандартам Грэхема, и он никогда бы не купил ее. Однако Баффет и Мангер увидели в ней горячо любимый всеми бренд с великолепной доходностью капитала и не реализованным до конца потенциалом ценообразования. Они незамедлительно назначили в компании нового CEO, Чака Хаггинса, чтобы воспользоваться всеми этими возможностями.

С момента приобретения See's показала сравнительно небольшой рост, но благодаря силе бренда смогла стабильно повышать цены, что в результате принесло баснословные результаты — совокупная доходность в 32% на инвестиции Berkshire за первые 27 лет. (После 1999 года показатели See's отдельно не оглашались.)

В течение 39 лет компания отправила в Омаху 1,65 млрд долларов свободных денежных средств — доход на первоначальную инвестицию в 25 млн долларов. Эти деньги были перераспределены Баффетом с большой

виртуозностью, и See's стала важным элементом успеха Berkshire. (Интересно, что цена приобретения не сыграла ключевой роли в создании денежного потока: если бы Баффет и Мангер заплатили вдвое больше, доходность все равно была бы привлекательной и составила 21%.)

К 1987 году, накануне октябрьского обвала рынка, Баффет продал все акции в своем портфеле страховых компаний, за исключением трех основных позиций. После сделки с Capital Cities Баффет больше не инвестировал на открытом рынке до 1989 года, когда объявил о самой крупной инвестиции в истории Berkshire: он вложил сумму, равную *одной четвертой* балансовой стоимости Berkshire, в Coca-Cola Company, купив 7% ее акций.

В конце 1980-х Баффет сделал небольшие инвестиции в конвертируемые привилегированные акции в таких публичных компаниях, как Salomon Brothers, Gillette, US Airways и Champion Industries. Выплачиваемые по ним дивиденды имели преимущества с точки зрения налогообложения, а сами бумаги обеспечивали хорошую доходность и возможность ее увеличения (благодаря конвертации в обыкновенные акции), если компании показывали хорошие результаты.

В 1991 году Salomon Brothers оказалась в центре большого финансового скандала — ее обвинили в установке цен на правительственных аукционах казначейских векселей, и Баффета попросили занять пост CEO, чтобы помочь компании справиться с кризисом. Он посвятил этому проекту немногим более девяти месяцев, интенсивно взаимодействуя с регулирующими органами. Затем он назначил в Salomon нового CEO и попытался оптимизировать запутанную программу компенсаций в компании. В итоге Salomon Brothers выплатила относительно небольшую мировую и в конечном счете вернулась к своему прежнему состоянию. В конце 1996 года Salomon была продана Travelers Corporation Сэнди Уэйлла за 9 млрд долларов, что дало значительную премию к инвестиционным затратам Баффета.

В начале 1990-х Баффет продолжил делать выборочные инвестиции на открытом рынке, включая крупные доли участия в Wells Fargo (1990 год), General Dynamics (1992 год) и American Express

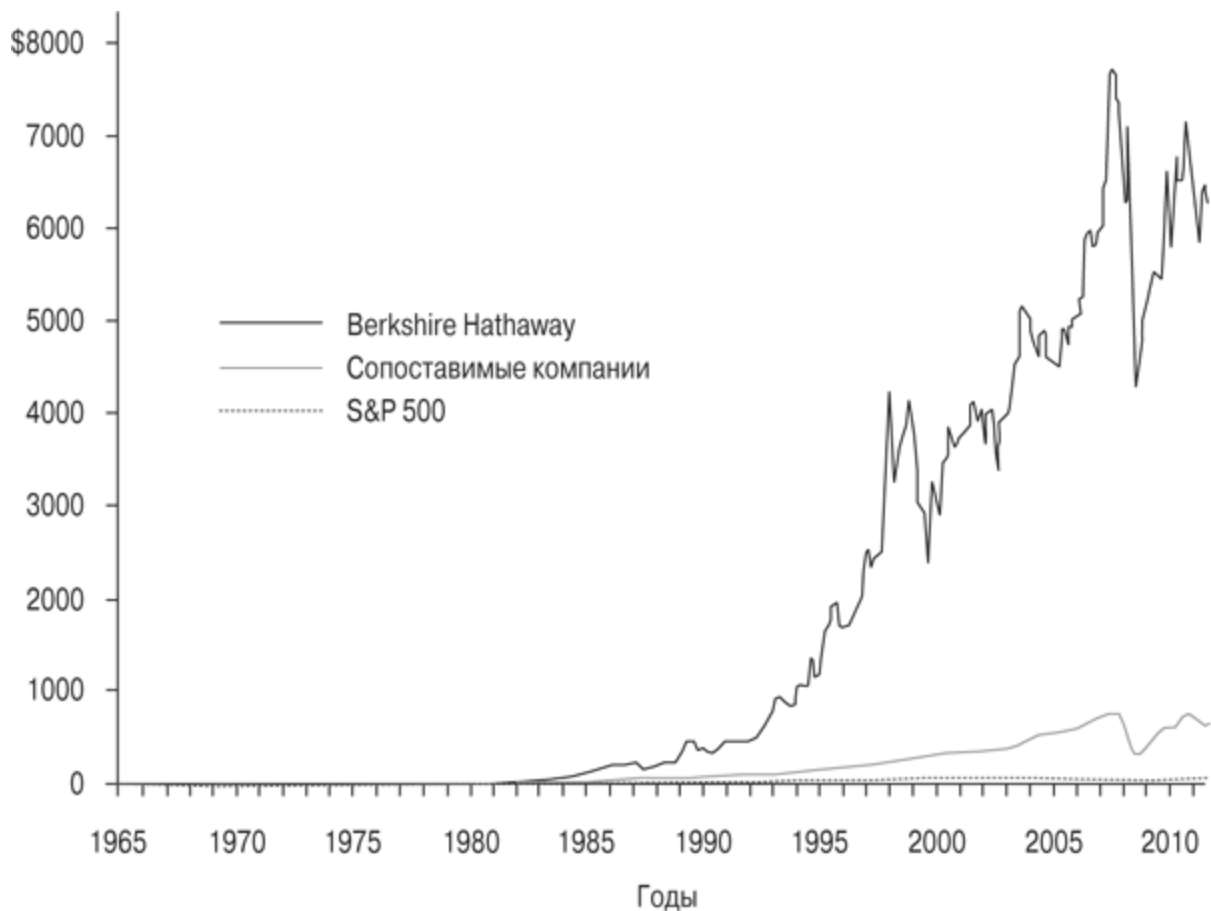
(1994 год). За десять лет Баффет еще раз сместил фокус на приобретения; кульминацией стали две значительные сделки в страховом сегменте: покупка за 2,3 млрд долларов в 1996 году половины GEICO и приобретение перестраховочной фирмы General Re в 1998 году за 22 млрд долларов (акциями Berkshire), ставшее крупнейшей сделкой в истории компании.

В конце 1990-х — начале 2000-х годов Баффет периодически покупал частные компании. Многие из них, включая Shaw Carpets, Benjamin Moore Paints и Clayton Homes, не были в особом почете после террористической атаки на башни-близнецы 11 сентября. Он также сделал серию крупных инвестиций в электроэнергетику через MidAmerican Energy (совместный бизнес с другом из Омахи Уолтером Скоттом, бывшим CEO Kiewit Construction).

Баффет активно инвестировал и за пределами традиционных рынков акций. В 2003 году он сделал крупную (на 7 млрд долларов) и весьма прибыльную ставку на мусорные облигации<sup>[53]</sup>. В 2003–2004 годах сыграл против доллара на солидные 20 млрд долларов, а в 2006-м объявил о первом международном приобретении Berkshire — покупке за 5 млрд долларов израильской Istar, ведущего производителя режущих инструментов и лезвий, который стал процветающей компанией, войдя в состав Berkshire.

Затем наступил период бездействия, который был прерван финансовым кризисом, разразившимся после краха Lehman Brothers. В этот момент Баффет вошел в наиболее активный инвестиционный период своей карьеры, достигнув высшей ее точки с покупкой крупнейшей в стране железной дороги Burlington Northern Santa Fe в начале 2010 года с общей оценкой в 34,2 млрд долларов.

Итак, приведем цифры. С июня 1965 года, когда Баффет возглавил Berkshire, и до 2011 года совокупные темпы роста стоимости акций компании составили 20,7%, оставив далеко позади индекс S&P 500 с его показателем 9,3% (см. рис. 8.1). Доллар, инвестированный во время вступления Баффета в должность, через 45 лет стоил бы 6265 долларов. (Доллар, инвестированный в те времена, когда Баффет купил свою первую акцию, стоил бы более 10 000 долларов.) Цена того же доллара, инвестированного в S&P, составила бы лишь 62 доллара.



Источник: Center for Research in Security Prices (CRSP) и Compustat

**Рис. 8.1.** Стоимость вложения \$1 в Berkshire Hathaway

Во времена Баффета компания Berkshire опередила по уровню доходности S&P в 100 раз, оставив далеко позади GE эры Уэлча и всех конкурентов.

## Основные слагаемые успеха

Исключительные результаты Баффета можно объяснить его особым подходом к трем важным и взаимосвязанным областям: генерация денежного потока, распределение капитала и управление операционной деятельностью.

Чарли Мангер сказал, что секрет успеха Berkshire в способности «генерировать денежные средства за 3% и инвестировать по 13%», и эта стабильная способность создавать дешевые деньги для инвестиций была недооцененным фактором финансового успеха компании. Примечательно, что Баффет старался избегать заимствований и

эмиссии акций, а почти весь инвестиционный капитал Berkshire генерировался внутри компании.

Главным источником средств был свободный резерв, поступавший от страховых филиалов. Значительные доходы приносили также 100%-ные «дочки» и продажа активов. Баффет, по сути дела, запустил «маховик создания капитала» в Berkshire, когда поступающее финансирование использовалось для приобретения нового бизнеса (или его части), способного генерировать новые денежные потоки, которые вновь шли на следующие покупки. И так раз за разом.

Страхование считалось самым важным сегментом Berkshire, с высокой рентабельностью и перспективами роста. Баффет разработал особый подход к страховому бизнесу, в чем-то схожий с его более глобальным подходом к менеджменту и распределению капитала.

Когда Баффет приобрел National Indemnity в 1967 году, он одним из первых понял преимущества страховых компаний, связанные с их способностью генерировать дешевые денежные потоки. Эта сделка, по его словам, стала «переломным моментом» для Berkshire. Как он объясняет: «Свободный резерв — это деньги, которые у нас есть, но они нам не принадлежат. В страховой операции такой резерв возникает по той причине, что взносы от клиентов поступают раньше, чем выплачиваются убытки, и этот интервал иногда растягивается на годы. В течение этого времени страховщик инвестирует деньги». Остальные страховые компании на тот момент почти полностью игнорировали эту особенность индустрии.

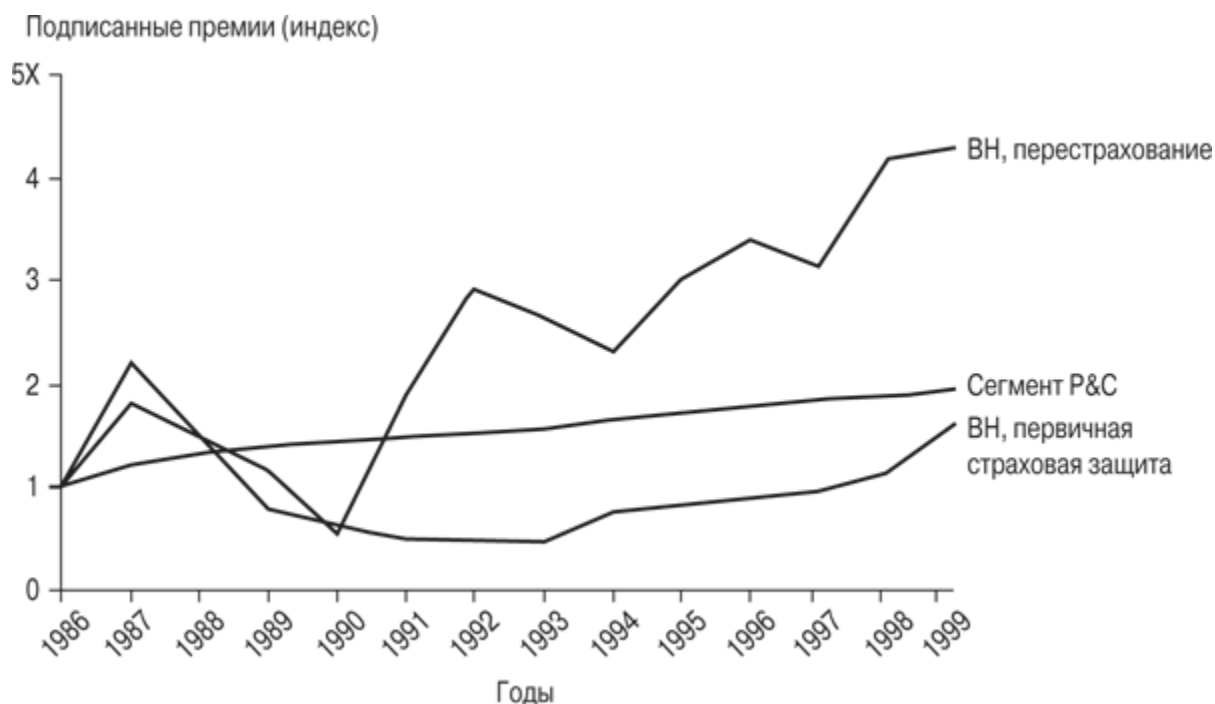
Со временем Баффет разработал уникальную стратегию, сделав акцент на прибыльных операциях по принятию на страхование<sup>[54]</sup> и генерированию значительного свободного резерва. Этот подход отличался от методов работы большинства компаний, а его суть заключалась в том, что страховщик мог отказаться от принятия на страхование тех или иных рисков при низком уровне цен, даже если это сокращало прибыльность операций в краткосрочном периоде. И наоборот, мог принять на страхование риски в необычайно большом объеме, когда цены были привлекательными.

Такой подход приводил к тому, что динамика показателей компании в целом оказывалась очень неровной. В качестве примера: в 1984 году



самый крупный актив Berkshire, страховщик от несчастных случаев (P&C<sup>[55]</sup>) National Indemnity, выписал страховых премий на сумму 62,2 млн долларов. Два года спустя объемы премий выросли в *шесть раз* — до 366,2 млн долларов, а к 1989 году упали на 73% — до 98,4 млн долларов и не возвращались к отметке в 100 млн долларов *12 лет*. Затем, тремя годами позже, в 2004-м, они превысили 600 млн долларов. Если же рассчитать средний показатель за период, то среднегодовая доходность National Indemnity от страховой деятельности составит 6,5%, тогда как типичный страховщик (имущества и от несчастных случаев) показывал в это время 7%-ные *убытки*.

Публичной страховой компании было бы практически невозможно объяснить столь рваную динамику выручки (см. рис. 8.2) аналитикам Уолл-стрит. Но поскольку страховые подразделения Berkshire являются частью более крупной многоотраслевой корпорации, они защищены от посягательств Уолл-стрит. Это дает им главное конкурентное преимущество — позволяет National Indemnity и другим страховым компаниям Berkshire сфокусироваться на рентабельности, а не росте премий. Как сказал Баффет: «Чарли и я всегда предпочитали неровные 15% доходности ровным 12%».



*Источник: данные о сегменте P&C из статистических отчетов Best's P&C Insurance Aggregates and Averages — общее количество подписанных премий; данные Berkshire Hathaway из годовых отчетов*

**Рис. 8.2.** Страховые премии Berkshire Hathaway росли быстрее, чем в целом по отрасли

Свободный резерв для всех страховых компаний Berkshire существенно увеличился — с 237 млн долларов в 1970 году до более 70 млрд долларов в 2011-м. Этот невероятно дешевый источник средств стал своего рода ракетным топливом, которое ускоряло феноменальный полет Berkshire. В инвестиционной активности компании, как мы увидим, периоды бездействия чередовались с решительными шагами. По словам Баффета, и в страховании, и в инвестициях ключ к долгосрочному успеху — в «темпераменте», готовности быть «нерешительным, когда все вокруг жадные, и жадным, когда все вокруг нерешительные».

Еще одним источником капитала были прибыли от 100%-ных «дочек». Эти доходы стали особо важны в последние два десятилетия, когда Баффет активно пополнял портфель Berkshire. В 1990 году прибыль до налогообложения, поступившая от дочерних компаний, достигла 102 млн долларов. В 2000 году этот показатель был равен уже 918 млн долларов (совокупные темпы роста 24,5%), а в 2011-м достиг 6,9 млрд долларов.

Давайте посмотрим, как Баффет распределяет капитал, получаемый от операций Berkshire. Всякий раз, когда Баффет покупает компанию, он немедленно берет под контроль денежные потоки, настаивая на том, чтобы избытки денежных средств направлялись в Омаху для распределения. Как отмечает Чарли Мангер: «В отличие от децентрализованной операционной деятельности распределение капитала в Berkshire в высшей степени централизовано». Подобное сочетание делегирования и иерархии наблюдалось во всех компаниях под руководством CEO-аутсайдеров, но не в такой степени, как в Berkshire.

Баффет пришел в Berkshire, будучи уже невероятно успешным инвестором, основательно подготовленным к распределению капитала. Большинство CEO ограничены прошлым инвестиционным опытом внутри одной индустрии — они «ежи». Баффет же, напротив, в силу

предыдущего опыта инвестиций в огромный спектр бумаг и индустрий был классической «лисой» и имел преимущество выбора из гораздо более «широкого меню вариантов распределения капитала», включая покупку частных компаний и торгующихся на рынке акций. Проще говоря, чем больше вариантов для инвестиций есть у CEO, тем выше вероятность, что он примет решение, приносящее высокую отдачу. Этот подход превратился в важное конкурентное преимущество Berkshire.

Можно сказать, что отношение Баффета к распределению капитала было уникальным: он никогда не платил дивидендов и не проводил значительных обратных выкупов. Вместо этого он фокусировался на инвестициях в торгуемые акции и приобретении частных компаний (эти варианты были недоступны большинству CEO, которым не хватало опыта и знаний). Прежде чем рассмотреть эти две области, давайте вспомним критически важное решение, принятое Баффетом в начале своей карьеры.

После «короткого флирта» с текстильным бизнесом Баффет решил не делать дальнейших инвестиций в этот низкодоходный сегмент, а распределить капитал в других направлениях. В отличие от него Burlington Industries, самая крупная компания в текстильном бизнесе тогда и сейчас, выбрала другой путь, направляя весь доступный капитал в существующий бизнес в 1965–1985 годы. За эти 20 лет акции Burlington принесли совокупный доход на уровне ничтожных 0,6%, тогда как Berkshire показала выдающийся результат — 27%. Это позволяет вывести основное правило распределения капитала: важно выбирать бизнесы с хорошим возвратом на капитал и уметь вовремя *выйти* из малорентабельного бизнеса.

Ключевую роль здесь играет принятие решений о том, в какие компании больше не стоит инвестировать из-за их низкой рентабельности. CEO-аутсайдеры, как правило, безжалостны в отношении закрытия или продажи подразделений со слабыми перспективами и концентрируются на бизнес-единицах, доходность которых соответствует установленным ими критериям. Как сказал Баффет, когда наконец закрыл текстильный бизнес Berkshire в 1985 году: «Если вы окажетесь в лодке, которая постоянно дает течь, то лучше сменить ее, чем все время заделывать пробоины».

Баффет известен прежде всего инвестициями на фондовом рынке, а его доходы от операций на нем рекордны по любым оценкам. Как мы уже видели, средняя доходность товарищества Buffett Partnership с 1957 по 1969 год была равна 30,4%, а согласно исследованию, опубликованному журналом Money Week, доходность инвестиций Berkshire с 1985 по 2005 год составила исключительные 25%.

С учетом глобального подхода к доходности Berkshire и многообразия возможностей, которую он предоставил, стоит подробнее остановиться на одном аспекте подхода Баффета к инвестициям на открытом рынке — управлении портфелем. *Управление портфелем* — то, каким количеством акций владеет инвестор и как долго удерживает их, — оказывает огромное влияние на его доходность. Два инвестора с одной и той же инвестиционной философией, но с разными подходами к управлению портфелем будут показывать совершенно разные результаты. Подход Баффета к управлению инвестициями в акции отличался двумя главными характеристиками: высокий уровень концентрации и невероятно длинный период владения бумагами. В каждой из этих областей его мышление было нетрадиционным.

Баффет считал, что исключительные доходы генерируют концентрированные портфели, а великолепные инвестиционные идеи редки. Он неоднократно говорил студентам, что их инвестиции были бы более удачными, если бы в начале своей карьеры они получили перфокарту с двадцатью отверстиями, представляющими общее количество инвестиций, которые они могут сделать за свою карьеру. Как он коротко сформулировал в годовом отчете за 1993 год: «Мы убеждены, что политика концентрации портфеля может существенно снизить риски в случае, если такая концентрация повышает (как и должно происходить на самом деле) заинтересованность инвестора в успехе бизнеса компании, а также его уверенность в ее основополагающих экономических характеристиках до покупки ее акций».

Схема инвестиций Баффета в Berkshire напоминала схему операций по принятию на страхование в его страховых филиалах — с долгими периодами бездействия, перемежающимися редкими крупными инвестициями. Пять ключевых позиций в портфеле

Berkshire, как правило, составляли значительные 60–80% общей стоимости против 10–20% в типичном портфеле взаимного фонда. По крайней мере в четырех случаях Баффет инвестировал более 15% балансовой стоимости Berkshire в акции одного эмитента, а однажды инвестировал 40% товарищества Buffett Partnership в American Express.

Другой отличительной характеристикой подхода Баффета к управлению портфелем были необычно длинные периоды владения. Он удерживал текущие пять главных позиций (за исключением IBM, которую приобрел в 2011 году) в среднем *более 20 лет*; для сравнения: средний период владения типичного взаимного фонда составлял менее года. Это приводит к невероятно низкому уровню инвестиционной деятельности, охарактеризованному Баффетом как «бездействие, граничащее с ленью».

Эти два принципа управления портфелем в совокупности образуют мощный фильтр тщательного отбора, через который проходят очень немногие компании.

Хотя Баффет и одобрял обратные выкупы акций, он единственный из CEO, описанных в этой книге, кто их почти не использовал (за исключением очень небольших выкупов в начале карьеры). Несмотря на то что многие CEO восхищались практикой обратных выкупов, Баффет считал, что они противоречат практике, основанной на принципах партнерства, культуре и могут потенциально подорвать доверие, выстроенное за долгие годы честных, прямых коммуникаций и солидных доходностей.

Исходя из этого можно сказать, что Баффет в высшей степени меркантилен и рационален. В тех редких случаях (на самом деле их всего два), когда акции Berkshire на протяжении долгого времени продавались по цене значительно ниже внутренней стоимости, Баффет нарушал традицию и использовал обратный выкуп. Он поступил так и в начале 2001 года, когда акции резко подешевели из-за интернет-бума, и в сентябре 2011-го, когда объявил о выкупе значительных объемов акций по цене ниже балансовой стоимости. В обоих случаях акции быстро выросли в цене, предотвратив ситуацию, когда Berkshire пришлось бы покупать их в большем количестве.

Другой важной статьей расходов Berkshire были покупки частных компаний. Этот канал незаметно стал главным для Баффета за

последние 20 лет, достигнув кульминации в начале 2010 года при заключении сделки с Burlington Northern. Подход Баффета к приобретениям уникален; сравнить его с подходом частных фондов прямых инвестиций позволяет табл. 8.2.

Таблица 8.2

**Подход Баффета к приобретению частных компаний против подхода частных фондов прямых инвестиций**

|  | <b>Баффет</b>         | <b>Частные фонды прямых инвестиций</b> |
|--|-----------------------|--|
| Период владения                                    | «Навсегда»            | ≈ 5 лет                                |
| Менеджмент   | Существующий CEO      | Новый CEO (часто)                      |
| Заемные средства                                   | Нет                   | Много                                  |
| Источник сделки                                    | Прямой контакт        | Аукцион                                |
| Взаимодействие с менеджментом после приобретения   | Редко                 | Часто                                  |
| Сокращение затрат                                  | Никогда               | Как правило                            |
| Комплексная экспертиза                             | Поверхностная, беглая | Глубокая                               |
| Использование рекомендаций сторонних консультантов | Никогда               | Всегда                                 |
| Система вознаграждения                             | Простая               | Сложная                                |

### Две интересные схемы

Тем, кто заинтересовался деталями, касающимися инвестиций Баффета на рынке ценных бумаг, полезно рассмотреть еще два принципа.

Первый — это глубоко укоренившийся дух противоречия. Баффет часто приводит в пример аналогию с «господином Рынком», которую любил использовать Бенджамин Грэхем. Эта история гласит: «Каждый день к вам приходит господин Рынок, предлагая купить у вас долю или продать вам еще бумаг... и чем более депрессивно настроен этот парень, тем больше возможностей у инвестора»<sup>[56]</sup>. Баффет систематически совершал покупки именно в моменты особого пессимизма «господина Рынка». Большая часть инвестиций Berkshire на открытом рынке сделана в результате некоего кризиса индустрии или компании, который затмил стоимость основного бизнеса. Следующая таблица демонстрирует этот принцип.

| <b>Компания</b> | <b>Дата первой</b> | <b>Ситуации, в которых Баффет действовал вопреки</b> |
|-----------------|--------------------|--|
|-----------------|--------------------|--|

| <b>ИНВЕСТИЦИИ</b> |      |   |
|-------------------|------|---|
| American Express  | 1964 | Скандал с маслом для салатов  |
| Washington Post   | 1973 | Оспаривание государством лицензии на вещание                          |
| GEICO             | 1976 | Возможность банкротства   |
| Wells Fargo       | 1989 | Экономический спад и кризис в сфере недвижимости в Южной Калифорнии   |
| Freddie Mac       | 1989 | Экономический спад и кризис в ссудо-сберегательной отрасли            |
| General Dynamics  | 1992 | Резкий спад в оборонной промышленности после окончания холодной войны |

| <b>Компания</b>  | <b>Дата инвестиции</b> | <b>Изменения в управлении/стратегии</b>                                  |
|------------------|------------------------|--|
| GEICO            | 1976                   | Фокус на основном страховом бизнесе, новый CEO, предшествующее владение  |
| General Foods    | 1979                   | Фокус на основных брендах, новый CEO, обратные выкупы                    |
| Coca-Cola        | 1988                   | Отделение непрофильных компаний, обратные выкупы, относительно новый CEO |
| General Dynamics | 1992                   | Выделения, обратные выкупы, новый CEO                                    |
| American Express | 1994                   | Отделение компании Lehman, новый CEO, предшествующее владение            |

Второй принцип — рассчитывать инвестиции таким образом, чтобы они совпадали по времени с важными изменениями в управлении или стратегии. Здесь Баффет использует аналогию с профессионально-любительскими соревнованиями по гольфу. Возможности для инвестирования возникают, когда компания, бизнес которой построен по модели «франшизы», инвестирует в другие компании с более низкими доходами: «Даже если все любители — безнадежные неумелые игроки, счет команды будет приличным из-за преимущества от навыков профессионала»<sup>[57]</sup>. Тем не менее, когда Баффет видит, что новая команда менеджмента устраняет любителей из игры и вновь фокусируется на основных направлениях деятельности компании, он начинает уделять им пристальное внимание (как показывает таблица выше).

Баффет придумал привлекательную и отличную от других возможность для продавцов крупных частных компаний, нечто среднее

между IPO и сделкой прямого частного инвестирования. Продажа компании Berkshire уникальна тем, что позволяет владельцу/управляющему получить необходимую ликвидность, продолжая при этом управлять компанией без вмешательства Уолл-стрит. Баффет предлагает свободную от корпоративной бюрократии среду обитания с неограниченным доступом к капиталу для заслуживающих внимания проектов. Этот пакет отличается от варианта частных инвестиций, который предполагает высокий уровень вовлеченности инвестора и, как правило, пятилетний период владения до следующего выхода.

Баффет никогда не участвовал в аукционах. Как говорил Дэвид Сокол, CEO (теперь бывший) MidAmerican Energy and NetJets: «Просто нас не сносит от волнения по поводу предложенной цены». Вместо этого Баффет сделал так, что владельцы ведущих частных компаний сами звонят ему. Он избегает ведения переговоров об оценке стоимости и просит заинтересованных продавцов связываться с ним и называть свою цену. Он обещает ответить, «как правило, в течение пяти минут или меньше». Это требование заставляет потенциальных продавцов быстрее продвигаться к самой низкой приемлемой для них цене и гарантирует, что его время используется эффективно.

Баффет не тратит усилий на традиционную комплексную экспертизу (due diligence) и достигает соглашений с невероятной скоростью, зачастую спустя несколько дней после первого контакта. Он не посещает производственные объекты компании и редко встречается с менеджментом перед тем, как принять решение о покупке.

Том Мерфи в интервью сказал: «Capital Cities была одной из самых больших инвестиций, которые когда-либо делала Berkshire... Но потребовалось всего 15 минут, чтобы рассмотреть сделку и договориться об условиях».

Баффет, мастерски делегировавший полномочия, тем не менее вопросами распределения капитала всегда занимался сам. В Berkshire нет инвестиционного совета или команды по развитию бизнеса, и Баффет никогда не полагается на рекомендации инвестиционных банкиров, бухгалтеров или юристов (за исключением Мангера). Он выполняет всю аналитическую работу и ведет все переговоры лично. Он никогда



не смотрит на представленные брокерами прогнозы, предпочитая вместо этого изучить историческую финансовую отчетность и сделать собственные прогнозы. Он умеет действовать оперативно, поскольку покупает компании только в тех отраслях, которые хорошо знает, что позволяет ему быстро фокусироваться на ключевых аспектах. Как сказал Чарли Мангер о подходе Berkshire к приобретениям: «Мы не стараемся покупать, мы ждем легких вариантов».

Баффет не только величайший инвестор своего времени, но и исключительно талантливый менеджер растущего интернационального бизнеса. За последние десять лет Berkshire существенно увеличила прибыль в расчете на акцию и, несмотря на масштабы и сложную структуру, работает с необычайной эффективностью, стабильно занимая высокие позиции в рейтинге Fortune 500 по показателям доходности материальных активов.

Итак, как же Баффет добился столь впечатляющих результатов? За его добродушной внешностью скрывается очень неординарная личность. Пожалуй, его достижения лучше всего рассматривать в сравнении с Джеком Уэлчем (см. табл. 8.3), возглавлявшим GE и делавшим акцент на разных стратегических инициативах («шесть сигм» и других), перестановках CEO и бешеном ритме деловых поездок и коммуникаций. Контраст в их стилях управления разителен, хотя Баффет глубоко восхищается Уэлчем.

Баффет стал CEO, не имея *какого-либо* соответствующего опыта работы, и сознательно сформировал Berkshire таким образом, чтобы она позволяла ему сконцентрироваться на распределении капитала. Он хотел меньше внимания уделять операционной деятельности, где от него, как он полагал, было не много пользы. В результате характерной особенностью структуры Berkshire стала крайняя децентрализация. Если Teledyne, Capital Cities и другие компании придерживались стиля и философии децентрализованного менеджмента, то в сравнении с ними Berkshire — анархист, в хорошем смысле этого слова.

Таблица 8.3

**Сравнение подходов Уэлча и Баффета к менеджменту**

|                          | <b>Уэлч</b> | <b>Баффет</b> |
|--------------------------|-------------|---------------|
| График получения прибыли | Спокойный   | Неровный      |

|                                 |                            |                         |
|---------------------------------|----------------------------|-------------------------|
| Сотрудники                      | 400 000                    | 270 000                 |
| Штат персонала в головном офисе | Тысячи                     | 23                      |
| Деловые поездки                 | Много                      | Немного                 |
| Основной вид деятельности       | Встречи                    | Чтение                  |
| Время на общение с инвесторами  | Много                      | Нет                     |
| Характер рабочего дня           | Безумный/<br>перегруженный | Спокойный / без графика |
| Замена руководителей            | Часто                      | Почти никогда           |
| Встречи вне офиса               | Часто                      | Никогда                 |
| Стратегическое планирование     | Регулярное                 | Никогда                 |
| Дробление акций                 | Да                         | Нет                     |

Невероятно — в компании с более чем 270 000 сотрудников всего 23 человека в головном офисе в Омахе! Здесь не проводятся регулярные встречи по бюджетам подразделений Berkshire. CEO, управляющие ими, никогда не получают от Баффета никаких указаний, если только сами не обращаются за советом или не ищут источники капитала. Он коротко описывает свой подход к управлению как «хорошо нанимай, мало управляй» и верит, что эта экстремальная форма децентрализации повышает эффективность организации за счет сокращения руководства и высвобождения предпринимательской энергии.

В годовом отчете Berkshire за 1986 год Баффет описывает некий удивительно мощный *институциональный императив*, который вынуждает менеджеров бессмысленно подражать своим коллегам. Нередко вспоминая слова Черчилля, он намеренно строил свою компанию и жизнь таким образом, чтобы избежать влияния этого императива. Баффет тратит время иначе, чем другие CEO из списка Fortune 500, составляя свое расписание так, чтобы зря не отвлекаться и иметь возможность почитать (пять ежедневных газет и бесчисленное множество годовых отчетов) и поразмышлять. Он гордится тем, что его календарь свободен от регулярных встреч. У него нет компьютера в офисе, и он никогда не пользовался Stock Ticker<sup>[58]</sup>.

Баффет также выработал свой уникальный подход к построению отношений с инвесторами. По его оценке, CEO в среднем тратит на общение с Уолл-стрит 20% своего времени. Он же, напротив, не тратит время на аналитиков, никогда не посещает инвестиционные конференции и не публикует прогнозы квартальной прибыли. Он предпочитает общаться с инвесторами посредством детальных годовых отчетов и встреч, и то и другое — явления уникальные.

Напечатанный на простой немелованной бумаге с одноцветной обложкой, годовой отчет Berkshire *выглядит* иначе, чем годовые отчеты других компаний. В его основе — длинное эссе, написанное Баффетом (при редакторской поддержке Кэрол Лумис) и представляющее собой детальный обзор различных направлений деятельности компании за прошедший год. Стиль изложения прямой и неформальный, а отчеты лаконичны и ясны, содержат подробную информацию о каждом рабочем подразделении и «руководство пользователя», подробно описывающее бизнес-подходы Баффета и Мангера.

Годовые встречи столь же уникальны. Их административная часть, как правило, занимает не больше 15 минут, после чего Баффет и Мангер отвечают на вопросы акционеров по пять часов подряд. Встречи собирают толпы людей (в 2011 году мероприятие посетили более 35 000 человек) и постепенно превращаются в «Вудсток для инвесторов»<sup>[59]</sup>, как шутливо называет их Баффет. Публикация годовых отчетов и проведение собраний укрепляют культуру компании, в которой ценятся бережливость, независимое мышление и разумное руководство. (А еще фантазия и юмор. Как-то Баффет сделал кое-что ему несвойственное — купил корпоративный самолет и окрестил его The Indefensible («Не имеющий оправдания»), а затем сообщил о нем в годовом отчете самым мелким шрифтом.)

Особый порядок касается и дробления акций. Баффет был противником сплита по акциям Berkshire класса А, которые в настоящее время продаются по цене выше 120 000 долларов, что почти в 50 раз больше стоимости бумаг следующего за ними эмитента, котируемого на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE). Баффет убежден, что дробления носят чисто косметический характер и напоминают

процесс разрезания пиццы на восемь кусков вместо четырех — никаких изменений в калориях или полученной стоимости активов. Уход от дробления — еще один фильтр, который помогает Berkshire самостоятельно выбирать владельцев на длительный срок. В 1996 году Баффет скрепя сердце согласился создать класс акций В меньшим номиналом, которые продавались за одну тридцатую стоимости А-акций и стали вторыми по дороговизне на NYSE. (В связи со сделкой с Burlington Northern в начале 2010 года Баффет решил провести дальнейшее дробление В-акций в соотношении 1:50 в интересах мелких инвесторов.)

Все это нечто большее, чем просто бизнес или инвестиционная стратегия. Это *мировоззрение*, сформированное Баффетом и в своей основе опирающееся на развитие долгосрочных отношений и уход от ненужных переворотов, которые могут прервать цепь капитализации процентов — столь важную составляющую создания долгосрочной стоимости.

### **Баффет и закон Сарбейнса—Оксли**

Подход Баффета к выстраиванию корпоративных отношений нетрадиционен и отрицает многие постулаты закона Сарбейнса—Оксли. Баффет считает, что советы директоров должны состоять из относительно небольшой группы (в совет Berkshire входят 12 директоров) опытных бизнесменов с большой долей собственности. (Он требует, чтобы все директора инвестировали в акции Berkshire значительную сумму личных денежных средств.) Он считает, что директора обязаны устранять последствия плохих решений (в Berkshire нет страховки для директоров) и не рассчитывать на дополнительные выплаты за их участие в совете, которые, кстати, в Berkshire минимальны.

Этот подход, оставляющий его с небольшой группой «инсайдеров» по стандартам закона Сарбейнса—Оксли, сильно контрастирует с советами директоров большинства акционерных компаний, члены которых редко инвестируют значимую сумму личных средств наряду с акционерами, чьи потери ограничены страховкой, а выплаты зачастую составляют солидный процент от общего объема их доходов. Как вы думаете, чей подход лучше согласуется с интересами акционеров?

На самом деле Баффета, пожалуй, лучше всего можно понять, если взглянуть на него как на менеджера, инвестора и философа, чья изначальная цель — снижение оборачиваемости, текучести. Многие принципы Berkshire отражают этот подход — выбрать лучших людей и

компании и сократить финансовые и человеческие затраты на текучку (неважно — менеджеров, инвесторов или акционеров). По словам Баффета и Мангера, есть неумолимая, похожая на дзен логика в стремлении ассоциироваться с лучшим и избегать ненужных перемен. Это не только путь к окупаемости, но и сбалансированный путь в жизни.

## *ГЛАВА 9*

Вы правы не потому, что другие соглашаются с вами, а потому, что ваши сведения и доводы обоснованны и корректны.

**Бенджамин Грэхем**

# РАДИКАЛЬНАЯ РАЦИОНАЛЬНОСТЬ

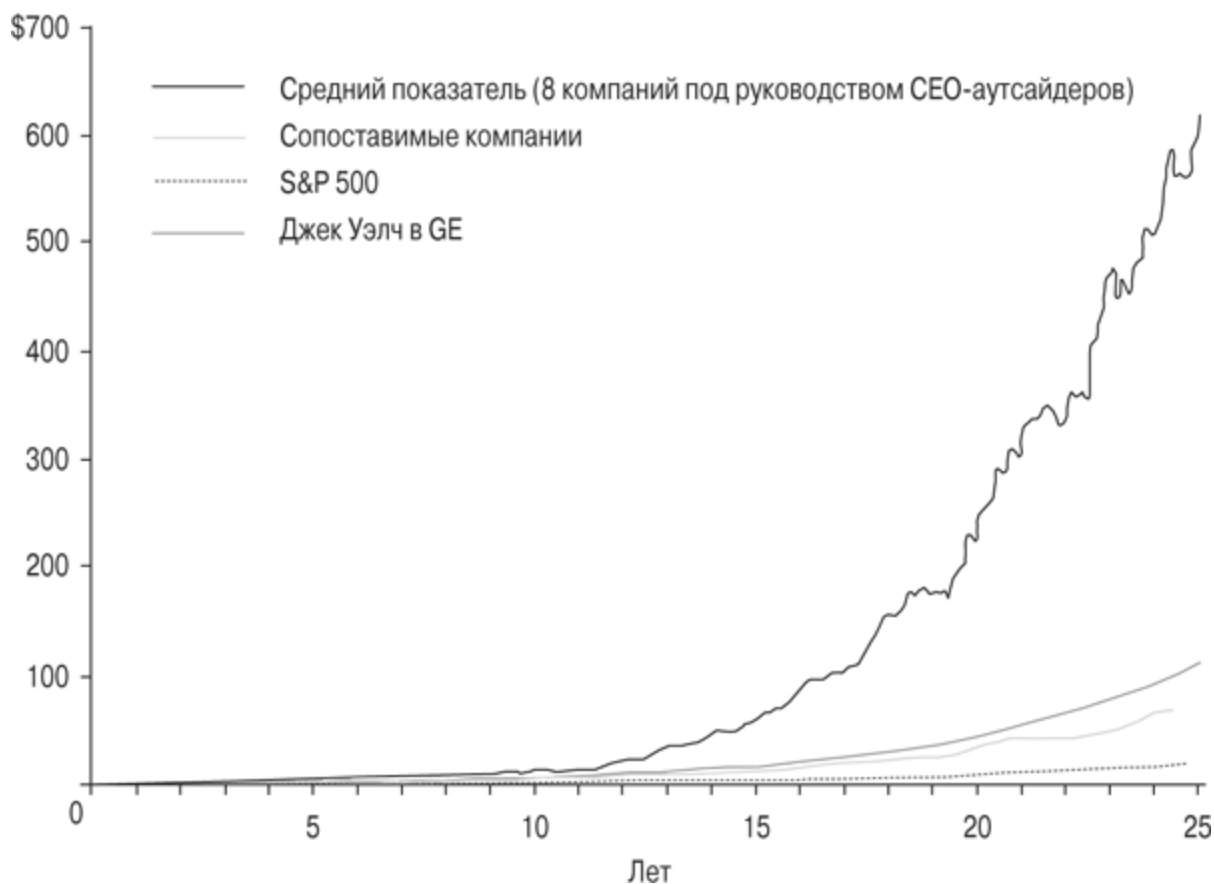
## ТИП МЫШЛЕНИЯ БУНТАРЯ

Его делает лидером то, что он способен все тщательно продумывать для себя.

Уильям Дересевич, лекция для первого курса Военной академии США, октябрь 2009 года

На рис. 9.1 показано, какой оказалась бы стоимость доллара, если бы его инвестировали CEO-аутсайдеры, их конкуренты, широкий рынок (S&P) и Джек Уэлч.

Увиденное впечатляет: цифры весьма красноречиво говорят о больших достижениях этих выдающихся руководителей. Однако столь феноменальные результаты по большей части наблюдались в прошлом веке. Возникает вопрос: по-прежнему ли актуальны опыт и уроки этих CEO для менеджеров и инвесторов, работающих в сегодняшних, стремительно меняющихся условиях? Ответ следует искать на примере двух современных компаний: небольшой (Pre-Paid Legal) и крупной (ExxonMobil).



**Рис. 9.1.** Стоимость вложения \$1

Pre-Paid Legal Services до недавнего времени была публичной компанией, оказывавшей юридические услуги частным лицам и организациям. Она предлагала в обмен на ежегодную премию так называемые юридические пакеты (по своей сути страховые продукты), покрывающие расходы клиентов, которые могут возникнуть из-за возможных правовых действий, включая судебную практику, недвижимость, доверительное управление имуществом и завещания. Пакеты были разработаны в 1970-х годах, и Pre-Paid Legal стремительно разрослась за 1980–1990-е, но затем, после первоначального периода активного роста, выручка компании практически не менялась в течение последних десяти лет.

Столь затяжная стагнация не сулила ничего хорошего. Однако за этот период цена акций Pre-Paid выросла *в четыре раза*, существенно обогнав и рынок, и конкурентов. Как же компании это удалось? В конце 1999 года ее CEO Гарланд Стоунсайфер осознал, что рынок достиг пика и дополнительные инвестиции в рост вряд ли окажутся



прибыльными. По настоянию совета директоров (который, что необычно для открытой акционерной компании, включал несколько крупных инвесторов) он начал агрессивную программу оптимизации свободных денежных потоков и возврата капитала акционерам посредством обратных выкупов. В следующие 12 лет Стоунсайфер скупил более 50% акций в обращении и в июне 2001 года согласился продать Pre-Paid частному фонду прямых инвестиций со значительной премией.

Поскольку Pre-Paid Legal все же довольно маленькая компания, важно рассмотреть другой пример, где фигурирует более крупная бизнес-единица. Одна из таких *по-настоящему* больших компаний — ExxonMobil, самая крупная в мире по рыночной капитализации. С 1977 года Exxon (а позднее ExxonMobil) генерировала для своих акционеров феноменальную 15%-ную доходность, оставляя позади и рынок, и конкурентов. Действительно превосходные результаты, принимая во внимание размеры компании. Если мы посмотрим, как ее менеджеры достигли таких показателей, то будем поражены сходством с подходами CEO-аутсайдеров. Можно выделить несколько общих принципов.

### *Всегда проводите самостоятельные расчеты*

CEO-аутсайдеры всегда начинали с вопроса о том, какова будет прибыльность того или иного инвестиционного проекта. Для общей оценки, возможно, было бы достаточно расчетов на уровне математики пятого класса, но CEO подходили к этому вопросу крайне аккуратно и системно. Они использовали консервативные допущения и продолжали работать над проектами только в случае, если те сулили убедительный возврат на инвестиции. CEO фокусировались на основных показателях и не верили в слишком подробные таблицы: они занимались анализом самостоятельно, не полагаясь на подчиненных или консультантов. Эти руководители были уверены, что точность финансовых прогнозов зависела от качества базовых допущений, *а не от количества страниц в презентации*. Многие из них составляли одностраничные аналитические проекты документов, призванных обратить внимание на ключевые переменные.

В великолепной книге Дэниела Канемана Thinking, Fast and Slow<sup>[60]</sup> представлена модель принятия решений. Она разработана на основе исследования, которое автор проводил 30 лет и за которое получил Нобелевскую премию. Парадигма Канемана включает две разные системы. Система 1 — это режим инстинктивного распознавания образов, который включается сразу же в любой ситуации и очень быстро приводит к решению на основе эмпирических правил. Система 2 — это медленный, глубокий мыслительный процесс; он основан на более сложном анализе. Система 2 может отменять систему 1. Но поскольку на то, чтобы «включить» систему 2, требуется больше времени и усилий, она недостаточно часто используется многими из нас.

Согласно Канеману, ключом к применению системы 2 часто является катализатор, коим для SEO-аутсайдеров становились их обманчиво простые документы с результатами проведенного анализа. Они позволяли сфокусироваться на эмпирических данных и предостерегали SEO от слепого следования за толпой. Можно сказать, что они представляли собой своего рода прививку от общепринятых принципов, а потому широко распространились среди компаний-аутсайдеров. Как сказал в интервью журналу Forbes Джордж Робертс, управляющий директор Генри Синглтона в Teledyne: «Дисциплина в управлении капиталом так глубоко укоренилась в головах наших менеджеров, что нам крайне редко презентуют малоприбыльные проекты».

Под руководством CEO Рекса Тиллерсона и его преемника Ли Реймонда ExxonMobil проявляла подобную строгость и дисциплинированность, требуя минимум 20%-ного возврата по всем программам капиталовложений. Во время недавнего финансового кризиса, когда цены на электроэнергию упали, аналитики Уолл-стрит критиковали Тиллерсона и его команду за снижение уровня производства. Однако ExxonMobil просто отказалась выкачивать дополнительные средства из недостаточно доходных проектов, даже если это и означало сокращение прибыли в краткосрочной перспективе.

*Знаменатель имеет значение*

Все СЕО уделяли особое внимание максимизации *стоимости одной акции*. Чтобы добиться этого, они не фокусировались на числителе, то есть общей стоимости компании, которую при желании можно было увеличить любым количеством средств (включая переплату за приобретения или финансирование внутренних капитальных проектов, не имеющих особого экономического смысла). Они сосредоточились на управлении знаменателем, с осторожностью подходя к финансированию инвестиционных проектов и периодически производя обратные выкупы. Надо сказать, что обратные выкупы акций делались ими не для того, чтобы поддержать курс ценных бумаг или в рамках опционных программ для сотрудников (два популярных сегодня объяснения выкупов). Они использовали этот механизм как самостоятельную привлекательную инвестиционную возможность.

Единственная среди ключевых компаний в своей индустрии, ExxonMobil была активным покупателем собственных акций, выкупив свыше 25% акций в обращении за последние пять лет. После краха Lehman, возвестившего о начале кризиса, ExxonMobil нарастила масштабы таких выкупов.

### *Решительная независимость*

СЕО-аутсайдеры мастерски делегировали полномочия, управляя в высшей степени децентрализованными компаниями. При этом если операционные вопросы они спокойно позволяли решать на местном уровне, то задачу распределения капитала они не перепоручали никому. Как объяснил Чарли Мангер, их компании были «странной смесью децентрализованных рабочих процессов и крайне централизованного распределения капитала», и это сочетание свободы и контроля, делегирования и иерархии оказалось очень мощным противодействием институциональному императиву.

Помимо того что они обладали независимым мышлением, они практически не обращались к услугам сторонних консультантов. Есть что-то общее между фильмом «Ровно в полдень»<sup>[61]</sup> и тем, как Джон Мэлоун появился в одиночку перед строем сотрудников отдела экономического развития AT&T; или тем, как Билл Стиритц пришел один договариваться о мультимиллиардной сделке; или тем, как Уоррен Баффет принимал решения о потенциальных приобретениях

для Berkshire в течение одного дня, даже не посещая объект поглощения.

### *Важность харизмы переоценивают*

Помимо всего прочего, CEO-аутсайдеры были явно непубличными людьми и тратили гораздо меньше времени на общение с инвесторами, чем их конкуренты. Они не публиковали прогнозов прибыли и не участвовали в конференциях Уолл-стрит. Все они не были экстравертами или слишком харизматичными людьми. Можно сказать, что они обладали таким качеством, как скромность, которому Джим Коллинз придавал особое значение в своей великолепной книге Good to Great<sup>[62]</sup>. Они не искали (и, как правило, не привлекали) всеобщего внимания, однако получаемая ими доходность более чем компенсировала их замкнутость.

CEO ExxonMobil Тиллерсон вовлечен в принятие всех главных решений о распределении капитала компании. Он редко участвует в телеконференциях, посвященных финансовой отчетности, и известен среди аналитиков Уолл-стрит своим лаконичным стилем общения.

### *Характер крокодила, смешанный с терпением...*

Вооруженные расчетами о возврате инвестиций, все CEO (за исключением Джона Мэлоуна, который стабильно покупал кабельные телевизионные системы в погоне за охватом бизнеса) были готовы ждать правильного момента для «выхода в свет»; в случае Дика Смита из General Cinema это ожидание длилось десятилетие. Как Кэтрин Грэхем, многие CEO создали невероятную акционерную стоимость, просто избегая переоцененных «стратегических» приобретений и оставаясь в стороне в период бума поглощений.

До недавнего времени ExxonMobil в течение более чем десяти лет не делала значимых покупок.

### *...и иногда смелыми действиями*

Склонность к анализу не порождала в CEO-аутсайдерах робости, скорее наоборот: если они находили редкие проекты, заслуживающие внимания, то могли действовать решительно и очень быстро. Каждый из них сделал по крайней мере одно приобретение или инвестицию,

которые были эквивалентны 25% (или более) общей стоимости их собственного бизнеса. Например, АВС обошлась Тому Мерфи в сумму, превысившую стоимость его компании.

В 1999 году (когда цены на нефть находились на историческом минимуме) Еххон купила конкурирующую компанию Mobil Corporation, заключив масштабную сделку, цена которой оказалась больше 50% стоимости самой Еххон.

### *Применение аналитического подхода при принятии решений, больших и малых*

СЕО-аутсайдеры действовали с хирургической точностью при распределении капитала, последовательно выделяя доступные средства и направляя их в самые эффективные проекты с максимальной отдачей. Со временем эта практика оказала огромное влияние на акционерную стоимость, поскольку своими решениями СЕО-аутсайдеры создавали, а не разрушали ее. *Нестандартное мышление этих руководителей само по себе стало важным конкурентным преимуществом для их компаний.* Оно позволяло прорваться сквозь устоявшиеся принципы, четко оценить экономические реалии и сделать верные шаги.

В этой книге мы рассмотрели немало примеров, доказывающих эффективность аналитического подхода. СЕО четко осознавали, что они ищут; столь же хорошо это понимали их подчиненные. Они не увлекались чрезмерным моделированием, не искали помощи консультантов или банкиров, чтобы подтвердить свои предположения, — они атаковали. Как сказал Патрик Мулкахи, заместитель Билла Стиритца, о сделке, которую удалось заключить в сжатые сроки: «Мы знали, на чем должны сфокусироваться. Вот так все просто».

В 2009 году журнал *Варгон's* опубликовал статью, в которой описывалась «особая» корпоративная культура ЕххонMobil, с «постоянным акцентом на доходности в ущерб самолюбию». Нет ничего удивительного в том, что эта философия принесла свои плоды: за последнюю четверть века ЕххонMobil была лидером в нефтегазовой отрасли по доходности собственного капитала.

## Прогноз

На сегодняшний день значительный объем денежных средств у компаний сочетается с невысокими процентными ставками и коэффициентами P/E, что дает уникальную возможность для распределения капитала. В особенности это касается крупных технологических бизнесов, таких как Cisco, Microsoft и Dell. Многие из них до сих пор управляются членами команды менеджеров-основателей, имеют солидную денежную позицию и торгуются с беспрецедентно низкими P/E. Вполне возможно, одна из этих компаний сместит акцент с инвестиций в НИОКР на оптимизацию доходности (путем масштабного обратного выкупа или дивидендов). Рынок воспринял бы это с радостью, и можно себе только представить, в какой восторг пришел бы Генри Синглтон — CEO одной из этих компаний — от открывающихся перспектив.

### *Долгосрочная перспектива*

При всем своем бережливом подходе CEO-аутсайдеры были готовы инвестировать в свои компании, чтобы сформировать долгосрочную стоимость. Для этого им не стоило гнаться за квартальными прибылями или слушать аналитиков с Уолл-стрит. Когда Том Мерфи настоял на огромном увеличении капиталовложений для новой типографии, а Джон Мэлоун купил самые передовые и дорогие приставки для приема сигнала кабельного телевидения в конце 1990-х, они сознательно подрывали краткосрочную прибыль, чтобы улучшить качество обслуживания клиентов и защитить будущие конкурентные позиции.

Забываясь о долгосрочной перспективе, CEO нередко поступают нетипично. Так, ExxonMobil единственная в своей отрасли решила не сокращать расходы на разведку месторождений во время финансового кризиса, что в дальнейшем может позитивно отразиться на оценках ее стоимости. В то время как другие крупные игроки урезали расходы на освоение канадских «нефтяных песков» после падения цен на энергоносители в начале 2009 года, ExxonMobil выступила с крупным геологоразведочным проектом в провинции Альберта, несмотря на то что это негативно скажется на ее краткосрочной прибыли.

Полная противоположность Стоунсайферу и Тиллерсону — CEO самого крупного финансового института страны Citigroup Чак Принс. В середине 2000-х на волне развития ипотечного кредитования он лихо

заявлял: «Пока играет музыка, вы должны встать и танцевать». Принс угодил в сети общепринятых принципов, институционального императива. В результате ему и его акционерам вскоре пришлось «танцевать» на отвесной скале, когда котировки акций компании упали с 40-долларового пика 2007 года до менее 3 долларов в начале 2009-го. В сложные для рынка и индустрии времена Принс отставал и от S&P, и от конкурентов.

Что отличало CEO-аутсайдеров (и динамику их компаний), так это два совершенно разных типа мышления. Стоунсайфер и Тиллерсон, например, готовы были «танцевать», в то время как остальные предпочитали скромно стоять в стороне. Однако они были умными и рациональными бунтарями, готовыми ждать сколь нужно долго, если доходность не казалась им многообещающей.

Оказавшись в разных сферах бизнеса и рыночных условиях, CEO-аутсайдеры придерживались схожего набора основных принципов, предпринимали действия, отличные от конкурентов, и достигли невероятных результатов. Как показывает табл. 9.1, они следовали почти одному и тому же сценарию: *отказывались от выплаты дивидендов, делали рациональные (по возможности крупные) приобретения, выборочно пользовались заемными средствами, проводили значительные обратные выкупы акций, минимизировали налоги, управляли децентрализованными организациями и фокусировались на денежном потоке, а не на объявленной чистой прибыли.*

Опять же, имеет значение, как вы играете теми картами, которые вам раздали, а нашим CEO карты попадались самые разные. И условия сильно разнились: те обстоятельства, с которыми столкнулся Билл Андерс после падения Берлинской стены, нельзя сравнить с тем, с чем имел дело Джон Мэлоун, когда возглавил TCI во время бума кабельного телевидения в начале 1970-х. Главное — как действовать в тех или иных обстоятельствах. Здесь можно провести аналогию с тренером по футболу в средней школе, которому каждый год приходится адаптировать свою стратегию под меняющийся состав игроков команды; или с руководителем театра с постоянной труппой, который должен выбирать пьесы, подходящие уникальному сочетанию талантов его актеров.

Здесь нет строгой формулы и непреложных правил — не всегда имеет смысл выкупать обратно свои акции, или делать приобретения, или быть сторонним наблюдателем. Правильные решения о распределении капитала различаются в зависимости от ситуации в произвольный момент. Вот поэтому Генри Синглтон считал, что в этих вопросах крайне важна гибкость. Все СЕО встретили присущую миру бизнеса неопределенность терпеливо и прагматично, не имея в запасе набора детальных стратегических планов.

Таблица 9.1

**Общее мировоззрение**

|                | I | II                     | III | IV | V | VI  | VII   | VIII                |
|----------------|---|------------------------|-----|----|---|-----|---|---------------------|
| Генри Синглтон | V | Нет                    | V   | V  | V | Нет | Доходность Teledyne                         | Высокий             |
| Уоррен Баффет  | V | Нет                    | —   | V  | V | Нет | Свободный резерв                            | Средний/<br>высокий |
| Том Мерфи      | V | Низкие                 | V   | V  | V | Нет | Рентабельность по денежному потоку          | Средний/<br>высокий |
| Джон Мэлоун    | V | Нет                    | V   | V  | V | Нет | EBITDA                                      | Высокий             |
| Дик Смит       | V | Низкие                 | V   | V  | V | Нет | Денежный доход                              | Высокий             |
| Билл Андерс    | V | Низкие/<br>специальные | V   | V  | V | Нет | Возврат на инвестиции (ROI) в деньгах       | Высокий             |
| Билл Стиритц   | V | Низкие                 | V   | V  | V | Нет | Внутренняя норма доходности (IRR)           | Высокий             |
| Кэтрин Грэм    | V | Низкие                 | V   | V  | V | Нет | Внутренняя норма доходности (IRR) в деньгах | Средний/<br>высокий |

I — Первый опыт работы СЕО

II — Дивиденды

III — Обратные выкупы 30%+

IV — Приобретения 25% + от рыночной капитализации

V — Децентрализованная структура организации

VI — Следование рекомендациям Уолл-стрит

VII — Используемая система показателей

VIII — Фокус на налогах

Специфический подход СЕО-аутсайдеров стал проявлением общей широты их взглядов. По сути, они создали не что иное, как новую модель успеха, которая основывалась на оптимальном управлении



ресурсами компании. Хотя все они были невероятно талантливы, их конкурентное преимущество крылось в *темпераменте*, а не в интеллекте. Они стремились принимать дальновидные решения и делали ставку на, казалось бы, старомодные добродетели: бережливость и терпение, независимость и (при необходимости) смелость, рациональность и логику.

В конечном счете система их ценностей стала надежным конкурентным преимуществом в самых разных индустриях и в самых разных рыночных условиях. Это было проявлением радикальной рациональности: они мыслили в долгосрочной перспективе как инвесторы или владельцы компании, а не как высокооплачиваемые сотрудники — совсем другая роль, которую играют большинство CEO (см. табл. 9.2).

Таблица 9.2

#### Характеристики CEO-аутсайдеров

|                                 | CEO-аутсайдеры   | Другие CEO   |
|---------------------------------|--|--|
| Опыт                            | Первый раз в роли CEO с небольшим предыдущим опытом в управлении | Опытные менеджеры с опытом (по правилу Гладуэлла) 10 000 часов <sup>[63]</sup> |
| Основная активность             | Распределение капитала   | Операционный менеджмент, внешние коммуникации                                  |
| Цель                            | Оптимизация долгосрочной стоимости в расчете на акцию            | Рост   |
| Основные показатели             | Рентабельность, доходность, свободные денежные потоки            | Выручка, объявленная чистая прибыль  |
| Личные качества                 | Аналитический склад ума, экономный, независимый                  | Харизматичные, экстраверты   |
| Ориентация на перспективу       | Долгосрочная перспектива   | Краткосрочная перспектива  |
| Зверь, с которым можно сравнить | Лиса   | Еж   |

Итак, вернемся к вопросу: для кого актуальны опыт и уроки CEO-аутсайдеров? Коротко говоря, практически для *каждого* менеджера или владельца бизнеса. Хорошая новость: вам не нужно быть маркетинговым гуру, техническим гением или харизматичной

личностью, чтобы стать крайне эффективным СЕО. Однако вам просто необходимо уметь распределять капитал и тщательно продумывать, как наилучшим образом разместить ресурсы компании, чтобы создать стоимость для акционеров. Вы всегда должны задаваться вопросом о том, какова будет доходность ваших вложений, и продолжать реализовывать только перспективные проекты. А еще вам понадобится уверенность в том, что при необходимости вы сможете действовать самостоятельно, без оглядки на коллег. Менеджеры и предприниматели, которые следуют этим принципам, рациональны, независимы и способны разыграть полученные карты с наибольшей выгодой — на пользу и радость своим акционерам.

## **Заключение: старые собаки, старые трюки**

О, если ты спокоен, не растерян,

Когда теряют головы вокруг... [\[64\]](#)

### **Редьярд Киплинг, «Если»**

Как заметил лауреат Нобелевской премии химик Луи Пастер: «Шанс благоволит... подготовленному сознанию». Говоря о подготовленном сознании, давайте рассмотрим, как два ныне здравствующих СЕО-аутсайдера, Уоррен Баффет и Джон Мэлоун, действовали во время финансового кризиса, последовавшего за крахом Lehman Brothers в сентябре 2008 года.

Как и можно было ожидать, оба следовали отличному от коллег курсу. В то время как практически все корпорации Америки оставались в стороне, оберегая свои деньги и подпитывая большие балансы, эти СЕО, словно два льва, вышли на охоту.

Для Баффета после долгого периода относительного бездействия, ставшего следствием событий 11 сентября, это был один из наиболее активных этапов в карьере. С четвертого квартала 2008 года он распределил свыше 80 млрд долларов (из них более 15 млрд долларов в первые 25 дней после краха Lehman) в разного рода инвестиционные активы:

- Приобрел на 8 млрд долларов конвертируемые привилегированные акции у Goldman Sachs и General Electric.
- Сделал ряд покупок обыкновенных акций (включая Constellation Energy) на 9 млрд долларов.
- Предоставил дополнительное финансирование компаниям Mars/Wrigley (6,5 млрд долларов) и Dow Chemical (3 млрд долларов).

- Купил проблемные долговые обязательства на открытом рынке за 8,9 млрд долларов.
- В ходе самой крупной сделки Berkshire (в долларовом выражении) купил 77,5% Burlington Northern, которой к тому моменту уже не владел, за 26,5 млрд долларов.
- Приобрел Lubrizol, ведущую открытую акционерную компанию по выпуску смазочных материалов, за 8,7 млрд долларов.
- Объявил о новой крупной (10,9 млрд долларов) инвестиции в акции IBM.

В тот же период Джон Мэлоун проводил эксперименты по распределению капитала между различными субъектами, которые были выделены из творческого подразделения TCI по производству телепрограмм — Liberty Media. В разгар финансового кризиса Мэлоун:

- Внедрил стратегию «роста акционерного капитала за счет заемных средств» в гиганте спутниковых программ DIRECTV, увеличив долг, и активно проводил обратный выкуп (более 40% акций в обращении за последние два года).
- Инициировал ряд изменений в бывших подразделениях Liberty, включая отделение компании — производителя кабельных телепрограмм Starz/Encore и обмен долговых обязательств на ценные бумаги (своп «долг/акции») между Liberty Capital (владелец коллекции государственных и частных активов Мэлоуна) и Liberty Interactive (головная структура торговой сети QVC и других интернет-компаний).
- Приобрел контрольный пакет акций Sirius Broadcasting, спутниковой радиослужбы, через Liberty Capital в чрезвычайно выгодной сделке при ценовых минимумах рынка в начале 2009 года. Выкупил также 11% акций Liberty Capital во втором квартале 2010 года.
- Через международное подразделение (Liberty Global) компания объявила о своем самом крупном за все время приобретении — покупке немецкой Unitymedia более чем за 5 млрд евро, а также о продаже большой доли в крупнейшем кабельном бизнесе Японии; все поступления удалось увести от налогообложения благодаря значительному пулу чистых операционных убытков. Мэлоун также продолжил обратные выкупы акций Liberty Global (компания выкупила более *половины* своих бумаг за последние пять лет).

Итак, в то время как корпоративная Америка не предпринимала никаких активных действий, эти два хитрых CEO увлеклись игрой кейнсианских «животных духов»<sup>[65]</sup>. Они были, перефразируя изречение Баффета, очень жадными в то время, когда все их коллеги дрожали от страха.

# *ПОСЛЕСЛОВИЕ*

# ПРИМЕР И КОНТРОЛЬНЫЙ СПИСОК

В завершение приведем пример, демонстрирующий подход аутсайдеров к работе в разных ситуациях.

Предположим, вы владеете высококлассной пекарней, специализирующейся на багетах и свежей выпечке. Основа вашего успеха — специальная духовка, выпущенная в Италии, но ваша первоочередная проблема в том, что спрос слишком велик, чтобы вы могли с ним справиться.

Вы оказались перед выбором между двумя вариантами развития бизнеса: расширяться, используя соседнее помещение и купив вторую духовку, или открыть еще одну пекарню в другой части города, куда тоже потребуется новая духовка. Ваш конкурент на другом конце города не так давно с большим успехом расширил свой магазин, а вы недавно читали о пекарне (открытой акционерной компании), которая разрослась за счет постепенного увеличения количества торговых точек. Здравый смысл подсказывает, что расширение магазина — правильный путь, но вы садитесь и делаете необходимые расчеты.

Начинайте подсчитывать предварительные расходы, возможные выручку и прибыль в случае реализации каждого из сценариев (используя то, что вы называете консервативными прогнозами). Затем вы рассчитываете прибыльность для каждого случая, начиная с варианта расширения пространства путем покупки соседнего помещения.

Определите для себя личную минимальную ставку доходности и начинайте действовать, только если проект сможет дать вам по меньшей мере 20%-ную окупаемость. Вы делаете следующие расчеты: новая плита стоит 50 000 долларов; пристройка к занимаемому вами помещению — 50 000 долларов; и, скорее всего, этот вариант будет приносить прирост прибыли в 20 000 долларов за вычетом трудовых, материальных и прочих операционных затрат. Итак, у вас есть предварительные расходы в 100 000 долларов (плита плюс пристройка) и ожидаемая годовая прибыль в 20 000 долларов, с

прогнозируемой доходностью в 20% (определенная вами минимальная ставка).

Затем вы переключаете внимание на вариант с открытием нового магазина. Предварительные расходы включают покупку плиты за 50 000 долларов и 150 000 долларов на строительство. Сценарий для нового магазина прогнозировать сложнее (он находится в другой части города и так далее), но вы предполагаете, что потенциальная годовая прибыль составит 50 000–75 000 долларов. Итак, вы подсчитываете, что вам предварительно нужно потратить 200 000 долларов и вы сможете ожидать доходность в 25–37,5%. Этот уровень прибыльности, даже по нижней границе диапазона, оказался ощутимо выше, но, прежде чем решить, по какому пути пойти, вы задаете себе несколько важных вопросов:

- Новый магазин расположен в другой части города, и есть риск, что продажи будут отличаться от прогнозируемых, — насколько вы уверены в расчетах?
- Достаточно ли будет более высокой прибыли, чтобы компенсировать эту дополнительную неопределенность?
- Новый магазин требует вдвое больше инвестиций, чем вариант с расширением пространства. Можете ли вы собрать дополнительные 100 000 долларов на его открытие, и если да, то какой ценой?
- И наоборот, существуют ли скрытые плюсы у нового магазина? Например, диверсифицирует ли он ваши операции так, чтобы у вас была своего рода страховка на тот случай, если в первом магазине снизится объем продаж?
- Дает ли вам открытие второго магазина ощущение, что со временем вы сможете построить большую компанию?

Над этими вопросами по распределению капитала менеджерам и предпринимателям приходится ломать голову каждый день вне зависимости от размера бизнеса (крупные компании, однако, нередко нанимают консультантов и инвестбанкиров для этих целей). Выходит, что при принятии решений как пекарь, так и CEO из Fortune 500 используют одни и те же аналитические методы.

Подход аутсайдеров вполне понятен, так почему же ему не следуют другие? Да потому что он сложнее, чем кажется на первый взгляд. Это непросто — отходить от общепринятых стандартов и игнорировать институциональный императив. Во времена кризиса особо сильно проявляется естественная инстинктивная реакция — заниматься тем, что бихевиористы называют «социальным подтверждением»<sup>[66]</sup>, и делать то, что делают остальные игроки отрасли. В сегодняшнем мире соцсетей, мгновенного обмена сообщениями и разнообразных телешоу становится все труднее сделать шаг назад и принять систему 2 Канемана.

### Контрольный список (чек-лист)

Контрольные списки (чек-листы) оказались очень эффективным инструментом при принятии решений в таких разных сферах, как авиация, медицина и строительство. За их кажущейся простотой скрывается большая сила, а благодаря великолепной книге Атула Гаванде *The Checklist Manifesto* («Манифест контрольного списка») их использование в наши дни стало очень актуальным. Контрольные списки — это форма «архитектуры выбора», работа, способствующая анализу и устраняющая отвлекающие факторы, которые зачастую усложняют процесс принятия сложных решений. Они являются систематическим способом вхождения в систему 2 и могут стать для CEO своего рода прививкой против устоявшихся предрассудков и институционального императива.

Гаванде советует составлять эти списки так, чтобы в них было 10 или менее пунктов. Давайте в завершение напишем такой контрольный список, который поможет нам в принятии решений об эффективном распределении капитала, основываясь на опыте CEO-аутсайдеров.

### Итак, начнем

- Процессом распределения капитала должен заниматься CEO, а не поручать эту работу сотрудникам финансового отдела или отдела развития бизнеса.
- Начните с определения *минимальной ставки доходности* — минимально приемлемого возврата на инвестиционные проекты (одно из наиболее важных решений, принимаемых CEO).

*Комментарий:* минимальная ставка доходности должна определяться в соответствии с набором возможностей, доступных компании, и, как правило, должна превосходить совокупную стоимость акционерного и заемного капитала (обычно 15–17% или выше).

- Просчитайте альтернативные возможности для инвестиций (как внутренние, так и внешние) и ранжируйте их по доходности и риску. Расчеты не должны быть идеально точными; используйте консервативные прогнозы.

*Комментарий:* проекты с более высокими рисками (такие, как приобретения) должны иметь бóльшую доходность. Будьте осторожны с определением *стратегический* — на корпоративном языке оно нередко служит обозначением для *низких доходностей*.

- Рассчитайте возврат от обратного выкупа акций — необходимо, чтобы доходность от приобретения значительно превосходила этот уровень.

*Комментарий:* хотя обратные выкупы были важной составляющей стратегий CEO-аутсайдеров, они не являются панацеей и вполне способны разрушить стоимость, если проводятся по заоблачной цене.

- Сосредоточьтесь на показателе доходности после налогообложения и управляйте сделками с помощью советника по вопросам налогообложения.
- Определите приемлемый для компании консервативный уровень денежных средств и долга; старайтесь не выходить за эти рамки.
- Рассмотрите модель децентрализованной организации. (Каково соотношение людей в вашем головном офисе и общего числа сотрудников — сопоставьте эти данные с показателями конкурентов.)
- Сохраняйте свой капитал в бизнесе только в том случае, если вы уверены, что со временем сможете генерировать доходы, которые окажутся выше установленной вами минимальной ставки доходности.
- Если у вас нет потенциально высокодоходных инвестиционных проектов, рассмотрите возможность выплаты дивидендов. Однако не забывайте, что решения о дивидендах трудно отменить и они могут быть неэффективны с точки зрения налогообложения.
- В ситуации высоких цен на рынке вполне можно рассмотреть вариант продажи бизнеса или акций либо закрыть неэффективные бизнес-единицы, если они не обеспечивают приемлемой доходности.

Неважно, оглядываетесь ли вы назад или смотрите вперед, подход аутсайдеров к распределению капитала предлагает проверенный способ навигации в непредсказуемом мире бизнеса; он обусловил исключительные результаты в разных индустриях и рыночных условиях. Контрольный список дает вам инструментарий, который может помочь любому бизнесу — от пекарни по соседству до мультинациональных корпораций. Возьмите на вооружение этот проверенный метод и примите неизбежную неопределенность мира бизнеса с распростертыми объятиями... и свежим взглядом.



# ПРИЛОЖЕНИЕ

## ТЕСТ БАФФЕТА

Таблица А.1

### СЕО-аутсайдеры и тест Баффета

|                                    | <b>Berkshire Hathaway</b> | <b>General Cinema /<br/>Harcourt<br/>General<sup>[67]</sup></b> | <b>Teledyne</b> | <b>Capital Cities/ABC</b> |
|------------------------------------|---------------------------|---|-----------------|---------------------------|
| <b>Плановый период</b>             |                           |   |                 |                           |
| Дата начала                        | 30 июня 1965 г.           | 31 января 1966 г.   | 31 мая 1963 г.  | 30 сентября 1966 г.       |
| Дата завершения                    | 30 сентября 2010 г.       | 31 июля 2001 г.   | 30 июня 1990 г. | 31 декабря 1995 г.        |
| <b>Годы теста Баффета</b>          |                           |   |                 |                           |
| Начало                             | 1965                      | 1962  | 1966            | 1966                      |
| Конец                              | 2007                      | 2000  | 1989            | 1994                      |
| Кумулятивный «коэффициент Баффета» | 2,3                       | 3,6   | 2               | 2,7                       |

|                                    | <b>Washington Post</b> | <b>ТСИ<sup>[68]</sup></b> | <b>Ralston Purina</b> | <b>General Dynamics</b> |
|------------------------------------|------------------------|---------------------------|-----------------------|-------------------------|
| <b>Плановый период</b>             |                        |                           |                       |                         |
| Дата начала                        | 30 июня 1971 г.        | 31 мая 1973 г.            | 31 января 1980 г.     | 31 декабря 1990 г.      |
| Дата завершения                    | 31 декабря 1993 г.     | 31 марта 1999 г.          | 31 декабря 2001 г.    | 31 декабря 2007 г.      |
| <b>Годы теста Баффета</b>          |                        |                           |                       |                         |
| Начало                             | 1971                   | 1973                      | 1981                  | 1990                    |
| Конец                              | 1993                   | 1997                      | 2000                  | 2007                    |
| Кумулятивный «коэффициент Баффета» | 1,9                    | Неприменимо               | 2,4                   | 3,5                     |

Уоррен Баффет предложил простой тест на умение распределять капитал: принес ли CEO по меньшей мере один доллар на каждый доллар нераспределенной прибыли за время своей работы? Тест Баффета отражает в одной цифре коллективную мудрость и глупость при принятии решений за период карьеры. Этот тест сложнее, чем кажется, но CEO-аутсайдеры выдержали испытание с честью, как показывает табл. А.1.

# БИБЛИОГРАФИЯ

## *Предисловие*

1. Годовые отчеты Berkshire Hathaway, 1987 год.
2. Уоррен Баффет, статья «Суперинвесторы из Грэхем-и-Доддсвилля», журнал Hermes, апрель 1984 года (Warren E. Buffett, The Superinvestors of Graham and Doddville, Hermes Magazine, April 1984).

## *Введение*

1. Атул Гаванде, статья «График нормального распределения», журнал The New Yorker, 6 декабря 2004 года (Atul Gawande, The Bell Curve, The New Yorker, December 6, 2004).  
См. также: Richard Pascale, Jerry Sternin, and Monique Sternin, The Power of Positive Deviance: How Unlikely Innovators Solve the World's Toughest Problems (Boston: Harvard Business Press, 2010).
2. Robert J. Flaherty, The Singular Henry Singleton, журнал Forbes, 9 июля 1979 года.

## *Глава 1*

1. Чарльз Мангер, служебная записка, 1 января 1983 года.
2. Если не указан иной источник, все цитаты Мерфи взяты из телефонного интервью от 23 марта 2005 года и первого личного интервью от 25 июля 2005 года.
3. Статья «Приятная денежная проблема Тома Мерфи», журнал Forbes, 1 октября 1976 года (Tom Murphy's Pleasant Cash Problem, Forbes, October 1, 1976).
4. Интервью автора с Дэном Берком, 1 апреля 2005 года.
5. Интервью автора с Гордоном Кроуфордом, 20 апреля 2005 года.
6. Интервью автора с Бобом Зельником, 23 марта 2005 года.
7. Интервью автора с Филом Бойтом, 28 апреля 2005 года.

8. Статья «Приятная денежная проблема Тома Мерфи», журнал Forbes, 1 октября 1976 года (Tom Murphy's Pleasant Cash Problem, Forbes, October 1, 1976).
9. Интервью автора с Дэвидом Уорго, 28 апреля 2005 года.
10. Интервью автора с Гордоном Кроуфордом, 20 апреля 2005 года.
11. Интервью автора с Филом Миком, 1 апреля 2005 года.

## *Глава 2*

1. Интервью автора с Джеком Гамильтоном, 20 апреля 2004 года.
2. Роберт Флаэрти, статья «Сфинкс говорит», Forbes, 20 февраля 1978 года (Robert J. Flaherty, The Sphinx Speaks, Forbes, February 20, 1978).
3. Интервью автора с Чарльзом Мангером, 10 сентября 2004 года.
4. Интервью автора с Артуром Роком, 15 апреля 2004 года.
5. Интервью автора с Файезом Сэрофимом, 2 марта 2004 года.
6. Интервью автора с Уильямом Рутледжем, 23 февраля 2004 года.
7. Джеймс Роскоу, статья «Множество жизней Teledyne», Financial World, 1 ноября 1978 года (James P. Roscow, The Many Lives of Teledyne, Financial World, November 1, 1978).
8. Роберт Флаэрти, статья «Неповторимый Генри Синглтон», Forbes, 9 июля 1979 года (Robert J. Flaherty, The Singular Henry Singleton, Forbes, July 9, 1979).
9. Роберт Флаэрти, статья «Сфинкс говорит», Forbes, 20 февраля 1978 года (Robert J. Flaherty, The Sphinx Speaks, Forbes, February 20, 1978).
10. Интервью автора с Леоном Куперманом, 20 ноября 2003 года.

## *Глава 3*

1. Интервью автора с Уильямом Андерсом, 5 апреля 2008 года.
2. Если не указан иной источник, все цитаты Уильяма Андерса взяты из телефонных интервью от 15 и 24 апреля 2008 года.
3. Интервью автора с Рэем Льюисом, 20 марта 2008 года.

4. Интервью автора с Питером Асиритисом, 7 марта 2008 года.
5. Интервью автора с Джеймсом Меллором, 12 марта 2008 года.
6. Интервью автора с Николасом Чабрайя, 2 апреля 2008 года.

#### *Глава 4*

1. Если не указан иной источник, все цитаты Джона Мэлоуна взяты из личного интервью от 30 апреля 2007 года.
2. Интервью автора с Джей Си Спаркманом, 30 апреля 2007 года.
3. Дэвид Уорго, аналитический отчет TCI, 1981 год, 1982 год.
4. Интервью автора с Деннисом Лейбовицем, 17 апреля 2007 года.
5. Интервью автора с Риком Рейссом, 26 апреля 2007 года.
6. Интервью автора с Дэвидом Уорго, 17 апреля 2007 года.

#### *Глава 5*

1. Интервью автора с Аланом Спуном, 2 апреля 2009 года.
2. Интервью автора с Томом Майтом, 30 апреля 2009 года.
3. Если не указан иной источник, все цитаты Дональда Грэма взяты из личного интервью в его офисе 3 апреля 2009 года.
4. Интервью автора с Джорджем Джиллеспи, 8 апреля 2009 года.
5. Интервью автора с Россом Глотцбахом, 30 марта 2009 года.
6. Интервью автора с Диком Симмонсом, 22 апреля 2009 года.
7. Интервью автора с Беном Брэдли в его офисе, 3 апреля 2009 года.

#### *Глава 6*

1. Интервью автора с Майклом Мобуссенем, 25 февраля 2009 года.
2. Интервью автора с Патриком Мулкахи, 23 апреля 2009 года.
3. Если не указан иной источник, все цитаты Уильяма Стиритца взяты из нескольких телефонных интервью в апреле, мае и июне 2009 года.
4. Интервью автора с Майклом Мобуссенем, 24 февраля 2009 года.
5. Интервью автора с Джоном Макмиллином, 2 апреля 2009 года.

6. Интервью автора с Джоном Бирбуссе, 24 февраля 2009 года.

## *Глава 7*

1. Интервью автора с Бобом Бекон, 26 февраля 2008 года.
2. Интервью автора с Вуди Айвзом, 15 декабря 2007 года.
3. Интервью автора с Сизером Швейцером, 22 апреля 2008 года.
4. Интервью автора с Дэвидом Уорго, 22 апреля 2008 года.
5. Если не указан иной источник, все цитаты Дика Смита взяты из личного интервью от 23 апреля 2009 года в его офисе в Честнат-Хилле, Массачусетс.

## *Глава 8*

1. Интервью автора с Чарльзом Мангером, 24 февраля 2006 года.
2. Годовые отчеты Berkshire Hathaway, 1977–2011 годы.
3. Если не указан иной источник, все цитаты взяты из интервью с Уорреном Баффетом от 24 июля 2006 года.
4. Годовые отчеты Berkshire Hathaway, 1977–2011 годы.
5. «Мировые звезды инвестирования», статья в журнале Money Week, 6 июля 2006 года (The World's Top Investing Stars, Money Week, July 6, 2006).
6. Интервью автора с Дэвидом Соколом, 15 апреля 2006 года.
7. Годовые отчеты Berkshire Hathaway, справочник по руководству.
8. Интервью автора с Томом Мерфи, 9 марта 2006 года.

## *Глава 9*

1. Интервью автора с Джорджем Робертсом, 8 апреля 2004 года.
2. Интервью автора с Чарльзом Мангером, 10 сентября 2004 года.
3. Интервью автора с Патриком Мулкахи, 23 апреля 2009 года.
4. Эндрю Бэрри, статья «Какой фонтан», Barron's, 16 ноября 2009 года (Andrew Barry, What a Gusher, Barron's, November 16, 2009).
5. Мичио Накамото и Дэвид Уайтон, «Глава Citigroup продолжает выкупы», статья в газете Financial Times, 9 июля 2007 года

(Michiyo Nakamoto and David Wighton, Citigroup Chief Stays Bullish on Buy-outs, Financial Times, July 9, 2007).

### *Послесловие*

1. Атул Гаванде, «Манифест контрольного списка» Atul Gawande, The Checklist Manifesto: How to Get Things Right (New York: Metropolitan Books, 2010).

## ДОПОЛНИТЕЛЬНАЯ ЛИТЕРАТУРА

*Auletta, Ken.* The Highwaymen: Warriors of the Information Super Highway. New York: Harcourt, Brace and Company, 1997.

*Auletta, Ken.* Three Blind Mice: How the TV Networks Lost Their Way. New York: Random House, 1991.

*Bernstein, Peter L.* Against the Gods: The Remarkable Story of Risk. New York: John Wiley and Sons, 1996.

*Biggs, Barton.* Hedge hogging. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 2006. The Buffett Partnership. Collection of Reports to Investors, 1958–1969.

*Byrne, John A.* The Whiz Kids: The Founding Fathers of American Business and the Legacy They Left Us. New York: Currency/Doubleday, 1993.

*Conant, Jennet.* Tuxedo Park: A Wall Street Tycoon and the Secret Palace of Science That Changed the Course of World War II. New York: Simon & Schuster, 2002.

*Cunningham, Lawrence.* The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America. Durham, NC: Carolina Academic Press, 1997.

*Drucker, Peter F.* Adventures of a Bystander. New York: Harper and Row, 1978.

*Ellis, Charles D., ed.* (with James R. Vertin). Classics: An Investor's Anthology. Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1989.

*Gladwell, Malcom.* Outliers: The Story of Success. New York: Little, Brown, and Company, 2008.

*Gleick, James.* The Information: A History, a Theory, a Flood. New York: Vintage Books, 2011.

*Graham, Katharine.* Personal History. New York: A.A. Knopf, 1997.

*Hagstrom, R. G.* The Warren Buffett Portfolio. New York: John Wiley and Sons, 1999.



*Halberstam, David.* The Best and the Brightest. New York: Random House, 1972.

*Kahneman, Daniel.* Thinking, Fast and Slow. New York: Farrar, Straus, and Giroux, 2011.

*Kaufman, Peter D.* Poor Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger. Los Angeles: PCA Publications, 2005.

*Kuhn, Thomas S.* The Structure of Scientific Revolutions. Chicago: University of Chicago Press, 1996.

*Lawrence, Mary Wells.* A Big Life (in Advertising). New York: Simon & Schuster, 2002.

*Lowe, Janet.* Damn Right! Behind the Scenes with Berkshire Hathaway Billionaire Charlie Munger. New York: John Wiley and Sons, 2000.

*Lowenstein, Roger.* Buffett: The Making of an American Capitalist. New York: Random House, 1995.

*Mauboussin, Michael.* More Than You Know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places. New York: Columbia University Press, 2006.

*Poundstone, William.* Fortune's Formula: The Untold Story of the Scientific Betting System That Beat the Casinos and Wall Street. New York: Hill and Wang, 2005.

*Press, Eyal.* Beautiful Souls: Saying No, Breaking Ranks, and Heeding the Voice of Conscience in Dark Times. New York: Farrar, Straus, and Giroux, 2012.

*Preston, Richard.* American Steel. New York: Avon Books, 1992.

*Pruitt, Bettye H.* The Making of Harcourt General: A History of Growth Through Diversification 1922–1992. Boston: Harvard Business School Press, 1994.

*Roberts, John.* The Modern Firm: Organizational Design for Performance and Growth. New York: Oxford University Press, 2004.

*Robichaux, Mark.* Cable Cowboy: John Malone and the Rise of the Modern Cable Business. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 2002.

*Skildelsky, Robert.* John Maynard Keynes, Volume 2: The Economist as Savior, 1920 –1937. New York: Penguin Books, 1995.

*Swensen, David F.* Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment. New York: Free Press, 2005.

*Tedlow, Richard S.* Giants of Enterprise: Seven Business Innovators and the Empires They Built. New York: Harper Business, 2001.

*Train, John.* The Money Masters. New York: Harper and Row, 1980.

# БЛАГОДАРНОСТИ

Идея написания этой книги посетила меня на отдыхе в 2003 году. Я работаю в фонде частных инвестиций и готовился к выступлению на конференции для CEO, проходящей два раза в год. Моей задачей было кратко описать основные черты выдающихся лидеров и поделиться примерами работы руководителей и менеджеров наших компаний. Я выбрал Генри Синглтона и, начав свои исследования, познакомился с сообществом очень талантливых людей, студентов второго курса Гарвардской школы бизнеса (HBS), включая Алима Чаудхри. Алим, член братства «Фи Бета Каппа» (Phi Beta Kappa) и выпускник факультета физики Стэнфорда, многое сделал для проекта, и это сотрудничество заложило основу для всей работы. Алим познакомил меня с другим замечательным студентом, Джоном Джиллиганом, на тот момент оканчивавшим первый курс HBS. Джон, тоже член «Фи Бета», на этот раз с факультета химии Гарварда, согласился сделать похожее исследование по Capital Cities.

Работая со студентами, я подробно анализировал стиль руководства всех упомянутых CEO и их конкурентов. Каждый проект занимал полный академический год, а после его завершения начинался следующий с теми же сроками. Первый семестр был посвящен детальному анализу архива финансовых отчетов компаний (в общей сложности мы просмотрели их более тысячи) и глубокому анализу других источников, включая статьи, книги и видео. Второй семестр мы отвели для интервью с бывшими главами компаний, инвесторами, аналитиками Уолл-стрит, банкирами, CEO конкурентов и, конечно, с самими героями этой книги (мы поговорили со всеми ныне живущими CEO). В общей сложности мы провели более сотни интервью.

В связи с этим мне надо многих поблагодарить. И начать я должен с невероятно талантливого сообщества студентов Гарвардской школы бизнеса, с которым мне посчастливилось сотрудничать последние восемь лет. В эту группу одаренных людей входят Пол Бусер (Ralston Purina), Алим Чаудхри (Teledyne), Эрин Айзенберг (Berkshire Hathaway), Мэтт Эстеп (General Dynamics), Джон Джиллиган (Capital

Cities Broadcasting), Брайан Херсмэн, Мориц Йобке (Tele-Communications), Кристина Миллер (The Washington Post Company) и Константинос Папаконстантину (General Cinema).

Кроме того, хочу поблагодарить за поддержку со стороны HBS Набиля эль-Хажя и Майка Робертса и нынешнего ее студента Мэтта Клитуса, который оказал большую аналитическую помощь на завершающем этапе подготовки рукописи.

Хочу выразить глубокую признательность тем, кто предложил прочитать рукопись, за их время и мнение: это Билл Кэри, Арт Чарпентье, Уилл Гарднер, Жиль Гудхед (за особо внимательное прочтение), Ирв Гроусбек, Боб Груски, Майк Джексон, Крис Кимболл, Сэм Макаусланд, Джо Нихаус, Брендон Никсон, Дэвид Симмонс, Кевин Тавил, Лэнни Трондайк, Том Трифорос, Элиот Уэдсворт, Рамсей Уолкер и Стив Уоллмэн. Особая благодарность Дэвиду Уорго, который оказал дополнительную помощь с главами про TCI и Capital Cities.

Еще хотел бы сказать спасибо моему отцу Нику Торндайку за внимательное прочтение рукописи и комментарии; моим прекрасным детям, Шарлотте и Николаю, за терпение, за то, что отвлекали меня в критические моменты, и за их мудрость не по годам. Мне очень помогли в начале моего исследования Элизабет и Амори Торндайк.

Хотел бы особо поблагодарить Чарли Мангера, неподражаемого партнера Уоррена Баффета, за одобрение этого проекта и профессиональные комментарии, особенно в главах про Teledyne, Capital Cities, Washington Post и General Dynamics.

Отдельное спасибо Денис Ахерн, моей невозмутимой и компетентной во всех вопросах ассистентке, за исключительную помощь и поддержку (и терпение) все эти почти девять лет.

Благодарю также Шарлотту Макдональд.

Мой агент Дэвид Миллер был постоянным источником информации о перспективах данного проекта.

Мои редакторы Джефф Кехое, Эллисон Питер и команда Harvard Business Review Press проделали великолепную работу, умело проводя рукопись и ее неопытного автора через все этапы издательского процесса.

Наконец, хочу сказать спасибо Джени, моему незаменимому «штатному» редактору (и жене), за бесценные, трезвые, дающие пищу

для размышлений комментарии после прочтения рукописи на разных этапах ее создания и за многолетнюю верную любовь.

Возможные ошибки, безусловно, остаются на моей совести, но мудрость и помощь всех этих людей сделали конечный продукт значительно лучше. Спасибо вам всем, спасибо.

## ОБ АВТОРЕ

Уилл Торндайк окончил Гарвардский университет и Стэнфордскую школу бизнеса. Основатель и управляющий директор Housatonic Partners, фонда частных инвестиций с офисами в Бостоне и Сан-Франциско. До этого работал в T. Rowe Price Associates, где в начале карьеры провел финансовый анализ в сфере бизнес-услуг, и в Walker Publishing, где позднее был членом совета директоров.

Уилл читал лекции в Гарвардской и Стэнфордской школах бизнеса, а также в бизнес-школах INSEAD и LBS. В настоящее время директор компаний Alta Colleges; Continental Fire & Safety Services; Carillon Assisted Living; LeMaitre Vascular; Liberty Towers; Oasis Group Ltd.; QMC International и White Flower Farm. Член правления фонда Стэнфордской школы бизнеса (Stanford Business School Trust) и колледжа Атлантики, а также член совета наблюдателей в WGBH. Уилл является партнером-основателем в FARM (совместные инвестиции, влияющие на социальную сферу). Проживает в пригороде Бостона с женой и двумя детьми.

- [1] CEO (Chief Executive Officer) — здесь и далее генеральный директор компании. *Прим. ред.*
- [2] «Шесть сигм» (англ. six sigma) — концепция управления производством, разработанная в Motorola в 1980-е годы и популяризированная в середине 1990-х после того, как Джек Уэлч применил ее как ключевую стратегию в General Electric. Суть концепции сводится к необходимости улучшения качества выходов каждого из процессов, минимизации дефектов и статистических отклонений в операционной деятельности. *Прим. пер.*
- [3] Издана на русском языке: Уэлч Д. [История менеджера](#). М. : Манн, Иванов и Фербер, 2012. *Прим. ред.*
- [4] ERA (earned run average) — статистический показатель в бейсболе, демонстрирующий уровень подачи питчера. *Прим. пер.*
- [5] Fortune 1000 — список самых крупных компаний США (по версии американского журнала Fortune); в него входят 1000 ведущих американских компаний, ранжированных по уровню доходов. Перечень отражает основных игроков рынка и позволяет оценить его тенденции. Fortune 100 — первая сотня списка Fortune 1000. *Прим. пер.*
- [6] S&P 500 — фондовый индекс, в расчет которого включены акции 500 компаний США с наибольшей капитализацией; составляется компанией Standart & Poor's. *Прим. пер.*
- [7] Бейб Рут (1895–1948) — профессиональный бейсболист, аутфилдер в Главной лиге бейсбола США; признан спортсменом века по версии Ассошиэйтед Пресс. *Прим. пер.*
- [8] Название предисловия «Синглтонвилль» есть производное слово от фамилии Генри Синглтона, о котором, в частности, идет речь в книге. *Прим. ред.*

- [9] Дробление, или сплит — деление акции, находящейся в обращении, на несколько частей меньшей номинальной стоимости без изменения акционерного капитала. *Прим. ред.*
- [10] В данном контексте следует понимать используемое автором слово аутсайдер (от англ. outsider) как «чуждый системе» или «не принадлежащий определенному кругу»; в книге автор называет СЕО-аутсайдерами тех руководителей компаний, которым удалось показать результаты выше рынка благодаря своим качествам или нестандартным действиям. *Прим. ред.*
- [11] Сэм Уолтон — американский бизнесмен, основатель сетей магазинов Wal-Mart. *Прим. ред.*
- [12] Уотергейтский скандал — политический скандал в США 1972–1974 годов, закончившийся отставкой президента страны Ричарда Никсона. Расследование событий, связанных с попыткой республиканцев установить подслушивающие устройства в штаб-квартире Демократической партии в отеле «Уотергейт» в Вашингтоне. *Прим. ред.*
- [13] Девиантное поведение — это поведение, отклоняющееся от общепринятых, наиболее распространенных и устоявшихся норм в тех или иных сообществах в определенный период их развития. *Прим. ред.*
- [14] Бенджамин Франклин разработал план для достижения морального совершенства, основанный на списке из 13 добродетелей — человеческих достоинств; в данном контексте автор упоминает его с сарказмом. *Прим. ред.*
- [15] Издана на русском языке: Льюис М. [MoneyBall. Как математика изменила самую популярную спортивную лигу в мире.](#) М. : Манн, Иванов и Фербер, 2013. По книге снят фильм «Человек, который изменил всё» с Брэдом Питтом в главной роли. *Прим. ред.*



- [16] Издана на русском языке: *Гладуэлл М. [Гении и аутсайдеры. Почему одним все, а другим ничего?](#)* М. : Манн, Иванов и Фербер, 2013. *Прим. ред.*
- [17] Columbia Broadcasting System — одна из трех крупнейших телерадиовещательных компаний США. *Прим. пер.*
- [18] Queen Elizabeth 2 («Королева Елизавета Вторая») — название британского трансатлантического пассажирского лайнера. *Прим. пер.*
- [19] Укрупнение (roll-up) — объединение множества мелких компаний одной и той же отрасли экономики в одну большую структуру. *Прим. пер.*
- [20] Закон, подписанный президентом Франклином Рузвельтом 22 июня 1944 года, вошел в историю как «Солдатский билль о правах». Демобилизованным воинам предоставлялись пособия, гарантии по кредиту на покупку жилья, а также оплата высшего образования или профессионального обучения. *Прим. пер.*
- [21] «Тайленоловый кризис» заключался в следующем: отравленные таблетки тайленола привели к ряду смертельных случаев среди американцев. Джим Берк, председатель совета директоров Johnson & Johnson, заявил, что в соответствии со строгими принципами, которые исповедует его компания, она без малейшего колебания изымает из торговли и со складов все таблетки тайленола. Эта акция принесла корпорации миллионы долларов убытка, однако выгода, полученная при этом, была бесценна. Джим Берк был награжден за социальную рекламу президентом США Биллом Клинтонем, который вручил ему президентскую медаль Свободы, одну из двух высших наград США для гражданских лиц. Журнал Fortune назвал Джима Берка одним из десяти величайших CEO всех времен; он также вошел в Национальный зал славы бизнеса. *Прим. пер.*

- [22] COO (Chief Operating Officer)— главный операционный директор, один из руководителей корпорации, отвечающий за операционную деятельность. *Прим. пер.*
- [23] Berkshire Hathaway — американская холдинговая компания, известная своим бессменным председателем правления Уорреном Баффетом, который использовал прибыль от страховых операций Berkshire Hathaway для финансирования инвестиций. *Прим. ред.*
- [24] CFO (Chief Financial Officer) — финансовый директор. *Прим. ред.*
- [25] NFL — Национальная футбольная лига США (американский футбол). *Прим. пер.*
- [26] EBITDA — прибыль до уплаты налогов, процентов, износа и амортизации. *Прим. ред.*
- [27] IPO (initial public offering) — первичное публичное размещение акций. *Прим. ред.*
- [28] North American Aviation — бывшая американская аэрокосмическая компания; Hughes Aircraft, крупная американская военно-промышленная авиастроительная компания, основанная в 1932 году Говардом Хьюзом как подразделение Hughes Tool Company. *Прим. пер.*
- [29] Группа из десяти бывших офицеров ВВС, получившая прозвище Wiz Kids (Ford) — «вундеркинды Форда». Была создана Чарльзом Бейтси «Текс» Торнтоном по просьбе Форда-младшего. «Вундеркинды Форда» помогли компании избежать угрозы банкротства и снова вывели ее в лидеры автомобилестроения путем планирования и правильной организации системы административного управления. *Прим. пер.*
- [30] Специальные металлы обычно используются для военного производства особой номенклатуры. *Прим. ред.*

- [31] ITT Corporation — крупная американская корпорация, которая занимается высокотехнологичными инженерными разработками, телекоммуникациями, является одним из крупнейших в мире производителей насосного оборудования, выпускает и внедряет широкий спектр оборонных технологий. *Прим. пер.*
- [32] Президент США Буш 30 июля 2002 года подписал закон Сарбейнса-Оксли (англ. Sarbanes-Oxley Act, SOX), который представляет собой один из самых важных документов по изменению федерального законодательства США по ценным бумагам за последние 60 лет. Закон серьезно ужесточает требования к финансовой отчетности и процессу ее подготовки, что стало результатом многочисленных корпоративных скандалов, связанных с недобросовестностью менеджеров крупных корпораций. *Прим. пер.*
- [33] Акции класса А — обыкновенные акции компании, которые, как правило, не дают права голоса. Выпускаются в том случае, когда компания намерена мобилизовать дополнительный капитал, не связывая себя обязательством выплачивать фиксированный дивиденд и не размывая контроль. Однако такие акции не пользуются популярностью у институциональных инвесторов и в настоящее время выпускаются редко. *Прим. пер.*
- [34] Комиссия по ядерному регулированию контролирует распространение информации, технологий и материалов, используемых исключительно в ядерной промышленности. *Прим. пер.*
- [35] Международная консалтинговая компания, специализирующаяся на стратегическом консалтинге, входит в «большую тройку» консалтинговых компаний вместе с McKinsey & Company и Boston Consulting Group. *Прим. пер.*
- [36] Дисциплина, занимающаяся разработкой и применением методов нахождения оптимальных решений на основе математического и статистического моделирования в самых разных областях деятельности. *Прим. ред.*

- [37] Акции класса В — как правило, дают право на дивиденды, но не право голоса. *Прим. пер.*
- [38] В начале 1990-х в США появился новый термин — ререгулирование, сторонники которого считали, что предшествующий процесс дерегулирования (сокращения (отмены) государственной регламентации предпринимательской деятельности) произошел слишком быстро, а потому следовало восстановить определенные формы регулирования. *Прим. пер.*
- [39] Некоторые компании выпускают так называемые отслеживающие акции (tracking stock) в виде обыкновенных акций, стоимость которых зависит от результатов работы конкретного подразделения, а не компании в целом. Будучи владельцем таких бумаг, вы фактически инвестируете в материнскую структуру, как правило, не имея при этом права голоса. *Прим. пер.*
- [40] Волна от носа идущего судна. *Прим. пер.*
- [41] Private market value — стоимость частного рынка: суммарная рыночная стоимость компании, если бы отдельные части действовали как самостоятельные компании и имели рыночную цену акций; также стоимость компании при расчленении или поглощении. *Прим. ред.*
- [42] Спок — персонаж научно-фантастического сериала «Звездный путь». *Прим. пер.*
- [43] Уоррен Баффет неоднократно говорил о своей любви к компаниям с конкурентными преимуществами, подобными крепости. Как он объяснил в письме к акционерам в 1995 году: «В бизнесе я ищу экономические замки, защищенные непробиваемыми “рвами”». Баффет часто говорил, что работа людей в дочерних структурах заключается в том, чтобы «расширять эти рвы». *Прим. пер.*
- [44] Consumer packaged goods — нередко производители такой продукции выделяются в самостоятельный CPG-сегмент. *Прим. ред.*

- [45] Blue chips — наиболее надежные ценные бумаги. *Прим. ред.*
- [46] Бхопальская катастрофа — крупнейшая по числу жертв техногенная катастрофа, произошедшая в декабре 1984 года в результате аварии на химическом заводе Union Carbide в индийском городе Бхопал. *Прим. ред.*
- [47] LBO (leveraged buy-out) — покупка контрольного пакета акций компании, финансируемая за счет заемных средств; нередко используется в случаях, когда целевой актив оказывается больше потенциального покупателя. *Прим. ред.*
- [48] В 1927 году Эл Джолсон сыграл главную роль в первом звуковом фильме «Певец джаза», положив тем самым конец эпохе немого кино. *Прим. ред.*
- [49] White knight («белый рыцарь») — лицо или фирма, которые делают компании желательное предложение о поглощении (takeover bid) на более выгодных условиях вместо неприемлемого и нежелательного предложения, поступившего от black knight («черного рыцаря»).
- [50] Ковенанта (covenant) в английском праве — обязательство совершить какое-либо действие или воздержаться от совершения какого-либо действия, имеющее для обязавшейся стороны юридическую силу. *Прим. ред.*
- [51] Издана на русском языке: Грэхем Б. Разумный инвестор. М. : Вильямс, 2007. *Прим. ред.*
- [52] Float — доходы от страховых взносов, отложенные в качестве фонда для непредвиденных обстоятельств или аванса, который должен быть размещен. *Прим. пер.*
- [53] Junk bonds — мусорные, или бросовые, облигации; так принято называть корпоративные облигации, не обладающие рейтингом инвестиционного уровня, то есть достаточно рискованные для инвестиций. *Прим. ред.*

- [54] Underwriting (в страховании) — процесс анализа предлагаемых на страхование рисков, принятия решения о страховании того или иного риска и определения адекватной риску тарифной ставки и условий страхования. *Прим. ред.*
- [55] R&C — страхование имущества и страхование от несчастного случая. *Прим. пер.*
- [56] Годовые отчеты Berkshire Hathaway, 1977–2011 годы.
- [57] Годовой отчет Berkshire Hathaway, 1989 год.
- [58] Stock Ticker — программа для инвесторов, отображающая информацию с сайтов фондовых рынков. *Прим. ред.*
- [59] Вудсток, или Вудстокская ярмарка музыки и искусств — один из знаменитых рок-фестивалей. *Прим. ред.*
- [60] Издана на русском языке: Канеман Д. *Думай медленно... Решай быстро*. М. : АСТ, 2013. *Прим. ред.*
- [61] Фильм режиссера Фреда Циннемана, снятый в 1952 году, который считается классикой жанра вестерн. Получил четыре премии «Оскар». *Прим. ред.*
- [62] Издана на русском языке: Коллинз Дж. [От хорошего к великому. Почему одни компании совершают прорыв, а другие нет...](#) М. : Манн, Иванов и Фербер, 2012. *Прим. ред.*
- [63] Малкольм Гладуэлл, как мы говорили в начале книги, разработал правило: «Чтобы добиться успеха в определенной области, необходимо потратить 10 000 часов на такую деятельность». *Прим. ред.*
- [64] Перевод С. Маршака. *Прим. пер.*

- [65] Animal spirit — на данный момент нет устоявшегося перевода этого термина. Знаменитый экономист Дж. Кейнс впервые использовал его в книге «Общая теория занятости, процента и денег». Он считал, что субъекты инвестиционного процесса при принятии решений ориентируются не столько на формальные показатели, сколько на внутренние ощущения и оценки инвестиционного климата, которые Кейнс назвал «животным духом», или «животным чутьем». По словам Кейнса, когда этот «дух» затухает, людям не остается ничего другого, как полагаться лишь на математический расчет, в результате чего «предпринимательство хиреет и испускает дух». *Прим. пер.*
- [66] Social proof — термин используется для обозначения одного из элементов покупательского поведения, когда потребитель при выборе продуктов ориентируется на мнение других покупателей, кто уже купил, успел опробовать и может судить о нем по собственному опыту. Чем больше положительных мнений о продукте/бренде видит/слышит потребитель, тем выше вероятность, что он выберет именно его. *Прим. пер.*
- [67] Данные General Cinema скорректированы с учетом приобретения в 1991 году Harcourt General, в противном случае они были бы искажены.
- [68] Мэлоун управлял TCI таким образом, чтобы минимизировать объявленную прибыль; следовательно, этот показатель к нему неприменим.

## **Над книгой работали**

Ответственные редакторы *Наталья Шутьпина, Екатерина Малахова*

Редактор *Татьяна Сквородникова*

Арт-директор *Алексей Богомолов*

Дизайн *Сергей Хозин*

Верстка *Вячеслав Лукьяненко*

Корректоры *Юлия Молокова, Лев Зелексон*

**ООО «Манн, Иванов и Фербер»**

[mann-ivanov-ferber.ru](http://mann-ivanov-ferber.ru)

Электронная версия книги  
подготовлена компанией Webkniga, 2014

[webkniga.ru](http://webkniga.ru)



## **Максимально полезные книги от издательства «Манн, Иванов и Фербер»**

Наши электронные книги: <http://www.mann-ivanov-ferber.ru/ebooks/>

Если у вас есть замечания и комментарии к содержанию, переводу, редакции и корректуре, то просим написать на [be\\_better@m-i-f.ru](mailto:be_better@m-i-f.ru), так мы быстрее сможем исправить недочеты.

Заходите в гости: <http://www.mann-ivanov-ferber.ru/>

Наш блог: <http://blog.mann-ivanov-ferber.ru/>

Мы в Facebook: <http://www.facebook.com/mifbooks>

Мы ВКонтакте: <http://vk.com/mifbooks>

Наш Twitter: <https://twitter.com/mifbooks>

Дерево знаний:

<http://www.mann-ivanov-ferber.ru/promo/derevo-znaniy/>

Предложите нам книгу:

<http://www.mann-ivanov-ferber.ru/about/predlojite-nam-knigu/>

Ищем правильных коллег:

<http://www.mann-ivanov-ferber.ru/about/job/>

**Для корпоративных клиентов:**

Полезные книги в подарок:

<http://www.mann-ivanov-ferber.ru/promo/presents-b2b/>

Книги ищут поддержку:

<http://www.b2b.mann-ivanov-ferber.ru/sponsorship/promo/>

Корпоративная библиотека:

<http://www.b2b.mann-ivanov-ferber.ru/corp-library/>

# ОГЛАВЛЕНИЕ

## THE OUTSIDERS

### ПРАВИЛА ЛУЧШИХ СЕО

Информация от издательства

### Предисловие.

Синглтонвилль

### Введение.

Разумное иконоборчество

### ГЛАВА 1 Вечный двигатель по производству прибыли.

Том Мерфи и Capital Cities Broadcasting

### ГЛАВА 2 Необычный конгломератор.

Генри Синглтон и Teledyne

### ГЛАВА 3 Переломный момент.

Билл Андерс и General Dynamics

### ГЛАВА 4 Создание стоимости в динамичной среде.

Джон Мэлоун и TCI

### ГЛАВА 5 Вдова встает у руля компании.

Кэтрин Грэм и The Washington Post Company

### ГЛАВА 6 Выкуп контрольного пакета на рынке за счет займов.

Билл Стуритц и Ralston Purina

### ГЛАВА 7 Оптимизация семейного бизнеса.

Дик Смит и General Cinema

### ГЛАВА 8 Инвестор как СЕО.

Уоррен Баффет и Berkshire Hathaway

### ГЛАВА 9 Радикальная рациональность.

Тип мышления бунтаря

### Послесловие.

Пример и контрольный список

### Приложение.

Тест Баффета

[Библиография](#)

[Дополнительная литература](#)

[Благодарности](#)

[Об авторе](#)

[Над книгой работали](#)

[Максимально полезные книги от издательства «Манн, Иванов и Фербер»](#)